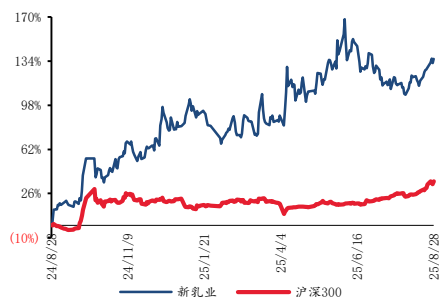


新乳业：产品结构持续优化，Q2 业绩超预期

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 8.61/8.51
总市值/流通(亿元) 159.4/157.55
12 个月内最高/最低价 21.49/7.91 (元)

相关研究报告

<<新乳业：新品持续发力，业绩领先行业>>—2022-11-04

<<新乳业 (002946) 三季报点评：收入、经营利润均稳健增长，鲜奶表现亮眼>>—2021-10-28

<<新乳业 (002946)：低温鲜持续高增，高基数下成本较好平抑>>—2021-09-02

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司发布 2025 年中报。2025H1 实现收入 55.3 亿元，同比+3.0%；归母净利润 3.97 亿元，同比+33.8%。2025Q2 实现收入 29.0 亿元，同比+5.5%；归母净利润 2.63 亿元，同比+27.4%。

低温品类延续双位数增长，产品创新能力持续凸显。2025Q2 公司实现收入同比+5.5%，归母净利同比+27.4%，业绩超预期。1) 分产品来看，公司 2025H1 液体乳实现收入 50.7 亿元，同比+4.6%，其中低温品类同比增长 10%+，常温产品收入恢复正增长。今年公司继续坚持“鲜酸双强”战略，低温品中高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现 10%+增长，新消费需求的驱动下活润系列同比增长 40%+。25H1 拆分量价来看，液体乳销量/吨价分别同比+4.6%/+0.2%，吨价实现稳中有升，主因低温品类占比提升，同时公司加快推新节奏持续优化产品结构，25H1 公司新品收入占比同比提升 2pct 至 10%+，今年公司新推低温酸奶活润轻食瓶、初心控卡酸奶等系列符合流行趋势的创新产品，并于山姆渠道新推唯品芭乐酸奶，月销表现亮眼。2) 渠道方面，上半年 DTC 渠道收入保持良好增长，其中远场电商保持双位数增长，盈利能力持续改善，公司定制新品顺利进入山姆、零食量贩等新渠道，渠道矩阵进一步完善。3) 子品牌方面，25H1 川乳/寰美(夏进)收入分别同比+3.6%/-4.8%，其中夏进 Q2 收入已转正，此外，唯品占比比较高的华东地区收入同比+6.8%，快于公司整体增长。

产品结构不断优化，净利率创单季度历史新高。公司 25H1/25Q2 毛利率分别为 30.02%/30.49%，分别同比+1.65/+1.40pct，其中 Q2 奶价跌幅逐步收窄，预计产品结构升级贡献更明显，唯品为代表的高毛利华东地区毛利率同比+3.58pct 至 35.94%。费用方面，Q2 销售/管理费用率分别为 15.9%/2.9%，分别同比+0.7/-0.9pct，随新品推出速度加快，公司同步加大营销推广力度，销售费用率略有提升，整体费用率保持稳定。综上，公司 25Q2 净利率同比+1.56pct 至 9.08%，创单季度净利率历史新高。

投资建议：公司坚持聚焦“鲜”战略，低温占比逐步提升，产品结构持续优化。同时积极推新、拓展新渠道，新品把握消费流行趋势变化以及消费人群细分需求，在深耕 DTC 渠道的同时，快速反应拥抱山姆、盒马、零食量贩等新兴渠道，产品反馈积极，公司战略执行能力持续得到验证。展望下半年，预计低温品类延续稳健增长，山姆新上多个 SKU，预计增量更多反映在 H2 报表；同时公司产品结构优化趋势明显，原奶价格保持较稳定的情况下，利润有望保持弹性增长。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 110.8/117.0/123.4 亿元，分别同比 3.9%/+5.6%/+5.4%，实现归母净利 7.0/8.1/9.5 亿元，分别同比+29.7%/+16.2%/+16.7%，对应 PE 分别为 23/20/17X。我们按照 2026 年业绩给 25 倍 PE，一年目标价为 23.5 元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；新品拓展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,665	11,083	11,700	12,335
营业收入增长率(%)	-2.93%	3.91%	5.57%	5.42%
归母净利（百万元）	538	698	811	946
净利润增长率(%)	24.80%	29.72%	16.21%	16.73%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.81	0.94	1.10
市盈率（PE）	23.40	22.85	19.66	16.85

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	440	396	1,474	2,746	4,112
应收和预付款项	692	656	711	737	778
存货	712	742	750	779	820
其他流动资产	159	204	228	231	231
流动资产合计	2,002	1,998	3,163	4,493	5,940
长期股权投资	538	515	515	515	515
投资性房地产	20	18	18	18	18
固定资产	2,883	2,913	2,500	2,087	1,673
在建工程	89	35	34	32	30
无形资产开发支出	681	662	662	662	662
长期待摊费用	10	13	13	13	13
其他非流动资产	4,717	4,721	5,883	7,195	8,624
资产总计	8,938	8,879	9,626	10,523	11,537
短期借款	916	371	371	371	371
应付和预收款项	925	991	974	1,023	1,076
长期借款	1,367	1,077	1,077	1,077	1,077
其他负债	3,091	3,297	3,337	3,428	3,504
负债合计	6,299	5,736	5,759	5,898	6,028
股本	866	861	861	861	861
资本公积	566	523	523	523	523
留存收益	1,790	2,198	2,835	3,576	4,440
归母公司股东权益	2,557	3,055	3,764	4,505	5,369
少数股东权益	82	87	102	119	139
股东权益合计	2,639	3,142	3,867	4,624	5,509
负债和股东权益	8,938	8,879	9,626	10,523	11,537

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,557	1,491	1,124	1,460	1,571
投资性现金流	-587	-568	-120	-117	-123
融资性现金流	-946	-971	74	-70	-82
现金增加额	15	-47	1,077	1,272	1,366

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,987	10,665	11,083	11,700	12,335
营业成本	8,035	7,641	7,842	8,212	8,587
营业税金及附加	52	53	55	58	61
销售费用	1,678	1,659	1,829	1,907	1,974
管理费用	470	381	421	445	464
财务费用	162	101	0	0	0
资产减值损失	-17	-98	0	0	0
投资收益	6	-3	-3	-1	-2
公允价值变动	23	24	0	0	0
营业利润	508	680	856	991	1,156
其他非经营损益	1	-37	-18	-21	-22
利润总额	509	643	839	970	1,134
所得税	71	94	126	143	168
净利润	438	549	713	827	966
少数股东损益	7	12	15	17	20
归母股东净利润	431	538	698	811	946

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.87%	28.36%	29.24%	29.81%	30.38%
销售净利率	3.92%	5.04%	6.29%	6.93%	7.67%
销售收入增长率	9.80%	-2.93%	3.91%	5.57%	5.42%
EBIT 增长率	51.59%	24.30%	-11.26%	15.69%	16.91%
净利润增长率	19.27%	24.80%	29.72%	16.21%	16.73%
ROE	16.85%	17.60%	18.53%	17.99%	17.62%
ROA	4.75%	6.17%	7.70%	8.21%	8.76%
ROIC	10.23%	12.91%	10.10%	10.59%	11.11%
EPS (X)	0.50	0.62	0.81	0.94	1.10
PE (X)	22.96	23.40	22.85	19.66	16.85
PB (X)	3.89	4.09	4.23	3.54	2.97
PS (X)	0.90	1.17	1.44	1.36	1.29
EV/EBITDA (X)	10.36	10.72	13.89	11.68	9.58

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。