

2024年09月08日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

盈利能力改善，低温产品表现亮眼

—新乳业（002946.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月29日，新乳业发布2024年半年度报告。

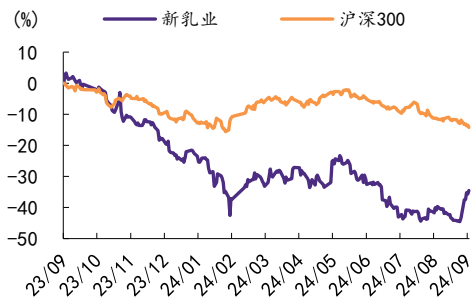
投资要点

基本数据

2024-09-06

当前股价（元）	9.31
总市值（亿元）	80
总股本（百万股）	861
流通股本（百万股）	852
52周价格范围（元）	7.98-15.14
日均成交额（百万元）	51.89

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《新乳业（002946）：业绩稳健增长，推新品塑渠道放量可期》2024-04-27
- 《新乳业（002946）：鲜奶延续放量，盈利弹性释放》2023-10-31
- 《新乳业（002946）：业绩符合预期，鲜战略持续发力》2023-08-29

业绩持续增长，盈利能力改善

2024H1 总营收 53.64 亿元（同增 1%），主要系核心品类低温鲜奶/低温高端酸奶增长所致；归母净利润 2.96 亿元（同增 25%），扣非归母净利润 3.13 亿元（同增 36%）。其中 2024Q2 总营收 27.51 亿元（同减 1%），归母净利润 2.07 亿元（同增 18%），扣非归母净利润 2.13 亿元（同增 38%）。盈利端，2024H1 毛利率同增 1pct 至 29.23%，主要系成本与结构优化所致；销售费用率同增 0.5pct 至 16.12%，主要系促销费增加所致；管理费用率同增 0.1pct 至 4.47%。综合来看，2024H1 净利率同增 1pct 至 5.68%，盈利能力改善。

低温产品表现亮眼，新品占比达到双位数

产品上，2024H1 液体乳/奶粉的营收分别为 48.44/0.35 亿元，分别同比 1%/-15%。低温产品保持增长，其中低温鲜奶呈现中高个位数增长，低温酸奶实现中个位数增长；常温产品整体有个位数下降，主要受常温调制乳与乳饮料下降影响。公司持续进行产品创新，推出“活润轻食杯”等新品，2024H1 公司新品收入占比保持双位数。渠道上，2024H1 直销/经销的营收分别为 27.55/21.24 亿元，分别同比+1%/-1%。公司强抓 DTC 渠道，主动经营快速变化的渠道，挖掘新兴渠道机会。区域上，2024H1 西南/华东/华北/西北/其他区域的营收分别为 18.75/15.03/5.36/6.79/7.71 亿元，分别同比-7%/+5%/+20%/-13%/+23%。常温奶承压影响西南/西北地区，广东地区放量拉动华南区域增长。

盈利预测

我们看好公司“做大做强核心业务，提升企业价值，五年实现净利率倍增”的五年奋斗目标，继续坚持以“鲜立方战略”为核心方向，通过渠道立体化，提升核心区域终端市场渗透率。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 0.61/0.69/0.76（前值为 0.77/0.95/1.16）元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/12 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、原材料上涨风险、行业竞争加剧等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	10,987	11,104	11,205	11,293
增长率（%）	9.8%	1.1%	0.9%	0.8%
归母净利润（百万元）	431	524	596	658
增长率（%）	19.2%	21.7%	13.7%	10.4%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.61	0.69	0.76
ROE（%）	16.3%	18.0%	18.5%	18.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	440	1,003	1,654	2,292
应收款	711	608	553	495
存货	712	737	673	631
其他流动资产	140	284	272	265
流动资产合计	2,002	2,632	3,151	3,682
非流动资产:				
金融类资产	52	62	70	73
固定资产	2,883	2,744	2,583	2,419
在建工程	89	36	14	6
无形资产	681	647	613	581
长期股权投资	538	538	538	538
其他非流动资产	2,744	2,744	2,744	2,744
非流动资产合计	6,936	6,709	6,492	6,288
资产总计	8,938	9,341	9,643	9,970
流动负债:				
短期借款	916	966	996	1,016
应付账款、票据	925	893	785	721
其他流动负债	1,758	1,758	1,758	1,758
流动负债合计	4,018	3,951	3,845	3,773
非流动负债:				
长期借款	2,066	2,266	2,366	2,426
其他非流动负债	215	215	215	215
非流动负债合计	2,280	2,480	2,580	2,640
负债合计	6,299	6,431	6,425	6,413
所有者权益				
股本	866	861	861	861
股东权益	2,639	2,910	3,218	3,557
负债和所有者权益	8,938	9,341	9,643	9,970

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	438	533	606	668
少数股东权益	7	9	10	11
折旧摊销	459	226	215	203
公允价值变动	23	-12	-5	0
营运资金变动	630	-174	4	17
经营活动现金净流量	1557	582	830	899
投资活动现金净流量	-587	182	175	169
筹资活动现金净流量	-407	-12	-168	-249
现金流量净额	563	752	837	819

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,987	11,104	11,205	11,293
营业成本	8,035	8,093	8,132	8,172
营业税金及附加	52	53	53	52
销售费用	1,678	1,721	1,714	1,717
管理费用	470	477	471	463
财务费用	162	113	100	86
研发费用	47	56	56	56
费用合计	2,358	2,367	2,341	2,322
资产减值损失	-17	-4	-3	-2
公允价值变动	23	-12	-5	0
投资收益	6	17	10	7
营业利润	508	617	701	773
加:营业外收入	9	6	5	4
减:营业外支出	8	4	3	2
利润总额	509	619	703	775
所得税费用	71	86	97	106
净利润	438	533	606	668
少数股东损益	7	9	10	11
归母净利润	431	524	596	658

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	9.8%	1.1%	0.9%	0.8%
归母净利润增长率	19.2%	21.7%	13.7%	10.4%
盈利能力				
毛利率	26.9%	27.1%	27.4%	27.6%
四项费用/营收	21.5%	21.3%	20.9%	20.6%
净利率	4.0%	4.8%	5.4%	5.9%
ROE	16.3%	18.0%	18.5%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	70.5%	68.8%	66.6%	64.3%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	15.4	18.3	20.3	22.8
存货周转率	11.3	11.1	12.2	13.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.50	0.61	0.69	0.76
P/E	18.7	15.3	13.4	12.2
P/S	0.7	0.7	0.7	0.7
P/B	3.2	2.8	2.6	2.3

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。