下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 09 月 24 日

南方乳业（920196.BJ）：贵州乳品龙头企业，入股光大乳业扩展省外市场

——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

● **南方乳业：贵州地区最具影响力的乳品企业和品牌之一，扩展省外市场**

南方乳业主营低温乳制品、常温乳制品、含乳饮料及生鲜乳等产品，拥有“山花”“花溪老酸奶”等知名区域品牌，斩获多项省级及国家级行业殊荣，是贵阳市“专精特新”中小企业、农业产业化国家重点龙头企业，也是省内首家获得学生饮用奶生产认证的乳品企业，综合实力稳居贵州区域乳品行业头部地位。奶源供应方面，公司布局省内外多元化奶源基地，在贵州、甘肃、陕西等地建成多个现代化生态牧场，同时结合自有牧场、控股牧场及第三方规模化牧场协同供货模式，持续优化奶源结构。2025 年公司省外自有牧场奶源占比过半，生鲜乳采购价格随市场行情稳步下行并逐步趋于稳定。销售端实行经销与直销并行模式，深耕贵州本土市场，大力拓展企事业单位团购、学生奶项目、电商及送奶上户等直销渠道。财务层面，2021-2025 年公司营收与归母净利润持续稳步增长，2025 年实现营收 18.39 亿元、归母净利润 2.21 亿元，盈利水平与经营质量持续提升。

● **乳业细分迭代，功能化、特色化、小包装、长保质期乳制品成为新增长点**

国内乳制品行业历经多年规范升级，现已进入稳健高质量发展阶段。2024 年中国乳制品市场零售规模超 5200 亿元，行业整体供需格局动态调整，生鲜乳价格历经持续回落之后，2025 年下半年逐步趋于供需平衡，价格稳定在 3.02-3.04 元/kg。从消费端来看，国民健康消费意识持续觉醒，国内人均乳制品消费量远低于国家膳食指南推荐标准，相较全国平均水平，贵州及西南区域人均奶类消费量偏低，市场渗透与增长空间广阔。同时，消费升级推动行业细分迭代，功能化、特色化、小包装、长保质期乳制品逐步成为市场新增长点，消费场景持续多元化，线上新零售渠道加速渗透，全渠道融合发展成为行业常态。供给端方面，行业产业链一体化整合趋势凸显，头部乳企持续加码奶源把控与供应链建设。竞争格局呈现分层态势，形成全国性龙头、区域性乳企与地方性特色乳企错位竞争的格局。

● **公司优势：优质奶源、完善冷链体系、贵州品牌力强、多元销售渠道**

奶源与成本优势层面，公司构建省内外结合的多元奶源体系，依托西北黄金奶源带牧场与本地生态牧场形成双重保障，优质荷斯坦奶牛与娟姗奶牛养殖体系，保障了生鲜乳的高品质，同时通过动态优化采购结构、提升养殖管理水平。区域品牌与市场优势突出，公司深耕贵州市场多年，用户忠诚度高，2024 年省内市场占有率达 70.06%，稳居区域市场龙头地位，终端渠道实现贵州全域区县、乡镇全覆盖，物流方面搭建“总仓+分仓+全程冷链”三级配送体系，冷链网络成熟完善，有效保障产品新鲜度，支撑市场深度下沉。针对省外市场，公司精准匹配市场需求，聚焦长保质期技术研发、黔味特色产品打造、细分规格产品开发三大方向，持续丰富产品矩阵，突破区域销售半径限制。渠道结构持续优化，在稳固经销基本盘的同时，重点开拓学生奶、企事业单位团购、电商及送奶上户等高增长直销渠道，直销收入增速亮眼。

● **风险提示：**销售区域集中的风险、原奶价格波动的风险、新股破发的风险

相关研究报告

《并购华佳新材拓展金属化薄膜业务，2026H1 营收同比+32%—北交所信息更新》-2026.9.22

《莫森泰克（920162.BJ）国资控股汽车智能开闭系统“小巨人”，深度绑定奇瑞，2025 年净利 2.25 亿—北交所新股申购报告》-2026.9.22

《橡胶小巨人转型提速，募投加码航空航天与无铅辐射防护材料国产替代—北交所信息更新》-2026.9.21

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 南方乳业：贵州乳业龙头，扩展省外市场 4
1.1、 发展历程：拥有“山花”、“花都牧场”等品牌 4
1.2、 商业模式：奶茶连锁客户供应链业务增长、新承接学生用奶等项目 5
1.3、 财务：2025 年归母净利润 2.2 亿元，毛利率受益于生鲜乳降价 11
1.4、 优势：优质奶源、完善冷链体系、贵州品牌力强、多元销售渠道 15
1.5、 贵州省外乳企收购计划：入股光大乳业拓展重庆市场 17
2、 乳业：行业细分迭代，消费场景多元化 17
2.1、 规模：2024 年中国乳制品市场零售规模 5,217 亿元 17
2.2、 去产能+消费升级背景下奶价企稳，各大乳企加大对奶源的控制力度 19
2.3、 趋势：品质化趋显，拓展能量牛奶、代餐奶昔、奶茶社交等新场景 21
2.4、 竞争格局：南方乳业属于贵州为主的地方乳企，成长性较好 22
3、 募投：奶牛养殖基地建成后年产鲜奶约 55,270 吨 27
4、 估值与对比 28
5、 风险提示 28

图表目录

图 1： 南方乳业主要从事乳制品及含乳饮料的制造与销售业务 4
图 2： 2025 年，公司省外自有牧场奶源、第三方大型牧场数量占比较高 5
图 3： 2025 年下半年以来生鲜乳市场价格稳定在 3.02-3.04 元/kg 区间 6
图 4： 公司主要收入源于常温乳制品、低温乳制品 6
图 5： 2025 年，公司经销途径营收占比 57.86%，直销为 42.14% 7
图 6： 2025H1，公司直销模式下，占比最高的客户类型为企事业单位 8
图 7： 公司直销收入增长主要源于企事业单位、电商销售、送奶上户业务增长 8
图 8： 2025H1，公司新增与退出终端店数量分别为 55 家、219 家 9
图 9： 2022-2025H1，公司终端店平均销售收入先上升再下降 10
图 10： 2025 年，公司贵州省内收入占比占比 92.50% 10
图 11： 为了更好地拓展省外市场及电商渠道，公司针对性研发产品 11
图 12： 2025 年，公司实现营收 18.39 亿元，同比增长 1.21% 12
图 13： 2025 年，公司低温乳制品单价为 11.31 元/kg 12
图 14： 2025 年，公司低温乳制品销量 5.73 万吨 12
图 15： 2025 年，公司常温乳制品单价为 7.87 元/kg 13
图 16： 2025 年公司常温乳制品销量 14.64 万吨 13
图 17： 公司 2021-2025 年归母净利润规模逐年增长 13
图 18： 2025 年毛利率、净利率分别为 29.78%、11.92% 13
图 19： 2025 年公司四费合计占比为 12.99% 14
图 20： 2025 年，公司销售费用占营收比例为 7.35% 14
图 21： 公司 2025 年管理费用占营收的比例为 4.30% 14
图 22： 2025 年，公司财务费用 350 万元 15
图 23： 公司 2025 年研发费用占营收的比例为 1.15% 15
图 24： 2024 年，中国乳制品市场零售规模达到约 5,216.70 亿元 18
图 25： 2025 年，中国奶类产量 4,169.10 万吨，同比增长 0.33% 18

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：2022 年乳制品线上及线下零售额占比分别为 17.50%和 82.50% 19
图 27：生鲜乳价格分析 20
图 28：2025 年，中国奶牛数量为 634 万头 20
图 29：2025 年，中国奶业处于转型升级的关键期 21
图 30：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 22
图 31：百菲乳业、新乳业、菊乐股份、南方乳业、伊利股份 2022-2025 年归母净利润复合增速为正 24
图 32：南方乳业毛利率与可比公司均值较为接近 25
图 33：南方乳业销售费用率与同行业可比公司中伊利股份等大型乳企相比明显较低 25
图 34：2025 年伊利股份广告营销费占销售费用 59.50% 26
图 35：2025 年，南方乳业促销宣传费占销售费用 22.52% 26

表 1：公司直销模式主要方式 7
表 2：2025H1，公司企事业单位客户同比增幅 Top5 客户 8
表 3：2024，公司企事业单位客户同比增幅 Top5 客户 9
表 4：2025 年，公司前五大客户销售金额为 2.32 亿元，占营收比例为 12.60% 11
表 5：公司长期致力于终端销售渠道的建设 16
表 6：全国范围内奶类消费量逐年上升 16
表 7：公司的业务规模在地方性乳企中位列前列 23
表 8：2024 年，乳业上市公司在全国乳制品行业的市场占有率 24
表 9：上市乳企奶源布局情况 26
表 10：南方乳业募投项目 27
表 11：同行业可比公司的 PE2025 均值为 32X 28

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 南方乳业：贵州乳业龙头，扩展省外市场

1.1、 发展历程：拥有“山花”、“花都牧场”等品牌

南方乳业主要从事乳制品及含乳饮料的制造与销售业务。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，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。

图1：南方乳业主要从事乳制品及含乳饮料的制造与销售业务



资料来源：公司招股书

贵州南方乳业股份有限公司属贵阳市农业农垦投资发展集团有限公司控股子公司。为落实省委省政府提出的贵州奶业裂变式发展的要求，做大做强贵州乳业，2020年6月，经贵阳市农业农垦投资发展集团有限公司批准，原贵阳三联乳业有限公司涉及乳业生产经营性资产划转入南方乳业，南方乳业将承接三联乳业中乳业版块的主营业务，包含奶牛养殖、乳品加工及销售等。

目前公司拥有“山花”、“花都牧场”、“花溪老酸奶”、“贵草”等乳制品品牌，并先后获得“贵州省名牌产品”、“贵州省食品工业著名品牌”、“贵州省优质农产品”、

下载日志已记录，仅供内部参考

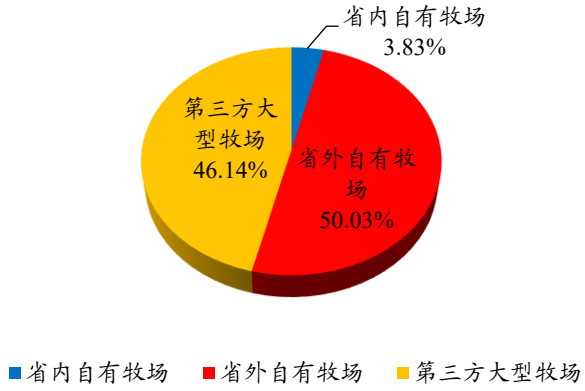
“贵州省名牌农产品”等荣誉称号。公司是贵阳市“专精特新”中小企业和农业产业化国家重点龙头企业，也是贵州省第一家获得“学生饮用奶生产认证”的企业，曾荣获“2023 年度乳制品生产企业现代化等级评价 AAAAA 级（5A 级）企业”、“中国乳业科技创新典范企业”、“改革开放 40 周年·成长在贵州——十佳创新成长型企业”、“中国奶业优秀乳品加工企业——最具影响力品牌企业”、“国家绿色工厂”、“2024 中国农业企业 500 强”、“2024 中国农业企业奶业 20 强”、“2024 乳业科技创新企业”等殊荣，已成为贵州地区最具影响力的乳品企业和品牌之一。

1.2、 商业模式：奶茶连锁客户供应链业务增长、新承接学生用奶等项目

公司主要原辅材料包括生鲜乳、包材和辅料等。公司向自有牧场、控股子公司牧场、第三方大型牧场以及专业合作社等采购生鲜乳，能够充分保障公司生鲜乳的供应量和供应品质。

2024 年以来，公司对部分指标落后的奶牛进行淘汰换代，与此同时由于生鲜乳市场价格保持低位，公司加大了生鲜乳外部采购比例，随市场不断优化生鲜乳供应结构以保证成本优势。2025 年，公司省外自有牧场奶源数量占比达到 50.03%；其次为第三方大型牧场，占比 46.16%；省内自有牧场的数量占比仅为 3.83%。

图2：2025 年，公司省外自有牧场奶源、第三方大型牧场数量占比较高



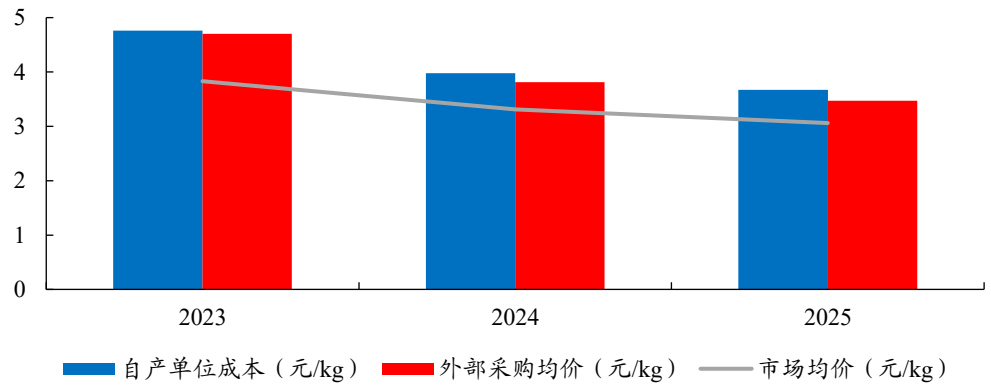
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2023-2025 年，公司生鲜乳的外部采购价格与市场价格变动情况相符，呈现出持续下降的趋势。2023 年末至 2025 年上半年，生鲜乳市场整体供给过剩，市场单价持续下降；2025 年下半年以来生鲜乳市场逐步接近供需平衡状态，价格稳定在 3.02-3.04 元/千克区间。

2021 年至今，随着公司牧场养殖水平、管理水平的不断提升，同时省外控股的德联牧场、丹晟牧场和陇黔牧场开始逐步投产，公司生鲜乳的自产成本逐年下降，并趋近于外部采购成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：2025 年下半年以来生鲜乳市场价格稳定在 3.02-3.04 元/kg 区间



数据来源：公司招股书、开源证券研究所（注：自产单位成本指公司自有牧场生产的生鲜乳的单位生产成本，含运费；外部采购均价不包括公司向控股子公司德联牧业、丹晟牧业、陇黔牧业的采购，含运费；市场均价统计自农业农村部“全国主产区生鲜乳平均收购价”，不含运费等）

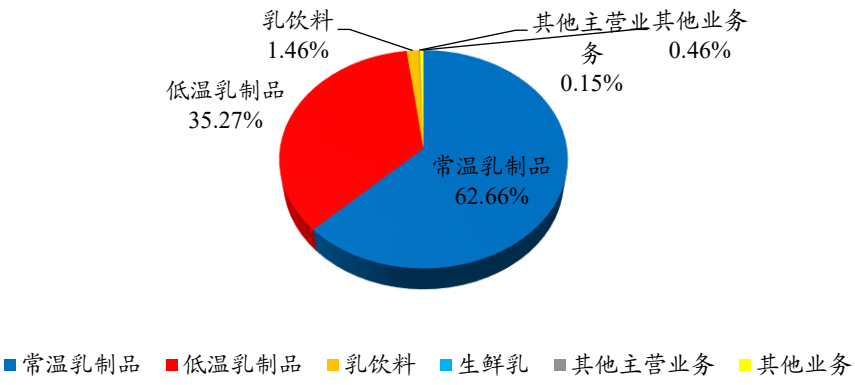
生产方面，公司生产以自行生产为主，部分产品采取委托加工形式。公司整体采用以销定产的生产模式，根据销售订单安排生产计划。

公司产品分为低温产品和常温产品，两种产品因保质期限不同，在安排生产计划时也存在差别。其中低温产品由于保质期限短，采取严格的以销定产生产模式，以快速响应消费者对产品新鲜度的要求，同时严格控制库存，确保产品新鲜度。常温产品由于保质期较长，生产部门采用“年度计划+月度调整”模式，保持安全合理的库存水平。

针对极少数临时的原材料加工需求（如将生鲜乳加工成奶粉等），公司采取由外协厂商包工不包料的外协加工方式，外协成本主要包括加工费，不包括原材料成本。

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，并对外销售部分生鲜乳。2025 年，公司常温乳制品实现收入 11.52 亿元，占总营收比例为 62.66%；其次为低温乳制品，2025 年实现营收 6.49 亿元，占比 35.27%；乳饮料占比仅为 1.46%。

图4：公司主要收入源于常温乳制品、低温乳制品



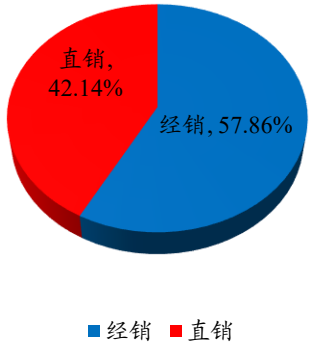
数据来源：Wind、开源证券研究所

由于终端消费市场较为分散，公司采取经销与直销相结合的销售模式，以扩大

下载日志已记录，仅供内部参考

市场覆盖。2025 年，公司经销途径营收占比 57.86%，直销为 42.14%。近年，公司大力发展电商渠道、终端渠道及送奶上户等直销客户，直销收入占比提升。

图5：2025 年，公司经销途径营收占比 57.86%，直销为 42.14%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

经销模式下，公司的产品通过买断方式直接销售给经销商，再由经销商销售给零售终端或终端消费者。公司与经销商签订经销商协议，经销商根据实际销售需求及库存情况向公司发送订购单，公司根据订购单进行产品生产及交付。

公司直销模式包括：向大型商超、社区超市、连锁便利店销售，团购销售，向食杂店及副食店等门店销售，电商平台销售、送奶上户、专卖店零售等方式。

表1：公司直销模式主要方式

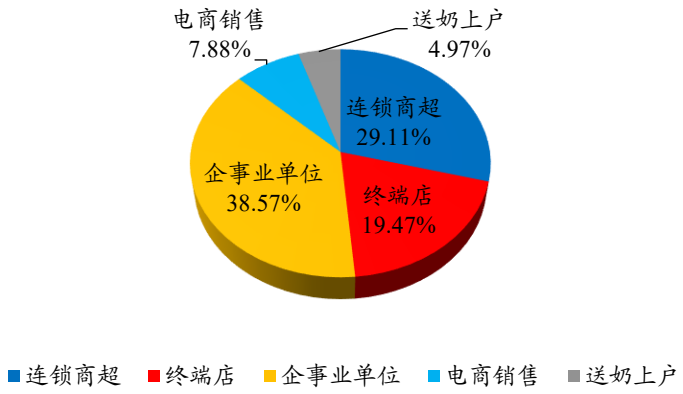
途径	具体情况
大型商超、社区超市、连锁便利店销售	已与贵州合力超市采购有限公司、永辉超市股份有限公司等大型商超、社区超市以及贵州勇惠鑫润企业管理咨询有限公司、贵州美宜佳商贸有限公司等便利连锁超市建立了长期的销售合作关系。
团购销售	对企事业单位及学校等销售产品。
食杂店及副食店等门店销售	与个体工商户等开设的社区食杂店、生鲜店、水果店等售卖日常生活用品的单个门店签订销售合同。
送奶上户销售	主要集中于贵阳市内，公司通过山花科普游、“山花牛奶鲜到家”微信小程序、朋友圈广告、社群传播、社区摆台等推广手段发展终端零售客户，通过数字化工具，实现直接触达消费者的精准营销。公司每日根据客户订单需求安排生产，并将产品运输至市内自营奶站，奶站工作人员负责将产品分发至消费者指定地点、包装物回收等工作。
电商平台销售	公司大力拓展新零售业态，利用电子商务平台开展营销活动，现已在“天猫”、“京东”、“淘宝”、“拼多多”、“抖音”、“美团优选”等网络平台建立“山花牛奶”线上商城。
专卖店	通过自营奶屋（即专卖店）的方式直接面向终端消费市场，向终端消费者销售南方乳业的各类乳制品。截至 2026 年 9 月 24 日，公司共开设了 7 家专卖店。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

营收占比上看，2025H1 公司直销模式下，占比最高的客户类型为企事业单位，占比达到 38.57%；其次为连锁商超、终端店，分别达到 29.1%、19.47%。

下载日志已记录，仅供内部参考

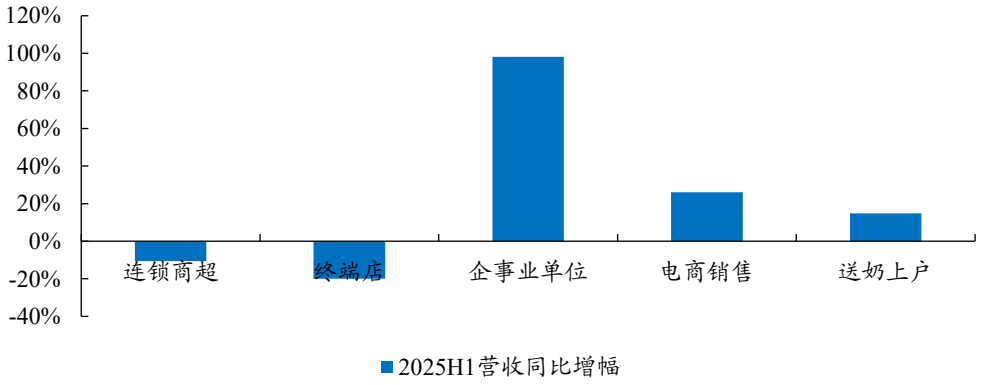
图6：2025H1，公司直销模式下，占比最高的客户类型为企事业单位



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

2022-2025H1，公司直销收入增长主要得益于企事业单位等直销客户的开拓以及电商销售、送奶上户业务增长。2025H1，公司直销收入中增长最快的为企事业单位，同比增长 98.19%；其次为电商销售、送奶上户，同比增速达到 26.01%、14.74%。

图7：公司直销收入增长主要源于企事业单位、电商销售、送奶上户业务增长



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

企事业单位方面，公司主要面向企事业单位开展团购销售业务，该类客户主要采购公司产品作为食堂食品、员工或工会福利之用，单次采购量高于自然人消费者。近年，公司充分发挥本地销售渠道优势，大力拓展面向教育事业单位的“学生奶”项目、本地奶茶连锁等企业事业单位客户。2025H1，公司企事业单位客户收入增长主要由于公司新承接学生用奶等项目较多。

表2：2025H1，公司企事业单位客户同比增幅 Top5 客户

客户名称	2025H1 销售金额（万元）	2024H1 销售金额（万元）
清镇市教育局	934.65	2.81
六盘水蔬香门递食材配送有限公司	861.93	22.55
贵阳市教育局	662.85	41.24
贵阳市南明区教育局	397.69	69.17
黎平县腾宇商贸有限公司	496.43	233.65
合计	3,353.55	369.41

数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2024 年公司企事业单位客户收入增长主要由于公司奶茶连锁客户供应链业务增长、新承接学生用奶等项目较多。

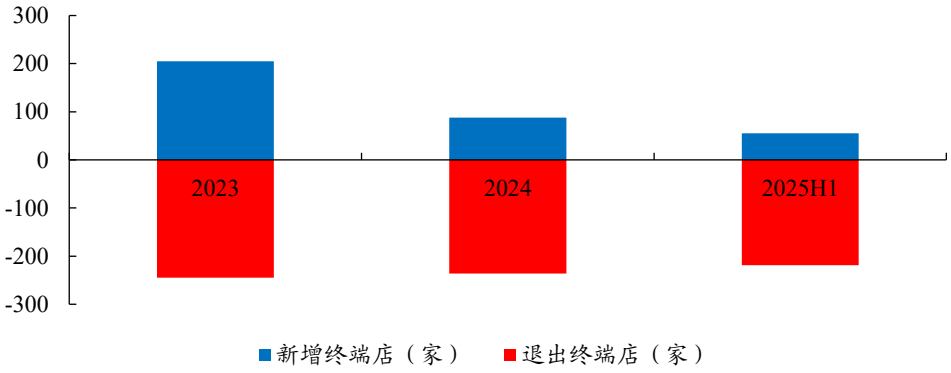
表3：2024，公司企事业单位客户同比增幅 Top5 客户

客户名称	2024 销售金额（万元）	2023 销售金额（万元）
六盘水蔬香门递食材配送有限公司	798.27	-
清镇市教育局	750.54	5.72
贵安新区康桥食品有限公司	690.38	15.32
贵州汇品源食品贸易有限公司	938.12	298.94
黎平县腾宇商贸有限公司	619.12	-
合计	3,796.43	319.98

数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

2023-2025H1，公司终端店数量 2023 年新增与退出数量都相对较多，2025H1 新增与退出数量分别为 55 家、219 家。

图8：2025H1，公司新增与退出终端店数量分别为 55 家、219 家



数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所（注：退出数量展示为负值）

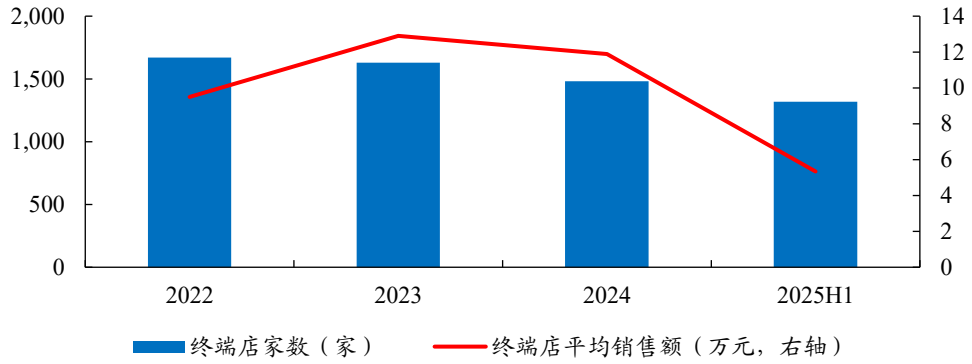
2022-2025H1，公司终端店平均销售收入先上升再下降，主要由于：

（1）2023 年，线下零售行业整体复苏明显，因此终端店销售收入有所上升；

（2）2024 年经济增速放缓，且线下零售行业受电商、团购等新零售渠道冲击影响，因此终端店数量及平均销售额有所下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：2022-2025H1，公司终端店平均销售收入先上升再下降

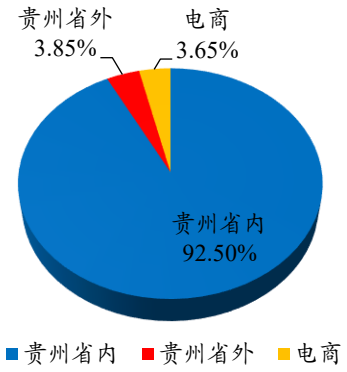


数据来源：公司一轮问询的回复、开源证券研究所

地域方面，公司自成立以来即扎根贵州，经过长期经营积累，依靠贴近市场的自有牧场及产品生产基地、成熟可靠及时的配送体系及下沉渠道、“山花”等品牌在当地市场的知名度，使得公司在贵州市场具有较高的品牌辨识度和较高的市场占有率，收入占比较高。

同时，公司也积极开拓贵州省外市场及电商渠道，贵州省外收入及电商渠道合计收入持续增长。2025 年，公司贵州省内收入占比占比 92.50%；省外收入占比 3.85%；电商收入占比 3.65%。

图10：2025 年，公司贵州省内收入占比占比 92.50%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

为了更好地拓展省外市场及电商渠道，公司制定了三条产品开发和技术研发方向：

（1）重点研发延长保质期及保鲜技术，开发出 21 天高温杀菌鲜奶、搅拌型酸奶等延长货架期的产品，有效扩大了公司产品的销售半径，让省外客户和线上客户也能品尝到山花牛奶的“鲜”；

（2）重点开发具有“黔味”特色的乳制品如山花拿铁，利用贵州风情特色占领消费者心智，公司目前正在研发贵阳糕粑稀饭酸奶等新产品，有利于进一步建立品牌特色形象；

（3）针对市场对于小包装产品的需求，公司计划将推出 200ml、135ml 新包装规格的基础白奶产品（即常温灭菌乳），进一步满足客户的细分需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：为了更好地拓展省外市场及电商渠道，公司针对性研发产品



资料来源：公司一轮问询的回复

2025 年，公司前五大客户销售金额为 2.32 亿元，占营收比例为 12.60%。

表4：2025 年，公司前五大客户销售金额为 2.32 亿元，占营收比例为 12.60%

年份	客户名称	收入金额（万元）	占比
2025	毕节市盛合信商贸有限公司	5,920.17	3.22%
	六盘水萱宇商贸有限责任公司	5,840.09	3.18%
	贵州商储贸易有限公司	4,824.64	2.62%
	贵州合力超市采购有限公司	3,623.55	1.97%
	贵州东宇弘迈商贸有限公司	2,964.31	1.61%
	合计	23,172.75	12.60%
2024	六盘水萱宇商贸有限责任公司	6,556.04	3.61%
	毕节市盛合信商贸有限公司	5,729.41	3.15%
	贵州商储贸易有限公司	4,359.86	2.40%
	贵州合力超市采购有限公司	3,689.30	2.03%
	贵州东宇弘迈商贸有限公司	3,442.17	1.89%
	合计	23,776.78	13.09%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

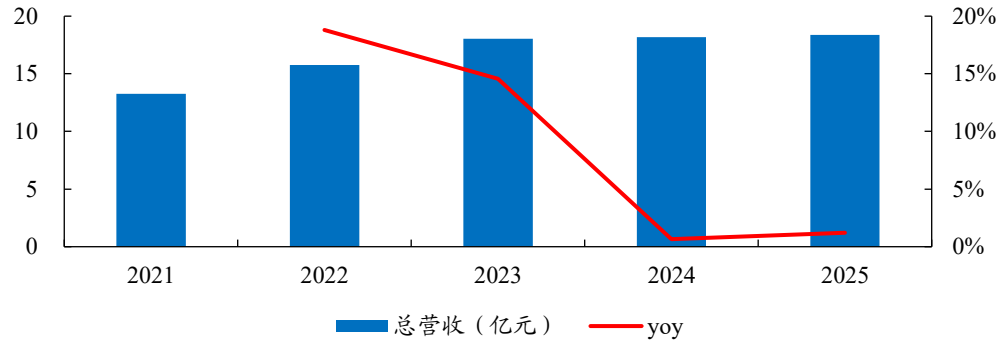
经过多年的发展，公司依托长期合作的第三方物流企业，建立了以“总仓+分仓+全程冷链”物流网络，支撑市场的扩张。截至 2025H1，公司建立了物流线路共 138 条，其中，省内物流线路 132 条、其中冷链物流 96 条，共覆盖全省 88 个区县，形成了“中心仓（贵阳）+6 个地市中转仓+县域配送站”三级体系，实现 24 小时全域覆盖；省外物流共 6 条线，共辐射广东、广西、海南、湖南、重庆、四川等 6 个省份。同时，公司在省外市场也构建了二次物流网络，以保障推进渠道下沉。下一步，公司拟在重庆设立西南地区分仓，辐射川渝等地业务。

1.3、 财务：2025 年归母净利润 2.2 亿元，毛利率受益于生鲜乳降价

财务方面，公司 2021-2025 年营收保持逐年增长。2025 年，公司实现营收 18.39 亿元，同比增长 1.21%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图12：2025 年，公司实现营收 18.39 亿元，同比增长 1.21%



数据来源：Wind、开源证券研究所

主要产品低温乳制品、常温乳制品的价格分析来看，2023-2025 年期间，公司低温乳制品单价略高于常温乳制品单价，但二者均有小幅下滑，公司常温乳制品及低温乳制品的销售收入增长主要源于销量增加。

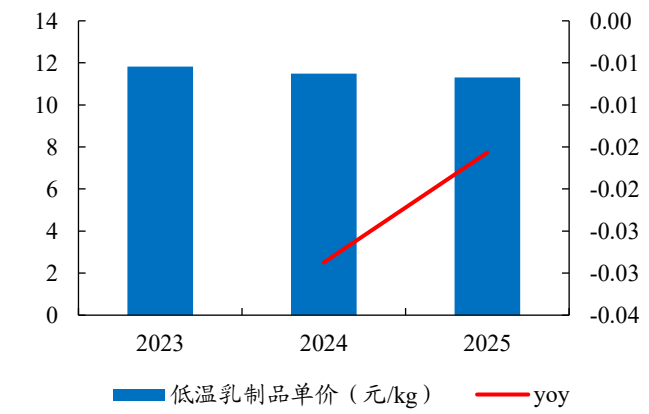
由于国内及贵州乳制品消费市场需求持续增长，公司聚焦贵州市场，依靠生产、渠道、品牌、口碑等综合竞争优势，始终在贵州市场占有较高市场占有率，同时公司积极开拓省外市场及电商渠道，使得公司业务收入随着市场需求的持续增长而增加。

尤其是 2023 年以来，随着公司龙岗乳品厂的建成投产，公司常温乳制品产能得到明显提升，生产出来的乳制品能够快速、高效直达超市、便利店等渠道，保证了产品运输的时效性，提高了公司产品的核心竞争力，提升了消费者对公司产品“新鲜”的认同感。**根据国家统计局数据测算，公司在贵州省市场占有率由 2023 年的 67.84%提升至 2024 年的 70.06%，提升了 2.22 个百分点。**

公司常温乳制品及低温乳制品的销售单价同比均有所下滑，主要由于上游奶牛养殖产业供需失衡导致生鲜乳收购价格持续走低，公司外购生鲜乳成本下降较多。

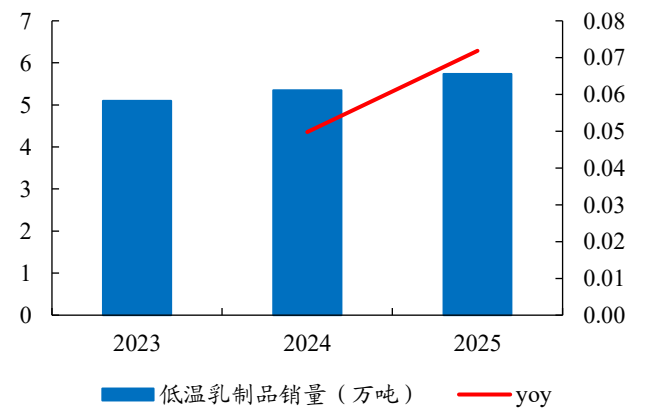
2025 年，公司低温乳制品单价为 11.31 元/kg，同比下滑 1.57%。销量上，2023-2025 年，公司低温乳制品销量逐年增长，2025 年达到 5.73 万吨，同比增长 7%。

图13：2025 年，公司低温乳制品单价为 11.31 元/kg



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图14：2025 年，公司低温乳制品销量 5.73 万吨

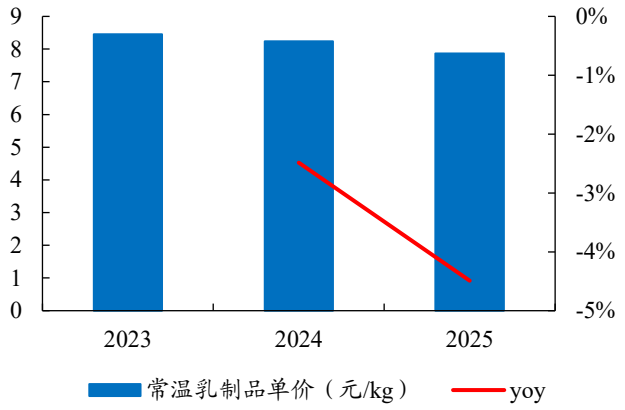


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

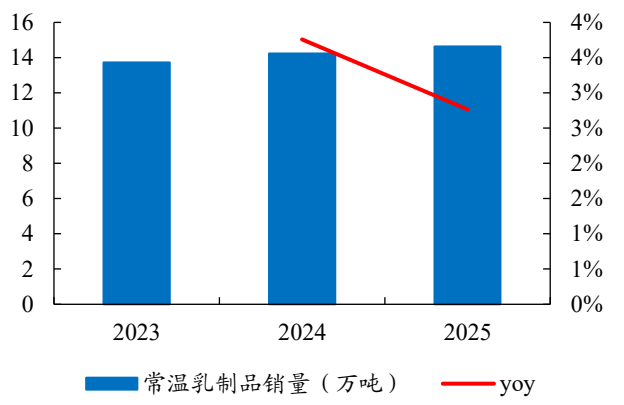
2025 年，公司常温乳制品单价为 7.87 元/kg，同比下滑 4.49%。销量上，公司 2025 年常温乳制品销量为 14.64 万吨，同比增长 3%。

图15：2025 年，公司常温乳制品单价为 7.87 元/kg



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图16：2025 年公司常温乳制品销量 14.64 万吨

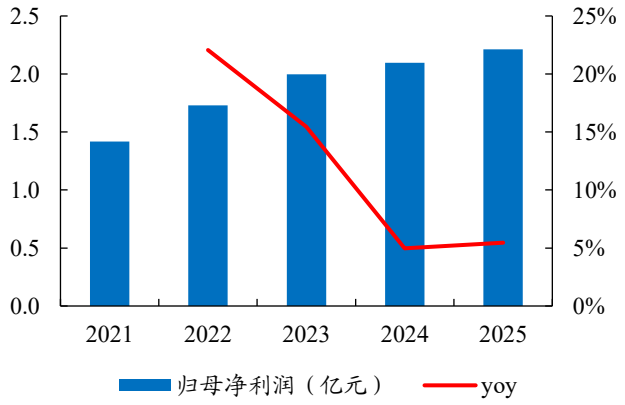


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

盈利方面，公司 2021-2025 年归母净利润规模逐年增长，2025 年实现归母净利润 2.21 亿元，同比增长 5.45%。

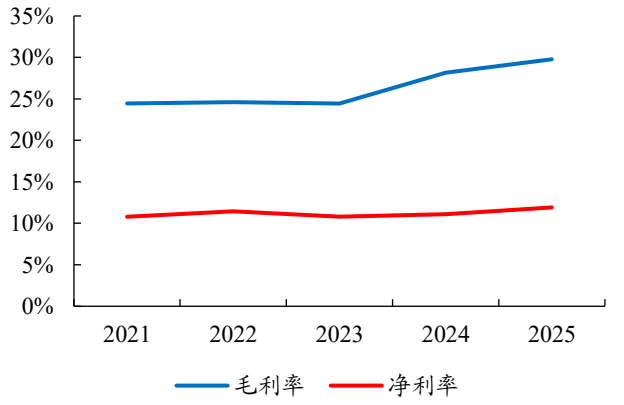
近年，公司在贵州省内外的销售毛利率均呈持续增长的趋势，主要源于外购生鲜乳成本持续下降。2025 年，公司毛利率、净利率分别为 29.78%、11.92%。

图17：公司 2021-2025 年归母净利润规模逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2025 年毛利率、净利率分别为 29.78%、11.92%

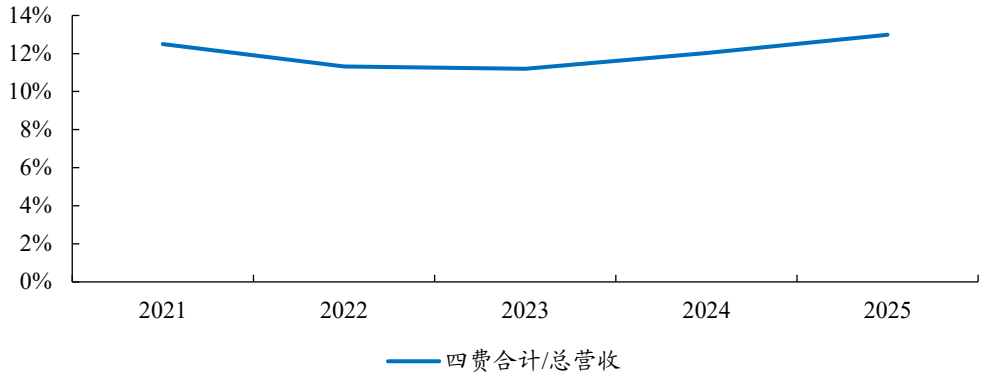


数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率方面，公司表现较为稳定，2025 年四费合计占比为 12.99%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：2025 年公司四费合计占比为 12.99%

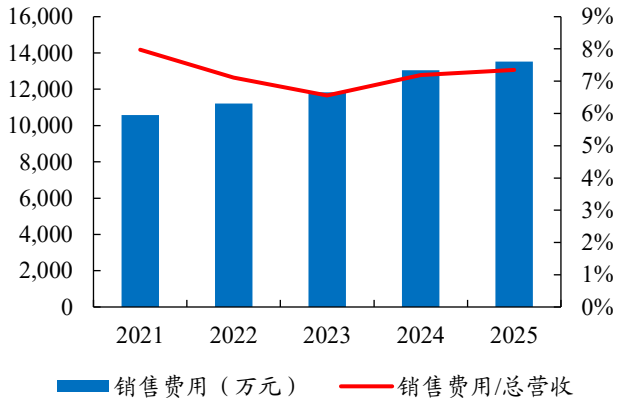


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021-2025 年，公司销售费用投入逐渐增长，占营收比例较为稳定。2025 年，公司销售费用为 13,519 万元，占营收比例为 7.35%。

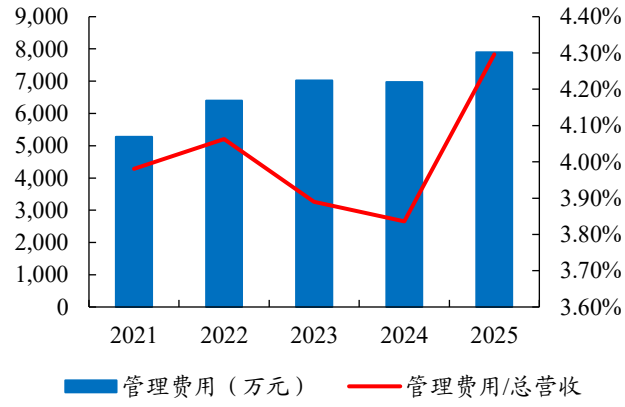
管理费用方面，公司 2025 年管理费用为 7899 万元，占营收的比例为 4.30%。

图20：2025 年，公司销售费用占营收比例为 7.35%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公司 2025 年管理费用占营收的比例为 4.30%



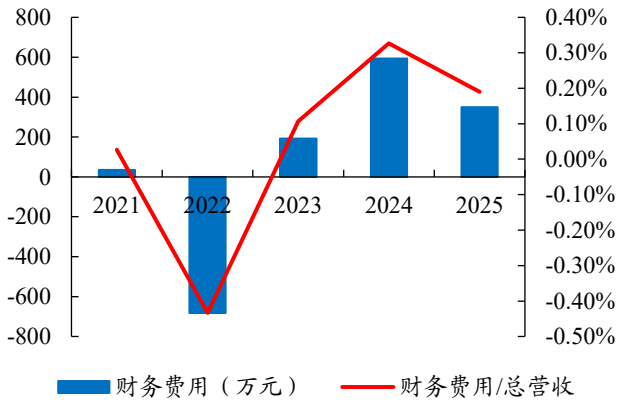
数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年，公司财务费用 350 万元，占营收的比例较低。

研发费用方面，公司 2025 年投入费用 2111 万元，同比增长 73.5%，占营收的比例为 1.15%。

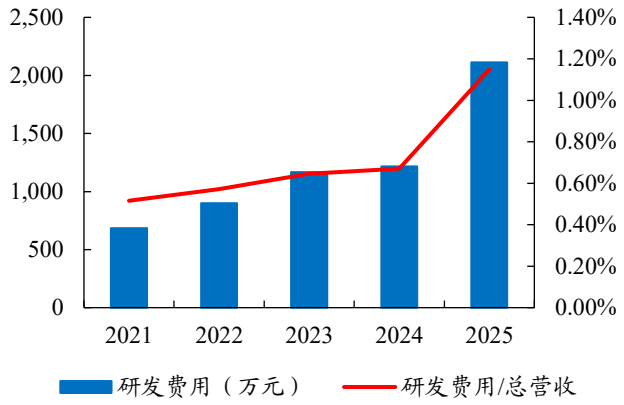
下载日志已记录，仅供内部参考

图22：2025 年，公司财务费用 350 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：公司 2025 年研发费用占营收的比例为 1.15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、 优势：优质奶源、完善冷链体系、贵州品牌力强、多元销售渠道

奶源是乳品加工企业的重要资源之一。公司原奶采购主要来自自有牧场、大型奶源基地或规模化养殖合作社，公司与主要合作牧场合作时间长、供应关系稳定，有效地保证了公司生鲜乳供应的稳定性。

公司在贵州开阳县龙岗镇、清镇市卫城镇、黔南州独山县、毕节市威宁县、甘肃省张掖市、**陕西省渭南市合阳县陆续建设 8 个现代化生态牧场，除威宁牧场正在建设以及独山牧场因租赁终止于 2026 年 2 月停止经营外，其余 6 个牧场已投入使用。**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。

公司自成立起，不断从澳大利亚、新西兰引进优质高产荷斯坦奶牛及娟姗奶牛；截至 2025 年末，公司娟姗奶牛存栏数超过 900 头，荷斯坦存栏数超过 1.8 万头。荷斯坦奶牛和娟姗奶牛是全球公认的品质优良的奶牛品种，其中娟姗奶牛产出的奶源蛋白质含量目前可达 4.0g/100ml、乳脂含量可达 4.6g/100ml 以上，大幅提高了山花牛奶乳制品的质量，让更多的消费者能享用到欧盟标准的优质新鲜牛奶。

公司潜心耕耘多年，已成为地方性特色乳品生产龙头企业，并逐渐开始辐射周边区域。公司成长壮大于区域市场，充分了解地区市场消费者的消费习惯，针对性地开发特色产品，这些产品经过长期的历史沉淀和检验，配合消费者的口口相传，使得公司品牌深入人心，培养了一批又一批对公司品牌具有高度信赖感和忠诚度的消费群体，为公司塑造了良好的品牌形象。

公司旗下的“山花”、“花都牧场”、“花溪老酸奶”、“贵草”等乳制品品牌，先后获得“贵州省名牌产品”、“贵州省食品工业著名品牌”、“贵州省优质农产品”、“贵州省名牌农产品”等荣誉称号。

同时，公司是贵州省第一家获得“学生饮用奶生产认证”的企业，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

下载日志已记录，仅供内部参考

新典范企业”、“改革开放 40 周年 · 成长在贵州——十佳创新成长型企业”、“中国奶业优秀乳品加工企业——最具影响力品牌企业”、国家工业和信息化部“2021 年度国家绿色工厂”、“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。

根据国家统计局数据统计，2024 年末贵州省全省常住人口 3,860 万人，2024 年贵州省人均奶类消费量 6.71 千克，据此测算，2024 年贵州省奶类市场消费量约为 25.90 万吨;2024 年公司在贵州省内常温乳制品及低温乳制品销量合计为 18.15 万吨，通过测算公司贵州省内常低温乳制品销售量占贵州省奶类消费量的比重，2024 年公司在贵州省市场占有率约为 70.06%，同理可得 2023 年为 67.84%，提升了 2.22 个百分点，公司在省内市场仍有继续增长的潜力。

公司长期致力于终端销售渠道的建设，营销网络已覆盖贵州全省 88 个县政区和 100%的乡镇市场，销售渠道渗透到全省上万家便利店、小卖部和超市等。公司坚持直销与经销两大并行的销售模式，为未来的业绩增长奠定了良好的基础。公司产品逐步渗透到邻近的湖南、四川、重庆、广西、云南、广东等周边省份，迈出了走向全国市场的重要一步。

表5：公司长期致力于终端销售渠道的建设

在核心城市采取直销模式有利于公司建立牢固的销售壁垒	公司多年来坚持在贵州省会城市以及省内地级城市采用直销模式来直接服务省内直销客户，依托直销模式可以建立稳定的客户关系以及增强对终端市场的掌控能力，增强公司在低温乳制品等产品的地域销售壁垒，对公司持续开拓市场或拓展新品类提供了有力支撑。公司在核心城市采取直销模式可以减少中间商运营环节，终端维护费用更低、费效更优化。直销模式对产品（尤其是低温产品）在流通环节的维护更专业、更细致，保障了产品的质量安全，有利于客户满意度提升。
通过经销商渠道有利于拓展县域市场，提升产品市场渗透率	公司多年来坚持在贵州省内县域市场采用全渠道、全品类的经销商运作模式，相关经销商在所属区域市场均积累了一定的终端客户资源。公司通过经销商拓展县域及乡镇市场等，有利于公司提升产品在终端市场的渗透率，为公司业绩持续增长提供了有力保障。
大力拓展新零售业态	利用电子商务平台开展营销活动，已经在“天猫”、“京东”、“淘宝”、“拼多多”、“抖音”、“美团优选”等网络平台建立“山花牛奶”网络店铺，同时在社区开展送奶上户服务，将牛奶从乳品厂直接配送到消费者家中。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

根据《中国统计年鉴》数据统计，2023 年全国范围内奶类消费量上升，其中四川、云南、重庆、广西等西南地区奶类消费量增速较快，且部分地区人均奶类消费量仍低于全国平均，未来市场增长空间较大，有利于公司进一步拓展业务，持续提升在该等地区的市场份额。

表6：全国范围内奶类消费量逐年上升

省份	人均奶类消费量（千克）		奶类消费量（万吨）	
	2023	2022	2023	2022
贵州	6.75	6.70	26.09	25.84
四川	12.83	11.89	107.36	99.57
云南	7.99	6.57	37.34	30.83
重庆	17.43	15.72	55.62	50.51
广西	6.38	5.03	32.07	25.39

下载日志已记录，仅供内部参考

省份	人均奶类消费量（千克）		奶类消费量（万吨）	
	2023	2022	2023	2022
全国平均	13.20	12.40	1,860.76	1,750.57

资料来源：公司一轮问询的回复、2024 及 2023 中国统计年鉴、开源证券研究所

此外，低温乳制品对冷链配送要求极高，冷链配送能力决定了产品质量的稳定性与一致性，也决定了企业品牌能否长期被消费者认同。经过多年的发展，公司依托长期合作的第三方物流企业，**构建了覆盖贵州全省冷链物流配送体系**，并逐步向邻近的湖南、四川、重庆、广西、云南、广东等区域拓展。通过多年的实践，公司不断完善冷链物流配送体系，使生产出来的乳制品能够快速、高效直达超市、便利店、生鲜店等渠道，保证了产品运输的时效性，提高了公司产品的核心竞争力，提升了消费者对公司产品“新鲜”的认同感。

1.5、 贵州省外乳企收购计划：入股光大乳业拓展重庆市场

通过并购扩张是乳制品消费企业快速发展的重要途径，公司秉着“自主品牌扩张+省外品牌收购”并重的原则，在符合国资监管等规定前提下，公司未来计划逐步以环贵州省份地方乳业为意向并购标的，洽谈收购合作。

公司基于拓展重庆市场的需要，于 2023 年 4 月参股投资了重庆光大集团乳业股份有限公司。光大乳业成立于 2013 年 8 月，是重庆地区知名的乳制品制造和销售企业，同时也是农业产业化国家重点龙头企业。

公司参股光大乳业，主要是希望以股东身份参与光大乳业的管理，借助光大乳业在重庆地区的分销渠道和影响力去销售南方乳业的自主品牌产品，进而拓展重庆市场；同时，光大乳业也希望南方乳业能通过持有光大乳业股权的方式，与南方乳业共享销售策略，一起拓展重庆市场。后续如果公司与光大乳业合作关系较为顺利，且光大乳业经营情况持续向好，公司可能考虑进一步扩大持股比例。

公司入股光大乳业后，双方共享销售策略，一方面公司结合自身成长经验在生产、销售等方面给与光大乳业技术指导，另一方面公司借助光大乳业的销售渠道成功拓展 9 家客户，使公司在重庆地区的销售收入规模由 2022 年的 127.82 万元增长至 2024 年的 464.80 万元。

2、 乳业：行业细分迭代，消费场景多元化

2.1、 规模：2024 年中国乳制品市场零售规模 5,217 亿元

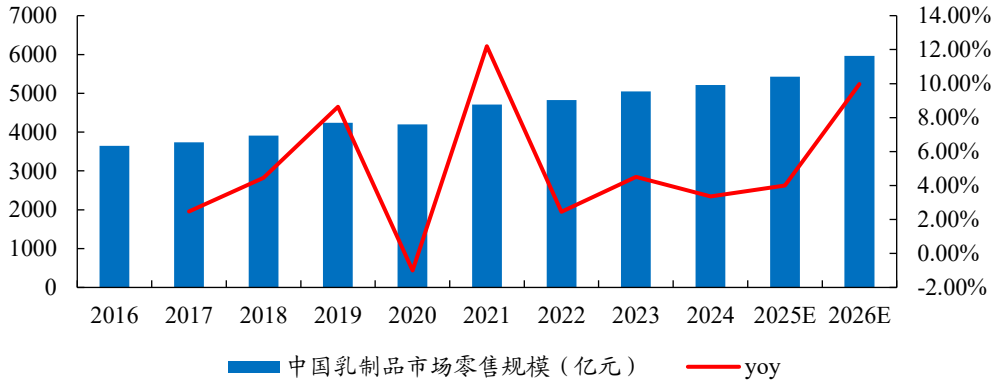
中国乳制品行业于上世纪九十年代开始快速发展，2008 年乳制品行业多年高速发展带来的品质问题出现，消费者对国产乳制品的消费信心骤降，行业陷入信任危机。2008 年后，政府及相关部门颁布了多项政策，规范行业发展。

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。与此同时，在乳制品工业的带动下，位于乳制品行业产业链上游的奶牛养殖和牧草种植业也得到了大力发展，在拓宽农民增收渠道、提高农民生活水平及建设现代化农业中发挥了重要的作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

据灼识咨询数据，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。

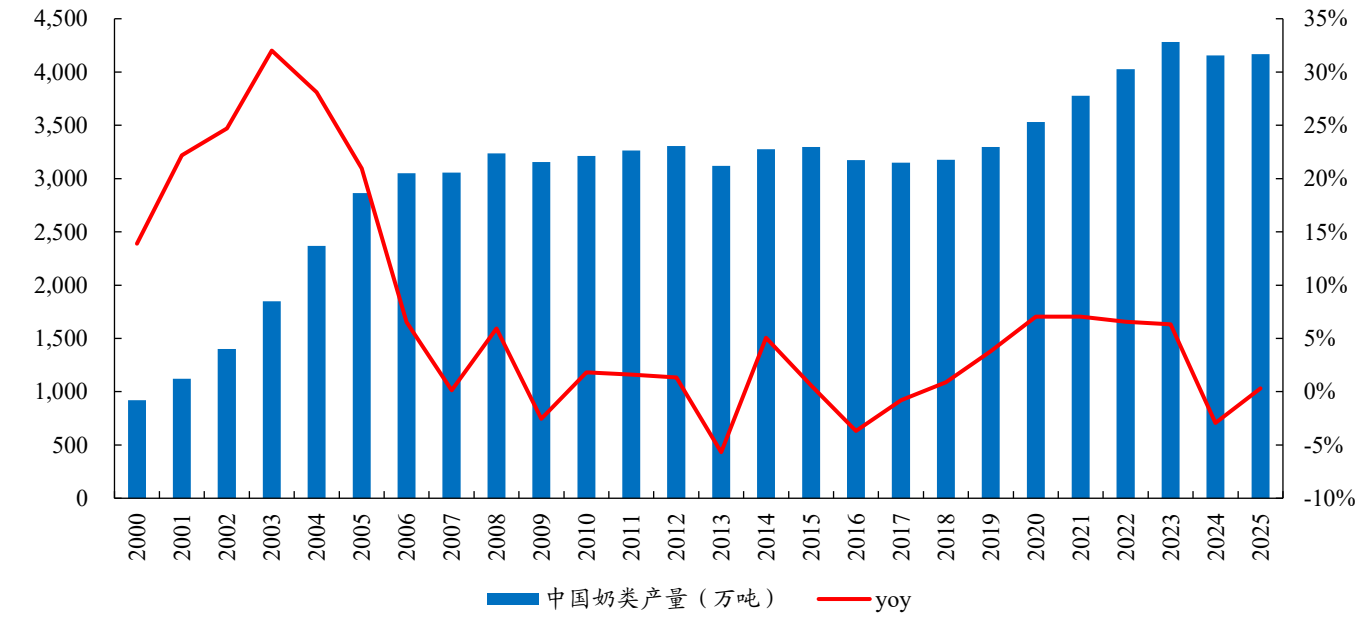
图24：2024 年，中国乳制品市场零售规模达到约 5,216.70 亿元



数据来源：公司招股书、灼识咨询、开源证券研究所

据国家统计局数据统计，近年来我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。2024 年下半年以来，《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》等促进奶业纾困、稳定基础产能的政策的出台。2025 年，中国奶类产量 4,169.10 万吨，同比增长 0.33%。

图25：2025 年，中国奶类产量 4,169.10 万吨，同比增长 0.33%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

根据《中国农业展望报告（2025—2034）》，随着国内产能持续优化，奶牛平均单产水平提升，奶类供给能力将稳步增长，预计 2034 年奶类产量达到 5703 万吨，年均增长 3.2%，较 2034 年奶类预计消费量仍有较大缺口。

《中国居民膳食指南（2022）》推荐每人每天摄入奶及奶制品 300-500 克，折合每年 110-183 千克。根据《中国奶业质量报告（2024）》我国 2023 年人均乳制品消费

下载日志已记录，仅供内部参考

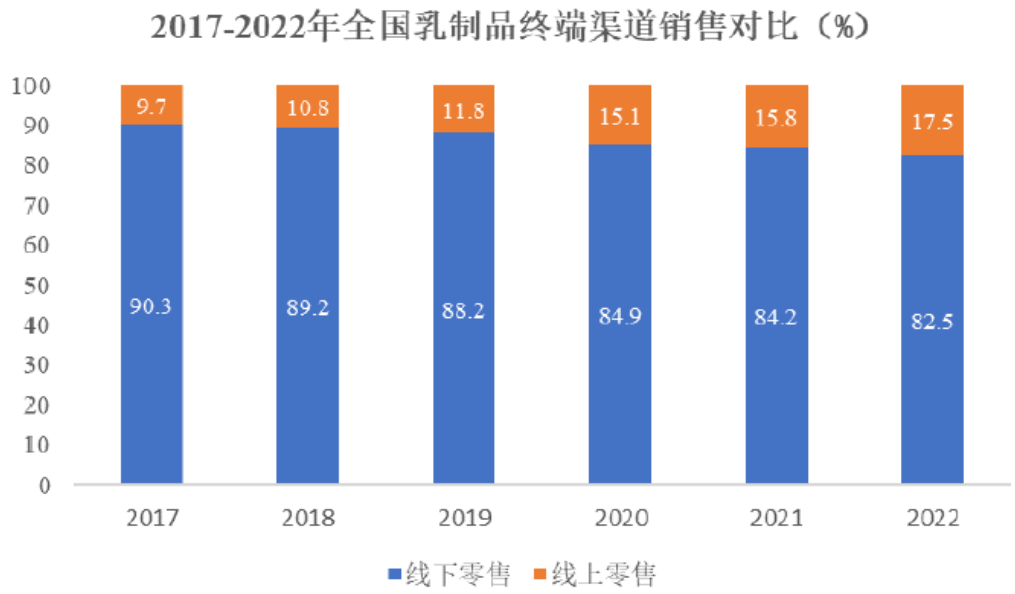
量折合生鲜乳达到 42.4 千克，仅相当于推荐量的 23.2%-38.5%，增长空间较大。

根据《中国农业展望报告（2025—2034）》，随着居民饮奶观念提升、营养健康意识增强，预计消费量年均增长 2.7%，到 2034 年将达到 7581 万吨；人均食用消费量达到 49.2 千克。

据 Euromonitor（欧睿咨询）数据统计，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将不断深化，新兴的数字化营销方式及新零售渠道也将促进乳制品市场走向新高度。

图26：2022 年乳制品线上及线下零售额占比分别为 17.50%和 82.50%



资料来源：公司招股书、Euromonitor

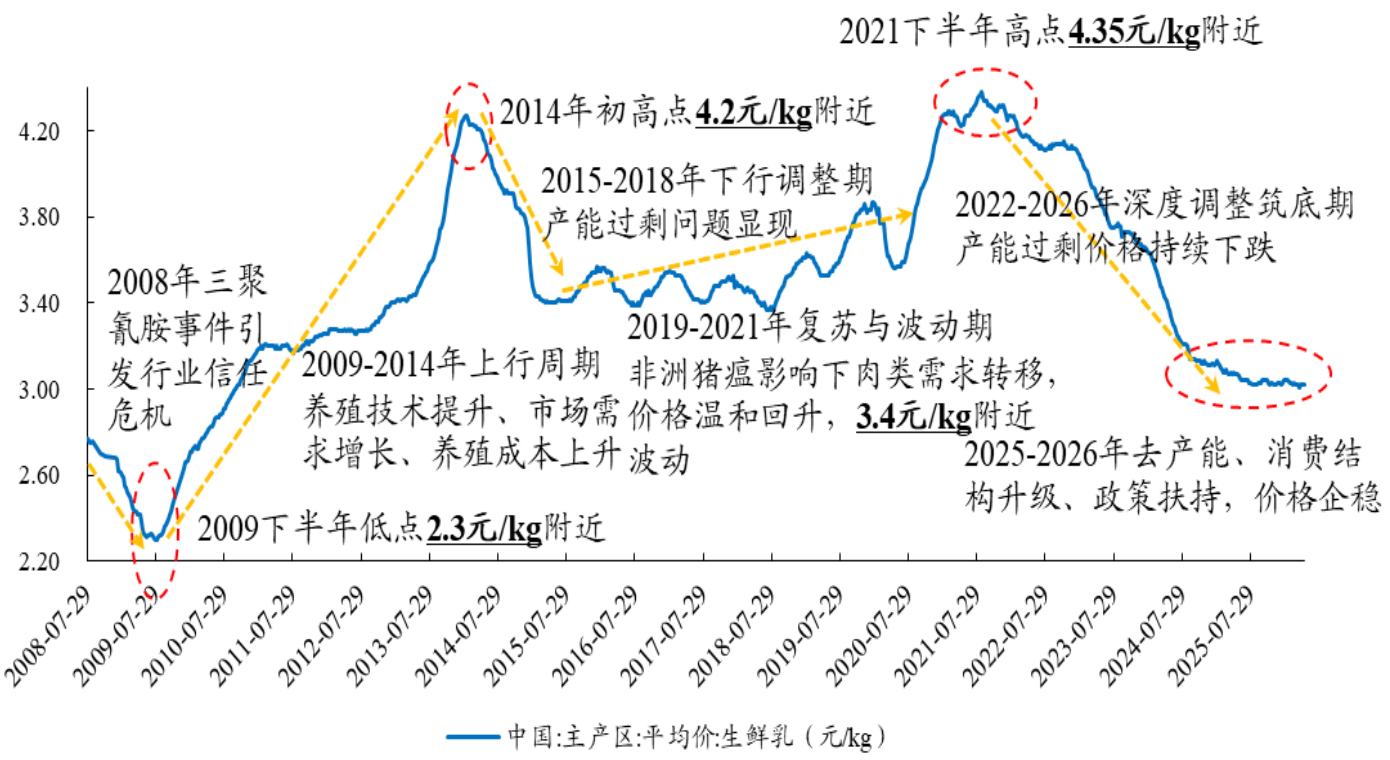
2.2、 去产能+消费升级背景下奶价企稳，各大乳企加大对奶源的控制力度

奶源是乳品加工企业的重要资源之一，是否拥有持续稳定的生鲜乳供应是衡量各乳品加工企业能否在市场竞争中获胜的重要因素。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。

据农业农村部数据统计，2018-2021 年，我国生鲜乳价格呈现整体上涨趋势，主产区平均生鲜乳收购价格由 2018 年最低时的 3.37 元/公斤上涨至 2021 年最高时的 4.38 元/公斤，2022 年以来受供给提升影响，生鲜乳收购价格持续下降，由 2022 年初的 4.25 元/公斤下跌至 2025 年 6 月末的 3.04 元/公斤，下跌幅度达到 28.47%；2025 年下半年以来生鲜乳市场整体接近供需平衡状态，价格稳定在 3.02-3.04 元/公斤区间。

下载日志已记录，仅供内部参考

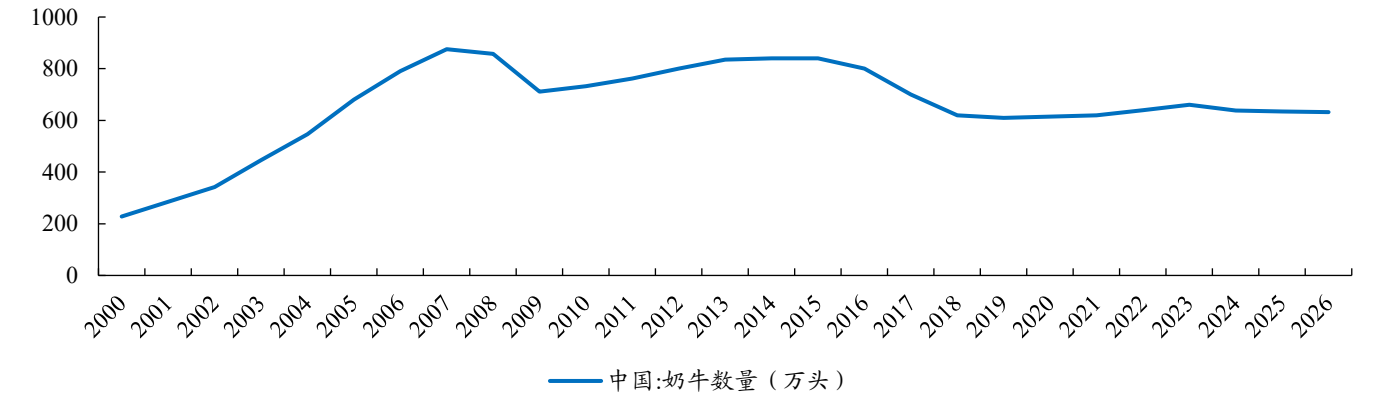
图27：生鲜乳价格分析



数据来源：Wind、开源证券研究所

奶牛数量方面，中国奶牛数量在 2007 年达到高点，876 万头，随后波动下降，2014-2015 年左右再次回升至 840 万头，随后再次进入波动下降，2025 年，中国奶牛数量为 634 万头。

图28：2025 年，中国奶牛数量为 634 万头



数据来源：Wind、美国农业部、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

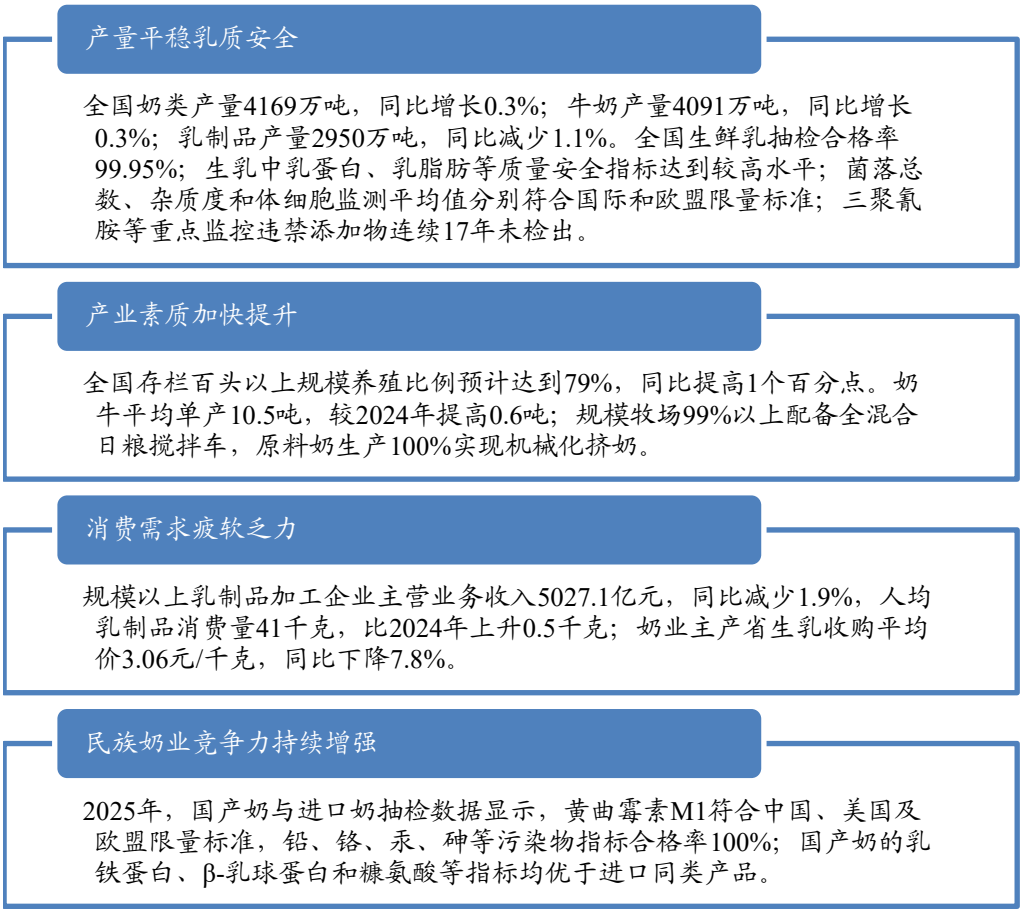
2.3、 趋势：品质化趋显，拓展能量牛奶、代餐奶昔、奶茶社交等新场景

乳制品作为营养健康食品正在成为越来越多消费者的选择，根据《中国奶业质量报告（2025）》我国 2024 年人均乳制品消费量折合生鲜乳达到 40.5 千克。

随着大众健康意识的不断提升，消费者对乳制品的质量、营养要求也在不断提高，乳制品市场持续向品质化发展。从纯牛奶市场来看，目前市场已出现每 100ml 含 4.0g 乳蛋白的高品质牛奶，显著超过《食品安全国家标准灭菌乳》（GB25190-2010）中规定的纯牛奶中的蛋白质含量需≥2.9g/100ml 的标准。

2025 年，中国奶业处于转型升级的关键期，产能随市场需求小幅缩减，产业综合素质持续增强，乳品质量长期保持较高水平，国产品牌美誉度和国际竞争力逐步增强。

图29：2025 年，中国奶业处于转型升级的关键期



资料来源：中国奶业协会、开源证券研究所

传统的乳制品消费场景主要是早餐及礼品馈赠等，伴随消费升级，消费需求持续变化，更多能在不同场景下满足消费者个性化需求的乳制品持续问世，如面向健身群体的能量牛奶和代餐奶昔、面向老人儿童群体的助消化乳饮品和面向社交聚会群体的奶茶等。未来，随着传统乳制品进入增长瓶颈期，市场将逐渐进入细分阶段，产品个性化、功能化和多样化将成为行业重要创新点与增长点。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4、 竞争格局：南方乳业属于贵州为主的地方乳企，成长性较好

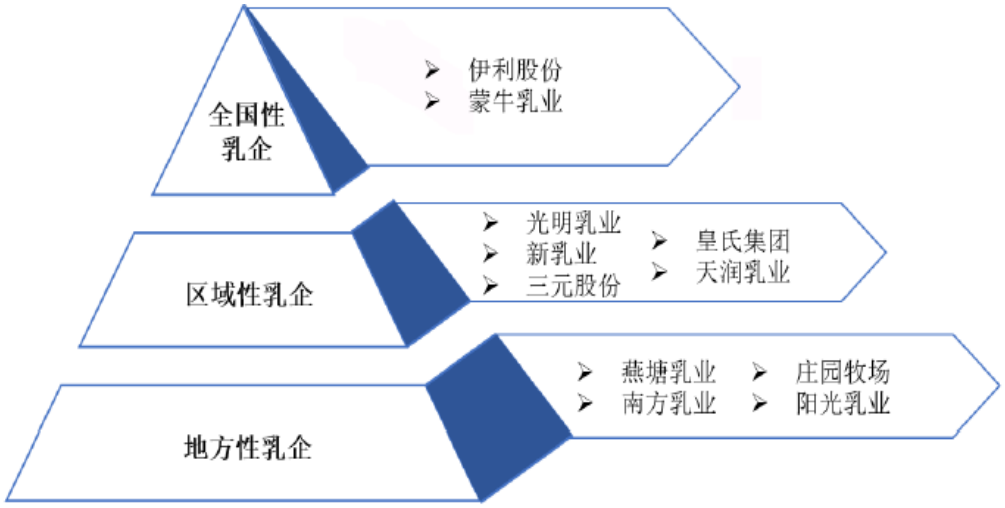
目前乳制品行业竞争格局相对稳定，形成两超多强的双寡头格局，按照企业知名度、经营规模和整体实力可大致分为三类。

（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30：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



资料来源：公司招股书

南方乳业产品销售主要集中在贵州及周边市场，与全国化的乳制品龙头蒙牛乳业、伊利股份以及区域性乳企新乳业等相比，经营规模仍偏小，品牌在全国范围内缺乏知名度。目前各乳制品企业未单独披露贵州省内销售金额，根据国家统计局数据统计，2024 年末贵州省全省常住人口 3,860 万人，2024 年贵州省人均奶类消费量 6.71 千克，据此测算，2024 年贵州省奶类市场消费量约为 25.90 万吨；2024 年公司在贵州省内常温乳制品及低温乳制品销量合计为 18.15 万吨，通过测算公司贵州省内常低温乳制品销售量占贵州省奶类消费量的比重，2024 年公司在贵州省市场占有率约为 70.06%。

全国层面，根据农民日报社三农发展研究中心数据统计，公司是 2024 年中国农业企业奶业 20 强企业，并居于第 11 位。从经营规模上来看，根据已上市乳企披露的财务数据，公司的业务规模在地方性乳企中位列前列。

下载日志已记录，仅供内部参考

表7：公司的业务规模在地方性乳企中位列前列

代码	简称	主要销售市场	类型	营收（亿元）				归母净利润（亿元）			
				2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
600887.SH	伊利股份	覆盖全国	全国性乳企	1,231.71	1,261.79	1,157.80	1,159.31	94.31	104.29	84.53	115.65
2319.HK	蒙牛乳业	覆盖全国	全国性乳企	925.93	986.24	886.75	822.45	53.03	48.09	1.05	15.45
600597.SH	光明乳业	华东为主	区域性乳企	282.15	264.85	242.78	238.95	3.61	9.67	7.22	-1.49
002946.SZ	新乳业	西南、华东等	区域性乳企	100.06	109.87	106.65	112.33	3.62	4.31	5.38	7.31
600429.SH	三元股份	北京为主	区域性乳企	80.03	78.41	70.12	63.40	0.37	2.43	0.55	-2.26
002329.SZ	皇氏集团	西南为主	区域性乳企	28.73	28.90	20.46	17.72	0.12	0.67	-6.81	-4.49
600419.SH	天润乳业	新疆为主	区域性乳企	24.10	27.14	28.04	27.52	1.97	1.42	0.44	0.41
874142.BJ	南方乳业	贵州为主	地方性乳企	15.75	18.05	18.17	18.39	1.73	2.00	2.10	2.21
002732.SZ	燕塘乳业	广东为主	地方性乳企	18.75	19.50	17.32	15.86	0.99	1.80	1.03	0.58
874569.BJ	菊乐股份	四川为主	地方性乳饮料企业	14.72	15.62	16.41	16.94	1.72	1.96	2.32	2.91
874376.NQ	百菲乳业	华东、华南、华中地区	区域性乳企	7.81	10.75	14.23	16.15	1.15	2.26	3.00	2.42
002910.SZ	庄园牧场	甘肃、陕西等	地方性乳企	10.50	9.56	8.90	9.21	0.61	-0.81	-1.66	-0.74
001318.SZ	阳光乳业	江西为主	地方性乳企	5.70	5.70	5.19	4.77	1.11	1.16	1.15	1.04

数据来源：Wind、公司一轮问询的回复、开源证券研究所

成长性上来看，营收 2022-2025 年营收复合增速最快的为百菲乳业，达到 27%，实现增长的共 5 家：百菲乳业、南方乳业、菊乐股份、天润乳业、新乳业。

利润端，2022-2025 年归母净利润复合增速为正的有 5 家：百菲乳业增速最快，达到 28%；新乳业增速第二，为 26%；其次为菊乐股份的 19%；南方乳业第四，为 8.52%；第五伊利股份三年复合增速为 7%。

2024 年度，由于地域、销售渠道、品牌及产品特性等原因不同乳制品企业之间经营业绩表现差异较大。

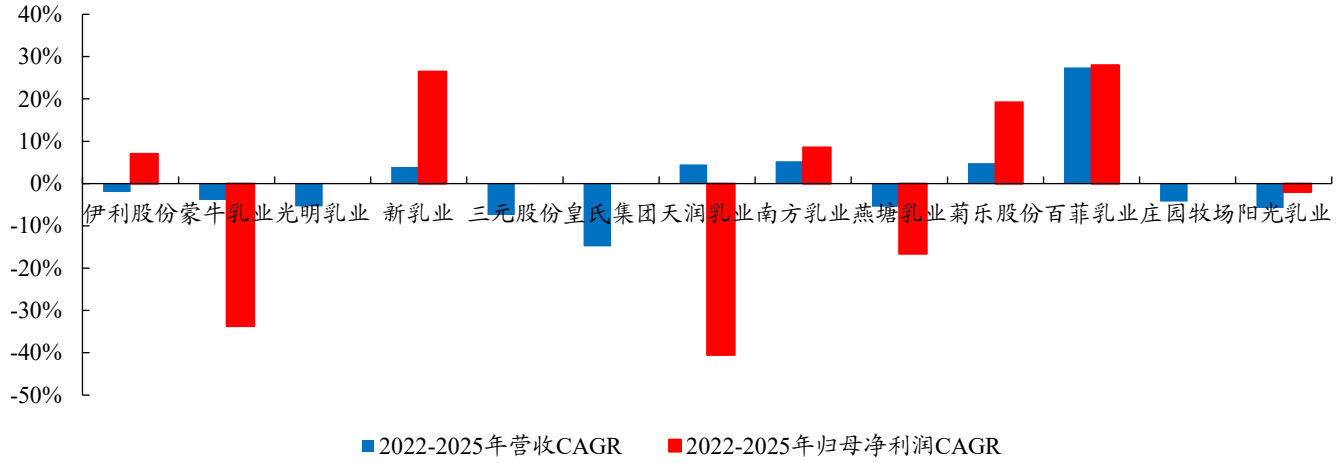
2024 年，天润乳业坚持实施“用新疆资源，做全国市场”战略，以区域深耕与场景创新突围，积极拓展线上线下销售渠道，加大品牌宣传和行销推广力度，打造差异化产品矩阵以满足不同消费者需求，有力带动销售额的提升，2024 年实现乳制品销量 29.43 万吨，较 2023 年同期增长 3.43%;

百菲乳业不断加大研发投入力度，开发巴氏杀菌乳新产品，陆续推出“醇菲水牛鲜牛乳”“灵山水牛鲜牛乳”等新产品，并得到市场认可，销量增幅较大。

南方乳业 2023 年收入增幅较高主要来自省内市场的拓展及电商平台业务的发展；2024 年收入保持增长主要源于公司积极开拓学生奶、送奶上户等直销客户取得成果。

下载日志已记录，仅供内部参考

图31：百菲乳业、新乳业、菊乐股份、南方乳业、伊利股份 2022-2025 年归母净利润复合增速为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据灼识咨询数据统计，中国乳制品市场 2024 年度零售规模达到约 5,216.70 亿元，按此数据测算，乳业上市公司在全国乳制品行业的市场占有率情况如下：

表8：2024 年，乳业上市公司在全国乳制品行业的市场占有率

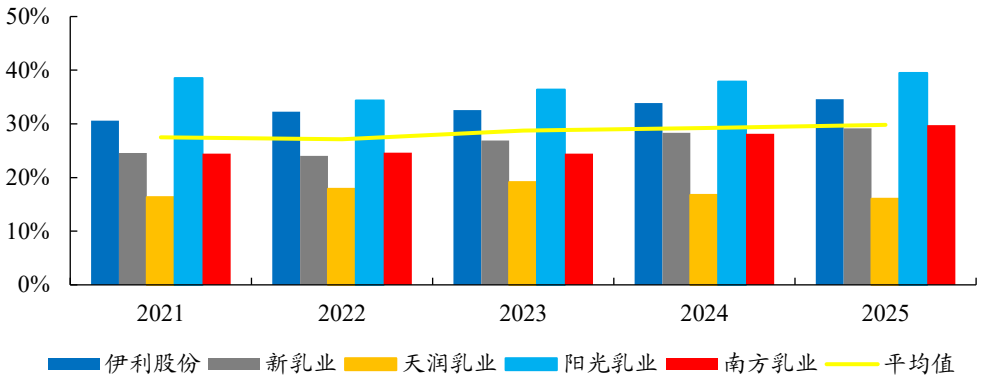
排名	上市企业	市占率
1	伊利股份	22.12%
2	蒙牛乳业	17.00%
3	光明乳业	4.65%
4	新乳业	2.04%
5	三元股份	1.34%
6	天润乳业	0.54%
7	皇氏集团	0.39%
8	南方乳业	0.35%
9	燕塘乳业	0.33%
10	菊乐股份	0.31%
11	百菲乳业	0.27%
12	庄园牧场	0.17%
13	阳光乳业	0.10%

数据来源：公司二轮问询的回复、Wind、开源证券研究所

南方乳业毛利率与可比公司均值较为接近，其中天润乳业毛利率相对较低，阳光乳业毛利率水平相对较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

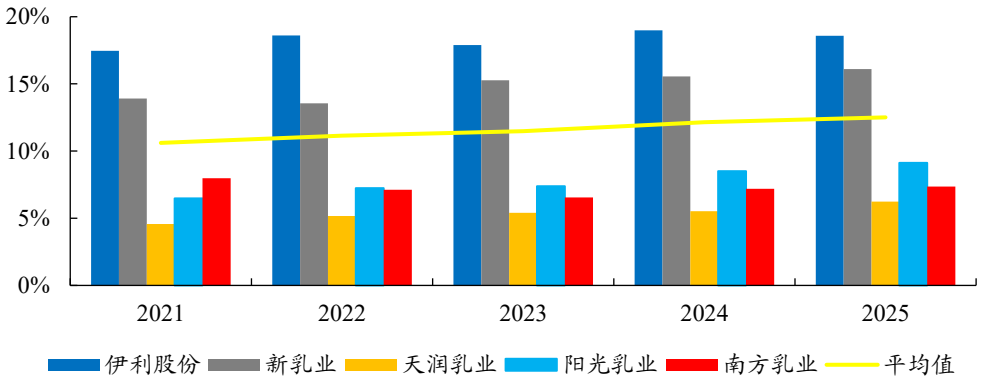
图32：南方乳业毛利率与可比公司均值较为接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

销售费用方面，南方乳业销售费用率与同行业可比公司中伊利股份等大型乳企相比明显较低，主要由于销售费用构成存在一定的差异。伊利股份等大型乳企销售费用中广告营销费用占比较高，主要由于其作为全国性乳企，需要通过投放大量的广告、节目冠名等方式增加其品牌知名度；而南方乳业深耕贵州地区，已在当地建立了较高的口碑和影响度，未进行大规模营销及广告营销活动，公司销售费用中促销宣传费用占比相对较低。

图33：南方乳业销售费用率与同行业可比公司中伊利股份等大型乳企相比明显较低

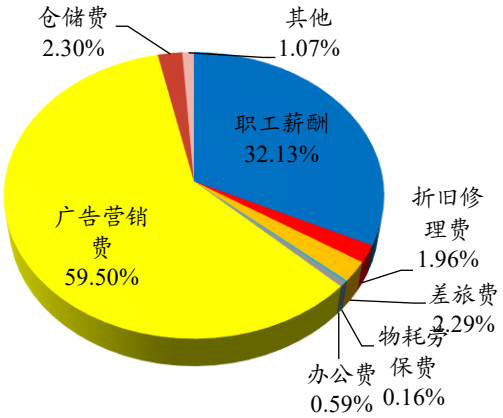


数据来源：Wind、开源证券研究所

2025 年情况来看，伊利股份广告营销费达到 128 亿元，占销售费用的比例达到 59.50%；南方乳业销售费用中占比较高的为职工薪酬，达到 45.52%，促销宣传费占比 22.52%。

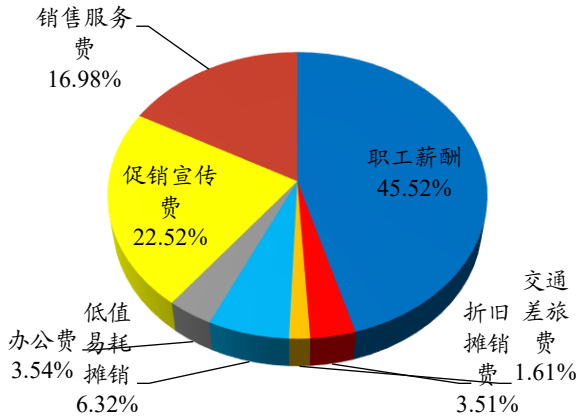
下载日志已记录，仅供内部参考

图34：2025 年伊利股份广告营销费占销售费用 59.50%



数据来源：伊利股份 2025 年年报、开源证券研究所

图35：2025 年，南方乳业促销宣传费占销售费用 22.52%



数据来源：南方乳业招股书、开源证券研究所

奶源是乳品加工企业的重要资源之一，是否拥有持续稳定的生鲜乳供应已经成为衡量各乳品加工企业是否具有竞争优势，进而能否在市场竞争中获胜的重要因素。

表9：上市乳企奶源布局情况

公司	奶源布局情况
伊利股份	南北纬 45° C 黄金奶源带奶源：规模化、集约化养殖奶源供应比例居国内行业首位，各类牧场近 1500 座
蒙牛乳业	2004 年，蒙牛建设了全国第一个万头示范牧场，目前已拥有中国牧业第一股——现代牧业，全球最大的沙漠有机原奶生产商——中国圣牧，共 80 余座牧场，存栏 60 余万头。蒙牛以“中国乳都”为核心，在全国持续推动优质奶源基地建设，带动全国 400 多万农牧民增收致富
光明乳业	从奶源开始，光明严格把关，现有规模牧场 25 个。光明乳业下属光明牧业有限公司，具有 60 多年的养牛历史，是国内最大的牧业综合性服务公司之一，成乳牛年平均单产超过 11 吨，远超行业平均水平。牧场管理采用光明乳业独有的“千分牧场”评价标准体系，对所有牧场兽医保健、繁殖育种、饲料饲养、生奶质量、防暑降温、安全生产等六大版块进行评分，在确保生乳品质安全、可靠、优质前提下，全面提升奶牛牧业技术集成水平。
新乳业	截至 2024 年末，公司在全国范围内总共拥有 12 个规模化与标准化牧场，奶牛总存栏数超 5 万头。随着公司持续推行精细化管理，成母牛平均单产提升至 12 吨/头年以上，乳脂、蛋白等原奶指标稳定保持在较好水平。同时大部分自有牧场距离加工厂在 150 公里以内，奶源的新鲜度得到有效保证。
三元股份	在产业振兴方面，公司依托首农食品集团旗下养殖业务在全国多省市布局自有奶源基地超 30 个。
皇氏集团	公司通过“公司+基地+农户”模式带动中国及巴基斯坦奶农增收，推动国内外现代化牧场共建，持续扩大优质奶源供。公司在广西、云南、湖南、贵州及爱尔兰等地建立了 27 个标准化养殖基地和 6 个已投产和在建的现代化乳品加工厂，年产各类乳制品能力 50 万吨。
天润乳业	公司立足于新疆天山南北地区的北纬 45 度黄金奶源带，不断深化奶源建设，截至 2024 年 12 月 31 日，公司已拥有 26 个规模化养殖牧场，牛只存栏约 6.48 万头。
燕塘乳业	燕塘乳业以粤港澳大湾区为核心区域，拥有阳江牧场、澳新牧场、新澳牧场、传祁牧场四大优质奶源牧场，以优质奶源生产优鲜产品销往核心业务区域

下载日志已记录，仅供内部参考

公司	奶源布局情况
庄园牧场	2025 年末，公司拥有的标准化奶牛养殖场存栏奶牛 18,847 头，2024 全年生鲜乳产量超过 10 万吨，在奶源供应保障方面具备一定的稳健性。
阳光乳业	目前公司控制了江西省奶源总量的 80%以上，自有 5 大牧场已全部实现机械化挤奶，拥有自有奶源基地和合作自控奶源基地，其中自有奶源基地长山现代有机牧场和嘉牧牧场被农业农村部评定为国家奶牛标准化示范牧场。
百菲乳业	为保障奶源供应，从源头把控奶源品质，公司持续加强对上游生鲜乳产业链布局力度。公司在灵山县的帽岭奶水牛养殖基地百菲养殖是广西地区规模较大的奶水牛标准养殖基地之一

资料来源：南方乳业一轮问询的回复、开源证券研究所

3、 募投：奶牛养殖基地建成后年产鲜奶约 55,270 吨

公司本次拟向不特定合格投资者公开发行人民币普通股不超过3,518.52 万股(未考虑行使本次股票发行超额配售选择权的情况下)，公司及主承销商可以根据具体发行情况择机采用超额配售选择权，采用超额配售选择权发行的股票数量不得超过本次发行股票数量的 15%（即发行总股数不超过 4,046.30 万股）。

本次公开发行的募集资金在扣除发行费用后，将全部用于两个项目：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。

表10：南方乳业募投项目

项目名称	项目计划投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目	44,367.20	40,000.00
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：公司招股书、开源证券研究所

威宁县南方乳业奶牛养殖基地建设项目总投资 4.44 亿元，在公司现有奶源自供规模的基础上，拟在贵州省威宁县观风海镇内建立奶源生产基地，公司将引进优质奶牛，进一步提升自有奶源占比。

本项目从开工建设到建设完工的周期为 2 年，项目建成后牧场奶牛存栏数可达到 10,000 头，年产鲜奶约 55,270.00 吨。

贵州南方乳业股份有限公司营销网络建设项目总投资 5.15 亿元，用于公司营销网络建设，以帮助公司通过媒体宣传、品牌策划设计和推广、自媒体和电商平台运营、新媒体推广、终端市场活化、自营专卖店和加盟店建设、省内外渠道拓展、鲜奶品类宣传、冷链建设、团队建设，增强综合营销和服务水平，提高公司品牌影响力，在激烈的市场竞争中保持并提升市场占有率。

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 估值与对比

南方乳业有望通过本次募投项目扩大公司生鲜乳产能，扩大生产场地、有利于发展规模化养殖，为公司提供质量保证，有利于满足日益增长的低温产品消费需求，增强产品竞争力，巩固公司竞争优势。

表11：同行业可比公司的 PE2025 均值为 32X

公司简称	股票代码	市值（亿元）	PE 2025	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
伊利股份	600887.SH	1,702.79	14.7	-2.00%	7.04%	34.58%	9.96%
新乳业	002946.SZ	124.37	17.0	3.93%	26.50%	29.18%	6.72%
天润乳业	600419.SH	27.61	66.6	4.53%	-40.45%	16.06%	0.52%
阳光乳业	001318.SZ	33.07	31.7	-5.74%	-1.97%	39.46%	21.54%
骑士乳业	920786.BJ	15.47	31.6	11.66%	-11.88%	15.79%	3.18%
	均值	380.66	32.30	2.48%	-4.15%	27.01%	8.38%
	中值	33.07	31.56	3.93%	-1.97%	29.18%	6.72%
南方乳业	920196.BJ			5.29%	8.50%	29.78%	11.92%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 20260923）

5、 风险提示

销售区域集中的风险、原奶价格波动的风险、新股破发的风险

下载日志已记录，仅供内部参考

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

分析师承诺

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、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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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