

## 公司研究

## 坚定战略方向，增强盈利能力

## ——新乳业（002946.SZ）跟踪点评

## 要点

**主营业务经营稳健，战略规划明晰坚定：**公司25年继续按照五年战略规划方向推进，其中东部子公司低温业务增势良好，有望引领整体增速；西部地区常温业务占比更高，随着终端需求和价格竞争的改善，25年经营表现有望修复。对公司战略目标拆解来看，1) 核心业务依托：①品类端的低温鲜奶和低温特色酸奶。低温品类对比常温仍有较大的转化提升空间，且经营难度大，易形成竞争壁垒。②渠道端的D2C渠道。订奶上户/会员/形象店等私域流量的打造，可加强与消费者的联系，增厚竞争壁垒。2) 提升企业价值和净利率依托：①结构优化带来毛利率提升，低温品类及D2C渠道的毛利率明显更高，产品及渠道结构的优化可拉高整体毛利率。24Q3公司毛利率同比提升2.4pct，其中结构优化贡献重要增量。②规模提升+内部效率提升可带来管理费用/财务费用的优化。

**从战略目标来看，公司布局的核心业务更多为高毛利高壁垒细分，且对管理方面提出更高要求。我们对公司核心能力进一步拆解，可以更好的理解新乳业持续优于行业的经营表现：**

**整合并购及投后管理能力：**1) 新乳业整合并购起家，经前期多年摸索，已针对并购公司形成一套品牌/供应链/渠道多维度的管理方式。总公司把握好“控、管、服”工作，子公司更多专注于自身收入及利润目标，并对中层基层人员选拔、市场动作布局有更大自由度。2) 对于多品牌的运作，考虑到当地区域品牌几十年历史下，有较强的品牌烙印和消费者认知，公司保留原有品牌(各区域“新希望”主品牌图标后附带不同子品牌)。同时①各区域在主要单品上逐步统一产品/包装，进而保证营销和物料的统一。②总部提高管理能力，逐步实现统一的营销推广/采购/大客户谈判；生产端加强协同，子公司之间通过相互代工提高产能利用。系列有的放矢的管理动作，是公司经营效率持续提升的核心支撑。

**低温品类运作能力和研发创新能力：**1) 公司“鲜”战略背后是8个维度的“鲜”能力，具体到产业链的不同环节，要求细分至订单下达时间/配送时间等。核心单品“24小时”鲜奶即为公司做低温能力的有效体现，产品仅当天售卖，单品种类增势良好。2) 新乳业注重新品迭代，各子公司有新品占比考核要求，子公司会根据当地消费习惯推出地方特色产品，并对全国性大单品做口味调整。24Q3公司新品维持双位数以上收入占比，未来亦计划逐步提升新品比例。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司产品结构升级持续推进，管理优化增厚利润。我们上调2024-2026年归母净利润至5.64/6.71/7.68亿元（较前次分别上调2.47%/1.25%/3.44%），2024-2026年对应EPS分别为0.65/0.78/0.89元，当前股价对应PE分别为22X/19X/16X，维持“买入”评级。

**风险提示：**动销恢复低于预期，原材料成本波动，核心产品增长不达预期

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,006	10,987	11,077	11,668	12,305
营业收入增长率	11.59%	9.80%	0.82%	5.34%	5.46%
净利润(百万元)	362	431	564	671	768
净利润增长率	15.77%	19.18%	30.82%	19.11%	14.34%
EPS(元)	0.42	0.50	0.65	0.78	0.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.35%	16.85%	15.22%	15.98%	16.14%
P/E	35	30	22	19	16
P/B	5.1	5.0	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-12-26，注：2022年总股本数为8.67亿股；2023年总股本数为8.66亿股；2024-2026年总股本数为8.61亿股

## 买入（维持）

当前价：14.71元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

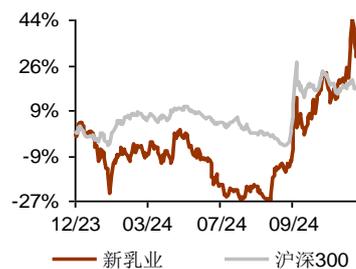
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.61
总市值(亿元)	126.60
一年最低/最高(元)	7.88/16.38
近3月换手率	69.83%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.15	23.44	14.86
绝对	12.20	31.11	34.37

资料来源：Wind

## 相关研报

低温业务表现良好，盈利能力持续增强——新乳业(002946.SZ)2024年中报点评(2024-09-03)  
战略稳步推进，盈利能力持续增强——新乳业(002946.SZ)2023年报及2024年一季报点评(2024-04-29)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,006	10,987	11,077	11,668	12,305
营业成本	7,601	8,035	7,873	8,263	8,693
折旧和摊销	440	459	540	621	712
税金及附加	46	52	52	55	58
销售费用	1,357	1,678	1,770	1,835	1,898
管理费用	470	470	512	522	539
研发费用	48	47	48	50	53
财务费用	148	162	120	95	86
投资收益	52	6	0	0	0
营业利润	403	508	686	834	969
利润总额	406	509	686	835	970
所得税	44	71	96	117	136
净利润	362	438	590	718	834
少数股东损益	1	7	27	47	67
归属母公司净利润	362	431	564	671	768
EPS(元)	0.42	0.50	0.65	0.78	0.89

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,034	1,557	1,217	1,420	1,619
净利润	362	431	564	671	768
折旧摊销	440	459	540	621	712
净营运资金增加	158	-205	20	50	54
其他	74	872	93	78	87
投资活动产生现金流	-653	-587	-1,119	-1,201	-1,293
净资本支出	-630	-644	-1,069	-1,176	-1,293
长期投资变化	489	538	0	0	0
其他资产变化	-512	-481	-50	-25	0
融资活动现金流	-469	-946	570	-160	-262
股本变化	-1	-1	-5	0	0
债务净变化	116	-636	107	110	37
无息负债变化	73	111	-93	86	94
净现金流	-86	15	668	59	64

## 主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	24.0%	26.9%	28.9%	29.2%	29.4%
EBITDA 率	9.9%	11.4%	12.9%	14.0%	15.0%
EBIT 率	5.4%	7.2%	8.0%	8.6%	9.2%
税前净利润率	4.1%	4.6%	6.2%	7.2%	7.9%
归母净利润率	3.6%	3.9%	5.1%	5.8%	6.2%
ROA	3.8%	4.9%	5.8%	6.6%	7.2%
ROE (摊薄)	14.4%	16.8%	15.2%	16.0%	16.1%
经营性 ROIC	7.8%	11.5%	11.7%	12.2%	12.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	72%	70%	62%	60%	57%
流动比率	0.50	0.50	0.65	0.66	0.67
速动比率	0.32	0.32	0.48	0.49	0.50
归母权益/有息债务	0.58	0.70	0.98	1.08	1.21
有形资产/有息债务	1.73	1.96	2.23	2.37	2.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	9,490	8,938	10,126	10,865	11,618
货币资金	494	440	1,108	1,167	1,230
交易性金融资产	0	52	52	75	98
应收账款	576	604	609	642	677
应收票据	4	6	6	6	7
其他应收款 (合计)	49	101	102	108	113
存货	800	712	697	732	770
其他流动资产	5	6	6	6	6
流动资产合计	2,145	2,002	2,660	2,819	2,990
其他权益工具	750	480	480	480	480
长期股权投资	489	538	538	538	538
固定资产	2,807	2,883	3,323	3,784	4,262
在建工程	117	89	125	151	172
无形资产	776	681	636	593	554
商誉	1,190	1,003	1,003	1,003	1,003
其他非流动资产	61	97	97	97	97
非流动资产合计	7,346	6,936	7,466	8,046	8,627
总负债	6,824	6,299	6,313	6,509	6,641
短期借款	828	916	1,023	1,133	1,171
应付账款	958	925	907	952	1,001
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	46	50	78	108
流动负债合计	4,261	4,018	4,104	4,300	4,431
长期借款	1,595	1,367	1,367	1,367	1,367
应付债券	671	699	699	699	699
其他非流动负债	135	117	117	117	117
非流动负债合计	2,563	2,280	2,209	2,209	2,209
股东权益	2,666	2,639	3,813	4,356	4,977
股本	867	866	861	861	861
公积金	685	635	696	763	840
未分配利润	1,376	1,721	2,098	2,527	3,005
归属母公司权益	2,519	2,557	3,704	4,200	4,754
少数股东权益	147	82	109	156	223

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	13.56%	15.28%	15.98%	15.73%	15.43%
管理费用率	4.69%	4.28%	4.63%	4.48%	4.38%
财务费用率	1.48%	1.47%	1.09%	0.82%	0.70%
研发费用率	0.48%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%
所得税率	11%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.09	0.15	0.20	0.25	0.29
每股经营现金流	1.19	1.80	1.41	1.65	1.88
每股净资产	2.91	2.95	4.30	4.88	5.52
每股销售收入	11.55	12.69	12.87	13.56	14.30

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	35	30	22	19	16
PB	5.1	5.0	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.7	13.3	11.2	9.9	8.9
股息率	0.6%	1.0%	1.4%	1.7%	2.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP