

新乳业 (002946)

收购福州澳牛乳业，全国版图再添一城

事件：

8月12日，新希望乳业公告宣布正式收购福州澳牛乳业，澳牛乳业资产及业务重组后，设立两家新公司乳业公司和牧业公司，新公司完成且满足《投资合作协议》约定的前提条件后，新乳业将拥有其55%的股权，涉及的新公司估值不超过3.5亿元。

点评：

1、全面赋能，携手打造东南地区龙头品牌

“福州澳牛”品牌在福建地区运营二十年以上，在当地拥有稳定的品牌形象以及忠实的品牌追随者，其品牌是福建区域市场主要品牌之一，在当地市场占有率较高。2018年营收达到1.96亿元左右。拥有50家连锁鲜奶吧以及6个大型牧场，在福州市区及长乐地区的的产品铺货率达到70%以上。新希望乳业在产业技术创新、产品研发、品牌与人才年轻化等方面的优势有望为澳牛的后续发展提供有力支持。且东南地区乳品消费市场广阔，市场集中度仍相对不高，澳牛有望成为本地区乳业龙头品牌。

2、加强华东市场布局，全国化再下一城

新乳业已经在西南、华东、华中、华北地区拥有了13家乳制品生产企业。由于新乳业主打“鲜战略”，产品以低温奶为主，冷链配送的区域性特征明显，需要在各个市场进行产业布局。新乳业将利用澳牛的品牌优势和渠道资源切入福建市场后，或将更好地整合供应链体系，逐步辐射华南，布局全国。

3、聚焦短保鲜奶，优势整合带动利润增长

低温奶市场风口来临，2018年低温白奶同比增速9.4%，远高于常温白奶的2.9%，其中，高端和超高端的鲜奶产品在整体鲜奶品类中的占比增速分别为20.3%和56%，鲜奶市场迸发出很大的增长潜力。与此同时，低温奶的毛利也远高于常温奶。澳牛一直着眼于常温奶领域，扎根于低温奶市场的新希望乳业整合后将推动低温奶业务拓展及优质乳工程，更好地助力低温奶产品发力。

盈利预测：预计2019-2021年营收61.7/77.3/96.6亿元，净利润3.29/4.86/6.81亿元，EPS0.39/0.57/0.80元，参考可比公司，给予2020年30倍PE，目标价17.1元，维持增持评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争格局加剧

证券研究报告

2019年08月21日

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
----	-----------

6个月评级	增持（维持评级）
-------	----------

当前价格	13.58元
------	--------

目标价格	17.1元
------	-------

基本数据

A股总股本(百万股)	853.71
------------	--------

流通A股股本(百万股)	85.37
-------------	-------

A股总市值(百万元)	11,593.39
------------	-----------

流通A股市值(百万元)	1,159.34
-------------	----------

每股净资产(元)	2.21
----------	------

资产负债率(%)	55.22
----------	-------

一年内最高/最低(元)	25.31/6.54
-------------	------------

作者

刘鹏	分析师 SAC执业证书编号：S1110516070001 liupeng1@tfzq.com
----	--

郑蔚宇	联系人 zhengweiyu@tfzq.com
-----	----------------------------

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《新乳业-公司点评:7亿元入股现代牧业，打造产业链协同效应》 2019-07-19

2 《新乳业-公司点评:新希望进军即饮奶茶市场，消费升级助力未来发展》 2019-07-08

3 《新乳业-首次覆盖报告:管理赋能，对标迪安食品，以创新和并购高速增长》 2019-05-28

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,421.82	4,971.95	6,165.22	7,728.38	9,655.82
增长率(%)	9.09	12.44	24.00	25.35	24.94
EBITDA(百万元)	(3,917.58)	591.68	508.01	687.47	909.21
净利润(百万元)	222.24	242.73	329.10	486.26	681.21
增长率(%)	47.95	9.22	35.58	47.76	40.09
EPS(元/股)	0.26	0.28	0.39	0.57	0.80
市盈率(P/E)	52.40	47.97	35.38	23.95	17.09
市净率(P/B)	9.49	7.98	6.21	4.93	3.83
市销率(P/S)	2.63	2.34	1.89	1.51	1.21
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.78	17.31	11.87

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	397.19	304.61	493.22	618.27	772.47	营业收入	4,421.82	4,971.95	6,165.22	7,728.38	9,655.82
应收票据及应收账款	305.36	363.11	422.99	577.00	682.59	营业成本	2,886.72	3,288.99	4,081.99	5,076.41	6,291.83
预付账款	37.57	39.69	54.32	64.44	82.20	营业税金及附加	30.96	30.29	41.08	50.90	62.25
存货	272.94	285.70	433.49	457.82	636.16	营业费用	939.04	1,069.28	1,312.58	1,639.55	2,050.80
其他	125.63	52.97	311.52	49.78	357.42	管理费用	4,701.80	284.22	332.92	394.15	473.13
流动资产合计	1,138.69	1,046.10	1,715.55	1,767.32	2,530.84	研发费用	18.74	30.91	36.99	46.37	57.93
长期股权投资	360.31	385.59	385.59	385.59	385.59	财务费用	75.23	68.69	43.52	30.61	11.23
固定资产	1,851.28	1,990.95	2,136.40	2,375.51	2,686.82	资产减值损失	14.92	10.49	0.00	0.00	0.00
在建工程	159.29	66.33	75.80	93.48	86.09	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	235.24	223.70	211.38	199.06	186.73	投资净收益	30.48	30.94	30.94	30.94	30.94
其他	536.26	528.28	550.79	520.63	523.32	其他	(4,501.18)	(99.83)	(61.88)	(61.88)	(61.88)
非流动资产合计	3,142.39	3,194.85	3,359.95	3,574.26	3,868.55	营业利润	225.10	257.97	347.07	521.34	739.58
资产总计	4,381.08	4,240.95	5,108.83	5,386.03	6,425.31	营业外收入	18.12	14.09	10.00	10.00	6.00
短期借款	1,195.46	1,071.00	614.36	915.55	61.05	营业外支出	2.60	1.81	1.81	3.50	1.30
应付票据及应付账款	395.13	403.50	784.23	628.34	1,074.75	利润总额	240.62	270.25	355.26	527.84	744.28
其他	1,056.20	816.28	1,587.12	1,157.15	2,005.52	所得税	24.68	23.63	31.06	46.15	65.07
流动负债合计	2,646.78	2,290.78	2,985.71	2,701.04	3,141.33	净利润	215.94	246.62	324.20	481.69	679.20
长期借款	260.35	234.90	0.00	81.99	0.00	少数股东损益	(6.30)	3.89	(4.90)	(4.58)	(2.00)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	222.24	242.73	329.10	486.26	681.21
其他	164.19	173.05	171.34	169.53	171.31	每股收益(元)	0.26	0.28	0.39	0.57	0.80
非流动负债合计	424.54	407.95	171.34	251.52	171.31						
负债合计	3,071.33	2,698.73	3,157.05	2,952.56	3,312.64						
少数股东权益	82.69	83.03	78.13	73.55	71.55						
股本	768.34	768.34	853.71	853.71	853.71						
资本公积	229.16	218.56	218.56	218.56	218.56						
留存收益	458.72	690.85	1,019.95	1,506.21	2,187.42						
其他	(229.16)	(218.56)	(218.56)	(218.56)	(218.56)						
股东权益合计	1,309.76	1,542.22	1,951.78	2,433.47	3,112.68						
负债和股东权益总	4,381.08	4,240.95	5,108.83	5,386.03	6,425.31						
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	215.94	246.62	329.10	486.26	681.21	成长能力					
折旧摊销	211.80	283.17	117.41	135.53	158.40	营业收入	9.09%	12.44%	24.00%	25.35%	24.94%
财务费用	82.10	75.63	43.52	30.61	11.23	营业利润	86.97%	14.60%	34.54%	50.21%	41.86%
投资损失	(30.48)	(30.94)	(30.94)	(30.94)	(30.94)	归属于母公司净利润	47.95%	9.22%	35.58%	47.76%	40.09%
营运资金变动	(24.95)	(57.02)	665.67	(541.60)	716.41	获利能力					
其它	4.66	(80.20)	(4.90)	(4.58)	(2.00)	毛利率	34.72%	33.85%	33.79%	34.31%	34.84%
经营活动现金流	459.08	437.26	1,119.87	75.28	1,534.31	净利率	5.03%	4.88%	5.34%	6.29%	7.05%
资本支出	338.08	323.65	261.71	381.81	448.22	ROE	18.11%	16.63%	17.56%	20.61%	22.40%
长期投资	20.09	25.27	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.11%	13.57%	15.19%	27.96%	26.18%
其他	(912.75)	(509.93)	(524.11)	(741.98)	(848.76)	偿债能力					
投资活动现金流	(554.59)	(161.01)	(262.40)	(360.17)	(400.54)	资产负债率	70.10%	63.64%	61.80%	54.82%	51.56%
债权融资	1,807.95	1,524.30	813.58	1,254.13	285.79	净负债率	107.71%	79.09%	16.41%	26.13%	-15.64%
股权融资	(7.24)	(76.95)	44.19	(28.26)	(8.89)	流动比率	0.47	0.46	0.59	0.67	0.81
其他	(1,871.27)	(1,815.43)	(1,526.64)	(815.92)	(1,256.47)	速动比率	0.36	0.33	0.44	0.50	0.61
筹资活动现金流	(70.56)	(368.09)	(668.87)	409.94	(979.57)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	15.84	14.88	15.69	15.46	15.33
现金净增加额	(166.07)	(91.84)	188.60	125.05	154.20	存货周转率	16.95	17.80	17.14	17.34	17.65
						总资产周转率	1.00	1.15	1.32	1.47	1.64
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.28	0.39	0.57	0.80
						每股经营现金流	0.54	0.51	1.31	0.09	1.80
						每股净资产	1.44	1.71	2.19	2.76	3.56
						估值比率					
						市盈率	52.40	47.97	35.38	23.95	17.09
						市净率	9.49	7.98	6.21	4.93	3.83
						EV/EBITDA	0.00	0.00	22.78	17.31	11.87
						EV/EBIT	0.00	0.00	29.63	21.56	14.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com