

新乳业(002946)

报告日期: 2021年08月29日

## Q2 收入增长超预期

### ——新乳业点评报告

✉ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002  
✉ : [denghui@stocke.com.cn](mailto:denghui@stocke.com.cn)

#### 投资要点

##### □ 事件

8月28日,公司公告2021中报。上半年,公司实现收入43.16亿元,同比增长69%,归母净利润1.46亿元,同比增长91%。

##### □ Q2 收入增长 53%, 超市场预期

1) 上半年鲜奶及新品大幅增长: 21H1, 公司收入同比增长69%, 主要由于鲜奶、新品、线上、订奶上户等业务均大幅增长, 以及寰美乳业、福建澳牛、一只酸奶牛并表因素; 业绩同比增长91%, 产品结构优化, 利润率水平进一步提高。

2) Q2 收入增长 53%: 21Q2, 公司实现收入 23.02 亿元, 同比增长 53%, 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 13%, 若剔除股权激励成本摊销及可转债利息与摊销, 公司业绩在去年 Q2 高基数上仍然实现高增长。

##### □ 硬实力: 成功塑造极致新鲜品牌、供应链护城河

1) 24 小时鲜牛乳, 打造极致新鲜品牌护城河: “新希望 24 小时鲜牛乳”, 是席刚董事长 2010 年上任后, 2011 年即带领管理团队打造的明星爆款; 基于对低温鲜奶行业的深刻理解, 塑造了极致新鲜的品牌护城河, 获得高端消费群体的认可, 凸显了席刚董事长带领的管理团队的实力。2) 掌控西部奶源, 塑造供应链护城河: 低温奶对区域性奶源、供应链体系要求高, 公司深耕西南、西北、华东等区域, 尤其重视奶源布局, 锻造极致新鲜的供应链体系, 塑造区域供应链护城河。在核心市场周边 150 公里范围, 公司重点布局牧场、加工厂, 根据我们测算, 公司牧场、加工厂至核心市场平均车程仅约 41 分钟, 20 年末公司奶源自给率达约 50%。

##### □ 看未来: 外延表现越来越靓, 内生增长如鱼得水

1) 外延表现越来越靓: 经历 3 轮并购, 公司管理层已总结出一套成熟并购整合经验, 推动公司向全国快速扩张。从 3 轮并购表现看, 每一轮并购表现均优于上一轮: 第一轮并购期是 2001-2010 年, 公司并购白帝、双峰、天香、琴牌、蝶泉、雪兰等 13 家乳企, 表现一般; 第二轮并购期是 2015-2018 年, 公司并购苏州双喜、朝日乳业、朝日农业、湖南南山, 均快速实现经营改善; 第三轮并购期是 2019 年至今, 公司并购福州澳牛、宁夏夏进、一只酸奶牛, 获得更高性价比资产; 公司第 3 轮并购仍在进行中, 符合低温奶行业当前趋势, 未来外延扩张有望提速。2) 低温鲜奶和低温酸奶如鱼得水: 低温鲜奶在乳制品中具有最强新鲜定义, 低温酸奶市场空间大、口味多元化, 有了“新希望 24 小时鲜牛乳”塑造的极致品牌力, 公司在低温鲜奶和低温酸奶市场如鱼得水。2015 年至今, 公司高毛利率低温奶的收入占比持续提升, 由 2015 年的 45% 提升至 2020 年的约 60%。

##### □ 投资建议

公司是西部低温奶龙头, 成功塑造“极致新鲜品牌与供应链”护城河, 三轮外延并购表现越来越靓, 内生增长如鱼得水, 在低温奶行业, 大有可为。预计公司 21-23 年归母净利润 3.81/4.76/6.04 亿元, 增速 40%/25%/27%, 对应 8 月 27 日估值 32/26/20 倍(市值 122 亿)。

##### □ 风险提示

食品安全风险, 政策调整风险, 原奶价格波动风险

#### 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 14.08

#### 单季度业绩

元/股

2Q/2021

0.13

1Q/2021

0.03

4Q/2020

0.10

3Q/2020

0.13

#### 公司简介

公司是西部低温奶龙头, 目前以并购作为重点扩张战略, 内生外延双轮驱动。公司前身为新希望集团乳业事业部, 2006 年成立公司, 2019 年上市; 2001 年至今, 公司已实现 3 轮并购, 巩固西部, 走向全国; 2020 年底, 公司拥有奶牛存栏量 3.7 万头, 乳制品年销量达 72 万吨。

#### 相关报告

1 《新乳业: 中报预计高增, 利润水平升级》2021.07.12

2 《新乳业深度报告: 极致新鲜, 大有可为》2021.05.28

报告撰写人: 马莉、邓晖

联系人: 马莉、邓晖

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	6749	8828	11016	13773
(+/-)	18.92%	30.80%	24.79%	25.03%
净利润	271	381	476	604
(+/-)	11.18%	40.49%	25.12%	26.75%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.55	0.70
P/E	45.06	32.07	25.64	20.23



## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1859	2018	2379	2883
现金	539	865	1050	1351
交易性金融资产	141	49	65	85
应收账款	538	430	441	433
其它应收款	33	34	32	33
预付账款	134	97	129	179
存货	466	531	651	791
其他	9	12	11	11
<b>非流动资产</b>	6720	6976	7377	7913
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	431	474	522	574
固定资产	2721	2843	2995	3206
无形资产	617	612	607	601
在建工程	127	76	75	92
其他	2823	2970	3179	3440
<b>资产总计</b>	8579	8993	9757	10796
<b>流动负债</b>	3447	3705	4180	4844
短期借款	1171	1267	1219	1243
应付款项	647	764	954	1150
预收账款	0	125	128	119
其他	1629	1549	1879	2332
<b>非流动负债</b>	2271	2088	1941	1754
长期借款	1419	1284	1129	934
其他	851	803	812	820
<b>负债合计</b>	5718	5793	6121	6598
少数股东权益	207	225	244	262
归属母公司股东权	2654	2975	3391	3935
<b>负债和股东权益</b>	8579	8993	9757	10796

### 现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	719	1099	1202	1399
净利润	289	399	495	622
折旧摊销	365	205	226	250
财务费用	82	175	169	155
投资损失	(36)	(36)	(36)	(36)
营运资金变动	486	415	456	540
其它	(466)	(59)	(107)	(132)
<b>投资活动现金流</b>	(1945)	(333)	(599)	(758)
资本支出	(1011)	(400)	(550)	(700)
长期投资	(27)	(40)	(47)	(53)
其他	(908)	107	(1)	(5)
<b>筹资活动现金流</b>	1321	(439)	(419)	(339)
短期借款	(192)	96	(48)	24
长期借款	1002	(135)	(155)	(195)
其他	512	(401)	(216)	(168)
<b>现金净增加额</b>	95	326	185	302

### 利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	6749	8828	11016	13773
营业成本	5096	5897	7238	8886
营业税金及附加	33	48	58	71
营业费用	921	1830	2443	3248
管理费用	369	488	607	759
研发费用	35	45	57	71
财务费用	82	175	169	155
资产减值损失	9	15	17	21
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	36	36	36	36
其他经营收益	57	47	52	52
<b>营业利润</b>	297	414	516	651
营业外收支	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	308	425	527	663
所得税	19	26	32	41
<b>净利润</b>	289	399	495	622
少数股东损益	18	18	18	18
<b>归属母公司净利润</b>	271	381	476	604
EBITDA	809	812	929	1075
EPS (最新摊薄)	0.31	0.44	0.55	0.70

### 主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18.92%	30.80%	24.79%	25.03%
营业利润	15.22%	39.38%	24.63%	26.33%
归属母公司净利润	11.18%	40.49%	25.12%	26.75%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.49%	33.19%	34.29%	35.48%
净利率	4.29%	4.52%	4.49%	4.52%
ROE	11.02%	12.56%	13.94%	15.42%
ROIC	7.24%	9.75%	10.88%	11.91%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.65%	64.42%	62.74%	61.12%
净负债比率	52.80%	48.56%	42.87%	37.88%
流动比率	0.54	0.54	0.57	0.60
速动比率	0.40	0.40	0.41	0.43
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	1.00	1.18	1.34
应收账款周转率	13.99	18.10	24.20	28.99
应付账款周转率	8.68	8.36	8.43	8.45
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.31	0.44	0.55	0.70
每股经营现金	0.84	1.29	1.41	1.64
每股净资产	3.11	3.48	3.97	4.61
<b>估值比率</b>				
P/E	45.06	32.07	25.64	20.23
P/B	4.53	4.04	3.54	3.05
EV/EBITDA	21.83	17.48	14.88	12.48

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>