

2024年04月29日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

# 新乳业（002946）：深化“鲜立方”战略，盈利水平持续提升

——公司简评报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

|             |            |
|-------------|------------|
| 数据日期        | 2024/04/26 |
| 收盘价         | 9.88       |
| 总股本(万股)     | 86,581     |
| 流通A股/B股(万股) | 84,927/0   |
| 资产负债率(%)    | 70.38%     |
| 市净率(倍)      | 3.24       |
| 净资产收益率(加权)  | 3.50       |
| 12个月内最高/最低价 | 17.49/8.10 |



## 相关研究

《新乳业（002946）：“鲜战略”致胜正当时，继往开来谱新篇——公司深度报告》2024.01.02

## 投资要点

- 事件：**4月25日，公司发布2023年年报及2024年一季报，公司2023年营业总收入为109.87亿元，同比+9.80%，归母净利润为4.31亿元，同比+19.27%，扣非归母净利润4.65亿元，同比+57.86%。其中，2023年Q4公司营业收入为27.93亿元，同比+10.56%，归母净利润为0.50亿元，同比-2.09%，扣非归母净利润为0.74亿元，同比+55.64%。2024年Q1公司营业收入为26.14亿元，同比+3.66%，归母净利润为0.90亿元，同比+46.93%，扣非归母净利润为1.00亿元，同比+33.75%。受到一只酸奶牛出表的影响，2024Q1营收增速放缓，但利润实现较快增速。公司加大分红比例，2023年股利支付率提升至30.14%。
- 坚持“鲜酸双强”发展策略，DTC业务快速增长。分产品，**2023年液体乳营收97.55亿元，同比+11.15%；奶粉0.79亿元，同比+11.28%。其中核心品类低温鲜奶和低温特色酸奶表现较佳，鲜奶业务同比双位数增长。高端产品占比提升，“24小时”高端系列产品同比增速近40%；“今日鲜奶铺”高钙升级“浓”牛乳，同比增长超过150%。**分地区，**2023年西南地区营收40.95亿元，同比+9.98%；华东地区营收30.20亿元，同比+4.80%；华北地区营收11.10亿元，同比+39.03%，西北地区营收14.24亿元，同比-0.97%。根据投资者关系记录表，公司取得较快增长的区域主要集中在华东和华中地区，特别是唯品公司，2023年唯品整体营收超过25%；安徽白帝公司、苏州双喜公司以及湖南南山公司都取得了超过20%的增长。**分渠道，**直营模式营收55.88亿元，同比+10.22%；经销模式42.47亿元，同比+12.41%。2023年DTC业务整体收入同比增长超过15%，其中远场电商业务同比增长超过40%，自主征订业务同比增长超过15%，带动整体盈利能力提升。
- 销售净利率提升，产品结构优化。**2023年公司销售净利率3.98%，同比+0.37pct；经营活动现金流量净额15.57亿元，同比+50.58%。2024Q1销售净利率3.57%，同比+1.09pct，主要受到原奶价格下行以及产品结构调整的影响，净利率持续提升。2023年销售费用率和管理费用率分别为15.28%和4.28%，同比分别+1.72pct和-0.42pct。2024Q1销售费用率和管理费用率分别为17.08%和5.10%，同比分别+1.59pct和0.67pct。销售费用率的增长主要由于广告宣传及促销费用的增加。随着公司产品结构的持续优化以及原奶价格的下行，公司净利率水平有望加速提升。
- 及时调整资产结构，聚焦核心业务。**由于战略调整，2023年11月，公司转让新澳牧业55%股权，转让后不再持有。2023年12月转让重庆瀚虹45%股权（一只酸奶牛），转让后持有重庆瀚虹15%股权。公司及时优化资产结构，聚焦低温鲜奶和低温特色酸奶核心品类。
- 投资建议：**公司以“鲜立方战略”为核心方向，加持强有力的现代化媒体营销力，率先“强势”突围，优先实现“泛全国化”布局，抓住市场机遇，精准卡位低温奶高端市场，我们调整公司2024-2025年盈利预测。预计2024-2026年公司实现归母净利润6.22/7.87/9.62亿元；EPS分别为0.72/0.91/1.11元，对应PE估值为14/11/9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险，产品推广不及预期，行业竞争加剧风险。

## 盈利预测与估值简表

|            | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入（百万元） | 10,987.29 | 11,978.57 | 13,112.72 | 14,181.08 |
| 增长率        | 9.80%     | 9.02%     | 9.47%     | 8.15%     |
| 归母净利润（百万元） | 430.83    | 622.25    | 786.62    | 962.22    |
| 增长率        | 19.27%    | 44.43%    | 26.42%    | 22.32%    |
| EPS（元/股）   | 0.50      | 0.72      | 0.91      | 1.11      |
| 市盈率（P/E）   | 22.96     | 13.75     | 10.87     | 8.89      |
| 市净率（P/B）   | 3.89      | 2.96      | 2.53      | 2.19      |

资料来源：携宁，东海证券研究所

注：截止时间2024年4月26日

## 附录：三大报表预测值

| 利润表         |              |              |              |              | 资产负债表            |              |              |               |               |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元     | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 单位: 百万元          | 2023A        | 2024E        | 2025E         | 2026E         |
| 营业总收入       | 10,987       | 11,979       | 13,113       | 14,181       | 货币资金             | 440          | 981          | 2,242         | 3,285         |
| %同比增速       | 10%          | 9%           | 9%           | 8%           | 交易性金融资产          | 52           | 22           | 30            | 40            |
| 营业成本        | 8,035        | 8,795        | 9,501        | 10,126       | 应收账款及应收票据        | 610          | 720          | 741           | 792           |
| 毛利          | 2,953        | 3,183        | 3,612        | 4,055        | 存货               | 712          | 865          | 925           | 960           |
| %营业收入       | 27%          | 27%          | 28%          | 29%          | 预付账款             | 82           | 189          | 178           | 170           |
| 税金及附加       | 52           | 55           | 62           | 67           | 其他流动资产           | 107          | 81           | 94            | 100           |
| %营业收入       | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 流动资产合计           | 2,002        | 2,859        | 4,210         | 5,348         |
| 销售费用        | 1,678        | 1,833        | 2,013        | 2,212        | 长期股权投资           | 538          | 574          | 611           | 652           |
| %营业收入       | 15%          | 15%          | 15%          | 16%          | 投资性房地产           | 20           | 20           | 21            | 22            |
| 管理费用        | 470          | 491          | 538          | 581          | 固定资产合计           | 2,883        | 2,874        | 2,831         | 2,795         |
| %营业收入       | 4%           | 4%           | 4%           | 4%           | 无形资产             | 681          | 703          | 699           | 673           |
| 研发费用        | 47           | 52           | 56           | 61           | 商誉               | 1,003        | 1,006        | 945           | 863           |
| %营业收入       | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 递延所得税资产          | 30           | 31           | 31            | 31            |
| 财务费用        | 162          | 89           | 94           | 86           | 其他非流动资产          | 1,781        | 1,808        | 1,718         | 1,627         |
| %营业收入       | 1%           | 1%           | 1%           | 1%           | <b>资产总计</b>      | <b>8,938</b> | <b>9,875</b> | <b>11,067</b> | <b>12,012</b> |
| 资产减值损失      | -17          | -2           | -2           | -2           | 短期借款             | 916          | 1,012        | 1,293         | 1,293         |
| 信用减值损失      | -9           | -10          | -11          | -12          | 应付票据及应付账款        | 925          | 977          | 1,116         | 1,160         |
| 其他收益        | 64           | 72           | 76           | 82           | 预收账款             | 0            | 0            | 0             | 0             |
| 投资收益        | 6            | 12           | 13           | 14           | 应付职工薪酬           | 217          | 241          | 257           | 275           |
| 净敞口套期收益     | 0            | 0            | 0            | 0            | 应交税费             | 49           | 68           | 66            | 72            |
| 公允价值变动收益    | 23           | 10           | 15           | 20           | 其他流动负债           | 1,911        | 2,143        | 2,223         | 2,365         |
| 资产处置收益      | -103         | -12          | -13          | -14          | 流动负债合计           | 4,018        | 4,441        | 4,954         | 5,164         |
| <b>营业利润</b> | <b>508</b>   | <b>733</b>   | <b>928</b>   | <b>1,135</b> | 长期借款             | 1,367        | 1,487        | 1,618         | 1,775         |
| %营业收入       | 5%           | 6%           | 7%           | 8%           | 应付债券             | 699          | 729          | 758           | 787           |
| 营业外收支       | 1            | 2            | 1            | 2            | 递延所得税负债          | 15           | 15           | 15            | 15            |
| <b>利润总额</b> | <b>509</b>   | <b>735</b>   | <b>929</b>   | <b>1,137</b> | 其他非流动负债          | 199          | 221          | 240           | 251           |
| %营业收入       | 5%           | 6%           | 7%           | 8%           | <b>负债合计</b>      | <b>6,299</b> | <b>6,893</b> | <b>7,584</b>  | <b>7,992</b>  |
| 所得税费用       | 71           | 103          | 130          | 159          | 归属于母公司的所有者权益     | 2,557        | 2,890        | 3,377         | 3,900         |
| 净利润         | 438          | 632          | 799          | 977          | 少数股东权益           | 82           | 92           | 105           | 120           |
| %营业收入       | 4%           | 5%           | 6%           | 7%           | <b>股东权益</b>      | <b>2,639</b> | <b>2,982</b> | <b>3,482</b>  | <b>4,020</b>  |
| 归属于母公司的净利润  | 431          | 622          | 787          | 962          | <b>负债及股东权益</b>   | <b>8,938</b> | <b>9,875</b> | <b>11,067</b> | <b>12,012</b> |
| %同比增速       | 19%          | 44%          | 26%          | 22%          | <b>现金流量表</b>     |              |              |               |               |
| 少数股东损益      | 7            | 10           | 12           | 15           | 单位: 百万元          | 2023A        | 2024E        | 2025E         | 2026E         |
| EPS (元/股)   | 0.50         | 0.72         | 0.91         | 1.11         | 经营活动现金流净额        | 1,557        | 913          | 1,416         | 1,559         |
| <b>基本指标</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 投资               | 0            | 0            | 0             | 0             |
| EPS         | 0.50         | 0.72         | 0.91         | 1.11         | 资本性支出            | -644         | -558         | -420          | -353          |
| BVPS        | 2.95         | 3.34         | 3.90         | 4.50         | 其他               | 23           | 10           | 5             | 11            |
| PE          | 22.96        | 13.75        | 10.87        | 8.89         | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-587</b>  | <b>-384</b>  | <b>-207</b>   | <b>-153</b>   |
| PEG         | 1.19         | 0.31         | 0.41         | 0.40         | 债权融资             | -685         | 399          | 459           | 197           |
| PB          | 3.89         | 2.96         | 2.53         | 2.19         | 股权融资             | 3            | -1           | 0             | 0             |
| EV/EBITDA   | 10.36        | 10.04        | 7.82         | 6.34         | 支付股利及利息          | -216         | -316         | -408          | -560          |
| ROE         | 17%          | 22%          | 23%          | 25%          | 其他               | -48          | -70          | 0             | 0             |
| ROIC        | 10%          | 10%          | 11%          | 12%          | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-946</b>  | <b>12</b>    | <b>51</b>     | <b>-362</b>   |
|             |              |              |              |              | <b>现金净流量</b>     | <b>15</b>    | <b>542</b>   | <b>1,260</b>  | <b>1,044</b>  |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年04月26日收盘）

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089