

# 新乳业 (002946.SZ)

## Q1 如期开门红，外延内增并举发展

**事件：公司发布一季报。**2021Q1 公司实现营业总收入 20.14 亿元，同增 90.88%，实现归母净利润 2922 万元，去年同期亏损 2644 万元，基本符合此前预期。

**收入符合预期，内生较快增长。**考虑到公司 2021Q1 合并口径发生较大变化，剔除掉并表影响，我们预计公司内生收入约 15 亿元，同增约 40%，同比 2019 年增速为 23% 左右，依旧保持较快增速。去年同期，公司受疫情影响，销售受阻，收入下滑，随着国内疫情得到控制以及公司及时制定和调整一系列生产经营预案，从 2020Q2 开始公司业务逐渐恢复。同时，疫情推动消费对新鲜营养乳制品的需求，加速了从常温奶到低温奶的消费升级趋势。

**有效应对成本上行，盈利能力同比改善。**毛利率方面，公司 2021Q1 毛利率 25.3%，同比下降 6.6pct，主要系会计政策调整影响，剔除其影响后，公司实际毛利率同比有所提升。在原奶价格上行的趋势下，公司通过多措并举，有效的应对的成本上行风险。费用率方面，Q1 公司销售费用率 15.2%，同比下降 7.1pcts，管理费用率 6.2%，同比下降 0.8pct。综合来看，公司归母净利润率 1.5%，去年同期-2.5%。同时，考虑到公司股权激励和可转债费用以及收购带来的折旧摊销，则实际净利润预计为 5000 万元，净利率约 2.5%。

**Q1 良好开局，3 年倍增目标奠定坚实基础。**2021 年是公司制定新战略、开启新征程的元年，公司 Q1 交出了一份优秀的答卷，也为 3 年倍增的目标奠定了坚实基础。在“鲜立方”战略的指引下，持续推动新赛道、新品类的发展，加速全国化发展步伐。中长期来看，公司内延外增并举，形成了成熟的资本运作和投后管理体系，在持续的外延并购的基础上，子公司的运营管理效率和盈利水平也在持续提升。

**盈利预测与投资建议：**我们维持公司 2021-2023 归母净利润预测 3.78/4.92/6.32 亿元，同增 39.4%/30.2%/28.6%，对应 EPS 分别为 0.44/0.58/0.74 元，对应 PE 40/30/24 倍。维持公司目标价 24 元，对应 2021 年 54 倍 PE，维持“增持”评级。

**风险提示：**并购整合低于预期；竞争加剧风险；成本上行风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,675	6,749	8,866	11,212	14,051
增长率 yoy (%)	14.1	18.9	31.4	26.5	25.3
归母净利润(百万元)	244	271	378	492	632
增长率 yoy (%)	0.4	11.2	39.4	30.2	28.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.32	0.44	0.58	0.74
净资产收益率 (%)	12.2	10.1	12.4	14.3	15.7
P/E (倍)	61.2	55.1	39.5	30.4	23.6
P/B (倍)	7.6	5.8	5.1	4.5	3.8

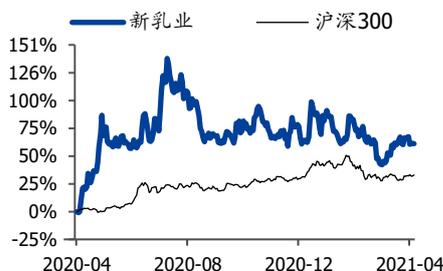
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
04 月 28 日收盘价	17.48
总市值(百万元)	14,922.86
总股本(百万股)	853.71
其中自由流通股(%)	18.66
30 日日均成交量(百万股)	3.63

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

##### 分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

#### 相关研究

- 《新乳业 (002946.SZ)：全年业绩符合预期，Q1 迎来开门红》2021-04-15
- 《新乳业 (002946.SZ)：外延布局再落子，协同效应值得期待》2021-01-06
- 《新乳业 (002946.SZ)：股权激励落地，注重长期稳健成长》2020-12-16



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38934111  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com