

新乳业 (002946) 投资者大会调研报告

**战略积极，路径清晰**

- 5月31日，新乳业2023年投资者大会暨创新大会召开，公司对日前发布的《2023-2027年战略规划》的目标及路径进行了全面深刻阐述，核心反馈如下：
- 以低温品类、D2C渠道为抓手，公司目标未来五年收入复合双位数增长、净利率翻倍。公司23-27年目标收入CAGR达双位数、净利率翻番，若以营收10-15% CAGR及7.2%的净利率测算，对应至27年营收161-201亿，业绩11.7-14.6亿，业绩复合增速达26%-32%。具体抓手上：
  - 品类上，继续强化低温品类优势，打造鲜奶双强。22年鲜奶、低温酸奶行业整体分别同比-6%、-12%，而公司的鲜奶和酸奶业务在逆势下仍分别实现15%以上、高个位数的增长，且唯品自有品牌增长50%+，鲜奶整体市场份额已提升至10%，低温品类优势明显。而当前鲜奶及高端特色酸奶毛利率（含运费）达40%以上，占营收比重仅约30%，公司目标未来五年24小时系列鲜奶复合增速达20%以上，活润、初心等高端特色酸奶通过产品创新实现占比持续提升，并力争新品复合增长大于10%。为实现该目标，在组织上，总经理为鲜奶增长第一责任人，团队绩效考核和鲜奶业务强挂钩，同时已增加了品牌塑造的费投预算，推动鲜奶双强。
  - 渠道上，将D2C作为渠道增长的第一引擎。包括远场电商、订奶入户、形象店和自主征订等D2C渠道当前占公司营收的15%，而受益于需求精准、退损率低且鲜奶占比较高，公司D2C渠道盈利能力亦远高于公司整体。未来公司将持续通过提升用户运营能力，规划突破5000万数字化用户，并将D2C业务占比提升至30%以上。
- 同时，强化增长内生性、降低负债水平，全面提升经营质量。过去新乳业增长并购驱动相对明显，也带来了70%的资产负债率和较高财务负担。而此次新战略中，公司一是明确提出了未来增长将以内生为主，谨慎对待同类型的横向并购，代之区域精耕，即从核心基地城市走向城市群（一线地区远中近场结合，陕甘宁、云贵地区长短保产品结合，胶东、苏锡常、长株潭等潜力城市高中低价位结合）。二是明确提出随着净利率提升、资产及权益增加等方式，共同将资产负债率降低10个百分点，全面提升公司经营质量。此外，公司通过“3232战略”推动数字化转型升级，并发挥草根知本优势，前瞻布局创投生态，包括定位“好吃”的达芬奇、B端乳品奶寻、现制茶饮一只酸奶牛及菌种研发分子力量等，夯实技术基础、孵化新增增长点。
- 年内业绩高增具备高确定性，战略精进下投资逻辑短长期共振。尽管当前整体消费需求复苏偏弱，但乳制品作为高频刚需消费，需求韧劲相对较优，且公司适当加大费用投放、推动高势能品类增长，叠加原奶成本下行红利体现，Q1公司液奶主业实现双位数增长、扣非业绩同比增长116%，盈利提升已在超额兑现。而4月以来随着需求进一步修复、报表基数降低，渠道反馈4月液奶主业进一步提速，且盈利提升仍在延展，预计全年低基数下业绩高增确定性充足。而本次战略落地目标积极、实现路径更为清晰，中期盈利提升更具基础。而公司用户思维转型、数字化能力建设、机制与架构的创新及创投生态的培育，均是公司长期增长的底层能力打磨。
- 投资建议：战略目标落地，成长路径更加清晰，重申“强推”评级。考虑当前旺季将至公司经营如期提速，原奶成本延续下行，我们维持23-25年EPS预测为0.57/0.77/0.98元，对应PE估值27/20/16倍。当前盈利提升势能已起，公司战略落地、路径清晰，有望护航未来几年业绩持续高增，维持目标价23元，对应24年估值30倍，重申“强推”评级。
- 风险因素：需求复苏不及预期，原奶价格超预期上涨、行业竞争加剧等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	10,006	11,378	12,782	14,278
同比增速(%)	11.6%	13.7%	12.3%	11.7%
归母净利润(百万)	362	495	667	849
同比增速(%)	15.8%	37.1%	34.6%	27.3%
每股盈利(元)	0.42	0.57	0.77	0.98
市盈率(倍)	37	27	20	16
市净率(倍)	5.4	4.5	3.7	3.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年5月31日收盘价

**强推 (维持)**

目标价：23元

当前价：15.61元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	86,658.31
已上市流通股(万股)	84,640.85
总市值(亿元)	135.27
流通市值(亿元)	132.12
资产负债率(%)	71.91
每股净资产(元)	2.78
12个月内最高/最低价	17.63/10.20

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《新乳业(002946)2022年报及2023年一季报点评：扣非超预期改善，吹响盈利提升号角》

2023-04-26

《新乳业(002946)深度研究报告：新鲜引领，盈利向上》

2023-02-26

图表 1 《强鲜基，奔卓越》演讲



资料来源：新乳业投资者大会，华创证券

图表 2 《强鲜基，奔卓越》演讲



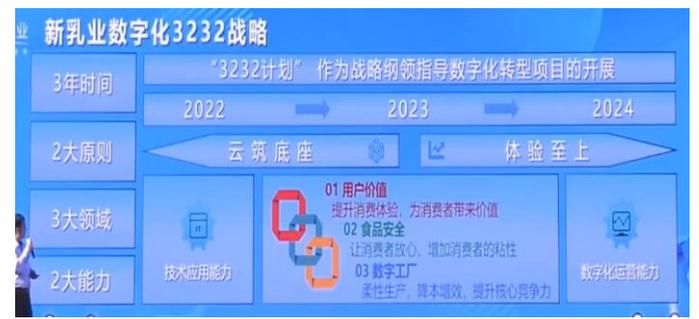
资料来源：新乳业投资者大会，华创证券

图表 3 《做强做大核心业务实现企业价值目标》演讲



资料来源：新乳业投资者大会，华创证券

图表 4 《数智化升级鲜战略加速》演讲



资料来源：新乳业投资者大会，华创证券

图表 5 新乳业投资者大会现场-24h 鲜奶展台



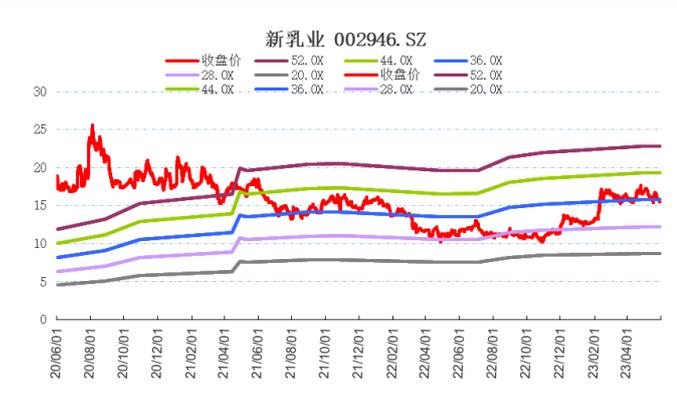
资料来源：新乳业投资者大会，华创证券

图表 6 新乳业投资者大会现场-朝日唯品展台



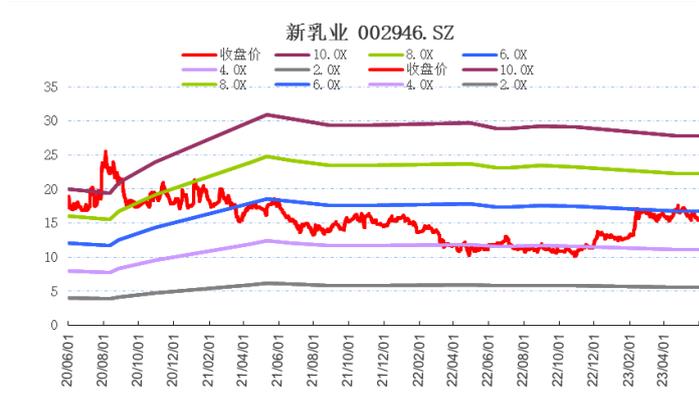
资料来源：新乳业投资者大会，华创证券

图表 7 新乳业 PE-Band



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 新乳业 PB-Band



资料来源：Wind，华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	494	1,998	4,141	6,796
应收票据	4	6	7	8
应收账款	576	652	729	810
预付账款	186	202	219	238
存货	800	887	985	1,095
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	85	92	98	106
流动资产合计	2,145	3,835	6,179	9,052
其他长期投资	16	16	16	16
长期股权投资	489	489	489	489
固定资产	2,807	2,802	2,867	2,963
在建工程	117	206	238	254
无形资产	776	749	724	701
其他非流动资产	3,140	3,168	3,172	3,156
非流动资产合计	7,346	7,429	7,506	7,580
<b>资产合计</b>	<b>9,490</b>	<b>11,265</b>	<b>13,685</b>	<b>16,632</b>
短期借款	828	828	828	828
应付票据	0	0	0	0
应付账款	958	1,058	1,173	1,300
预收款项	0	0	0	0
合同负债	326	371	417	466
其他应付款	637	649	662	676
一年内到期的非流动负债	1,222	750	600	728
其他流动负债	291	333	384	437
流动负债合计	4,261	3,989	4,065	4,434
长期借款	1,595	3,157	4,763	6,441
应付债券	671	690	710	720
其他非流动负债	298	227	228	229
非流动负债合计	2,563	4,075	5,701	7,390
<b>负债合计</b>	<b>6,824</b>	<b>8,064</b>	<b>9,766</b>	<b>11,824</b>
归属母公司所有者权益	2,519	3,015	3,681	4,530
少数股东权益	147	186	238	277
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,666</b>	<b>3,201</b>	<b>3,920</b>	<b>4,807</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,490</b>	<b>11,265</b>	<b>13,685</b>	<b>16,632</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,034</b>	<b>1,096</b>	<b>1,314</b>	<b>1,519</b>
现金收益	963	1,157	1,323	1,516
存货影响	-115	-86	-99	-109
经营性应收影响	59	-91	-94	-100
经营性应付影响	-49	114	128	140
其他影响	175	3	56	71
<b>投资活动现金流</b>	<b>-653</b>	<b>-526</b>	<b>-539</b>	<b>-589</b>
资本支出	-556	-536	-549	-572
股权投资	-27	0	0	0
其他长期资产变化	-70	10	10	-17
<b>融资活动现金流</b>	<b>-469</b>	<b>933</b>	<b>1,368</b>	<b>1,725</b>
借款增加	116	1,111	1,476	1,816
股利及利息支付	-200	-260	-281	-313
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-385	82	173	222

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>10,006</b>	<b>11,378</b>	<b>12,782</b>	<b>14,278</b>
营业成本	7,601	8,422	9,358	10,396
税金及附加	46	52	59	65
销售费用	1,357	1,633	1,853	2,056
管理费用	470	501	552	600
研发费用	48	51	58	64
财务费用	148	147	134	126
信用减值损失	-36	-40	-23	-23
资产减值损失	0	-3	-2	-1
公允价值变动收益	29	6	7	7
投资收益	52	36	22	31
其他收益	52	37	49	54
<b>营业利润</b>	<b>403</b>	<b>585</b>	<b>795</b>	<b>1,011</b>
营业外收入	7	12	9	10
营业外支出	4	4	5	4
<b>利润总额</b>	<b>406</b>	<b>594</b>	<b>799</b>	<b>1,017</b>
所得税	44	64	86	110
<b>净利润</b>	<b>362</b>	<b>530</b>	<b>713</b>	<b>908</b>
少数股东损益	1	34	46	59
<b>归属母公司净利润</b>	<b>362</b>	<b>495</b>	<b>667</b>	<b>849</b>
NOPLAT	494	661	833	1,021
EPS(摊薄) (元)	0.42	0.57	0.77	0.98

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.6%	13.7%	12.3%	11.7%
EBIT 增长率	12.2%	33.8%	26.0%	22.6%
归母净利润增长率	15.8%	37.1%	34.6%	27.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.0%	26.0%	26.8%	27.2%
净利率	3.6%	4.7%	5.6%	6.4%
ROE	14.4%	16.4%	18.1%	18.7%
ROIC	15.5%	14.4%	12.7%	11.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.9%	71.6%	71.4%	71.1%
债务权益比	173.0%	176.6%	181.9%	186.1%
流动比率	0.5	1.0	1.5	2.0
速动比率	0.3	0.7	1.3	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9
应收账款周转天数	21	19	19	19
应付账款周转天数	44	43	43	43
存货周转天数	35	36	36	36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.42	0.57	0.77	0.98
每股经营现金流	1.19	1.27	1.52	1.75
每股净资产	2.91	3.48	4.25	5.23
<b>估值比率</b>				
P/E	37	27	20	16
P/B	5	5	4	3
EV/EBITDA	18	15	13	11

## 食品饮料组团队介绍

### 组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

### ——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

#### 组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

#### 分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

#### 研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

### ——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

#### 组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

#### 研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

### ——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

#### 分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

### 华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 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，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；  
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；  
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；  
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；  
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票新乳业（002946），根据深圳证券交易所股票上市规则，本公司与上市公司存在关联关系。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522