

日期: 2021年04月21日

行业: 食品饮料


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2021.4.19)

报告日股价 (元)	18.04
12mth A 股价格区间 (元)	10.72-25.83
总股本 (百万股)	853.71
无限售 A 股/总股本	18.66%
流通市值 (亿元)	28.74
每股净资产 (元)	3
PBR (X)	6.02

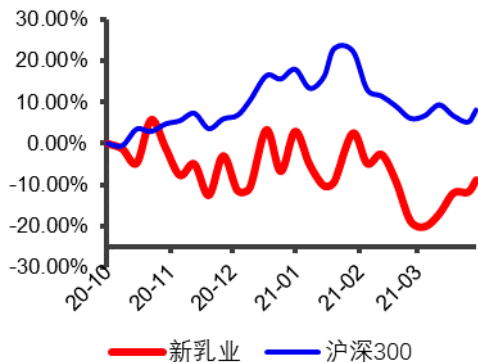
主要股东 (2020)

Universal Dairy	65.60%
新希望投资集团	15.74%
新之望	4.53%

收入结构 (2020)

液体乳	92.95%
奶粉	1.03%
其他	6.02%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《新乳业 (002946) 2020 年三季报点评: 夏进并表+内生改善, Q3 业绩高速增长》

《新乳业 (002946) 动态点评: 开展股权激励, 业绩增长目标彰显信心》

经营回暖, 开启三年倍增新征程

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报, 全年实现营收67.49亿元/+18.9%, 归属净利润为2.71亿元/+11.2%, 扣非归属净利润为2.14亿元/+5.2%。20Q4公司营收为20.91亿元/+43.9%, 归属净利润为8575万元/+31.7%。

■ 事项点评

下半年经营回暖, 低温鲜奶增长强劲

公司收入实现双位数增长, 其中夏进下半年并表贡献8.54亿元, 存量部分全年收入约58.95亿元/+3.9%, 其中下半年存量收入同增约12.6%, 公司经营回暖。分品类看, 公司液体乳/奶粉/其他业务收入分别为62.73/0.7/4.06亿元, 同比+15.9%/+9.1%/+102.5%, 其中低温鲜奶从20Q2开始恢复、Q3\Q4快速增长, 全年预计收入增长约20%, 快于行业水平; 低温酸奶由于消费场景缺失全年约个位数下滑; 常温纯奶一是疫情刺激了刚需白奶消费、二是夏进并表, 预计全年增长20%+。截止期末, 公司低温奶营收占到总收入的53%。分地区看, 西南/华东/华北/西北/其他区域收入分别为30.82/16.87/7.12/6.97/5.71亿元, 同比-3.3%/+20.7%/+16.1%/+2055.4%/+28.2%, 大本营西南略有下滑, 积极拓展的华东、华北等外埠区域增势良好。

成本上涨致毛利率承压, 下半年盈利增长回归

公司毛利率为24.5%/-8.6pct, 剔除运费调整影响后为31.2%/-1.9pct, 主要系成本端原奶价格上涨及夏进并表拉低毛利率水平, 其中公司液体乳毛利率为24.8%/-1.4pct (可比口径)。公司销售费用率为13.6%/-8.4pct, 还原后20.3%/-1.7pct, 其中广告及营销费用率为7.8%/-0.2pct、员工成本为4.1%/-0.7pct。公司毛销差为10.8%, 小幅下降0.2pct。公司财务费用率为1.2%/+0.1pct, 期末公司计息负债约36.29亿元, 占总资产的42.3%。全年公司实现归属净利润为2.71亿元/+11.2%, 实现双位数增长, 其中夏进并表净利润为0.52亿元, 可比口径下全年盈利小幅下滑, 其中20H2盈利同比增长约14%, 回归正增长, 全年公司净利率为4.0%/-0.3pct。

开启三年倍增新征程, 21Q1 高速增长

今年公司“鲜战略”将升级为“鲜立方战略”, 并从新布局、新产品、新营销、新数智、新组织、新责任等多维度发力推进三年倍增目标达成。21Q1公司预计收入同比增幅超过90%, 测算达到20亿左右, 同比19Q1增长约64%, 主要系低温奶快速增长 (鲜奶同比增超70%)、夏进并表且Q1增长20%-30%。21Q1预计盈利2700万元-3200万元, 去年同期亏损2644万元, 取中值计算同比19Q1增长约30%, 还原股权激励费用 (约900万)、可转债计提、收购资产评估增值部分折旧摊销及融资的财务费用后净利润约为6000万。

■ 投资建议

考虑到夏进并表、股权激励费用摊销等因素, 我们预计2021-2023年归属净利润分别为3.52/4.63/6.35亿元, 对应EPS分别为0.41/0.54/0.74元/股, 对应PE分别为44/33/24倍 (按2021/4/19收盘价计算)。维持“增持”评级。

■ 风险提示

疫情反复风险、原奶价格上涨风险、资产负债率较高风险、市场竞争加剧风险、食品安全风险等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6748.63	8748.28	11028.49	13716.25
年增长率		29.63%	26.06%	24.37%
归属于母公司的净利润	270.98	352.30	463.04	634.76
年增长率		30.01%	31.43%	37.08%
每股收益 (元)	0.32	0.41	0.54	0.74
PER (X)	56.83	43.71	33.26	24.26

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2021/4/19 收盘价）

损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1859.08	1955.95	2783.84	3944.53	营业总收入	6748.63	8748.28	11028.49	13716.25
现金	538.66	437.41	882.28	1645.95	营业成本	5096.19	6600.43	8272.85	10180.66
应收账款	533.88	608.88	772.64	957.79	营业税金及附加	32.89	42.63	53.75	66.84
其它应收款	33.23	45.62	53.87	69.26	营业费用	921.28	1172.27	1499.87	1906.56
预付账款	134.12	122.68	185.74	208.90	管理与研发费用	369.18	481.16	606.57	754.39
存货	466.12	517.65	642.65	794.44	财务费用	82.09	103.38	95.99	87.47
其他	153.06	223.71	246.67	268.19	资产减值损失	-2.91	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6719.74	6995.08	7173.71	7283.74	公允价值变动及其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1444.72	1484.72	1524.72	1564.72	投资净收益	36.44	40.00	40.00	40.00
固定资产	3511.27	3678.38	3765.09	3817.00	营业利润	296.78	390.98	517.64	714.06
无形资产	1664.17	1732.39	1784.32	1802.44	营业外收入	16.61	0.00	0.00	0.00
其他	99.58	99.58	99.58	99.58	营业外支出	5.08	5.00	5.00	5.00
资产总计	8578.82	8951.03	9957.55	11228.27	利润总额	308.32	402.98	529.64	726.06
流动负债	3447.32	3501.31	4096.39	4788.51	所得税	18.88	24.98	32.84	45.02
短期借款	1170.81	896.01	875.68	1018.08	净利润	289.43	377.99	496.80	681.04
应付账款	647.39	773.59	954.65	1184.00	少数股东损益	18.45	25.69	33.76	46.28
其他	1629.13	1831.71	2266.06	2586.43	归属母公司净利润	270.98	352.30	463.04	634.76
非流动负债	2270.73	2270.73	2270.73	2270.73	EBITDA	659.50	803.22	981.78	1234.49
长期借款	1419.44	1419.44	1419.44	1419.44	EPS (元)	0.32	0.41	0.54	0.74
其他	851.29	851.29	851.29	851.29					
负债合计	5718.06	5772.04	6367.12	7059.25	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	206.81	232.50	266.26	312.55	成长能力				
股本	853.71	853.71	853.71	853.71	营业收入	0.19	0.30	0.26	0.24
资本公积	539.39	539.39	539.39	539.39	营业利润	0.15	0.32	0.32	0.38
留存收益	883.59	1176.14	1553.81	2086.12	归属母公司净利润	0.11	0.30	0.31	0.37
归属母公司股东权益	2653.95	2946.50	3324.17	3856.48	获利能力				
负债和股东权益	8578.82	8951.03	9957.55	11228.27	毛利率	0.24	0.25	0.25	0.26
					净利率	0.04	0.04	0.04	0.05
					ROE	0.10	0.12	0.14	0.16
					ROIC	0.06	0.09	0.12	0.16
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
经营活动现金流	734.10	966.66	1230.17	1394.19	资产负债率	0.67	0.64	0.64	0.63
净利润	289.43	377.99	496.80	681.04	净负债比率	1.37	1.14	1.00	0.90
折旧摊销	365.03	395.17	441.47	495.27	流动比率	0.54	0.56	0.68	0.82
财务费用	84.07	114.85	111.50	117.18	速动比率	0.40	0.41	0.52	0.66
投资损失	-36.44	-40.00	-40.00	-40.00	营运能力				
营运资金变动	13.85	130.65	232.40	152.70	总资产周转率	0.97	1.00	1.17	1.29
其他	18.15	-12.00	-12.00	-12.00	应收账款周转率	13.99	15.31	15.97	15.85
投资活动现金流	-1945.49	-618.51	-568.10	-553.30	应付账款周转率	11.50	12.31	12.76	12.83
资本支出	-564.73	-618.51	-568.10	-553.30	每股指标(元)				
长期投资	-1395.79	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.32	0.41	0.54	0.74
其他	15.03	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.86	1.13	1.44	1.63
筹资活动现金流	1320.85	-449.41	-217.21	-77.22	每股净资产	3.11	3.45	3.89	4.52
短期借款	0.00	-274.80	-20.34	142.40	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	56.83	43.71	33.26	24.26
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	5.80	5.23	4.63	3.99
资本公积增加	0.00	-100.00	-80.00	-50.00	EV/EBITDA	28.04	3.63	36.67	28.66
其他	1320.85	-74.61	-116.87	-169.62					
现金净增加额	109.46	-101.25	444.87	763.67					

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。