



食品饮料/必需消费

光明乳业 (600597)

二季度显著改善，鲜奶长期成长可期

——2020 中报业绩点评

	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:

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，上调目标价至 26.1 元，建议增持。

投资要点:

投资建议: 考虑到公司长期改革红利及行业成长空间，上调 2020-22 年 EPS 至 0.44 (0.43) 元、0.52 (0.51) 元、0.61 (0.60) 元，基于行业平均估值，上调目标价至 26.1 元，对应 2021 年 50X PE，建议增持。

利润增速低于预期。 1H 实现营业收入 121.5 亿，同比+9.5%，归母净利润 3.1 亿，同比-16.1%，对应 2Q 营收同比+24.4%，2Q 归母净利润同比+2.2%，利润增速低于预期，主因低毛利奶粉业务占比提升及牧业板块拖累。

海外业务表现优异，鲜奶长期成长可期。 1H 液奶/其他乳制品/牧业产品/其他业务分别同比 2.3%/25.6%/-3.6%/27.6%。其中，海外新莱特 1H 营收同比 32.6%，占比提升至 26%，主要受益于产能释放及下游客户 a2 的高增速；低温奶 1H 同比低单位数增长，其中随心订渠道恢复良好，同比增长 9.8%；常温奶负增长，主因常温酸品类受疫情影响、竞品挤压，下滑明显。公司计划未来将通过扩大产品组合、区域扩张保持该品类高成长。

低温产品毛利率稳定，资产减值全年减少。 1H 综合毛利率下降 2pct 至 30.8%，主因低毛利奶粉业务营收占比提升及牧业板块拖累所致，公司表示其核心品类低温板块上半年毛利水平基本稳定。1H 销售费用率微增 0.5pct 至 22.3%，主因一季度增加折促，不过 2Q 随着收入端增速恢复，费比环比显著改善了 7pct。考虑到原奶价格上涨、常温酸销售恢复、产品结构升级、折促减少等因素，预计全年毛利水平微降 0.3pct，销售费用率降 0.3pct。公司表示资产减值将大幅减少，我们预计全年净利润增速 8.7%。

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	24,206	26,550	29,220
(+/-)%	-5%	8%	7%	10%	10%
经营利润 (EBIT)	1,174	1,348	1,470	1,629	1,851
(+/-)%	-8%	15%	9%	11%	14%
净利润 (归母)	342	498	542	642	751
(+/-)%	-45%	46%	9%	19%	17%
每股净收益 (元)	0.28	0.41	0.44	0.52	0.61
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%	6.1%	6.1%	6.3%
净资产收益率 (%)	6.4%	8.7%	8.4%	9.1%	9.6%
投入资本回报率 (%)	10.4%	10.9%	15.0%	17.3%	21.2%
EV/EBITDA	5.47	7.39	16.92	14.55	11.97
市盈率	76.85	52.70	48.46	40.88	34.99
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **26.10**

上次预测: 16.45

当前价格: 21.45

2020.08.30

交易数据

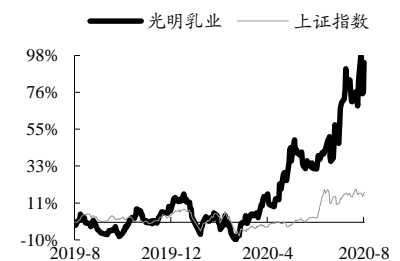
52 周内股价区间 (元)	10.01-21.90
总市值 (百万元)	26,265
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,224/1,224
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	28.80
日均成交值 (百万元)	499.88

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,817
每股净资产	4.75
市净率	4.5
净负债率	16.40%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.12	0.06
Q2	0.18	0.19
Q3	0.06	0.11
Q4	0.04	0.08
全年	0.41	0.44

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23%	43%	94%
相对指数	17%	23%	76%

相关报告

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

华东乳业龙头，续写光明之路 2019.09.24

模型更新时间: 2020.08.30

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: **26.10**

上次预测: 16.45

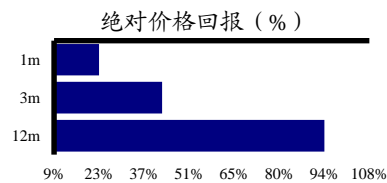
当前价格: 21.45

公司网址

www.brightdairy.com

公司简介

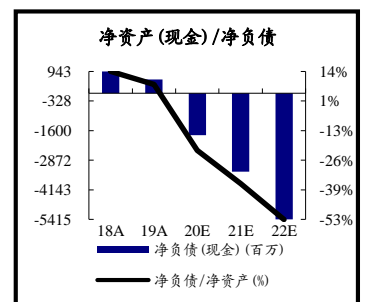
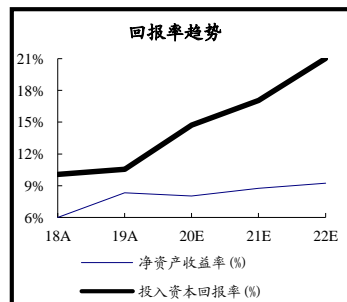
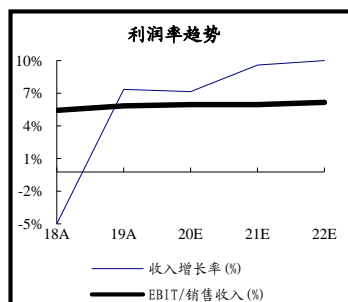
公司主要从事乳制品的开发、生产和销售, 奶牛和公牛的饲养、培育, 物流配送等。公司拥有世界一流的乳品研发中心、乳品加工设备以及先进的乳品加工工艺, 形成了消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉等系列产品, 是国内规模最大的三家乳制品生产、销售企业之一, 行业排名第三。



52 周内价格范围 10.01-21.90
市值 (百万) 26,265

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	24,206	26,550	29,220
营业成本	13,993	15,505	16,696	18,229	20,005
税金及附加	96	87	97	108	117
销售费用	4,995	4,860	5,132	5,682	6,253
管理费用	668	696	738	823	906
EBIT	1,174	1,348	1,470	1,629	1,851
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	7	3	2
财务费用	201	105	115	100	100
营业利润	879	1,135	1,204	1,408	1,613
所得税	266	391	313	372	432
少数股东损益	185	184	224	268	306
净利润	342	498	542	642	751
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,069	2,480	2,010	3,187	4,720
其他流动资产	4,513	4,726	4,772	5,389	5,835
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	16,310	17,955	19,717
流动负债	9,780	8,231	6,805	7,539	8,244
非流动负债	1,369	1,989	1,159	1,159	1,159
股东权益	6,785	7,417	8,346	9,257	10,314
投入资本(IC)	7,522	7,880	6,958	6,689	6,212
现金流量表					
NOPLAT	780	857	1044	1157	1315
折旧与摊销	831	817	0	0	0
流动资金增量	318	-709	-19	-120	-260
资本支出	-1,625	-1,745	634	-115	-52
自由现金流	304	-779	1,659	922	1,003
经营现金流	1,454	2,410	1,082	1,292	1,584
投资现金流	-1,735	-1,829	641	-112	-50
融资现金流	772	-2,170	-2,193	-4	0
现金流净增加额	491	-1,589	-470	1,176	1,533
财务指标					
成长性					
收入增长率	-4.7%	7.5%	7.3%	9.7%	10.1%
EBIT 增长率	-7.8%	14.8%	9.1%	10.8%	13.7%
净利润增长率	-44.9%	45.8%	8.7%	18.5%	16.8%
利润率					
毛利率	33.3%	31.3%	31.0%	31.3%	31.5%
EBIT 率	5.6%	6.0%	6.1%	6.1%	6.3%
净利润率	1.6%	2.2%	2.2%	2.4%	2.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.4%	8.7%	8.4%	9.1%	9.6%
总资产收益率(ROA)	1.9%	2.8%	3.3%	3.6%	3.8%
投入资本回报率(ROIC)	10.4%	10.9%	15.0%	17.3%	21.2%
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	256	236	235
净利润现金含量	425.3%	483.5%	199.6%	201.2%	211.0%
资本支出/收入	7.7%	7.7%	-2.6%	0.4%	0.2%
偿债能力					
资产负债率	62.2%	57.9%	48.8%	48.4%	47.7%
净负债率	13.9%	8.1%	-21.6%	-36.4%	-52.5%
估值比率					
PE	76.85	52.70	48.46	40.88	34.99
PB	1.92	2.72	4.09	3.72	3.36
EV/EBITDA	5.47	7.39	16.92	14.55	11.97
P/S	1.25	1.16	1.09	0.99	0.90
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		