

Q2 收入稳健增长，盈利能力持续改善 ——2022 年中报点评

核心观点：

事件：8月29日，公司发布2022年半年度报告。

疫情期间韧性凸显，鲜奶需求延续旺盛。22H1 实现收入 47.8 亿元，同比+10.8%；折合 22Q2 为 24.63 亿，同比+7.1%。总体看，华东、西南疫情致 22Q2 收入增速略有放缓，但低温鲜奶高增以及公司积极调整销售策略，整体表现仍优于其他区域乳企。分产品看，22H1 液体乳/奶粉/其他业务收入分别同比+8%/-7%/+50%，其中低温鲜奶同比+20%，主要得益于行业渗透率提升+产品创新+渠道差异化。分区域看，22H1 西南/华东/西北/华北/其他地区收入分别同比+16%/-6%/+4%/+10%/31%，西南核心市场稳健增长，华东市场下滑主要系疫情冲击所致。分公司看，22H1 四川乳业/天友/雪兰/寰美收入分别同比+4.2%/-0.2%/-3.4%/+9.1%，预计琴牌与唯品实现高增。分渠道看，22Q2 直销/经销/电商收入分别同比+5%/10/3%，其中 22Q2 末经销商数量为 3381 家，环比-15%，预计主要系公司主动调整经销商体系所致，虽然经销商数量下降但单个经销商贡献收入体量有所提升。

产品升级+内部提效，22Q2 盈利持续改善。22H1 实现归母净利润 1.89 亿元，同比+29.4%；折合 22Q2 为 1.46 亿，同比+24.6%。**毛利率：**22Q2 毛利率为 26.2%，同比-0.2pct，主要系运费与包材价格上涨，原奶采购成本同比-13%。**2) 费用率：**22Q2 销售费用率 14.1%，同比+0.6pct，主要系广告、营销费用增加所致；22Q2 管理费用率 5.1%，同比-0.5pct，主要得益于内部精细化管理。**3) 净利率：**22Q2 销售净利率为 6%，同比+0.4pct，剔除股权激励费用后 22H1 净利率同比+0.6pct。

产品升级+内部提效+外延并购，泛全国化逻辑持续兑现。短期看，预计 22H2 业绩持续较快增长。1) 需求旺盛：鲜奶品类渗透率叠加白奶健康属性，需求端稳健增长；2) 品类升级：鲜奶、高端奶占比提升，推动毛利率改善；3) 管理改善：供应链+数字化+管理提效，推动费用率下降。中长期看，内生增长+外延并购，泛全国化逻辑加快兑现。1) 内生增长：行业未来趋势为低温奶逐步替代常温奶，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行业发展红利；2) 外延并购：公司处于第三轮并购的加速期，收购将催化新一轮投资机会。

投资建议：结合业绩公告，我们小幅调整盈利预测。预计 2022-2024 年归母净利润为 4.18/5.41/6.71 亿元，同比+34.0%/29.2%/24.2%，PE 为 24/19/15X。考虑到鲜奶渗透率提升，叠加并购驱动公司业绩增速高于行业均值，维持“推荐”评级。

风险提示：成本压力超预期，食品安全问题，并购进度及效果不及预期等。

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8966.87	10361.00	13034.14	15667.03
增长率	32.87%	15.55%	25.80%	20.20%
归母净利润 (百万元)	312.26	418.38	540.62	671.37
增长率	15.23%	33.99%	29.22%	24.19%
摊薄 EPS(元)	0.36	0.48	0.62	0.77
PE	44.25	23.95	18.53	14.92

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

新乳业(002946)

推荐 (维持)

分析师

刘光意

✉: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

分析师

周颖

✉: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

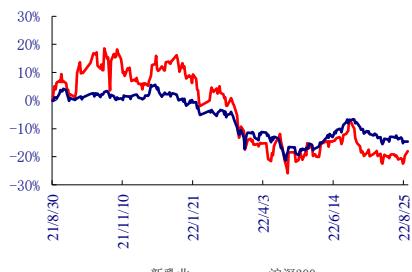
分析师登记编码：S0130511090001

市场数据

2022-08-30

A 股收盘价(元)	11.56
股票代码	002946
A 股一年内最高价(元)	16.53
A 股一年内最低价(元)	10.33
上证指数	3,227.22
市盈率	12.5
总股本 (万股)	86,680
实际流通 A 股 (万股)	84,480
流通 A 股市值(亿元)	98

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

【银河饮食】公司点评报告_新乳业：鲜奶延续较高增长，期待盈利能力改善

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8966.87	10361.00	13034.14	15667.03	流动资产	2075.62	1789.69	2247.06	2900.12
营业成本	6764.45	7770.75	9762.57	11718.94	现金	515.24	-7.45	-9.68	190.37
营业税金及附加	44.38	51.81	65.17	78.34	应收账款	616.82	766.18	930.23	1138.35
营业费用	1247.60	1450.54	1837.81	2209.05	其它应收款	43.84	50.84	63.84	76.80
管理费用	492.36	518.05	651.71	783.35	预付账款	202.02	218.29	282.90	334.39
财务费用	116.43	153.46	133.59	105.04	存货	685.22	748.95	964.93	1143.89
资产减值损失	-0.57	-20.00	-70.10	-101.00	其他	12.49	12.88	14.85	16.32
公允价值变动收益	2.05	0.00	0.00	0.00	非流动资产	7428.57	8031.62	8198.93	8408.43
投资净收益	54.99	72.53	91.24	78.34	长期投资	461.65	461.65	461.65	461.65
营业利润	367.97	495.83	646.52	799.25	固定资产	2839.42	3227.04	3295.36	3362.65
营业外收入	12.28	0.00	0.00	0.00	无形资产	712.93	956.36	1126.11	1332.70
营业外支出	3.41	0.00	0.00	0.00	其他	3414.57	3386.57	3315.81	3251.43
利润总额	376.84	495.83	646.52	799.25	资产总计	9504.19	9821.31	10445.98	11308.54
所得税	35.58	38.59	55.68	65.52	流动负债	4297.53	4157.41	4191.25	4320.07
净利润	341.26	457.24	590.84	733.73	短期借款	1754.64	1142.96	580.92	0.00
少数股东损益	29.00	38.86	50.22	62.36	应付账款	881.93	1000.14	1264.65	1513.19
归属母公司净利润	312.26	418.38	540.62	671.37	其他	1660.97	2014.32	2345.67	2806.89
EBITDA	791.43	747.45	1000.05	1193.58	非流动负债	2337.37	2337.37	2337.37	2337.37
EPS (元)	0.36	0.48	0.62	0.77	长期借款	1464.29	1464.29	1464.29	1464.29
					其他	873.08	873.08	873.08	873.08
					负债合计	6634.90	6494.78	6528.62	6657.44
					少数股东权益	231.50	270.37	320.58	382.94
					归母股东权益	2637.78	3056.16	3596.78	4268.16
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	负债和股东权益	9504.19	9821.31	10445.98	11308.54
经营活动现金流	1035.06	1105.92	1265.05	1650.65	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	341.26	457.37	606.52	796.85	营业收入 yoy	32.87%	15.55%	25.80%	20.20%
折旧摊销	413.61	216.47	327.35	376.64	营业利润 yoy	23.98%	34.75%	30.39%	23.62%
财务费用	127.18	173.66	173.66	173.66	归母净利润 yoy	15.23%	33.99%	29.22%	24.19%
投资损失	-54.99	-62.30	-80.87	-95.71	毛利率	24.56%	25.00%	25.10%	25.20%
营运资金变动	199.92	272.71	139.46	263.84	净利率	3.48%	4.04%	4.15%	4.29%
其它	8.08	48.00	98.93	135.37	ROE	11.84%	13.69%	15.03%	15.73%
投资活动现金流	-1107.70	-816.18	-529.16	-639.50	ROIC	4.81%	6.90%	8.59%	10.33%
资本支出	-596.76	-848.49	-610.03	-735.21	资产负债率	69.81%	66.13%	62.50%	58.87%
长期投资	-536.02	-30.00	0.00	0.00	净负债比率	231.24%	195.24%	166.66%	143.14%
其他	25.07	62.30	80.87	95.71	每股收益	0.36	0.48	0.62	0.77
筹资活动现金流	47.09	-173.66	-173.66	-173.66	每股净资产	3.04	3.53	4.15	4.92
短期借款	583.83	0.00	0.00	0.00	P/E	44.25	23.95	18.53	14.92
长期借款	44.85	0.00	0.00	0.00	P/B	5.24	3.28	2.79	2.35
其他	-581.58	-173.66	-173.66	-173.66	EV/EBITDA	22.17	18.28	13.10	10.32
现金净增加额	-25.56	116.08	562.23	837.49	PS	1.11	0.96	0.76	0.63

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

周颖: 清华大学本硕, 2007 年进入证券行业, 2011 年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

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, 覆盖餐饮供应链、调味品、软饮料、乳制品等行业, 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 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 相对于基准指数 (交易所指数或市场中主要的指数) 推荐: 行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 行业指数超越基准指数平均回报。

中性: 行业指数与基准指数平均回报相当。

回避: 行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐: 指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性: 指未来 6-12 个月, 公司股价与分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报相当。

回避: 指未来 6-12 个月, 公司股价低于分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

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, 并不构成对客户的投资咨询建议, 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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区: 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn