

新乳业 (002946.SZ)

液奶韧性增长，经营利润率持续提升

优于大市

核心观点

公司发布 2026 年中报。26H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 58.13/4.65/4.76 亿元，同比+5.20%/+17.24%/+15.81%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 29.70/2.78/2.85 亿元，同比+2.39%/+5.78%/+5.43%。此外，拟按每 10 股派发中期现金红利 0.81 元（含税），共计派发现金红利 6972 万元，分红率约 15%。

液奶增长稳健，低温景气，常温正增，新渠道表现较好。分品类看，26H1 液奶收入增速 9.4%，预计 Q2 主营业务收入增长中个位数，其中低温鲜奶和低温酸奶预计高个位数增长，常温奶小幅增长。活润酸奶、朝日唯品的芭乐酸奶、焦糖牛乳布丁、白玉红豆抹茶布丁等多款畅销单品推动快速增长。26H1 贸易等其他业务战略收缩，收入同比-44.5%。渠道方面，公司重点布局的 DTC 渠道表现较好，即时零售、会员店、零食折扣等新渠道高速发展；26H1 末公司经销商数量 2995 家，净减少 83 家。

毛销差持续改善，一次性税收扰动净利润，经营利润率延续较好提升。

公司 26H1/Q2 毛利率为 29.73%/29.51%，同比-0.28/-0.98pct，26H1/Q2 销售费用率同比-1.21/-2.52pct，26H1/Q2 毛销差同比+0.93/+1.54pct，主要系增速更快的新渠道属于低毛利、低费率、高利润率的渠道。26H1 管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.26/-0.14/-0.09pct，其中 Q2 分别同比-0.46/-0.14/-0.18pct，费用端持续优化。此外，Q2 所得税同比增加 0.56 亿元，剔除所得税扰动预计 Q2 利润端同比增长 20%+。综合以上因素，26H1 归母净利率为 8.00%，同比+0.82pct，其中 Q2 归母净利率为 9.38%，同比+0.30pct。

投资建议：考虑到即便税收等一次性扰动，但公司持续优化费率，我们小幅调整此前盈利预测。预计 2026-2028 年公司实现营业收入 117.8/124.2/131.1 亿元（前预测值为 119.2/125.7/132.6 亿元），同比增长 4.8%/5.5%/5.5%；2026-2028 年公司实现归母净利润 8.55/10.08/11.09 亿元（前预测值为 8.54/9.83/11.09 亿元），同比增长 17.0%/17.9%/10.0%；实现 EPS0.99/1.17/1.29 元；当前股价对应 PE 分别为 15.4/13.1/11.9 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	11,777	12,421	13,105
(+/-%)	-2.9%	5.3%	4.8%	5.5%	5.5%
归母净利润(百万元)	538	731	855	1008	1109
(+/-%)	24.8%	36.0%	17.0%	17.9%	10.0%
每股收益(元)	0.62	0.85	0.99	1.17	1.29
EBIT Margin	8.3%	8.9%	9.5%	9.6%	9.9%
净资产收益率(ROE)	17.6%	18.8%	18.4%	17.1%	15.4%
市盈率(PE)	24.5	18.0	15.43	13.09	11.9
EV/EBITDA	14.2	12.6	13.2	12.7	12.0
市净率(PB)	4.32	3.39	2.84	2.23	1.83

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

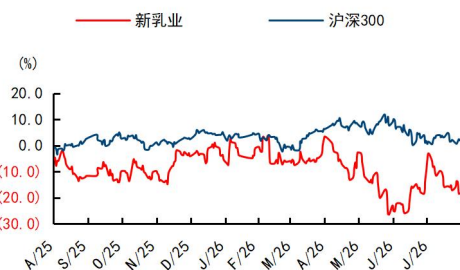
S0980523090001

S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.35 元
总市值/流通市值	13211/13058 百万元
52 周最高价/最低价	20.20/12.91 元
近 3 个月日均成交额	125.73 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) - 2025 年四季度营收增长提速，盈利延续提升》——2026-04-12

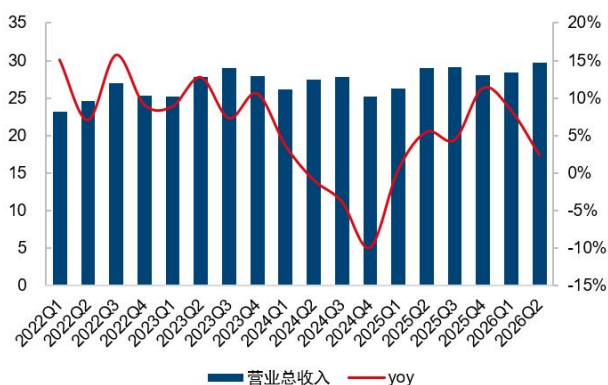
《新乳业 (002946.SZ) - 低温奶行业优势企业，卡位新鲜差异化竞争》——2026-03-06

公司发布 2026 年中报。26H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 58.13/4.65/4.76 亿元，同比+5.20%/+17.24%/+15.81%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 29.70/2.78/2.85 亿元，同比+2.39%/+5.78%/+5.43%。此外，拟按每 10 股派发中期现金红利 0.81 元（含税），共计派发现金红利 6972 万元，分红率约 15%。

液奶增长稳健，低温景气，常温正增，新渠道表现较好。分品类看，26H1 液奶收入增速 9.4%，预计 Q2 主营业务收入增长中个位数，其中低温鲜奶和低温酸奶预计高个位数增长，常温奶小幅增长。活润酸奶、朝日唯品的芭乐酸奶、焦糖牛乳布丁、白玉红豆抹茶布丁等多款畅销单品推动快速增长。26H1 贸易等其他业务战略收缩，收入同比-44.5%。渠道方面，公司重点布局的 DTC 渠道表现较好，即时零售、会员店、零食折扣等新渠道高速发展；26H1 末公司经销商数量 2995 家，净减少 83 家。

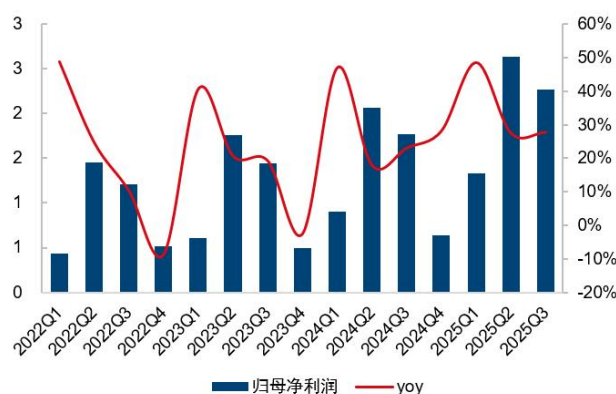
毛销差持续改善，一次性税收扰动净利润，经营利润率延续较好提升。公司 26H1/Q2 毛利率为 29.73%/29.51%，同比-0.28/-0.98pct，26H1/Q2 销售费用率同比-1.21/-2.52pct，26H1/Q2 毛销差同比+0.93/+1.54pct，主要系增速更快的新渠道属于低毛利、低费率、高利润率的渠道。26H1 管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比 -0.26/-0.14/-0.09pct，其中 Q2 分别同比 -0.46/-0.14/-0.18pct，费用端持续优化。此外，Q2 所得税同比增加 0.56 亿元，剔除所得税扰动预计 Q2 利润端同比增长 20%+。综合以上因素，26H1 归母净利率为 8.00%，同比+0.82pct，其中 Q2 归母净利率为 9.38%，同比+0.30pct。

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

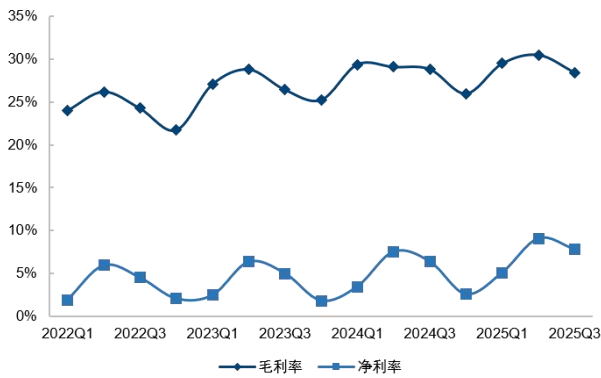
图2：新乳业单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



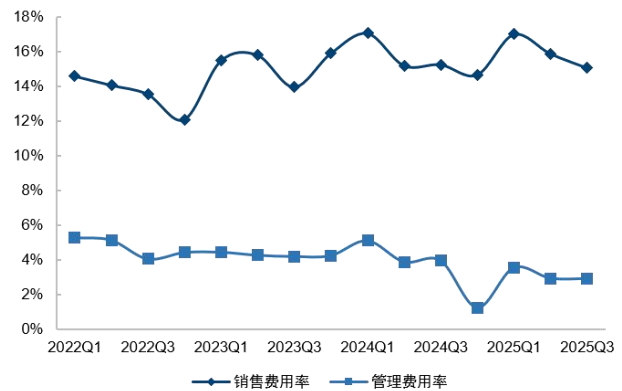
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新乳业单季度毛利率与净利率情况

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：考虑到即便税收等一次性扰动，但公司持续优化费率，我们小幅调整此前盈利预测。预计 2026–2028 年公司实现营业总收入 117.8/124.2/131.1 亿元（前预测值为 119.2/125.7/132.6 亿元），同比增长 4.8%/5.5%/5.5%；2026–2028 年公司实现归母净利润 8.55/10.08/11.09 亿元（前预测值为 8.54/9.83/11.09 亿元），同比增长 17.0%/17.9%/10.0%；实现 EPS0.99/1.17/1.29 元；当前股价对应 PE 分别为 15.4/13.1/11.9 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）	11915	12567	13258	11777	12421	13105	-138	-146	-153
收入同比增速%	6.1%	5.5%	5.5%	4.8%	5.5%	5.5%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
毛利率%	28.8%	28.7%	28.8%	29.1%	29.0%	29.1%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用率%	15.7%	15.6%	15.3%	15.5%	15.5%	15.3%	-0.2%	-0.1%	0.0%
净利率%	7.2%	7.8%	8.4%	7.3%	8.1%	8.5%	0.1%	0.3%	0.1%
归母净利润（百万元）	854	983	1109	855	1008	1109	1	25	0
归母净利润同比增速%	16.8%	15.0%	12.9%	17.0%	17.9%	10.0%	0.1%	2.6%	0.0%
EPS（元）	0.99	1.14	1.29	0.99	1.17	1.29	0.00	0.03	0.00

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 8 月 28 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	16.50	15.33	0.99	1.17	15.4	13.1	132	优于大市
600887.SH	伊利股份	16.53	26.45	1.89	2.09	14.0	12.6	1,673	优于大市
2319.HK	蒙牛乳业	33.76	18.79	1.27	1.42	12.8	11.4	629	
600882.SH	妙可蓝多	76.51	20.58	0.67	0.91	30.8	22.6	105	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，伊利股份、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	1260	2527	3967	营业收入	10665	11233	11777	12421	13105
应收款项	643	725	742	783	826	营业成本	7641	7955	8354	8819	9298
存货净额	742	717	732	773	815	营业税金及附加	53	60	62	66	71
其他流动资产	66	42	153	161	170	销售费用	1659	1810	1827	1921	1998
流动资产合计	1998	2057	2987	4344	5878	管理费用	381	357	366	372	385
固定资产	2948	2814	3101	3531	3815	研发费用	49	50	47	56	52
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	3342	3513	3693	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)	(50)	(15)	(20)
资产总计	8879	9135	10513	12480	14490	其他收入	(59)	(89)	(23)	(8)	(10)
短期借款及交易性金融负债	1235	1812	2412	2912	3412	营业利润	680	853	1064	1205	1330
应付款项	991	932	961	1015	1070	营业外净收支	(37)	(2)	(4)	(5)	(10)
其他流动负债	1505	1677	1579	1664	1749	利润总额	643	850	1060	1200	1320
流动负债合计	3731	4421	4952	5591	6231	所得税费用	94	96	178	160	176
长期借款及应付债券	1803	564	594	624	654	少数股东损益	12	23	27	32	35
其他长期负债	203	178	211	222	233	归属于母公司净利润	538	731	855	1008	1109
非流动负债合计	2006	742	804	846	887	现金流量表（百万元）					
负债合计	5736	5163	5757	6436	7118	净利润	538	731	855	1008	1109
少数股东权益	87	76	104	136	171	资产减值准备	81	(35)	63	19	16
股东权益	3055	3896	4652	5908	7201	折旧摊销	451	451	319	354	398
负债和股东权益总计	8879	9135	10513	12480	14490	公允价值变动损失	89	61	50	15	20
关键财务与估值指标						财务费用	101	78	58	44	21
每股收益	0.62	0.85	0.99	1.17	1.29	营运资本变动	209	(414)	(116)	79	74
每股红利	0.27	0.39	0.65	0.54	0.59	其它	124	716	232	281	287
每股净资产	3.55	4.53	5.41	6.86	8.37	经营活动现金流	1491	1510	1404	1757	1904
ROIC	12.27%	15.14%	15%	15%	16%	资本开支	(666)	(605)	(700)	(800)	(700)
ROE	17.60%	18.77%	18%	17%	15%	其它投资现金流	98	120	305	185	183
毛利率	28%	29%	29.1%	29%	29%	投资活动现金流	(568)	(485)	(395)	(615)	(517)
EBIT Margin	8%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	12%	12%	13%	长期贷款增加	(289)	(513)	0	0	0
收入增长	-3%	5%	5%	5%	6%	支付股利、利息	(230)	(335)	(734)	(405)	(477)
净利润增长率	25%	36%	17%	18%	10%	其它融资现金流	(451)	(241)	630	530	530
资产负债率	66%	57%	56%	53%	50%	融资活动现金流	(971)	(1090)	(104)	125	53
股息率	1.7%	2.5%	4.2%	3.5%	3.9%	现金净变动	(43)	(42)	905	1267	1440
P/E	24.5	18.0	15.4	13.1	11.9	货币资金的期初余额	440	396	355	1260	2527
P/B	4.3	3.4	2.8	2.2	1.8	货币资金的期末余额	396	355	1260	2527	3967
EV/EBITDA	14.2	12.6	13.2	12.7	12.0	企业自由现金流	748	321	431	663	899
						权益自由现金流	474	1799	2263	1125	1381

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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