

公司研究

一季度业绩高增，低温鲜奶快速增长

——新乳业（002946.SZ）2021年一季报点评

要点

事件：4月28日，新乳业发布2021年一季报。报告期内，公司实现营业收入20.14亿元，同比+90.88%；实现归母净利润0.29亿元，同比+210.51%。公司业绩整体符合市场预期。

外延并购推动收入增长，低温鲜奶风口已至。公司21Q1收入增速较快主要系：1) 受就地过年倡议影响，公司在春节期间根据不同人群分析，快速调整销售、供应链策略，积极执行见成效；2) 20Q1受疫情影响，销售受阻，收入下滑，基数较低，今年寰美乳业、新澳乳业等纳入合并报表范围，为收入带来大幅增长；3) 低温奶风口下，公司低温鲜奶增速高于常温白奶，贡献收入增长。2021年3月1日起，一只酸奶牛并入上市公司报表，计划未来3年推动一只酸奶牛高速发展，实现门店数量翻番。看点在于：1) 消费升级大背景下，消费者更注重营养和品质，一只酸奶牛客户黏性高，发展空间广阔；2) 目前川渝地区和陕西分别有门店1000多家，其他省份还存在很大的渠道下沉空间；3) 公司从研发创新到团队管理多方面赋能，确保一只酸奶牛利润持续高增长。外延内生双重驱动下，公司业绩有望保持高速增长。

费用收缩有效应对成本上涨。1) 公司21Q1综合毛利率为25.3%，同比-6.56pcts，主要系①原奶价格上涨；②寰美乳业于20Q3并表，主营业务毛利率较低；③会计准则变更，运输费用调整至营业成本。2) 公司21Q1销售费用率为15.24%，同比-7.11pct，剔除运费影响后销售费用率仍略有下降，主要系①奶价上升周期中，中低端产品促销政策有所收缩；②寰美乳业销售费用率较低。公司计划2021年持续投入广告，促销相对控制，预计今年销售费用投放保持稳定。3) 公司21Q1管理费用率为6.24%，同比-0.83pcts，运营管理效率提升。4) 综合来看，公司21Q1净利率1.72%，同比+4.25pcts，盈利能力改善。

核心团队股票激励，促进三年收入翻番计划稳步推进。2月2日，新乳业发布《关于向激励对象授予限制性股票的公告》，宣布向公司41名激励对象授予1378万股限制性股票。到2023年，激励对象获授限制性股票100%解除限售的要求是该年度合并营业收入和净利润与2020年相比，增长率均不低于95%，促进公司三年内营业收入和净利润翻番计划的稳步推进。

盈利预测、估值与评级：股权激励计划提升团队士气，外延内生驱动公司业绩持续增长，维持公司2021/2022/2023年归母净利润预测为3.50/4.40/5.52亿元，折合2021-2023年EPS为0.41/0.52/0.65元，当前股价对应21-23年PE为43x/34x/27x，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，市场潜在规模预判下行，经济大幅下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,675	6,749	8,451	10,580	13,233
营业收入增长率	14.14%	18.92%	25.23%	25.19%	25.07%
净利润(百万元)	244	271	350	440	552
净利润增长率	0.41%	11.18%	29.29%	25.71%	25.45%
EPS(元)	0.29	0.32	0.41	0.52	0.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.38%	10.21%	11.90%	13.33%	14.72%
P/E	61	55	43	34	27
P/B	7.6	5.6	5.1	4.5	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-28

买入（维持）

当前价：17.48元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

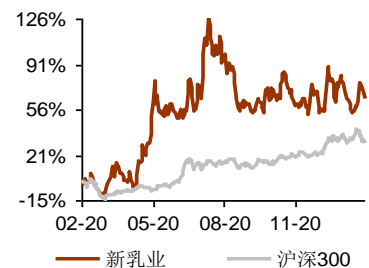
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.54
总市值(亿元)	149.23
一年最低/最高(元)	10.68/25.92
近3月换手率	38.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.79	-6.36	60.79
绝对	10.62	-5.53	61.62

资料来源：Wind

相关研报

20Q4 收入利润高增长，三年倍增计划开启新征程——新乳业（002946.SZ）2020 年年报点评（2021-04-15）

整装待发，重新起航——新乳业（002946.SZ）资产重组公告点评（2020-05-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,675	6,749	8,451	10,580	13,233
营业成本	3,796	5,096	6,298	7,831	9,728
折旧和摊销	311	352	451	535	626
税金及附加	30	33	41	52	64
销售费用	1,250	921	1,171	1,529	1,965
管理费用	320	369	462	600	777
研发费用	28	35	43	54	76
财务费用	64	82	115	99	89
投资收益	37	36	0	0	0
营业利润	258	297	404	521	662
利润总额	268	308	414	531	672
所得税	17	19	25	33	41
净利润	251	289	389	499	631
少数股东损益	8	18	38	58	78
归属母公司净利润	244	271	350	440	552
EPS(按最新股本计)	0.29	0.32	0.41	0.52	0.65

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	635	719	770	1,074	1,352
净利润	244	271	350	440	552
折旧摊销	311	352	451	535	626
净营运资金增加	-55	-175	342	271	260
其他	135	271	-374	-173	-86
投资活动产生现金流	-1,267	-1,945	-1,003	-1,201	-1,293
净资本支出	-547	-565	-1,069	-1,176	-1,293
长期投资变化	410	431	0	0	0
其他资产变化	-1,129	-1,812	66	-25	0
融资活动现金流	771	1,321	539	340	206
股本变化	85	0	0	0	0
债务净变化	394	1,711	700	488	369
无息负债变化	215	700	109	333	485
净现金流	137	95	306	213	265

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.1%	24.5%	25.5%	26.0%	26.5%
EBITDA 率	11.2%	10.9%	11.6%	11.0%	10.5%
EBIT 率	5.6%	5.5%	6.2%	6.0%	5.8%
税前净利润率	4.7%	4.6%	4.9%	5.0%	5.1%
归母净利润率	4.3%	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%
ROA	4.7%	3.4%	4.0%	4.6%	5.1%
ROE (摊薄)	12.4%	10.2%	11.9%	13.3%	14.7%
经营性 ROIC	9.7%	6.9%	8.1%	8.5%	9.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	62%	67%	67%	67%	66%
流动比率	0.48	0.54	0.54	0.57	0.61
速动比率	0.36	0.40	0.41	0.43	0.46
归母权益/有息债务	1.03	0.73	0.68	0.69	0.72
有形资产/有息债务	2.58	1.90	1.86	1.94	2.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,364	8,579	9,717	10,957	12,338
货币资金	446	539	845	1,058	1,323
交易性金融资产	6	141	10	10	10
应收帐款	431	534	669	837	1,047
应收票据	3	4	5	6	7
其他应收款 (合计)	29	33	42	53	66
存货	328	466	578	718	893
其他流动资产	14	9	9	9	9
流动资产合计	1,299	1,859	2,323	2,897	3,611
其他权益工具	613	995	995	995	995
长期股权投资	410	431	431	431	431
固定资产	2,019	2,721	3,257	3,803	4,359
在建工程	158	127	144	160	177
无形资产	226	617	576	537	502
商誉	113	992	992	992	992
其他非流动资产	110	72	135	135	135
非流动资产合计	4,065	6,720	7,394	8,060	8,727
总负债	3,308	5,718	6,527	7,348	8,202
短期借款	1,363	1,171	2,200	2,688	3,056
应付账款	526	647	837	1,018	1,264
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	117	0	87	55	103
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,733	3,447	4,264	5,054	5,877
长期借款	418	1,419	1,419	1,419	1,419
应付债券	0	610	610	610	610
其他非流动负债	116	139	152	184	214
非流动负债合计	575	2,271	2,263	2,295	2,325
股东权益	2,056	2,861	3,190	3,608	4,136
股本	854	854	854	854	854
公积金	575	582	617	661	716
未分配利润	628	841	1,096	1,413	1,807
归属母公司权益	1,969	2,654	2,945	3,305	3,754
少数股东权益	87	207	245	304	382

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.03%	13.65%	13.85%	14.45%	14.85%
管理费用率	5.64%	5.47%	5.47%	5.67%	5.87%
财务费用率	1.13%	1.22%	1.36%	0.93%	0.68%
研发费用率	0.49%	0.51%	0.51%	0.51%	0.57%
所得税率	6%	6%	6%	6%	6%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.07	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	0.74	0.84	0.90	1.26	1.58
每股净资产	2.31	3.11	3.45	3.87	4.40
每股销售收入	6.65	7.91	9.90	12.39	15.50

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	61	55	43	34	27
PB	7.6	5.6	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	26.6	25.7	19.7	17.1	14.7
股息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE