

新乳业 (002946)

公司研究/点评报告

21Q1 如期高增，步入成长加速期

——新乳业 (002946) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 15 日

一、事件概述

4 月 14 日公司发布 2020 年报与 21Q1 业绩预告，2020 年实现营收 67.49 亿元，同比+18.92%；实现归母净利润 2.71 亿元，同比+11.18%。21Q1 预计收入同比增速超过 90%；预计实现归母净利润 0.27~0.32 亿元，同比+202%~221%，较 19Q1 增长 19%~41%。

二、分析与判断

➤ 20Q4 收入提速明显，内生增长与外延并购均表现靓丽

2020 年公司实现营收 67.49 亿元，同比+18.92%；折合 20Q4 实现营收 20.91 亿元，同比+43.91%，收入大幅提速主要得益于寰美乳业并表以及低温鲜奶、常温白奶的需求旺盛。若剔除并表因素，2020 年营收同比+4%，折合 20Q4 同比+29%，验证内生强劲增长。分产品看，2020 年液体乳/奶粉/其他业务分别同比+16%/9%/103%，由于疫情导致低温酸奶需求受损而常温白奶需求旺盛，我们判断 2020 年公司低温收入占比维持不变，但随着疫情退散与公司持续践行“低温战略”，预计 2021 年低温占比有望提升。分区域看，2020 年西南/华东/华北/其他分别同比-3%/+21%/+16%/+2055%/28%，其中西南大本营表现疲软，外围市场提速较为明显，此外 2020 年成立广东公司，泛全国化逻辑持续兑现。地区公司方面，2020 年天友/四川乳业/雪兰/南山分别同比+2%/-4%/-3%/+10%，南山公司扭亏为盈，公司较强的并购整合能力再次得到验证。

➤ 需求旺盛+低基数+外延并购+产品提价，21Q1 业绩如期高增

21Q1 公司预计收入同比增速超过 90%；预计归母净利润 0.27~0.32 亿元，同比+202%~221%，较 19Q1 增长 19%~41%，经营情况好于疫情前水平。我们认为一季度公司业绩高增主要得益于：(1) 需求旺盛，受益于年初“就地过年”政策，公司低温鲜奶、常温白奶产品终端动销良好，酸奶需求也处于恢复态势；(2) 低基数效应，20Q1 疫情导致公司收入与利润均明显受损；(3) 外延并购，公司在 2020 年 7 月并表寰美乳业，2021 年 3 月并表“一只酸奶牛”，均带来业绩增量。(4) 产品提价，2021 年初公司对部分产品提价，一方面贡献收入增量，另一方面覆盖部分原奶成本压力。

➤ 产品结构+原奶价格上涨+运费调整导致毛利率承压

2020 年公司实现归母净利润为 2.71 亿元，同比+11.18%；折合 20Q4 实现归母净利润 0.86 亿元，同比+31.71%，业绩高增主要得益于寰美乳业并表贡献业绩增量。若剔除并表因素，2020 年净利润同比-10%，折合 20Q4 同比+22%，延续改善态势。

毛利率：2020 年公司毛利率为 24.49%，同比-8.63ppt，下降幅度较大主因：(1) 原奶成本上涨；(2) 被并表的寰美乳业主打低毛利率的常温奶；(3) 运输费用调整至营业成本。若剔除运费调整因素，2020 年毛利率 31.17%，同比-1.94ppt。

净利率：2020 年归母净利率 4.02%，同比-0.28ppt，降幅明显小于毛利率，主要得益于收购寰美乳业后摊低了费用率。

费用率：2020 年期间费用率为 20.85%，同比-8.43ppt。其中销售费用率 13.65%，同比-8.38ppt，主要系被并表的寰美销售费用较少以及运输费用调整至营业成本所致。若剔除运费调整因素，2020 年销售费用率为 20.34%，同比-1.69%；管理费用率 5.47%，同比-0.16ppt，主要得益于精益管理推动内部管理效率提升；财务费用率 1.22%，同比+0.09ppt，整体保持稳定。

推荐

维持评级

当前价格： 18.14 元

交易数据 2021-4-14

近 12 个月最高/最低(元)	25.9/10.75
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)	155
流通市值(亿元)	29

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

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033

邮箱： liuguangyi@mszq.com

相关研究

- 1.新乳业 (002946) 对外投资公告点评：布局现制饮品，注入增长新动力
- 2.新乳业(002946):考核目标侧重并购绩效，锚定长期发展

➤ 预计 2021 年业绩延续高增态势，泛全国化逻辑逐步兑现

短期看，需求旺盛+外延并购+产品提价，预计 2021 年全年业绩有望延续高增态势。(1) 需求旺盛：受益于疫情后消费者健康意识增强，叠加公司采取鲜奶升级、新品开发及渠道拓展等举措，我们预计 2021 年全年公司鲜奶、常温白奶需求持续旺盛；(2) 外延并购：寰美乳业于 2020 年 7 月并表，21Q2 公司将继续享受并表带来的业绩红利；2021 年收购“一只酸奶牛”，预计该部分资产在今年 3 月并表。(3) 产品提价：2021 年初以来公司对部分产品提价，一方面将贡献收入增量，另一方面将覆盖部分原奶成本压力。**长期看，内生持续增长+加快外延并购，泛全国化逻辑逐步兑现。**(1) 内生增长：我们判断行业未来趋势为低温奶逐步替代常温奶，公司将凭借并购整合+多品牌战略+产品创新等多项优势享受行业发展红利；(2) 外延并购：公司目前处于第三轮并购的加速期，我们判断公司未来更偏好收购具备优质奶源的企业，并且考虑到资产负债率偏高，不排除通过股权融资的方式来解决并购资金的可能性。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营收 87.01/110.33/138.13 亿元，同比+28.9%/+26.8%/+25.2%；实现归母净利润分别为 4.13/5.30/6.75 亿元，同比+52.5%/28.3%/27.3%，对应 EPS 为 0.48/0.62/0.79 元，目前股价对应 PE 为 37/29/23X。我们以伊利股份、光明乳业、燕塘乳业、天润乳业、蒙牛乳业作为可比公司，2021 年平均 PE 约 27X (Wind 一致预期，算数平均法)。公司 2021 年 PE 高于可比公司平均水平，但考虑到低温奶行业增速较高以及外延并购预期，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快于乳制品平均水平，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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,749	8,701	11,033	13,813
增长率 (%)	18.9%	28.9%	26.8%	25.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	271	413	530	675
增长率 (%)	11.2%	52.5%	28.3%	27.3%
每股收益 (元)	0.32	0.48	0.62	0.79
PE (现价)	57.15	37.47	29.20	22.94
PB	5.66	5.05	4.30	3.62

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,749	8,701	11,033	13,813
营业成本	5,096	6,504	8,150	10,070
营业税金及附加	33	44	55	69
销售费用	921	1,223	1,605	2,100
管理费用	369	452	574	760
研发费用	35	44	56	70
EBIT	294	435	593	745
财务费用	82	59	59	57
资产减值损失	-3	-20	-70	-101
投资收益	36	52	62	80
营业利润	297	471	604	768
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	308	471	604	768
所得税	19	29	37	48
净利润	289	441	566	721
归属于母公司净利润	271	413	530	675
EBITDA	659	665	927	1,127
资产负债表 (百万元)				
货币资金	539	508	652	1,128
应收账款及票据	538	680	870	1,084
预付款项	134	121	183	207
存货	466	579	735	902
其他流动资产	183	193	204	218
流动资产合计	1,859	2,081	2,645	3,540
长期股权投资	431	431	431	431
固定资产	2,721	3,061	3,422	3,617
无形资产	617	813	1,107	1,352
非流动资产合计	6,720	7,314	7,967	8,420
资产合计	8,579	9,395	10,612	11,960
短期借款	1,171	1,171	1,171	1,171
应付账款及票据	647	864	1,059	1,324
其他流动负债	1,629	1,787	2,242	2,605
流动负债合计	3,447	3,822	4,472	5,100
长期借款	1,419	1,419	1,419	1,419
其他长期负债	851	851	851	851
非流动负债合计	2,271	2,271	2,271	2,271
负债合计	5,718	6,093	6,743	7,370
股本	854	854	854	854
少数股东权益	207	235	271	317
股东权益合计	2,861	3,302	3,869	4,589
负债和股东权益合计	8,579	9,395	10,612	11,960

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	18.9%	28.9%	26.8%	25.2%
EBIT 增长率	17.3%	47.7%	36.3%	25.7%
净利润增长率	11.2%	52.5%	28.3%	27.3%
盈利能力				
毛利率	24.5%	25.3%	26.1%	27.1%
净利润率	4.3%	5.1%	5.1%	5.2%
总资产收益率 ROA	3.2%	4.4%	5.0%	5.6%
净资产收益率 ROE	10.2%	13.5%	14.7%	15.8%
偿债能力				
流动比率	0.54	0.54	0.59	0.69
速动比率	0.37	0.36	0.39	0.48
现金比率	0.16	0.13	0.15	0.22
资产负债率	66.7%	64.9%	63.5%	61.6%
经营效率				
应收账款周转天数	28.87	28.30	28.59	28.45
存货周转天数	33.38	32.48	32.93	32.71
总资产周转率	0.79	0.93	1.04	1.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.48	0.62	0.79
每股净资产	3.11	3.59	4.21	5.00
每股经营现金流	0.84	1.00	1.45	1.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	57.15	37.47	29.20	22.94
PB	5.66	5.05	4.30	3.62
EV/EBITDA	27.48	27.98	19.92	15.96
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	289	441	566	721
折旧和摊销	365	230	334	382
营运资金变动	-7	123	230	208
经营活动现金流	719	851	1,235	1,433
资本开支	-565	-839	-1,090	-972
投资	-1,396	-30	0	0
投资活动现金流	-1,945	-817	-1,027	-892
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,621	0	0	0
筹资活动现金流	1,321	-64	-64	-64
现金净流量	95	-30	144	476

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。