

食品饮料/必需消费

光明乳业 (600597)

华东乳业龙头，续写光明之路

——光明乳业首次覆盖报告

首次覆盖

评级：增持

目标价格：12.60

当前价格：10.91

2019.09.24

 瞿猛 (分析师) 李梓语 (分析师)
 021-38676442 021-38032691
 zimeng@gtjas.com liziyu@gtjas.com
 证书编号 S0880513120002 S0880519080010

本报告导读：

上海老牌乳制品龙头，低温业务华东品牌优势明显，常温业务调整到位逐步止跌，未来新品、营销、渠道配合发力，业绩有望逐步改善。

投资要点：

- **首次覆盖，给予增持评级。**华东乳制品龙头，低温优势明显，常温逐步调整到位，发展值得期待。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.38、0.45、0.49 元，参考行业给予 2020 年 28XPE，目标价 12.6 元。
- **华东乳业龙头，调整中稳步前行。**光明乳业为上海老牌乳业龙头，液态奶起家，2009 年推出明星单品莫里斯安后连续五年保持双位数营收增长，2015 年起行业竞争加剧，业绩开始下滑，公司进入三年调整期，随着管理层逐步调整到位，产品迭代、品牌打造、渠道建设多维发力，有望迎来积极变化，2019H 实现营业收入 110.9 亿元/同比+3.23%，归母净利 3.67 亿元/同比+8.07%，业绩有望逐步改善。
- **低温为纲，常温补足，主动出击。**公司新鲜产品保持提升态势，过去两年提价并未影响销量，华东区域新鲜产品品牌优势明显，目前我国巴氏奶和酸奶仍处于稳步发展阶段，公司中端、高端产品满足多元消费需求。常温产品竞争相对激烈，莫斯利安销售出现下滑，2019 年 6 月公司常温条线聘请新任领导后调整逐步见效，下半年推新品、投营销、铺渠道多维度强化常温业务发展，力争实现 2019 年产品销售持平目标。液态奶毛利率稳定维持在 45% 左右，表现优于同行，费用管控水平较高，近期董事会通过增加不超过 1.5 亿营销费用的决议，有望提升品牌形象、增强产品竞争力，进一步带动销售增长。
- **催化剂：新品销售发力，广告投放精准。**
- **风险因素：原奶成本上升过快，行业竞争加剧等。**

交易数据

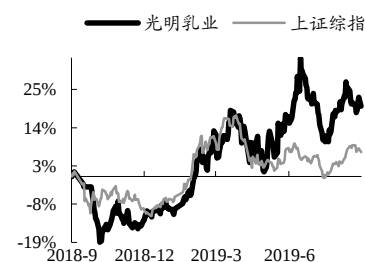
52 周内股价区间 (元)	7.12-12.45
总市值 (百万元)	13,359
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,224/1,224
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	12.30
日均成交值 (百万元)	137.80

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,584
每股净资产	4.56
市净率	2.4
净负债率	19.97%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.11	0.12
Q2	0.17	0.18
Q3	0.04	0.05
Q4	-0.04	0.04
全年	0.28	0.38

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	1%	19%
相对指数			

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,023	20,986	21,716	22,607	23,589
(+/-)%	9%	-5%	3%	4%	4%
经营利润 (EBIT)	1,273	1,174	1,079	1,168	1,224
(+/-)%	-3%	-8%	-8%	8%	5%
净利润 (归母)	620	342	471	549	595
(+/-)%	10%	-45%	38%	17%	8%
每股净收益 (元)	0.51	0.28	0.38	0.45	0.49
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	5.8%	5.6%	5.0%	5.2%	5.2%
净资产收益率 (%)	11.4%	6.4%	7.9%	8.4%	8.4%
投入资本回报率 (%)	15.6%	10.4%	11.8%	11.6%	11.2%
EV/EBITDA	8.70	5.47	11.55	10.54	9.79
市盈率	21.83	39.59	28.74	24.65	22.72
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

模型更新时间: 2019.09.24

股票研究

必需消费
食品饮料

光明乳业 (600597)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 12.60

当前价格: 10.91

2019.09.24

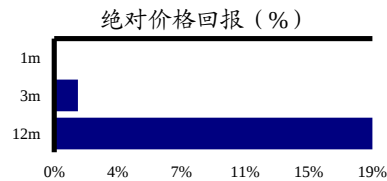
公司网址

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 周价格范围

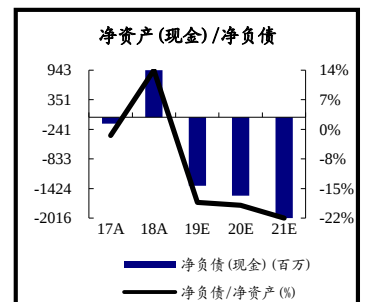
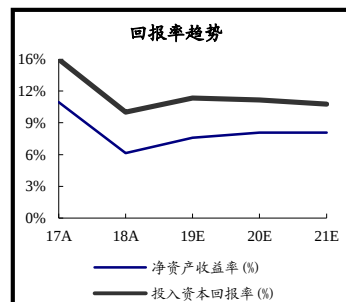
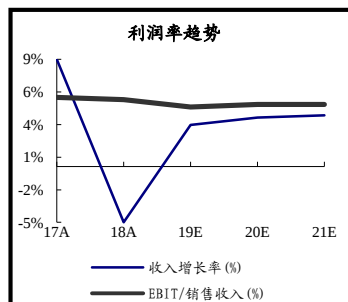
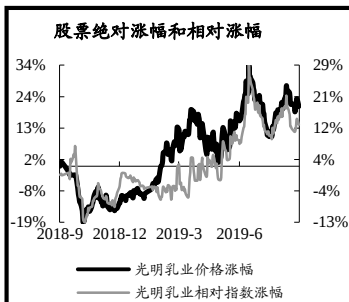
7.12-12.45

市值 (百万)

13,359

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,023	20,986	21,716	22,607	23,589
营业成本	14,678	13,993	14,494	14,987	15,613
税金及附加	123	96	102	106	113
销售费用	5,257	4,995	5,268	5,534	5,786
管理费用	641	668	717	751	790
EBIT	1,273	1,174	1,079	1,168	1,224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	0	2	2	2
财务费用	250	201	111	112	109
营业利润	1,104	879	975	1,112	1,225
所得税	186	266	263	313	355
少数股东损益	199	185	187	235	259
归母净利润	620	342	471	549	595
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金、交易性金融资产	3,634	4,069	2,994	3,099	3,308
其他流动资产	4,494	4,513	4,217	4,547	4,726
长期投资	74	74	74	74	74
固定资产合计	6,122	5,933	5,933	5,933	5,933
无形及其他资产	2,587	3,346	2,820	3,376	3,990
资产合计	16,912	17,934	16,037	17,028	18,031
流动负债	9,284	9,780	7,058	7,265	7,414
非流动负债	858	1,369	1,369	1,369	1,369
股东权益	6,770	6,785	7,610	8,394	9,249
投入资本(IC)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投入资本	6,666	7,522	6,535	7,174	7,692
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
NOPLAT	1037	780	771	835	864
折旧与摊销	855	831	0	0	0
流动资金增量	168	318	-461	83	-96
资本支出	-1,007	-1,625	460	-566	-600
自由现金流	1,053	304	770	352	168
经营现金流	1,642	1,454	1,295	751	973
投资现金流	-1,091	-1,735	462	-565	-599
融资现金流	-360	772	-2,831	-81	-166
现金流净增加额	191	491	-1,075	106	209
财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性					
收入增长率	9.0%	-4.7%	3.5%	4.1%	4.3%
EBIT 增长率	-2.5%	-7.8%	-8.1%	8.3%	4.8%
净利润增长率	10.1%	-44.9%	37.7%	16.6%	8.5%
利润率					
毛利率	33.4%	33.3%	33.3%	33.7%	33.8%
EBIT 率	5.8%	5.6%	5.0%	5.2%	5.2%
归母净利润率	2.8%	1.6%	2.2%	2.4%	2.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.4%	6.4%	7.9%	8.4%	8.4%
总资产收益率(ROA)	3.7%	1.9%	2.9%	3.2%	3.3%
投入资本回报率(ROIC)	15.6%	10.4%	11.8%	11.6%	11.2%
运营能力					
存货周转天数	46	50	45	47	47
应收账款周转天数	29	31	28	29	29
总资产周转天数	273	303	285	267	271
净利润现金含量	264.9%	425.3%	275.0%	136.9%	163.4%
资本支出/收入	4.6%	7.7%	-2.1%	2.5%	2.5%
偿债能力					
资产负债率	60.0%	62.2%	52.5%	50.7%	48.7%
净负债率	-1.9%	13.9%	-18.0%	-18.7%	-21.8%
估值比率					
PE(现价)	21.83	39.59	28.74	24.65	22.72
PB	3.41	1.92	2.26	2.07	1.90
EV/EBITDA	8.70	5.47	11.55	10.54	9.79
P/S	0.61	0.64	0.62	0.60	0.57
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



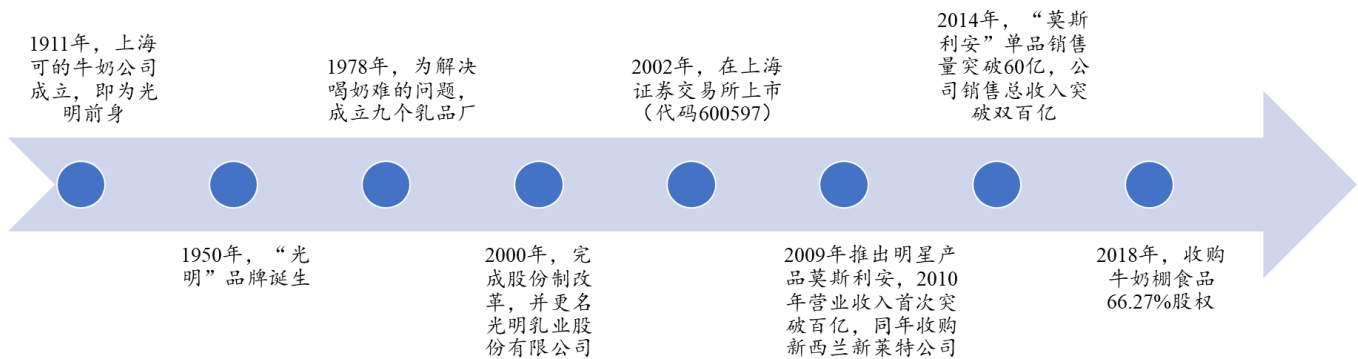
目录

1. 概览：百年乳制品企业，调整中稳步前行	4
2. 业务：低温为纲，常温补足，多元发展	6
2.1. 围绕乳制品，构建四大业务板块	6
2.2. 6大产品系列，满足多种消费需求	7
2.2.1. 新鲜产品：核心领域，优势突出	8
2.2.2. 常温产品：战略升级，调整见效	11
2.3. 立足华东向外拓展，海外业务值得期待	12
2.4. 技术领先，立足品质	13
3. 财务：费用率改善，盈利能力有提升空间	14
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险因素	18

1. 概览：百年乳制品企业，调整中稳步前行

华东乳业龙头，百年发展历史。光明乳业起源于二十世纪初的上海可的牛奶公司，经过几十年的发展于 1956 年多厂合并成立上海市牛奶公司；1978 年，当国家面临“供奶难”问题时，光明开始为上海市民提供送奶上门服务，在整个上海地区家喻户晓；2000 年完成股份制改革并于两年后在上海证券交易所上市，之后公司稳固发展；在 2009 年推出明星产品莫斯利安，开创高端常温酸奶先河，2016 年该产品收入突破 60 亿。2010 年收购新西兰新莱特公司以提供高品质的奶粉，开拓海外市场；2018 年收购牛奶棚食品 66.27% 股权进一步完善线下终端渠道。

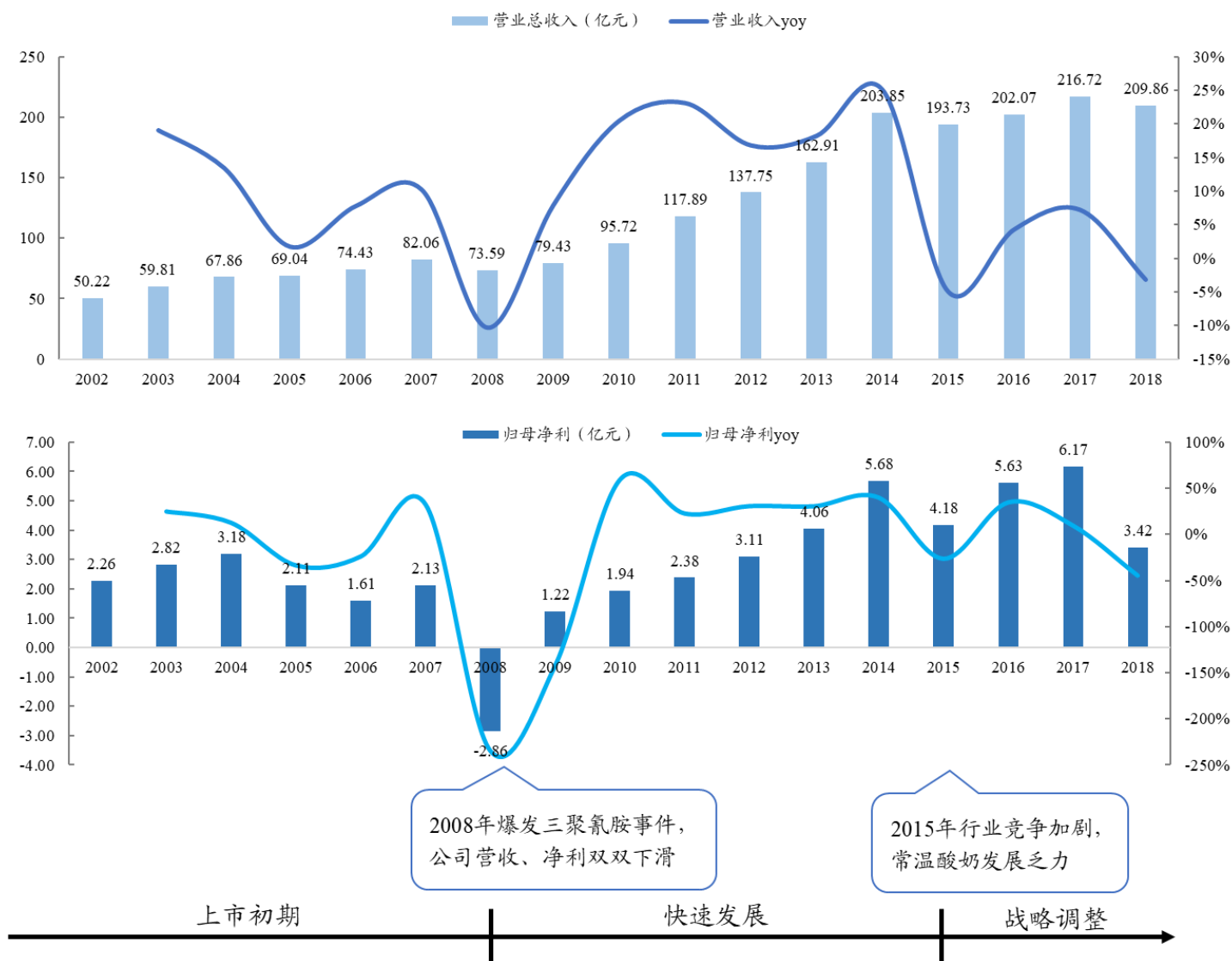
图 1：百年光明稳步发展



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

上市以来稳步发展，2009-2014 年保持快速增长，2015 年起进入调整阶段，期待调整后表现。2002 年上市以来，随着国家政策的支持，乳制品行业不断发展，光明的营业收入也在逐年增加，2008 年爆发的三聚氰胺事件对乳制品行业产生较大影响，2008 年公司营业收入同比下降 10.32%。2009-2014 年随着优势业务低温奶和明星产品莫斯利安等业务广销市场，公司进入快速发展阶段，营业收入连续五年保持双位数增长，从 2009 年 79.4 亿增长到 203.9 亿。2015 年行业竞争加剧，常温酸奶玩家增多，营收与净利增速逐步放缓，2018 年由于计提资产减值损失导致归母净利润同比下降 44.87%，公司已经历三年调整期，管理层逐步调整到位，产品迭代、品牌打造、渠道建设多维发力，有望迎来积极变化，2019 年上半年公司实现营业收入 110.9 亿元，同比+3.23%，归母净利润 3.67 亿元，同比+8.07%，业绩有望逐步改善。

图 2：2009-2014 年保持快速增长，2015 年起进入调整阶段，期待调整后表现

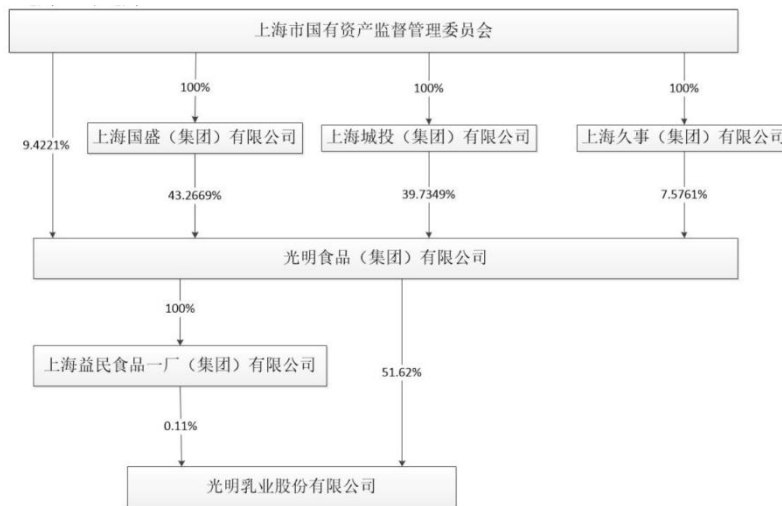


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

从原料、生产、渠道和营销四个方面进行管理升级。1) 原料端，光明在 2015 年整合了所有子公司的奶牛统一管理，原本只有 20000 头奶牛归属于母公司，整合之后奶牛数量增加至 80000 头，统一饲养、统一检查、统一管理，从源头保障产品质量。2) 生产端，光明拥有先进的 WCM 生产管理系统，保障生产环节的安全，卫生和质量。截至到 2018 年共有 88 项发明，96 个国家专利融入生产。在保障生产体系成熟的同时也在产品生产上不断更新。3) 渠道端，线下送货体系“随心订”为上海市民提供日常送奶服务，保障新鲜牛奶运送到家，2018 年收购 66.27% 牛奶棚更加保障线下的供货量和新产品的终端推广，线上天猫、京东等电商平台销售。4) 营销端，加大品牌推广投入，2019 年邀请当红流量小生刘昊然代言莫斯利安系列，品牌的影响力有望进一步扩大。

公司为国有企业，股权结构稳定。公司实际控制人为上海国资委，控股股东为光明食品集团。根据 2018 年年报，上海国资委通过控股的光明食品集团持有光明乳业 51.7% 股份。

图 3：公司实际控制人为上海国资委，控股股东为光明食品集团



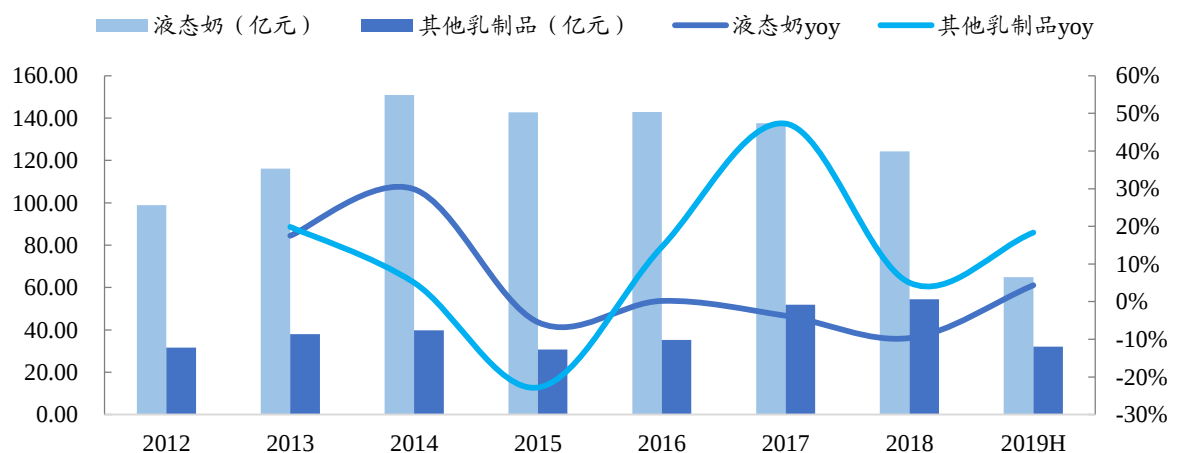
数据来源：公司年报

2. 业务：低温为纲，常温补足，多元发展

2.1. 围绕乳制品，构建四大业务板块

光明乳业共拥有液态奶、其他乳制品、牧业产品、其他业务四大业务板块，其中液态奶、其他乳制品合计占公司营业收入比重 85%以上。分业务板块来看，液态奶自 2015 年开始出现下滑趋势，营业收入自 2015 年 142.66 亿元下滑至 2018 年 124.3 亿元，2019 年上半年随着新品推出、提价，液态奶收入止跌回升，同比+4%至 64.9 亿元。其他乳制品业务保持稳健增长，2018 年实现营业收入 54.48 亿元，同比+5%。牧业和其他产业合计占公司营收比重 12%左右，2019 年上半年牧业收入同比-35%至 9.53 亿元，主要系结构性调整低毛利、高风险的农牧贸易收入，预计调整后牧业板块经营稳定性有望提升。

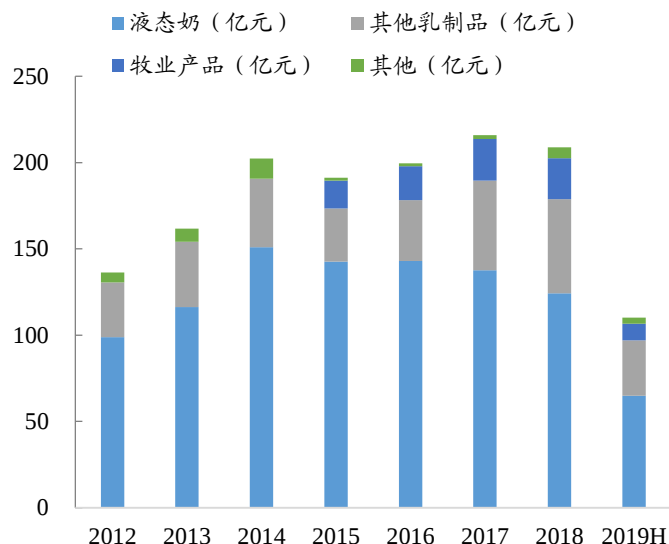
图 4：液态奶收入止跌，其他乳制品保持稳健增长



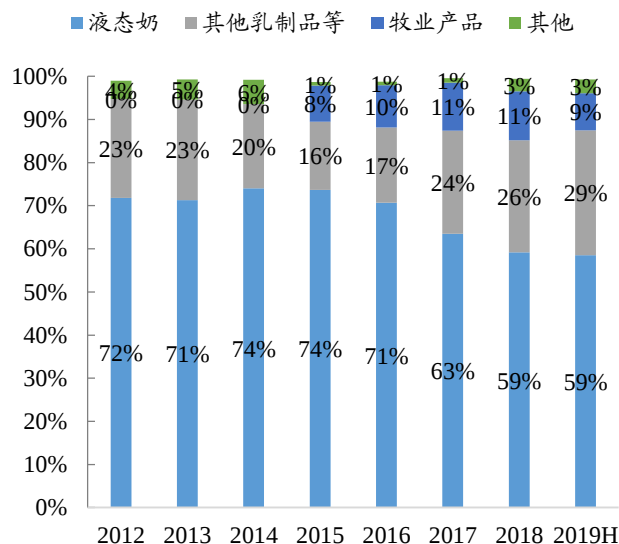
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 5：公司共有四大业务板块

图 6：公司乳制品业务占比超过 85%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 6大产品系列，满足多种消费需求

常温+低温，产品多元发展。公司乳制品系列覆盖新鲜牛奶、常温牛奶、新鲜酸奶、常温酸奶等多种产品，2002 年上市以来光明陆续推出“莫斯利安”、“优倍”、“致优”、“畅优”、“健能”、“如实”等众多知名单品，满足多层次消费者需求。除此之外，公司还有奶粉、奶酪、果汁三大产品，产品体系多元发展。

图 7: 光明产品百花齐放

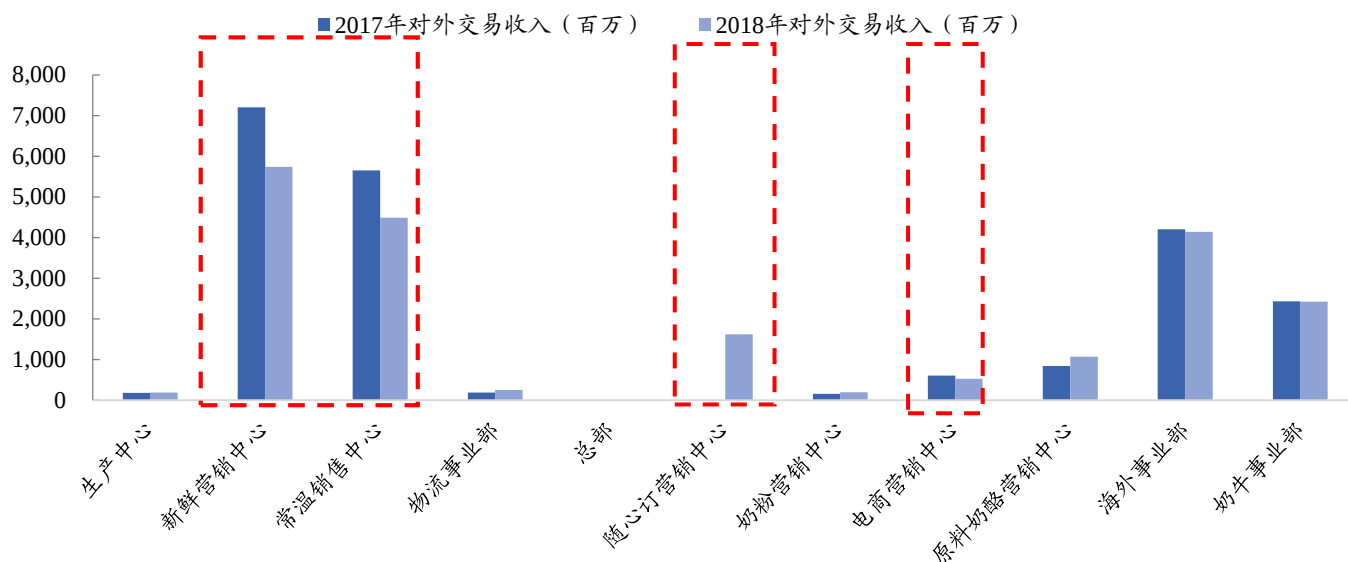


数据来源: 公司官网

按职能划分经营分部，11 大营销中心权责分明。2017 年公司进行了变革与调整，实现资源集约化管理，生奶全国统一调配；实现产销分离，产能全国布局；实现各营销中心专业化、集约化运营。公司将经营业务

按职能划分为 11 个经营分部，分别为生产中心、新鲜营销中心、常温营销中心、物流事业部、总部、学生奶营销中心、奶粉营销中心、电商营销中心、原料奶酪营销中心、海外事业部、奶牛事业部；2018 年又取消学生营销中心，新增随心订和电商营销中心。

图 8：按职能划分经营分部，共 11 大业务中心



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.2.1. 新鲜产品：核心领域，优势突出

新鲜产品保持稳定发展。公司新鲜牛奶主要有光明风味牛奶系列、光明基础鲜牛奶系列、“致优”、“优倍”系列 2019 年引入英国皇家奶牛娟姗牛并推出高端产品“致优娟姗”；新鲜酸奶主要有“畅优”、“健能”、“如实”、“赏味”等系列。新鲜产品保持稳步发展趋势，从分部财务信息来看，2018 年新鲜营销中心和随心订营销中心合计实现营业收入 73.55 亿元，与 2017 年相比预计增长 2% 左右。

图 9：公司新鲜牛奶和新鲜酸奶品牌产品布局

新鲜
牛奶
产品

光明风味牛奶饮品

精选优质奶源，搭配美味原料，呈现天然好营养的同时，带来独特好滋味



光明基础鲜牛奶

长期受到消费者的喜爱，产品种类丰富：全脂、0脂、高钙、香浓等，满足不同消费者的需求



致优

采用法国低温陶瓷膜过滤工艺，更多保留鲜奶中乳铁蛋白和多种维生素、乳钙、矿物质等营养成分



优倍

优质奶源，75°C巴氏杀菌工艺，提升乳铁蛋白等活性物质保留率，喝得到的鲜活营养



致优娟姗鲜牛乳 (2019年8月新品)

采用英国娟姗牛种，采用法国陶瓷膜过滤工艺，拥有较高乳脂和乳蛋白含量，口感更醇厚香甜

新鲜
酸奶
产品

光明风味酸奶系列

富含专利益生菌，调理肠胃，帮助消化，呵护全家健康



畅优风味发酵乳

国家专利菌种“植物乳杆菌ST-III”，喝畅优，感受自然通畅



健能风味发酵乳

包含健能，健能儿童，健能JCAN等多款产品，五种有益菌群，提升健康保护力，给全家金盾般的倍护



如实

纯净发酵乳，只有生牛乳和发酵菌，回到食物本来的样子，纯净，如实



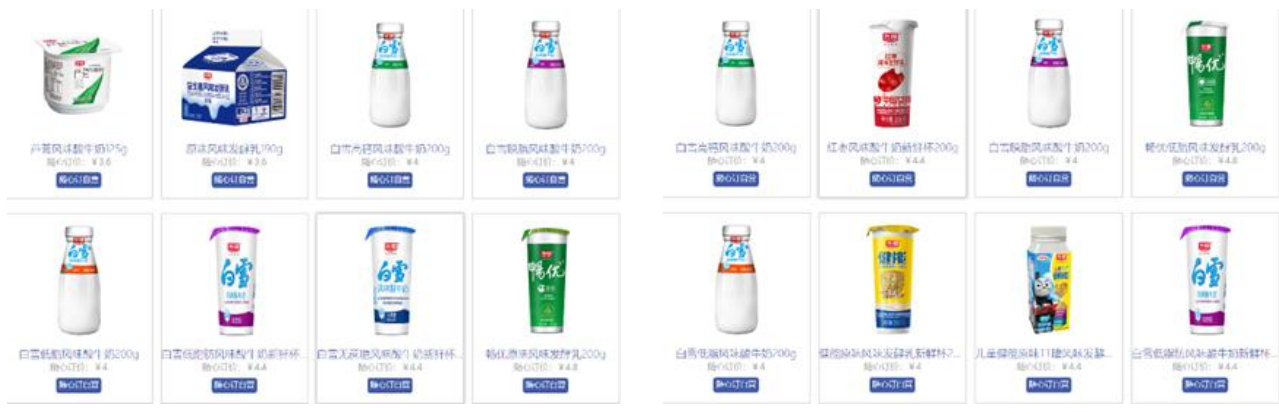
赏味轻酪风味发酵乳

以美味触达灵魂，轻享你的美妙小时光。此刻，美味甄享



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 10：随心订官网提供送奶上门服务



数据来源：公司网站

低温及酸奶乳制品行业景气度高，公司在华东优势明显，多维产品布局有望持续受益。光明在 2017 年将牛奶消毒技术从 85 降低到 75°，领先的巴氏消毒技术让光明新鲜牛奶品质获得提升。目前符合健康理念的巴氏奶和酸奶仍处于稳步发展阶段，且根据尼尔森数据，我国巴氏奶市场份额为 14%，远低于美国的 99.7% 和日本的 99.3%。公司在 2017 年和 2018 年分别鲜奶进行了提价，2019 年初部分产品提价 3-5%，但 2018 年鲜奶销量同比提升 6%，仍保持增长态势，优势是在华东区域产品品牌优势明显。公司产品品牌在中端、高端皆有布局，未来围绕华东周边城市消费升级趋势下，公司有望持续受益。

图 11：高端新品致优娟姗打造高品质牛奶

图 12：巴氏奶和鲜奶保持稳步增长



¥40.00

光明 致优 娟姗牛鲜奶 800ml 妙可蓝多奶酪棒，超级粉丝日，粉丝特惠低至 2000+ 条评价

光明低温乳品京东自营...

自营 定期

☐ 对比 ☐ 关注



¥15.50

光明随心订 致优娟姗牛奶低温鲜牛奶 285ml 玻璃瓶装 低温冷链 新鲜送奶上门

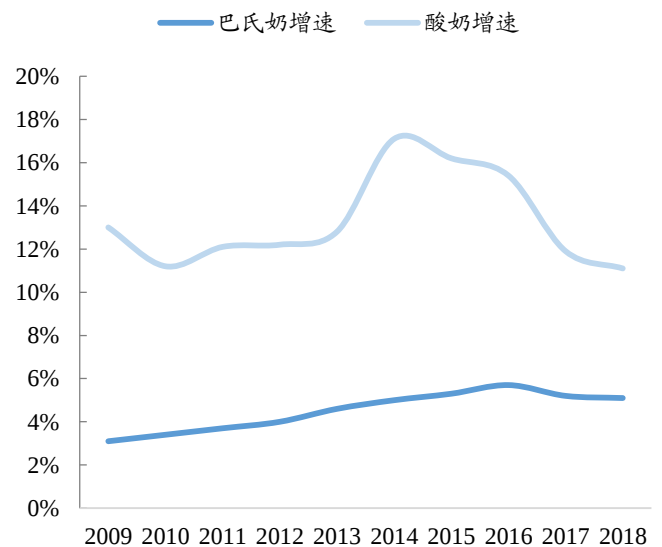
100+ 条评价

光明随心订官方旗舰店

定期

☐ 对比 ☐ 关注

数据来源：京东生鲜



数据来源：中国产业信息网，国泰君安证券研究

2019 年上半年新鲜产品发展势头良好，新品储备贡献增长动力。2019 年上半年新鲜营销中心、随心订营销中心分别实现营收 27、12 亿元，保持良好发展势头，以如实为例，根据草根调研预计如实 2019H 保持 50-80% 增长。酸奶冰激凌、大白兔奶糖风味牛奶等新品市场反映较好，预计下半年公司将继续推出新品，例如优倍浓醇版、如实高蛋白版、冰淇淋牛奶等，实现产品迭代升级的同时也有助于强化原奶成本上升带来的负面影响。

图 13: 如实新品 50%减脂版, 切合低脂消费理念



数据来源: 公司新闻

图 14: 如实高蛋白版全新上市

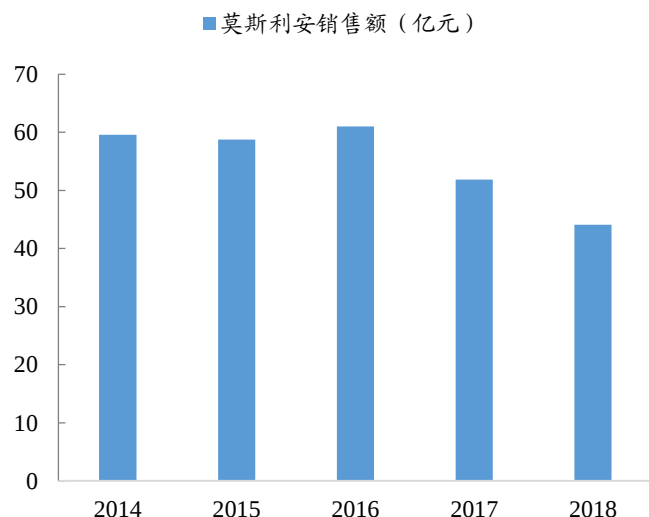


数据来源: 公司新闻

2.2.2. 常温产品: 战略升级, 调整见效

常温酸奶主推明星单品莫斯利安, 竞争相对激烈。常温产品主要有常温酸奶和常温牛奶组成, 其中明星单品常温酸奶莫斯利安 2009 年开创常温酸奶新品类, 2016 年单品销售超过 60 亿元。2015 年伊利推出同类产品“安慕希”、蒙牛推出同类产品“纯甄”之后, 市场竞争激烈, 莫斯利安出现下滑趋势。从分部财务信息来看, 2018 年常温营销中心营收同比-20%至 44.85 亿元, 电商营销中心营收同比-12.76%至 5.27 亿元, 常温产品合计实现营业收入 50.13 亿元。

图 15: 2017、2018 年莫斯利安销售下滑



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 2017、2018 年为估计值

图 16: 莫斯利安新品甄选果粒系列白桃双麦风味酸奶



数据来源: 公司新闻

常温条线换帅, 发力新品、强化营销, 加大产品生命力。2019 年 6 月公司聘请黄黎明先生为公司副总经理, 主要负责常温营销中心及生产中心,

黄黎明先生在光明工作经验丰富，有望结合生产和营销资源联合推进常温事业部发展，8月预计常温事业部已经止跌，调整有望继续见效。下半年预计将继续主动出击，产品+营销+渠道多维度强化常温条线发展：1) 推新品、换包装，解决产品老化，莫斯利安品牌旗下发布了沙拉酸奶系列、花颜美润系列、甄果粒系列、原味系列等多个系列新品；2) 投营销，邀请当红流量小生刘昊然代言，加强产品品牌力；3) 线上线下、华东华中配合发力，力争2019年全年实现常温产品销售持平不跌目标。

图 17：莫斯利安品牌邀请当红流量小生刘昊然代言，加强产品品牌力



数据来源：公司官网

2.3. 立足华东向外拓展，海外业务值得期待

公司起家上海，向外扩展，并购海外业务占比逐步提升。分地区来看，发展初期上海地区营业收入占三分之一左右，外地业务营业收入占比三分之二左右。2010年后公司收购新西兰新莱特，海外业务占比逐步提升，2018年上海地区、非上海地区、海外地区业务占比分别为25.2%、54.59%、19.68%。

图 18：上市初期上海与非上海业务分别占比 30%、60% 左右（2008 年数据）

■ 非上海区域 ■ 上海区域 ■ 其他地区

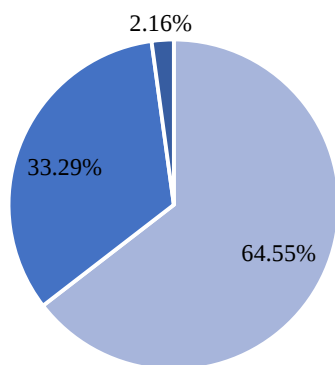
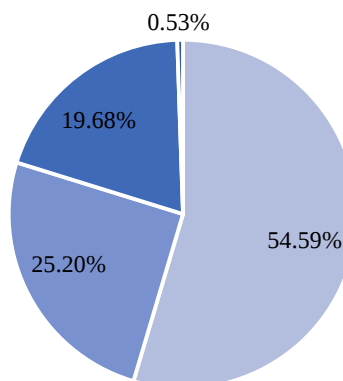


图 19：立足上海辐射全国，海外业务占比提升（2018 年数据）

■ 非上海地区 ■ 上海地区 ■ 海外地区 ■ 其他地区

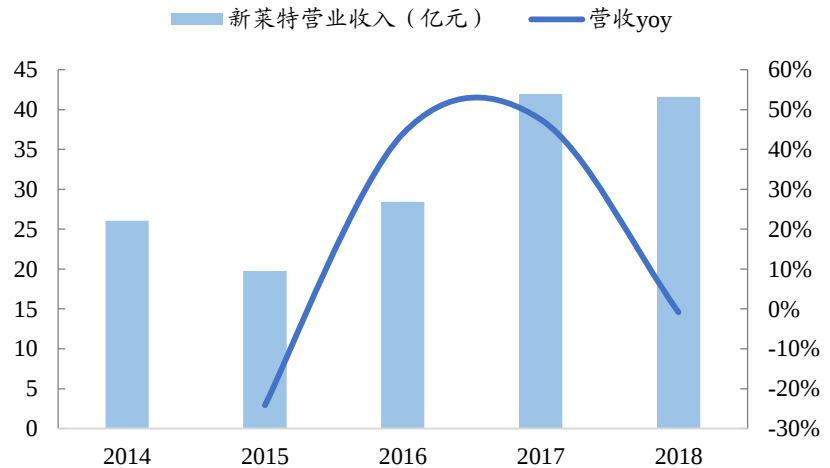


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

新莱特产品结构有望丰富。2018年新莱特实现营收41.61亿元，同比-1%，净利润3.24亿元，同比+13%；2019年上半年发展势头良好，营收同比+18%至23.9亿元，明显加速。新莱特业务以奶粉为主，随着液态奶工厂建成投产，未来产品结构有望丰富，业绩有望保持良好增势。

图 20：新莱特收入规模超过 40 亿元



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

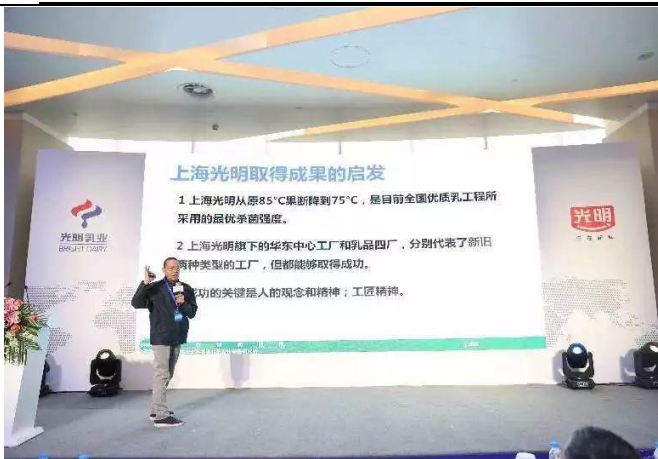
2.4. 技术领先，立足品质

技术的领先包括先进的科技和创新的理念。光明产品的大力推广得益于领先的科技，光明拥有乳业生物国家重点实验室，共创造了 88 项发明。其中 75℃低温牛奶杀菌工艺、ST-III 植物乳杆菌科技和 UHT 高温杀菌技术为光明的三大核心产品提供了强力的技术支撑。另一方面，创新科技也为光明的产品赢得了市场的一席之地。追求健康品质的“如实”酸奶具有无添加剂、无香精的特点，保持了酸奶的原有口味和健康的品质；“赏味”和“如实”相对应追求酸奶作为乳酸菌饮品的口感，并以多种口味顺应不同消费者的需求；“老酸奶”打造的是传统酸奶工艺，将产品回归到传统工艺的文化打造上；“致优娟姗”打造纯正英国皇室奶源，追求高端品质乳产品。

自 2015 年开始，光明每年都会以《食品安全白皮书》的形式透明的展示内部生产管理的全过程。内部管理优化可以带来产品质量的提升和品牌影响力的扩大，2017 年的《食品安全白皮书》展示了光明奶源牧场、冷链物流、生产加工和杀菌技术一系列的管理产业链，通过动画和图示的方法将光明成熟的生产加工体系展示给消费者和股东。此外，“白皮书”类型的发布会举行《优质乳工程授权仪式》展示了光明是国家公认的优质乳工程企业，光明的 PAI 质量体系以及内部生产、评估和控制系统也在白皮书中进行了阐述。

图 21：2017 年食品安全白皮书成果展示

图 22：食品健康白皮书内容展示



数据来源：公司新闻

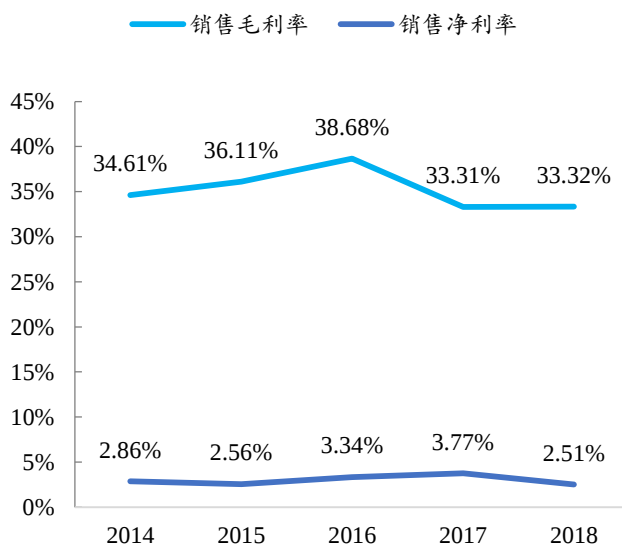


数据来源：公司新闻

3. 财务：费用率改善，盈利能力有提升空间

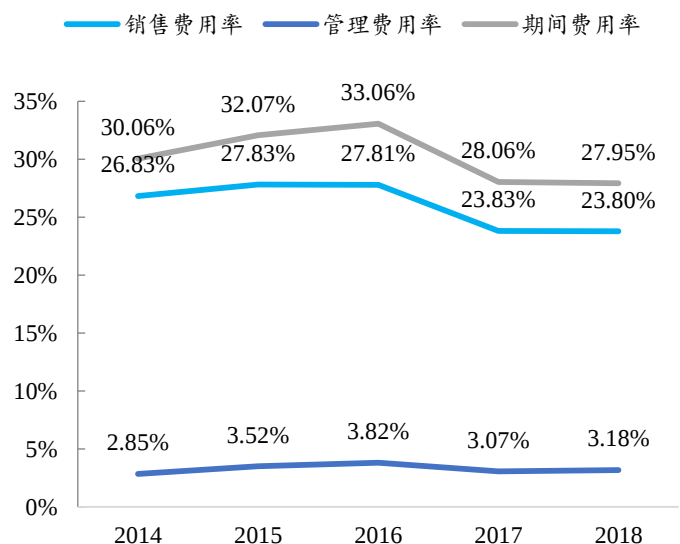
业务结构影响毛利率，控费水平良好。公司整体销售毛利率水平最近五年保持在 30%-40% 的区间范围内，主要受低毛利牧业业务影响。分业务来看，液态奶毛利率稳定在 45% 以上，表现较好；其他乳制品毛利呈逐年上升趋势，主要系产品结构优化；牧业毛利率较低，但未来有望改善。2016 年起公司减少销售费用投放，销售费用率明显下降，2018 年销售、管理费用率分别为 23.8%、3.18%，合计期间费用率 27.95%。预计公司未来加大营销与广告投入，销售费用率有望出现微幅上升。公司净利率水平 3% 左右，2018 年主要受计提资产减值影响，预计未来净利率仍有提升空间。

图 23：盈利能力未来有提升空间



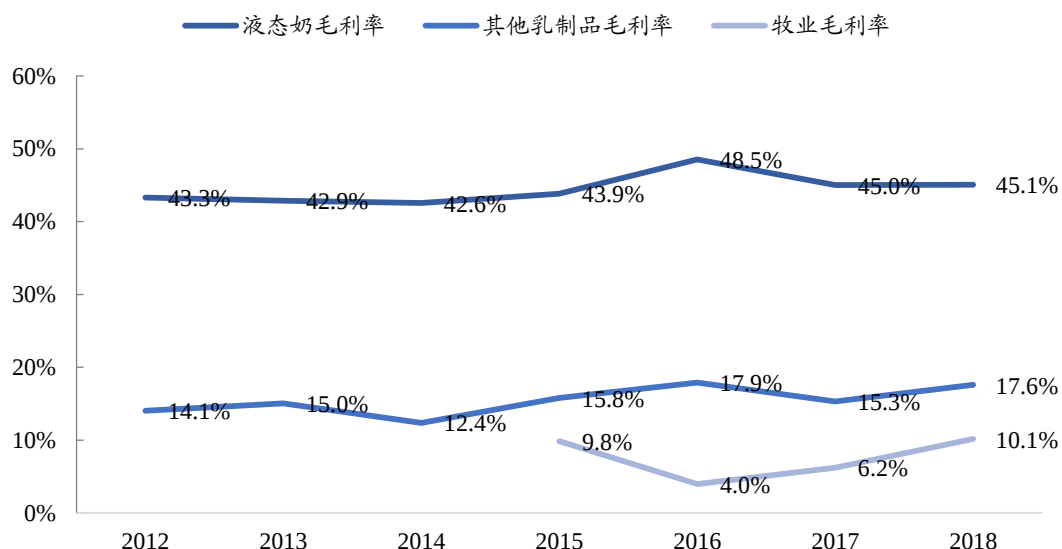
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 24：控费水平良好



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 25：液态奶毛利率稳定，牧业毛利率较低

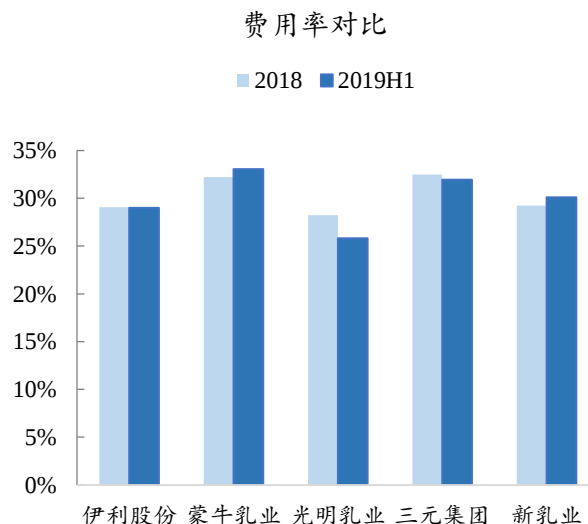
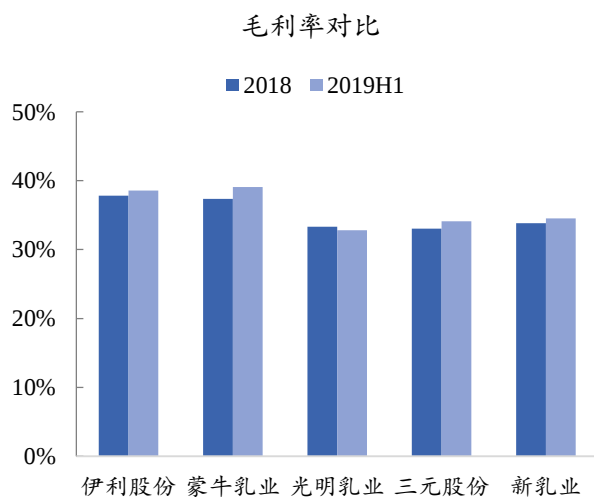


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司综合毛利率低于伊利和蒙牛，但单独看液态奶业务毛利率表现相对较好。与同行相比公司费用率水平相对较低，表现出较高的控费水平，净利率方面，行业龙头伊利股份 2018 年净利率水平 3.54%，光明未来仍有提升空间。

图 26：整体毛利率低，但液态奶毛利率高于行业

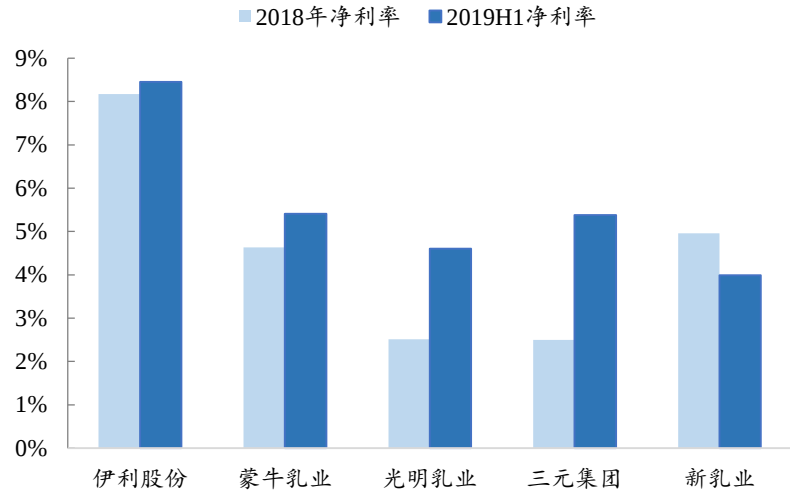
图 27：光明乳业的费用率低于同行业竞争者



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 28：光明乳业净利率与行业相比仍有提升空间



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

营业收入方面，分业务来看：

- 1) 液态奶板块：新鲜产品发展势头较好，预计 2019-2021 年增速分别为 4%、4.2%、4.5%；常温产品 2019 年力争实现持平不亏的目标，常温事业部管理调整升级效果有望逐步凸显，随着新品投放、营销配合、渠道布局等有望逐步实现良性发展，预计 2019-2021 年营收增速分别为 0%、0.7%、1%。
- 2) 其他乳制品板块预计 2019-2021 年保持 8%左右的稳定增速。
- 3) 牧业板块预计保持微幅增长，预计 2019-2021 年增速分别为 2%、1%、1%。

综上所述，预计 2019-2021 年公司营业收入 217.16、226.07、235.89 亿元，同比增长 3%、4%、4%。

毛利率方面：

- 1) 液态奶板块：预计下半年原奶价格会上涨趋势，成本端会有略微提升，但光明自有牧场占比高，且高端产品推出、提价等有望缓解成本压力，预计 2019-2021 年液态奶毛利率 45%、46%、47%。
- 2) 其他乳制品产品结构优化，预计 2019-2021 年毛利率水平为 18%。
- 3) 牧业板块结构性调整低毛利、高风险的农牧贸易收入后经营稳定性增强，毛利率有望提升，预计 2019-2021 年毛利率 11%、12%、12%。

综上所述，预计 2019-2021 年整体毛利率水平 33.26%、33.71%、33.81%。

费用率方面，预计未来公司将逐步加大广告营销投放力度，费用支出可控，且广告、代言人等效果逐步释放有望带动销售端增长，预计 2019-2021 年广告费用率 3.5%、3.6%、3.6%，营销及销售服务费用率 10.5%、10.6%、10.6%，整体销售费用率 24.26%、24.48%、24.53%。管理费用率保持平稳，预计 2019-2021 年分别 3.3%、3.32%、3.35%。

综上所述，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.71、5.49、5.95 亿元，同比增长 38%、17%、8%；2019-2021 年 EPS 分别为 0.38、0.45、0.49

元。

表 1: 分业务盈利预测

年份		2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019E	2020E	2021E
营业收入	营业收入 (百万元)	20,206.75	21,672.19	20,985.56	21,716.15	22,606.62	23,588.82
	yoy	4.30%	7.25%	-3.17%	3.48%	4.10%	4.34%
主营业务收入							
1 1 乳制品	乳制品营业收入	17,816.88	18,945.91	17,878.05	18,546.48	19,373.56	20,291.09
		2.74%	6.34%	-5.64%	3.74%	4.46%	4.74%
	液态奶营业收入	14,294.41	13,759.11	12,430.05	12,662.64	13,019.01	13,428.18
	yoy	0.20%	-3.74%	-9.66%	1.87%	2.81%	3.14%
	其中:						
	新鲜产品	7,031.0	7,199.3	7,355.3	7,649.5	7,970.8	8,329.4
	yoy	-5.22%	2.39%	2.17%	4.00%	4.20%	4.50%
	常温产品	6,859.1	6,253.0	5,013.2	5,013.2	5,048.3	5,098.7
	yoy	2.51%	-8.84%	-19.83%	0.00%	0.70%	1.00%
	其他乳制品营业收入	3,522.47	5,186.80	5,448.00	5,883.8	6,354.5	6,862.9
	yoy	14.54%	47.25%	5.04%	8.00%	8.00%	8.00%
1 2 牧业产品	牧业产品营业收入	1,971.12	2,417.15	2,382.42	2,430.1	2,478.7	2,528.2
	yoy	22.03%	22.63%	-1.44%	2.00%	2.00%	2.00%
1 4 其他主营业务	其他主营业务收入	174.84	217.32	614.51	626.8	639.3	652.1
	yoy	9.77%	24.30%	182.77%	2.00%	2.00%	2.00%
其他业务收入							
	其他业务营业收入	243.91	91.82	110.59	112.8	115.1	117.4
	yoy	-5.36%	-62.35%	20.44%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率							
	乳制品	42.48%	36.88%	36.69%	36.43%	36.82%	36.86%
	液态奶	48.54%	45.02%	45.06%	45%	46%	47%
	其他乳制品等	17.90%	15.29%	17.59%	18%	18%	18%
	牧业产品毛利率	3.98%	6.23%	10.14%	11%	12%	12%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 2: 销售费用率明细

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019E	2020E	2021E
销售费用率	27.81%	23.83%	23.80%	24.26%	24.48%	24.53%
其中:						
工资及附加费用率	3.43%	3.81%	3.45%	3.60%	3.65%	3.70%
运输费及仓储费用率	3.33%	3.99%	4.80%	4.70%	4.70%	4.70%
租赁费用率	0.38%	0.40%	0.54%	0.50%	0.47%	0.47%
广告费用率	5.12%	3.59%	3.21%	3.50%	3.60%	3.60%
营销及销售服务费用率	14.02%	10.76%	10.32%	10.50%	10.60%	10.60%
折旧及摊销费用率	0.34%	0.38%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%

其他	1.19%	0.90%	1.12%	1.10%	1.10%	1.10%
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

PE 估值：选取乳制品同行业作为可比公司，2020 年平均 PE 为 28X，参考行业平均估值，给予光明乳业 2020 年 28PE，对应每股合理估值 12.6 元。

PS 估值：可比公司 2020 年平均 PS 为 1.4X，考虑到光明为区域性龙头，收入体量和全国龙头仍有差距，给予一定折价，给予光明乳业 2020 年 1X PS，对应每股合理估值 18.46 元。

综合 PE 和 PS 估值，考虑谨慎性原则，给予合理目标价 12.6 元。

表 3：可比公司盈利预测与估值（Wind 一致预期，截止 2019 年 9 月 23 日）

		EPS (单位：元)			PE			PS		
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
600887.SH	伊利股份	1.06	1.15	1.27	26.9	24.73	22	2.19	1.9	1.7
2319.HK	蒙牛乳业	0.78	1.13	1.17	38.1	28	26	1.68	1.5	1.4
600429.SH	三元股份	0.12	0.16	0.17	48.3	36.33	34	1.17	1.1	1.0
平均					38	30	28	1.7	1.5	1.4

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

5. 风险因素

1、原奶价格上涨，成本高位运行；

预计下半年原奶价格将有小幅上涨，若上涨幅度超预期或公司应对不及时，公司成本或将承压。

2、行业竞争加剧；

乳制品行业竞争剧烈，若竞争持续加剧可能会损害公司盈利能力。

3、食品安全问题；

乳制品的质量安全与消费者身体健康息息相关，若出现食品安全问题可能会影响公司品牌形象。

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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		