

2025 年 04 月 27 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润释放超预期，低温品类持续突破

—新乳业（002946.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 4 月 24 日，新乳业发布 2024 年年报及 2025 年一季度报。

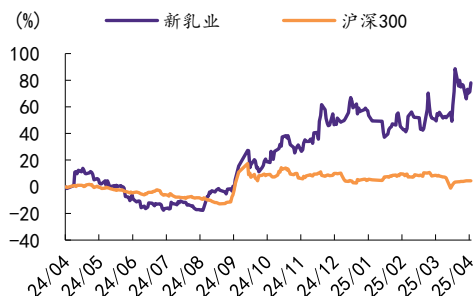
投资要点

基本数据

2025-04-25

当前股价（元）	17.57
总市值（亿元）	151
总股本（百万股）	861
流通股本（百万股）	851
52 周价格范围（元）	7.98-18.26
日均成交额（百万元）	103.66

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《新乳业（002946）：主业保持增长，盈利能力提升》2024-11-05
- 2、《新乳业（002946）：盈利能力改善，低温产品表现亮眼》2024-09-08
- 3、《新乳业（002946）：业绩稳健增长，推新品塑渠道放量可期》2024-04-27

■ 主业收入稳健，盈利能力明显提升

收入小幅下滑，利润释放明显。2024 年总营收/归母净利润分别为 106.65/5.38 亿元，分别同比-3%/+25%。其中，2024Q4 总营收/归母净利润分别为 25.16/0.64 亿元，分别同比-10%/+28%。2025Q1 总营收/归母净利润分别为 26.25/1.33 亿元，分别同比+0.4%/+48%，产品结构持续升级，固定资产日常修理费用计入营业成本，叠加有息负债本金及利率下降带来归母净利润同比增长。盈利能力持续提升，Q1 净利率增长明显。2024 年毛利率/净利率分别为 28.36%/5.15%，分别同比增长 1.5/1.2pcts；2025Q1 毛利率/净利率分别为 29.50%/5.25%，分别同比增长 0.1/1.7pcts。全年费用率保持稳定，Q4 费用率优化明显。2024 年销售/管理费用率分别为 15.56%/3.57%，分别同比+0.3/-0.7pcts；2024Q4 销售/管理费用率分别为 14.68%/1.22%，分别同比-1.2/-3.0pcts。2025Q1 销售/管理费用率分别为 17.01%/3.54%，分别同比-0.1/-1.6pcts。经营净现金表现平稳，合同负债环比有所下降。2024 年经营净现金流/销售回款为 14.91/118.44 亿元，分别同比下降 4%/3%。截至 2025Q1 末，合同负债 2.71 亿元（环比-1.38 亿元）。

■ 低温品类表现亮眼，期待新品持续发力

2024 年液体乳/奶粉/其他营收分别为 98.36/0.71/7.58 亿元，分别同比+1%/-10%/-34%；主营液体乳业务收入表现平稳，口径调整后液体乳毛利率为 29.90%，同比+2pcts，产品结构升级。整体量价拆分来看，2024 年销量/均价分别同比+5/-7pcts，以量驱动为主。低温奶方面，低温鲜奶和低温酸奶均取得中高个位数增长，低温主导品类占比持续提升。其中，“24 小时”系列占比持续提升，收入同比增长超 15%；低温调制乳同比实现双位数增长；“初心”系列实现双位数增长；“活润”品牌增长超 20%。新品方面，收入占比保持双位数，推出“初心”清洁配方纯酸奶与原味自立袋，拓展控糖减脂及出行便利的消费场景；“活润”推出“多维晶

球”与轻食杯系列，贴合营养、健康消费趋势。

■ 直销渠道快速增长，华东地区表现突出

分渠道看，2024 年直销/经销营收分别为 62.25/36.82 亿元，分别同比+11%/-13%；营收占比分别同比+8/-4pcts 至 58.37%/34.52%。其中，抖音、京东等自营线上销售渠道收入达 11.61 亿元，增长 32%；营收占比提升 3pcts 至 10.88%。订奶入户方面，公司自研“鲜活 go”平台业务规模持续增长，用户复购率与留存率显著提升。分区域看，2024 年西南/华东/华北/西北地区营收分别为 38.29/30.66/9.23/12.66 亿元，同比-7%/+2%/-17%/-11%，西南地区仍为主要市场，华东地区表现亮眼，成为新兴增长点。

■ 盈利预测

我们看好公司“做大做强核心业务，提升企业价值，五年实现净利率倍增”的五年奋斗目标，继续坚持以“鲜立方战略”为核心方向，通过渠道立体化，提升核心区域终端市场渗透率。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.78/0.92/1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 22/19/17 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、原材料上涨风险、行业竞争加剧等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	10,665	10,975	11,646	12,413
增长率（%）	-2.9%	2.9%	6.1%	6.6%
归母净利润（百万元）	538	674	790	890
增长率（%）	24.8%	25.3%	17.3%	12.6%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.78	0.92	1.03
ROE（%）	17.1%	19.3%	20.3%	20.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	10,665	10,975	11,646	12,413
现金及现金等价物	396	922	1,656	2,394	营业成本	7,641	7,773	8,250	8,794
应收款	643	601	574	544	营业税金及附加	53	53	55	57
存货	742	708	683	679	销售费用	1,659	1,701	1,793	1,887
其他流动资产	217	381	379	383	管理费用	381	472	466	509
流动资产合计	1,998	2,612	3,292	4,001	财务费用	101	81	66	49
非流动资产：					研发费用	49	55	58	62
金融类资产	151	161	169	172	费用合计	2,190	2,309	2,384	2,507
固定资产	2,913	2,740	2,566	2,398	资产减值损失	-98	-50	-28	-20
在建工程	35	14	6	2	公允价值变动	24	-12	-8	0
无形资产	662	629	596	564	投资收益	-3	-5	-6	-7
长期股权投资	515	515	515	515	营业利润	680	793	929	1,046
其他非流动资产	2,755	2,755	2,755	2,755	加：营业外收入	11	6	5	4
非流动资产合计	6,881	6,653	6,437	6,235	减：营业外支出	47	4	3	2
资产总计	8,879	9,265	9,730	10,236	利润总额	643	795	931	1,048
流动负债：					所得税费用	94	111	129	144
短期借款	371	421	451	471	净利润	549	685	803	904
应付账款、票据	991	858	796	776	少数股东损益	12	11	13	14
其他流动负债	1,960	1,960	1,960	1,960	归母净利润	538	674	790	890
流动负债合计	3,731	3,569	3,526	3,513					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	1,803	2,003	2,103	2,163	成长性				
其他非流动负债	203	203	203	203	营业收入增长率	-2.9%	2.9%	6.1%	6.6%
非流动负债合计	2,006	2,206	2,306	2,366	归母净利润增长率	24.8%	25.3%	17.3%	12.6%
负债合计	5,736	5,775	5,832	5,878	盈利能力				
所有者权益					毛利率	28.4%	29.2%	29.2%	29.2%
股本	861	861	861	861	四项费用/营收	20.5%	21.0%	20.5%	20.2%
股东权益	3,142	3,490	3,898	4,358	净利率	5.2%	6.2%	6.9%	7.3%
负债和所有者权益	8,879	9,265	9,730	10,236	ROE	17.1%	19.3%	20.3%	20.4%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	64.6%	62.3%	59.9%	57.4%
净利润	549	685	803	904	营运能力				
少数股东权益	12	11	13	14	总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
折旧摊销	451	227	214	201	应收账款周转率	16.6	18.3	20.3	22.8
公允价值变动	24	-12	-8	0	存货周转率	10.3	11.1	12.2	13.0
营运资金变动	455	-290	-11	-1	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1491	621	1011	1119	EPS	0.62	0.78	0.92	1.03
投资活动现金净流量	-568	184	175	168	P/E	28.1	22.4	19.1	17.0
筹资活动现金净流量	-398	-87	-265	-365	P/S	1.4	1.4	1.3	1.2
现金流量净额	525	718	920	922	P/B	4.9	4.5	4.0	3.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。