

## 公司研究

## 一季度业绩高增，期待新品持续发力

## ——光明乳业（600597.SH）2021年一季报点评

## 要点

**事件：**4月29日，光明乳业发布2021年一季报。报告期内，公司实现营业收入69.86亿元，同比+36.07%；实现归母净利润0.99亿元，同比+28.59%。公司业绩整体符合市场预期。

**产品创新推动下，收入高增长。**公司21Q1业绩增长较快，主要来自20Q1基数较低，以及公司产品的不断创新。1)分产品看，公司Q1液态奶/其他乳制品/牧业产品分别实现营收39.50/20.79/6.38亿元，同比+41.92%/+13.38%/+85.44%。2021年光明产品不断创新，上市致优A2β-酪蛋白鲜牛奶，如实系列酸奶，莫斯利安星厨甜品系列新口味等，不断为业绩提供增长点。2)分地区看，21Q1上海/外地/境外业务分别实现营收19.00/34.34/15.90亿元，同比变动+34.93%/+50.76%/+12.20%。公司持续开拓外地市场，推出新鲜全国化战略新品新鲜牧场，采用esl技术，保质期延长至15天，大幅增加运输半径，公司鲜奶规模进一步扩大。3)分渠道看，直营/经销商分别实现营收18.45/50.20亿元，同比+26.41%/+39.80%。截至21Q1，公司在上海/外地分别拥有361/2761个经销商，较2020年底分别减少55/305个。

**净利率略有下降。**1)21Q1公司的综合毛利率为22.48%，同比-10.12pct。主要系会计政策变更，运输费用调至营业成本。2)21Q1销售费用率为17.27%，同比变动-9.15pct，同样系会计政策的影响。2021年公司加大品牌建设，冠名了央视大型文化综艺节目，还冠名赞助了“莫奈与印象派大师展”，将美与高品质不断融合。3)管理费用率为2.56%，同比-0.35pct。4)综合来看，21Q1净利率为1.23%，同比-1.70pcts。

**持续夯实奶源布局。**高品质的稳定奶源是发展低温鲜奶的基础。2021年3月，公司拟定增募集资金不超过19.30亿元，用于4个奶源牧场建设、金山种奶牛场扩建及补充流动资金。此次投资的牧场主要位于安徽、宁夏和黑龙江，离公司各生产基地较近，覆盖面积较广，有效缩短原奶运输时长，募投项目全部达产后公司将增加3.1万头奶牛，据公司测算5个项目每年将贡献1.4亿元净利润。此次投资保障了公司新鲜战略在全国范围内的实施，有利于增强公司竞争实力。

**盈利预测、估值与评级：**公司加快产业链融合，低温奶行业第一的地位持续提升。维持公司2021/2022/2023年归母净利润预测为6.73/7.54/8.54亿元，折合2021-2023年EPS为0.55/0.62/0.70元，当前股价对应21-23年PE为34x/30x/27x，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，原奶价格超预期上涨，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	46	37	34	30	27
P/B	4.0	3.6	3.4	3.1	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-29

## 增持（维持）

当前价：18.55元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.24
总市值(亿元)	227.14
一年最低/最高(元)	11.40/22.66
近3月换手率	90.65%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.00	1.81	50.21
绝对	2.71	3.52	51.92

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2021-03-30）

拟增加奶源布局，持续巩固新鲜战略——光明乳业（600597.SH）非公开发售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）

## 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	46	37	34	30	27
PB	4.0	3.6	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	11.8	12.7	10.3	9.5	8.6
股息率	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%

## 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