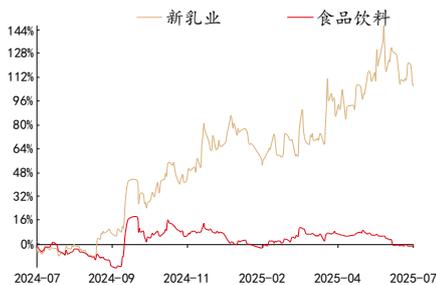




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.71
总股本/流通股本(亿股)	8.61 / 8.51
总市值/流通市值(亿元)	152 / 151
52周内最高/最低价	21.35 / 7.98
资产负债率(%)	64.6%
市盈率	28.56
第一大股东	Universal Dairy Limited

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

新乳业(002946)

低温延续增长势头，常温呈现积极变化

● 投资要点

公司推新能力强，新品助力公司营收利润不断增长。公司新品主要聚焦在高毛利的低温品类，新品的推出在提升收入的同时也改善了公司整体的产品结构。新乳业持续打造爆品的能力源于系统化的创新机制。1) 公司建立了明确的新品考核体系，将新品占比纳入子公司 KPI，通过“大雁矩阵”模式推动区域成功创新经验的全国复制；2) 科技研究院夯实基础研究，在自有益生菌等核心技术领域持续突破，为产品转化提供支撑；3) 注重组织活力建设，市场团队年轻化并配套专项培训，激发创新思维。战略目标、研发积累和组织机制有机结合的创新生态，确保了公司从酪乳到芭乐等爆款的持续输出。

常温奶呈现积极变化，公司二季度营收有望环比加速增长。二季度夏进常温奶呈现积极变化，公司推动渠道一体化发展。集团借鉴高线市场发展经验，推动宁夏本地的立体化发展，把陕西作为重要基地市场来建设。进一步加强经销模式下的渠道管理能力，走向盒马和山姆，依靠原奶优势、加工优势、地域特色优势去链接国内的主流销售系统，帮助夏进公司更好的发展。

公司持续深耕高毛利的 DTC 渠道，低温渗透率不断提升。低温品类渗透率低、区域不平衡，仍具发展潜力，公司从提升渗透率、消费频次、品质三方面推动品类发展。DTC 业务的全国化扩张依赖标准化和数字化建设，通过数字化优化配送路线、应用 AI 客服等举措提升人效，实现从重人力向高效率的服务转型，渠道利润率关键在于持续创造用户价值而非简单设定目标。

● 盈利预测与投资建议

公司 2025 年收入逐季向好、净利率持续提升。预计公司 2025-2027 年实现营收 112.71/120.30/130.57 亿元，同比增长 5.68%/6.74%/8.53%；实现归母净利润 6.78/8.30/9.98 亿元，同比增长 26.17%/22.34%/20.20%，对应 EPS 分别为 0.79/0.96/1.16 元/股，对应当前股价 PE 为 22/18/15 倍。

● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10665	11271	12030	13057
增长率(%)	-2.93	5.68	6.74	8.53
EBITDA(百万元)	1200.84	1492.72	1771.25	2060.14
归属母公司净利润(百万元)	537.69	678.40	829.94	997.62
增长率(%)	24.80	26.17	22.34	20.20
EPS(元/股)	0.62	0.79	0.96	1.16
市盈率(P/E)	28.35	22.47	18.37	15.28
市净率(P/B)	5.15	4.31	3.60	3.00
EV/EBITDA	11.74	11.69	9.61	7.94

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	10665	11271	12030	13057	营业收入	-2.9%	5.7%	6.7%	8.5%
营业成本	7641	8069	8566	9246	营业利润	33.9%	16.6%	23.6%	19.9%
税金及附加	53	54	57	62	归属于母公司净利润	24.8%	26.2%	22.3%	20.2%
销售费用	1659	1747	1853	1998	获利能力				
管理费用	381	361	385	418	毛利率	28.4%	28.4%	28.8%	29.2%
研发费用	49	51	53	56	净利率	5.2%	6.1%	7.0%	7.7%
财务费用	101	80	80	80	ROE	17.6%	18.7%	19.1%	19.3%
资产减值损失	-98	-103	-96	-78	ROIC	14.3%	17.5%	16.2%	18.0%
营业利润	680	793	980	1175	偿债能力				
营业外收入	11	18	8	9	资产负债率	64.6%	63.3%	58.2%	52.3%
营业外支出	47	20	20	20	流动比率	0.54	0.62	0.64	0.70
利润总额	643	791	968	1164	营运能力				
所得税	94	104	127	153	应收账款周转率	17.35	17.63	17.63	17.63
净利润	549	687	841	1011	存货周转率	10.30	10.31	10.31	10.31
归母净利润	538	678	830	998	总资产周转率	1.20	1.11	1.13	1.18
每股收益(元)	0.62	0.79	0.96	1.16	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.79	0.96	1.16
货币资金	396	1127	1203	1306	每股净资产	3.55	4.22	5.04	6.02
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	616	643	687	745	PE	28.35	22.47	18.37	15.28
预付款项	46	114	122	132	PB	5.15	4.31	3.60	3.00
存货	742	782	831	897	现金流量表				
流动资产合计	1998	2889	3069	3314	净利润	549	689	804	958
固定资产	4001	4517	4931	5227	折旧和摊销	456	621	723	816
在建工程	35	18	0	0	营运资本变动	182	-69	111	152
无形资产	662	552	441	331	其他	235	132	126	125
非流动资产合计	6881	7256	7563	7787	经营活动现金流净额	1422	1374	1764	2051
资产总计	8879	10145	10632	11100	资本开支	-675	-1000	-1000	-1000
短期借款	371	1227	1106	790	其他	107	-51	-40	-32
应付票据及应付账款	991	997	1059	1143	投资活动现金流净额	-568	-1051	-1040	-1032
其他流动负债	2369	2454	2607	2817	股权融资	-48	0	0	0
流动负债合计	3731	4678	4772	4750	债务融资	-810	591	-443	-685
其他	2006	1740	1419	1050	其他	-112	-183	-206	-232
非流动负债合计	2006	1740	1419	1050	筹资活动现金流净额	-971	408	-649	-916
负债合计	5736	6419	6191	5800	现金及现金等价物净增加额	-116	731	76	103
股本	861	861	861	861					
资本公积金	523	523	523	523					
未分配利润	1672	2247	2951	3797					
少数股东权益	87	96	107	120					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3142	3727	4441	5300					
负债和所有者权益总计	8879	10145	10632	11100					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048