

新乳业(002946)

极致新鲜，大有可为

——新乳业深度报告

✉：邓晖 执业证书编号：S1230520040002

☎：021-80106029

✉：denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 投资建议

公司是西部低温奶龙头，成功塑造极致新鲜品牌、供应链护城河，三轮外延并购表现越来越靓，内生增长如鱼得水，在低温奶行业，大有可为。预计公司 21-23 年归母净利润 3.81/4.78/6.06 亿元，增速 41%/25%/27%，对应 5 月 27 日估值 42/34/26 倍（市值 160 亿）。

□ 西部低温奶龙头，并购战略成效显著

公司是西部低温奶龙头，目前以并购作为重点扩张战略，内生外延双轮驱动。公司前身为新希望集团乳业事业部，2006 年成立公司，2019 年上市；2001 年至今，公司已实现 3 轮并购，巩固西部，走向全国；2020 年底，公司拥有奶牛存栏量 3.7 万头，乳制品年销量达 72 万吨。2020 年，公司实现收入 67.49 亿元（低温奶为主），同比+19%，归母净利润 2.71 亿元，同比+11%，疫情下逆势增长。公司实控人为刘永好先生及其女刘畅女士，2020 年末合计控制股权 81.34%，席刚先生担任董事长。

□ 低温奶行业孕育隐形冠军，大有可为

1) 低温奶仍处于量价齐升阶段：乳制品行业 2020 年市场空间约 4146 亿元（15-20CAGR 为 3.6%），其中低温鲜奶市场空间约 361 亿（15-20CAGR 为 9.0%），酸奶市场空间约 1507 亿（15-20CAGR 为 12.4%），均大幅高于乳制品行业整体增速。乳制品行业整体从量增驱动为主转向价增驱动为主，08-14 年国内乳制品行业销售量 CAGR（10.9%）高出销售均价 CAGR（2.87%）约 8.03pct；15-20 年乳制品销售均价 CAGR（3.73%）高出销售量 CAGR（-0.1%）约 3.87pct；低温鲜奶和酸奶仍处于量价齐升阶段，低温鲜奶 15-20 年 CAGR 约 9%，其中量/价 CAGR 约 4.91%/3.94%。2) 低温奶孕育隐形冠军：乳制品行业中，低温鲜奶由于其独特的短保质期、最强的新鲜定义，区域壁垒最高，是一块孕育隐形冠军的肥沃土壤，2019 年前三甲光明/三元/新乳业市占率分别约 12%/9%/6%；而低温酸奶行业虽然市场集中度更高，但其市场空间大、口味多元化，同样大有可为。

□ 硬实力：成功塑造极致新鲜品牌、供应链护城河

1) 24 小时鲜牛乳，打造极致新鲜品牌护城河：“新希望 24 小时鲜牛乳”，是席刚董事长 2010 年上任后，2011 年即带领管理团队打造的明星爆款；基于对低温鲜奶行业的深刻理解，塑造了极致新鲜的品牌护城河，获得高端消费群体的认可，凸显了席刚董事长带领的管理团队的实力。2) 掌控西部奶源，塑造供应链护城河：低温奶对区域性奶源、供应链体系要求高，公司深耕西南、西北、华东等区域，尤其重视奶源布局，锻造极致新鲜的供应链体系，塑造区域供应链护城河。在核心市场周边 150 公里范围，公司重点布局牧场、加工厂，根据我们测算，公司牧场、加工厂至核心市场平均车程仅约 41 分钟，20 年末公司奶源自给率达 50%。

□ 看未来：外延表现越来越靓，内生增长如鱼得水

1) 外延表现越来越靓：经历 3 轮并购，公司管理层已总结出一套成熟并购整合经验，推动公司向全国快速扩张。从 3 轮并购表现看，每一轮并购表现均优于上一轮：第一轮并购期是 2001-2010 年，公司并购白帝、双峰、天香、琴牌、蝶泉、雪兰等 13 家乳企，表现一般；第二轮并购期是 2015-2018 年，公司并购苏州双喜、朝日乳业、朝日农业、湖南南山，均快速实现经营改善；第三轮并购期是 2019 年至今，公司并购福州澳牛、宁夏夏进、一只酸奶牛，获得更高性价比资产；公司第 3 轮并购仍在进行中，符合低温奶行业当前趋势，未来外延扩张有望提速。2) 低温鲜奶和低温酸奶如鱼得水：低温鲜奶在乳制品中具有最强新鲜定义，低温酸奶市场空间大、口味多元化，有了“新希望 24 小时鲜牛乳”塑造的极致品牌力，公司在低温鲜奶和低温酸奶市场如鱼得水。2015 年至今，公司高毛利率低温奶的收入占比持续提升，2015-2018H1 由 44.6%增至 56.2%，2020 年占比约 60%。

□ 风险提示：食品安全风险，政策调整风险，原奶价格波动风险

评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 18.47

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.03

4Q/2020

0.10

3Q/2020

0.13

2Q/2019

0.12

公司简介

公司是西部低温奶龙头，目前以并购作为重点扩张战略，内生外延双轮驱动。公司前身为新希望集团乳业事业部，2006 年成立公司，2019 年上市；2001 年至今，公司已实现 3 轮并购，巩固西部，走向全国；2020 年底，公司拥有奶牛存栏量 3.7 万头，乳制品年销量达 72 万吨。

相关报告

撰写人：邓晖

数据支持人：赵璐

联系人：邓晖，杨骥，赵璐

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	6749	8828	11016	13773
(+/-)	18.92%	30.80%	24.79%	25.03%
净利润	271	381	478	606
(+/-)	11.18%	40.65%	25.32%	26.86%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.55	0.70
P/E	59.11	42.03	33.54	26.44

正文目录

1. 西部低温奶龙头，并购战略成效显著	7
1.1. 出身新希望集团，三轮并购打造城市型乳企联合舰队	7
1.2. 股权结构稳定集中，背靠新希望集团	10
1.3. 贯彻“鲜战略”，低温占比逐年提升	11
1.4. 股权激励激发活力	14
2. 低温奶行业孕育隐形冠军，大有可为	17
2.1. 我国乳品行业发展三阶段：常温驱动量增、高端化驱动价增、低温奶谱写新篇章	17
2.2. 低温鲜奶：更高营养&更好口感的选择，消费升级+冷链完善+政策赋能加速普及	20
2.2.1. 渗透率提升+产品结构升级驱动量价齐升	21
2.2.2. “冷链基础设施完善+生鲜电商普及”，支撑低温奶快速发展	23
2.2.3. 竞争制胜关键：供应链快速响应+终端精细化运营	25
2.3. 低温酸奶：“功能化+零食化+口味多元化”打开增长空间	29
2.3.1. 低温酸奶需求端：健康膳食风潮驱动增长	29
2.3.2. 低温酸奶供给端：口味、功能、配方百花齐放	31
3. 成功塑造极致新鲜品牌、供应链护城河，全国化扩张有望提速	33
3.1. 过往并购整合能力已获验证，外延扩张持续进行中	33
3.1.1. 过往两轮并购成效已现：全国化布局雏形已现，多家子公司进入增长快车道	33
3.1.2. 第三轮并购进行时：标的质更优、整合再提速	36
3.1.3. 可复制的并购扩张模式已形成，持续赋能外延增长	37
3.2. 产品导入+供应链&渠道共享+双品牌运营，多维协同赋能内生增长	38
3.2.1. 产品&研发协同：总部持续拓品类+调结构，明星单品+研发资源赋能区域子公司	38
3.2.2. 供应链&渠道协同：产能充裕&集团赋能&数字化提效，保障“鲜战略”多点落地	45
3.2.3. 双品牌协同运作：子品牌再激活、母品牌迅速实现跨区域渗透	54
3.3. 赋能型并购+终端精细化运营，高速成长可期	55
4. 盈利预测及投资建议	56
4.1. 盈利预测	56
4.2. 投资建议	57
5. 风险提示	57

图表目录

图 1: 公司历史沿革一览.....	8
图 2: 公司旗下部分参控股子公司业务分布概况(截至 2020 年末).....	10
图 3: 公司实际控制人为新希望集团董事长刘永好先生与女儿刘畅女士(截至 2020 年末).....	10
图 4: 2015-2020 年公司营收及增长情况.....	11
图 5: 2015-2020 年公司归母净利/扣非净利及增长情况.....	11
图 6: 2015-2020 年公司费用率情况(未剔除新会计准则影响).....	11
图 7: 2015-2020 年公司分品类营收(亿元).....	12
图 8: 2015-2020 年公司分品类营收占比(%).....	12
图 9: 2015-2018H1 公司低温板块营收增速均高于常温板块.....	12
图 10: 2014-2020 年公司低温营收占比持续提升(%).....	12
图 11: 2014-2018H1 公司分品类毛利占比(%).....	13
图 12: 2014-2018H1 年公司分品类毛利率变化趋势(%).....	13
图 13: 2014-2020 年公司分地区营收占比(%).....	13
图 14: 2018-2020 年公司分地区毛利占比(%).....	13
图 15: 2018-2020 年公司分地区毛利率变化(%).....	14
图 16: 我国乳制品行业历史沿革.....	17
图 17: 2015 年后乳制品市场规模增速放缓.....	18
图 18: 2015 年后乳制品市场规模由量增驱动转为价增驱动.....	18
图 19: 液态奶在乳制品中占比最大(百万元,%).....	18
图 20: 常温白奶、常温酸奶在液态奶中占主导(百万元).....	18
图 21: 常温板块增速放缓,低温板块增速稳健.....	19
图 22: 15 年后常温白奶由量增驱动转为价增驱动(%).....	19
图 23: 常温白奶高端产品增速下行(亿元,%).....	19
图 24: 常温酸奶明星单品同比增速放缓(%).....	20
图 25: 低温鲜奶保持量价稳健增长(%).....	20
图 26: 2010-2020 年低温鲜奶市场规模 CAGR 为 9.36%.....	21
图 27: 2010-2020 年低温鲜奶量价齐升,市场规模持续增长.....	21
图 28: 2015-2020 年低温鲜奶销售量 CAGR 为 4.91%.....	21
图 29: 脱脂/半脱脂低温鲜奶相对更受消费者欢迎.....	21
图 30: 截至 20 年 8 月低温鲜奶外卖消费仍以一二线城市为主.....	22
图 31: 截至 2018 年上海低温鲜奶渗透率远高于全国水平.....	22
图 32: 各地区乳牛存栏数占比(截至 2018 年末).....	22
图 33: 我国奶源集中在西北/华北/东北地区(乳牛存栏数-万头).....	22
图 34: 2011-2018 年全国乳牛存栏数逐渐下降.....	23
图 35: 2020 年下半年以来生鲜乳价格持续走高.....	23
图 36: 2014-2019 年食品冷链物流市场规模 CAGR 为 17.72%.....	24
图 37: 2011-2019 年我国冷藏车保有量/产量快速增长.....	25
图 38: 2015-2019 年我国冷库容量 CAGR 达 12.79%.....	25
图 39: 低温鲜奶市场区域性特征明显,品牌众多.....	25
图 40: 2019 年低温鲜奶行业 CR3 仅 27%.....	25
图 41: 乳企注重从新鲜、营养出发打造自身产品的差异化卖点.....	27

图 42: 新乳业与每日优鲜签订战略合作协议	28
图 43: “天鲜配” 线下智能冰柜	28
图 44: 我国超过 80%以上的人群乳糖相对不耐受	30
图 45: 《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第五版)》	30
图 46: 14-19 年低温酸奶市场规模 CAGR 为 15.88%	30
图 47: 天润乳业推出多口味低温酸奶	31
图 48: 卡士餐后一小时产品主打助消化功能	32
图 49: 健能 JCAN “淘金高手” 主打预防重金属危害	32
图 50: 我国酸奶行业不同品类占比	32
图 51: 低温酸奶行业 CR3 达 62.7% (2019 年末)	32
图 52: 公司并购发展历程	33
图 53: 2003 年部分子公司净利润下滑幅度较大(万元)	34
图 54: 2003-2010 年部分子公司净利润由正转负	34
图 55: 公司西南地区 2015-2017 年营业收入(百万元, %)	35
图 56: 公司西南地区 2017-2020 年营业收入(百万元, %)	35
图 57: 公司华东地区 2015-2017 年营业收入(百万元, %)	35
图 58: 公司华东地区 2017-2020 年营业收入(百万元, %)	35
图 59: 公司华北地区 2015-2020 年营业收入(百万元, %)	36
图 60: 公司其他地区 2015-2020 年营业收入(百万元, %)	36
图 61: 公司与同行样本管理费用率(%)	36
图 62: 公司与同行样本 ROIC (%)	36
图 63: 20 年寰美乳业并表后弥补西北地区短板(百万元)	37
图 64: 公司新品推出历程	39
图 65: 2015-2018H1 公司低温鲜奶销售收入及营收占比	41
图 66: 公司低温鲜奶主要产品展示	41
图 67: 2015-2018H1 公司低温酸奶销售收入及营收占比	42
图 68: 公司低温酸奶主要产品展示	42
图 69: 2015-2018H1 公司常温纯牛奶销售收入及营收占比	42
图 70: 公司常温纯牛奶主要产品展示	42
图 71: 2015-2018H1 公司常温调制乳销售收入及营收占比	42
图 72: 公司常温调制乳主要产品展示	42
图 73: 2015-2018H1 公司低温品类营收占比持续提升	43
图 74: 2015-2018H1 公司低温品类毛利率持续上升	43
图 75: 2015-2020 年公司与同行毛利率对比	43
图 76: 公司 2015-2020 年研发费用及增速	44
图 77: 公司 2018-2020 年研发费率处于行业领先水平	44
图 78: 公司产能逐步向全国拓展(牧场/加工厂数量占比截至 2020 年, 产能估算截至 2018H1)	49
图 79: 公司以传统销售模式为主	50
图 80: 公司董事长带头试水直播带货	50
图 81: 2014-2020 年公司与同行样本总资产周转率(次)	52
图 82: 2014-2020 年公司与同行样本存货周转率(次)	52
图 83: 新希望集团控股重要子公司状况	52
图 84: 新希望六和 2017-20 年营业收入及增速(亿元, %)	53
图 85: 新希望六和 2017-20 年扣非净利及增速(亿元, %)	53

图 86: 新希望六和 2020 年分板块营收占比 (%)	53
图 87: 新希望六和 2017-2020 年饲料业务占比 (%)	53
图 88: 2014-2020 年公司与同行样本权益乘数.....	54
图 89: 2014-2020 年公司与同行样本财务费用率 (%)	54
图 90: 公司“子母品牌”标签的表现形式.....	55
图 91: 2014-2020 年公司与同行样本销售费用率 (%)	55
表 1: 公司 2001-2020 年并购情况 (截至 2021 年 4 月)	8
表 2: 公司 2019 年 IPO 募资用途 (截至 2020 年末)	14
表 3: 公司 2020 年发行可转债募资用途 (截至 2020 年末)	15
表 4: 激励计划授予的限制性股票在激励对象间的分配情况.....	15
表 5: 激励计划绩效考评评价指标及标准.....	15
表 6: 巴氏奶营养价值高于常温奶	20
表 7: 2019 年国家各部委出台冷链相关政策数量	24
表 8: 2019-2020 年头部乳企纷纷布局上游奶源.....	26
表 9: 《荷斯坦》TOP25 规模牧场情况 (截至 2019 年末)	26
表 10: 头部乳企推出的部分低温鲜奶新品梳理 (截至 2020 年末)	28
表 11: 部分区域乳企送奶入户业务样本.....	29
表 12: 牛奶与酸奶营养价值对比	29
表 13: 公司三轮并购扩张区域及各区域子公司	33
表 14: 第二轮被并购公司的历年净利润变化 (万元)	34
表 15: 公司产品矩阵丰富.....	39
表 16: 公司部分科研合作项目 (截至 2019 年末)	44
表 17: 公司部分核心技术专利 (截至 2019 年末)	45
表 18: 公司原奶采购来源分布 (截至 2018H1)	46
表 19: 公司牧场奶源产能及规划情况.....	46
表 20: 公司工厂产能及规划产能 (截至 2020 年末)	48
表 21: 截至 2020 年末新乳业旗下部分工厂分布状况.....	49
表 22: 公司主要线上渠道概况.....	51
表 23: 公司饲料采购价格对比	53
表 24: 鲜生活冷链与光明领鲜冷链对比 (截至 2020 年末)	54
表 25: 公司各板块盈利预测.....	56
表 26: 行业重点公司盈利预测与估值 (截至 2021 年 5 月 27 日)	57
表附录: 三大报表预测值.....	58

1. 西部低温奶龙头，并购战略成效显著

1.1. 出身新希望集团，三轮并购打造城市型乳企联合舰队

新希望乳业股份有限公司（002946）前身为新希望集团旗下乳业事业部，2006年新希望乳业控股有限公司成立，2016年公司完成股份制改革、更名为新希望乳业股份有限公司，2019年公司在深交所上市。公司以并购起家，立足西南优势地区向华东、华中、华北、西北等区域扩张，持续推进全国化布局；经三轮并购整合，公司旗下现已有46家控股子公司、15个主要乳品品牌、16家乳制品加工厂、13个自有牧场，构建起以“鲜战略”为指引的“城市型乳企联合舰队”。

公司发展历经起步发展期、战略调整期、整合提速期、加速扩张期四阶段：

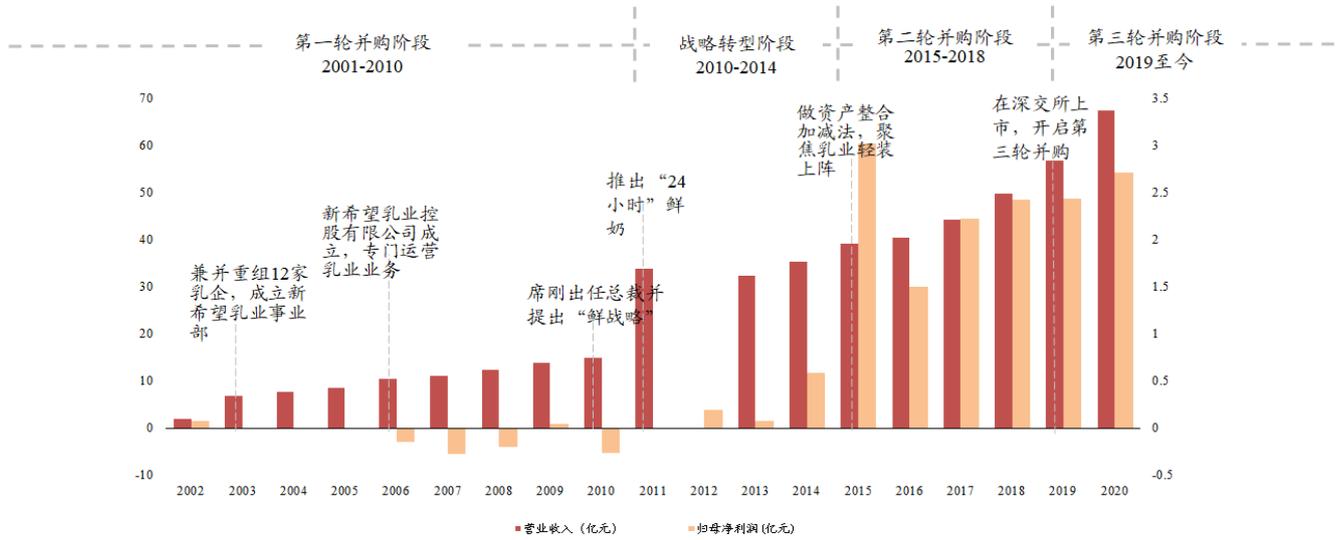
1) 2001-2010年，起步发展期：集团初入乳业领域，首轮并购奠定经营基本盘。2001年10月新希望集团收购四川新阳平乳业55%股份，正式进军乳制品行业，2002年新希望集团组建乳业事业部，2006年新希望乳业控股有限公司成立（新乳业前身），专营乳业业务。2001-2003年新希望集团先后投资4亿元收购12家乳业企业，总资产达13亿元，净资产达6亿元，年收奶量达到25万吨，并形成超过30万吨/年的生产规模，为乳业板块发展奠定基础；由于集团初入乳业领域，经验相对缺乏，收购后整合效果欠佳，2002-2009年，邓川蝶泉、杭州双峰、安徽白帝等子公司净利润由正转负，期间公司相关高管亦有离职，公司在该阶段经营业绩波动较大、亏损较多，2006-2010年公司归母净利润分别为-1,525/-2,827/-1,961/427/-2,707万元。

2) 2010-2014年，战略调整期：明确“鲜战略”，经营业绩进入上升通道。2010年席刚先生（现任公司董事长）出任公司总裁，提出“鲜战略”，公司发展方向进一步明确。在“鲜战略”指导下，公司开始打造标志性明星单品，2011年推出的“24小时”鲜奶在成都地区率先试点并逐步推广到其他区域，现已成长为公司明星大单品，2012-2014年公司先后推出的“成都记忆”、活润系列酸奶亦反响良好；乳业战略日渐清晰叠加明星单品放量，公司业绩进入快速上升通道，2012-2014年公司归母净利润由1,883万元增至5,911万元，CAGR达77.18%。

3) 2015-2018年，整合提速期：第二轮并购聚焦乳业、轻装上阵，投后整合时间明显缩短。2015年起公司完成一系列资产剥离后聚焦乳业业务，2015-2017年公司先后收购湖南南山、苏州双喜等4家乳企，深化华中、华东布局，其中2015年收购的湖南南山2019年扭亏为盈；2016年收购的朝日乳业与朝日农业次年即扭亏为盈；该阶段公司并购整合明显提速，前期积累的投后管理经验显现成效，2015-2018年公司营收由39.15亿元增长至49.72亿元，CAGR为8.29%。

4) 2019年至今，加速扩张期：第三轮并购标的质地更优，全国扩张加速。2019年公司在深交所成功上市，同年收购福州澳牛55%股权，推进华南地区布局；2020年公司收购宁夏乳制品龙头夏进乳业的母公司寰美乳业100%股权，填补公司西北地区市场空白、布局中国黄金奶牛养殖带；2021年公司收购“一只酸奶牛”60%股权，进军现制奶茶领域，“一只酸奶牛”超千家线下门店与过百万会员数有望推动公司渠道升级、加速公司数字化转型，2018-2020年公司总营收由49.72亿元增至67.49亿元，CAGR达16.50%，归母净利润由2.43亿元增至2.71亿元，CAGR为5.66%。

图 1：公司历史沿革一览



注：2002-2010 年营业收入与归母净利润来源于新希望集团乳业事业部

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所整理

表 1：公司 2001-2020 年并购情况（截至 2021 年 4 月）

序号	时间	收购标的	支付金额 (万元)	被并购公司业务/影响
1	2001.10	四川新阳平乳业有限公司	4,200	-
2	2001.10	四川新阳平奶牛发展有限公司	600	-
3	2002.04	安徽白帝乳业有限公司	2,750.0	-
4	2002.06	四川华西乳业有限公司	7,430.8	-
5	2002.07	重庆天友乳业股份有限公司	4,621.68	-
6	2002.07	四川新华西乳品饮料有限公司	2,549	-
7	2002.08	长春新希望苗苗乳业有限公司	3,400.0	-
8	2002.08	杭州新希望双峰乳业有限公司	2,100.0	-
9	2002.09	河北新天香乳业有限公司	2,400.0	-
10	2002.09	青岛琴牌乳业有限公司	1,800.0	-
11	2002.09	杭州新希望美丽健乳业公司	6,000.0	-
12	2002.12	云南邓州蝶泉乳品有限公司	7,344.0	-

序号	时间	收购标的	支付金额 (万元)	被并购公司业务/影响
13	2003.03	昆明雪兰牛奶公司	4,618.0	-
14	2015.06	湖南新希望南山液态乳业有限公司(“湖南南山”)	16,500.0	乳品生产及销售业务
15	2015.07	新希望双喜乳业(苏州)有限公司(“苏州双喜”)	14,300.0	乳品生产及销售业务
16	2015.07	西昌三牧		
17	2015.09	昆明市海子乳业有限公司(“昆明海子”)	2,328.8	主要从事乳品及乳制品制造加工业务
18	2016.12	山东朝日绿源乳业有限公司(“朝日乳业”)		乳品生产及销售业务
19	2016.12	山东朝日绿源农业高新技术有限公司(“朝日农业”)		奶牛养殖和蔬菜、水果种植业务
20	2019/2020	现代牧业	70,915.15/5,687.33	优质奶源(预计日增原奶 300 吨, 共计自控奶源比例将达到 50% 左右), 最新持股比例数据时间为 2021 年 1 月, 通过 GGG holdings 持股。
21	2019.08	福州澳牛	约 35,000	奶牛养殖、牧草种植以及加工业务
22	2020.12	寰美乳业(子公司为宁夏夏进乳业)	171,136.05	预计将新增过万存栏量(万头牧场)
23	2021.03	“一只酸奶牛”项目	约 23,100	切入现制奶茶赛道

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

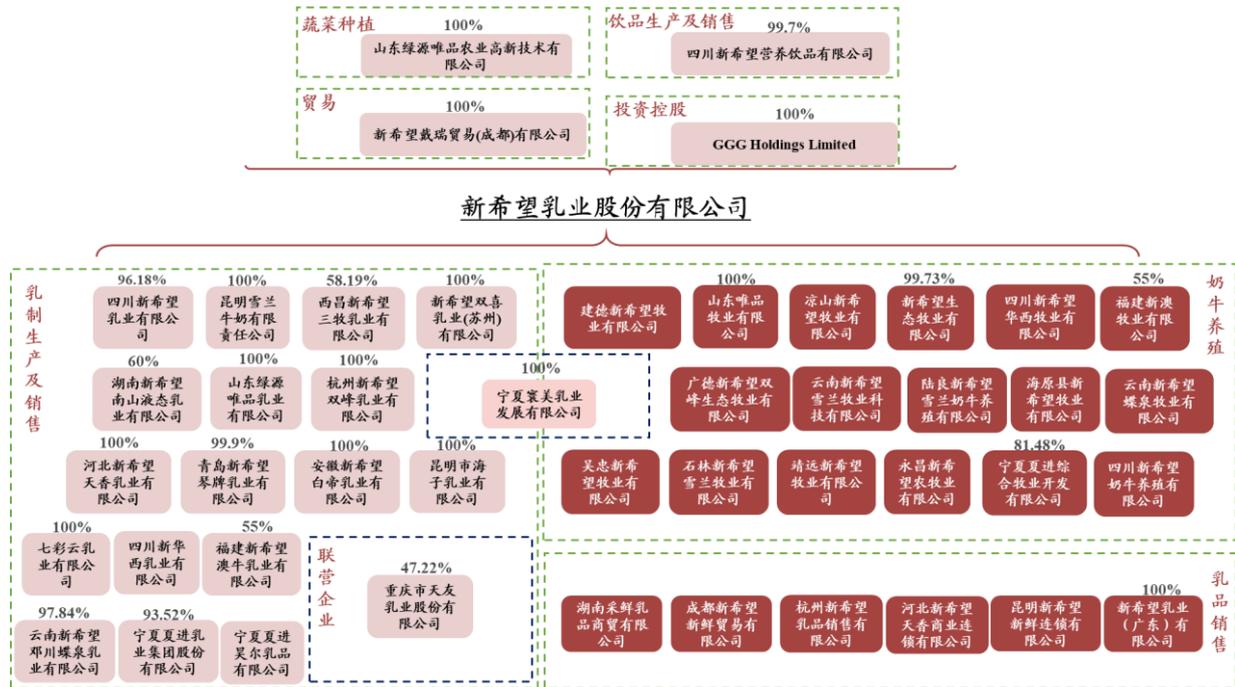
公司以外延并购赋能内生增长, 持续增强原奶供应、生产加工、销售端各环节实力, 已形成较完善的全产业链布局。

1) 牧场端: 公司旗下拥有四川华西、山东唯品、广德双峰、云南雪兰、靖远牧业等多家奶牛养殖企业, 分布于西南、华东、华北、华东、西北等地, 以多个牧场为“圆心”, 业务辐射全国。

2) 生产端: 公司旗下已拥有湖南南山、杭州双峰、河北天香、青岛琴牌等多家位于各省份的乳品生产及销售企业。

3) 销售端: 公司在湖南、成都、杭州、河北、昆明设有乳品销售公司, 为业务向西南、华北渗透提供支持。

图 2：公司旗下部分参控股子公司业务分布概况（截至 2020 年末）

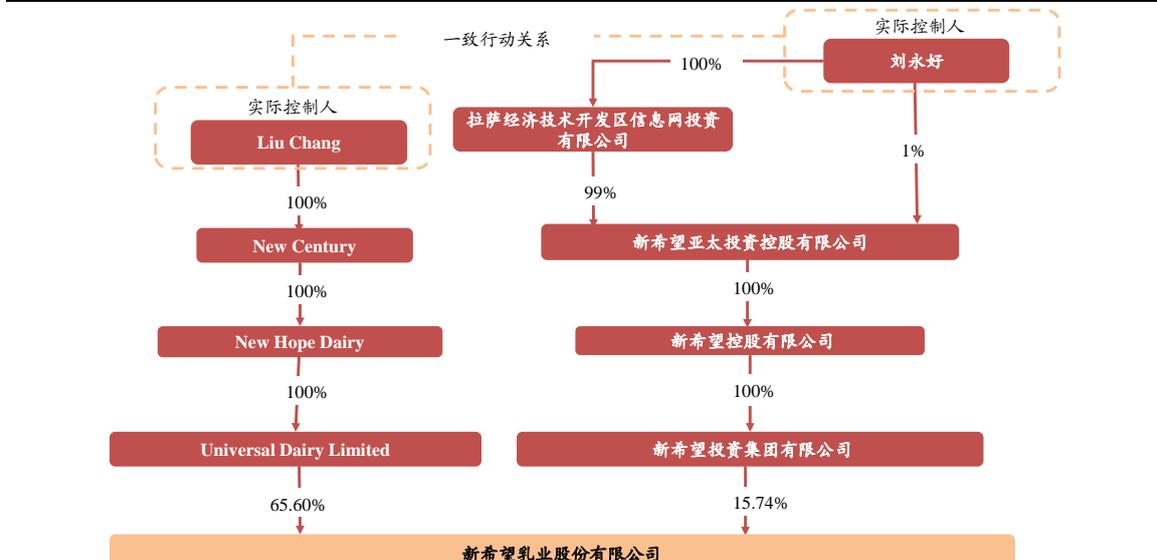


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

1.2. 股权结构稳定集中，背靠新希望集团

公司股权集中，结构稳定。截至 2020 年末，公司控股股东为 Universal Dairy Limited，控制股权合计 65.60%。公司实际控制人为新希望集团董事长刘永好先生与女儿刘畅女士，二人于 2016 年 3 月签署《一致行动协议》，截至 2020 年末二人控制股权合计 81.34%，公司股权高度集中，结构稳定。

图 3：公司实际控制人为新希望集团董事长刘永好先生与女儿刘畅女士（截至 2020 年末）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

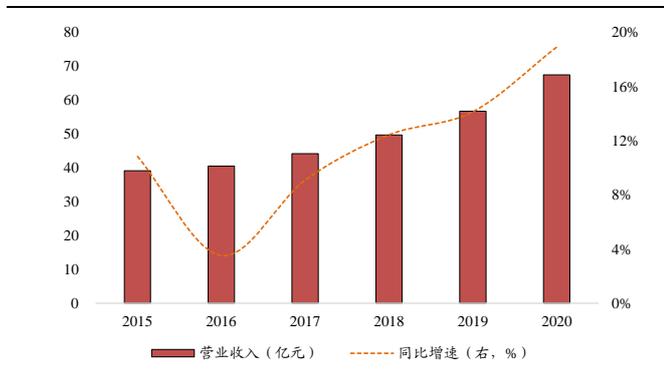
背靠新希望集团，全产业链赋能。新希望集团位列中国民营企业 2020 年 500 强第 27 位，旗下拥有新希望六和、草根知本、宝硕股份、新希望财务等公司，业务涉及农业、食品、金融、化工、地产等领域。新希望集团可为公司提供上游牧场饲料供给、中游冷链运输、下游 2B 端业务、并购整合等各环节的全方位支持。

1.3. 贯彻“鲜战略”，低温占比逐年提升

15 年以来大刀阔斧整合资产，营收、业绩逐年增长。2020 年公司实现营业收入 67.49 亿元，同比+18.92%；实现归母净利润 2.71 亿元，同比+11.18%。2015 年公司先后剥离与主营相关性较小的华西国兴置业、新希望营养制品等 7 家子公司，获长期股权投资收益 2.49 亿元，2015 年公司归母净利达 3.02 亿元，2015-2020 年公司营业收入由 39.15 亿元增至 67.49 亿元，CAGR 为 11.5%；扣非归母净利润由 0.38 亿元增至 2.14 亿元，CAGR 达 41.55%。

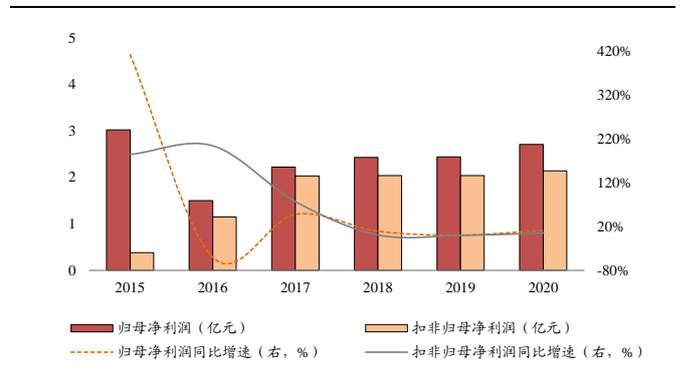
2021Q1 公司实现营收 20.14 亿元（同比+90.88%），实现归母净利润 0.29 亿元（同比+210.51%），扣非归母净利润 0.21 亿元（同比+163.66%）；21Q1 公司营收、归母净利表现出色，一方面由于 20Q1 疫情下公司销售受阻，收入及经营利润下降、基数较低，另一方面受益于公司持续升级鲜奶产品、开发酸奶新品、发力渠道拓展，叠加寰美乳业并表后整合进展顺利，多因素驱动公司营收、业绩大幅增长。

图 4：2015-2020 年公司营收及增长情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

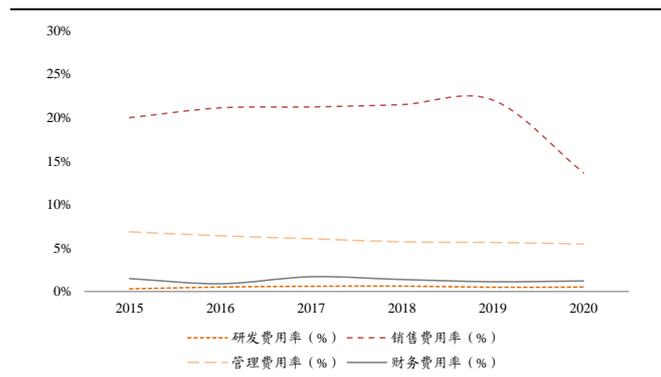
图 5：2015-2020 年公司归母净利/扣非净利及增长情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

投后管理能力持续提升，管理费用率逐年下降。2020 年，公司研发、销售、管理、财务总费用率合计 20.85%（较上年同期-8.43pct），其中研发费用率 0.51%（较上年同期+0.03pct），销售费用率 13.65%（剔除新会计准则影响后较上年同期-1.26pct），管理费用率 5.47%（较上年同期-0.16pct），财务费用率 1.22%（较上年同期+0.09pct）；2015-2020 年公司管理费用率由 6.88%降至 5.47%。

图 6：2015-2020 年公司费用率情况（未剔除新会计准则影响）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

低温板块占比持续提升，西南以外地区营收持续增长。分品类看，公司液体乳营收占比最高，“鲜战略”指引下，公司低温板块占比持续提升；分地区看，公司立足西南区域强势阵地，持续推进全国布局，外地营收占比不断提升。

1) 贯彻“鲜战略”，高毛利低温板块占比逐年提升。液体乳为公司营收核心支柱，2015-2020年公司液体乳分别实现营收35.80/38.36/42.80/47.86/54.11/62.73亿元（同比+8.06%/+7.15%/+11.57%/+11.82%/+13.06%/+15.93%），营收占比长期保持在90%以上；2020年公司液体乳/奶粉/其他业务实现营收62.73/0.70/4.06亿元，同比+15.94%/+9.05%/+102.53%，疫情影响下鲜奶需求旺盛，公司液体乳及乳制品产量/销量同比+21.69%/+21.84%。

2015-2018H1，公司液体乳中的低温板块（包括低温鲜牛奶、低温酸奶、低温调制乳、低温乳饮料）营收增速及营收占比提升速度均高于常温板块（包括常温纯牛奶、常温乳饮料、常温调制乳、常温酸奶）。具体来看：

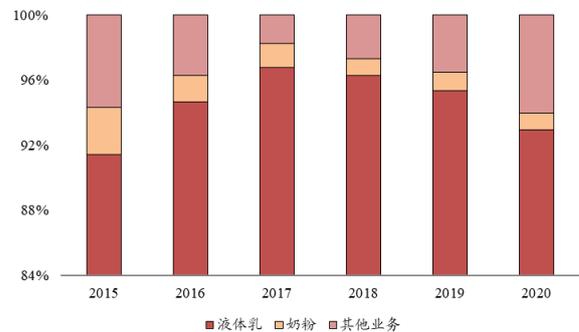
- a) 2015-2017年低温板块营收由17.47亿元增至25.27亿元，CAGR为20.27%；同期常温板块营收由18.34亿元降至17.53亿元，CAGR为-2.23%。
- b) 低温板块营收占比呈整体提升趋势，由2014年约40%增至2019年约60%，2020年因并表子公司寰美乳业，低温板块占比降至约53%。
- c) 低温板块毛利和毛利率均高于常温板块，2014-2018H1低温板块毛利占比从48.1%增至68.9%，毛利率保持在38.18%-42.85%之间，远高于同期常温板块毛利率24.64%-27.54%区间。

图 7：2015-2020 年公司分品类营收（亿元）



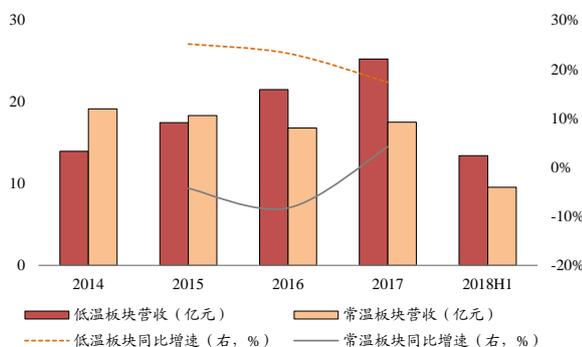
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 8：2015-2020 年公司分品类营收占比（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 9：2015-2018H1 公司低温板块营收增速均高于常温板块



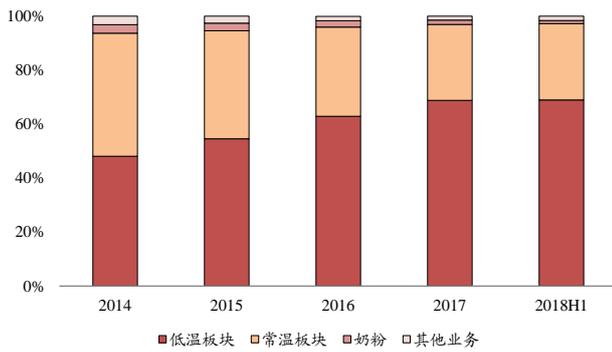
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 10：2014-2020 年公司低温营收占比持续提升（%）



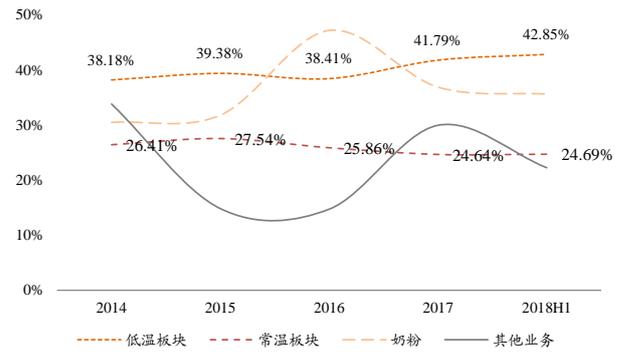
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 11：2014-2018H1 公司分品类毛利占比 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

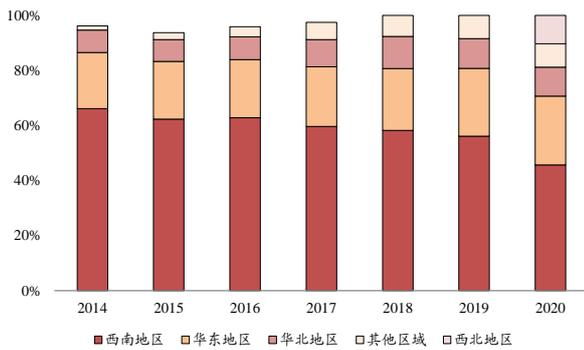
图 12：2014-2018H1 年公司分品类毛利率变化趋势 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

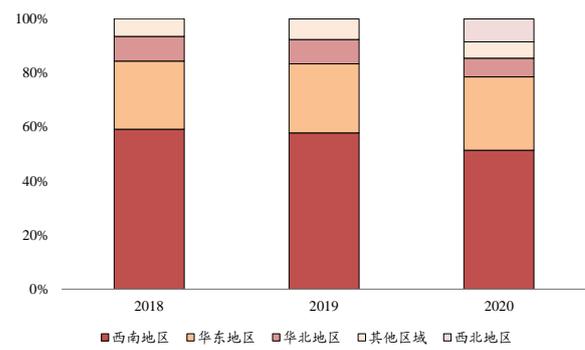
2) 立足西南强势地区，持续推进省外布局。从营收规模角度看，公司不断发力全国化布局，西南以外地区营收占比逐年提升，由 2014 年 33.90% 增至 2020 年的 54.34%。分地区具体来看，西北地区受益于寰美乳业并表增速亮眼，西南 / 华东 / 华北 / 西北 / 其他区域分别实现营收 30.82/16.87/7.12/6.97/5.71 亿元 (占比 45.66%/24.99%/10.55%/10.32%/8.47%)，同比-3.25%/+20.67%/+16.08%/+2055.41%/+28.15%；从盈利能力角度看，西南地区作为公司大本营，毛利贡献最大，毛利率最高，2020 年西南 / 华东 / 华北 / 西北 / 其他区域毛利分别为 8.49/4.49/1.14/1.41/1.00 亿元，毛利占比 51.41%/27.15%/6.89%/8.50%/6.05%，毛利率分别为 34.40%/37.97%/26.41%/20.17%/28.93%。

图 13：2014-2020 年公司分地区营收占比 (%)



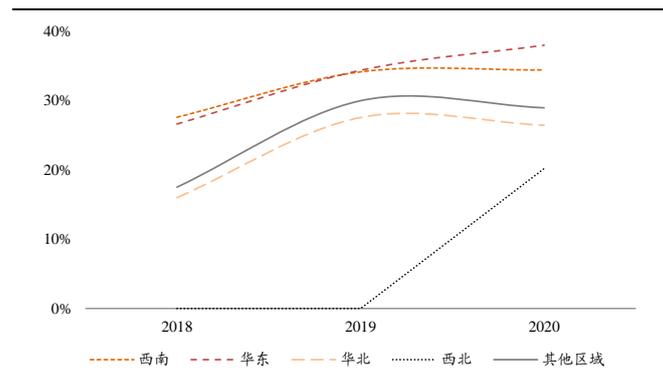
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 14：2018-2020 年公司分地区毛利占比 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 15：2018-2020 年公司分地区毛利率变化（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

1.4. 股权激励激发活力

IPO 募资扩充产能，提高子公司产销能力。2019 年公司以发行价 5.45 元/股发行股票 0.85 亿股，募资净额 4.07 亿元。募集资金主要用于安徽新希望白帝乳业有限公司搬迁扩建项目、营销网络建设及品牌推广项目、研发中心建设项目、企业信息化建设项目等。其中承诺项目包括：

1) **安徽新希望白帝乳业有限公司搬迁扩建项目：**计划总投资 2.2 亿元，拟投入募集资金 1.96 亿元，主要包括新建生产车间、综合仓库和新购生产设备等计划，以满足扩大生产的需求，项目达产后预计年产能为 8.6 万吨，总收入为 7.3 亿元。

2) **营销网络建设及品牌推广项目：**计划总投资 2.08 亿元，拟投入募集资金 0.80 亿元，主要用于建设以总部为核心、重点区域为支点的营销网络体系，并加码品牌推广，以拓宽市场渠道和提升品牌影响力。

3) **研发中心建设项目：**预计总投资 0.94 亿元，拟投入募集资金 0.70 亿元，主要用于建设试验车间及实验室、购置先进研发设备，以提高公司研发能力、为公司未来稳步发展奠定基础。

4) **企业信息化建设项目：**预计总投资 0.92 亿元，拟投入募集资金 0.61 亿元，主要用于建立 ERP 管理系统，搭建商务智能分析、客户关系管理、供应链管理等模块，以优化公司业务流程、提升运营效率。

表 2：公司 2019 年 IPO 募资用途（截至 2020 年末）

序号	承诺项目名称	募资用途	计划总投资额 (万元)	计划投入募集资金 (万元)	已投入资金 (万元)	项目投资进度 (%)
1	安徽新希望白帝乳业有限公司搬迁扩建项目建设	搬迁扩建以扩大生产规模	21,986.26	19,601.8	19615.57	100.07%
2	营销网络建设及品牌推广项目	助力渠道建设与品牌力提升,为公司产品销售提供支持	20,767.44	8,012.83	8020.74	100.10%
3	研发中心建设项目	支持公司产品升级、开展与新品开发相关的研发创新活动	9,395.0	6,967.76	2658.45	38.15%
4	企业信息化建设项目	提升公司管理效率与运营效率	9,207.0	6,128.33	6223.54	101.55%
5	合计		39,369.44	40,710.72	36,518.30	89.70%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

发行可转债用于收购寰美乳业、补充流动资金。2020年12月,公司以每张面值人民币100元发行718万张可转换债券,募集资金总额为7.18亿元,募资净额7.05亿元,主要用于收购寰美乳业(6.84亿元)、补充流动资金(0.21亿元)。

表 3: 公司 2020 年发行可转债募资用途 (截至 2020 年末)

序号	承诺投资项目和超募资金投向	募资承诺投资总额	2020 年投入金额	累计投入金额	投资进度
1	收购寰美乳业款项	68,440.00	68,438.48	68,438.48	100.00%
2	补充流动资金	2,090.28	2,091.59	2,091.59	100.06%
3	合计	70,530.28	70,530.07	70,530.07	100.00%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所整理

推出三年股权激励计划,激发公司整体积极性和创造性。2020年12月公司推出股权激励计划,向41名激励对象授予共计1,378万股限制性股票,授予价格为每股9.35元。激励对象覆盖公司(含分公司及控股子公司)任职的董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干人员以及对经营业绩和未来发展有重要影响的其他员工。限制性股票解除限售考核年度为2021至2023年,100%解除限售的业绩目标为以2020年度为基准年,2021/2022/2023年度合并营业收入、净利润增长率均不低于25%/56%/95%,即2021/2022/2023年营收、净利润同比增长25%/25%/25%,三年内实现营收翻倍。公司股权激励计划将董事、高管、核心团队的利益与公司营业收入、净利润增长率挂钩,有望充分调动公司整体管理人员及员工的积极性和创造性。

表 4: 激励计划授予的限制性股票在激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占本激励计划授予限制性股票数量的比例(%)	占2020年12月16日股本总额的比例(%)
1	席刚	董事长	500	36.28%	0.59%
2	朱川	总裁	200	14.51%	0.23%
3	张帅	副总裁	70	5.08%	0.08%
4	郑世锋	董事会秘书	40	2.90%	0.05%
5	褚雅楠	财务总监	40	2.90%	0.05%
6	核心管理人员及核心骨干人员,以及公司认为应当激励的、对公司经营业绩和未来发展有重要影响的其他员工(共36人)		528	38.32%	0.62%
7	合计(41人)		1,378	100.00%	1.61%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所整理

表 5: 激励计划绩效考评评价指标及标准

绩效考评评价指标及标准		
公司层面业绩考核指标		
解除限售期	业绩考核目标	
	公司解除限售系数 100%	公司解除限售系数 80%
第一个解除限售期	以2020年度为基准年,2021年度合并营业收入、净利润增长率均不低于25%	以2020年度为基准年,2021年度合并营业收入、净利润增长率均不低于20%,且至少一个低于25%
第二个解除限售期	以2020年度为基准年,2022年度合并营业收入、净利润增长率均不低于56%	以2020年度为基准年,2022年度合并营业收入、净利润增长率均不低于45%,且至少一个低于56%
第三个解除限售期	以2020年度为基准年,2023年合并营业收入	以2020年度为基准年,2023年度合并营业收入、净利润增

绩效考评评价指标及标准

入、净利润增长率均不低于 95% 长率均不低于 76%，且至少一个低于 95%

个人层面业绩考核要求

绩效等级	A+/A	B	C 及以下
可解除限售比例	100%	80%	0%

注：个人年度绩效考核结果分为 A+、A、B、C、D 五个等级；个人当期可解除限售额度=个人当期计划解除限售额度×可解除限售比例。

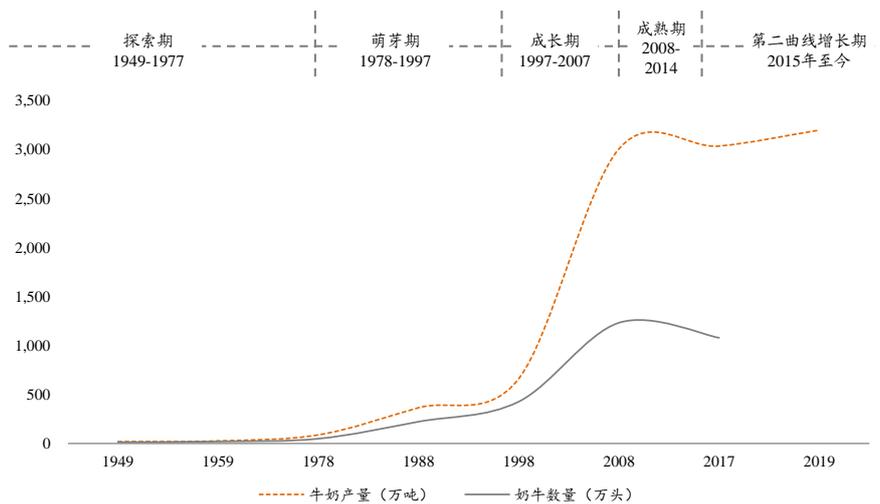
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2. 低温奶行业孕育隐形冠军，大有可为

2.1. 我国乳品行业发展三阶段：常温驱动量增、高端化驱动价增、低温奶谱写新篇章

我国乳制品行业发展可划分为三阶段。1997-2007 年为快速成长期，超高温灭菌技术+利乐包装引入，为常温液奶大范围普及奠定基础，驱动乳制品行业进入高速发展阶段，该阶段牛奶产量突破 2,000 万吨，伊利、蒙牛凭借常温基础白奶产品崛起；2008-2014 年为量增主导的成熟发展期，常温高端白奶、常温酸奶放量成为主要驱动；2015 年至今为价增主导的第二曲线增长期，常温液奶持续升级+低温再度崛起成为行业规模增长新引擎。

图 16：我国乳制品行业历史沿革

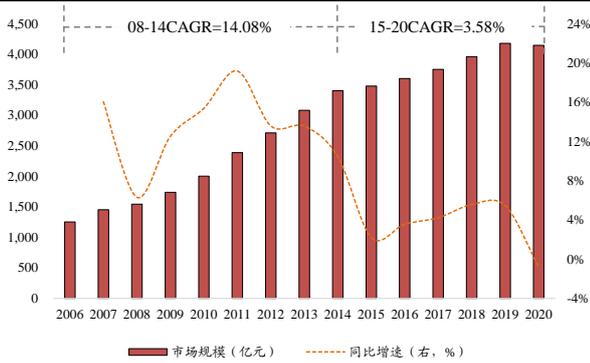


资料来源：《食品工业五十年》，国家统计局，浙商证券研究所整理

从乳制品行业整体规模看，2008-2014 年为量增主导阶段，2015 年后由量增驱动转变为价增驱动。据欧睿，2008-2014 年，乳制品市场规模（含黄油、奶酪、饮用奶、酸奶及奶制品、其他乳制品，不含冰淇淋和奶粉）由 1,544.0 亿元增至 3,402.8 亿元，CAGR 为 14.08%，同期乳制品销售量由 1,548.1 万吨增长至 2,880.0 万吨（CAGR 为 10.90%），乳制品销售均价由 9,973.4 元/吨增长至约 1.18 万元/吨（CAGR 为 2.87%）；该阶段量 CAGR 高出价 CAGR 约 8.03pct，市场主要由量增驱动。

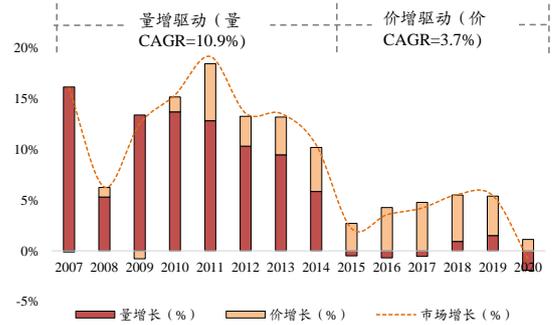
2015-2020 年乳制品市场规模由 3,478.0 亿元增至 4,146.2 亿元，15-20 年 CAGR 为 3.58%（上一阶段为 14.08%）。拆分量价看，2015-2020 年乳制品销售量由 2,865.6 万吨减至 2,845.0 万吨，CAGR 为 -0.14%，乳制品销售均价由 1.21 万元/吨增至 1.46 万元/吨，CAGR 为 3.73%，该阶段，价增 CAGR 高出量增 CAGR 约 3.87pct，市场规模增长主要由价增驱动。

图 17：2015 年后乳制品市场规模增速放缓



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 18：2015 年后乳制品市场规模由量增驱动转为价增驱动

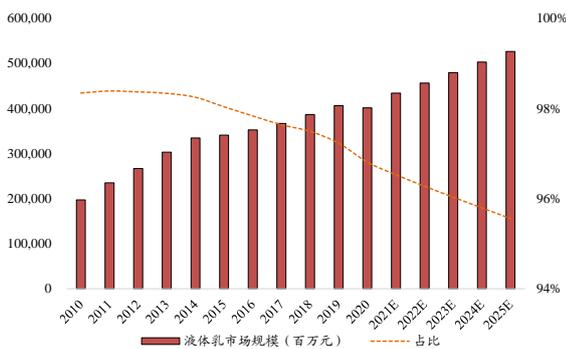


资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

液态奶在乳制品行业中消费占比最大，常温液奶在液态奶中仍占主导地位。据欧睿，截至 2020 年，乳制品中液态奶市场规模约为 4013.84 亿元，在乳制品整体规模中占比超 90%；其中，常温白奶/常温酸奶/低温鲜奶/低温酸奶市场规模分别为约 941.06/556.07/360.90/500 亿元，占液态奶市场规模的 23.45%/13.85%/8.99%/12.46%，常温板块/低温板块占比分别为 37.30%/21.45%。

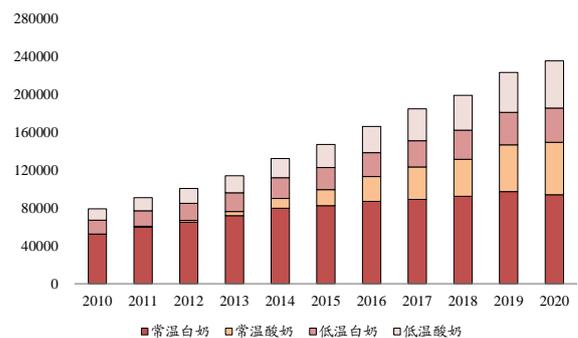
[注：本报告中液态奶规模以欧睿饮用奶（Drinking Milk Products）、酸奶及奶制品（Yoghurt and Sour Milk Products）合计市场规模测算，具体包含常温白奶（Shelf Stable Milk）、常温酸奶、低温白奶（Fresh Milk）、低温酸奶、风味乳饮料（Flavoured Milk Drinks）、羊奶、复原乳（Powder Milk）、豆奶（Soy Drinks）、其他牛奶替代品（Other Milk Alternatives）等细分品类]

图 19：液态奶在乳制品中占比最大（百万元，%）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

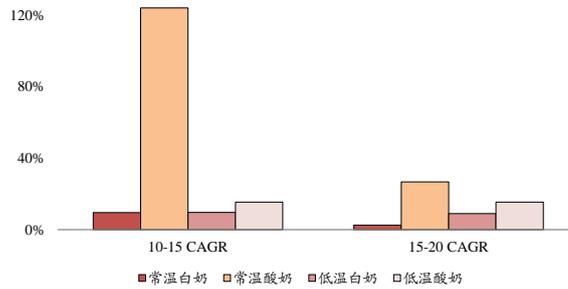
图 20：常温白奶、常温酸奶在液态奶中占主导（百万元）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

常温白奶增速放缓，常温酸奶保持两位数增速，低温板块整体增长稳健。2006 年以来伊利、蒙牛、光明相继推出常温白奶高端产品及常温酸奶明星大单品，驱动液态奶整体规模高增长，常温白奶/常温酸奶板块 10-15 年 CAGR 增速达 9.60%/124.18%；2015 年后常温产品零售额增速下降明显，常温白奶/常温酸奶 15-20 年 CAGR 分别为 2.63%/26.81%，增速较上阶段下降 6.97pct/97.37pct；低温白奶 10-15/15-20 年零售规模 CAGR 增速分别为 9.67%/9.04%，据智研咨询及 AC 尼尔森数据，低温酸奶 10-15/15-20 年市场规模 CAGR 增速分别为 15.44%/15.43%。

图 21：常温板块增速放缓，低温板块增速稳健



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

2) 常温白奶由量增驱动转为价增驱动，低温鲜奶量价增速稳健。量价拆分看，常温白奶 10-15 年量/价 CAGR 分别为 5.28%/4.11%，15-20 年量/价 CAGR 分别为-0.55%/3.20%；2015 年后增长由量增驱动转变为价增驱动，我们认为主要原因是常温基础白奶渗透逐渐饱和，量增动力减弱，而消费升级背景下产品高端化提供了价增动力，具体来看，以伊利/蒙牛高端常温产品和基础白奶产品销售额增速为例，2015-2019 年常温白奶高端产品伊利金典/蒙牛特仑苏销售额 CAGR 分别为 17.85%/22.80%，同期伊利/蒙牛基础白奶产品销售额 CAGR 增速分别为-1.12%/7.29%，高端白奶零售额仍保持较快增长，且增速显著高于基础白奶零售额增速；常温酸奶明星单品伊利安慕希/蒙牛纯甄 15-20 年 CAGR 增速分别为 41.92%/33.81%，仍保持较快增长，但同比增速逐年放缓。

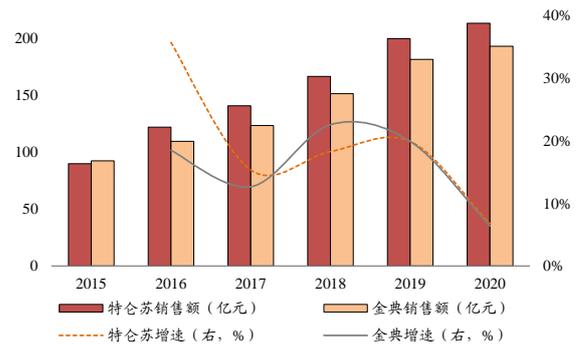
低温鲜奶 10-15 年量/价 CAGR 分别为 4.68%/4.77%，15-20 年量/价 CAGR 分别为 4.91%/3.94%，量价均保持稳健增长。

图 22：15 年后常温白奶由量增驱动转为价增驱动 (%)



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 23：常温白奶高端产品增速下行 (亿元, %)



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 24：常温酸奶明星单品同比增速放缓（%）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 25：低温鲜奶保持量价稳健增长（%）



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

2.2. 低温鲜奶：更高营养&更好口味的选择，消费升级+冷链完善+政策赋能加速普及

低温鲜奶即巴氏灭菌奶，其营养价值和口感风味均优于常温奶。

1) 巴氏灭菌奶：是指通过较温和的巴氏杀菌工艺（72℃-85℃，受热时间 15 秒），将生鲜乳中可能存在的有害微生物（如布氏、结核、痢疾、伤寒杆菌等）杀灭，保留部分无害或有益微生物及芽孢而生产的牛奶。对比常温奶，巴氏杀菌法加热温度较低，可保留更多牛奶营养成分，口感更醇厚、风味更香浓，但巴氏奶保质期仅 3-7 天，且运输、销售、存储等各环节均需 4-6℃ 低温条件。

2) 常温奶：也即 UHT 灭菌奶，是指使用 136℃-150℃ 高温、加热约 4 秒灭菌后的牛奶，UHT 杀菌方式较为彻底，完全破坏生鲜乳内含有的所有微生物和芽孢，牛奶营养成分损失较多，但保质期可长达 6-9 个月，且不需低温冷藏，运输更为方便。

表 6：巴氏奶营养价值高于常温奶

巴氏奶与常温奶营养流失对照表										
类型	乳清蛋白变性率 (%)	硫氨酸损失率 (%)	赖氨酸损失率 (%)	蛋氨酸损失率 (%)	维生素损失率 (%)			可溶性钙的损失率	存放时间长乳糖焦化	存放褐变产生
					B	叶酸	C			
巴氏奶	15.4%	4.6%	1.8%	10%	5%	7.3%	12.38%	较少	几乎为零	基本为零
常温奶	71.1%	3.4%	5.7%	34%	35.2%	35.2%	31.6%	较多	有焦化	会产生

资料来源：《食品界》，浙商证券研究所整理

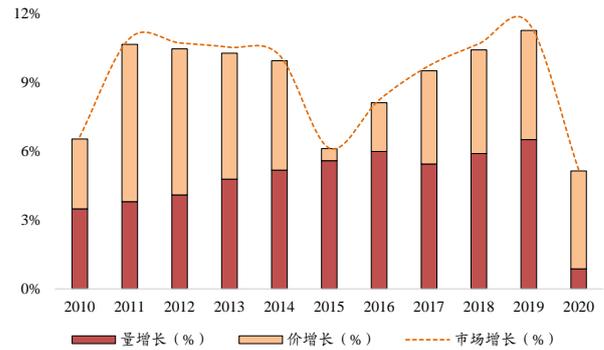
消费升级背景下低温鲜奶量价齐升，有望成为消费者的更优选择。据欧睿，2010-2020 年低温鲜奶市场规模由 147.56 亿元增至 360.90 亿元，CAGR 为 9.36%。量价拆分来看，量方面，2010-2020 年我国低温鲜奶销售量由 9.67 亿升增至 15.45 亿升，CAGR 为 4.80%，其中脱脂/半脱脂低温鲜奶相对更受消费者欢迎，2015-2020 年脱脂/半脱脂/全脂低温鲜奶销售量 CAGR 分别为 9.2%/9.3%/9.0%，预计 2020-2025 年 CAGR 分别为 11.9%/11.1%/8.6%；价方面，2010-2020 年低温鲜奶销售均价由 15.3 元/升增至 23.4 元/升，CAGR 为 4.34%；消费升级、健康意识提升趋势下，低温鲜奶整体呈现量价齐升态势，有望替代常温奶成为人们补充营养的新选择，成为乳制品行业增长驱动的强大引擎。

图 26：2010-2020 年低温鲜奶市场规模 CAGR 为 9.36%



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 27：2010-2020 年低温鲜奶量价齐升，市场规模持续增长



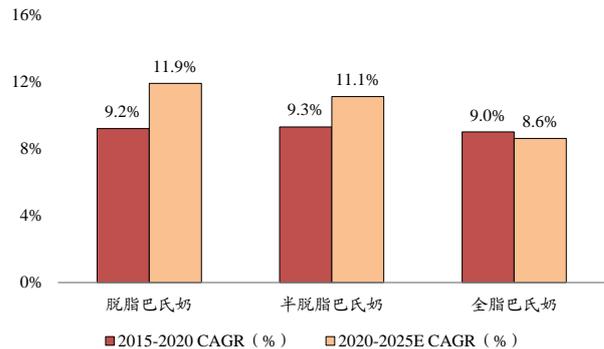
资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 28：2015-2020 年低温鲜奶销售量 CAGR 为 4.91%



资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

图 29：脱脂/半脱脂低温鲜奶相对更受消费者欢迎



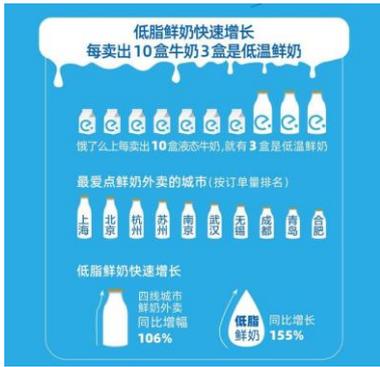
资料来源：欧睿，浙商证券研究所整理

2.2.1. 渗透率提升+产品结构升级驱动量价齐升

量增角度：可支配收入提升带来的消费观念变革是核心驱动，高线城市占比提升+下线城市持续渗透是直接驱动。

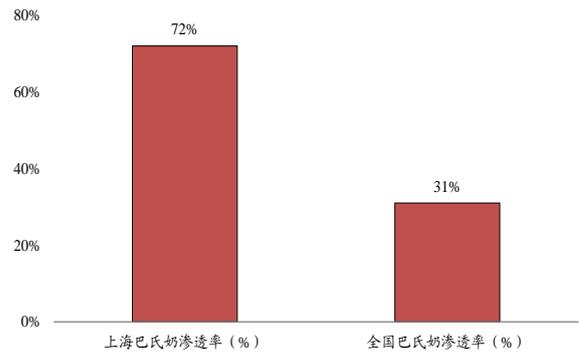
低温鲜奶主力消费群体仍集中在收入水平更高的一二线城市，未来高线城市消费占比有望持续提升。低温鲜奶对原料、运输条件要求严苛，运输半径有限且价格相较常温奶更高，因此冷链设施相对完善、收入水平较高的一二线城市仍为消费主力区域；据饿了么《鲜奶外卖报告》，截至 2020 年 8 月，我国最爱点鲜奶外卖的城市（按订单量排名）前十名均为一二线城市，其中上海、北京、广州位列前三；据凯度消费者指数，截至 2018 年 5 月，上海低温鲜奶渗透率达 72%，全国渗透率仅为 31%，未来伴随消费者教育力度持续增强、鲜奶品类持续丰富，一线城市的低温鲜奶消费占比有望持续提升。

图 30: 截至 20 年 8 月低温鲜奶外卖消费仍以一二线城市为主



资料来源: 饿了么, 浙商证券研究所整理

图 31: 截至 2018 年上海低温鲜奶渗透率远高于全国水平



资料来源: 凯度消费者指数, 浙商证券研究所整理

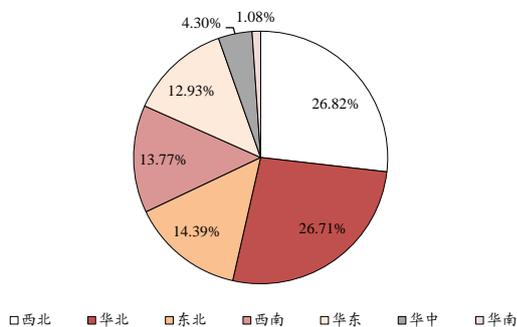
下沉市场鲜奶消费增速亮眼，渗透率提升空间大。三四线城市对低温鲜奶需求增速可观，据饿了么《鲜奶外卖报告》，2019 年四线城市鲜奶外卖同比增长 106%；据《2019 年新鲜生活白皮书》，2019 年 8 月全国低温鲜奶渗透率上升至 33.6%，相较于 2018 年 5 月提升 1.5pct。伴随冷链基础设施完善、消费升级趋势持续演绎（2013-2019 年全国居民人均可支配收入 CAGR 为 9.01%），未来下线城市低温鲜奶渗透率有望进一步提升，广阔市场空间有望逐步打开。

价增：短期看奶价上涨为低温鲜奶提价提供支撑，中长期看产品结构持续升级有望抬升低温奶价格中枢。

1) 短期看：消费与产地错配格局下奶源稀缺情况将长期存在，生鲜乳价格有望持续景气，为低温鲜奶提价提供支撑。

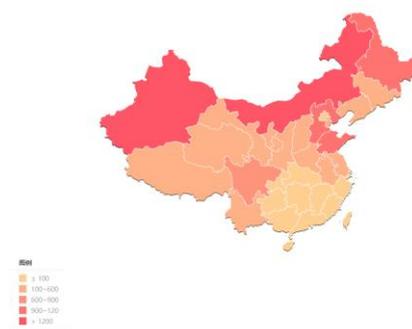
a) 我国奶源地与主要消费市场错配，“北方产奶南方消费”格局延续已久。供给端，我国奶源主要集中在北方地区；据《中国奶业年鉴》，2018 年西北/华北/东北地区乳牛存栏数占全国 26.82%/26.71%/14.39%，合计占比达到 67.92%。需求端，低温鲜奶消费主要集中于华东、西南地区；随着人均可支配收入提升、低温鲜奶终端需求日益旺盛，供需不平衡加剧预计将推动低温鲜奶价格上涨。

图 32: 各地区乳牛存栏数占比（截至 2018 年末）



资料来源: 中国奶业年鉴, 浙商证券研究所整理

图 33: 我国奶源集中在西北/华北/东北地区（乳牛存栏数-万头）



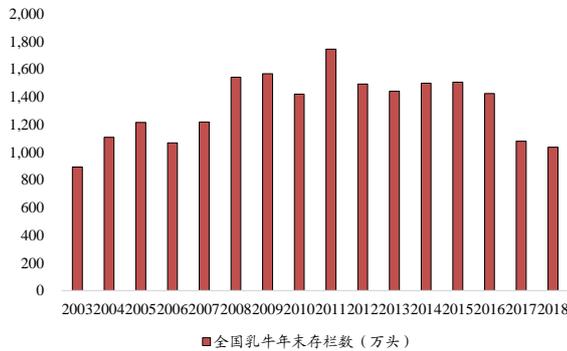
资料来源: 中国奶业年鉴, 浙商证券研究所整理

b) 存栏数下降+消费复苏提高奶源稀缺性，生鲜乳价格持续走高，预计将推动低温鲜奶产品价格上涨。供给端，受 14 年生鲜乳价格下跌与 15-18 年污染防治政策的影响，我国乳牛存栏数自 2011 年达到高点后呈下降趋势。据《中国奶业年鉴》，2011-2018 年全国乳牛存栏数由 1,745.6 万头减少至 1,037.7 万头，降幅为 40.55%。叠加疫情期间上游牧场主动减产，原奶供给持续偏紧；需求端，疫情后居民健康意识提升、学生复课等因素提高对乳制品需求，供需矛盾

加剧使得奶源稀缺程度进一步提升，2020年5月以来国内生鲜乳价格持续走高，据农业部数据，2020年5月-12月生鲜乳均价由3.57元/公斤上涨至4.21元/公斤，增幅达17.93%。

据中国农业大学专家预测，2020年规模牧场商品奶产量为6.8万吨/天，乳企需求量则为7.4万吨/天，原奶供不应求局面预计将持续至2022年；奶价上涨预期下，2021年乳企预计将开启新一轮提价周期以熨平原材料价格影响，推动低温鲜奶产品价格持续上行。

图 34：2011-2018 年全国乳牛存栏数逐渐下降



资料来源：中国奶业年鉴，浙商证券研究所整理

图 35：2020 年下半年以来生鲜乳价格持续走高



资料来源：农业部，浙商证券研究所整理

2) 长期看，产品结构持续升级有望抬升低温鲜奶价格中枢。从各主要低温奶企业推出产品的时间线及价格来看，伴随各品牌低温奶产品升级迭代，产品均价明显呈上升趋势；光明分别于2006年、2019年推出优倍、优倍浓醇产品，均价分别为2.59元/100ml、5.42元/100ml，2007年、2019年推出的致优、致优娟姗产品，均价分别为6.63元/100ml、10.68元/100ml；新乳业2011年、2020年先后推出24小时鲜奶、黄金24小时鲜奶升级版，均价分别为2.09元/100ml、3.05元/100ml；安佳、蒙牛、伊利于2017年后入局低温鲜奶市场，2017-2020年间推出的产品均价也呈现上升趋势。

我们认为，长期看，低温奶消费高端化是行业趋势，产品结构升级有望持续抬升低温鲜奶价格中枢，带动行业价增。

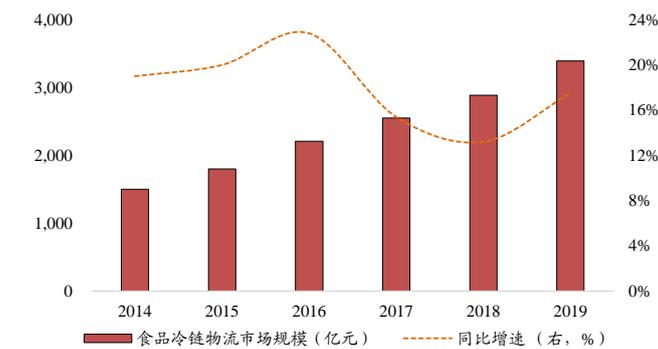
2.2.2. “冷链基础设施完善+生鲜电商普及”，支撑低温奶快速发展

冷链物流快速发展，为低温鲜奶全国渗透奠定基础。

近年来我国冷链物流迅速发展，据中物联冷链委数据，2014-2019年食品冷链物流市场规模由1,500亿元增长至3,391亿元，CAGR为17.72%。

1) 冷链技术创新提高配送效率。行业内已出现移动式果蔬真空预冷装备（叶菜类预冷仅需30min，预冷效率提升8倍，综合成本降低40%）、移动式压差预冷装备（拥有压差预冷和贮藏制冷两大系统，预冷量为7.9吨，预冷效率提高6-12倍）、移动式高精度贮运一体化装备（采用双变频制冷机组和高精度温度控制系统，冷库温控范围在-2℃-30℃，精度达±0.2℃）等先进的冷链技术及设备。技术创新提高了预冷装备单次预冷量和预冷效率，为生鲜电商普及、低温产品渗透全国提供有力支撑。

图 36：2014-2019 年食品冷链物流市场规模 CAGR 为 17.72%



资料来源：中物联冷链委，浙商证券研究所整理

2) 中央高度重视冷链物流发展，相关政策密集出台加速冷链基础设施完善。2019 年 3 月，国家发展改革委等 24 个部门联合颁布《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》；2019 年 5 月，中共中央、国务院发布《关于深化改革加强食品安全工作的意见》；2019 年 7 月，中共中央政治局会议提出“实施城乡冷链物流设施建设补短板工程”。据中物联冷链委数据，2019 年国家层面出台的冷链相关政策超过 40 项，全年各地方政府出台的冷链相关政策超过 100 项，从冷链设施、物流体系、经营场所、冷藏车辆等多维度推动冷链物流行业健康发展。

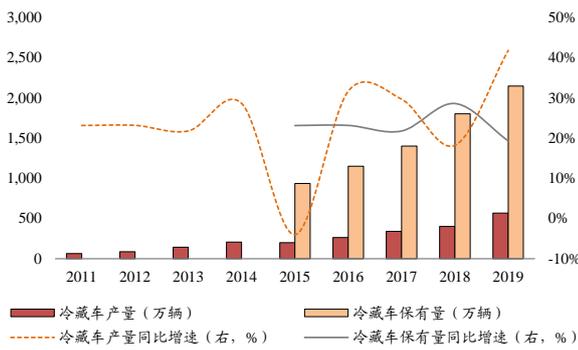
表 7：2019 年国家各部委出台冷链相关政策数量

序号	部委	项数 (个)
1	国家发展改革委联合其他部委	>12
2	农业农村部联合其他部委	>10
3	财政部联合其他部委	>10
4	商务部联合其他部委	>8
5	交通运输部联合其他部委	>7
6	工业和信息化部联合其他部委	>6
7	国家市场监督管理总局联合其他部委	>5
8	自然资源部联合其他部委	>5
9	公安部联合其他部委	>4
10	生态环境部联合其他部委	>4
11	中央农村工作领导小组办公室联合其他部委	>3
12	国家税务总局联合其他部委	>2

资料来源：中物联冷链委，浙商证券研究所整理

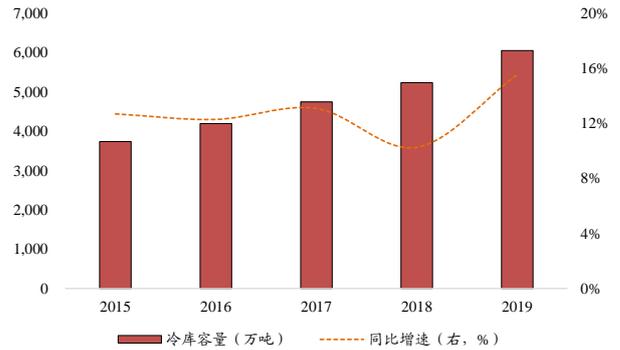
3) 政策+技术驱动下我国冷链基础设施加速普及。据中物联冷链委数据，2015-2019 年我国冷藏车保有量由 9.34 万辆增至 21.47 万辆，CAGR 为 23.13%，同期冷藏车产量由 1.98 万辆增至 5.67 万辆，CAGR 为 30.09%；2015-2019 年我国冷库容量由 3,740 万吨增至 6,053 万吨，CAGR 为 12.79%。未来冷藏车将朝着轻量化、智能化、多功能化的方向发展，冷链运输设备为扩大低温鲜奶配送半径提供保障，而充裕的冷库容量则为生鲜产品中转仓储提供良好条件，冷链基础设施的完善有望为低温鲜奶全国加速渗透提供助力。

图 37：2011-2019 年我国冷藏车保有量/产量快速增长



资料来源：中物联冷链委，浙商证券研究所整理

图 38：2015-2019 年我国冷库容量 CAGR 达 12.79%



资料来源：凯度消费者指数，浙商证券研究所整理

疫情催化生鲜电商加速发展，终端交易及流通效率的提升有望助力低温鲜奶加速向全国渗透。生鲜电商在疫情期间迅速火爆；据《鲜奶外卖报告》数据显示，截至 2020 年 8 月，全国约 300 个城市可享受鲜奶外卖半小时达服务；生鲜电商从渠道端解决了低温鲜奶配送“最后一公里”问题。以生鲜电商为代表的新零售模式能够提升终端交易和流通效率，低温鲜奶向下线城市拓展有望提速，为行业量增奠定基础。

我们认为，技术发展+政策赋能+终端交易效率提升背景下，低温鲜奶行业有望实现量价齐升，预计 2025 年我国低温鲜奶市场规模将达 550.6 亿元，20-25E 的 CAGR 预计为 8.82%，低温鲜奶增速有望持续领跑乳制品行业其他子板块。

2.2.3. 竞争制胜关键：供应链快速响应+终端精细化运营

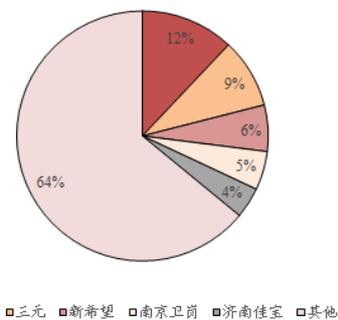
低温鲜奶具有短保特性，决定其市场拓展范围以奶源为圆心、冷链为半径，区域特征明显，中小乳企数量众多，行业竞争呈现区域割据格局。据华经产业研究院数据，2019 年低温鲜奶行业市场 CR3 仅为 27%，光明、三元、新乳业市占率分别为 12%/9%/6%，全国性的低温鲜奶龙头仍未产生。

图 39：低温鲜奶市场区域性特征明显，品牌众多



资料来源：中国奶业年鉴，浙商证券研究所整理

图 40：2019 年低温鲜奶行业 CR3 仅 27%



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所整理

强供应链响应能力、终端精细化运营能力将成为低温鲜奶行业制胜关键。

供应链端：多点布局的奶源、精益管理的加工厂、配送效率高的冷链物流设施、广泛的渠道网络可为低温鲜奶提供从生产到流通全环节的品质保障，近年来乳业巨头持续加码供应链端布局，通过收购/参股上游奶源端、持续推出主打“新鲜”的低温奶新品、切入新零售/电商渠道等举措完善供应链。

1) 上游布局：奶源争夺战已经打响。伴随低温鲜奶赛道景气度提升、原奶供应日益偏紧，头部乳企在上游奶源布局上动作频频，通过控股、参股、合作、自建牧场等形式加速对稀缺奶源的争夺。

表 8：2019-2020 年头部乳企纷纷布局上游奶源

序号	时间	收购方	被收购方	收购内容
1	2019-7	优然牧业（伊利）	赛科星	优然牧业以 22.8 亿元收购赛科星 58.36% 股权
2	2019-12	光明乳业	辉山乳业	光明乳业以 7.5 亿元价格接手原江苏辉山乳业及江苏辉山乳业的相关资产
3	2020-4	明治	澳亚乳业	明治以 18.4 亿元收购澳亚乳业 25% 股份
4	2020-5	新乳业	寰美乳业	新乳业以 17.11 亿元总价格收购寰美乳业 100% 股权
5	2020-7	蒙牛	中国圣牧	蒙牛以 3.95 亿港元认购中国圣牧约 11.97 亿股股权，持股比例达到 17.80%
6	2020-8	伊利股份	中地乳业	伊利旗下金港控股以 1.8 亿元认购中地乳业 4.33 亿股，持股比例达到 16.6%
7	2020-9	中国飞鹤	原生态牧业	中国飞鹤以约 30.71 亿港元收购原生态牧业 71% 的股份，成为其控股股东
8	2020-9	伊利股份	中地乳业	伊利通过旗下公司以 16.6 亿港元要约收购中地乳业，收购后持有中地乳业 31.87% 的股份
9	2020-10	优然牧业（伊利旗下）	恒天然中国	优然牧业与三元股份收购恒天然中国牧场全部股权

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

截至 2019 年 12 月，国内大规模牧场几乎全部“名花有主”，奶源端集中度提升，预计将驱动下游乳制品行业加速出清。《荷斯坦》公布的 2019 年乳业集团 TOP25 榜单中，有 17 家被伊利、蒙牛、光明、新乳业、飞鹤等兼并收购。据《中国商报》，截至 2020 年末，国内大型牧场几乎悉数被收购，仅黑龙江、新疆地区仍有少量独立运营的大规模牧场。对于南方地区的中小型乳企，奶源扩充难度进一步增加，叠加生鲜乳价格持续上涨，中小乳企在成本端更难与具有规模优势的大乳企抗衡，预计将加速退出市场。

表 9：《荷斯坦》TOP25 规模牧场情况（截至 2019 年末）

序号	牧场	参股/控股企业
1	现代牧业	蒙牛、新希望乳业
2	优然牧业	伊利
3	辉山乳业	辉山乳业、光明
4	圣牧高科	蒙牛
5	塞科星	伊利
6	澳亚牧场	澳亚
7	首农畜牧	三元
8	河北乐源牧业	君乐宝
9	光明牧业	光明
10	中地乳业	伊利
11	原生态牧业	飞鹤
12	富源国际	蒙牛

序号	牧场	参股/控股企业
13	恒天然	伊利、三元
14	宁夏贺兰山奶业	贺兰山奶业
15	天津嘉立荷牧业	天津食品
16	前进牧业	前进牧业
17	中垦乳业	中垦乳业
18	河南瑞亚牧业	河南花花牛乳业
19	中博农畜牧业	中博农
20	海高牧业	海高牧业
21	新希望生态牧业	新希望乳业
22	新疆天澳牧业	天润
23	山东银香伟业	山东银香伟业
24	新疆天山军垦牧业	新疆天山军垦牧业
25	广东温氏乳业	广东温氏食品

资料来源：《荷斯坦》，浙商证券研究所整理

2) 中游加工环节：多家乳企布局低温鲜奶，产品迭代加快，行业竞争日益激烈。

a) 头部综合型乳企自 2018 年起陆续推出低温鲜奶产品。蒙牛于 2017 年 5 月成立鲜奶事业部，2018 年推出包括“每日鲜语”在内的 17 个鲜奶单品；伊利于 2018 年 1 月推出“百格特”鲜奶，2019 年底发布 3 款低温鲜奶产品；君乐宝于 2019 年 11 月推出“悦鲜活”鲜奶；外资巨头也同样觊觎国内低温鲜奶市场，2017 年 12 月新西兰恒天然旗下品牌安佳与盒马鲜生联合推出“日日鲜鲜奶”；2019 年 4 月安佳在中国推出首款自有品牌鲜牛奶。

面对巨头入局，三元、光明、新乳业等以低温奶为主的乳企加快产品推新速度，力图通过产品矩阵扩充、产品结构升级巩固已有优势。光明于 2019 年推出优倍减脂肪 50% 鲜牛奶、优倍浓醇鲜牛奶、致优娟姗鲜牛奶等高端低温鲜奶新品；新乳业于 2020 年 12 月对明星单品“黄金 24 小时”进行全新营养升级。

b) 各品牌以营养价值与新鲜度为主要卖点。不同于常温奶、酸奶等产品可添加多种辅料、开发多种口味，各品牌低温鲜奶产品仍主打“新鲜、原汁原味”概念，同质化较严重。光明“优倍”在包装显著位置标明营养成分，以“不是所有的牛奶，都含 180mg/L 免疫球蛋白”作为卖点；蒙牛“每日鲜语”则强调鲜奶的原生高品质，“确保每 100 毫升鲜奶含有 3.6g 优质乳蛋白和 120mg 原生高钙”；新乳业“黄金 24 小时”外包装显著标明“拥有 15 倍免疫球蛋白和 3.6g/100ml 优质乳蛋白”，同时强调“只卖当天”的极致新鲜概念，从生产到下架不超过 24 个小时；盒马“日日鲜鲜奶”同样强调“只卖当天”，采用七种颜色的包装代表一周七天，便于消费者通过包装外观快速判断产品新鲜度。

图 41：乳企注重从新鲜、营养出发打造自身产品的差异化卖点



资料来源：公司官网，盒马 APP，浙商证券研究所整理

表 10: 头部乳企推出的部分低温鲜奶新品梳理 (截至 2020 年末)

序号	时间	企业	推出新品
1	2017-12	安佳&盒马鲜生	联合推出“日日鲜鲜奶”
2	2018-1	蒙牛乳业	推出三款鲜奶品牌: “新鲜严选”、“每日鲜语”、“新鲜工厂”
3	2018-6	新乳业	推出“24 小时”产品, 主打“从生产到下架不超过 24 小时”
4	2019-4	光明乳业	推出减脂肪 50% 鲜牛奶、优倍浓醇鲜牛奶等新品
5	2019-4	安佳	推出“鲜牛乳”低温鲜奶
6	2019-11	君乐宝	推出鲜奶产品“悦鲜活”
7	2019-12	优诺	推出“冷藏鲜牛乳”等四款产品
8	2019-12	伊利股份	推出三款鲜奶品牌: 今典鲜牛奶、牧场清晨鲜牛奶、伊利鲜牛奶
9	2020-4	君乐宝	“悦鲜活”换装上市, 营养新升级
10	2020-11	新乳业	“黄金 24 小时”鲜牛乳焕新升级, 杀菌温度进一步降低至 72°C

资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所整理

3) 下游布局: 积极开拓新零售渠道。2019 年 10 月, 新乳业与每日优鲜签订战略合作协议, 共同推出首款定制鲜奶“享安心遇鲜鲜牛乳”, 于每日优鲜平台“当日达”销售; 2019 年 11 月, 阿里巴巴入股蒙牛乳业“天鲜配”平台, 通过淘宝、天猫交互赋能, 打造消费者线上订奶、线下智能冰柜取奶的交易闭环; 光明乳业于 2000 年创立“随心订”平台, 以“新鲜直送, 省心到家”为服务理念, 2019 年光明进一步与阿里巴巴集团达成战略合作, 开拓新零售渠道。

图 42: 新乳业与每日优鲜签订战略合作协议



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

图 43: “天鲜配”线下智能冰柜



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所整理

终端精细化运营能力是低温鲜奶行业另一制胜关键, 也是区域乳企的核心壁垒, 需长期积累方能建立, “1+N”并购模式将成为乳企快速切入区域低温鲜奶市场的最优解。

1) 区域乳企深耕本地, 已建立精细化运营壁垒。

低温鲜奶面临高货损的风险, 在强供应链支持的基础上, 对终端的精细化运营要求极高。全国性乳企若想攻入区域低温奶市场、培育强运营能力, 需要对设施端(冷库、冷链车)、信息端、人员端投入较多费用, 前期产品未大面积铺开时, 需要承受一定的亏损, 形成品牌口碑和较大销售规模则需要时间积累, 因此巨头布局均较为谨慎, 2017 年后才开始入场, 至今尚未在强势区域乳企的核心市场夺取到可观市场份额。

区域乳企深耕本地市场多年, 积累了团队管理、物流配送调度、终端需求把控等各维度的精细化管理经验, 在商超、夫妻店等渠道的壁垒仍在。此外, 区域乳企在本地市场送奶入户渠道上优势更为凸显, 送奶入户是与低温奶短保质期极为匹配的优势渠道, 其提前预定购买的模式可有效降低低温鲜奶需求端的不确定性, 降低货损率, 同时区域乳企可借机做消费者教育, 形成“本地牛奶最新鲜”的认知, 消费者形成购买习惯后, 忠诚度高、复购率高, 进一步夯实区域乳企优势。

表 11：部分区域乳企送奶入户业务样本

企业	订奶份数(份)	奶站数(个)	平均送奶份数(份)	订奶率(人/份)	奶站覆盖人口数(人)
乳企一	500,000	65	450	6	46,923
乳企二	70,000	10	350	7	50,000
乳企三	280,000	30	200	15	80,000
乳企四	51,000	75	200	41	27,707
乳企五	48,000	50	180	63	60,000

资料来源：铭泰数据，浙商证券研究所整理

注：订奶率指某地区平均每多少人订一份奶，平均人数越少，订奶率越高，送奶员平均送奶份数越高，订奶入户一般水平的企业每个送奶员的平均送奶份数为 200 份。奶站数量越多，订奶份数增长越快。奶站最优覆盖人口数为 4.5-5 万人。

2) 考虑送奶上户渠道的区域特征，并购整合预计将成为低温鲜奶业务向区域拓展的最优解。乳企针对低温鲜奶产品做全产业链布局需要投入大量费用和时间，同时需考虑如何替代区域品牌对消费者的心智占领、形成规模后如何与区域品牌竞争等问题，与重新进行渠道和品牌建设相比，并购整合预计将成为乳企全国布局低温鲜奶业务的最有效方式之一。

并购扩张的主要好处在于：a) 直接获取被收购区域乳企已有的上游奶源、中游工厂、下游渠道；b) 节约消费者培育与渠道建设成本，短时间内就可以深度切入当地鲜奶市场；c) 最主要的竞争对手被收购，只需考虑两强及其它品牌的竞争。

我们认为，未来 3-5 年内，两强低温鲜奶业务实现全国化的最佳路径同样是并购区域牧场和城市乳企，低温鲜奶领域的并购竞争预计将加剧，行业整体集中度将加速提升，而具备丰富并购整合经验的乳企有望在低温鲜奶领域实现更快扩张。

2.3. 低温酸奶：“功能化+零食化+口味多元化”打开增长空间

2.3.1. 低温酸奶需求端：健康膳食风潮驱动增长

酸奶为鲜奶经有益菌发酵而成，具有多种益生功能。酸奶以牛奶为原料，经巴氏杀菌后向牛奶中添加有益菌（发酵剂）、经发酵后冷却灌装，具有爽口的酸味和独特的风味。相较于白奶，酸奶有以下优势：

1) 酸奶中的营养更易于消化吸收。蛋白质含量略低于牛奶，但含有的维生素与钾、钙、钠等微量元素更多。酸奶中营养物质经过发酵工艺处理之后，乳糖、蛋白质、脂肪等均有部分分解，更易被人体消化吸收。

表 12：牛奶与酸奶营养价值对比

营养物质	牛奶(100克)	酸奶(100克)
能量	54 千卡	72 千卡
蛋白质	3 克	2.5 克
脂肪	3.2 克	2.7 克
碳水化合物	3.4 克	9.3 克
胆固醇	15 毫克	15 毫克
维生素	维生素 A:24 微克视黄醇当量、维生素 B1:0.03 毫克、维生素 B2:0.14 毫克、维生素 PP:0.1 毫克、维生素 C:1 毫克、维生素 E:0.21 毫克	维生素 A:26 微克视黄醇当量、维生素 B1:0.03 毫克、维生素 B2:0.15 毫克、维生素 PP:0.2 毫克、维生素 C:1 毫克、维生素 E:0.12 毫克

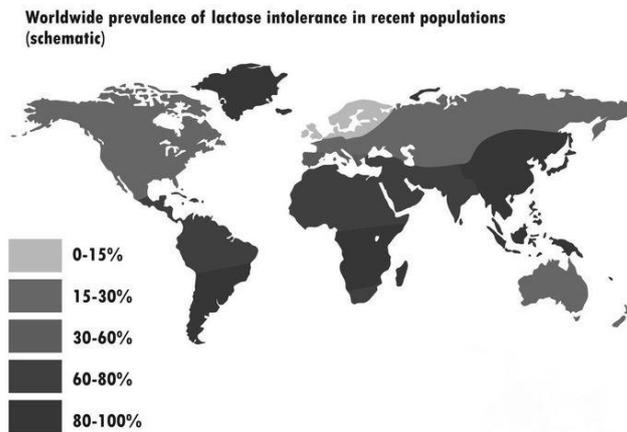
营养物质	牛奶 (100 克)	酸奶 (100 克)
	钙:104 毫克、磷:73 毫克、钾:109 毫克、钠:37.2 毫克、	钙:118 毫克、磷:85 毫克、钾:150 毫克、钠:39.8 毫克、镁:12
微量元素	镁:11 毫克、铁:0.3 毫克、锌:0.42 毫克、硒:1.94 微克、	毫克、铁:0.4 毫克、锌:0.53 毫克、硒:1.71 微克、铜:0.03
	铜:0.02 毫克、锰:0.03 毫克	毫克、锰:0.02 毫克

资料来源: 中国营养学会, 浙商证券研究所整理

2) 酸奶适用于乳糖不耐受人群。牛奶中的乳糖在人体中不能被直接吸收, 我国超 80% 人群相对缺少乳糖酶, 一部分人在饮用牛奶时会产生腹泻现象(乳糖不耐症)。而酸奶在发酵过程中, 20%-30% 的乳糖已被降解, 更易于消化吸收, 也更适合乳糖不耐受人群。

3) 酸奶有利于肠道健康。酸奶中的有益菌能帮助调节肠道微生态的平衡, 抑制肠道腐败菌的生长繁殖, 改善肠胃功能。代谢不好、长期腹泻或便秘的老年人尤其需要补充双歧杆菌等有益菌以保证肠道健康。

图 44: 我国超过 80% 以上的人群乳糖相对不耐受



资料来源: 中华医学会, 浙商证券研究所整理

疫情冲击下酸奶“保健”属性日益受认可。疫情背景下消费者健康意识进一步增强, 对能够补充自身营养和增强免疫力的含益生菌类产品关注程度提升。国家卫生健康委员会办公厅发布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第五版)》提到“可使用肠道微生态调节剂维持肠道微生态平衡、预防继发细菌感染”的防疫建议, 酸奶再次成为消费者眼中提升免疫力、调节肠道微生态平衡的选择之一。

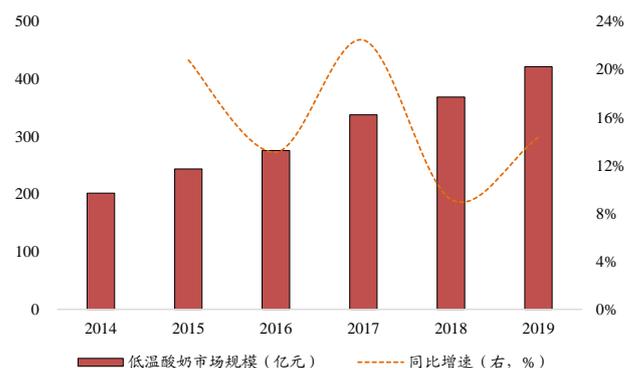
图 45: 《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案(试行第五版)》

4. 其他治疗措施

可根据患者呼吸困难程度、胸部影像学进展情况, 酌情短期内(3~5 日)使用糖皮质激素, 建议剂量不超过相当于甲泼尼龙 1~2mg/kg/日, 应当注意较大剂量糖皮质激素由于免疫抑制作用, 会延缓对冠状病毒的清除; 可静脉给予血必净 100ml/次, 每日 2 次治疗; 可使用肠道微生态调节剂, 维持肠道微生态平衡, 预防继发细菌感染; 可采用恢复期血浆治疗; 对有高炎症反应的危重患者, 有条件可以考虑使用体外血液净化技术。

资料来源: 国家卫健委, 浙商证券研究所整理

图 46: 14-19 年低温酸奶市场规模 CAGR 为 15.88%



资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所整理

2.3.2. 低温酸奶供给端：口味、功能、配方百花齐放

低温酸奶可创新空间较大，未来乳企有望通过口味、配方、菌种等多个维度实现产品差异化，对细分场景需求的持续挖掘有望打开行业增长空间。

1) 口味多元化：以天润乳业为例，公司先后推出青柠、百香果、冰淇淋、蜂蜜、柚子、草莓等多种口味的低温酸奶，定位为“网红”产品，以多元化的口味、个性化的包装和产品名称给予消费者新鲜感，吸引年轻消费群体。

图 47：天润乳业推出多口味低温酸奶



资料来源：天润乳业天猫旗舰店，浙商证券研究所整理

2) 添加果粒、坚果等配料，挖掘酸奶的零食、代餐属性：酸奶具有零食化、可代餐的特点。国内酸奶代餐市场目前已出现添加坚果、谷物、水果等辅料的酸奶代餐产品。蒙牛和伊利均推出大果粒低温酸奶，添加蓝莓、草莓、黄桃等水果果粒，带来饮用酸奶时咀嚼果粒的满足感；达能碧悠推出的卡趣滋酸奶产品添加燕麦、扁桃仁、蔓越莓等谷物组合，定位代餐酸奶，将酸奶消费场景拓展至早餐、工作休息、宵夜等。伴随健身、轻体概念的兴起，预计酸奶代餐产品将日益受年轻白领群体的青睐。

3) 配方简化，讲究无添加：光明乳业推出无添加纯净高品质酸奶品牌“如实”；简爱以极简配方打造无添加的“裸酸奶”，强调“生牛乳、糖、乳酸菌，其他没了”的差异化配方，并推出 0%/2%/4% 蔗糖含量的三款低蔗糖系列酸奶，帮助消费者实现精准控糖，迎合孕妇、健身人群、儿童、高血糖人群消费需求。

4) 菌种升级，功能性凸显：不同菌种发酵酸奶具备差异化功能特性。卡士餐后一小时每瓶含有 100 亿个双歧杆菌 C-1（丹麦克汉森公司与卡士联合研发的菌种），定位餐后助消化功能；光明畅优推出植物乳杆菌酸奶，主打修复和维护肠道健康功能；光明健能 JCAN 推出的“淘金高手”产品强调预防重金属危害、缓解体内镉毒性的功能，光明同系列“清润高手”产品则强调增强呼吸道防护能力、减少呼吸道感染风险功能，“亮睛高手”产品添加活性益生菌、叶黄素酯和 DNA，强调视力保健功能。

图 48：卡士餐后一小时产品主打助消化功能



资料来源：卡士天猫旗舰店，浙商证券研究所整理

图 49：健能 JCAN “淘金高手” 主打预防重金属危害



资料来源：光明乳业官网，浙商证券研究所整理

5) 切入现制奶茶千亿赛道，打造全新消费场景。现制奶茶市场规模近年来迅速增长，根据第一财经《2020 新式茶饮白皮书》，2017-2019 年，我国现制奶茶门店数/市场规模/用户数 CAGR 分别为 41.42%/48.75%/41.65%，预计 2020/2021 年消费者规模将达 3.4/3.65 亿人，市场规模将分别达到 1000+/1100+亿元，线下门店数将分别达到 48 万+/55 万家。现制奶茶行业高关注度下，传统乳品企业纷纷试水，蒙牛乳业于 2019 年 8 月布局现制奶茶品牌南小贝，新乳业于 2020 年 1 月公告拟收购“一只酸奶牛”，伊利、三元、新乳业、新希望等均曾推出奶茶即饮饮品、奶茶基底产品等相关新产品。

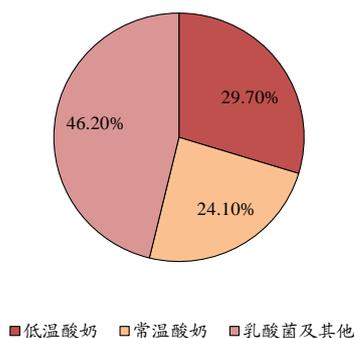
低温酸奶差异化空间大，有望涌现更多隐形冠军。

从竞争格局看，低温酸奶集中度较高，2019 年各品牌低温酸奶中伊利/蒙牛/君乐宝占比分别为 31.1%/23.1%/8.50%，CR3/CR5 分别为 62.7%/72.4%，传统乳品龙头规模、品牌、渠道优势明显。

消费者对低温酸奶品类的多元化诉求驱动行业产品创新，有望出现细分赛道领军品牌。当前伊利、蒙牛加快安慕希、纯甄等常温酸奶高端化节奏，低温酸奶方面与常温奶打法类似；行业内新锐品牌如简爱、卡士等新兴品牌顺应消费者个性化诉求，抓住冷链运输、生鲜电商、低温风口机遇推出差异化新品，亦能快速打响品牌知名度。

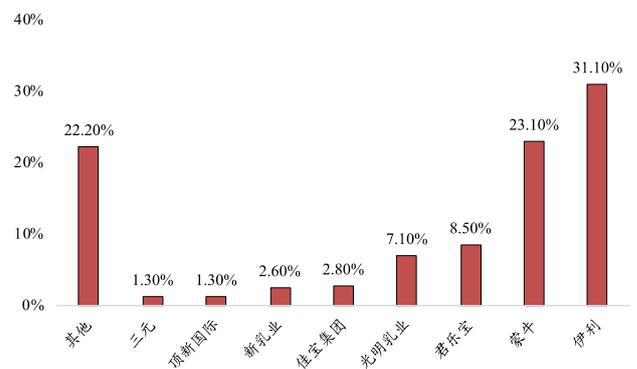
我们认为，低温酸奶产品可延展性强、可做差异化的维度更多，未来产品创新能力强的企业有望通过培育爆品，抢占细分赛道市场份额。

图 50：我国酸奶行业不同品类占比



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所整理

图 51：低温酸奶行业 CR3 达 62.7%（2019 年末）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所整理

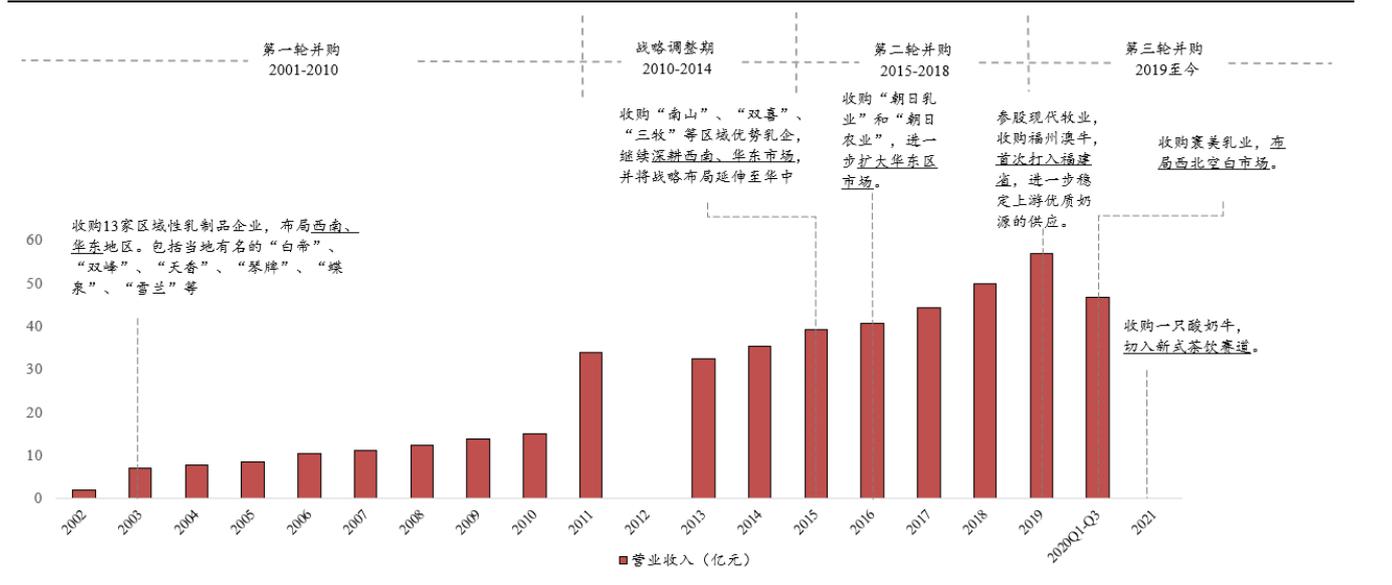
3. 成功塑造极致新鲜品牌、供应链护城河，全国化扩张有望提速

3.1. 过往并购整合能力已获验证，外延扩张持续进行中

3.1.1. 过往两轮并购成效已现：全国化布局雏形已现，多家子公司进入增长快车道

公司顺应低温鲜奶行业特征，以外延并购模式增加“圆心”（关键奶源、周边市场）的策略推进全国化扩张，从前两次并购前后公司整体营收及业绩、分地区营收水平及增速变化看，第二轮并购以来公司发展明显提速，并购整合能力已获验证、已形成一套可复制的打法模式，未来伴随投后管理方法论的持续完善，有望持续复制样板地区成功经验，加速成长为全国化的乳品龙头。

图 52：公司并购发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表 13：公司三轮并购扩张区域及各区域子公司

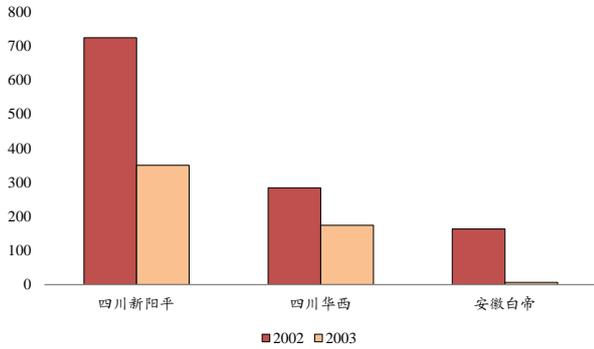
地区	并购公司
西南 (10)	四川新阳平乳业有限公司、四川新阳平奶牛发展有限公司、四川华西乳业有限公司、重庆市天友乳业有限公司、四川新华西乳品饮料有限责任公司、云南邓州蝶泉乳品有限责任公司、昆明雪兰牛奶有限公司、西昌新希望三牧乳业有限公司、昆明市海子乳业有限公司、一只酸奶牛、七彩云乳业有限公司
华东 (8)	青岛琴牌乳业有限公司、杭州双峰乳业有限公司、安徽白帝乳业有限公司、新希望双喜乳业（苏州）有限公司、山东朝日绿源乳业有限公司、山东朝日绿源农业高新技术有限公司
华中 (1)	湖南新希望南山液态乳业有限公司
华南 (1)	福州澳牛
华北 (1)	河北新天香乳业有限公司
西北 (1)	宁夏寰美乳业发展有限公司

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

第一轮并购整合期（2001-2010 年）：为后期乳业板块发展积累经验、奠定基础。

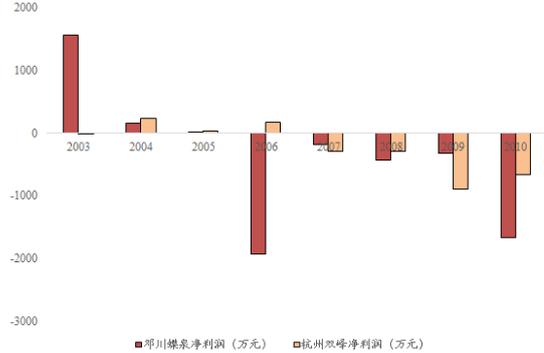
2001年新希望集团开启第一轮并购,2001-2003年间斥资超4亿元收购12家乳企,但由于初入乳制品行业、产业经验相对较少,并购之后子公司管理团队与集团管理团队之间存在经营理念、企业文化的差异,短时间内融合进展较慢,安徽白帝、四川新阳平、四川华西等子公司2003年净利润下滑幅度较大。同时各乳业子公司品牌有所冲突、销售区域有所重叠,相对难以形成有效的全国市场架构,生产、营销成本增加,邓川蝶泉、杭州双峰、安徽白帝等子公司净利润暂时由正转负。

图 53: 2003 年部分子公司净利润下滑幅度较大 (万元)



资料来源:公司公告,浙商证券研究所整理

图 54: 2003-2010 年部分子公司净利润由正转负



资料来源:公司公告,浙商证券研究所整理

第二轮并购+整合期 (2015-2018 年): 整合时间缩短, 子公司营收、业绩增长向好。

2015-2016 年公司开启第二轮并购,该阶段公司投后管理经验已较前一阶段更为丰富,注重被并购公司管理经营,结合区域企业自身生产、加工、销售状况,适时调整不同子公司发展策略。该阶段公司共收购四家子公司,并于收购完成后 2-3 年内即完成整合。

1) 从第二轮并购子公司整合后的业绩表现看: 2015 年公司收购湖南南山后,淘汰部分人员并从总部导入管理团队,引入激励机制,经营业绩持续向好,2019 年实现扭亏为盈; 2016 年收购的朝日乳业与朝日农业次年即实现扭亏为盈,同年收购的苏州双喜 2017 年实现净利润 0.12 亿元,同比增长 56.13%,业绩大幅提升。相较于第一轮 10 年的并购期,第二轮并购企业的经营改善显著、整合时间明显缩短,反映出公司投后管理能力的提升。

表 14: 第二轮被并购公司的历年净利润变化 (万元)

	2016	2017	2018	2019
湖南南山	-2173.89	-2105.08	-272.06	470.23
朝日乳业	-317.83	577.94		
朝日农业	-2001.39	446.00		
苏州双喜	784.27	1,224.52		

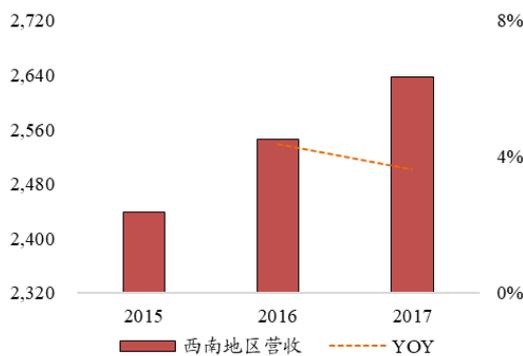
资料来源:公司招股说明书,浙商证券研究所整理

2) 从第二轮并购对公司整体经营情况影响看: **并购期 (2015-2017 年)**, 公司整体营收由 39.15 亿元增至 44.22 亿元, CAGR 为 6.28%, 归母净利润由 3.02 亿元降至 2.22 亿元, 主要原因为第二轮收购期间公司同时剥离了部分经营不善资产, 聚焦乳业主业, 2015 年有较大数目的非经常性收益 (处置长期股权投资产生的投资收益), 净利润基数较高, 剔除资产处置影响, 2015-2017 年公司扣非归母净利润由 0.38 亿元增至 2.03 亿元, CAGR 达 131.13%; **整合期 (2017-2019 年)**, 公司营收由 44.22 亿元增至 56.75 亿元, CAGR 为 13.29%, 归母净利润由 2.22 亿元增至 2.44 亿元, CAGR 为 4.84%; 伴随第二轮并购整合完成, 公司营收增速、业绩增速均显著提升。

前两轮并购后至今：公司跨区域扩张成果显著，西南地区优势持续巩固，华东地区营收增长最为明显、成为公司又一优势地区，其他地区营收保持高速增长。

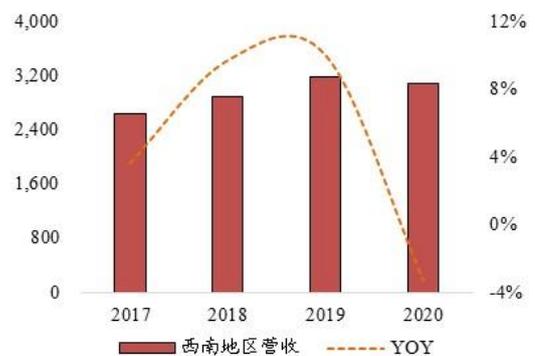
1) 西南地区巩固并扩大现有优势。公司在西南地区共参控股 9 个乳制品生产制造企业，西南地区布局扎实。第一轮收购中，新希望集团并购了 4 家四川、2 家昆明乳企，经多年整合已成为公司西南地区支柱力量，公司在四川、云南的销售总额从 2011 年的 68 亿元上升至 2015 年的 115 亿元，据《中国奶业统计摘要》的数据和新乳业披露的分区域销售情况数据，公司 2015 年在四川、云南的市场份额分别达到 14.7%、32.0%。第二轮并购中，公司收购昆明海子乳业及西昌三牧（四川），进一步提升在西南地区的市场占有率，2015-2017 年公司西南地区营业收入由 24.38 亿元增至 26.38 亿元，CAGR 为 4.01%，2017-2020 年公司西南地区营业收入由 26.38 亿元增至 30.82 亿元，CAGR 为 5.32%。

图 55：公司西南地区 2015-2017 年营业收入（百万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 56：公司西南地区 2017-2020 年营业收入（百万元，%）

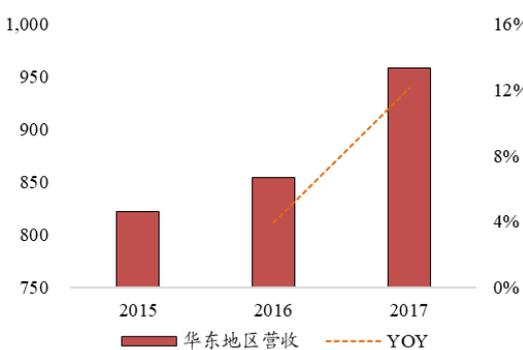


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2) 华东地区重点市场逐步建立优势。华东江浙沪地区经济发达、人均消费能力强、低温鲜奶渗透率高于全国水平，是低温乳企必争之地。公司先后于华东地区参控股 8 个乳制品生产制造及销售企业，持续开拓华东重点区域市场；公司华东地区优势的建立始于第一轮并购，2002 年 8-11 月新希望集团分别收购组建青岛琴牌乳业有限公司、杭州新希望美丽健乳业有限公司、杭州双峰乳业有限公司、安徽白帝乳业有限公司，为华东地区布局奠定基础。

2015-2017 年，公司并购苏州双喜以及两家山东乳企，业务范围由杭州向苏州拓展，并逐步在山东地区建立优势，2015-2017 年公司华东地区营业收入由 8.22 亿元上升至 9.59 亿元，CAGR 为 7.96%，2017-2020 年公司华东地区营业收入由 9.59 亿元增至 16.87 亿元，CAGR 达 20.73%。

图 57：公司华东地区 2015-2017 年营业收入（百万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 58：公司华东地区 2017-2020 年营业收入（百万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

3) 华北地区布局稳步推进，其他地区（华中、华南、东北等区域）保持较快增长。新希望集团早在 2002 年即收购河北天香乳业（截至 20 年末设计年产能 15 万吨），2015 年新乳业成立天香商业连锁有限公司（主营乳制品销售），

为公司在华北地区生产、销售提供支持,2015-2020年,公司华北地区营业收入由3.10亿元增至7.12亿元,CAGR为18.07%。2015-2016年,公司并购湖南南山乳业,开拓华中地区生产及销售网络,伴随全国扩张稳步推进,湖南南山经营持续向好,公司其他地区收入规模保持较快增长,2015-2020年其他地区营业收入由0.98亿元增至5.71亿元,CAGR达42.24%。

图 59: 公司华北地区 2015-2020 年营业收入 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 60: 公司其他地区 2015-2020 年营业收入 (百万元, %)

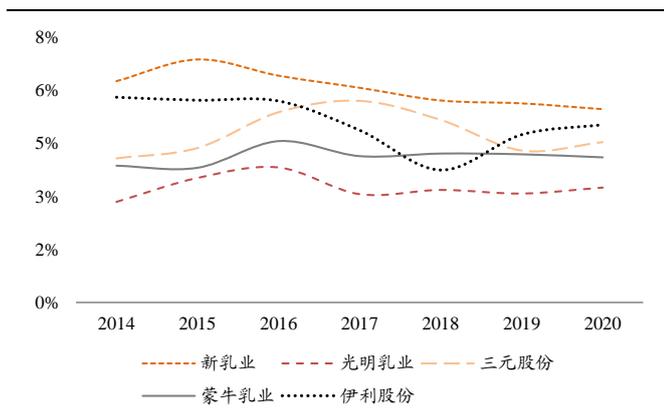


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

并购整合能力日趋成熟,公司管理费用率呈下降趋势,投入资本回报率处于行业领先水平(仅次于伊利)。公司管理费用率呈下降趋势,2020年为5.47%,较上年同期-0.16pct,较同行样本均值高约1.24pct;2019年公司管理费用率为5.64%,较上年同期-0.08pct,较同行样本均值高约1.55pct。

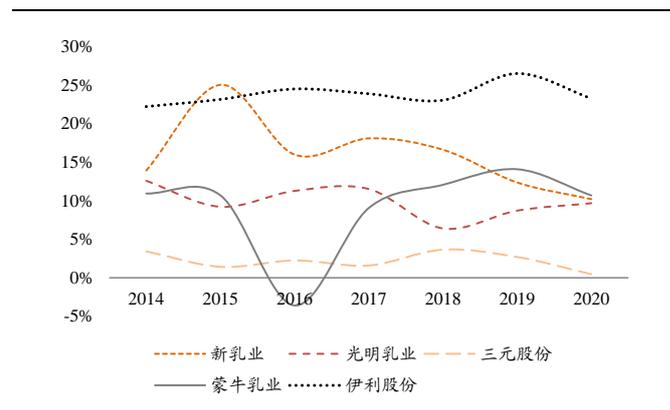
公司 ROIC 仅次于伊利,2020 年公司 ROIC 为 6.94%,较上年同期-1.77pct,较同行样本均值低约 1.05pct(剔除伊利后,2020 年公司 ROIC 较同行样本均值高约 2.04pct);2019 年公司 ROIC 为 8.71%,较上年同期-1.25pct,较同行样本均值低约 1.05pct(剔除伊利后,2019 年公司 ROIC 较同行样本均值高约 2.67pct)。

图 61: 公司与同行样本管理费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 62: 公司与同行样本 ROIC (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

3.1.2. 第三轮并购进行时: 标的质更优、整合再提速

2019 年以来公司启动第三轮参股、并购,标的质量更优。2020 年 6 月,公司完成对福建领先乳制品品牌福州澳牛相关资产的收购(收购 55% 股权),进军华南地区;2020 年公司以 17.11 亿元收购宁夏寰美乳业,加码西北地区全产业链布局,借助寰美乳业在当地的品牌、渠道、产能优势,形成南北呼应的战略格局。

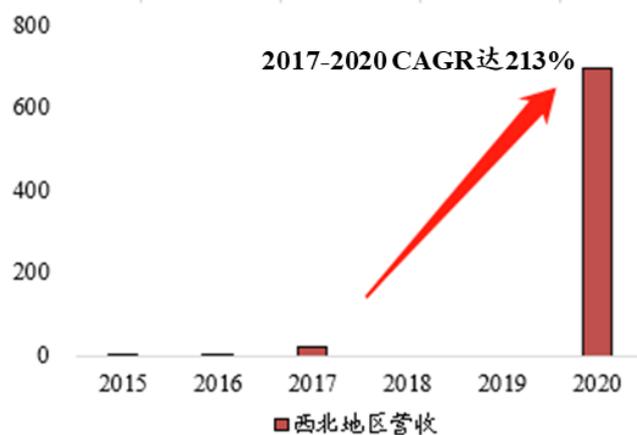
宁夏是西北地区主要奶源地,原料优势为低温乳品在西北地区渗透奠定坚实基础;寰美乳业为西北龙头乳企,在当地市场份额占比达 50% 以上,收购寰美有利于公司:

1) 立足宁夏,辐射陕甘地区。寰美乳业在西北地区具有较强的渠道网络和品牌知名度,除宁夏外还辐射陕西和甘肃等市场,近年来增长稳健,弥补公司在西北地区渠道网络布局的空白。

2) 在奶源、研发、生产、销售等环节实现产业协同。奶源端,宁夏地处我国黄金奶源带,原奶产量丰富且品质卓越,寰美乳业在当地的万头牧场有望反哺公司西南大本营原奶需求;产品端,寰美乳业常温产品占比超过90%,与公司形成互补,未来公司将逐步向寰美乳业导入“鲜”战略,低温产品有较大发展空间,同时有望借助宁夏地区的高品质奶源探索高端新品;销售端,公司有望赋能寰美乳业常温、低温产品向西北以外其他区域的拓展。

3) 提升公司营收规模、增厚业绩。寰美乳业营收规模较大、盈利能力较强,2019年1-11月实现营收13.81亿元,净利润1.10亿元;公司于2020年7月起按60%股权并表寰美乳业,2020年全年公司西北地区营收达6.97亿元,2015-2020年公司西北地区营收CAGR达188.13%,2020年12月起寰美乳业以100%股权并表,我们认为,寰美乳业整合完成后,在公司多维度赋能下,近三年增长预计将提速,有望持续为公司带来可观的业绩增量。

图 63: 20 年寰美乳业并表后弥补西北地区短板 (百万元)



资料来源:公司公告,浙商证券研究所整理

收购“一只酸奶牛”,切入现制奶茶领域,渠道+商业模式再升级。2021年3月,公司以2.31亿元对价完成对国内酸奶茶饮细分品类领先品牌“一只酸奶牛”项目的收购,以“酸奶+茶饮”入局现制奶茶赛道,收购后三年内为业绩承诺期,“一只酸奶牛”在第一/第二/第三年度净利润应分别不低于人民币3,850/4,235/4,658万元,同比增速分别为10%/10%/10%(简单假设“一只酸奶牛”2020年业绩与2019年持平,为0.35亿元),三年累计净利润不低于1.27亿元。此次投资有助于公司拓宽私域流量入口、高效触达年轻化高粘性用户、延伸新渠道,公司也可为“一只酸奶牛”提供奶源供应、经营管理方面的支持,为“一只酸奶牛”业绩目标达成提供助力。

从“一只酸奶牛”估值看,以2.31亿元对应60%股权计算,“一只酸奶牛”整体估值为3.85亿元,对应其2019年净利润3500万元,估值约11倍;从盈利能力看,“一只酸奶牛”2019年净利率约为14.6%,公司2020年净利率为4.29%,考虑整合后子公司经营效率改善仍具潜力,公司盈利能力有望进一步提升。

3.1.3. 可复制的并购扩张模式已形成,持续赋能外延增长

公司在经过多年的整合摸索、试错、积累后,已形成独特的、可复制的并购整合方法论,未来跨区域发展具备成熟的方法论支撑。

1) 并购资源充裕、评估体系完善。公司优先选择空白区域、空白市场,再筛选当地市场规模较大、经营情况较好的头部公司,评估备选标的文化理念、管理层能力等多个维度,最终确定并购标的。新希望集团自有投资团队、集团旗下草根知本等均可为公司提供优质备选标的,共享并购经验,节约标的搜寻和评估成本。

2) 整合机制贯穿顶层设计、业务运作、具体落地实施,全方位赋能子公司。公司已建立自上而下的完善整合管理体系,针对并购后的子公司,从顶层设计(战略制定+文化整合)、业务协同(管理/供应链&渠道/品牌/产品&研发等维度)、具体运作(人才储备培养/激励机制/风险控制等维度)三层面介入子公司的整合,在尽可能保留子公司原有优秀团队、区域品牌&产品、渠道网络的同时,将母公司核心战略、管理模式、技术成果等资源按需对接给被并购企业,持续增强子公司在区域市场的综合实力。

3) 总部管理+区域落地,多维协同提升规模效应:并购整合完成后,公司总部作为战略中心,统一配置全国资源,防止副品牌之间冲突、销售区域重叠;母公司与子公司之间多维度资源共享、优势互补,形成协同效应,带来可持续的业绩增量。

我们认为,三轮并购整合后,公司立足西南、强化华东、最终辐射全国的产业区域布局初步成形,第二轮并购子公司伴随机制盘活、管理改善、大单品导入,已进入增长快车道,叠加第三轮并购的优质标的加速整合、陆续并表,公司营收、业绩增长有望进一步提速。

3.2. 产品导入+供应链&渠道共享+双品牌运营, 多维协同赋能内生增长

公司并购的各区域子公司整合完成后即成为内生增长的新动能,公司总部与子公司的协同体现在产品研发、供应链、产品、品牌、渠道等多个方面。

3.2.1. 产品&研发协同: 总部持续拓品类+调结构, 明星单品+研发资源赋能区域子公司

公司以“鲜战略”为指引持续扩充产品品类、升级产品结构,与同行错位竞争,领先优势明显。截至2020年末,公司旗下九大类产品中,SKU约达300个,远多于光明、三元等其他低温乳企。公司低温酸奶和低温鲜奶明星单品持续推新、迭代升级,市场反响良好,低温乳制品整体销售收入逐年上升,2015-2017年由17.47亿元增至25.27亿元,CAGR达20.27%;常温产品中,常温纯牛奶营收几乎保持稳定,常温调制乳营收占比大幅下降,将增长空间让位于高毛利的低温产品,带动公司盈利能力持续提升。

我们认为,差异化的“鲜”战略使公司减少与常温奶龙头企业正面竞争,丰富的产品矩阵、高端的产品定位及多区域布局保证了公司在低温赛道的优势地位。

图 64：公司新品推出历程



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

表 15：公司产品矩阵丰富

品 类	产品系列及卖点						
低温鲜奶	24 小时系列鲜奶*	澳特兰低温系列	牧场鲜奶	唯品系列鲜奶	A2β 酪蛋白		
	三倍鲜活营养，新鲜只卖当天	专利水解技术，领鲜品质，智享人生	好山好水好牛奶，一杯大自然的馈赠	唯品牛乳乳源，纯正安心美味	A2 专属 β-酪蛋白，珍贵珍稀，亲和人体		
低温酸奶	活润系列酸奶*	初心系列酸奶*	城市记忆	老酸奶	原态酪乳	乖巧	酸奶工坊
	添加进口益生菌，美味不减，功能新升级，让肠胃更轻松	0 添加	鲜奶制造，传统发酵，环保包装，0 添加	单杯发酵工艺，温润如玉，口口香醇	100%纯鲜奶发酵，不添加香精、色素、防腐剂，浓郁丝滑，安心品质	主打“酸奶界的表情包”	100%生牛乳奶源，浓缩牛奶精华

品类 产品系列及卖点

常温牛奶	<p>澳特兰系列</p> <p>甄选良种奶牛，专属牧场数字化管理，优质蛋白营养，口感醇厚浓香</p>	<p>儿童奶</p> <p>优质牧场奶源，不添加蔗糖，益智、健骨配方，助力儿童健康成长</p>	<p>风味奶</p> <p>进口奶源+进口果酱，添加天然蜂蜜</p>
			

常温酸奶	<p>果实粒系列</p> <p>新鲜牛奶+进口真实果粒发酵</p>	<p>鲜花酸奶</p> <p>玉龙雪山雪水灌溉的玫瑰入料</p>
		

常温乳饮	<p>乳酸菌</p> <p>6种乳酸菌发酵+膳食纤维，果汁添加≥15%，无菌冷灌装</p>
	

常温乳饮	<p>凉山雪</p> <p>大凉山的独特风味，带你享受不一样的快乐</p>	<p>云上时光</p> <p>畅快饮用，更尽兴</p>
		

资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理
(*标注为明星产品)

1) 低温鲜奶：产品矩阵丰富，引领品类发展潮流。

a) 公司中低端品类包含新希望琴牌巴氏鲜奶和屋顶盒鲜牛奶等产品, 高端产品包括 24 小时鲜奶、澳特兰有机奶、唯品牛乳等产品, 卡位不同消费能力群体对健康化生活理念的追求。

b) 公司早在 2011 年即推出 24 小时鲜奶系列, 是全国首款当天上架、当天下架的鲜奶产品, 引领低温鲜奶品类市场消费潮流, 明星单品“24 小时”及塑瓶鲜奶产品推出后销量持续增长, 2016 年两款产品销售量合计较 2015 年增加约 4,300 吨; 2018 年公司进一步将“24 小时”产品升级为“黄金 24 小时鲜奶”, 在原有基础上进行技术和品质迭代, 主打“72°C、15 秒巴氏杀菌”, 2020 年再度推出黄金 24 小时升级版, 持续夯实大单品的市场竞争力。

c) 推出功能化、差异化新品: 2019 年公司面向 3-12 岁青少年群体推出护眼新产品——“养眼牛奶”, 品类持续拓宽、满足多元化消费需求。

“鲜战略”指引下, 公司持续推陈出新, 低温鲜奶收入保持双位数增长。2015-2017 年公司低温鲜奶收入由 4.89 亿元增至 7.13 亿元 (CAGR 达 20.75%), 2015-2018H1 低温鲜奶营收占比由 12.49% 增至 16.01%; 2020 年, 公司制定“2946”重仓鲜奶行动计划, 从渠道、营销等多维度加码布局鲜奶市场, 公司低温鲜奶业务有望持续高增长。

图 65: 2015-2018H1 公司低温鲜奶销售收入及营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所整理

图 66: 公司低温鲜奶主要产品展示



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所整理

2) 低温酸奶: 持续打造明星单品。低温酸奶为公司营收占比最大品类, 公司持续打造明星大单品, 培育新增长点; 2012 年公司推出“城市记忆”系列酸奶, 以插画形式描绘每个城市的风景, 激发当地消费者的成长回忆、有助提升本地消费者粘性; 2013 年推出“活润”系列产品, 主打特种菌发酵, 具备肠道调节功能; 2015 年上市中高端酸奶“初心”系列, 与“活润”系列同为公司主推的明星产品, 广受消费者欢迎; 收购湖南南山后, 公司将明星单品“初心”导入长沙市场, 有效解决湖南南山产品老化问题, 助力激活区域子公司成长性。2020 年公司推出升级版活润低温酸奶产品——活润晶球酸奶, 主打“嚼得到的益生菌”, 活润晶球酸奶产品自西南大本营启动铺货、计划发力全国布局, 有望成为公司又一爆款产品。

2015-2017 年公司低温酸奶收入由 10.74 亿元增至 16.44 亿元 (CAGR 达 24.47%), 2015-2018H1 营收占比由 27.44% 增至 37.66%。我们认为, 公司通过不断推进低温酸奶产品的迭代升级, 持续打造差异化的明星大单品, 强创新能力打造低温领域竞争力。

图 67：2015-2018H1 公司低温酸奶销售收入及营收占比



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

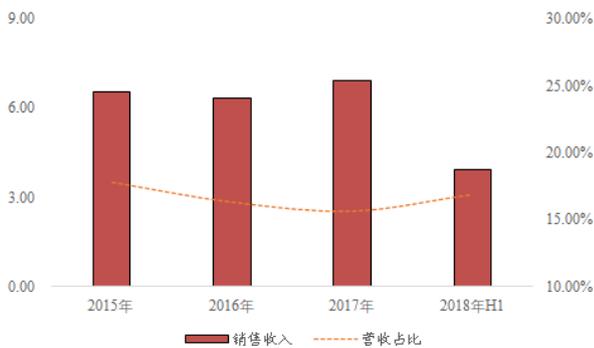
图 68：公司低温酸奶主要产品展示



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

3) 常温乳制品逐步让位于低温乳制品。分品类看，公司常温纯牛奶布局覆盖中低端至高端，品类覆盖风味牛奶、低脂牛奶等。公司从 2016 年起淘汰部分低端纯牛奶产品，增长空间让位于低温产品；2015-2017 年公司常温纯牛奶销售收入由 6.56 亿元小幅增至 6.93 亿元（CAGR 为 2.78%），2015-2018H1 营收占比由 16.75% 降至 16.39%；常温调制乳受品牌定位等因素影响，部分产品逐步淘汰，销售数量逐年下降，2015-2017 年常温调制乳收入由 8.15 亿元降至 5.99 亿元，2015-2018H1 营收占比由 20.80% 降至 13.37%。

图 69：2015-2018H1 公司常温纯牛奶销售收入及营收占比



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

图 70：公司常温纯牛奶主要产品展示



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

图 71：2015-2018H1 公司常温调制乳销售收入及营收占比



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

图 72：公司常温调制乳主要产品展示



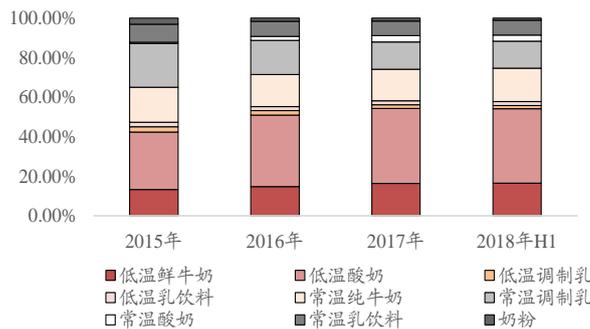
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

“低温乳制品占比增加+产品高端化升级”带动整体盈利能力持续提升。

1) 公司低温产品毛利率高于常温产品, 产品结构升级驱动低温产品毛利率持续提升。截至 2018H1, 公司低温鲜牛奶/低温酸奶/低温调制乳/低温乳饮料/常温纯牛奶/常温酸奶/常温调制乳/常温乳饮料毛利率分别为 51.40%/38.61%/48.17%/48.51%/21.33%/19.42%/28.82%/26.67%, 牛奶/酸奶/乳饮料/调制乳中低温产品较常温产品毛利率高约 30.07/19.19/21.84/19.35pct。2015-2016 年公司推出多款高端定位发酵乳——庄园浓缩酸奶(爱克林包装)、自然浓(屋顶包)及酸奶熟了(PE 瓶)等; 公司旗下唯品牛乳主要在高端商超、精品咖啡店售卖, 主打高端、有机概念, 在公司强激励机制的助推下, 唯品牛乳未来有望快速实现全国化拓展。产品高端化升级驱动公司低温产品毛利率持续提升, 2015-2018H1 公司低温鲜牛奶/低温酸奶毛利率由 46.86%/34.80% 分别提升至 51.40%/38.61%;

2) 低温乳制品营收占比持续增加, 助力公司盈利能力提升。2015-2018H1 公司低温乳制品占比由 44.62% 提升至 56.20%, 2019 年已超 60%, 2015-2019 年公司毛利率由 32.22% 提升至 33.11%, 2020 年公司毛利率为 24.49%, 剔除新会计准则影响较上年同期下降约 1.51pct, 我们认为主要是原奶成本上涨, 以及寰美乳业并表后公司高毛利低温产品占比下降(至 53%), 未来伴随寰美乳业产品结构优化, 预计公司毛利率水平仍将保持稳中有升。

图 73: 2015-2018H1 公司低温品类营收占比持续提升



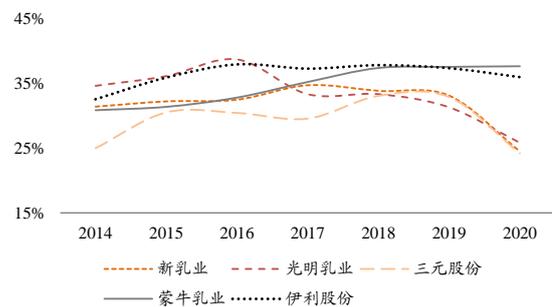
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 74: 2015-2018H1 公司低温品类毛利率持续上升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

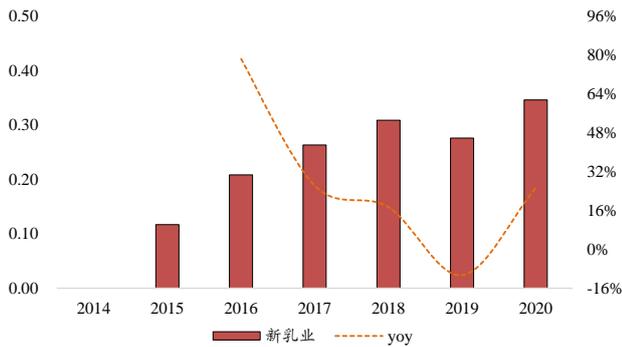
图 75: 2015-2020 年公司同行毛利率对比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

总部研发创新为产品迭代提供坚实支撑, 与区域子公司共享研发资源。

1) 公司持续重金投入研发, 研发费用率领先同行。2020 年公司研发费用为 0.35 亿元, 同比+25.34%; 研发费用率为 0.51%, 较上年同期+0.03pct, 较同行样本均值高约 0.2pct; 2019 年公司研发费用率为 0.49%, 较上年同期-0.13pct, 较同行样本均值高约 0.12pct; 2015-2020 年公司研发费用由 0.12 亿元增至 0.35 亿元 (CAGR 为 24.27%)。

图 76：公司 2015-2020 年研发费用及增速


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 77：公司 2018-2020 年研发费率处于行业领先水平


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2) 研发中心遍布四洲四国，专利转化成果显著，创新链条完整。

a) 研发中心建设方面，公司于 2018 年与荷兰万豪劳伦斯坦应用科技大学建立“中荷产学研联合实验室”、与瑞典查尔姆斯理工大学组建“中端营养与健康联合实验室”、与江南大学成立联合创新科研中心，推动建立“国家乳制品加工技术研发专业中心”；2019 年公司成立波士顿科研创新中心，2020 年公司国内新研发中心已投入使用、科技研究院已组建完成，“四洲四国”的全球科研平台布局已形成。公司依托科研中心、产学研平台等资源，吸引海内外人才扩充科研创新团队，拟围绕生物科技、现代工艺技术及创新研究、精准营养、乳品品质控制与提升、乳品质量安全控制五大科研方向发力研究，持续巩固技术优势。

表 16：公司部分科研合作项目（截至 2019 年末）

序号	时间	合作方	研究内容
1	2012 年 9 月	扬州大学	研究特色乳酸菌株的筛选、分离及鉴定等，开展发酵乳制品的开发
2	2015 年 4 月	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所	研究设备的选型及工艺的改进、优质乳标准的制订，设计优质巴氏杀菌乳产品工艺参数
3	2014 年 12 月	四川大学	研究高蛋白运动牛奶产品的开发及上市推广，开展高蛋白牛奶的功能性试验（人体）
4	2015 年 12 月	中国科学院微生物研究所	研究特色微生物菌株的筛选，进行菌株的转化及特色酸奶的开发
5	2015 年 8 月	新西兰皇家农科院	在符合双方共同利益的乳品科学方面时常进行合作，合作范围包括乳品加工、原辅料功能、产品配方，食品安全和营养等
6	2016 年 8 月	上海交通大学	乳品微生物快速检测及食品新方法进行研究，开展产学研合作
7	2017 年 7 月	新西兰皇家农科院	1、热处理对液态奶营养品质的影响；2、乳铁蛋白的热稳定性
8	2017 年 7 月	澳大利亚联邦科学与工业研究组织	1、确定牛奶中存在 β -酪蛋白基因变异体“A1”和“A2”；2、进行 β -酪蛋白变体基因型分型
9	2019 年 2 月	以哈佛、麻省理工为首的 200 所专业和综合大学	微生物基础功能与产业化研究、精准营养研究与产品开发、食品风险与营养检测三大主题

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

b) 研发成果方面, 公司已获专利数量众多。2020 年共有 34 项申报专利获受理, 其中发明专利 20 项, 全年获授权专利 28 项, 其中发明专利 5 项。公司参与的研发项目分别荣获四川省科技进步二等奖、中国乳制品工业协会科技进步一等奖、中国食品工业协会科学技术二等奖等多个奖项。公司强研发创新能力为 24 小时鲜牛乳、香蕉牛奶、初心酸奶等多个明星产品的推出提供支持, 其中初心产品 2017 年荣获“中国乳业优秀新产品奖”称号。

表 17: 公司部分核心技术专利 (截至 2019 年末)

序号	核心技术	主要内容	专利类型	取得方式	使用情况	所处阶段
1	一种低乳糖巴氏杀菌乳及其制备方法	采用乳糖酶水解技术, 将牛奶中不易被人体消化的大分子乳糖细化为易消化吸收的葡萄糖和半乳糖, 同时采用巴氏杀菌法, 更好地保留牛奶中的营养	产品发明	自研	已经应用到澳特兰高品牛奶、澳特兰植物留醇牛奶及低乳糖美味牛奶中	大批量生产
2	一种新鲜干酪生产线	针对新鲜干酪发酵时间长、质构稠厚、不便输送的特点, 特别对罐体、泵进行选型、组合而成的一条生产系统	实用新型	自研	已经用于味蕾游记的生产	小批量生产
3	一种复合蛋白乳饮料及其制备方法	将牛奶的动物蛋白和花生核桃的植物蛋白相结合, 保留了蛋白质、脂肪、维生素、微量元素等营养物质, 最大限度地保留核桃花生浓郁的风味, 并能最大限度地降低生产工艺中的能耗	产品发明	自研	已经使用	大批量生产
4	一种舒睡牛奶及其制备方法	以牧场优质鲜牛奶为主要原料, 添加属于药食同源成分并具有改善睡眠功效的洋槐蜂蜜、酸枣仁粉、茯苓粉等有益健康食材, 使人们在享受营养美味的同时, 改善睡眠、维持身体健康	产品发明	自研	未使用	小试完成, 待试产

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所整理

我们认为, 公司研发创新已形成完整链条, 一方面可为公司持续推出全国化的明星大单品提供支撑, 另一方面总部层面充裕的研发资源亦可导入被并购子公司, 有助解决子公司产品老化、创新机制不足等问题, 为区域子公司提供产品创新层面的坚实支撑, 助力整合后子公司的营收、业绩良性增长。

3.2.2. 供应链&渠道协同: 产能充裕&集团赋能&数字化提效, 保障“鲜战略”多点落地

奶源方面, 公司通过并购整合及自建牧场, 不断扩大上游奶源布局, 平衡奶源自给率、保障奶源稳定供应, 为“鲜战略”在区域市场多点落地提供支持。公司奶源主要来自自有牧场、第三方大型牧场及专业合作社, 截至 2018 年 6 月, 三者占比分别为 29.07%/30.59%/40.34%, 截至 2020 年末, 公司自供奶源占比已增至约 50% (自供奶源含自建奶源及现代牧业供应部分)。

表 18：公司原奶采购来源分布（截至 2018H1）

项目	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
自有牧场	24702.61	29.07%	41969.08	26.52%	37516.97	29.31%	24335.25	21.43%
第三方大型牧场	25990.18	30.59%	51659.98	32.64%	27760.86	21.69%	20693.6	18.22%
专业合作社	34274.86	40.34%	64650.99	40.85%	62710.83	49.00%	68532.26	60.35%
合计	84967.64	100.00%	158280.05	100.00%	127988.66	100.00%	113561.11	100.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

1) 外购原奶方面：第三方大型牧场采购比重持续提升，支撑北方地区业务扩张。我国大型奶牛养殖牧场多位于北方，而公司大本营为西南地区，早期原奶供给方主要为养殖专业合作社（截至 2015 年公司通过合作社采购的原奶金额占比达六成）；公司持续加深与西北、华北地区大型第三方牧场的合作，支撑北方区域业务扩张，2015-2017 年自第三方牧场采购原奶金额占比从 18.22% 升至 32.64%，截至 2018H1，公司前两大原奶供应商分别为前进牧业（西北）、恒天然牧场（华北），半年合计采购约 1.25 万吨原奶。

2) 自供奶源方面：自建+参股/收购并进，奶源自给率持续提升（2020 年约为 50%）。公司自供奶源包括自建奶源及参股/收购奶源两大类。

自建奶源：公司 2019 年在宁夏海原和甘肃永昌投建万头奶牛养殖场项目，2020 年末已建设完成，已有奶牛存栏数共计约 9,000 头，预计经两到三年扩充可达到满产。宁夏海原、永昌两大牧场建成后将进一步提高公司奶源自给率，强化公司在西北地区的奶源布局，稳固区域奶源的竞争优势。此外，公司已完成“四川冕宁牧场”的规划立项工作，确保自供奶源比例随着业务量增长仍维持在合理比例。

参股及收购奶源：

a) 2019 年 9 月公司入股现代牧业，成为现代牧业前三大股东，2020 年，现代牧业总产奶量 149 万吨（+7.2%）；2020 年 12 月底左右，公司进一步增持现代牧业股份 4042 万股。截至 2020 年底，现代牧业在黑龙江、内蒙古、河北、山东、安徽、四川及陕西等地运营 26 个万头规模的牧场，牧场资源主要分布在华东、华北地区，与公司产业空间布局相呼应；参股现代牧业一方面有利于增强公司在各地区的奶源优势，为公司低温奶产品在各区域快速渗透提供强有力支撑，另一方面有利于公司提升产业链掌控度，降本增效。

b) 2020 年公司收购蒙美乳业后将纳入近万头奶牛的自有牧场资源，西北地区优质充裕奶源可助力公司在当地的业务扩张，同时可为公司西南大本营的原奶供应提供有力补充。

表 19：公司牧场奶源产能及规划情况

奶源来源	区域	子公司	位置	奶牛数量	成母牛数量	产能(万吨)	预估原奶总产能(万吨)
新乳业旗下自建牧场	西南	华西牧业	四川省成都市	1338	1009	0.5	2018H1 产能约为 6.47 万吨
		奶牛养殖	四川省眉山市				
		雪兰牧业	云南省曲靖市	2571	1542	0.84	
		陆良养殖	云南省曲靖市	3000	1845	1.01	
		蝶泉牧业	云南省大理市	1350	875	0.48	
	西北	石林牧业	云南省昆明市	2301	1312	0.71	
		吴忠牧业	宁夏吴忠市	3108	1896	1.03	
		永昌牧业	甘肃永昌市	2820			
		海原牧业	甘肃省海原县	6058	1865	1.02	
		夏进牧业	宁夏吴忠市	9854	5297	5.7	
		靖远牧业	甘肃省白银市	1902	1455	0.79	

奶源来源	区域	子公司	位置	奶牛数量	成母牛数量	产能(万吨)	预估原奶总产能(万吨)
现代牧业	华东	建德牧业	浙江省建德市	664	349	0.19	测算现代牧业每年供给公司原奶约 14-15 万吨
		唯品牧业	山东省莱阳市	1785	990	0.54	
		双峰牧业	安徽省宣城市				
	东北	双城牧场	黑龙江		20000	12.1	
		尚志牧场			10000	6.0	
	华北	通辽牧场	内蒙古		10000	6.0	
		和林牧场			10000	6.0	
		察北牧场		30000	18.1		
		塞北牧场	河北	40000	24.1		
		恒盛牧场		10000	6.0		
	华东	商河牧场	山东		20000	12.1	
		汶上牧场			10000	6.0	
		肥东牧场		20000	12.1		
		蚌埠牧场	安徽	40000	24.1		
		马鞍山牧场		10000	6.0		
西南	洪雅牧场	四川	10000	6.0			
西北	宝鸡牧场	陕西宝鸡市	10000	6.0			
第三方大型牧场采购	西北	前进牧业	甘肃省张掖市	-	0.64	2018H1 公司向第三方大型牧场约采购 6.86 万吨原料奶	
	华北	恒天然牧场	河北省唐山市	-	0.61		
	-	第三方牧场		-	5.61		
专业合作社采购	西南	嵩明牧兴	云南省昆明市	-	-	2018H1 公司向第三方大型牧场约采购 9.05 万吨原料奶	
		晋宁晋城兴隆	云南省昆明市	-	-		
		嵩明兴瑞	云南省昆明市	-	-		
	西南	嵩明会新	云南省昆明市	-	-		
		汉源县得成牧业	四川省雅安市	-	-		
	华东	安徽强农牧业	安徽省淮南市	-	-		
		青岛圣杰	山东省青岛市	-	-		
	西北	吴忠立祥	宁夏吴忠市	-	-		
		宁夏兴牧旺	宁夏吴忠市	-	-		
华中	常德湘润	湖南省常德市	-	-			

资料来源：公司招股说明书，公司公告，现代牧业公司公告，浙商证券研究所整理

(注：自建工厂部分产能按照单产量*成母牛数量估计；现代牧业部分产能按照成母牛单产 11.2 吨/年预估；自建牧场、第三方牧场、专业合作社半年原料奶吨数按照 2018H1 采购金额/2018H1 采购单价计算)

加工端，公司通过募资自建+外延并购持续扩充乳制品加工产能。2017/2018/2019/2020 年公司液体乳及乳制品产量分别为 51.0/54.9/59.1/71.95 万吨，截至 20 年末，公司青岛琴牌二期工厂仍有在建产能 6 万吨，预计将于 2021 年 7 月完工投产；2020 年公司收购寰美乳业后，未来亦将大幅提升乳制品加工产能规模（截至 2019 年 11 月底，寰美乳业实际乳制品产能约 33.9 万吨/年）。

表 20：公司工厂产能及规划产能（截至 2020 年末）

工厂类型	工厂名称	设计产能 (吨/年)	实际产能 (吨/年)	在建产能	液体乳及乳制品制造业总产量	产能利用率	乳制品总产能
已有工厂	四川乳业	70,000.00	49,203.00				2020 年末，公司工厂设计总产能为 136.15 万吨，实际年产能为 90.24 万吨，总产量为 71.95 万吨。
	新华西乳业	200,000.00	91,665.00				
	昆明雪兰	100,000.00	77,365.00				
	七彩云	25,000.00	14,124.00				
	昆明海子	25,000.00	23,130.00				
	西昌三牧	25,000.00	22,153.00				
	云南蝶泉	105,000.00	73,684.00				
	湖南南山	45,000.00	34,676.20	-	719,462.03	79.72%	
	安徽白帝	100,000.00	66,456.53				
	苏州双喜	30,000.00	24,061.00				
	杭州双峰	55,000.00	46,725.00				
	青岛琴牌	75,000.00	63,092.26				
	唯品乳业	6,500.00	4,075.50				
	河北天香	150,000.00	98,109.00				
夏进乳业 (含昊尔乳业)	350,000.00	213,918.80					
在建工厂	青岛琴牌二期工厂	350,000.00	213,918.80	60,000.00	-	-	截至 2020 年末土建工程进度已完成约 80%，主要设备设施进入安装调试阶段，预计 2021 年 7 月全部完工投产（较原计划提前 2 个月）。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，浙商证券研究所整理

从原奶及加工产能布局成果看：公司核心市场周边奶源、加工产能分布均衡度持续提升，区域市场“产地销”模式跑通，有效缩短低温奶产品从生产到终端所需时间，保障产品的极致新鲜。

1) **重点围绕核心市场 150 公里打造“鲜半径”。**当前冷链技术下的运输半径约为 300 公里车程，公司在“时间越短越新鲜，距离越近越新鲜，添加越少越新鲜”的价值标准之下，重点在距离城市 150 公里车程的“鲜半径”中建设自有生态牧场和智能工厂，缩短运输半径确保产品新鲜品质。据我们测算，以高德地图数据为依据，公司旗下加工厂到终端市场距离平均约为 24.84 公里车程，运输时间平均约为 41 分钟。

2) **区域核心市场周边产能分布均衡度持续提升。**牧场端，截至 2020 年末，公司旗下规模化与标准化牧场中，7 个位于西南地区（数量占比约 58%），3 个位于华东地区（数量占比 25%）；从原奶产能来看，按采购自有牧场原奶总金额/采购单价计算，截至 2018H1 公司原奶产能总计 6.47 万吨，其中西南地区产能 3.92 万吨，占比约 61%；华东地区产能 0.73 万吨，占比约 11%；加工端，截至 2020 末，公司加工厂共 16 座，其中 9 座位于西南地区（数量占比约 56%），5 座位于华东地区（数量占比约 31%）。公司入股现代牧业、收购福州澳牛及寰美乳业后，奶源及加工厂的分布均衡度有望进一步提升。

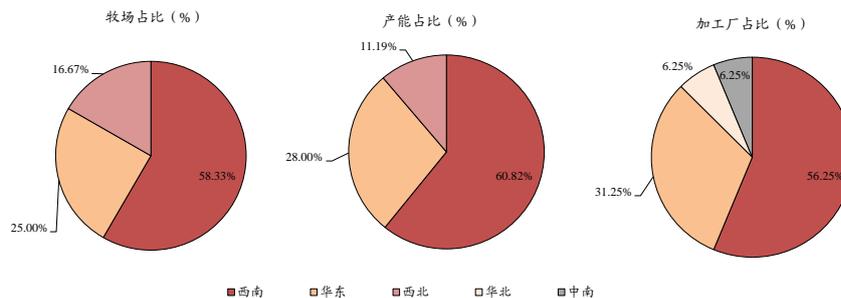
表 21：截至 2020 年末新乳业旗下部分工厂分布状况

序号	区域	省份	加工厂	工厂到终端时间 (分钟)	工厂到终端距离 (公里车程)	加工厂分区域占 比(%)
1			四川新希望乳业有限公司	73	32.6	
2		四川	四川新华西乳业有限公司	-	-	
3			四川新希望营养饮品有限公司	42	15.1	
4			西昌新希望三牧乳业有限公司	24	8.9	
5	西南		云南新希望邓川蝶泉乳业有限公司	96	51.3	56.25%
6		云南	昆明雪兰牛奶责任有限公司	29	11.3	
7			昆明市海子乳业有限公司	37	18.2	
8			七彩云乳业有限公司	48	38.0	
9		重庆	重庆市天友乳业股份有限公司	26	15.2	
10		江苏	新希望双喜乳业(苏州)有限公司	15	8.6	
11		浙江	杭州新希望双峰乳业有限公司	42	31.2	
12	华东	安徽	安徽新希望白帝乳业有限公司	34	14.4	31.25%
13			山东绿源唯品乳业有限公司	21	11.8	
14		山东	青岛新希望琴牌乳业有限公司	64	56.2	
15	华北	河北	河北新希望天香乳业有限公司	-	-	6.25%
16	中南	湖南	湖南新希望南山液态乳业有限公司	61	35.0	6.25%
			均值	41	24.84	

注：终端市场以该地区火车站为终点，工厂到终端市场距离与时间以高德地图提供的路程最短方案为准。

资料来源：公司公告，高德地图，浙商证券研究所整理

图 78：公司产能逐步向全国拓展（牧场/加工厂数量占比截至 2020 年，产能估算截至 2018H1）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

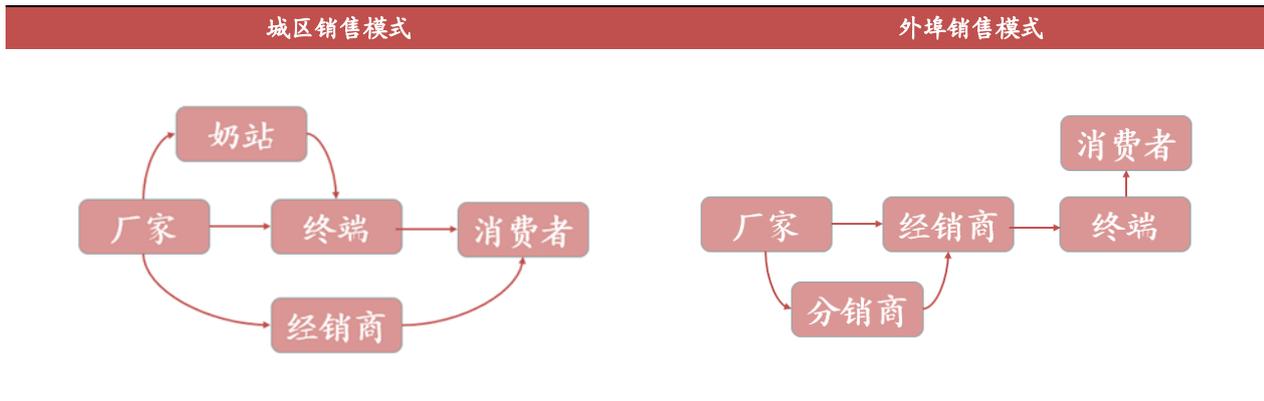
渠道端：“直销+经销”齐发力，送奶入户壁垒持续夯实。公司针对不同乳制品市场特点灵活选择销售模式，解决低温乳制品对冷链技术和物流速度的要求，总体看公司直销与经销模式发展较均衡，2020 年营收占比分别为 52.37%/47.63%。

1) 直销模式主要针对销售网络完善、冷链技术相对健全的城区市场：直销模式下，低温乳制品送达终端消费者所需的环节较少，该模式渠道主要为大型卖场、大中型销售网点以及送奶入户，毛利率较高，公司主要客户包括永辉超市、沃尔玛、红旗连锁超市等大型商超，合作稳定。2015 年至 2020 年，包括商超、连锁、订奶入户、社区团购等在内的直销渠道营收由 19.65 亿元增至 33.21 亿元，CAGR 为 11.07%。

2) 经销模式适宜下沉市场、远距离地区，销售链条相对较长。公司为经销商提供多种激励政策，有效保证经销商稳定性；公司为经销商提供的返利政策包括月度、季度、年度返利、销售收入增量返利等；若经销商达成约定销售数量、销售金额，可获得多种返利，充分激发经销商积极性、驱动公司产品销量上升。2015-2018H1，公司经销商数量

由 422 家增至 540 家；截至 2020 年末公司经销商数达 3817 家，同比增长 24.54%。2015-2020 年，公司经销渠道收入由 17.27 亿元增至 30.21 亿元，CAGR 为 11.83%。

图 79：公司以传统销售模式为主



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所整理

新零售渠道：发力新零售电商，线上线下打通赋能增长。公司业务以线下渠道为主，近年来积极发力线上渠道，2019 年上半年公司成立新零售创新部，探索和拓展新渠道模式。

1) 合作新零售企业，深耕电商平台，打通线上线下。公司先后与盒马鲜生、饿了么、淘鲜达、拼多多等新零售企业开展深度合作以辐射更多元的市场，以短期订户、联合品牌、战略合作等多种方式，与当地生活新零售业态建立更紧密的合作关系，与当地消费者建立连接。在公司公域电商、私域电商双轮驱动下，2020 年电商渠道销售收入为 3.72 亿元，同比增长 54.49%。

2) 积极尝试跨界合作，不断拓展新业态，打造年轻态品牌。

a) 试水直播带货，增加品牌曝光；2020 年 4 月公司董事长、总裁带头直播，引导员工参与新模式探索和实践，直播吸引近十万人观看，触达粉丝约 460 万人，助力公司品牌影响力提升；

b) 尝试私域社群分销，布局新兴渠道；公司已成为食享会 2019 年战略合作伙伴，同时与互联网蛋糕品牌、亲子社群等开展合作、共享流量资源。公司致力打造“年轻化”、使消费者有新鲜感的品牌形象，培育年轻消费客群。

图 80：公司董事长带头试水直播带货



资料来源：公开资料，浙商证券研究所整理

3) 订奶入户渠道高壁垒持续夯实，“鲜活 Go”线上平台助力终端精细化运作。订奶渠道作为低温乳品的传统渠道，壁垒高、用户粘性强，是公司重点布局的核心渠道。公司为客户提供完善便捷的订奶入户服务，订奶周期开始前公司安排安装奶箱，订户可选择7天、30天、90天等送奶周期，公司可提供隔天配送、办公室配送等多样化服务，充分满足消费者需求。公司持续强化营销网络建设、升级订奶入户服务品质和效率，于2019年上线“鲜活 GO”平台，转化大量传统订奶入户用户，开发私域流量；目前，公司“鲜活 GO”平台已覆盖12万订户家庭，19年订奶入户渠道销售收入同比实现双位数增长。

表 22：公司主要线上渠道概况

线上渠道	概况
鲜活 GO 有赞微商城(微信小程序)	方便快捷订购鲜奶，种类丰富，提供低温酸奶/鲜奶到户服务，其余产品提供无接触配送服务，为线上订奶购奶的主要渠道之一
京东	包含京东自营店、京东低温乳品自营店和一些子品牌的官方旗舰店，如蝶泉官方旗舰店等，主要产品包括低温酸奶、常温酸奶/牛奶/乳饮料
淘宝	按照不同子品牌，分别经营不同旗舰店，如雪兰食品旗舰店、新希望华西乳业、新希望南山乳业等
拼多多	多家公司产品专卖店，主要以低温/常温酸牛奶和常温纯牛奶产品为主
抖音小店	账号“新乳业剧场”拥有近4万粉丝，商品橱窗链接至新乳业抖音专卖店和京东店铺，产品品类较少，以常温纯牛奶、调制乳及个别低温奶明星单品为主
美团/饿了么	已入驻外卖软件的商超、便利店有售卖公司产品

资料来源：各平台公司旗舰店，浙商证券研究所整理

数字化向全产业链延伸，为高周转、强运营、管理颗粒度要求极高的低温奶业务提供强有力支撑。

1) 智慧牧场+智慧工厂助力供应链精细化运营：智慧牧场方面，2019年11月公司智慧牧场项目正式启动，智慧牧场通过智能项圈佩戴、牛舍环境自动控制等技术手段降低上游牧场人工成本，并精准监控奶牛情况、保障奶源品质，截至2020年末，公司智慧牧场项目已在华西牧场成功试点运行，并已向所有牧场推广，整体效果良好，2020年成母牛单产提升约2%。

智慧工厂方面，2019年公司旗下青岛琴牌二期智能化车间建设完成，工厂可通过物联网技术沉淀及分析生产加工数据，把握产品生产细节，同时能够针对下游销售情况快速响应、实现小批量柔性生产，助力加工端降本增效。

2) 智慧冷链+智慧营销赋能流通环节提效：公司通过物联网、车联网等数字化手段实现物流精细化运营，公司冷链物流系统可根据终端销售情况设计最佳配送路线，确保产品高效送达、全程保鲜的同时实现费用节约。终端营销方面，公司积极打造的全渠道会员平台“鲜活 GO”，整合线上线下资源，嵌入各消费场景，将消费者、产品服务连接，根据不同消费场景及消费需求，快速勾勒用户需求画像，为精准营销、引流获客、客户粘性的提升提供数据支持。

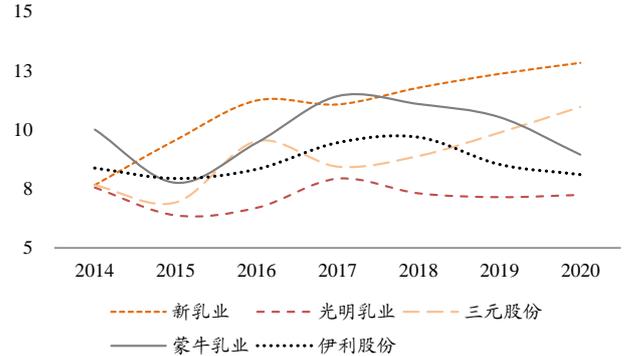
供应链+渠道协同铸就强运营能力，公司存货周转率持续上升。2020年公司存货周转率为12.83次，较上年同期+0.47次，较同行样本均值高约4.02次；2019年公司存货周转率为12.36次，较上年同期+0.59次，较同行样本均值高约3.34次；公司存货周转率水平在同行中较高。

图 81：2014-2020 年公司与同行样本总资产周转率（次）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 82：2014-2020 年公司与同行样本存货周转率（次）

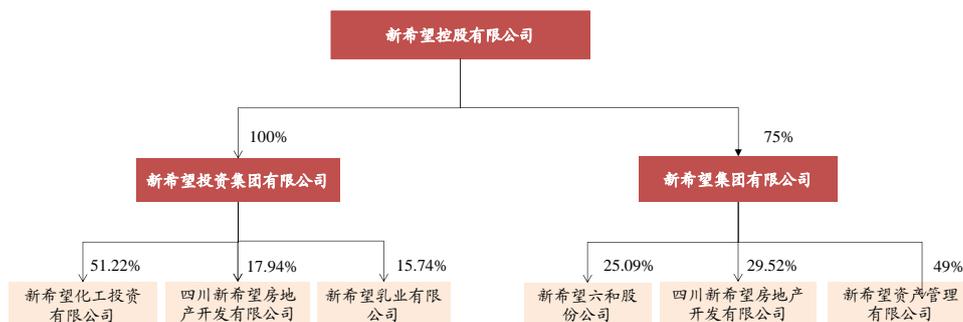


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

乘新希望集团“东风”，产业协同赋能成长。

新希望集团成立于 1982 年，业务范围涉及农业/化工、房地产/乳制品等多个领域。2004 年以来，集团调整发展路径，整合猪禽类养殖、乳制品完整产业链优势，专注于农牧业与食品加工业发展。新乳业作为集团乳制品行业运营主体，是新希望集团做深乳制品行业的重要支点，公司在集团层面具有重要战略地位，有望在资金、资源等方面持续受益于集团的赋能。

图 83：新希望集团控股重要子公司状况

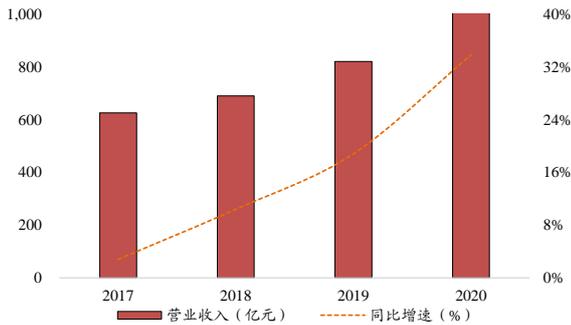


资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

新希望六和与新乳业形成产业链协同。新希望集团旗下包括新希望六和、新乳业这两家上市子公司。新希望六和主营业务包括饲料、猪养殖、食品加工等，新希望六和饲料业务与新乳业上游牧场端运营具备协同效应。

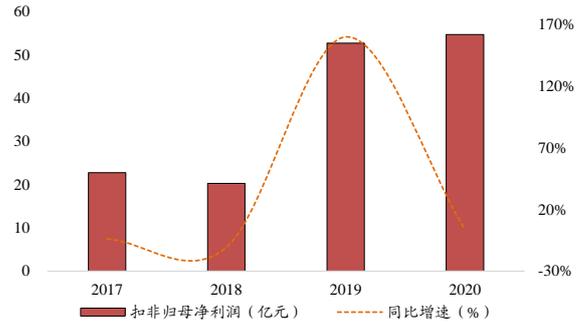
1) **新希望六和可为新乳业旗下牧场提供稳定饲料来源。**2018/2019/2020 年，新希望六和饲料业务营业收入分别为 394.19/424.30/516.46 亿元，营收占比分别为 57.07%/51.71%/47.03%。作为国内头部饲料生产企业，新希望六和能够全方位为新乳业西南、华东、华北等重点奶源布局地区提供稳定的饲料来源。

图 84: 新希望六和 2017-20 年营业收入及增速 (亿元, %)



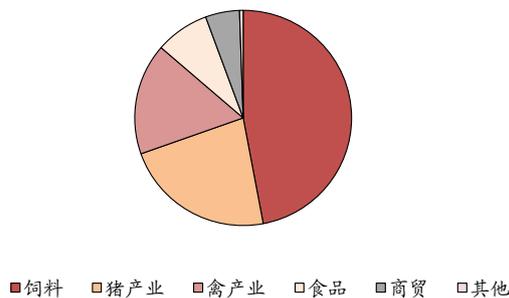
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 85: 新希望六和 2017-20 年扣非净利及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 86: 新希望六和 2020 年分板块营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

图 87: 新希望六和 2017-2020 年饲料业务占比 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整理

2) 公司自新希望六和采购饲料成本较低。2015-2018H1 新乳业从新希望六和采购精饲料均价在 3000-3250 元/吨之间波动, 而同期从第三方供应商采购精饲料均价在 2,900-3,700 元/吨之间; 我们认为, 集团内部业务协同有助于新乳业平滑上游原材料成本波动, 支撑公司奶源地建设与规模扩张。

表 23: 公司饲料采购价格对比

	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
从新希望六和采购精饲料 均价 (元/吨)	3,047.22	3,188.14	3,217.10	3,238.23
从第三方供应商采购精饲料 均价 (元/吨)	3,538.51	2,938.40	3,132.21	3,665.09

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所整理

新希望集团冷链物流助力公司低温业务跨区域扩张。2016 年新乳业剥离旗下冷链物流业务, 将冷链物流子公司转让至新希望集团旗下鲜生活冷链物流公司。鲜生活旗下子公司超过 40 家, 可配送至超 12 万家门店终端, 覆盖全国 5 亿人群及 28 个省、自治州; 2020 年, 鲜生活旗下“运荔枝”平台已链接冷链车辆超 4.5 万台, 入网司机超 5 万名, 冷库面积超 12 万平米, 服务范围覆盖全国大中型主要城市。新乳业 2020 年与鲜生活冷链及其附属子公司交易额达 2.69 亿元, 占同类交易金额的 59.19%。鲜生活冷链具有全国布局优势, 可提升新乳业低温产品流通环节运输效率, 为新乳业全国化扩张提供强有力支撑。

表 24：鲜生活冷链与光明领鲜冷链对比（截至 2020 年末）

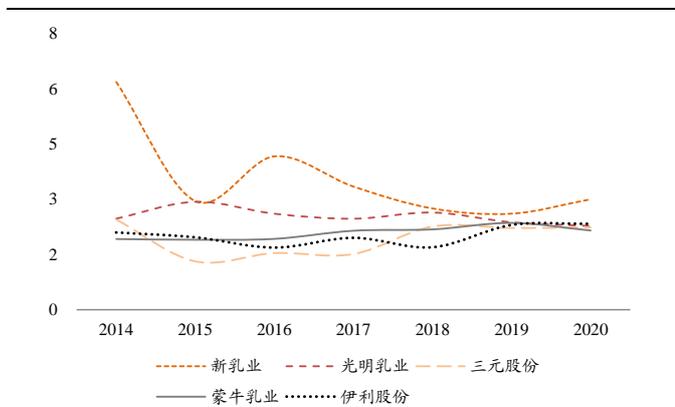
项目	冷藏车数量	技术配置	覆盖区域
鲜生活冷链	近 3,000 台	GPS 系统、温度追踪系统等	基于全国路线架设整合车辆 3000 余辆，千余条冷链运输线路，覆盖全国 28 个省市及自治区
领鲜冷链 (光明乳业)	2000 余台	WMS 仓库管理系统、DPS 电子标签拣货系统、TMS 运输管理系统等	在全国拥有 65 座综合物流中心，覆盖长三角地区 50,000 余个终端网点，由上海及全国各物流中心始发、联动的每日干线线路约 200 余条

资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

新希望集团背书，降低新乳业融资成本。公司近年以并购扩张模式为主，在新希望集团的背书下，杠杆率较高。2020 年公司权益乘数为 3.00，较上年同期+0.39，较同行样本均值高约 0.75；2015-2019 年公司权益乘数分别为 2.95/4.17/3.35/2.75/2.61，整体呈下降趋势，2020 年权益乘数上升主要由于可转债影响。

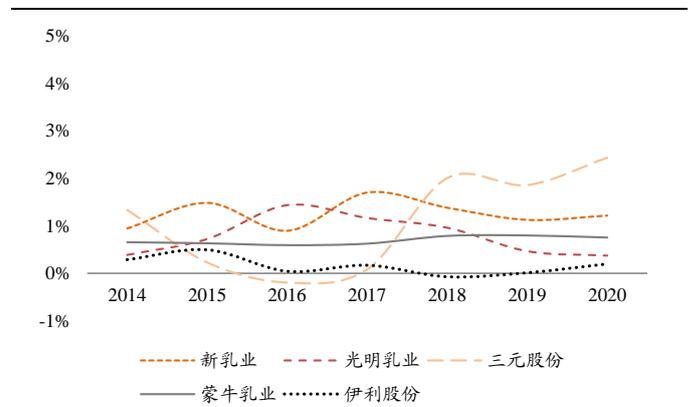
受益于新希望集团带来的增信，公司融资成本相对较低，负债率较高的情况下，财务费用率仍与同行基本持平，2020 年公司财务费用率为 1.22%，较上年同期+0.09pct，较同行样本均值略高约 0.28pct。

图 88：2014-2020 年公司与同行样本权益乘数



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 89：2014-2020 年公司与同行样本财务费用率 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

3.2.3. 双品牌协同运作：子品牌再激活、母品牌迅速实现跨区域渗透

公司采用“子母品牌”管理模式，多品牌协同发展。公司旗下 46 个控股子公司共运营 15 个主要乳业品牌。公司采用“双品牌”战略管理子公司旗下品牌，公司会保留在区域具备较高认知度、强用户粘性、长期情感积淀的子品牌，并将主品牌“新希望”与子品牌同时呈现在产品包装上，公司目前保留的子品牌主要包括“华西”、“雪兰”、“双峰”、“白帝”、“琴牌”等。

公司持续发力子母品牌影响力建设，主品牌方面，公司通过广告代言、线下活动、微信推广等持续加强主品牌自身在全国的影响力，区域子品牌借助主品牌影响力重获活力、辨识度提升，主品牌则借助副品牌深耕区域市场优势，实现跨区域快速低成本渗透，公司子母“双品牌”模式交互赋能，增强公司整体品牌影响力。

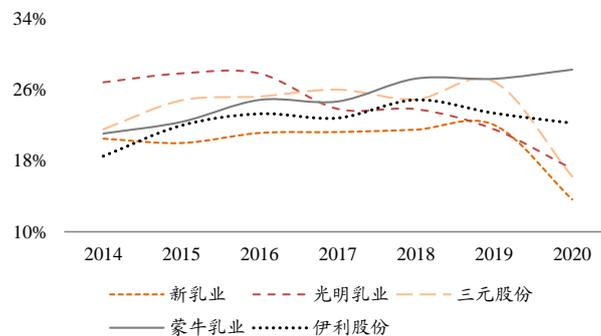
图 90：公司“子母品牌”标签的表现形式



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

子母双品牌，叠加区域现成渠道的运用，有利于公司节约销售费用。2020 年公司销售费用率为 13.65%，较同行样本均值低约 7.29pct；2019 年公司销售费用率为 22.03%，较上年同期高约 0.52pct，较同行样本均值低约 2.71pct。

图 91：2014-2020 年公司与同行样本销售费用率（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

3.3. 赋能型并购+终端精细化运营，高速成长可期

赋能型并购模式下，公司区域扩张正在持续推进中，未来外延并购+内生增长有望持续带来增量。公司在“鲜战略”指引下持续聚焦低温产品，经十年打磨，已逐步在多个核心市场周边形成奶源及加工厂布局，同时已积累起在产品新鲜度、销售落地执行、终端网点动销管控和需求预测、冷链配送效率等方面的强运营能力，公司“24 小时鲜奶”产品已立足成都，逐步开始向昆明、青岛、华东、北京等地拓展，整体退损率仅为低个位数。

我们认为，公司的终端精细化运营经验一方面可赋能新并购的区域乳企（如寰美乳业）快速建立低温鲜奶领域优势，助力子公司实现高成长，另一方面，公司从运营难度最高的“极致新鲜”产品做起，未来拓展其他低温类产品（低温酸奶、ESL 产品），有类似“降维打击”的效果，有望在低温鲜奶领域保持领先优势。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

收入方面，我们认为未来公司收入驱动因素主要来自低温奶，受益于消费升级、冷链普及，行业低温奶增长进入加速期，公司作为区域低温奶龙头，产品主打中高端，依托技术优势推出差异化爆款单品，引领市场需求，同时持续以中高端的低温产品替代常温产品，公司低温奶有望保持良好增长态势。考虑公司低温奶快速增长、产品结构升级、乳制品提价因素，根据我们测算结果，预计公司 2021/2022/2023 年收入增速为 30.80%/24.79%/25.03%。

毛利率及产品结构方面，2020 年，公司低温奶销量占比约 50% 左右、收入占比约 60% 左右，公司持续推进产品结构升级，未来三年预计低温奶的销量占比和收入占比将持续提升，带动公司未来三年毛利率逐步提升，根据我们测算结果，预计公司 2021/2022/2023 年毛利率为 33.19%/34.29%/35.48%。

销量方面，公司 2020 年乳制品销量 72.30 万吨，同比增长 21.84%，考虑公司低温酸奶和低温鲜奶快速增长趋势、公司战略目标，根据我们测算结果，预计公司 2021-2023 年销量分别为 91.82/111.24/135.04 万吨，增速分别为 26.99%/21.15%/21.39%。

价格方面，公司 2020 年乳制品均价 9.33 元/吨，公司近年乳制品均价持续以年化 3%-6% 的增速上涨（不考虑寰美乳业收购因素），主要由于产品结构升级，同时也受到上游原奶涨价影响，根据我们测算结果，预计公司 2021-2023 年销售均价分别为 9.61/9.90/10.20 元/公斤，维持温和上涨趋势。

表 25：公司各板块盈利预测

项目	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	6,748.63	8,827.50	11,015.73	13,773.35
增速 (%)	18.92%	30.80%	24.79%	25.03%
毛利率 (%)	24.49%	33.19%	34.29%	35.48%
常温板块 (百万元)	2,108.35	2,306.77	2,514.20	2,740.27
增速 (%)	-4.08%	9.41%	8.99%	8.99%
毛利率 (%)	18.18%	17.95%	17.01%	16.06%
低温板块 (百万元)	3,562.39	4,259.95	5,774.42	7,798.73
增速 (%)	9.12%	19.58%	35.55%	35.06%
毛利率 (%)	43.97%	44.60%	45.10%	45.71%
低温鲜牛奶 (百万元)	1,180.54	1,483.59	2,283.77	3,412.12
增速 (%)	14.47%	25.67%	53.94%	49.41%
毛利率 (%)	51.71%	51.94%	52.01%	52.41%
低温酸奶 (百万元)	2,179.04	2,573.55	3,287.84	4,183.80
增速 (%)	7.32%	18.11%	27.76%	22.15%
毛利率 (%)	39.41%	40.12%	40.13%	40.13%
奶粉 (百万元)	73.44	82.99	91.28	99.04
增速 (%)	15.00%	13.00%	10.00%	8.50%
毛利率 (%)	37.43%	37.43%	37.43%	37.43%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

4.2. 投资建议

公司是西部低温奶龙头，成功塑造极致新鲜品牌、供应链护城河，三轮外延并购表现越来越靓，内生增长如鱼得水，在低温奶行业，大有可为。预计公司 21-23 年归母净利润 3.81/4.78/6.06 亿元，增速 41%/25%/27%，对应 5 月 27 日估值 42/34/26 倍（市值 160 亿）。

表 26：行业重点公司盈利预测与估值（截至 2021 年 5 月 27 日）

板块	序号	公司名称	PE 估值			市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			增速 (%)		
			20A	21E	22E		20A	21E	22E	20A	21E	22E
乳制品	1	中国飞鹤	21	21	17	1,562	74.4	73.1	90.9	89%	-2%	24%
	2	伊利股份	35	29	24	2,476	70.8	86.3	102.3	2%	22%	19%
	3	新乳业	59	42	34	160	2.7	3.8	4.8	11%	41%	25%
	4	现代牧业*	16	14	10	125	7.7	9.1	12.7	126%	18%	40%
	5	光明乳业	33	29	24	202	6.1	7.0	8.3	22%	15%	19%
	6	澳优*	17	14	11	172	10.0	12.6	15.4	14%	26%	22%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

注：*为 Wind 一致预期

5. 风险提示

食品安全风险，政策调整风险，原奶价格波动风险

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1859	2078	2500	3066	营业收入	6749	8828	11016	13773
现金	539	925	1171	1534	营业成本	5096	5897	7238	8886
交易性金融资产	141	49	65	85	营业税金及附加	33	48	58	71
应收账款	538	430	441	433	营业费用	921	1830	2443	3248
其它应收款	33	34	32	33	管理费用	369	488	607	759
预付账款	134	97	129	179	研发费用	35	45	57	71
存货	466	531	651	791	财务费用	82	174	168	152
其他	9	12	11	11	资产减值损失	9	15	17	21
非流动资产	6720	6976	7377	7913	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	36	36	36	36
长期投资	431	474	522	574	其他经营收益	57	47	52	52
固定资产	2721	2843	2995	3206	营业利润	297	414	517	654
无形资产	617	612	607	601	营业外收支	12	12	12	12
在建工程	127	76	75	92	利润总额	308	426	528	665
其他	2823	2970	3179	3440	所得税	19	26	32	41
资产总计	8579	9054	9878	10979	净利润	289	400	496	624
流动负债	3447	3705	4180	4844	少数股东损益	18	18	18	18
短期借款	1171	1267	1219	1243	归属母公司净利润	271	381	478	606
应付款项	647	764	954	1150	EBITDA	809	812	929	1075
预收账款	0	125	128	119	EPS (最新摊薄)	0.31	0.44	0.55	0.70
其他	1629	1549	1879	2332	主要财务比率				
非流动负债	2271	2088	1941	1754		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	1419	1284	1129	934	成长能力				
其他	851	803	812	820	营业收入	18.92%	30.80%	24.79%	25.03%
负债合计	5718	5793	6121	6598	营业利润	15.22%	39.53%	24.82%	26.43%
少数股东权益	207	225	244	262	归属母公司净利润	11.18%	40.65%	25.32%	26.86%
归属母公司股东权益	2654	3035	3513	4119	获利能力				
负债和股东权益	8579	9054	9878	10979	毛利率	24.49%	33.19%	34.29%	35.48%
					净利率	4.29%	4.53%	4.50%	4.53%
					ROE	11.02%	12.45%	13.61%	14.89%
					ROIC	7.24%	9.65%	10.66%	11.58%
					偿债能力				
					资产负债率	66.65%	63.99%	61.97%	60.10%
					净负债比率	52.80%	48.56%	42.87%	37.88%
					流动比率	0.54	0.56	0.60	0.63
					速动比率	0.40	0.42	0.44	0.47
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	1.00	1.16	1.32
					应收账款周转率	13.99	18.10	24.20	28.99
					应付账款周转率	8.68	8.36	8.43	8.45
					每股指标(元)				
					每股收益	0.31	0.44	0.55	0.70
					每股经营现金	0.84	1.29	1.41	1.64
					每股净资产	3.11	3.56	4.11	4.82
					估值比率				
					P/E	59.11	42.03	33.54	26.44
					P/B	5.94	5.20	4.49	3.83
					EV/EBITDA	21.83	22.02	18.79	15.80

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内, 证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

- 1、买入: 相对于沪深300指数表现 + 20% 以上;
- 2、增持: 相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%;
- 3、中性: 相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动;
- 4、减持: 相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内, 行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

- 1、看好: 行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上;
- 2、中性: 行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上;
- 3、看淡: 行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格, 经营许可证编号为: Z39833000)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料, 但浙商证券股份有限公司及其关联机构(以下统称“本公司”)对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。

对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有, 未经本公司事先书面授权, 任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的, 应当注明本报告发布人和发布日期, 并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的, 应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

邮政编码: 200127

电话: (8621)80108518

传真: (8621)80106010

浙商证券研究所: <http://research.stocke.com.cn>