

低温战略明确坚定，盈利能力不断提升

——新乳业 (002946.SZ) 首次覆盖报告

食品饮料

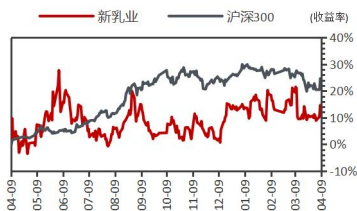
报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据:	2026年04月09日
收盘价(元)	18.49
一年内最高/最低(元)	21.35/15.5
市净率	4.2
股息率(分红/股价)	1.73
流通A股市值(百万元)	15,730
上证指数/深证成指	3,966/13,996
注:“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2025年12月31日
每股净资产(元)	4.4
资产负债率%	56.51
总股本/流通A股(百万)	861/851
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势:



资料来源:聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点:

■ **投资评级与估值:** 预计公司 2026-2028 年营收 118.9/126.8/136.0 亿元, 同比增长 5.8%/6.7%/7.2%, 归母净利润 8.6/10.1/11.6 亿元, 同比增长 18.4%/16.5%/15.4%, 对应 PE 为 18.4X/15.8X/13.7X。公司通过“鲜立方”战略推动低温品类占比持续提升, DTC 渠道持续扩张, 加大利润弹性。首次覆盖, 给予“**买入**”评级。

■ **行业与公司分析:** 据弗若斯特沙利文数据, 2024 年中国低温奶市场规模约 897 亿元, 2019-2024 年 CAGR 为 3.0%, 低温奶在液态奶中渗透率约 25%, 对标发达国家 90% 以上水平仍有较大提升空间, 预计 2025-2029 年行业 CAGR 约 7.2%。公司主营乳制品的研发、生产与销售, 以“24 小时”鲜牛乳、“初心”和“活润”酸奶为中高端产品代表, 以华西、雪兰、夏进等区域子品牌为基础形成“1+N”产品矩阵。2025 年公司营收 112.3 亿元, 同比增长 5.3%, 归母净利润 7.3 亿元, 同比增长 36.0%。

■ **关键假设:** 1) 液体乳: 作为公司营收主体, 2025 年收入占比约 93%, 同比增长 6.7%。液体乳收入从 2018 年 47.9 亿元增长至 2025 年 105.0 亿元, CAGR 约 11.9%, “24 小时”鲜奶及“活润”酸奶等中高端产品持续放量, 叠加 DTC 渠道收入占比向 30% 目标迈进, 预计 2026-2028 年液体乳收入分别为 112.1/120.0/129.0 亿元, 同比增长 6.8%/7.1%/7.5%。毛利率方面, 液体乳毛利率从 2019 年 33.5% 下降至 2020-2021 年约 25%, 2022 年起持续修复, 2025 年回升至 30.7%, 主要系产品结构向低温中高端品类升级以及直销渠道占比扩大带来的盈利改善, 预计 2026-2028 年毛利率分别为 30.2%/30.8%/30.8%。2) 奶粉: 整体业务规模较小, 2024 年收入同比下滑 9.6% 至 0.7 亿元, 2025 年在低基数上恢复性增长 21.6% 至 0.9 亿元, 收入占比不足 1%。考虑到奶粉业务非公司战略重心, 预计后续维持平稳增长, 2026-2028 年收入分别为 1.0/1.1/1.2 亿元, 同比增长 10%/10%/10%。毛利率方面, 2024 年为 31.5%, 2025 年降至 24.1%, 主要受行业需求平淡及阶段性价格竞争影响, 预计 2026-2028 年毛利率分别为 25.0%/27.0%/29.0%。3) 其他业务: 公司主动收缩低毛利边缘业务, 其他业务收入从 2023 年 11.5 亿元降至 2025 年 6.5 亿元, 2025 年同比下降 14%, 毛利率从 2022 年 8.1% 降至 2025 年 5.9%。预计 2026-2028 年其他业务收入分别为 5.9/5.7/5.8 亿元, 同比增速 -10%/-2%/+1%, 毛利率分别为 5.9%/5.8%/5.5%, 降幅收窄后趋于低位平稳, 资源进一步向核心低温品类集中。

■ **有别于市场的认识:** 市场认为乳制品行业已进入存量竞争, 行业竞争激烈, 公司增长空间有限, 但我们认为: 1) “鲜酸双强”战略下, 低温鲜奶和低温酸奶快速增长, 2025 年低温鲜奶均取得双位数增长, 具体来看, 高端鲜奶、“今日鲜奶铺”实现双位数增长, 特色酸奶同比增长超过 30%, 新品收入占比连续 5 年达 10% 以上。毛利率更高的低温品类收入增速更高, 推动公司 2025 年毛利率同比提升 0.8pct 至 29.2% (其中 25Q4 同比提升 2.3pct 至 28.3%), 归母净利率同比提升 1.5pct 至 6.5%, 2022-2027 年净利率翻倍至 7.2% 的目标有望在 2026 年提前实现。2) 持续发力 DTC, 拥抱新渠道, 充分把握渠道红利。相较于全国性巨头, 公司作为典型的“城市型乳企”, 其核心优势在于分布式供应链与 DTC 到家网络。公司深耕 DTC 核心渠道, DTC 渠道收入占比稳步攀升, 从 2023 年 15% 向 2027 年 30% 的目标迈进, 这种强粘性高毛利的直连消费者模式不仅增强了品牌忠诚度, 更成功避开了大流通渠道的红海价格战。公司 2025 年直营渠道营收同比增长 15.1%, 显著高于经销渠道, 营收占比同比提升 3.7pct。公司即时零售业务高速增长, 积极拥抱山姆、盒马等高势能新渠道, 充分把握渠道

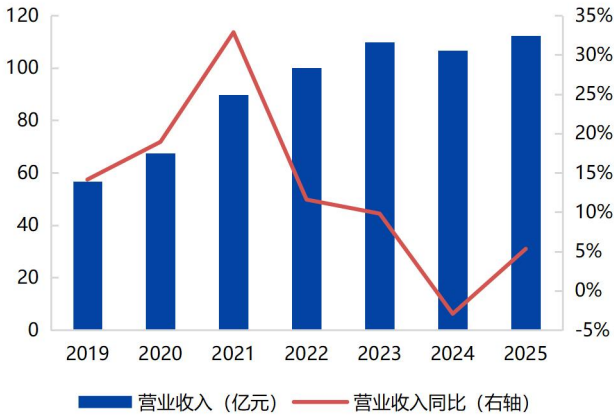
红利。3) **全链路数字化赋能降本增效，供应链持续提效。**公司依托“鲜活源”等数字化精准管控平台，深度赋能质量控制与全周期溯源，供应链运营效率持续改善。伴随数字化全线贯通与管理精细化，运营损耗降低，冷链运输单价从2020年以来连续下降。

- **股价的催化剂：**高端产品快速放量；DTC 渠道快速扩张；原奶成本大幅下降。
- **风险提示：**原材料成本大幅波动风险；低温液奶需求增长不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

财务数据及盈利预测

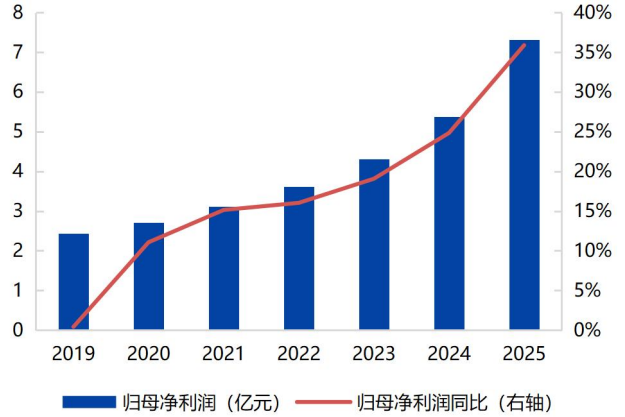
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	10,665	11,233	11,891	12,684	13,601
同比增长率 (%)	-2.9%	5.3%	5.8%	6.7%	7.2%
归母净利润 (百万元)	538	731	866	1,009	1,164
同比增长 (%)	24.8%	36.0%	18.4%	16.5%	15.4%
每股收益 (元/股)	0.62	0.85	1.01	1.17	1.35
毛利率 (%)	28.4%	29.2%	29.0%	29.6%	29.7%
ROE (%)	17.6%	18.8%	19.6%	20.2%	20.7%
市盈率	29.6	21.8	18.4	15.8	13.7

图表 1：公司营业收入及同比



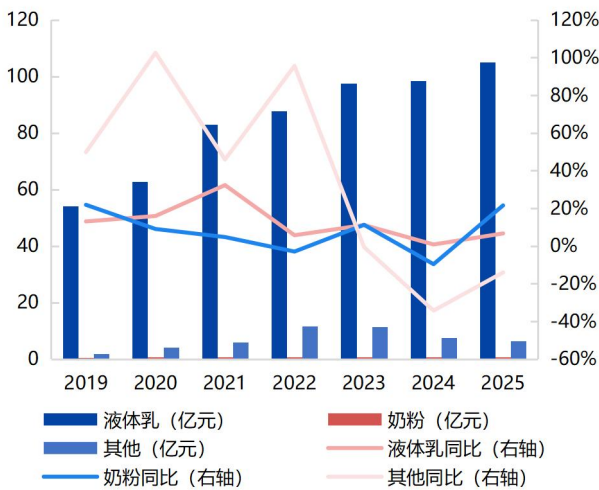
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



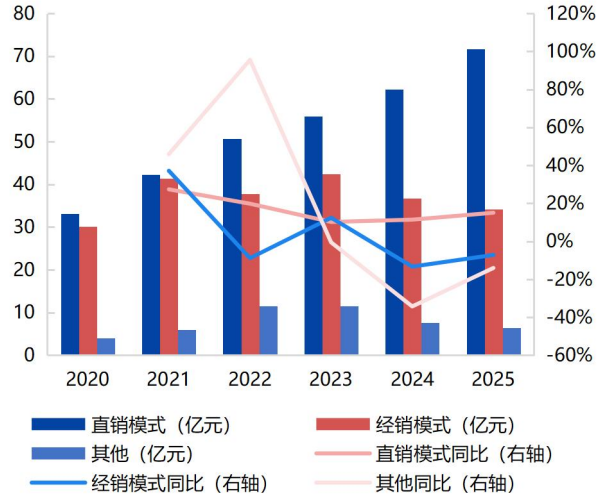
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 3：分产品收入结构



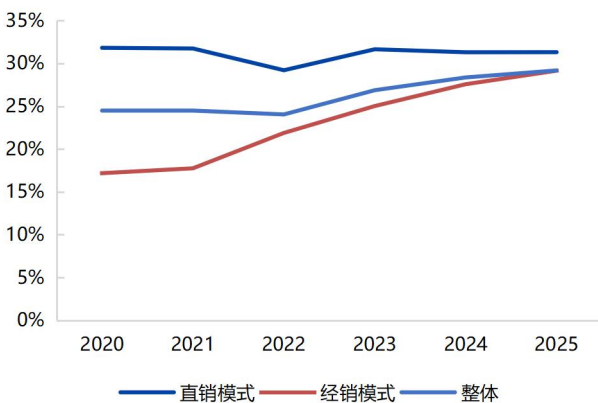
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：分渠道收入结构



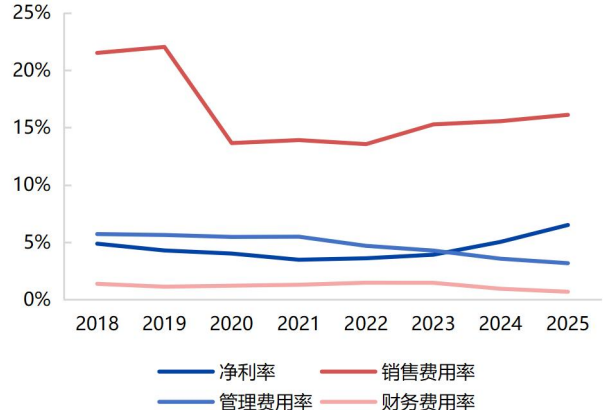
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：直销模式/经销模式毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：公司净利率及其他各项费用率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 原材料成本大幅波动风险：**原奶等关键原材料在公司成本中占比较高，若原奶价格快速上涨，公司毛利率及盈利空间将承压。
- 2) 低温液奶需求增长不及预期：**若低温鲜奶和低温酸奶需求增长不及预期，将影响公司收入增长和盈利改善。
- 3) 行业竞争加剧：**若同业巨头在重点市场发起价格战或加大费用投放，将冲击公司市场份额。
- 4) 食品安全风险：**若发生产品质量问题，将对品牌形象及日常销售造成负面影响。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	396	355	464	588	866	净利润	549	754	892	1,040	1,200
应收款项	616	653	694	735	815	折旧摊销	451	451	333	363	395
存货	742	717	739	787	834	营运资本变动	296	717	442	384	417
流动资产	1,998	2,057	2,296	2,591	3,072	经营活动现金流	1,491	1,510	1,398	1,458	1,744
长期股权投资	515	506	512	503	499	资本开支	666	605	650	700	730
固定资产	2,913	2,794	3,011	3,253	3,547	投资变动	-8	-108	-18	-21	-26
在建工程	35	19	13	9	6	投资活动现金流	-568	-485	-741	-789	-809
无形资产	662	570	677	777	822	银行借款	1,448	1,008	598	305	133
非流动资产	6,881	7,078	7,295	7,520	7,749	筹资活动现金流	-971	-1,090	-512	-513	-623
资产合计	8,879	9,135	9,591	10,111	10,821	现金净增加额	-47	-66	109	124	278
短期借款	371	444	334	141	69	期初现金	440	396	355	464	588
应付款项	991	932	988	1,076	1,122	期末现金	396	355	464	588	866
流动负债	991	932	988	1,076	1,122						
长期借款	1,077	564	264	164	64						
应付债券	725	0	0	0	0						
非流动负债	2,006	742	450	351	251						
负债合计	5,736	5,163	5,073	4,994	5,036						
股本	861	861	861	861	861						
资本公积	523	520	519	518	517						
留存收益	2,198	2,624	3,189	3,798	4,462						
归母股东权益	3,055	3,896	4,415	4,982	5,615						
少数股东权益	87	76	103	134	170						
负债和权益总计	8,879	9,135	9,591	10,111	10,821						

利润表					
单位:百万元					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,665	11,233	11,891	12,684	13,601
营业成本	7,641	7,955	8,447	8,925	9,561
税金及附加	53	60	59	65	70
销售费用	1,659	1,810	1,902	2,029	2,122
管理费用	381	357	380	406	428
研发费用	49	50	54	57	54
财务费用	101	78	54	37	29
资产减值损失	-98	-63	-40	-30	-25
公允价值变动	24	5	16	14	12
投资净收益	-3	28	31	28	25
营业利润	680	853	1,035	1,191	1,353
营业外收支	-37	-2	3	4	10
利润总额	643	850	1,038	1,195	1,363
所得税	94	96	145	155	164
净利润	549	754	892	1,040	1,200
少数股东损益	12	23	27	31	36
归母净利润	538	731	866	1,009	1,164
EBITDA	1,201	1,380	1,407	1,586	1,783

财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力指标					
营业收入增速	-2.9%	5.3%	5.8%	6.7%	7.2%
营业利润增速	33.9%	25.4%	21.3%	15.1%	13.6%
归母净利润增速	24.8%	36.0%	18.4%	16.5%	15.4%
盈利能力指标					
毛利率	28.4%	29.2%	29.0%	29.6%	29.7%
净利率	5.2%	6.7%	7.5%	8.2%	8.8%
ROE	17.5%	19.0%	19.7%	20.3%	20.7%
ROIC	8.8%	11.8%	13.2%	14.3%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	56.5%	52.9%	49.4%	46.5%
净负债比率	1.83	1.30	1.12	0.98	0.87
流动比率	0.54	0.47	0.50	0.56	0.64
速动比率	0.32	0.29	0.33	0.38	0.46
营运能力					
总资产周转率	1.20	1.23	1.24	1.25	1.26
应收账款周转率	17.30	17.20	17.13	17.26	16.69
存货周转率	14.38	15.66	16.09	16.13	16.31
每股指标					
每股收益	0.62	0.85	1.01	1.17	1.35
每股经营性现金流	1.73	1.75	1.62	1.69	2.03
每股净资产	3.65	4.62	5.25	5.95	6.72
估值比率					
市盈率	29.60	21.77	18.39	15.78	13.68
市销率	1.49	1.42	1.34	1.25	1.17
市净率	5.06	4.01	3.52	3.11	2.75
EV/EBIT	28.35	22.30	19.12	16.62	14.47
EV/EBITDA	17.69	15.01	14.59	12.81	11.27

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级 (另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中: A 股市场: 沪深 300 指数 (000300.SH); 新三板市场: 三板成指 (899001.CSI) (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (899002.CSI) (针对做市转让标的); 北交所市场: 北证 50 指数 (899050.BJ); 香港市场: 恒生指数 (HIS.HI); 美国市场: 标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道, 所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法可能存在局限性, 请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司 (以下统称为“爱建证券”) 证券研究所制作, 爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格, 接受中国证监会监管。

本报告是机密的, 仅供我们的签约客户使用, 爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料, 但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考, 不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测后续可随时更改。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, 爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有, 未经爱建证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有, 违者必究。