

食品饮料/必需消费

光明乳业 (600597)

业绩低于预期，广告开支或增加

——2020 三季度报业绩点评

	瞿猛(分析师)	姚世佳(分析师)
	021-38676442	021-38676912
	zimeng@gjas.com	yaoshijia@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880520070001

本报告导读:

3Q 公司业绩低于预期，主因高毛利产品销售下滑所致。未来三年，考虑到新管理层改革、鲜奶成长空间、公司治理提升，维持“增持”评级。

投资要点:

投资建议: 基于对毛利率改善及额外广告费用开支的预期调整，我们下调 2020-22 年 EPS 至 0.42(0.44)/0.47(0.52)/0.56(0.61)元，参考可比公司估值，下调目标价至 19.0 元，对应 2021 年 40X PE，维持“增持”评级。

业绩低于预期。 1-3Q 实现营业收入 187.2 亿，同比+9.3%，营业利润 7.5 亿，下滑-18.5%，归母净利润 4.3 亿，同比-4.2%。对应 3Q 单季度营收同比+8.8%，营业利润下滑-35.1%，低于预期，根据公司交流，我们预计主因高毛利奶粉产品及常温酸品类下滑所致。因所得税节约及少数股东权益变动，3Q 单季度归母净利润录得同比+53.1%。

酸奶及婴幼儿奶粉增速下滑，鲜奶保持双位数增长。 3Q 液奶/其他乳制品/牧业产品/其他业务分别同比 5.1%/13.0%/12.3%/28.0%。根据公司交流，我们预计由于竞争加剧及 1H 奶粉终端囤货导致常温酸、低温酸、婴幼儿配方奶粉 3Q 收入端下滑。根据渠道调研，低温鲜奶仍保持低双位数增长，其中“新鲜牧场”（4 月推出）预计截至 9 月底达到 2 个亿销售规模。

综合毛利率下降，广告费用开支或再增加。 3Q 综合毛利率下降 4.8pct 至 26.3%，公司表示，主因高毛利奶粉产品及常温酸品类下滑拖累所致。3Q 销售费用率同比降/环比增 3.3pct/1.1pct 至 20.4%，改善幅度不及预期，主因广告开支增加。根据公告，公司从 3Q 至 2021 年，拟在年初经营计划之外累积增加 1.5 亿左右广告费用开支。考虑到资产减值减少，我们预计全年净利润增速 1%。

风险提示: 原材料价格波动，食品安全问题。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,986	22,563	24,602	27,214	29,964
(+/-)%	-5%	8%	9%	11%	10%
经营利润 (EBIT)	1,174	1,348	1,104	1,240	1,411
(+/-)%	-8%	15%	-18%	12%	14%
净利润 (归母)	342	498	517	580	680
(+/-)%	-45%	46%	4%	12%	17%
每股净收益 (元)	0.28	0.41	0.42	0.47	0.56
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	5.6%	6.0%	4.5%	4.6%	4.7%
净资产收益率 (%)	6.4%	8.7%	8.1%	8.3%	8.9%
投入资本回报率 (%)	10.4%	10.9%	12.0%	14.1%	17.4%
EV/EBITDA	5.47	7.39	15.89	13.25	10.61
市盈率	55.54	38.08	36.71	32.71	27.92
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.00

上次预测: 26.10

当前价格: 15.50

2020.11.01

交易数据

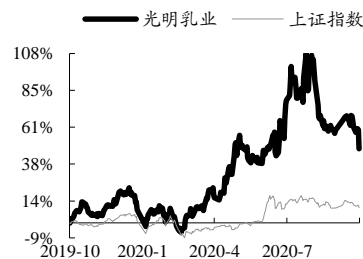
52 周内股价区间 (元)	10.01-21.90
总市值 (百万元)	18,980
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,224/1,224
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	23.78
日均成交值 (百万元)	449.33

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,971
每股净资产	4.88
市净率	3.2
净负债率	3.70%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.12	0.06
Q2	0.18	0.19
Q3	0.06	0.10
Q4	0.04	0.07
全年	0.41	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-17%	47%
相对指数	-8%	-15%	38%

相关报告

二季度显著改善，鲜奶长期成长可期 2020.08.30

疫情短期影响，全年战略思路不变 2020.04.30

常温实现蜕变，变化积极发生 2020.04.21

中标江苏辉山，资源整合强化发展合力 2019.12.25

业绩超预期，期待后续增长 2019.10.29

模型更新时间: 2020.11.01

股票研究

必需消费
食品饮料

光明乳业 (600597)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **19.00**

上次预测: 26.10

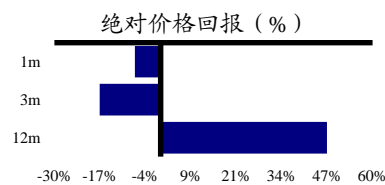
当前价格: 15.50

公司网址

www.brightdairy.com

公司简介

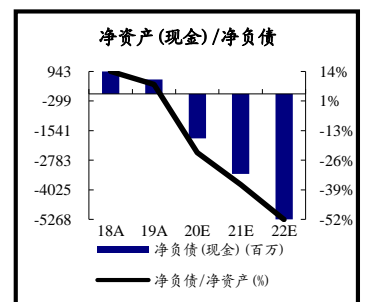
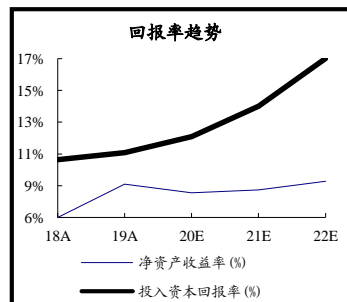
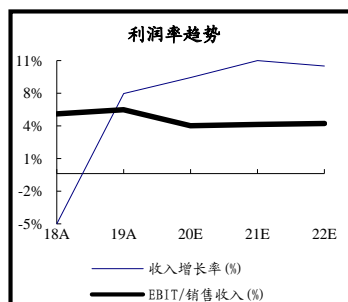
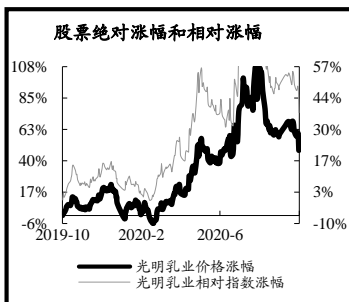
公司主要从事乳制品的开发、生产和销售, 奶牛和公牛的饲养、培育, 物流配送等。公司拥有世界一流的乳品研发中心、乳品加工设备以及先进的乳品加工工艺, 形成了消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉等系列产品, 是国内规模最大的三家乳制品生产、销售企业之一, 行业排名第三。



52周内价格范围 10.01-21.90
市值 (百万) 18,980

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	20,986	22,563	24,602	27,214	29,964
营业成本	13,993	15,505	17,237	19,020	20,851
税金及附加	96	87	98	110	120
销售费用	4,995	4,860	5,339	5,919	6,562
管理费用	668	696	750	844	929
EBIT	1,174	1,348	1,104	1,240	1,411
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	0	3	2
财务费用	201	105	115	100	100
营业利润	879	1,135	1,019	1,152	1,331
所得税	266	391	244	274	319
少数股东损益	185	184	214	242	277
净利润	342	498	517	580	680
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,069	2,480	2,056	3,176	4,618
其他流动资产	4,513	4,726	4,888	5,573	6,033
长期投资	74	75	75	75	75
固定资产合计	5,933	7,591	7,591	7,591	7,591
无形及其他资产	3,346	2,765	1,862	1,713	1,496
资产合计	17,934	17,637	16,472	18,128	19,812
流动负债	9,780	8,231	7,002	7,836	8,563
非流动负债	1,369	1,989	1,159	1,159	1,159
股东权益	6,785	7,417	8,311	9,134	10,091
投入资本(IC)	7,522	7,880	6,877	6,575	6,091
现金流量表					
NOPLAT	780	857	828	930	1059
折旧与摊销	831	817	0	0	0
流动资金增量	318	-709	-99	-152	-268
资本支出	-1,625	-1,745	709	-55	12
自由现金流	304	-779	1,438	722	803
经营现金流	1,454	2,410	1,059	1,177	1,428
投资现金流	-1,735	-1,829	709	-52	14
融资现金流	772	-2,170	-2,193	-4	0
现金流净增加额	491	-1,589	-424	1,121	1,442
财务指标					
成长性					
收入增长率	-4.7%	7.5%	9.0%	10.6%	10.1%
EBIT 增长率	-7.8%	14.8%	-18.0%	12.3%	13.9%
净利润增长率	-44.9%	45.8%	3.7%	12.2%	17.2%
利润率					
毛利率	33.3%	31.3%	29.9%	30.1%	30.4%
EBIT 率	5.6%	6.0%	4.5%	4.6%	4.7%
净利润率	1.6%	2.2%	2.1%	2.1%	2.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.4%	8.7%	8.1%	8.3%	8.9%
总资产收益率(ROA)	1.9%	2.8%	3.1%	3.2%	3.4%
投入资本回报率(ROIC)	10.4%	10.9%	12.0%	14.1%	17.4%
运营能力					
存货周转天数	50	51	46	48	48
应收账款周转天数	31	26	26	27	26
总资产周转天数	303	288	253	232	231
净利润现金含量	425.3%	483.5%	204.8%	202.8%	210.1%
资本支出/收入	7.7%	7.7%	-2.9%	0.2%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	62.2%	57.9%	49.5%	49.6%	49.1%
净负债率	13.9%	8.1%	-22.4%	-36.7%	-52.2%
估值比率					
PE	55.54	38.08	36.71	32.71	27.92
PB	1.92	2.72	2.97	2.72	2.48
EV/EBITDA	5.47	7.39	15.89	13.25	10.61
P/S	0.90	0.84	0.77	0.70	0.63
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		