

2024年09月03日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

# 新乳业（002946）：低温业务保持增长，盈利能力加速提升

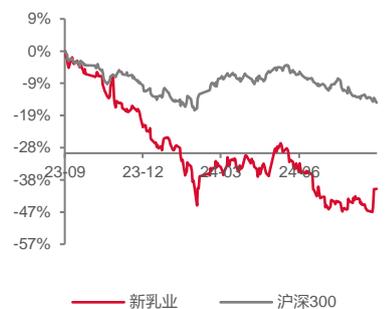
——公司简评报告

## 证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

数据日期	2024/09/03
收盘价	9.32
总股本(万股)	86,067
流通A股/B股(万股)	85,158/0
资产负债率(%)	69.59%
市净率(倍)	2.90
净资产收益率(加权)	11.13
12个月内最高/最低价	15.49/7.88



## 相关研究

《新乳业（002946）：深化“鲜立方”战略，盈利水平持续提升——公司简评报告》2024.04.29

## 投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报，上半年实现营业收入53.64亿元，同比增长1.25%；实现归母净利润2.96亿元，同比增长25.26%。2024Q2实现营业收入27.51亿元，同比-0.94%，实现归母净利润2.07亿元，同比增长17.72%。受到“一只酸奶牛”出表的影响，上半年营收增速放缓，利润实现较快增长。上半年整体业绩符合预期。
- 低温产品保持增长，华东华北地区增速领先。**分产品，2024H1液体乳营收48.44亿元，同比+0.54%；奶粉营收0.35亿元，同比-15.20%。上半年公司低温产品保持增长，其中低温鲜奶实现中高个位数增长，低温酸奶实现中个位数增长，常温产品同比个位数下降。公司围绕“鲜”字构筑护城河，其中“24小时”持续全国矩阵化布局，中高端系列同比增长超30%；高端品牌朝日唯品鲜奶同比约+15%，主要由于B端渠道带动；高端鲜奶整体同比约+15%。低温酸奶增长主要由于公司的努力坚持以及产品创新，“活润”系列通过新品驱动同比+15%。**分地区**，2024H1年西南/华东/华北/西北地区的营收增速分别为-6.87%/+4.66%/+20.21%/-12.68%。华东和华北地区增速领先，而西北、西南等地区常温奶业务较多，受到上半年常温奶收入增速整体放缓的影响略有下滑。**分渠道**，上半年直营模式占比54.28%，营收同比+1.29%；经销模式占比45.72%，营收同比-0.72%。上半年DTC业务收入持续增长，其中远场电商业务同比+15%。
- 盈利能力加速提升，产品结构和成本持续优化。**2024H1公司净利率5.68%，同比+1.03pct，净利率提升明显，主要受益于原奶价格下行以及产品结构调整的影响；经营活动现金流量净额6.84亿元，同比-23.34%，主要受到春节跨期的影响。2024H1销售费用率为16.12%，同比+0.46pct，其中Q2销售费用率15.21%，同比-0.6pct。2024H1管理费用率为4.47%，同比+0.13pct。2024H1财务费用率1%，同比-0.52pct，主要由于利息支出下降。随着公司产品结构和成本端的持续优化，以及费用率的改善，公司盈利能力将持续提升。
- 投资建议：**公司以“鲜立方战略”为核心方向，加持强有力的现代化媒体营销力，率先“强势”突围，优先实现“泛全国化”布局，抓住市场机遇，精准卡位低温奶高端市场。考虑到行业需求承压，竞争加剧，我们预计2024-2026年归母净利润分别为5.63/6.43/8.08亿元（前值分别为6.22/7.87/9.62亿元）；EPS分别为0.65/0.75/0.94元（前值分别为0.72/0.91/1.11元），对应PE估值为14/12/10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险，产品推广不及预期，行业竞争加剧风险。

## 盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	10,987.29	11,213.70	11,618.18	12,380.75
同比增速(%)	9.80%	2.06%	3.61%	6.56%
归母净利润(百万元)	430.83	563.45	642.77	808.46
同比增速(%)	19.27%	30.78%	14.08%	25.78%
EPS（元/股）	0.50	0.65	0.75	0.94
市盈率（P/E）	18.62	14.24	12.48	9.92
市净率（P/B）	3.14	2.85	2.54	2.28

资料来源：携宁，东海证券研究所

注：截止时间2024年09月03日

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,987	11,214	11,618	12,381	货币资金	440	782	1,849	2,403
%同比增速	10%	2%	4%	7%	交易性金融资产	52	22	30	40
营业成本	8,035	8,188	8,382	8,809	应收账款及应收票据	610	674	655	688
毛利	2,953	3,026	3,236	3,572	存货	712	806	816	835
%营业收入	27%	27%	28%	29%	预付账款	82	176	157	148
税金及附加	52	53	56	61	其他流动资产	107	80	88	91
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	2,002	2,540	3,595	4,204
销售费用	1,678	1,738	1,818	1,931	长期股权投资	538	574	611	652
%营业收入	15%	16%	16%	16%	投资性房地产	20	20	21	22
管理费用	470	493	523	557	固定资产合计	2,883	2,874	2,831	2,795
%营业收入	4%	4%	5%	5%	无形资产	681	703	699	673
研发费用	47	49	52	57	商誉	1,003	1,006	945	863
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	30	27	27	27
财务费用	162	89	97	87	其他非流动资产	1,781	1,782	1,692	1,601
%营业收入	1%	1%	1%	1%	<b>资产总计</b>	<b>8,938</b>	<b>9,525</b>	<b>10,421</b>	<b>10,838</b>
资产减值损失	-17	-2	-2	-2	短期借款	916	1,012	1,293	979
信用减值损失	-9	-10	-11	-12	应付票据及应付账款	925	910	984	1,009
其他收益	64	64	67	72	预收账款	0	0	0	0
投资收益	6	11	12	12	应付职工薪酬	217	224	227	239
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	49	64	59	63
公允价值变动收益	23	10	15	20	其他流动负债	1,911	1,962	1,971	2,080
资产处置收益	-103	-11	-12	-12	流动负债合计	4,018	4,171	4,534	4,369
<b>营业利润</b>	<b>508</b>	<b>664</b>	<b>759</b>	<b>956</b>	长期借款	1,367	1,487	1,618	1,775
%营业收入	5%	6%	7%	8%	应付债券	699	729	758	787
营业外收支	1	1	1	1	递延所得税负债	15	14	14	14
<b>利润总额</b>	<b>509</b>	<b>666</b>	<b>760</b>	<b>957</b>	其他非流动负债	199	220	238	250
%营业收入	5%	6%	7%	8%	<b>负债合计</b>	<b>6,299</b>	<b>6,621</b>	<b>7,162</b>	<b>7,195</b>
所得税费用	71	93	106	134	归属于母公司的所有者权益	2,557	2,812	3,156	3,525
净利润	438	573	654	823	少数股东权益	82	92	103	117
%营业收入	4%	5%	6%	7%	<b>股东权益</b>	<b>2,639</b>	<b>2,904</b>	<b>3,259</b>	<b>3,642</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>431</b>	<b>563</b>	<b>643</b>	<b>808</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>8,938</b>	<b>9,525</b>	<b>10,421</b>	<b>10,838</b>
%同比增速	19%	31%	14%	26%	<b>现金流量表</b>				
少数股东损益	7	9	11	15	单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	0.50	0.65	0.75	0.94	经营活动现金流净额	1,557	808	1,224	1,378
<b>基本指标</b>					投资	2,720	-52	-236	-140
	2023A	2024E	2025E	2026E	资本性支出	-644	-558	-419	-352
EPS	0.50	0.65	0.75	0.94	其他	23	32	3	10
BVPS	2.97	3.27	3.67	4.10	投资活动现金流净额	-587	-362	-207	-154
PE	18.62	14.24	12.48	9.92	债权融资	-685	303	459	-117
PEG	0.97	0.46	0.89	0.38	股权融资	3	-48	0	0
PB	3.14	2.85	2.54	2.28	支付股利及利息	-216	-316	-408	-554
EV/EBITDA	10.36	10.28	8.68	7.10	其他	-48	-43	0	0
ROE	17%	20%	20%	23%	筹资活动现金流净额	-946	-104	51	-671
ROIC	10%	9%	9%	11%	现金净流量	15	342	1,068	553

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年09月03日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089