

## 短期业绩承压 期待来年表现

——光明乳业（600597.SH）公司业绩点评 食品饮料/饮料乳品

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

2023年3月20日晚，公司发布22年年报，全年实现营业总收入282.15亿元（同比降3.39%），实现归母净利润3.61亿元（同比降39.11%），实现扣非净利润1.69亿元（同比降61.08%）。22年Q4单季度实现营业总收入68.30亿元（同比降4.47%），实现归母净利润-0.09亿元（同比降105.98%）。整体低于我们的预期。

## 投资摘要：

## 业绩：乳制品消费趋缓，业绩未能达预期

2022年公司实现营业总收入282.15亿元，完成率为88.79%；归属于上市公司股东的净利润3.61亿元，完成率为53.88%；加权平均净资产收益率4.57%，较经营计划减少3.43个百分点。本期未完成经营计划的主要原因是乳制品消费增长趋缓，市场竞争加剧，公司液态奶、其他乳制品收入同比下降，经营效益受到较大挑战。2023年全年经营计划为：争取实现营业总收入320.5亿，归属于上市公司股东的净利润6.8亿，归属于母公司所有者净资产收益率大于8%。2023年全年固定资产投资总额约14.16亿。

## 原料：深耕华东地区奶源布局，持续提升牧场养殖水平

公司拟在安徽滁州定远县投建定远牧场群项目，规划存栏4.75万头奶牛，总投资约24.93亿元。项目建成后，将有效填补公司奶源缺口，提升奶源自给率和市场供应能力；有利于全国新鲜战略布局，优化供应链系统，提升市场竞争力。此外，定远牧场群可辐射满足光明乳业射阳、武汉、南京多地工厂日常生产所需，有效缩短原料奶产出加工的时间。

2022年，公司牧场养殖水平持续提升，成乳牛年均单产达11吨，牛只健康水平及生鲜乳质量进一步提高，下属多个牧场获评“现代奶业评价定级S级奶牛场”。

## 产品：产品创新迭代，赋能品牌新鲜活力

2022年，公司匠心铸造“鲜”品质，不断推动产品多元化创新迭代。优倍浓醇4.0g蛋白高品质鲜牛奶，220mg/L免疫球蛋白，500mg/L乳铁蛋白，带来更多鲜活营养；莫斯利安推出蓝莓酪酪风味及黄桃风味新品，与英雄联盟联名，推出星之守护者爆珠酸奶；优倍浓醇高钙奶酪棒，鲜奶添加量 $\geq 36%$ ，干酪添加量 $\geq 51%$ ；光明护卫幽即食型益生菌，特别添加光明乳业专利植物乳杆菌ST-III，焕活好肠胃。光明冷饮上新光明优倍鲜奶雪糕、光明谷风系列雪糕、一品咖啡棒冰等产品，用高品质缔造凉爽美味。

品质创新焕发品牌新内涵，公司致力于打造更经典、更时尚的光明品牌。2022年，公司传承文化初心，再度独家冠名合作《典籍里的中国》第二季，展现经典篇里蕴含的中国智慧、中国精神和中国价值；光明优倍独家冠名《我们的歌》第四季，唱响新鲜与活力新篇章；光明致优与高端艺术保持紧密合作，冠名呈献《乌菲齐大师自画像》与《意大利国家现当代美术馆珍藏》两大艺术展，与消费者共赏艺术之美。

## 渠道：提升渠道管理效能，打造多区域终端竞争力

公司持续推广、应用CRM管理平台，经过不断深入优化、完善，实现业务在线化、运营数据化、决策智能化，推进顶层设计优化、流程再造，实现费用可控、精准营销的全闭环渠道管理体系，为公司长远发展奠定坚实基础。同时，公司依托全产业链优势，把握短视频和社交电商等线上新零售、新业态渠道发展机遇，有效触达终端消费者，持续优化、升级渠道结构，惠及全链路节点客户，推动线

评级

增持（首次）

2023年03月27日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

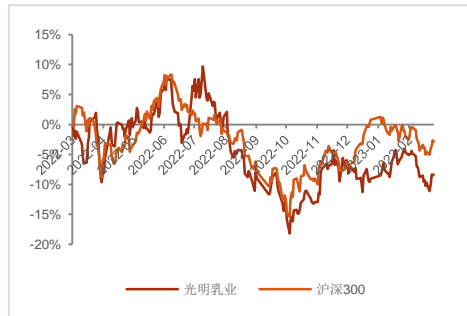
17621838100

## 交易数据

时间 2023.3.24

总市值/流通市值（亿元）	146.0/137.53
总股本（万股）	137,864.09
资产负债率（%）	56.86
每股净资产（元）	5.8
收盘价（元）	10.59
一年内最低价/最高价（元）	12.91/9.25

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

上线下渠道的一体化融合发展。

**供应链：供应链稳定性持续增强，海外业务盈利能力逐步提升**

2022年，新西兰新莱特着力提升自身供应链的稳定性，在原奶的稳定供应、生产运营的提质增效、ERP系统更新，以及产品营销和发运方面均取得显著成效。新西兰新莱特全年实现营业收入69.21亿人民币，同比增长2.63%；实现净利润2,818.02万人民币，实现扭亏为盈。报告期内，新莱特依托现有南北岛产能，通过多元化的产品组合和客户组合，不断向跨国客户提供优质的产品和服务。其中，包括工业粉、婴儿配方奶粉和奶酪在内的诸多产品远销澳大利亚、中国、东南亚等50多个国家和地区。

**投资建议：**我们预计公司2023-2025年营收分别为322.6亿元、363.8亿元、401.7亿元，对应增速分别为14.3%、12.8%、10.4%，同期归母净利润分别为6.4亿元、7.3亿元和9.5亿元，对应增速分别为76.7%、15.1%、30%，EPS分别为0.46元、0.53元和0.69元，截至报告日的最新收盘股价对应动态PE分别为23倍、20倍和15倍，给予“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧，原材料价格上涨的风险。

**财务指标预测**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	29,205.99	28,214.91	32,262.19	36,377.98	40,173.65
增长率（%）	15.79%	-3.39%	14.34%	12.76%	10.43%
归母净利润（百万元）	592.34	360.69	637.24	733.34	953.54
增长率（%）	-2.51%	-39.11%	76.67%	15.08%	30.03%
净资产收益率（%）	7.54%	4.51%	9.25%	9.91%	11.81%
每股收益（元）	0.48	0.26	0.46	0.53	0.69
PE	22.06	40.73	22.91	19.91	15.31
PB	1.86	1.83	2.12	1.97	1.81

资料来源：ifind，申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	29206	28215	32262	36378	40174	流动资产合计	9178	9908	11074	12487	13826				
营业成本	23846	22952	26225	29658	32696	货币资金	3206	2649	2932	3197	3410				
营业税金及附加	104	93	110	124	136	应收账款	1914	2268	2344	2651	3025				
营业费用	3650	3474	3962	4457	4910	其他应收款	46	63	72	81	90				
管理费用	814	878	968	982	964	预付款项	555	488	488	488	488				
研发费用	89	85	100	116	133	存货	3115	4197	4795	5423	5978				
财务费用	114	158	63	87	91	其他流动资产	324	218	418	622	809				
资产减值损失	93	172	141	159	182	非流动资产合计	14272	14544	16423	18456	20759				
信用减值损失	-44	-59	-59	-59	-59	长期股权投资	130	81	81	81	81				
公允价值变动收益	0	-7	0	0	0	固定资产	8067	8598	9403	10592	12137				
投资净收益	-5	-14	-4	-4	-4	无形资产	571	786	825	867	910				
营业利润	657	541	912	1049	1364	商誉	827	823	823	823	823				
营业外收入	83	40	0	0	0	其他非流动资产	197	81	81	81	81				
营业外支出	40	84	0	0	0	资产总计	23450	24452	27497	30943	34585				
利润总额	700	498	912	1049	1364	流动负债合计	8689	10735	14750	17273	19826				
所得税	133	107	221	254	330	短期借款	713	1203	2894	2994	3004				
净利润	567	391	691	795	1034	应付账款	3305	3904	4400	4976	5485				
少数股东损益	-25	30	54	62	81	预收款项	1025	1068	2681	4500	6509				
归属母公司净利润	592	361	637	733	954	一年内到期的非流动负债	269	1033	1033	1033	1033				
EBITDA	2235	2443	1361	1575	1928	非流动负债合计	4409	3170	3478	3826	4167				
EPS (元)	0.48	0.26	0.46	0.53	0.69	长期借款	910	202	302	415	539				
主要财务比率						应付债券	775	789	789	789	789				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	13098	13904	18228	21099	23993				
成长能力						少数股东权益	2491	2549	2603	2665	2745				
营业收入增长	15.79%	-3.39%	14.34%	12.76%	10.43%	实收资本 (或股本)	1379	1379	1379	1379	1379				
营业利润增长	-45.10%	-17.61%	68.44%	15.08%	30.03%	资本公积	2919	2923	1143	1143	1143				
归属于母公司净利润增长	76.67%	15.08%	76.67%	15.08%	30.03%	未分配利润	3105	3233	3659	4150	4791				
获利能力						归属母公司股东权益合计	7861	8000	6890	7403	8071				
毛利率(%)	18.35%	18.65%	18.71%	18.47%	18.61%	负债和所有者权益	23450	24452	27497	30943	34585				
净利率(%)	1.94%	1.39%	2.14%	2.19%	2.57%										
总资产净利润(%)	2.53%	1.48%	2.32%	2.37%	2.76%	现金流量表									
ROE(%)	7.54%	4.51%	9.25%	9.91%	11.81%	单位:百万元									
偿债能力						经营活动现金流	2058	667	2730	2762	3204				
资产负债率(%)	56%	57%	66%	68%	69%	净利润	567	391	691	795	1034				
流动比率						折旧摊销	1464.16	1743.55	0.00	356.45	387.03				
速动比率						财务费用	114	158	63	87	91				
营运能力						应付帐款减少	0	0	-75	-307	-375				
总资产周转率	1.33	1.18	1.24	1.24	1.23	预收帐款增加	0	0	1613	1819	2009				
应收账款周转率	16	13	14	15	14	投资活动现金流	-2595	-1103	-2413	-2638	-2965				
应付账款周转率	9.28	7.83	7.77	7.76	7.68	公允价值变动收益	0	-7	0	0	0				
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.26	0.46	0.53	0.69	投资收益	-5	-14	-4	-4	-4				
每股净现金流(最新摊薄)	0.18	-0.41	0.21	0.19	0.15	筹资活动现金流	783	-126	-34	141	-26				
每股净资产(最新摊薄)	5.70	5.80	5.00	5.37	5.85	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	100	113	125				
P/E	22.06	40.73	22.91	19.91	15.31	普通股增加	154	0	0	0	0				
P/B	1.86	1.83	2.12	1.97	1.81	资本公积增加	1229	3	-1779	0	0				
EV/EBITDA	6.29	6.21	12.26	10.56	8.58	现金净增加额	247	-562	283	265	213				

资料来源: ifind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

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和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上