

新乳业 (002946.SZ)

外延布局再落子，协同效应值得期待

事件：公司发布关于签署对外投资合作协议的公告，宣布将以 2.31 亿元收购国内酸奶茶饮细分品类品牌“一只酸奶牛”的 60% 股权。

切入现制茶饮细分赛道，外延布局再落一子。根据美团点评的数据，截至 2018Q3 末门店数量已达 41 万家，同增 74%，根据腾讯新闻和彭博社数据，“喜茶”“奈雪的茶”先后完成 C 轮融资，估值均超百亿元。根据公司公告，“一只酸奶牛”2019 年营业收入约 2.4 亿元，净利润约 3500 万元，本次交易估值约 11 倍，具备较高的性价比。同时，标的公司以“酸奶+”为核心产品，是酸奶基底茶饮的细分品类市场的领导品牌，目前已在西南、华中、华东、华北、华南等区域布局 1000 多家门店，其微信公众号有百万粉丝，以 30 岁以下女性为主要客群。

协同效应值得期待，有望实现双赢。我们认为公司本次入股“一只酸奶牛”有望实现战略、渠道、用户的协同。1) 战略方面，公司 10 年提出“鲜”战略，20 年升级为“鲜活”战略，现制茶饮是对鲜价值的延展和提升；2) 渠道方面，本次入股有助于新乳业打通线上线下，有望丰富“鲜活 GO”全渠道消费者营销平台的触点；3) 用户方面，标的公司具备 1000 多家门店和广大的对奶制品有天然好感的年轻粉丝，有助于新乳业保持品牌的新鲜度和年轻化。另外一方面，新乳业未来也有望凭借 2 轮并购后形成的较强的投后管理经验，在品牌运营、人才保障、研发支持、供应链协同上对“一只酸奶牛”提供帮助，协助解决现制茶饮行业在产品创新和供应链管理上的痛点。

股权激励考核完成信心有望强化，中长期看好公司外延和内增并举。公司于 2020 年 12 月披露激励计划草案，针对收入和利润进行考核，若解除限售系数为 100%，2021-2023 年公司收入利润分别对应增速均为 25% 左右，目标规划稳健积极。我们认为本次收购也是进一步强化股权激励业绩考核目标完成的信心。中长期来看，我们维持此前观点，公司已然形成了成熟的资本运作和投后管理体系，在持续的外延并购的基础上，子公司的运营管理效率和盈利水平也在持续提升。

投资建议及盈利预测：我们略调整公司 2020-2022 归母净利润预测至 2.70/3.65/4.64 亿元，同增 11.0%/34.9%/27.1%，对应 EPS 分别为 0.32/0.43/0.54 元，对应 PE63/47/37 倍。我们认为低温奶行业风头正胜，量价齐升趋势明显，公司立足高景气赛道，通过外延并购持续实现产业链和销售环节的整合，持续强化自身竞争优势，未来有望保持较快的增速。维持公司目标价 24 元，对应 2021 年 58 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示：并购整合低于预期；竞争加剧风险；成本上行风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,972	5,675	6,596	8,862	10,803
增长率 yoy (%)	12.4	14.1	16.2	34.3	21.9
归母净利润(百万元)	243	244	270	365	464
增长率 yoy (%)	9.2	0.4	11.0	34.9	27.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.28	0.29	0.32	0.43	0.54
净资产收益率 (%)	16.0	12.2	12.2	14.8	16.7
P/E (倍)	70.0	69.7	62.8	46.6	36.6
P/B (倍)	11.6	8.6	7.8	7.0	6.2

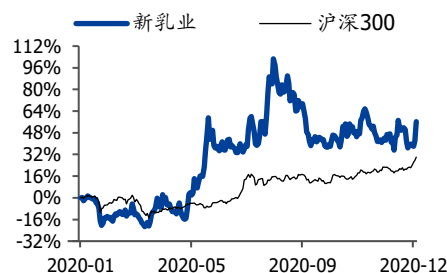
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
最新收盘价	19.91
总市值(百万元)	16,997.38
总股本(百万股)	853.71
其中自由流通股(%)	18.66
30 日日均成交量(百万股)	5.62

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 《新乳业 (002946.SZ)：股权激励落地，注重长期稳健成长》2020-12-16
- 《新乳业 (002946.SZ)：聚焦“鲜活”，内外兼修实现全国化扩张》2020-11-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1046	1299	2692	2420	1981
现金	305	446	1678	952	449
应收票据及应收账款	363	434	493	753	765
其他应收款	39	29	50	56	73
预付账款	40	41	53	73	81
存货	286	328	399	566	594
其他流动资产	14	20	20	20	20
非流动资产	3195	4065	4407	5360	6054
长期投资	386	410	468	527	585
固定资产	2319	2343	2604	3446	4052
无形资产	224	226	240	240	240
其他非流动资产	266	1086	1095	1146	1177
资产总计	4241	5364	7100	7780	8035
流动负债	2291	2733	3124	3785	3863
短期借款	1071	1363	1363	1363	1368
应付票据及应付账款	403	527	575	887	870
其他流动负债	816	843	1186	1535	1625
非流动负债	408	575	1692	1454	1303
长期借款	235	418	1534	1297	1146
其他非流动负债	173	157	157	157	157
负债合计	2699	3308	4815	5239	5166
少数股东权益	83	87	96	108	122
股本	768	854	854	854	854
资本公积	219	539	539	539	539
留存收益	472	664	884	1182	1559
归属母公司股东权益	1459	1969	2188	2433	2747
负债和股东权益	4241	5364	7100	7780	8035

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	437	635	551	925	883
净利润	247	251	279	376	478
折旧摊销	283	321	242	311	379
财务费用	69	64	82	103	118
投资损失	-31	-37	-36	-35	-35
营运资金变动	-136	28	-16	170	-58
其他经营现金流	6	7	0	0	0
投资活动现金流	-161	-1267	-549	-1227	-1039
资本支出	411	602	284	893	636
长期投资	46	-715	-59	-59	-58
其他投资现金流	296	-1380	-324	-393	-460
筹资活动现金流	-368	771	1230	-424	-352
短期借款	-124	292	0	0	0
长期借款	-25	183	1116	-237	-151
普通股增加	0	85	0	0	0
资本公积增加	-11	321	0	0	0
其他筹资现金流	-208	-110	113	-187	-201
现金净增加额	-93	137	1232	-726	-508

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4972	5675	6596	8862	10803
营业成本	3289	3796	4496	5965	7169
营业税金及附加	30	30	42	55	65
营业费用	1069	1250	1385	1861	2290
管理费用	284	320	369	538	701
研发费用	31	28	37	50	60
财务费用	69	64	82	103	118
资产减值损失	10	-0	0	0	0
其他收益	49	66	66	65	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	31	37	36	35	35
资产处置收益	-11	-23	0	0	0
营业利润	258	258	287	389	499
营业外收入	14	14	14	15	14
营业外支出	2	3	3	2	2
利润总额	270	268	298	402	511
所得税	24	17	19	25	32
净利润	247	251	279	376	478
少数股东损益	4	8	9	12	15
归属母公司净利润	243	244	270	365	464
EBITDA	625	686	623	802	992
EPS (元)	0.28	0.29	0.32	0.43	0.54

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	14.1	16.2	34.3	21.9
营业利润(%)	14.6	-0.1	11.3	35.8	28.2
归属于母公司净利润(%)	9.2	0.4	11.0	34.9	27.1
获利能力					
毛利率(%)	33.8	33.1	31.8	32.7	33.6
净利率(%)	4.9	4.3	4.1	4.1	4.3
ROE(%)	16.0	12.2	12.2	14.8	16.7
ROIC(%)	9.9	8.5	6.3	8.1	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	63.6	61.7	67.8	67.3	64.3
净负债比率(%)	89.9	79.0	76.8	89.8	94.3
流动比率	0.5	0.5	0.9	0.6	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.7	0.5	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	14.9	14.2	14.2	14.2	14.2
应付账款周转率	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.29	0.32	0.43	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.74	0.65	1.08	1.03
每股净资产(最新摊薄)	1.71	2.31	2.56	2.85	3.22
估值比率					
P/E	70.0	69.7	62.8	46.6	36.6
P/B	11.6	8.6	7.8	7.0	6.2
EV/EBITDA	29.6	27.2	30.2	24.2	20.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com