

证券研究报告

## “鲜立方战略”指引，剑指国内低温奶龙头

### ——新乳业（002946.SZ）深度报告

#### ● 核心观点

**新乳业：以“鲜价值”为核心，重点发展低温鲜奶和特色酸奶，持续产品创新，构建战略品类。坚持“鲜立方战略”，以 DTC 为重要增长引擎，积极推动渠道变革，实施分布经营和区域深耕，夯实核心市场份额。依托稳定奶源、高效冷链、创新科技与精细化渠道管理，打造鲜能力和差异化竞争力。**

**低温品类韧性强，受益低温奶行业β。**整体需求阶段性承压，低温品类逆势增长，公司作为行业龙头有望受益。一方面，消费者教育成果逐步显现，健康意识抬升，“鲜活营养”成为决策锚点，低温品类有望抢占常温奶市场份额。另一方面，冷链基础设施持续扩容，新零售与会员店高景气，线上电商快速崛起，低温品类覆盖范围持续扩大，渗透率持续提升。

**供应链布局日趋完善，自有体系内生动力强。**公司通过“区域深耕+分布经营”路径，向华东、华南、华北等重点城市群渗透，牧场与工厂协同布局，奶源高效覆盖重点区域。依托集团冷链物流体系，覆盖半径至全国 31 省，规模化摊薄成本。集团矩阵赋能，积极推动数字化转型，高效支撑运营效率提升。

**新品迭代，高端化稳步推进，持续孵化大单品。**新品高频迭代，双位数占比带动高质量增长，2025 年三季度新品收入占比保持双位数，并创年内新高。活润、24 小时黄金系列、活润晶球等头部新品市场反应良好。子品牌“朝日唯品”B/C 端双轮驱动，逐步成长为全国性高端乳品标杆。

**DTC+新零售双渠道赋能，积极布局占先机。**低温奶 DTC 渠道直通消费者，盈利能力强，具备强用户粘性和高复购属性。目前公司已经形成了包含送奶入户、自主征订、形象店与电商等方式的多场景服务闭环，积极布局打造竞争壁垒。新零售渠道赋能，白牌鲜奶高效放量成行业新动能，短期推动公司业绩稳步增长快速放量，长期强化消费者教育，带动自有品牌渗透率提升。

**盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 111.3/117.4/124.8 亿元，同比增长 4.37%/5.43%/6.37%；归母净利润 7.1/8.3/9.7 亿元，同比增长 31.21%/17.42%/16.75%，对应 P/E 约 21x/18x/16x，首次覆盖，给予“买入”评级。**

**风险提示：**宏观经济等系统性风险；低温鲜奶渗透率不及预期风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

#### 重要数据

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,665.42	11,131.60	11,736.51	12,484.18
增长率 (%)	-2.93	4.37	5.43	6.37
归母净利润	537.69	705.51	828.38	967.10
增长率 (%)	24.80	31.21	17.42	16.75
EPS (元/股)	0.62	0.82	0.96	1.12
市盈率 (P/E)	27.90	21.26	18.11	15.51
市净率 (P/B)	4.91	3.95	3.43	2.97

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部，数据截至 2025 年 12 月 1 日盘后

股票代码	002946.SZ
公司评级	买入
评级变动	首次
收盘价	17.43
目标价	22.33

#### 近 1 年股价走势



#### 分析师

梁帅奇 S0650525050002

联系邮箱：liangshuaiqi@mgzq.com

#### 相关研究

## 正文目录

一、 新乳业：低温奶行业领军者 .....	5
1.1 “鲜立方战略”战略指引，做大做强核心业务 .....	5
1.2 股权结构：背靠新希望，股权结构稳定 .....	5
1.3 立足西南，三轮并购完善全国产能布局 .....	6
1.4 财务表现：立足“鲜立方战略”，利润稳步上行 .....	7
二、 低温奶行业：穿越周期低谷显韧性 .....	8
2.1 竞争格局分散，三类企业分层竞争 .....	8
2.2 乳制品需求阶段性承压，低温品类表现较优 .....	9
2.3 行业渗透壁垒逐步瓦解，低温鲜奶持续扩容 .....	10
三、 供应链：鲜奶产能布局完善，新乳业内生动力强 .....	14
3.1 自有冷链物流体系，覆盖范围广，运输成本低 .....	14
3.2 奶源空间分布不均，新乳业鲜奶业务“得产能者得天下” .....	15
3.3 集团矩阵赋能，积极推动数字化转型，高效支撑运营效率提升 .....	16
四、 产品：高端化+新品迭代，持续孵化大单品 .....	17
4.1 研发驱动，加速产品推陈出新 .....	17
4.2 高端化路径推动品牌力稳步提升 .....	18
五、 渠道：DTC+新零售双渠道赋能，积极布局占先机 .....	19
5.1 DTC 模式直通消费者，盈利能力强 .....	19
5.2 矩阵建设进入突破期，新乳业 DTC 渠道有望持续放量 .....	19
5.3 新零售赋能，推动低温品类渗透 .....	20
5.4 新零售渠道放量释放供应链优势 .....	21
六、 盈利预测及估值 .....	22
6.1 盈利预测 .....	22
6.2 估值分析 .....	23
七、 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1： 新乳业股权结构 .....	6
图 2： 新乳业发展历程 .....	6
图 3： 新乳业旗下子品牌 .....	7
图 4： 新乳业全国产业布局分布 .....	7

图 5: 新乳业营业收入及增速 .....	7
图 6: 新乳业归母净利润及增速 .....	7
图 7: 新乳业分品类营业收入 (百万元) .....	8
图 8: 新乳业分品类营业收入增速 .....	8
图 9: 新乳业毛利率及净利率 .....	8
图 10: 新乳业分品类毛利率 .....	8
图 11: 2022 年全国低温奶 CR5 市占率 .....	9
图 12: 中国乳制品市场竞争格局 .....	9
图 13: 中国乳制品产量及增速 .....	10
图 14: 低温鲜奶渗透率持续提升 .....	10
图 15: 低温品类保持扩张趋势, 市场份额持续提升 .....	10
图 16: 中国乳品人均消费量较欧美国家仍有较大提升空间 .....	11
图 17: 低温鲜奶营养价值更高 .....	12
图 18: 巴氏杀菌乳营养流失较少 .....	12
图 19: 中国冷链物流运输与仓储能力 .....	12
图 20: 2024 年中国乳品行业销售渠道占比 .....	13
图 21: 中国乳品市场分渠道销售额增幅 .....	13
图 22: 万辰集团旗下零食店全国布局 .....	14
图 23: 万辰集团旗下零食店打通下沉市场渠道 .....	14
图 24: 新乳业全时物流体系 .....	15
图 25: 新乳业自有物流体系成本具备优势 .....	15
图 26: 我国牛奶产量集中在北方地区 .....	15
图 27: 新乳业奶源充足 .....	15
图 28: 新乳业集团化运营模式 .....	16
图 29: 子公司运营效率优于可比公司 .....	16
图 30: 新乳业全链路数字化运营 .....	16
图 31: 新乳业多样化产品矩阵 .....	18
图 32: 新乳业旗下高端化产品朝日唯品 .....	19
图 33: 子公司山东唯品营业利润率在子公司中表现较优 .....	19
图 34: DTC 模式直通终端消费者 .....	19
图 35: 依托“鲜活 go”系统, 新乳业 DTC 渠道覆盖地区 .....	20
图 36: 新希望 DTC 形象店 .....	20
图 37: 2020 年以来, 新乳业产能利用情况明显提升 .....	21

图 38: 新零售渠道销售额增速优于其他渠道.....	21
图 39: 白牌产品推动鲜奶消费放量 .....	21
图 40: 与 2020 年相比, 新乳业经营性现金流显著改善.....	21
表 1: 阻碍低温鲜奶渗透的传统三大壁垒 .....	11
表 2: 头部乳业持续完善物流供应链布局 .....	13
表 3: 新乳业主要研发项目 .....	17
表 4: 新乳业营收拆分 .....	22
表 5: 新乳业费用率预测 .....	23
表 6: 新乳业可比公司估值表 .....	23

## 一、新乳业：低温奶行业领军者

### 1.1 “鲜立方战略”战略指引，做大做强核心业务

新乳业是专注于乳品及含乳饮料研发、生产与销售的企业，核心产品涵盖液体乳、奶粉及其他品类。据 2025 年半年报数据，液体乳营收达 50.67 亿元，占比达 91.70%，为绝对核心收入来源；奶粉与其他产品分别实现营收 0.46/4.13 亿元，占比 0.83%/7.47%，产品结构高度聚焦主业。公司秉持“提供优质营养乳品、个性多样化消费体验”的理念，传递鲜活生活态度，致力于成为“新鲜一代的选择”。作为区域性乳制品龙头，以低温产品为主导，锚定“新鲜、新潮、新科技”品牌定位，与行业主要龙头形成差异化竞争。其管理能力、创新能力及品牌势能均处于行业前列，核心经营区域的市场份额持续稳定提升，巩固区域竞争优势。

2023 年，公司提出鲜立方战略，明确将低温品类作为公司发展的主要方向，努力推动规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番，剑指国内低温奶龙头。具体来看：

一是“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%，坚定不移地推动鲜奶品类的高速成长和份额提升；另一方面，看好低温特色酸奶的发展前景，并将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。

二是“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。生物科技方面，围绕自有菌种库建设、菌株功能研究、菌株产业化开发、发酵动力学研究等进行研发创新，不断打强公司的“芯”能力和“新”能力，力争未来五年新品年复合增长率大于 10%。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，提高管理效率和效益，并坚持以数字化转型实现用户精准运营和服务提升，五年力争实现突破 5000 万数字化用户，并给予用户更加愉悦的服务体验。

三是“内生为主，并购为辅”。明确增长以内生增长为主，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。

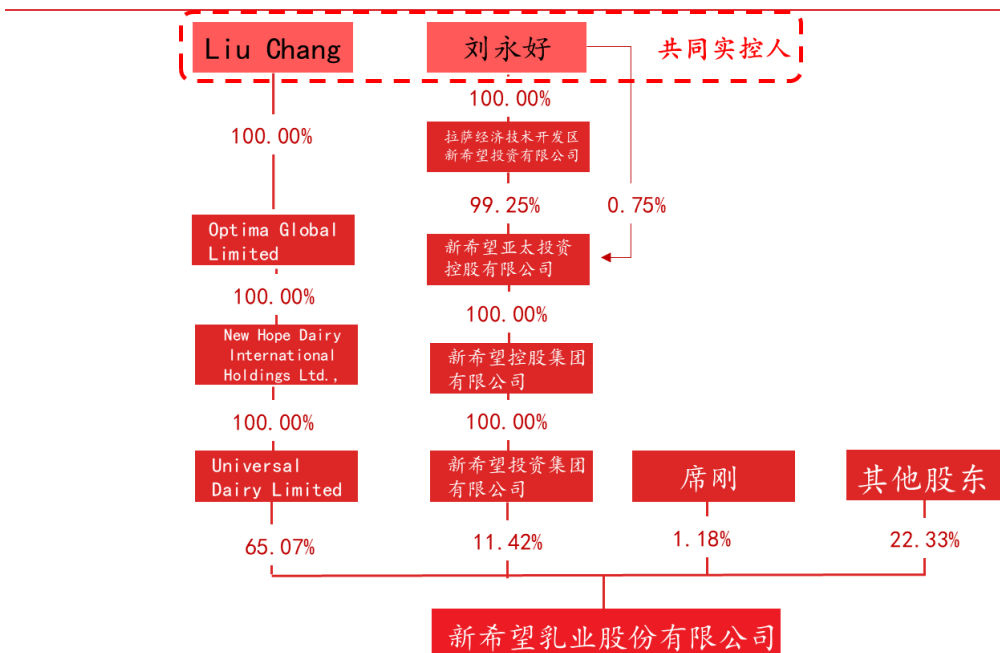
四是“分布经营，区域深耕”。专注核心区域和核心市场，打强各区域市场的深度和密度，同时特色品牌进行区域扩张。通过分布经营，区域深耕的方式，提升各区域市场的份额和品牌影响力。切实从“鲜、亲、透”三大核心内容提升企业的核心竞争力，并通过全链条的“鲜”能力建设打造极致新鲜的运营能力。

### 1.2 股权结构：背靠新希望，股权结构稳定

公司股权集中度高，控股股东 Universal Dairy 持股 65.07%，新希望投资集团有限公司持股 11.42%。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，二人作为一致行动人合计持股 76.49%；此外，公司董事长席刚持股 1.18%。

背靠新希望集团，充分受益集团资源禀赋。新希望集团 2024 年销售收入超 2,600 亿元人民币。荣登 2025 年《财富》世界 500 强榜单第 426 位，业务覆盖饲料、食品、化工、资源、金融、交运等领域。依托集团全产业链赋能，公司通过并购整合区域乳企的“1+N”战略模式快速壮大；且董事长、总经理等多位高管为任职 10 年以上的行业元老，经验深厚。

图1：新乳业股权结构



资料来源：Wind，公司公告，麦高证券研究发展部

### 1.3 立足西南，三轮并购完善全国产能布局

新乳业围绕华东、华北等核心市场，通过三轮并购，由点及面，广泛覆盖全国低温鲜奶核心市场，与蒙牛、伊利等行业龙头实现差异化竞争。2001-2003：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。2015-2016：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。2020-2021：收购寰美乳业（宁夏夏进）、福州澳牛。

图2：新乳业发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，麦高证券研究发展部

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，构建了城市乳企网络。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。子品牌包含“华西”、“雪兰”、“蝶泉”、“三牧”、“南山”、“双峰”、“双喜”、“白帝”、“琴牌”、“唯品”、“天香”、“夏进”、“澳牛”等。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。



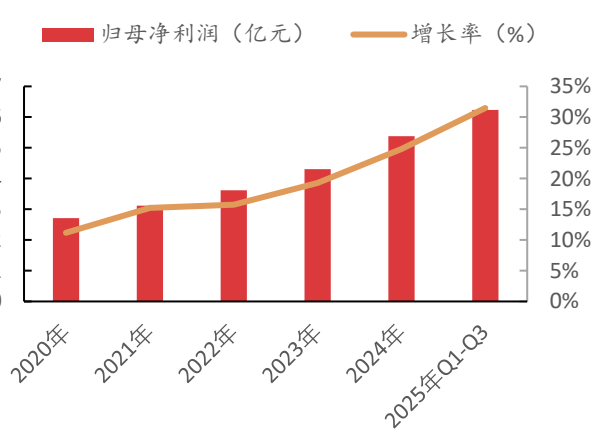
图4：新乳业全国产业布局分布



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

围绕“鲜立方战略”，战略聚焦与渠道创新。2020 年以来，新乳业的核心增长逻辑围绕“鲜立方战略”展开，重点发力低温鲜奶和特色酸奶（“鲜酸双强”）。公司通过持续的产品创新（如“活润”系列、高端鲜奶）和渠道优化（DTC、电商、会员店等新兴渠道）实现差异化竞争。2025H1 低温业务同比增长超 10%，其中“活润”系列增速达 40%，成为核心增长引擎。渠道方面，DTC 及电商收入占比持续提升，2025H1 电商收入增长 15%，山姆等会员店渠道的爆款单品（如“芭乐酸奶”）推动直销收入高增。

图6: 新乳业归母净利润及增速

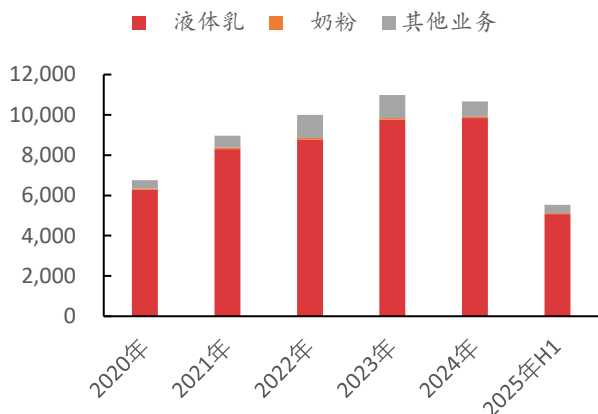


资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

**低温高增，常温承压。**分品类看，低温业务（鲜奶、酸奶）表现亮眼，保持双位数增长，高端产品（如“24 小时”鲜奶、“今日鲜奶铺”）贡献主要增量。相比之下，常温品类受行业需求分化和竞争加剧影响，收入阶段性承压，但公司通过优化产品结构（如提升高端白奶占比）缓解下滑压

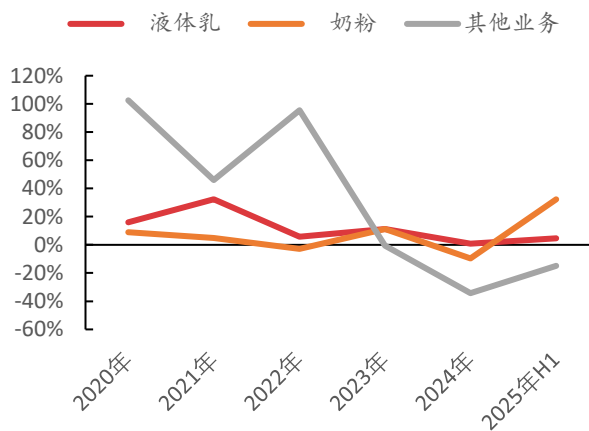
力。奶粉业务规模较小但增速较快，2025H1 同比增长 32%。整体来看，低温品类占比的提升显著优化了收入结构，支撑毛利率稳步上行。

图7：新乳业分品类营业收入（百万元）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

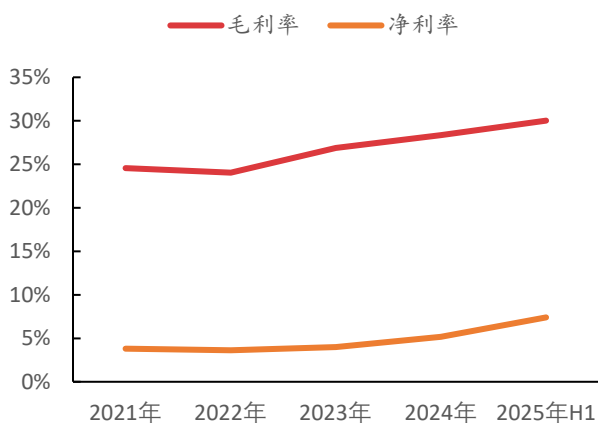
图8：新乳业分品类营业收入增速



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

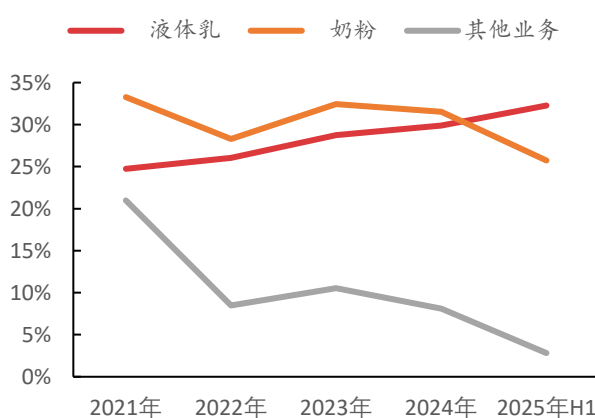
**结构优化与费用管控，盈利能力稳健，平稳穿越周期。**近3年来公司盈利能力持续修复，通过控费提效、优化产品结构等方式改善利润率，净利率从2021年的3.8%提升至2025前三季度的7.6%。这一变化主要源于三方面：一是低温高毛利品类占比提升，持续推出低温新品，丰富产品矩阵，带动毛利率持续改善；二是充分发挥集团化运营优势，平滑原奶成本周期波动，先后依靠成本红利（2023-2024年）及结构优化对冲成本压力；三是费用管控显效，管理及财务费用率下行，销售费用率保持稳定。2025年原奶成本红利减弱后，公司依靠产品高端化和渠道效率提升维持盈利增长，Q2单季净利率进一步攀升至9%以上，验证了内生盈利能力的持续性。

图9：新乳业毛利率及净利率



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图10：新乳业分品类毛利率



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

## 二、低温奶行业：穿越周期低谷显韧性

### 2.1 竞争格局分散，三类企业分层竞争

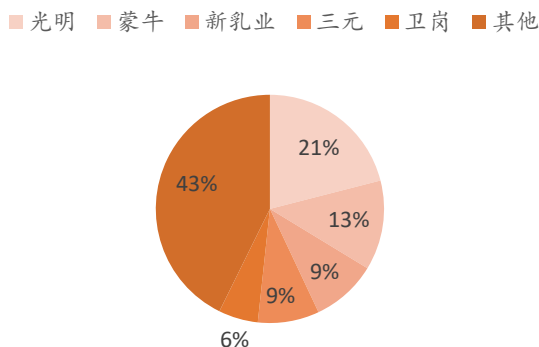
**市场格局分散，区域割据特征显著。**低温奶市场因“短保+冷链半径”特性，产业拓展普遍遵循以奶源地为圆心、冷链覆盖为半径，导致行业未形成全国性绝对龙头，而呈现出极强的区域割据特征。2022年低温奶前五大企业市场份额分别为光明21%、蒙牛12.7%、新乳业9.3%、三元8.7%、



卫岗 5.6%，头部企业合计 CR5 不足六成，区别于常温奶双寡头格局。地方企业借助本地奶源、工厂、渠道及品牌口碑建立壁垒，国内市场百花齐放。地方乳企容易形成较强的区域品牌认知，借助长期以来的消费者教育，形成较为稳固的消费群体，在 DTC 订奶入户渠道具备较强的竞争优势。但受制于生产能力与冷链物流，较难实现更大范围扩张。

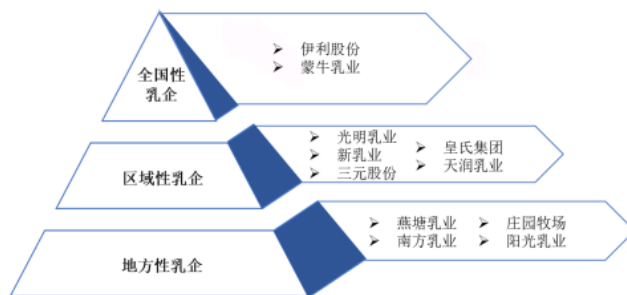
**三类主体分层竞争，企业定位差异化。**当前低温奶领域三类主体分层竞争：一是区域龙头乳企，依托产销一体化及订奶入户、校企合作等传统渠道，深耕本地市场，以新乳业、光明乳业为代表；二是全国性乳企（如蒙牛、伊利），凭借品牌优势与全国化的渠道资源强势切入地方市场，主要覆盖高线城市与华东、华北等重点区域；三是特色中小及新兴品牌与地方性乳企，规模与覆盖范围相对较小，专注某一特定省份或品类，以产品差异和本地鲜活定位抢占细分客群，具备较强的客户粘性。

图11：2022 年全国低温奶 CR5 市占率



资料来源：欧睿，FBIF 食品饮料创新，麦高证券研究发展部

图12：中国乳制品市场竞争格局



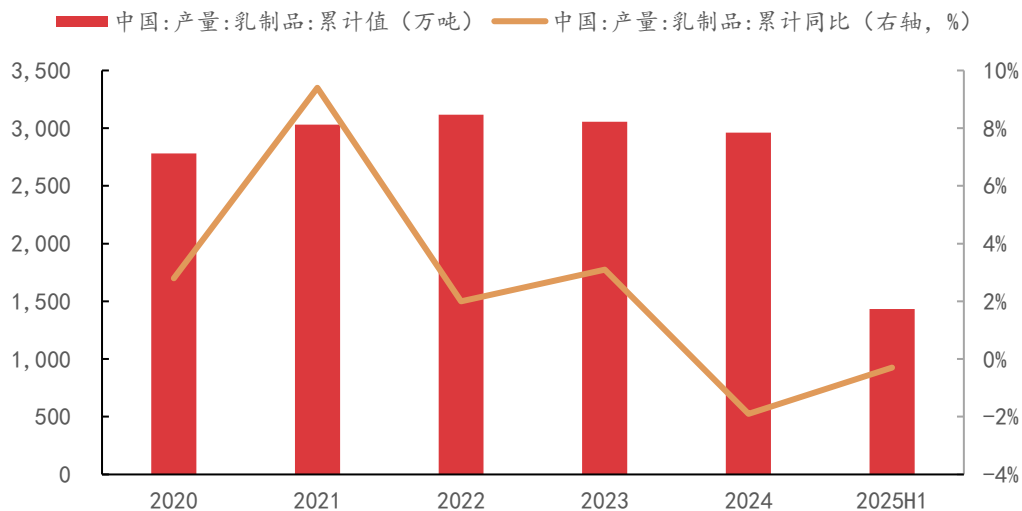
资料来源：南方乳业招股说明书，麦高证券研究发展部

## 2.2 乳制品需求阶段性承压，低温品类表现较优

**行业整体需求阶段性承压，常温奶首当其冲。**2024 年至今，乳制品行业延续弱需求格局，常温纯奶、常温酸奶等传统主力品类压力突出，销量及销售额同比均出现下滑。行业收入端受限宏观环境及下游需求不足，龙头企业不得不通过降价促销等策略以稳住动销。渠道端，企业渠道库存存在一定压力，终端补货意愿谨慎，整体行业景气度承压明显。另一方面，消费者健康意识提升，对于牛奶新鲜度与营养价值关注度持续提高，叠加乳制品产品结构多元化，传统常温鲜奶品类持续承压。

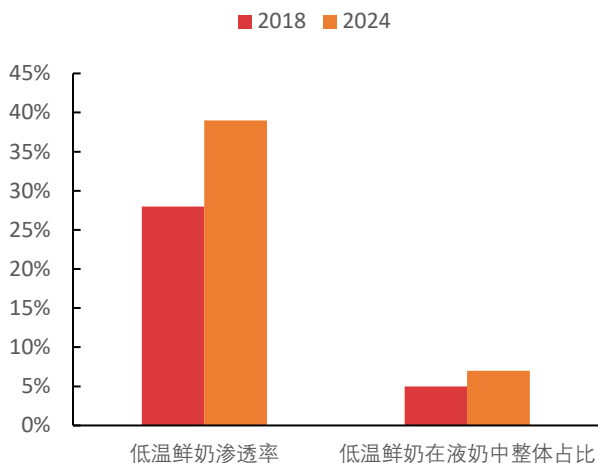
**低温品类逆势增长，结构升级趋势显著。**从行业内部结构来看，与常温品类形成鲜明对比，低温鲜奶和低温酸奶等高附加值产品表现优异。受益于冷链物流基建与新零售渠道，低温品类渗透率持续提升。2025Q1-Q3 数据显示，低温纯牛奶销售额同比增速超 19%，低温酸奶、低温鲜牛奶市场份额持续提升，低温鲜奶加速替代常温奶。区域乳企、龙头企业聚焦高品质、鲜活属性优势，持续推动冷链投入与渠道精细化管理，有效提升低温产品渗透力。从液体乳消费结构来看，据《2024 中国鲜活牛奶白皮书》，2024 年我国低温鲜奶在整体液奶中金额占比仅为 7%，仍有较大提升空间。

图13：中国乳制品产量及增速



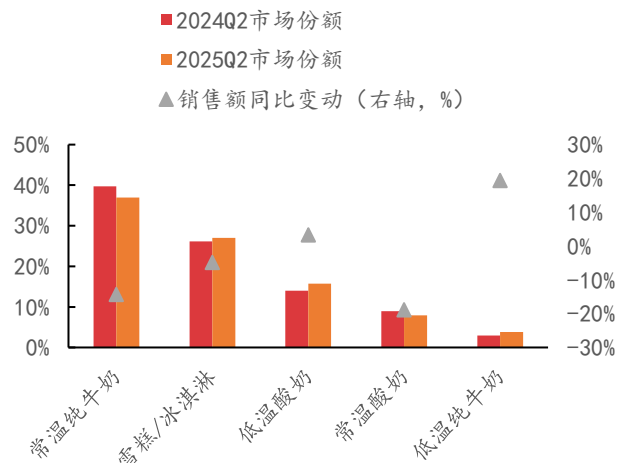
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图14：低温鲜奶渗透率持续提升



资料来源：中国网，《2024 中国鲜活牛奶白皮书》，麦高证券研究发展部

图15：低温品类保持扩张趋势，市场份额持续提升



资料来源：马上赢情报站，麦高证券研究发展部

### 2.3 行业渗透壁垒逐步瓦解，低温鲜奶持续扩容

渠道、供应链、消费者认知构成阻碍低温鲜奶渗透的传统壁垒。渠道结构与建设难度高是阻碍DTC渠道建设难点之一。而与常温奶商超、电商渠道不同的是，低温奶以便利店与DTC渠道为主，较难实现全国范围的渠道覆盖。另一方面，送奶入户渠道封闭、高投入、执行弱，对企业运营管理要求较高，送奶入户前期需高额固定投入、治理精细，扩张慢、复制难，限制了传统地方乳企业业务半径的延伸。

低温品类以短保为主，依赖全程冷链，运输半径受限。低温奶保质期通常约7天、需全程0-6℃冷链，对于物流运输时效性与冷链要求较高，传统奶源基地覆盖半径仅约200-300公里。而以县域为代表的下沉市场，冷链基础设施不足断链率较高，运输、覆盖与流通温控环节合格率偏低，进一步限制了低温品类市场下沉与半径外扩。

消费习惯与健康认知分化，低温奶区分度不足。与欧美成熟市场相比，中国乳制品市场起步较晚，

消费者教育不足。传统消费者对巴氏与 UHT 差异、活性营养理解不足，实际日常购买中常温占比更高。而县域下沉市场往往以渠道而非产品主导，普遍存在“店主推荐即购买”的现象，对低温奶概念认知薄弱，尚未形成较强的低温奶消费习惯。

表1：阻碍低温鲜奶渗透的传统三大壁垒

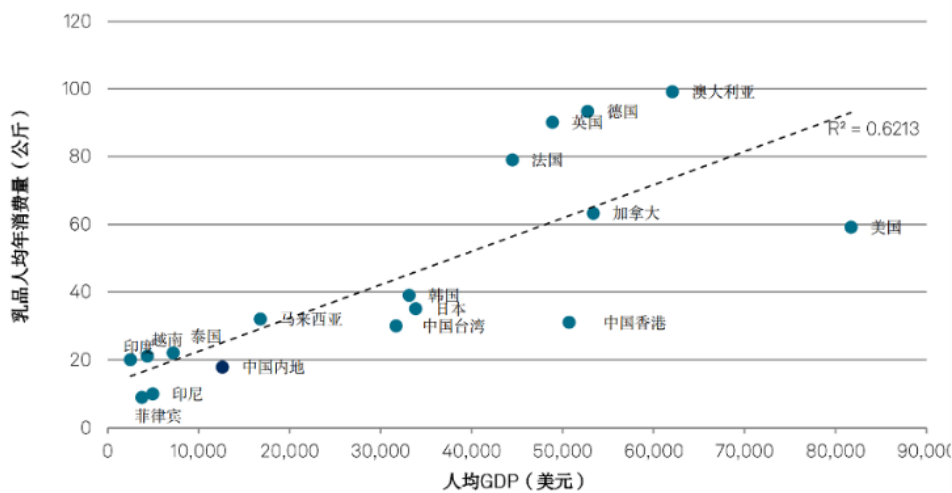
消费者认知偏弱		下沉市场渠道不畅	
低温鲜奶产量占液态奶比例		低温鲜奶渗透率	
中国	35%	一线城市	55%
日本	89%	三四线城市	28%
冷链物流基建不足			
县域冷链覆盖率	42%	县级以下市场冷链断链率	47%
销售终端冷链设备配置率	50%	运输环节温控合格率	68%

资料来源：乳业时报，中国奶业协会，麦高证券研究发展部

**乳品、鲜奶消费量仍有较大提升空间。**从人均消费量的角度，我国乳品和鲜奶人均年消费量不足 20kg，仅为世界平均水平的三分之一、亚洲平均水平的二分之一，远低于欧美、日韩等发达国家，仅与印度、越南、泰国等国处于同一水平。据《中国居民膳食指南（2022）》建议，奶及奶制品每人每天推荐摄入量为 300-500g，折合每人每年 110-183kg，而 2022 年我国人均奶类消费量仅为约 43 公斤，相当于推荐量的 30%左右。随着居民健康意识提升及消费习惯养成，消费结构升级和渠道下沉有望持续推进，乳制品行业长期增长空间显著，消费量提升潜力巨大。

图16：中国乳品人均消费量较欧美国家仍有较大提升空间

中国的乳品人均消费量还有很大增长空间



资料来源：欧睿、世界银行、Statista、标普全球评级。  
版权 © 2024 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

资料来源：大V商业，标普，麦高证券研究发展部

### 2.3.1 健康意识提升，低温奶区分度高

**低温奶具备营养活性优势。**巴氏杀菌通常在 75℃ 以下，而超高温灭菌法需要达到 135℃ 以上，因此低温巴氏奶对热敏活性营养的保留显著优于常温奶。具体来看，巴氏杀菌法可以使维生素 B1、C、B12、叶酸分别损失 5%、12.4%、10%和 7.3%，而超高温瞬时灭菌法则使之分别损失 35.2%、31.6%、20.0%和 35.2%。常温奶中的维生素含量同样较低。

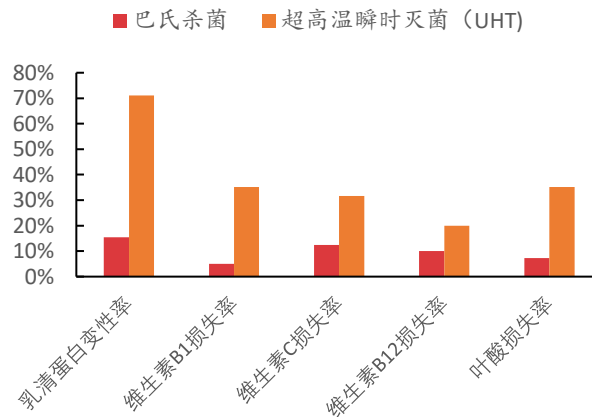
消费者健康意识抬升，“鲜活营养”成为决策锚点。当前，90后、95后等新一代年轻消费群体在饮食选择上表现出更强的营养与健康诉求，逐渐形成“每天喝牛奶”等趋势，对成分与活性营养的关注度和有机溢价意愿同步提升。随着消费者教育不断完善，新一代消费者对牛奶的新鲜度与营养成本提出了更高的要求，除了基础营养价值外，对蛋白质、乳铁蛋白、免疫球蛋白等具有提升免疫力功能的成分关注度同步上升。

图17：低温鲜奶营养价值更高

工艺名称	杀菌方法	保存	缺点	优点	成本
低温长时间巴氏杀菌 (LTLT)	63-65°C, 30分钟	低温, 7-14天	杀死耐热力菌外细菌, 需要低温冷藏, 保质期短	营养价值高	冷链运输、储藏成本较高
高温短时间巴氏杀菌 (HTST)	72-75°C, 15-20秒				
延长货架期杀菌 (ESL) 英式	90°C, 5秒	低温, 15-30天	生产工艺要求高	尽可能保留营养和口感	杀菌工艺要求高, 制造成本目前较高
延长货架期杀菌 (ESL) 美式	138°C, 2秒	低温, 45-60天			
蒸汽浸入式直接杀菌 (INF)	与蒸汽直接接触, 然后通过真空即刻冷却	低温, 21天		降低了对牛奶的热损伤	
超高温灭菌 (UHT)	135-150°C, 4-15秒	常温, 6个月	营养物质被破坏, 口感略改变	可常温存储较长时间	包装、加工成本较高; 货架期长, 退损率低

资料来源：FBIF 食品饮料创新，麦高证券研究发展部

图18：巴氏杀菌乳营养流失较少

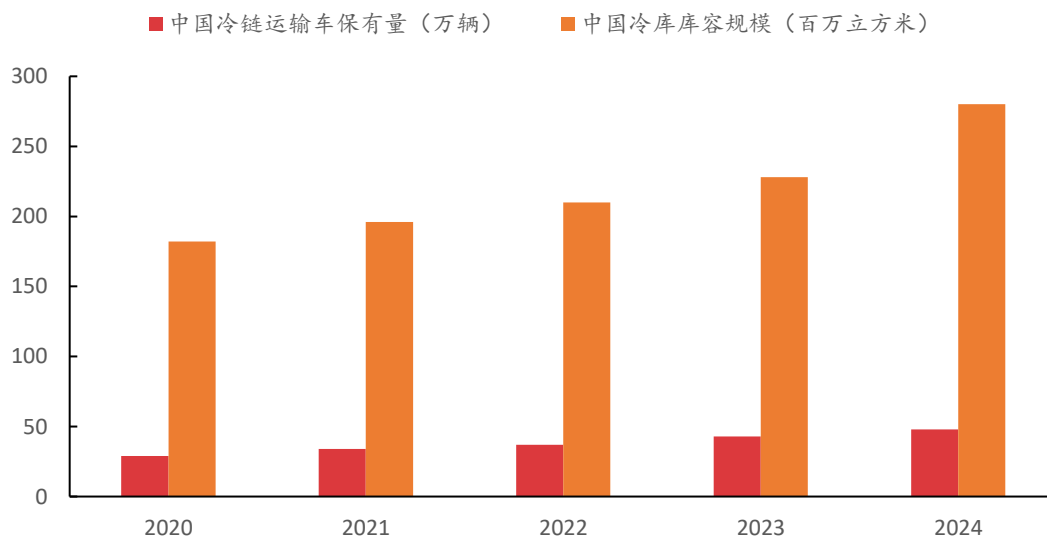


资料来源：《低温奶与常温奶的区别》马冠生，麦高证券研究发展部

### 2.3.2 供应链基建进入收获期，覆盖半径有望延伸

**冷链基础设施持续扩容，行业进入收获关键期。**近年来，得益于国家政策支持与乳制品结构升级需求拉动，冷链物流基础设施建设步入加速期。国内冷库容量及冷藏车保有量均保持高增速，2020-2024年冷藏车保有量由29万辆提升至48万辆；同期冷库容量从1.82亿立方米增至2.80亿立方米。冷链网络从骨干线路、仓储枢纽逐步向末端配送节点延伸，生鲜电商与外卖渠道带动“最后一公里”冷链升级，冷库、冷柜等基础设施逐步向县域和乡镇下沉，为未来销售半径和市场渗透率提升创造更多空间。

图19：中国冷链物流运输与仓储能力



资料来源：沙利文，麦高证券研究发展部

**冷藏车队与配送体系规模化，运输半径明显拓展。**头部及区域性乳企纷纷加大冷链建设投入，完善自有冷藏车队和专业配送队伍，逐步拓宽低温品类覆盖半径，目标实现工厂到终端市场的全流程无缝对接。以新乳业为例，公司依托集团赋能，冷链物流网络已经覆盖全国 31 省 2800 区县，触达门店超 115 万家。通过大数据、柔性化管理、线上线下协同等方法，有效缩短配送链和保持产品新鲜度，推动低温奶运输半径由传统 300 公里局限逐步向更广区域延伸。

表2：头部乳业持续完善物流供应链布局

企业名称	冷链物流网络覆盖范围	典型技术与管理创新
新乳业	覆盖全国 31 省 2800 区县，触达门店超 115 万家，35 万+可调配车辆	大数据调度、云仓、灵活分仓，全国柔性履约、产品线上线下一体化管理
阳光乳业	覆盖江西省城区	精细化运输调度、原料产地近距离自控奶源，仓配高度一体化管理
光明乳业	华东为主，覆盖全国主要城市	智能分仓/前置仓体系，仓配一体、信息化追踪，严格温控及管理标准
蒙牛乳业	全国 322 城市	物联网（IoT）温控、前置仓智能调度，三仓联动网络
伊利股份	全国运营（内蒙智慧健康谷关键）	智慧冷链、自动化温控管理、一体化协作网络

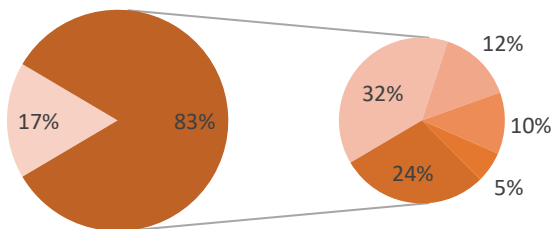
资料来源：鲜生活官网，阳光乳业 2024 年半年报，《乳制品低温渠道发展蓝皮书：冷链效率与终端竞争》  
界面新闻，麦高证券研究发展部

### 2.3.3 渠道创新，多途径触及终端消费者

**新零售与会员店高景气，线上电商快速崛起。**便利店/仓储会员等新零售渠道增速领先，龙头在便利店、仓储会员店、垂直生鲜、电商等高增渠道持续加码，渠道结构优化跑赢行业。社区团购凭借“集中订单+区域冷链配送”，有效分散了配送成本，实现低温奶社区家庭触达，即时零售渠道（美团、淘宝闪购、叮咚买菜等）依托“冷链+前置仓+骑手 30 分钟达”，解决了“应急买奶”的消费痛点。据马上赢《2025 年乳制品渠道结构报告》数据，2025 年上半年社区团购、即时零售等新零售渠道的低温奶销售额占比达 35%，远超传统商超的 22%。**线上/电商逐渐成为低温品类第二增长曲线**，低温酸奶充分受益线上渠道扩张，2022-2024 年低温酸奶线上复合增速 78.4%，成为各细分中 fastest 赛道，带动整个低温酸奶品类增长。

图20：2024 年中国乳品行业销售渠道占比

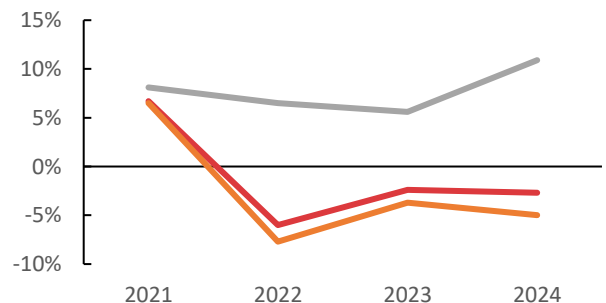
■ 线上 ■ 超市 ■ 大卖场 ■ 杂货店 ■ 便利店 ■ 其他



资料来源：《2025 中国乳制品行业简析报告》嘉世咨询，麦高证券研究发展部

图21：中国乳品市场分渠道销售额增幅

— 全渠道 (%) — 线下 (%) — 线上 (%)



资料来源：尼尔森 IQ，麦高证券研究发展部

**零食量贩+订奶入户（DTC）：新触点与高毛利护城河。**零食量贩成为新增量入口，区域乳企在零食量贩、会员店、定制化等新兴渠道渗透见效，带动低温占比与结构改善。同时，订奶入户等 DTC 渠道高粘性/高毛利构筑本地化壁垒，推动盈利优化与稳健增长。



**冷链与商用冷柜普及，零食店渠道战略深化保障产品高品质触达。**低温奶对冷链物流和终端冷柜有高度依赖。近年来，零食店大力拓展冷柜产品，零售终端商用冷柜的普及显著加快，为低温奶进入零食等新型渠道提供了强力支撑。新乳业凭借完善的冷链配送体系和灵活定制产品，联合头部零食渠道进行定制开发与冷柜资源协同，确保高品质鲜奶和酸奶能在短时间内直达消费者。

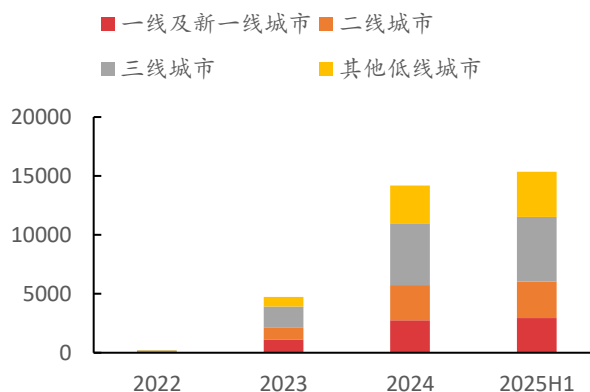
**零食渠道拓展加速低温奶产品下沉，激发下沉市场增长新动能。**2025 年上半年，低温品类加大零食量贩渠道布局力度，通过敏锐捕捉人流动向与消费场景创新，设计渠道定制化产品，实现“拓渠道”与“逐人流”深度结合，进一步下沉至三四线及县域市场。据中国奶业协会数据，2024 年低温奶在三四线城市的渗透率仅有 28%，参考省会及发达城市市场表现，下沉潜力显著，随着零食渠道逐渐完善，有望填补下沉市场低温奶渠道空白。

图22：万辰集团旗下零食店全国布局



资料来源：万辰生物科技港股招股书，麦高证券研究发展部

图23：万辰集团旗下零食店打通下沉市场渠道



资料来源：万辰生物科技港股招股书，麦高证券研究发展部

### 三、供应链：鲜奶产能布局完善，新乳业内生动力强

#### 3.1 自有冷链物流体系，覆盖范围广，运输成本低

**自有冷链全国化覆盖，规模化摊薄成本。**公司依托新希望集团“鲜生活”系统建立可控冷链网络，目前已经形成覆盖 31 省、2800 区县、触达门店超 115 万家、35 万+可调配车辆的网络，打造源头到门店的全链路能力，稳定支撑公司低温品类泛全国化布局与日常履约。随着关联运输占比提升与网络密度加深，运输单价呈下降趋势，规模效应与线路优化持续释放成本红利。

**温控与本地化产销，兼顾时效与损耗。**鲜生活提供 2-6℃ 全程温控，结合新乳业“产地销”与本地化工厂布局，减少干线距离、集中配送至奶站/商超等密集终端，兼顾时效与损耗控制，形成低成本高效率网络；依托“鲜活 go”，公司建立 48 小时内启动配送、次晨 7 点前到家的标准化履约，强化 DTC 与近场渠道的服务确定性与用户体验。

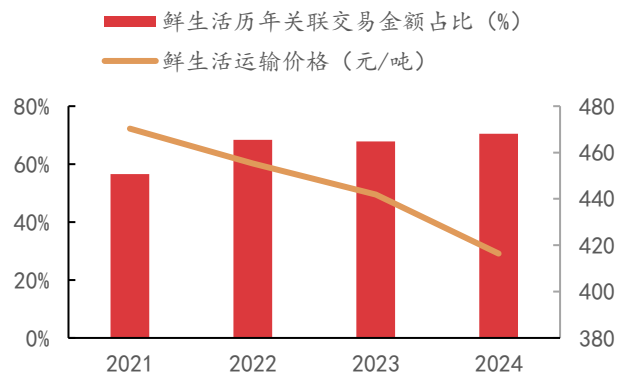


图24：新乳业全时物流体系



资料来源：FBIF 食品饮料创新，麦高证券研究发展部

图25：新乳业自有物流体系成本具备优势



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

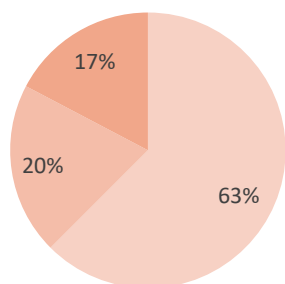
### 3.2 奶源空间分布不均，新乳业鲜奶业务“得产能者得天下”

我国奶源天然分布不均，牛奶产能集中在北方地区。我国奶业在南北地区发展不均衡的现象仍然存在，依据秦岭—淮河这条南北地理分界线来看，牛奶产量排名前10的省份中，绝大多数区域位于北方，其中产量前五的内蒙古、河北、宁夏、黑龙江、山东占全国产量的63%。奶源分布南北不均限制了低温奶企全国化扩张。

**内生提升+外延并购，持续扩展优质奶源半径。**公司通过内生自建牧场、参控股运营和外延并购等多元布局方式，不断扩大优质奶源基础。自2000年以来共完成三轮大规模并购，收购和控股一批具备自有牧场和本地影响力的乳企（如双峰、双喜、白帝、夏进、南山等），并适时切入现代牧业、澳亚等大型牧场，构建“自有牧场+大牧场合作+地方养殖社”三位一体模式。据公司2025年披露，目前公司自有牧场、参股牧场、中长期合作奶源，外协临调奶源比例约为3:3:3:1，奶源供应充足，自给率较高。

图26：我国牛奶产量集中在北方地区

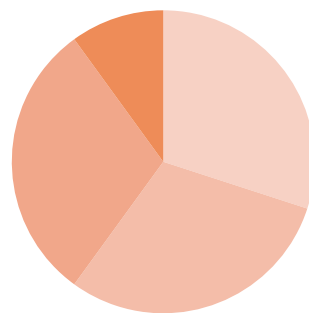
- CR1-5合计（内蒙古、河北、宁夏、黑龙江、山东）
- CR5-10合计（河南、新疆、山西、辽宁、甘肃）
- 其他省份



资料来源：中国食品报，麦高证券研究发展部

图27：新乳业奶源充足

- 自有养殖牧场
- 参股牧场
- 中长期合作奶源
- 临调奶源



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

**深耕核心市场，牧场与工厂协同布局，奶源高效覆盖重点区域。**新乳业坚持“鲜立方战略”，以低温鲜奶和特色酸奶为主导，通过“区域深耕+分布经营”路径，向华东、华南、华北等重点城市群渗透。公司自有12个规模化标准化牧场，主要分布在四川、云南、宁夏、华东等地，大部分牧场距离核心加工厂150公里以内，极大保障了奶源新鲜度与供应效率。此外，公司在西南、

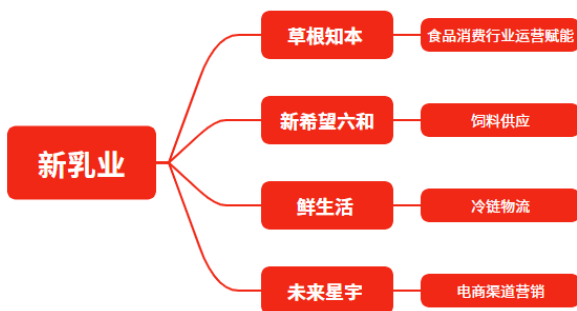
华东、华北等地配套乳品加工厂，产销一体构筑行业壁垒，强化本地市场的品牌优势和用户粘性。

### 3.3 集团矩阵赋能，积极推动数字化转型，高效支撑运营效率提升

**集团全产业链矩阵赋能，构筑高效供应链基础。**新乳业依托新希望集团强大的产业矩阵，在饲料、奶源、冷链物流、电商运营等关键环节实现协同支持。新希望六和为牧场稳定供应优质饲料，鲜生活冷链显著提升低温鲜品全国流通和终端履约能力。草根知本聚焦投资及运营整合，未来星宇专注互联网零售与电商支持，共同为新乳业打造“全链路高效供应链”体系，全面提升生产、配送到销售一体化效率。

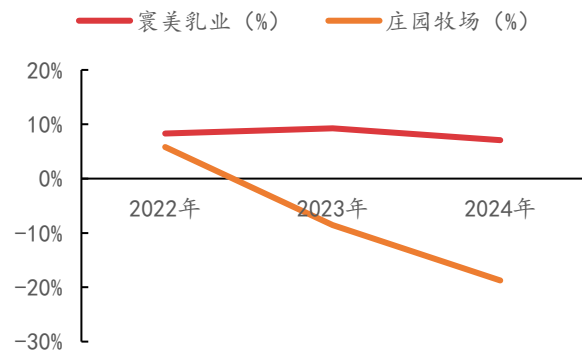
**数字化赋能与智慧供应链，驱动运营效率跃升。**新乳业加快推进数字化变革，推出“鲜活 go”营销平台与“鲜活源”食品安全管理平台，涵盖销售、生产、仓储、配送多节点，全业务、全渠道订单线上化率超 95%。公司在牧场、工厂到终端形成大数据驱动的柔性生产和高效履约，通过设备全周期管理、AI 流程自动化、数字化追溯等，实现供应链透明可视、决策敏捷和人效提升。集团数字科技不断反哺业务，进一步提升运营效率和食安管控能力。

图28：新乳业集团化运营模式



资料来源：公司招股书，草根知本官网，公司公告，麦高证券研究发展部

图29：子公司运营效率优于可比公司



资料来源：Wind，公司公告，麦高证券研究发展部

图30：新乳业全链路数字化运营



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

## 四、产品：高端化+新品迭代，持续孵化大单品

### 4.1 研发驱动，加速产品推陈出新

**持续加码研发投入，夯实创新体系基础。**新乳业高度重视研发平台建设，逐步完善低温鲜奶、低温酸奶等品类布局，依托科技研究院和“分子力量”公司，重点布局益生菌、酶工程、精准营养等前沿领域，持续推动基础科研与产业化结合。公司依托四川省重点实验室等平台，建成保藏超过 2,000 余株特色菌株的乳酸菌菌种资源库。2024 年公司申报专利 37 项（发明专利 14 项），授权专利 19 项，荣获中国乳制品工业协会技术发明二等奖一项。近年来，公司持续加强低温酸奶领域研发，在菌种、口味、口感等方面探索创新，打造差异化低温酸奶产品。其中，“活润晶球”酸奶荣获第四届全球食品综合创新奖（iSEE）铜奖，展现公司优秀的创新研发能力。

表3：新乳业主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
优质乳制品产业化关键技术集成创新与应用	1、通过本项目技术的集成和产业化，带动牧草种植和奶牛养殖业，引领国内低温乳发展，促进四川奶业和乳制品加工的现代化；2、解决产品种类同质化严重、差异化不足、优质和功能产品缺乏等奶业发展现状问题。	研究中
具有减肥功效的益生菌功能特性研究及发酵乳制品产业化	通过体内外试验筛选具有自主知识产权减肥功效的益生菌并实现控脂作用益生菌相关产品的开发。	研究中
西南地区乳酸菌菌种资源库的建设及优良特色菌株的研究与产业化	1、通过建设西南地区乳酸菌菌种资源库，解决困扰乳品菌种资源“卡脖子”难题；2、通过挖掘优秀菌株并对其生产性能和生理功能研究，实现优良特色乳酸菌创制功能性发酵乳品并形成产业化示范。	研究中
高品质益生菌及其加工关键技术成果产业化	通过代谢产物测定和基因组功能预测，利用“益生菌与环境、益生菌与代谢产物”等交互作用建立高密度发酵体系，实现国产益生菌制剂的功能增效与高活性保持。	研究中
基于水凝胶载体分子结构设计的益生菌高效包埋及靶向释放体系构建研究	本项目拟构建一种基于食品大分子水凝胶的递送载体，旨在提高益生菌在加工、储运、体内消化阶段稳定性，尤其是提高益生菌体内耐胃酸和定植能力，提升益生菌体内存活率。	立项启动
乳酸菌资源挖掘和新型发酵乳制品应用技术深度开发利用及其产业化	聚焦优质乳酸菌资源的挖掘，攻关国产发酵剂及新型发酵乳产业化关键技术，开发气泡酸奶、功能发酵乳产品，进一步孵化和熟化新技术。加速四川省奶业兴旺发展，提升行业技术水平。	立项启动
营养素晶球包埋技术的攻关及产品研究	通过壁材和加工工艺研究，将热敏性的维生素、活性营养物质等通过包埋的方式，制成耐热性好的营养素晶球。	已完成
改善慢性肠道炎症益生菌的作用机制及其产业化研究	通过体内外试验筛选具有自主知识产权改善慢性肠道炎症功效的益生菌并实现益生菌及发酵乳相关产品的开发。	已完成

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

**新品高频迭代，双位数占比带动高质量增长。**近年来新品推陈出新速度显著提升，2025 年三季度新品收入占比保持双位数，并创年内新高。活润、朝日唯品、24 小时黄金系列、活润晶球等头部新品驱动品牌高端化升级。唯品新品“焦糖烧生牛乳布丁”表现优异，月销售额快速增长，夏进旗下“爵品”系列在山姆渠道实现良好业绩。低温酸奶中“活润”系列在三季度延续了上半年的良好增长态势，表现亮眼，拉动了低温酸奶整体的业绩提升。高端鲜奶、特色酸奶细分产品销量保持快速增长，新技术如 3D 包膜、膜分离等应用进一步丰富了低温奶多元化矩阵，满足用户分层需求，有效拉动整体增长与盈利能力提升。

**大单品战略稳步推进，产品力持续提升。**新乳业以“鲜立方”为牵引推进大单品战略，聚焦低温鲜奶与低温特色酸奶两大核心赛道，打造标杆单品与迭代能力，形成“产品力×供应链×渠道力”的系统优势，持续抬升经营质量。核心单品层面，唯品新品“焦糖烧生牛乳布丁”月销售额快速增长，低温酸奶中“活润”系列在三季度延续了上半年的良好增长态势，表现亮眼，拉动了低温酸奶整体的业绩提升；各子公司持续开发新品，既推出地方特色，又围绕全国性大单品做口味与配方优化，保证持续迭代与规模化复制。

图31：新乳业多样化产品矩阵



资料来源：窄播，界面新闻，FBIF 食品饮料创新，公司公告，麦高证券研究发展部

#### 4.2 高端化路径推动品牌力稳步提升

突出“鲜价值”为核心，“24 小时”市场反馈良好。公司从新鲜度和营养价值两方面着手打造高端化产品线。新鲜度上，核心高端产品“24 小时”巴氏鲜牛乳强调“极质新鲜，只卖当天”，只于上市当天售卖。营养价值上，“24 小时”鲜牛乳采用优于欧盟标准的优质乳奶源，免疫球蛋白含量达到普通鲜奶的 10-25 倍。2024 年公司进一步推动“让今天更鲜活”品牌生活方式升级，带动“24 小时”高端化持续增长。

依托“朝日唯品”，引领高端化产品创新升级。新乳业将“朝日唯品”打造为高端化战略重要环节，聚焦循环有机理念，依托自有牧场和生态农场，深度开发有机牛乳、牧场酪乳、A2 $\beta$ -酪蛋白、娟姗牛乳 4.0 等系列创新产品。产品以黄金奶源带牧场、90 天慢发酵有机肥、可追溯供应链等差异化符号，获得中、日、美三重有机认证，不断叠加新品项，满足多层次高端消费需求，持续升级品牌内涵。

B/C 端双轮驱动，打造高认可度圈层品牌。朝日唯品品牌以精品咖啡馆切入 B 端渠道，成为 PCA 拉花大赛官方奶源，与 Manner、Seesaw、M Stand 等连锁咖啡品牌深度合作，因优异风味和拉花性能形成强口碑，进而外溢至城市白领、新中产圈层。同时，积极拓展 C 端零售渠道，进驻 Ole'、盒马、山姆、叮咚买菜等高端超市及新零售平台，并强化线上推广，使品牌快速实现 2B 到 2C 的破圈，成为新希望乳业全国性高端乳品标杆。

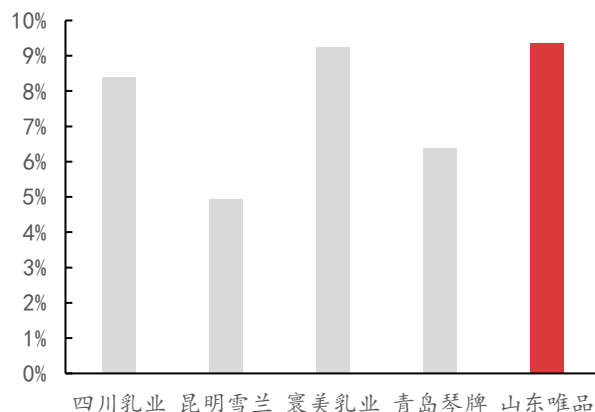


图32：新乳业旗下高端化产品朝日唯品



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图33：子公司山东唯品营业利润率在子公司中表现较优



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

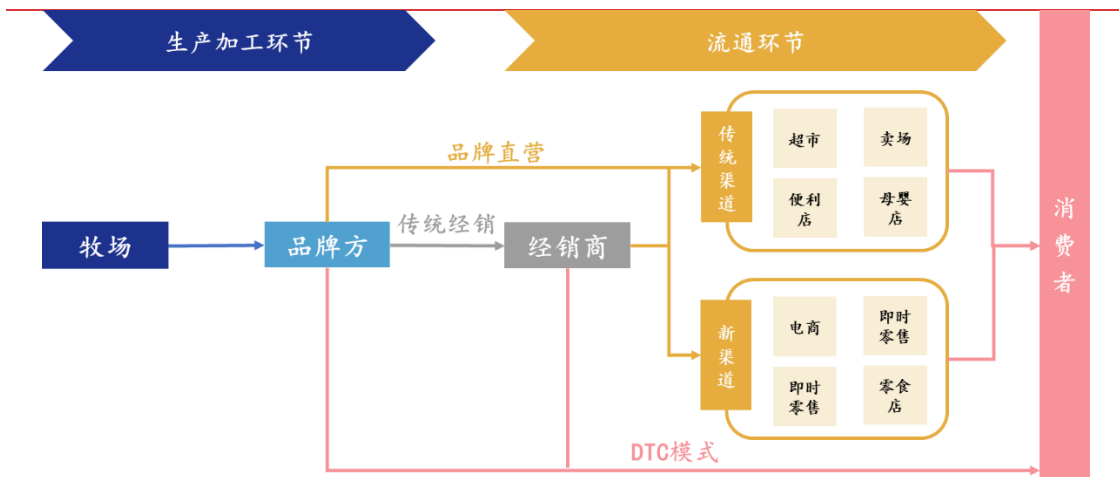
## 五、渠道：DTC+新零售双渠道赋能，积极布局占先机

### 5.1 DTC 模式直通消费者，盈利能力强

**高毛利特性显著，渠道盈利能力优于传统模式。**DTC (Direct to Consumer) 渠道直接面向消费者，省去了传统商超、经销商等环节，毛利率高于传统渠道和终端零售。该业务模式下无需支付高昂的进场费、堆头费，费用投入明显更低，损耗率较低且复购率高，同时提前付款模式有效改善企业现金流。

**差异化竞争壁垒强，粘性高、效率优的典型渠道。**低温奶 DTC 渠道具备强用户粘性和高复购属性，订奶入户模式尤其难以被外来品牌渗透，成为区域乳企构筑护城河的关键。送奶入户需要冷链体系、前置奶站、配送网络等较高投入与本地化资源，长期下沉后消费者更换意愿低，是区域品牌市占率的底线保障。DTC 模式数据驱动新品研发和运营决策，能快速响应市场需求并实现以销定产，推动产品结构升级、运营效率提升。

图34：DTC 模式直通终端消费者



资料来源：公司招股书，公开资料整理，麦高证券研究发展部

### 5.2 矩阵建设进入突破期，新乳业 DTC 渠道有望持续放量

**多元 DTC 渠道不断丰富，直达消费者闭环日益完善。**新乳业 DTC 渠道包括送奶入户、自主征订、形象店与电商等，形成线上线下融合的多场景服务闭环。公司依托“鲜活 go”系统，覆盖全国 141 个市县，实现下单后 48 小时内启动配送、早 7 点前到家，部分区域已投放智能鲜奶柜，极

大提升了配送便利性和用户体验。DTC 渠道在已经成为鲜奶业务主要渠道之一，到 2027 年目标占比达到 30%，为用户打造直接、便捷、个性化的奶品消费场景。该渠道还能够通过异业合作与数字化用户运营，强化与消费者互动，提升品牌黏性与拉新转化。

**重点单品持续创新，DTC 带动新品高效推广。**DTC 渠道已成为推动 24 小时系列、活润、唯品、今日鲜奶铺等高端鲜奶和特色酸奶头部单品全国化和高频复购的主力平台。通过直接链接消费者与数据反哺，公司能快速洞察需求，定向研发、迭代产品，强化产品力及市场渗透，支撑“鲜战略”与高端化快速突破。

图35：依托“鲜活 go”系统，新乳业 DTC 渠道覆盖地区

### 可每日鲜奶上门配送地区

**川渝川乳：**江油、南充、雅安、中江、崇庆、达州、峨眉、广汉、乐山、泸州、绵竹、巴中、德阳、眉山、广元、彭州、浦江、邛崃、什邡、绵阳、资阳、自贡、都江堰、遂宁、西昌、大邑、重庆、成都周边、成都市

**江苏双喜：**苏州(姑苏区)

**浙江双峰：**杭州市、嘉兴市、舟山、绍兴、湖州、临安

**安徽白帝：**瑶海区、蜀山区、包河区、庐阳区、肥西县上派镇、小庙镇、肥东县店埠镇、长丰县岗集镇、双墩镇、巢湖市、六安市

**山东琴牌：**市南区、市北区、李沧区、崂山区、城阳区、即墨区、胶州市、西海岸新区、奎文区

**云南雪兰：**昆明省、曲靖市、昭通市、文山州、玉溪市、红河州、楚雄州、普洱市、西双版纳、临沧市、保山市、德宏州、贵州省

**福州澳牛：**鼓楼区、台江区、马尾区、仓山区、晋安区、大学城

资料来源：新希望乳业鲜活 go 旗舰店，FBIF 食品饮料创新，麦高证券研究发展部

图36：新希望 DTC 形象店



资料来源：新浪四川，麦高证券研究发展部

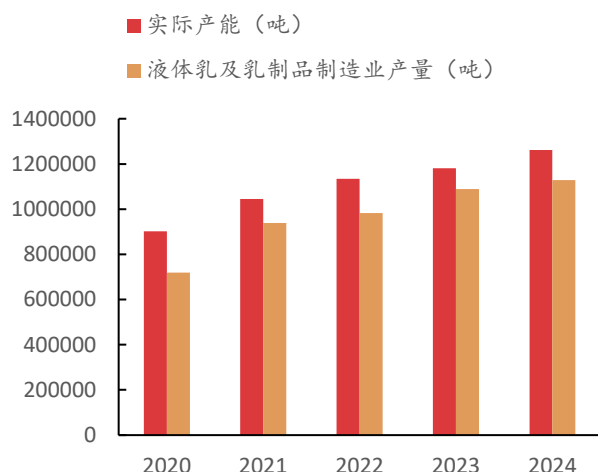
## 5.3 新零售赋能，推动低温品类渗透

**新零售渠道赋能，白牌低温奶高效放量成行业重要动能。**随着低温奶行业快速成长，零售业新渠道（如生鲜电商、便利店、平台会员店等）显著推动行业低温鲜奶渗透率提升。头部零售企业通过自有品牌鲜奶合作模式，依托现有消费流量，布局更优价格带与差异化产品线，实现“高性价比”属性下的迅速规模扩张。便利店、高端社区生鲜、新零售平台等外卖/到家场景，为低温白牌鲜奶打开更多销售通路，有效提升供应链周转效率与终端动销，短期内带动行业业绩快速放量。

**长期强化消费者教育，提振品牌消费心智。**在新零售低温奶规模放大的同时，头部企业和平台借助内容化种草、健康营养传播、直播等多样化手段，系统性进行消费者教育。企业围绕“新鲜营养、全程冷链、高品质奶源”等卖点，结合用户种草、专家背书与消费场景渗透，辅助白牌低温奶由价格认知向品质和健康认同转变，进一步拉升消费者复购率和品牌忠诚度，为行业长期良性增长奠定基础。

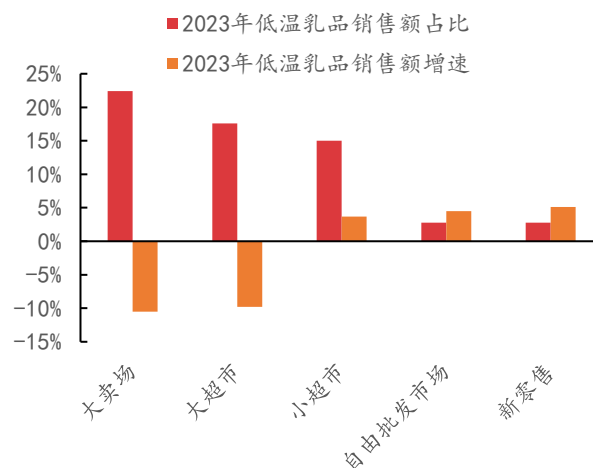


图37：2020 年以来，新乳业产能利用情况明显提升



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图38：新零售渠道销售额增速优于其他渠道



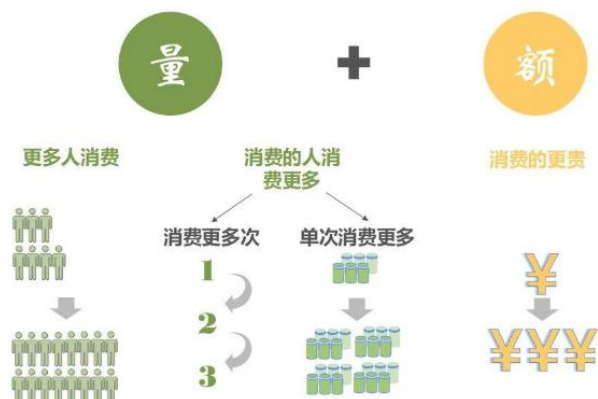
资料来源：36 氪，麦高证券研究发展部

#### 5.4 新零售渠道放量释放供应链优势

**新乳业积极拓展新零售渠道，释放供应链优势。**为盒马、永辉、奥乐齐等零售渠道提供低温奶产品，通过“白牌+自有品牌”的模式有效提升渠道渗透率。借助渠道方既有流量和终端资源，迅速放大产品规模，推动公司品牌及自有产品在关键渠道的展柜陈列和市场认知。白牌低温产品有效提升了工厂产能利用率及运营效率，加速产品周转，降低退货和损耗，还通过资源统筹优化，持续挖掘费用精益空间。

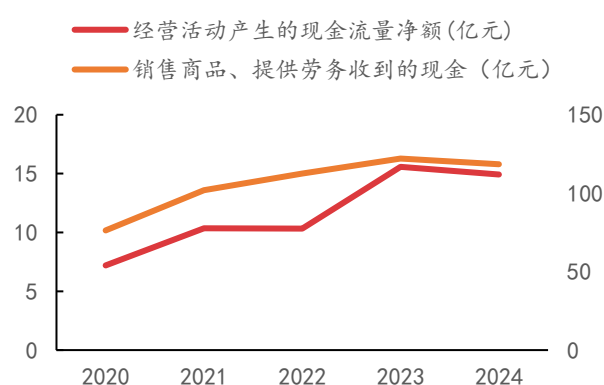
**新零售渠道贡献强现金流，强化公司稳健经营能力。**白牌订单多为锁定毛利、低费用模式，销售以主营业务项结算，无需高额前端投入及渠道费用。叠加销售规模增长和运营效率提升，2023 至 2025 年公司经营活动现金流量净额持续同比大幅提升（2023 年 15.6 亿元，2024-2025 年前三季度保持高位），有效增强了经营性净现金流入能力。坚实的现金流为公司持续进行供应链优化、区域扩张以及新品研发提供弹性支撑，同时保障负债稳步下降、财务结构持续优化，加固长期经营安全垫。

图39：白牌产品推动鲜奶消费放量



资料来源：尼尔森 IQ，麦高证券研究发展部

图40：与 2020 年相比，新乳业经营性现金流显著改善



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

## 六、盈利预测及估值

### 6.1 盈利预测

#### 6.1.1 营收拆分

**低温鲜奶业务稳步推进，产品结构持续优化。**公司提出 2023-2027 五年战略规划，围绕“鲜立方战略”展开，重点发力低温鲜奶和特色酸奶（“鲜酸双强”），目标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，产品结构不断改善，加速大单品培育力度，新品占比保持双位数水平。高端产品如“朝日唯品”、山姆会员店渠道“芭乐酸奶”等进展良好。

**新渠道拓展有望迎来收获期。**DTC 渠道逐渐打通，消费者粘性更强，复购率与转化率有望持续提升。即时零售/零食渠道加速拓展，下沉市场低温鲜奶渗透率有望随新渠道开拓快速改善。电商渠道、会员店渠道维持高增，推动盈利能力更强的直销业务占比提升。

表4：新乳业营收拆分

单位/百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>液体乳</b>					
收入	9,755.26	9,836.18	10,222.45	10,893.53	11,721.27
增长率%	11.15%	0.83%	3.93%	6.56%	7.60%
毛利率%	28.76%	29.90%	30.87%	31.66%	32.38%
<b>奶粉</b>					
收入	78.80	71.22	73.35	75.55	77.82
增长率%	11.28%	-9.63%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率%	32.44%	31.52%	31.85%	32.38%	33.04%
<b>其他业务</b>					
收入	1,153.23	758.03	835.80	767.43	685.09
增长率%	-0.53%	-34.27%	10.26%	-8.18%	-10.73%
毛利率%	10.56%	8.09%	7.95%	8.04%	7.39%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

#### 6.1.2 费用率假设

**毛利率：**一方面公司持续优化供应链，集团矩阵运营，精细化管理，成本可控；另一方面，公司高毛利低温鲜奶业务有望持续拓展，高端产品推广，产品格局持续优化。公司整体毛利率有望修复向上，我们预计 2025-2027 年公司毛利率约 29.16%/30.12%/31.01%。

**费用率：**我们认为公司低温奶业务目前仍处于快速发展期，鲜奶消费者教育、渠道推广等方面人员及资金投入需求较高，费用绝对值仍将继续增长；同时，随着公司收入规模增长，费用率将相应摊薄，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率约 16.10%/16.30%/16.50%，管理费用率约 3.60%/3.50%/3.40%

**归母净利润：**我们预计 2026-2028 财年公司实现归母净利润 7.1/8.3/9.7 亿元，同比增长 31.21%/17.42%/16.75%。

表5：新乳业费用率预测

单位/百万人民币	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,665.42	11,131.60	11,736.51	12,484.18
yoy (%)	-2.93%	4.37%	5.43%	6.37%
销售费用	1,659.29	1,792.19	1,913.05	2,059.89
销售费用/营业收入	15.56%	16.10%	16.30%	16.50%
管理费用	380.82	400.74	410.78	424.46
管理费用/营业收入	3.57%	3.60%	3.50%	3.40%
研发费用	49.10	50.76	52.72	56.83
研发费用/营业收入	0.46%	0.46%	0.45%	0.46%
归母净利润	537.69	705.51	828.38	967.10
同比 (%)	24.80%	31.21%	17.42%	16.75%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

## 6.2 估值分析

我们预计 2025-2027 年实现营收 111.3/117.4/124.8 亿元，归母净利润 7.1/8.3/9.7 亿元，PE 分别为 21/18/16x。选取同为重点布局低温奶领域的乳企的天润乳业、三元股份、光明乳业，选布局鲜奶线下门店的一鸣食品与行业综合性龙头伊利股份作为可比公司进行估值比较，公司估值低于可比公司均值，首次覆盖给予“买入”评级，给予目标价 22.33 元。

表6：新乳业可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	净利润 (百万元)				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
伊利股份	600887	1,861.6	8,452.9	11,234.6	12,194.0	13,104.8	23	17	15	14
光明乳业	600597	113.9	722.0	476.2	530.6	595.3	16	24	21	19
一鸣食品	605179	89.6	28.9	40.0	79.0	112.0	277	224	113	80
三元股份	600429	83.2	54.8	122.1	150.1	182.4	121	68	55	46
天润乳业	600419	31.4	43.7	36.9	148.8	191.8	68	85	21	16
新乳业	002946	150.0	537.7	705.5	828.4	967.1	28	21	18	16

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部（可比公司数据采用 WIND 一致预期，数据截至 2025 年 12 月 1 日盘后。各公司净利润和 PE 计算口径均为归母净利润。）

## 七、风险提示

**宏观经济等系统性风险：**当前宏观形势尚存在扰动，致使供应链成本、人工成本高企，牛奶品牌运营压力增大，牛奶消费需求可能受到影响。

**低温鲜奶渗透率不及预期风险：**公司在低温奶领域重点布局，若低温奶渗透率不及预期，下沉市场冷链物流等配套系统不畅，可能导致公司业务受到影响。

**行业竞争加剧风险：**随着新入品牌数量增多，客流分流影响下可能会影响盈利能力。此外，行业竞争激烈的情况下，下游渠道企业话语权增强，可能会对公司盈利能力造成负面影响。

**食品安全风险：**食品安全是食品饮料品牌持续、稳定发展的第一要义，恶性食品安全问题会对品牌造成沉重打击，故需时刻关注品牌食品安全动向。

**财务报告预测与估值数据汇总**
**利润表 (百万元)**

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,665	11,132	11,737	12,484
%同比增速	-3%	4%	5%	6%
营业成本	7,641	7,886	8,202	8,613
毛利	3,025	3,246	3,535	3,871
%营业收入	28%	29%	30%	31%
税金及附加	53	58	58	63
%营业收入	0%	1%	0%	1%
销售费用	1,659	1,792	1,913	2,060
%营业收入	16%	16%	16%	17%
管理费用	381	401	411	424
%营业收入	4%	4%	4%	3%
研发费用	49	51	53	57
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	101	53	47	40
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-98	-14	-11	-11
信用减值损失	9	-9	-13	-15
其他收益	54	44	58	58
投资收益	-3	26	10	12
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	24	0	0	0
资产处置收益	-87	-84	-98	-100
营业利润	680	853	1,000	1,172
%营业收入	6%	8%	9%	9%
营业外收支	-37	-11	-16	-21
利润总额	643	842	984	1,151
%营业收入	6%	8%	8%	9%
所得税费用	94	118	138	161
净利润	549	725	846	990
%同比增速	26%	32%	17%	17%
归属于母公司的净利润	538	706	828	967
%营业收入	5%	6%	7%	8%
少数股东损益	12	19	18	23
EPS (元/股)	0.62	0.82	0.96	1.12

**基本指标**

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.62	0.82	0.96	1.12
BVPS	3.55	4.42	5.09	5.88
PE	27.90	21.26	18.11	15.51
PEG	1.12	0.68	1.04	0.93
PB	4.91	3.95	3.43	2.97
EV/EBITDA	10.72	12.24	10.53	8.91
ROE	18%	19%	19%	19%
ROIC	13%	11%	12%	12%

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

**资产负债表 (百万元)**

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	396	955	1,736	2,709
交易性金融资产	148	197	262	333
应收账款及应收票据	610	624	642	673
存货	742	762	766	815
预付账款	46	107	82	85
其他流动资产	57	86	98	95
流动资产合计	1,998	2,731	3,585	4,710
长期股权投资	515	565	635	695
投资性房地产	18	17	16	15
固定资产合计	2,913	2,641	2,343	2,028
无形资产	662	631	600	570
商誉	1,003	1,003	1,003	1,003
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	1,748	1,907	2,054	2,124
资产总计	8,879	9,519	10,259	11,167
短期借款	371	421	496	559
应付票据及应付账款	991	975	1,007	1,080
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	251	228	242	262
应交税费	62	57	60	67
其他流动负债	2,056	2,051	2,144	2,217
流动负债合计	3,731	3,731	3,950	4,184
长期借款	1,077	948	848	798
应付债券	725	754	781	809
递延所得税负债	13	12	12	12
其他非流动负债	190	168	164	160
负债合计	5,736	5,613	5,755	5,964
归属于母公司的所有者权益	3,055	3,800	4,380	5,057
少数股东权益	87	106	124	147
股东权益	3,142	3,906	4,504	5,203
负债及股东权益	8,879	9,519	10,259	11,167

**现金流量表 (百万元)**

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,491	1,184	1,669	1,786
投资	-8	-95	-132	-126
资本性支出	-578	-402	-384	-322
其他	18	-40	-65	-55
投资活动现金流净额	-568	-537	-581	-503
债权融资	-666	-62	-2	37
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-230	-269	-305	-347
其他	-74	243	0	0
筹资活动现金流净额	-971	-88	-307	-311
现金净流量	-47	559	781	973

**【投资评级说明】**

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同机构采用不同的评级术语及评级标准，我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

**公司评级**

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

**行业评级**

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

**【分析师承诺】**

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

**【重要声明】**

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或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，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**麦高证券有限责任公司研究发展部**

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

**麦高证券机构销售团队**

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com