

从并购转向内生，战略精进中奔赴“卓越”

新乳业 (002946)

评级:	买入	股票代码:	002946
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	17.98/10.07
目标价格(元):		总市值(亿元)	125.31
最新收盘价(元):	14.46	自由流通市值(亿元)	122.35
		自由流通股数(百万)	846

事件概述

2023年5月31日公司公告正式发布《2023-2027年战略规划》并举行2023年投资者大会暨创新大会。

分析判断:

▶ 延续“鲜立方”战略，做强低温

根据公司战略规划，在22年营收突破百亿后，新一期五年规划将继续以“鲜立方战略”为核心方向，聚焦核心业务，努力推动公司规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番。

公司将延续“鲜立方”战略，将低温鲜奶和低温特色酸奶作为核心重点品类推动整体增长。产品端：1) 以“24小时”系列产品为代表的高品质鲜奶产品未来五年复合年均增长率不低于20%；2) 通过产品创新和重点产品推广的方式加速低温特色酸奶品类增长；3) 围绕菌种、菌株、发酵等方面进行研发创新，力争未来五年新品年复合增长率大于10%。

2010年公司制定以低温为抓手的“鲜战略”，将低温鲜奶和低温酸奶作为核心重点品类；根据公司年报，22年公司成功实现规模突破百亿、区域走向全国，其中低温鲜奶同比增长15+%，市占率超过10%，低温酸奶业务在行业整体下行的环境下逆势增长。低温是乳业未来发展趋势，我们看好公司未来做强此方向，实现收入和利润双提升。

▶ 合理思路下渠道开拓和精耕路线

在前期多年并购基础上，公司新一期五年规划将专注核心区域和核心市场的深入开拓。根据公司战略规划及2023年投资者大会暨创新大会上的公司解读：

1) 核心区域和核心市场加强深度和密度，同时以特色品牌进行从单一基地城市拓展到核心城市群的区域扩张，紧抓下沉市场的机遇，京津冀、华东和华南三大核心城市群共同驱动高速增长。

2) 推动各子公司进行线上、线下渠道有机融合，将订奶入户、形象店、自主征订、电商等D2C业务作为渠道增长的第一引擎，推动2027年D2C业务规模占比达到30%；同时，坚持以数字化转型实现用户精准运营和服务提升，五年力争实现突破5000万数字化用户（根据2023年投资者大会暨创新大会目前数字化用户已超过1500万）。

我们认为公司渠道开拓思路非常合理：

- 1) 加强核心区域而非全国面，符合低温发展的逻辑，也将带给公司未来更好的增长曲线。
- 2) 特色品牌开拓，将赋予各地区更好的收入和利润扩张。
- 3) D2C渠道作为核心并指定目标，将是增长和利润最有利的保障，也是最符合当前低温区域企业的发展之路。

▶ 以内生增长为主，打造卓越管理

通过多年的投后整合和管理提升，我们认为公司已经形成集团总控区域子公司及部分上游自有奶源的良好业务基础和发展态势，因此新一期五年规划公司确定了未来的增长来源将以内生增长为主，投资并购为辅，努力将负债率在未来五年降低10个百分点。同时，公司将通过打造卓越的管理团队，切实从“鲜、亲、透”三

大核心内容提升企业的核心竞争力，我们认为公司有望通过提升内生增长能力和管理运营能力等方面增加费用投放使用效率，进一步提升业绩释放能力。

投资建议

当前公司估值回落，我们重申买入评级。叠加公司上半年增长趋势稳健，我们维持盈利预测不变，23-25 年营业收入 118.9/139.5/162.8 亿元；归母净利润 4.8/6.4/8.2 亿元；EPS 0.56/0.74/0.94 元，2023 年 7 月 6 日收盘价 14.46 元对应 P/E 分别为 26/20/15 倍。维持“买入”评级。

风险提示

食品安全问题；原奶价格变动超预期上行；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,967	10,006	11,892	13,947	16,279
YoY (%)	32.9%	11.6%	18.8%	17.3%	16.7%
归母净利润(百万元)	312	362	483	642	819
YoY (%)	15.2%	15.8%	33.6%	33.1%	27.4%
毛利率 (%)	24.6%	24.0%	25.3%	25.7%	26.0%
每股收益 (元)	0.36	0.42	0.56	0.74	0.94
ROE (%)	11.8%	14.4%	16.6%	18.8%	20.1%
市盈率	40.17	34.43	25.95	19.50	15.30

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,006	11,892	13,947	16,279	净利润	362	493	652	829
YoY (%)	11.6%	18.8%	17.3%	16.7%	折旧和摊销	482	317	334	352
营业成本	7,601	8,883	10,367	12,048	营运资金变动	57	131	-29	-22
营业税金及附加	46	59	70	81	经营活动现金流	1,034	881	898	1,099
销售费用	1,357	1,629	1,869	2,149	资本开支	-630	-757	-669	-691
管理费用	470	595	697	814	投资	-54	0	0	0
财务费用	148	178	209	244	投资活动现金流	-653	-707	-619	-641
研发费用	48	59	70	81	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-26	30	30	30
投资收益	52	50	50	50	筹资活动现金流	-469	-65	-98	-135
营业利润	403	538	715	911	现金净流量	-86	109	180	323
营业外收支	3	10	10	10					
利润总额	406	548	725	921	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	44	55	72	92	成长能力				
净利润	362	493	652	829	营业收入增长率	11.6%	18.8%	17.3%	16.7%
归属于母公司净利润	362	483	642	819	净利润增长率	15.8%	33.6%	33.1%	27.4%
YoY (%)	15.8%	33.6%	33.1%	27.4%	盈利能力				
每股收益(元)	0.42	0.56	0.74	0.94	毛利率	24.0%	25.3%	25.7%	26.0%
					净利率	3.6%	4.1%	4.6%	5.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.8%	4.7%	5.9%	7.0%
货币资金	494	603	783	1,106	净资产收益率 ROE	14.4%	16.6%	18.8%	20.1%
预付款项	186	195	207	217	偿债能力				
存货	800	878	965	1,043	流动比率	0.50	0.53	0.59	0.67
其他流动资产	665	714	852	919	速动比率	0.27	0.29	0.34	0.41
流动资产合计	2,145	2,390	2,808	3,285	现金比率	0.12	0.13	0.17	0.23
长期股权投资	489	489	489	489	资产负债率	71.9%	69.9%	67.2%	63.9%
固定资产	2,807	2,970	3,039	3,088	经营效率				
无形资产	776	905	1,006	1,111	总资产周转率	1.05	1.21	1.32	1.43
非流动资产合计	7,346	7,796	8,141	8,490	每股指标 (元)				
资产合计	9,490	10,186	10,949	11,775	每股收益	0.42	0.56	0.74	0.94
短期借款	828	828	828	828	每股净资产	2.91	3.35	3.95	4.70
应付账款及票据	958	1,016	1,086	1,090	每股经营现金流	1.19	1.02	1.04	1.27
其他流动负债	2,476	2,685	2,824	2,952	每股股利	0.09	0.11	0.15	0.19
流动负债合计	4,261	4,529	4,738	4,870	估值分析				
长期借款	1,595	1,595	1,595	1,595	PE	34.43	25.95	19.50	15.30
其他长期负债	969	999	1,029	1,059	PB	4.55	5.01	4.26	3.57
非流动负债合计	2,563	2,593	2,623	2,653					
负债合计	6,824	7,122	7,361	7,523					
股本	867	867	867	867					
少数股东权益	147	157	167	177					
股东权益合计	2,666	3,064	3,588	4,252					
负债和股东权益合计	9,490	10,186	10,949	11,775					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。