

光明乳业(600597)

超额完成目标，扩大领“鲜”版图

——光明乳业点评报告

点评报告

行业公司研究—食品加工行业—

证券研究报告

✎：邓晖 执业证书编号：S1230520040002  
☎：021-80106029  
✉：denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

3月30日，公司公告2020年报。2020年公司实现营收252.23亿元（同比+11.79%），归母净利润6.08亿元（同比+21.91%），扣非归母净利润4.65亿元（同比+0.02%）。2020Q4，公司实现营收64.98亿元（同比+19.76%），归母净利润1.82亿元（同比+234.49%），扣非归母净利润1.44亿元（较2019Q4亏损0.09亿元，增加1.53亿元），全年经营目标超额完成（营收/净利润分别为240亿元/5亿元）。

□ 收入增长12%，超额完成经营目标

1) 2020年，公司营收同比增长11.79%；液态奶实现营收142.69亿元（占比56.57%），同比+3.39%，主要由于疫情影响下鲜奶需求旺盛，鲜奶产量/销量同比+17%/+16%；其他乳制品实现营收77.89亿元（占比30.88%），同比+23.90%，主要是奶粉业务增长良好，奶粉产量/销量同比+10%/+11%；奶价上涨背景下（原奶均价20年末较年初上涨9.92%），牧业业务实现营收20.27亿元（占比8.04%），同比+21.43%。分地区看，外地/上海/境外分别实现营收118.88/68.02/62.93亿元（占比47.13%/26.97%/24.95%），同比+2.94%/+15.21%/+27.19%，海外新莱特奶粉业务增速亮眼。2) 2020年公司扣非归母净利同比+0.02%，低于营收增速，主要由于毛利率-5.47pct（至25.81%，减利约12.35亿元），主要是本期执行新收入准则，公司将应付客户对价冲减营业收入；同时乳制品直接材料成本同比+19.37%（营收占比54.19%，营业成本占比73.05%）影响毛利率下降3.44pct。20年公司归母净利同比+21.91%，高于扣非归母净利增速，主要由于20年计入非经常损益的政府补贴2.01亿元（同比+60.30%），全年非经常损益1.43亿元（19年0.33亿元）。

□ 低温奶龙头：全品类卡位发力高端，海外新增长极正在崛起

1) 产品升级内外兼修，品类创新引领需求：a) 19年上市优倍减脂肪50%、优倍浓醇、致优娟姗鲜牛奶等高端新品，20年优倍鲜牛奶获上海品牌认证；20年4月上市新鲜牧场鲜奶新品，快速渗透全国二三线城市，7月推出主打护眼功能的健能“亮睛高手”发酵乳，引领差异化需求；b) 品类融合出爆款：公司联合旗下牛奶棚、益民食品厂推出烘焙+冰淇淋新品，大白兔冰淇淋、优倍鲜奶冰淇淋、红宝石巧克力限量版紫雪糕等新品推出后反响良好；公司持续推进牛奶棚、冰淇淋商业模式转型，新开光明悠焙快闪店和光明悠焙豫园百货店广受欢迎。2) 子公司新莱特“海外桥头堡”战略地位凸显：新莱特坐拥新西兰优质奶源，客户遍布全球43个国家，20年全年实现营收/净利润分别为63.21亿元/3.03亿元，同比+27.57%/+2.18%，奶粉方面持续优化结构、提升婴配粉占比，同时收购新西兰知名奶酪生产商 Dairyworks 实现品类拓展，20年11月新莱特通过扩股增资募资约人民币9亿元，充裕资金为新增项目发展提供保障，未来新莱特有望成为公司全球扩张桥头堡。

□ 华东强品牌力赋能全国渠道织网，数字化转型助力全产业链提效

1) 华东强品牌力向全国渗透：a) 持续强化上海地区影响力；公司斥资千万收购上海女排俱乐部、赞助上海劳力士网球大师赛、贴近销售终端打造酸奶节及嘉年华等活动、首创牛奶纸盒回收公益活动，持续增强消费者忠诚度；b) 营销组合拳助力品牌年轻化；2020年公司通过赞助电竞冠军赛、冠名热门综艺等方式提升品牌活力、吸引年轻消费群体，并独家赞助《故事里的中国》栏目，品牌影响力拓展至全国；2) 线下经销商数稳步增长，线上平台转型育新机：截至20年末公司已有经销商4,482家，同增221家，其中上海以外经销商增加311家；截至20年9月公司经销商数约为调味品龙头海天味业的63%；20年公司经销模式营收176.62亿元（占比70.02%），同比+12.48%；光明随心订平台品类持续丰富，5月与天猫达成数字化转型战略合作，五五购物节期间发放17亿电子消费券，20年12月全新随心订平台上线，由原有B2C商城升级为电商平台，向全品类平台转型。3) 数字化赋能全产业链布局，21年经营目标具支撑：a) 公司旗下光明乳业拥有60余年奶牛饲养史，截至2018年7月公司在全国各省市拥有规模牧场30个，存栏近9万头；公司成乳牛平均单产超10吨，达到国际先进奶牛单产水平；公司华东中心工厂为世界最大乳制品生产单体工厂，拥有巴氏奶/酸奶/UHT奶等多个品种共计62条生产线，设计日产量2,600吨，年产优质乳制品超60万吨。19年末公司以7.51亿元成功竞拍江苏辉山乳业及辉山牧业位于射阳的牧业及工厂资源，完善华东华北地区奶源及产能布局，20年7月光明银宝工厂开工，设计年产能18万吨支撑成长，公司在宁夏中卫、安徽阜南、黑龙江富裕等地加快牧场投资建设，全国领鲜版图持续扩大。公司已与阿里云计算达成战略合作，打造智慧牧场、智慧工厂、智慧物流一体化，数字化有望提升全产业链营运效率。21年公司营收/归母净利润目标270亿/6.69亿，产能扩张有望为经营目标的实现提供坚实支撑。

□ 投资建议

公司是低温奶龙头，低温全品类卡位发力高端，海外新增长极正在崛起，华东强品牌力赋能全国渠道织网，数字化转型助力全产业链提效；预计21-23年归母净利润6.99/8.27/9.75亿元，同比+14.98%/+18.34%/+17.96%，对应3月29日估值为29.39/24.84/21.06倍（市值212亿元）。

□ 风险提示

食品安全风险，原奶价格波动风险，业务扩张不及预期风险

评级

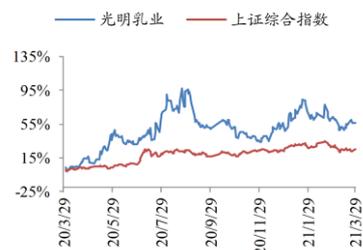
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥17.35

季度业绩

元/股

Q4/2020 0.15  
Q3/2020 0.10  
Q2/2020 0.19  
Q1/2019 0.06



公司简介

公司主要从事乳制品的开发、生产和销售，奶牛和公牛的饲养、培育，以及物流配送等。公司拥有世界一流的乳品研发中心、乳品加工设备以及先进的乳品加工工艺，形成消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉等产品系列，是国内乳制品生产销售领军企业。

相关报告

- 《光明乳业：拟定增19.3亿布局奶源，拓宽护城河》2021.03.17
- 《Q3业绩增长53%，奶粉业务持续增长》2020.10.29
- 《业绩增长46%，重塑“领鲜”、“年轻”品牌力》2020.04.21
- 《Q2业绩增速转正，奶粉业务高速增长》2020.08.25

分析师：邓晖

联系人：邓晖、杨骥、赵璐

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	25223	27238	29762	32515
(+/-)	11.79%	7.99%	9.27%	9.37%
净利润	608	699	827	975
(+/-)	21.91%	14.98%	18.34%	17.96%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.68	0.80
P/E	33.80	29.39	24.84	21.06

**表：光明乳业季度财务数据一览表**

单位(百万元)	2020A	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
<b>利润表摘要</b>									
营业总收入	25,222.72	6,497.80	6,578.91	7,011.98	5,134.03	5,425.87	6,046.91	5,638.29	5,452.16
YOY	11.79%	19.76%	8.80%	24.36%	-5.84%	5.27%	18.86%	1.12%	5.51%
毛利率	25.81%	15.97%	26.33%	29.48%	32.60%	28.38%	31.11%	33.34%	32.24%
毛利	6,510.35	1,037.46	1,732.25	2,066.89	1,673.75	1,539.95	1,881.39	1,879.64	1,757.56
YOY	-7.77%	-32.63%	-7.93%	9.96%	-4.77%	-13.15%	11.96%	5.02%	0.48%
期间费用率	20.99%	7.84%	24.56%	23.00%	30.32%	21.84%	27.76%	26.69%	24.94%
其中：销售费用	4,308.68	256.22	1,342.81	1,352.79	1,356.87	1,009.55	1,431.00	1,279.03	1,140.64
销售费用率	17.08%	3.94%	20.41%	19.29%	26.43%	18.61%	23.67%	22.68%	20.92%
其中：管理费用	820.00	234.69	222.10	213.61	149.59	119.90	203.49	189.44	182.76
管理费用率	3.25%	3.61%	3.38%	3.05%	2.91%	2.21%	3.37%	3.36%	3.35%
其中：研发费用	72.84	5.34	28.32	18.55	20.64	21.20	18.58	13.06	15.30
研发费用率	0.29%	0.08%	0.43%	0.26%	0.40%	0.39%	0.31%	0.23%	0.28%
其中：财务费用	93.29	13.22	22.68	27.72	29.67	34.47	25.70	23.25	21.15
财务费用率	0.37%	0.20%	0.34%	0.40%	0.58%	0.64%	0.43%	0.41%	0.39%
归母净利润	607.59	182.09	117.24	231.11	77.15	54.44	76.58	226.22	141.18
YOY	21.91%	234.49%	53.10%	2.16%	-45.35%	195.08%	29.70%	10.75%	4.03%
归母净利率	2.41%	2.80%	1.78%	3.30%	1.50%	1.00%	1.27%	4.01%	2.59%
扣非归母净利润	465.05	143.71	111.76	225.90	-16.32	-8.56	75.66	227.16	170.70
YOY	0.02%	-	47.72%	-0.56%	-109.56%	89.84%	12.09%	8.60%	24.52%
扣非归母净利率	1.84%	2.21%	1.70%	3.22%	-0.32%	-0.16%	1.25%	4.03%	3.13%
<b>资产负债表摘要</b>									
货币资金	2,949.35	2,949.35	3,669.62	2,781.58	1,790.48	2,480.00	4,296.03	3,582.65	3,494.76
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	1,815.45	1,815.45	1,871.94	1,944.26	1,743.24	1,598.36	1,526.71	1,829.48	1,564.14
YOY	13.58%	13.58%	22.61%	6.27%	11.45%	-2.78%	-15.36%	-7.56%	-7.24%
存货	2,862.34	2,862.34	2,333.15	2,749.89	2,766.39	2,306.98	1,676.16	2,195.17	2,163.79
YOY	24.07%	24.07%	39.20%	25.27%	27.85%	13.50%	3.94%	19.26%	9.55%
预付账款	524.69	524.69	343.62	341.54	341.71	476.57	352.47	395.00	422.48
YOY	10.10%	10.10%	-2.51%	-13.53%	-19.12%	-2.72%	55.70%	20.18%	60.19%
应付账款及应付票据	2,987.73	2,987.73	2,137.66	2,525.12	2,219.53	2,514.82	1,845.61	2,058.10	2,047.10
YOY	18.81%	18.81%	15.82%	22.69%	8.42%	28.91%	18.56%	-2.19%	-9.33%
其它应付款	2,506.58	2,506.58	3,352.26	3,131.74	2,713.67	2,423.37	3,022.77	2,764.91	2,550.81
<b>现金流量表摘要</b>									
经营活动现金净流量	2,158.60	681.38	824.41	1,129.49	-476.69	555.45	1,376.42	231.94	245.91
筹资活动现金净流量	164.88	-592.03	350.93	-147.27	553.24	-1,797.11	-168.85	256.89	-460.96
投资活动现金净流量	-1,849.79	-809.11	-285.57	6.50	-761.60	-576.03	-493.04	-401.25	-358.27
ROE	10.13%	2.97%	1.99%	4.06%	1.37%	0.97%	1.38%	4.07%	2.60%
YOY(+/-)	1.11%	2.00%	0.61%	-0.01%	-1.23%	1.94%	0.30%	0.42%	0.15%
资产负债率	56.10%	56.10%	60.84%	60.34%	60.36%	57.95%	62.34%	60.85%	59.72%
YOY(+/-)	-1.84%	-1.84%	-1.50%	-0.51%	0.64%	-4.22%	3.18%	1.95%	1.88%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8977	9929	11898	13896	<b>营业收入</b>	25223	27238	29762	32515
现金	2949	4032	5700	7276	营业成本	18712	19952	21700	23625
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	86	108	111	121
应收账款	1815	1781	1693	1670	营业费用	4309	4653	5084	5554
其它应收款	253	132	193	231	管理费用	820	863	955	1037
预付账款	525	624	651	703	研发费用	73	79	86	94
存货	2862	2973	3261	3561	财务费用	93	132	132	121
其他	572	387	400	453	资产减值损失	145	227	229	236
<b>非流动资产</b>	11333	11680	12021	12253	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	6	6	6	6
长期投资	115	95	105	105	其他经营收益	206	138	143	162
固定资产	8370	8745	9297	9570	<b>营业利润</b>	1196	1370	1614	1896
无形资产	460	479	509	555	营业外收支	(39)	(39)	(39)	(39)
在建工程	676	634	393	309	<b>利润总额</b>	1157	1330	1574	1857
其他	1712	1726	1717	1715	所得税	372	427	506	597
<b>资产总计</b>	20310	21609	23919	26149	<b>净利润</b>	785	903	1068	1260
<b>流动负债</b>	9007	10063	11044	11967	少数股东损益	178	204	242	285
短期借款	1314	1965	2235	2535	<b>归属母公司净利润</b>	608	699	827	975
应付款项	2988	3068	3440	3717	EBITDA	1207	2009	2313	2644
预收账款	0	803	738	588	EPS (最新摊薄)	0.50	0.57	0.68	0.80
其他	4705	4228	4631	5127	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	2388	1728	1988	2035		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	477	477	477	477	<b>成长能力</b>				
其他	1911	1250	1511	1557	营业收入	11.79%	7.99%	9.27%	9.25%
<b>负债合计</b>	11395	11791	13032	14002	营业利润	5.39%	14.49%	17.81%	17.52%
少数股东权益	2636	2840	3082	3367	归属母公司净利润	21.91%	14.98%	18.34%	17.96%
归属母公司股东权益	6279	6978	7805	8780	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	20310	21609	23919	26149	毛利率	25.81%	26.75%	27.09%	27.34%
					净利率	3.11%	3.31%	3.59%	3.88%
					ROE	7.44%	7.46%	7.99%	8.47%
					ROIC	9.74%	10.20%	10.69%	11.05%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	56.10%	54.56%	54.49%	53.55%
					净负债比率	18.53%	21.62%	21.90%	22.87%
					流动比率	1.00	0.99	1.08	1.16
					速动比率	0.68	0.69	0.78	0.86
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.33	1.30	1.31	1.30
					应收账款周转率	14.78	14.25	14.32	14.42
					应付账款周转率	6.80	6.59	6.67	6.60
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.50	0.57	0.68	0.80
					每股经营现金	1.76	1.45	1.89	1.90
					每股净资产	5.13	5.70	6.37	7.17
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.80	29.39	24.84	21.06
					P/B	3.27	2.94	2.63	2.34
					EV/EBITDA	18.00	10.93	9.00	7.52

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>