

新乳业 (002946)

公司研究/点评报告

21Q2 收入延续高增，子公司加快泛全国化战略

——新乳业 (002946) 2021 年半年度业绩预告点评

点评报告/食品饮料

2021 年 07 月 12 日

一、事件概述

7 月 11 日公司发布 2021 年半年度业绩预告，预计 21H1 营收大于 40.90 亿元，同比增速高于 60%；预计归母净利润为 1.43~1.53 亿元，同比+87%~100%；预计基本 EPS 为 0.17~0.18 元。

二、分析与判断

➤ 基数较低+内生增长+并表红利，21Q2 收入延续高增态势

21H1 公司预计营收大于 40.90 亿元，同比增速高于 60%，较 19H1 增速高于 51%；折合 21Q2 营收大于 20.76 亿元，同比增速高于 38%。公司二季度收入端延续高增态势，预计主要得益于：(1) 低基数效应：20Q2 延迟开学与社区封闭管理导致收入端处于较低水平；(2) 内生增长：受益于低温奶渗透率提升以及活润酸奶新品放量，预计 21Q1 公司内生部分仍有 10%左右的双位数增长，其中预计鲜奶与常温白奶贡献主要增量；(3) 外延并购：公司在 2020 年 7 月并表寰美乳业，2021 年 3 月并表“一只酸奶牛”，均带来收入增量。

➤ 原奶成本上涨+股权激励与转债费用摊销，21Q2 净利率短期承压

21H1 预计归母净利润为 1.43~1.53 亿元，同比+87%~100%，较 19H1 增长 38%~47%；折合 21Q2 归母净利润为 1.14~1.24 亿元，同比+10%~20%。我们认为二季度利润端增速低于收入端，主要归因于：(1) 成本压力：21H1 国内原奶价格同比涨幅最高攀升至 20%左右，公司外部奶源占比近 65%，成本压力在 21Q2 体现较为明显；(2) 费用摊销：公司 2020 年开展股权激励与发行转债，公司预计 21H1 激励成本摊销金额为 0.22 亿元，转债利息及摊销金额为 0.16 亿元，若剔除二项费用扰动，21H1 归母净利润同比+47%~57%，与收入端增速较为接近。

净利率：21H1 公司归母净利率为 3.5%~3.7%，同比+0.4~0.6ppt；折合 21Q2 净利率为 5.5%~6.0%，同比-1.4 至-0.9ppt。若剔除股权激励与转债费用影响，21H1 归母净利率 4.4%~4.7%，同比+1.3~1.5ppt，预计主要得益于：(1) 并表后的规模效应；(2) 联营公司重庆天友扩大盈利导致投资收益增加。

➤ 新并购子公司相继发布长期战略规划，泛全国化逻辑加快兑现

夏进乳业预计未来 5 年收入规模翻倍：6 月 24 日，新希望乳业发布夏进战略规划，从战略、产品、区域三大方面研判夏进未来成长空间。(1) 战略方面，将夏进定位转变为“生产+基地”型企业，打造为新乳业的产能枢纽和大本营市场。(2) 产品方面，强化低温优势领域，进一步加大对低温产品的研发储备；补充高端常温产线，利用新乳业现有渠道铺设基地型常温产品。(3) 区域方面，设定三条增长路线，夯实作为核心增长型市场的宁夏，拓展再造增长型市场的陕甘宁，布局作为机会增长型市场的全国。

“一只酸奶牛”计划开店数达 3000~5000 家：7 月 5 日，一只酸奶牛召开并购后的首次董事会，提出“打造新式酸奶饮第一品牌”目标，目标未来三年门店拓展至 3000~5000 家。我们认为并购一只酸奶牛将在产品、品牌、渠道多个领域与公司原有体系形成较强的协同效应，助力公司收入端提速与改善盈利能力。

长期看，内生持续增长+加快外延并购，泛全国化逻辑加快兑现。(1) 内生增长：我们判断行业未来趋势为低温奶逐步替代常温奶，公司将凭借并购整合+多品牌战略+产品创新等多项优势享受行业发展红利；**(2) 外延并购：**公司目前处于第三轮并购的加速期，我们判断公司未来更偏好收购具备优质奶源的企业，将催化新一轮股票投资机会，并且考虑到资产负债率偏高，不排除通过股权融资来解决并购资金的可能性。

推荐

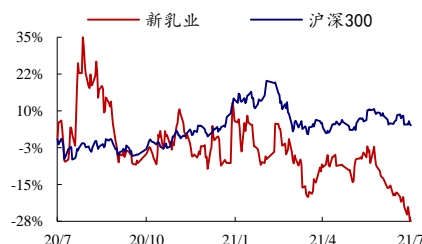
维持评级

当前价格：13.79 元

交易数据 2021-7-9

近 12 个月最高/最低(元)	25.9/13.75
总股本(百万股)	867
流通股本(百万股)	146
流通股比例(%)	16.86
总市值(亿元)	120
流通市值(亿元)	20

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 新乳业 (002946) 2021 年一季报点评：Q1 业绩显著提速，内生+并购助力泛全国化战略
2. 新乳业 (002946) 2020 年报点评：Q4 业绩显著提速，21 年步入成长加速期

三、投资建议

预计 2021-2023 年实现营收 87.01/110.33/138.13 亿元，同比+28.9%/+26.8%/+25.2%；实现归母净利润 4.13/5.30/6.75 亿元，同比+52.5%/28.3%/27.3%，按照最新总股本计算，EPS 为 0.48/0.61/0.78 元，目前股价对应 PE 为 29/23/18X。公司估值高于乳制品可比公司 2021 年 PE 约 24X（Wind 一致预期，算数平均法）的水平。考虑到公司内生增长及外延并购双轮驱动逻辑清晰，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧，食品安全问题，并购效果不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,749	8,701	11,033	13,813
增长率（%）	18.9%	28.9%	26.8%	25.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	271	413	530	675
增长率（%）	11.2%	52.5%	28.3%	27.3%
每股收益（元）	0.31	0.48	0.61	0.78
PE（现价）	44.13	28.94	22.55	17.72
PB	5.75	3.90	3.32	2.80

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,749	8,701	11,033	13,813
营业成本	5,096	6,504	8,150	10,070
营业税金及附加	33	44	55	69
销售费用	921	1,223	1,605	2,100
管理费用	369	452	574	760
研发费用	35	44	56	70
EBIT	294	435	593	745
财务费用	82	59	59	57
资产减值损失	-3	-20	-70	-101
投资收益	36	52	62	80
营业利润	297	471	604	768
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	308	471	604	768
所得税	19	29	37	48
净利润	289	441	566	721
归属于母公司净利润	271	413	530	675
EBITDA	659	665	927	1,127
资产负债表 (百万元)				
货币资金	539	508	652	1,128
应收账款及票据	538	680	870	1,084
预付款项	134	121	183	207
存货	466	579	735	902
其他流动资产	183	193	204	218
流动资产合计	1,859	2,081	2,645	3,540
长期股权投资	431	431	431	431
固定资产	2,721	3,061	3,422	3,617
无形资产	617	813	1,107	1,352
非流动资产合计	6,720	7,314	7,967	8,420
资产合计	8,579	9,395	10,612	11,960
短期借款	1,171	1,171	1,171	1,171
应付账款及票据	647	864	1,059	1,324
其他流动负债	1,629	1,787	2,242	2,605
流动负债合计	3,447	3,822	4,472	5,100
长期借款	1,419	1,419	1,419	1,419
其他长期负债	851	851	851	851
非流动负债合计	2,271	2,271	2,271	2,271
负债合计	5,718	6,093	6,743	7,370
股本	854	867	867	867
少数股东权益	207	235	271	317
股东权益合计	2,861	3,302	3,869	4,589
负债和股东权益合计	8,579	9,395	10,612	11,960

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	18.9%	28.9%	26.8%	25.2%
EBIT 增长率	17.3%	47.7%	36.3%	25.7%
净利润增长率	11.2%	52.5%	28.3%	27.3%
盈利能力				
毛利率	24.5%	25.3%	26.1%	27.1%
净利润率	4.3%	5.1%	5.1%	5.2%
总资产收益率 ROA	3.2%	4.4%	5.0%	5.6%
净资产收益率 ROE	10.2%	13.5%	14.7%	15.8%
偿债能力				
流动比率	0.54	0.54	0.59	0.69
速动比率	0.37	0.36	0.39	0.48
现金比率	0.16	0.13	0.15	0.22
资产负债率	66.7%	64.9%	63.5%	61.6%
经营效率				
应收账款周转天数	28.87	28.30	28.59	28.45
存货周转天数	33.38	32.48	32.93	32.71
总资产周转率	0.79	0.93	1.04	1.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.48	0.61	0.78
每股净资产	3.06	3.54	4.15	4.93
每股经营现金流	0.83	0.98	1.42	1.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	44.13	28.94	22.55	17.72
PB	5.75	3.90	3.32	2.80
EV/EBITDA	27.48	22.66	16.11	12.82
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	289	441	566	721
折旧和摊销	365	230	334	382
营运资金变动	-7	123	230	208
经营活动现金流	719	851	1,235	1,433
资本开支	-565	-839	-1,090	-972
投资	-1,396	-30	0	0
投资活动现金流	-1,945	-817	-1,027	-892
股权募资	0	13	0	0
债务募资	2,621	0	0	0
筹资活动现金流	1,321	-64	-64	-64
现金净流量	95	-30	144	476

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。