

2020 年 12 月 17 日

固定收益研究团队

## 乳业新星，全国化扩张——新乳转债申购价值分析

——事件点评

杨为敩（分析师）

yangweixiao@kysec.cn

证书编号：S0790520050002

孟子君（联系人）

mengzijun@kysec.cn

证书编号：S0790120070014

## ● 国内综合大型乳企业

公司是我国领先的大型综合乳制品供应商，是我国最大农牧集团——新希望集团旗下的大型集团化公司。根据 2020 年中报，液体乳类业务占公司总营收的 92.69%，奶粉类业务占公司总营收的 1.27%。2020Q1-3 公司实现营业收入 46.57 亿元，同比增长 10.32%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 3.7%。营业收入的增长主要受益于疫情影响逐渐减弱，学生奶和送奶入户渠道不断恢复，以及低温鲜奶整体增长态势较好。

## ● 行业前景可期，公司全国化扩张持续推进

我国乳制品行业规模庞大，乳制品销售规模位列全球第二。常温市场领域已经趋于成熟，而随着冷链运输技术的提高、生鲜电商的兴起以及消费者对奶制品质量要求的提高，低温奶市场发展机遇已到来。公司采取差异化竞争策略，坚守“新鲜”发展理念，以低温乳制品为主，不断提高低温产品在公司销售中的比重；同时，公司通过“1+N”并购战略快速进行全国化扩张，扩展低温版图，有望成为行业新龙头。

## ● 预计上市价格中枢约 121.74 元

参考相近行业、相似评级的洽洽转债（评级 AA、规模 13.4 亿元，平价 97.88 元对应转债价格 122.68，转股溢价率 25.34%）、大参转债（评级 AA、规模 14.05 亿元，平价 100.32 元对应转债价格 124.23，转股溢价率 23.83%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 20%-24% 区间，价格 119.74-123.74 元，价格中枢 121.74 元。

## ● 预计中签率约 0.0017%，建议积极申购

根据公司 2020 年三季报，新乳业的前两大股东为 Universal Dairy Limited、新希望投资集团有限公司，持股比例分别为 65.60%、15.74%。前十大股东合计持股 88.93%，股权结构集中。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 0.8410 元。假设原股东有 80% 参与配售，则预计获配 5.744 亿元面值转债，留给市场的规模为 1.436 亿元。

新乳转债仅设置网上发行。近期发行的朗新转债（评级 AA，规模 8 亿元）、超声转债（评级 AA，规模 7 亿元）网上申购约 838.2/847.1 万户。假设新乳转债网上申购 842 万户，按照打满计算中签率在 0.0017% 左右，建议积极申购。

## ● 风险提示：原材料价格波动风险；正股及市场大幅波动风险

## 目 录

1、 发行关键信息 .....	3
2、 新乳转债：可能为平衡型转债 .....	3
3、 预计上市价格中枢：121.74 元 .....	4
4、 中签率中枢约为 0.0017%，建议积极申购 .....	4
5、 新乳业：乳业新星，全国化扩张 .....	4
5.1、 公司速览：国内大型综合乳企业 .....	4
5.2、 经营概况：2020Q1-3 年公司营收/归母净利同比+10.32%/+3.70% .....	5
5.3、 公司看点：行业前景可期，公司全国化扩张持续推进 .....	6
5.3.1、 主打低温产品，把握行业风向 .....	6
5.3.2、 加大研发投入，创新驱动发展 .....	6
5.3.3、 强化上游奶源，“1+N”并购战略进行全国化扩张 .....	7
5.4、 估值比较：公司相对估值较高 .....	8
5.5、 新乳转债募投项目 .....	8
6、 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1： 公司 2020H1 液体乳类业务营收占比为 92.69% .....	5
图 2： 公司实控人为刘永好、Liu Chang .....	5
图 3： 公司 2020Q1-3 营收同比增长 10.32% .....	5
图 4： 公司 2020Q1-3 归母净利润同比增长 3.7% .....	5
图 5： 2020 H1 公司综合毛利率为 33.7% .....	6
图 6： 2016 年公司低温产品收入占比已超过 50% .....	6
图 7： 公司低温产品毛利率远高于常温产品 .....	6
图 8： 2015-2019 年公司不断加大研究支出 .....	7
图 9： 2019 年公司发明专利公布数为 11 个 .....	7
图 10： 公司两轮并购阶段有效开拓全国市场 .....	7

表 1： 新乳转债发行时间表 .....	3
表 2： 新乳转债发行条款一览 .....	3
表 3： 预计上市首日价格中枢 121.74 元 .....	4
表 4： 公司当前估值处于行业较高水平 .....	8
表 5： 新乳转债募投项目 .....	8

## 1、发行关键信息

**表1：新乳转债发行时间表**

交易日	日期	发行进度
T-2	12月16日	刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	12月17日	网上路演，原股东优先配售股权登记日
T	12月18日	刊登《发行提示性公告》，原股东优先配售认购，网上申购，确定网上中签率
T+1	12月21日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》，网上申购摇号抽签
T+2	12月22日	刊登《中签号码公告》，网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	12月23日	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	12月24日	刊登《发行结果公告》，向发行人划付募集资金

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

**表2：新乳转债发行条款一览**

转债名称	新乳转债	转债代码	128142.SZ
正股名称	新乳业	正股代码	002946.SZ
发行规模	7.18亿	所属行业	食品饮料
发行方式	向发行人在股权登记日（2020年12月17日，T-1日）收市后中国结算深圳分公司登记在册的原股东优先配售，原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）通过深交所交易系统向社会公众投资者发行。		
存续期	6年（2020年12月18日至2026年12月17日）		
票面利率	第一年0.3%、第二年0.5%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%		
初始转股价格	18.69元/股		
转股期间	2021年6月24日至2026年12月17日		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后5个交易日内，按票面面值的110%（含最后一期利息）赎回；(2)有条件赎回：转股期内15/30，130%；未转股余额不足人民币3000万元。		
回售条款	最后两个计息年度，连续30个交易日收盘价低于转股价的70%		
下修条款	存续期内，15/30，低于80%		
信用评级	主体：AA；债项：AA；中诚信国际信用评级有限责任公司		

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

## 2、新乳转债：可能为平衡型转债

按照2020年12月15日6年期AA级中债企业债到期收益率水平4.7518%测算，新乳转债的纯债价值约为87.54元，债底保护尚可；YTM中枢约为2.41%。以12月15日新乳业正股收盘价18.65元计算，初始平价99.79元，可能为平衡型转债。若所有转债按照转股价18.69元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为18.66%）的摊薄幅度为4.50%。

### 3、预计上市价格中枢：121.74 元

参考相近行业、相似评级的洽洽转债（评级 AA、规模 13.4 亿元，平价 97.88 元对应转债价格 122.68，转股溢价率 25.34%）、大参转债（评级 AA、规模 14.05 亿元，平价 100.32 元对应转债价格 124.23，转股溢价率 23.83%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 20%-24% 区间，价格 119.74-123.74 元，价格中枢 121.74 元。

表3：预计上市首日价格中枢 121.74 元

正股价格 \ 转股溢价率	20%	21%	22%	23%	24%
17.53	112.56	113.50	114.43	115.37	116.31
18.09	116.15	117.12	118.09	119.05	120.02
18.65	119.74	120.74	121.74	122.74	123.73
19.21	123.34	124.36	125.39	126.42	127.45
19.77	126.93	127.99	129.04	130.10	131.16

数据来源：开源证券研究所

### 4、中签率中枢约为 0.0017%，建议积极申购

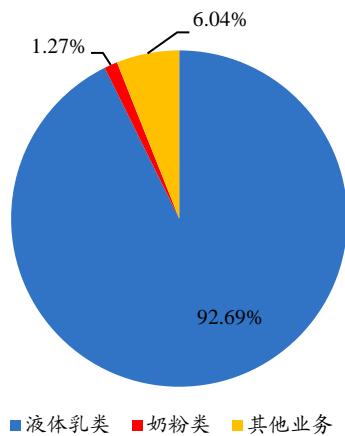
根据最新数据，新乳业的前两大股东为 Universal Dairy Limited、新希望投资集团有限公司，持股比例分别为 65.60%、15.74%。前十大股东合计持股 88.93%，股权结构集中。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 0.8410 元。假设原股东有 80% 参与配售，则预计获配 5.744 亿元面值转债，留给市场的规模为 1.436 亿元。

新乳转债仅设置网上发行。近期发行的朗新转债（评级 AA，规模 8 亿元）、超声转债（评级 AA，规模 7 亿元）网上申购约 838.2/847.1 万户。假设新乳转债网上申购 842 万户，按照打满计算中签率在 0.0017% 左右，建议积极申购。

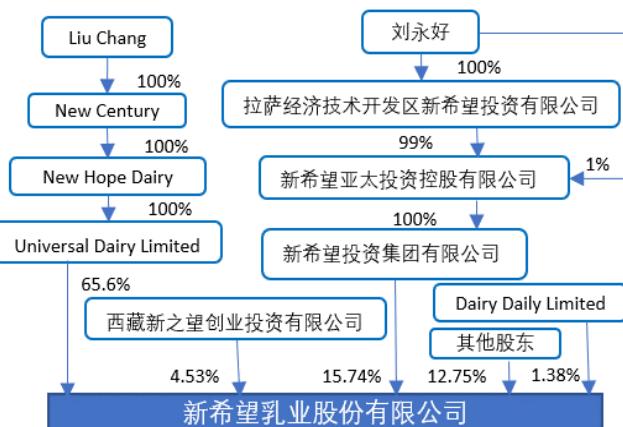
## 5、新乳业：乳业新星，全国化扩张

### 5.1、公司速览：国内大型综合乳企业

新希望乳业股份有限公司成立于 2006 年，于 2019 年在深交所上市。公司是一家以乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售为主营业务的我国最大农牧集团——新希望集团旗下的大型集团化公司。根据 2020 年中报，液体乳类业务占公司总营收的 92.69%，奶粉类业务占公司总营收的 1.27%，其他业务收入占 6.04%。企业以“新鲜”为核心价值理念，专注于为消费者提供新鲜健康的优质乳品。

**图1：公司 2020H1 液体乳类业务营收占比为 92.69%**


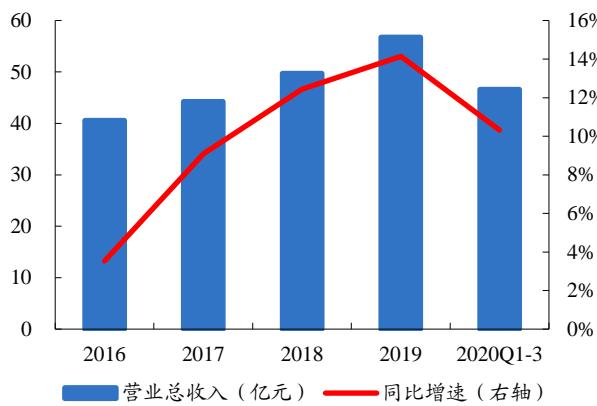
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：公司实控人为刘永好、Liu Chang**


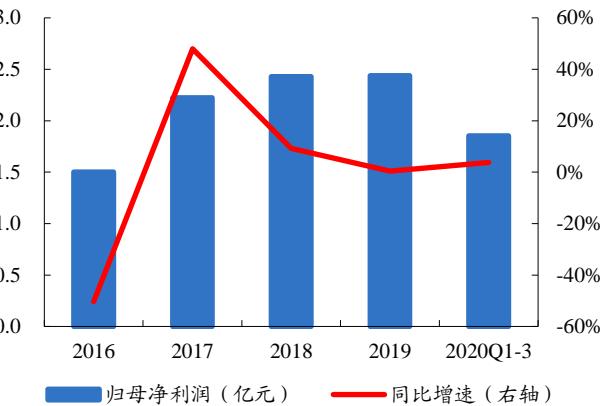
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 5.2、经营概况：2020Q1-3 年公司营收/归母净利同比+10.32%/+3.70%

根据 2019 年年报，公司全年实现营业收入 56.75 亿元，同比增长 14.14%；归母净利润 2.44 亿元，同比增长 0.41%。2019 年营收增长主要是公司实现中小板上市，募集资金投资项目顺利进行，以及公司持续进行产品结构优化，提高管理效率。归母净利润增长幅度低于营业收入的主要原因是原料奶价格上涨导致成本上升，同时公司为了提高品牌影响力，加大在营销宣传方面的投入。2020Q1-3 公司实现营业收入 46.57 亿元，同比增长 10.32%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 3.70%；主要受益于疫情影响逐渐减弱，学生奶和送奶入户渠道不断恢复，以及低温鲜奶整体增长态势较好。

**图3：公司 2020Q1-3 营收同比增长 10.32%**


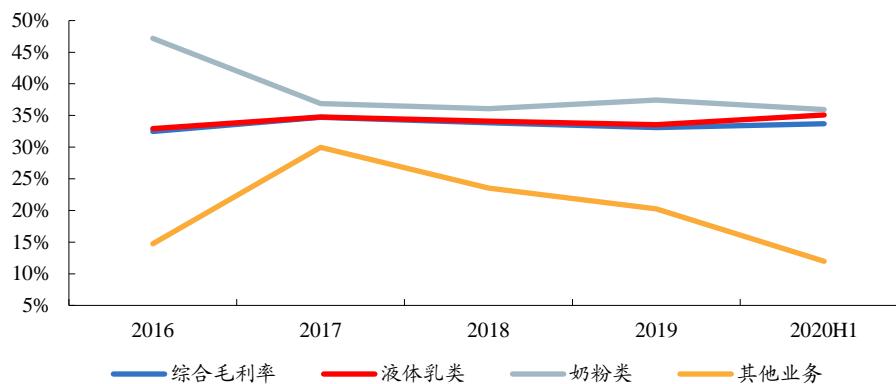
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：公司 2020Q1-3 归母净利润同比增长 3.7%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司综合毛利主要由液体乳类业务贡献，毛利率整体走势与液体乳类业务毛利率走势基本一致。2020H1 公司综合毛利率为 33.7%，同比下跌 0.82pcts，其中液体乳类业务毛利率为 35.09%，同比下跌 0.09pcts，奶粉类业务毛利率为 35.94%，其他业务毛利率为 11.97%。毛利率的下跌主要是受疫情影响，毛利率较高的订奶入户销售渠道收入占比下降。

图5：2020 H1 公司综合毛利率为 33.7%



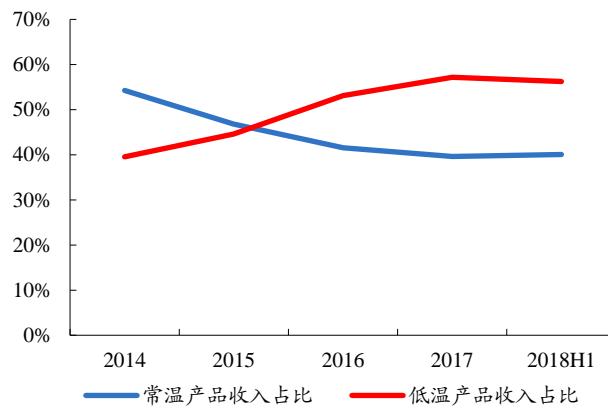
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 5.3、公司看点：行业前景可期，公司全国化扩张持续推进

#### 5.3.1、主打低温产品，把握行业风向

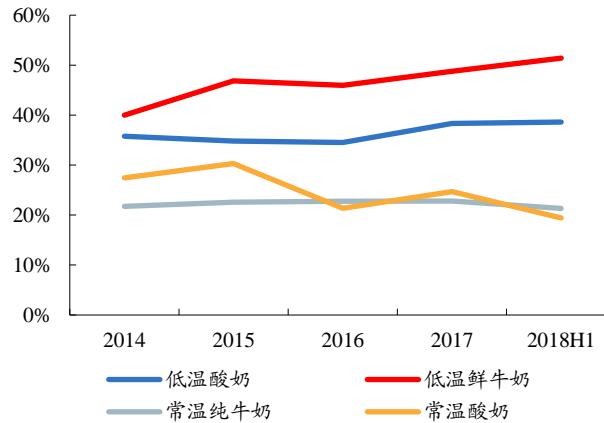
我国乳制品行业空间广阔，乳制品销售规模位列全球第二。目前我国常温乳制品市场已经趋于成熟，随着冷链运输技术的提高、生鲜电商的兴起以及消费者对奶制品质量要求的提高，低温市场的发展机会已经到来。疫情之后，消费者对于自身健康关注度提高，更加重视饮用高品质牛奶来提高自身免疫力。公司以低温鲜奶、低温酸奶产品为主导，不断优化产品结构，据2019年年报，低温产品销售收入占比已超过60%。相比于常温产品，低温产品的价格更高，公司的低温产品毛利率远高于常温产品。

图6：2016年公司低温产品收入占比已超过50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司低温产品毛利率远高于常温产品

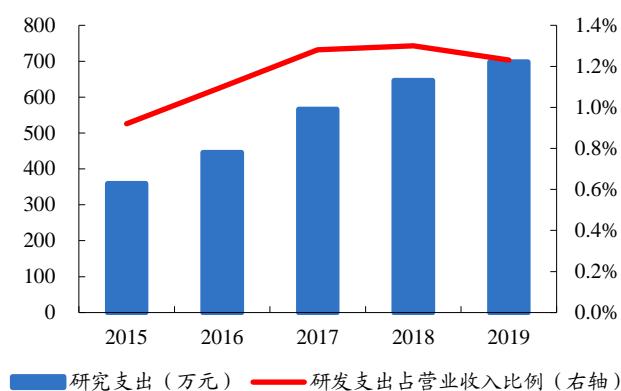


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 5.3.2、加大研发投入，创新驱动发展

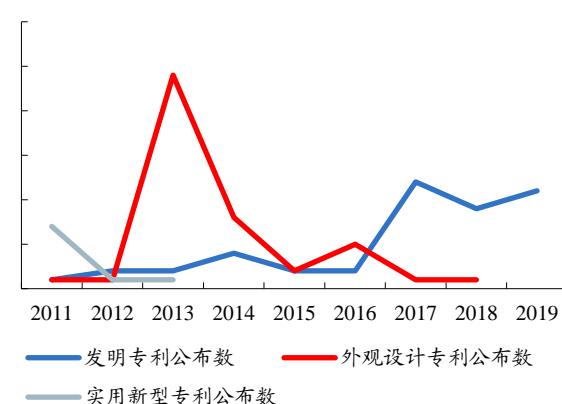
公司重视创新投入，拥有较强的产品创新研发能力，现拥有有效专利数352个，而行业平均专利数为99个；同时积极与国内外研究院及高校展开合作，2019年底，公司新科技研究院正式成立。2020年，公司推出活润晶球酸奶，这是行业内首次采用益生菌晶球特殊工艺3D包埋技术，开辟了酸奶行业的新领域。近年来，公司更是以“新科技”作为发展引擎，利用物联网、大数据、生物科技等手段，推动营销手段数字化以及产品结构的优化升级。

图8：2015-2019年公司不断加大研究支出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2019年公司发明专利公布数为11个



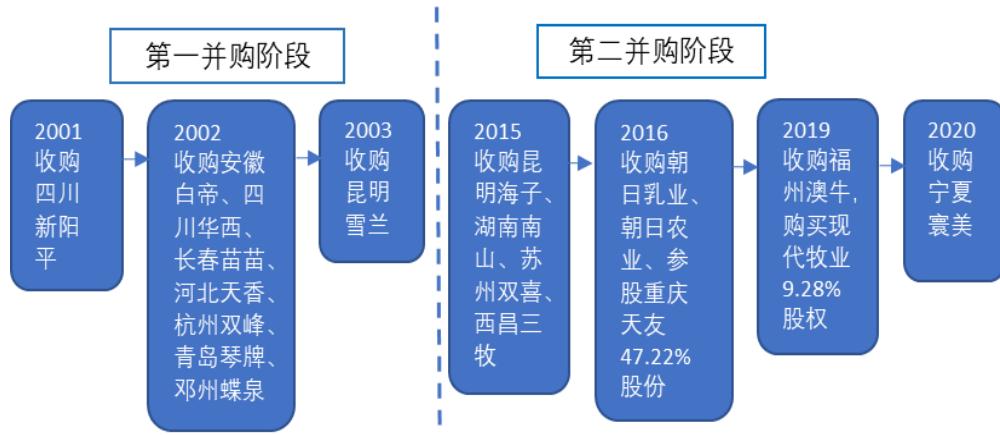
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 5.3.3、强化上游奶源，“1+N”并购战略进行全国化扩张

在中国乳业产业链上游，原料奶生产企业和养殖牧场是两大至关重要的环节。对于低温奶来说，保质期时间短，对原奶质量要求高，乳企是否拥有优质奶源成为其在低温奶市场发展的关键。公司重视对上游奶源的布局与强化，逐渐在全国范围内建立优质产业链。2020H1 公司奶牛总存栏数达到 25475 头，并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）。

公司实行“1+N”并购战略进行全国化扩张，实现了以一家母公司、统一管理运营体系为改革创新核心主力，为全国 N 个传统区域型赋能，并协同前进的共同体。2001-2020 年公司一共进行过两轮并购阶段。在第一轮并购后，公司消除了亏损企业，完成了既定的经营目标；第二轮并购给公司带来盈利能力的显著改善。新乳业于 2020 年收购了宁夏寰美乳业，该企业处于中国奶源带，具有一定规模的优质牧场，有望进一步提升公司在行业中的竞争实力。

图10：公司两轮并购阶段有效开拓全国市场



资料来源：公司公告、开源证券研究所

#### 5.4、估值比较：公司相对估值较高

与同行业 5 家乳企业相比，公司营收增速排名第 1，净利润增速排名第 2；销售毛利率排名第 3，ROE 排名第 4。公司 PE (TTM) 为 63.60 倍，高于同业平均水平。

表4：公司当前估值处于行业较高水平

公司代码	名称	总市值 (亿元)	2020Q1-3 总收入同比 增速 (%)	2020Q1-3 净利润同比 增速 (%)	2020Q1-3 毛利率 (%)	2020Q1- 3ROE (%)	PE (TTM)
002946.SZ	新乳业	159.22	10.32	5.58	32.59	9.23	63.60
600887.SH	伊利乳业	2457.62	7.42	7.00	36.94	22.09	33.54
600597.SH	光明乳业	197.02	9.26	-3.58	29.23	7.28	41.05
600429.SH	三元股份	76.23	-13.73	-121.26	30.45	-0.94	-65.08
002732.SZ	燕塘乳业	39.04	9.35	-13.47	35.53	9.41	35.66
600419.SH	天润乳业	42.87	8.34	0.08	29.69	9.37	30.16

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：总市值按照 2020 年 12 月 16 日收盘价计算

#### 5.5、新乳转债募投项目

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额为 7.18 亿元，募集资金主要用于投资项目“收购寰美乳业 40% 股权项目”和补充流动资金。扣除发行费用后募集资金用途如下：

表5：新乳转债募投项目

项目名称	拟投资总额 (亿元)	募集资金投入额 (亿元)
收购寰美乳业 40% 股权项目	6.84	6.84
补充流动资金项目	0.34	0.34
合计	7.18	7.18

数据来源：公司募集说明书、开源证券研究所

### 6、风险提示

原材料价格波动风险；正股及市场大幅波动风险

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn