

低温贡献收入业绩增长，净利率超预期

新乳业(002946)

评级:	买入	股票代码:	002946
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	21.35/8.02
目标价格(元):		总市值(亿元)	157.07
最新收盘价(元):	18.25	自由流通市值(亿元)	155.25
		自由流通股数(百万)	850.71

事件概述

公司发布25年中报，25H1实现收入55.3亿元，同比+3.0%；归母净利润4.0亿元，同比+33.8%；扣非归母净利润4.1亿元，同比+31.2%。25Q2实现收入29.0亿元，同比+5.5%；归母净利润2.6亿元，同比+27.4%；扣非归母净利2.7亿元，同比+26.8%。收入符合市场预期，业绩超市场预期。

分析判断:

► 收入增长环比加速，低温延续双位数增长态势

25H1液体乳/奶粉/其他分别实现收入50.7/0.5/4.1亿元，分别同比+4.6%/+32.3%/-15.0%，我们认为常低温均环比改善贡献。25H1液体乳及乳制品制造量价分别同比+4.6%/+0.2%。我们预计25Q2液体乳同比中高个位数增长，其中预计低温增速环比加速（高端鲜奶/今日鲜奶铺均同比双位数增长、活润同比增长40%），常温预计同比下滑收窄。

25H1直营/经销分别实现收入33.9/17.3亿元，分别同比+23.0%/-18.8%，直营渠道占比超6成，其中DTC渠道延续良好增长态势，远场电商保持双位数增长，我们认为会员运营+供应链优化+营销数字化+头部会员店爆款新品贡献直营渠道收入高增。

► 结构升级贡献业绩超预期增长

25Q2毛利率30.5%，同比+1.4pct，其中25H1液体乳/奶粉/其他毛利率分别32.3%/25.7%/2.8%，分别同比+0.7/-9.7/-2.8pct。我们认为毛利率高增核心主因结构升级贡献，竞争带来的折扣被原材料和摊销成本下降抵消，高毛利的低温业务/直营渠道占比提升贡献液体乳量价齐升。

25Q2销售/管理费用率分别15.9%/3.0%，分别同比+0.7/-0.9pct，销售费用增加主因广告宣传费同比增加（25H1同比+25.2%），管理费用下降主因日常修理费科目调整计入成本影响，25Q2净利率同比+1.7pct至9.4%，创17年以来历史新高。

► 低温环比持续向好，全年业绩高增确定性高

25Q2销售收现/经营现金流净额分别31.1/4.9亿元，分别同比+3.2%/-29.7%，我们认为主因大型商超类渠道占比提升导致应收账款账期增加，对现金流短期影响，下半年有望影响逐渐消退。

公司持续进行低温渠道运营改善，通过数字化提高申购率和消费者复购，叠加山姆爆品锦上添花（根据FBIF食品饮料创新），我们认为低温对收入利润的结构拉动有望延续25全年，并在成本红利促进下贡献全年业绩高增确定性提高。

投资建议

根据公司中报调整盈利预测，25-27年营业收入由124.1/136.8亿元下调至110.6/115.6亿元，新增27年营业收入121.4亿元；25-26年归母净利润由7.4/9.6亿元下调至7.0/8.4亿元，新增27年归母净利9.8亿元；25-27年EPS由0.86/1.11元下调至0.81/0.97元，新增27年EPS1.14元。2025年08月27日收盘价18.25元对应P/E分别为22/19/16倍，维持“买入”评级。

风险提示

经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,987	10,665	11,061	11,559	12,140
YoY (%)	9.8%	-2.9%	3.7%	4.5%	5.0%
归母净利润(百万元)	431	538	701	838	981
YoY (%)	19.3%	24.8%	30.3%	19.6%	17.1%
毛利率 (%)	26.9%	28.4%	28.8%	29.4%	29.9%
每股收益 (元)	0.50	0.62	0.81	0.97	1.14
ROE (%)	16.8%	17.6%	20.4%	21.9%	22.9%
市盈率	37	29	22	19	16

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,665	11,061	11,559	12,140	净利润	549	704	841	984
YoY(%)	-2.9%	3.7%	4.5%	5.0%	折旧和摊销	473	346	352	360
营业成本	7,641	7,876	8,159	8,505	营运资金变动	170	-179	181	-19
营业税金及附加	53	55	58	61	经营活动现金流	1,491	919	1,408	1,343
销售费用	1,659	1,770	1,826	1,894	资本开支	-578	-360	-274	-224
管理费用	381	332	335	340	投资	-8	150	150	150
财务费用	101	100	104	109	投资活动现金流	-568	-210	-124	-74
资产减值损失	-98	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0	债务募资	-666	0	0	0
营业利润	680	823	984	1,150	筹资活动现金流	-971	-330	-422	-516
营业外收支	-37	1	1	2	现金净流量	-47	379	862	753
利润总额	643	824	985	1,152	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	94	120	144	168	成长能力				
净利润	549	704	841	984	营业收入增长率	-2.9%	3.7%	4.5%	5.0%
归属于母公司净利润	538	701	838	981	净利润增长率	24.8%	30.3%	19.6%	17.1%
YoY(%)	24.8%	30.3%	19.6%	17.1%	盈利能力				
每股收益(元)	0.62	0.81	0.97	1.14	毛利率	28.4%	28.8%	29.4%	29.9%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	5.0%	6.3%	7.2%	8.1%
货币资金	396	776	1,638	2,391	总资产收益率 ROA	6.1%	7.7%	8.7%	9.7%
预付款项	46	87	94	94	净资产收益率 ROE	17.6%	20.4%	21.8%	22.8%
存货	742	702	748	717	偿债能力				
其他流动资产	814	824	738	785	流动比率	0.54	0.67	0.87	1.08
流动资产合计	1,998	2,389	3,218	3,986	速动比率	0.32	0.44	0.64	0.85
长期股权投资	515	515	515	515	现金比率	0.11	0.22	0.44	0.64
固定资产	2,913	2,764	2,577	2,364	资产负债率	64.6%	61.3%	59.2%	56.5%
无形资产	662	644	628	610	经营效率				
非流动资产合计	6,881	6,696	6,434	6,129	总资产周转率	1.20	1.23	1.23	1.23
资产合计	8,879	9,085	9,652	10,115	每股指标 (元)				
短期借款	371	371	371	371	每股收益	0.62	0.81	0.97	1.14
应付账款及票据	991	847	966	924	每股净资产	3.55	3.98	4.46	5.00
其他流动负债	2,369	2,344	2,374	2,411	每股经营现金流	1.73	1.07	1.64	1.56
流动负债合计	3,731	3,563	3,711	3,706	每股股利	0.29	0.38	0.49	0.60
长期借款	1,077	1,077	1,077	1,077	估值分析				
其他长期负债	928	928	928	928	PE	29.44	22.42	18.75	16.01
非流动负债合计	2,006	2,006	2,006	2,006	PB	4.09	4.48	3.99	3.56
负债合计	5,736	5,568	5,716	5,712					
股本	861	861	861	861					
少数股东权益	87	90	93	96					
股东权益合计	3,142	3,516	3,936	4,403					
负债和股东权益合计	8,879	9,085	9,652	10,115					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。