

“鲜立方”引领，做强低温布局全国

投资评级：买入（首次覆盖）

---新乳业（002946.SZ）公司研究深度报告

华龙证券研究所 食品饮料行业

分析师：王芳

SAC执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

2024年12月27日

•公司概况：“鲜立方”引领公司盈利能力提升。新乳业是一家专门从事乳品及含乳饮料研发、生产和销售的企业，截至2024年半年报，公司液体乳、奶粉、其他产品营收占比分别为90.30%、0.65%、9.05%。公司作为区域性乳制品龙头企业，坚持“鲜立方战略”，以低温产品为主导，坚持“新鲜、新潮、新科技”的品牌定位，主要经营区域市场份额持续稳定提升。公司立足西南，并在华东、华中、华北、西北深度布局，逐步深化全国，构建了城市型乳企联合舰队。新乳业通过三轮并购，在全国范围内点状布局低温奶市场，公司背靠新希望集团，股权结构稳定。2024年前三季度公司实现营业收入81.50亿元，同比下降0.54%；归母净利润4.74亿元，同比增长24.37%；扣非后归母净利润5.07亿元，同比增长29.50%。2024三季度，除去公司出售一只酸奶牛部分股权的影响因素，公司液体乳收入实现稳健增长。2024年前三季度公司毛利率/净利率为29.09%/5.97%，同比提升1.67pct/1.20pct。

•乳品行业：需求有望持续复苏。2024年申万乳品行业营收整体承压，三季度环比二季度边际好转。2024Q1-Q3申万三级乳品板块实现营业收入1407.04亿元，同比下滑8.77%；归母净利润120.72亿元，同比增长6.17%。单季度来看，2024Q2营收同比下降14.10%，2024Q3下降7.94%，降幅收窄，出现边际改善。供给端，2024年春节后，龙头乳企主动控制发货节奏，调整渠道库存，提升液奶新鲜度，为后续液奶边际好转奠定良好基础。需求端，农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛生产稳定发展的通知》，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式拉动牛奶消费。经过调整期后，乳品行业有望轻装上阵，迎来改善。

•核心竞争优势：低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势。公司以“鲜立方”为指引，在战略上以低温鲜奶和低温特色酸奶为核心品类，不断提升低温产品核心竞争优势，当前公司低温产品对主营业务的贡献超过50%，其中占比较高的低温鲜奶和低温酸奶在2024前三季度保持了高个位数的增长。同时，公司注重新品研发和推广，具备较强的持续推新和打造大爆品的能力，不断满足消费者的需求。2024年公司新品收入占营收的比重保持在双位数以上。公司加强供应链管理能力建设，同时，依托新希望集团旗下公司的协同效应，在冷链运输方面具备核心竞争力。2024年以来，公司的DTC渠道取得较好增长，助推低温品类的较快增长。

•**盈利预测与估值：**公司提出2023-2027五年战略规划，要实现营收复合增速双位数，净利率翻番。当前来看，公司业绩表现优于行业整体，公司聚焦低温产品，产品结构持续优化，新品占比保持双位数水平，在与消费者粘性更高的DTC渠道不断深耕，奶源布局完善，数字化转型，运营能力提升，将有助于公司盈利能力的持续提升完成目标任务。我们预计公司2024-2026年实现营业收入112.03亿元、120.49亿元、130.26亿元，同比增长1.97%、7.55%、8.11%；归母净利润5.53亿元、6.64亿元、7.99亿元，同比增长28.42%、20.06%、20.22%，对应EPS为0.64元、0.77元、0.93元；PE为22.1X、18.4X、15.3X，首次覆盖，给予“买入”评级。

•**风险提示：**食品安全风险、消费复苏不及预期风险、原材料成本风险、业绩增速不及预期风险、行业竞争加剧的风险、第三方数据统计偏差风险。

目录

1

公司概况：“鲜立方”引领，内生增长带动盈利能力提升

2

乳品行业：原奶供需改善，需求持续复苏

3

公司核心竞争优势：做强低温，DTC渠道持续增长

4

盈利预测与估值

5

风险提示

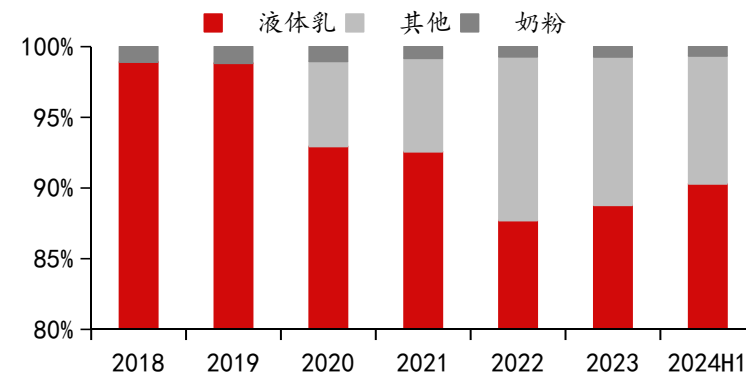
1.1 基本情况：以低温为主导，立足西南的成长型乳企

新乳业是一家专门从事乳品及含乳饮料研发、生产和销售的企业，主要产品包括液体乳、奶粉和其他等，截至2024年半年报，公司液体乳、奶粉、其他产品营收占比分别为90.30%、0.65%、9.05%。公司主张为用户提供优质营养的乳品，个性而多样化的消费体验，主张鲜活的生活态度，致力于成为“新鲜一代的选择”。

公司作为区域性乳制品龙头企业，坚持“鲜立方战略”，以低温产品为主导，坚持“新鲜、新潮、新科技”的品牌定位，与主要龙头企业差异化竞争，企业的管理能力、创新能力、品牌势能处于行业前列，主要经营区域市场份额持续稳定提升。

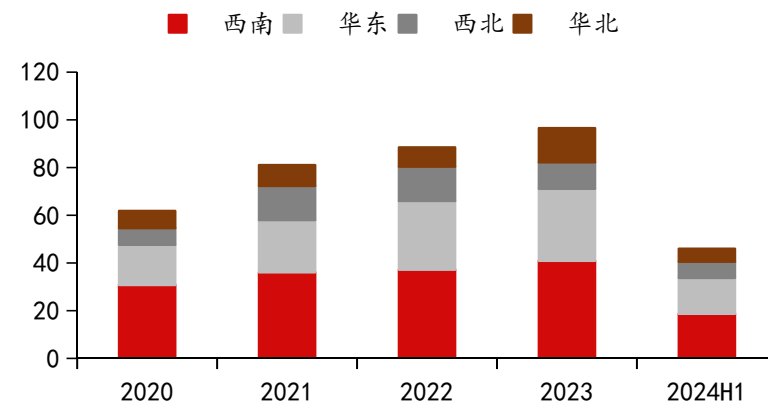
公司立足西南，并在华东、华中、华北、西北深度布局，逐步深化全国，构建了城市型乳企联合舰队。公司旗下有52家控股子公司、14个主要乳品品牌、16家乳制品加工厂、12个自有牧场。于2019年1月在深交所挂牌上市。

图1：新乳业营业收入分产品构成（%）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图2：新乳业营业收入分地区构成（亿元）



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

1.2 通过三轮并购实现全国化布局

新乳业通过三轮并购，在全国范围内点状布局低温奶市场，与龙头伊利和蒙牛形成差异化经营。

第一轮并购（2001-2003年）：公司收购四川华西、河北天香、杭州双峰、青岛琴牌等区域乳企。

第二轮并购（2015-2016年）：公司收购湖南南山、朝日唯品、苏州双喜、西昌三牧等区域乳企。

第三轮并购（2020-2021年）：收购寰美乳业（宁夏夏进）、福州澳牛、一只酸奶牛三家乳企。其中，公司于2023年底将一只酸奶牛45%的股权转让给关联方草根知本。

图3：新乳业发展历程



数据来源：iFinD、公司官网、华龙证券研究所整理

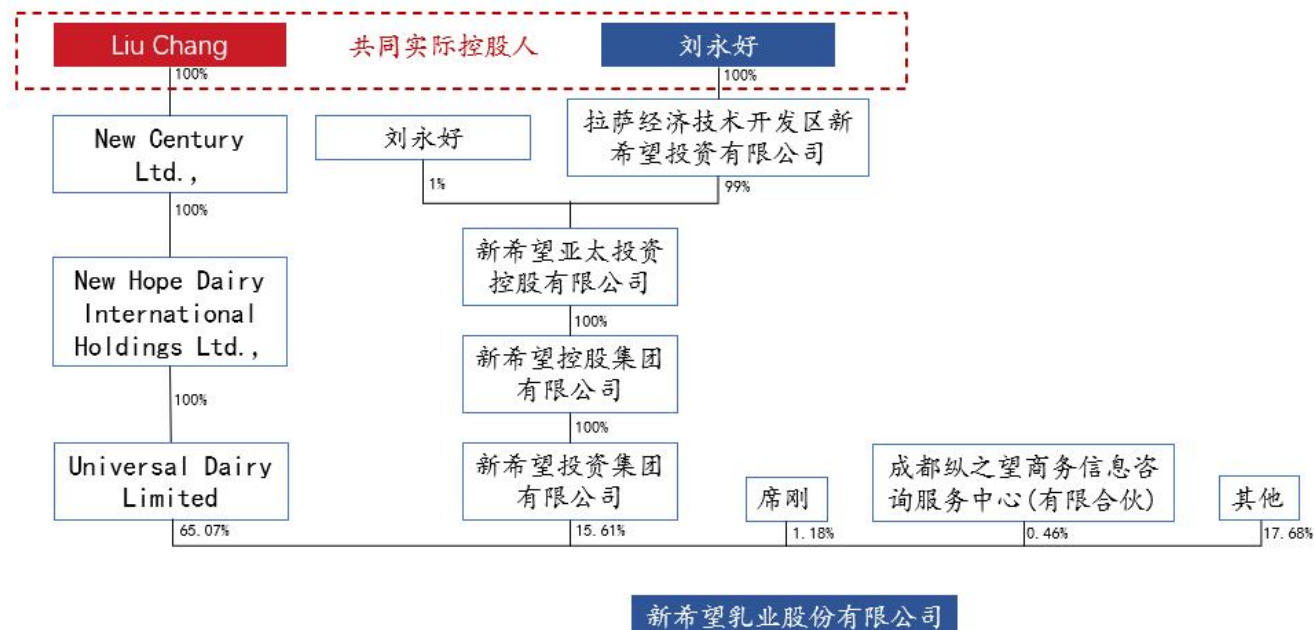
01 公司概况：“鲜立方”引领，内生增长带动盈利能力提升

1.3 背靠新希望集团，股权结构稳定

公司股权结构稳定。公司的第一大股东系Universal Dairy Limited，该公司于2015年3月18日在香港注册成立，主要从事投资业务和贸易业务，其主要资产为对新希望乳业股份有限公司的长期股权投资。

刘永好先生和Liu Chang女士为新乳业的共同实际控制人。截至2024Q3，Liu Chang女士通过Universal Dairy Limited持有新乳业65.07%的股份，刘永好先生通过新希望投资集团有限公司持有新乳业15.61%的股份，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。

图4：新乳业股权结构图



数据来源：iFinD、华龙证券研究所整理

1.4 财务状况：毛利率净利率提升，盈利能力增强

公司经营稳健，营收增速好于同行业公司。

2024前三季度公司利润增速优于收入增速。2024年前三季度公司实现营业收入81.50亿元，同比下降0.54%；归母净利润4.74亿元，同比增长24.37%；扣非后归母净利润5.07亿元，同比增长29.50%。单看第三季度，营业收入同比下降3.82%，归母净利润同比增长22.92%，扣非后归母净利润同比增长19.73%。

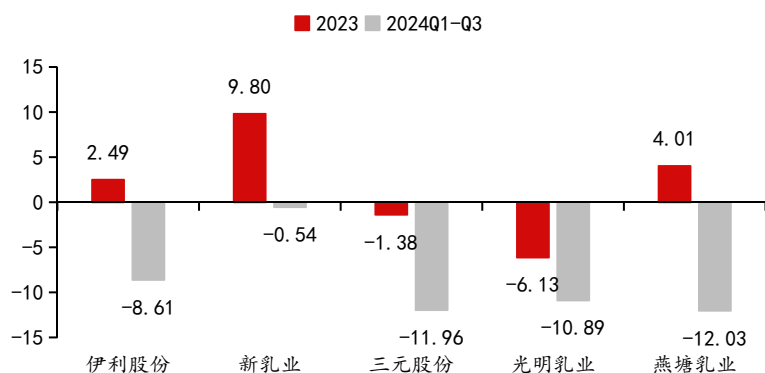
主营业务收入稳健增长。

公司液体乳保持稳健增长。根据公司投资者交流公告，2024年三季度，公司整体营业收入受出售一只酸奶牛的部分股权影响，但主营业务液体乳收入仍保持稳健增长。截至2024上半年，公司主营业务收入占比超过90%。

毛利率净利率持续提升。

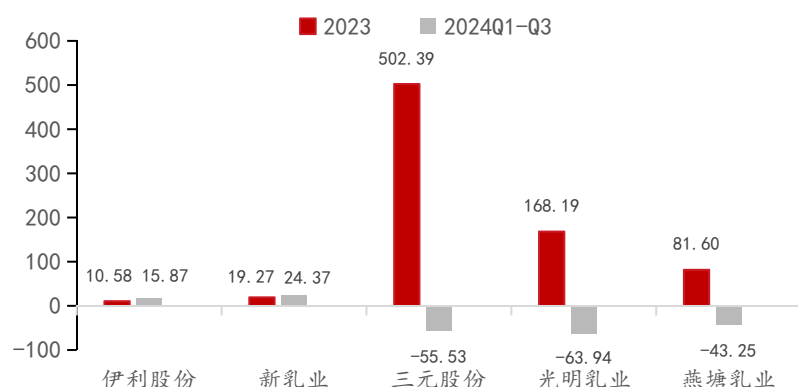
公司盈利能力提升。2024年前三季度公司毛利率/净利率为29.09%/5.97%，同比提升1.67pct/1.20pct。

图5：新乳业营业收入同比增长率快于同行业公司（%）



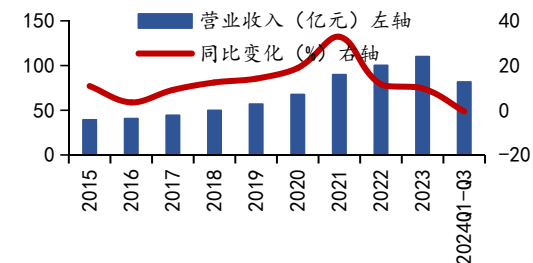
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图6：新乳业归母净利润同比增速稳健提升（%）



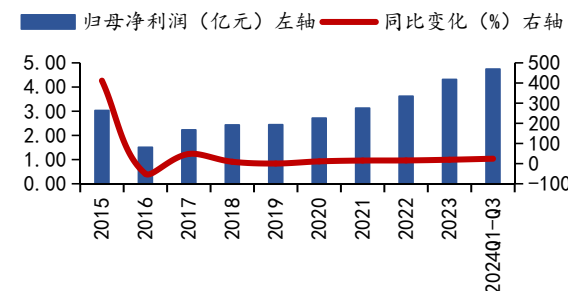
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图7：公司营收及同比变化



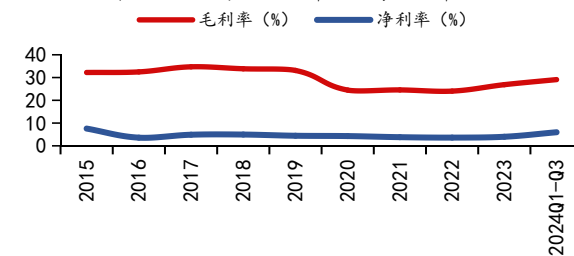
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图8：公司归母净利润及同比变化



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图9：公司毛利率和净利率



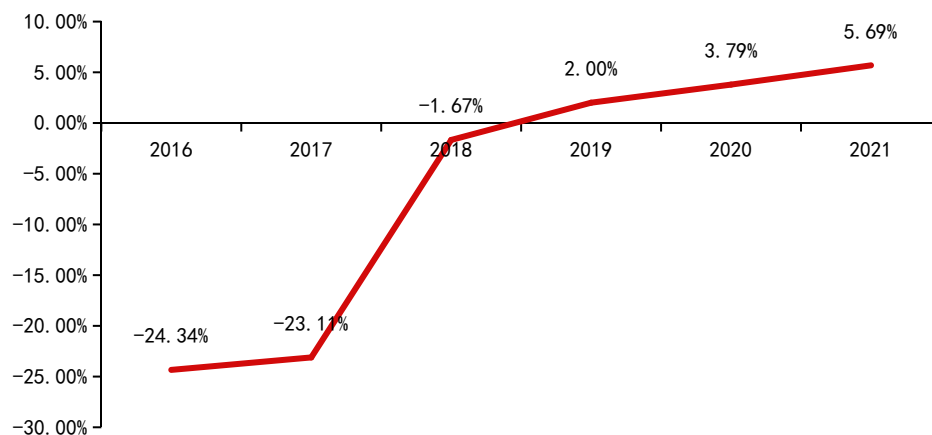
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

1.5 战略规划：“鲜立方”战略

2023年5月31日，公司发布公告《2023-2027年战略规划》，规划中提出，未来五年，公司将继续以“鲜立方战略”为核心方向，推动**规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番**，全面提升企业价值。

- **做强低温，价值引领。**将低温鲜奶和低温酸奶作为核心重点品类，优化产品结构。
- **科技加持，强化生物科技和数字科技。**生物科技方面，研发创新自有菌种库建设，数字科技方面，通过数字化灯塔项目打造从牧场到用户的高效供应链体系。
- **内生为主，并购为辅。**公司确定了未来的增长来源将以内生增长为主，投资并购为辅，努力将负债率在未来五年降低10个百分点。将推动各子公司进行线上、线下渠道有机融合。新乳业形成一套成熟的并购整合经验和能力，被并购乳企经过总部赋能盈利能力抬升，南山乳业是公司并购整合最成功的案例之一。
- **分布经营，区域深耕。**专注核心区域和核心市场，提高各区域的市占率，同时特色品牌进行区域扩张。

图10：南山公司被收购后，扭亏为盈净利率提升



数据来源：公司公告、华龙证券研究所整理

目录

1

公司概况：“鲜立方”引领，内生增长带动盈利能力提升

2

乳品行业：原奶供需改善，需求持续复苏

3

公司核心竞争优势：做强低温，DTC渠道持续增长

4

盈利预测与估值

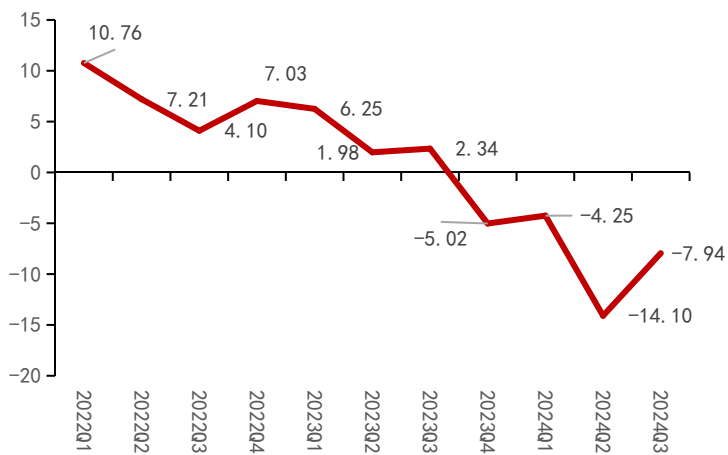
5

风险提示

2024年申万乳品行业营收整体承压，三季度环比二季度边际好转。2024Q1-Q3申万三级乳品板块实现营业收入1407.04亿元，同比下滑8.77%；归母净利润120.72亿元，同比增长6.17%。单季度来看，2024Q2营收同比下降14.10%，2024Q3下降7.94%，降幅收窄，出现边际改善。

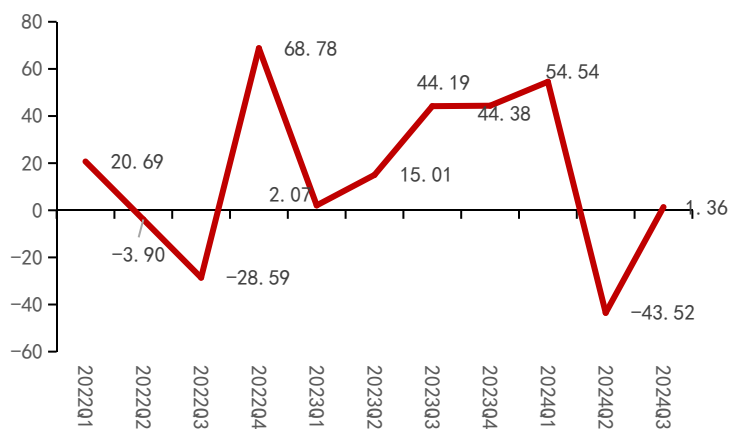
我国乳制品行业市场集中度较高，中长期产量将保持稳健增长。根据中商产业研究院发布的《2025-2030年中国乳制品行业市场发展前景分析报告》显示，2023年中国乳制品产量3055万吨，预计2025年将达到3270万吨，CAGR为2.3%，其中，2023年液体乳产量为2860万吨，占比达到94%。我国乳制品行业的龙头为伊利股份和蒙牛乳业，市场份额占比分别为24.2%和21.3%。

图11: 申万乳品行业单季度营收增速 (%)



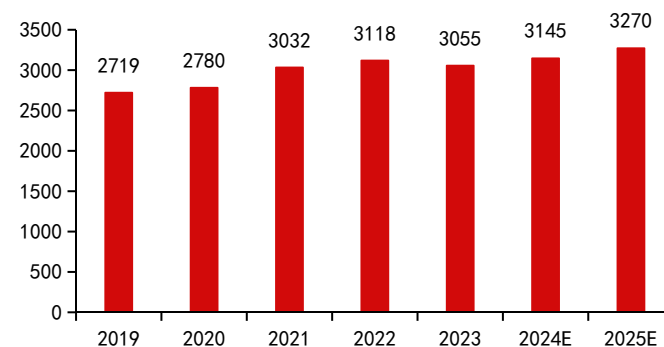
数据来源: IFinD、华龙证券研究所

图12: 申万乳品行业季度归母净利润增速 (%)



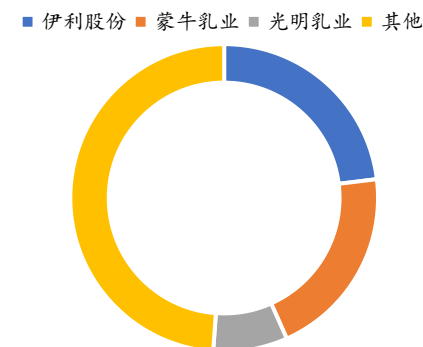
数据来源: IFinD、华龙证券研究所

图13: 2019-2025年中国乳制品产量 (万吨)



数据来源: 中商情报网、华龙证券研究所

图14: 中国乳制品市场份额占比 (%)



数据来源: 中商情报网、华龙证券研究所

2025年乳制品量价有望迎来改善。分品类来看，根据马上赢数据，2024Q3销售额仅有低温酸奶同比有小幅增长，其余品类均有不同程度的负增长。拆分量价来看，量的维度，2024Q3同比雪糕和冰激淋量增5.11%，其他品类均呈下降态势，常温纯牛奶/低温酸奶/常温酸奶/低温纯牛奶/成人奶粉/奶酪分别同比下降16.67%/0.24%/27.84%/0.64%/9.92%/5.95%；价的维度，常温纯牛奶/低温酸奶/常温酸奶/成人奶粉2024Q3均价同比分别上涨4.34%/1.74%/9.77%/1.99%，雪糕和冰激淋/低温纯牛奶/奶酪同比分别下降6.25%/1.27%/9.87%，宏观经济弱复苏导致消费力短期下降，各个消费品品类都受到了一定影响。

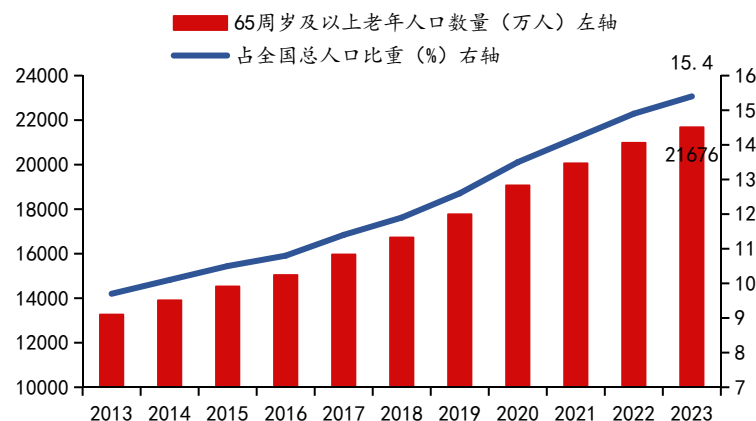
我们预期未来乳品行业将实现稳健增长，主要得益于消费者对健康意识的增强和升级，以及乳品技术进步所带来的新机遇。具体来说，三四线城市居民的饮奶习惯正在逐步形成，乳品企业针对这些特定的市场细分领域，通过持续的产品创新和场景拓展，不断探索新的增长路径。同时，随着银发经济的兴起，消费者对功能性产品的需求日益增长，奶酪的深加工业务也在不断成熟，成人奶粉和奶酪市场还拥有较大的增长潜力。

表1:乳品行业分品类销售额、销售件数、均价同比变化(%)

品类	2024Q3/2023Q3		
	销售额	销售件数(量)	均价
常温纯牛奶	-13.05%	-16.67%	4.34%
低温酸奶	1.50%	-0.24%	1.74%
雪糕/冰激淋	-1.46%	5.11%	-6.25%
常温酸奶	-20.79%	-27.84%	9.77%
低温纯牛奶	-1.91%	-0.64%	-1.27%
成人奶粉	-8.13%	-9.92%	1.99%
奶酪	-15.23%	-5.95%	-9.87%

数据来源：马上赢、华龙证券研究所

图15:我国65周岁及以上老人年数量和占比



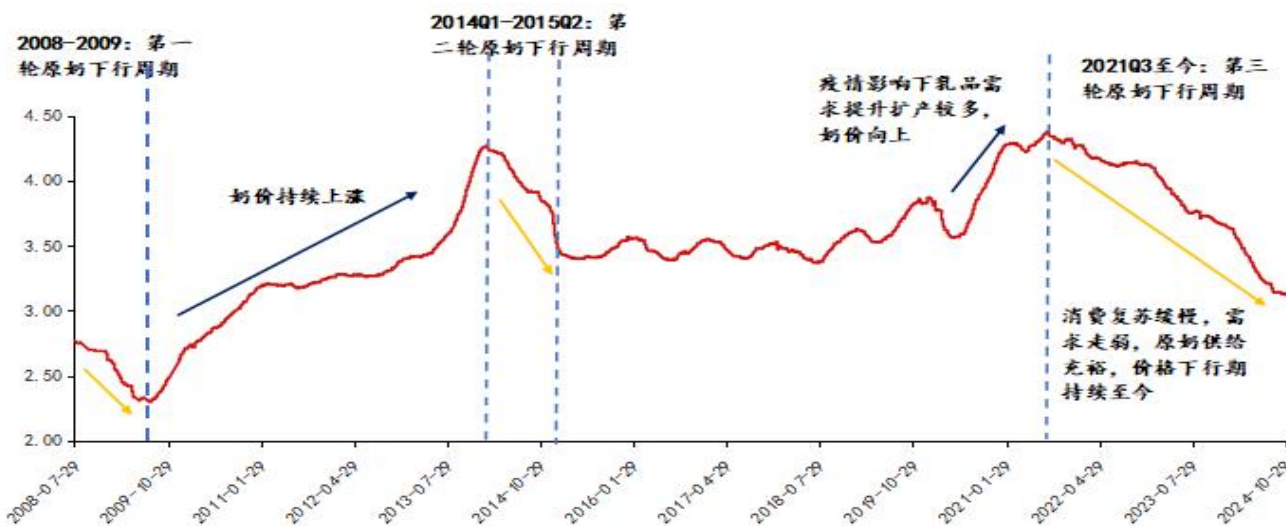
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2024年原奶供给过剩，原奶价格下行。复盘2008年以来的三轮原奶下行周期，本轮奶价调整持续时间较长，奶价波动较大。过去两轮奶价下行期持续时间均小于2年，本轮下行期从2021年9月持续至今，已超过三年时间，价格波动来看，本轮原奶价格从最高4.32元/公斤下跌至3.12元/公斤，下跌幅度38%，较前次下跌（26%）幅度更大，我们认为主因2020年疫情影响下乳品需求提升，牧场扩产较多，疫情结束后消费复苏较缓慢，需求走弱，导致供大于求，上游产能出清较慢，加剧了供需错配。

2025年原奶供需有望向好。2024年前三季度原奶产量较去年同期基本持平，三季度是液奶销售的旺季，因此三季度原奶供需差距有所收窄，供给过剩的情况阶段性得到缓解。2025年我们预计原奶产量同比有望保持下降趋势，原奶的价格有望企稳。

2025年乳品行业将持续消费复苏，边际好转。供给端，2024年春节后，龙头伊利股份和蒙牛乳业主动控制发货节奏，调整渠道库存，提升液奶新鲜度，截至2024年7月，伊利股份基本完成渠道调整，库存水平恢复到健康水平，为后续液奶边际好转奠定良好基础。需求端，农业农村部等七部门联合印发《关于促进肉牛牛奶生产稳定发展的通知》，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式拉动牛奶消费。经过调整期后，乳品行业有望轻装上阵，迎来改善。

图16:原奶价格波动三轮周期复盘



数据来源: Wind、华龙证券研究所

目录

1

公司概况：“鲜立方”引领，内生增长带动盈利能力提升

2

乳品行业：原奶供需改善，需求持续复苏

3

公司核心竞争优势：做强低温，DTC渠道持续增长

4

盈利预测与估值

5

风险提示

3.1 低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势

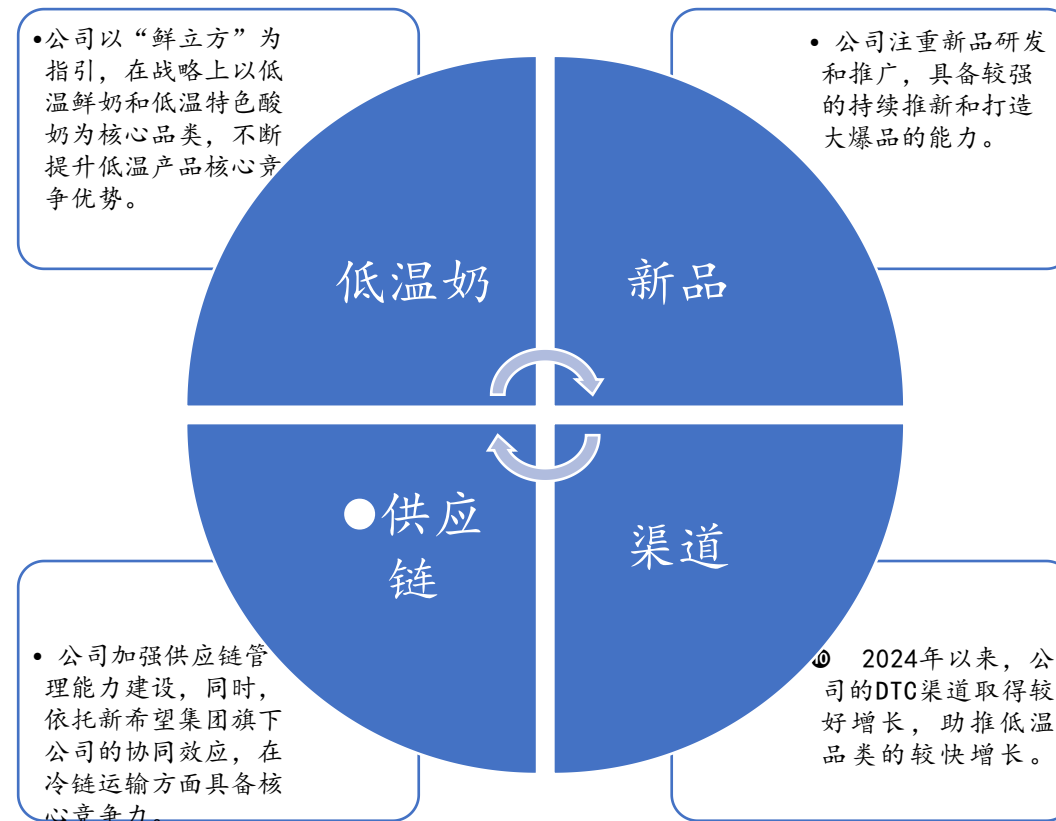
●**低温奶**：公司以“鲜立方”为指引，在战略上以低温鲜奶和低温特色酸奶为核心品类，不断提升低温产品核心竞争优势，根据公司2024年12月17日公告显示，公司低温产品对主营业务的贡献超过50%，其中占比较高的低温鲜奶和低温酸奶在前三季度保持了高个位数的增长。

●**新品**：公司注重新品研发和推广，具备较强的持续推新和打造大爆品的能力，不断满足消费者的需求。2024年公司新品收入占营收的比重保持在双位数以上。

●**供应链**：公司加强供应链管理能力建设，同时，依托新希望集团旗下公司的协同效应，在冷链运输方面具备核心竞争力。

●**渠道**：2024年以来，公司的DTC渠道取得较好增长，助推低温品类的较快增长。

图17：新乳业核心竞争优势突出，构筑宽阔护城河

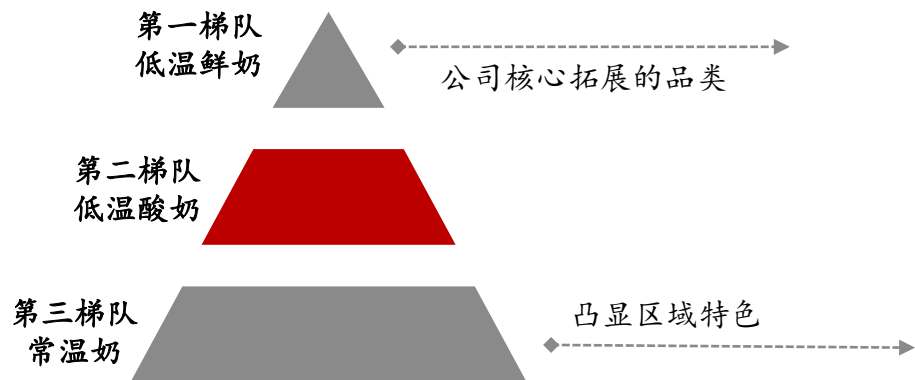


数据来源：华龙证券研究所整理

3.1 低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势

3.1.1 低温鲜奶

图18：新乳业产品品类梯队



数据来源：华龙证券研究所

公司围绕“鲜活”使命，聚焦低温鲜奶和低温特色酸奶核心品类，打造明星大单品。根据2024年机构调研公告，新乳业低温鲜奶和低温酸奶作为公司核心的品类，在三季度实现了较好增长，低温鲜奶和低温酸奶约有双位数左右的增长。

低温鲜奶方面，大单品有“24小时”、“唯品”、“今日鲜奶铺”、“奥特兰”。其中，“24小时”和“唯品”定位高端品牌，凸显公司产品新鲜定位。2024上半年，低温鲜奶实现市场份额稳步增加，高端鲜奶同比实现约15%增长。

图19：朝日唯品产品系列

产品系列	产品	特点	图片
朝日唯品系列	有机牛乳	结合50年日本循环生态农业经验，从源头开始有机管控各个环节。每100ml富含3.8g优质乳蛋白和125mg原生高钙。	
	牧场酪乳	定位自然安心美味的高端系列产品。为朝日唯品循环生态牧场出品，全程日本高标准工艺管控。有四个口味，原味、生椰、赏樱、咖啡。	

图20：24小时产品系列

产品系列	产品	特点	图片
24小时系列 (极致新鲜，只卖当天)	24小时鲜牛乳	10倍免疫球蛋白，蛋白质3.3g/100ml	
	24小时黄金营养乳	15倍免疫球蛋白，蛋白质3.6g/100ml	
	24小时铂金全优乳	5种活性营养+7种微量营养素，20倍免疫球蛋白，蛋白质3.8g/100ml	
	24小时限定娟姗乳	25倍免疫球蛋白，蛋白质4.2g/100ml	

图21：今日鲜奶铺和奥特兰产品

产品系列	产品	特点	图片
今日鲜奶铺	今日鲜奶铺	3.6g/100mL蛋白质；复刻国潮，一口回到儿时的味道	
奥特兰系列	奥特兰有机纯牛奶	3.6g/100mL蛋白质；120mg/100mL原生高钙；有机认证，全程溯源；0化肥0农药0激素	

数据来源：公司官网、公司年报、华龙证券研究所

3.1 低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势

3.1.2 低温酸奶

低温酸奶产品系列持续升级，带动营收增长。低温酸奶方面，公司核心单品有“活润”系列、“初心”系列、“味蕾游记”系列、“酸奶生气了”等高端特色酸奶。相较于鲜奶，低温酸奶有较长的保质期，还可以添加不同的益生菌来满足消费者功能性或多口味的需求。例如新乳业2020年4月上市的活润晶球产品，添加益生菌配方，主要针对由于压力和久坐，受到便秘、积食、胀气、腹泻等肠道麻烦困扰的25-35岁间有肠道健康问题的人群。初心系列产品主打“0蔗糖·0甜味剂·0香精·0增稠剂”，注重健康的同时，保障产品的口感，受到消费者的喜爱。

2024上半年，公司“活润”系列通过新品驱动实现同比15%增长；其中“活润轻食杯”新品抓住代餐、质价比、CVS发展红利；“活润晶球”新品通过3D包埋科技再升级，实现三色晶球包埋多维营养，带动晶球系列增长超40%。

图22：公司低温酸奶产品系列



数据来源：新乳业公司官网、华龙证券研究所

3.1 低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势

3.1.3 常温奶

图23：“新希望华西”品牌“洪雅牧场”常温纯牛奶



数据来源：新乳业公司官网、华龙证券研究所

图24：“夏进”品牌“塞上牧场”常温纯牛奶



数据来源：新乳业公司官网、华龙证券研究所

2024年上半年，公司常温奶产品收入同比实现个位数下降。2020年，公司收购宁夏区域乳业龙头夏进乳业的母公司寰美乳业100%股权，届时寰美乳业成为公司全资子公司。寰美乳业是宁夏区域乳企龙头，旗下品牌“夏进”具有较高知名度和市场网络，在当地市场份额占50%以上，产品以常温奶居多。并表寰美乳业后，公司常温奶占比提升至40%+，但是常温奶毛利率为20%+，低于低温产品（毛利率40%+）。

根据公司2024年半年报，寰美乳业2024上半年营业收入为9.49亿元，净利润0.67亿元，营收体量占公司整体的18%。公司在充分挖掘宁夏特色常温乳品的长板后，逐渐导入活润、今日鲜奶铺等低温产品，低温产品有较大增长空间。

寰美乳业所在的宁夏地处中国黄金奶牛养殖带，气候资源适合奶牛养殖，是中国核心的奶源地，公司布局西北，开辟新区域市场的同时，可以获得更多优质的奶源，实现采购、研发、生产和销售全产业链的协同。

竞争优势：做强低温，DTC渠道持续增长

3.1 低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势

3.1.4 新品：公司具备较强推新能力，带动产品结构持续升级

公司持续对产品进行迭代升级，快速把握消费者多样化需求。低温风味乳方面，公司准确洞察消费者的喜好，2024年在五黑、南瓜、芋泥厚乳、绿豆等多款低温风味乳的基础上，全新上市草莓、开心果、玉米须风味，2024年上半年带动低温风味乳增长40%+。

公司具备较强的推新能力和爆品打造能力。近年来新品占收入比重连续在双位数以上，2023年新品收入占整体营业收入的12%，2024年上半年该比重继续保持在双位数。

持续全国矩阵化布局。根据公司2024年中报，湖南南山上市“黄金24小时”，中高端系列同比增长超30%；“初心”聚焦健康营养赛道，坚持零糖系列培育，零糖系列同比增长超25%；公司坚持差异化地方特色奶源，四大特色牧场奶源“星系牧场、森系牧场、云系牧场、水系牧场”2024年上半年同比增长20%+。

图25：2024年低温风味乳新品



9.98元/450ml

数据来源：鲜活go小程序、华龙证券研究所整理

3.1 低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势

3.1.5 供应链具备高效率

公司低温奶主打极致“新鲜”，保质期短对销售半径和供应链效率提出较高要求。销售半径方面，公司通过并购地方乳企的方式在全国范围内布局奶源和销售市场。同时，公司深耕低温赛道多年，在供应链高效经营方面已积累了成熟的经验。只卖当天的“24小时”系列产品充分体现了公司供应链效率做到极致，高效率的渠道运营能力顺应公司提出的“鲜立方”战略的发展需要。

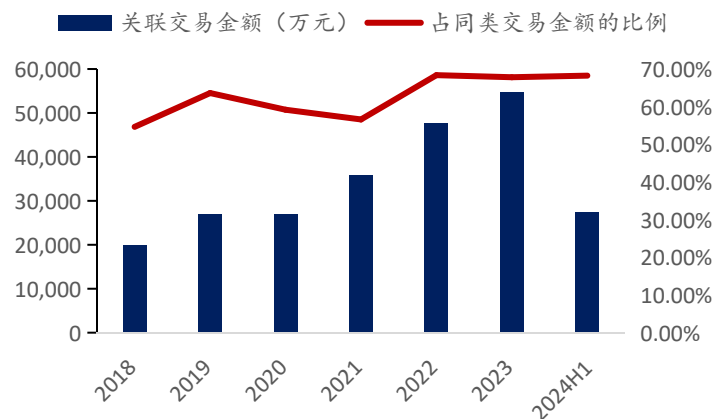
新乳业背靠新希望集团，集团旗下鲜生活冷链物流公司赋能新乳业冷链运输环节。鲜生活成立于2016年，是新希望集团打造的冷链食品通路服务公司，为餐饮企业、生鲜零售企业、生鲜食品生产贸易企业提供从源头到门店的全程冷链供应链服务，覆盖全国31省、超2800区县。鲜生活已成为行业头部企业之一，位列冷链物流百强排名第二。鲜生活运输费用占比超过新乳业整体运输费用的60%，但是运输成本相对较低。

图26：新希望集团子公司为新乳业产业赋能



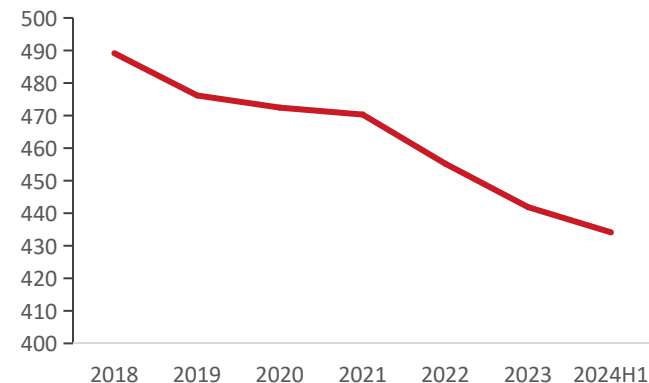
数据来源：公司年报、iFinD、华龙证券研究所整理

图27：鲜生活历年关联交易情况



数据来源：公司年报、iFinD、华龙证券研究所整理

图28：鲜生活运输价格 (元/吨)



数据来源：公司年报、iFinD、华龙证券研究所整理

03 竞争优势：做强低温，DTC渠道持续增长

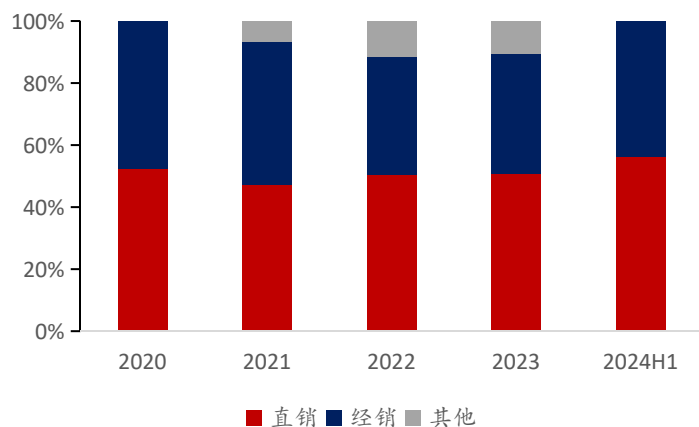
3.1 低温奶+新品+供应链+渠道，构筑公司较强竞争优势

3.1.6 渠道力：DTC渠道

公司五年规划目标2027年DTC业务规模占比达到30%。2023年，公司提出DTC作为核心渠道，打造封闭渠道壁垒，将DTC业务作为渠道增长的第一引擎，从而带动公司收入的高质量增长。新乳业的DTC渠道包括送奶入户、自主征订、形象店、电商四部分。

根据公司2024年半年报，公司DTC业务整体营收持续增长。订户方面，通过地网变革，构建了直接服务用户的多场景闭环；通过异业合作，进一步提升线下线上征订拉新的联动，实现了较好的增量效果。门店方面，强化“五在线”，即门店在线、营销在线、库存在线、结算在线和会员在线，持续提高运营服务能力和水平。远场电商方面，“618”销售再创新高，销售额同比提升15%，其中，抖音和拼多多的业绩增长较好。根据2023年年报，DTC业务整体收入同比增长超过15%。

图29：新乳业分销售模式营业收入



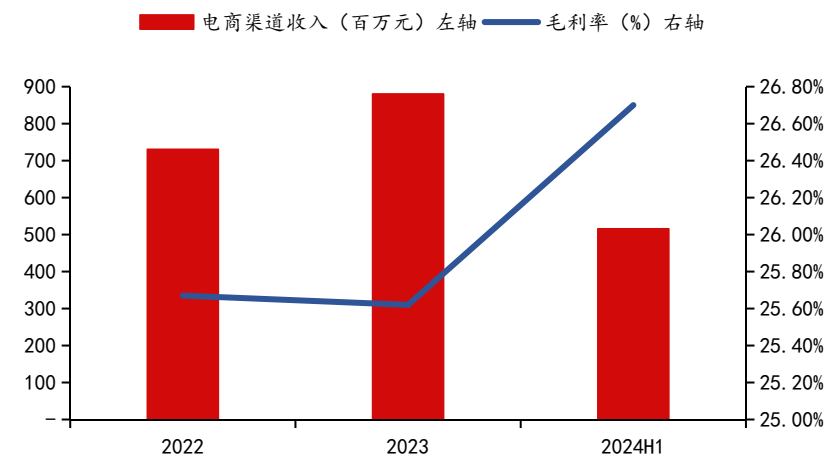
数据来源：公司年报、华龙证券研究所整理

图30：DTC业务模式



数据来源：公司年报、华龙证券研究所整理

图31：新乳业电商渠道主营收入和毛利率



数据来源：公司年报、华龙证券研究所整理

3.2 品牌力：公司采用“新希望乳业+”的联合品牌策略

公司通过“鲜立方”战略，以低温奶为核心，将低温鲜奶和低温高端酸奶作为重要抓手，与全国性龙头乳企形成错位竞争。公司采用“新希望乳业+”的联合品牌策略，通过总部赋能，强化母品牌，同时突出地方品牌特色。

目前，公司有14个子品牌，在西南、华东、华北、华中、西北不同区域用不同的品牌形成全覆盖。西南地区品牌包括四川乳业、昆明雪兰和云南蝶泉等；华东地区有朝日唯品、安徽白帝、杭州双峰、苏州双喜和青岛琴牌；华北地区有河北天香；华中地区有湖南南山；西北地区有宁夏夏进。

营销方面，公司重视年轻群体，强化私域运营和直接触达。公司举办一系列针对“Z时代”的营销活动，不断提升品牌势能，带动销量增长，在牛奶粉丝节期间，公司使用元宇宙技术制作线上虚拟音乐会，同时通过直播提升总曝光度，精准吸引年轻群体，实现品牌焕新。

图32：2024年牛奶粉丝节海报



数据来源：新希望昆明雪兰牛奶公众号、华龙证券研究所

图33：新乳业旗下子品牌众多



数据来源：新希望乳业公司官网、华龙证券研究所

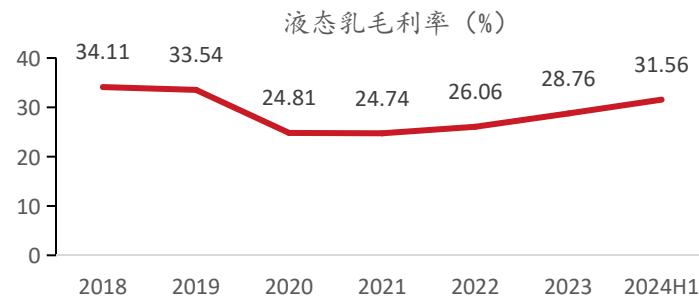
3.2 品牌力：高端品牌朝日唯品

低温奶产品推动结构升级。新乳业通过强化低温奶的占比，推动了产品结构的优化。虽然2020年在并购寰美乳业后，公司低温奶占比有所下降，但公司通过“鲜立方战略”进一步聚焦高毛利率、具有高势能的低温产品。

近年来唯品实现较好增速，在高端乳制品市场竞争力增强，品牌价值不断提升。新乳业子公司唯品乳业主打低温高端乳制品，2023年上半年实现超过30%的营收增速，毛利率同比提升3个百分点，2024年上半年同比增长约15%，2024年第三季度增速加快，表现超越上半年。驱动因素主要有三方面，第一是产品创新走在行业前列，2024年，唯品在鲜奶和酸奶品类上都有新品推出；第二是区域的拓展，除了华东市场，唯品也逐步在其他销售区域开拓市场；第三是B端业务的发展，唯品在B端渠道不断拓展新客户。

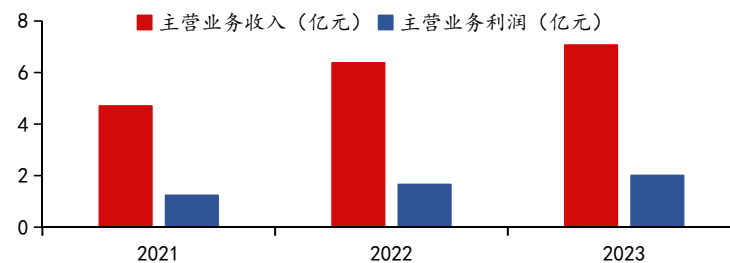
ESG实践与绿色品牌建设。朝日唯品提倡“种养循环”高质量有机农业模式，从土壤培育到产品生产全程保证有机循环。该品牌以较好的产品味道和高价值在市场上广受认可，推动了有机农业的可持续发展。此外，品牌在ESG领域表现较好，致力于推动绿色可持续发展，成为行业的标杆项目。通过数字化供应链管理、环保“植物基纸盒”包装并推出具有特色的可持续产品，如0碳有机牛乳和环保牧场酪乳，得到消费者的喜爱。

图34：新乳业液态乳毛利率



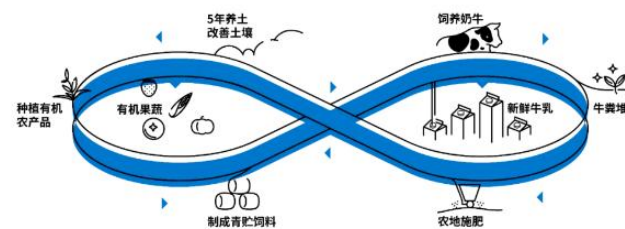
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图35：唯品乳业主营业务收入和利润



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

图36：朝日唯品循环农作模式



数据来源：foodaily、华龙证券研究所

3.3 奶源自给率在60%左右

目前公司自有和参股奶源供应占公司需求总量的60%。公司自有牧场分别坐落于生态环境较好的大理牧场、洪雅牧场、千岛湖牧场等，奶源半径严格控制在100-150公里内，从源头保证牛奶品质。

根据公司2024半年报数据，公司持续加强自有牧场的建设，公司现在全国范围内总共拥有12个规模化与标准化牧场，其中10家取得良好农业规范认证（GAP），11家取得学生饮用奶奶源基地认证，4家取得有机牧场认证，4家取得优质乳工程示范牧场认证，报告期末，公司奶牛总存栏数50,579头。另一方面，公司与大型奶源基地的战略合作，有助于公司获得稳定、可靠、优质的奶源供应保障。

图37：新乳业“鲜”奶源，共建牛奶价值回归



数据来源：新希望集团官网、华龙证券研究所

3.4 数字化转型，运营能力提升

“鲜活go”平台建设

截至2024年中报披露，“鲜活go”应用范围扩展至12家乳制品子公司，上半年，接入“鲜活 go”平台的周期购业务规模持续增长，其中“鲜活 go”商城业务规模同比增长超 50%。周期购用户复购率和留存率提升，“鲜活 go”对业务的支撑力度明显加强。

数字工厂

做到生产过程可视化、标准化、规范化，满足柔性生产需要，在流程管理、变更管理和决策支撑等方面有明显改善，生产效率和食品安全管控能力均得到提升。研发、生产、采购、营销、食安五大线路执行供应链联合降本行动，成功实现成本下降。

PMC精益化管理

供应链精益化管理在2023年推动实现全业务体系、全渠道订单线上化率达到95%。2024下半年公司在生产计划线上化方面发力，通过优化生产订单处理流程和规范，提升生产运营效率。

食品安全数字化

“鲜活源”食品安全管理与溯源数字化平台充分体现了“管理价值”、“品牌价值”、“产品价值”和“行业价值”，增加质量管控点，缩短追溯时间，2024上半年完成与浙江省食品安全信息追溯企业平台的对接；实现有机“24小时”200ml及720ml两个规格产品的电子标签功能。

目录

1

公司概况：“鲜立方”引领，内生增长带动盈利能力提升

2

乳品行业：原奶供需改善，需求持续复苏

3

公司核心竞争优势：做强低温，DTC渠道持续增长

4

盈利预测与估值

5

风险提示

公司提出2023-2027五年战略规划，要实现营收复合增速双位数，净利率翻番。当前来看，公司业绩表现优于行业整体，公司聚焦低温产品，产品结构持续优化，新品占比保持双位数水平，在与消费者粘性更高的DTC渠道不断深耕，奶源布局完善，数字化转型，运营能力提升，将有助于公司盈利能力的持续提升完成目标任务。

我们预计公司2024-2026年实现营业收入112.03亿元、120.49亿元、130.26亿元，同比增长1.97%、7.55%、8.11%；归母净利润5.53亿元、6.64亿元、7.99亿元，同比增长28.42%、20.06%、20.22%，对应EPS为0.64元、0.77元、0.93元；PE为22.1X、18.4X、15.3X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：公司重要财务指标（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,006	10,987	11,203	12,049	13,026
增长率（%）	11.59	9.80	1.97	7.55	8.11
归母净利润（百万元）	362	431	553	664	799
增长率（%）	15.77	19.18	28.42	20.06	20.22
ROE（%）	13.58	16.58	18.30	18.42	18.49
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.42	0.50	0.64	0.77	0.93
市盈率（P/E）	34.1	28.6	22.1	18.4	15.3
市净率（P/B）	5.1	5.0	4.2	3.5	2.9

数据来源：Wind、华龙证券研究所测算

表3：新乳业业务拆分及预测（百万元）

营业收入	2022	2023	2024E	2025E	2026E
液体乳	8776.33	9755.26	9969.88	10767.47	11682.70
yoy	5.72%	11.15%	2.20%	8.00%	8.50%
毛利率	26.06%	28.76%	31.34%	31.40%	31.46%
奶粉	70.82	78.80	80.38	81.98	83.62
yoy	-2.93%	11.28%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	28.29%	32.44%	32.44%	32.44%	32.44%
其他业务	1159.35	1153.23	1153.23	1199.36	1259.33
yoy	95.58%	-0.53%	0.00%	4.00%	5.00%
毛利率	8.48%	10.56%	10.56%	11.42%	12.27%
合计	10,006.50	10,987.29	11,203.49	12,048.81	13,025.66
yoy	11.59%	9.80%	1.97%	7.55%	8.11%
毛利率	24.04%	26.87%	29.20%	29.42%	29.61%

数据来源：Wind、华龙证券研究所测算

可比公司：我们选取区域型液态奶公司天润乳业、光明乳业、燕塘乳业作为新乳业的可比公司，估值如下：

表4：新乳业可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价（元）	总市值 （亿元）	EPS（元/股）					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600419.SH	天润乳业	9.48	30.35	0.62	0.45	0.19	0.35	0.54	15.4	21.4	50.5	26.8	17.7
600597.SH	光明乳业	8.74	120.48	0.26	0.70	0.32	0.38	0.43	33.4	12.5	27.5	23.1	20.5
002732.SZ	燕塘乳业	15.98	25.14	0.63	1.15	1.20	1.34	1.50	25.3	13.9	13.2	12.0	10.7
	行业平均	11.40	58.66	0.50	0.77	0.57	15.92	30.41	20.6	16.3	30.4	20.6	16.3
002946.SZ	新乳业	14.21	122.30	0.42	0.50	0.64	0.77	0.93	34.1	28.6	22.1	18.4	15.3

数据来源：iFinD、华龙证券研究所（新乳业盈利预测来源于华龙证券研究所，其他可比公司估值来源于iFinD一致预期，截至2024年12月23日收盘价）

资产负债表(百万元)

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2144.79	2002.35	1740.00	2234.47	2461.12
现金	494.10	439.54	141.15	406.50	533.48
应收票据及应收账款	579.96	609.90	603.37	701.44	709.16
其他应收款	49.33	101.27	52.29	112.85	65.68
预付账款	185.71	82.26	104.47	136.51	189.13
存货	800.27	711.50	780.85	819.29	905.80
其他流动资产	35.42	57.87	57.87	57.87	57.87
非流动资产	7345.67	6935.66	6748.95	6802.97	6794.05
长期股权投资	488.86	538.27	548.27	558.27	568.27
固定资产	3749.47	3864.03	3611.54	3594.39	3576.47
无形资产	776.18	681.15	738.16	808.12	819.41
其他非流动资产	2331.16	1852.22	1850.99	1842.20	1829.90
资产总计	9490.45	8938.01	8488.96	9037.44	9255.17
流动负债	4261.27	4018.18	3614.41	3970.62	3887.89
短期借款	827.87	915.57	915.57	915.57	915.57
应付票据及应付账款	957.58	925.38	933.40	1059.63	1089.03
其他流动负债	2475.82	2177.22	1765.44	1995.42	1883.29
非流动负债	2563.01	2280.43	1802.98	1402.70	979.56
长期借款	2265.12	2065.59	1588.14	1187.86	764.72
其他非流动负债	297.90	214.84	214.84	214.84	214.84
负债合计	6824.28	6298.61	5417.39	5373.33	4867.45
少数股东权益	147.04	82.38	91.15	101.69	114.36
股本	866.58	865.81	865.81	865.81	865.81
资本公积	628.63	566.04	566.04	566.04	566.04
留存收益	1431.81	1789.59	2182.20	2653.58	3220.30
归属母公司股东权益	2519.13	2557.02	2980.41	3562.42	4273.36
负债和股东权益	9490.45	8938.01	8488.96	9037.44	9255.17

现金流量表(百万元)

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1033.71	1557.11	1003.78	1411.72	1283.81
净利润	362.14	437.66	562.04	674.80	811.27
折旧摊销	453.16	471.76	402.39	429.65	464.47
财务费用	147.67	161.98	155.27	145.42	140.28
投资损失	-51.79	-6.05	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	79.47	360.14	-182.48	95.32	-213.29
其他经营现金流	43.07	131.62	76.56	76.53	91.08
投资活动现金流	-653.03	-587.04	-255.68	-521.63	-505.75
资本支出	732.33	775.60	205.68	473.66	445.56
长期投资	-10.00	-32.00	-10.00	-10.00	-10.00
其他投资现金流	89.30	220.56	-40.00	-37.97	-50.20
筹资活动现金流	-468.52	-946.05	-1046.49	-624.75	-651.09
短期借款	-926.77	87.70	0.00	0.00	0.00
长期借款	160.54	-199.53	-477.45	-400.28	-423.14
普通股增加	-0.69	-0.77	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-36.51	-62.59	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	334.90	-770.86	-569.05	-224.47	-227.94
现金净增加额	-86.30	14.87	-298.39	265.35	126.97

利润表(百万元)

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10006.50	10987.29	11203.49	12048.81	13025.66
营业成本	7601.19	8034.71	7931.52	8504.37	9168.45
税金及附加	45.86	51.74	53.54	57.29	61.30
销售费用	1356.65	1678.50	1842.97	1963.96	2052.84
管理费用	469.58	469.88	540.01	553.82	594.54
研发费用	47.67	47.39	50.66	60.24	71.64
财务费用	147.67	161.98	155.27	145.42	140.28
资产和信用减值损失	-36.30	-26.05	-26.56	-28.57	-30.88
其他收益	52.25	64.18	61.25	58.73	59.10
公允价值变动收益	28.81	23.24	20.00	20.00	20.00
投资净收益	51.79	6.05	10.00	10.00	10.00
资产处置收益	-31.27	-102.63	-70.00	-67.97	-80.20
营业利润	403.17	507.90	624.19	755.91	914.62
营业外收入	7.22	8.88	8.88	8.88	8.88
营业外支出	4.48	7.95	8.00	5.96	7.00
利润总额	405.91	508.83	625.07	758.83	916.50
所得税	43.77	71.17	63.03	84.03	105.23
净利润	362.14	437.66	562.04	674.80	811.27
少数股东损益	0.63	6.83	8.78	10.54	12.67
归属母公司净利润	361.51	430.83	553.26	664.26	798.60
EBITDA	1009.92	1138.33	1126.71	1273.66	1456.13
EPS(元)	0.42	0.50	0.64	0.77	0.93

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	11.59	9.80	1.97	7.55	8.11
营业利润同比增速(%)	9.57	25.98	22.90	21.10	21.00
归属于母公司净利润同比增速(%)	15.77	19.18	28.42	20.06	20.22
获利能力					
毛利率(%)	24.04	26.87	29.20	29.42	29.61
净利率(%)	3.62	3.98	5.02	5.60	6.23
ROE(%)	13.58	16.58	18.30	18.42	18.49
ROIC(%)	7.07	9.01	10.81	12.09	13.51
偿债能力					
资产负债率(%)	71.91	70.47	63.82	59.46	52.59
净负债比率(%)	150.63	127.56	94.54	61.18	38.55
流动比率	0.50	0.50	0.48	0.56	0.63
速动比率	0.27	0.30	0.23	0.32	0.35
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.19	1.29	1.37	1.42
应收账款周转率	16.78	18.63	18.63	18.63	18.63
应付账款周转率	8.26	8.53	8.53	8.53	8.53
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.50	0.64	0.77	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.80	1.17	1.64	1.49
每股净资产(最新摊薄)	2.80	2.84	3.35	4.03	4.85
估值比率					
P/E	34.06	28.56	22.11	18.41	15.31
P/B	5.08	5.00	4.24	3.53	2.93
EV/EBITDA	16.30	13.79	13.53	11.46	9.65

数据来源:wind、华龙证券研究所

目录

1

公司概况：“鲜立方”引领，内生增长带动盈利能力提升

2

乳品行业：原奶供需改善，需求持续复苏

3

公司核心竞争优势：做强低温，DTC渠道持续增长

4

盈利预测与估值

5

风险提示

- **食品安全风险：**食品安全事件对公司和行业发展影响深远，若出现较大的食品安全问题，将对消费者需求产生不利影响。
- **消费复苏不及预期风险：**消费复苏受宏观经济环境、居民人均可支配收入、就业率等因素影响，未来若消费复苏不及预期，影响食品饮料企业下游需求。
- **原材料成本风险：**原奶价格波动和供需关系表现对行业影响较大。原奶成本若超预期上行，将影响企业盈利水平；反之，原奶成本持续下行，也会影响行业竞争加剧，价格战频发。
- **业绩增速不及预期风险：**公司营业收入增速和成本变化，费用率的变化均存在不确定性，若需求减弱、成本上升、费用率上行，可能对公司业绩增速产生不利影响。
- **行业竞争加剧的风险：**近年来，国内乳制品市场的需求增长乏力，各大品牌为了维持其市场地位，纷纷加大了营销投入，导致价格战频繁发生。在这种背景下，如果企业不能采取有效的经营策略，可能会遭遇市场份额的缩减、经营成果的恶化以及发展步伐的减缓等风险。
- **第三方数据统计偏差风险：**本报告部分数据引自第三方平台，若第三方平台提供的统计数据存在错误，可能会导致本报告中引用和分析的数据错误。

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
回避		基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数	

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层
邮编：518046