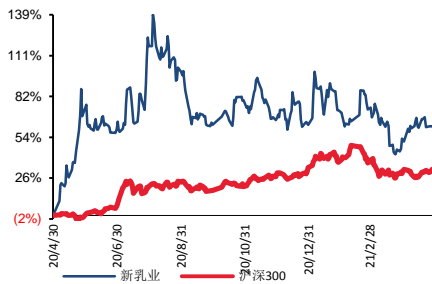


日常消费 食品、饮料与烟草

## 新乳业一季报点评: 鲜奶高增, 收入利润均表现靓丽

### ■ 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)	14,957/2,791
12个月最高/最低(元)	25.90/10.85

### 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:** 新乳业发布 2021 年一季报, 一季度营收、归母净利润、归母扣非分别为 20.14 亿元、0.29 亿元、0.21 亿元, 分别同增 90.88%、210.51%、163.66%; 主营毛利率 25.30%, 同比下滑 6.58pct; 归母净利率 1.44%, 同比提升 3.90pct。

一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金 23.34 亿元, 同增 93.65%; 经营活动现金流净额 1.71 亿元, 同增 206.99%。应收款项(应收票据+应收账款) 5.74 亿元, 同比增加 34.62%, 环比增加 6.69%; 合同负债 1.36 亿元, 同比增加 26.09%, 环比减少 20.47%; 存货 4.86 亿元, 同比增加 9.00%, 环比增加 4.29%。

**鲜奶高增, 内生、外延带动一季度收入高增长:** 一季度公司实现营收 20.14 亿元, 同增 90.88%。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。其中估计鲜奶同比增长 70%, 鲜奶明星产品 24 小时和低温酸奶活润也都有良好的市场反应。

**利润快速增长, 结构提升等举措较好应对成本上行:** 主营毛利率 25.30%, 同比下滑 6.58pct, 推测原因: 1) 会计准则运输费由销售费用调整至成本所致, 将运输费统一至同口径, 估算主营毛利率同比提升 1.70pct; 2) 21Q1 行业原奶同比增长达双位数, 公司通过提升结构、理性竞争等积极应对, 较好覆盖成本上涨。

费用方面, 公司税金及附加费用率 0.51%, 同比下滑 0.07pct; 销售费用率 15.24%, 同比下滑 7.13pct, 估算统一运输费口径后销售费用率同比提升 1.15pct; 管理费用率 6.26%, 同比下滑 0.85pct, 管理费用含股权激励计划产生的摊销金额 0.09 亿元; 财务费用率 1.44%, 同比下滑 0.17pct, 因公司 20 年 12 月发行 7.18 亿可转债用于收购寰美乳业 40% 股权及补充流动资金, 相应财务费用含债券利息 0.081 亿元。

一季度归母净利润 0.29 亿元、同增 210.51%, 同比 19 年增长 29.06%;

公司归母净利率 1.44%，同比提升 3.90pct，同比 19 年下滑 0.44pct。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 年同期实现同比增长 170.52%（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 年同期同比增长 29.06%，利润实现好于收入端的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。

**经营质量健康：**一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金 23.34 亿元，同增 93.65%；经营活动现金流净额 1.71 亿元，同增 206.99%。应收款项（应收票据+应收账款）5.74 亿元，同比增加 34.62%、环比增加 6.69%，其中，应收账款同比增加 35.03%、环比增加 7.12%，应收票据同比减少 24.67%，环比减少 41.74%；合同负债 1.36 亿元，同比增加 26.09%，环比减少 20.47%；存货 4.86 亿元，同比增加 9.00%，环比增加 4.29%，推测是因合并寰美乳业所致。

**未来展望：外延管理输出+内生创新试点，鲜奶板块战略全面升级：**今年随着疫情影响的消除，低温巴氏奶产品供不应求，同比增长较快；常温白奶势头强劲，低温酸恢复增长；常温酸奶和乳饮料的消费场景逐步恢复。今年外延全年并表、需求提升、品类趋势强化、新品创新、渠道下沉等因素有望带动公司实现业绩的高增长。

同时公司大力推进内部项目创新试点，提升内生增长中枢、以部分抵消外延并购落地的不确定性，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。

今年是公司新战略元年，鲜战略全面升级为鲜立方战略，加大整个产业链上下游的布局、加快创新提升新品占比到双位数，新媒体新趋势新营销，数字化转型，试点以唯品大湾区为代表的新的组织变革。

#### 盈利预测与评级：

公司股权激励考核目标未来 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，加速全国化发展

步伐。我们测算 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能力，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，维持“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
PE	54.79	39.07	31.17	23.58

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。