

公司深度 (R3)

新乳业 (002946.SZ)

食品饮料 | 饮料乳品

“鲜战略”引领，低温奶龙头成长与盈利双提升

2026 年 04 月 20 日

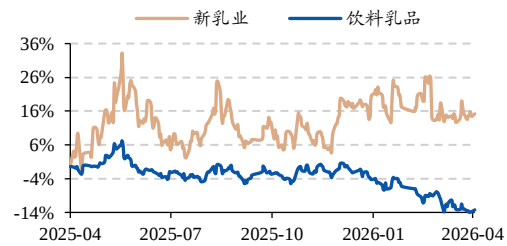
评级 买入

评级变动 维持

交易数据

当前价格 (元)	18.20
52 周价格区间 (元)	15.99-21.35
总市值 (百万)	15664.32
流通市值 (百万)	15482.85
总股本 (万股)	86067.72
流通股 (万股)	85070.60

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
新乳业	1.51	-5.01	15.63
饮料乳品	-4.17	-9.50	-12.81

黄静

分析师

执业证书编号:S0530524020001
huangjing48@hncasing.com

相关报告

1 新乳业 (002946.SZ) 2025 年年报点评: 把握低温消费趋势, 经营表现超出预期 2026-03-27

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	106.65	112.33	119.81	127.95	136.39
归母净利润 (亿元)	5.38	7.31	8.91	10.24	11.17
每股收益 (元)	0.62	0.85	1.04	1.19	1.30
每股净资产 (元)	3.55	4.53	5.15	5.86	6.64
P/E	29.13	21.42	17.58	15.30	14.02
P/B	5.13	4.02	3.54	3.11	2.74

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **低温奶龙头企业, 盈利能力持续提升。**公司为新希望集团旗下的乳业公司, 前期通过多轮收购区域乳企迅速构建起全国化布局。近年来, 公司专注修炼内功, 在“鲜立方战略”引领下, 公司通过持续的产品创新 (如“24 小时”系列、“活润”系列、高端鲜奶) 和渠道优化 (DTC、电商、会员店等新兴渠道) 实现差异化竞争。
- **供需两端共同推动下, 低温奶成为乳制品行业核心增长引擎。**我国乳制品行业持续稳健发展过程中, 随着消费者对新鲜、天然产品及其营养价值的需求和对高质量整体消费体验的期望不断提升以及冷链基础设施的逐步完善和升级, 低温液态乳制品已成为重要的结构性增长机遇。按零售额计, 低温液态奶市场规模从 2019 年的 774 亿元稳步增长值 2024 年的 897 亿元, CAGR 为 3.0%。低温液态奶的渗透率从 2019 年的 23.7% 提升至 2024 年的 25.3%, 跑赢行业。
- **“鲜立方战略”的引领下, 公司依靠独有的“奶源地理优势”和“运输资源协同优势”打造高效供应链赋能, 持续推进产品创新升级和渠道结构持续优化, 从而提升公司成长属性和盈利能力。**产品创新方面, 公司新品收入占比连续 5 年维持双位数; 战略品类低温产品方面, 2024-2025 年, 低温鲜奶和低温酸奶增速分别为中高个位数和双位数; DTC 渠道方面, 占比稳步攀升, 引领增长。优异的经营成果依托于公司持续打造和提升公司的鲜能力和差异化竞争力: 稳定优质的奶源布局、高效的冷链配送体系, 以及不断强化的生物科技和数字科技能力。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2026-2028 年收入分别为 119.81/127.95/136.39 亿元, 分别同比+6.65%/6.80%/6.60%; 归母净利润分别为 8.91/10.24/11.17 亿元, 分别同比+21.90%/14.84%/9.13%; 当前股价对应的 PE 分别为 18/15/14 倍。考虑到公司经营能力和盈利能力较强, 维持公司“买入”评级, 目标市值为 178-196 亿元。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; 渠道拓展受阻; 原材料价格大幅波动; 食品安全问题等。

内容目录

1 低温奶龙头，兼并收购起家，步入内生发展阶段.....	5
1.1 发展历程	5
1.2 内部治理	6
1.3 业务布局	8
2 健康营养属性凸显，低温奶成为行业核心增长引擎.....	9
2.1 乳制品行业短期承压，中长期仍具备一定成长性	9
2.2 供需两端共同推动下，低温奶成为行业核心增长引擎	10
2.3 市场集中度较高，竞争格局相对稳固	13
3 产品渠道双轮驱动，高效供应链护航，打造差异化竞争力	15
3.1 坚持“鲜立方战略”，产品创新升级并进	15
3.2 拥抱渠道变革，直营渠道逆势增长	17
3.3 背靠新希望，打造高效供应链	20
4 “鲜战略”引领，叠加成本红利和规模效应，盈利能力持续提升	22
4.1 影响盈利能力关键因素解析	22
4.2 同行财务指标对比	23
5 盈利预测与投资建议	25
5.1 盈利预测	25
5.2 投资建议	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	6
图 3: 公司旗下品牌矩阵.....	8
图 4: 公司历史收入.....	8
图 5: 公司收入构成（单位：亿元）.....	8
图 6: 区域收入情况（单位：亿元）.....	9
图 7: 区域毛利率情况.....	9
图 8: 公司历史利润.....	9
图 9: 公司盈利能力.....	9
图 10: 我国规模以上企业乳制品产量.....	10
图 11: 我国乳制品行业市场规模（单位：十亿元）.....	10
图 12: 我国人均年乳制品消费量.....	10
图 13: 2024 年中国与主要经济体人均乳制品消费量对比.....	10
图 14: 液态乳制品市场规模（单位：十亿元）.....	11
图 15: 低温液态乳制品市场规模（单位：十亿元）.....	11
图 16: 君乐宝收入构成（单位：亿元）.....	12
图 17: 君乐宝分产品毛利率.....	12
图 18: 低温液态奶按城市划分市场规模（单位：十亿元）.....	12
图 19: 低温液态奶按城市划分渗透率.....	12
图 20: 液态奶竞争格局.....	13
图 21: 液态乳制品竞争格局.....	13
图 22: 低温乳制品竞争格局.....	13
图 23: 我国低温纯牛奶市场格局.....	14
图 24: 我国低温酸奶市场格局.....	14
图 25: 主要参控股子公司收入情况（单位：亿元）.....	17
图 26: 主要参控股子公司净利率情况.....	17
图 27: 公司销售渠道情况（单位：亿元）.....	17
图 28: 分渠道毛利率.....	17
图 29: DTC 业务发展情况.....	18
图 30: 电商收入情况.....	19
图 31: 电商业务毛利率.....	19
图 32: 经销商分布情况.....	19
图 33: 单经销商贡献收入.....	19
图 34: 公司“308”新鲜供应链管理.....	20
图 35: 公司的奶源结构.....	21
图 36: 公司的产业布局（牧场和工厂）.....	21
图 37: 鲜生活业务布局.....	21
图 38: 鲜生活服务能力.....	21
图 39: 鲜生活冷链关联交易情况.....	22
图 40: 鲜生活关联交易价格情况.....	22
图 41: 液体乳的吨毛利变化拆解（单位：元/吨）.....	23
图 42: 净利率变动影响因素拆解（单位：pp）.....	23

图 43: 销售费用和促销费用情况.....	23
图 44: 吨促销费用情况.....	23
图 45: 营收增速对比.....	23
图 46: 归母净利润增速对比.....	23
图 47: 毛利率对比.....	24
图 48: 毛销差对比.....	24
图 49: 销售费用率对比.....	24
图 50: 管理费用率对比.....	24
图 51: 净利率对比.....	24
图 52: 扣非净利率对比.....	24
表 1: 公司上市以来直接融资情况.....	5
表 2: 上市前后公司重要的并购事项.....	6
表 3: 公司核心管理层.....	7
表 4: 股权激励计划情况.....	7
表 5: 主要液态乳制品比较.....	11
表 6: 公司主要代表性品牌产品.....	16
表 7: 主要参控股子公司情况一览.....	16
表 8: 收入及毛利率预测.....	25
表 9: 费用率预测.....	25
表 10: 可比公司相对估值.....	26



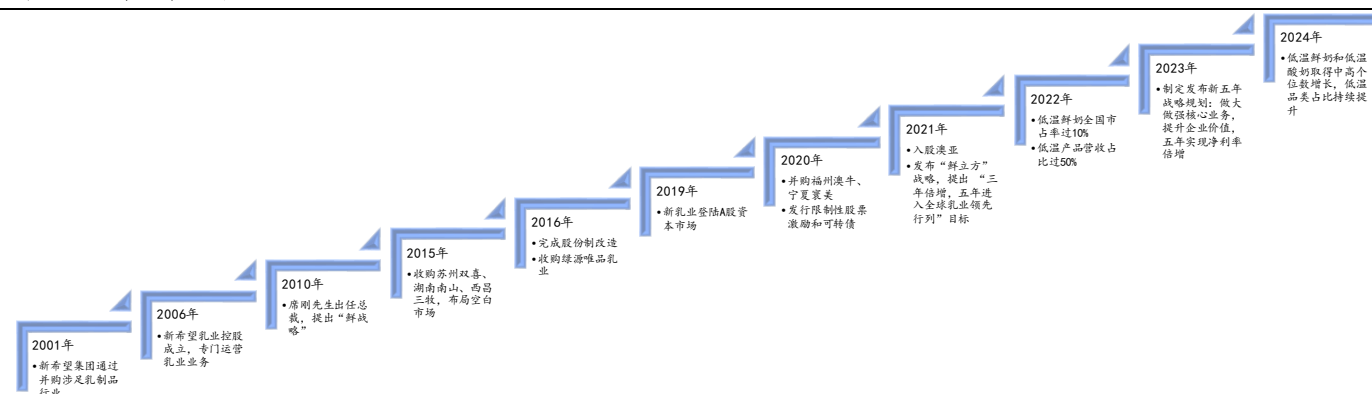
更多调研关注公众号：调研纪要更新

1 低温奶龙头，兼并收购起家，步入内生发展阶段

1.1 发展历程

公司成立于 2006 年，原为新希望集团旗下的乳业公司，依托“鲜战略”，专注于低温乳制品赛道，通过多轮收购区域乳企迅速构建了全国化布局。2010 年，席刚先生出任公司总裁，并提出“鲜战略”，持续影响公司的发展。2011 年公司从新希望集团剥离，而后通过持续兼并收购扩展业务版图，公司进入快速发展轨道。2019 年公司完成深交所上市，加速扩张，形成以西南为中心，辐射华东、华北、西北的全国版图。2023 年公司制定并发布新的五年规划，继续以“鲜立方战略”为核心方向，并审时度势对战略目标进行优化精进，通过做大做强核心业务，努力推动规模复合年均双位数增长，净利率实现翻一番，全面提升企业价值。而后，公司的低温品类占比持续提升，得益于成本红利和产品结构优化，毛利率持续提升，从而带动净利率持续提升。

图 1：公司发展历程



资料来源：新乳业官网，新乳业公告，财信证券

公司通过兼并收购起家，收购多家地方性乳企，最终实现对华北、华东、西南、西北多个省区的业务覆盖，转变为一家全国性乳企。并购整合发展，这一独特而高效的“1+N”模式不仅打破低温鲜奶的区域属性，更以强大的可复制性延伸成每个地方乳企的变革实力，在成长动力的积蓄中，逐步构建以“鲜战略”为核心的全国性布局。

表 1：公司上市以来直接融资情况

时间	融资方式	募资总额 (万元)	募资用途
2020 年	可转债	71,800	68,440 万元投资于收购蒙美乳业 40% 股权项目，3,360 万元补充流动资金。
2019 年	首发 IPO	46,527	安徽新希望白帝乳业有限公司搬迁扩建项目，营销网络建设及品牌推广项目，研发中心建设项目，企业信息化建设项目，补充公司流动资金。

资料来源：Wind，财信证券

公司上市以来直接融资 11.83 亿元。2019 年，公司 IPO 募资 4.65 亿元，资金主要用于安徽新希望白帝乳业有限公司搬迁扩建项目，营销网络建设及品牌推广项目，研发中

心建设项目，企业信息化建设项目，补充公司流动资金。2020 年，公司通过发行可转债募资 7.18 亿元，资金主要用于收购寰美乳业 40% 股权项目。

公司借助资本持续扩张，上市前后完成多起并购事项，主要涉及纵向上游原奶供应和横向区域乳企两个方向，效果较好。其中，公司前后两次耗资约 17 亿元完成对寰美乳业的 100% 并购。收购前，寰美乳业完整会计年度 2018 年实现营业收入 14.84 亿元，净利润 0.78 亿元；收购后，寰美乳业并表完整会计年度 2021 年实现营业收入 17.54 亿元，三年复合增速为 5.72%，净利润 1.30 亿元，三年复合增速为 18.31%。

表 2：上市前后公司重要的并购事项

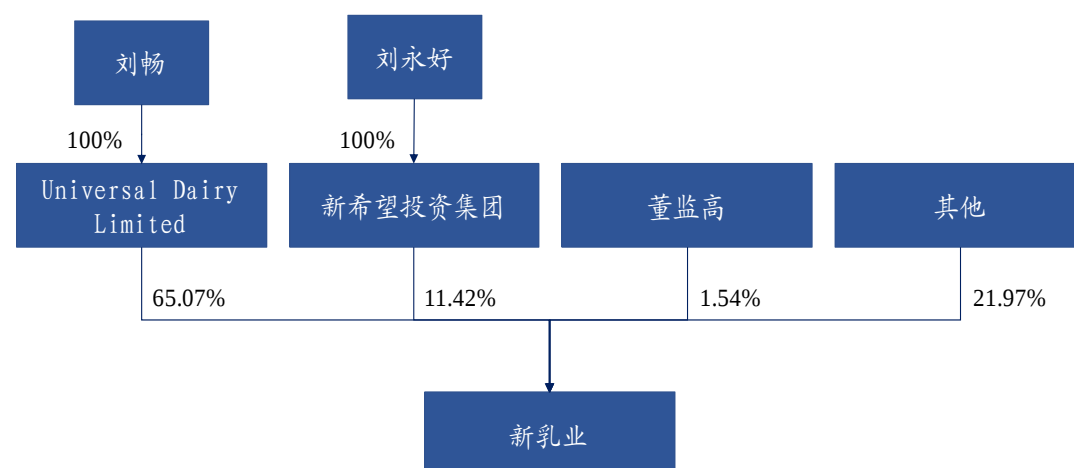
交易完成日期	收购标的	交易总价值(万元)	币种
2015	湖南南山 60% 股权	16,500	人民币元
2015	苏州双喜 70% 股权	9,100	人民币元
2016	汇翔物流 67% 股权	5,360	人民币元
2016	朝日乳业 100% 股权	5,500	人民币元
2016	朝日农业 100% 股权	2,758	人民币元
2019	现代牧业 9.2846% 股权	70,915	人民币元
2020	新澳乳业 55% 股权; 新澳牧业 55% 股权	11,144	人民币元
2020	寰美乳业 60% 股权	102,660	人民币元
2020	寰美乳业 40% 股权	68,440	人民币元
2021	澳亚投资 5% 股权	5,840	美元

资料来源：Wind，公司公告，财信证券

1.2 内部治理

公司的实际控制人为刘永好和刘畅父女两人，通过 Universal Dairy Limited 和新希望投资集团有限公司合计持有公司 76.49% 股份。此外，公司董监高合计持股比例为 1.54%。

图 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，财信证券（截至 20251231）

公司的核心管理层年富力强，工作经验丰富且稳定，履历深厚。公司的核心人物席刚先生，于 2004 年进入新希望集团旗下乳业板块工作，2010 年出任新希望乳业总裁，很快带领新希望乳业开启“鲜价值”的升级之路。

表 3: 公司核心管理层

姓名	职务	性别	学历	年龄	最新薪酬 (万元)	最新持股 数(万股)	简介
席刚	董事长, 董事	男	博士	55	0.00	1,018.40	新加坡国立大学亚太 EMBA 硕士毕业。席刚先生现任公司董事长, 草根知本集团有限公司董事及总裁, 中国奶业协会副会长等职务。
朱川	董事, 总经理	男	博士	55	197.72	230.26	重庆大学工商管理硕士毕业, 曾任光明乳业销售总监、新乳业销售总监, 昆明雪兰牛奶常务副总经理, 新乳业总经理, 现任公司董事, 总裁, 中国乳制品工业协会副理事长。
张帅	副总经理	男	硕士	45	180.11	31.70	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。现任公司副总裁。
褚雅楠	财务负责人	女	硕士	36	108.20	21.60	中央财经大学财政学硕士, 中国注册会计师 CPA, 国际会计师 AAIA 资格。2013 年加入新希望集团, 曾在新希望集团、草根知本集团从事财务工作。
郑世锋	董事会秘书, 总经理助理	男	硕士	40	109.33	21.60	西南交通大学管理科学与工程硕士毕业, 香港大学研究生文凭。2012 年加入公司。曾任新乳业项目经理, 采购经理, 高级经理, 现任公司党委书记, 总裁助理, 董事会秘书等。
付永猛	总经理助理	男	本科	52	94.27	4.33	中国农业大学食品质量与安全专业本科。曾任天香乳业, 昆明雪兰牛奶副总经理, 新乳业生产管理中心总经理。2023 年 3 月起担任新乳业首席生产运营官, 兼任生产管理中心总经理。

资料来源: Wind, 财信证券

为进一步建立、健全公司长效激励机制, 吸引和留住优秀人才, 充分调动公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干人员积极性, 有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起, 公司于 2021 年实施限制性股票股权激励, 最终 2021-2022 两年达到行权条件。

表 4: 股权激励计划情况

时间	2021
激励总数 (万股) / 股本占比	1356/2%
期权行权价格 (元/股)	9.35
激励对象及占比	董事长 (36.87%)、总裁 (14.75%)、副总裁 (5.16%)、董秘 (2.95%)、财务总监 (2.95%)、其他核心管理人员及核心骨干 (37.32%)
行权条件	以 2020 年为基准, 2021-2023 年收入和归母净利润增速均不低于 20%/25%、45%/56%、76%/95%; 对应的解除限售系数为 80%/100%。
最终实现业绩	以 2020 年为基准, 2021 年度收入同比增长 32.87%、归母净利润同比增长 33.21%, 达到解除限售系数 100% 的标准; 2022 年度营业收入增长 48.27%、归母净利润增长 46.04%, 满足 80%解除限售系数要求。2023 年度营业收入 109.87 亿元、净利润 4.37 亿, 未达到公司层面解除限售的业绩考核要求。

资料来源: Wind, 公司公告, 财信证券 (归母净利润均为剔除股权激励费用后的金额)

1.3 业务布局

目前，公司旗下有 52 家控股子公司、15 个主要乳品品牌、16 家乳制品加工厂和 12 个自有牧场。在地方品牌和市场布局推进的过程中，公司保留了收购的多家品牌的同时运作，形成“1+N”模式。目前公司品牌运营策略为一个核心品牌“新希望”以及多个子品牌，具体为“华西”、“雪兰”、“阳平”、“七彩云”、“蝶泉”、“三牧”、“南山”、“双峰”、“双喜”、“白帝”、“琴牌”、“唯品”、“天香”、“夏进”、“澳牛”多个子品牌。

图 3：公司旗下品牌矩阵

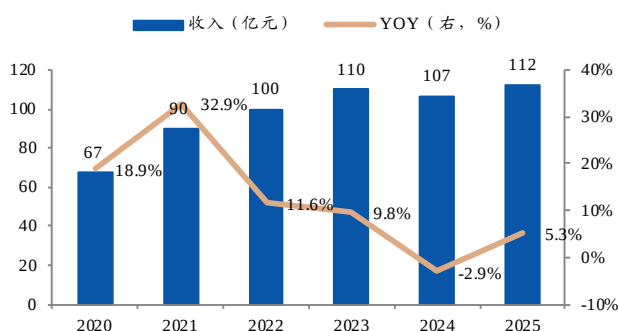


资料来源：公司官网

2020 年以来，新乳业的核心增长逻辑围绕“鲜立方战略”展开，重点发力低温鲜奶和特色酸奶（“鲜酸双强”）。公司通过持续的产品创新（如“24 小时”系列、“活润”系列、高端鲜奶）和渠道优化（DTC、电商、会员店等新兴渠道）实现差异化竞争。公司财务表现优异，好于行业大盘。2025 年，公司实现营业收入 112.33 亿元，同比增长 5.33%；实现归母净利润 7.31 亿元，同比增长 35.98%，实现扣非归母净利润 7.74 亿元，同比增长 33.76%。

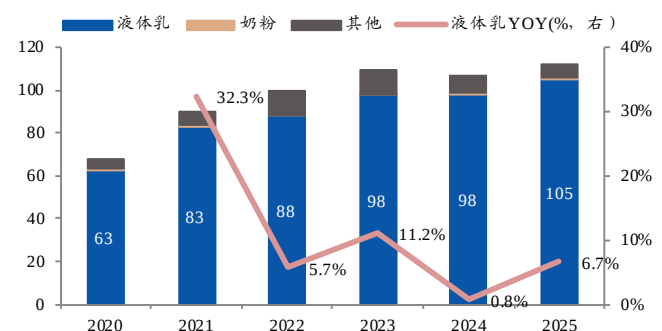
分产品来看，2025 年，低温鲜奶和低温酸奶均取得双位数增长，其中高端鲜奶、“今日鲜奶铺”均实现双位数增长；特色酸奶同比增长超过 30%，其中功能性酸奶品牌“活润”系列和高端品牌朝日唯品均有高速增长。新品收入占比连续 5 年保持双位数且新品效率不断优化，助力公司业绩稳定增长。液体乳/奶粉/其他产品收入分别为 104.95/0.87/6.52 亿元，分别同比+6.70%/+21.56%/-14.01%。

图 4：公司历史收入



资料来源：Wind，财信证券

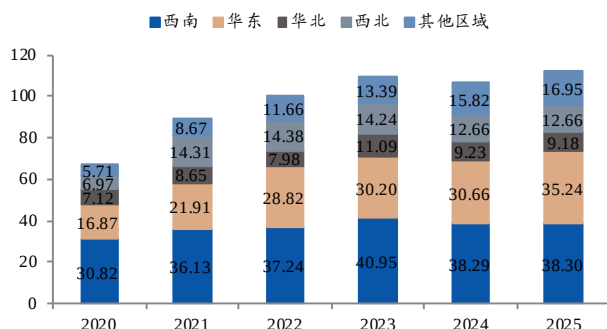
图 5：公司收入构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，财信证券

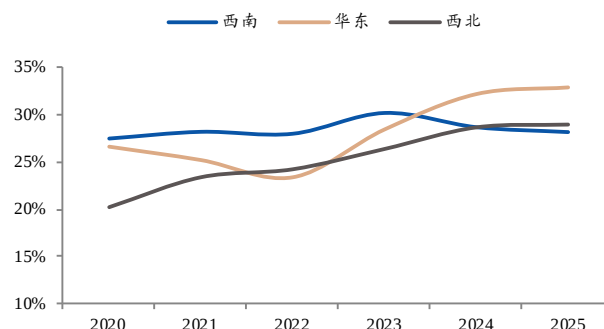
分区域来看，西南和华东是公司核心销售区域。2025 年，西南/华东/华北/西北/其他区域实现收入分别为 38.30/35.24/9.18/12.66/16.95 亿元，占比分别为 34%/31%/8%/11%/15%，增速分别为 +0.04%/+14.95%/-0.50%/+0.00%/+7.14%。毛利率方面，华东区域和西北区域的毛利率近年来持续提升，西南区域毛利率则相对稳定，预计主要源于产品结构的差异。

图 6: 区域收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 财信证券

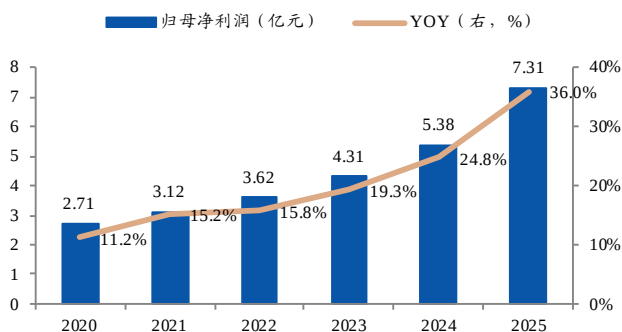
图 7: 区域毛利率情况



资料来源: 公司公告, 财信证券

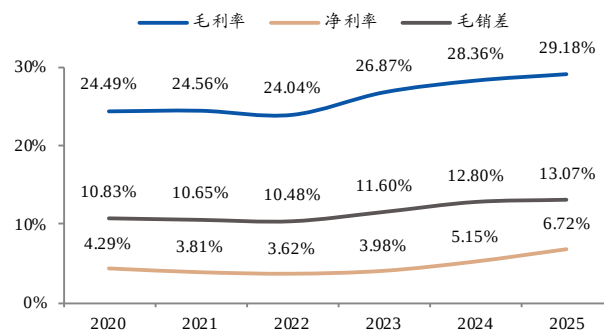
2023 年以来,公司盈利能力持续提升,归母净利润增速显著高于收入增速。2025 年,公司综合毛利率、毛销差和净利率分别为 29.18%/13.07%/6.72%,分别同比提升 0.82/0.27/1.56pp。公司毛利率持续提升主要源于产品结构优化和成本红利。此外,实施控费提效,管理及财务费用率下行,进一步带动净利率往上修复。

图 8: 公司历史利润



资料来源: Wind, 财信证券

图 9: 公司盈利能力



资料来源: Wind, 财信证券

2 健康营养属性凸显，低温奶成为行业核心增长引擎

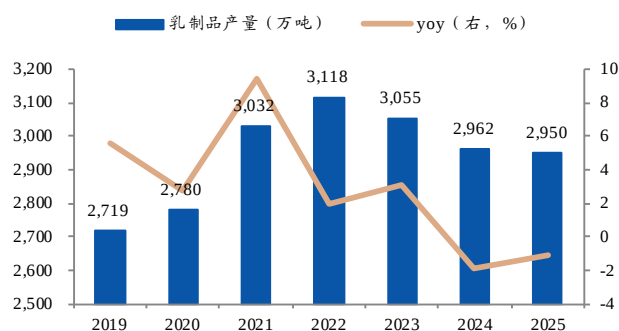
2.1 乳制品行业短期承压，中长期仍具备一定成长性

受益于我国经济的强劲增长、国民生活水平逐步提高和消费者健康意识不断提升，过去我国乳制品行业持续稳健发展，但短期受宏观经济周期波动影响阶段性承压。过去，我国乳制品产量一直维持相对稳健的增速。2023 年以来，因下游消费需求疲软，乳制品产量出现连续两年的下滑。2024-2025 年，我国规模以上企业乳制品产量分别为 2962/2950 万吨，同比下滑 1.90%/1.10%，终结了此前多年的稳步增长态势。据君乐宝招股书数据显

示，2019-2024 年，我国乳制品行业市场规模从 5970 亿元增长至 6535 亿元，CAGR 为 1.8%；预计到 2029 年，行业市场规模有望增长至 7492 亿元，CAGR 为 2.8%。

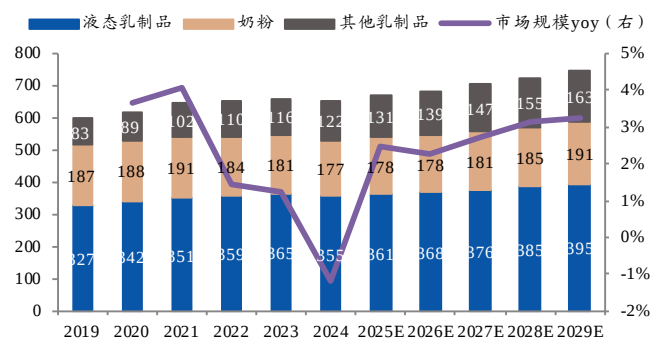
分产品类别来看，2024 年，液态乳制品/奶粉/其他乳制品的市场规模分别为 3550/1766/1219 亿元，占比分别为 54%/27%/19%，过去五年 CAGR 分别为 +1.7%/-1.2%/+8.1%。预计到 2029 年，液态乳制品/奶粉/其他乳制品的市场规模分别有望达到 3954/1910/1628 亿元，占比分别为 53%/25%/22%，CAGR 分别为 2.3%/1.8%/5.5%。

图 10：我国规模以上企业乳制品产量



资料来源：Wind，财信证券

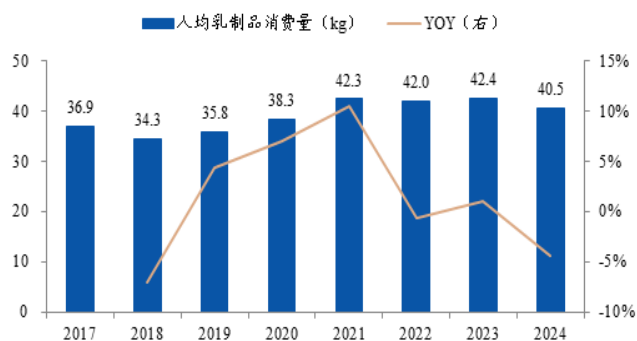
图 11：我国乳制品行业市场规模（单位：十亿元）



资料来源：君乐宝招股书，财信证券

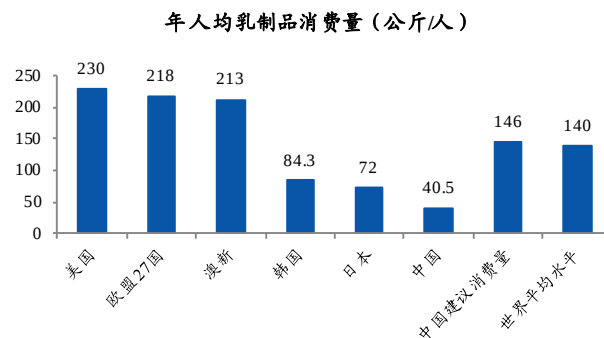
中长期来看，我国人均奶制品消费量有较大提升空间。2024 年，我国人均乳制品消费量为 40.5kg，略有下滑。受饮食习惯、口味偏好等因素影响，跟其他欧美、日韩经济体相比仍处于相对较低水平。未来，随着居民健康意识的提高，可支配收入和增长，消费偏好变化和新消费场景不断涌现，叠加乳制品消费结构的升级，我国乳制品市场有望实现长期增长。从我国乳制品的消费结构来看，目前以液体奶为主，深加工乳制品较少，未来结构优化空间较大。

图 12：我国人均年乳制品消费量



资料来源：中国奶业协会，财信证券

图 13：2024 年中国与主要经济体人均乳制品消费量对比



资料来源：君乐宝招股书，财信证券

2.2 供需两端共同推动下，低温奶成为行业核心增长引擎

液态乳制品是最基础的奶制品消费形式，具有广泛的消费者普及度和日常引用属性。按零售额计，2024 年液态乳制品品类占我国乳制品市场总规模的 54.3%。根据杀菌方法、发酵工艺和储存条件的关键差异，液态乳制品可大致分为 4 种主要产品类型：鲜奶、低温酸奶、常温奶和常温酸奶，他们满足了不同消费场景下多元化的消费者需求。

低温奶和常温奶的主要差异在于生产工艺。为最大限度保留鲜奶与发酵乳制品的天然风味和热敏性活性营养素，低温液态乳制品通常采用巴氏杀菌或新兴的超短时热处理技术进行杀菌。与通常超高温灭菌处理的常温奶制品相比，鲜奶在乳铁蛋白、免疫球蛋白及B族维生素等营养成分的保留方面具有明显优势，据估计，保留率通常高出30-50个百分点。低温奶需要全程冷链物流，对冷链交通基础设施提出较高的要求。低温奶保质期较短，企业的供应链管理和货品的退损率对于其发展至关重要。

表 5: 主要液态乳制品比较

品类	主要产品	储存及运输要求	保质期	关键特征
低温液态乳制品	鲜奶	全程冷链物流 (通常为 2-6℃)	相对较短，通常为 7-19 天	最大程度保留新鲜牛奶的天然风味和活性营养物质；口感新鲜。
	低温酸奶		相对较短，通常为 15-25 天	含有益生菌，有益肠道健康；产品形态多样，风味创新。
常温液态乳制品	UHT 牛奶 (常温牛奶)	常温储存及运输	相对较长，通常为 6-12 个月	储存和携带方便，无需冷藏；销售半径广；适合家庭储备和馈赠。
	常温酸奶		相对较长，通常为 6 个月	常温，方便且分销广泛。

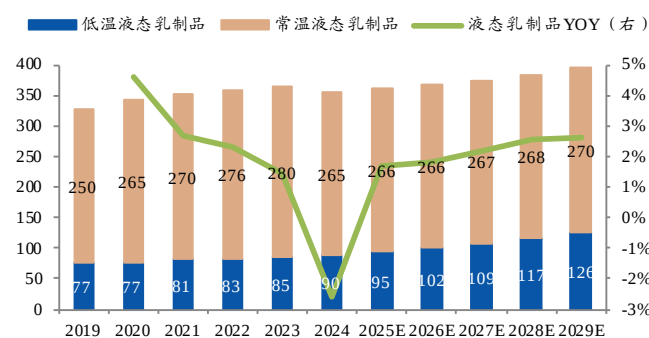
资料来源：君乐宝招股书，财信证券

消费者对新鲜、天然产品及其营养价值的需求，以及对高质量整体消费体验的期望不断提升。与此同时，随着冷链基础设施的逐步完善和升级，低温液态乳制品已成为我国液态乳制品市场重要的结构性增长机遇。鲜奶和低温酸奶正逐渐替代传统的常温奶和常温酸奶，成为行业的核心增长引擎。

按零售额计，低温液态奶市场表现出强劲的增长韧性，跑赢整体行业，市场规模从 2019 年的 774 亿元稳步增长至 2024 年的 897 亿元，CAGR 为 3.0%。低温液态奶的渗透率从 2019 年的 23.7% 提升至 2024 年的 25.3%。展望未来，结构升级趋势预计将持续。对比美国及日本等成熟市场的渗透率分别超过 90% 和 75%，我国低温乳制品渗透率还有庞大的增长空间。

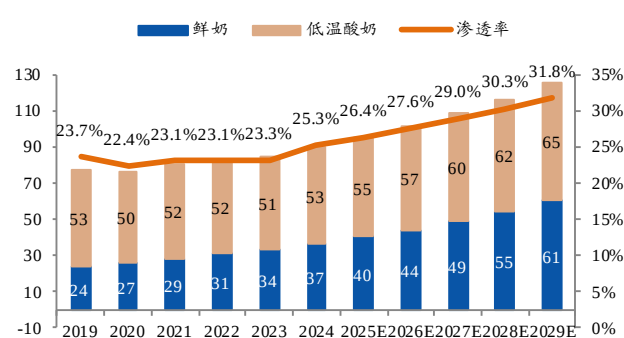
分产品品类来看，2024 年鲜奶和低温酸奶的市场规模分别为 369/528 亿元，过去五年 CAGR 分别为 8.8%/-0.2%。预计到 2029 年，鲜奶和低温酸奶的市场规模分别有望达到 606/653 亿元，CAGR 分别为 10.7%/4.4%。

图 14: 液态乳制品市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源：君乐宝招股书，财信证券

图 15: 低温液态乳制品市场规模 (单位: 十亿元)



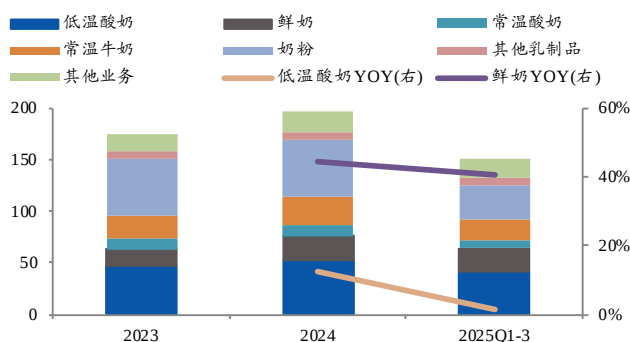
资料来源：君乐宝招股书，财信证券

鲜奶已成为我国低温液态乳制品市场的核心增长板块，且鲜奶市场呈现出明显的高端化趋势。在产品升级和保质期延长的支持下，按零售额计，高端鲜奶的市场规模从2019年的59亿元增长至2024年的133亿元，预计到2029年将达到284亿元。

低温酸奶产品特性在于通常富含活性益生菌带来的肠道健康益处以及强大的风味多样性。作为产品创新的天然载体，低温酸奶通常与水果、谷物和口感的多元化组合，满足消费者对风味、添加营养素和功能性日益增长的需求。因此一款成功的低温酸奶产品高度依赖于企业在菌种研发、风味配方和精准发酵工艺等方面的核心能力。

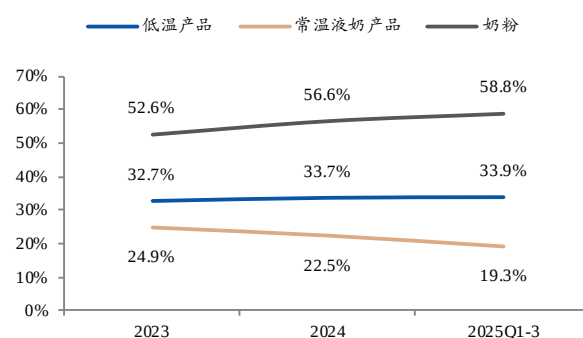
分析低温乳制品龙头之一君乐宝的财务数据，可以发现：1）近年来，低温产品的成长性好于常温产品。2024A/2025Q1-3，低温液奶的增速分别为20.57%/12.18%，而常温液奶分别为16.15%/-4.79%。其中，低温酸奶的增速分别为12.57%/1.19%，鲜奶的增速分别为44.54%/40.65%，成为推动公司营收增长的重要引擎。2）低温产品的盈利能力显著高于常温产品。2023-2025Q3，低温产品的毛利率分别为32.7%/33.7%/33.9%，而常温液奶产品的毛利率分别为24.9%/22.5%/19.3%，对于公司整体盈利能力提升有较为明显作用。

图 16: 君乐宝收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: 君乐宝招股书, 财信证券

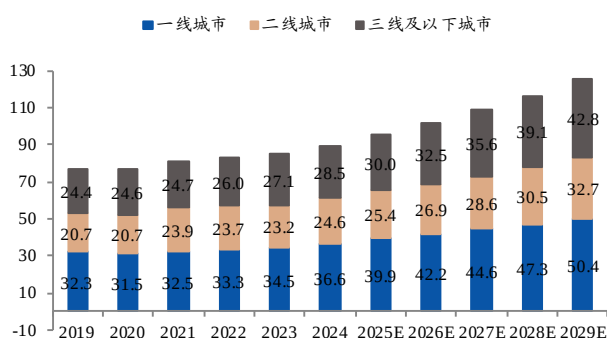
图 17: 君乐宝分产品毛利率



资料来源: 君乐宝招股书, 财信证券

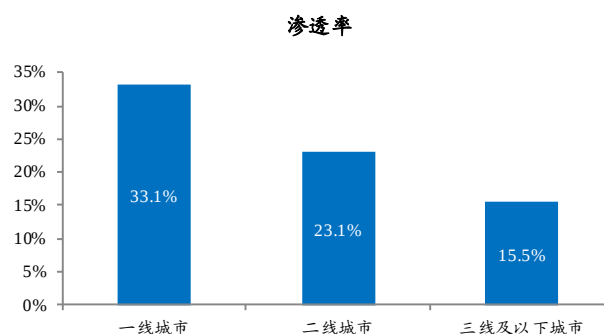
我国低温液态乳制品市场核心基础为集中在一二线城市密集的现代超市和便利店网络，以及日益成熟的冷链物流体系。目前，高线城市仍然是低温液态乳制品的核心消费市场，一线城市的渗透率（占当地液态乳制品市场的比例）达到 33.1%，远高于二三线城市。从绝对金额来看，2024 年一线/二线/三线及以下城市的低温液态乳制品市场规模分别为 366/246/285 亿元，过去五年的 CAGR 为 2.5%/3.5%/3.2%。

图 18: 低温液态奶按城市划分市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 君乐宝招股书, 财信证券

图 19: 低温液态奶按城市划分渗透率



资料来源: 君乐宝招股书, 财信证券

2.3 市场集中度较高，竞争格局相对稳固

历经多年发展，我国液态奶市场格局趋于稳定，呈现出“两超多强，细分赛道差异化竞争”的多元化市场格局。按照企业知名度、经营规模和整体实力可大致分为三类。1) 以伊利股份、蒙牛乳业为代表的全国性乳企，在消费者品牌认知度、分销能力和供应链能力等方面均具备明显优势，在市场占据主导地位。2) 以光明乳业、天润乳业、新乳业为代表的区域性乳企主要在重点区域内拥有先发优势和品牌影响力，消费者忠诚度高，近年来通过线下渠道及对应冷链储存运输建设以低温品类深耕区域市场，逐步提升自身品牌影响力并扩展至全国，与全国性乳企形成有效互补。3) 以南方乳业、燕塘乳业等为代表的地方性乳企凭借对周边牧场、工厂、市场的掌握实现错位竞争。

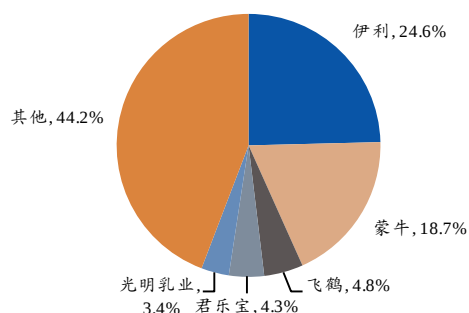
图 20：液态奶竞争格局



资料来源：南方乳业招股书

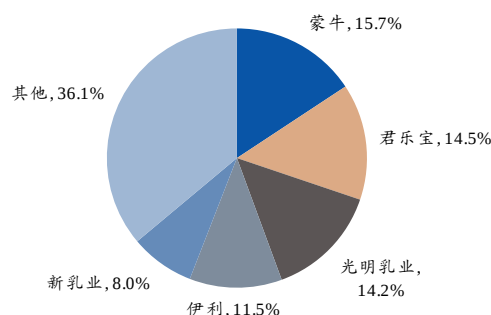
我国乳制品市场集中度较高。按照 2024 年零售额计算，乳制品行业 CR5 为 55.8%。其中，伊利、蒙牛、中国飞鹤、君乐宝和光明乳业的市占率分别为 24.6%/18.7%/4.8%/4.3%/3.4%。

图 21：液态乳制品竞争格局



资料来源：君乐宝招股书，财信证券

图 22：低温乳制品竞争格局



资料来源：君乐宝招股书，财信证券

我国低温液态乳制品市场头部效应明显。按 2024 年零售额计算，低温液态乳制品行业 CR5 达到 63.9%。其中，蒙牛、君乐宝、光明乳业、伊利和新乳业的市占率分别为 15.7%/14.5%/14.2%/11.5%/8.0%。具体来看，蒙牛的主要低温产品和品牌有每日鲜语、冠益乳、优益 C 等；君乐宝则拥有悦鲜活、简醇两大爆款产品；光明乳业的经典产品为优倍、致优等；伊利股份主打金典鲜牛奶、畅轻系列等产品；新乳业拥有朝日唯品、活润

和 24 小时等大单品。

根据马上赢（MSY150 均衡模型，仅覆盖连锁超市业态）抽样统计，2025Q4，低温纯牛奶 CR5 为 67.8%，低温酸奶 CR5 达到 70%。低温纯牛奶方面，CR5 分别为君乐宝、光明乳业、蒙牛、伊利股份和新乳业，低温酸奶方面，CR5 分别为君乐宝、伊利股份、蒙牛、新乳业和光明乳业，其中，新乳业排名上升一位。

图 23：我国低温纯牛奶市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	君乐宝		↑
2	光明乳业		↑
3	蒙牛		↑
4	伊利股份		↓
5	新乳业		↓
CR5 市场份额合计			67.80%

资料来源：马上赢（MSY150 均衡模型）

图 24：我国低温酸奶市场格局

排名	集团名称	市场份额示意	市场份额同比
1	君乐宝		↓
2	伊利股份		↑
3	蒙牛		↓
4	新乳业		↑
5	光明乳业		↓
CR5 市场份额合计			70.04%

资料来源：马上赢（MSY150 均衡模型）

在竞争日益激烈的市场环境下，低温液态乳制品企业发展离不开以下要素：

- 1) 强大的品牌资产和消费者信任。**乳制品作为日常消费品，其品牌认知度和消费者信任度直接影响产品定价能力和复购行为。只有长期积累的品牌声誉，才是企业建立持久品牌优势的核心资产。
- 2) 对高品质原奶的掌控和一体化的产业链能力。**稳定、可追溯、高品质的原奶是生产高端低温液态乳制品的根本。目前头部企业大多已经通过自有牧场或深度上游合作的方式保障奶源供应，并构建起全链条封闭管理体系，从源头保障产品质量和安全，并有望在原奶价格周期波动中创造成本优势。
- 3) 智能化制造和端到端的质量控制。**先进的制造能力是产品一致性和运营效率的基石。通过投资高度自动化生产线、内控系统，可以提高生产效率且缩短供应链相应时间。强大的数字化能力和端到端的质量控制体系也是规模化和精益生产的先决条件。
- 4) 广泛覆盖的冷链物流和全国性供应能力。**鲜奶和酸奶对温度控制和配送及时性有高度依赖，因此高效且覆盖广泛的冷链成为核心竞争壁垒。企业需要强大的冷链管理能力，以满足包括即时配送、会员店、超市等多个渠道的履约需求。此外，需要先进技术应用去拓展有效销售半径、降低损耗，从而实现全国性规模供应，和提升低温业务的盈利能力。

3 产品渠道双轮驱动，高效供应链护航，打造差异化竞争力

3.1 坚持“鲜立方战略”，产品创新升级并进

公司坚持“鲜立方战略”，突出“鲜价值”为核心的产品策略，围绕消费者对健康、美味、营养的需求，以低温鲜奶、低温特色酸奶产品为主导，持续紧贴消费者需求，重视产品创新，持续培育战略品类。产品创新方面，公司新品收入占比连续 5 年维持双位数；战略品类低温产品方面，2024-2025 年，低温鲜奶和低温酸奶增速分别为中高个位数和双位数。

公司主要代表性品牌产品如下：

1) “新希望”品牌“24 小时”鲜牛乳，是全国首款以时间定义新鲜的高端鲜奶品牌，该品牌旗下的系列产品只于上市当天售卖，采用优于欧盟标准的优质乳奶源，以“极质新鲜，只卖当天”带给消费者独一无二的新鲜体验。“24 小时”鲜牛乳的免疫球蛋白含量达到普通鲜奶的 10-25 倍，不断为消费者提供更优质的营养。2023 年开始，公司重启 24 小时高端化，上市“24 小时有机鲜活乳”，带动当年高端系列产品同比增速近 40%。2024 年，“24 小时”系列占比持续提升，收入同比增长超 15%。

2) “新希望”品牌“今日鲜奶铺”冷藏牛乳，定位高端，打造“复古国潮儿时记忆”的品牌调性，含有 3.6-4.2g/100mL 的蛋白质，满足消费者对于牛奶香浓口感的需求，从“回忆营销”到“国潮文化+回忆营销”，从情感共鸣升华到文化认同，初步形成“国潮牛奶品牌”的认知印记。2025 年，“今日鲜奶铺”实现双位数增长。

3) “新希望”品牌“活润”轻食杯，填补了公司享受型低酸产品“零糖”赛道的产品空白，敏锐抓住当前市场轻食代餐的趋势，12mm 超大颗果粒搭配谷物爆珠，更添加了 B420 益生菌，享受美味的同时身体轻负担。近年来，陆续上市“活润晶球”系列产品、轻食杯系列产品等，带动品牌增长，2024-2025H1，活润品牌实现增长分别超 20%/40%。

4) “新希望”品牌“初心”，延续 0 添加的初衷，基于市场环境的变化，上新了初心自立袋、340 规格纯酸奶，分别切中了控糖减脂、DIY 代餐以及出行便捷的消费场景。“初心”品牌以多元的包装、不同价格带的覆盖，实现了用户立体化，拓宽用户人群、打破渠道边界。2024 年，“初心”系列实现双位数增长。

5) 朝日“唯品”有机 A2 牛乳，朝日“唯品”在自营牧场中精选 A2 奶牛，为用户提供 100%A2 β -酪蛋白的牛奶，坚持自然养土，保证全程有机，每盒牛奶都可以扫码溯源，珍稀纯正、安心可靠。2024 年，旗下“伯爵酪乳”成功进驻山姆并成为年度战略新品代表；2025 年，旗下“芭乐酸奶”业绩表现优异。

6) “夏进”瓶装奶，严选宁夏奶源，纯牛奶自然纯香，产区奶品质见证；甜牛奶甜而不腻、经典口感。瓶装系列产品，差异化包装，方便携带，产地限定，打造一瓶宁夏好牛奶。

表 6: 公司主要代表性品牌产品

主要代表性品牌产品	产品图	定位	产品特征	产品价格
“新希望”品牌 “24 小时”鲜牛乳		全国首款以时间定义新鲜的高端鲜奶品牌	极质新鲜，只卖当天	26.8 元/950ml
“新希望”品牌 “今日鲜奶铺”冷藏牛乳		高端，打造“复古国潮儿时记忆”的品牌调性	含有 3.6-4.2g/100mL 的蛋白质；国潮文化+回忆营销	12.9 元/700ml
“新希望”品牌 “活润”轻食杯		享受型低酸“零糖”产品，轻食代餐	12mm 超大颗果粒搭配谷物爆珠，更添加了 B420 益生菌	9.9 元/340g
“新希望”品牌 “初心”		多元的包装、不同价格带的覆盖	0 添加，切中了控糖减脂、DIY 代餐以及出行便捷消费场景	5.9 元/245ml (发酵乳)
朝日“唯品” 有机 A2 牛乳		珍稀纯正、安心可靠、全程有机	提供 100%A2 β -酪蛋白的牛奶	14.9 元/280ml
“夏进”瓶装奶		宁夏好牛奶	严选宁夏奶源，纯牛奶自然纯香	8.8 元/243ml*3

资料来源：公司公告，盒马 APP，淘宝 APP，财信证券

公司拥有“1+N”的品牌矩阵，以及多家参控股子公司，其中对公司经营业绩影响较大的有宁夏寰美、四川乳业、昆明雪兰、青岛琴牌、山东唯品、湖南南山和安徽白帝。

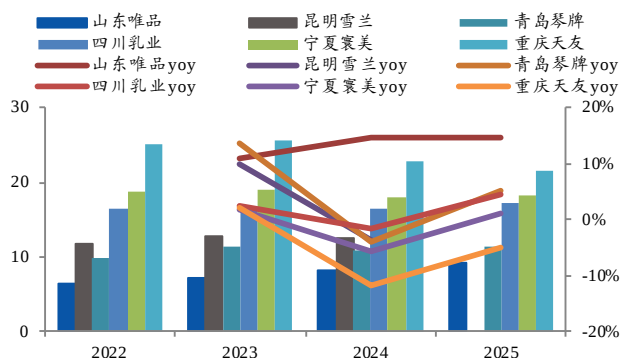
表 7: 主要参控股子公司情况一览

参控股 子公司	持股 比例	并 表	主要产品/品 牌	主要辐射区域	2025 年收 入 (亿元)	收入 占比	2025 年净利 润 (亿元)	净利润 占比
重庆天友	47.2%	×	天友、百特等	低温奶在重庆市占率领先	21.56	——	0.39	——
宁夏寰美	100%	√	夏进、爵品等	集中在西北	18.21	16%	1.31	18%
四川乳业	96.2%	√	华西、阳坪、新希望等	四川省为核心市场	17.22	15%	1.49	20%
昆明雪兰	100%	√	雪兰品牌	云南省市占率第一	12.40	11%	0.57	8%
青岛琴牌	99.9%	√	新希望琴牌	山东乳制品龙头企业	11.42	10%	0.77	11%
山东唯品	100%	√	唯品	以华东地区为核心	9.29	8%	0.86	12%
湖南南山	100%	√	新希望南山	湖南及华中地区	——	——	——	——
安徽白帝	100%	√	新希望白帝	安徽为核心，辐射华东	5.7	5%	——	——

资料来源：公司公告，Wind，重庆天友官网，昆明市农业农村局，幸福肥东公众号，财信证券（昆明雪兰为 2024 年数据，安徽白帝收入为 2024 年产值数据）

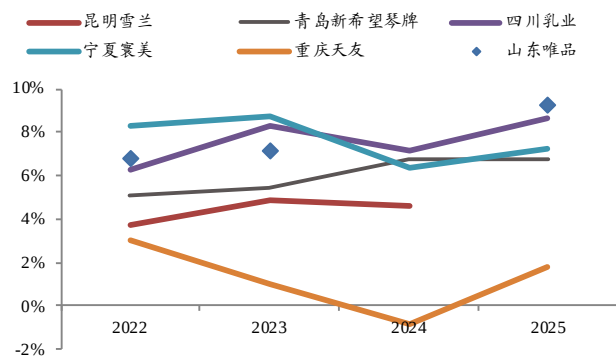
从参控股子公司的经营业绩来看，存在分化，其中山东唯品在近年来的收入成长性较好。从盈利能力来看，大部分子公司呈现向上的趋势。

图 25: 主要参控股子公司收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 财信证券 (备注: 山东唯品 2024 年收入缺失, 为了体现数据的连续性, 假设两年增速一致; yoy 数据对应右轴)

图 26: 主要参控股子公司净利率情况



资料来源: Wind, 财信证券

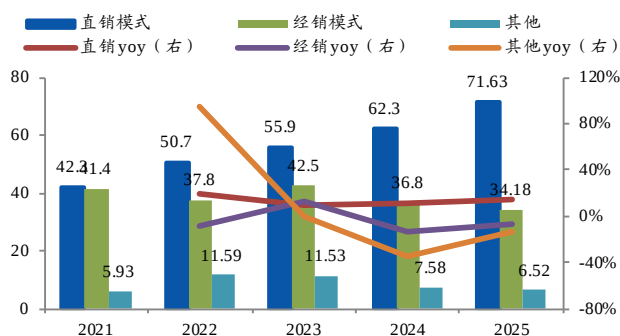
3.2 拥抱渠道变革，直营渠道逆势增长

公司以 DTC 渠道为重要增长引擎，主动拥抱渠道变革和融合；通过分布经营、区域深耕的方式，专注核心区域和核心市场，打强各区域市场的深度和密度，提升各区域市场的份额和品牌影响力。

目前公司渠道以直销为主、经销为辅。公司销售模式分为直销模式与经销模式两种，其中直销模式客户主要为通过线下的大型超市、连锁、订奶入户、教育局、学校以及直营门店等渠道以及其他通过线上、线下渠道直接购买并用于消费的客户，经销模式客户主要为以买断为主并进行二次销售的客户。

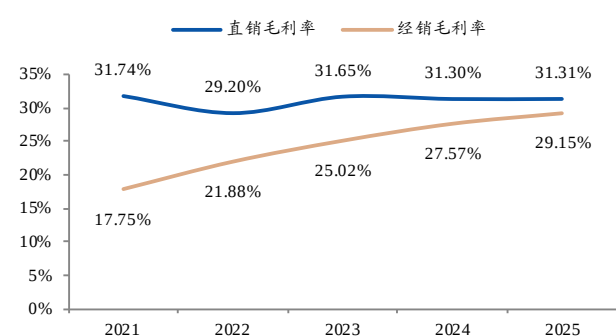
2021 年以来，公司积极拥抱渠道变革，发力 DTC 渠道，盈利能力更强的直销渠道收入持续增长。2025 年，公司直销和经销模式收入分别为 71.63/34.18 亿元，占比分别为 63.8%/30.4%，分别同比+15.1%/-7.2%，毛利率分别为 31.31%/29.15%，分别同比+0.01/+1.58pp。

图 27: 公司销售渠道情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 财信证券

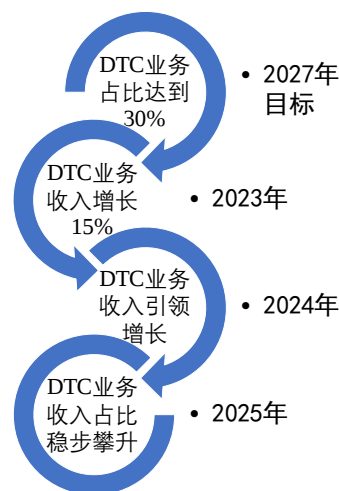
图 28: 分渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 财信证券

直销渠道可以划分为 DTC、商超&CVS 等，其中，DTC 被定位为核心壁垒渠道，客户黏性高，倾斜资源重点发展。根据公司 2023-2027 年战略规划，将 DTC 业务作为渠道增长的第一引擎，推动 2027 年 DTC 业务规模占比达到 30%。公司的定期报告披露显示，2023 年以来，DTC 业务占比持续提升。2023 年，DTC 业务整体收入增速同比超过 15%（乳制品收入增速 11%），其中远场电商业务同比增长超过 40%，自主征订业务同比超过 15%，“鲜活 go”商城全年 GMV 超 2.7 亿元；2024 年，DTC 整体营收持续引领增长，公司全域数字化用户同比双位数增长，实现品牌和消费者的直接互动，打通“到家、到店、到柜”的多场景服务方式，为用户提供多样化生活服务，提高竞争壁垒，保障核心渠道的经营质量；2025 年，DTC 模式占比稳步攀升，引领增长。

图 29: DTC 业务发展情况



资料来源：公司公告，财信证券

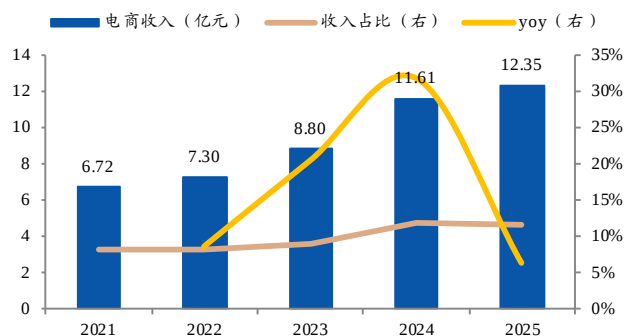
DTC 业务主要覆盖四大场景，包含到家场景（订奶入户、本地生活外卖）、社区场景（形象店、自取柜、社区团购）、学校/特渠场景（自主征订）、全国网络场景（远场电商）。

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，进一步提升线下线上征订拉新的联动，实现了较好的增量效果。公司依托“鲜活 go”系统，2024 年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，持续释放 C 端势能，线上商城成交额、数字化用户总量、覆盖公司数量以及奶站覆盖率持续提升。

形象店方面，2024 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，在方便的时间到店取货。此外，形象店积极拥抱即时零售，线上业务占比提升显著。

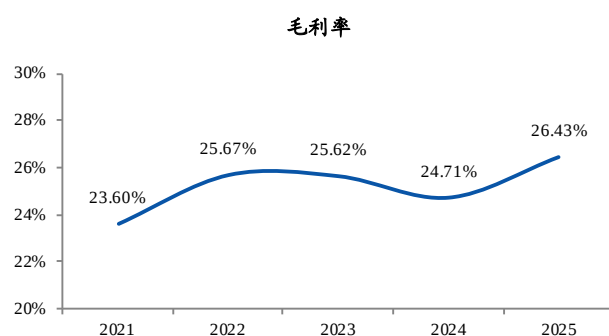
电商方面，公司通过京东、天猫、淘宝、拼多多、有赞商城、美团、饿了么、抖音等平台销售公司各类产品。电商业务收入持续提升，收入占比稳步提升，与此同时，规模优势叠加成本红利，毛利率也处于上升通道当中。

图 30: 电商收入情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 31: 电商业务毛利率

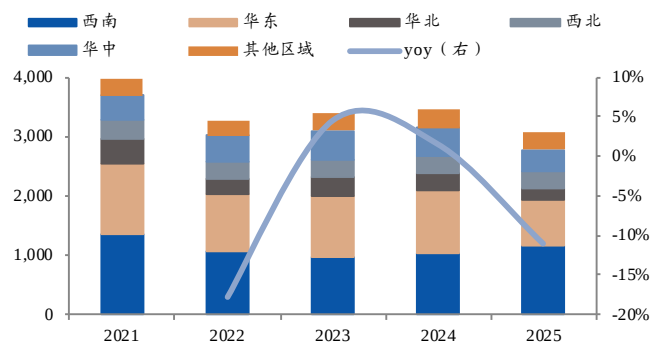


资料来源：公司公告，财信证券（注：2024 年生产相关固定资产日常修理费计入营业成本）

新兴渠道方面，公司与多个 B 端企业客户合作，积极拥抱渠道变革和融合，不断推动公司低温品类的持续发展。自有品牌方面，朝日唯品、夏进旗下的爵品与山姆会员店合作了多款产品，整体销售表现亮眼。2025 年至今，朝日唯品先后在山姆上市了自有品牌的伯爵酪乳、低温芭乐风味发酵乳、焦糖烧生牛乳布丁和玫瑰红曲酒酿风味发酵乳。夏进爵品有机纯牛奶大规模包装也供货山姆渠道。公司的 24 小时系列、初心、活润等多个品牌产品在盒马渠道全面销售。2025 年开始，公司将量贩零食渠道作为重点渠道发展，相应带动公司直销渠道增长。代工品牌方面，多个零售渠道的乳制品代工大单都被公司全国各地工厂获得，京东七鲜定制的全脂鲜奶由新希望天香乳业代工，盒马 4.0 高钙鲜牛奶由新希望琴牌乳业、双峰等工厂代工，奥乐齐超值鲜奶由新希望双喜乳业苏州工厂生产。餐饮渠道方面，朝日唯品积极开拓 B 端市场，特别是咖啡店，和一些茶饮、烘焙渠道。

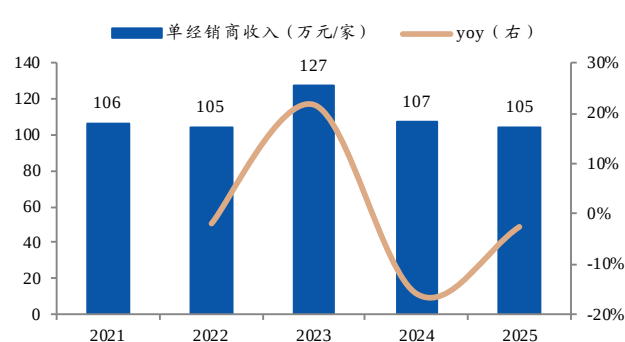
经销渠道来看，2021 年以来，公司对部分区域的长尾经销商主动进行调整，整体经销商数量有所减少。截至 2025 年，公司经销商数量为 3078 家，同比下滑约 11.07%。具体来看，西南/华东/华北/西北/华中/其他区域的经销商数量分别为 1142/785/197/299/361/294 家，较年初分别+10.7%/-25.3%/-31.6%/-5.1%/-22.9%/-4.2%。单经销商贡献收入（经销收入/期初和期末经销商数量平均数）方面来看，规模体量较小，但贡献度整体相对稳定，2021-2025 的单经销商贡献收入分别为 106/105/127/107/105 万元/家。

图 32: 经销商分布情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 33: 单经销商贡献收入



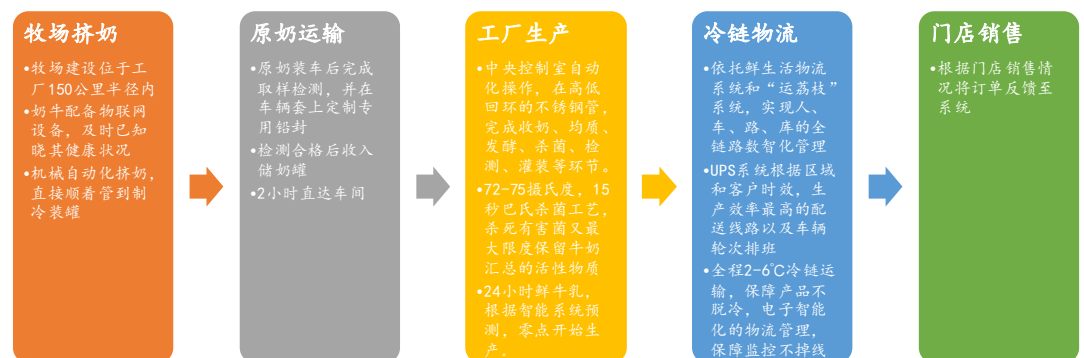
资料来源：公司公告，财信证券

3.3 背靠新希望，打造高效供应链

公司依托稳定优质的奶源布局、新鲜健康美味的产品、高效的冷链配送体系、敏捷细致的渠道管理，并不断强化生物科技和数字科技能力，打造企业的鲜能力和差异化竞争力。

为了实现能够生产只卖当天的“24小时鲜奶”，新希望乳业将人工智能、大数据等新质生产力深度融入产业链，依托MES系统、自动化设备和智能工单驱动，工厂实现了从收奶、杀菌、检测到包装的全流程可视化管控，开发“鲜活源”食安管控平台，向监管部门同步监测数据，依托“中国优质乳工程”这一高标准体系，共同重塑乳品“新鲜”的定义与交付模式。在传统模式中，牛奶从牧场到门店耗时数天，与极致新鲜的追求根本冲突。破局的关键在于以智能预测驱动柔性供应链，即“订单3小时响应、0点灌装、8点送达终端”的“308”新鲜供应链。公司将牧场挤奶-工厂加工-商超上架的流程压缩至12小时内，依托覆盖川内5万头奶牛的智能管理系统、150公里鲜奶辐射圈和“308极速供应链”，持续刷新行业“鲜活指数”。公司自研订单预测系统，构建大数据平台，通过AI算法综合分析历史销售、天气、促销等海量变量，精准预测每个门店每小时的“24小时”鲜奶需求。这使订货从依赖经验的“估计”变为数据驱动的“精算”，将因预测不准导致的当日废弃损耗降至极低，确保了“只售当天”的鲜奶承诺能规模化实现。

图 34：公司“308”新鲜供应链管理

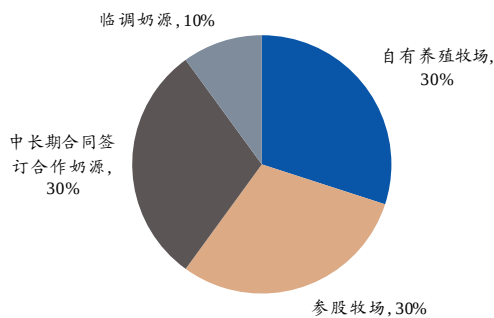


资料来源：华西乳业公众号，四川日报，消费质量报，财信证券

奶源方面，一方面，始终坚持自有及可控优质奶源的经营战略，相对灵活且有韧性；另一方面，牧场与工厂紧靠终端市场，极度适配公司“鲜立方”战略。公司奶源结构为“3、3、3、1”，即大约30%的奶源来源于自有养殖牧场、大约30%的奶源为参股牧场、大约30%为中长期合同签订合作奶源、大约10%为临调奶。公司持续加强自有牧场的建设，公司现在全国范围内总共拥有12个规模化与标准化牧场，其中11家取得良好农业规范认证（GAP），12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，截至2025年底，公司奶牛总存栏数超过5万头。公司与现有主要合作牧场的合作时间长、供应关系稳定，与大型奶源基地的战略合作，为公司获得稳定、可靠、优质的奶源供应提供了保证。此外，控股股东新希望集团旗下的新希望六和聚焦于饲料、生猪养殖与屠宰两大业务，其饲料业务在国内饲料行业多年保持规模

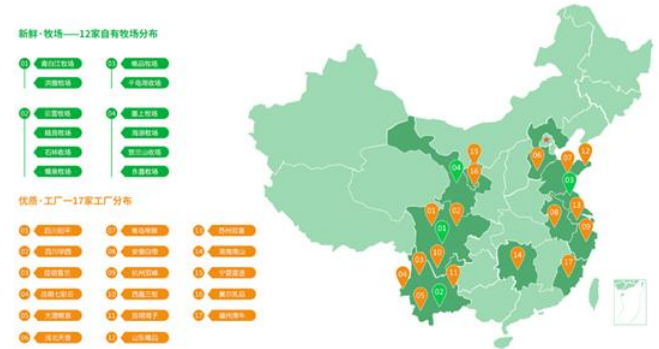
前列，公司依托新希望六和，有效保障了饲料供应，强化上游布局。公司的自有牧场，每头奶牛都配备了与物联网平台联动的“电子耳标”和智能项圈，结合物联网终端，能及时知晓牛只的基本信息和健康状况。以华西乳业为例，自有牧场选择距离工厂 150 公里半径内修建，以确保新鲜奶源即使到达工厂。原奶通过检验中心检测合格后才收入储奶罐，由中央控制室自动化操作，在高低回环的不锈钢管道形成的封闭空间里，完成收奶、均质、发酵、杀菌、检测、灌装等环节。所有数据自动存档，实现信息化追溯。

图 35: 公司的奶源结构



资料来源: Wind

图 36: 公司的产业布局 (牧场和工厂)



资料来源: 新希望官网

冷链方面，依托控股股东旗下鲜生活，保障终端配送能力。公司控股股东新希望集团旗下的鲜生活冷链成立于 2016 年，致力于为餐饮连锁、生鲜零售、食品加工、团餐酒店等企业提供从源头到门店的全程冷链供应链服务。目前已累计服务超 5000 家 B 端客户，细分行业 TOP20 客户覆盖率超 60%，日均接单量超 10 万，入网冷链车超 35+万台，入网云仓超 1100 万平米，搭建的全国柔性履约网络触达 115 万+门店，覆盖全国 31 省、2800 区县。

图 37: 鲜生活业务布局



资料来源: 鲜生活官网

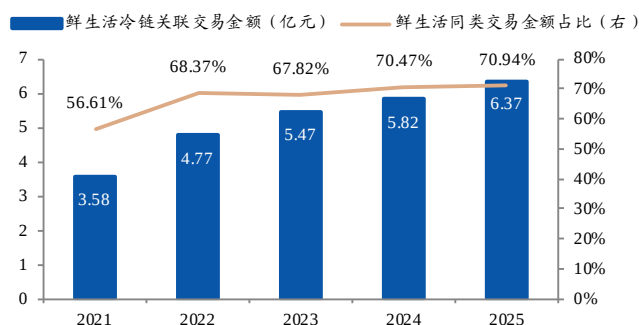
图 38: 鲜生活服务能力



资料来源: 鲜生活官网

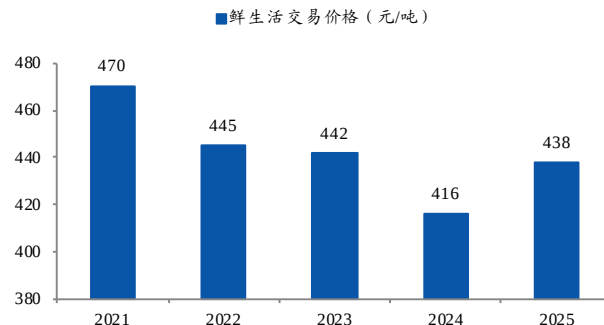
2021 年以来，公司与鲜生活冷链的整体关联交易金额和占比均在稳步提升，但单价在持续下行中。2021 年，鲜生活冷链完成 A 轮 6 亿元融资；2022 年，鲜生活冷链年度收入达到百亿，并完成估值百亿的 B 轮融资。在鲜生活冷链完成大额融资后，其服务能力有明显提升，对于公司供应链的支持也更加显著，从而带动其与公司关联交易金额绝对值和占比的提升。

图 39: 鲜生活冷链关联交易情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 40: 鲜生活关联交易价格情况



资料来源：公司公告，财信证券

公司坚持“价值导向、场景落地”，以“数业融合”为原则筛选高价值需求，在营销、供应链、财务等多领域开展试点智能工具，持续完善管理机制、优化客户体验、提升运营效率。智能化方面，公司实现食品安全、设备管理、运营体系等方面的数字化。1) 在食品安全领域，成功完成与部分政府食品安全信息追溯企业平台的对接，率先实现有机“24 小时”部分规格产品的二维码追溯可视，达到业界先进水平，提升食品安全管理的精细化水平和消费者体验。2) 在设备管理领域，2024 年全新的设备管理系统正式投入使用并持续优化，实现设备资产管理线上化。增加预防性维护，降低被动抢修率，实现设备管理的数字化升级。数字化运营不断加码,实现业务变革与人才培养同频共振。3) 在数字化运营方面，公司通过构建数据分析、节点定位、策略设计、实时监控、定期复盘的数字化运营体系，在营销、供应链、食品安全等领域的 9 个业务场景高度融合了数字化运营模式，在规模提升、运营效率优化、模式创新等方面成果显现。4) 在人才培养方面，通过专项培训助力学员获得 BI 工程师认证，并结合数字化运营提升业务人员的数据意识和分析能力，推进业务决策有“数”可依。

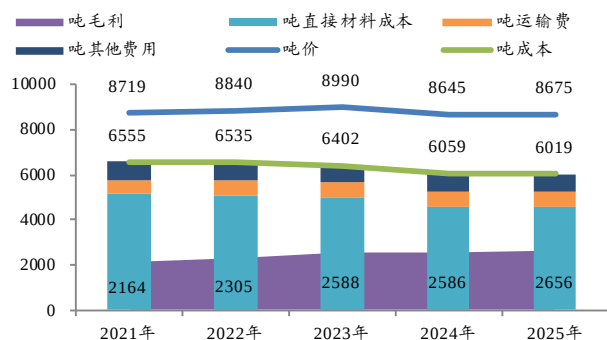
4 “鲜战略”引领，叠加成本红利和规模效应，盈利能力持续提升

4.1 影响盈利能力关键因素解析

2022-2025 的净利率分别同比-0.19/+0.36/+1.17/+1.56pp。拆解来看，影响净利率变动的主要因素有：1) 毛利率持续提升：2023-2025 的毛利率分别同比提升 2.84/1.49/0.82pp；2) 管理费用率和财务费用率持续下降；3) 加大促销费用和宣传费用投放，销售费用率持续提升；4) 因生物性资产减值导致资产减值损失和资产处置损失加大，两者合计对当年净利率的影响幅度分别为-0.15/-0.77/-0.64/+0.31pp；5) 税率及其他非经营因素影响。

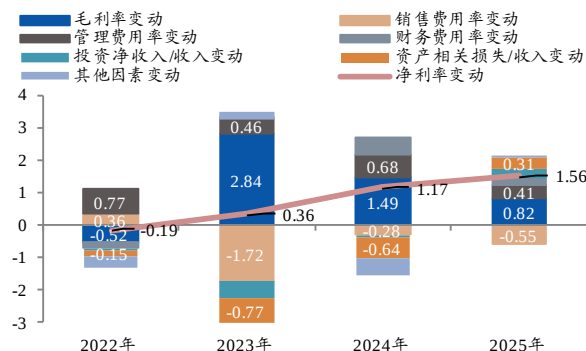
2021-2025 年液体乳的吨毛利分别为 2164/2305/2588/2586/2656 元/吨。吨毛利持续提升主要受益于：1) 高毛利的低温产品占比提升，产品结构升级带来吨价提升。2021-2025 年吨价分别为 8719/8840/8990/8645/8675 元/吨，其中，2021-2023 年吨价上行趋势明显，2024-2025 因代工定制产品占比提升和行业普遍降价促销等因素拖累整体吨价表现；2) 原奶周期下行带来的较大的成本红利。2021-2025 吨直接材料成本分别为 5149/5084/4981/4604/4579 元/吨，处于持续下行通道。

图 41: 液体乳的吨毛利变化拆解 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 财信证券

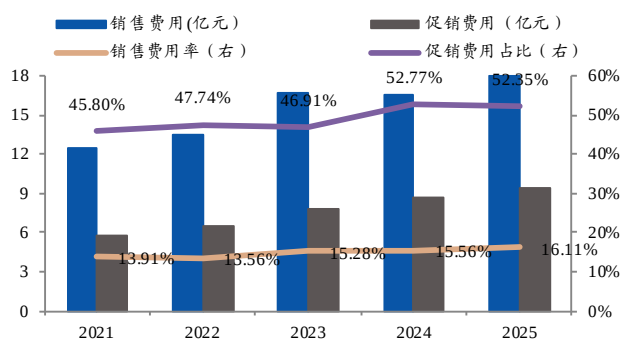
图 42: 净利率变动影响因素拆解 (单位: pp)



资料来源: Wind, 财信证券

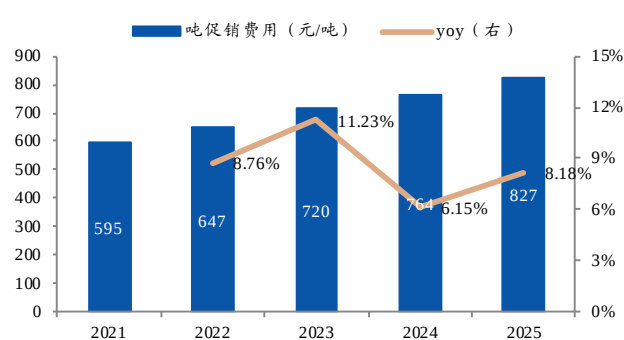
近年来, 伴随着成本红利释放和行业竞争趋紧, 公司持续加大促销费用投放以期获得更好的销售收入。销售费用率从2021年的13.91%提升至2025年的16.11%; 促销费用在销售费用占比从2021年的45.80%提升至2025年的52.35%; 吨促销费则从2021年的595元/吨提升至2025年的827元/吨。

图 43: 销售费用和促销费用情况



资料来源: Wind, 公司公告, 财信证券

图 44: 吨促销费用情况



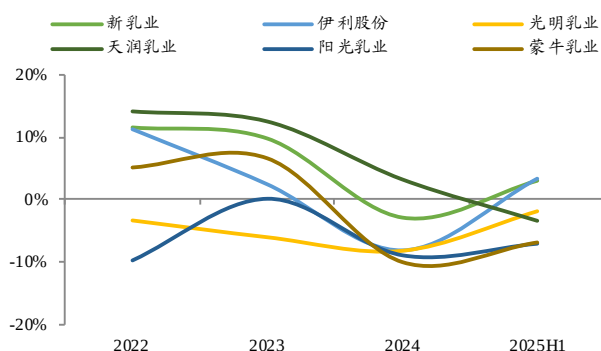
资料来源: Wind, 公司公告, 财信证券

4.2 同行财务指标对比

从营业收入增速来看, 各家公司的趋势几近一致, 受行业整体周期波动影响较大。

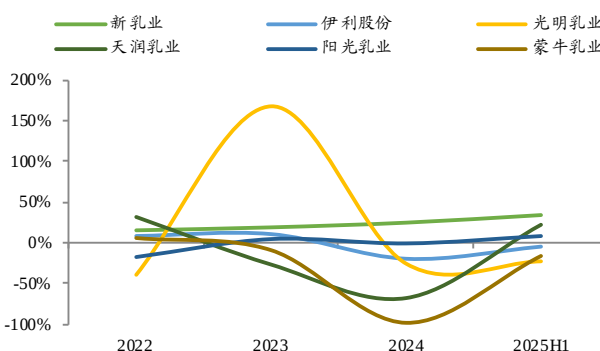
从利润增速来看, 各家公司表现出现较明显分化, 其中新乳业表现亮眼。

图 45: 营收增速对比



资料来源: Wind, 财信证券

图 46: 归母净利润增速对比

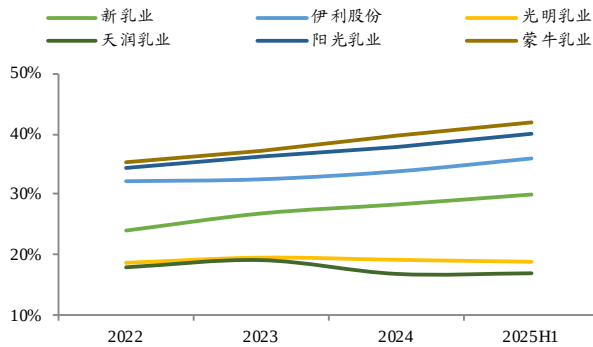


资料来源: Wind, 财信证券

从毛利率来看，一方面，受业务结构不同以及规模效应的影响，各家公司毛利率差异较大；另一方面，受益于成本红利，各家公司毛利率均呈现明显向上趋势。

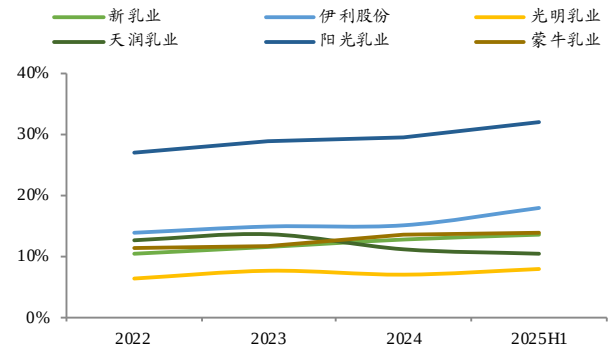
从毛销差来看，除阳光乳业的表现显著优异外，其他各家公司差异较毛利率缩小。阳光乳业以经销模式为主，主要从事于南昌及周边区域的 DTC 业务，客户黏性较高，复购率高，销售费用率低。

图 47：毛利率对比



资料来源：Wind，财信证券

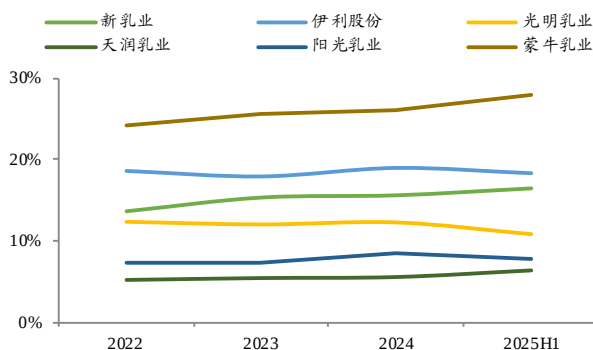
图 48：毛销差对比



资料来源：Wind，财信证券

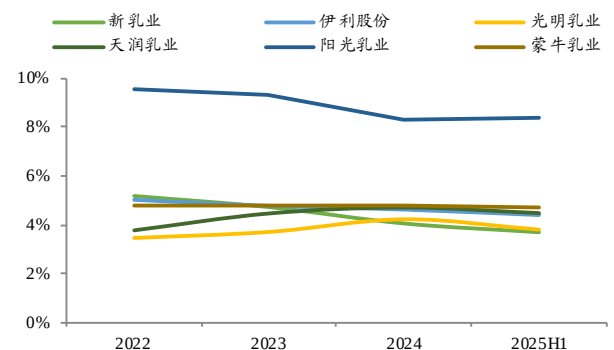
从费用率来看，各家公司基本呈现销售费用率提升，管理费用率下降的趋势。

图 49：销售费用率对比



资料来源：Wind，财信证券

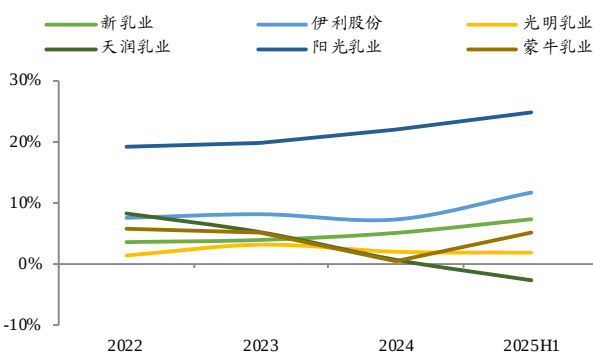
图 50：管理费用率对比



资料来源：Wind，财信证券

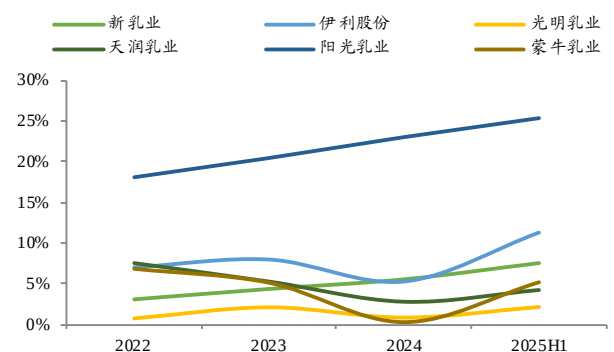
从净利率来看，各家公司呈现向上趋势，但受费用端相对刚性影响，在 2024 年因收入下滑导致部分公司的净利率有所下滑。

图 51：净利率对比



资料来源：Wind，财信证券

图 52：扣非净利率对比



资料来源：Wind，财信证券

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

液体乳业务：预计低温奶业务表现持续好于常温奶业务，且常温奶业务收入增速止跌回升。预计2026-2028年收入分别为112/120/128亿元，同比增速为6.73%/6.89%/6.68%。在产品结构升级优化延续趋势下，预计整体毛利率为30.98%/31.37%/31.52%。

奶粉：预计奶粉业务维持相对稳健增速，2026-2028年的收入分别为0.95/1.04/1.12亿元，同比增速为10%/9%/8%。预计毛利率相对稳定，分别为25.00%/24.54%/24.77%。

其他业务：预计未来三年收入维持5%的同比增速，2026-2028年的收入分别为6.84/7.19/7.55亿元。预计毛利率分别为7%/7%/7%。

表 8：收入及毛利率预测

		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）		106.65	112.33	119.81	127.95	136.39
yoy		-2.93%	5.33%	6.65%	6.80%	6.60%
毛利率		28.36%	29.18%	29.56%	29.94%	30.11%
液体乳业务	收入（亿元）	98.36	104.95	112.01	119.73	127.73
	yoy	0.83%	6.70%	6.73%	6.89%	6.68%
	毛利率	29.90%	30.67%	30.98%	31.37%	31.52%
奶粉业务	收入（亿元）	0.71	0.87	0.95	1.04	1.12
	yoy	-9.63%	21.56%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	31.42%	24.08%	25.00%	24.54%	24.77%
其他业务	收入（亿元）	7.58	6.52	6.84	7.19	7.55
	yoy	-34.27%	-14.01%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	8.09%	5.93%	7.00%	7.00%	7.00%

资料来源：Wind，财信证券

费用率方面，预计销售费用率小幅上行，管理费用率和财务费用率小幅下行，研发费用率相对稳定。

表 9：费用率预测

		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用（亿元）		16.59	18.10	19.53	21.01	22.57
销售费用率		15.56%	16.11%	16.30%	16.42%	16.55%
管理费用（亿元）		3.81	3.57	3.59	3.71	3.82
管理费用率		3.57%	3.18%	3.00%	2.90%	2.80%
研发费用（亿元）		0.49	0.50	0.54	0.58	0.61
研发费用率		0.46%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
财务费用（亿元）		1.01	0.78	0.60	0.51	0.48
财务费用率		0.95%	0.69%	0.50%	0.40%	0.35%

资料来源：Wind，财信证券

5.2 投资建议

公司在“鲜立方战略”的引领下，依靠独有的“奶源地理优势”和“运输资源”，持续推进产品创新升级和渠道结构持续优化，提升公司成长属性和盈利能力。复盘公司历史经营情况，高毛利的低温产品占比持续提升，客户黏性强的 DTC 渠道占比持续提升，叠加本轮原奶周期红利，公司盈利能力持续提升。往后看，公司经营势头良好，盈利能力持续提升趋势未变，中长期维度有望持续表现优于行业，维持“买入”评级。

预计公司 2026-2028 年收入分别为 119.81/127.95/136.39 亿元，分别同比增长 6.65%/6.80%/6.60%；归母净利润分别为 8.91/10.24/11.17 亿元，分别同比增长 21.90%/14.84%/9.13%；当前股价对应的 PE 分别为 18/15/14 倍。

选取行业龙头伊利股份、光明乳业、天润乳业作为可比公司，新乳业的估值处于行业中间位置。考虑到公司经营能力和盈利能力较强，我们给予公司 2026 年 20-22 倍 PE，目标市值为 178-196 亿元，对应当前股价空间 14-25%。

表 10：可比公司相对估值

		市值（亿元）	PE（TTM）	2026PE	2027PE	2026 年利润（E）	2027 年利润（E）
002946.SZ	新乳业	157	21	17.6	15.3	8.91	10.24
600887.SH	伊利股份	1,614	20	13.4	12.4	120.48	130.32
600597.SH	光明乳业	103	-69	23.6	20.6	4.35	4.99
600419.SH	天润乳业	30	72	24.9	18.3	1.20	1.63

资料来源：Wind，财信证券（注：新乳业为财信证券预测业绩，其余公司采用 Wind 一致预期数据，截至时间 20260420）

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	主要指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10665.42	11233.46	11980.55	12795.31	13639.42	营业收入	10665.42	11233.46	11980.55	12795.31	13639.42
减: 营业成本	7640.70	7955.46	8438.58	8963.95	9532.83	增长率(%)	-2.93%	5.33%	6.65%	6.80%	6.60%
营业税金及附加	53.05	59.51	59.83	63.89	68.11	归属母公司股东净利润	537.69	731.15	891.24	1023.50	1116.99
营业费用	1659.29	1809.52	1952.83	2100.99	2257.32	增长率(%)	24.80%	35.98%	21.90%	14.84%	9.13%
管理费用	380.82	356.81	359.42	371.06	381.90	每股收益(EPS)	0.62	0.85	1.04	1.19	1.30
研发费用	49.10	50.37	53.91	57.58	61.38	每股股利(DPS)	0.15	0.35	0.41	0.48	0.52
财务费用	100.96	77.77	59.90	51.18	47.74	每股经营现金流	1.73	1.75	1.74	1.75	2.05
减值损失	89.09	60.87	0.00	0.00	0.00	销售毛利率	28.36%	29.18%	29.56%	29.94%	30.11%
加: 投资收益	-2.61	27.82	0.00	0.00	0.00	销售净利率	5.15%	6.72%	7.68%	8.25%	8.45%
公允价值变动损益	23.55	4.69	5.00	5.00	5.00	净资产收益率(ROE)	17.60%	18.77%	20.12%	20.29%	19.54%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	11.75%	16.30%	19.90%	18.12%	18.99%
营业利润	713.36	895.67	1061.08	1191.65	1295.14	市盈率(P/E)	29.13	21.42	17.58	15.30	14.02
加: 其他非经营损益	-69.90	-45.55	20.00	50.00	60.00	市净率(P/B)	5.13	4.02	3.54	3.11	2.74
利润总额	643.46	850.11	1081.08	1241.65	1355.14	股息率(分红/股价)	0.82%	1.95%	2.28%	2.61%	2.85%
减: 所得税	94.00	95.65	161.41	185.50	202.52	主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	549.46	754.47	919.66	1056.15	1152.61	收益率					
减: 少数股东损益	11.77	23.32	28.43	32.65	35.63	毛利率	28.36%	29.18%	29.56%	29.94%	30.11%
归属母公司股东净利润	537.69	731.15	891.24	1023.50	1116.99	三费/销售收入	20.54%	20.43%	20.25%	20.17%	20.15%
资产负债表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EBIT/销售收入	6.98%	8.26%	9.52%	10.10%	10.29%
货币资金	396.48	354.91	599.03	639.77	681.97	EBITDA/销售收入	11.26%	12.33%	13.52%	14.17%	14.41%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	5.15%	6.72%	7.68%	8.25%	8.45%
应收和预付款项	688.73	761.03	802.10	866.89	912.00	资产获利率					
其他应收款(合计)	32.92	74.35	33.23	43.84	49.33	ROE	17.60%	18.77%	20.12%	20.29%	19.54%
存货	741.64	717.25	750.33	808.62	849.26	ROA	8.38%	10.16%	11.91%	13.15%	14.03%
其他流动资产	138.35	149.02	190.14	179.54	174.04	ROIC	11.75%	16.30%	19.90%	18.12%	18.99%
长期股权投资	515.35	505.98	505.98	505.98	505.98	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	64.61%	56.51%	52.41%	46.87%	40.40%
投资性房地产	18.48	27.58	21.24	14.89	8.54	投资资本/总资产	58.21%	52.19%	60.59%	60.91%	59.80%
固定资产和在建工程	3916.34	3807.09	3967.56	4088.02	4168.49	带息债务/总负债	37.89%	19.53%	29.53%	22.11%	7.58%
无形资产和开发支出	1664.72	1562.82	1536.94	1511.06	1485.17	流动比率	53.56%	46.52%	58.21%	64.02%	72.09%
其他非流动资产	765.66	1174.85	1174.28	1171.71	1167.14	速动比率	33.05%	30.06%	39.57%	43.37%	48.85%
资产总计	8878.67	9134.90	9556.59	9789.24	9928.75	股利支付率	24.01%	41.79%	40.00%	40.00%	40.00%
短期借款	371.08	444.28	719.00	554.73	142.21	收益留存率	75.99%	58.21%	60.00%	60.00%	60.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	2450.96	2562.22	2696.02	2746.19	2892.40	总资产周转率	1.20	1.23	1.25	1.30	1.36
长期借款	1802.53	563.90	763.90	463.90	163.90	固定资产周转率	2.75	2.97	3.56	3.67	3.82
其他负债	1482.77	2036.44	1561.17	1396.90	984.38	应收账款周转率	17.49	17.26	17.47	17.25	17.49
负债合计	5736.26	5162.57	5021.09	4606.99	4040.68	存货周转率	11.29	10.30	11.09	11.25	11.09
股本	860.67	860.68	860.68	860.68	860.68	估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
资本公积	523.03	519.57	519.57	519.57	519.57	EBIT	744.42	927.89	1140.98	1292.83	1402.87
留存收益	1671.67	2515.70	3050.44	3664.54	4334.74	EBITDA	1200.84	1385.04	1619.31	1813.16	1965.21
归属母公司股东权益	3055.38	3895.94	4430.69	5044.79	5714.98	NOPLAT	654.06	842.27	948.58	1052.15	1137.19
少数股东权益	87.03	76.39	104.81	137.46	173.09	归母净利润	537.69	731.15	891.24	1023.50	1116.99
股东权益合计	3142.41	3972.33	4535.50	5182.25	5888.07	EPS	0.62	0.85	1.04	1.19	1.30
负债和股东权益合计	8878.67	9134.90	9556.59	9789.24	9928.75	BPS	3.55	4.53	5.15	5.86	6.64
现金流量表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	PE	29.13	21.42	17.58	15.30	14.02
经营性现金净流量	1491.25	1510.11	1495.54	1507.26	1767.13	PEG	1.22	1.41	0.80	1.03	1.54
投资性现金净流量	-568.17	-485.27	-584.00	-558.50	-550.00	PB	5.13	4.02	3.54	3.11	2.74
筹资性现金净流量	-970.55	-1090.17	-667.42	-908.02	-1174.93	PS	1.47	1.39	1.31	1.22	1.15
现金流量净额	-47.26	-65.72	244.11	40.74	42.21	PCF	10.50	10.37	10.47	10.39	8.86

资料来源: 财信证券, Wind

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5% - 15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10% - 5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5% - 5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本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，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和人员追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 B 座 25 楼

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438