新乳业（002946）

公司研究/点评报告

考核目标侧重并购绩效，锚定长期发展

—新乳业（002946）限制性股票激励计划（草案）公告点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 12 月 16 日

一、事件概述

12 月 15 日，公司发布 2020 年限制性股票激励计划（草案）：拟向 41 名激励对象授予 1378 万股，占总股本的 1.61%，限制性股票的授予价格为 9.35 元/股。本次股票激励计划的解锁期分为三个阶段，解除限售比例分别为 30%、30%、40%。

二、分析与判断

➢ 考核目标侧重并购绩效，3 年业绩有望翻倍

本次考核目标包括公司与个人两个维度。公司层面，业绩考核包括二类：（1）若以 2020 年为基准，剔除股权激励费用影响，2021-2023 年合并营收、净利润增速均不低于 25%/56%/95%，则解除限售系数达到 100%；（2）若以 2020 年为基准，剔除股权激励费用的影响，2021-2023 年合并营收、净利润增速均不低于 20%/45%/76%，则解除限售系数为 80%。个人层面，考评结果 A 及以上/ B / C 及以下分别对应解除限售比例 100% / 80% / 0 %。总体看，我们认为本次考核目标侧重于并购后的营收与利润，这也符合公司一贯的外延并购发展战略。在上述考核目标导向下，我们预计公司将加快并购动作，并在整合方面投入更多精力以应对业绩挑战。

➢ 绑定高管与业务骨干利益，优化股权结构

本次激励计划将覆盖 41 名员工，主要集中在高管与业务骨干。其中董事长、总裁分别被授予 500/200 万股，分别占授予总量 36.3%/14.5%；副总裁、董秘、财务总监分别被授予 70/40/40 万股，分别占授予总量 5.1%/2.9%/2.9%；其他管理层及核心骨干人员合计被授予 528 万股，占授予总量 38.3%。本次激励对象集中在高管层面，对公司将产生两方面积极作用：（1）有利于绑定公司核心管理人员利益。公司坚持外延并购战略，被并购公司多存在管理僵化的问题，股票激励能够较好地激发其管理层的活力；（2）改善公司股权结构，此前公司 80%以上的股权由刘永好、刘畅父女二人控制，本次股票激励之后将在一定程度上稀释此前过于集中的股权。

➢ 激励力度较大，解禁期绑定公司高管

本次激励计划的股票授予价格为 9.35 元，为激励计划（草案）公布前 1 个交易日公司股价的 50%，激励力度相对较大。本次股权激励计划解锁期分为三个阶段，分别为自授予完成登记之日起 12 个月后至 24 个月内；24 个月后至 36 个月内；36 个月后至 48 个月内，解锁数量比例分别为 30%/30%/40%。若授予对象完成全部股权解锁，则至少应在公司服务至 2024 年，解禁期间绑定管理层，有利于公司治理的稳定性。

三、投资建议

我们暂不调整此前盈利预测。预计 2020-2022 年公司实现营收 67.62 亿元/87.19 亿元/98.09 亿元，同比+19.2%/+28.9%/+12.5%；实现归母净利润分别为 3.04 亿元/4.67 亿元/5.73 亿元，同比+24.7%/53.6%/22.8%，对应 EPS 为 0.36 元/0.55 元/0.67 元，目前股价对应 PE 为 55 X /36 X /29X。以伊利股份、光明乳业、三元股份、燕塘乳业、天润乳业等作为可比公司，上述公司 2020 年平均 PE 约 42X（取 Wind 一致预期，算数平均法）。公司 2020 年 PE 高于可比公司平均水平。考虑到低温奶行业增速较高以及公司持续存在外延并购预期，同时预计本次股票激励将显著激发管理层积极性，预计公司未来业绩增速将有望快于乳制品行业平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧，成本端大幅上涨，并购效果不及预期等。

推荐　维持评级

当前价格：　18.65 元

交易数据	2020-12-15
近 12 个月最高/最低(元)	25.9/10.07
总股本（百万股）	854
流通股本（百万股）	159
流通股比例（%）	18.66
总市值（亿元）	159
流通市值（亿元）	30

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：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

电话：　021-60876735

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.新乳业（002946）深度报告：低温奶”新“星，全国化扩张持续推进

2.新乳业（002946）2020 年三季报点评：并表因素叠加低温奶复苏推动 Q3 业绩高增

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,675	6,762	8,719	9,809
增长率（%）	14.1	19.2	28.9	12.5
归属母公司股东净利润（百万元）	244	304	467	573
增长率（%）	0.4	24.7	53.6	22.8
每股收益（元）	0.29	0.36	0.55	0.67
PE（现价）	67.3	54.9	35.7	29.1
PB	8.5	5.8	5.0	4.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**5,675**	**6,762**	**8,719**	**9,809**
营业成本	3,796	4,578	5,903	6,611
营业税金及附加	30	42	51	57
销售费用	1,250	1,400	1,721	1,952
管理费用	320	338	427	471
研发费用	28	33	52	59
EBIT	251	372	564	659
财务费用	64	70	77	70
资产减值损失	(0)	10	25	18
投资收益	37	38	10	5
营业利润	**258**	**380**	**526**	**632**
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	**268**	**380**	**526**	**632**
所得税	17	24	33	40
净利润	251	356	493	592
归属于母公司净利润	**244**	**304**	**467**	**573**
EBITDA	**572**	**384**	**577**	**671**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	446	(59)	1323	1936
应收账款及票据	434	493	647	731
预付款项	41	55	69	76
存货	328	439	541	555
其他流动资产	14	14	14	14
流动资产合计	**1299**	**1069**	**2625**	**3460**
长期股权投资	410	448	458	463
固定资产	2343	2367	2391	2415
无形资产	226	221	208	199
非流动资产合计	**4065**	**5553**	**5540**	**5561**
资产合计	**5364**	**6622**	**8164**	**9021**
短期借款	1363	1363	1363	1363
应付账款及票据	527	608	776	888
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**2733**	**3022**	**3371**	**3635**
长期借款	418	418	418	418
其他长期负债	121	121	821	821
非流动负债合计	**575**	**575**	**1275**	**1275**
负债合计	**3308**	**3597**	**4646**	**4910**
股本	854	854	854	854
少数股东权益	87	139	166	185
股东权益合计	**2056**	**3025**	**3518**	**4111**
负债和股东权益合计	**5364**	**6622**	**8164**	**9021**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.1	19.2	28.9	12.5
EBIT 增长率	-6.4	48.1	51.8	16.8
净利润增长率	0.4	24.7	53.6	22.8
盈利能力				
毛利率	33.1	32.3	32.3	32.6
净利润率	4.3	4.5	5.4	5.8
总资产收益率 ROA	4.5	4.6	5.7	6.4
净资产收益率 ROE	12.4	10.5	13.9	14.6
偿债能力				
流动比率	0.5	0.4	0.8	1.0
速动比率	0.4	0.2	0.6	0.8
现金比率	0.2	(0.0)	0.4	0.5
资产负债率	0.6	0.5	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	25.1	24.2	24.5	24.5
存货周转天数	29.1	30.2	29.9	29.9
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.1
每股指标（元）				
每股收益	0.3	0.4	0.5	0.7
每股净资产	2.3	3.4	3.9	4.6
每股经营现金流	0.7	0.5	0.9	0.9
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	67.3	54.9	35.7	29.1
PB	8.5	5.8	5.0	4.2
EV/EBITDA	30.2	44.7	28.6	23.8
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	251	356	493	592
折旧和摊销	313	22	37	30
营运资金变动	5	14	175	43
经营活动现金流	**617**	**427**	**772**	**740**
资本开支	547	859	14	46
投资	(732)	0	0	0
投资活动现金流	**(1,267)**	**(859)**	**(14)**	**(46)**
股权募资	431	0	0	0
债务募资	490	0	700	0
筹资活动现金流	**771**	**(73)**	**623**	**(80)**
现金净流量	**122**	**(505)**	**1,381**	**614**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

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、肉制品、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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。