

顺利完成全年收入目标，外延并购加快全国化布局

2022 年 03 月 29 日

**分析师：王言海**

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：王玲瑶

执业证号：S0100121070022

电话：010-85127909

邮箱：wanglingyao@mszq.com

► **光明乳业 2021 年年报：**3 月 28 日公司公告 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入 292.06 亿元，同比+15.59%，实现归母净利润 5.92 亿元，同比-2.55%，实现扣非归母净利润 4.33 亿元，同比-6.50%。拟每股派发现金红利 0.16 元，分红率 37.24%。

► **顺利完成全年收入目标，新莱特面临暂时性外部挑战。**2021 年公司实现营业收入 292.06 亿元，同比+15.59%，折合第四季度实现营业收入 71.49 亿元，同比+9.61%，超额完成 2021 年收入目标 8.17%。分产品看，液态奶/其他乳制品/牧业分别实现营业收入 171.01/84.80/22.90 亿元，分别同比+19.85%/+8.86%/+11.01%，主业实现快速增长，2021 年新推致优 A2 β -酪蛋白鲜牛奶、0 蔗糖如实饮用系列、优加 3.8 蛋白纯牛奶等产品，推动公司迈向常温高端化，低温“领鲜”战略。鲜奶/酸奶/奶粉分别达成 45.13/71.70/22.72 万吨销售量，分别同比+22%/+10%/+15%，疫情推动白奶消费量进一步提升，加码发展“随心订”业务将持续构筑低温渠道壁垒。分区域看，上海/外地/境外分别实现营业收入 79.65/142.34/66.01 亿元，分别同比+16.81%/+19.54%/+6.87%，海外市场持续修复。2021 年末上海/外地经销商分别为 402/3802 个，分别-14/-264 个。新西兰新莱特实现营业收入 67.43 亿元，同比+6.68%，受新西兰原奶价格大幅上涨、海运成本上涨、关键客户受疫情影响等因素，当期亏损 0.4 亿元。分渠道看，直营/经销分别实现收入 74.76/211.70 亿元。

► **高位原奶价短期影响毛利率，费用率基本保持平稳。**2021 年公司毛利率为 18.35%，同比-3.70pct。其中乳制品毛利率 19.63%，同比-3.70pct，主因原奶价格处于高位，2021 年全国生鲜乳均价 4.3 元/kg，同比+13.2%，而目前奶价已出现边际下滑趋势，将利好公司利润空间的释放。牧业毛利率 2.92%，同比-3.77pct，主因饲料成本上行。2021 年公司期间费用率为 15.98%，同比-0.91pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.50%/2.79%/0.31%/0.39%，分别-0.46/-0.48/-0.07/+0.10pct，整体费用水平基本保持平稳。全年净利率 1.94%，同比-1.17pct，受原奶价格上涨及新莱特短期亏损影响。

► **定增建设上游牧场，收购小西牛加快全国化布局。**2021 年 12 月公司非公开发行 1.54 亿股股份，募集 19.3 亿元资金用于新建淮北濉溪、中卫、阜南、哈川牧场，预计项目全部达产后，存栏规模将增加 3.1 万头，此外进行金山种奶牛场改扩建项目。公司加大上游奶源布局，提升对上游原奶把控力及品质属性，有力支撑公司产品结构向高端化上移，推动全国化扩张。11 月公司签署股权转让协议，以 6.12 亿元收购小西牛 60% 的股权，小西牛在青海、宁夏拥有多个自有牧场，将进一步提升公司原奶自给率。同时公司有望借助小西牛实现西北市场布局，加快全国化发展进程，有望引入小西牛旗下高原牛奶、青海老酸奶等产品实现差异化竞争。

推荐**维持评级****当前价格：****11.72 元****相关研究**

1. 光明乳业 (600597) 公告点评：外延并购小西牛，加快全国化布局
2. 光明乳业 (600597) 2021 年一季报点评：21Q1 收入实现高增，低温发力支撑长期成长
3. 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
4. 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
5. 光明乳业 (600597) 2020 年三季报点评：大本营市场表现亮眼，Q3 业绩持续改善

➤ **投资建议：**预计 2022-2024 年公司营收为 322.73/357.58/397.63 亿元，同比 +10.5%/+10.8%/+11.2%；归母净利润为 6.73/7.57/8.54 亿元，同比 +13.5%/+12.6%/+12.8%，折合 EPS 分别为 0.49/0.55/0.62 元，对应 PE 为 24/21/19X。公司估值略高于乳制品行业 2022 年平均预期估值 23X（算术平均法，Wind 一致预期），结合公司常温奶重回高速增长通道叠加低温快速增长，以及外延并购带来的成长性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原奶价格波动超预期，行业竞争加剧，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	29,206	32,273	35,758	39,763
增长率（%）	15.6	10.5	10.8	11.2
归属母公司股东净利润（百万元）	592	673	757	854
增长率（%）	-2.5	13.5	12.6	12.8
每股收益（元）	0.43	0.49	0.55	0.62
PE	27	24	21	19
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	29,206	32,273	35,758	39,763
营业成本	23,846	26,244	28,989	32,117
营业税金及附加	104	114	127	141
销售费用	3,650	4,057	4,595	5,201
管理费用	814	868	926	1,034
研发费用	89	97	107	123
EBIT	703	892	1,014	1,147
财务费用	114	83	119	141
资产减值损失	-93	-21	-30	-41
投资收益	-5	1	0	-1
营业利润	657	920	1,007	1,123
营业外收支	43	0	0	0
利润总额	700	920	1,007	1,123
所得税	133	175	191	213
净利润	567	745	815	909
归属于母公司净利润	592	673	757	854
EBITDA	1,884	1,878	2,092	2,310

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,206	2,125	2,583	3,415
应收账款及票据	1,914	2,230	2,450	2,688
预付款项	555	706	742	811
存货	3,115	3,695	4,008	4,362
其他流动资产	389	556	624	630
流动资产合计	9,178	9,311	10,407	11,906
长期股权投资	130	153	174	195
固定资产	8,067	9,219	9,887	10,160
无形资产	571	675	782	888
非流动资产合计	14,272	16,082	17,207	17,819
资产合计	23,450	25,394	27,614	29,724
短期借款	713	450	723	910
应付账款及票据	3,315	3,968	4,277	4,686
其他流动负债	4,662	5,489	6,113	6,517
流动负债合计	8,689	9,907	11,113	12,114
长期借款	910	910	910	910
其他长期负债	3,499	3,699	3,899	4,099
非流动负债合计	4,409	4,609	4,809	5,009
负债合计	13,098	14,517	15,922	17,123
股本	1,379	1,379	1,379	1,379
少数股东权益	2,491	2,564	2,623	2,678
股东权益合计	10,352	10,877	11,692	12,601
负债和股东权益合计	23,450	25,394	27,614	29,724

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.59	10.50	10.80	11.20
EBIT 增长率	-46.39	26.89	13.60	13.16
净利润增长率	-2.55	13.54	12.55	12.80
盈利能力 (%)				
毛利率	18.35	18.68	18.93	19.23
净利润率	1.94	2.31	2.28	2.29
总资产收益率 ROA	2.53	2.65	2.74	2.87
净资产收益率 ROE	7.54	8.09	8.35	8.60
偿债能力				
流动比率	1.06	0.94	0.94	0.98
速动比率	0.63	0.49	0.51	0.55
现金比率	0.37	0.21	0.23	0.28
资产负债率 (%)	55.86	57.17	57.66	57.61
经营效率				
应收账款周转天数	23.92	25.34	25.16	24.81
存货周转天数	47.67	51.80	50.97	50.15
总资产周转率	1.25	1.27	1.29	1.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.49	0.55	0.62
每股净资产	7.51	7.89	8.48	9.14
每股经营现金流	1.49	1.51	1.64	1.67
每股股利	0.00	0.16	0.00	0.00
估值分析				
PE	27	24	21	19
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.06	9.63	8.65	7.64
股息收益率 (%)	0.00	1.37	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	567	745	815	909
折旧和摊销	1,180	986	1,078	1,163
营运资金变动	144	207	219	62
经营活动现金流	2,058	2,076	2,262	2,303
资本开支	-1,953	-2,724	-2,123	-1,686
投资	-647	-23	-20	-21
投资活动现金流	-2,595	-2,747	-2,144	-1,708
股权募资	1,968	0	0	0
债务募资	-570	-43	493	407
筹资活动现金流	783	-411	339	237
现金净流量	242	-1,081	458	832

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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