

## 淡季业绩展现韧性，盈利能力维持高水平

2024 年 11 月 01 日

► **事件：**公司发布 2024 年三季报，2024Q1-3 收入 81.5 亿元、同比-0.5%，归母净利 4.7 亿元、同比+24.4%；扣非净利 5.1 亿元、同比+29.5%。其中 2024Q3 收入 27.9 亿元、同比-3.8%，归母净利 1.8 亿元、同比+22.9%，扣非净利 1.9 亿元、同比+19.7%。

► **低温鲜奶业务稳健增长，公司经营韧性强。**24Q3，公司实现营收 27.85 亿元，同比-3.82%。24Q3，公司继续推进“鲜酸双强”战略，不断培育战略品类，低温鲜奶通过提高渠道立体化覆盖持续渗透，实现市场份额稳步增加；特色酸奶持续增长，实现全国协同化覆盖。常温乳表现受整体需求不振、竞争加剧等因素影响，但中高端白奶市场占比持续提升。我们认为，在三季度行业整体仍呈现弱复苏的背景下，公司聚焦核心品类持续发展，仍实现相较行业更加优异的表现，体现出公司经营端的韧性。

► **原奶下行+结构优化抬升毛利水平，费用收缩+精准投放助力净利率加速提升。**2024Q1-3 公司毛利率 29.1%、同比+1.7Pcts，销售费率 15.8%、同比+0.8Pct，毛销差 13.3%、同比+0.9Pct，管理+研发费率 4.7%、同比持平，财务费率 1.0%、同比-0.4Pct，净利率/扣非净利率同比+1.2Pcts/+1.4Pcts 至 5.8%/6.2%。其中 2024Q3，公司毛利率 28.8%、同比+2.4Pcts。24Q3，在产能去化进程仍在推进，下游需求端相对疲软的背景下，原奶价格继续维持低位；另一方面，公司高端产品占比仍在持续提升，我们预计也带动了公司整体毛利率的提升。24Q3 销售费率 15.3%、同比+1.3Pcts，毛销差 13.6%、同比+1.1Pcts，管理/研发/财务费用率为 4.0%/0.5%/0.9%，同比-0.24/+0.07/-0.12pcts，费用管理持续优化，净利率/扣非净利率同比+1.4Pcts/+1.4Pct 至 6.4%/6.9%。

► **投资建议：**24 年为公司五年期规划的第二年，公司坚持以低温鲜奶、低温特色酸奶为主导，以 DTC 渠道占比提升为增长的重要引擎，五年期净利率翻倍正稳步兑现。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 5.5/6.5/7.9 亿元，同比 27.4%/19.0%/21.5%，当前股价对应 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“推荐”评级

► **风险提示：**原材料价格上涨超预期，行业竞争加剧，产品结构提升或 DTC 渠道推进不及预期，食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格：

12.29 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

## 相关研究

- 1.新乳业 (002946.SZ) 2024 年中报点评：鲜奶业务稳健增长 盈利水平加速提升-2024/08/30
- 2.新乳业 (002946.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：23 年顺利收官 一季度利润增速亮眼-2024/04/26
- 3.新乳业 (002946.SZ) 2023 年半年报点评：以聚焦品类、深耕 DTC 为抓手，盈利能力稳步提升-2023/09/09
- 4.新乳业 (002946.SZ) 2022 年年报及 2023 一季报点评：挺进百亿阵营，看好盈利改善三条路径-2023/04/27

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,987	11,514	12,336	13,167
增长率 (%)	9.8	4.8	7.1	6.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	431	549	653	794
增长率 (%)	19.3	27.4	19.0	21.5
每股收益 (元)	0.50	0.64	0.76	0.92
PE	25	19	16	13
PB	4.1	3.5	2.9	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,987	11,514	12,336	13,167
营业成本	8,035	8,343	8,986	9,621
营业税金及附加	52	54	58	62
销售费用	1,678	1,750	1,764	1,804
管理费用	470	507	530	540
研发费用	47	46	53	53
EBIT	760	848	981	1,127
财务费用	162	121	119	110
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
营业利润	508	674	804	978
营业外收支	1	4	3	3
利润总额	509	678	806	980
所得税	71	68	81	98
净利润	438	610	726	882
归属于母公司净利润	431	549	653	794
EBITDA	1,278	1,372	1,505	1,654

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	440	950	1,705	2,613
应收账款及票据	610	646	692	739
预付款项	82	179	193	207
存货	712	821	884	947
其他流动资产	159	211	216	221
流动资产合计	2,002	2,807	3,690	4,726
长期股权投资	538	538	538	538
固定资产	2,883	2,912	2,932	2,946
无形资产	681	681	681	681
非流动资产合计	6,936	7,020	7,022	7,021
资产合计	8,938	9,827	10,712	11,747
短期借款	916	705	705	705
应付账款及票据	925	1,033	1,113	1,192
其他流动负债	2,177	2,526	2,637	2,747
流动负债合计	4,018	4,265	4,455	4,643
长期借款	1,367	1,467	1,467	1,467
其他长期负债	914	905	905	905
非流动负债合计	2,280	2,372	2,372	2,372
负债合计	6,299	6,637	6,827	7,015
股本	866	861	861	861
少数股东权益	82	143	216	304
股东权益合计	2,639	3,190	3,885	4,732
负债和股东权益合计	8,938	9,827	10,712	11,747

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	9.80	4.80	7.13	6.74
EBIT 增长率	51.59	11.60	15.63	14.91
净利润增长率	19.27	27.42	18.99	21.53
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.87	27.54	27.15	26.93
净利润率	3.92	4.77	5.30	6.03
总资产收益率 ROA	4.82	5.59	6.10	6.76
净资产收益率 ROE	16.85	18.02	17.80	17.93
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.50	0.66	0.83	1.02
速动比率	0.30	0.42	0.58	0.77
现金比率	0.11	0.22	0.38	0.56
资产负债率 (%)	70.47	67.54	63.73	59.72
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.33	19.44	19.33	19.37
存货周转天数	33.87	33.06	34.15	34.25
总资产周转率	1.19	1.23	1.20	1.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.50	0.64	0.76	0.92
每股净资产	2.97	3.54	4.26	5.14
每股经营现金流	1.81	1.45	1.74	1.90
每股股利	0.15	0.04	0.04	0.05
<b>估值分析</b>				
PE	25	19	16	13
PB	4.1	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	10.68	9.95	9.07	8.25
股息收益率 (%)	1.22	0.28	0.34	0.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	438	610	726	882
折旧和摊销	518	524	524	527
营运资金变动	334	-61	61	60
经营活动现金流	1,557	1,252	1,498	1,637
资本开支	-644	-523	-535	-516
投资	33	-209	0	0
投资活动现金流	-587	-692	-535	-516
股权募资	3	0	0	0
债务募资	-685	189	0	0
筹资活动现金流	-946	-50	-207	-213
现金净流量	15	510	755	908

## 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