

积极对接新渠道，低温品类 α 持续兑现

—— 公司动态报告

2025 年 12 月 28 日

核心观点

- 山姆渠道低温新品实现热销，预计贡献收入增量。**2025 年乳制品行业需求整体承压，而公司在前三季度已实现逆势增长，其中低温品类是增长的核心引擎。**低温品类**，1) 公司品牌，活润积极推新、唯品与会员店渠道紧密合作，实现较好增长。近期公司在山姆渠道再次取得亮眼表现，25Q3 上市的新品朝日唯品“焦糖烧生牛乳布丁”月销快速提升，当前位列山姆“下午茶热榜 TOP”。2) 渠道品牌，公司亦进入盒马供应链体系，为多款盒马自有品牌代工，与新渠道的合作有望推动收入增长。
- 政策利好叠加公司主动调整，其他品类有望改善。**1) **常温品类**，2025 年三季度受到行业环境、消费习惯以及渠道结构等多方面影响，增长有所承压。公司主动对常温占比较高的子公司进行调整，其中夏进在区域结构、渠道结构、产品结构多维度实现提升，预计公司常温业务有所改善。2) **奶粉品类**，政策层面，2025 年 12 月国家医保局在全国医疗保障工作会议提出，力争 2026 年全国基本实现政策范围内分娩个人“无自付”；伴随政策持续加码生育支持，有望促进奶粉消费。
- 原奶价格低位运行，26Q1 仍有望受益成本红利。**据农业农村部，截至 2025 年 12 月 18 日，我国主产区生鲜乳均价 3.03 元/千克，同比-2.6%，我们认为奶价短期或将维持低位震荡，公司盈利端有望受益成本红利。此外，即使在原奶价格进入新一轮周期后，一方面，公司能够在竞争趋缓的背景下实现费投优化；另一方面，公司持续修炼内功，产品结构持续升级、数字化能力不断提升，也将有效推动盈利能力长期提升。
- 投资建议：**预计 2025~2027 年收入分别为 110.8/117.1/124.2 亿元，分别同比+3.9%/5.7%/6.0%，归母净利润分别为 7.1/8.4/9.7 亿元，分别同比+31.4%/19.0%/15.8%，PE 分别为 23/19/17X。低温品类渗透率提升的趋势不改，公司深耕低温赛道，坚持鲜立方战略，有望凭借精准卡位+产品创新+多个子公司的布局使得 α 持续兑现。考虑到公司低温业务高质量成长，盈利提升稳健提升，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**需求不及预期的风险，竞争加剧的风险，食品安全问题的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,665	11,081	11,713	12,416
收入增长率%	-2.93	3.90	5.70	6.00
归母净利润(百万元)	538	707	841	974
利润增长率%	24.80	31.44	18.97	15.79
摊薄 EPS(元)	0.62	0.82	0.98	1.13
PE	30.16	22.94	19.29	16.66
PB	5.31	4.46	3.81	3.30
PS	1.52	1.46	1.38	1.31

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

新乳业（股票代码：002946）

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025 年 12 月 26 日

股票代码	002946
A 股收盘价(元)	18.84
上证指数	3,963.68
总股本(万股)	86,068
实际流通 A 股(万股)	85,071
流通 A 股市值(亿元)	160

相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 26 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】公司点评_新乳业_低温业务持续高增，盈利能力稳健提升
- 【银河食饮】公司点评_新乳业_持续精耕鲜战略，主业稳健盈利亮眼
- 【银河食饮】公司点评_新乳业_24H1 鲜战略持续推进，盈利能力加速改善

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,998	3,273	4,308	5,545
现金	396	1,521	2,524	3,661
应收账款	608	626	658	702
其它应收款	33	64	70	61
预付账款	46	107	83	87
存货	742	768	786	846
其他	173	186	187	188
非流动资产	6,881	6,562	6,172	5,733
长期投资	1,086	1,086	1,086	1,086
固定资产	2,913	2,568	2,183	1,795
无形资产	662	643	624	605
其他	2,220	2,265	2,279	2,248
资产总计	8,879	9,835	10,480	11,278
流动负债	3,731	3,571	3,683	3,859
短期借款	371	271	221	221
应付账款	991	979	1,024	1,103
其他	2,369	2,320	2,438	2,534
非流动负债	2,006	2,531	2,431	2,381
长期借款	1,077	877	777	727
其他	928	1,654	1,654	1,654
负债总计	5,736	6,101	6,114	6,240
少数股东权益	87	96	111	127
归属母公司股东权益	3,055	3,637	4,256	4,911
负债和股东权益	8,879	9,835	10,480	11,278

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,491	1,176	1,606	1,667
净利润	549	716	855	990
折旧摊销	473	454	456	458
财务费用	109	58	60	58
投资损失	3	-33	-12	0
营运资金变动	182	-149	79	22
其他	175	131	168	139
投资活动现金流	-568	-203	-121	-74
资本支出	-578	-252	-133	-74
长期投资	-8	0	0	0
其他	18	48	12	0
筹资活动现金流	-971	152	-482	-456
短期借款	-544	-100	-50	0
长期借款	-289	-200	-100	-50
其他	-137	452	-332	-406
现金净增加额	-47	1,125	1,003	1,137

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,665	11,081	11,713	12,416
营业成本	7,641	7,923	8,340	8,803
税金及附加	53	53	56	60
销售费用	1,659	1,729	1,827	1,935
管理费用	381	332	346	360
研发费用	49	55	54	59
财务费用	101	63	42	16
资产减值损失	-98	-97	-41	-18
公允价值变动收益	24	15	0	0
投资收益及其他	-27	0	0	0
营业利润	680	845	1,007	1,165
营业外收入	11	9	10	10
营业外支出	47	15	15	15
利润总额	643	839	1,001	1,160
所得税	94	123	146	169
净利润	549	716	855	990
少数股东损益	12	9	14	17
归属母公司净利润	538	707	841	974
EBITDA	1,217	1,355	1,499	1,634
EPS（元）	0.62	0.82	0.98	1.13

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-2.9%	3.9%	5.7%	6.0%
营业利润增长率	33.9%	24.2%	19.2%	15.7%
归母净利润增长率	24.8%	31.4%	19.0%	15.8%
毛利率	28.4%	28.5%	28.8%	29.1%
净利率	5.2%	6.5%	7.3%	8.0%
ROE	17.6%	19.4%	19.8%	19.8%
ROIC	10.2%	10.6%	11.5%	12.0%
资产负债率	64.6%	62.0%	58.3%	55.3%
净资产负债率	182.5%	163.4%	140.0%	123.8%
流动比率	0.54	0.92	1.17	1.44
速动比率	0.32	0.67	0.93	1.19
总资产周转率	1.20	1.18	1.15	1.14
应收账款周转率	17.60	17.96	18.24	18.26
应付账款周转率	7.98	8.04	8.33	8.27
每股收益	0.62	0.82	0.98	1.13
每股经营现金流	1.73	1.37	1.87	1.94
每股净资产	3.55	4.23	4.94	5.71
P/E	30.16	22.94	19.29	16.66
P/B	5.31	4.46	3.81	3.30
EV/EBITDA	15.55	13.45	11.39	9.72
PS	1.52	1.46	1.38	1.31

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		