新乳业（002946）

公司研究/点评报告

Q2 业绩改善，全国化扩张持续推进

—新乳业（002946）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 08 月 28 日

一、事件概述

8 月 27 日，公司公布 2020 年半年报。报告期内公司实现营收 25.56 亿元，同比-5.68%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比-26.27%。

二、分析与判断

➢ 20Q2 业绩改善，外埠市场表现良好，订奶入户与学校渠道承压

20H1 公司实现营收 25.56 亿元，同比-5.68%；实现归母净利润 0.77 亿元，同比-26.27%。折合 Q2 营收 15.01 亿元，同比+0.87%；归母净利润 1.03 亿元，同比+26.75%。**总体看，**Q2 营收增幅较小的主要原因是：1）西南大本营增长乏力；2）疫情后订奶入户、学生奶团购恢复仍然有限。而 Q2 净利润明显改善则归功于：1）疫情下货物运输减少导致销售费用率下降；2）对重庆天友的联营投资收益明显增加。**分产品看，**20H1 液体乳/奶粉/其他产品收入分别为 23.7/0.3/1.5 亿元，同比-8.1%/-4.5%/+57.6%，其他产品增速较高主要系材料销售、代加工等增加所致。**分地区看，**西南大本营增长乏力，20H1 收入为 13.7 亿元，同比-9.85%；华东、华北外埠市场表现亮眼，20H1 收入分别为 6.5/3.4 亿元，同比+5.77%/+3.53%。**分渠道看，**由于订奶入户、学生团购奶恢复有限，拖累了整体收入增速，但线上渠道在直播、生鲜平台合作的带动下逆势增长，同比+300%。

➢ Q2 毛利率边际改善，销售费用减少推动净利率提升

毛利率：20H1 公司毛利率 33.7%，同比-0.82ppt，主要系毛利率较高的订奶入户渠道占比下降导致，但随着 5 月之后订奶入户数量逐渐恢复，公司 20Q2 毛利率下滑幅度缩小至-0.67ppt。**归母净利率：**20H1 公司净利率为 3.14%，同比-0.85ppt，主要受 Q1 亏损拖累，Q2 净利率 7.13%，同比+1.44ppt，边际改善明显，主要得益于销售费用率下降与联营投资收益增加。20H1 销售费用率同比-0.61ppt，主要归因于疫情期间货物运输减少，导致运输费与人工费明显下降。其他费用方面，20H1 公司管理/研发/财务费用率均略微上升，分别同比+0.19ppt/+0.11ppt/+0.22ppt。

➢ 布局奶源+外延并购，全国化之路进一步推进

布局奶源：公司 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：**20 年公司计划收购夏进与福牛，将打开西北、福建地区市场空间，获取当地品牌的渠道、产能、牧场资源，为全国化之路奠定基础。**产能释放：**公司在安徽的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。综上，我们认为随着经济恢复正常，在奶源保障与外延并购的共同作用下，公司业绩将回归稳健增长轨道。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 61.97/76.91/91.06 亿元，同比+9.2%/24.1%/18.4%；实现归母净利润 2.50/3.24/4.05 亿元，同比+2.5%/29.9%/24.7%，对应 EPS 为 0.29/0.38/0.47 元，对应 PE 为 72/55/44 倍。公司估值高于乳制品板块 51X 的平均估值，考虑到低温奶行业高增速以及公司并购扩张，预计公司未来业绩增速将有望快于乳制品行业平均水平，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

四、风险提示

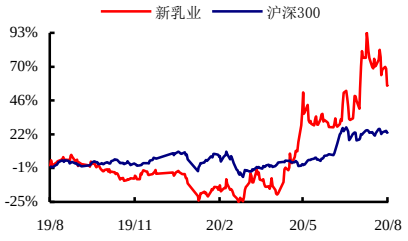
低温奶竞争格局加剧，并购失败，食品安全问题等。

推荐　首次评级

当前价格：　20.99 元

交易数据	2020-8-27
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）	179
流通市值（亿元）	33

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

相关研究

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	6,197	7,691	9,106
增长率（%）	14.1	9.2	24.1	18.4
归属母公司股东净利润（百万元）	244	250	324	405
增长率（%）	0.4	2.5	29.9	24.7
每股收益（元）	0.29	0.29	0.38	0.47
PE（现价）	72.4	71.8	55.2	44.3
PB	9.1	6.3	5.7	5.0

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**	**6,197**	**7,691**	**9,106**
营业成本	3,796	4,091	5,045	5,964
营业税金及附加	30	38	45	53
销售费用	1,250	1,370	1,692	2,003
管理费用	320	372	454	546
研发费用	28	30	46	55
EBIT	251	296	409	484
财务费用	64	76	93	94
资产减值损失	(0)	33	23	5
投资收益	37	38	10	5
营业利润	**258**	**275**	**358**	**446**
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	**268**	**275**	**358**	**446**
所得税	17	17	22	28
净利润	251	258	335	418
归属于母公司净利润	**244**	**250**	**324**	**405**
EBITDA	**572**	**572**	**703**	**783**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	446	893	693	1440
应收账款及票据	434	452	570	679
预付款项	41	49	59	69
存货	328	358	481	510
其他流动资产	14	14	14	14
流动资产合计	**1299**	**1880**	**1843**	**2850**
长期股权投资	410	548	1458	1463
固定资产	2343	2367	2391	2415
无形资产	226	221	208	199
非流动资产合计	**4065**	**4504**	**5127**	**4871**
资产合计	**5364**	**6385**	**6970**	**7721**
短期借款	1363	1363	1363	1363
应付账款及票据	527	543	663	801
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**2733**	**2882**	**3132**	**3465**
长期借款	418	418	418	418
其他长期负债	121	121	121	121
非流动负债合计	**575**	**575**	**575**	**575**
负债合计	**3308**	**3457**	**3707**	**4040**
股本	854	854	854	854
少数股东权益	87	96	106	120
股东权益合计	**2056**	**2927**	**3262**	**3680**
负债和股东权益合计	**5364**	**6385**	**6970**	**7721**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.1	9.2	24.1	18.4
EBIT 增长率	-6.4	17.9	38.0	18.6
净利润增长率	0.4	2.5	29.9	24.7
盈利能力				
毛利率	33.1	34.0	34.4	34.5
净利润率	4.3	4.0	4.2	4.4
总资产收益率 ROA	4.5	3.9	4.7	5.2
净资产收益率 ROE	12.4	8.8	10.3	11.4
偿债能力				
流动比率	0.5	0.7	0.6	0.8
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.7
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.4
资产负债率	0.6	0.5	0.5	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	1.2
每股指标（元）				
每股收益	0.3	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.3	3.3	3.7	4.2
每股经营现金流	0.7	0.7	0.9	1.0
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	72.4	71.8	55.2	44.3
PB	9.1	6.3	5.7	5.0
EV/EBITDA	32.3	31.5	25.6	22.0
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	258	335	418
折旧和摊销	313	309	316	304
营运资金变动	5	(10)	72	76
经营活动现金流	**617**	**558**	**753**	**832**
资本开支	547	(28)	14	46
投资	(732)	(100)	(900)	0
投资活动现金流	**(1267)**	**(72)**	**(914)**	**(46)**
股权募资	431	0	0	0
债务募资	490	0	0	0
筹资活动现金流	**771**	**(39)**	**(39)**	**(39)**
现金净流量	**122**	**447**	**(200)**	**747**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

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。

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。