

新乳业 (002946.SZ)

2021年10月27日

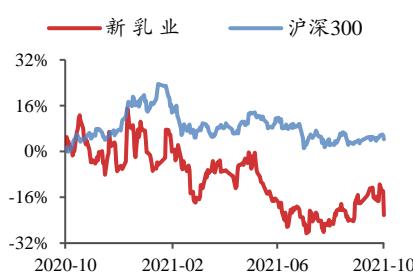
低温鲜奶增速快，协同效应强

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2021/10/27
当前股价(元)	14.53
一年最高最低(元)	21.79/12.91
总市值(亿元)	126.01
流通市值(亿元)	21.25
总股本(亿股)	8.67
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	238.34

股价走势图



张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

● 营收稳步增长，维持“增持”评级

2021Q3 营收 23.3 亿元，同比增 11.08%；归母净利 1.1 亿元，同比增 1.24%。我们维持盈利预测，2021-2023 年净利为 3.6、5.0、6.9 亿元，EPS 为 0.42、0.57、0.79 元，当前股价对应 PE 为 34.6、25.4、18.4 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。

● 2021Q3 鲜奶业务增速快，夏进乳业稳步增长

2021Q3 公司营收同比增 11.08%，其中：(1) 低温鲜奶需求较好，增长强劲，2021Q3 公司鲜奶产品快速增长；(2) 夏进乳业在 2020Q3 基数较高的情况下仍可保持稳定增长。展望 2021 年及 2022 年，随着产品持续创新、渠道精耕、新渠道开发，内生、外延齐发力下公司营收仍可稳步增长。

● 2021Q3 净利率下滑主因毛利率下降

2021Q3 公司净利率同比降 0.5pct 至 5.0%，主因毛利率受新收入准则调整影响同比降 6.7pct 至 24.5%。剔除新收入准则影响后，主营业务毛利率基本持平。2021Q3 销售费用率同比降 6.5pct 至 13.3%，主因会计准则变动影响。剔除准则变动影响后，销售费用率同比略降。此外，剔除股权激励摊销及可转债费用支出后，公司 2021Q3 的净利增速远快于收入增速。

● 夏进乳业规划五年倍增，通过唯品布局华东市场，仍处快速发展期

公司坚持鲜立方战略，已经形成较为完善的并购整合方法论。夏进乳业提出五年倍增规划，内生增长动力强：(1) 在基地市场宁夏进行产品和渠道升级；(2) 开拓周边市场如陕西、甘肃等，在有客户沉淀的河南、山东、辽宁等进行供应链延伸；(3) 通过优势产品如枸杞奶、塞上牧场等走向全国。此外，新乳业设立全资子公司“绿源唯品（上海）有限公司”，通过唯品加速开拓华东市场。未来，随着上游布局完善、渠道进一步建设，公司内生、外延双轮驱动，仍处快速发展期。

● 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	8,810	11,198	14,056
YOY(%)	14.1	18.9	30.5	27.1	25.5
归母净利润(百万元)	244	271	364	496	686
YOY(%)	0.4	11.2	34.4	36.3	38.2
毛利率(%)	33.1	24.5	25.0	25.8	26.6
净利率(%)	4.3	4.0	4.1	4.4	4.9
ROE(%)	12.2	10.1	12.2	14.4	16.8
EPS(摊薄/元)	0.28	0.31	0.42	0.57	0.79
P/E(倍)	51.7	46.5	34.6	25.4	18.4
P/B(倍)	6.4	4.9	4.4	3.8	3.2

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	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1299	1859	2053	2606	3155	营业收入	5675	6749	8810	11198	14056
现金	446	539	465	591	742	营业成本	3796	5096	6608	8312	10321
应收票据及应收账款	434	538	731	882	1143	营业税金及附加	30	33	43	55	68
其他应收款	29	33	48	55	74	营业费用	1250	921	1145	1512	1968
预付账款	41	134	95	196	169	管理费用	320	369	537	664	798
存货	328	466	564	732	877	研发费用	28	35	44	57	71
其他流动资产	20	149	149	149	149	财务费用	64	82	106	131	146
非流动资产	4065	6720	7582	8489	9491	资产减值损失	-0	-3	-2	-4	-4
长期投资	410	431	485	538	593	其他收益	66	71	56	60	63
固定资产	2343	3384	4071	4822	5675	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	226	617	672	737	811	投资净收益	37	36	35	37	36
其他非流动资产	1086	2288	2355	2392	2412	资产处置收益	-23	-15	-18	-17	-18
资产总计	5364	8579	9635	11095	12647	营业利润	258	297	402	552	769
流动负债	2733	3447	4466	5762	6963	营业外收入	14	17	15	16	15
短期借款	1363	1171	1753	2612	3196	营业外支出	3	5	3	3	4
应付票据及应付账款	527	647	875	1040	1338	利润总额	268	308	414	565	780
其他流动负债	843	1629	1838	2110	2429	所得税	17	19	25	35	48
非流动负债	575	2271	1966	1641	1310	净利润	251	289	389	530	733
长期借款	418	2030	1725	1399	1069	少数股东损益	8	18	25	34	47
其他非流动负债	157	241	241	241	241	归属净利润	244	271	364	496	686
负债合计	3308	5718	6432	7402	8273	EBITDA	686	862	938	1224	1589
少数股东权益	87	207	232	265	312	EPS(元)	0.28	0.31	0.42	0.57	0.79
股本	854	854	867	867	867						
资本公积	539	539	539	539	539	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	664	884	1189	1603	2177	成长能力					
归属母公司股东权益	1969	2654	2972	3427	4061	营业收入(%)	14.1	18.9	30.5	27.1	25.5
负债和股东权益	5364	8579	9635	11095	12647	营业利润(%)	-0.1	15.2	35.5	37.2	39.2
						归属于母公司净利润(%)	0.4	11.2	34.4	36.3	38.2
						获利能力					
						毛利率(%)	33.1	24.5	25.0	25.8	26.6
						净利率(%)	4.3	4.0	4.1	4.4	4.9
						ROE(%)	12.2	10.1	12.2	14.4	16.8
						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	66.7	65.4
						净负债比率(%)	79.0	115.5	114.7	111.2	96.9
						流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						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)	0.28	0.31	0.42	0.57	0.79
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.83	1.19	1.29	1.91
						每股净资产(最新摊薄)	2.27	2.95	3.30	3.82	4.56
						估值比率					
						P/E	51.7	46.5	34.6	25.4	18.4
						P/B	6.4	4.9	4.4	3.8	3.2
						EV/EBITDA	20.8	18.5	17.4	13.7	10.7

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提供。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形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