

公司研究

低温引领增长，盈利能力持续提升

——新乳业（002946.SZ）2025 年中报点评

要点

事件：新乳业发布 2025 年中报。25H1 实现营业收入 55.26 亿元，同比增加 3.01%；归母净利润 3.97 亿元，同比增加 33.76%，扣非归母净利润 4.11 亿元，同比增加 31.17%。其中 25Q2 单季度实现营业收入 29.01 亿元，同比增加 5.46%，归母净利润 2.63 亿元，同比增加 27.37%，扣非归母净利润 2.70 亿元，同比增加 26.85%。

低温业务增势良好，D2C 渠道布局顺利。1) 分产品看，25H1 液态奶/奶粉/其他产品分别实现营收 50.67/0.46/4.13 亿元，同比+4.60%/+32.29%/-14.99%。公司坚持品类创新，25H1 新品收入占比保持在 10%以上。低温鲜奶和低温酸奶表现良好，营收同比均实现双位数增长；“活润”系列在新品拉动下收入同比增长超 40%。常温奶整体受需求端影响收入略有承压，但降幅持续收窄。2) 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%。西南区域大本营“四川乳业”经改革调整，25H1 收入实现正增长；25H1 华东区域高端品牌“朝日唯品”表现良好，收入同比实现双位数增长。3) 分渠道看，25H1 直营/经销渠道分别实现营收 33.87/ 17.26 亿元，同比+22.96%/-18.75%。直营渠道增长较快主要系公司积极开拓会员店/零食量贩等新渠道，山姆等渠道持续带来新增量。公司 D2C 渠道布局顺利，电商渠道 25H1 实现营收 5.95 亿元，同比+15.41%。

成本结构优化提升毛利率，盈利能力持续增强。毛利率方面，25H1/25Q2 公司毛利率分别为 30.02%/30.49%，25Q2 同比+1.40pcts，环比+0.99pcts。主要系低温品类的毛利率高于常温品类，低温品类收入占比提升带动整体毛利率提高。**费用端**，25H1/25Q2 销售费用率分别为 16.43%/15.90%，25Q2 同比+0.69pcts，环比-1.11pcts。主要系公司推进全国化大单品布局带来的费用投入增加。25H1/25Q2 管理费用率分别为 3.22%/2.93%，25Q2 同比-0.94pcts，环比-0.61pcts。主要系管理费用中的修理费科目调整至营业成本科目。**综合来看**，25H1/25Q2 公司归母净利率分别为 7.18%/9.08%，25Q2 同比+1.56pcts，环比+4.00pcts；公司盈利能力实现进一步提升。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司低温业务增势良好，持续提升盈利能力，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 7.12/8.49/9.78 亿元（较前次上调 3.5%/4.2%/5.0%），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.83/0.99/1.14 元，当前股价对应 P/E 分别为 24/20/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：动销恢复低于预期，原材料成本波动，核心产品增长不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,987	10,665	11,137	11,824	12,523
营业收入增长率	9.80%	-2.93%	4.42%	6.16%	5.91%
归母净利润（百万元）	431	538	712	849	978
归母净利润增长率	19.18%	24.80%	32.43%	19.30%	15.13%
EPS（元）	0.50	0.62	0.83	0.99	1.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.85%	17.60%	19.51%	20.79%	21.33%
P/E	40	32	24	20	17
P/B	6.7	5.6	4.7	4.2	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29；注：2023 年股本为 8.66 亿股，2024-2027 年股本为 8.61 亿股

买入（维持）

当前价：19.77 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

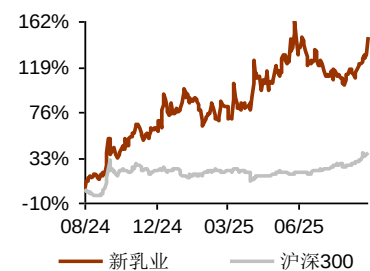
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.61
总市值(亿元):	170.16
一年最低/最高(元):	8.67/21.19
近 3 月换手率:	70.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.61	-21.27	79.44
绝对	19.17	-3.83	117.99

资料来源：Wind

相关研报

原奶红利有望延续，结构升级拉升盈利能力——新乳业（002946.SZ）跟踪点评（2025-06-30）
低温业务增势良好，盈利能力持续提升——新乳业（002946.SZ）2024 年报及 2025 年一季报点评（2025-05-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,987	10,665	11,137	11,824	12,523
营业成本	8,035	7,641	7,902	8,351	8,790
折旧和摊销	459	451	482	518	555
税金及附加	52	53	55	59	62
销售费用	1,678	1,659	1,766	1,886	1,986
管理费用	470	381	363	385	408
研发费用	47	49	51	54	65
财务费用	162	101	52	44	40
投资收益	6	-3	0	0	0
营业利润	508	680	884	1,045	1,196
利润总额	509	643	848	1,009	1,159
所得税	71	94	124	147	169
净利润	438	549	724	861	990
少数股东损益	7	12	12	12	12
归属母公司净利润	431	538	712	849	978
EPS(元)	0.50	0.62	0.83	0.99	1.14

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,557	1,491	1,172	1,316	1,368
净利润	431	538	712	849	978
折旧摊销	459	451	482	518	555
净营运资金增加	-260	-161	128	155	266
其他	927	663	-149	-206	-431
投资活动产生现金流	-587	-568	-578	-625	-575
净资本支出	-644	-578	-600	-600	-550
长期投资变化	538	515	0	0	0
其他资产变化	-481	-505	22	-25	-25
融资活动现金流	-946	-971	-506	-655	-750
股本变化	-1	-5	0	0	0
债务净变化	-636	-641	-336	-199	-230
无息负债变化	111	78	-38	-11	-21
净现金流	15	-47	88	36	43

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.9%	28.4%	29.0%	29.4%	29.8%
EBITDA 率	11.4%	14.0%	14.2%	14.4%	14.9%
EBIT 率	7.2%	9.7%	9.9%	10.0%	10.4%
税前净利润率	4.6%	6.0%	7.6%	8.5%	9.3%
归母净利润率	3.9%	5.0%	6.4%	7.2%	7.8%
ROA	4.9%	6.2%	7.9%	9.2%	10.3%
ROE (摊薄)	16.8%	17.6%	19.5%	20.8%	21.3%
经营性 ROIC	12.9%	17.7%	18.2%	18.8%	19.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	70%	65%	59%	55%	51%
流动比率	0.50	0.54	0.60	0.66	0.78
速动比率	0.32	0.34	0.39	0.43	0.51
归母权益/有息债务	0.70	1.01	1.35	1.63	2.02
有形资产/有息债务	1.96	2.36	2.76	3.09	3.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,938	8,879	9,111	9,350	9,608
货币资金	440	396	484	520	564
交易性金融资产	52	148	148	171	195
应收账款	604	608	635	674	773
应收票据	6	2	4	7	7
其他应收款 (合计)	101	33	34	36	39
存货	712	742	767	811	897
其他流动资产	6	20	20	20	20
流动资产合计	2,002	1,998	2,156	2,323	2,591
其他权益工具	480	570	570	570	570
长期股权投资	538	515	515	515	515
固定资产	2,883	2,913	2,921	2,943	2,897
在建工程	89	35	93	106	108
无形资产	681	662	618	577	538
商誉	1,003	1,003	1,003	1,003	1,003
其他非流动资产	97	28	28	28	28
非流动资产合计	6,936	6,881	6,955	7,027	7,017
总负债	6,299	5,736	5,363	5,152	4,901
短期借款	916	371	328	270	160
应付账款	925	991	946	916	876
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	44	44	44	44
流动负债合计	4,018	3,731	3,607	3,497	3,326
长期借款	1,367	1,077	827	727	647
应付债券	699	725	725	725	725
其他非流动负债	135	110	110	110	110
非流动负债合计	2,280	2,006	1,756	1,656	1,576
股东权益	2,639	3,142	3,748	4,197	4,707
股本	866	861	861	861	861
公积金	635	674	745	830	928
未分配利润	1,721	2,047	2,447	2,850	3,299
归属母公司权益	2,557	3,055	3,649	4,087	4,584
少数股东权益	82	87	99	111	122

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.28%	15.56%	15.86%	15.95%	15.86%
管理费用率	4.28%	3.57%	3.26%	3.26%	3.26%
财务费用率	1.47%	0.95%	0.47%	0.37%	0.32%
研发费用率	0.43%	0.46%	0.46%	0.46%	0.52%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.15	0.28	0.42	0.50	0.63
每股经营现金流	1.80	1.73	1.36	1.53	1.59
每股净资产	2.95	3.55	4.24	4.75	5.33
每股销售收入	12.69	12.39	12.94	13.74	14.55

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	40	32	24	20	17
PB	6.7	5.6	4.7	4.2	3.7
EV/EBITDA	16.4	13.2	12.1	11.1	10.1
股息率	0.8%	1.4%	2.1%	2.5%	3.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP