

新希望乳业股份有限公司

研究报告

金基研

金基研，是一家全球性专业财经研究机构，具备资本市场研究能力和新媒体传播属性。

联系方式

电话: 86-20-28186529

邮箱: jr@JinjiResearch.com

面对市场

沪深、香港、美国的资本市场。

研究方向

尚未被市场察觉的基本面。

免责声明

本报告系基于我们认为可靠的或已公开的信息撰写，我们不保证文中数据、资料、观点或陈述不会发生任何变更。在任何情况下，本报告中的数据、资料、观点、或所表述的意见，仅供信息分享和参考，并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，我们不对任何人因使用本报告中的任何数据、资料、观点、内容所引致的任何损失负任何责任，阅读者自行承担风险。本报告，主要以电子版形式分发，也会辅以印刷品形式分发，版权均归金基研所有。未经我们同意，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

新乳业 (002946.SZ)

并购寰美乳业拓宽业务区域，三大优势培育利润增长点

2019年1月25日，根植于西南地区的新希望乳业股份有限公司（以下简称“新乳业”）成功“闯关”资本市场。上市一年后，新乳业“大刀阔斧”，培育新的利润增长点，并购宁夏寰美乳业发展有限公司（以下简称“寰美乳业”）。

位于奶牛养殖黄金地带的寰美乳业，常年专注于乳制品生产与制造。借助于寰美乳业区域竞争优势、技术优势、奶源优势等三大优势的加持，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。

根据《金基研》研究，新乳业此番并购因素如下：

一、奶源效应，宁夏奶牛存栏数稳增

我国乳制品行业存在一定的区域性，奶源地域分布不均，北方的奶牛资源较为丰富。地处奶牛养殖的黄金地带的宁夏，是中国著名的优良奶源产地，有丰富的奶源供应。

二、拓宽业务区域，培育新的利润增长点

新乳业是一家面向全国的乳制品企业，但客户却主要集中在西南地区。2019年，西南地区、华东地区、华北地区以及其他区域占新乳业营业收入的比值分别为 56.13%、24.63%、10.81%、8.43%。

近年来，新乳业华南地区、西南地区、华东地区的毛利率都呈下滑趋势，华北地区的毛利率开始回升。在主营产品依旧保持着较高的市场热度的情况下，新乳业亟需寻求新的利润增长点。

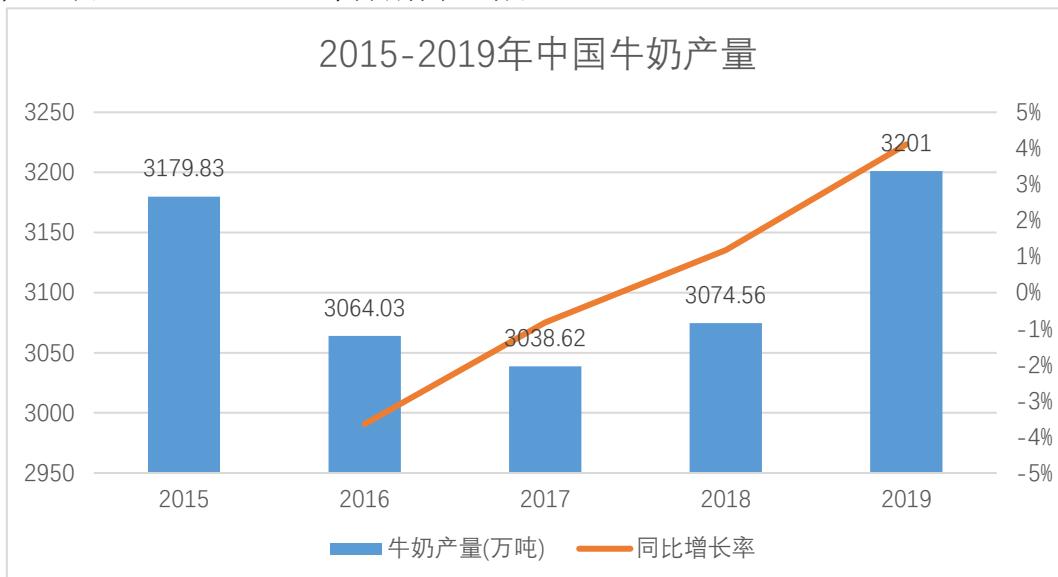
三、并购优质标的，三大优势促发展

为了拓展新乳业的经营区域，提升公司综合竞争力与影响力。2020年5月，新乳业拟支付现金对价10.27亿元购买寰美乳业60%的股权。

作为区域龙头乳制品企业，寰美乳业在宁夏市场拥有领先的市场份额，在宁夏地区具有较强的本土品牌优势和竞争力，近年来营业收入、净利润实现稳步增长。

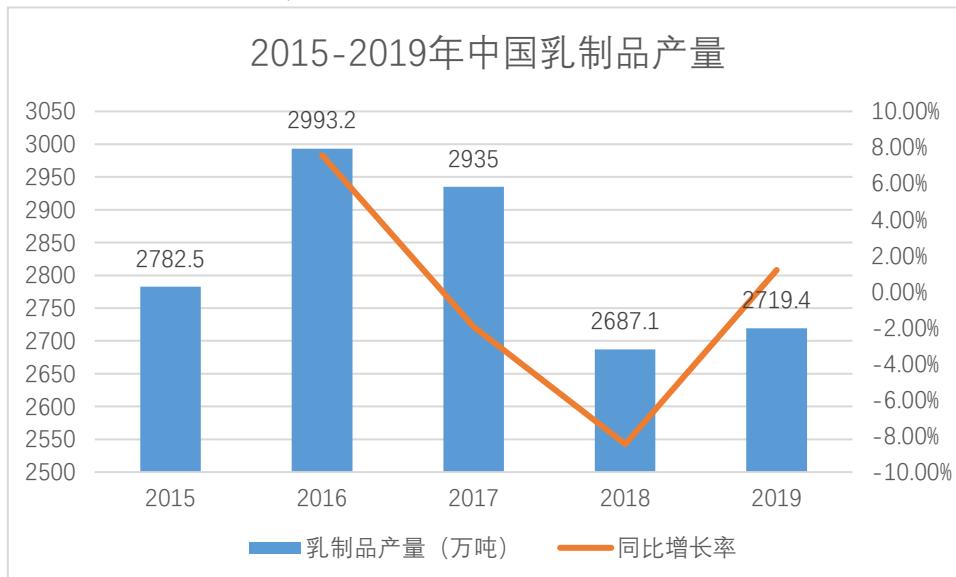
一、奶源效应，宁夏奶牛存栏数稳增

根据《乳制品工业产业政策》，人均乳制品消费量是衡量一个国家人民生活水平的指标之一。近年来，国际市场乳制品价格缓慢提升，中国乳制品行业整体保持了稳定向好的发展态势。2015–2019年，中国牛奶产量分别为3,179.83万吨、3,064.03万吨、3,038.62万吨、3,074.56万吨、3,201万吨，2016–2019年分别同比增长-3.64%、-0.83%、1.18%、4.11%。



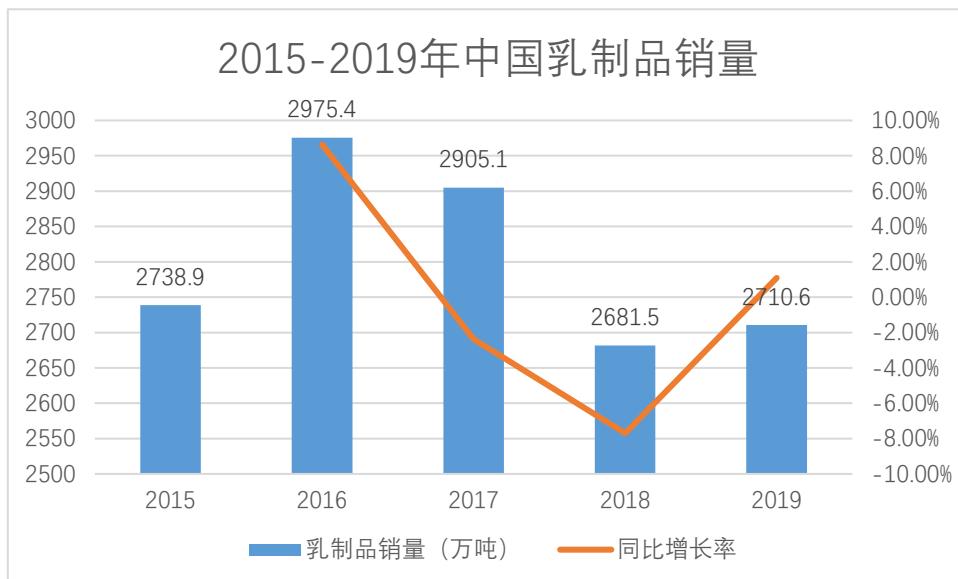
制图：《金基研》 数据来源：国家统计局

2015–2019年，中国乳制品产量分别为2,782.5万吨、2,993.2万吨、2,935万吨、2,687.1万吨、2,719.4万吨，2016–2019年分别同比增长7.57%、-1.94%、-8.45%、1.2%。



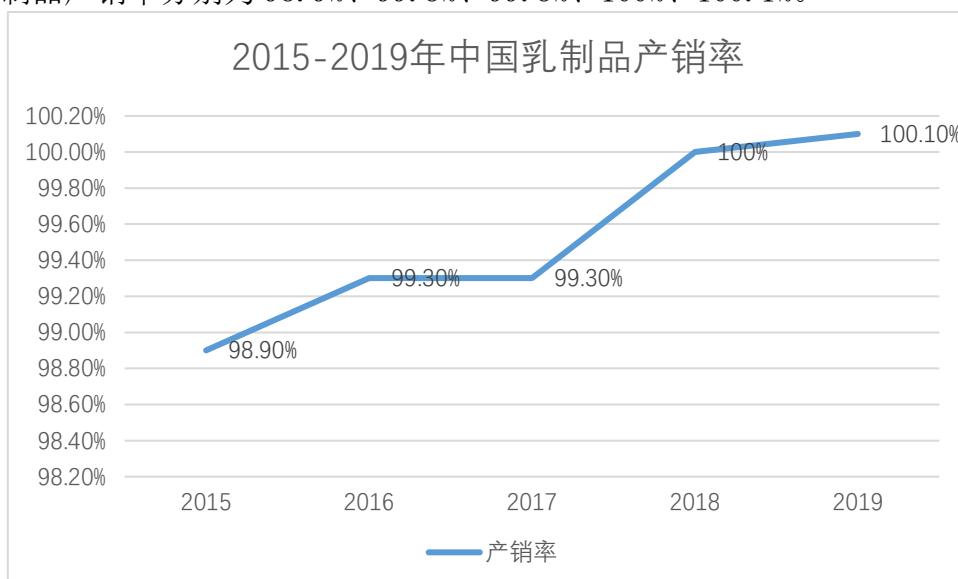
制图：《金基研》 数据来源：国家统计局

2015–2019年，中国乳制品销量分别为2,738.9万吨、2,975.4万吨、2,905.1万吨、2,681.5万吨、2,710.6万吨，2016–2019年分别同比增长8.63%、-2.36%、-7.7%、1.09%。



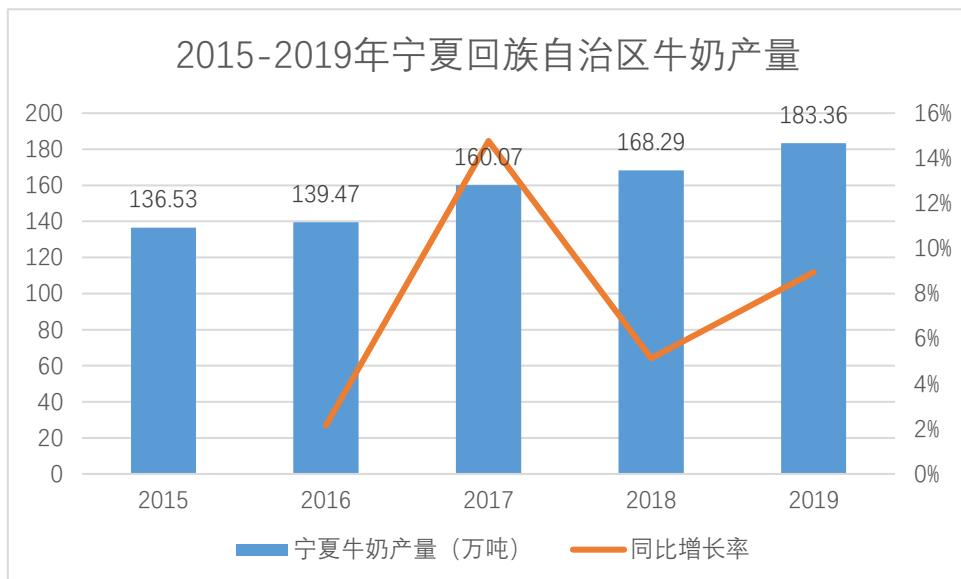
制图:《金基研》 数据来源: 国家统计局

上述种种迹象表明, 2019 年, 中国乳制品产销量“回温”, 乳制品行业呈现企稳的态势。另一方面, 中国乳制品的产销率也逐年提高, 人们对乳制品的需求也在不断增长。2015-2019 年, 中国乳制品产销率分别为 98.9%、99.3%、99.3%、100%、100.1%。



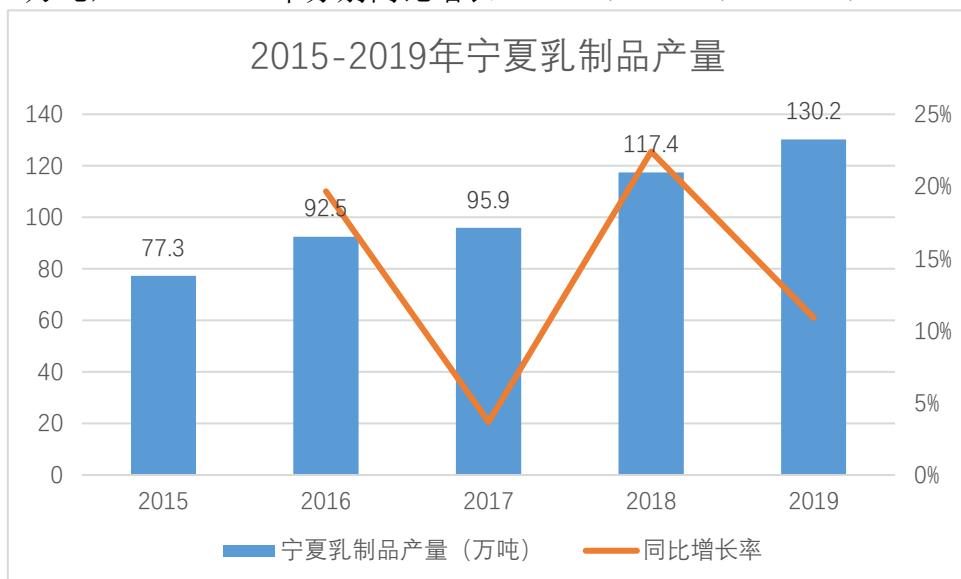
制图:《金基研》 数据来源: 国家统计局

值得注意的是, 我国乳制品行业存在一定的区域性, 奶源地域分布不均, 北方的奶牛资源较为丰富。地处奶牛养殖的黄金地带的宁夏, 是中国著名的优良奶源产地, 有丰富的奶源供应。2015-2019 年, 宁夏回族自治区的牛奶产量分别为 136.53 万吨、139.47 万吨、160.07 万吨、168.29 万吨、183.36 万吨, 2016-2019 年分别同比增长 2.15%、14.77%、5.14%、8.95%。



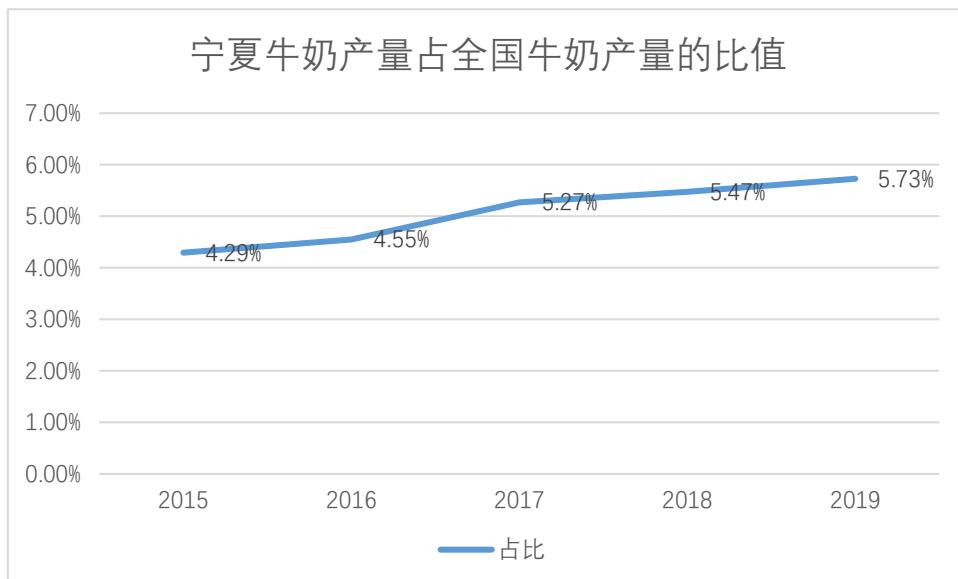
制图:《金基研》 数据来源: 宁夏回族自治区统计局

2015–2019 年，宁夏回族自治区乳制品产量分别为 77.3 万吨、92.5 万吨、95.9 万吨、117.4 万吨、130.2 万吨，2016–2019 年分别同比增长 19.66%、3.68%、22.42%、10.9%。



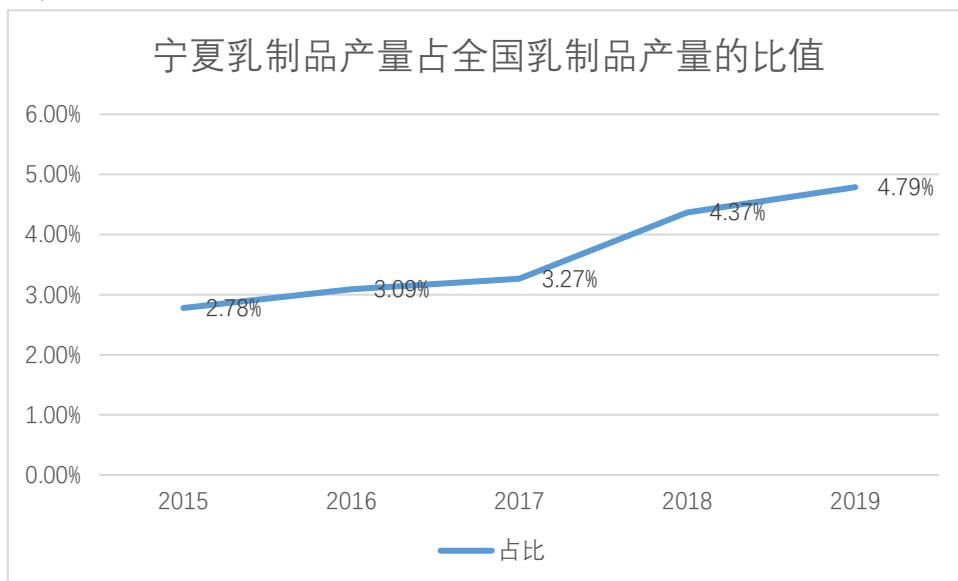
制图:《金基研》 数据来源: 宁夏回族自治区统计局

与此同时，宁夏回族自治区的牛奶产量和乳制品产量占全国的比重也逐年提升，
2015–2019 年，宁夏回族自治区的牛奶产量占中国牛奶总产量的比值分别为 4.29%、4.55%、
5.27%、5.47%、5.73%。



制图:《金基研》 数据来源: 宁夏回族自治区统计局

2015–2019 年, 宁夏回族自治区乳制品产量占中国乳制品总产量的比值分别为 2.78%、3.09%、3.27%、4.37%、4.79%。



制图:《金基研》 数据来源: 宁夏回族自治区统计局

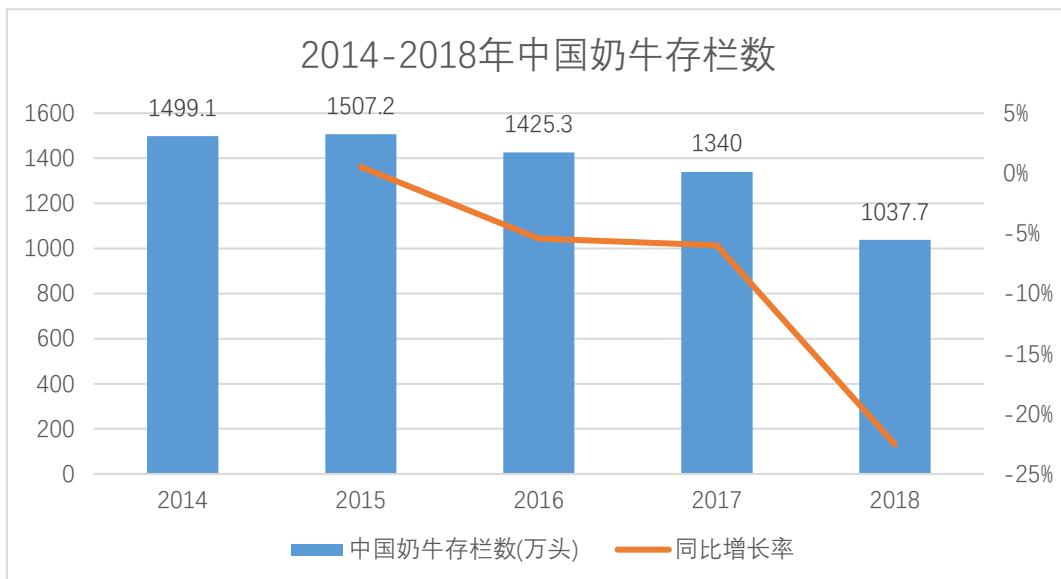
值得关注的是, 宁夏回族自治区的乳制品在中国占据着“一席之地”。

据中华人民共和国商务部数据, 截至 2019 年底, 宁夏成年母牛年均单产 8,500 公斤, 比全国平均水平高 1,000 公斤, 居全国第三位; 人均鲜奶占有量 265.3 公斤, 居全国第一位。

与牛奶产量息息相关的是奶牛存栏数。但近年来中国奶牛存栏数却显“低迷”, 奶牛存栏量数连续几年呈负增长。

2014–2018 年, 中国奶牛存栏数分别为 1,499.1 万头、1,507.2 万头、1,425.3

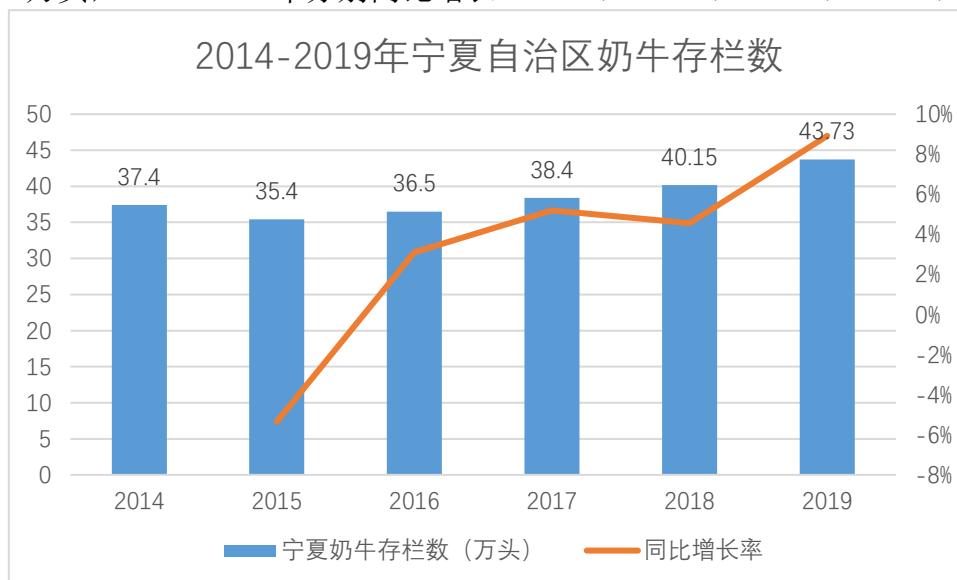
万头、1,340 万头、1,037.7 万头, 2015–2018 年分别同比增长 0.54%、-5.43%、-5.98%、-22.56%。



制图:《金基研》 数据来源: 中国奶业年鉴、农业部

反观其身后,在全国奶年存栏总数呈负增长的同时,宁夏回族自治区的奶牛存栏数却“一片向好”,近几年均大幅增长。

2014—2019年,宁夏奶牛存栏数分别为37.4万头、35.4万头、36.5万头、38.4万头、40.15万头、43.73万头,2015—2019年分别同比增长-5.35%、3.11%、5.21%、4.56%、8.92%。



制图:《金基研》 数据来源: 东方财富 Choice、宁夏回族自治区统计局

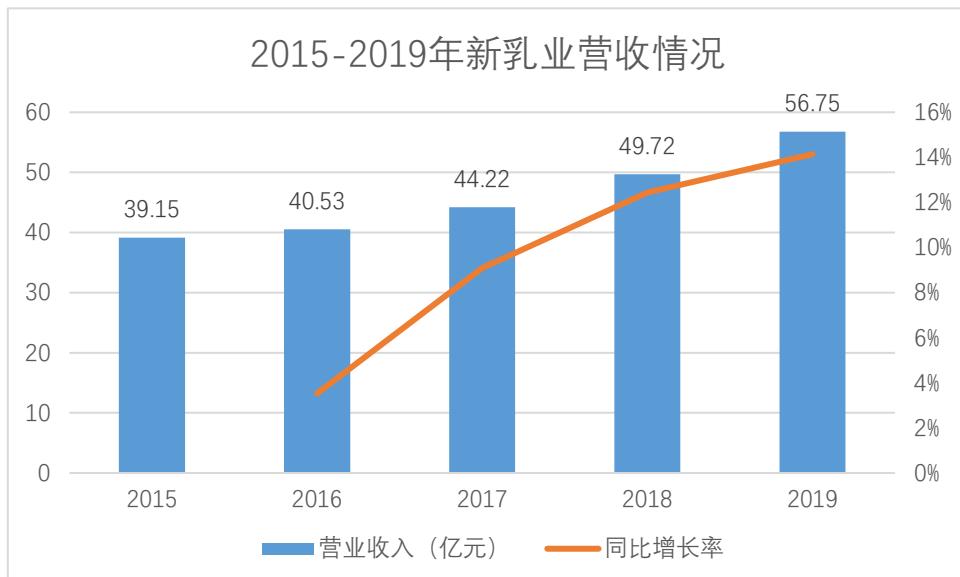
2020年第一季度,宁夏奶牛存栏数为47.53万头,较2019年年底增加3.8万头。

据中国政府网数据,宁夏将通过加强奶牛良种繁育及推广、推进养殖粪污资源化利用、做强做优乳制品加工业、保障乳品质量安全等一系列措施推进奶业高质量发展,力争到2022年,实现全区生鲜乳年总产量达260万吨以上、奶牛养殖粪污综合利用率达92%、产品监督抽检合格率达99%以上的目标。

二、拓宽业务区域,培育新的利润增长点

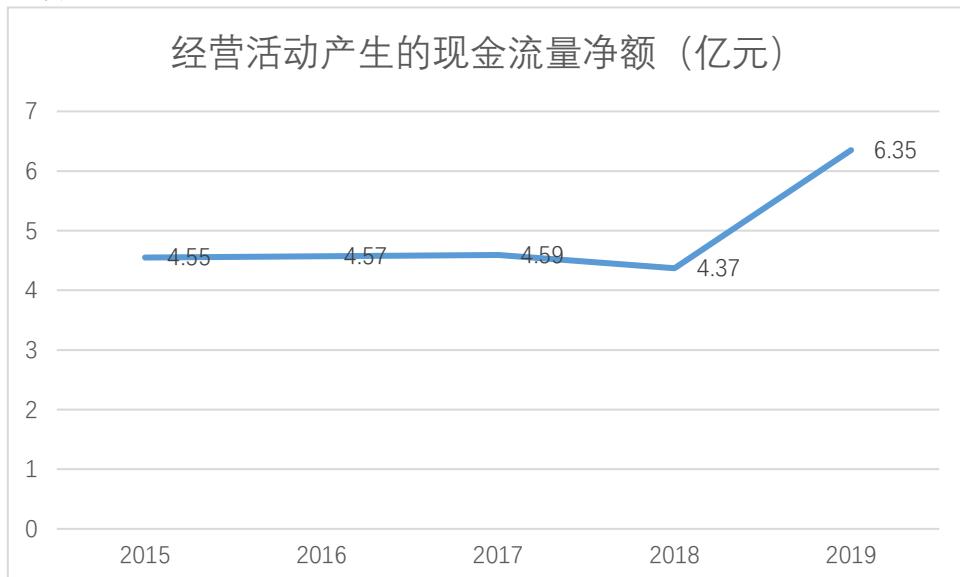
成立于 2006 年 7 月 5 日的新乳业，自成功“闯关”资本市场以来，营业收入始终保持着较快的增速。

2015—2019 年及 2020 年第一季度，新乳业的营业收入分别为 39.15 亿元、40.53 亿元、44.22 亿元、49.72 亿元、56.75 亿元、10.55 亿元，2016—2019 年分别同比增长 3.53%、9.09%、12.44%、14.14%。



制图：《金基研》 数据来源：东方财富 Choice

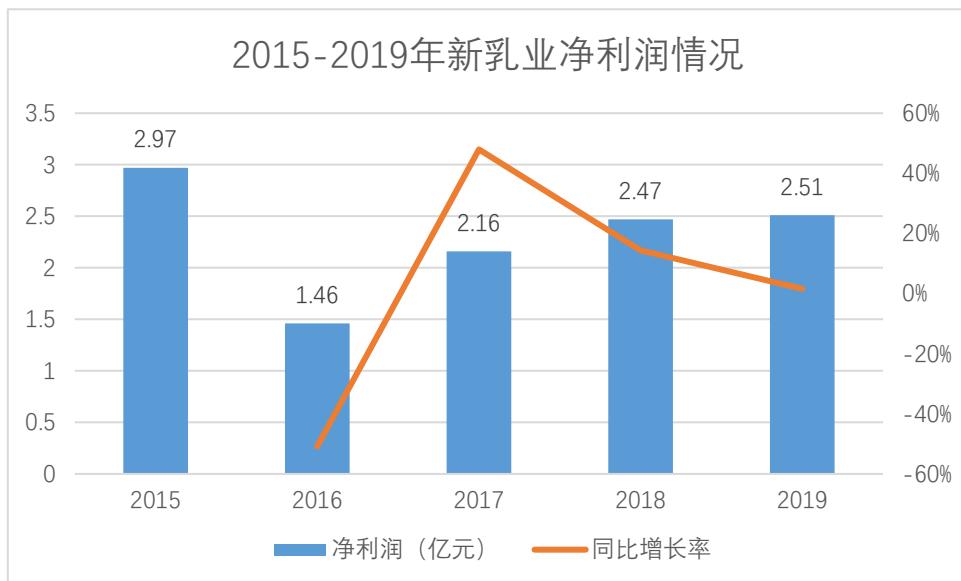
伴随着营收增速的“节节高升”，新乳业的现金流也充足。2015—2019 年，新乳业经营活动产生的现金流量净额分别为 4.55 亿元、4.57 亿元、4.59 亿元、4.37 亿元、6.35 亿元。



制图：《金基研》 数据来源：东方财富 Choice

不可回避的是，近年来新乳业的净利润虽保持增长，但增速却趋缓。

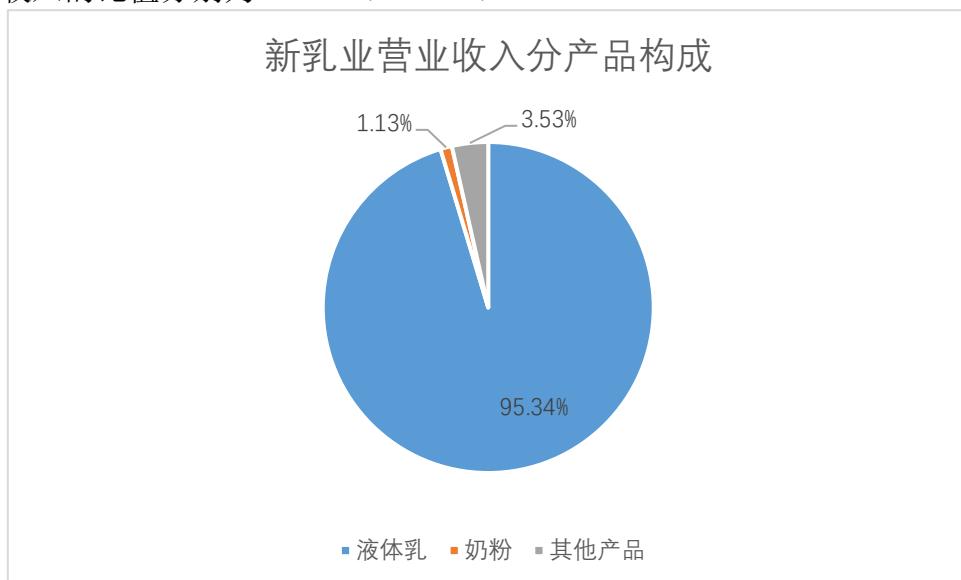
2015—2019 年及 2020 年第一季度，新乳业的净利润分别为 2.97 亿元、1.46 亿元、2.16 亿元、2.47 亿元、2.51 亿元、-0.26 亿元，2016—2019 年分别同比增长 -50.84%、47.95%、14.35%、1.62%。



制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

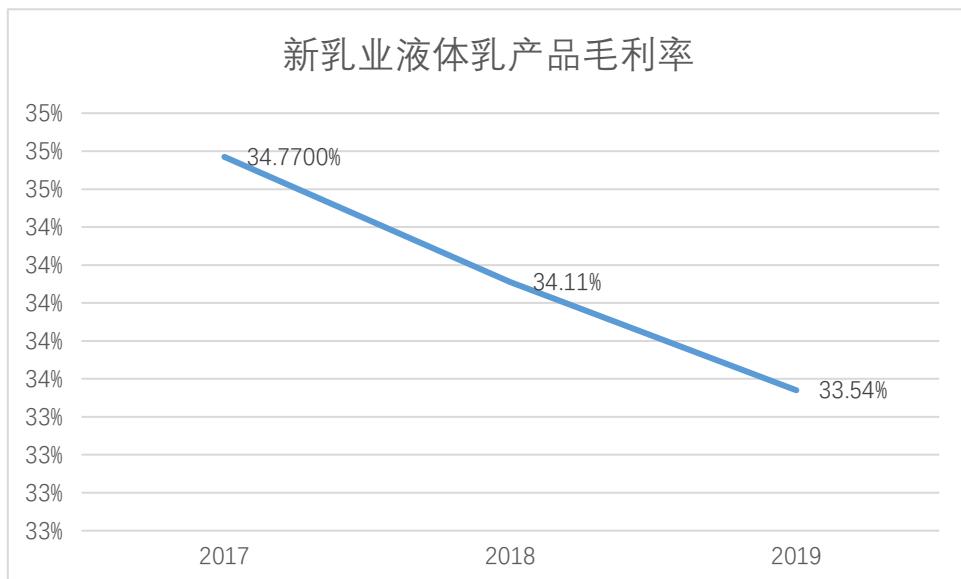
专注于为消费者提供新鲜健康的优质乳品的新乳业，主营业务为乳制品的生产和销售以及奶牛养殖等业务，在中国西南、华中、华东、华北等地拥有 13 个主要乳品品牌、14 家乳制品加工厂。

2019 年，新乳业液体乳、奶粉及其他产品的销售收入分别为 54.11 亿元、0.64 亿元、2.01 亿元，占营业收入的比值分别为 95.34%、1.13%、3.53%。



制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

然而近年来，新乳业液体乳的毛利率却呈下滑趋势。2017-2019 年，新乳业液体乳的毛利率的毛利率分别为 34.77%、34.11%、33.54%。

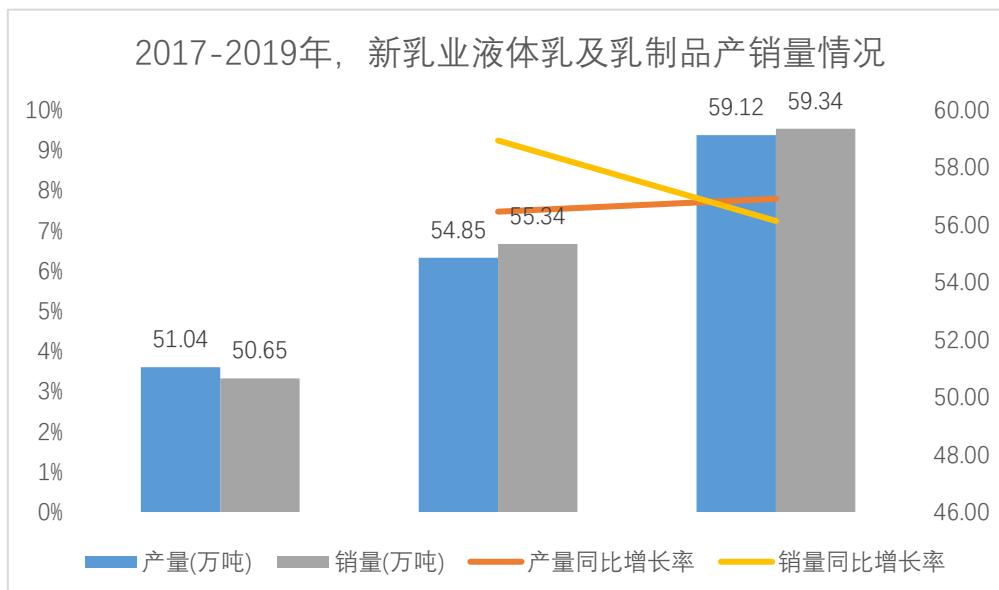


制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

虽然产品的毛利率下滑，但新乳业液体乳及乳制品的市场需求却依旧“旺盛”，产销量双双上升，产销率也保持稳定。

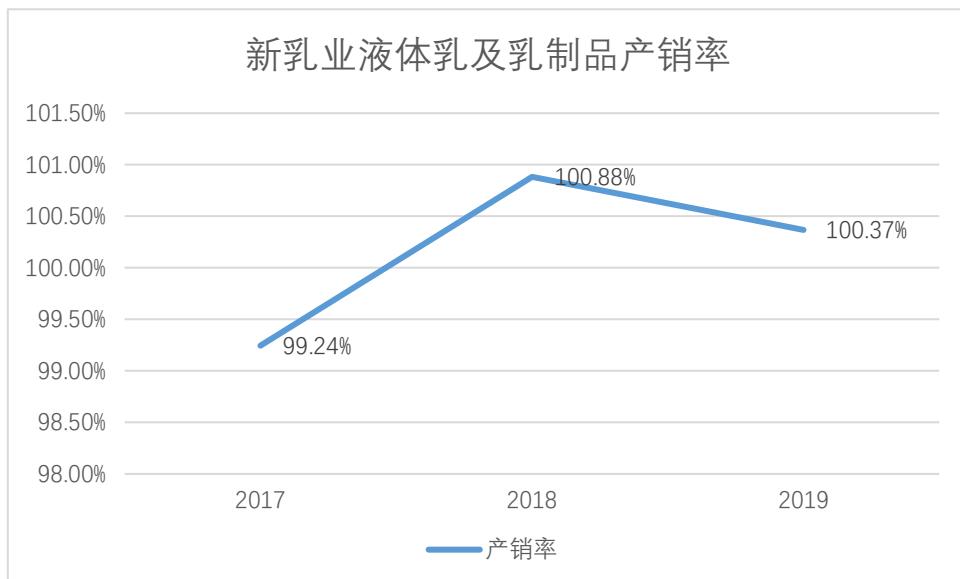
2017–2019 年，新乳业液体乳及乳制品的产量分别为 51.04 万吨、54.85 万吨、59.12 万吨，2018–2019 年分别同比增长 7.47%、7.79%。

2017–2019 年，新乳业液体乳及乳制品的销量分别为 50.65 万吨、55.34 万吨、59.34 万吨，2018–2019 年分别同比增长 9.24%、7.24%。



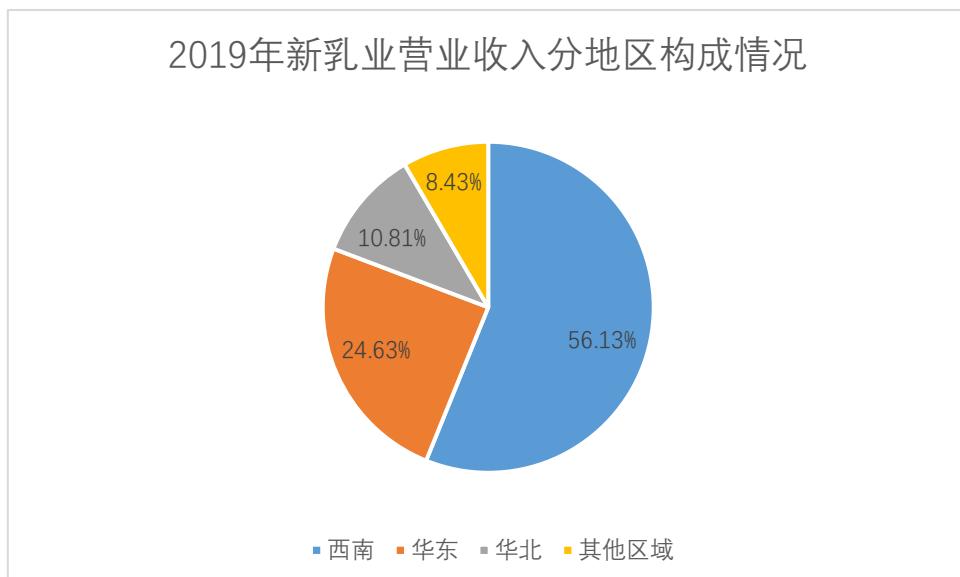
制图:《金基研》 数据来源: 新乳业 2017–2019 年年报

2017–2019 年，新乳业液体乳及乳制品的产销率分别为 99.24%、100.88%、100.37%。



制图:《金基研》 数据来源: 新乳业 2017-2019 年年报

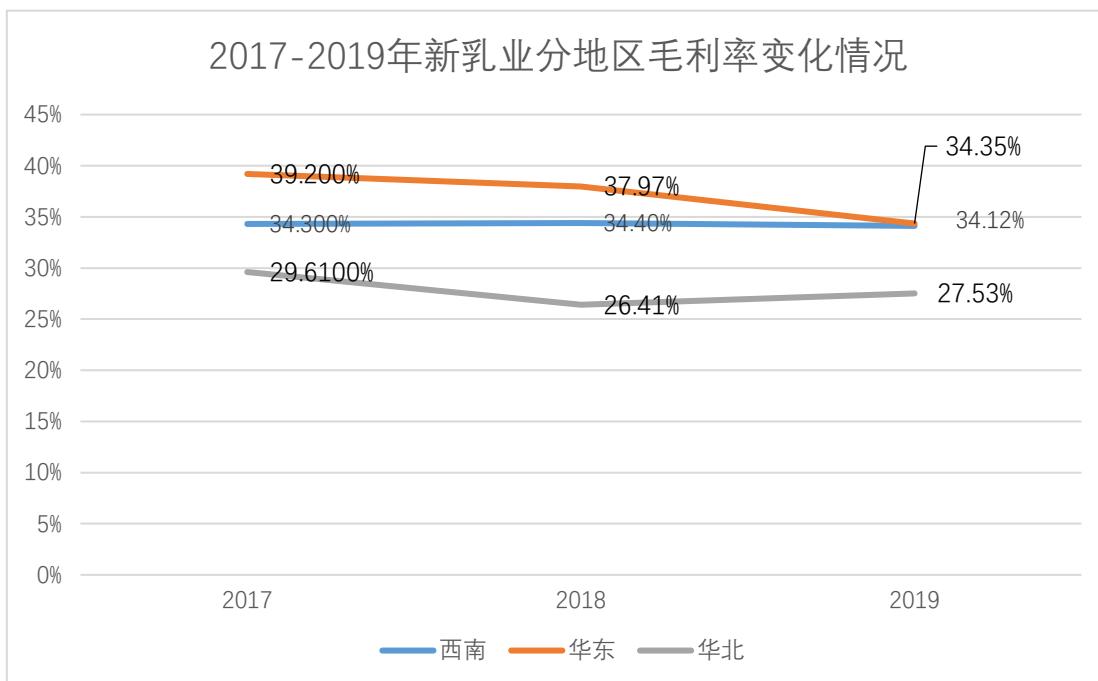
与此同时,虽然新乳业是一家面向全国的乳制品企业,但客户却主要集中在西南地区。2019年,西南地区、华东地区、华北地区以及其他区域占新乳业营业收入的比值分别为 56.13%、24.63%、10.81%、8.43%。



制图:《金基研》 数据来源: 东方财富 Choice

然而,近年来,新乳业华南地区和西南地区业务的毛利率都呈下滑趋势。

2017-2019年,新乳业西南地区业务的毛利率分别为34.3%、34.4%、34.12%,华东地区业务的毛利率分别为39.2%、37.97%、34.35%,华北地区业务的毛利率分别为29.61%、26.41%、27.53%。



制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

值得注意的是，2019年，新乳业华北地区业务的毛利率开始回升。

净利润略显“颓势”，新乳业主营产品的毛利率也呈下滑趋势。在主营产品依旧保持着较高的市场热度的情况下，新乳业亟需寻求新的利润增长点。在除西南以外的全国市场，特别是华北等地，新乳业将投入更多的产品和品牌营销，逐步提高新乳业在全国的品牌知名度与市场竞争力。

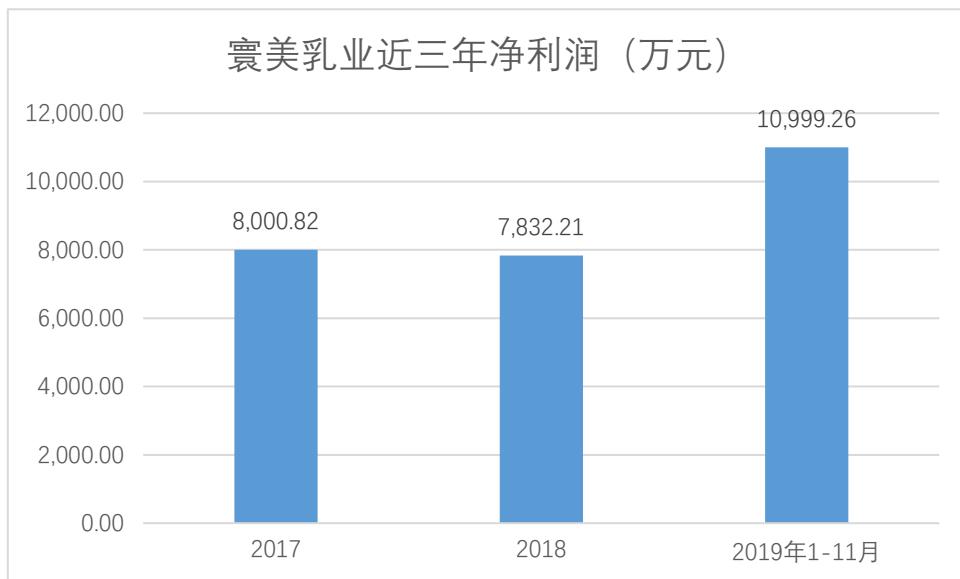
三、并购优质标的，三大优势促发展

为了拓展新乳业的经营区域，提升公司综合竞争力与影响力。2020年5月，新乳业拟支付现金对价10.27亿元购买寰美乳业60%的股权。本次交易完成后，新乳业持有寰美乳业60%的股权，寰美乳业成为了新乳业的控股子公司。

作为区域龙头乳制品企业，寰美乳业在宁夏市场拥有领先的市场份额，在宁夏地区具有较强的本土品牌优势和竞争力，近年来营业收入、净利润实现稳步增长。

2017-2018年及2019年1-11月，寰美乳业的营业收入分别为13.66亿元、14.84亿元、13.81亿元，2018年寰美乳业的营业收入同比增长8.66%。

2017-2018年及2019年1-11月，寰美乳业的净利润分别为8,000.82万元、7,832.21万元、10,999.26万元。



制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

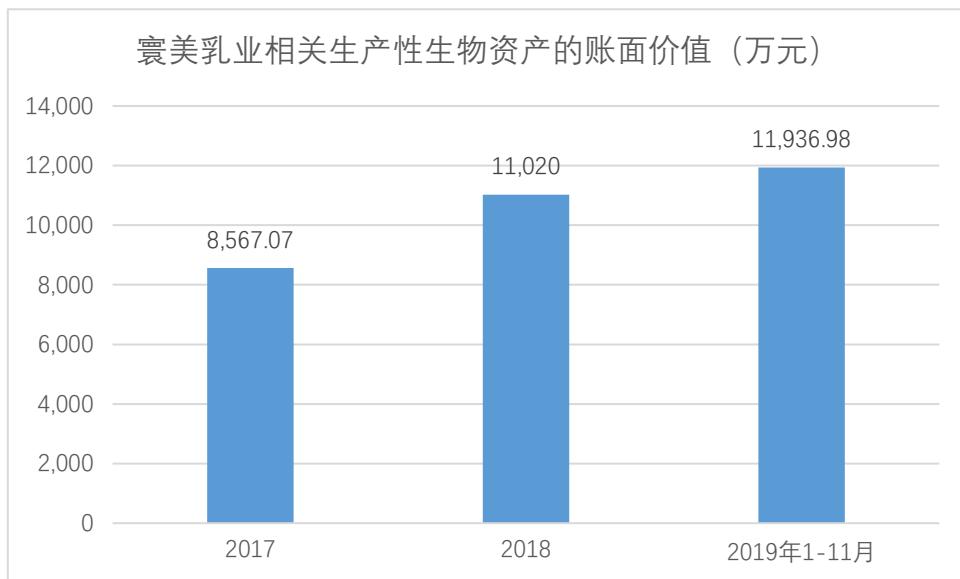
从区域竞争优势来看,寰美乳业业绩稳步增长,毛利率逐年提升,产量保持稳定增速。未来寰美乳业在保持宁夏市场领导地位的同时,将进一步提高新乳业在西北、华北市场的市场份额。2017-2018 年及 2019 年 1-11 月,寰美乳业的毛利率分别为 23.51%、23.63%、27.05%。



制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

2017-2018 年及 2019 年 1-11 月,寰美乳业乳制品产量分别为 22.08 万吨、22.98 万吨、21.31 万吨,2018 年同比增长 4.08%。

从技术优势方面来看,自成立以来,寰美乳业通过为消费者提供高品质的乳制品,赢得了良好的口碑。目前,寰美乳业主要产品的配方均为公司自主研发完成,有一定的不可替代性。2017-2018 年及 2019 年 1-11 月,寰美乳业相关生产性生物资产的账面价值分别为 8,567.07 万元、11,020 万元、11,936.98 万元。



制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

截至2019年5月6日，寰美乳业及其子公司拥有37项专利权，其中8项发明专利，7项实用新型专利，22项外观设计专利。

从奶源优势来看，寰美乳业通过多种方式在当地建立了长期稳定的原奶供应关系，包括与地方牧场签订长期原奶采购合约，并与核心供应商维持长期合作关系以及技术等其它方面的支持。

2017-2018 年及 2019 年 1-11 月，寰美乳业的奶牛数量合计为 5,856 头、7,568 头、8,319 头。



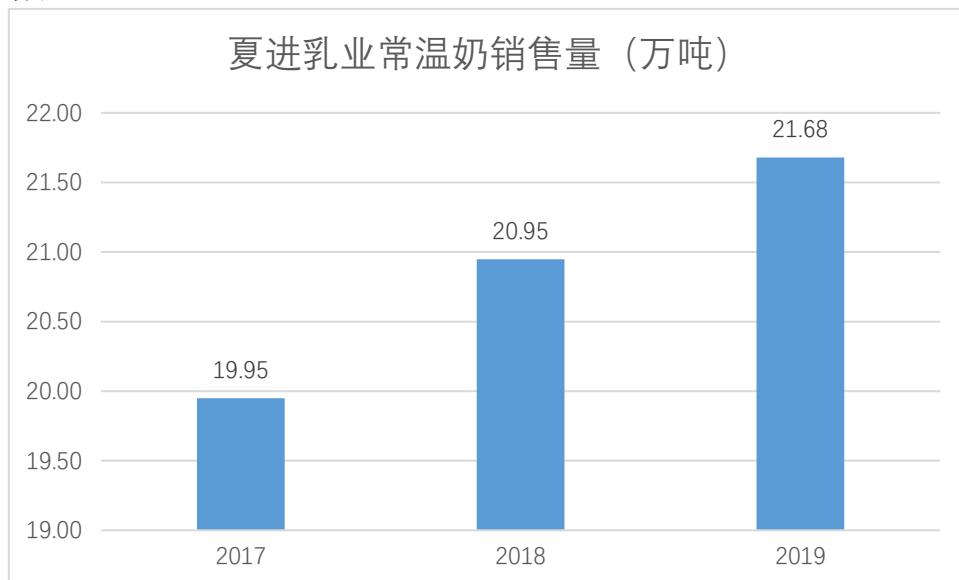
制图:《金基研》 数据来源:东方财富 Choice

值得一提的是，宁夏夏进综合牧业开发有限公司、宁夏夏进乳业集团股份有限公司（以下简称“夏进乳业”）为寰美乳业的控股子公司。其中，寰美乳业 90%以上的销售收入由子公司夏进乳业贡献，

其中，夏进乳业的销售区域主要集中在西北地区，西北地区又以宁夏地区为核心，另包含陕西、甘肃等公司主要市场。近年来，夏进乳业主营产品常温奶的销量稳步上升。

2017-2019 年，夏进乳业常温奶的销量分别为 19.95 万吨、20.95 万吨、21.68 万吨，2018-2019

年分别同比增长 5.01%、3.49%。



并购整合区域性乳企一直是新乳业的独特优势和核心竞争力之一，通过本次交易，将进一步发挥新乳业的竞争力，实现新乳业销售区域的拓展和盈利能力的提升；将西南、西北的战略布局连成一片，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。