

新乳业 (002946)

公司研究/点评报告

布局现制饮品，注入增长新动力

—新乳业 (002946) 对外投资公告点评

点评报告/食品饮料

2021年01月06日

一、事件概述

1月5日，新乳业发布对外投资公告，将以2.31亿元收购“一只酸奶牛”品牌相关资产的60%股权，收购资金来源为公司自有资金。

二、分析与判断

➤ 利润提升与盈利能力改善，收购价格低于二级市场估值水平

本次收购对象系以“一只酸奶牛”为品牌经营的现制饮品公司，2019年营收约2.40亿元，净利润约0.35亿元，预计收购完成后将在财务方面形成积极影响：**(1) 利润提升：**若2021年1月交易完成，以我们此前2021年预测值为基础，新乳业2021年营收/归母净利润将分别提升3.3%/5.4%。**(2) 净利率改善：**收购标的主营现制饮品，具备高盈利特征，2019年净利率为15%，预计收购后将改善新乳业盈利能力。**(3) 收购价格较低：**本次收购资产的交易价格为2.31亿元，对应2019年PE为11X，远低于新乳业在二级市场的估值水平。

➤ 预计本次收购将在多项领域形成协同效应

(1) 品牌协同：“一只酸奶牛”品牌定位新鲜+年轻，符合公司“鲜战略”发展方向，将为公司原有品牌赋予年轻化属性。**(2) 品类协同：**收购对象主打“酸奶+”等差异化产品，与公司原有低温酸奶业务相匹配，可充分利用现有奶源、渠道、团队优势，以较低的成本撬起更大的收入规模。**(3) 市场协同：**“一只酸奶牛”的门店数量已逾千家，主要集中在成都、重庆、西安等地，而新乳业核心市场即西南地区，因此我们预计本轮收购将在市场运作方面形成协同效应，巩固新乳业在西南地区的领先地位。

➤ 布局现制饮品行业，“开店模式”助力公司加速扩张与拓宽终端渠道

公司通过本次收购可以切入现制饮品“赛道”，行业具备高成长、高盈利的特征。**(1) 现制饮品的“开店模式”，**一方面将帮助新乳业实现收入规模的快速扩张，另一方面更高的净利率则有助于未来释放利润弹性；**(2) 现制饮品的门店属于独特的私域流量入口，**不同于传统的现代渠道，有利于新乳业与伊利、蒙牛形成差异化竞争。**(3) 现制饮品可与终端用户直接接触，**有助于实现精准运营和服务，推动公司数字化战略转型，提升长期价值。

三、投资建议

考虑到股权收购存在不确定性，我们维持之前的盈利预测。预计2020-2022年公司实现营收67.62/87.19/98.09亿元，同比+19.2%/+28.9%/+12.5%；实现归母净利润分别为3.04/4.67/5.73亿元，同比+24.7%/+53.6%/+22.8%，对应EPS为0.36/0.55/0.67元，目前股价对应PE为56/36/30X。我们以伊利股份、光明乳业、燕塘乳业、天润乳业等作为可比公司，上述公司2020年平均PE约34X（Wind一致预期，算数平均法）。公司2020年PE约56X，高于可比公司平均水平。考虑到低温奶行业增速较高以及公司持续存在外延并购预期，同时股票激励有利于激发管理层积极性，预计公司未来业绩增速将有望快于乳制品行业平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧，食品安全问题，并购效果不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：19.91元

交易数据

2021-1-5

近12个月最高/最低(元)	25.9/10.07
总股本(百万股)	854
流通股本(百万股)	159
流通股比例(%)	18.66
总市值(亿元)	170
流通市值(亿元)	32

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.新乳业(002946):考核目标侧重并购绩效，锚定长期发展
- 2.新乳业(002946)深度报告：低温奶”新“星，全国化扩张持续推进

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,675	6,762	8,719	9,809
增长率 (%)	14.1	19.2	28.9	12.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	244	304	467	573
增长率 (%)	0.4	24.7	53.6	22.8
每股收益 (元)	0.29	0.36	0.55	0.67
PE (现价)	68.7	55.9	36.4	29.7
PB	8.6	5.9	5.1	4.3

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	5,675	6,762	8,719	9,809
营业成本	3,796	4,578	5,903	6,611
营业税金及附加	30	42	51	57
销售费用	1,250	1,400	1,721	1,952
管理费用	320	338	427	471
研发费用	28	33	52	59
EBIT	251	372	564	659
财务费用	64	70	77	70
资产减值损失	(0)	10	25	18
投资收益	37	38	10	5
营业利润	258	380	526	632
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	268	380	526	632
所得税	17	24	33	40
净利润	251	356	493	592
归属于母公司净利润	244	304	467	573
EBITDA	572	384	577	671
资产负债表 (百万元)				
货币资金	446	828	1323	1936
应收账款及票据	434	493	647	731
预付款项	41	55	69	76
存货	328	439	541	555
其他流动资产	14	14	14	14
流动资产合计	1299	1956	2625	3460
长期股权投资	410	448	458	463
固定资产	2343	2367	2391	2415
无形资产	226	221	208	199
非流动资产合计	4065	4666	5540	5561
资产合计	5364	6622	8164	9021
短期借款	1363	1363	1363	1363
应付账款及票据	527	608	776	888
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2733	3022	3371	3635
长期借款	418	418	418	418
其他长期负债	121	121	821	821
非流动负债合计	575	575	1275	1275
负债合计	3308	3597	4646	4910
股本	854	854	854	854
少数股东权益	87	139	166	185
股东权益合计	2056	3025	3518	4111
负债和股东权益合计	5364	6622	8164	9021

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.1	19.2	28.9	12.5
EBIT 增长率	-6.4	48.1	51.8	16.8
净利润增长率	0.4	24.7	53.6	22.8
盈利能力				
毛利率	33.1	32.3	32.3	32.6
净利润率	4.3	4.5	5.4	5.8
总资产收益率 ROA	4.5	4.6	5.7	6.4
净资产收益率 ROE	12.4	10.5	13.9	14.6
偿债能力				
流动比率	0.5	0.4	0.8	1.0
速动比率	0.4	0.2	0.6	0.8
现金比率	0.2	(0.0)	0.4	0.5
资产负债率	0.6	0.5	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	25.1	24.2	24.5	24.5
存货周转天数	29.1	30.2	29.9	29.9
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.5	0.7
每股净资产	2.3	3.4	3.9	4.6
每股经营现金流	0.7	0.5	0.9	0.9
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	68.7	55.9	36.4	29.7
PB	8.6	5.9	5.1	4.3
EV/EBITDA	30.8	45.5	29.1	24.2
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	251	356	493	592
折旧和摊销	313	22	37	30
营运资金变动	5	14	175	43
经营活动现金流	617	427	772	740
资本开支	547	859	14	46
投资	(732)	0	0	0
投资活动现金流	(1,267)	(859)	(14)	(46)
股权募资	431	0	0	0
债务募资	490	0	700	0
筹资活动现金流	771	(73)	623	(80)
现金净流量	122	(505)	1,381	614

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。