

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.57
总股本/流通股本(亿股)	8.61 / 8.51
总市值/流通市值(亿元)	148 / 147
52周内最高/最低价	18.26 / 7.98
资产负债率(%)	70.5%
市盈率	34.48
第一大股东	新希望投资集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:张子健  
SAC 登记编号:S1340524050001  
Email:zhangzijian@cnpsec.com

新乳业(002946)

主业稳健增长，利润表现超预期

● 投资要点

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 106.65/106.65/5.38/5.79 亿元，同比 -2.93%/-2.93%/24.8%/24.47%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 28.36%/5.04%，分别同比 1.49/1.12pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.56%/3.57%/0.46%/0.95%，分别同比 0.28/-0.71/0.03/-0.53pct。24 年液体乳主业逆势增长且结构优化，23 年 11 月剥离酸奶牛业务和贸易业务收缩导致其他收入下滑影响整体营收；管理费用优化，利息费用支出减少导致财务费用率下降。

公司 24Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 25.16/25.16/0.64/0.72 亿元，同比 -9.94%/-9.94%/28.08%/-2.25%。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 25.99%/2.54%，分别同比 0.74/0.75pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.68%/1.22%/0.64%/0.9%，分别同比 -1.23/-3.02/0.19/-0.98pct。考虑到公司 23 年 11 月已剥离酸奶牛业务，24Q4 收入同比下滑或主要因为贸易业务收缩影响。24Q4 资产处置收益(淘牛损失) -0.39 亿元，去年同期 -0.45 亿元。

2024 年公司高端“24 小时”系列占比持续提升，收入同比增长超 15%；“初心”系列实现双位数增长；活润品牌实现增长超 20%。2024 年低温鲜奶和低温酸奶均取得中高个位数增长，高端鲜奶和低温调制乳同比实现双位数增长，新品收入占比保持双位数。送奶入户方面，公司依托“鲜活 go”系统，实现可配送区域覆盖全国 141 个市县和地区；门店方面 2024 年形象店数量突破 500 家；用户和会员运营方面，公司全域数字化用户同比双位数增长，私域的企微用户持续增长。

2024 年拆分：分产品，液体乳/奶粉/其他收入分别为 98.36/0.71/7.58 亿元，同比 0.83%/-9.63%/-34.27%；分地区，西南/华东/华北/西北/其他区域收入分别为 38.29/30.66/9.23/12.66/15.82 亿元，同比 -6.51%/1.52%/-16.78%/-11.12%/18.13%；分销售模式，直销/经销收入分别为 62.25/36.82 亿元，同比 11.42%/-13.29%，直销的比例提升至 62.83%，提升了 6.02pct。

公司发布 2025 年一季报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 26.25/1.33/1.41 亿元，同比 +0.42%/+48.46%/+40.35%。25Q1，公司毛利率/归母净利率为 29.5%/5.08%，分别同比 +0.12/+1.64pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 17.01%/3.54%/0.47%/0.67%，分别同比 -0.07/-1.57/+0.09/-0.37pct。25Q1 公司净利率提升主要受益于管理和财务费用率下降，其中管理费用率下降主因公司将与生产产品相关的固定资产日常修

理费用计入营业成本，财务费用率下降主因有息负债的本金及利率下降导致利息支出同比减少。

### ● 盈利预测与投资建议

公司 2025 年收入逐季向好、净利率持续提升。预计公司 2025-2027 年实现营收 111.97/119.63/130.05 亿元，同比增长 4.98%/6.84%/8.71%；实现归母净利润 6.85/8.38/10.01 亿元，同比增长 27.43%/22.37%/19.44%，对应 EPS 为 0.80/0.97/1.16 元，对应当前股价 PE 为 22/18/15 倍。

### ● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10665	11197	11963	13005
增长率(%)	-2.93	4.98	6.84	8.71
EBITDA（百万元）	1200.84	1500.63	1781.16	2064.60
归属母公司净利润（百万元）	537.69	685.18	838.43	1001.44
增长率(%)	24.80	27.43	22.37	19.44
EPS(元/股)	0.62	0.80	0.97	1.16
市盈率 (P/E)	28.12	22.07	18.04	15.10
市净率 (P/B)	5.11	4.27	3.56	2.96
EV/EBITDA	11.74	11.55	9.49	7.86

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	10665	11197	11963	13005	营业收入	-2.9%	5.0%	6.8%	8.7%
营业成本	7641	8002	8502	9200	营业利润	33.9%	17.8%	23.6%	19.1%
税金及附加	53	53	57	62	归属于母公司净利润	24.8%	27.4%	22.4%	19.4%
销售费用	1659	1735	1842	1990	<b>获利能力</b>				
管理费用	381	358	383	416	毛利率	28.4%	28.5%	28.9%	29.3%
研发费用	49	50	53	56	净利率	5.2%	6.2%	7.1%	7.8%
财务费用	101	80	80	80	ROE	17.6%	18.8%	19.3%	19.3%
资产减值损失	-98	-103	-96	-78	ROIC	14.3%	17.7%	16.3%	18.0%
<b>营业利润</b>	<b>680</b>	<b>801</b>	<b>990</b>	<b>1179</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	11	18	8	9	资产负债率	64.6%	63.1%	58.0%	52.0%
营业外支出	47	20	20	20	流动比率	0.54	0.62	0.64	0.70
<b>利润总额</b>	<b>643</b>	<b>799</b>	<b>978</b>	<b>1168</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	94	105	129	154	应收账款周转率	17.35	17.63	17.63	17.63
<b>净利润</b>	<b>549</b>	<b>694</b>	<b>849</b>	<b>1015</b>	存货周转率	10.30	10.31	10.31	10.31
<b>归母净利润</b>	<b>538</b>	<b>685</b>	<b>838</b>	<b>1001</b>	总资产周转率	1.20	1.11	1.13	1.17
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.62</b>	<b>0.80</b>	<b>0.97</b>	<b>1.16</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.62	0.80	0.97	1.16
货币资金	396	1120	1196	1300	每股净资产	3.55	4.23	5.05	6.04
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	616	639	683	742	PE	28.12	22.07	18.04	15.10
预付款项	46	113	121	132	PB	5.11	4.27	3.56	2.96
存货	742	776	824	892	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1998</b>	<b>2870</b>	<b>3051</b>	<b>3300</b>	净利润	549	696	813	962
固定资产	4001	4517	4931	5227	折旧和摊销	456	621	723	816
在建工程	35	18	0	0	营运资本变动	182	-85	111	156
无形资产	662	552	441	331	其他	235	132	126	125
<b>非流动资产合计</b>	<b>6881</b>	<b>7256</b>	<b>7563</b>	<b>7787</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1422</b>	<b>1365</b>	<b>1774</b>	<b>2060</b>
<b>资产总计</b>	<b>8879</b>	<b>10126</b>	<b>10614</b>	<b>11087</b>	资本开支	-675	-1000	-1000	-1000
短期借款	371	1230	1101	779	其他	107	-51	-40	-32
应付票据及应付账款	991	989	1051	1137	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-568</b>	<b>-1051</b>	<b>-1040</b>	<b>-1032</b>
其他流动负债	2369	2434	2589	2804	股权融资	-48	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3731</b>	<b>4653</b>	<b>4741</b>	<b>4720</b>	债务融资	-810	593	-450	-691
其他	2006	1740	1419	1050	其他	-112	-184	-207	-232
<b>非流动负债合计</b>	<b>2006</b>	<b>1740</b>	<b>1419</b>	<b>1050</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-971</b>	<b>409</b>	<b>-657</b>	<b>-923</b>
<b>负债合计</b>	<b>5736</b>	<b>6393</b>	<b>6160</b>	<b>5770</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-116</b>	<b>723</b>	<b>77</b>	<b>104</b>
股本	861	861	861	861					
资本公积金	523	523	523	523					
未分配利润	1672	2253	2964	3813					
少数股东权益	87	96	107	120					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3142</b>	<b>3732</b>	<b>4454</b>	<b>5317</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>8879</b>	<b>10126</b>	<b>10614</b>	<b>11087</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048