

公司研究 | 点评报告 | 新乳业 (002946.SZ)

新乳业 2025 年中报点评：结构优化驱动量、利双改善

报告要点

新乳业 2025 年 H1 营业总收入 55.26 亿元 (同比+3.01%); 归母净利润 3.97 亿元 (同比+33.76%), 扣非净利润 4.11 亿元 (同比+31.17%)。公司 2025Q2 营业总收入 29.01 亿元 (同比+5.46%); 归母净利润 2.63 亿元 (同比+27.37%), 扣非净利润 2.7 亿元 (同比+26.85%)。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



徐爽

SAC: S0490520030001

新乳业 (002946.SZ)

新乳业 2025 年中报点评：结构优化驱动量、利双改善

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

新乳业 2025 年 H1 营业总收入 55.26 亿元 (同比+3.01%); 归母净利润 3.97 亿元 (同比+33.76%), 扣非净利润 4.11 亿元 (同比+31.17%)。公司 2025Q2 营业总收入 29.01 亿元 (同比+5.46%); 归母净利润 2.63 亿元 (同比+27.37%), 扣非净利润 2.7 亿元 (同比+26.85%)。2025H1 经营现金流增长慢于利润, 主要系渠道结构转变后, 线下直营大客户的账期拉长。

事件评论

● 结构优化显著, 引领量、利双增。

2025 上半年公司新品收入占比超 10%, 低温品类销售额同比增长超 10%, 高端鲜奶及“今日鲜奶铺”销售额均增长超 10%, “活润”系列增长超 40%, 紧抓质价比+代餐+0 蔗糖的消费趋势。公司坚持“鲜酸双强”品类发展策略, 通过技术突破、供应链整合及全国化渠道拓展打破瓶颈, 分区域看华东、西南等低温占比高的区域收入增长表现更好。

● 毛利率改善主要由结构优化带动, 顺应线下场景, 营销投放略增。

公司 2025H1 归母净利率同比提升 1.65pct 至 7.18%, 毛利率同比+0.79pct 至 30.02% (主业毛利率提升 0.63pct, 还原修理费后的同口径毛利率提升 1.60pct), 期间费用率同比-1.15pct 至 20.82%, 其中细项变动: 销售 (同比+0.31pct)、管理 (同比-1.25pct)。单看 2025Q2, 公司归母净利率同比提升 1.56pct 至 9.08%, 毛利率同比+1.4pct 至 30.49%, 期间费用率同比-0.38pct 至 20.03%, 其中细项变动: 销售 (同比+0.69pct)、管理 (同比-0.94pct)。在高端鲜奶、酸奶较快增长的驱动下, 毛利率改善显著 (剔除修理费转为营业成本的影响后, 提升幅度更大, Q2 提升幅度环比扩大); 营销费用投放略增, 主要系新渠道占比增加后, 面向线下的消费者活动增加。

● 公司坚持区域深耕+差异化创新的策略, 兑现对业绩α。

区域深耕 (并购地方品牌) + 差异化产品 (高端鲜奶、活性营养), 实现与龙头乳企的错位竞争。高端线 (唯品、24 小时) 满足品质人群 (价格敏感度低), 大包装产品覆盖性价比需求。公司阶段性聚焦内生增长, 强化 DTC 模式供应链体系为核心竞争力。预计 2025/2026 年归母净利润分别为 7.03/8.30 亿元, 对应 PE 估值 22/18 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 1、需求恢复较慢风险;
- 2、行业竞争进一步加剧风险;
- 3、消费者消费习惯发生改变风险。

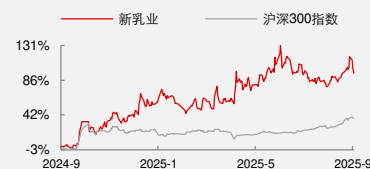
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	17.82
总股本(万股)	86,068
流通A股/B股(万股)	85,071/0
每股净资产(元)	3.69
近12月最高/最低价(元)	21.49/9.10

注: 股价为 2025 年 9 月 3 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《新乳业 2024 年年报暨 2025 年一季报点评: Q1 收入增长转正, 结构优化驱动盈利改善》2025-05-06
- 《新乳业 2024 年三季报点评: 需求阶段性承压, 盈利改善超预期》2024-11-11
- 《新乳业 2024 年中期业绩点评: 产品结构升级延续, 降费增效改善盈利》2024-09-08



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、需求恢复较慢风险。过去几年行业的发展轨迹及居民的消费习惯有所改变，随着经济的逐步修复，未来国内需求恢复预计呈现震荡向上特征，但仍然存在恢复较慢的风险，若未来行业及政策发生较大变化，将极大考验公司经营的可持续性和抗风险能力。
- 2、行业竞争进一步加剧风险。随着需求逐步修复，短期可能会导致整体行业竞争进一步加剧，费用投放进一步放大，对企业潜在盈利产生一定影响。
- 3、消费者消费习惯发生改变风险。消费品公司的产品设计、渠道模式、营销手段通常迎合消费者的消费习惯，当前弱复苏背景下消费者的消费习惯或发生改变，对公司策略灵活变动的能力提出挑战。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10665	10997	11809	12681	货币资金	396	878	1512	2175
营业成本	7641	7771	8269	8800	交易性金融资产	148	168	188	208
毛利	3025	3227	3540	3881	应收账款	608	621	666	716
%营业收入	28%	29%	30%	31%	存货	742	743	785	840
营业税金及附加	53	55	59	63	预付账款	46	82	74	79
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	58	88	92	93
销售费用	1659	1754	1859	1982	流动资产合计	1998	2578	3316	4112
%营业收入	16%	16%	16%	16%	长期股权投资	515	525	530	532
管理费用	381	407	443	483	投资性房地产	18	19	19	19
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	2913	2920	2933	2942
研发费用	49	51	54	58	无形资产	662	631	594	561
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	1003	940	878	826
财务费用	101	132	142	152	递延所得税资产	22	23	23	23
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	1748	1762	1739	1717
加: 资产减值损失	-98	-20	-20	-20	资产总计	8879	9399	10032	10732
信用减值损失	9	0	0	0	短期贷款	371	381	391	401
公允价值变动收益	24	20	20	20	应付款项	991	965	1030	1102
投资收益	-3	5	5	5	预收账款	0	0	0	0
营业利润	680	879	1034	1193	应付职工薪酬	251	232	251	269
%营业收入	6%	8%	9%	9%	应交税费	62	58	63	68
营业外收支	-37	-38	-40	-43	其他流动负债	2056	2142	2233	2315
利润总额	643	842	994	1149	流动负债合计	3731	3778	3967	4156
%营业收入	6%	8%	8%	9%	长期借款	1077	1077	1077	1077
所得税费用	94	123	145	168	应付债券	725	725	725	725
净利润	549	719	849	981	递延所得税负债	13	13	13	13
归属于母公司所有者的净利润	538	703	830	960	其他非流动负债	190	174	174	174
少数股东损益	12	15	18	21	负债合计	5736	5768	5957	6146
EPS (元)	0.62	0.82	0.96	1.12	归属于母公司所有者权益	3055	3529	3954	4444
					少数股东权益	87	102	121	142
现金流量表 (百万元)					股东权益	3142	3631	4074	4586
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	8879	9399	10032	10732
经营活动现金流净额	1491	820	1159	1259					
取得投资收益收回现金	18	5	5	5	基本指标				
长期股权投资	23	-10	-5	-2		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-578	-190	-142	-156	每股收益	0.62	0.82	0.96	1.12
其他	-31	-16	-2	-1	每股经营现金流	1.73	0.95	1.35	1.46
投资活动现金流净额	-568	-211	-144	-154	市盈率	23.40	21.81	18.47	15.97
债券融资	26	0	0	0	市净率	4.09	4.35	3.88	3.45
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.72	15.05	13.02	11.15
银行贷款增加(减少)	-834	10	10	10	总资产收益率	6.1%	7.5%	8.3%	8.9%
筹资成本	-230	-330	-390	-452	净资产收益率	17.6%	19.9%	21.0%	21.6%
其他	67	192	0	0	净利率	5.0%	6.4%	7.0%	7.6%
筹资活动现金流净额	-971	-128	-380	-442	资产负债率	64.6%	61.4%	59.4%	57.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-47	481	634	663	总资产周转率	1.20	1.20	1.22	1.22

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。