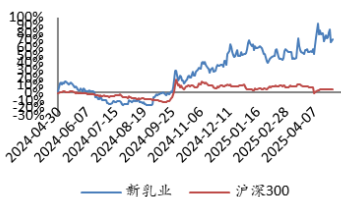


## 聚焦核心品类，盈利能力持续提升

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	15.17	14.47	67.20
绝对收益	11.59	13.37	71.37

注：相对收益与沪深300相比

分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

### 事件：新乳业发布2024年年报及2025年一季报

根据公司2024年年报，公司实现营业收入/归母净利润106.65/5.38亿元，同比-2.93%/+24.80%。2025Q1，公司实现营业收入/归母净利润26.25/1.33亿元，同比+0.42%/+48.46%。

### 低温品类占比上升，盈利能力持续提升

低温品类占比提升，常温奶相对承压。2024年，公司液体乳/奶粉/其他营收为98.36/0.71/7.58亿元，同比+0.83%/-9.63%/-34.27%，占营收比重为92.22%/0.67%/7.11%。公司产品以低温鲜奶、低温特色酸奶产品为主导，2024年均实现中高个位数增长，低温酸奶中的特色酸奶品类表现较优。

华东地区增长延续，华东低温奶占比较高。2024年西南/华东/华北/西北/其他区域营收为38.29/30.66/9.23/12.66/15.82亿元，同比-6.51%/+1.52%/-16.78%/-11.12%/+18.13%，占营收比重为35.90%/28.75%/8.65%/11.87%/14.83%。

电商渠道收入大幅增长。2024年，直销/经销/其他模式营收为62.25/36.82/7.58亿元，同比+11.42%/-13.29%/-34.27%，占营收比重为58.37%/34.52%/7.11%。其中，电商渠道实现收入11.61亿元，同比+31.93%。

结构优化，盈利能力持续提升。2024年，公司销售毛利率为28.36%，同比+1.49pct。费用上，2024年，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为15.56%/3.57%/0.46%/0.95%，同比+0.28pct/-0.71pct/+0.03pct/-0.52pct。

### 投资建议

公司坚持“鲜立方战略”，持续推进产品创新和渠道拓展，市场份额有望进一步提升。我们预计公司2025-2027年营收分别为110.62、116.80、123.34亿元，同比增长3.7%、5.6%、5.6%。归母净利润分别为6.73、7.97、9.36亿元，同比增长25.2%、18.4%、17.5%。EPS分别为0.78、0.93、1.09元。首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 风险提示

消费恢复不及预期；食品安全问题；原材料价格波动风险；新品推广不及预期；市场竞争加剧。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10665	11062	11680	12334
同比	-2.9%	3.7%	5.6%	5.6%
归母净利润	538	673	797	936
同比	24.8%	25.2%	18.4%	17.5%
毛利率	28.4%	29.1%	29.8%	30.5%
ROE	17.6%	19.0%	19.7%	20.1%
每股收益(元)	0.62	0.78	0.93	1.09
PE	27.00	21.57	18.23	15.51
EV/EBITDA	12.74	11.72	9.96	8.61

资料来源：天软、湘财证券研究所

**附表 1 新乳业财务报表以及相应指标 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1998	2024	2279	2835	<b>营业收入</b>	10665	11062	11680	12334
货币资金	396	444	606	1085	营业成本	7641	7847	8202	8575
应收账款	608	624	659	697	税金及附加	53	56	61	65
其他应收款	33	60	61	61	销售费用	1659	1748	1848	1954
预付账款	46	47	49	52	管理费用	381	420	444	469
存货	742	739	781	813	研发费用	49	51	55	59
其他流动资产	173	109	124	128	财务费用	101	22	17	7
<b>非流动资产</b>	6881	7147	7223	7238	信用减值损失	9	-5	-1	-1
长期股权投资	515	519	521	519	资产减值损失	-98	-80	-60	-40
固定资产	2913	3176	3336	3392	公允价值变动收益	24	23	23	23
在建工程	35	7	-17	-31	投资收益	-3	0	-1	-0
无形资产	662	637	613	589	<b>营业利润</b>	680	831	987	1159
其他非流动资产	2755	2809	2770	2769	营业外收入	11	10	10	10
<b>资产总计</b>	8879	9171	9502	10073	营业外支出	47	34	39	37
<b>流动负债</b>	3731	3723	3763	3920	<b>利润总额</b>	643	806	958	1131
短期借款	371	374	300	300	所得税	94	118	140	166
应付账款	991	975	1021	1074	<b>净利润</b>	549	688	818	966
其他流动负债	2369	2375	2442	2545	少数股东损益	12	15	21	29
<b>非流动负债</b>	2006	1809	1571	1341	<b>归属母公司净利润</b>	538	673	797	936
长期借款	1077	878	644	413	EBITDA	1254	1362	1604	1856
其他非流动负债	928	930	927	928	EPS (元)	0.62	0.78	0.93	1.09
<b>负债合计</b>	5736	5532	5335	5261	<b>主要财务比率</b>				
<b>归属母公司股东权益</b>	3055	3537	4044	4659	<b>会计年度</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
股本	861	861	861	861	<b>成长能力</b>				
资本公积	523	543	573	603	营业收入	-2.9%	3.7%	5.6%	5.6%
留存收益	2198	2656	3150	3728	营业利润	33.9%	22.2%	18.7%	17.4%
少数股东权益	87	102	123	153	归属母公司净利润	24.8%	25.2%	18.4%	17.5%
<b>负债和股东权益</b>	8879	9171	9502	10073	<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率(%)	28.4%	29.1%	29.8%	30.5%
<b>会计年度</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	净利率(%)	5.0%	6.1%	6.8%	7.6%
经营活动现金流	1491	1232	1562	1801	ROE(%)	17.6%	19.0%	19.7%	20.1%
净利润	549	688	818	966	ROIC(%)	14.7%	15.2%	17.8%	20.9%
资产减值准备	98	33	3	3	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	473	509	600	690	资产负债率(%)	64.6%	60.3%	56.1%	52.2%
财务费用	109	22	17	7	流动比率	0.54	0.54	0.61	0.72
投资损失	3	-0	1	0	速动比率	0.34	0.35	0.40	0.52
营运资金变动	182	-55	59	69	利息保障倍数	7.35	28.51	37.80	50.80
其他经营现金流	78	35	65	66	<b>营运能力</b>				
投资活动现金流	-568	-763	-761	-778	总资产周转率	1.20	1.23	1.25	1.26
资本支出	666	690	675	667	应收账款周转率	16.34	16.84	16.94	16.97
长期投资	70	3	-13	6	存货周转率	10.52	10.60	10.79	10.76
其他投资现金流	168	-70	-98	-105	<b>每股指标 (元)</b>				
筹资活动现金流	-971	-421	-640	-545	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.78	0.93	1.09
短期借款	-544	3	-74	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	1.43	1.81	2.09
长期借款	-289	-199	-234	-232	每股净资产(最新摊薄)	3.55	4.11	4.70	5.41
普通股增加	-5	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-43	20	30	30	P/E	27.00	21.57	18.23	15.51
其他筹资现金流	-88	-245	-362	-343	P/B	4.75	4.11	3.59	3.12
现金净增加额	-47	48	162	479	EV/EBITDA	12.74	11.72	9.96	8.61

资料来源: 天软, 湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。