



# 新希望乳业股份有限公司

## 2025 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0817 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 23 日

本次跟踪发行人及评级结果	新希望乳业股份有限公司	AA/稳定
--------------	-------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“新乳转债”	AA
-------------	--------	----

**跟踪评级原因**

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于新希望乳业股份有限公司（以下简称“新乳业”或“公司”）保持在优势区域及低温乳制品领域的较高市场地位；业绩稳步增长及公司股东在业务、融资和资金方面能够提供一定支持等方面的优势。同时中诚信国际也关注到乳制品行业竞争激烈，新拓展的区域市场经营情况值得关注；商誉减值风险、食品安全风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

**评级展望**

中诚信国际认为，新希望乳业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：**市场占有率显著提升，区域拓展取得显著成效，优势区域明显增加；营业收入大幅增长且具有持续性；债务稳步下降且资本实力增强带动财务杠杆水平明显降低。

**可能触发评级下调因素：**出现食品安全问题导致市场地位及品牌影响力显著下降；业务规模大幅萎缩，盈利及获现能力大幅弱化；财务杠杆攀升；股东实力明显弱化，对公司支持力度大幅降低。

正面
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 跟踪期内公司持续推出新产品，保持在优势区域及低温乳制品领域较高的市场地位</li> <li>■ 乳制品行业周期性承压背景下，公司业绩仍稳步增长，债务持续压降</li> <li>■ 公司股东在业务、融资和资金方面能够提供一定支持</li> </ul>
关注
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 乳制品行业竞争激烈，新拓展的区域市场经营情况值得关注</li> <li>■ 商誉占资产比重仍较高，需对其减值风险保持关注</li> <li>■ 食品安全风险控制</li> </ul>

项目负责人：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn  
 项目组成员：熊 攀 pxiong@ccxi.com.cn

评级总监：  
 电话：(027)87339288

## 财务概况

新乳业（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	94.90	89.38	88.79	88.98
所有者权益合计（亿元）	26.65	26.39	31.42	33.60
负债合计（亿元）	68.25	62.99	57.36	55.38
总债务（亿元）	44.17	37.60	31.17	--
营业总收入（亿元）	100.06	109.87	106.65	26.25
净利润（亿元）	3.62	4.38	5.49	1.38
EBIT（亿元）	4.77	6.88	8.33	--
EBITDA（亿元）	9.59	12.06	13.05	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	10.34	15.57	14.91	1.61
营业毛利率（%）	24.04	26.87	28.36	29.50
总资产收益率（%）	5.03	7.47	9.35	--
EBIT 利润率（%）	4.77	6.26	7.81	--
资产负债率（%）	71.91	70.47	64.61	62.24
总资本化比率（%）	62.37	58.76	49.80	48.02
总债务/EBITDA（X）	4.61	3.12	2.39	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.77	6.87	10.51	--
FFO/总债务（X）	0.19	0.28	0.39	--

注：1、中诚信国际根据新乳业提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年度审计报告及未经审计 2025 年度一季报整理；其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

## 同行业比较（2024 年数据）

公司名称	乳制品产能（万吨）	营业总收入（亿元）	存货周转率（X）	EBIT 利润率（%）	总资本化比率（%）	总债务/EBITDA（X）
天润乳业	42.11	28.04	3.26	5.81	43.64	4.63
新乳业	126.13	106.65	10.52	7.81	49.8	2.39

中诚信国际认为，公司在西南、西北等区域渠道布局完善，在区域低温鲜奶领域市场地位较高，但其品牌影响力、产能布局、产品多元化等方面仍有较大提升空间。

注：天润乳业是“新疆天润乳业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

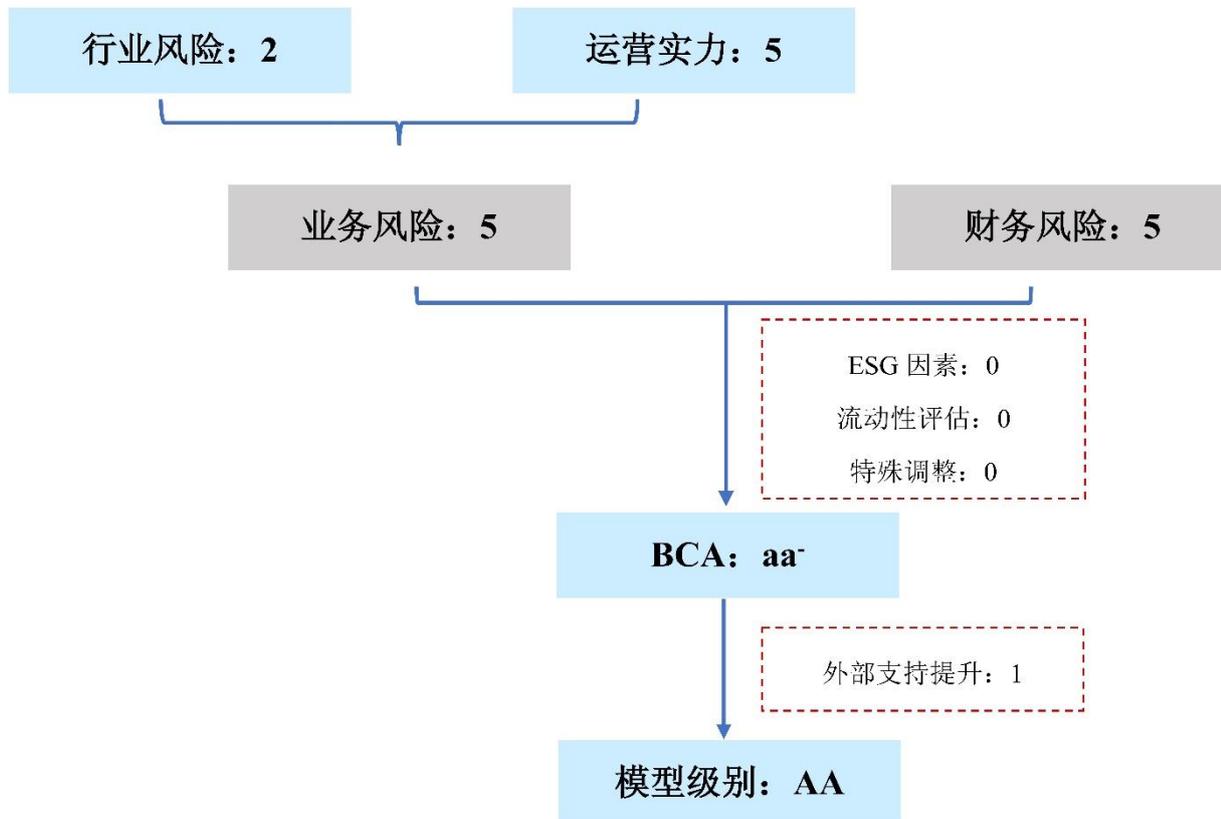
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
新乳转债	AA	AA	2024/6/24 至本报告出具日	7.18/7.18	2020/12/18~2026/12/17	回售、赎回、转股

注：债券余额为 2025 年 5 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
新乳业	AA/稳定	AA/稳定	2024/6/24 至本报告出具日

● 评级模型

新希望乳业股份有限公司评级模型打分(C090402\_2024\_04\_2025\_1)



注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司实际控制人之一刘永好先生同时还为新希望集团实际控制人，拥有农业、房地产、环保和投资等多项产业和多家上市公司，产业、金融及社会资源较为丰厚，公司作为其产业内的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，实控人对其支持意愿较强，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面提供给公司较大支持，外部支持调升 1 个子级。

**方法论:** 中诚信国际饮料乳品行业评级方法与模型 C090402\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

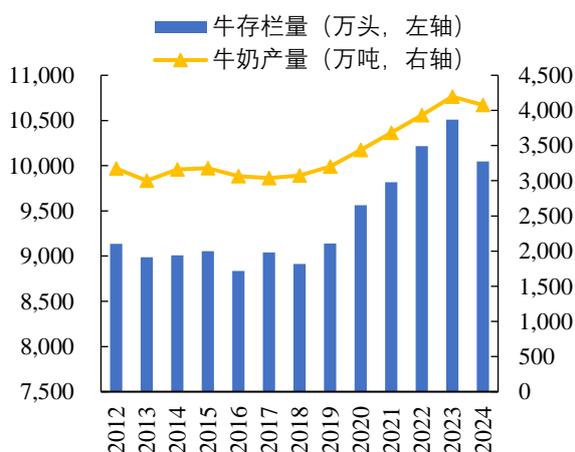
详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 [https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu\\_W9CVC0WNLnY7FvBMw](https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw)

## 业务风险

中诚信国际认为，2024 年以来乳制品行业供需格局仍未发生根本性的转变，乳企承受更大的竞争压力，原奶自给率高的企业面临更大的挑战，但牛只存栏量及牛奶年产量已出现下行迹象，行业供需错配格局或将逐步缓解。未来乳制品行业发展潜力仍然较大，其中下沉市场和低温产品的增长空间更大；近年来行业收并购放缓，短期行业仍将呈现“两超多强”的竞争格局。

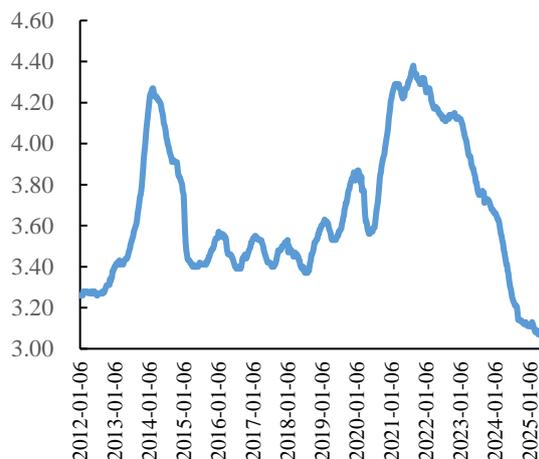
近年来，乳制品行业周期性承压，市场竞争日益激烈。根据国家统计局数据，2024 年全年国内牛奶产量 4,079 万吨，同比下降 2.8%，为近年来首次负增长，但仍处于较高水平，原奶市场价格深度下滑。农业农村部数据显示，截至 2025 年 5 月末，主产区生鲜乳价格已经下降至 3.06 元/公斤，仍未出现回弹迹象。原奶价格下降或可部分缓解主要依赖外购奶源的乳企成本压力，但对于自有牧场奶源占比较高的乳企而言，由于养殖成本仍处较高水平，仍将受到一定负面影响。尼尔森 IQ 数据显示，2024 年乳品全渠道销售额同比有所下滑，乳制品生产企业面临的市场竞争压力加大。根据国家统计局数据，2024 年末牛只存栏量已呈同比下滑态势，到 2025 年一季度末，牛只存栏量进一步回落，接近 2022 年同期水平，按此趋势，未来随着牛只数量逐步减少，牛奶产量规模收窄，行业供需错配格局或将逐步缓解。

图 1：近年来牛只存栏量及牛奶产量情况



资料来源：ifind，中诚信国际整理

图 2：近年来主产区原奶平均价格走势（元/公斤）



资料来源：ifind，中诚信国际整理

中诚信国际认为，短期内行业供需错配仍将制约乳企经营发展。但从增长潜力来看，目前我国奶类消费处于较低水平，人均年消费量约占全球平均水平的三分之一、亚洲平均水平的二分之一。

随着国民消费水平的提升以及健康饮食理念的普及，未来乳制品行业仍有较大增长空间，其中低能级城市及乡村等下沉市场未来发展潜力更大。此外，目前低温乳制品消费整体占比较小，随着冷链等基础设施的完善，低温产品的渗透率将有较大提升空间。

从终端竞争格局来看，我国乳制品市场参与者众多，行业竞争尤为激烈。然而，受奶源分布、物流配送能力等条件限制，中国乳制品行业呈现出少数全国性大乳企以及众多区域性中小乳企两级分化但又二者并存的状态。部分乳企通过加大对地方性乳企收购拓展业务范围，但随着行业发展放缓，收并购节奏趋缓。**中诚信国际认为**，乳制品行业短期仍将呈现“两超多强”的竞争格局：蒙牛和伊利作为我国液态奶市场上的两大全国性龙头企业市场占有率及营业收入远超其他乳企；以新乳业、君乐宝、三元乳业、光明乳业、天润乳业等为代表的腰部企业则需在产品创新、渠道控制等方面直面来自头部厂商和新兴品牌的双重挑战。

**中诚信国际认为，跟踪期内公司进一步聚焦主业，保持低温鲜奶领域及优势区域的较高市场地位，但新拓展区域仍面临激烈的市场竞争；奶源供应稳定，仍需关注原奶供需错配对公司的影响。**

*2024 年以来公司股权结构无较大变化；当年追加苏州及上海子公司投资并注销两个牧业公司；同时将持续实施多年的“鲜”战略进行迭代精进，战略方向明确。*

跟踪期内，公司股权结构未发生重大变化。截至 2024 年末，公司总股本为 8.61 亿元，自然人 Liu Chang 通过 Universal Dairy Limited（以下简称“UDL”）持有公司股权比例为 65.07%；刘永好先生通过新希望投资集团有限公司持有公司 15.41% 的股份。Liu Chang 系刘永好先生之女，根据双方一致行动协议的约定，刘永好及 Liu Chang 父女为公司的共同实际控制人。

跟踪期内，公司注销了靖远新希望牧业有限公司、日照新希望牧业发展有限公司，新设立云南蝶泉乳业销售有限公司，追加对新希望双喜乳业（苏州）有限公司、绿源唯品乳业（上海）有限公司的投资。上述事项对公司报表影响较小，同时涉及的资金体量不大。

跟踪期内，公司坚持“鲜立方战略”，突出“鲜价值”为核心的产品策略，以低温鲜奶、低温特色酸奶产品为主导，重视产品创新；以 DTC 渠道为重要增长引擎；通过分布经营、区域深耕的方式，专注核心区域和核心市场，打强各区域市场的深度和密度，提升各区域市场的份额和品牌影响力。依托稳定优质的奶源布局、新鲜健康美味的产品、高效的冷链配送体系、敏捷细致的渠道管理，并不断强化生物科技和数字科技能力，打造企业的鲜能力和差异化竞争力，战略方向明确。

*2024 年以来，公司产销继续保持扩张态势，在低温奶及优势区域竞争优势得以巩固，公司加大华东、广东等区域拓展力度，部分区域取得明显增长，但激烈市场竞争下新拓展区域的经营状况有待持续关注。*

公司主要从事乳制品的生产、研发和销售业务，产品以常温奶、低温鲜奶和低温酸奶为主。跟踪期内公司产能布局较为稳定。2024 年，福州澳牛新厂投产，当期末公司拥有 17 家乳制品加工厂，分布于四川、云南、浙江、山东、宁夏等区域，形成了立足西南，辐射华东、华北、西北等主要

区域的产能布局，实际产能增长 8.07 万吨至 126.13 万吨<sup>1</sup>，其中常温产品产能变动不大，低温产品产能有所扩张，整体产能维持在行业中等水平。

2024 年，公司继续坚持“鲜酸双强”品类发展策略，加强产品研发，上新“初心”原味自立袋、340g 清洁配方纯酸奶，“活润”酸奶推出“多维晶球”，当期新品的收入占比保持双位数，成为拉动增长的重要引擎。低温及常温产品销售均价随原奶价格回落而有所回落。在以销定产模式下，公司产销率处于较高水平。公司的销售模式包括直销和经销。跟踪期内，公司继续发展线上渠道，2024 年公司实现电商渠道销售收入 11.61 亿元，对销售额贡献上升至 10.88%。销售区域方面，西南及华东地区为公司核心销售区域，2024 年西南、华东地区销售收入占比分别为 35.90%、28.75%，且华东地区销售收入有上涨趋势；受非主营业务变动影响，公司在华北和西北销售收入同比出现双位数下降，除以上区域外的其他区域销售收入增幅较大，系液体乳收入增长的主要来源。**中诚信国际观察到**，跟踪期内公司保持在低温乳品领域较高的市场地位，其中低温鲜奶全国市占率超过 10%，在四川、云南等区域市场均具有领先地位。此外，公司着重开拓华东及广东地区市场，2024 年在非传统优势区域取得了不错的增速，但乳制品市场竞争激烈，公司在新拓展区域市场经营情况仍需持续关注。

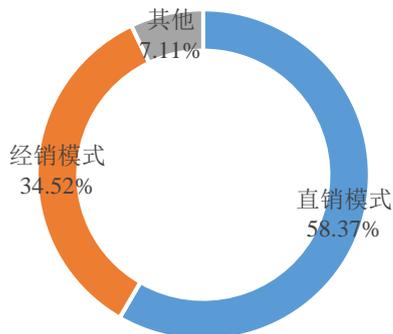
表 1：公司主要产品产能及产销情况（万吨/年、万吨、%、千元/吨）

年份	指标	低温产品	常温产品
2022	产能	46.55	66.56
	产量	37.29	60.80
	销量	35.51	64.42
	产销率	95.23	105.95
	销售价格	11.77	7.13
2023	产能	46.98	70.71
	产量	40.93	67.78
	销量	39.62	68.87
	产销率	96.80	101.61
	销售价格	11.89	6.97
2024	产能	52.84	72.92
	产量	45.40	67.13
	销量	46.07	68.50
	产销率	101.48	102.05
	销售价格	11.36	6.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

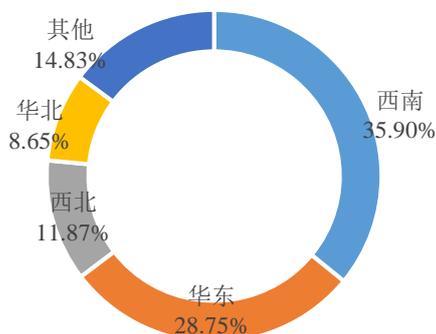
<sup>1</sup> 含奶粉产能 0.36 万吨，合计数不一致，系四舍五入所致。

图 3：2024 年不同销售模式收入分布情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 4：2024 年各区域销售分布情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

结算方面，公司对商超客户和教育局等单位的结算账期仍分别为 30~60 天和 30~90 天，对其他直销客户采取货到付款的结算方式；对经销商主要采取先款后货的结算方式，整体回款风险不大。客户集中度方面，2024 年公司前五大客户销售收入占营业总收入的比重为 12.55%，同比小幅上升，客户仍较为分散。

**跟踪期内，公司自有奶源供应占比持续提升，并与供应商保持稳定良好的合作关系。**

公司主要原材料包括原料奶、其他原辅料和包材。公司原料奶来源于自有牧场、合作大型奶源基地及规模化养殖合作社。跟踪期内，公司牧场无较大变化，截至 2024 年末，公司在全国范围内总共拥有 12 个规模化与标准化牧场，奶牛总存栏数超 5 万头。随着公司持续推行精细化管理，成母牛平均单产提升至 12 吨/头年以上，乳脂、蛋白等原奶指标稳定保持在较好水平。同时大部分自有牧场距离加工厂在 150 公里以内，奶源的新鲜度得到有效保证。

跟踪期内，在原奶阶段性供需错配的市场格局下，公司优先使用自有牧场奶源，自有奶源供应占比有所提升。同时公司继续从 AustAsia Group Ltd（以下简称“澳亚集团”）、中国现代牧业控股有限公司（以下简称“现代牧业”）等合作大型奶源基地采购原料奶，2024 年通过控股、参股的牧场所提供的稳定奶源达到总需求量的六成左右，供应较为稳定，奶源品质可靠，为公司业务发展提供了有力保障，但仍需关注原奶供需错配对公司经营的影响。

表 2：公司不同采购模式下原奶采购金额及占比（亿元、%）

	2022		2023		2024	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	11.63	30.07	12.43	31.04	15.03	37.99
社会牧场	27.05	69.93	27.61	68.96	24.54	62.01
<b>合计</b>	<b>38.68</b>	<b>100.00</b>	<b>40.04</b>	<b>100.00</b>	<b>39.57</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他材料采购方面，跟踪期内公司仍沿用集采和分采结合的模式，且与供应商保持稳定良好的合作关系。公司辅料供应商较为分散；而包材供应商较为集中，主要为山东新巨丰科技包装股份有限公司和康美包（苏州）有限公司。结算方面，公司与原奶供应商及包材和辅料的供应商均采取

先货后款的结算方式，按月进行结算。

公司已建立完善的供应商管理和考核体系，每季度对供应商进行动态考核。供应商集中度方面，2024 年公司前五大采购商采购金额占比为 23.21%，同比小幅上升。

**未来一年公司资本支出压力较小。**

截至 2024 年末，公司无规模较大的在建项目<sup>2</sup>，未来一年公司的资本支出主要在技改、生产线优化及奶牛资产方面，投资压力不大。

## 财务风险

**跟踪期内，公司营收规模小幅下降，但利润表现持续向好，叠加产品创新及结构优化、原奶价格下降、公司降本增效，盈利及经营获现表现较好；随投资扩张放缓，债务规模及财务杠杆比率有所下降，偿债指标表现尚可。**

### 盈利能力

2024 年液体乳收入继续保持增长，但受重庆新牛瀚虹实业有限公司自 2023 年 12 月 28 日起成为公司的联营企业，2024 年不再将其收入纳入合并范围影响，公司营业收入同比小幅下滑。受益于产品创新及产品结构优化以及成本端原奶价格持续下降、公司持续降本增效等因素影响，公司营业毛利率持续提升，2024 年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，管理费用相应下降，同时受银行负债减少及平均利率同比下降影响，财务费用有所减少，期间费用合计有所下降，毛利率与期间费用率一增一减，使得当期经营性业务利润明显走阔。此外，受乳业周期影响，牛只淘汰处置产生较大规模亏损，加之生物性资产计提减值规模扩大，对公司盈利有所侵蚀，但利润总额仍保持一定增长。2025 年第一季度，公司经营业绩进一步提升，利润总额同比增长 37.33%。

### 资产质量

跟踪期内，随着福州澳牛新厂投产，固定资产保持增长，在建工程有所下降；受现代牧业股价上升影响，其他权益工具投资同比上升；其他非流动资产变动不大，但商誉占资产比重较高，需持续关注子公司业绩变化以及存在的商誉减值风险。流动资产方面，公司货币资金维持一定规模，且受限比例较低；公司销售回款保持良好水平，应收账款规模较为稳定；2024 年末公司存货规模呈小幅上升态势，存货周转率保持在行业较高水平，仍需对产成品库存规模及库存周期变化情况保持关注。债务方面，当期公司持续压降债务规模，且债务期限结构有所改善。权益方面，2024 年以来，受第三期股权激励计划不可解锁注销库存股股本 5,040,000.00 元和回购股份 100,000.00 元以及债转股增加 1,660.00 元，股本小幅下降至 8.61 亿元，但受益于利润持续积累，公司所有者权益有所上升。此外，其他综合收益呈负数，主要是持有的澳亚集团和现代牧业股权在持有期间股价下跌导致公允价值下降所致。跟踪期内，公司财务杠杆比率进一步下降。

<sup>2</sup> 昆明雪兰新厂建设项目目前处于暂停状态。

### 现金流及偿债情况

跟踪期内，主要受预收款项收取跨期影响，公司经营活动净现金流有所下降，但仍保持较优水平；公司投资力度放缓，投资活动现金净流出规模进一步收窄；公司偿还部分有息负债，筹资活动保持净流出态势。2025 年一季度，经营活动产生的现金流量呈小幅净流入态势。截至 2024 年末，随利润增长及债务偿还，公司 EBITDA、FFO 对债务本息的保障程度均有所提升。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 80.49 亿元，尚未使用额度为 57.70 亿元，备用流动性较好。同时，公司为 A 股上市公司，具有股权融资渠道。整体来看，公司较为充裕的现金流和一定规模的资金储备以及外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、X、%）

	2022	2023	2024	2024.5/2025.1~3
营业总收入	100.06	109.87	106.65	26.25
营业毛利率	24.04	26.87	28.36	29.50
资产处置收益	-0.31	-1.03	-0.87	-0.20
资产减值损失	0.00	-0.17	-0.98	-0.12
利润总额	4.06	5.09	6.43	1.61
货币资金	4.94	4.40	3.96	3.06
应收账款	5.76	6.04	6.08	7.08
存货	8.00	7.12	7.42	6.08
其他权益工具投资	7.50	4.80	5.70	6.81
固定资产	28.07	28.83	29.13	28.61
在建工程	1.17	0.89	0.35	0.32
无形资产	7.76	6.81	6.62	6.51
商誉	11.90	10.03	10.03	10.03
总债务	44.17	37.60	31.17	--
短期债务/总债务	46.40	42.89	39.62	--
所有者权益合计	26.65	26.39	31.42	33.60
经营活动产生的现金流量净额	10.34	15.57	14.91	1.61
总资产收益率	5.03	7.47	9.35	--
存货周转率	10.23	10.63	10.52	10.97*
EBITDA 利息保障倍数	5.77	6.87	10.51	--
总债务/EBITDA	4.61	3.12	2.39	--
FFO/总债务	0.19	0.28	0.39	--

注：带“\*”指标已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产主要为货币资金及用于长期借款抵押的固定资产和土地使用权，合计 0.67 亿元，占总资产比重为 0.76%，受限比例较低。

截至 2024 末，公司未决诉讼涉案金额不大，对正常经营影响不大，同期末无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2022~2025 年 5 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

——2025 年，预计公司产品销量呈增长态势，原奶价格或将进一步下跌，公司保持良好获现能力。

——2025 年，预计公司投资支出规模同比保持稳定。

### 预测

表 4：预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	58.76	49.80	40.00~45.00
总债务/EBITDA	3.12	2.39	1.60~2.40

资料来源：中诚信国际预测

### 调整项

**ESG**表现方面，公司高度重视环保工作，严格落实国家法律法规的要求，并通过技术、工艺的改进，管理制度的完善，建设环境友好型企业；公司治理结构较优，内控制度完善，ESG 综合表现水平较高，与前次 ESG 评估无重大变化，潜在 ESG 风险较小。**流动性评估方面**，公司经营获现能力良好，未使用银行授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。公司资金流出除满足日常经营、项目建设所需外，主要用于债务的还本付息和现金分红，未来一年流动性来源能对流动性需求形成一定覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

### 外部支持

**公司作为实际控制人所属产业的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面获得较大支持。**

公司实际控制人为刘永好与 Liu Chang，实际控制人之一刘永好先生同时还为新希望集团实际控制人，拥有农业、房地产、环保和投资等多项产业和多家上市公司，产业、金融及社会资源较为丰厚，公司作为实控人所属产业的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，实控人对其支持意愿较强，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面提供给公司较大支持。

### 跟踪债券信用分析

“新乳转债”募集资金 7.18 亿元，用于收购寰美乳业 40%股权项目及补充流动资金，截至报告出具日，均已按用途使用。

截至 2025 年 3 月末，“新乳转债”已累计转股金额 5.99 万元，剩余可转债金额 71,794.01 万元。

<sup>3</sup> 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

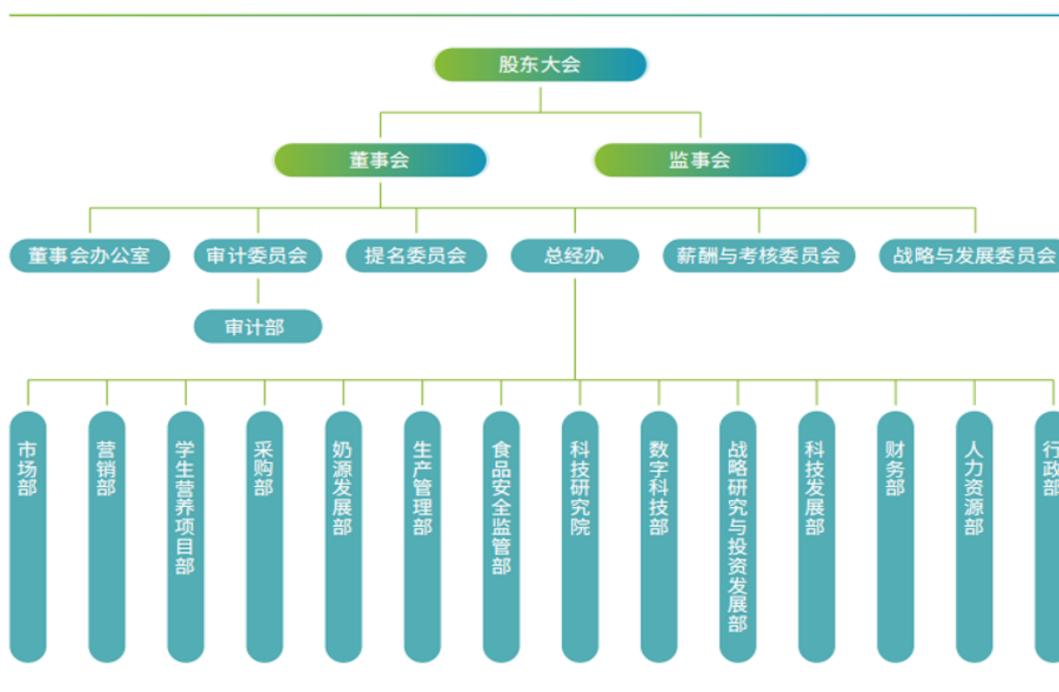
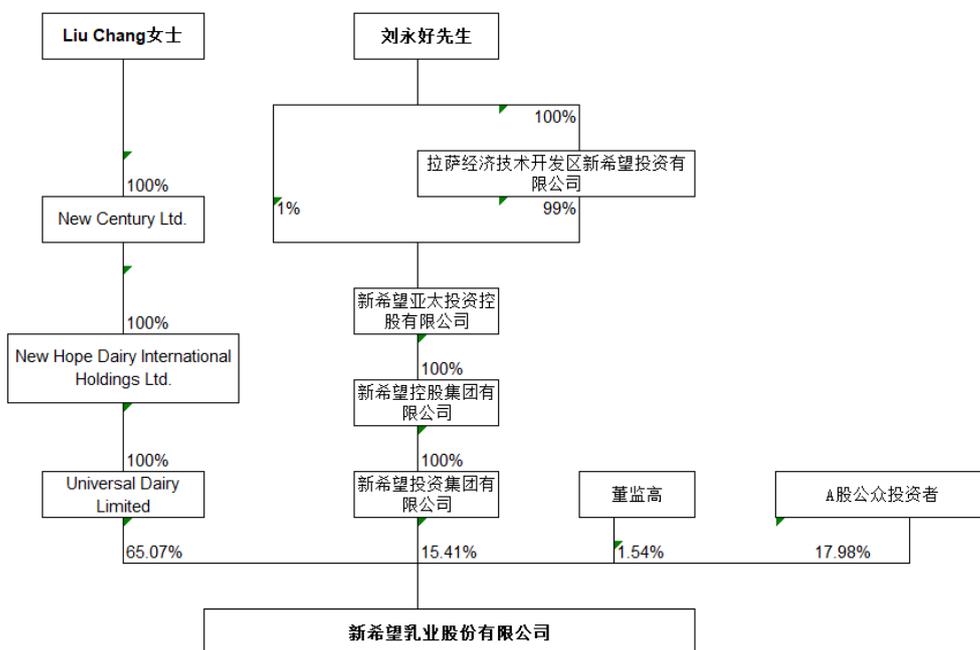
“新乳转债”附价格下修条款，在债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司有权向下修正转股价格。“新乳转债”最新转股价为 18.20 元/股，截至 2025 年 6 月 3 日前三十个交易日（含 6 月 3 日），新乳业股票平均收盘价为 18.15 元，未低于转股价的 80%。此外，本期转债设置“有条件回售条款”，约定“新乳转债”最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，“新乳转债”持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。2024 年 12 月进入“新乳转债”最后两个计息年度，中诚信国际将持续关注公司股价变动及“新乳转债”的回售情况。

“新乳转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司经营获现能力良好，融资渠道畅通，公司信用质量稳定。本期债券设置了回售条款，若股价后续走弱且公司亦未进行转股价格修正，本期可转债面临回售风险，但本期转债剩余期限较长，中诚信国际将持续关注公司股价变动及转股价修正情况。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持新希望乳业股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“新乳转债”的信用等级为 **AA**。

附一：新希望乳业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：新希望乳业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
货币资金	4.94	4.40	3.96	3.06
应收账款	5.76	6.04	6.08	7.08
其他应收款	0.49	1.01	0.33	0.35
存货	8.00	7.12	7.42	6.08
长期投资	12.38	10.19	10.86	11.88
固定资产	28.07	28.83	29.13	28.61
在建工程	1.17	0.89	0.35	0.32
无形资产	7.76	6.81	6.62	6.51
资产总计	94.90	89.38	88.79	88.98
其他应付款	6.38	7.49	7.38	8.15
短期债务	20.49	16.13	12.35	--
长期债务	23.68	21.48	18.82	--
总债务	44.17	37.60	31.17	--
净债务	39.93	33.22	27.26	--
负债合计	68.25	62.99	57.36	55.38
所有者权益合计	26.65	26.39	31.42	33.60
利息支出	1.66	1.71	1.20	--
营业总收入	100.06	109.87	106.65	26.25
经营性业务利润	3.90	6.07	8.35	2.02
投资收益	0.52	0.06	-0.03	-0.08
净利润	3.62	4.38	5.49	1.38
EBIT	4.77	6.88	8.33	--
EBITDA	9.59	12.06	13.05	--
经营活动产生的现金流量净额	10.34	15.57	14.91	1.61
投资活动产生的现金流量净额	-6.53	-5.87	-5.68	-1.82
筹资活动产生的现金流量净额	-4.69	-9.46	-9.71	-0.71
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
营业毛利率（%）	24.04	26.87	28.36	29.50
期间费用率（%）	20.20	21.46	20.54	21.68
EBIT 利润率（%）	4.77	6.26	7.81	--
总资产收益率（%）	5.03	7.47	9.35	--
流动比率（X）	0.50	0.50	0.54	0.51
速动比率（X）	0.32	0.32	0.34	0.35
存货周转率（X）	9.50	10.63	10.52	10.97*
应收账款周转率（X）	17.38	18.63	17.60	15.95*
资产负债率（%）	71.91	70.47	64.61	62.24
总资本化比率（%）	62.37	58.76	49.80	--
短期债务/总债务（%）	46.40	42.89	39.62	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.20	0.38	0.45	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.44	0.88	1.13	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	6.22	9.13	12.39	--
总债务/EBITDA（X）	4.61	3.12	2.39	--
EBITDA/短期债务（X）	0.47	0.75	1.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.77	6.87	10.51	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.87	3.92	6.71	--
FFO/总债务（X）	0.19	0.28	0.39	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、带“\*”指标已经年化处理；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务；4、因缺少数据，部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360
	现金周转天数	天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn