

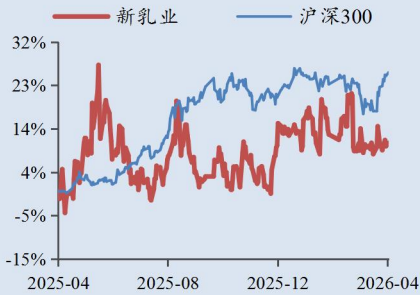
公司业绩增速亮眼，盈利能力稳健提升

——新乳业（002946.SZ）2025 年报业绩点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2026年04月20日

当前价格（元）	18.20
52周价格区间（元）	15.86-21.49
总市值（百万元）	15,664.32
流通市值（百万元）	15,482.85
总股本（万股）	86,067.72
流通股（万股）	85,070.60
近一月换手（%）	15.19

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

相关阅读

《新乳业（002946.SZ）公司研究深度报告：“鲜立方”引领，做强低温布局全国——新乳业（002946.SZ）公司研究深度报告》2024.12.27

事件：

新乳业发布 2025 年报。公司实现营业收入 112.33 亿元，同比增长 5.33%；归母净利润 7.31 亿元，同比增长 35.98%；扣非归母净利润为 7.74 亿元，同比增长 33.76%。

观点：

- 公司业绩增速亮眼，液体乳是公司营收增长的主要来源，奶粉营收增速居前。分品类来看，液体乳/奶粉/其他 2025 年分别实现营收 104.95 亿元/0.87 亿元/6.52 亿元，同比增长 6.70%/21.56%/-14.01%，液体乳占公司营收的比重为 93.43%；分区域来看，西南/华东/华北/西北/其他区域分别实现营收 38.30 亿元/35.24 亿元/9.18 亿元/12.66 亿元/16.95 亿元，同比变化分别为 0.04%/14.95%/-0.05%/0.00%/7.14%，华东区域营收增速较快，占整体收入的 31.37%，对公司营收增长贡献显著；分销售模式来看，直销模式/经销模式/其他分别实现收入 71.63 亿元/34.18 亿元/6.52 亿元，同比变化 15.07%/-7.17%/-14.01%，公司直销模式营收增速居前。
- 公司毛利率和净利率提升，盈利能力增强。2025 年公司实现毛利率 29.18%，同比提升 0.82pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 16.11%/3.18%/0.69%，同比变化 0.55pct/-0.39pct/-0.25pct，净利率为 6.72%，同比提升 1.56pct，费用端来看，销售费用率小幅抬升 0.55pct，整体费用投放保持稳定；财务费用率同比收窄，费用管控效率优化，盈利质量持续提升。
- 公司不断加强产品创新、品牌建设和运营效率，市场份额不断增加，企业经营质量提升。公司坚持“鲜立方战略”，以“科技营养食品企业”为发展定位，以“新鲜、新潮、新科技”为品牌调性，突出“鲜价值”为核心的产品策略，以低温鲜奶、低温特色酸奶产品为主导，重视产品创新，持续培育战略品类；以 DTC 模式为重要增长引擎，主动拥抱渠道变革和融合；通过分布经营、区域深耕的方式，专注核心区域和核心市场，提升各区域市场的份额和品牌影响力。依托稳定优质的奶源布局、新鲜健康美味的产品、高效的冷链配送体系、细致的渠道管理，不断强化生物科技和数字科技能力，打造企业的鲜能力和差异化竞争力。
- 盈利预测及投资评级：我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 120.07 亿元/129.08 亿元/138.79 亿元（2026 年前值为 130.26

亿元)，同比增长 6.88%/7.50%/7.53%；归母净利润分别为 8.80 亿元/10.39 亿元/12.11 亿元（2026 年前值为 7.99 亿元），同比增长 20.30%/18.10%/16.57%，对应 2026 年 4 月 20 日收盘价，PE 分别为 17.8x/15.1x/12.9x，我们维持公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**食品安全风险、消费复苏不及预期风险、原材料成本风险、业绩增速不及预期风险、行业竞争加剧的风险、第三方数据统计偏差风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,665	11,233	12,007	12,908	13,879
增长率（%）	-2.93	5.33	6.88	7.50	7.53
归母净利润（百万元）	538	731	880	1,039	1,211
增长率（%）	24.80	35.98	20.30	18.10	16.57
ROE（%）	17.49	18.99	19.93	20.23	20.09
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.62	0.85	1.02	1.21	1.41
市盈率（P/E）	29.0	29.7	17.8	15.1	12.9
市净率（P/B）	4.3	4.5	3.6	3.1	2.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,998	2,057	2,236	2,330	3,474
现金	396	355	379	408	1,372
应收票据及应收账款	610	651	709	746	822
其他应收款	33	74	40	83	50
预付账款	46	36	52	42	59
存货	742	717	832	827	949
其他流动资产	171	223	223	223	223
非流动资产	6,881	7,078	6,959	6,839	6,692
长期股权投资	515	506	506	506	506
固定资产	3,881	3,788	3,712	3,649	3,577
无形资产	662	570	535	478	402
其他非流动资产	1,822	2,214	2,206	2,206	2,207
资产总计	8,879	9,135	9,194	9,169	10,166
流动负债	3,731	4,421	4,049	3,427	3,656
短期借款	371	444	1,133	460	444
应付票据及应付账款	991	932	1,152	1,057	1,319
其他流动负债	2,369	3,045	1,764	1,911	1,892
非流动负债	2,006	742	592	444	291
长期借款	1,803	564	414	266	113
其他非流动负债	203	178	178	178	178
负债合计	5,736	5,163	4,641	3,871	3,946
少数股东权益	87	76	104	138	176
股本	861	861	861	861	861
资本公积	523	520	520	520	520
留存收益	2,198	2,624	3,125	3,718	4,408
归属母公司股东权益	3,055	3,896	4,448	5,160	6,044
负债和股东权益	8,879	9,135	9,194	9,169	10,166

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,491	1,510	1,445	1,575	1,851
净利润	549	754	908	1,072	1,250
折旧摊销	456	457	399	420	448
财务费用	101	78	35	32	26
投资损失	3	-28	-28	-28	-28
营运资金变动	182	82	-26	-84	-12
其他经营现金流	200	166	157	162	167
投资活动现金流	-568	-485	-343	-366	-365
资本支出	666	605	279	301	301
长期投资	-70	-105	0	0	0
其他投资现金流	168	225	-64	-64	-64
筹资活动现金流	-971	-1,090	-1,766	-507	-507
短期借款	-544	73	689	-674	-15
长期借款	-263	-1,239	-150	-148	-154
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	-2,305	315	-338
现金净增加额	-47	-66	-665	702	979

利润表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,665	11,233	12,007	12,908	13,879
营业成本	7,641	7,955	8,448	9,047	9,683
税金及附加	53	60	64	68	74
销售费用	1,659	1,810	1,921	2,001	2,096
管理费用	381	357	384	410	441
研发费用	49	50	55	58	63
财务费用	101	78	35	32	26
资产和信用减值损失	-89	-61	-65	-70	-75
其他收益	54	54	54	54	54
公允价值变动收益	24	5	5	5	5
投资净收益	-3	28	28	28	28
资产处置收益	-87	-97	-97	-97	-97
营业利润	680	853	1,025	1,210	1,410
营业外收入	11	11	11	11	11
营业外支出	47	13	13	13	13
利润总额	643	850	1,023	1,208	1,408
所得税	94	96	115	136	158
净利润	549	754	908	1,072	1,250
少数股东损益	12	23	28	33	39
归属母公司净利润	538	731	880	1,039	1,211
EBITDA	1,214	1,391	1,462	1,667	1,889
EPS (元)	0.62	0.85	1.02	1.21	1.41

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	-2.93	5.33	6.88	7.50	7.53
营业利润同比增速(%)	33.89	25.37	20.24	18.06	16.54
归属于母公司净利润同比增速(%)	24.80	35.98	20.30	18.10	16.57
获利能力					
毛利率(%)	28.36	29.18	29.64	29.91	30.23
净利率(%)	5.15	6.72	7.56	8.30	9.00
ROE(%)	17.49	18.99	19.93	20.23	20.09
ROIC(%)	10.41	13.00	15.19	18.13	18.76
偿债能力					
资产负债率(%)	64.61	56.51	50.48	42.22	38.82
净负债比率(%)	87.89	53.52	30.45	10.12	-9.59
流动比率	0.54	0.47	0.55	0.68	0.95
速动比率	0.32	0.29	0.33	0.42	0.67
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.25	1.31	1.41	1.44
应收账款周转率	17.60	17.89	17.74	17.82	17.78
应付账款周转率	7.98	8.31	8.14	8.23	8.19
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.85	1.02	1.21	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	1.75	1.68	1.83	2.15
每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.41	5.06	5.88	6.91
估值比率					
P/E	29.0	29.7	17.8	15.1	12.9
P/B	4.3	4.5	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	15.13	12.69	11.59	9.67	7.96

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046