

增持 (维持)

光明乳业 (600597)

Q1 边际改善，盈利能力提升

2023年04月28日

市场数据

日期	2023-04-27
收盘价(元)	10.24
总股本(百万股)	1378.64
流通股本(百万股)	1298.71
净资产(百万元)	8143.78
总资产(百万元)	23784.16
每股净资产(元)	5.91

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《光明乳业: 22 年受疫情+减值拖累, 23 年改善可期》2023-03-21

《光明乳业: 疫情扰动仍在, 海外减值影响盈利表现》2022-10-31

《光明乳业: 疫情致短期承压, 海外恢复强劲》2022-08-30

分析师:

金旻

jinhm@xyzq.com.cn
S0190521080003

投资要点

- **事件:** 公司公告 2023 年一季报, 2023 年总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 70.71/1.87/1.75 亿元, 同比-2.42%/+13.05%/+25.20%。
- **Q1 收入降幅缩窄, 经营发展稳中向好。** 23Q1 液态奶/其他乳制品/牧业产品营收 40.71/21.53/4.76 亿元, 占比 57.9%/30.6%/6.8%, 收入同比+1.02%/-0.18%/-31.20%。Q1 营收小幅下滑系去年高基数、疫情扰动及春节错期影响, 随着公司经营改善 22Q2 以来收入降幅逐季收窄, 经营发展稳中向好。分品类看, 预计鲜奶增速双位数, 常温品类及低温酸奶呈现小幅下滑趋势; 受饲料和生奶销售减少影响, 牧业产品收入同比下滑, 公司正持续推进贸易业务提质增效, 主动压缩低毛利非核心业务。
- **毛利率小幅提升、销售费用率改善显著带动盈利能力提升。** 23Q1 毛利率为 19.96%, 同比+0.18pct, 主要系: 1) 上游原奶成本有所缓和, Q1 生鲜乳价格为 4.04 元/KG, 同比下降 4.61%, 环比下降 2.12%; 2) 新莱特毛利率偏低, 境外收入占比 26.47%, 同比提升 3.43pct, 抵消了部分成本优势。Q1 销售费用率为 11.78%, 同比-1.53pct, 主要系季度投放节奏有所波动, 预计全年销售费用率保持稳定。综合以上因素, Q1 归母净利率 2.65%, 同比提升 0.36pct。
- **盈利预测与投资建议:** 维持此前盈利预测不变, 预计 2023-2025 年公司实现营收 321.37/358.28/396.17 亿元, 同增 13.90%/11.49%/10.58%, 归母净利 6.85/8.15/9.50 亿元, 同增 89.98%/18.94%/16.61%, EPS 为 0.50/0.58/0.68 元; 对应 2023 年 4 月 27 日收盘价, PE 为 20.60/17.32/14.86X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、原料成本提升、食品安全问题。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28215	32137	35828	39617
同比增长	-3.39%	13.90%	11.49%	10.58%
归母净利润(百万元)	361	685	815	950
同比增长	-39.11%	89.98%	18.94%	16.61%
毛利率	18.65%	19.11%	19.35%	19.52%
ROE	4.51%	7.84%	8.70%	9.42%
每股收益(元)	0.26	0.50	0.59	0.69
市盈率	39.14	20.60	17.32	14.86

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文**事件**

- 公司公告 2023 年一季报: 2023 年总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 70.71/1.87/1.75 亿元, 同比-2.42%/+13.05%/+25.20%。

点评

- **Q1 收入降幅缩窄, 经营发展稳中向好。**
 - ✓ **分品类:** 23Q1 液态奶/其他乳制品/牧业产品营收 40.71/21.53/4.76 亿元, 占比 57.9%/30.6%/6.8%, 收入同比+1.02%/-0.18%/-31.20%。Q1 营收小幅下滑系去年高基数、疫情扰动及春节错期影响, 随着公司经营改善 22Q3 以来收入降幅逐季收窄, 经营发展稳中向好。分品类看, 预计鲜奶增速双位数, 常温品类及低温酸奶呈现小幅下滑趋势; 受饲料和生奶销售减少影响, 牧业产品收入同比下滑, 公司正持续推进贸易业务提质增效, 主动压缩低毛利非核心业务。
 - ✓ **分区域:** 23Q1 上海/外地/海外营收分别为 19.49/32.23/18.62 亿元, 占比 27.7%/45.8%/26.5%, 收入同比-6.47%/-6.16%/+12.73%。上海大本营及外地市场均有所下滑; 海外新莱特已完成组织架构调整和人员结构优化, 落实业务多元化发展战略, 经营业绩企稳向好。
 - ✓ **分渠道:** 23Q1 直营/经销商营收 16.41/53.43 亿元, 占比 23.3%/76.0%, 收入同比-8.78%/+0.46%。此外, 经销商数量 3913 个, 环比下降 146 个, 公司不断优化经销商结构, 提升经销商质量, Q1 单体经销商规模同比提升 2.77%, 环比提升 7.39%。

- **毛利率小幅提升、销售费用率改善显著带动盈利能力提升。**

23Q1 毛利率为 19.96%, 同比+0.18pct, 主要系: 1) 上游原奶成本有所缓和, Q1 生鲜乳价格为 4.04 元/KG, 同比下降 4.61%, 环比下降 2.12%; 2) 新莱特毛利率偏低, 境外收入占比 26.47%, 同比提升 3.43pct, 抵消了部分成本优势。Q1 销售费用率为 11.78%, 同比-1.53pct, 主要系季度投放节奏有所波动, 预计全年销售费用率保持稳定。综合以上因素, Q1 归母净利率 2.65%, 同比提升 0.36pct。

- **看好公司产品、渠道、营销持续优化发力, 疫后复苏有望重拾增速。**

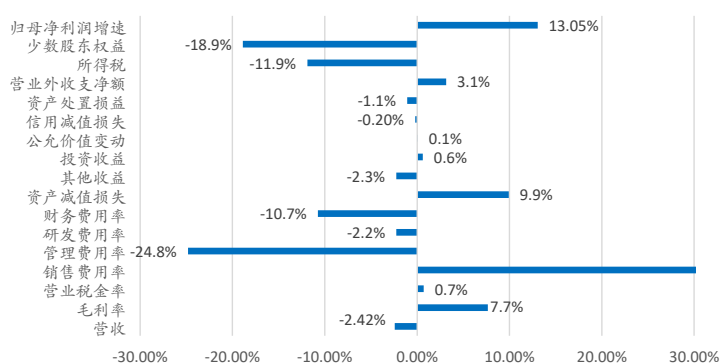
产品端, 2022 年推出优倍浓醇 4.0g 蛋白高品质鲜牛奶、莫斯利安蓝莓酪酪及黄桃新口味、优倍浓醇高钙奶酪棒等新品, 上市后备受好评。渠道端, 持续优化经销商队伍, 厘清价盘、及时返点、增加网点费用投入, 在强化渠道控制力、提升渠道动销良性的同时有望提高销售网点的单点卖力。营销端, 不断深耕品牌年轻化战略布局, 再度独家冠名合作《典籍里的中国》第二季, 光明优倍独家冠名《我

们的歌》第四季,光明致优冠名呈献《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,焕发品牌新内涵,不断提升品牌影响力。随着疫情扰动褪去,行业需求复苏,2023年公司收入增速有望重回双位数增长,结构优化、费率管控下利润率有望提升。

● 盈利预测与投资建议

维持此前盈利预测不变,预计2023-2025年公司实现营收321.37/358.28/396.17亿元,同增13.90%/11.49%/10.58%,归母净利6.85/8.15/9.50亿元,同增89.98%/18.94%/16.61%,EPS为0.50/0.59/0.69元;对应2023年4月27日收盘价,PE为20.60/17.32/14.86X,维持“增持”评级

图 1、2023Q1 净利润同比增速贡献拆分



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

● 风险提示

行业竞争加剧、原料成本提升、食品安全问题。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9908	9996	12146	13257
货币资金	2649	2250	2606	3704
交易性金融资产	1	0	0	0
应收票据及应收账款	2268	2158	2156	2639
预付款项	488	712	747	794
存货	4197	4310	6234	5449
其他	305	567	402	671
非流动资产	14544	14624	13939	13506
长期股权投资	81	95	99	104
固定资产	8598	8152	7908	7387
在建工程	1028	902	501	301
无形资产	786	850	929	1029
商誉	823	823	823	823
长期待摊费用	24	17	11	4
其他	3204	3785	3668	3859
资产总计	24452	24621	26085	26763
流动负债	10735	11091	11579	11293
短期借款	1203	2085	1286	1245
应付票据及应付账款	3904	3,564	4,702	4,407
其他	5628	5442	5591	5641
非流动负债	3170	2200	2506	2692
长期借款	202	202	202	202
其他	2968	1998	2304	2490
负债合计	13904	13291	14085	13985
股本	1379	1379	1379	1379
资本公积	2923	2923	2923	2923
未分配利润	3233	3869	4450	5125
少数股东权益	2549	2587	2633	2685
股东权益合计	10548	11330	12000	12779
负债及权益合计	24452	24621	26085	26763

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	361	685	815	950
折旧和摊销	1004	1000	1074	1152
资产减值准备	172	402	-39	55
资产处置损失	-34	0	0	0
公允价值变动损失	7	0	0	0
财务费用	163	145	161	174
投资损失	14	4	8	9
少数股东损益	30	38	46	53
营运资金的变动	-1376	-747	-657	-524
经营活动产生现金流量	667	1065	1654	2144
投资活动产生现金流量	-1103	-1409	-340	-672
融资活动产生现金流量	-126	-56	-957	-374
现金净变动	-554	-399	357	1098
现金的期初余额	3203	2649	2250	2606
现金的期末余额	2649	2250	2606	3704

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	28215	32137	35828	39617
营业成本	22952	25995	28895	31886
税金及附加	93	106	118	130
销售费用	3474	3953	4407	4873
管理费用	878	964	1075	1189
研发费用	85	96	108	119
财务费用	158	145	161	174
其他收益	66	108	77	83
投资收益	-14	-4	-8	-9
公允价值变动收益	-7	0	0	0
信用减值损失	59	0	0	0
资产减值损失	-172	-64	-54	-48
资产处置收益	34	0	0	0
营业利润	541	917	1080	1274
营业外收入	40	52	58	50
营业外支出	84	66	63	71
利润总额	498	904	1076	1254
所得税	107	181	215	251
净利润	391	723	861	1003
少数股东损益	30	38	46	53
归属母公司净利润	361	685	815	950
EPS(元)	0.26	0.50	0.59	0.69

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-3.39%	13.90%	11.49%	10.58%
营业利润增长率	-17.61%	69.51%	17.77%	17.92%
归母净利润增长率	-39.11%	89.98%	18.94%	16.61%
盈利能力				
毛利率	18.65%	19.11%	19.35%	19.52%
归母净利率	1.28%	2.13%	2.27%	2.40%
ROE	4.51%	7.84%	8.70%	9.42%
偿债能力				
资产负债率	56.86%	53.98%	54.00%	52.25%
流动比率	0.92	0.90	1.05	1.17
速动比率	0.53	0.50	0.49	0.68
营运能力				
资产周转率	1.18	1.31	1.41	1.50
应收帐款周转率	13.01	14.00	15.50	15.50
存货周转率	6.19	6.00	5.30	5.30
每股资料(元)				
每股收益	0.26	0.50	0.59	0.69
每股经营现金	0.48	0.77	1.20	1.56
每股净资产	5.80	6.34	6.79	7.32
估值比率(倍)				
PE	39.14	20.60	17.32	14.86
PB	1.76	1.61	1.51	1.40

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn