

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：秦一方 S0350121120034
 qinyf@ghzq.com.cn

业绩承压，静待改善

——光明乳业（600597）2022 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
光明乳业	-5.4%	-2.1%	-10.3%
沪深 300	-3.9%	4.0%	-6.5%

市场数据

市场数据	2023/03/21
当前价格(元)	10.41
52 周价格区间(元)	9.25-12.91
总市值(百万)	14,351.65
流通市值(百万)	13,519.59
总股本(万股)	137,864.09
流通股本(万股)	129,871.18
日均成交额(百万)	129.15
近一月换手(%)	0.71

《——光明乳业（600597）三季报点评：三季度经营承压，海外业务持续拖累（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘洁铭》——2022-11-03

《——光明乳业（600597）半年报点评：海外稳步复苏，疫情期间彰显经营韧性（增持）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭》——2022-08-30

《——光明乳业（600597）一季报点评：一季度实现良好开局，海外业务的负面影响正逐渐消退（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-05-01

《——光明乳业（600597）事件点评：收入目标

事件：

光明乳业发布年报，2022 年公司实现营收 282.15 亿元，同比-3.39%；实现归母净利 3.61 亿元，同比-39.11%；实现扣非归母 1.69 亿元，同比-61.08%。

投资要点：

■ **2022 年面临诸多挑战，公司未完成经营计划。**公司总部位于上海，华东区域收入占比较高，2022 年面临疫情封控等诸多挑战，未能完成经营目标，其中公司 2022 年营收的完成率为 88.79%，归母净利的完成率为 53.88%。公司 2022 年全年实现销售毛利率 18.65%，同比+0.3pct，实现净利率 1.39%，同比-0.55pct。公司费用率保持稳定，2022 年销售、管理、财务费用率分别为 12.31%/3.11%/0.56%，同比-0.19pct/+0.32pct/+0.17pct，净利率的下滑主要由于公司计提 1.13 亿资产减值损失。

■ **上海本埠及直营渠道受损较为严重，毛利率下滑较多，海外新莱特下半年依旧承压。**

1) 分产品：2022 年液态奶、其他乳制品、牧业、其他分别实现营收 160.9/80/26.4/11.1 亿元，同比-5.9%/-5.66%/+15.33%/+19.36%，实现毛利率 26.08%/9.06%/1.35%/23.98%，同比-1.07 pct /+4.59 pct /-1.57 pct /+2.22pct。2022Q4 液态奶、其他乳制品、牧业、其他分别实现营收 39.9/20/5.9/1.7 亿元，同比 -6.27%/-12.3%/+23.28%/+48.25%，液态奶收入降幅环比 2022Q3 进一步扩大。

2) 分区域：2022 年上海、外地、境外分别实现营收 74.2/135.1/69.1 亿元，同比 -6.86%/-5.07%/+4.68%，实现毛利率 15.77%/25.02%/9.74%，同比-7.78pct/+4.21pct/+2.87pct。其中上海区域的毛利率下滑较多，主要是产品促销、人工及租金成本的增加。2022 年海外新莱特实现营收 69.21 亿元，同比增长 2.63%，实现净利率 0.28 亿元，实现扭亏，其中 2022H2 新莱特实现营收 31.71 亿元，同比下滑 12.4%，利润端亏损 1 亿元。

3) 分销售模式：2022 年直营、经销商模式分别实现营收 71.7/205.3

顺利完成，原材料成本上涨及海外业务亏损拖累公司业绩（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭——
2022-03-29

亿元，同比-4.1%/-3.03%，实现毛利率 33.21%/13.84%，同比-6.49pct/+2.87pct。直营模式毛利率下滑较多预计由于随心订渠道受疫情影响较为严重。

- **外部环境趋稳，看好公司业绩恢复。**公司 2023 年全年的经营计划为争取实现营收 320.5 亿元，对应同比增长 13.59%，实现归母净利 6.8 亿元，对应同比增长+88.37%，对应归母净利率 2.12%。2022 年低温奶行业由于需要冷链运输，同时有部分订奶入户渠道，我们预计受疫情影响相较于常温奶行业更大，低温酸由于偏可选和零食的属性，受疫情影响大于低温白，公司是国内低温奶龙头，坚持新鲜战略，重视产品创新迭代，供应链系统优化，强调信息化建设，提升渠道管理效能，引领高质量发展，鉴于我国低温奶行业渗透率仍低，增速较快随人流、物流的快速恢复，我们看好公司疫后业绩的恢复。
- **盈利预测和投资评级：**鉴于公司 2022 年业绩承压，我们下调公司的盈利预测，鉴于公司是低温奶的龙头企业，短期受疫情影响公司业绩承压，随着外部环境趋稳，公司经营将重回增长通道，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.49 元、0.57 元和 0.67 元，PE 为 21/18/16X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 疫情反复，2) 原材料价格上涨超预期，3) 新品上市表现不及预期，4) 行业竞争加剧，5) 食品安全问题等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	28215	32050	35845	39429
增长率（%）	-3	14	12	10
归母净利润（百万元）	361	680	791	917
增长率（%）	-39	88	16	16
摊薄每股收益（元）	0.26	0.49	0.57	0.67
ROE（%）	5	8	8	9
P/E	41.38	21.11	18.13	15.65
P/B	1.85	1.65	1.52	1.38
P/S	0.53	0.45	0.40	0.36
EV/EBITDA	7.87	7.32	6.44	5.73

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：光明乳业盈利预测表

证券代码:	600597				股价:	10.41		投资评级:	增持		日期:	2023/03/21	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	5%	8%	8%	9%	EPS	0.26	0.49	0.57	0.67				
毛利率	19%	19%	19%	19%	BVPS	5.80	6.30	6.87	7.53				
期间费率	16%	16%	16%	16%	估值								
销售净利率	1%	2%	2%	2%	P/E	41.38	21.11	18.13	15.65				
成长能力					P/B	1.85	1.65	1.52	1.38				
收入增长率	-3%	14%	12%	10%	P/S	0.53	0.45	0.40	0.36				
利润增长率	-39%	88%	16%	16%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.15	1.25	1.27	1.33	营业收入	28215	32050	35845	39429				
应收账款周转率	12.44	14.61	12.64	14.42	营业成本	22952	25950	29004	31846				
存货周转率	6.72	9.86	8.87	8.39	营业税金及附加	93	109	121	133				
偿债能力					销售费用	3474	4006	4502	4937				
资产负债率	57%	56%	57%	56%	管理费用	878	971	1093	1214				
流动比	0.92	0.93	0.97	1.02	财务费用	158	44	19	9				
速动比	0.46	0.57	0.59	0.60	其他费用/(-收入)	85	96	108	118				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	541	977	1104	1289				
现金及现金等价物	2650	3962	4655	5085	营业外净收支	-43	-43	-43	-43				
应收款项	2268	2193	2836	2734	利润总额	498	934	1061	1245				
存货净额	4197	3252	4043	4699	所得税费用	107	209	228	271				
其他流动资产	793	965	977	1092	净利润	391	724	833	974				
流动资产合计	9908	10372	12510	13610	少数股东损益	30	45	41	57				
固定资产	8598	8782	8899	9007	归属于母公司净利润	361	680	791	917				
在建工程	1028	983	928	815	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	4837	5359	5819	6150	经营活动现金流	667	3011	2278	1809				
长期股权投资	81	67	47	24	净利润	361	680	791	917				
资产总计	24452	25563	28203	29606	少数股东权益	30	45	41	57				
短期借款	1203	1247	1333	1472	折旧摊销	1322	976	1049	1088				
应付款项	3904	3679	4880	4591	公允价值变动	7	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1379	1190	276	-379				
其他流动负债	5628	6194	6716	7295	投资活动现金流	-1103	-1647	-1572	-1416				
流动负债合计	10735	11121	12928	13357	资本支出	-1107	-1652	-1581	-1425				
长期借款及应付债券	990	990	990	990	长期投资	0	13	21	23				
其他长期负债	2179	2179	2179	2179	其他	5	-9	-12	-13				
长期负债合计	3170	3170	3170	3170	筹资活动现金流	-126	-52	-13	37				
负债合计	13904	14290	16098	16527	债务融资	548	44	85	139				
股本	1379	1379	1379	1379	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	10548	11273	12105	13079	其它	-674	-97	-98	-102				
负债和股东权益总计	24452	25563	28203	29606	现金净增加额	-554	1312	693	430				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

王尧，复旦大学物理系本科，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖软饮料、休闲食品等板块，曾任职于方正证券。

肖依琳：中南大学硕士，主要覆盖调味品、速冻食品、预制菜等板块，曾任职于方正证券。

秦一方：伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、卤制品、保健品等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所

述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。