

消费升级冷链助力 巴氏杀菌乳有望驶入快车道

——乳制品行业专题报告

专题研究小组成员:

刘瑀

2020年06月30日

专题研究小组

证券分析师 刘瑀
SACNOS1150516030001
022-23861670
liuyu@bhzq.com

子行业评级

乳制品	看好
-----	----

重点品种推荐

光明乳业	增持
新乳业	增持

投资要点:

● 整体发展趋近成熟，各子品类发展不一

我国乳制品市场经过多年发展,2019年乳制品市场零售总额突破4000亿元。根据欧睿预测,未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展,至2024年乳制品市场零售额或将突破5500亿元。尽管我国近年来乳制品发展驱缓,但是通过国际比较不难发现,我国乳制品人均消费量与发达国家之间仍相去甚远。

从乳制品市场的消费构成看,饮用奶在2019年以61.82%的占比位居首位,酸奶是乳制品市场的第二大品类占比35.58%,再次是奶酪、黄油及其他。从趋势上来看,受益于常温酸奶的发展,酸奶品类的市场占比在逐步扩大,且该趋势仍将持续,预计至2024年酸奶品类的市场占比将达到42.20%。受此影响,饮用奶的发展受到一定程度抑制,在人均乳制品消费量一定的前提下,二者呈此消彼长的状态。

● 巴氏杀菌乳迎发展契机

在我国饮用奶市场当中牛奶仍然是最为主要的产品,零售额占比达到66.43%,其次为风味牛奶,再次为牛奶替代品(例如豆奶)以及奶粉。尽管牛奶市场份额相对较高,但是其成长性仍然优于其他细分品类。根据欧睿预测,未来五年牛奶销售额复合增速将达到5.5%,而占比第二的风味牛奶或将继续失去市场份额。

我国乳制品市场的迅速扩容,与常温产品的发展密切相关,常温牛奶在过去牢牢占据着饮用奶市场的主流地位。但随着我国经济水平的不断提高,消费升级趋势下低温牛奶的市占率将逐步提高,未来五年其复合增长率或达到8.90%,是乳制品行业当中最具成长性的细分品类。

长期以来,上游奶源分布不均是造成我国鲜奶比例较低的主要原因,冷链物流行业的不成熟也是限制鲜奶品类快速增长的又一大原因。随着规模化养殖的比例不断提高、冷链物流硬件设施不断完善,上述问题将会得到改善。

● 投资建议

尽管从行业增速看,乳制品市场已步入成熟发展阶段,但从横向比较来看我国人均乳制品消费量仍然具有相当大的发展空间。从细分子品类来看,低温乳制品的成长性远高于其他品类。多年以来,巴氏杀菌乳的发展由于客观因素受阻,未来随着牧场的规模化发展、冷链物流逐渐成熟以及消费升级趋势持续,巴氏杀菌乳或将驶入快车道。综上,我们给予行业“看好”的投资评级,推荐多年深耕低温乳制品的行业龙头光明乳业(600597)以及通过外延发展打破行业区域壁垒的新乳业(002946)。

- 风险提示

宏观经济下行风险，上游原奶价格波动，食品安全问题

目 录

1.整体发展趋近成熟，各子品类发展不一	6
1.1 乳制品行业规模远未触及天花板.....	6
1.2 各细分子品类发展程度不一.....	7
1.3 稳固的双寡头竞争格局.....	8
2.巴氏杀菌乳迎发展契机	10
2.1 最具成长性的饮用奶细分子品类.....	10
2.2 限制低温乳制品发展的负面因素逐步消除.....	11
3.相关公司	14
3.1 优质的低温乳制品龙头——光明乳业.....	14
3.2 以低温乳制品为主的行业新星——新乳业.....	17
4.投资建议	20
5.风险提示	20

图 目 录

图 1: 乳制品市场零售额以及增速	6
图 2: 我国乳制品零售市场构成	8
图 3: 乳制品市场各子品类成长性	8
图 4: 乳制品市场竞争格局	9
图 5: 饮用奶市场竞争格局一览	9
图 6: 酸奶市场竞争格局一览	9
图 7: 饮用奶市场细分子品类零售额增速 (%)	10
图 8: 欧睿口径下饮用奶市场格局	10
图 9: 常温奶及鲜奶市场零售额 (单位: 百万元)	11
图 10: 常温奶及鲜奶市场零售额同比增速	11
图 11: 我国各省市乳牛数量分布 (单位: 千头)	11
图 12: 我国奶牛养殖正在向规模化方向发展	12
图 13: 我国规模牧场奶牛平均日产奶量 (单位: kg/天)	12
图 14: 我国公路冷链运输车数量不断增加 (单位: 万辆)	12
图 15: 我国低温仓储业冷库不断扩容 (单位: 万立方米)	12
图 16: 我国冷链物流总额持续走高 (单位: 万亿元)	13
图 17: 我国冷链物流需求总量持续攀升 (单位: 亿吨)	13
图 18: 快速消费品城镇零售渠道销售额占比 (单位: %)	13
图 19: 饮用奶零售渠道销售额占比 (单位: %)	13
图 20: 以“每日优鲜”为代表的生鲜电商发展兴起	14
图 21: 即时物流订单规模不断增加 (单位: 亿单)	14
图 22: 光明乳业旗下主要产品	14
图 23: 光明乳业营业总收入及变动情况 (单位: 亿元)	15
图 24: 光明乳业归母净利润及变动情况 (单位: 亿元)	15
图 25: 光明乳业各事业部收入占比	15
图 26: 光明乳业新品“新鲜牧场”	15
图 27: 莫斯利安全新系列产品	16
图 28: 莫斯利安“星厨甜品系列”	16
图 29: 光明乳业全产业链食品安全管控	16
图 30: 光明乳业牧场分布	17
图 31: 新乳业在售明星产品	17
图 32: 新乳业营业收入稳步增长 (单位: 亿元)	18
图 33: 新乳业扣非后归母净利润及其增速 (单位: 亿元)	18
图 34: 新乳业低温产品占比逐年提高	18
图 35: 新乳业主要产品“24小时”鲜牛乳	18
图 36: 新乳业旗下乳品品牌	19
图 37: 夏进乳业主要产品	19

表 目 录

表 1: 各国人均牛奶消费量对比	7
表 2: 乳制品分类及定义一览	7
表 3: 不同工艺下的牛奶产品区别一览	10

1. 整体发展趋近成熟，各子品类发展不一

1.1 乳制品行业规模远未触及天花板

我国乳制品市场经过多年发展，在 2005 年达到千亿规模之后迅速扩容，其后十年间复合增长率达 13.91%。2014 年之后，销量增长趋缓以及上游原奶价格持续走低，使得行业转向低个位数增长，2015-2019 年复合增长率为 4.56%，2019 年乳制品市场零售总额突破 4000 亿元。根据欧睿预测，未来五年我国乳制品市场仍然将稳步发展，至 2024 年乳制品市场零售额或将突破 5500 亿元。

图 1：乳制品市场零售额以及增速



资料来源：Euromonitor，渤海证券

尽管我国近年来乳制品发展趋缓，但是通过国际比较不难发现，我国乳制品人均消费量与发达国家之间仍相去甚远。2018 年，我国牛奶消费总量为 2490.08 万吨，同期日本与美国的消费总量则分别为 491.70 / 2801.96 万吨；我国人均消费量为 17.44 千克，同期日本与美国的人均消费量分别为 38.65/84.85 千克，二者的人均消费量分别是我国的 2.22/4.87 倍。从人均消费量来看，我国乳制品行业的发展远未触及到天花板，随着消费者的消费观念逐渐转变、消费习惯逐渐培养，我国乳制品行业规模将有望继续增长。

表 1: 各国人均牛奶消费量对比

年度	中国牛奶消费总量 (万吨)	日本牛奶消费总量 (万吨)	美国牛奶消费总量 (万吨)	中国人均消费量 (kg/人)	日本人均消费量 (kg/人)	美国人均消费量 (kg/人)
2013	2221.35	502.89	2975.00	15.96	39.19	92.97
2014	2389.60	493.84	2904.32	17.08	38.53	90.13
2015	2403.23	489.44	2893.54	17.08	38.24	89.21
2016	2420.02	486.85	2883.49	17.11	38.11	88.34
2017	2439.53	489.56	2838.56	17.17	38.40	86.45
2018	2490.08	491.70	2801.96	17.44	38.65	84.85

资料来源: Euromonitor, 国家统计局

需要指出的是, 本文所使用的欧睿数据口径当中, 包含了含乳饮料和植物蛋白饮料 (风味牛奶/豆奶), 该分类与我国国家统计局发布的《国民经济行业分类》有所差异。

表 2: 乳制品分类及定义一览

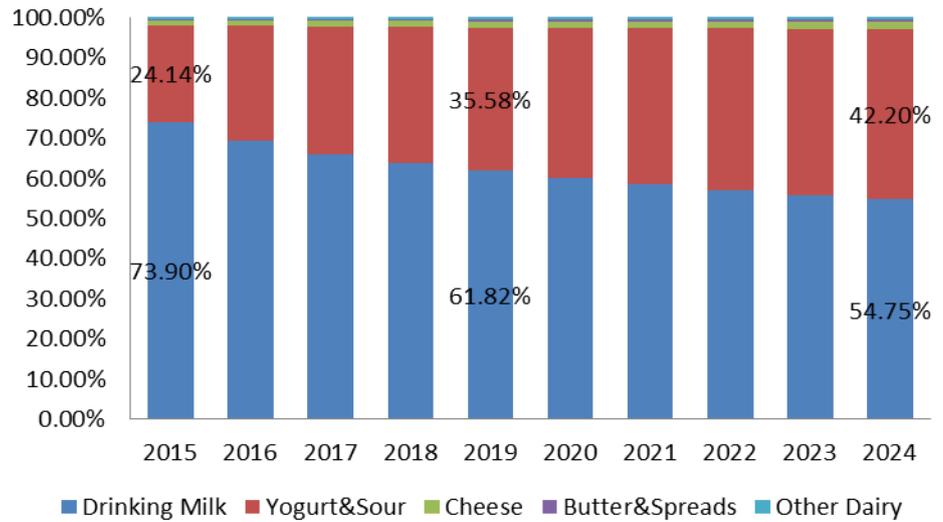
分类	定义	产品示例
液体乳	灭菌乳 以生牛(羊)乳为原料, 添加或不添加复原乳, 在连续流动的状态下, 加热到至少 132℃ 并保持很短时间的灭菌, 再经无菌罐装等工序制成的液体产品	常温纯牛奶
	调制乳 以不低于 80% 的生牛(羊)乳或复原乳为主要原料, 添加其他原料或食品添加剂或营养强化剂, 采用适当的杀菌或灭菌等工艺制成的液体产品	高钙牛奶/香蕉牛奶/谷物牛奶/咖啡牛奶
	巴氏杀菌乳 仅以生牛(羊)乳为原料, 经巴士杀菌等工序制得的液体产品	低温鲜牛奶
	发酵乳 以生牛(羊)乳为原料, 经巴士杀菌等工序制得的液体产品	低温酸奶/常温酸奶
乳粉	以生牛(羊)乳为原料, 经加工制成的粉状产品	脱脂奶粉/婴儿配方奶粉
炼乳	以生乳和(或)乳制品为原料, 添加或不添加食品添加剂和营养强化剂, 经加工制成的粘稠状产品	炼乳/炼奶
干酪	成熟或未成熟的软质、半硬质、硬质或特硬质、可有涂层的乳制品, 其中乳清蛋白/酪蛋白的比例不超过牛奶中的相应比例	奶酪

资料来源: 《国民经济行业分类》, 渤海证券

1.2 各细分子品类发展程度不一

从乳制品市场的消费构成看, 饮用奶在 2019 年以 61.82% 的占比位居首位, 酸奶是乳制品市场的第二大品类占比 35.58%, 再次是奶酪、黄油及其他。从趋势上来看, 受益于常温酸奶的发展, 酸奶品类的市场占比在逐步扩大, 且该趋势仍将持续, 预计至 2024 年酸奶品类的市场占比将达到 42.20%。受此影响, 饮用奶的发展受到一定程度抑制, 在人均乳制品消费量一定的前提之下, 二者呈此消彼长的状态。

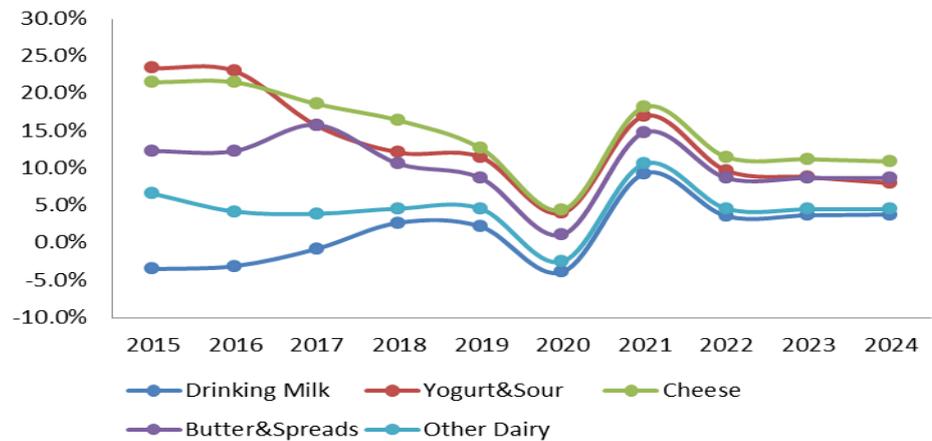
图 2: 我国乳制品零售市场构成



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

而从乳制品市场细分子品类的成长性来看, 奶酪作为最具有潜力的产品在低基数的效应下预计未来五年将以 11.18%的年复合增长率发展。紧随其后的是酸奶, 未来五年复合增长率或达到 9.41%。而饮用奶则由于较大的体量导致其未来成长性稍显不足, 但这一问题或会随着消费者饮食习惯的改变而改变。

图 3: 乳制品市场各子品类成长性



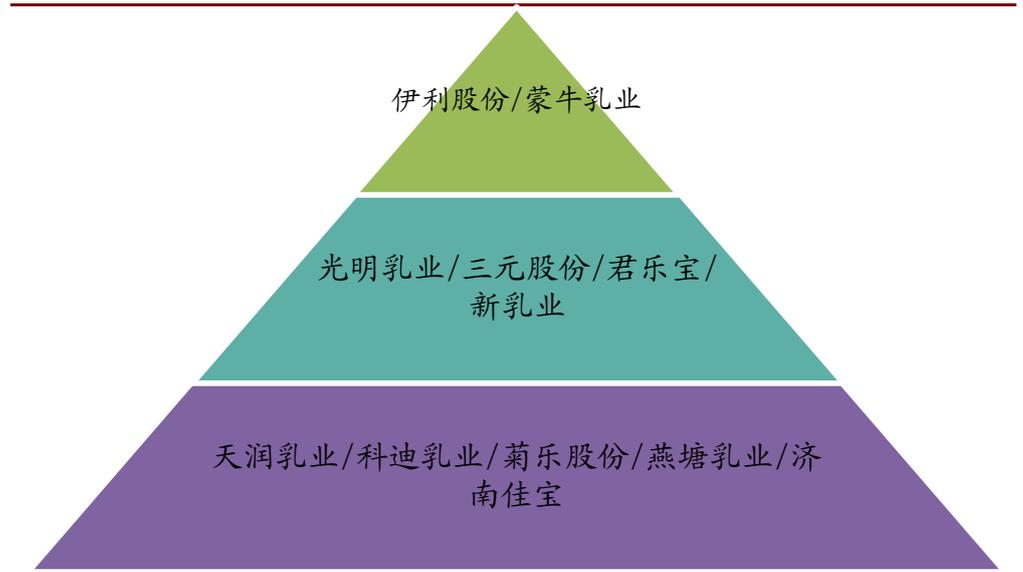
资料来源: Euromonitor, 渤海证券

1.3 稳固的双寡头竞争格局

上世纪 90 年代以来, 纵然历经价格战、质量风波和行业洗牌等因素的影响, 我国乳制品行业仍迅速发展壮大。目前行业竞争格局相对稳定, 按照企业知名度、经营规模和整体实力大致可以分为: 以伊利股份、蒙牛股份及光明乳业为代表的全国性乳制品企业, 销售网络覆盖全国, 收入水平和市场占有率处于领先地位;

以新乳业、三元股份为代表的区域性乳制品企业，在重点经营的区域市场占据领先地位，与全国性乳企形成有效互补；第三类为地方性乳制品企业，此类企业生产经营规模较小，通常仅在单一省市经营，市场份额小并且竞争力有限。整体来看，乳制品市场已形成稳固的双寡头竞争格局，伊利股份、蒙牛乳业通过常温乳制品的发展奠定了全国化基础，逐渐成为行业领军企业，第二梯队公司则多以低温产品为主常温产品为辅的策略参与市场竞争。

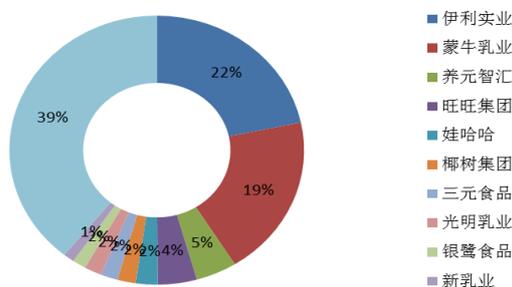
图 4：乳制品市场竞争格局



资料来源：公开资料，渤海证券

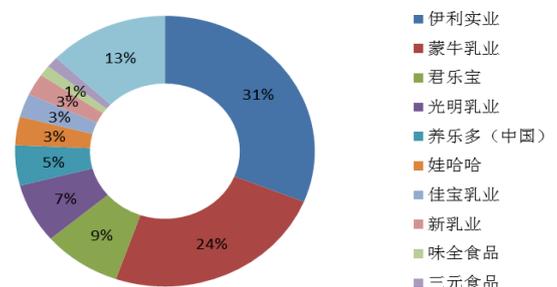
而欧睿对于饮用奶市场的统计口径包括了含乳饮料以及植物蛋白饮料。由于含乳饮料在饮用奶市场当中占据三分之一左右份额，因此在欧睿的统计数据当中，乳制品市场的竞争格局与传统乳制品市场存在一定差异。

图 5：饮用奶市场竞争格局一览



资料来源：Euromonitor，渤海证券

图 6：酸奶市场竞争格局一览



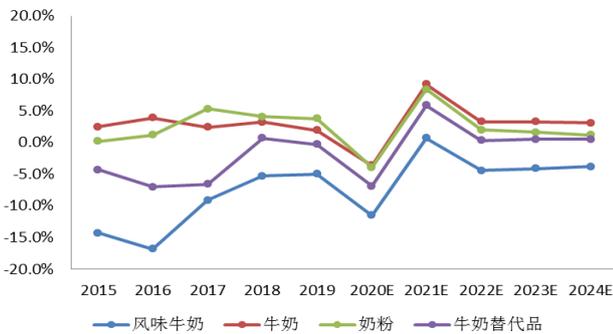
资料来源：Euromonitor，渤海证券

2.巴氏杀菌乳迎发展契机

2.1 最具成长性的饮用奶细分子品类

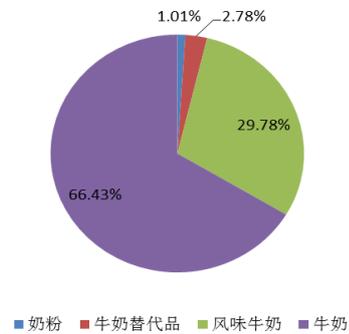
在我国饮用奶市场当中牛奶仍然是最为主要的产品，零售额占比达到 66.43%，其次为风味牛奶，再次为牛奶替代品（例如豆奶）以及奶粉。尽管牛奶市场份额相对较高，但是其成长性仍然优于其他细分品类。根据欧睿预测，未来五年牛奶销售额复合增速将达到 5.5%，而占比第二的风味牛奶或将继续失去市场份额。

图 7：饮用奶市场细分子品类零售额增速（%）



资料来源：Euromonitor，渤海证券

图 8：欧睿口径下饮用奶市场格局



资料来源：Euromonitor，渤海证券

而牛奶产品又可以分为低温牛奶以及常温牛奶，二者在生产方式、营养价值及储存条件方面均有明显差异。低温牛奶（Fresh Milk）通常采用巴氏杀菌工艺，营养成分相对更高，保质期短并且需要低温储存。常温牛奶（Shelf Stable Milk）则大多采用超高温瞬时灭菌技术，保质期较长且便于储存。

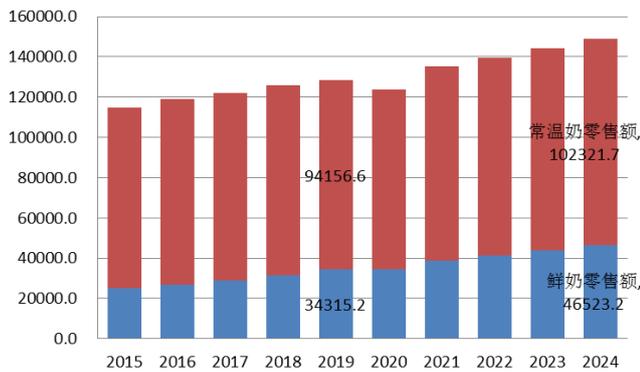
表 3：不同工艺下的牛奶产品区别一览

	75-80℃巴氏灭菌鲜奶	低温巴氏杀菌奶	常温奶(超市箱装奶)
工艺	75-80℃条件下巴氏杀菌 15 秒（真正的巴氏灭菌）	125-138℃下超巴氏杀菌，2-4 秒	135-150℃的超高温瞬时灭菌
口感	保持新鲜口感和牛奶原味，带有奶香	风味被破坏	有轻微的烧焦味
营养	杀死有害细菌，保留牛奶营养价值及活性物质	牛奶蛋白变性，破坏很多营养物质，包括活性物质	杀死所有细菌活性物质也被杀死
保质期	2-6℃冷藏，7-15 天	冷藏，20 天左右或更长	常温保存，长达 6 个月到 1 年

资料来源：公开资料，渤海证券

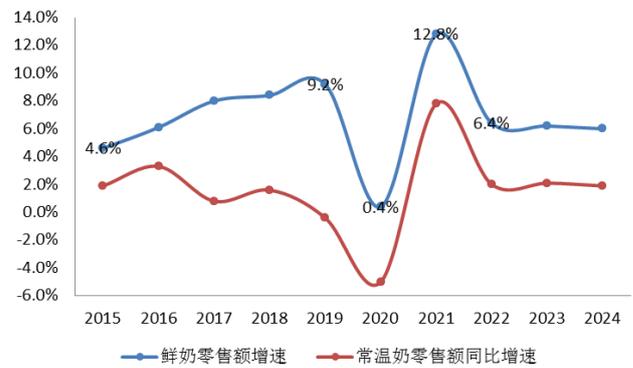
我国乳制品市场的迅速扩容，与常温产品的发展密切相关，常温牛奶在过去牢牢占据着饮用奶市场的主流地位。但随着我国经济水平的不断提高，消费升级趋势下低温牛奶的市占率将逐步提高，未来五年其复合增长率或达到 8.90%，是乳制品行业当中最具成长性的细分品类。

图 9：常温奶及鲜奶市场零售额（单位：百万元）



资料来源：Euromonitor，渤海证券

图 10：常温奶及鲜奶市场零售额同比增速



资料来源：Euromonitor，渤海证券

2.2 限制低温乳制品发展的负面因素逐步消除

长期以来，上游奶源分布不均造成我国鲜奶比例较低的主要原因，目前这种制约因素正在逐渐得到改善。我国乳牛存栏数量超过 100 万头的省份包括内蒙古、黑龙江、河北以及新疆，从区位上看均属于北部地区，是我国最为主要的奶源生产基地。整体来看，我国奶源从北至南依次减少，海南地区乳牛存栏数量不足 1000 头。由于鲜奶的保质期较短，因此奶源分布不均极大的制约了该品类的发展。

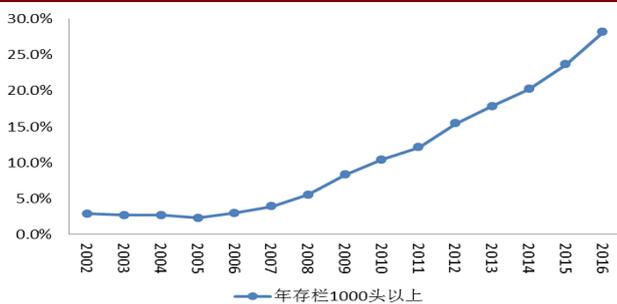
图 11：我国各省市乳牛数量分布（单位：千头）



资料来源：国家统计局，渤海证券

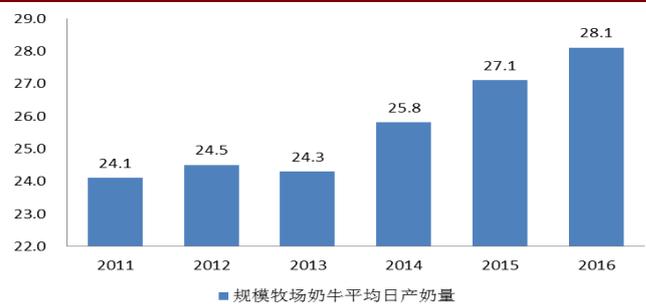
在我国乳制品发展初期，存在大量散户养殖，生鲜乳的质量存在较大风险。通过近几年的发展，奶牛养殖业整体向标准化、规模化和集约化发展。规模牧场平均日产奶量逐步提高，原奶质量得到有效保障，使得奶源分布不均对鲜奶行业的制约逐渐弱化。目前，南方地区多以牧场养殖为主，乳制品企业直接与牧场建立长期合作关系，以获取数量、质量稳定的奶源。随着对奶源质量的要求不断提高，各地政府及乳制品企业愈发重视奶源建设，大型乳企纷纷通过自建牧场等方式加强对奶源的控制，奶源自给比率不断提高，为鲜奶品类的发展提供了必要的基础。

图 12: 我国奶牛养殖正在向规模化方向发展



资料来源: 中国奶业年鉴 2017, 渤海证券

图 13: 我国规模牧场奶牛平均日产奶量 (单位: kg/天)



资料来源: 中国奶业年鉴 2017, 渤海证券

冷链物流行业的不成熟也是限制鲜奶品类快速增长的又一大原因。乳制品冷链物流是指原产地乳制品在通过贮藏运输、分销、零售的过程中，始终保持乳制品所要求的低温条件的物流。乳制品冷链需求的特点主要包括两个方面，其一是需要实现上游原材料即原奶的冷链运输，其二是鲜奶贮存必须的低温环境。

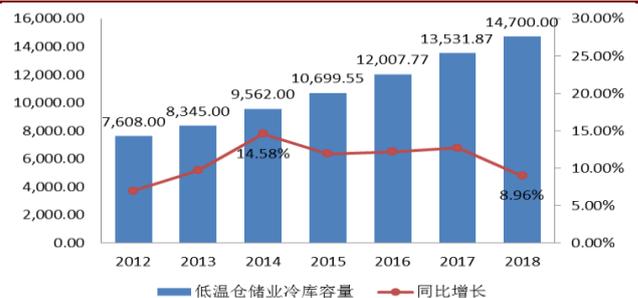
与其他食品的区别在于，由于乳制品蛋白质含量较高容易腐败变质，因此鲜奶对冷链物流的需求贯穿产业链上下游。尽管如此，非规模化奶源难以承担冷链运输成本并且我国冷藏车辆严重不足，目前仍以常温运输为主，造成了一定的原奶损失。随着规模化养殖的比例不断提高、冷链物流硬件设施不断完善，这一问题将会得到解决。

图 14: 我国公路冷链运输车数量不断增加 (单位: 万辆)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

图 15: 我国低温仓储业冷库不断扩容 (单位: 万立方米)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

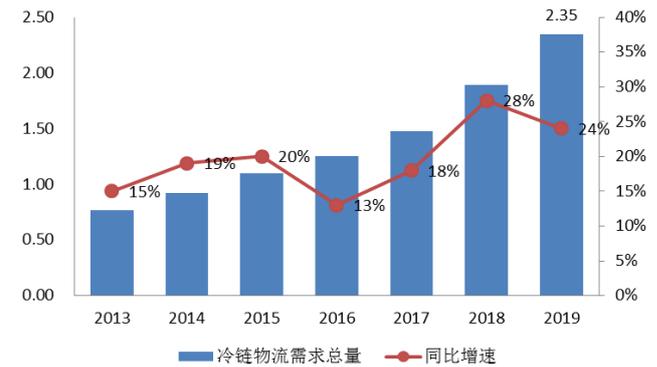
鲜奶产品对低温环境的要求以及较短的保质期限限制了产品销售的半径，因此需要及时配送以保证产品的营养、新鲜。目前乳制品企业一般采用的冷链方式包括“乳制品企业+第三方冷链物流”或者“乳制品企业+自运营冷链物流”模式。目前，对于巴氏杀菌乳工艺的不断完善使得鲜奶品类的保质期有所延长，加之冷链物流的不断发展，或将使巴氏奶的销售范围不断扩大。

图 16: 我国冷链物流总额持续走高 (单位: 万亿元)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

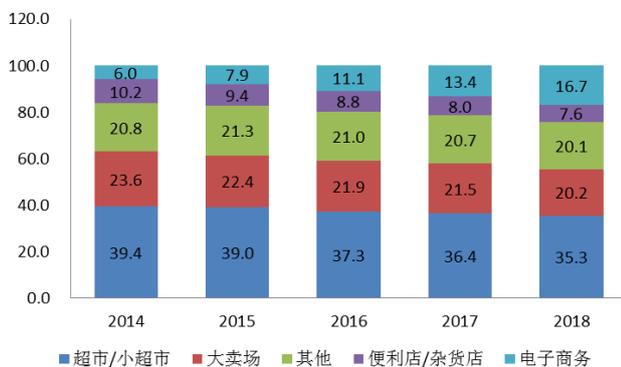
图 17: 我国冷链物流需求总量持续攀升 (单位: 亿吨)



资料来源: 中物联冷链委, 渤海证券

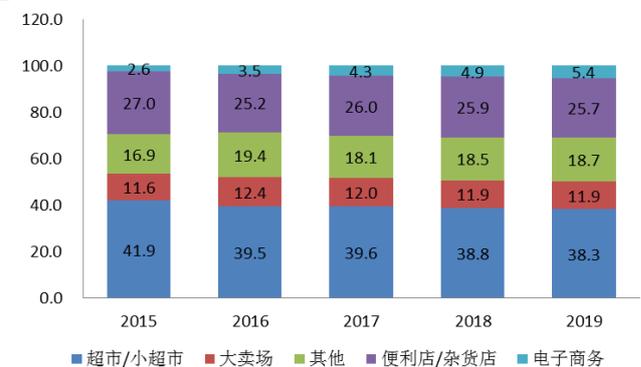
由于巴氏杀菌奶对于保质期有严格的限制，因此对于消费量造成一定限制，如若能够提高消费频次或将促使消费需求有所提升。近年来电商的发展在快消品销售当中占据了举足轻重的地位，并且电商渠道销售份额仍在持续提高。对比饮用奶产品的销售渠道分布不难发现，作为生鲜产品的饮用奶在电商渠道的销售份额与快消类产品整体相比差距明显。数据显示，2018年快消品电商渠道销售额占比达16.7%，而同期饮用奶电商渠道销售占比仅4.9%。我们认为，消费习惯是造成这种差异的主要原因，同时我们认为目前这种情况由于疫情影响正在发生转变。

图 18: 快速消费品城镇零售渠道销售额占比 (单位: %)



资料来源: Kantar, 渤海证券

图 19: 饮用奶零售渠道销售额占比 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

突如其来的疫情使得以生鲜食品为代表的刚性需求提升明显，外出的风险性使得数量可观的消费者使用线上平台进行生鲜和快消商品的购买，并且采用即时物流服务配送到家。疫情后时代，这样的消费习惯得到部分保留，加速了以生鲜为代表的食品饮料产品电商化销售的趋势。生鲜电商和即时物流的发展，提高了鲜奶的消费频率。

图 20: 以“每日优鲜”为代表的生鲜电商发展兴起



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 21: 即时物流订单规模不断增加 (单位: 亿单)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

3. 相关公司

3.1 优质的低温乳制品龙头——光明乳业

国内规模最大的乳制品企业之一。光明乳业股份有限公司成立于 1996 年，是国内规模最大的乳制品企业之一。公司主要从事乳制品的生产和销售、奶牛的饲养和培育及物流配送等业务，公司产品及渠道遍布上海、华东、华中、华南、华北、西南等地区。公司拥有先进的乳制品加工工艺、技术和设备，拥有国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度的品牌，拥有先进的全程冷链保险系统，上述三者均为公司长期发展保驾护航。

图 22: 光明乳业旗下主要产品



资料来源: 公司官网, 渤海证券

公司自上市以来营业总收入整体呈现增长态势，2019 年公司实现营业总收入 225.63 亿元，近十年复合增长率达 10.00%。公司归母净利润方面则有所波动，2019 年公司归母净利润达到 4.98 亿元，近十年复合增长率为 11.04%。其中，公司在 2010-14 年经历了由于大单品莫斯利安带来的高速发展阶段，也经历了其后市场份额遭受竞品狙击的经营调整期。

图 23: 光明乳业营业总收入及变动情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

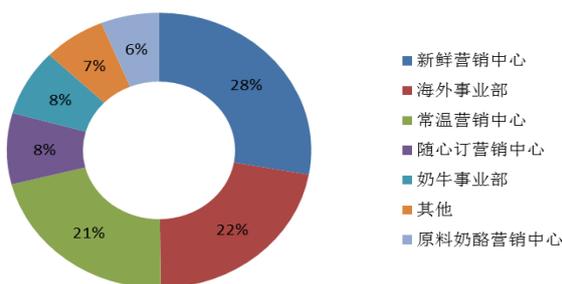
图 24: 光明乳业归母净利润及变动情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

坚守低温优势，升级常温品牌。多年以来，公司始终以低温乳制品发展为主，例如新鲜巴氏乳等产品。在各个经营分部中，新鲜营销中心营业收入占比达 27.82%，位列各事业部第一。公司于去年 11 月承办首届中国奶业“新鲜峰会”，与多家乳企共同发布上海宣言，倡议推动“新鲜巴氏乳”国家标准的出台。产品方面，公司今年推出“新鲜牧场”牛乳产品，采用高温杀菌技术，相较以往低温产品延长了保质期，扩大了产品的配送半径，成为公司今年低温主打产品。

图 25: 光明乳业各事业部收入占比



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 26: 光明乳业新品“新鲜牧场”



资料来源: 公开资料, 渤海证券

而在常温产品方面，公司重点品牌莫斯利安在 2019 年通过产品及营销升级推进品牌焕新，签约全新代言人刘昊然，结合莫斯利安品牌宣言“源味纯正，只在莫斯利安”召开新品发布会，并于年末携手代言人刘昊然揭幕莫斯利安首款即饮旋盖包装“米其林星厨甜品系列”新产品。

图 27: 莫斯利安全新系列产品



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 28: 莫斯利安“星厨甜品系列”



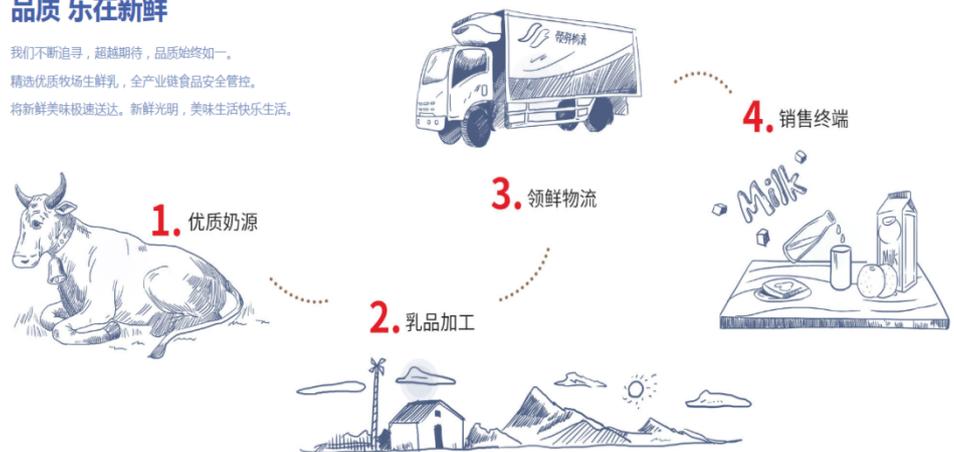
资料来源: 公开资料, 渤海证券

全产业链布局, 全程保证品质。多年以来, 公司始终坚持全产业链发展, 确立主业 1+2 的发展模式, 布局乳业、牧业、冷链物流三大产业。从牧场到终端, 公司站在全球化的高度通过打造全产业链, 将牧场管理、乳品加工、物流冷链、品牌销售相联结, 为消费者提供高品质乳制品。

图 29: 光明乳业全产业链食品安全管控

品质 乐在新鲜

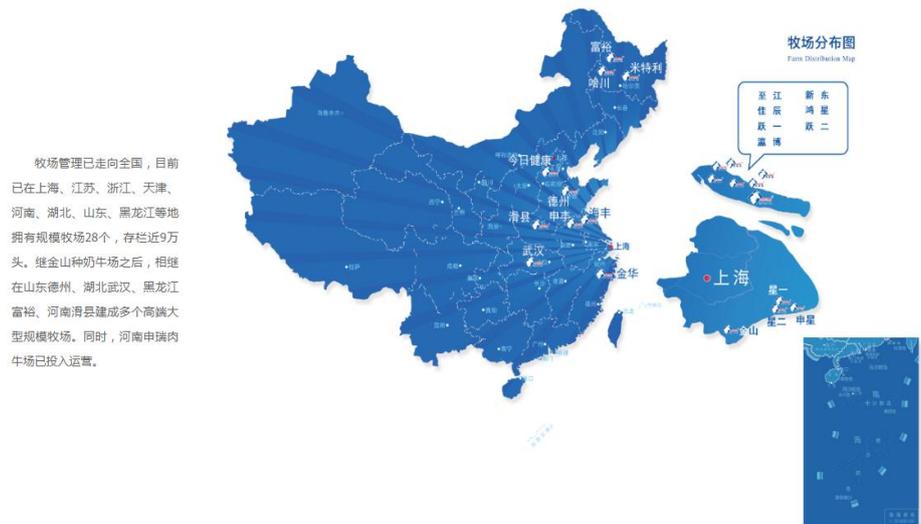
我们不断追寻, 超越期待, 品质始终如一。
精选优质牧场生鲜乳, 全产业链食品安全管控。
将新鲜美味极速送达。新鲜光明, 美味生活快乐生活。



资料来源: 公司官网, 渤海证券

上游奶源方面, 光明牧业目前拥有规模牧场 28 个, 并且多集中于公司主要消费市场华东地区, 去年成功竞拍江苏辉山乳业/牧业相关资产, 完善奶源部剧, 巩固竞争优势, 从上游原材料入手掌控华东地区市场。乳品加工方面, 公司拥有先进的工艺、技术和设备, 并于 2010 年开始导入世界级制造(WCM World Class Manufacturing)持续改善的生产管理系统, 2014 年逐步推广至旗下各生产基地。物流配送方面, 公司自有领鲜物流有限公司, 为产品的配送保驾护航。终端销售方面, 公司积极布局电商渠道, 拥抱新零售推动数字化转型, 为全面引领新零售标杆而迈出信息化建设进程全新一大步。

图 30: 光明乳业牧场分布



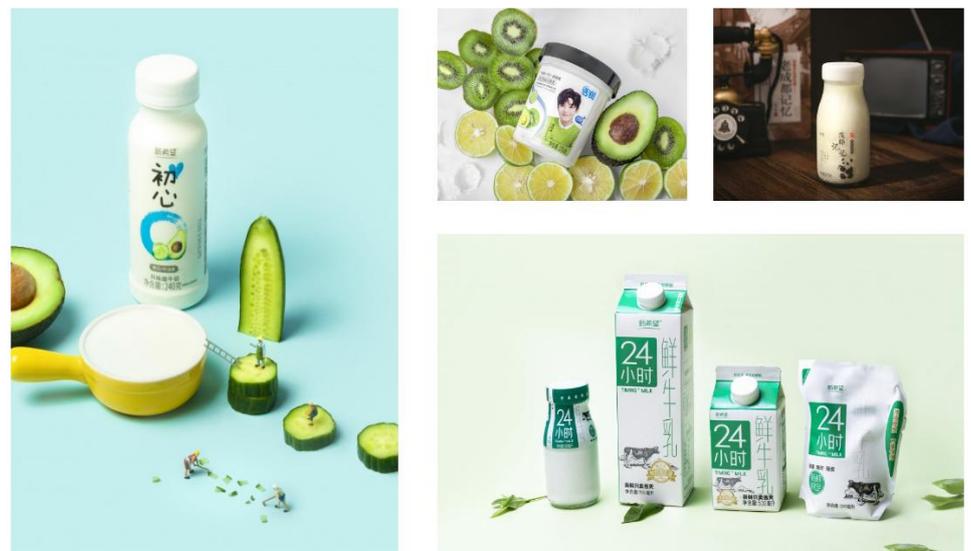
牧场管理已走向全国，目前已在上海、江苏、浙江、天津、河南、湖北、山东、黑龙江等地拥有规模牧场28个，存栏近9万头。继金山种奶牛场之后，相继在山东德州、湖北武汉、黑龙江富裕、河南滑县建成多个高端大型规模牧场。同时，河南申瑞肉牛场已投入运营。

资料来源：公开资料，渤海证券

3.2 以低温乳制品为主的行业新星——新乳业

低温乳制品为主的行业新星。新乳业是一家专门从事乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售的企业，主要产品包括液体乳、含乳饮料和奶粉等。公司以“鲜战略”作为品牌纲领，围绕新鲜、新潮、新科技的“三新”维度，着重发展低温乳制品，通过重点布局、辐射周边的发展方式开拓市场业务。公司目前在四川、云南、河北、浙江、山东等地区拥有较高的市场占有率和较强的竞争优势。

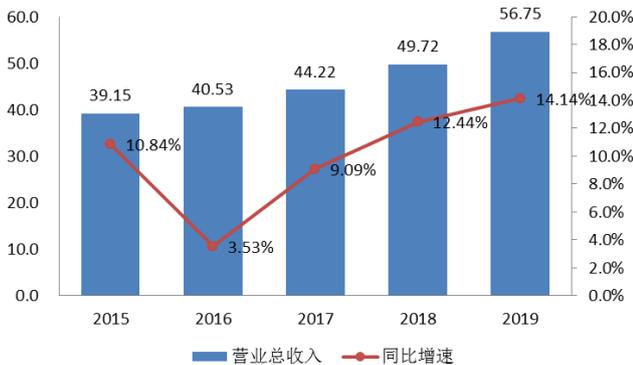
图 31: 新乳业在售明星产品



资料来源：公司官网，渤海证券

公司营业收入逐年增长，近五年符合增长率达 9.95%，至 2019 年营业收入达到 56.75 亿元。经营业绩方面，公司扣非后归母净利润近五年复合增速达 73.44%，主要是由于前期的利润规模较小所致。最近三年由于毛利率及三费支出的不稳定，导致业绩表现相对平稳。随着公司的规模化发展，未来或有不俗表现。

图 32: 新乳业营业收入稳步增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

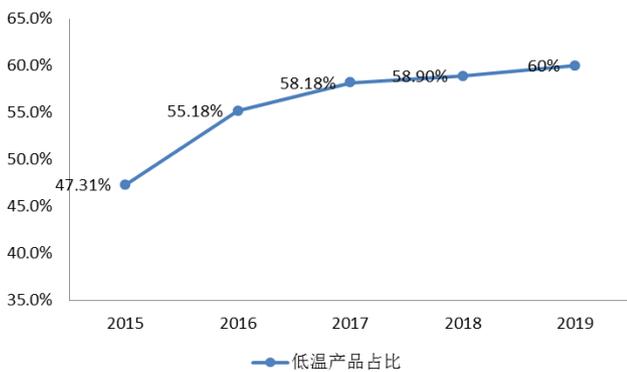
图 33: 新乳业扣非后归母净利润及其增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

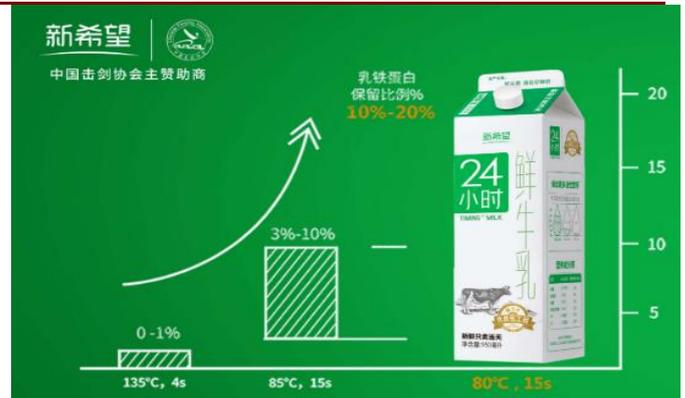
公司实行差异化的竞争策略，以低温鲜奶及酸奶产品为主，不断优化产品结构，提升低温乳制品在公司销售中的比重，目前公司低温产品销售收入占比已超过 60%。公司低温鲜奶产品重点强调营养价值，“24 小时”从牧场到餐桌，最大程度定义新鲜。

图 34: 新乳业低温产品占比逐年提高



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 35: 新乳业主要产品“24 小时”鲜牛乳



资料来源: 公开资料, 渤海证券

并购整合助力公司发展。从行业特征上来看，低温乳制品由于易腐变质的特点，销售半径相对有限并且需靠近上游奶源地，这就造成了行业区域品牌居多的现状，在这种情况下外延并购成为了公司想要迅速发展壮大的不二之选。这一独特而高效的“1+N”模式不仅打破低温鲜奶的区域属性，并且具有可复制性，未来公司将逐步构建以“鲜战略”为核心的全国性布局。

公司立足西南，并在华东、华中、华北深度布局，构建了以“鲜战略”为核心价值的城市型乳企联合舰队。公司现旗下有 37 家控股公司、13 个主要乳品品牌、14 家乳制品加工厂以及 11 个自有牧场。通过多年经验提出了差异化经营模式，促进多品牌的协同发展。

图 36: 新乳业旗下乳品品牌



资料来源: 公司官网, 渤海证券

今年 5 月，公司发布公告拟收购寰美乳业 100% 股权，标的资产交易作价为 17.1 亿元。寰美乳业处于中国优质奶源带——宁夏地区，主营业务为乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售，业务经营区域主要位于宁夏、陕西、甘肃等西北地区。寰美乳业控股子公司夏进乳业作为区域龙头乳制品企业，在宁夏市场拥有领先的市场份额。本次交易完成后，新乳业产品覆盖区域将拓展至西北地区，有利于通过地域拓展培育新的盈利增长点，将西南、西北的战略布局相连，进一步巩固新乳业在西部市场的领先地位，并进一步提升新乳业在全国的影响力。

图 37: 夏进乳业主要产品



资料来源: 公司官网, 渤海证券

4.投资建议

尽管从行业增速看，乳制品市场已步入成熟发展阶段，但从横向比较来看我国人均乳制品消费量仍然具有相当大的发展空间。从细分子品类来看，低温乳制品的成长性远高于其他品类。多年以来，巴氏杀菌乳的发展由于客观因素受阻，未来随着牧场的规模化发展、冷链物流逐渐成熟以及消费升级趋势持续，巴氏杀菌乳或将驶入快车道。综上，我们给予行业“看好”的投资评级，推荐多年深耕低温乳制品的行业龙头光明乳业（600597）以及通过外延发展打破行业壁垒的新乳业（002946）。

5.风险提示

宏观经济下行风险，上游原奶价格波动，食品安全问题

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华
+86 10 6810 4898
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
滕飞
+86 10 6810 4686

电子行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602
邓果一
+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁
+86 22 2387 3123
马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061
陈菊
+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn