

公司研究

原奶红利有望延续，结构升级拉升盈利能力

——新乳业（002946.SZ）跟踪点评

要点

近期我们跟踪新乳业经营情况，更新观点如下：

新品迭代持续供能，管理赋能中长期增长。今年以来，各食品饮料公司在新品/新渠道上的突破持续受到较高关注度。横向对比看，新乳业推新能力突出，有望拉动业绩增长提速，带来新增量。1) 激励考核层面，**新品贡献率为公司考核的核心指标之一**，当年推出的新品收入占公司整体 10% 以上的目标可驱动公司整体持续推新，并通过新品迭代获取收入增量，如重点单品活润即通过升级迭代

（1.0 大果粒/2.0 轻食杯/3.0 轻食瓶），保持较高收入增速。2) 创新机制层面，**自上而下和自下而上相结合的方式为公司提供充分的创新环境**，公司总部每年年底会确定后续新品方向，在部分子公司进行试点，根据成效逐步推往全国。子公司可结合当地情况，自行申报新品。新品也为新渠道的切入提供抓手，如近期朝日唯品在山姆导入的新品芭乐酸奶终端动销表现良好，已成为又一款爆品单品。

产品结构优化+成本红利提升盈利水平。市场对新乳业的“鲜”战略及优秀的管理能力认知相对一致，但对公司净利率提升路径存在一定分歧。部分观点认为公司净利率提升更多依托原奶成本红利，而非产品结构优化，且对原奶红利的持续性存在担忧。我们从两个维度对公司利润端拆解：1) 原奶上游方面，供给端收缩方向明确，牛只去化持续推进，但没有出现加速迹象，去化速度相对稳定。需求端消费力相对疲软，其中年节期间销售表现较为稳定，日常动销表现相对承压。供需缺口的收窄速度低于市场预期，截至 25 年 6 月 19 日，原奶价格进一步下探至 3.04 元/公斤。**产业内对原奶供需平衡时点的展望，较此前预期的 25Q3 节点有所延后。**新乳业奶源结构相对灵活，自有牧场/参股牧场/合作的社会牧场产量占比分别为 30%/30%/40%，后续非自有牧场部分仍可在成本红利下增厚利润。2) 产品结构方面，公司以低温鲜奶和低温特色酸奶为核心业务，整体低温品类收入增速快于常温品类。低温鲜奶和低温酸奶毛利率均明显高于常温品类（低温鲜/低温酸/常温毛利率分别为 40%+/30%+/20%+），低温品类收入占比持续提升可助力公司整体毛利率提升。强管理赋能+新希望集团冷链配送加持下公司低温品类净利率同样高于常温品类，后续通过各子公司相互代工提高产能利用率、提高直销渠道收入占比，成本及费用端的优化持续提高低温品类盈利能力。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司低温品类增势积极，盈利能力逐步提升，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 6.88/8.15/9.31 亿元（较前次上调 2.6%/1.5%/1.7%），对应 2025-2027 年 EPS 为 0.80/0.95/1.08 元，当前股价对应 P/E 分别为 24/20/17 倍，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,987	10,665	11,222	11,814	12,416
营业收入增长率	9.80%	-2.93%	5.22%	5.28%	5.09%
归母净利润（百万元）	431	538	688	815	931
归母净利润增长率	19.18%	24.80%	27.91%	18.49%	14.30%
EPS（元）	0.50	0.62	0.80	0.95	1.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.85%	17.60%	19.00%	19.94%	20.23%
P/E	38	30	24	20	17
P/B	6.4	5.3	4.5	4.0	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-27；注：2023 年股本为 8.66 亿股，2024-2027 年股本为 8.61 亿股

买入（维持）

当前价：18.88 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

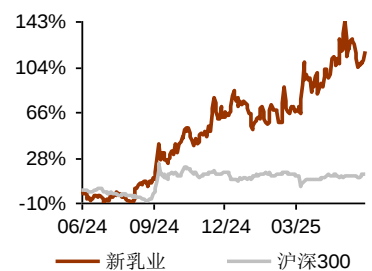
021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.61
总市值(亿元):	162.50
一年最低/最高(元):	7.76/21.19
近 3 月换手率:	80.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.20	28.90	109.03
绝对	0.44	29.79	121.78

资料来源：Wind

相关研报

低温业务增势良好，盈利能力持续提升——新乳业（002946.SZ）2024 年报及 2025 年一季报点评（2025-05-06）

坚定战略方向，增强盈利能力——新乳业（002946.SZ）跟踪点评（2024-12-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,987	10,665	11,222	11,814	12,416
营业成本	8,035	7,641	8,006	8,396	8,777
折旧和摊销	459	451	449	482	514
税金及附加	52	53	56	59	62
销售费用	1,678	1,659	1,740	1,823	1,914
管理费用	470	381	389	404	418
研发费用	47	49	52	54	65
财务费用	162	101	62	76	78
投资收益	6	-3	0	0	0
营业利润	508	680	856	1,005	1,132
利润总额	509	643	819	968	1,105
所得税	71	94	120	141	161
净利润	438	549	700	827	943
少数股东损益	7	12	12	12	12
归属母公司净利润	431	538	688	815	931
EPS(元)	0.50	0.62	0.80	0.95	1.08

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,557	1,491	1,224	1,387	1,532
净利润	431	538	688	815	931
折旧摊销	459	451	449	482	514
净营运资金增加	-264	-160	31	33	34
其他	931	662	56	58	51
投资活动产生现金流	-587	-568	-647	-625	-500
净资本支出	-644	-578	-600	-600	-500
长期投资变化	538	515	0	0	0
其他资产变化	-481	-505	-47	-25	-
融资活动现金流	-946	-971	-55	-951	-291
股本变化	-1	-5	0	0	0
债务净变化	-636	-641	129	-525	200
无息负债变化	111	78	-10	67	65
净现金流	15	-47	521	-189	741

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.9%	28.4%	28.7%	28.9%	29.3%
EBITDA 率	11.4%	14.0%	13.7%	14.0%	14.4%
EBIT 率	7.2%	9.7%	9.7%	10.0%	10.3%
税前净利润率	4.6%	6.0%	7.3%	8.2%	8.9%
归母净利润率	3.9%	5.0%	6.1%	6.9%	7.5%
ROA	4.9%	6.2%	7.3%	8.6%	9.1%
ROE (摊薄)	16.8%	17.6%	19.0%	19.9%	20.2%
经营性 ROIC	13.0%	17.8%	17.9%	19.0%	20.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	70%	65%	61%	56%	55%
流动比率	0.50	0.54	0.76	0.72	0.94
速动比率	0.32	0.34	0.53	0.48	0.70
归母权益/有息债务	0.70	1.01	1.14	1.55	1.62
有形资产/有息债务	1.96	2.36	2.50	3.02	3.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,938	8,879	9,575	9,593	10,388
货币资金	440	396	918	729	1,469
交易性金融资产	52	148	148	171	195
应收账款	604	608	640	674	708
应收票据	6	2	2	2	2
其他应收款 (合计)	101	33	35	36	38
存货	712	742	777	815	852
其他流动资产	6	20	20	20	20
流动资产合计	2,002	1,998	2,587	2,497	3,337
其他权益工具	480	570	570	570	570
长期股权投资	538	515	515	515	515
固定资产	2,883	2,913	2,954	3,012	2,967
在建工程	89	35	93	106	103
无形资产	681	662	618	577	538
商誉	1,003	1,003	1,003	1,003	1,003
其他非流动资产	97	28	28	28	28
非流动资产合计	6,936	6,881	6,988	7,096	7,052
总负债	6,299	5,736	5,855	5,397	5,662
短期借款	916	371	0	0	0
应付账款	925	991	1,038	1,089	1,138
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	44	44	44	44
流动负债合计	4,018	3,731	3,418	3,485	3,550
长期借款	1,367	1,077	1,577	1,777	1,977
应付债券	699	725	725	0	0
其他非流动负债	135	110	110	110	110
非流动负债合计	2,280	2,006	2,437	1,912	2,112
股东权益	2,639	3,142	3,720	4,196	4,726
股本	866	861	861	861	861
公积金	635	674	743	824	917
未分配利润	1,721	2,047	2,421	2,805	3,230
归属母公司权益	2,557	3,055	3,621	4,086	4,604
少数股东权益	82	87	99	111	122

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.28%	15.56%	15.51%	15.43%	15.42%
管理费用率	4.28%	3.57%	3.47%	3.42%	3.37%
财务费用率	1.47%	0.95%	0.55%	0.64%	0.63%
研发费用率	0.43%	0.46%	0.46%	0.46%	0.52%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.15	0.29	0.41	0.48	0.60
每股经营现金流	1.80	1.73	1.42	1.61	1.78
每股净资产	2.95	3.55	4.21	4.75	5.35
每股销售收入	12.69	12.39	13.04	13.73	14.43

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	38	30	24	20	17
PB	6.4	5.3	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	15.7	12.7	12.0	10.9	9.8
股息率	0.8%	1.5%	2.2%	2.5%	3.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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所载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