

新乳业(002946)

报告日期: 2026年02月04日

产品竞争力突出, 低温龙头势能延续, 打开中期利润空间

——新乳业推荐报告

投资要点

□ 一句话逻辑

低温奶龙头, 净利率提升幅度和时间跨度有望超预期, 打开中期利润空间。

□ 超预期点及驱动因素

市场认为: 公司近年来净利率弹性多源于原奶成本红利, 因此原奶若企稳回升, 公司的净利率会承压。

我们认为: 未来三年公司净利率弹性可期。

驱动因素如下:

1、产品结构优化: 一方面, 公司产品力 α 突出, 近年来公司新品收入贡献持续超过双位数, 有利推动产品结构优化。朝日唯品、活润、24小时、初心、今日鲜奶铺五款全国化低温大单品近年来均有亮眼表现, 其中: (1) 我们预计活润25年或实现高速增长, 更是有望在低温酸这个竞争激烈的赛道成为现象级十亿级大单品, 26年继续在功能化方向上推新发力; (2) 朝日唯品在山姆持续推出芭乐风味发酵乳、焦糖布丁、玫瑰红曲酒酿酪乳等火爆单品。我们认为, “爆品制造机”背后是公司产品创新研发能力的系统化打造和持续兑现。另一方面, 前期并购的区域子公司中, 仍有很多低端产品有结构优化空间。

2、D2C占比提升: 围绕极强的产品力这一核心竞争力, 选取最适配的渠道——D2C渠道进行重点布局。通过诸如高线城市的电商渠道和低线城市的送奶上门、社区奶站实现直接触达消费者的目的, D2C渠道多适用于黏性消费者的复购而非用于触发首次消费, 从而费用率低、利润率高、收入增速快。

3、原奶成本因素: 24年该因素对净利率弹性贡献大, 主因24年原奶降幅大。25年原奶降幅已显著收窄, 预计期间奶价红利与降价促销等不利因素或已相互抵消, 即三季报中净利率显著提升主要靠产品结构优化和D2C占比提升拉动。同时, 我们判断原奶企稳后大概率呈底部震荡或温和回升走势, 期间亦利好减收费用。综上, 后续看平该因素对净利率的影响。

□ 催化剂: 新品表现超预期、D2C占比提升、净利率提升

□ 盈利预测及估值

收入端: 预计26年乳制品常温大盘降幅有望企稳收窄, 公司常温业务收入有望转正, 公司26年收入预期可适当上修。净利率: 伴随产品结构优化和D2C渠道占比提升, 盈利能力有望持续提升。预计25-27年收入分别为112.7、121.9、131.4亿元, 同增5.7%、8.1%、7.8%, 归母净利润分别为7.1、8.6、10.3亿元, 同增32.0%、21.5%、18.9%, 给予27年20X PE, 上调至买入评级。

□ 风险提示: 新品表现不及预期; 净利率下滑; 原奶大幅上行

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,665	11,274	12,187	13,137
(+/-) (%)	-2.93%	5.70%	8.10%	7.80%
归母净利润	538	710	863	1,026
(+/-) (%)	24.80%	32.04%	21.53%	18.92%
每股收益(元)	0.62	0.82	1.00	1.19
P/E	28.49	21.58	17.76	14.93

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(上调)

分析师: 张潇倩

执业证书号: S1230526010001

zhangxiaoqian01@stocke.com.cn

分析师: 孙天一

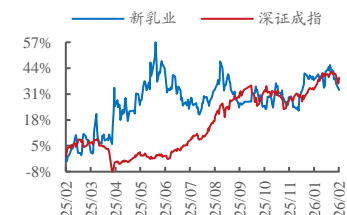
执业证书号: S1230521070002

suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.80
总市值(百万元)	15,320.05
总股本(百万股)	860.68

股票走势图



相关报告

- 《25Q2收入环比加速, 结构持续优化推升盈利能力》
2025.08.30
- 《低温占比继续提升, 高分红亮眼》
2025.05.04
- 《Q3液体乳正增延续, 盈利能力提升亮眼》
2024.10.31

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,998	2,269	2,607	2,926
现金	396	456	621	764
交易性金融资产	148	197	246	295
应收账款	610	641	693	747
其它应收款	33	65	70	75
预付账款	46	109	116	124
存货	742	776	831	887
其他	24	25	29	33
非流动资产	6,881	7,020	7,237	7,523
金融资产类	570	660	750	840
长期投资	515	515	515	515
固定资产	2,913	2,926	3,010	3,165
无形资产	662	628	595	561
在建工程	35	83	120	158
其他	2,185	2,208	2,246	2,283
资产总计	8,879	9,290	9,844	10,449
流动负债	3,731	3,611	3,641	3,731
短期借款	371	171	71	21
应付款项	991	990	1,000	1,016
预收账款	0	0	0	0
其他	2,369	2,450	2,570	2,694
非流动负债	2,006	1,825	1,560	1,095
长期借款	1,077	877	577	77
其他	928	948	983	1,018
负债合计	5,736	5,436	5,201	4,826
少数股东权益	87	103	121	144
归属母公司股东权	3,055	3,752	4,521	5,479
负债和股东权益	8,879	9,290	9,844	10,449

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10665	11274	12187	13137
营业成本	7641	8007	8570	9146
营业税金及附加	53	56	61	66
营业费用	1659	1752	1868	2012
管理费用	381	395	427	460
研发费用	49	52	56	60
财务费用	101	54	84	74
资产减值损失	(98)	(60)	(40)	(40)
公允价值变动损益	24	1	1	1
投资净收益	(3)	0	0	0
其他经营收益	54	57	62	66
营业利润	680	878	1061	1256
营业外收支	(37)	(28)	(28)	(28)
利润总额	643	850	1033	1228
所得税	94	124	151	179
净利润	549	725	882	1048
少数股东损益	12	16	19	22
归属母公司净利润	538	710	863	1026
EBITDA	1418	1471	1716	1931
EPS (最新摊薄)	0.62	0.82	1.00	1.19

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.93%	5.70%	8.10%	7.80%
营业利润	33.89%	29.06%	20.84%	18.42%
归属母公司净利润	24.80%	32.04%	21.53%	18.92%
获利能力				
毛利率	28.36%	28.98%	29.68%	30.38%
净利率	5.15%	6.44%	7.23%	7.98%
ROE	17.60%	18.92%	19.08%	18.73%
ROIC	12.91%	11.53%	13.40%	14.67%

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1491	1341	1685	1879
净利润	549	725	882	1048
折旧摊销	473	567	600	630
财务费用	109	59	45	30
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	170	(174)	8	14
其它	187	163	151	157
投资活动现金流	(568)	(725)	(717)	(723)
资本支出	(578)	(564)	(571)	(577)
长期投资	(8)	(139)	(139)	(139)
其他	18	(22)	(7)	(7)
筹资活动现金流	(971)	(556)	(803)	(1013)
短期借款	(544)	(200)	(100)	(50)
长期借款	(289)	(200)	(300)	(500)
其他	(137)	(156)	(403)	(463)
现金净增加额	(47)	60	165	143

偿债能力

资产负债率	64.61%	58.51%	52.84%	46.19%
净负债比率	86.23%	61.80%	39.89%	21.24%
流动比率	0.54	0.63	0.72	0.78
速动比率	0.32	0.38	0.45	0.51

营运能力

总资产周转率	1.20	1.24	1.27	1.29
应收账款周转率	17.60	18.11	18.38	18.36
应付账款周转率	7.98	8.09	8.62	9.07

每股指标(元)

每股收益	0.62	0.82	1.00	1.19
每股经营现金	1.73	1.56	1.96	2.18
每股净资产	3.55	4.36	5.25	6.37

估值比率

P/E	28.49	21.58	17.76	14.93
P/B	5.01	4.08	3.39	2.80
EV/EBITDA	10.72	12.03	10.01	8.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>