

做强低温价值引领，精耕内生厚积薄发

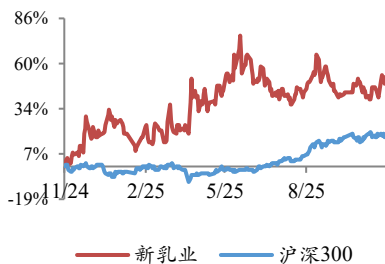
——新乳业首次覆盖

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-11-16

收盘价(元) 17.74
近12个月最高/最低(元) 21.49/12.07
总股本(百万股) 861
流通股本(百万股) 851
流通股比例(%) 98.84
总市值(亿元) 153
流通市值(亿元) 151

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：周韵

执业证书号：S0010125080024

邮箱：zhouyun1@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **厚积薄发，蓄势腾飞。**2001-2021年公司通过三轮收并购完成全国化和全产业链布局，近年来公司精耕大本营市场，加速开发外部市场，持续优化盈利能力。23年公司发布五年战略规划，提出未来五年公司将以内生增长为主，投资并购为辅，推动规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番的战略目标，中长期发展规划清晰。
- **低温奶处于品类红利期，常温奶静待供需拐点。**1) **低温鲜奶：**我国渗透率仍有提升空间，行业格局分散，区域乳企有望弯道超车。2) **低温酸奶：**20-24年品类规模萎缩，但健康属性酸奶渗透率提升带动行业24H2起回暖，近年来新乳业市占率提升，未来提升空间较大。3) **常温白奶：**品类需求短期承压，24年以来受原奶供大于求因素影响，行业竞争加剧，当前上游加速出清，周期向上利好常温白奶竞争改善。
- **竞争力：做强低温，价值引领。**1) **产品：**产品以高毛利的低温鲜奶和低温特色酸奶为主，注重产品创新，产品结构优化有望提升毛利率。2) **渠道：**契合低温鲜奶渠道趋势，发力DTC渠道和数字化转型。3) **供应链：**奶源结构均衡，牧场靠近消费市场，奶源优势突出，背靠新希望集团打造高效供应链，强化低温业务优势。
- **成长性：强化内生运营，内部协同效应释放。**公司已形成完善的投后管理方法，子公司经营改善显著：1) **品牌：**通过联合品牌策略实现子母品牌相互带动；2) **产品：**保留各子品牌研发调性，实现产品博采众长；3) **渠道：**通过因地制宜的渠道策略发展子公司优势渠道。未来随着西南基地市场稳健托底、以唯品为核心的华东区域快速扩张、以夏进为核心的西北市场经营改善，叠加产品渠道升级、内部效率提升，公司发展潜力可期。
- **投资建议：**公司近年来发力低温赛道、深化DTC渠道建设，内部协同效应释放下预计25-27年公司营收分别为111.5/118.1/126.3亿元，同比+4.6%/+5.9%/+7.0%；预计归母净利润为7.2/8.6/9.5亿元，同比+34%/+19%/+11%，对应PE分别为21/18/16x，25-27年PE低于可比公司平均值，且成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**并购整合不及预期/竞争加剧/食品安全/原材料价格波动

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10665	11153	11812	12633
收入同比(%)	-2.9%	4.6%	5.9%	7.0%
归属母公司净利润	538	722	861	953
净利润同比(%)	24.8%	34.3%	19.2%	10.7%
毛利率(%)	28.4%	29.0%	29.6%	30.1%
ROE(%)	17.6%	18.2%	18.1%	16.9%
每股收益(元)	0.62	0.84	1.00	1.11
P/E	23.40	21.15	17.74	16.03
P/B	4.09	3.85	3.21	2.71
EV/EBITDA	10.72	12.06	10.10	8.71

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1、外延并购+内部精耕，区域乳企蓄势腾飞	5
1.1、从西南走向全国，区域乳企行稳致远	5
1.2、加速区域突围，盈利能力优化	8
2、低温奶处于品类红利期，常温奶静待供需拐点	9
2.1、低温鲜奶：渗透红利期下需求韧性较强，区域乳企弯道超车潜力大	9
2.2、低温酸奶：健康需求带动品类回暖，对标海外功能化升级空间较大	12
2.3、常温白奶：差异化是区域乳企主要突围策略，周期向上利好竞争缓和	14
3、竞争力：做强低温，价值引领	16
3.1、产品：聚焦高毛利的低温业务，注重产品创新	16
3.2、渠道&营销：发力高毛利 DTC 渠道，强化营销投入	18
3.3、供应链：背靠新希望集团，打造高效供应链	20
4、成长性：修炼内功精益求精，锐意进取更上层楼	21
4.1、并购整合经验总结：总部赋能，因企施策	21
4.2、协同效应逐步释放，高质发展潜力可期	22
5、盈利预测及投资评级	25
风险提示	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1 新乳业发展历程	5
图表 2 公司三轮收并购汇总	6
图表 3 新乳业股权结构（截止到 2025H1）	6
图表 4 新乳业董事会/高管履历（截止到 2025 年 4 月）	7
图表 5 2021-2025H1 公司营业总收入及同比	8
图表 6 2021-2025H1 归母净利润及同比	8
图表 7 2021-2025H1 公司分产品收入（亿元）	8
图表 8 2021-2025H1 公司分地区收入（亿元）	8
图表 9 2021-2025H1 公司各产品及整体毛利率	9
图表 10 2021-2025H1 公司费用率及归母净利率	9
图表 11 2009-2023 年低温鲜奶行业规模及增速	10
图表 12 2009-2023 年低温鲜奶行业量价同比	10
图表 13 2024Q3-2025Q2 乳制品各品类销售额同比变化	10
图表 14 鲜奶、基础常温产品渗透率对比	10
图表 15 2020 年不同国家常温奶占液态牛奶（常温奶+低温鲜奶）比例	11
图表 16 2020 年不同国家低温鲜奶消费占比及常低温奶价差对比	11
图表 17 2024Q2-2025Q2 低温鲜奶/常温牛奶价格对比	11
图表 18 低温鲜奶的营养升级趋势	11
图表 19 2020 年乳制品各品类市场集中度	12
图表 20 2025Q2 低温鲜奶市场格局	12
图表 21 2009-2024 年我国酸奶市场规模及同比	12
图表 22 2009-2024 年我国酸奶市场量价同比	12
图表 23 MAT2024Q3-2025Q3 我国常低温酸奶占比（MAT 2 年）	13
图表 24 2023 年至今健康属性低温酸奶渗透率提升	13
图表 25 2023 年中日乳制品消费结构（消费额占比）	13
图表 26 日本明治酸奶功能化升级历程	13
图表 27 2025Q2 我国低温酸奶市场格局	14
图表 28 MAT2025Q3 低温酸奶品牌得失分析	14
图表 29 2009-2029E 我国常温白奶市场规模及同比	14
图表 30 2010-2029E 我国常温白奶零售量价同比	14
图表 31 2014-2023 年我国常温白奶格局（零售额计）	15
图表 32 常温白奶中 A2、有机纯牛奶加速普及	15
图表 33 2011Q1-2025Q2 我国生鲜乳均价及同比	15
图表 34 2025Q1 常温白奶市场格局	15
图表 35 2024M1/2025M1-3 公斤奶价格、成本对比（元/KG）	16
图表 36 2018-2025 年 6 月我国奶牛存栏量（万头）	16
图表 37 2014-2017 年公司液体乳收入结构	16
图表 38 2015-2017 年公司常低温产品毛利率	16
图表 39 新乳业主要产品矩阵	17
图表 40 公司 24 小时产品迭代升级	18
图表 41 公司活润品牌持续推新	18

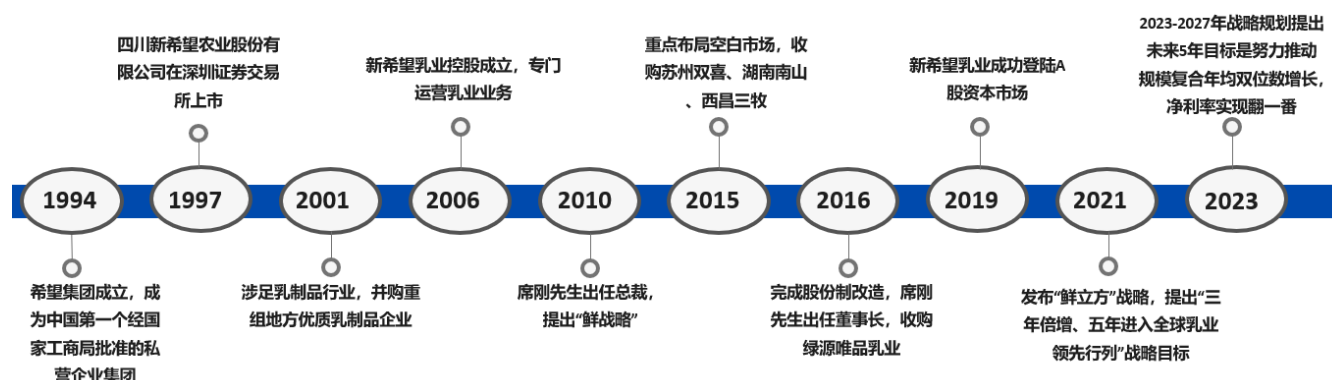
图表 42 2022 年我国低温鲜奶渠道结构	18
图表 43 2021 年我国乳制品渠道结构	18
图表 44 2020-2024 年公司直销/经销/电商渠道收入（亿元）及同比	19
图表 45 2020-2024 年公司直销/经销/电商渠道毛利率	19
图表 46 2021-2027E 公司数字化用户（万人）	19
图表 47 公司“鲜活 GO”平台对消费者全生命周期管理	19
图表 48 2019-2024 年可比公司销售费用率对比	20
图表 49 2019-2024 年可比公司广告费用率	20
图表 50 2024 年公司奶源结构	20
图表 51 2024 年公司牧场和分子公司分布	20
图表 52 2021-2024 年鲜生活冷链关联交易额及占乳制品业务运输费比重	21
图表 53 鲜生活冷链云仓和冷链车辆布局	21
图表 54 常低温液奶产品属性区别	21
图表 55 公司品牌矩阵	22
图表 56 公司不同子公司产品融合	22
图表 57 2014-2021 年湖南南山营收及利润（万元）	23
图表 58 2016-2023 年山东唯品营收及利润（万元）	23
图表 59 2018-2024 年四川乳业收入及净利润（亿元）	23
图表 60 2020-2024 年寰美乳业收入及净利润（亿元）	23
图表 61 朝日唯品/光明/每日鲜语低温鲜奶价格对比	24
图表 62 山姆上新唯品酸奶新品	24
图表 63 2019-2024 年可比公司毛利率	24
图表 64 2015-2024 年可比公司销售净利率	24
图表 65 2023-2027E 公司收入（百万元）及毛利率预测	26
图表 66 2023-2027E 公司费用率及归母净利润（百万元）预测	26
图表 67 可比公司估值对比（截止到 2025 年 11 月 16 日）	27

1、外延并购+内部精耕，区域乳企蓄势腾飞

1.1、从西南走向全国，区域乳企行稳致远

从西南走向全国，区域乳企行稳致远。2006年新希望乳业控股公司于四川成都成立，专业化运营乳业板块；2010年席刚出任总裁，提出“鲜战略”发力低温赛道；2019年成功A股上市，公司进入发展新阶段。2023年公司发布2023-2027年战略规划，提出未来五年公司将继续以“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，净利率实现翻一番的战略目标，中长期发展规划清晰。

图表 1 新乳业发展历程



资料来源：新乳业官网，公司公告，华安证券研究所

早期收并购开疆拓土，23年起提出内生为主，并购为辅。公司通过三轮收并购完成全国化和全产业链布局：1）2001-2003年新希望集团强势进入乳业板块，收购了“白帝”、“双峰”、“天香”、“琴牌”、“蝶泉”、“雪兰”等地方品牌，初步搭建起新希望集团的乳业“联合舰队”；2）2015-2016年新希望乳业收购了“南山”、“双喜”、“三牧”、“唯品”等区域品牌，进一步完善全国化布局；3）2019-2021年公司进一步收购了“夏进”、“澳牛”等品牌，同时参股现代牧业、澳亚集团，完善上下游产业链布局。通过多年的投后整合和管理提升，公司已具备良好的发展状态和趋势，2023年公司发布2023-2027年战略规划，确定了未来的增长来源将以内生增长为主，投资并购为辅，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。

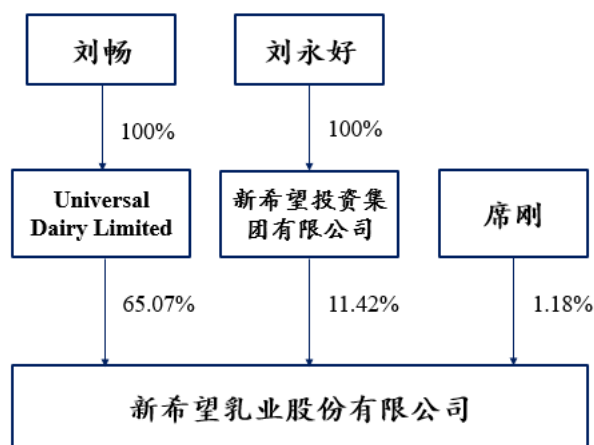
图表 2 公司三轮收并购汇总

	收购时间	标的	24 年末股权比例
第一波收购	2001	四川新阳平	注销
	2002	安徽白帝	100%
	2002	四川华西	已于集团内转让
	2002	重庆天友	47%
	2002	杭州双峰	100%
	2002	河北天香	100%
	2002	青岛琴牌	100%
	2002	云南蝶泉	98%
	2003	昆明雪兰	100%
第二波收购	2015	湖南南山	100%
	2015	苏州双喜	100%
	2015	西昌三牧	67%
	2015	昆明海子	100%
	2016	山东唯品/朝日乳业	100%
	2016	山东牧业/朝日农业	100%
第三波收购	2019	现代牧业	10%
	2020	新澳乳业	87%
	2020	宁夏寰美	100%
	2021	重庆新牛瀚虹实业	15%
	2021	澳亚集团	5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权结构集中，深度绑定高管。公司股权结构集中，截止到 2025H1，公司实控人和一致行动人刘畅女士及刘永好先生分别持有 65.07%和 11.42%的公司股权。公司董事长席刚持有公司股权 1.18%，高管深度绑定公司。

图表 3 新乳业股权结构（截止到 2025H1）



资料来源：公司公告，iFind，华安证券研究所

管理层深耕行业多年，梯队建设完善。公司董事长席刚先生战略眼光独到，自 2010 年席刚先生担任公司总裁提出“鲜战略”以来，公司逐渐成长为以低温酸奶、低温鲜奶产品为主导的特色乳企。总经理朱川深耕公司多年，副总经理张帅快消品营销经验丰富，高管团队梯队建设完善。

图表 4 新乳业董事会/高管履历（截止到 2025 年 4 月）

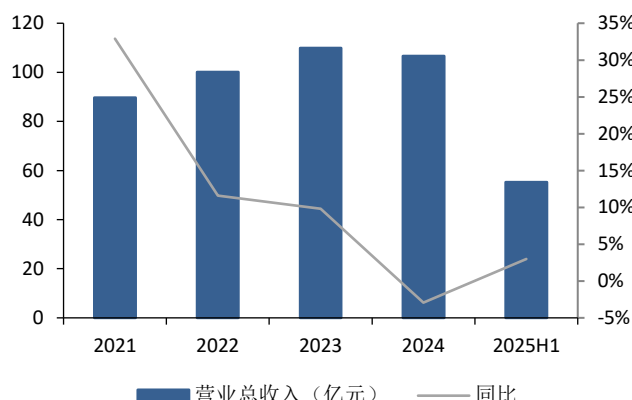
姓名	现任职位	简介
席刚	公司董事长、公司下属七家公司董事	2004 年加入公司，曾荣获中国奶业协会“2018 年优秀奶业工作者（功勋人物）”、2019 年第十届中国食品安全年会“最具社会责任企业家”、中国乳制品工业协会 2019 年度“振兴中国乳业领军人”、“榜样中国 2021 四川十大经济影响力人物”及 2022 年中国乳制品工业协会“优秀奶业工作者”等荣誉；同时担任中国奶业协会副会长。
刘畅	公司董事	曾任四川新希望农业股份有限公司办公室主任、新希望乳业控股有限公司办公室主任、新希望六和股份有限公司董事等职务；现任新希望六和股份有限公司董事长，新希望集团有限公司董事，南方希望实业有限公司董事等职务。
李巍	公司董事	于 90 年代开始从商，在业务运营及商业策略方面拥有丰富经验，于 1996 年创办西昌天然色素有限公司，于 1996 年创办成都好吃街餐饮娱乐有限公司及于 2001 年创办成都枫澜科技有限公司。热衷于社会公益事业，并已创办多个公益组，于 2011 年创办李巍教育基金会，于 2014 年创办上海爱心树生命关爱中心。连续四届任中国女企业家协会副会长，并连续三届担任云南省妇联执委，现任李巍教育基金会会长、上海爱心树生命关爱中心理事长、中国饭店协会顾问及联合国开发计划署可持续发展创新示范项目顾问委员会委员。
朱川	公司董事、总裁及公司多家下属公司董事	曾任成都光明乳业有限公司销售总监、新希望乳业控股有限公司销售总监、昆明雪兰牛奶有限责任公司常务副总经理、四川新希望乳业有限公司总经理。现任重庆市天友乳业股份有限公司董事，中国乳制品工业协会副理事长等职务。
刘栩	公司董事	曾任麦肯锡咨询公司顾问咨询师，西门子管理战略咨询大中华区管理合伙人，西门子中国有限公司副总裁，金光集团亚洲浆纸全球首席战略官兼卓越运营部总经理。自 2020 年 1 月起担任新希望投资集团有限公司副总裁，新希望服务控股有限公司非独立董事，新希望集团有限公司和新希望投资集团有限公司下属多家公司董事长，董事，中欧商学院外部导师，IGW 艺术中心艺术总监。
张帅	副总经理，公司多家下属公司董事	曾任宝洁公司护肤品品类全国营销总监，全国销售总经理，网易严选全国销售总经理等职。
褚雅楠	财务负责人，公司下属多家公司监事	2013 年加入新希望集团，曾在新希望集团有限公司，草根知本集团有限公司从事财务工作，2017 年加入本公司。
郑世锋	董事会秘书，总经理助理，公司多家下属公司董事	曾任新希望乳业控股有限公司项目经理，采购经理，高级经理，现任公司党委书记，重庆天友董事。
付永猛	总经理助理	曾任河北新希望天香乳业有限公司，昆明雪兰牛奶有限责任公司副总经理，新希望乳业股份有限公司生产管理中心总经理。自 2023 年 3 月起担任新希望乳业股份有限公司首席生产运营官，兼任生产管理中心总经理。

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

1.2、加速区域突围，盈利能力优化

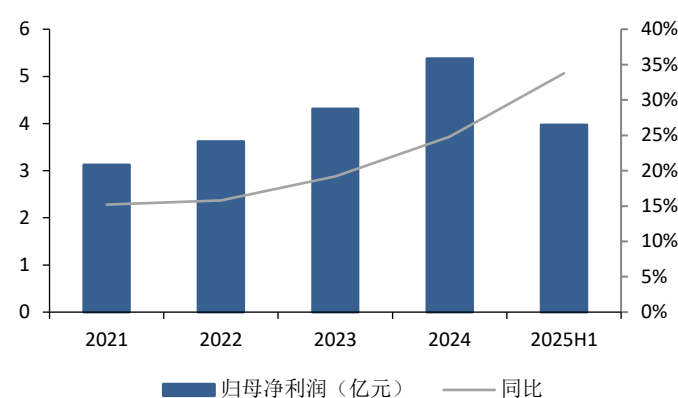
注重高质增长，利润稳步提升。2021-2023 年公司从外延并购转向精耕已有业务，收入、利润均稳定增长。2024 年-2025H1 行业需求疲软大背景下，公司坚持“鲜立方”战略，注重提升经营质量，收入承压下归母净利润维持高增长，净利率提升显著，经营韧性较强。

图表 5 2021-2025H1 公司营业总收入及同比



资料来源：iFind，华安证券研究所

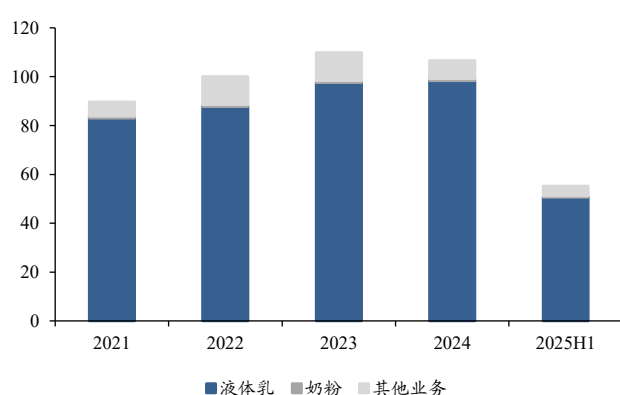
图表 6 2021-2025H1 归母净利润及同比



资料来源：iFind，华安证券研究所

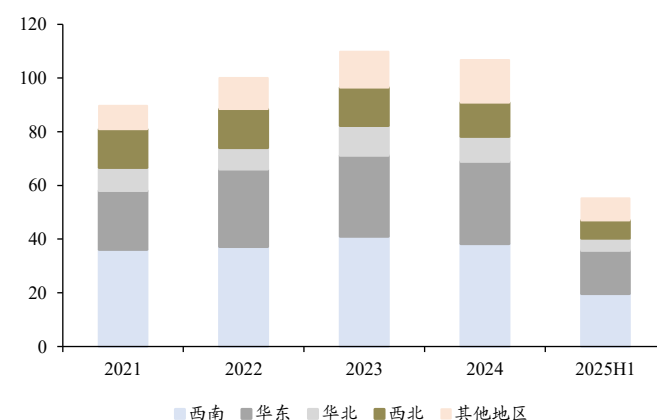
精耕西南大本营市场，加速开发华东等外部市场。公司业务以液态奶为主，2021-2025H1 公司液奶收入占比始终超过 85%，贸易等其他业务占比较小。分地区看，2025H1 公司西南/华东/华北/西北/其他地区收入占比分别为 36%/29%/8.2%/12%/15%，西南基地市场收入占比较高，近年来公司加大唯品、双峰等华东子公司培育力度，华东地区收入快速扩张，2021-2024 年公司西南/华东/华北/西北/其他地区收入 CAGR 分别为 2%/12%/2%/-4%/22%，华东地区成长性亮眼。

图表 7 2021-2025H1 公司分产品收入 (亿元)



资料来源：iFind，华安证券研究所

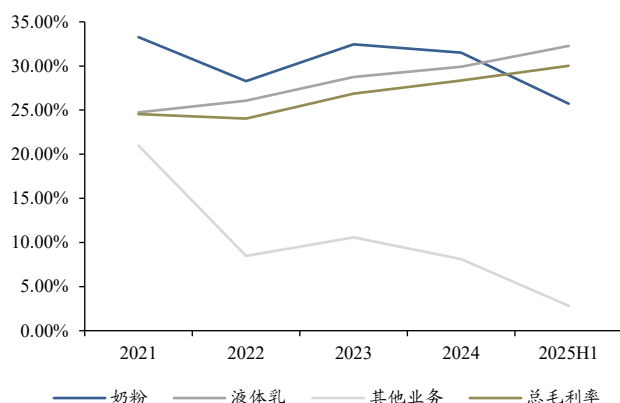
图表 8 2021-2025H1 公司分地区收入 (亿元)



资料来源：iFind，华安证券研究所

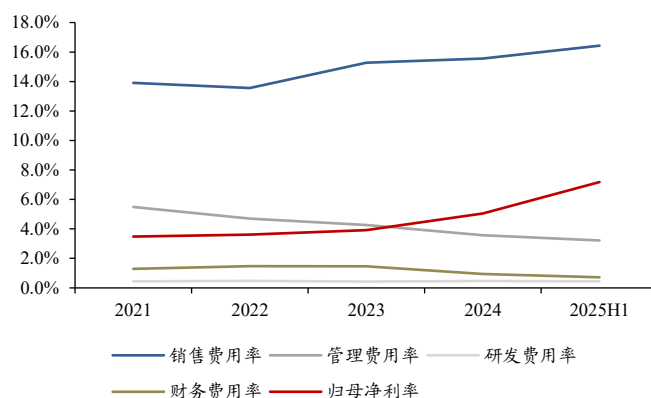
结构升级+成本红利推动毛利率改善，内部效率提升进一步优化净利率。2021-2025H1 结构升级+原奶成本红利推动公司液奶和整体毛利率提升。公司加大品牌宣传力度的同时注重内部效率提升，2021-2025H1 销售费用率提升的同时管理费用率和财务费用率稳步优化。综合来看 2021-2025H1 公司归母净利率稳步提升，盈利能力优化显著。

图表 9 2021-2025H1 公司各产品及整体毛利率



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 10 2021-2025H1 公司费用率及归母净利率



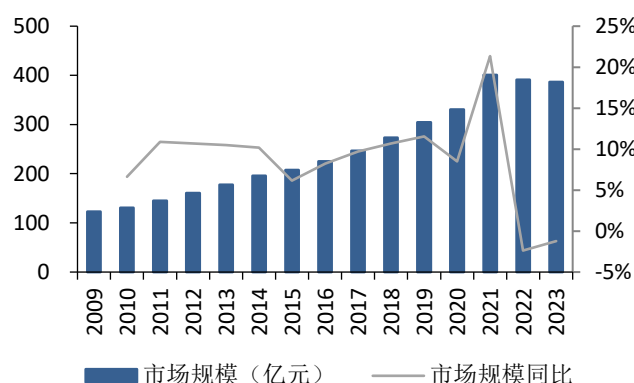
资料来源：iFind，华安证券研究所

2、低温奶处于品类红利期，常温奶静待供需拐点

2.1、低温鲜奶：渗透红利期下需求韧性较强，区域乳企弯道超车潜力大

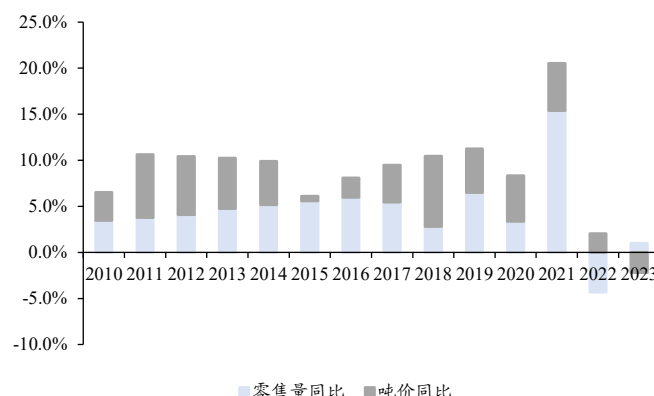
我国低温鲜奶市场仍处于渗透期，品类需求韧性较强。随着健康意识提升、冷链基础设施完善，我国低温鲜奶渗透率从 2018 年的 18% 提升到 2023 年的 39%，2015-2023 年我国鲜奶市场规模复合增速 8.1%，其中量价 CAGR 分别为 4.4%/3.5%，行业量价齐增。对比常温奶，我国鲜奶渗透率仍有提升空间，2024Q3-2025Q2 低温纯牛奶品类销售额同比表现好于常温纯奶等其他品类，渗透率持续提升下品类需求韧性较强。

图表 11 2009-2023 年低温鲜奶行业规模及增速



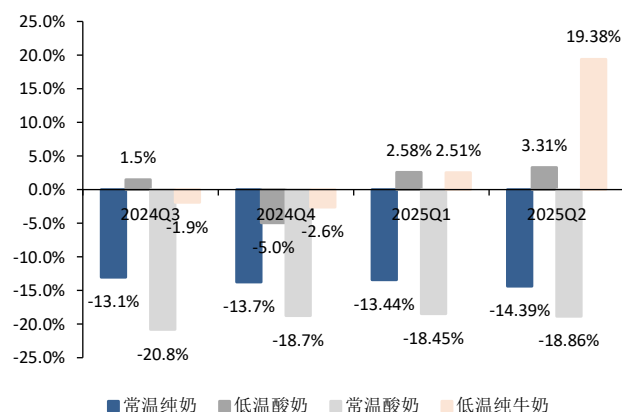
资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

图表 12 2009-2023 年低温鲜奶行业量价同比



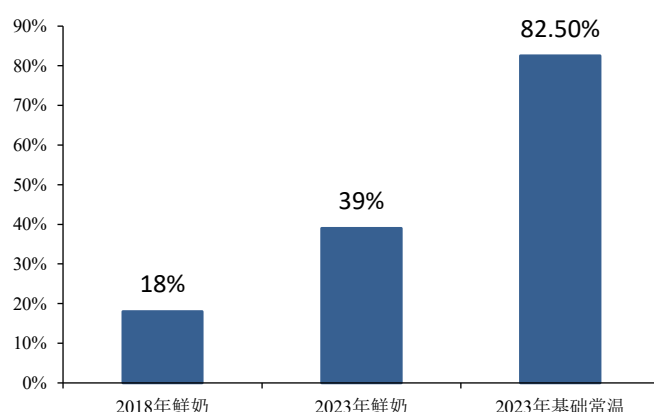
资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

图表 13 2024Q3-2025Q2 乳制品各品类销售额同比变化



资料来源：马上赢，华安证券研究所

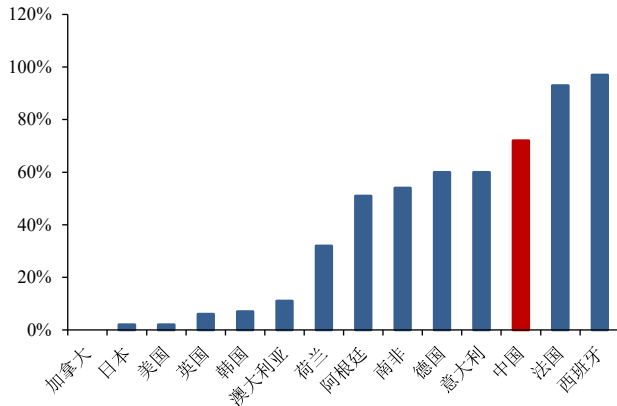
图表 14 鲜奶、基础常温产品渗透率对比



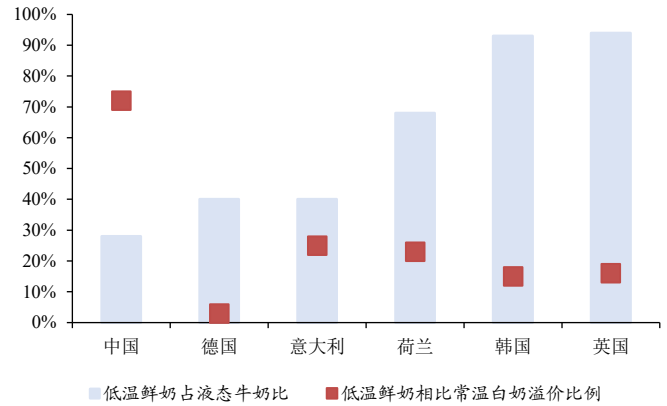
资料来源：中国乳业，凯度，华安证券研究所

我国低温鲜奶消费占比低于海外，主要影响因素为消费习惯、产品认知和常低温奶价差。一方面，由于对鲜奶营养和口感的高度认知，在多数英语语系发达国家及日韩低温鲜奶消费占比高于常温奶，欧洲大陆主要国家低温鲜奶消费占比同样高于我国；法国/西班牙常温奶消费占比较高主因液奶消费中烘焙/烹饪占比较高，同时也有饮用热牛奶+咖啡的习惯。另一方面，相比其他国家，我国低温鲜奶较常温奶溢价较高，产品性价比影响消费者选择。

图表 15 2020 年不同国家常温奶占液态牛奶（常温奶+低温鲜奶）比例
 图表 16 2020 年不同国家低温鲜奶消费占比及常低温奶价差对比



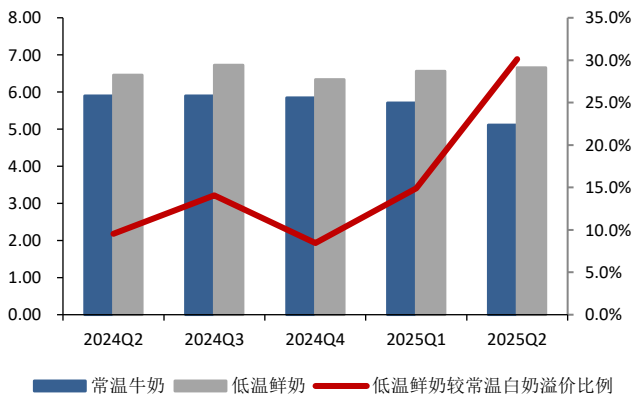
资料来源：科尔尼，华安证券研究所



资料来源：科尔尼，欧睿国际，华安证券研究所

性价比产品+营养升级，低温鲜奶有望迎来发展新机遇。需求疲软叠加健康意识提升导致消费者在乳制品消费上既注重产品性价比，又注重营养升级，低温鲜奶迎来发展新机遇。一方面，生鲜乳供大于求背景下，低温鲜奶和常温白奶价差和 2020 年意大利、荷兰等国相当，低温鲜奶性价比凸显；另一方面，随着低温鲜奶产品创新、营养升级，消费者选择性增加，健康化需求得到满足。

图表 17 2024Q2-2025Q2 低温鲜奶/常温牛奶价格对比
 图表 18 低温鲜奶的营养升级趋势



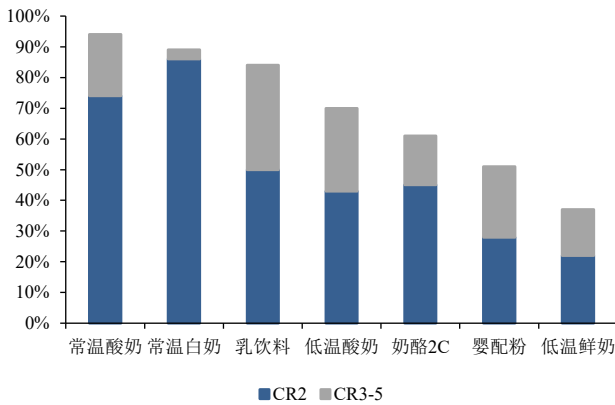
资料来源：马上赢，华安证券研究所；单位：元/500ml



资料来源：科尔尼，华安证券研究所

低温鲜奶格局分散，区域乳企有望弯道超车。短保属性导致低温鲜奶运输半径受限，整体市场较为分散，2020 年乳制品各细分品类中低温鲜奶 CR5=37%，市场集中度低于乳制品其他细分品类，小品牌有机会通过切中消费者需求实现逆风翻盘。马上赢数据显示，2025Q2 光明、君乐宝市占率领先，新乳业市占率第五，区域乳企成长性可期。

图表 19 2020 年乳制品各品类市场集中度



资料来源：科尔尼，欧睿国际，华安证券研究所

图表 20 2025Q2 低温鲜奶市场格局

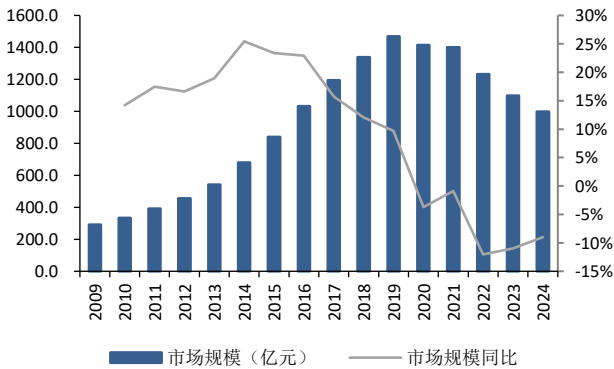
排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	光明乳业		↑
2	君乐宝		↑
3	伊利股份		↓
4	蒙牛		↓
5	新乳业		↓

资料来源：马上赢，华安证券研究所

2.2、低温酸奶：健康需求带动品类回暖，对标海外功能化升级空间较大

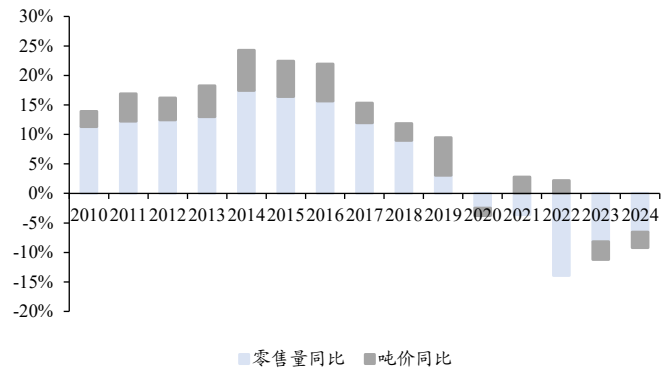
量价齐跌，我国酸奶市场近年承压。2024 年我国酸奶市场规模 998.7 亿元，受 KA 渠道客流下降、品类老化等因素影响，2020-2024 年我国酸奶市场规模 CAGR=-8.3%，其中量价 CAGR 分别为-8%/-0.2%，量价齐跌下酸奶市场规模连续五年萎缩。

图表 21 2009-2024 年我国酸奶市场规模及同比



资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

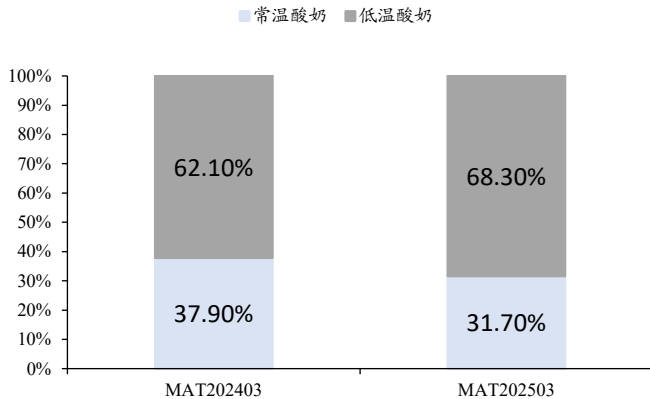
图表 22 2009-2024 年我国酸奶市场量价同比



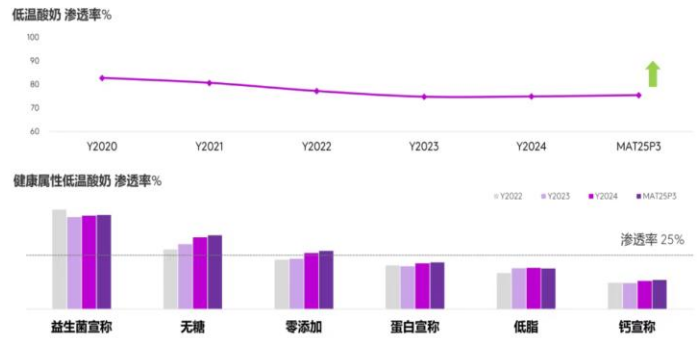
资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

契合健康消费趋势，低温酸奶需求回暖趋势已现。马上赢数据统计，滚动两年计算，截止到 2025 年 3 月，我国低温酸奶市场规模占比同比+6.2pct 至 68.3%，低温酸奶需求韧性优于酸奶整体，常温酸奶萎缩较为严重。凯度数据显示，受无糖、零添加等健康属性酸奶渗透率提升带动，低温酸奶消费者数量从 2024 年下半年开始同比提升，并带动品类消费量和销售额的正向增长，品类回暖趋势已现。

图表 23 MAT2024Q3-2025Q3 我国常低温酸奶占比(MAT 图表 24 2023 年至今健康属性低温酸奶渗透率提升 2 年)



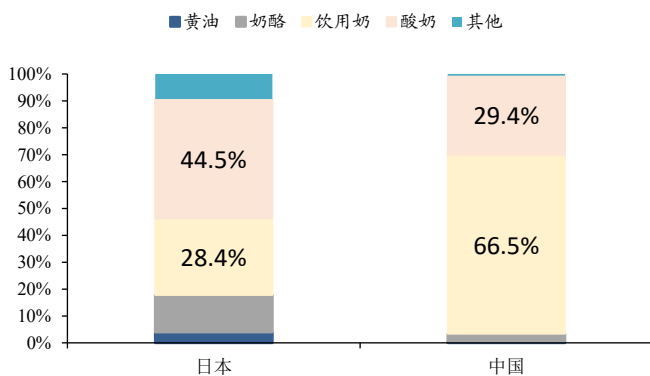
资料来源：马上赢，华安证券研究所



资料来源：凯度，华安证券研究所

对标日本，我国酸奶功能化升级空间较大。对标日本，我国乳制品消费结构较为初级，酸奶等高附加值产品消费占比低于日本。以日本乳企明治为例，自上世纪 70 年代以来明治持续进行酸奶的高端化、功能化升级：1996 年明治保加利亚式酸奶 LB81 被授予特定保健用食品称号；2000 年明治推出具备保护肠胃、抑制幽门螺杆菌的益生菌酸奶 LG21，填补了酸奶在提高个人免疫力领域的空白；2015 年明治推出可以影响嘌呤的 PA-3 酸奶。未来随着中国本土企业的消费者教育，我国酸奶品类升级潜力较大。

图表 25 2023 年中日乳制品消费结构（消费额占比）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 26 日本明治酸奶功能化升级历程

明治酸奶功能化升级历程	
1973	明治保加利亚式酸奶正式发售，产品富含保加利亚乳杆菌，主打健康和长寿
1982	明治保加利亚式酸奶饮用型(3 罐装)正式发售
1984	明治保加利亚式酸奶 LB51 正式发售
1993	明治保加利亚式酸奶 LB81 正式发售
1996	明治保加利亚式酸奶 LB81 被授予特定保健用食品称号
1998	明治保加利亚式酸奶 LB81 纯味不甜饮用型随身装正式发售
2000	明治益生菌酸奶 LG21 正式发售，产品具备保护肠胃、抑制幽门螺杆菌的作用
2002	明治益生菌酸奶 LG21 饮用型、明治美味牛奶正式发售
2009	明治益生菌酸奶 R-1 正式发售，具有预防感冒以及流感作用
2015	明治益生菌酸奶 PA-3 正式发售，是世界首款具有降尿酸功效的酸奶
2021	在中国推出明治佰乐优系列

资料来源：明治乳业官网，Foodaily，华安证券研究所

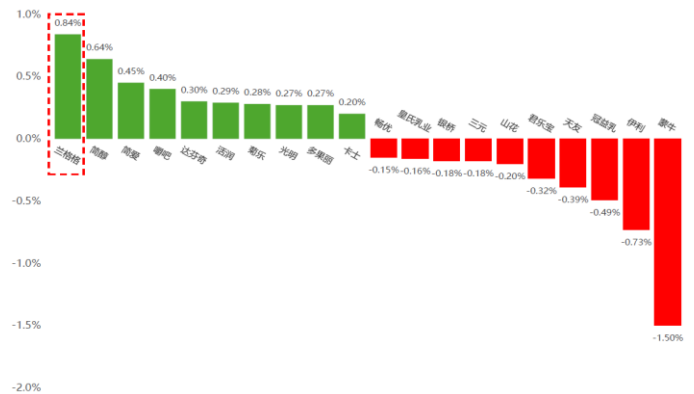
低温酸奶集中度高于低温鲜奶，新乳业市占率提升。相较于低温鲜奶，我国低温酸奶市场格局更为集中，2025Q2 我国低温酸奶 CR5=66.99%，其中君乐宝、蒙牛乳业、伊利股份市占率较高，新乳业市占率排名第五，2025Q2 市占率同比提升。子品牌来看，2024-2025 年新乳业子品牌达芬奇、活润表现较好。未来随着功能化产品创新，区域乳企同样有望弯道超车。

图表 27 2025Q2 我国低温酸奶市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	君乐宝		↓
2	蒙牛		↓
3	伊利股份		↓
4	光明乳业		↑
5	新乳业		↑

资料来源：马上赢，华安证券研究所

图表 28 MAT202503 低温酸奶品牌得失分析

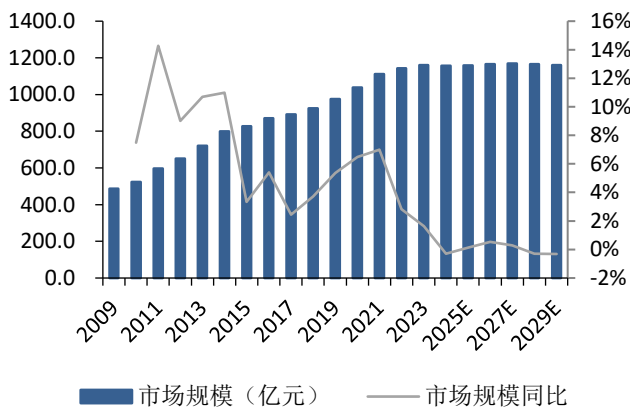


资料来源：马上赢，华安证券研究所

2.3、常温白奶：差异化是区域乳企主要突围策略，周期向上利好竞争缓和

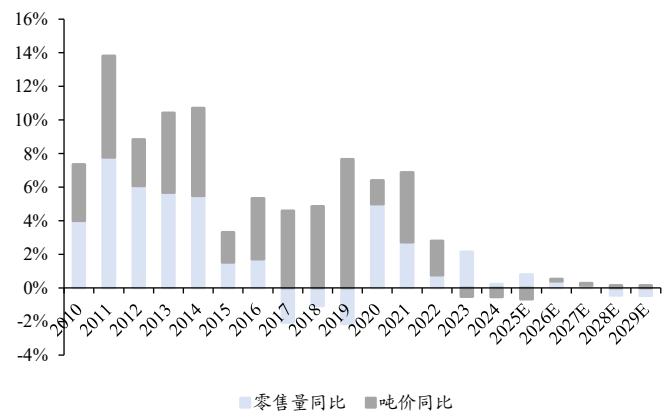
常温白奶市场进入成熟期，行业需求疲软。经济发展、消费者健康意识推动 2009-2014 年我国常温白奶市场高速发展，但随着渗透率提升，2015 年起常温白奶市场逐步进入成熟期，2024 年受消费力疲软等因素影响，常温白奶行业规模同比-0.3%至 1157 亿元，2015-2024 年市场规模复合增速 3.81%，其中量价 CAGR 分别为 0.8%/3%，行业需求短期承压。欧睿预计 2024-2029 年我国常温白奶市场规模 CAGR=0.07%，其中量价 CAGR=0.09%/-0.02%，整体需求疲软。

图表 29 2009-2029E 我国常温白奶市场规模及同比



资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

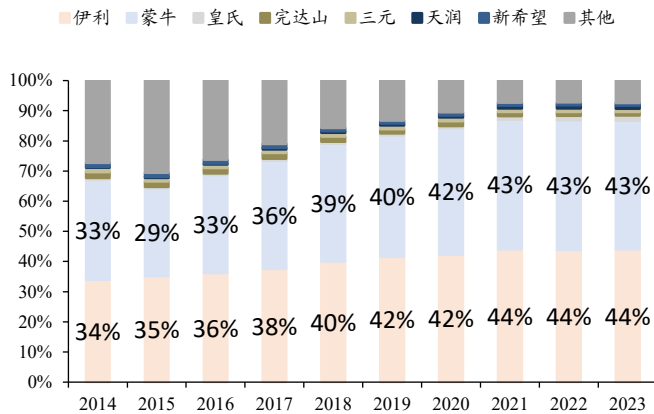
图表 30 2010-2029E 我国常温白奶零售量价同比



资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

常温白奶市场高度集中，差异化是区域乳企主要突围策略。UHT 奶无须冷藏的优点打破了乳制品运输及销售半径限制，是以伊利、蒙牛两大乳业巨头凭借原奶资源丰富、品牌力强、渠道广布占据绝对竞争优势，2023 年常温白奶 CR2=87%，市场格局高度集中，差异化发展成为许多小乳企的主要竞争策略，众多乳企现从奶源、功能角度推出高端产品概念，如 A2 牛奶、有机牛奶等。

图表 31 2014-2023 年我国常温白奶格局（零售额计）



资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

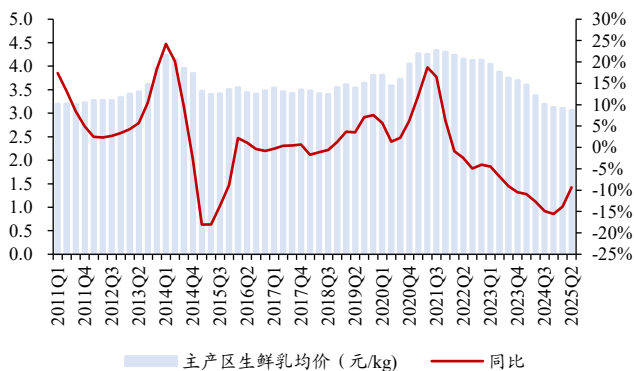
图表 32 常温白奶中 A2、有机纯牛奶加速普及



资料来源：新饮品公众号，华安证券研究所

24 年以来行业供大于求矛盾突出，常温白奶竞争加剧。2024 年至今乳制品行业供需矛盾突出，供给过剩+需求疲软致生鲜乳均价持续下行，农业农村部数据显示，2025Q1/2025Q2 我国主产区生鲜乳均价分别为每公斤 3.1/3.06 元，分别同比下降 13.8%/9.4%，奶价回落至 2010 年水平，持续低迷。行业供大于求背景下部分小品牌以低价奶源进入市场，由于常温白奶需求已较为饱和，新进入者增加致常温白奶竞争加剧，2025Q1 伊利、蒙牛等乳企常温白奶市场份额同比下降，新乳业市占率同比逆势提升。

图表 33 2011Q1-2025Q2 我国生鲜乳均价及同比



资料来源：农业农村部，iFind，华安证券研究所

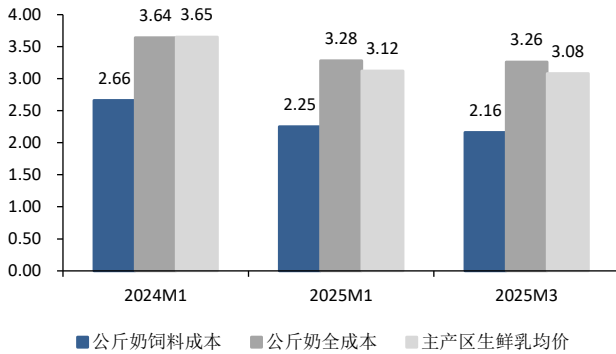
图表 34 2025Q1 常温白奶市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	伊利股份	<div></div>	↓
2	蒙牛	<div></div>	↓
3	光明乳业	<div></div>	↓
4	新乳业	<div></div>	↑
5	天友乳业	<div></div>	↓

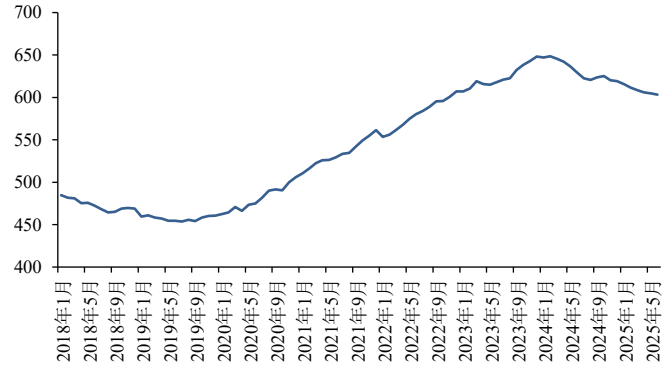
资料来源：马上赢，华安证券研究所

上游出清加速，周期向上利好常温白奶竞争缓和。2025 年 3 月我国生鲜乳全成本/饲料成本分别为 3.26/2.16 元每公斤，由于生鲜乳均价承压，上游牧场亏损严重，经营承压下加速淘汰，截至 2025H1 末，我国奶牛存栏数量较 24 年末减少近 16 万头。随着上游加速出清，我们认为常温白奶竞争有望边际缓和，常温白奶领先企业有望受益。

图表 35 2024M1/2025M1-3 公斤奶价格、成本对比 (元/kg) 图表 36 2018-2025 年 6 月我国奶牛存栏量 (万头)



资料来源: 农业农村部, 华安证券研究所



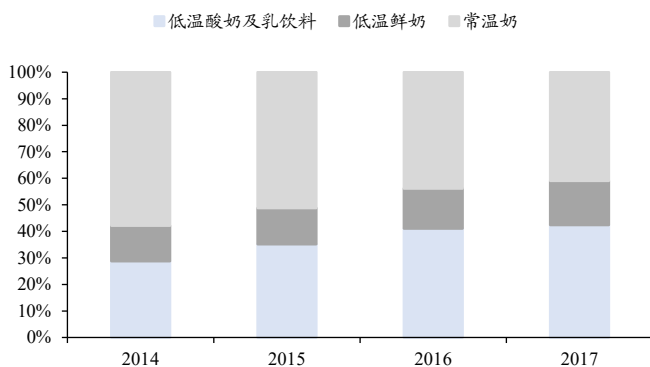
资料来源: 农业农村部, 华安证券研究所

3、竞争力: 做强低温, 价值引领

3.1、产品: 聚焦高毛利的低温业务, 注重产品创新

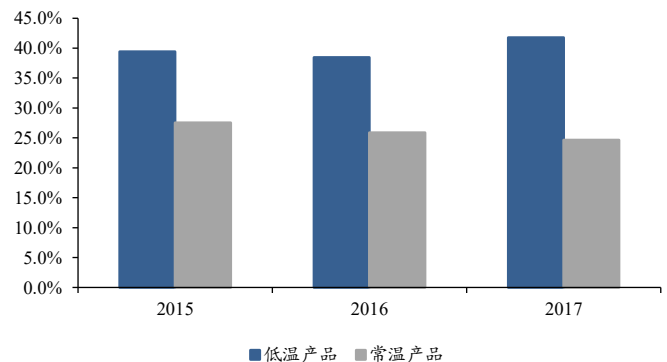
公司液奶以高毛利的低温奶为主, 产品结构升级显著。2010 年席刚出任总裁后提出“鲜战略”, 公司开始发力低温赛道, 2014 年公司低温产品收入占液奶比重 42.2%, 而 2017 年公司低温产品收入占比已超 50%。毛利率方面, 2015-2017 年低温产品毛利率高于常温, 通过发力高毛利的低温产品, 公司实现产品结构升级。

图表 37 2014-2017 年公司液体乳收入结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 38 2015-2017 年公司常低温产品毛利率



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

产品矩阵完善, 满足消费者多层次需求。公司坚持“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, 持续培育战略品类。低温鲜奶方面, 公司打造了全国首款只卖当天的鲜奶品牌“24 小时”、高端复古国潮品牌“今日鲜奶铺”、

高端有机品牌“朝日唯品”，整体定位高端。低温酸奶方面，公司“活润”品牌注重功能性，“初心”品牌强调零添加，朝日唯品旗下“牧场酪乳”定位自然安心美味的高端系列产品，产品属性丰富。常温奶方面，公司拥有“夏进”、“澳特兰”等子品牌。通过打造多元化产品组合，公司可以满足消费者多层次需求。

图表 39 新乳业主要产品矩阵

	24小时	今日鲜奶铺	朝日唯品鲜奶
低温鲜奶			
	活润	初心	朝日唯品酸奶
低温酸奶			
	夏进	澳特兰	
常温奶			

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

注重产品创新，核心品牌成长势能强劲。公司以战略规划为指引，笃定核心业务，深化研发创新，2021-2024 年新品收入占比持续保持双位数。公司产品创新主要包含老品迭代和新品推新两条路径。

- 1) 老品迭代以“24 小时”高端化为例，**2011 年公司即推出全国首款以时间定义新鲜的高端鲜奶品牌“24 小时”，该品牌产品只于上市当天售卖，产品差异化显著，随着生产技术和供应链不断升级，2020-2023 年公司先后推出“24 小时黄金营养乳”、“24 小时铂金全优乳”、“24 小时限定娟姗乳”、“24 小时有机鲜活乳”等产品，通过更高品质产品推动“24 小时”高端化，2024 年高端“24 小时”系列收入同比增长超 15%，占比持续提升。
- 2) 新品推出以“活润”品牌为例，**2020 年公司推出全国首款采用自主研发 3D 包埋技术的“活润晶球”酸奶，市场反馈较好；2024 年 3 月公司抓住当今质价比、代餐、0 蔗糖的消费趋势，推出“活润”轻食杯，推动活润品牌 2024 年同比增长超 20%；2025H1 公司上新活润轻食瓶，顺应体重管理热潮，新品火爆进一步推动活润品牌快速增长。

图表 40 公司 24 小时产品迭代升级



资料来源：中国发展改革网，华安证券研究所

图表 41 公司活润品牌持续推新

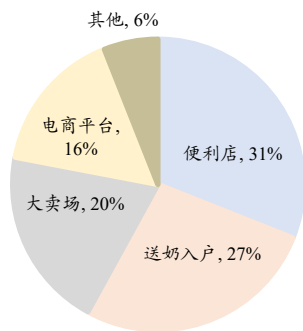


资料来源：京东，华安证券研究所

3.2、渠道&营销：发力高毛利 DTC 渠道，强化营销投入

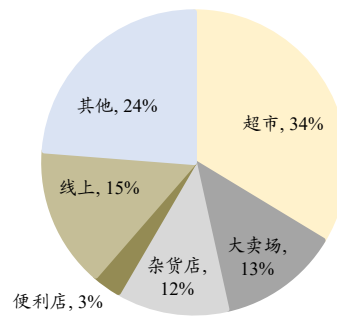
低温鲜奶渠道结构具备特殊性，便利店和送奶入户渠道占比较高。2021 年我国乳制品渠道结构以超市、大卖场、线上渠道为主，其中低温鲜奶品类以便利店、送奶入户、大卖场渠道为主，渠道结构差距较大主因低温鲜奶短保属性突出、货损率高，便利店渠道冷链设施完善且可以满足消费者即时性消费需求，送奶入户渠道则具备无逾期退损、强封闭性等优势，更契合低温鲜奶产品属性。

图表 42 2022 年我国低温鲜奶渠道结构



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

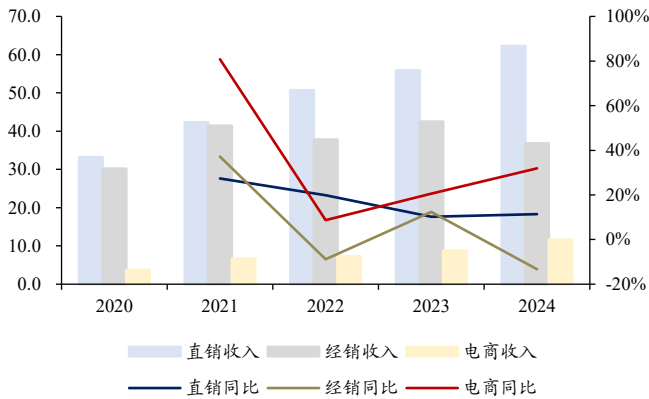
图表 43 2021 年我国乳制品渠道结构



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

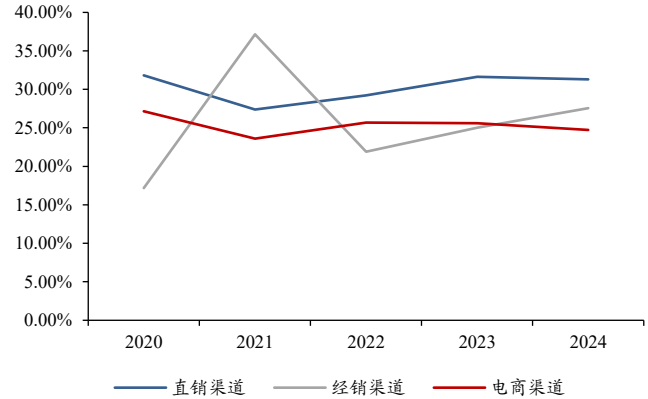
契合行业渠道趋势，公司发力高毛利的 DTC 渠道。当前公司战略重点是发展低温鲜奶和特色低温鲜奶，为契合低温行业发展趋势，公司积极推动线上、线下渠道有机融合，将订奶入户、形象店、自主征订、电商等 D2C 业务作为渠道增长的第一引擎，2020-2024 年公司直销/经销渠道收入 CAGR=17%/5%，且直销渠道毛利率始终高于经销渠道，直销渠道中电商渠道 2020-2024 年收入 CAGR=33%，高毛利的 DTC 渠道表现亮眼。

图表 44 2020-2024 年公司直销/经销/电商渠道收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

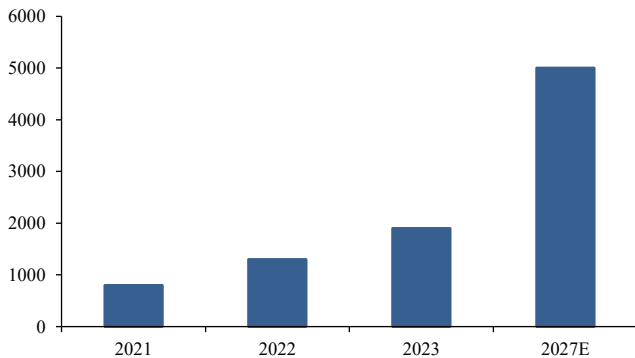
图表 45 2020-2024 年公司直销/经销/电商渠道毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

加速数字化转型，DTC 渠道占比有望持续提升。发力 DTC 渠道对公司内部运营提出更高要求，公司通过持续不断的数字化建设和鲜活 GO 系统搭建，构建起全周期用户运营体系，2024 年公司全域数字化用户同比增长双位数。未来随着数字化转型深化+业务模式/产品结构优化，公司 DTC 渠道占比有望在 27 年提升到 30%。

图表 46 2021-2027E 公司数字化用户（万人）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

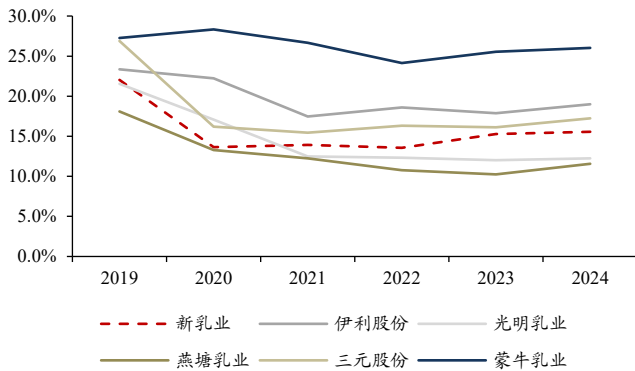
图表 47 公司“鲜活 GO”平台对消费者全生命周期管理



资料来源：华西都市网，华安证券研究所

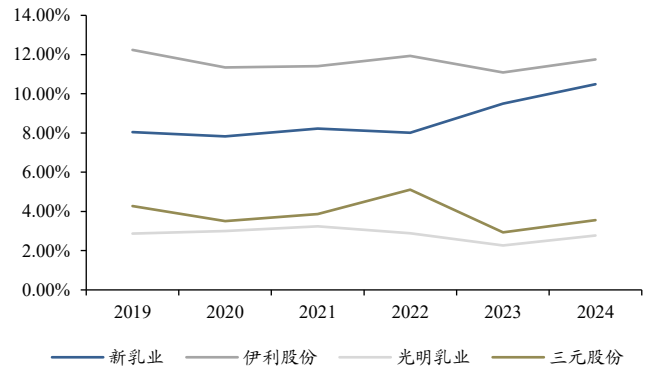
强化营销投入，优化费投结构。2020-2024 年公司加速全国化品牌布局，同时在“新生活，鲜出发”的主题之下，开展以用户为核心的全域新营销，广宣费用率快速提升，但通过优化市场费用、提升费投效率，公司整体销售费用率稳中略升。横向对比来看，公司销售费用率位于行业中下游水平，但广宣费用率位于行业上游，品牌建设重视程度可见一斑。未来随着公司强化营销投放、优化费投效率，公司品牌力有望持续提升。

图表 48 2019-2024 年可比公司销售费用率对比



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 49 2019-2024 年可比公司广告费用率

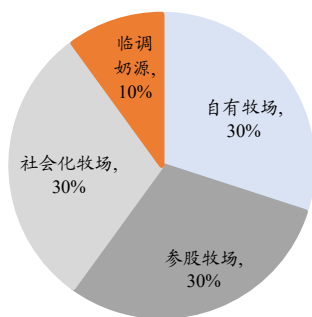


资料来源：iFind，华安证券研究所

3.3、供应链：背靠新希望集团，打造高效供应链

奶源结构较为均衡，牧场靠近消费市场。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，2024 年自有牧场/参股牧场（现代牧业+澳亚牧场）/社会化牧场/临调奶源占比分别为 30%/30%/30%/10%，奶源结构较为均衡，公司与现有主要合作牧场的合作时间长、供应关系稳定，有效保证了原料奶供应。产业布局上看，公司牧场分布靠近分子公司所在地，可以减少牛奶运输时间和环节，保证产品新鲜度的同时降低运输成本，奶源布局契合公司以低温业务为核心的发展战略。

图表 50 2024 年公司奶源结构



资料来源：公司投资者关系管理信息公告，华安证券研究所

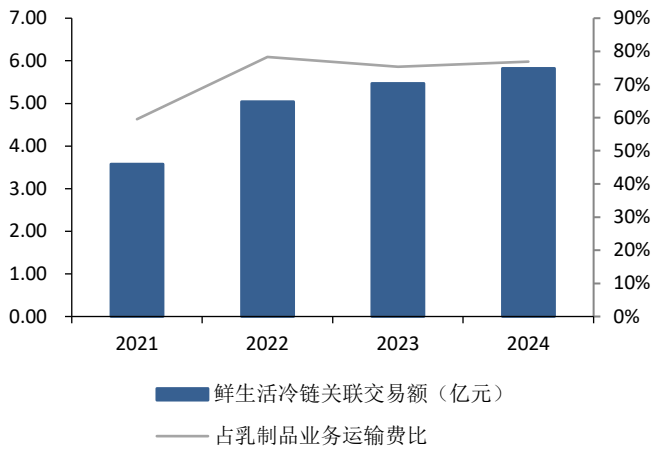
图表 51 2024 年公司牧场和分子公司分布



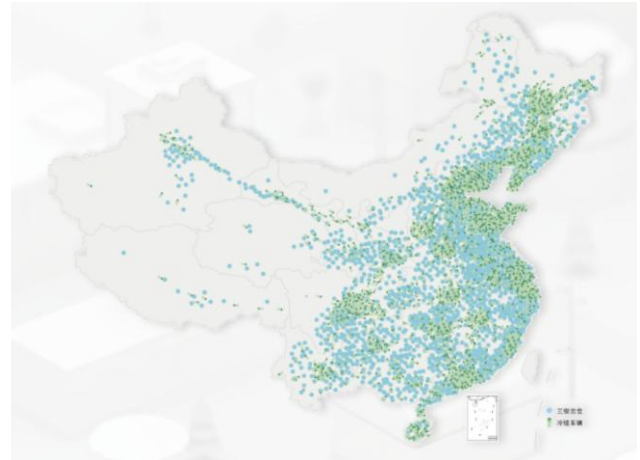
资料来源：新希望集团官网，华安证券研究所

背靠新希望集团，打造高效供应链。上游牧场方面，新希望集团旗下的新希望六和聚焦于饲料、生猪养殖与屠宰两大业务，其饲料业务在国内饲料行业多年保持规模前列，公司依托新希望六和，有效保障了饲料供应，强化上游布局。运输方面，公司携手鲜生活冷链解决低温产品运输难点，鲜生活冷链是新希望集团 2016 年成立的冷链食品通路服务公司，在支线冷链配送方面具备较强优势，2022-2024 年公司和鲜生活冷链的关联交易额占乳制品业务运输费用比重超过 75%，依托鲜生活冷链，公司进一步巩固了“24 小时”等核心单品领先地位。

图表 52 2021-2024 年鲜生活冷链关联交易额及占乳制品 图表 53 鲜生活冷链云仓和冷链车辆布局
 业务运输费比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所



资料来源：新希望集团官网，华安证券研究所

4、成长性：修炼内功精益求精，锐意进取更上层楼

4.1、并购整合经验总结：总部赋能，因企施策

低温奶业务运营难度高于常温奶，精细化管理是核心。相较于常温奶，低温酸奶和低温鲜奶保质期较短，且更依赖于冷链介质，货损处理成本相对更大、操作更为复杂，需要通过高频订单处理来尽可能实现供求平衡以降低货损，常温奶传统的压货-动销模式并不适用，因此低温奶运营管理要求高于常温奶，低温奶企业可以通过因企施策的精细化管理实现弯道超车。

图表 54 常低温液奶产品属性区别

	常温奶	低温酸奶	低温鲜奶
销售渠道	传统渠道为主	有冷链的现代渠道为主	有冷链的现代渠道为主
消费属性	礼赠、自饮	自饮	自饮
保质期	6-12 个月	21 天左右	7-14 天
保存方式	常温保存	0℃~4℃	2-6℃

资料来源：央视网，生命时报，华安证券研究所

多年并购整合，公司已形成完善的投后管理方法。

渠道：因地制宜，扬长避短。考虑到各子公司的渠道特点存在差异，公司采取因地制宜的渠道策略，充分发展子公司的优势渠道，帮助子公司做大做强，如安徽白帝子公司发力送奶入户渠道，唯品则以餐饮咖啡渠道、山姆代工、C 端高端超市渠道等为主。

品牌：联合品牌策略，保留本土记忆。考虑到低温乳制品在本地有很强的区域属性和用户粘度，公司采用联合品牌的运营策略，即一个核心品牌“新希望”+多个区域子品牌，既保留当地品牌的品牌记忆，又可以强化消费者对新希望品牌印象，通过重点产品打造全国品牌，同时锐化区域品牌，实现母品牌和子品牌相互带动，促进协同发展。

产品：博采众长，整合共赢。考虑到各子公司的消费市场和品牌调性都有一定差异，公司在总部设立研发中心的同时，保留了各子品牌的研发调性，因此公司新品研发路径有两条：**1) 总部研究：**总部研发中心通过市场研究研发推出新产品，在核心市场进行试点后全国推广，如活润晶球；**2) 子公司优秀产品全国化：**公司挑选一些子公司在当地市场做的比较优秀的产品，优化后进行全国推广，如初心产品。

图表 55 公司品牌矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 56 公司不同子公司产品融合

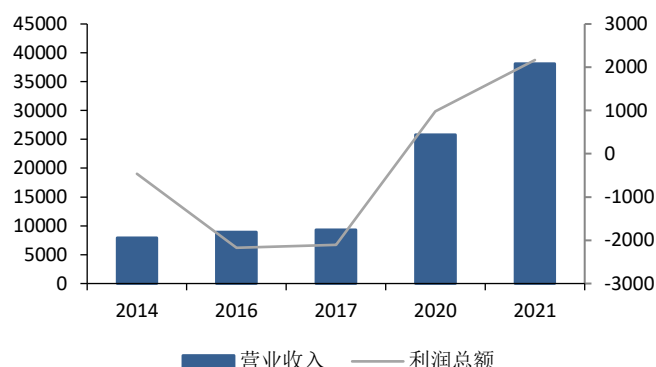


资料来源：淘宝，华安证券研究所

4.2、协同效应逐步释放，高质发展潜力可期

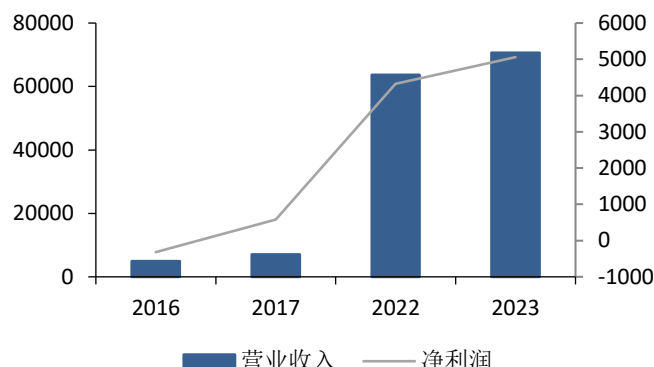
整合赋能效果逐步显现，子公司经营改善显著。以湖南南山为例，2015 年 6 月公司收购湖南南山时子公司运营情况不佳，整体盈利能力较差，而随着公司全方位赋能，湖南南山在 CVS 渠道拓展、特色产品创新、跨界合作方面持续突破，2020-2022 年连续收入、利润快速增长，实现扭亏为盈。以山东唯品为例，2016 年 12 月公司收购唯品乳业，将“循环农作，自然出美味”的品牌理念融入到产品开发中，强化高端品牌定位，2017 年山东唯品扭亏为盈，2017-2023 年山东唯品收入/净利润 CAGR=47%/44%，整合协同效果显著。

图表 57 2014-2021 年湖南南山营收及利润（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

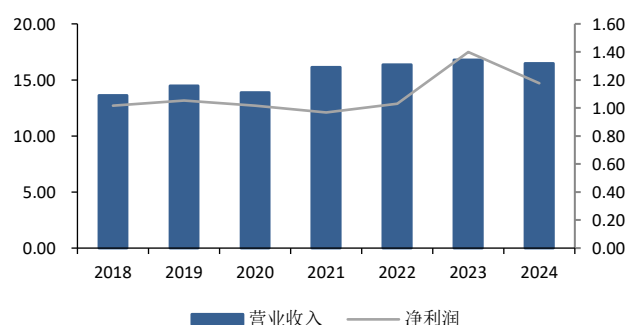
图表 58 2016-2023 年山东唯品营收及利润（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

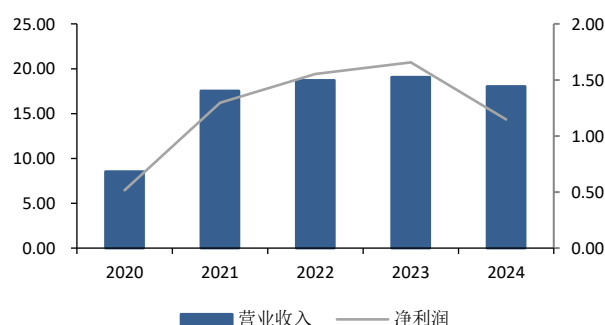
西南基地市场有望稳健增长，西北市场有望受益于行业竞争改善。当前公司基本盘子公司主要包括四川乳业、昆明雪兰、寰美乳业（夏进）。其中四川乳业当前业务主要集中在成都地区，未来随着成都以外的城市群突破扩张、活润轻食瓶等新品上量，公司西南基地市场有望稳健增长。寰美乳业销售市场集中在宁夏地区，产品以常温奶为主，受行业原奶供大于求、行业竞争加剧等因素影响，2024 年寰美乳业收入和净利润承压，未来随着行业原奶周期向上+公司协同赋能，寰美乳业经营有望改善。

图表 59 2018-2024 年四川乳业收入及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 60 2020-2024 年寰美乳业收入及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

唯品领航，华东市场成长可期。近年来公司华东地区成长性较强，核心子公司主要包括山东唯品、苏州双喜、杭州双峰、安徽白帝等。其中山东唯品高端属性坚挺，为公司华东市场主要增长动力，25H1 唯品深化和山姆、盒马等商超合作，发挥研发技术优势，结合供应链灵活度，为山姆推出芭乐酸奶等优势产品，未来随着新品迭代+渠道立体化，唯品作为华东市场排头兵有望踏浪前行，带动整体华东市场持续增长。

图表 61 朝日唯品/光明/每日鲜语低温鲜奶价格对比

乳企	产品	规格 (ml)	价格 (元)	均价 (元/L)	蛋白质含量 (g/100g)	钙含量 (mg/100g)	保质期 (天)	贮藏条件
新乳业	朝日唯品无调整牛乳	950	18	18.95	3.3	120	15	2-6℃
	朝日唯品有机牛乳	950	35.91	37.80	3.8	125	15	2-6℃
	朝日唯品娟姗牛奶	950	26.41	27.80	4	125	15	2-6℃
光明乳业	光明优倍鲜牛奶	950	18.9	19.89	3.4	115	7	2-6℃
	光明致优鲜牛奶	950	24.61	25.91	3.6	120	7	2-6℃
	光明优倍4.0鲜牛奶	950	19.9	20.95	4	135	7	2-6℃
	光明优倍5.0鲜牛奶	780	28.59	36.65	5	170	11	2-6℃
蒙牛乳业	每日鲜语鲜牛奶	950	22.28	23.45	3.6	120	15	2-6℃
	每日鲜语	720	15.74	21.86	3.6	120	15	2-6℃
	3.6g蛋白鲜奶	720	24.9	34.58	4	130	15	2-6℃
	4.0g蛋白鲜奶	720	22.67	31.49	4	130	15	2-6℃
	娟姗4.0g蛋白鲜奶	720	22.67	31.49	4	130	15	2-6℃
	每日鲜语	720	19.7	27.36	3.6	120	15	2-6℃
	A2 β-酪蛋白鲜牛奶	720	19.7	27.36	3.6	120	15	2-6℃

资料来源：京东旗舰店，华安证券研究所；数据截止到 2025 年 7 月

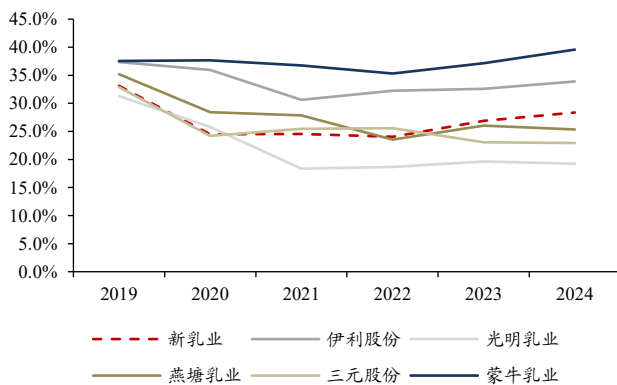
20 日

图表 62 山姆上新唯品酸奶新品



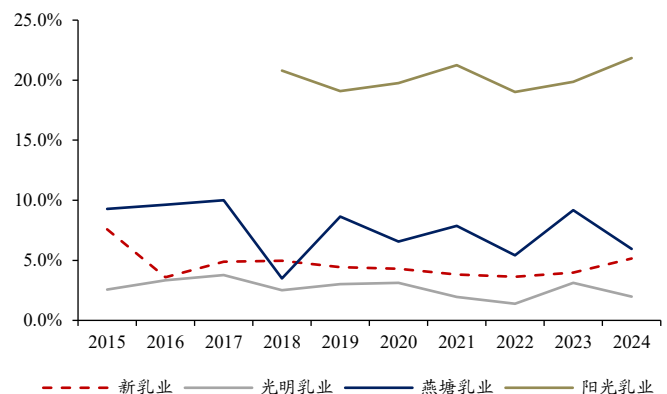
产品结构升级+DTC 渠道扩张+内部效率提升，盈利能力有望稳步改善。2019-2024 年公司毛利率位于行业中游水平，可比公司中，低温奶收入占比较高的阳光乳业发力送奶入户渠道，2018-2024 年销售净利率稳定在 19-22%，对标可比公司，公司盈利能力提升空间较大。未来随着高毛利的低温产品推新、高毛利的 DTC 渠道稳步扩张，叠加内部效率提升，我们认为公司盈利能力有望逐步改善，有望实现 2023-2027 年公司净利率翻一番的战略目标。

图表 63 2019-2024 年可比公司毛利率



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 64 2015-2024 年可比公司销售净利率



资料来源：iFind，华安证券研究所

5、盈利预测及投资评级

收入与毛利率预测：

- 1、 **低温酸奶业务：**24H2 行业回暖，未来随着公司新品迭代、区域扩张、渠道立体化建设，25-27 年公司低温酸奶业务收入有望快速增长。
- 2、 **低温鲜奶业务：**渗透率提升下低温鲜奶行业成长性较强，未来随着公司产品迭代+发力 DTC 渠道，预计 25-27 年低温鲜奶业务收入有望快速增长。
- 3、 **常温奶业务：**受行业原奶供大于求、行业竞争加剧因素影响，预计 25 年常温奶收入承压，未来随着原奶周期向上，26-27 年公司常温奶业务收入有望逐步回暖。
- 4、 **液奶业务：**高毛利的低温酸奶、低温鲜奶快速增长有望带动公司整体液奶业务 25-27 年收入稳健扩张+毛利率持续改善。
- 5、 **营业总收入及毛利率：**预计 25-27 年公司营收分别为 111.5/118.1/126.3 亿元，同比 +4.6%/+5.9%/+7.0%，毛利率分别为 29.0%/29.6%/30.1%，同比 +0.7/+0.6/+0.5pct。

利润端：

- 1、 **销售费用率：**公司仍处于品牌建设期，且注重新品培育，未来有望加大广宣费投力度，预计 25-27 年销售费用率略有提升；
- 2、 **管理费用率：**未来随着子公司协同深化、数字化改革提升内部效率，预计管理费用率有望逐步优化；
- 3、 **财务费用率：**随着公司债务结构优化，预计财务费用率有望逐步下降；
- 4、 **归母净利率：**毛利率改善+管理/财务费用率优化，预计 25-27 年公司归母净利率分别为 6.5%/7.3%/7.5%，分别同比+1.4/+0.8/+0.3pct。

图表 65 2023-2027E 公司收入（百万元）及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、奶粉	79	71	69	70	71
yoy	11.3%	-9.6%	-3.0%	1.0%	2.0%
/营业总收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
毛利率	32.4%	31.5%	31.2%	30.6%	30.5%
2、液体乳	9755	9836	10295	10922	11709
yoy	11.2%	0.8%	4.7%	6.1%	7.2%
/营业总收入	88.8%	92.2%	92.3%	92.5%	92.7%
毛利率	28.8%	29.9%	30.6%	31.3%	31.7%
（1）低温酸奶等	2564	2713	3097	3284	3472
yoy	6.0%	5.8%	14.1%	6.1%	5.7%
/营业总收入	23.3%	25.4%	27.8%	27.8%	27.5%
（2）低温鲜牛奶	2677	2919	3243	3603	4040
yoy	26.5%	9.0%	11.1%	11.1%	12.1%
/营业总收入	24.4%	27.4%	29.1%	30.5%	32.0%
（3）常温奶	4514	4204	3955	4035	4197
yoy	6.5%	-6.9%	-5.9%	2.0%	4.0%
/营业总收入	41.1%	39.4%	35.5%	34.2%	33.2%
3、其他业务	1153	758	788	820	853
yoy	-0.5%	-34.3%	4.0%	4.0%	4.0%
/营业总收入	10.5%	7.1%	7.1%	6.9%	6.7%
毛利率	10.6%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
营业总收入	10987	10665	11153	11812	12633
yoy	9.80%	-2.93%	4.57%	5.91%	6.95%
毛利率	26.9%	28.4%	29.0%	29.6%	30.1%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

图表 66 2023-2027E 公司费用率及归母净利润（百万元）预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.3%	15.6%	16.0%	16.4%	16.6%
管理费用率	4.3%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%
研发费用率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
财务费用率	1.5%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%
归母净利润	430.8	537.7	722.0	860.8	952.7
yoy	19.3%	24.8%	34.3%	19.2%	10.7%
归母净利率	3.9%	5.0%	6.5%	7.3%	7.5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

厚积薄发蓄势腾飞，首次覆盖给予“买入”评级。公司是低温领先的区域乳企，近年来发力低温鲜奶和特色低温酸奶、深化 DTC 渠道建设、强化内生运营，未来随着内部协同效应释放，我们预计 25-27 年公司营收分别为 111.5/118.1/126.3 亿元，同比+4.6%/+5.9%/+7.0%；预计归母净利润为 7.2/8.6/9.5 亿元，同比+34%/+19%/+11%，对应 PE 分别为 21/18/16x。我们选取伊利股份、光明乳业、天润乳业、三元股份等乳企作为可比公司，公司 25-27 年 PE 低于可比公司平均值，且成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 67 可比公司估值对比（截止到 2025 年 11 月 16 日）

证券简称	市值百万元	归母净利润（百万元）				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600887.SH 伊利股份	179,324	8,452.9	11,244.7	12,258.6	13,201.5	21.2	15.9	14.6	13.6
600597.SH 光明乳业	12,062	722.0	476.4	532.7	596.9	16.7	25.3	22.6	20.2
600419.SH 天润乳业	3,240	43.7	33.3	153.0	198.0	74.2	97.2	21.2	16.4
600429.SH 三元股份	9,839	54.8	120.9	154.4	177.5	179.5	81.4	63.7	55.4
平均						72.9	55.0	30.5	26.4
002946.SZ 新乳业	15,268	537.7	722.0	860.8	952.7	28.4	21.1	17.7	16.0

资料来源：iFind，华安证券研究所；伊利股份、光明乳业、天润乳业、三元股份均采用 iFind 一致预期

风险提示

- 1、**并购整合不及预期：**若各子公司的并购整合不及预期，公司业绩弹性可能会延迟释放。
- 2、**竞争加剧风险：**若竞对加大投放力度，公司费用投放策略或有调整，盈利能力将受到影响。
- 3、**食品安全问题：**食品安全或产品质量事件将导致公司品牌受损，销售受到冲击。
- 4、**原材料价格波动较大：**原材料出现市场供给短缺或价格超预期波动，公司盈利能力将承压。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1998	3394	4344	5635		营业收入	10665	11153	11812	12633
现金	396	1755	2651	3875		营业成本	7641	7913	8311	8829
应收账款	608	614	617	624		营业税金及附加	53	56	59	63
其他应收款	33	37	36	35		销售费用	1659	1784	1937	2097
预付账款	46	40	33	26		管理费用	381	379	390	417
存货	742	725	730	742		财务费用	101	54	36	22
其他流动资产	173	224	278	332		资产减值损失	-98	-23	-10	-10
非流动资产	6881	6738	6563	6363		公允价值变动收益	24	6	6	6
长期投资	515	520	525	530		投资净收益	-3	11	12	13
固定资产	2913	2604	2290	1970		营业利润	680	866	1033	1143
无形资产	662	684	704	722		营业外收入	11	8	7	6
其他非流动资产	2790	2930	3043	3141		营业外支出	47	7	6	5
资产总计	8879	10133	10907	11998		利润总额	643	867	1034	1144
流动负债	3731	4061	4337	4643		所得税	94	127	151	167
短期借款	371	671	871	1071		净利润	549	740	883	977
应付账款	991	989	1016	1055		少数股东损益	12	19	22	24
其他流动负债	2369	2401	2450	2517		归属母公司净利润	538	722	861	953
非流动负债	2006	1999	1686	1573		EBITDA	1418	1404	1577	1698
长期借款	1077	1067	1057	1047		EPS (元)	0.62	0.84	1.00	1.11
其他非流动负债	928	931	628	525						
负债合计	5736	6059	6023	6216		主要财务比率				
少数股东权益	87	106	128	152		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	861	861	861	861		成长能力				
资本公积	523	523	523	523		营业收入	-2.9%	4.6%	5.9%	7.0%
留存收益	1672	2584	3373	4246		营业利润	33.9%	27.4%	19.3%	10.7%
归属母公司股东权	3055	3968	4757	5630		归属于母公司净利	24.8%	34.3%	19.2%	10.7%
负债和股东权益	8879	10133	10907	11998		获利能力				
						毛利率 (%)	28.4%	29.0%	29.6%	30.1%
						净利率 (%)	5.0%	6.5%	7.3%	7.5%
						ROE (%)	17.6%	18.2%	18.1%	16.9%
						ROIC (%)	12.9%	10.5%	11.1%	10.9%
						偿债能力				
						资产负债率 (%)	64.6%	59.8%	55.2%	51.8%
						净负债比率 (%)	182.5%	148.8%	123.3%	107.5%
						流动比率	0.54	0.84	1.00	1.21
						速动比率	0.32	0.64	0.82	1.04
						营运能力				
						总资产周转率	1.20	1.17	1.12	1.10
						应收账款周转率	17.60	18.25	19.20	20.37
						应付账款周转率	7.98	7.99	8.29	8.53
						每股指标 (元)				
						每股收益	0.62	0.84	1.00	1.11
						每股经营现金流	1.73	1.61	1.80	1.96
						每股净资产	3.55	4.61	5.53	6.54
						估值比率				
						P/E	23.40	21.15	17.74	16.03
						P/B	4.09	3.85	3.21	2.71
						EV/EBITDA	10.72	12.06	10.10	8.71

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1491	1382	1547	1685		经营活动现金流	1491	1382	1547	1685
净利润	549	740	883	977		折旧摊销	473	483	507	532
折旧摊销	473	483	507	532		财务费用	109	60	62	62
财务费用	109	60	62	62		投资损失	3	-11	-12	-13
投资损失	3	-11	-12	-13		营运资金变动	170	12	61	79
营运资金变动	170	12	61	79		其他经营现金流	567	826	867	947
其他经营现金流	567	826	867	947		投资活动现金流	-568	-451	-405	-407
投资活动现金流	-568	-451	-405	-407		资本支出	-578	-377	-340	-343
资本支出	-578	-377	-340	-343		长期投资	-8	-75	-75	-75
长期投资	-8	-75	-75	-75		其他投资现金流	18	1	11	12
其他投资现金流	18	1	11	12		筹资活动现金流	-971	428	-247	-54
筹资活动现金流	-971	428	-247	-54		短期借款	-544	300	200	200
短期借款	-544	300	200	200		长期借款	-289	-10	-10	-10
长期借款	-289	-10	-10	-10		普通股增加	-5	0	0	0
普通股增加	-5	0	0	0		资本公积增加	-43	0	0	0
资本公积增加	-43	0	0	0		其他筹资现金流	-88	138	-437	-244
其他筹资现金流	-88	138	-437	-244		现金净增加额	-47	1359	896	1225
现金净增加额	-47	1359	896	1225						

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：周韵，南开大学金融学学士，华威大学金融学硕士，5年消费行业研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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%至 15%；
- 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；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。