

## 新乳业 (002946)

公司研究/点评报告

# 收入实现高增，内生增长强劲

——新乳业 (002946) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 30 日

### 一、事件概述

8 月 27 日公司发布 2021 年中报，报告期内实现营收 43.16 亿元，同比+68.85%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比+90.58%；折合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 23.02/1.17 亿元，同比分别+53.36%/+13.37%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 上半年收入端实现高增，地区公司内生增长强劲

21H1 公司实现营收 43.16 亿元，同比+68.85%，折合 21Q2 实现营收 23.02 亿元，同比+53.36%。上半年公司收入端实现高增，一方面得益于并表寰美乳业与“一只酸奶牛”带来的红利，另一方面受益于低温奶渗透率提升以及活润酸奶等新品初步放量。若剔除寰美乳业并表因素，21H1 收入较 20H1 增长 34%（部分受益于低基数效应），较 19H1 增长 27%，连续 2 年复合增速约 13%，内生增长能力仍然较为强劲。

**分产品看**，21H1 液体乳/奶粉/其他业务收入分别为 39.75/0.37/3.03 亿元，同比+68%/15%/96%，以低温鲜奶为主的液奶业务推动整体收入实现高增。**分区域看**，21H1 西南/华东/西北/华北/其他地区收入分别为 17.2/10.21/7.27/4.33/4.13 亿元，同比+25%/58%/7049%/29%/116%，西南核心市场稳健增长，外围市场提速较为明显，其中西北地区高增则主要受益于并表寰美乳业。**地区公司方面**，21H1 天友/寰美/四川乳业/雪兰/南山收入分别为 12.07/8.87/7.83/5.97/1.65 亿元，同比+20%/24%/29%/16%/51%，新并购的寰美乳业实现较高双位数增长，再次验证公司优秀的并购整合能力。**分渠道看**，21H1 直销/经销收入分别为 19.22/20.9 亿元，同比+50%/87%，经销增速更快主要系并购的寰美乳业以经销渠道为主。**经销商方面**，21H1 经销商数量为 3543 家，较 2020 年净减少 274 家（对应增速-7%）。

#### ➤ 原奶价格压力+二项费用摊销，二季度净利率同比下滑

21H1 公司归母净利润为 1.46 亿元，同比+90.58%，落于此前预告（1.43~1.53 亿元）中枢附近；折合 21Q2 归母净利润为 1.17 亿元，同比+13.37%。上半年利润实现高增，但二季度增速环比显著放缓，一方面系今年国内原奶价格涨幅较多，公司外部奶源占比约 65%，成本压力在 21Q2 体现较为明显，另一方面公司去年推动股权激励与发行转债事项，21Q2 计入较多摊销费用。若剔除寰美并表与上述二项费用的扰动（假设未扣相应所得税），21H1 归母净利润较 20H1 增长 65%，较 19H1 增长 21%，连续 2 年复合增速约 10%。

**(1) 毛利率**：21H1 毛利率为 25.88%，同比-7.82pct(Q2 为 26.38%，同比-8.61pct)，一方面系运费调整至营业成本所致，另一方面系原奶价格涨幅较大，若剔除运费影响，21H1 毛利率同比-1.67pct，毛利短期承压。**(2) 费用率**：21H1 销售费用率 14.31%，同比-7.98pct(Q2 为 13.49%，同比-8.76pct)，若剔除运费调整影响，21H1 销售费用率同比-1.15pct，主要系得益于成本上行叠加行业需求向好，行业竞争力度有所减弱，销售费用投入明显偏少；管理费用率 5.91%，同比+0.09pct(Q2 为 5.61%，同比+0.68pct)；研发费用率 0.51%，同比-0.09pct(Q2 为 0.50%，同比-0.02pct)；财务费用率 1.38%，同比+0.08pct(Q2 为 1.34%，同比+0.23pct)，整体保持稳定。**(3) 净利率**：21H1 归母净利率为 3.39%，同比+0.39pct(Q2 为 5.08%，同比-1.79pct)，二季度利润率下滑主要归因于原奶成本压力。

**推荐**

维持评级

当前价格：14.08 元

交易数据

2021-8-27

近 12 个月最高/最低(元)	21.9/13.34
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)	122
流通市值(亿元)	21

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 年半年度业绩预告点评：21Q2 收入延续高增，子公司加快泛全国化战略

2. 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

### ► 子公司相继发布战略规划，下半年聚焦内生高质量增长

展望下半年，随着并表红利短期消失，公司将更加关注内生增长的质量与效率，21Q2夏进乳业与“一只酸奶牛”相继发布战略规划，均体现母公司将通过产业链、管理、渠道赋能实现子公司业绩提速增长。中长期看，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。

### 三、投资建议

根据公司中报业绩情况，我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现营收 87.01/110.33/138.13 亿元，同比+28.9%/+26.8%/+25.2%；实现归母净利润 3.71/4.76/6.05 亿元，同比+37.0%/28.2%/27.2%，按照最新总股本计算，EPS 为 0.43/0.55/0.70 元，目前股价对应 PE 为 33/26/20X。公司估值高于乳制品可比公司 2021 年 PE 约 25X（Wind 一致预期，算数平均法）。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

成本上涨超预期，食品安全问题，并购进度及效果不及预期等。

#### 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	371	476	605
增长率 (%)	11.2%	37.0%	28.2%	27.2%
每股收益 (元)	0.31	0.43	0.55	0.70
PE (现价)	45.06	32.89	25.65	20.17
PB	5.75	4.04	3.49	2.97

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	6,491	8,131	10,146
营业税金及附加	33	44	55	69
销售费用	921	1,223	1,608	2,102
管理费用	369	513	651	760
研发费用	35	44	56	70
EBIT	294	387	532	667
财务费用	82	59	59	59
资产减值损失	-3	-20	-70	-101
投资收益	36	52	62	80
营业利润	297	423	542	689
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	308	423	542	689
所得税	19	26	33	43
净利润	289	396	508	647
归属于母公司净利润	271	371	476	605
EBITDA	659	617	866	1,049
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	539	461	545	967
应收账款及票据	538	680	870	1,084
预付款项	134	121	183	208
存货	466	578	734	909
其他流动资产	183	193	204	218
流动资产合计	1,859	2,032	2,536	3,387
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	9,346	10,503	11,807
短期借款	1,171	1,171	1,171	1,171
应付账款及票据	647	863	1,057	1,334
其他流动负债	1,629	1,784	2,239	2,620
流动负债合计	3,447	3,818	4,466	5,124
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	6,089	6,737	7,395
股本	854	867	867	867
少数股东权益	207	232	265	306
股东权益合计	2,861	3,257	3,766	4,412
负债和股东权益合计	8,579	9,346	10,503	11,807

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
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.9%	28.9%	26.8%	25.2%
EBIT 增长率	17.3%	31.5%	37.3%	25.5%
净利润增长率	11.2%	37.0%	28.2%	27.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	24.5%	25.4%	26.3%	26.6%
净利润率	4.3%	4.6%	4.6%	4.7%
总资产收益率 ROA	3.2%	4.0%	4.5%	5.1%
净资产收益率 ROE	10.2%	12.3%	13.6%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.54	0.53	0.57	0.66
速动比率	0.37	0.35	0.36	0.44
现金比率	0.16	0.12	0.12	0.19
资产负债率	66.7%	65.1%	64.1%	62.6%
<b>经营效率</b>				
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	1.05	1.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.31	0.43	0.55	0.70
每股净资产	3.06	3.49	4.04	4.74
每股经营现金流	0.83	0.93	1.36	1.59
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	45.06	32.89	25.65	20.17
PB	5.75	4.04	3.49	2.97
EV/EBITDA	27.48	24.91	17.66	14.17
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	289	396	508	647
折旧和摊销	365	230	334	382
营运资金变动	-7	120	228	229
经营活动现金流	719	803	1,176	1,379
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	-78	84	422

## 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、乳制品、软饮料板块。

## 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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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。