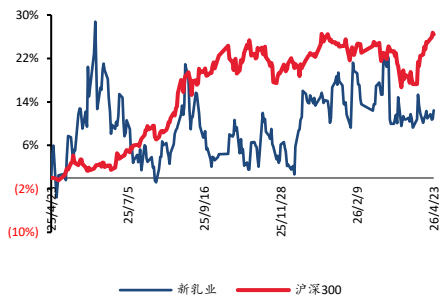


新乳业：新兴渠道拓展顺利，“鲜酸双强”战略显成效

■ 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)	157.68/155.85
12个月内最高/最低价(元)	21.49/15.86

相关研究报告

- <<新乳业：业绩稳健增长，净利率改善趋势延续>>--2025-10-30
- <<新乳业：产品结构持续优化，Q2业绩超预期>>--2025-08-29
- <<新乳业：新品持续发力，业绩领先行业>>--2022-11-04

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：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：公司发布 2025 年年报，2025 年实现收入 112.33 亿元，同比+5.33%；归母净利润 7.31 亿元，同比+35.98%。2025Q4 实现收入 28.00 亿元，同比+11.28%；归母净利润 1.08 亿元，同比+69.29%。

“鲜酸双强”战略成效显著，低温品类延续强劲增长。分产品看，液体乳/奶粉/其他产品 25 年实现收入 105.0/0.9/6.5 亿元，同比+6.7%/21.6%/-14.0%，2025H2 收入分别同比+8.7%/11.3%/-12.3%。公司坚定执行“鲜立方战略”，以“鲜酸双强”为业务引擎，低温鲜奶和低温酸奶均表现亮眼。其中，高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长，特色酸奶同比增长超过 30%。功能性酸奶大单品“活润”系列抓住消费趋势不断创新，推动高速增长。公司产品创新能力持续凸显，新品收入占比连续 5 年保持双位数，朝日唯品上市的“芭乐酸奶”、活润“轻食瓶”等新品表现优异。

渠道结构优化，新兴渠道贡献核心增量。渠道方面，公司深耕 DTC 核心渠道，重点布局自主征订、形象店、电商及送奶入户等自营业务，直销模式收入同比增长 15.07%，占比稳步攀升，持续引领增长。通过快速搭建组织并覆盖基地和城市群市场的“闪电仓”，公司即时零售业务显著引领大盘增长。新兴渠道多点开花，公司加大会员店、零食折扣等新渠道布局力度，并与茶饮、餐饮渠道深化合作，推动新兴渠道领跑增长。

产品结构优化叠加费用管控，盈利能力大幅提升。公司 2025 年全年毛利率为 29.18%，同比提升 0.82pct，主要得益于高毛利的低温产品占比提升。费用方面，公司持续推动提质增效，2025 年管理费用率 3.18%，同比-0.39pct，财务费用率 0.69%，同比-0.26pct。销售费用率因品牌建设投入加大略有提升。得益于毛利率改善和费用优化，公司 2025 年全年销售净利率达 6.72%，同比+1.57pct，盈利能力改善趋势持续兑现。

投资建议：公司坚定聚焦“鲜立方战略”，低温品类占比持续提升，产品结构优化成效显著。同时，公司产品创新能力突出，新品迭代有效把握消费趋势，在深耕 DTC 渠道的同时，快速响应并成功拓展山姆、盒马等新兴渠道，战略执行力持续得到验证。展望未来，预计低温品类将延续稳健增长，产品结构优化趋势延续，叠加公司在费用端的精细化管理，盈利能力有望保持弹性增长。我们预计 2026-2028 年实现收入 118.8/125.4/133.5 亿元，同比增长 5.7%/5.6%/6.4%，实现归母净利润 8.6/9.8/11.1 亿元，同比增长 17.3%/14.8%/13.5%，对应 PE 为 18/16/14X，维持“增持”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；新品推广不及预期；网点开拓不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11,233	11,875	12,542	13,350
营业收入增长率(%)	5.33%	5.71%	5.62%	6.44%
归母净利（百万元）	731	857	984	1,117
净利润增长率(%)	35.98%	17.25%	14.81%	13.46%
摊薄每股收益（元）	0.85	1.00	1.14	1.30
市盈率（PE）	21.57	18.39	16.02	14.12

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)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	396	355	759	1,440	2,298
应收和预付款项	656	687	733	769	819
存货	742	717	764	807	849
其他流动资产	204	298	371	442	527
流动资产合计	1,998	2,057	2,627	3,458	4,493
长期股权投资	515	506	506	506	506
投资性房地产	18	28	28	28	28
固定资产	2,913	2,794	2,379	1,963	1,547
在建工程	35	19	18	16	15
无形资产开发支出	662	570	570	570	570
长期待摊费用	13	14	11	12	11
其他非流动资产	4,721	5,203	5,802	6,845	8,003
资产总计	8,879	9,135	9,314	9,940	10,680
短期借款	371	444	494	569	632
应付和预收款项	991	932	1,003	1,062	1,112
长期借款	1,077	564	220	120	70
其他负债	3,297	3,222	3,198	3,306	3,432
负债合计	5,736	5,163	4,915	5,057	5,246
股本	861	861	861	861	861
资本公积	523	520	520	520	520
留存收益	2,198	2,624	3,027	3,489	4,015
归母公司股东权益	3,055	3,896	4,299	4,762	5,287
少数股东权益	87	76	99	121	147
股东权益合计	3,142	3,972	4,398	4,882	5,434
负债和股东权益	8,879	9,135	9,314	9,940	10,680

现金流量表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	1,491	1,510	1,374	1,673	1,781
投资性现金流	-568	-485	-197	-425	-324
融资性现金流	-971	-1,090	-772	-567	-600
现金增加额	-47	-66	404	681	858

利润表 (百万)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,665	11,233	11,875	12,542	13,350
营业成本	7,641	7,955	8,311	8,669	9,259
营业税金及附加	53	60	61	62	67
销售费用	1,659	1,810	1,906	2,026	2,176
管理费用	381	357	422	433	461
财务费用	101	78	93	104	-14
资产减值损失	-98	-63	0	0	0
投资收益	-3	28	28	11	13
公允价值变动	24	5	0	0	0
营业利润	680	853	1,013	1,160	1,310
其他非经营损益	-37	-2	-13	-17	-11
利润总额	643	850	1,000	1,143	1,299
所得税	94	96	120	137	156
净利润	549	754	880	1,005	1,143
少数股东损益	12	23	23	21	26
归母股东净利润	538	731	857	984	1,117

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	28.36%	29.18%	30.01%	30.88%	30.64%
销售净利率	5.04%	6.51%	7.22%	7.85%	8.36%
销售收入增长率	-2.93%	5.33%	5.71%	5.62%	6.44%
EBIT 增长率	24.30%	11.92%	3.43%	13.99%	3.00%
净利润增长率	24.80%	35.98%	17.25%	14.81%	13.46%
ROE	17.60%	18.77%	19.94%	20.67%	21.12%
ROA	6.17%	8.38%	9.54%	10.44%	11.09%
ROIC	12.91%	14.65%	14.72%	15.69%	14.97%
EPS (X)	0.62	0.85	1.00	1.14	1.30
PE (X)	29.32	21.57	18.39	16.02	14.12
PB (X)	5.16	4.05	3.67	3.31	2.98
PS (X)	1.48	1.40	1.33	1.26	1.18
EV/EBITDA (X)	10.72	11.77	11.15	9.73	9.03

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面许可任何机构和個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。