下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

新乳业（002946）

聚焦新鲜，穿越周期

2026 年 10 月 13 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	10,665	11,233	11,938	12,692	13,482
同比（%）	(2.93)	5.33	6.27	6.32	6.22
归母净利润（百万元）	537.69	731.15	863.31	1,004.49	1,140.14
同比（%）	24.80	35.98	18.08	16.35	13.50
EPS-最新摊薄（元/股）	0.62	0.85	1.00	1.17	1.32
P/E（现价&最新摊薄）	24.23	17.82	15.09	12.97	11.43

投资要点

- **三轮并购成就乳业新势力，从规模导向到利润导向，“利润率倍增”进行时。**新乳业前身是新希望集团的乳制品资产，先后经历 1）2001~2003 年并购改制的城市型乳企、2）2015~2016 年整合地方优质低温乳企、3）2020~2021 年整合西南/西北优质资源并进军华南，2023 年公司提出“五年实现净利率倍增”新五年战略，2027 年销售净利率目标提升至 7.2%。

- **扎根低温，多维领“鲜”。**从“鲜战略”到“鲜立方”，新乳业的“鲜”不仅是产品的新鲜，更是全产业链的新鲜。1）奶源结构相对均衡，集团赋能牧场管理：2024 年公司原奶自给率约 60%，其中自有牧场、参股牧场、社会化牧场结构占比分别为 30%、30%、30%，此外借力新希望集团资源优势，牧场经营饲料端、管理端亦能充分受益。2）立足低温向上培育，创新能力支撑品类迭代：低温鲜奶/低温酸奶形成以中高端为主、向下布局的全价格带矩阵，同时公司通过并购整合，补强常温奶及乳深加工品类布局，体系化创新能力也已然成型。3）资源共享、直营深耕，短保品类渠道壁垒扎实：公司一方面依托集团体系内鲜生活冷链公司，构建覆盖全国的冷链物流网络，另一方面加大力度建设 DTC 渠道，并协同布局新兴零售渠道、电商平台，以及深化机构客户合作。4）全产业链保障新鲜，品牌形象深入人心：围绕“极致新鲜”，子品牌在世运会、亚博会频亮相，站稳品牌高度，同时凭借故事化、场景化内容触达年轻消费者。

- **乳业深度调整，新乳业表现更优。**近年乳品需求整体呈现疲软态势，原奶供需失衡，奶价深度调整。低温奶逆势而起，市场销售额从 2021 年 811 亿元提升至 2025 年 946 亿元，期间 CAGR 为 3.9%。低温奶存在区域壁垒，常温龙头未能复刻垄断格局，2025 年新乳业销售额市占率约 9.7%。**新乳业在 2022~2023 年行业需求走弱及 2024 年以来乳业深度调整两轮低谷中表现均强于行业和龙头，销售净利率从 2022 年 3.6%提升至 2025 年 6.7%，26H1 进一步达 8.2%。**乳业调整期新乳业盈利进入上升通道，得益于 1）低温增势延续，产品结构抬高：低温奶收入从 2023 年 49.3 亿元增长至 2025 年 60.5 亿元，期间 CAGR 为 10.8%、实现双位数增长，低温产品销售收入占主营业务收入在 50%+基础上亦持续抬高；2）加大内部治理，改革成效陆续兑现：近年公司对内大幅优化经营管理效率，通过成熟且体系化的管理输出经验，赋能子公司经营调整（如宁夏夏进等），2025 年公司管理费用率相较 2022 年减少 1.5pct 至 3.2%；3）经营模式差异，非经科目影响较轻：公司奶源结构相对均衡，保障收奶后喷粉减值对资金占用相对较轻；牧场经营按照 FVOCI 法核算、仅分红计入投资收益；此外资产处置损益、信用减值损失整体平稳。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026~2028 年归母净利为 8.6、10.0、11.4 亿元，同比增长 18.1%、16.4%、13.5%，对应 PE 为 15、13、11x，基于低温业务增势延续、内部经营治理成效陆续兑现，同时非经科目影响相对较轻，公司盈利进入上升通道，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**需求修复不及预期，食品安全问题，新品推广不及预期。

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
研究助理 林蔚
执业证书：S0600126090009
linw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.14
一年最低/最高价	12.91/20.20
市净率(倍)	3.69
流通 A 股市值(百万元)	12,879.83
总市值(百万元)	13,030.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.11
资产负债率(%,LF)	56.32
总股本(百万股)	860.68
流通 A 股(百万股)	850.72

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 并购整合，抢占“鲜”机 6
1.1. 并购整合布局全国，聚焦低温历久弥坚 6
1.2. 股权结构集中，核心管理层搭档多年 10
2. 扎根低温，多维领“鲜” 12
2.1. 奶源结构相对均衡，集团赋能牧场管理 12
2.2. 立足低温向上培育，创新能力支撑品类迭代 15
2.3. 资源共享、直营深耕，短保品类渠道壁垒扎实 17
2.4. 全产业链保障新鲜，品牌形象深入人心 22
3. 乳业深度调整，新乳业表现更优 23
3.1. 乳业深度调整，低温逆势而起 23
3.2. 穿越周期、步步为“盈”，新乳业表现更优 28
3.2.1. 低温增势延续，产品结构抬高 30
3.2.2. 加大内部治理，改革成效陆续兑现 32
3.2.3. 经营模式差异，非经科目影响较轻 34
4. 盈利预测与投资评级 38
5. 风险提示 39

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 新乳业子公司梳理（2025A）.....6
图 2: 新乳业营收及同比增速.....6
图 3: 新乳业归母净利润及同比增速.....6
图 4: 新乳业早期发展历程梳理.....7
图 5: 2008~2010M10 新乳业净利润.....7
图 6: 新乳业第一轮并购地图.....7
图 7: 2016~2020 年湖南南山经营业绩.....8
图 8: 2016~2017 年三牧&双喜&唯品子公司净利润.....8
图 9: 新乳业第二轮并购地图.....8
图 10: 新乳业第三轮并购地图.....9
图 11: 新乳转债信息梳理.....9
图 12: 宁夏夏进&福州澳牛并购进程梳理.....9
图 13: 新乳业股权结构图（2026H1）.....10
图 14: 新希望集团旗下子公司职能丰富多元（2026H1）.....10
图 15: 新乳业核心战略梳理.....12
图 16: 新乳业奶源结构（2024A）.....13
图 17: 现代牧业股权结构梳理（2026H1）.....13
图 18: 新乳业参控股牧场分布地图（2026H1）.....13
图 19: 自有牧场奶牛养殖规模及单产治理前后对比.....14
图 20: 新希望生态牧业实现分散牧场统一管理.....14
图 21: 中国饲料企业产量对比（2025A）.....15
图 22: 新希望六和饲料配方系统特点梳理.....15
图 23: 新乳业养殖端动作梳理.....15
图 24: 新乳业与头部牧场成母牛平均单产对比（2025A）.....15
图 25: 新乳业产品矩阵梳理.....16
图 26: 新乳业系统性研发创新能力逻辑梳理.....17
图 27: “活润”系列产品创新逻辑梳理.....17
图 28: 2021~2025 年新乳业新品营收占比均超 10%.....17
图 29: 2021~2025 年新乳业研发人员年龄分布.....17
图 30: 新乳业直营&经销渠道毛利率对比.....18
图 31: 新乳业分渠道营收及同比增速.....18
图 32: 新乳业渠道营收结构拆分.....18
图 33: 直营渠道类别划分梳理.....18
图 34: 新乳业直营渠道营收结构拆分.....18
图 35: 2023~2025 年新乳业分渠道营收 CAGR.....18
图 36: 鲜生活冷链合作客户梳理（2026H1）.....19
图 37: 鲜生活冷链运费吨价&占乳品业务运费比重.....19
图 38: 新乳业 DTC 渠道营收及同比增速.....20
图 39: 送奶入户渠道线上订奶与线下订奶模式对比.....20
图 40: DTC 渠道运营逻辑梳理.....20
图 41: 零售商业务&机构客户业务收入及同比增速.....21
图 42: 零售商业务收入结构拆分.....21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：剔除电商平台后的零售商业务营收及同比增速.....21
图 44：电商平台营收、营收同比增速以及渠道毛利率.....21
图 45：新乳业机构客户数量.....21
图 46：朝日唯品主要 2B 合作客户梳理.....21
图 47："极致新鲜"品牌形象特点梳理.....22
图 48：新乳业亮相成都世界运动会.....22
图 49：内容营销触达年轻群体.....22
图 50：2010~2025 年乳业整体规模及同比增速.....23
图 51：2011~2025 年乳业整体销量、吨价同比增速.....23
图 52：2010~2025 年乳业消费结构（按销售额计）.....23
图 53：乳业各阶段销售额 CAGR 对比.....23
图 54：三轮生鲜乳均价跌幅对比.....24
图 55：2018~2025 年乳制品产量及增速.....24
图 56：2015~2024 年百头以上规模化养殖比例迅速提升.....24
图 57：2020~2025 年乳业整体 CR10（按销售额计）.....25
图 58：2021~2025 年伊利股份主要非经科目表现.....25
图 59：低温奶市场规模及常温奶&低温奶同比增速.....25
图 60：液奶量价增速贡献拆分.....25
图 61：低温酸奶市场规模及同比增速.....26
图 62：低温鲜奶市场规模及同比增速.....26
图 63：低温奶竞争格局（2025A，按销售额计）.....26
图 64：低温奶与常温奶销售模式对比.....27
图 65：区域乳企多年本土精耕.....27
图 66：主要乳企低温奶大单品梳理.....27
图 67：主要乳企渠道结构对比.....27
图 68：主要国家低温奶渗透率对比（2025A）.....28
图 69：低温液奶各子品类市场规模及复合增长率.....28
图 70：低温酸奶功能化升级.....28
图 71：低温鲜奶更新迭代路径.....28
图 72：主要乳企营收增速对比.....29
图 73：主要乳企利润增速对比.....29
图 74：主要乳企净利率对比.....29
图 75：主要乳企整体毛利率对比.....29
图 76：2022~2025 年主要乳企液奶毛利率对比.....30
图 77：主要乳企期间费用率对比.....30
图 78：主要乳企归母净利润增速贡献分拆.....30
图 79：2023~2025 年新乳业液态奶毛利率结构拆分.....31
图 80：新乳业低温奶/液奶收入及同比增速.....31
图 81：新乳业产品营收结构拆分.....31
图 82：新乳业低温产品销售收入占主营业务收入比重.....31
图 83：低温饮品新品特点梳理.....32
图 84：主要阿华田风味产品麦芽可可基料添加量对比.....32
图 85：新乳业主要子公司营业收入对比.....33
图 86：新乳业主要子公司销售净利率对比.....33

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图 87：新乳业管理输出方法体系梳理.....33
图 88：寰美乳业净利润.....34
图 89：寰美乳业改革逻辑梳理.....34
图 90：资产减值损失对比.....35
图 91：奶源自给率对比（2024A）.....35
图 92：新乳业投资净收益.....35
图 93：投资净收益不同会计核算准则对比.....35
图 94：主要乳企对头部规模化牧场持股结构（2026H1）.....36
图 95：伊利股份投资净收益结构拆分.....36
图 96：新乳业投资净收益结构拆分.....36
图 97：新乳业资产处置损益结构拆分.....37
图 98：信用减值损失对比.....37
图 99：26Q2 新乳业补缴所得税.....37
图 100：乳企纳税标准梳理.....37

表 1：新乳业核心管理团队梳理（2026H1）.....11
表 2：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）.....38
表 3：可比公司估值表（截至 2026/10/12 收盘价）.....39

请务必阅读正文之后的免责声明部分

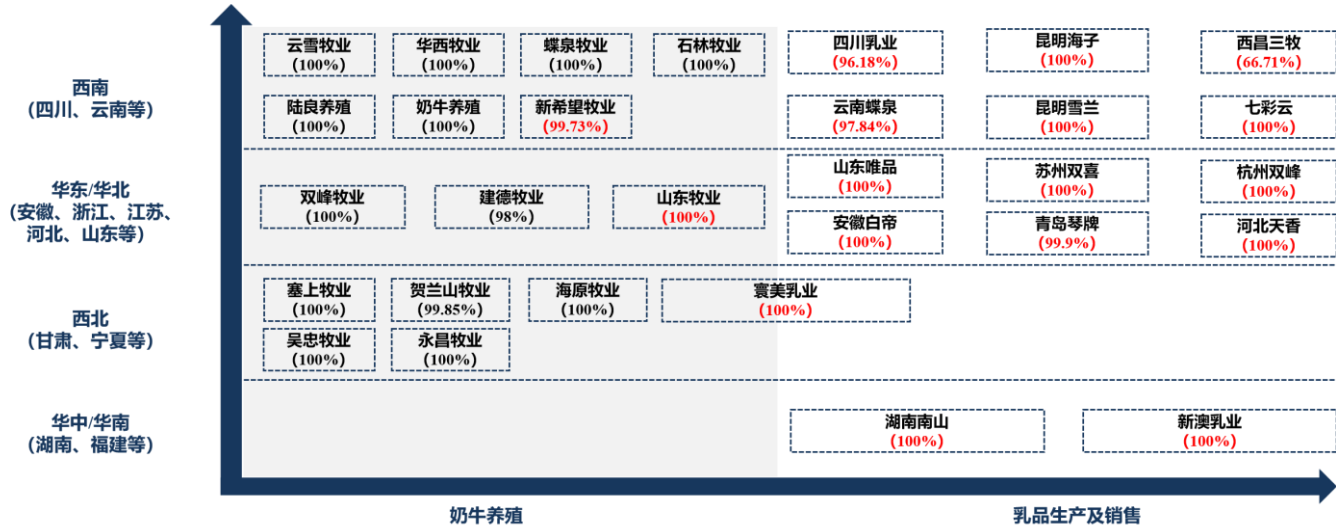
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 并购整合，抢占“鲜”机

1.1. 并购整合布局全国，聚焦低温历久弥坚

从西南迈向全国，经历三轮并购整合。新乳业前身是新希望集团的乳制品资产，2002 年开始布局乳制品赛道，此后主要经历三轮并购整合逐步迈向全国：1）2001~2003 年新希望集团通过并购地方乳企涉足乳制品行业，扎根西南并初步覆盖华东、华北区域；2）2015~2016 年公司整合地方优质低温乳企，进一步深入西南/华东市场布局、并弥补华中市场空白，借助“鲜战略”高效盘活并购资产；3）2020~2021 年公司整合西南、西北优质资源，补充奶源与常温产线，同时以并购方式进军华南区域。2025 年公司旗下已拥有 15 个子品牌和 1 个主品牌“新希望”，逐步完成中拓、东进、北上、南下和西北大开发的发展蓝图，同期实现营收 112.3 亿元、同比增长 5.3%，实现归母净利润 7.3 亿元、同比增长 36.0%；26H1 公司实现营收 58.1 亿元、归母净利润 4.6 亿元，同比增长 5.2%、17.2%。

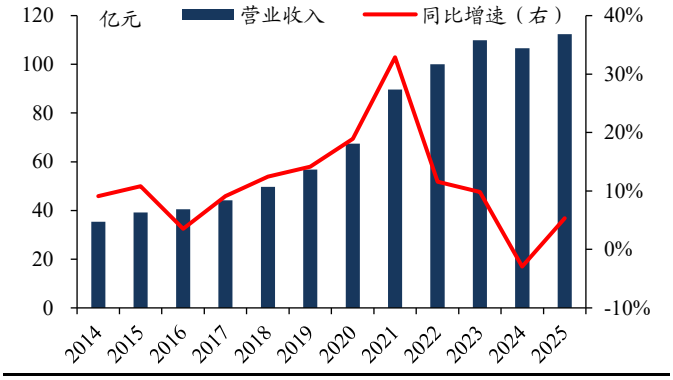
图1：新乳业子公司梳理（2025A）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

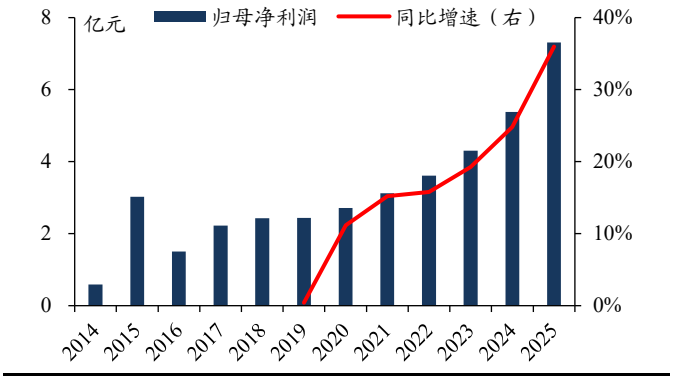
注：红色数据为公司直接控股、黑色数据为间接控股

图2：新乳业营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：新乳业归母净利润及同比增速



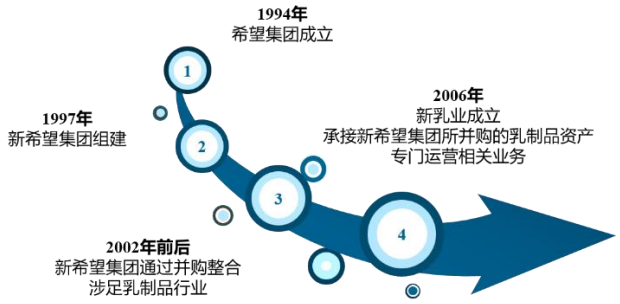
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

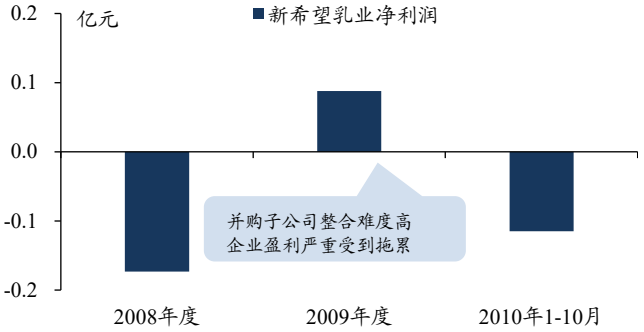
第一轮并购（2001~2003 年）：新乳业前身是新希望集团的乳制品资产，1994 年希望集团成立、1997 年新希望集团组建，2002 年前后董事长刘永好以“肉蛋奶是优质蛋白质”为出发点，在已有农业领域建立优势后借力乳制品挺进消费赛道。2001~2003 年新希望集团通过并购整合多家改制的城市型乳企涉足乳制品行业（包括四川华西、四川新阳平、昆明雪兰、安徽白帝、云南蝶泉、河北天香、青岛琴牌、杭州双峰等），2006 年新乳业成立以承接新希望集团所并购的乳制品资产、并专门运营相关业务，初步覆盖西南（四川+云南）、华东（安徽+浙江）、华北（河北+山东）区域。由于第一轮并购企业多为老牌区域型国企，企业分散全国各地、且在经营规模、盈利状况、企业文化上参差不齐，公司全面整合难度相对较高，面临国企职工买断工龄、员工补贴支持等问题，严重拖累盈利表现。

图4：新乳业早期发展历程梳理



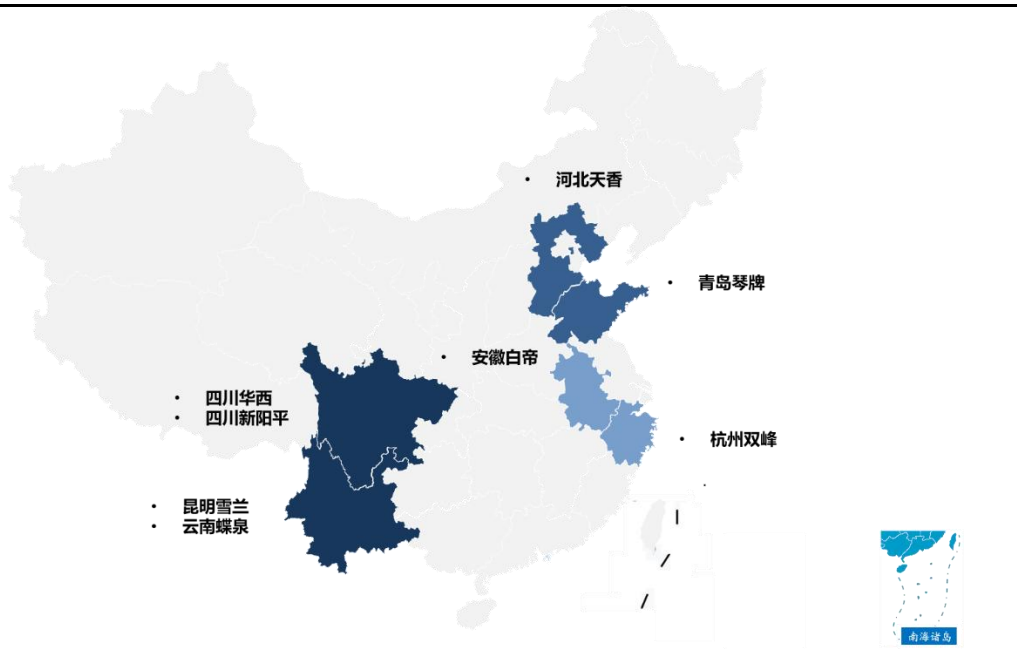
数据来源：新希望集团官网，东吴证券研究所

图5：2008~2010M10 新乳业净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：新乳业第一轮并购地图



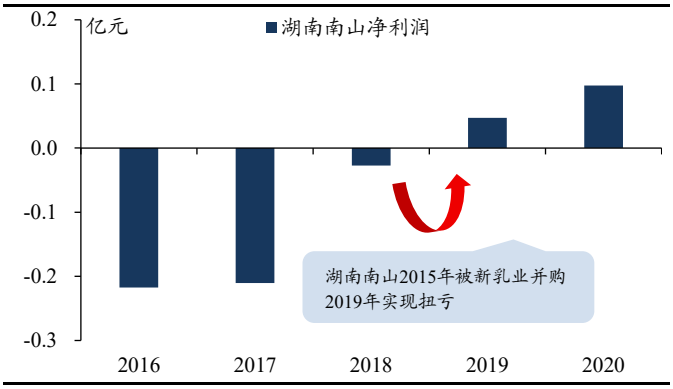
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

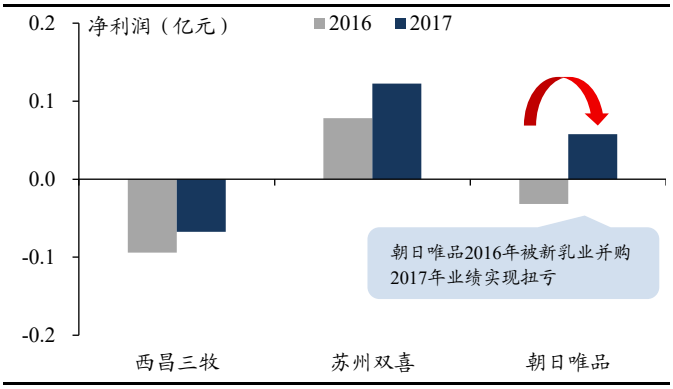
第二轮并购（2015~2016 年）：2010 年时任总裁席刚接手经营新乳业，面对第一轮并购后多数子公司经营亏损等问题、以及考虑到常温奶蒙牛/伊利已牢据优势地位，席刚先生结合公司“1+N”联合体模式（即 1 家母公司统一管理运营体系+全国 N 个传统区域协同前进的共同体），考虑到多区域/多品牌布局对市场变化敏感度要求高，产品需要更新鲜、更快捷、更贴近当地市场，“鲜战略”应运而生。在“鲜战略”聚焦下，2015~2016 年公司陆续并购整合多处地方优质低温乳企（包括苏州双喜、湖南南山、西昌三牧、朝日唯品等），进一步深入西南（四川）、华东（山东+江苏）市场布局，同时弥补华中（湖南）市场空白，搭建起“牧场-工厂-城市”150km 的鲜半径布局，低温奶配送时效低于 8 小时，高效盘活并购资产，例如湖南南山 2015 年被新乳业并购、2019 年业绩实现扭亏，朝日唯品 2016 年被新乳业并购、2017 年业绩实现扭亏等。

图7：2016~2020 年湖南南山经营业绩



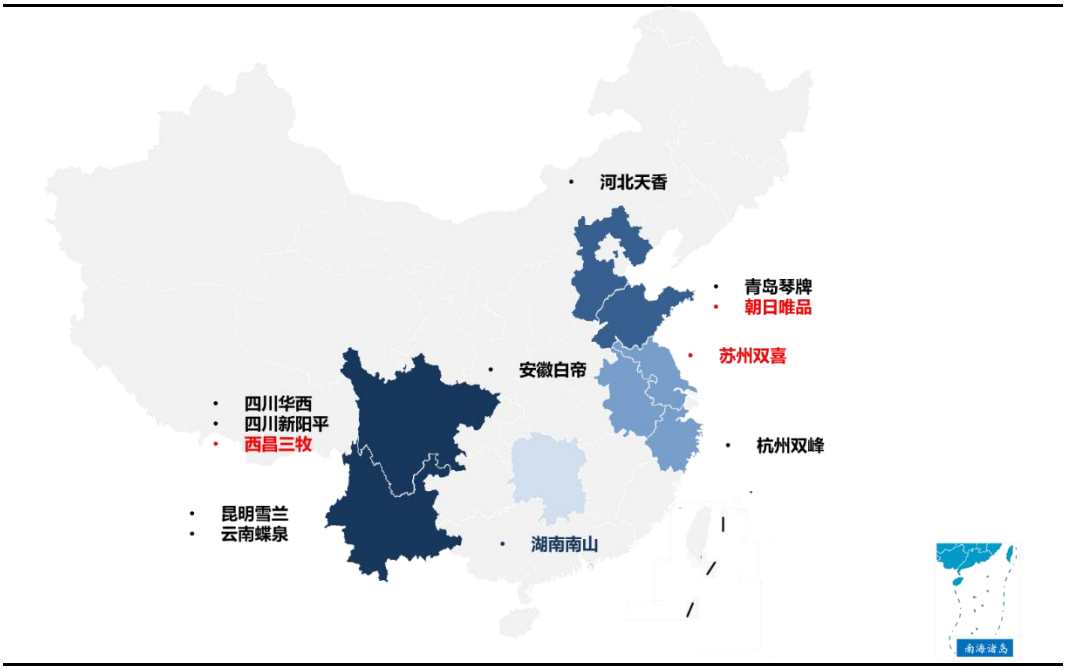
数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

图8：2016~2017 年三牧&双喜&唯品子公司净利润



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

图9：新乳业第二轮并购地图



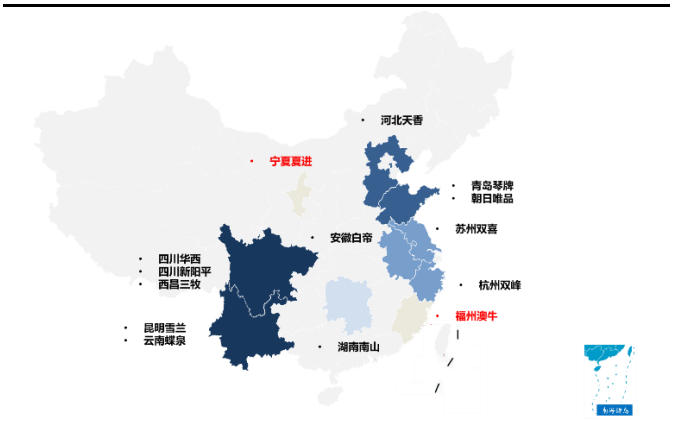
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

第三轮并购(2020~2021 年):公司进一步补全液奶产品矩阵,并加快步伐迈向全国。1)宁夏夏进:公司通过收购宁夏夏进,丰富常温品类矩阵及西北奶源布局,实现西部区域乳业资源整合。宁夏夏进早年为银川零售龙头新华百货旗下资产,自 2014 年剥离出独立运营,此后面对头部乳企竞相下沉竞争,管理层转向寻求外部资本支持。新乳业经过多轮角逐脱颖而出,2020 年 5 月正式发布收购寰美乳业 100%股权公告、并分两阶段执行,第一阶段通过现金收购 60%股权(同年 7 月完成交割),第二阶段发行可转债募集收购剩余 40%股权("新乳转债"2020 年 12 月 18 日起息,债券期限 6 年,预计 2026 年 12 月 18 日到期),最终于 2020 年底顺利完成所有股权交割,实现对寰美乳业全资控股。2)福州澳牛:公司通过收购福州澳牛切入华南市场。福州澳牛在福建深耕 20 余年,奶源主要集中在宁德、南平等地,在华南市场拥有深厚消费者基础和品牌忠诚度。2019 年新乳业与福州澳牛签署《投资合作协议》,计划收购新澳乳业、新澳牧业各 55%股权,此后二者于 2020 年完成工商变更登记,法律层面确立控股地位;2023 年双方进一步签署补充协议,公司增持新澳乳业股份至 86.5%,同时由于奶价调整期加重牧业经营负担,陆续剥离新澳牧业;2025 年公司完成剩余尾款支付、收购剩余股权,实现对新澳乳业全资控股。

图10:新乳业第三轮并购地图



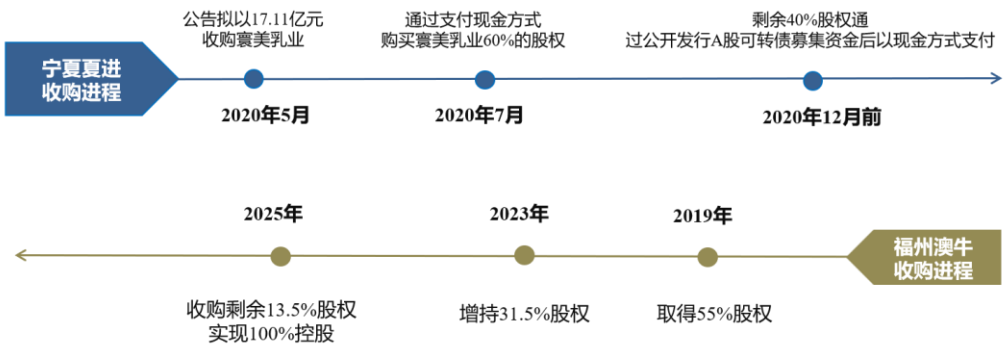
数据来源:公司公告,东吴证券研究所

图11:新乳转债信息梳理

项目	内容
债券简称	新乳转债
正股简称	新乳业
发行日期	2020年12月18日
上市日期	2021年1月19日(深交所)
发行总额	7.18亿元(718万张,每张面值100元)
债券期限	6年
信用等级	AA(中诚信国际)
票面利率(递进)	第1年0.30%、第2年0.50%、第3年1.00%、第4年1.50%、第5年1.80%、第6年2.00%
到期赎回价	110元/张(含最后一年利息)
转股期	2021年6月24日至2026年12月17日

数据来源:Wind,东吴证券研究所

图12:宁夏夏进&福州澳牛并购进程梳理



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

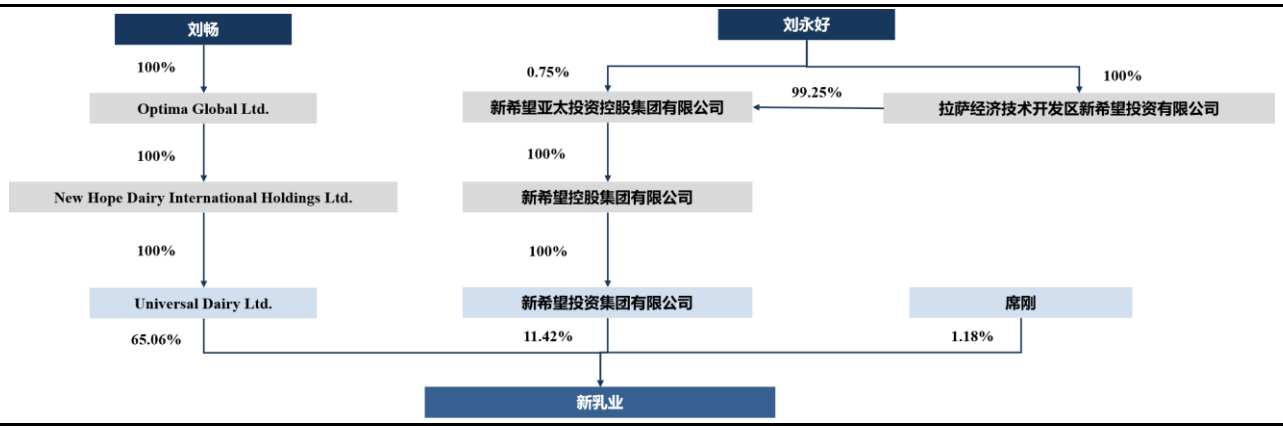
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 股权结构集中，核心管理层搭档多年

股权结构集中，背靠新希望集团。截至 2026H1 新希望集团创始人刘永好及其女儿刘畅持有 76.48%股份，其中刘永好间接持有 11.42%股份、刘畅间接持有 65.06%股份，此外公司董事长席刚直接持有 1.18%股份（A 股 IPO 上市的原始股配售），核心管理层个人利益同公司长期发展深度绑定。

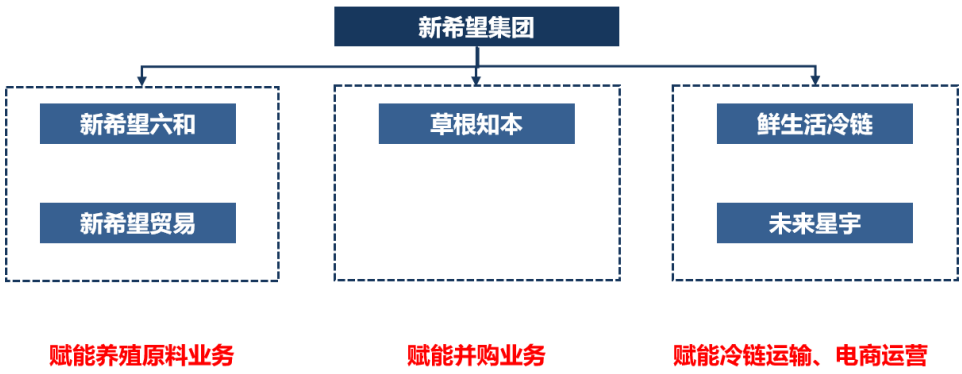
图13：新乳业股权结构图（2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新希望集团资源赋能，助力公司多区域、多品牌经营管理。新希望集团是全国最大的农牧集团之一，旗下子公司职能丰富多元，助力新乳业“1+N”联合体模式顺利跑通。1）新希望六和：集团旗下最大实体产业板块，业务聚焦于饲料、生猪养殖与屠宰，2024 全年饲料产量位居全球第二，能够保障新乳业自有牧场饲料稳定高质供应；2）草根知本：集团旗下产业投资平台，2015 年成立以来锚定食品消费长期赛道，相继投资川娃子、一只酸奶牛等品牌，丰富标的选取及投后管理经验对新乳业众多子公司管理亦有帮助；3）鲜生活冷链：原先为集团城市仓配环节的配套供应链，2016 年作为独立企业孵化、并于 2018 年首次引入外部投资人，布局全国的冷链网络加速新乳业“鲜半径”建设。

图14：新希望集团旗下子公司职能丰富多元（2026H1）



数据来源：新希望集团官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

核心团队伴随企业成长，管理经验丰富。董事长席刚 1994 年加入新希望集团、2004 年正式投身乳制品赛道，2010 年开始担任公司总裁，并于 2016 年正式出任董事长。从业至今席刚先生成功管理履历丰富，例如 2008 年在云南兼任片区总经理期间，“三聚氰胺事件”冲击整体乳业消费信任资产，区域品牌云南蝶泉、昆明雪兰等亦相应受到影响，面对事件舆情，席刚先生迅速在云南市场发起“透明工厂计划”，广泛邀请媒体及消费者等现场参观，将乳品生产制作全环节在公众面前透明化，挽救品牌信任资产，此后 3 个月相关产品销量不降反升，在席刚先生治理下 2010 年全国范围仅云南区域子公司实现盈利。总裁朱川自 2006 年公司组建之初即开始与席刚搭档，先后任职昆明雪兰常务副总、四川乳业总经理等，2010~2016 年期间多于区域子公司任职，2017 年正式接任席刚总裁职位，截至 2026H1 朱川与席刚已搭档近 20 年。

表1：新乳业核心管理团队梳理（2026H1）

姓名	年龄	职位	履历
席刚	55	董事长	1971 年出生，新加坡国立大学亚太 EMBA 硕士毕业、上海高金-亚利桑那全球金融工商管理博士 DBA 毕业、香港理工大学工商管理学院全球金融工商管理博士在读。2004 年加入公司，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、公司下属多家公司董事、中国奶业协会副会长等职务。
刘畅	46	董事	1980 年出生，高级工商管理硕士(EMBA)。曾任四川新希望农业股份有限公司办公室主任、新希望乳业控股有限公司办公室主任、新希望六和股份有限公司董事等职务。现任公司董事、新希望六和股份有限公司董事长、新希望集团有限公司董事、新希望投资集团有限公司董事长、南方希望实业有限公司董事等职务。
李巍	74	董事	1952 年出生，于 1978 年毕业于四川大学华西医科学院，1978 年至 1988 年从事执业医师。于 1996 年创办西昌天然色素有限公司，于 1996 年创办成都好吃街餐饮娱乐有限公司及于 2001 年创办成都枫澜科技有限公司。于 2011 年创办李巍教育基金会，于 2014 年创办上海爱心树生命关爱中心。连续四届任中国女企业家协会副会长，并连续三届担任云南省妇联执委，现任公司董事、李巍教育基金会会长、上海爱心树生命关爱中心理事长、中国饭店协会顾问及联合国开发计划署可持发展创新示范项目顾问委员会委员。
朱川	55	董事、总裁	1971 年出生，重庆大学工商管理硕士毕业，上海高金—亚利桑那全球金融工商管理博士 GES 毕业。曾任成都光明乳业有限公司销售总监、新希望乳业控股有限公司销售总监、昆明雪兰牛奶有限责任公司常务副总经理、四川新希望乳业有限公司总经理。现任公司董事、总裁及公司多家下属公司董事，重庆市天友乳业股份有限公司董事，中国乳制品工业协会副理事长等职务。
谌雅楠	36	职工董事、副总裁、财务总监	1990 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中央财经大学财政学硕士，中国人民大学-香港理工大学管理学博士在读，中国注册会计师 CPA，国际会计师 AAIA 资格。2013 年加入新希望集团有限公司，曾在新希望集团有限公司、草根知本集团有限公司从事财务工作。2017 年加入公司，现任公司董事、财务总监、公司下属多家公司监事、董事、经理，重庆市天友乳业股份有限公司董事，四川省上市公司协会第三届财务总监委员会副主任。
张帅	45	副总裁	1981 年出生，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、公司多家下属公司董事。
郑世锋	40	副总裁、董事会秘书、总裁助理	1986 年出生，西南交通大学管理科学与工程硕士，香港大学 SPACE 中国商学院金融市场与投资组合管理专业研究生文凭，上海高金-亚利桑那州立大学全球金融工商管理博士在读。2012 年加入公司，曾任新希望乳业控股有限公司项目经理、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，公司多家下属公司董事，重庆市天友乳业股份有限公司董事，四川省上市公司协会第六届董事会秘书委员会委员。
付永猛	52	副总裁	1974 年出生，中国农业大学食品质量与安全专业本科学历。曾任河北新希望天香乳业有限公司、昆明雪兰牛奶有限责任公司副总经理，新希望乳业股份有限公司生产管理中心总经理。自 2023 年 5 月 31 日起担任公司总裁助理、兼任公司首席生产运营官、生产管理中心总经理。

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 扎根低温，多维领“鲜”

新鲜战略行远自迩，扎根低温久久为功。乳业尤其是液态奶行业存在极度明显的“两超多强”局面，“两超”伊利和蒙牛在常温奶方面呈现压倒性优势。2010 年前后面对伊利、蒙牛双寡头垄断常温奶市场，区域乳企新乳业扬长避短，旗帜鲜明避开常温奶竞争，在“鲜战略”引领下以低温奶作为核心培育品类，优先聚焦对“新鲜”敏感的城市消费群体培育，通过上游奶源布局、聚焦中高端低温奶产品培育、借力补强区域冷链并深度建设 DTC 等低温渠道高地，搭建起新鲜品牌形象。2021 年公司进一步深化“鲜战略”，提出“鲜立方”战略布局，战略品类从“以鲜为主”升级为“鲜酸双强”，核心优势 DTC 渠道推动数字化转型、以“鲜活 go”平台深化私域客群培育，同时协同布局新兴零售渠道并与机构客户建立合作。2023 年以来“鲜立方”战略走向深入，“鲜酸双强”品类布局升级为“三鲜鼎立”（低温鲜奶+低温酸奶+低温饮品），同时将“鲜”从产品概念升级为全供应链可执行的运营标准，提出“八鲜”全链路运营体系，涵盖鲜奶源、鲜订单、鲜生产、鲜配送、鲜送达、鲜见（客户体验）、鲜享（场景渗透）、鲜动（用户互动）。

图15：新乳业核心战略梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

2.1. 奶源结构相对均衡，集团赋能牧场管理

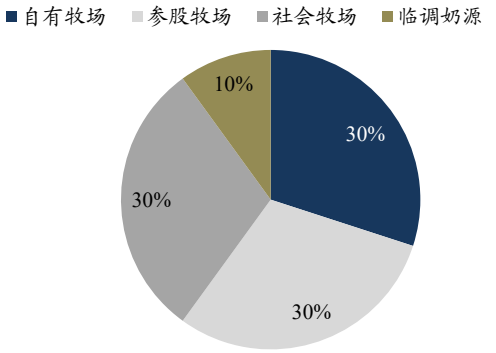
产业链向上布局，原奶获取结构均衡。公司多年持续并购整合区域乳业，通过自有牧场（包括收购的全资子公司牧场）、参股牧场以及社会化牧场合作形式，供应链向上游布局，保障优质奶源稳定供应，同时奶源结构亦相对均衡，2024 年公司原奶自给率约 60%，其中自有牧场、参股牧场、社会化牧场、临调奶源结构占比分别为 30%、30%、30%、10%（各类奶源占全部生鲜乳供应比例）。1）自有牧场：自有牧场是“鲜立方”战略基石，能够就近提供新鲜、稳定、优质的鲜奶，同时确保奶源干净卫生。自 2013 年以来

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

公司通过组建子公司实现分散牧场统一管理，并将牧场与乳品独立运营，自有牧场通过现代化、标准化等方式助推单产效率提升。2）参股牧场：公司近年相继参股现代牧业、澳亚牧业等规模化牧场，进一步强化优质奶源掌控，其中 2019 年公司首次注资现代牧业、26H1 持有 8.03%股份，2021 年公司通过香港全资子公司 GGG Holdings Limited 收购澳亚投资 5%股权，并于同年 12 月完成交割，交易达成后双方签署自 2022 年开始、5 年期为基础并可滚动续期的奶源供应协议，在持股比例不低于约定比例的前提下，新乳业将从澳亚投资附属子公司获得稳定的奶源供应。3）社会牧场：公司多以专业合作社形式与社会牧场进行合作，根据实际原奶需求签订合同、每年进行定价，同时亦能推动当地养殖产业升级，以旗下子公司西昌三牧为例，2015 年新乳业团队进场后原奶收购品质标准显著提升，倒逼合作社与农户提高养殖水平等。

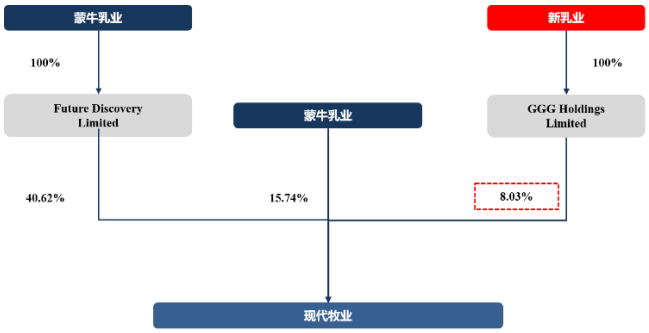
图16：新乳业奶源结构（2024A）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

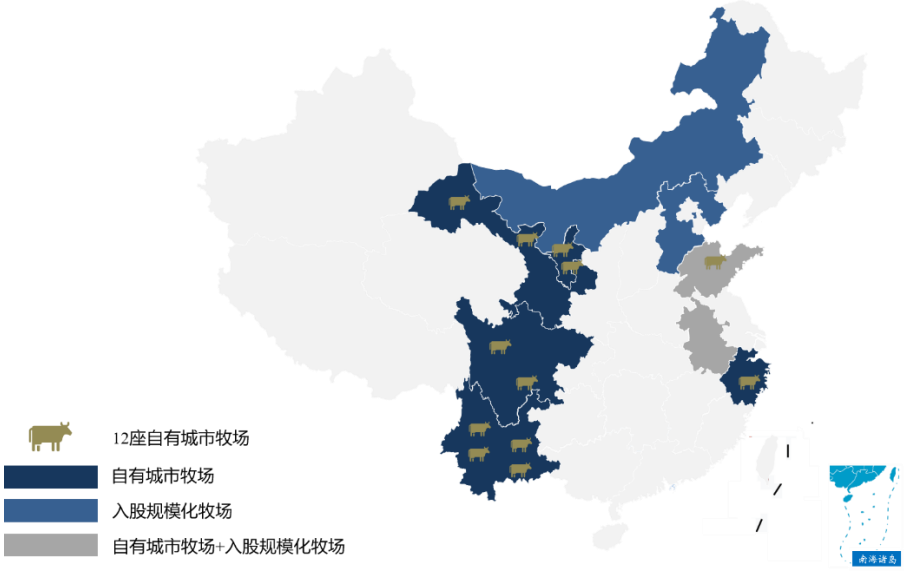
注：奶源结构为各类奶源占全部生鲜乳供应比例

图17：现代牧业股权结构梳理（2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：新乳业参控股牧场分布地图（2026H1）



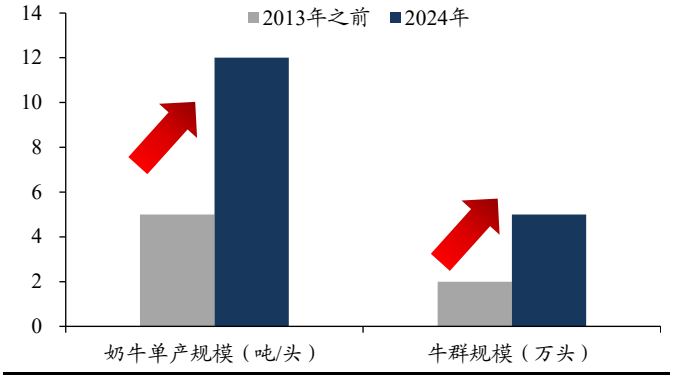
数据来源：新希望集团官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

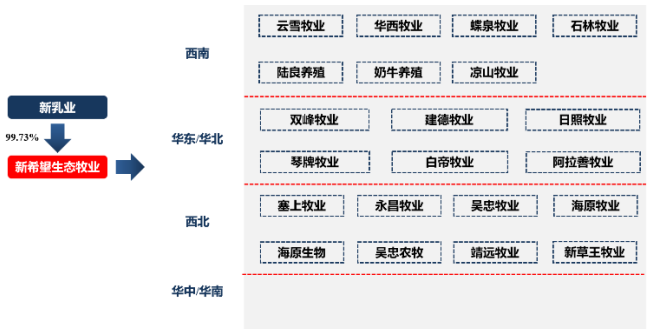
专设全资子公司统一经营管理，助推自有牧场经营效率提升。过去公司并购整合的多家乳企均附带自有牧场，且都为乳企与牧场一体化管理模式，乳企管理层同时管理加工厂和牧场，各牧场之间养殖规模、生产水平等差异较大，存在饲料资源单一、管理人员认知水平较差等问题，同时部分牧场仅为奶牛小区、多数存栏量在 300~500 头牛，易受环保问题等因素影响而关停。2013 年新乳业组建全资子公司新希望生态牧业，实现分散牧场统一管理，并将牧场与乳品独立运营，存栏规模向中型化、大型化方向发展，设备设施现代化、执行标准规范化及管理科学化等助推奶牛单产和牛群规模提升，奶牛单产规模从 2013 年之前 5 吨左右大幅提升至 2024 年 12+吨、牛群规模由不足 2 万头增长至超过 5 万头，截至 2026H1 公司已拥有 12 座规模化与标准化自有牧场。

图19：自有牧场奶牛养殖规模及单产治理前后对比



数据来源：荷斯坦公众号，东吴证券研究所

图20：新希望生态牧业实现分散牧场统一管理



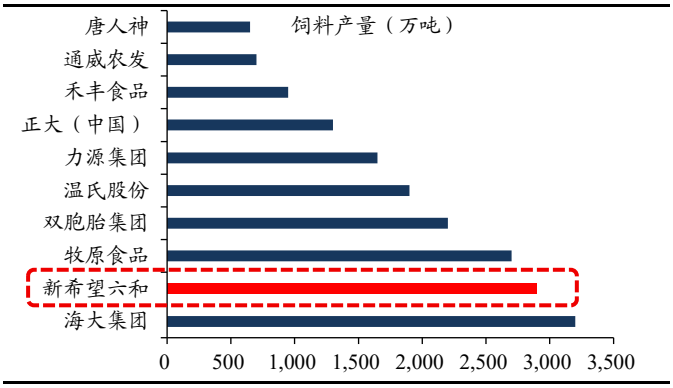
数据来源：Wind，东吴证券研究所

新希望集团优势赋能，牧场管理提质增效。1）饲料端：新希望集团业务多元，其中新希望六和是集团旗下最大实体产业板块，凭借饲料产销领先的规模优势，原料集采议价能力优秀，截至 2025 年新希望六和饲料产销量已位居全球前列；同时新希望六和上线饲料配方系统，内部嵌入多年积累的动物营养需要量模型、研发成果和智能优化算法模型，能够快速精准地设计饲料配方，并将配方数据传输到各个工厂指导饲料产品生产。依托新希望六和在饲料领域深厚优势，新乳业自有牧场实现饲料高性价比供应。2）养殖端：在集团资源优势赋能下，公司持续推进智慧牧场项目建设，一是通过给奶牛装备电子耳标、智能项圈等实现奶牛健康管理；二是牛舍装备自动喷淋系统，实时采集牛舍温度/湿度数据，保障奶牛产奶效率；三是智能化系统赋能产奶效率提升，奶牛只需早中晚三次站上牛位，自动装置挤奶 2 分钟即可完成传统工人 1 天工作量，2025 年公司成母牛平均单产已提升至 12 吨/头年以上，同期优然牧业、现代牧业成母牛平均单产约 12.8、12.9 吨/头年。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图21：中国饲料企业产量对比（2025A）



数据来源：新牧网，东吴证券研究所

图22：新希望六和饲料配方系统特点梳理



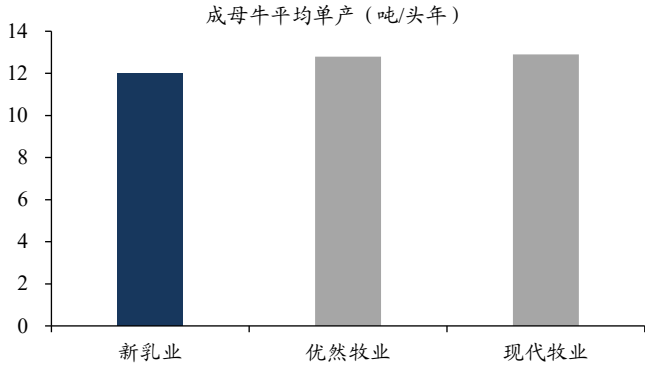
数据来源：养猪网公众号，东吴证券研究所

图23：新乳业养殖端动作梳理



数据来源：中国奶业协会，乳业资讯网，四川日报，东吴证券研究所

图24：新乳业与头部牧场成母牛平均单产对比（2025A）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

注：优然牧业成母牛不含娟姗牛

2.2. 立足低温向上培育，创新能力支撑品类迭代

聚焦低温，扎根中高端品类培育。自 2010 年提出“鲜战略”以来，公司陆续加码布局中高端低温产品，低温鲜奶/低温酸奶形成以中高端为主、向下布局的全价格带产品矩阵，同时公司亦通过并购整合，补强常温奶及乳深加工品类布局，乳品矩阵全面覆盖。1）低温鲜奶：核心品牌主要定位中高端，包括 2011 年推出的 24 小时系列、2021 年推出的今日鲜奶铺系列，以及 2022 年在朝日唯品收购的基础上推出的有机系列等。以 24 小时系列为例，2011 年公司首推 24 小时鲜牛乳，产品是公司“鲜战略”标志性象征，定位全国首款以时间定义新鲜的高端鲜奶，从生产到货架陈列 24 小时内完成，同时杀菌工艺从 95°C 升级至 72°C，此后公司陆续推出 24 小时黄金营养乳、24 小时铂金全优乳、24 小时限定娟姗乳、24 小时鲜活有机乳等，进一步迭代升级产品优质蛋白含量。2）低温酸奶：活润系列、初心系列站位中高端，凉山雪系列主攻下沉市场，其中活润系列突出低温酸奶功能型特征（如活润轻食杯搭配 B420 益生菌、顺应轻食代餐趋势），初心系列主打 0 添加、聚焦控糖减脂、代餐等消费场景，凉山雪系列深度绑定西昌地域文化，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

定位终端偏大众，深耕本地化下沉市场。3）其他品类：除低温鲜奶、低温酸奶聚焦外，公司协同覆盖常温奶以及乳深加工品类，其中常温奶包括宁夏夏进、中高端白奶品牌奥特兰等，乳深加工包括朝日唯品旗下酪乳系列等，同时公司旗下奶寻品牌主要供应 B 端渠道，产品专为茶咖、烘焙等品牌定制提供。

图25：新乳业产品矩阵梳理



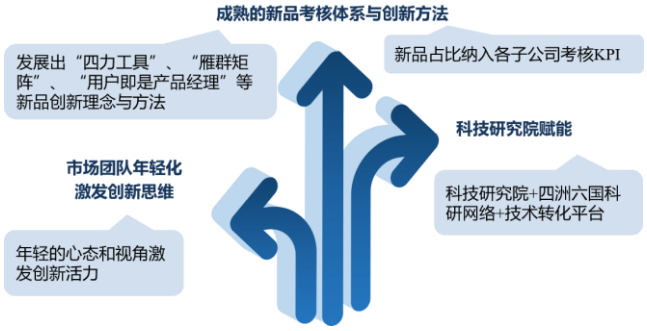
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

系统搭建创新底蕴，支撑低温品类迭代升级。2021~2025 年公司新品营收占比持续超过 10%，从市场前端销售团队紧跟潮流到公司后端三位一体研发体系加速新品落地、以及新品考核体系成熟，系统性创新能力支撑品类不断迭代升级。1）年轻化市场团队迸发创新思维：集团重视年轻人才培养，新乳业员工年富力强，年轻的心态和视角激发创新活力，2021~2025 年 40 岁以下研发人员数量占比均 70%+。2）三位一体研发体系加速新品落地：公司成功打造“科技研究院+四洲六国科研网络+技术转化平台”三位一体的研发体系，业务端捕获新需求、技术端快速反应实现新品研发。以“活润”系列为例，公司依托四川省重点实验室等平台建成保藏超 2 千株特色菌株的乳酸菌菌种资源库，形成从菌种筛选、培育到产业化应用的完整研发链路，同时以历时 5 年研发的 3D 包埋技术让“活润”晶球酸奶实现“嚼得到的益生菌”，既保护益生菌活性（益生菌存活率提高 1k+倍），又形成独特产品记忆点。3）新品考核体系成熟：公司将新品占比纳入各子公司考核 KPI，同时发展出一整套新品创新理念与方法。以“雁群矩阵”为例，不同子公司依托细分领域优势探索创新，成功的经验能够在公司体系内快速复制推广，据弗若斯特沙利文，公司通常能在 90 天内将新产品从项目启动推进至产品上市，快于世界平均水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图26：新乳业系统性研发创新能力逻辑梳理



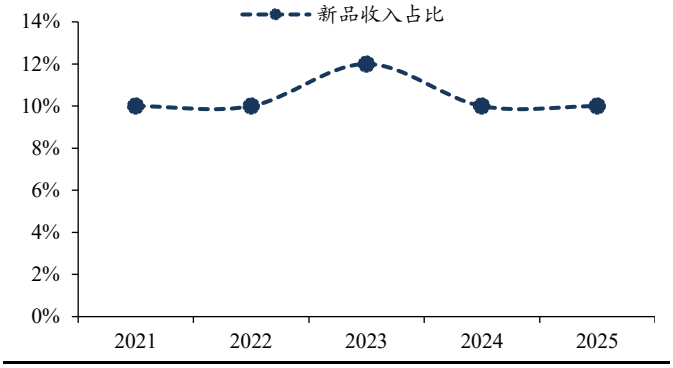
数据来源：东吴证券研究所整理

图27：“活润”系列产品创新逻辑梳理



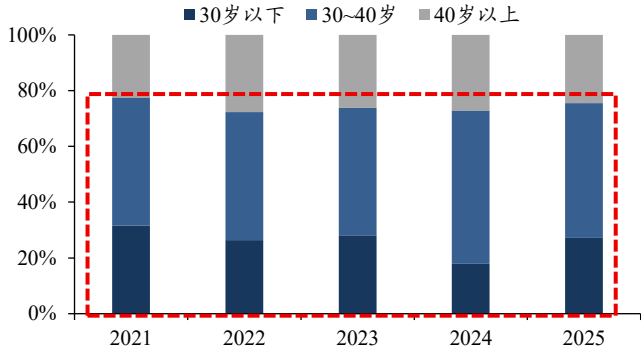
数据来源：FBIF 食品饮料创新，东吴证券研究所

图28：2021~2025 年新乳业新品营收占比均超 10%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：2021~2025 年新乳业研发人员年龄分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

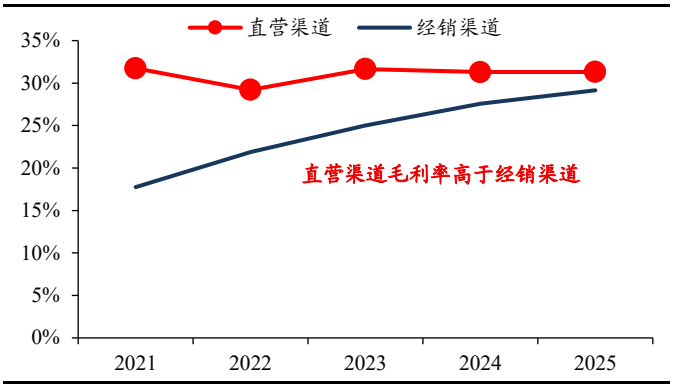
2.3. 资源共享、直营深耕，短保品类渠道壁垒扎实

区域冷链借力+直营渠道深耕，构筑短保产品渠道竞争壁垒。同常温奶相比，低温奶保质期短、储存条件严苛，产品保质期通常为 7~21 天，从出厂到冰柜陈列全程需要维持 2~6℃恒温环境，对仓储、运输、终端周转的要求远高于常温奶，因此区域冷链建设+核心直营渠道布局不可或缺。直营渠道由于省去经销商环节、厂商直接对接终端，渠道毛利率相对更高，2025 年新乳业直营、经销渠道毛利率分别为 31%、29%。新乳业承接集团资源优势，1）依托新希望体系内的鲜生活冷链公司，构建覆盖全国的冷链物流网络；2）加大力度建设相对封闭的 DTC&私域渠道，用户粘性高，其中送奶入户经过多年深耕群众基础扎实，自营门店/自营电商等积极探索、并通过数字化赋能提升运营服务能力；3）此外公司亦协同布局新兴零售渠道，合作电商平台推动渠道立体化转型，以及深化机构客户合作。直营渠道营收占比从 2023 年 51%提升 13pct 至 2025 年 64%，其中 2025 年零售商、机构客户、DTC 渠道营收占直营渠道收入比重分别为 59.9%、25.6%、14.5%，2023~2025 年营收 CAGR 分别为 14%、18%、2%（同期直营渠道营收 CAGR 为 13%），零售商与机构客户高增带动直营渠道增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

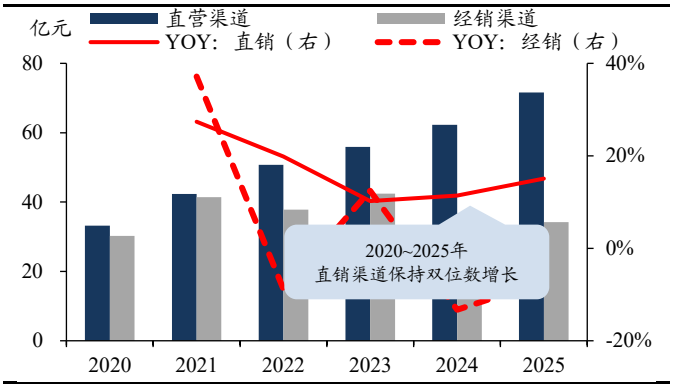
下载日志已记录，仅供内部参考

图30：新乳业直营&经销渠道毛利率对比



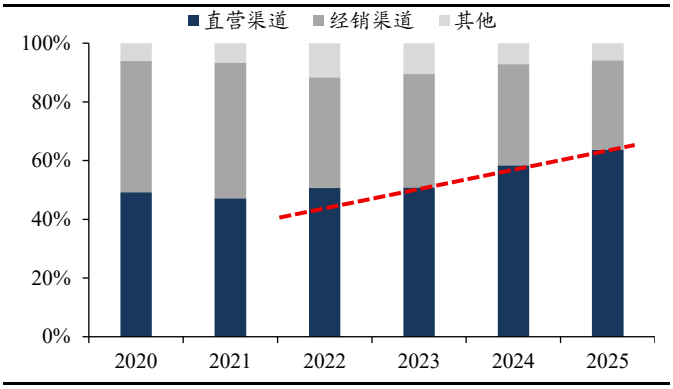
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：新乳业分渠道营收及同比增速



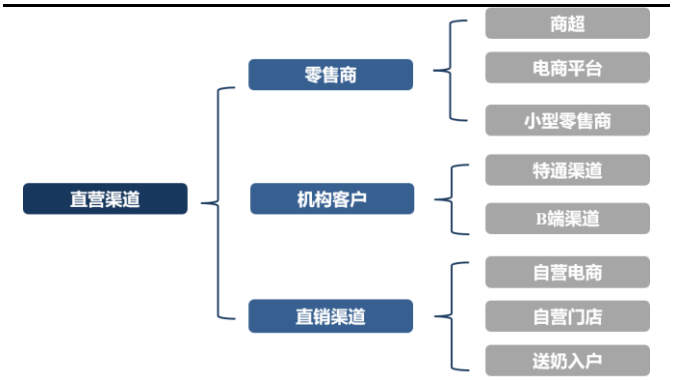
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：新乳业渠道营收结构拆分



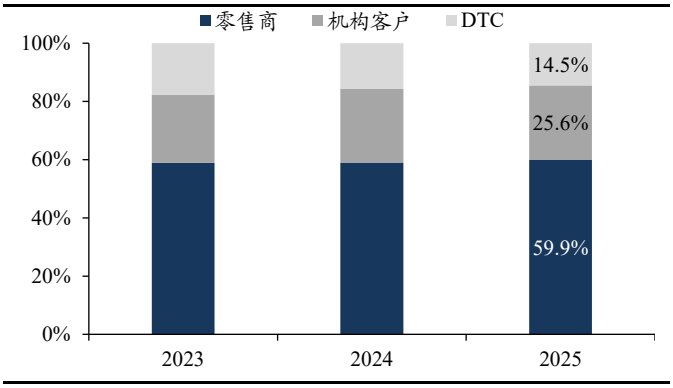
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：直营渠道类别划分梳理



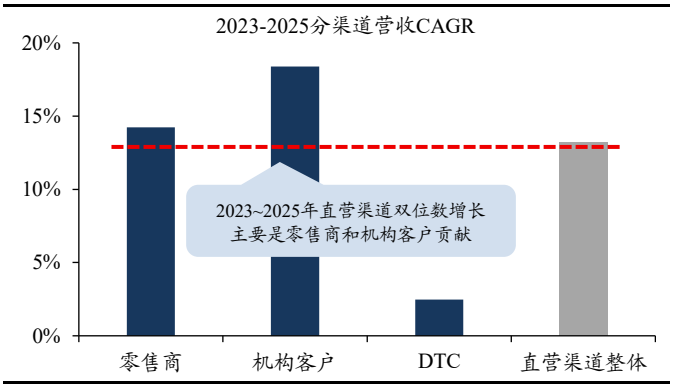
数据来源：东吴证券研究所

图34：新乳业直营渠道营收结构拆分



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图35：2023~2025 年新乳业分渠道营收 CAGR



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

借力鲜生活冷链系统，集团内部深度合作紧密绑定。新希望集团旗下鲜生活冷链成立于 2016 年，截至 26H1 已累计服务 B 端客户超 5.8 千家、日均接单量超 10 万单、入网冷链车辆超 40 万台、入网云仓超 1100 万平米、覆盖全国 31 省/2800+区县，深度合作伊利、蒙牛等头部乳企和君乐宝等区域乳企。近年鲜生活冷链加速推进智能化建设，26M1 携手 RoboVan 领域头部企业九识智能推进千台冷链无人运力部署。背靠集团内部

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

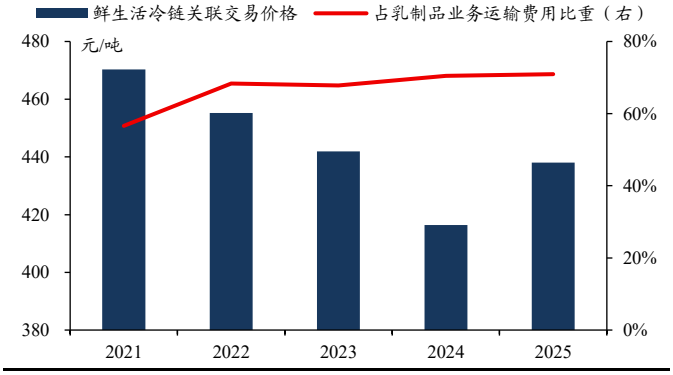
冷链资源优势，新乳业持续深化与鲜生活冷链合作，鲜生活运输服务占比逐年提高、运费吨价持续改善，2025 年鲜生活运输服务占比较 2021 年 57%提升 14pct 至 71%，支付给鲜生活冷链的运费吨价从 2021 年 470 元/吨下滑至 2025 年 438 元/吨，期间 CAGR 为-2%。

图36：鲜生活冷链合作客户梳理（2026H1）



数据来源：鲜生活冷链公司官网，东吴证券研究所

图37：鲜生活冷链运费吨价&占乳品业务运费比重



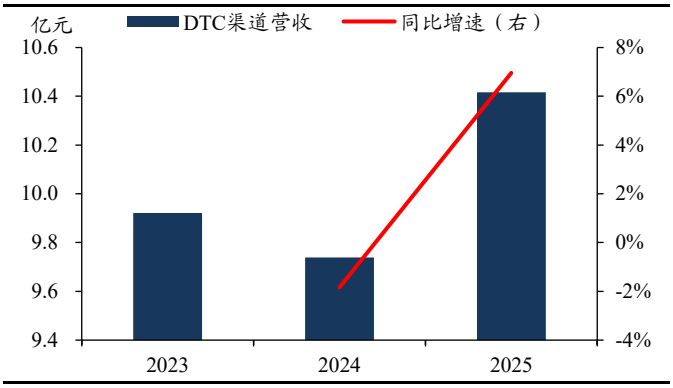
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

DTC&私域渠道相对封闭，新乳业多年深耕基础扎实。DTC 渠道主要包括送奶入户、自营门店、自营电商等，由于送奶入户通过自有“鲜活 go”平台积累消费者行为数据，以及订奶入户的用户一旦形成习惯转换成本极高（类似订阅制），送奶入户与其他自营渠道均相对封闭。新乳业经过多年深耕在 DTC 渠道用户粘性高，近年核心优势渠道整体稳健增长，业务收入从 2023 年 9.9 亿元增长至 2025 年 10.4 亿元，期间 CAGR 为 2.5%。1）送奶入户：一般采用日配或一周多次上门配送方式，公司经过多年深耕通过地网变革构建直接服务用户的多场景闭环，建立扎实竞争优势，一方面依托线上数字化系统“鲜活 go”覆盖全国 141 个市县，实现“48 小时内开始配送、早上 7 点前配送到家”，同时平台亦能实现自主征订、会员管理等多场景覆盖；另一方面在覆盖区域内投放智能鲜奶柜，以小区为落点集中发奶，让用户取奶时间更加灵活。2）自营电商/自营门店：公司依托数字化系统实现“门店在线、商品在线、订单在线、会员在线、结算在线”的数字化运营，消费者能通过微信小程序随时下单、到店取货；同时公司打造“24 小时鲜奶网红店”，凭借差异化服务和品类出圈，例如消费者可在现场“打鲜奶”并 DIY 设计专属鲜奶套餐等。此外公司亦积极探索创新自营电商业务，包括开拓微信小店、拓展微信生态等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图38：新乳业 DTC 渠道营收及同比增速



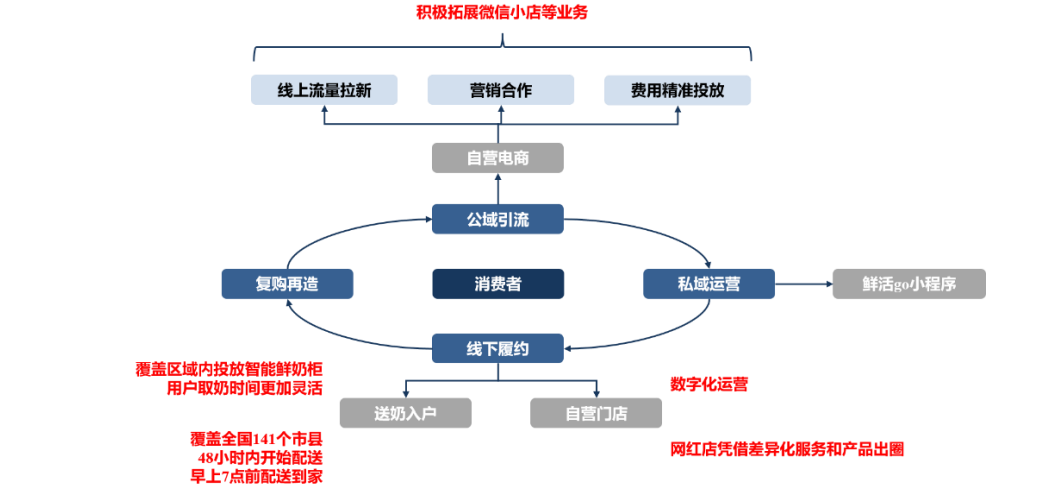
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图39：送奶入户渠道线上订奶与线下订奶模式对比



数据来源：东吴证券研究所整理

图40：DTC 渠道运营逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

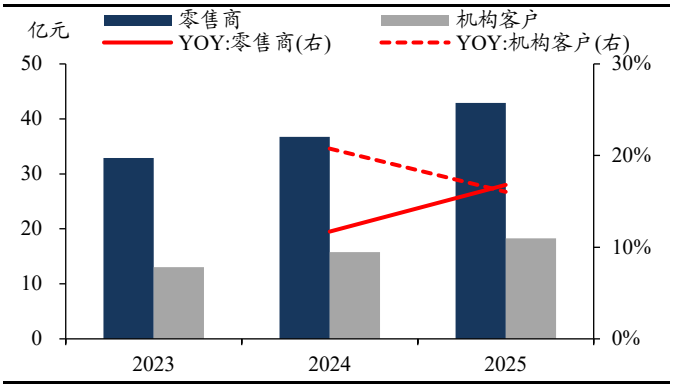
协同布局零售商&机构客户渠道，紧握趋势加速放量。1）零售商：主要包括商超（含传统 KA 超以及山姆会员店等新兴零售渠道）、电商平台、小型零售店等，近年零售商渠道迅速放量，业务收入从 2023 年 32.9 亿元增长至 2025 年 42.9 亿元，期间 CAGR 为 14.2%，一方面紧抓新兴零售渠道机遇，积极布局即时零售、会员商超门店等，例如截至 26H1 朝日唯品的百香果青瓜风味发酵乳/焦糖烧生牛乳布丁等自有品牌产品已在山姆会员店上架销售、夏进旗下高端牛奶品牌“爵品”也已成功进入山姆渠道，此外山姆自有品牌“Member's Mark 香草风味发酵乳”由青岛新希望琴牌乳业代工生产，剔除电商平台后零售商业务从 2023 年 24.1 亿元增长至 2025 年 30.6 亿元，期间 CAGR 为 12.6%；另一方面合作线上电商平台、推动渠道立体化转型，公司通过搭建直播矩阵实现高效曝光，并借用线上流量激活线下用户，电商渠道营收从 2023 年 8.8 亿元提升至 2025 年 12.4 亿元，期间 CAGR 为 18.5%。2）机构客户：主要包括企业实体/教育机构、奶茶店/烘焙坊/咖啡厅等，客户对产品稳定供应、食品安全、高效配送要求高，公司旗下子品牌朝日唯品已供应 Manner/M stand/星巴克等咖啡品牌、以及喜茶/阿嬷手作等茶饮品牌，2025

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

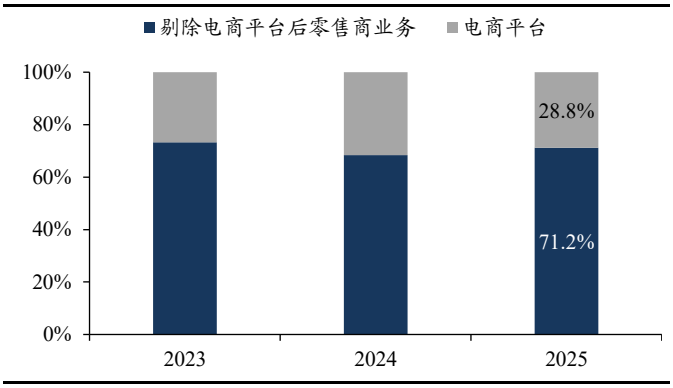
年公司累计拥有机构客户 2.37 千家，业务收入从 2023 年 13.1 亿元增长至 2025 年 18.3 亿元，期间 CAGR 为 18.4%。

图41：零售商业务&机构客户业务收入及同比增速



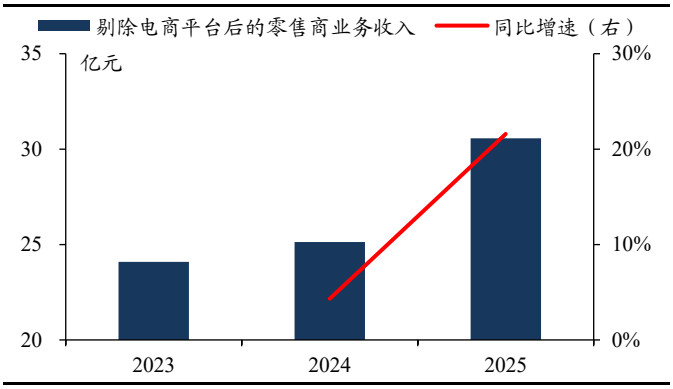
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图42：零售商业务收入结构拆分



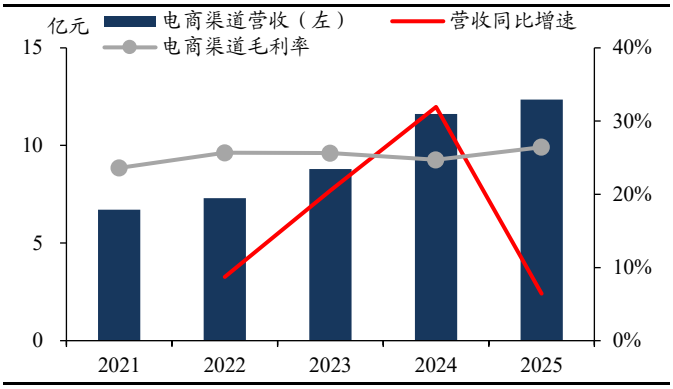
数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

图43：剔除电商平台后的零售商业务营收及同比增速



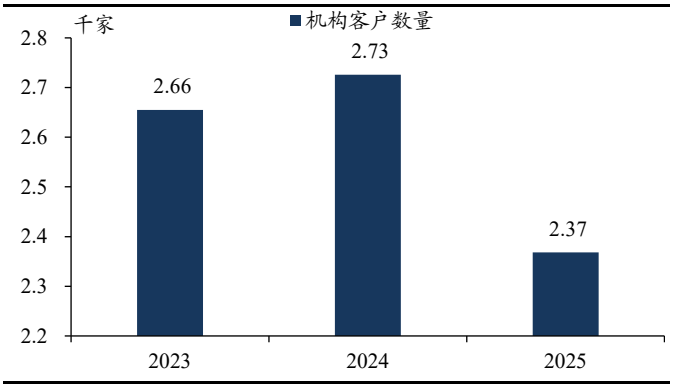
数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

图44：电商平台营收、营收同比增速以及渠道毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图45：新乳业机构客户数量



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图46：朝日唯品主要 2B 合作客户梳理

类别	合作品牌	合作形式
精品咖啡	Manner	指定用乳，餐饮专供950ml咖啡专享牛乳
	M Stand	连锁咖啡品牌合作
	Seesaw	精品咖啡品牌合作
	星巴克	2024年打入其供应链
现制茶饮	喜茶	高端茶饮品牌合作
	阿嬤手作	高端手作茶饮品牌合作
跨界联名	川宁（Twinings）	合作开发伯爵酪乳，独家供应山姆
	小仙炖	围绕早餐场景合作"牛奶+燕窝"搭配
	AG1小绿粉	健康饮品搭配合作

数据来源：晚点 LatePost，窄播，36 氪，小食代公众号，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4. 全产业链保障新鲜，品牌形象深入人心

以“鲜”为本，铸牢“极致新鲜”品牌形象。从“鲜战略”到“鲜立方”，公司始终将“新鲜”作为企业发展核心理念，新乳业的“鲜”不仅是产品的新鲜，还是全产业链的新鲜，凭借 1）牧场养殖端深度布局保障优质奶源稳定供应且覆盖全国；2）生产加工环节柔性化能力强，以 24 小时系列为例，产品产线严格执行“308 供应链体系”，要求订单截止至生产前 3 小时、每天 0 点开始灌装、早 8 点前送达终端/消费者；3）冷链运输借力集团鲜生活冷链公司，成本可控并能迅速响应终端需求；4）终端深耕 DTC 渠道高地，通过送奶入户等方式完成“最后 1km”配送；5）核心低温产品牢据中高端价格带，近年更是持续迭代升级强化新鲜口感与活性营养，进而铸牢“极致新鲜”品牌形象。

围绕“极致新鲜”，公司一方面在世运会、亚博会频亮相，站稳品牌高度，例如雪兰牛奶、蝶泉乳业双品牌荣耀亮相第 9 届中国-南亚博览会，四川华西紧密结合成都世运会投入“鲜活巡游车”等；另一方面积极拓展年轻群体，凭借微短剧、多元品牌活动等故事化、场景化的内容触达年轻消费者，例如 2024 年公司与人民日报、新华社等权威媒体开展直播，全方位沉浸式展示朝日唯品有机牧场；25M9 公司发布微电影式短片《中国式新鲜》，通过“不新鲜”育儿场景呈现吸引年轻群体眼球等。

图47：“极致新鲜”品牌形象特点梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

图48：新乳业亮相成都世界运动会



数据来源：公司官方公众号，东吴证券研究所

图49：内容营销触达年轻群体



数据来源：新乳业公众号，草根知本，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

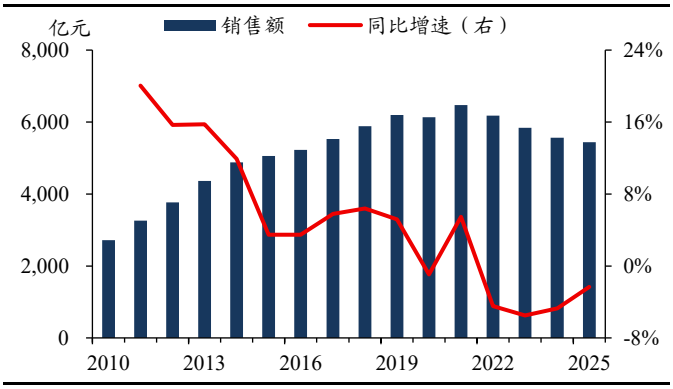
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 乳业深度调整，新乳业表现更优

3.1. 乳业深度调整，低温逆势而起

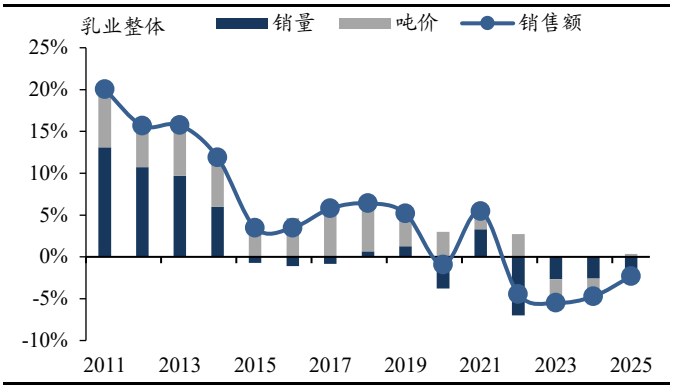
乳品需求疲软，量价表现承压。2021 年以来消费需求弱复苏，伴随渠道流量重新分配、低价产品相继入市，乳品需求整体呈现疲软态势。中国乳制品销售额从 2021 年的 6469 亿元收缩至 2025 年的 5436 亿元，期间 CAGR 为-4.3%；分量价看，2021~2025 年销量、吨价 CAGR 为-3.7%、-0.5%；分品类看，行业调整期白奶表现好于其他，2021~2025 年白奶、酸奶、深加工、婴儿食品销售额 CAGR 分别为-0.5%、-9.7%、-8.5%、-6.0%，2025 年销售额分别为 2457、932、106、1560 亿元，占比 45%、17%、2%、29%。

图50：2010~2025 年乳业整体规模及同比增速



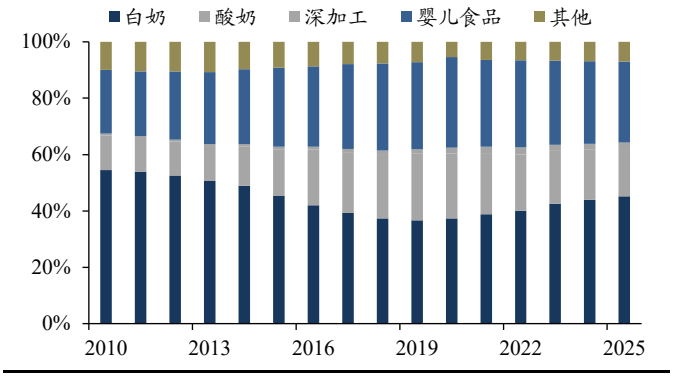
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图51：2011~2025 年乳业整体销量、吨价同比增速



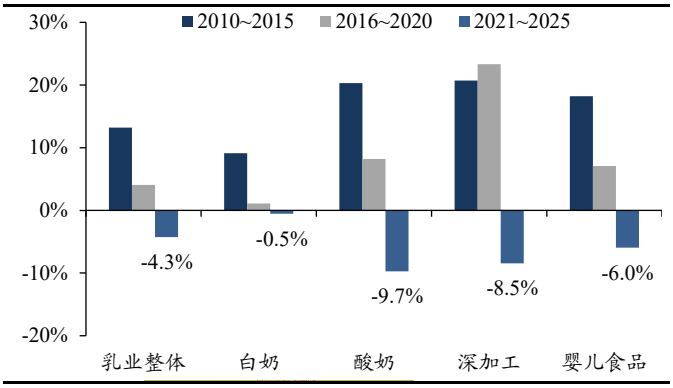
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图52：2010~2025 年乳业消费结构（按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图53：乳业各阶段销售额 CAGR 对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

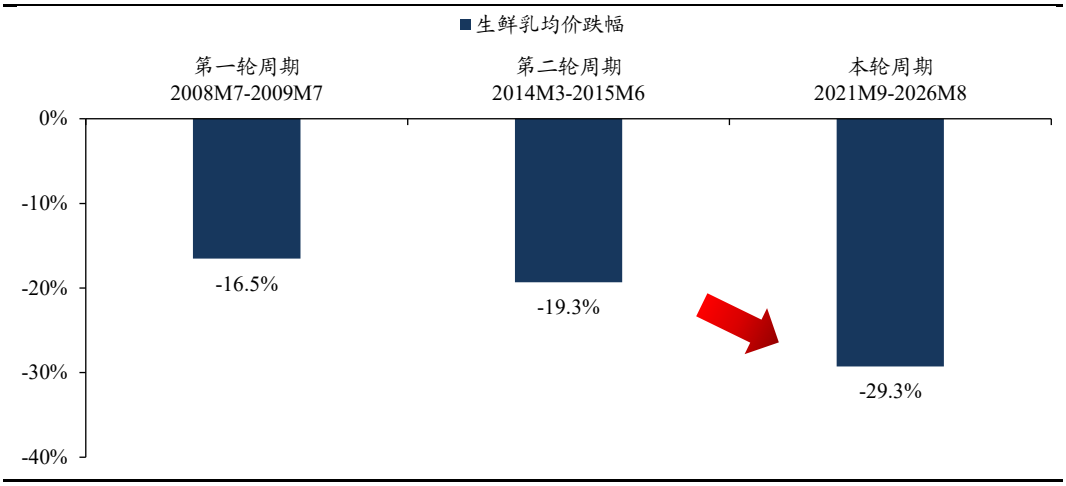
原奶供需失衡，奶价深度调整，中下游乳企竞争加剧。过往奶牛规模化养殖程度较低情况下，供给侧扩张非理性，奶牛养殖一旦扩张/收缩后产能调节受限，遇需求变化供需失衡会导致一系列问题，如遇需求萎缩则 1）原奶价格下行伤害养殖户，2）低效供给增加等扰乱市场秩序，3）保障收奶和喷粉储存占据大量现金增加中下游用户财务负担。自 21M9 以来奶价深度调整，调整持续时间更长、调整幅度更大，一方面下游需求弱复苏，2023、2024、2025 年我国乳制品产量分别同比下滑 2%、3%、0.4%；另一方面上游

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

抗风险能力较强的规模化牧场已在上轮奶价上行周期扩产。中小乳企自有奶源比重偏低，奶价下行期收购低价奶源入市加剧常温奶市场竞争，2025 年乳业整体销售额 CR10 较 2023 年下滑 4.8pct 至 49.9%。常温奶头部乳企加大渠道费投应对竞争，同时保障收奶带来原奶库存过剩，喷粉是当前处理原奶的主要手段、但占用资金量相对较高，奶价下行周期中喷粉减值带来财务压力，此外参股牧场/联营牧场/控股牧场在奶价下行中经营承压，乳企表观盈利亦会受到扰动。

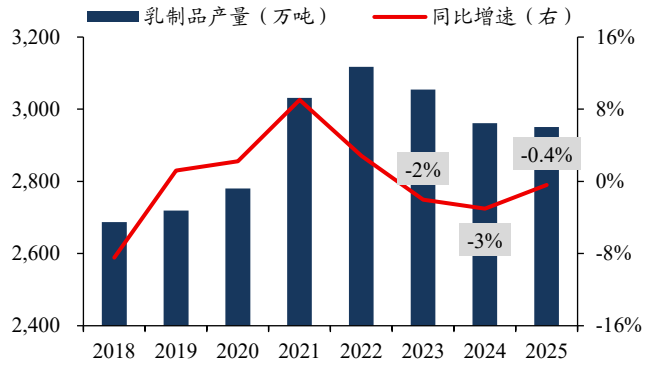
图54：三轮生鲜乳均价跌幅对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

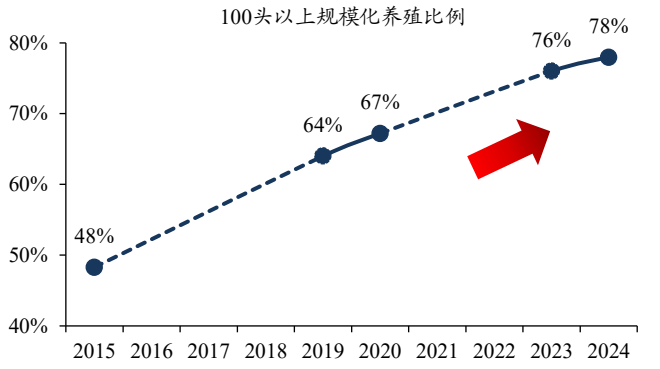
注：第一轮周期数据选自 2008M7~2009M7，第二轮周期选自 2014M3~2015M6，第三轮周期选自 2021M9~2026M8

图55：2018~2025 年乳制品产量及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图56：2015~2024 年百头以上规模化养殖比例迅速提升

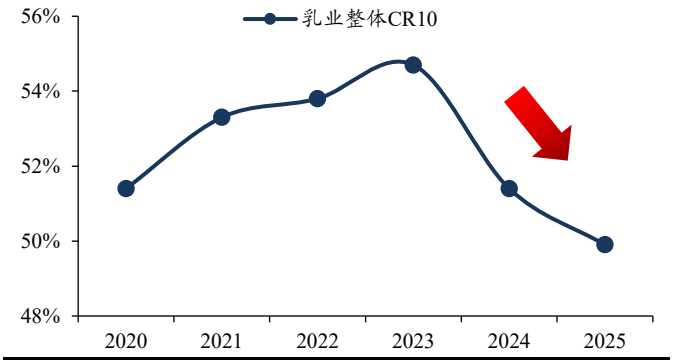


数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

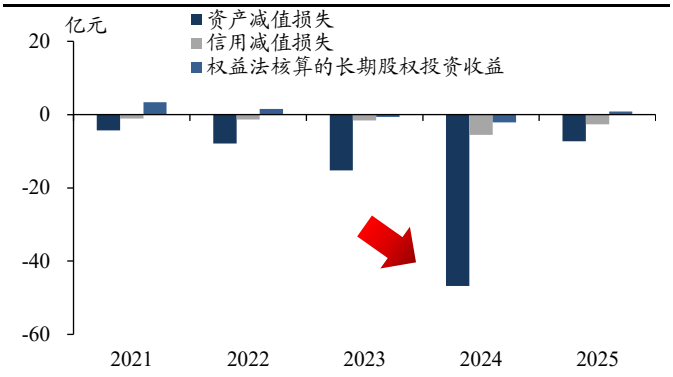
下载日志已记录，仅供内部参考

图57：2020~2025 年乳业整体 CR10（按销售额计）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

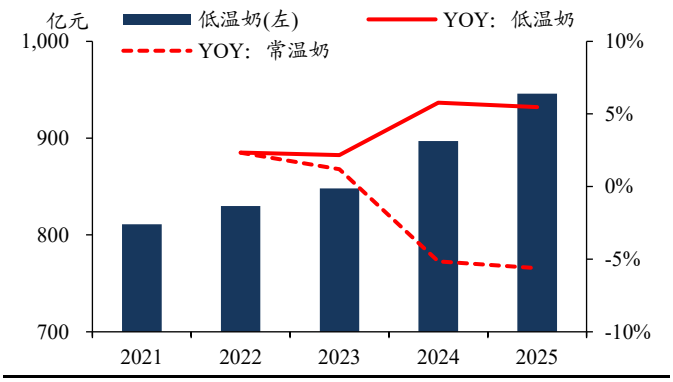
图58：2021~2025 年伊利股份主要非经科目表现



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

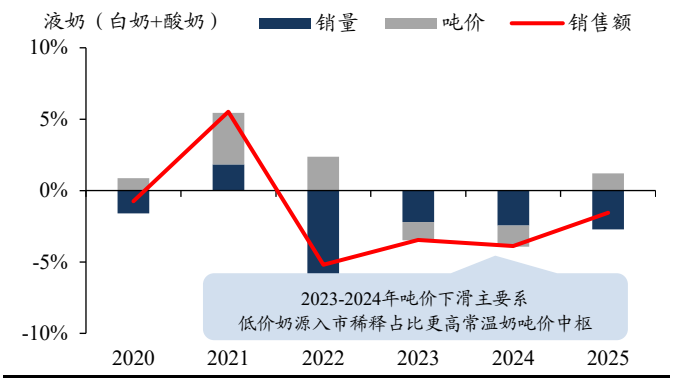
乳业调整期低温奶逆势而起，低温鲜奶引领增长。低温奶是近年乳品结构性增长亮点，市场销售额从 2021 年 811 亿元提升至 2025 年 946 亿元，期间 CAGR 为 3.9%，同期常温奶销售额 CAGR 为-1.9%。低温奶增速领跑常温奶，带动液奶结构优化、吨价表现改善，2020~2025 年液奶销量、吨价 CAGR 分别为-2.6%、0.9%。低温奶主要包括低温酸奶和低温鲜奶，其中低温酸奶凭借功能性、口味延展性以及保质期相对较长等特点，成为 2015 年以来乳企低温布局的“首站”。近年伴随冷链基础设施逐步完善升级，叠加低温奶厂商技术更迭、以及市场对新鲜天然产品需求涌现，低温鲜奶凭借丰富营养价值迅速起量，低温鲜奶销售额从 2021 年 288 亿元扩容至 2025 年 402 亿元，期间 CAGR 为 8.7%，同期低温酸奶表现则相对稳健，市场规模从 523 亿元缓步增长至 544 亿元，期间 CAGR 为 1.0%。

图59：低温奶市场规模及常温奶&低温奶同比增速



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图60：液奶量价增速贡献拆分



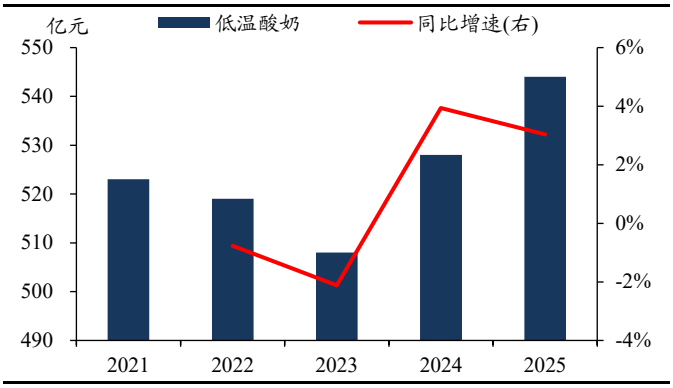
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：图 60 主要体现液奶量价增速趋势，欧睿统计口径同沙利文存在差异，但整体趋势一致

请务必阅读正文之后的免责声明部分

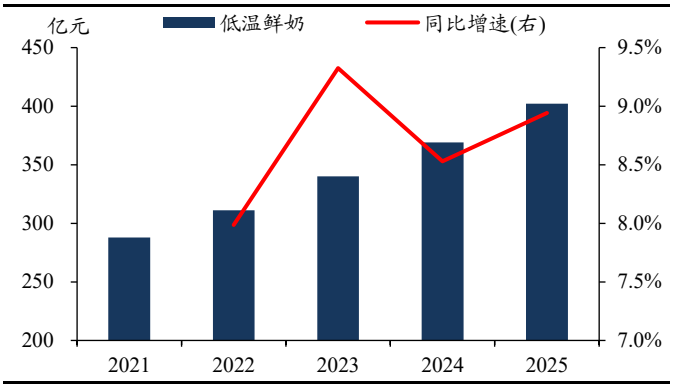
下载日志已记录，仅供内部参考

图61：低温酸奶市场规模及同比增速



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

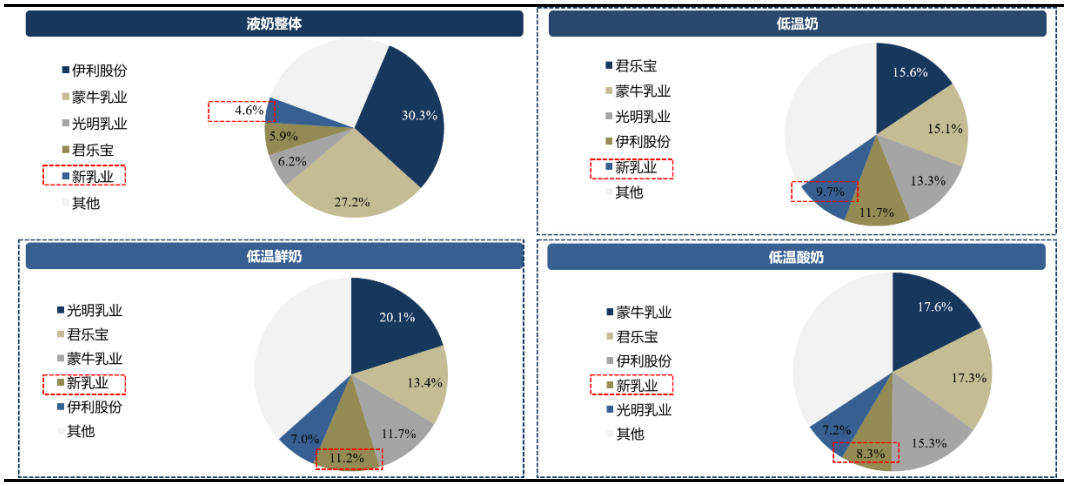
图62：低温鲜奶市场规模及同比增速



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

低温奶存在区域壁垒，常温龙头未能复刻垄断格局。横向对比低温奶竞争格局，2025年君乐宝、蒙牛乳业、光明乳业、伊利股份、新乳业销售额市占率分别为15.6%、15.1%、13.3%、11.7%、9.7%，其中蒙牛、君乐宝、伊利、新乳业在低温酸奶市场销售额市占率分别为17.6%、17.3%、15.3%、8.3%，光明、君乐宝、蒙牛、新乳业在低温鲜奶销售额市占率分别为20.1%、13.4%、11.7%、11.2%。相较液奶整体市场伊利/蒙牛双寡头垄断（2025年二者液奶销售额市占率分别为30.3%、27.2%）、远高于区域乳企份额（2025年光明、君乐宝、新乳业液奶销售额市占率分别为6.2%、5.9%、4.6%），低温奶格局相对分散，CR5中区域乳企占据其三、且市场份额差距较小，常温龙头乳企未能复刻垄断格局、区域乳企竞相争雄，主要系低温奶与常温奶销售逻辑差异：常温奶采用中央工厂→全国分销模式，低温奶则采用区域牧场→区域工厂→区域冷链→区域终端，相较之下低温奶竞争综合考量1）本土优质奶源掌控、2）柔性生产同新鲜需求匹配、3）区域冷链布局、4）DTC等直营渠道实现消费者“最后1km”触达，此外区域乳企经过多年本土精耕亦拥有扎实群众消费基础，例如光明乳业品牌诞生于1951年、多年深耕上海等华东区域，君乐宝自1995年在河北石家庄创立、深耕华北市场30余年，新乳业从2006年组建公司后扎根西南市场20余年。

图63：低温奶竞争格局（2025A，按销售额计）

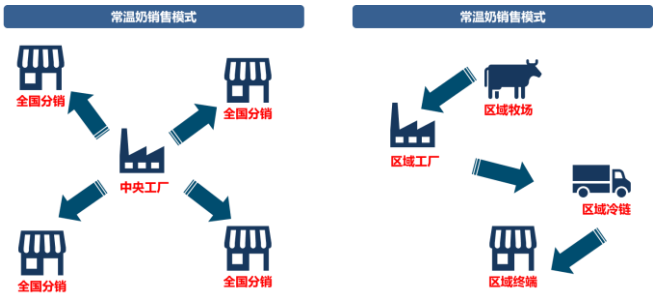


数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

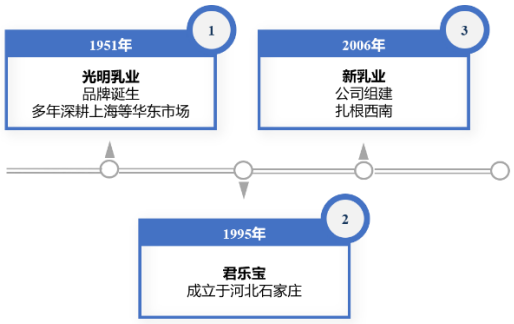
下载日志已记录，仅供内部参考

图64：低温奶与常温奶销售模式对比



数据来源：东吴证券研究所整理

图65：区域乳企多年本土精耕



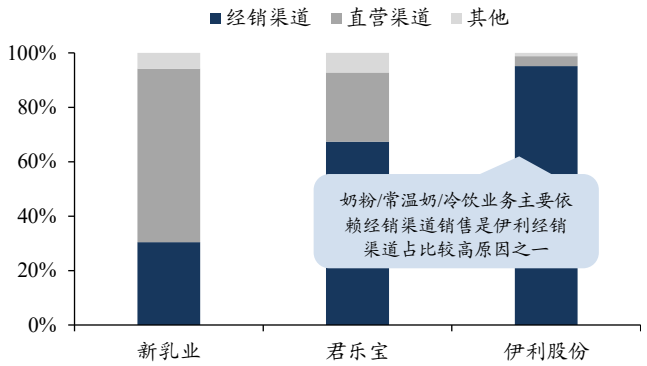
数据来源：东吴证券研究所整理

图66：主要乳企低温奶大单品梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

图67：主要乳企渠道结构对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：渠道结构为各销售渠道收入占营收比重

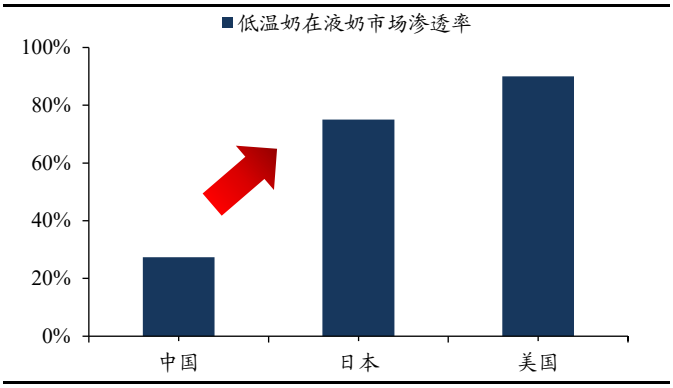
低温奶渗透率提升空间足，低温酸缓步扩容+低温鲜加速升级。横向对比海外成熟市场，中国低温奶渗透率仍处于相对低位，2025 年中国、美国、日本低温奶渗透率分别为 27%、90%+、75%+，1）低温酸奶缓步扩容中枢依旧坚挺：得益于消费者对肠道健康益处、功能属性以及多元口味需求，低温酸奶具备消费韧性，此外复盘日本低温酸奶发展轨迹，继口味/口感更新迭代后，日本企业已形成一套从技术研发到产品落地的完备体系以满足多元化功效需求，例如永森推出的“三重酸奶”具备降血压、降血糖和降甘油三酯三重功效，弗若斯特沙利文预计 2030 年中国低温酸奶市场规模有望进一步扩容至 613 亿元，2025~2030 年 CAGR 为 2.4%；2）低温鲜奶成为低温奶市场扩容核心板块：国内低温鲜奶市场呈现明显高端化升级趋势，从稀缺奶源向工艺活性保留、功能营养强化梯次而进，以蒙牛每日鲜语为例，2018 年首款产品定位 100%生牛乳+欧盟标准奶源，2020 年前后推出的每日鲜语 4.0 突出 4.0g/100ml 原生乳蛋白+超巴工艺，2021 年每日鲜语优护 A2β-酪蛋白鲜牛奶针对母婴人群和肠胃敏感人群、主打 A2β-酪蛋白更易消化吸收，2024 年每日鲜语双蛋白牛乳从单一动物蛋白向动植物双蛋白延伸，2025 年 HMO 儿童呵护营养奶精准切入母婴功能营养赛道等，弗若斯特沙利文预计 2030 年中国低温鲜奶

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

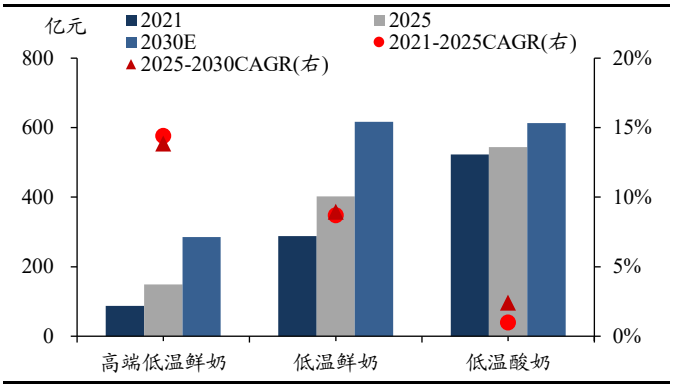
市场规模有望进一步扩容至 617 亿元，2025~2030 年 CAGR 为 8.9%，其中高端低温鲜奶市场规模预计从 2025 年 149 亿元迅速增长至 2030 年 285 亿元，期间 CAGR 为 13.8%。

图68：主要国家低温奶渗透率对比（2025A）



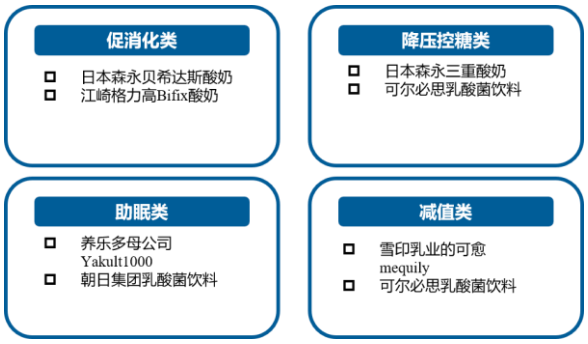
数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图69：低温液奶各子品类市场规模及复合增长率



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图70：低温酸奶功能化升级



数据来源：东吴证券研究所整理

图71：低温鲜奶更新迭代路径



数据来源：东吴证券研究所整理

3.2. 穿越周期、步步为“盈”，新乳业表现更优

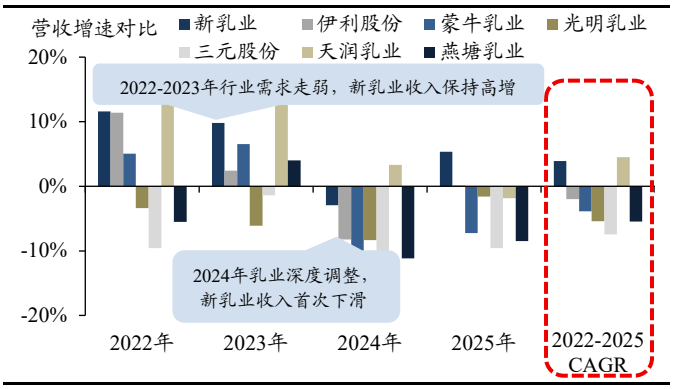
抵抗原奶周期波动、盈利进入上升通道，新乳业表现更为亮眼。横向对比全国型与区域型主要乳企，新乳业在 2022~2023 年行业需求走弱及 2024 年以来乳业深度调整两轮低谷中均表现更优、是为数不多实现收入/利润持续增长的企业，2022~2025 年公司收入、净利润 CAGR 分别为 3.9%、27.7%，销售净利率从 3.6%提升 3.1pct 至 6.7%，26H1 进一步提升至 8.2%，提前完成 2023 年制定的五年规划目标（2027 年销售净利率目标提升至 7.2%）。乳业调整期新乳业盈利进入上升通道，得益于 1）低温高增带动毛利提升：2025 年公司毛利率相较 2022 年提升 5.1pct 至 29.2%，其中液奶毛利率提升 4.6pct 至 30.7%，主因高毛利低温业务保持双位数增长，产品结构持续优化，次因奶价下行带来成本红利；2）子公司经营成效陆续兑现：近年公司对内大幅优化经营管理效率，通过成熟且体系化的管理输出经验，赋能子公司经营调整（如宁夏夏进等），2025 年公司管理费用率相较 2022 年减少 1.5pct 至 3.2%。奶价调整期中小乳企收购低价奶源入市加剧竞争，常温奶竞争加剧尤为明显，自 2022 年以来公司常温奶收入占比 40%+相应受到影

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

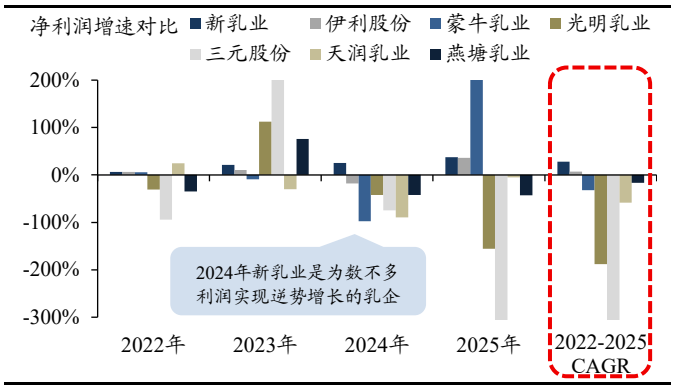
响，销售费用率从 2022 年 13.6%提升 2.6pct 至 2025 年 16.1%，2025 年开始公司主动优化费用投放结构，缩减短期效应较弱的线下广告投放、加大渠道促销费用投入，2025 年销售费用率同比增幅亦显著放缓；3）非经科目影响相对较轻：多数头部乳企均已实现上游牧场布局，奶价调整阶段对乳企表端非经科目影响主要涉及资产减值损失、投资净收益，以及资产处置损益和信用减值损失等。根据奶源结构/牧场持股比例/牧场经营治理手段差异，非经科目影响亦有分化。新乳业同伊利/蒙牛相比，一是奶源结构相对均衡，自有奶源依赖度相对较低、外部奶源具备调节弹性，保障收奶后喷粉减值对资金占用相对较轻；二是头部规模化牧场以参股形式布局，牧场经营按照 FVOCI 法核算（其他权益投资法）、仅分红计入投资收益，相较之下伊利/蒙牛均采用联营形式布局上游牧场，二者均按照权益法确认应占联营损益、经营盈亏按持股比例直接计入投资收益；此外子公司自有牧场经营并表亦影响报表资产处置损益之生物资产处置损失科目。

图72：主要乳企营收增速对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

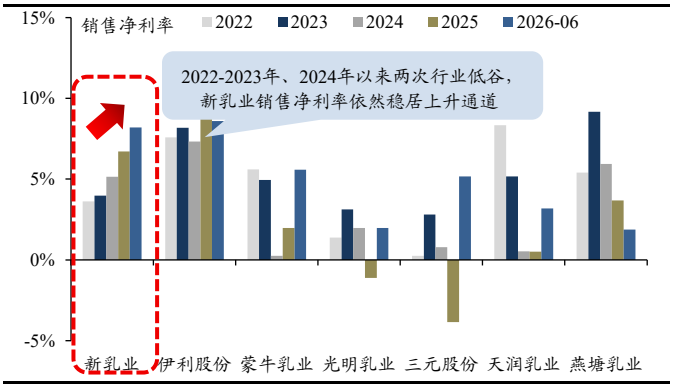
图73：主要乳企利润增速对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2025 年蒙牛乳业净利润同比增速为 1378.7%

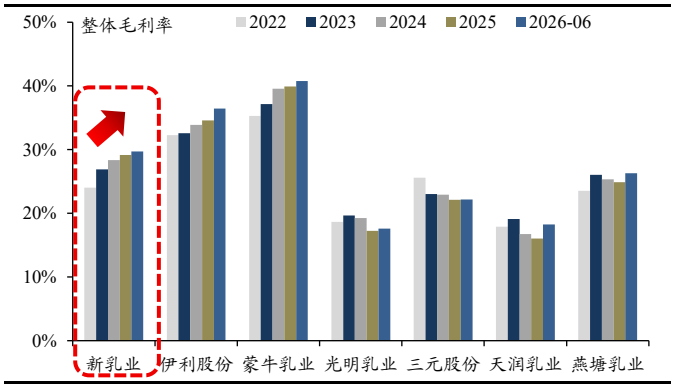
图74：主要乳企净利率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2026-06 数据为各公司半年度数据，后同

图75：主要乳企整体毛利率对比

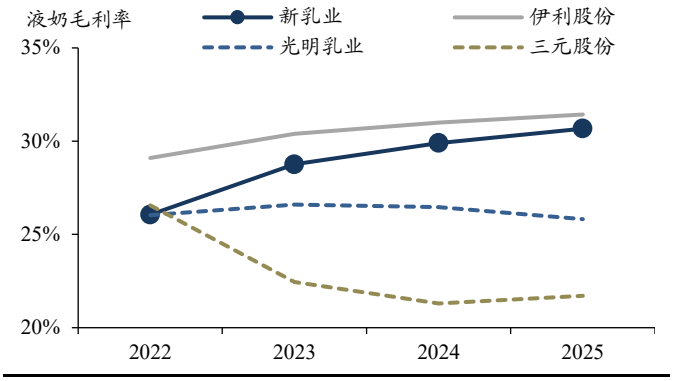


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

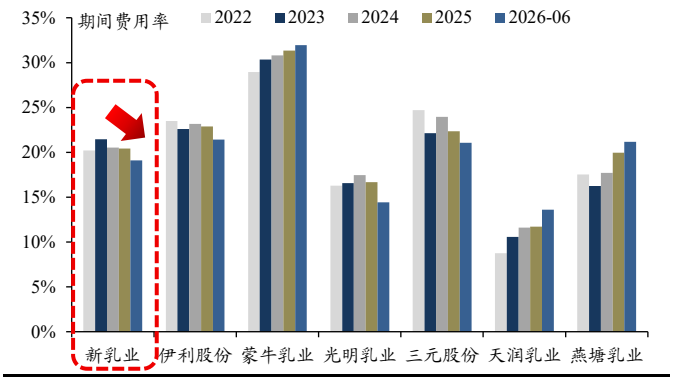
下载日志已记录，仅供内部参考

图76：2022~2025 年主要乳企液奶毛利率对比



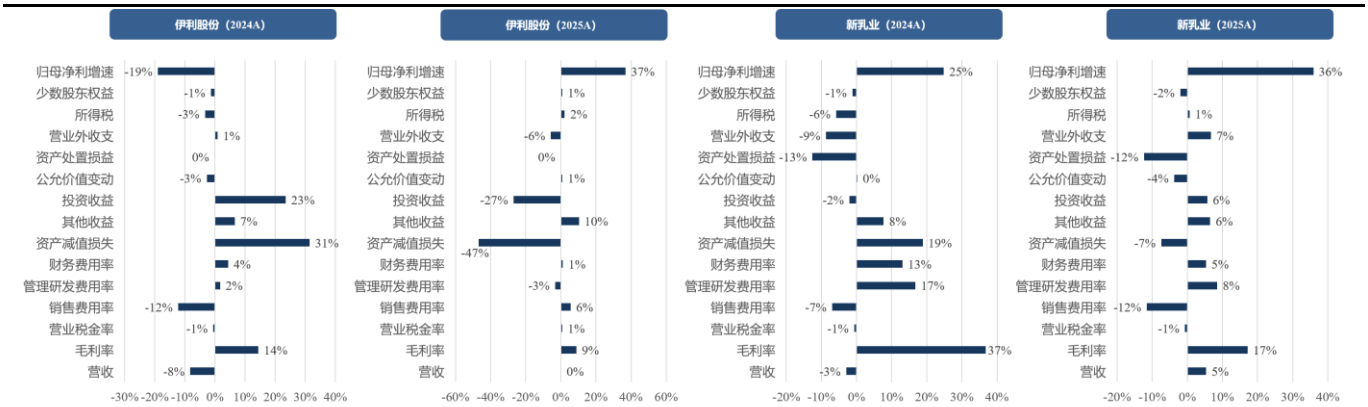
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图77：主要乳企期间费用率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图78：主要乳企归母净利润增速贡献分析



数据来源：Wind，东吴证券研究所

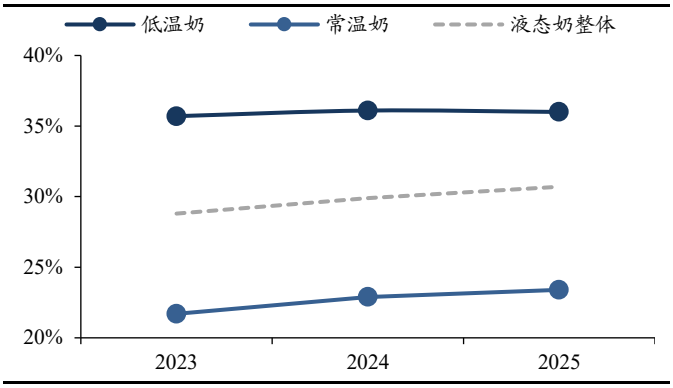
3.2.1. 低温增势延续，产品结构抬高

低温增势亮眼，产品结构持续调优。相较常温奶，低温奶凭借新鲜天然及营养价值，拥有更高产品溢价，毛利率水平也相应更出色，2025 年新乳业低温奶、常温奶业务毛利率分别为 36%、23%（同期液奶整体毛利率为 31%）。自 2010 年以来公司持续聚焦低温产品培育，从上游牧场养殖、生产加工到冷链渠道建设以及终端直营渠道精耕，通过全产业链布局铸牢“极致新鲜”特点，低温奶收入从 2023 年 49.3 亿元增长至 2025 年 60.5 亿元，期间 CAGR 为 10.8%、实现双位数增长，低温奶业务放量拉动液奶整体收入从 97.6 亿元扩容至 105.0 亿元，期间 CAGR 为 3.7%，液奶收入占整体收入比重从 88.8%提升 4.6pct 至 93.4%，其中低温产品销售收入占主营业务收入在 50%+基础上亦持续抬高。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

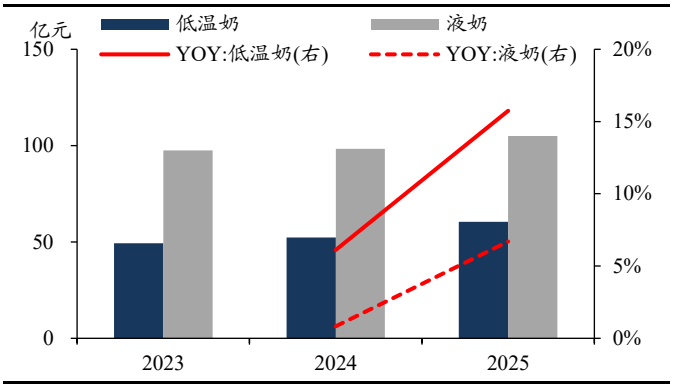
下载日志已记录，仅供内部参考

图79：2023~2025 年新乳业液态奶毛利率结构拆分



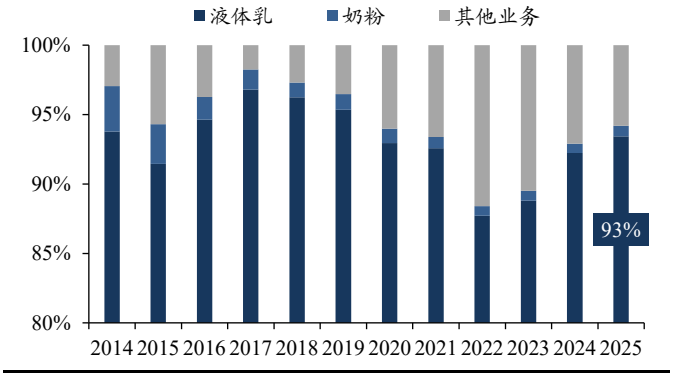
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图80：新乳业低温奶/液奶收入及同比增速



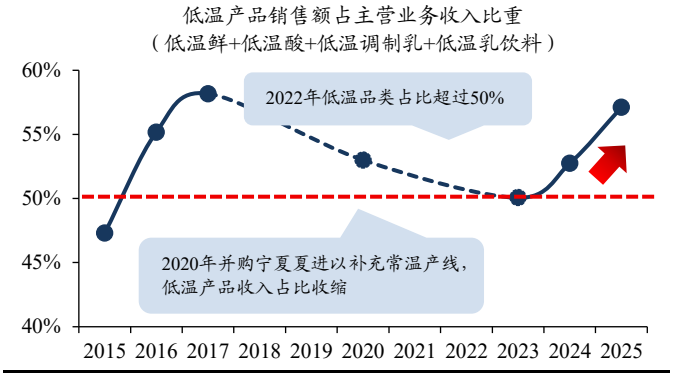
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图81：新乳业产品营收结构拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图82：新乳业低温产品销售收入占主营业务收入比重



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

扎根低温走向深入，外延布局低温饮品。2025 年公司明确提出战略新方向，在“鲜酸双强”基础上将业务拓展至低温饮品赛道，搭建起“低温鲜奶+低温特色酸奶+低温饮品”的“三鲜鼎立”品类布局。现阶段低温饮品业务正处于初步推进阶段，品类矩阵持续完善，26M8 公司与百年瑞士品牌阿华田在新乳业华西工厂联合举办“阿华田来自 1904·浓醇麦芽可可风味低温乳饮料”新品下线仪式，产品定位年轻客群、聚焦通勤/运动/办公等场景，200ml 规格中生牛乳添加量≥30%，并于 9 月同步登陆华南、华东和西南为主的便利店、精品超市及生鲜 O2O 等即时零售渠道。

相较 AD 钙奶、优酸乳等传统含乳饮料，新乳业低温饮品新品 1）乳含量更高且通过低温方式存储：传统含乳饮料牛奶含量较低、含糖量相对较高，同时采用常温储存方式，与此相比公司新品一是生牛乳含量高（超过 30%），二是从奶源到生产、灌装、运输等全供应链环节均依托自有低温体系，三是产品口感上降低甜度且更加清爽，更贴合健康属性；2）阿华田已形成独有风味认知且低温含乳饮品合作具有排他性：1904 年阿华田品牌在瑞士成立、并于 1993 年进入中国市场，此后凭借麦芽可可味道建立消费者味觉认知。阿华田母公司英联食品大中华区总经理苏志杰表明，目前购买阿华田产品的消费者中约 20%来自其授权合作产品，本次新乳业与阿华田在低温乳品类目合作具有独

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

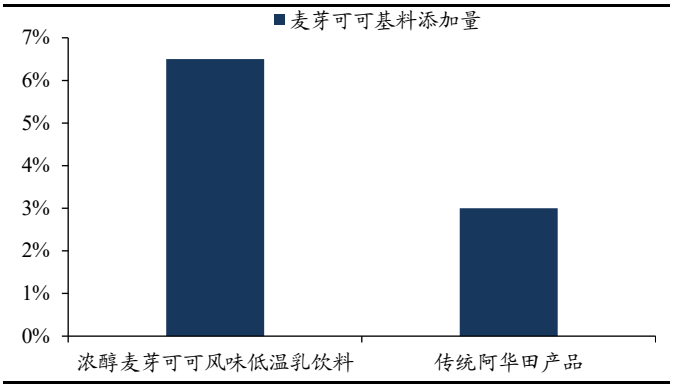
家性。此外公司将产品麦芽可可基料添加量提高至 6.5%，更加充分呈现麦芽可可风味（通常合作伙伴处于成本考量、麦芽可可基料添加量控制在 3%以下）。

图83：低温饮品新品特点梳理



数据来源：窄播公众号，东吴证券研究所

图84：主要阿华田风味产品麦芽可可基料添加量对比



数据来源：窄播公众号，东吴证券研究所

3.2.2. 加大内部治理，改革成效陆续兑现

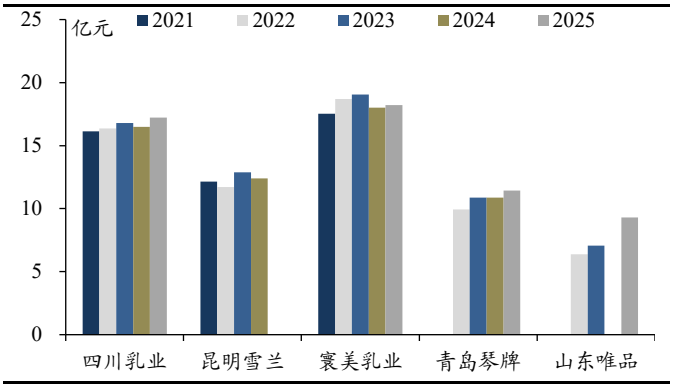
潜心打磨管理输出方法体系，子公司提质增效加速兑现。横向比较对新乳业净利润影响达 10%以上的子公司经营业绩，2025 年四川乳业、寰美乳业、青岛琴牌、山东唯品销售净利率分别为 8.6%、7.2%、6.8%、9.3%，同期公司整体销售净利率为 6.7%，除昆明雪兰（2024 年销售净利率 4.6%）外其余主要子公司业绩表现均超整体盈利中枢。纵向来看 2021~2025 年山东唯品提质增效成果显著，2025 年销售净利率较 2022 年提升 2.5pct 至 9.3%；此外四川乳业、寰美乳业等亦能维持相对较高盈利中枢。

从第一轮并购磨合期长到第二轮并购助力子公司迅速扭亏，再到第三轮并购基本实现企业间“零磨合”，子公司提质增效成果加速兑现，新乳业已形成一套成熟管理输出方法体系。1）团队文化兼容并蓄：公司对并购企业的团队“因地制宜”，保留有利于并购企业发展的经营机制和发挥其作用的人员，同时在原有团队中导入新希望团队成员，加速集团文化、方法、策略迅速融入并购企业。2）优势核心产品导入并购企业：公司将其他子公司已经成功跑出的高毛利/高增长大单品快速复制到经营待改善子公司，形成带动效应，并搭建起“全国核心品牌+区域强势品牌”协同的产品矩阵，全国品牌树立天然新鲜形象，区域品牌借力本地消费信任资产持续深耕。3）集团资源赋能：一是共享采购平台，大宗原料集采降本，同时承接牧场资源优势保障优质奶源稳定供应；二是共享生产平台，集团内各子公司工厂可以实现产能柔性调配，并通过标准化工艺保障区域产品品质一致性；三是共享物流平台，鲜生活冷链资源能够通用；四是共享研发平台，包括菌株库共享、研发体系开发以及数字化平台共享等。4）财务/质控等红线按集团内部标准严格执行，保障合并财务报表的健康发展和产品质量的一致性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

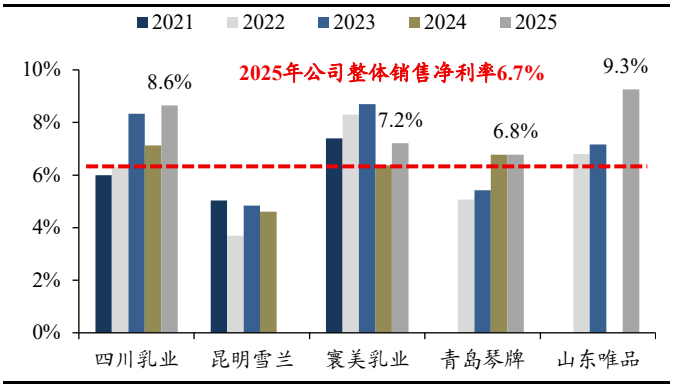
下载日志已记录，仅供内部参考

图85：新乳业主要子公司营业收入对比



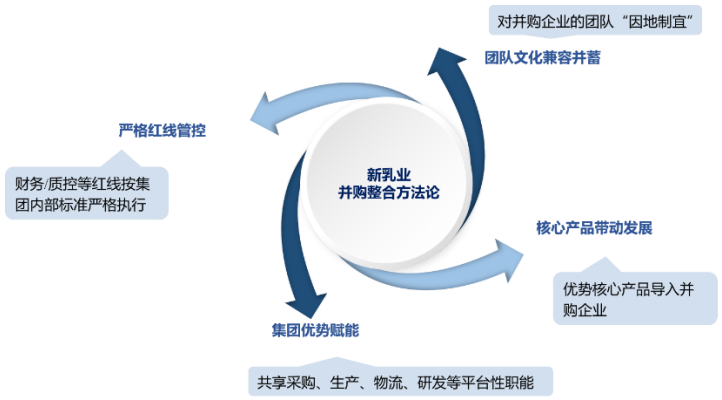
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图86：新乳业主要子公司销售净利率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图87：新乳业管理输出方法体系梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

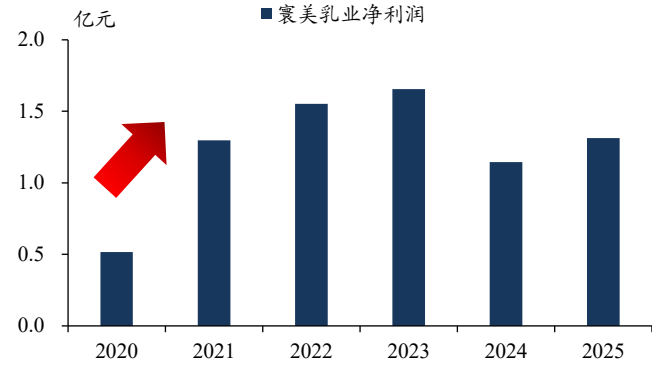
销售团队优化+品类创新+营销打法升级，寰美乳业改革成效持续显现。寰美乳业是宁夏头部乳企，主要产品包括常温纯牛奶、常温乳饮料等，其中“夏进”是西北地区领导品牌。过去“夏进”存在产品老化、低温板块薄弱等问题，2020 年公司以现金+发债方式完成寰美乳业 100%股权收购，此后陆续进行经营调改动作，子公司净利润从 2020 年 0.5 亿元增长至 2025 年 1.3 亿元，期间 CAGR 为 21%。1）销售团队优化：公司将陕甘宁连成片统一管理经销网络，除宁夏基地市场外，重点发展陕西、甘肃等市场，集团总部直接赋能渠道一线，统一规划营销和渠道战略，将过去单纯追求短期销量的考核方式转为对市场份额和渠道建设的长期考量。同时销售团队推进年轻化建设，子公司引入“年轻化的人才指标体系”，激发创新活力，25M5 宁夏夏进参与当地互联网营销师技能竞赛招聘，引进主播、运营专员等新兴岗位人才。2）品类创新：针对过去产品结构倾斜、常温灭菌奶占比过高等问题，公司品类调整沿 3 条主线展开，一是常温品类高端化升级，“爵品”系列推出贺兰山太阳神、琉璃鸥吻、妙音鸟等宁夏文物联名款，同时 1L 家庭装和 200ml 小规格产品亦成功入驻山姆会员店渠道；二是低温品类补强短板，公司将今日鲜奶铺等核心低温鲜奶、活润等核心低温酸奶产品导入夏进渠道，补全低温产品线薄弱短板；三是差异化培育特色品类，例如依托宁夏地域资源优势，2025 年推出“塞上牧场”红

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

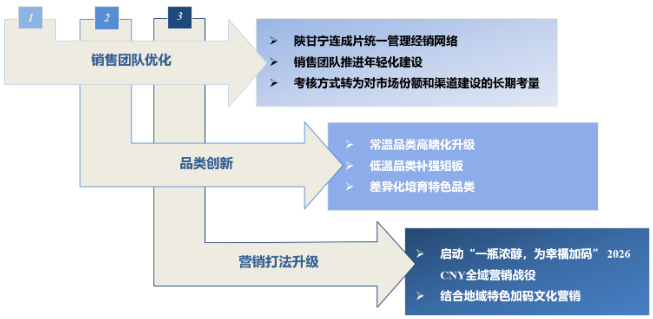
枸杞奶、“八宝茶牛奶”等。3）营销打法升级：一方面 25M12 启动“一瓶浓醇，为幸福加码” 2026 CNY 全域营销战役，以“夏进，100%有奖，扫码抽金条”为核心促销活动，激发终端销售活力；另一方面结合地域特色加码文化营销，例如 25M10 公司在西安大悦城举办“一口夏进到宁夏”大型文化跨界快闪活动，将贺兰山岩画、西夏文字等文化符号融入产品包装和互动体验。

图88：寰美乳业净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图89：寰美乳业改革逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所整理

3.2.3. 经营模式差异，非经科目影响较轻

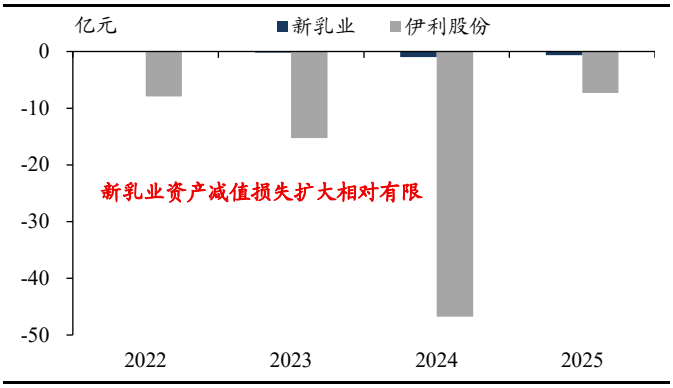
非经科目扰动较轻，抵抗原奶周期波动。多数头部乳企均已实现上游牧场布局，奶价调整阶段对乳企表端非经科目影响主要涉及资产减值损失、投资净收益，以及资产处置损益和信用减值损失等。根据奶源结构/牧场持股比例/牧场经营治理手段差异，非经科目影响亦有分化，本轮奶价调整自 21M9 开始，在奶价下行阶段，新乳业非经科目扰动相对较轻。

1）资产减值损失：新乳业资产减值损失从 2022 年 0.003 亿元最高扩大至 2024 年 1.0 亿元，同期伊利相关科目从 2022 年 7.9 亿元最高扩大至 2024 年 46.8 亿元，新乳业资产减值损失扩大相对有限，主要系奶源结构相对均衡所致。2024 年新乳业、伊利、蒙牛奶源自给率分别为 60%、75%~80%、65%~70%，其中新乳业自有牧场、参股牧场、社会化牧场、临调奶源占比分别为 30%、30%、30%、10%，新乳业奶源结构相对均衡，自有奶源依赖度相对较低、外部奶源具备调节弹性，保障收奶后喷粉减值对资金占用相对较轻。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

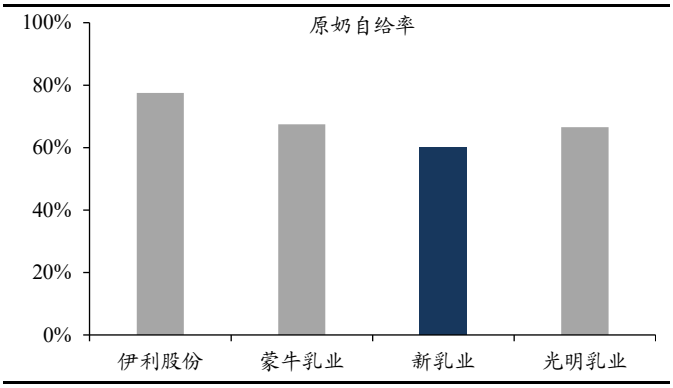
下载日志已记录，仅供内部参考

图90：资产减值损失对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

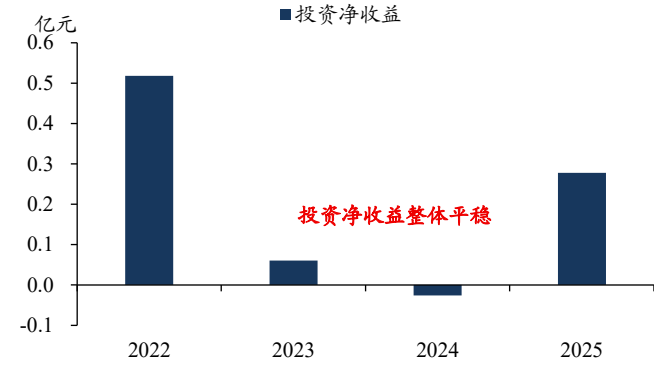
图91：奶源自给率对比（2024A）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2）投资净收益：新乳业投资净收益从 2022 年 0.5 亿元最低下滑至 2024 年-0.03 亿元，新乳业投资净收益波动相对平稳，主因牧场持股方式差异带来会计科目核算方式分化。新乳业以参股形式布局头部规模化牧场，截至 26H1 持有现代牧业 8.0%股份，相较之下伊利/蒙牛均采用联营形式布局上游牧场，同期伊利持有优然 36.1%股份、蒙牛持有现代 40.6%股份。不同持股形式会计科目核算方式亦有所不同，参股形式下牧场经营按照 FVOCI 法核算（其他权益投资法）、仅分红计入投资收益，新乳业其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入从 2022 年 0.2 亿元最低下滑至 2024 年 0.03 亿元；联营形式下牧场经营按照权益法确认应占联营损益、经营盈亏按持股比例直接计入投资收益，伊利权益法核算的长期股权投资收益从 2022 年 1.6 亿元最低下滑至 2024 年-2.1 亿元。

图92：新乳业投资净收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图93：投资净收益不同会计核算准则对比

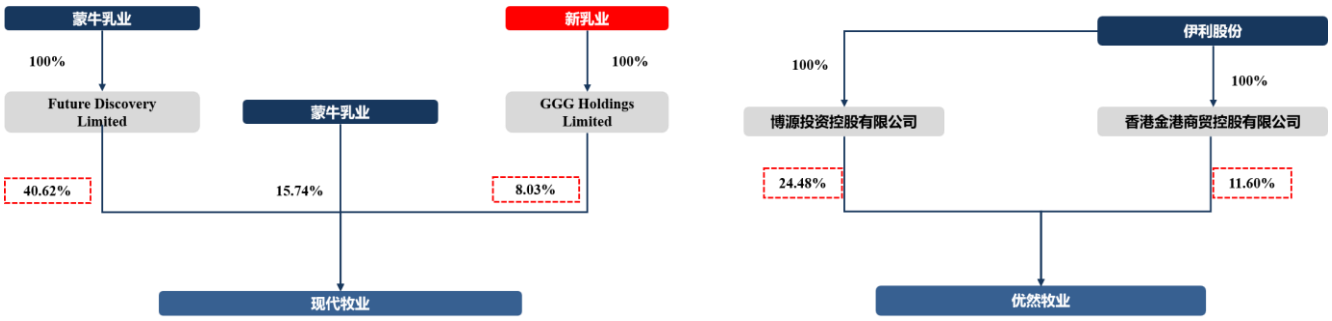
核算方法	适用情形	关键特征
成本法	投资方能够对被投资单位实施**控制**，通常是对**子公司**的投资；以及投资方对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响，且公允价值不能可靠计量的少数情形	➢ 个别报表按初始投资成本计量 ➢ 被投资方盈利、亏损、其他综合收益变动一般不调整账面价值 ➢ **宣告现金股利时确认投资收益** ➢ 减值后不得转回
权益法	投资方对被投资单位具有**共同控制或重大影响**，即对**合营企业、联营企业**的投资	➢ **按持股比例确认被投资方净损益**、其他综合收益和其他权益变动 ➢ 被投资方宣告现金股利时冲减长期股权投资账面价值 ➢ 更反映“按份额享有净资产变动”
FVOCI：其他权益工具投资	对被投资方**不具有控制、共同控制或重大影响的非交易性权益工具投资**，且在初始确认时不可撤销地指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益	➢ 公允价值变动计入其他综合收益，不得转入当期损益 ➢ 处置时累计公允价值变动转入留存收益 ➢ **股利收入通常计入投资收益**；不计提减值

数据来源：东吴证券研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

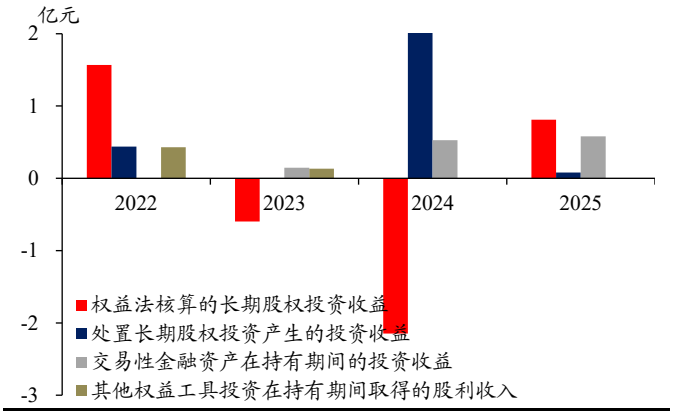
下载日志已记录，仅供内部参考

图94：主要乳企对头部规模化牧场持股结构（2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

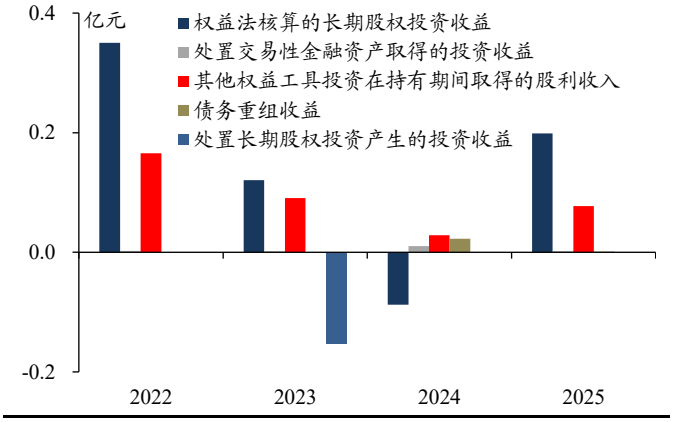
图95：伊利股份投资净收益结构拆分



数据来源：伊利股份公司公告，东吴证券研究所

注：2024 年处置长期股权投资产生的投资收益为 25.8 亿元，主要系全资子公司盛泰创投转让其持有的昌吉盛新 95%股权所致

图96：新乳业投资净收益结构拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

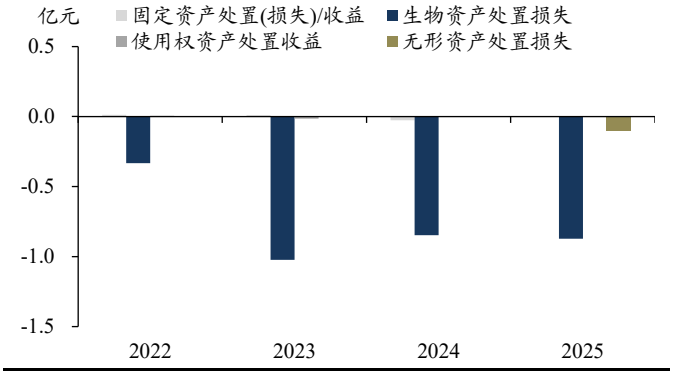
3）资产处置损益：新乳业资产处置损失从 2022 年 0.3 亿元扩大至 2025 年 1.0 亿元，其中生物资产处置损失从 0.3 亿元扩大至 0.9 亿元，生物资产处置损失主要源于并购整合的多家乳企均附带自有牧场，2013 年公司组建全资子公司新希望生态牧业统一管理分散的自有牧场，自有牧场经营并表，淘牛亏损形成生物资产处置损失（期末牛肉价格始终低于期初奶牛生物资产公允价值、牧场淘牛产生亏损）。

4）信用减值损失：相较伊利股份，新乳业信用减值损失整体平稳。伊利在奶价调整阶段信用减值损失扩大主要系作为龙头乳企近年开始向中小牧场提供融资服务，报表端记入信用减值损失，2024 年由于部分牧场还款能力下滑，信用减值损失边际扩大，亦加重报表负担。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

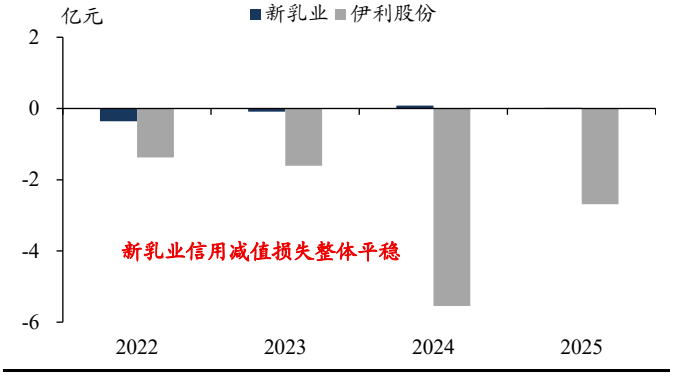
下载日志已记录，仅供内部参考

图97：新乳业资产处置损益结构拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

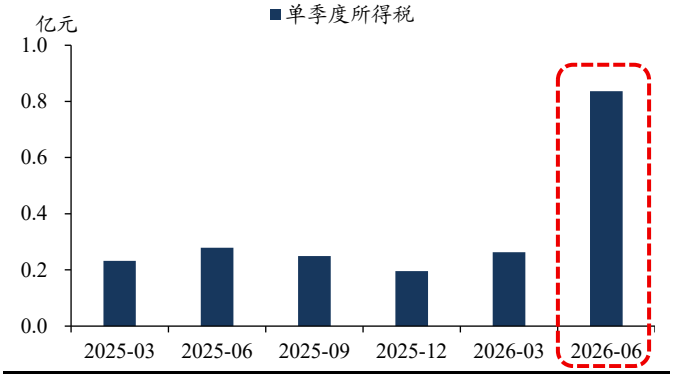
图98：信用减值损失对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5）所得税：26Q2 新乳业所得税同比增加 0.6 亿元，主要系税收执行标准更新及税收集中确认，公司集中计提 2025 全年+26Q1~2 共计 6 个季度所得税，同期伊利股份亦补提所得税 4.5 亿元。乳企纳税政策依据 2008 年发布的财税〔2008〕149 号文，乳初加工免税范围限定在巴氏杀菌奶、超高温灭菌奶两类，发酵乳/调制乳、以及“两油一酪”为代表的乳品和乳铁蛋白/乳清蛋白等高附加值原料并未被纳入条文。过去各地税务机关执行尺度偏宽，乳企将发酵乳/调制乳及乳深加工产品归入乳初加工免税主体享受优惠。2026 年起全国税务系统统一征管标准，严格区分乳产品纳税执行口径，因而乳企在 Q2 集中补税、单季度影响较大，但后续正常季度的所得税影响可控。

图99：26Q2 新乳业补缴所得税



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图100：乳企纳税标准梳理

类别	
免税品类	鲜奶经净化、均质、杀菌灭菌、灌装等简单初加工制成的产品，包含巴氏杀菌奶、超高温灭菌奶，以及执行口径中实际纳入的花色奶、脱脂奶
非免税品类	文件以星号备注明确排除酸奶、奶酪、奶油等乳制品，不适用农产品初加工免税政策

数据来源：财税〔2008〕149 号文，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与投资评级

奶价深度调整，新乳业表现更优，是为数不多实现收入/利润持续增长的企业，低温业务增势延续、内部经营治理成效陆续兑现，同时奶价下行对非经科目影响相对较轻，公司盈利进入上升通道。

收入端，预计 2026~2028 年收入增速有望保持稳健。1）液体乳：常温奶需求疲弱，低温奶逆势增长，对比海外渗透率提升空间足，低温鲜奶呈现明显高端化升级趋势，从稀缺奶源向工艺活性保留、功能营养强化梯次而进。低温奶存在区域壁垒，常温龙头未能复刻垄断格局，新乳业扎根低温，近年“鲜立方”战略走向深入，通过紧抓全产业链新鲜度铸牢“极致新鲜”特点。综合来看，预计 2026~2028 年液奶营收同比增速为 6.5%、6.5%、6.4%。2）奶粉：预计 2026~2028 年奶粉营收同比增速为 1.0%、2.0%、2.0%。3）其他：公司其他业务主要包括奶酪、奶油及周边制品等，预计 2026~2028 年其他业务营收同比增速为 4.0%、4.0%、4.0%。

利润端，低温高增带动毛利提升+内部经营治理成效兑现+非经科目扰动有限，盈利进入上升通道。1）毛利端：低温布局向低温饮品延伸布局，高毛利低温品类占比提升有望带动产品结构优化，进而拉动毛利率改善。2）费控端：公司已形成成熟管理输出方法体系，对内加大经营治理力度，子公司提质增效陆续兑现；同时销售费用投放结构亦边际优化，整体费投相对可控；我们持奶价见底并温和复苏判断，常温奶市场竞争有望趋缓，利好公司渠道费投改善。3）非经科目：奶价调整阶段由于奶源结构/牧场持股比例/牧场经营治理手段同头部乳企有所差异，非经科目影响相对较轻。

表2：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）

亿元人民币		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入		**109.9**	**106.7**	**112.3**	**119.4**	**126.9**	**134.8**
YOY		**9.8%**	**-2.9%**	**5.3%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.2%**
	液体乳	97.6	98.4	105.0	111.7	119.0	126.6
	YOY	11.2%	0.8%	6.7%	6.5%	6.5%	6.4%
	奶粉	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
	YOY	11.3%	-9.6%	21.6%	1.0%	2.0%	2.0%
	其他	11.5	7.6	6.5	6.8	7.0	7.3
	YOY	-0.5%	-34.3%	-14.0%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率		**26.9%**	**28.4%**	**29.2%**	**30.0%**	**30.5%**	**31.0%**
销售费率		**15.3%**	**15.6%**	**16.1%**	**16.5%**	**16.6%**	**16.7%**
管理费率		**4.3%**	**3.6%**	**3.2%**	**3.1%**	**3.1%**	**3.0%**
归母净利润		**4.3**	**5.4**	**7.3**	**8.6**	**10.0**	**11.4**
YOY		**19.3%**	**24.8%**	**36.0%**	**18.1%**	**16.4%**	**13.5%**
归母净利率		**3.9%**	**5.0%**	**6.5%**	**7.2%**	**7.9%**	**8.5%**

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

我们采用可比公司估值法，选取全国型头部乳企伊利股份、蒙牛乳业和区域型头部低温奶乳企光明乳业、三元股份、天润乳业作为可比公司，2026~2028 年可比公司平均 PE 为 21x、17x、14x。奶价深度调整，新乳业表现更优，是为数不多实现收入/利润持续增长的企业，低温业务保持高增、内部经营治理成效陆续兑现，同时奶价下行阶段对非经科目影响相对较轻，公司盈利进入上升通道。综合以上考虑，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值表（截至 2026/10/12 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值	收盘价	PE			归母净利（亿元）				归母净利同比		
		亿元	元	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600887.SH	伊利股份	1,769	27.96	17	13	13	115.7	106.0	131.1	141.2	-8.4%	23.7%	7.7%
2319.HK	蒙牛乳业	601	15.43	13	11	10	15.5	48.0	55.4	60.9	210.7%	15.3%	10.0%
600597.SH	光明乳业	96	6.98	28	23	19	-1.5	3.4	4.1	5.0	-331.1%	20.3%	19.4%
600429.SH	三元股份	72	4.79	24	19	16	-2.3	3.0	3.8	4.6	-232.9%	27.1%	20.8%
600419.SH	天润乳业	29	9.05	23	17	14	0.4	1.2	1.7	2.1	194.4%	36.0%	25.2%
	均值			21	17	14							
002946.SZ	新乳业	130	15.14	15	13	11	7.3	8.6	10.0	11.4	18.1%	16.4%	13.5%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：1）新乳业盈利预测参考东吴证券预测，其他可比公司盈利预测取 wind 一致预测数据、数据时间截至 2026 年 10 月 12 日；2）所有货币单位均为人民币；3）港元兑人民币汇率参考 2026 年 10 月 12 日的 0.8530

5. 风险提示

需求修复不及预期：消费需求复苏偏弱，短期需求持续疲软、中长期乳品渗透率提升不及预期，将影响公司业绩修复。

食品安全问题：2008 年三聚氰胺事件对中国乳业造成巨大冲击，消费者信心断崖下滑，若行业内其他乳企再次发生类似事件，将进一步弱化消费需求。

新品推广不及预期：低温鲜奶、低温特色酸奶和低温饮品是现阶段公司品类重点培育方向，低温产品损耗率较高，若销售情况不及预期，或对公司业绩造成一定扰动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

新乳业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2,057**	**2,386**	**3,378**	**4,311**
货币资金及交易性金融资产	568	832	1,743	2,575
经营性应收款项	689	741	789	838
存货	717	731	771	808
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	82	83	76	90
非流动资产	**7,078**	**6,758**	**6,507**	**6,307**
长期股权投资	506	512	503	499
固定资产及使用权资产	2,903	2,557	2,161	1,757
在建工程	19	17	16	14
无形资产	570	544	519	493
商誉	992	992	992	992
长期待摊费用	14	11	12	11
其他非流动资产	2,074	2,125	2,305	2,540
资产总计	**9,135**	**9,145**	**9,885**	**10,619**
流动负债	**4,421**	**4,451**	**4,754**	**5,006**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,812	1,778	1,878	1,978
经营性应付款项	932	1,008	1,081	1,117
合同负债	438	460	490	522
其他流动负债	1,240	1,205	1,305	1,390
非流动负债	**742**	**843**	**953**	**1,063**
长期借款	564	664	764	864
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	61	71	81	91
其他非流动负债	117	109	109	109
负债合计	**5,163**	**5,294**	**5,707**	**6,069**
归属母公司股东权益	3,896	3,752	4,054	4,396
少数股东权益	76	99	124	154
所有者权益合计	**3,972**	**3,851**	**4,178**	**4,549**
负债和股东权益	**9,135**	**9,145**	**9,885**	**10,619**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**11,233**	**11,938**	**12,692**	**13,482**
营业成本(含金融类)	7,955	8,358	8,824	9,302
税金及附加	60	60	65	69
销售费用	1,810	1,971	2,102	2,251
管理费用	357	372	388	404
研发费用	50	54	57	60
财务费用	78	36	25	27
加:其他收益	54	62	64	68
投资净收益	28	13	14	15
公允价值变动	5	7	8	8
减值损失	(61)	(59)	(38)	(11)
资产处置收益	(97)	(72)	(70)	(74)
营业利润	**853**	**1,040**	**1,210**	**1,374**
营业外净收支	(2)	2	2	2
利润总额	**850**	**1,042**	**1,212**	**1,376**
减:所得税	96	156	182	206
净利润	**754**	**885**	**1,030**	**1,169**
减:少数股东损益	23	22	26	29
归属母公司净利润	**731**	**863**	**1,004**	**1,140**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.85	1.00	1.17	1.32
EBIT	1,058	1,078	1,237	1,402
EBITDA	1,532	1,586	1,738	1,913
毛利率(%)	29.18	29.99	30.48	31.00
归母净利率(%)	6.51	7.23	7.91	8.46
收入增长率(%)	5.33	6.27	6.32	6.22
归母净利润增长率(%)	35.98	18.08	16.35	13.50

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,510	1,496	1,756	1,829
投资活动现金流	(485)	(348)	(410)	(458)
筹资活动现金流	(1,090)	(961)	(520)	(619)
现金净增加额	(66)	185	826	752
折旧和摊销	475	509	501	510
资本开支	(465)	(199)	(140)	(155)
营运资本变动	67	(39)	114	59

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	4.41	4.25	4.60	5.00
最新发行在外股份（百万股）	861	861	861	861
ROIC(%)	14.83	14.34	15.86	16.58
ROE-摊薄(%)	18.77	23.01	24.78	25.94
资产负债率(%)	56.51	57.89	57.74	57.16
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.82	15.09	12.97	11.43
P/B（现价）	3.43	3.56	3.29	3.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn