

“鲜”壁垒助力低温乳品龙头再向上

华泰研究

2025年12月08日 | 中国内地

首次覆盖

食品

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

23.52

首次覆盖新乳业并给予买入评级，目标价 23.52 元（对应 26 年 24x PE）。公司作为泛全国化布局的低温乳企先行者，在产品创新、渠道拓展、奶源布局、冷链建设、区域品牌力打造等核心领域具有独到优势。我们看好公司持续聚焦低温乳制品，积极研发顺应市场口味的新品，加快下沉市场的区域渗透，发力 DTC 渠道的同时，积极拥抱山姆会员店等新兴渠道，以“鲜”为本，持续深耕。

行业：低温奶加速渗透，差异化定位创造溢价，平衡价值与成本

当前我国低温奶行业正加速渗透，据欧睿，24 年市场规模达 418 亿元，22-24 年 CAGR=1.4%，在液态奶中渗透率提升至 12.1%。行业格局相对分散，23 年伊利/蒙牛在低温鲜奶和低温酸奶中的合计市占率分别为 28%/36%（低于伊利与蒙牛在常温白奶/常温酸奶行业的合计市占率 87%/83%），区域型乳企凭借区域优势持续寻求全国化发展。商业模式上，产品端依赖新品研发满足消费者对口感与功能的需求；渠道端则趋向近场化，线上/新零售/送奶入户等渠道的重要性上升，对企业响应速度与精细化运营提出更高的要求。盈利方面，低温奶凭借“新鲜&健康”的定位可实现溢价，但该溢价需覆盖较高的供应链、运输及货损等成本，企业利润水平体现其精细化管理能力。

公司：“三鲜鼎立”战略升级，泛全国化低温乳企先行者

产品端，公司坚持“鲜酸双强”战略，推动唯品（低温鲜奶）与活润（低温酸奶）向十亿级大单品迈进，并通过多元化产品组合持续提升市场份额。渠道端，DTC 模式贡献主要增长，公司计划至 27 年将 DTC 渠道的收入占比提升至 30%以上，并通过形象店、小程序“鲜活 go”及与山姆/盒马等渠道合作，优化全渠道布局。供应链方面，公司依托西南、华东、西北等多地的奶源布局支撑全国市场的冷链供应，并通过约 10%的原奶外部采购灵活控制成本，为公司的“鲜”战略提供可靠且坚实的保障。

空间：战略规划高瞻远瞩，持续精进核心业务

根据公司《23-27 年战略规划》，新乳业目标实现规模双位数复合增长，并力争在 27 年达成净利率翻倍至 7.8%+的目标。收入端，公司依托自有菌种库建设加速产品创新，在巩固低温鲜奶与低温酸奶优势的同时、拓展低温乳酸菌饮品等新品，并凭借奶源与冷链优势推动国内市场下沉，公司已开始规划东南亚等区域的出海进程、以打开市场空间。利润端，此前公司毛利率提升更多受益于原奶成本红利，后续有望持续受益于产品结构优化及经营效率提升（如退损率降低等），同时伴随行业价格竞争趋缓，公司有望通过控制营销与财务费用、提升运营效率，从而推动净利率倍增目标超额实现。

我们与市场观点不同之处

市场对公司后续净利率的提升空间存在疑虑，我们认为公司盈利能力提升的主要锚点包括高毛利低温新品的持续推出、数字化转型、DTC 渠道建设带来的 ASP 提升及退损率降低等，后续毛利率提升与费用率下降的空间仍存。

盈利预测与估值

我们预计 25-27 年归母净利 7.2/8.4/9.5 亿，同比+34.6%/+16.2%/+13.3%，对应 EPS 0.84/0.98/1.11 元，参考可比公司 26 年 PE 均值 19x (Wind 一致预期)，考虑公司产品结构优势明显，产品创新能力处于行业领先水位，25-27 年公司净利润 CAGR (21%) 高于可比公司均值 (16%)，给予其 26 年 24x PE，目标价 23.52 元，给予“买入”。

风险提示：行业竞争加剧、新品表现不及预期、食品安全风险。

吕若晨

SAC No. S0570525050002
SFC No. BEE828

研究员

lvruchen@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

王可欣

SAC No. S0570524020001
SFC No. BVO215

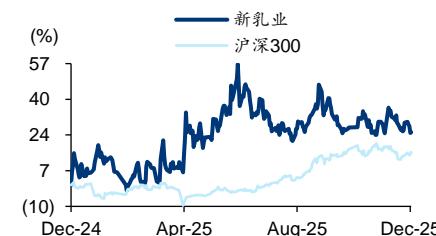
研究员

wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (人民币 截至 12 月 5 日)	16.76
市值 (人民币百万)	14,425
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	141.15
52 周价格范围 (人民币)	13.16-21.35

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	10,665	11,154	11,845	12,622
+/-%	(2.93)	4.58	6.20	6.55
归属母公司净利润 (百万)	537.69	723.97	841.28	953.46
+/-%	24.80	34.65	16.20	13.33
EPS (最新摊薄)	0.62	0.84	0.98	1.11
ROE (%)	17.49	20.32	20.18	19.66
PE (倍)	26.83	19.92	17.15	15.13
PB (倍)	4.72	4.08	3.49	3.00
EV EBITDA (倍)	14.10	12.35	10.39	8.95
股息率 (%)	1.67	1.67	1.92	2.11

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,002	1,998	1,832	2,402	3,157
现金	439.54	396.48	34.20	623.28	1,156
应收账款	604.08	608.11	659.60	686.69	747.82
其他应收账款	101.27	32.92	107.41	41.61	117.18
预付账款	82.26	46.00	88.13	54.31	97.47
存货	711.50	741.64	765.21	822.67	860.09
其他流动资产	63.69	172.98	177.43	173.47	177.98
非流动资产	6,936	6,881	6,986	6,928	6,792
长期投资	538.27	515.35	548.46	580.43	611.60
固定投资	2,883	2,913	2,945	2,875	2,736
无形资产	681.15	661.92	718.05	709.37	685.91
其他非流动资产	2,834	2,790	2,774	2,763	2,759
资产总计	8,938	8,879	8,818	9,330	9,949
流动负债	4,018	3,731	3,259	3,410	3,591
短期借款	915.57	371.08	371.08	371.08	371.08
应付账款	925.28	990.64	996.10	1,097	1,121
其他流动负债	2,177	2,369	1,892	1,942	2,098
非流动负债	2,280	2,006	1,918	1,659	1,402
长期借款	1,367	1,077	989.36	731.16	473.21
其他非流动负债	913.75	928.30	928.30	928.30	928.30
负债合计	6,299	5,736	5,177	5,070	4,992
少数股东权益	82.38	87.03	102.88	121.30	142.18
股本	865.81	860.67	860.67	860.67	860.67
资本公积	566.04	523.03	523.03	523.03	523.03
留存公积	1,790	2,198	2,606	3,081	3,618
归属母公司股东权益	2,557	3,055	3,538	4,139	4,815
负债和股东权益	8,938	8,879	8,818	9,330	9,949

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,987	10,665	11,154	11,845	12,622
营业成本	8,035	7,641	7,923	8,349	8,848
营业税金及附加	51.74	53.05	55.48	58.92	62.78
营业费用	1,678	1,659	1,779	1,901	2,013
管理费用	469.88	380.82	379.68	391.37	417.01
财务费用	161.98	100.96	97.10	75.53	55.09
资产减值损失	(17.01)	(97.65)	(22.31)	(23.69)	(25.24)
公允价值变动收益	23.24	23.55	25.20	24.00	24.25
投资净收益	6.05	(2.61)	18.22	19.43	20.76
营业利润	507.90	680.01	861.11	1,008	1,149
营业外收入	8.88	10.85	13.23	16.14	19.70
营业外支出	7.95	47.39	7.95	17.10	28.00
利润总额	508.83	643.46	866.39	1,007	1,141
所得税	71.17	94.00	126.56	147.07	166.68
净利润	437.66	549.46	739.83	859.70	974.33
少数股东损益	6.83	11.77	15.85	18.42	20.88
归属母公司净利润	430.83	537.69	723.97	841.28	953.46
EBITDA	1,167	1,215	1,361	1,537	1,699
EPS (人民币, 基本)	0.50	0.62	0.84	0.98	1.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.80	(2.93)	4.58	6.20	6.55
营业利润	25.98	33.89	26.63	17.03	14.05
归属母公司净利润	19.18	24.80	34.65	16.20	13.33
获利能力 (%)					
毛利率	26.87	28.36	28.97	29.52	29.90
净利率	3.98	5.15	6.63	7.26	7.72
ROE	16.58	17.49	20.32	20.18	19.66
ROIC	13.56	15.76	19.67	23.73	27.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.47	64.61	58.71	54.34	50.18
净负债比率 (%)	127.56	87.89	66.45	36.85	15.64
流动比率	0.50	0.54	0.56	0.70	0.88
速动比率	0.30	0.32	0.30	0.44	0.61
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.20	1.26	1.31	1.31
应收账款周转率	18.63	17.60	17.60	17.60	17.60
应付账款周转率	8.53	7.98	7.98	7.98	7.98
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.62	0.84	0.98	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.73	1.43	1.87	1.78
每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.55	4.11	4.81	5.59
估值比率					
PE (倍)	33.48	26.83	19.92	17.15	15.13
PB (倍)	5.64	4.72	4.08	3.49	3.00
EV EBITDA (倍)	15.28	14.10	12.35	10.39	8.95

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心要点	5
如何理解低温乳制品的消费趋势和商业模式？	7
行业现状：供需共振，低温奶加速渗透	7
商业模式：区域密网，冷链精控，锻造“鲜”之刃	9
盈利解读：差异化定位创造溢价，寻求价值与成本的精细平衡	10
新乳业：立足西南，缀点成域，泛全国化低温乳企先行者	12
产品：巩固“鲜酸双强”，培育战略品类	14
渠道：把控 DTC 枢要地位，顺应变革趋势	15
供应链：坚持奶源可控，优化冷链成本	17
成长空间展望：战略规划高瞻远瞩，持续精进核心业务	18
收入：产品推新加速，全国化与出海战略并行	18
盈利：运营效率提升，净利率倍增目标有望超额达成	20
盈利预测与估值	22
风险提示	25

图表目录

图表 1：液态奶行业市场规模及增速：22-24 年 CAGR=-4.2%	7
图表 2：低温奶行业市场规模及增速：22-24 年 CAGR=1.4%	7
图表 3：低温奶产品品类一览表	7
图表 4：乳制品细分品类用户画像	8
图表 5：23 年液态奶细分品类市占率	8
图表 6：2023 年我国主要区域的牛奶产量（万吨）	9
图表 7：低温酸奶消费与认知、收入水平密切相关（24 年数据）	9
图表 8：我国与日本市场的低温酸奶研发图谱对比	10
图表 9：我国低温奶行业主要厂商分布地图	10
图表 10：部分乳企鲜奶产品主要策略	10
图表 11：各品牌低温奶与常温奶零售价对比（元/L，未考虑促销）	11
图表 12：伊利 vs 新乳业：毛销差&净利率对比	11
图表 13：伊利 vs 新乳业：运输费用率对比	11
图表 14：公司发展历史复盘	12
图表 15：公司三轮并购图谱	12
图表 16：公司股权结构及控股子公司布局（截至 2025 年中报）	13
图表 17：公司 PE-TTM 估值复盘	13
图表 18：公司收入分业务拆分	14
图表 19：公司主要业务毛利率情况	14
图表 20：公司分地区营收情况（百万元）	14

图表 21: 公司分地区业务毛利率.....	14
图表 22: 公司产品矩阵	15
图表 23: 公司分渠道收入及毛利率	15
图表 24: 公司电商渠道收入及增速	15
图表 25: 公司“鲜活 go”小程序推出“随心送”功能.....	16
图表 26: 公司奶源分布图.....	17
图表 27: 鲜生活承担公司的运输价格.....	17
图表 28: 25 年公司战略升级为“三鲜鼎立”	18
图表 29: ESL (Extended Shelf Life) 工艺流程	18
图表 30: 朝日唯品营收及净利润 (百万元)	19
图表 31: 褒美乳业营收及净利润 (百万元)	19
图表 32: 东南亚主要国家与我国的人均乳制品消费量对比 (kg/人)	19
图表 33: 24 年东南亚主要国家与我国的乳制品消费结构对比	19
图表 34: 公司毛利率&归母净利率情况	20
图表 35: 公司费用率情况.....	20
图表 36: 公司液态奶及乳制品量价拆分	21
图表 37: 24 年公司液态奶与乳制品吨价与同业对比仍有提升空间	21
图表 38: 退损率变化对公司毛利率的影响效果 (以公司 24 年经营情况为基准)	21
图表 39: 公司销售费用率拆分: 各组成部分占收入比	21
图表 40: 公司资产负债率变化情况	21
图表 41: 新乳业未来三年各品类拆分预测 (百万元)	23
图表 42: 新乳业费用率&归母净利润预测明细 (单位: 百万元)	23
图表 43: 可比公司估值表	24
图表 44: 自由现金流预测 (单位: 百万元)	24
图表 45: WACC 假定条件	25
图表 46: DCF 估值结果 (单位: 百万元)	25
图表 47: 公司权益价值敏感性分析 (单位: 百万元)	25
图表 48: 新乳业 PE-Bands	26
图表 49: 新乳业 PB-Bands	26

核心要点

我国乳业发展历程悠久，2016年以来，我国低温奶在液态奶行业中的渗透率不断提升，供需共振，低温奶行业仍具备一定的成长性，当前竞争格局相对分散、在全国尤其是下沉市场仍有较大的渗透空间。新乳业作为泛全国化布局的低温乳企先行者，在产品创新、渠道拓展、奶源布局、冷链建设、区域品牌力打造等核心领域具有独到优势。我们看好公司持续聚焦低温乳制品，积极研发顺应市场口味的新品，加快下沉市场的区域渗透，发力DTC渠道的同时，积极拥抱山姆会员店等新兴渠道，以“鲜”为本，持续深耕。

行业层面：低温奶加速渗透，差异化定位创造溢价，寻求价值与成本的精细平衡

当前乳制品的主力用户（Z世代、精致妈妈和都市白领等）尤其注重新鲜度、营养成分和功能属性，对于低温奶品类的偏好日益凸显。据欧睿，2024年我国低温奶行业的市场规模为418亿元，22-24年CAGR=1.4%，低温奶在液态奶行业中的渗透率为12.1%。

1) 竞争格局：常温奶双寡头格局相对稳定，低温奶行业格局相对分散，呈现区域割据，23年低温鲜奶/低温酸奶行业中伊利与蒙牛的合计市占率为28%/36%（低于伊利与蒙牛在常温白奶/常温酸奶行业的合计市占率87%/83%），区域型乳企（如光明、三元和新乳业等）在大本营市场占据领先优势，并不断寻求全国化发展。

2) 商业模式：产品端，当前我国消费者对新奇口感与多元化功效的需求进一步提升，新品研发为行业发展的锚点，我国低温奶品类功能化研发空间充足。渠道端，近年来线上渠道的销售占比明显提升，新零售/团购/送奶入户等近场化渠道的乳制品零售额呈现上涨趋势，需要企业提升响应速度与精细化发展水平。

3) 盈利解读：低温奶通过“新鲜”和“健康”的差异化定位创造溢价（普通鲜奶的定价大约可高出普通常温奶约30%），但这份溢价需要用来覆盖远高于常温奶的供应链成本和渠道费用、运输费用、货损成本等，最终企业的利润是精细化管理能力的直接体现。

公司层面：“三鲜鼎立”战略升级，泛全国化低温乳企先行者

公司前身为新希望集团旗下的乳业板块，深耕低温奶领域，以西南为基，逐步实现泛全国化布局。

1) 产品端：公司在巩固“鲜酸双强”的基础上致力于培育战略品类，顺应消费趋势持续推进创新迭代，唯品（低温鲜奶）、活润（低温酸奶）均有望冲击10亿级大单品。横向对比来看，公司产品所覆盖的品类、单价和功能范围较广，逐步实现市场份额的稳步提升。

2) 渠道端：公司核心渠道DTC整体营收持续引领增长，27年目标为收入占比达到30%以上，公司通过线下形象店、微信小程序“鲜活go”、与山姆/盒马等合作推新等拓展机会，并利用其区域和冷链优势实现订奶入户真正的“灵活配送”，打通最后一公里。

3) 供应链端：公司奶源主要集中分布在西南、华东和西北区域，对全国范围内的广阔市场进行辐射，为低温奶的冷链运输提供良好的基础，与“鲜”战略相辅相成；公司有~10%的原奶来自市场临时调配，在奶价下行阶段能够做到更好的成本控制。

成长空间：战略规划高瞻远瞩，持续精进核心业务

据公司《23-27年战略规划》，公司计划以内生增长为主，投资并购为辅，做大做强核心业务，努力推动规模CAGR双位数增长，并设立27年净利率翻倍（7.8%+）的战略目标。

1) 收入：产品推新加速，全国化与出海战略并行。产品端，公司持续投入自有菌种库建设，巩固低温鲜奶&酸奶产品的同时、开始着力发展乳酸菌类低温风味饮品等新品。市场端，公司将利用其奶源、冷链和品牌效应等优势，将低温业务进一步拓展至三四线城市，并开始布局人均乳制品消费量仍处于提升通道的东南亚等海外市场，有望进一步打开营收空间。

2) 利润：运营效率提升，净利率倍增目标有望超额达成。从毛利率的角度看，公司24年以来的毛利率提升主要得益于原奶成本红利，后续产品结构优化与经营效率提升（如退损率降低等）或将进一步打开盈利空间。从费用率的角度看，奶价企稳回升后、行业价格竞争有望趋于缓和，公司营销投入有望持续收缩，财务费用仍有压缩空间。



区别于市场的观点：市场对于公司后续净利率的提升空间存在疑虑，我们认为公司盈利能力提升的主要锚点包括高毛利低温新品的持续推出、数字化转型、DTC 渠道建设带来的 ASP 提升及退损率降低等，后续毛利率提升与费用率下降的空间仍存。

如何理解低温乳制品的消费趋势和商业模式？

行业现状：供需共振，低温奶加速渗透

据欧睿，2024年我国液态奶行业规模为3,442亿，对应11-21年CAGR为7.2%，此后消费力偏弱的背景下，液态奶行业需求阶段性承压（22-24年CAGR为-4.2%）。从产品结构来看，2016年以来，我国低温奶在液态奶行业中的渗透率不断提升，但距离海外国家仍有充足的提升空间。低温奶包括巴氏奶、ESL奶（延长货架期奶）、低温酸奶、低温风味奶（含乳饮料）。据欧睿，2024年我国低温奶行业的市场规模为418亿元，在液态奶行业中的渗透率为12.1%，较2016年的7.0%已有明显提升。横向对比海外国家，据日本乳业协会，23-24年巴氏奶的份额均稳定在95%以上；据韩国农水产食品流通公社，23-24年巴氏奶在液奶中的渗透率达85%-90%；据USDA数据，23年美国冷藏奶（含ESL）在液奶中的占比约92%；据英敏特报告，24年英国及北欧的巴氏奶份额均在90%以上。

供需共振，低温奶行业仍具备一定的成长性。在我国液态奶行业的发展初期，常温奶得益于销售半径大/保质期长的特点、成为主要乳企着重布局的业务板块，在此基础上诞生了特仑苏/金典/安慕希/纯甄等超级大单品；相较之下，过去低温奶受限于运输与储存成本，销售半径有限，叠加消费习惯培育仍然需要一段时间，我国低温奶行业发展尚未完全成熟。从供给端看，随着国内冷链运输设备的进一步完善，叠加主要企业对于低温奶的重视程度提升，低温奶产品品类有所增加，提供给消费者更多的选择。从需求端看，乳制品的主力用户为Z世代、精致妈妈和都市白领等，尤其注重新鲜度、营养成分和功能属性等，或为液态奶后续品质升级的主要方向。据TGI集中度测算，上述三类主力人群对低温鲜奶和低温酸奶品类有着明显的偏好，低温奶或将成为液态奶行业品质升级的关键载体。

图表1：液态奶行业市场规模及增速：22-24年CAGR=-4.2%



资料来源：欧睿，华泰研究

图表2：低温奶行业市场规模及增速：22-24年CAGR=1.4%



资料来源：欧睿，华泰研究

图表3：低温奶产品品类一览表

产品品类	核心工艺	杀菌温度/时间	保质期	储存条件/理论销售半径	风味与营养特点
巴氏杀菌奶	巴氏杀菌法	通常 72°C-85°C, 持续 15-30 秒	较短, 通常 7-15 天	全程 2°C-6°C 冷藏；理论销售半径≈300-500km	1) 风味：口感浓郁，最接近生牛乳的天然风味；2) 营养：保留了大量活性营养物质
ESL 奶（“超巴奶”）	超巴氏杀菌法：结合了巴氏杀菌和超高温灭菌的部分技术，杀菌强度高于巴氏，但低于UHT	通常 120°C-130°C, 持续数秒（如 2-4 秒）	较长, 15-30 天，甚至更长	全程 2°C-6°C 冷藏；理论销售半径≈500-1000km	1) 风味：口感较巴氏奶略差，奶味稍淡，可能有轻微的“蒸煮味”；2) 营养：活性物质大部分已失活，但热敏性维生素（如 B 族、VC）的保留率仍高于常温奶
低温酸奶	1) 发酵后巴氏杀菌；2) 发酵前杀菌：对原料奶进行巴氏杀菌后，再接种发酵	发酵前/后的杀菌工艺与巴氏奶类似	通常 21-28 天	全程 2°C-6°C 冷藏；理论销售半径≈500-1500km	1) 风味：酸甜可口，具有活性乳酸菌发酵产生的独特风味；2) 营养：富含活性乳酸菌（如保加利亚乳杆菌、嗜热链球菌等），有助于肠道健康，蛋白质、钙质易吸收
低温风味奶	以生牛乳/乳粉为原料，添加其他食品原料、食品添加剂，经巴氏杀菌工艺制成	与巴氏奶或 ESL 奶工艺类似	根据工艺不同, 7-30 天不等	全程 2°C-6°C 冷藏；理论销售半径≈500-1500km	1) 风味：口味多样，如巧克力、草莓、香蕉等，口感丰富；2) 营养：乳蛋白含量相对较低，通常 ≥1.0%（国家标准），营养价值不如纯牛奶

资料来源：中国乳制品工业协会，华泰研究

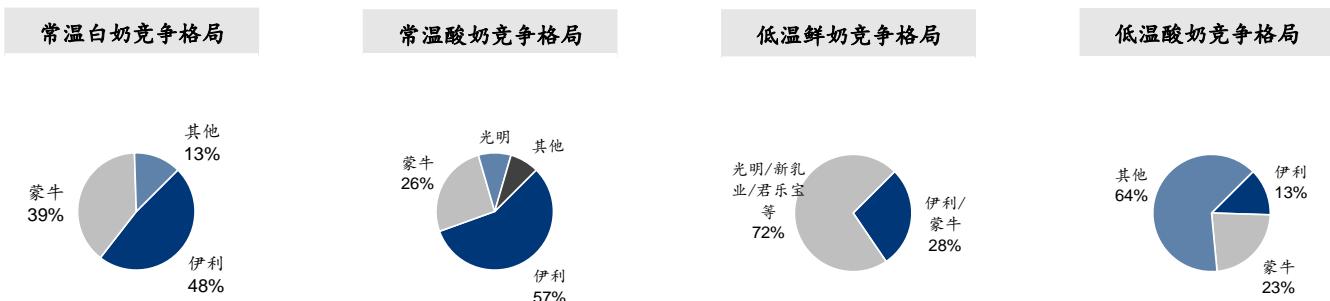
图表4：乳制品细分品类用户画像

消费乳品品类(个)	TGI≥110 (TGI=品类人群占比/总乳品人群占比*100%)								
	GenZ	精致妈妈	新锐白领	资深白领	都市蓝领	都市老人	小镇青年	小镇家庭	小镇老人
基础白奶	103	102	116	100	93	81	109	100	91
高端白奶	106	121	131	117	88	100	96	96	92
低温鲜奶	92	139	131	119	83	117	94	92	103
常温酸奶	118	124	133	118	87	69	109	91	76
低温酸奶	114	134	126	120	83	103	111	89	89
常温乳酸菌饮料	144	105	107	100	102	77	121	88	74
低温乳酸菌饮料	133	110	110	103	108	105	108	78	80
风味奶	126	122	119	111	100	81	107	100	67
乳味饮料	151	98	102	95	115	83	115	90	63
奶酪(含儿童奶酪)	92	138	127	123	69	77	85	131	77

资料来源：Ipsos《2024年乳品监测报告》，华泰研究

常温奶双寡头格局相对稳定，低温奶行业格局分散，呈现区域割据，集中度具备提升空间。常温奶行业基本呈现伊利与蒙牛的双寡头格局，常温白奶中，23年CR2合计市占率达87%，常温酸奶中，23年CR2合计市占率达83%。相较之下，低温奶保质期更短、需要全程2°C-6°C冷藏储存、理论销售半径更短（巴氏杀菌奶的理论销售半径≈300-500km），使得行业竞争格局天然相对分散，呈现区域企业割据的局面，23年低温鲜奶/低温酸奶行业中伊利与蒙牛的合计市占率分别为28%/36%（低于伊利与蒙牛在常温白奶/常温酸奶行业的合计市占率87%/83%），区域型乳企（如华东区域的光明、北方区域的三元和西南区域的新乳业等）在大本营市场占据领先优势，并不断寻求全国化发展。

图表5：23年液态奶细分品类市占率



资料来源：中国产业信息网，华经产业研究院，智研咨询，华泰研究

在市场竞争格局中，全国性乳企与区域性乳企于低温奶领域呈现差异化优劣势。全国性乳企如伊利、蒙牛，其优势在于依托强势的品牌、广阔的渠道和采购规模优势，能快速实现全国市场覆盖；但劣势在于难以灵活地满足区域化地口味需求、资源或在较长时间内无法聚焦于低温奶品类。反观新乳业等区域性乳企，其核心优势在于凭借“近场供应链”在区域内实现高效的冷链配送与高活性的产品供给，并依靠本地品牌认知构建深度的渠道壁垒；而劣势则体现在规模有限导致的成本压力（主要在原奶成本上体现）与扩张瓶颈（或面临全国品牌下沉与本土市场饱和的双重挑战）。全国性乳企与区域性乳企分别在“广度”与“深度”维度构筑竞争力，形成互补共存的行业生态。

商业模式：区域密网，冷链精控，锻造“鲜”之刃

乳制品行业的产业链较长，上下游关联紧密，各环节承担不同的职能，共同支撑从原料生产到终端消费的全流程。通常乳制品产业链的上游为奶牛养殖和包装等原材料供应商；中游为乳制品生产&包装厂商，包括全国性和地方性乳企；下游则为各类消费终端，如线下渠道包括各类卖场、超市、便利店以及部分特殊渠道（如品牌专卖店/学校或事业单位等），线上渠道包括淘宝等货架电商、抖音等直播平台、各大乳企自身的线上平台等，据乳业时报，23 年低温乳品的主要销售渠道中，超市占比 33%，大卖场占比 22%，网购占比 14%，其他渠道占比 31%，线上与线下渠道共同决定了产品的市场覆盖和消费转化。

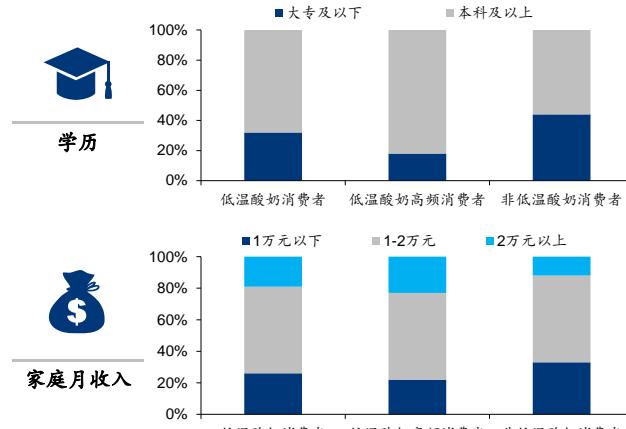
我国主要奶源所在地与低温奶核心消费市场存在区域错配。低温奶的保质期通常在 30 天以内，往往需要乳企尽快完成从牧场到终端的全程冷链配送，因此低温奶企业通常需要采用区域化奶源布局。供给端来看，23 年我国牛奶产量共 4,197.0 万吨，得益于丰富的优质草场资源，其中 70% 以上的产量均来自东北、西北、华北牧场，内蒙古牛奶产量高达 792.6 万吨，位列各省第一；长江以南的奶源总量较少，主要分布在气候适宜、地形多样的四川和云南两省，23 年牛奶产量合计为 145 万吨。需求端来看，低温奶消费市场存在着明显的区域差异化。北方地区由于纬度较高、气温整体偏低，叠加居民长久以来的饮食习惯，低温奶的渗透率低于南方地区；南方地区拥有更发达的物质基础、更充分的消费认知和更完善的冷链运输条件（24 年冷库存量对比：东部地区 8537.2 万立方米 > 中部地区 3146.4 万立方米 > 西部地区 2698.9 万立方米 > 东北地区 862.7 万立方米），低温奶的渗透率较高。根据凯度，对低温酸奶有着较高消费频次的人群学历和家庭月收入也相对更高，因此消费基础更优的区域低温奶渗透率更高。

图表6：2023年我国主要区域的牛奶产量（万吨）

省市	产量（万吨）	占比
内蒙古	792.6	18.9%
河北	574.3	13.7%
黑龙江	503.6	12.0%
宁夏	430.6	10.3%
山东	318.1	7.6%
新疆	232.8	5.6%
河南	237.5	5.7%
山西	147.1	3.5%
陕西	109.1	2.6%
辽宁	135.4	3.2%
甘肃	101.8	2.4%
云南	72.6	1.7%
四川	72.0	1.7%
其他	469.6	11.2%
全国	4197.0	100.0%

资料来源：国家统计局，华泰研究

图表7：低温酸奶消费与认知、收入水平密切相关（24 年数据）

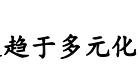
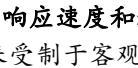


资料来源：凯度，华泰研究

产品端：新品研发为行业发展的锚点，我国低温奶品类功能化研发空间充足。站在当前视角下，消费者对新奇口感与多元化功效的需求进一步提升。低温鲜奶品类中，我国低温鲜奶产品正从基础营养走向多元与风味化的高端体验。低温酸奶品类中，我国酸奶市场仍以“风味”+“口感”创新为主，各家乳企近年推出较多的双拼口味产品、添加果粒/燕麦粒/谷物盖等多元风味的酸奶产品，同时针对口感丰富度、推出突出颗粒感的“爆珠”产品和浓稠感的“奶皮子”酸奶产品。参考日本市场，其低温鲜奶行业通过生物技术精准改变奶源成分，并借助官方认证体系为健康宣称背书，最终以细分的产品形态，精准满足从婴幼儿到老年人、从健康人群到特定需求者的多元化&场景化需求。低温酸奶行业中，森永乳业、可尔必思、朝日集团等龙头企业均在长期从事功能性酸奶的研发创新，当前市面上的产品能够覆盖多类消费人群，包括促消化类、降压控糖类、助眠类和减脂类等，永森旗下的“三重酸奶”具备降血压、降血糖和降甘油三酯的三重功效，面市后十个月内便卖出了 4000 万瓶，有效构建起区别于传统酸奶产品的差异化竞争力。展望未来，我国低温奶企业亦有望针对各类人群需求、打造更多元的功能性产品，并持续推动消费者饮用体验，打造大单品。

图表8：我国与日本市场的低温酸奶研发图谱对比



我国酸奶市场仍以“风味”+“口感”创新为主			
研发方向	品牌名称	产品名称	图示
风味	蒙牛	低温双拼果粒酸奶	
	新希望	琴牌活润果粒乳	
口感	伊利	畅轻爆珠酸奶/安慕希爆珠酸奶	
	新希望	雪兰奶皮子酸奶	
	伊利	奶皮子酸奶	
	蒙牛	燕麦冠益乳	
	伊利	牛油果燕麦酸奶	
伊利	有汽儿安慕希		
功效	伊利	益生菌安慕希	

日本酸奶市场的功能性研发创新更为领先			
功能类型	产品名称	功能	图示
促消化类	日本森永贝希达斯酸奶	含双歧杆菌，声称能够改善肠道健康、促进消化	
	江崎格力高BiFFIX酸奶	含双歧杆菌BiFFIX，以“生活作息不规律、运动不足、肥胖、便秘、中老年人群”为目标	
降压控糖类	日本森永三重酸奶	具备降低高血压、控制餐后血糖上升和甘油三酯增加三重功效	
	可尔必思乳酸菌饮料	含有乳三肽成分，宣传称每日一瓶可以帮助降低血压	
助眠类	养乐多母公司Yakult 1000	一瓶中添加了1,000亿个干酪乳杆菌YIT0029，具有缓解压力、促进睡眠的功效	
	朝日集团乳酸菌饮料	100ml含有100亿枯乳杆菌，能够解压舒缓、改善睡眠	
减脂类	雪印乳业的megumi酸奶	可有效降低人体腹部内脏脂肪的面积	
	可尔必思乳酸菌饮料	每瓶430mL含有1.44mg的特殊乳酸菌，具有减少体脂的作用	

资料来源：FBIF, 永森乳业公司官网, 华泰研究

渠道端：低温奶的销售渠道趋于多元化，部分乳企已针对低温奶产品进行了相应的渠道建设，后续发展需要持续提升响应速度和精细化管理水平。低温奶的主要销售终端为大卖场/超市/电商渠道等，长期以来受制于客观条件（低温奶产品的保质期较短、运输条件等较为苛刻等），线下终端的占比较高，近年来线上渠道的销售占比明显提升，新零售、团购、送奶入户等近场化渠道的乳制品零售额呈现上涨趋势，送奶入户渠道亦为低温奶最具代表性的渠道，2022年送奶入户渠道的占比已达到27%，且不同于商超渠道的即买即卖方式，订奶入户渠道通过预付费的模式带来稳定的现金流，消费者一旦养成消费习惯、后续附着力较强，对于低温奶企业而言，订奶入户渠道的建设周期较长、人力等固定成本投入较高。具体到各企业：线上业态方面，伊利的“伊利活力”小程序、蒙牛的“天鲜配”平台、光明的“随心订”服务和新乳业的“鲜活go”小程序等均可实现部分区域或全国范围内的在线预定/智能配送等快捷服务，有效提高低温奶配送的响应度；线下业态方面，伊利以传统经销网络为基础，并重点深耕便利店等现代渠道，构建了覆盖广泛、下沉深入的立体化线下销售网络，蒙牛等加码社区乳品店业态，力图从社区深入小区，深入连接消费者的生活，此外新乳业更侧重于线下体验店的布局，让消费者通过“自助鲜奶”服务直接感受到新鲜。

图表9：我国低温奶行业主要厂商分布地图



资料来源：智研咨询，各公司官网，华泰研究

图表10：部分乳企鲜奶产品主要策略

企业	代表性鲜奶产品	渠道策略
伊利股份	“金典”低温奶	开创“伊利活力”小程序，打造鲜如意社区奶站，提供在线预订、到店消费和提货、送货上门等服务
蒙牛乳业	每日鲜语、现代牧场	打造社区乳品店业态“蒙小美”；成立线上平台“天鲜配”订奶，楼下智能冰柜取奶的配送零售模式
光明乳业	优倍、新鲜牧场	打造“光明随心订”小程序；与阿里云合作搭建数字化系统，实现配送路线智能规划和订单实时管理
新乳业	黄金24小时、每日鲜奶铺	通过“鲜活go”系统覆盖市县，实现线上订单线下自提或配送入户；打造线下“24小时自助鲜奶”网红店

资料来源：各公司公告，华泰研究

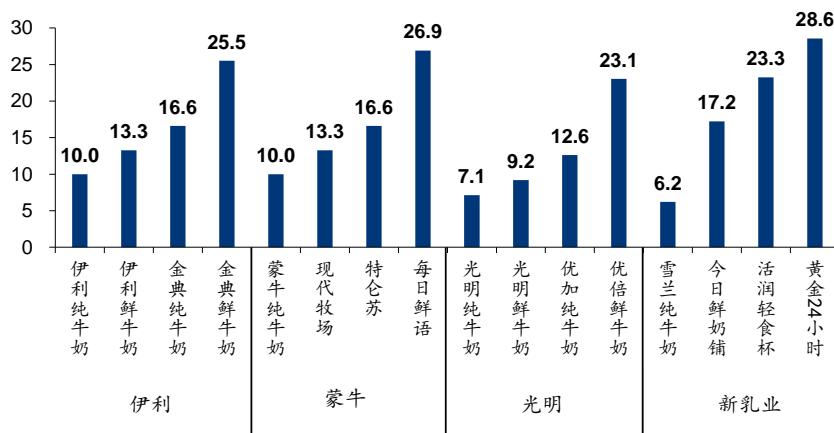
盈利解读：差异化定位创造溢价，寻求价值与成本的精细平衡

低温奶通过“新鲜”和“健康”的差异化定位创造溢价，但这份溢价需要用来覆盖远高于常温奶的供应链成本和渠道费用、运输费用、货损成本等，最终企业的利润是精细化管理能力的直接体现。

盈利的潜力与优势：相较于常温奶，低温鲜奶产品定价普遍较高。低温奶（尤其是巴氏奶）凭借“更新鲜、更营养”的消费者认知，能跳出与常温奶的价格竞争，定位于中高端市场。对比各品牌的低温奶与常温奶零售价，总体来看产品零售价按从高到低排序为“高端鲜奶>高端常温奶>普通鲜奶>普通常温奶”，高端鲜奶的价格定位偏高，参考图表 11 中列示的各品牌低温奶与常温奶零售价对比，普通鲜奶的定价大约可高出普通常温奶约 30%，部分乳企的高端鲜奶毛利率可达 50%以上。

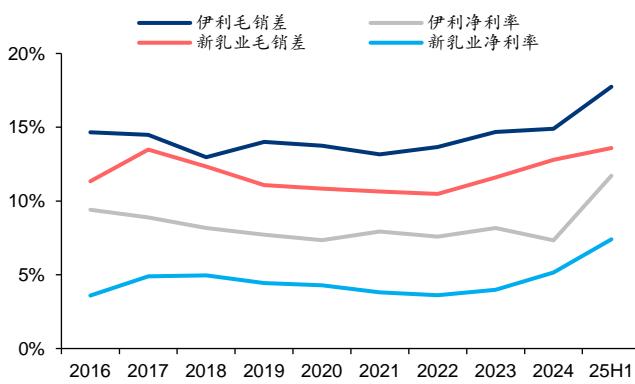
盈利的挑战与成本：由于运输及储存条件相对苛刻，叠加较短的保质期要求较快的周转，低温奶的相关费用率明显高于常温奶。由于低温奶的运输条件相对苛刻、周转效率要求更高，低温奶企业的运输费用率通常相对较高，对比新乳业（坚持“鲜立方战略”）和全国性龙头乳企伊利（收入结构中常温产品占比较高），24 年新乳业的运输费用率为 7.6%，而伊利的运输费用率仅 4.8%。此外，低温奶的保质期较短，一旦出现销售预测不准、动销缓慢，就会导致大量的临期品和退货，对于企业利润形成负面影响。区域型低温乳企在区域拓展和下沉渗透的过程中由于营销力度加大，销售费用投放也会相应提升，如新乳业近年逐渐开始泛全国化扩张，其广告及营销费用率从 20 年的 7.8%逐渐提升至 24 年的 10.5%。

图表11：各品牌低温奶与常温奶零售价对比（元/L，未考虑促销）



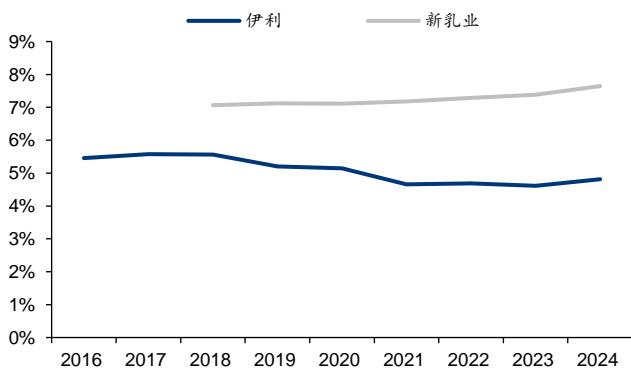
资料来源：大润发官网，华泰研究

图表12：伊利 vs 新乳业：毛销差&净利率对比



资料来源：Wind，华泰研究

图表13：伊利 vs 新乳业：运输费用率对比



注 1：伊利 16-20 年装卸运输费为总装卸运输费，营业收入为总营业收入；22 年及以后装卸运输费和营业收入为液体乳及乳制品制造业的运输费和营业收入；

注 2：新乳业 18-19 年装卸运输费为总装卸运输费，营业收入为总营业收入；20 年及以后装卸运输费和营业收入为液体乳及乳制品制造业的运输费和营业收入；
资料来源：公司公告，华泰研究

新乳业：立足西南，缓点成域，泛全国化低温乳企先行者

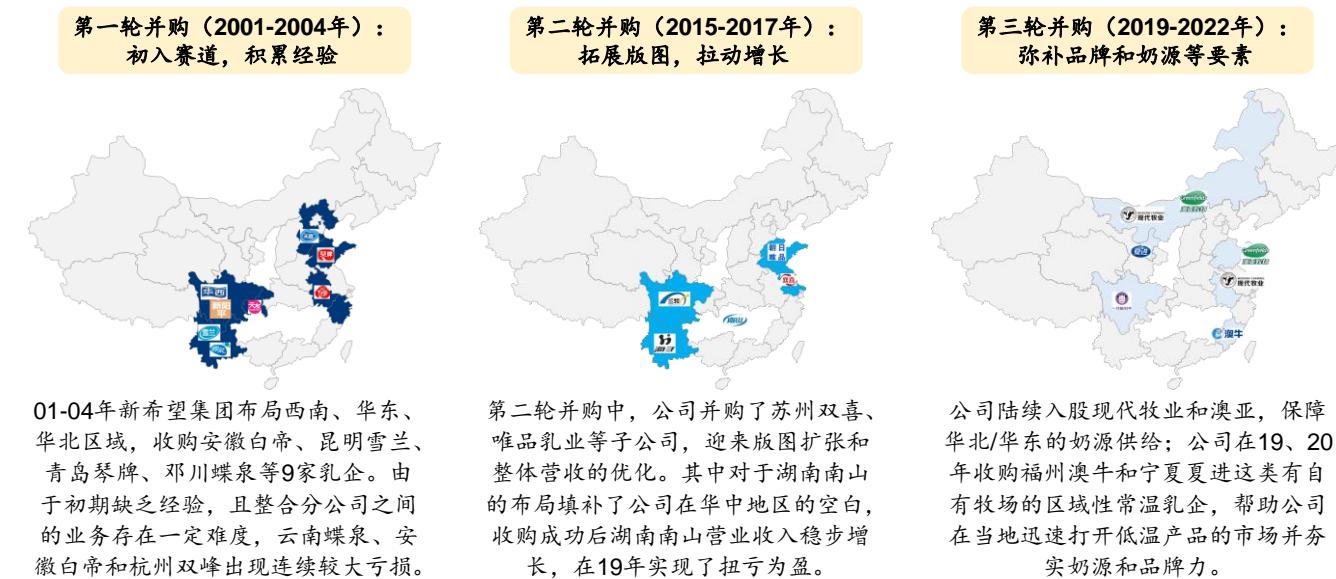
新乳业的前身为新希望集团旗下的乳业板块，深耕乳制品领域 20 余年，公司发展大致可分为以下四个阶段：①发展初期（2001-2005 年）：2001 年新希望集团涉足乳制品行业，并购筹组地方优质乳企，初步形成分散于西南、华东、华北等区域的市场布局。②业务调整期（2006-2014 年）：2006 年因经营的持续亏损，新乳业的股权被转让至四川南方希望实业，2011 年完成股权转让，席刚先生担任总裁后首次提出“鲜战略”，明确了新乳业发展的方向与着力点。③并购扩张期（2015-2022 年）：此阶段公司经营状况持续向好，并开启第二轮并购，重点布局空白市场，收购苏州双喜、湖南南山等子公司；2019 年公司上市后开启第三轮并购，进一步推进版图连结和业务拓展，公司入股现代牧业和澳亚，战略布局优质奶源。④高质量进阶期（2023 年至今）：2023 年 5 月公司发布 23-27 年五年战略规划，逐步调整战略方向，确立公司发展由并购驱动增长转向内生业务增长为主，将此前的“鲜战略”升级为“三鲜鼎立”，努力实现低温鲜奶、低温酸奶与低温饮品协同发展；公司对于自身的盈利能力提出了更高的要求，27 年利润率目标超 7.8%，追求经营环节的提质增效。

图表14：公司发展历史复盘

2001-2004年	2010-2012年	2016年	2019年	2021年
新希望集团涉足乳制品行业，完成对四川阳平乳业公司的并购重组；后续并购了云南蝶泉、昆明雪兰、重庆天友、安徽白帝、杭州双峰、青岛琴牌等多家乳企	2011年完成股权转让至四川南方希望实业；席刚出任总裁，提出“鲜战略”；2012年相应推出以时间定义新鲜的牛奶产品——24小时鲜奶	完成股份制改造；收购绿源唯品乳业；席刚出任董事长	于深交所上市；入股现代牧业，战略布局优质奶源	收购“一只酸奶牛”60%的股权；入股澳亚，稳定奶源；确立“鲜立方”战略
2006年	2015年	2017-2018年	2020年	2023-2025年
新希望乳业正式成立，专营乳制品业务	重点布局空白市场，收购苏州双喜、湖南南山、西昌三牧；与新西兰皇家农科院合作，建立“中新乳品加工国际科技合作基地”	朱川出任总裁，组建乳制品重点实验室；随后布局全球试验室；2018年推出活润酸奶	兼并西北龙头夏进乳业、福州澳牛，进一步进行版图连结和布局优化；发布限制性股票激励计划；发行可转债	2023年发布23-27年五年战略规划，更加注重战略聚焦和内生发展；2025年首次提出“三鲜鼎立”，即低温鲜奶、低温酸奶与低温饮品协同发展

资料来源：公司官网，华泰研究

图表15：公司三轮并购图谱



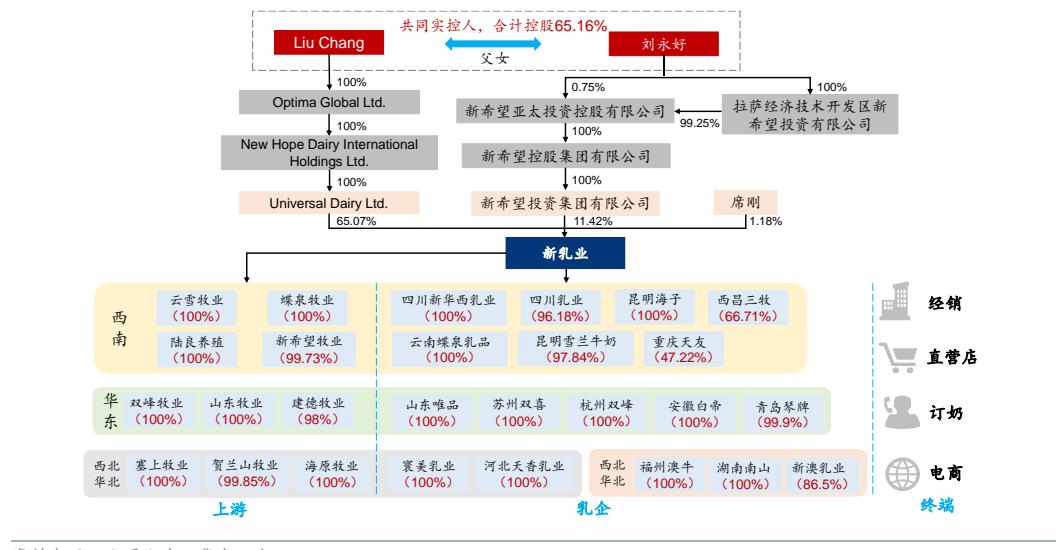
注 1：公司 19 年收购现代牧业 9% 的股权、21 年收购澳亚投资 5% 的股权；

注 2：23 年 11 月因其经营模式与公司发展理念不符等原因，公司启动此前收购的现制酸奶赛道子公司“一只酸奶牛”的股权转让计划，将 45% 的股权转让给关联方草根知本集团，重庆瀚虹不再与上市公司并表，及时止损；

资料来源：公司公告，华泰研究

股权结构稳定，背靠新希望集团，助力全产业链升级迭代。截至 25 年中报，公司实际控制人为新希望集团的刘氏父女，合计持股 65.2%。新希望集团广泛涉足养殖、饲料、屠宰、肉类销售等领域，旗下的新希望六和、新希望贸易可协助扶持公司上游的养殖原料业务；子公司草根知本集团作为投资运营平台、可协助公司从企业市场向消费者市场的转型布局，并赋能公司并购业务；同时新希望集团在冷藏仓库配置及冷链物流配送上均具备优势，为公司版图扩张、业务升级和全产业链布局提供助力。目前新乳业立足西南，在华东、华中、华北、西北深度布局，辐射全国，旗下有 52 家控股子公司、15 个主要品牌、16 家乳制品加工厂、12 个自有牧场，均在母品牌“新希望”下独立运营。

图表16：公司股权结构及控股子公司布局（截至 2025 年中报）



估值复盘：疫情前公司股价主要受收并购等事件性因素影响，疫情后公司股价主要由基本面驱动，同时伴随板块情绪波动。疫情前公司股价主要受收并购交易等事件性因素影响，23年5月公司发布23-27年五年战略规划，确立公司发展由并购驱动增长转向内生业务增长为主，公司股价与基本面的关联性增强。23年8月起，公司高管减持，叠加消费需求提振偏弱，市场由消费品提价升级逻辑转向降级，公司PE-TTM估值呈现较长时间的下行，逐步下探至24年8月的15.6x；此后，原奶价格下降带来的成本红利与公司费用管控效果凸显，共同带动公司基本面表现亮眼，公司成长逻辑持续受到市场认可，估值持续向上修复，此外，公司对于山姆等新渠道的拥抱相对积极，亦受到了25年3月起的新消费主题催化，25年至今，公司PE-TTM均值为25.3x。

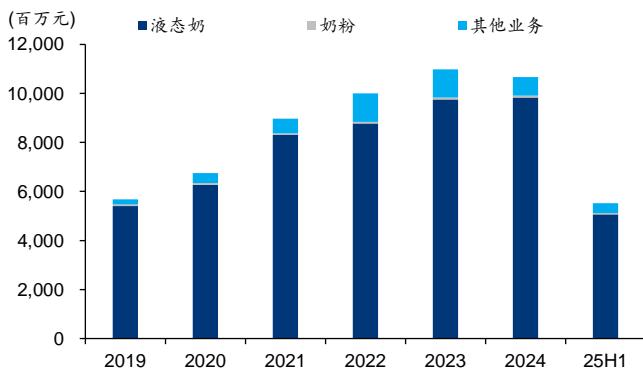
图表17：公司PE-TTM估值复盘



资料来源：Wind, 公司公告, 华泰研究

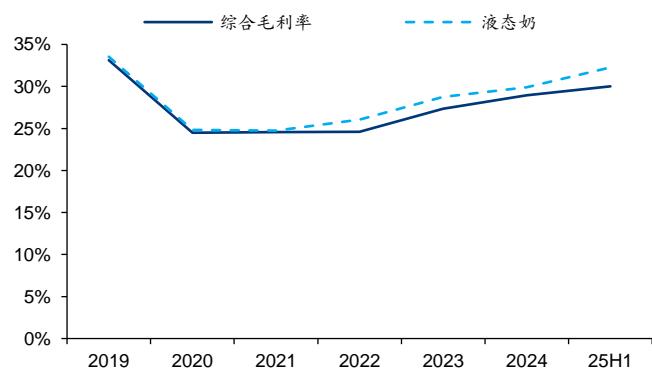
业务结构：精准布局，深耕低温奶领域。公司主要产品包括液体乳、奶粉和其他周边产品，其中25H1液体乳的收入占比达91.7%。24年公司实现营业收入106.7亿元，19-24年CAGR为12.7%，低温鲜奶作为公司第一大品类（24年收入占比超过50%），与低温酸奶产品的营收增长均延续良好态势；24年公司实现归母净利润5.4亿元，19-24年CAGR为30.4%，近年来公司盈利能力实现稳步提升。

图表18：公司收入分业务拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

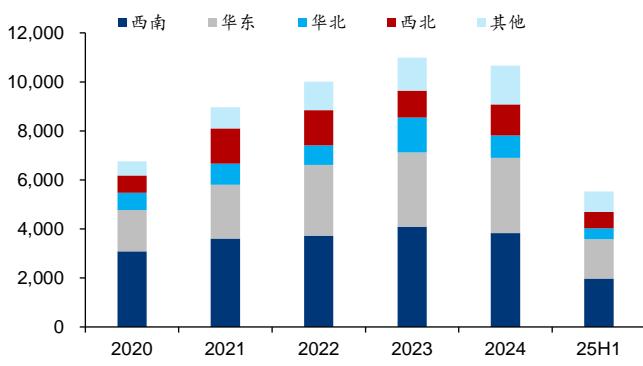
图表19：公司主要业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

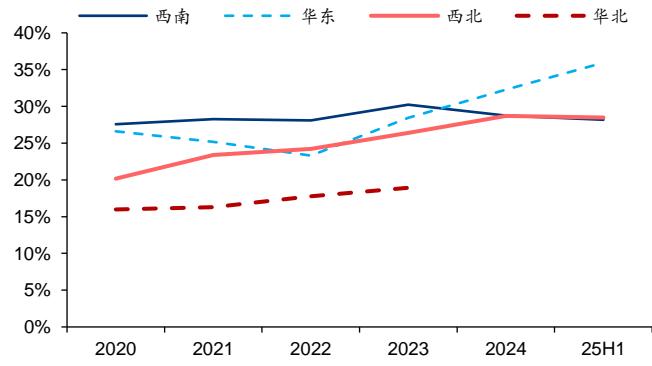
区域布局：以西南为基，逐步实现泛全国化布局。2020年以来，公司西南地区的营收占比逐渐下降，25H1已降至35.7%，而其他区域尤其是华东的营收占比明显提升，25H1已提升至29.0%，对应华东区域20-24年的营收CAGR为16.1%。2022年起，华东地区和西北地区的毛利率快速提升。得益于第二轮并购中公司对苏州双喜以及朝日乳业（现唯品乳业）的收购与精细化运营，25H1华东地区的毛利率达35.9%，显著优于以上海为基地的老牌乳企光明乳业（25H1毛利率为18.9%）。2020年公司收购宁夏地区龙头乳企寰美乳业100%的股权，成功打入西北市场，25H1西北地区毛利率为28.5%，20-24年西北地区的营收CAGR为16.1%，进一步助力公司的全国化布局。

图表20：公司分地区营收情况（百万元）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表21：公司分地区业务毛利率



注：华北地区24年和25H1毛利率数据未披露；

资料来源：公司公告，华泰研究

产品：巩固“鲜酸双强”，培育战略品类

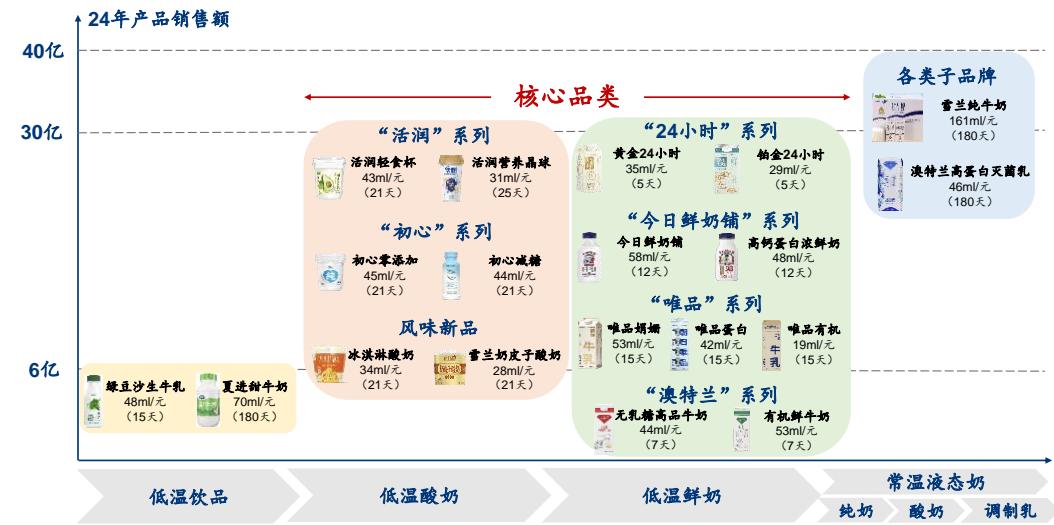
公司在巩固“鲜酸双强”的基础上致力于培育战略品类，顺应消费趋势持续推进创新迭代，公司产品所覆盖的品类、单价和功能范围较广，逐步实现市场份额的稳步提升。

1) 低温鲜奶：公司鲜奶产品包括明星单品“24小时”系列、“今日鲜奶铺”系列和高端产品代表“唯品”系列等，其中“24小时”系列收入占比持续提升，24年收入同比增长超15%，未来仍将为公司营收增长的主要贡献来源之一；

2) 低温酸奶: 公司低温酸奶产品主要包括“活润”系列、“初心”系列及部分风味新品, 其中“初心”系列主打自然, 24 年收入同比增长超 10%, 而“活润”系列则抓住当下减糖和功能性的转型趋势, 推出轻食杯和晶球类新品, 24 年收入同比增长超 20%;

3) 低温调制乳: 公司瞄准追求口味新鲜感的消费人群, 推出绿豆/芭乐等多种风味的生牛乳, 推动饮品的零食化, 24 年收入同比增长超 10%, 25 年公司芭乐酸奶产品已进入山姆渠道, 受到消费者喜爱, 公司对于低温调制乳的重视程度提升后有望成为后续发展的重要抓手。

图表22: 公司产品矩阵

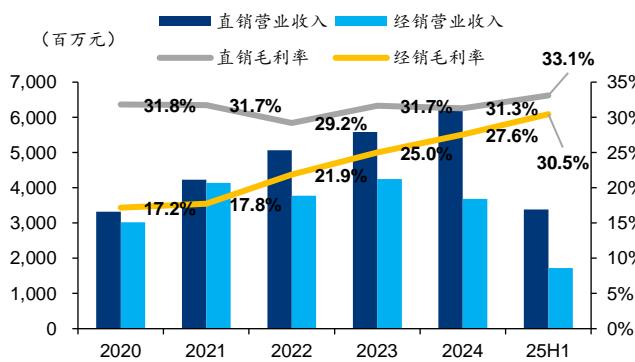


资料来源: 鲜活 go, 公司公告, 华泰研究

渠道: 把控 DTC 枢要地位, 顺应变革趋势

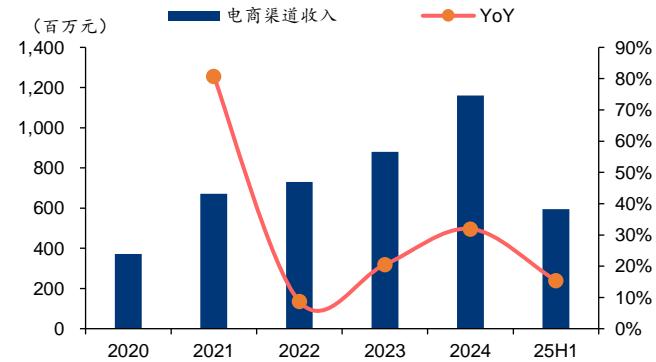
以 DTC 模式为重要增长引擎, 主动顺应渠道变革趋势, 推动线上&线下深度融合, 提升用户体验。公司业务以直销为主, 25H1 收入占比 66.2%, 直销客户主要包括线下大型超市、连锁、教育局、学校和线上渠道, 经销客户主要以买断形式为主, 主要实现常温奶或外部区域的渗透。24 年公司直销渠道收入达 62.3 亿元, 21-24 年 CAGR 为 17.0%, 维持稳健增长。其中 DTC 渠道为重要增长引擎, 主要包括送奶入户、自主征订、线下形象店、电商渠道四部分, 能够直接洞察消费者需求, 公司核心渠道 DTC 整体营收持续引领增长, 27 年目标为收入占比达到 30% 以上。此外, 公司积极抓住新渠道和新业务机会, 25 年芭乐酸奶等产品进入山姆会员店, 将“逐人流”与“拓新机”牢牢绑定。

图表23: 公司分渠道收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表24: 公司电商渠道收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰研究

送奶入户方面，地网变革和异业合作优化服务，渠道壁垒逐步构筑。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，进一步提升线上&线下订奶服务的联动，如与盒马共同推出多款定制鲜奶（爆款香芋生牛乳/仙草茉莉厚乳茶等），在打开二线城市鲜奶市场的同时实现了较好的增量效果。公司依托“鲜活 go”小程序完善订奶服务，截至 24 年末，已实现全国 141 个市县和地区的配送，形成用户下单后“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”，以小区为落点集中发奶；公司能有效解决“打通最后一公里”的问题，在节假日期间真正依据客户的需求灵活调配，实现异地“随心送”；同时依靠多地并购的优势精耕下沉市场，如在四线小城西昌打造“凉山雪”品牌，激活县域小镇的鲜奶经济。

门店方面，公司形象店数量逐年增加，顺利打开消费新窗口。公司 24 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，同时在部分核心城市（如成都等），公司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。

电商方面，24 年公司电商渠道收入同比+31.9%，“618”及“双十一”销售再创新高，销售额同比实现双位数增长。公司除了在天猫、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了强势的增长。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，积极布局“微信小店”业务，力争拓展微信生态下“送礼物给朋友”的消费场景。

用户和会员运营方面，24 年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的基础。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。公司通过数字化灯塔项目，实现用户精准运营和服务水平提升，公司计划在未来五年力争突破 5000 万数字化用户，给予用户更加愉悦的服务体验。

图表25：公司“鲜活 go”小程序推出“随心送”功能



资料来源：鲜活 go，华泰研究

供应链：坚持奶源可控，优化冷链成本

公司奶源布局主要集中在西南、东部及北部区域，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。截至 24 年末，公司在全国范围内的自有牧场数量为 12 个，主要分布在西南、华东和北部区域，有利于辐射东部和南部的广阔市场。从公司的奶源结构来看，控股牧场可为公司业务提供大约 30% 的奶源；参股牧场（截至 25H1 末，公司持有现代牧业 8% 的股份/持有澳亚集团 5% 的股份）可为公司业务提供大约 30% 的奶源；部分合作时间较长、供应关系稳定的长期合作牧场可为公司提供大约 30% 的奶源；此外还有大约 10% 的可自由调配空间，相较其他乳企巨头，在当前奶价持续下行的背景下，公司可以更好地承接原奶成本红利。总结来看，公司始终坚持自有及可控优质奶源的经营战略，与“三鲜鼎立”战略相辅相成，进一步巩固其在区域低温乳制品市场的领先地位。

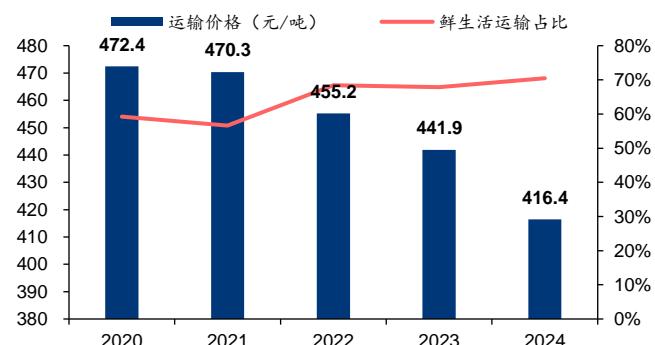
集团赋能全产业链运营，冷链运输成本逐年下降。新希望集团内部的鲜生活冷链与伊利、蒙牛、君乐宝等品牌均为合作关系，可赋能下游的产品运输、电商运营等。鲜生活冷链与公司已建立合作关系，其在全国已设置 100 多家交付服务中心，18 万+可调配车辆，覆盖全国 31 个省、2,800 个区县，为公司需要全程进行冷链保存的低温产品提供了泛全国化布局的调配服务。鲜生活运输服务在公司的运输占比逐年提高，24 年达到 70.5%，其运输单价在 20-24 年连续下降，24 年同比-5.8%，为公司后续低温业务的发展持续提供助力。

图表26：公司奶源分布图



资料来源：公司公告，华泰研究

图表27：鲜生活承担公司的运输价格



资料来源：公司公告，华泰研究

成长空间展望：战略规划高瞻远瞩，持续精进核心业务

收入：产品推新加速，全国化与出海战略并行

25年公司明确“三鲜鼎立”战略后预计将加大对低温饮品的重视程度，并持续通过生物科技和数字科技的强化和投入，向科技营养食品企业的远景迈进。国内传统常温奶市场双寡头格局基本稳定，部分区域型乳企业务拓展受限。公司自2011年起突出“鲜价值”，坚持以“鲜战略”为核心，推动从“以鲜为主”、“鲜酸双强”，到包含低温饮品在内的“三鲜鼎立”，通过产品创新迭代驱动增长。25年公司明确“三鲜鼎立”新战略，将业务拓展至低温饮品赛道，在低温鲜奶和低温酸奶规模持续扩张的基础上发展低温饮品业务，持续推进下沉市场的深耕。据中研产业研究院测算，23年我国乳酸菌饮料市场规模达450亿元，25年或将突破550亿元，对应期间CAGR超7.5%。此外，公司将围绕自有菌种库建设、菌株功能研究、菌株产业化开发、发酵动力学研究等研发创新低温饮品，力争未来五年新品收入CAGR大于10%。

图表28：25年公司战略升级为“三鲜鼎立”

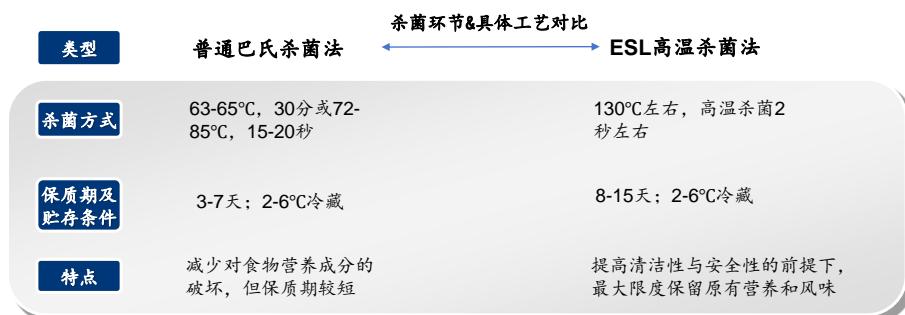


资料来源：公司公告，华泰研究

各子公司近年均有不俗的表现，持续深耕下沉市场，助力公司全国化发展进程，以朝日唯品、夏进、三牧乳业为例：

1) 朝日唯品：收入&利润增速表现亮眼，持续渗透华东市场，有望为鲜奶业务的稳健发展提供核心支撑。2017年朝日唯品被公司收购时总营收仅~4,000万元且整体处于亏损状态，收购后快速调整，拉动华东地区整体营收增长，25Q1-3 唯品收入实现同比高双位数增长，有望冲击10亿量级大单品。唯品定位“高价值差异化乳品”，拥有高质量牧场和独特的日本ESL生产工艺。ESL即“延长货架期”，需要工厂严格的品质管理，利用设备强化冷却水平与高气压环境防止二次污染，同时利用加热杀菌方式取得比传统巴氏杀菌更长的保质期，有效减少损耗。唯品在华东地区的咖啡、烘焙、茶饮品牌中积累了口碑，2025年5月为山姆专供的芭乐酸奶上市，凭借清新的口味和独特的口感受到消费者欢迎。

图表29：ESL (Extended Shelf Life) 工艺流程

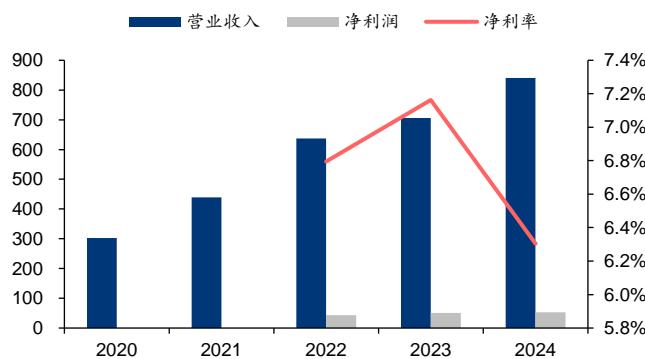


资料来源：明治乳业官网，华泰研究

2) 夏进 (寰美乳业): 补充奶源和常温产品线, 带动西北地区业绩表现亮眼。2020 年公司收购宁夏地区龙头乳企夏进, 2021 年公司持续投资塞上牧场完善夏进供应链, 叠加夏进在宁夏的品牌效应, 公司西北地区业务稳步拓展, 2024 年夏进实现营收 18.0 亿元, 对应 21-24 年 CAGR 为 20.5%, 2024 年夏进实现净利润 1.1 亿元, 对应 21-24 年 CAGR 为 22.1%, 显现出公司投后整合管理的卓越能力。夏进在公司内部起到补充常温产品线的作用, 可以向合适的 B 端客户供应常温产品, 并进一步补充公司奶源。

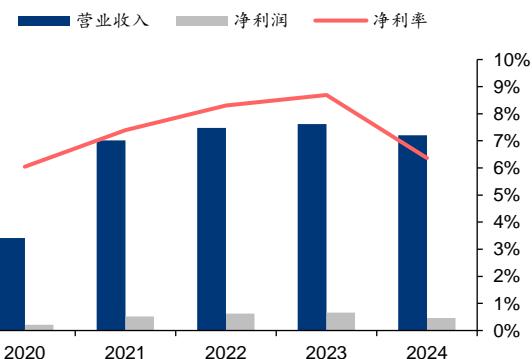
3) 三牧乳业: “凉山雪”品牌以“地域文化+全场景渗透”的独特打法, 成功占据区域市场主导地位, 后续有望复制至更广阔的下沉市场。据公司投资者大会, 2025 年五一假期首日, 公司三牧乳业旗下的凉山雪品牌一天便在四川省西昌县城销售 12 万余盒牛奶, 公司积极开发契合蓝花楹、火把节等多样文化因子的特色品类, 渗透至餐饮、宴席等各大消费场景, 打造出“不喝凉山雪, 不算到凉山”的消费者心智, 在当地实现了高达 75% 的市占率。公司后续将持续利用并购优势、全方位渗透线下门店和销售网点, 通过爆品深入下沉市场。

图表30: 朝日唯品营收及净利润 (百万元)



资料来源: 明治乳业官网, 华泰研究

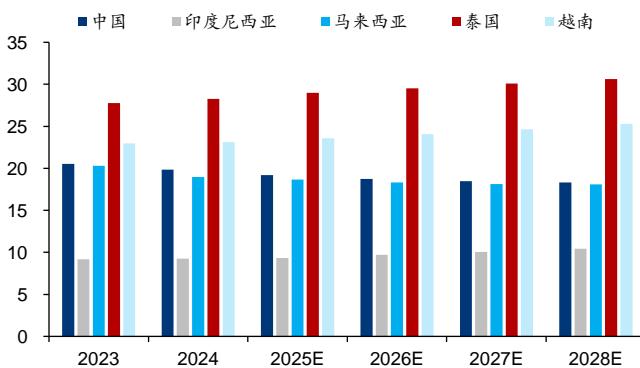
图表31: 環美乳业营收及净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

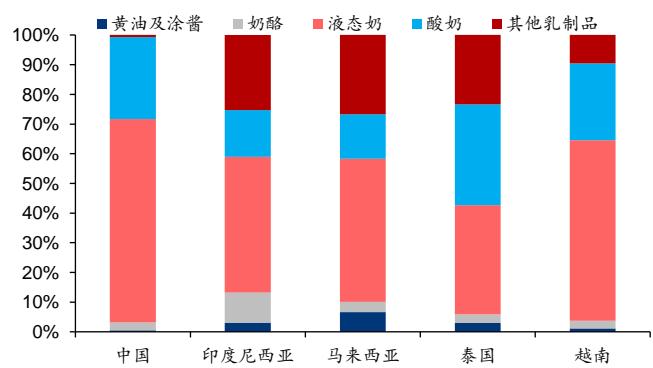
除了加速全国化拓展以外, 公司目前已经建立了四洲六国的全球研发布局, 积极谋求出海发展。展望未来, 公司有望依托新希望集团完备的产业链和全球化发展经验, 关注海外业务发展的可能性, 尤其是乳制品市场增量仍存的东南亚市场。据欧睿, 东南亚主要国家的人均乳制品消费量仍处于稳健增长期, 如印尼 24 年人均乳制品消费量为 9.3kg, 28 年有望提升至 10.4kg, 越南 24 年人均乳制品消费量为 23.2kg, 28 年有望提升至 25.3kg。公司有望坚持产品端的差异化优势, 依托品类创新打造新的增长空间, 将未来海外业务的拓展作为第二成长曲线。

图表32: 东南亚主要国家与我国的人均乳制品消费量对比 (kg/人)



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表33: 24 年东南亚主要国家与我国的乳制品消费结构对比

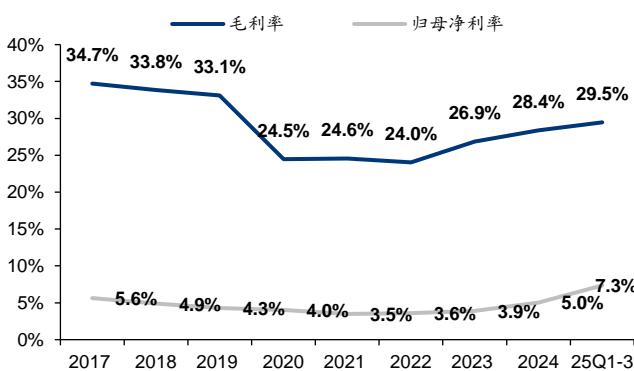


资料来源: 欧睿, 华泰研究

盈利：运营效率提升，净利率倍增目标有望超额达成

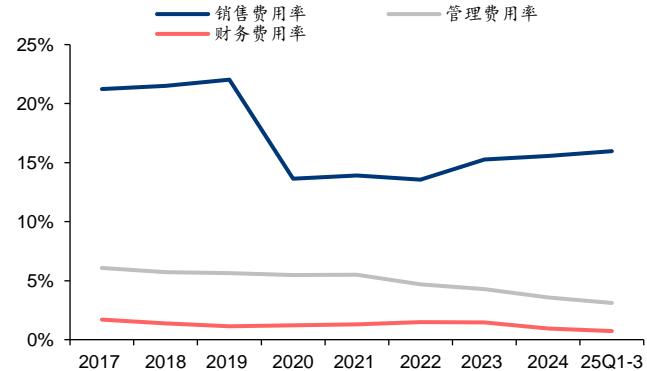
据公司《23-27年战略规划》，公司设立了27年净利率翻倍（7.8%+）的战略目标。24年公司归母净利率为5.0%，同比+1.1pct；25Q1-3公司归母净利率为7.3%，同比+1.5pct，较23年末+3.4pct。拆分来看，25Q1-3公司毛利率为29.5%（同比+0.4pct/较23年末+2.6pct），销售费用率为16.0%（同比+0.1pct/较23年末+0.7pct），对应毛销差为13.5%（同比+0.2pct/较23年末+1.9pct），此外公司管理费用率、财务费用率控制情况同样良好，25Q1-3分别为3.1%（同比-1.2pct/较23年末-1.2pct）、0.7%（同比-0.2pct/较23年末-0.7pct）。公司正在全面提高运营效率，积极促进净利率倍增的战略目标顺利达成、甚至超额达成。

图表34：公司毛利率&归母净利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表35：公司费用率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

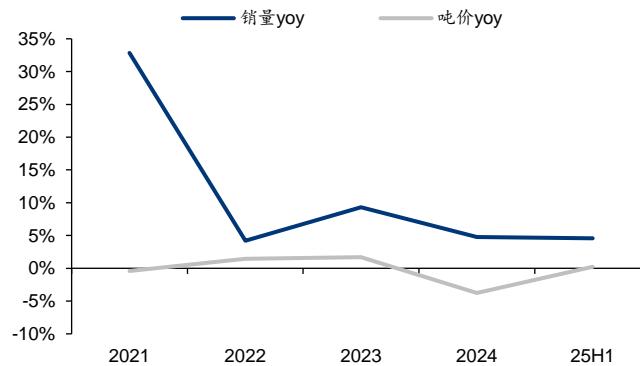
从毛利率的角度看，公司24年以来的毛利率提升主要得益于原奶成本红利，后续产品结构优化与经营效率提升或将进一步打开盈利空间。

1) 原奶成本红利：国内原奶价格自21年中开启持续下跌走势，原奶价格阶段性维持低位，使得公司毛利率不断上行。据公司25Q3业绩交流会，公司判断后续原奶价格有望企稳回升，成本红利或不是影响公司盈利能力最重要的因素。

2) 产品结构升级：拆分公司液态奶及乳制品业务的销量与吨价，21年以来，公司液态奶销量呈现持续上升态势，24年外部消费环境平淡的背景下、公司液态奶吨价同比小幅下行，25H1恢复至同比提升通道，我们判断主要系产品结构同比优化。横向对比来看，24年公司液态奶吨价处于行业中游，24年光明的吨价处于行业内较高水平（10800元），主要由于其产品定位偏高、大本营华东市场消费水平较高；24年天润的吨价（8891元）高于新乳业（8582元），主要由于天润通过高附加值的大单品实现了更高的溢价，而新乳业的产品组合更广泛，后续新乳业持续聚焦大单品、产品结构仍将进一步优化，后续公司吨价仍有提升空间。目前公司低温业务的毛利率显著高于常温业务，未来公司将继续推动鲜奶业务收入占比提升，并通过产品创新和重点品相推广等方式加速低温特色酸奶和低温饮品品类的增长，进一步拉动液奶业务的毛利率提升。

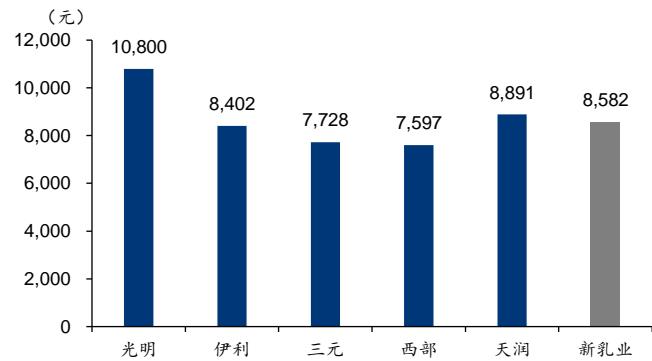
3) 经营效率提升：考虑未来数字化投入下管理水平提升、DTC渠道持续优化等，公司低温产品退损率若提升1%，对应毛利率预计在24年基础上下滑0.7pct，反之，若退损率下滑，则有利于公司毛利率持续提升。

图表36：公司液态奶及乳制品量价拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表37：24年公司液态奶与乳制品吨价与同业对比仍有提升空间



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表38：退损率变化对于公司毛利率的影响效果（以公司24年经营情况为基准）

退损率增加幅度	0%	1%	2%	3%	4%	5%
毛利率变化 (pct)	0.0	(0.7)	(1.4)	(2.2)	(2.9)	(3.7)

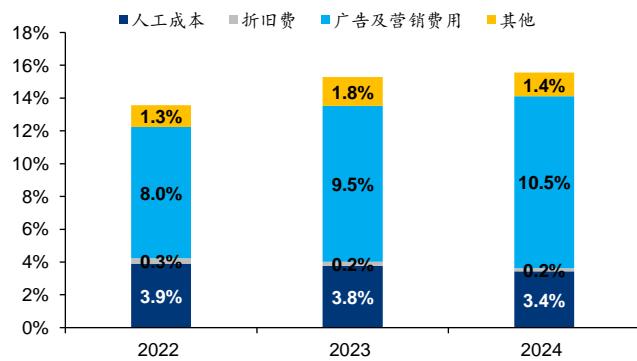
资料来源：公司公告，华泰研究预测

从费用率的角度看，奶价企稳回升后、行业价格竞争有望趋于缓和，公司营销投入有望持续收缩，财务费用仍有压缩空间。

1) 销售费用率：24年公司销售费用率在A股上市乳企中处于中等偏高水平（伊利19.0%>三元17.3%>新乳业15.6%>光明12.2%>天润5.5%），23-24年公司销售费用率同比提升，主要由于原奶价格下行的背景下、行业价格竞争趋于激烈，公司增加了广告营销费用所致，但综合考虑成本红利释放带来的毛利率提升，公司23-24年毛销差呈现持续提升态势。展望未来，随着奶价触底回升、行业需求企稳和DTC渠道黏性建立，公司在广告营销费用上的投入下降空间较大，中期维度的销售费用率有望回落至行业中游水平。

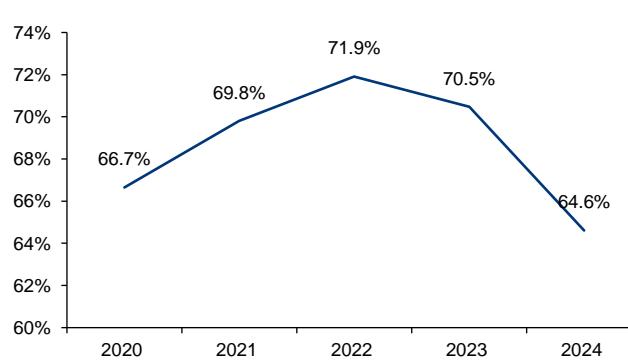
2) 财务费用率：从23年开始，公司财务费用率有所下降，主要由于有息负债的本金及利率下降带来的利息支出减少，22-24年公司总负债从68.2亿元下降至57.4亿元，24年资产负债率为64.6%，同比下滑明显。过去公司的多次并购举措使得资产负债率相对较高，聚焦内生成长后、预计公司资产负债率仍有进一步下行的空间，公司目标为27年将资产负债率压降至60.5%以下，预计公司的财务费用率仍有压缩空间。公司于2020年12月发行7.2亿元可转债，截至25Q3的转股价为17.95元/股，后续可转债若继续转股，公司负债成本将进一步减少。

图表39：公司销售费用率拆分：各组成部分占收入比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表40：公司资产负债率变化情况



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测与估值

营业收入预测：

1) 液态奶业务：公司液态奶业务包括常温奶与低温奶业务。常温奶业务中，受原奶行业供过于求、行业竞争加剧等因素影响，我们预计25年公司常温奶业务收入承压，未来随着原奶周期开启上行通道，预计26-27年公司常温奶业务收入有望逐步回暖，我们预计25-27年公司常温奶业务收入同比-5.9%/+2.0%/+3.0%。另一方面，公司近年低温奶业务发展势头强劲，随着公司持续聚焦低温鲜奶单品、推进低温酸奶&低温乳饮料产品创新、新渠道持续拓展、DTC渠道进一步渗透至下沉市场，25-27年公司低温奶业务的收入规模仍将继续扩张，我们预计公司低温奶业务收入同比+11.7%/+9.0%/+9.0%。综合来看，我们预计25-27年公司液态奶业务实现收入103.0/109.6/117.2亿元，同比+4.7%/+6.5%/+6.9%，其中25-27年销量预计同比+3.6%/+5.2%/+5.7%，主要考虑25-27年液奶需求弱复苏，叠加公司新产品&新渠道持续扩充，25-27年吨价预计同比+1.0%/+1.2%/+1.2%，主要考虑公司产品结构持续优化，叠加原奶周期有望于26年走向供需平衡，原奶价格有望企稳。

2) 奶粉业务：24年由于行业需求平淡、公司奶粉业务阶段性收入承压，25年预计经营仍有一定压力，26-27年有望小幅改善，我们预计25-27年实现收入0.7/0.7/0.7亿元，同比-3.0%/+1.0%/+2.0%。

3) 其他业务：公司其他业务主要包括奶酪、奶油及周边制品等，其营收占比从21年的11.6%下降至24年的7.1%，21-24年收入波动性较大，考虑公司主要聚焦主营业务，预计不会加大对于其他业务的资源投入。我们预计25-27年公司其他业务实现收入7.9/8.1/8.3亿元，同比+4.0%/+3.0%/+2.0%。

毛利率预测：

公司液态奶业务毛利率主要受原材料成本、产品结构和渠道结构等因素影响，考虑原奶周期有望于26年走向盈亏平衡，预计后续原奶成本对于毛利率的影响程度或将减弱，在此基础上，综合考虑公司产品结构优化与潜在的货损率下滑空间等，我们预计25-27年公司液态奶业务毛利率同比+0.6%/+0.6%/+0.3pct；受阶段性行业价格竞争影响，24年公司奶粉业务毛利率同比小幅下滑，我们预计行业价格竞争或将在25-26年延续，预计25-26年公司奶粉业务毛利率同比-0.3%/-0.6pct，考虑公司将持续优化产品结构，预计27年公司奶粉业务毛利率同比+0.6pct。综合来看，我们预计25-27年公司毛利率同比+0.6%/+0.5%/+0.4pct。

图表41：新乳业未来三年各品类拆分预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公司整体					
营业收入	10,987	10,665	11,154	11,845	12,622
YOY	9.8%	-2.9%	4.6%	6.2%	6.6%
毛利率	26.9%	28.4%	29.0%	29.5%	29.9%
液态奶					
营业收入	9,755	9,836	10,296	10,964	11,722
YOY	11.2%	0.8%	4.7%	6.5%	6.9%
营收占比	88.8%	92.2%	92.3%	92.6%	92.9%
毛利率	28.8%	29.9%	30.5%	31.1%	31.4%
销量（万吨）	109	115	119	125	132
YOY	9.3%	4.8%	3.6%	5.2%	5.7%
吨价（万元/吨）	8,918	8,582	8,668	8,772	8,878
YOY	1.7%	-3.8%	1.0%	1.2%	1.2%
常温奶	4,191	3,911	3,680	3,754	3,867
YOY	5.5%	-6.7%	-5.9%	2.0%	3.0%
低温奶	5,564	5,925	6,616	7,210	7,855
YOY	15.8%	6.5%	11.7%	9.0%	9.0%
奶粉					
营业收入	79	71	69	70	71
YOY	11.3%	-9.6%	-3.0%	1.0%	2.0%
营收占比	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
毛利率	32.4%	31.5%	31.2%	30.6%	31.2%
其他业务					
营业收入	1,153	758	788	812	828
YOY	-0.5%	-34.3%	4.0%	3.0%	2.0%
营收占比	10.5%	7.1%	7.1%	6.9%	6.6%
毛利率	10.6%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%

注 1：常温奶与低温奶的收入体量公告未披露，系华泰预测值；

注 2：公告中仅披露液态奶业务的销量，因而我们仅对公司液奶业务进行量价拆分测算；

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率预测：

公司仍处于品牌建设期，且注重新品培育，预计 25-26 年公司广宣费用投放力度有望加大，带动 25-26 年公司销售费用率上行，考虑到原奶周期供需平衡后，行业价格竞争有望趋于缓和，我们预计 27 年公司销售费用率有望同比小幅下行。未来随着子公司协同深化、数字化改革提升公司内部效率，预计 25-27 年公司管理费用率或将逐步优化，我们预计 25-27 年公司管理费用率分别为 3.4%/3.3%/3.3%，同比-0.2/-0.1/-0.0pct。

综上，我们预计 25-27 年营收 111.5/118.5/126.2 亿，同比+4.6%/+6.2%/+6.6%，归母净利润 7.2/8.4/9.5 亿，同比+34.6%/+16.2%/+13.3%，对应净利率 6.6%/7.3%/7.7%。

图表42：新乳业费用率&归母净利润预测明细（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.3%	15.6%	15.9%	16.0%	15.9%
管理费用率	4.3%	3.6%	3.4%	3.3%	3.3%
归母净利润	430.8	537.7	724.0	841.3	953.5
净利率	3.9%	5.0%	6.6%	7.3%	7.7%
归母净利同比	19.2%	24.8%	34.6%	16.2%	13.3%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们采用 PE 估值法与 DCF 估值法对于公司价值进行评估，我们以 PE 估值法作为主要的目标价依据，用 DCF 估值法对于公司内生价值进行解读。

-PE 估值法

看好公司持续聚焦“鲜”战略，优化产品结构，夯实供应链，着力发展 DTC 渠道，数字化转型提升运营能力，内生价值或将进一步凸显，我们预计公司 25-27 年归母净利润 7.2/8.4/9.5 亿，同比+34.6%/+16.2%/+13.3%，对应 EPS 0.84/0.98/1.11 元，我们选取了主要的 A 股上市乳制品企业作为可比公司，参考可比公司 26 年 PE 均值 19x (Wind 一致预期)，考虑公司作为聚焦低温乳品的泛全国化龙头企业，产品结构优势明显，创新能力处于行业领先水位，25-27 年公司净利润 CAGR (21%) 高于可比公司均值 (16%)，我们认为可估值溢价，给予其 26 年 24x PE，目标价 23.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值表

公司代码	公司简称	股价(元)		PE(倍)				EPS(元)			25-27 年净利润 CAGR	
		2025/12/5	2025/12/5	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
伊利股份	600887 CH	28.92	182,929	22	16	15	14	1.33	1.78	1.93	2.08	16%
光明乳业	600597 CH	8.15	11,235	16	23	21	19	0.52	0.35	0.39	0.43	-6%
天润乳业	600419 CH	9.75	3,076	70	81	21	16	0.14	0.12	0.47	0.61	64%
平均值		15.61	65,747	36	40	19	16	0.66	0.75	0.93	1.04	16%
中间值		9.75	11,235	22	23	21	16	0.52	0.35	0.47	0.61	5%

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，华泰研究预测

-DCF 估值法

现金流预测：两阶段预测：1) 我们预计 2030 年公司收入有望达 150.1 亿元(25-30 年 CAGR 为 5.9%)，对应 2030 年公司 EBIT 有望达 16.3 亿元(25-30 年 CAGR 为 9.8%)，对应 2030 年公司 FCF (自由现金流) 有望达 16.3 亿元；2) 2031-2035 年，假设收入增速由 2030 年的 5.7% 每年逐年下降 0.6pct，对应 2035 年公司收入有望达 181.3 亿元(31-35 年 CAGR 为 3.8%)，对应 2035 年公司 EBIT 有望达 20.4 亿元(31-35 年 CAGR 为 4.6%)，对应 2035 年公司 FCF 有望达 18.2 亿元(31-35 年 CAGR 为 2.3%)。此外，我们假设永续增长率 g 为 1.2% (后续我们对于永续增长率进行敏感性测算)。

图表44：自由现金流预测 (单位：百万元)

自由现金流预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	10,987	10,665	11,154	11,845	12,622	13,411	14,209	15,012	15,771	16,473	17,107	17,664	18,132
YoY	9.8%	-2.9%	4.6%	6.2%	6.6%	6.3%	6.0%	5.7%	5.1%	4.5%	3.9%	3.3%	2.7%
息税前利润	752	932	1,017	1,145	1,281	1,409	1,522	1,628	1,729	1,822	1,906	1,979	2,038
YoY	41.1%	23.8%	9.1%	12.6%	11.9%	10.0%	8.0%	7.0%	6.2%	5.4%	4.6%	3.8%	3.0%
息税后利润	647	795	868	978	1,094	1,203	1,299	1,390	1,476	1,556	1,628	1,690	1,740
+折旧及摊销	459	451	483	544	605	574	546	518	492	468	444	422	401
-营运资金变化	199	176	40	41	46	42	43	44	43	43	43	43	43
-资本支出	-776	-666	-483	-378	-347	-342	-333	-322	-315	-329	-342	-353	-363
自由现金流	530	757	909	1,184	1,397	1,478	1,554	1,630	1,696	1,738	1,773	1,802	1,822
YoY	676.1%	42.7%	20.1%	30.3%	18.0%	5.8%	5.2%	4.9%	4.1%	2.4%	2.0%	1.6%	1.1%

资料来源：Wind，华泰研究预测

WACC 假定条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况，我们假定有效税率为 14.6%，目标债务资本占比为 32%，贝塔系数为 1.0 (根据 Wind BETA 计算器计算近 10 年中信食品饮料行业加权调整贝塔值)，无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 2.0%，我们假设风险溢价为 9.5%，债务资本成本为 1.0%，计算得出 WACC 值为 8.5%。

图表45: WACC 假定条件

税率	14.6%
目标债务资本占比	32.0%
贝塔系数	1.0
无风险收益率	2.0%
风险溢价	9.5%
权益资本成本	11.5%
债务资本成本	2.5%
税后债务资本成本	2.1%
WACC	8.5%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

DCF 估值结果: 未来现金流折现至 2025 年, 得出公司的权益价值为 **204.8** 亿元, 对应每股权益价值为 **23.79** 元, 内在价值具备支撑。

图表46: DCF 估值结果 (单位: 百万元)

预测期自由现金流现值	11,163
自由现金流终值	25,245
永续自由现金流现值	11,162
企业价值	22,326
净现金, 少数股东权益	-1,851
权益价值	20,475

资料来源: Wind, 华泰研究预测

敏感性分析: 我们对 WACC 和永续增长率进行敏感性分析, 我们看到, 若永续增长率在原始假设值的基础上提升 0.4pct 至 1.6%, 就会使公司权益价值上升至 211.7 亿元, 较原始估值上升 3.4%; 若 WACC 在原始假设值基础上提升 0.5pct 至 9.0%, 则公司权益价值将下降至 190.5 亿元, 较原始估值下降 7.0%。

图表47: 公司权益价值敏感性分析 (单位: 百万元)

	公司权益价值	永续增长率						
		0.0%	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%
	7.5%	21,598	22,311	23,109	24,009	25,030	26,200	21,598
	8.0%	20,103	20,702	21,368	22,111	22,948	23,896	20,103
WACC	8.5%	18,786	19,294	19,854	20,475	21,169	21,947	18,786
	9.0%	17,617	18,050	18,526	19,050	19,630	20,277	17,617
	9.5%	16,573	16,945	17,352	17,797	18,288	18,830	16,573

资料来源: Wind, 华泰研究预测

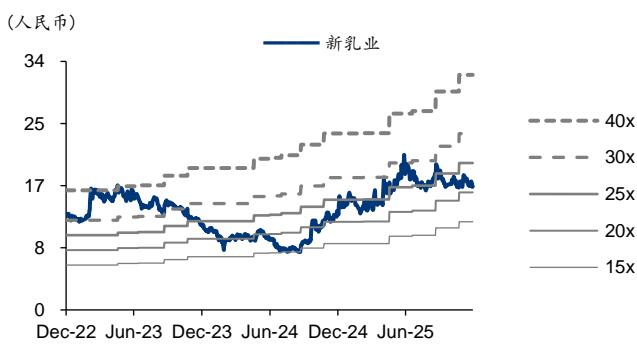
风险提示

行业竞争加剧。近年来, 乳制品行业进入存量竞争阶段, 需求增长乏力, 各品牌纷纷加大营销和价格竞争的力度, 若竞争加剧, 则对公司盈利情况可能造成不良影响。

新品推出不及预期。公司未来将继续推出高端鲜奶和低温风味饮品, 由于低温产品损耗率较高, 若销售情况不及预期, 会对公司造成业绩扰动。

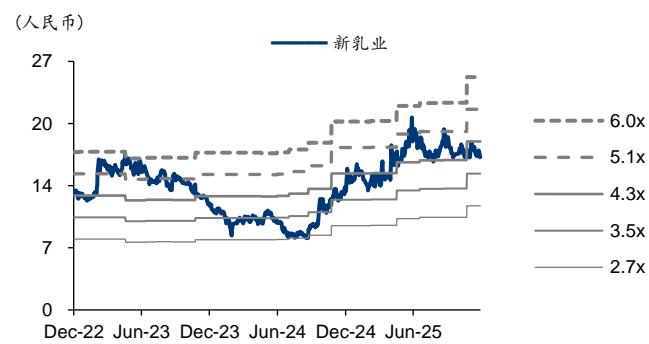
食品安全风险。食品安全事件对行业和公司发展带来的影响深远, 若出现传播范围较广的食品安全问题, 将对消费者产生重大影响, 从而带来风险。

图表48：新乳业 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表49：新乳业 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及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，华泰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。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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 新乳业 (002946 CH): 华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息, 请参见华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告, 华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释, 对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格, 可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员, 因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士, 应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬, 包括源自公司投资银行业务的收入。
- 新乳业 (002946 CH): 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司, 及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具, 包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具, 包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司, 及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸, 并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此, 投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 可从事资本市场产品交易, 包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约, 并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问, 就投资产品向他人提供建议, 包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用, 华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者, 请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管, 了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数）, 具体如下:

行业评级

- 增持:** 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入:** 预计股价超越基准 15%以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业务的资格, 经营业务许可证编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东 (纽约 10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 棱 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com