

新乳业（002946.SZ）

2025 年 08 月 31 日

2025Q2 利润超预期，产品结构持续优化

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

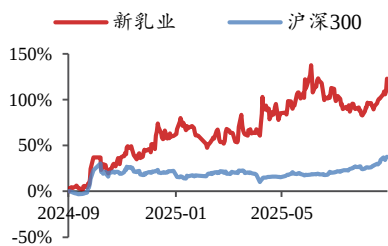
zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790525080001

日期	2025/8/29
当前股价(元)	19.77
一年最高最低(元)	21.49/8.81
总市值(亿元)	170.16
流通市值(亿元)	168.19
总股本(亿股)	8.61
流通股本(亿股)	8.51
近 3 个月换手率(%)	69.95

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q1 利润超预期，结构优化持续提升盈利能力—公司信息更新报告》-2025.4.29

《主营业务稳健增长，产品结构优化拉升毛利率—公司信息更新报告》-2024.11.4

《2024Q2 收入承压，利润表现良好—公司信息更新报告》-2024.9.1

● 公司发布 2025 年中报，Q2 利润超预期，维持“增持”评级

公司 2025H1 收入 55.3 亿元，同比+3.0%；归母净利润 3.97 亿元，同比+33.8%。2025Q2 收入 29.0 亿元，同比+5.5%；归母净利润 2.63 亿元，同比+27.4%。收入基本符合预期，利润超预期。考虑到公司盈利能力提升，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利为 7.2、8.5、9.4（原值 6.7、7.9、9.0）亿元，EPS 为 0.83、0.99、1.09 元，当前股价对应 PE 为 23.7、20.0、18.1 倍，维持“增持”评级。

● 主营业务表现稳健，低温品类快速增长

2025H1 整体主营业务表现稳健，液体乳实现收入 50.67 亿元（同比+4.6%），同时在公司主动收缩下，其他业务扰动变小。（1）分品类看，2025H1 低温品类销售额同比增长超 10%，高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长，“活润”系列实现超 40% 的高速增长，新品占比保持双位数。（2）渠道端 DTC 收入表现良好，其中远场电商双位数增长，盈利能力持续改善。（3）区域端看，2024 年西南/华东收入同比+5.09%/+6.79%，其中大本营川乳实现正增长，华东地区主要为低温业务增速更快，西北区域夏进改革成效显著，经营持续向好。

● 净利率提升主因毛利率提升

2025Q2 公司毛利率 30.5%（YoY+1.4pct），显著提升，主因高毛利的低温产品收入增长及低温内部结构优化，奶价在叠加售价、促销影响后对毛利率影响相对较小。费用方面，2025Q2 销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.9%/2.9%/0.4%/0.8%，同比+0.7pct/-0.9pct/+0.1pct/-0.2pct。综合来看，2025Q2 归母净利率 9.1%（YoY+1.6pct），提升显著。展望下半年，预计原奶价格温和波动，市场竞争趋缓折价水平有望降低，产品及渠道结构优化将持续进行，有望支撑毛利率继续提升；费用率整体稳定优化，同时生物资产减值情形偏乐观，全年看净利率有望加速提升。

● 坚定聚焦核心品类及渠道，持续加大股东回报

展望未来，产品方面公司仍坚定实施鲜战略，聚焦核心的低温鲜奶、低温酸奶品类以及 DTC 渠道，稳步推动五年战略规划地完成。同时，公司中期分红大幅提升，每 10 股分红 0.7 元，分红总金额 6025 万元，占上半年利润的 15%，显示公司持续加大股东回报的决心。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,987	10,665	11,197	11,845	12,566
YOY(%)	9.8	-2.9	5.0	5.8	6.1
归母净利润(百万元)	431	538	717	851	941
YOY(%)	19.3	24.8	33.3	18.7	10.5
毛利率(%)	26.9	28.4	29.0	29.5	29.9
净利率(%)	3.9	5.0	6.4	7.2	7.5
ROE(%)	16.6	17.5	19.9	19.7	18.3
EPS(摊薄/元)	0.50	0.62	0.83	0.99	1.09
P/E(倍)	39.5	31.6	23.7	20.0	18.1
P/B(倍)	6.9	5.8	4.9	4.1	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2002	1998	2221	2334	2956
现金	440	396	416	588	949
应收票据及应收账款	610	610	667	661	765
其他应收款	101	33	108	41	117
预付账款	82	46	89	54	97
存货	712	742	770	819	856
其他流动资产	58	171	171	171	171
非流动资产	6936	6881	6818	6698	6551
长期投资	538	515	505	488	468
固定资产	3864	3881	3749	3633	3517
无形资产	681	662	718	712	692
其他非流动资产	1852	1822	1846	1865	1873
资产总计	8938	8879	9039	9032	9507
流动负债	4018	3731	3760	3405	3463
短期借款	916	371	890	371	371
应付票据及应付账款	925	991	934	1089	1068
其他流动负债	2177	2369	1935	1944	2024
非流动负债	2280	2006	1626	1229	823
长期借款	2066	1803	1423	1026	620
其他非流动负债	215	203	203	203	203
负债合计	6299	5736	5386	4633	4286
少数股东权益	82	87	96	111	127
股本	866	861	861	861	861
资本公积	566	523	523	523	523
留存收益	1790	2198	2722	3332	3983
归属母公司股东权益	2557	3055	3557	4288	5094
负债和股东权益	8938	8879	9039	9032	9507

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1557	1491	1055	1601	1294
净利润	438	549	726	865	957
折旧摊销	472	456	401	418	439
财务费用	162	101	101	107	113
投资损失	-6	3	-18	-7	-8
营运资金变动	360	182	-202	219	-205
其他经营现金流	132	200	47	0	-2
投资活动现金流	-587	-568	-356	-286	-279
资本支出	776	666	349	315	311
长期投资	-32	-70	10	18	20
其他投资现金流	221	168	-16	11	12
筹资活动现金流	-946	-971	-1199	-624	-654
短期借款	88	-544	519	-519	0
长期借款	-200	-263	-379	-397	-406
普通股增加	-1	-5	0	0	0
资本公积增加	-63	-43	0	0	0
其他筹资现金流	-771	-115	-1339	292	-248
现金净增加额	15	-47	-500	691	361

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10987	10665	11197	11845	12566
营业成本	8035	7641	7946	8351	8806
营业税金及附加	52	53	53	57	61
营业费用	1678	1659	1749	1854	1970
管理费用	470	381	414	438	465
研发费用	47	49	56	63	70
财务费用	162	101	101	107	113
资产减值损失	-17	-98	-50	-15	-15
其他收益	64	54	57	58	56
公允价值变动收益	23	24	25	24	24
投资净收益	6	-3	18	7	8
资产处置收益	-103	-87	-60	-20	-20
营业利润	508	680	856	1025	1131
营业外收入	9	11	10	10	10
营业外支出	8	47	30	30	30
利润总额	509	643	836	1005	1111
所得税	71	94	110	140	154
净利润	438	549	726	865	957
少数股东损益	7	12	9	14	16
归属母公司净利润	431	538	717	851	941
EBITDA	1159	1229	1320	1489	1580
EPS(元)	0.50	0.62	0.83	0.99	1.09

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	-2.9	5.0	5.8	6.1
营业利润(%)	26.0	33.9	25.9	19.8	10.3
归属于母公司净利润(%)	19.3	24.8	33.3	18.7	10.5
获利能力					
毛利率(%)	26.9	28.4	29.0	29.5	29.9
净利率(%)	3.9	5.0	6.4	7.2	7.5
ROE(%)	16.6	17.5	19.9	19.7	18.3
ROIC(%)	9.3	10.6	12.6	15.0	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	70.5	64.6	59.6	51.3	45.1
净负债比率(%)	127.6	87.9	65.1	29.3	10.0
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	18.6	17.6	17.7	18.0	17.7
应付账款周转率	8.5	8.0	8.3	8.3	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.62	0.83	0.99	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.73	1.23	1.86	1.50
每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.44	4.02	4.87	5.81
估值比率					
P/E	39.5	31.6	23.7	20.0	18.1
P/B	6.9	5.8	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	17.6	16.0	14.7	12.3	11.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn