

新乳业 (002946.SZ)

强烈推荐 (维持)

低温延续增长，盈利能力再提升

公司 26Q1 收入/归母净利润分别同比+8.31%/+39.89%，其中收入端低温业务延续双位数增长势头，常温业务回暖增长预计快于行业。利润受益于毛利率改善+资产处置及投资收益等释放弹性。26 年利润端有望继续受益于结构改善和费用优化。中期看公司奶源+冷链优势强化，低温业务引领增长，通过结构优化，渠道/产品差异化竞争，叠加平台化能力，利润改善的同时，收入加速增长同样可期。考虑到 Q1 利润超预期，我们调整 26-27 年 EPS 分别为 1.0 元、1.08 元，对应 26 年估值 19X，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司 26Q1 收入/归母净利润分别同比+8.31%/+39.89%，利润表现超预期。26 年第一季度公司实现收入 28.43 亿元，同比+8.31%；归母净利润 1.86 亿元，同比+39.89%；扣非归母净利润 1.91 亿元，同比+35.73%。收入增长主要得益于低温业务延续较快增长势头，常温业务同样有所改善，预计实现高个位数增长优于行业，盈利能力持续提升。Q1 公司现金回款 29.73 亿，同比+9.73%，快于收入增速。经营性净现金流 2.86 亿，同比+77.22%，主要系应付账款、存货的跨期变动以及公司盈利能力增强的共同影响。

□ 毛利率改善，资产处置及投资收益带动利润释放。26Q1 公司毛利率 29.97%，同比+0.47pcts；销售费用率 17.13%，同比+0.12pct，管理费用率 3.45%，同比-0.08pcts；财务费用率 0.68%，同比+0.01pct，费用率整体保持稳定。投资收益（受益于联营企业投资收益增加）+资产减值损失（去年同期计提较高资产减值）+资产处置收益（受益于淘牛收益增加）合计贡献 2600 万以上的利润增量，带动公司 26Q1 实现归母净利率 6.56%，同比+1.48pcts，盈利能力持续提升。

□ 26 年展望：结构优化仍是盈利改善主要抓手。25 年公司利润率实现超预期提升，一方面来自低温占比提升业务结构升级，大单品活润规模逼近 10 亿阶段性目标，另一方面奶价在低位+非经损失减少。26 年看，公司坚持“鲜酸双强”品类发展策略和加大产品创新，Q1 低温延续增长，常温业务回暖，全年结构有望继续改善。奶价虽然预期企稳上升，但公司通过费用结构优化+数字化运营，平滑成本上涨。渠道端积极拥抱即时零售、会员店、零食量贩等新业态。预计 26 年收入延续中高个位数增长，利润率持续提升。

□ 投资建议：低温延续增长，盈利能力再提升，维持“强烈推荐”评级。公司 26Q1 收入/归母净利润分别同比+8.31%/+39.89%，其中收入端低温业务延续双位数增长势头，常温业务回暖增长预计快于行业。利润受益于毛利率改善+资产处置及投资收益等释放弹性。26 年利润端有望继续受益于结构改善和费用优化。中期看公司奶源+冷链优势强化，低温业务引领增长，通过结构优化，渠道/产品差异化竞争，叠加平台化能力，利润改善的同时，收入加速增长同样可期。考虑到 Q1 利润超预期，我们调整 26-27 年 EPS 分别为 1.0 元、1.08 元，对应 26 年估值 19X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、行业竞争恶化等

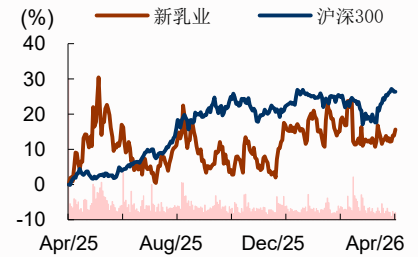
消费品/食品饮料  
目标估值：NA  
当前股价：18.59 元

基础数据

总股本 (百万股)	861
已上市流通股 (百万股)	851
总市值 (十亿元)	16.0
流通市值 (十亿元)	15.8
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	20.0
资产负债率	55.3%
主要股东	Universal Dairy Limited
主要股东持股比例	65.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	12	10
相对表现	-3	10	-16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《新乳业 (002946) —Q4 业绩亮眼，低温驱动成长》2026-03-24
- 2、《新乳业 (002946) —低温延续增长，盈利持续超预期》2025-10-30
- 3、《新乳业 (002946) —低温延续增长，盈利提升超预期》2025-08-28

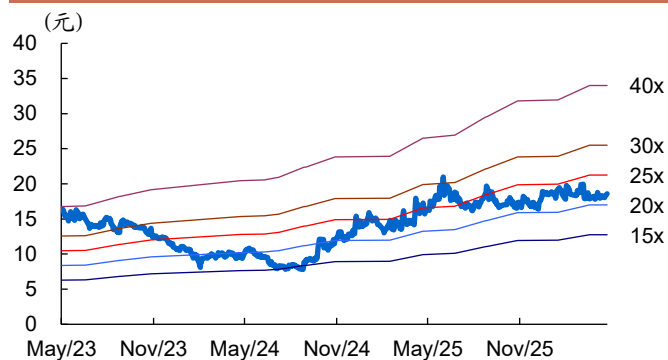
陈书慧 S1090523010003  
 ✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
 任龙 S1090522090003  
 ✉ renlong1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10665	11233	11904	12397	12914
同比增长	-3%	5%	6%	4%	4%
营业利润(百万元)	680	853	999	1084	1154
同比增长	34%	25%	17%	8%	6%
归母净利润(百万元)	538	731	857	929	989
同比增长	25%	36%	17%	8%	6%
每股收益(元)	0.62	0.85	1.00	1.08	1.15
PE	29.8	21.9	18.7	17.2	16.2
PB	5.2	4.1	3.7	3.5	3.0

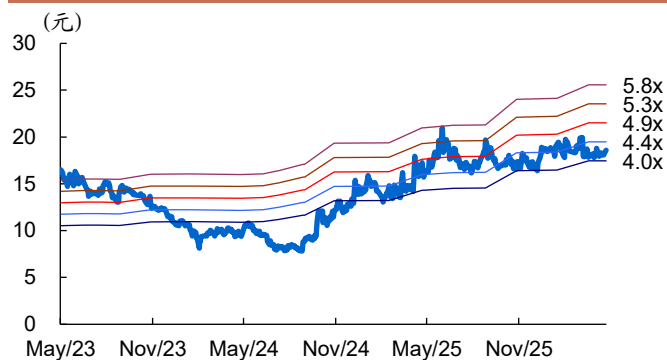
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 新乳业历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 新乳业历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、新乳业（002946）—Q4 业绩亮眼，低温驱动成长》2026-03-24
- 2、《新乳业（002946）—低温延续增长，盈利持续超预期》2025-10-30
- 3、《新乳业（002946）—低温延续增长，盈利提升超预期》2025-08-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1998	2057	1786	1854	2857
现金	396	355	0	0	934
交易性投资	148	213	213	213	213
应收票据	2	3	3	3	4
应收款项	608	648	686	715	745
其它应收款	33	74	79	82	85
存货	742	717	755	790	823
其他	70	46	49	51	53
<b>非流动资产</b>	6881	7078	6719	6400	6118
长期股权投资	515	506	506	506	506
固定资产	2913	2794	2693	2607	2533
无形资产商誉	2633	2556	2300	2070	1863
其他	820	1222	1219	1217	1215
<b>资产总计</b>	<b>8879</b>	<b>9135</b>	<b>8504</b>	<b>8254</b>	<b>8975</b>
<b>流动负债</b>	3731	4421	3371	2851	2809
短期借款	371	444	690	105	0
应付账款	991	932	981	1026	1070
预收账款	409	438	461	482	502
其他	1960	2607	1239	1238	1237
<b>长期负债</b>	2006	742	742	742	742
长期借款	1077	564	564	564	564
其他	928	178	178	178	178
<b>负债合计</b>	<b>5736</b>	<b>5163</b>	<b>4113</b>	<b>3592</b>	<b>3551</b>
股本	861	861	861	861	861
资本公积金	619	616	616	616	616
留存收益	1575	2419	2811	3052	3783
少数股东权益	87	76	104	133	165
归属于母公司所有者权益	3055	3896	4288	4529	5259
<b>负债及权益合计</b>	<b>8879</b>	<b>9135</b>	<b>8504</b>	<b>8254</b>	<b>8975</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1491	1510	1529	1572	1595
净利润	549	754	884	959	1021
折旧摊销	456	457	666	625	589
财务费用	109	89	78	78	78
投资收益	3	(28)	(86)	(86)	(86)
营运资金变动	366	247	(12)	(3)	(6)
其它	7	(10)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(568)	(485)	(220)	(220)	(220)
资本支出	(666)	(605)	(306)	(306)	(306)
其他投资	98	120	86	86	86
<b>筹资活动现金流</b>	(971)	(1090)	(1664)	(1352)	(441)
借款变动	(626)	102	(1122)	(585)	(105)
普通股增加	(5)	0	0	0	0
资本公积增加	5	(3)	0	0	0
股利分配	(260)	(361)	(465)	(689)	(258)
其他	(84)	(827)	(78)	(78)	(78)
<b>现金净增加额</b>	<b>(47)</b>	<b>(65)</b>	<b>(355)</b>	<b>0</b>	<b>934</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	10665	11233	11904	12397	12914
营业成本	7641	7955	8379	8761	9131
营业税金及附加	53	60	63	66	68
营业费用	1659	1810	1924	1985	2068
管理费用	381	357	366	357	346
研发费用	49	50	53	56	58
财务费用	101	78	78	78	78
资产减值损失	(176)	(158)	(128)	(98)	(98)
公允价值变动收益	24	5	5	5	5
其他收益	54	54	54	54	54
投资收益	(3)	28	28	28	28
<b>营业利润</b>	680	853	999	1084	1154
营业外收入	11	11	11	11	11
营业外支出	47	13	13	13	13
<b>利润总额</b>	643	850	997	1081	1151
所得税	94	96	113	123	131
少数股东损益	12	23	27	30	32
<b>归属于母公司净利润</b>	538	731	857	929	989

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-3%	5%	6%	4%	4%
营业利润	34%	25%	17%	8%	6%
归母净利润	25%	36%	17%	8%	6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.4%	29.2%	29.6%	29.3%	29.3%
净利率	5.0%	6.5%	7.2%	7.5%	7.7%
ROE	19.2%	21.0%	20.9%	21.1%	20.2%
ROIC	12.1%	13.9%	15.9%	18.7%	19.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.6%	56.5%	48.4%	43.5%	39.6%
净负债比率	26.0%	26.0%	14.7%	8.1%	6.3%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.7	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5
存货周转率	10.5	10.9	11.4	11.3	11.3
应收账款周转率	17.5	17.8	17.8	17.6	17.6
应付账款周转率	8.0	8.3	8.8	8.7	8.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.62	0.85	1.00	1.08	1.15
每股经营净现金	1.73	1.75	1.78	1.83	1.85
每股净资产	3.55	4.53	4.98	5.26	6.11
每股股利	0.42	0.54	0.80	0.30	1.30
<b>估值比率</b>					
PE	29.8	21.9	18.7	17.2	16.2
PB	5.2	4.1	3.7	3.5	3.0
EV/EBITDA	17.3	15.4	12.0	11.7	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。