

新乳业(002946)

报告日期: 2023年05月03日

## 盈利弹性释放开启, 23Q1 扣非业绩超预期翻番

### ——新乳业年报一季报点评

#### 事件

23Q1 营收 25.2 亿 (+8.8%), 归母净利润 0.6 亿元 (+40.6%), 扣非归母净利润 7497 万 (+115.6%)。22 全年营收 100.1 亿元 (+11.6%), 归母净利润 3.6 亿元 (+15.8%)。

#### 投资要点

##### □ 22 收入破百亿, 23Q1 全口径收入增速符合预期, 23Q1 液体乳收入增速超 10%

分产品: 22 年液体乳/奶粉/其他收入分别为 87.8/0.7/11.6 亿元, 同比+5.7%/ -2.9%/+95.6%。22 年液体乳毛利率 26.1%, 同比+1.32pct。

分地区: 22 年西南/华东/华北/西北/其他区域收入分别为 37.2/28.8/8.0/14.4/11.7 亿元, 同比+3.1%/+31.5%/-7.8%/+0.5%/+34.4%。

分渠道: 22 年直营模式/经销模式/其他收入分别为 50.7/37.8/11.6 亿元, 同比+19.8%/-8.8%/+95.6%。

23Q1 收入稳健增长+盈利能力改善下, 归母净利润同增 40%符合预期, 扣非归母净利润超预期同增 116%, 主因非经常性损益-交易性金融资产处置亏损 1380 万 (而 22Q1 收益 1057 万), 这部分涉及 23Q1 汇率波动下一笔境外融资对应的汇兑损失, 公司已锁汇, 判断影响偏一次性。

##### □ 结构持续优化, 盈利弹性释放开启

盈利能力: 22 年毛利率 24.0% (-0.5pct), 净利率 3.6% (-0.2pct), 其中, 22 年主营业务毛利率 26.1%, 同比增长 1.3pct。23Q1 毛利率 27.1%(+3.1pct), 净利率 2.5%(+0.5pct), 毛利率提升主因产品结构的优化, 鲜奶占比的提升以及新品类的贡献

费用端: 22 年公司销售费用率 13.6% (-0.4pct); 管理费用率 4.7% (-0.8pct); 研发费用率 0.5% (+0.0pct); 财务费用率 1.5% (+0.2pct)。23Q1 销售费用率 15.5% (+0.9pct); 管理费用率 4.4% (-0.8pct); 研发费用率 0.5% (+0.1pct); 财务费用率 1.6% (+0.2pct)。23 全年销售费用结构会进一步优化和调整, 预计 23 年费用率水平稳中有升。

##### □ 强研发赋能结构优化+毛利提升+核心品类成长: 22 年低温收入占比超 50%, 新品收入占比超 10%

(1) “24 小时”品类结构升级: “24 小时黄金营养乳”在华东区域成功上市, 进一步推动了“24 小时”系列在全国范围升级拓展, 并带动“24 小时黄金营养乳”实现同比增长近 50%;

(2) “今日鲜奶铺”打造国潮牛乳, 基于不同消费场景和香浓口味推出“浓”系列新品, 强化品牌定位, 该系列产品 2022 年同比增长超过 200%。

(3) 新品的收入贡献占比超过 10%;

(4) 低温产品收入贡献占比超过 50%: 低温鲜奶及低温酸奶产品均优于行业表现, 低温鲜奶同比双位数增长, 全国市占率超过 10%, 低温酸奶在行业整体下行的环境下逆势突破增长。

##### □ 盈利预测与估值

我们认为 23Q1 是盈利能力提升的起点, 公司通过产品结构优化+降本增效实现中期业绩改善的思路清晰、规划详细。中期维度, 盈利弹性释放开启。预计

#### 投资评级: 增持(维持)

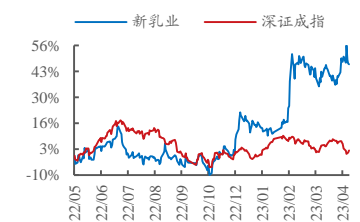
分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

分析师: 孙天一  
执业证书号: S1230521070002  
suntianyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 16.55
总市值(百万元)	14,341.95
总股本(百万股)	866.58

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《【浙商特色消费马莉邓晖】新乳业: Q2 收入增长超预期 (20210829)》2021.08.29
- 《【浙商大消费马莉】新乳业: 中报预计高增, 利润水平升级 (20210712)》2021.07.12
- 《【浙商食品饮料】新乳业深度报告: 极致新鲜, 大有可为 (20210528)》2021.05.28

公司 2023-2025 年营收分别 113.0、127.0、141.2 亿元；预计归母净利润分别为 5.1、6.6、7.9 亿元；维持增持评级。

#### □ 风险提示

市场竞争加剧超预期，原材料成本波动超预期。

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10006	11301	12698	14116
(+/-) (%)	11.59%	12.94%	12.36%	11.17%
归母净利润	362	506	659	785
(+/-) (%)	15.77%	39.94%	30.29%	19.10%
每股收益(元)	0.42	0.58	0.76	0.91
P/E	39.67	28.35	21.76	18.27

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2145	2383	2843	3404
现金	494	495	750	1081
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	580	858	732	1033
其它应收款	49	45	66	57
预付账款	186	225	249	274
存货	800	726	1010	924
其他	35	35	35	35
<b>非流动资产</b>	7346	8063	8603	9136
金额资产类	750	750	750	750
长期投资	489	516	544	572
固定资产	2807	2879	2880	2863
无形资产	776	905	1006	1111
在建工程	117	124	135	154
其他	2407	2889	3288	3688
<b>资产总计</b>	9490	10446	11447	12540
<b>流动负债</b>	4261	4675	4970	5223
短期借款	828	828	828	828
应付款项	958	1028	1199	1278
预收账款	0	0	0	0
其他	2476	2819	2943	3117
<b>非流动负债</b>	2563	2563	2563	2563
长期借款	1595	1595	1595	1595
其他	969	969	969	969
<b>负债合计</b>	6824	7238	7533	7786
少数股东权益	147	183	230	285
归属母公司股东权益	2519	3025	3684	4469
<b>负债和股东权益</b>	9490	10446	11447	12540

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1034	1140	1267	1358
净利润	362	542	706	841
折旧摊销	482	392	413	440
财务费用	143	104	104	104
投资损失	(52)	(45)	(50)	(55)
营运资金变动	57	176	91	23
其它	41	(28)	3	5
<b>投资活动现金流</b>	(653)	(1035)	(907)	(923)
资本支出	(630)	(1070)	(907)	(928)
长期投资	(27)	(50)	(50)	(50)
其他	4	85	50	55
<b>筹资活动现金流</b>	(469)	(104)	(104)	(104)
短期借款	(927)	0	0	0
长期借款	130	0	0	0
其他	328	(104)	(104)	(104)
<b>现金净增加额</b>	(86)	1	256	331

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10006	11301	12698	14116
营业成本	7601	8458	9448	10476
营业税金及附加	46	52	58	65
营业费用	1357	1582	1765	1962
管理费用	470	565	571	607
研发费用	48	52	57	64
财务费用	148	136	127	141
资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	29	40	0	0
投资净收益	52	45	50	55
其他经营收益	52	60	68	72
<b>营业利润</b>	403	574	758	891
营业外收支	3	15	28	33
<b>利润总额</b>	406	590	786	924
所得税	44	48	80	83
<b>净利润</b>	362	542	706	841
少数股东损益	1	36	47	56
<b>归属母公司净利润</b>	362	506	659	785
EBITDA	984	1044	1279	1455
EPS (最新摊薄)	0.42	0.58	0.76	0.91

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.59%	12.94%	12.36%	11.17%
营业利润	9.57%	42.47%	32.01%	17.54%
归属母公司净利润	15.77%	39.94%	30.29%	19.10%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.04%	25.15%	25.59%	25.79%
净利率	3.61%	4.48%	5.19%	5.56%
ROE	14.35%	16.72%	17.89%	17.57%
ROIC	6.34%	7.88%	9.36%	10.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.91%	69.29%	65.81%	62.09%
净负债比率	255.96%	225.63%	192.48%	163.77%
流动比率	0.50	0.51	0.57	0.65
速动比率	0.27	0.31	0.32	0.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.05	1.13	1.16	1.18
应收账款周转率	16.78	15.85	16.10	16.12
应付账款周转率	8.26	8.52	8.48	8.46
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.42	0.58	0.76	0.91
每股经营现金	1.19	1.32	1.46	1.57
每股净资产	2.91	3.49	4.25	5.16
<b>估值比率</b>				
P/E	39.67	28.35	21.76	18.27
P/B	5.69	4.74	3.89	3.21
EV/EBITDA	15.62	18.38	14.80	12.78

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>