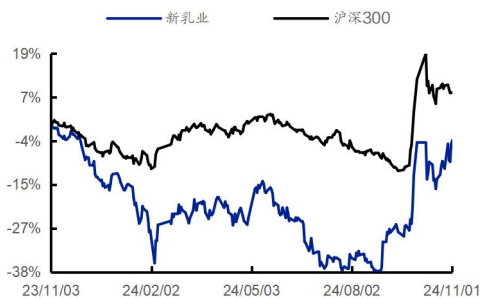


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

主业增长稳健，盈利弹性释放

——新乳业（002946）2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
新乳业	0.6%	46.3%	-3.1%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/11/01
当前价格(元)	12.41
52 周价格区间(元)	7.88-13.50
总市值(百万)	10,680.95
流通市值(百万)	10,568.07
总股本(万股)	86,067.28
流通股本(万股)	85,157.66
日均成交额(百万)	136.99
近一月换手(%)	1.41

相关报告

《新乳业（002946）2023 年年报及 2024 年一季报点评：主业稳健增长，向“五年规划”持续迈进（增持）*饮料乳品*刘浩铭，秦一方》——2024-04-29

《新乳业（002946）2023 年半年报点评：增长优于行业，净利率改善逻辑持续兑现（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-08-30

《新乳业（002946）点评报告：更加注重发展质量，提升盈利能力（增持）*饮料乳品*薛玉虎，刘浩铭》——2023-06-02

事件:

新乳业发布 2024 年三季度报，2024 年前三季度公司实现营业收入 81.94 亿元，同比-0.54%，归母净利润 4.74 亿元，同比+24.4%，扣非归母净利润 5.07 亿元，同比+29.5%。单 Q3 公司实现营收 27.85 亿元，同比-3.82%，归母净利润 1.77 亿元，同比+22.9%，扣非归母净利润 1.93 亿元，同比+19.73%。

投资要点:

- **主业增长稳健，单 Q3 收入同比下滑主要系剥离一只酸奶牛影响。**公司单 Q3 收入同比下滑主要系去年年底出售了“一只酸奶牛”的部分股权，若仅考虑主业业务，Q3 仍保持了稳健增长，其中低温鲜奶和低温酸奶均有双位数左右的增长，常温品类表现相对疲软，有中低个位数的下滑。公司一直能保持核心品类增长快于行业的原因：1）在战略上坚持低温鲜奶和特色酸奶味核心品类，推动其不断成长；2）重视新品研发和推广，新品收入占营收的比重保持在双位数以上；3）渠道方面 DTC 渠道取得了不错的增长，助力低温品类快速增长。
- **毛销差改善幅度环比 Q2 提升，利润弹性释放。**单 Q3 公司毛利率 28.83%，同比+2.4pct，我们认为毛利率的提升主要系原奶价格的下行及公司较为高端低温白&低温鲜产品占比的提升。Q3 公司销售、管理、财务费用分别同比+1.3pct/-0.24pct/-0.18pct，行业竞争加剧背景下公司销售费率增加，管理费延续优化趋势，毛销差同比+1.1pct，改善幅度环比 Q2 提升。单 Q3 公司归母、扣非归母净利润率 6.36%/6.95%，同比+1.38/+1.37pct。
- **盈利改善持续兑现，管理赋能下显示出较强经营阿尔法。**公司 2023 年提出五年战略规划，提出“做大做强核心业务，提升企业价值，五年净利率倍增”的目标。从今年前三季度看，公司归母净利率提升 116BP，朝着五年规划加速迈进。从子公司经营表现看，Q3 公司旗下华东子公司收入实现双位数的增长，其中唯品仍保持同比双位数的良好增长态势，品牌价值不断提升，在今年以来液奶销售承压的背景下，公司通过管理赋能旗下子公司，使其取得超越行业平均的增长，显示出较强的经营阿尔法。

盈利预测和投资评级: 公司为全国性低温奶龙头，产品创新走在行业前列，重视新渠道、新区域的开拓，奶价下行背景下，业绩弹性凸显。考虑到当前生鲜乳价格仍处于下行趋势，预计公司在四季度及明年仍有较为明显的成本红利，因此我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入为 110.64/117.01/125.07 亿元，同比 +1%/+6%/+7%；归母净利润 5.56/6.69/8.03 亿元，同比 +29%/+20%/+20%；EPS 分别为 0.65/0.78/0.93 元，对应 PE 分别为 19/16/13X，维持“增持”评级。

风险提示: 1) 2023~2027 年战略规划实现情况的不确定性；2) 新品推广不及预期；3) 市场竞争加剧；4) 产能建设不及预期；5) 原材料价格超预期上行；6) 食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10987	11064	11701	12507
增长率(%)	10	1	6	7
归母净利润(百万元)	431	556	669	803
增长率(%)	19	29	20	20
摊薄每股收益(元)	0.50	0.65	0.78	0.93
ROE(%)	17	18	19	19
P/E	22.96	19.03	15.81	13.17
P/B	3.89	3.47	2.98	2.55
P/S	0.90	0.96	0.90	0.85
EV/EBITDA	10.36	11.95	10.95	9.69

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：新乳业盈利预测表

证券代码:	002946				股价:	12.41		投资评级:	增持		日期:	2024/11/01	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	17%	18%	19%	19%	EPS	0.50	0.65	0.78	0.93				
毛利率	27%	29%	29%	30%	BVPS	2.95	3.55	4.13	4.83				
期间费率	21%	22%	21%	21%	估值								
销售净利率	4%	5%	6%	6%	P/E	22.96	19.03	15.81	13.17				
成长能力					P/B	3.89	3.47	2.98	2.55				
收入增长率	10%	1%	6%	7%	P/S	0.90	0.96	0.90	0.85				
利润增长率	19%	29%	20%	20%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.19	1.19	1.16	1.14	营业收入	10987	11064	11701	12507				
应收账款周转率	18.63	17.74	17.86	18.12	营业成本	8035	7870	8265	8796				
存货周转率	10.63	10.71	10.70	10.88	营业税金及附加	52	52	55	59				
偿债能力					销售费用	1678	1859	1910	2014				
资产负债率	70%	67%	65%	63%	管理费用	470	517	520	537				
流动比	0.50	0.50	0.50	0.50	财务费用	162	78	86	91				
速动比	0.30	0.28	0.28	0.28	其他费用/(-收入)	47	50	52	50				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	508	657	791	948				
现金及现金等价物	492	428	469	471	营业外净收支	1	-9	-10	-9				
应收款项	610	649	673	720	利润总额	509	648	781	939				
存货净额	712	758	787	831	所得税费用	71	79	98	119				
其他流动资产	189	232	234	247	净利润	438	569	683	820				
流动资产合计	2002	2066	2162	2268	少数股东损益	7	13	14	16				
固定资产	2883	3334	3511	3708	归属于母公司净利润	431	556	669	803				
在建工程	89	104	146	182	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	3425	3581	4044	4675	经营活动现金流	1557	1048	1366	1555				
长期股权投资	538	578	608	645	净利润	431	556	669	803				
资产总计	8938	9663	10472	11477	少数股东损益	7	13	14	16				
短期借款	916	996	1091	1181	折旧摊销	518	464	448	480				
应付款项	925	955	992	1052	公允价值变动	-23	-1	0	0				
合同负债	420	393	420	452	营运资金变动	334	-129	43	63				
其他流动负债	1758	1781	1814	1889	投资活动现金流	-587	-1219	-1286	-1493				
流动负债合计	4018	4124	4317	4574	资本支出	-644	-1214	-1255	-1460				
长期借款及应付债券	2066	2186	2286	2416	长期投资	33	-79	-61	-63				
其他长期负债	215	207	207	207	其他	23	74	30	30				
长期负债合计	2280	2392	2492	2622	筹资活动现金流	-946	77	-65	-79				
负债合计	6299	6516	6810	7196	债务融资	-685	232	195	220				
股本	866	861	861	861	权益融资	3	-48	0	0				
股东权益	2639	3147	3662	4281	其它	-264	-108	-260	-299				
负债和股东权益总计	8938	9663	10472	11477	现金净增加额	15	-94	15	-17				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。