仅供内部参考，请勿外传

食品饮料 | 饮料乳品

北交所|新股申购

2026 年 09 月 24 日

南方乳业(920196.BJ)

——贵州区域乳企领军者，奶源建设与渠道拓展打开成长空间

证券分析师

赵昊

SAC：S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚

huwenhan@huayuanstock.com

投资要点：

- **南方乳业本次发行价格 14.21 元/股，发行市盈率 11.90X，申购日为 2026 年 9 月 28 日。**此次发行数量为 3519 万股，发行后总股本为 18518.5 万股，此次发行数量占发行后总股本的 19%；经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 19%，老股占可流通股本比例为 0%。此次发行未安排超额配售选择权。本次发行战略配售发行数量为 1055.6 万股，**占本次发行数量的 30%；**全国社保基金及现代种业发展基金、新供销产业发展基金等投资者参与。本次发行募集资金在扣除发行费用后拟用于投资**威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目、贵州南方乳业股份有限公司营销网络建设项目**。本次募集资金投资项目实施后，威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目预计**将提升自有奶源比例**。

- **深耕于乳制品行业，主营业务收入逐年稳步增加。**公司主营**低温乳制品（巴氏杀菌乳、发酵乳、低温调制乳）、常温乳制品（灭菌乳、调制乳）、含乳饮料及生鲜乳等产品**。公司凭借其出色的创新研发能力，截至 2026 年 3 月已取得 15 项专利和 4 件软件著作权，参与并制定了符合或高于国家标准的 12 项企业标准。2022-2025 年，公司常温乳制品业务营收分别为 9.62 亿元、11.6 亿元、11.74 亿元与 11.52 亿元，同比+28.75%、+20.56%、+1.18%与-1.85%，占主营业务收入比例分别为 61.07%、64.27%、64.61%和 62.66%；低温乳制品业务营收分别为 5.62 亿元、6.03 亿元、6.15 亿元和 6.49 亿元，同比+4.78%、+7.30%、+1.96%与+5.51%；乳饮料营收金额较小。**2026H1 公司实现营业收入约 8.96 亿元，同比增长 4.97%；归母净利润约 1.03 亿元，同比下降 16.08%。**

- **生鲜乳价格下降，线上零售额占比增加，中国乳制品行业规模不断扩大。**中国乳制品行业自 2008 年因品质问题陷入信任危机后，在政府政策规范及宏观经济、健康意识提升、分销网络完善等因素驱动下，恢复稳健发展态势。根据灼识咨询统计，**行业规模持续扩大，2024 年市场零售规模已达约 5,216.70 亿元，并预计于 2026 年达到 5,966.60 亿元。**然而，行业上游面临挑战，据农业农村部数据，生鲜乳价格自 2022 年起持续下降，主产区平均价格从 2022 年的 4.16 元/公斤下跌至 2025 年的 3.06 元/公斤，跌幅达 26%，此举促使各大乳企为保障供应链安全而加大对奶源的控制力度。在销售渠道方面，根据欧睿国际数据，**线上零售渠道占比已显著提升至 17.50%**（2022 年），其不受地域限制、低门槛的优势与成熟的线下渠道（占比 82.50%）形成互补；未来，在消费升级背景下，全渠道融合与数字化营销或将推动市场迈向新高度。

- **申购建议：建议关注。**公司在乳制品行业形成了全产业链运营模式，产品涵盖低温乳制品与常温乳制品。凭借精准的市场定位和持续的产品创新，公司构建了以“山花”“花都牧场”“贵草”为代表的品牌矩阵，在贵州地区积累了较高品牌忠诚度的消费群体，并获评“贵州省名牌产品”“学生饮用奶生产认证企业”等多项荣誉。未来公司或通过深化产品创新与市场拓展，进一步巩固区域市场领先地位。可比公司 PE TTM 中值达 20.15X，建议关注。

- **风险提示：产品质量及食品安全管控风险、公司销售区域集中的风险、经销商渠道管理风险**

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1.发行情况 4
1.1. 发行信息：发行价格 14.21 元/股，发行市盈率 11.90X 4
1.2. 募投：威宁奶牛养殖基地及营销网络建设项目完成后或可提升奶源自给率与市场竞争力 5
2. 深耕贵州乳业市场，低温乳制品创新引领区域发展 6
2.1. 业务：2025 年常温乳制品营收 11.52 亿元（yoy-1.85%），占主营业务收入 62.66% 7
2.2. 模式：最终消费群体为居民、商业企业等消费者，大客户聚焦经销渠道及商超等 8
2.3. 财务：2025 年公司营收超 18 亿元、归母净利润 2.2 亿元（yoy+5.45%） 9
3. 行业：生鲜乳价格下降，线上零售额占比增加，中国乳制品行业规模不断扩大 11
3.1. 中国：乳制品行业规模不断扩大，线上零售额占比增加 11
3.2. 同行业公司：主要包括伊利股份、蒙牛乳业等 13
4. 申购建议：建议关注 14
5. 风险提示 14

图表目录

图表 1： 南方乳业本次发行价格 14.21 元/股 4
图表 2： 本次发行战略配售发行数量为 1055.6 万股 4
图表 3： 公司募投项目拟总投资达 9.58 亿元 5
图表 4： 贵阳市国资委持有贵阳农投集团 91.6%的股权，为南方乳业实际控制人（2026/9/24 数据） 6
图表 5： 公司主要产品包括低温乳制品、常温乳制品、含乳饮料及其他乳制品，并销售部分生鲜乳 7
图表 6： 2025 年常温乳制品业务营收达 11.52 亿元，占比最高（单位：万元） 8
图表 7： 2025 年常温乳制品业务的毛利率为 28.78% 8
图表 8： 2022-2025 年六盘水萱宇商贸有限责任公司等为前五大客户 8
图表 9： 公司 2021-2025 年归母净利润 CAGR 为 11.63% 10
图表 10： 2020 年以来中国乳制品行业规模持续扩大 11
图表 11： 2024 年中国奶类产量有所下降 11
图表 12： 2017-2022 年乳制品线上零售额占比不断增加 12
图表 13： 我国生鲜乳平均价格自 2021 年以来不断下降 12
图表 14： 我国乳制品行业整体竞争格局 13
图表 15： 南方乳业主要同行业公司包括伊利股份、蒙牛乳业等 13
图表 16： 可比公司 PE TTM 中值达 20.15X 14

1. 发行情况

1.1. 发行信息：发行价格 14.21 元/股，发行市盈率 11.90X

南方乳业本次发行价格 14.21 元/股，发行市盈率 11.90X，申购日为 2026 年 9 月 28 日。此次发行数量为 3519 万股，发行后总股本为 18518.5 万股，此次发行数量占发行后总股本的 19%;经我们测算,公司发行后预计可流通股本比例为 19%,老股占可流通股本比例为 0%。此次发行未安排超额配售选择权。

图表 1：南方乳业本次发行价格 14.21 元/股

基本信息	股票代码	920196.BJ	所属国民经济行业	液体乳制造
	股票简称	南方乳业	发行代码	920196
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	14.21
	募集金额(万元)	49,998	主承销商	中信证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	3,519	占发行后总股本比例	19.00%
	战略配售比例	30.00%	超额配售比例	0.00%
日期与申购限制	路演日	2026-09-24	申购日	2026-09-28
	申购款退回日	2026-09-30	网上最高申购量(万股)	123.14
基本面信息	2025 年总营收(亿元)	18.39	2025 年归母净利润(万元)	22,111.81
	2025 年毛利率	29.78%	2025 年加权 ROE%	12.15%
	2025 年营收增速	1.21%	2025 年归母净利润增速	5.45%
股本信息	发行前总股本(万股)	15,000.00	发行前限售股(万股)	15,000.00
	发行后预计可流通比例	19.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	11.9	发行后 2025 EPS(元)	1.19

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所　　注：比例计算时均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 1055.6 万股，占本次发行数量的 30%。全国社保基金及现代种业发展基金、新供销产业发展基金等投资者参与。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 1055.6 万股

序号	战略投资者名称	拟认购股数（股）	限售期（月）
1	中信证券投资有限公司	1,759,259	12 个月
2-1	全国社保基金四一八组合	1,859,104	6 个月
2-2	中信证券股份有限公司-社保基金 17052 组合	929,733	6 个月
3	现代种业发展基金有限公司	4,600,000	6 个月
4	新供销产业发展基金管理有限责任公司	1,407,459	6 个月
合计		10,555,555	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2. 募投：威宁奶牛养殖基地及营销网络建设项目完成后或可提升奶源自给率与市场竞争力

本次发行募集资金在扣除发行费用后拟用于投资威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目、贵州南方乳业股份有限公司营销网络建设项目。本次募集资金投资项目实施后，威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目预计将提升自有奶源比例，保障奶源供应、发展规模化养殖，提供质量保证、满足日益增长的低温产品消费需求；贵州南方乳业股份有限公司营销网络建设项目有望开拓市场渠道，提高乳制品市场占有率、完善冷链物流体系，提高低温产品市场服务能力、完善营销网络渠道。本次募集资金投资项目紧密围绕公司主营业务展开，有利于巩固和完善公司行业领先地位，进一步增强公司的核心竞争力。

图表 3：公司募投项目拟总投资达 9.58 亿元

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目	44,367.20	40,000.00
2	贵州南方乳业股份有限公司营销网络建设项目	51,472.19	15,000.00
	合计	95,839.39	55,000.00

资料来源：南方乳业招股书、华源证券研究所

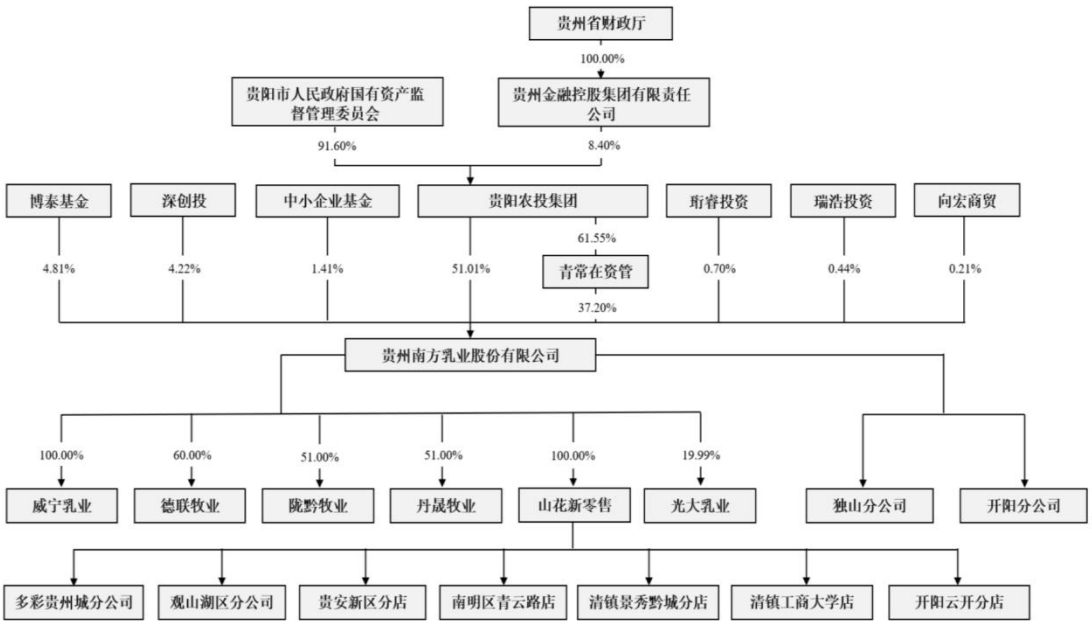
仅供内部参考，请勿外传

2. 深耕贵州乳业市场，低温乳制品创新引领区域发展

公司主要从事乳制品及含乳饮料的制造与销售业务，主要产品包括各类低温乳制品（巴氏杀菌乳、发酵乳、低温调制乳）、常温乳制品（灭菌乳、调制乳）、含乳饮料、其他乳制品及生鲜乳等。通过持续深入的市场分析，精准的产品定位，公司不断开发适应市场需求的新产品，树立了良好品牌形象，在贵州地区赢得了具有较高品牌忠诚度的消费群体。公司曾荣获“2023 年度乳制品生产企业现代化等级评价 AAAAA 级（5A 级）企业”、“中国乳业科技创新典范企业”、“中国奶业优秀乳品加工企业——最具影响力品牌企业”、“国家绿色工厂”“2024 中国农业企业 500 强”“2024 中国农业企业奶业 20 强”“2024 乳业科技创新企业”等殊荣，已成为贵州地区最具影响力的乳品企业和品牌之一。公司凭借其出色的创新研发能力，截至 2026 年 3 月已取得 15 项专利和 4 件软件著作权，参与并制定了符合或高于国家标准的 12 项企业标准；公司积极申报省市科技部门和科学技术协会各类科技项目，2022 年以来，公司成功申报省/市科技部门和科学技术协会各类科技项目共 11 项。

截至 2026/9/24，贵阳农投集团直接持有公司股份占公司本次发行前总股本的 51.01%，为公司的控股股东；同时贵阳农投集团直接持有青常在资管 61.55%的股权，为青常在资管的控股股东，青常在资管直接持有公司股份占公司本次发行前总股本的 37.20%。因此，**贵阳农投集团合计控制公司 88.21%的股权。**贵阳农投集团系贵阳市国资委履行出资人职责的国有企业，贵阳市国资委直接持有贵阳农投集团 91.60%的股权，依其持股比例所享有的表决权可以对股东大会的决议以及公司的重大决策和经营管理产生重大影响，因此**贵阳市国资委为公司的实际控制人。**

图表 4：贵阳市国资委持有贵阳农投集团 91.6%的股权，为南方乳业实际控制人（2026/9/24 数据）



资料来源：南方乳业招股书、华源证券研究所

2.1. 业务：2025 年常温乳制品营收 11.52 亿元（yoy-1.85%），占主营业务收入 62.66%

公司集乳制品、乳饮料的研发、生产、销售以及奶畜养殖于一体，产品主要以常温乳制品和低温乳制品为主。公司通过持续深入的市场分析，精准的产品定位，不断开发适应市场需求的新产品，为公司树立良好品牌打下了坚实的基础，赢得了具有较高品牌忠诚度的消费群体。公司目前拥有“山花”、“花都牧场”、“花溪老酸奶”、“贵草”等乳制品品牌，以贵州市场为核心，辐射湖南、四川、重庆、广西、云南、广东等周边省市市场。公司依托贵州的良好生态环境，构筑了贵州奶牛存栏数最多、设施先进、管理优化的核心生态牧场圈。公司在省外的牧场主要位于陕西、甘肃等黄金奶源带，奶牛养殖资源丰富、气候适宜，产奶量较高。综上，公司的自有牧场一定程度上保障了公司乳品生产的奶源供给的稳定性，为公司扩大生产和销售规模奠定了坚实的基础。

图表 5：公司主要产品包括低温乳制品、常温乳制品、含乳饮料及其他乳制品，并销售部分生鲜乳

产品	类别	简介	图片
低温乳制品	巴氏杀菌乳	以生鲜乳为主要原料，采用巴氏杀菌加工而制成的乳制品	
	发酵乳	以生鲜乳为主要原料，经过巴氏杀菌后再向牛奶中添加有益菌（发酵剂），发酵后冷却灌装或灌装后发酵的乳制品	
	调制乳	以生鲜乳或复原乳为主要原料，添加其他原料或食品添加剂或营养强化剂，采用巴氏杀菌加工而制成的液体产品	
常温乳制品	灭菌乳	采用超高温瞬时灭菌、无菌罐装而制成达到商业无菌要求的液态产品	
	调制乳	以生鲜乳或复原乳为主要原料，添加其他原料或食品添加剂或营养强化剂，采用超高温瞬时灭菌技术加工而制成的液体产品	
含乳饮料	含乳饮料	以生鲜乳或乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵，采用超高温瞬时灭菌或二次杀菌而制成的饮料制品	
其他乳制品		以生鲜乳为原料，经加工制成的其他产品	
生鲜乳		挤奶之后所收集的未经杀菌消毒的牛奶，又称生奶、原料乳	

资料来源：南方乳业招股书、华源证券研究所

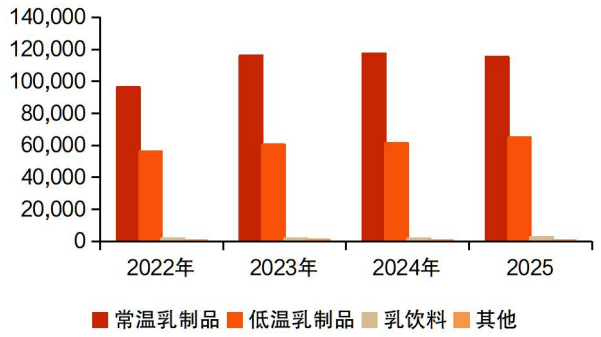
收入情况：2022-2025 年，公司**常温乳制品业务**营收分别为 9.62 亿元、11.6 亿元、11.74 亿元与 11.52 亿元，同比+28.75%、+20.56%、+1.18%与-1.85%，占主营业务收入比例分别为 61.07%、64.27%、64.61%和 62.66%，占比最高，得益于产品结构不断优化及核心产品竞争力日益提升。2022-2025 年，**低温乳制品业务**营收分别为 5.62 亿元、6.03 亿元、6.15 亿元和 6.49 亿元，同比+4.78%、+7.30%、+1.96%与+5.51%，占主营业务收入比例分别为

仅供内部参考，请勿外传

35.67%、33.40%、33.84%和 35.27%，公司低温乳制品业务收入规模随销量提升而提升。2022-2025 年，**乳饮料**营收分别为 1889.27 万元、1753.84 万元、1953.68 万元和 2690.16 万元，同比-24.70%、-7.17%、+11.39%和+37.70%，占主营业务收入比例分别为 1.20%、0.97%、1.08%和 1.46%。其他产品收入分别为 0.06 亿元、0.04 亿元、0.01 亿元和 0.03 亿元，整体金额较小。

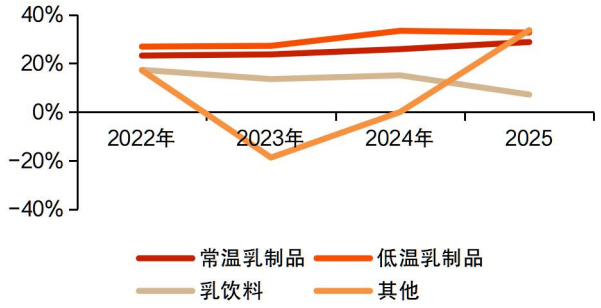
毛利率情况：2022-2025 年，公司**常温乳制品**业务毛利率分别为 23.21%、23.69%、25.86%和 28.78%，同比+1.66pcts、+0.48pcts、+2.17pcts 和+2.92pcts；**低温乳制品**业务毛利率分别为 26.90%、27.22%、33.40%和 32.65%，同比-2.50pcts、+0.33pcts、+6.18pcts 和-0.76pcts；**乳饮料**业务毛利率分别为 17.33%、13.53%、15.08%和 7.17%，同比-0.46pcts、-3.80pcts、+1.54pcts 和-7.91pcts。

图表 6：2025 年常温乳制品业务营收达 11.52 亿元，占比最高（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 7：2025 年常温乳制品业务的毛利率为 28.78%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：最终消费群体为居民、商业企业等消费者，大客户聚焦经销渠道及商超等

公司采用经销与直销相结合的销售模式，公司大力发展电商渠道、终端渠道及送奶上户等直销客户，使得直销收入增幅较快。公司产品的最终消费群体为居民、商业企业等消费者，国内乳制品行业的销售普遍采用经销与直销结合的销售模式，产品经过经销客户或直销客户向下游最终消费者销售。2022-2025 年，公司前五大客户销售占比分别为 13.22%、13.37%、13.09%和 12.60%，六盘水萱宇商贸有限责任公司始终为公司前五大客户。

图表 8：2022-2025 年六盘水萱宇商贸有限责任公司等为前五大客户

2022 年度				
序号	客户名称	销售金额（万元）	占比	是否为关联方
1	六盘水萱宇商贸有限责任公司	4,846.75	3.08%	否
2	毕节市盛合信商贸有限公司	4,820.49	3.06%	否
3	贵州合力超市采购有限公司	4,517.15	2.87%	否
4	永辉超市有限公司	3,450.98	2.19%	否
5	贵州东宇弘迈商贸有限公司	3,183.69	2.02%	否
	合计	20,819.06	13.22%	-
2023 年度				
序号	客户名称	销售金额（万元）	占比	是否为关联方

仅供内部参考，请勿外传

1	六盘水萱宇商贸有限责任公司	5,921.72	3.28%	否
2	毕节市盛合信商贸有限公司	5,529.08	3.06%	否
3	贵州商储贸易有限公司	5,301.13	2.94%	否
4	贵州合力超市采购有限公司	3,821.77	2.12%	否
5	贵州东宇弘迈商贸有限公司	3,551.39	1.97%	否
	合计	24,125.09	13.37%	-
	2024 年度			
序号	客户名称	销售金额（万元）	占比	是否为关联方
1	六盘水萱宇商贸有限责任公司	6,556.04	3.61%	否
2	毕节市盛合信商贸有限公司	5,729.41	3.15%	否
3	贵州商储贸易有限公司	4,359.86	2.40%	否
4	贵州合力超市采购有限公司	3,689.30	2.03%	否
5	贵州东宇弘迈商贸有限公司	3,442.17	1.89%	否
	合计	23,776.78	13.09%	-
	2025 年			
序号	客户名称	销售金额（万元）	占比	是否为关联方
1	毕节市盛合信商贸有限公司	5,920.17	3.22%	否
2	六盘水萱宇商贸有限责任公司	5,840.09	3.18%	否
3	贵州商储贸易有限公司	4,824.64	2.62%	否
4	贵州合力超市采购有限公司	3,623.55	1.97%	否
5	贵州东宇弘迈商贸有限公司	2,964.31	1.61%	否
	合计	23,172.75	12.60%	-

资料来源：南方乳业招股书、华源证券研究所

公司主要核心技术来源于自主研发，同时，公司积极参与产学研合作，开展与当地研究院、大学等科研单位的技术合作，与行业协会保持密切交流，有效地提升公司的产品研发、市场技术服务和产品应用水平。公司设有“技术开发部”并与其他部门紧密对接，结合市场动态、公司定位及产品研发周期特点，持续推进新产品和工艺的研发工作；公司也加大与各大高校及科研院所合作，实现院企、校企联合的优势互补，增强企业基础性研究水平，共同培养企业所需人才。公司积极引进本行业国内外精英人士，建立技术研发人才发展机制。南方乳业作为区域性乳企，依托区域市场先发优势和本地资源布局，在重点区域形成品牌影响力，与全国性乳企（如伊利、蒙牛）形成互补。通过线下渠道及冷链技术提升区域竞争力，并逐步拓展至全国，同时针对区域需求优化产品结构，提升消费者忠诚度与市场需求。

2.3. 财务：2025 年公司营收超 18 亿元、归母净利润 2.2 亿元（yoy+5.45%）

营收方面，2021-2025 年公司经营发展态势良好，保持稳定增长。公司营收从 2021 年的 13.26 亿元稳步上升，2025 年达到 18.39 亿元（yoy+1.21%），2021-2025 年年均复合增长率为 8.51%。公司主营业务收入的季节性分布基本保持稳定，第一季度受春节因素影响，2023 年至 2025 年第一季度收入占全年比例相对较低。

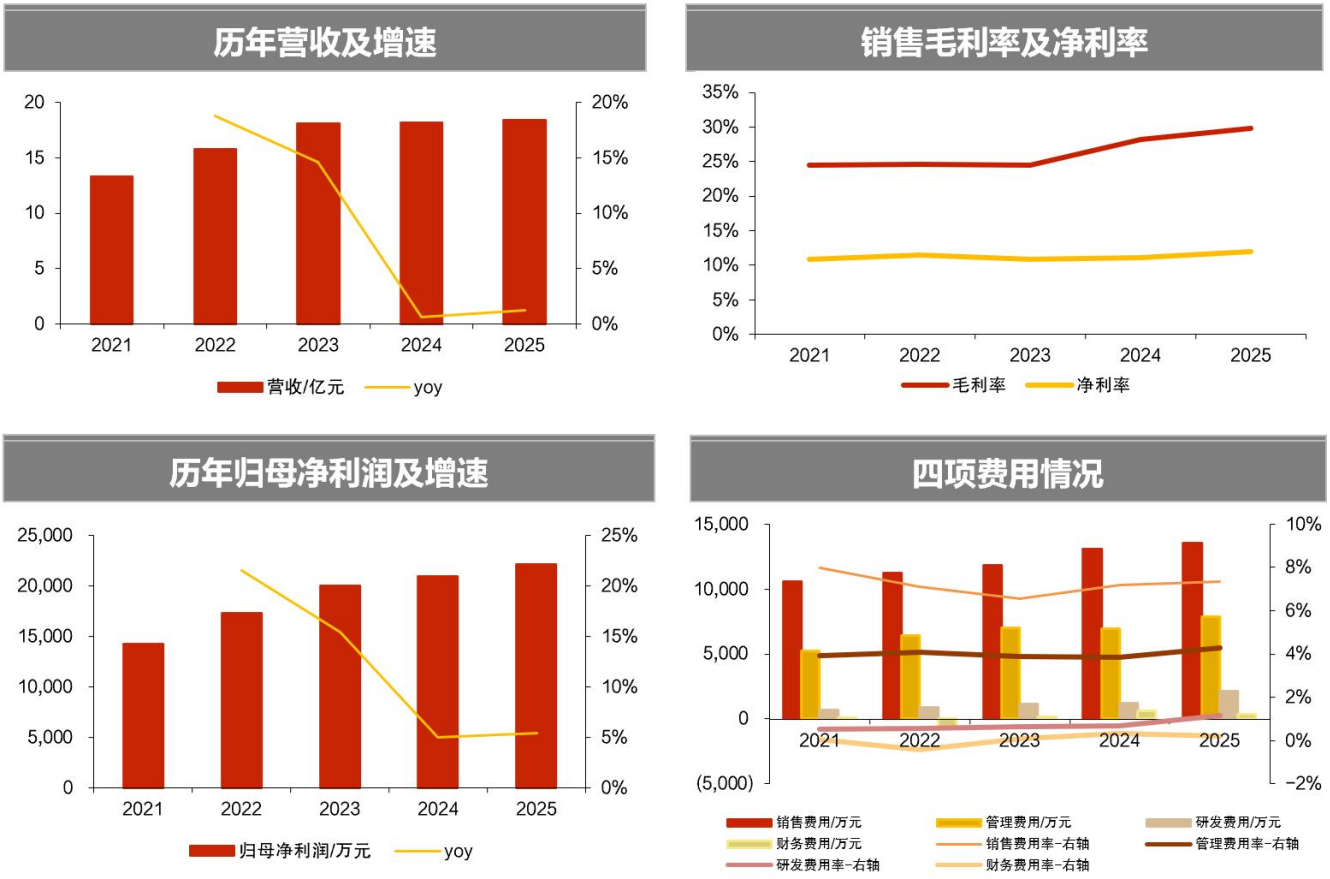
利润方面，公司归母净利润从 2021 年的 1.42 亿元稳步上升，2025 年达 2.21 亿元（yoy+5.45%），2021-2025 年年均复合增长率为 11.63%。

盈利能力方面，2021-2025 年公司销售毛利率分别为 24.53%、24.61%、24.44%、28.15%和 29.78%。

成本管控方面，2021-2025 年期间费用率分别为 12.48%、11.32%、11.20%、12.02%和 12.99%，**公司直接材料占比有所下降，而直接人工、制造费用及运输费用均有所上升，主要系随着公司自有牧场运营规模扩大，自产生鲜乳占比提升，而与原料生鲜乳相关的直接人工、制造费用等相应增加所致，同时由于省外自有牧场德联牧业位于甘肃，运输原料生鲜乳至公司在贵阳的生产基地运费显著增加。**

2026H1 公司实现营业收入约 8.96 亿元，同比增长 4.97%；归母净利润约 1.03 亿元，同比下降 16.08%。

图表 9：公司 2021-2025 年归母净利润 CAGR 为 11.63%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

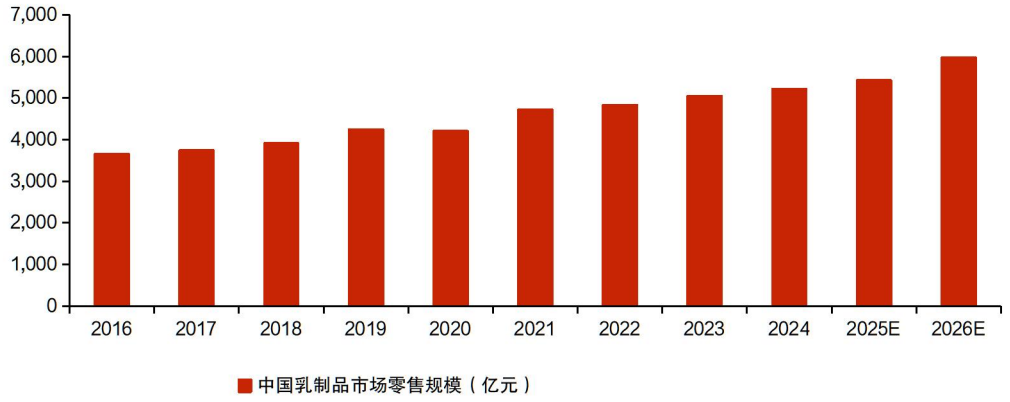
仅供内部参考，请勿外传

3. 行业：生鲜乳价格下降，线上零售额占比增加，中国乳制品行业规模不断扩大

3.1. 中国：乳制品行业规模不断扩大，线上零售额占比增加

近年来，中国乳制品行业规模不断扩大，但奶类产量 2024 年有所下降。根据南方乳业招股书，中国乳制品行业于上世纪九十年代开始快速发展，2008 年乳制品行业在多年高速发展后出现品质问题，消费者对国产乳制品的消费信心骤降，行业陷入信任危机。2008 年后，政府及相关部门颁布了多项政策，规范行业发展。

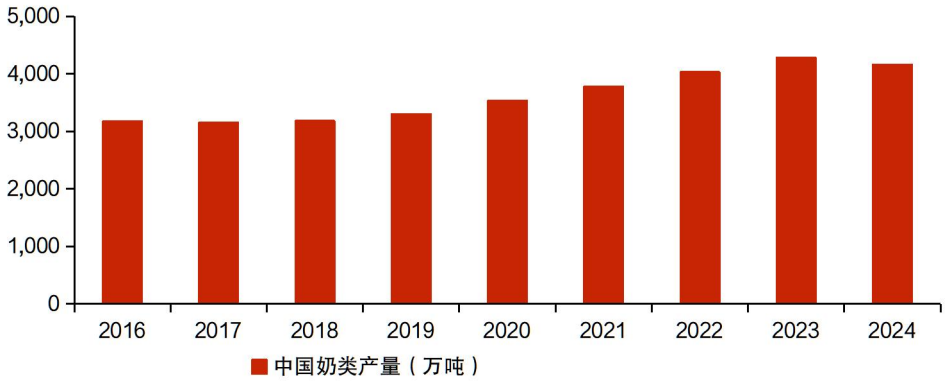
图表 10：2020 年以来中国乳制品行业规模持续扩大



资料来源：南方乳业招股书、灼识咨询、华源证券研究所

根据南方乳业招股书，2010 年以来，受益于中国经济的强劲增长、国民生活水平逐渐提高等宏观因素和消费者健康意识不断提升、乳制品分销网络日趋完善等行业因素的影响，中国乳制品行业一直保持稳健的发展态势。根据灼识咨询研究统计，2024 年中国乳制品市场零售规模达到约 5,216.70 亿元，预计将于 2026 年达到 5,966.60 亿元。据国家统计局数据，近年来国内奶类产量整体呈上升趋势，于 2023 年达到高点；2024 年因为生鲜乳市场供需失衡，导致生鲜乳价格持续下行，奶类产量小幅下降。

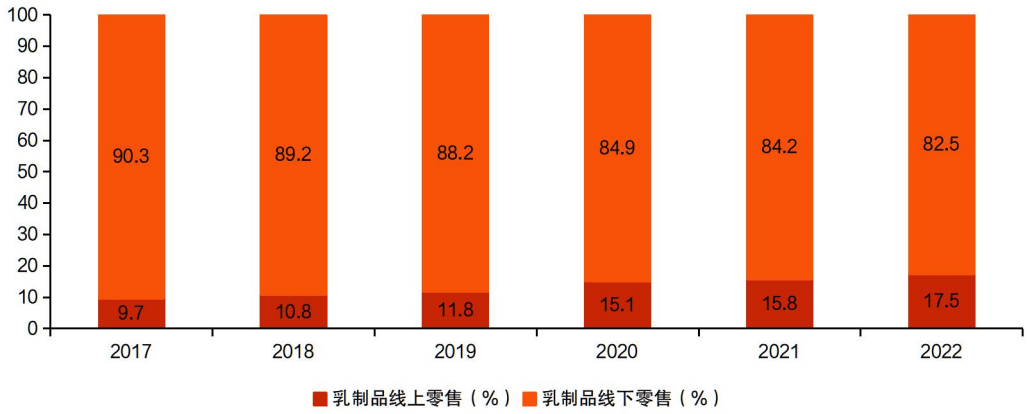
图表 11：2024 年中国奶类产量有所下降



资料来源：南方乳业招股书、国家统计局、华源证券研究所

根据南方乳业招股书，目前乳制品行业的销售渠道仍以线下为主。线下渠道的搭建需要时间，但一旦成熟，便拥有相对较高的竞争壁垒，相对而言，线上渠道的优势在于不受地域限制，门槛较低，可借助互联网快速实现品牌及产品覆盖。据欧睿国际数据，2022 年乳制品线上及线下零售额占比分别为 17.50%和 82.50%，线下传统超市和特大型卖场仍是目前乳制品最主要的零售渠道，但线上渠道和其他新零售渠道消费增速较快。在消费升级的背景下，未来乳制品线上线下全渠道融合趋势或将不断深化，新兴的数字化营销方式及新零售渠道或将促进乳制品市场走向新高度。

图表 12：2017-2022 年乳制品线上零售额占比不断增加



资料来源：南方乳业招股书、欧睿国际、华源证券研究所

2021-2025 年我国生鲜乳平均价格不断下降。据农业农村部数据，2018-2021 年底，我国生鲜乳价格呈现整体上涨趋势，主产区平均原奶价格由 2018 年的 3.37 元/公斤上涨至 2021 年的 4.29 元/公斤，2022 年以来受供给提升影响原奶平均价格持续下降，由 2022 年的 4.16 元/公斤，下跌至 2025 年的 3.06 元/公斤。出于对食品安全、长期稳定以及原奶成本浮动的考虑，各大乳企近年来持续加大对奶源的控制力度，行业供应链管控增强、产业链一体化布局趋势日趋明显。

图表 13：我国生鲜乳平均价格自 2021 年以来不断下降



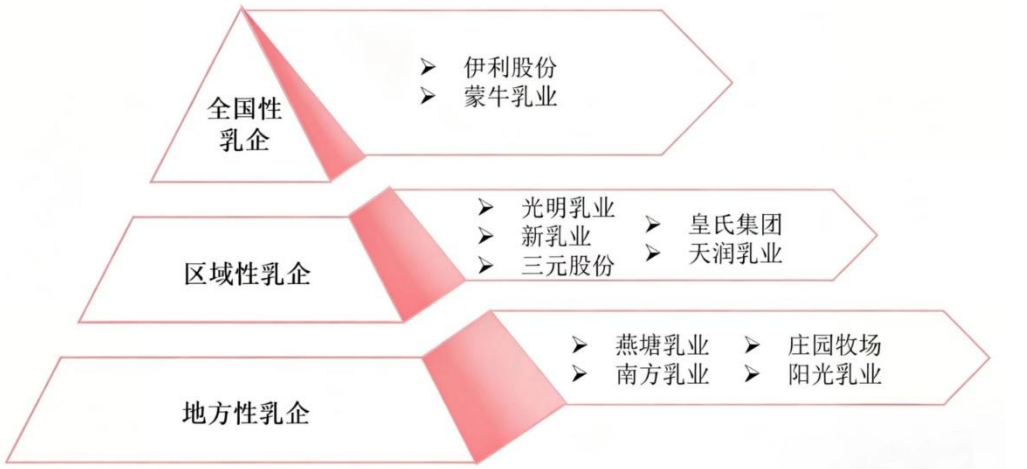
资料来源：iFinD、农业农村部、华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2. 同行业公司：主要包括伊利股份、蒙牛乳业等

目前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。1）以伊利股份、蒙牛乳业为代表的全国性乳企产品结构丰富、渠道铺设完善，稳居行业前两位。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）以公司、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。

图表 14：我国乳制品行业整体竞争格局



资料来源：南方乳业招股书、华源证券研究所

图表 15：南方乳业主要同行业公司包括伊利股份、蒙牛乳业等

证券代码	上市公司	主要辐射区域	主营业务
600887.SH	伊利股份	全国	主要业务为乳及乳制品的加工、制造与销售，主要产品包括液体乳、乳饮品、奶粉、冷冻饮品、酸奶等
02319.HK	蒙牛乳业	全国	主要从事生产和销售优质乳制品，主要产品包括液体奶（如 UHT 奶、乳饮料及酸奶）、冰淇淋及其他乳制品（如奶粉）
600597.SH	光明乳业	华东	主要从事各类乳制品的开发、生产和销售，奶牛的饲养、培育，物流配送等业务。主要产品包括新鲜牛奶、新鲜酸奶、乳酸菌饮品、常温酸奶、婴幼儿及中老年奶粉、奶酪、黄油等
002946.SZ	新乳业	西南	主营业务为乳制品的研发、生产和销售，产品主要包括低温鲜牛奶、低温酸奶、低温调制乳、低温乳饮品、常温纯牛奶、常温乳饮品、常温调制乳、常温酸奶及奶粉等 9 大类
600429.SH	三元股份	华北	产品涵盖屋型包装鲜奶系列、UHT 奶系列、酸奶系列、袋装鲜奶系列等，日处理鲜奶达 3,000 吨
002329.SZ	皇氏集团	广西	乳制品生产销售业务产品系列包括以荷斯坦牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌乳、调制乳、灭菌乳、发酵乳和饮品等
600419.SH	天润乳业	新疆	主要从事乳制品制造及畜牧业，营业收入主要来源于乳制品销售
002732.SZ	燕塘乳业	广东	主要从事乳制品的研发、生产和销售，属于食品制造业。该公司产品包括巴氏杀菌奶、UHT 灭菌奶、酸奶、花式奶和乳酸菌乳饮品等，其中巴氏杀菌奶、花式奶为主要产品
002910.SZ	庄园牧场	甘肃	主要从事乳制品的生产、加工、销售及奶牛养殖业务。公司产品包括液体乳（巴氏杀菌乳、灭菌乳、调制乳、发酵乳）和其他乳品

001318.SZ	阳光乳业	江西	专注于乳制品及乳饮料的研发、生产和销售，并以低温乳制品、低温乳饮料为主打产品

资料来源：南方乳业招股书、华源证券研究所 注:本表数据均来自于南方乳业招股书

4. 申购建议：建议关注

公司在乳制品行业形成了集乳制品、乳饮料的研发、生产、销售以及奶畜养殖于一体的全产业链运营模式，产品涵盖低温乳制品与常温乳制品。凭借精准的市场定位和持续的产品创新，公司构建了以“山花”“花都牧场”“贵草”为代表的品牌矩阵，在贵州地区积累了较高品牌忠诚度的消费群体，并获评“贵州省名牌产品”“学生饮用奶生产认证企业”等多项荣誉。作为贵州省乳品行业领军企业和农业产业化国家重点龙头企业，公司先后荣获“国家绿色工厂”“2024 中国农业企业 500 强”“2024 乳业科技创新企业”等称号，行业影响力持续提升。未来公司或将通过深化产品创新与市场拓展，进一步巩固区域市场领先地位。可比公司 PE TTM 中值达 20.15X，建议关注。

图表 16：可比公司 PE TTM 中值达 20.15X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营收/亿元	2025 年归母净利润/万元	2025 年毛利率/%	2025 年净利率/%	2025 年研发费用率
伊利股份	600887.SH	1,702.79	16.82	1,159.31	1,156,516.65	34.58%	9.96%	0.79%
新乳业	002946.SZ	124.37	15.56	112.33	73,114.69	29.18%	6.72%	0.45%
燕塘乳业	002732.SZ	22.20	60.47	15.86	5,762.51	24.87%	3.69%	0.88%
天润乳业	600419.SH	27.61	23.48	27.52	4,148.28	16.06%	0.52%	0.78%
	均值	469.24	29.08					
	中值	75.99	20.15					
南方乳业	920196.BJ	-	-	18.39	22,111.81	29.78%	11.92%	1.15%

资料来源：iFinD、华源证券研究所 注：数据截至 2026/9/23

5. 风险提示

产品质量及食品安全管控风险：中国食品安全问题长期以来是社会舆论关注的焦点。随着生活水平的不断提高，消费者食品安全意识逐步提升，政府对食品安全问题日趋重视，食品加工企业高度重视食品安全相关问题。公司目前已经建立较为成熟的产品质量控制体系，严格按照 ISO9001 质量管理体系、危害分析与关键控制点（HACCP）体系和乳制品良好生产规范 GB12693 等进行生产。但乳制品行业生产链条长、管理环节多，加之公司存在部分产品通过其他厂商进行委托加工或外协加工的情形，如果公司或厂商在原材料采购、生产、包装、存储、流通等环节安全控制不合规、质量控制执行不到位、员工操作不规范、流通运输管控不当等，将可能导致产品质量不合格，甚至发生食品安全事故，进而导致品牌形象受损，对公司的生产经营造成重大不利影响。

公司销售区域集中的风险：与全国性乳品企业如伊利股份、蒙牛乳业等相比，公司品牌在全国性市场上知名度较低，品牌影响力在全国市场范围内较为有限。公司在省外市场的拓展不仅需要进行针对性产品研发、物流及经销商网络建设以及销售团队搭建，还需要一定的时间和宣传积累，才能持续提升品牌知名度，这些都对公司的综合能力提出了更高的要求和

仅供内部参考，请勿外传

挑战。若未来公司出现市场开拓不利或现有市场需求有所降低等情形，都将对公司未来的盈利能力造成不利影响。此外，区域销售市场占比较高也可能给公司经营带来一定风险，如果公司产品所覆盖的区域市场情况发生变化而公司未能及时做出相应调整，短期内将对公司经营业绩造成不利影响。

经销商渠道管理风险：公司经销模式收入占主营业务收入的比例较高。公司重视对经销商网络的维护及日常管理，按照区域对经销商进行跟踪管理。随着公司业务规模和销售区域的不断扩大，公司经销商的数量和分布范围将相应增加，对经销商的管理难度也将相应增加，若公司未来对经销商的管理不能跟上销售扩张的步伐，则易出现市场秩序混乱、产品销售受阻的情况；此外，若经销商怠于开拓和维护其所负责的市场区域，或不遵从公司的价格体系等行为，也将有损公司的经销网络体系和产品品牌形象，进而对公司的经营业绩造成不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

证券分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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