新乳业（002946）

2026 年三季报点评：低温坚挺，盈利释放

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	10,665	11,233	11,892	12,584	13,312
同比（%）	(2.93)	5.33	5.86	5.82	5.79
归母净利润（百万元）	537.69	731.15	851.68	985.25	1,110.56
同比（%）	24.80	35.98	16.49	15.68	12.72
EPS-最新摊薄（元/股）	0.62	0.85	0.99	1.14	1.29
P/E（现价&最新摊薄）	26.91	19.79	16.99	14.68	13.03

投资要点

- **事件：**公司公告 26 年三季报，1-9 月营收 88.6 亿元，同比+5.0%，归属于母公司所有者的净利润 7.1 亿元，同比+13.2%。26Q3 营收 30.5 亿元，同比+4.7%，归属于母公司所有者的净利润 2.4 亿元，同比+6.2%。

- **低温增势坚挺，收入增长稳健。**Q3 公司营业收入同比+4.7%，延续上半年 5.2%的增长态势，低温引擎增长有力，1-9 月低温品类保持双位数增长。**行业层面，**低温奶逆势增长，据马上赢数据，Q3 国内低温鲜奶市场销售额规模同比+17%，低温酸奶同比小幅增长，常温乳品则持续下滑承压。**公司层面，**1）“三鲜鼎立”品类布局更加深入：一方面低温酸奶/低温鲜奶重点产品经营韧性突出，其中活润系列正全力冲刺全年 10 亿体量目标，同时鲜酸基本盘产品结构亦延续优化，高力度的产品推新是核心抓手，前三季度新品收入占比仍保持双位数；另一方面低温饮品探索渐入佳境，26 年 8 月公司与百年瑞士品牌阿华田在新乳业华西工厂联合举办“阿华田来自 1904·浓醇麦芽可可风味低温乳饮料”新品下线仪式，并于 9 月同步登陆华南、华东和西南为主的便利店、精品超市及生鲜 O2O 等即时零售渠道；2）积极拥抱新兴零售渠道：零食量贩合作更加紧密，公司积极拓展业务和产品声量，Q3 零食量贩渠道实现高双位数增长；新鲜零食渠道先发布局，子公司湖南南山在金粒门等新鲜零食门店兴起的初期迅速进行渠道渗透；山姆会员店此前已有较多 SKU 合作，我们判断后续新增品类仍存空间，此外子品牌“唯品”亦在盒马等高端渠道向上突破，并与南山/夏进等子品牌合力共拓 2B 渠道。

- **费控强化更进一步，盈利率稳中有升。**Q3 销售净利率为 8.1%，同比+0.1pct，保持提升，主要系毛销差持续扩张，单三季度毛销差同比+0.1pct。1）Q3 毛利率同比-1.7pct 至 26.8%，主因公司积极拥抱渠道变革，低毛利高势能的即时零售/零食量贩渠道占比提升，渠道结构稀释拖累毛利表现；次因奶价止跌企稳并小幅回调，包材及其他辅料成本亦有所上涨，成本红利逐步减弱。2）费用率：Q3 销售费用率同比-1.7pct，公司缩减短期效应较弱的线下广告投放、加大渠道促销费用投入，费投结构主动优化成效渐显，费效比持续强化；同时近年内部大幅优化经营管理效率，通过成熟且体系化的管理输出经验赋能子公司经营调整，Q3 管理费用率同比-0.5pct。3）所得税：Q3 所得税为 0.4 亿元，同比增加 0.15 亿元，税基调整有所扰动。

- **扎根低温，多维领先。**新乳业扎根低温，从“鲜战略”到“鲜立方”，造就全产业链新鲜的竞争能力，一是奶源结构相对均衡，借力新希望集团资源优势，牧场经营饲料端、管理端充分受益；二是立足低温向上培育，低温鲜奶/低温酸奶形成以中高端为主、向下布局的全价格带矩阵，体系化创新能力已然成型；三是资源共享、直营深耕，短保品类渠道壁垒扎实；四是品牌形象围绕“极致新鲜”，凭借故事化、场景化内容触达年轻消费者。

- **盈利预测与投资评级：**奶价深度调整，新乳业表现更优，是为数不多实

2026 年 11 月 04 日

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
研究助理 林蔚
执业证书：S0600126090009
linw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.81
一年最低/最高价	12.91/20.20
市净率(倍)	3.56
流通 A 股市值(百万元)	14,300.53
总市值(百万元)	14,468.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.72
资产负债率(%,LF)	53.61
总股本(百万股)	860.68
流通 A 股(百万股)	850.72

相关研究

《新乳业(002946)：聚焦新鲜，穿越周期》

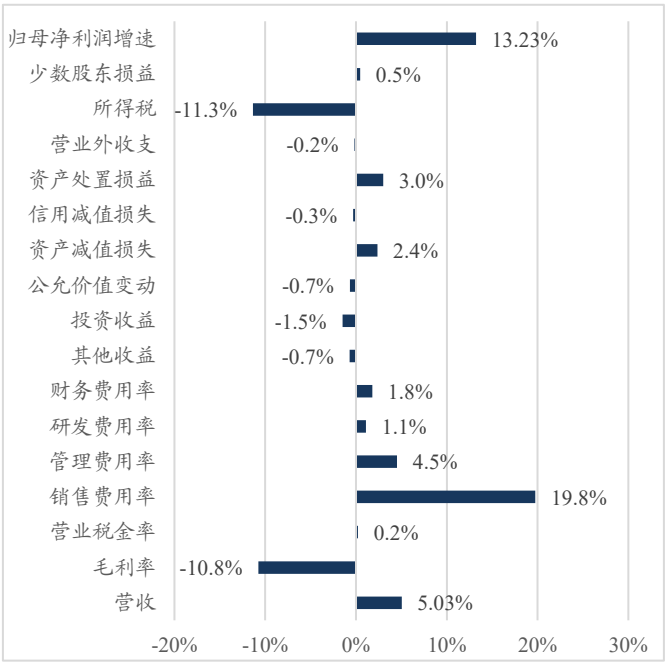
2026-10-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

现收入/利润持续增长的企业，低温业务增势延续、内部经营治理成效陆续兑现，同时非经科目对奶价调整抵抗能力更强，公司盈利正处上升通道。我们微调公司 2026~2028 年归母净利为 8.5、9.9、11.1 亿元（原预期为 8.6、10.0、11.4 亿元），同比增长 16.5%、15.7%、12.7%，对应 PE 为 17、15、13x，维持“买入”评级。

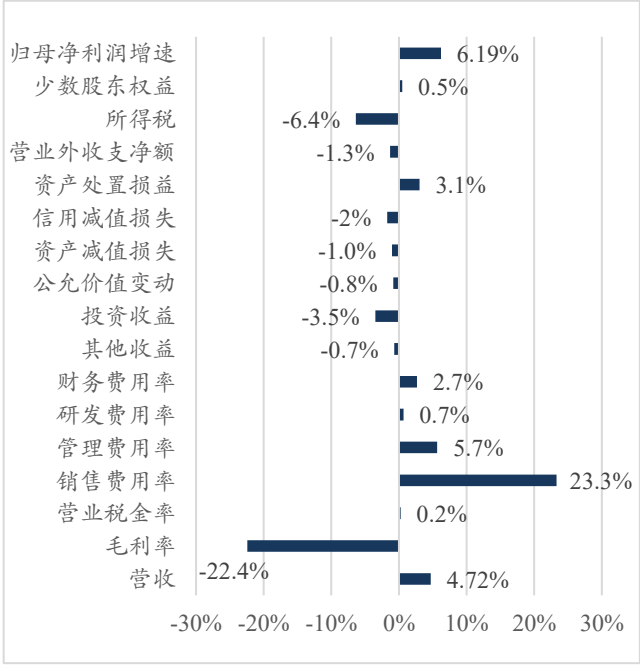
■ **风险提示：**需求修复不及预期，食品安全问题，新品推广不及预期。

图1：公司 26 年 1-9 月归母净利润增速贡献分析（同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司 26Q3 归母净利润增速贡献分析（同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

新乳业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2,057**	**2,664**	**3,634**	**4,543**
货币资金及交易性金融资产	568	1,115	2,013	2,829
经营性应收款项	689	738	782	828
存货	717	728	764	797
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	82	83	75	89
非流动资产	**7,078**	**6,758**	**6,507**	**6,307**
长期股权投资	506	512	503	499
固定资产及使用权资产	2,903	2,557	2,161	1,757
在建工程	19	17	16	14
无形资产	570	544	519	493
商誉	992	992	992	992
长期待摊费用	14	11	12	11
其他非流动资产	2,074	2,124	2,304	2,540
资产总计	**9,135**	**9,422**	**10,141**	**10,849**
流动负债	**4,421**	**4,449**	**4,737**	**4,974**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,812	1,786	1,886	1,986
经营性应付款项	932	1,005	1,071	1,102
合同负债	438	458	486	515
其他流动负债	1,240	1,201	1,294	1,371
非流动负债	**742**	**838**	**948**	**1,058**
长期借款	564	664	764	864
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	61	71	81	91
其他非流动负债	117	104	104	104
负债合计	**5,163**	**5,287**	**5,685**	**6,032**
归属母公司股东权益	3,896	4,036	4,332	4,665
少数股东权益	76	98	123	152
所有者权益合计	**3,972**	**4,134**	**4,455**	**4,817**
负债和股东权益	**9,135**	**9,422**	**10,141**	**10,849**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**11,233**	**11,892**	**12,584**	**13,312**
营业成本(含金融类)	7,955	8,326	8,745	9,175
税金及附加	60	59	64	68
销售费用	1,810	1,971	2,102	2,251
管理费用	357	372	388	404
研发费用	50	53	56	60
财务费用	78	36	20	22
加:其他收益	54	62	63	67
投资净收益	28	12	14	15
公允价值变动	5	7	8	8
减值损失	(61)	(59)	(37)	(11)
资产处置收益	(97)	(71)	(69)	(73)
营业利润	**853**	**1,026**	**1,187**	**1,338**
营业外净收支	(2)	2	2	2
利润总额	**850**	**1,028**	**1,189**	**1,340**
减:所得税	96	154	178	201
净利润	**754**	**874**	**1,011**	**1,139**
减:少数股东损益	23	22	25	28
归属母公司净利润	**731**	**852**	**985**	**1,111**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.85	0.99	1.14	1.29
EBIT	1,058	1,063	1,209	1,362
EBITDA	1,532	1,572	1,710	1,872
毛利率(%)	29.18	29.98	30.50	31.08
归母净利率(%)	6.51	7.16	7.83	8.34
收入增长率(%)	5.33	5.86	5.82	5.79
归母净利润增长率(%)	35.98	16.49	15.68	12.72

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,510	1,479	1,730	1,792
投资活动现金流	(485)	(348)	(410)	(457)
筹资活动现金流	(1,090)	(662)	(507)	(599)
现金净增加额	(66)	469	813	736
折旧和摊销	475	509	501	510
资本开支	(465)	(199)	(139)	(154)
营运资本变动	67	(43)	108	52

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	4.41	4.58	4.92	5.31
最新发行在外股份（百万股）	861	861	861	861
ROIC(%)	14.83	13.84	14.85	15.49
ROE-摊薄(%)	18.77	21.10	22.74	23.81
资产负债率(%)	56.51	56.12	56.07	55.60
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.79	16.99	14.68	13.03
P/B（现价）	3.81	3.67	3.42	3.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn