

新乳业 (002946.SZ)

业绩符合预告，正处发展黄金期

2021年08月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

叶松霖 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

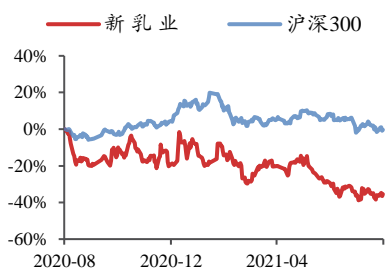
yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060001

日期	2021/8/27
当前股价(元)	14.08
一年最高最低(元)	22.26/12.91
总市值(亿元)	122.11
流通市值(亿元)	20.59
总股本(亿股)	8.67
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	185.71

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-内生增长、外延并购齐发力，业绩稳步增长》-2021.7.13

《公司信息更新报告-业绩符合预告，三年倍增可期》-2021.4.29

《公司信息更新报告-2021Q1 业绩高增，内生、外延并进助力增长》-2021.4.16

● 业绩符合预告，维持“增持”评级

公司 2021Q2 营收 23.0 亿元，同比增 53.4%；归母净利 1.17 亿元，同比增 13.4%。我们维持盈利预测，2021-2023 年净利为 3.6、4.9、6.8 亿元，EPS 为 0.43、0.58、0.80 元，当前股价对应 PE 为 33.0、24.3、17.7 倍，公司内生增长、外延并购双轮驱动，股权激励目标三年倍增可期，维持“增持”评级。

● 2021Q2 内生、外延并购业务均稳步增长

(1) 从产品看: 2021H1 液体乳、奶粉营收分别增 67.8%、15.4%，其中鲜奶同比增 60%。2020Q2 营收同比增 53.4%，主因 2020Q2 受疫情影响渠道尚在恢复中、2021Q2 需求旺盛下内生业务稳步增长、夏进乳业及一只酸奶牛贡献外延增量。(2) 从渠道看: 线上、线下渠道齐发力，其中线上渠道增速较快，2021H1 同比增 112%。(3) 从地区看: 公司稳步自西南向外扩张，2021H1 华东、华北、西北均快速增长，营收同比分别增 57.9%、29.4%、7049.0%。展望 2021 年，内生、外延齐发力下公司营收仍可稳步增长。

● 2021Q2 净利率下滑主因毛利率下降

2021Q2 公司净利率同比降 1.5pct 至 5.6%，主因毛利率同比降 8.6pct 至 26.4%。毛利率下滑主因新收入准则下销售费用中的运输费用需调整至营业成本及并购夏进影响。剔除这两项影响后，毛利率较为稳定。2021Q2 管理费用率同比增 0.7pct 至 5.6%，主因新增股权激励摊销费用。展望 2021 年，原奶仍处于上行周期，公司可通过产品结构升级、提高自有奶源比例等方式缓解原奶成本压力；自西南向外扩张期间预计费率仍处高位，预计公司 2021 年可达成股权激励的考核目标。

● 坚持鲜立方战略，全渠道布局，内生、外延齐助力公司快速增长

公司坚持鲜立方战略，自产品、品牌、渠道、用户等角度提升自身核心竞争力。稳步扩展线下渠道，大力开拓电商、新零售、本地生活等业务，推动渠道立体化。展望未来，随着全渠道发力、上游布局完善，内生、外延可助力新乳业快速增长。

● 风险提示: 宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,675	6,749	8,765	11,140	13,982
YOY(%)	14.1	18.9	29.9	27.1	25.5
归母净利润(百万元)	244	271	364	494	681
YOY(%)	0.4	11.2	34.5	35.7	37.7
毛利率(%)	33.1	24.5	25.0	25.8	26.6
净利率(%)	4.3	4.0	4.2	4.4	4.9
ROE(%)	12.2	10.1	12.2	14.7	17.2
EPS(摊薄/元)	0.29	0.32	0.43	0.58	0.80
P/E(倍)	49.3	44.4	33.0	24.3	17.7
P/B(倍)	6.1	4.7	4.2	3.7	3.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1299	1859	2037	2599	3133
现金	446	539	463	588	738
应收票据及应收账款	434	538	725	880	1134
其他应收款	29	33	48	55	74
预付账款	41	134	94	196	167
存货	328	466	559	730	870
其他流动资产	20	149	149	149	149
非流动资产	4065	6720	7561	8463	9460
长期投资	410	431	485	538	593
固定资产	2343	3384	4051	4797	5645
无形资产	226	617	672	737	811
其他非流动资产	1086	2288	2354	2391	2411
资产总计	5364	8579	9598	11061	12593
流动负债	2733	3447	4444	5840	7049
短期借款	1363	1171	1750	2696	3308
应付票据及应付账款	527	647	867	1038	1327
其他流动负债	843	1629	1828	2106	2415
非流动负债	575	2271	1963	1638	1307
长期借款	418	2030	1722	1397	1066
其他非流动负债	157	241	241	241	241
负债合计	3308	5718	6407	7478	8357
少数股东权益	87	207	232	265	312
股本	854	854	854	854	854
资本公积	539	539	539	539	539
留存收益	664	884	1189	1602	2172
归属母公司股东权益	1969	2654	2959	3318	3925
负债和股东权益	5364	8579	9598	11061	12593

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	635	719	1027	1117	1652
净利润	251	289	389	528	727
折旧摊销	321	365	387	489	609
财务费用	64	82	106	134	152
投资损失	-37	-36	-35	-37	-36
营运资金变动	28	14	163	-13	182
其他经营现金流	7	5	18	17	18
投资活动现金流	-1267	-1945	-1210	-1371	-1587
资本支出	602	634	788	848	943
长期投资	-715	-190	-53	-54	-54
其他投资现金流	-1380	-1501	-476	-576	-698
筹资活动现金流	771	1321	-471	-567	-526
短期借款	292	-192	0	0	0
长期借款	183	1612	-308	-325	-331
普通股增加	85	0	0	0	0
资本公积增加	321	0	0	0	0
其他筹资现金流	-110	-98	-164	-242	-195
现金净增加额	137	95	-655	-821	-461

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5675	6749	8765	11140	13982
营业成本	3796	5096	6572	8266	10263
营业税金及附加	30	33	43	54	68
营业费用	1250	921	1139	1504	1958
管理费用	320	369	535	661	794
研发费用	28	35	44	56	70
财务费用	64	82	106	134	152
资产减值损失	-0	-3	-2	-4	-4
其他收益	66	71	56	60	63
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	36	35	37	36
资产处置收益	-23	-15	-18	-17	-18
营业利润	258	297	403	550	763
营业外收入	14	17	15	16	15
营业外支出	3	5	3	3	4
利润总额	268	308	415	563	775
所得税	17	19	25	34	47
净利润	251	289	389	528	727
少数股东损益	8	18	25	34	46
归母净利润	244	271	364	494	681
EBITDA	686	862	937	1222	1586
EPS(元)	0.29	0.32	0.43	0.58	0.80

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	18.9	29.9	27.1	25.5
营业利润(%)	-0.1	15.2	35.7	36.6	38.7
归属于母公司净利润(%)	0.4	11.2	34.5	35.7	37.7
获利能力					
毛利率(%)	33.1	24.5	25.0	25.8	26.6
净利率(%)	4.3	4.0	4.2	4.4	4.9
ROE(%)	12.2	10.1	12.2	14.7	17.2
ROIC(%)	8.5	7.2	7.3	8.5	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	61.7	66.7	66.8	67.6	66.4
净负债比率(%)	79.0	115.5	114.5	116.5	102.4
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	14.2	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	8.2	8.7	8.7	8.7	8.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.32	0.43	0.58	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.84	1.20	1.31	1.93
每股净资产(最新摊薄)	2.31	3.00	3.35	3.77	4.48
估值比率					
P/E	49.3	44.4	33.0	24.3	17.7
P/B	6.1	4.7	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	20.0	17.9	16.8	13.4	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn