

## 新乳业 (002946.SZ)

## 强烈推荐 (维持)

## 低温延续增长，盈利提升超预期

公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+5.46%/+27.37%，收入稳健，利润率显著改善。公司鲜战略效果不断兑现，结构改善带动 Q2 业绩超预期。公司上半年归母净利率提升 1.65pcts，我们认为全年利润率提升目标有望顺利实现。在整体消费环境承压背景下，公司构建了差异化竞争壁垒。未来公司以提升利润率为导向，通过子品牌渗透+DTC 核心渠道驱动，长期成长路径清晰，低温赛道稳健发展，总部驱动子品牌形成合力实现平台化发展。我们看好公司在低温细分赛道份额不断提升，同时稳步实现盈利提升，释放利润弹性。我们预计 25-27 年 EPS 分别为 0.83 元、0.95 元、1.10 元，对应 25 年估值 22X，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+5.46%/+27.37%，利润超预期。25H1 公司实现收入 55.26 亿元，同比+3.01%；归母净利润 3.97 亿元，同比+33.76%；扣非归母净利润 4.11 亿元，同比+31.17%。单 Q2 看，公司 Q2 实现收入 29.01 亿元，同比+5.46%，主要受低温双位数增长带动；归母净利润 2.63 亿元，同比+27.37%，利润超预期；扣非归母净利润 2.70 亿元，同比+26.85%。

□ 低温延续快速增长，核心西南/华东市场表现稳健。1) 分产品看，公司 25H1 液体乳/奶粉/其他产品分别收入 50.67/0.46/4.13 亿元，分别同比 +4.60%/+32.29%/-14.99%，其中公司核心业务液体乳占营收比提升 1.4pct 至 91.70%，低温双位数增长，常温环比改善，奶粉业务增速亮眼。2) 分地区看，公司 25H1 西南/华东/华北/西北/其他区域分别收入 19.7/16.1/4.5/6.7/8.3 亿元，同比+5.09%/+6.79%/-15.81%/-1.86%/+7.92%，核心市场西南及华东均延续稳健增长态势。3) 分销售模式看，公司 25H1 直销/经销模式分别收入 33.87/17.26 亿元，分别同比+22.96%/-18.75%，其中电商渠道收入 5.94 亿元，同比+15.41%增速较快。4) 截至 25H1 公司经销商数量为 2989 家，相比 24 年末减少 472 家。5) 重要子公司看，25H1 四川乳业收入 8.35 亿，同比+3.54%，净利润 0.63 亿，同比+17.26%；寰美乳业收入 9.02 亿，同比-4.88%，净利润 0.73 亿，同比+8.57%；山东唯品收入 4.48 亿，净利润 0.42 亿。

□ 结构改善催化毛利率提升，净利率显著改善。25Q2 公司毛利率 30.49%，同比+1.4pcts，主要受低温占比提升结构改善带动；销售费用率 15.90%，同比+0.69pct，公司加大品牌营销力度，上半年广告宣传费用增加明显；管理费用率 2.93%，同比-0.94pct；归母净利率 9.08%，创近 5 年以来单季度净利率新高，同比+1.56pcts。

□ H2 展望：低温趋势可延续，结构升级仍可期。H1 公司常温受环境影响收入承压，低温业务双位数增长带动整体增长。低温占比提升进一步拉动结构改善，公司盈利改善。下半年看，公司继续发力低温业务，唯品“芭乐酸奶”山姆渠道反馈良好贡献增量，夏进引入低温并走出省外拓展边界，集团赋能子公司良性发展，预计 H2 收入延续稳健增长，利润随结构优化持续改善。

□ 投资建议：低温延续增长，盈利提升超预期，维持“强烈推荐”评级。公司 25Q2 收入/归母净利润分别同比+5.46%/+27.37%，收入稳健，利润率显著改

消费品/食品饮料

目标估值：NA

当前股价：18.25 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	861
已上市流通股 (百万股)	851
总市值 (十亿元)	15.7
流通市值 (十亿元)	15.5
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	19.5
资产负债率	62.5%
主要股东	Universal Dairy Limited
主要股东持股比例	65.07%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	33	132
相对表现	2	22	99

资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

1、《新乳业 (002946) — 专注低温赛道，升级驱动增长》2025-08-18

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

善。公司鲜战略效果不断兑现，结构改善带动 Q2 业绩超预期。公司上半年归母净利率提升 1.65pcts，我们认为全年利润率提升目标有望顺利实现。在整体消费环境承压背景下，公司构建了差异化竞争壁垒。未来公司以提升利润率为导向，通过子品牌渗透+DTC 核心渠道驱动，长期成长路径清晰，低温赛道稳健发展，总部驱动子品牌形成合力实现平台化发展。我们看好公司在低温细分赛道份额不断提升，同时稳步实现盈利提升，释放利润弹性。我们预计 25-27 年 EPS 分别为 0.83 元、0.95 元、1.10 元，对应 25 年估值 22X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求复苏不及预期、大客户流失、客户拓新不及预期等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10987	10665	11197	11746	12300
同比增长	10%	-3%	5%	5%	5%
营业利润(百万元)	508	680	889	1010	1167
同比增长	26%	34%	31%	14%	16%
归母净利润(百万元)	431	538	713	814	945
同比增长	19%	25%	33%	14%	16%
每股收益(元)	0.50	0.62	0.83	0.95	1.10
PE	36.5	29.2	22.0	19.3	16.6
PB	6.1	5.1	4.6	4.6	4.2

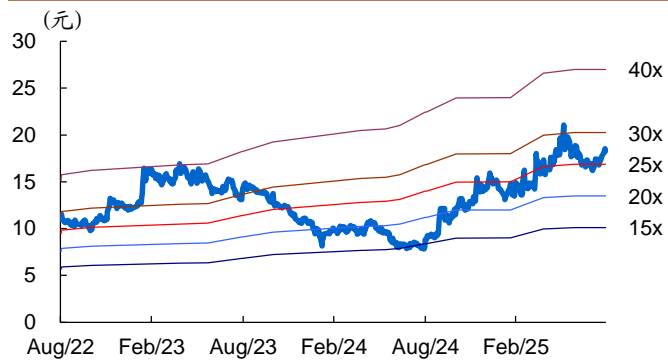
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23FY	24FY
一、营业总收入	2777	2896	2793	2614	2751	2785	2516	2625	359	405
二、营业总成本	2596	2718	2730	2480	2510	2566	2417	2447	299	333
其中: 营业成本	1977	2130	2088	1846	1951	1982	1862	1851	220	248
营业税金及附加	14	13	12	13	14	14	11	14	4	5
营业费用	439	405	444	446	418	425	369	446	28	36
管理费用	118	121	118	133	107	110	31	93	32	27
研发费用	12	12	12	10	10	13	16	12	13	13
财务费用	40	29	53	27	26	25	23	18	2	2
资产减值损失	-4	8	2	4	-16	-4	105	13	0	0
三、其他经营收益	25	-13	-5	-8	-6	-8	9	-16	6	4
公允价值变动收益	19	14	16	13	11	10	20	11	2	2
投资收益	13	-12	35	0	0	0	23	0	0	0
其他收益	12	9	-11	-6	-1	0	4	-8	4	2
四、营业利润	206	165	58	126	235	211	108	162	67	77
加: 营业外收入	3	2	3	2	3	4	3	1	0	0
减: 营业外支出	2	1	4	10	3	8	26	2	0	0
五、利润总额	207	166	57	117	234	207	85	161	67	76
减: 所得税	23	21	11	24	23	25	22	23	10	13
六、净利润	184	145	46	93	211	182	63	138	56	64
减: 少数股东损益	8	1	-4	3	5	5	-1	4	0	0
七、归属母公司净利润	176	144	50	90	207	177	64	133	56	64
EPS	0.20	0.17	0.06	0.10	0.24	0.21	0.07	0.15	0.57	0.65
<b>主要比率</b>										
毛利率	28.8%	26.4%	25.2%	29.4%	29.1%	28.8%	26.0%	29.5%	38.8%	38.7%
主营税金率	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	1.2%	1.2%
营业费率	15.8%	14.0%	15.9%	17.1%	15.2%	15.3%	14.7%	17.0%	7.9%	8.8%
管理费费率	4.3%	4.2%	4.2%	5.1%	3.9%	4.0%	1.2%	3.5%	8.8%	6.7%
营业利润率	7.4%	5.7%	2.1%	4.8%	8.5%	7.6%	4.3%	6.2%	18.5%	18.9%
实际税率	11.2%	12.4%	18.9%	20.4%	9.9%	12.1%	25.9%	14.4%	15.2%	16.5%
净利率	6.3%	5.0%	1.8%	3.4%	7.5%	6.4%	2.5%	5.1%	15.7%	15.8%
<b>YoY</b>										
收入增长率	7.3%	7.3%	10.6%	3.7%	-0.9%	-3.8%	-9.9%	0.4%	16.5%	12.6%
营业利润增长率	20.5%	20.5%	4.5%	59.4%	13.9%	28.2%	86.1%	28.9%	12.1%	15.2%
净利润增长率	22.9%	19.1%	-2.6%	46.9%	17.7%	22.9%	28.1%	48.5%	10.5%	13.2%

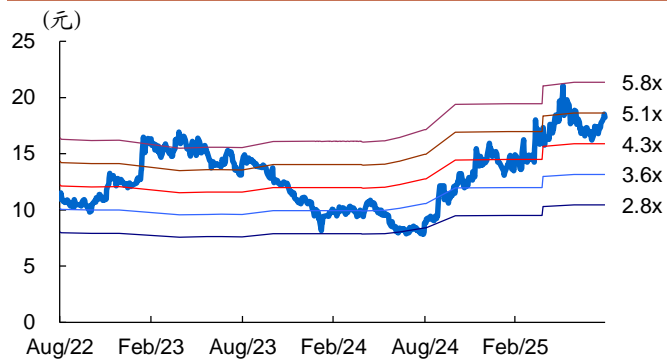
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 新乳业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 新乳业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《新乳业 (002946) — 专注低温赛道, 升级驱动增长》2025-08-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2002	1998	2059	2170	2722
现金	440	396	396	430	904
交易性投资	52	148	148	148	148
应收票据	6	2	2	2	2
应收款项	604	608	638	670	701
其它应收款	101	33	35	36	38
存货	712	742	767	808	849
其他	88	70	72	76	80
<b>非流动资产</b>	6936	6881	6244	6027	5830
长期股权投资	538	515	515	515	515
固定资产	2883	2913	2939	2961	2979
无形资产商誉	2665	2633	1973	1736	1523
其他	849	820	817	815	813
<b>资产总计</b>	<b>8938</b>	<b>8879</b>	<b>8303</b>	<b>8197</b>	<b>8552</b>
<b>流动负债</b>	4018	3731	2788	2625	2704
短期借款	916	371	242	0	0
应付账款	925	991	1025	1080	1134
预收账款	420	409	423	446	468
其他	1758	1960	1097	1099	1102
<b>长期负债</b>	2280	2006	2006	2006	2006
长期借款	1367	1077	1077	1077	1077
其他	914	928	928	928	928
<b>负债合计</b>	<b>6299</b>	<b>5736</b>	<b>4793</b>	<b>4631</b>	<b>4709</b>
股本	866	861	861	861	861
资本公积金	614	619	619	619	619
留存收益	1077	1575	1926	1966	2222
少数股东权益	82	87	103	120	141
归属于母公司所有者权益	2557	3055	3407	3446	3702
<b>负债及权益合计</b>	<b>8938</b>	<b>8879</b>	<b>8303</b>	<b>8197</b>	<b>8552</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1557	1491	1472	1577	1638
净利润	438	549	728	832	965
折旧摊销	472	456	696	673	652
财务费用	173	109	134	146	95
投资收益	(6)	3	(75)	(75)	(75)
营运资金变动	491	366	(11)	2	1
其它	(11)	7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(587)	(568)	(381)	(381)	(381)
资本支出	(776)	(666)	(456)	(456)	(456)
其他投资	189	98	75	75	75
<b>筹资活动现金流</b>	(946)	(971)	(1488)	(1163)	(783)
借款变动	(380)	(626)	(993)	(242)	0
普通股增加	(1)	(5)	0	0	0
资本公积增加	(28)	5	0	0	0
股利分配	(329)	(260)	(361)	(775)	(689)
其他	(208)	(84)	(134)	(146)	(95)
<b>现金净增加额</b>	24	(47)	0	34	474

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	10987	10665	11197	11746	12300
营业成本	8035	7641	7906	8327	8744
营业税金及附加	52	53	56	58	61
营业费用	1678	1659	1751	1798	1848
管理费用	470	381	389	396	402
研发费用	47	49	52	54	57
财务费用	162	101	134	146	95
资产减值损失	(129)	(176)	(96)	(31)	(1)
公允价值变动收益	23	24	24	24	24
其他收益	64	54	54	54	54
投资收益	6	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>营业利润</b>	508	680	889	1010	1167
营业外收入	9	11	11	11	11
营业外支出	8	47	47	47	47
<b>利润总额</b>	509	643	853	974	1130
所得税	71	94	124	142	165
少数股东损益	7	12	16	18	21
<b>归属于母公司净利润</b>	431	538	713	814	945

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	10%	-3%	5%	5%	5%
营业利润	26%	34%	31%	14%	16%
归母净利润	19%	25%	33%	14%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.9%	28.4%	29.4%	29.1%	28.9%
净利率	3.9%	5.0%	6.4%	6.9%	7.7%
ROE	17.0%	19.2%	22.1%	23.8%	26.4%
ROIC	9.6%	12.1%	17.0%	20.9%	22.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.5%	64.6%	57.7%	56.5%	55.1%
净负债比率	33.3%	26.0%	15.9%	13.1%	12.6%
流动比率	0.5	0.5	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
存货周转率	10.6	10.5	10.5	10.6	10.6
应收账款周转率	18.5	17.5	17.9	17.9	17.9
应付账款周转率	8.5	8.0	7.8	7.9	7.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.50	0.62	0.83	0.95	1.10
每股经营净现金	1.81	1.73	1.71	1.83	1.90
每股净资产	2.97	3.55	3.96	4.00	4.30
每股股利	0.30	0.42	0.90	0.80	0.30
<b>估值比率</b>					
PE	36.5	29.2	22.0	19.3	16.6
PB	6.1	5.1	4.6	4.6	4.2
EV/EBITDA	18.5	16.7	11.8	11.0	10.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。