

新乳业 (002946.SZ)

2026年03月25日

净利率提升节奏超前，分红提升股东回报

——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）

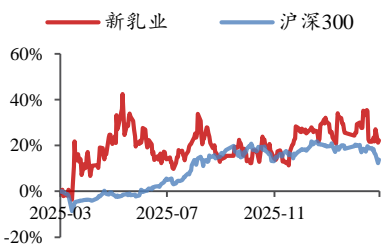
zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790525080001

日期	2026/3/24
当前股价(元)	17.99
一年最高最低(元)	21.49/13.94
总市值(亿元)	154.84
流通市值(亿元)	153.04
总股本(亿股)	8.61
流通股本(亿股)	8.51
近3个月换手率(%)	46.97

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《低温品类快速增长，盈利能力稳步提升—公司信息更新报告》-2025.11.3
 《2025Q2 利润超预期，产品结构持续优化—公司信息更新报告》-2025.8.31
 《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

● 2025Q4 公司业绩亮眼，维持“增持”评级

公司发布 2025 年度报告。2025 年实现收入 112.3 亿元，同比+5.3%；归母净利润 7.31 亿元，同比+36.0%。单 Q4 实现收入 28.0 亿元，同比+11.3%；归母净利润 1.08 亿元，同比+69.3%，业绩亮眼、再超预期。公司深耕低温奶赛道，产品创新、供应链响应、渠道下沉、品牌优势显著，结构优化驱动盈利提升逻辑持续验证。基于此，我们略上调 2026-2027 年归母净利润至 8.65、9.75（原值 8.51、9.41）亿元，新增 2028 年归母净利润为 11.01 亿元，EPS 为 1.00、1.13、1.28 元，当前股价对应 PE 为 17.9、15.9、14.1 倍。同时公司拟每 10 股派发现金红利 3.8 元，2025 年累计分红率达 53%，努力提升股东回报，维持“增持”评级。

● 低温品类快速增长，子公司经营改善显著

分产品看，2025 年液奶/奶粉/其他同比分别+6.7%/+21.6%/-14.0%，其中液态奶量/价同比分别+6.4%/+0.2%。分板块看，低温表现持续亮眼，在高端鲜奶、“今日鲜奶铺”双位数增长，特色酸奶同增超 30%的推动下，2025 年低温鲜奶和低温酸奶均录得双位数增长，新品收入占比保持双位数。区域方面，西南收入转正；受益于唯品高速增长，华东收入同比+15%。子公司方面，川乳、夏进、琴牌同比均实现正增，净利率水平也同步提升，改革效果显著。渠道方面，DTC 占比稳步攀升并引领增长，直销收入占比提升至 63.8%。公司坚持“鲜酸双强”策略、加大产品创新，同时持续改善常温品类经营，未来有望保持稳健增长。

● 净利率提升节奏超前，业务结构优化继续支撑盈利改善

2025Q4 公司实现毛利率 28.3% (YoY+2.3pct)，毛利率与管理费用率的差额同比+0.2pct，或主因产品结构优化。2025Q4 销售费用率 16.5% (YoY+1.9pct)，主因公司为品牌建设增加了广告宣传投入，财务费用率 0.6% (YoY-0.3pct) 持续压降。同时，由于生物资产减值损失大幅减少，资产减值损失改善 3483 万元。基于此，2025 年/2025Q4 归母净利润率 6.5% (YoY+1.5pct) /3.9% (YoY+1.3pct)，净利率提升节奏超前于五年战略规划，再次验证公司优秀的盈利提升能力。展望未来，预计 2026 年奶价磨底至下半年企稳，同时业务结构优化已成为盈利改善核心动力，费用端基本平稳，公司净利率有望继续稳步提升。

● 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,665	11,233	11,891,609		13,394
YOY(%)	-2.9	5.3	5.9	6.0	6.2
归母净利润(百万元)	538	731	865	975	1,101
YOY(%)	24.8	36.0	18.3	12.7	12.9
毛利率(%)	28.4	29.2	29.6	30.0	30.4
净利率(%)	5.0	6.5	7.3	7.7	8.2
ROE(%)	17.5	19.0	18.2	17.4	16.7
EPS(摊薄/元)	0.62	0.85	1.00	1.13	1.28
P/E(倍)	28.8	21.2	17.9	15.9	14.1
P/B(倍)	5.2	4.1	3.3	2.8	2.4

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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1998	2057	2181	2804	3959
现金	396	355	376	910	1969
应收票据及应收账款	610	651	675	746	756
其他应收款	33	74	39	81	47
预付账款	46	36	51	41	57
存货	742	717	817	802	908
其他流动资产	171	223	223	223	223
非流动资产	6881	7078	6931	6755	6555
长期投资	515	506	504	501	503
固定资产	3881	3788	3673	3553	3429
无形资产	662	570	535	478	402
其他非流动资产	1822	2214	2219	2223	2221
资产总计	8879	9135	9112	9559	10515
流动负债	3731	4421	3671	3386	3492
短期借款	371	444	824	444	444
应付票据及应付账款	991	932	1099	1058	1200
其他流动负债	2369	3045	1748	1883	1847
非流动负债	2006	742	584	420	252
长期借款	1803	564	406	243	74
其他非流动负债	203	178	178	178	178
负债合计	5736	5163	4255	3806	3743
少数股东权益	87	76	96	121	151
股本	861	861	861	861	861
资本公积	523	520	520	520	520
留存收益	2198	2624	3308	4076	4964
归属母公司股东权益	3055	3896	4761	5631	6620
负债和股东权益	8879	9135	9112	9559	10515

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1491	1510	1407	1521	1673
净利润	549	754	885	1000	1131
折旧摊销	456	457	397	414	439
财务费用	101	78	82	87	93
投资损失	3	-28	-10	-12	-17
营运资金变动	182	82	21	11	11
其他经营现金流	200	166	32	21	16
投资活动现金流	-568	-485	-272	-251	-240
资本支出	666	605	251	241	238
长期投资	-70	-105	2	3	-2
其他投资现金流	168	225	-22	-13	-1
筹资活动现金流	-971	-1090	-1494	-355	-374
短期借款	-544	73	380	-380	0
长期借款	-263	-1239	-157	-164	-169
普通股增加	-5	0	0	0	0
资本公积增加	-43	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-115	79	-1717	189	-205
现金净增加额	-47	-66	-359	915	1059

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10665	11233	11891	12609	13394
营业成本	7641	7955	8365	8829	9323
营业税金及附加	53	60	59	64	69
营业费用	1659	1810	1891	2005	2130
管理费用	381	357	392	416	442
研发费用	49	50	63	67	71
财务费用	101	78	82	87	93
资产减值损失	-98	-63	-40	-20	-20
其他收益	54	54	57	55	55
公允价值变动收益	24	5	17	15	12
投资净收益	-3	28	10	12	17
资产处置收益	-87	-97	-50	-40	-30
营业利润	680	853	1033	1167	1303
营业外收入	11	11	10	11	11
营业外支出	47	13	23	28	21
利润总额	643	850	1020	1150	1293
所得税	94	96	136	150	162
净利润	549	754	885	1000	1131
少数股东损益	12	23	20	25	30
归属母公司净利润	538	731	865	975	1101
EBITDA	1229	1361	1464	1596	1724
EPS(元)	0.62	0.85	1.00	1.13	1.28

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-2.9	5.3	5.9	6.0	6.2
营业利润(%)	33.9	25.4	21.2	13.0	11.7
归属于母公司净利润(%)	24.8	36.0	18.3	12.7	12.9
获利能力					
毛利率(%)	28.4	29.2	29.6	30.0	30.4
净利率(%)	5.0	6.5	7.3	7.7	8.2
ROE(%)	17.5	19.0	18.2	17.4	16.7
ROIC(%)	10.6	12.6	14.9	15.7	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	64.6	56.5	46.7	39.8	35.6
净负债比率(%)	87.9	53.5	22.1	-0.1	-18.2
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.6	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3
应收账款周转率	17.6	17.9	18.0	17.8	17.9
应付账款周转率	8.0	8.3	8.3	8.2	8.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.85	1.00	1.13	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	1.75	1.63	1.77	1.94
每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.41	5.42	6.43	7.58
估值比率					
P/E	28.8	21.2	17.9	15.9	14.1
P/B	5.2	4.1	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	14.8	12.8	11.2	9.6	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

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时请及时删除并删除。

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