开源证券

新乳业（002946.SZ）

2020 年 10 月 30 日

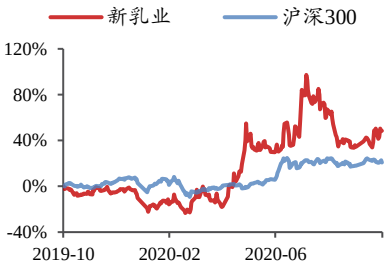
业绩持续改善，稳步开拓全国市场

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2020/10/30
当前股价(元)	19.45
一年最高最低(元)	25.92/9.56
总市值(亿元)	166.05
流通市值(亿元)	30.99
总股本(亿股)	8.54
流通股本(亿股)	1.59
近 3 个月换手率(%)	316.66

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-营收环比改善，业绩显著回升》-2020.8.28

《公司首次覆盖报告-外延并购与内生增长并进，稳步自西南向外开拓》-2020.8.9

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

叶松霖（联系人）
yesonglin@kysec.cn
证书编号：S0790120030038

● **业绩持续改善，自西南向外稳步扩张，维持“增持”评级**

新乳业公布 2020 年三季报，2020Q3 实现营收 21 亿元，同比增 39%；净利 1.1 亿元，同比增 45.5%。我们维持盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 2.8 亿、3.5 亿、4.5 亿元，EPS 分别 0.33、0.41、0.52 元，当前股价对应 PE 分别为 59、47、37 倍。往长期看，内生增长与外延并购并进，模式可复制性强的新乳业业绩有望持续增长，维持“增持”评级。

● **寰美乳业、澳牛乳业并表，营收快速增长**

2020Q3 营收同比增 39%，主因公司并表寰美乳业、澳牛乳业。剔除并表影响后，公司营收同比增 6-7%，环比改善主因：（1）常温白奶需求旺盛，增长较快；（2）随着疫情得到控制，6 月学生奶及送奶入户渠道基本恢复同期水平，低温奶业务复苏。预计 2020 年公司收入增速约 15%。

● **净利率提升主因营收增长及销售费用率下降**

2020Q3 公司净利率提升 0.4pct 至 5.5%。销售费用率同比下降 1.4pct 主因：寰美乳业费用率较低，并表后费用率改善。2020Q3 公司毛利率同比下降 0.7pct 至 31.2%，主因：（1）原材料生鲜乳价格低个位数增长；（2）寰美乳业低毛利率的常温奶占比较高，并表略有拖累。展望未来，原奶价格仍处于上行周期，新乳业可通过：（1）提高自有奶源比例，稳定上游原奶价格；（2）提升管理效率，降本增效；（3）产品结构升级；（4）在必要的时候调整产品售价，来缓解成本上涨压力；市场开拓期间销售费用率预计仍处高位，预计 2020 年净利增速约为 16%。

● **内生增长与外延并购并进，稳步开拓全国市场**

公司完成了对宁夏寰美乳业、福建新希望澳牛乳业、福建新澳牧业的收购，可进一步完善新乳业在西北、华东区域的布局。展望未来，随着线上及线下渠道拓展，公司可保持内生增长；随着外延并购，公司可更快地建设牧场，切入新市场。内生增长与外延并购齐发力下，公司业绩可稳健增长。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,972	5,675	6,519	7,582	8,893
YOY(%)	12.4	14.1	14.9	16.3	17.3
归母净利润(百万元)	243	244	282	350	447
YOY(%)	9.2	0.4	15.7	24.2	27.6
毛利率(%)	33.8	33.1	33.7	34.4	35.3
净利率(%)	4.9	4.3	4.3	4.6	5.0
ROE(%)	16.0	12.2	12.7	14.2	16.2
EPS(摊薄/元)	0.28	0.29	0.33	0.41	0.52
P/E(倍)	68.4	68.1	58.9	47.4	37.1
P/B(倍)	11.4	8.4	7.5	6.8	6.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1046	1299	1243	1451	1687
现金	305	446	271	315	370
应收票据及应收账款	363	434	482	584	666
其他应收款	39	29	49	42	64
预付账款	40	41	52	56	70
存货	286	328	370	434	497
其他流动资产	14	20	20	20	20
非流动资产	3195	4065	4348	4685	5100
长期投资	386	410	465	521	578
固定资产	2319	2343	2566	2856	3210
无形资产	224	226	240	240	240
其他非流动资产	266	1086	1077	1068	1073
资产总计	4241	5364	5591	6136	6787
流动负债	2291	2733	2787	3154	3559
短期借款	1071	1363	1414	1486	1764
应付票据及应付账款	403	527	532	687	723
其他流动负债	816	843	840	981	1071
非流动负债	408	575	508	445	379
长期借款	235	418	351	288	222
其他非流动负债	173	157	157	157	157
负债合计	2699	3308	3295	3599	3938
少数股东权益	83	87	96	107	122
股本	768	854	854	854	854
资本公积	219	539	539	539	539
留存收益	472	664	897	1184	1552
归属母公司股东权益	1459	1969	2200	2430	2727
负债和股东权益	4241	5364	5591	6136	6787

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	437	635	516	822	766
净利润	247	251	291	361	461
折旧摊销	283	321	241	284	317
财务费用	69	64	64	65	65
投资损失	-31	-37	-33	-33	-33
营运资金变动	-136	28	-67	126	-62
其他经营现金流	6	7	20	19	18
投资活动现金流	-161	-1267	-511	-607	-716
资本支出	411	602	227	282	358
长期投资	46	-715	-56	-57	-56
其他投资现金流	296	-1380	-339	-382	-414
筹资活动现金流	-368	771	-232	-242	-273
短期借款	-124	292	0	0	0
长期借款	-25	183	-67	-63	-65
普通股增加	0	85	0	0	0
资本公积增加	-11	321	0	0	0
其他筹资现金流	-208	-110	-165	-179	-208
现金净增加额	-93	137	-227	-27	-224

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4972	5675	6519	7582	8893
营业成本	3289	3796	4319	4971	5752
营业税金及附加	30	30	35	41	48
营业费用	1069	1250	1445	1725	2062
管理费用	284	320	370	429	504
研发费用	31	28	30	35	40
财务费用	69	64	64	65	65
资产减值损失	10	-0	7	4	7
其他收益	49	66	38	47	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	31	37	33	33	33
资产处置收益	-11	-23	-20	-19	-18
营业利润	258	258	299	374	481
营业外收入	14	14	14	14	14
营业外支出	2	3	3	2	2
利润总额	270	268	310	386	492
所得税	24	17	20	24	31
净利润	247	251	291	361	461
少数股东损益	4	8	9	11	14
归母净利润	243	244	282	350	447
EBITDA	625	686	637	759	906
EPS(元)	0.28	0.29	0.33	0.41	0.52

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	14.1	14.9	16.3	17.3
营业利润(%)	14.6	-0.1	16.1	25.2	28.4
归属于母公司净利润(%)	9.2	0.4	15.7	24.2	27.6
获利能力					
毛利率(%)	33.8	33.1	33.7	34.4	35.3
净利率(%)	4.9	4.3	4.3	4.6	5.0
ROE(%)	16.0	12.2	12.7	14.2	16.2
ROIC(%)	9.9	8.5	8.8	10.0	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.6	61.7	58.9	58.6	58.0
净负债比率(%)	89.9	79.0	75.5	67.2	65.6
流动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	14.9	14.2	14.2	14.2	14.2
应付账款周转率	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.29	0.33	0.41	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.74	0.60	0.96	0.90
每股净资产(最新摊薄)	1.71	2.31	2.58	2.85	3.19
估值比率					
P/E	68.4	68.1	58.9	47.4	37.1
P/B	11.4	8.4	7.5	6.8	6.1
EV/EBITDA	28.9	26.7	28.9	24.2	20.5

数据来源：贝格数据、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。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方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