

新乳业 (002946)

增持 (维持)

内生精耕，利润率提升潜力大

2023年02月07日

市场数据

日期	2023-02-06
收盘价(元)	13.28
总股本(百万股)	866.58
流通股本(百万股)	844.80
净资产(百万元)	2618.04
总资产(百万元)	9608.73
每股净资产(元)	2.91

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《新乳业: Q3 收入提速, 鲜奶延续良好表现》2022-10-31

《新乳业: 鲜奶维持高增, 盈利能力提升》2022-08-30

《新乳业: 鲜奶增速亮眼, Q1 利润高增》2022-04-29

分析师:

金含

jinhan@xyzq.com.cn

S0190521080003

投资要点

- **基本功扎实, 低温产品表现显著好于行业, 质地优得验。**2022 年乳品行业受到疫情、送礼场景减少、消费力等因素的扰动, 但新乳业依旧取得优于行业的业绩, 2022 年前三季度预计低温鲜奶实现接近 20% 的增速、低温酸奶每个季度均实现正增长。背后主要系: 1) 守住战略底线投入资源和精力, 坚持低温为主; 2) 重视新品开发, 大单品及新品表现出色; 3) 华东三家核心子公司在年轻总经理带领下增长提速, 而唯品在有效的激励机制、高管高市场敏感度下实现高速增长。
- **产品结构优化, 高毛利品类占比有望大幅提升。**目前公司鲜奶营收占比 20%+, 低温酸奶营收占比 25%~30%, 常温奶营收占比 40%+。2017 年以来, 鲜奶收入 CAGR 高达 25%+, 低温酸奶收入 CAGR 约中高个位数, 常温奶由于并表夏进收入 CAGR 达到 20% 左右。公司坚持鲜战略, 24 小时鲜奶持续升级, 唯品鲜奶快速成长, 以城市群扩张加速市场裂变, 预计未来鲜奶仍能保持强劲增长势头。酸奶品类中主抓高端酸奶、特色酸奶, 陆续推出初心、活润晶球、气泡酸奶、轻食酸奶等差异化产品, 以创新驱动增长。这两大类产品毛利率高, 鲜奶毛利率预估 40% 左右(含运费口径调整), 未来占比稳步提高将带动公司盈利能力提升。
- **内生增长动力强, 子公司净利率提升逐渐兑现。**2002 年以来公司历经三轮并购潮, 在西南、华东、西北、华北、华中等区域均有布局。凭借优秀的投后整合能力, 保留子品牌充分强化本土消费者粘性, 同时赋能研发技术、产品创新、生产系统改造、完善的冷链系统和销售渠道, 整合成效显著。南山从收购时收入几千万、亏损, 运作到现在净利率显著提升; 唯品低温主导下盈利能力出色, 可成为标杆子公司。此外, 管理体系建设不断优化, 总部前期投入研发和数字化建设等费用较大, 基础夯实后也有降费空间。公司未来将以内生精耕优于外延并购, 净利率提升确定性强。
- **盈利预测与投资建议:** 略微调整盈利预测, 预计 2022-2024 年公司实现营业收入 100.36/116.50/133.15 亿元, 同比+11.93%/+16.07%/+14.29%, 归母净利润 3.79/5.02/6.42 亿元, 同比+21.31%/+32.47%/+27.99%, EPS 为 0.44/0.58/0.74 元, 对应 2023 年 2 月 6 日收盘价, PE 为 30.41/22.95/17.93X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 疫情波动, 行业竞争加剧, 新品推广不及预期, 食品安全问题

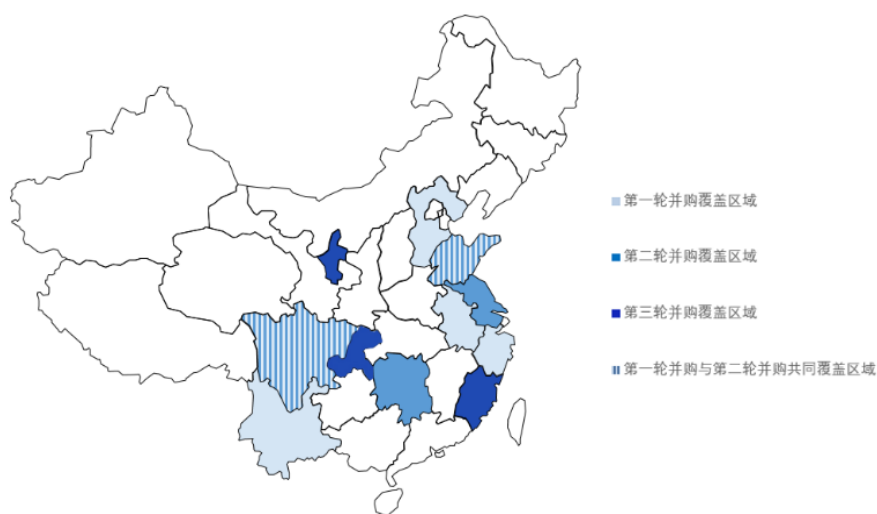
主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8967	10036	11650	13315
同比增长	32.87%	11.93%	16.07%	14.29%
归母净利润(百万元)	312	379	502	642
同比增长	15.23%	21.31%	32.47%	27.99%
毛利率	24.56%	23.92%	24.23%	24.60%
ROE	11.84%	13.09%	15.07%	16.48%
每股收益(元)	0.36	0.44	0.58	0.74
市盈率	36.88	30.41	22.95	17.93

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

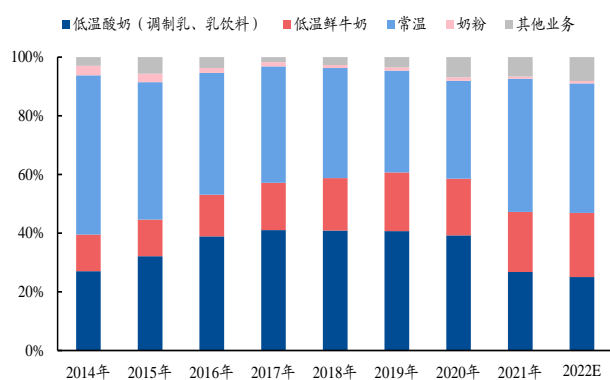
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 1、新乳业及其子公司地区分布图（截至 2022 年 9 月 30 日）



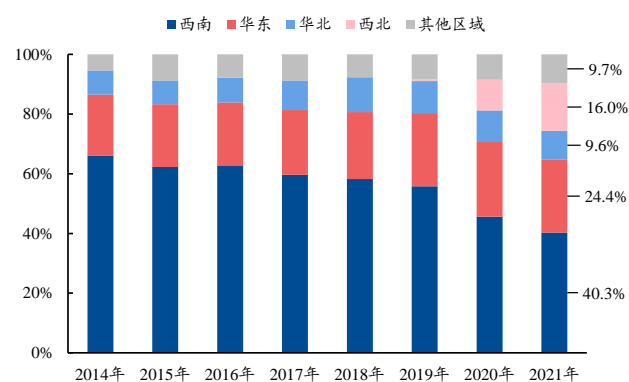
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、新乳业分产品营收拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、新乳业分区域营收拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2076	1862	1985	2335
货币资金	515	602	582	666
交易性金融资产	0	29	35	42
应收票据及应收账款	623	632	671	831
预付款项	202	141	172	211
存货	685	382	441	502
其他	50	77	82	84
非流动资产	7429	7650	8036	8395
长期股权投资	462	508	508	508
固定资产	2839	3247	3426	3523
在建工程	45	223	211	206
无形资产	713	798	895	1017
商誉	1190	1309	1309	1309
长期待摊费用	22	22	22	22
其他	2157	1543	1664	1810
资产总计	9504	9512	10020	10730
流动负债	4298	4175	4332	4557
短期借款	1755	1798	1692	1578
应付票据及应付账款	882	1001	1192	1406
其他	1661	1376	1447	1574
非流动负债	2337	2205	2111	2016
长期借款	1464	1364	1264	1164
其他	873	841	847	852
负债合计	6635	6380	6442	6573
股本	867	867	867	867
资本公积	665	665	665	665
未分配利润	1092	1393	1810	2350
少数股东权益	232	239	248	260
股东权益合计	2869	3132	3578	4157
负债及权益合计	9504	9512	10020	10730

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	312	379	502	642
折旧和摊销	398	440	539	631
资产减值准备	1	-6	20	5
资产处置损失	15	17	16	17
公允价值变动损失	-2	-42	0	0
财务费用	116	146	113	114
投资损失	-55	-62	-62	-62
少数股东损益	29	7	9	12
营运资金的变动	223	179	75	5
经营活动产生现金流量	1035	1142	1261	1410
投资活动产生现金流量	-1108	-695	-886	-936
融资活动产生现金流量	47	-360	-395	-391
现金净变动	-26	87	-20	83
现金的期初余额	536	515	602	582
现金的期末余额	515	602	582	666

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8967	10036	11650	13315
营业成本	6764	7636	8827	10039
税金及附加	44	50	58	66
销售费用	1248	1405	1631	1864
管理费用	492	484	521	566
研发费用	40	45	50	53
财务费用	116	146	113	114
其他收益	57	62	62	62
投资收益	55	62	62	62
公允价值变动收益	2	42	0	0
信用减值损失	7	-2	-2	-2
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	-14	-17	-16	-17
营业利润	368	417	557	716
营业外收入	12	15	14	14
营业外支出	3	3	3	4
利润总额	377	429	568	727
所得税	36	43	57	73
净利润	341	386	511	654
少数股东损益	29	7	9	12
归属母公司净利润	312	379	502	642
EPS(元)	0.36	0.44	0.58	0.74

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	32.87%	11.93%	16.07%	14.29%
营业利润增长率	23.98%	13.32%	33.56%	28.58%
归母净利润增长率	15.23%	21.31%	32.47%	27.99%
盈利能力				
毛利率	24.56%	23.92%	24.23%	24.60%
归母净利率	3.48%	3.77%	4.31%	4.82%
ROE	11.84%	13.09%	15.07%	16.48%
偿债能力				
资产负债率	69.81%	67.08%	64.29%	61.26%
流动比率	0.48	0.45	0.46	0.51
速动比率	0.32	0.35	0.36	0.40
营运能力				
资产周转率	0.99	1.06	1.19	1.28
应收帐款周转率	15	16	17	17
存货周转率	11.73	14.31	21.45	21.28
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.44	0.58	0.74
每股经营现金	1.19	1.32	1.45	1.63
每股净资产	3.04	3.34	3.84	4.49
估值比率(倍)				
PE	36.88	30.41	22.95	17.93
PB	4.37	3.98	3.46	2.96

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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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.xyq.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发送、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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn