

2023年08月29日

Q2 扣非归母超预期，五年规划稳健实现中

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): | 17.03/10.2 |
| 目标价格(元): | | 总市值(亿元) | 125.11 |
| 最新收盘价(元): | 14.45 | 自由流通市值(亿元) | 122.26 |
| | | 自由流通股数(百万) | 846.10 |

事件概述

23H1 公司实现营业收入 52.98 亿元，同比+10.8%；归母净利润 2.37 亿元，同比+25.1%；扣非归母净利润 2.30 亿元，同比+60.8%。23Q2 公司实现营业收入 27.77 亿元，同比+12.7%；归母净利润 1.76 亿元，同比+20.5%；扣非归母净利润 1.55 亿元，同比+43.2%。23Q2 收入符合市场预期上限，扣非归母净利超过市场预期。

分析判断:

► 23Q2 收入增速达市场预期上限

分产品看，23H1 液体乳/奶粉收入分别 48.2/0.4 亿元，分别同比+12.3%/17.7%，我们判断 23Q2 主营业务收入有望达到中低双位数增长，仍然高于行业，鲜奶同比增长 10+%。23H1 液体乳量价分别同比+11.3%/+0.9%，并且 23H1 华东地区同比+21.4%，增速领先，唯品同比增长 30+%引领华东地区规模增长，我们认为公司持续践行产品结构提升目标，鲜奶收入占比有望进一步提升。

分渠道来看，23H1 直销/经销渠道收入分别 27.2/21.4 亿元，分别同比+34.4%/-7.1%；其中电商渠道收入 4.2 亿元，同比+35.7%。DTC 业务同比增长 20%，订户业务依托“鲜活 go”优化配送服务，提升运营效率和用户体验，23H1 “鲜活 go”商城 GMV 达 1.1 亿元，全域数字化用户达 1600 万，DTC 为公司战略角度第一增长引擎。

► 产品结构+成本下行贡献业绩高速增长

23Q2 毛利率 28.8%，同比+2.6pct，我们预计生鲜乳价格仍在低位+产品、品类和渠道等结构优化（主营业务中毛利率较高的鲜奶和低温产品增速相对较高，唯品毛利率同比增长 3+pct）共同贡献毛利率增长。23H1 子公司川乳/雪兰/寰美/琴牌收入分别同比+0.6%/+9.5%/+3.4%/+16.6%/+21.3%，净利率分别同比+3.3%/+0.2%/+1.1%/+0.3pct，子公司收入业绩均表现优异。

23Q2 销售/管理费用率分别 15.8%/4.3%，分别同比+1.7/-0.9pct，销售费用率提升主因广告及营销费用增加（23H1 同比+31.0%），管理费用率下降主因人工成本优化（23H1 同比-16.4%）+收入提升规模效应。23Q2 净利率 6.6%，同比+0.6pct，剔除牛只淘汰及长期资产处置亏损等非经常性损益后，扣非归母净利率 5.6%，同比+1.2pct。

► 五年规划稳健实现中，持续践行鲜战略

Q2 收入符合市场预期上限，扣非归母净利超过市场预期增长。我们判断鲜奶增速快于整体，唯品继续维持高增，毛利率红利和产品结构提升持续支撑结构，一年内推出新品占收入比保持 10%左右。公司战略聚焦+新品推动+鲜奶大单品区域扩张+品牌营销侧重共同贡献鲜奶业务中长期稳定增长驱动力。我们预计全年收入维持双位数增长，利润率提升有望符合预期。继续看好公司五年战略规划下，未来年化双位数预期和利润率提升确定性。

投资建议

根据中报调整盈利预测，23-25 年营业收入由 118.9/139.5/162.8 亿元下调至 115.3/131.9/151.0 亿元；归母净利润由 4.8/6.4/8.2 亿元调整至 4.8/6.0/7.5 亿元；EPS 由 0.56/0.74/0.94 元调整至 0.55/0.70/0.87 亿元，2023 年 8 月 29 日收盘价 14.45 元对应估值分别 26/21/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；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 | 11,532 | 13,194 | 15,096 |
| YoY (%) | 32.9% | 11.6% | 15.2% | 14.4% | 14.4% |
| 归母净利润(百万元) | 312 | 362 | 477 | 602 | 753 |
| YoY (%) | 15.2% | 15.8% | 32.0% | 26.2% | 25.0% |
| 毛利率 (%) | 24.6% | 24.0% | 24.7% | 25.1% | 25.4% |
| 每股收益 (元) | 0.36 | 0.42 | 0.55 | 0.70 | 0.87 |
| ROE (%) | 11.8% | 14.4% | 16.5% | 17.9% | 19.0% |
| 市盈率 | 40.14 | 34.40 | 26.22 | 20.78 | 16.62 |

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：

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 | 11,532 | 13,194 | 15,096 | 净利润 | 362 | 487 | 612 | 763 |
| YoY (%) | 11.6% | 15.2% | 14.4% | 14.4% | 折旧和摊销 | 482 | 317 | 334 | 352 |
| 营业成本 | 7,601 | 8,686 | 9,882 | 11,259 | 营运资金变动 | 57 | 138 | -57 | -6 |
| 营业税金及附加 | 46 | 58 | 66 | 75 | 经营活动现金流 | 1,034 | 883 | 829 | 1,049 |
| 销售费用 | 1,357 | 1,614 | 1,847 | 2,113 | 资本开支 | -630 | -757 | -669 | -691 |
| 管理费用 | 470 | 496 | 554 | 604 | 投资 | -54 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 148 | 138 | 158 | 181 | 投资活动现金流 | -653 | -707 | -619 | -641 |
| 研发费用 | 48 | 58 | 66 | 75 | 股权募资 | 0 | -7 | 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 | -73 | -98 | -135 |
| 营业利润 | 403 | 531 | 670 | 837 | 现金净流量 | -86 | 103 | 112 | 273 |
| 营业外收支 | 3 | 10 | 10 | 10 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润总额 | 406 | 541 | 680 | 847 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | 44 | 54 | 68 | 85 | 营业收入增长率 | 11.6% | 15.2% | 14.4% | 14.4% |
| 净利润 | 362 | 487 | 612 | 763 | 净利润增长率 | 15.8% | 32.0% | 26.2% | 25.0% |
| 归属于母公司净利润 | 362 | 477 | 602 | 753 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | 15.8% | 32.0% | 26.2% | 25.0% | 毛利率 | 24.0% | 24.7% | 25.1% | 25.4% |
| 每股收益(元) | 0.42 | 0.55 | 0.70 | 0.87 | 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% | 5.6% | 6.6% |
| 货币资金 | 494 | 597 | 709 | 982 | 净资产收益率 ROE | 14.4% | 16.5% | 17.9% | 19.0% |
| 预付款项 | 186 | 191 | 198 | 203 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 800 | 840 | 916 | 960 | 流动比率 | 0.50 | 0.52 | 0.57 | 0.64 |
| 其他流动资产 | 665 | 675 | 811 | 837 | 速动比率 | 0.27 | 0.28 | 0.33 | 0.39 |
| 流动资产合计 | 2,145 | 2,303 | 2,634 | 2,982 | 现金比率 | 0.12 | 0.13 | 0.15 | 0.21 |
| 长期股权投资 | 489 | 489 | 489 | 489 | 资产负债率 | 71.9% | 69.8% | 67.2% | 64.0% |
| 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 | 1.18 | 1.26 | 1.36 |
| 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 | 10,099 | 10,775 | 11,472 | 每股收益 | 0.42 | 0.55 | 0.70 | 0.87 |
| 短期借款 | 828 | 828 | 828 | 828 | 每股净资产 | 2.91 | 3.34 | 3.89 | 4.57 |
| 应付账款及票据 | 958 | 973 | 1,031 | 1,002 | 每股经营现金流 | 1.19 | 1.02 | 0.96 | 1.21 |
| 其他流动负债 | 2,476 | 2,655 | 2,758 | 2,856 | 每股股利 | 0.09 | 0.11 | 0.15 | 0.19 |
| 流动负债合计 | 4,261 | 4,455 | 4,617 | 4,686 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 1,595 | 1,595 | 1,595 | 1,595 | PE | 34.40 | 26.22 | 20.78 | 16.62 |
| 其他长期负债 | 969 | 999 | 1,029 | 1,059 | PB | 4.55 | 4.32 | 3.72 | 3.16 |
| 非流动负债合计 | 2,563 | 2,593 | 2,623 | 2,653 | | | | | |
| 负债合计 | 6,824 | 7,048 | 7,240 | 7,339 | | | | | |
| 股本 | 867 | 866 | 866 | 866 | | | | | |
| 少数股东权益 | 147 | 157 | 167 | 177 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,666 | 3,051 | 3,535 | 4,133 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 9,490 | 10,099 | 10,775 | 11,472 | | | | | |

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。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

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研究员，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。