

➤ **事件：**4 月 25 日公司发布 2022 年及 23Q1 业绩公告，22 年实现营收/归母净利润 100.06/3.62 亿元，同比+11.59%/+15.77%；其中 22Q4 实现营收/归母净利润 25.27/0.51 亿元，同比+9.04%/-8.78%；23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利 25.21/0.61/0.75 亿元，同比+8.84%/+40.56%/115.5%。

➤ **业绩增速行业领先，高端鲜奶、酸奶显著放量。**22 年营收同比+11.59%，首次迈入百亿俱乐部。单 Q4 营收同比+9.04%，22Q4 主营低温产品受疫情影响冷链运输影响，动销遭受较大冲击。疫情防控放开后，乳制品行业需求呈现弱复苏态势，23Q1 液态奶营收逆势实现双位数增长。**分品牌看**，公司核心子公司四川乳业/雪兰/寰美/琴牌/唯品分别实现营收 16.4/11.7/18.7/9.9/6.38 亿元，净利率分别为 6.3%/3.7%/8.3%/5.1%/6.8%。**分业务看**，22 年公司液体乳/奶粉实现营收 87.76/0.71 亿元，分别同比+5.72%/-2.93%。公司持续贯彻“鲜立方”战略，低温鲜及低温酸表现优于行业，低温鲜营收同比双位数增长，公司持续加大新品创新力度，新品收入整体贡献度超 10%。22 年具体营收，“24 小时”品类结构持续升级，高端黄金营养乳实现同增 50%；朝日唯品坚持循环农作品牌理念，有机系列实现同增 200%+。**分区域看**，公司在西南/华东/华北/西北实现营收 37.24/28.82/7.98/14.38 亿元，同比+3.06%/+31.55%/-7.77%/+0.47%，华东和西北地区大幅增长主因唯品及夏进品牌的放量增长；西南/华东/西北地区毛利率分别为 28.07%/23.31%/24.22%，同比-0.20/-1.85/+0.85pcts；**渠道端**，公司在经销商渠道推动城市群策略，华东、川南城市群均实现增长 50%+，大湾区实现翻倍增长。

➤ **产品结构持续优化+成本压力释放+费用精细化管理，盈利能力有望环比改善。**22 年公司整体毛利率为 24.04%，同比-0.52pcts，其中液体乳毛利率为 26.06%，同比+1.32pcts。23Q1 毛利率 27.06%，同比改善 3.1pcts，主因产品结构持续优化；归母净利率 2.5%，同比+0.5pcts。23Q1 扣非净利率同比+1.47pcts。**成本端：**原奶价格自 21 年下半年持续延续下行趋势，当前价格相较 22 年初回落 7.5%，奶价红利在 23Q1 显现。**费用端：**22 年销售费用/管理费用/研发费用分别同比+8.74%/-4.63%/+18.42%，费用率分别为 13.56%/4.69%/0.48%，同比-0.36/-0.77/+0.03pcts，疫情扰动下线下营销费用投入减少，股权激励费用摊销减少致管理费用下降。伴随规模效应将助推费效比进一步上升，公司逐年盈利提升战略有望兑现。

➤ **内生增长贡献收入主增量，产品结构优化助推净利提升。**公司投后管理能力持续兑现，外延转内生的增长方式实现营收增长的可持续性。结构提升+规模效应+成本红利，未来三条盈利提升路径清晰。预计公司 23~25 年营收分别为 118/139/157 亿元，归母净利润分别为 5.1/6.5/8.1 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 29/22/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原奶价格波动风险；食品安全风险；市场竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10006	11768	13883	15698
增长率 (%)	11.6	17.6	18.0	13.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	362	508	650	808
增长率 (%)	15.8	40.6	27.8	24.3
每股收益 (元)	0.42	0.59	0.75	0.93
PE	40	29	22	18
PB	5.8	5.1	4.3	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
16.81 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 1.新乳业 (002946) 2021 年三季报点评：内生增长稳健，毛销差维持稳定-2021/10/29
- 2.新乳业 (002946) 2021 年半年报点评：收入实现高增，内生增长强劲-2021/08/29
- 3.新乳业 (002946) 2021 年半年度业绩预告点评：21Q2 收入延续高增，子公司加快泛全国化战略-2021/07/11
- 4.新乳业 (002946) 2021 年一季报点评：Q1 业绩显著提速，内生+并购助力泛全国化战略-2021/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10006	11768	13883	15698
营业成本	7601	8844	10408	11721
营业税金及附加	46	57	67	75
销售费用	1357	1665	1944	2174
管理费用	470	588	694	785
研发费用	48	65	76	86
EBIT	502	636	797	972
财务费用	148	97	89	87
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	52	66	77	87
营业利润	403	576	752	935
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	406	576	752	935
所得税	44	58	75	93
净利润	362	519	677	841
归属于母公司净利润	362	508	650	808
EBITDA	984	1137	1339	1546

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	494	997	1138	1842
应收账款及票据	580	748	920	1084
预付款项	186	238	280	315
存货	800	879	1055	1220
其他流动资产	85	91	101	110
流动资产合计	2145	2952	3495	4571
长期股权投资	489	554	632	719
固定资产	2807	2830	2839	2846
无形资产	776	776	774	772
非流动资产合计	7346	7397	7433	7489
资产合计	9490	10349	10928	12060
短期借款	828	828	828	828
应付账款及票据	958	1130	1330	1498
其他流动负债	2476	2282	2093	2354
流动负债合计	4261	4240	4251	4680
长期借款	1595	1507	1507	1507
其他长期负债	969	1568	1565	1562
非流动负债合计	2563	3075	3072	3069
负债合计	6824	7315	7323	7749
股本	867	867	867	867
少数股东权益	147	157	184	218
股东权益合计	2666	3034	3605	4311
负债和股东权益合计	9490	10349	10928	12060

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.59	17.60	17.98	13.07
EBIT 增长率	13.40	26.91	25.23	21.98
净利润增长率	15.77	40.63	27.79	24.33
盈利能力 (%)				
毛利率	24.04	24.85	25.03	25.33
净利润率	3.61	4.32	4.68	5.15
总资产收益率 ROA	3.81	4.91	5.94	6.70
净资产收益率 ROE	14.35	17.67	18.99	19.73
偿债能力				
流动比率	0.50	0.70	0.82	0.98
速动比率	0.27	0.43	0.51	0.65
现金比率	0.12	0.24	0.27	0.39
资产负债率 (%)	71.91	70.68	67.01	64.25
经营效率				
应收账款周转天数	21.00	23.00	24.00	25.00
存货周转天数	38.43	36.26	37.00	38.00
总资产周转率	1.05	1.19	1.30	1.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.59	0.75	0.93
每股净资产	2.91	3.32	3.95	4.72
每股经营现金流	1.19	1.71	1.60	1.76
每股股利	0.09	0.12	0.16	0.19
估值分析				
PE	40	29	22	18
PB	5.8	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	18.77	15.61	12.77	10.61
股息收益率 (%)	0.51	0.73	0.93	1.16

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	362	519	677	841
折旧和摊销	482	501	542	574
营运资金变动	57	396	110	56
经营活动现金流	1034	1478	1385	1523
资本开支	-630	-480	-502	-545
投资	-54	0	0	0
投资活动现金流	-653	-475	-502	-545
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-26	-209	-500	0
筹资活动现金流	-469	-500	-742	-274
现金净流量	-86	503	141	703

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026