

新乳业（002946.SZ）

深耕低温奶赛道，盈利提升确定性凸显

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,006	10,987	11,146	11,961	12,995
增长率 yoy（%）	11.6	9.8	1.4	7.3	8.6
归母净利润（百万元）	361	431	541	671	827
增长率 yoy（%）	15.7	19.3	25.6	24.0	23.3
ROE（%）	13.6	16.6	18.4	19.2	19.4
EPS 最新摊薄（元）	0.42	0.50	0.63	0.78	0.96
P/E（倍）	21.5	18.0	14.3	11.6	9.4
P/B（倍）	3.2	3.2	2.7	2.3	1.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

行业需求承压，公司核心品类即低温鲜奶、特色酸奶营收表现较好，产品结构优化，叠加成本红利，盈利提升逻辑持续兑现，显示较强的战略定力及落地执行效果。

1）24Q3 公司实现营收 27.9 亿元，同比-3.8%，剔除去年底出售“一只酸奶牛”股权影响，公司单三季度主业营收表现稳健。品类上，24Q3 公司低温鲜奶、低温酸奶约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，整体来看，公司在乳制品行业需求承压背景下，坚持鲜立方战略，核心品类保持较好增长，产品结构持续优化。

2）24Q3 公司毛利率为 28.8%，同比+2.4pct，预计主要系盈利较好的低温奶系列占比提升及原奶成本红利影响；费用端，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 15.3%、4.0%、0.5%，同比分别变动+1.3pct、-0.2pct、+0.1pct；资产处置损失近两千万，损失同比收窄；综合影响下净利率 6.5%，同比+1.5pct。

3）展望明年，乳制品行业供需有望趋于平衡，下游市场竞争更趋于理性，公司经营环境预计改善。一方面在今年生鲜乳价格同比、环比持续下降背景下，上游牧场经营承压，据农业农村部奶站监测，截至 2024 年 8 月我国奶牛存栏数连续六个月环比下滑，产能去化有利于改善上游供给格局，另一方面，随着促进牛奶消费的支持政策出台，乳制品行业需求有望逐渐回暖，市场竞争将更趋于理性。

拟进行中期利润分配，注重提升股东回报。根据公司发布的 2024 年中期利润分配预案公告，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.35 元（含税），预计共计派发现金股利约 3012 万元（含税）。2023 年公司股利支付率从 20% 提升到 30%，此次进行中期利润分配，有利于提升股东回报预期。

投资建议：公司坚定鲜立方战略，围绕核心品类、DTC 和新兴渠道差异化竞争，注重内生增长与管理效率的提升，以强大的创新能力保持产品及品牌活力，预期盈利能力提升空间充足。预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.63、0.78、0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 14、12、9 倍，维持“买入”评级。

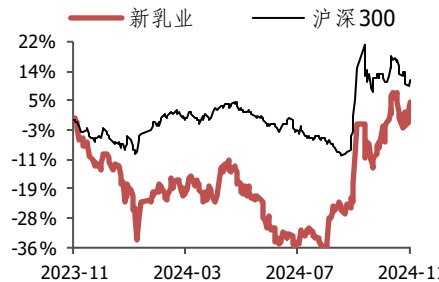
风险提示：行业竞争加剧、原奶价格波动、下游需求不及预期、盈利提升不

买入（维持评级）

股票信息

行业	食品饮料
2024 年 11 月 27 日收盘价（元）	13.11
总市值（百万元）	11,283.42
流通市值（百万元）	11,164.17
总股本（百万股）	860.67
流通股本（百万股）	851.58
近 3 月日均成交额（百万元）	99.26

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 罗丽文

执业证书编号：S1070523080001

邮箱：luoliwen@cgws.com

相关研究

- 《低温品类稳健增长，盈利提升持续兑现》
2024-09-05
- 《品类&渠道双驱动，盈利提升兑现，“鲜立方”高质增长》
2024-05-13

及预期、食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2145	2002	2110	2470	2614
现金	494	440	446	479	520
应收票据及应收账款	580	610	629	779	846
其他应收款	49	101	122	144	181
预付账款	186	82	141	158	167
存货	800	712	716	852	844
其他流动资产	35	58	58	58	58
非流动资产	7345	6936	6841	6973	7066
长期股权投资	489	538	568	598	624
固定资产	3749	3864	3603	3595	3623
无形资产	776	681	739	810	823
其他非流动资产	2331	1852	1931	1970	1996
资产总计	9490	8938	8952	9442	9680
流动负债	4261	4018	4148	4332	4172
短期借款	828	916	1396	1245	1065
应付票据及应付账款	958	925	964	1056	1129
其他流动负债	2476	2177	1788	2031	1977
非流动负债	2563	2280	1718	1468	1120
长期借款	2265	2066	1503	1254	905
其他非流动负债	298	215	215	215	215
负债合计	6825	6299	5867	5800	5292
少数股东权益	147	82	106	131	151
股本	867	866	866	866	866
资本公积	629	566	566	566	566
留存收益	1431	1790	2222	2753	3394
归属母公司股东权益	2518	2557	2979	3512	4237
负债和股东权益	9490	8938	8952	9442	9680

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1034	1557	964	1227	1315
净利润	362	438	564	696	847
折旧摊销	453	472	393	418	458
财务费用	148	162	134	130	110
投资损失	-52	-6	-37	-38	-33
营运资金变动	79	360	-181	-46	-126
其他经营现金流	43	132	91	67	59
投资活动现金流	-653	-587	-327	-566	-560
资本支出	732	776	216	490	504
长期投资	-10	-32	-30	-30	-27
其他投资现金流	89	221	-82	-46	-30
筹资活动现金流	-469	-946	-1026	-478	-534
短期借款	-927	88	480	-151	-179
长期借款	161	-200	-562	-250	-348
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	-37	-63	0	0	0
其他筹资现金流	335	-771	-944	-77	-6
现金净增加额	-86	15	-390	184	221

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10006	10987	11146	11961	12995
营业成本	7601	8035	8063	8621	9326
营业税金及附加	46	52	53	57	61
销售费用	1357	1678	1761	1854	1988
管理费用	470	470	474	502	539
研发费用	48	47	47	48	49
财务费用	148	162	134	130	110
资产和信用减值损失	-36	-26	-25	-14	-16
其他收益	52	64	61	59	59
公允价值变动收益	29	23	14	17	17
投资净收益	52	6	37	38	33
资产处置收益	-31	-103	-80	-70	-60
营业利润	403	508	622	778	954
营业外收入	7	9	11	10	9
营业外支出	4	8	5	5	6
利润总额	406	509	628	783	958
所得税	44	71	63	87	110
净利润	362	438	564	696	847
少数股东损益	1	7	23	25	20
归属母公司净利润	361	431	541	671	827
EBITDA	994	1120	1143	1320	1512
EPS (元/股)	0.42	0.50	0.63	0.78	0.96

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	11.6	9.8	1.4	7.3	8.6
营业利润 (%)	9.6	26.0	22.4	25.2	22.6
归属母公司净利润 (%)	15.7	19.3	25.6	24.0	23.3
获利能力					
毛利率 (%)	24.0	26.9	27.7	27.9	28.2
净利率 (%)	3.6	4.0	5.1	5.8	6.5
ROE (%)	13.6	16.6	18.4	19.2	19.4
ROIC (%)	6.9	8.8	10.5	12.2	13.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.9	70.5	65.5	61.4	54.7
净负债比率 (%)	150.7	127.6	97.4	71.7	47.1
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	16.8	18.6	18.2	17.1	16.0
应付账款周转率	8.3	8.5	8.5	8.5	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.50	0.63	0.78	0.96
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.20	1.81	1.12	1.43	1.53
每股净资产 (最新摊薄)	2.81	2.86	3.34	3.96	4.80
估值比率					
P/E	21.5	18.0	14.3	11.6	9.4
P/B	3.2	3.2	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	12.0	10.0	9.5	7.9	6.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686