



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)	19.77
总股本/流通股本(亿股)	8.61 / 8.51
总市值/流通市值(亿元)	170 / 168
52周内最高/最低价	21.35 / 8.99
资产负债率(%)	64.6%
市盈率	31.89
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)

收入环比加速，利润再超预期

● 投资要点

公司发布 2025 年中报,实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 55.26/3.97/4.11 亿元,同比+3.01%/+33.76%/+31.17%。25H1,公司毛利率/归母净利率为 30.02%/7.18%,分别同比+0.79/+1.65pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 16.43%/3.22%/0.45%,分别同比+0.31/-1.25/+0.07pct。25H1 公司净利率提升主要受益于毛利率提升和管理费用率下降,还原财务口径调整(管理费用率中维修费用 Q1 起在成本里确认)、同口径下:毛利率提升主要受益于产品结构提升、部分来自于原奶价格下降;管理费用率下降主因规模效应以及人力成本优化。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 29.01/2.63/2.7 亿元,同比 5.46%/27.37%/26.85%。25Q2,公司毛利率/归母净利率为 30.49%/9.08%,分别同比 1.4/1.56pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 15.9%/2.93%/0.43%,分别同比 0.69/-0.94/0.06pct。

分产品看,25H1 液体乳/奶粉/其他分别实现营收 50.67/0.46/4.13 亿元,同比+4.60%/+32.29%/-14.99%。分地区看,25H1 西南/华东/华北/西北/其他区域分别实现营收 19.70/16.05/4.51/6.67/8.32 亿元,同比+5.09%/+6.79%/-15.81%/-1.86%/+7.92%。分子公司看,25H1 四川乳业/寰美乳业分别实现营收 8.35/9.02 亿元,同比 3.54%/-4.88%;净利润分别为 0.63/0.73 亿元,同比 17.26%/8.57%。四川乳业营收利润均实现增长,寰美乳业收入降幅收窄,利润实现增长。公司调整、改革动作见效。

25H1 公司新品收入占比双位数,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。公司于 4 月份在山姆渠道推出唯品芭乐酸奶,近期继续推出焦糖烧生牛乳布丁,迅速获得了消费者认可,新兴渠道的发展也是推动公司二季度营收增长的重要动力,持续创新的高毛利型产品在成本红利边际减弱下带动公司毛利率持续保持较好的提升。此外,25H1 公司电商渠道收入 5.95 亿元,同比+15.41%,高于整体增速,主因公司积极拥抱淘宝、拼多多等平台,符合公司坚持 DTC 核心渠道的战略方针。

● 盈利预测与投资评级

公司 25 年中期分红比例 15%,较去年同期提高约 5pct,预计公司未来将继续稳步加强对投资者的回报。公司以低温品类作为战略核心,DTC 业务作为渠道增长的第一引擎,通过产品创新和重点产品推广的方式加速低温品类增长,以带动公司整体收入增长并提高盈利能

力。基于公司超预期的表现，我们预计公司 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 7.16/8.70/10.41 亿元，同比增长 33.16%/21.51%/19.66%，对应 EPS 为 0.83/1.01/1.21 元，对应当前股价 PE 为 24/20/16 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险、竞争风险；需求复苏不及预期。

■ 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	1536.57	1817.96	2110.79
归属母公司净利润（百万元）	537.69	716.00	869.98	1041.04
增长率(%)	24.80	33.16	21.51	19.66
EPS(元/股)	0.62	0.83	1.01	1.21
市盈率（P/E）	31.65	23.76	19.56	16.34
市净率（P/B）	5.75	4.77	3.95	3.28
EV/EBITDA	11.74	12.50	10.31	8.54

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	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	8012	8506	9181	营业利润	33.9%	23.1%	22.7%	19.3%
税金及附加	53	54	57	62	归属于母公司净利润	24.8%	33.2%	21.5%	19.7%
销售费用	1659	1781	1889	2037	获利能力				
管理费用	381	338	361	392	毛利率	28.4%	28.9%	29.3%	29.7%
研发费用	49	52	54	57	净利率	5.2%	6.4%	7.3%	8.1%
财务费用	101	80	80	80	ROE	17.6%	19.5%	19.8%	19.7%
资产减值损失	-98	-103	-96	-78	ROIC	14.3%	18.4%	16.9%	18.7%
营业利润	680	837	1027	1225	偿债能力				
营业外收入	11	18	8	9	资产负债率	64.6%	62.9%	57.6%	51.3%
营业外支出	47	20	20	20	流动比率	0.54	0.62	0.65	0.71
利润总额	643	835	1015	1214	营运能力				
所得税	94	110	133	160	应收账款周转率	17.35	17.63	17.63	17.63
净利润	549	725	881	1055	存货周转率	10.30	10.31	10.31	10.31
归母净利润	538	716	870	1041	总资产周转率	1.20	1.11	1.13	1.18
每股收益(元)	0.62	0.83	1.01	1.21	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.83	1.01	1.21
货币资金	396	1127	1203	1306	每股净资产	3.55	4.26	5.11	6.14
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	31.65	23.76	19.56	16.34
预付款项	46	114	122	132	PB	5.75	4.77	3.95	3.28
存货	742	777	825	890	现金流量表				
流动资产合计	1998	2884	3064	3307	净利润	549	727	845	1002
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	-82	110	151
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	1399	1804	2094
资产总计	8879	10140	10626	11094	资本开支	-675	-1000	-1000	-1000
短期借款	371	1208	1054	701	其他	107	-51	-40	-32
应付票据及应付账款	991	990	1051	1135	投资活动现金流净额	-568	-1051	-1040	-1032
其他流动负债	2369	2442	2595	2804	股权融资	-48	0	0	0
流动负债合计	3731	4641	4700	4639	债务融资	-810	572	-476	-721
其他	2006	1740	1419	1050	其他	-112	-189	-212	-238
非流动负债合计	2006	1740	1419	1050	筹资活动现金流净额	-971	383	-688	-959
负债合计	5736	6381	6118	5689	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	2279	3017	3899					
少数股东权益	87	96	108	121					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3142	3759	4508	5405					
负债和所有者权益总计	8879	10140	10626	11094					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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

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

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