

新乳业 (002946.SZ)

2024Q2 收入承压，利润表现良好

2024 年 09 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

日期	2024/8/30
当前股价(元)	8.99
一年最高最低(元)	15.49/7.88
总市值(亿元)	77.37
流通市值(亿元)	76.56
总股本(亿股)	8.61
流通股本(亿股)	8.52
近3个月换手率(%)	25.38

● 公司 2024Q2 收入承压，利润表现良好

新乳业 2024H1 收入 53.64 亿元，同比+1.3%；归母净利润 2.96 亿元，同比+25.3%；2024Q2 单季收入 27.51 亿元，同比-0.9%；归母净利润 2.07 亿元，同比+17.7%，收入承压，利润表现良好。由于公司终端销售受行业需求偏弱影响，我们略调整 2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.5、6.5、7.7（前值为 5.6、6.7、8.3）亿元，EPS 为 0.64、0.75、0.89 元，当前股价对应 PE 为 14.0、12.0、10.1 倍，维持“增持”评级。

● 上半年液体乳销售平淡，华东、华北地区增速较快

分板块看，2024H1 公司液体乳/奶粉/其他业务营收分别同比+0.54%/-15.20%/+10.64%，液体乳销售相对平淡。分地区看，西南/华东/华北/西北/其他区域同比分别-6.87%/+4.66%/+20.21%/-12.68%/+23.43%，其中华东、华北地区增速较快，大本营西南地区略有下滑。展望全年，下半年乳制品整体渠道较为良性，行业需求有望改善，公司有望实现收入正增长。

● 降本增效助力盈利能力改善

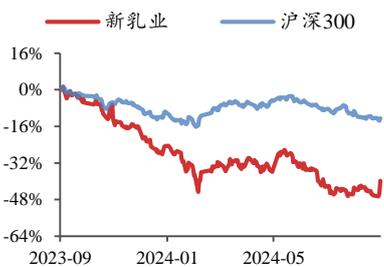
2024Q2 毛利率 29.09% (YoY+0.29pct)，销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.21%/3.88%/0.95%/0.37%，同比-0.60pct/-0.38pct/-0.49pct/-0.05pct，归母净利率同比提升 1.19pct 到 7.51%，明显改善。下半年原奶成本继续下行、产品结构优化，公司毛利率仍有望提升，全年看费用率预计基本稳定，助力盈利能力改善。

● 围绕“鲜”战略发力核心品类，区域深耕提高渗透率

(1) 产品端：公司围绕“鲜”战略持续发力核心品类，充分重视产品创新和迭代，2024H1 新品收入占比保持双位数；同时，上半年黄金 24 小时、朝日唯品等中高端产品表现均较好，有望持续支撑公司收入及盈利水平。(2) 渠道端：坚持全渠道布局，重点发展 DTC 业务，同时主动抓住折扣量贩店、精品会员店、餐饮渠道等机会，进行区域深耕、提高渗透率，有望实现长期成长。

● 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。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《主业稳步增长，净利率持续提升——公司信息更新报告》-2024.4.28
- 《鲜战略发力，业绩稳健增长——公司信息更新报告》-2023.11.16

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,006	10,987	11,405	12,289	13,202
YOY(%)	11.6	9.8	3.8	7.7	7.4
归母净利润(百万元)	361	431	552	646	769
YOY(%)	15.7	19.3	28.1	17.1	18.9
毛利率(%)	24.0	26.9	27.3	28.0	28.6
净利率(%)	3.6	3.9	4.8	5.3	5.8
ROE(%)	13.6	16.6	18.3	18.0	18.0
EPS(摊薄/元)	0.42	0.50	0.64	0.75	0.89
P/E(倍)	21.4	18.0	14.0	12.0	10.1
P/B(倍)	3.2	3.1	2.7	2.2	1.9

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2145	2002	1613	1584	1829
现金	494	440	456	492	528
应收票据及应收账款	580	610	0	0	0
其他应收款	49	101	55	113	68
预付账款	186	82	196	104	218
存货	800	712	848	817	957
其他流动资产	35	58	58	58	58
非流动资产	7345	6936	6917	7056	7092
长期投资	489	538	600	661	723
固定资产	3749	3864	3698	3698	3659
无形资产	776	681	738	808	819
其他非流动资产	2331	1852	1881	1888	1891
资产总计	9490	8938	8530	8640	8921
流动负债	4261	4018	3619	3545	3561
短期借款	828	916	1792	1549	1628
应付票据及应付账款	958	925	0	0	0
其他流动负债	2476	2177	1827	1996	1933
非流动负债	2563	2280	1841	1451	1023
长期借款	2265	2066	1626	1236	808
其他非流动负债	298	215	215	215	215
负债合计	6825	6299	5460	4996	4584
少数股东权益	147	82	91	101	114
股本	867	866	866	866	866
资本公积	629	566	566	566	566
留存收益	1431	1790	2219	2720	3311
归属母公司股东权益	2518	2557	2979	3543	4224
负债和股东权益	9490	8938	8530	8640	8921

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1034	1557	567	1521	1170
净利润	362	438	561	656	781
折旧摊销	453	472	408	440	474
财务费用	148	162	149	155	137
投资损失	-52	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	79	360	-595	218	-282
其他经营现金流	43	132	50	57	66
投资活动现金流	-653	-587	-423	-621	-560
资本支出	732	776	327	518	449
长期投资	-10	-32	-61	-61	-61
其他投资现金流	89	221	-35	-41	-49
筹资活动现金流	-469	-946	-1003	-622	-653
短期借款	-927	88	876	-243	79
长期借款	161	-200	-439	-390	-428
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	-37	-63	0	0	0
其他筹资现金流	335	-771	-1439	11	-304
现金净增加额	-86	15	-859	278	-43

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10006	10987	11405	12289	13202
营业成本	7601	8035	8288	8850	9429
营业税金及附加	46	52	55	58	62
营业费用	1357	1678	1756	1892	2033
管理费用	470	470	525	565	607
研发费用	48	47	51	55	59
财务费用	148	162	149	155	137
资产减值损失	-0	-17	31	33	36
其他收益	52	64	50	40	30
公允价值变动收益	29	23	0	0	0
投资净收益	52	6	6	6	6
资产处置收益	-31	-103	-41	-47	-55
营业利润	403	508	618	734	879
营业外收入	7	9	11	10	9
营业外支出	4	8	5	5	6
利润总额	406	509	624	738	882
所得税	44	71	63	82	102
净利润	362	438	561	656	781
少数股东损益	1	7	9	10	12
归属母公司净利润	361	431	552	646	769
EBITDA	1044	1159	1164	1316	1474
EPS(元)	0.42	0.50	0.64	0.75	0.89

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	9.8	3.8	7.7	7.4
营业利润(%)	9.6	26.0	21.6	18.8	19.8
归属于母公司净利润(%)	15.7	19.3	28.1	17.1	18.9
获利能力					
毛利率(%)	24.0	26.9	27.3	28.0	28.6
净利率(%)	3.6	3.9	4.8	5.3	5.8
ROE(%)	13.6	16.6	18.3	18.0	18.0
ROIC(%)	7.5	9.3	9.8	11.3	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	71.9	70.5	64.0	57.8	51.4
净负债比率(%)	150.7	127.6	114.1	77.9	56.6
流动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	16.8	18.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.3	8.5	17.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.50	0.64	0.75	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.81	0.66	1.77	1.36
每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.86	3.35	4.00	4.80
估值比率					
P/E	21.4	18.0	14.0	12.0	10.1
P/B	3.2	3.1	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.4	9.6	9.7	8.1	7.0

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方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3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