



2021年8月30日

新乳业 (002946) : 外延并购+内生提质, 收入稳步增长

食品饮料

推荐 (首次覆盖) 当前股价: 13.94 元

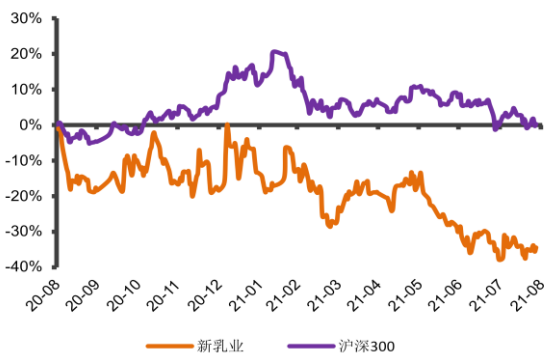
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,749	8,841	11,099	13,552
(+/-)	18.9%	31.0%	25.5%	22.1%
营业利润	297	389	527	684
(+/-)	15.2%	31.0%	35.6%	29.8%
归属母公司净利润	271	343	490	638
(+/-)	11.2%	26.6%	42.7%	30.3%
EPS (元)	0.32	0.40	0.56	0.74
市盈率	43.9	35.2	24.7	18.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	8.67/1.46
流通市值 (亿元)	20
每股净资产 (元)	2.94
资产负债率 (%)	66.7

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● **公司发布 2021 半年报。**报告期内, 公司实现营业收入 43.16 亿元, 同比上升 68.85%; 归属于母公司所有者的净利润 1.46 亿元, 同比上升 90.58%; 实现扣非后净利润 1.19 亿元, 同比增长 133.47%; 每股收益 0.17 元。其中 Q2 单季实现营业收入 23.02 亿元, 同比增长 53.36%; 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 13.37%; 每股收益 0.13 元。

● **收入稳步增长, 外延表现亮眼。**上半年公司继续坚持“鲜战略”, 业绩保持稳步增长。分产品来看, 液体乳业务收入 39.75 亿元, 同比+67.79%; 奶粉业务收入 3,732.23 万元, 同比+15.38%。分区域来看, 西南地区收入 17.21 亿元, 同比+25.35%; 华东地区收入 10.21 亿元, 同比+57.92%; 西北地区收入 7.28 亿元, 同比+7,049.03%, 主要是并表寰美乳业, 新并购的寰美乳业实现了营收同比 24% 的增长; 华北地区 4.33 亿元, 同比+29.37%。分渠道来看, 直销收入 19.22 亿元, 同比+49.92%, 其中线上直销收入 3.05 亿元, 同比+112.10%, 主要是公司大力拓展电商渠道; 经销收入 20.90 亿元, 同比+86.74%, 主要是新并购的寰美乳业以经销模式为主。

● **期间费用率控制得力, 原奶价格上涨致毛利率承压。**2021H1 综合毛利率下降 7.28pct 至 25.88%, 主要是运费调整至营业成本和原奶价格上涨所致; 期间费用率 20.94%, 同比-7.86pct, 主要是销售费用大幅减少, 其中销售费用率 13.49%, 同比-8.76pct, 主要是运费调整至营业成本所致; 管理费用率 5.61%, 同比+0.68pct, 主要合并范围增加和激励成本的摊销金额增加所致; 研发费用率保持稳定; 财务费用率 1.34%, 同比+0.24pct, 主要是合并范围增加和 2020 年 12 月公司发行可转债所致。2021H1 公司净利率 3.81%, 同比+0.67pct。

● **公司未来看点。**(1) 公司充分发挥并购整合能力, 自 2001 年起经历了三轮并购, 向全国快速扩张。第三轮并购期 (2009 年至今) 仍在进行中, 夏进、福建澳牛、一



只酸奶牛等新并入企业投后整合进展顺利，未来外延扩张有望提速；（2）公司坚持“鲜战略”，以低温奶为主导，“24 小时”系列产品为代表做极致新鲜的高品质产品。在全行业低温奶销售不振的环境下，低温产品绝对规模依然保持良好增长，其中鲜奶取得同比 60% 的增长，随着核心竞争能力的增强，市占率不断提升，公司盈利能力有望持续提高；（3）2018 年下半年以来，原奶价格持续上行，目前位于近三年的高点。2021 年 6 月底同比上涨 19.7%。各大乳企通过投资自建牧场、股权合作、长期业务合作等方式加大对奶源的控制力度。随着新建牧场投产，进口牛只数量增加，奶牛存栏数量自 2019 年进入增长通道。随着奶牛存栏数量的恢复和增长，预计原奶价格将逐步回归正常水平。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 88.41、110.99 和 135.52 亿元，EPS 分别为 0.40、0.56 和 0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 35.2、24.7 和 18.9 倍，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原奶价格上涨；食品安全问题等。



图表：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	6,749	8,841	11,099	13,552
货币资金	539	327	132	61	营业成本	5,096	6,559	8,187	9,959
应收款	571	742	910	1,119	营业税金及附加	33	43	54	66
存货	466	591	736	886	销售费用	921	1,282	1,643	2,006
其他流动资产	283	298	312	328	管理费用	369	513	622	759
流动资产合计	1,859	1,957	2,090	2,395	财务费用	82	98	105	111
非流动资产:					研发费用	35	44	55	68
金融类资产	995	1,095	1,204	1,325	费用合计	1,407	1,937	2,425	2,943
固定资产+在建工程	2,849	3,128	3,386	3,622	资产减值损失	-9	-6	-4	-3
无形资产+商誉	1,609	1,770	1,947	2,142	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	1,267	1,393	1,533	1,686	投资收益	36	37	39	41
非流动资产合计	6,720	7,386	8,070	8,774	营业利润	297	389	527	684
资产总计	8,579	9,344	10,160	11,169	加: 营业外收入	17	16	18	19
流动负债:					减: 营业外支出	5	3	3	3
短期借款	1,171	1,229	1,291	1,355	利润总额	308	402	542	700
应付账款、票据	647	916	1,089	1,317	所得税费用	19	40	33	43
其他流动负债	1,629	1,720	1,852	1,998	净利润	289	362	509	658
流动负债合计	3,447	3,866	4,232	4,670	少数股东损益	18	19	19	20
非流动负债:					归母净利润	271	343	490	638
长期借款	1,419	1,419	1,419	1,419					
其他非流动负债	851	894	939	985	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	2,271	2,313	2,358	2,405	成长性				
负债合计	5,718	6,179	6,590	7,075	营业收入增长率	18.9%	31.0%	25.5%	22.1%
所有者权益					营业利润增长率	15.2%	31.0%	35.6%	29.8%
股本	854	867	867	867	归母净利润增长率	11.2%	26.6%	42.7%	30.3%
资本公积金	539	539	539	539	总资产增长率	59.9%	8.9%	8.7%	9.9%
未分配利润	841	1,094	1,450	1,908	盈利能力				
少数股东权益	207	207	207	207	毛利率	24.5%	25.8%	26.2%	26.5%
所有者权益合计	2,861	3,164	3,570	4,094	营业利润率	4.4%	4.4%	4.8%	5.0%
负债和所有者权益	8,579	9,344	10,160	11,169	三项费用/营收	20.9%	21.9%	21.8%	21.7%
					EBIT/销售收入	6.0%	5.8%	5.9%	6.0%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	4.3%	4.1%	4.6%	4.9%
净利润	289	362	509	658	ROE	10.1%	11.4%	14.3%	16.1%
折旧与摊销	365	387	441	499	营运能力				
财务费用	84	98	105	111	总资产周转率	78.7%	94.6%	109.2%	121.3%
存货的减少	-26	-125	-145	-150	资产结构				
营运资本变化	40	98	5	19	资产负债率	66.7%	66.1%	64.9%	63.3%
其他非现金部分	-39	-139	-154	-171	现金流质量				
经营活动现金净流量	719	681	760	964	经营净现金流/净利润	2.49	1.88	1.49	1.47
投资活动现金净流量	-1,945	-766	-809	-855	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	1,321	-127	-146	-180	每股收益	0.32	0.40	0.56	0.74
现金流量净额	95	-212	-195	-71	每股净资产	3.35	3.65	4.12	4.72

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>