

## 新乳业 (002946.SZ)

2021年04月16日

## 2021Q1 业绩高增，内生、外延并进助力增长

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

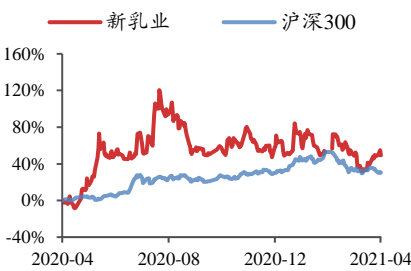
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120030038

日期	2021/4/15
当前股价(元)	17.49
一年最高最低(元)	25.92/10.40
总市值(亿元)	149.31
流通市值(亿元)	27.86
总股本(亿股)	8.54
流通股本(亿股)	1.59
近3个月换手率(%)	239.62

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-股权激励提升积极性，彰显长期发展信心》-2020.12.16

《公司信息更新报告-业绩持续改善，稳步开拓全国市场》-2020.10.30

《公司信息更新报告-营收环比改善，业绩显著回升》-2020.8.28

### ● 2021Q1 业绩高增，维持“增持”评级

公司2020Q4实现营收21亿元，同比增44%；归母净利润0.9亿元，同比增31.7%。公司发布业绩预告，2021Q1收入预计同比增超90%，净利润预计约2700万元至3200万元之间。由于内生增长强劲，上调盈利预测，预计2021-2023年归母净利润分别为3.7(+0.2)、5.0(+0.5)、6.9亿元，EPS分别0.43(+0.02)、0.58(+0.06)、0.8元，当前股价对应PE分别为42.3、31.1、22.6倍，维持“增持”评级。

### ● 内生增长强劲，寰美乳业并表贡献增量

2020Q4营收同比增44%，剔除寰美乳业等并表影响，营收仍达到双位数增长，疫情影响可控、渠道逐渐恢复、终端需求旺盛下业务环比持续改善。2021Q1剔除并表影响后营收高增主因：（1）2020Q1学生奶、订奶上户等渠道受疫情影响较大，基数较低；（2）白奶需求旺盛，增长较快。青岛琴牌二期预计2021年7月投产，随着产能释放、全渠道布局逐渐完善，公司营收仍可快速增长。

### ● 净利率下降主因新收入准则影响下毛利率下滑

2020Q4公司净利率下降0.4pct至4.5%，主因新收入准则影响下毛利率同比降25.2pct、销售费用率同比降24.3pct。毛利率下降主因新收入准则下销售费用中的运输费用需调整至营业成本及并购夏进影响。未来原奶价格上行，公司可通过产品结构升级、对产品调价、提高自有奶源比例、提升管理效率等方式缓解成本压力；市场开拓期间销售费用率仍处高位，预计2021年可达成股权激励考核目标。

### ● 股权激励提高团队积极性，内生增长与外延并购并进，长期发展可期

公司内生增长与外延并购并进：（1）2020年在并购夏进乳业后，低温产品占比约53%，随着鲜立方战略持续推进，预计低温占比仍可持续提升；（2）渠道进一步下沉、开拓新渠道；（3）为并购公司赋能；（4）在尚未布局的区域如大湾区市场采取销售先行模式开拓；（5）对特色化、有潜力的产品如活润晶球、唯品进行全国化。股权激励的考核目标锁定业绩增长下限，公司双轮驱动下长期发展可期。

### ● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,675	6,749	8,765	11,140	13,982
YOY(%)	14.1	18.9	29.9	27.1	25.5
归母净利润(百万元)	244	271	366	498	686
YOY(%)	0.4	11.2	35.1	36.1	37.7
毛利率(%)	33.1	24.5	25.0	25.8	26.6
净利率(%)	4.3	4.0	4.2	4.5	4.9
ROE(%)	12.2	10.1	12.0	14.5	16.9
EPS(摊薄/元)	0.29	0.32	0.43	0.58	0.80
P/E(倍)	63.5	57.1	42.3	31.1	22.6
P/B(倍)	7.9	6.1	5.3	4.7	3.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1299	1859	2037	2599	3133
现金	446	539	463	588	738
应收票据及应收账款	434	538	725	880	1134
其他应收款	29	33	48	55	74
预付账款	41	134	94	196	167
存货	328	466	559	730	870
其他流动资产	20	149	149	149	149
<b>非流动资产</b>	4065	6720	7561	8463	9460
长期投资	410	431	485	538	593
固定资产	2343	3384	4051	4797	5645
无形资产	226	617	672	737	811
其他非流动资产	1086	2288	2354	2391	2411
<b>资产总计</b>	5364	8579	9598	11061	12593
<b>流动负债</b>	2733	3447	4383	5760	6945
短期借款	1363	1171	1688	2616	3203
应付票据及应付账款	527	647	867	1038	1327
其他流动负债	843	1629	1828	2106	2415
<b>非流动负债</b>	575	2271	1963	1638	1307
长期借款	418	2030	1722	1397	1066
其他非流动负债	157	241	241	241	241
<b>负债合计</b>	3308	5718	6346	7398	8252
少数股东权益	87	207	232	266	312
股本	854	854	854	854	854
资本公积	539	539	539	539	539
留存收益	664	884	1234	1738	2413
<b>归属母公司股东权益</b>	1969	2654	3020	3398	4028
负债和股东权益	5364	8579	9598	11061	12593

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	635	719	1027	1117	1651
净利润	251	289	391	532	733
折旧摊销	321	365	387	489	609
财务费用	64	82	104	129	147
投资损失	-37	-36	-35	-37	-36
营运资金变动	28	14	163	-13	182
其他经营现金流	7	5	18	17	18
<b>投资活动现金流</b>	-1267	-1945	-1210	-1371	-1587
资本支出	602	634	788	848	943
长期投资	-715	-190	-53	-54	-54
其他投资现金流	-1380	-1501	-476	-576	-698
<b>筹资活动现金流</b>	771	1321	-410	-548	-501
短期借款	292	-192	0	0	0
长期借款	183	1612	-308	-325	-331
普通股增加	85	0	0	0	0
资本公积增加	321	0	0	0	0
其他筹资现金流	-110	-98	-102	-223	-171
<b>现金净增加额</b>	137	95	-593	-802	-437

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5675	6749	8765	11140	13982
营业成本	3796	5096	6572	8266	10263
营业税金及附加	30	33	43	54	68
营业费用	1250	921	1139	1504	1958
管理费用	320	369	535	661	794
研发费用	28	35	44	56	70
财务费用	64	82	104	129	147
资产减值损失	-0	-3	-2	-4	-4
其他收益	66	71	56	60	63
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	36	35	37	36
资产处置收益	-23	-15	-18	-17	-18
<b>营业利润</b>	258	297	405	554	768
营业外收入	14	17	15	16	15
营业外支出	3	5	3	3	4
<b>利润总额</b>	268	308	417	567	780
所得税	17	19	26	35	48
<b>净利润</b>	251	289	391	532	733
少数股东损益	8	18	25	34	47
<b>归母净利润</b>	244	271	366	498	686
EBITDA	686	862	937	1222	1586
EPS(元)	0.29	0.32	0.43	0.58	0.80

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.1	18.9	29.9	27.1	25.5
营业利润(%)	-0.1	15.2	36.3	37.0	38.7
归属于母公司净利润(%)	0.4	11.2	35.1	36.1	37.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.1	24.5	25.0	25.8	26.6
净利率(%)	4.3	4.0	4.2	4.5	4.9
ROE(%)	12.2	10.1	12.0	14.5	16.9
ROIC(%)	8.5	7.2	7.3	8.5	10.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.7	66.7	66.1	66.9	65.5
净负债比率(%)	79.0	115.5	110.5	111.8	97.5
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	14.2	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	8.2	8.7	8.7	8.7	8.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.32	0.43	0.58	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.84	1.20	1.31	1.93
每股净资产(最新摊薄)	2.31	3.00	3.42	3.87	4.61
<b>估值比率</b>					
P/E	63.5	57.1	42.3	31.1	22.6
P/B	7.9	6.1	5.3	4.7	3.9
EV/EBITDA	25.0	21.9	20.5	16.1	12.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn