

# 新乳业 (002946.SZ)

## 业绩符合预期，低温延续高增

**事件：公司发布三季报。**2021Q1-3 公司实现收入 66.50 亿元，同增 42.8%，归母净利润 2.56 亿元，同增 38.2%，扣非归母净利润 2.21 亿元，同增 54.0%，其中 Q3 实现收入 23.34 亿元，同增 11.1%，实现归母净利润 1.10 亿元，同增 1.24%，扣非归母净利润 1.02 亿元，同增 10.4%，业绩符合预期。此外，若剔除股权激励和可转债财务费用影响，公司净利润增速显著快于收入增速。

**并表因素消除致环比降速，低温鲜奶延续高增。**公司于 2020 年 7 月并入夏进、澳牛等公司，今年下半年并表因素消除，公司增速回归正常。分公司来看，预计夏进和澳牛同比保持相对稳定增长，其他主营业务亦保持相对稳健增速，环比变化不大。分业务来看，预计公司低温白奶延续高增，常温奶保持稳健增长，酸奶持平略增。

**奶价上行影响毛利率，盈利能力短期有所承压。**毛利率方面，公司 2021Q3 毛利率是 24.5%，同比下降 6.7%，除会计准则调整外，主要为奶价上行影响。根据农业部的数据，Q3 生鲜乳均价同比增长 17%，此外低毛利率常温占比提升也对毛利率略有影响。剔除会计准则调整和其他业务影响，预计主营业务毛利率持平。费用率方面，Q2 销售费用率 13.3%，同比下降 6.5pcts。综合来看，公司 2021Q1-3 净利率 4.2%，同比持平，Q3 净利率 5.0%，同比下降 0.5pct。同时，若剔除可转债和股权激励费用影响，公司 Q3 实际净利率同比有所提升。

**短期表观基数影响节奏，中长期三年倍增稳扎稳打。**在“鲜立方”战略的指引下，公司持续推动新赛道、新品类的发展，从产品、品牌、渠道、用户等多角度打开了增长的空间。中长期来看，公司内延外增并举，形成了成熟的资本运作和投后管理体系，在持续的外延并购的基础上，子公司的运营管理效率和盈利水平也在持续提升。

**盈利预测与投资建议：**我们略调整公司 2021-2023 归母净利润预测 3.70/4.81/6.32 亿元，同增 36.5%/30.2%/31.2%，对应 EPS 分别为 0.43/0.56/0.74 元，对应 PE 37/29/22 倍。维持公司目标价 24 元，对应 2021 年 54 倍 PE，维持“增持”评级。

**风险提示：**并购整合低于预期；竞争加剧风险；成本上行风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,675	6,749	8,866	11,212	14,051
增长率 yoy (%)	14.1	18.9	31.4	26.5	25.3
归母净利润(百万元)	244	271	370	481	632
增长率 yoy (%)	0.4	11.2	36.5	30.2	31.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.32	0.43	0.56	0.74
净资产收益率(%)	12.2	10.1	12.1	14.1	15.8
P/E(倍)	56.4	50.7	37.1	28.5	21.7
P/B(倍)	7.0	5.4	4.7	4.2	3.6

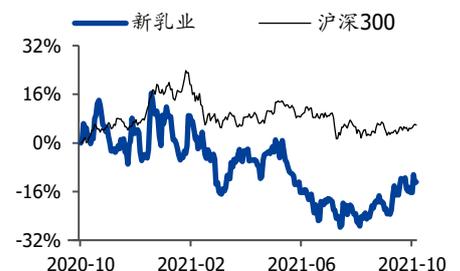
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 26 日收盘价

### 增持(维持)

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
10月26日收盘价(元)	16.09
总市值(百万元)	13,954.39
总股本(百万股)	867.27
其中自由流通股(%)	16.86
30日日均成交量(百万股)	6.55

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

##### 分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

#### 相关研究

- 《新乳业(002946.SZ)：业绩符合预期，内生增长亮眼》2021-09-01
- 《新乳业(002946.SZ)：Q1如期开门红，外延内增并举发展》2021-04-29
- 《新乳业(002946.SZ)：全年业绩符合预期，Q1迎来开门红》2021-04-15

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1299	1859	2867	3617	3744
现金	446	539	1265	1614	1318
应收票据及应收账款	434	538	739	876	1148
其他应收款	29	33	49	55	75
预付账款	41	134	96	195	170
存货	328	466	569	728	884
其他流动资产	20	149	149	149	149
<b>非流动资产</b>	4065	6720	7627	8560	9618
长期投资	410	431	484	537	590
固定资产	2343	3384	4100	4842	5708
无形资产	226	617	672	737	811
其他非流动资产	1086	2288	2371	2445	2508
<b>资产总计</b>	5364	8579	10494	12177	13362
<b>流动负债</b>	2733	3447	4173	4879	5692
短期借款	1363	1171	1171	1171	1171
应付票据及应付账款	527	647	882	1034	1347
其他流动负债	843	1629	2121	2674	3174
<b>非流动负债</b>	575	2271	3065	3648	3401
长期借款	418	2030	2824	3407	3160
其他非流动负债	157	241	241	241	241
<b>负债合计</b>	3308	5718	7238	8528	9093
少数股东权益	87	207	232	265	308
股本	854	854	854	854	854
资本公积	539	539	539	539	539
留存收益	664	884	1279	1793	2467
归属母公司股东权益	1969	2654	3024	3385	3961
<b>负债和股东权益</b>	5364	8579	10494	12177	13362

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	635	719	1040	1105	1604
净利润	251	289	395	514	675
折旧摊销	321	365	389	493	614
财务费用	64	82	122	147	156
投资损失	-37	-36	-33	-33	-35
营运资金变动	28	14	167	-17	194
其他经营现金流	7	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1267	-1945	-1263	-1393	-1637
资本支出	602	634	854	880	1004
长期投资	-715	-190	-53	-53	-54
其他投资现金流	-1380	-1501	-462	-566	-687
<b>筹资活动现金流</b>	771	1321	949	638	-264
短期借款	292	-192	0	0	0
长期借款	183	1612	794	583	-247
普通股增加	85	0	0	0	0
资本公积增加	321	0	0	0	0
其他筹资现金流	-110	-98	155	55	-17
<b>现金净增加额</b>	137	95	726	350	-297

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5675	6749	8866	11212	14051
营业成本	3796	5096	6638	8318	10337
营业税金及附加	30	33	52	62	76
营业费用	1250	921	1206	1525	1925
管理费用	320	369	496	668	882
研发费用	28	35	49	61	74
财务费用	64	82	122	147	156
资产减值损失	-0	-3	0	0	0
其他收益	66	71	71	71	71
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	36	33	33	35
资产处置收益	-23	-15	0	0	0
<b>营业利润</b>	258	297	407	536	707
营业外收入	14	17	17	15	15
营业外支出	3	5	3	3	4
<b>利润总额</b>	268	308	421	548	719
所得税	17	19	26	34	44
<b>净利润</b>	251	289	395	514	675
少数股东损益	8	18	25	33	43
<b>归属母公司净利润</b>	244	271	370	481	632
EBITDA	686	862	934	1172	1468
EPS (元)	0.29	0.32	0.43	0.56	0.74

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.1	18.9	31.4	26.5	25.3
营业利润(%)	-0.1	15.2	37.2	31.6	31.9
归属于母公司净利润(%)	0.4	11.2	36.5	30.2	31.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.1	24.5	25.1	25.8	26.4
净利率(%)	4.3	4.0	4.2	4.3	4.5
ROE(%)	12.2	10.1	12.1	14.1	15.8
ROIC(%)	8.5	7.2	6.4	6.9	8.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.7	66.7	69.0	70.0	68.1
净负债比率(%)	79.0	115.5	112.1	115.2	104.3
流动比率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	14.2	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	8.2	8.7	8.7	8.7	8.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.32	0.43	0.56	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.84	1.22	1.29	1.88
每股净资产(最新摊薄)	2.31	3.00	3.43	3.85	4.53
<b>估值比率</b>					
P/E	56.4	50.7	37.1	28.5	21.7
P/B	7.0	5.4	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	22.5	19.8	18.7	15.4	12.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 26 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com