

光明乳业(600587)/食品饮料

低温鲜奶持续发力, 利润环比改善

评级: 买入(维持)

市场价格: 21.45

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

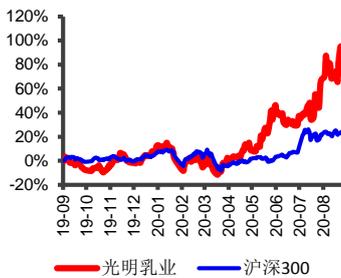
电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1224
流通股本(百万股)	1224
市价(元)	21.45
市值(百万元)	26300
流通市值(百万元)	26300

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 战略落地颇见成效, 产业链一体化加速
2. 费用管控见效, 净利率逐步攀升

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20986	22563	24043	25881	28003
增长率 yoy%	-3.17%	7.52%	6.56%	7.65%	8.20%
净利润	342	498	600	776	952
增长率 yoy%	-44.63%	45.84%	20.32%	29.45%	22.70%
每股收益(元)	0.28	0.41	0.49	0.63	0.78
每股现金流量	1.19	1.97	1.48	1.96	1.74
净资产收益率	6.40%	8.72%	8.68%	10.36%	11.60%
P/E	76.85	52.70	43.80	33.84	27.58
PEG	2.98	2.26	320.64	1.31	1.18

备注: 数据更新截至8月28日收盘价

投资要点

- 事件: 公司 20H1 收入 121.46 亿元, 同比+9.52%, 归母净利润 3.08 亿元, 同比+16.1%, 其中 20Q2 公司收入 70.12 亿元, 同比+24.4%, 归母净利润 2.31 亿元, 同比+2.2%。
- 收入 Q2 环比加速明显, 液态奶恢复 12.3% 增长, 新莱特超预期, 牧业恢复较快。从公司季度收入看, 20Q1、20Q2 收入分别为 51.3、70.1 亿元, 同比-5.8%、24.4%, 季度收入环比明显改善。1) 分产品看, 20H1 液态奶收入增长 2.3%、Q2 增长 12.3% 符合预期, 其中 20H1 低温巴氏鲜奶保持双位数较快增长、低温酸奶略有下滑、常温莫斯利安下滑、常温鲜奶正增长。从分部收入看, 常温、新鲜、随心订营销中心 20H1 增速分别为 2.5%、3.4%、9.8%。20Q2 新莱特等其他乳品、牧业收入增速 47.2%、27% 超预期。2) 分销售模式看, 20Q2 公司直营收入占比 26%, 增长 33.7%; 经销商收入占比 73%, 增速 30.6%, 环比同比明显恢复较快增长, 其他渠道收缩下滑。公司上半年继续推进渠道改革调整, 上海地区经销商数量减少 97 个至 409 个, 外地市场减少 115 个至 3640 个, 其中 Q2 外地增加 251 个。3) 分地区看, 20Q2 上海收入占比 25%, 增长 26.9%, 外地市场收入占比 50%, 增长 20.6%, 境外新莱特占比 25%, 增长 48.8%, 均出现超预期增长。
- 20H1 毛利率下滑主因产品结构, 销售费用率略有提升, 其中广告费用明显增加 2.7 亿元成为影响利润主要因素。1) 从毛利率看, 公司 20H1 同比下降 2pct 至 30.8%, 其中 Q2 毛利率 29.5%, 同比-3.86pct, 我们认为一是低毛利率的新莱特(海外事业部 19.7%)、牧业(奶牛 14.5%) Q2 收入增长较快, 从结构生拉低整体毛利率, 二是常温营销中心上半年因疫情影响, 莫斯利安买赠加大、低毛利率的白奶增长较快影响。2) 从费用端看, 公司 20H1 期间费用率同比提升 0.3pct 至 26.1%, 其中销售费用率同比 0.5pct 至 22%, 管理费用率稳定, 财务费用率基本持平略有提升。我们拆分销售费用发现公司 20H1 工资附加、租赁均下降、运输费用增长 5.3% 稳定, 20H1 广告费用同比增加 98.3% 至 5.4 亿, 广告费用率同比提升 1.99pct。20Q2 销售费用率同比下降 3.4pct 至 19%, 我们认为主因 Q2 销售费用固定, 但是因为新莱特、牧业(均 2B) 等收入超预期分摊部分销售费用, 但是考虑新莱特有 60.88% 股权为少数股东权益, 扣除该部分利润后, 实际国内的销售费用增长较多(从分部费用看, 20H1 常温营销中心销售费用同比+72%, 销售费用率同比+14pct, 低温营销中心销售费用率同比提升 2pct, 海外新莱\牧业销售费用率稳定)。

- **盈利能力环比改善，现金流较好，资产减值减少。**公司 20Q2 净利润 3.35 亿，同比+19%，剔除新莱特少数股东权益 1.8 亿影响，归母净利 3.1 亿，同比+2.2%，相比 Q1 归母净利下滑 45%。从净利率看，Q1、Q2 分别为 1.5%\3.3%，盈利能力环比改善。20H1 公司经营现金流净额 6.5 亿，同比+37%，投资活动现金流稳定。20H1 公司资产减值 721 万，同比去年 3499 万大幅好转。整体看，我们认为除广告费用投入超预期外，其他逻辑逐步验证，净利率有望同比提升。
- **盈利预测及投资建议：**我们看好公司净利率持续提升，一是高毛利大单品优倍、质优等低温巴氏鲜奶驱动，二是公司管理改善，全国优化、渠道改革下，销售费用率更有效率，在规模优势下保持稳健，三是资产减值逐渐减少。我们预计公司收入分别为 240.4、258.8、280 亿元，同比+6.6%、7.7%、8.2%，净利润 6、7.8、9.5 亿元，同比+20.3%、29.5%、22.7%，对应 PE 分别为 44X、34X、28X，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险、市场竞争加剧、外部市场扩张不及预期。

图表 1: 光明收入拆分 (单位: 亿元)

分产品收入	20H1	19H1	同比 (%)	20Q1	同比	20Q2	同比 (%)
液态奶	66.42	64.92	2.31%	27.83	-8.9%	38.58	12.3%
其他乳品 (新莱特+其他)	40.31	32.10	25.60%	18.33	6.8%	21.98	47.2%
牧业产品	9.19	9.53	-3.56%	3.44	-31.2%	5.75	27.0%
其他	4.56	3.58	27.55%	1.42	-0.3%	3.14	46.0%
销售模式	20H1	19H1	同比 (%)	20Q1	同比	20Q2	同比 (%)
直营	32.97	29.80	10.63%	14.60	6.3%	18.37	33.7%
经销商	86.43	77.17	11.99%	35.91	-7.1%	50.52	30.6%
其他	1.09	3.16	-65.37%	0.52	-70.1%	0.57	-67.1%
分地区收入	20H1	19H1	同比 (%)	20Q1	同比	20Q2	同比 (%)
上海	31.59	28.24	11.84%	14.08	2.0%	17.51	26.9%
外地	57.32	58.02	-1.20%	22.78	-20.5%	34.55	20.6%
境外	31.58	23.87	32.30%	14.18	21.2%	17.40	48.8%

来源: 公司半年报、中泰证券研究所

图表 2: 光明乳业经销商数量变化

	20H1 末经销商数量	20H1 数量增减	20Q1 经销商增减	20Q2 经销商增减
上海	409	减少 97	减少 48 个	减少 49 个
外地	3640	减少 115	减少 366 个	增加 251 个

来源: 公司半年报、中泰证券研究所

图表 3: 光明乳业 20H1 分部业绩拆分 (单位: 亿元)

20H1	生产中心	新鲜	随心订	低温=新鲜+随心订	常温	物流	电商	总部
分部收入	49.59	28.93	13.44	42.37	22.59	5.85	1.46	0.00
同比	1.3%	3.3%	9.2%	5.1%	3.0%	-1.6%	-48.5%	-78.7%
营业成本	42.21	21.55	7.63	29.18	16.21	5.27	1.41	0.26
同比	6%	8%	7%	8%	-7%	5%	-42%	12%
毛利率	14.9%	25.5%	43.2%	31.1%	28.2%	10.0%	3.3%	
20H1	奶粉	原料奶酪营	海外事业	奶牛	其他	分部间抵销	合计	
分部收入	0.92	10.08	31.82	15.79	3.19	62.20	121.46	
同比	-10.2%	31.1%	32.6%	-8.9%	44.7%	1.5%	9.5%	
营业成本	0.59	9.52	25.54	13.49	2.13	61.77	84.05	
同比	7%	32%	34%	-11%	61%	2%	13%	
毛利率	35.6%	5.6%	19.7%	14.5%	33.3%	0.7%	30.8%	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 光明乳业分部费用拆分 (单位: 亿元)

20H1	生产中心	新鲜	随心订	低温=新鲜+随心订	常温	物流事业部	电商营销中心
销售费用	1.36	9.94	4.61	14.55	8.13	0.51	0.24
同比	-40%	11%	18%	13%	72%	-50%	-39%
销售费用率	3%	34%	34%	34%	36%	9%	17%
同比	-2%	2%	3%	2%	14%	-9%	3%
管理费用	0.80	0.20	0.11	0.31	0.20	0.08	0.01
同比	-15%	16%	0%	10%	13%	11%	-43%
研发费用	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(0.02)	(0.01)	(0.00)	(0.02)	0.00	(0.00)	0.00
同比	-2%	-8%	-3%	-6%	0%	-5%	0%
20H1	奶粉	原料奶酪营	海外事业	奶牛	其他	分部间抵销	合计
销售费用	0.35	0.37	0.73	0.54	0.67	0.47	27.10
同比	-37%	2%	24%	-13%	4%	-526%	12%
销售费用率	38%	4%	2%	3%	21%	1%	22%
同比	-16%	-1%	0%	0%	-8%	1%	0%
管理费用	0.01	0.02	1.12	0.45	0.16	0.00	3.63
同比	-14%	46%	32%	-4%	20%	-100%	-9%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.39
财务费用	(0.00)	(0.00)	0.62	0.01	(0.00)	0.00	0.57

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 光明乳业销售费用拆分 (单位: 百万元)

销售费用拆分	20H1 (亿元)	19H1 (亿元)	同比
工资及附加	3.60	3.75	-3.84%
运输费及仓储费	5.55	5.27	5.34%
租赁费	0.44	0.55	-20.46%
广告费	5.39	2.72	98.27%
广告费用率	4.4%	2.4%	1.99%
营销及销售服务	10.85	10.68	1.65%
折旧及资产摊销	0.40	0.23	75.14%
其他	0.87	1.01	-13.96%
合计	27.10	24.20	11.98%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 光明乳业季度业绩拆分 (单位: 百万元)

单位: 百万元	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	20H1
营业收入	5452.16	5638.29	6046.91	5425.87	5134.03	7011.98	12146.01
收入增速 (%)	6.92%	3.04%	21.10%	0.09%	-5.84%	24.36%	9.52%
营业成本	3694.60	3758.65	4165.52	3885.92	3460.28	4945.09	8405.37
同比 (%)	10.29%	2.08%	25.73%	6.52%	-6.34%	31.57%	12.77%
毛利率 (%)	32.24%	33.34%	31.11%	28.38%	32.60%	29.48%	30.80%
同比提升	-2.07%	0.63%	-2.54%	-4.32%	0.37%	-3.86%	-2.00%
销售费用	1140.64	1279.03	1431.00	1009.55	1356.87	1352.79	2709.66
销售费用率 (%)	21%	23%	24%	19%	26%	19%	22%
同比提升	-3.15%	0.81%	-3.08%	-4.18%	5.51%	-3.39%	0.49%
毛销差	11.32%	10.65%	7.45%	9.78%	6.17%	10.18%	8.49%
管理费用	182.76	189.44	203.49	119.90	149.59	213.61	363.21
管理费用率 (%)	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%
同比提升	0.22%	0.11%	0.18%	-1.46%	-0.44%	-0.31%	-0.37%
财务费用	21.15	23.25	25.70	34.47	29.67	27.72	57.38
财务费用率 (%)	0.39%	0.41%	0.43%	0.64%	0.58%	0.40%	0.47%
同比提升	0.03%	-0.89%	-0.24%	-0.80%	0.19%	-0.02%	0.07%
投资收益	0.46	0.64	0.39	1.64	1.23	(5.21)	(3.98)
营业利润	357.59	390.70	168.49	218.39	198.64	438.79	637.43
同比 (%)	13.46%	28.25%	59.34%	42.79%	-44.45%	12.31%	-14.81%
营业外净收支	(36.76)	(35.54)	(17.66)	28.56	(1.05)	(26.19)	(27.23)
利润总额	320.84	355.16	150.83	246.95	197.59	412.61	610.20
同比 (%)	7.5%	24.6%	70.8%	105.0%	-38.4%	16.2%	-9.7%
营业税	23.72	21.39	22.08	19.73	16.15	31.14	47.29
营业税金比率 (%)	0.44%	0.38%	0.37%	0.36%	0.31%	0.44%	0.39%
所得税	91.66	73.74	47.43	178.49	46.93	77.47	124.41
所得税率 (%)	28.57%	20.76%	31.44%	72.28%	23.75%	18.78%	20.39%
净利润	229.17	281.41	103.41	68.46	150.66	335.13	485.79
同比 (%)	6.27%	18.05%	52.61%	1317.39%	-34.26%	19.09%	-4.86%
少数股东权益	87.99	55.19	26.83	14.02	73.51	104.02	177.53
归属上市公司股东净利	141.18	226.22	76.58	54.44	77.15	231.11	308.26
同比 (%)	5.68%	12.38%	29.98%	104.59%	-45.35%	2.16%	-16.09%
净利率	2.59%	4.01%	1.27%	1.00%	1.50%	3.30%	2.54%
同比提升	-0.03%	0.33%	0.09%	1.96%	-1.09%	-0.72%	-0.77%
单季 EPS (元)	0.12	0.18	0.06	0.04	0.06	0.19	0.25
非经常损益	(29.52)	(0.94)	0.92	63.00	93.47	5.21	98.68
扣非净利润	170.7	227.16	75.66	-8.56	-16.32	225.9	209.58
同比 (%)	24.52%	8.60%	12.09%	-10.16%	-109.56%	-0.55%	-47.32%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 光明乳业财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,986	22,563	24,043	25,881	28,003
增长率	-3.2%	7.5%	6.6%	7.6%	8.2%
营业成本	-13,993	-15,505	-16,577	-17,675	-18,992
% 销售收入	66.7%	68.7%	68.9%	68.3%	67.8%
毛利	6,992	7,059	7,466	8,206	9,012
% 销售收入	33.3%	31.3%	31.1%	31.7%	32.2%
营业税金及附加	-96	-87	-93	-100	-108
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-4,995	-4,860	-5,169	-5,603	-6,082
% 销售收入	23.8%	21.5%	21.5%	21.7%	21.7%
管理费用	-668	-696	-724	-776	-784
% 销售收入	3.2%	3.08%	3.01%	3.0%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	1,233	1,416	1,481	1,727	2,037
% 销售收入	5.9%	6.3%	6.2%	6.7%	7.3%
财务费用	-201	-105	-212	-192	-178
% 销售收入	1.0%	0.5%	0.9%	0.7%	0.6%
资产减值损失	214	196	98	49	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	2	2	2
% 税前利润	—	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	1,245	1,510	1,368	1,585	1,899
营业利润率	5.9%	6.7%	5.7%	6.1%	6.8%
营业外收支	-86	-61	1	11	1
税前利润	1,159	1,449	1,369	1,596	1,900
利润率	5.5%	6.4%	5.7%	6.2%	6.8%
所得税	-266	-391	-352	-450	-548
所得税率	22.9%	27.0%	25.7%	28.2%	28.8%
净利润	527	682	821	1,049	1,279
少数股东损益	185	184	222	273	326
归属于母公司的净利润	342	498	600	776	952
净利率	1.6%	2.2%	2.5%	3.0%	3.4%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,068	2,480	4,809	5,176	6,289
应收款项	1,644	1,701	1,797	1,896	2,022
存货	2,033	2,307	2,365	2,599	2,744
其他流动资产	838	718	870	877	1,066
流动资产	8,582	7,206	9,840	10,549	12,121
% 总资产	47.9%	40.9%	50.2%	53.7%	59.0%
长期投资	76	75	75	75	75
固定资产	6,945	8,419	7,727	7,032	6,335
% 总资产	38.7%	47.7%	39.4%	35.8%	30.8%
无形资产	377	370	349	327	306
非流动资产	9,352	10,432	9,769	9,107	8,440
% 总资产	52.1%	59.1%	49.8%	46.3%	41.0%
资产总计	17,934	17,637	19,608	19,656	20,561
短期借款	3,810	1,494	1,644	614	0
应付款项	5,152	5,929	6,070	6,779	7,116
其他流动负债	819	807	929	948	968
流动负债	9,780	8,231	8,643	8,341	8,084
长期贷款	900	617	617	0	0
其他长期负债	468	1,372	1,522	1,630	1,748
负债	11,149	10,220	10,782	9,972	9,832
普通股股东权益	5,337	5,718	6,905	7,491	8,209
少数股东权益	1,448	1,699	1,921	2,194	2,520
负债股东权益合计	17,934	17,637	19,608	19,656	20,561

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.28	0.41	0.49	0.63	0.78
每股净资产 (元)	4.36	4.67	5.64	6.12	6.70
每股经营现金净流 (元)	1.19	1.97	1.48	1.96	1.74
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.12	0.16	0.19
回报率					
净资产收益率	6.40%	8.72%	8.68%	10.36%	11.60%
总资产收益率	2.94%	3.87%	4.19%	5.34%	6.22%
投入资本收益率	11.58%	11.34%	13.26%	17.92%	25.85%
增长率					
营业总收入增长率	-3.17%	7.52%	6.56%	7.65%	8.20%
EBIT 增长率	-15.88%	20.15%	13.20%	21.31%	19.23%
净利润增长率	-44.63%	45.84%	20.32%	29.45%	22.70%
总资产增长率	8.43%	-1.65%	11.18%	0.24%	4.60%
资产管理能力					
应收账款周转天数	31.6	26.7	26.2	25.7	25.2
存货周转天数	32.9	34.6	35.0	34.5	34.3
应付账款周转天数	52.7	51.8	52.3	52.5	52.5
固定资产周转天数	120.9	122.6	120.9	102.6	85.9
偿债能力					
净负债/股东权益	32.88%	-25.16%	-23.14%	-49.14%	-125.00%
EBIT 利息保障倍数	5.1	11.7	6.5	8.7	11.3
资产负债率	62.17%	57.95%	54.99%	50.73%	47.82%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	527	682	821	1,049	1,279
加: 折旧和摊销	831	817	736	739	741
资产减值准备	214	196	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	227	148	212	192	178
投资收益	0	-3	-2	-2	-2
少数股东损益	185	184	222	273	326
营运资金的变动	-589	626	40	422	-68
经营活动现金净流	1,454	2,410	1,808	2,400	2,127
固定资本投资	-694	-921	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,735	-1,829	-51	-51	-40
股利分配	-122	-122	-147	-191	-234
其他	894	-2,048	719	-1,791	-740
筹资活动现金净流	772	-2,170	571	-1,981	-974
现金净流量	491	-1,589	2,329	368	1,113

来源: 公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。