

# 新乳业 (002946)

证券研究报告

2019年11月11日

## 坚持“鲜战略”不动摇，营收利润保持双增长

### 事件：

新乳业发布 2019 年三季报，19 年前三季度共实现营业收入 42.22 亿元，同比增长 13.32%，19Q3 实现营业收入 15.12 亿元，同比增长 13.0%；前三季度归母净利润 1.79 亿元，同比增长 1.88%，Q3 单季归母净利润 7463.11 万元，同比增长 1.84%。

### 点评：

1. **始终坚持“鲜战略”，建立自身独特竞争优势。**新乳业前三季度共实现营业收入 42.22 亿元，同比增长 13.32%，Q3 实现营收 15.12 亿元，同比增长 13.03%；Q3 单季归母净利润 7463.11 万元，同比增长 1.84%；公司保持高的收入增速主要得益于始终坚持“鲜战略”，低温奶持续发力。随着消费升级的持续推进，低温奶市场增长迅速。公司着力发展低温乳制品、充分发挥区域性乳制品企业的优势，与全国性乳企形成差异化竞争态势。新乳业已经在其大本营西南、华东、华中、华北地区拥有了 13 家乳制品生产企业，8 月又宣布正式收购福州澳牛乳业，以此为契机，实现辐射华南，布局全国的战略目标。

2. **行业增速放缓大环境，原奶价格上涨毛利承压。**公司前三季度扣非净利润 1.52 亿元，同比下降 4.04%，前三季度毛利率由 2018 年第三季度的 34.41% 下降至 33.61%，同比降低 0.8 pct.，我们认为主要是受制于原奶价格上涨的因素。乳制品行业增速今年以来是一个放缓的过程，为了减轻奶源价格上涨的影响，公司强化奶源建设，优化奶源供应生态圈，加强与上游供应商的战略合作关系的同时，保持对自有牧场的持续优化。

3. **公司成熟、稳定的全方位立体分销网络为产品提升保驾护航。**2019 前三季度销售费用率 22.34%，同比增加 3.62%，但比 19H1 降低了 1.9%。我们认为这主要是由于公司渠道拓展所致，新渠道开拓逐渐稳定后，销售费用率会逐步降低至稳定，但会推动收入的快速增长。公司在商超、连锁、终端店、订奶上门、经销商等传统渠道之外，19 年积极对新零售业态进行探索和拓展。先后与盒马鲜生、饿了么、每日优鲜、每日一淘等平台 and 业态开展深度合作，为用户在不同场景下提供优质乳制品和服务，积极参与零售业态的转型升级。通过搭建会员价值管理平台“鲜活 GO”，打通全渠道的用户，形成从线下到线上全方位的营销渠道。

盈利预测：考虑到低温奶市场竞争加剧，且原奶价格上涨的影响，我们维持盈利预测，预计 2019-2021 年营收为 56.42/70.73/88.37 亿元，净利润为 2.98/4.41/6.19 亿元，EPS 为 0.35/0.52/0.72 元，参考可比公司，给予 2020 年 30 倍 PE，目标价 15.6 元，给予买入评级。

风险提示：食品安全风险，市场竞争加剧，原材料价格上涨

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,421.82	4,971.95	5,642.17	7,072.71	8,836.63
增长率(%)	9.09	12.44	13.48	25.35	24.94
EBITDA(百万元)	(3,917.58)	591.68	477.49	643.27	848.14
净利润(百万元)	222.24	242.73	298.32	441.49	618.53
增长率(%)	47.95	9.22	22.90	47.99	40.10
EPS(元/股)	0.26	0.28	0.35	0.52	0.72
市盈率(P/E)	49.28	45.12	36.72	24.81	17.71
市净率(P/B)	8.93	7.51	5.94	4.79	3.77
市销率(P/S)	2.48	2.20	1.94	1.55	1.24
EV/EBITDA	0.00	0.00	23.03	17.57	12.19

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	12.7 元
目标价格	15.6 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	853.71
流通 A 股股本(百万股)	85.37
A 股总市值(百万元)	10,842.13
流通 A 股市值(百万元)	1,084.21
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	62.42
一年内最高/最低(元)	25.31/6.54

### 作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新乳业-公司研究简报:低温鲜奶高速增长，战略布局低温航母编队》 2019-10-17
- 《新乳业-半年报点评:收入稳步提升，全国化战略推进，核心产品表现亮眼》 2019-09-07
- 《新乳业-公司点评:收购福州澳牛乳业，全国版图再添一城》 2019-08-21

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	397.19	304.61	451.37	565.82	706.93	营业收入	4,421.82	4,971.95	5,642.17	7,072.71	8,836.63
应收票据及应收账款	305.36	363.11	356.30	558.86	593.88	营业成本	2,886.72	3,288.99	3,735.68	4,645.73	5,758.04
预付账款	37.57	39.69	46.34	62.34	71.86	营业税金及附加	30.96	30.29	37.60	46.58	56.97
存货	272.94	285.70	372.48	443.22	557.95	营业费用	939.04	1,069.28	1,201.22	1,500.45	1,876.81
其他	125.63	52.97	285.64	52.83	326.84	管理费用	4,701.80	284.22	304.68	360.71	432.99
<b>流动资产合计</b>	<b>1,138.69</b>	<b>1,046.10</b>	<b>1,512.13</b>	<b>1,683.07</b>	<b>2,257.45</b>	研发费用	18.74	30.91	33.85	42.44	53.02
长期股权投资	360.31	385.59	385.59	385.59	385.59	财务费用	75.23	68.69	46.23	35.01	18.63
固定资产	1,851.28	1,990.95	2,136.40	2,375.51	2,686.82	资产减值损失	14.92	10.49	0.00	0.00	0.00
在建工程	159.29	66.33	75.80	93.48	86.09	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	235.24	223.70	211.38	199.06	186.73	投资净收益	30.48	30.94	30.94	30.94	30.94
其他	536.26	528.28	550.79	520.63	523.32	其他	(4,501.18)	(99.83)	(61.88)	(61.88)	(61.88)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,142.39</b>	<b>3,194.85</b>	<b>3,359.95</b>	<b>3,574.26</b>	<b>3,868.55</b>	<b>营业利润</b>	<b>225.10</b>	<b>257.97</b>	<b>313.85</b>	<b>472.73</b>	<b>671.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,381.08</b>	<b>4,240.95</b>	<b>4,905.42</b>	<b>5,301.78</b>	<b>6,151.93</b>	营业外收入	18.12	14.09	10.00	10.00	6.00
短期借款	1,195.46	1,071.00	490.44	759.75	31.98	营业外支出	2.60	1.81	1.81	3.50	1.30
应付票据及应付账款	395.13	403.50	683.47	609.26	949.34	<b>利润总额</b>	<b>240.62</b>	<b>270.25</b>	<b>322.03</b>	<b>479.23</b>	<b>675.80</b>
其他	1,056.20	816.28	1,438.70	1,131.53	1,823.79	所得税	24.68	23.63	28.16	41.90	59.09
<b>流动负债合计</b>	<b>2,646.78</b>	<b>2,290.78</b>	<b>2,612.61</b>	<b>2,500.54</b>	<b>2,805.11</b>	<b>净利润</b>	<b>215.94</b>	<b>246.62</b>	<b>293.88</b>	<b>437.33</b>	<b>616.72</b>
长期借款	260.35	234.90	200.00	272.91	200.00	少数股东损益	(6.30)	3.89	(4.44)	(4.16)	(1.82)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>222.24</b>	<b>242.73</b>	<b>298.32</b>	<b>441.49</b>	<b>618.53</b>
其他	164.19	173.05	171.34	169.53	171.31	每股收益(元)	0.26	0.28	0.35	0.52	0.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>424.54</b>	<b>407.95</b>	<b>371.34</b>	<b>442.44</b>	<b>371.31</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,071.33</b>	<b>2,698.73</b>	<b>2,983.95</b>	<b>2,942.98</b>	<b>3,176.42</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	82.69	83.03	78.58	74.43	72.61	<b>成长能力</b>					
股本	768.34	768.34	853.71	853.71	853.71	营业收入	9.09%	12.44%	13.48%	25.35%	24.94%
资本公积	229.16	218.56	218.56	218.56	218.56	营业利润	86.97%	14.60%	21.66%	50.62%	41.96%
留存收益	458.72	690.85	989.17	1,430.66	2,049.19	归属于母公司净利润	47.95%	9.22%	22.90%	47.99%	40.10%
其他	(229.16)	(218.56)	(218.56)	(218.56)	(218.56)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,309.76</b>	<b>1,542.22</b>	<b>1,921.47</b>	<b>2,358.80</b>	<b>2,975.51</b>	毛利率	34.72%	33.85%	33.79%	34.31%	34.84%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,381.08</b>	<b>4,240.95</b>	<b>4,905.42</b>	<b>5,301.78</b>	<b>6,151.93</b>	净利率	5.03%	4.88%	5.29%	6.24%	7.00%
						ROE	18.11%	16.63%	16.19%	19.33%	21.31%
						ROIC	15.11%	13.57%	14.00%	24.53%	23.93%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	70.10%	63.64%	60.83%	55.51%	51.63%
净利润	215.94	246.62	298.32	441.49	618.53	净负债率	107.71%	79.09%	22.81%	30.67%	-8.41%
折旧摊销	211.80	283.17	117.41	135.53	158.40	流动比率	0.47	0.46	0.59	0.69	0.81
财务费用	82.10	75.63	46.23	35.01	18.63	速动比率	0.36	0.33	0.45	0.51	0.62
投资损失	(30.48)	(30.94)	(30.94)	(30.94)	(30.94)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(24.95)	(57.02)	578.06	(466.89)	630.01	应收账款周转率	15.84	14.88	15.69	15.46	15.33
其它	4.66	(80.20)	(4.44)	(4.16)	(1.82)	存货周转率	16.95	17.80	17.14	17.34	17.65
<b>经营活动现金流</b>	<b>459.08</b>	<b>437.26</b>	<b>1,004.65</b>	<b>110.04</b>	<b>1,392.82</b>	总资产周转率	1.00	1.15	1.23	1.39	1.54
资本支出	338.08	323.65	261.71	381.81	448.22	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	20.09	25.27	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.26	0.28	0.35	0.52	0.72
其他	(912.75)	(509.93)	(524.11)	(741.98)	(848.76)	每股经营现金流	0.54	0.51	1.18	0.13	1.63
<b>投资活动现金流</b>	<b>(554.59)</b>	<b>(161.01)</b>	<b>(262.40)</b>	<b>(360.17)</b>	<b>(400.54)</b>	每股净资产	1.44	1.71	2.16	2.68	3.40
债权融资	1,807.95	1,524.30	889.66	1,289.25	456.72	<b>估值比率</b>					
股权融资	(7.24)	(76.95)	41.48	(32.67)	(16.29)	市盈率	49.28	45.12	36.72	24.81	17.71
其他	(1,871.27)	(1,815.43)	(1,526.64)	(892.00)	(1,291.59)	市净率	8.93	7.51	5.94	4.79	3.77
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(70.56)</b>	<b>(368.09)</b>	<b>(595.50)</b>	<b>364.57</b>	<b>(851.16)</b>	EV/EBITDA	0.00	0.00	23.03	17.57	12.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	30.55	22.25	14.99
<b>现金净增加额</b>	<b>(166.07)</b>	<b>(91.84)</b>	<b>146.76</b>	<b>114.44</b>	<b>141.11</b>						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com