

## 鲜战略驱动逆势增长，盈利能力持续改善

### ——2023年半年报点评

新乳业(002946)  
**推荐(维持)**

#### 核心观点:

- **事件:** 8月28日,公司发布2023年半年度报告,23H1实现收入53亿元(同比+10.8%,下同);归母净利润2.4亿元(+25.1%);扣非归母净利润2.3亿元(+60.8%);折合23Q2实现收入27.8亿元(+12.7%);归母净利润1.8亿元(+20.5%);扣非归母净利润1.6亿元(+43.2%)。
- **差异化渠道红利叠加低温高端产品势能推动收入端延续较快增长。总体看,**23Q2收入维持较快增长且明显好于行业,预计主要系:1)高品质鲜奶仍符合消费分级趋势下部分消费者对健康产品的追求,叠加公司鲜奶品类周期势能释放,24小时、唯品与今日鲜奶铺等收入放量;2)咖啡茶饮、私域流量、DTC渠道红利持续释放,且差异化渠道受液奶促销冲击相对较小。**分产品看,**23H1液体乳收入48.2亿元(12.3%),奶粉收入0.4亿元(17.7%),其他收入4.4亿元(-3.5%),其中低温鲜奶同比+10%,主要得益于高端品质+产品创新+渠道差异化。**分区域看,**23H1西南收入20.1亿元(6.7%),华东收入14.4亿元(21.4%),西北收入7.8亿元(2.4%),东北收入4.5亿元(9.4%),其他收入6.2亿元(15.1%),西南核心市场稳健增长,华东市场高增或受益于咖啡茶饮渠道放量。**分公司看,**23H1四川乳业收入8.2亿元(+4.9%),雪兰6.3亿元(5.8%),寰美10亿元(12.7%),唯品同比+30%。**分渠道看,**23H1经销收入21.4亿元(-7%),直销收入27.2亿元(34.4%),电商4.2亿元(35.7%),其中DTC业务同比+20%;23Q2末经销商数量为3019家,较年初-7.4%,预计主要归因于公司主动调整经销商体系所致,但单个经销商贡献收入体量有所提升。
- **产品结构优化+成本压力减弱+费效比提升,23Q2盈利能力持续显著改善。归母净利率:**23H1/23Q2分别为4.5%/6.3%,同比+0.5/0.4pcts,剔除政府补助、投资收益等因素后,23Q2扣非归母净利率为5.6%,同比+1.2pcts,盈利能力显著改善,主要归因于成本压力减弱+管理费效提升。具体拆分,**毛利率:**23H1/23Q2分别为28%/28.8%,同比+2.8/2.6pcts,主要得益于高端鲜奶占比提升叠加原奶、包材等价格下跌。**销售费用率:**23H1/23Q2分别为15.7%/15.8%,同比+1.3/1.7pcts,主要系公司加大促销与广宣力度。**管理费用率:**23H1/23Q2分别为4.3%/4.3%,同比-0.9/-0.9pcts,主要系规模效应与数字化带来人力成本减少。
- **结构升级+差异化竞争+内部提效,“鲜战略”下盈利能力持续提升。短期看,**预计23H2业绩延续较快增长,主要系:1)差异化品类叠加渠道红利仍存,推动收入端稳健增长;2)随着鲜奶、高端奶占比提升,叠加原奶、包材价格高位回落,公司毛利率有望改善;3)供应链+数字化+管理提效,推动管理费用率下降。**长期看,**预计行业未来趋势为低温奶与常温奶并存,公司将凭借并购整合+多品牌战略+产品创新等多项优势享受品类红利。
- **投资建议:**预计2023-2025年归母净利润为5.0/6.6/8.4亿元,同比+38.5%/31.6%/28.2%,对应EPS为0.58/0.76/0.98元,PE为23/18/14X。考虑到公司业绩表现在行业内领先,并且PE(TTM)处于历史底部区间,维持“推荐”评级。
- **风险提示:**需求恢复不及预期,渠道红利放缓,费效比提升不及预期等。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

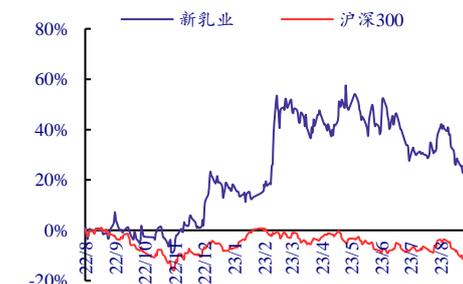
分析师登记编号: S0130522070002

#### 市场数据

2023-08-28

A股收盘价(元)	13.58
股票代码	002946
A股一年内最高价/最低价(元)	17.89/10.10
上证指数	3098.64
总股本实际流通A股(亿股)	8.66/8.46
流通A股市值(亿元)	115

#### 相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河食品饮料】新乳业2022年三季度报点评:鲜奶品类周期向上,业绩表现领先行业

**主要财务指标**

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10006.50	11392.57	12916.98	14678.51
增长率	11.59%	13.85%	13.38%	13.64%
净利润(百万元)	361.51	500.56	658.89	844.98
增长率	15.77%	38.46%	31.63%	28.24%
摊薄 EPS(元)	0.42	0.58	0.76	0.98
PE	31.69	23.49	17.84	13.91

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 附录：公司财务预测表(百万元)

利润表					资产负债表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10006.50	11392.57	12916.98	14678.51	流动资产	2144.79	2125.30	3059.18	4457.34
营业成本	7601.19	8430.50	9493.98	10744.67	现金	494.10	208.53	939.52	2036.22
营业税金及附加	45.86	56.96	64.58	73.39	应收账款	575.75	719.59	779.55	906.50
营业费用	1356.65	1788.63	2015.05	2275.17	其它应收款	49.33	55.93	63.54	72.13
管理费用	469.58	461.40	477.93	513.75	预付账款	185.71	228.87	244.85	284.40
财务费用	147.67	108.32	80.79	54.70	存货	800.27	870.78	990.09	1115.16
资产减值损失	-0.28	-20.00	-70.10	-101.00	其他	39.63	41.59	41.64	42.93
公允价值变动收益	28.81	0.00	0.00	0.00	非流动资产	7345.67	7469.72	7458.59	7357.93
投资净收益	51.79	63.45	72.67	80.10	长期投资	488.86	488.86	488.86	488.86
营业利润	403.17	585.55	767.74	973.50	固定资产	2807.01	2827.80	2713.06	2523.98
营业外收入	7.22	0.00	0.00	0.00	无形资产	776.18	855.83	927.29	1002.84
营业外支出	4.48	0.00	0.00	0.00	其他	3273.63	3297.23	3329.38	3342.26
利润总额	405.91	585.55	767.74	973.50	<b>资产总计</b>	<b>9490.45</b>	<b>9595.01</b>	<b>10517.77</b>	<b>11815.28</b>
所得税	43.77	58.55	77.35	100.13	流动负债	4261.27	3838.83	4071.20	4495.34
净利润	362.14	526.99	690.39	873.37	短期借款	827.87	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.63	26.43	31.50	28.40	应付账款	957.58	1080.60	1206.47	1371.31
归属母公司净利润	361.51	500.56	658.89	844.98	其他	2475.82	2758.24	2864.73	3124.02
EBITDA	967.68	867.23	1147.76	1394.65	非流动负债	2563.01	2563.01	2563.01	2563.01
EPS (元)	0.42	0.58	0.76	0.98	长期借款	1594.50	1594.50	1594.50	1594.50
					其他	968.51	968.51	968.51	968.51
					<b>负债合计</b>	<b>6824.28</b>	<b>6401.85</b>	<b>6634.21</b>	<b>7058.35</b>
					少数股东权益	147.04	173.48	204.98	233.38
					归母股东权益	2519.13	3019.68	3678.57	4523.55
					<b>负债和股东权益</b>	<b>9490.45</b>	<b>9595.01</b>	<b>10517.77</b>	<b>11815.28</b>
现金流量表					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1033.71	1044.46	1202.83	1557.12	营业收入	11.59%	13.85%	13.38%	13.64%
净利润	362.14	526.99	690.39	873.37	营业利润	9.57%	45.24%	31.12%	26.80%
折旧摊销	482.13	274.82	353.37	400.25	归母净利润	15.77%	38.46%	31.63%	28.24%
财务费用	143.11	120.56	101.93	101.93	毛利率	24.04%	26.00%	26.50%	26.80%
投资损失	-51.79	-63.45	-72.67	-80.10	净利率	3.61%	4.39%	5.10%	5.76%
营运资金变动	57.11	139.36	29.47	122.67	ROE	14.35%	16.58%	17.91%	18.68%
其它	41.00	46.19	100.33	138.99	ROIC	6.14%	7.89%	9.59%	10.72%
投资活动现金流	-653.03	-381.60	-369.90	-358.49	资产负债率	71.91%	66.72%	63.08%	59.74%
资本支出	-630.23	-415.05	-442.57	-438.59	每股收益	0.42	0.58	0.76	0.98
长期投资	-53.87	-30.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.19	1.21	1.39	1.80
其他	31.07	63.45	72.67	80.10	每股净资产	2.91	3.49	4.25	5.22
筹资活动现金流	-468.52	-948.43	-101.93	-101.93	P/E	31.69	23.49	17.84	13.91
短期借款	-926.77	-827.87	0.00	0.00	P/B	4.55	3.89	3.20	2.60
长期借款	130.21	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	15.88	17.44	12.54	9.53
其他	328.04	-120.56	-101.93	-101.93	PS	1.18	1.03	0.91	0.80
现金净增加额	-86.30	-285.57	730.99	1096.70					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师简介及承诺

**刘光意：**经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)