



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 05 月 19 日

基础数据

05 月 16 日收盘价（元）	8.39
总市值（亿元）	115.65
总股本（亿股）	13.78

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhan@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

光明乳业(600597.SH)

24 年经营承压，25 年静待改善

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 242.78/7.22/1.70 亿元，同比-8.33%/-25.36%/-67.48%。Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 58.65/6.06/-0.43 亿元，同比+0.75%/-6.04%/-120.41%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 63.68/1.41/1.90 亿元，同比-0.76%/-18.16%/+2.45%。
- **2024 年需求疲软营收仍有承压，25Q1 液态奶收入降幅环比收窄。**24 年液态奶/其他乳制品/牧业产品营收 141.66/77.91/10.23 亿元，占比 58.6%/32.3%/4.2%，同比-9.5%/+5.9%/-41.7%。25Q1 液态奶营收同比下滑 6.3%，降幅环比收窄，其他乳制品营收同比+11.1%、保持增长，牧业营收同比-55.4%，主要系市场行情影响，饲料业务收入下降。分品类看，预计 24 年低温产品营收有所下滑，常温产品中常温酸奶营收下滑、但表现好于行业整体，常温白奶表现相对不佳。
- **24 年毛利率略有下滑，整体费率提升致盈利能力短期承压。**毛利率：2024 年毛利率为 19.23%，同比-0.43pct，其中液态奶毛利率同比-0.14pct、相对平稳，其他乳制品同比-1.76pct，牧业毛利率同比-9.03pct、系出售犊牛亏损。25Q1 毛利率为 18.66%，同比-0.99pct。费用率：2024 年销售/管理/研发/财务费用率为 12.24%/3.65%/0.56%/1.02%，同比+0.23/+0.30/+0.24/+0.13pct，24 年销售费用率提升主要系品牌建设及市场投入增加；管理费用率提升主要系新莱特的股权融资、债权融资项目支出较多；财务费用率提升系新莱特财务费用较多影响。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.32/-0.33/+0.11/-0.11pct，费用管控较为合理。非经扰动：1) 24 年其他收益增加约 1 亿元、资产处置收益正向扰动约 3 亿元，主要系确认土地收储补偿收益；2) 24 年营业外支出增加 1.5 亿元左右，主要系牛只淘汰影响。综合以上因素，24 年归母净利率为 2.97%，同比-0.68pct。25Q1 归母净利率为 2.21%，同比-0.47pct。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 251.30/259.18/267.49 亿元，同比+3.5%/+3.1%/+3.2%，归母净利润分别为 5.86/6.42/7.03 亿元，同比-18.8%/+9.5%/+9.6%，EPS 为 0.43/0.47/0.51 元；对应 2025 年 5 月 16 日收盘价，PE 为 19.7/18.0/16.4X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、原料成本提升、食品安全问题。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	24278	25130	25918	26749
同比增长	-8.3%	3.5%	3.1%	3.2%
归母净利润（百万元）	722	586	642	703
同比增长	-25.4%	-18.8%	9.5%	9.6%
毛利率	19.2%	19.6%	19.6%	19.7%
ROE	7.6%	5.7%	5.8%	5.9%
每股收益（元）	0.52	0.43	0.47	0.51
市盈率	16.0	19.7	18.0	16.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报: 2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 242.78/7.22/1.70 亿元, 同比-8.33%/-25.36%/-67.48%。Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 58.65/6.06/-0.43 亿元, 同比+0.75%/-6.04%/-120.41%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 63.68/1.41/1.90 亿元, 同比-0.76%/-18.16%/+2.45%。

点评

- **2024 年需求疲软营收仍有承压, 25Q1 液态奶收入降幅环比收窄。**
 - ✓ **分品类:** 24 年液态奶/其他乳制品/牧业产品营收 141.66/77.91/10.23 亿元, 占比 58.6%/32.3%/4.2%, 同比-9.5%/+5.9%/-41.7%。25Q1 液态奶营收同比下滑 6.3%, 降幅环比收窄, 其他乳制品营收同比+11.1%、保持增长, 牧业营收同比-55.4%, 主要系市场行情影响, 饲料业务收入下降。分品类看, 预计 24 年低温产品营收有所下滑, 常温产品中常温酸奶营收下滑、但表现好于行业整体, 常温白奶表现相对不佳。
 - ✓ **分区域:** 24 年上海/外地/海外营收 67.29/99.90/74.39 亿元, 占比 27.9%/41.4%/30.8%, 同比-5.4%/-14.7%/+1.6%。25Q1 上海/外地/海外营收同比-1.5%/-6.0%/+6.6%。国内来看, 上海大本营市场营收略有下滑, 外地市场表现较弱。24 年海外新莱特完成资本重组, 公司对新莱特的持股比例提升至 65.25%, 双方经营协同有望强化, 全年新莱特实现营业收入 74.39 亿元, 同比增长 1.06%, 净利润-4.5 亿元, 同比下降 52%, 主要系商品价格下降及人力成本上升导致毛利率下降, 同时新莱特对北岛资产组的长期资产组计提减值损失增加。
 - ✓ **分渠道:** 24 年直营/经销商营收 50.55/189.87 亿元, 占比 20.9%/78.6%, 同比-14.4%/-5.7%。此外, 24 年末经销商数量 5454 个, 环比增加 1051 个。
- **24 年毛利率略有下滑, 整体费率提升致盈利能力短期承压。**
 - ✓ **毛利率:** 2024 年毛利率为 19.23%, 同比-0.43pct, 其中液态奶毛利率同比-0.14pct、相对平稳, 其他乳制品同比-1.76pct, 牧业毛利率同比-9.03pct、系出售犍牛亏损。25Q1 毛利率为 18.66%, 同比-0.99pct。
 - ✓ **费用率:** 2024 年销售/管理/研发/财务费用率为 12.24%/3.65%/0.56%/1.02%, 同比+0.23/+0.30/+0.24/+0.13pct, 其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比

+0.72/-0.56/+0.44/-0.28pct。24 年销售费用率提升主要系品牌建设及市场投入增加；管理费用率提升主要系新莱特的股权融资、债权融资项目支出较多；财务费用率提升系新莱特财务费用较多影响。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.32/-0.33/+0.11/-0.11pct，费用管控较为合理。

- ✓ **非经扰动：**1) 24 年其他收益增加约 1 亿元、资产处置收益正向扰动约 3 亿元，主要系确认土地收储补偿收益；2) 24 年营业外支出增加 1.5 亿元左右，主要系牛只淘汰影响。
- ✓ 综合以上因素，24 年归母净利率为 2.97%，同比-0.68pct，其中 Q4 归母净利率为 10.33%，同比-0.75pct。25Q1 归母净利率为 2.21%，同比-0.47pct。

- **看好公司产品、渠道、营销持续优化发力，需求端有望持续修复。**产品端，25 年推出光明优倍 5.0 超鲜牛乳、光明如实高蛋白纯净发酵乳和光明舒睡奶系列新品，持续丰富产品矩阵。渠道端，今年以来重视随心订渠道开拓，通过线下和线上联动，加强投入力度。营销端，深耕文体营销跨界创新，聚焦中国女排世界锦标赛、上海劳力士大师赛、SVS 上海虚拟体育公开赛等活动，提升品牌影响力。随着行业需求复苏，25 年公司收入端有望表现稳健，盈利能力仍有优化空间。

- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 251.30/259.18/267.49 亿元，同比 +3.5%/+3.1%/+3.2%，归母净利润分别为 5.86/6.42/7.03 亿元，同比 -18.8%/+9.5%/+9.6%，EPS 为 0.43/0.47/0.51 元；对应 2025 年 5 月 16 日收盘价，PE 为 19.7/18.0/16.4X，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示**

行业竞争加剧、原料成本提升、食品安全问题。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9334	9941	11053	12987
货币资金	2977	3522	4638	6114
交易性金融资产	8	8	9	9
应收票据及应收账款	2006	1889	1906	1966
预付款项	549	427	439	453
存货	3078	3441	3460	3763
其他	717	653	600	682
非流动资产	13597	14042	14300	14183
长期股权投资	82	64	56	50
固定资产	8399	8605	8660	8672
在建工程	272	325	373	394
无形资产	794	857	924	988
商誉	726	730	734	749
其他	3324	3462	3553	3329
资产总计	22931	23983	25353	27170
流动负债	10717	11049	11628	12474
短期借款	2176	2632	3084	3529
应付票据及应付账款	3078	3248	3250	3421
其他	5464	5169	5294	5524
非流动负债	1125	1116	1186	1244
长期借款	97	47	70	93
其他	1029	1070	1117	1152
负债合计	11842	12165	12814	13718
股本	1378	1378	1378	1378
未分配利润	4508	5131	5795	6628
少数股东权益	1614	1564	1524	1499
股东权益合计	11089	11818	12539	13452
负债及权益合计	22931	23983	25353	27170

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	722	586	642	703
折旧和摊销	1355	1689	1860	1697
营运资金的变动	-723	-214	174	80
经营活动产生现金流量	1255	2262	2896	2769
资本支出	-225	-1772	-1726	-1268
长期投资	-6	-45	-55	-20
投资活动产生现金流量	-229	-1860	-1822	-1297
债权融资	-602	505	508	502
股权融资	140	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1319	144	43	4
现金净变动	-297	545	1117	1475

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24278	25130	25918	26749
营业成本	19609	20206	20832	21492
税金及附加	95	99	102	105
销售费用	2972	3116	3162	3210
管理费用	886	930	933	936
研发费用	137	126	130	134
财务费用	246	243	266	278
投资收益	-3	-15	0	6
公允价值变动收益	-112	6	8	6
信用减值损失	0	4	4	3
资产减值损失	-369	-377	-389	-401
营业利润	725	665	760	865
营业外收支	-283	-134	-164	-193
利润总额	442	531	596	672
所得税	-40	-5	-6	-7
净利润	482	536	602	678
少数股东损益	-240	-50	-40	-25
归属母公司净利润	722	586	642	703
EPS(元)	0.52	0.43	0.47	0.51

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-8.3%	3.5%	3.1%	3.2%
营业利润增长率	-18.7%	-8.3%	14.3%	13.9%
归母净利润增长率	-25.4%	-18.8%	9.5%	9.6%
盈利能力				
毛利率	19.2%	19.6%	19.6%	19.7%
归母净利率	3.0%	2.3%	2.5%	2.6%
ROE	7.6%	5.7%	5.8%	5.9%
偿债能力				
资产负债率	51.6%	50.7%	50.5%	50.5%
流动比率	0.87	0.90	0.95	1.04
速动比率	0.51	0.53	0.60	0.69
营运能力				
资产周转率	103.0%	107.1%	105.1%	101.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.52	0.43	0.47	0.51
每股经营现金	0.91	1.64	2.10	2.01
估值比率(倍)				
PE	16.0	19.7	18.0	16.4
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn