

## 鲜奶业务稳健增长 盈利水平加速提升

2024 年 08 月 30 日

➤ **事件:** 公司于 8 月 29 日发布 2024 年中报, 24 年上半年公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 53.64/2.96/3.13 亿元, 同比+1.25%/+25.26%/+36.39%, 其中单 24Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 27.51/2.07/2.13 亿元, 同比-0.94%/+17.72%/+37.66%。

➤ **低温鲜奶业务稳健增长, 常温乳竞争加剧短期承压。分产品看:** 24H1 液体乳/奶粉/其他分别实现营业收入 48.44/0.35/4.86 亿元, 同比+0.54%/-15.20%/+10.64%。其中液体乳占比同比下降 0.63pcts 至 90.30%, 各项业务营收占比均保持稳定。公司“鲜酸双强”持续培育战略品类: **低温鲜奶**通过提高渠道立体化覆盖持续渗透, 实现市场份额稳步增加, 高端鲜奶同比+15%, 高端鲜奶品牌“唯品”受益于咖啡茶饮 B 端开拓同比+15%; **低温特色酸奶**持续增长, 实现全国协同化覆盖, “活润”系列通过新品驱动同比+15%; **常温乳**表现受整体需求不振、竞争加剧等因素影响, 但高中端白奶市场占比持续提升。**分区域看:** 24H1 西南/华东/华北/西北/其他地区分别实现营业收入 18.75/15.03/5.36/6.79/7.71 亿元, 同比-6.87%/+4.66%/+20.21%/-12.68%/+23.42%。西南地区占比同比下降 3.05pcts 至 34.95%, 主要是位于西南的蝶泉产品结构中常温奶占比较高, 常温奶上半年品类承压拖累蝶泉营收, 华北市场低基数下实现高增。**分渠道看:** 24H1 经销/直销模式分别实现营业收入 21.24/27.55 亿元, 同比-0.72%/+1.29%, 渠道模式稳定。**经销商数量上:** 24Q2 末共计 3,409 家, 其中西南/华东/华北/西北/华中/其他区域各 962/1003/324/297/421/289 家, 较一季度末净变动+3/-38/+13/-8/-54/-29 家。

➤ **原奶下行+结构优化抬升毛利水平, 费用收缩+精准投放助力净利率加速提升。毛利率方面:** 24H1/24Q2 分别为 29.23%/29.09%, 同比+1.26/+0.29pcts, 毛利提升主要受益于: ①原奶价格下行带来的成本红利, ②高毛利产品占比提升带来的结构优化, 前者贡献幅度更大。**费用率方面:** 公司 24H1 销售/管理费用率分别为 16.12%/4.47%, 同比+0.46/+0.13pcts, 24Q2 销售/管理费用率分别为 15.21%/3.88%, 同比-0.60/-0.38pcts。上半年销售费用整体同比+4.23%, 快于营收增速, 主要是促销费同比+18.69%。**归母净利率:** 24H1/24Q2 分别为 5.53%/7.51%, 同比+1.06/+1.19pcts。净利率提升幅度同比、环比均有加速, 公司上半年实现了高质量的增长。

➤ **投资建议:** 24 年为公司五年期规划的第二年, 公司坚持以低温鲜奶、低温特色酸奶为主导, 以 DTC 渠道占比提升为增长的重要引擎, **五年期净利率翻倍正稳步兑现**。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 5.5/6.6/8.0 亿元, 同比 28.3%/19.4%/21.1%, 当前股价对应 PE 分别为 13/11/9 倍, 维持“推荐”评级

➤ **风险提示:** 原材料价格上涨超预期, 行业竞争加剧, 产品结构提升或 DTC 渠道推进不及预期, 食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,987	11,514	12,336	13,167
增长率 (%)	9.8	4.8	7.1	6.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	431	553	660	799
增长率 (%)	19.3	28.3	19.4	21.1
每股收益 (元)	0.50	0.64	0.77	0.93
PE	16	13	11	9
PB	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

8.17 元



**分析师 王言海**

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

**分析师 孙冉**

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

**分析师 张玲玉**

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

## 相关研究

- 1.新乳业 (002946.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 23 年顺利收官 一季度利润增速亮眼-2024/04/26
- 2.新乳业 (002946.SZ) 2023 年半年报点评: 以聚焦品类、深耕 DTC 为抓手, 盈利能力稳步提升-2023/09/09
- 3.新乳业 (002946.SZ) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 挺进百亿阵营, 看好盈利改善三条路径-2023/04/27

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,987	11,514	12,336	13,167
营业成本	8,035	8,343	8,986	9,621
营业税金及附加	52	54	58	62
销售费用	1,678	1,750	1,764	1,804
管理费用	470	507	530	540
研发费用	47	46	53	53
EBIT	760	848	981	1,127
财务费用	162	116	112	104
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
营业利润	508	678	812	984
营业外收支	1	4	3	3
利润总额	509	682	814	986
所得税	71	68	81	99
净利润	438	614	733	888
归属于母公司净利润	431	553	660	799
EBITDA	1,278	1,372	1,505	1,654

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	440	877	1,504	2,255
应收账款及票据	610	646	692	739
预付款项	82	179	193	207
存货	712	821	884	947
其他流动资产	159	105	110	116
流动资产合计	2,002	2,628	3,383	4,263
长期股权投资	538	538	538	538
固定资产	2,883	2,912	2,932	2,946
无形资产	681	681	681	681
非流动资产合计	6,936	6,865	6,867	6,866
资产合计	8,938	9,494	10,251	11,129
短期借款	916	885	885	885
应付账款及票据	925	1,033	1,113	1,192
其他流动负债	2,177	2,258	2,369	2,478
流动负债合计	4,018	4,177	4,367	4,555
长期借款	1,367	1,378	1,378	1,378
其他长期负债	914	910	910	910
非流动负债合计	2,280	2,288	2,288	2,288
负债合计	6,299	6,465	6,655	6,843
股本	866	861	861	861
少数股东权益	82	144	217	306
股东权益合计	2,639	3,029	3,596	4,286
负债和股东权益合计	8,938	9,494	10,251	11,129

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	9.80	4.80	7.13	6.74
EBIT 增长率	51.59	11.60	15.63	14.91
净利润增长率	19.27	28.27	19.36	21.13
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.87	27.54	27.15	26.93
净利润率	3.92	4.80	5.35	6.07
总资产收益率 ROA	4.82	5.82	6.43	7.18
净资产收益率 ROE	16.85	19.16	19.52	20.07
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.50	0.63	0.77	0.94
速动比率	0.30	0.39	0.53	0.68
现金比率	0.11	0.21	0.34	0.50
资产负债率 (%)	70.47	68.10	64.92	61.49
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.33	19.44	19.33	19.37
存货周转天数	33.87	33.06	34.15	34.25
总资产周转率	1.19	1.25	1.25	1.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.50	0.64	0.77	0.93
每股净资产	2.97	3.35	3.93	4.62
每股经营现金流	1.81	1.46	1.74	1.90
每股股利	0.15	0.19	0.23	0.28
<b>估值分析</b>				
PE	16	13	11	9
PB	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.85	7.31	6.66	6.06
股息收益率 (%)	1.84	2.36	2.81	3.40

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	438	614	733	888
折旧和摊销	518	524	524	527
营运资金变动	334	-58	61	60
经营活动现金流	1,557	1,254	1,496	1,634
资本开支	-644	-523	-535	-516
投资	33	58	0	0
投资活动现金流	-587	-435	-535	-516
股权募资	3	0	0	0
债务募资	-685	14	0	0
筹资活动现金流	-946	-382	-334	-366
现金净流量	15	437	627	752

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026