

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：秦一方 S0350121120034
 qinyf@ghzq.com.cn

更加注重发展质量，提升盈利能力

——新乳业（002946）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新乳业	0.0%	0.5%	40.4%
沪深300	-5.5%	-7.8%	-6.8%

市场数据

市场数据	2023/06/01
当前价格(元)	16.55
52周价格区间(元)	10.15-17.98
总市值(百万)	14,341.95
流通市值(百万)	14,008.06
总股本(万股)	86,658.31
流通股本(万股)	84,640.85
日均成交额(百万)	74.86
近一月换手(%)	0.43

相关报告

《——新乳业（002946）2022年报及2023一季报点评：跨入百亿阵营，重视净利率水平提升（增持）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭》——2023-04-27

事件：

2023年5月31日，新乳业发布《2023年~2027年战略规划》：1) 年收入保持双位数增长；2) 净利率倍增；3) 新品年复合增长率大于10%；4) 负债率降低10个百分点。

投资要点：

- **聚焦低温鲜奶和体色酸奶两个核心品类。**根据公司战略规划，产品方面，公司明确将低温鲜奶和低温特色酸奶作为核心重点品类，具体来看：1) 高品质鲜奶产品未来五年复合年均增长率不低于20%；2) 通过产品创新和重点产品推广的方式，加速低温特色鲜奶品类的增长。2022年在疫情的扰动下，全国鲜奶业务增速放缓，低温酸奶品类平均增速为下滑12%，公司鲜奶业务依然实现了同比超过15%的增长，低温酸奶实现了高个位数增长，远超行业平均。新品方面，公司积极加强研发创新，力争未来五年新品年复合增长率大于10%。
- **强调内生增长，降低负债率。**历史上公司通过收并购众多区域乳企进行整合实现快速发展，2022年收入跨入百亿阵营，截至2023Q1，公司资产负债率高达71.91%。此次战略规划中公司明确提出未来的增长来源以内生增长为主，投资并购为辅，努力将负债率在未来五年降低10个百分点。
- **提升D2C业务占比，强调用户服务，专注核心区域和核心市场，加强区域深耕。**渠道方面，公司将订奶入户、形象店、自主征订、电商等D2C业务作为渠道增长第一引擎，推动2027年D2C业务规模占比达到30%，同时通过数字化转型实现用户精准运营和服务提升，力争2027年数字化用户突破5000万。区域方面，公司未来从单一基地城市扩展到核心城市群，将区域划分为京津冀、上海、大湾区、云贵、胶东、苏锡常、长株潭城市群，通过远中近场结合，长短保产品结合，高中低价位结合进行深耕细作。
- **短期原奶价格下行带来利润弹性，战略指引明确中长期空间。**短期看，2023Q1公司归母净利润率+0.55pct至2.42%，扣非归母净利润+1.47pct至2.97%，展望全年，随着旺季将至，公司液奶收入端预计提速，利润端，由于公司控股、参股牧场提供奶源比例在50%左右，外购原奶价格下降将为公司带来较大的利润弹性。长期看，公司

明确提出五年净利率倍增计划，重视在科技研发，极致供应链，品牌场景与用户运营，组织文化流程制度等方面的能力打造，未来将通过产品结构叠加运营效率的提升实现盈利能力改善。

- **盈利预测和投资评级：**公司五年战略规划落地，给出较为明确的收入业绩指引以及实现路径，彰显管理层信心，我们认为公司短中期成长性兼具，预计公司 2023~2025 年 EPS 为 0.60/0.74/0.91 元，对应 PE 分别为 28/22/18 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 2023~2027 年战略规划实现情况的不确定性；2) 新品推广不及预期；3) 市场竞争加剧；4) 产能建设不及预期；5) 原材料价格超预期上行；6) 食品安全问题。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10006	11608	13117	14691
增长率（%）	12	16	13	12
归母净利润（百万元）	362	520	644	787
增长率（%）	16	44	24	22
摊薄每股收益（元）	0.42	0.60	0.74	0.91
ROE（%）	14	17	17	18
P/E	31.50	27.59	22.25	18.22
P/B	4.55	4.72	3.89	3.21
P/S	1.15	1.24	1.09	0.98
EV/EBITDA	15.62	17.41	14.97	12.89

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：新乳业盈利预测表

证券代码:	002946				股价:	16.55		投资评级:	增持		日期:	2023/06/01	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	14%	17%	17%	18%	EPS	0.42	0.60	0.74	0.91				
毛利率	24%	25%	26%	26%	BVPS	2.91	3.51	4.25	5.16				
期间费率	20%	20%	20%	20%	估值								
销售净利率	4%	4%	5%	5%	P/E	31.50	27.59	22.25	18.22				
成长能力					P/B	4.55	4.72	3.89	3.21				
收入增长率	12%	16%	13%	12%	P/S	1.15	1.24	1.09	0.98				
利润增长率	16%	44%	24%	22%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.05	1.06	1.07	1.11	营业收入	10006	11608	13117	14691				
应收账款周转率	17.38	15.16	16.52	15.68	营业成本	7601	8689	9753	10865				
存货周转率	12.50	17.22	12.31	16.85	营业税金及附加	46	55	62	69				
偿债能力					销售费用	1357	1625	1847	2064				
资产负债率	72%	71%	68%	64%	管理费用	470	534	603	673				
流动比	0.50	0.42	0.44	0.43	财务费用	148	112	127	133				
速动比	0.27	0.24	0.21	0.24	其他费用/(-收入)	48	62	65	74				
					营业利润	403	596	739	900				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	3	3	3	3				
现金及现金等价物	494	415	284	372	利润总额	406	599	741	902				
应收款项	580	772	800	945	所得税费用	44	57	74	90				
存货净额	800	674	1065	872	净利润	362	541	668	812				
其他流动资产	270	305	363	370	少数股东损益	1	22	23	25				
流动资产合计	2145	2167	2513	2559	归属于母公司净利润	362	520	644	787				
固定资产	2807	3431	3684	3951									
在建工程	117	121	130	145	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	3933	4673	5238	5817	经营活动现金流	1034	1298	1220	1523				
长期股权投资	489	584	646	714	净利润	362	520	644	787				
资产总计	9490	10977	12210	13187	少数股东权益	1	22	23	25				
短期借款	828	1412	1492	1572	折旧摊销	482	403	446	486				
应付款项	958	933	1282	1177	公允价值变动	-29	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	57	260	9	125				
其他流动负债	2476	2862	2998	3187	投资活动现金流	-653	-1839	-1297	-1377				
流动负债合计	4261	5206	5772	5936	资本支出	-630	-1783	-1284	-1367				
长期借款及应付债券	2265	2265	2265	2265	长期投资	-54	-120	-85	-91				
其他长期负债	298	298	298	298	其他	31	64	72	80				
长期负债合计	2563	2563	2563	2563	筹资活动现金流	-469	462	-55	-58				
负债合计	6824	7769	8335	8499	债务融资	-26	584	80	80				
股本	867	867	867	867	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	2666	3208	3875	4688	其它	-443	-122	-135	-139				
负债和股东权益总计	9490	10977	12210	13187	现金净增加额	-86	-79	-131	88				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

秦一方：伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、卤制品、保健品等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。