新乳业（002946）

公司研究/点评报告

并表因素叠加低温奶复苏推动 Q3 业绩高增

—新乳业（002946）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 29 日

一、事件概述

10 月 28 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 46.57 亿元，同比+10.32%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比+3.70%，基本 EPS 为 0.22 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 21.01/1.09 亿元，同比分别+39.00%/+45.46%。

二、分析与判断

➢ 并表带来 Q3 业绩大增，低温奶业务持续复苏

前三季度公司实现营收 46.57 亿元，同比+10.32%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比+3.70%；折合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 21.01/1.09 亿元，同比分别+39.00%/+45.46%。**收入端，**Q3 公司营收大幅增加助力前三季度收入增速转负为正，一方面得益于 7 月并表寰美、澳牛带来收入增量贡献，另一方面则归功于低温奶业务的持续复苏，公司 9 月订奶入户已超过去年同期，学生奶也恢复至去年同期水平，同时推出低温奶酸奶新品“活润晶球”激发消费者需求。**利润端，**Q3 公司归母净利润大增，除收入端因素之外，判断主要得益于并表寰美、澳牛带来各项费用率下降。

➢ 并表导致毛利率略降，费用率降低推动净利率提升

毛利率：前三季度公司毛利率为 32.59%，同比-1.02ppt，其中 Q3 为 31.23%，同比-0.73ppt，主要归因于被并表的宁夏寰美主打低毛利的常温奶，拖累整体毛利率，我们认为随着 2021 年寰美完全并表，毛利率有继续小幅下降的可能。**净利率：**前三季度公司归母净利率为 3.98%，同比-0.25ppt，其中 Q3 为 5.17%，同比+0.23ppt，主要得益于各项费用率下降。前三季度销售费用率 21.21%，同比-1.12ppt（Q3 为 19.90%，同比-1.43ppt）；管理费用率 5.55%，同比-0.05ppt(Q3 为 5.23%，同比-0.34ppt)；研发费用率 0.52%，同比+0.04ppt(Q3 为 0.41%，同比-0.04ppt)；财务费用率 1.21%，同比+0.10ppt(Q3 为 1.09%，同比-0.05ppt)。20Q3 各项费用率均有所下降，主要系寰美在宁夏大本营市场地位稳固、费用率较低，2019 年期间费用率比新乳业低 12ppt)。

➢ 低温奶持续复苏+低基数效应+并表贡献，未来业绩大概率延续向好态势

短期看，随着公司低温奶业务进一步复苏，同时 2020 年基数偏低，以及宁夏寰美全年业绩并表，预计 2021 年收入与利润有望延续高增态势。**长期看，**低温奶行业成长性高，公司通过多品牌战略与并购整合优势构筑长期竞争护城河，将长期享受行业增长的红利。同时公司布局奶源+并购扩张+产能释放，长期成长无忧。**布局奶源：**19 年入股现代牧业，并在甘肃、宁夏新建 2 万头规模的牧场，一方面保证了奶源的安全与充足，另一方面通过产业链协同实现降本增效。**并购扩张：**20H1 收购夏进与澳牛，打开西北、福建地区市场空间，20H2 竞购辉山乳业，预计并购战略未来仍将继续。**产能释放：**安徽新建项目未完全达产，仍有一定潜力挖掘，将有力支撑在华东地区的渠道扩张。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 67.62/87.19/98.09 亿元，同比+19.2%/28.9%/12.5%；实现归母净利润 3.04/4.68/5.79 亿元，同比+24.7%/54.0%/23.8%，对应 EPS 为 0.36/0.55/0.68 元，对应 PE 为 55/36/29 倍。公司估值高于乳制品可比公司 39X 的平均估值（算数平均法，2020 年一致预期），但考虑到低温奶行业高增速以及公司并购扩张动作有望推动公司未来业绩增速快于行业平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

低温奶竞争格局加剧，并购效果不及预期，食品安全问题等。

推荐　维持评级

当前价格：　19.71 元

交易数据	2020-10-28
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）	168
流通市值（亿元）	31

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）2020 年半年报点评：Q2 业绩改善，全国化扩张持续推进

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	468	579
增长率（%）	0.4	24.7	54.0	23.8
每股收益（元）	0.29	0.36	0.55	0.68
PE（现价）	68.0	55.4	36.0	29.0
PB	8.5	5.8	5.0	4.3

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	1,726	1,952
管理费用	320	338	427	471
研发费用	28	33	52	59
EBIT	251	372	559	659
财务费用	64	70	71	64
资产减值损失	(0)	10	25	18
投资收益	37	38	10	5
营业利润	**258**	**380**	**528**	**638**
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	**268**	**380**	**528**	**638**
所得税	17	24	33	40
净利润	251	356	494	598
归属于母公司净利润	**244**	**304**	**468**	**579**
EBITDA	**572**	**384**	**572**	**671**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	446	828	2211	2831
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**	**1956**	**3513**	**4354**
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**	**4666**	**4653**	**4674**
资产合计	**5364**	**6622**	**8166**	**9029**
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**	**3520**	**4118**
负债和股东权益合计	**5364**	**6622**	**8166**	**9029**

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	50.4	17.9
净利润增长率	0.4	24.7	54.0	23.8
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	5.9
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	14.0	14.7
偿债能力				
流动比率	0.5	0.6	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.9	1.0
现金比率	0.2	0.3	0.7	0.8
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	68.0	55.4	36.0	29.0
PB	8.5	5.8	5.0	4.3
EV/EBITDA	30.5	43.0	27.6	22.8
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	494	598
折旧和摊销	313	22	37	30
营运资金变动	5	14	176	42
经营活动现金流	**617**	**427**	**774**	**746**
资本开支	547	(28)	14	46
投资	(732)	0	0	0
投资活动现金流	**(1,267)**	**28**	**(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**	**382**	**1,383**	**619**

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。