

新乳业 (002946.SZ)

2026 年 08 月 31 日

税收扰动单季利润，核心盈利能力持续优化

——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

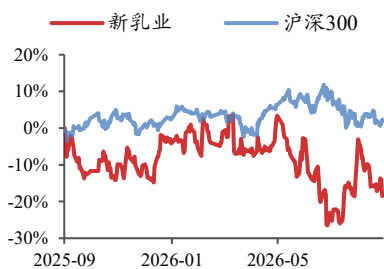
zhangsimin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790525080001

日期	2026/8/28
当前股价(元)	15.35
一年最高最低(元)	20.20/12.91
总市值(亿元)	132.11
流通市值(亿元)	130.58
总股本(亿股)	8.61
流通股本(亿股)	8.51
近 3 个月换手率(%)	59.32

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《业绩再超预期，盈利能力持续提升
—公司信息更新报告》-2026.4.29

《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》
-2026.3.25

《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

● 2026O2 公司利润受补税扰动，税前利润超预期

公司发布 2026 年半年度报告。2026H1 实现收入 58.13 亿元，同比+5.20%；归母净利润 4.65 亿元，同比+17.24%。单 2026Q2 实现收入 29.70 亿元，同比+2.4%；归母净利润 2.78 亿元，同比+5.8%。收入增长稳健，Q2 利润增速因一次性税收调整影响有所放缓，但税前利润表现超预期。考虑到税收因素，我们略下调 2026-2028 年归母净利润 8.5/9.6/10.7（前值 8.6/9.7/11.0）亿元，当前股价对应 PE 为 15.6/13.8/12.3 倍。公司质地优秀，成长性突出，维持“增持”评级。

● 主营业务表现稳健，低温品类与新兴渠道引领增长

分品类：2026H1 公司液体乳/奶粉/其他业务实现收入 55.4/0.4/2.2 亿元，同比分别+9.4%/-11.1%/-44.5%。上半年低温产品收入实现双位数增长，持续引领增长。"活润"、"今日鲜奶铺"等重点品牌持续发力，"活润开心芭"等新品成功推向市场，"朝日唯品"在山姆等渠道持续推出爆款新品，表现亮眼。上半年公司新品收入占比保持双位数。**分渠道：**2026H1 直销/经销收入同比+10.4%/+7.0%，订奶入户新客续订率和老客复购率进一步提升，同时积极拥抱渠道变革，在零食折扣、会员店、即时零售等新零售业务实现快速布局和加速发展，引领大盘增长。**分区域：**上半年西南/华东/华北/西北/其他区域收入同比+2%/+19%/-1%/+2%/-9%，华东地区表现突出，高速增长下规模逼近西南大本营。子公司层面，川乳营收同比+14%，净利率 7%（YoY-0.6pct）；夏进营收同比+3.5%，净利率 10.2%（YoY+2.1pct）。

● 毛销差及费用优化驱动盈利提升，税收调整影响单季利润

2026Q2 公司毛利率为 29.5% (YoY-1.0pct)，略有下滑，主因在新渠道拓展带来的结构变化，快速发展的零食渠道、会员渠道、OEM/定制化业务等呈现出低毛利、低费用的特点。2026Q2 销售费用率同比-2.5pct 至 13.4%，综合毛销差同比+1.5pct，同时管理/研发/财务费用率同比-0.5pct/-0.1pct/-0.2pct，均有一定优化。另外，2026Q2 所得税同比增加 5576 万元，主因部分产品税收优惠取消，在二季度集中缴纳 2025-2026H1 六个季度的税收。综合来看，2026Q2 归母净利率为 9.4% (YoY+0.3pct)，仍保持提升。展望下半年，随着税收影响常态化，叠加原奶价格温和波动背景下市场竞争趋缓，以及公司在产品结构、渠道优化和运营效率上的持续努力，盈利能力有望继续改善。

● **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	12,609	13,394
YOY(%)	-2.9	5.3	5.9	6.0	6.2
归母净利润(百万元)	538	731	847	958	1,073
YOY(%)	24.8	36.0	15.8	13.1	12.0
毛利率(%)	28.4	29.2	29.6	29.8	30.1
净利率(%)	5.0	6.5	7.1	7.6	8.0
ROE(%)	17.5	19.0	19.2	18.5	17.8
EPS(摊薄/元)	0.62	0.85	0.98	1.11	1.25
P/E(倍)	24.6	18.1	15.6	13.8	12.3
P/B(倍)	4.5	3.5	3.1	2.6	2.2

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	2183	2363	3397
现金	396	355	376	468	1402
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	819	804	913
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	9114	9118	9953
流动负债	3731	4421	4018	3389	3505
短期借款	371	444	1167	444	444
应付票据及应付账款	991	932	1101	1060	1207
其他流动负债	2369	3045	1750	1885	1853
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	4602	3810	3757
少数股东权益	87	76	96	121	149
股本	861	861	861	861	861
资本公积	523	520	520	520	520
留存收益	2198	2624	3197	3815	4488
归属母公司股东权益	3055	3896	4416	5188	6047
负债和股东权益	8879	9135	9114	9118	9953

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1491	1510	1414	1514	1657
净利润	549	754	867	983	1102
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	24	10	17
其他经营现金流	200	166	55	32	23
投资活动现金流	-568	-485	-294	-261	-248
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	-45	-23	-9
筹资活动现金流	-971	-1090	-1821	-437	-476
短期借款	-544	73	723	-723	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	-2387	449	-307
现金净增加额	-47	-66	-702	815	934

数据来源：聚源、开源证券研究所

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	8376	8847	9362
营业税金及附加	53	60	59	64	69
营业费用	1659	1810	1891	1992	2103
管理费用	381	357	381	403	429
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	-20	-10	-10
其他收益	54	54	57	55	55
公允价值变动收益	24	5	5	5	5
投资净收益	-3	28	10	12	17
资产处置收益	-87	-97	-60	-40	-30
营业利润	680	853	1032	1173	1308
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	1019	1156	1297
所得税	94	96	153	173	195
净利润	549	754	867	983	1102
少数股东损益	12	23	20	25	29
归属母公司净利润	538	731	847	958	1073
EBITDA	1229	1361	1473	1620	1743
EPS(元)	0.62	0.85	0.98	1.11	1.25

主要财务比率	2024A				
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	21.1	13.7	11.4
归属于母公司净利润(%)	24.8	36.0	15.8	13.1	12.0
获利能力					
毛利率(%)	28.4	29.2	29.6	29.8	30.1
净利率(%)	5.0	6.5	7.1	7.6	8.0
ROE(%)	17.5	19.0	19.2	18.5	17.8
ROIC(%)	10.6	12.6	14.7	16.8	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	64.6	56.5	50.5	41.8	37.7
净负债比率(%)	87.9	53.5	31.4	8.2	-10.7
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
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4
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	0.98	1.11	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	1.75	1.64	1.76	1.93
每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.41	5.02	5.92	6.91
估值比率					
P/E	24.6	18.1	15.6	13.8	12.3
P/B	4.5	3.5	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	12.9	11.2	9.9	8.4	7.2

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

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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
710065
邮箱：research@kysec.cn