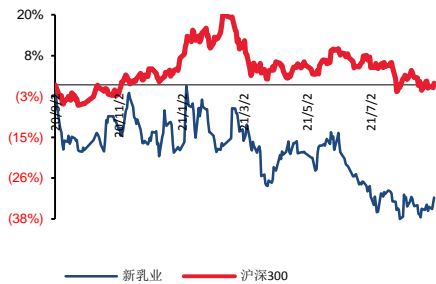


日常消费 食品、饮料与烟草

新乳业(002946): 低温鲜持续高增, 高基数下成本较好平抑

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	867/146
总市值/流通(百万元)	12,706/2,143
12个月最高/最低(元)	21.62/13.34

相关研究报告:

新乳业(002946)《新乳业: 鲜奶高增, 收入利润均表现靓丽》
--2021/04/30

新乳业(002946)《新乳业: 内生经验提速, 外延助力高增》
--2021/04/19

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 蔡雪显

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517050002

点评事件: 公司2021年上半年实现营业总收入、归母净利润、扣非净利43.16、1.46、1.19亿元, 同增68.85%、90.58%、133.47%; Q2实现营业总收入、归母净利润23.02、1.17亿元, 同增53.36%、13.37%。

战略品类低温鲜继续保持高增长, 存量收入保持稳健双位数增长: 公司2021年上半年实现营业总收入43.16亿元, 同增68.85%。其中, 2020年并购的寰美乳业报告期内实现营业收入8.87亿元、同比增长24%; 2021年1月收购的“一只酸奶牛”目前已经完成了除商标(正在办理中)以外的经营性资产置入, 报告期内收入0.82亿元。上半年扣除寰美、“一只酸奶牛”、澳牛, 存量部分营业收入32.72亿元, 同比增长28%; Q2营业总收入23.02亿元, 同增53.36%, 扣除上述并购, 我们估算存量收入17.45亿、同比增长16%+。

分产品看, 报告期内公司液体乳、奶粉、其他分别收入39.75亿元、0.37亿元、3.03亿元, 同比增长67.79%、15.38%、96.28%, 占收入比重分别为91.22%、0.86%、7.03%。低温鲜奶同比60%的增长(Q1大约70%), 公司战略品类继续保持高增长。在全行业低温酸奶销售不振的背景下, 公司低温酸奶保持正增长。

分区域来看, 报告期内公司华东、华北、西北、西南、其他地区销售收入分别为10.21亿元、4.33亿元、7.28亿元、17.21亿元、4.13亿元, 分别同比增减57.92%、29.37%、7049.03%、25.35%、115.65%。西北地区由于寰美乳业纳入合并报表, 增幅较大。

按销售渠道分, 公司直销渠道(主要为KA、连锁、教育局、学校、线上等直接购买渠道)销售收入19.22亿元, 同比增长49.92%, 占比47.91%; 其中, 通过大力拓展京东、淘宝等电商平台, 电商渠道收入3.05亿元、同比增长112%; 线上商城销售额实现5倍增长。经销渠道销售收入20.90亿元, 同比增长86.74%, 占比52.09%。报告期末, 西南、华东、华北、西北、华中、其他区域的经销商数量分别为1257、1047、364、295、334、246家, 比期初数量变动-123、-159、-14、12、20、-10家, 源于公司调整优化经销商结构、加强腰部经销商表现和占比。

结构优化较好平抑原奶上涨，高净利率基数下 Q2 存量利润仍表现稳健：上半年还原股权激励、可转债摊销，存量资产+外延项目经营提升带来的上半年净利润超过 1.8 亿，同比增长大概 140%；扣除并表寰美、“一只酸奶牛”、澳牛、以及还原并购融资财务费用、可转债及净资产增值的摊销费用，上半年存量净利润约 1.15 亿元，较 20 年、19 年同期分别增长 50%、10.59%。若还原上半年 2 千多万股权激励费用，上半年存量利润超 1.37 亿元，较 20 年、19 年分别增长 80%、32%。

上半年主营毛利率 26.15%，同比-8.95pct，同比 19 年-9.07pct，扣除运输费调整至营业成本的影响，同比-1.67pct；扣除毛利率较低的夏进、运输费调整的影响，存量毛利率略上升（零点几个百分点），上半年奶价大幅上涨对毛利率有中间位数影响，公司通过优化产品结构较好平抑。上半年销售费用率 14.31%，同比-7.98pct，同比 2019 年-8.59pct，受运输费调整至成本及低费用率的夏进并表影响；管理费用率 5.91%，同比+0.09pct，同比 19 年+0.28pct，费用率上升主要因为公司合并范围增加、股权激励摊销 0.22 亿元；财务费用率 1.38%，同比+0.08pct，同比 19 年+0.30pct，主要是由于借款外延并购增加使得利息支出增加所致。所得税率增加 6 个点至 11.83%，主因合并范围增加、经营利润总额增加。综合下来归母净利率 3.39%，同比+0.38pct，同比 19 年-0.45pct。

2021Q2 毛利率 26.38%，同比-8.61pct，还原运输费后毛利率同比-2.78pct；销售费用率 13.49%，同比-2.93pct，管理费用率 5.61%，减少 0.68pct。综合后归母净利率 5.08%，同比-1.79pct，同比 19 年-0.39pct。Q2 归母净利润还原股权激励、可转债摊销，存量资产+外延项目经营提升带来的净利润 1.37 亿，同比增长 33%+；扣除并表寰美、“一只酸奶牛”、澳牛、以及还原并购融资财务费用、可转债及净资产增值的摊销费用，Q2 存量净利润约 0.95 亿元，较 20 年、19 年分别增长-7.59%、17.13%；若再还原股权激励后，存量利润约 1.09 亿元，较 20 年、19 年同期分别增长 5.50%、33.72%的增长。Q2 在净利率高基数下，存量净利润仍实现稳健增长。

报表现金流、经营质量健康：上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金 46.82 亿元，同增 75.62%；经营活动现金流净额 5.95 亿元，同比增加 234.37%。应收款项（应收票据+应收账款）6.34 亿元，同比增加 20.05%、环比增加 10.40%；合同负债 1.59 亿元，同比增加 76.75%，环比增加 16.96%；存货 4.40 亿元，同比增加 29.04%，环比下降 9.39%，同比增幅较大主要因为合并寰美乳业所致。

盈利预测与评级：

公司股权激励考核目标未来3年的收入、利润目标绑定翻番、年化复合增速 25%，鲜战略进一步升级为“鲜立方”战略，加速全国化发展步伐。我们测算 2021-2023 年收入分别增长 35.90%、20.41%、22.28%；利润分别增长 34.41%、25.34%、32.19%；对应的 EPS 分别为 0.42、0.53、0.70。考虑公司管理输出和优秀的供应链管理能力和已经在近年收购的项目中逐个得以印证，具备持续较快做大规模的潜力，建议现阶段更关注经过公司管理、经营提升后的收入提速。考虑到行业需求景气旺盛，给予目标价 18.42 元，对应 2022 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6748.63	9171.57	11043.49	13503.97
增长率 (%)	18.92%	35.90%	20.41%	22.28%
归母净利润(百万元)	270.98	364.23	456.52	603.48
增长率 (%)	11.18%	34.41%	25.34%	32.19%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.42	0.53	0.70
PE	46.89	34.88	27.83	21.05

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。