

鲜战略持续落地，盈利弹性释放

--2023 年报与 2024 年一季报点评

核心观点:

- 事件:** 4月25日,公司发布公告,23年营收109.9亿元(同比+9.8%,下同),归母净利润4.3亿元(+19.3%),扣非归母净利润4.7亿元(+57.9%);23Q4,营收27.9亿元(+10.6%),归母净利润0.5亿元(-2.1%),扣非归母净利润0.7亿元(+56.6%);24Q1,营收26.1亿元(+3.7%),归母净利润0.9亿元(+46.9%),扣非归母净利润1.0亿元(+33.8%)。
- 高端产品与渠道布局共同推动 23 年主业加速增长。**23 年公司主业加速增长,液体乳增速+5.7pcts 至 11.2%。**分产品看**,公司 23 年完成多款新品开发与优品迭代升级,全年新品收入占比 12%,成为拉动增长的重要引擎;高端产品表现更优,“24 小时”高端系列与常温高端品牌“澳特兰”有机系列产品同比增速均接近 40%。**分地区看**,华北/西南地区实现较快增长,同增 39.0%/10.0%,盈利能力全线提升。**分渠道看**,公司深耕本地资源,DTC 业务整体收入同增超 15%引领大盘,其中远场电商业务增速快于 40%,抖音等兴趣电商异军突起。**23Q4 收入增速环比放缓**,预计受供应链等其他业务影响。**24Q1 收入略有降速**,主要系常温白奶业务在奶价下降背景下受竞品礼赠促销影响,鲜奶仍实现较好增长。
- 奶价回落+提效控费+产品结构优化,24Q1 扣非净利率稳健提升。**23 全年:归母净利率为 3.9%,同比+0.3pcts,剔除资产处置损失(淘汰奶牛)等因素后,扣非归母净利率同比+1.3pcts。全年具体拆分,毛利率为 26.9%,同比+2.8pcts,主要得益于原奶成本下降+产品结构优化+制造效率提升。销售费用率为 15.3%,同比+1.7pcts,主要系公司加大品牌推广力度。管理费用率为 4.3%,同比-0.4pcts,主要归因于数字化带来内部效率提升。**24Q1:**归母净利率为 3.4%,同比+1.0pct,扣非归母净利率同比+0.9pcts。拆分来看,毛利率为 29.4%,同比+2.3pcts;销售费用率为 17.1%,同比+1.6pcts,录得毛销差改善 0.7pcts,预计得益于成本红利+产品结构优化。管理费用率为 5.1%,同比+0.7pcts,得益于内部提效增质。
- 产品升级+渠道赋能+内部提效,“鲜立方”引领公司向新五年目标进军。****短期看**,预计 24Q2 业绩延续较快增长,主要系:1)优质产品与渠道赋能,天气回暖带动低温产品动销,推动收入端稳健增长;2)鲜奶、高端奶占比提升,产品结构优化,原奶成本价格红利仍存;3)供应链+数字化+精益管理协同增质降本,公司制造效率提升,叠加规模效应,盈利能力持续改善。**长期看**,常温向低温升级趋势不改,公司坚持“鲜立方战略”为核心方向,转向以内生增长为主导,将凭借精准卡位+多品牌战略+产品创新等多项优势享受低温品类红利,坚定向产品高增、渠道扩容、净利率倍增目标进军。
- 投资建议:** 预计 2024-2026 年归母净利润为 6.1/7.6/9.3 亿元,同比+40.9%/26.0%/21.1%,EPS 为 0.70/0.88/1.07 元,PE 为 14/11/9X。考虑到公司 PE 处于历史底部区间,并且未来盈利能力有望持续改善,维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 竞争超预期的风险,需求下滑的风险,食品安全风险。

新乳业(002946)

推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

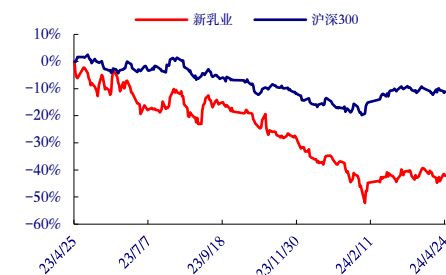
分析师登记编码: S0130522070002

市场数据

2024-04-25

股票代码	002946
A 股收盘价(元)	10.05
上证指数	3,052.90
总股本万股	86,571
实际流通 A 股万股	85,158
流通 A 股市值(亿元)	86

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】新乳业 2023 年三季度业绩点评: 主业稳健增长, 扣非利润高增

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10987.29	11889.73	13265.46	14644.11
收入增长率%	9.80	8.21	11.57	10.39
净利润(百万元)	430.83	606.91	764.44	925.98
利润增速%	19.27	40.87	25.96	21.13
毛利率%	26.87	27.00	27.30	27.50
摊薄 EPS(元)	0.50	0.70	0.88	1.07
PE	20.19	14.34	11.38	9.40
PB	3.40	2.81	2.25	1.82
PS	0.79	0.73	0.66	0.59

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2002.35	2884.91	3845.21	4744.76	营业收入	10987.29	11889.73	13265.46	14644.11
现金	439.54	1076.73	1907.51	2577.14	营业成本	8034.71	8679.51	9643.99	10616.98
应收账款	604.08	668.90	737.82	819.18	营业税金及附加	51.74	55.24	62.05	68.27
其它应收款	101.27	84.10	108.05	111.43	营业费用	1678.50	1783.46	2008.17	2206.75
预付账款	82.26	150.46	132.96	165.21	管理费用	469.88	533.21	581.11	649.12
存货	711.50	841.20	894.34	1006.77	财务费用	161.98	79.46	64.04	39.77
其他	63.69	63.52	64.54	65.03	资产减值损失	-17.01	-21.00	-11.00	-11.00
非流动资产	6935.66	6996.56	7012.47	7036.86	公允价值变动收益	23.24	0.00	0.00	0.00
长期投资	538.27	538.27	538.27	538.27	投资净收益	6.05	29.72	33.16	36.61
固定资产	2882.60	2891.70	2902.02	2888.59	营业利润	507.90	705.28	889.28	1077.26
无形资产	681.15	665.26	609.80	574.13	营业外收入	8.88	8.05	8.47	8.26
其他	2833.65	2901.33	2962.39	3035.88	营业外支出	7.95	6.22	7.08	6.65
资产总计	8938.01	9881.48	10857.69	11781.62	利润总额	508.83	707.11	890.66	1078.87
流动负债	4018.18	4313.82	4409.99	4289.05	所得税	71.17	87.81	110.62	134.00
短期借款	915.57	915.57	715.57	315.57	净利润	437.66	619.30	780.04	944.87
应付账款	925.28	1046.48	1136.69	1265.73	少数股东损益	6.83	12.39	15.60	18.90
其他	2177.32	2351.76	2557.72	2707.75	归属母公司净利润	430.83	606.91	764.44	925.98
非流动负债	2280.43	2378.18	2478.18	2578.18	EBITDA	1278.40	1121.33	1297.24	1480.42
长期借款	1366.68	1466.68	1566.68	1666.68	EPS (元)	0.50	0.70	0.88	1.07
其他	913.75	911.50	911.50	911.50					
负债合计	6298.61	6692.00	6888.16	6867.22	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	82.38	94.76	110.36	129.26	营业收入	9.80%	8.21%	11.57%	10.39%
归属母公司股东权益	2557.02	3094.71	3859.16	4785.13	营业利润	25.98%	38.86%	26.09%	21.14%
负债和股东权益	8938.01	9881.48	10857.69	11781.62	归属母公司净利润	19.27%	40.87%	25.96%	21.13%
					毛利率	26.87%	27.00%	27.30%	27.50%
					净利率	3.92%	5.10%	5.76%	6.32%
					ROE	16.85%	19.61%	19.81%	19.35%
					ROIC	10.23%	9.61%	10.65%	11.54%
					资产负债率	70.47%	67.72%	63.44%	58.29%
					净负债比率	125.40%	90.98%	49.65%	20.38%
					流动比率	0.50	0.67	0.87	1.11
					速动比率	0.30	0.44	0.64	0.83
					总资产周转率	1.19	1.26	1.28	1.29
					应收帐款周转率	18.63	18.68	18.86	18.81
					应付帐款周转率	8.53	8.80	8.83	8.84
					每股收益	0.50	0.70	0.88	1.07
					每股经营现金	1.80	1.19	1.63	1.67
					每股净资产	2.95	3.57	4.46	5.53
					P/E	20.19	14.34	11.38	9.40
					P/B	3.40	2.81	2.25	1.82
					EV/EBITDA	10.36	10.35	8.23	6.55
					PS	0.79	0.73	0.66	0.59

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn