

新乳业(002946)

报告日期: 2025 年 08 月 30 日

25Q2 收入环比加速，结构持续优化推升盈利能力

——新乳业 25 年中报点评

事件

25H1 公司实现营业收入 55.3 亿元 (+3.0%)；归母净利润 4.0 亿元 (+33.8%)；扣非归母净利润 4.1 亿元 (+31.2%)。25Q2 公司实现营业收入 29.0 亿元 (+5.5%)；归母净利润 2.6 亿元 (+27.4%)；扣非归母净利润 2.7 亿元 (+26.8%)。

投资要点

□ 25Q2 整体收入环比加速，其中常温承压，低温双位数增长

分产品：25H1 液体乳/奶粉/其他产品分别实现收入 50.7/0.5/4.1 亿元，同比 +4.6%/+32.3%/-15.0%。公司继续坚持“鲜酸双强”品类发展策略，25H1 新品收入占比双位数，助力公司业务规模稳定增长——公司低温品类销额同比增长超 10%；高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长，“活润”系列抓住质价比、代餐、0 蔗糖的消费趋势不断迭代创新，实现超 40% 的高速增长。

分地区：25H1 西南/华东/华北/西北/其他区域分别实现收入 19.7/16.1/4.5/6.7/8.3 亿元，同比+5.1%/+6.8%/-15.8%/-1.9%/+7.9%。

经销商数量：截止 25 年 6 月底，共有经销商 2989 家，同比净减少 472 家，其中西南/华东/华北/西北/华中/其他区域分别有经销商 944/858/215/304/392/276 家，同比净变动-88/-193/-73/-11/-76/-31 家。

□ 25Q2 低温产品实现更好增长，以双位数增长带动整体毛利率提升

25H1 毛利率 30.0% (+0.8pct)，净利率 7.4% (+1.7pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.4%/3.2%/0.4%/0.7%，同比+0.3/-1.3/+0.1/-0.3pct。

25Q2 毛利率 30.5% (+1.4pct)，净利率 9.4% (+1.7pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.9%/2.9%/0.4%/0.8%，同比+0.7/-0.9/+0.1/-0.2pct。

□ 中期分红率显著提升，重视股东回报

25H1 中期分红比例 15%，加大股东回报力度。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年公司营业收入分别为 111.8、117.7、123.6 亿元，同增 4.8%、5.3%、5.0%；归母净利润分别为 6.9、8.2、9.5 亿元，同增 27.6%、20.1%、15.6%；维持增持评级。

□ 风险提示

食品安全问题；行业竞争加剧；消费需求不及预期。

投资评级：增持(维持)

分析师：杨骥

执业证书号：S1230522030003

yangji@stocke.com.cn

分析师：孙天一

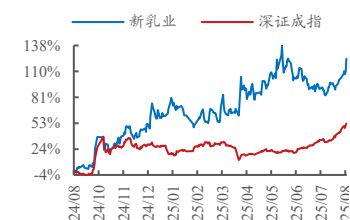
执业证书号：S1230521070002

suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 19.77
总市值(百万元)	17,015.58
总股本(百万股)	860.68

股票走势图



相关报告

- 《低温占比持续提升，高分红亮眼》 2025.05.04
- 《Q3 液体乳正增延续，盈利能力提升亮眼》 2024.10.31
- 《24H1 液体乳逆势正增，盈利能力提升亮眼》 2024.08.31

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,665	11,178	11,768	12,357
(+/-) (%)	-2.93%	4.81%	5.28%	5.00%
归母净利润	538	686	824	952
(+/-) (%)	24.80%	27.62%	20.08%	15.56%
每股收益(元)	0.62	0.80	0.96	1.11
P/E	31.65	24.80	20.65	17.87

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,998	2,234	2,483	2,690
现金	396	435	557	637
交易性金融资产	148	197	246	295
应收账款	610	636	669	703
其它应收款	33	64	68	71
预付账款	46	108	112	117
存货	742	769	802	834
其他	24	25	29	33
非流动资产	6,881	7,020	7,237	7,523
金融资产类	570	660	750	840
长期投资	515	515	515	515
固定资产	2,913	2,926	3,010	3,165
无形资产	662	628	595	561
在建工程	35	83	120	158
其他	2,185	2,208	2,246	2,283
资产总计	8,879	9,254	9,720	10,213
流动负债	3,731	3,588	3,552	3,572
短期借款	371	171	71	21
应付款项	991	980	965	955
预收账款	0	0	0	0
其他	2,369	2,437	2,517	2,596
非流动负债	2,006	1,825	1,560	1,095
长期借款	1,077	877	577	77
其他	928	948	983	1,018
负债合计	5,736	5,413	5,112	4,667
少数股东权益	87	102	120	141
归属母公司股东权益	3,055	3,739	4,487	5,405
负债和股东权益	8,879	9,254	9,720	10,213

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1491	1308	1622	1778
净利润	549	701	842	973
折旧摊销	473	567	600	630
财务费用	109	59	45	30
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	170	(182)	(13)	(7)
其它	187	162	148	152
投资活动现金流	(568)	(725)	(714)	(718)
资本支出	(578)	(564)	(568)	(572)
长期投资	(8)	(139)	(139)	(139)
其他	18	(22)	(7)	(7)
筹资活动现金流	(971)	(545)	(786)	(979)
短期借款	(544)	(200)	(100)	(50)
长期借款	(289)	(200)	(300)	(500)
其他	(137)	(145)	(386)	(429)
现金净增加额	(47)	38	122	81

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10665	11178	11768	12357
营业成本	7641	7931	8269	8598
营业税金及附加	53	56	59	62
营业费用	1659	1738	1803	1893
管理费用	381	419	424	442
研发费用	49	51	54	57
财务费用	101	54	85	76
资产减值损失	(98)	(60)	(40)	(40)
公允价值变动损益	24	1	1	1
投资净收益	(3)	0	0	0
其他经营收益	54	56	59	62
营业利润	680	849	1014	1168
营业外收支	(37)	(28)	(28)	(28)
利润总额	643	821	986	1140
所得税	94	120	144	166
净利润	549	701	842	973
少数股东损益	12	15	18	21
归属母公司净利润	538	686	824	952
EBITDA	1418	1443	1670	1845
EPS（最新摊薄）	0.62	0.80	0.96	1.11

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.93%	4.81%	5.28%	5.00%
营业利润	33.89%	24.88%	19.42%	15.13%
归属母公司净利润	24.80%	27.62%	20.08%	15.56%
获利能力				
毛利率	28.36%	29.05%	29.74%	30.42%
净利率	5.04%	6.14%	7.00%	7.71%
ROE	17.60%	18.35%	18.36%	17.62%
ROIC	12.91%	11.19%	12.92%	13.83%
偿债能力				
资产负债率	64.61%	58.50%	52.60%	45.70%
净负债比率	86.23%	62.57%	41.60%	23.82%
流动比率	0.54	0.62	0.70	0.75
速动比率	0.32	0.37	0.43	0.48
营运能力				
总资产周转率	1.20	1.23	1.24	1.24
应收账款周转率	17.60	18.03	18.15	18.13
应付账款周转率	7.98	8.05	8.50	8.96
每股指标(元)				
每股收益	0.62	0.80	0.96	1.11
每股经营现金	1.73	1.52	1.88	2.07
每股净资产	3.55	4.34	5.21	6.28
估值比率				
P/E	31.65	24.80	20.65	17.87
P/B	5.57	4.55	3.79	3.15
EV/EBITDA	10.72	13.46	11.33	9.94

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>