长城证券 GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2021 年 01 月 06 日

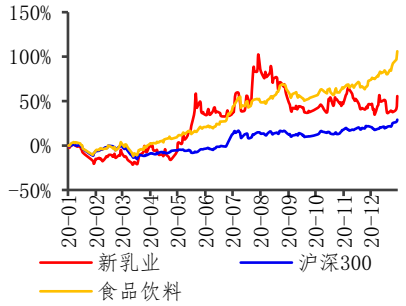
市场数据

目前股价	19.91
总市值（亿元）	169.97
流通市值（亿元）	31.72
总股本（万股）	85,371
流通股本（万股）	15,932
12 个月最高/最低	25.85/9.53

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002
☎ 021-31829686
✉ liupeng@cgws.com
联系人（研究助理）：陈姝 S1070120070051
☎ 0755-83516207
✉ chenshu@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<从产品端和品牌端，看差异化“鲜”战略>> 2020-12-31
<<从产品端和品牌端，看差异化“鲜”战略>> 2020-12-31
<<激发经营主动性，释放公司活力>> 2020-12-16

跻身新赛道，拓宽消费场景和私域流量

——新乳业（002946）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	4972	5675	7450	9939	13020
(+/-%)	12.4%	14.1%	31.3%	33.4%	31.0%
净利润（百万）	243	244	321	447	586
(+/-%)	9.2%	0.4%	31.7%	39.1%	31.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.28	0.29	0.38	0.52	0.69
PE	76	76	57	41	31

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：公司将以 2.31 亿元收购 “一只酸奶牛”项目的 60%股权。**“一只酸奶牛”项目，是华昌明、伍元学、华自立将以合法形式拥有或实际控制的与“一只酸奶牛”品牌相关的资产以及业务资源置入成立的新公司，并由新乳业收购新公司 60%股权的交易，交易对价为人民币 2.31 亿元。

- **加强渠道终端建设，延展私域流量入口。**公司立足新乳业新鲜、新潮、新科技的“三新”战略，而“一只酸奶牛”以 20-30 岁女性白领为主要目标用户，品牌定位年轻时尚健康，现门店数量超过千家，公司有望借助终端门店数据，聚焦用户消费习惯，加强消费者互动，实现精准匹配，推动公司数字化战略转型。

- **品类突破，拓宽消费场景。**“一只酸奶牛”主打“酸奶+”等差异化产品，在现制茶饮行业中表现优异，与公司主营业务产品契合度较高。公司深耕乳制品行业，产品研发创新能力强，有望驱动标的公司产品新一轮创新。本次收购后，公司布局茶饮赛道，有望通过酸奶、谷物、水果、茶等成分结合的方式进行产品价值增值，贡献业绩增量。

- **不断拓展新鲜版图，萃取并购方法论。**20 年公司布局西北，夏进乳业地处黄金奶源带，可辐射甘肃和陕西。未来夏进有望继续常温优势，并被逐步输入新乳业低温基因，借助黄金奶源探寻高盈利质量新品类。公司通过前两轮并购，总结整合方法论，提升管理效率以及管理水平。

- **盈利预测与投资建议：**本次收购布局新赛道，加强终端渠道建设，拓宽消费场景。激励计划有望激发经营主动性，释放公司活力。我们预计 20-22 年营业收入分别为 74.50、99.39、130.20 亿元，净利润分别为 3.21、4.47、5.86 亿元，EPS 分别为 0.38、0.52、0.69 元/股，对应 PE 为 58X，41X，31X。

- **风险提示：**低温奶销售不及预期，茶饮赛道消费不及预期，并购或整合进程不及预期，疫情带来的不确定风险因素，市场竞争风险，新品销售及拓展不及预期，食品安全事件。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4971.95	5674.95	7450.09	9938.57	13019.5
营业成本	3288.99	3795.88	4961.01	6599.21	8618.93
销售费用	1069.28	1250.18	1631.57	2156.67	2825.24
管理费用	284.22	319.79	439.56	571.47	729.09
研发费用	30.91	27.63	29.80	39.75	52.08
财务费用	68.69	63.88	82.01	117.19	162.11
其他收益	49.12	65.62	57.37	61.50	59.44
投资净收益	30.94	36.63	33.78	35.20	34.49
营业利润	257.97	257.59	334.76	476.95	634.48
营业外收支	12.28	10.72	24.09	15.65	15.68
利润总额	270.25	268.31	358.85	492.60	650.16
所得税	23.63	16.86	39.13	44.57	56.86
少数股东损益	3.89	7.71	-1.17	1.52	6.85
净利润	242.73	243.73	320.89	446.51	586.46
资产负债表					（百万）
流动资产	1046.10	1299.24	1563.78	1899.04	2441.82
货币资金	304.61	446.40	328.68	516.21	567.32
应收票据及应收账款合	363.11	434.40	487.45	641.68	712.35
其他应收款	38.55	29.08	169.23	57.96	200.59
存货	285.70	328.45	493.72	586.81	832.94
非流动资产	3194.85	4064.85	4797.07	5789.84	6952.53
固定资产	2319.16	2343.08	2983.97	3890.93	4958.32
资产总计	4240.95	5364.09	6360.85	7688.89	9394.34
流动负债	2290.78	2732.62	3495.28	4509.51	5800.46
短期借款	1071.00	1363.15	1370.02	2600.00	2992.24
应付款项	403.50	526.83	1097.84	631.22	1175.49
非流动负债	407.95	575.11	540.71	526.54	497.82
长期借款	234.90	417.90	383.50	369.33	340.61
负债合计	2698.73	3307.73	4035.99	5036.05	6298.27
股东权益	1542.22	2056.36	2324.86	2652.83	3096.07
股本	768.34	853.71	853.71	853.71	853.71
留存收益	472.29	663.83	829.29	1007.11	1380.05
少数股东权益	83.03	87.45	86.28	87.80	94.65
负债和权益总计	4240.95	5364.09	6360.85	7688.89	9394.34
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	437.26	635.01	1061.01	511.69	1564.77
其中营运资本减	2.22	125.46	414.94	-383.92	385.14
投资活动现金流	-161.01	-1266.5	-976.55	-1323.1	-1586.9
其中资本支出	411.47	601.66	675.31	934.89	1105.29
融资活动现金流	-368.09	770.94	-263.19	1060.01	-419.00
净现金总变化	-92.58	136.73	-178.74	248.55	-441.14

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长	12.4%	14.1%	31.3%	33.4%	31.0%
营业成本增长	13.9%	15.4%	30.7%	33.0%	30.6%
营业利润增长	14.6%	-0.1%	30.0%	42.5%	33.0%
利润总额增长	12.3%	-0.7%	33.7%	37.3%	32.0%
净利润增长	9.2%	0.4%	31.7%	39.1%	31.3%
盈利能力					
毛利率	33.8%	33.1%	33.4%	33.6%	33.8%
销售净利率	5.0%	4.4%	4.3%	4.5%	4.6%
ROE	16.0%	12.2%	13.8%	16.9%	19.2%
ROIC	12.9%	14.0%	14.6%	13.9%	15.7%
营运效率					
销售费用/营业收入	21.5%	22.0%	21.9%	21.7%	21.7%
管理费用/营业收入	5.7%	5.6%	5.9%	5.8%	5.6%
研发费用/营业收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
财务费用/营业收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
投资收益/营业利润	12.0%	14.2%	10.1%	7.4%	5.4%
所得税/利润总额	8.7%	6.3%	10.9%	9.0%	8.7%
应收账款周转率	27.68	14.36	21.02	17.69	19.36
存货周转率	11.77	12.36	12.07	12.21	12.14
流动资产周转率	4.35	4.84	5.20	5.74	6.00
总资产周转率	1.15	1.18	1.27	1.41	1.52
偿债能力					
资产负债率	63.6%	61.7%	63.5%	65.5%	67.0%
流动比率	0.46	0.48	0.45	0.42	0.42
速动比率	0.31	0.34	0.28	0.27	0.26
每股指标（元）					
EPS	0.28	0.29	0.38	0.52	0.69
每股净资产	1.71	2.31	2.62	3.00	3.52
每股经营现金流	0.68	0.87	1.24	0.60	1.83
每股经营现金	2.39	3.04	3.31	1.15	2.67

估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE	75.86	75.55	57.39	41.24	31.40
PEG	5.98	133.36	0.81	0.54	0.37
PB	12.62	9.35	8.23	7.18	6.14
EV/EBITDA	31.83	29.31	28.75	22.12	17.17
EV/SALES	4.00	3.55	2.71	2.13	1.66
EV/IC	6.31	4.98	4.76	3.66	3.25
ROIC/WACC	1.57	1.71	1.78	1.79	2.01
REP	4.01	2.92	2.67	2.04	1.62

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES