



2025年04月29日

买入（维持）

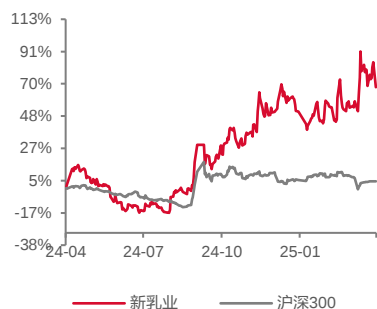
报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

数据日期	2025/04/29
收盘价	16.37
总股本(万股)	86,067
流通A股/B股(万股)	85,071/0
资产负债率(%)	62.24%
市净率(倍)	4.19
净资产收益率(加权)	4.21
12个月内最高/最低价	18.26/7.88



相关研究

《新乳业（002946）：低温产品加速增长，华东区表现较佳——公司简评报告》2024.11.04

《新乳业（002946）：低温业务保持增长，盈利能力加速提升——公司简评报告》2024.09.03

《新乳业（002946）：深化“鲜立方”战略，盈利水平持续提升——公司简评报告》2024.04.29

新乳业（002946）：低温品类高质量增长，盈利表现超预期

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司发布2024年年报和2025年一季报，2024年实现营业收入106.65亿元，同比-2.93%；归母净利润5.38亿元，同比+24.8%。2025年一季度实现营业收入26.25亿元，同比+0.42%；归母净利润1.33亿元，同比+48.46%。
- **低温品类高质量增长，华东区表现较佳。分产品，**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双位数增长，新品收入占比保持双位数。2025Q1延续良好的增长态势。公司坚持“鲜酸双强”品类发展策略，2024年高端“24小时”系列占比持续提升，收入同比增长超15%。低温酸奶中，特色酸奶品类表现更好，2024年“初心”系列实现双位数增长，“活润”实现超20%增长。常温产品表现相对承压，部分常温特色品类表现良好。**分地区，**西南/华东/西北/华北地区分别实现营收38.29/30.66/12.66/9.23亿元，同比分别-6.5%/+1.5%/-11.1%/-16.8%。2024年华东区域表现较佳，华东公司低温占比相对较高，产品创新力强，DTC渠道扩张迅速，同时积极把握零售量贩、定制化、会员店等新兴渠道机会。西南地区受消费环境以及常温占比影响，收入下滑。在促消费政策陆续出台背景下，乳制品需求有望迎来改善，公司液态奶渗透率持续提升。
- **2025Q1盈利表现超预期，资产负债率显著下降。**2024公司净利率5.15%，同比+1.17pct，毛利率28.36%，同比+1.49pct。2025Q1净利率5.25%，同比+1.68pct。奶价下行、产品结构优化、低温产品占比提升，公司盈利能力提升明显。2024年和2025Q1资产负债率分别为64.61%/62.24%，同比分别-5.86pct/-8.14pct，资产负债率显著下降。2024年和2025Q1销售费用率分别为15.56%/17.01%，同比分别+0.28pct/-0.07pct。2024年销售费用率小幅增长，主要由于行业竞争激烈，促销费用增加以及线上新媒体广告宣传费用增加。2025Q1销售费用率控制较好，2025年计划加入专项品牌建设方案。资本开支方面，重点用于技术改进、设备更新、生物资产的资本性投入等，未来坚持“内生为主，并购为辅”的发展策略。在五年战略规划指引下，预计公司盈利水平将持续提高。
- **投资建议：**公司深化“鲜立方战略”，以低温产品为主导，DTC渠道为核心，战略目标清晰。产品结构优化、渠道以及供应链管理水平提升带动公司盈利能力持续增强，我们调整2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为6.78/8.19/9.66亿元（2025-2026年前值分别为6.45/8.11亿元），对应EPS分别为0.79/0.95/1.12元（2025-2026年前值分别为0.75/0.94元），对应当前股价PE分别为21/17/15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原奶价格波动风险、国内市场需求不及预期、食品安全风险。

盈利预测与估值简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	10,665.42	11,182.17	11,880.75	12,638.91
同比增速(%)	-2.93%	4.85%	6.25%	6.38%
归母净利润(百万元)	537.69	678.41	818.93	966.23
同比增速(%)	24.80%	26.17%	20.71%	17.99%
EPS（元/股）	0.62	0.79	0.95	1.12
市盈率（P/E）	26.20	20.77	17.20	14.58
市净率（P/B）	4.61	3.99	3.54	3.13

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至4月29日

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,665	11,182	11,881	12,639
%同比增速	-3%	5%	6%	6%
营业成本	7,641	7,928	8,338	8,809
毛利	3,025	3,255	3,543	3,830
%营业收入	28%	29%	30%	30%
税金及附加	53	54	58	62
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	1,659	1,750	1,858	1,972
%营业收入	16%	16%	16%	16%
管理费用	381	503	535	569
%营业收入	4%	5%	5%	5%
研发费用	49	50	55	59
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	101	76	66	53
%营业收入	1%	1%	1%	0%
资产减值损失	-98	-65	-24	-13
信用减值损失	9	-11	-12	-13
其他收益	54	65	61	63
投资收益	-3	11	12	13
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	24	10	15	20
资产处置收益	-87	-11	-24	-13
营业利润	680	820	999	1,173
%营业收入	6%	7%	8%	9%
营业外收支	-37	-18	-27	-23
利润总额	643	802	972	1,149
%营业收入	6%	7%	8%	9%
所得税费用	94	112	138	164
净利润	549	690	834	985
%营业收入	26%	26%	21%	18%
归属于母公司的净利润	538	678	819	966
%同比增速	5%	6%	7%	8%
少数股东损益	12	12	15	19
EPS（元/股）	0.62	0.79	0.95	1.12

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.62	0.79	0.95	1.12
BVPS	3.55	4.11	4.62	5.23
PE	26.20	20.77	17.20	14.58
PEG	1.06	0.79	0.83	0.81
PB	4.61	3.99	3.54	3.13
EV/EBITDA	10.72	11.72	9.84	8.35
ROE	18%	19%	21%	21%
ROIC	13%	11%	12%	13%

资产负债表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	396	1,064	1,951	2,660
交易性金融资产	148	155	165	178
应收账款及应收票据	610	639	676	777
存货	742	767	824	890
预付账款	46	2	2	2
其他流动资产	57	101	120	139
流动资产合计	1,998	2,729	3,737	4,645
长期股权投资	515	541	566	592
投资性房地产	18	19	20	20
固定资产合计	2,913	2,684	2,441	2,198
无形资产	662	639	585	552
商誉	1,003	953	874	831
递延所得税资产	22	23	23	23
其他非流动资产	1,748	1,667	1,604	1,642
资产总计	8,879	9,254	9,849	10,502
短期借款	371	251	231	211
应付票据及应付账款	991	931	926	930
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	251	214	226	240
应交税费	62	57	60	64
其他流动负债	2,056	2,121	2,216	2,320
流动负债合计	3,731	3,574	3,660	3,765
长期借款	1,077	1,108	1,135	1,119
应付债券	725	754	781	809
递延所得税负债	13	13	13	13
其他非流动负债	190	172	165	158
负债合计	5,736	5,621	5,755	5,864
归属于母公司的所有者权益	3,055	3,535	3,980	4,505
少数股东权益	87	99	114	132
股东权益	3,142	3,633	4,094	4,638
负债及股东权益	8,879	9,254	9,849	10,502

现金流量表

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,491	1,156	1,473	1,564
投资	-8	131	75	20
资本性支出	-578	-344	-242	-347
其他	18	-12	8	10
投资活动现金流净额	-568	-225	-159	-317
债权融资	-666	22	28	-15
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-230	-391	-455	-523
其他	-74	106	0	0
筹资活动现金流净额	-971	-263	-427	-538
现金净流量	-47	668	886	710

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为 2025 年 4 月 29 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089