



2026年03月26日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

新乳业（002946）：低温业务表现亮眼，
新渠道高速发展

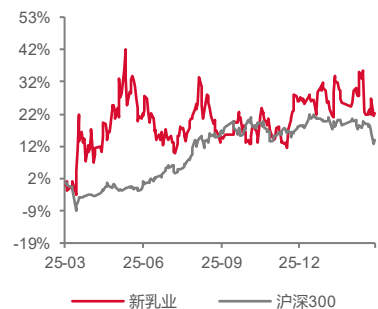
——公司简评报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

数据日期	2026/03/25
收盘价	18.14
总股本(万股)	86,068
流通A股/B股(万股)	85,071/0
资产负债率(%)	56.51%
市净率(倍)	3.93
净资产收益率(加权)	20.94
12个月内最高/最低价	21.49/13.94



相关研究

《新乳业（002946）：低温品类高质量增长，盈利表现超预期——公司简评报告》2025.04.29

《新乳业（002946）：低温产品加速增长，华东区表现较佳——公司简评报告》2024.11.04

《新乳业（002946）：低温业务保持增长，盈利能力加速提升——公司简评报告》2024.09.03

投资要点

- **事件：**公司发布2025年年度报告，2025年实现营业收入112.33亿元，同比增长5.33%；归母净利润7.31亿元，同比增长35.98%；扣非后归母净利润为7.74亿元，同比增长33.76%。其中Q4实现营收28亿元，同比+11.28%；归母净利润1.08亿元，同比+69.29%。
- **低温业务表现亮眼，华东地区持续领先。**分产品，2025年公司液体乳收入104.95亿元，同比+6.7%；奶粉业务收入0.87亿元，同比+21.56%。2025年低温鲜奶和低温酸奶均取得双位数增长，其中高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长；特色酸奶同比增长超过30%，“活润”系列表现优异。新品收入占比连续5年保持双位数。公司积极推进特色常温产品与重点渠道的合作，2025Q4常温业务同比回升。分地区，西南/华东/西北/华北地区分别实现营收38.3/35.24/12.66/9.18亿元，同比分别+0.04%/+14.95%/0%/-0.5%。华东地区保持良好增长趋势，其他地区明显改善。
- **DTC模式引领增长，新渠道高速发展。**2025年公司直销模式收入71.63亿元，同比+15.07%，占比63.77%；经销模式收入34.18亿元，同比-7.17%。公司DTC模式占比不断提升，呈现引领性增长，增速快于公司大盘。公司重视新渠道的布局，即时零售业务实现了高速增长，并强化对会员店、零食折扣等不同特点渠道的运营能力，与茶饮、餐饮渠道深化合作，未来将不断推动新兴渠道的增长。
- **净利率持续提升，资产负债率下降。**2025年公司净利率6.72%，同比+1.56pct，毛利率29.18%，同比+0.82pct。低温产品占比提升、品类结构优化，产品不断创新，公司盈利能力提升明显。2025年资产负债率为56.51%，同比-8.1pct，资产负债率显著下降。2025年销售费用率为16.11%，同比+0.55pct。销售费用率小幅增长，主要由于公司为加强品牌建设及提升市场的品牌认知，增加了广告宣传投入。管理费用率/财务费用率分别为3.18%/0.69%，同比分别-0.39pct/-0.26pct，费用率持续优化。
- **投资建议：**公司坚持“鲜立方战略”，以低温产品为主导，DTC渠道为核心，产品不断创新。公司产品结构优化、渠道多元化布局，盈利能力持续增强，我们调整2026-2027年盈利预测，新增2028年盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为8.55/10.06/11.36亿元（2026-2027年前值分别为8.19/9.66亿元），对应EPS分别为0.99/1.17/1.32元（2026-2027年前值分别为0.95/1.12元），对应当前股价PE分别为18/16/14倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、乳制品需求不及预期、新品推广不及预期。

盈利预测与估值简表

	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入(百万元)	11,233.46	11,927.48	12,734.23	13,581.16
同比增速(%)	5.33%	6.18%	6.76%	6.65%
归母净利润(百万元)	731.15	854.92	1,006.03	1,135.75
同比增速(%)	35.98%	16.93%	17.68%	12.89%
EPS(元/股)	0.85	0.99	1.17	1.32
市盈率(P/E)	21.35	18.26	15.52	13.75
市净率(P/B)	4.01	3.63	3.27	2.73

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至2026年3月25日

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11,233	11,927	12,734	13,581
%同比增速	5%	6%	7%	7%
营业成本	7,955	8,356	8,844	9,358
毛利	3,278	3,571	3,890	4,224
%营业收入	29%	30%	31%	31%
税金及附加	60	62	66	71
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1,810	1,932	2,088	2,254
%营业收入	16%	16%	16%	17%
管理费用	357	370	395	421
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	50	52	56	60
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	78	33	24	17
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-63	-41	-36	-27
信用减值损失	2	2	3	4
其他收益	54	61	64	68
投资收益	28	12	13	14
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	-40	-20	-15
资产处置收益	-97	-95	-102	-109
营业利润	853	1,020	1,183	1,336
%营业收入	8%	9%	9%	10%
营业外收支	-2	-19	-13	-16
利润总额	850	1,001	1,170	1,320
%营业收入	8%	8%	9%	10%
所得税费用	96	121	143	160
净利润	754	880	1,028	1,160
%同比增速	37%	17%	17%	13%
归属于母公司的净利润	731	855	1,006	1,136
%营业收入	7%	7%	8%	8%
少数股东损益	23	25	22	24
EPS (元/股)	0.85	0.99	1.17	1.32

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.85	0.99	1.17	1.32
BVPS	4.53	4.99	5.54	6.64
PE	21.35	18.26	15.52	13.75
PEG	0.59	1.08	0.88	1.07
PB	4.01	3.63	3.27	2.73
EV/EBITDA	11.77	11.32	9.84	8.54
ROE	19%	20%	21%	20%
ROIC	15%	13%	14%	14%

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	355	844	1,342	2,110
交易性金融资产	213	255	297	352
应收账款及应收票据	651	704	824	882
存货	717	807	874	926
预付账款	36	33	44	56
其他流动资产	85	117	142	175
流动资产合计	2,057	2,761	3,524	4,501
长期股权投资	506	496	484	471
投资性房地产	28	32	37	44
固定资产合计	2,794	2,449	2,199	2,026
无形资产	570	525	474	435
商誉	992	987	983	974
递延所得税资产	30	30	30	30
其他非流动资产	2,158	2,207	2,408	2,843
资产总计	9,135	9,488	10,138	11,324
短期借款	444	510	592	679
应付票据及应付账款	932	931	936	977
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	258	259	283	299
应交税费	72	73	78	83
其他流动负债	2,715	2,690	2,796	2,895
流动负债合计	4,421	4,463	4,685	4,933
长期借款	564	438	357	304
应付债券	0	20	43	68
递延所得税负债	12	12	12	12
其他非流动负债	166	157	148	141
负债合计	5,163	5,089	5,244	5,458
归属于母公司的所有者权益	3,896	4,298	4,771	5,719
少数股东权益	76	101	123	147
股东权益	3,972	4,399	4,893	5,866
负债及股东权益	9,135	9,488	10,138	11,324

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,510	1,379	1,633	1,884
投资	-105	-123	-240	-491
资本性支出	-465	-234	-351	-466
其他	85	4	8	11
投资活动现金流净额	-485	-352	-584	-946
债权融资	-699	-49	15	52
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-335	-488	-567	-222
其他	-56	0	0	0
筹资活动现金流净额	-1,090	-537	-552	-170
现金净流量	-66	489	498	768

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2026 年 3 月 25 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089