

非金融公司|公司点评|新乳业 (002946)

业绩稳健增长，首次中期分红



报告要点

公司发布 2024 三季度报，2024Q1-3 实现营收 81.50 亿元，同比-0.54%；实现归母净利润 4.74 亿元，同比+24.37%；扣非归母净利润 5.07 亿元，同比+29.50%。2024Q3 实现营收 27.85 亿元，同比-3.82%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比+22.92%；扣非归母净利润 1.93 亿元，同比+19.73%。公司作为乳业近年发展势头较好的头部企业，尽管当前行业需求承压，但凭借低温和新品等经营抓手保持相对更好的销售表现，同时按照五年规划持续改善利润率，利润增速可观；同时首次公告中期分红，体现出对股东回报重视度提升，我们维持“买入”评级。

分析师及联系人



刘景瑜



陆翼为

SAC: S0590524030005 SAC: S0590524080005

新乳业(002946)

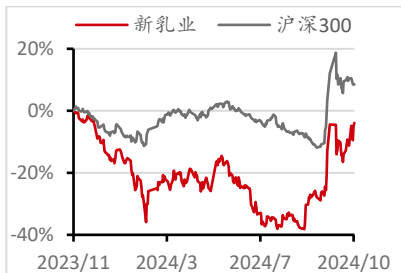
业绩稳健增长，首次中期分红

行业：食品饮料/饮料乳品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：12.41 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 861/852
 流通 A 股市值(百万元) 10,568.07
 每股净资产(元) 3.41
 资产负债率(%) 66.25
 一年内最高/最低(元) 13.50/7.88

股价相对走势



相关报告

1、《新乳业(002946)：产品结构持续升级，盈利水平加速提高》2024.05.01



扫码查看更多

事件

公司发布 2024 三季报，2024Q1-3 实现营收 81.50 亿元，同比-0.54%；实现归母净利润 4.74 亿元，同比+24.37%；扣非归母净利润 5.07 亿元，同比+29.50%。2024Q3 实现营收 27.85 亿元，同比-3.82%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比+22.92%；扣非归母净利润 1.93 亿元，同比+19.73%。整体表现稳健。

➤ 主业稳健增长，低温表现优异

2024Q3 营业收入同比-3.82%，主要受液奶尤其常温奶市场整体需求和竞争等环境因素影响，鲜奶与低温酸奶产品表现依然稳健。由于去年年底出售“一只酸奶牛”部分股权的影响，除此以外公司主营业务收入在三季度仍保持了稳健增长。低温鲜奶和低温酸奶作为公司核心的品类，在三季度约有双位数左右的较好增长；常温品类表现相对疲软，有中低个位数的下滑。

➤ 毛利率提高费用率降低，利润增速可观

2024Q1-3 公司毛利率为 29.09%，同比增加 1.66pct；单 Q3 毛利率 28.83%，同比增加 2.40pct。2024Q1-3 净利率为 5.97%，同比增加 1.19pct，单 Q3 净利率为 6.54%，同比增加 1.52pct，净利率持续按照节奏提升。Q3 费用率为 20.58%，同比+1.01pct，其中销售费用率/管理费用率分别为 15.27%/3.95%，分别同比+1.30pct/-0.24pct。此外，2024Q3 信用减值损失正向变动 391.65 万元，同比增加 169.01%，主要系应收账款账龄持续优化，违约损失率下降；营业外支出相比去年同期增加 673.54 万元，主要系报废的资产损失增加。

➤ 首次中期分红，加强股东回报

公司发布中期分红方案，预计每 10 股派发现金股利 0.35 元（含税），共计派发现金股利约 0.30 亿元（含税），分红比例为 6.36%，折算股息率为 0.28%。此次额外的中期分红标志公司在股东回报上重视度提升，全年总计分红水平有望在去年 30% 分红比例基础上进一步提高。

➤ 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 114.93/123.10/134.10 亿元，同比增长 4.60%/7.11%/8.94%；归母净利润分别为 5.58/6.82/8.03 亿元，同比增长 29.53%/22.28%/17.65%，3 年 cagr 为 23.06%。公司在乳业内近年发展势头较好，尽管当前需求承压，但凭借低温和新品等经营抓手保持了相对更好的销售表现，同时按照五年规划持续改善利润率，利润增速可观，我们维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，消费需求持续较弱，原奶价格持续低迷

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10006	10987	11493	12310	13410
增长率(%)	11.59%	9.80%	4.60%	7.11%	8.94%
EBITDA(百万元)	1007	1143	1130	1321	1504
归母净利润(百万元)	362	431	558	682	803
增长率(%)	15.77%	19.18%	29.53%	22.28%	17.65%
EPS(元/股)	0.42	0.50	0.65	0.79	0.93
市盈率(P/E)	29.5	24.8	19.1	15.7	13.3
市净率(P/B)	4.4	4.3	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	13.9	11.0	12.3	10.4	8.9

数据来源：公司公告、iFind、国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 01 日收盘价

1. 风险提示

- (1) 消费需求持续较弱：若乳品需求持续较差，则公司收入增长压力或持续。
- (2) 行业竞争加剧：行业内竞争强度较大，如果进一步加剧，可能经营压力会继续加大。
- (3) 原奶价格持续低迷：若上游产能去化持续缓慢，原奶价格持续低迷，则影响乳品产业链回到健康发展状态。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	494	440	1467	2553	3689					
应收账款+票据	580	610	701	751	818					
预付账款	186	82	186	199	217					
存货	800	712	813	865	939					
其他	85	159	131	136	144					
流动资产合计	2145	2002	3298	4504	5806					
长期股权投资	489	538	550	562	574					
固定资产	3901	3986	3944	4001	4161					
在建工程	117	89	594	888	1110					
无形资产	776	681	568	454	341					
其他非流动资产	2063	1641	1633	1626	1623					
非流动资产合计	7346	6936	7289	7531	7809					
资产总计	9490	8938	10587	12034	13615					
短期借款	828	916	2213	3340	4431					
应付账款+票据	958	925	1023	1088	1182					
其他	2476	2177	2356	2507	2719					
流动负债合计	4261	4018	5593	6935	8332					
长期带息负债	2344	2137	1811	1427	1037					
长期应付款	1	29	29	29	29					
其他	222	263	263	263	263					
非流动负债合计	2563	2280	1955	1571	1181					
负债合计	6824	6299	7548	8506	9513					
少数股东权益	147	82	91	102	115					
股本	867	866	861	861	861					
资本公积	629	566	571	571	571					
留存收益	1024	1125	1516	1994	2556					
股东权益合计	2666	2639	3039	3528	4103					
负债和股东权益总计	9490	8938	10587	12034	13615					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	362	438	567	693	816					
折旧摊销	453	472	311	323	336					
财务费用	148	162	159	192	220					
存货减少(增加为“-”)	-115	89	-101	-52	-74					
营运资金变动	79	360	9	95	139					
其它	77	-10	117	55	77					
经营活动现金流	1005	1511	1062	1307	1514					
资本支出	-705	-851	-653	-553	-602					
长期投资	-54	-32	0	0	0					
其他	106	296	-28	-15	-15					
投资活动现金流	-653	-587	-681	-568	-617					
债权融资	-729	-119	972	743	701					
股权融资	-1	-1	-5	0	0					
其他	261	-826	-321	-396	-461					
筹资活动现金流	-469	-946	646	347	240					
现金净增加额	-115	-32	1028	1085	1136					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	10006	10987	11493	12310	13410					
营业成本	7601	8035	8262	8789	9542					
营业税金及附加	46	52	55	58	64					
营业费用	1357	1678	1827	1920	2052					
管理费用	517	517	558	585	624					
财务费用	148	162	159	192	220					
资产减值损失	0	-17	-8	-9	-9					
公允价值变动收益	29	23	0	0	0					
投资净收益	52	6	20	20	20					
其他	-15	-47	18	33	32					
营业利润	403	508	663	809	952					
营业外净收益	3	1	-4	-4	-4					
利润总额	406	509	659	806	948					
所得税	44	71	92	113	133					
净利润	362	438	567	693	816					
少数股东损益	1	7	9	11	13					
归属于母公司净利润	362	431	558	682	803					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.59%	9.80%	4.60%	7.11%	8.94%
EBIT	12.23%	21.18%	21.95%	21.96%	17.08%
EBITDA	12.94%	13.49%	-1.14%	16.96%	13.83%
归属于母公司净利润	15.77%	19.18%	29.53%	22.28%	17.65%
获利能力					
毛利率	24.04%	26.87%	28.11%	28.60%	28.85%
净利率	3.62%	3.98%	4.93%	5.63%	6.08%
ROE	14.35%	16.85%	18.93%	19.92%	20.13%
ROIC	8.67%	12.96%	14.29%	14.11%	15.89%
偿债能力					
资产负债率	34.86%	37.10%	29.58%	26.88%	23.57%
流动比率	2.6	3.3	4.1	4.1	4.5
速动比率	2.1	2.7	3.5	3.5	3.8
营运能力					
应收账款周转率	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2
存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
每股经营现金流	1.2	1.8	1.2	1.5	1.8
每股净资产	2.8	2.9	3.3	3.9	4.5
估值比率					
市盈率	29.5	24.8	19.1	15.7	13.3
市净率	4.4	4.3	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	13.9	11.0	12.3	10.4	8.9
EV/EBIT	25.3	18.7	17.0	13.7	11.5

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 11 月 01 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼