

新乳业 (002946.SZ)

优于大市

低温奶行业优势企业，卡位新鲜差异化竞争

核心观点

新乳业：差异化竞争的低温奶优势企业。新乳业背靠新希望集团，通过三轮并购整合区域优质乳企完成全国化布局。自2023年起，明确从外延并购驱动转向内生增长，鲜战略驱动下低温奶占比持续提升。公司股权结构集中，核心管理团队深耕乳业多年，经验丰富，在行业下行期逆势实现高质量增长，2024年公司收入/净利润分别为107/5.4亿元，2019-2024年营业收入/净利润复合增长率达13.45%/17.15%，增速领先行业；原奶过剩行业性促销背景下，新乳业2025H1率先实现吨价正增，并于年底常温奶转正。

低温奶行业：供需共振加速渗透，但天然易守难攻，供应链和管理制胜。我国液奶零售额超3000亿，低温奶（含低温鲜奶、低温酸奶、低温乳饮料，下文不做特殊说明同义）897亿，但疫后消费者健康意识提升，叠加大量优质低价奶源出现，我国低温奶渗透率加速提升。根据沙利文预测，预计低温奶占比将从2024年的25.3%提升至2029年的31.8%。尽管低温奶增长景气，但短保有运距易损耗，叠加送奶入户、奶站等相对封闭渠道，天然易守难攻，高举高打的全国化大单品打法匹配度不高，反而区域高密度布局可降本增效，也因此带来低温奶盈利方差远高于常温奶（乳企的低温奶业务从不盈利至20%以上净利率）。

潜在看点：新乳业低温差异化竞争，子品牌区域化运营，盈利提升潜力充分。公司不断升级“鲜战略”，创新摸索出低温奶差异化竞争模式，2023年起在乳业大盘承压背景下，新乳业逆势增长，净利率提升亮眼，从2019年的4.4%提升至2024年的5.2%，2025H1更是加速提升1.7pcts至7.4%。

- **过去新乳业盈利提升的抓手是什么？**公司低温占比由2022年50%提升至2025年的60%，持续打造“朝日唯品”、“24小时”、“活润”等标杆产品，新品占比逐年提升。同时立足高效供应链及精细化管理，用“高毛利产品”绑定DTC等“高黏性渠道”。规模效应持续释放。
- **如何展望新乳业净利率的天花板？**产品端，低温奶及新品占比提升带来的结构升级；渠道端，积极把握DTC及山姆等高毛利新渠道，管理精细化及供应链持续提效带来的规模效应，都将打开公司盈利天花板。对比阳光乳业、燕塘乳业等，公司净利率短期站稳7-8%后，可往10%展望。

盈利预测与估值：考虑到公司低温延续景气增长，常温调整逐步企稳，DTC及新零售渠道占比提升，产品结构升级叠加降本增效，我们预计公司2025/2026/2027年收入分别为111/118/124亿元（同比+4.2%/6.0%/5.5%），归属母公司净利润7.3/8.4/9.5亿元（同比+37%/15%/13%）。每股收益2025/2026/2027年分别为0.85/0.98/1.11元，对应当前股价PE分别为22/19/17x。通过多角度估值，预计公司合理估值24-25元，公司是乳制品稀缺的成长性企业，盈利提升持续兑现，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧、低温品类推广不及预期、原材料及物流成本压力、产品质量与食品安全等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,987	10,665	11,117	11,789	12,432
(+/-%)	9.8%	-2.9%	4.2%	6.0%	5.5%
归母净利润(百万元)	431	538	734	845	954
(+/-%)	19.2%	24.8%	36.6%	15.0%	12.9%
每股收益(元)	0.50	0.62	0.85	0.98	1.11
EBIT Margin	6.4%	8.3%	9.0%	9.2%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	16.8%	17.6%	21.4%	19.6%	18.3%
市盈率 (PE)	37.4	29.8	21.82	18.97	16.8
EV/EBITDA	19.3	16.3	16.7	15.8	14.7
市净率 (PB)	6.30	5.25	4.66	3.72	3.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

食品饮料 · 饮料乳品

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn chaisusu@guosen.com.cn

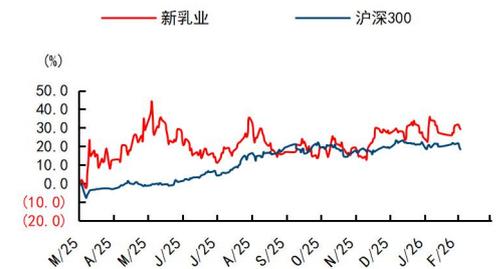
S0980523090001

S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	24.00 - 25.00元
收盘价	18.79元
总市值/流通市值	16172/15985百万元
52周最高价/最低价	21.49/13.65元
近3个月日均成交额	119.72百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

1 新乳业：低温奶优势乳企，鲜战略引领升级	5
1.1 从扩份额到提质量，立足西南的全国化低温乳企	5
1.2 背靠新希望，股权结构集中，管理机制高效	6
2 低温奶：易守难攻的景气赛道，管理是胜负手	8
2.1 行业阶段：供需共振，低温奶加速渗透	8
2.2 竞争壁垒：短运距强粘性，供应链和管理制胜	9
3 潜在看点：低温差异化竞争，盈利提升潜力充分	10
公司是稀缺的仍有增长乳企，卡位新鲜，战略清晰	10
3.1 产品：匠心思维，创新驱动，新品占比不断提升	12
3.2 渠道：DTC 及新渠道占比提升，供应链持续提效	13
4 财务分析	14
资本结构及偿债能力分析	14
经营效率分析	15
盈利能力分析	15
成长性分析	17
现金流量分析	18
5 盈利预测	18
假设前提	18
未来 3 年业绩预测	20
盈利预测的敏感性分析	20
6 估值与投资建议	22
投资建议	23
7 风险提示	24
附表：财务预测与估值	26

图表目录

图 1: 新乳业历史发展大事记	5
图 2: 新乳业历史收入及业绩增速	6
图 3: 新乳业上市至今盈利能力持续提升	6
图 4: 新乳业股权结构图	7
图 5: 中国液态乳制品市场规模（十亿元）	8
图 6: 中国低温奶按品类划分市场规模（十亿元）及渗透率	8
图 7: 2024 年主要国家人均乳制品消费量（公斤/人/年）	9
图 8: 2025 年主要国家饮用乳制品分品类零售销量	9
图 9: 常低温乳制品大单品规模体量对比	10
图 10: 低温奶 vs 常低温奶竞争格局对比（2025 年数据，零售额）	10
图 11: 不同乳企低温奶规模对比（2025 预测出厂额：亿元）	10
图 12: 低温乳企之间盈利方差也较大	10
图 13: 新乳业战略复盘：鲜战略不断迭代	11
图 14: 新乳业盈利能力变动复盘：毛利率提升及费率降低是主因	11
图 15: 新乳业近几年在原奶过剩背景下毛利率仍逆势提升，吨价 25H1 转正	12
图 16: 新乳业主要大单品定位及梳理	13
图 17: 新乳业收入分子公司拆分	13
图 18: 新乳业历史新品收入占比及增速	13
图 19: 公司“鲜活 go”小程序推出“随心送”功能	14
图 20: 高毛利的直销高增，经销渠道毛利率逐年提升	14
图 21: 新乳业积极拥抱电商渠道，电商近年来高速增长	14
图 22: 可比公司的资产负债率	15
图 23: 新乳业的流动/速动比率、权益乘数	15
图 24: 可比公司的总资产周转率	15
图 25: 可比公司的存货周转率	15
图 26: 公司历年销售毛利率、净利率	16
图 27: 可比公司毛利率	16
图 28: 可比公司净利率	16
图 29: 可比公司 ROE	17
图 30: 可比公司 ROIC	17
图 31: 可比公司近年收入 yoy	17
图 32: 可比公司近年净利润 yoy	17
图 33: 公司近年 EPS 增速	18
图 34: 可比公司近年净资产增速	18
图 35: 可比公司销售净现金流/营业收入	18
图 36: 可比公司经营净现金流/营业收入	18

表1: 新乳业高管及重要人员持股情况(单位: 万元)	7
表2: 新乳业业务拆分	19
表3: 未来3年盈利预测表	20
表4: 情景分析(乐观、中性、悲观)	20
表5: 公司盈利预测假设条件(%)	22
表6: 资本成本假设	22
表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	22
表8: 同类公司估值比较	23

1 新乳业：低温奶优势乳企，鲜战略引领升级

1.1 从扩份额到提质量，立足西南的全国化低温乳企

新乳业是国内领先的低温奶优势企业。新乳业为新希望集团旗下乳企，2024 年公司收入/净利润分别为 107/5.4 亿元，2019-2024 年营业收入复合增长率达 13.45%，净利润复合增长率达 17.15%。依托新希望集团资源与战略支撑，公司发展路径从外延并购驱动逐步转向内生增长引领，其发展历程可大致划分为以下四个阶段：

①**初创期（2001-2005 年）**：新希望集团开始涉足乳制品行业，通过并购安徽白帝、重庆天友、四川乳业、昆明雪兰、青岛琴牌等乳企，第一轮并购定基调，西南形成利基市场，华东实现先发布局优势，为后续发展奠定区域市场基础；

②**调整期（2006-2010 年）**：集团乳业板块陷入经营困境，2010 年，席刚出任新希望乳业总裁，明确提出发展“鲜战略”，聚焦低温奶，实现差异化发展。2011 年，新希望集团剥离乳业板块，新乳业开启独立发展阶段；

③**扩展期（2011-2022 年）**：公司进入快速成长阶段，开启第二轮并购填补区域市场空白，陆续收购苏州双喜、湖南南山、朝日唯品等，并逐步扭亏为盈。2019 年新乳业在深交所上市，后第三轮并购入股现代牧业、澳亚，持续强化奶源布局；

④**进阶期（2022 年至今）**：历经三轮并购整合与区域深耕，公司稳居低温奶行业前三，战略重心逐渐转向内生增长与高质量发展，2023 年公司发布《2023-2027 年战略规划》，立足“鲜立方”战略，努力实现净利率翻一番，在行业下行期逆势实现收入增长及净利率提升，持续巩固低温奶赛道优势。

图1：新乳业历史发展大事记

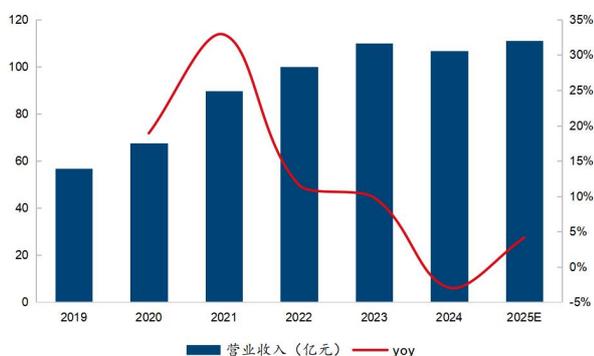


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

低温奶是公司基本盘，鲜战略引领下，公司收入和盈利能力持续提升。公司坚守“鲜”战略，低温奶占比从 2022 年 50% 提升至 2025 年 60% 左右。低温景气赛道高

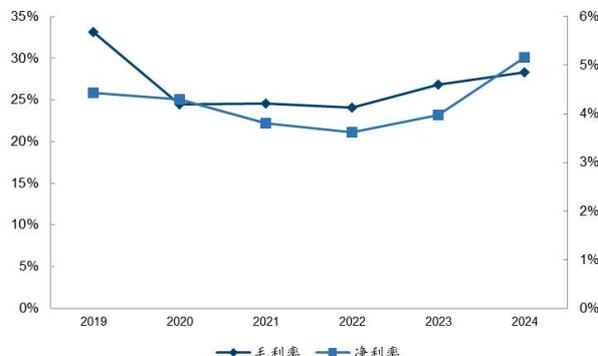
增驱动，公司收入和盈利持续提升。2024 年公司收入达到 107 亿元，2019-2024 年营业收入复合增长率达 13.45%，净利润复合增长率达 17.15%，公司净利率则从 2019 年的 4.43% 稳步提升至 2024 年的 5.15%，2025H1 加速提升 1.72pcts 至 7.40%。

图2：新乳业历史收入及业绩增速



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图3：新乳业上市至今盈利能力持续提升



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

1.2 背靠新希望，股权结构集中，管理机制高效

股权结构高度集中，刘永好与刘畅父女为共同实控人。截至 2024 年年报，Liu Chang 通过全资控股的 Universal Dairy Limited 持有公司 65.07% 股份，刘永好通过全资控股的新希望投资集团持有 15.41% 股份，父女两人合计持股比例高达 80.84%，形成绝对控股。新希望大型农牧集团为公司进行并购扩张、全产业链布局均提供了较好的资金及经营优势（eg 鲜生活冷链-运输降本增效、新希望贸易-规模化采购、草本知根-并购赋能）。

管理层经验丰富，管理机制高效，激励领先行业。公司核心团队深耕乳业多年，董事长席刚于 2010 年上任，创新提出发展“鲜战略”，凭借丰富的行业经验和卓越的战略眼光带领公司穿越周期。总经理朱川拥有多家区域乳企管理经验，销售运营与区域整合能力突出。核心高管团队平均从业年限长，通过股权激励等绑定利益，公司奉行“能者上，庸者下”理念，近年来持续推进团队年轻化，经营效率领先行业。

图4: 新乳业股权结构图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 新乳业高管及重要人员持股情况(单位: 万元)

姓名	职务	持股比	薪酬	主要工作经历与职责
席刚	董事长, 董事	1.18%	-	西南财经大学大专毕业, 四川大学 MBA, 新加坡国立大学亚太 EMBA 硕士, 上海交通大学上海高级金融学院-美国亚利桑那州立大学凯瑞商学院全球金融工商管理博士。1994 年加入新希望集团, 2004 年进入乳业板块, 2010 年出任新希望乳业总裁, 2019 年升任新乳业董事长。兼任宁夏夏进乳业集团股份有限公司董事、河北新希望天香乳业有限公司执行董事等, 并任中国乳制品工业协会副理事长。
朱川	总经理, 董事	0.27%	197.72	重庆大学工商管理硕士, 上海高金-亚利桑那全球金融工商管理博士 GES 毕业。曾任成都光明乳业有限公司销售总监、新希望乳业控股有限公司销售总监、昆明雪兰牛奶有限责任公司常务副总经理、四川新希望乳业有限公司总经理。现任新希望乳业股份有限公司总裁, 宁夏夏进乳业集团股份有限公司董事、总裁, 河北新希望天香乳业有限公司执行董事, 云南新希望邓川蝶泉乳业有限公司董事长, 中国乳制品工业协会副理事长。
褚雅楠	财务负责人, 职工董事	0.0251%	108.20	中央财经大学财政学硕士。2013 年加入新希望集团有限公司, 曾在新希望集团有限公司、草根知本集团有限公司从事财务工作。2017 年加入新希望乳业股份有限公司, 现任公司财务总监、公司下属多家公司监事、董事、经理, 重庆市天友乳业股份有限公司董事。
刘栩	董事	-	-	清华大学电子工程系工学学士、伦敦政经学院经济学研究生学位, 帝国理工学院电子与电气工程理学硕士与哲学博士。2020 年担任新希望投资集团有限公司副总裁、新希望服务控股有限公司执行董事、新希望美好食品有限公司董事、新希望集团有限公司和新希望投资集团有限公司下属多家公司董事长、董事。2025 年调任新希望服务控股有限公司非执行董事。
Liu Chang	董事	65.07%	-	高级工商管理硕士(EMBA)。曾任四川新希望农业股份有限公司办公室主任、新希望乳业控股有限公司办公室主任、新希望六和股份有限公司董事等职务。现任新希望乳业股份有限公司董事、新希望六和股份有限公司董事长、新希望集团有限公司董事、新希望投资集团有限公司董事长、南方希望实业有限公司董事、消费品论坛(CGF)全球董事会成员等职务。
刘永好	董事	15.41%	-	大专学历, 高级工程师。现任新希望集团有限公司董事长兼总裁、第十四届全国政协委员、四川省川商总会会长、中国上市公司协会副会长。曾任全国工商联副主席, 全国政协委员, 全国政协常委, 全国政协经济委员会副主任, 全国人大代表, 第十三届全国政协委员, 中国光彩事业促进会副会长, 新希望六和股份有限公司董事。
张帅	副总裁	0.0368%	180.11	武汉大学法学学士, 北大光华-Kellogg 国际 EMBA 硕士。曾任宝洁公司护肤品品类全国营销总监、全国销售总经理, 网易严选全国销售总经理等职。2020 年任新希望乳业股份有限公司副总裁。现任新希望乳业股份有限公司多家下属公司董事。
郑世锋	总经理助理, 董事会秘书	0.0251%	109.33	西南交通大学管理科学与工程硕士, 香港大学 SPACE 中国商学院金融市场与投资组合管理专业研究生文凭, 上海高金-亚利桑那州立大学全球金融工商管理博士。2012 年加入新希望乳业股份有限公司, 曾任新希望乳业控股有限公司项目经理、采购经理、高级经理, 现任新希望乳业股份有限公司党委书记、总裁助理、董事会秘书, 新希望乳业股份有限公司多家下属公司董事, 重庆市天友乳业股份有限公司董事。
付永猛	总经理助理	0.005%	94.27	中国农业大学食品质量与安全专业本科。曾任河北新希望天香乳业有限公司、昆明雪兰牛奶有限责任公司副总经理, 新希望乳业股份有限公司生产管理中心总经理。2023 年担任新希望乳业股份有限公司总裁助理、兼任新希望乳业股份有限公司首席生产运营官、生产管理中心总经理。

资料来源: ifind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2 低温奶：易守难攻的景气赛道，管理是胜负手

2.1 行业阶段：供需共振，低温奶加速渗透

我国液奶零售额超 3000 亿，常温是基本盘，低温增速更快。根据欧睿数据，我国液奶大盘 3000 亿以上零售额，其中常温占比约 76%。低温奶采用巴氏杀菌或超短时热处理技术，能最大程度保留乳品天然风味，且在乳铁蛋白、免疫球蛋白等保留率高出常温奶 30-50 个百分点，契合了消费者营养、功能与风味的需求。按零售额计，2019-2024 年中国低温奶市场规模从 77 亿元增至 897 亿元，复合年增长率 3.0%，显著跑赢常温奶，在液奶市场的零售额占比也从 23.7% 提升至 25.3%。

从海外经验看，随着冷链提效、品质升级，低温奶大势所趋。全球主要经济体的人均乳制品消费量普遍高于中国，即便消费习惯接近的日本、韩国，中国人均乳制品消费量也不足其 1/2。而从液奶消费结构看，发达国家凭借充裕的原奶供给、成熟的冷链体系，低温奶占主导地位。以美国、日本为例，低温鲜奶占白奶消费量比超 90%，而中国市场低温鲜奶占比仅不足 30%，与发达国家存在显著差距。

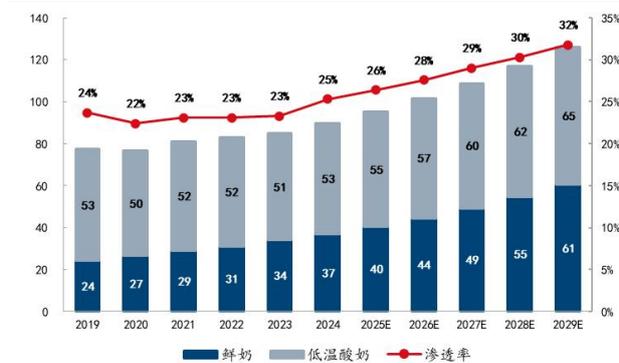
疫后消费者健康意识提升，叠加大量优质低价奶源出现，我国低温奶渗透率加速提升。疫后液奶消费更多回归营养和功能本身，常温乳饮料、风味酸奶表现承压。而低温奶有望进一步增长，预计 2025-2029 年复合增长率 7.2%，至 2029 年，中国低温奶市场将达到 1259 亿元，其在液奶市场占比也将提升至 32%。未来随着上游养殖、冷链等提效，叠加乳企消费者教育，预计我国低温奶渗透率仍将提升。

图5：中国液态乳制品市场规模（十亿元）



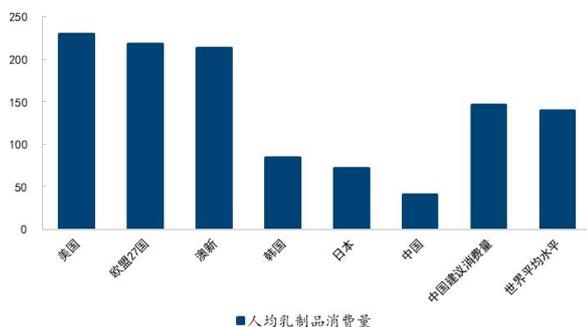
资料来源：弗若斯特沙利文分析，国信证券经济研究所整理

图6：中国低温奶按品类划分市场规模（十亿元）及渗透率



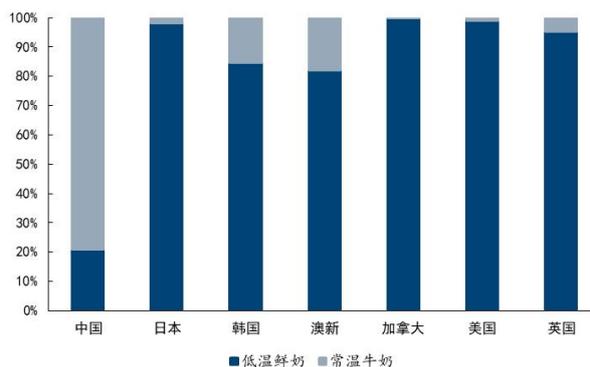
资料来源：弗若斯特沙利文分析，国信证券经济研究所整理

图7：2024 年主要国家人均乳制品消费量（公斤/人/年）



资料来源：联合国粮食及农业组织、世界卫生组织、中华人民共和国国家卫生健康委员会、弗若斯特沙利文分析，国信证券经济研究所整理

图8：2025 年主要国家饮用乳制品分品类零售销量



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

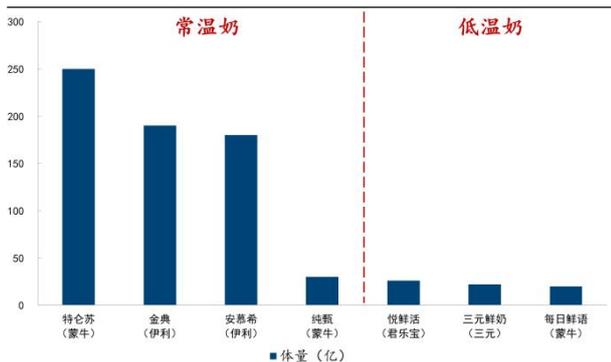
2.2 竞争壁垒：短运距强粘性，供应链和管理制胜

不同于常温奶的通路大单品模式，低温奶保鲜期短有运距，全国化难度更大。常温奶保质期长，加上本身产品差异化程度也不高，龙头乳企凭借高举高打的大单品模式，跑通全国化后，营销和铺货的边际成本降低，规模效应滚雪球，头部乳企先发优势和份额不断夯实，特仑苏/金典/安慕希均是百亿以上大单品。相反，低温奶保质期通常在 3 至 7 天，需要冷链运输，且下游涉及到送奶入户、奶站等渠道，对订单预测、运输路线及运力都有很高要求，往往由区域乳企承担消费者教育，竞争格局分散，大部分玩家偏安一隅，大单品普遍在几十亿体量（如每日鲜语/悦鲜活 25 年预计分别 20/26 亿）。

低温奶易守难攻，密度和效率缺一不可，供应链和管理制胜。低温奶商业模式决定了，区域集中的高密度市场下效率最高，退损率越低，盈利能力越高。特别是送奶入户渠道（占比约 20%）更像熟人经济，提前预定、及时响应及新品推荐等强服务模式下，消费者粘性较高。以阳光乳业为例，在江西省内密度集中、层级扁平，D2C、便利店、奶站基本能做到以产定销，退损率可忽略不计，公司净利率可以做到 15-20%；而部分龙头乳企在低温奶全国化初期，往往需要承担亏损，即便当前，我们预计伊利蒙牛低温奶盈利能力也在中低个位数以内。

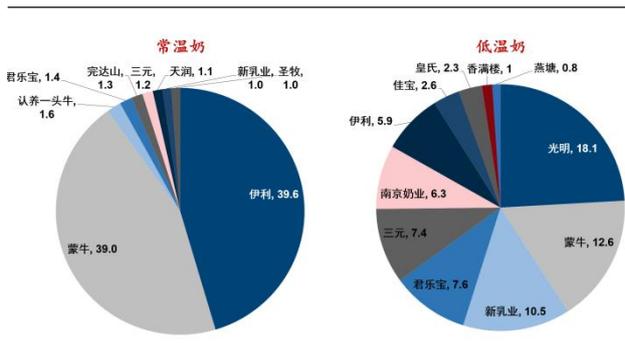
龙头乳企竞争策略错位，区域性乳企偏安一隅，低温奶行业性价格战风险较低。从低温奶收入规模看，蒙牛伊利虽位列第一梯队，但占公司整体收入较低（2025 年预计分别为 15%/7%），且盈利能力低于常温奶、奶粉、冷饮等其他品类，低温奶并非战略重点，且低温奶的竞争策略亦有错位。以蒙牛为例，低温奶侧重 2B 渠道，2025 年每日鲜语的增长也主要来自与瑞幸、霸王茶姬等茶饮渠道的合作。而区域性乳企本身体量较小，且大多偏安一隅，以阳光乳业为例战略性收缩省外市场。故整体看，我们认为短期低温奶行业性价格战风险较低。

图9：常低温乳制品大单品规模体量对比



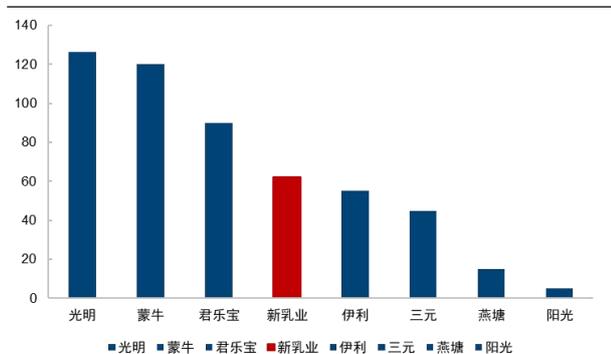
资料来源：欧睿，各公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：低温奶 vs 常温奶竞争格局对比（2025 年数据，零售额）



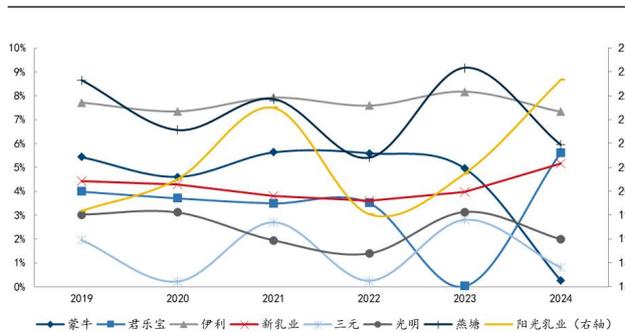
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图11：不同乳企低温奶规模对比（2025 预测出厂额：亿元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理（注：这里的低温奶规模包括低温酸奶、低温鲜奶、低温乳饮料，为 2025 年收入预测值）

图12：低温乳企之间盈利方差也较大



资料来源：ifind，公司公告，国信证券经济研究所整理（注：伊利蒙牛为公司整体净利率，若仅考虑低温业务预计净利率持平至低个位数）

3 潜在看点：低温差异化竞争，盈利提升潜力充分

公司是稀缺的仍有增长乳企，卡位新鲜，战略清晰

公司深耕“鲜”战略，产品结构升级及精细化管理带动净利率持续提升。自 2010 年提出鲜战略以来，持续迭代，2021 年升级打造“鲜立方”战略，深耕低温鲜奶和低温特色酸奶，2023 年正式发布五年战略规划，从外延并购转向内生增长，并明确净利率翻倍目标。2023 年起在乳业大盘承压背景下，新乳业低温奶逆势增长，整体收入表现优于大盘；而在结构升级及精细化管理带动下，公司净利率提升亮眼，从 2019 年的 4.43% 提升至 2024 年的 5.15%，2025H1 加速提升 1.7pcts 至 7.40%。

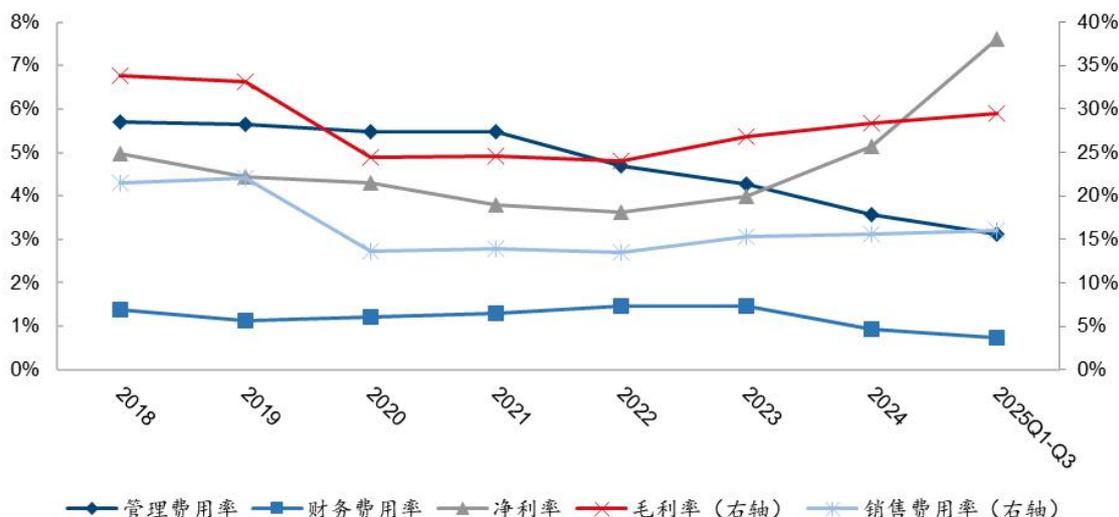
如何展望新乳业净利率的天花板？我们认为产品端，包括低温奶及新品占比提升带来的结构升级；渠道端，积极把握 DTC 及山姆等新渠道，管理精细化及供应链持续提效带来的规模效应，都将打开公司盈利能力天花板。对比阳光乳业、燕塘乳业等区域型低温乳企，公司毛利率与净利率均有较大提升空间。具体来看：

图13: 新乳业战略复盘: 鲜战略不断迭代



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图14: 新乳业盈利能力变动复盘: 毛利率提升及费率降低是主因



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025前三季度	2024-2021	2025前三季度-2024前三季度
毛利润	33.85%	33.11%	24.49%	24.56%	24.04%	26.87%	28.36%	29.47%	3.80%	0.38%
税金及附加	0.61%	0.54%	0.49%	0.49%	0.46%	0.47%	0.50%	0.54%	0.00%	0.02%
销售费用	21.51%	22.03%	13.65%	13.91%	13.56%	15.28%	15.56%	15.96%	1.64%	0.13%
管理费用	5.72%	5.64%	5.47%	5.49%	4.69%	4.28%	3.57%	3.11%	-1.92%	-1.18%
研发费用	0.62%	0.49%	0.51%	0.45%	0.48%	0.43%	0.46%	0.43%	0.01%	0.02%
财务费用	1.38%	1.13%	1.22%	1.30%	1.48%	1.47%	0.95%	0.73%	-0.35%	-0.23%
其他收益	0.99%	1.16%	1.06%	0.64%	0.52%	0.58%	0.51%	0.39%	-0.13%	-0.03%
投资净收益	0.62%	0.65%	0.54%	0.61%	0.52%	0.06%	-0.02%	0.24%	-0.64%	0.33%
资产减值损失	0.21%	0.00%	0.04%	0.01%	0.00%	0.15%	0.92%	0.23%	0.91%	0.21%
资产处置收益	-0.22%	-0.40%	-0.22%	-0.16%	-0.31%	-0.93%	-0.82%	-0.67%	-0.66%	-0.08%
营业外收入	0.28%	0.24%	0.25%	0.14%	0.07%	0.08%	0.10%	0.08%	-0.04%	-0.02%
营业外支出	0.04%	0.05%	0.08%	0.04%	0.04%	0.07%	0.44%	0.07%	0.41%	-0.19%
实际税率	8.74%	6.28%	6.13%	9.44%	10.78%	13.99%	14.61%	10.60%	5.17%	-2.30%
净利润	4.96%	4.43%	4.29%	3.81%	3.62%	3.98%	5.15%	7.60%	1.35%	1.63%

资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图15: 新乳业近几年在原奶过剩背景下毛利率仍逆势提升, 吨价 25H1 转正

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025H1
吨价 (万元/吨)	0.84	0.86	0.91	0.87	0.86	0.88	0.89	0.86	0.87
YOY		2.4%	5.4%	-4.8%	-0.4%	1.5%	1.7%	-3.8%	0.04%
吨成本 (万元/吨)	0.55	0.57	0.61	0.65	0.65	0.65	0.64	0.60	0.61
YOY		3.4%	6.3%	7.7%	-0.3%	-0.3%	-2.0%	-5.3%	-1.6%
毛利率		34.1%	33.5%	24.8%	24.7%	26.1%	28.8%	29.9%	32.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 2020 年主因会计科目调整, 还原运输费率后可比口径仍有提升)

3.1 产品: 匠心思维, 创新驱动, 新品占比不断提升

极致新鲜, 匠心思维, 引领低温行业升级, 新品占比逐年提升。公司坚持以“新鲜”为核心竞争力, 构建“鲜酸双强”产品矩阵, 持续孵化大单品。新品是子公司的重要考核品项, 公司新品收入贡献率由 2021 年 10% 提升至 2025 年 Q1 的 13%, 2025 年单三季度新品收入占比创年内新高。

低温鲜奶: 鲜奶的功能性和粘性更强, 也更考验乳企对品质和品牌的运营。新乳业低温鲜奶包括明星单品“24 小时”、“今日鲜奶铺”和“朝日唯品”系列等, 以“24 小时”为例, 通过工艺升级与奶源优化, 巩固高端定位, 收入占比持续提升; 朝日唯品更是通过“B 端精品咖啡+C 端会员店”双轮驱动, 精准锚定高净值消费场景, 持续双位数增长, 成为十亿级标杆性大单品。

低温酸奶: 酸奶更偏风味化, 口感的迭代与风味更易差异化。新乳业低温酸奶包括“活润”系列、“初心”系列和唯品芭乐口味酪乳酸奶等风味新品, 其中“活润”系列在活润轻食杯等带动下 2025H1 实现 40% 以上增长。

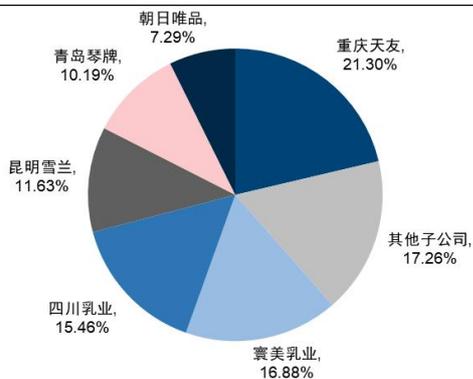
常温及乳饮料: 竞争相对白热化, 以夏进为代表公司不断进行调整改善。以夏进 (2020 年收购) 为代表, 公司净利率从 2020 年 6.05% 逐年提升至 2023 年 8.69%, 但近两年来原奶供过于求背景下常温奶加大买赠促销, 夏进也受影响有所调整, 2024 年夏进营收同比下滑 5.5%, 净利润下降 30.8%, 公司通过制定专项经营计划、拓展山姆、盒马等新渠道, 2025 年内收入利润均已实现正向增长。

图16: 新乳业主要大单品定位及梳理



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图17: 新乳业收入分子公司拆分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算整理

图18: 新乳业历史新品收入占比及增速

年份	新品收入占比	新品增速	代表性新品	成果
2021	10%+	-	铂金24小时	唯品有机、今日鲜奶等新品取得增长, 高端产品同比+50%
2022	10%+	0%	气泡酸奶、味蕾游记	所有新品毛利率高于平均毛利率
2023	12%	20%	24小时鲜活有机乳	鲜奶增长超10%, H1新品贡献约10%收入
2024	13%	8%	活润多维晶球	活润系列通过新品驱动同比+15%
2025	Q1达13%	Q1+8%	芭乐风味发酵乳	新品贡献持续超10%, 拉动低温产品增长

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.2 渠道: DTC 及新渠道占比提升, 供应链持续提效

鲜立方战略驱动下, 公司立足高效供应链, 以 DTC (直接面向消费者) 渠道为核心增长引擎, 用“高毛利产品”绑定“高黏性渠道”, 同时积极对接山姆、盒马等高势能新渠道, 充分把握每一轮渠道红利。

- 强粘性高毛利的 DTC 渠道占比持续提升。公司 DTC 渠道包括订奶入户、电商、自主征订等, 通过“鲜活 go”小程序、社区形象店及及时响应配送服务, 与

消费者建立强连接和高互动，构建私域流量池，实现“近场化”触达，用户复购率居行业前列。2023年公司DTC渠道收入占比15%，近年来维持双比公司大盘更快的增速，2027年目标将DTC收入占比提升至30%。

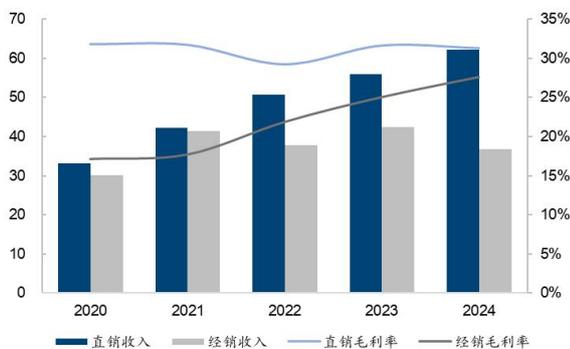
- **积极对接山姆、盒马、胖东来等新零售平台。**新渠道既意味着收入增量，也能给公司“爆品制造”创新机制形成正反馈，以山姆为例，2025年公司累计有5款新品成功入驻山姆，芭乐发酵乳、焦糖烧生牛乳布丁等上市即爆售，形成“高频推新一爆款验证—规模放量”的闭环。2025H1山姆、盒马等渠道收入同比增长约50%，成为驱动公司增长的新动力。

图19: 公司“鲜活 go”小程序推出“随心送”功能



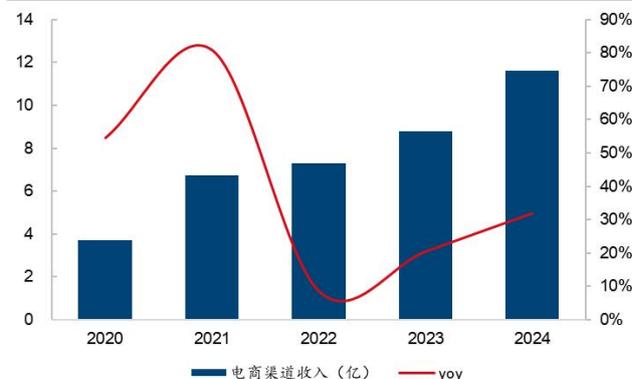
资料来源: 鲜活购, 国信证券经济研究所整理

图20: 高毛利的直销高增, 经销渠道毛利率逐年提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 新乳业积极拥抱电商渠道, 电商近年来高速增长



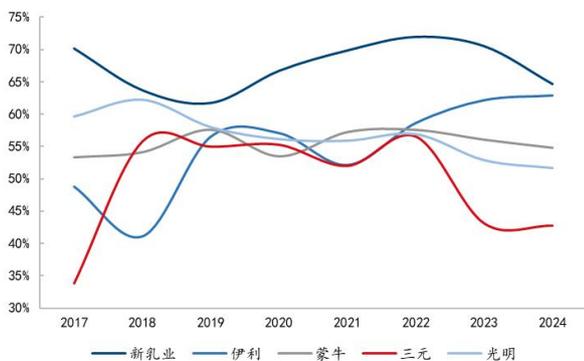
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

4 财务分析

资本结构及偿债能力分析

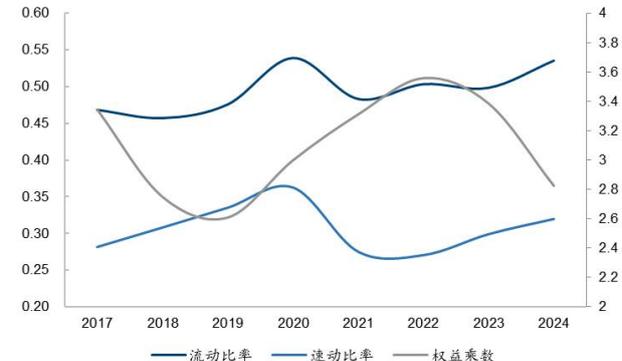
2024 年公司资产负债率 64.61%、其中有息负债率 54.34%，在同类公司中处于较高水平，但近三年处于下降趋势，短期借款、长期借款与应付债券同步优化，表明公司从“并购驱动负债扩张”到“内生增长驱动财务健康”的战略转型初见成效。2024 年新乳业的流动比率为 0.54、速动比率 0.32、权益乘数 2.83。

图22: 可比公司的资产负债率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图23: 新乳业的流动/速动比率、权益乘数

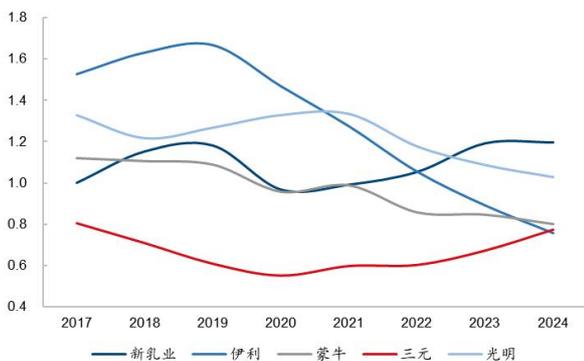


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

经营效率分析

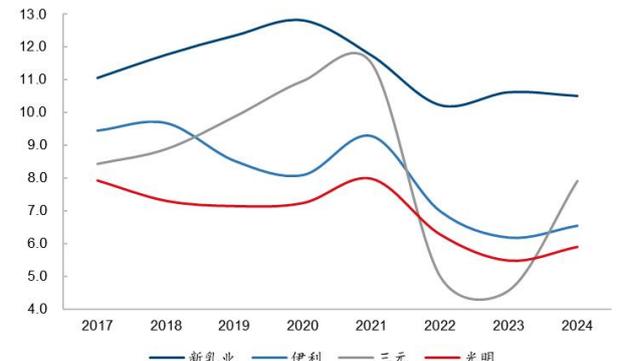
2024 年公司总资产周转率 1.2、存货周转率 10.5、应收账款周转率 17.6，对应周转天数分别为 301/34/20 天，低温为主的商业模式，周转明显好于行业内同类公司。

图24: 可比公司的总资产周转率



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图25: 可比公司的存货周转率

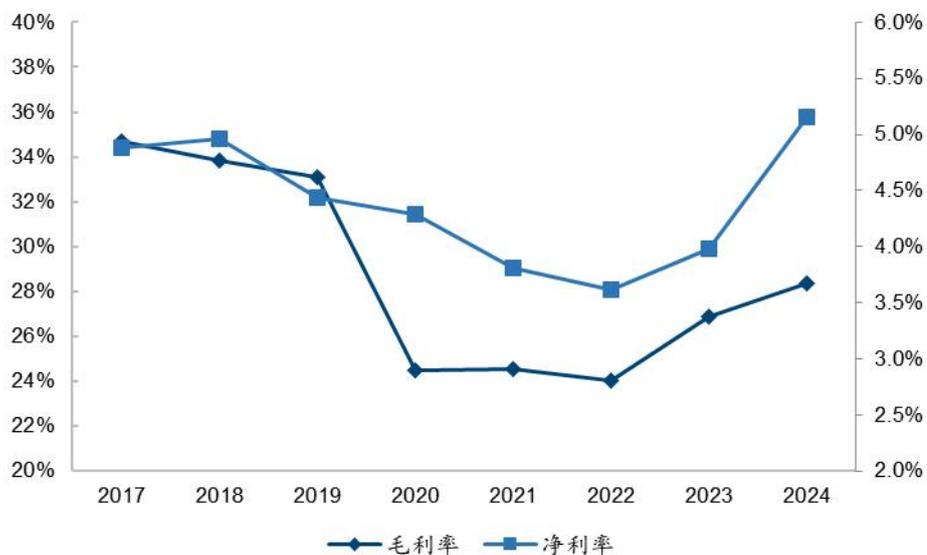


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

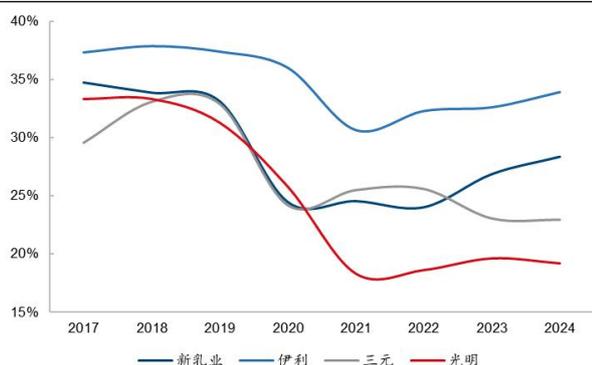
公司 2024 年的毛利率、净利润率分别为 28.36%、5.15%，近几年一直处于同类公司中较高水平。

图26: 公司历年销售毛利率、净利率



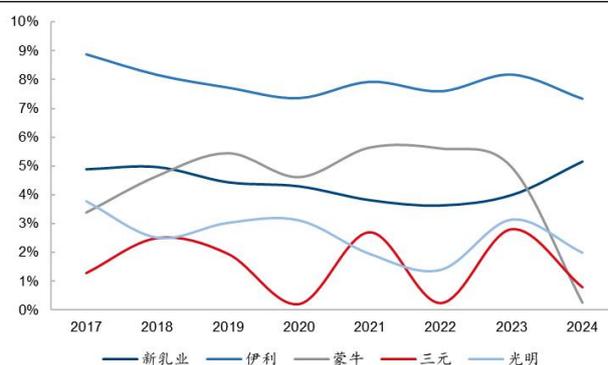
资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理

图27: 可比公司毛利率



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理

图28: 可比公司净利率

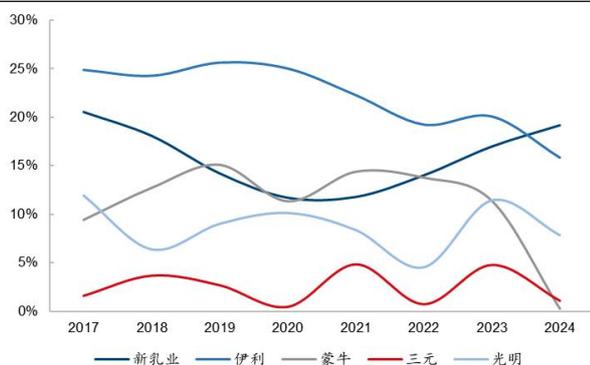


资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理

2024 年净资产收益率为 19.16%，近几年 ROE 不断提升，盈利能力不断增强，投入资本回报率 (ROIC) 10.01%，在行业内处于较高水平。

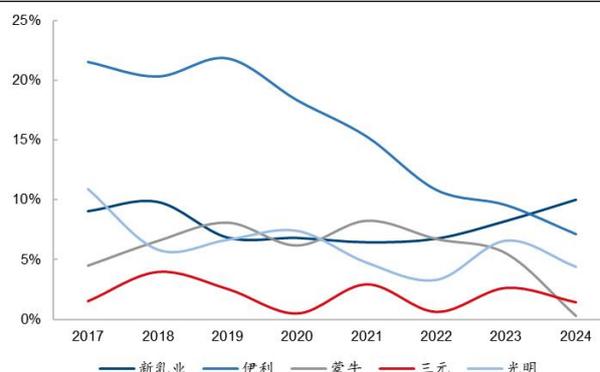
综合比较而言，公司的盈利能力一直维持较好水平、在同行中领先。

图29: 可比公司 ROE



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理

图30: 可比公司 ROIC

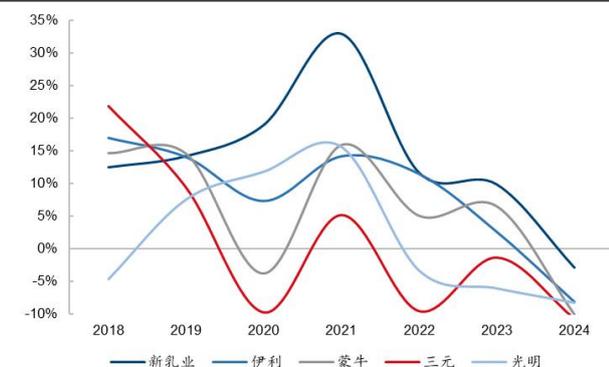


资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理

成长性分析

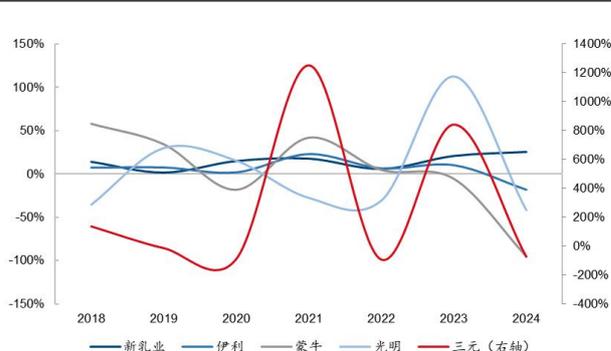
公司的收入和利润规模增长表现突出。2024 年营收达 107 亿，净利润 5.5 亿，2018-2024 年公司收入复合增速 14.3%，归母净利润复合增速 14.2%。

图31: 可比公司近年收入 yoy



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理预测

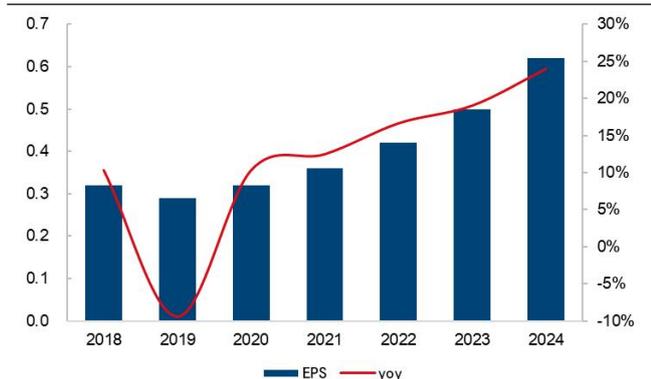
图32: 可比公司近年净利润 yoy



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理预测

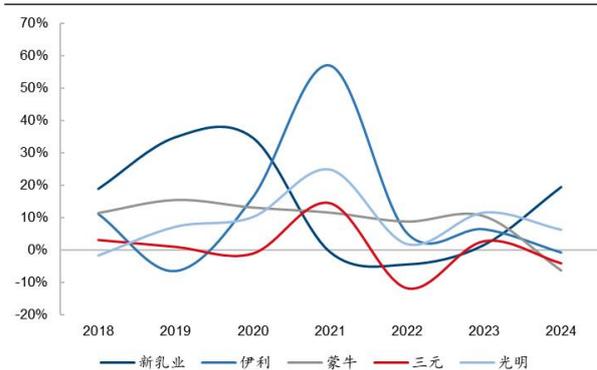
过去几年公司 EPS 持续增长，2024 年公司 EPS 为 0.62。2024 年净资产 31.4 亿元，2018-2024 年净资产复合增速 12.6%。

图33: 公司近年 EPS 增速



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理预测

图34: 可比公司近年净资产增速

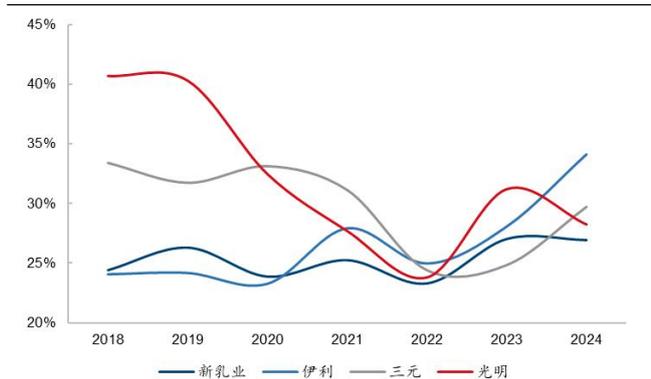


资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理预测

现金流量分析

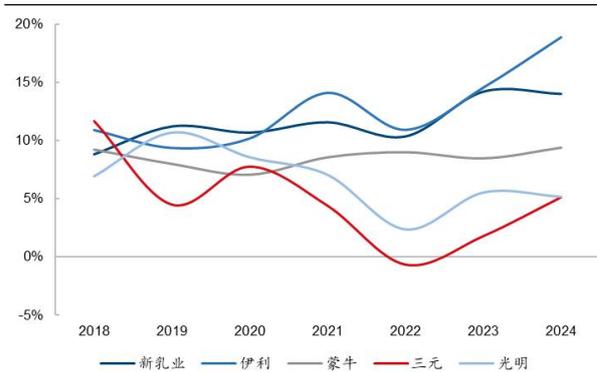
2024 年公司销售净现金流 28.7 亿元，经营净现金流 14.9 亿元，销售净现金流/营业收入 0.27，经营净现金流/营业收入 0.14。

图35: 可比公司销售净现金流/营业收入



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理预测

图36: 可比公司经营净现金流/营业收入



资料来源: ifind、国信证券经济研究所整理预测

5 盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

原奶价格预计或于 2026 年底企稳回升，新乳业奶源供给结构均衡，预计在产品结构提升主导下，毛利率仍延续提升趋势。根据奶协数据统计，2024/2025 年行业分别去化 30 万头存栏，考虑到上游仍在去化，若今年需求平稳修复，短期春节散奶价格回升明显，预计节后淡季原奶价格或往下跌破 3 元，2026Q3 苜蓿草收购涉及到一次性现金流，或致中小牧场加速出清，奶价有望在 2026 年底 2027 年初企稳回升。考虑到生鲜乳占新乳业成本较大比重，奶价回升至 3.5 元左右或对毛

利率存在影响。但新乳业的奶源供应结构中，30%为自有奶源，30%为投资奶源，30%为长期合作奶源，剩下约10%为临时奶源，即便奶价回升，公司大部分奶源仍存在成本红利和稳定供应优势；且结构升级（产品、渠道）为公司毛利率提升的主要原因，故我们认为中长期视角，公司毛利率仍处于平稳提升态势。

液态奶业务：公司液奶业务包括常温奶与低温奶。前文提到，2024年常温奶业务收入承压，但经历调整改善后，2025年年底已有企稳迹象，未来随着原奶开启上行通道，预计2025至2027年常温奶业务收入有望逐步回暖；考虑到低温奶延续景气增长，随着公司持续聚焦低温大单品&新品驱动、拓展新渠道，预计2025至2027年低温奶业务有望实现10%左右cagr。综合来看，考虑到截至2025年底低温奶占比过半，我们预计2025-2027年公司液奶收入增速分别为5.4%/6.9%/6.1%，对应收入103.67/110.83/117.59亿元，毛利率分别为30.10%/30.06%/30.15%。

奶粉业务：公司奶粉收入占比不到1%（主要是蝶泉有部分奶粉业务出口东南亚），考虑到公司战略维持奶粉业务现状，2025年在去年低基数上有所修复，预计2025/2026/2027年公司奶粉收入增速分别为27%/3%/1%，对应收入0.90/0.93/0.94亿元，毛利率平稳。

其他业务：公司其他业务主要包括奶酪、奶油及周边制品，考虑到公司聚焦低温主业，过去其他业务收入占比呈降低趋势，预计2025/2026/2027年收入增速分别为-13%/-7%/-5.5%，对应收入6.59/6.13/5.79亿元，毛利率分别为6%/6%/6%。

表2: 新乳业业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
液体乳						
营收（万元）	877,633	975,526	983,618	1,036,733	1,108,268	1,175,872
YoY	5.72%	11.15%	0.83%	5.40%	6.90%	6.10%
毛利润（万元）	228,694	280,520	294,094	312,057	333,145	354,525
yoy	11.35%	22.66%	4.84%	6.11%	6.76%	6.42%
毛利率	26.06%	28.76%	29.90%	30.10%	30.06%	30.15%
奶粉						
营收（万元）	7,082	7,880	7,122	9,044	9,316	9,409
YoY	-2.93%	11.28%	-9.63%	27.00%	3.00%	1.00%
毛利润（万元）	2,004	2,557	2,245	1,899	1,863	1,882
yoy	-17.46%	27.61%	-12.20%	-15.39%	-1.90%	1.00%
毛利率	28.29%	32.44%	31.52%	21.00%	20.00%	20.00%
其他业务						
营收（万元）	115,935	115,323	75,803	65,949	61,332	57,959
YoY	95.58%	-0.53%	-34.27%	-13.00%	-7.00%	-5.50%
毛利润（万元）	9,833	12,182	6,134	3,957	3,680	3,478
yoy	-20.95%	23.88%	-49.65%	-35.49%	-7.00%	-5.50%
毛利率	8.48%	10.56%	8.09%	6.00%	6.00%	6.00%
合计						
营收（万元）	1,000,650	1,098,729	1,066,542	1,111,726	1,178,916	1,243,240
YoY	11.59%	9.80%	-2.93%	4.24%	6.04%	5.46%
毛利润（万元）	240,531	295,259	302,473	317,913	338,688	359,885
YoY	9.21%	22.75%	2.44%	5.10%	6.53%	6.26%
毛利率	24.04%	26.87%	28.36%	28.60%	28.73%	28.95%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收111.17/117.89/124.32亿元，同比+4.24%/6.04%/5.46%，毛利率28.60%/28.73%/28.95%，毛利31.79/33.87/35.99

亿元，同比+5.10%/6.53%/6.26%。

费用率：考虑到公司仍处品牌建设期，新品培育及推广等需要费用投放。我们预计2025年销售费用率同比小幅上行。随着原奶供需拐点到来，行业价格竞争有望趋缓，预计2026至2027年销售费用率有望企稳降低；而管理费用率在规模效应下有望延续下行趋势。综上，我们预计2025/2026/2027年公司销售费用率分别为15.60%/15.56%/15.45%，管理费用率分别为3.11%/3.05%/2.98%。

未来3年业绩预测

表3：未来3年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10665	11117	11789	12432
营业成本	7641	7938	8402	8834
销售费用	1659	1734	1835	1921
管理费用	381	346	360	371
研发费用	49	44	54	50
财务费用	101	91	88	75
其他收益	-151	-36	-22	-15
利润总额	643	879	1011	1141
归属于母公司净利润	538	734	845	954
EPS	0.62	0.85	0.98	1.11
ROE	17.6%	21.3%	19.5%	18.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司2025-2027年收入分别为111.17、117.89、124.32亿元，归属母公司净利润7.34/8.45/9.54亿元，利润年增速分别为36.6%/15.0%/12.9%。每股收益2025-2027年分别为0.85/0.98/1.11元。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动6%。

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	10,987	10,665	11,144	11,858	12,544
(+/-%)	9.8%	-2.9%	4.5%	6.4%	5.8%
净利润(百万元)	431	538	1249	1417	1567
(+/-%)	19.2%	24.8%	132.3%	13.5%	10.5%
摊薄EPS	0.50	0.62	1.45	1.65	1.82
中性预测					
营业收入(百万元)	10,987	10,665	11,117	11,789	12,432
(+/-%)	9.8%	-2.9%	4.2%	6.0%	5.5%
净利润(百万元)	431	538	734	845	954
(+/-%)	19.2%	24.8%	36.6%	15.0%	12.9%

摊薄 EPS(元)	0.50	0.62	0.85	0.98	1.11
悲观的预测					
营业收入(百万元)	10,987	10,665	11,090	11,720	12,321
(+/-%)	9.8%	-2.9%	4.0%	5.7%	5.1%
净利润(百万元)	431	538	223	292	364
(+/-%)	19.2%	24.8%	-58.5%	30.7%	24.9%
摊薄 EPS	0.50	0.62	0.26	0.34	0.42
总股本(百万股)	866	861	861	861	861

资料来源：国信证券经济研究所预测

6 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值： 19.43-23.87 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	9.8%	-2.9%	4.2%	6.0%	5.5%	5.0%	4.2%	4.0%	3.5%	3.1%	3.0%	3.0%
营业成本/营业收入	73.1%	71.6%	71.4%	71.3%	71.1%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	70.9%	70.9%	70.9%
管理费用/营业收入	4.3%	3.6%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
销售费用/销售收入	15.3%	15.6%	15.6%	15.6%	15.5%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	14.0%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
股利分配比率	50.2%	42.8%	50.0%	50.0%	55.0%	55.0%	60.0%	60.0%	60.0%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9	T	14.61%
无风险利率	1.85%	Ka	7.70%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价 (元)	18.62	Ke	8.84%
发行在外股数 (百万)	861	E/(D+E)	81.38%
股票市值 (E, 百万元)	16026	D/(D+E)	18.62%
债务总额 (D, 百万元)	3668	WACC	7.75%
Kd	3.50%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.9x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 1.85%，股票风险溢价率取 6.50%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 3.50%；由此计算出 WACC 为 7.75%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 19.43-23.87 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.2%	7.5%	7.75%	8.1%	8.4%
永续	2.8%	28.16	25.96	24.04	22.33	20.81

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

增长 率变 化	2.5%	26.88	24.86	23.08	21.50	20.08
	2.3%	25.72	23.87	22.22	20.74	19.42
	2.0%	24.68	22.97	21.43	20.05	18.80
	1.8%	23.74	22.14	20.71	19.41	18.24
	1.5%	22.88	21.39	20.04	18.82	17.71
	1.3%	22.09	20.69	19.43	18.28	17.22

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：24-25 元

在对新乳业进行相对估值分析时，我们选取乳制品行业可比公司作为参照。考虑到新乳业成长性和盈利提升潜力高于其他乳企，若给予公司 2026 年 24-25xPE，则对应股价 24-25 元，对应目标市值 203-212 亿。

表8：同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600887.SH	伊利股份	优于大市	27.08	1713	1.77	1.92	15.32	14.10
2319.HK	蒙牛乳业	-	15.74	611	1.08	1.32	14.52	11.92
600882.SH	妙可蓝多	-	23.04	118	0.45	0.66	51.03	34.77
600429.SH	三元股份	-	5.45	82	0.09	0.11	63.71	48.80
	平均值	-	17.83	631	0.85	1.00	36.15	27.40
002946.SZ	新乳业	优于大市	19.07	164	0.85	0.98	21.82	19.02

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测（注：除伊利股份外，蒙牛乳业、妙可蓝多、三元股份均使用 wind 一致盈利预测）

投资建议

综合以上分析，参考相对估值法，我们认为公司股票合理估值区间在 24-25 元之间，对应 26 年 PE 约 24-25X，相对于公司目前股价 25%-30%溢价空间。考虑到公司作为低温奶行业优势企业，盈利提升潜力充分，首次覆盖给予“优于大市”评级。

7 风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司估值参数的选定，都融入了很多个人判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.85%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值方面，我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**行业竞争加剧。**乳制品行业竞争日趋激烈，尤其近两年供过于求背景下龙头乳企加大搭赠促销，常温奶竞争加剧；与此同时，低温奶作为稀缺的景气增长品类，山姆/盒马等新渠道加大投入，低温竞争激烈，若常温龙头乳企将价格战引入低温奶，或致公司收入和盈利能力承压。
- 2、**消费需求不及预期。**疫后消费力微弱复苏，低温奶渗透率提升或不及预期。
- 3、**原料及物流成本上涨，**随着原奶供需拐点到来，生鲜乳价采购价可能上涨；此外低温奶损耗率高，全国化扩张过程中，仓储、冷链物流等环节的成本投入将进一步压缩利润空间。
- 4、**并购商誉减值风险。**由于前期并购扩张为主，公司商誉占净资产比例相对较高，截至 2025 年三季度末公司账面商誉价值 10.03 亿元，若未来区域消费疲软、低温奶增速放缓或并购标的亏损，可能存在潜在的商誉减值风险。
- 5、**可转债到期后摊薄风险。**截至 2026 年 2 月 28 日“新乳转债”余额为 7.18 亿元，转债将于 2026 年 12 月 18 日到期，当前已处于转股溢价风险，存在转股压力和潜在股权摊薄风险。

经营风险

- 1、**产品质量和食品安全风险。**公司产品直面终端消费者，产品质量和食品安

全直接关系到消费者的健康。产品在生产、流通过程需经历较多中间环节，存在因人员操作疏忽或对供应商管控不力等因素带来的产品质量潜在风险。

2、新产品的研发及市场推广风险。当前乳制品市场新品迭代节奏加快，公司间新产品研发同质化易引发消费者审美疲劳，导致市场需求疲软，若新产品营收表现不及预期，将拖累整体业务增长。

3、龙头乳企竞争加剧风险。低温奶品类景气度较高，若龙头乳企加大竞争及买赠促销，潜在的价格战或致新乳业盈利能力受损。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	440	396	865	1775	2869	营业收入	10987	10665	11117	11789	12432
应收款项	711	643	701	743	783	营业成本	8035	7641	7938	8402	8834
存货净额	712	742	696	737	774	营业税金及附加	52	53	55	59	63
其他流动资产	88	66	145	153	162	销售费用	1678	1659	1734	1835	1921
流动资产合计	2002	1998	2506	3508	4688	管理费用	470	381	346	360	371
固定资产	2972	2948	3263	3663	3924	研发费用	47	49	44	54	50
无形资产及其他	681	662	640	619	598	财务费用	162	101	91	88	75
投资性房地产	2744	2755	2872	3033	3187	投资收益	6	(3)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	538	515	540	568	598	资产减值及公允价值变动	(26)	(89)	(35)	(30)	(27)
资产总计	8938	8879	9820	11391	12995	其他收入	(63)	(59)	1	11	14
短期借款及交易性金融负债	1613	1235	1835	2335	2835	营业利润	508	680	916	1023	1153
应付款项	925	991	913	967	1016	营业外净收支	1	(37)	(37)	(12)	(12)
其他流动负债	1480	1505	1499	1586	1666	利润总额	509	643	879	1011	1141
流动负债合计	4018	3731	4248	4888	5517	所得税费用	71	94	128	148	167
长期借款及应付债券	2066	1803	1833	1863	1893	少数股东损益	7	12	16	18	21
其他长期负债	215	203	200	212	222	归属于母公司净利润	431	538	734	845	954
非流动负债合计	2280	2006	2032	2074	2115	现金流量表（百万元）					
负债合计	6299	5736	6280	6962	7632	净利润	431	538	734	845	954
少数股东权益	82	87	103	122	142	资产减值准备	17	81	35	18	15
股东权益	2557	3055	3437	4307	5221	折旧摊销	459	451	338	373	417
负债和股东权益总计	8938	8879	9820	11391	12995	公允价值变动损失	26	89	35	30	27
						财务费用	162	101	91	88	75
						营运资本变动	680	209	(141)	79	68
						其它	(56)	124	29	49	54
						经营活动现金流	1557	1491	1031	1393	1535
						资本开支	(776)	(666)	(700)	(800)	(700)
						其它投资现金流	189	98	217	162	160
						投资活动现金流	(587)	(568)	(483)	(638)	(540)
						权益性融资	(9)	0	0	0	0
						长期贷款增加	(228)	(289)	0	0	0
						支付股利、利息	(216)	(230)	(709)	(375)	(432)
						其它融资现金流	(493)	(451)	630	530	530
						融资活动现金流	(946)	(971)	(79)	155	98
						现金净变动	(55)	(43)	468	910	1094
						货币资金的期初余额	494	440	396	865	1775
						货币资金的期末余额	440	396	865	1775	2869
						企业自由现金流	970	748	349	573	804
						权益自由现金流	637	390	2263	997	1240

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。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内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032