

光明乳业 (600597)

聚焦莫斯利安大单品, 构建强势销售网络

——光明乳业中报点评及调研简报

胡春霞 (分析师)	吕明 (分析师)
021-38676186	021-38675864
huchunxia@gtjas.com	lvming@gtjas.com
证书编号 S0880511010015	S0880514080005

本报告导读:

中报业绩基本符合我们预期, 莫斯利安继续保持高增长, 全年有望实现收入 60 亿。公司聚焦莫斯利安大单品, 如能构建强势销售网络, UHT 奶等可借此爆发增长。

投资要点:

- 维持增持。小幅上调 2014-2016 年 EPS 预测至 0.46、0.61、0.78 元, 此前预测为 0.45、0.60 和 0.77 元, 按乳制品龙头 2014 年平均 PS1.3 倍, 维持此前目标价 22.5 元。
- 业绩基本符合我们预期, 购买原料致现金净流出 7 亿、存货大幅增加。1H2014 收入、归母净利润 98.72 亿、2.09 亿, 同比增长 32.63%、41.48%, 其中 2Q2014 收入、归母净利润 52.54 亿、1.39 亿, 同比增长 30.57%、40.85%。年初集中购买原料致 1H2014 现金净流出 7 亿, 存货达 28 亿。
- 毛利率、净利率下降, 有提升空间。1H2014 毛利率、净利率分别下降 2.65pct、0.11pct 至 35.19%、2.67%。主要原因是年初原料奶粉采购价格高、奶粉业务由于降价致毛利率下降以及马桥工厂尚未完全达产, 但计提固定资产折旧大幅增加。我们认为随着马桥新厂 14 年全部达产、下半年计提折旧提少, 公司毛利率有提升空间。
- 聚焦莫斯利安, 全年收入有望达到 60 亿。我们判断公司倾向于采用做大单品策略, 借助莫斯利安广阔市场空间和竞争力铺设销售网络、培养经销队伍, 未来 UHT 奶、乳饮料有望借此实现爆发性增长。我们预计莫斯利安上半年收入 28 亿, 全年有望实现 60 亿, 2015 年可达 80-100 亿。主要措施是成熟市场下沉到乡镇+开发新市场: 京津、广深、成渝等城市群以及山东等是公司下一步重点拓展的市场, 我们认为这些市场的消费者结构以及消费水平与江浙沪较为相似, 有潜力成为莫斯利安新的增长区域。
- 风险提示: 食品安全问题、竞品冲击大于预期、原材料成本剧烈波动

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,775	16,291	21,537	25,740	29,974
(+/-)%	17%	18%	32%	20%	16%
经营利润 (EBIT)	503	683	853	1,109	1,382
(+/-)%	80%	36%	25%	30%	25%
净利润	311	406	564	747	960
(+/-)%	31%	30%	39%	33%	28%
每股净收益 (元)	0.25	0.33	0.46	0.61	0.78
每股股利 (元)	0.15	0.18	0.25	0.34	0.43

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	3.7%	4.2%	4.0%	4.3%	4.6%
净资产收益率 (%)	7.8%	9.5%	12.5%	15.4%	18.2%
投入资本回报率 (%)	10.8%	11.3%	14.0%	23.6%	25.9%
EV/EBITDA	23.5	18.9	15.4	11.5	9.5
市盈率	64.7	49.6	35.7	26.9	21.0

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.50

上次预测: 22.50

当前价格: 16.44

2014.08.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.25-26.10
总市值 (百万元)	20,131
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,224/1,222
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)	13.23
日均成交值 (百万元)	208.62

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,225
每股净资产	3.45
市净率	4.8
净负债率	16.51%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.04	0.05
Q2	0.08	0.11
Q3	0.13	0.19
Q4	0.08	0.11
全年	0.33	0.46

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	-9%	-6%
相对指数	6%	-17%	-11%

相关报告

《业绩低于预期, 预收款项大幅增加》
2014.04.01

《高端产品拉动收入增速逐季提升》
2013.10.29

《高端产品放量 助推公司收入、业绩增长》
2013.08.29

《莫斯利安快速放量推动利润大幅增长, 增持》
2013.05.10

《业绩符合预期 盈利能力有望进一步提升》
2013.04.26

模型更新时间: 2014.08.27

股票研究

必需消费

食品饮料

光明乳业 (600597)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.50

上次预测: 22.50

当前价格: 16.44

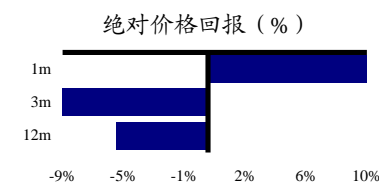
公司网址

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

14.25-26.10

市值 (百万)

20,131

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

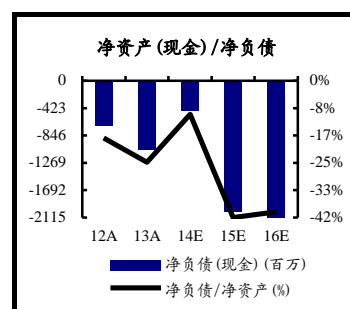
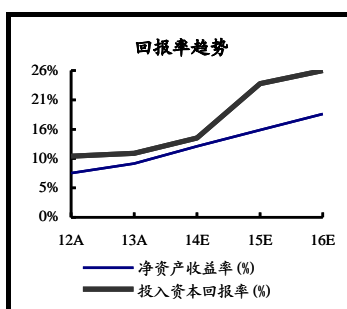
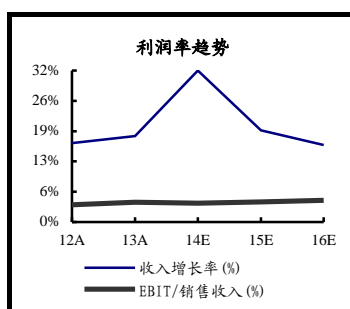
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

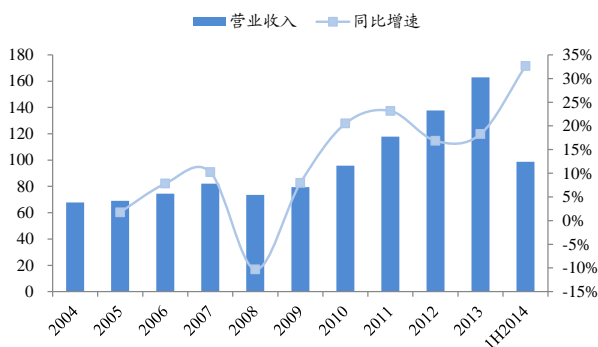
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	13,775	16,291	21,537	25,740	29,974
营业成本	8,938	10,630	14,053	16,731	19,423
税金及附加	73	84	108	129	150
销售费用	3,820	4,410	5,966	7,104	8,243
管理费用	442	484	558	667	776
EBIT	503	683	853	1,109	1,382
公允价值变动收益	-10	0	0	0	0
投资收益	5	15	10	13	12
财务费用	65	53	50	56	11
营业利润	355	626	743	1,006	1,320
所得税	84	234	161	220	292
少数股东损益	24	68	81	108	139
净利润	311	406	564	747	960
货币资金、交易性金融资产	2,351	2,619	2,102	3,179	2,706
其他流动资产	0	220	0	0	0
长期投资	32	20	20	20	20
固定资产合计	3,534	4,249	4,534	4,775	4,964
无形及其他资产	539	544	589	602	622
资产合计	9,339	11,568	12,426	13,854	15,187
流动负债	3,960	5,948	6,624	7,499	8,195
非流动负债	955	596	386	436	439
股东权益	4,014	4,278	4,519	4,855	5,287
投入资本(IC)	3,738	4,032	4,859	3,737	4,222
NOPLAT	402	457	682	882	1,092
折旧与摊销	323	325	425	471	523
流动资金增量	531	751	-974	1,215	-456
资本支出	-1,014	-1,106	-693	-656	-660
自由现金流	241	427	-559	1,912	498
经营现金流	1,242	1,305	353	2,613	1,204
投资现金流	-910	-1,040	-682	-644	-648
融资现金流	893	-3	-188	-892	-1,029
现金流净增加额	1,226	262	-517	1,077	-473
收入增长率	16.8%	18.3%	32.2%	19.5%	16.4%
EBIT 增长率	80.4%	35.7%	24.9%	30.1%	24.6%
净利润增长率	30.9%	30.4%	38.8%	32.6%	28.4%
利润率					
毛利率	35.1%	34.7%	34.8%	35.0%	35.2%
EBIT 率	3.7%	4.2%	4.0%	4.3%	4.6%
净利率	2.3%	2.5%	2.6%	2.9%	3.2%
净资产收益率(ROE)	7.8%	9.5%	12.5%	15.4%	18.2%
总资产收益率(ROA)	3.3%	3.5%	4.5%	5.4%	6.3%
投入资本回报率(ROIC)	10.8%	11.3%	14.0%	23.6%	25.9%
存货周转天数	43	43	44	43	43
应收账款周转天数	33	30	32	32	31
总资产周转天数	221	234	203	186	177
净利润现金含量	3.99	3.21	0.63	3.50	1.25
资本支出/收入	7%	7%	3%	3%	2%
资产负债率	52.6%	56.6%	56.4%	57.3%	56.9%
净负债率	-17.5%	-24.9%	-10.3%	-41.8%	-40.0%
PE	64.7	49.6	35.7	26.9	21.0
PB	5.0	4.7	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	23.5	18.9	15.4	11.5	9.5
P/S	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7
股息率	0.9%	1.1%	1.5%	2.0%	2.6%



1. 业绩超预期，毛利率、净利率略降

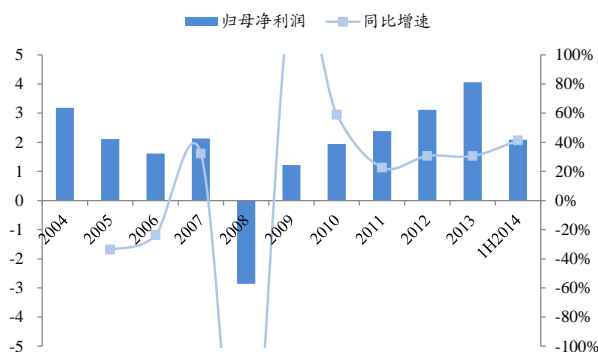
业绩基本符合我们预期，年初购买原料致现金净流出 7 亿、存货大幅增加。1H2014 收入、归母净利润 98.72 亿、2.09 亿，同比增长 32.63%、41.48%，其中 2Q2014 收入、归母净利润 52.54 亿、1.39 亿，同比增长 30.57%、40.85%。公司收入虽大幅增加，但年初集中购买原料致 1H2014 现金净流出 7 亿，存货达 28 亿。

图 1: 1H2014 收入同比增长 33% (亿)



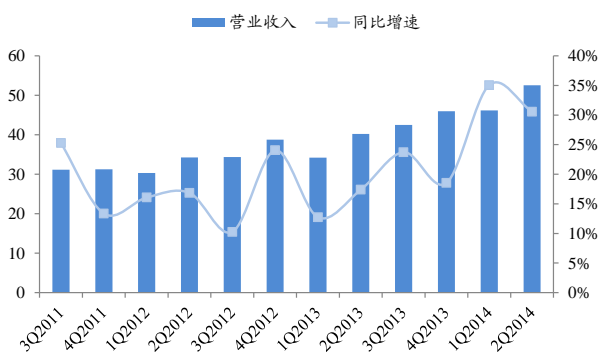
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 1H2014 归母净利润同比增长 41% (亿)



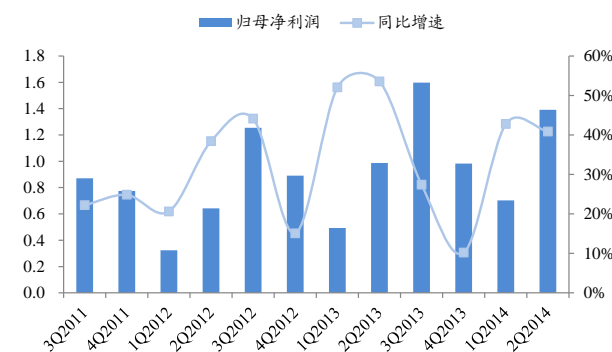
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 2Q2014 单季度营业收入同比增 31% (亿)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2Q2014 单季度归母净利润同比增 41% (亿)



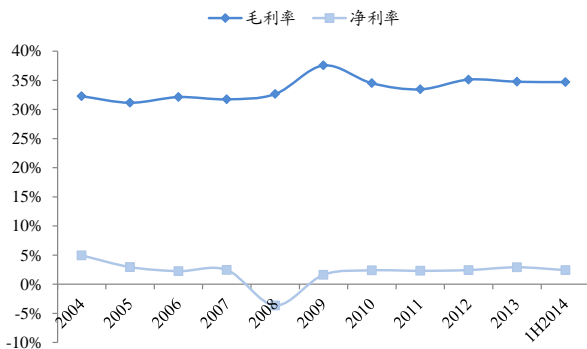
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1H2014 毛利率、净利率均有所下降，分别下降 2.65pct.、0.11pct.至 35.19%、2.67%。我们认为主要有三点原因，（1）年初原料奶粉采购价格较高。（2）上半年国内外奶源充足，原奶及奶粉价格下降，公司国内工业奶粉销售以及新西兰奶粉出口毛利率均下降。（3）马桥工厂未完全达产，产能利用率偏低，但计提固定资产折旧大幅增加。1H2014 固定资产达 34.58 亿，而 2013 年同期仅为 25.39 亿。我们认为随着马桥新厂 14 年全部达产、下半年计提折旧提少，公司毛利率有提升空间。

1H2014 销售费用率、管理费用有所下降，同比分别下降 1.66pct.、0.27pct.至 28.68%。莫斯利安经过五年的发展，已经培养出了常温酸奶的市场，销售渠道也已在重点市场铺开，规模效应正逐渐显现。面对上半年竞品较为频繁的促销，公司并未跟进做大范围促销，例如莫斯利安的促销仅 2 个月左右，促销赠品是供过于求的白奶，整体

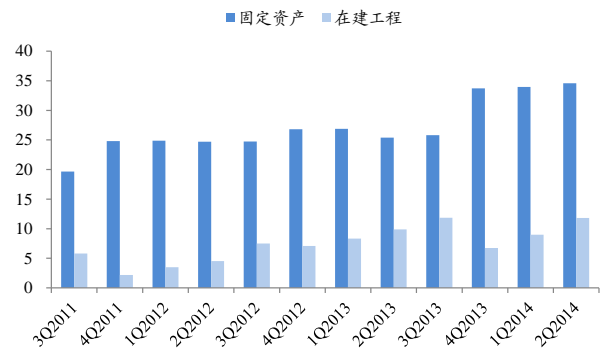
上没有因促销而增加过多销售费用。较弱的促销力度下，收入仍然高速增长，也在一定程度上说明莫斯利安在常温酸奶市场的强势地位。

图 5: 1H2014 光明乳业毛利率、净利率略降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 光明乳业 2014 年固定资产折旧增加 (亿)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 聚焦莫斯利安，构建强势销售网络

聚焦莫斯利安，在广阔市场中搭建销售网络。公司明确把做大莫斯利安规模放在首位，我们判断公司倾向于采用做大单品策略，借助有广阔市场空间和竞争力的产品铺设销售网络、培养经销队伍，把莫斯利安打造成像可口可乐、娃哈哈的营养快线、银鹭的花生牛奶，甚至像海天的金标生抽、草菇老抽，这些成功的消费品公司都通过明星产品成功构建了销售网络。对于常温酸奶市场，暂时难以判断，我们认为常温酸奶是低温酸奶、乳饮料的替代品，预计市场空间可达 300-600 亿。如果莫斯利安成功搭建常温奶销售网络，未来 UHT 奶、乳饮料都可以借此实现爆发性增长。

我们预计莫斯利安上半年收入 28 亿，全年有望实现 60 亿。目前莫斯利安属于满产状态，公司继续布局新产能，预计 2015 年可达 80-100 亿。

成熟市场下沉到乡镇，开始发力新市场。公司目前已实现在成熟市场（江浙沪）KA 渠道的领先，未来通过铺货到乡镇终端来深挖成熟市场潜力。公司同时开始着力新市场，京津、广深、成渝这些发达的城市群以及山东是公司下一步重点拓展的市场。我们认为这些市场的消费者结构以及消费水平与江浙沪较为相似，具有潜力成为莫斯利安新的增长点。

3. 奶粉业务暂时不影响业绩，警惕奶粉价格下降影响

奶粉业务占比较小，暂时不影响业绩。公司奶粉业务主要包括国内工业奶粉销售、新西兰控股公司新莱特大包粉出口以及自有品牌新西兰原装进口奶粉培儿贝瑞，其中培儿贝瑞是从 2012 年才开始正式推广。2014 年 5 月上旬，质检总局发布了首批获准向中国出售婴幼儿乳制品的企业名单，新莱特由于要等待乳业新干混法包装厂的建造，并接受当地食品安全部门检测而落选，但最终进入名单不会有太大悬念。

由于国外奶粉价格明显低于国内，未来奶粉价格有下降的可能性，可能影响公司业绩，但目前对公司业绩影响较小。

4. 风险提示

食品安全问题。近年食品安全事件频发，对食品企业造成重大负面影响。

竞品对莫斯利安的冲击大于预期。蒙牛、伊利先后推出常温酸奶纯甄、安慕希，两家公司都有潜力借助现有销售渠道做大常温酸奶，对莫斯利安造成冲击。

原材料成本剧烈波动。原材料价格波动通过影响成本影响公司业绩。

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为作出投资决策的惟一参考因素，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，需在允许的范围内使用，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

	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。	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
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。	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

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		