

逆势提份额，验证实力

买入|维持

——新乳业 2022 年三季度点评

● 事件

10月30日，公司公告2022年三季报。22年前三季度，公司实现总收入74.80亿元(+12.48%)，归母净利润3.10亿元(+21.16%)，扣非归母净利润2.47亿元(+12.13%)。22Q3，公司实现总收入27.00亿元(+15.68%)，归母净利润1.21亿元(+10.19%)，扣非归母净利润1.05亿元(+2.49%)。

● 收入环比加速增长

1) 收入环比加速增长。22Q3，公司收入同比增长15.68%，环比加速增长(22Q1、Q2增速分别为15.02%、7.02%)。上半年在消费场景波动下，公司凭借唯品、双峰大单品，在华东地区逆势实现双位数增长；22Q3随着华东地区消费场景改善，公司加快渗透，实现公司整体收入环比提速增长。

2) 毛利率较稳健。22年前三季度，公司毛利率为24.82%，同比-0.59pct，22Q3毛利率为24.26%，同比-0.28pct，主要受奶价波动及汇率波动影响。

3) 销售、财务费用率有所提升。22年前三季度，公司归母净利率为4.15%，同比+0.30pct，扣非归母净利率为3.30%，同比-0.02pct；22Q3归母净利率为4.49%，同比-0.22pct，扣非归母净利率为3.89%，同比-0.48pct，扣非净利率有所下降主要由于销售及财务费用率有所提升。22Q3公司销售/财务费用率分别为13.56%/1.62%，同比+0.21/+0.36pct。

4) 投资收益增长主要来自汇率对冲收益。22年前三季度，公司非经常性收益为0.63亿元，同比+0.27亿元/+77.53%，主要来自投资收益同比+0.35亿元/+251.12%至0.49亿元。公司投资收益主要为其他权益工具投资收益及美元利率掉期和远期结售汇收益，同比增长主要来自汇率对冲业务收益。

● 新品快速迭代，华东加速渗透

1) 公司坚持推动新品迭代。公司气泡酸奶、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，22H1新品收入占比提升至13% (21年全年新品占比超10%)。

2) 公司坚持“鲜立方”战略。22H1公司低温鲜奶产品同比增长近20%，市占率进一步提升。

3) 华东地区有望保持快速增长。公司利用唯品、双峰大单品打入华东市场，唯品4月单月收入增长超过50%，双峰4月收入创造三年历史新高，未来随着消费场景复苏，唯品等通过营销端快速渗透华东地区主要社群团购，有望保持快速增长。

4) 公司深耕电商新兴渠道，“618”登顶“抖音”、“天猫”低温鲜奶榜单。22H1，公司全域数字化用户数突破1,100万人，企业微信私域用户接近70万人。“618”期间，公司实现“抖音”低温乳品品类第一、“天猫”低温鲜奶品类第一等成绩。

● 投资建议

公司是国内低温鲜奶龙头乳企之一，在坚持“鲜立方”战略的同时，公司整合上游奶源，并积极探索布局新式茶饮、植物基饮品、羊奶等新赛道打造新增长点，未来增长可期。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.83/5.06/6.37亿元，增速22.67%/32.07%/25.91%，对应10月30日PE分别为23/17/14X (市值88亿元)，维持“买入”评级。

● 风险提示

消费场景波动风险、原奶价格波动风险、政策调整风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6748.63	8966.87	10256.98	12655.45	15283.90
收入同比(%)	18.92	32.87	14.39	23.38	20.77
归母净利润(百万元)	270.98	312.26	383.05	505.88	636.97
归母净利润同比(%)	11.18	15.23	22.67	32.07	25.91
ROE(%)	10.21	11.84	12.69	14.45	16.00
每股收益(元)	0.31	0.36	0.44	0.58	0.73
市盈率(P/E)	32.64	28.33	23.09	17.49	13.89

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元): 16.48 / 10.2

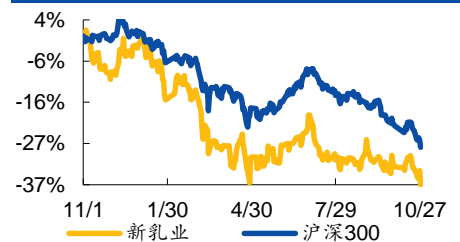
A股流通股(百万股): 844.80

A股总股本(百万股): 866.80

流通市值(百万元): 8616.91

总市值(百万元): 8841.38

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券公司研究-新乳业(002946)事件点评：化危为机，H1华东收入增长16%》2022.08.30

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 袁帆
电话 021-51097188
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1859.08	2075.62	2318.29	2788.77	3189.92
现金	538.66	515.24	540.62	548.95	540.73
应收账款	533.88	616.82	765.92	939.44	1109.38
其他应收款	33.23	43.84	51.07	62.40	75.39
预付账款	134.12	202.02	173.18	249.50	299.99
存货	466.12	685.22	721.47	908.20	1108.56
其他流动资产	153.06	12.49	66.03	80.28	55.87
非流动资产	6719.74	7428.57	6955.09	7201.73	7076.21
长期投资	431.19	461.65	434.14	442.33	446.04
固定资产	2721.28	2839.42	2725.31	2629.09	2374.51
无形资产	616.87	712.93	855.20	1048.60	1182.17
其他非流动资产	2950.41	3414.57	2940.44	3081.72	3073.49
资产总计	8578.82	9504.19	9273.38	9990.50	10266.12
流动负债	3447.32	4297.53	3839.09	4201.67	4200.98
短期借款	1170.81	1754.64	1225.66	1302.33	1063.45
应付账款	647.39	881.93	1023.27	1237.37	1501.07
其他流动负债	1629.13	1660.97	1590.17	1661.96	1636.46
非流动负债	2270.73	2337.37	2147.55	1975.00	1711.53
长期借款	1419.44	1464.29	1486.50	1165.28	930.73
其他非流动负债	851.29	873.08	661.05	809.72	780.80
负债合计	5718.06	6634.90	5986.64	6176.67	5912.50
少数股东权益	206.81	231.50	267.08	314.07	373.24
股本	853.71	867.27	867.27	867.27	867.27
资本公积	539.39	665.14	665.14	665.14	665.14
留存收益	883.59	1135.14	1453.15	1882.42	2418.21
归属母公司股东权益	2653.95	2637.78	3019.66	3499.76	3980.38
负债和股东权益	8578.82	9504.19	9273.38	9990.50	10266.12

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	719.44	1035.06	890.34	857.05	1034.92
净利润	289.43	341.26	418.63	552.87	696.14
折旧摊销	365.03	398.08	419.88	461.27	496.71
财务费用	82.09	116.43	86.36	73.65	61.48
投资损失	-36.44	-54.99	-46.77	-46.07	-46.22
营运资金变动	13.85	223.40	8.55	-238.79	-160.05
其他经营现金流	5.47	10.89	3.69	54.11	-13.14
投资活动现金流	-1945.49	-1107.70	-10.38	-698.52	-309.45
资本支出	634.44	695.28	29.76	387.66	199.51
长期投资	190.24	231.34	-207.61	102.75	0.70
其他投资现金流	-1120.81	-181.08	-188.23	-208.11	-109.23
筹资活动现金流	1320.85	47.09	-854.59	-150.19	-733.69
短期借款	-192.34	583.83	-528.98	76.67	-238.88
长期借款	1001.55	44.85	22.21	-321.22	-234.55
普通股增加	0.00	13.56	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	125.75	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	511.64	-720.90	-347.82	94.36	-260.26
现金净增加额	94.78	-25.56	25.38	8.33	-8.22

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6748.63	8966.87	10256.98	12655.45	15283.90
营业成本	5096.19	6764.45	7750.11	9531.84	11481.19
营业税金及附加	32.89	44.38	51.21	62.75	75.93
营业费用	921.28	1247.60	1415.46	1740.76	2105.74
管理费用	369.18	492.36	551.31	685.93	828.39
研发费用	34.63	40.26	46.05	56.82	68.62
财务费用	82.09	116.43	86.36	73.65	61.48
资产减值损失	-2.91	-0.57	-1.28	-1.31	-1.18
公允价值变动收益	0.00	2.05	2.05	2.05	2.05
投资净收益	36.44	54.99	46.77	46.07	46.22
营业利润	296.78	367.97	451.90	600.25	758.88
营业外收入	16.61	12.28	14.14	14.34	13.59
营业外支出	5.08	3.41	3.76	4.08	3.75
利润总额	308.32	376.84	462.27	610.51	768.71
所得税	18.88	35.58	43.64	57.64	72.57
净利润	289.43	341.26	418.63	552.87	696.14
少数股东损益	18.45	29.00	35.58	46.99	59.17
归属母公司净利润	270.98	312.26	383.05	505.88	636.97
EBITDA	743.91	882.47	958.14	1135.16	1317.07
EPS (元)	0.32	0.36	0.44	0.58	0.73

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	18.92	32.87	14.39	23.38	20.77
营业利润 (%)	15.22	23.98	22.81	32.83	26.43
归属母公司净利润 (%)	11.18	15.23	22.67	32.07	25.91
获利能力					
毛利率 (%)	24.49	24.56	24.44	24.68	24.88
净利率 (%)	4.02	3.48	3.73	4.00	4.17
ROE (%)	10.21	11.84	12.69	14.45	16.00
ROIC (%)	7.76	8.48	9.93	11.54	14.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.65	69.81	64.56	61.83	57.59
净负债比率 (%)	52.80	53.63	50.34	45.72	39.35
流动比率	0.54	0.48	0.60	0.66	0.76
速动比率	0.40	0.32	0.42	0.45	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.99	1.09	1.31	1.51
应收账款周转率	13.16	14.86	14.16	14.09	14.21
应付账款周转率	8.68	8.85	8.14	8.43	8.39
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.36	0.44	0.58	0.73
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	1.19	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	3.06	3.04	3.48	4.04	4.59
估值比率					
P/E	32.64	28.33	23.09	17.49	13.89
P/B	3.33	3.35	2.93	2.53	2.22
EV/EBITDA	14.87	12.54	11.55	9.74	8.40

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188