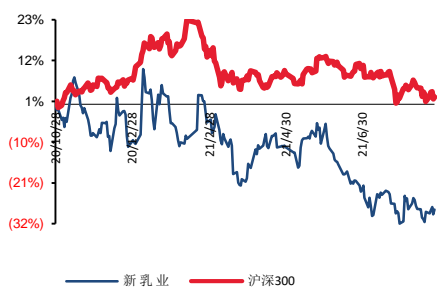


食品饮料 食品加工

新乳业三季度报点评: 收入、经营利润均稳健增长, 鲜奶表现亮眼

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	867/867
总市值/流通(百万元)	12,601/12,601
12个月最高/最低(元)	21.57/13.34

相关研究报告:

新乳业(002946)《新乳业: 低温鲜持续高增, 高基数下成本较好平抑》——2021/09/02

新乳业(002946)《新乳业: 鲜奶高增, 收入利润均表现靓丽》——2019/04/30

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: 蔡雪昱

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517050002

研究助理: 申文雯

电话: 010-88695119

E-MAIL: shenww@tpyzq.com

事件: 公司 2021 年前三季度实现营业总收入、归母净利润、扣非净利润 66.50、2.56、2.21 亿元, 同增 42.79%、38.22%、53.99%; Q3 实现营业总收入、归母净利润、扣非净利润 23.34、1.10、1.02 亿元, 同增 11.08%、1.24%、10.37%。前三季度归母净利润还原股权激励、可转债认购资产增值摊销等影响后, 近 2.69 亿元、增长 45.0%。单三季度归母净利润还原上述两个影响后, 近 1.31 亿元, 增长 20.6%。全年绑定股权激励考核甚至更高目标坚实迈进。

一、同口径下收入保持稳健双位数增长, 鲜奶保持较快增长

公司 2021 年前三季度实现营业总收入 66.50 亿元(+42.79%); 其中, 鲜奶品类前三季度累计增长 40%, 常温白奶增长良好、酸奶微降。Q3 实现营业总收入 23.34 亿元(+11.08%), 因去年 7 月寰美和澳牛并表, “一只酸奶牛”体量较小、下半年基本同口径; 单三季度鲜奶同比 25%的增速。

报告期末, 公司合同负债+其他流动负债为 1.56 亿元, 环比-0.03 亿元(-1.9%), 同比+0.04 亿元(+2.6%), 比较平稳。应收账款及应收票据为 6.40 亿元, 环比+0.06 亿元(+0.9%), 同比+0.61 亿元(+10.5%)。单三季度公司销售收现 26.87 亿元(+7.3%), 经营净现金流 1.97 亿元(-17.5%), 净现金流下滑主要系三季度购买商品及支付职工现金较多。

二、下半年奶价压力有所放缓、经营利润较好增长

2021 年前三季度, 同口径下公司毛利率为 25.4%(-0.4pct), 同口径下销售费用率 14.0%(-0.5pct), 净利率 3.9%(-0.1pct)。Q3 归母净利润还原股权激励、可转债收购资产增值摊销后, 同增 20.6%。毛利率为 24.5%(-6.7pct), 运输费调整为同口径后、同比-0.03pct, 公司今年通过产品结构调整等方法平抑成本, 下半年奶价压力放缓, 其对毛利率的影响环比明显改善; 销售费用率 13.3%(-6.5pct), 运输费调整为同口径后、同比+0.1pct; 管理费用率 4.8%(-0.8pct), 财务费用率 1.3%(+0.2pct), 毛销差 11.2%(-0.1pct), 净利率 4.7%(-0.1pct)。

登记编号：S1190121050022

盈利预测与估值：

公司未来增长可期，鲜立方战略下，更具有特色和竞争力的产品不断推陈出新，依靠产品迭代和创新提升公司竞争力和盈利能力，例如公司新推出的铂金 24 小时，以更好的工艺、更稀缺的奶源为主打，定位更高端；其次公司继续加强华东、华南等消费力更强的市场布局，通过唯品（定位高端，走精品超市、高端咖啡店渠道）和杭州双峰（走 CVS 等流通渠道）深耕上海，获得一线城市影响力，公司在上海新成立子公司“绿源唯品乳业”，也将助力开拓华东市场；大湾区组织架构落地，市场动作也在展开。再次加大上游控制力度，公司 9 月花费 5800 万美元投资欧亚牧业、占比 5%，布局奶源并保障山东、华东产品供应。此外公司的外延并购、管理输出模式，其效果再次在夏进上得到验证，我们相信此种系统性能力在后续的潜在并购项目中也将发挥效用。

我们测算 2021-2023 年收入分别增长 31.66%、20.41%、22.28%；利润分别增长 29.24%、25.34%、32.19%；对应的 EPS 分别为 0.40、0.51、0.67。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，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

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6749	8885	10699	13083
收入同比(%)	18.92%	31.66%	20.41%	22.28%
归属母公司净利润	271	350	439	580
净利润同比(%)	11.18%	29.24%	25.34%	32.19%
每股收益(元)	0.31	0.40	0.51	0.67
P/E	46.89	36.28	28.94	21.90

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。