

新乳业 (002946)

证券研究报告

2021年04月16日

精耕低温赛道并购整合情况乐观，原有品牌加速增长

事件：2020年公司实现营业收入67.49亿元，同比增长18.92%；实现归母净利润2.71亿元，同比增长11.18%。其中，Q4公司实现营业收入20.91亿元，同比增长43.91%；实现归母净利润8575.25万元，同比增长31.71%。

稳住经营业务基本盘，盈利能力保持稳定。2020年公司实现营收67.49亿元，同比增长18.92%。其中，液体乳/奶粉/其他业务实现收入62.73/0.70/4.06亿元，同比增长15.94%/9.05%/102.53%。2020年公司实现毛利率24.49%（剔除执行新收入准则将运输费用计入营运成本的影响，毛利率为31.17%，同比减少1.94pcts）。其中液体乳毛利率同比减少8.73pct（剔除执行新收入准则影响，毛利率同比减少1.35pcts），主要系被并表的寰美乳业主要以常温奶业务为主毛利率较低。2020年，公司期间费用率为20.85%，同比减少8.43pct。其中，因执行新收入准则，销售费用率为13.65%，同比下降8.38pct（如剔除上述影响，销售费用率为20.34%，同比下降1.69pct）；管理费用率同比下降0.16pct。报告期内，公司实现净利率4.29%，同比下降0.14pct。

乳制品需求旺盛，21年Q1业绩表现亮眼。公司预计2021Q1收入同比增幅超过90%达到约20亿元（较2019Q1增长64%），利润预计同比扭亏为盈，预计实现归母净利润约2700万元~3200万元，上年同期亏损2644.24万元。2021Q1股权激励费用摊销899万元，加回后2021Q1归母净利润较2019Q1增长59%-81%，业绩表现亮眼。我们认为经营层面公司21Q1营收及利润表现优异，高预期稳稳落地，分析业绩表现亮眼的原因主要系：（1）疫情后公司鲜奶产品销售情况乐观，销量增速较快，且鲜奶毛利率较高，产品结构升级带动公司盈利能力的上涨。（2）收购寰美乳业（夏进品牌）100%股权，投后整合进展顺利。

外延并购提供增长动力，股权激励带来积极性。公司以17.11亿元收购寰美乳业100%股权，并通过并购方式新增了“夏进”、“澳牛”两个品牌。从中长期看，低温赛道景气度高，公司利用收购方式布局低温鲜奶赛道，经过2轮大规模并购后已经摸索出成熟的投后管理体系，在此轮收购周期中帮助标的较快扭亏为盈，我们认可低温赛道的并购布局模式，并且公司在优势区域精耕细作，可复制性强。同时，公司有灵活的管理机制，2020年底推出股权激励，业绩目标为21-23年每年营收、利润25%同比增速，将公司发展与核心员工利益有机结合，进一步激发员工积极性和创造力。

盈利预测：公司21Q1预告业绩亮眼，我们上调了盈利预测。预计21-23年营收为86/109/137亿元（21-22年前值为75/88亿元），同比增长27%/27%/26%；预计21-23年净利润为4/5/7亿元（21-22年前值为3.5/4.3亿元），同比增长47%/28%/35%。预计21-23年EPS为0.47/0.6/0.81元/股，维持买入评级。

风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧，产品升级提价不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,674.95	6,748.63	8,570.76	10,867.73	13,725.94
增长率(%)	14.14	18.92	27.00	26.80	26.30
EBITDA(百万元)	626.69	720.93	597.43	749.73	979.76
净利润(百万元)	243.73	270.98	398.72	511.08	692.17
增长率(%)	0.41	11.18	47.14	28.18	35.43
EPS(元/股)	0.29	0.32	0.47	0.60	0.81
市盈率(P/E)	61.26	55.10	37.45	29.22	21.57
市净率(P/B)	7.58	5.63	5.76	4.98	4.22
市销率(P/S)	2.63	2.21	1.74	1.37	1.09
EV/EBITDA	17.77	22.69	27.62	21.82	16.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.49元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	853.71
流通A股股本(百万股)	159.32
A股总市值(百万元)	14,931.40
流通A股市值(百万元)	2,786.45
每股净资产(元)	3.00
资产负债率(%)	66.65
一年内最高/最低(元)	25.92/10.40

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

张东雪 联系人
zhangdongxue@tfzq.com

薛涵 联系人
xuehana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新乳业-公司点评:再下一城，新乳业扩张版图逐步从点到面》2020-05-08
- 《新乳业-年报点评报告:业绩增长符合预期，期待改革加速》2020-04-29
- 《新乳业-公司点评:营收增速逐年提升，低温奶赛道未来可期》2020-03-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	446.40	538.66	685.66	869.42	1,098.08
应收票据及应收账款	434.40	537.66	659.44	877.40	1,067.67
预付账款	41.20	134.12	21.57	183.69	91.46
存货	328.45	466.12	492.21	708.16	784.97
其他	48.79	182.52	135.49	124.45	199.05
流动资产合计	1,299.24	1,859.08	1,994.37	2,763.12	3,241.21
长期股权投资	409.59	431.19	431.19	431.19	431.19
固定资产	2,019.30	2,721.28	2,881.51	3,124.91	3,434.22
在建工程	157.66	127.35	112.41	115.44	99.27
无形资产	226.06	616.87	590.62	564.37	538.13
其他	1,252.24	2,823.06	2,122.30	2,339.80	2,403.29
非流动资产合计	4,064.85	6,719.74	6,138.03	6,575.71	6,906.09
资产总计	5,364.09	8,578.82	8,132.39	9,338.83	10,147.31
短期借款	1,363.15	1,170.81	2,205.88	2,345.52	2,181.98
应付票据及应付账款	526.83	647.39	764.51	1,022.54	1,187.19
其他	842.65	1,629.13	1,413.93	1,688.21	2,157.66
流动负债合计	2,732.62	3,447.32	4,384.32	5,056.26	5,526.83
长期借款	417.90	1,419.44	528.20	556.80	200.00
应付债券	0.00	610.14	203.38	271.17	361.56
其他	157.21	241.15	190.47	196.28	209.30
非流动负债合计	575.11	2,270.73	922.05	1,024.25	770.86
负债合计	3,307.73	5,718.06	5,306.37	6,080.51	6,297.69
少数股东权益	87.45	206.81	234.41	263.04	307.62
股本	853.71	853.71	853.71	853.71	853.71
资本公积	539.39	539.39	539.39	539.39	539.39
留存收益	1,203.22	1,422.98	1,737.90	2,141.58	2,688.28
其他	(627.41)	(162.12)	(539.39)	(539.39)	(539.39)
股东权益合计	2,056.36	2,860.76	2,826.02	3,258.33	3,849.61
负债和股东权益总	5,364.09	8,578.82	8,132.39	9,338.83	10,147.31

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	251.45	289.43	398.72	511.08	692.17
折旧摊销	321.34	365.03	140.96	159.81	183.11
财务费用	68.53	84.07	0.00	0.00	0.00
投资损失	(36.63)	(36.44)	(27.94)	(30.94)	(30.94)
营运资金变动	(669.96)	(282.70)	639.16	(262.44)	307.76
其它	700.28	300.04	(64.22)	44.93	64.32
经营活动现金流	635.01	719.44	1,086.67	422.45	1,216.42
资本支出	473.09	2,231.77	310.68	374.19	436.98
长期投资	24.00	21.60	0.00	0.00	0.00
其他	(1,763.60)	(4,198.86)	(359.11)	(755.86)	(895.51)
投资活动现金流	(1,266.51)	(1,945.49)	(48.44)	(381.67)	(458.53)
债权融资	1,918.33	3,629.12	3,198.93	3,449.32	3,065.55
股权融资	262.68	391.58	(368.88)	8.38	8.38
其他	(1,410.08)	(2,699.84)	(3,721.29)	(3,314.73)	(3,603.17)
筹资活动现金流	770.94	1,320.85	(891.24)	142.97	(529.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	139.44	94.80	147.00	183.76	228.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,674.95	6,748.63	8,570.76	10,867.73	13,725.94
营业成本	3,795.88	5,096.19	5,896.68	7,498.73	9,361.09
营业税金及附加	30.42	32.89	57.11	71.57	88.49
营业费用	1,250.18	921.28	1,633.80	2,091.81	2,651.93
管理费用	319.79	369.18	411.40	597.72	796.10
研发费用	27.63	34.63	51.42	65.21	82.36
财务费用	63.88	82.09	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(0.17)	(2.91)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(91.81)	16.30	19.74
投资净收益	36.63	36.44	27.94	30.94	30.94
其他	(106.87)	(117.94)	127.75	(94.48)	(101.35)
营业利润	257.59	296.78	456.47	589.93	796.64
营业外收入	13.52	16.61	12.50	5.00	12.00
营业外支出	2.80	5.08	1.81	3.50	1.30
利润总额	268.31	308.32	467.16	591.43	807.34
所得税	16.86	18.88	40.84	51.71	70.59
净利润	251.45	289.43	426.31	539.72	736.75
少数股东损益	7.71	18.45	27.60	28.63	44.58
归属于母公司净利润	243.73	270.98	398.72	511.08	692.17
每股收益(元)	0.29	0.32	0.47	0.60	0.81

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.14%	18.92%	27.00%	26.80%	26.30%
营业利润	-0.15%	15.22%	53.80%	29.24%	35.04%
归属于母公司净利润	0.41%	11.18%	47.14%	28.18%	35.43%
获利能力					
毛利率	33.11%	24.49%	31.20%	31.00%	31.80%
净利率	4.29%	4.02%	4.65%	4.70%	5.04%
ROE	12.38%	10.21%	15.38%	17.06%	19.54%
ROIC	12.84%	14.92%	10.47%	12.94%	16.43%
偿债能力					
资产负债率	61.66%	66.65%	65.25%	65.11%	62.06%
净负债率	71.58%	108.03%	88.93%	79.18%	51.11%
流动比率	0.48	0.54	0.45	0.55	0.59
速动比率	0.36	0.40	0.34	0.41	0.44
营运能力					
应收账款周转率	14.23	13.89	14.32	14.14	14.11
存货周转率	18.48	16.99	17.89	18.11	18.39
总资产周转率	1.18	0.97	1.03	1.24	1.41
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.32	0.47	0.60	0.81
每股经营现金流	0.74	0.84	1.27	0.49	1.42
每股净资产	2.31	3.11	3.04	3.51	4.15
估值比率					
市盈率	61.26	55.10	37.45	29.22	21.57
市净率	7.58	5.63	5.76	4.98	4.22
EV/EBITDA	17.77	22.69	27.62	21.82	16.04
EV/EBIT	35.30	44.40	36.15	27.74	19.72

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com