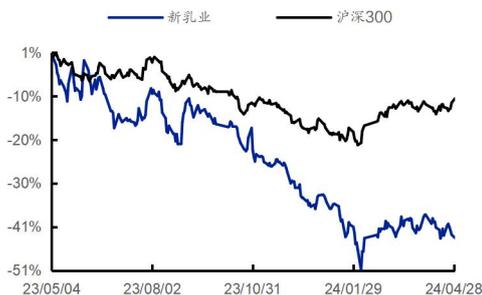


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

主业稳健增长，向“五年规划”持续迈进

——新乳业（002946）2023 年年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/29		
表现		1M	3M	12M
新乳业		-4.0%	-4.4%	-40.8%
沪深 300		2.4%	9.7%	-10.1%

市场数据		2024/04/29
当前价格(元)		9.75
52 周价格区间(元)		8.10-17.49
总市值(百万)		8,440.70
流通市值(百万)		8,302.87
总股本(万股)		86,571.28
流通股本(万股)		85,157.66
日均成交额(百万)		136.24
近一月换手(%)		0.68

相关报告

《新乳业（002946）2023 年半年报点评：增长优于行业，净利率改善逻辑持续兑现（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘洁铭》——2023-08-30

《新乳业（002946）点评报告：更加注重发展质量，提升盈利能力（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘洁铭》——2023-06-02

《新乳业（002946）2022 年报及 2023 一季报点评：跨入百亿阵营，重视净利率水平提升（增持）

事件：

2024 年 4 月 25 日，新乳业发布 2023 年报和 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 109.9 亿元，同比+9.8%；归母净利润 4.3 亿元，同比+19.3%；扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+57.9%。其中 Q4 实现营收 27.9 亿元，同比+10.6%；归母净利润 0.5 亿元，同比-2.1%；扣非归母净利润 0.7 亿元，同比+55.6%。2024Q1 实现营收 26.1 亿元，同比+3.7%；归母净利润 0.9 亿元，同比+46.9%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比+33.8%。

投资要点：

- 2023 年主业仍保持双位数的较高增长，子公司表现亮眼。分品类看，2023 年公司液体乳、奶粉、其他业务分别实现营收 97.55/0.79/11.53 亿元，同比+11.15%/+11.28%/-0.53%。液体乳主业在行业相对承压的背景下依然实现了双位数的较高增长，其中低温奶和低温特色酸奶作为公司核心品类，取得了优于行业的表现，体现出公司较高的成长能力。分区域看，西南/华东/华北/西北地区分别实现营收 41.0/30.2/11.1/14.2 亿元，同比+10.0%/+4.8%/+39.0%/-1.0%，西南区域在高基数背景下仍实现较高增长，华北区域也有亮眼表现。分子公司来看，2023 年下属子公司表现可圈可点，其中唯品整体取得超过 25% 的增长，安徽白帝、苏州双喜、湖南南山均取得超过 20% 的增长。
- 2023 年公司毛利率提升明显，扣非归母净利率显著提升。2023 年公司实现毛利率 26.87%，同比+2.83pct，主要系原材料生鲜乳价格的下降，从产品结构看，2023 年公司液体乳吨价同比+1.7%，结构提升对毛利率的提振亦有贡献。2023 年公司销售、管理费用率分别为 15.28%/4.28%，同比+1.72pct/-0.41pct。销售费用率增加幅度较大主要系广告、促销费用的提升；管理费用在规模效应下有所优化。2023 年公司归母净利率同比+0.31pct 至 3.92%，扣非归母净利率同比+1.29pct 至 4.23%。2023 年非经常性科目中，非流动性资产处置损益由 2022 年的-3274 万元大幅变动至 2023 年的-1.23 亿元，预计主要系牧业相关的淘汰牛只损失有所增加。

*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭——2023-04-27

- **2024Q1 收入主要系剥离“一只酸奶牛”影响，成本红利延续，盈利能力大幅改善。** Q1 子公司“重庆瀚虹”已经出表，影响一部分收入。一季度成本延续改善，实现毛利率 29.38%，同比+2.32pct，销售/管理/财务费用率分别为 17.08%/5.10%/1.04%，同比+1.59pct/+0.66%pct/-0.54pct，归母净利率大幅+1.01pct 至 3.43%。
- **盈利预测和投资评级：**公司 2023 年提出五年战略规划，提出“做大做强核心业务，提升企业价值，五年净利率倍增”的目标，在业务端更加聚焦，剥离低效资产（如福州澳牛、一只酸奶牛），聚焦核心低温鲜奶主业及重点渠道，我们预计未来公司利润有望加速提升。我们调整公司盈利预测。预计公司 2024~2026 年营业收入为 116.47/123.45/130.86 亿元，归母净利润为 5.4/6.59/7.95 亿元，EPS 为 0.62/0.76/0.92 元，对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 2023~2027 年战略规划实现情况的不确定性；2) 新品推广不及预期；3) 市场竞争加剧；4) 产能建设不及预期；5) 原材料价格超预期上行；6) 食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10987	11647	12345	13086
增长率(%)	10	6	6	6
归母净利润（百万元）	431	540	659	795
增长率(%)	19	25	22	21
摊薄每股收益（元）	0.50	0.62	0.76	0.92
ROE(%)	17	18	18	18
P/E	22.96	15.63	12.81	10.61
P/B	3.89	2.79	2.29	1.88
P/S	0.90	0.72	0.68	0.65
EV/EBITDA	10.36	10.14	9.07	7.79

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：新乳业盈利预测表

证券代码:	002946				股价:	9.75		投资评级:	增持		日期:	2024/04/29	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	17%	18%	18%	18%	EPS	0.50	0.62	0.76	0.92				
毛利率	27%	27%	28%	28%	BVPS	2.95	3.50	4.26	5.18				
期间费率	21%	21%	21%	20%	估值								
销售净利率	4%	5%	5%	6%	P/E	22.96	15.63	12.81	10.61				
成长能力					P/B	3.89	2.79	2.29	1.88				
收入增长率	10%	6%	6%	6%	P/S	0.90	0.72	0.68	0.65				
利润增长率	19%	25%	22%	21%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.19	1.25	1.23	1.20	营业收入	10987	11647	12345	13086				
应收账款周转率	18.63	18.18	17.88	18.05	营业成本	8035	8459	8942	9478				
存货周转率	10.63	11.09	10.74	10.86	营业税金及附加	52	55	58	61				
偿债能力					销售费用	1678	1852	1963	2028				
资产负债率	70%	68%	64%	59%	管理费用	470	538	543	537				
流动比	0.50	0.53	0.56	0.59	财务费用	162	76	74	70				
速动比	0.30	0.30	0.32	0.35	其他费用/(-收入)	47	52	55	52				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	508	635	769	931				
现金及现金等价物	492	546	605	734	营业外净收支	1	-6	-2	-3				
应收款项	610	683	710	753	利润总额	509	629	766	928				
存货净额	712	814	851	895	所得税费用	71	77	96	118				
其他流动资产	189	242	246	258	净利润	438	552	670	810				
流动资产合计	2002	2286	2412	2640	少数股东损益	7	12	11	15				
固定资产	2883	3324	3498	3688	归属于母公司净利润	431	540	659	795				
在建工程	89	104	146	182	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	3425	3444	3749	4203	经营活动现金流	1557	1084	1268	1444				
长期股权投资	538	578	608	645	净利润	431	540	659	795				
资产总计	8938	9736	10414	11358	少数股东损益	7	12	11	15				
短期借款	916	943	831	799	折旧摊销	518	464	448	480				
应付款项	925	1026	1073	1134	公允价值变动	-23	0	0	0				
合同负债	420	414	444	473	营运资金变动	334	-69	53	67				
其他流动负债	1758	1952	1995	2070	投资活动现金流	-587	-1030	-1014	-1202				
流动负债合计	4018	4335	4343	4477	资本支出	-644	-1025	-1009	-1190				
长期借款及应付债券	2066	2066	2066	2066	长期投资	33	-49	-36	-43				
其他长期负债	215	213	213	213	其他	23	44	32	31				
长期负债合计	2280	2278	2278	2278	筹资活动现金流	-946	1	-195	-113				
负债合计	6299	6613	6621	6755	债务融资	-685	157	-112	-32				
股本	866	866	866	866	权益融资	3	-1	0	0				
股东权益	2639	3123	3793	4603	其它	-264	-155	-84	-81				
负债和股东权益总计	8938	9736	10414	11358	现金净增加额	15	54	60	129				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。