新乳业 20260903

新乳业：低温结构优化与 DTC 转型驱动，2027 年利润翻倍目标明确

摘要

- 新乳业通过三轮并购构建“地方牧场+工厂+市场”体系，低温产品收入占比已近 60%，形成显著的区域深耕与供应链壁垒。
- 五年战略目标明确：至 2027 年净利润较 2022 年翻倍至 7.2 亿元，收入实现双位数复合增长，增长动力由外延并购转向内生增长。
- 产品结构持续高端化：核心品牌活润增速保持 30%-40%，朝日唯品净利率超 10%且已成高端标杆，高毛利核心品类占低温业务比重超 50%。
- 渠道变革驱动盈利：目标 2027 年 DTC 渠道占比达 30%（毛利 40%+），深度绑定山姆、盒马等品质商超，通过供应链定制实现规模与利润双增。
- 国际化与资本布局：计划 2026 年 3 月港股上市，旨在打造国际资本平台支持海外并购与产品出海，初期市场聚焦东南亚。
- 业绩预期与估值：预计 2026 年收入达 120 亿元，归母净利约 8.7 亿元（同比约 20%），当前 16x PE 低于消费品 Alpha 公司 20-25x 的合理区间。

Q&A

新乳业当前的核心投资逻辑是什么？

新乳业的核心投资逻辑在于“增利”，即通过产品与渠道的结构性优化，持续提升公司的核心净利润与盈利能力。同时，公司的成长性近年来逐步凸显，尤其在乳制品行业低温化的大趋势下，公司率先受益，实现了业绩增长与成长性的双重兑现。

新乳业的发展历程和股权结构是怎样的？公司通过并购形成了怎样的业务布局和竞争优势？

新乳业是新希望集团旗下的专业乳业平台，实际控制人为刘永好与刘畅父的一致行动人，合计控股比例达到 76%，股权结构相对集中。公司的发展过三轮并购实现： 第一轮（2001-2004 年）：新希望集团发起，收购了



地方性乳企，包括四川华西、安徽白帝、昆明雪兰、河北天香、青岛琴牌、云南蝶泉等，构成了公司的核心基本盘。 第二轮（2015-2016 年）：收购了苏州双喜、湖南南山以及朝日乳业（后来的朝日唯品主体），补足了在西南、华东及华中区域的市场布局。 第三轮（2019-2021 年）：公司上市后，借助资本市场收购了福建澳牛、宁夏寰美（夏进乳业主体），并参股了现代牧业、澳亚等大型牧场，保障了上游原奶供应的稳定性。 通过这三轮并购，公司形成了“由点到面”的全国化布局，并配套收购区域牧场，构建了“地方牧场、地方工厂、地方市场”的上下游协同供应体系。这一格局有效保障了公司低温产品的新鲜度，解决了低温产品全国化进程中奶源供应及其经济性的难题，形成了显著的竞争优势。

公司在并购后的整合管理方面表现如何？

公司的投后管理能力非常优秀，能够将并购的众多子公司盘活并整合成一个有机的整体。公司针对不同的子公司推行“一企一策”的战略。例如，对于区域深耕能力较强的夏进团队，在收购后保持其相对独立的经营；而对于原先经营较弱的湖南南山，则对其原有团队进行了重组，并实行轮动动态机制进行优化。此外，公司还会在全国范围内进行有效的人事调动，例如朝日唯品的主理人便是在公司其他子公司任职后调任的，以此来盘活各子公司的经营。这些举措为公司未来的并购拓展奠定了坚实基础。

公司在 2023 年发布的五年战略规划的核心目标与实现路径是什么？

该五年战略规划的核心目标是：以“鲜立方”战略为核心，在五年区间内（即至 2027 年），推动公司收入规模实现双位数复合增长，并实现净利润翻一番。以 2022 年 3.6 亿元的净利润为基数，这意味着 2027 年的净利润目标为 7.2 亿元。为实现此目标，规划确立了三大核心路径：

1. 产品聚焦：聚焦于高毛利的低温品类，特别是低温鲜奶和低温特色酸奶。
2. 增长模式转型：增长来源将逐步由以外延并购为主转向以内生增长为主，并购将作为辅助手段。
3. 渠道结构优化：将 DTC 渠道作为增长的第一引擎，目标是到 2027 年，DTC 渠道收入占比达到 30%以上。

此外，规划还对净负债率、数字化等方面提出了相应目标。

公司提出国际化战略并计划在港股上市的主要目的是什么？其国际化业务有何优势？

公司在 2025 年提出国际化战略，并于 2026 年 3 月计划在港股上市，其主要目的并非单纯的融资需求，而是为了服务于国际化战略，旨在打造一个国际化的资本运作平台。该平台将为公司后续的海外并购、资本重组以及产品出海等活动提供支持。公司在国际化方面具备显著优势，新希望集团已率先实现海外布局，并搭建了成熟的供应链体系，这将为新乳业的国际化进程提供有力赋能。预计公司初

期的国际化市场将主要聚焦于东南亚。

在产品结构优化方面，新乳业聚焦哪些核心品牌和品类？这些品类的发展状况如何？

公司聚焦于低温鲜奶与酸奶品类，并围绕此打造了多个核心子品牌。

1. 朝日唯品：定位高端鲜奶和乳酪，坚持循环农作的有机理念，通过 B 端和 C 端双轮驱动，并与山姆、Olé等高端渠道深度合作。目前基本盘在华东，正逐步向全国拓展，增长迅速。
2. 活润：聚焦功能性益生菌低温酸奶，旗下拥有活润晶球、大果粒、青食杯、青食瓶等知名产品。该品牌顺应了健康化消费趋势，并持续进行产品创新迭代，近两年增速基本保持在 30%-40%以上。
3. 24 小时：定位极致新鲜的高端巴氏鲜奶，货架期仅为当天，是公司供应链精细化运作的典范，目前正逐步向全国其他区域推广复制。
4. 夏进：作为西北区域的强势常温品牌，在并入公司体系后，通过引入山姆渠道、导入活润等高势能单品等精细化运作，在常温液奶市场承压的环境下逐步企稳，并于 2026 年实现了正增长。

目前，公司低温产品收入占比已超过 50%，接近 60%，而上述高毛利的核心品类在低温产品中占比也超过了 50%，其快速增长是驱动公司低温品类实现双位数增长的关键。

在渠道结构优化方面，新乳业如何与新兴零售渠道合作，并取得了哪些成果？

公司积极拓展新兴零售渠道，如山姆、盒马等品质商超，合作模式超越了简单的产品直供，延伸至供应链层面的深度产品定制。例如，盒马早期推出的“日日鲜”（货架期 24 小时）产品便由新乳业操盘；山姆自有品牌（Member's Mark）的酸奶由朝日唯品代工，后续还有一系列独家供应的新品推出。朝日唯品、活润等核心品牌均已入驻山姆和盒马，并成为热销单品。这些与新兴渠道的深度合作，已成为公司在渠道端增长的重要推动力。

请介绍公司在 D2C 渠道的战略规划、具体构成、发展目标以及其对盈利能力的影响？

公司的 D2C（Direct-to-Consumer）渠道是战略规划中的一个重要组成部分，其核心依托是“鲜活购”数字化平台，旨在实现公司直面消费者。D2C 渠道主要包括订单入户、自主征订、形象店和电商四个门类，其中订单入户和自主征订是需要重点关注的部分。 战略目标方面，公司计划到 2027 年实现 D2C 渠道销售占比达到 30%。作为阶段性目标，至 2025 年底，该渠道占比预计达到 15%至 20%，并存在进一步提升的空间。在盈利能力方面，D2C 渠道的毛利率能够达到 40%以上，显著高于公司的综合毛利率水平。“鲜活购”平台作为一个私域流量池，通过高

复购率的会员用户下单，实现了公司直接面向C端的运营。该平台的用户黏性和复购率相对较高，目前注册用户已超过千万级别，因此预计其销售占比将持续提升。

请以朝日唯品为例，阐述公司在产品创新和渠道赋能方面的具体实践和优势？

以朝日唯品为例，公司在产品创新和渠道赋能两方面展现了显著优势。 在产品创新方面，唯品延续了其循环农作的有机理念，初期定位为“小而美”的品牌形象，聚焦于低温鲜奶和低温酸奶两大核心品类，精准覆盖高消费能力的白领群体。产品线从最初的1升屋顶盒鲜奶，逐步拓展至有机、A2、娟姗等有机加高端系列。后续又成功推出了伯爵乳酪、芭乐酸奶、焦糖布丁等一系列新品，精准契合了当前消费者对“好吃、好喝、健康”的需求。 在渠道赋能方面，唯品初期在B端市场，尤其是在咖啡茶饮赛道表现强势。在上海市场，唯品成功切入Manner、M Stand、阿嬷手作、喜茶等高端连锁渠道，成为B端市场的重要高端选项。通过B端的成功运作，唯品在C端也逐步树立了高端品牌形象。在C端渠道拓展上，唯品选择进入品质商超，而非快速扩张的现代流通渠道，以巩固其高端定位。唯品与山姆会员店的合作尤为深入。例如，唯品为山姆代工的MM系列酸奶，年销售体量可达3亿元。此外，双方还合作开发了多款特供产品，如芭乐酸奶、焦糖布丁、酒酿乳酪等，这些产品在上市首月便能实现千万级别的月销售额，为唯品在商超渠道的规模增长奠定了坚实基础。基于唯品与山姆的稳定合作关系，公司得以将夏进等其他品牌导入山姆渠道，例如夏进的“绝品”系列产品，这为夏进品牌的高端化和全国化布局铺平了道路。

朝日唯品在公司整体业务体系内的盈利表现和战略地位是怎样的？

朝日唯品在公司体系内的净利润水平排名前列。从报表数据看，其主要运营主体山东唯品在2025年的净利润率已达到9%点多，接近10%。若将唯品作为一个整体品牌来考量，其实际净利率能够超过双位数，并且呈现逐年提升的态势。 唯品的战略地位是公司内部树立的高端标杆，成功实现了收入的高速增长和净利率的逐年提升。其在高端产品运作、产品创新以及渠道合作赋能方面的成功经验，可以逐步复制并推广至公司旗下的其他品牌和产品线。

公司业绩增长的核心逻辑、实现路径以及未来的成长性体现在哪些方面？

在乳制品行业整体低温化趋势下，公司的阿尔法属性较为凸显，其核心逻辑在于业绩的逐步兑现和盈利能力的持续提升。 主要的实现路径有两条：第一是产品结构优化，通过提升低温鲜奶和酸奶等核心品类的销售占比来拉动整体毛利率。第二是渠道结构优化，通过提高D2C渠道和品质商超等新兴渠道的占比，来提升整体的毛利率和净利率。从目前情况看，这两条路径能够实现逐季的业绩兑现。在业绩稳定释放的基础上，公司开始展现出成长性。这主要得益于公司在低温品类方面强大的产品创新能力和渠道赋能力，使得高端核心品类开始释放出较高的

增速。随着未来低温产品占比的进一步提升，这部分成长性将更加凸显。

对于公司 2026 年的业绩预期以及当前的估值水平有何判断？

预计公司在 2026 年能够实现中高个位数的收入增长，收入体量有望达到 120 亿元。在利润方面，预计公司能够提前一年实现 7.2%的净利润率目标，对应的归母净利润约为 8.7 亿元，同比增速预计接近 20%。 从估值来看，公司目前的 PE 估值大约在 16 倍左右。对于一家在基本面上具备阿尔法属性的消费品公司而言，这一估值水平相对偏低。预期未来随着乳制品整体需求的回暖企稳，以及原奶周期反转可能带来的板块整体估值抬升，公司的阿尔法属性将更加凸显，有望将其估值水平拉升至 20 倍到 25 倍的合理区间。