

002946.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 11.36

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 新乳业 2021 年年报及 2022 年 1 季报点评。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(29.9)	(2.6)	(16.9)	(34.9)
相对深证成指	(4.4)	4.8	0.4	(11.1)

发行股数(百万)	867
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	9,852
3 个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2022E)	87
主要股东(%)	
UNIVERSAL DAIRY LIMITED	65

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《新乳业: 收入稳健增长, 加速华东区域布局》
20211027

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料乳品

证券分析师: 毕翘楚

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520040001

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

新乳业

2021 收入利润高增长, 2022 三年倍增继续推进

公司发布 21 年报和 22 一季报: 2021 年实现营收 89.7 亿元, 同比+32.9%; 归母净利润 3.1 亿元, 同比+15.2%; 剔除股权激励费用后归母净利润同比+33.2%; EPS 0.36 元/股。其中 4Q21 收入 23.2 亿元, 同比+10.8%; 归母净利润 0.56 亿元, 同比+34.4%; EPS 0.06 元/股。1Q22 收入 23.2 亿元, 同比+15.0%; 归母净利润 0.43 亿元, 同比+48.7%; EPS 0.05 元/股。

支撑评级的要点

- 2021 实现收入利润高增长, 低温鲜奶和新品推广带动产品结构升级。(1) 公司 2021 年实现收入 66.5 亿, 同增 32.9%, 单 4Q 实现收入 23.2 亿, 同增 10.8%, 寰美乳业、新澳乳业和新澳牧业均于 2020 年 7 月纳入合并报表范围, 3Q21 并表带来的增量消除, 公司自 3Q 起整体维持平稳增长。(2) 分品类来看, 2021 年液体乳/奶粉/其他收入增速分别+32%/+5%/+46%。2021 年夏进乳业是并购后完全并表的第一年, 收入同比+18%、净利润+20%, 表现亮眼。(3) 公司继续坚持“鲜立方”战略, 低温鲜奶份额连续 12 个月保持增长, 市占率位列全国第三, 是份额增幅最大的区域型乳企, 鲜奶收入同比+35%; “活润”晶球酸奶、“黄金 24 小时”鲜牛乳等产品销售收入均呈现出超过 100% 的增长。(4) 分区域来看, 西南/华东/华北/西北/其他收入增长分别+17%/+30%/+21%/+105%/+52%, 分销售模式来看, 直销/经销收入增长分别+27%/+37%。(5) 在全年原奶成本上涨背景下, 公司 2021 毛利率不降反升, 达到 24.6%, 同比+0.1pct, 主要原因为结构升级效果明显, 毛利率较高的低温鲜奶和新品带动。(6) 2021 整体费用率+0.3pct, 销售费用率+0.3pct, 研发费用率-0.1pct, 财务费用率+0.1pct, 管理费用率同比持平。(7) 2021 归母净利润 3.1 亿元, 同比+15.2%; 剔除股权激励费用后, 归母净利润同比+33.2%, 剔除股权激励费用的净利率提升。

- 1Q22 盈利能力提升, 受规模成长和费用有效控制带动。(1) 1Q22 收入 23.2 亿元, 同比+15.0%。国内疫情反复, 3、4 月份加剧, 宏观环境挑战性的情况下仍努力实现收入+15% 的高增长。其中, 低温酸奶实现正向增长。(2) 1Q22 归母净利润大幅增长, 剔除股权激励费用影响, 净利润增长接近 60%。利润大幅增长, 主要由于规模成长带动, 同时核心品类增长也拉动利润增长, 费用得到有效控制。费用率整体-1.7pct, 其中管理费用率-1.0pct, 我们判断 2022 全年管理费用率将实现同比下降。1Q22 净利率 1.9%, 同比+0.4pct。

- 坚持“鲜立方”战略, 五年规划稳步推进。公司 2021 年提出 3 年倍增五年全球乳业领先计划, 与股权激励目标一致, 坚定“鲜战略”发展。在 21 年报中, 公布 2022 年计划, 力争 2022 年实现收入 20% 以上增长, 净利率进一步提升。

估值

- 根据最新财报情况调整盈利预测, 预计 22-24 年 EPS 为 0.47/0.60/0.70 元, 同增 29.6%/29.1%/15.7%, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 疫情对行业需求影响超预期、行业竞争大幅加剧、原料成本大幅上涨。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	6,749	8,967	11,040	13,389	15,402
变动(%)	19	33	23	21	15
净利润(人民币 百万)	271	312	405	523	605
全面摊薄每股收益(人民币)	0.312	0.360	0.467	0.603	0.697
变动(%)	11.2	15.2	29.6	29.1	15.7
原先全面摊薄每股收益			0.47	0.60	
变动(%)			0.6	0.5	
全面摊薄市盈率(倍)	36.4	31.6	24.3	18.9	16.3
价格/每股现金流量(倍)	13.7	9.5	7.3	11.9	5.3
每股现金流量(人民币)	0.83	1.19	1.56	0.96	2.16
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	12.7	11.0	9.1	8.3
每股股息(人民币)	0.059	0.014	0.019	0.024	0.028
股息率(%)	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 新乳业 2021&1Q22 数据

(人民币, 百万)	FY2020	FY2021	同比(%)	1Q21	1Q22	同比(%)
营业收入	6,749	8,967	32.9	2,014	2,317	15.0
营业成本	5,096	6,764	32.7	1,505	1,761	17.0
毛利率(%)	24.5	24.6	0.1	25.3	24.0	(1.3)
毛利	1,652	2,202	33.3	510	556	9.1
税金及附加	33	44	34.9	10	11	11.9
销售费用	921	1,248	35.4	307	338	10.2
管理费用	369	492	33.4	126	122	(2.7)
研发费用	35	40	16.2	11	9	(15.2)
财务费用	82	116	41.8	29	33	12.4
资产减值损失	(3)	(1)	(80.6)	0	0	(100.0)
公允价值变动收益	0	2	-	(0)	11	(8,326.5)
投资收益	36	55	50.9	1	1	(26.6)
营业利润	297	368	24.0	44	52	17.9
营业利润率(%)	4.4	4.1	(0.3)	2.2	2.2	0.1
营业外收入	17	12	(26.1)	1.5	1.7	12.1
营业外支出	5	3	(32.8)	1.1	0.4	(63.3)
利润总额	308	377	22.2	44	53	19.8
所得税	19	36	88.4	10	7	(23.1)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	7	11	4.1	22	14	(7.8)
少数股东权益	18	29	57.2	5	2	(60.5)
归属于母公司净利润	271	312	15.2	29	43	48.7
净利率(%)	4.0	3.5	(0.5)	1.5	1.9	0.4
EPS	0.31	0.36	15.2	0.03	0.05	48.7

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	6,749	8,967	11,040	13,389	15,402
销售成本	5,096	6,764	8,260	9,942	11,458
经营费用	1,358	1,825	2,306	2,824	3,249
息税折旧前利润	659	776	896	1,078	1,188
折旧及摊销	365	398	422	456	493
经营利润(息税前利润)	294	378	474	622	695
净利息收入/(费用)	6	7	0	0	0
其他收益/(损失)	30	51	53	55	57
税前利润	308	377	489	631	730
所得税	19	36	46	60	69
少数股东损益	18	29	38	49	56
净利润	271	312	405	523	605
核心净利润	271	312	405	523	605
每股收益(人民币)	0.312	0.360	0.467	0.603	0.697
核心每股收益(人民币)	0.312	0.360	0.467	0.603	0.697
每股股息(人民币)	0.059	0.014	0.019	0.024	0.028
收入增长(%)	19	33	23	21	15
息税前利润增长(%)	17	28	25	31	12
息税折旧前利润增长(%)	15	18	15	20	10
每股收益增长(%)	11	15	30	29	16
核心每股收益增长(%)	11	15	30	29	16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	308	377	489	631	730
折旧与摊销	365	398	422	456	493
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	106	(155)	494	(200)	717
税金	(19)	(34)	(46)	(60)	(69)
其他经营现金流	(33)	(56)	(3)	1	0
经营活动产生的现金流	719	1,035	1,355	828	1,871
购买固定资产净值	(634)	(695)	(762)	(835)	(915)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(4,309)	(944)	(183)	(201)	(222)
投资活动产生的现金流	(1,945)	(1,108)	(945)	(1,036)	(1,137)
净增权益	3	129	36	37	38
净增债务	689	509	(412)	559	164
支付股息	(153)	(167)	(12)	(16)	(21)
其他融资现金流	782	(424)	11	12	14
融资活动产生的现金流	1,321	47	(377)	593	195
现金变动	92	(23)	33	385	929
期初现金	446	539	515	548	933
公司自由现金流	11	268	583	(16)	924
权益自由现金流	1,356	822	80	447	1,015

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	539	515	548	933	1,862
应收帐款	538	623	901	936	1,141
库存	466	685	658	962	932
其他流动资产	317	252	149	379	245
流动资产总计	1,859	2,076	2,256	3,209	4,181
固定资产	3,566	3,695	4,378	4,730	5,125
无形资产	1,609	1,903	1,560	1,587	1,614
其他长期资产	1,544	1,831	2,014	2,215	2,437
长期资产总计	6,720	7,429	7,952	8,533	9,176
总资产	8,579	9,504	10,207	11,742	13,357
应付帐款	1,677	1,904	2,542	2,912	3,672
短期债务	1,171	1,755	1,930	2,123	2,335
其他流动负债	600	639	639	639	639
流动负债总计	3,447	4,298	5,111	5,674	6,646
长期借款	1,419	1,464	1,101	1,328	1,298
其他长期负债	851	873	661	812	807
股本	854	867	867	867	867
储备	1,800	1,771	2,198	2,742	3,365
股东权益	2,654	2,638	3,066	3,609	4,232
少数股东权益	207	232	269	318	374
总负债及权益	8,579	9,504	10,207	11,742	13,357
每股帐面价值(人民币)	3.06	3.04	3.53	4.16	4.88
每股有形资产(人民币)	5.21	5.62	4.59	5.49	6.63
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.8	8.7	8.1	8.1	7.7
息税前利润率(%)	4.4	4.2	4.3	4.6	4.5
税前利润率(%)	4.6	4.2	4.4	4.7	4.7
净利率(%)	4.0	3.5	3.7	3.9	3.9
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	93.0	116.5	87.0	78.3	50.1
速动比率(倍)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
估值					
市盈率(倍)	36.4	31.6	24.3	18.9	16.3
核心业务市盈率(倍)	36.4	31.6	24.3	18.9	16.3
市净率(倍)	3.7	3.7	3.2	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	13.7	9.5	7.3	11.9	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	12.7	11.0	9.1	8.3
周转率					
存货周转天数	21.5	23.4	22.2	22.1	22.4
应收帐款周转天数	26.3	23.6	25.2	25.0	24.6
应付帐款周转天数	78.7	72.9	73.5	74.3	78.0
回报率					
股息支付率(%)	18.9	4.0	4.0	4.0	4.0
净资产收益率(%)	11.7	11.8	14.2	15.7	15.4
资产收益率(%)	3.6	3.6	4.1	4.8	4.7
已运用资本收益率(%)	6.5	6.7	7.6	9.1	8.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371