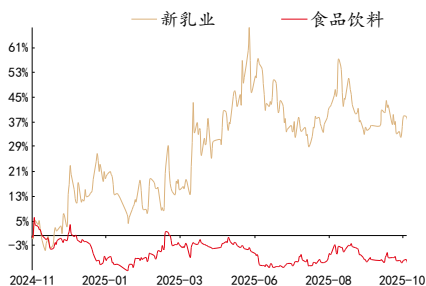




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.32
总股本/流通股本(亿股)	8.61 / 8.51
总市值/流通市值(亿元)	149 / 147
52周内最高/最低价	21.35 / 12.16
资产负债率(%)	64.6%
市盈率	27.94
第一大股东	UNIVERSAL DAIRY LIMITED

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

新乳业(002946)

低温品类延续双位数增长，产品创新持续推动净利率提升

● 投资要点

公司 2025 年前三季度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 84.34/84.34/6.23/6.47 亿元，同比 3.49%/3.49%/31.48%/27.62%。2025 年前三季度，公司毛利率/归母净利率为 29.47%/7.39%，分别同比 0.38/1.57pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.96%/3.11%/0.43%/0.73%，分别同比 0.13/-1.18/0.02/-0.23pct。公司净利率提升主要受益于毛利率提升和管理费用率下降，还原财务口径调整（管理费用率中维修费用 Q1 起在成本里确认）、同口径下毛利率提升主要受益于产品结构提升。

公司单 Q3 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 29.08/29.08/2.26/2.36 亿元，同比 4.42%/4.42%/27.67%/21.88%。25Q3，公司毛利率/归母净利率为 28.43%/7.78%，分别同比 -0.39/1.42pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.90%/0.39%/0.74%，分别同比 -0.19/-1.05/-0.07/-0.15pct。毛利率下滑主因财务口径调整，同口径下毛利率同比提升，主要受益于产品结构提升。

三季度公司低温品类保持双位数增长，常温低个位数下滑，其中低温酸奶品牌“活润”系列延续上半年良好增长态势，新品收入占比保持双位数并创新高。三季度预计主要常温市场收入仍承压，利润有改善。新品方面，上半年已入驻山姆的朝日唯品芭乐酸奶，在三季度延续火爆表现，8 月份朝日唯品焦糖生牛乳布丁也正式登陆山姆会员店，进一步完善了唯品在高端低温品类的矩阵。夏进爵品作为高端常温奶系列，此前 1L 装已入驻山姆，三季度进一步同步拓展小规格产品（200ml*28 整箱装）进入山姆渠道，借助山姆的高端客群基础，推动常温高端板块持续增长。三季度新渠道对于公司整体营收的拉动作用较为明显。

● 盈利预测与投资建议

公司通过优化区域结构、扩展新渠道和提升瓶装奶、特色奶的方式来促进常温奶的销售，夏进、蝶泉、雪兰等常温奶公司三季度的表现整体向好。以低温为主的华东区域子公司三季度继续起到引领增长的作用。我们预计随着常温奶需求的逐步复苏，公司的整体营收增速有望提升，通过不断推动产品结构升级和 DTC 渠道发展，公司净利率也有望继续提升。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 111.13/118.53/128.58 亿元，同比增长 4.20%/6.66%/8.47%；实现归母净利润 7.08/8.62/10.33 亿元，同比增长 31.63%/21.80%/19.84%，对应 EPS 为 0.82/1.00/1.20 元，对应当前股价 PE 为 21/17/14 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

食品安全风险; 市场竞争加剧风险; 需求复苏不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10665	11113	11853	12858
增长率(%)	-2.93	4.20	6.66	8.47
EBITDA(百万元)	1200.84	1526.93	1808.68	2101.52
归属母公司净利润(百万元)	537.69	707.74	862.03	1033.09
增长率(%)	24.80	31.63	21.80	19.84
EPS(元/股)	0.62	0.82	1.00	1.20
市盈率(P/E)	27.72	21.06	17.29	14.43
市净率(P/B)	5.04	4.19	3.47	2.89
EV/EBITDA	11.74	11.21	9.21	7.60

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	10665	11113	11853	12858	营业收入	-2.9%	4.2%	6.7%	8.5%
营业成本	7641	7901	8379	9037	营业利润	33.9%	21.7%	23.0%	19.5%
税金及附加	53	53	56	61	归属于母公司净利润	24.8%	31.6%	21.8%	19.8%
销售费用	1659	1756	1861	2006	获利能力				
管理费用	381	329	351	381	毛利率	28.4%	28.9%	29.3%	29.7%
研发费用	49	51	53	57	净利率	5.2%	6.5%	7.4%	8.1%
财务费用	101	80	80	80	ROE	17.6%	19.4%	19.7%	19.6%
资产减值损失	-98	-102	-95	-77	ROIC	14.3%	18.2%	16.7%	18.5%
营业利润	680	827	1017	1216	偿债能力				
营业外收入	11	18	8	9	资产负债率	64.6%	62.9%	57.5%	51.3%
营业外支出	47	20	20	20	流动比率	0.54	0.62	0.65	0.71
利润总额	643	826	1006	1205	营运能力				
所得税	94	109	132	158	应收账款周转率	17.35	17.63	17.63	17.63
净利润	549	717	873	1047	存货周转率	10.30	10.31	10.31	10.31
归母净利润	538	708	862	1033	总资产周转率	1.20	1.10	1.12	1.16
每股收益(元)	0.62	0.82	1.00	1.20	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.82	1.00	1.20
货币资金	396	1111	1185	1286	每股净资产	3.55	4.25	5.10	6.11
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	616	634	677	734	PE	27.72	21.06	17.29	14.43
预付款项	46	112	120	130	PB	5.04	4.19	3.47	2.89
存货	742	766	812	876	现金流量表				
流动资产合计	1998	2845	3020	3259	净利润	549	719	837	994
固定资产	4001	4517	4931	5227	折旧和摊销	456	621	723	816
在建工程	35	18	0	0	营运资本变动	182	-108	106	147
无形资产	662	552	441	331	其他	235	132	126	125
非流动资产合计	6881	7256	7563	7787	经营活动现金流净额	1422	1365	1793	2082
资产总计	8879	10102	10583	11045	资本开支	-675	-1000	-1000	-1000
短期借款	371	1225	1079	735	其他	107	-51	-40	-32
应付票据及应付账款	991	977	1036	1117	投资活动现金流净额	-568	-1051	-1040	-1032
其他流动负债	2369	2408			股权融资	-48	0	0	0
流动负债合计	3731	4609	4671	4611	债务融资	-810	589	-468	-712
其他	2006	1740	1419	1050	其他	-112	-188	-211	-237
非流动负债合计	2006	1740	1419	1050	筹资活动现金流净额	-971	401	-679	-949
负债合计	5736	6350	6089	5662	现金及现金等价物净增加额	-116	715	74	100
股本	861	861	861	861					
资本公积金	523	523	523	523					
未分配利润	1672	2272	3003	3879					
少数股东权益	87	96	108	121					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3142	3752	4494	5384					
负债和所有者权益总计	8879	10102	10583	11045					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048