

## 液奶销售逐步向好，Q2 有望释放弹性

### 核心观点

2023Q1 公司实现营收 70.71 亿元，同比下滑 2.42%，降幅环比有所收窄。其中液奶同比增速回正，Q2 在同期低基数上有望释放弹性。2023 年以来，原奶价格持续回落，乳品生产企业成本压力得到缓解。叠加公司费用投入力度收紧，一季度归母净利率水平同比提升 0.36pcts 至 2.65%，扣非归母净利率则同比提升 0.55pcts 至 2.47%。

公司推动奶源布局以保障“新鲜”战略的落实，并持续推动营销与新品开发。随着居民出行等逐步恢复，低温鲜奶消费场景有望持续复苏，叠加原奶价格年初以来持续下行，2023 年公司盈利水平有望回归正轨。

### 事件

4 月 27 日，公司发布 2023 年一季度报告：实现营收 70.71 亿元，同比下滑 2.42%；归母净利润 1.87 亿元，同比增长 13.05%；扣非归母净利润 1.75 亿元，同比增长 25.20%。

### 简评

#### 液奶同比增速回正，海外表现持续优化

公司 2023Q1 营收同比下滑 2.42%，较 2022Q4 的降幅 4.47%，环比有所收窄。分业务看，公司一季度液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他板块分别实现营收 40.71、21.53、4.76、3.34 亿元，分别同比+1.02%、-0.18%、-31.2%、+14.43%。液奶同比增速回正，而牧业产品由于饲料和生奶销售减少，拖累公司整体营收。考虑到 22 年 3 月后上海受外部环境因素影响液奶销量走低，公司 Q2 收入有望加速改善。

分地区看，公司一季度上海/外地/境外实现营收 19.49、32.23、18.62 亿元，分别同比变动-6.47%、-6.16%、+12.73%。境外新西兰新莱特表现持续优化。

#### 原奶价格走低改善产品利润，费用投放有所收紧

2023 年以来，原奶价格持续回落，乳品生产企业成本压力得到缓解。公司一季度毛利率为 19.96%，同比提升 0.18pcts。预计全年原奶价格中枢同比有望小幅下降，有望持续改善企业利润水平。费用方面，投入力度明显收紧。一季度销售费用金额同比下滑

## 光明乳业 (600597.SH)

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

营成广

jianchengguang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521020003

SFC 编号:BPB626

发布日期：2023 年 04 月 28 日

当前股价：10.24 元

目标价格 6 个月：11.5 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.30/-3.92	-2.57/-3.21	-3.30/-17.14

12 月最高/最低价 (元) 12.68/9.46

总股本 (万股) 137,864.09

流通 A 股 (万股) 129,871.18

总市值 (亿元) 141.17

流通市值 (亿元) 132.99

近 3 月日均成交量 (万) 891.92

主要股东

光明食品(集团)有限公司 51.63%

### 股价表现



### 相关研究报告

2023-03-21 【中信建投饮料乳品】光明乳业 (600597):海外业务扭亏为盈, 23 年盈利水平逐步修复

2022-10-29 【中信建投食品饮料】光明乳业 (600597):疫情压制鲜奶消费需求, 成本

13.67%，费用率同比降低 1.53pcts 至 11.78%。管理费用则略有提升，一季度管理费用率为 3.22%，同比增长 0.58pcts。在费用投放明显收紧的趋势下，公司一季度归母净利率水平同比提升 0.36pcts 至 2.65%，扣非归母净利率则同比提升 0.55pcts 至 2.47%。

### 布局奶源推动“新鲜”战略，持续推动营销与新品开发

公司作为乳品行业“新鲜”的建设者与倡导者，国内新鲜牛奶第一品牌，持续推动奶源布局以保障战略的落实。2022 年新建的阜阳光明生态智慧牧场及中卫光明智慧生态牧场投产，6 月通过拟投资 24.93 亿元在滁州市定远县新建定远牧场群项目的议案，辐射光明乳业射阳、武汉、南京多地工厂日常生产所需。公司牧场养殖水平也在持续提升，2022 年成乳牛年均单产达 11 吨，牛只健康水平及生鲜乳质量进一步提高。同时公司也在持续推动供应链数字化水平给低温鲜奶业务的发展提供保障，继 2022 年 10 月获评“2022 年上海市供应链创新与应用优秀案例”后，2023 年 2 月获“2022 年全国供应链创新与应用示范企业”称号，供应链优势明显。

营销方面，2022 年公司冠名赞助《我们的歌》、《典籍里的中国》等节目，光明致优则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。公司亦获评《第一财经》杂志“2022 年度金字招牌”，持续提升品牌力。产品端也持续推出新品，莫斯利安推出蓝莓酸酪、黄桃等新口味以及创意产品爆珠酸奶，光明植噢力推出首款糙米植物奶，光明如实推出双重蛋白畅享瓶。产品品类拓展方面，继续升级早餐产品线，10 月上市五款全新光明牌蒸包，不断充实产品矩阵。

**盈利预测：**预计 2023-2025 年公司实现收入 320.52、358.87、400.15 亿元，实现归母净利润 6.29、7.24、8.17 亿元，对应 EPS 为 0.46、0.52、0.59 元，对应 PE 为 22X、20X、17X。

### 风险提示：

- 1、修复低于预期风险：年初以来居民出行持续增长，乳制品销售场景逐步恢复。若销售场景人流量恢复低于预期，将影响乳制品企业的产品销售。
- 2、原奶价格快速上行风险：乳品成本中直接材料占比较高，其中原奶及奶粉占比较大。近年来主要原奶进口地逐渐降低产能，叠加饲料成本高位，原奶成本若超预期上行，将影响企业盈利水平。
- 3、竞争趋缓程度低于市场预期：乳制品企业之间的竞争加剧将导致广告、促销等市场费用持续增长，影响企业盈利水平。

### 重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29,205.99	28,214.91	32,051.53	35,886.60	40,015.41
YOY(%)	15.79	-3.39	13.60	11.97	11.51
净利润(百万元)	592.34	360.69	628.58	723.56	817.16
YOY(%)	-2.51	-39.11	74.27	15.11	12.94
EPS(摊薄/元)	0.43	0.26	0.46	0.52	0.59
P/E(倍)	23.83	39.14	22.46	19.51	17.28

资料来源：Wind，中信建投

## 分析师介绍

### 安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

### 菅成广

华东政法大学法学硕士，2021 年 2 月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk