



新乳业(002946)

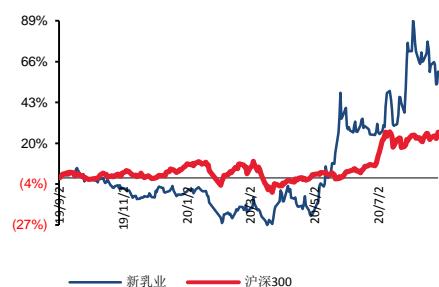
目标价：26

昨收盘：21.9

日常消费 食品、饮料与烟草

新乳业中报点评：环比改善明显，期待鲜奶继续发力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	854/159
总市值/流通(百万元)	18,696/3,489
12个月最高/最低(元)	25.90/10.07

相关研究报告：

新乳业(002946)《新乳业：公司快速应对疫情，必选消费稳定性显优势》--2020/02/09

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

点评事件：新乳业发布 2020 年中报，上半年营收、归母净利润、归母扣非分别为 25.56 亿元、0.77 亿元、0.51 亿元，分别同比-5.68%、-26.27%、-44.20%；其中 Q2 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 15 亿元、1.03 亿元、0.83 亿元，分别同比+0.87%、+26.75%、+15.67%。

上半年公司现金回款 26.66 亿元，同比-10.78%，现金收现率 104.30%，其中 Q2 现金收现率 97.33%，现金流情况良好。合同负债 0.90 亿元，环比减少 0.18 亿元，同比-8.59%，存货 3.41 亿元，环比减少 1.05 亿元，同比+27.56%。

收入分析：收入环比改善，外埠市场表现良好

2020H1 公司实现营收 25.56 亿元，同比-5.68% (Q1：-13.66%；Q2：+0.87%)。

分产品来看，上半年液体乳销售 23.69 亿元，同比-8.01%，奶粉销售 3235 万元，同比-4.44%，其他业务销售 1.55 亿元，同比+57.63%。上半年液体乳和奶粉增速弱于上年同期。

分区域来看，上半年公司西南地区销售 13.73 亿元，同比-9.85%，主要是受疫情影响较大，西南大本营增长乏力，华东地区销售 6.46 亿元，增速+5.77%，华北地区销售 3.35 亿元，增速+3.53%，华北和华东地区增速恢复且表现良好。

利润分析：毛利率下滑，费用率下降，利润环比改善

2020H1 公司归母净利润 0.77 亿元，同比-26.27% (Q1：-216.79%；Q2：+26.75%)，其中毛利率 33.70%，同比下滑 0.82pct，主要是毛利率较高的订奶入户占比下降所致。

上半年期间费用率 30.02%，同比下滑 0.09pct，其中销售费用率为 22.29%，同比下滑 0.61pct，主要是疫情期间货物运输减少，运输费和人工成本费有所下降。管理费用率 5.81%，同比增加 0.19pct。上半年归母净利率 3%，同比下滑 0.84pct，主要是因为毛利率大幅下降所

执业资格证书编码：S1190519100001

致。

Q2 毛利率 35%，同比下滑 0.67pct，期间费用率 28.81%，同比下降 0.99pct，其中销售费用率 22.25%，同比下降 1.21pct，主要得益于公司加强费用管控、精准投放；净利率 6.87%，同比提升 1.4pct，净利率大幅提升一方面得益于费用下降多于毛利率下滑，另一方面得益于重庆天友业绩恢复较快，使得投资收益较去年大幅增加。

未来展望：立足“鲜战略”，鲜奶板块继续发力

公司 2010 年实施“鲜战略”以来，低温板块快速发展，特别是鲜奶板块，为公司重点战略所向，近几年每年稳定增长在 20% 左右。2011 年公司在低温鲜奶板块推出“24 小时”新品，全球首家用时间去定义新鲜的产品，去年年底公司推出“黄金 24 小时”产品，对“24 小时”产品再升级，有望继续带动鲜奶板块的发展。未来公司也会把更多的资源去投入到鲜奶品类，判断未来几年公司鲜奶板块会保持较高的增速。

盈利预测与评级：

我们看好公司在危机中的快速响应能力，同时看好公司的成长性以及在并购方面的优势，未来在全国化拓张中有望走出一条新的路径。我们预计 20-22 年公司销售收入 62/76/91 亿元，分别同比增长 10%/21%/20%，归母净利润 2.5/3.3/3.9 亿元，分别同比增长 3%/31%/18%，对应 PE 分别为 88/67/57 倍，维持公司增持评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5675	6259	7598	9106
增长率 (%)	14%	10%	21%	20%
营业收入(百万元)	244	251	330	390
增长率 (%)	0%	3%	31%	18%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.25	0.33	0.39

资料来源：Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 -15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。