

2024年11月05日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 主业保持增长，盈利能力提升

## —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10月30日，新乳业发布2024年三季度报告。

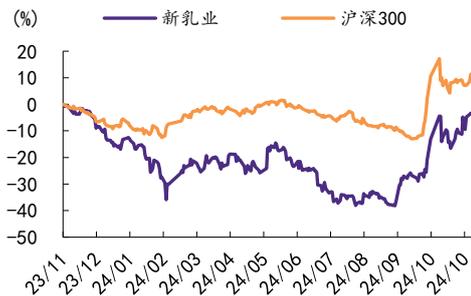
### 投资要点

#### 基本数据

2024-11-05

当前股价（元）	12.79
总市值（亿元）	110
总股本（百万股）	861
流通股本（百万股）	852
52周价格范围（元）	7.98-13.07
日均成交额（百万元）	61.18

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《新乳业（002946）：盈利能力改善，低温产品表现亮眼》2024-09-08
- 《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

#### ■ 主业保持增长，产品结构改善

公司2024Q1-Q3实现营收81.50亿元（同减1%），归母净利润4.74亿元（同增24%），扣非归母净利润5.07亿元（同增30%）。其中2024Q3公司营收27.85亿元（同减4%），主要受其他业务收入影响，主营业务保持稳定增长，归母净利润1.77亿元（同增23%），扣非归母净利润1.93亿元（同增20%）。盈利端，2024Q3公司毛利率同增2pct至28.83%，主要系高端品类与新品占比提升，叠加原奶价格下降所致，销售/管理费用率分别同比+1pct/-0.2pct至15.27%/3.95%，主要系市场投入与品宣力度加大，净利率同增2pct至6.54%，公司沿着五年规划持续迈进，推动净利率持续提升。

#### ■ 低温产品增速稳定，唯品增长环比加速

2024Q3低温鲜奶和低温酸奶收入同比增长10%左右，公司坚持以低温鲜奶、低温特色酸奶为核心品类的战略，策略落地执行效率提升，同时新品占比持续提升，优化产品结构，叠加订奶入户出现转变，DTC渠道快速增长，使得鲜奶和酸奶环比改善，除此之外，公司促销政策一直较为平稳，三季度以来部分竞对收缩低温产品促销活动，公司品牌优势逐渐显现。2024Q3常温产品收入同比中低个位数下降，但表现优于市场平均，同时环比出现改善。唯品2024Q1-Q3保持双位数增长，鲜奶增速保持稳健，酸奶占比逐渐提升，三季度增速环比加快主要系产品创新力度强，区域拓展持续提升，并且B端业务开拓良好，在大客户签订上取得突破。

#### ■ 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。根据三季报，我们调整2024-2026年EPS分别为0.63/0.76/0.87（前值为0.61/0.69/0.76）元，当前股价对应PE分别为20/17/15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	11,816	12,467
增长率（%）	9.8%	1.1%	6.4%	5.5%
归母净利润（百万元）	431	541	651	751
增长率（%）	19.2%	25.6%	20.3%	15.4%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.63	0.76	0.87
ROE（%）	16.3%	18.5%	20.0%	20.6%

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
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	440	1,011	1,672	2,344
应收款	711	608	583	546
存货	712	735	708	695
其他流动资产	140	284	283	285
流动资产合计	2,002	2,638	3,245	3,870
<b>非流动资产:</b>				
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	9,348	9,738	10,158
<b>流动负债:</b>				
短期借款	916	966	996	1,016
应付账款、票据	925	891	826	794
其他流动负债	1,758	1,758	1,758	1,758
流动负债合计	4,018	3,948	3,902	3,875
<b>非流动负债:</b>				
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	6,429	6,483	6,515
<b>所有者权益</b>				
股本	866	861	861	861
股东权益	2,639	2,919	3,255	3,643
负债和所有者权益	8,938	9,348	9,738	10,158

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	438	550	662	763
少数股东权益	7	9	11	12
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	-14	2
经营活动现金净流量	1557	599	869	980
投资活动现金净流量	-587	182	175	169
筹资活动现金净流量	-399	-21	-196	-296
现金流量净额	571	760	848	854

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>10,987</b>	<b>11,104</b>	<b>11,816</b>	<b>12,467</b>
营业成本	8,035	8,073	8,554	8,999
营业税金及附加	52	53	56	57
销售费用	1,678	1,721	1,808	1,895
管理费用	470	477	496	511
财务费用	162	112	99	84
研发费用	47	56	59	62
费用合计	2,358	2,366	2,463	2,553
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
<b>营业利润</b>	<b>508</b>	<b>637</b>	<b>766</b>	<b>883</b>
加:营业外收入	9	6	5	4
减:营业外支出	8	4	3	2
<b>利润总额</b>	<b>509</b>	<b>639</b>	<b>768</b>	<b>885</b>
所得税费用	71	89	106	121
<b>净利润</b>	<b>438</b>	<b>550</b>	<b>662</b>	<b>763</b>
少数股东损益	7	9	11	12
<b>归母净利润</b>	<b>431</b>	<b>541</b>	<b>651</b>	<b>751</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.8%	1.1%	6.4%	5.5%
归母净利润增长率	19.2%	25.6%	20.3%	15.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	26.9%	27.3%	27.6%	27.8%
四项费用/营收	21.5%	21.3%	20.8%	20.5%
净利率	4.0%	5.0%	5.6%	6.1%
ROE	16.3%	18.5%	20.0%	20.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.5%	68.8%	66.6%	64.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
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
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.50	0.63	0.76	0.87
P/E	25.7	20.3	16.9	14.7
P/S	1.0	1.0	0.9	0.9
P/B	4.3	3.9	3.5	3.1

## ■ 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，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## ■ 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。