

新乳业(002946.SZ)

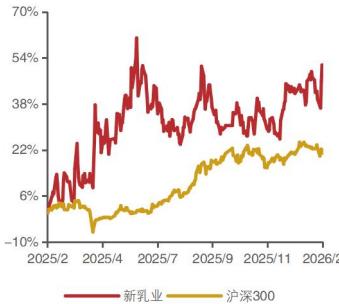
投资评级：买入（首次）

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年02月06日

收盘价 (元)	19.50
一年内最高 / 最低 (元)	21.49/13.06
总市值 (百万元)	16,783.21
流通市值 (百万元)	16,588.83
总股本 (百万股)	860.68
资产负债率 (%)	59.98
每股净资产 (元/股)	4.16

资料来源：聚源数据

——做强低温战略引领，盈利水平有望稳步提升

投资要点：

- **新乳业通过多轮并购实现全国化布局与战略转型。**新乳业自2002年进入乳业市场以来，通过多轮并购构建了多品牌、多基地的全国化产业版图。第一阶段（2002-2009年）快速扩张，形成12家乳业事业群；第二阶段（2010-2018年）稳健整合，提升子品牌盈利能力；第三阶段（2019年至今）填补市场空白，完善产业链布局。这种并购策略不仅实现了区域扩张，还通过保留子品牌和优化管理，提升了整体运营效率，为公司未来战略转型奠定了坚实基础。
- **新乳业在低温奶市场占据优势，未来增长潜力大。**新乳业在低温奶市场具有显著优势，其奶源地与冷链运输体系与行业巨头形成差异化竞争，尤其在西南和华东地区占据重要市场份额。随着消费者健康意识的增强和冷链技术的提升，低温奶市场增长空间广阔。此外，2024年自有和参股奶源供应占公司需求总量的六成左右水平，公司具备稳定的原奶供应和成本控制能力，为低温奶业务的持续发展提供了有力支撑。
- **新乳业的DTC渠道与下沉市场拓展有望助力业绩增长。**新乳业在DTC渠道建设上持续发力，通过送奶入户、智能鲜奶柜和电商平台等多元化渠道，综合提升了用户体验和销售效率。公司依托“鲜活go”系统，实现了全国141个市县的配送覆盖，并通过异业合作和微信小程序等创新方式，进一步拓展消费群体。同时，公司积极开拓下沉市场，利用现有渠道优势，结合自有冷链体系和DTC渠道，稳步推进下沉市场开发，为公司未来业绩增长提供新的空间与动能。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为7.05/8.43/9.81亿元，同比增速分别为31.16%/19.56%/16.38%，当前股价对应的PE分别为23.8/19.91/17.1倍。我们选取伊利股份、光明乳业、天润乳业为可比公司，鉴于低温奶市场发展前景良好，公司聚焦低温产品的发展策略在近两年成效显著，预计后续增长势能或将延续，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争风险加剧；食品安全问题；新品推广不及预期

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,987	10,665	11,130	11,669	12,236
同比增长率 (%)	9.80%	-2.93%	4.35%	4.84%	4.87%
归母净利润 (百万元)	431	538	705	843	981
同比增长率 (%)	19.27%	24.80%	31.16%	19.56%	16.38%
每股收益 (元/股)	0.50	0.62	0.82	0.98	1.14
ROE (%)	16.85%	17.60%	20.72%	22.32%	23.57%
市盈率 (P/E)	38.96	31.21	23.80	19.91	17.10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计低温奶市场未来将持续繁荣，市场集中度将持续提升，而公司作为业内头部企业，市场份额有望不断扩大，公司液体乳销售业务或将实现持续增长。我们预计 25-27 年公司收入分别为 111.3/116.69/122.36 亿元，分别同比 +4.35%/+4.84%/+4.87%。

利润端来看，我们预计费用率水平整体稳定，预计随着新品、爆品不断推出，“健康+美味”的品牌调性在市场中影响力逐渐扩大，DTC 渠道建设引领销售增长，预计 25-27 年归母净利润分别为 7.05/8.43/9.81 亿元，同比增速分别为 31.16%/19.56%/16.38%，当前股价对应的 PE 分别为 23.8/19.91/17.1 倍。

在低温奶行业发展维持较高景气度的背景下，公司“鲜”战略贴合行业发展趋势，且渠道建设不断完善，后续基本面有望维持增长态势。我们选取伊利股份、光明乳业、天润乳业为可比公司，鉴于低温奶市场发展前景良好，公司聚焦低温产品的发展策略在近两年成效显著，预计后续增长势能或将延续，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 25-27 年液体乳销售收入增速分别为 4.5%/5%/5%，奶粉业务收入增速分别为 20%/20%/20%。

投资逻辑要点

公司早期通过多轮并购，当前已构建多品牌和多基地的市场版图，在多个地区具备领先优势，当前公司亦在持续发力送奶入户、智能鲜奶柜和电商平台等 DTC 渠道建设，伴随低温奶市场的持续增长，预计在不断优化的业务结构和管理运营效率下，公司基本面或具备较长期的发展动能。

核心风险提示

市场竞争风险加剧；食品安全问题；新品推广不及预期

内容目录

1. 多轮并购完成全国化版图，战略落实成效显著	5
1.1. 公司多轮并购形成多品牌舰队	5
1.2. 股权结构稳定，战略规划实施效果显现	7
2. 低温奶市场空间广阔，新乳业占据“天时地利”	8
2.1. 低温奶市场未来进一步扩容潜力较大	8
2.2. 低温奶存在业务半径，冷链效率构成乳企竞争优势	9
2.2.1. 低温奶市场分散，区域性乳企本土市场运营效率更佳	10
2.2.2. 原奶价格下降，成本红利有望促进低温奶普及	11
3. 成本红利护航盈利提升，BC 端联动赋能结构改善	12
3.1. 成本下行和品类优化助推毛利率提升	12
3.2. B 端销售持续发力，品牌影响力与产能利用率均获得提升	14
3.3. 公司 DTC 渠道引领增长，下沉市场进攻进行时	15
4. 盈利预测与评级	17
4.1. 盈利预测拆分	17
4.2. 相对估值	17
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程与并购梳理	6
图表 2: 新乳业部分子品牌	6
图表 3: 公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）	7
图表 4: 24 年营收微降，25 年前三季度营收重回增势	7
图表 5: 23 年以来公司净利率提升	7
图表 6: 2025 年预计低温牛奶占本国液态牛奶市场规模比例	8
图表 7: 中国液态牛奶市场中低温奶占比整体呈上升态势	8
图表 8: 新希望旗下鲜生活冷链物流公司具备强大冷链运输能力	9
图表 9: 公司奶源地分布与主要市场相匹配	10
图表 10: 西南和华东地区营业收入占比较高	10
图表 11: 我国常温白奶市场各企业市场占有率（2025 年为欧睿国际预计值）	10
图表 12: 我国低温奶市场各企业市场占有率（2025 年为欧睿国际预计值）	10
图表 13: 我国原奶价格处于历史低位	11
图表 14: 2022–2024 年原奶价格下降拉高净利率，费用率改善对净利率提升亦有贡献（单位：pct）	12
图表 15: 原奶价格下行是公司 22 年以来单位营业成本下降的主要贡献（单位：pct）	12
图表 16: 25 年我国集贸市场价格：活牛（中等）的价格恢复温和上涨（单位：元/公斤）	12
图表 17: 2017 年公司低温产品整体较常温产品毛利率更高	13
图表 18: “初心”原味自立袋	14
图表 19: “活润”轻食杯	14
图表 20: 芭乐风味发酵乳	14
图表 21: 焦糖烧生牛乳布丁	14
图表 22: 2020 年送奶入户、电商平台等 DTC 渠道为低温奶的重点销售渠道	15
图表 23: 盈利拆分预测表（单位：百万元）	17
图表 24: 可比公司估值表	18

1. 多轮并购完成全国化版图，战略落实成效显著

1.1. 公司多轮并购形成多品牌舰队

2002 年，中国乳业市场格局呈现群雄割据的局面，区域性乳企数量众多，全国性强势品牌较少，新希望抓住机遇，开始涉足乳制品行业，2006 年成立新希望乳业控股有限公司，前后通过并购地方优质乳制品产业的方式快速构建出自己的产业版图，并在未来数年时间内逐步扩大，2011 年新乳业被剥离出新希望上市公司体系，2019 年于深交所敲钟上市。

在新乳业发展壮大的过程中，并购是其选择的一种主要方式，贯穿公司发展的各个阶段，新乳业并购历程大致可以分为以下三个阶段。

1) 2002 年 - 2009 年：2002 年 6 月，新希望宣布进军乳业，计划 3-5 年内筹资 8-10 亿元，重组 8-10 家地方乳企，盘活 20-30 亿元存量资产，形成 50-80 亿元销售能力，打造西部乳业新军。2002 年 4 月到 2003 年 4 月，新希望投资在超 4 亿元在全国范围内通过收购、兼并、改组、合作等方式参股或控股共 12 家乳业公司，总资产接近 13 亿元，乳制品年加工能力 35 万吨，奶源方面，公司拥有了 11 个奶源基地、10 个直属牛场、10 万多头奶牛，自有奶源年收奶量 25 万吨。但并购后出现子公司销售区域重叠、整合难度大等问题。

2) 2010 年 -2018 年：2010 年席刚出任总裁后，公司梳理并购经验，于 2015 年启动新一轮并购，陆续收购苏州双喜、湖南南山、四川西昌三牧等地方乳企，相比上一轮的并购整合速度，本轮扩张节奏更趋稳健。整合成效显著提升，如朝日唯品在并购后快速扭亏为盈。公司吸取前期教训，重点开拓华南、长三角等空白区域市场，并推动子品牌（如朝日唯品）与原有品牌形成互补定位。

3) 2019 年至今：2019 年起，公司收购福州澳牛、宁夏寰美乳业（旗下子公司夏进乳业）、“一只酸奶牛”，并入股现代牧业与澳亚投资。本轮投资后，公司实现西北地区市场突破，同时填补东南市场空白，并在 2025 年公司完成收购福建澳牛 100% 股权，进一步完善全国布局。此后，公司转向内部精益运营，持续优化企业效益、资源配置，剥离非核心业务，其中，“一只酸奶牛”运营主体重庆新牛瀚虹实业有限公司最终未能达到业绩目标，公司在 2023 年转让其大部分股权，重庆新牛瀚虹实业有限公司不再纳入新乳业合并财务报表范围之内。

图表1：公司发展历程与并购梳理

<p>2002年 涉足乳制品行业，并购重组地方优质乳制品企业</p> <p>2010年 席刚先生出任公司总裁，公司组建全新经营班子，提出“鲜战略”</p> <p>2019年 完成IPO，成功登陆深交所</p>	<p>2006年 新希望乳业控股成立，专门运营乳业业务</p> <p>2015年 收购苏州双喜、湖南南山、西昌三牧</p>	<p>2021年 发布“鲜立方”战略，提出“三年倍增，五年进入全球乳业领先行列”的目标</p>
<p>并购阶段一 (2002年-2009年)</p> <ul style="list-style-type: none"> 收购安徽白帝、重庆天友、杭州双峰、青岛琴牌、邓川蝶泉、苏州天香等多家地方乳企。 初步完成了在西南、华东、华北区域的布局。 出现部分子公司销售区域重叠、整合难度大，销售业绩亏损等问题。 	<p>并购阶段二 (2010年-2018年)</p> <ul style="list-style-type: none"> 收购湖南南山乳业、苏州双喜乳业、西昌三牧、朝日唯品等多家地方乳企。 进军湖南、江苏等空白市场，朝日唯品与原有品牌形成一定互补。 吸收上一轮并购经验，快速实现并购企业盈利，如朝日唯品在并购后快速扭亏为盈。 	<p>并购阶段三 (2019年至今)</p> <ul style="list-style-type: none"> 收购宁夏寰美乳业(控股子公司夏进乳业)、福州澳牛等多家地方乳企，并入股现代牧业和澳亚投资，涉足上游牧场业务。 在西北地区完成布局突破。 对内精益运营，优化资源配置，剥离非核心业务如“一只酸奶牛”

资料来源：公司官网，界面财经新闻，新浪网，36氪（斑马消费），新京报等，华源证券研究所

公司并购形成多品牌矩阵，凭借较强的运营能力，被投企业发展均良好。在并购方式选择上，新乳业对大多数并购对象并未选择全资并购，而选择合资合作的方式，保留原有公司品牌，后续通过增资扩股的方式提高公司持股比例。在并购后整合的过程中，导入全国化明星单品，并在人员素质提升、数字化建设、供应链等方面进行赋能，帮助子公司调整组织架构，优化管理运营效率。此外，公司对子公司设立明确细致的任务和较为丰厚的激励措施如股权激励，以确保其对总部战略的具体落实，并激发团队活力与动力。通过多轮并购新乳业形成了多品牌、多基地市场的格局，目前公司旗下共有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。

图表2：新乳业部分子品牌


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 股权结构稳定，战略规划实施效果显现

公司股权结构稳定，刘畅与刘永好为公司一致行动人和实际控制人，截至 2025 年三季度，两人合计持股 76.49%。在控股公司中，除收购乳企外，对于上游牧场原奶供应也具备一定掌控能力，公司持股现代牧业以及澳亚集团，成功卡位西南、华东、西北奶源，并可辐射华中、华南、华北等市场，2024 年公司自有和参股奶源供应占公司需求总量的六成左右水平，保证了公司上游原奶供应的长期稳定。

公司管理层方面，席刚 2010 年起担任总裁，2016 年出任董事长，带领团队一手打造聚焦低温品类乳制品的“鲜立方”战略，更在 2023 年 5 月发布 2023–2027 年战略规划，提出“做强低温，价值引领；科技加持，体验为上；内生为主，并购为辅；分布经营，区域深耕”的经营理念。战略规划中，明确将努力推动规模 23–27 年实现复合年均双位数增长，特别对鲜奶产品的年均复合增长率提出不低于 20% 的增长目标，对新品的年复合增长率提出超过 10% 的增长目标，净利率预期较 2022 年实现翻倍，即对应 2027 年实现 7.24% 的销售净利率。

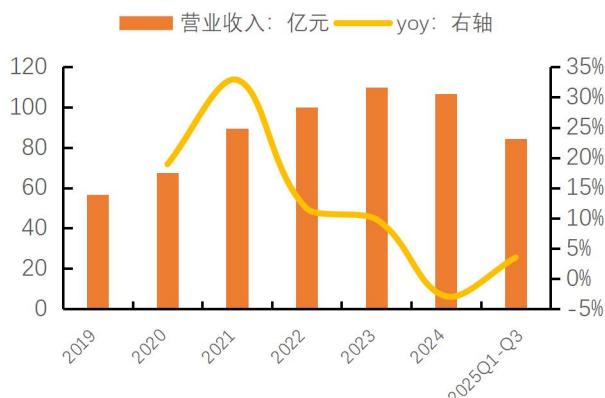
图表 3：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：ifind, 华源证券研究所

2024 年公司营业收入在 2023 年高基数的情况下同比微降，但 2025 年前三季度营收重回增势，同时 2025 年前三季度净利率对比上年同期提升 1.63pct 达 7.6%，为近 6 年来新高，为达成“2027 年净利率较 2022 年翻倍”的目标奠定了坚实基础。

图表 4：24 年营收微降，25 年前三季度营收重回增势



资料来源：ifind, 华源证券研究所

图表 5：23 年以来公司净利率提升



资料来源：ifind, 华源证券研究所

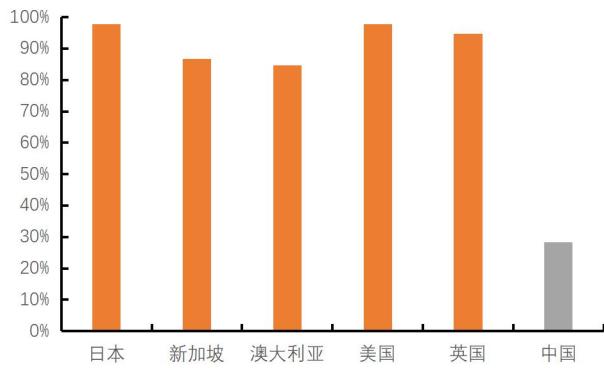
若公司基本面势能突出股价表现良好，存在可转债转股或触发强制赎回条款，或将进一步改善财务费用率。公司现存 7.18 亿元规模可转债，2026 年 1 月 16 日转股价格为 17.88 元 / 股，可转债条款规定公司可以在 A 股股价连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130% (含 130%，即 23.24 元) 情况下，或债券未转股余额不足 3000 万元时进行强制赎回。截至 2026 年 2 月 6 日，新乳业 (002946.SZ) 前 30 个交易日平均价格为 18.75 元，较转股价格的 130%，即 23.24 元差 4.5 元 (超过前 30 个交易日均价 18.75 元 24%)，我们认为后续若公司基本面持续兑现，新品催化和结构改善下收入和利润率同步增长，股价或达强赎条款触发价，待公司赎回可转债后，负债成本有望进一步降低，财务费用或有进一步优化空间。根据公司 2025 年中报，截至 2025 年 6 月 30 日一年内到期的应付利息为 690 万元，我们假设 25 年下半年债券规模不变，利息与上半年一致，则公司 2025 年全年可转债需支付利息 1380 万元，若后续股价表现良好债权人选择转股或公司实施强制赎回条款，或进一步改善公司财务费用率，提升公司净利率。

2. 低温奶市场空间广阔，新乳业占据“天时地利”

2.1. 低温奶市场未来进一步扩容潜力较大

我国低温奶市场未来增长空间广阔。1997 年以前，由于技术限制等原因，嗨牛财经统计保质期 2-3 天的巴氏奶占我国液态奶消费市场 90% 以上的份额，后续由于灭菌包装技术的引进，超高温杀菌工艺和利乐包装技术被各大乳企广泛使用，常温奶市场规模逐渐超过低温奶市场规模，根据欧睿国际的预测，2025 年我国常温奶市场规模约为 1017 亿元，而低温奶市场规模约 401 亿，低温奶市场占整体液态奶市场的 28.28%，但近年来占比已不断提升。截至 2025 年，根据欧睿国际预计值，我国低温奶市场规模占整体液态奶市场规模较发达国家而言仍显著偏低。我们预计，随着大众健康意识的不断提升，低温奶具备更多活性营养物质的认知有望逐步普及并深化，后续低温奶市场规模有望持续扩容。

图表 6：2025 年预计低温牛奶占本国液态牛奶市场规模比例



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 7：中国液态牛奶市场中低温奶占比整体呈上升态势



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

2.2. 低温奶存在业务半径，冷链效率构成乳企竞争优势

低温奶的“新鲜”属性使其销售和定价均依赖冷链物流的效率和效益。根据鲜奶 365 网，低温奶产品依赖冷链运输，全程运输温度需保持在 2–6 摄氏度，考虑到低温奶物流成本占售价的 25%–30%，300 公里一般为低温奶最大配送半径。

我国现有低温奶厂商主要通过自建冷链运输系统和与第三方冷链运输公司合作两种方式进行低温奶运输。在运输成本上，自建冷链系统的方式对于乳制品企业而言可控性更高，但由于先期投入和维护成本较高，管理难度较大，不少低温奶企选择合作冷链运输公司完成低温产品的运输工作。新乳业通过新希望旗下的鲜生活冷链物流有限公司，可调配 35 万+辆冷链运输车，服务覆盖 31 个省超 2800 个区县，有效拓宽产品运输半径，帮助公司快速切入目标市场和目标渠道，有效降低开拓成本及铺货周期，当前公司已具备较成熟的冷链物流管理体系，构筑公司一大核心竞争优势。

图表 8：新希望旗下鲜生活冷链物流公司具备强大冷链运输能力



资料来源：鲜生活官网，华源证券研究所

公司牧场资源与蒙牛、伊利形成差异化竞争，配套自有冷链运输体系，更好支撑公司低温奶业务发展。蒙牛奶源地主要分布在西北、东北、华北三地，在西南方面稍显薄弱。伊利拥有三大黄金奶源带（西北、内蒙古、东北）、华北奶源带、济南奶源带、四川奶源带。公司的奶源及市场布局主要在西南地区和部分东部城市，与伊利和蒙牛在牧场资源分布和市场上形成差异化优势，2025 年 H1 西南地区/华东地区收入占公司总体营收的 35.66%/29.05%，为公司最大的两个收入来源地。

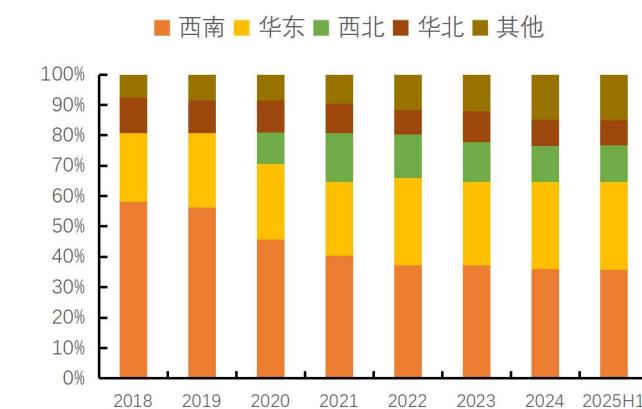
图表 9：公司奶源地分布与主要市场相匹配



资料来源：新乳业官网，华源证券研究所

注：本图仅为示意简图，不代表完整的中国地图

图表 10：西南和华东地区营业收入占比最高

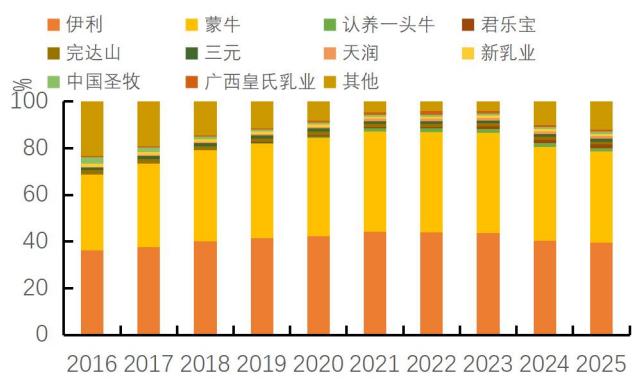


资料来源：ifind，华源证券研究所

2.2.1. 低温奶市场分散，区域性乳企本土市场运营效率更佳

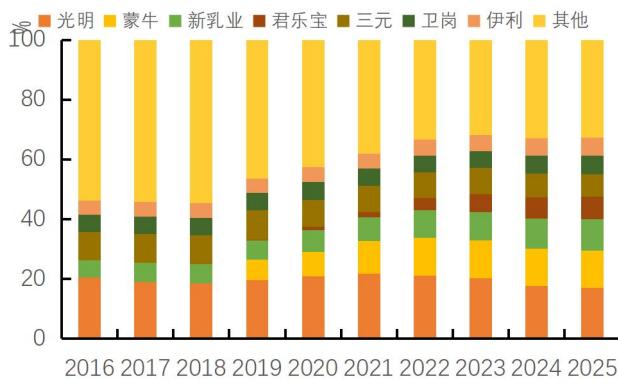
低温奶对企业的核心竞争要素要求与常温奶不同，导致低温奶市场格局分散，各地均有深耕于本地市场的区域性乳企。在我国常温白奶市场，伊利和蒙牛作为行业龙头，欧睿国际预计 2025 年两大公司在常温奶市场合计份额达 78.5%，较 2021 年鼎盛时合计市场份额 87.1% 虽有下降，但仍是常温白奶市场的两大龙头企业，常温白奶市场留给区域性乳企发展空间较小。低温白奶由于保质期短、运输半径有限，导致单一品牌全国化拓展存在天然壁垒，但也正是受益于产品属性强调“新鲜”，因此更熟悉本土市场的区域乳企或具备更多差异化竞争的空间，如高效率的物流配送体系、订奶入户渠道精耕、贴合本土市场的营销手段、精细化社群运营等，相比于全国化乳企在本土渠道运营效率和消费者拓展方面天然具备竞争优势，因此低温奶市场集中度较常温白奶市场明显较低。在低温牛奶方面，2025 年市场占有率为前五名预计分别为光明、蒙牛、新乳业、君乐宝以及北京三元，对应市占率分别为 16.9%/12.6%/10.5%/7.6%/7.4%。

图表 11：我国常温白奶市场各企业市场占有率（2025 年为欧睿国际预计值）



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

图表 12：我国低温奶市场各企业市场占有率（2025 年为欧睿国际预计值）



资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

相比于常温奶的渠道结构，低温奶销售渠道中 DTC 渠道销售占比份额大。DTC 渠道的特点主要有：1) 直接面向消费者，能够快速响应市场变化和消费者反馈，及时调整产品策略

和市场营销动作；2) 减少中间环节，可享有更高的盈利水平。传统乳业巨头依赖的品牌优势与广渠道网络，在强调运营效率和精准需求的低温奶领域难以发挥全力。我们认为这种渠道结构的不适应性，恰恰凸显区域性乳企的核心壁垒——高效的本地供应链与深度用户运营。

2.2.2. 原奶价格下降，成本红利有望促进低温奶普及

原奶价格走低推动低温奶原材料价格下降，推动边际需求增量释放。截至 2025 年，我国原奶价格已连续下滑四年，价格从高峰的 4.38 元/公斤下降至当前 3 元/公斤左右的低位，当前原奶价格边际有所企稳，我们预计 26H1 奶价将逐步企稳回升，但考虑到上游牧场产能整体仍充足，回升预计也为温和复苏态势，原奶价格上涨到历史高位的可能性较低。《食品安全国家标准 巴氏杀菌乳》(GB 19645—2010) 规定原奶为巴氏鲜奶唯一原料，根据鲜奶 365 网，原料成本占巴氏鲜奶总成本 60%—70%，因此低温奶价格的高低和原奶价格直接相关。而低温奶在产品属性上更接近生鲜，在消费特性上更偏向于高频、即饮消费，消费者粘性更高，对价格敏感程度较常温奶而言更低，预计短期内成本红利仍在。

图表 13：我国原奶价格处于历史低位



资料来源：ifind，华源证券研究所

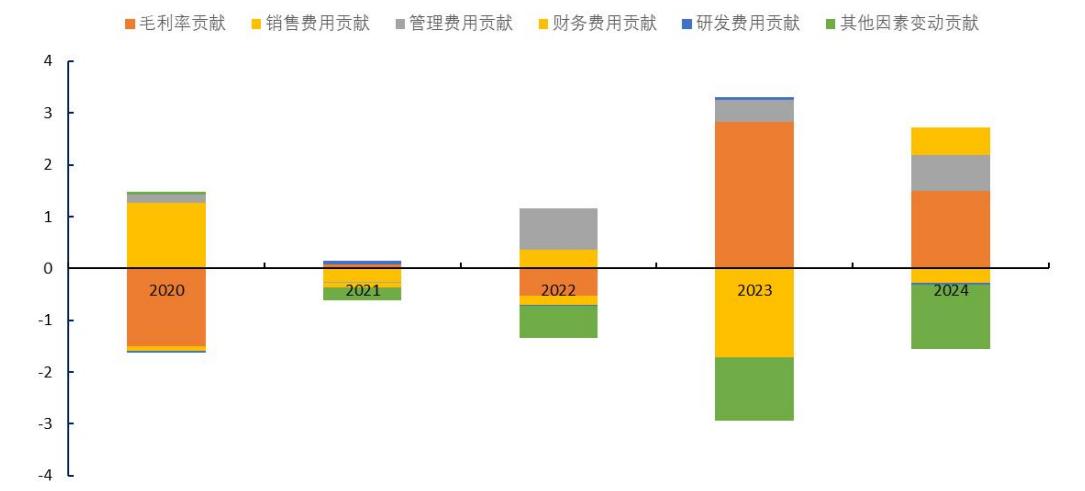
公司采取自有及可控的奶源策略，原料奶采购依托自有牧场、合作大型奶源基地以及规模化养殖合作社等多种渠道，2024 年自有和参股奶源供应占公司需求总量的六成左右，保证了公司原奶供应稳定。在自有牧场建设方面，截至 2024 年底，公司在全国范围内共有 12 个规模化与标准化牧场，其中 10 家取得良好农业规范认证 (GAP)，11 家取得学生饮用奶奶源基地认证，4 家取得有机牧场认证，4 家取得优质乳工程示范牧场认证，充分保障公司奶源稳定且结构多元。预计后续即使市场原奶价格快速上升，公司自有和参股奶源也可一定程度上保障公司盈利端的稳定性。

3. 成本红利护航盈利提升，BC 端联动赋能结构改善

3.1. 成本下行和品类优化助推毛利率提升

2022–2024 年公司净利率改善主要来自于原奶价格下降。2024 年，公司净利率对比上年同期提升 1.17pct，拆分贡献来看，毛利率贡献 1.49pct，销售费用贡献-0.28pct，管理费用贡献 0.71pct，财务费用贡献 0.53pct，研发费用贡献-0.03pct，其他因素变动贡献-1.24pct。其中，毛利率的提升主要得益于原奶价格回落推动营业成本端的优化。

图表 14：2022–2024 年原奶价格下降拉高净利率，费用率改善对净利率提升亦有贡献（单位：pct）



资料来源：公司公告，华源证券研究所
其他因素主要包含资产处置收益、资产减值损失、所得税费用等

图表 15：原奶价格下行是公司 22 年以来单位营业成本下降的主要贡献（单位：pct）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：25 年我国集贸市场价格：活牛（中等）的价格恢复温和上涨（单位：元/公斤）



资料来源：ifind，华源证券研究所

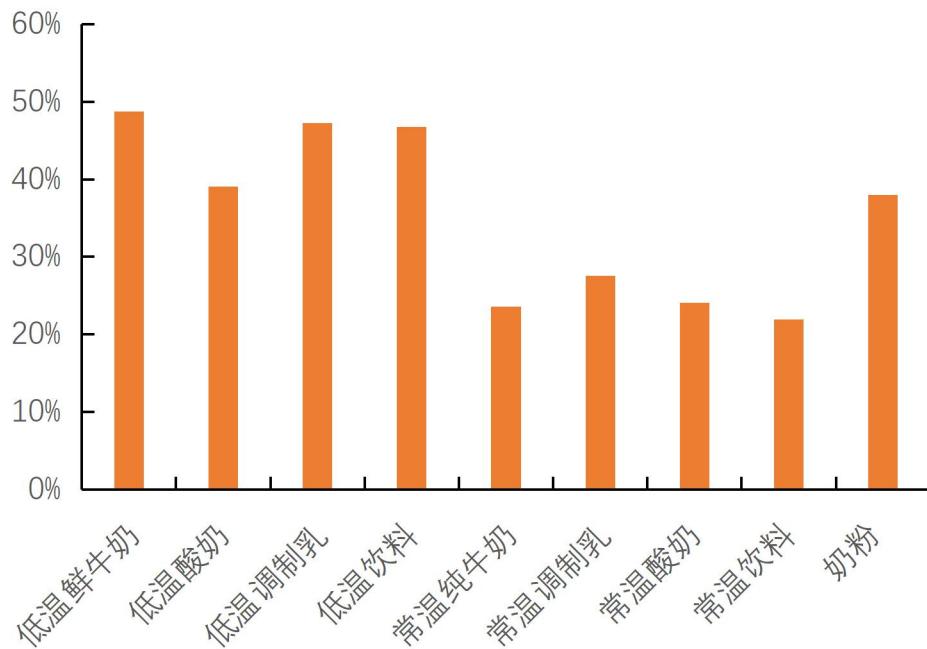
其他因素方面，在 2024 年，资产处置收益和资产减值损失为其他费用中占比较大的两项，对公司净利率产生 1.7pct 的贡献，我们认为后续随着牛肉价格温和上行趋势延续和原奶价格逐步企稳回升下，我们预计资产处置损失和资产减值损失对净利率的拖累将有望得到一定程度缓解。

1) 资产处置收益中，23、24 年拖累利润端较大的原因主要系淘牛收益为负。随着 2025 年我国活牛价格恢复温和上涨，假设 2025 年全年淘牛数量较 2024 年不变，资产处置收益对于利润端的拖累预计不会较 24 年进一步扩大，乐观情况下有望带来正向影响。

2) 资产减值损失中，24 年占比较大的部分为生产性生物资产的减值损失，主要受牛只市场售价、预测销售收入等因素驱动，当前奶价边际有所企稳，我们预计 26H1 奶价将逐步企稳回升，牛肉价格已开始温和上涨趋势，预计后续该项减值压力将逐步趋缓。

公司通过保持高强度低温产品出新速度增强品牌竞争力，预计后续主要依靠收入结构改善推高净利率。根据公司招股说明书显示，公司低温产品较常温产品毛利率更高。2024 年公司低温鲜奶和低温酸奶销售额均取得中高个位数增长，高端鲜奶和低温调制乳同比实现双位数增长，低温品类占公司整体营收超 50%，2025 年上半年公司低温品类销售额同比增长超 10%，我们认为伴随公司具备更高毛利率的低温产品营收占比的提升，净利率有望进一步增长。

图表 17：2017 年公司低温产品整体较常温产品毛利率更高



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

注：图中数据为公司 2017 年上半年各项产品毛利率情况

公司在新品研发方面持续发力，主要产品线推出相应产品满足消费者不同需求。“24 小时”鲜牛乳持续丰富品类矩阵，“24 小时黄金营养乳”、“24 小时铂金全优乳”、“24 小时限定娟姗乳”、“24 小时有机鲜活乳”等中高端系列产品在全国更多区域上市，为更多消费者提供高品优质的鲜奶选择；2024 年，中高端“24 小时”系列占比持续提升，收入同比增长超 15%。“初心”酸奶上新“初心”原味自立袋、340g 清洁配方纯酸奶，切中控糖减脂、DIY 代餐以及出行便捷的消费场景，带动整个“初心”系列 2024 年实现销售额双位数增长。

“活润”酸奶推出“多维晶球”，采用自研 3D 包埋技术益生菌晶球，额外添加维生素晶球和矿物质晶球，补充钙、铁及 VA、VC、VD，“活润”轻食杯系列敏锐抓住当今质价比、代餐、0 蔗糖的消费趋势，自 2024 年上市以来获得一致好评，推动活润品牌 2024 年实现销售

额增长超 20%，2025 年上半年更是实现销售额超 40%的高速增长，边际提速亦反映公司对消费需求把握的前瞻性。

图表 18：“初心”原味自立袋



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：“活润”轻食杯



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. B 端销售持续发力，品牌影响力与产能利用率均获得提升

公司近年在 B 端业务上不断推出新品，品牌影响力不断提升。以旗下高端品牌“朝日唯品”和区域特色产品为矛，切入高价值餐饮和零售渠道。2025 年 5 月，朝日唯品推出山姆渠道专供芭乐风味酸奶，一经推出便销售火爆，一度出现脱销现象，同年推出的新品焦糖烧生牛乳布丁也进入山姆热销榜，通过在这些高价值渠道中产品的品牌露出，深化了新乳业在消费者心目中“健康+美味”制造者的品牌形象，提高了品牌调性。

图表 20：芭乐风味发酵乳



资料来源：界面新闻，华源证券研究所

图表 21：焦糖烧生牛乳布丁



资料来源：山姆 app，华源证券研究所

以代工业务为盾，提升产能利用率。公司依托自身规模化生产能力，承接会员店及大型商超渠道的 OEM/联名代工需求，以定制化常温或低温乳品为主要输出形式，实现对京东七鲜、盒马、奥乐齐等核心客户的产能绑定。根据界面新闻，京东七鲜的定制全脂鲜奶由公司

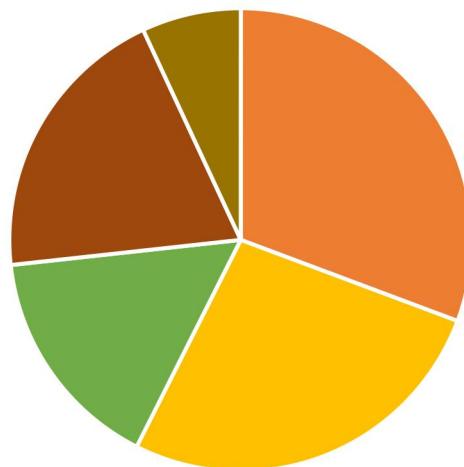
旗下河北天香乳业代工，盒马 4.0 高钙鲜牛奶由公司旗下青岛琴牌乳业代工，奥乐齐超值鲜牛奶则由公司旗下双喜乳业苏州工厂生产。此模式虽品牌露出有限，但受益于渠道扩张红利，一方面提高了公司 B2B 业务的口碑和影响力，另一方面也为公司贡献了稳定的现金流与供应链协同价值，提升了公司产能利用率。

3.3. 公司 DTC 渠道引领增长，下沉市场进攻进行时

巴氏杀菌乳由于保质期短，因此产品属性决定了低温奶购买习惯为少量高频，因此定期送奶入户等 DTC 渠道成为低温乳制品销售的重要渠道之一。根据智研咨询，2020 年我国巴氏奶销售渠道：中小超市、便利店/送奶入户/电商平台/大卖场/其他销售占比分别为 31%/27%/16%/20%/7%。根据马上赢《2025 年乳制品渠道结构报告》的数据，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到 35%，远超传统商超的 22%，根据新经销信息，社区团购通过“集中订单+区域冷链配送至团长”，降低了分散配送成本，使低温奶能够触达社区家庭。

图表 22：2020 年送奶入户、电商平台等 DTC 渠道为低温奶的重点销售渠道

■ 中小超市、便利店等 ■ 送奶入户 ■ 电商平台 ■ 大卖场 ■ 其他



资料来源：智研咨询，华源证券研究所；注：中小超市、便利店、大卖场非 DTC 渠道

公司作为主要经营低温产品的乳制品公司，近年在 DTC 渠道建设上持续发力。送奶入户方面，公司通过地网变革，构建了直接服务用户的多场景闭环；通过异业合作，进一步提升线上线下征订拉新的联动，实现了较好的增量效果。公司依托“鲜活 go”系统，实现可配送区域覆盖全国 141 个市县和地区，形成了用户下单后“48 小时内开始配送、早上 7 点前配送到家”的标准化流程，在部分覆盖区域落地实现。公司在覆盖区域内的多个小区投放“智能鲜奶柜”，实现全程保鲜保冷、取奶不受时间和数量限制、更加灵活便捷的服务。电商方面，公司 2024 年销售额同比实现双位数增长，2025 年上半年电商渠道销售额亦实现同比 15% 的增长，除传统电商外，公司也积极布局“微信小店”业务，拓展新消费群体。门店方面，公司 2024 年形象店数量突破 500 家，用户可通过微信小程序实现就近取奶，在部分核心城市，门店还提供 DIY 鲜奶套餐等服务，广受好评。我们预计随着公司在 DTC 渠道的进一步深耕，未来 DTC 渠道销售占比将进一步提高，有望推动毛利率进一步增长。

下沉市场为我国低温奶尚未完全攻破的市场，公司董事长席刚在 2023 年 5 月 31 日采访中明确提到，通过区域深耕，公司未来在下沉市场中或仍有较大的增长空间。公司子品牌三牧乳业推出的凉山雪产品通过精准的市场消费群体画像分析，社交媒体宣传以及全方位渗透线下渠道等方式成为 2025 年西昌乳制品市场爆品，证明了公司在下沉市场新品研发以及渠道推广方面的强劲实力。我们认为结合公司自有冷链体系和 DTC 渠道，下沉市场开发或将稳步推进，有望给公司未来业绩增长提供新的空间与动能。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司在“鲜立方战略”引领下，低温奶业务将通过BC端联动延续增长态势，预计公司25-27年营业收入分别达111.3/116.69/122.36亿元，分别同比+4.35%/+4.84%/+4.87%。

利润端来看，我们预计公司在收入结构改善和费效比持续优化的趋势下，净利率有望持续提升，预计25-27年归母净利润分别为7.05/8.43/9.81亿元，同比增速分别为31.16%/19.56%/16.38%。

图表 23：盈利拆分预测表（单位：百万元）

分业务		2024	2025E	2026E	2027E
液体乳	收入	9836.18	10278.8	10792.7	11332.4
	YoY	0.83%	4.50%	5.00%	5.00%
	成本	6895.23	7154.13	7468.66	7819.43
	yoY	-0.79%	-1.00%	0.10%	0.10%
	毛利率	29.90%	30.40%	30.80%	31.00%
	收入	71.22	85.5	102.6	123.1
奶粉	YoY	-9.63%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	48.77	58.52	70.23	84.27
	yoY	-8.39%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	31.52%	31.52%	31.52%	31.52%
其他业务	收入	758.03	765.61	773.27	781.00
	YoY	-34.27%	1.00%	1.00%	1.00%
	成本	696.69	696.36	701.87	712.35
	毛利率	8.09%	9.05%	9.23%	8.79%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取同类全国性乳企与区域性乳企代表伊利股份、光明乳业、天润乳业作为可比公司，考虑到公司为我国区域性乳企头部企业，在当前低温奶市场增长空间广阔，公司所处赛道成长性良好，并且在低温战略引领下，净利率提升目标有望逐年兑现，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600887.SH	伊利股份	27.08	1.33	1.77	1.93	2.07	22.73	15.28	14.06	13.05
600597.SH	光明乳业	8.01	0.52	0.35	0.39	0.44	16.30	22.70	20.54	18.34
600419.SH	天润乳业	10.11	0.14	0.11	0.49	0.63	74.14	94.75	20.82	16.16
		平均值				37.73	44.24	18.47	15.85	
002946.SZ	新乳业	19.50	0.62	0.82	0.98	1.14	31.21	23.80	19.91	17.10

资料来源：ifind，华源证券研究所。可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，新乳业盈利预测来自华源证券研究所（截至 2026 年 2 月 6 日收盘价）

5. 风险提示

- 1) 市场竞争风险加剧：行业巨头加速布局低温赛道，凭借资本与规模优势展开价格战，区域低温奶市场竞争日趋白热化；
- 2) 食品安全问题：低温奶短保特性对全链路温控提出严苛要求，运输与仓储环节需严格管控，若发生食品安全事件，或对企业经营层面产生重大不良影响；
- 3) 新品推广不及预期：当前乳制品创新同质化严重，消费者需求迭代加速，若产品定位模糊或差异化不足，容易出现新品销售未达预期的现象，这不仅会造成研发与营销资源浪费，更将影响公司整体营收增长与市场份额提升。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	396	445	467	489
应收票据及账款	616	635	666	699
预付账款	46	113	118	124
其他应收款	33	64	67	70
存货	742	767	799	835
其他流动资产	165	157	158	158
流动资产总计	1,998	2,181	2,275	2,376
长期股权投资	515	521	523	524
固定资产	4,001	4,022	4,102	4,235
在建工程	35	30	24	18
无形资产	662	634	607	579
长期待摊费用	13	11	6	7
其他非流动资产	1,653	1,644	1,643	1,642
非流动资产合计	6,881	6,862	6,904	7,004
资产总计	8,879	9,043	9,179	9,380
短期借款	371	526	493	481
应付票据及账款	991	978	1,019	1,065
其他流动负债	2,369	2,412	2,511	2,621
流动负债合计	3,731	3,915	4,023	4,167
长期借款	1,871	1,492	1,130	783
其他非流动负债	134	134	134	134
非流动负债合计	2,006	1,626	1,265	917
负债合计	5,736	5,541	5,287	5,084
股本	861	861	861	861
资本公积	523	523	523	523
留存收益	1,672	2,020	2,394	2,781
归属母公司权益	3,055	3,404	3,778	4,164
少数股东权益	87	99	114	132
股东权益合计	3,142	3,502	3,892	4,296
负债和股东权益合计	8,879	9,043	9,179	9,380

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,665	11,130	11,669	12,236
营业成本	7,641	7,909	8,241	8,616
税金及附加	53	53	55	58
销售费用	1,659	1,737	1,786	1,824
管理费用	381	364	358	363
研发费用	49	49	49	48
财务费用	101	87	71	52
资产减值损失	-98	-74	-87	-88
信用减值损失	9	-13	-14	-15
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-3	9	5	5
公允价值变动损益	24	0	0	0
资产处置收益	-87	-61	-49	-49
其他收益	54	57	57	57
营业利润	680	849	1,020	1,185
营业外收入	11	10	10	10
营业外支出	47	27	31	32
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	643	831	999	1,163
所得税	94	115	141	164
净利润	549	717	858	999
少数股东损益	12	12	15	18
归属母公司股东净利润	538	705	843	981
EPS(元)	0.62	0.82	0.98	1.14

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-2.93%	4.35%	4.84%	4.87%
营业利润增长率	33.89%	24.83%	20.17%	16.18%
归母净利润增长率	24.80%	31.16%	19.56%	16.38%
经营现金流增长率	-4.23%	-14.28%	25.52%	10.81%
盈利能力				
毛利率	28.36%	28.94%	29.38%	29.59%
净利率	5.15%	6.44%	7.36%	8.17%
ROE	17.60%	20.72%	22.32%	23.57%
ROA	6.06%	7.80%	9.19%	10.46%

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
税后经营利润	549	727	865	1,007	毛利率
折旧与摊销	473	521	564	607	净利率
财务费用	101	87	71	52	ROE
投资损失	3	-9	-5	-5	ROA
营运资金变动	182	-105	68	78	估值倍数
其他经营现金流	184	57	41	39	P/E
经营性现金净流量	1,491	1,278	1,605	1,778	P/S
投资性现金净流量	-568	-561	-650	-749	P/B
筹资性现金净流量	-971	-669	-933	-1,007	股息率
现金流量净额	-47	49	22	23	EV/EBITDA
					12
					13
					11
					10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究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建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。