

新乳业（002946.SZ）：低温战略

引领，盈利能力不断提升

投资评级：买入|维持

蔡雪昱/张子健

中邮证券研究所 食品饮料团队

中邮证券

发布时间：2025-07-18

- **行业端**：根据欧睿口径，受到整体消费需求不景气的影响，2022-2024年我国牛奶+酸奶行业规模逐年下滑，行业整体阶段性承压。进一步拆分来看，相较常温品类，低温乳制品在新鲜度、潜在功能性方面更优，是消费升级的重要载体，增速优于行业整体。2021年低温酸奶和低温鲜奶占酸奶和鲜奶整体的比例分别为29.97%和16.53%，2023年分别提升至33.82%和16.91%。销售半径使然，低温单品体量较小、格局天然分散。常温酸奶CR2达到83%，低温酸奶CR2仅有36%，常温白奶CR2同样达到75%以上，低温鲜奶集中度预计比低温酸奶更加分散，行业集中度仍有提升空间。
- **公司**：公司2024年营收规模106.65亿，产品矩阵覆盖常、低温各类乳饮品和奶粉。结构上，低温占比50%+：鲜奶25%+，酸奶20%+；常温40%+：纯奶30%，调制乳10%。公司立足西南，通过三轮并购，在全国范围内点状布局低温奶市场，与伊利蒙牛形成差异化竞争。公司旗下有52家控股子公司、15个主要乳品品牌、16家乳制品加工厂、12个自有牧场。各子品牌在母品牌“新希望”下独立运营，充分发挥各品牌的协同效应，实现资源的优化配置。2023年公司提出战略规划，继续以“鲜立方战略”为核心方向，2023-2027年努力推动规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番。
- **增长驱动**：23-24年公司营收和利润复合增速均实现逆势增长，领先同行。低温品类的逆势增长是推动公司23-24年营收利润增长的主要动力。公司坚持自有及可控优质奶源的经营战略，自有和参股奶源供应占公司需求总量六成左右，进一步巩固了在区域低温乳制品市场的领先地位，集团内鲜生活冷链为运输赋能。公司坚持科技研发驱动创新，建立系统化的创新机制，新品收入占比已连续四年保持双位数。DTC为公司核心战略渠道，其中订奶入户毛利率相对较高，整体用户粘性强，公司希望通过DTC业务去建立相对的渠道壁垒。当前DTC业务占比15%，27年目标提升至30%。
- **净利率提升路径**：公司23-24年净利率的提升主要受益于毛利率的提升，费用率的优化也有一定贡献。目前生鲜乳价格仍处在下行通道，但下降幅度明显收窄，往后看公司毛利率的提升更多的将依靠产品结构的提升。公司产品结构不断提升主要受益于公司持续推出高毛利的低温新品+深耕低温重点DTC渠道，导致低温产品占比不断提升。同时，未来随着行业需求的逐步企稳回升、规模效应、有息负债规模的不断下降，预计公司的期间费用率仍将继续优化。
- **盈利预测与投资建议**：我们预计公司2025-2027年实现营收112.71/120.30/130.57亿元，同比增长5.68%/6.74%/8.53%；实现归母净利润6.78/8.30/9.98亿元，同比增长26.17%/22.34%/20.20%，对应EPS为0.79/0.96/1.16元，对应当前股价PE为22/18/15倍，对应25-27年净利率分别为6.10%、6.99%、7.74%（22年净利率3.62%），维持“买入”评级。
- **风险提示**：经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，新品不及预期，食品安全等风险。

目录

一

行业

二

公司梳理

三

增长驱动

四

净利率提升路径

五

盈利预测

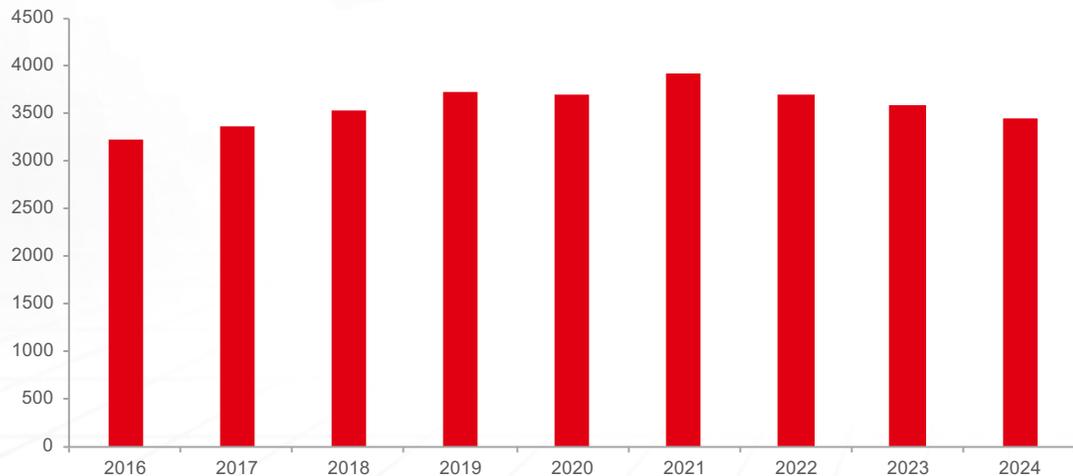
—

行业：低温乳制品需求相对景气，集中度提升空间大

1 行业端：乳制品行业整体阶段性需求承压

- 根据欧睿口径，2021年我国牛奶+酸奶行业规模达到3912亿元，受到整体消费需求不景气的影响，2022-2024年行业规模逐年下滑，同比分别下降5.20%、3.45%、3.89%，复合增速-4.18%，2024年牛奶+酸奶行业规模下滑至3442亿元，行业整体阶段性承压。
- 从2024年上市乳企的业绩表现来看，收入和利润普遍出现下滑，进一步验证了当前行业整体需求不振的情况。

图表1：牛奶+酸奶市场规模21年以来整体承压（亿元）



资料来源：欧睿，中邮证券研究所

图表2：2024年乳制品板块整体收入利润承压

	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	扣非净利 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (pts)	净利率 (%)	同比 (pts)
伊利股份	1157.80	-8.24	84.53	-18.94	60.11	-40.04	34.10	1.30	7.30	-0.96
光明乳业	242.78	-8.33	7.22	-25.36	1.70	-67.48	19.23	-0.43	2.97	-0.68
新乳业	106.65	-2.93	5.38	24.80	5.79	24.47	28.36	1.49	5.04	1.12
三元股份	70.12	-10.57	0.55	-77.41	0.30	1527.72	22.93	-0.12	0.78	-2.31
妙可蓝多	48.44	19.63	1.14	79.10	0.47	554.27	28.29	-0.95	2.35	0.78
贝因美	27.73	9.70	1.03	116.92	0.79	334.44	42.95	-4.11	3.71	1.83
皇氏集团	20.46	-29.21	-6.81	-1110.73	-5.04	-231.90	24.41	5.72	-33.27	-35.60
天润乳业	28.04	3.33	0.44	-69.26	0.76	-45.78	16.76	-2.35	1.56	-3.68
一鸣食品	27.51	4.09	0.29	30.16	0.29	21.77	28.55	-1.99	1.05	0.21
佳禾食品	23.11	-18.68	0.84	-67.43	0.71	-68.49	16.09	-1.89	3.63	-5.44
燕塘乳业	17.32	-11.18	1.03	-43.03	1.05	-30.17	25.31	-0.72	5.93	-3.32
品渥食品	8.76	-21.98	0.07	109.52	0.02	101.88	17.66	3.57	0.80	7.33
西部牧业	9.38	-16.46	-1.19	-84.92	-1.61	-85.75	6.80	-6.26	-12.66	-6.94
麦趣尔	6.35	-10.40	-2.30	-137.37	-2.23	-125.87	16.17	-1.63	-36.28	-22.59
均瑶健康	14.58	-10.77	-0.29	-150.57	-0.58	-287.62	30.31	5.87	-2.00	-5.52
庄园牧场	8.90	-6.87	-1.66	-104.00	-1.79	-70.59	15.78	-3.08	-18.67	-10.15
海融科技	10.87	13.89	1.11	23.78	0.94	29.98	35.03	-0.04	10.19	0.81
熊猫乳品	7.64	-19.29	1.02	-5.98	0.90	-1.33	28.40	5.27	13.41	1.90
阳光乳业	5.19	-8.86	1.15	-1.09	1.20	2.88	37.85	1.49	22.06	1.73

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1 行业端：低温品类相对景气，占比不断提升

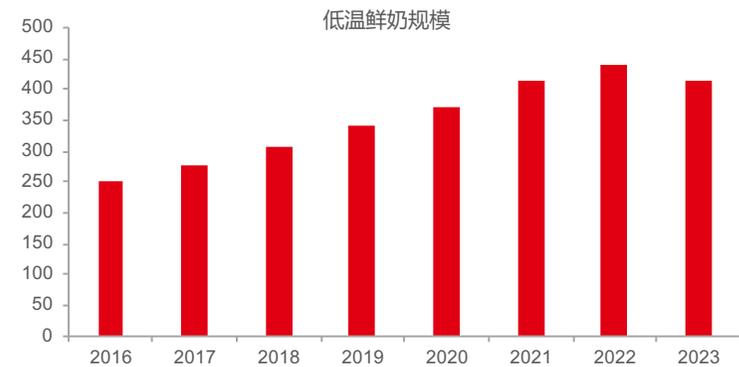
- 相较常温品类，低温乳制品在新鲜度、潜在功能性方面更优，是消费升级的重要载体，增速优于行业整体。
- 进一步拆分来看，低温酸奶表现优于常温酸奶，低温鲜奶表现优于常温鲜奶。
- 从规模来看，低温酸奶和低温鲜奶的市场规模自2021年以来整体均有下滑，2022-2023年低温酸奶规模分别同比下降7.14%、4.80%，复合增速-5.98%，2023年低温鲜奶规模同比下降6.10%，但下滑幅度小于常温品类。2021年低温酸奶和低温鲜奶占酸奶和鲜奶整体的比例分别为29.97%和16.53%，2023年占比分别提升至33.82%和16.91%。低温品类表现相对景气，占比不断提升。

图表3：低温酸奶规模（亿元）



资料来源：观研天下，中研网，中邮证券研究所

图表4：低温鲜奶规模（亿元）



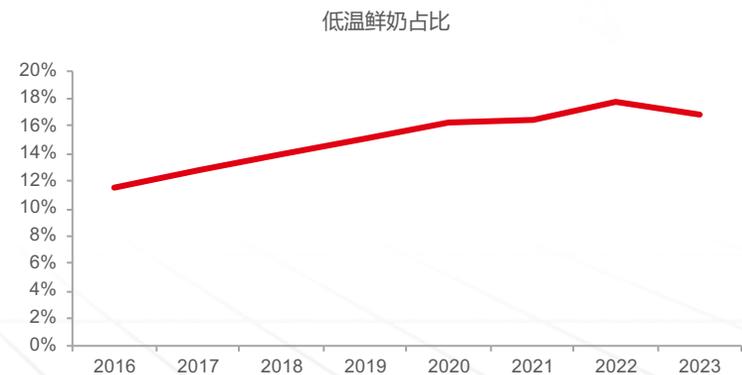
资料来源：中商网，中邮证券研究所

图表5：低温酸奶占比



资料来源：欧睿，观研天下，中研网，中邮证券研究所

图表6：低温鲜奶占比

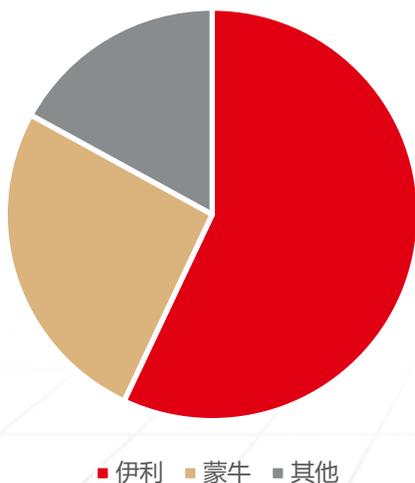


资料来源：欧睿，中商网，中邮证券研究所

1 行业端：低温竞争格局相对分散，集中度有提升空间

- 销售半径使然，低温单品体量较小、格局天然分散。由于低温奶销售半径多为300-500 km，且保质期更短、只可用生鲜牛乳加工的鲜奶集中度更低。
- 常温酸奶CR2达到83%，伊利的安慕希以及蒙牛的纯甄占据了市场龙头地位，相较之下低温酸奶CR2仅有36%，蒙牛伊利的竞争优势相对不明显，行业集中度仍有提升空间。
- 常温白奶CR2同样达到75%以上，蒙牛的特仑苏和伊利的金典以及两个品牌的系列基础白奶占据了市场龙头地位，相较之下低温鲜奶的行业集中度我们预计比低温酸奶更加分散。

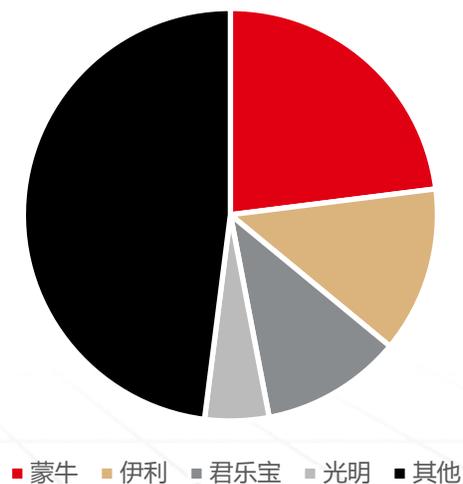
图表7：常温酸奶竞争格局高度集中



资料来源：华经产业，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：低温酸奶竞争格局相对分散



资料来源：华经产业，中邮证券研究所

二

公司梳理：成长型低温乳企，盈利能力提升空间大

2 公司梳理：立足西南的成长型乳企

■ 公司2024年营收规模106.65亿，产品矩阵覆盖常、低温各类乳饮品和奶粉。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、15个主要乳品品牌、16家乳制品加工厂、12个自有牧场。15个子品牌具体有“华西”、“雪兰”、“阳平”、“七彩云”、“蝶泉”、“三牧”、“南山”、“双峰”、“双喜”、“白帝”、“琴牌”、“唯品”、“天香”、“夏进”、“澳牛”，各子品牌在母品牌“新希望”下独立运营，充分发挥各品牌的协同效应，实现资源的优化配置。

图表9：新乳业品牌矩阵和产业布局

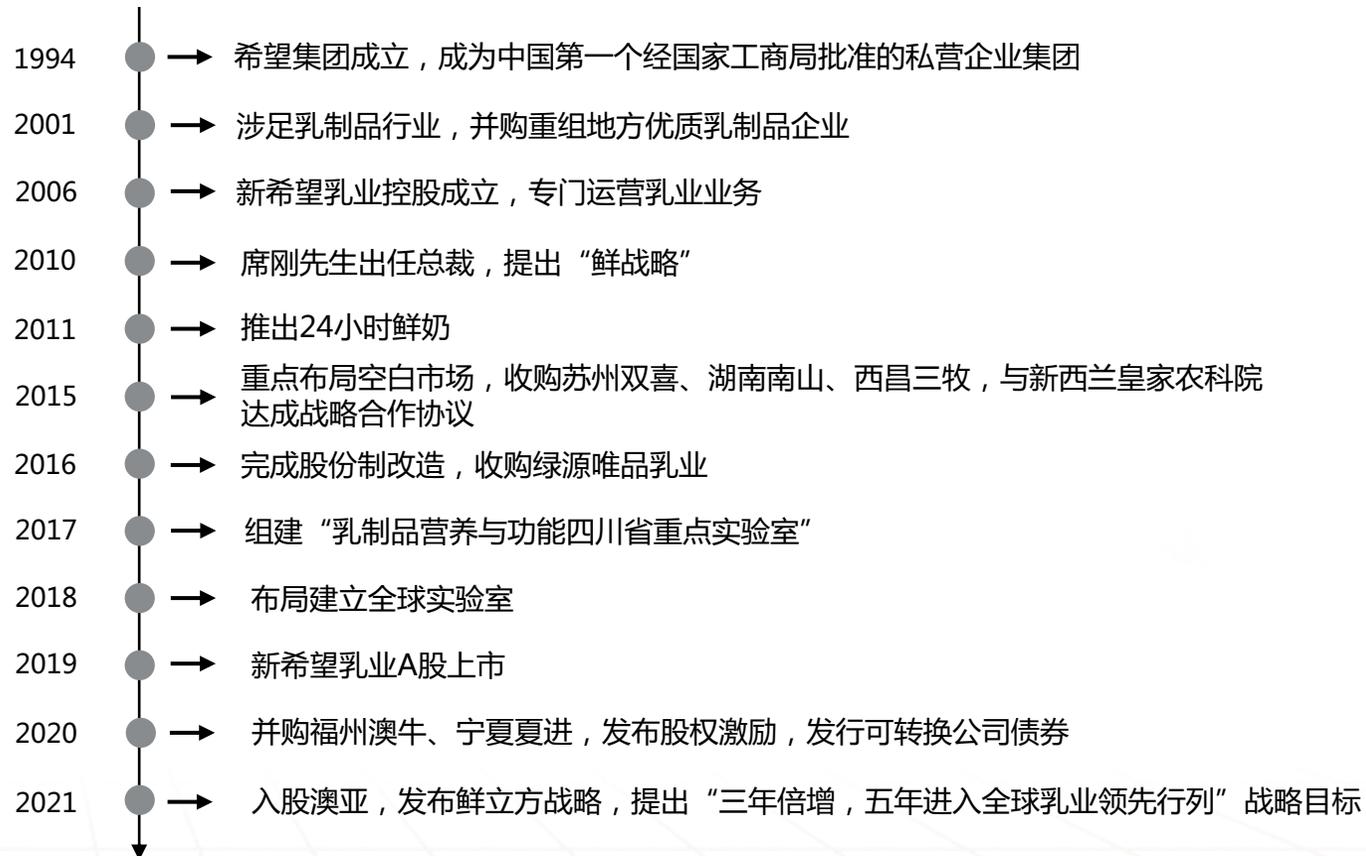


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2 公司梳理：通过三轮并购实现全国化布局

图表10：新乳业发展历史

- 新乳业通过三轮并购，在全国范围内点状布局低温奶市场，与伊利蒙牛形成差异化竞争。
- 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）：公司收购宁夏夏进、福州澳牛。

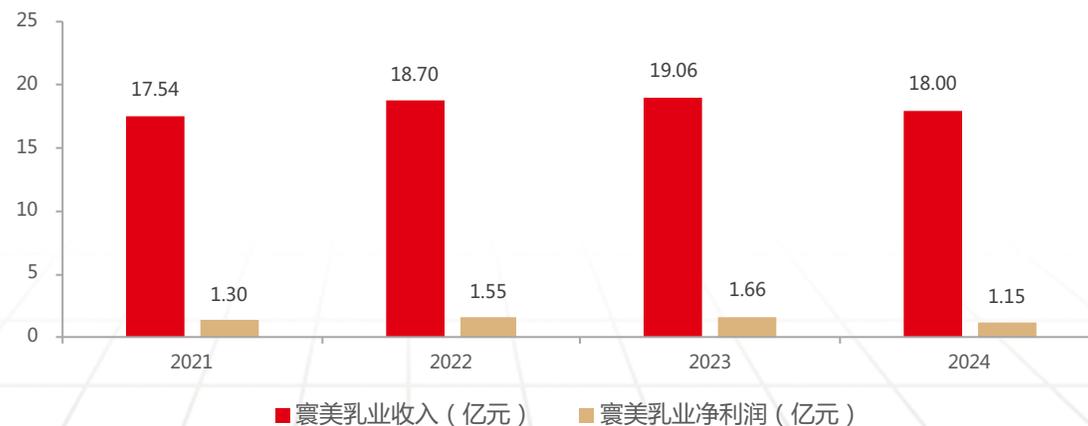


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2 公司梳理：收购夏进完善西北地区布局，营收利润持续增长

- 案例一：寰美乳业。**寰美乳业脱胎于1992年创办的宁夏夏进乳业，2007年成立，是宁夏地区单体规模最大、市场占有率最高的地区性乳制品企业。其业务覆盖宁夏、陕西、甘肃等西北市场，主营常温纯牛奶、常温乳饮料、常温调制乳等产品。2020年5月，新乳业宣布拟以17.11亿元收购寰美乳业100%股权，其中以现金10.27亿元购买60%的股权，剩余40%股权通过发行可转债募集资金收购。从新乳业角度看，一方面为获取稳定奶源，川陕高速开通后，北方奶源可经此进入四川，且双方此前就有奶源供应合作；另一方面是拓展市场，收购后新乳业业务将拓展至西北地区，完善全国布局。
- 整合赋能：**夏进乳业存在一定程度的产品老化，产品以常温为主，低温业务较为薄弱。公司制定详实的战略定位与规划，提出五年之后再造一个夏进的目标。导入新乳业低温业务资源，助力产品升级，实现低温业务扭亏为盈。从研发团队、和市场团队方面进行赋能，大力发展差异性高端区域特色产品，推出了塞上牧场枸杞牛奶。区域渠道拓展上以宁夏为中心，争取陕甘宁连成一片。2018年夏进收入14.84亿元，利润0.78亿元，2023年收入增长至19.06亿元，利润1.66亿元。2024年常温奶需求承压导致收入利润略有下滑，公司调整陕西团队1/3的人，同时加强产品升级，新品爵品有机奶进入山姆渠道开始放量。

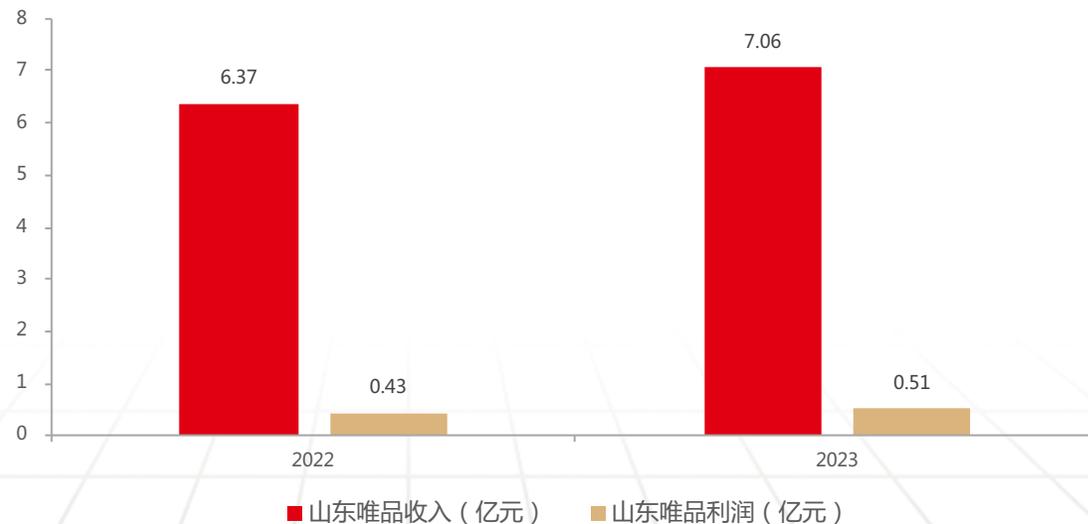
图表11：夏进被收购后营收利润增长明显



2 公司梳理：收购唯品后扭亏为盈，定位高价值差异化乳品

- 案例二：山东唯品。**2017年新乳业全资收购山东绿源唯品的农业、牧业、乳业三家公司，朝日唯品成为新乳业众多乳制品品牌中的一员。被收购时，唯品年营收仅4000多万（注：包括乳制品和农产品）且处于亏损状态。收购后朝日唯品营收快速增长，2020年规模达到2.5-2.6亿，2023年进一步提升至7.06亿，利润0.51亿。
- 整合赋能：**定位为“高价值差异化乳品”，以循环农作模式作为差异化竞争优势，强调“循环农作，自然出美味”。在包装设计、周边打造、线上线下营销等方面融入可持续概念，强化品牌形象。目标人群定位为新中产阶级，外延至中产白领，将以上海为代表的经济基础较好的华东市场作为核心基地。B端与众多咖啡、烘焙、茶饮品牌合作，像Manner、Seesaw、M stand等连锁咖啡品牌，以及阿嬷手作等新茶饮品牌都成为其客户。C端进驻精品超市、仓储会员店，如Ole’、盒马、山姆、叮咚买菜等，还通过天猫、京东等线上平台以及抖音、小红书等社交媒体推广产品，提升品牌知名度和影响力。已进驻所有GDP过万亿的中国城市，以及一些旅游旺地城市，如拉萨、呼和浩特。

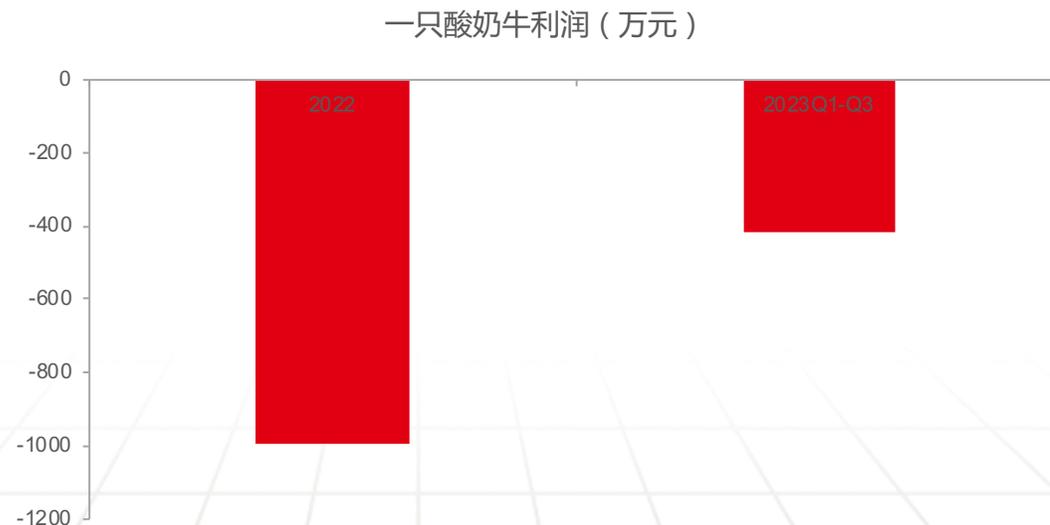
图表12：唯品被收购后营收利润增长明显



2 公司梳理：23年剥离一只酸奶牛，聚焦主业

- 2021年1月，新乳业宣布以2.31亿元的价格收购“一只酸奶牛”60%的股权。交易约定，“一只酸奶牛”的创始人承诺自股权转让登记日起，公司第1年净利润不低于3850万元，第2年不低于4235万元，第3年不低于4658万元，承诺期内累计净利润不低于1.27亿元。
- 业绩未达预期：受疫情影响，以及经营模式上既有加盟店也有直营店，前期在直营店上投入费用较大等因素，“一只酸奶牛”业绩未达预期。2022年全年营收2.08亿元，净亏损991.78万元；2023年前三季度营业收入2.35亿元，净亏损416.29万元。
- 战略调整：经过几年摸索，公司发现现制酸奶赛道非其战略发展重点，为及时“止损”，调整业务布局。2023年11月28日，公司披露拟以1.48亿元的价格将持有的“一只酸奶牛”运营主体公司45%股权转让给关联方草根知本集团，交易完成后，新乳业仍持有15%股权，重庆瀚虹将不再与上市公司并表。

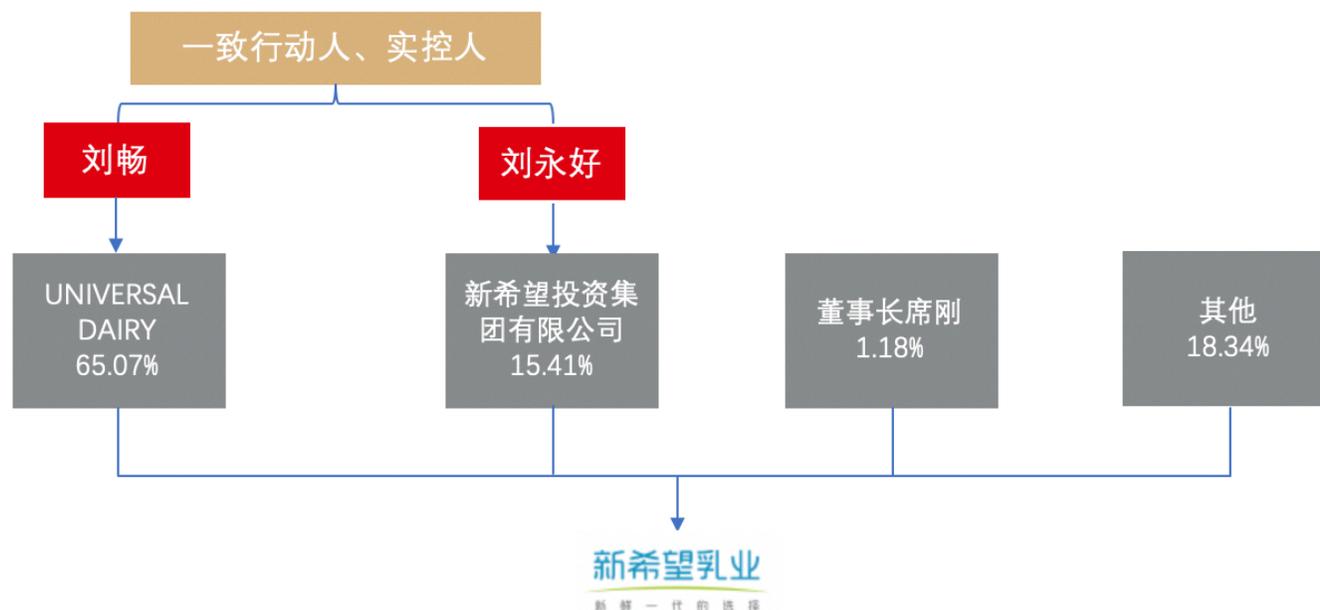
图表13：一只酸奶牛业绩不及预期



2 公司梳理：背靠新希望集团，受益集团资源禀赋

- 公司股权集中，控股股东Universal Dairy持股65.07%；新希望投资集团有限公司持股15.41%，两者实控人分别为新希望集团董事长刘永好及其女儿刘畅，两人合计持股80.48%，为一致行动人。此外，公司董事长席刚持股1.18%。
- 公司背靠新希望集团，受益集团资源禀赋。新希望集团作为中国民营企业前30强，业务涉及饲料、食品、化工、资源、金融、交运等领域，与公司乳业发展契合度较高。依靠新希望集团全产业链赋能，公司得以依靠并购整合各区域性乳企的“1+N”战略模式快速发展壮大。此外，公司董事长、总经理等多位高管均为公司10年以上元老，行业经验丰富。

图表14：新乳业股权结构（2024年）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

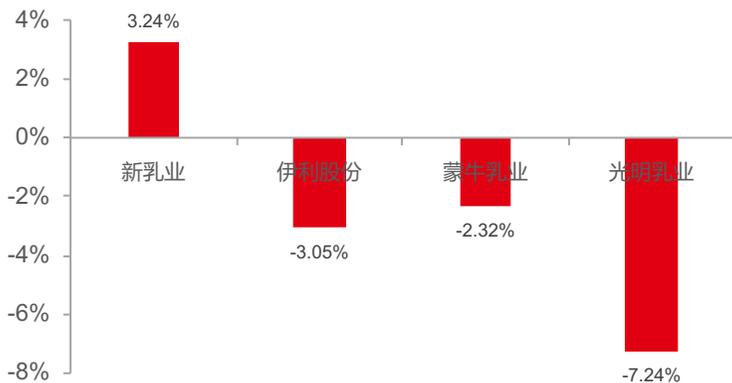
2 公司梳理：2023-2027年战略规划

- 战略方向：继续以“鲜立方战略”为核心方向，努力推动规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番。
- **1、做强低温，价值引领。**公司将坚持以“鲜”为核心主题，将低温鲜奶和低温特色酸奶作为核心重点品类。一方面推动以“24小时”系列产品为代表的高品质鲜奶产品未来五年复合年均增长率不低于20%；另一方面，通过产品创新和重点产品推广的方式加速低温特色酸奶品类的增长。
- **2、科技加持，体验为上。**通过生物科技和数字科技的持续强化和投入，推动公司向科技营养食品企业的愿景不断迈进。力争未来五年新品年复合增长率大于10%。数字科技方面，五年力争实现突破5000万数字化用户。
- **3、内生为主，并购为辅。**确定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，将订奶入户、形象店、自主征订、电商等D2C业务作为渠道增长的第一引擎，推动2027年D2C业务规模占比达到30%，提升更新鲜、更便捷、更贴心及更乐享的用户价值。
- **4、分布经营，区域深耕。**专注核心区域和核心市场，打强各区域市场的深度和密度，同时特色品牌进行区域扩张。通过分布经营，区域深耕的方式，提升各区域市场的份额和品牌影响力。切实从“鲜、亲、透”三大核心内容提升企业的核心竞争力，并通过全链条的“鲜”能力建设打造极致新鲜的运营能力。

2 公司梳理：收入、净利润表现优于行业龙头

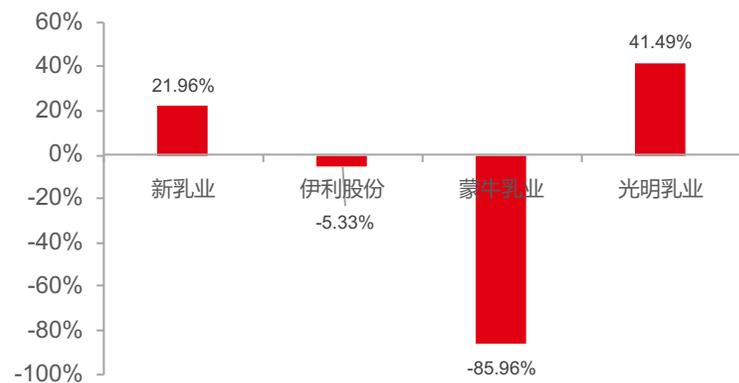
- 23-24年新乳业营收复合增速3.24%，高于伊利、蒙牛和光明乳业的-3.05%、-2.32%和-7.24%，同样显著高于行业大盘水平。
- 23-24年新乳业利润复合增速21.96%，显著高于伊利和蒙牛的-5.33%和-85.96%（蒙牛资产减值影响较大，不考虑减值利润仍是负增长）。
- 2023-2024年公司毛利率分别为26.87%、28.36%，净利率分别为3.92%、5.04%，稳步提升。2023-2024年公司销售费用率分别为15.28%、15.56%，基本维稳，管理费用率分别为4.71%、4.03%，不断改善。
- **23年以来公司规模和盈利能力不断逆势提升，是坚定执行战略规划的结果。重点来看主要分为三个方面：1) 做强低温；2) 不断推新；3) 推动DTC渠道的发展。**

图表15：23-24年两年收入复合增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：23-24年两年利润复合增速



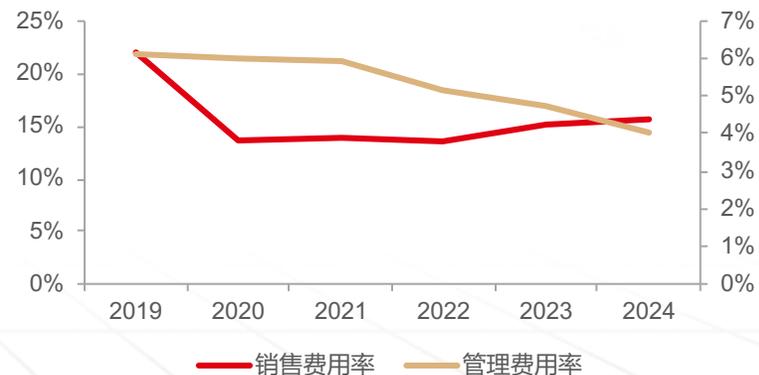
资料来源：iFind，中邮证券研究所
 注：光明乳业22年利润下滑31%，波动较大

图表17：毛利率和净利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表18：销售&管理费用率

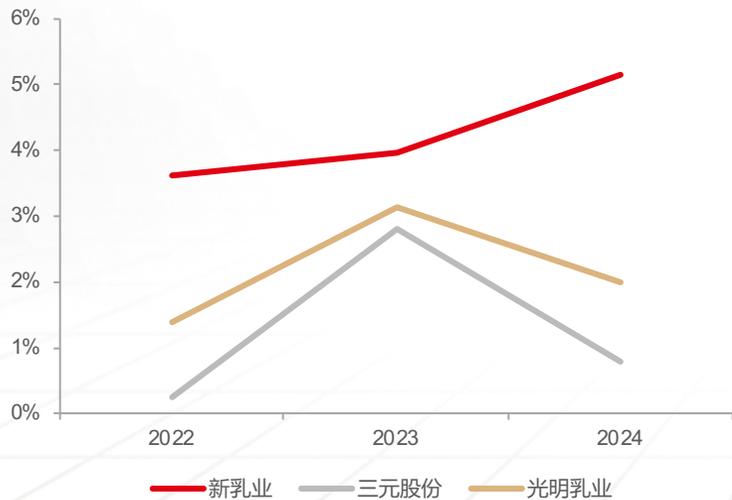


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 公司梳理：对比其他低温乳企，公司盈利能力也更加优秀

- 新乳业净利率显著高于低温乳企三元股份和光明乳业，主要原因在于毛利率高于同行，新乳业期间费用率处于中等水平。
- **光明乳业**：光明乳业毛利率低于新乳业，主要在于光明乳业的乳制品业务复杂，部分业务毛利率极低，拉低了整体毛利率。24年光明乳业乳制品业务收入219.57亿元，毛利率20.01%，其中液态奶收入141.66亿元，毛利率26.46%，其他乳制品收入77.91亿元，毛利率仅8.27%。其他乳制品收入占比较高且毛利率低，导致公司整体盈利水平不高。光明乳业的推新能力较好，24年推出了优倍有机牛奶、新鲜牧场 INF 牛奶、光明舒睡奶玻璃瓶等新品，旗下的优倍和致优鲜奶在华东地区具有一定竞争优势。
- **三元股份**：三元股份24年液态奶毛利率21.31%，冰淇淋业务毛利率31.05%，依靠冰淇淋业务的高毛利拉高了公司整体的毛利率。三元的液态奶毛利率偏低我们认为主要因为公司部分产品老化，同时推新动力不足，导致产品结构停滞。同时公司在费用的管控和利用效率上也稍弱于新乳业。

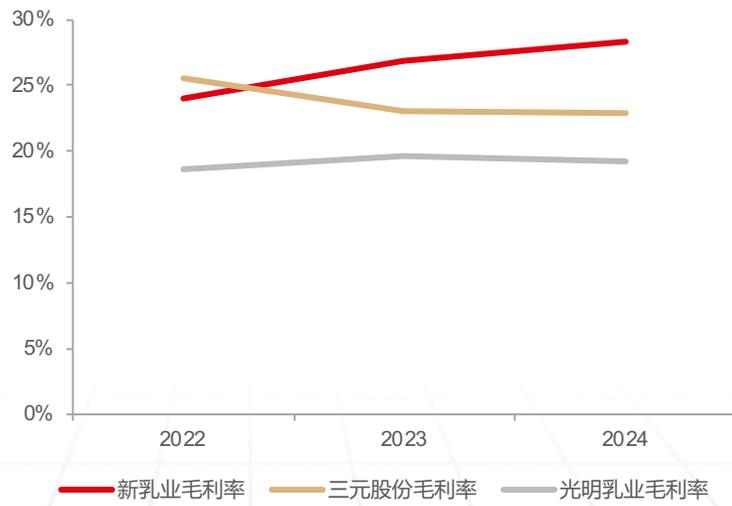
图表19：新乳业净利率显著高于同行



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

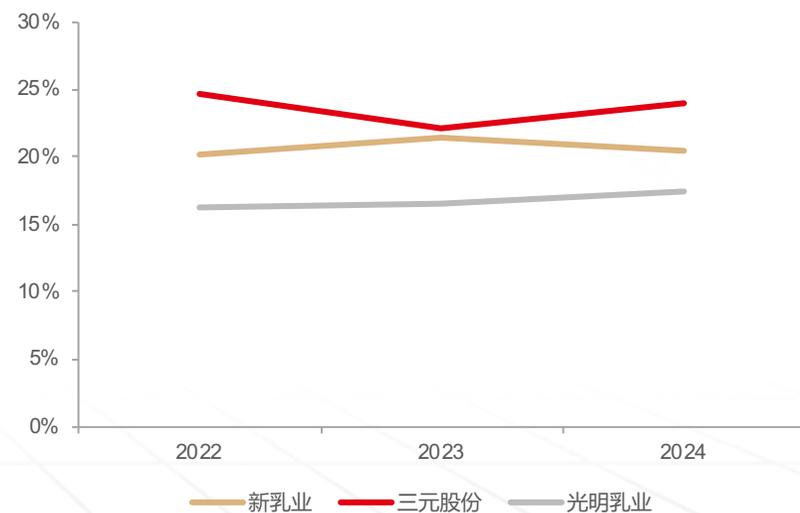
请参阅附注免责声明

图表20：新乳业毛利率显著高于同行



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表21：新乳业期间费用率处于中等水平



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

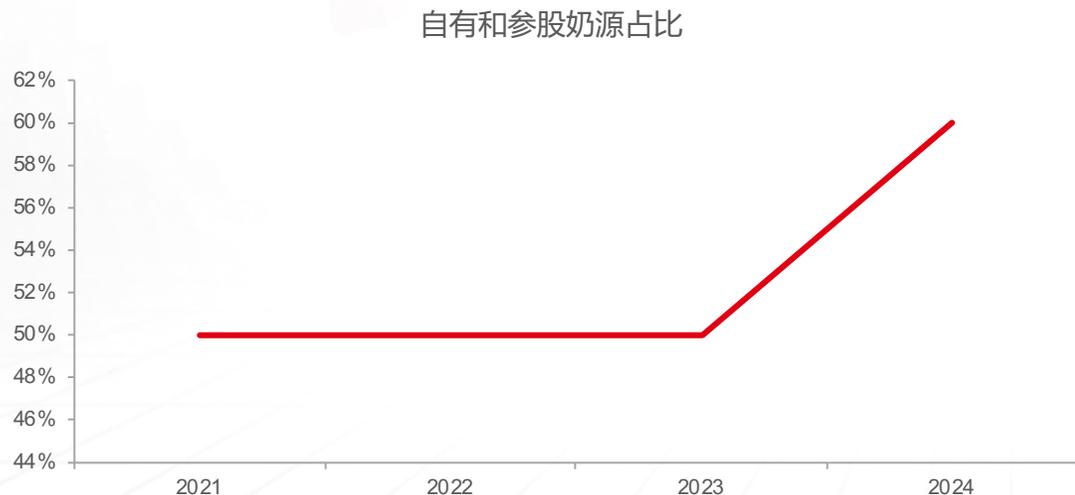


增长驱动：做强低温，深耕DTC渠道

3 差异化经营发展模式，坚持“鲜立方战略”

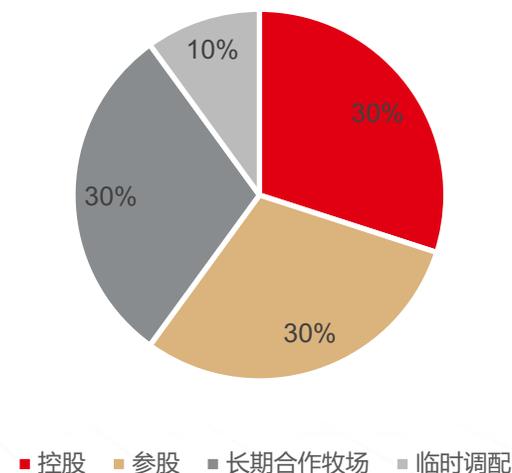
- 2023年公司低温整体双位数增长，其中鲜奶同比增长双位数，低温酸奶个位数；2024年低温鲜奶和低温酸奶均取得中高个位数增长。低温品类的逆势增长是推动公司2023-2024年营收增长的主要动力。
- “鲜立方战略”依托稳定优质的奶源布局和高效的冷链配送体系。公司原料奶主要来自自有牧场、合作大型奶源基地和规模化养殖合作社，其中控股：参股：长期合作社：临时调配的比例为3:3:3:1。公司现在全国范围内总共拥有12个规模化与标准化牧场，24年末公司奶牛总存栏数超过5万头。目前公司自有和参股奶源供应占公司需求总量的六成左右水平。公司始终坚持自有及可控优质奶源的经营战略，与公司的“鲜立方战略”相辅相成，进一步巩固了在区域低温乳制品市场的领先地位。

图表22：2024年公司自有和参股奶源占比达到60%左右



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表23：公司奶源结构

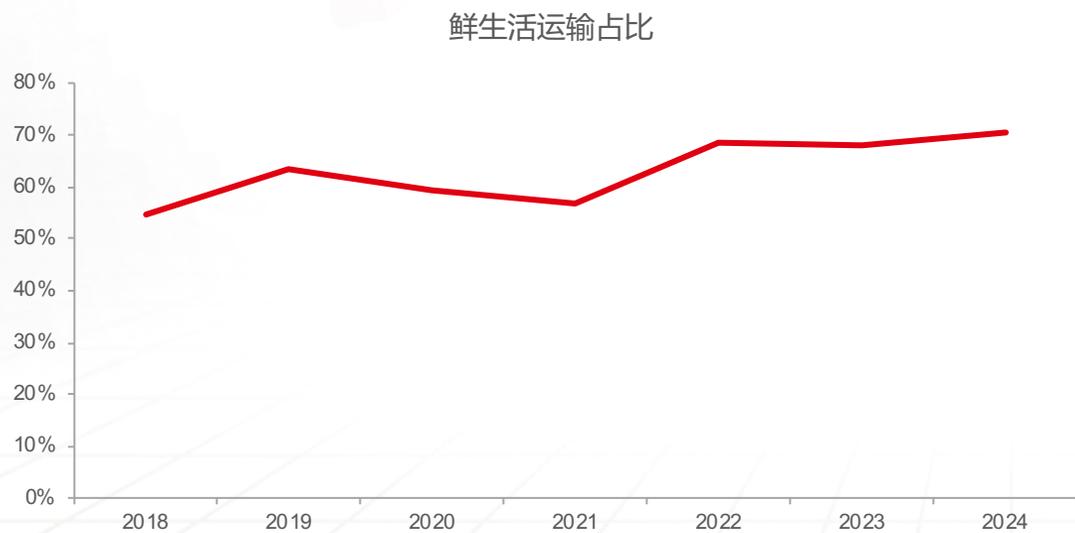


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

3 差异化经营发展模式，坚持“鲜立方战略”

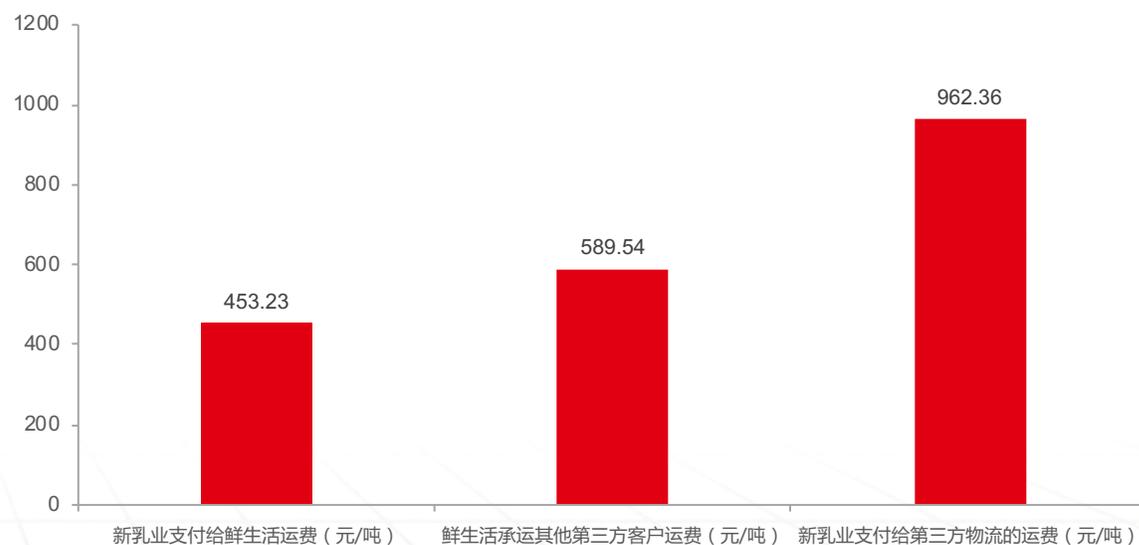
- 集团赋能全产业链运营，且冷链优势明显。集团旗下的新希望六和、新希望贸易可赋能上游的养殖原料，子公司草根知本作为投资运营平台可赋能并购，集团内鲜生活冷链、未来星宇可赋能下游的冷链运输、电商运营。低温乳制品需要全程冷链保存，鲜生活冷链物流已覆盖31个省、2800区县，62万+触达站点，18万+可调配车辆，已基本实现泛全国化布局。鲜生活运输在新乳业运输中的占比逐年提高，2024年达到70.47%，且其单价亦具备明显优势，从2017年披露的数据来看，其吨价仅为第三方物流运费单价的47%。

图表24：2024年鲜生活运输占比达70.47%



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表25：鲜生活运费具有显著优势（2017年）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

3 科技研发驱动创新，推动“新质”发展

- 公司的新品收入占比已连续四年保持双位数。
- “24 小时”鲜牛乳持续丰富品类矩阵，“24 小时”黄金营养乳、“24 小时”铂金全优乳等中高端系列产品在全国更多区域上市，2024年中高端“24小时”系列占比持续提升，**收入同比增长超 15%（23年增速近40%）**。“初心”酸奶延续源于自然才美味的品牌初衷，上新“初心”原味自立袋、340g 清洁配方纯酸奶，切中控糖减脂、DIY代餐以及出行便捷的消费场景，**带动整个“初心”系列实现双位数增长**。“活润”酸奶推出“多维晶球”，采用自研3D包埋技术益生菌晶球，额外添加维生素晶球和矿物质晶球，补充钙、铁及 VA/VC/VD，“活润”轻食杯系列敏锐抓住当今质价比、代餐、0 蔗糖的消费趋势，**推动活润品牌实现增长超20%**。朝日“唯品”的“伯爵酪乳”，成功进驻某知名会员店并成为年度战略新品代表。2023年“今日鲜奶铺”高钙升级“浓”牛乳，同比翻番。

图表26：初心产品



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表27：活润产品



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

3 科技研发驱动创新，推动“新质”发展

- **新乳业持续打造爆品的能力源于系统化的创新机制。** 1) 公司建立了明确的新品考核体系，将新品占比纳入子公司KPI，通过“大雁矩阵”模式推动区域成功创新经验的全国复制；2) 科技研究院夯实基础研究，在自有益生菌等核心技术领域持续突破，为产品转化提供支撑；3) 注重组织活力建设，市场团队年轻化并配套专项培训，激发创新思维。战略目标、研发积累和组织机制有机结合的创新生态，确保了公司从酪乳到芭乐等爆款的持续输出。

图表28：24小时产品



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表29：芭乐酸奶

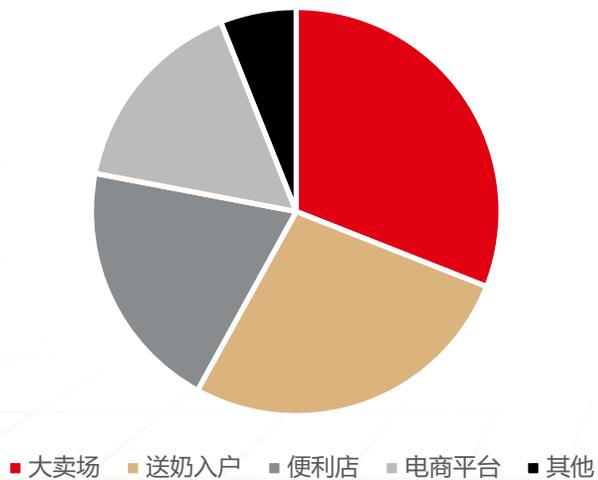


资料来源：天猫，中邮证券研究所

3 DTC 为核心战略渠道，提升渠道能力和用户体验

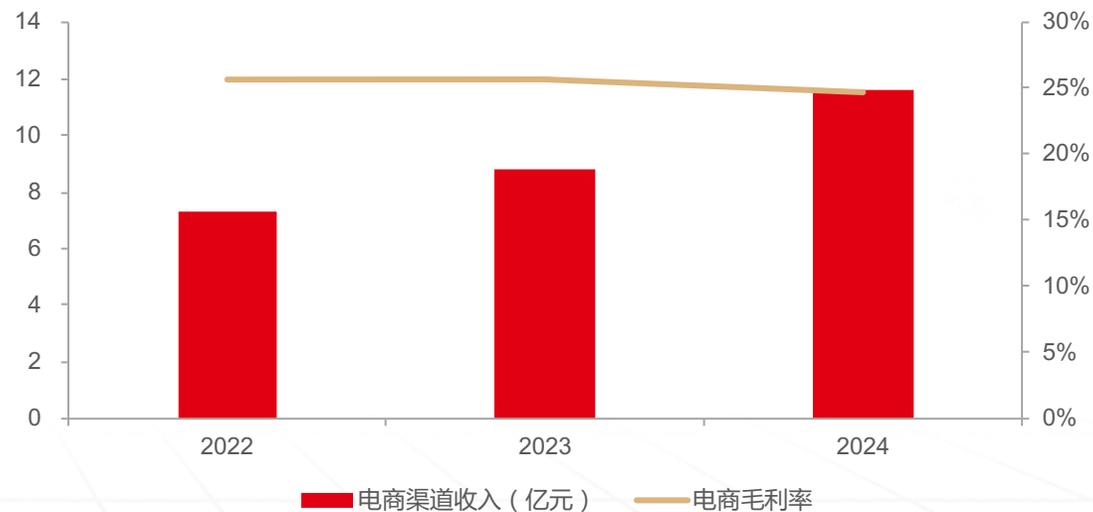
- 新乳业的DTC渠道包括送奶入户、自主征订、形象店、电商四部分。公司当前DTC业务占比16%，27年目标提升至30%。
- 订奶入户的毛利率相对更高，同时整体用户粘性强。另一方面行业渠道变化很快，公司希望通过DTC业务去建立一个相对的渠道壁垒。送奶入户方面，公司通过地网变革，构建了直接服务用户的多场景闭环；通过异业合作，进一步提升线下线上征订拉新的联动，实现了较好的增量效果。公司依托“鲜活 go”系统，实现可配送区域覆盖全国 141 个市县和地区，形成了用户下单后“48 小时内开始配送、早上7点前配送到家”的标准化流程，在部分覆盖区域落地实现。公司在覆盖区域内的多个小区投放“智能鲜奶柜”，实现全程保鲜保冷、取奶不受时间和数量限制、更加灵活便捷的服务。

图表30：送奶入户是低温奶的重点渠道之一



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

图表31：新乳业电商渠道收入和毛利率



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

3 DTC 为核心战略渠道，提升渠道能力和用户体验

- 门店方面，公司 2024 年形象店数量突破 500 家，依托系统实现了“门店在线、商品在线、订单在线、会员在线、结算在线”的数字化场景，持续提高运营服务能力和水平；消费者可以通过微信小程序在公司门店所在区域随时随地找到“附近门店”下单，在方便的时间到店取货。同时公司在部分核心城市，通过服务和品类差异化打造了“24 小时鲜奶网红店”，消费者可在店内现场“打鲜奶”，并且搭配“烘焙、谷物、益生菌”来 DIY 适合自己的鲜奶套餐，收到多方好评并引发打卡热潮。
- 用户和会员运营方面，公司全域数字化用户同比双位数增长；私域的企微用户持续增长，实现了品牌和消费者的直接互动，为用户体验提升及业绩增长打下了良好基础。公司形成了以“客诉按灯响应、私域分层运营、老客防流失和用户评价反馈的用户运营体系；打通了“到家、到店、到柜”的多场景服务方式，为用户提供多样化本地生活服务，同时也进一步提高了竞争壁垒，保障核心渠道的经营质量。
- 电商方面，“618”及“双十一”销售再创新高，销售额同比实现双位数增长，除天猫、京东等传统电商平台持续表现良好外，在抖音等短视频平台也实现强势增长。在抓好电商大促节点的同时，公司也在积极探索创新，寻找适应消费者习惯的电商场景。公司积极布局了“微信小店”业务，力争拓展微信生态下推广“送礼物给朋友”的消费场景。

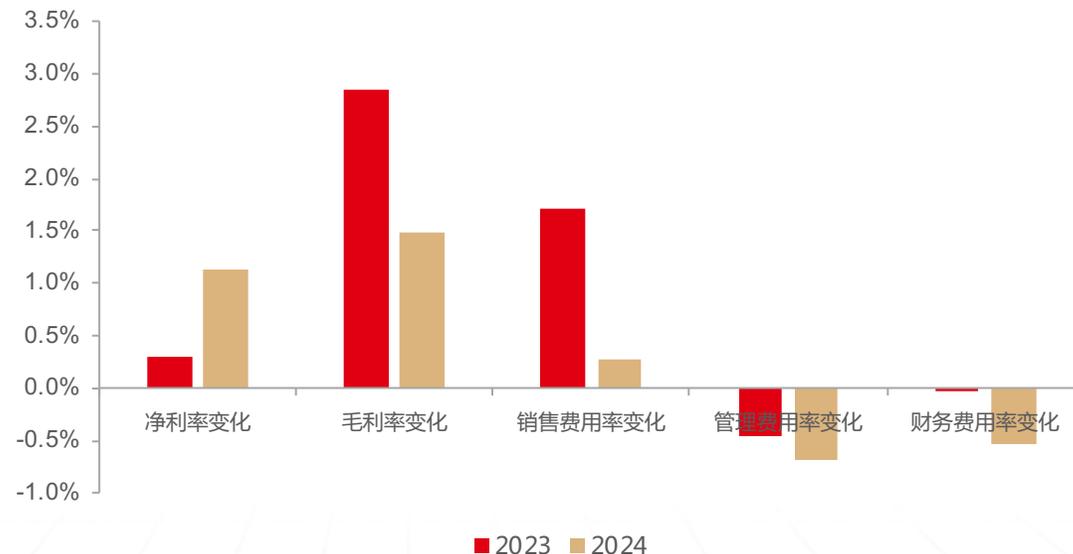
四

净利率提升路径：成本下降和结构优化为主，费用优化为辅

4 毛利率提升为主，费用率优化为辅

- 自2023年提出5年战略规划以来，公司的净利率逐年提升。2023和2024年新乳业净利率分别提升了0.31和1.12pct，进一步拆分来看，2023和2024年新乳业毛利率分别提升了2.84和1.49pct，销售费用率分别提升了1.72和0.28pct，管理费用率分别下降了0.46和0.68pct，财务费用率分别下降了0和0.53pct。
- 从拆分来看，公司2023-2024年净利率的提升主要受益于毛利率的提升，费用率的优化也有一定贡献。

图表32：新乳业净利率提升拆分

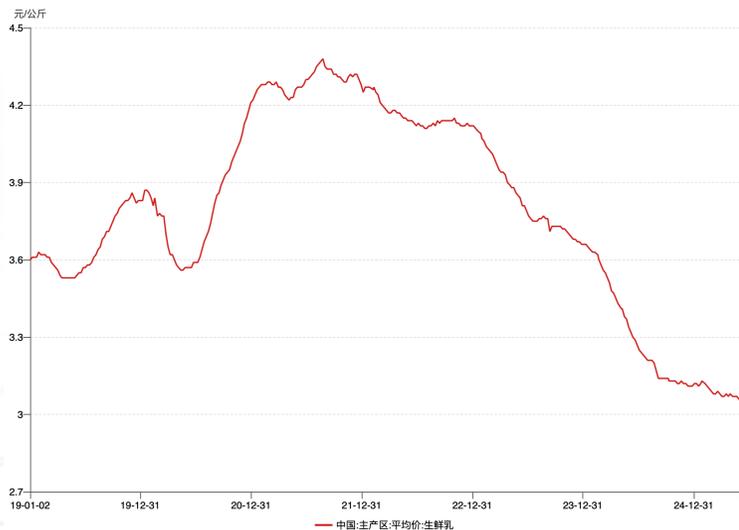


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

4 毛利率提升主要受益于成本下降和结构优化

- 23年公司毛利率的提升近2/3为成本下降贡献，产品结构优化贡献1/3；24年公司毛利率提升超过50%为成本下降贡献，产品结构优化贡献不到50%；25Q1公司毛利率提升超过50%为产品结构贡献，成本下降贡献不到50%。过去两年生鲜乳价格下降对公司毛利率起到了重大贡献，目前生鲜乳价格仍处在下行通道，尚未明确触底，但下降幅度明显收窄，往后看公司毛利率的提升更多的将依靠产品结构的提升。考虑到公司6成奶源来源于自供，为了平衡牧场的经营和盈利情况，公司会主动让利控股和参股牧场，自供奶源的价格往往高于市场一般收购价格。同样的，即使后续生鲜乳价格重回上行通道，公司成本端的影响仍有调节空间，自供奶源有望在价格上行的过程中给公司让利。
- 结构提升**：高毛利的低温品类占比持续提升，带动整体产品结构不断提升。2024年公司低温液体乳占比56%，2022年53%。

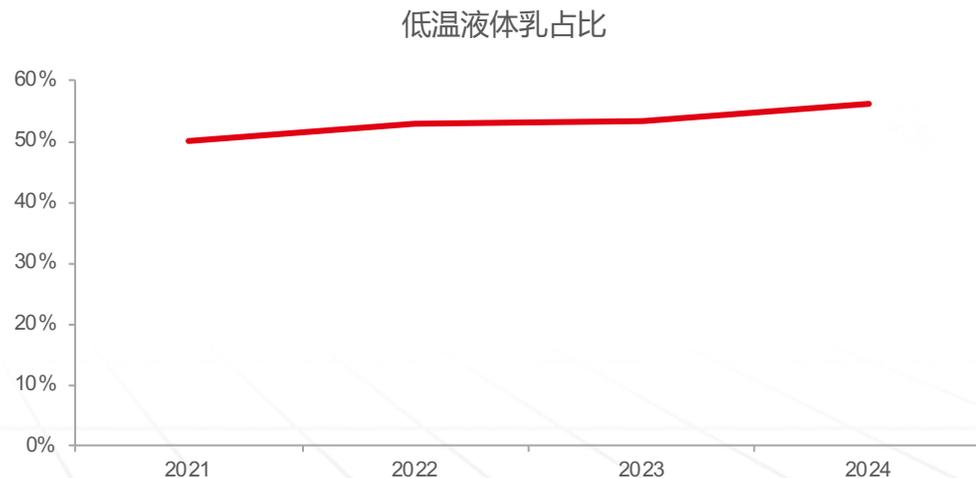
图表33：生鲜乳价格大幅下滑



资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表34：高毛利的低温液体乳占比不断提升

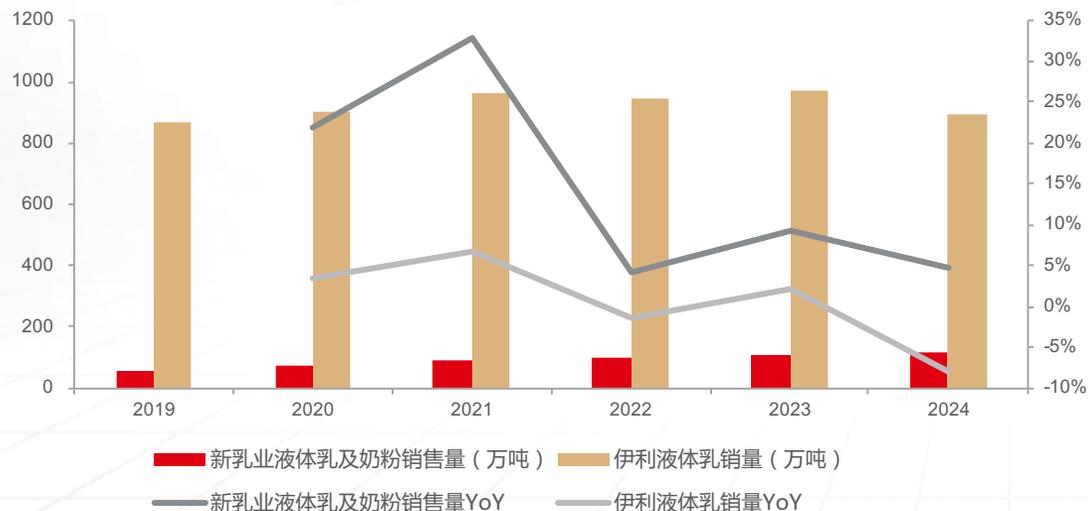


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

4 推新+DTC渠道战略驱动公司产品结构不断提升

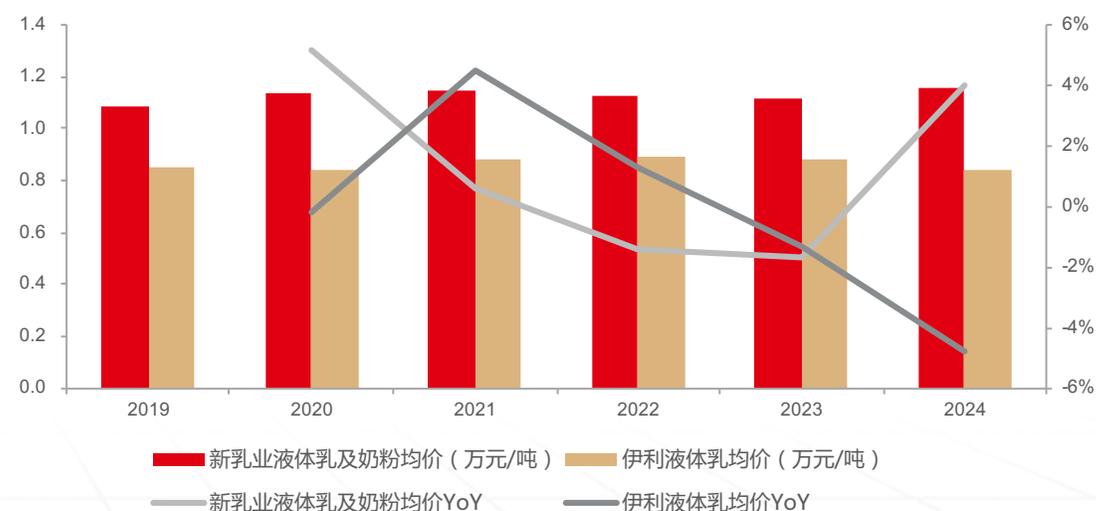
- 公司产品结构不断提升的本质原因是高毛利的低温产品占比不断提升，低温产品占比的不断提升主要受益于公司持续推出高毛利的低温新品+深耕低温重点DTC渠道。2024年“24小时”鲜牛乳收入同比增长超15%；“初心”酸奶实现双位数增长；活润品牌实现增长超20%，增速均远高于公司整体。DTC渠道持续引领增长，其中电商渠道2024年同比增长31.93%。
- 2022-2024年，对比伊利来看，新乳业销量增长了14.51%，伊利下滑了5.99%；新乳业均价增长了2.25%，伊利下滑了6.06%。公司在过去两年实现了量价齐升。

图表35：新乳业销量持续增长



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表36：新乳业均价不断提升

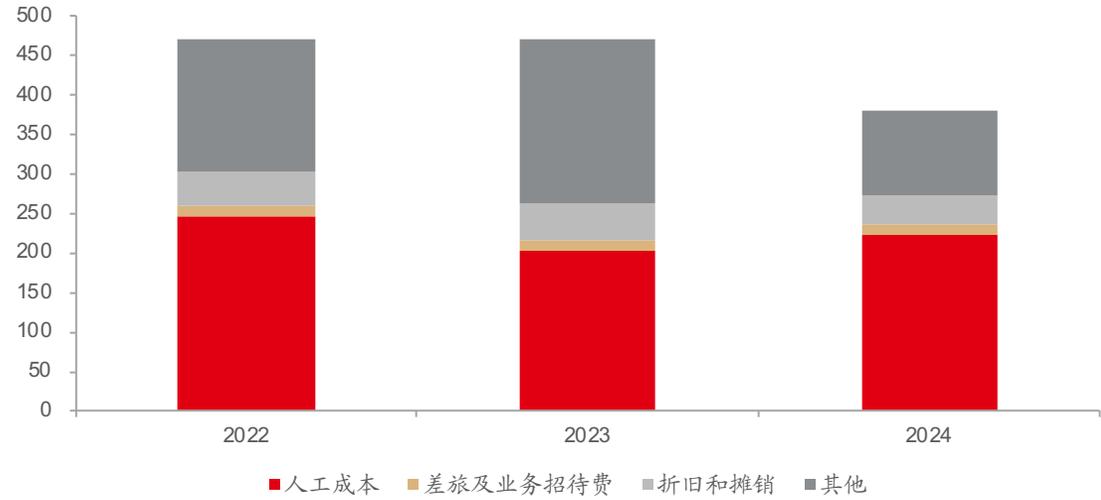


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

4 规模效应+需求企稳，费用率有望继续优化

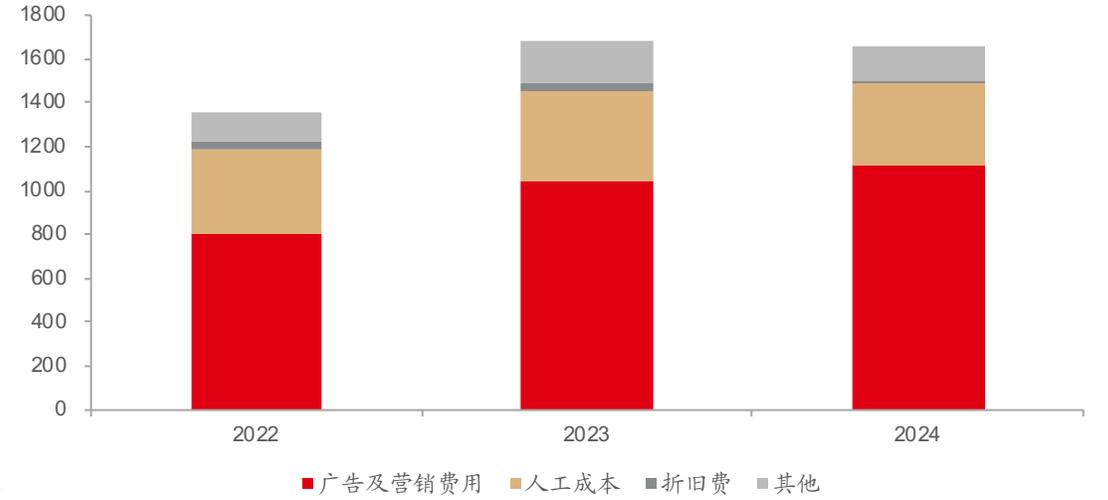
- 管理费用：**过去两年公司管理费用整体规模有所下降，主要体现在人工和其他项目上。我们预计主要与23年股权激励结束，摊销费用减少；公司通过数字化手段提升内部管理效率，提升人效和费用投入产出比等因素相关。随着管理效率的不断提升+规模效应，我们预计管理费用率未来仍将继续下降。
- 销售费用：**过去两年公司销售费用整体规模有所增长，主要影响因素是广告及营销费用。在规模效应下，24年公司的销售费用率提升幅度已经显著收窄。未来随着行业需求的逐步企稳和回升，公司在广告及营销费用上的投入增加幅度有望变小，规模效应下公司未来销售费用率有一定优化空间。

图表37：管理费用拆分（百万）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表38：销售费用拆分（百万）

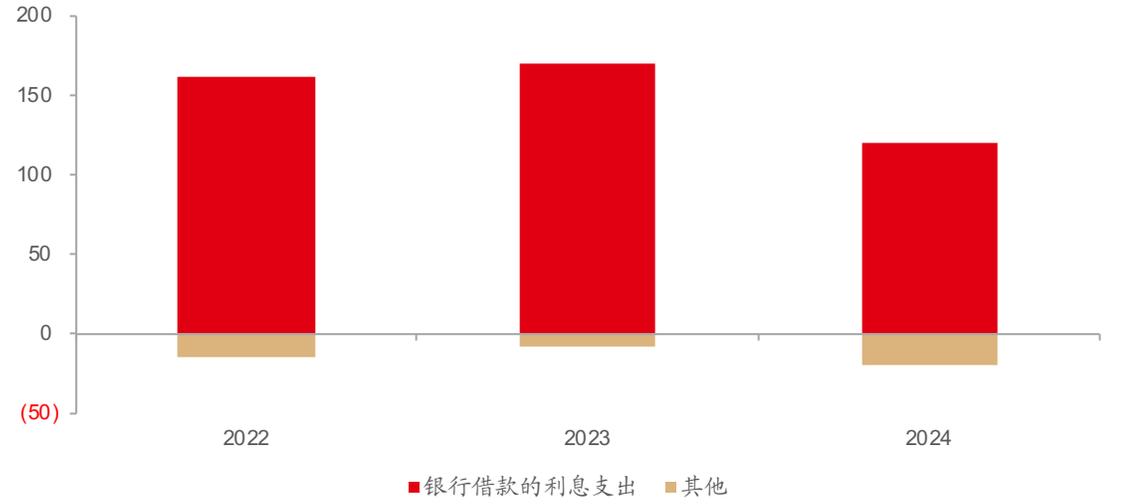


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

4 有息负债持续减少，资产负债率持续改善

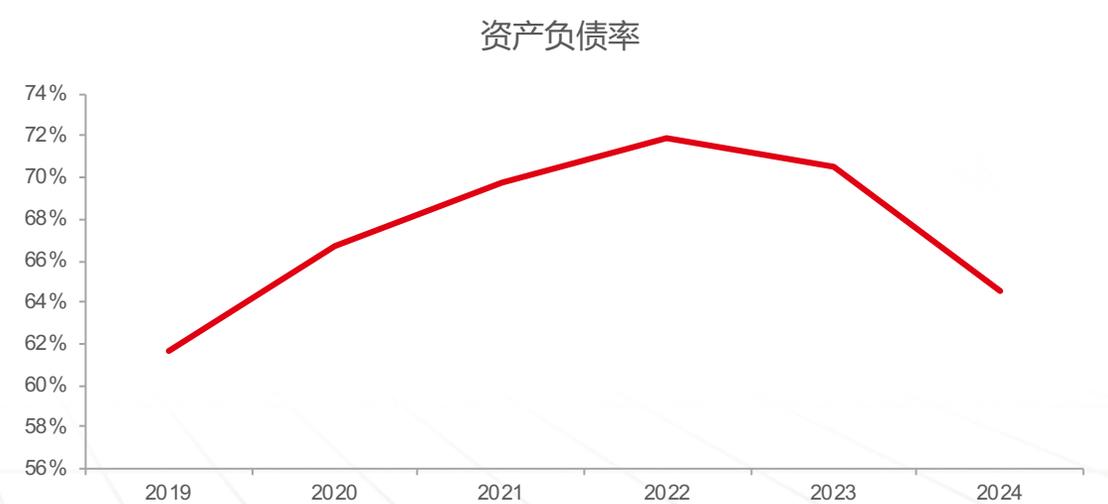
- 财务费用：**过去两年公司财务费用整体规模有所下降，主要受益于有息负债的本金及利率下降导致利息支出同比减少。2022-2024年公司总负债从68.24亿元下降至57.36亿元，其中有息负债从31.59亿元下降至20.07亿元，有息负债率从46.29%下降至34.99%。过去公司通过“并购 + 自建”双轮驱动扩张，导致借款和资产负债率偏高，2023年后随着整合效果显现及现金流优化，公司的有息负债不断降低，资产负债率也持续改善，22-24年公司资产负债率已累计下降7.3pct，公司目标至2027年资产负债率降低10pct。随着有息负债规模的不断下降，预计公司的财务费用率仍将继续优化。
- 2020年12月17日，新乳业公开发行人7.18亿元可转债，当前转股价为18.2元。**如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%(含 130%)，或本次发行的债券未转股余额不足3000万元时，公司有权赎回。公司有望通过赎回可转债的方式降低负债成本。

图表39：财务费用拆分（百万）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表40：23-24年公司资产负债率持续下降了5.86pct



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

五

盈利预测

5 盈利预测

- 核心假设：预计低温品类未来三年保持双位数增长；常温品类恢复性增长，中个位数左右。考虑到未来三年原奶价格有望企稳回升，预计低温和常温品类的毛利率基本维稳，公司整体毛利率的提升依靠低温品类占比提升来带动。期间费用率略有优化。预计27年公司实现5年净利率翻番的目标。
- 我们预计公司2025-2027年实现营收112.71/120.30/130.57亿元，同比增长5.68%/6.74%/8.53%；实现归母净利润6.78/8.30/9.98亿元，同比增长26.17%/22.34%/20.20%，对应EPS为0.79/0.96/1.16元，对应当前股价PE为22/18/15倍，对应25-27年净利率分别为6.10%、6.99%、7.74%（22年净利率3.62%），维持“买入”评级。

图表41：盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10987	10665	11271	12030	13057
增长率	9.80%	-2.93%	5.68%	6.74%	8.53%
EBITDA (百万元)	1143	1201	1493	1771	2060
归母净利润 (百万元)	431	538	678	830	998
增长率 (%)	19.27%	24.80%	26.17%	22.34%	20.20%
EPS (元/股)	0.50	0.62	0.79	0.96	1.16
市盈率 (P/E)	34	28	22	18	15
市净率 (P/B)	6.0	5.0	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	11.0	11.7	11.4	9.4	7.7

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 盈利预测

资产负债表					
单位:百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	440	396	1127	1203	1306
应收账款+票据	610	616	643	687	745
预付账款	82	46	114	122	132
存货	712	742	782	831	897
其他	159	198	222	227	234
流动资产合计	2002	1998	2889	3069	3314
长期股权投资	538	515	521	551	591
固定资产	3986	4001	4517	4931	5227
在建工程	89	35	18	0	0
无形资产	681	662	552	441	331
其他非流动资产	1641	1667	1649	1640	1638
非流动资产合计	6936	6881	7256	7563	7787
资产总计	8938	8879	10145	10632	11100
短期借款	916	371	1227	1106	790
应付账款+票据	925	991	997	1059	1143
其他	2177	2369	2454	2607	2817
流动负债合计	4018	3731	4678	4772	4750
长期带息负债	2137	1871	1606	1284	916
长期应付款	11	11	11	11	11
其他	133	123	123	123	123
非流动负债合计	2280	2006	1740	1419	1050
负债合计	6299	5736	6419	6191	5800
少数股东权益	82	87	96	107	120
股本	866	861	861	861	861
资本公积	566	523	523	523	523
留存收益	1125	1672	2247	2951	3797
股东权益合计	2639	3142	3727	4441	5300
负债和股东权益总计	8938	8879	10145	10632	11100

现金流量表					
单位:百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	438	549	687	841	1011
折旧摊销	472	456	621	723	816
财务费用	162	101	80	80	80
存货减少(增加为“-”)	89	-30	-41	-48	-66
营运资金变动	360	182	-69	111	152
其它	-42	164	95	58	58
经营活动现金流	1478	1422	1374	1764	2051
资本支出	-852	-675	-1000	-1000	-1000
长期投资	-32	-82	3	-15	-20
其他	297	189	-54	-25	-12
投资活动现金流	-587	-568	-1051	-1040	-1032
债权融资	-119	-810	591	-443	-685
股权融资	-1	-5	0	0	0
其他	-826	-155	-183	-206	-232
筹资活动现金流	-946	-971	408	-649	-916
现金净增加额	-64	-116	731	76	103

利润表					
单位:百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10987	10665	11271	12030	13057
营业成本	8035	7641	8069	8566	9246
营业税金及附加	52	53	54	57	62
营业费用	1678	1659	1747	1853	1998
管理费用	517	430	411	438	474
财务费用	162	101	80	80	80
资产减值损失	-17	-98	-103	-96	-78
公允价值变动收益	23	24	0	0	0
投资净收益	6	-3	3	21	26
其他	-47	-25	-17	19	31
营业利润	508	680	793	980	1175
营业外净收益	1	-37	-2	-12	-11
利润总额	509	643	791	968	1164
所得税	71	94	104	127	153
净利润	438	549	687	841	1011
少数股东损益	7	12	9	11	13
归属于母公司净利润	431	538	678	830	998

主要财务比率					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.80%	-2.93%	5.68%	6.74%	8.53%
EBIT	21.18%	10.98%	17.05%	20.29%	18.66%
EBITDA	13.49%	5.10%	24.31%	18.66%	16.31%
归属于母公司净利润	19.27%	24.80%	26.17%	22.34%	20.20%
获利能力					
毛利率	26.87%	28.36%	28.41%	28.80%	29.18%
净利率	3.98%	5.15%	6.10%	6.99%	7.74%
ROE	16.85%	17.60%	18.69%	19.15%	19.26%
ROIC	12.96%	14.26%	17.54%	16.21%	18.01%
偿债能力					
资产负债率	70.47%	64.61%	63.27%	58.23%	52.25%
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
应收账款周转率	18.2	17.4	17.6	17.6	17.6
存货周转率	11.3	10.3	10.3	10.3	10.3
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2
每股指标(元)					
每股收益	0.5	0.6	0.8	1.0	1.2
每股经营现金流	1.7	1.7	1.6	2.1	2.4
每股净资产	2.9	3.4	4.1	4.9	5.9
估值比率					
市盈率	34.4	27.5	21.8	17.8	14.8
市净率	6.0	5.0	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	11.0	11.7	11.4	9.4	7.7
EV/EBIT	18.7	18.9	19.5	15.8	12.8

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

- 经济/需求恢复不及预期
- 公司销售不及预期
- 新品不及预期
- 食品安全

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

姓名：蔡雪昱（首席分析师）

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：张子健（分析师）

SAC编号：S1340524050001

邮箱：zhangzijian@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES