

光明乳业 (600597)

证券研究报告

2021年03月17日

加大上游布局，低温奶龙头产业链持续深耕

事件：3月16日，公司发布非公开发行A股股票预案，拟定增募集资金总额不超过19.3亿元（含本数）。

公司本次非公开发行主要以投资上游奶源建设为主，意在加大上游布局。公司将以13.5亿元投资奶源建设项目，包括淮北濉溪1.2万头、中卫市1万头、阜南县7,000头、哈川二期2,000头奶牛养殖新建项目，以及金山种奶牛场改扩建项目；将以5.8亿元用于补充流动资金。公司本次非公开发行的对象为包括控股股东光明食品(集团)在内不超过35名特定投资者，其中，光明食品(集团)拟认购本次定增的51.73%，其余股份由其他发行对象以现金方式认购。非公开发行前，光明食品(集团)持股占公司总股本的51.62%，发行后持股比例为51.73%，上海市国资委仍为公司实控人。

自有率提升降低公司资产周转率，利于公司长期发展。我们认为公司此举意在加大自有牧场供奶比例，2020年国内原奶价格涨幅较大，原奶出现了供不应求的局面，牧场作为稀缺资源成为下游乳企的兵家必争之地，我们认为此举将提升公司的成本管控能力，有利于公司长期稳步发展。牧场作为重资产业务，自有率提升将在一定程度上降低公司资产周转率，但当下积极布局牧场资源已成头部乳企趋势，是战略重点，公司依托控股股东优势得以快速提升牧场自有率。长期来看，光明目前仍是低温巴氏奶领域市占率第一的龙头，未来将在华东地区在深度和广度上不断渗透，看好其渠道的精耕细作。

发展低温奶需稳扎稳打，公司积极布局上游及冷链为未来增长奠基。低温奶行业进入加速增长期，然而低温奶受限于冷链运输能力，运输半径受限。为布局全国市场，公司狠抓渠道建设，夯实原有渠道同时积极开拓新兴渠道，公司投资多家江浙沪地区乳业企业，务实华东地区的渠道建设。同时对多家乳制品公司进行投资，扩展公司产能，开拓新的市场。在生产方面，推行牧场SOP标准操作，升级“牧场千分”标准管理体系，使生产有章可循，统一标准化生产。在冷链管控方面，使用WMS仓库管理系统、TMS运输管理系统等过程加强监控，更加高效便捷。此次在上游的积极布局也为公司未来增长奠定基础，看好公司在低温奶领域的先发优势及创新能力。

投资建议：公司加速布局上游牧场资源，原奶紧缺背景下，供给量或将提升，故上调21-22年公司营收增速，预计公司2020-2022年实现营收246/279/314亿元，同比增长9%/13%/13%（前值9%/11%/10%）。由于原奶成本压力较大，我们预计公司或将减缓费用投放，上调21-22年利润增速，预计实现净利润5.4/6.8/8.3亿元，同比增长9%/25%/23%（前值为9%/19%/20%），预计20-22年EPS分别为0.44、0.55、0.68元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争恶化、牧场牛只疾病及防疫风险、食品安全风险、市场拓展不及预期。

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	24,628.31	27,889.60	31,441.28
增长率(%)	(3.17)	7.52	9.15	13.24	12.73
EBITDA(百万元)	1,842.78	2,175.90	1,638.11	1,960.03	2,274.34
净利润(百万元)	341.76	498.41	544.50	679.36	834.48
增长率(%)	(44.63)	45.84	9.25	24.77	22.83
EPS(元/股)	0.28	0.41	0.44	0.55	0.68
市盈率(P/E)	59.83	41.03	37.56	30.10	24.50
市净率(P/B)	3.83	3.58	3.27	3.04	2.81
市销率(P/S)	0.97	0.91	0.83	0.73	0.65
EV/EBITDA	5.88	7.49	12.63	9.83	8.21

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（维持评级）
当前价格	16.77元
目标价格	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)	20,534.66
流通A股市值(百万元)	20,531.54
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	60.84
一年内最高/最低(元)	22.66/9.80

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《光明乳业-季报点评:业绩增长恢复常态，低温奶布局稳步推进》2020-11-11
- 《光明乳业-半年报点评:疫情尾声稳步恢复，加速布局新市场将迎来增长点》2020-09-05
- 《光明乳业-首次覆盖报告:坚守低温终迎行业风口，改革推动华东龙头加速起航》2020-05-25

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	2,616.63	4,095.01	4,960.21
应收票据及应收账款	1,644.10	1,598.36	2,453.78	2,156.24	3,040.86
预付账款	489.87	476.57	496.18	657.81	644.84
存货	2,032.66	2,306.98	2,286.80	3,046.75	2,973.88
其他	347.70	343.61	506.06	342.16	554.93
流动资产合计	8,581.99	7,205.51	8,359.45	10,297.97	12,174.72
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	18,672.66	20,329.15	21,912.69
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	2,476.46	3,301.85	3,220.85
其他	4,019.69	4,222.00	5,032.97	5,373.04	6,176.80
流动负债合计	9,780.38	8,230.77	9,009.43	10,174.89	10,897.65
长期借款	900.09	617.46	600.00	600.00	600.00
应付债券	0.00	830.58	415.29	138.43	69.21
其他	468.48	541.36	477.66	495.83	504.95
非流动负债合计	1,368.57	1,989.39	1,492.95	1,234.26	1,174.16
负债合计	11,148.95	10,220.17	10,502.38	11,409.16	12,071.81
少数股东权益	1,447.88	1,699.00	1,914.52	2,200.50	2,551.78
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	5,031.27	5,495.00	6,064.61
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	8,170.28	8,919.99	9,840.88
负债和股东权益总计	17,933.76	17,637.11	18,672.66	20,329.15	21,912.69

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	526.59	682.45	544.50	679.36	834.48
折旧摊销	830.83	817.33	325.65	336.00	343.21
财务费用	227.06	147.93	61.39	45.80	23.60
投资损失	0.35	(3.14)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(335.23)	659.36	(491.92)	730.31	(279.69)
其它	204.02	105.78	223.91	285.51	350.81
经营活动现金流	1,453.64	2,409.72	662.54	2,075.98	1,271.42
资本支出	1,557.76	1,915.34	123.70	61.82	40.88
长期投资	1.59	1.64	0.00	0.00	0.00
其他	(3,293.90)	(3,745.57)	(160.51)	(122.78)	(89.41)
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	2,521.57	2,246.36	2,177.14
股权融资	(280.34)	(99.52)	104.76	(45.80)	(23.60)
其他	(3,659.01)	(5,013.11)	(3,115.44)	(2,737.21)	(2,511.23)
筹资活动现金流	771.73	(2,170.02)	(489.10)	(536.65)	(357.69)
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)	136.63	1,478.38	865.20

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	24,628.31	27,889.60	31,441.28
营业成本	13,993.22	15,504.70	17,206.69	19,618.01	22,145.28
营业税金及附加	96.36	86.92	73.88	139.45	157.21
营业费用	4,995.00	4,860.23	5,069.03	5,474.56	6,131.50
管理费用	668.33	695.58	793.14	832.80	899.42
研发费用	58.51	68.14	71.40	74.97	80.22
财务费用	201.11	104.57	61.39	45.80	23.60
资产减值损失	214.10	53.75	111.10	126.31	97.05
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)	51.04	(18.79)	(1.06)	(1.06)
营业利润	878.50	1,135.17	1,251.06	1,578.23	1,907.52
营业外收入	26.03	19.03	29.91	24.99	24.64
营业外支出	112.23	80.43	111.89	101.51	97.94
利润总额	792.31	1,073.78	1,169.09	1,501.71	1,834.22
所得税	265.71	391.33	409.06	536.36	648.46
净利润	526.59	682.45	760.02	965.34	1,185.76
少数股东损益	184.84	184.05	215.52	285.98	351.28
归属于母公司净利润	341.76	498.41	544.50	679.36	834.48
每股收益(元)	0.28	0.41	0.44	0.55	0.68

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-3.17%	7.52%	9.15%	13.24%	12.73%
营业利润	-20.22%	29.22%	10.21%	26.15%	20.86%
归属于母公司净利润	-44.63%	45.84%	9.25%	24.77%	22.83%
获利能力					
毛利率	33.32%	31.28%	30.13%	29.66%	29.57%
净利率	1.63%	2.21%	2.21%	2.44%	2.65%
ROE	6.40%	8.72%	8.70%	10.11%	11.45%
ROIC	14.07%	13.28%	13.16%	16.05%	22.56%
偿债能力					
资产负债率	62.17%	57.95%	56.24%	56.12%	55.09%
净负债率	9.48%	6.24%	-1.16%	-20.72%	-28.28%
流动比率	0.88	0.88	0.93	1.01	1.12
速动比率	0.67	0.60	0.67	0.71	0.84
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	10.72	10.46	10.44
总资产周转率	1.22	1.27	1.36	1.43	1.49
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.41	0.44	0.55	0.68
每股经营现金流	1.19	1.97	0.54	1.70	1.04
每股净资产	4.36	4.67	5.11	5.49	5.95
估值比率					
市盈率	59.83	41.03	37.56	30.10	24.50
市净率	3.83	3.58	3.27	3.04	2.81
EV/EBITDA	5.88	7.49	12.63	9.83	8.21
EV/EBIT	10.64	11.94	15.77	11.86	9.67

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