

新乳业 (002946.SZ)

25Q1 利润超预期，低温品类延续增长助力盈利提升

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,987	10,665	10,889	11,379	12,005
增长率 yoy (%)	9.8	-2.9	2.1	4.5	5.5
归母净利润 (百万元)	431	538	655	801	913
增长率 yoy (%)	19.3	24.8	21.9	22.2	14.0
ROE (%)	16.6	17.5	18.8	19.0	18.4
EPS 最新摊薄 (元)	0.50	0.62	0.76	0.93	1.06
P/E (倍)	32.7	26.2	21.5	17.6	15.4
P/B (倍)	5.7	4.8	4.1	3.5	2.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布 2024 年年度报告、2025 年第一季度报告，24Q4 实现营收 25.2 亿元，同比-9.9%；归母净利润 0.64 亿元，同比+28.1%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比-2.3%。25Q1 实现营收 26.2 亿元，同比+0.4%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比 48.5%；扣非归母净利润 1.4 亿元，同比+40.4%。

低温品类逆势增长凸显公司战略定力与执行力，成本红利及产品结构优化推动盈利提升持续兑现。

1) 2024 年公司核心业务液体乳及乳制品营收 99.1 亿元，同比+0.7%，其他业务收入占比降低至 7.1%，影响逐渐减弱。24 年公司低温鲜奶、低温酸奶实现中高个位数增长，低温占比持续提升，其中“24 小时”中高端鲜奶、低温特色酸奶初心、活润更实现双位数增长，今年一季度公司低温系列延续良好增长态势。“鲜酸双强”品类发展策略，引领公司低温品类高质量的增长。

2) 24 年公司毛利率 28.4%，同比提升 1.5pct，主要系成本红利及产品结构优化影响；销售、管理、研发、财务费用率分别变动 0.3、-0.7、0、-0.5pct，资产减值损失、资产处置损益影响利润率约 0.9pct、0.8pct，综合影响下 24 年公司净利率 5.2%，同比提升 1.2pct。25Q1 公司毛利率 29.5%，同比提升 0.1pct，考虑到报告期内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，故还原可比口径毛利率同比提升幅度更大；销售、管理、研发、财务费用率同比分别变动-0.1、-1.6、0.1、-0.4pct，管理费用率由于会计口径调整下降明显，资产减值损失、资产处置损益分别影响利润率约 0.5、0.8pct，净利率 5.3%，同比提升 1.7pct，盈利能力持续提升。

3) 2025 年公司将以“鲜立方战略”为核心，努力实现收入增长、净利率提升持续兑现。以低温鲜奶和低温特色酸奶为核心重点品类，加强产品创新与推广；以 DTC 业务为核心战略渠道，提升渠道能力和用户体验。

分红比例提升，注重股东回报。根据公司 2024 年度利润分配方案，2024 年度公司分红总额预计为 2.15 亿元。2024 年度中期分红和 2024 年度分红总额累计约 2.45 亿元，分红总额比例达到当年归母净利润的 45.62% (23 年 30%)，持续提升股东回报。

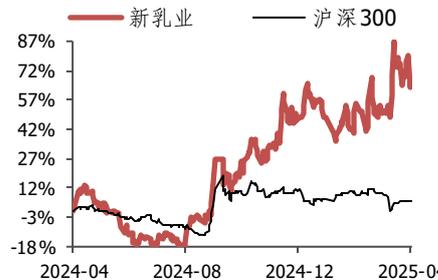
投资建议：公司坚定鲜立方战略，围绕核心品类、DTC 和新兴渠道差异化竞

买入 (维持评级)

股票信息

行业	食品饮料
2025 年 4 月 29 日收盘价 (元)	16.37
总市值 (百万元)	14,089.23
流通市值 (百万元)	13,926.05
总股本 (百万股)	860.67
流通股本 (百万股)	850.71
近 3 月日均成交额 (百万元)	167.48

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 罗丽文

执业证书编号：S1070523080001

邮箱：luoliwen@cgws.com

相关研究

- 《深耕低温奶赛道，盈利提升确定性凸显》2024-11-28
- 《低温品类稳健增长，盈利提升持续兑现》2024-09-05
- 《品类&渠道双驱动，盈利提升兑现，“鲜立方”高质量发展》2024-05-13

争，注重内生增长与管理效率的提升，以强大的创新能力保持产品及品牌活力，预期盈利能力提升空间充足。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.76、0.93、1.06 元，当前股价对应 PE 分别为 22、18、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原奶价格波动、下游需求不及预期、盈利提升不及预期、食品安全问题。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2002	1998	1903	2230	2666
现金	440	396	218	504	777
应收票据及应收账款	610	610	600	739	762
其他应收款	101	33	112	39	121
预付账款	82	46	172	113	187
存货	712	742	630	664	648
其他流动资产	58	171	171	171	171
非流动资产	6936	6881	7154	7388	7512
长期股权投资	538	515	525	535	545
固定资产	3864	3881	3933	4088	4164
无形资产	681	662	718	712	692
其他非流动资产	1852	1822	1977	2051	2110
资产总计	8938	8879	9057	9618	10178
流动负债	4018	3731	3469	3360	3445
短期借款	916	371	555	200	200
应付票据及应付账款	925	991	953	1076	1063
其他流动负债	2177	2369	1961	2084	2181
非流动负债	2280	2006	1898	1832	1502
长期借款	2066	1803	1695	1629	1298
其他非流动负债	215	203	203	203	203
负债合计	6299	5736	5366	5193	4946
少数股东权益	82	87	108	122	142
股本	866	861	861	861	861
资本公积	566	523	523	523	523
留存收益	1790	2198	2686	3260	3896
归属母公司股东权益	2557	3055	3583	4303	5089
负债和股东权益	8938	8879	9057	9618	10178

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1557	1491	1245	1561	1408
净利润	438	549	676	815	933
折旧摊销	472	456	410	449	495
财务费用	162	101	94	85	60
投资损失	-6	3	-18	-16	-13
营运资金变动	360	182	-98	108	-136
其他经营现金流	132	200	180	120	69
投资活动现金流	-587	-568	-751	-722	-651
资本支出	776	666	551	643	589
长期投资	-32	-70	-10	-10	-10
其他投资现金流	221	168	-190	-69	-52
筹资活动现金流	-946	-971	-1028	-198	-484
短期借款	88	-544	184	-355	0
长期借款	-200	-263	-108	-65	-331
普通股增加	-1	-5	0	0	0
资本公积增加	-63	-43	0	0	0
其他筹资现金流	-771	-115	-1104	222	-153
现金净增加额	15	-47	-534	641	273

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10987	10665	10889	11379	12005
营业成本	8035	7641	7751	8091	8531
营业税金及附加	52	53	52	54	58
销售费用	1678	1659	1688	1752	1849
管理费用	470	381	359	341	360
研发费用	47	49	46	46	48
财务费用	162	101	94	85	60
资产和信用减值损失	-26	-89	-95	-65	-24
其他收益	64	54	57	57	58
公允价值变动收益	23	24	15	15	15
投资净收益	6	-3	18	16	13
资产处置收益	-103	-87	-100	-70	-60
营业利润	508	680	794	963	1102
营业外收入	9	11	10	9	10
营业外支出	8	47	16	19	23
利润总额	509	643	788	953	1089
所得税	71	94	112	138	156
净利润	438	549	676	815	933
少数股东损益	7	12	21	14	20
归属母公司净利润	431	538	655	801	913
EBITDA	1120	1198	1282	1476	1632
EPS (元/股)	0.50	0.62	0.76	0.93	1.06

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	9.8	-2.9	2.1	4.5	5.5
营业利润 (%)	26.0	33.9	16.8	21.3	14.4
归属母公司净利润 (%)	19.3	24.8	21.9	22.2	14.0
获利能力					
毛利率 (%)	26.9	28.4	28.8	28.9	28.9
净利率 (%)	4.0	5.2	6.2	7.2	7.8
ROE (%)	16.6	17.5	18.8	19.0	18.4
ROIC (%)	8.8	10.2	11.9	13.3	13.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.5	64.6	59.2	54.0	48.6
净负债比率 (%)	127.6	87.9	71.5	45.8	27.6
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	18.6	17.6	18.2	17.1	16.0
应付账款周转率	8.5	8.0	8.5	8.5	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.62	0.76	0.93	1.06
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.81	1.73	1.45	1.81	1.64
每股净资产 (最新摊薄)	2.86	3.44	3.95	4.72	5.62
估值比率					
P/E	32.7	26.2	21.5	17.6	15.4
P/B	5.7	4.8	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	15.6	14.0	13.0	10.9	9.5

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686