

2026年03月22日

新乳业 (002946.SZ)

投资评级：买入（维持）

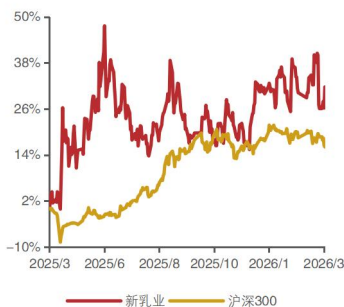
——结构驱动内生增长，净利率目标有望超预期达成

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年03月20日

收盘价(元)	18.71
一年内最高/最低(元)	21.49/13.94
总市值(百万元)	16,103.27
流通市值(百万元)	15,916.77
总股本(百万股)	860.68
资产负债率(%)	59.98
每股净资产(元/股)	4.16

资料来源：聚源数据

投资要点：

事件：2025年公司业绩保持良好增长态势，全年实现营业收入112.33亿元，同比增长5.33%；实现归母净利润7.31亿元，同比增长35.98%；扣非归母净利润为7.74亿元，同比增长33.76%。单季度看，2025年Q4实现营收28亿元，同比增长11.28%，归母净利润达1.08亿元，同比增长69.29%，扣非归母净利润达1.27亿元，同比增长76.99%。2025年公司业绩表现亮眼，利润端增长弹性较强。我们认为公司业绩增长的核心驱动力已从外部的原奶价格成本红利，逐步转向更为扎实的内生增长，即产品结构升级与渠道结构的优化。

- **产品结构方面：“鲜酸双强”战略成效显著，低温业务引领增长。**公司坚持“鲜立方战略”和以“鲜价值”为核心的产品策略，核心的低温业务板块表现出色。2025年，公司液体乳业务全年实现收入104.95亿元，同比增长6.7%，其中低温鲜奶和低温酸奶均取得双位数增长，增速显著高于公司整体。面对行业需求整体承压的挑战，公司依托低温赛道的领先优势，有效对冲了常温产品疲软的影响，低温业务已成为驱动公司收入增长的核心引擎。同时，公司持续深化产品创新，推动高质量增长，新品收入占比连续5年保持双位数且新品效率不断优化。
- **渠道结构方面，公司DTC战略与新兴渠道贡献核心增量。**2025年，公司通过组织模式创新、专业能力建设与人效持续提升，推动DTC模式占比稳步攀升，直销模式收入达71.63亿元，同比增长15.07%，收入占比从2024年的58.37%提升至2025年的63.77%。在新业务、新渠道、新区域拓展上，公司呈现出“多点开花”的局面。通过快速搭建组织并布局“闪电仓”覆盖基地及城市群市场，公司持续强化“新鲜+即时”的核心优势，巩固核心品类竞争力，推动即时零售业务实现高速增长。同时，公司系统提升对会员店、零食折扣等差异化渠道的运营能力，并深化与茶饮、餐饮渠道的合作，驱动新兴渠道领跑增长。在新区域拓展方面，公司聚焦“城市群”战略，通过优化渠道结构、聚焦品牌投入及突破核心品类，实现城市群市场销售额的突破性增长。
- **盈利能力稳步提升，净利率目标有望超预期达成。**2025年，公司销售毛利率达29.18%，对比去年同期提升0.82pct，销售/管理/研发/财务费用率分别对比去年同期+0.55%/-0.39%/-0.01%/-0.26pct至16.11%/3.18%/0.45%/0.69%，销售净利率对比去年同期提升1.57pct至6.72%。我们预计后续伴随牛肉价格上升，公司资产处置产生的亏损或将收窄，进一步贡献2026年业绩弹性，有望加速公司“净利率较2022年翻番”目标达成。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为8.54/9.72/10.92亿元，同比增速分别为16.76%/13.91%/12.33%，当前股价对应的PE分别为18.9/16.6/14.7倍。考虑到公司净利率提升路径清晰，且基本面兑现良好，维持“买入”评级。

➤ 风险提示。原材料成本波动，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,665	11,233	11,879	12,506	13,108
同比增长率（%）	-2.93%	5.33%	5.74%	5.28%	4.81%
归母净利润（百万元）	538	731	854	972	1,092
同比增长率（%）	24.80%	35.98%	16.76%	13.91%	12.33%
每股收益（元/股）	0.62	0.85	0.99	1.13	1.27
ROE（%）	17.60%	18.77%	18.92%	18.66%	18.21%
市盈率（P/E）	29.95	22.02	18.86	16.56	14.74

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	355	475	589	1,330
应收票据及账款	653	679	715	749
预付账款	36	59	62	65
其他应收款	74	75	79	83
存货	717	766	803	839
其他流动资产	221	224	225	226
流动资产总计	2,057	2,279	2,473	3,291
长期股权投资	506	514	521	529
固定资产	3,896	4,010	4,089	4,136
在建工程	19	21	18	15
无形资产	570	548	527	506
长期待摊费用	14	16	11	12
其他非流动资产	2,073	2,078	2,087	2,096
非流动资产合计	7,078	7,186	7,254	7,294
资产总计	9,135	9,465	9,727	10,585
短期借款	444	521	0	0
应付票据及账款	932	1,006	1,054	1,101
其他流动负债	3,045	2,693	2,824	2,951
流动负债合计	4,421	4,220	3,878	4,052
长期借款	625	520	401	273
其他非流动负债	117	117	117	117
非流动负债合计	742	637	518	390
负债合计	5,163	4,857	4,396	4,442
股本	861	861	861	861
资本公积	520	520	520	520
留存收益	2,516	3,131	3,832	4,619
归属母公司权益	3,896	4,511	5,212	5,999
少数股东权益	76	96	119	144
股东权益合计	3,972	4,607	5,331	6,143
负债和股东权益合计	9,135	9,465	9,727	10,585

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	754	901	1,015	1,131
折旧与摊销	475	429	470	497
财务费用	78	35	16	-15
投资损失	-28	-10	-10	-10
营运资金变动	82	-380	98	96
其他经营现金流	149	57	55	55
经营性现金净流量	1,510	1,032	1,644	1,754
投资性现金净流量	-485	-610	-603	-596
筹资性现金净流量	-1,090	-301	-928	-418
现金流量净额	-66	120	114	741

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,233	11,879	12,506	13,108
营业成本	7,955	8,337	8,734	9,123
税金及附加	60	59	62	65
销售费用	1,810	1,913	2,002	2,085
管理费用	357	377	397	416
研发费用	50	53	56	59
财务费用	78	35	16	-15
资产减值损失	-63	-65	-68	-71
信用减值损失	2	1	1	1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	28	10	10	10
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	-97	-87	-79	-71
其他收益	54	57	57	57
营业利润	853	1,020	1,160	1,302
营业外收入	11	10	10	10
营业外支出	13	23	23	23
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	850	1,007	1,147	1,289
所得税	96	134	152	171
净利润	754	873	995	1,118
少数股东损益	23	20	23	25
归属母公司股东净利润	731	854	972	1,092
EPS(元)	0.85	0.99	1.13	1.27

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	5.33%	5.74%	5.28%	4.81%
营业利润增长率	25.37%	19.64%	13.74%	12.20%
归母净利润增长率	35.98%	16.76%	13.91%	12.33%
经营现金流增长率	1.26%	-31.66%	59.35%	6.69%
盈利能力				
毛利率	29.18%	29.81%	30.16%	30.40%
净利率	6.72%	7.35%	7.96%	8.53%
ROE	18.77%	18.92%	18.66%	18.21%
ROA	8.00%	9.02%	10.00%	10.32%
估值倍数				
P/E	22.02	18.86	16.56	14.74
P/S	1.43	1.36	1.29	1.23
P/B	4.24	3.65	3.15	2.73
股息率	0.37%	1.48%	1.69%	1.90%
EV/EBITDA	11	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。