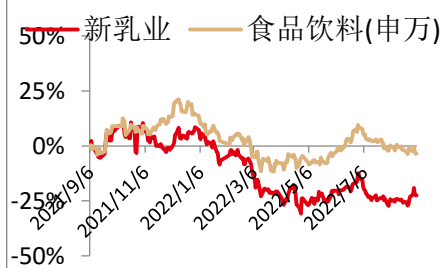


股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	16.74
52 周内低	9.88
总市值(亿元)	100
流通市值(亿元)	97
总股本(亿股)	8.67
A 股(亿股)	8.67
—已流通(亿股)	8.45
—限售股(亿股)	0.22

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email: caixueyu@cnpsec.com

新乳业 (002946.SZ):
内生运营稳健，鲜奶、新品驱动增长
事件

公司发布 2022 年半年报,报告期内实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 47.80/1.89/1.43 亿元,同比+10.76%/+29.41%/+20.43%。单二季度公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 24.63/1.46/1.08 亿元,同比+7.02%/+24.59%/+10.51%。

核心观点:

二季度疫情影响下公司内生运营稳健，鲜奶、新品提供营收增量。

分产品看，22H1 公司液奶/奶粉/其他产品分别实现收入 42.90/0.35/4.55 亿元,同比+7.93%/-6.63%/+50.00%，营收占比分别为 89.75%/0.73%/9.52%。从细分品类看，液奶中低温鲜奶增速近 20%，市占率进一步提升，此外新品占比收入达 13%。分子品牌看，22H1 天友/川乳/雪兰/寰美/琴牌/唯品营收分别为 12.04/8.16/5.77/9.67/1.53/1.86 亿元,其中唯品营收/净利润同比+51.21%/+40.58%，主要由华东地区提供，公司在疫情期间旗下子品牌唯品、双峰成功进入保供名单，为公司在华东地区提升品牌知名度、开拓新渠道打下良好基础。

分渠道看，22H1 公司直销/经销模式平衡增长，分别实现营收 20.23/23.02 亿元,同比+5.25%/+10.13%。分区域看，22H1 华东/华北/西北/西南分别实现营收 11.83/4.08/7.60/18.87 亿元,同比分别+15.87%/-5.96%/+4.47%/+9.63%，华东区域在疫情下实现逆势高增长。22H1 末公司合作经销商 3381 家,环比减少 588 家,终端调研反馈减少部分主要为疫情影响地区的低温酸经销商，我们认为公司渠道精简后资源聚焦，更能激发头部优质经销商活力，公司 H1 酸奶在行业整体下滑背景下，仍获得正增长。

新媒体投放强化品牌势能，费用管控稳健盈利稳步提升。22H1 公司毛利率为 25.13%，同比-0.74pct，单 Q2 季度毛利率为 26.20%，同比/环比分别-0.18/+2.20pct，其中公司液体乳毛利率 26.63%，同比+0.48pct。销售/管理/财务/研发费用率分别为 14.33%/5.20%/1.41%/0.40%，同比+0.02/-0.71/+0.03/-0.11pct，公

司 H1 减少传统渠道广告投放，强化在抖音、小红书等新媒体渠道的新品宣传投入，整体看公司费用管控稳健，净利率保持稳定，22H1 公司净利率为 4.04%，较去年同期+0.23%。

行业格局持续改善，成本压力逐渐缓解。短期看，公司以鲜立方战略为核心，继续聚焦低温品类，持续改善产品结构，预计高毛利率的鲜奶产品占比将持续提升，公司利润率有望提升。长期看，低温乳制品行业仍存在众多优质区域性乳企标的，公司在保持内生稳健增长的同时可继续通过并购整合，向全国乳业领先行列进军。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 106.95/131.37/153.25 亿元，同比增长 19.27%/22.84%/16.66%；实现归母净利 4.01/5.26/6.68 亿元，同比增长 28.46%/31.04%/27.12%，对应 EPS 为 0.46/0.61/0.77 元，对应当前股价 PE 为 24/18/15 倍。公司当前仍处于高速成长阶段，未来 3 年净利润 CAGR 为 28.86%，根据 PEG 为 1 估值，我们给予公司 2022 年 29 倍 PE 估值，目标价 13.34 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

原奶成本上行，行业竞争加剧，疫情影响运输，食品安全等风险

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：百万元	8966.87	10694.69	13137.03	15325.43
同比增速%	32.87%	19.27%	22.84%	16.66%
归属于母公司净利润：百万元	312.26	401.14	525.66	668.20
同比增速%	15.23%	28.46%	31.04%	27.12%
EPS 元/股	0.36	0.46	0.61	0.77
PE	31.03	24.16	18.44	14.50

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 05 日收盘价

财务预测三表
资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	539	515	1069	1314	1533
应收账款+票据	538	623	804	988	1153
预付账款	134	202	177	217	254
存货	466	685	748	912	1061
其他	183	50	70	86	100
流动资产合计	1859	2076	2869	3517	4100
长期股权投资	431	462	747	1033	1319
固定资产	3384	3736	3531	3347	3137
在建工程	127	45	48	25	25
无形资产	617	713	594	475	356
其他非流动资产	2160	2473	2459	2446	2444
非流动资产合计	6720	7429	7380	7326	7281
资产总计	8579	9504	10249	10843	11381
短期借款	1171	1755	2131	2141	2016
应付账款+票据	647	882	1061	1293	1506
其他	1629	1661	2087	2552	2971
流动负债合计	3447	4298	5279	5986	6493
长期带息负债	2030	2145	1618	1109	622
长期应付款	79	39	39	39	39
其他	162	153	153	153	153
非流动负债合计	2271	2337	1810	1301	814
负债合计	5718	6635	7089	7287	7306
少数股东权益	207	232	257	290	333
股本	854	867	867	867	867
资本公积	539	665	665	665	665
留存收益	1261	1105	1421	1834	2359
股东权益合计	2861	2869	3210	3657	4224
负债和股东权益总计	8579	9504	10299	10943	11531

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	289	341	427	559	711
折旧摊销	365	398	384	389	382
财务费用	82	116	173	155	127
存货减少	-138	-219	-62	-164	-150
营运资金变动	14	223	366	293	267
其它	107	159	44	146	131
经营活动现金流	719	1020	1332	1379	1469
资本支出	-550	-744	-50	-50	-50
长期投资	-1396	-536	-300	-300	-300
其他	1	173	-18	-18	-18
投资活动现金流	-1945	-1108	-368	-368	-368
债权融资	1419	700	-151	-499	-612
股权融资	0	14	0	0	0
其他	-98	-666	-259	-267	-271
筹资活动现金流	1321	47	-410	-767	-883
现金净增加额	95	-41	554	244	219

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6749	8967	10695	13137	15325
营业成本	5096	6764	8031	9793	11400
税金及附加	33	44	54	66	78
营业费用	921	1248	1487	1852	2161
管理费用	404	533	583	758	883
财务费用	82	116	173	155	127
资产减值损失	-3	-1	-2	-2	-3
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	36	55	43	43	43
其他	51	50	42	40	39
营业利润	297	368	450	593	756
营业外净收益	12	9	10	10	10
利润总额	308	377	460	603	767
所得税	19	36	34	44	56
净利润	289	341	427	559	711
少数股东损益	18	29	26	33	43
归属于母公司净利润	271	312	401	526	668

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	18.92%	32.87%	19.27%	22.84%	16.66%
EBIT	17.53%	26.35%	28.36%	19.70%	17.95%
EBITDA	15.60%	17.99%	14.17%	12.73%	11.19%
归母净利润	11.18%	15.23%	28.46%	31.04%	27.12%
获利能力					
毛利率	24.49%	24.56%	24.91%	25.45%	25.61%
净利率	4.29%	3.81%	3.99%	4.26%	4.64%
ROE	10.21%	11.84%	13.58%	15.62%	17.17%
ROIC	11.49%	9.14%	10.43%	12.06%	14.33%
偿债能力					
资产负债	66.65%	69.81%	69.17%	67.20%	64.20%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
应收账款周转率	12.6	14.5	13.4	13.4	13.4
存货周转率	10.9	9.9	10.7	10.7	10.7
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3
每股指标 (元)					
每股收益	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8
每股经营现金流	0.8	1.2	1.5	1.6	1.7
每股净资产	3.0	2.9	3.3	3.8	4.4
估值比率					
市盈率	35.8	31.0	24.2	18.4	14.5
市净率	3.8	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	22.9	18.9	12.4	10.6	9.1
EV/EBIT	44.3	34.2	19.9	16.0	13.0

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年9月05日收盘价

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。