

低温势能向上，利润率持续改善

核心观点

25H1 公司持续发力低温产品（同增双位数），加强产品创新推出芭乐酸奶等爆品，带动公司业绩持续稳健增长，25H1、25Q2 收入增速分别为 3.01%、5.46%。深耕 DTC 渠道引领增长，线上销售表现良好，且山姆新品亮眼，带动直销渠道增长 22.96%。得益于行业低奶价与产品结构改善，毛利率进一步提升，降本增效优化管理费用，上半年净利率提升至 7.18%。公司在新的五年规划指引下，推动“鲜立方战略”更深入落地实施，加快新场景新渠道布局，从品牌、销售、供应链等维度确定八个抓手增强公司极致新鲜的运营能力，强化公司以“鲜”为核心的市场定位。

事件

公司发布 2025 半年报

公司 25H1 实现营业收入 55.26 亿元，同比+3.01%，归母净利润 3.97 亿元，同比+33.76%，扣非归母净利润 4.11 亿元，同比+31.17%。

公司 25Q2 实现营业收入 29.01 亿元，同比+5.46%，归母净利润 2.63 亿元，同比+27.37%，扣非归母净利润 2.70 亿元，同比+26.85%。

简评

产品创新驱动业绩增长，新乳业低温维持较强势头

公司持续坚持“鲜立方战略”，发力低温产品，发挥自身产品研发能力，持续推出创新产品，上半年低温品味销售额增长超过 10%，高端鲜奶、今日鲜奶铺同增双位数，活润增速超 40%。公司持续以产品创新满足消费者多元化需求，其中二季度推出山姆渠道的芭乐酸奶成为爆款产品。分品类看，2025H1 液体乳收入 50.67 亿元，同比+4.60%，奶粉收入 0.46 亿元，同比+33.29%。

渠道方面，积极拥抱渠道变革，持续深耕市场挖掘区域潜力，DTC 增长良好，远场电商双位数提升增长，山姆增量较强，带动直销渠道增长 22.96% 至 33.87 亿元。经销收入 17.26 亿元，同比-18.75%。上半年，电商渠道收入达到 5.95 亿元，同比增长 15.41%，占比超 10%。

新乳业 (002946.SZ)

维持

增持

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 09 月 02 日

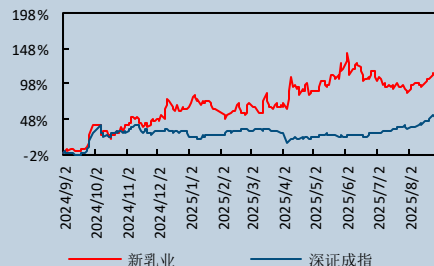
当前股价：19.33 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.73/10.27	0.21/-15.57	115.02/78.66
12 月最高/最低价 (元)		21.35/9.01
总股本 (万股)		86,067.69
流通 A 股 (万股)		85,070.87
总市值 (亿元)		166.37
流通市值 (亿元)		164.44
近 3 月日均成交量 (万)		935.86
主要股东		
Universal Dairy Limited		65.07%

股价表现



低价奶推动毛利率提升，净利率持续提升

25H1 公司毛利率 30.02%，同比+0.79pcts，归母净利率 7.18%，同比+1.65pcts；25Q2 毛利率 30.49%，同比+1.4pcts，归母净利率 9.08%，同比+1.56pcts；

毛利率方面，一方面 2025 年奶价仍处于低位，另一方面公司低温品类表现较强，直营渠道占比持续提升。

费用端，25H1 销售费用率 16.43%，同比+0.31pcts，管理费用率 3.22%，同比-1.25pcts；2025Q2 销售费用率 15.9%，同比+0.69pcts，管理费用率 2.93%，同比-0.94pcts。2025 年液态奶低奶价助推价格竞争激烈，公司持续加大费用投放提升推广力度，提升曝光度，上半年促销费、广告费分别同比增长 2.20%、25.17%。管理费用方面，公司持续降本增效，人工成本、差旅及业务招待费均同比下降。

资产处置与减值方面，公司自营牧场优化牛群结构，加大淘牛力度，而奶源过剩使得奶价、淘牛价格低迷，25H1 生物资产处置损失 0.39 亿元。

聚焦五年规划，推动“鲜战略”落实

2025 年公司将以“鲜立方战略”为核心，以“笃定核心价值、创造长期增长”为主线，努力实现收入增长、净利率提升持续兑现，推动公司实现有质量的增长。

公司持续推进五年战略规划，坚持公司长期秉承的愿景、使命、价值观方面的基本内涵，对战略目标和战略方向进行了调整和精进，将“做大做强核心业务，提升企业价值，五年实现净利率倍增”确定为新的五年奋斗目标，并确立了做强低温、科技创新、内生为主、并购为辅、分布经营、区域深耕的战略实现路径。公司在新的五年规划指引下，推动“鲜立方战略”更深入落地实施，通过加强鲜价值传播，加快新场景新渠道布局，从品牌、销售、供应链等维度确定八个抓手增强公司极致新鲜的运营能力，强化公司以“鲜”为核心的市场定位。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 112.25、118.00、127.24 亿元，实现归母净利润 7.08、8.35、9.92 亿元，对应 EPS 为 0.82、0.97、1.15 元，对应 PE 为 23.51X、19.92X、16.78X。

风险提示：

1、食品安全风险：食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，仍然存在食品质量安全方面的风险。**2、原奶价格快速上行风险：**乳品成本中直接材料占比较高，其中原奶及奶粉占比较大。近年来主要原奶进口地逐渐降低产能，叠加饲料成本高位，原奶成本若超预期上行，将影响企业盈利水平。**3、行业竞争加剧风险：**近年国内乳制品消费相对疲软，各品牌为了保证市场份额，费用投放力度较大，价格竞争现象频发，如果缺乏有效的经营举措，则公司有可能面临市场份额下降、经营业绩下滑、发展速度放缓的风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,987.29	10,665.42	11,225.00	11,800.27	12,724.37
YoY(%)	9.80	-2.93	5.25	5.12	7.83
净利润(百万元)	430.83	537.69	707.51	835.24	991.70
YoY(%)	19.18	24.80	31.58	18.05	18.73
毛利率(%)	26.87	28.36	28.90	29.19	29.36
净利率(%)	3.92	5.04	6.30	7.08	7.79
ROE(%)	16.85	17.60	19.93	20.21	20.55
EPS(摊薄/元)	0.50	0.62	0.82	0.97	1.15
P/E(倍)	38.62	30.94	23.51	19.92	16.78
P/B(倍)	6.76	5.62	4.82	4.12	3.52

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk