

# 新乳业 (002946.SZ)

## 2025年四季度营收增长提速，盈利延续提升

优于大市

### 核心观点

公司发布 2025 年年报。2025 年实现营收 112.33 亿元，同比+5.33%；归母净利润 7.31 亿元，同比+35.98%；扣非归母净利润 7.74 亿元，同比+33.76%；25 年 Q4 实现营收 28 亿元，同比+11.28%；归母净利润 1.08 亿元，同比+69.29%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比+76.99%。

预计低温延续双位数增长，常温转正，2025Q4 营收环比提速。分产品看，液体乳/奶粉/其他产品 25 年实现收入 105/0.9/6.5 亿元，同比+6.7%/21.6%/-14%，2025H2 收入分别同比+8.7%/11.3%/-12.3%。其中，2025Q4 营收同比+11.3%（2025Q3 收入同比+4.4%），预计低温奶延续双位数增长，常温奶经历产品渠道调整后转正。考虑到液奶行业需求仍相对疲软，同时 2025Q4 存在春节错期，新乳业液奶双位数增长彰显韧性。

产品结构升级、减值损失收窄，2025Q4 净利率同比提升 1.55pcts。2025 年毛利率 29.2% (+0.8pct)，净利率 6.7% (+1.6pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.1%/3.2%/0.4%/0.7%，同比+0.6/-0.4/持平/-0.3pct。单看 2025Q4，考虑到 2024Q4 会计准则调整（管理费率中的修理费调整至毛利率项目），2025Q4 毛利率-管理费用率同比提升 0.17pcts，表明成本红利收窄后，产品结构优化仍是盈利提升抓手；2025Q4 销售费用率 16.55%、同比+1.87pcts，预计主要系为加强品牌建设增加广宣投入；此外，因计提牛只生物资产减值损失减少等因素，2025Q4 资产减值损失 4356 万元，占营收比重为 1.56%、同比-2.28pct，同时公允价值变动收益/营业外支出占收入比重分别同比-0.9pcts/-0.79pct，最终 25Q4 净利率为 4.04%，同比大幅+1.55pcts。

投资建议：考虑到 2025 第四季度业绩略超预期，我们小幅上调此前盈利预测。我们略上调此前盈利预测，并引入 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 119.2/125.7/132.6 亿元（2026-2027 年前预测值为 117.9/124.3 亿元），同比增长 6.1%/5.5%/5.5%；2026-2028 年公司实现归母净利润 8.54/9.83/11.09 亿元（2026-2027 年前预测值为 8.45/9.54 亿元），同比增长 16.8%/15.0%/12.9%；实现 EPS0.99/1.14/1.29 元；当前股价对应 PE 分别为 18.4/16.0/14.1 倍，公司是乳制品稀缺的成长性企业，盈利提升持续兑现，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧、低温品类推广不及预期、原材料及物流成本压力、产品质量与食品安全等。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,665	11,233	11,915	12,567	13,258
(+/-%)	-2.9%	5.3%	6.1%	5.5%	5.5%
归母净利润(百万元)	538	731	854	983	1109
(+/-%)	24.8%	36.0%	16.8%	15.0%	12.9%
每股收益(元)	0.62	0.85	0.99	1.14	1.29
EBIT Margin	8.3%	8.9%	9.0%	9.2%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	18.8%	18.2%	16.6%	15.3%
市盈率 (PE)	29.2	21.5	18.37	15.97	14.1
EV/EBITDA	16.1	14.4	15.4	14.7	13.6
市净率 (PB)	5.14	4.03	3.35	2.65	2.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·饮料乳品

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn chaisusu@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980524080003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	24.00 - 25.00 元
收盘价	18.23 元
总市值/流通市值	15690/0 百万元
52 周最高价/最低价	21.49/15.86 元
近 3 个月日均成交额	131.63 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

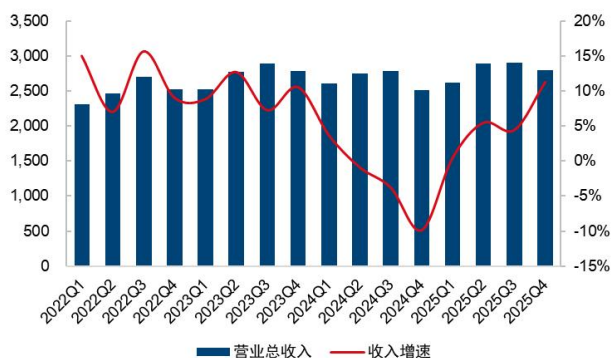
《新乳业 (002946.SZ) - 低温奶行业优势企业，卡位新鲜差异化竞争》——2026-03-06

**公司发布 2025 年年报。**2025 年实现营收 112.33 亿元，同比+5.33%；归母净利润 7.31 亿元，同比+35.98%；扣非归母净利润 7.74 亿元，同比+33.76%；25 年 Q4 实现营收 28 亿元，同比+11.28%；归母净利润 1.08 亿元，同比+69.29%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比+76.99%。

**预计低温延续双位数增长，常温转正，2025Q4 营收环比提速。**分产品看，液体乳/奶粉/其他产品 25 年实现收入 105/0.9/6.5 亿元，同比+6.7%/21.6%/-14%，2025H2 收入分别同比+8.7%/11.3%/-12.3%。其中，2025Q4 营收同比+11.3%（2025Q3 收入同比+4.4%），预计低温奶延续双位数增长，常温奶经历产品渠道调整后转正。考虑到液奶行业需求仍相对疲软，同时 2025Q4 存在春节错期，新乳业液奶双位数增长彰显韧性。

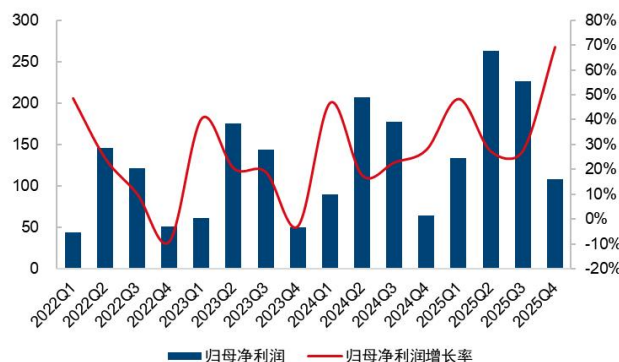
**产品结构升级、减值损失收窄，2025Q4 净利率同比提升 1.55pcts。**2025 年毛利率 29.2% (+0.8pct)，净利率 6.7% (+1.6pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.1%/3.2%/0.4%/0.7%，同比+0.6/-0.4/持平/-0.3pct。单看 2025Q4，考虑到 2024Q4 会计准则调整（管理费率中的修理费调整至毛利率项目），2025Q4 毛利率-管理费用率同比提升 0.17pcts，表明成本红利收窄后，产品结构优化仍是盈利提升抓手；225Q4 销售费用率 16.55%、同比+1.87pcts，预计主要系为加强品牌建设增加广宣投入；此外，因计提牛只生物资产减值损失减少等因素，2025Q4 资产减值损失 4356 万元，占营收比重为 1.56%、同比-2.28pct，同时公允价值变动收益/营业外支出占收入比重分别同比-0.9pcts/-0.79pct，最终 25Q4 净利率为 4.04%，同比大幅+1.55pcts。

图1：新乳业单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



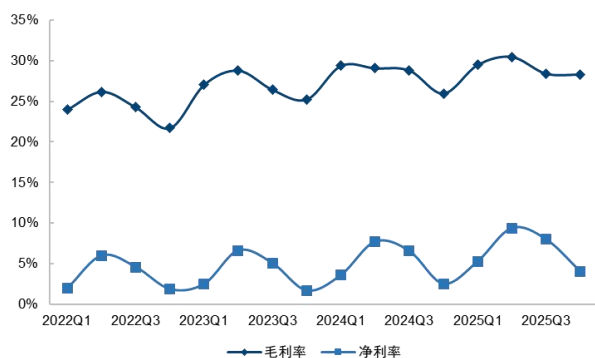
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新乳业单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



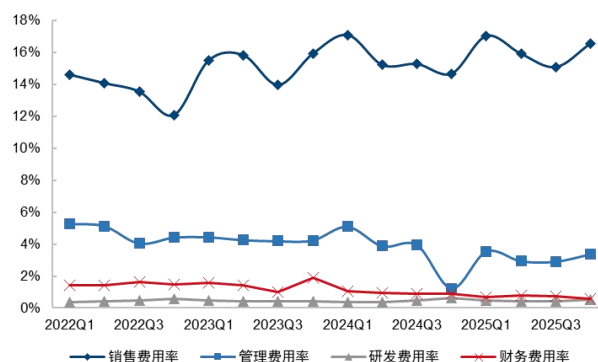
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新乳业单季度毛利率与净利率情况



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图4：新乳业单季度费用率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

**投资建议：投资建议：考虑到 2025 第四季度业绩略超预期，我们小幅上调此前盈利预测。**我们略上调此前盈利预测，并引入 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 119.2/125.7/132.6 亿元（2026-2027 年前预测值为 117.9/124.3 亿元），同比增长 6.1%/5.5%/5.5%；2026-2028 年公司实现归母净利润 8.54/9.83/11.09 亿元（2026-2027 年前预测值为 8.45/9.54 亿元），同比增长 16.8%/15.0%/12.9%；实现 EPS0.99/1.14/1.29 元；当前股价对应 PE 分别为 18.4/16.0/14.1 倍，公司是乳制品稀缺的成长性企业，盈利提升持续兑现，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11,789	12,432	-	11,915	12,567	13,258	126	135	-
收入同比增速%	6.00%	5.50%	-	6.1%	5.5%	5.5%	0.1%	0.0%	-
毛利率%	28.73%	28.95%	-	28.80%	28.68%	28.76%	0.1%	-0.3%	-
销售费用率%	15.56%	15.45%	-	15.72%	15.56%	15.25%	0.2%	0.1%	-
净利率%	7.17%	7.67%	-	7.17%	7.82%	8.37%	0.0%	0.1%	-
归母净利润（百万元）	845	954	-	854	983	1109	9	29	-
归母净利润同比增速%	15.00%	12.90%	-	16.8%	15.0%	12.9%	1.8%	2.1%	-
EPS（元）	0.98	1.11	-	0.99	1.14	1.29	0.01	0.03	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2026 年 4 月 10 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (CNY)	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
002946.SZ	新乳业	21.46	18.49	0.99	1.14	18.38	15.97	157	优于大市
600887.SH	伊利股份	20.64	26.14	1.9	2.06	13.76	12.69	1,653	优于大市
2319.HK	蒙牛乳业	38.45	14.86	1.28	1.43	11.61	10.39	658	-
600882.SH	妙可蓝多	87.34	19.12	0.67	0.91	28.54	21.01	98	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，蒙牛乳业、妙可蓝多为 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	396	355	1268	2523	3981	营业收入	10665	11233	11915	12567	13258
应收款项	643	725	751	792	835	营业成本	7641	7955	8483	8962	9445
存货净额	742	717	744	786	828	营业税金及附加	53	60	63	67	72
其他流动资产	66	42	155	163	172	销售费用	1659	1810	1873	1955	2022
<b>流动资产合计</b>	<b>1998</b>	<b>2057</b>	<b>3017</b>	<b>4364</b>	<b>5917</b>	管理费用	381	357	370	376	389
固定资产	2948	2814	3115	3531	3808	研发费用	49	50	48	56	53
无形资产及其他	662	570	551	533	515	财务费用	101	78	58	44	21
投资性房地产	2755	3188	3381	3554	3736	投资收益	(3)	28	28	28	28
长期股权投资	515	506	531	559	589	资产减值及公允价值变动	(89)	(61)	(35)	(30)	(27)
<b>资产总计</b>	<b>8879</b>	<b>9135</b>	<b>10596</b>	<b>12541</b>	<b>14566</b>	其他收入	(59)	(89)	(24)	(13)	(11)
短期借款及交易性金融负债	1235	1812	2412	2912	3412	营业利润	680	853	1036	1147	1300
应付款项	991	932	976	1031	1087	营业外净收支	(37)	(2)	(4)	(5)	(10)
其他流动负债	1505	1677	1606	1691	1776	<b>利润总额</b>	<b>643</b>	<b>850</b>	<b>1032</b>	<b>1142</b>	<b>1290</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3731</b>	<b>4421</b>	<b>4994</b>	<b>5634</b>	<b>6274</b>	所得税费用	94	96	151	129	145
长期借款及应付债券	1803	564	594	624	654	少数股东损益	12	23	27	31	35
其他长期负债	203	178	214	225	237	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>538</b>	<b>731</b>	<b>854</b>	<b>983</b>	<b>1109</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>2006</b>	<b>742</b>	<b>808</b>	<b>849</b>	<b>891</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5736</b>	<b>5163</b>	<b>5802</b>	<b>6484</b>	<b>7165</b>	净利润	538	731	854	983	1109
少数股东权益	87	76	104	135	170	资产减值准备	81	(35)	64	19	16
股东权益	3055	3896	4690	5923	7231	折旧摊销	451	451	319	354	398
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8879</b>	<b>9135</b>	<b>10596</b>	<b>12541</b>	<b>14566</b>	公允价值变动损失	89	61	35	30	27
						财务费用	101	78	58	44	21
						营运资本变动	209	(414)	(92)	79	72
						其它	124	716	232	281	288
						<b>经营活动现金流</b>	<b>1491</b>	<b>1510</b>	<b>1412</b>	<b>1745</b>	<b>1910</b>
						资本开支	(666)	(605)	(700)	(800)	(700)
						其它投资现金流	98	120	305	185	183
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(568)</b>	<b>(485)</b>	<b>(395)</b>	<b>(615)</b>	<b>(517)</b>
						权益性融资	0	0	0	0	0
						长期贷款增加	(289)	(513)	0	0	0
						支付股利、利息	(230)	(335)	(734)	(404)	(465)
						其它融资现金流	(451)	(241)	630	530	530
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(971)</b>	<b>(1090)</b>	<b>(104)</b>	<b>126</b>	<b>65</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(43)</b>	<b>(42)</b>	<b>913</b>	<b>1256</b>	<b>1458</b>
						货币资金的期初余额	440	396	355	1268	2523
						货币资金的期末余额	396	355	1268	2523	3981
						企业自由现金流	748	321	483	654	904
						权益自由现金流	474	1799	2263	1115	1385

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032