

## 股票投资评级

买入 | 维持

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 最新收盘价(元)     | 15.42           |
| 总股本/流通股本(亿股) | 8.66 / 8.46     |
| 总市值/流通市值(亿元) | 134 / 130       |
| 52周内最高/最低价   | 17.63 / 10.20   |
| 资产负债率(%)     | 71.9%           |
| 市盈率          | 36.71           |
| 第一大股东        | Universal Dairy |

## 研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 华夏霖  
SAC 登记编号: S1340522090003  
Email: huaxialin@cnpsec.com

## 新乳业(002946)

### 行业承压下业绩稳健增长，利润率提升持续兑现

#### ● 事件

公司发布 2023 年中报，23H1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 52.98/2.37/2.3 亿元，同比+10.84%/+25.14%/+60.83%。单 Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 27.77/1.76/1.55 亿元，同比+12.72%/+20.54%/+43.2%。

#### ● 投资要点

公司单 Q2 营收在去年同期基数不低的背景下仍实现较好增长，利润增速更优，鲜奶表现继续亮眼，DTC 渠道发力带来直销渠道高速增长。分产品看，公司上半年鲜奶增速超 10%，高端低温品牌唯品增速超 30%。23H1 公司液体乳/奶粉/其他分别实现收入 48.18/0.41/4.39 亿元，分别+12.31%/+17.70%。分渠道看，DTC 业务思路不断打开，业务能力显著增强，直销渠道中 DTC 渠道增速为 20%，23H1 经销模式/直销模式分别实现主营业务收入 21.40/27.20 亿元，同比-7.04%/+34.42%；毛利率分别为 25.33%/32.51%，同比+3.30%/+0.65%。分地区西南基本盘稳固，华东地区延续高增长，西南/华东/西北/华北/其他分别实现收入 20.13/14.36/7.78/4.46/6.25 亿元，同比+6.71%/+21.42%/+2.38%/+9.40%/+15.07%。报告期内公司合作经销商 3019 家，环比-7.42%，公司持续优化终端。

原奶成本回落叠加高毛利低温产品占比提升，公司毛利率持续改善，同时公司净利率继续稳步增长。23H1，公司毛利率/归母净利率为 27.97%/4.47%，同比+2.84/+0.51pct；销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.66%/4.34%/1.51%/0.44%，同比+1.33/-0.86/+0.10/+0.04pct。单 23Q2，公司毛利率/归母净利率为 28.8%/6.32%，同比+2.6/+0.41pct；销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.82%/4.26%/1.45%/0.42%，分别同比+1.74/-0.88/+0.05/+0.01pct。

**聚焦鲜战略，持续深化鲜奶品类优势。**短期看，公司持续多年聚焦鲜战略，长期的资源投入、品牌打造、渠道建设在鲜奶赛道打下深厚基础，为公司在乳制品行业整体低迷时提供稳健内生增长动力。公司此前推动的数字化转型效果在上半年 DTC 渠道得到验证。中期看，低温奶品类在行业中占比仍然较低，未来有较大成长空间，公司继续以鲜立方战略为核心，聚焦低温品类，持续改善产品结构，未来伴随高毛利的鲜奶产品占比持续提升，公司提出的 5 年营收、利润率翻倍目标达成确定性较高。长期看，低温乳制品行业仍存在众多区域性乳企，公司在保持内生稳健增长的同时可继续通过外延扩张，依靠两轮成功并购整合积累的经验不断扩容旗下品牌矩阵，向全国乳业领先行列进军，未来有望进军乳企第一梯队行列。

### ● 盈利预测与投资建议

受乳制品行业整体承压因素影响，我们小幅下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 112.33/129.89/148.76 亿元，同比增长 12.25%/15.64%/14.52%；实现归母净利润 4.96/6.28/8.18 亿元，同比增长 37.17%/26.57%/30.27%，对应 EPS 为 0.57/0.72/0.94 元，对应当前股价 PE 为 27/21/16 倍。公司所处的鲜奶赛道仍处于成长阶段，同时公司未来 3 年净利润 CAGR 为 31%，公司今年在乳制品行业普遍承压背景下，仍获得双位数营收增长，同时净利率稳步提升，我们继续看好公司兑现未来营收 5 年翻倍，利润率翻倍的目标，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

宏观经济下行、需求复苏偏弱销售不及预期、DTC 渠道拓展不及预期、食品安全风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度         | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 10006   | 11233   | 12989   | 14876   |
| 增长率(%)        | 11.59   | 12.25   | 15.64   | 14.52   |
| EBITDA（百万元）   | 1006.73 | 1123.45 | 1252.50 | 1410.11 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 361.51  | 495.87  | 627.62  | 817.58  |
| 增长率(%)        | 15.77   | 37.17   | 26.57   | 30.27   |
| EPS（元/股）      | 0.42    | 0.57    | 0.72    | 0.94    |
| 市盈率（P/E）      | 36.93   | 26.92   | 21.27   | 16.33   |
| 市净率（P/B）      | 5.51    | 4.75    | 4.04    | 3.38    |
| EV/EBITDA     | 13.91   | 14.17   | 11.91   | 9.78    |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元)         | 2022A       | 2023E       | 2024E        | 2025E        | 主要财务比率              | 2022A       | 2023E       | 2024E        | 2025E        |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|---------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>利润表</b>        |             |             |              |              | <b>成长能力</b>         |             |             |              |              |
| 营业收入              | 10006       | 11233       | 12989        | 14876        | 营业收入                | 11.6%       | 12.3%       | 15.6%        | 14.5%        |
| 营业成本              | 7601        | 8127        | 9577         | 11040        | 营业利润                | 9.6%        | 41.3%       | 26.5%        | 30.3%        |
| 税金及附加             | 46          | 54          | 62           | 71           | 归属于母公司净利润           | 15.8%       | 37.2%       | 26.6%        | 30.3%        |
| 销售费用              | 1357        | 1775        | 1948         | 2157         | <b>获利能力</b>         |             |             |              |              |
| 管理费用              | 470         | 505         | 546          | 595          | 毛利率                 | 24.0%       | 27.7%       | 26.3%        | 25.8%        |
| 研发费用              | 48          | 51          | 57           | 64           | 净利率                 | 3.6%        | 4.6%        | 5.1%         | 5.8%         |
| 财务费用              | 148         | 145         | 118          | 67           | ROE                 | 14.4%       | 17.0%       | 18.4%        | 20.2%        |
| 资产减值损失            | 0           | -2          | -2           | -3           | ROIC                | 8.7%        | 14.1%       | 14.4%        | 18.7%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>403</b>  | <b>570</b>  | <b>721</b>   | <b>939</b>   | <b>偿债能力</b>         |             |             |              |              |
| 营业外收入             | 7           | 7           | 8            | 9            | 资产负债率               | 71.9%       | 69.1%       | 64.1%        | 57.8%        |
| 营业外支出             | 4           | 4           | 4            | 4            | 流动比率                | 0.50        | 0.61        | 0.69         | 0.79         |
| <b>利润总额</b>       | <b>406</b>  | <b>572</b>  | <b>724</b>   | <b>944</b>   | <b>营运能力</b>         |             |             |              |              |
| 所得税               | 44          | 50          | 64           | 83           | 应收账款周转率             | 17.38       | 14.60       | 14.60        | 14.60        |
| <b>净利润</b>        | <b>362</b>  | <b>522</b>  | <b>661</b>   | <b>861</b>   | 存货周转率               | 9.50        | 10.07       | 10.07        | 10.07        |
| <b>归母净利润</b>      | <b>362</b>  | <b>496</b>  | <b>628</b>   | <b>818</b>   | 总资产周转率              | 1.05        | 1.13        | 1.29         | 1.46         |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>0.42</b> | <b>0.57</b> | <b>0.72</b>  | <b>0.94</b>  | <b>每股指标(元)</b>      |             |             |              |              |
| <b>资产负债表</b>      |             |             |              |              | 每股收益                | 0.42        | 0.57        | 0.72         | 0.94         |
| 货币资金              | 494         | 1123        | 1299         | 1488         | 每股净资产               | 2.91        | 3.36        | 3.93         | 4.68         |
| 交易性金融资产           | 0           | 0           | 0            | 0            | <b>估值比率</b>         |             |             |              |              |
| 应收票据及应收账款         | 580         | 775         | 897          | 1027         | PE                  | 36.93       | 26.92       | 21.27        | 16.33        |
| 预付款项              | 186         | 228         | 264          | 302          | PB                  | 5.51        | 4.75        | 4.04         | 3.38         |
| 存货                | 800         | 807         | 951          | 1097         | <b>现金流量表</b>        |             |             |              |              |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>2145</b> | <b>3028</b> | <b>3515</b>  | <b>4028</b>  | 净利润                 | 362         | 511         | 604          | 785          |
| 固定资产              | 3901        | 3695        | 3486         | 3218         | 折旧和摊销               | 453         | 406         | 410          | 399          |
| 在建工程              | 117         | 58          | 0            | 0            | 营运资本变动              | 79          | -199        | 289          | 287          |
| 无形资产              | 776         | 647         | 517          | 388          | 其他                  | 110         | 208         | 179          | 128          |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>7345</b> | <b>6937</b> | <b>6542</b>  | <b>6162</b>  | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>1005</b> | <b>926</b>  | <b>1481</b>  | <b>1600</b>  |
| <b>资产总计</b>       | <b>9490</b> | <b>9965</b> | <b>10057</b> | <b>10191</b> | 资本开支                | -705        | 0           | 0            | 0            |
| 短期借款              | 828         | 1452        | 1009         | 401          | 其他                  | 51          | -49         | -19          | -5           |
| 应付票据及应付账款         | 958         | 1039        | 1224         | 1411         | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-653</b> | <b>-49</b>  | <b>-19</b>   | <b>-5</b>    |
| 其他流动负债            | 2476        | 2450        | 2864         | 3289         | 股权融资                | -37         | 0           | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>4261</b> | <b>4941</b> | <b>5097</b>  | <b>5101</b>  | 债务融资                | -729        | 3           | -1035        | -1165        |
| 其他                | 2563        | 1942        | 1350         | 792          | 其他                  | 297         | -250        | -252         | -240         |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>2563</b> | <b>1942</b> | <b>1350</b>  | <b>792</b>   | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>-469</b> | <b>-248</b> | <b>-1287</b> | <b>-1406</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>6825</b> | <b>6883</b> | <b>6447</b>  | <b>5893</b>  | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>-115</b> | <b>629</b>  | <b>176</b>   | <b>189</b>   |
| 股本                | 867         | 867         | 867          | 867          |                     |             |             |              |              |
| 资本公积金             | 629         | 629         | 629          | 629          |                     |             |             |              |              |
| 未分配利润             | 1023        | 1414        | 1909         | 2553         |                     |             |             |              |              |
| 少数股东权益            | 147         | 173         | 206          | 249          |                     |             |             |              |              |
| 其他                | 0           | 0           | 0            | 0            |                     |             |             |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>2665</b> | <b>3082</b> | <b>3610</b>  | <b>4297</b>  |                     |             |             |              |              |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>9490</b> | <b>9965</b> | <b>10057</b> | <b>10191</b> |                     |             |             |              |              |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准  | 类型    | 评级   | 说明                         |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：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；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 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。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048