

2026年04月28日

常温液奶稳定回正，结构升级贡献业绩超预期

新乳业(002946)

评级:	买入	股票代码:	002946
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(元):	21.11/15.58
目标价格(元):		总市值(亿元)	165.85
最新收盘价(元):	19.27	自由流通市值(亿元)	163.93
		自由流通股数(百万)	850.71

事件概述

公司发布26年一季报，26Q1实现收入28.4亿元，同比+8.3%；归母净利1.9亿元，同比+39.9%；扣非归母净利1.9亿元，同比+35.7%。收入符合市场预期，业绩超过市场预期。

分析判断:

▶ 26Q1 预估主业收入同比双位数以上增长

我们判断26Q1液体乳业务收入同比实现双位数以上增长，环比继续加速，其中预计低温维持双位数以上增长态势，常温预计同比中高个位数增长。因此，在常低温收入环比均有改善的趋势下，规模效应+高毛利低温占比继续提升贡献25Q4毛利率同比+2.3pct，结构改善仍是主要增长引擎。

▶ 低温核心增长引擎+资产减值损失减少贡献业绩超预期

26Q1净利率同比+1.5pct至6.6%，我们认为分别由以下四部分贡献：

1) 毛利率+0.5pct，判断主要来自产品结构和业务毛利率提升，成本维持低位；

2) 资产减值损失减少贡献+0.4pct左右，25Q1计提固定资产和无形资产资产减值，26Q1未发生减值；

3) 所得税结构率降低贡献0.2pct左右，所得税率维持25FY的较低水平，判断主因免税/低税率业务占比提高；

4) 期间费用率贡献0.1pct相对平稳，其中销售/管理/研发/财务费用率分别17.1%/3.5%/0.7%/0.3%，分别同比+0.1/-0.1/持平/-0.1pct。

投资建议

根据公告调整盈利预测，26-28年收入由121.5/130.0/137.7亿元调整至121.0/129.4/137.1亿元；25-26年归母净利润由9.0/10.7/12.4亿元调整至9.0/10.5/11.9亿元；EPS由1.04/1.24/1.44元调整至1.05/1.21/1.38元。2026年4月28日收盘价19.27元对应P/E分别为18/16/14倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,665	11,233	12,101	12,940	13,713
YoY (%)	-2.9%	5.3%	7.7%	6.9%	6.0%
归母净利润(百万元)	538	731	900	1,045	1,189
YoY (%)	24.8%	36.0%	23.0%	16.2%	13.8%
毛利率 (%)	28.4%	29.2%	30.1%	30.8%	31.3%

每股收益(元)	0.62	0.85	1.05	1.21	1.38
ROE (%)	17.6%	18.8%	20.9%	22.0%	22.7%
市盈率	31	23	18	16	14

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11,233	12,101	12,940	13,713	净利润	754	915	1,060	1,204
YoY (%)	5.3%	7.7%	6.9%	6.0%	折旧和摊销	475	355	368	380
营业成本	7,955	8,455	8,959	9,415	营运资金变动	67	-57	38	-85
营业税金及附加	60	61	65	69	经营活动现金流	1,510	1,236	1,491	1,523
销售费用	1,810	1,948	2,070	2,194	资本开支	-465	-399	-319	-279
管理费用	357	399	453	480	投资	-105	150	150	150
财务费用	78	84	65	55	投资活动现金流	-485	-249	-169	-129
研发费用	50	61	65	69	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-63	-25	-25	-25	债务募资	-699	0	0	0
投资收益	28	0	0	0	筹资活动现金流	-1,090	-491	-602	-706
营业利润	853	1,069	1,239	1,407	现金净流量	-66	497	719	688
营业外收支	-2	1	1	1	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	850	1,070	1,240	1,408	成长能力				
所得税	96	155	180	204	营业收入增长率	5.3%	7.7%	6.9%	6.0%
净利润	754	915	1,060	1,204	净利润增长率	36.0%	23.0%	16.2%	13.8%
归属于母公司净利润	731	900	1,045	1,189	盈利能力				
YoY (%)	36.0%	23.0%	16.2%	13.8%	毛利率	29.2%	30.1%	30.8%	31.3%
每股收益(元)	0.85	1.05	1.21	1.38	净利率	6.5%	7.4%	8.1%	8.7%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	8.0%	9.4%	10.5%	11.3%
货币资金	355	852	1,571	2,260	净资产收益率 ROE	18.8%	20.9%	22.0%	22.7%
预付款项	36	34	31	28	偿债能力				
存货	717	833	760	862	流动比率	0.47	0.59	0.74	0.92
其他流动资产	949	913	900	880	速动比率	0.29	0.40	0.56	0.71
流动资产合计	2,057	2,631	3,263	4,029	现金比率	0.08	0.19	0.36	0.52
长期股权投资	506	506	506	506	资产负债率	56.5%	54.1%	51.4%	48.9%
固定资产	2,794	2,717	2,592	2,433	经营效率				
无形资产	570	528	484	441	总资产周转率	1.25	1.29	1.32	1.34
非流动资产合计	7,078	6,948	6,725	6,450	每股指标 (元)				
资产合计	9,135	9,580	9,988	10,480	每股收益	0.85	1.05	1.21	1.38
短期借款	444	444	444	444	每股净资产	4.53	5.00	5.52	6.08
应付账款及票据	932	1,049	941	889	每股经营现金流	1.75	1.44	1.73	1.77
其他流动负债	3,045	2,948	3,006	3,052	每股股利	0.45	0.57	0.70	0.82
流动负债合计	4,421	4,442	4,392	4,385	估值分析				
长期借款	564	564	564	564	PE	22.00	18.44	15.87	13.95
其他长期负债	178	178	178	178	PB	4.09	3.74	3.39	3.08
非流动负债合计	742	742	742	742					
负债合计	5,163	5,183	5,133	5,127					
股本	861	861	861	861					
少数股东权益	76	91	106	121					
股东权益合计	3,972	4,396	4,854	5,353					
负债和股东权益合计	9,135	9,580	9,988	10,480					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发

行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。