

日期: 2021年03月31日

行业: 食品饮料


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2021.3.29)

报告日股价 (元)	17.35
12mth A 股价格区间 (元)	10.98-21.90
总股本 (百万股)	1224.49
无限售 A 股/总股本	99.98%
流通市值 (亿元)	212.42
每股净资产 (元)	5.13
PBR (X)	3.38

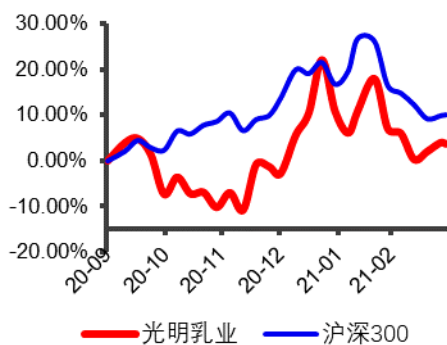
主要股东 (2020)

光明食品集团	51.62%
中国证券金融股份有限公司	2.63%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.24%
杨荣生	0.84%
香港中央结算有限公司	0.76%

收入结构 (2020)

液态奶	56.57%
其他乳制品	30.88%
牧业产品	8.04%
其他	4.51%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《光明乳业 (600597) 三季度点评: Q3 收入稳健增长, 加大奶源和渠道布局》

20 年稳增达成, 新鲜战略引领发展

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报, 全年营收252.23亿元, 同比增长11.79%, 归属净利润为6.08亿元, 同比增长21.91%, 扣非归属净利润为4.65亿元, 同比增长0.02%。公司拟每股派现0.16元 (含税)。

■ 事项点评

收入重回两位数增长, 鲜奶动销良好

分业务看, 公司液态奶/其他乳制品/牧业产品收入分别为142.69/77.89/20.27亿元, 同比+3.39%/+23.90%/+21.43%, 液态奶占到总收入的 56.6%。全年鲜奶/酸奶/奶粉/原奶销售量分别为37.08/66.24/19.7/38.7万吨, 同比+16%/-1%/+11%/-8%。分地区看, 公司大本营上海地区收入 68.02 亿元/+15.2%, 增速提升, 上海贡献总收入的 27%, 外地收入 118.88 亿元/+2.9%, 整体看境内收入增长 7.1%; 境外收入 62.93 亿元, 同比增长 27.2%, 新莱特进一步提升婴配粉的占比, 并完成了对新西兰知名奶酪生产商 Dairyworks 的股权收购, 业务逐步多元化。

原奶涨价致毛利率承压, 净利率相对稳定

公司归属净利润为 6.08 亿元/+21.9%, 净利率为 2.41%/+0.2pct, 主要影响变量包括: (1) 毛销差-1.0pct。公司综合毛利率为 25.8%/-5.5pct, 其中液态奶/其他乳制品/牧业产品的毛利率分别为 34.1%/14.2%/11.3%, 同比-7.2/-0.3/-1.0pct, 主要系原材料成本上涨及将应付客户对价冲减营业收入所致。公司销售费用率为 17.08%/-4.5pct, 综合使得毛销差同比下降 1.0pct 至 8.7%。(2) 管理费用率+0.2pct, 主要系员工薪酬和折旧摊销费用增加。(3) 其他收益达 2.01 亿元, 同比增长 151.9%, 占到经营利润的 16.8%, 主要系政府补助增加。(4) 信用减值损失 1.01 亿元、资产减值损失 0.44 亿元, 占到经营利润的 12.1%, 主要系应收款项坏账损失增加。

深耕新鲜战略, 加速奶源布局

公司深耕鲜奶市场, 率先在优倍鲜奶包装上标注了免疫球蛋白、乳铁蛋白和乳过氧化物酶三项活性指标含量, 向消费者展示营养成分。2020年4月新品牌新鲜牧场上市, 华北 (主销)、华中、华南快速推进、向全国二三线城市渗透。今年以来超高端品牌致优先后推出了A2β-酪蛋白鲜牛奶 (“专为孩子和妈妈甄选的鲜牛奶”) 和有机鲜牛奶两款新品, 进一步提高超高端鲜奶产品标准。公司鲜奶产品矩阵持续丰富。为支持鲜奶战略发展, 公司加速奶源布局, 去年与银宝集团联手成立了江苏光明银宝乳业和江苏银宝光明牧业两大公司, 进一步完善华东、华北奶源基地建设, 截止20Q3公司奶源自给率约为35%。同时, 公司在宁夏中卫、安徽阜南、黑龙江富裕等地加快建设牧场, 并将在宁夏投资建设种养加全产业链项目。公司近期发布定增预案, 拟募资不超过19.3亿元用于奶源牧场建设, 共计新建存栏31000头奶牛。公司计划2021年实现营业收入270亿元, 归属净利润6.69亿元, 测算同比增速分别为7%、10%。

■ 投资建议

参考21年公司经营规划，我们调整21-22年盈利预测，并新增23年盈利预测，预计21-23年公司营收分别为273.36/297.20/323.34亿元，归属净利润为6.76/7.51/8.51亿元，对应EPS分别为0.55/0.61/0.69元/股，对应PE分别为31/28/25倍（按2021/3/29收盘价计算）。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、资产减值风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25222.72	27335.75	29719.78	32333.59
年增长率		8.38%	8.72%	8.79%
归属于母公司的净利润	607.59	675.56	751.14	850.94
年增长率		11.19%	11.19%	13.29%
每股收益 (元)	0.50	0.55	0.61	0.69
PER (X)	34.97	31.45	28.28	24.97

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2021/3/29收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2949	5267	8477	13133
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1815	2015	2145	2348
存货	2862	3033	3326	3636
预付账款	525	636	664	718
其他流动资产	825	788	795	846
流动资产合计	8977	11739	15408	20681
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	115	115	115	115
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	8370	6838	4836	1614
无形资产	460	336	169	-51
商誉	546	546	546	546
递延所得税资产	246	246	246	246
其他非流动资产	1596	1746	1646	1566
资产总计	20310	21566	22966	24716
短期借款	1314	637	360	360
应付票据及应付账款	2988	3129	3510	3795
预收账款	0	806	737	585
应付职工薪酬	477	505	555	606
应交税费	372	425	463	494
其他流动负债	3855	3889	4195	4630
流动负债合计	9007	9390	9820	10470
长期借款	477	477	477	477
应付债券	834	834	834	834
递延所得税负债	328	328	328	328
其他非流动负债	749	749	749	749
负债合计	11395	11778	12208	12858
归属于母公司所有者权益	6279	6955	7706	8557
少数股东权益	2636	2834	3053	3302
股东权益	8915	9788	10759	11859
负债及股东权益	20310	21566	22966	24716

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.50	0.55	0.61	0.70
BVPS	5.13	5.68	6.29	6.99
PE	32.77	31.45	28.29	24.96
PEG	1.50	2.81	2.54	1.87

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25223	27336	29720	32334
营业成本	18712	20352	22139	24120
毛利	6510	6983	7581	8214
税金及附加	86	94	102	111
销售费用	4309	4702	5112	5561
管理费用	820	875	951	1035
研发费用	73	82	89	97
财务费用	93	42	-16	-81
资产减值损失	-44	20	8	51
信用减值损失	-101	-10	-10	-10
其他收益	201	82	83	82
投资收益	6	7	7	8
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	5	0	0	0
营业利润	1196	1288	1432	1623
营业外收支	-39	0	0	0
利润总额	1157	1288	1431	1622
所得税费用	372	415	461	522
净利润	785	873	970	1100
归属于母公司的净利润	608	676	751	851
少数股东损益	178	197	219	249

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	2159	606	-252	-1028
投资	-270	0	0	0
资本性支出	-1586	2488	3816	5754
其他	6	7	7	8
投资活动现金流净额	-1850	2494	3823	5761
债权融资	0	0	0	0
股权融资	652	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2936	-678	-277	0
筹资成本	-280	-105	-84	-78
其他	-3143	0	0	0
筹资活动现金流净额	165	-782	-361	-78
现金净流量	469	2318	3210	4655

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
PB	3.17	3.05	2.76	2.48
EV/EBITDA	9.58	68.67	-85.73	-13.83
ROE	10%	10%	10%	10%
ROIC	7%	7%	7%	7%

数据来源: wind, 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。