

# “鲜战略”下的区域性城市乳企领导者



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

—新乳业 (002946)

## 核心观点

### ❖ 顺应消费趋势，低温奶增长空间广阔

营养丰富、新鲜度高的低温奶符合消费升级趋势，同时在消费量及市场集中度方面均有较大提升空间，低温奶空间广阔。据欧睿数据显示，18年我国低温奶零售额为47亿美元，为乳制品细分行业中发展较快的板块；消费量方面，2018年低温奶消费量为243.2万吨，占全国液态奶消费量的24.9%。据欧睿预测，19-22年低温奶CAGR将达10.3%。生产、运输、存储等方面较高的专业要求及较高的成本限制了低温奶的销售半径，低温奶乳企大多只能在靠近奶源地地区布局工厂，因此区域性乳企更具优势。目前低温奶竞争格局较为分散，远低于香港（中国）、日本、美国，在扶持政策频出、基础设施优化、消费者健康意识提升、消费升级的背景下，低温奶将持续增长。

### ❖ 产品、渠道、并购有力支撑公司“鲜战略”

公司以“鲜战略”为品牌纲领，着重发展低温乳制品，通过重点布局、辐射周边的发展方式，通过优势区域布局开拓市场业务，作为区域型城市乳企的领导者，公司坚持“聚低温、讲新鲜、向高端”的产品策略，以低温鲜奶、低温酸奶产品为主导，积极培育低温奶市场，不断提升低温奶产品在公司销售产品中的比重，符合乳制品行业未来的发展方向和消费升级趋势。公司三大举措有力支撑公司“鲜战略”，1、聚焦高毛利的低温产品；2、多元化的渠道，持续推进渠道下沉；3、“1+N”并购整合，夯实产业链。

### ❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

疫情对公司业务短期将产生一定影响，但并不会影响公司优秀的成长性，我们认为公司“鲜战略”执行力强，并购管理能力优秀，未来也有望向其他区域拓展。随着公司产能释放以及并购企业效益改善，公司业绩有望持续增长。

考虑并购情况下，我们预计公司2020-2022年营业收入分别为65.94、87.05、98.50亿元；归属母公司股东的净利润分别为2.58、3.83、4.55亿元；对应2020-2022年EPS分别为0.30、0.45、0.53元/股，对应PE分别为56.44、37.99、31.99X，首次覆盖给予增持评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险、食品安全风险、渠道动销情况不及预期。

#### 盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	5674.95	6593.75	8704.77	9850.48
+/-%	14.14%	16.19%	32.02%	13.16%
净利润(百万)	206.22	257.91	383.12	455.02
+/-%	-2.46%	25.06%	48.55%	18.77%
EPS(元)	0.24	0.30	0.45	0.53
PE	70.58	56.44	37.99	31.99

资料来源：公司2019年年报，预测截止日期2020年6月29日川财证券研究所，考虑并购情况

## 📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2020/6/29

前收盘价 | 17.05元

## 📌 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

一、立足西南、辐射周边的低温乳制品企业 .....	5
二、行业规模持续增长，集中度不断提升 .....	6
2.1 乳制品行业规模持续增长，集中度持续提升 .....	6
2.2 顺应消费趋势，低温奶空间广阔 .....	10
三、产品、渠道、并购有力支撑公司“鲜战略” .....	11
3.1 聚焦高毛利的低温产品 .....	11
3.2 多元化的渠道，持续推进渠道下沉 .....	12
3.3 “1+N”并购整合，夯实产业链 .....	16
四、盈利预测与估值 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1:	公司业务以西南地区为主.....	5
图 2:	液体乳为公司主要业务.....	5
图 3:	公司营收保持平稳增长.....	5
图 4:	公司净利润波动较大.....	5
图 5:	乳类饮品零售市场规模从 2015 年起增速放缓.....	6
图 6:	不同细分子行业处于不同增长阶段 (单位: 亿元) .....	7
图 7:	巴氏奶销量及增速情况.....	7
图 8:	酸奶销量及增速情况.....	7
图 9:	常温奶销量及增速情况.....	7
图 10:	2019 年乳制品销量增速放缓.....	8
图 11:	2019 年乳制品行业收入增速为 12%.....	8
图 12:	2019 年乳制品行业归母净利润增速为 15%.....	8
图 13:	2019 年乳制品行业毛利率及净利率稳定.....	8
图 14:	2019 年乳制品行业格局.....	8
图 15:	伊利市场份额持续提升.....	8
图 16:	近年来农村居民奶类人均消费量提升显著.....	9
图 17:	低温奶销量及增速.....	10
图 18:	低温奶占液态奶消费量比.....	10
图 19:	低温奶市场规模提升速度快.....	10
图 20:	液体乳毛利率整体较为稳定.....	11
图 21:	聚焦低温产品.....	11
图 22:	低温产品稳健增长.....	12
图 23:	常温产品逐渐缩减.....	12
图 24:	低温鲜奶产品.....	12
图 25:	低温酸奶产品.....	12
图 26:	深耕西南, 渠道持续下沉.....	13
图 27:	华北区域稳步增长.....	13
图 28:	公司直销、经销体量相当.....	13
图 29:	公司直销、经销渠道增长都较为迅速.....	14
图 30:	新乳业抖音粉丝 4.1W 人.....	15
图 31:	蒙牛抖音粉丝 3.2W 人.....	15
图 32:	燕塘乳业抖音粉丝 3.2W 人.....	15
图 33:	光明乳业抖音粉丝数量较少.....	15
图 34:	ROE 稳定在 15%左右.....	17
图 35:	人均创收、创利以及薪酬持续增长.....	17
图 36:	公司奶源以及工厂密集布局于西南以及华东地区.....	18
图 37:	公司产能持续增长.....	18
图 38:	新乳业 2019 年生产量达到 59 万吨.....	18
表格 1.	2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览.....	9
表格 2.	低温系列毛利率逐渐提升.....	11
表格 3.	新乳业预收帐款周转率持续提升.....	14

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4.	新乳业应收帐款周转率略有下降.....	14
表格 5.	并购标的通过整合，业绩改善明显.....	16
表格 6.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	19

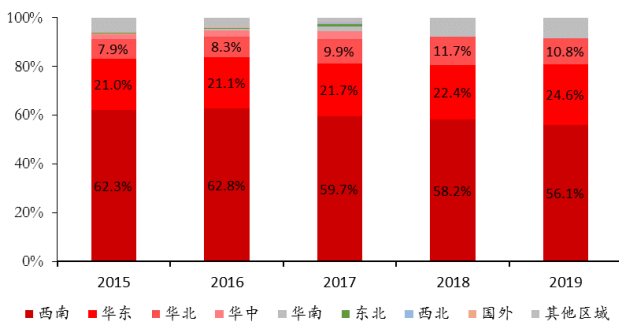
## 一、立足西南、辐射周边的低温乳制品企业

公司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，公司以“鲜战略”为品牌纲领，围绕新鲜、新潮、新科技的“三新”维度，提出“新鲜一代的选择”的品牌战略，着重发展低温乳制品，通过重点布局、辐射周边的发展方式，集中在优势区域布局开拓市场业务，公司在四川、云南、河北、浙江、山东等地拥有较高的市场占有率和较强的竞争优势。

公司业务布局主要在西南地区，2019年公司西南地区业务占总体营收56.1%，公司正逐步向外拓展，除西南地区以外的业务占比已经从2015年的37.7%提升至2019年的43.9%。公司业务以液体乳、含乳饮料和奶粉为主，液体乳业务占主营业务95.3%，其中低温酸奶为主要产品，占液体乳业务的38.4%。

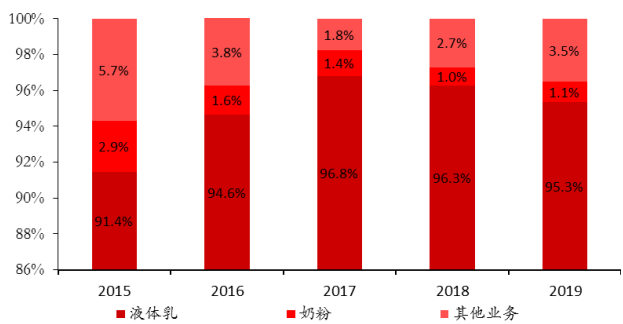
公司业绩自15年以来营收保持平稳增长，2019年实现营业收入56.75亿元，同比增长14.1%；实现归属于母公司净利润2.44亿元，同比增长0.4%。

图 1： 公司业务以西南地区为主



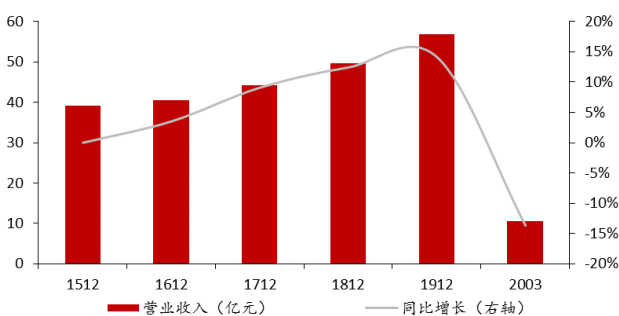
资料来源：wind，川财证券研究所

图 2： 液体乳为公司主要业务



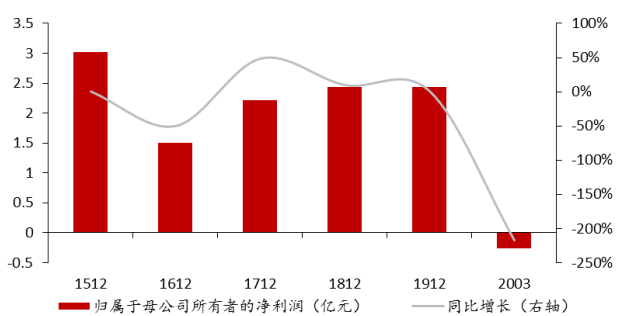
资料来源：wind，川财证券研究所

图 3： 公司营收保持平稳增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 4： 公司净利润波动较大



资料来源：wind，川财证券研究所

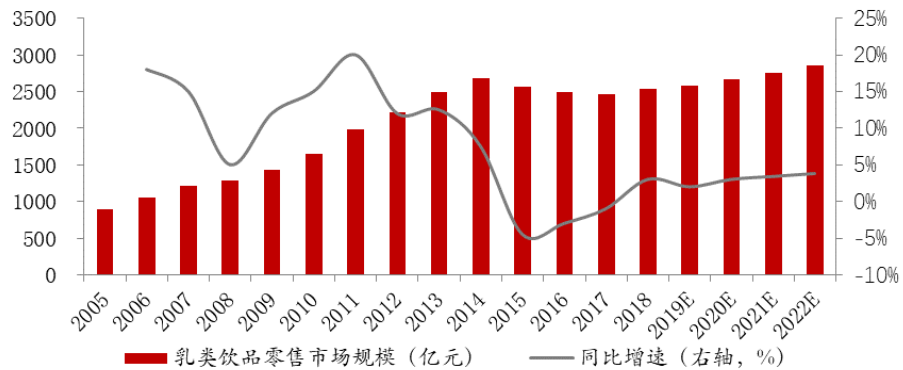
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 二、行业规模持续增长，集中度不断提升

### 2.1 乳制品行业规模持续增长，集中度持续提升

乳制品行业规模自 15 年后整体增速放缓，逐步进入成熟期。据欧睿数据显示，20 世纪初至 14 年乳制品经历了量价齐升的高速发展期（08 年三聚氰胺事件导致行业增速回落至 6%，但之后逐步恢复，09-14 年行业规模 CAGR 达 14%），18 年乳类饮品产品零售规模为 2538 亿元，增速不足 5%，整体来看，乳制品行业已逐步进入成熟期。

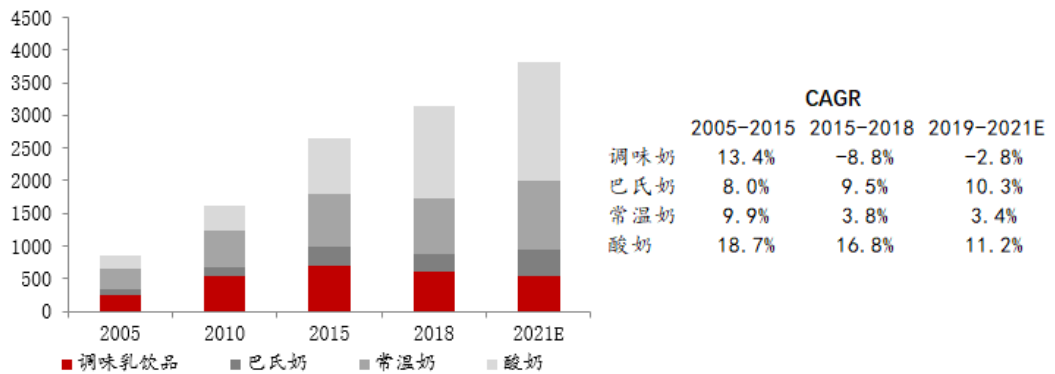
图 5：乳类饮品零售市场规模从 2015 年起增速放缓



资料来源：欧睿，川财证券研究所

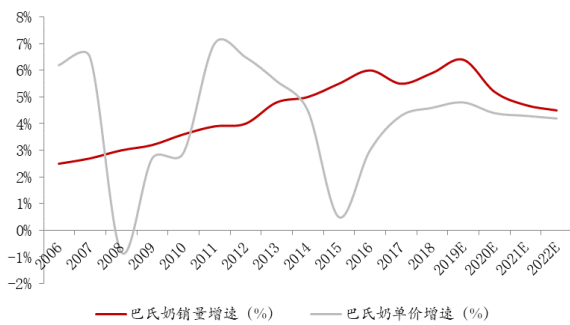
品类发展角度来看，细分子行业处于不同的增长阶段，其中巴氏奶、酸奶仍处于发展期。05-15 年调味乳、常温奶、巴氏奶、奶粉、酸奶行业零售规模 CAGR 分别为 13.4%、9.9%、8.0%、1.0%、18.7%，2018 年调味乳、常温奶、巴氏奶、奶粉、酸奶市场规模分别为 593、925、308、185、1339 亿元，目前酸奶、常温奶占比较高，常温奶自 17 年起主要受价格因素驱动，而低温奶、奶粉则呈量价齐升态势，业绩主要受需求高增推动。据 Euromonitor 预计，19-21 年巴氏奶及酸奶将继续处于成长期，常温奶将进入成熟期。

图 6：不同细分子行业处于不同增长阶段（单位：亿元）



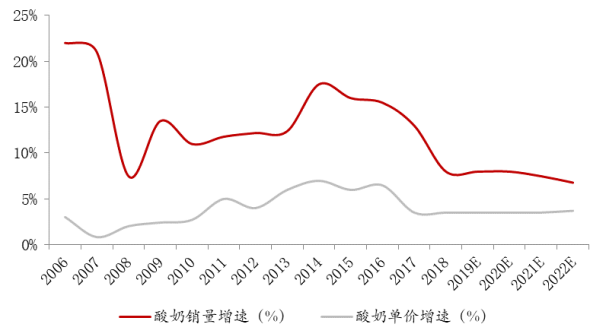
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 7：巴氏奶销量及增速情况



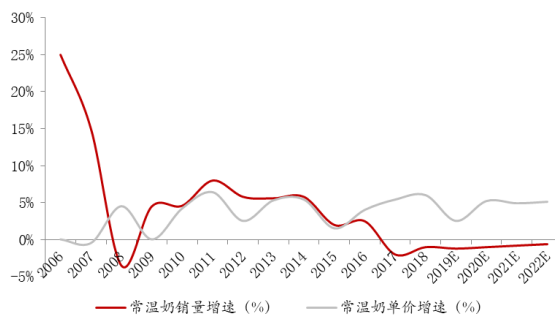
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 8：酸奶销量及增速情况



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 9：常温奶销量及增速情况

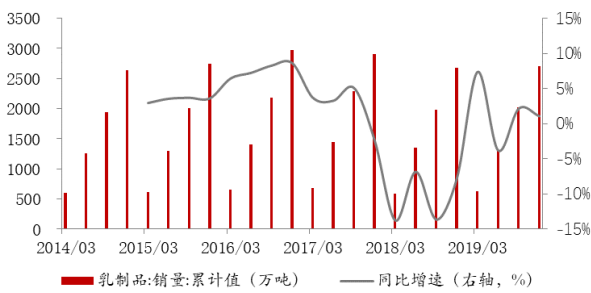


资料来源：欧睿，川财证券研究所

竞争格局角度来看，乳制品行业集中度持续提升为行业重要趋势。从行业层面看，19年乳制品销量为2710万吨，同比提升1.1%，需求整体较为稳定；从上市公司层面来看，乳制品企业19年营业收入同比增长12.3%，净利润同比增长7.3%，业绩增速较为稳定；从市占率来看，19年伊利及蒙牛在乳制品全

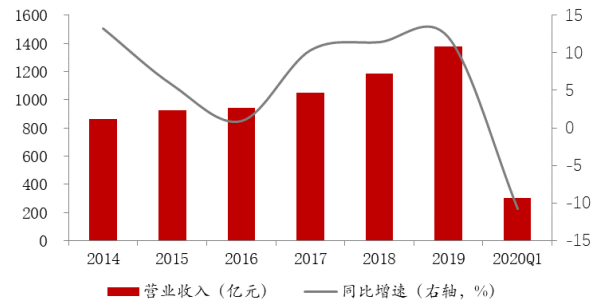
品类的市占率分别为 24.5%、20.3%（不含君乐宝），远高于光明（3.7%），随着规模优势的显现，蒙牛、伊利投入与产出比明显高于中小企业则将进一步拉大与中小企业差距。

图 10：2019 年乳制品销量增速放缓



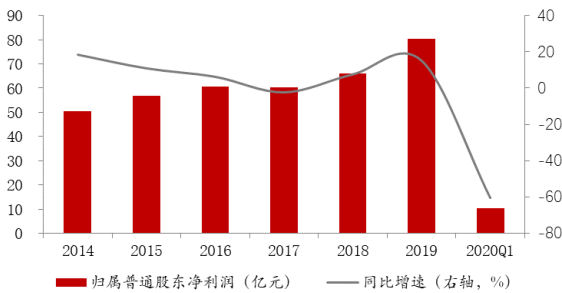
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 11：2019 年乳制品行业收入增速为 12%



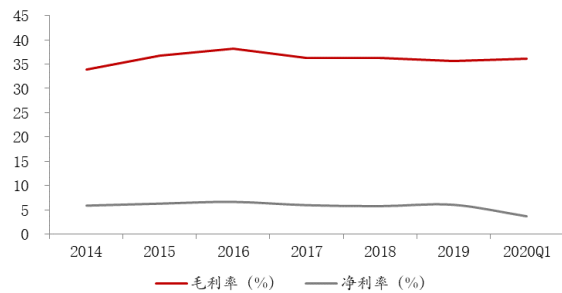
资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：2019 年乳制品行业归母净利润增速为 15%



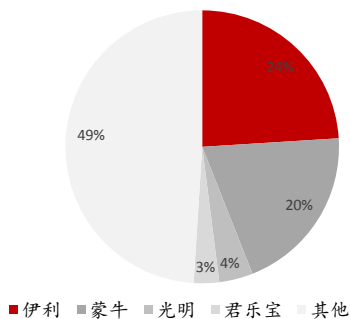
资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：2019 年乳制品行业毛利率及净利率稳定



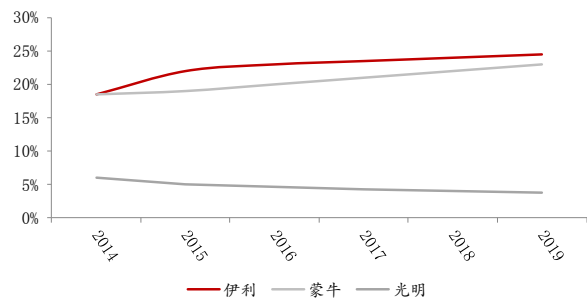
资料来源：wind，川财证券研究所

图 14：2019 年乳制品行业格局



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 15：伊利市场份额持续提升



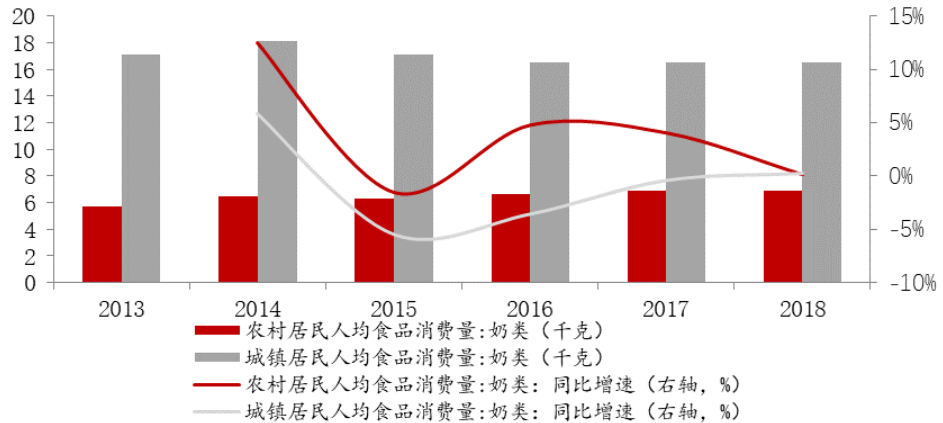
资料来源：欧睿，川财证券研究所

农村人均消费量的提升将成为推动乳制品行业增长的重要推动力。人均奶类消费量来看，我国城镇居民人均奶类消费量于 14 年达到高点（18.1 千克），18 本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



年下跌至 16.5 千克，而农村人均奶类消费量则呈上升趋势，农村人均消费量的提升将成为推动乳制品行业增长的重要推动力。

图 16：近年来农村居民奶类人均消费量提升显著



资料来源: wind, 川财证券研究所

对标日本，我国乳制品行业仍有较大发展空间。日本奶酪、鲜奶、冰淇淋、豆奶、酸奶、风味乳饮、常温奶消费量分别为我国高 36.3、9.5、3.2、1.7、1.6、0.2、0.04 倍，我国鲜奶、酸奶消费量仍有至少 2 倍的提升空间，常温奶提升空间较低；从人均消费金额来看，日本冰淇淋、酸奶、风味乳饮、豆奶、常温奶、鲜奶、奶酪、奶粉分别较我国高 3.2、2.8、2.5、1.7、1.6、1.3、1.3、0.6 倍，酸奶及鲜奶均有 1-2 倍提升空间。

表格 1. 2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览

	中国年消费量 (千克)	日本年消费量 (千克)	日本: 中国 (倍)	中国年消费额 (USD)	日本年消费额 (USD)	日本: 中国 (倍)	中国均价 (USD/千克)	日本均价 (USD/千克)	日本: 中国 (倍)
常温奶	5.3	0.2	0.04	10.2	0.7	0.07	1.9	3.1	1.63
鲜奶	1.7	16.6	9.52	3.4	40.5	12.02	1.9	2.4	1.26
酸奶	6.8	11.2	1.64	15.2	70.7	4.64	2.2	6.3	2.84
风味乳饮	3.9	0.9	0.23	6.5	3.7	0.58	1.7	4.2	2.54
豆奶	1.0	2.9	3.01	1.3	6.3	4.97	1.3	2.2	1.65
奶粉	0.5	0.2	0.40	18.0	4.5	0.25	38.3	23.8	0.62
冰淇淋	1.4	4.5	3.18	4.8	49.0	10.17	3.4	10.9	3.20
奶酪	0.0	1.1	36.33	0.7	29.7	45.71	21.7	27.3	1.26

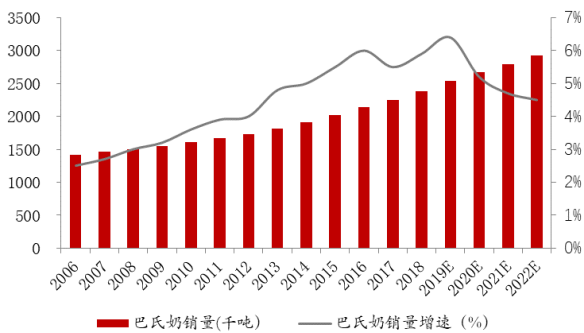
资料来源: 欧睿, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 2.2 顺应消费趋势，低温奶空间广阔

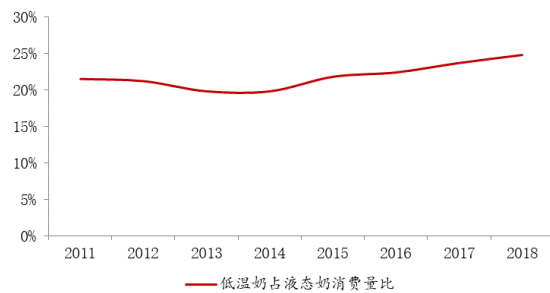
据欧睿数据显示，18年我国低温奶零售额为47亿美元，为乳制品细分行业中发展较快的板块；消费量方面，2018年低温奶消费量为243.2万吨，占全国液态奶消费量的24.9%。据欧睿预测，19-22年低温奶CAGR将达10.3%。

图 17：低温奶销量及增速



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 18：低温奶占液态奶消费量比

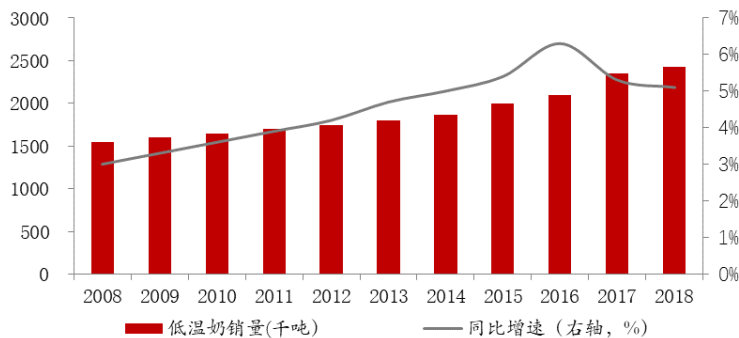


资料来源：欧睿，川财证券研究所

营养丰富、新鲜度高的低温奶符合消费升级趋势，同时在消费量及市场集中度方面均有较大提升空间，低温奶空间广阔。生产、运输、存储等方面较高的专业要求及较高的成本限制了低温奶的销售半径，低温奶乳企大多只能在靠近奶源地地区布局工厂，区域性乳企更具优势。

低温奶竞争格局较为分散，18年我国低温奶CR5仅为36.2%，低于香港（中国）、日本、美国，在扶持政策频出、基础设施优化、消费者健康意识提升、消费升级的背景下，我国低温奶将持续增长。

图 19：低温奶市场规模提升速度快



资料来源：欧睿，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

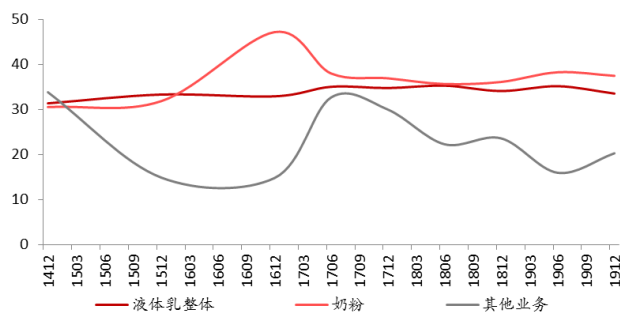
### 三、产品、渠道、并购有力支撑公司“鲜战略”

公司以“鲜战略”为品牌纲领，着重发展低温乳制品，通过重点布局、辐射周边的发展方式，通过优势区域布局开拓市场业务，作为区域型城市乳企的领导者，公司坚持“聚低温、讲新鲜、向高端”的产品策略，以低温鲜奶、低温酸奶产品为主导，积极培育低温奶市场，不断提升低温奶产品在公司销售产品中的比重，符合乳制品行业未来的发展方向和消费升级趋势。

#### 3.1 聚焦高毛利的低温产品

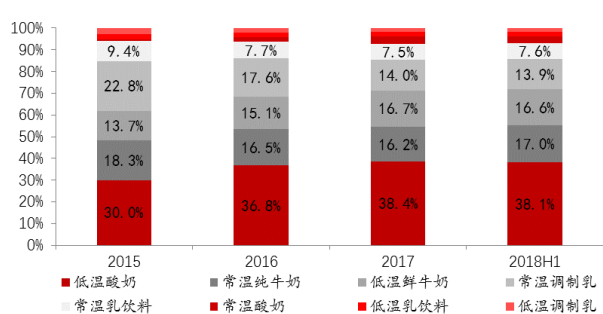
公司主要的液体乳业务整体毛利率稳定，截止 2019 年公司液体乳毛利率为 33.54%，近 5 年毛利率较为稳定。从产品结构来看，公司产品结构逐渐向低温产品聚焦，低温产品比重自 2014 年以来逐年上升，由 42.1% 上升至 2019 年 58.4%，根据 2020 年 6 月 1 日公司披露的调研信息显示，公司低温鲜奶增长持续保持高增长，2019 年公司低温鲜奶同比增长为 28%。受商品属性影响，低温产品的毛利率会比常温奶更高，低温产品毛利率普遍高于 35%，而常温产品毛利率普遍低于 30%。

图 20：液体乳毛利率整体较为稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

图 21：聚焦低温产品



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 2. 低温系列毛利率逐渐提升

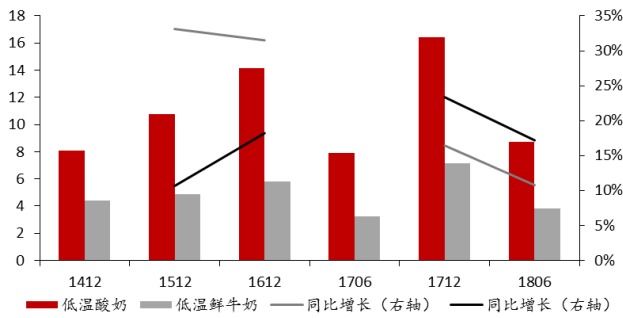
	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30
低温酸奶	35.76	34.80	34.52	39.08	38.32	38.61
常温纯牛奶	21.73	22.58	22.75	23.59	22.81	21.33
低温鲜牛奶	39.99	46.86	45.94	48.74	48.78	51.40
常温调制乳	29.78	32.79	31.17	27.53	27.19	28.82
常温乳饮料	26.79	24.26	21.65	21.94	23.90	26.67
常温酸奶	27.42	30.31	21.37	24.08	24.70	19.42
低温乳饮料	48.08	46.70	48.06	46.75	45.45	48.51

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

低温调制乳 44.67 45.97 43.72 47.23 46.38 48.17

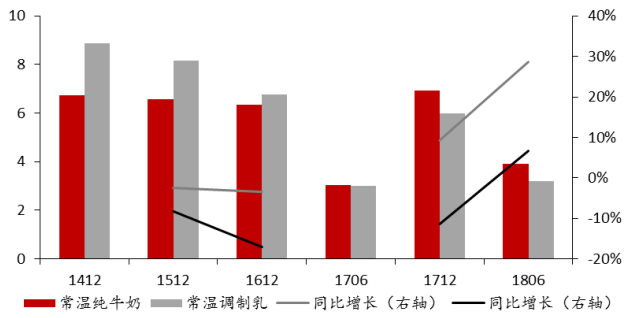
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 22：低温产品稳健增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 23：常温产品逐渐缩减



资料来源：wind，川财证券研究所

图 24：低温鲜奶产品



资料来源：wind，川财证券研究所

图 25：低温酸奶产品

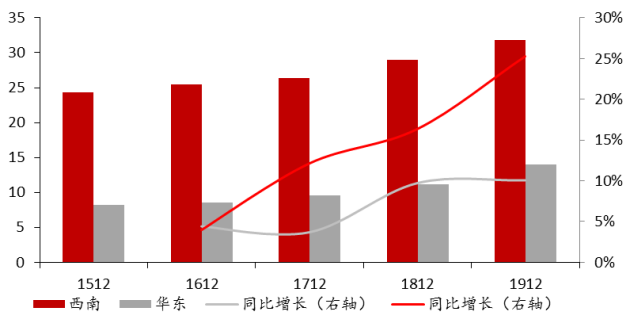


资料来源：wind，川财证券研究所

### 3.2 多元化的渠道，持续推进渠道下沉

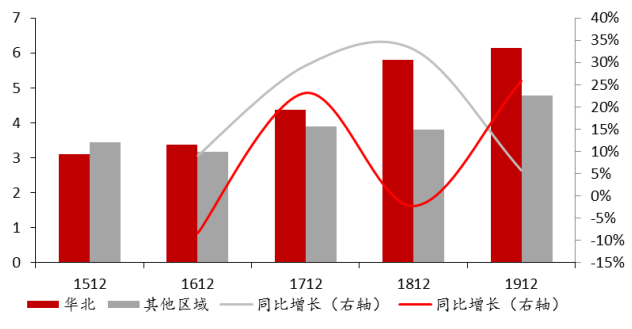
低温奶新鲜、营养成分较高、保质期较短，对奶源、冷链物流、运输质量以及及时销售的要求较高，有大约 300-500 公里的运输半径，区域乳企在奶源、当地物流以及渠道各方面协同上具备较强竞争力，公司深耕西南地区，持续推进渠道下沉，西南地区营业收入由 2015 年 24.4 亿元增长至 2019 年 31.9 亿元，复合增长率为 5.5%。

图 26：深耕西南，渠道持续下沉



资料来源：Wind，川财证券研究所

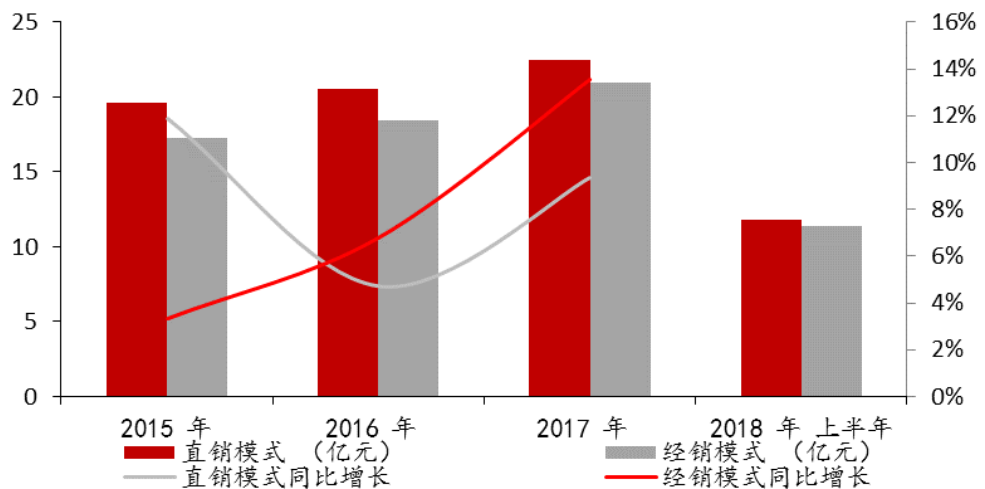
图 27：华北区域稳步增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司拥有直销以及经销两种模式，两种业务模式体量相当，但从产品结构来看，在直销模式下，低温产品占比高于常温产品，在经销模式下，低温产品与常温产品占比相当，直销模式整体毛利率高于经销模式整体毛利率。

图 28：公司直销、经销体量相当

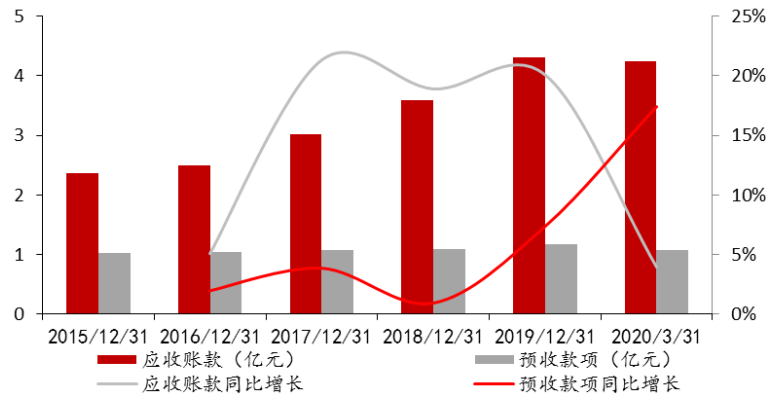


资料来源：招股说明书，川财证券研究所

公司聚焦低温产品，从产品结构来看，公司低温产品占比在直销模式中更多，直销模式主要客户为大型商场、连锁等 B 端客户，直销客户都有一定帐期，我们可以通过应收账款来看待直销模式的增长情况，而公司经销模式下主要采用先款后货的销售模式，我们可以通过预收帐款来看待经销模式的增长情况。截止 2019 年，公司 17-19 年应收账款都保持较快增长，预收帐款保持稳健增长，2020 年受疫情影响下公司渠道整体依然保持着正增长，一季度应收账款增长 3.9%，预收帐款增长 17.4%，公司渠道建设保持良好势头。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 29：公司直销、经销渠道增长都较为迅速



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：会计准则调整，2020 年预收帐款调整为合同负债

表格 3. 新乳业预收帐款周转率持续提升

	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
伊利股份	19.59	28.52	21.44	17.51	18.53	17.27
光明乳业	32.49	35.72	23.83	26.09	28.81	23.43
三元股份	40.72	43.20	45.16	43.36	49.58	55.07
新乳业		39.25	39.29	41.61	45.73	50.15
妙可蓝多	32.16	165.12	286.83	182.78	114.60	50.91
天润乳业	70.71	48.62	43.39	53.58	53.46	52.37
燕塘乳业	82.01	87.12	86.01	89.78	97.33	103.54

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 4. 新乳业应收帐款周转率略有下降

	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
伊利股份	126.50	110.33	105.41	99.46	83.70	66.27
光明乳业	13.23	11.66	12.34	12.33	11.95	13.92
三元股份	19.28	17.55	14.41	10.35	8.93	8.40
新乳业		18.08	16.67	16.05	15.04	14.36
妙可蓝多	8.68	4.51	6.65	12.09	9.97	10.64
燕塘乳业	76.30	44.28	28.38	26.91	24.63	21.59
天润乳业	15.51	26.12	29.52	39.72	37.32	35.41

资料来源：Wind，川财证券研究所

新零售助阵渠道拓展。公司通过精准营销、市场精耕、渠道下沉，强化营销网络布局和建设，进一步覆盖三、四线市场；通过产品升级、产品创新，实  
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

现销售结构优化；营销数字化转型全面启航，打造乳业“鲜活 GO”会员价值管理平台；启动智慧冷链管理项目，通过物联网技术，实现更精确的货物匹配、全过程的供应链管理智能化、精准化；面对新零售业态，新乳业成立新零售创新部，与盒马鲜生、饿了么、海鲜达、拼多多、每日一淘等头部平台建立了深度合作。

图 30：新乳业抖音粉丝 4.1w 人



资料来源：抖音，川财证券研究所

图 31：蒙牛抖音粉丝 3.2w 人



资料来源：抖音，川财证券研究所

图 32：燕塘乳业抖音粉丝 3.2w 人



资料来源：抖音，川财证券研究所

图 33：光明乳业抖音粉丝数量较少



资料来源：抖音，川财证券研究所

### 3.3 “1+N” 并购整合，夯实产业链

新乳业目前有 14 个乳品加工厂、12 个自有牧场，以西南为主，华东、华中、华北也均有布局。2020 年 5 月公司公告将收购宁夏夏进乳业，则标志着新乳业进军西北的步伐。

并购整合是公司的核心能力之一，通过并购不断夯实产业链，公司在 2001-2003 年进行了第一轮并购，经过多年的摸索、试错、积累后，总结形成了一套独特的、可复制的并购整合方法论。2015-2016 年进行了第二轮并购，共并购 4 家企业，有了之前并购整合的管理积累，该四家企业在短期内先后实现了经营状况的根本改善。上市之后公司融资渠道进一步打开，公司坚定实行“1+N”的品牌战略，不断夯实产业链，2019 年 4 月收购福州“澳牛”乳业相关资产 55% 的股权，2019 年 7 月认购现代牧业 9.28% 股权，2020 年 5 月拟以 17.11 亿元收购寰美乳业（西北龙头乳企夏进乳业母公司）100% 的股权。

表格 5. 并购标的通过整合，业绩改善明显

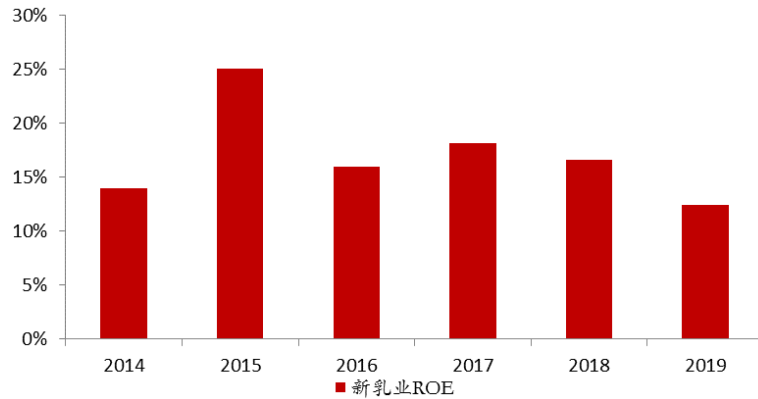
被收购公司名称	收购日	收购股权	2015年收入	2016年收入	2017年收入	2015年净利润	2016年净利润	2017年净利润
昆明市海子乳业有限公司	2015年9月	90%						
湖南新希望南山液态乳业有限公司	2015年6月	60%		8931.12	9299.93	(2173.89)	(2105.08)	
新希望双喜乳业(苏州)有限公司	2015年7月	70%		14377.93	16404.93	784.27	1224.52	
四川汇翔供应链管理有限公司	2016年6月	67%						
山东朝日绿源乳业有限公司	2016年12月	100%	3281.43	4930.01	7015.53	(311.17)	(317.83)	577.94
山东朝日绿源农业高新技术有限公司	2016年12月	100%	3860.82	3674.54	4137.90	179.53	(2001.39)	446.00

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

低温鲜奶受到种种限制，不同区域天然存在壁垒，公司通过并购进行区域拓展，除了通过公司的管理方法改进其本身的经营情况之外，我们更应该从另外两个维度去看待公司整体的成长性，分别是协同效应和奶源布局情况，协同效应可以通过公司业绩成长和人员匹配情况来看，这也能印证公司并购方法论的持续性以及有效性，奶源情况则意味着公司未来的市场开拓潜力。

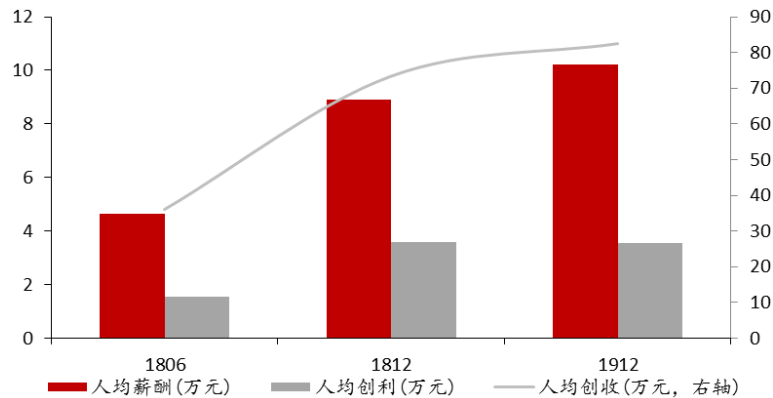


图 34：ROE 稳定在 15% 左右



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：人均创收、创利以及薪酬持续增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

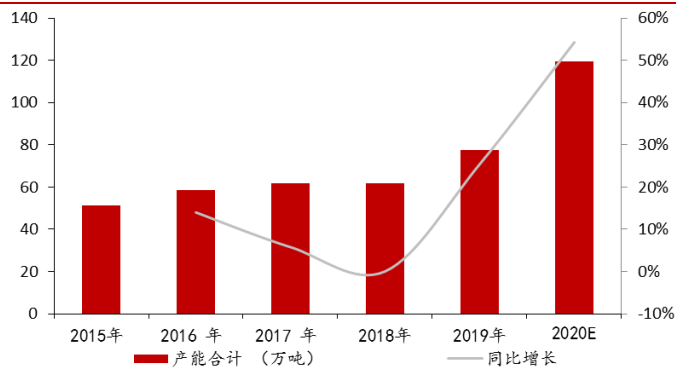
2019 年，公司持续加强自有牧场的建设，公司现在在全国范围内总共拥有 12 个规模化与标准化牧场，其中 7 家取得良好农业规范认证（GAP），8 家取得学生饮用奶奶源基地认证，2 家取得有机牧场认证，6 家取得优质乳工程示范牧场认证，奶牛总存栏数 19,086 头，其中在甘肃永昌、宁夏海原等地新建的牧场正按计划建设之中。公司 2020 年并购的夏进乳业处于宁夏，是全国奶业主产省（区）之一。地处奶牛养殖黄金地带，依托适宜的气候条件、优质的饲草料资源以及河套地区的区位优势，近年来宁夏将奶牛养殖业打造成自治区“五优”农业特色产业的重点产业。2018 年，宁夏全区牛奶总产量 168.3 万吨，占全国牛奶总产量的 5.5%，在全国各省区市中排第 7 位，夏进乳业年产能达到 30 万吨，占宁夏全区 17.8%。

图 36：公司奶源以及工厂密集布局于西南以及华东地区



资料来源：公司官网，川财证券研究所

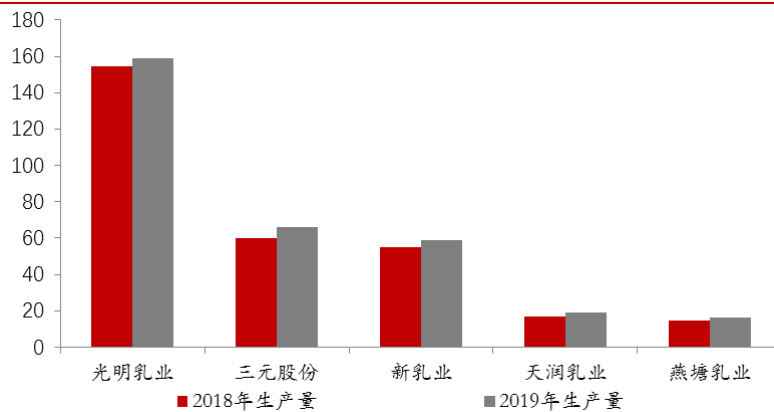
图 37：公司产能持续增长



资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

注：2020年产能情况为川财预测，包含公司最新并购

图 38：新乳业 2019 年生产量达到 59 万吨



资料来源：公司公告，川财证券研究所

注：2020年产能情况为川财预测，包含公司最新并购

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 四、盈利预测与估值

### 核心假设：

疫情对公司业务短期将产生一定影响，但并不会影响公司优秀的成长性，我们认为公司“鲜战略”执行力强，并购管理能力优秀，未来也有望向其他区域拓展。随着公司产能释放以及并购企业效益改善，公司业绩有望持续增长。

考虑并购情况下，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 65.94、87.05、98.50 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 2.58、3.83、4.55 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.30、0.45、0.53 元/股，对应 PE 分别为 56.44、37.99、31.99 X，首次覆盖给予增持评级。

表格 6. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2020/6/30	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	20E	21E	22E	20E	21E	22E
002946.SZ	新乳业	17.1	145.6	0.3	0.4	0.5	56.4	38.0	32.0
可比区域乳业公司									
600597.SH	光明乳业	14.7	179.4	0.5	0.5	0.6	32.5	27.8	24.1
600429.SH	三元股份	5.0	75.5	0.1	0.1	0.2	40.6	34.5	29.1
600419.SH	天润乳业	14.0	37.6	0.5	0.6	0.7	25.8	22.6	19.9
002732.SZ	燕塘乳业	21.5	33.8	0.9	1.0	1.1	24.6	21.6	19.0
平均值							<b>30.9</b>	<b>26.6</b>	<b>23.0</b>
可比乳业公司									
600887.SH	伊利股份	30.9	1,873.1	1.0	1.3	1.5	29.7	23.2	20.6
600882.SH	妙可蓝多	36.2	148.3	0.3	0.6	1.1	120.0	56.1	32.1
平均值							<b>74.9</b>	<b>39.7</b>	<b>26.4</b>

资料来源：wind，川财证券研究所

## 风险提示

- 1) 宏观经济下行风险
- 2) 食品安全风险
- 3) 经销商拓展不及预期

报表预测					
利润表 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4971.95	5674.95	6593.75	8704.77	9850.48
减:营业成本	3288.99	3795.88	4417.82	5832.20	6599.82
营业税金及附加	30.29	30.42	35.35	46.66	52.81
营业费用	1069.28	1250.18	1318.75	1740.95	1970.10
管理费用	284.22	319.79	395.63	522.29	591.03
财务费用	68.69	63.88	69.47	32.74	7.35
资产减值损失	10.49	-0.17	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	30.94	36.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-30.91	-36.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	220.02	214.69	356.74	529.93	629.38
加:其他非经营损益	12.28	10.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	232.30	225.41	356.74	529.93	629.38
减:所得税	16.99	11.47	89.19	132.48	157.34
净利润	215.31	213.94	267.56	397.44	472.03
减:少数股东损益	3.89	7.71	9.65	14.33	17.02
归属母公司股东净利润	211.42	206.22	257.91	383.12	455.02
资产负债表 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	71.80	219.55	65.94	267.33	1218.81
应收和预付款项	441.36	504.68	554.59	843.81	738.65
存货	285.70	328.45	386.33	557.28	510.52
其他流动资产	14.43	19.70	19.70	19.70	19.70
长期股权投资	385.59	409.59	409.59	409.59	409.59
投资性房地产	15.37	12.98	9.83	6.69	3.55
固定资产和在建工程	2385.50	2500.73	2107.05	1713.38	1319.70
无形资产和开发支出	336.89	339.25	310.31	281.37	252.44
其他非流动资产	53.84	164.88	137.37	109.86	109.86
资产总计	3990.48	4499.81	4000.72	4209.02	4582.81
短期借款	1071.00	1363.15	467.88	0.00	0.00
应付和预收款项	875.97	1102.38	1252.35	1562.81	1502.24
长期借款	234.90	417.90	417.90	417.90	417.90
其他负债	266.40	173.28	173.28	173.28	173.28
负债合计	2448.26	3056.71	2311.42	2153.99	2093.42
股本	768.34	853.71	853.71	853.71	853.71
资本公积	218.56	539.39	539.39	539.39	539.39
留存收益	472.29	575.81	812.37	1163.76	1581.11
归属母公司股东权益	1459.19	1968.91	2205.46	2556.86	2974.20
少数股东权益	83.03	87.45	97.10	111.43	128.44
股东权益合计	1542.22	2056.36	2302.56	2668.29	3102.65
负债和股东权益合计	3990.48	5113.07	4613.98	4822.28	5196.07

现金流量表 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	437.38	628.34	832.48	733.74	996.50
投资性现金净流量	-161.01	-1266.51	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-368.09	770.94	-986.09	-532.35	-45.02
现金流量净额	-92.47	130.05	-153.62	201.40	951.47

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	33.85%	33.11%	33.00%	33.00%	33.00%
销售净利率	4.33%	3.77%	4.06%	4.57%	4.79%
ROE	14.49%	10.47%	11.69%	14.98%	15.30%
ROA	7.54%	6.38%	10.65%	13.37%	13.89%
成长能力					
销售收入增长率	12.44%	14.14%	16.19%	32.02%	13.16%
净利润增长率	5.40%	-0.64%	25.06%	48.55%	18.77%
资本结构					
资产负债率	61.35%	67.93%	57.78%	51.18%	45.68%
流动比率	0.38	0.41	0.55	0.99	1.52
速动比率	0.24	0.28	0.34	0.66	1.20
经营效率					
总资产周转率	1.25	1.26	1.65	2.07	2.15
存货周转率	11.51	11.56	11.44	10.47	12.93
业绩和估值					
EPS	0.25	0.24	0.30	0.45	0.53
BPS	1.71	2.31	2.58	3.00	3.48
PE	68.85	70.58	56.44	37.99	31.99
PB	9.98	7.39	6.60	5.69	4.89

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004