

公司研究

领鲜战略成效显著，营收利润双位数增长

——光明乳业（600597.SH）2020 年年报点评

要点

事件：3月29日，光明乳业发布2020年年报。报告期内，公司实现营收/归母净利润252.23/6.08亿元，同比+11.79%/+21.91%，20Q4实现营业收入/归母净利润64.98/1.82亿元，同比+19.76%/+234.49%。公司业绩超出市场预期。

持续深耕领鲜战略，液态奶稳健增长：1) **分产品：**2020全年液态奶/其他乳制品/牧业产品分别实现营收142.69/77.89/20.27亿元，同比+3.39%/+23.9%/+21.43%，20Q4液态奶/其他乳制品/牧业产品分别实现营收36/20.16/6.29亿元，同比+3.49%/+31.28%/+116.9%。销量来看，鲜奶增长较快，2020全年鲜奶/酸奶/奶粉/原奶销量分别同比+16.4%/-1.1%/+10.9%/-7.6%。2) **分地区：**2020全年上海/外地/境外实现营收68.02/118.88/62.93亿元，同比+15.21%/+2.94%/+27.19%。海外业务稳步发展，其中新莱特2020全年分别实现收入/归母净利润63.21/3.03亿元，同比+27.57%/2.18%。3) **分渠道：**2020全年直营/经销分别实现营收70.54/176.62亿元，同比+13.48%/+12.48%。2020全年公司经销商数净增加221个至4482个，其中上海净减少90个，外地净增加311个。2020年经销商平均收入为394.07万元，同比+6.9%，经销商营收增长较快。

成本上涨使毛利承压，费用减少带动净利增长：1) 2020全年/20Q4公司毛利率分别为25.81%/15.97%，同比-5.47/-12.42pcts，主要系原奶价格上涨，以及20Q4会计政策变更，将应付客户对价冲减营业收入。2) 2020全年/20Q4公司销售费用率分别为17.08%/3.94%，同比-4.46/-14.66pcts，主要来自营销费用的减少，同样因为会计政策变更，部分营销类费用直接冲减收入。3) 2020全年/2020Q4管理费用率分别为3.25%/3.61%，同比+0.17/+1.4pcts。4) 综合来看，2020全年/2020Q4公司销售净利率达到3.11%/2.97%，同比+0.09/+1.71pcts，其中2020年公司收到政府补贴2.01亿元，对净利润提升有一定贡献。

加码奶源布局，升级战略布局：1) 2020年成立江苏光明银宝乳业和江苏银宝光明牧业，进一步完善华东、华北地区生产及奶源基地布局。2) 2021年3月，公司计划定增募集不超过19.3亿元资金，用于加强安徽、宁夏和黑龙江的牧场建设，助力公司巩固华东大本营和东北、西北地区的拓展。

盈利预测、估值与评级：公司计划2021年实现营收/归母净利润分别为270/6.69亿元，考虑公司加快产业链融合，低温奶行业第一的地位持续提升，我们上调公司2021/2022年归母净利润预测为6.73/7.54亿元（+4.0%/+0.6%），新增2023年归母净利润预测为8.54亿元，折合2021-2023年EPS为0.55/0.62/0.70元，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，新品拓展不及预期，食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,563	25,223	27,322	29,781	32,506
营业收入增长率	7.52%	11.79%	8.32%	9.00%	9.15%
净利润(百万元)	498	608	673	754	854
净利润增长率	45.84%	21.91%	10.80%	11.93%	13.28%
EPS(元)	0.41	0.50	0.55	0.62	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.72%	9.68%	9.96%	10.33%	10.78%
P/E	44	36	33	29	26
P/B	3.9	3.5	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-29

增持（维持）

当前价：18.06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

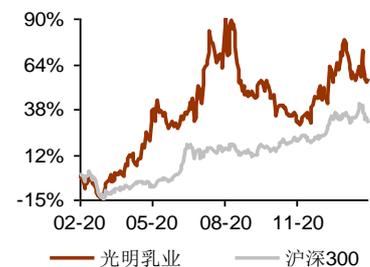
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.24
总市值(亿元)	221.14
一年最低/最高(元)	10.80/22.66
近3月换手率	136.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.82	11.44	18.57
绝对	-0.16	11.06	57.23

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-03-17）

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,563	25,223	27,322	29,781	32,506
营业成本	15,505	18,712	19,989	21,667	23,578
折旧和摊销	811	931	1,250	1,335	1,426
税金及附加	87	86	94	102	111
销售费用	4,860	4,309	4,831	5,415	6,040
管理费用	696	820	888	968	1,057
研发费用	68	73	79	86	94
财务费用	105	93	78	51	4
投资收益	3	6	0	0	0
营业利润	1,135	1,196	1,349	1,467	1,614
利润总额	1,074	1,157	1,254	1,372	1,519
所得税	391	372	403	441	488
净利润	682	785	851	931	1,031
少数股东损益	184	178	178	178	178
归属母公司净利润	498	608	673	754	854
EPS(按最新股本计)	0.41	0.50	0.55	0.62	0.70

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,410	2,159	1,699	1,972	2,630
净利润	498	608	673	754	854
折旧摊销	811	931	1,250	1,335	1,426
净营运资金增加	-543	668	705	587	103
其他	1,643	-48	-929	-702	247
投资活动产生现金流	-1,829	-1,850	-78	-1,201	-1,176
净资本支出	-1,745	-1,586	-1,069	-1,176	-1,176
长期投资变化	75	115	0	0	0
其他资产变化	-159	-379	991	-25	0
融资活动现金流	-2,170	165	-1,479	122	189
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,768	3	-1,534	0	0
无息负债变化	840	1,172	-34	580	1,158
净现金流	-1,588	469	142	893	1,643

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.3%	25.8%	26.8%	27.2%	27.5%
EBITDA 率	10.8%	9.6%	10.4%	10.2%	10.0%
EBIT 率	7.2%	5.8%	5.9%	5.8%	5.6%
税前净利润率	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	4.7%
归母净利润率	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%
ROA	3.9%	3.9%	4.4%	4.5%	4.6%
ROE (摊薄)	8.7%	9.7%	10.0%	10.3%	10.8%
经营性 ROIC	10.3%	9.1%	10.4%	11.0%	12.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	56%	51%	50%	51%
流动比率	0.88	1.00	1.25	1.40	1.54
速动比率	0.60	0.68	0.82	0.95	1.10
归母权益/有息债务	1.94	2.13	4.79	5.17	5.61
有形资产/有息债务	5.60	6.47	13.04	13.98	15.38

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	17,637	20,310	19,396	20,695	22,652
货币资金	2,480	2,949	3,091	3,984	5,628
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	1,598	1,815	1,967	2,144	2,340
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	102	253	199	257	259
存货	2,307	2,862	3,161	3,426	3,728
其他流动资产	192	261	261	261	261
流动资产合计	7,206	8,977	9,275	10,704	12,910
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	75	115	115	115	115
固定资产	7,591	8,370	8,112	7,885	7,559
在建工程	669	676	627	603	584
无形资产	370	460	379	354	330
商誉	330	546	546	546	546
其他非流动资产	114	26	171	171	171
非流动资产合计	10,432	11,333	10,121	9,991	9,741
总负债	10,220	11,395	9,826	10,406	11,564
短期借款	1,494	1,314	0	0	0
应付账款	2,515	2,988	3,217	3,473	3,780
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,013	0	613	334	547
其他流动负债	0	113	202	306	422
流动负债合计	8,231	9,007	7,436	7,631	8,363
长期借款	617	477	477	477	477
应付债券	831	834	834	834	834
其他非流动负债	312	728	1,056	1,440	1,866
非流动负债合计	1,989	2,388	2,390	2,775	3,201
股东权益	7,417	8,915	9,570	10,289	11,088
股本	1,224	1,224	1,224	1,224	1,224
公积金	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302
未分配利润	2,355	2,804	3,281	3,822	4,443
归属母公司权益	5,718	6,279	6,756	7,298	7,919
少数股东权益	1,699	2,636	2,814	2,991	3,169

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	21.54%	17.08%	17.68%	18.18%	18.58%
管理费用率	3.08%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
财务费用率	0.46%	0.37%	0.28%	0.17%	0.01%
研发费用率	0.30%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
所得税率	36%	32%	32%	32%	32%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.13	0.16	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流	1.97	1.76	1.39	1.61	2.15
每股净资产	4.67	5.13	5.52	5.96	6.47
每股销售收入	18.43	20.60	22.31	24.32	26.55

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	44	36	33	29	26
PB	3.9	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	11.6	12.4	10.1	9.3	8.4
股息率	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE