新乳业（002946）

公司研究/深度报告

低温奶“新”星，全国化扩张持续推进

——新乳业（002946）公司深度研究报告

深度研究报告/食品饮料　　2020 年 11 月 4 日

报告摘要：

- **逻辑一：低温奶行业具备高成长性，区域壁垒下地方乳企占据先发优势**

  看成长，国内乳制品整体处于成熟期，但低温奶仍然保持高成长性，近三年 CAGR 约 12%。我们认为低温奶符合消费升级趋势，量价均有逻辑，一方面是消费者偏好、城镇化、居民收入增长带来的量增，另一方面是产品结构升级带来的价升。参考海外，国内低温奶人均消费量远低于英美日韩，增长空间还有 1 倍。看竞争，低温奶格局较分散，新乳业在巴氏奶规模第三。我们认为巴氏奶区域壁垒仍然坚固，蒙牛、伊利布局巴氏奶会遇见较大困难，新乳业将与龙头一起做大市场。低温酸奶格局有向常温奶演化的趋势，新乳业面临双寡头的挤压。

- **逻辑二：供应链+多品牌+并购整合+产品创新，四大护城河构筑长期竞争优势**

  公司 ROE、净利率等核心指标在众多区域乳企中表现亮眼。我们认为公司有望在低温“赛道”的长期竞争中胜出，伴随行业高成长的同时，也会有市占率提升的红利，背后的逻辑是四大核心竞争力：（1）难以被复制的创新基因锻造长寿大单品；（2）高效的供应链管理能力帮助公司适应低温产品的高周转；（3）多品牌战略与消费者忠诚降低销售费用率；（4）强大的并购整合能力帮助公司快速实现区域扩张。

- **逻辑三：短期视角，布局奶源+外延并购，全国扩张之路持续推进**

  布局奶源：公司 19 年入股现代牧业，并在西北新建 2 万头规模的牧场，一方面保证了奶源的安全与充足，另一方面通过产业链协同实现降本增效。**并购扩张：**20 年公司收购夏进、澳牛，将打开西北与东南的市场空间，获取当地品牌的渠道、产能、牧场资源，为全国化之路奠定基础。**产能释放：**公司在安徽的新建项目未完全达产，仍有潜力可以挖掘，将有力支撑在华东地区的渠道扩张。综上，我们认为随着需求持续恢复，以及在奶源保障与外延并购的驱动下，公司 2021 年有望释放业绩弹性。

- **盈利预测与投资建议**

  预计 2020-2022 年公司实现营收 67.62/87.19/98.09 亿元，同比+19.2%/+28.9%/+12.5%；实现归母净利润分别为 3.04/4.68/5.79 亿元，同比+24.7%/54.0%/23.8%，对应 EPS 为 0.36/0.55/0.68 元，目前股价对应 PE 为 56/34/27X。我们以伊利股份、光明乳业、三元股份、燕塘乳业、天润乳业等作为可比公司，上述公司 2020 年平均 PE 约 40X（Wind 一致预期，算数平均法）。公司 2020 年 PE 约 56X，高于可比公司平均水平。但考虑到低温奶领域增速较高以及公司持续存在外延并购预期，预计公司未来业绩增速将有望快于乳制品行业平均水平，维持“推荐”评级。

- **风险提示**

  行业竞争加剧，成本大幅上升，并购效果不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,675	6,762	8,719	9,809
增长率（%）	14.1%	19.2%	28.9%	12.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	244	304	468	579
增长率（%）	0.4%	24.7%	54.0%	23.8%
每股收益（元）	0.29	0.36	0.55	0.68
PE（现价）	65.5	56.3	33.7	27.1
PB	8.2	5.7	4.8	4.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　19.0 元

交易数据	2020-11-3
近 12 个月最高/最低（元）	25.25/10.17
总股本（百万股）	854
流通股本（百万股）	159
流通股比例（%）	18.66
总市值（亿元）	159
流通市值（亿元）	30

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

电话：　021-60876735

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 新乳业（002946）2020 年三季报点评：并表因素叠加低温奶复苏推动 Q3 业绩高增

2.新乳业（002946）2020 年半年报点评：Q2 业绩改善，全国化扩张持续推进

目录

一、公司介绍：西南起航，低温“新”星 3
（一）历程：根植西南，全国视野 3
（二）业务：差异化竞争，专注低温+区域 3
（三）股东背景：背靠新希望集团，全产业链支持 6
二、行业趋势一：量价齐升，低温奶行业规模有翻倍空间 7
（一）乳制品增速结构分化，低温奶最具成长性 7
（二）量增逻辑：消费偏好、城镇化与冷链改善，低温奶渗透率提高 8
（三）价升逻辑：产品结构升级抬升价格中枢 10
（四）未来空间：借鉴海外，低温奶市场规模有望翻倍 11
三、行业趋势二：低温奶竞争格局仍将区域化 12
（一）巴氏奶：集中度低，地方乳企占据先发优势 12
（二）低温酸奶：集中度较高，常温龙头竞争优势大 13
四、四大核心竞争力奠定长期竞争优势 14
（一）难以被复制的产品创新基因 14
（二）高效的供应链管理能力 17
（三）多品牌战略与消费者忠诚 18
（四）强大的并购整合能力 19
五、财务分析 22
六、盈利预测与估值 24
（一）盈利预测 24
（二）相对估值 26
（三）绝对估值 26
七、风险提示 26
插图目录 29
表格目录 30

一、 公司介绍：西南起航，低温“新”星

（一）历程：根植西南，全国视野

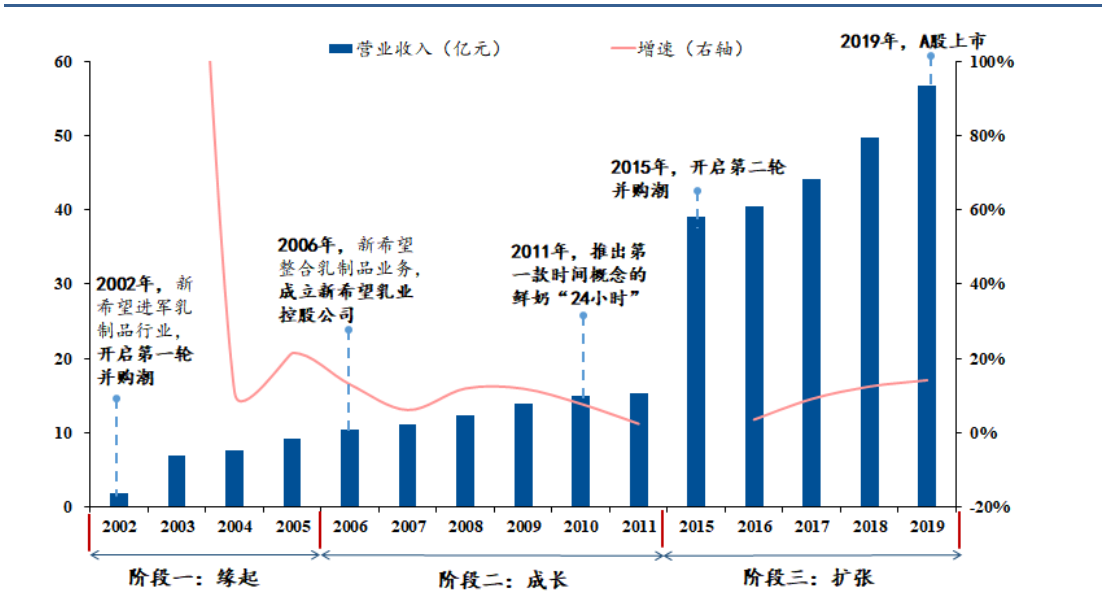
新希望乳业成立于 2006 年，是新希望集团旗下的乳制品专营企业。公司从西南起航，通过并购扩张进入华东、华北、西北等地区，旗下共拥有 13 个乳品品牌，目前在区域乳企收入规模中排名第三。

①源起：西南起家，并购介入乳业（1994-2005 年）：公司诞生于新希望集团，后者成立于 1994 年，总部位于成都，并于 1998 年登陆 A 股，是国内知名的农业巨头。2002 年之后，新希望集团并购四川华西等 7 家地方乳企，正式进军乳制品行业。

②成长：整合资源，聚焦低温（2006-2014 年）：2006 年新希望乳业控股成立，以便更好地整合并购的资源。通过 4 年积累，公司将战略聚焦于城市与低温，先后推出 24 小时鲜奶、城市记忆酸奶等明星产品。

③扩张：重启并购，走向全国（2015 年至今）：2015 年，公司再次通过并购实现扩张，一方面是寻找西南、华东等原有优势地区的乳企（苏州双喜、昆明海子等），另一方面向华中、西北等新市场渗透（湖南南山、宁夏夏进等）。截至 2019 年，公司规模居于行业第 5。

图1：公司成立以来业务发展历程



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院（注：2002 至 2011 年收入为新希望集团乳制品业务收入）

（二）业务：差异化竞争，专注低温+区域

公司实行差异化竞争战略，一方面定位为区域乳企联合体，扎根西南地区，逐步向新兴地区渗透；另一方面聚焦低温奶市场，与常温奶龙头错位竞争。

1、产品差异化，主打巴氏奶与低温酸奶

公司高举“鲜战略”，产品矩阵包括 9 类：巴氏奶、低温酸奶、低温调制乳、低温乳饮

料、常温白奶、常温乳饮料、常温调制乳、常温酸奶及奶粉等。

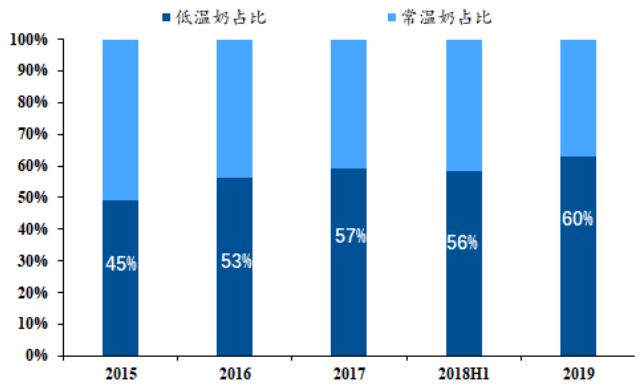
图2：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

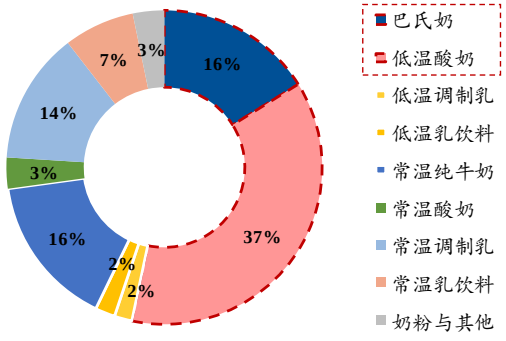
从结构来看，低温产品贡献公司 60%总收入，其中巴氏奶与低温酸奶占比 50%以上。公司 2019 年收入 57 亿元，产品包括低温奶、常温奶、奶粉。其中低温产品在 2019 年占比 60%以上，常温产品低于 40%。具体来看，低温产品包括巴氏奶、低温酸奶、低温调制乳、低温乳饮料，而巴氏奶与低温酸奶贡献了总收入的 50%以上。

图3：低温奶收入占比不断提升



资料来源：Wind，公司调研，民生证券研究院

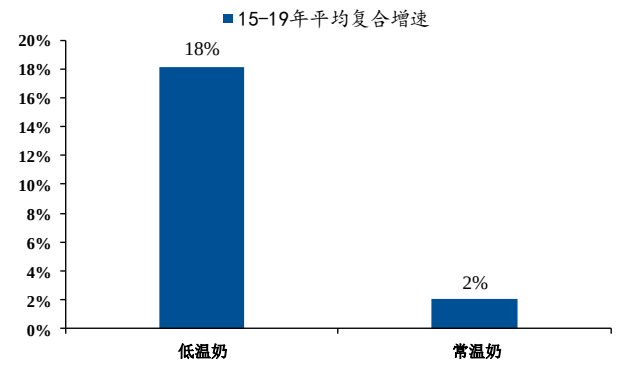
图4：巴氏奶与低温酸奶收入占比 53%（2017 年）



资料来源：Wind，民生证券研究院

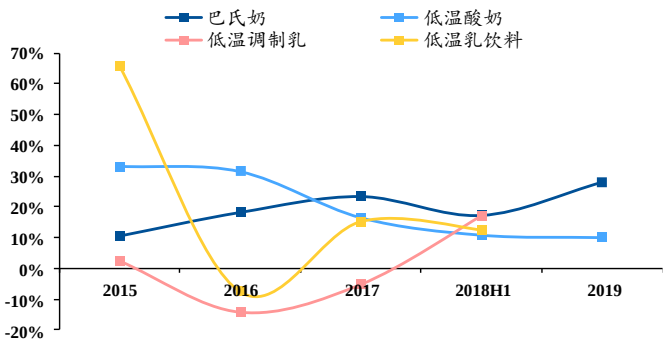
从增速来看，低温奶成长性高， CAGR 为 18%。2015 至 2019 年，低温奶的营收复合增速为 18%，其中低温酸奶收入增速为 25%，而巴氏奶增速为 20%，均快于常温奶业务。

图5：低温奶增速明显高于常温奶



资料来源：Wind，公司调研，民生证券研究院

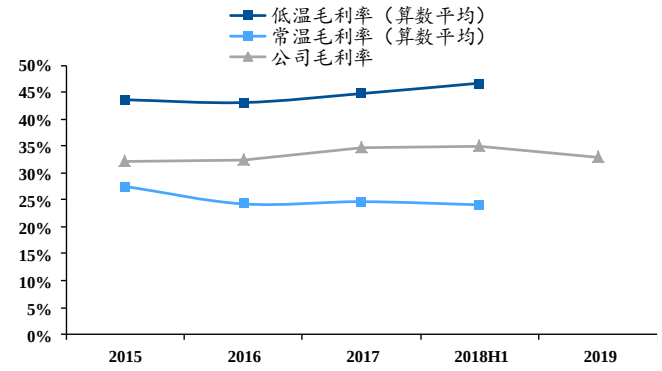
图6：低温奶拆分：巴氏奶增速稳步上升



资料来源：Wind，公司调研，民生证券研究院

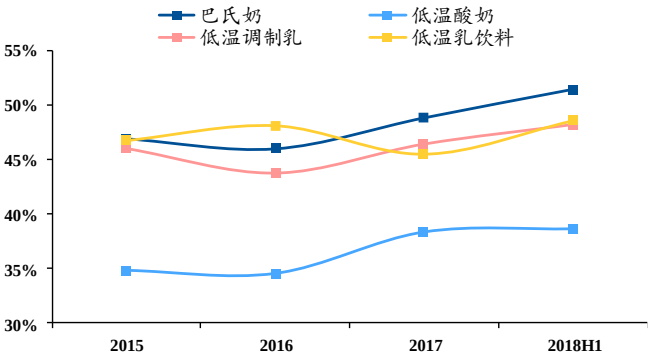
从盈利能力来看，低温奶毛利率约 47%，高盈利特征明显。公司在低温奶“赛道”推行高端化产品，顺应消费升级趋势，2018H1 毛利率稳定上升至 47%左右。具体拆分来看，低温鲜奶因议价能力强与少征增值税，享有约 50%的高毛利率，而低温酸奶毛利率达到 38%，均明显高于常温奶。

图7：低温奶毛利率高于常温奶



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：低温奶拆分：巴氏奶毛利率最高且稳定增长



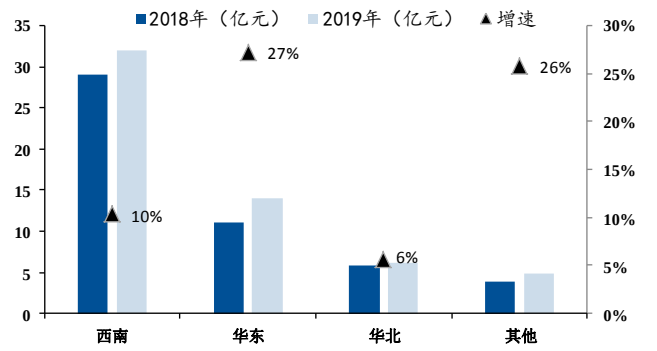
资料来源：Wind，民生证券研究院

2、区域差异化，立足西南避开龙头锋芒

以西南为大本营，与伊利、蒙牛等行业龙头进行错位竞争。公司 2019 年西南市场收入 32 亿元，占总收入比重 56%，拥有“华西（四川）”、“雪兰（云南）”等知名品牌。公司在西南低温市场具备领先优势，根据调研，公司在四川、昆明乳制品的市占率超过 50%，低温鲜奶则分别达到 60%以上和 80%以上。

华东、华北、西北市场是新的增长点。华东、华北是仅次于西南的第二重要市场，2019 年收入分别为 14 亿元、6 亿元，占比分别为 25%、11%，拥有“双喜（江苏）”、“双峰（浙江）”“琴牌（山东）”等知名品牌。公司在华东市场进展较好，19 年收入增速为 27%。公司同时也在积极向华中、西北、东南地区拓展，截止 2020 年已经收购南山（湖南）夏进（宁夏）与澳牛（福建）。

图9：西南是大本营，华东是新的增长点



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 10：公司在各地区的乳业品牌布局



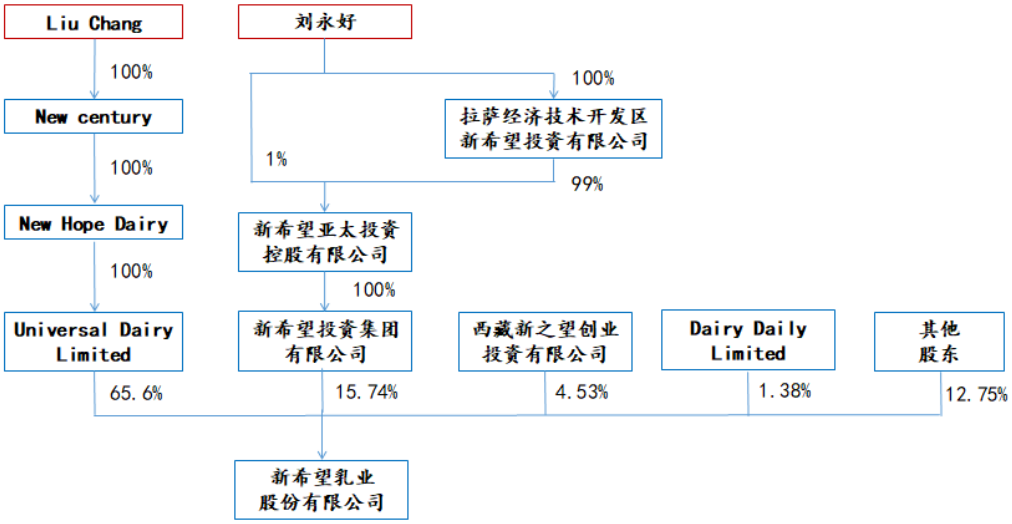
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

（三）股东背景：背靠新希望集团，全产业链支持

新希望董事长刘永好父女合计持有 82%股份。截至 2020 年中报，刘永好通过新希望投资集团公司间接控制公司约 16%的股份，其女 Liu Chang 通过 Universal Dairy Limited 间接持有公司 66%股份，二人合计 82%。

新希望集团涉及农业全产业链，为公司赋能。作为农业巨头的新希望集团，业务涉及饲料、养殖、食品，将为公司提供全产业链支持，包括上游牧场、中游冷链运输以及丰富的公司治理经验，具体可见公司核心竞争力章节。

图 11：公司股权结构图



资料来源：2020 年三季报，公司招股书，民生证券研究院

二、 行业趋势一：量价齐升，低温奶行业规模有翻倍空间

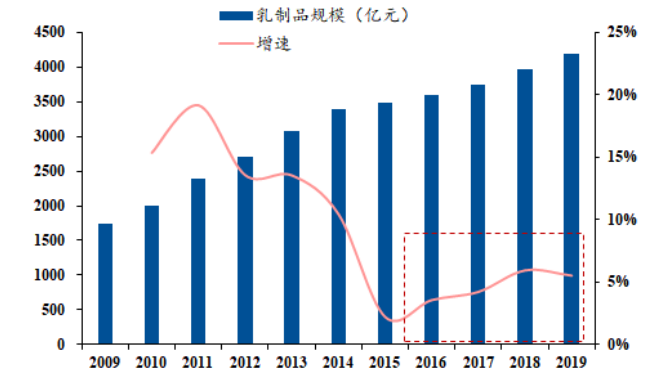
虽然国内乳制品行业整体看已基本接近成熟期，但低温奶仍然保持较高成长性，近三年平均复合增速约 12%。我们认为低温奶符合消费升级趋势，量价均有成长逻辑——一方面是消费者偏好、城镇化、居民收入增长带来的量增，另一方面是产品结构升级带来的价升。对比海外来看，国内低温奶人均消费量与价格远低于英美日韩等发达国家，我们认为从市场成长空间来看至少有翻倍空间。

（一）乳制品增速结构分化，低温奶最具成长性

国内乳制品行业已逐步趋向于成熟期。根据 Euromonitor 数据，2019 年国内乳制品整体规模已达 4196 亿元。庞大基数的背景之下，行业总体规模成长性有所减弱，2016 至 2019 年间平均复合增速约 5%。

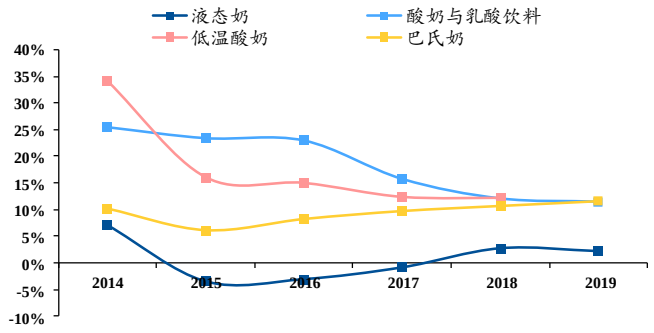
行业蕴藏结构性机会，低温奶具备较高成长性。根据 Euromonitor 数据，尽管乳制品整体增速趋缓，但是巴氏奶在 2016 年之后增速上行，近 3 年 CAGR 为 12%，2019 年规模约 340 亿元。低温酸奶在近 3 年也仍然保持 12%以上的增速，2018 年规模约 377 亿元。

图 12：国内乳制品行业步入成熟期，总量增速趋缓



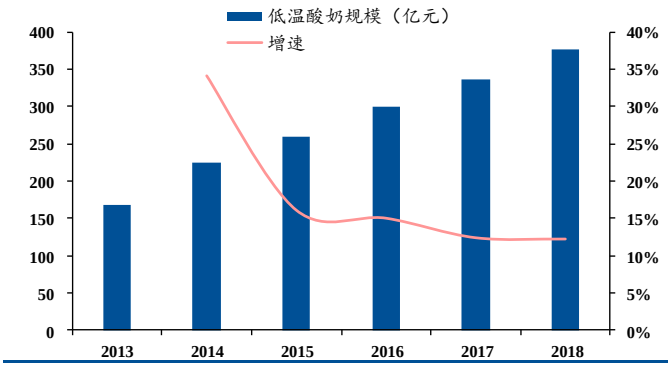
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 13：行业结构性分化，低温行业高成长



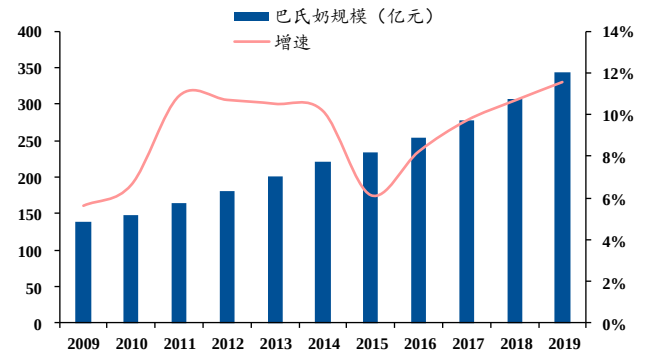
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 14：低温酸奶规模与增速



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 15：低温鲜奶规模与增速



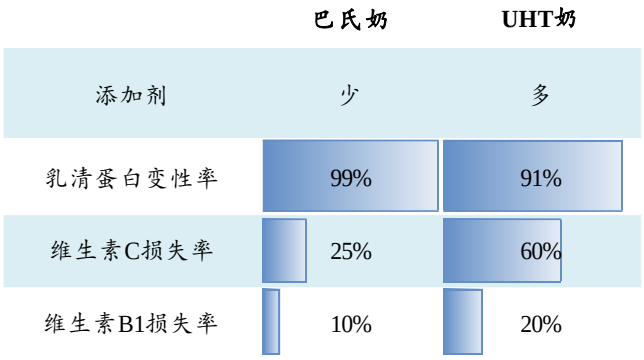
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

（二）量增逻辑：消费偏好、城镇化与冷链改善，低温奶渗透率提高

1、消费者对低温奶偏好提升

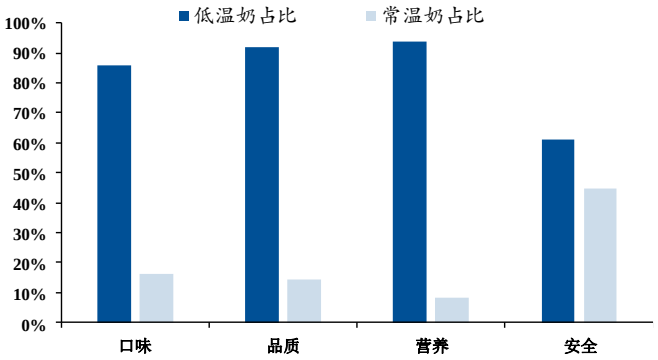
学术研究表明，低温奶的营养要高于常温奶，例如巴氏奶的维生素 C 损失率更低，这一营养差距越来越得到消费者的重视。调查显示近年来国内消费者更加偏好低温奶，认为低温奶的口味、品质、营养均明显优于常温奶。

图 16：巴氏奶与 UHT 奶的营养对比



资料来源：《巴氏杀菌乳营养价值与发展前景》，民生证券研究院

图 17：2016 年中国消费者更加偏好低温奶

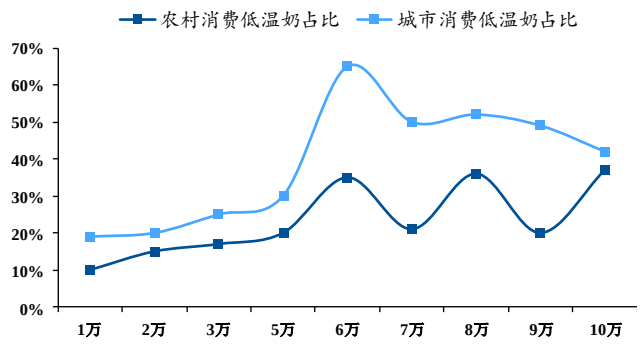


资料来源：*Journal of Dairy Science*，民生证券研究院

2、居民收入增长

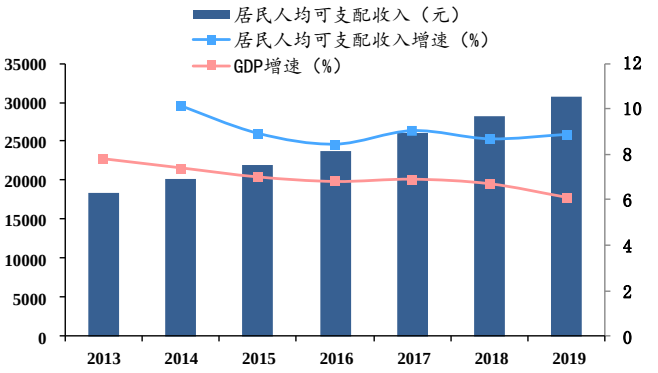
研究表明，当人均可支配收入在 1 万至 6 万之间，低温奶的消费占比与收入呈正相关性。其背后逻辑在于低温奶的综合成本较高，因此价格也略高，当消费者收入较低时会减少低温奶的消费，这也是 2000 至 2013 年间低温奶销量明显低于常温奶的原因之一。但是随着国内居民收入的稳定增长，消费者将会增加对低温奶的消费量。

图 18：低温奶的消费量占比与收入呈正相关性



资料来源：《收入增长和城市化对液态奶消费结构的影响》，民生证券研究院

图 19：居民人均可支配收入稳定增长

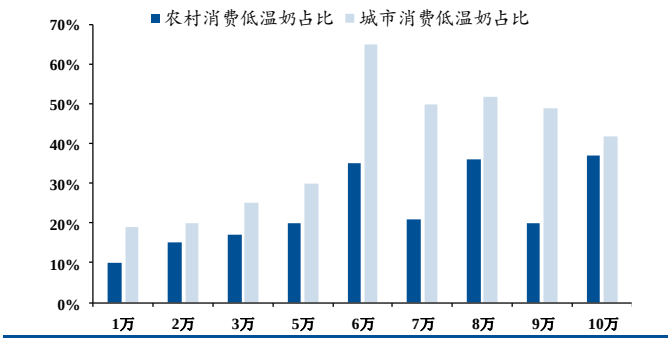


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3、城镇化水平提升

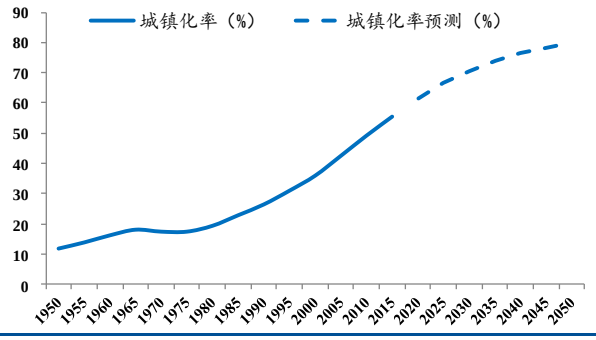
低温奶的占比随城市化发展而上升，背后逻辑在于：①城市化带来的市场便利化水平的提升，使得交易成本与储藏成本相对高的低温奶消费成为可能；②消费意识的城市化，即农村居民在进入城市后会调整自己的消费行为，使之逐渐趋近于所在城市的方式和结构。

图 20：城市低温奶消费占比明显高于农村



资料来源：《收入增长和城市化对液态奶消费结构的影响》，民生证券研究院

图 21：中国城镇化水平预计 2025 年提高至 65%

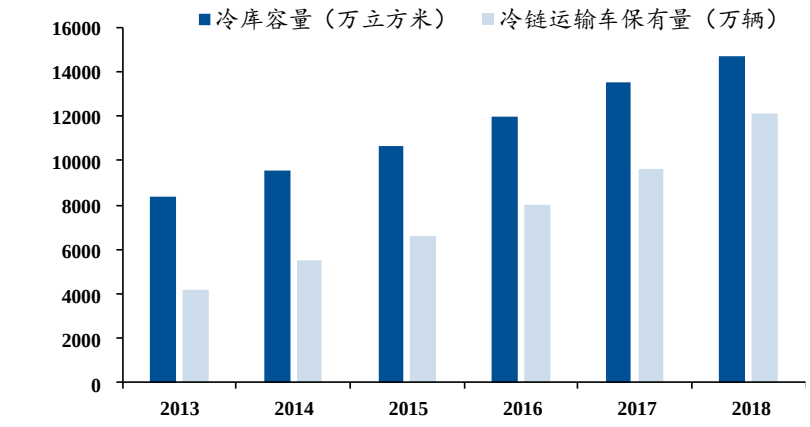


资料来源：联合国，民生证券研究院

4、冷链物流条件改善

此前国内冷链物流建设较为落后，成为制约低温奶规模扩张的重要约束。2013 年之后国内冷链物流建设速度提升，相较之下 2018 年冷库容量、冷链运输车保有量分别提升 0.8 倍、1.9 倍。基于政策的大力支持，我们预计未来冷链物流水平还将继续提高。

图 22：中国冷链物流水平不断提升



资料来源：中国物流与采购联合会，民生证券研究院

表 1：中央一号文件对冷链物流建设的政策支持

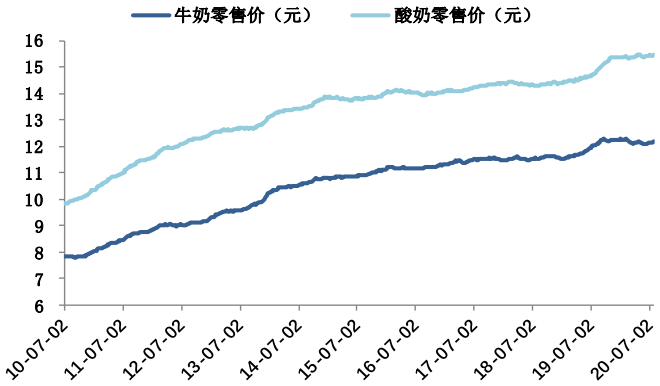
年份	内容
2017 年	加强农产品产地预冷等冷链物流基础设施网络建设，完善鲜活农产品直供直销体系。
2018 年	加强农产品产后分级、包装、营销，建设现代化农产品冷链仓储物流体系。
2019 年	统筹农产品产地、集散地、销地批发市场建设，加强农产品物流骨干网络和冷链物流体 系建设。
2020 年	启动农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程。加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局 和标准制定。安排中央预算内投资，支持建设一批骨干冷链物流基地。

资料来源：国务院，民生证券研究院整理

（三）价升逻辑：产品结构升级抬升价格中枢

过去 10 年国内牛奶价格呈现上涨趋势。根据商务部统计，2010 年 7 月，国内牛奶零售价与酸奶零售价分别为 7.86、9.85 元/千克， 2020 年 7 月则上涨至 12.18 元/千克、15.47 元/千克。

图 23：酸奶、牛奶价格持续上升（元/千克）



资料来源：商务部，Wind，民生证券研究院

我们预计低温奶价格仍有较大的提升动力，主要来源于产品结构不断升级抬升了价格中值。以光明为例，其最早推出经典蓝盒鲜牛奶，京东线上价格为 1.4 元/100ml，随后推出二款价位更高的产品优倍与致优，占据 2-3 元的价格带，2019 年再次推出娟姗牛奶，5.8 元/100ml 定位高端奶。此外，蒙牛的入局也间接抬高了产品价格中枢：2019 年推出每日鲜语，单价为 3.6 元/100ml，2020 年推出“每日鲜语-有机”定位高端奶，单价为 5 元/100ml。

图 24：低温奶价格中端品类扩张抬高价格中枢



资料来源：京东生鲜，光明随心订，卫岗随心订，民生证券研究院整理

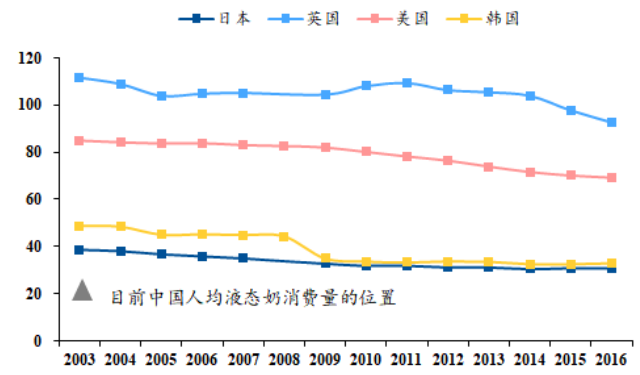
（四）未来空间：借鉴海外，低温奶市场规模有望翻倍

一方面是基于产品结构升级，另一方面借鉴海外类似经济体，我们认为国内低温奶的消费量、价格均有较大提升空间。我们选取以消费低温奶为主的美国、英国、日本、韩国作为对比，其中消费习惯相近的日韩的借鉴意义更大。

从消费量来看，国内低温奶提升空间较大。一方面，中国人均液奶消费量处于偏低水平，不仅低于英美等传统消费大国，也低于消费习惯相近的日本、韩国，仅为日韩的 40%~50%。另一方面，中国的低温奶人均消费量同样处于偏低水平，我们估算 2016 年中国巴氏奶人均消费量为 2019 年日本的 1/2。实际上由于人口老龄化，最近二十年日本人均巴氏奶消费量一直在下降，若参考日本巴氏奶历史消费高峰，国内巴氏奶还有更多的销量上升空间。

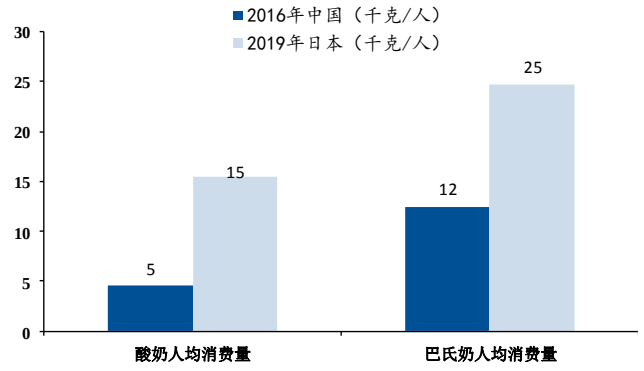
从价格来看，国内低温奶同样具备一定的提升空间。根据 Euromonitor 数据，2019 年中国低温奶平均价格为 13.2 元/千克，同一口径下日本与韩国的低温奶均价分别为 18.5 元/千克、15 元/千克。

图 25：国内液奶人均消费量远低于英美日韩（千克/人）



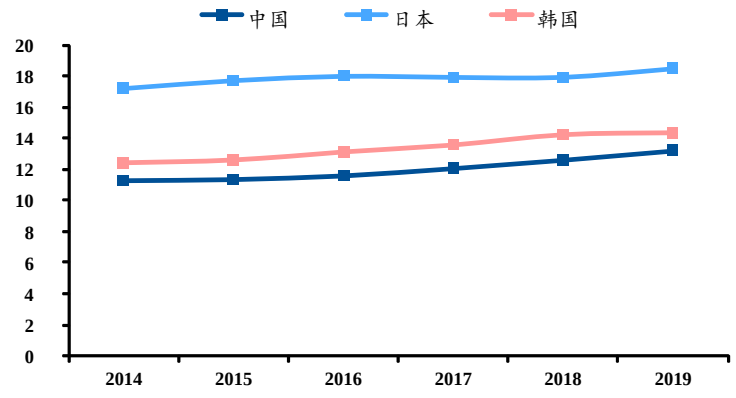
资料来源：《中国奶业年鉴》，民生证券研究院

图 26：国内酸奶、巴氏奶人均消费量低于日本



资料来源：《中国奶业年鉴》，Euromonitor，民生证券研究院

图 27：国内低温奶平均价格低于日本、韩国（元/千克）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

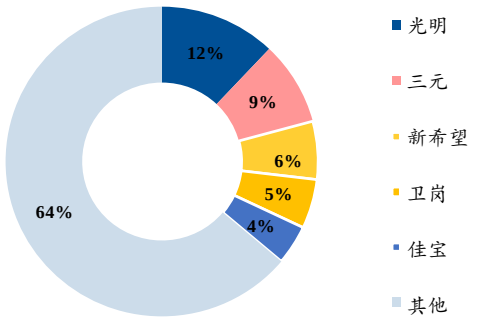
三、 行业趋势二：低温奶竞争格局仍将区域化

低温奶竞争格局较分散，但内部有分化，低温酸奶集中度高于巴氏奶。我们认为巴氏奶的区域壁垒仍然坚固，蒙牛、伊利布局巴氏奶的步伐会被拖累，新乳业将与龙头一起做大市场。而低温酸奶格局有向常温奶演化的趋势，新乳业面临双寡头的挤压。

（一）巴氏奶：集中度低，地方乳企占据先发优势

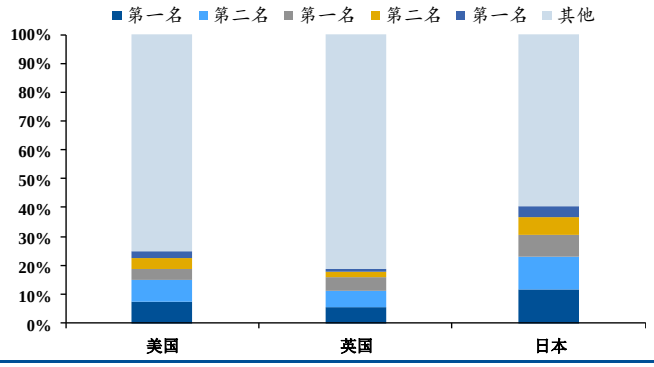
巴氏奶竞争格局分散，CR5 约 32%，新乳业规模第三。根据 Euromonitor 数据，国内巴氏奶参与者主要是地方乳企，光明、三元与新希望位居前三，2019 年 CR5 为 32%，其中新乳业市占率约 6%。海外主要消费巴氏奶的国家如美国、日本、英国竞争格局同样分散。根据 Euromonitor 数据，2019 年美国巴氏奶 CR5 约 28%，英国为 20%，日本为 40%，这说明巴氏奶的低集中度具有普遍性。

图 28：国内巴氏奶竞争格局分散（2019 年）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 29：美英日巴氏奶竞争格局同样分散（2019 年）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

市场竞争格局分散的原因是行业属性决定的区域壁垒，即有限市场半径与渠道粘性。

壁垒一：短保质期与奶源地有限决定巴氏奶的有限市场半径。首先，巴氏奶以生乳为原料，从挤奶到加工必须在一天内完成，加工完成后全程通过冷链运输，并且保质期在 7 天之内。其次，保质期短使得奶源地与加工地必须靠近消费市场，但奶源地受地理环境限制颇大，国内尤其是南方的现有奶源地十分有限，新建奶源则被政策与成本约束。

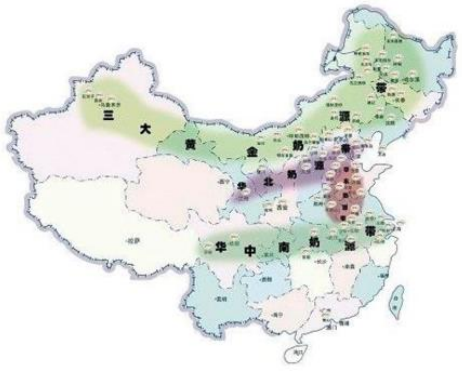
图 30：低温奶的保质期很短



类别	巴氏奶	低温酸奶	常温白奶	常温酸奶	常温乳饮料
产品	光明-优倍	蒙牛-冠益乳	伊利-金典	伊利-安慕希	蒙牛-奶特
保质期（天）	7	21	180	180	180

资料来源：京东，民生证券研究院

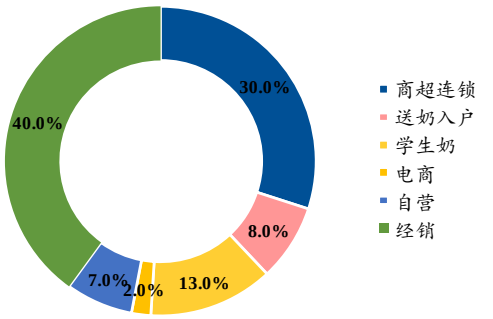
图 31：国内主要奶源地集中在北方



资料来源：农业部，民生证券研究院

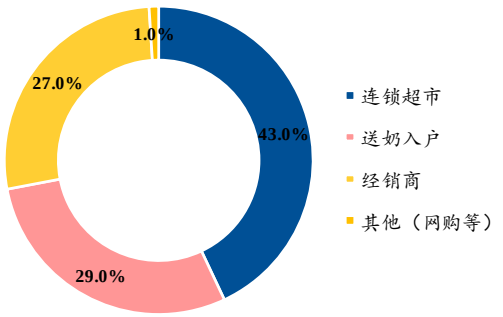
壁垒二：订奶入户占比大，决定巴氏奶有较高的渠道粘性。巴氏奶的消费场景多在早餐，在零售店不发达的市场多采取送奶入户的模式。与商超零售渠道的即买即卖不同，订奶入户往往是消费者先交一个月的订金，再消费产品。这就导致消费者对于渠道拥有很强的粘性，成为巴氏奶现有企业的壁垒。

图 32：新乳业渠道中送奶入户与学生奶占 20%



资料来源：公司调研，民生证券研究院

图 33：光明渠道中送奶入户占比 29%



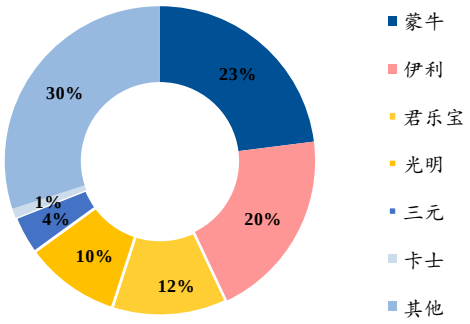
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）低温酸奶：集中度较高，常温龙头竞争优势大

低温酸奶竞争格局类似常温奶的双寡头垄断，CR2 约 43%。根据尼尔森数据，国内低温酸奶市场集中度偏高，CR5 约 70%，其中常温寡头蒙牛占 23%，伊利占 20%，专注低温的光明、三元分别占 10%、4%。

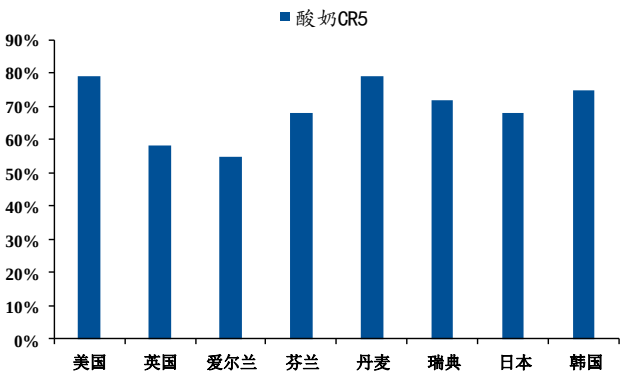
参考海外，以低温酸奶消费为主的美国、英国等市场格局同样集中。根据 Euromonitor 数据，美国、英国等 8 个国家酸奶市场 CR5 在 50%-80%，中值与中国市场 70%相差不大。

图 34：低温酸奶集中度偏高（2018 年）



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

图 35：海外市场酸奶集中度依然较高（2019 年）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

四、四大核心竞争力奠定长期竞争优势

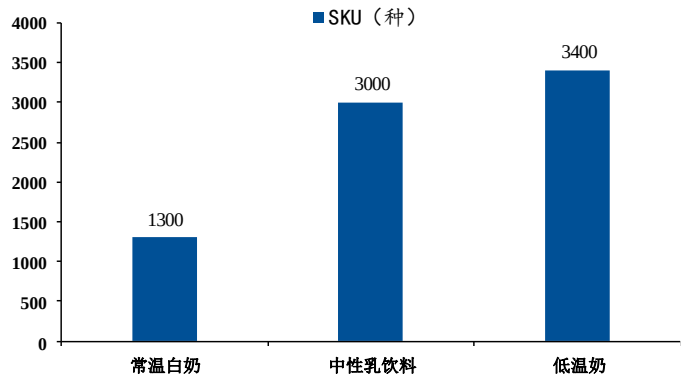
我们认为公司有望在低温“赛道”的长期竞争中胜出，其 ROE、净利率、销售费用率、存货周转率在众多区域乳企中表现亮眼，略逊于伊利。背后的逻辑是公司三大核心竞争力构筑的护城河，即难以被复制的创新基因锻造了长寿明星单品，新品迭代扩大了品类圈；高效的供应链管理能力帮助公司适应低温的高周转；多品牌战略与忠诚消费者降低销售费用率；强大的并购整合能力则是公司实现区域扩张的法宝。

（一）难以被复制的产品创新基因

1、低温奶竞争核心在于产品创新

低温奶与常温奶的有所不同，对产品创新能力有着更高的要求。常温产品可以打造全国性大单品，但低温产品存在有限市场半径，以区域型产品为主，表现为低温产品的 SKU 数量要大于常温产品。随着国内低温奶市场规模的不断壮大，市场竞争中产品多样化的重要性愈来愈凸显，因此拥有强大产品创新能力的企业更具备竞争优势。

图 36：国内低温奶 SKU 远多于常温奶



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

2、产品创新：长寿明星单品+新品迭代扩大品类圈

图 37：新乳业产品创新与进化年鉴



资料来源：公司官网，招股书，民生证券研究院整理

产品创新贯穿公司经营历史，创造多个行业第一的记录。2011 年以来，公司敏锐感知各地消费者的购买倾向、品质需要和个性化诉求，充分发挥区域性企业灵活经营特性，自主研发第一款以时间定义的鲜奶“24 小时”，推出第一款主打城市情怀的酸奶，推出第一款即饮型瓶装酸奶。经过多年创新积累，截止 2020 年，公司已形成丰富产品矩阵：包括 9 大类产品、80 个主要产品品牌、约 300 个产品规格，多于同为低温乳企的光明、三元等。

产品创新之一：延长明星单品生命周期。我们认为公司的创新思维首先体现在纵向打造长寿明星单品，典型案例是 24 小时鲜奶与活润酸奶，在经过 2 次大的创新升级之后生命周期延长至 8 年，持续为公司贡献收入和利润。

大单品一：“24 小时”鲜奶，重新定义“新鲜标准”。2011 年自主研发推出了全球第一款以时间定义的鲜牛奶产品“24 小时”，产品从上货架到下架仅有 24 小时。2017 年，将“24 小时”升级为优质乳标准产品，产品原奶指标超越欧盟标准；2018 年，推出“黄金 24 小时”，升级产品的卖点是实现了“72℃，15 秒的巴氏杀菌”。

大单品二：“活润”酸奶，始终定位功能型饮品。2012 年，推出活润产品，专注于消化和肠道健康的强功能型酸奶。2016 年，满足消费者在功能方面的新需求，推出可补足每日维生素的大果粒系列和可提供健康饱腹感的麦粒系列。2018 年，更新至活润 LB-8，填补了国内高端功能乳饮品的空缺。 2020 年，主打“嚼得到的益生菌”，利用 3D 包埋技术在酸奶中添加晶球。

图 38：明星单品“24 小时”与“活润”不断通过推陈出新来延长生命周期



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

产品创新之二：新品迭代扩大品类圈。“城市记忆”——第一款有城市情怀的酸奶，将传统玻璃瓶酸奶品牌化，以独特的插画承载每个城市的伴随当地消费者成长的印记；**“香蕉牛奶”**——捕捉到年轻消费者喜爱韩文化的潮流，以明黄色的包装、香蕉与牛奶混搭的口感与风味；**“初心酸奶”**——捕捉到瓶装酸奶即饮消费的趋势，推出面向年轻消费群体的，采

用零添加纯净配方、使用 100%纯鲜牛乳、无食品添加剂，真正实现零添加酸奶。

图 39：即饮型酸奶、香蕉牛奶等新品扩大品类圈

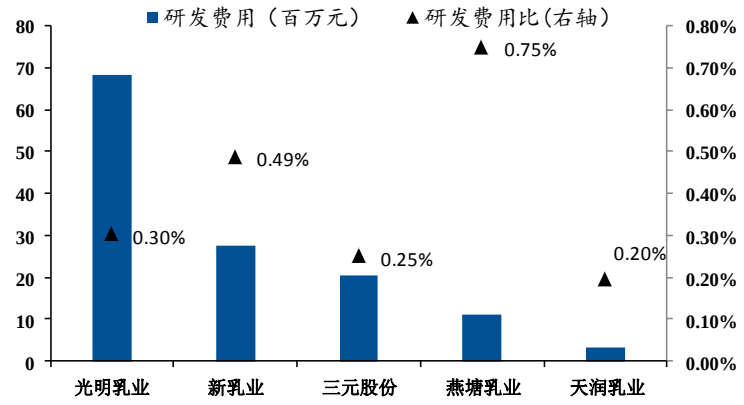


资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

3、软硬研发条件支撑产品创新力

研发费用处于行业前列。乳企的产品研发能力需要资金的软条件支持，公司 2019 年研发费用投入为 2763 万元，高于低温奶竞争对手三元、燕塘、天润；研发费用率为 0.49%，高于光明、三元、天润。

图 40：新乳业研发费用比处于行业偏高水平（2019 年）



资料来源：Wind，民生证券研究院

成都技术研发中心硬件水平一流。研发中心拥有包括 PT-20T 型管式超高温杀菌机、试验用高压均质机、芬兰 Bioscreen-c 自动生长曲线分析仪、Qtower2.2 荧光定量 PCR 仪、SNAP 抗生素验测仪、质构仪、高效液相色谱仪、丹麦福斯乳品分析仪、乳脂肪分析仪、高效气相质谱联用色谱仪和高效液相质谱联用色谱仪等各种先进仪器设备，设备和配置在行业中处于一流水平。

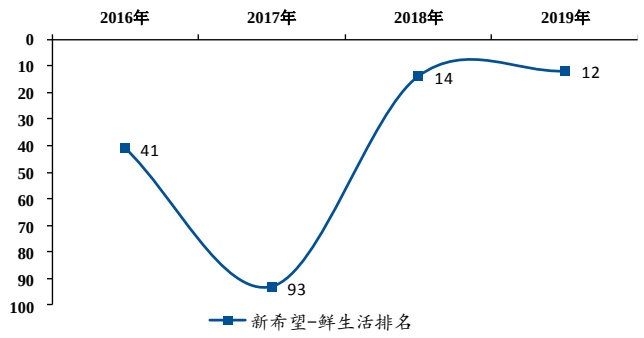
上海产品创新中心科研成果丰硕。研发中心成立以来，先后取得了低乳糖巴氏杀菌乳、风味发酵乳、植物蛋白饮料等多项具有自主知识产权的科研成果和核心技术，开发上市的各类鲜奶、酸奶、常温奶产品 300 余个，产品开发及创新推动了企业规模的快速成长及转型。

（二）高效的供应链管理能力

1、运输：新希望集团的冷链支持

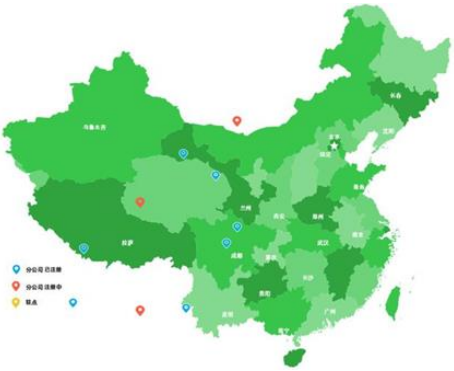
低温奶主打新鲜，保质期短，全程需要冷链运输。新希望集团旗下拥有专业的冷链物流“鲜生活”，为新乳业赋能冷链。截至 2019 年，“鲜生活”在国内冷链物流企业综合实力排名第 12，具备全国城市全网服务能力。鲜生活目前已拥有冷冻冷藏三方库房 10 万立方米以上，各型号冷藏车辆 2000 余台，在国内 17 个省会城市、直辖市设立了 31 家服务机构。并且公司业务区域与“鲜生活”基本重叠，具备较强的协同效应。

图 41：鲜生活在冷链物流企业中排名不断上升



资料来源：中物联冷链委，民生证券研究院

图 42：鲜生活在全国的冷链布局

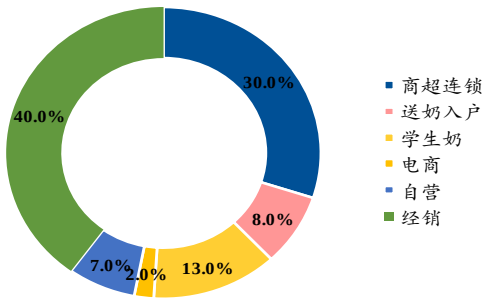


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、终端：直销精细化管理

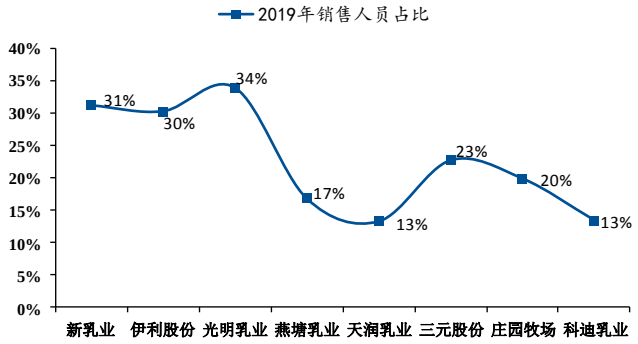
低温产品区别于常温产品的最大特点在于保质期短，需当天生产当天配送，对终端管控力要求非常高。因此，为更好地配送产品，公司渠道结构以直销为主，其中商超连锁、送奶入户、学生奶共占 51%。在具体的直销渠道操控上，新乳业实行精细化管理，一方面建立专门的销售预测系统，依据业务人员的经验来判断具体配送量与时间；另一方面公司在核心区域市场配有专门销售人员管理直销渠道，进而提高终端的管控力，体现为公司的销售人员占比在行业内居于前列。基于上述渠道的精细化管理，公司“24 小时”鲜奶产品的退损率仅不到 6%。

图 43：新乳业渠道以直销为主



资料来源：公司调研，民生证券研究院

图 44：新乳业销售人员占比高



资料来源：Wind，民生证券研究院

3、高效供应链管理带来高周转率

通过运输端与渠道终端的良好管理，公司目前拥有较高的周转率，在同期国内上市乳企中居于前列。首先，公司近 4 年总资产周转率平均值为 1.08 次，位居行业第 4 名，在低温乳企中只低于光明；其次，公司存货周转率平均值为 11.2 次，位居行业第 1 名。

图 45：新乳业总资产周转率排名第 4

排名	公司	2015	2016	2017	2018	2019	平均
1	伊利股份	1.53	1.54	1.54	1.64	1.67	1.58
2	光明乳业	1.37	1.28	1.33	1.22	1.27	1.29
3	蒙牛乳业	1.01	1.08	1.12	1.11	1.09	1.08
4	新乳业	1.12	0.95	1.00	1.15	1.18	1.08
5	燕塘乳业	1.04	1.01	1.00	0.98	1.11	1.03
6	天润乳业	0.75	0.78	0.96	0.90	0.85	0.85
7	三元股份	0.77	0.77	0.80	0.71	0.61	0.73
8	庄园牧场	0.49	0.50	0.40	0.34	0.36	0.42
9	科迪	0.42	0.34	0.45	0.41	0.17	0.36
	中位值	1.24	1.18	1.23	1.19	1.23	1.21

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

图 46：新乳业存货周转率排名第 1

排名	公司	2015	2016	2017	2018	2019	平均
1	新乳业	9.56	11.24	11.07	11.78	12.36	11.20
2	燕塘乳业	10.87	10.18	10.50	9.69	9.01	10.05
3	蒙牛乳业	7.75	9.44	11.42	11.09	10.53	10.05
4	科迪	8.37	9.13	11.09	11.49	9.34	9.88
5	中位值	9.56	10.18	11.09	11.49	10.53	10.57
6	伊利股份	7.94	8.33	9.45	9.68	8.53	8.78
7	三元股份	6.92	9.52	8.43	8.89	9.87	8.73
8	光明乳业	6.37	6.70	7.93	7.31	7.15	7.09
9	天润乳业	4.95	4.76	7.10	7.11	6.22	6.03
	中位值	9.56	10.18	11.09	11.49	10.53	10.57

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

（三）多品牌战略与消费者忠诚

1、品牌矩阵：主品牌+10 个附属品牌

低温奶具备较强的区域属性，产品最大特征是新鲜，因而消费者更偏好当地品牌。我们认为这种消费者忠诚一方面是品牌的日积月累，另一方面也是品牌背后产品的品质与安全有保障。公司实行多地区品牌战略，对并购的品牌予以保留并维护，目前已拥有主品牌“新希望”以及四川华西、昆明雪兰、云南蝶泉、苏州双喜、杭州双峰、青岛琴牌、安徽白帝、湖南南山、宁夏夏进、福州澳牛等 10 个附属品牌。

图 47：公司品牌矩阵

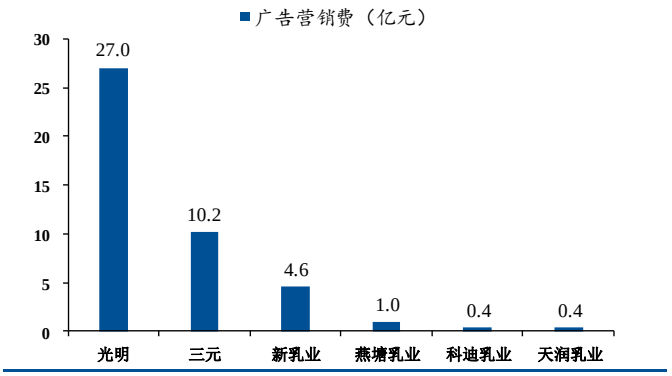


资料来源：公司网站，民生证券研究院整理

2、多品牌战略带来了低广告营销费用率

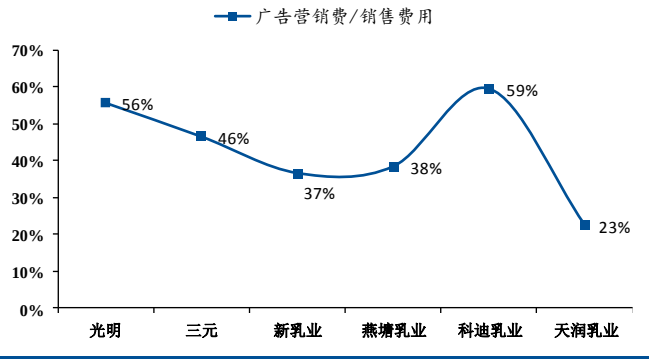
保留原有品牌有利于获取原有消费者忠诚度，降低广告与营销投放，并确保收入端的稳定。乳品品牌需长期培育才能获得消费者认可，公司依靠收购本土品牌来开拓新市场，避免了广告与营销费用的扩大。相较之下，同样是主做低温的光明、三元采取单一品牌战略，每次开拓一个新市场就要投入一笔较大的广告与营销费。如光明低温业务在华东长期经营，但当其进入华北、华中、华南等新市场时，销售费用率会显著提高。

图 48：2019 年各乳企广告营销费



资料来源：各公司年报，民生证券研究院

图 49：新乳业广告营销费占比明显低于光明与三元



资料来源：各公司年报，民生证券研究院

（四）强大的并购整合能力

1、历史上公司并购曾取得较好成绩

由于低温奶存在较强的区域壁垒，并购是实现全国化的最优解，公司历史上共有二轮并购。第一轮，2001-2003 年，收购安徽白帝、四川华西、河北天香、昆明雪兰等，布局西南、华东、华北市场；第二轮，2015 年至今，收购苏州双喜、昆明海子、山东朝日绿源，继续深耕华东、西南、华北市场，与原有区域乳业资源实现互补，收购宁夏夏进，布局西北市场。

表 2：公司历史并购情况一览

	收购对象	时间	持股比例
第一轮并购	四川新阳平	2001 年 10 月	60%
	安徽白帝	2002 年 4 月	55%
	四川华西	2002 年 6 月	54%
	重庆天友	2002 年 7 月	46%
	青岛琴牌	2002 年 9 月	60%
	河北天香	2002 年 9 月	80%
	杭州双峰	2002 年 10 月	70%
	云南蝶泉	2002 年 12 月	92%
	昆明雪兰	2003 年 3 月	51%
第二轮并购	湖南南山	2015 年 6 月	60%
	苏州双喜	2015 年 7 月	70%
	西昌三牧	2015 年 7 月	58%
	昆明海子	2015 年 9 月	90%
	山东朝日绿源	2016 年 12 月	100%
	福州澳牛	2019 年 8 月	55%
	宁夏寰美	2020 年 5 月	100%

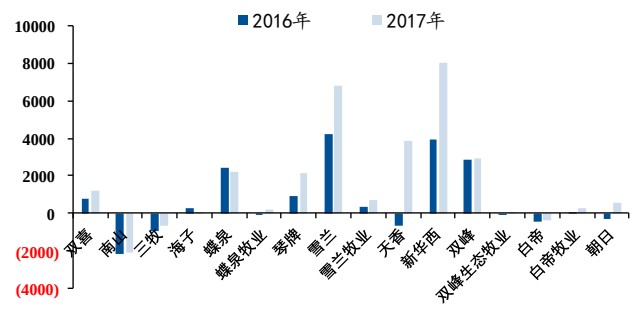
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

公司的第一轮并购成绩欠佳，但第二轮并购成绩突出，收入增速提升，盈利能力改善：

2002 年的第一轮并购潮中，公司收购了 8 家乳企，通过两年多的整合取得一定成效，2004 年消除了亏损企业，经营业绩完成了既定的经营目标。新希望收购昆明雪兰 4 年后，其牛奶收购量和企业年产销量均增长 1 倍以上，年利税增长 3 倍以上。2008 年雪兰净利润为 1637 万元，到 2010 年增长至 2285 万元。2004 年琴牌被收购之后的收入、主营利润、净利润分别同比增长 2.49%、21.44%、98.84%。

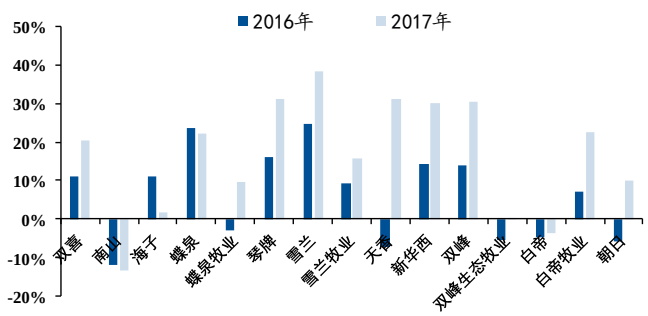
2015 年的第二轮并购潮中，苏州双喜、湖南南山、西昌三牧等在被收购一年之后的净利润均有所改善。同时，公司下属的牛奶品牌中有 10 家公司盈利能力增强，2017 年的权益净利率相比 2016 年均有所提升。

图 50：第二轮并购的企业净利润改善（百万元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 51：第二轮并购的企业 ROE 改善



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2、并购成功的秘诀

第一，选择优质标的。以第一轮并购为例，根据公司公告，新希望在目标企业选择上有三条标准：1、目标企业所处的市场需求，应是省会城市或中心城市，人口百万以上，城市居民人均可支配收入超过 5000 元/年；2、目标企业的净资产收益率比低于 10%；3、目标企业为当地第一或第二的地方品牌。

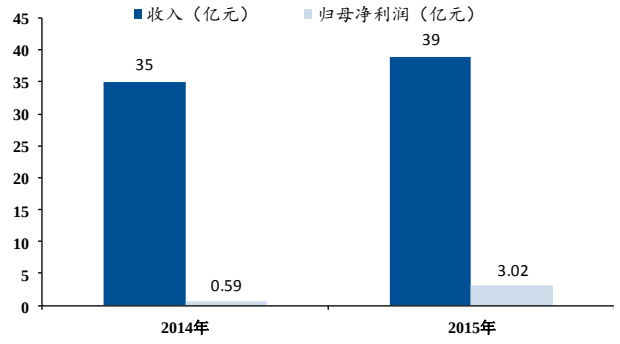
第二，产业协同。奶源端，新乳业旗下的现代牧业为并购的子公司提供成本更低的原料；市场端，可以在某个工厂集中生产某个单品，或在生产上进行互相补足，公司也会在销售端集中谈判拿到更好地政策给与子公司；研发端，由母公司整体赋能，人力、财务、审计等各维度实现管理条线的协同。

第三，民营机制与团队导入。新希望作为民营企业，机制灵活且具备吸引力，会向较传统的被并购企业导入机制，比如合伙人机制以及绩效考核激励机制等。

3、并购整合能力带来了规模扩张与业绩改善

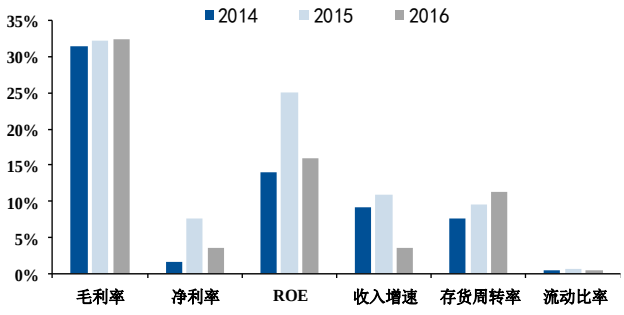
并购整合为公司带来四项效益：一是扩大了市场，增厚了公司收入与利润；二是整合对手、提高自身在当地市占率；三是获取当地奶源与产能，为向周边地区扩张提供了可能；四是产生了规模与协同效应，表现在母公司的盈利能力、发展能力、营运能力均有所改善。

图 52：并购后规模扩张



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 53：新乳业并购之后的各项财务指标有所提升

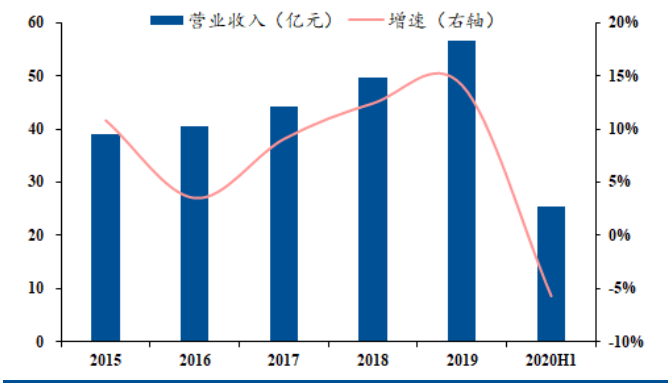


资料来源：Wind，民生证券研究院

五、 财务分析

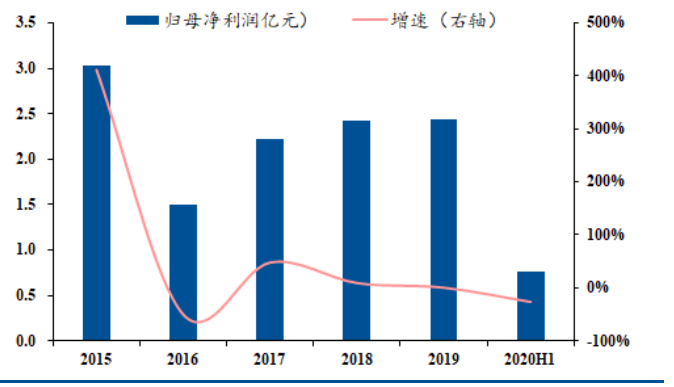
收入利润稳定增长，2020H1 受疫情冲击较大。2015 至 2019 年，公司营业收入从 39 亿元增加至 57 亿元，期间 CAGR 为 10%；归母净利润从 3.02 亿元减少至 2.43 亿元，期间 CAGR 为-5%。2020H1，公司受疫情冲击较大，收入为 25.56 亿元，同比减少 5.68%，归母净利润 0.77 亿元，同比减少 26.72%。

图 54：新乳业收入变动



资料来源： Wind，民生证券研究院

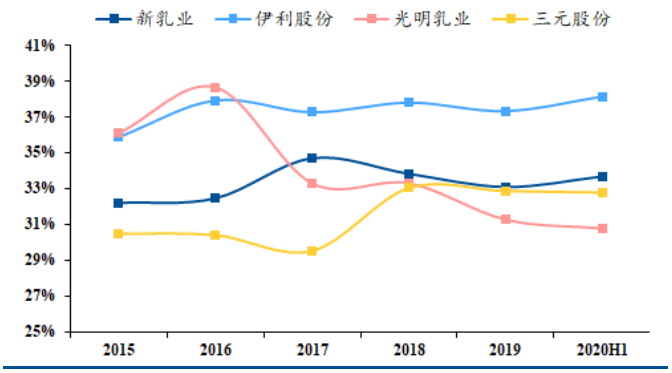
图 55：新乳业归母净利润变动



资料来源： Wind，民生证券研究院

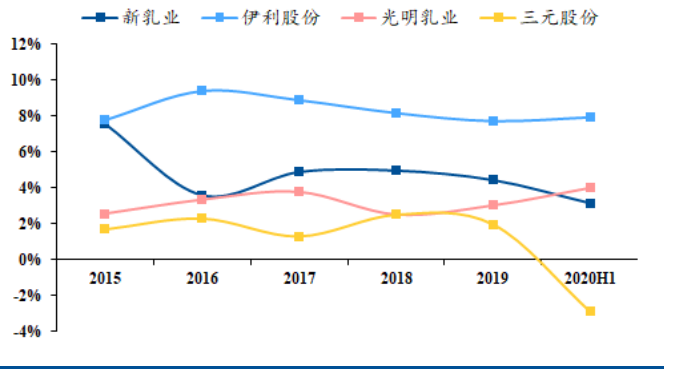
毛利率略有下滑，但净利率高于竞争对手。公司毛利率约 34%，自 17 年以来持续小幅下滑，原因在于上游原材料价格处于上行周期，新乳业议价能力不如规模更大的伊利。公司净利率约 4%，高于同为低温乳企的光明、三元，仅次于伊利，原因在于其高效供应链管理、多品牌战略带来的低销售费用率。但由于订奶入户的业务模式，本轮疫情下新乳业受到的冲击更大，导致 20H1 净利率恢复速度慢于竞争对手。

图 56：乳制品企业毛利率对比



资料来源： Wind，民生证券研究院

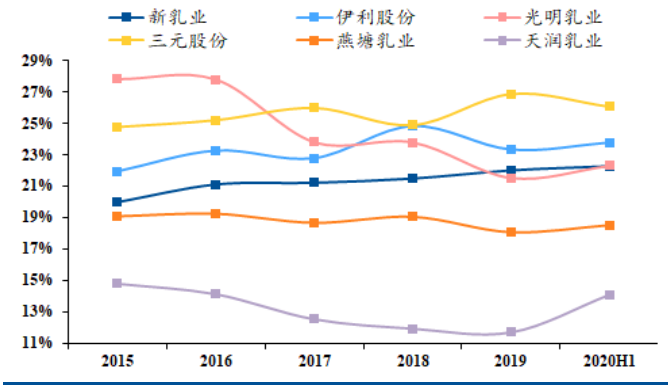
图 57：乳制品企业净利率对比



资料来源： Wind，民生证券研究院

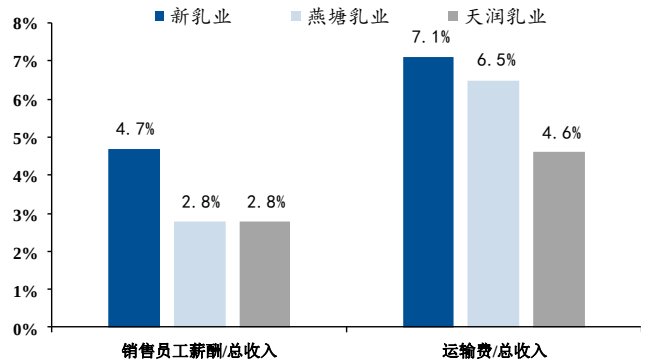
销售费用率明显低于主要竞争对手。公司销售费用率约为 20%~22%，低于伊利、光明、三元等可比竞争对手，原因在于多品牌战略下空中广告营销支出较全国品牌及准全国性品牌低；但高于规模更小的区域型乳企燕塘、天润，主要系新乳业的订奶入户模式导致销售员工薪酬与运输费用明显偏高。公司管理费用率明显偏高，主要是乳业加工设备维修支出较多。

图 58：乳制品企业销售费用率对比



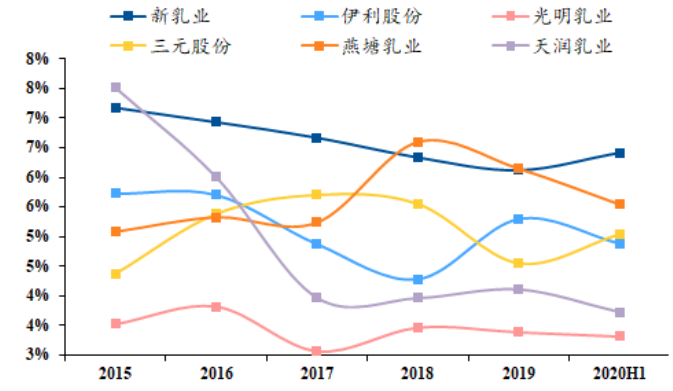
资料来源： Wind，民生证券研究院

图 59：新乳业销售员工薪酬与运输费占比高于燕塘、天润



资料来源： Wind，民生证券研究院

图 60：乳制品企业管理费用率对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

预计 2020-2022 年公司实现收入 67.62/87.19/98.09 亿元，同比+19.2%/+28.9%/+12.5%；归母净利润分别为 3.04/4.68/5.79 亿元，同比+24.7%/54.0%/23.8%，核心假设如下：

1.低温鲜奶：20H1 公司低温鲜奶增速仅个位数，明显低于行业双位数增速，主因是疫情冲击下公司订奶入户、学生奶业务下滑明显。我们认为 20H2 随着经济进一步恢复常态与学校开学，公司低温鲜奶将重回高速增长轨道（根据公司调研，7-8 月低温鲜奶收入已明显提速）。预计 20-22 年低温鲜奶收入增速分别为+10%/35%/26%。

2.低温酸奶：20H1 公司低温酸奶负增长，与行业表现基本相符，原因在于疫情后消费者更加注重健康，白奶对酸奶的替代效应较强。我们认为 20H2 随着社交频次提高以及活润晶球等新品上市，低温酸奶有望恢复正增长。预计 20-22 年低温酸奶收入增速分别为+5%/15%/10%。

3.常温纯奶：20H1 公司常温纯奶实现高增长，主要得益于疫情后消费者更加注重健康，增加了对白奶的消费量。我们认为 20H2 随着消费者健康意识持续强化，常温纯奶将延续高增长。预计 20-22 年常温纯奶收入增速分别为+25%/18%/15%。

4.常温酸奶：20H1 公司常温酸奶表现较差，主要因为疫情影响下社交频次未完全恢复，削弱了作为礼品的常温酸奶的需求。我们认为 20H2 随着经济进一步恢复常态，社交频次有望恢复去年同期水平，常温酸奶有望提速。预计 20-22 年常温酸奶收入增速分别为+10%/20%/15%。

表 3：公司收入拆分与预测（合并寰美乳业之前）

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
低温鲜奶				
销售收入	1102	1210	1634	2058
增长率（YOY）	28.0%	9.8%	35.0%	26.0%
毛利率	49.0%	48.5%	48.5%	48.5%
低温酸奶				
销售收入	2032	2134	2454	2699
增长率（YOY）	10.0%	5.0%	15.0%	10.0%
毛利率	38.0%	35.0%	35.0%	35.0%
低温调制乳				
销售收入	75	68	65	64
增长率（YOY）	-3.0%	-10.0%	-3.0%	-3.0%
毛利率	45.0%	44.0%	44.0%	44.0%
低温乳饮料				
销售收入	118	124	138	151
增长率（YOY）	12.0%	5.0%	11.0%	10.0%
毛利率	45.0%	44.0%	44.0%	44.0%
常温纯牛奶				
销售收入	795	994	1173	1349
增长率（YOY）	7.0%	25.0%	18.0%	15.0%

毛利率	22.0%	19.0%	19.0%	19.0%
常温酸奶				
销售收入	308	339	407	468
增长率（YOY）	43.0%	10.0%	20.0%	15.0%
毛利率	24.0%	23.0%	22.0%	22.0%
常温调制乳				
销售收入	505	455	418	385
增长率（YOY）	-8.0%	-10.0%	-8.0%	-8.0%
毛利率	27.0%	26.0%	25.0%	25.0%
常温乳饮料				
销售收入	333	326	333	340
增长率（YOY）	2.0%	-2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	26.0%	25.0%	24.0%	24.0%
奶粉				
销售收入	64	68	70	71
增长率（YOY）	22.0%	6.0%	2.0%	2.0%
毛利率	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
其他				
销售收入	201	240	288	346
增长率（YOY）	50.0%	19.0%	20.0%	20.0%
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计				
销售收入小计	5675	5956	6978	7929
增长率（YOY）	14.1%	5.0%	17.2%	13.6%
平均毛利率	33.0%	32.9%	33.3%	33.7%

资料来源：Wind，民生证券研究院

5.宁夏寰美乳业并表：根据 20 年 7 月 30 日公告，公司已完成对寰美乳业 60%的股权收购，寰美乳业已于 7 月 1 日开始并表。根据重大资产购买书数据，寰美乳业 19 年 1-11 月收入约 13.8 亿元，产品结构中常温奶占 90%以上。我们预计寰美乳业 20 年 7-12 月实现收入 8.1 亿元，21-22 年收入分别为 17.4/18.8 亿元，同比+8%/+8%。

表 4：公司收入拆分与预测（合并寰美乳业之后）

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
新乳业（合并前）				
销售收入	5675	5956	6978	7929
增长率（YOY）	14.1%	5.0%	17.2%	13.6%
毛利率	33.0%	33.2%	33.7%	34.1%
寰美乳业				
销售收入	1506	1612	1741	1880
增长率（YOY）	1.5%	7.0%	8.0%	8.0%
毛利率	26.1%	25.1%	26.4%	26.4%
新乳业（合并后）				
销售收入	7181	6762	8719	9809
增长率（YOY）	-	19.2%	28.9%	12.5%
毛利率	-	32.2%	32.2%	32.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）相对估值

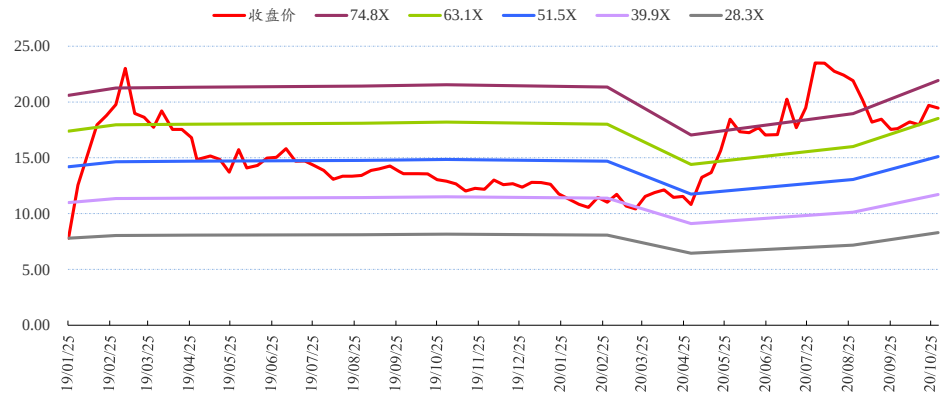
我们选取伊利股份、光明乳业、三元股份、燕塘乳业、天润乳业等 5 家乳企作为可比公司。以 Wind 一致盈利预期来看，如按算数平均法，上述 5 家公司目前股价对应 2020 年业绩平均 PE 约为 40X。公司 2020 年预期 PE 约为 56X，高于可比公司平均水平。考虑到低温奶行业成长性高，区域壁垒能抵御龙头进入，以及公司在低温市场具备核心竞争力，有望通过并购动作持续扩大规模，故维持“推荐”评级。

表 5：可比公司估值水平

证券简称	主要产品	2020PE
伊利股份	全国性乳制品龙头	35
光明乳业	华东、华中低温龙头	35
燕塘乳业	广东低温乳企	28
天润乳业	西北低温乳企	27
三元股份	北京低温乳企	73

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 61：新乳业 PE-Band（TTM）



资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司合理估值水平在 23.98 元附近。其中公司 WACC 约为 9.36%，核心假设见下表。

表 6：加权资本成本计算过程中的关键假设

指标	数值	备注
无风险利率	3.20%	2020/10/30 的十年期国债利率
风险溢价	6.00%	万得全 A 指数基日以来年化收益率与无风险利率之差
股票 beta	1.10	2019/4/1 至 2020/10/30 期间，股票相对于沪深 300 指数的调整 beta
股权成本	9.80%	CAPM 公司计算值
名义债务成本	6.00%	公司上市以来优化负债结构，预计长期负债利率下行至 6%
债务比率	10.36%	债务比率=债务总额/（股本价值+债务总额）
有效税率	8.28%	过去 3 年实际税率算数平均数，乳制品业务享受农业优惠税率政策
WACC	9.36%	根据公式计算得出

资料来源：Wind，民生证券研究院

2020-2022 年为显性阶段，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，详细测算见前文收入拆分与预测。2023-2029 年为半显性阶段，预计公司收入保持年均 10%的增速，主要因为乳制品属于必选消费品，并且公司所处的低温奶行业正处于成长初期，过去三年保持双位数增长，能分享行业成长的红利。2030 年后公司进入永续阶段，预计国内实际 GDP 增速下降至 2%左右，叠加通货膨胀率，假设公司收入永续增长率为 5%。

表 7：新乳业二阶段模型的主要假设

项目(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	4421	4971	5675	6762	8719	9809	10790	11869	13056	14361	15797	17377	19115
增长率	9.09%	12.44%	14.14%	19.16%	28.94%	12.50%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	4,242	4,783	5,497	6,418	8,181	9,147	10,028	10,971	12,039	13,212	14,486	15,892	17,435
营业成本/营业收入	65.3%	66.2%	66.9%	67.7%	67.7%	67.4%	67.0%	66.8%	66.6%	66.4%	66.2%	66.0%	65.8%
营业税金及附加/营业收入	0.70%	0.61%	0.54%	0.62%	0.59%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%
销售费用/营业收入	21.24%	21.51%	22.03%	20.70%	19.80%	19.90%	20.13%	19.94%	19.99%	20.02%	19.99%	20.00%	20.00%
管理费用/营业收入	6.08%	5.72%	5.64%	5.00%	4.90%	4.80%	4.90%	4.87%	4.86%	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%
实际所得税率	10.26%	8.74%	6.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%	8.28%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

表 8：新乳业 WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）

WACC	永续增长率						
	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%
10.86%	14.59	15.31	16.15	17.13	18.29	19.69	21.42
10.36%	15.89	16.76	17.78	18.99	20.46	22.25	24.52
9.86%	17.40	18.47	19.73	21.25	23.12	25.48	28.54
9.36%	19.18	20.49	22.08	23.98	26.49	29.68	33.98
8.86%	21.30	22.95	24.98	27.54	30.86	35.35	41.74
8.36%	23.86	25.98	28.64	32.11	36.78	43.45	53.70
7.86%	27.02	29.80	33.41	38.28	45.23	55.92	74.50

资料来源：公司公告、民生证券研究院

七、风险提示

1.行业竞争风险：蒙牛、伊利正在加大力度布局巴氏奶行业，其品牌与渠道优势将对地方乳企形成较大挑战，中长期行业竞争将加剧。

2.成本大幅上升风险：目前原奶价格处于上行周期，将导致公司成本上行，盈利能力有削弱的风险。

3.并购失败风险：公司通过并购实现外延扩张，存在并购整合风险，并且每一次新并购之后会经历一段时间的盈利能力较弱的时期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**5,675**	**6,762**	**8,719**	**9,809**
营业成本	3,796	4,578	5,903	6,611
营业税金及附加	30	42	51	57
销售费用	1,250	1,400	1,726	1,952
管理费用	320	338	427	471
研发费用	28	38	49	53
EBIT	251	366	563	665
财务费用	64	70	71	64
资产减值损失	(0)	10	25	18
投资收益	37	33	33	34
营业利润	**258**	**369**	**554**	**674**
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	**268**	**369**	**554**	**674**
所得税	17	31	46	56
净利润	251	338	509	618
归属于母公司净利润	**244**	**288**	**481**	**598**
EBITDA	**572**	**379**	**575**	**677**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	446	816	2190	2799
应收账款及票据	434	493	647	731
预付款项	41	55	69	76
存货	328	439	541	555
其他流动资产	14	14	14	14
流动资产合计	**1299**	**1944**	**3492**	**4323**
长期股权投资	410	442	476	510
固定资产	2343	2367	2391	2415
无形资产	226	221	208	199
非流动资产合计	**4065**	**4661**	**4671**	**4722**
资产合计	**5364**	**6605**	**8163**	**9045**
短期借款	1363	1363	1363	1363
应付账款及票据	527	608	776	888
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**2733**	**3022**	**3371**	**3635**
长期借款	418	418	418	418
其他长期负债	121	121	821	821
非流动负债合计	**575**	**575**	**1275**	**1275**
负债合计	**3308**	**3597**	**4646**	**4910**
股本	854	854	854	854
少数股东权益	87	138	166	186
股东权益合计	**2056**	**3008**	**3516**	**4134**
负债和股东权益合计	**5364**	**6605**	**8163**	**9045**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.1	19.2	28.9	12.5
EBIT 增长率	-6.4	45.9	53.6	18.2
净利润增长率	0.4	18.1	67.0	24.3
盈利能力				
毛利率	33.1	32.3	32.3	32.6
净利润率	4.3	4.3	5.5	6.1
总资产收益率 ROA	4.5	4.4	5.9	6.6
净资产收益率 ROE	12.4	10.0	14.4	15.1
偿债能力				
流动比率	0.5	0.6	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.9	1.0
现金比率	0.2	0.3	0.7	0.8
资产负债率	0.6	0.5	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	25.1	24.2	24.5	24.5
存货周转天数	29.1	30.2	29.9	29.9
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.1
每股指标（元）				
每股收益	0.3	0.3	0.6	0.7
每股净资产	2.3	3.4	3.9	4.6
每股经营现金流	0.7	0.5	0.9	0.9
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	65.5	56.3	33.7	27.1
PB	8.2	5.7	4.8	4.1
EV/EBITDA	29.5	41.5	26.7	22.0
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	251	338	509	618
折旧和摊销	313	22	37	30
营运资金变动	5	14	176	42
经营活动现金流	**617**	**415**	**765**	**736**
资本开支	547	(28)	14	46
投资	(732)	0	0	0
投资活动现金流	**(1,267)**	**28**	**(14)**	**(46)**
股权募资	431	0	0	0
债务募资	490	0	700	0
筹资活动现金流	**771**	**(73)**	**623**	**(80)**
现金净流量	**122**	**370**	**1,374**	**610**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1： 公司成立以来业务发展历程 3
图 2： 公司产品矩阵 4
图 3： 低温奶收入占比不断提升 4
图 4： 巴氏奶与低温酸奶收入占比 53%（2017 年） 4
图 5： 低温奶增速明显高于常温奶 5
图 6： 低温奶拆分：巴氏奶增速稳步上升 5
图 7： 低温奶毛利率高于常温奶 5
图 8： 低温奶拆分：巴氏奶毛利率最高且稳定增长 5
图 9： 西南是大本营，华东是新的增长点 6
图 10：公司在各地区的乳业品牌布局 6
图 11：公司股权结构图 6
图 12：国内乳制品行业步入成熟期，总量增速趋缓 7
图 13：行业结构性分化，低温行业高成长 7
图 14：低温酸奶规模与增速 7
图 15：低温鲜奶规模与增速 7
图 16：巴氏奶与 UHT 奶的营养对比 8
图 17：2016 年中国消费者更加偏好低温奶 8
图 18：低温奶的消费量占比与收入呈正相关性 8
图 19：居民人均可支配收入稳定增长 8
图 20：城市低温奶消费占比明显高于农村 9
图 21：中国城镇化水平预计 2025 年提高至 65% 9
图 22：中国冷链物流水平不断提升 9
图 23：酸奶、牛奶价格持续上升（元/千克） 10
图 24：低温奶价格中端品类扩张抬高价格中枢 10
图 25：国内液奶人均消费量远低于英美日韩（千克/人） 11
图 26：国内酸奶、巴氏奶人均消费量低于日本 11
图 27：国内低温奶平均价格低于日本、韩国（元/千克） 11
图 28：国内巴氏奶竞争格局分散（2019 年） 12
图 29：美英日巴氏奶竞争格局同样分散（2019 年） 12
图 30：低温奶的保质期很短 12
图 31：国内主要奶源地集中在北方 12
图 32：新乳业渠道中送奶入户与学生奶占 20% 13
图 33：光明渠道中送奶入户占比 29% 13
图 34：低温酸奶集中度偏高（2018 年） 13
图 35：海外市场酸奶集中度依然较高（2019 年） 13
图 36：国内低温奶 SKU 远多于常温奶 14
图 37：新乳业产品创新与进化年鉴 14
图 38：明星单品“24 小时”与“活润”不断通过推陈出新来延长生命周期 15
图 39：即饮型酸奶、香蕉牛奶等新品扩大品类圈 16
图 40：新乳业研发费用比处于行业偏高水平（2019 年） 16
图 41：鲜生活在冷链物流企业中排名不断上升 17
图 42：鲜生活在全国的冷链布局 17
图 43：新乳业渠道以直销为主 17
图 44：新乳业销售人员占比高 17
图 45：新乳业总资产周转率排名第 4 18
图 46：新乳业存货周转率排名第 1 18
图 47：公司品牌矩阵 19
图 48：2019 年各乳企广告营销费 19
图 49：新乳业广告营销费占比明显低于光明与三元 19
图 50：第二轮并购的企业净利润改善（百万元） 20
图 51：第二轮并购的企业 ROE 改善 20

图 52：并购后规模扩张 21
图 53：新乳业并购之后的各项财务指标有所提升 21
图 54：新乳业收入变动 22
图 55：新乳业归母净利润变动 22
图 56：乳制品企业毛利率对比 22
图 57：乳制品企业净利率对比 22
图 58：乳制品企业销售费用率对比 23
图 59：新乳业销售员工薪酬与运输费占比高于燕塘、天润 23
图 60：乳制品企业管理费用率对比 23
图 61：新乳业 PE-Band（TTM） 26

表格目录

表 1：中央一号文件对冷链物流建设的政策支持 9
表 2：公司历史并购情况一览 20
表 3：公司收入拆分与预测（合并寰美乳业之前） 24
表 4：公司收入拆分与预测（合并寰美乳业之后） 25
表 5：可比公司估值水平 26
表 6：加权资本成本计算过程中的关键假设 26
表 7：新乳业二阶段模型的主要假设 27
表 8：新乳业 WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股） 27

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。