

食品饮料

2025年08月27日

新乳业 (002946)

——25H1 点评：低温业务引领增长 净利率提升超预期

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)

市场数据:	2025年08月27日
收盘价(元)	18.25
一年内最高/最低(元)	21.49/7.89
市净率	5.0
股息率(分红/股价)	1.56
流通A股市值(百万元)	15,525
上证指数/深证成指	3,800.35/12,295.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年06月30日
每股净资产(元)	3.69
资产负债率%	62.53
总股本/流通A股(百万)	861/851
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《新乳业 (002946) 点评：低温业务延续正增长 盈利能力如期提升》 2025/04/25
《新乳业 (002946) 点评：原奶价格下行释放成本红利 主业稳健经营》 2024/10/30

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2025 年半年报, 根据公司公告, 2025H1 公司实现营业总收入 55.26 亿, 同比增长 3.01%, 归母净利润 3.97 亿, 同比增长 33.76%, 扣非净利润 4.11 亿, 同比增长 31.17%。2025Q2, 公司实现营业总收入 29.01 亿, 同比增长 5.46%, 归母净利润 2.63 亿, 同比增长 27.37%, 扣非净利润 2.7 亿, 同比增长 26.85%。公司收入符合预期, 利润超预期。
- **投资评级与估值:** 维持盈利预测, 预测 2025~2027 年公司归母净利润为 6.87, 8.39, 9.74 亿, 分别同比增长 28%, 22%, 16%, 最新收盘价对应 2025~2027 年 PE 分别为 23x, 19x, 16x。公司“鲜战略”下大力发展鲜奶业务, 依托并购形成“1+N”的品牌矩阵和全国化的鲜奶布局, 并背靠新希望集团在奶源、冷链、渠道等方面享有优势。公司 23 年推出新的五年战略, 明确利润率提升的目标, 并持续兑现, 未来在实现路径上通过低温鲜奶和特色酸奶业务发展迭代, 通过 D to C 渠道直达消费者打造核心用户壁垒, 通过区域深耕实现渗透率提高, 我们认为未来公司有望持续释放内生增长潜力, 维持增持评级。
- **“鲜酸双强”驱动 25H1 收入增长。** 根据公司公告, 25H1 公司液体乳及乳制品制造业实现营业收入 55.26 亿, 同比增长 3.01%, 其中液体乳业务实现营业收入 50.67 亿, 同比增长 4.6%。我们预计液体乳业务的增长主要来源于低温板块, 而常温奶受需求环境承压影响同比依然有所下滑。25H1 公司低温品类销售额同比增长超 10%, 其中高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长, “活润”系列实现超 40% 的高速增长。公司一方面积极推动产品创新, 新品占比达双位数; 一方面拥抱渠道变革, 渠道端以 DTC 模式为重要增长引擎, 报告期内直销模式收入同比增长 22.96%, 达到 33.87 亿。分区域看, 25H1 西南/华东/西北地区营业收入分别达到 19.7/16.05/6.67 亿, 分别同比+5.09%/+6.79%/-1.86%, 反映全国化进程顺利推进。公司坚持“分布经营、区域深耕”的策略, 持续夯实基地市场, 不断提升核心竞争力, 展望未来, 伴随产品的持续创新迭代、以“24 小时”为代表的核心大单品逐步全国化, 未来收入规模有望持续提升。
- **成本红利兑现, 费用效率优化, 净利率如期提升。** 2025H1 公司毛利率同比提升 0.79pct 到 30.02%, 其中液体乳及乳制品制造业务毛利率同比提升 1.6pct 到 32.21%, 主因原奶价格下降带来的吨成本优化, 以及高毛利的低温业务占比提升所致。费用端, 2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.43%/3.22%/0.45%/0.72%, 分别同比+0.31/-1.25/+0.07/-0.27pct。销售费用率上升主因公司推广新品, 广宣费用支出增加; 管理费用率下降主因人工成本优化等, 反映内部效率持续提升; 财务费用率下降主因利息支出减少。25H1 公司实现归母净利率 7.18%, 同比提高 1.65pct。
- 25Q2, 公司实现毛利率 30.49%, 同比提升 1.4pct, 归母净利率 9.08%, 同比提升 1.56pct。展望 25H2 以及未来, 我们认为尽管后续原材料成本进一步下降的空间不大, 但是通过产品结构优化、低温占比提升, 以及 DTC 等高毛利渠道的比例提高, 毛利率依然有提升空间, 驱动净利率持续稳健增长。
- **风险提示:** 市场价格战加剧, 食品安全问题。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	10,665	5,526	10,894	11,391	11,871
同比增长率 (%)	-2.9	3.0	2.1	4.6	4.2
归母净利润 (百万元)	538	397	687	839	974
同比增长率 (%)	24.8	33.8	27.8	22.1	16.2
每股收益 (元/股)	0.62	0.46	0.80	0.97	1.13
毛利率 (%)	28.4	30.0	29.2	29.8	30.2
ROE (%)	17.6	12.1	18.4	18.3	17.5
市盈率	29		23	19	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,987	10,665	10,894	11,391	11,871
其中：营业收入	10,987	10,665	10,894	11,391	11,871
减：营业成本	8,035	7,641	7,709	8,000	8,281
减：税金及附加	52	53	54	57	59
主营业务利润	2,900	2,971	3,131	3,334	3,531
减：销售费用	1,678	1,659	1,716	1,785	1,858
减：管理费用	470	381	380	375	370
减：研发费用	47	49	50	51	54
减：财务费用	162	101	98	102	86
经营性利润	543	781	887	1,021	1,163
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-9	9	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-17	-98	0	0	0
加：投资收益及其他	70	51	56	53	55
营业利润	508	680	863	1,045	1,208
加：营业外净收入	1	-37	-37	-37	-37
利润总额	509	643	826	1,009	1,172
减：所得税	71	94	124	152	176
净利润	438	549	702	857	995
少数股东损益	7	12	15	18	21
归属于母公司所有者的净利润	431	538	687	839	974

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。