光明乳业（600597）

公司研究/点评报告

加码牧场奶源与饲料种植，巩固低温核心优势

——光明乳业（600597）非公开增发预案及收购公告点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 03 月 17 日

一、事件概述

3 月 16 日，公司发布非公开发行股票预案，拟向光明食品等不超过 35 名特定投资者发行不超过 3.67 亿股，募集资金不超过 19.30 亿元，主要投向奶源牧场项目与补充流动资金。同时，公司发布股权收购公告，拟以 188.45 万元收购鼎瀛农业 100%股权，拟以 5143.18 万元收购鼎盛农业 100%股权。

二、分析与判断

➢ 拟非公开定增募资 19.3 亿元，大股东认购彰显信心

本次非公开发行数量不超过 3.67 亿股，募集资金规模不超过 19.30 亿元。非公开发行对象不超过 35 名特定投资者，其中大股东光明食品拟认购本次发行数量的 51.7%。我们认为大股东参与本次非公开定增，充分彰显了其对光明乳业未来发展的信心，也有助于持续维护上市公司股权结构的稳定。

➢ 非公开定增加码牧场奶源，巩固低温核心优势

本次募集资金中 13.5 亿元用于奶源牧场项目，5.8 亿元用于补充流动资金。其中牧场项目将新增 4 大牧场，包括淮北濉溪 1.2 万头、中卫市 1 万头、阜南县 0.7 万头、哈川二期 0.2 万头，以及对金山种奶牛场进行改扩建。我们认为当前公司加码牧场奶源建设意义深远。**（1）提高奶源自供比例：**随着乳制品消费结构升级，未来高品质奶源将是行业竞争的根基，公司此次定增项目新增 3.1 万头牛，均为自产自用，将有效保证公司正常经营与长期竞争优势。**（2）巩固低温核心优势：**公司为低温龙头，濉溪与阜南牧场位于华东地区内，将充分保证公司大本营低温产品的新鲜优势，同时也足以辐射武汉与郑州工厂，助力公司鲜奶全国化战略的布局；中卫与哈川牧场分别位于西北与东北，当地拥有优质奶源，将有力支撑公司鲜奶高端化升级。**（3）贡献业绩增量：**根据公告进行测算，若本次定增涉及的牧场项目达产，每年将贡献 8.8 亿元收入与 1.4 亿元净利润。

➢ 拟收购鼎瀛农业与鼎盛农业，布局饲料种植支撑牧场扩张

除定增加码新牧场建设之外，公司还将拟以 188.45 万元和 5143.18 万元的价格分别收购鼎瀛农业 100%股权和鼎盛农业 100%股权。鼎瀛农业位于上海崇明，鼎盛农业位于江苏盐城，二者均主营青贮玉米、大麦及苜蓿草等饲料种植，两家公司均系公司控股股东光明食品集团间接控制的法人，属关联交易。我们认为此次收购后公司产业链将进一步上移，在目前饲料价格持续上涨的背景下，有力支撑中游的牧场扩张。

➢ 21Q1 收入端大概率提速，常温革新与低温发力支撑长期成长

（1）短期看，收入端：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，上海大本营市场终端销售旺盛，叠加 20Q1 较低基数，预计公司 21Q1 收入端大概率提速。**利润端：**由于原奶成本上涨导致行业竞争趋缓，预计主要乳企将缩减费用投放，公司 2021 年盈利能力有望改善。**（2）长期看，常温多项革新措施焕发生机：**产品端，针对莫斯利安产品老化问题，公司 2019 年从口味及包装两方面进行升级，新莫斯利安口味更加丰富、包装更加精美，终端反馈良好；营销端，新任董事长上台之后，公司调整费用投放结构，加大对于常温事业部费用投放力度，聘请当红明星刘昊然成为莫斯利安新代言人，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：**一方面加强新品研发力度，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；另一方面加大费用支出，CTR 数据显示 20Q3 公司仍大幅增加“优倍”的广告投入。

推荐　维持评级

当前价格：16.77 元

交易数据	2021-3-16
近 12 个月最高/最低(元)	21.9/10.01
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）	205
流通市值（亿元）	205

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

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.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

2.光明乳业（600597）2020 年半年报点评：20Q2 营收表现靓丽，持续看好公司业绩弹性

三、投资建议

预计 2020-2022 年公司营收为 249.32/276.25/301.39 亿元，同比+10.5%/+10.8%/+9.1%；归母净利润为 5.38/6.10/6.89 亿元，同比+7.9%/+13.4%/+12.9%，折合 EPS 为 0.44/0.50/0.56 元，对应 PE 为 38X/34X/30X。公司估值略高于可比公司 36X 的平均估值（算数平均法，2020 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	22,563	24,932	27,625	30,139
增长率（%）	7.5	10.5	10.8	9.1
归属母公司股东净利润（百万元）	498	538	610	689
增长率（%）	45.8	7.9	13.4	12.9
每股收益（元）	0.41	0.44	0.50	0.56
PE（现价）	40.9	38.2	33.7	29.8
PB	3.6	3.3	3.0	2.7

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）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**22,563**	**24,932**	**27,625**	**30,139**
营业成本	15,505	16,854	18,564	20,139
营业税金及附加	87	96	106	116
销售费用	4,860	5,485	6,216	6,872
管理费用	696	823	898	980
研发费用	68	75	83	77
EBIT	1,348	1,599	1,758	1,956
财务费用	105	13	(7)	(29)
资产减值损失	(196)	0	0	0
投资收益	3	3	2	2
营业利润	**1,135**	**1,639**	**1,817**	**2,038**
营业外收支	(61)	(82)	(77)	(73)
利润总额	**1,074**	**1,557**	**1,740**	**1,964**
所得税	391	567	634	716
净利润	682	990	1,106	1,249
归属于母公司净利润	**498**	**538**	**610**	**689**
EBITDA	**2,165**	**2,580**	**2,780**	**3,039**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2480	3796	5299	7469
应收账款及票据	1598	1957	2096	2262
预付款项	477	513	595	626
存货	2307	2221	2867	2655
其他流动资产	210	210	210	210
流动资产合计	**7206**	**9016**	**11235**	**13560**
长期股权投资	75	78	80	82
固定资产	8419	8863	9434	10264
无形资产	370	364	352	340
非流动资产合计	**10432**	**9982**	**9702**	**9375**
资产合计	**17637**	**18998**	**20937**	**22934**
短期借款	1494	1494	1494	1494
应付账款及票据	2515	2529	2795	3107
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**8231**	**8600**	**9433**	**10182**
长期借款	617	617	617	617
其他长期负债	1331	1331	1331	1331
非流动负债合计	**1989**	**1989**	**1989**	**1989**
负债合计	**10220**	**10589**	**11422**	**12171**
股本	1224	1224	1224	1224
少数股东权益	1699	2151	2646	3206
股东权益合计	**7417**	**8408**	**9515**	**10763**
负债和股东权益合计	**17637**	**18998**	**20937**	**22934**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	7.5	10.5	10.8	9.1
EBIT 增长率	14.8	18.7	9.9	11.2
净利润增长率	45.8	7.9	13.4	12.9
盈利能力				
毛利率	31.3	32.4	32.8	33.2
净利润率	2.2	2.2	2.2	2.3
总资产收益率 ROA	2.8	2.8	2.9	3.0
净资产收益率 ROE	8.7	8.6	8.9	9.1
偿债能力				
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
现金比率	0.3	0.4	0.6	0.7
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	25.9	28.4	28.1	27.5
存货周转天数	50.4	48.4	49.3	49.4
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.4	0.5	0.6
每股净资产	4.7	5.1	5.6	6.2
每股经营现金流	2.0	1.6	1.9	2.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	40.9	38.2	33.7	29.8
PB	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	9.4	7.4	6.4	5.1
股息收益率	0.8	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	682	990	1,106	1,249
折旧和摊销	1,005	981	1,022	1,083
营运资金变动	451	(154)	116	595
经营活动现金流	**2,394**	**1,946**	**2,369**	**3,047**
资本开支	1,745	608	816	826
投资	(86)	0	0	0
投资活动现金流	**(1,829)**	**(608)**	**(816)**	**(826)**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(1,852)	28	0	0
筹资活动现金流	**(2,170)**	**(22)**	**(50)**	**(50)**
现金净流量	**(1,605)**	**1,316**	**1,503**	**2,170**

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。