

公司研究

拟定增加奶源布局，持续巩固新鲜战略

——光明乳业（600597.SH）非公开增发预案及股权收购公告点评

要点

事件：公司拟向光明食品集团等不超过 35 名特定投资者发行不超过 3.67 亿股，募集资金不超过 19.30 亿元，其中光明食品集团拟认购本次实际发行数量的 51.73%，募集资金将用于 4 个奶源牧场建设、金山种奶牛场扩建及补充流动资金。同时，光明全资子公司拟分别以 188.45/5143.18 万元，收购鼎瀛农业及鼎盛农业 100% 股权，有利于增强光明乳业应对饲草市场风险的能力。

控股股东参与定增，彰显公司发展信心：本次增发拟由控股股东光明食品集团认购 51.73%，彰显集团对鲜奶行业和公司未来发展前景的信心。非公开发行前控股股东及其一致行动人持股比例为 51.73%，非公开发行后持股比例保持不变，公司实控权保持稳定。

加码奶源布局，新鲜战略持续领先：公司始终坚持新鲜战略，主业低温奶业务全国市占率第一。鲜奶对奶源品质和运输半径有较高要求，此次投资的牧场主要位于安徽、宁夏和黑龙江，离公司各生产基地较近，覆盖面积较广，有效缩短原奶运输时长，助力公司巩固华东大本营和东北、西北地区的拓展。募投项目全部达产后公司将增加 3.1 万头奶牛，据公司测算 5 个项目每年将贡献 1.4 亿元净利润。此次投资保障了公司新鲜战略在全国范围内的实施，有利于增强公司竞争实力。

收购饲料企业，完善全产业链建设：截至 3 月 12 日，生鲜乳均价 4.28 元/公斤，较 2020 年最低点上涨 20%，其中一部分原因是来自于饲料价格的持续上涨。奶牛养殖成本中，饲料占比最高，收购鼎瀛农业与鼎盛农业两家饲料种植企业，不仅能吸收上游饲料上涨的红利，也有助于降低奶牛养殖成本，最重要的是有利于打造饲料全产业链，推进高品质乳业发展，增强光明乳业应对饲草市场风险的能力。公司对金山种奶牛场也进行了扩建，上游的育种-饲料-养殖产业链形成了有效闭环，公司原奶成本有望得到降低。

公司产品春节动销旺盛，Q1 预计有较好表现：根据最近对公司的跟踪反馈，1-2 月公司鲜奶和常温白奶增速较快，鲜奶收入较去年同期增长 40%+，常温白奶较去年同期增长 160% 左右，酸奶增速于 2 月实现了由负转正，预计 21Q1 公司整体能实现较好增长。

盈利预测、估值与评级：公司募投项目投产后有助于提升公司自有奶源比例，拓展全国性布局，公司低温奶行业第一的地位将继续巩固。维持公司 2020-22 年归母净利润预测为 5.50/6.47/7.49 亿元，对应 20-22 年 EPS 为 0.45/0.53/0.61 元，当前股价对应 20-22 年 PE 为 37/32/27 倍，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原奶价格超预期上涨，食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20,986	22,563	24,322	26,382	28,664
营业收入增长率	-3.17%	7.52%	7.79%	8.47%	8.65%
净利润（百万元）	342	498	550	647	749
净利润增长率	-44.63%	45.84%	10.35%	17.69%	15.77%
EPS（元）	0.28	0.41	0.45	0.53	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.40%	8.72%	9.00%	9.83%	10.50%
P/E	60	41	37	32	27
P/B	3.8	3.6	3.3	3.1	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-17

增持（维持）

当前价：16.70 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

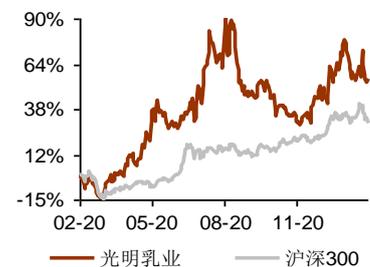
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.24
总市值(亿元)	204.49
一年最低/最高(元)	9.71/22.66
近 3 月换手率	149.55%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.24	-1.08	30.80
绝对	-7.34	0.58	68.30

资料来源：Wind

相关研报

Q3 营收稳健增长，净利率小幅改善——光明乳业（600597.SH）20 年 Q3 业绩点评（2020-10-30）

疫情影响短期承压，人事变动值得期待——光明乳业（600597.SH）2020 年一季报点评（2020-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,986	22,563	24,322	26,382	28,664
营业成本	13,993	15,505	16,827	18,209	19,795
折旧和摊销	825	811	1,151	1,262	1,379
税金及附加	96	87	94	102	110
销售费用	4,995	4,860	5,385	5,749	6,246
管理费用	668	696	766	857	980
研发费用	59	68	73	80	87
财务费用	201	105	91	65	32
投资收益	0	3	0	0	0
营业利润	879	1,135	1,250	1,403	1,564
利润总额	792	1,074	1,155	1,308	1,469
所得税	266	391	421	477	535
净利润	527	682	734	831	933
少数股东损益	185	184	184	184	184
归属母公司净利润	342	498	550	647	749
EPS(按最新股本计)	0.28	0.41	0.45	0.53	0.61

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,454	2,410	1,911	2,183	2,325
净利润	342	498	550	647	749
折旧摊销	825	811	1,151	1,262	1,379
净营运资金增加	91	-543	591	179	247
其他	196	1,643	-381	94	-50
投资活动产生现金流	-1,735	-1,829	-308	-1,281	-1,256
净资本支出	-1,625	-1,745	-1,142	-1,256	-1,256
长期投资变化	74	75	0	0	0
其他资产变化	-183	-159	834	-25	0
融资活动现金流	772	-2,170	-1,651	-262	-244
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,216	-1,768	-1,386	-9	0
无息负债变化	76	840	-117	434	427
净现金流	490	-1,588	-48	639	824

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	33.3%	31.3%	30.8%	31.0%	30.9%
EBITDA 率	9.1%	10.8%	10.0%	10.4%	10.4%
EBIT 率	5.1%	7.2%	5.3%	5.6%	5.6%
税前净利润率	3.8%	4.8%	4.7%	5.0%	5.1%
归母净利润率	1.6%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%
ROA	2.9%	3.9%	4.4%	4.7%	4.9%
ROE (摊薄)	6.4%	8.7%	9.0%	9.8%	10.5%
经营性 ROIC	7.5%	10.3%	8.6%	9.7%	10.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	62%	58%	52%	51%	50%
流动比率	0.88	0.88	1.10	1.18	1.28
速动比率	0.67	0.60	0.72	0.79	0.88
归母权益/有息债务	1.13	1.94	3.92	4.25	4.61
有形资产/有息债务	3.57	5.60	10.29	11.06	11.83

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	17,934	17,637	16,709	17,795	18,961
货币资金	4,068	2,480	2,432	3,072	3,896
交易性金融资产	1	0	10	10	10
应收帐款	1,644	1,598	1,723	1,869	2,030
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	102	55	90	81
存货	2,033	2,307	2,652	2,870	3,120
其他流动资产	347	192	192	192	192
流动资产合计	8,582	7,206	7,618	8,682	9,970
其他权益工具	0	2	2	2	2
长期股权投资	74	75	75	75	75
固定资产	5,933	7,591	7,724	7,863	7,853
在建工程	1,222	669	502	376	282
无形资产	377	370	295	276	257
商誉	253	330	330	330	330
其他非流动资产	6	114	99	99	99
非流动资产合计	9,352	10,432	9,091	9,113	8,991
总负债	11,149	10,220	8,717	9,143	9,570
短期借款	3,810	1,494	9	0	0
应付账款	1,951	2,515	2,538	2,850	3,098
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	913	1,013	1,075	1,175	1,272
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	9,780	8,231	6,929	7,371	7,817
长期借款	900	617	617	617	617
应付债券	0	831	831	831	831
其他非流动负债	325	312	297	280	262
非流动负债合计	1,369	1,989	1,788	1,772	1,753
股东权益	6,785	7,417	7,992	8,652	9,392
股本	1,224	1,224	1,224	1,224	1,224
公积金	2,278	2,302	2,302	2,302	2,302
未分配利润	2,002	2,355	2,746	3,222	3,778
归属母公司权益	5,337	5,718	6,109	6,585	7,140
少数股东权益	1,448	1,699	1,883	2,067	2,251

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	23.80%	21.54%	22.14%	21.79%	21.79%
管理费用率	3.18%	3.08%	3.15%	3.25%	3.42%
财务费用率	0.96%	0.46%	0.38%	0.25%	0.11%
研发费用率	0.28%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税率	34%	36%	36%	36%	36%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.13	0.14	0.16	0.18
每股经营现金流	1.19	1.97	1.56	1.78	1.90
每股净资产	4.36	4.67	4.99	5.38	5.83
每股销售收入	17.14	18.43	19.86	21.55	23.41

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	60	41	37	32	27
PB	3.8	3.6	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	13.7	10.9	10.6	9.3	8.5
股息率	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------