

新乳业 (002946.SZ)

2023年11月16日

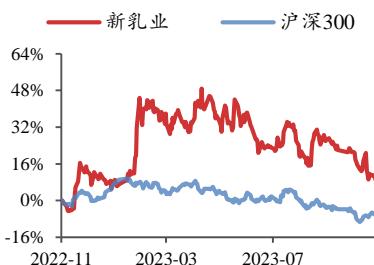
鲜战略发力，业绩稳健增长

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2023/11/15
当前股价(元)	12.79
一年最高最低(元)	17.98/11.00
总市值(亿元)	110.74
流通市值(亿元)	108.22
总股本(亿股)	8.66
流通股本(亿股)	8.46
近3个月换手率(%)	25.41

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《核心业务持续发力，五年规划稳步推进—公司信息更新报告》-2023.8.30
 《盈利能力提升，低温业务持续发力—公司信息更新报告》-2023.4.27

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

● 坚持鲜战略，维持“增持”评级

新乳业 2023Q1-Q3 实现总营收 81.94 亿元，同比增 9.55%，归母净利 3.81 亿元，同比增 22.78%；2023Q3 实现总营收 28.96 亿元，同比增 7.25%，归母净利润 1.44 亿元，同比增 19.08%。由于短期费用投放增加，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利为 4.7、6.1、7.9 亿元（前值为 5.0、6.2、8.1 亿元），EPS 为 0.55、0.71、0.91 元，当前股价对应 PE 为 23.4、18.1、14.1 倍，公司坚持鲜战略，盈利能力持续提升，维持“增持”评级。

● 核心低温业务持续稳步增长

(1) 从产品看：公司坚持“鲜”战略，低温鲜奶稳步增长，其中今日鲜奶铺、24 小时表现较好。公司新品表现也较好，2023Q3 新品占比超 10%。(2) 从地区看：华东地区如白帝、双喜、唯品收入保持较快增长，部分子公司营收增速超 20%；华南地区 2023Q3 营收超 2000 万，增速较快。(3) 从渠道看，DTC、电商渠道保持快速增长态势。展望未来，公司“鲜”战略清晰，挖掘内生增长潜力，具体来看：(1) 持续做强低温鲜奶、发力特色酸奶；(2) D2C 渠道建设推进。多渠道布局、多区域开拓下公司营收仍可稳步增长。

● 净利率提升主因毛利率提升

2023Q3 公司归母净利率同比增 0.49pct 至 4.98%，主因毛利率增长 2.17pct 至 26.43%。毛利率增长主因：(1) 原奶价格下行；(2) 产品结构及渠道结构持续优化。销售费用率同比增 0.41pct 至 13.97%，管理费用率同比微增 0.15pct 至 4.19%。公司利润短期波动主因非经常性损益增加：(1) 资产损失增加：淘汰牛资产损失增幅较大；(2) 公允价值变化：利率和汇率影响。预计原奶价格仍处于下行周期，产品及渠道结构持续升级下预计毛利率可改善；费用使用效率提升、管控加强下费率较为稳定，预计公司盈利能力可持续改善。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,967	10,006	11,015	12,355	13,887
YOY(%)	32.9	11.6	10.1	12.2	12.4
归母净利润(百万元)	312	362	472	613	786
YOY(%)	15.2	15.8	30.7	29.7	28.2
毛利率(%)	24.6	24.0	27.1	27.9	28.8
净利率(%)	3.5	3.6	4.3	5.0	5.7
ROE(%)	11.9	13.6	15.4	17.0	18.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.42	0.55	0.71	0.91
P/E(倍)	35.5	30.6	23.4	18.1	14.1
P/B(倍)	4.4	4.6	3.9	3.3	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2076	2145	2309	2568	2881	营业收入	8967	10006	11015	12355	13887
现金	515	494	465	522	587	营业成本	6764	7601	8033	8903	9891
应收票据及应收账款	623	580	744	741	928	营业税金及附加	44	46	50	57	64
其他应收款	44	49	53	62	67	营业费用	1248	1357	1663	1915	2180
预付账款	202	186	241	238	300	管理费用	492	470	520	582	653
存货	685	800	770	970	963	研发费用	40	48	52	59	66
其他流动资产	7	35	35	35	35	财务费用	116	148	149	175	172
非流动资产	7429	7346	7591	7930	8292	资产减值损失	-1	-0	30	33	37
长期投资	462	489	525	562	600	其他收益	57	52	52	52	52
固定资产	3628	3749	3853	4047	4267	公允价值变动收益	2	29	0	0	0
无形资产	713	776	845	931	1037	投资净收益	55	52	18	21	24
其他非流动资产	2626	2331	2368	2390	2388	资产处置收益	-14	-31	-60	-20	-20
资产总计	9504	9490	9899	10498	11172	营业利润	368	403	528	685	880
流动负债	4298	4261	4684	5130	5486	营业外收入	12	7	7	7	7
短期借款	1755	828	1776	2068	2121	营业外支出	3	4	4	4	4
应付票据及应付账款	882	958	986	1168	1226	利润总额	377	406	531	688	882
其他流动负债	1661	2476	1922	1894	2139	所得税	36	44	57	74	95
非流动负债	2337	2563	2150	1751	1348	净利润	341	362	473	614	787
长期借款	2105	2265	1852	1453	1050	少数股东损益	29	1	1	1	1
其他非流动负债	233	298	298	298	298	归属母公司净利润	312	362	472	613	786
负债合计	6635	6824	6833	6881	6834	EBITDA	1005	1044	1081	1320	1578
少数股东权益	232	147	148	149	150	EPS(元)	0.36	0.42	0.55	0.71	0.91
股本	867	867	867	867	867						
资本公积	665	629	629	629	629	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	1135	1432	1809	2298	2924	成长能力					
归属母公司股东权益	2638	2519	2918	3468	4188	营业收入(%)	32.9	11.6	10.1	12.2	12.4
负债和股东权益	9504	9490	9899	10498	11172	营业利润(%)	24.0	9.6	30.9	29.9	28.3
						归属于母公司净利润(%)	15.2	15.8	30.7	29.7	28.2
						获利能力					
						毛利率(%)	24.6	24.0	27.1	27.9	28.8
						净利率(%)	3.5	3.6	4.3	5.0	5.7
						ROE(%)	11.9	13.6	15.4	17.0	18.1
						ROIC(%)	7.8	7.4	8.1	9.7	11.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	69.8	71.9	69.0	65.5	61.2
						净负债比率(%)	135.5	153.6	127.2	103.8	77.4
						流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
						应收账款周转率	15.5	16.6	16.6	16.6	16.6
						应付账款周转率	8.8	8.3	8.3	8.3	8.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.42	0.55	0.71	0.91
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.19	1.30	1.38	1.77
						每股净资产(最新摊薄)	2.94	2.80	3.26	3.89	4.73
						估值比率					
						P/E	35.5	30.6	23.4	18.1	14.1
						P/B	4.4	4.6	3.9	3.3	2.7
						EV/EBITDA	15.1	14.7	14.0	11.4	9.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

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形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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn