2026 年 11 月 03 日

菊乐股份（920309.BJ）：四川含乳饮料龙头，差异化大单品 + 牦牛乳新品双轮驱动

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）
zhuhaibin@kysec.cn
证书编号：S0790522080007

车欣航（分析师）
chexinhang@kysec.cn
证书编号：S0790525050001

● **菊乐股份：四川区域含乳饮料龙头企业，东北三省、电商渠道增长**

菊乐股份是四川区域含乳饮料龙头企业，主营含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳、灭菌乳研发、生产与销售，布局全产业链，下设 11 家子公司，在甘肃、黑龙江自建规模化奶牛牧场，同步布局牦牛乳特色产业。2025 年公司总营收 16.94 亿元，四川省内主营收入占比为 72.31%，省外市场以东北三省、电商渠道为增量；产品结构中含乳饮料为核心，营收占比 58.55%，明星单品“酸乐奶”畅销二十余年。上游奶源采用外部规模化牧场采购+控股自建牧场双模式，2025 年外购规模化牧场生鲜乳占比 52.66%，控股牧场供给 44.45%；销售采用经销（69.85%）+直销（30.15%）模式，直销覆盖商超、电商、自营奶屋，前五大客户以四川本地连锁超市为主，客户集中度较低。2025 年，公司归母净利润 2.91 亿元，毛利率 36.69%、净利率 17.24%。

● **2024 年含乳饮料全国市场规模 1512.6 亿元，含乳饮料行业集中度有所下降**

根据《中国奶业统计摘要 2025》数据，2015-2025 年乳制品产量由 2782.5 万吨增至 2950.3 万吨，规模乳企销售收入 2019-2024 年复合增速达 5.28%；细分赛道含乳饮料增长空间广阔，根据弗若斯特沙利文、头豹研究院数据，2024 年全国含乳饮料市场规模 1512.6 亿元，2020-2024 年复合增速 7.88%，预计 2029 年市场规模将达到 1990.2 亿元。区域维度，根据公司一轮问询回复，2024 年四川乳品市场规模 192.72 亿元，省内含乳饮料市场规模 64.91 亿元，2028 年市场规模分别有望提升至 217.67 亿元、80.72 亿元。根据弗若斯特沙利文及头豹研究院统计数据，2022-2024 年含乳饮料行业 CR5 由 60.41%降至 53.74%，行业集中度持续下行，中小区域品牌份额持续提升。行业企业分为全国性、区域性、外资三类，伊利、蒙牛凭借全国渠道与营销占据液态奶头部，四川区域内二者液体乳市占率分别为 35.6%、23.4%；区域性乳企依靠特色单品、渠道下沉突围。行业消费趋势向健康化、细分化发展，零蔗糖、有机、谷物酸奶等创新产品需求持续提升。

● **差异化大单品策略+完善全产业链布局，四川市占率较高**

菊乐核心竞争优势为差异化大单品策略+完善全产业链布局。产品端打造多层爆款矩阵：含乳饮料经典款酸乐奶稳居调配型酸乳饮料前列；发酵乳嚼酸奶、零蔗糖打酸奶啰精准匹配年轻健康消费需求；巴氏奶、灭菌乳推出有机、A2 高端系列，构建差异化产品壁垒。上游锁定优质奶源，西北、东北布局多处自建牧场，同时布局红原牦牛乳特色赛道，形成差异化原料优势。渠道深耕四川本地，红旗连锁、舞东风等本土连锁商超深度绑定，同步布局抖音、天猫等线上电商，线下自营奶屋巩固终端粘性，省外依托黑龙江惠丰乳品开拓华北、东北市场。品牌资质扎实，拥有中国驰名商标，为农业产业化国家重点龙头企业，多款产品入选四川名优产品目录。募投项目落地后公司将新增 12 万吨综合乳制品产能，升级研发实验室、引入高端检测设备并搭建中试产线，持续输出创新产品。

● **风险提示：**奶价波动的风险、省外市场开拓不利的风险、新股破发风险。

相关研究报告

《后备军关注光通信芯片“小巨人”云岭光电，靶材单项冠军映日科技—北交所策略专题报告》-2026.11.2

《关注创新药物小巨人陶术生物，智能硬件小巨人联纲光电—北交所策略专题报告》-2026.11.1

《3D 打印"耗材端"重估：FDM 线材市场未来高增，梳理北交所、新三板受益标的—北交所行业主题报告》-2026.11.1

目 录

1、 菊乐股份：四川区域含乳饮料龙头企业 4
1.1、 公司发展：主营含乳饮料及乳制品，四川市场占比七成 4
1.2、 产品梳理：含乳饮料占比近六成，其次为发酵乳、灭菌乳、巴氏奶 6
1.2.1、 含乳饮料：2025 年营收为 9.92 亿元，毛利率为 49.93% 6
1.2.2、 发酵乳产品：2025 年营收为 2.70 亿元，毛利率为 34.11% 8
1.2.3、 巴氏杀菌乳产品：2025 年营收为 1.19 亿元，毛利率为 32.33% 11
1.2.4、 灭菌乳产品：2025 年营收为 2.23 亿元，毛利率为 25.35% 13
1.2.5、 其他乳品：2025 年营收为 6878.33 万元，毛利率为 20.29% 15
1.3、 商业模式：北方规模化牧场为重要来源，打造牦牛乳产品体系 16
1.4、 财务分析：2025 年营收 17 亿元，毛、净利率分别达到 37%、17% 19
1.5、 竞争优势：中国含乳饮料第八，中国调配型酸乳饮料第四 21
2、 含乳饮料和乳制品 23
2.1、 解析：含乳饮料和乳制品协同发展模式提升品牌的消费粘性 23
2.2、 2024 年，中国含乳饮料行业市场规模 1,512.60 亿元 24
2.3、 发展特点：单品策略具备优势，产品多元化和细分化程度加强 25
2.4、 竞争格局：区域品牌“特色产品+营销下沉”策略 26
3、 募投项目：温江乳品生产基地改扩建等项目 30
4、 估值与对标公司数据 31
5、 风险提示 31

图表目录

图 1： 菊乐股份的主要产品包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳等 4
图 2： 2025 年，四川省的收入占公司主营的 72.31% 4
图 3： 2025 年，公司含乳饮料营收占比最高，达到 58.55% 6
图 4： 公司构建了以酸性含乳饮料为核心的产品结构 6
图 5： 2025 年，公司含乳饮料实现营收 9.92 亿元，同比增长 3.89% 7
图 6： 2025 年，公司含乳饮料产量 15.35 万吨 7
图 7： 2025 年，公司含乳饮料销售单价 6338.53 元/吨 7
图 8： 2025 年，公司含乳饮料毛利率达到 49.93% 8
图 9： 公司在发酵乳领域逐步发力，推出“嚼酸奶”、“打酸奶啰”等产品 8
图 10： 2025 年，公司发酵乳产品实现营收 2.70 亿元，同比下滑 10.39% 9
图 11： 公司发酵乳销量在 2023-2025 年有所下滑 10
图 12： 2025 年发酵乳平均单价增长至 9751.96 元/吨 10
图 13： 公司发酵乳毛利率自 2019 年以来维持提升趋势 10
图 14： 公司推出“有机鲜牛奶”和“打牛奶啰”等巴氏杀菌乳产品 11
图 15： 2025 年，公司巴氏杀菌乳营收 1.19 亿元，同比增长 7.04% 12
图 16： 公司巴氏杀菌乳 2025 年销量增长至 1.25 万吨 12
图 17： 公司巴氏杀菌乳 2025 年单价为 9550.66 元/吨 12
图 18： 2025 年公司巴氏杀菌乳毛利率达到 32.33% 13
图 19： 公司推出一系列高品质灭菌乳产品 13
图 20： 2025 年公司灭菌乳营收达到 2.23 亿元 14

图 21: 2023-2025 年，公司灭菌乳产品产量、销量增长 14
图 22: 2025 年，公司灭菌乳单价 7200.01 元/吨 14
图 23: 公司灭菌乳毛利率波动提升，2025 年毛利率水平提升至 25.35% 15
图 24: 公司其他乳品产品主要是复合蛋白饮料、调制乳、雪糕等 15
图 25: 2025 年，公司其他乳品营收 6878.33 万元，同比增长 126.37% 15
图 26: 公司其他乳品 2025 年毛利率水平为 20.29% 16
图 27: 2025 年，公司向规模化牧场及专业合作社采购生鲜乳的量占比最高 16
图 28: 2025 年，公司经销模式营收占比接近七成 17
图 29: 2025 年，公司实现营收 16.94 亿元，同比增长 3.20% 19
图 30: 2025 年，公司全国电商与东北三省营收增速较快 19
图 31: 2025 年，公司归母净利润 2.91 亿元，同比+25% 20
图 32: 2025 年，公司毛利率、净利率分别达 37%、17% 20
图 33: 2025 年，公司期间费用率为 15.74% 20
图 34: 2025 年公司销售费用率为 11.16% 21
图 35: 2025 年公司管理费用率为 4.63% 21
图 36: 2025 年，公司财务费用率为-0.35% 21
图 37: 2025 年，公司研发费用率为 0.30% 21
图 38: 公司“差异化大单品”的产品竞争策略 22
图 39: 含乳饮料及乳制品加工产业链 23
图 40: 我国乳制品产量由 2015 年的 2,782.5 万吨增长至 2025 年的 2,950.3 万吨 24
图 41: 2024 年度四川省乳品市场规模为 192.72 亿元 24
图 42: 2024 年，中国含乳饮料行业市场规模为 1,512.60 亿元 25
图 43: 2024 年，四川省含乳饮料市场规模为 64.91 亿元 25
图 44: 行业集中度 2022-2024 年有所下滑 26
图 45: 乳制品行业竞争格局相对稳定，形成两超多强的双寡头格局，可分为三类 28
图 46: 近五年菊乐股份、新乳业营收与归母净利润增速较快 29
图 47: 菊乐股份与李子园的 2025 年毛利率、归母净利率水平相对接近 30

表 1: 公司共 11 家子公司 5
表 2: 公司含乳饮料产品分为三大系列 7
表 3: 公司发酵乳产品分为三大系列 9
表 4: 公司巴氏杀菌乳产品分为三大系列 11
表 5: 公司灭菌乳产品分为三大系列 13
表 6: 公司采用参股及控股的方式与前进牧业合作建设北方牧场 17
表 7: 公司直销模式包括三种模式 18
表 8: 2025 年，公司前五大客户销售额 2.46 亿元，占比 14.72% 18
表 9: 含乳饮料企业分为国外品牌企业、全国性品牌企业和区域性品牌企业。 27
表 10: 菊乐股份与同行业可比公司的业务经营情况对比 28
表 11: 公司募投项目 30
表 12: 同行业可比公司的 PE2025 均值为 31X 31

1、 菊乐股份：四川区域含乳饮料龙头企业

1.1、 公司发展：主营含乳饮料及乳制品，四川市场占比七成

菊乐股份主营业务为含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售。公司的主要产品包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳等，能够满足不同群体、不同场景对含乳饮料及乳制品的消费需求。公司秉承“品质为先”的产品理念，通过探索完善的产业链体系、差异化的产品矩阵、多元化的销售渠道，致力于成为集奶牛养殖、乳品研发、生产及销售的全产业链特色乳品生产企业，为消费者提供健康、安全、营养、美味的高品质乳品。

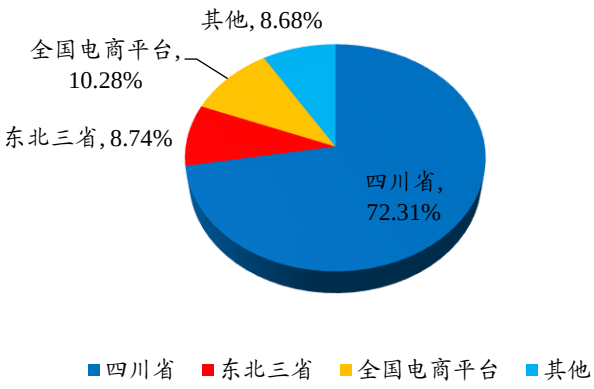
图1：菊乐股份的主要产品包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳等



资料来源：公司招股书

公司高度重视生鲜乳原料品质，通过与西北地区规模化牧场的合作，保障生鲜乳供应品质及稳定性，并向上游养殖行业延伸探索，逐步提高生鲜乳自给率，从源头把握食品安全；持续进行销售渠道的多元化横向建设，在维护与现有渠道深度合作的基础上积极开拓电商及新零售渠道，进一步提高品牌知名度；根据产品特点制定销售渠道纵向推广策略，挖掘产品核心增长力，围绕“渠道下沉”及“区域突破”为公司未来盈利增长打好基础，2020 年通过对惠丰乳品的收购，强化了公司在全国性市场的拓展。2025 年，四川省的收入占公司主营的 72.31%，其次为电商平台与东北三省。

图2：2025 年，四川省的收入占公司主营的 72.31%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司共 11 家子公司。其中，甘肃省菊乐牧业有限公司（菊乐牧业）位于甘肃省武威市古浪县，占地 1500 亩 8000 头奶牛牧场项目，是菊乐股份自建牧场、稳定上游优质奶源、实现差异化竞争策略的高端优质奶源保证；黑龙江菊乐惠丰优牧牧业有限公司（惠丰优牧）位于黑龙江大庆市肇源县，6000 头奶牛碱草香生态优质牧场项目，是菊乐股份第一个位于东北地区的自建牧场项目。

表1：公司共 11 家子公司

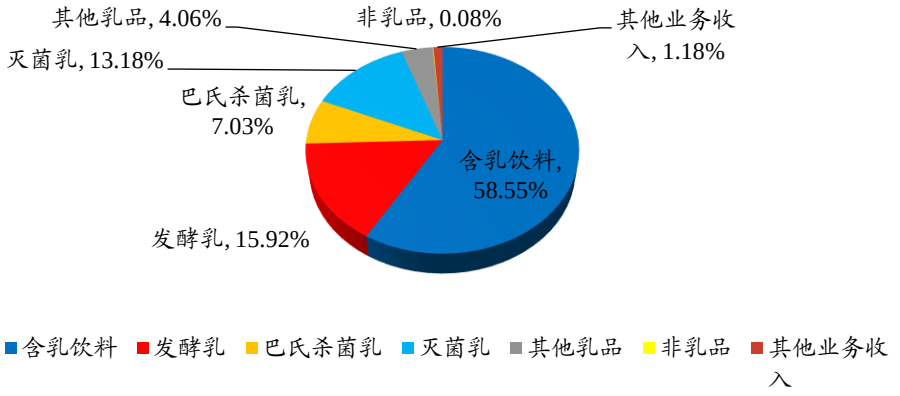
名称	成立	产品与业务	与菊乐股份的业务关系	公司持股情况
四川奶奇乐乳业有限公司	2000	未开展乳制品相关经营业务，仅有少量房屋出租收入	未开展乳制品相关经营业务	100%
雅安菊乐食品有限责任公司	2011	未实质开展经营业务	未实质开展经营业务	100%
黑龙江惠丰乳品有限公司	2017	发酵乳、灭菌乳等乳制品	负责公司东北、华北等区域的渠道建设，是公司开拓省外市场的重要主体	公司持股 55%；共青城优伯企业管理合伙企业（有限合伙）持股 33.33%；共青城优仲投资合伙企业（有限合伙）持股 11.67%
四川菊乐乳业有限公司	2017	乳制品及含乳饮料的销售	负责公司低温系列乳品的销售	公司持股 80%；张海利持股 10%；西藏善勤持股 10%
菊乐食品（新津）有限公司	2017	乳品生产	公司重要的乳品生产基地	100%
甘肃蜀汉牧业有限公司	2020	生鲜乳	从事奶牛养殖、生鲜乳生产；作为自建牧场，以保障公司上游优质的奶源供应	公司持股 75%，前进牧业持股 25%
黑龙江菊乐惠丰优牧牧业有限公司	2021	生鲜乳	主要从事奶牛养殖、生鲜乳生产业务；作为子公司惠丰乳品的自建牧场，以保障其长期稳定优质的奶源供应	惠丰乳品持股 100%
甘肃省菊乐牧业有限公司	2022	生鲜乳	从事奶牛养殖、生鲜乳生产；作为自建牧场，以保障公司上游优质的奶源供应	100%
四川圣舟牦牛产业有限公司	2024	投资平台	公司牦牛产业业务的投资平台	公司持股 92.20%；四川松赞企业管理咨询合伙企业（有限合伙）持股 7.80%
四川红原圣舟牦牛乳业有限公司	2024	牦牛奶销售服务	公司的牦牛奶业务的销售公司	四川圣舟牦牛产业有限公司持股 100%
四川红原菊乐牦牛乳业有限公司	2024	牦牛奶制品	公司牦牛奶业务的生产主体	四川圣舟牦牛产业有限公司持股 70.00%；红原县国有资产投资管理有限责任公司持股 20.00%；石红持股 10.00%

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、 产品梳理：含乳饮料占比近六成，其次为发酵乳、灭菌乳、巴氏奶

公司的主要产品可分为含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳四大类。2025年，公司含乳饮料营收占比最高，达到58.55%；其次为发酵乳，占比15.92%；灭菌乳和巴氏杀菌乳分别占比13.18%、7.03%。非乳品为公司自营奶屋对外销售的非自有产品，自2021年起，为了改善自营奶屋产品单一、资源利用率较低的情况，自营奶屋外购部分商品（非自有产品）再对外销售，但收入金额及占比很小。

图3：2025年，公司含乳饮料营收占比最高，达到58.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、 含乳饮料：2025年营收为9.92亿元，毛利率为49.93%

自1996年推出“酸乐奶”产品后，公司构建了以酸性含乳饮料为核心的产品结构。凭借精准的市场定位和酸甜、顺滑的独特口感，加上采用生鲜乳进行调制所带来的品质保障，使“酸乐奶”产品深入消费者内心，成为连续畅销二十余年的明星产品。

图4：公司构建了以酸性含乳饮料为核心的产品结构



资料来源：公司招股书

公司含乳饮料产品分为三大系列：经典系列、延展系列、餐饮渠道系列。

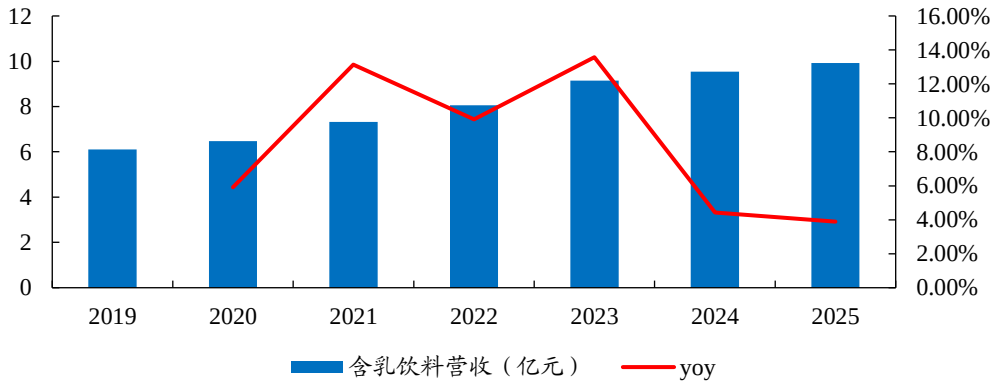
表2：公司含乳饮料产品分为三大系列

产品系列	产品名称	描述
经典系列	经典酸乐奶	以生牛乳为原料，辅以白砂糖、柠檬酸，经过调酸制冷、高温杀菌等工艺制成的含乳饮料。自第一包产品下线迄今已有二十余年历史
延展系列	新口味酸乐奶、儿童酸乐奶、果粒酸乐奶等	以酸乐奶产品为风味基础，增加了水果风味、水果颗粒以及多种维生素，补充酸乐奶产品系列宽度
餐饮渠道系列	菊乐路 19 号、小奶 GO、轻优格等	针对川内餐饮辛辣、多油等特点，结合餐饮渠道特殊性及消费者需求打造的系列产品

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2019-2025 年，公司含乳饮料营收保持稳定增长，年复合增长率为 8.40%。2025 年，公司含乳饮料实现营收 9.92 亿元，同比增长 3.89%。

图5：2025 年，公司含乳饮料实现营收 9.92 亿元，同比增长 3.89%

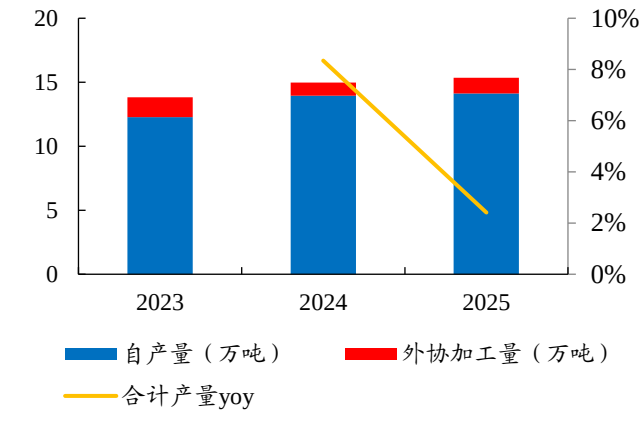


数据来源：Wind、开源证券研究所

分拆来看，公司含乳饮料销量、产量在 2023-2025 年都保持逐年增长。2025 年，公司自产含乳饮料 14.13 万吨，外协加工量 1.22 万吨，销量 15.65 万吨。

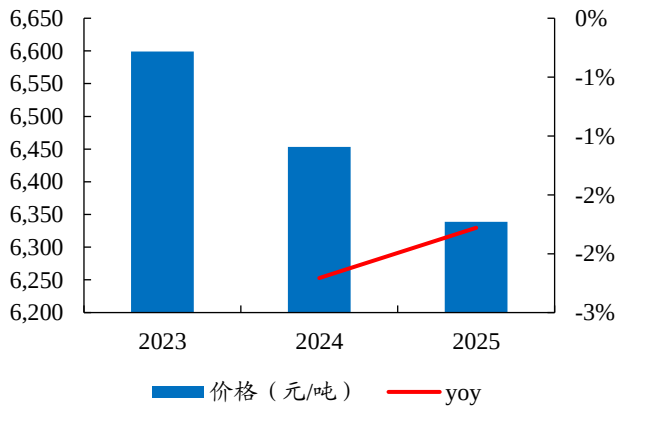
价格上，2023-2025 年，公司含乳饮料平均售价略有降低。2025 年，公司含乳饮料销售单价 6338.53 元/吨。

图6：2025 年，公司含乳饮料产量 15.35 万吨



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

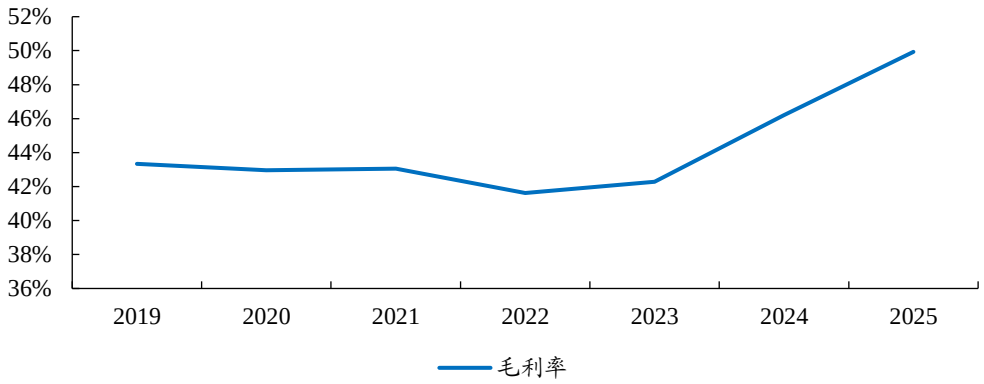
图7：2025 年，公司含乳饮料销售单价 6338.53 元/吨



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

盈利能力方面，公司 2019-2023 年含乳饮料毛利率较为平稳，随后有增长趋势。2025 年，公司含乳饮料毛利率达到 49.93%。

图8：2025 年，公司含乳饮料毛利率达到 49.93%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、 发酵乳产品：2025 年营收为 2.70 亿元，毛利率为 34.11%

公司在发酵乳领域逐步发力，利用快速迭代的产品创新，开发上市多款独具创新性并深受消费者喜爱的发酵乳产品，通过并购惠丰乳品，进一步增强公司在发酵乳领域的创新研发能力。“嚼酸奶”产品将天然谷物与酸奶融合发酵，其趣味性的饮用体验和独特口感赢得了市场的良好反馈；“打酸奶啰”产品依托现代社会对于零蔗糖等健康食品的消费理念，满足了消费者对高品质、健康功能发酵乳的消费需求。

图9：公司在发酵乳领域逐步发力，推出“嚼酸奶”、“打酸奶啰”等产品



资料来源：公司招股书

公司发酵乳产品分为三大系列：嚼酸奶系列、打酸奶系列、特色发酵乳系列。

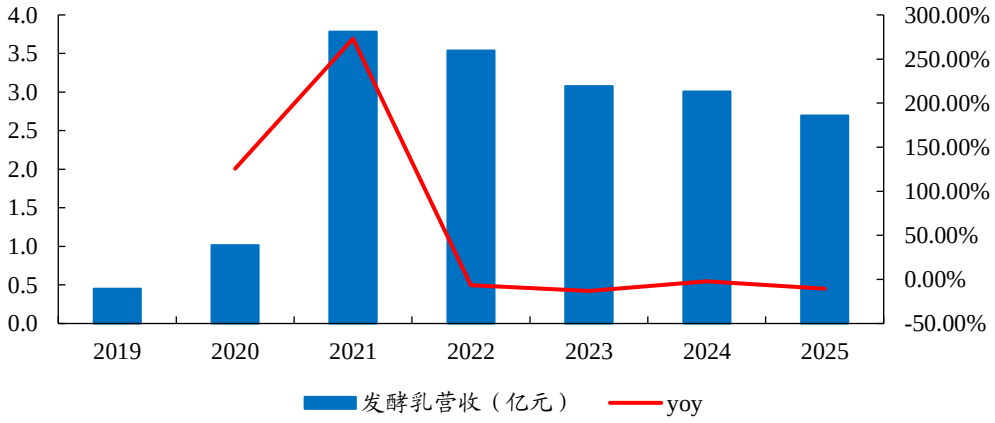
表3：公司发酵乳产品分为三大系列

产品系列	产品名称	描述
嚼酸奶系列	嚼酸奶（原味）等	以生牛乳发酵为基础，结合燕麦颗粒并添加多种活性菌群，同时根据市场需求打造了多样的水果风味
打酸奶系列	酸奶啰	采用菊乐巴氏杀菌乳产品的同类优质奶源，以俄罗斯进口菌种发酵，并添加零蔗糖配方
特色发酵乳系列	老成都酸奶、烧酸奶、蜜咔滋等	回归经典味道的凝固型老成都酸奶、采用特色褐变工艺的烧酸奶系列、添加坚果的零食化酸奶产品蜜咔滋等产品

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2020 年 10 月，公司完成对惠丰乳品（主营发酵乳）的收购，公司大部分发酵乳收入来源于惠丰乳品，2023 年由于发酵乳终端消费需求恢复有限，区域竞争有所加剧，导致发酵乳销量和收入有所下滑。2025 年，公司发酵乳产品实现营收 2.70 亿元，同比下滑 10.39%。

图10：2025 年，公司发酵乳产品实现营收 2.70 亿元，同比下滑 10.39%

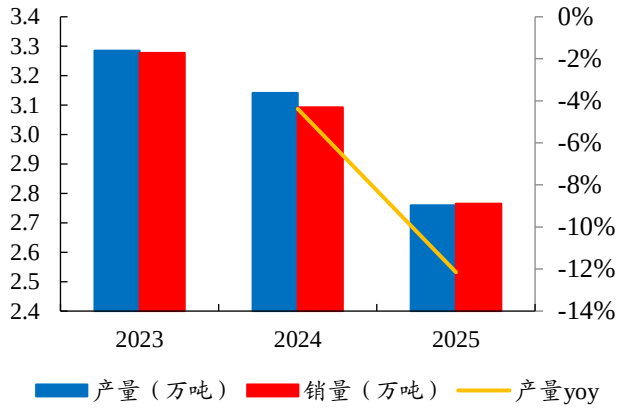


数据来源：Wind、开源证券研究所

拆分来看，公司发酵乳销量在 2023-2025 年有所下滑，2025 年产量同比下滑 12.15%，销量也随之下滑至 2.77 万吨。

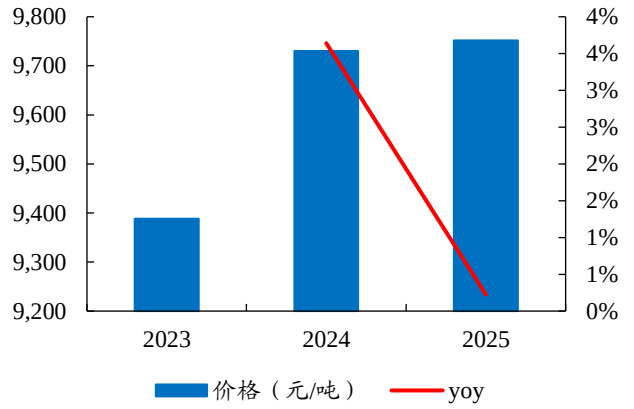
价格方面，公司 2023-2025 年发酵乳单价逐年增长，2025 年平均单价增长至 9751.96 元/吨。

图11：公司发酵乳销量在2023-2025年有所下滑



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

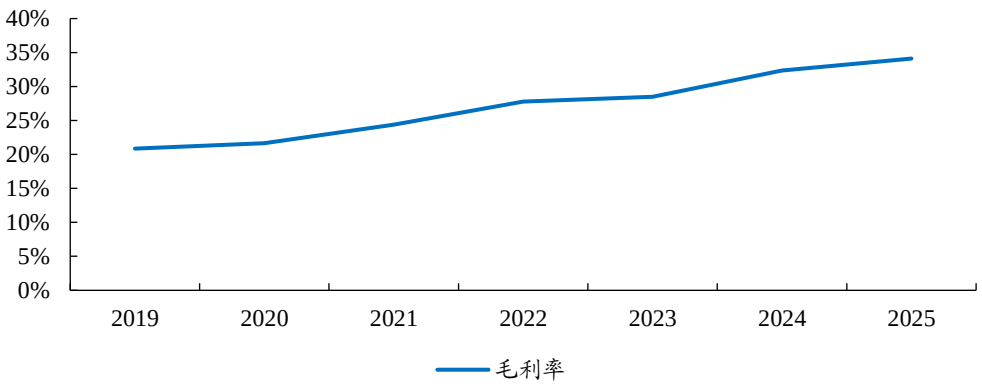
图12：2025年发酵乳平均单价增长至9751.96元/吨



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

盈利能力方面，公司发酵乳毛利率自2019年以来维持提升趋势，2025年毛利率水平提升至34.11%。

图13：公司发酵乳毛利率自2019年以来维持提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、 巴氏杀菌乳产品：2025 年营收为 1.19 亿元，毛利率为 32.33%

公司持续关注巴氏杀菌乳产品的产品创新及市场渠道深耕，形成了独具优势的产品线和品牌号召力。公司推出的“有机鲜牛奶”和“打牛奶啰”等巴氏杀菌乳产品，依托优质奶源的核心竞争力，凭借在地区市场销售渠道的多元化覆盖，逐步培育了消费者对巴氏杀菌乳的消费粘性。

图14：公司推出“有机鲜牛奶”和“打牛奶啰”等巴氏杀菌乳产品



资料来源：公司招股书

公司巴氏杀菌乳产品分为三大系列：有机系列、品质系列、基础系列。

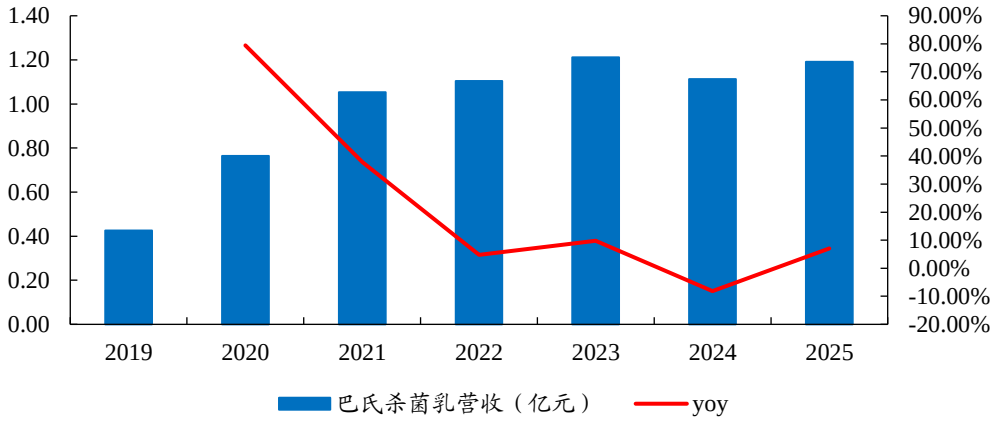
表4：公司巴氏杀菌乳产品分为三大系列

产品系列	产品名称	描述
有机系列	有机鲜牛奶	采用来自于黄金奶源带的有机认证奶源，通过巴氏杀菌工艺保留原始口感，分为 3.8g 和 3.6g 两类蛋白含量
品质系列	A2 鲜牛奶	采用黄金奶源带 A2 奶源，辅以巴氏杀菌工艺，利用便捷、卫生的 PET 瓶进行包装
基础系列	鲜牛奶、打牛奶啰鲜牛奶等	采用黄金奶源带优质奶源，辅以巴氏杀菌工艺，通过屋顶盒及 PET 瓶包装来保留产品固有风味

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2019-2023 年，公司巴氏杀菌乳营收稳步增长，自 0.43 亿元增长至 1.21 亿元。随后趋于稳定，2025 年，公司巴氏杀菌乳营收 1.19 亿元，同比增长 7.04%，2019-2025 年营收 CAGR 为 18.71%。

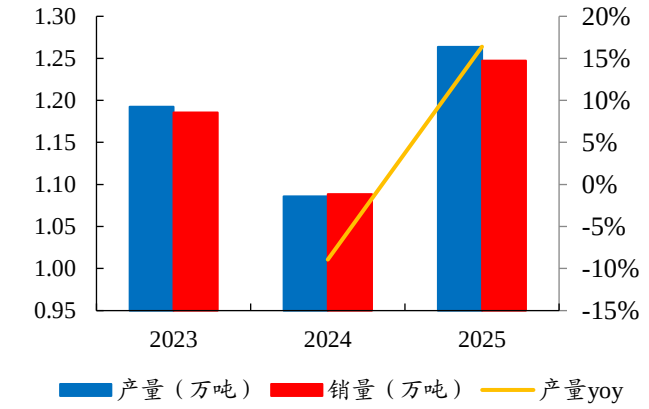
图15：2025 年，公司巴氏杀菌乳营收 1.19 亿元，同比增长 7.04%



数据来源：Wind、开源证券研究所

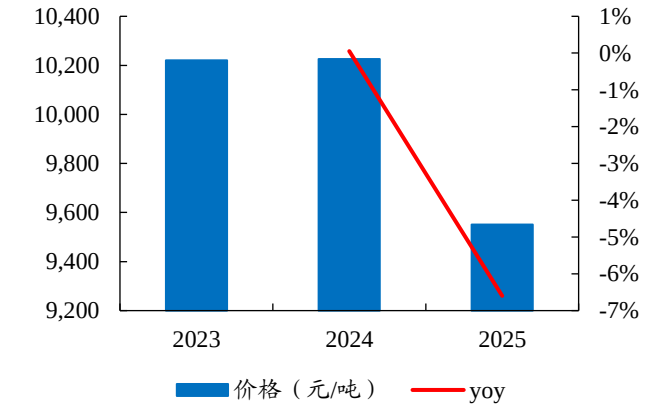
拆分来看，公司巴氏杀菌乳产品 2025 年销量增长，达到 1.25 万吨，平均价格由于产品结构变化和加大促销等原因有所降低，为 9550.66 元/吨。

图16：公司巴氏杀菌乳 2025 年销量增长至 1.25 万吨



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

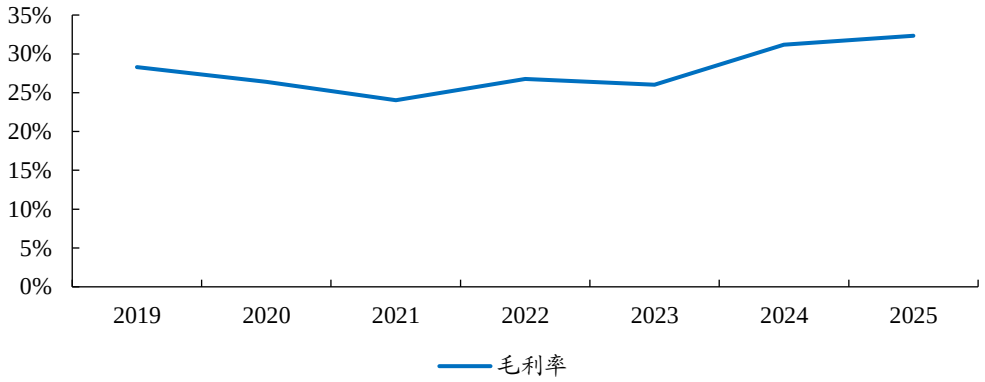
图17：公司巴氏杀菌乳 2025 年单价为 9550.66 元/吨



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

盈利能力上，公司巴氏杀菌乳毛利率自 2021 年开始稳中有增，2025 年达到 32.33%。

图18：2025 年公司巴氏杀菌乳毛利率达到 32.33%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、 灭菌乳产品：2025 年营收为 2.23 亿元，毛利率为 25.35%

灭菌乳作为液体乳的常见产品之一，竞争激烈。公司近年来通过在上游奶源端的持续布局，结合消费者追求物美价廉、健康绿色的消费诉求，推出一系列高品质灭菌乳产品。“有机纯牛奶”等有机灭菌乳产品凭借其“天然、健康、无污染”的绿色有机奶源。

图19：公司推出一系列高品质灭菌乳产品



资料来源：公司招股书

公司灭菌乳产品分为三大系列：有机系列、品质系列、基础系列。

表5：公司灭菌乳产品分为三大系列

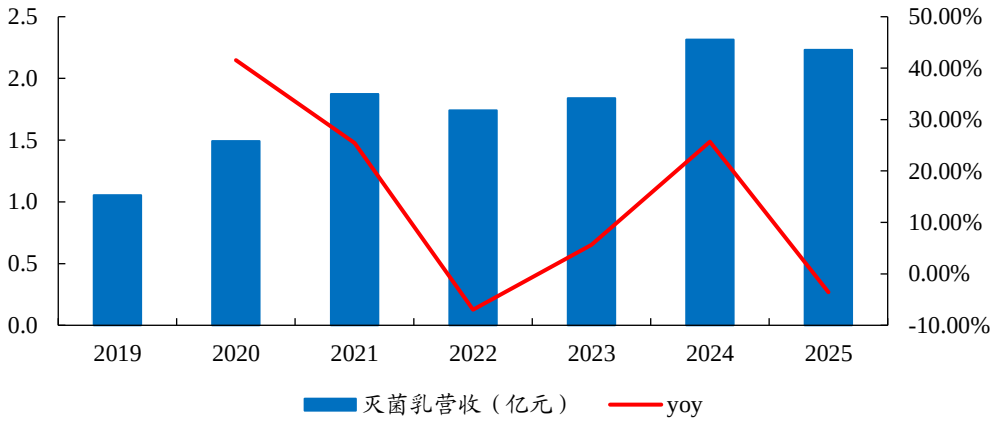
产品系列	产品名称	描述
有机系列	有机纯牛奶	采用来自于黄金奶源带的有机认证奶源，通过超高温灭菌技术，极大程度增加了产品的保质期限
品质系列	A2 纯牛乳、超浓缩纯牛乳等	采用 A2 奶源等优质纯牛乳，通过超高温灭菌技术，极大程度增加了产品的保质期限，提供丰富的牛奶营养
基础系列	打牛奶啰纯牛乳、菊乐	采用优质纯牛乳，通过超高温灭菌技术，为消费者日常

产品系列	产品名称	描述
	纯牛奶等	提供丰富的牛奶营养

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司灭菌乳营收波动中增长，2019-2025 年 CAGR 为 13.31%，2025 年达到 2.23 亿元。

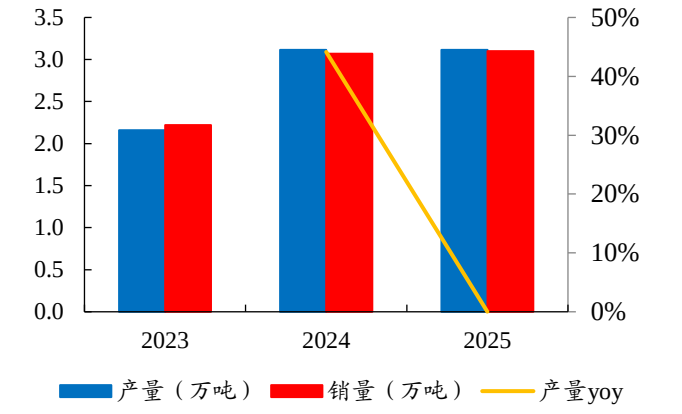
图20：2025 年公司灭菌乳营收达到 2.23 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

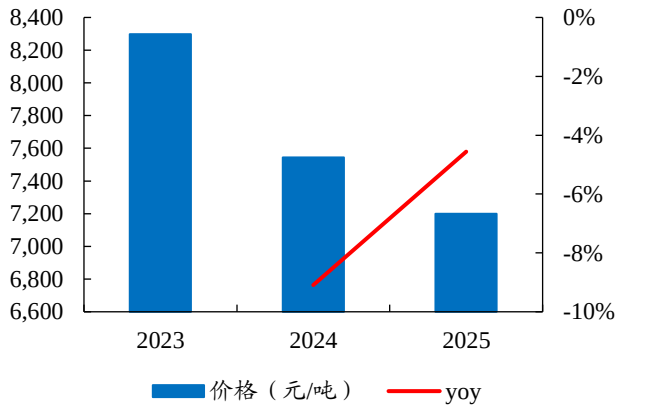
拆分来看，2023-2025 年，公司灭菌乳产品产量、销量逐年增长，2025 年分别达到 3.12 万吨、3.10 万吨。价格方面，公司灭菌乳价格有下滑趋势，主要由于在原奶供给整体过剩的背景下，灭菌乳产品市场竞争加剧，价格普遍有所降低。2025 年，公司灭菌乳单价 7200.01 元/吨。

图21：2023-2025 年，公司灭菌乳产品产量、销量增长



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

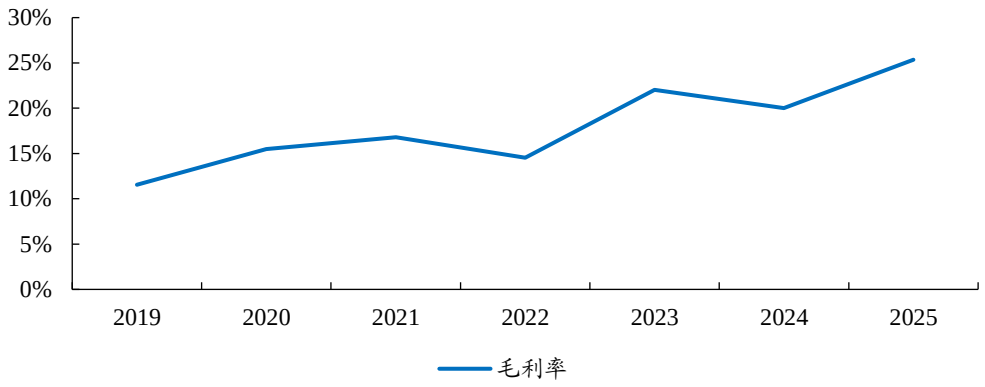
图22：2025 年，公司灭菌乳单价 7200.01 元/吨



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

盈利能力上，公司灭菌乳毛利率波动提升，2025 年毛利率水平提升至 25.35%。

图23：公司灭菌乳毛利率波动提升，2025 年毛利率水平提升至 25.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.5、 其他乳品：2025 年营收为 6878.33 万元，毛利率为 20.29%

公司其他乳品产品主要是复合蛋白饮料、调制乳、雪糕等，近两年公司推出雪糕及牦牛乳相关产品并对外销售少量生牛乳，带动了收入增长，但现阶段其他乳品的收入规模及占比均较小。

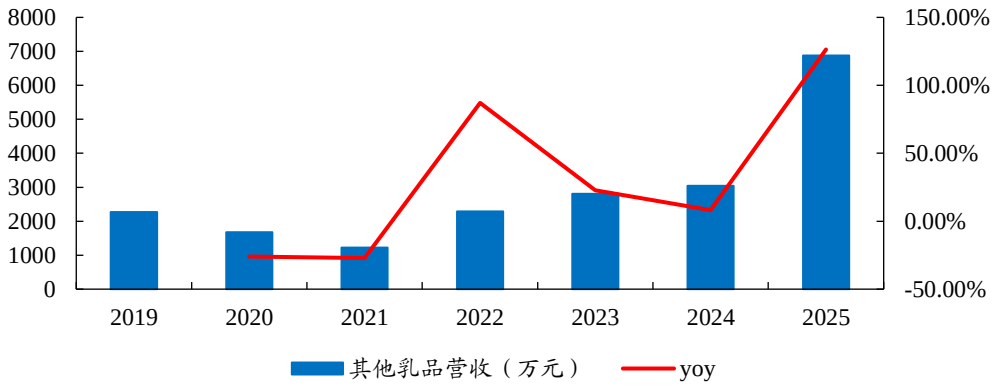
图24：公司其他乳品产品主要是复合蛋白饮料、调制乳、雪糕等



资料来源：公司官网

2025 年，公司其他乳品营收 6878.33 万元，同比增长 126.37%。

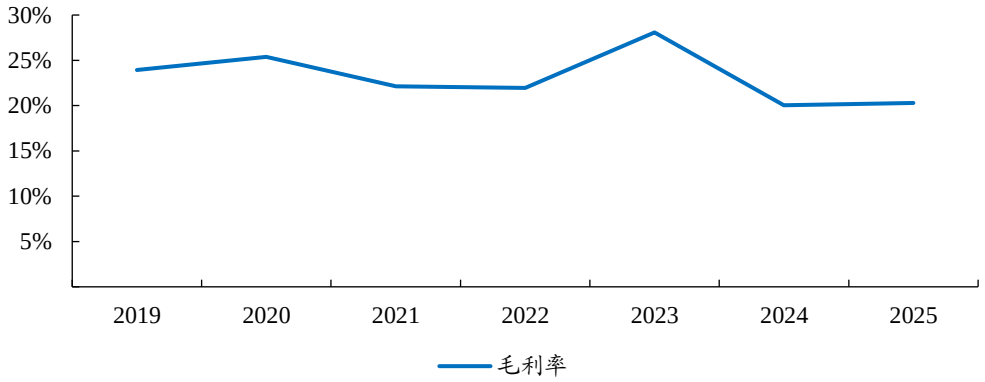
图25：2025 年，公司其他乳品营收 6878.33 万元，同比增长 126.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司其他乳品毛利率相对平稳，2025 年毛利率水平为 20.29%。

图26：公司其他乳品 2025 年毛利率水平为 20.29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

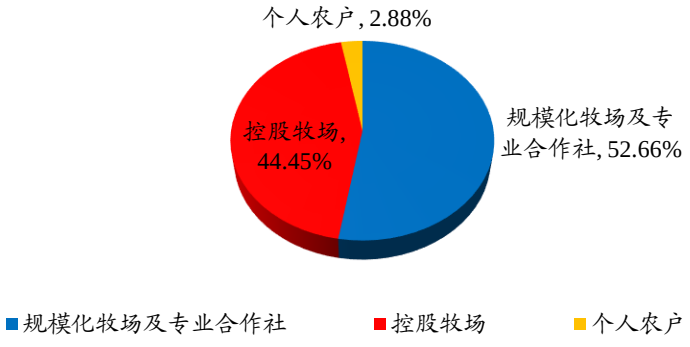
1.3、 商业模式：北方规模化牧场为重要来源，打造牦牛乳产品体系

公司生产工厂主要的原辅材料包括生鲜乳、包材和白糖等，自有牧场养殖涉及的原材料包括玉米、精饲料等。

公司向规模化牧场及专业合作社、控股牧场及参股牧场采购生鲜乳，同时向个人农户采购牦牛生鲜乳。

2025 年，公司向规模化牧场及专业合作社采购生鲜乳的量占比最高，达到 52.66%；其次为控股牧场，占比 44.45%。

图27：2025 年，公司向规模化牧场及专业合作社采购生鲜乳的量占比最高



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

规模化牧场及专业合作社采购方面，目前，公司在四川省内的生鲜乳供应商主要分布于眉山、金堂、雅安等四川主要畜牧产区。为了减少四川省内采购集中度较高的风险，提升奶源品质及产品质量，公司对奶源布局进行调整，自 2015 年起逐步将主要奶源转移至西北传统牧区，北方规模化牧场现已成为公司奶源的重要来源。2020 年收购惠丰乳品后，公司新增向黑龙江省内的规模化牧场及专业合作社采购生鲜乳的情况，惠丰乳品与上述部分黑龙江省内的专业合作社已合作多年，自有牧场惠丰优牧投产后，惠丰乳品向上述牧场采购生鲜乳仅作为临时性采购。

在向规模化牧场及专业合作社对外采购奶源的基础上，为进一步锁定奶源、获得持续稳定的优质原料奶供应，公司采用参股及控股的方式与前进牧业合作建设北方牧场。

表6：公司采用参股及控股的方式与前进牧业合作建设北方牧场

日期	合作/设立情况	地点	经营情况
2017/2/4	与前进牧业共同投资设立德瑞牧业，公司持股 20%	甘肃省张掖市甘州区石岗墩开发区，占地面积 750 亩	截至 2022 年 6 月 30 日（对外转让德瑞牧业股权前），该牧场存栏奶牛 3,564 头
2021/4	收购了蜀汉牧业 55%的股权	甘肃张掖市，牧场占地面积 665.79 亩	截至 2025 年 12 月 31 日，蜀汉牧业存栏奶牛 4,256 头
2022/7	增持蜀汉牧业 20%股权，并转让德瑞牧业 20%股权		
2022/11	自建牧场惠丰优牧正式运营	东北地区	截至 2025 年 12 月 31 日，惠丰优牧存栏奶牛 5,625 头

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

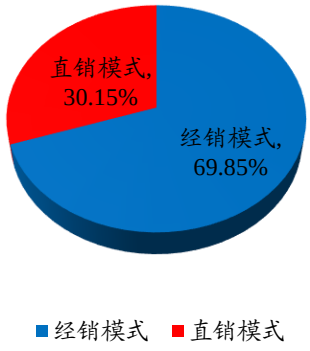
近年来，公司持续探索产品多元化建设，深度挖掘四川省内地理资源禀赋，计划打造以牦牛乳为核心的特色新产品体系，设立了红原菊乐等主体专业经营牦牛乳业务，川内高原地区大多以个人农户方式进行牦牛养殖，因此自 2024 年起，公司新增向红原地区个人农户的牦牛生鲜乳采购。

公司的自有牧场每年度结合饲养的奶牛数量、结构制定整体采购计划。对外采购的原材料主要为青贮玉米、苜蓿甘草、燕麦草、压片玉米、成品料等。

公司对自有牧场的牛群结构进行合理分群管理，针对性配比饲养配方，通过建设牛群信息管理系统，覆盖奶牛饲喂、生鲜乳生产等全部环节，保障奶牛健康及生鲜乳产量。同时，公司配置了利拉伐 80 位重型转盘挤奶机等设备，根据挤奶台生产流程严格进行生鲜乳的生产活动。公司自有牧场所生产的生鲜乳主要用于公司的含乳饮料及乳制品生产。

公司采取经销与直销相结合的销售模式。2025 年，公司经销模式营收占比 69.85%，直销模式为 30.15%。

图28：2025 年，公司经销模式营收占比接近七成



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

公司直销模式包含向大中型商超、连锁便利超市、电商平台以及学校、企事业单位及政府机关等直接销售产品及通过奶屋门店面向终端消费者销售。

表7：公司直销模式包括三种模式

模式	类别	客户/渠道	合作模式
商超（连锁）	大中型商场	家乐福、沃尔玛、永辉超市、大润发、人人乐、伊藤洋华堂等	商超（连锁）客户根据经营需要发出订单，公司负责将相关产品运送到指定的交货地点，公司与商超按合同约定条款办理结算。
	大型便利连锁超市	红旗连锁、舞东风等	
电商平台	天猫、京东、拼多多、抖音等互联网电商平台	B2C：天猫“菊乐旗舰店”、京东“菊乐官方旗舰店”、抖音“菊乐 JULE 旗舰店”以及拼多多“菊乐食品官方旗舰店”等	B2C：在平台开设自营品牌旗舰店，同时根据销售额向平台支付一定比例的平台服务费，平台则负责提供商城基础设施运营。
		B2B：京东超市、天猫超市等	B2B：公司将产品运送至电商客户的指定地点，消费者则直接向相关电商客户的自营平台发出商品购买需求，电商客户通过其自有物流或第三方物流向消费者直接发出产品。
奶屋零售店	自营奶屋零售店店和加盟奶屋零售店相结合（截至 2026 年 5 月 21 日，公司已不存在加盟奶屋零售店。）		公司奶屋零售店的选址以成都主城区为主，通过奶屋零售店的合理分布，在核心市场精耕细作，对于品牌推广、稳定现有客户、开发潜在客户起到积极作用。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2025 年，公司向前五大客户销售额 2.46 亿元，占比 14.72%。

表8：2025 年，公司前五大客户销售额 2.46 亿元，占比 14.72%

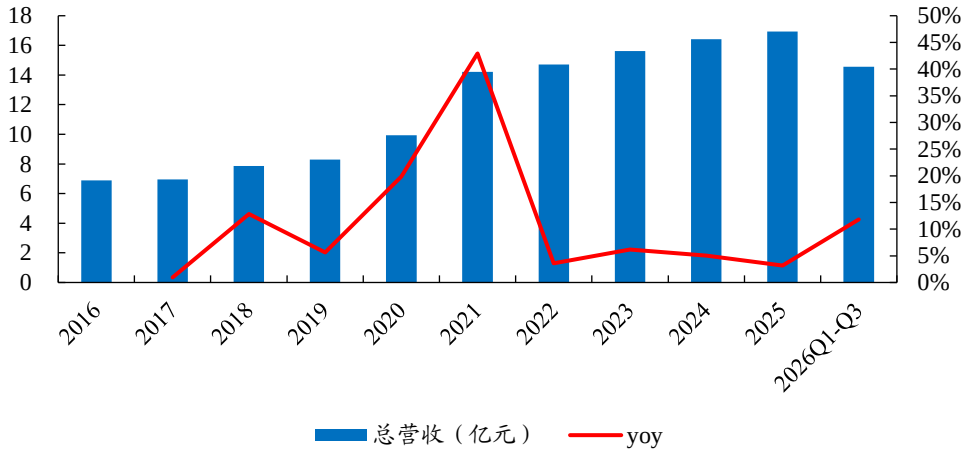
年份	客户名称	销售金额（万元）	收入占比
2025	成都红旗连锁股份有限公司	9,142.82	5.46%
	成都蓉志楚远供应链管理有限公司	5,970.28	3.57%
	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	3,685.45	2.20%
	四川舞东风超市连锁股份有限公司	3,122.75	1.87%
	甘肃前进现代农业发展集团有限公司	2,728.05	1.63%
	合计	24,649.33	14.72%
2024	成都红旗连锁股份有限公司	10,138.03	6.21%
	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	7,545.18	4.63%
	成都盒马供应链管理有限公司	4,552.53	2.79%
	永辉超市股份有限公司	4,231.70	2.59%
	成都蓉志楚远供应链管理有限公司	3,872.29	2.37%
	合计	30,339.74	18.60%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

1.4、 财务分析：2025 年营收 17 亿元，毛、净利率分别达到 37%、17%

2016-2025 年，公司保持稳定增长。2025 年，公司实现营收 16.94 亿元，同比增长 3.20%；2026Q1-Q3，公司实现营收 14.55 亿元，同比增长 11.83%。

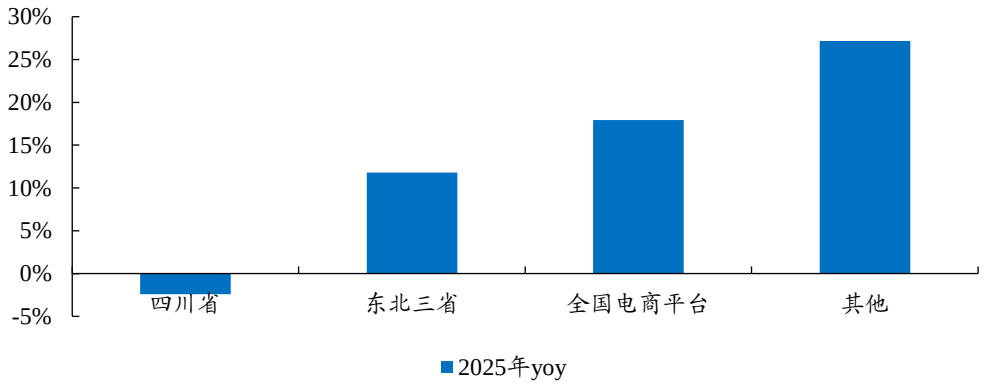
图29：2025 年，公司实现营收 16.94 亿元，同比增长 3.20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

分地域来看成长性，2025 年，公司其他、全国电商与东北三省营收增速较快，四川省内营收有小幅度下滑。

图30：2025 年，公司全国电商与东北三省营收增速较快

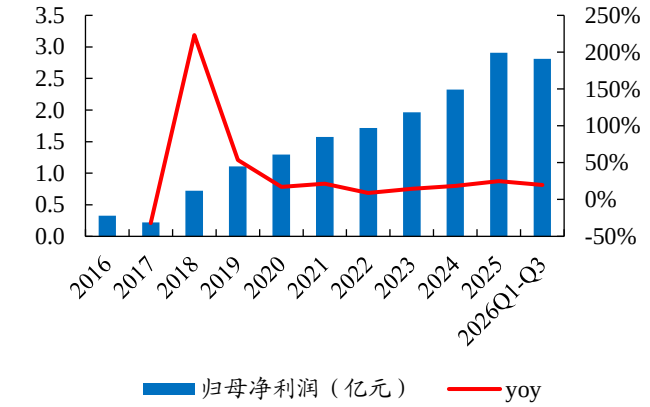


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

盈利能力上，公司毛利率、净利率自 2021 年稳步提升。2025 年，公司毛利率、净利率分别达到 36.69%、17.24%。

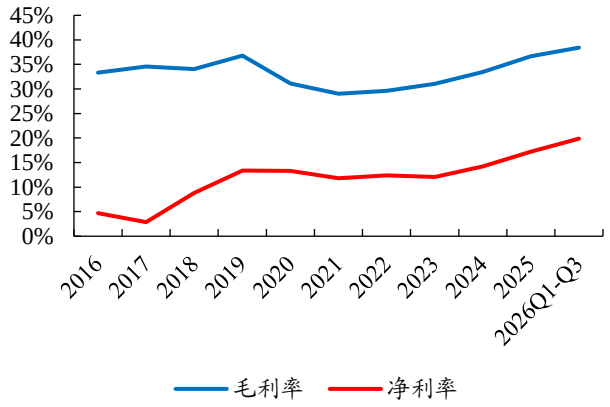
2017-2025 年，公司归母净利润规模稳步增长。2025 年，公司归母净利润达到 2.91 亿元，同比增长 25.16%；2026Q1-Q3 归母净利润为 2.81 亿元，同比增长 19.60%。

图31：2025 年，公司归母净利润 2.91 亿元，同比+25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

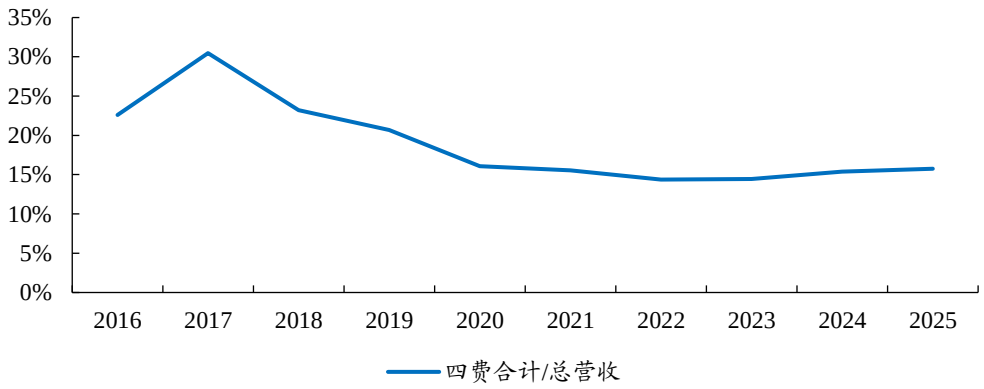
图32：2025 年，公司毛利率、净利率分别达 37%、17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用方面，2020 年以来，公司期间费用率在 15%上下，水平较稳定。2025 年，公司期间费用率为 15.74%。

图33：2025 年，公司期间费用率为 15.74%

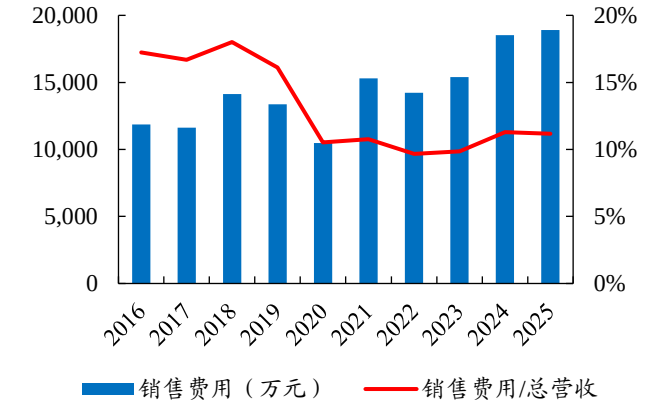


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售投入方面，公司销售费用呈现波动上涨趋势，2025 年为 1.89 亿元，占总营收比例为 11.16%。

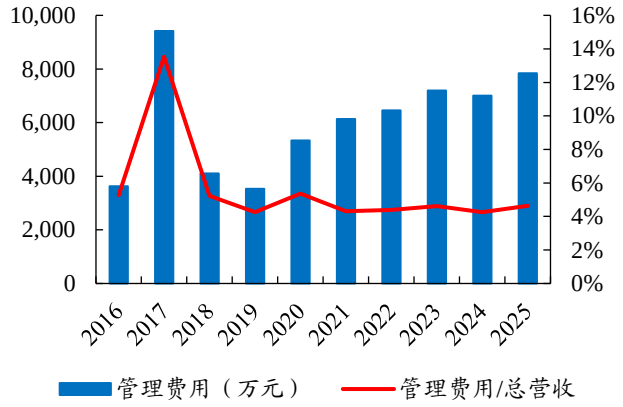
公司管理费用随着公司规模增长有所增长，2025 年管理费用 7,844.77 万元，占营收比例为 4.63%。

图34：2025 年公司销售费用率为 11.16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2025 年公司管理费用率为 4.63%

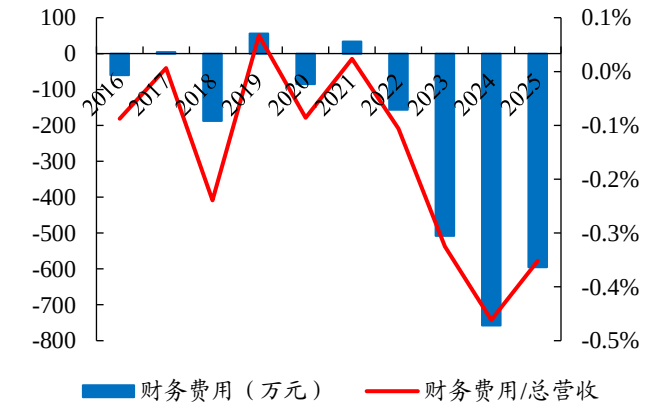


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年，公司财务费用为-595.70 万元，占营收比例为-0.35%。

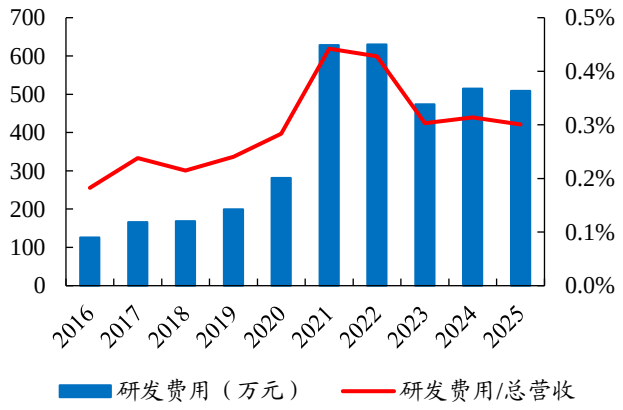
研发投入方面，公司 2025 年研发费用 509.13 万元，占营收比例为 0.30%。

图36：2025 年，公司财务费用率为-0.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2025 年，公司研发费用率为 0.30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、 竞争优势：中国含乳饮料第八，中国调配型酸乳饮料第四

公司深耕含乳饮料及乳制品生产领域二十余年，以“坚持使用生牛乳”为产品生产原则，采取“差异化大单品”的产品竞争策略，积极开发培育创新型产品，持续深化品牌建设。1997 年推出的“酸乐奶”含乳饮料产品备受消费者的喜爱，占据了核心市场的领先地位；“嚼酸奶”及“打酸奶啰”等发酵乳产品分别凭借其丰富的口感以及健康的产品理念获得市场认可；“打牛奶啰”及有机系列巴氏杀菌乳产品以高品质奶源为依托，为消费者带来健康新鲜的乳品消费体验；灭菌乳产品作为传统日常高频消费乳品，依靠其稳定的品质在市场保有一席之地。

根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院数据，2024 年度，公司在中国含乳饮料市场的份额为 0.82%，排名第八；公司在中国调配型酸乳饮料市场的份额为 0.97%，排名第四；伊利股份及蒙牛乳业在四川省液体乳的市场份额分别为 35.60%及 23.40%，位列市场份额第一名及第二名；在四川省含乳饮料的市场份额分别为 22.10%及 10.30%，位列第二名及第四名。

公司品牌知名度及客户粘度不断提升，“菊乐”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”；连续多年荣获农业农村部、国家发改委、财政部、证监会等八部委颁发的“农业产业化国家重点龙头企业”称号，并获得“中国品牌食材企业”“质量管理优秀企业”“中国学生饮用奶生产企业”“四川省农业产业化重点龙头企业”“中国乳业精神模范企业”“最具影响力品牌企业”等荣誉，公司被认定为“四川省省级企业技术中心”；子公司惠丰乳品获得“农业产业化省级重点龙头企业”“省级中小企业数字化示范标杆企业”等称号。经过多年积累，公司多项产品被列入四川省和成都市“地方名优产品推荐目录”，并获四川名牌产品称号；惠丰乳品的嚼酸奶系列产品入选国家级食品工业“三品”专项行动典型成果名单（黑龙江省）。

公司凭借“差异化大单品”的产品竞争策略，利用对目标市场消费者的深度认识，以精准的市场定位，独特的产品口味，逐渐形成了独具一格的产品风格。

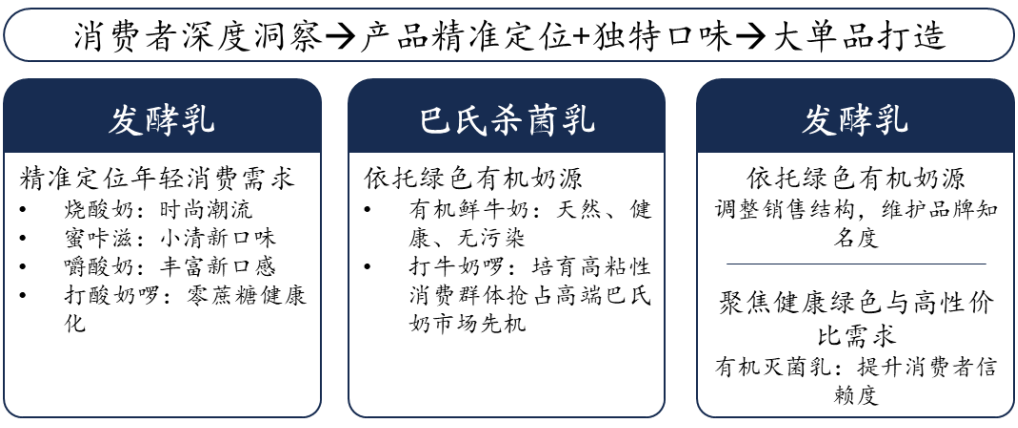
在乳制品市场，公司“差异化大单品”的产品竞争策略具体包括:

（1）在发酵乳产品方面，公司利用对产品的精准定位，推出了“烧酸奶”“蜜咔滋”等具有“时尚潮流”“小清新”等特点的发酵乳；借助收购惠丰乳品，推出具有丰富口感的“嚼酸奶”系列产品饱受欢迎；紧跟当前消费市场的需求动态，研发推出了以健康为核心理念的零蔗糖“打酸奶啰”产品，吸引了众多消费者。

（2）在巴氏杀菌乳产品方面，公司依托“天然、健康、无污染”的绿色有机奶源，推出了高端有机鲜牛奶产品线；推出的“打牛奶啰”巴氏鲜牛奶产品正逐步培育起具有较强消费粘性和品牌忠诚度的巴氏杀菌乳消费群体，为公司拓展高端巴氏杀菌乳市场占据了先机。

（3）在灭菌乳产品方面，由于市场竞争激烈，公司为达到维护品牌知名度、提高盈利能力的目的，调整产品销售结构；与此同时，抓住了大众消费者追求物美价廉、健康绿色的消费诉求，打造的有机灭菌乳产品，赢得了消费者的信赖与认可。

图38：公司“差异化大单品”的产品竞争策略



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2、 含乳饮料和乳制品

2.1、 解析：含乳饮料和乳制品协同发展模式提升品牌的消费粘性

从上世纪 80 年代开始，我国含乳饮料开始起步，凭借丰富的口味、兼具营养的特点，以及满足多样化消费场景的市场定位，再经过各大食品饮料企业的长期精心培育，使含乳饮料逐步从食品饮料行业中脱颖而出，发展成为我国饮料行业中一个重要的细分领域，市场规模不断扩大。

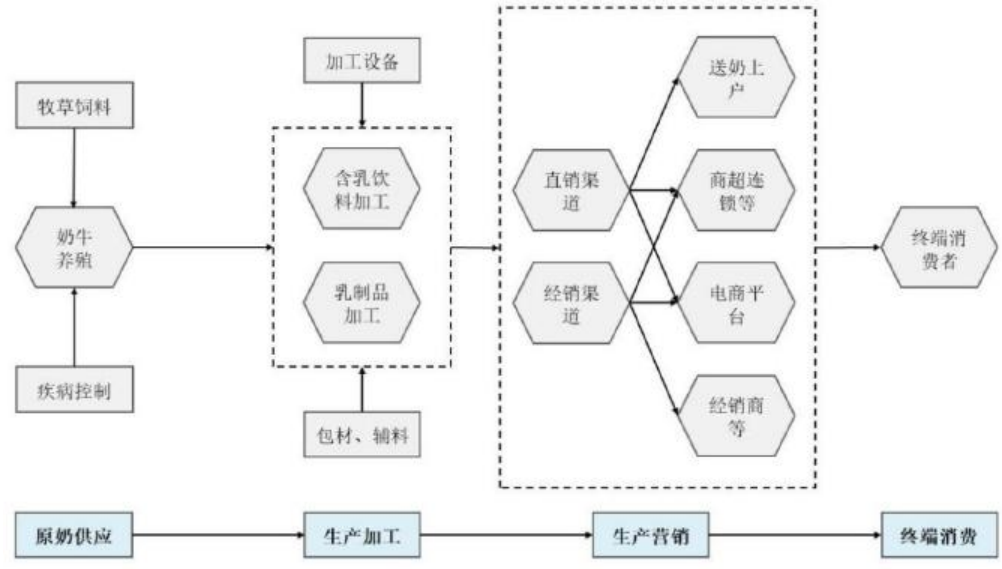
含乳饮料和乳制品产业链包含上游的奶源，中游的含乳饮料和乳制品加工企业，以及下游的营销渠道及终端消费者。

上游：奶源主要包括养殖奶牛的规模化牧场、奶牛养殖专业合作社以及散养奶农。近年来，国家已出台各种政策鼓励规模化养殖，预计未来散养奶农将逐步退出，奶牛养殖集中度将进一步提高。集约化、规模化的养殖将有望进一步提升奶牛养殖的专业化水平，提升奶牛单产水平、降低养殖成本，从而使上游原奶品质及供应量更容易得到充分保障。

中游：含乳饮料及乳制品加工企业，通过从上游收购原料奶，直接加工生产出可以食用的含乳饮料、液体乳、奶粉和干乳等，或将其加工成各类的乳制品原料，之后再由下一级的乳制品加工企业生产。

下游：含乳饮料及乳制品作为大众快速消费品，通过不同销售渠道抵达最终消费者。总体来说，销售渠道主要分为经销渠道、直销渠道、电商渠道等类别。

图39：含乳饮料及乳制品加工产业链



资料来源：公司招股书

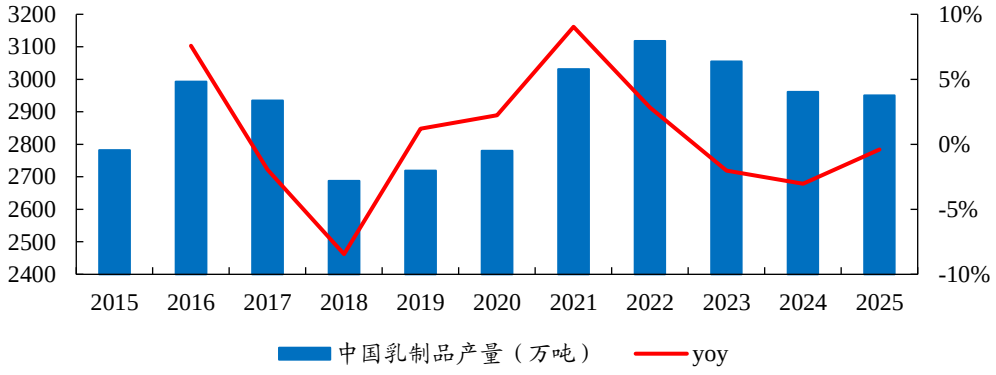
随着含乳饮料的消费群体不断增加，市场认可度逐渐提高，有实力的液态奶生产企业纷纷介入含乳饮料生产领域，含乳饮料已成为乳制品生产企业的重要品类。乳制品往往通过较高的营养价值、鲜美的口感吸引消费者，而含乳饮料则凭借其自身口味丰富、兼具营养、消费场景多元化的特点，来促进消费者的品牌忠诚度提高，两者互为补充，互相促进，共同推进企业产品和品牌的发展。如菊乐股份“酸乐奶”、伊利股份“优酸乳”、蒙牛乳业“真果粒”等，均是企业在生产乳制品的同时，为了

满足消费者多元化的消费需求而开发的含乳饮料产品，这些产品的推广和发展又进一步提升了消费者对企业品牌的消费粘性，促进了乳制品的增长。因此，行业内的主要企业均注重乳制品和含乳饮料的协同发展。

2.2、 2024 年，中国含乳饮料行业市场规模 1,512.60 亿元

中国乳制品行业起步晚、起点低，从 1997 年开始进入高速增长阶段，发展迅速。2008 年的“三聚氰胺”事件对乳品行业带来了重大打击，不少乳品企业的生产近乎陷入停滞状态，整个行业的总产量也因此出现了负增长。“三聚氰胺”事件后，随着国家对乳品行业的整顿及企业对安全生产意识的强化，中国乳品行业进入复苏期，行业产量、产值和销售收入均呈现缓慢平稳回升态势，国内乳制品消费市场开始回暖。我国乳制品产量由 2015 年的 2,782.5 万吨增长至 2025 年的 2,950.3 万吨，年均复合增长率为 0.59%。

图40：我国乳制品产量由 2015 年的 2,782.5 万吨增长至 2025 年的 2,950.3 万吨

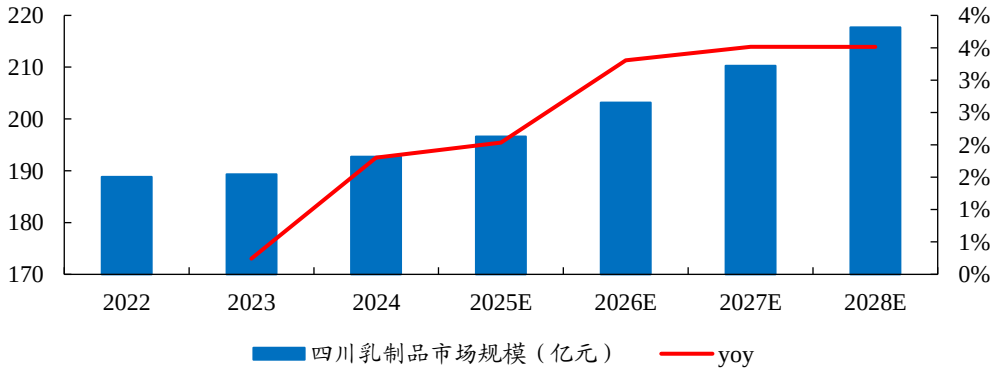


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

根据《中国奶业统计摘要 2025》的数据，我国规模以上乳制品制造业企业的销售收入由 2019 年的 3,947.00 亿元增长至 2024 年的 5,104.80 亿元，年均复合增长率达 5.28%。

根据公司一轮问询函回复中的测算，2024 年度四川省乳品市场规模为 192.72 亿元，预计到 2028 年，四川省乳制品市场规模可达 217.67 亿元。

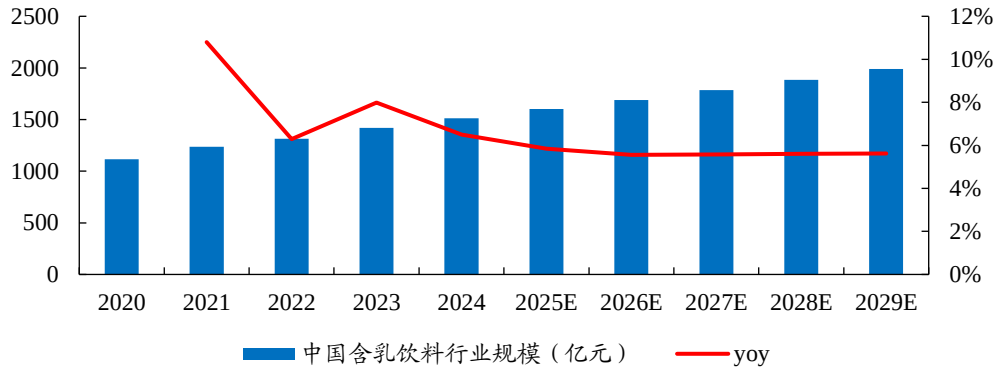
图41：2024 年度四川省乳品市场规模为 192.72 亿元



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

根据中国食品工业协会的数据，2019 年至 2023 年，我国含乳饮料行业将继续保持稳定增长，预计增长率基本维持在 6%至 8%，含乳饮料行业规模以上企业总产值将从 2019 年的 973.50 亿元增长至 2023 年的 1,314.40 亿元；根据《中国奶业统计摘要 2025》的数据显示，2008 年至 2024 年，我国含乳饮料和植物蛋白饮料制造行业销售产值从 237.40 亿元增长至 901.50 亿元，年均复合增长率为 8.70%；根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院发布的《2024 年中国含乳饮料行业概览》数据，2024 年，中国含乳饮料行业市场规模为 1,512.60 亿元，2020 年至 2024 年的复合增长率为 7.88%，预计到 2029 年，含乳饮料的市场规模增长至 1,990.20 亿元。

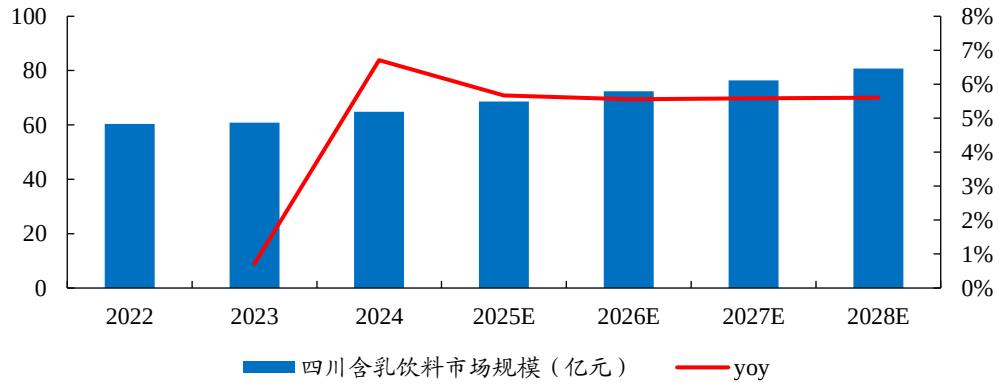
图 42：2024 年，中国含乳饮料行业市场规模为 1,512.60 亿元



数据来源：公司招股书、《2024 年中国含乳饮料行业概览》、开源证券研究所

根据公司一轮问询的回复中测算，2024 年，四川省含乳饮料市场规模为 64.91 亿元，预计到 2028 年，四川省含乳饮料市场规模可达 77.72 亿元。

图 43：2024 年，四川省含乳饮料市场规模为 64.91 亿元



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

2.3、 发展特点：单品策略具备优势，产品多元化和细分化程度加强

不断提高的消费能力，使得消费者不仅关注饮料口感，也开始注重饮料的营养性和健康性。而以含乳饮料和植物蛋白饮料为代表的健康型饮料，由于兼具营养和口感，满足了新型的消费需求，日益受到消费者的喜爱。随着人们健康意识的不断提高，主打“营养、健康、美味”的含乳饮料和植物蛋白饮料增速有望持续增长，市场发展潜力较大。

含乳饮料作为快消产品之一，其特征十分显著，企业往往需要依靠打造爆款单品进行市场突破。一方面，单品能够有效占据消费者的消费心理，在市场上形成良好的消费认知，为品牌带来良好声誉；另一方面，如果消费者认可某一单品，往往也更加乐意尝试相同品牌下的其他产品。

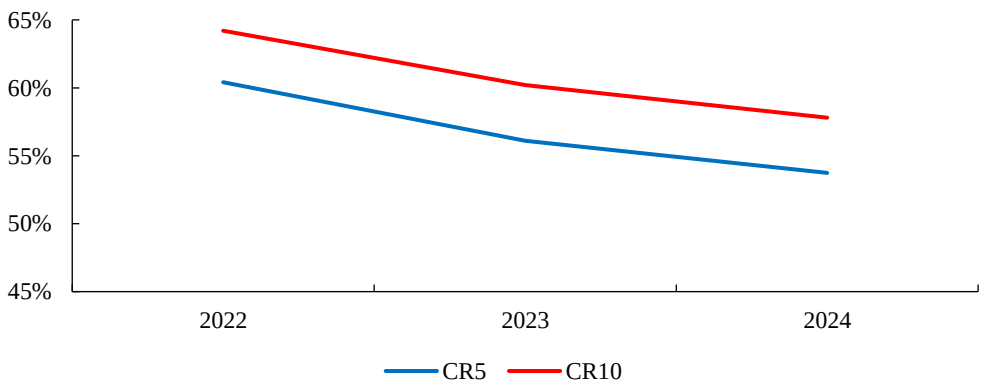
含乳饮料企业几乎均围绕单品进行战略布局。伊利股份、蒙牛乳业等通过持续增加广告投入，冠名热门综艺节目、将产品植入热门影片、聘请当红影星代言等方式，打造了“优酸乳”“真果粒”等含乳饮料单品。与此同时，部分品牌结合当地人群口味和消费习惯，打造了具有地方特色的含乳饮料单品，如公司以独特的配方打造了具有四川特色的含乳饮料单品“酸乐奶”、燕塘乳业则通过抓住南粤人普遍重视养生的特点而打造了“红枣枸杞牛奶饮品”等含乳饮料。

近年来，含乳饮料的配料多样化，使得在健康、科学、合理的基础上，含乳饮料已经不再局限于“果汁+牛奶”“果汁+果粒+牛奶”的局面，而是延伸到了蔬菜、谷类、汽水等各式配料的混合。伴随人们生活水平不断提高，大众对含乳饮料的消费需求也开始呈现出差异化和个性化的特征，加之各地饮食文化和口味习惯存在较大的差异，使得单一口味的产品很难同时满足各地消费者的口味需求，因此含乳饮料加工企业还需要在打造核心单品的基础上进行多样化的延伸，不断丰富产品的口味、口感以迎合不同的消费需求。

2.4、 竞争格局：区域品牌“特色产品+营销下沉”策略

2022-2024 年国内含乳饮料行业 CR5、CR10 连续三年回落，行业集中度持续走低，中小品牌市场份额持续提升，行业竞争趋于分散。根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院发布的《2024 年中国含乳饮料行业概览》数据，2024 年含乳饮料行业集中度指数 CR5 为 53.74%，行业集中度指数 CR10 为 57.80%；2023 年含乳饮料行业集中度指数 CR5 为 56.11%，行业集中度指数 CR10 为 60.21%；2022 年含乳饮料行业集中度指数 CR5 为 60.41%，行业集中度指数 CR10 为 64.20%。

图44：行业集中度 2022-2024 年有所下滑



数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

近年来，含乳饮料行业发展强劲，根据《中国奶业统计摘要 2025》，我国含乳饮料和植物蛋白饮料生产企业数量由 2014 年的 246 家增加至 2024 年的 276 家，有一定规模和实力的乳制品企业也参与到含乳饮料的市场竞争中，例如伊利“优酸乳”、蒙牛“真果粒”等产品，但上述产品在其收入构成中偏小，通常是作为其全产业链

布局的发展方向之一，与乳制品相比市场集中度偏低。

结合品牌属地、经营规模、市场覆盖面等因素，可以将含乳饮料企业分为国外品牌企业、全国性品牌企业和区域性品牌企业。

国外品牌企业主要是以大单品为主，主要通过大型卖场、连锁超市等渠道进入国内含乳饮料市场，其市场区域主要集中在一、二线及沿海城市，例如“养乐多”等。

全国性品牌企业则利用其庞大的销售费用投入及其全国性分销渠道布局优势，通过广告植入、聘请明星代言等营销手段不断提高其产品知名度，进而实现产品在全国范围内的销售。具有代表性的产品主要包含伊利“优酸乳”、蒙牛“真果粒”、娃哈哈“营养快线”及娃哈哈“AD 钙奶”等。

国内区域性品牌主要通过“特色产品+营销下沉”的策略来获取区域市场中的有利地位。区域性品牌企业大多是区域市场的开拓者或先行者，凭借区域龙头的先发优势，在区域市场深耕多年，能够深入把握区域消费者的消费习惯，凭借产品差异化战略和持续创新，有针对性地开发具有区域特色的含乳饮料产品。这些产品历经时间的沉淀，通过消费者长期饮用的消费惯性和口口相传的不断推广，品牌逐渐深入人心，具有代表性的产品主要包含公司的“酸乐奶”、均瑶健康“味动力”以及李子园“甜牛奶”等。

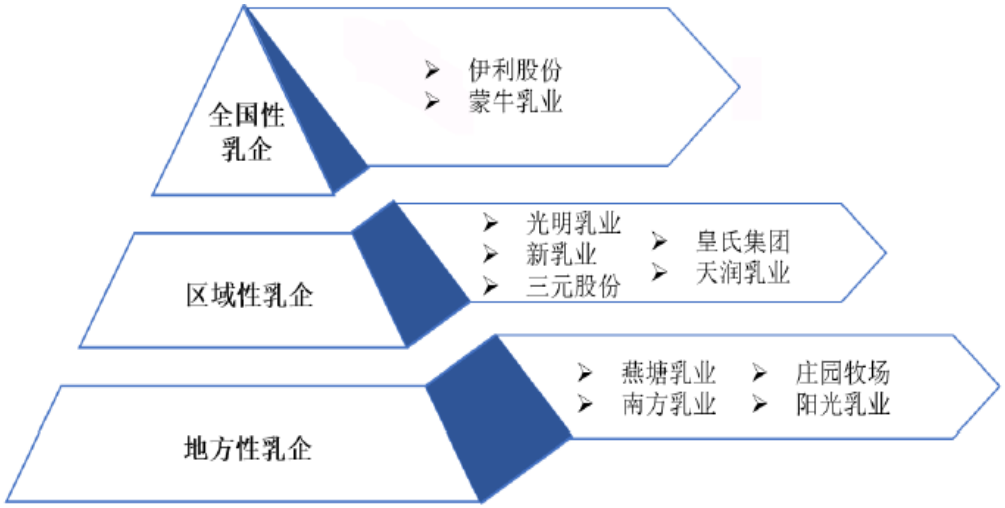
表9：含乳饮料企业分为国外品牌企业、全国性品牌企业和区域性品牌企业。

分类	发展策略	渠道	市场区域	例子
国外品牌	以大单品为主	大型卖场、连锁超市	一、二线及沿海城市	养乐多等
全国性品牌	庞大的销售费用投入，通过广告植入、聘请明星代言等营销手段不断提高其产品知名度。	全国性分销渠道布局	全国	含伊利“优酸乳”、蒙牛“真果粒”、娃哈哈“营养快线”及娃哈哈“AD 钙奶”等。
国内区域性品牌	“特色产品+营销下沉”，区域市场深耕，产品差异化战略和持续创新，消费者长期饮用的消费惯性和口口相传的不断推广。	区域市场深耕	区域市场	菊乐股份的“酸乐奶”、均瑶健康“味动力”以及李子园“甜牛奶”等。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

乳制品行业竞争格局相对稳定，形成两超多强的双寡头格局，按照企业知名度、经营规模和整体实力可大致分为三类。

图45：乳制品行业竞争格局相对稳定，形成两超多强的双寡头格局，可分为三类



资料来源：南方乳业招股书

全国性乳企拥有覆盖全国范围的市场营销体系、产业布局完整、技术储备良好。伊利股份、蒙牛乳业已经发展成行业领军公司，产品以常温灭菌乳为主。在产品运作上，能够及时把握市场需求，通过对大单品“金典”“特仑苏”等产品系列进行有效运作，配合电视广告、综艺节目赞助、影片植入等多种营销推广方式，使大单品能在较长时间里获得丰厚的回报；光明乳业以其覆盖多个省市的低温冷链体系配合其丰富的低温产品参与市场竞争。

区域性乳企分布较为广泛，每个地区基本都有自己的区域品牌，例如三元股份、燕塘乳业、皇氏集团、科迪乳业、天润乳业、庄园牧场等。相比全国性乳企，区域性乳企能更加贴近自身区域市场，凭借长期深耕所积累的渠道资源、快速响应市场需求的能力、区域内长期沉淀的品牌影响力以及贴近市场带来的高效物流配送能力，使得区域性乳企能在需要保鲜并快速上架的低温产品和具有一定区域特色的产品上发挥出较强优势。目前，借助国内物流体系的日益健全以及收并购等资本运作进行外部市场扩张，部分区域性乳企正逐渐向全国性乳企转变。

表10：菊乐股份与同行业可比公司的业务经营情况对比

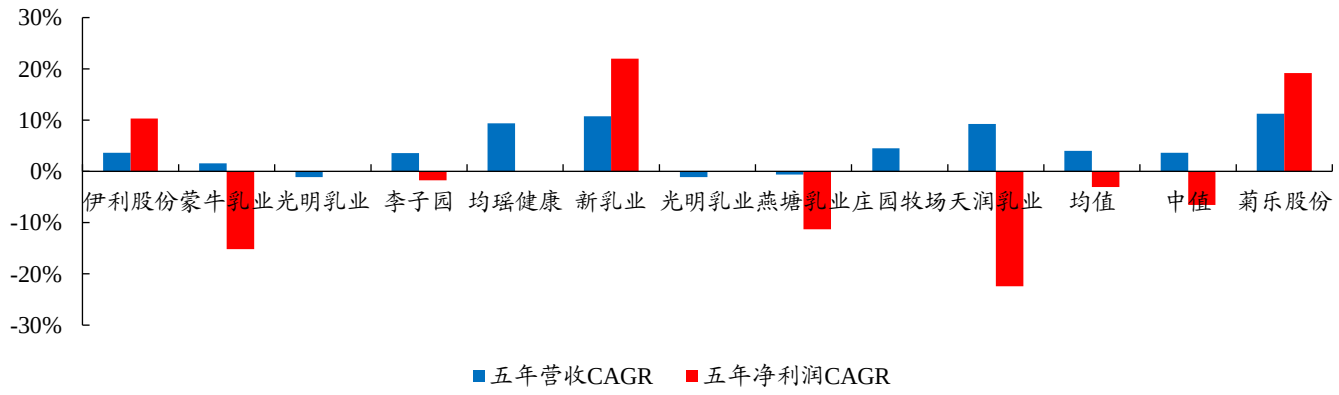
代码	简称	2025 年营收（亿元）	2025 年归母净利润（亿元）	主要业务
605337.SH	李子园	12.96	1.96	从事甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等
605388.SH	均瑶健康	13.32	-1.90	从事含乳饮料中的常温乳酸菌系列饮品的研发、生产和销售，目前主要产品为“味动力”系列常温乳酸菌饮品，除含乳饮料业务外，还从事商品供应链业务
600887.SH	伊利股份	1159.31	115.65	从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水等产品系列
2319.HK	蒙牛乳业	822.45	15.45	从事生产及销售乳制品业务。液态奶产品分部主要生产及经销超高温灭菌奶、乳饮料、酸奶及鲜奶；奶粉产品分部主要生产及经销奶粉
002946.SZ	新乳业	112.33	7.31	从事乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售。公司的

代码	简称	2025 年营收（亿元）	2025 年归母净利润（亿元）	主要业务
				产品主要包括低温鲜牛奶、低温酸奶、低温调制乳、低温乳饮料、常温纯牛奶等
600597.SH	光明乳业	238.95	-1.49	从事乳制品的开发、生产和销售，奶牛和公牛的饲养、培育，物流配送等，形成了消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉等系列产品
002732.SZ	燕塘乳业	15.86	0.58	集牧场、研发、加工、销售于一体，专业从事乳制品和含乳饮料的研发、生产和销售的乳制品生产企业
002910.SZ	庄园牧场	9.21	-0.74	集奶牛养殖、技术研发、乳品加工、销售为一体的专业化乳制品生产企业，主要产品包括巴氏杀菌乳、灭菌乳、调制乳、发酵乳、含乳饮料等各类液态乳制品
600419.SH	天润乳业	27.52	0.41	从事乳制品的生产和销售，拥有巴氏奶、UTH、酸奶、乳饮料和其他乳制品等产品
920309.BJ	菊乐股份	16.94	2.91	从事含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售

数据来源：公司招股书、Wind、开源证券研究所

成长性上来看，菊乐股份、新乳业、均瑶健康、天润乳业的近五年营收增速较快；新乳业、菊乐股份、伊利股份的近五年净利润 CAGR 较快，超过 10%。

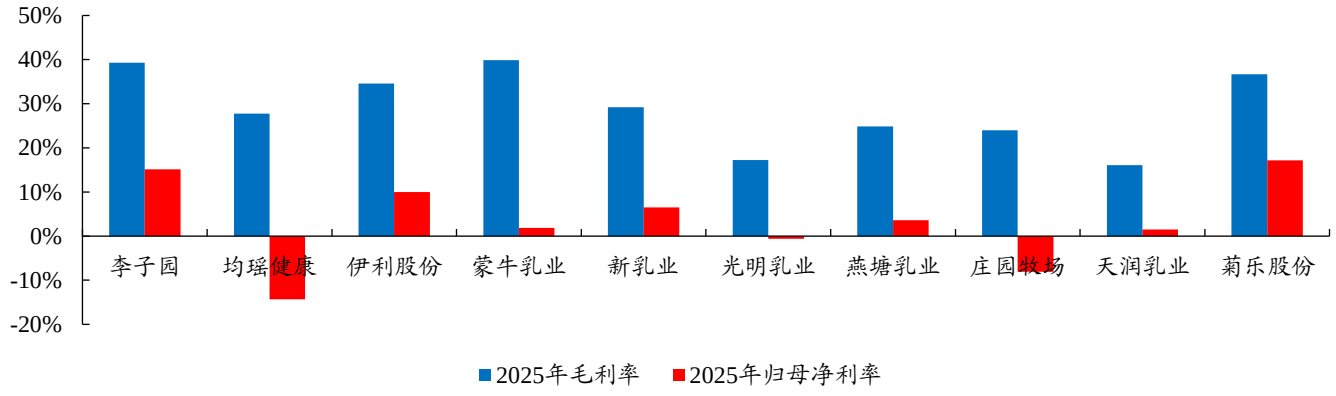
图46：近五年菊乐股份、新乳业营收与归母净利润增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，蒙牛乳业、李子园、菊乐股份的毛利率相对较高，分别达到 40%、39%、37%；归母净利率上，菊乐股份与李子园相对较接近，归母净利率水平也相对较高，分别达到 17%、15%。

图47：菊乐股份与李子园的2025年毛利率、归母净利率水平相对接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 募投项目：温江乳品生产基地改扩建等项目

公司本次拟公开发行不超过 2,312.0711 万股人民币普通股，占发行后总股本的20%。本次募集资金扣除发行费用后全部用于公司主营业务相关的项目。

表11：公司募投项目

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
温江乳品生产基地改扩建项目	27,846.85	27,846.85
营销网络中心升级建设项目	17,944.92	17,944.92
研发中心升级建设项目	5,530.90	5,530.90
信息化系统建设项目	3,843.84	3,843.84
合计	**55,166.51**	**55,166.51**

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

温江乳品生产基地改扩建项目拟对温江乳品生产基地进行改建。项目建设总投资 27,846.85 万元，建设期 2 年。项目建成达产后，可实现年产巴氏鲜牛奶、低温酸奶、常温酸奶、灭菌乳、调制乳、含乳饮料和复合蛋白饮料共计 120,000.00 吨的生产能力。本项目建成达产后可实现年均营业收入 93,507.23 万元，投资回报期（税后）5.80 年，内部收益率（税后）24.77%，具有良好的经济效益。

营销网络中心升级建设项目总投资 17,944.92 万元，建设期 3 年，拟对公司现有营销服务网络进行整体升级和完善，包括完成规模化冷链物流配送体系建设、渠道终端扩建、销售管理系统升级、增强品牌推广、增加终端陈列费投入和线上营销平台搭建等内容。

研发中心升级建设项目总投资 5,530.90 万元，建设期 2 年。项目拟在整合公司现有研发资源基础上，投资 5,530.90 万元，用于研发中心的整体升级建设，具体为：

（1）对包括无菌室、微生物室、精密仪器室、危化室、样品室、理化室等在内的科室进行装修升级，以满足后续精细研发课题开展对清洁环境的诉求；

（2）引进一批参数先进、档次较高的国内外先进乳制品研发设备和系统，如液质色谱-质谱联用仪、丹麦 APV 实验 UHT 设备、英国马尔文公司 MS2000 激光衍射

粒度分析仪等，显著改善中心的研发和实验条件；

（3）增加产品中试实验生产线，进一步增强研发实力；

（4）整合目前研发资源，对现有组织架构进行调整，扩充各部门职能，形成功能健全、统一管理和高效研发的新的研发体系，同步夯实人才优势。

信息化系统建设项目总投资 3,843.84 万元，建设期 3 年，拟在公司总部现有办公用房基础上进行投资，用于公司信息化系统建设，以财务、人力、供应链和协同为核心内容，逐步延展相应的管理系统。

4、 估值与对标公司数据

菊乐股份有望通过本次募投项目扩大公司巴氏鲜牛奶、低温酸奶、常温酸奶、灭菌乳、调制乳、含乳饮料和复合蛋白饮料产能；升级建设营销网络，满足日益增长的市场需求；丰富产品结构，提升品牌影响力。

表12：同行业可比公司的 PE2025 均值为 31X

公司简称	股票代码	市值（亿元）	PE2025	2022-2025 年营收 CAGR	2022-2025 年归母净利润 CAGR	2025 年毛利率	2025 年净利率
李子园	605337.SH	35.47	18.1	-2.63%	-3.88%	39.28%	15.12%
新乳业	002946.SZ	135.99	18.6	3.93%	26.50%	29.18%	6.72%
伊利股份	600887.SH	1,936.83	16.7	-2.00%	7.04%	34.58%	9.96%
天润乳业	600419.SH	29.82	71.9	4.53%	-40.45%	16.06%	0.52%
骑士乳业	920786.BJ	14.34	29.3	11.66%	-11.88%	15.79%	3.18%
	均值	430.49	30.91	3.10%	-4.54%	26.98%	7.10%
	中值	35.47	18.60	3.93%	-3.88%	29.18%	6.72%
菊乐股份	920309.BJ			4.80%	19.20%	36.69%	17.24%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20261102）

5、 风险提示

奶价波动的风险、省外市场开拓不利的风险、新股破发风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn