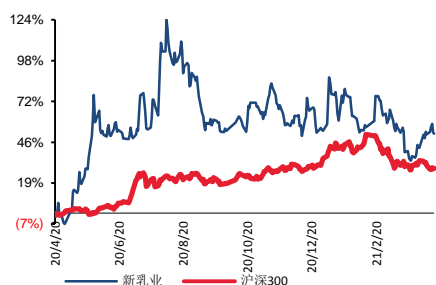


日常消费 食品、饮料与烟草

新乳业年报点评：内生经营提速、外延助力高增

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	854/159
总市值/流通(百万元)	14,846/2,771
12个月最高/最低(元)	25.90/10.75

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 蔡雪昱

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517050002

点评事件:公司2020年全年实现营业总收入67.49亿元,同增18.92%;主营收入63.42亿元,同增15.86%;归母净利润2.71亿元,同增11.18%;扣非净利2.14亿元,同增5.20%;EPS为0.32元/股;主营毛利率24.85%,同比下降1.35pct;归母净利率4.02%,同比下滑0.28pct。公司拟每10股派现0.7元(含税),分红比例22.05%。

2020Q4公司实现营业总收入20.91亿元,同增43.98%;主营毛利率约22.67%,同比下滑2.11pct;归母净利0.86亿元,同比增加32.31%。新会计准则下运费从销售费用中调整到营业成本里导致单四季度表现毛利率6.5%,同比下滑25.16pct;归母净利率4.11%,同比下滑0.36pct。

下半年内生恢复稳健双位数,外延助力快速增长:2020年收入67.49亿元,同比增长18.92%。主营收入63.42亿元,同增15.86%。由于收购寰美乳业带来收入增厚8.54亿元,净利润增厚0.52亿元。减去寰美乳业的贡献,公司全年收入58.95亿元,同增3.88%,全年净利润2.89亿元,同比减少5.58%,主因上半年疫情拖累。估算公司下半年收入、归母净利润扣除收购并表影响,内生均实现双位数的增长。

分产品看,2020年公司液体乳、奶粉、其他分别收入62.73亿元、0.70亿元、4.06亿元,同比增长15.94%、9.05%、102.53%。液体乳收入增长主因销量带动,销量同比增长21.84%,其中低温鲜奶和常温白奶增长势头亮眼,低温酸奶略下滑。

分区域来看,2020年公司西南、华东、华北、西北、其他地区销售收入分别为30.82亿元、16.87亿元、7.12亿元、6.97亿元、5.71亿元,分别同比增减-3.25%、20.67%、16.08%、2055.41%、28.15%。西北地区由于寰美乳业纳入合并报表,增幅较大。

按销售渠道分,公司直销渠道(主要为大型超市、连锁、教育局以及学校等直接购买渠道)销售收入33.21亿元,占比52.37%,同比增长13.61%;其中,电商渠道销售收入3.72亿元,同比增长54.49%,并通过与饿了么、美团等电商深度合作,拓展鲜奶到家的业务新模式。经销渠道销售收入30.21亿元,占比47.63%,同比增长18.43%。另外,

由于寰美乳业纳入合并报表，华东、西北地区经销商数量增幅较大，分别净增加 335、268 家，同比增加 38.46%、1786.67%。

夏进产品特性带来毛利率费用率变化：还原运输费为同口径后，2020 年公司主营毛利率 24.85%，略下降 1.35pct，主要系寰美乳业并表所致。寰美乳业以常温奶为主，2017-2019 年 1-11 月毛利率分别为 21.81%、20.99%、21.29%，较公司收购前相差 5-6 个点。

还原运输费后，2020 年公司销售费用率 13.65%，同比减少 1.26pct，主要和政府人工支持有关，且夏进的销售费用率较低。广告营销费用率 1.96%，同比增长 0.3pct；促销费用率 5.87%，同比增长 0.76pct。2020 年公司管理费用率 5.47%，同比上升 0.73pct。财务费用率 1.22%，同比上升 0.09pct，主要是由于借款外延并购增加使得利息支出增加所致。

一季报预告收入高增长、净利润扭亏为盈：据公司预告，2021 年 Q1 收入同比增幅超过 90%，预计收入将达 20 亿元以上。我们估计扣除夏进等并表因素，公司内生部分同比 19Q1、20Q1 收入增速分别超过 20%、40%，主因低温鲜奶今年一季度高速增长、积极拓展新渠道、加速订奶上户渠道拓展带动

Q1 预告净利润 0.27 亿元~0.32 亿元，我们将季度股权激励摊销、可转债摊销、夏进等收购带来的净资产增加带来的折旧摊销、并购融资利息等因素还原后，存量资产+外延项目经营提升带来的 Q1 净利润较 19 年同期实现翻倍甚至更高的增长（考虑去年同期由于疫情亏损 0.27 亿元，我们选择 19 年 Q1 作为更合理比较基数），扣除外延并表因素、内生增长较 19 年同期也有 30%~50%，利润实现高弹性是因为需求提升+渠道拓展拉动鲜奶产品快速增长，产品结构提升应对原奶成本上涨。

股权激励及标杆试点项目推动公司内生外延快速发展：受到疫情影响，需求在持续改善。其中，低温巴氏奶产品供不应求，同比增长较快；常温白奶和低温酸也有增长；常温酸奶和乳饮料的消费场景逐步恢复，环比不断提升。展望今年，随着疫情影响的消除，同比低基数、需求改善、品类趋势强化、渠道下沉等因素有望带动乳企实现业绩的高增长。

新乳业以“鲜战略”为品牌纲领，实施差异化竞争策略，聚焦低温类产

品，品类结构好、渠道优势强、奶源和市场布局不断优化，有望优先受益于低温和白奶的风口。制度和管理优势，成为公司加速产业链和市场全国化、推进重点品类和品牌打造、提升综合竞争实力的重要保障。看好公司的长期持续发展。

考虑股权激励计划绩效考核中，公司层面实现各期 100%解锁的条件为：以 2020 年度为基准年，2021-2023 年三期的合并营收和净利润（扣除激励费用影响后）增速均不低于 25%、56%、95%，三年翻倍。整体来看，激励对象主要集中在中高层管理，激励力度比较大，激励考核要求定得也相对严格、锚定中长期的持续高增长，有望激活管理团队的潜能。结合新乳业聚焦“鲜”战略和并购整合的发展思路分析，管理和效率是关键也是优势。未来无论内生还是外延，无论并购整合质量、投后管理输出还是经营效益提升，都有望因此得到正向刺激。

内生方面诸多试点项目推进落地。公司大力发展山东唯品，定位全国高端鲜奶、酸奶产品，拓展一线城市渠道，如高端超市、高端咖啡店等，通过激励创新深度绑定管理层，推动唯品快速发展。针对鲜奶消费基础好的大湾区市场，公司目前配备充足团队，助力收入体量快速突破。

盈利预测与评级：

公司未来 3 年的收入、利润目标绑定翻番、年化复合增速 25%，鲜战略进一步升级为“鲜立方”战略，在品类、渠道、供应链多维度的方向发展，加大产业链上下游布局，持续积极探索新标的，加速全国化发展步伐。未来规划新产品占比达两位数，用新媒体新趋势和消费者用户建立更强互动和链接，加快数字化转型的步伐。

考虑疫情影响，乳品行业的发展趋势、品类趋势，以及激励方案的考核目标和公司基本面的情况，考虑激励费用摊销的影响，调整近三年盈利预测，测算 2021-2023 年收入分别增长 32.31%、20.41%、22.02%；利润分别增长 40.23%、25.34%、32.19%；对应的 EPS 分别为 0.45、0.56、0.74。主要考虑由当前公司旗下项目经营持续提升贡献所得。剔除激励费用摊销的影响归母净利润分别增长 53.51%、24.44%、25.82%，对应的 EPS 分别为 0.45、0.56、0.74 元/股，对应 PE 为 39、31、24 倍。

考虑公司管理输出和优秀的供应链管理，具备持续较快做大规模的潜力，建议现阶段更关注经过公司管理、经营提升后的收入提速。给予目标价 23.43 元，对应 2022 年 42 倍 PE，提高至“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6748.63	8929	10751	13119
增长率(%)	18.92%	32.31%	20.41%	22.02%
归母净利润(百万元)	270.98	380.0	476.3	629.6
增长率(%)	11.18%	40.23%	25.34%	32.19%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.45	0.56	0.74

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。