

新乳业 (002946)

公司研究/点评报告

内生增长稳健，毛销差维持稳定

——新乳业 (002946) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 10 月 29 日

一、事件概述

10 月 26 日公司发布公告，2021 年前三季度营收/归母净利润为 66.5/2.56 亿元，同比+42.8%/38.2%；21Q3 营收/归母净利润为 23.34/1.1 亿元，同比+11.1%/1.2%。

二、分析与判断

➤ 鲜奶高增叠加并购成效渐显，三季度内生稳健增长

2021 年前三季度营收 66.5 亿元，同比+42.8%；21Q3 营收 23.34 亿元，同比+11.1%。三季度公司内生增长稳健，预计主要得益于：**(1) 需求持续旺盛**，公司低温鲜奶受益于行业渗透率提升实现高增，常温白奶健康属性凸显，疫情后终端动销良好，此外酸奶亦处于恢复态势中；**(2) 并购成效渐显**，通过母公司赋能与协同效应，夏进、双峰等部分子公司收入端取得较好表现，逐渐步入成长提速期。

➤ 竞争趋缓背景下毛销差稳定，净利率小幅承压

(1) 毛销差稳定：21Q3 毛利率为 24.5%，同比-6.7pct，主要系原奶价格压力以及产品结构调整所致。21Q3 销售费用率 13.4%，同比-6.6pct，主要系公司减小费用投放力度。21Q3 毛销差同比-0.1pct，行业竞争趋缓背景下公司毛销差基本稳定，我们预计短期原奶价格维持在相对高位，行业竞争趋缓态势仍将延续。**(2) 净利率短期承压**：21Q3 归母净利率为 4.7%，同比-0.5pct，主要系政府补助基数偏高所致，此外股权激励与发行转债费用对利润也有拖累，实际上 21Q3 扣非净利润同比+10%，与收入增速基本一致。

➤ 短期聚焦内生高质量增长，中长期静待外延并购催化

短期看，公司将更加关注内生增长的质量与效率，21Q2 夏进与“一只酸奶牛”发布战略规划，均体现母公司将通过产业链、管理赋能实现子公司业绩提速增长。此外，公司公告在上海设立绿源唯品子公司，有望通过差异化高端产品实现在华东市场的突围。**中长期看**，内生增长+外延并购，泛全国化逻辑加快兑现。**(1) 内生增长**：我们预计行业趋势为低温奶逐步替代常温奶，公司将凭借并购整合+多品牌战略+产品创新等多项优势享受行业发展红利；**(2) 外延并购**：公司处于第三轮并购的加速期，预计未来偏好收购具备优质奶源的企业（如 9 月公告收购澳亚股权），将催化新一轮投资机会。

三、投资建议

我们小幅调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润为 3.45/4.44/5.65 亿元，同比+27.3%/28.6%/27.3%，EPS 为 0.40/0.51/0.65 元，对应 PE 为 35/28/22X。公司 21 年 PEG 约 1.31，低于乳制品行业平均水平 1.63（wind 一致预期）。考虑到公司并购驱动业绩增速高于行业平均水平，拥有较确定的成长性，维持“推荐”评级。

四、风险提示

成本上涨超预期，食品安全问题，并购进度及效果不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,749	8,961	11,363	14,226
增长率 (%)	18.9%	32.8%	26.8%	25.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	271	345	444	565
增长率 (%)	11.2%	27.3%	28.6%	27.3%
每股收益 (元)	0.31	0.40	0.51	0.65
PE (现价)	46.25	36.32	28.24	22.18
PB	5.75	4.18	3.64	3.13

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

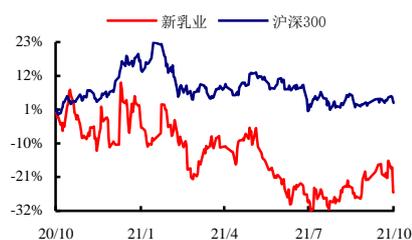
当前价格： 14.45 元

交易数据

2021-10-28

近 12 个月最高/最低(元)	21.57/13.34
总股本 (百万股)	867
流通股本 (百万股)	146
流通股比例 (%)	16.86
总市值 (亿元)	125
流通市值 (亿元)	21

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号： S0100521090002

邮箱： wangyanhai@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033

邮箱： liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 新乳业 (002946) 2021 年半年报点评：收入实现高增，内生增长强劲
2. 新乳业 (002946) 2021 年半年度业绩预告点评：21Q2 收入延续高增，子公司加快泛全国化战略

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,749	8,961	11,363	14,226
营业成本	5,096	6,685	8,431	10,520
营业税金及附加	33	45	57	71
销售费用	921	1,304	1,656	2,164
管理费用	369	529	670	782
研发费用	35	45	58	72
EBIT	294	354	491	616
财务费用	82	59	59	59
资产减值损失	-3	-20	-70	-101
投资收益	36	53	64	82
营业利润	297	393	505	643
营业外收支	12	0	0	0
利润总额	308	393	505	643
所得税	19	24	31	40
净利润	289	369	474	604
归属于母公司净利润	271	345	444	565
EBITDA	659	584	825	998
资产负债表 (百万元)				
货币资金	539	457	526	914
应收账款及票据	538	700	896	1,117
预付款项	134	124	189	216
存货	466	595	761	943
其他流动资产	183	194	206	220
流动资产合计	1,859	2,070	2,578	3,410
长期股权投资	431	431	431	431
固定资产	2,721	3,061	3,422	3,617
无形资产	617	813	1,107	1,352
非流动资产合计	6,720	7,314	7,967	8,420
资产合计	8,579	9,384	10,545	11,830
短期借款	1,171	1,171	1,171	1,171
应付账款及票据	647	889	1,096	1,383
其他流动负债	1,629	1,825	2,304	2,699
流动负债合计	3,447	3,884	4,571	5,253
长期借款	1,419	1,419	1,419	1,419
其他长期负债	851	851	851	851
非流动负债合计	2,271	2,271	2,271	2,271
负债合计	5,718	6,155	6,841	7,523
股本	854	867	867	867
少数股东权益	207	230	261	299
股东权益合计	2,861	3,229	3,703	4,307
负债和股东权益合计	8,579	9,384	10,545	11,830

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	18.9%	32.8%	26.8%	25.2%
EBIT 增长率	17.3%	20.2%	38.6%	25.6%
净利润增长率	11.2%	27.3%	28.6%	27.3%
盈利能力				
毛利率	24.5%	25.4%	25.8%	26.1%
净利润率	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%
总资产收益率 ROA	3.2%	3.7%	4.2%	4.8%
净资产收益率 ROE	10.2%	11.5%	12.9%	14.1%
偿债能力				
流动比率	0.54	0.53	0.56	0.65
速动比率	0.37	0.35	0.36	0.43
现金比率	0.16	0.12	0.11	0.17
资产负债率	66.7%	65.6%	64.9%	63.6%
经营效率				
应收账款周转天数	28.87	28.30	28.59	28.45
存货周转天数	33.38	32.48	32.93	32.71
总资产周转率	0.79	0.95	1.08	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.40	0.51	0.65
每股净资产	3.06	3.46	3.97	4.62
每股经营现金流	0.83	0.92	1.34	1.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	46.25	36.32	28.24	22.18
PB	5.75	4.18	3.64	3.13
EV/EBITDA	27.48	26.88	18.95	15.27
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	289	369	474	604
折旧和摊销	365	230	334	382
营运资金变动	-7	144	248	238
经营活动现金流	719	799	1,159	1,344
资本开支	-565	-840	-1,091	-973
投资	-1,396	-30	0	0
投资活动现金流	-1,945	-817	-1,026	-891
股权募资	0	13	0	0
债务募资	2,621	0	0	0
筹资活动现金流	1,321	-64	-64	-64
现金净流量	95	-82	69	389

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、功能饮料、乳制品板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。