光明乳业（600597）

公司研究/点评报告

21Q1 收入实现高增，低温发力支撑长期成长

——光明乳业（600597）2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 04 月 30 日

一、事件概述

4 月 29 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 69.86 亿元，同比+36.07%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比+28.59%；实现扣非归母净利润 0.68 亿元，同比+517.21%。

二、分析与判断

➢ 21Q1 收入高增长，液奶业务与上海大本营提速显著

21Q1 公司实现营收 69.86 亿元，同比+36.07%。总体看，由于公司在 2 月对多项产品进行提价，同时受益于“就地过年”政策，上海与华东市场终端销售旺盛，叠加 20Q1 较低基数，21Q1 收入端提速显著。**分产品看，**21Q1 液态奶/其他乳制品/牧业产品/其他业务收入分别同比+42%/13%/85%/81%，其中液态奶显著提速，主要得益于产品提价及动销旺盛；牧业产品高增长归功于饲料收入增加及低基数效应显著；其他产品亦有提速，主要系冷饮规模较小及动销旺盛。**分地区看，**21Q1 上海/外地/境外分别同比+35%/51%/12%，预计上海市场高增长主要系“就地过年”政策导致当地需求旺盛，外地市场提速明显主要系低基数效应显著。**经销商方面，**21Q1 上海/外地分别-55/-305 家。

➢ 21Q1 毛销差小幅下降，扣非归母净利润同比高增

21Q1 公司实现归母净利润 0.99 亿元，同比+28.59%，利润增速低于收入主要系 20Q1 公司收到 1 亿元政府补助导致基数偏高，实际上 21Q1 扣非归母净利润同比+517%。**毛利率：**21Q1 销售毛利率 22.48%，同比-10.12ppt，一方面系公司执行新收入准则，将促销折扣计入营收项目，另一方面系原奶价格上涨所致；21Q1 公司毛销差-0.96ppt，间接反映原奶价格上涨带来的成本压力。**净利率：**21Q1 归母净利率为 1.42%，同比-0.08ppt，仍在可控范围内。**费用率：**21Q1 期间费用率为 20.47%，同比-9.85ppt。其中销售费用率 17.27%，同比-9.15ppt，主要系收入准则变更，公司将促销折扣计入营收项目；管理费用率 2.56%，同比-0.35ppt；研发费用率 0.31%，同比-0.09ppt，整体保持稳定。

➢ 2021 年收入端大概率提速，常温革新与低温发力支撑长期成长

短期看，收入端：由于公司在 21Q1 对部分产品提价，同时受益于疫情后白奶需求旺盛，叠加冰饮等品类快速放量，预计公司 2021 年收入端大概率提速。**利润端：**原奶成本上涨导致行业竞争趋缓，主要乳企将缩减费用投放，预计公司盈利能力改善，2021 年归母净利润同增 7%的经营目标有望达成。**长期看，常温多项革新措施焕发生机：**产品端，公司 2019 年对莫斯利安进行包装与口味升级，2021 年推出零蔗糖常温酸奶“研简”，新品有望持续放量；营销端，新任董事长上台之后，公司加大对于常温事业部费用投放力度，彰显公司对于重振常温酸奶业务的决心。**低温加强新品开发与费用投放：**加强新品研发力度，2020 年初开发超巴产品“新鲜牧场”作为抓手，补缺以往低温产品弱势地区短板，同时利用奶源优势推出鲜奶冰淇淋，强化低温消费者粘性。此外，2021 年公司加快发展“随心订”业务，一方面有助于收入放量，另一方面构筑低温业务的渠道壁垒。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司营收为 276.50/307.47/344.67 亿元，同比+9.6%/+11.2%/+12.1%；归母净利润为 6.76/7.69/8.64 亿元，同比+11.2%/+13.8%/+12.4%，折合 EPS 为 0.55/0.63/0.71 元，对应 PE 为 34/30/26X。公司 2021 年估值略高于可比公司平均估值 29X（算数平均法，2021 年一致预期），考虑到公司常温奶重回增长轨道叠加低温奶实现快速增长，维持“推荐”评级。

四、风险提示

原奶价格上涨超预期，环保风险，食品安全风险等。

推荐　　维持评级

当前价格：　18.55 元

交易数据	2021-4-29
近 12 个月最高/最低(元)	21.9/12.18
总股本（百万股）	1,224
流通股本（百万股）	1,224
流通股比例（%）	99.98
总市值（亿元）	227
流通市值（亿元）	227

该股与沪深 300 走势比较

资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.光明乳业（600597）2020 年报点评：Q4 业绩提速明显，全年任务圆满完成

2.光明乳业（600597）非公开增发预案点评：加码牧场奶源与饲料种植，巩固低温核心优势

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25,223	27,650	30,747	34,467
增长率（%）	11.8%	9.6%	11.2%	12.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	608	676	769	864
增长率（%）	21.9%	11.2%	13.8%	12.4%
每股收益（元）	0.50	0.55	0.63	0.71
PE（现价）	37.38	33.62	29.56	26.29
PB	3.17	3.27	2.94	2.65

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	25,223	27,650	30,747	34,467
营业成本	18,712	20,599	22,750	25,471
营业税金及附加	86	109	115	128
销售费用	4,309	4,645	5,350	6,066
管理费用	820	968	1,045	1,172
研发费用	73	111	123	138
EBIT	1,222	1,218	1,364	1,492
财务费用	93	30	43	46
资产减值损失	-44	-70	-50	-40
投资收益	6	3	5	6
营业利润	1,196	1,286	1,463	1,645
营业外收支	-39	0	0	0
利润总额	1,157	1,286	1,463	1,645
所得税	372	413	470	529
净利润	785	873	993	1,116
归属于母公司净利润	608	676	769	864
EBITDA	2,164	2,966	2,242	2,522

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,949	1,300	862	161
应收账款及票据	1,815	2,038	2,219	2,503
预付款项	525	644	683	758
存货	2,862	3,069	3,418	3,840
其他流动资产	825	790	802	864
流动资产合计	8,977	7,842	7,984	8,126
长期股权投资	115	115	115	115
固定资产	8,370	11,160	12,903	14,673
无形资产	460	613	692	799
非流动资产合计	11,333	14,502	16,216	18,135
资产合计	20,310	22,344	24,200	26,261
短期借款	1,314	1,314	1,314	1,314
应付账款及票据	2,988	3,167	3,607	4,007
其他流动负债	4,705	5,686	6,110	6,654
流动负债合计	9,007	10,168	11,031	11,976
长期借款	477	477	477	477
其他长期负债	1,911	1,911	1,911	1,911
非流动负债合计	2,388	2,388	2,388	2,388
负债合计	11,395	12,556	13,419	14,364
股本	1,224	1,224	1,224	1,224
少数股东权益	2,636	2,834	3,058	3,311
股东权益合计	8,915	9,788	10,781	11,898
负债和股东权益合计	20,310	22,344	24,200	26,261

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	11.8%	9.6%	11.2%	12.1%
EBIT 增长率	-9.3%	-0.4%	12.0%	9.4%
净利润增长率	21.9%	11.2%	13.8%	12.4%
盈利能力				
毛利率	25.8%	25.5%	26.0%	26.1%
净利润率	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
总资产收益率 ROA	3.0%	3.0%	3.2%	3.3%
净资产收益率 ROE	9.7%	9.7%	10.0%	10.1%
偿债能力				
流动比率	1.00	0.77	0.72	0.68
速动比率	0.62	0.40	0.35	0.29
现金比率	0.33	0.13	0.08	0.01
资产负债率	56.1%	56.2%	55.4%	54.7%
经营效率				
应收账款周转天数	26.27	26.91	26.35	26.51
存货周转天数	55.83	54.39	54.84	55.02
总资产周转率	1.24	1.24	1.27	1.31
每股指标（元）				
每股收益	0.50	0.55	0.63	0.71
每股净资产	5.13	5.68	6.31	7.01
每股经营现金流	1.76	2.76	1.83	1.90
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	37.38	33.62	29.56	26.29
PB	3.17	3.27	2.94	2.65
EV/EBITDA	9.20	8.21	11.06	10.11
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	785	873	993	1,116
折旧和摊销	941	1,748	879	1,030
营运资金变动	-78	646	283	102
经营活动现金流	2,159	3,379	2,241	2,326
资本开支	-1,586	-4,980	-2,632	-2,980
投资	-270	0	0	0
投资活动现金流	-1,850	-4,976	-2,627	-2,974
股权募资	652	0	0	0
债务募资	2,936	0	0	0
筹资活动现金流	165	-53	-53	-53
现金净流量	469	-1,649	-438	-701

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。