

## 新乳业

002946

审慎增持 (维持)

鲜奶维持高增，盈利能力提升

2022年8月30日

## 市场数据

市场数据日期	2022-8-29
收盘价(元)	11.43
总股本(百万股)	866.80
流通股本(百万股)	844.80
总市值(百万元)	9,907.54
流通市值(百万元)	9,656.01
净资产(百万元)	2,635.41
总资产(百万元)	9,550.05
每股净资产(元)	2.93

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《新乳业: 鲜奶增速亮眼, Q1 利润高增》2022-04-29

《新乳业: Q3 收入稳健增长, 剔除非经常性因素后利润增速 30%+》2021-10-27

《新乳业 21Q2: 内生稳健增长, 外延贡献增量》2021-08-29

分析师:

苏铖

sucheng21@xyzq.com.cn  
S0190521120003

金含

jinhan@xyzq.com.cn  
S0190521080003

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8967	10548	12757	14892
同比增长	32.87%	17.63%	20.94%	16.74%
归母净利润(百万元)	312	386	482	575
同比增长	15.23%	23.75%	24.68%	19.29%
毛利率	24.56%	25.17%	25.75%	26.28%
净利率	3.81%	3.76%	3.89%	3.97%
净资产收益率	11.84%	13.32%	14.54%	15.10%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.56	0.66
每股经营现金流(元)	1.19	1.19	1.41	1.57

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

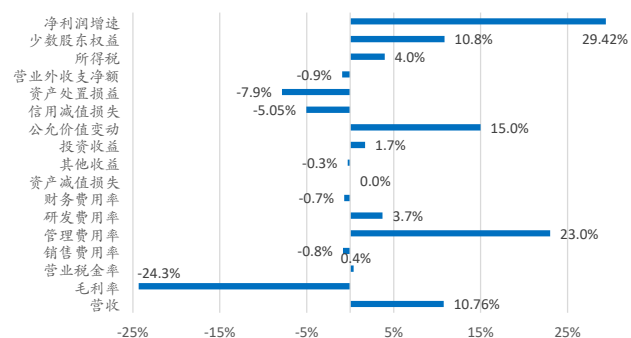
- **事件:** 公司公告 2022 年中报: 22H1 实现营收 47.80 亿元, 同比+10.76%, 归母净利 1.89 亿元, 同比+29.42%, 扣非归母净利 1.43 亿元, 同比+20.43%。其中 Q2 实现营收 24.63 亿元, 同比+7.02%, 归母净利 1.46 亿元, 同比+24.60%, 扣非归母净利 1.08 亿元, 同比+10.51%。
- **上半年收入稳健增长, 低温鲜奶表现较为出色。** 上半年公司低温鲜奶产品增长近 20%, 预计酸奶在大单品带动下表现好于行业, 常温白奶及乳饮料增速相对较慢。“24 小时”铂金全优乳、朝日唯品有机牛乳、“今日鲜奶铺”、气泡酸奶、冰淇淋酸奶、“初心”零糖椰子酸奶、“唯品”牧场酪乳系列等不断推陈出新, 上半年新品收入贡献占比达到 13%。分区域看, 上半年大本营西南市场增长近双位数, 表现稳健; 华东区域增速达到 16%, 占比提升 1.09pct 至 24.74%, 取得较好的突破。22H1 末公司经销商数量 3969 家, 净减少 588 家, 主要系公司主动调整客户结构。
- **毛利率小幅下滑, 费用率相对平稳。** 22H1 毛利率 25.13%, 同比-0.74pct, 主要系牧业上游原料价格上涨、经销商支持力度增加、新品推广力度加大。22H1 销售/管理/研发/财务费用率为 14.33%/5.20%/0.40%/1.41%, 同比+0.03pct/-0.70pct/-0.11pct/+0.02pct, 费用管控较好。22H1 公允价值变动损益正向贡献 0.22 亿元, 主要系境外融资所产生美元利率掉期和远期结售汇业务。综合以上因素, 22H1 净利率 4.04%, 同比+0.24pct, 其中 Q2 净利率 6.00%, 同比+0.37pc, 盈利能力有所提升。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新财报相应调整盈利预测, 预计 2022-2024 年公司实现营业收入 105.48/127.57/148.92 亿元, 同比+17.63%/+20.94%/+16.74%, 归母净利 3.86/4.82/5.75 亿元, 同比+23.75%/+24.68%/+19.29%, EPS 为 0.45/0.56/0.66 元, 对应 2022 年 8 月 29 日收盘价, PE 为 25.65/20.58/17.25X, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、原料价格攀升、食品安全问题。

## 报告正文

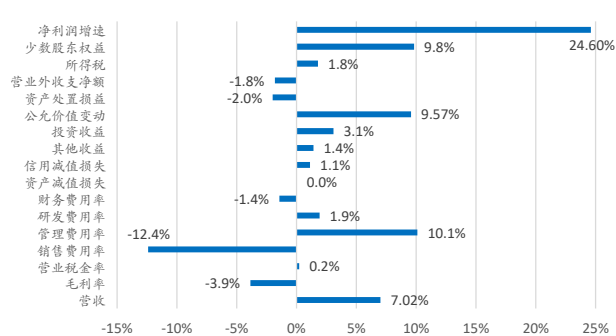
- **上半年收入稳健增长，低温鲜奶表现较为出色。**上半年公司低温鲜奶产品增长近 20%，预计酸奶在大单品带动下表现好于行业，常温白奶及乳饮料增速相对较慢。“24 小时”铂金全优乳、朝日唯品有机牛乳、“今日鲜奶铺”、气泡酸奶、冰淇淋酸奶、“初心”零糖椰子酸奶、“唯品”牧场酪乳系列等不断推陈出新，上半年新品收入贡献占比达到 13%。分区域看，上半年大本营西南市场增长近双位数，表现稳健；华东区域增速达到 16%，占比提升 1.09pct 至 24.74%，取得较好的突破。22H1 末公司经销商数量 3969 家，净减少 588 家，主要系公司主动调整客户结构。
- **毛利率小幅下滑，费用率相对平稳。**22H1 毛利率 25.13%，同比-0.74pct，其中 Q2 毛利率 26.20%，同比-0.18pct。毛利率下滑主要系牧业上游原料价格上涨、经销商支持力度增加、新品推广力度加大。22H1 销售/管理/研发/财务费用率为 14.33%/5.20%/0.40%/1.41%，同比+0.03pct/-0.70pct/-0.11pct/+0.02pct；其中 Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 14.08%/5.14%/0.41%/1.40%，同比+0.59pct/-0.48pct/-0.09pct/+0.07pct，费用管控较好。22H1 公允价值变动损益正向贡献 0.22 亿元，主要系境外融资所产生美元利率掉期和远期结售汇业务。综合以上因素，22H1 净利率 4.04%，同比+0.24pct，其中 Q2 净利率 6.00%，同比+0.37pc，盈利能力有所提升。
- **新鲜为本，内生增长筑基础，外延并购仍可期。**产品端，研发优势有效转化为明星单品输出，24 小时鲜奶、初心酸奶、活润酸奶均是明星大单品。供应链端，完整高效的上游-运输-渠道布局共筑护城河，奶源自给率高，保障稳定、可靠、优质的奶源供应，有效降低市场奶价波动的影响。数字化作为发展引擎，为“新鲜生态圈”的每个链条进行科技赋能，强化消费者粘性，建立起持续的竞争实力。此外，公司经历三轮并购潮初步确立泛全国化布局，且建立起标准化的并购模式，目前符合公司所需地理位置、规模大小的乳企约有上百家，通过进一步的筛选、协调、并购，公司的并购策略在未来仍大有可为。
- **盈利预测与投资建议：**公司立足于低温产品，拥有出色供应链管理及产品开发能力，同时借助外延并购持续推进联合品牌战略，由点及面进行版图扩张，成长属性强。根据最新财报相应调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现营业收入 105.48/127.57/148.92 亿元，同比+17.63%/+20.94%/+16.74%，归母净利 3.86/4.82/5.75 亿元，同比+23.75%/+24.68%/+19.29%，EPS 为 0.45/0.56/0.66 元，对应 2022 年 8 月 29 日收盘价，PE 为 25.65/20.58/17.25X，维持“审慎增持”评级。

图 1、22H1 净利润同比增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q2 净利润同比增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：行业竞争加剧、原料价格攀升、食品安全问题。**

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2076	2047	2349	2735	<b>营业收入</b>	8967	10548	12757	14892
货币资金	515	541	568	596	营业成本	6764	7893	9472	10979
交易性金融资产	0	29	35	42	税金及附加	44	52	63	74
应收票据及应收账款	623	777	950	1114	销售费用	1248	1461	1811	2159
预付款项	202	145	185	230	管理费用	492	575	702	834
存货	685	474	521	659	研发费用	40	48	58	70
其他	50	80	89	93	财务费用	116	150	169	183
<b>非流动资产</b>	7429	7650	8036	8395	其他收益	57	56	56	56
长期股权投资	462	508	508	508	投资收益	55	38	38	38
固定资产	2839	3247	3426	3523	公允价值变动收益	2	0	0	1
在建工程	45	223	211	206	信用减值损失	7	-2	-2	-2
无形资产	713	798	895	1017	资产减值损失	-1	-0	-0	-0
商誉	1190	1309	1309	1309	资产处置收益	-14	-17	-16	-17
长期待摊费用	22	22	22	22	<b>营业利润</b>	368	445	559	668
其他	2157	1543	1664	1810	营业外收入	12	15	14	14
<b>资产总计</b>	9504	9696	10384	11129	营业外支出	3	3	3	4
<b>流动负债</b>	4298	4248	4504	4736	<b>利润总额</b>	377	456	570	679
短期借款	1755	1820	1788	1666	所得税	36	59	74	88
应付票据及应付账款	882	1035	1231	1443	净利润	341	397	496	591
其他	1661	1393	1484	1626	少数股东损益	29	11	14	16
<b>非流动负债</b>	2337	2305	2311	2316	<b>归属母公司净利润</b>	312	386	482	575
长期借款	1464	1464	1464	1464	<b>BPS(元)</b>	0.36	0.45	0.56	0.66
其他	873	841	847	852					
<b>负债合计</b>	6635	6553	6815	7052	<b>主要财务比率</b>				
股本	867	867	867	867	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	665	665	665	665	<b>成长性</b>				
未分配利润	1092	1400	1794	2261	营业收入增长率	32.87%	17.63%	20.94%	16.74%
少数股东权益	232	242	256	272	营业利润增长率	23.98%	20.80%	25.70%	19.57%
<b>股东权益合计</b>	2869	3143	3570	4077	归母净利润增长率	15.23%	23.75%	24.68%	19.29%
<b>负债及权益合计</b>	9504	9696	10384	11129	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	24.56%	25.17%	25.75%	26.28%
					净利率	3.81%	3.76%	3.89%	3.97%
					ROE	11.84%	13.32%	14.54%	15.10%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	69.81%	67.59%	65.62%	63.37%
					流动比率	0.48	0.48	0.52	0.58
					速动比率	0.32	0.37	0.41	0.44
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	0.99	1.10	1.27	1.38
					应收帐款周转率	15	15	14	14
					存货周转率	11.73	13.62	19.05	18.61
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	0.36	0.45	0.56	0.66
					每股经营现金	1.19	1.19	1.41	1.57
					每股净资产	3.04	3.34	3.82	4.39
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	31.75	25.65	20.58	17.25
					PB	3.76	3.42	2.99	2.61

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	312	386	482	575
折旧和摊销	398	440	539	631
资产减值准备	1	1	28	5
资产处置损失	15	17	16	17
公允价值变动损失	-2	-0	-0	-1
财务费用	116	150	169	183
投资损失	-55	-38	-38	-38
少数股东损益	29	11	14	16
营运资金的变动	223	-40	-61	-87
<b>经营活动产生现金流量</b>	1035	1029	1219	1363
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1108	-761	-909	-959
<b>融资活动产生现金流量</b>	47	-243	-282	-375
现金净变动	-26	26	27	28
现金的期初余额	536	515	541	568
现金的期末余额	515	541	568	596

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn