

乳制品

新乳业 (002946.SZ)

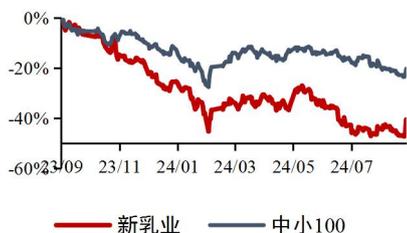
增持-A(首次)

业绩表现优于行业整体，成本红利下盈利改善

2024年9月2日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月30日

收盘价(元):	8.99
年内最高/最低(元):	15.49/7.88
流通A股/总股本(亿股):	8.52/8.61
流通A股市值(亿元):	76.56
总市值(亿元):	77.37

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元):	0.34
摊薄每股收益(元):	0.34
每股净资产(元):	3.22
净资产收益率(%):	11.00

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司发布2024年半年报，实现营业收入53.64亿元，同比增长1.25%，归母净利润2.96亿元，同比增长25.26%；其中24Q2实现营业收入27.51亿元，同比减少0.94%，归母净利润2.07亿元，同比增长17.72%。

事件点评

➢ **24H1 业绩表现优于同业，低温产品表现更优。**1) 分产品看，24H1 公司液体乳/奶粉/其他业务实现营收48.44/0.35/4.86亿元，分别同比+0.54%/-15.20%/+10.64%，公司在产品品类上持续聚焦低温鲜奶和特色酸奶等核心业务，延续正增长。其中鲜奶业务预计实现中高个位数增长，酸奶亦实现中位数增长。2) 分区域看，24H1 年西南/华东/华北/西北/其他区域营收分别为18.75/15.03/5.36/6.79/7.71亿元，同比-6.87%/+4.66%/+20.21%/-12.68%/+23.42%，华北地区增速亮眼，西南/北地区因常温奶业务占比较高，短期承压。3) 分销售渠道看，公司直销/经销/其他分别实现营业收入27.55/21.24/4.86亿元，同比+1.29%/-0.72%/+10.64%，公司在渠道模式上紧抓DTC直营，取得初步成效。24H1 末公司共有经销商3296家，较24年年初减少113家。

➢ **成本下行背景下，24H1 毛利率有所提升。**24H1 公司归母净利润2.97亿元，同比+25.26%，24H1 毛利率和净利率分别+1.26/+1.06pcts至29.23%/5.53%，24Q2 毛利率和净利率分别+0.29/+1.19pcts至29.09%/7.51%，上半年原奶在供给过剩背景下价格延续下行，公司毛/净利率有所提升，盈利能力改善。24H1 公司销售费用率和管理费用率分别+0.46/+0.13pcts至16.12%/4.47%，公司提质增效计划持续推进。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善，公司盈利水平有望稳定提升。

➢ **五年战略规划持续推进，聚焦核心业务增长。**年初以来公司继续推进五年战略规划，产品端坚持发展低温鲜奶和特色酸奶等重点品类，营销端持续推进改革创新，渠道端持续推动多重渠道拓展和网点立体化。24年上半年在行业竞争加剧背景下，公司低温产品等品类实现差异化发展，助力其业绩增长优于行业整体。展望全年来看，公司盈利能力提升的确定性较强，有望实现行业承压下的高质量发展。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



投资建议

➤ 我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 112.35/119.55/128.31 亿元，同比增长 2.3%/6.4%/7.3%；归母净利润 5.50/6.59/7.95 亿元，同比增长 27.8%/19.8%/20.6%；对应 EPS 分别为 0.64/0.77/0.92 元；对应当前股价，PE 分别为 14\12\10，我们看好公司在低温乳制品赛道的长期发展，首次覆盖，给予公司“增持-A”投资评级。

风险提示

➤ 宏观经济偏弱下业绩增长不及预期，渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,006	10,987	11,235	11,955	12,831
YoY(%)	11.6	9.8	2.3	6.4	7.3
净利润(百万元)	362	431	550	659	795
YoY(%)	15.8	19.2	27.8	19.8	20.7
毛利率(%)	24.0	26.9	27.8	28.4	29.1
EPS(摊薄/元)	0.42	0.50	0.64	0.77	0.92
ROE(%)	13.6	16.6	18.2	18.3	18.4
P/E(倍)	21.4	18.0	14.1	11.7	9.7
P/B(倍)	3.2	3.1	2.7	2.2	1.9
净利率(%)	3.6	3.9	4.9	5.5	6.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2145	2002	2129	2182	2417
现金	494	440	405	431	462
应收票据及应收账款	580	610	607	688	702
预付账款	186	82	192	100	213
存货	800	712	815	795	917
其他流动资产	85	159	111	169	123
非流动资产	7346	6936	6867	6966	7006
长期投资	489	538	618	697	773
固定资产	3749	3864	3631	3574	3533
无形资产	776	681	738	808	819
其他非流动资产	2331	1852	1881	1888	1882
资产总计	9490	8938	8996	9148	9423
流动负债	4261	4018	4070	4056	4042
短期借款	828	916	1382	1017	1084
应付票据及应付账款	958	925	976	1029	1103
其他流动负债	2476	2177	1712	2010	1855
非流动负债	2563	2280	1860	1440	1011
长期借款	2265	2066	1645	1225	796
其他非流动负债	298	215	215	215	215
负债合计	6824	6299	5930	5497	5053
少数股东权益	147	82	88	97	107
股本	867	866	861	861	861
资本公积	629	566	571	571	571
留存收益	1432	1790	2178	2645	3207
归属母公司股东权益	2519	2557	2978	3555	4263
负债和股东权益	9490	8938	8996	9148	9423

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1034	1557	746	1489	1035
净利润	362	438	557	668	805
折旧摊销	453	472	403	430	461
财务费用	148	162	101	89	64
投资损失	-52	-6	-37	-38	-33
营运资金变动	79	360	8	323	116
其他经营现金流	43	132	14	17	22
投资活动现金流	-653	-587	-311	-508	-490
筹资活动现金流	-469	-946	-935	-591	-581
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.50	0.64	0.77	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.81	0.87	1.73	1.20
每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.86	3.35	4.02	4.84

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10006	10987	11235	11955	12831
营业成本	7601	8035	8114	8556	9095
营业税金及附加	46	52	54	57	60
营业费用	1357	1678	1831	1949	2091
管理费用	470	470	506	538	577
研发费用	48	47	48	52	55
财务费用	148	162	101	89	64
资产减值损失	-36	-26	-27	-28	-30
公允价值变动收益	29	23	23	23	23
投资净收益	52	6	37	38	33
营业利润	403	508	641	771	932
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	647	776	936
所得税	44	71	91	109	131
税后利润	362	438	557	668	805
少数股东损益	1	7	6	8	10
归属母公司净利润	362	431	550	659	795
EBITDA	1044	1159	1169	1313	1481

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	9.8	2.3	6.4	7.3
营业利润(%)	9.6	26.0	26.2	20.3	20.9
归属于母公司净利润(%)	15.8	19.2	27.8	19.8	20.7
获利能力					
毛利率(%)	24.0	26.9	27.8	28.4	29.1
净利率(%)	3.6	3.9	4.9	5.5	6.2
ROE(%)	13.6	16.6	18.2	18.3	18.4
ROIC(%)	7.4	9.2	9.9	11.9	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	71.9	70.5	65.9	60.1	53.6
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	16.6	18.5	18.5	18.5	18.5
应付账款周转率	8.3	8.5	8.5	8.5	8.5
估值比率					
P/E	21.4	18.0	14.1	11.7	9.7
P/B	3.2	3.1	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.5	9.7	9.4	7.8	6.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

