



24H1 鲜战略持续推进，盈利能力加速改善

—— 2024 年中报点评

2024 年 9 月 2 日

核心观点

- 事件：**8 月 29 日，公司发布公告，24H1 实现营收 53.6 亿元，同比+1.3%；归母净利润 3.0 亿元，同比+25.3%；扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+36.4%。其中 24Q2 营收 27.5 亿元，同比-0.9%；归母净利润 2.1 亿元，同比+17.7%；扣非归母净利润 2.1 亿元，同比+37.7%。
- 低温助力液体乳收入企稳，表现优于其他头部乳企。**还原一只酸奶牛出表影响，公司 24Q2 营收实现低个数增长，表现优于其他头部乳企。**分产品看**，24H1 液体乳收入同比+0.5%，主要得益于公司坚定鲜立方战略，持续升级低温产品：低温鲜奶，湖南南山上市“黄金 24 小时”，中高端系列同比增长超 30%；朝日唯品鲜奶同比增长约 15%；低温酸奶，活润系列新品驱动同比增长 15%；低温风味乳，多款契合消费新风口的新品带动整体增长超 40%。**分渠道看**，24H1 直销/经销收入同比+1.3%/-0.7%，DTC 业务营收持续增长。**分区域看**，24H1 西南/华东/华北/西北/其他地区收入同比-6.9%/+4.7%/+20.2%/-12.7%/+23.4%，西南、西北区域性差异部分受品牌结构布局影响，常温液奶夏进因行业需求偏弱承压，华东、华北及其他地区稳健增长。
- 成本红利叠加鲜战略落地，盈利能力持续提升。**24Q2 归母净利率 7.5%，同比+1.2pcts；若剔除淘汰牛损失等因素影响，扣非归母净利率 7.7%，同比+2.2pcts。具体拆分来看，毛利率为 29.1%，同比+0.3pcts，得益于原奶价格红利延续与产品结构优化。销售费用率 3.9%，同比-0.6pcts，系广宣费用投放节奏后置与基数因素。管理费用率 3.9%，同比-0.4pcts，内部持续提质增效。财务费用率 1.0%，同比-0.5pcts，受益于利率下降。
- 鲜立方战略持续推进，加速迈向五年规划。**短期来看，新品有望持续贡献收入，原奶成本红利将在 24H2 延续，同时公司大包粉减值压力相对较低，全年稳健成长确定性较强。**中长期来看**，低温品类渗透率提升的趋势不改，公司坚持鲜立方战略，转向以内生增长为主导，将凭借精准卡位+多品牌+产品创新把握低温品类红利；以 DTC 渠道为增长重要引擎提升市场份额。毛利率改善、上游优化与费效提升三大抓手，将共同推动净利率向五年倍增战略规划进发。
- 投资建议：**根据公告调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 5.5/6.5/7.7 亿元，同比+27.5%/18.8%/18.2%，对应 PE 为 14/12/10X。公司展现出较强经营韧性，五年目标规划与执行清晰，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**新品不及预期的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10987.29	11187.71	11801.41	12592.56
收入增长率%	9.80	1.82	5.49	6.70
归母净利润(百万元)	430.83	549.38	652.60	771.65
利润增速%	19.27	27.52	18.79	18.24
摊薄 EPS(元)	0.50	0.64	0.76	0.90
PE	17.96	14.08	11.86	10.03
PB	3.03	2.66	2.16	1.77

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

新乳业 (002946.SZ)

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

研究助理 彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-08-30

股票代码	002946
A 股收盘价(元)	8.99
上证指数	2842.21
总股本(万股)	86,067
实际流通 A 股(万股)	85,158
流通 A 股市值(亿元)	77

相对沪深 300 表现图

2024-08-30



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】公司点评_新乳业_鲜战略持续落地，盈利弹性释放

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2002.35	2727.92	3923.79	5050.09
现金	439.54	1037.87	2207.41	3195.58
应收账款	604.08	629.41	656.39	704.42
其它应收款	101.27	79.13	96.12	95.82
预付账款	82.26	138.73	115.97	139.03
存货	711.50	775.59	780.10	847.22
其他	63.69	67.19	67.81	68.03
非流动资产	6935.66	6971.43	6987.34	7013.73
长期投资	538.27	538.27	538.27	538.27
固定资产	2882.60	2891.70	2902.02	2888.59
无形资产	681.15	665.26	609.80	574.13
其他	2833.65	2876.20	2937.26	3012.75
资产总计	8938.01	9699.36	10911.13	12063.82
流动负债	4018.18	4322.10	4745.94	5194.75
短期借款	915.57	1215.57	1515.57	1815.57
应付账款	925.28	964.86	991.49	1065.14
其他	2177.32	2141.67	2238.88	2314.04
非流动负债	2280.43	2376.51	2476.51	2376.51
长期借款	1366.68	1466.68	1566.68	1666.68
其他	913.75	909.83	909.83	709.83
负债合计	6298.61	6698.61	7222.44	7571.25
少数股东权益	82.38	91.08	101.43	113.65
归属母公司股东权益	2557.02	2909.66	3587.26	4378.92
负债和股东权益	8938.01	9699.36	10911.13	12063.82

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1557.11	970.88	1317.62	1361.94
净利润	437.66	558.08	662.94	783.88
折旧摊销	518.19	334.75	342.54	361.79
财务费用	173.21	125.72	138.72	146.72
投资损失	-6.05	-11.19	-8.26	-6.30
营运资金变动	333.81	-151.80	97.50	10.68
其它	100.29	115.32	84.18	65.17
投资活动现金流	-587.04	-459.73	-409.37	-427.05
资本支出	-643.86	-501.38	-417.63	-433.35
长期投资	33.39	0.00	0.00	0.00
其他	23.43	41.66	8.26	6.30
筹资活动现金流	-946.05	87.11	261.28	53.28
短期借款	87.70	300.00	300.00	300.00
长期借款	-227.82	100.00	100.00	100.00
其他	-805.93	-312.89	-138.72	-346.72
现金净增加额	14.87	598.33	1169.53	988.17

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10987.29	11187.71	11801.41	12592.56
营业成本	8034.71	8002.57	8412.04	8934.42
营业税金及附加	51.74	52.58	55.52	59.21
营业费用	1678.50	1801.22	1888.23	2021.11
管理费用	469.88	481.07	501.56	528.89
财务费用	161.98	116.92	117.96	102.57
资产减值损失	-17.01	-16.00	-11.00	-9.00
公允价值变动收益	23.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.05	11.19	8.26	6.30
营业利润	507.90	635.38	755.58	893.44
营业外收入	8.88	8.05	8.47	8.26
营业外支出	7.95	6.22	7.08	6.65
利润总额	508.83	637.21	756.96	895.05
所得税	71.17	79.13	94.01	111.16
净利润	437.66	558.08	662.94	783.88
少数股东损益	6.83	8.71	10.34	12.23
归属母公司净利润	430.83	549.38	652.60	771.65
EBITDA	1278.40	1088.89	1217.46	1359.40
EPS (元)	0.50	0.64	0.76	0.90

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9.80%	1.82%	5.49%	6.70%
营业利润	25.98%	25.10%	18.92%	18.25%
归属母公司净利润	19.27%	27.52%	18.79%	18.24%
毛利率	26.87%	28.47%	28.72%	29.05%
净利率	3.92%	4.91%	5.53%	6.13%
ROE	16.85%	18.88%	18.19%	17.62%
ROIC	10.23%	9.20%	9.26%	9.42%
资产负债率	70.47%	69.06%	66.19%	62.76%
净负债比率	125.40%	104.77%	64.37%	35.31%
流动比率	0.50	0.63	0.83	0.97
速动比率	0.30	0.42	0.64	0.78
总资产周转率	1.19	1.20	1.15	1.10
应收账款周转率	18.63	18.14	18.36	18.51
应付账款周转率	8.53	8.47	8.60	8.69
每股收益	0.50	0.64	0.76	0.90
每股经营现金	1.81	1.13	1.53	1.58
每股净资产	2.97	3.38	4.17	5.09
P/E	17.96	14.08	11.86	10.03
P/B	3.03	2.66	2.16	1.77
EV/EBITDA	10.36	9.99	8.31	6.86
P/S	0.71	0.69	0.66	0.61

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，香港市场以恒生指数为基准。	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	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn