

光明乳业（600597）

证券研究报告

2020 年 05 月 25 日

坚守低温终迎行业风口，改革推动华东龙头加速起航

新任管理层迎新活力，国企改革有望带来发展新动力

管理层是光明乳业历史发展的关键变量之一，管理层的经营战略对光明业绩变化有重大影响。18 年濮韶华董事长上任后对公司进行全面优化，在人员上进行调整，注重市场的推广与渠道的深耕，公司经营渐入正轨，19 年公司实现收入、利润双增。过去光明曾在国企改革的契机下推出两期股权激励计划，提高了公司内部管理效率，激发员工活力，给公司业绩带来重要推动力，随着改革优化举措的落实，光明或借此迈上新征程。

低温多元化战役打响，巴氏奶势头见好

低温奶制品市场规模呈两位数以上增长，巴氏奶有望引领未来消费潮流。新管理层上任后，公司于 19 年陆续推出多款新品，主推优倍巴氏鲜奶系列的同时走多元化道路，持续技术升级。另外，在全国冷链系统逐步完善形势下，光明借势推出随心订平台，送奶入户便利消费者，客户粘性较强，成为低温营收一大核心。我们认为，未来伴随着华东区的继续深耕以及全国冷链系统的逐步完善，公司整体二三线城市渠道下沉速度有望加快，低温赛道市场份额有望继续提升。

常温历经坎坷，新营销新战略有望重夺市场份额

新董事长上任，公司战略营销重新规划，莫斯利安或焕发新活力；2010 年公司凭借莫斯利安率先打开常温酸奶市场，一度居于垄断地位。13、14 年伊利蒙牛先后入局，彼时光明内部管理层动荡、产品创新滞后、渠道布局仍有空缺，市场份额逐年收缩，被竞品超越。19 年公司在新任管理层的带领下注重常温市场的品牌推广与新品研发，从引入流量明星到口味包装新升级，莫斯利安重焕活力，未来在创新战略的引领下，常温版块有望止跌回升，重夺市场份额。

海外新莱特贡献积极，产品结构改善，高附加值产品开始放量

新莱特过去几年收入和利润保持高速增长，主营工业奶粉及婴儿奶粉，积极调整产品结构，和多家企业签订了长期供货协议。截止 2019 年 H1，新莱特的混合罐装生产线、乳铁蛋白第二号加工线、液态乳品生产线都已建设完成，未来新莱特高附加值产品有望进入放量阶段，推动业绩进一步增长。随着疫情发酵，奶粉作为刚需产品将面临需求缺口，新莱特奶粉端的出口以及本土的销量有望提高，营收端有望带动品牌端两端提升。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年营收分别为 242、266、290 亿元，同比增长 7.3%、9.9%、9.0%，20-22 年净利润为 5.8、7.0、8.1 亿元，同比增长 17.24%、19.96%、14.9%。参考可比公司估值，给与 2020 年 35 倍估值，目标市值 206 亿，目标价 16.8 元，买入评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，渠道下沉与增速不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,985.56	22,563.24	24,200.24	26,600.91	29,000.31
增长率(%)	(3.17)	7.52	7.26	9.92	9.02
EBITDA(百万元)	1,842.78	2,425.23	1,460.36	1,778.30	1,972.11
净利润(百万元)	341.76	498.41	584.31	700.94	805.36
增长率(%)	(44.63)	45.84	17.24	19.96	14.90
EPS(元/股)	0.28	0.41	0.48	0.57	0.66
市盈率(P/E)	54.21	37.17	31.71	26.43	23.00
市净率(P/B)	3.47	3.24	2.95	2.74	2.53
市销率(P/S)	0.88	0.82	0.77	0.70	0.64
EV/EBITDA	5.88	6.72	12.93	9.71	8.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.13 元
目标价格	16.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,224.49
流通 A 股股本(百万股)	1,224.30
A 股总市值(百万元)	18,526.50
流通 A 股市值(百万元)	18,523.69
每股净资产(元)	4.54
资产负债率(%)	60.36
一年内最高/最低(元)	15.29/9.26

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 产品结构完整兼具品牌底蕴深厚，新舵手带来改革新活力	4
1.1. 国企改革持续推进，国有控股企业优势渐显	4
1.1.1. 股权结构和公司治理不断优化仍有空间	4
1.1.2. 国企改革或带来新一轮激励方案，助推公司业绩发展	5
1.2. 产品丰富度行业领先，低温奶和常温奶是基石	8
1.3. 品牌底蕴深入人心，内外兼修细化投资逻辑	10
2. 低温乳制品行业集体加速，光明推新能力叠加渠道粘性构筑核心优势	10
2.1. 新鲜系列多品类布局，低温发展是企业复苏关键点	10
2.1.1. 低温增速渐长，巴氏引领新潮流	10
2.1.2. 逐步布局中高端，品类优势开始显现	12
2.1.3. 随心订等入户渠道粘性高，是区域壁垒之一	13
2.2. 上下游全产业链布局，为低温奶保驾护航	14
2.2.1. 上游牧场布局日渐完善保障低温产品原奶供应	14
2.2.2. 下游冷链物流保障低温产品运输稳定	16
2.3. 低温业务仍应继续深耕华东，逐步布局全国	16
3. 常温莫斯利安积极创新，带动常温奶焕发新活力	17
3.1. 发展初期一枝独秀，巨头入局后份额急剧收缩	17
3.2. 营销创新重赋活力，渠道下沉助力增长	19
4. 海外新莱特：产品结构改善，高附加值产品进入放量阶段	19
4.1. 新莱特表现亮眼，增长逻辑不断兑现	20
4.2. 稳定贡献利润，成为公司重要增长极	20
5. 盈利预测	21

图表目录

图 1：光明乳业股权结构	5
图 2：少数股东损益和归母净利润比较	5
图 3：两次股权激励前后光明乳业营业收入及营业收 YOY	6
图 4：光明伊利人均创收对比	7
图 5：光明伊利人均利润对比	7
图 6：光明整体毛利率及净利率	7
图 7：光明产品营收占比及毛利率	7
图 8：光明、伊利、蒙牛销售费用率	7
图 9：光明、伊利、蒙牛管理费用率	7
图 10：光明存货周转天数	8
图 11：光明不断推出新产品	8
图 12：光明主营业务收入拆分	9
图 13：光明 2019 年营业收入分产品情况	9

图 14: 光明 2019 年营业收入分地区情况.....	9
图 15: 光明营业收入及 YOY	9
图 16: 光明净利润 (亿) 及 YOY	9
图 17: 投资逻辑图	10
图 18: 2018 年各品类出厂端规模估算及 YOY	11
图 19: 光明低温产品营业收入	12
图 20: 随心订营收情况	14
图 21: 2015-2017 年光明牧业牛奶产量 (万吨)	14
图 22: 光明牧业牧场情况	15
图 23: 我国冷链物流市场规模	16
图 24: 我国冷链物流仓储规模 (万吨)	16
图 25: 2018 年城镇居民奶类消费和人均可支配收入情况	17
图 26: 莫斯利安 2010-2014 销售额及 YOY	17
图 27: 光明 2010-2014 营业收入	17
图 28: 莫斯利安增速停滞	18
图 29: 光明销售费用投入不足 (单位: 亿元)	18
图 30: 光明管理层不稳定 (单位: 人)	18
图 31: 2019 年 5 月刘昊然成为品牌代言	19
图 32: 口味创新升级	19
图 33: 近几年新莱特营业收入及 YOY	20
图 34: 近几年新莱特净利润及 YOY	20
图 35: 新莱特营收占光明营收比重	20
图 36: 新莱特净利润占光明净利润比重	20
图 37: 新莱特净利率	21
图 38: 业绩分拆表 (单位: 百万元)	22
表 1: 光明乳业发展历史	4
表 2: 光明乳业两次股权激励力度	6
表 3: 巴氏奶与常温奶区别	11
表 4: 光明新鲜产品系列	12
表 5: 2017 年主要牧场基本情况	15
表 6: 莫斯利安创新滞后	18
表 7: 新莱特主要客户	21
表 8: 可比公司估值	22

1. 产品结构完整兼具品牌底蕴深厚，新舵手带来改革新活力

光明乳业股份有限公司成立于 1996 年，是由国资、社会公众资本组成的产权多元化股份制上市公司。从事乳饮品和乳制品的开发、生产、销售，奶牛的饲养、培育，物流配送，营养保健食品开发、生产和销售等业务，是目前国内最大规模的乳制品生产、销售企业之一。光明乳业渊源始于 1911 年，拥有 100 多年的历史，逐步确立以牧业、乳制品的开发、生产和销售为主营业务，是中国领先的高端乳品引领者。

2000 年，上海光明乳业有限公司完成股份制改制，并于 2002 年成功在上海证券交易所 A 股市场（代码 600597）上市交易。2003 年，更名为光明乳业股份有限公司。2019 年 12 月 18 日，人民日报“中国品牌发展指数”100 榜单排名第 96 位。2020 年 1 月 7 日，入选 2019 年全国农产品加工业 100 强企业名单，综合排名第 30。

表 1：光明乳业发展历史

时间	事件
1911 年	20 世纪初，英国商人在上海成立上海可的牛奶公司，光明乳业业务渊源于此
1949 年	上海市益民一厂成立，主要从事奶粉生产
1950 年	“光明”品牌诞生
1956 年	上海市牛奶公司正式成立。可的牛奶公司、益民一厂和“光明”品牌全部划归到上海市牛奶公司
1978 年	为解决人民“喝奶难”问题，光明品牌的产品开始由奶粉扩展到液态奶，公司先后建立了九个乳品厂，牛奶产品供不应求
1996 年	上海市牛奶公司与上海实业集团合资成立“上海光明乳业有限公司”
2000 年	上海光明乳业有限公司完成股份制改制，更名为“上海光明乳业股份有限公司”
2002 年	登陆上海证券交易所 A 股市场（代码 SH600597）
2003 年	“上海光明乳业股份有限公司”更名为“光明乳业股份有限公司”
2007 年	公司提出“聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉”战略
2011 年	光明乳业股份有限公司营业收入首次突破百亿
2012 年	光明乳业股份有限公司总资产 93.4 亿元，净资产达到 44 亿元
2013 年	光明乳业海外子公司新莱特在新西兰成功上市，成为国内首家境外收购并在境外成功上市的乳企
2014 年	莫斯利安单品突破 60 亿，公司销售总收入突破双百亿
2015 年	光明乳业子公司荷斯坦牧业成功引入战略投资者 RRJ
2016 年	光明乳业托管以色列特鲁瓦集团，加码国际化发展战略
2017 年	光明乳业成立“上海光明优倍女子排球俱乐部”，成为全国唯一一家全程参与排球俱乐部运营的乳制品公司
2018 年	光明乳业收购上海益民食品一厂有限公司 100% 股权 光明乳业收购上海牛奶棚食品有限公司 66.27% 股权
2019 年	光明乳业旗下 5 家工厂通过日本 JIPM 审核，其中北京、广州、富裕、中心工厂获得 TPM 优秀奖，乳品四厂通过 TPM 优秀继续奖终审，成为国内首家获得此项殊荣的乳制品工厂。

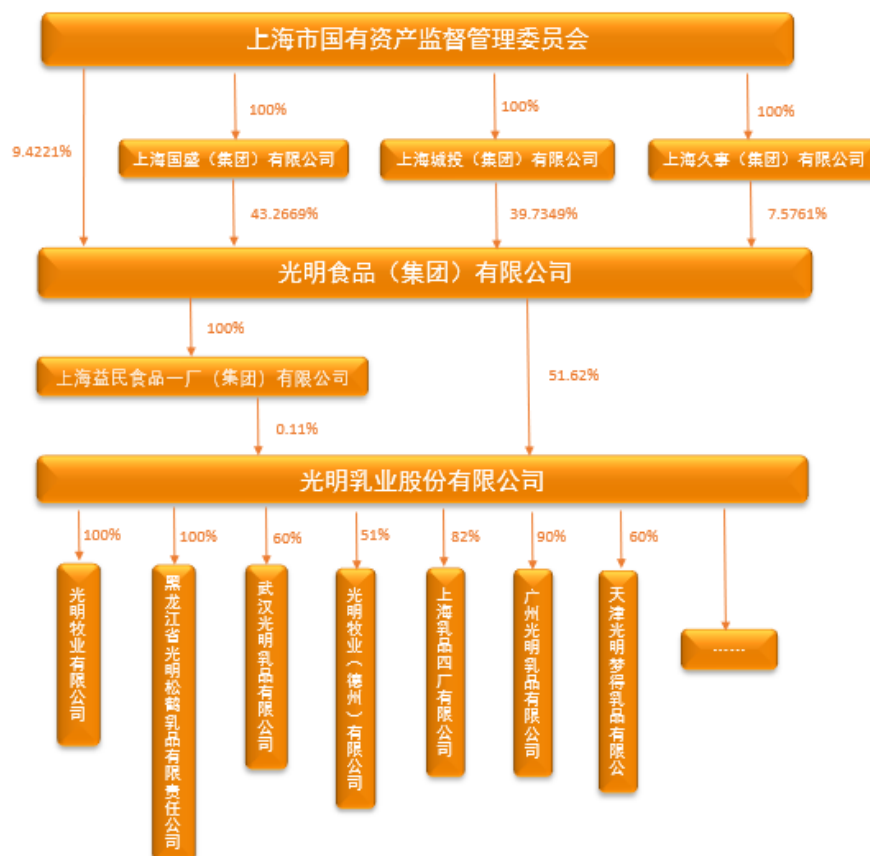
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 国企改革持续推进，国有控股企业优势渐显

1.1.1. 股权结构和公司治理不断优化，仍有空间

公司股权清晰稳定，股份高度集中。光明乳业上市于 2002 年，上海市国资委为其实际控制人，间接通过光明食品等持有约 52% 的股份，掌有绝对控股权。国企控股背景下的企业拥有较好底蕴，随着公司激励机制的进一步改善，公司发展效率有望达到新的高峰。

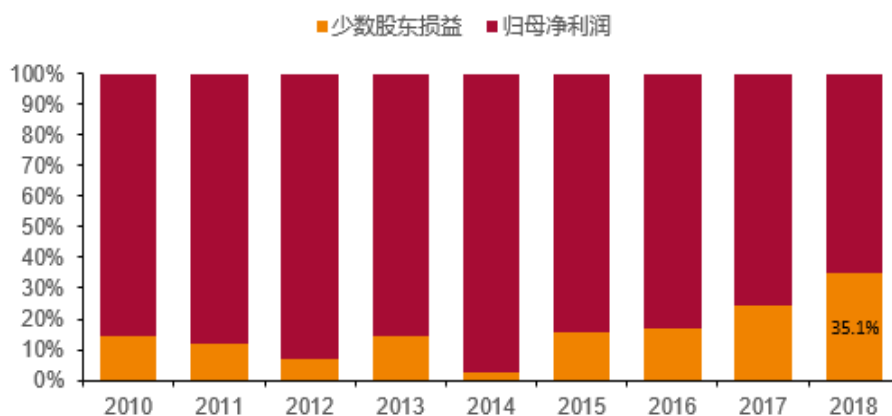
图 1：光明乳业股权结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

光明少数股东损益比例较高。光明乳业少数股东损益比例较高。通过比较近几年公司年报少数股东损益和归母净利润，从 15 年开始少数股东损益占比有逐年攀升之势，到 2018 年达到 35.1%，主因是新莱特等高利润子公司控股比例较低。

图 2：少数股东损益和归母净利润比较



资料来源：wind，天风证券研究所

1.1.2. 国企改革或带来新一轮激励方案，助推公司业绩发展

光明在 2010 年做了首次股权激励计划，激励计划后，表现亮眼。在 2010 年初举行的上海国资国企工作会议中，光明乳业最终成为上海市地方国企股权激励改革第一家试点企业。首期股权激励计划实行以后，光明乳业内部治理水平取得明显进步，莫斯利安产品快速增长，公司的业绩实现大幅增长，业绩增速表现亮眼。公司营业收入由 2009 年的 79.43 亿提升到 2013 年的 162.91 亿元，CAGR 高达 19.67%，净利润由 2009 年的 1.28 亿提升到 2013 年的 4.75 亿，CAGR 为 38.79%。

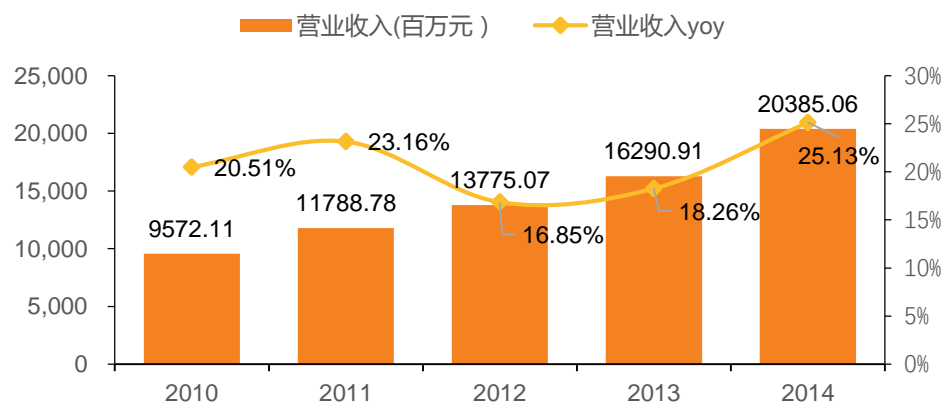
2014 年进行第二期股权激励，计划执行后，当年营收增速创 5 年新高。光明乳业 2014 年营收 203.85 亿元，同比增长 25.13%，净利润 5.83 亿元，同比增长 22.73%。2014 年后，一方面行业增速下滑，蒙牛、伊利推出常温酸奶，挤占莫斯利安份额，加剧竞争；另一方面，光明内部管理层动荡，总经理郭本恒因故离职，公司发展战略进入真空期。光明乳业营收在 2015 年出现下滑，2015 年后业绩增速不甚理想，未完成第一和第二个解锁期的业绩条件，因此光明也于 2017 年 7 月 7 日发布公告宣布终止第二期的股权激励计划并回购注销已授予的限制性股票。

表 2：光明乳业两次股权激励力度

	光明乳业第一次股权激励	光明乳业第二次股权激励
授予时间	2010 年 9 月 27 日	2014 年 12 月 9 日
授予的业绩条件	(1) 2009 年度营业总收入不低于 79 亿元，归属于母公司所有者的净利润不低于 1.2 亿元； (2) 2009 年度加权平均净资产收益率不低于 4.3%； (3) 2009 年度扣除非经常性损益的净利润占净利润的比重不低于 75%。	(1) 2013 年度营业总收入不低于 158.42 亿元，扣除非经常性损益后的净利润不低于 3.6 亿元； (2) 2013 年度净资产收益率不低于 8%
激励计划时间	2010 年-2013 年	2014 年-2017 年
三年解锁期比例	40%/30%/30%	40%/30%/30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：两次股权激励前后光明乳业营业收入及营业收入 YOY



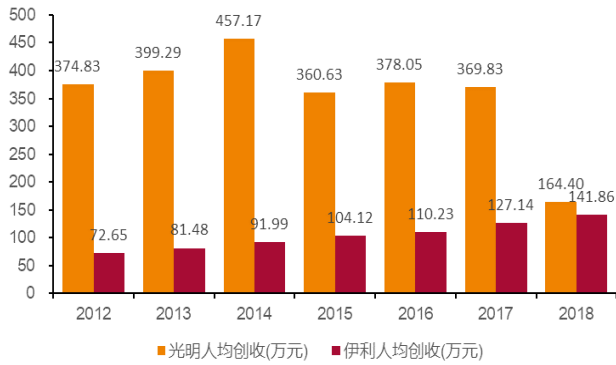
资料来源：wind，天风证券研究所

回顾光明过去两轮股权激励，虽然第二期因为一系列原因，取得的成果不及预期，但总体来说两轮股权激励计划提高了公司内部的管理效率，激发员工经营管理活力。是光明业绩增长的一个重要推动力。

新管理层上任，推动公司发生积极变化。濮韶华董事长于 18 年接任，响应国企改革浪潮，上任后对公司进行全面优化，如更换常温部门负责人，人员提升效率等。从 19 年收入、利润双增可以看出，公司重新激发了发展动力，后劲十足。

国改有望提高公司效率，对比伊利空间较大。2018 年由于光明员工统计口径发生变化导致人均收入、人均利润发生大幅变化。我们采用 2018 年数据将光明于伊利进行对比，2018 年光明人均创收为 164 万元左右，略高于伊利的 142 万元；2018 年光明乳业人均利润 2.7 万元，伊利人均利润 11.48 万元，相差较大。以光明和伊利的人均利润来看，通过效率提升，光明的利润有约 4 倍提升空间。未来若有新的激励计划落实，我们认为光明业绩有望更上一层楼。

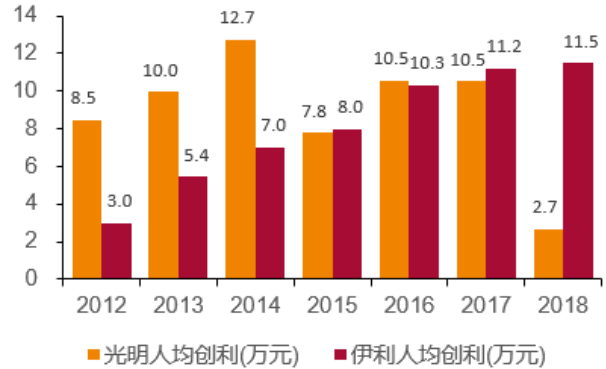
图 4：光明伊利人均创收对比



资料来源：wind，天风证券研究所

注：光明 2018 年调整人员统计口径，总人数口径已由母公司及主要子公司（上海法人单位）在职员工数调整为母公司及子公司在职员工数（全国范围，未包含新西兰新莱特）

图 5：光明伊利人均利润对比

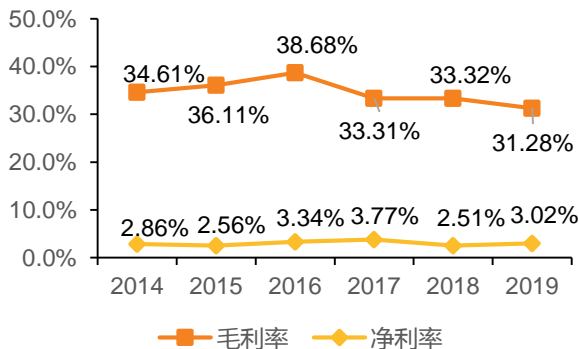


资料来源：wind，天风证券研究所

注：光明 2018 年调整人员统计口径，总人数口径已由母公司及主要子公司（上海法人单位）在职员工数调整为母公司及子公司在职员工数（全国范围，未包含新西兰新莱特）

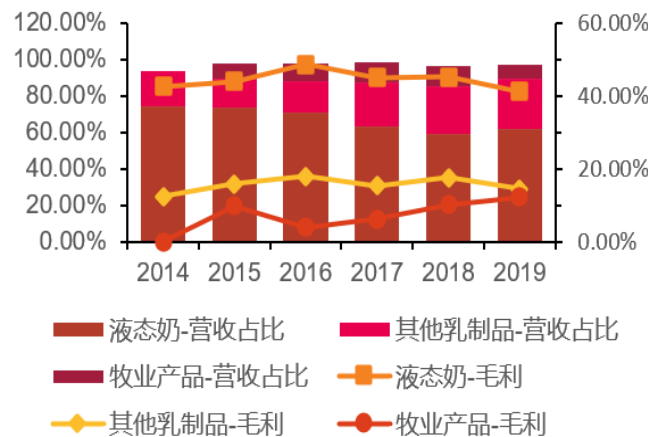
毛利率企稳，净利率有所回升。2019 年公司毛利率 31.28%，净利率 3.02%。近年来公司毛利率有所下降，主因核心液奶业务竞争激烈，整体毛利有所缩减。2018 年净利率有较大幅度波动，主因是 2018 年公司部分牧场因环保政策退养，计提资产减值损失，2019 年净利率小幅回升。我们认为 2019 年以后，随着公司改革措施逐渐到位，产品竞争力增强，毛利率和净利率将逐渐转好。

图 6：光明整体毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：光明产品营收占比及毛利率

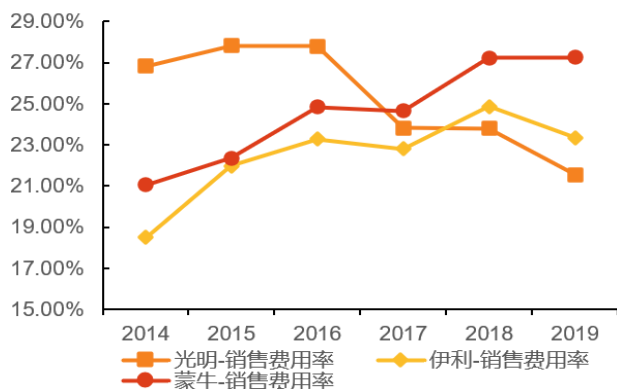


资料来源：公司年报，天风证券研究所

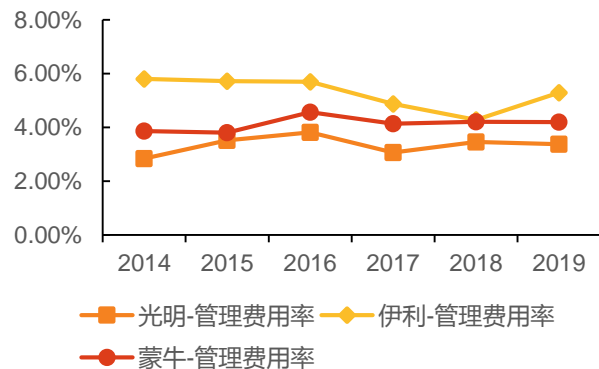
费用率持续改善。费用率方面，纵向来看可知光明在近几年销售费用有所降低，从 16 年的 27.81%回落至最新的 21.54%。管理费用支出较为稳定，始终维持在 3-4%之间；横向来看，光明与乳业龙头伊利与蒙牛相比，销售费用与管理费用的整体更低。我们预计随着公司为增加产品相对竞争力，销售费用率或有一定上升。

图 8：光明、伊利、蒙牛销售费用率

图 9：光明、伊利、蒙牛管理费用率



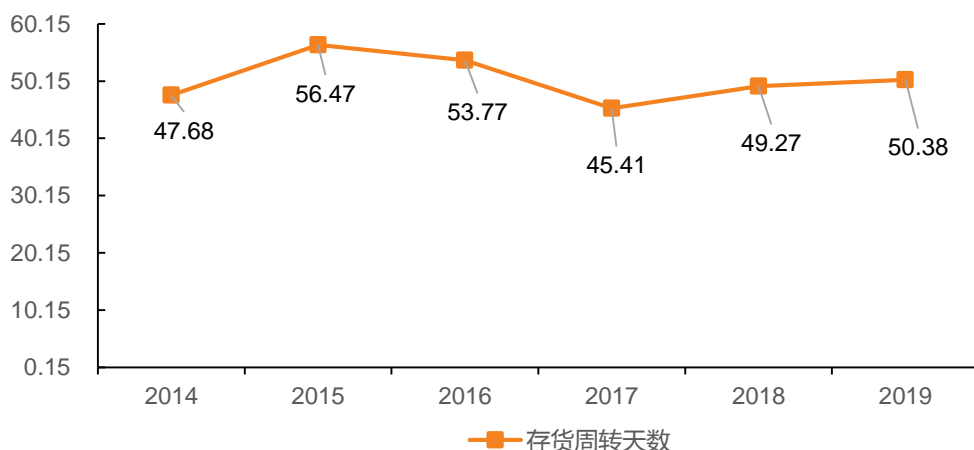
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

存货周转效率稳健提升。光明的存货周天数自 15 年达到高点 56.47 天后逐年回落, 近几年保持平稳态势, 存货管理效率提升, 周转速度相比 15 年有所改善。主因是公司近几年对低温市场产品的推广效果显著, 从而带动周转天数的整体回落, 符合公司的“领鲜”战略。

图 10: 光明存货周转天数

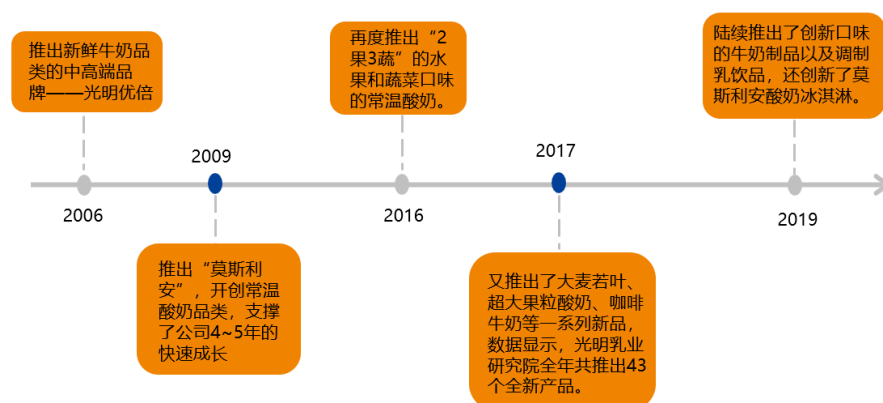


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 产品丰富度行业领先, 低温奶和常温奶是基石

光明产品矩阵丰富, 品类多元化发展。光明旗下拥有如国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度品牌, 涵盖光明经营的各个主营品类。光明共有液态奶、其他乳制品、牧业产品和其他四个业务板块, 按照主营品类可以进一步细分为新鲜牛奶、常温牛奶、新鲜酸奶、常温酸奶、奶粉、奶酪、果汁七大类。

图 11: 光明不断推出新产品



资料来源: 经济观察网, 每日食品, 天风证券研究所

光明主营业务收入有所波动, 大致保持稳定, 2019 年公司主营业务收入 224.01 亿, 较 2018 年有所提升。主营收入核心是低温奶、常温奶和海外以新莱特为主的奶粉。2019 年光明乳业低温奶收入约 82 亿, 常温奶收入约 53 亿, 海外部分收入约 50 亿, 这三部分在光明营收中所占比例一直维持在 85% 以上。液态奶业务是光明的主要营收来源, 液态奶业务 2019 年占公司营收的比重超过 60%。

图 12: 光明主营业务收入拆分

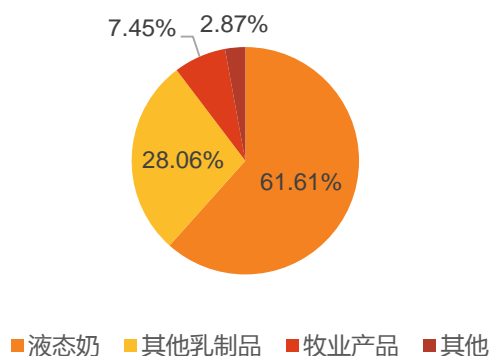
光明产品收入拆分 (单位: 百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
公司整体	20,230	19,115	19,963	21,580	20,875	22,401
液态奶	15,090	14,266	14,294	13,759	12,430	13,802
低温奶	8,184	7,417	7,045	7,174	7,355	8,163
常温奶	7,024	6,693	6,761	6,493	5,013	5,343
其他乳制品	3,983	3,075	3,522	5,187	5,448	6,287
海外	2,540	2,006	2,899	4,201	4,139	4,962
原料奶酪	1,117	939	698	838	1,071	1,397
奶粉	411	224	158	151	196	155
牧业产品	-	1,615	1,971	2,417	2,382	1,669
其他	1,156	159	175	217	615	643

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

低温奶和常温奶是光明营收的基石, 低温奶和常温奶的营收涵盖了液态奶营收中的绝大部分, 2019 年光明低温奶营收 53 亿和常温奶业务营收 82 亿, 合计 135 亿, 占总体营业收入的 60.27%。低温奶业务在 2016 年止跌回升, 近几年发展良好, 而常温奶业务以莫斯利安为主, 近年来由于竞争加剧, 营收有所下降。

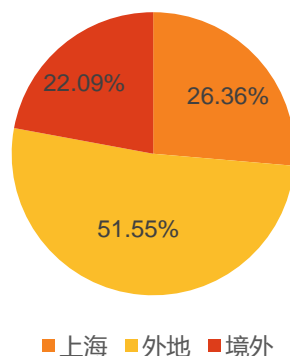
光明在上海的营业收入占 1/4, 华东区域占比更高。光明乳业营业收入主要集中在华东市场, 上海市场占据了主要部分, 营收占比 28%。2019 年光明海外分类项营收占光明营业收入的 22.09%, 光明的境外营收主要由海外子公司新西兰新莱特创造, 近几年随着新莱特业务和营收的不断发展, 公司的海外业务收入也随之增加。

图 13: 光明 2019 年营业收入分产品情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 光明 2019 年营业收入分地区情况

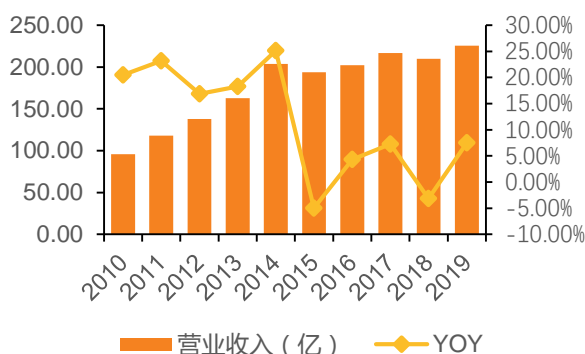


资料来源: wind, 天风证券研究所

营收、利润增速回升显著。2019 年光明营收 226 亿, 同比提升 7.51%, 净利润 6.82 亿, 同比提升 29.51%。公司自 1999 年上市以来, 营收从 14.6 亿上升至 2014 年的 203.9 亿, 公司 CAGR 达到 17.3%; 净利润从 1999 年的 0.78 亿增长至 2014 年的 5.8 亿, CAGR 达到 14.2%; 2014 年后, 伊利和蒙牛加入常温酸奶的竞争以及公司内部管理层更替, 光明营收与利润增速在 2014-2018 年之间不断下滑, 营收上升缓慢, CAGR 仅有 0.6%。随着公司新任管理层的上任, 叠加产品的升级换代, 营收与利润有了明显改善, 19 年营收增速回升至 7.51%, 未来可期。

图 15: 光明营业收入及 YOY

图 16: 光明净利润 (亿) 及 YOY



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 品牌底蕴深入人心，内外兼修细化投资逻辑

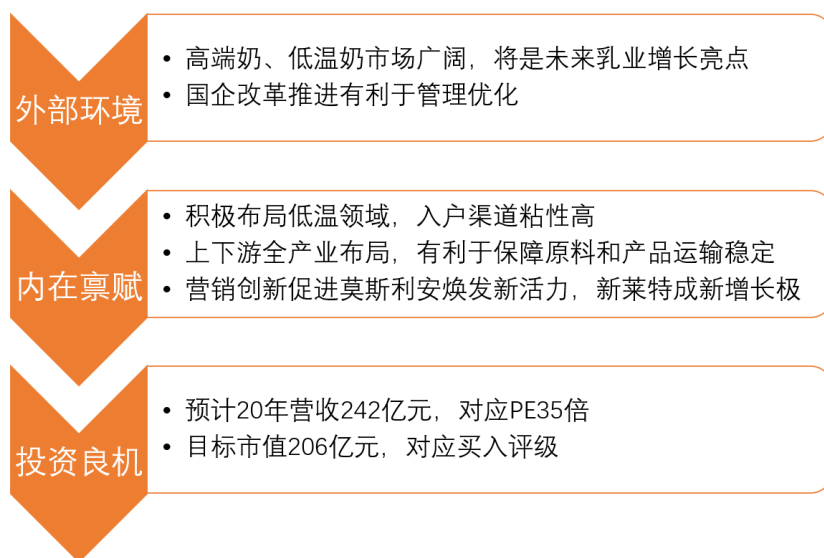
对定位于高端产品领军者的光明乳业来说，外部经营环境有利，内部经营策略有方，基本面多维度亮眼，并且其经营业绩来源于自身核心优势，可持续性较强。

外部方面，随着消费升级，高端奶、低温奶市场广阔，将是未来乳业的增长亮点。公司所处行业赛道好，有望享受行业的高增长福利。另一方面，上海市积极推进国企改革，为新时期上海国资国企改革描绘了新蓝图。

内部方面，光明乳业基本面多维度优秀，积极布局低温领域，随心订等入户渠道粘性高，是区域壁垒之一。公司对上下游进行全产业布局，不仅保障了原奶供应，而且有利于低温产品运输稳定。随着聘请新代言人等多项举措推出，常温莫斯利安也将焕发新活力。新斯特近年来业绩不断攀升，成为公司新的增长极。

在行业前景广阔，公司护城河稳固的背景下，我们认为光明乳业投资价值凸显，正是投资良机，建议积极关注。

图 17: 投资逻辑图



资料来源: 上海证券报, 天风证券研究所

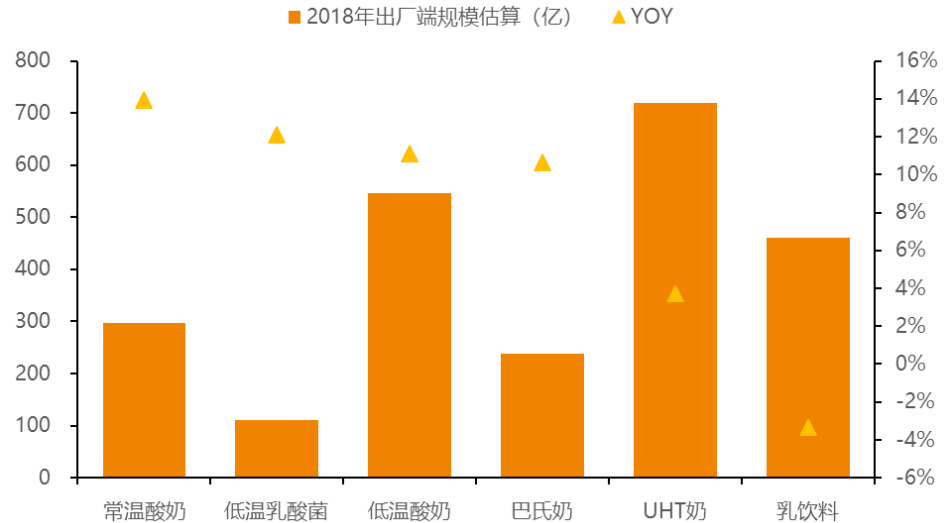
2. 低温乳制品行业集体加速，光明推新能力叠加渠道粘性构筑核心优势

2.1. 新鲜系列多品类布局，低温发展是企业复苏关键点

2.1.1. 低温增速渐长，巴氏引领新潮流

奶制品低温品类呈两位数增长，我们预计该增速在未来 3-5 年能够持续。常温品类中，常温酸奶增长较快，UHT 奶和乳饮料呈现增长疲软，仅为个位数。未来乳品品类低温化趋势逐渐显现。我们认为巴氏奶增速能够持续维持，低温酸奶去年增速波动主要受常温酸奶价格战挤压需求，20 年有望恢复。

图 18：2018 年各品类出厂端规模估算及 YOY



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注 1：假设同品类渠道利润一致，将欧睿 Yoghurt and Sour Milk Products 类别数据拆分，以各品牌市占率估算出厂端相应数据。

注 2：常温酸奶类别包括安慕希，纯甄，莫斯利安，开菲尔

巴氏工艺顺应当下健康潮流，或成未来主流。巴氏灭菌工艺比较温和，能较好保留牛奶的天然风味和乳铁蛋白、免疫球蛋白、乳过氧化物酶等活性物质，具有更高的营养价值。2017 年光明乳业将巴氏杀菌温度从 85 度降到了 75 度，对工艺技术进行革新，达到行业更高标准。19 年技术持续升级，光明优倍鲜奶中活性蛋白活性酶含量继续提升，达到行业领先水平。上海是光明的发源地和主要根据地，一线城市消费者消费理念高端化趋势显著，巴氏奶定位健康理念，逐渐走高端化路线，顺应消费趋势，或成未来液奶消费主流。

表 3：巴氏奶与常温奶区别

	巴氏灭菌奶	超高温瞬时灭菌奶
概述	通过较长时间低温热杀菌，将牛奶中的有害微生物杀死，保证了产品安全性的同时最大限度地保留了鲜奶的营养成分和天然的口感	为了满足长时间存储和远距离运输而采用超高温瞬时灭菌（UHT）加工的牛奶，通常称“纯牛奶”或“常温奶”
奶源	奶源品质要求较高，菌落总数低的鲜奶	奶源要求较低
杀菌方式	75℃~85℃灭菌 15 秒，杀灭有害微生物而不能完全破坏其毒素	135~140℃下保持 2-4 秒，微生物完全灭活
保质期	较短且需要冷链，通常 2~6℃，5~7 天	较长且可常温保存 4-8 个月甚至更长
包装	有“巴氏杀菌”等字样，袋装、屋顶纸盒、塑料桶等包装居多	有“纯牛奶”等字样，砖形、枕形等利乐包装

营养品质

保留几乎全部营养成分且奶香浓郁

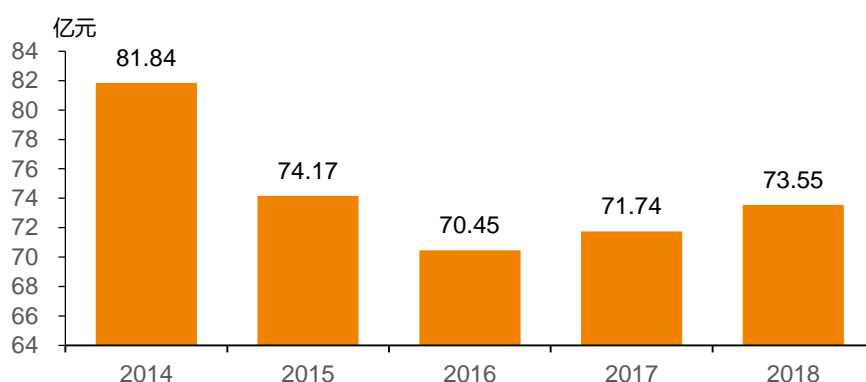
蛋白质和钙等主要营养成分保持，维生素等热敏感物质被破坏，牛奶特有风味发生变化。

资料来源：新华网，天风证券研究所

2.1.2. 逐步布局中高端，品类优势开始显现

低温部门增速回升，未来可期。光明乳业 2016-2018 年低温奶收入分别为 70.4 亿、71.7 亿、73.5 亿，同比增长-5%、1.8%、2.5%。2015 年后，光明莫斯利安在常温酸奶遭遇激烈竞争，发力深耕低温产品市场，近两年恢复增长。公司 17 年实现营销中心重定位，新划设新鲜营销中心分部，与常温业务分部门运营。作为国内低温产品践行者，19 年光明陆续推出多款新品，年报收入、利润双增，有望守住新鲜系列产品优势，迎来企业复苏。



图 19：光明低温产品营业收入



资料来源：公司年报，天风证券研究所

低温新鲜品类中打造产品矩阵，逐步布局中高端市场。光明乳业低温产品 18 年实现营收约 73.55 亿，同比增长 2.52%。优倍和畅优为公司低温线的核心大单品，预计将保持良好态势。公司低温新鲜产品系列主要分为新鲜牛奶和新鲜酸奶。新鲜牛奶品类有光明基础鲜牛奶系列、风味牛奶饮品、优倍系列、致优系列。2019 年推出的致优娟珊新品，定位“奢享鲜醇”，拓展鲜奶高端市场。优倍作为新鲜牛奶中高端核心系列，覆盖 0 脂肪、50%脂肪、0 乳糖等多品类。新鲜酸奶品类有光明风味酸牛奶系列、主打健康元素的健能、畅优、如实、赏味轻酪。畅优系列和如实高蛋白产品正逐渐走向中高端市场。

表 4：光明新鲜产品系列

	系列名	系列特色	图片展示
新鲜牛奶	优倍	优质奶源，75° C 巴氏杀菌工艺，保留更多活性蛋白活性酶，喝得到的鲜活营养，成为众多家庭的高品质之选。	
	致优	采用法国低温陶瓷膜过滤工艺，更多保留了鲜奶中珍贵的乳铁蛋白和天然的多种维生素、乳钙、矿物质等营养成分。	

	<p>光明基础鲜牛奶系列</p> <p>长期受到消费者的喜爱，产品种类丰富：全脂、0 脂、高钙、香浓等，满足不同消费者的需求。</p>	
	<p>光明风味牛奶饮品</p> <p>精选优质奶源，搭配美味原料，呈现天然好营养的同时，带来独特好滋味。</p>	
	<p>致优娟珊牛鲜牛奶</p> <p>2019 年 8 月新品，甄选美国珍贵娟珊牛。</p>	
	<p>健能风味发酵乳</p> <p>包含健能，健能儿童，健能 JCAN 等多款产品，五种有益菌群，提升健康保护力，给全家金盾般的倍护。</p>	
	<p>光明风味酸牛奶系列</p> <p>富含专利益生菌，调理肠胃，帮助消化，呵护全家健康。</p>	
新鲜酸奶	<p>畅优风味发酵乳</p> <p>国家专利菌种“植物乳杆菌 ST-III”，喝畅优，感受自然通畅。</p>	
	<p>如实</p> <p>纯净发酵乳，只有生牛乳和发酵菌，回到食物本来的样子，纯净，如实。</p>	
	<p>赏味轻酪风味发酵乳</p> <p>以美味触达灵魂，轻享你的美妙小时光。此刻，美味甄享！</p>	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

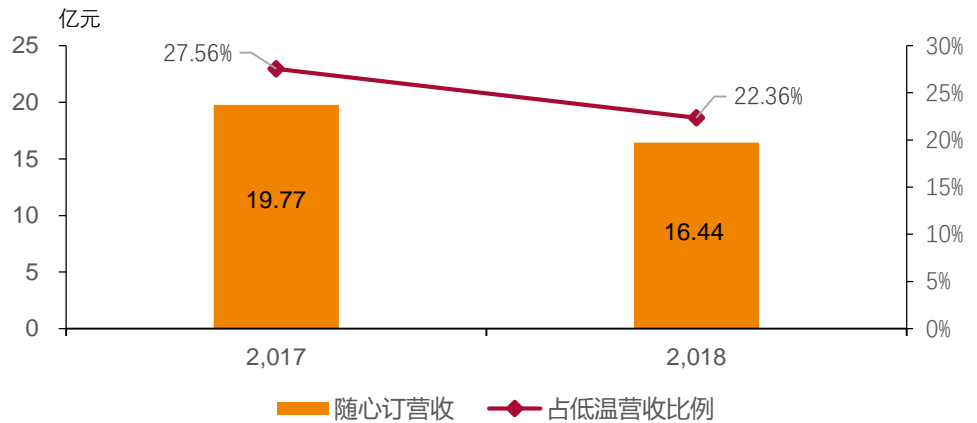
不断探索新鲜领域，鲜奶核心单品优倍再获技术升级。光明持续技术布局，全面实施优质乳工程。在 2019 年 11 月 26 日《首届中国奶业新鲜峰会》上，光明携女排队员启动优倍活性营养升级仪式。升级后的光明优倍鲜奶中含有活性蛋白活性酶含量更高，其中免疫球蛋白 $\geq 100\text{mg/L}$ ，乳铁蛋白 $\geq 30\text{mg/L}$ ，乳过氧化物酶 $\geq 2000\text{U/L}$ ，这些活性营养物质具有提升免疫力、抗氧化、抗菌等作用，力求给消费者最新鲜的高品质牛奶，逐步展开优倍鲜奶高端化进程。

2.1.3. 随心订等入户渠道粘性高，是区域壁垒之一

随心订成为重要销售渠道，送奶入户增加消费者粘性。随心订平台上线后，承揽低温产品超 1/5 销售额，其营收高于新鲜营销中心总体营收。随心订营销中心 17、18 年营收分别为 19.77 和 16.44 亿元，分别占低温总体营收的 27.56%和 22.36%。随心订平台送奶入户便

利消费者，能够提供更好的用户体验。相较于其他外来乳企，扎根区域的乳企在消费者粘性上更具有竞争优势。

图 20：随心订营收情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

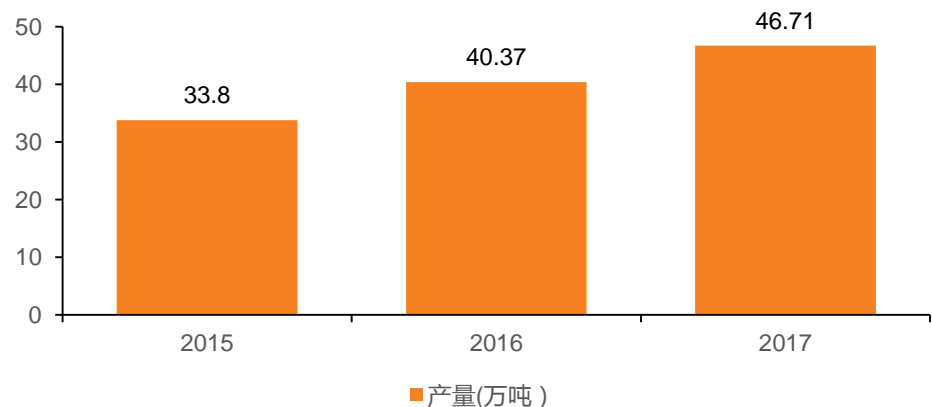
光明随心订是全国最大的送奶上门平台。光明随心订作为全国最大的送奶上门服务平台，覆盖华东为主的 20 多个城市，完善的冷链系统确保鲜奶配送高质高效。从 2019 年中报来看，随心订营销中心实现营业收入 12.32 亿，同比增长 19.22%。目前随心订平台已经搭建在阿里云上，在 2019 年的天猫双 11 中，随心订平台单日销售额 1841 万元，创下历史新高。随心订完善鲜奶渠道端供应体系，建立家庭日常鲜奶消费习惯，保证复购率和客户粘性。

2.2. 上下游全产业链布局，为低温奶保驾护航

2.2.1. 上游牧场布局日渐完善保障低温产品原奶供应

光明自有牧业历史悠久。光明牧业前身为光明乳业有限公司奶牛事业部，具有 60 多年养牛历史，是国内最大的牧业综合性服务公司之一，2017 年更名为“光明牧业有限公司”（原名荷斯坦牧业）。2014 年起对牧业相关业务进行整合，统一管理，提高效率。2014 年引进 RRJ 战略投资者前通过受让光明食品集团下属企业所持有股权，对荷斯坦牧业 100% 控股。2015 年通过荷斯坦牧业收购光明集团全资子公司牛奶集团收购与奶牛养殖业相关的 6.34 亿元人民币生物资产及 1.77 亿元人民币的生产设备。

图 21：2015-2017 年光明牧业牛奶产量（万吨）



资料来源：中国奶业统计资料，wind，天风证券研究所

牧场布局集中于华东，保障低温奶原奶供应。由于低温奶有保质期短，需全程冷链运输的特点，因此运输半径小，对原奶产地有相当的要求，不能像常温奶一样做到产销分离。光明乳业在全国各个主要的省市都有牧场布局，但主要的牧场集中于华东。华东是光明低温奶的主要销售区域，而光明乳业牧场在华东的集中布局保证了低温奶的原奶供应。

图 22：光明乳业牧场情况



资料来源：光明乳业官网，天风证券研究所

光明乳业的规模和产奶效率都已位居于行业前列。根据中国奶业统计资料，2017 年光明乳业共有牧场 28 个，总存栏数 8.6 万头，存栏成乳牛数 4.4 万头，牛奶产量 46.71 万吨，成乳牛单产 9.89 吨/年。无论从产量规模和单产效率来说，光明乳业都已经在奶牛养殖行业中处于靠前水平。

表 5：2017 年主要牧场基本情况

	牧场个数(个)	牧场存栏(万头)	存栏:成乳牛(万头)	产量:牛奶(万吨)	单产:成乳牛(吨/年)
现代牧业	26	23.4	12.7	120	9.9
沈阳辉山乳业	82	20	10	70	7
内蒙古圣牧高科	35	12.43	7.3	60.92	8.35
山东东营澳亚牧场	7	7.94	4.26	52.02	12.21
上海光明荷兰牧场	28	8.6	4.4	46.71	9.89
恒天然唐山牧场	8	8.92	3.93	37.1	9.5
北京中地种畜	8	6.42	3.37	29.66	10.38
黑龙江瑞信达原生态牧场	7	6.3	2.9	28	9.8
蒙牛富源牧场	13	5	2.5	24	9.6
宁夏农垦贺兰山乳业	14	3.56	1.95	18.28	9.89
天津嘉立荷牧场	14	3.15	1.65	16.5	10.85
新希望乳业	12	1.92	1.17	10.6	9
福建长富乳业	13	1.78	1.01	9.53	9.48
呼图壁种牛场	8	2.47	1.03	9.42	9.65
广州风行牛奶	3	0.75	0.4	3.29	8.32
济南佳宝乳业	3	0.59	0.31	2.88	9.3

广东皇氏乳业	5	0.51	0.32	2.3	7.3
深圳晨光乳业	3	0.47	0.24	1.89	7.3
武汉扬子江	1	0.12	0.07	0.67	9.5

资料来源：wind，天风证券研究所

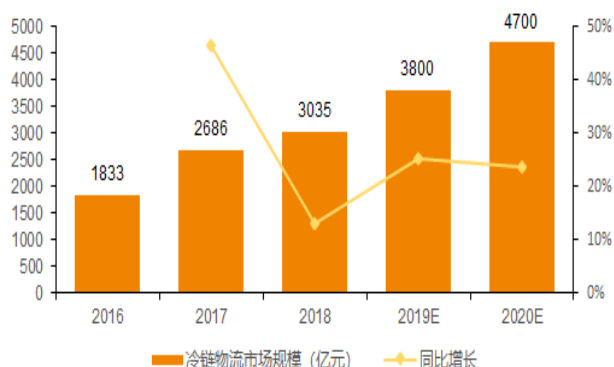
光明乳业管理水平突出。采用“千分牧场”的评价标准体系对牧场进行管理。通过对所有牧场兽医保健、繁殖育种、饲料饲养、生奶质量、防暑降温、安全生产等六大版块进行评分，进而保证生乳的质量。此外，为推进“美丽牧场”建设，光明乳业在 2018 年新增了环保千分制考核机制。

供应的原奶质量优良。光明乳业生鲜乳的理化、微生物细菌总数等关键质量指标优于国家安全标准，并持续向好；生鲜乳体细胞含量不断下降，优于欧美标准。旗下有 9 家牧场被评为无公害生产基地；2 家牧场被评定为全国农垦标杆牧场；5 家牧场通过 GAP(农业良好规范) 认证；2 家牧场通过 ISO9001 质量管理体系认证；1 家牧场通过 SQF(食品质量安全) 体系认证。

2.2.2. 下游冷链物流保障低温产品运输稳定

全国冷链物流市场规模呈扩张趋势，为低温乳制品市场成长打下基础。目前我国冷链建设水平在世界上还处于较低水平，但规模增速不容小觑。根据中商产业研究院，2016，2017，2018 年我国冷链物流市场规模分别为 1833，2686，3035 亿。预测 2019 年中国冷链物流市场规模将达到 3800 亿元，2020 年将突破 4500 亿大关达到 4700 亿元。我国冷链物流仓储近年来发展迅速，2017 年规模达到 4775 万吨，2010 年至 2017 年的规模复合增速为 21%，高于低温产品市场规模增速。冷链物流贯穿低温产品供应链始终，其发展迅速在基础设施上利于低温乳制品渠道的进一步拓宽。

图 23：我国冷链物流市场规模



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 24：我国冷链物流仓储规模（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

光明控股领鲜物流公司，物流城配规模全国第一，保障产品冷链物流运输稳定。上海光明领鲜物流有限公司成立于 2003 年，是光明乳业股份有限公司的全资子公司，是一家以冷链为主的多温度带综合性物流企业。2017 年光明乳业发布 1+2 全产业链规划，旗下大部分产品经由领鲜物流提供仓储配送服务，打通地区阻隔，由华东走向全国，构建全国共配网络。

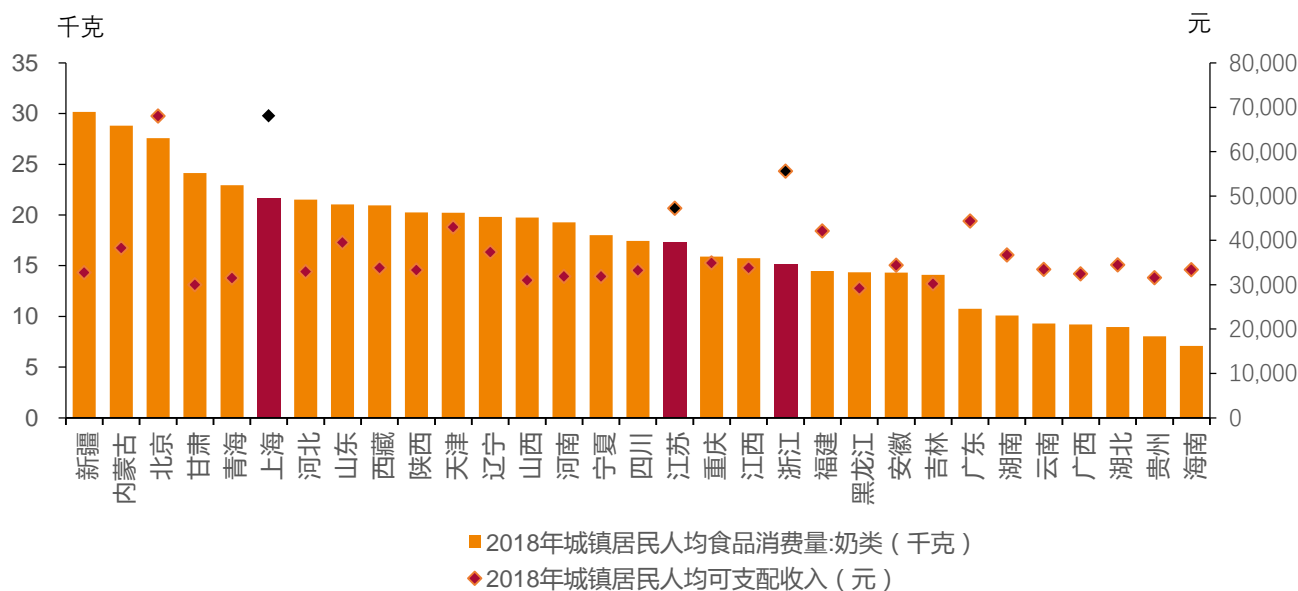
2.3. 低温业务仍应继续深耕华东，逐步布局全国

华东其他地区乳品消费有望向上海看齐，消费仍有成长空间。上海是华东地区奶制品需求量领先的城市，仅次于新疆、内蒙古、青海等奶源产地城市。2018 年上海市城镇居民人均奶类年消费量约 21.69 千克，远超全国平均水平。华东地区以江浙沪为首，城镇居民人均年可支配收入处上游位置，均超 40000 元。江浙地区人口众多，且作为光明奶源物流根据地，市场仍存在可渗透空间，未来有望向上海看齐。

光明巴氏奶根基深扎华东，逐步布局全国。巴氏奶运输条件严格，温度必须严格把控在

2-6℃，保质期较短。受制于配送和储存条件限制，目前光明优倍系列巴氏奶主要覆盖区域仍在华东地区，随冷链系统完善，有望拓展全国市场。我们预计光明将在稳定华东区域一线城市根基的基础上，以产品带动渠道下沉，更多关注二三线城市。

图 25：2018 年城镇居民奶类消费和人均可支配收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

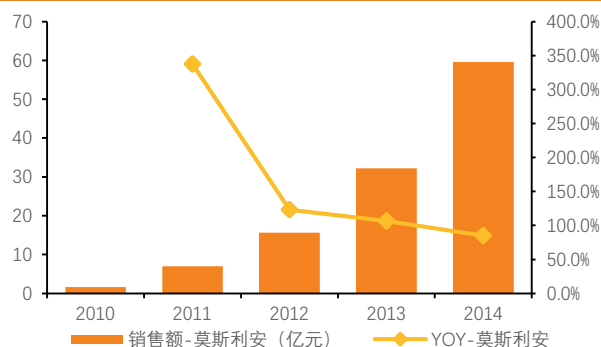
3. 常温莫斯利安积极创新，带动常温奶焕发新活力

2010 年，莫斯利安横空出世，凭借技术创新打破常温酸奶市场的空白，于 2010-2013 占据常温酸奶市场的垄断地位，营收持续攀升。14-18 年间，伊利、蒙牛纷纷入局，光明受制于品类创新的滞后，市场份额逐渐收缩，彼时伊利凭借积极的品牌推广与渠道分销迅速取得龙头地位。19 年之后，濮韶华当选新任公司董事长，注重莫斯利安的品牌创新与品牌推广，公司常温市场再次焕发新活力，未来公司营收增速可期。

3.1. 发展初期一枝独秀，巨头入局后份额急剧收缩

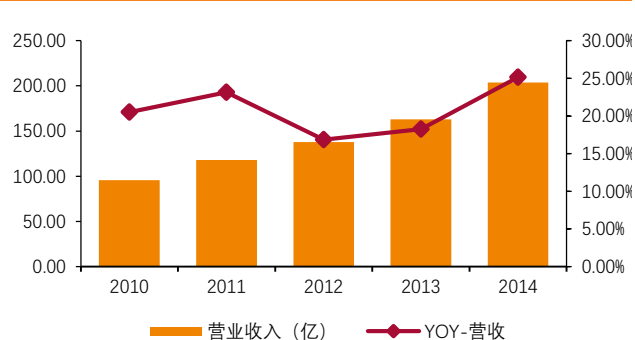
技术创新，垄断常温酸奶市场。2010 年，光明凭借自身优异的创新技术，实现酸奶的常温保存与运输，莫斯利安横空出世，开创了一个酸牛奶的全新细分品类；由于彼时的伊利与蒙牛在常温酸奶市场受制于技术的创新，无法快速地在常温酸奶市场推陈出新，光明的莫斯利安一直独秀，营收从 10 年的 1.6 亿迅速攀升到 14 年的 59.6 亿，CAGR 高达 147%，光明乳业也凭借莫斯利安极具差异化的产品特点与骄人的业绩一在常温酸奶领域一路领跑，品牌力和盈利能力不断提升。

图 26：莫斯利安 2010-2014 销售额及 YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

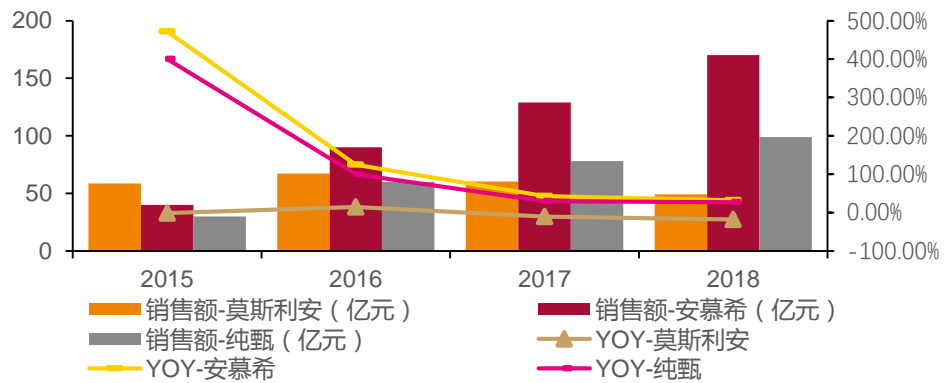
图 27：光明 2010-2014 营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

伊利、蒙牛入局，光明创新滞后，收入增速停滞。蒙牛与伊利纷纷于 13、14 相继踏入常温酸奶市场，入局之后，两大乳企便积极进行品类的创新与市场的推广，逐渐瓜分常温酸奶市场份额。彼时光明由于产品创新的滞后以及消费者对产品与品牌认可度的缺失，迟迟无法在常温酸奶市场取得昔日辉煌，销售增速陷入停滞。

图 28：莫斯利安增速停滞



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

表 6：莫斯利安创新滞后

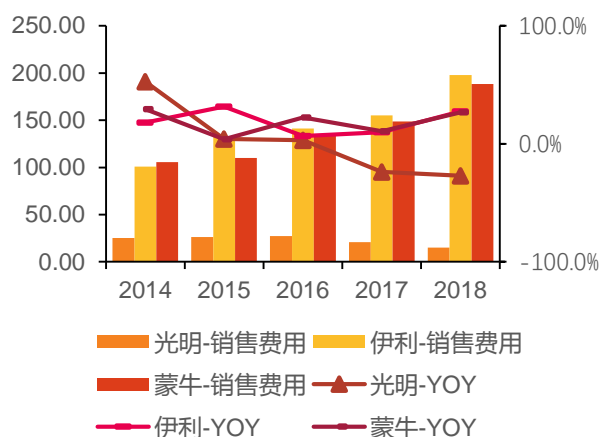
	莫斯利安	安慕希	纯甄
2009	原味-上市	-	-
2010~2012	-	-	-
2013	-	-	原味-上市
2014	-	原味-上市	-
2015	-	推出“蓝莓”口味	-
2016	推出“两果三蔬”系列	推出“香草”口味	推出“芝士”和“香草”口味
2017	推出“粒享美味”甄选果粒系列、“美丽绽放” FLOWER SECRETS 系列、以及“活力酵醒” YOGURTAL 双发酵系列	推出高端“黄桃燕麦”口味以及创新 PET 装“希腊风味”系列	推出“真话表白瓶”
2018	-	推出高端“草莓燕麦”、“芒果百香果”系列	接连推出“草莓果粒”、“蓝莓果粒”、“黄桃燕麦”、“芒果百香果”口味以及 PET 装的“轻酪乳风味”、“纯甄红西柚风味”

资料来源：食品商务网，天风证券研究所

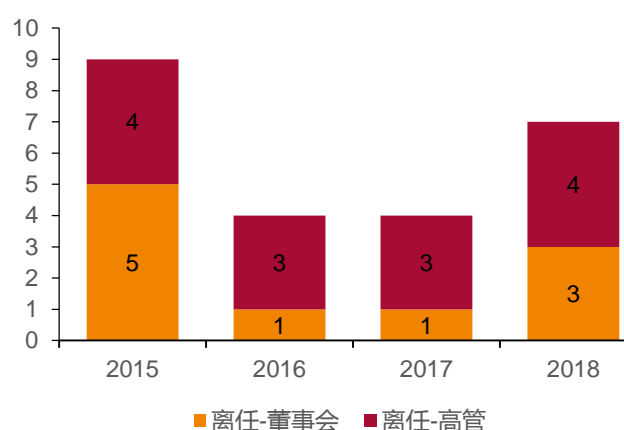
光明内部管理层动荡、产品创新滞后、渠道布局仍有空缺，费用投入不足，份额迅速下滑。光明乳业高层在 15-18 年频繁发生变动，几年时间里内部管理层发生了一系列大的动荡，内部的不稳固使得光明这几年的战略规划迷失，发展速度缓慢；另外公司的销售费用支出不足，在伊利和蒙牛都大举加大市场推广时，光明的销售费用支出却呈下降态势，从 14 年的 52.78% 增速一路下跌至 18 年的 -27.06%，最终多方因素的叠加使得莫斯利安的销售收入在 15-18 年陷入停滞并呈现倒退，份额迅速下滑，伊利与蒙牛则相继踏入百亿市场规模。

图 29：光明销售费用投入不足（单位：亿元）

图 30：光明管理层不稳定（单位：人）



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 营销创新重赋活力，渠道下沉助力增长

品牌推广力度加大，品牌认知、认可度提升。公司于 19 年 5 月官宣当红流量小生刘昊然成为品牌全新代言人；启用刘昊然作为代言人更是迎合了品牌实行年轻化战略的象征，并且刘昊然还透露将在即将上映的《唐人街探案 3》电影中会出现莫斯利安产品的身影，届时品牌的认知与认可度必会得到进一步提升。

口味创新升级，首创“可以喝的甜品”。公司官宣新晋代言人之后，19 年持续在包装、原料、口味上推陈出新，旨在满足消费者情感与口感上的核心需求；产品创新地将米其林星级甜品风味融入源味醇正的莫斯利安酸奶，被誉为“可以喝的甜品”。另外结合即饮旋盖包装，旨在打造轻奢即饮型旗舰新品俘获年轻高端消费群体，未来成长潜力可期。

图 31：2019 年 5 月刘昊然成为品牌代言



资料来源：食品招商网，天风证券研究所

图 32：口味创新升级



资料来源：新华网，天风证券研究所

品类创新助力品牌力提升。公司目前不断进行着品类、包装、口感的创新升级，积极进行市场的推广与新品的研发，未来伴随着市场的推广有望助力公司品牌认知度的不断提升。

渠道下沉拉动销量增长。公司的销量大多集中于以上海为中心的华东地区，销量增速缓慢，未来伴随公司的市场拓展与渠道的下沉的一步推进，有望带动产品受众人群的拓展与复购率的提高，促进产品销量增长。

技术赋能促进终端掌控。公司 19 年与阿里云达成战略合作，在技术上实现赋能创新，未来能更好地实现对终端销量的掌控，时刻把握消费者的消费习惯与需求动向，做出更加精准的市场推广与产品创新。

4. 海外新莱特：产品结构改善，高附加值产品进入放量阶段

4.1. 新莱特表现亮眼，增长逻辑不断兑现

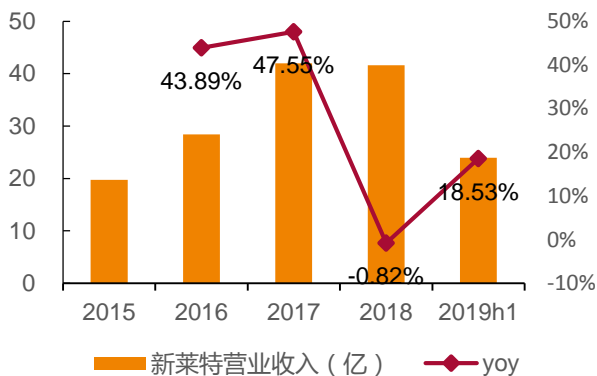
光明持有新莱特 39.04% 的股份，维持第一大股东地位。2010 年，光明出资 4.21 亿元人民币认购新莱特 51% 股份；2013 年，新莱特于新西兰证券交易所挂牌上市，上市后光明持股比例变为 39.12%；2016 年光明通过配股增资项目向新莱特注资 1.86 亿元人民币，持股比例不变。截至 2018 年末，光明持有新莱特 39.04% 的股份，维持第一大股东地位，根据新莱特章程，光明可以任免新莱特董事会八席中的五席。

新莱特曾是新西兰恒天然公司的牛奶供应商和股东，后来成为新西兰五家独立牛奶加工商之一，目前主要从事工业奶粉、婴儿奶粉生产和销售，产品远销世界各地。

差异化牛奶供应铸就公司独特优势。差异化牛奶供应助力新莱特成为新西兰本土发展最快的乳品企业。

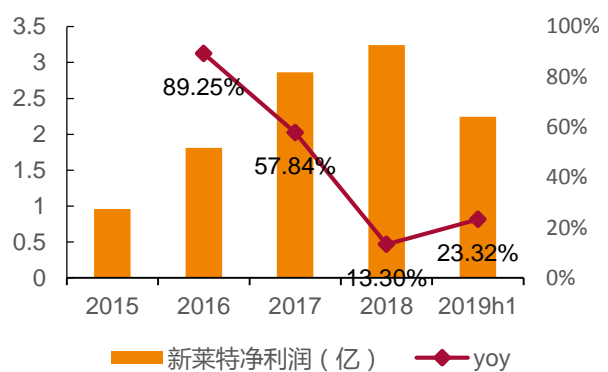
新莱特近几年业绩不断攀升，增速亮眼。2019 年 H1 新莱特营业收入 23.93 亿，同增 18.53%；净利润 2.24 亿，同增 23.32%。2018 年营业收入 41.61 亿，净利润 3.24 亿；较于 2015 年的 19.76 亿和 0.96 亿，营收 CAGR 为 28.37%，净利润 CAGR 高达 50%。

图 33：近几年新莱特营业收入及 YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：近几年新莱特净利润及 YOY

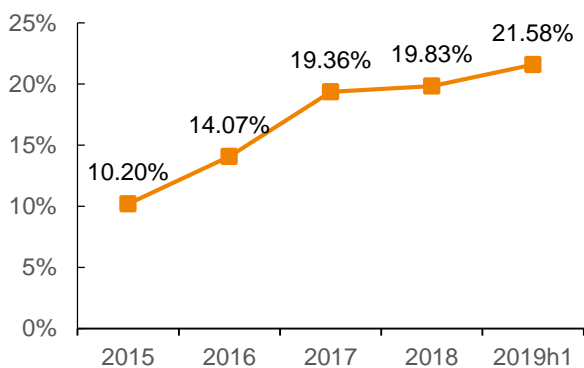


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 稳定贡献利润，成为公司重要增长极

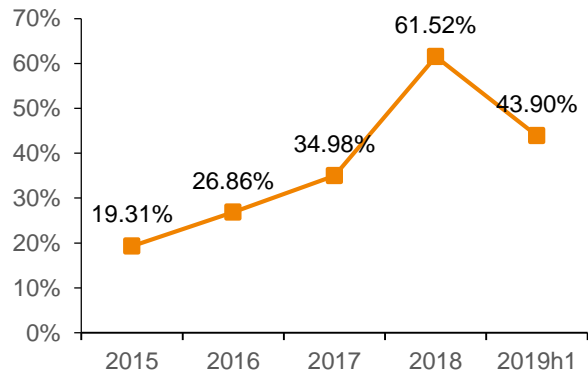
新莱特稳定为光明贡献利润。2019 年 H1 新莱特营业收入占光明营业收入 21.58%，净利润占光明净利润 43.90%。一方面新莱特自身业绩增势迅猛；另一方面，过去几年光明受制于管理层缺乏经验等一系列因素，业绩表现不佳。新莱特营收和净利润在光明营收和净利润中所占比重不断提升，新任管理层上台后，2019 年 H1 光明业绩回暖，因而新莱特净利润所占比重有所下降。

图 35：新莱特营收占光明营收比重



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：新莱特净利润占光明净利润比重

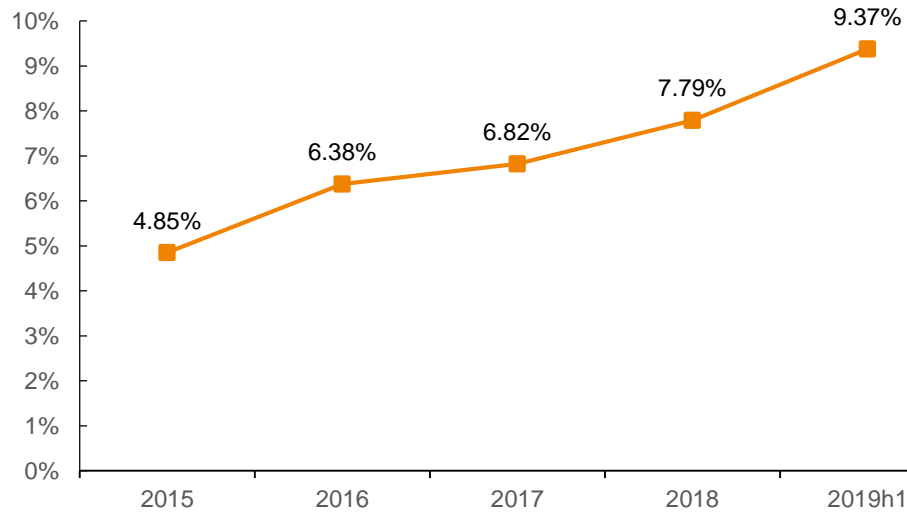


资料来源：wind，天风证券研究所

积极调整产品结构，净利率不断提升。2019 年 H1 新莱特净利率为 9.37%，较 2015 年的 4.85% 提高了 4.52pct，现在的净利率接近于原来的两倍。之前新莱特主营业务主要为大包

粉，近几年积极布局于婴配粉和液态奶业务，高附加值产品推动了公司整体利润率的上升。

图 37：新莱特净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

大客户合作关系稳定，供货协议长，未来营收有所保障。新莱特目前的几个主要大客户为 A2 乳业公司、Munchkin 公司、新希望、光明乳业、南岛食品合作关系稳定，并且都有长期的供货协议，客户组合丰富，未来营收抗风险能力强，业绩有所保障。

表 7：新莱特主要客户

公司	合作关系
A2 乳业	2013 年开始生产 a2Platinum 婴配粉，2018 年延长供应协议，确定供应协议到至少 2023 年 7 月。
Munchkin	生产 Grass Fed 婴儿配方食品。
新希望	生产 Akara 系列婴配粉，2017 年 8 月签订了为期至少 5 年的供应协议。
光明乳业	生产 Pure Canterbury 系列婴配粉，2018 年 2 月签订 5 年供应协定。
南岛食品	2017 年签订协议，从 2019 年初生产其所有自有品牌的新鲜牛奶和奶油产品。

资料来源：新莱特公司官网，天风证券研究所

预计高附加值产品进入放量阶段，推动公司业绩进一步发展。2017 年新莱特增加混合罐装生产线；2018 年，完成乳铁蛋白第二号加工线的建设；2019 年上半年完成投资 1.25 亿新西兰元的液态乳品生产线及相关包装生产线建设。新莱特和各个客户关系稳定，在产能到位后，预计相关高附加值产品将会进入放量阶段，进一步推动公司业绩增长。

5. 盈利预测

核心盈利假设：

1. 公司常温奶和低温奶业务扩张顺利，2020-2022 年营业总收入同比增速分别为 7.3%，9.9%，9.0%。
2. 国内乳制品市场仍具广阔的市场空间，产能基本消化。
3. 新莱特收入基本保持稳定，能持续贡献利润。

公司所处乳制品行业总体前景较好。持续受益于消费升级趋势，乳制品行业未来仍具增长空间。公司的常温奶和低温奶系列产品，经过多年市场培育，有较高的消费者认可度，潜在增量空间较大。商超渠道、电商渠道也有较大增长潜力。随着改革举措进一步落地，营

收有望进一步增长。

盈利预测：我们预计公司 20-22 年营收分别为 242、266、290 亿元，同比增长 7.3%、9.9%、9.0%，20-22 年净利润为 5.8、7.0、8.1 亿元，同比增长 17.24%、19.96%、14.9%。参考可比公司估值，给与 2020 年 35 倍估值，目标市值 206 亿，目标价 16.8 元，买入评级。

图 38：业绩拆分表（单位：百万元）

光明产品收入拆分	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,385	19,373	20,207	21,672	20,986	22,563	24,200	26,600	29,000
液态奶	15,090	14,266	14,294	13,759	12,430	13,802	14,689	16,121	17,691
其他乳制品	3,983	3,075	3,522	5,187	5,448	6,287	6,980	7,880	8,706
牧业产品	-	1,615	1,971	2,417	2,382	1,669	1,669	1,669	1,669
其他主营业务	116	160	175	217	615	643	700	767	771
其他业务	155	258	244	92	111	163	163	163	163

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：可比公司估值

		市值(亿元)	PE			PS		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600887	伊利股份	1740.3	24.5	22.8	19.8	1.9	1.7	1.6
600419	天润乳业	32.0	4.5	21.9	19.5	0.7	1.7	1.6
600882	妙可蓝多	92.5	272.9	64.8	32.9	5.4	3.8	2.8
	平均	0.0	100.6	36.5	24.1	2.7	2.4	2.0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，渠道下沉与营收增速不及预期

1、食品安全风险。乳制品与消费者的健康密切相关，虽然公司对生产过程严格把关，但行业内仍可能存在不法小厂制销假冒伪劣产品，若发生食品安全事件可能对公司经营产生负面影响，从而影响到公司的估值水平。

2、行业竞争加剧风险。未来，乳制品行业仍将面临竞争激烈、成本高位运行等经营风险。若公司不能很好地适应新的竞争环境，可能面临行业竞争加剧风险。

3、渠道下沉与营收增速不及预期。当前，企业的运作与管理越来越精细化，也要求公司对渠道的运作更细致，更有针对性。如果不能使渠道适应现代化的需求，可能会使公司营收增速不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,067.66	2,480.00	2,111.95	4,050.79	4,671.72
应收票据及应收账款	1,644.10	1,598.36	2,383.35	2,013.66	2,779.97
预付账款	489.87	476.57	432.54	600.18	525.69
存货	2,032.66	2,306.98	1,986.28	2,786.83	2,416.81
其他	347.70	343.61	498.85	327.55	528.20
流动资产合计	8,581.99	7,205.51	7,412.98	9,779.01	10,922.40
长期股权投资	73.56	75.20	75.20	75.20	75.20
固定资产	5,932.51	7,590.97	7,571.39	7,456.81	7,272.23
在建工程	1,221.77	669.06	437.44	310.46	216.28
无形资产	377.05	369.94	355.49	341.04	326.60
其他	1,746.88	1,726.43	1,873.70	1,847.67	1,847.67
非流动资产合计	9,351.77	10,431.60	10,313.21	10,031.18	9,737.97
资产总计	17,933.76	17,637.11	17,726.19	19,810.19	20,660.37
短期借款	3,809.86	1,493.96	1,500.00	1,500.00	1,500.00
应付票据及应付账款	1,950.83	2,514.82	2,149.94	3,021.20	2,616.38
其他	4,019.69	4,222.00	4,616.52	4,981.28	5,347.53
流动负债合计	9,780.38	8,230.77	8,266.46	9,502.48	9,463.91
长期借款	900.09	617.46	600.00	600.00	600.00
应付债券	0.00	830.58	0.00	0.00	0.00
其他	468.48	541.36	646.52	720.98	720.98
非流动负债合计	1,368.57	1,989.39	1,246.52	1,320.98	1,320.98
负债合计	11,148.95	10,220.17	9,512.98	10,823.46	10,784.89
少数股东权益	1,447.88	1,699.00	1,930.27	2,225.34	2,564.36
股本	1,224.49	1,224.49	1,224.49	1,224.49	1,224.49
资本公积	1,689.10	1,689.64	1,692.10	1,692.10	1,692.10
留存收益	4,280.64	4,657.15	5,058.44	5,536.90	6,086.63
其他	(1,857.29)	(1,853.34)	(1,692.10)	(1,692.10)	(1,692.10)
股东权益合计	6,784.81	7,416.94	8,213.21	8,986.73	9,875.48
负债和股东权益总	17,933.76	17,637.11	17,726.19	19,810.19	20,660.37

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	526.59	682.45	584.31	700.94	805.36
折旧摊销	830.83	817.33	325.65	336.00	343.21
财务费用	227.06	147.93	66.17	51.00	26.75
投资损失	0.35	(3.14)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(335.23)	659.36	(624.23)	890.09	(561.03)
其它	204.02	105.78	239.67	294.59	338.55
经营活动现金流	1,453.64	2,409.72	590.56	2,271.63	951.85
资本支出	1,557.76	1,915.34	(45.16)	5.54	50.00
长期投资	1.59	1.64	0.00	0.00	0.00
其他	(3,293.90)	(3,745.57)	8.35	(66.49)	(98.53)
投资活动现金流	(1,734.55)	(1,828.59)	(36.81)	(60.95)	(48.53)
债权融资	4,711.09	2,942.61	2,106.28	2,107.93	2,107.93
股权融资	(280.34)	(99.52)	99.98	(51.00)	(26.75)
其他	(3,659.01)	(5,013.11)	(3,128.07)	(2,328.77)	(2,363.56)
筹资活动现金流	771.73	(2,170.02)	(921.81)	(271.84)	(282.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	490.82	(1,588.90)	(368.05)	1,938.84	620.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,985.56	22,563.24	24,200.24	26,600.91	29,000.31
营业成本	13,993.22	15,504.70	16,081.06	17,556.60	19,140.21
营业税金及附加	96.36	86.92	72.60	133.00	145.00
营业费用	4,995.00	4,860.23	5,759.66	6,331.02	6,909.32
管理费用	668.33	695.58	774.41	819.31	829.41
研发费用	58.51	68.14	387.20	319.21	348.00
财务费用	201.11	104.57	66.17	51.00	26.75
资产减值损失	214.10	(195.59)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	8.39	(0.47)	(0.47)
投资净收益	(0.35)	3.14	1.00	1.00	1.00
其他	(119.22)	300.38	(18.79)	(1.06)	(1.06)
营业利润	878.50	1,135.17	1,068.53	1,391.30	1,602.14
营业外收入	26.03	19.03	46.00	24.00	24.00
营业外支出	112.23	80.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	792.31	1,073.78	1,114.53	1,415.30	1,626.14
所得税	265.71	391.33	298.95	419.29	481.76
净利润	526.59	682.45	815.58	996.01	1,144.38
少数股东损益	184.84	184.05	231.27	295.06	339.02
归属于母公司净利润	341.76	498.41	584.31	700.94	805.36
每股收益（元）	0.28	0.41	0.48	0.57	0.66

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-3.17%	7.52%	7.26%	9.92%	9.02%
营业利润	-20.22%	29.22%	-5.87%	30.21%	15.15%
归属于母公司净利润	-44.63%	45.84%	17.24%	19.96%	14.90%
获利能力					
毛利率	33.32%	31.28%	33.55%	34.00%	34.00%
净利率	1.63%	2.21%	2.41%	2.64%	2.78%
ROE	6.40%	8.72%	9.30%	10.37%	11.02%
ROIC	14.07%	13.28%	12.81%	15.30%	20.82%
偿债能力					
资产负债率	62.17%	57.95%	53.67%	54.64%	52.20%
净负债率	9.48%	6.24%	-0.07%	-21.62%	-25.96%
流动比率	0.88	0.88	0.90	1.03	1.15
速动比率	0.67	0.60	0.66	0.74	0.90
营运能力					
应收账款周转率	11.95	13.92	12.16	12.10	12.10
存货周转率	10.96	10.40	11.27	11.15	11.15
总资产周转率	1.22	1.27	1.37	1.42	1.43
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.41	0.48	0.57	0.66
每股经营现金流	1.19	1.97	0.48	1.86	0.78
每股净资产	4.36	4.67	5.13	5.52	5.97
估值比率					
市盈率	54.21	37.17	31.71	26.43	23.00
市净率	3.47	3.24	2.95	2.74	2.53
EV/EBITDA	5.88	6.72	12.93	9.71	8.61
EV/EBIT	10.64	10.10	16.64	11.98	10.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com