



# 新希望乳业股份有限公司

## 2026 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[2026]跟踪 0205 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，有效期至受评债项到期兑付日。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

2026 年 5 月 21 日

<b>发行人及评级结果</b>	新希望乳业股份有限公司	AA/稳定
<b>跟踪债项及评级结果</b>	“新乳转债”	AA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	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”）产品结构及渠道持续优化，竞争优势进一步巩固；财务指标有所优化及公司股东在业务、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，市场拓展及经营情况值得关注；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。	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>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显著增强带动财务杠杆水平明显降低。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 跟踪期内公司产销规模进一步扩大，同时产品结构及渠道持续优化，竞争优势进一步巩固</li> <li>■ 乳制品行业周期性承压背景下，公司利润及经营活动净现金流同比增长，债务进一步压降</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>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 乳制品行业竞争激烈，市场拓展及经营情况值得关注</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：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 主体财务概况

新乳业（合并口径）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
资产总计（亿元）	89.38	88.79	91.35	89.48
所有者权益合计（亿元）	26.39	31.42	39.72	40.01
负债合计（亿元）	62.99	57.36	51.63	49.48
总债务（亿元）	37.60	31.17	24.45	23.55
营业总收入（亿元）	109.87	106.65	112.33	28.43
净利润（亿元）	4.38	5.49	7.54	1.91
EBIT（亿元）	6.88	8.33	9.67	--
EBITDA（亿元）	12.06	13.05	14.41	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	15.57	14.91	15.10	2.86
营业毛利率（%）	26.87	28.36	29.18	29.97
总资产收益率（%）	7.47	9.35	10.73	--
EBIT 利润率（%）	6.26	7.81	8.60	--
资产负债率（%）	70.47	64.61	56.51	55.29
总资本化比率（%）	58.76	49.80	38.10	37.05
总债务/EBITDA（X）	3.12	2.39	1.70	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.87	10.51	16.45	--
FFO/总债务（X）	0.28	0.39	0.56	--

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 2024~2025 年度审计报告及未经审计 2026 年度一季报整理；其中，2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 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（2025 年数据）

公司名称	乳制品销售量（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	30.68	27.52	3.85	9.87	38.25	2.86
新乳业	121.98	112.33	10.91	8.60	38.10	1.70

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

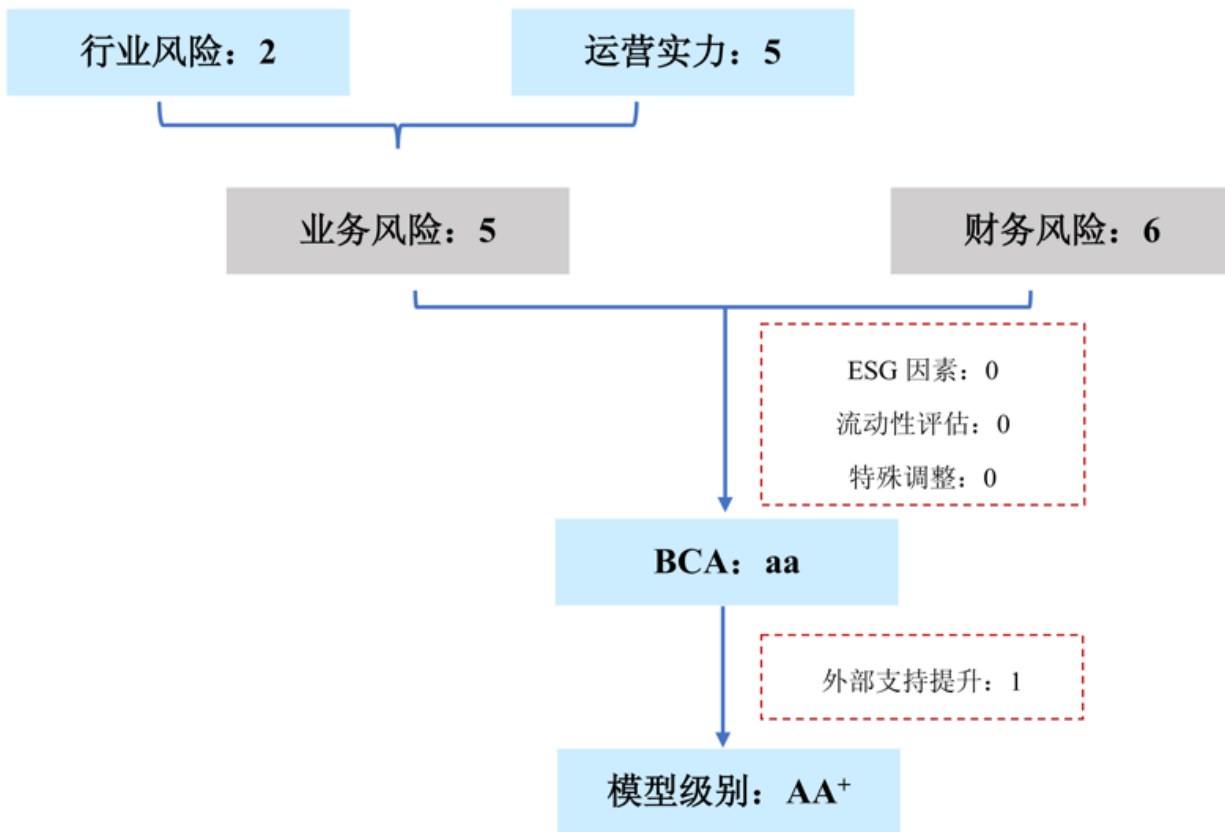
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
新乳转债	AA	AA	2025/6/23 至本报告出具日	7.18/7.18	2020/12/18~2026/12/17	回售、赎回、转股

注：债券余额为 2026 年 4 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	2025/6/23 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\_2026\_1)



\*行业风险得分范围为 1-5，运营实力、业务风险及财务风险得分范围为 1-7，分值越高，表现越好。

#### 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有限公司（以下简称“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、资金等方面提供公司较大支持，外部支持调升 1 个子级。

**模型级别：** 模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

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

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2026 年一季度中国经济开局良好，生产、出口、投资等多项宏观指标增速回升，新动能持续较快增长，对经济贡献增强。但同时，内需延续疲弱、供强需弱矛盾依然突出，叠加中东地缘冲突引发的输入型通胀压力上升，全球能源供给与供应链扰动加剧，中国经济增长边际承压但稳中有进态势不改。

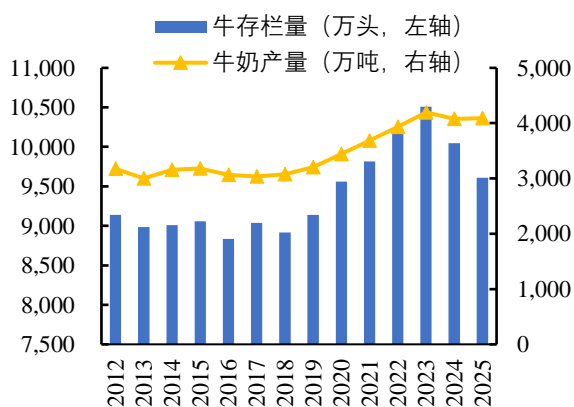
详见《一季度经济开局良好，地缘风险外溢的扰动或于二季度显现》，报告链接：  
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12516?type=1>

### 行业概况

中诚信国际认为，2025 年以来乳制品行业供需格局仍处于深度调整周期中，牛只存栏量持续下探，原奶价格低位震荡，乳品全渠道销售额持续下跌，乳企承受更大的竞争压力，且原奶自给率高的企业面临更大的挑战，但行业周期性拐点或已临近。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，但短期内行业仍将呈现“两超多强”的竞争格局。

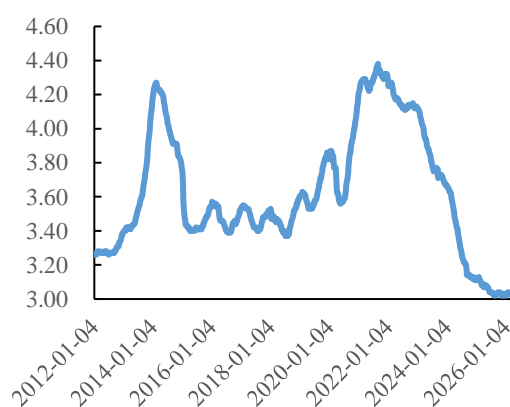
近年来，乳制品行业周期性承压，市场竞争日益激烈。根据国家统计局数据，2025 年全年国内牛奶产量 4,091 万吨，同比增长 0.3%，供给端仍处于较高水平，原奶市场价格持续低位震荡。农业农村部数据显示，2025 年全年，主产区生鲜乳价格在 3.06~3.13 元/公斤波动，仍未出现回弹迹象。原奶价格处于低位可部分缓解主要依赖外购奶源的乳企成本压力，但对于自有牧场奶源占比较高的乳企而言，由于养殖成本仍处较高水平，仍将受到一定负面影响。尼尔森 IQ 数据显示，2025 年乳品全渠道销售额继续呈下滑态势，乳制品生产企业面临的市场竞争压力持续加大。根据国家统计局数据，2025 年末牛只存栏量连续第二年下滑，存栏量已跌破 1 亿头，重回 2020 年水平，短期内牛只存栏量收缩的趋势仍将延续，原奶供应或呈下探态势，原奶价格或逼近周期性拐点，行业供需错配格局进一步改善。

图 1：近年来牛只存栏量及牛奶产量情况



资料来源：wind，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：wind，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。全国性乳企凭借品牌、渠道、供应链优势占据主导地位，区域乳企依托特色奶源构建壁垒，新兴品牌则抓住消费升级与细分品类红利，对传统渠道形成有效补充。同时跨界竞争加剧，饮料巨头与互联网品牌凭借资本手段与流量优势，加速切入乳制品细分赛道，与传统乳企形成正面竞争。行业竞争也已超越单纯的产品或价格层面，演变为涵盖产品创新、供应链效率、渠道融合在内的综合实力比拼。**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。

## 运营实力

**中诚信国际认为**，跟踪期内公司坚持“鲜酸双强”为业务引擎，乳制品产销量持续增长，深耕 DTC 核心业务模式，直销收入占比进一步上升，同时华东区域销售取得高速增长，西南等区域止跌但增速较缓，仍面临较为激烈的市场竞争；奶源供应稳定，仍需关注原奶供需错配对公司的影响。

*2025 年以来公司股权结构无较大变化；经营稳定并持续打造“鲜能力”护城河，并于 2026 年向香港联交所递交上市申请，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 2025 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（以下简称“新投集团”）持有公司 11.42% 的股份<sup>1</sup>。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，公司注销了四川新希望鲜鉴营养科技有限公司。上述事项涉及的资金体量不大，对公司报表影响较小。

跟踪期内，公司聚焦“鲜立方战略”，通过产品创新、科技赋能与运营提效三维发力，持续夯实核心竞争力。公司以“鲜酸双强”为业务引擎，持续推动“鲜奶源、鲜订单、鲜生产、鲜配送、鲜送达”的全链路新鲜保障体系能力的提升，同步拓展“鲜见（客户体验）、鲜享（场景渗透）、鲜动（用户互动）”的品牌价值维度，形成独特的八项“鲜能力”护城河，战略方向明确。此外，公司基于全球行业格局、目标市场环境及自身资源禀赋，审慎评估、择机联动海内外布局，稳步构建国际化运营体系，打造国际化资本运作平台，进一步提升资本实力，公司拟发行境外上市外

<sup>1</sup> 跟踪期内新投集团持股比例减少系新投集团“23 新乳 EB”可交换公司债券持有人换股所致。

资股（H 股）股票并在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板挂牌上市，公司已于 2026 年 4 月 2 日向香港联交所递交了发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的申请材料。

**2025 年以来，公司产销继续保持扩张态势，持续深耕 DTC 核心业务模式，在低温奶及优势区域竞争力得以巩固，华东等区域取得明显增长，但激烈市场竞争下部分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。2025 年末公司拥有 17 家乳制品加工厂，同比持平，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，实际产能为 134.89 万吨<sup>2</sup>，其中常温产品产能变动不大，低温产品产能持续扩张，整体产能维持在行业中等水平。

2025 年，公司继续坚持“鲜酸双强”品类发展策略和加大产品创新，低温鲜奶和低温酸奶均取得双位数增长——其中高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长；特色酸奶同比增长超过 30%，其中功能性酸奶品牌“活润”系列抓住质价比、代餐、0 蔗糖的消费趋势不断迭代创新，朝日唯品上市多款畅销新品，新品收入占比连续 5 年保持双位数且新品效率不断优化，推动销售业绩稳定增长。在市场竞争激烈大背景下，低温及常温产品销售均价稳中微降，但高单价的低温产品收入占比持续提升。在以销定产模式下，公司产销率处于较高水平。渠道方面，跟踪期内，公司强化“新鲜+即时”的优势，即时零售业务实现高速增长。公司强化会员店、零食折扣等不同特点渠道的运营能力，并与茶饮、餐饮渠道深化合作，推动新兴渠道领跑增长。2025 年公司直销收入同比增加 15.07%，直销收入占比达到 63.77%，同期公司优化经销渠道，期末经销商数量为 3,078 家，同比下降 11.07%，其中华东、华北和华中经销商减少幅度较大，经销收入同比下降 7.17%。销售区域方面，西南及华东地区为公司核心销售区域，2025 年西南、华东地区销售收入占比分别为 34.10%、31.37%，其中西南地区止跌，收入同比持平，而华东地区销售收入增幅接近 15.00%，系收入增长的主要来源。**中诚信国际观察到**，跟踪期内公司坚持差异化竞争策略，紧抓低温乳品品类发展趋势，持续深耕 DTC 业务模式，华东等区域发展增长势头良好，但乳制品市场竞争激烈，公司渠道变革和融合进展以及市场拓展及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）

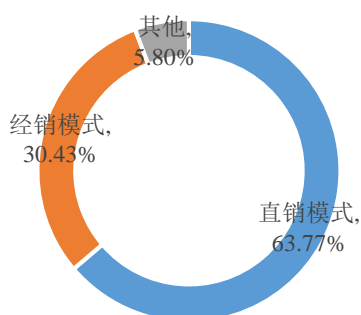
年份	指标	低温产品	常温产品
2023	产能	46.98	70.71
	产量	40.93	67.78
	销量	39.62	68.87
	产销率	96.80	101.61
	销售价格	11.89	6.97
2024	产能	52.84	72.92
	产量	45.40	67.13
	销量	46.07	68.50
	产销率	101.48	102.05

<sup>2</sup> 包含低温产品产能 60.62 万吨、常温产品产能 73.90 万吨以及奶粉产能 0.37 万吨。

2025	销售价格	11.36	6.72
	产能	60.62	73.90
	产量	54.83	64.32
	销量	54.07	67.75
	产销率	98.61	105.33
	销售价格	11.19	6.56

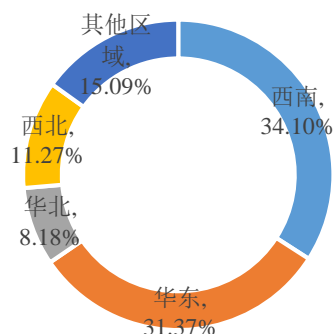
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 3：2025 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 4：2025 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，2025 年公司前五大客户销售收入占营业总收入的比重为 16.33%，同比有所上升，但客户仍较为分散。

**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 2025 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，成母牛平均单产持续保持在 12 吨/头年以上且稳步攀升，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，自有奶源供应占比稳步提升。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，2025 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、%）

	2023		2024		2025	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	12.43	31.04	15.03	37.99	16.36	39.12
社会牧场	27.61	68.96	24.54	62.01	25.46	60.88

合计	40.04	100.00	39.57	100.00	41.81	100.00
----	-------	--------	-------	--------	-------	--------

注：尾数差异系四舍五入所致。

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上海紫江企业集团股份有限公司。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，2025 年公司前五大采购商采购金额占比为 24.95%，同比小幅上升。

**未来一年公司资本支出压力较小。**

截至 2025 年末，公司无规模较大的在建项目<sup>3</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

**中诚信国际认为，2025 年新乳业液体乳产销规模扩张叠加高毛利率低温产品以及直销渠道占比持续提升，盈利能力持续增强，并通过经营性现金回流持续压降债务，参股企业股价上涨推升其他权益工具投资并带动总资产稳中有升，财务杠杆比率持续下降，但因可转债临近到期，短期债务占比大幅提升，商誉占资产比重仍较高，需持续关注减值风险。**

## 盈利能力

**2025 年公司液体乳产销规模扩张叠加高毛利率低温产品以及直销渠道占比持续提升，盈利能力持续增强。**

2025 年液体乳收入保持持续增长并带动营业收入同比增长超 5%，其中华东区域贡献收入增量较多，同期毛利率同比提升 0.82 个百分点，一方面是因为销量提升，摊薄人工、制造费用等成本支出，另一方面系随着 DTC 核心业务持续深耕，毛利率较高的低温产品以及直销收入占比进一步提升，2025 年直销渠道收入占比已超过六成，此外，公司对经销渠道亦进行优化，部分区域经销商数量有较大幅度减少，经销渠道毛利率亦有所提升。期间费用方面，为扩大销售规模，公司加强品牌建设增加了广告宣传投入以及促销力度，销售费用有明显增长，同时随着精细化管理持续推进，管理费用同比下降，而债务减少叠加平均利率下行，财务费用持续减少，期间费用率同比略有下降，综合影响下，当期经营性业务利润规模逼近十亿。受乳业周期影响，2025 年牛只淘汰使得资产处置收益仍产生较大规模亏损，当期生产性生物性资产虽未再计提减值，但固定资产、在建工程、无形资产和商誉均计提减值，使得资产减值损失保持一定规模，对公司盈利有所侵蚀，但因经营性业务的优异表现使得利润总额和净利润同比增速超三成。2026 年一季度，公司营业收入及利润规模延续增长态势。

<sup>3</sup> 昆明雪兰新厂建设项目已终止建设。

## 资产质量

公司通过经营性现金回流持续压降债务，受益于参股企业股价上涨，其他权益工具投资同比大幅增长并带动总资产稳中有升，财务杠杆比率持续下降，但因可转债临近到期，短期债务占比大幅提升，此外商誉占资产比重仍较高，需持续关注减值风险。

跟踪期内，公司总资产规模稳中有升，其中货币资金维持一定规模，且受限比例较低；销售回款保持良好水平，应收账款规模较为稳定；2025 年末公司存货规模有所压降，存货周转率保持在行业较高水平。其他权益工具投资同比大幅上升，主要系所持现代牧业和澳亚集团股价上升所致，2025 年末在建工程、固定资产、商誉均同比减少，分别系因决定终止昆明雪兰新厂建设并将已发生的在建工程成本全部计提减值、固定资产折旧、收购的七彩云乳业有限公司计提商誉减值所致，商誉占资产比重仍较高，需持续关注子公司业绩变化以及存在的商誉减值风险。债务方面，受益于优异的经营获现能力，公司进一步压降债务规模，同时随着可转债临近到期并转入短期债务，2025 年末短期债务占比已超过七成，需关注可转债转股及兑付情况。权益方面，受益于利润积累以及现代牧业和澳亚集团股价上升带动其他综合收益同比增加，所有者权益规模攀升。综合影响下，公司财务杠杆持续降低。2026 年 3 月末，公司资产规模较年初有所下降，主要系现代牧业股价回落带动其他权益工具投资下降所致，同期末债务规模及财务杠杆进一步压降。

## 现金流及偿债情况

公司经营活动净现金流入规模走阔，随着债务持续压降，主要偿债指标持续优化。

2025 年受益于收入规模扩大同时盈利能力增强，公司经营活动净现金流入规模走阔，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，筹资活动现金保持净流出态势。2026 年一季度，受益于良好的盈利获现能力，经营活动产生的现金流量净流入规模同比增长。因利润增长及债务偿还，2025 年公司 EBITDA、FFO 对债务本息的保障程度均有所提升。截至 2026 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 69.43 亿元，尚未使用额度为 54.41 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、%）

	2023	2024	2025	2026.1-3
营业总收入	109.87	106.65	112.33	28.43
营业毛利率	26.87	28.36	29.18	29.97
资产处置收益	-1.03	-0.87	-0.97	-0.12
资产减值损失	-0.17	-0.98	-0.63	0.00
利润总额	5.09	6.43	8.50	2.18
EBIT 利润率	6.26	7.81	8.60	--
货币资金	4.40	3.96	3.55	3.28
应收账款	6.04	6.08	6.48	7.05
存货	7.12	7.42	7.17	6.30
其他权益工具投资	4.80	5.70	9.89	8.26
固定资产	28.83	29.13	27.94	27.61
在建工程	0.89	0.35	0.19	0.19
无形资产	6.81	6.62	5.70	5.65
商誉	10.03	10.03	9.92	9.92

总资产	89.38	88.79	91.35	89.48
总负债	62.99	57.36	51.63	49.48
总债务	37.60	31.17	24.45	23.55
短期债务/总债务	42.89	39.62	74.45	70.15
所有者权益合计	26.39	31.42	39.72	40.01
资产负债率	70.47	64.61	56.51	55.29
总资本化比率	58.76	49.80	38.10	37.05
经营活动产生的现金流量净额	15.57	14.91	15.10	2.86
投资活动产生的现金流量净额	-5.87	-5.68	-4.85	-1.30
筹资活动产生的现金流量净额	-9.46	-9.71	-10.90	-1.82
存货周转率	10.63	10.52	10.91	--
EBITDA 利息保障倍数	6.87	10.51	16.45	--
总债务/EBITDA	3.12	2.39	1.70	--
FFO/总债务	0.28	0.39	0.56	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2025 年末，公司受限资产为子公司的票据保证金和冻结的银行存款，合计 0.29 亿元，占总资产比重为 0.32%，受限比例较低。

截至 2025 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，2023~2026 年 4 月，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>4</sup>

### 假设

——2026 年，预计公司产品销量呈增长态势，公司保持良好盈利及获现能力。

——2026 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	2024 年实际	2025 年实际	2026 年预测
总资本化比率	49.80	38.10	25.00~30.00
总债务/EBITDA	2.39	1.70	1.10~1.60

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

**新乳业潜在 ESG 风险较小。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。**

ESG<sup>5</sup>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

<sup>4</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>5</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。

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。

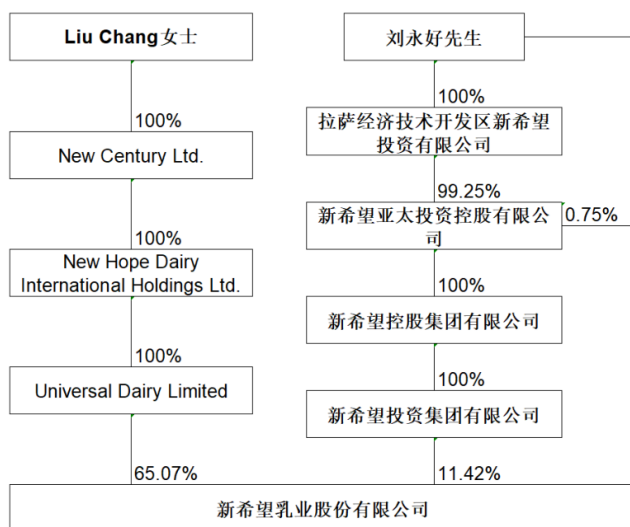
截至 2026 年 3 月末，“新乳转债”已累计转股金额 11.96 万元，剩余可转债金额 71,788.04 万元。“新乳转债”附价格下修条款，在债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司有权向下修正转股价格。此外，本期转债设置“有条件回售条款”，约定“新乳转债”最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，“新乳转债”持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。2025 年以来，因利润分配，公司三次调整转股价，未触发回售条款。截至 2026 年 4 月 30 日，“新乳转债”最新转股价为 17.88 元/股。截至 2026 年 4 月 30 日前三十个交易日（含 4 月 30 日），新乳业股票平均收盘价为 18.31 元。

“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。本期债券将于 2026 年内到期且设置了回售条款，若到期未转股或提前触发回售条款，会加大公司债务偿付压力，需持续关注公司股价变动及转股价格调整后续安排对兑付和转股的影响。

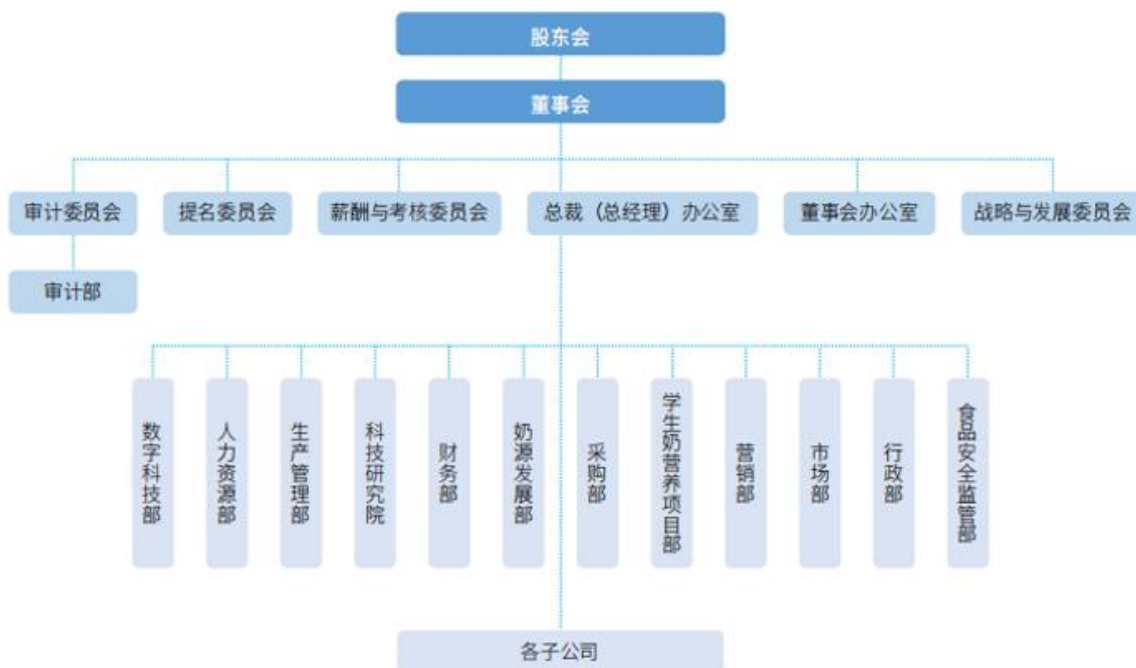
## 评级结论

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 2025 年末）



### 新希望乳业股份有限公司组织机构图



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）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
货币资金	4.40	3.96	3.55	3.28
应收账款	6.04	6.08	6.48	7.05
其他应收款	1.01	0.33	0.74	0.74
存货	7.12	7.42	7.17	6.30
长期投资	10.19	10.86	14.95	13.31
固定资产	28.83	29.13	27.94	27.61
在建工程	0.89	0.35	0.19	0.19
无形资产	6.81	6.62	5.70	5.65
资产总计	89.38	88.79	91.35	89.48
其他应付款	7.49	7.38	8.63	8.96
短期债务	16.13	12.35	18.20	16.52
长期债务	21.48	18.82	6.25	7.03
总债务	37.60	31.17	24.45	23.55
净债务	33.22	27.26	21.19	--
负债合计	62.99	57.36	51.63	49.48
所有者权益合计	26.39	31.42	39.72	40.01
利息支出	1.71	1.20	0.88	--
营业总收入	109.87	106.65	112.33	28.43
经营性业务利润	6.07	8.35	9.78	2.31
投资收益	0.06	-0.03	0.28	-0.01
净利润	4.38	5.49	7.54	1.91
EBIT	6.88	8.33	9.67	--
EBITDA	12.06	13.05	14.41	--
经营活动产生的现金流量净额	15.57	14.91	15.10	2.86
投资活动产生的现金流量净额	-5.87	-5.68	-4.85	-1.30
筹资活动产生的现金流量净额	-9.46	-9.71	-10.90	-1.82
财务指标	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
营业毛利率（%）	26.87	28.36	29.18	29.97
期间费用率（%）	21.46	20.54	20.43	21.59
EBIT 利润率（%）	6.26	7.81	8.60	--
总资产收益率（%）	7.47	9.35	10.73	--
流动比率（X）	0.50	0.54	0.47	0.49
速动比率（X）	0.32	0.34	0.30	0.34
存货周转率（X）	10.63	10.52	10.91	11.83*
应收账款周转率（X）	18.63	17.60	17.89	16.81*
资产负债率（%）	70.47	64.61	56.51	55.29
总资本化比率（%）	58.76	49.80	38.10	37.05
短期债务/总债务（%）	42.89	39.62	74.45	70.15
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.38	0.45	0.59	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.88	1.13	0.79	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	9.13	12.39	17.23	--
总债务/EBITDA（X）	3.12	2.39	1.70	--
EBITDA/短期债务（X）	0.75	1.06	0.79	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.87	10.51	16.45	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.92	6.71	11.03	--
FFO/总债务（X）	0.28	0.39	0.56	--

注：1、2026 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[2023]65 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。

[3]全球序列、全球人民币序列下的个体信用评估等级符号分别加角标“g”与“gr”，以示区分。

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：[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]对于符合条件的科创类主体，中诚信国际在其主体信用等级加下标“sti”以示区分。

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