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 11 月 03 日

菊乐股份(920309.BJ)

——含乳饮料市场份额领先，差异化大单品与产能扩建双轮驱动成长

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：

- **菊乐股份本次发行价格 31.92 元/股，发行市盈率 11.44X，申购日为 2026 年 11 月 4 日。**超额配售选择权行使前，此次发行数量为 1,176 万股，发行后总股本为 10,424 万股，此次发行数量占发行后总股本的 11.28%；经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 11.28%，老股占可流通股本比例为 0%。此次发行安排初始发行规模 15.00%的超额配售选择权，若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 1,352 万股，发行后总股本扩大至 10,600 万股，本次发行股份数量占超额配售选择权全额行使后总股本的 12.76%。本次发行有 3 家战略投资者参与，战略配售发行数量为 352.7 万股，占本次发行数量的 30%（不考虑超额配售）。此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于“温江乳品生产基地改扩建项目”、“营销网络中心升级建设项目”、“研发中心升级建设项目”和“信息化系统建设项目”。“温江乳品生产基地改扩建项目”拟对温江乳品生产基地进行改建。项目建设总投资 27,846.85 万元，建设期 2 年。项目建成达产后，有望实现年产巴氏鲜牛奶、低温酸奶、常温酸奶、灭菌乳、调制乳、含乳饮料和复合蛋白饮料**共计 120,000 吨**的生产能力。

- **深耕含乳饮料及乳制品生产领域二十余年，多项细分产品份额国内领先。**公司主营业务为含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售，主要产品包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳等，能够满足不同群体、不同场景对含乳饮料及乳制品的消费需求。公司深耕含乳饮料及乳制品生产领域二十余年，以“坚持使用生牛乳”为产品生产原则，采取“差异化大单品”的产品竞争策略，积极开发培育创新型产品，持续深化品牌建设。根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院数据，**2024 年度，公司在中国含乳饮料市场的份额为 0.82%，排名第八**；公司在**中国调配型酸乳饮料市场的份额为 0.97%，排名第四**。公司采取经销与直销相结合的销售模式，2023-2025 年**红旗连锁为第一大客户。**2026H1 公司实现营收 9.33 亿元（yoy+13%）、归母净利润 17,618 万元（yoy+23%）。

- **含乳饮料市场稳步扩容，健康化浪潮下行业结构有望持续优化。**根据公司招股书，2017 年以来含乳饮料行业进入结构调整期，竞争焦点由量向质转变。根据《2024 年中国含乳饮料行业概览》数据，2024 年我国含乳饮料行业市场规模达 1,512.60 亿元，2020-2024 年复合增长率为 7.88%，预计 2029 年将达 1,990.20 亿元。根据国家统计局数据，我国乳制品产量由 2015 年的 2,782.5 万吨增长至 2025 年的 2,950.3 万吨（CAGR 为 0.59%）。根据《中国奶业统计摘要 2025》数据，规模以上乳企销售收入由 2019 年的 3,947.00 亿元增长至 2024 年的 5,104.80 亿元（CAGR 为 5.28%）。整体看，健康化、低温化趋势下行业增长潜力较大。**公司同行业公司主要包括全国性龙头伊利股份、蒙牛乳业，乳制品企业天润乳业、光明乳业、庄园牧场、新乳业、燕塘乳业，以及含乳饮料企业均瑶健康、李子园等。**

- **申购建议：建议关注。**公司推出的核心产品“酸乐奶”含乳饮料经历了长期的品牌积淀，推动公司取得了含乳饮料市场的较高市场占有率。另一方面，公司长期坚持使用生鲜乳作为含乳饮料的原料，在给消费者带来醇厚顺滑口感体验的同时，也促使公司产品较同类竞品形成了独具一格的定价优势，也为公司锁定优质原料供应提供了支撑，使公司在含乳饮料市场能始终把握先机，形成自身特有的竞争壁垒，进一步保障了公司在乳制品行业的先发优势。同行业可比公司 PE TTM 中值为 23.22X，建议关注。

- **风险提示：产品未适应消费需求变化的风险、行业竞争加剧的风险、环境保护政策调整的风险**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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 31.92 元/股，发行市盈率 11.44X 4

1.2. 募投：公司募投项目预计总投资额达 5.52 亿元 5

2. 深耕含乳饮料及乳制品生产领域二十余年，多项细分产品份额国内领先 6

2.1. 业务：2025 年含乳饮料营收达 9.92 亿元，占主营业务收入的 59.25% 6

2.2. 模式：2025 年前五大客户收入占主营业务收入比例为 14.72%，红旗连锁为第一大客户 9

2.3. 财务：2026H1 公司实现营收 9.33 亿元（yoy+13%）、归母净利润 17,618 万元（yoy+23%） 10

3. 含乳饮料市场稳步扩容，健康化浪潮下行业结构有望持续优化 12

4. 申购建议：建议关注 16

5. 风险提示 17

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1： 菊乐股份本次发行价格 31.92 元/股 4
图表 2： 本次发行战略配售发行数量为 352.7 万股 4
图表 3： 公司募投项目预计总投资额达 5.52 亿元 5
图表 4： 菊乐集团系公司的控股股东，TONG ZHU（童竹）系公司实际控制人 6
图表 5： 公司构建了以酸性含乳饮料为核心的产品结构 7
图表 6： 公司在发酵乳领域开发上市多款独具创新性并深受消费者喜爱的发酵乳产品 7
图表 7： 公司持续关注巴氏杀菌乳产品的产品创新及市场渠道深耕 8
图表 8： 公司近年来通过在上游奶源端的持续布局，推出一系列高品质灭菌乳产品 8
图表 9： 2025 年含乳饮料营收达 9.92 亿元（单位：万元） 9
图表 10： 2025 年含乳饮料毛利率为 49.93% 9
图表 11： 2023-2025 年成都红旗连锁股份有限公司均为公司第一大客户 10
图表 12： 2026H1 公司实现营收 9.33 亿元（yoy+13.34%）、归母净利润 17,618 万元（yoy+22.65%） 11
图表 13： 预计 2024-2029 年我国含乳饮料行业市场规模 CAGR 将为 5.64% 12
图表 14： 2025 年我国人均食品烟酒消费支出达 8631 元 12
图表 15： 2015-2025 年我国乳制品产量 CAGR 为 0.59% 13
图表 16： 2019-2024 年我国规模以上乳制品制造业企业的销售收入 CAGR 达 5.28% 13
图表 17： 含乳饮料及乳制品加工产业链 14
图表 18： 公司同行业公司主要包括李子园、均瑶健康等 15
图表 19： 同行业可比公司 PE TTM 中值为 23.22X（数据截至 2026.11.2） 16

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

1. 发行情况

1.1. 发行信息：发行价格 31.92 元/股，发行市盈率 11.44X

菊乐股份本次发行价格 31.92 元/股，发行市盈率 11.44X，申购日为 2026 年 11 月 4 日。超额配售选择权行使前，此次发行数量为 1,176 万股，发行后总股本为 10,424 万股，此次发行数量占发行后总股本的 11.28%；经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 11.28%，老股占可流通股本比例为 0%。此次发行安排初始发行规模 15.00%的超额配售选择权，若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 1,352 万股，发行后总股本扩大至 10,600 万股，本次发行股份数量占超额配售选择权全额行使后总股本的 12.76%。

图表 1：菊乐股份本次发行价格 31.92 元/股

基本信息	股票代码	920309.BJ	所属国民经济行业	含乳饮料和植物蛋白饮料制造
	股票简称	菊乐股份	发行代码	920309
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	31.92
	募集金额(万元)	43,160	主承销商	中信建投证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	1,176	占发行后总股本比例	11.28%
	战略配售比例	30.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购限制	路演日	2026-11-03	申购日	2026-11-04
	申购款退回日	2026-11-06	网上最高申购量(万股)	49.97
基本面信息	2025 年总营收(亿元)	16.94	2025 年归母净利润(万元)	29,092.97
	2025 年毛利率	36.69%	2025 年加权 ROE%	23.19%
	2025 年营收增速	3.20%	2025 年归母净利润增速	25.16%
股本信息	发行前总股本(万股)	9,248.28	发行前限售股(万股)	9,248.28
	发行后预计可流通比例	11.28%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	11.44	发行后 2025 EPS(元)	2.79

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

本次发行有 3 家战略投资者参与，战略配售发行数量为 352.7 万股，占本次发行数量的 30%（不考虑超额配售）。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 352.7 万股

序号	战略投资者名称	拟认购股数（股）	限售期（月）
1	中信建投股管家菊乐股份 1 号北交所战略配售集合资产管理计划	1,175,774	12
2	中信建投投资有限公司	587,887	12
3	中信投资控股有限公司	1,763,661	6
	合计	3,527,322	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

1.2. 募投：公司募投项目预计总投资额达 5.52 亿元

此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于“温江乳品生产基地改扩建项目”、“营销网络中心升级建设项目”、“研发中心升级建设项目”和“信息化系统建设项目”。**“温江乳品生产基地改扩建项目”：**拟对温江乳品生产基地进行改建，项目建设总投资 27,846.85 万元，建设期 2 年，项目建成达产后，有望实现年产巴氏鲜牛奶、低温酸奶、常温酸奶、灭菌乳、调制乳、含乳饮料和复合蛋白饮料共计 120,000 吨的生产能力。**“营销网络中心升级建设项目”：**本项目总投资 17,944.92 万元，建设期 3 年，拟对公司现有营销服务网络进行整体升级和完善，包括完成规模化冷链物流配送体系建设、渠道终端扩建、销售管理系统升级、增强品牌推广、增加终端陈列费投入和线上营销平台搭建等内容。**“研发中心升级建设项目”：**本项目总投资 5,530.90 万元，建设期 2 年。项目拟在整合公司现有研发资源基础上，对研发中心进行整体升级建设。**“信息化系统建设项目”：**本项目总投资 3,843.84 万元，建设期 3 年，项目拟在公司总部现有办公用房基础上进行投资，用于公司信息化系统建设，以财务、人力、供应链和协同为核心内容，逐步延展相应的管理系统。

图表 3：公司募投项目预计总投资额达 5.52 亿元

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	温江乳品生产基地改扩建项目	27,846.85	19,600.00
2	营销网络中心升级建设项目	17,944.92	14,200.00
3	研发中心升级建设项目	5,530.90	1,200.00
4	信息化系统建设项目	3,843.84	3,166.51
	合计	55,166.51	38,166.51

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

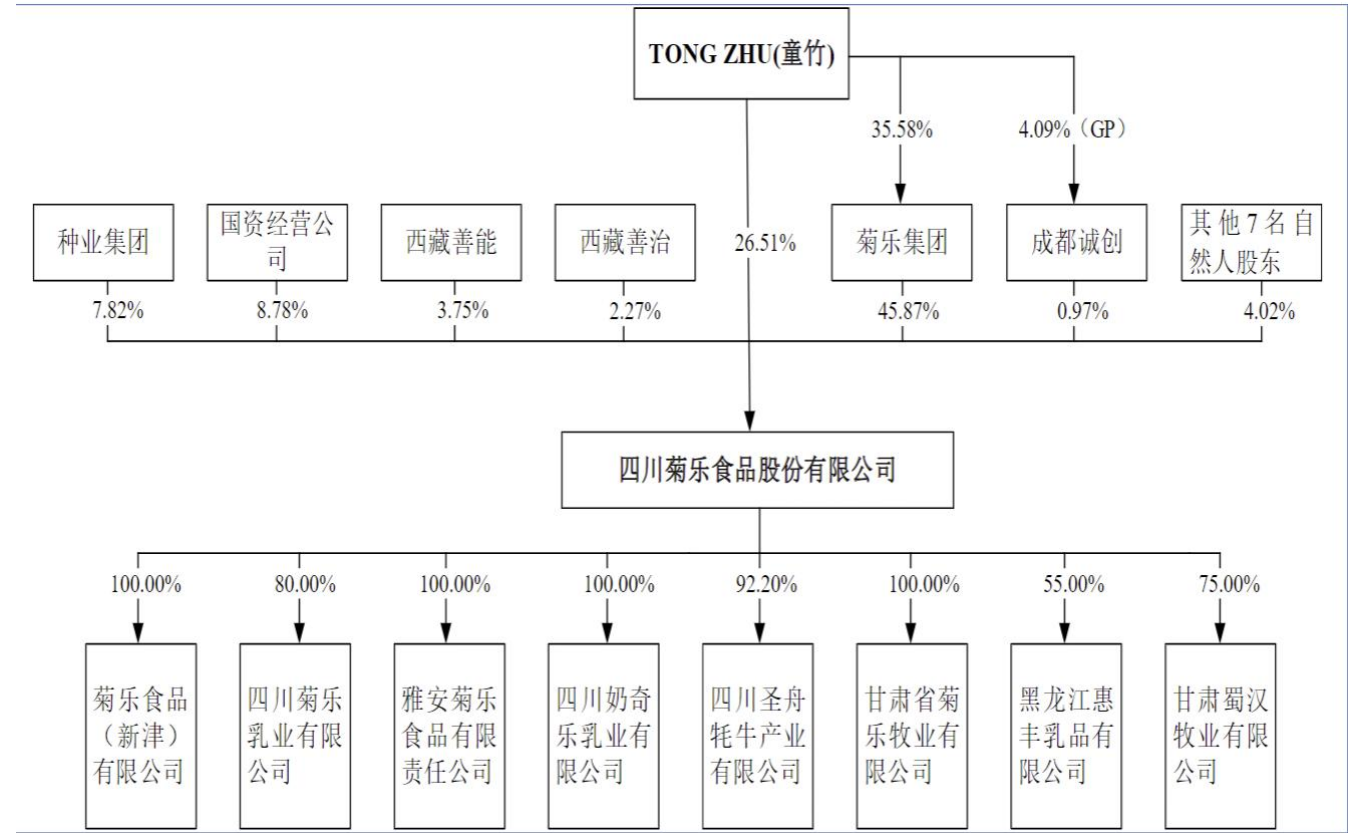
仅供内部参考，请勿外传！

2. 深耕含乳饮料及乳制品生产领域二十余年，多项细分产品份额国内领先

公司主营业务为含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售。公司的主要产品包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳等，能够满足不同群体、不同场景对含乳饮料及乳制品的消费需求。公司秉承“品质为先”的产品理念，通过探索完善的产业链体系、差异化的产品矩阵、多元化的销售渠道，致力于成为集奶牛养殖、乳品研发、生产及销售的全产业链特色乳品生产企业，为消费者提供健康、安全、营养、美味的高品质乳品。公司深耕含乳饮料及乳制品生产领域二十余年，以“坚持使用生牛乳”为产品生产原则，采取“差异化大单品”的产品竞争策略，积极开发培育创新型产品，持续深化品牌建设。根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院数据，2024 年度，公司在中国含乳饮料市场的份额为 0.82%，排名第八；公司在中国调配型酸乳饮料市场的份额为 0.97%，排名第四。

截至 2026 年 11 月 3 日，菊乐集团系公司的控股股东，直接持有公司 45.87%的股权。TONG ZHU（童竹）系公司实际控制人，其直接和间接合计持有公司 42.87%的股份，其中直接持有 26.51%的股份，通过菊乐集团和成都诚创间接持有 16.36%的股份。

图表 4：菊乐集团系公司的控股股东，TONG ZHU（童竹）系公司实际控制人



资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：数据截至 2026.11.3

2.1. 业务：2025 年含乳饮料营收达 9.92 亿元，占主营业务收入的 59.25%

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

公司的主要产品可分为含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳及灭菌乳四大类。

（1）含乳饮料产品

自 1996 年推出“酸乐奶”产品后，公司构建了以酸性含乳饮料为核心的产品结构。凭借精准的市场定位和酸甜、顺滑的独特口感，加上采用生鲜乳进行调制所带来的品质保障，使“酸乐奶”产品深入消费者内心，成为连续畅销二十余年的明星产品。

图表 5：公司构建了以酸性含乳饮料为核心的产品结构

序号	产品系列	产品名称	产品图片	产品描述
1	经典系列	经典酸乐奶		以生牛乳为原料，辅以白砂糖、柠檬酸，经过调酸制冷、高温杀菌等工艺制成的含乳饮料。自第一包产品下线迄今已有三十年历史
2	延展系列	新口味酸乐奶、儿童酸乐奶、果粒酸乐奶等		以酸乐奶产品为风味基础，增加了水果风味、水果颗粒以及多种维生素，补充酸乐奶产品系列宽度
3	餐饮渠道系列	菊乐路 19 号、小奶 GO、轻优格等		针对川内餐饮辛辣、多油等特点，结合餐饮渠道特殊性及消费者需求打造的系列产品

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

（2）发酵乳产品

公司在发酵乳领域逐步发力，利用快速迭代的产品创新，开发上市多款独具创新性并深受消费者喜爱的发酵乳产品，通过并购惠丰乳品，进一步增强公司在发酵乳领域的创新研发能力。“嚼酸奶”产品将天然谷物与酸奶融合发酵，其趣味性的饮用体验和独特口感赢得了市场的良好反馈；“打酸奶啰”产品依托现代社会对于零蔗糖等健康食品的消费理念，满足了消费者对高品质、健康功能发酵乳的消费需求。

图表 6：公司在发酵乳领域开发上市多款独具创新性并深受消费者喜爱的发酵乳产品

序号	产品系列	产品名称	产品图片	产品描述
1	嚼酸奶系列	嚼酸奶（原味）等		以生牛乳发酵为基础，结合燕麦颗粒并添加多种活性菌群，同时根据市场需求打造了多样的水果风味
2	打酸奶系列	打酸奶啰		采用菊乐巴氏杀菌乳产品的同类优质奶源，以俄罗斯进口菌种发酵，并添加零蔗糖配方
3	特色发酵乳系列	老成都酸奶、烧酸奶、蜜咔滋等		回归经典味道的凝固型老成都酸奶、采用特色褐变工艺的烧酸奶系列、添加坚果的零食化酸奶产品蜜咔滋等产品

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

（3）巴氏杀菌乳产品

公司持续关注巴氏杀菌乳产品的产品创新及市场渠道深耕，形成了独具优势的产品线和品牌号召力。推出的“有机鲜牛奶”和“打牛奶啰”等巴氏杀菌乳产品，依托优质奶源的核心竞争力，凭借在地区市场销售渠道的多元化覆盖，逐步培育了消费者对巴氏杀菌乳的消费粘性，有望促进公司的未来盈利增长。

图表 7：公司持续关注巴氏杀菌乳产品的产品创新及市场渠道深耕

序号	产品系列	产品名称	产品图片	产品描述
1	有机系列	有机鲜牛奶		采用来自于黄金奶源带的有机认证奶源，通过巴氏杀菌工艺保留原始口感，分为 3.8g 和 3.6g 两类蛋白含量
2	品质系列	A2 鲜牛奶		采用黄金奶源带 A2 奶源，辅以巴氏杀菌工艺，利用便捷、卫生的 PET 瓶进行包装
3	基础系列	鲜牛奶、打牛奶啰鲜牛奶等		采用黄金奶源带优质奶源，辅以巴氏杀菌工艺，通过屋顶盒及 PET 瓶包装来保留产品固有风味

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

（4）灭菌乳产品

灭菌乳作为液体乳的常见产品之一，竞争激烈。公司近年来通过在上游奶源端的持续布局，结合消费者追求物美价廉、健康绿色的消费诉求，推出一系列高品质灭菌乳产品。“有机纯牛奶”等有机灭菌乳产品凭借其“天然、健康、无污染”的绿色有机奶源，赢得了消费者的认可。

图表 8：公司近年来通过在上游奶源端的持续布局，推出一系列高品质灭菌乳产品

序号	产品系列	产品名称	产品图片	产品描述
1	有机系列	有机纯牛奶		采用来自于黄金奶源带的有机认证奶源，通过超高温灭菌技术，较大程度增加了产品的保质期限
2	品质系列	A2 纯牛乳、超浓缩纯牛乳等		采用 A2 奶源等优质纯牛乳，通过超高温灭菌技术，极大程度增加了产品的保质期限，提供丰富的牛奶营养
3	基础系列	打牛奶啰纯牛乳、菊乐纯牛奶等		采用优质纯牛乳，通过超高温灭菌技术，为消费者日常提供丰富的牛奶营养

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

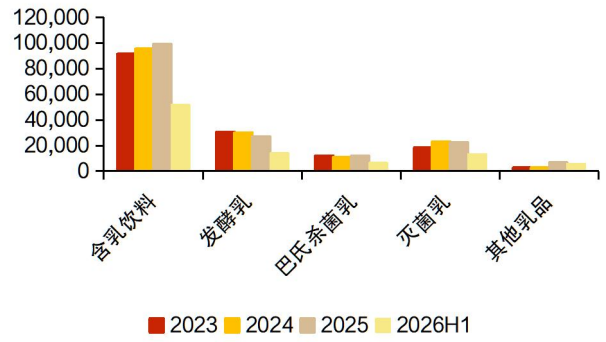
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

收入情况：公司主营业务产品主要包括含乳饮料、发酵乳、巴氏杀菌乳、灭菌乳和其他乳品。2023-2025 年，公司主营业务收入总体保持增长趋势。分产品来看，**①含乳饮料：**2023-2025 年受益于产品延伸和渠道拓展，含乳饮料收入保持增长；**②发酵乳：**2020 年 10 月，公司完成对惠丰乳品（主营发酵乳）的收购，2023-2025 年发酵乳收入主要来源于惠丰乳品，发酵乳也已成为公司第二大产品类型；**③巴氏杀菌乳：**2023-2025 年销售情况良好，收入较为稳定；**④灭菌乳：**2023-2025 年公司上游奶源建设取得较大成果，灭菌乳的产品竞争力得到提升，为收入增长提供了重要支撑；**⑤其他乳品：**主要系复合蛋白饮料、调制乳、牦牛乳粉、生鲜乳等，2025 年收入增幅较大，主要系牦牛乳相关产品及对外销售的生鲜乳增多，其中生鲜乳收入 3,900.77 万元，带动收入增长，但从当前收入结构来看，其他乳品收入占比仍较低。

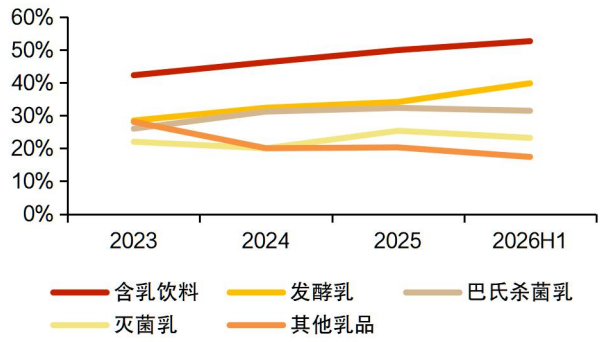
毛利率情况：2023-2025 年，公司主营业务毛利率变动系各细分产品的收入结构变化和各细分产品的毛利率变化共同作用形成。其中，收入结构方面，含乳饮料收入占比总体有所上升，乳制品（发酵乳、巴氏杀菌乳、灭菌乳等）的收入占比总体有所降低，同时受益于原料价格和成本降低，含乳饮料和乳制品的毛利率均有所上升。2025 年公司主要产品类别毛利率均有所上升，**①含乳饮料：**由于原料奶等原辅料成本持续降低，含乳饮料平均单位成本继续降低，毛利率相应上升；**②发酵乳：**由于原料奶等原辅料成本持续降低，发酵乳平均单位成本继续降低，毛利率略有上升；**③巴氏杀菌乳：**巴氏杀菌乳的平均单位售价和单位成本均有所降低，由于原料奶成本持续降低，成本降幅大于售价降幅，毛利率略有上升；**④灭菌乳：**灭菌乳的平均单位售价和单位成本均有所降低，由于原料奶成本持续降低，成本降幅大于售价降幅，毛利率相应上升。

图表 9：2025 年含乳饮料营收达 9.92 亿元（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 10：2025 年含乳饮料毛利率为 49.93%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：2025 年前五大客户收入占主营业务收入比例为 14.72%，红旗连锁为第一大客户

销售模式方面，公司采取经销与直销相结合的销售模式。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商，最后由零售终端商直接销售给消费者；直销模式下，公司与大中型商超、连锁便利超市、电商平台等主体签署销售合同进行产品销售。公司销售中心下属的相关部门通过直接拜访、接受邀请等多种渠道进行业务开

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

拓，与客户进行协商并签订合同后，公司相应部门再根据客户订单完成生产、发货、收款结算等工作。2023-2025 年，公司前五大客户销售收入分别为 31,688.74 万元、30,339.74 万元和 24,649.33 万元，占主营业务收入的比例分别为 20.35%、18.60%和 14.72%，占比较低且逐年下降，公司不存在对单一客户重大依赖的情形。

图表 11：2023-2025 年成都红旗连锁股份有限公司均为公司第一大客户

年份	序号	客户名称	销售金额（万元）	主营业务收入占比
2025	1	成都红旗连锁股份有限公司	9,142.82	5.46%
	2	成都蓉志楚远供应链管理有限公司	5,970.28	3.57%
	3	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	3,685.45	2.20%
	4	四川舞东风超市连锁股份有限公司	3,122.75	1.87%
	5	甘肃前进现代农业发展集团有限公司	2,728.05	1.63%
		合计	24,649.33	14.72%
2024	1	成都红旗连锁股份有限公司	10,138.03	6.21%
	2	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	7,545.18	4.63%
	3	成都盒马供应链管理有限公司	4,552.53	2.79%
	4	永辉超市股份有限公司	4,231.70	2.59%
	5	成都蓉志楚远供应链管理有限公司	3,872.29	2.37%
		合计	30,339.74	18.60%
2023	1	成都红旗连锁股份有限公司	10,694.22	6.87%
	2	四川省国有资产经营投资管理有限责任公司	9,598.88	6.16%
	3	仁寿县光华商贸有限公司	3,910.25	2.51%
	4	永辉超市股份有限公司	3,879.15	2.49%
	5	青岛中孚嘉瑞贸易有限公司	3,606.23	2.32%
		合计	31,688.74	20.35%

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2026H1 公司实现营收 9.33 亿元（yoy+13%）、归母净利润 17,618 万元（yoy+23%）

营收方面，2022 年-2026H1，公司营业收入分别为 14.72 亿元、15.62 亿元（yoy+6.17%）、16.41 亿元（yoy+5.06%）、16.94 亿元（yoy+3.20%）和 9.33 亿元（yoy+13.34%）。

利润方面，2022 年-2026H1，公司归母净利润分别为 17,179 万元、19,641 万元（yoy+14.33%）、23,245 万元（yoy+18.35%）、29,093 万元（yoy+25.16%）和 17,618 万元（yoy+22.65%）。

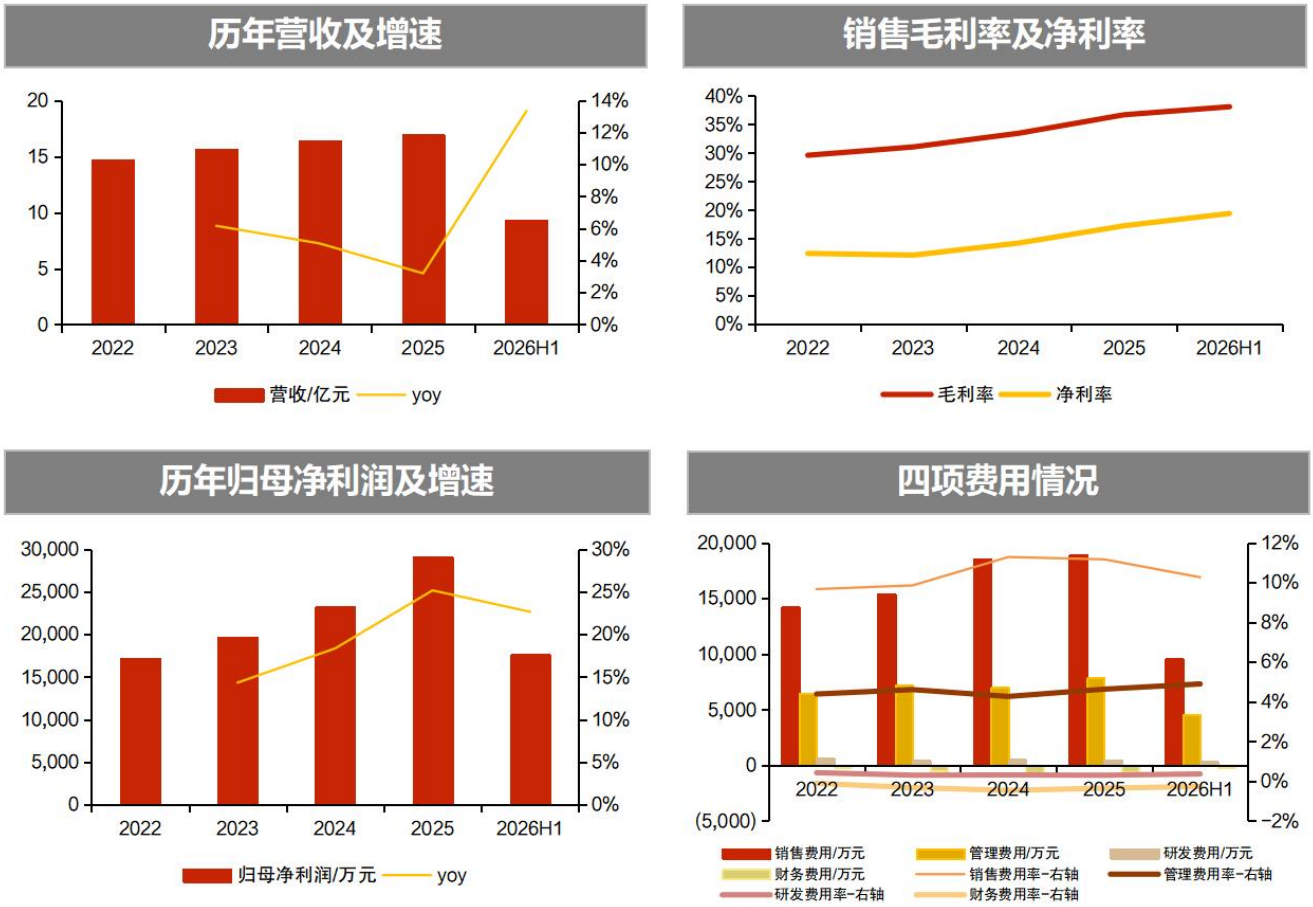
盈利能力方面，2022 年-2026H1，公司销售毛利率分别为 29.60%、31.05%、33.46%、36.69%和 38.09%。2023-2025 年，公司产品结构稳定，含乳饮料收入占比接近 60%，乳制品收入占比约 40%；公司的主营业务毛利率有所上升，主要系原料奶等原辅料成本降低导致主要产品的成本普遍有所降低所致。2022-2026H1 公司销售净利率分别为 12.39%、12.09%、14.21%、17.24%和 19.39%。

成本管控方面，2022 年-2026H1，公司期间费用分别为 21,156 万元、22,560 万元、25,276 万元、26,668 万元和 14,230 万元，期间费用率分别为 14.38%、14.44%、15.40%、15.74%和 15.26%，期间费用总额的变动趋势与营业收入变动趋势一致，其中 2024 年起期间费用总额占营业收入的比例略有上升，主要系销售费用增长所致。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

图表 12：2026H1 公司实现营收 9.33 亿元（yoy+13.34%）、归母净利润 17,618 万元（yoy+22.65%）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

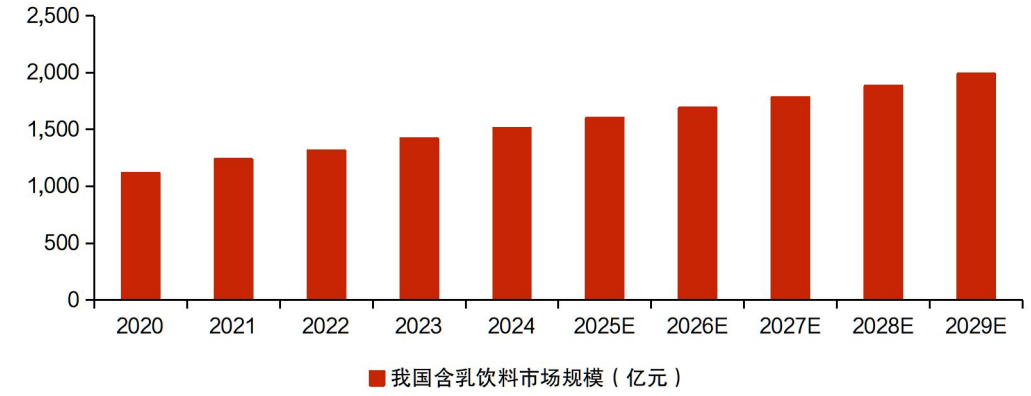
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

3. 含乳饮料市场稳步扩容，健康化浪潮下行业结构有望持续优化

根据公司招股书，上世纪 80 年代，我国含乳饮料开始起步，凭借丰富的口味、兼具营养的特点，以及满足多样化消费场景的市场定位，再经过各大食品饮料企业的长期精心培育，使含乳饮料逐步从食品饮料行业中脱颖而出，发展成为我国饮料行业中一个重要的细分领域，市场规模不断扩大。根据弗若斯特沙利文以及头豹研究院发布的《2024 年中国含乳饮料行业概览》数据，2024 年，中国含乳饮料行业市场规模为 1,512.60 亿元，2020 年至 2024 年的复合增长率为 7.88%，预计到 2029 年，含乳饮料的市场规模将增长至 1,990.20 亿元。

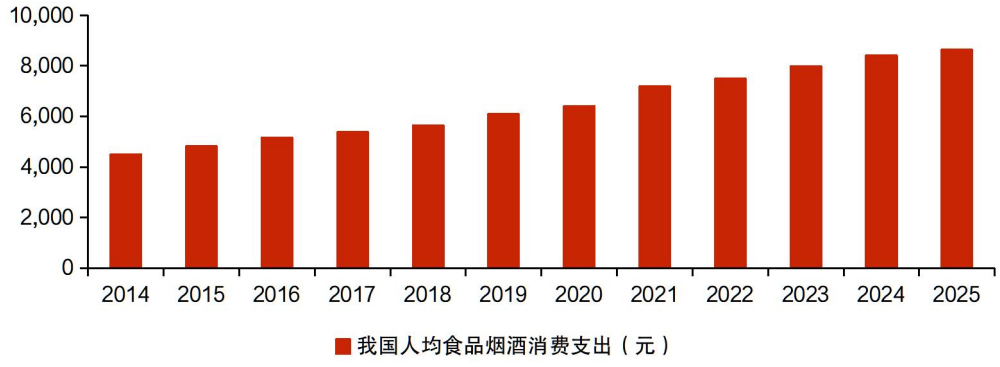
图表 13：预计 2024-2029 年我国含乳饮料行业市场规模 CAGR 将为 5.64%



资料来源：《2024 年中国含乳饮料行业概览》、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，2017 年以来，随着终端消费者对产品品质、质量的要求进一步提升，行业在经过快速发展后开始进入结构调整期，行业竞争焦点由量向质转变，落后产能逐步退出市场，行业总产值有所回落，具有质量和品牌优势的企业在市场竞争中处于有利地位。伴随我国城镇和农村居民收入和消费水平持续增长，食品饮料领域的消费支出近年来也保持了良好的增长态势。其中，城镇居民消费结构比较稳定，食品饮料支出随着收入的提高而稳步增长；农村居民消费占收入的比重持续上升，食品饮料支出具有较大的增长空间。

图表 14：2025 年我国人均食品烟酒消费支出达 8631 元



资料来源：国家统计局、公司招股书、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

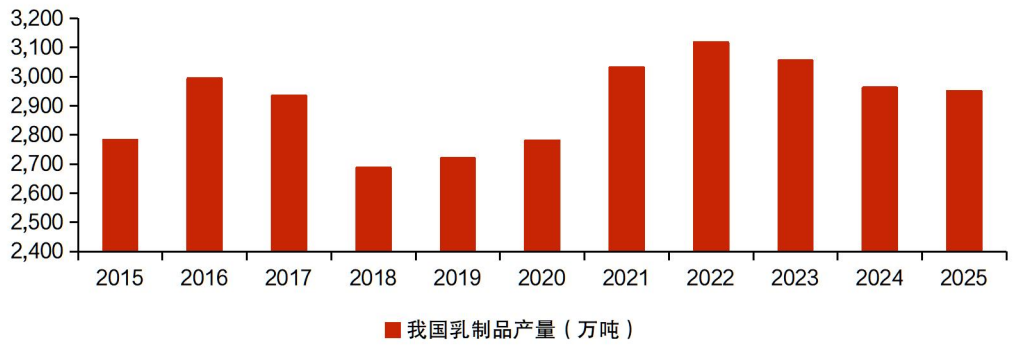
仅供内部参考，请勿外传！

➢ **乳制品行业**

根据公司招股书，不断提高的消费能力，使得消费者不仅关注饮料口感，也开始注重饮料的营养性和健康性。而以含乳饮料和植物蛋白饮料为代表的健康型饮料，由于兼具营养和口感，满足了新型的消费需求，日益受到消费者的喜爱。随着人们健康意识的不断提高，主打“营养、健康、美味”的含乳饮料和植物蛋白饮料增速有望持续增长，市场发展潜力较大。

根据公司招股书，我国乳制品行业起步晚、起点低，从 1997 年开始进入高速增长阶段，发展迅速。2008 年的“三聚氰胺”事件给乳品行业带来了重大打击，不少乳品企业的生产近乎陷入停滞状态，整个行业的总产量也因此出现了负增长。“三聚氰胺”事件后，随着国家对乳品行业的整顿及企业对安全生产意识的强化，我国乳品行业进入复苏期，行业产量、产值和销售收入均呈现缓慢平稳回升态势，国内乳制品消费市场开始回暖。我国乳制品产量由 2015 年的 2,782.5 万吨增长至 2025 年的 2,950.3 万吨，年均复合增长率为 0.59%。

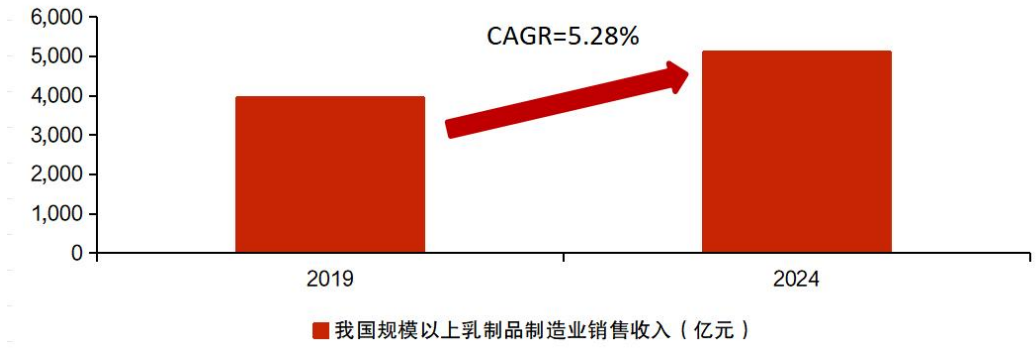
图表 15：2015-2025 年我国乳制品产量 CAGR 为 0.59%



资料来源：国家统计局、公司招股书、华源证券研究所

根据《中国奶业统计摘要 2025》的数据，我国规模以上乳制品制造业企业的销售收入由 2019 年的 3,947.00 亿元增长至 2024 年的 5,104.80 亿元，年均复合增长率达 5.28%。

图表 16：2019-2024 年我国规模以上乳制品制造业企业的销售收入 CAGR 达 5.28%



资料来源：《中国奶业统计摘要 2025》、公司招股书、华源证券研究所

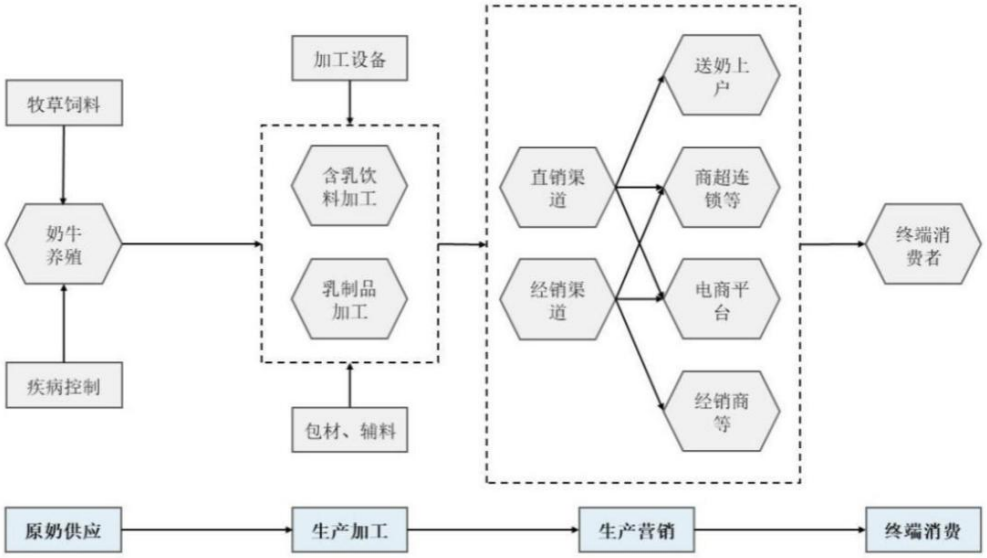
根据公司招股书，含乳饮料和乳制品产业链包含上游的奶源，中游的含乳饮料和乳制品加工企业，以及下游的营销渠道及终端消费者。**上游：**奶源主要包括养殖奶牛的规模化牧场、

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

奶牛养殖专业合作社以及散养奶农。近年来，国家已出台各种政策鼓励规模化养殖，预计未来散养奶农将逐步退出，奶牛养殖集中度将进一步提高。集约化、规模化的养殖将有望进一步提升奶牛养殖的专业化水平，提升奶牛单产水平、降低养殖成本，从而使上游原奶品质及供应量更容易得到充分保障。**中游：**含乳饮料及乳制品加工企业，通过从上游收购原料奶，直接加工生产出可以食用的含乳饮料、液体乳、奶粉和干乳等，或将其加工成各类的乳制品原料，之后再由下一级的乳制品加工企业生产。**下游：**含乳饮料及乳制品作为大众快速消费品，通过不同销售渠道抵达最终消费者。总体来说，销售渠道主要分为经销渠道、直销渠道、电商渠道等类别。

图表 17：含乳饮料及乳制品加工产业链



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

上游方面，根据公司招股书，奶业发展的基础是奶牛养殖，由于奶牛养殖扩产时存栏增加的主要是牛犊，到其具备产奶条件需要 2 年左右的时间，使上游原料奶产能增加存在一定滞后性，导致原奶价格存在较强的周期波动性。强周期时，原奶下游市场需求旺盛，对于具备自有奶源供应条件或有长期稳定奶源合作关系的加工企业而言，取得优质且稳定的原奶供应不存在障碍；弱周期时，上游养殖企业普遍亏损严重，“杀牛倒奶”现象频发，原奶价格持续下滑，上述周期性变动对下游含乳饮料及乳制品加工企业的利润水平均会产生一定影响。

下游方面，根据公司招股书，含乳饮料和乳制品行业的下游均是终端消费者，对于含乳饮料和乳制品加工企业来说，下游消费需求的增长主要受收入水平、消费观念转变等方面因素影响。同时，企业品牌知名度的树立、广告投放的策略、销售价格的制定、新产品的开发等也是其保持市场规模的重要驱动因素。**在含乳饮料领域，**由于其本身兼具了营养、口味的双重特点，随着人们健康意识的日益提高，使得含乳饮料或将在饮料消费中保持稳定的发展态势。未来，随着国内饮料市场流行趋势的不断变化，含乳饮料产品或将呈现出各式各样的产品创新。**而在乳制品领域，**伴随消费者对乳制品营养价值、消费场景的差异化需求日益提高，营养价值更高、口味更加丰富的低温发酵乳产品增长潜力大。近年来，随着乳制品销售渠道的日益丰富，加之冷链物流的快速发展，为乳企的发展提供了更加便利的渠道和物流支持，使其在低温产品的推广上得到了良好的外部环境支持。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

➢ **同行业公司**

根据公司招股书，按照产品特点和业务规模，公司同行业公司分为三类：①产品种类齐全且收入规模远高于其他同行业公司的全国性龙头乳品企业，包括**伊利股份和蒙牛乳业**；②其他以乳制品为主要产品的公司，例如**天润乳业、光明乳业、庄园牧场、新乳业、燕塘乳业**；③以含乳饮料为主要产品的公司，例如**均瑶健康、李子园**。

图表 18：公司同行业公司主要包括李子园、均瑶健康等

公司简称	主要业务
李子园	从事甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等
均瑶健康	从事含乳饮料中的常温乳酸菌系列饮品的研发、生产和销售，目前主要产品为“味动力”系列常温乳酸菌饮品，除含乳饮料业务外，还从事商品供应链业务
伊利股份	从事各类乳制品及健康饮品的加工、制造与销售，旗下拥有液体乳、乳饮料、奶粉、酸奶、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水等产品系列
蒙牛乳业	从事生产及销售乳制品业务。液态奶产品分部主要生产及经销超高温灭菌奶、乳饮料、酸奶及鲜奶；奶粉产品分部主要生产及经销奶粉
新乳业	从事乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售。公司的产品主要包括低温鲜牛奶、低温酸奶、低温调制乳、低温乳饮料、常温纯牛奶等
光明乳业	从事乳制品的开发、生产和销售，奶牛和公牛的饲养、培育，物流配送等，形成了消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉等系列产品
燕塘乳业	集牧场、研发、加工、销售于一体，专业从事乳制品和含乳饮料的研发、生产和销售的乳制品生产企业
庄园牧场	集奶牛养殖、技术研发、乳品加工、销售为一体的专业化乳制品生产企业，主要产品包括巴氏杀菌乳、灭菌乳、调制乳、发酵乳、含乳饮料等各类液态乳制品
天润乳业	从事乳制品的生产和销售，拥有巴氏奶、UHT、酸奶、乳饮料和其他乳制品等产品
菊乐股份	从事含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

4. 申购建议：建议关注

公司推出的核心产品“酸乐奶”含乳饮料经历了长期的品牌积淀，推动公司取得了含乳饮料市场的较高市场占有率。另一方面，公司长期坚持使用生鲜乳作为含乳饮料的原料，在给消费者带来醇厚顺滑口感体验的同时，也促使公司产品较同类竞品形成了独具一格的定价优势，也为公司锁定优质原料供应提供了支撑，使公司在含乳饮料市场能较好把握先机，形成自身特有的竞争壁垒，有望进一步巩固公司在乳制品行业的先发优势。同行业可比公司 PE TTM 中值为 23.22X，建议关注。

图表 19：同行业可比公司 PE TTM 中值为 23.22X（数据截至 2026.11.2）

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
李子园	605337.SH	35.47	23.90	12.96	19629	39.28%	15.12%	1.11%
伊利股份	600887.SH	1936.83	19.48	1159.31	1156517	34.58%	9.96%	0.79%
蒙牛乳业	2319.HK	794.37	35.79	837.78	154535	39.89%	1.97%	0.67%
新乳业	002946.SZ	135.99	16.72	112.33	73115	29.18%	6.72%	0.72%
燕塘乳业	002732.SZ	20.38	75.92	15.86	5763	24.87%	3.69%	3.38%
天润乳业	600419.SH	29.82	22.53	27.52	4148	16.06%	0.52%	0.78%
	均值	492.14	32.39					
	中值	85.73	23.22					
菊乐股份	920309.BJ	-	-	16.94	29093	36.69%	17.24%	0.30%

资料来源：iFinD、华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传！

5. 风险提示

产品未适应消费需求变化的风险：公司过去多年发展所取得的成果，证明公司现有的产品体系、定价策略比较符合公司目标消费者的消费习惯和消费定位。近年来，公司开始在发酵乳、巴氏杀菌乳等低温产品上发力，利用快速迭代的产品创新，开发上市了多款独具创新性并深受消费者喜爱的低温产品。但是，创新产品推出的同时也伴随着一定的市场风险，公司产品定位与定价策略都面临着较大挑战。若公司未来无法及时开发出满足客户消费需求的产品，将对公司产品销售、市场开拓等方面产生不利影响。

行业竞争加剧的风险：公司的主营业务为含乳饮料及乳制品的研发、生产和销售。含乳饮料行业近年来发展强劲，大量乳制品加工企业、饮料制造企业纷纷进军该细分领域，行业竞争日趋激烈；在乳制品行业，随着国家对市场准入的严格限制以及对现有乳制品加工企业的严厉整顿，我国乳制品行业的市场集中度或将有所提高，市场份额或将向品牌知名度高、实力强、规模效益显著的企业集中，乳制品行业的竞争或将进一步加剧。因此，公司面临行业竞争加剧可能导致的产品市场份额下降、竞争优势减弱等风险。

环境保护政策调整的风险：含乳饮料及乳制品制造在生产过程中会产生废水、废气等污染性排放物。公司严格遵循国家有关环境保护的法律法规，采取各种有效措施，对生产过程中产生的环境污染物进行有效控制和消除，避免环境污染物给周边环境带来危害。2023-2025年，公司未发生重大污染事故或纠纷，亦未因违反环保法律法规而受到重大处罚。随着国民生活水平的提高及社会对环境保护意识的不断增强，国家及地方政府可能在将来颁布新的法律法规，污染物排放标准可能会日益严格，或将使公司支付更高的环保费用，可能对公司经营业绩产生一定影响。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster