新乳业（002946.SZ）

液奶增长稳健，内生盈利持续改善

优于大市

核心观点

公司发布2026年三季报。2026Q1-3营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为88.58/7.05/7.22亿元，同比+5.03%/+13.23%/+11.63%。单Q3营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为30.45/2.40/2.46亿元，同比+4.72%/+6.19%/+4.35%，收入增速较Q2提升。2026Q1-3经营活动现金流净额10.90亿元，同比+1.77%。

低温品类增长稳健，新品及新渠道持续贡献增量。2026前三季度低温品类保持双位数增长，新品收入占比保持双位数。单Q3低温品类接近双位数增长，鲜奶表现好于酸奶，常温品类保持正增，其他业务降幅收窄。其中活润延续双位数增长；唯品受上年高基数等因素影响，2026Q3有所承压，2026Q4通过新品及渠道拓展寻求改善。渠道方面，零食量贩等新渠道保持较好增长，公司积极把握冷链配套完善带来的低温品类拓展机会。展望Q4，公司持续推进活润、初心等重点品类新品研发及储备，新品贡献及渠道拓展有望支持收入稳健增长。

渠道结构变化影响毛利率，费率优化支持内生盈利改善。2026Q3毛利率为26.77%，同比-1.67pcts，预计主要系低毛利、低费率的新渠道占比提升，原奶及包材成本亦有影响；销售/管理/研发/财务费用率分别为13.35%/2.49%/0.34%/0.54%，同比-1.73/-0.42/-0.05/-0.20pcts。实际毛销差为13.42%，同比+0.06pcts，管理、研发及财务费率持续优化。税收变化及投资收益等科目拖累表观利润。综合以上因素，2026Q1-3/Q3归母净利率分别为7.96%/7.89%，同比+0.58/+0.11pcts，盈利能力延续提升。

投资建议：核心盈利持续提升，低温引领成长逻辑依然清晰，维持“优于大市”评级。考虑原奶价格温和上行，叠加税收等扰动，我们小幅调整盈利预测。预计2026/2027/2028年公司实现营收117.8/124.2/131.1亿元，同比+4.8%/+5.5%/+5.5%；归母净利润为8.45/9.64/10.73亿元，（原预测为8.55/10.08/11.09亿元），同比+15.6%/+14.0%/+11.3%；实现EPS0.98/1.12/1.25元。公司是乳制品稀缺的成长性企业，后续关注Q4新品放量及盈利提升兑现，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧、低温品类推广不及预期、原奶价格大幅上涨、产品质量与食品安全等。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,665	11,233	11,777	12,421	13,105
(+/-%)	-2.9%	5.3%	4.8%	5.5%	5.5%
归母净利润(百万元)	538	731	845	964	1073
(+/-%)	24.8%	36.0%	15.6%	14.0%	11.3%
每股收益（元）	0.62	0.85	0.98	1.12	1.25
EBIT Margin	8.3%	8.9%	9.5%	9.4%	9.7%
净资产收益率（ROE）	17.6%	18.8%	18.2%	16.4%	15.0%
市盈率（PE）	25.3	18.6	16.11	14.13	12.7
EV/EBITDA	14.5	12.9	13.5	13.2	12.4
市净率（PB）	4.46	3.49	2.93	2.32	1.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·饮料乳品

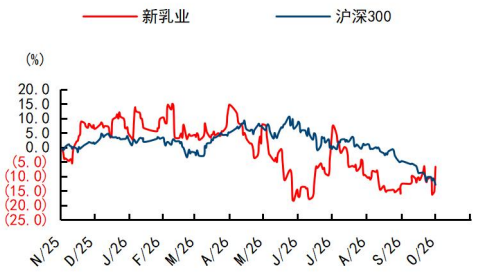
证券分析师：张向伟
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：柴苏苏
021-61761064
chaisusu@guosen.com.cn
S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.82元
总市值/流通市值	13616/13458百万元
52周最高价/最低价	20.20/12.91元
近3个月日均成交额	111.13百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《新乳业（002946.SZ）-液奶韧性增长，经营利润率持续提升》——2026-08-29

《新乳业（002946.SZ）-2025年四季度营收增长提速，盈利延续提升》——2026-04-12

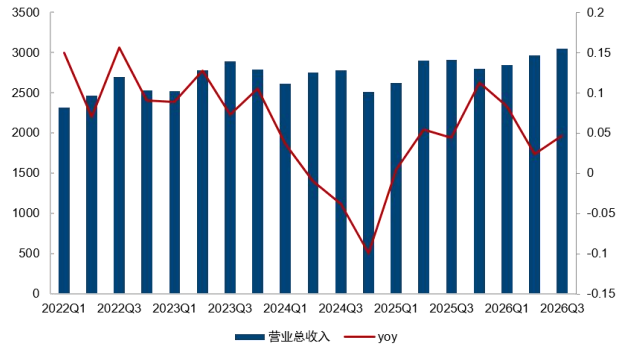
《新乳业（002946.SZ）-低温奶行业优势企业，卡位新鲜差异化竞争》——2026-03-06

公司发布 2026 年三季报。2026Q1-3 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 88.58/7.05/7.22 亿元，同比+5.03%/+13.23%/+11.63%。单 Q3 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 30.45/2.40/2.46 亿元，同比+4.72%/+6.19%/+4.35%，收入增速较 Q2 提升。2026Q1-3 经营活动现金流净额 10.90 亿元，同比+1.77%。

低温品类增长稳健，新品及新渠道持续贡献增量。2026 前三季度低温品类保持双位数增长，新品收入占比保持双位数。单 Q3 低温品类接近双位数增长，鲜奶表现好于酸奶，常温品类保持正增，其他业务降幅收窄。其中活润延续双位数增长；唯品受上年高基数等因素影响，2026Q3 有所承压，2026Q4 通过新品及渠道拓展寻求改善。渠道方面，零食量贩等新渠道保持较好增长，公司积极把握冷链配套完善带来的低温品类拓展机会。展望 Q4，公司持续推进活润、初心等重点品类新品研发及储备，新品贡献及渠道拓展有望支持收入稳健增长。

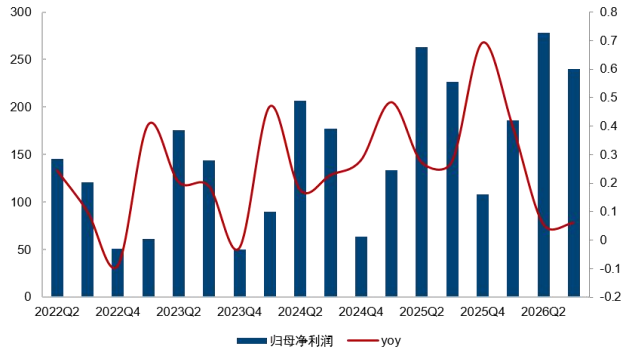
渠道结构变化影响毛利率，费率优化支持内生盈利改善。2026Q3 毛利率为 26.77%，同比-1.67pcts，预计主要系低毛利、低费率的新渠道占比提升，原奶及包材成本亦有影响；销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.35%/2.49%/0.34%/0.54%，同比-1.73/-0.42/-0.05/-0.20pcts。实际毛销差为 13.42%，同比+0.06pcts，管理、研发及财务费率持续优化。税收变化及投资收益等科目拖累表观利润。综合以上因素，2026Q1-3/Q3 归母净利率分别为 7.96%/7.89%，同比+0.58/+0.11pcts，盈利能力延续提升。

图1：新乳业单季度营业收入及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新乳业单季度归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新乳业单季度毛利率与净利率情况

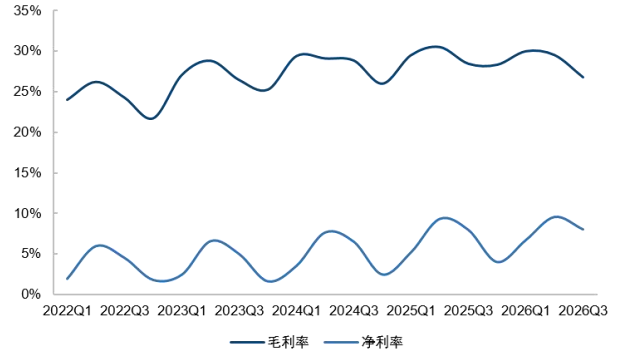
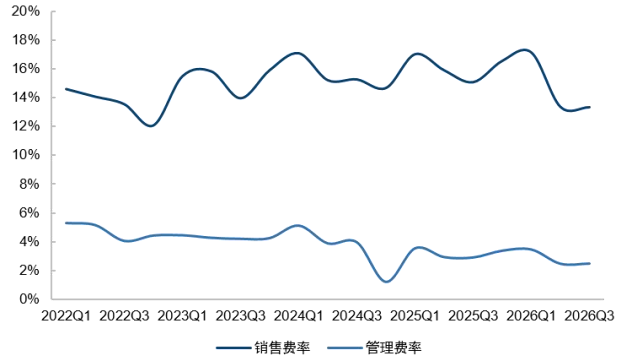


图4：新乳业单季度费用率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：核心盈利持续提升，低温引领成长逻辑依然清晰，维持“优于大市”评级。考虑原奶价格温和上行，叠加税收等扰动，我们小幅调整盈利预测。预计 2026/2027/2028 年公司实现营收 117.8/124.2/131.1 亿元，同比+4.8%/+5.5%/+5.5%；归母净利润为 8.45/9.64/10.73 亿元，（原预测为 8.55/10.08/11.09 亿元），同比+15.6%/+14.0%/+11.3%；实现 EPS0.98/1.12/1.25 元。公司是乳制品稀缺的成长性企业，后续关注 Q4 新品放量及盈利提升兑现，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11777	12421	13105	11777	12421	13105	0	0	0
收入同比增速%	4.80%	5.50%	5.50%	4.8%	5.5%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率%	29.10%	29.00%	29.10%	29.1%	28.8%	28.8%	0.0%	-0.2%	-0.3%
销售费用率%	15.50%	15.50%	15.30%	15.5%	15.5%	15.3%	0.0%	0.0%	-0.1%
净利率%	7.30%	8.10%	8.50%	7.2%	7.8%	8.2%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
归母净利润（百万元）	855	1008	1109	845	964	1073	-10	-44	-36
归母净利润同比增速%	17.00%	17.90%	10.00%	15.6%	14.0%	11.3%	-1.1%	-4.4%	-3.3%
EPS（元）	0.99	1.17	1.29	0.98	1.12	1.25	-0.01	-0.05	-0.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2026 年 10 月 30 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价（CNY）	EPS		PE		总市值	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E	亿元	
002946.SZ	**新乳业**	**16.50**	**15.33**	**0.98**	**1.12**	**16.1**	**14.3**	**136**	**优于大市**
600887.SH	伊利股份	19.18	30.15	1.59	2.06	19.0	14.6	1,907	优于大市
2319.HK	蒙牛乳业	35.68	19.86	1.24	1.43	13.9	12.0	658	
600882.SH	妙可蓝多	60.55	18.38	0.66	0.90	27.9	20.5	93	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	396	355	1249	2495	3929
应收款项	643	725	742	783	826
存货净额	742	717	732	775	818
其他流动资产	66	42	153	161	170
流动资产合计	**1998**	**2057**	**2977**	**4314**	**5843**
固定资产	2948	2814	3101	3517	3791
无形资产及其他	662	570	551	533	515
投资性房地产	2755	3188	3342	3513	3693
长期股权投资	515	506	531	559	589
资产总计	**8879**	**9135**	**10503**	**12436**	**14431**
短期借款及交易性金融负债	1235	1812	2412	2912	3412
应付款项	991	932	961	1018	1073
其他流动负债	1505	1677	1579	1668	1754
流动负债合计	**3731**	**4421**	**4952**	**5597**	**6239**
长期借款及应付债券	1803	564	594	624	654
其他长期负债	203	178	211	222	234
非流动负债合计	**2006**	**742**	**804**	**846**	**888**
负债合计	**5736**	**5163**	**5757**	**6443**	**7126**
少数股东权益	87	76	103	134	168
股东权益	3055	3896	4643	5858	7136
负债和股东权益总计	**8879**	**9135**	**10503**	**12436**	**14431**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.62	0.85	0.98	1.12	1.25
每股红利	0.27	0.39	0.64	0.51	0.57
每股净资产	3.55	4.53	5.39	6.81	8.29
ROIC	12.27%	15.14%	15%	15%	16%
ROE	17.60%	18.77%	18%	16%	15%
毛利率	28%	29%	29.1%	29%	29%
EBIT Margin	8%	9%	10%	9%	10%
EBITDA Margin	13%	13%	12%	12%	13%
收入增长	-3%	5%	5%	5%	6%
净利润增长率	25%	36%	16%	14%	11%
资产负债率	66%	57%	56%	53%	51%
股息率	1.7%	2.5%	4.0%	3.2%	3.6%
P/E	25.3	18.6	16.1	14.1	12.7
P/B	4.5	3.5	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	14.5	12.9	13.5	13.2	12.4

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**10665**	**11233**	**11777**	**12421**	**13105**
营业成本	7641	7955	8354	8844	9327
营业税金及附加	53	60	62	66	71
销售费用	1659	1810	1827	1921	1998
管理费用	381	357	366	372	385
研发费用	49	50	47	56	52
财务费用	101	78	58	45	22
投资收益	(3)	28	28	28	28
资产减值及公允价值变动	(89)	(61)	(50)	(30)	(30)
其他收入	(59)	(89)	(33)	(18)	(10)
营业利润	680	853	1054	1155	1290
营业外净收支	(37)	(2)	(4)	(5)	(10)
利润总额	**643**	**850**	**1050**	**1150**	**1280**
所得税费用	94	96	178	155	173
少数股东损益	12	23	27	31	34
归属于母公司净利润	**538**	**731**	**845**	**964**	**1073**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	538	731	845	964	1073
资产减值准备	81	(35)	63	19	16
折旧摊销	451	451	319	354	398
公允价值变动损失	89	61	50	30	30
财务费用	101	78	58	45	22
营运资本变动	209	(414)	(116)	83	74
其它	124	716	232	280	287
经营活动现金流	**1491**	**1510**	**1393**	**1730**	**1877**
资本开支	(666)	(605)	(700)	(800)	(700)
其它投资现金流	98	120	305	185	183
投资活动现金流	**(568)**	**(485)**	**(395)**	**(615)**	**(517)**
权益性融资	0	0	0	0	0
长期贷款增加	(289)	(513)	0	0	0
支付股利、利息	(230)	(335)	(734)	(400)	(456)
其它融资现金流	(451)	(241)	630	530	530
融资活动现金流	**(971)**	**(1090)**	**(104)**	**130**	**74**
现金净变动	**(43)**	**(42)**	**894**	**1245**	**1434**
货币资金的期初余额	440	396	355	1249	2495
货币资金的期末余额	396	355	1249	2495	3929
企业自由现金流	748	321	431	644	872
权益自由现金流	474	1799	2263	1105	1353

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032