

2026年09月03日

## 买入（维持）

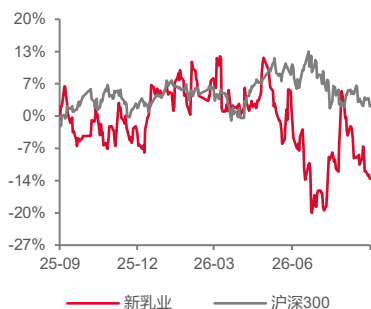
报告原因：业绩点评

## 证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

|             |             |
|-------------|-------------|
| 数据日期        | 2026/09/03  |
| 收盘价         | 15.20       |
| 总股本(万股)     | 86,068      |
| 流通A股/B股(万股) | 85,071/0    |
| 资产负债率(%)    | 56.32%      |
| 市净率(倍)      | 3.53        |
| 净资产收益率(加权)  | 11.84       |
| 12个月内最高/最低价 | 20.20/12.91 |



## 相关研究

《新乳业（002946）：一季度表现亮眼，低温品类延续快速增长——公司简评报告》2026.05.07

《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》2026.03.26

《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）：低温产品增长强劲，新零售加速发展

——公司简评报告

## 投资要点

- **事件：**公司发布2026年半年报，上半年公司实现营收58.13亿元，同比+5.20%；归母净利润4.65亿元，同比+17.24%。其中Q2实现营收29.7亿元，同比+2.39%；归母净利润2.78亿元，同比+5.78%。
- **低温产品保持双位数增长，产品创新持续赋能。**2026年上半年液体乳实现营收55.43亿元，同比+9.4%。分产品，今年上半年期间公司低温产品收入实现双位数增长，低温鲜奶和低温酸奶增长势头强劲，成为营收增长的主要动力。公司新品持续创新满足多元化需求，2026年上半年新品收入占比保持双位数。公司持续强化“鲜活”品牌战略，通过创新的营销活动与产品布局，提升品牌势能。
- **华东地区增长亮眼，新零售加速发展。**分渠道，2026年上半年直销渠道实现营收37.38亿元，同比+10.36%；经销渠道实现营收18.46亿元，同比+6.96%。DTC业务中，公司推动“订送分离”模式变革，新客续订率及老客复购率进一步提升。公司积极拥抱新渠道，新零售业务加速发展，引领大盘增长。目前唯品有三款自有品牌产品在山姆渠道销售。分区域，上半年西南、华东、华北、西北地区营收分别同比+2.3%、+19%、-1.5%、2.2%。上半年华东区域实现较快增长，主要由于一是产品创新，新品表现良好；二是公司加快渠道布局，抓住新兴渠道机遇，带动华东区域业绩增长。
- **渠道结构变化影响毛利率，盈利能力延续提升。**2026年上半年毛利率29.73%，同比-0.28pct；净利率8.19%，同比+0.79pct。2026Q2毛利率29.51%，同比-0.98pct；净利率9.6%，同比+0.24pct。Q2毛利率下降主要受渠道结构变化影响。2026年上半年销售费用率15.21%，同比-1.21pct，管理费用率2.95%，同比-0.26pct。2026Q2销售费用率13.38%，同比-2.52pct，管理费用率2.48%，同比-0.46pct。上半年所得税费用同比+115.28%，主要由于税收标准调整影响。
- **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。由于税收标准的调整，我们适当调整盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为8.49/10.07/11.47亿元（2026-2028年前值分别为8.55/10.01/11.3亿元），对应EPS分别为0.99/1.17/1.33元（2026-2028年前值分别为0.99/1.16/1.31元），对应当前股价PE分别为15/13/11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、市场竞争加剧、税收政策变化、产品质量风险。

## 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    | 849.36    | 1,006.84  | 1,147.39  |
| 同比增速(%)    | 35.98%    | 16.17%    | 18.54%    | 13.96%    |
| EPS（元/股）   | 0.85      | 0.99      | 1.17      | 1.33      |
| 市盈率（P/E）   | 17.89     | 15.40     | 12.99     | 11.40     |
| 市净率（P/B）   | 3.36      | 3.06      | 2.52      | 2.13      |

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至2026年9月3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     | 67     | 73     |
| %营业收入      | 1%     | 1%     | 1%     | 1%     |
| 销售费用       | 1,810  | 1,902  | 2,025  | 2,173  |
| %营业收入      | 16%    | 16%    | 16%    | 16%    |
| 管理费用       | 357    | 370    | 395    | 421    |
| %营业收入      | 3%     | 3%     | 3%     | 3%     |
| 研发费用       | 50     | 52     | 57     | 65     |
| %营业收入      | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     |
| 财务费用       | 78     | 32     | 25     | 11     |
| %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     | 50     | 41     |
| 投资收益       | 28     | 14     | 13     | 7      |
| 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    | -108   | -109   |
| 营业利润       | 853    | 1,054  | 1,223  | 1,381  |
| %营业收入      | 8%     | 9%     | 10%    | 10%    |
| 营业外收支      | -2     | -19    | -13    | -16    |
| 利润总额       | 850    | 1,034  | 1,210  | 1,365  |
| %营业收入      | 8%     | 9%     | 10%    | 10%    |
| 所得税费用      | 96     | 160    | 175    | 186    |
| 净利润        | 754    | 874    | 1,035  | 1,179  |
| %同比增速      | 37%    | 16%    | 18%    | 14%    |
| 归属于母公司的净利润 | 731    | 849    | 1,007  | 1,147  |
| %营业收入      | 7%     | 7%     | 8%     | 8%     |
| 少数股东损益     | 23     | 24     | 28     | 32     |
| EPS（元/股）   | 0.85   | 0.99   | 1.17   | 1.33   |

## 基本指标

|           | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 0.85  | 0.99  | 1.17  | 1.33  |
| BVPS      | 4.53  | 4.96  | 6.04  | 7.15  |
| PE        | 17.89 | 15.40 | 12.99 | 11.40 |
| PEG       | 0.50  | 0.95  | 0.70  | 0.82  |
| PB        | 3.36  | 3.06  | 2.52  | 2.13  |
| EV/EBITDA | 11.77 | 9.46  | 7.91  | 6.82  |
| ROE       | 19%   | 20%   | 19%   | 19%   |
| ROIC      | 15%   | 14%   | 14%   | 14%   |

## 资产负债表

| 单位：百万元       | 2025A | 2026E | 2027E  | 2028E  |
|--------------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金         | 355   | 521   | 1,239  | 1,855  |
| 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   | 143    | 175    |
| 流动资产合计       | 2,057 | 2,438 | 3,421  | 4,247  |
| 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 | 2,539 | 2,433  | 2,325  |
| 无形资产         | 570   | 525   | 474    | 435    |
| 商誉           | 992   | 987   | 983    | 974    |
| 递延所得税资产      | 30    | 20    | 20     | 20     |
| 其他非流动资产      | 2,158 | 2,196 | 2,397  | 2,832  |
| 资产总计         | 9,135 | 9,235 | 10,250 | 11,349 |
| 短期借款         | 444   | 424   | 414    | 397    |
| 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 | 2,556 | 2,662  | 2,761  |
| 流动负债合计       | 4,421 | 4,243 | 4,373  | 4,517  |
| 长期借款         | 564   | 438   | 357    | 304    |
| 应付债券         | 0     | 20    | 43     | 68     |
| 递延所得税负债      | 12    | 11    | 11     | 11     |
| 其他非流动负债      | 166   | 149   | 140    | 133    |
| 负债合计         | 5,163 | 4,861 | 4,924  | 5,033  |
| 归属于母公司的所有者权益 | 3,896 | 4,273 | 5,197  | 6,155  |
| 少数股东权益       | 76    | 101   | 129    | 160    |
| 股东权益         | 3,972 | 4,374 | 5,326  | 6,316  |
| 负债及股东权益      | 9,135 | 9,235 | 10,250 | 11,349 |

## 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  | 1,388 | 1,669 | 1,937  |
| 投资        | -105   | -123  | -240  | -491   |
| 资本性支出     | -465   | -334  | -528  | -566   |
| 其他        | 85     | 18    | 8     | 4      |
| 投资活动现金流净额 | -485   | -439  | -760  | -1,053 |
| 债权融资      | -699   | -269  | -78   | -52    |
| 股权融资      | 0      | 0     | 0     | 0      |
| 支付股利及利息   | -335   | -103  | -113  | -217   |
| 其他        | -56    | -410  | 0     | 0      |
| 筹资活动现金流净额 | -1,090 | -782  | -191  | -269   |
| 现金净流量     | -66    | 166   | 718   | 616    |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2026 年 9 月 3 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所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。

## 五、联系方式：

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  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221956989  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200125