

002946.SZ

# 增持

原评级: 未有评级

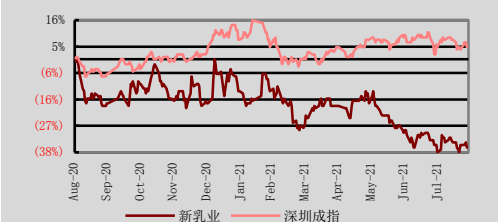
市场价格: 人民币 13.83

板块评级: 强于大市

## 本报告要点

### ■ 新乳业首次覆盖

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(23.3)	(3.8)	(24.3)	(33.6)
相对深证成指	(20.7)	(6.3)	(21.2)	(40.3)

发行股数(百万)	867
流通股(%)	17
总市值(人民币 百万)	11,994
3 个月日均交易额(人民币 百万)	63
净负债比率(%) (2021E)	72
主要股东(%)	
UNIVERSAL DAIRY LIMITED	66

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 8 月 26 日收市价为标准

## 相关研究报告

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 食品饮料: 食品加工

证券分析师: 毕翹楚

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520040001

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

# 新乳业

## 聚焦鲜战略, 乳业新势力

低温行业快速发展, 区域乳企先发优势明显, 护城河深。公司依托并购整合快速实现全国布局, 短期业绩弹性大。

### 支撑评级的要点

- **坚持鲜战略, 发力低温市场, 股权激励与战略规划均为三年倍增。**公司背靠新希望集团, 立足西南, 布局华东、华北、西北市场, 截至 2020 年, 公司拥有 46 家控股子公司, 16 个乳品工厂, 15 个主要品牌, 13 个自有牧场。公司发布 2020 年股权激励计划, 100%解锁目标为收入利润复合增速 25%。2021 年提出 3 年倍增五年全球乳业领先计划, 与股权激励目标一致, 坚定发展鲜战略。
- **低温奶量价齐升, 行业高景气度。**中国乳制品规模超过 4000 亿元 (不含配方奶粉), 规模趋于稳定, 低温白奶 360 亿, 常温白奶 940 亿。低温奶市场规模 5 年复合增速 9%, 量价齐升高景气度发展, 我们判断随着人均可支配收入增长、健康意识提升和城镇化率的提高, 未来仍将处于快速扩张阶段。受限于奶源布局及高渠道壁垒, 竞争格局分散, CR5 为 38%, 光明、三元、新乳业市场份额位居前三。目前全国性品牌在低温开始布局但没有发力, 区域乳企经过多年深耕当地渠道, 具有先发优势。
- **依托并购发展, 拥有上下游资源。**(1) 并购为公司特色发展模式, 多品牌运营能力强。公司依托并购整合快速实现全国布局, 经过三轮公司并购方法和投后管理日益成熟; 保留当地品牌提高粘性和忠诚度, 不断加深母品牌影响力; 注重发展可全国推广的重点产品, 产品不断推陈出新。(2) 上游通过“公司+合作社”方式锁定原奶, 下游冷链与母公司资源紧密合作。自有牧场+合作奶源自给率达到 50%; 供应链依靠新希望旗下“鲜生活”, 配送稳定综合实力强, 合作紧密; 渠道以自营为主, 粘性大。产业链为发展低温的核心保障。

### 估值

- 公司产能处于扩张期, 实际产能占设计和在建产能的 60%, 短期放量资源足。坚持低温发展趋势, 继续以城市群为基础扩张。我们预计 21-23 年 EPS 为 0.40、0.51、0.64 元, 同比增 27%、28%、26%, 首次覆盖给予**增持**评级。

### 评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧; 原奶价格涨幅超预期, 可能导致毛利率明显下降; 食品安全风险; 并购整合不及预期; 商誉减值风险。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	5,675	6,749	8,965	11,030	13,335
变动(%)	14	19	33	23	21
净利润(人民币 百万)	244	271	344	440	555
全面摊薄每股收益(人民币)	0.281	0.312	0.397	0.507	0.640
变动(%)	0.4	11.2	27.0	27.8	26.2
全面摊薄市盈率(倍)	49.2	44.3	34.9	27.3	21.6
价格/每股现金流量(倍)	(188.0)	(21.2)	11.0	9.5	8.5
每股现金流量(人民币)	(0.07)	(0.65)	1.26	1.45	1.63
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	21.2	23.5	16.1	13.4
每股股息(人民币)	0.059	0.069	0.088	0.112	0.141
股息率(%)	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

坚持鲜战略，发力低温市场 .....	5
背靠新希望集团，从西南扩张至全国 .....	5
聚焦低温，快速成长 .....	5
实控人持股集中，股权激励绑定管理层和核心骨干 .....	6
低温行业快速发展，区域乳企割据战争 .....	9
低温奶量价齐升，行业高景气度 .....	9
竞争格局：市场分散，以区域乳企为主 .....	12
依托并购发展，上下游紧密联动 .....	14
并购为公司特色发展模式，多品牌运营能力强 .....	14
上游通过“公司+合作社”方式锁定原奶，下游冷链与母公司资源紧密合作 .....	21
盈利预测与投资评级 .....	24
盈利预测 .....	24
相对估值和投资评级 .....	24
风险提示 .....	26

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 新乳业历史沿革 .....	5
图表 2. 新乳业 1H21 收入利润大幅增长 .....	5
图表 3. 新乳业毛利率净利率.....	5
图表 4. 新乳业收入构成 (2020) .....	6
图表 5. 各项业务毛利率情况 (2017 年披露) .....	6
图表 6. 公司股权结构 (截至 1H21) .....	6
图表 7. 股权激励对象.....	7
图表 8. 股权激励业绩考核目标 .....	7
图表 9. 100%解锁目标情况下收入利润复合增速 25% .....	7
图表 10. 公司 2021-2025 战略规划.....	8
图表 11. 2005-2020 年中国乳制品行业市场规模.....	9
图表 12. 2015-2020 年中国乳制品结构比例 .....	9
图表 13. 中国液体乳构成 (2020 年) .....	9
图表 14. 低温奶快速扩容 CAGR 9%.....	10
图表 15. 20 年纯酸奶、风味酸奶下滑 .....	10
图表 16. 液态奶人均消费额增速 .....	10
图表 17. 液态奶人均消费量增速 .....	10
图表 18. 低温奶单价不断上涨.....	11
图表 19. 中美日乳制品结构对比 (2020) .....	11
图表 20. 中美日液体乳结构对比 (2020) .....	11
图表 21. 中美日 2020 年人均消费额对比 (美元/人) .....	12
图表 22. 中美日 2020 年人均消费量对比 (KG/人) .....	12
图表 23. 巴氏奶竞争格局分散 (2020) .....	12
图表 24. 海外国家竞争格局 (2020) .....	12
图表 25. 2015-2020 巴氏奶市场份额变化 (%) .....	13
图表 26. 公司历史并购情况一览 .....	14
图表 27. 夏进未来收入预测表.....	15
图表 28. 乳制品净资产收益率对比 (2014-2020) .....	16
图表 29. 乳制品投入资本回报率对比 (2014-2020) .....	16
图表 30. 乳制品净利率对比 (2014-2020) .....	16

图表 31. 乳制品复合增长率对比 .....	17
图表 32. 公司品牌布局 .....	18
图表 33. 唯品主打有机高端 .....	18
图表 34. 公司产品更新迭代快 .....	19
图表 35. 公司产品系列 .....	20
图表 36. 低温鲜奶系列主要产品 .....	20
图表 37. 原料奶的供应和需求量 (百万吨) .....	21
图表 38. 按牧场规模划分的奶牛存栏量 .....	21
图表 39. 公司不同采购模式下原奶采购金额及占比 (亿元、%) .....	22
图表 40. 公司牧场存量情况 (亩, 头) .....	22
图表 41. 鲜生活合作伙伴 .....	23
图表 42. 公司渠道结构 (并购夏进前) .....	23
图表 43. 新乳业销售人员占比高 .....	23
图表 44. 新乳业收入预测表 .....	24
图表 45. 公司产能快速扩张 .....	24
图表 46. 可比公司估值表 .....	25
图表 47. 乳制品行业估值变化 .....	25
损益表(人民币 百万) .....	27
资产负债表(人民币 百万) .....	27
现金流量表(人民币 百万) .....	27
主要比率 (%) .....	27

## 坚持鲜战略，发力低温市场

### 背靠新希望集团，从西南扩张至全国

1994年新希望集团成立，2001年涉足乳制品行业，通过并购重组地方优质乳制品企业开展，2006年新乳业成立，成立后与龙头伊利、蒙牛形成差异化竞争，专注“鲜战略”发展。公司背靠新希望集团，立足西南，布局华东、华中、华北、西北市场，截至2020年，公司拥有46家控股子公司，16个乳品工厂，15个主要品牌，13个自有牧场。

图表 1. 新乳业历史沿革

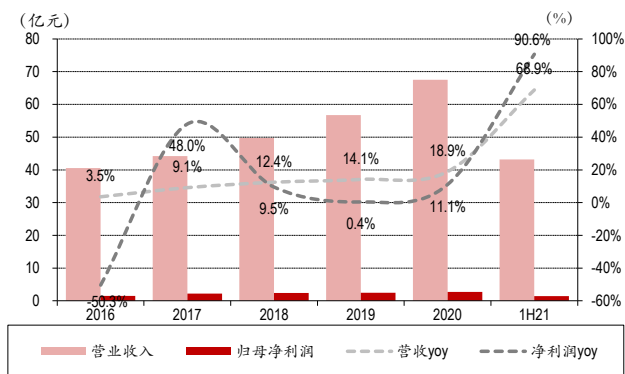


资料来源：公司官网，中银证券

### 聚焦低温，快速成长

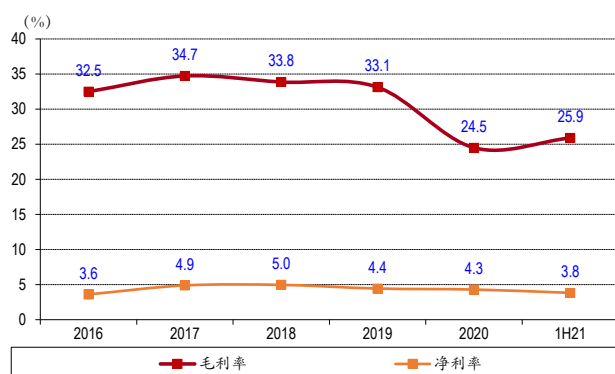
20年疫情影响业绩，1H21收入利润大幅增长，并购寰美乳业和实行新收入准则影响毛利率。随着规模扩大，公司收入利润持续增长，2016-2020年收入复合增速14%，利润复合增速16%。2020年受疫情影响，公司收入利润仍有不俗表现（其中寰美乳业收入8.54亿元，净利润0.52亿元），剔除寰美乳业的并购影响，公司全年收入正向增长，利润亦高增。1H21，公司收入+68.9%，净利润+90.6%。其中，寰美乳业实现收入+24%，推算存量业务增长接近30%；低温鲜奶取得同比+60%增长。从毛利率来看，2020年实行新收入准则将运输费用调整到成本和寰美乳业常温占比高影响毛利率，将运输费统一至同口径，估算主营毛利率同比提升1.7pct。1H21净利率为3.8%，同比+0.7pct。

图表 2. 新乳业 1H21 收入利润大幅增长



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 新乳业毛利率净利率

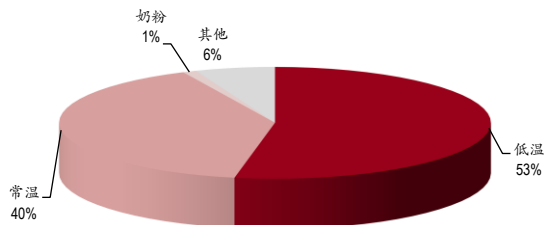


资料来源：万得，中银证券



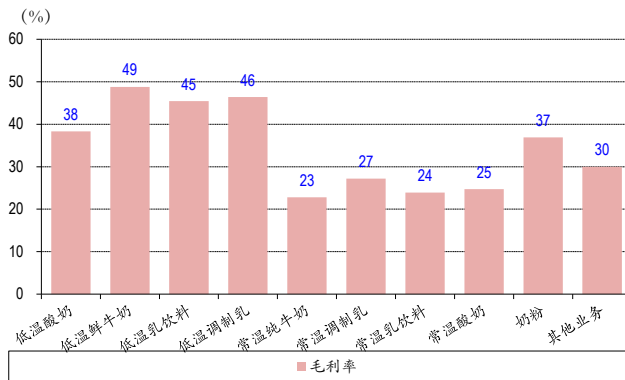
产品以低温为主，低温毛利远高于常温产品。液体乳为公司收入主要来源，19 年低温占比 60%，常温占比 40%，2020 年收购夏进乳业后低温比例调整至 53% 左右。公司低温鲜奶毛利率较高，在 45% 以上；低温酸奶在 35%-40% 之间；常温产品毛利率 25%-30%。

图表 4. 新乳业收入构成 (2020)



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 各项业务毛利率情况 (2017 年披露)

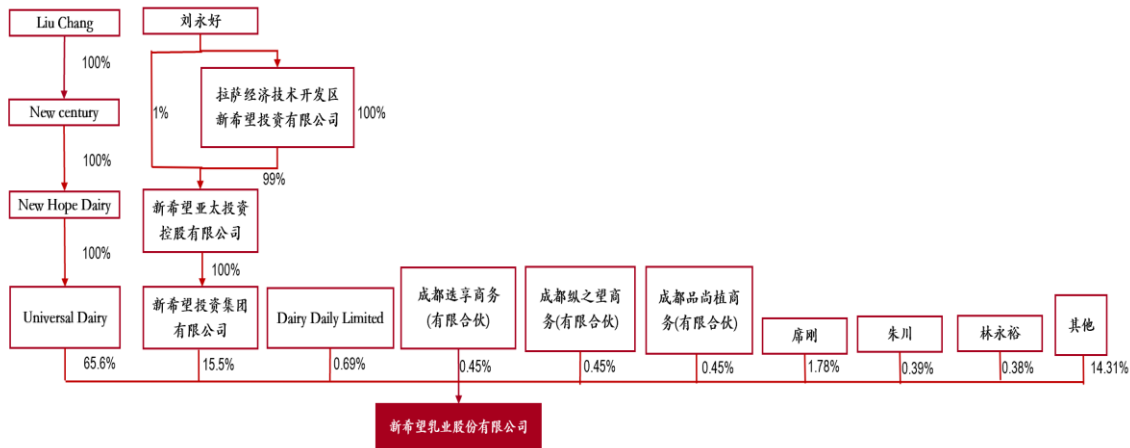


资料来源：万得，中银证券

实控人持股集中，股权激励绑定管理层和核心骨干

实控人刘永好和刘畅父女合计持有公司 81.34%股份，管理层持有公司股份。公司实际控制人为刘永好和刘畅父女，刘永好先生通过新希望投资集团有限公司持股 15.74%，刘畅女士通过 Universal Dairy Limited 持股 65.6%，两人合计持有公司 81.34%股份。管理层亦持股，董事长席刚和总裁朱川分别持有公司股份 1.78%和 0.39%。

图表 6. 公司股权结构 (截至 1H21)



资料来源：万得，中银证券

股权激励绑定管理层和核心骨干，有望激活管理团队潜能。公司发布 2020 股权激励计划，拟向共 39 名激励对象定向发行 1356 万股限制性股票，股票授予价格每股 9.35 元，股票激励计划分三期解除限售，比例分别为 30%、30%、40%。授予对象主要为管理层和核心骨干，管理层中董事长、总裁、副总裁、董秘、财务总监，分别获授 500、200、70、40、40 万股，占比 36.87%、14.75%、5.16%、2.95%、2.95%。其余 34 位核心骨干授予 506 万股，占比 37.32%。

图表 7.股权激励对象

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司总股本的比例
1	席刚	董事长	500	36.87	0.59
2	朱川	总裁	200	14.75	0.23
3	张帅	副总裁	70	5.16	0.08
4	郑世锋	董事会秘书	40	2.95	0.05
5	褚雅楠	财务总监	40	2.95	0.05
核心管理人员、核心骨干人员以及对公司经营业绩和未来发展有重要影响的员工(共 34 人)			506	37.32	0.59
合计(共 39 人)			1356	100	1.59

资料来源：公司公告，中银证券

**考核目标 3 年收入利润复合增速 25%。**激励计划绩效考核分别从公司和个人两个层面设置了解除限售系数：（1）公司层面实现各期 100%解锁的条件为：以 2020 年度为基准年，2021-2023 年三期的合并营收和净利润（扣除激励费用影响后）增速均不低于 25%、56%、95%；实现 80%解锁的保底要求为：以 2020 年度为基准年，2021-2023 年的合并营收和净利润（扣除激励费用影响后）增速均不低于 20%、45%、76%。完全解锁和保底要求的 3 年复合增速目标分别为不低于 24.93%和不低于 20.74%。

（2）个人年度绩效层面，A+/A、B、C 或 C 以下对应当期可解除限售比例分别为 100%、80%、0%。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。

图表 8.股权激励业绩考核目标

解除限售期	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、净利润增长率均不低于 95%	以 2020 年度为基准年，2023 年度合并营业收入、净利润增长率均不低于 76%，且至少一个低于 95%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 9.100%解锁目标情况下收入利润复合增速 25%

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	67.49	84.36	105.28	131.61
收入 yoy(%)	19	25	25	25
净利润	2.71	3.39	4.23	5.28
净利润 yoy(%)	11	25	25	25

资料来源：公司公告，中银证券

公司发布 2021-2025 年战略规划，目标三年倍增，五年力争进入全球乳业领先行列。通过“鲜立方战略”和未来五年的努力，新乳业将推进新鲜战略的高质量发展，在多个细分市场谋划突破，形成全国性布局的“鲜钝角战略”，叩响头部阵营和全球乳业前列的大门，力争成为中国乳业鲜价值的代言人，为消费者带来更多鲜活营养，为中国乳业提升产业和品牌竞争力贡献力量，共赢发展。根据公司股权激励和三年五年计划，我们判断公司管理层将充分调动员工的积极性，完成目标的决心较强。

图表 10. 公司 2021-2025 战略规划

战略路径	
品类策略	<p>公司将坚持以“鲜”为核心主题拓展赛道。坚持以“24 小时”系列产品为代表做极致新鲜的高品质产品，推动鲜奶品类的高速成长和份额提升；同时，以更加适合外围市场和下沉市场的低温产品将新鲜价值扩散到更大的半径范围，推动并收获常温向低温的消费升级和转化。</p> <p>从品类上看，公司除了坚持低温外，对奶粉、奶酪等品类保持充分的机会关注，并以乳品为出发点，积极探索包括新式乳茶在内的市场机会。</p>
品牌策略	<p>公司以强化主品牌，锐化产品品牌为核心品牌架构，做强战略产品，打造全国性大单品，鼓励区域创新特色产品。</p> <p>公司将推动主品牌前台化，并将奶源品牌、技术品牌、服务品牌、渠道品牌作为品牌后台，以不同的角色使命分解不同的品牌意义，在不同的场景、用不同的角度传递丰富的品牌信息，让公司的主品牌得以饱满、立体地呈现在消费者生活中和心智中。</p>
增长策略	<p>1) 继续以迭代的鲜战略对接消费升级，坚持以新鲜价值为核心，做大鲜半径、做新全品类。</p> <p>2) 持续以城市群扩张加速市场裂变。一方面推动裂变式扩张，以供应链覆盖半径内的城市群为靶向，以基地为圆心，快速实施复制和下沉，另一方面积极推进有质量的并购，通过并购后管理赋能推动内外延增长。</p> <p>3) 坚持以数字化转型实现用户运营。通过数字化升级从牧场到用户的高效供应链，并构建私域性用户运营体系，增近与用户的链接与互动。</p> <p>4) 以跨界思维谋求价值再造，战略性入局有结构性机会的新兴市场，实现公司社会价值和经济价值的跨越式增值。</p>
管理策略	<p>公司将采取“文化引领”、“组织创新”、“科技驱动”、“人才聚合”的管理策略，做有责任担当的社会企业，建立适应变化的生态型组织，提升供应链效率、赋能精准营养，以先进机制孵化、聚集、留驻优秀人才，不断向“生态化组织”的管理体系迭代。</p>

资料来源：公司公告，中银证券

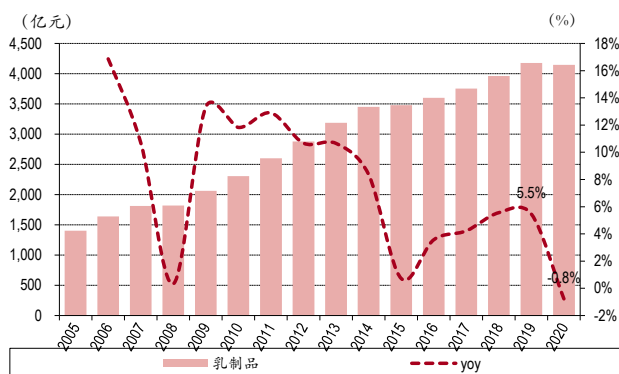


## 低温行业快速发展，区域乳企割据战争

### 低温奶量价齐升，行业高景气度

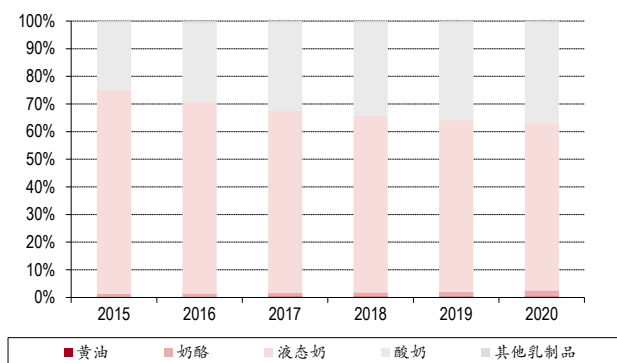
中国乳制品规模超过 4000 亿元（不含配方奶粉），规模趋于稳定，液态奶占比 60%，酸奶占 36%。中国乳制品起步较晚，1997 年利乐包引进中国后，渗透率逐步提升。2009-2014 年，乳制品行业快速发展，复合增速 11%，2015 年后中国乳制品渗透率已达高位，市场规模趋于稳定。从乳制品构成来看，中国仍以液态奶和酸奶为主，2020 年占比分别为 60% 和 36%，深加工的黄油、奶酪占比仅为 2%。

图表 11. 2005-2020 年中国乳制品行业市场规模



资料来源：欧睿数据，中银证券

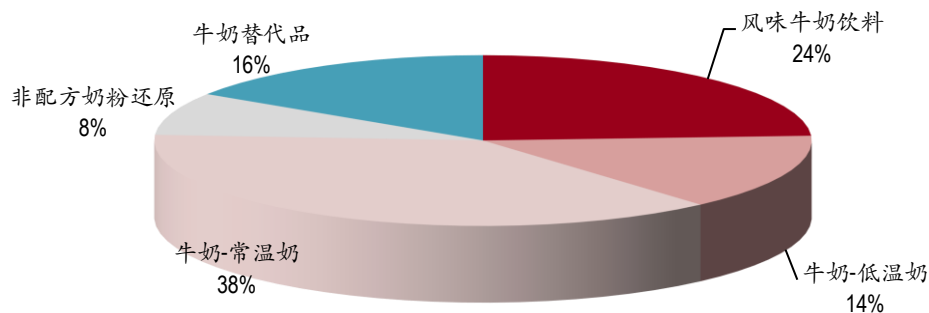
图表 12. 2015-2020 年中国乳制品结构比例



资料来源：欧睿数据，中银证券

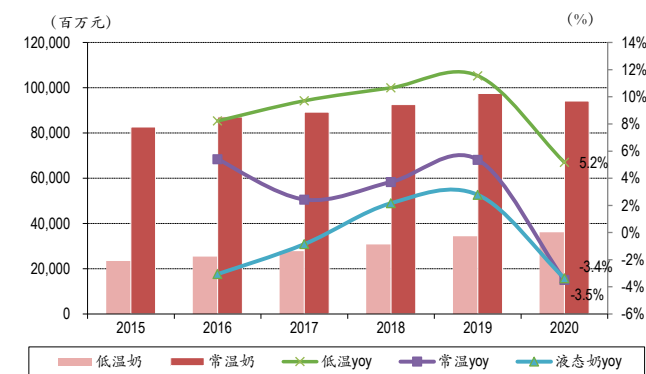
液体乳市场规模超 2500 亿，低温奶占 14%，常温占 38%。自 1997 年利乐包引进中国后，常温液体乳随着渠道下沉快速占领市场，目前常温奶渗透率已达高位，市场规模 941 亿元，5 年复合增速 2.6%，以价增为主。低温奶市场规模从 2015 年 234 亿增长至 2020 年 361 亿，复合增速 9%，我们判断随着人均可支配收入增长、健康意识提升和城镇化率的提高，未来仍将处于快速扩张阶段。酸奶品类整体规模 1500 亿左右，前几年受常温酸的带动快速扩容，自 16 年开始增速放缓，除了常温酸放缓导致，还由于酸奶不断零食化，被其他竞品（如奶茶）替代等，但未来我们仍看好酸奶品类，将向着细分领域和功能领域发展。

图表 13. 中国液体乳构成（2020 年）



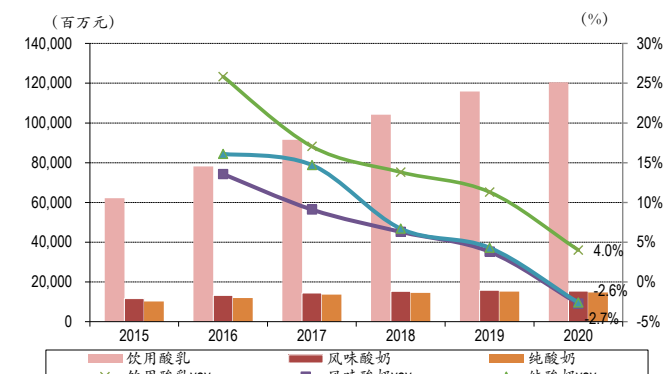
资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 14. 低温奶快速扩容 CAGR 9%



资料来源：欧睿数据，中银证券

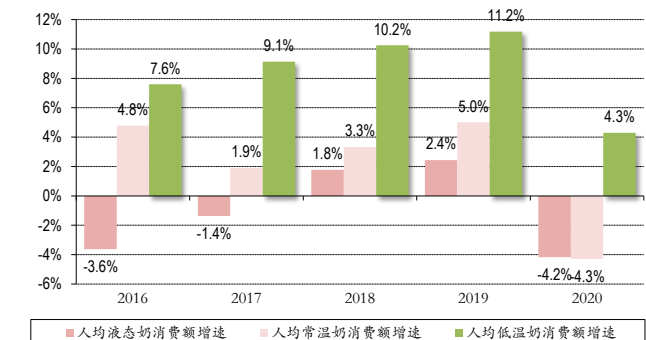
图表 15. 20 年纯酸奶、风味酸奶下滑



资料来源：欧睿数据，中银证券

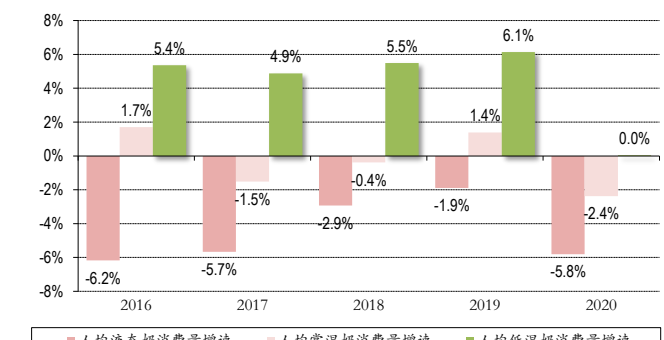
低温奶量价齐升，行业高景气发展。常温奶由于保质期长没有销售半径限制，在快速发展期迅速下沉，占领广大乡镇市场；但从营养构成来看，巴氏奶低温杀菌最大保留免疫球蛋白、乳铁蛋白等活性，营养健康的特性受消费者青睐。近几年低温无论是单价还是人均消费量，都呈上升状态，人均消费额在 2020 年疫情下依然增长，体现了极强的产品力。量增的基础是冷链物流的快速兴起，产品具备营养健康优势、契合消费者需求，同时依托城市群发展，消费群体不断扩大；价增体现了消费者更加重视营养需求，产品不断结构升级。

图表 16. 液态奶人均消费额增速



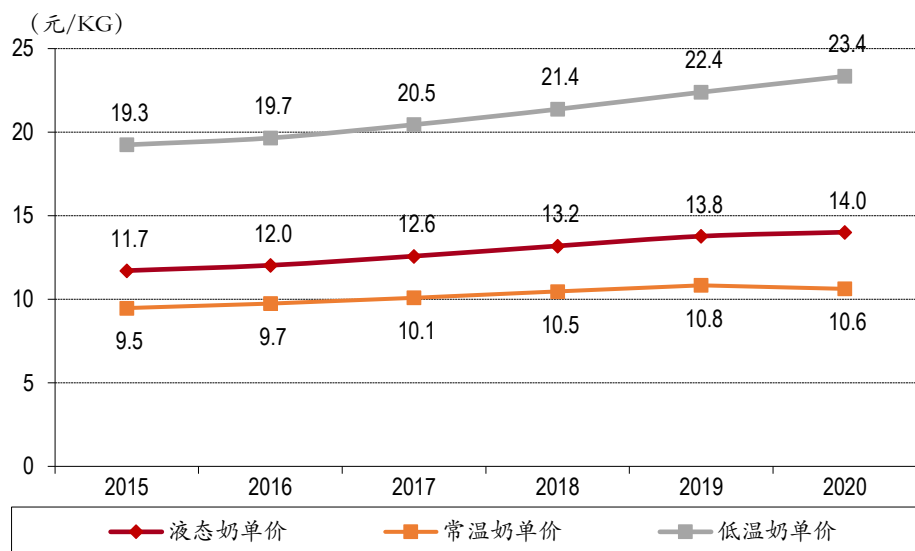
资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 17. 液态奶人均消费量增速



资料来源：欧睿数据，中银证券

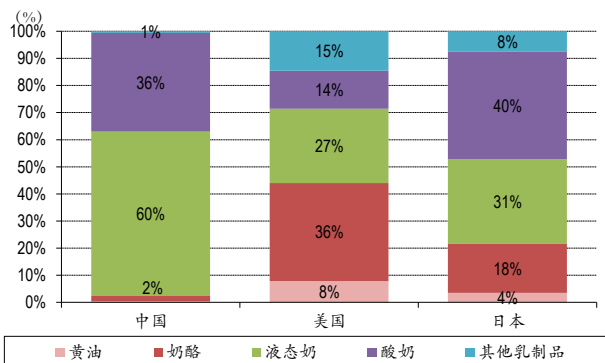
图表 18. 低温奶单价不断上涨



资料来源：欧睿数据，中银证券

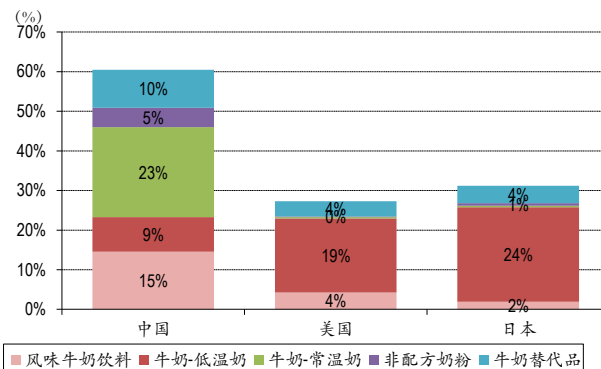
中国巴氏奶发展与美、日相距甚远，资源禀赋不如美国，政府引导不及日本，但随着人均可支配收入的增加和健康意识的转变，中国巴氏奶仍有提升空间。中国人均乳制品消费额是美国的 1/5，是日本的 1/4，人均消费量是美国的 1/6~1/5，是日本的 1/2，且乳制品结构构成不同，美国日本深加工的黄油、奶酪占比分别达到 44%和 22%，而中国仅有 2%。单从低温巴氏奶来看，无论是人均消费额还是人均销量都相距甚远，仍有提升空间。巴氏奶消费主要与饮奶习惯、人均可支配收入、资源禀赋（牧场分布、供应链是否完善）相关。从资源禀赋来看，中国先天优势不如美国：美国牧场发达分布均匀，产奶地与消费者近可实现销地产，供应链完善适合发展巴氏奶。中国牧场集中在北部，尤其是四大黄金奶源带的内蒙、新疆、东北、河北，人口从东南沿海向西北内陆逐渐稀少；冷链则主要集中在沿海地区，牛奶主产地冷链较少。从政府引导来看，不及日本：日本经过多年政府引导和教育，已具备饮用巴氏奶习惯。但随着人均可支配收入的增加和健康意识的转变，中国巴氏奶仍有提升空间。

图表 19. 中美日乳制品结构对比（2020）



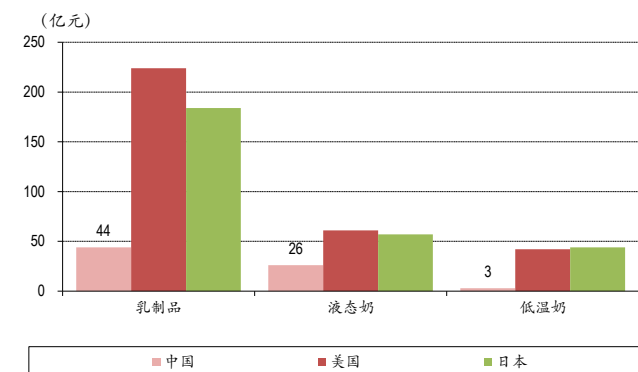
资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 20. 中美日液体乳结构对比（2020）



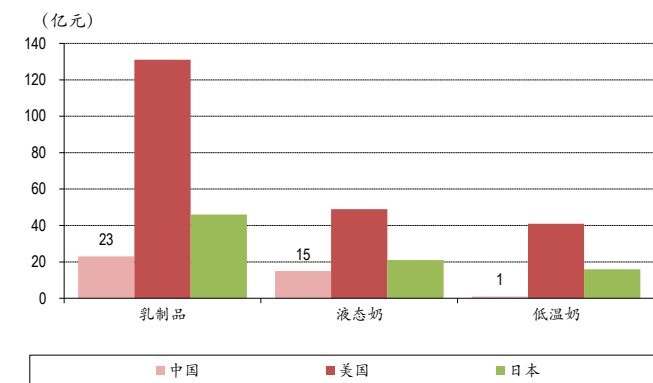
资料来源：欧睿数据，中银证券

图表 21. 中美日 2020 年人均消费额对比 (美元/人)



资料来源: 欧睿数据, 中银证券

图表 22. 中美日 2020 年人均消费量对比 (KG/人)

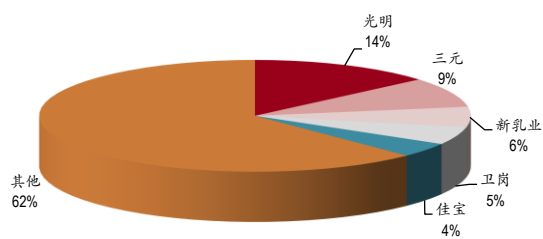


资料来源: 欧睿数据, 中银证券

## 竞争格局: 市场分散, 以区域乳企为主

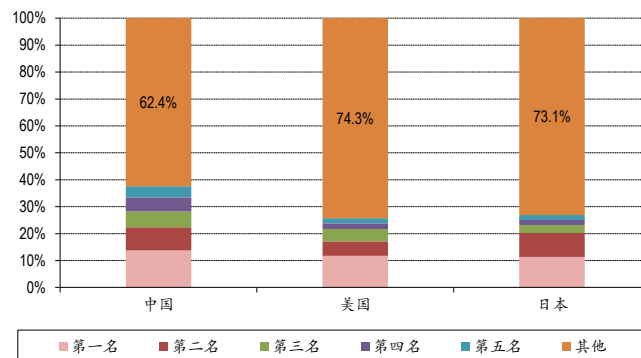
受限于奶源布局及高渠道壁垒, 竞争格局分散, 地方乳企具有先发优势, 坚持区域发展。无论是中国还是美日, 受限于奶源和销售渠道巴氏奶竞争格局均比较分散。生产巴氏奶企业以区域乳企为主, 市占率排名前三的分别为光明、三元和新乳业。光明旗下拥有致优、优倍和光明三个品牌, 高端优倍市场份额从 2015 年的 5.9% 提升至 2020 年 6.6%, 公司整体市占率达到 14%。新乳业打造 24 小时单品, 2020 年公司整体份额为 6%。目前全国性品牌在低温开始布局但没有发力, 区域乳企经过多年深耕当地渠道, 具有先发优势。

图表 23. 巴氏奶竞争格局分散 (2020)



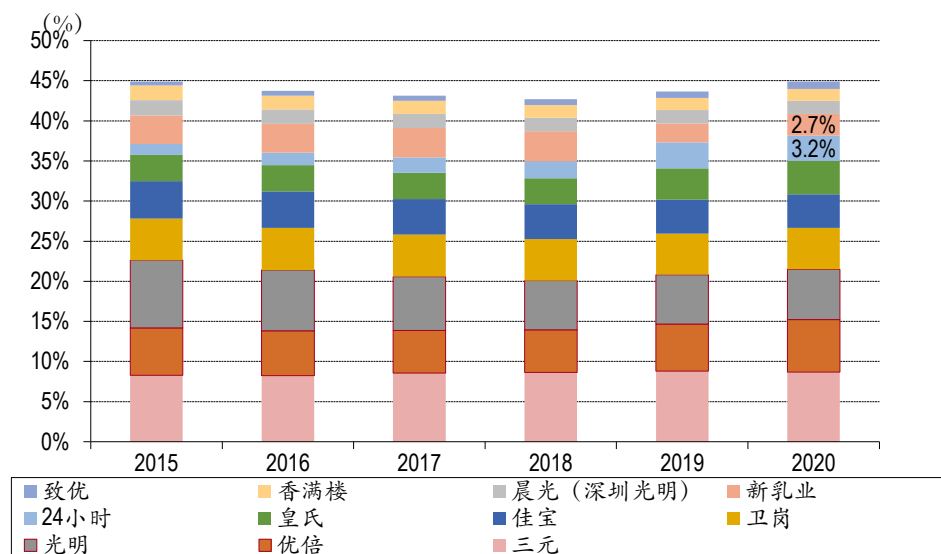
资料来源: 欧睿数据, 中银证券

图表 24. 海外国家竞争格局 (2020)



资料来源: 欧睿数据, 中银证券

图表 25. 2015-2020 巴氏奶市场份额变化 (%)



资料来源：欧睿数据，中银证券

综上，巴氏奶行业快速发展，从消费习惯、资源禀赋到渠道培育各有优劣，总结如下：

巴氏奶发展优势：1) 具备更强的营养结构，消费者教育已经初见成效；2) 巴氏奶刚性自饮比例高，复购率强，用户粘性大；3) 以城市群为基础，不断向下延伸。发展劣势：1) 中国奶源分布不均匀，以北方为主，从原奶获取到加工再到销售，受制销售半径影响；2) 巴氏奶礼赠属性弱，对常温奶替代，仍需要时间。

随着人均可支配收入的增加和健康意识的转变，中国巴氏奶仍有提升空间，行业目前仍无全国性品牌，区域乳企经过多年深耕当地，具有先发优势。

## 依托并购发展，上下游紧密联动

并购为公司特色发展模式，多品牌运营能力强

并购整合经验不断完善，三轮并购规模逐步扩张

并购更易得到区域消费者认同，可快速实现全国化布局，但亦存在投后管理风险。三轮并购整合速度大大缩短，对收入规模和整体协同有大幅贡献。低温产品区域属性比较强，很多消费者会更认可本地的牛奶，尤其是鲜奶，用户忠诚度和粘性比较高。公司通过并购，容易得到区域消费者认同，体现区域的消费文化和人文情感。公司共经历三轮并购，第一轮并购在 2001-2003 年，并购了安徽白帝、重庆天友、青岛琴牌、杭州双峰等，初涉乳制品行业经验不足，并购后企业在几年内业绩没有快速提升，经历十年休整。在此期间，公司确立并坚持践行“鲜战略”，经过试错和积累后，总结形成独特的并购方法。2015-2016 年，开启第二轮并购，主要并购了 4-5 家企业，第二轮整合期大大缩短，最快的企业在一年左右的时间就发生很大的变化，根据招股说明书中披露，经历 2-3 年时间第二轮并购企业逐渐扭亏。第三轮并购福州澳牛、宁夏寰美和一只酸奶牛，整合期基本为零，夏进乳业是宁夏乳制品的龙头企业，市场份额占到 50%-60%，有很高的经营管理水平，收入规模 15 亿左右，利润过亿，同时夏进提出五年倍增目标，加速增长。“一只酸奶牛”为新式茶饮赛道中“酸奶基”这个细分领域里的领导品牌，具有独特性和差异性；同时，它的品牌定位年轻化，符合公司的“三新”战略。第三轮并购对收入规模和公司整体协同有大幅贡献，收购对价 17.11 亿对应 14 倍 PE（根据 19 年净利润估算）。前两轮并购企业也在不断好转，第一轮并购的华西和昆明雪兰，2020 年收入是并购时的 12 倍，利润增长更多。

图表 26.公司历史并购情况一览

收购对象	时间	持股比例	收购对象(%)
第一轮并购	四川新阳平	2001 年 10 月	60
	安徽白帝	2002 年 4 月	55
	四川华西	2002 年 6 月	54
	重庆天友	2002 年 7 月	46
	青岛琴牌	2002 年 9 月	60
	河北天香	2002 年 9 月	80
	杭州双峰	2002 年 10 月	70
	云南蝶泉	2002 年 12 月	92
	昆明雪兰	2003 年 3 月	51
	湖南南山	2015 年 6 月	60
第二轮并购	苏州双喜	2015 年 7 月	70
	西昌三牧	2015 年 7 月	58
	昆明海子	2015 年 9 月	90
	朝日绿源	2016 年 12 月	100
第三轮并购	福州澳牛	2019 年 8 月	55
	宁夏寰美	2020 年 5 月	100
	一只酸奶牛	2021 年 1 月	60

资料来源：公司公告，中银证券



第三轮并购夏进整合期大大缩短，同时为夏进规划 5 年发展计划，复合增速提升至 15%-19%；夏进拥有西北黄金奶源，将成为公司产能枢纽，并且加固西北影响力，成为大本营市场之一。剔除 2020 年疫情影响，夏进 2017-2019 年复合增速 7.6%；新乳业进入后，公司给夏进内部目标定位 4 年翻倍，4 年 CAGR 19%，2021-2024 CAGR 16%；对外目标 5 年翻倍，5 年 CAGR 15%，2021-2025 CAGR 12%。为了 5 年翻倍计划，公司为夏进设定了三条增长路线：①夯实作为核心增长型市场的宁夏：补充高端产线、饱和全渠道覆盖。②拓展再造增长型市场的陕甘宁：通过组合现有产品线，拓展突破陕甘，并通过差异化产品等，辐射覆盖东北、华北地区。③布局作为机会增长型市场的全国：夏进将一方面通过宁夏特色产品线上覆盖全国，另一方面通过新希望乳业现有渠道铺设基地型常温产品。同时转变夏进定位：将夏进的企业战略定位转变为“生产+基地”型企业，实现整体价值链提升。利用其黄金奶源为集团兄弟公司生产产品，并优化“自产+采购”模式，增加奶户粘性，扩大奶源供应张力，确保以销定产的奶源供应。新希望乳业将协助夏进保障重点产线，在保证低温产品、常温高端、宁夏印象等生产线运转的基础上，进一步扩大生产规模。

图表 27. 夏进未来收入预测表

项目		2019 年 12 月	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
低温奶	销售量	1,237.71	12,872.23	16,058.6	17,022.12	18,043.44	19,126.05
	销售单价	0.83	0.83	0.84	0.86	0.88	0.9
	销售收入小计	1,024.9	10,658.94	13,563.38	14,664.73	15,855.51	17,142.97
	销售收入占比(%)	8.6	8.6	8.5	8.5	8.5	8.6
常温奶	销售量	18,065.57	187,881.95	236,744.59	249,383.61	262,702.69	276,738.71
	销售单价	0.6	0.6	0.61	0.63	0.64	0.65
	销售收入小计	10,849.07	112,830.28	145,311.87	156,325.25	168,176.34	180,929.1
	销售收入占比(%)	90.5	90.5	90.6	90.5	90.5	90.4
主营业务收入		11,873.96	123,489.22	158,875.25	170,989.98	184,031.85	198,072.08
其他业务收入		118.74	1,234.89	1,588.75	1,709.9	1,840.32	1,980.72
收入合计		11,992.7	124,724.11	160,464.01	172,699.88	185,872.17	200,052.8
Yoy(%)				28.7	7.6	7.6	7.6
	2020-2024 复合增长率(%)						12.5
	2021-2024 复合增长率(%)						7.6
内部目标	假设 4 年翻倍，2020-2024 复合增长率(%)						18.9
	假设 4 年翻倍，2021-2024 复合增长率(%)						15.8
对外目标	假设 5 年翻倍，2020-2025 复合增长率(%)						14.9
	假设 5 年翻倍，2021-2025 复合增长率(%)						11.7

资料来源：公司公告，中银证券

**公司并购成功秘诀：选择优质标的一产业协同—民营机制与团队导入，目前在四川、云南、宁夏、河北及浙江等省份销售收入规模较大，具有一定的区域竞争优势。**首先在选取标的上，公司以区域标杆企业为主，在当地影响力居前，有一定的群众基础。从产业端注重协同效应，奶源端、生产端、冷链端、销售端、研发端，利用母公司资源为公司赋能。投后整合过程中，公司注重民营机制和团队导入，通过十个维度的赋能，并且不断推出扭亏奖，合伙人激励等，保留当地品牌、增强归属感；导入民营机制，灵活高效管理企业。从现阶段发展情况看，公司在四川、云南、宁夏、河北及浙江等省份销售收入规模较大，具有一定的区域竞争优势。

**新乳业投入资本回报率不及内生增长为主的企业如伊利、燕塘，净利率在区域乳企中属于较高地位。**对比乳制品公司财务指标，新乳业净资产收益率>10%，行业内排名第二梯队，第一名伊利名列前茅高于 20%，新乳业 2020 年 ROE 次于伊利、一鸣。投入资本回报率低于内生增长为主的企业如伊利、燕塘，16-19 年的较好表现得益于第一轮并购企业逐渐盘活。净利率稳定在 4%-5%之间，2020 年低于燕塘的 6.6%，高于光明 3.1%、三元 0.2%，在区域乳企中属于较高地位。

图表 28. 乳制品净资产收益率对比 (2014-2020)

净资产收益率 ROE(摊薄)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
皇氏集团	4.86	7.13	10.62	2.06	(28.95)	2.23	(6.69)
燕塘乳业	10.97	12.23	12.45	12.72	4.70	12.33	10.02
庄园牧场	13.20	10.55	9.99	6.06	5.36	4.19	0.66
新乳业	13.93	25.07	15.99	18.11	16.63	12.38	10.21
天润乳业	4.71	7.71	10.61	11.84	12.39	13.60	9.40
三元股份	3.41	1.40	2.23	1.58	3.63	2.68	0.44
光明乳业	12.59	9.22	11.28	11.52	6.40	8.72	9.68
妙可蓝多	8.37	(25.57)	2.78	0.36	0.87	1.52	3.99
伊利股份	22.24	23.18	24.53	23.90	23.07	26.53	23.30
一鸣食品			51.39	30.01	32.30	26.31	10.27

资料来源: 万得, 中银证券

图表 29. 乳制品投入资本回报率对比 (2014-2020)

投入资本回报率 ROIC	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
皇氏集团	6.67	9.14	10.51	3.32	(11.73)	3.72	(0.68)
燕塘乳业	13.02	11.00	11.61	12.50	4.83	12.41	9.92
庄园牧场	9.60	9.04	8.13	5.70	5.11	3.74	1.42
新乳业	3.58	15.74	6.27	9.23	9.96	8.71	6.90
天润乳业	5.84	10.59	10.92	11.91	11.32	12.02	9.57
三元股份	3.06	1.90	2.10	1.53	3.95	2.55	0.51
光明乳业	8.72	7.50	10.80	11.03	5.99	6.72	7.48
妙可蓝多	8.08	(23.79)	2.13	1.42	2.36	2.96	4.36
伊利股份	17.72	17.69	22.77	21.57	20.39	20.94	17.27
一鸣食品			46.58	32.50	33.34	24.91	9.69

资料来源: 万得, 中银证券

图表 30. 乳制品净利率对比 (2014-2020)

净利率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
皇氏集团	7.95	12.78	13.37	3.00	(25.6)	3.81	(4.55)
燕塘乳业	8.3	9.29	9.62	10.00	3.49	8.65	6.57
庄园牧场	10.93	11.7	11.4	10.88	9.66	6.31	1.41
新乳业	1.58	7.58	3.59	4.88	4.96	4.43	4.29
天润乳业	5.57	9.49	9.68	8.49	8.07	8.73	8.69
三元股份	0.86	1.67	2.28	1.29	2.5	1.95	0.21
光明乳业	2.86	2.56	3.34	3.77	2.51	3.02	3.11
妙可蓝多	14.13	(76.76)	6.17	0.44	0.87	1.1	2.6
伊利股份	7.72	7.78	9.4	8.89	8.17	7.72	7.35
一鸣食品			11.9	7.9	8.97	8.71	6.8

资料来源: 万得, 中银证券

投入资本回报率不如非并购类型企业, 但公司以资金换规模, 在不断加密自己能力圈, 短期收入领先, 长期看利润提升。近几年复合增长来看, 新乳业近 5 年收入复合增速为 72.4%, 3 年复合增速为 52.6%, 净利润 5 年复合增速-10.3% (2015 年转让了与主营业务相关性较小的华西国兴置业等 7 家子公司, 产生投资受益 2.5 亿元, 剔除投资收益影响 5 年净利润复合增速 39%), 3 年复合增速 21.9%。对比近几年情况, 原因为第二轮并购于 15 年左右开始, 此轮并购在第一轮基础上继续加密覆盖的密度, 为了快速获取区域资源, 公司以收入目标为导向, 同时不降低盈利水平。

图表 31. 乳制品复合增长率对比

	营业收入(10 年,增长率)	营业收入(5 年,增长率)	营业收入(3 年,增长率)	归母净利润(10 年,增长率)	归母净利润(5 年,增长率)	归母净利润(3 年,增长率)
皇氏集团	7.6	47.8	5.2	(339.2)	(173.8)	(340.0)
燕塘乳业	9.7	58.6	32.1	8.4	9.2	(13.1)
庄园牧场		18.2	17.7		(85.7)	(84.7)
新乳业	7.2	72.4	52.6	34.4	39.1	21.9
天润乳业	7.2	200.3	42.5	1382.9	189.9	48.7
三元股份	3.0	61.6	20.1	(57.1)	(72.0)	(71.0)
光明乳业	8.3	30.2	16.4	212.6	45.2	(1.6)
妙可蓝多	(20.3)	688.9	189.9	183.3	121.6	1,285.0
伊利股份	18.4	60.5	42.4	810.7	52.8	18.0
一鸣食品			28.5			10.6

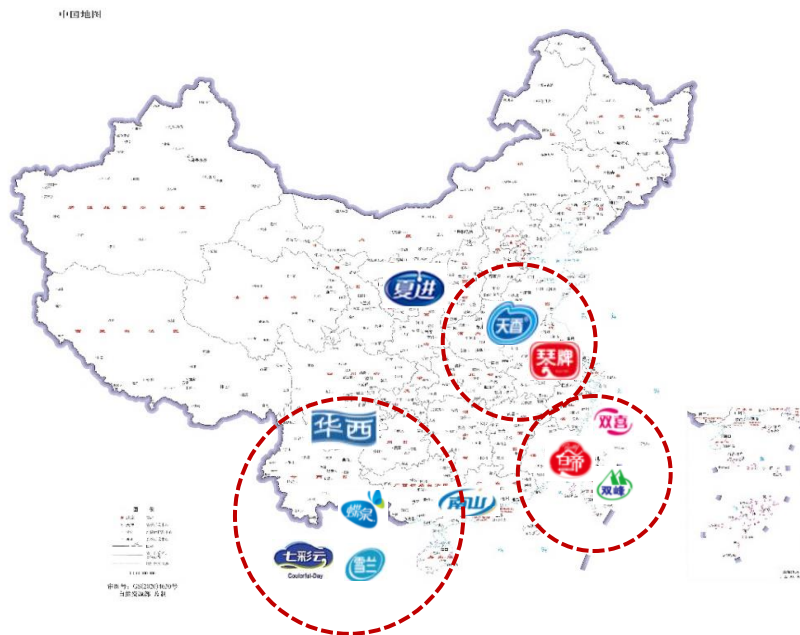
资料来源：万得，中银证券 注：新乳业 5 年归母净利润增速剔除了 2015 年投资收益影响

在并购的过程中，新乳业①扩大市场，规模优先：目前在西南、西北、华中和华东均配置资源，集中攻克区域市场；②提高当地市占率，如宁夏市占率达到 50%-60%。③获取当地资源，可调配整体资源，协同发展。

### 主品牌+产品品牌，多品牌协同发展

并购企业后保留当地品牌，主品牌+产品品牌策略多品牌协同发展；品类保持统一，带来规模效应。公司并购企业后保留当地品牌，在产品品牌基础上增加新乳业主品牌，多品牌协同发展。联合品牌优势有：1) 区域型品牌具有价值，消费者忠诚度高，具有客户基础。华西、昆明雪兰、重庆天友等均为当地领军企业，2020 年并购的夏进在当地影响力第一，市占率在 50%-60%。2) 提升母品牌影响力。母品牌基础薄弱，联合品牌方式提升母品牌影响力。尽管联合品牌发展，但品类仍保持统一。规范包装形式和内容物，不管是在原辅料还是在包材上面，全国统购，都会带来规模效应。除此之外，生产端的产线可共用，比如在安徽合肥工厂，未来可辐射整个华东地区，不仅在苏州和杭州产能不足的时候可以由合肥来供应，而且可以有更强的协同作用，生产和采购都具有协同性。从渠道端来看，沃尔玛、家乐福、盒马渠道等，分区域进行战略合作。

图表 32. 公司品牌布局



资料来源：公司官网，中银证券

公司除区域强势品牌外，新品牌兼具年轻化，主打追求健康、精致生活人群。公司针对年轻用户群培育“唯品”等年轻健康产品，此类和主品牌有一定隔离，定位超高端。唯品除了品牌外，生产端和牧场均延续日企高管理水平，循环牧场和生态牧场的打造成为国内标杆，高端品质已经留在消费者心中。唯品保持 25%-30% 的增速，未来无论是规模还是利润增速都有很大发展空间。

图表 33. 唯品主打有机高端



资料来源：山东绿源唯品官网，中银证券



重视培育可全国推广的单品，且产品不断推陈出新

公司产品以低温为主，低温不断推陈出新，研发能力强。在 2015-2018 年上半年，公司共推出了 10 余款主要创新产品，并取得了良好的销售业绩。每年推新 3-5 款，2020 年新推出了黄金 24 小时鲜牛乳、初心减蔗糖酸奶、初心零蔗糖酸奶、活润晶球酸奶、澳特兰梦幻盖系列等新品。公司重视研发，研发费用率在行业内排名靠前，并且研发功能性低温产品：在新冠疫情期间提前发布并上市的活润晶球酸奶，首创 3D 包埋技术将益生菌包埋在由植物性保护膜构成的弹性晶球之中，提升其对于胃酸和胆汁盐的抗性，使得其到达肠道的存活率大大提高，有助于消费者肌体免疫力的提升，其取得了较好的市场反应。







图表 34. 公司产品更新迭代快



资料来源：公司官网，中银证券

产品策略每个细分领域推 1-2 个重点产品，产品可全国性推广，重点产品有 24 小时、澳特兰、活润、初心等，占比达到 25%-30%。公司重点单品定位明确，均为细分领域最易于全国性推广的产品：24 小时产品从上货架到下架仅有 24 小时，“限时、限量、现卖”，主打高端新鲜，以提供给消费者新鲜的牛奶；活润——专注于消化和肠道健康的功能型酸奶，改善肠道消化功能、提升身体健康和活力，提倡健康的生活态度，活润益生菌发酵乳更是再度产品升级、添加有助于降血脂的功能菌种；初心饮用型酸奶——捕捉到瓶装酸奶即饮消费的趋势，推出面向年轻消费群体的，采用零添加纯净配方、使用 100% 纯鲜牛乳发酵而成的饮用型酸奶；城市记忆——第一款有城市情怀的酸奶，将传统玻璃瓶酸奶品牌化，以独特的插画承载每个城市的伴随当地消费者成长的印记。全国重点打造产品以高端为主，倾斜更多资源，目前 24 小时、澳特兰、活润、初心规模十几亿，在公司整体占比 25%-30%。同时重视子公司地方畅销品、基础爆品，投入适度资源，抓住全年重要档期性促销、提升整体销售规模。

图表 35. 公司产品系列

巴氏奶							
	24小时系列	澳特兰低温系列	牧场鲜奶	唯品系列鲜奶	A2β-酪蛋白		
低温酸奶							
	活润系列	初心系列	城市记忆	老酸奶	源态酪乳	乖巧	酸奶工坊
常温白奶							
	澳特兰系列	儿童奶	风味奶				
常温酸奶							
	果实粒酸奶系列	鲜花酸奶					
常温乳饮							
	乳酸菌						

资料来源：公司官网，中银证券

图表 36. 低温鲜奶系列主要产品

序号	品牌	产品名称	特点	定位
1	新希望	24 小时鲜牛奶	以时间定义的鲜奶：限时、限量、现卖	中高端
2	新希望	澳特兰有机纯牛奶	澳洲纯种荷斯坦奶牛、专属生态有机牧场	高端
3	新希望双峰/双喜	千岛湖牧场鲜牛奶	千岛湖牧场优质奶源	中高端
4	新希望雪兰/双峰/华西/南山	牧场鲜牛奶	优质奶源，保留牛乳原始滋味	中端
5	新希望华西/雪兰/双峰/琴牌/三牧/白帝	屋顶盒鲜牛奶	巴氏杀菌工艺，100%鲜牛奶，口感醇正	中低端
6	新希望华西/雪兰/双峰/琴牌/三牧/白帝	鲜牛奶（玻璃瓶）	保证牛奶最初口感	中低端
7	新希望天香	鲜时送	优质蛋白、巴氏杀菌	中低端
8	新希望华西/雪兰/双峰/琴牌	塑瓶巴氏鲜牛奶	巴氏鲜奶，易携方便	中高端
9	新希望华西	妈妈的早餐	巴氏鲜奶，专为呵护家庭的妈妈而设计	中高端
10	新希望双峰/琴牌	儿童鲜奶	含天然乳钙，保留鲜奶活性物质	中端
11	新希望南山	牧场鲜牛奶	含天然乳钙、蛋白质等	中高端
12	新希望琴牌	巴氏鲜奶	100%鲜牛奶，含原生乳	中低端
13	新希望雪兰	乖巧酸奶	卡通式包装，分为曲奇冰淇淋和海盐青柠两种风味	中低端

资料来源：招股说明书，中银证券

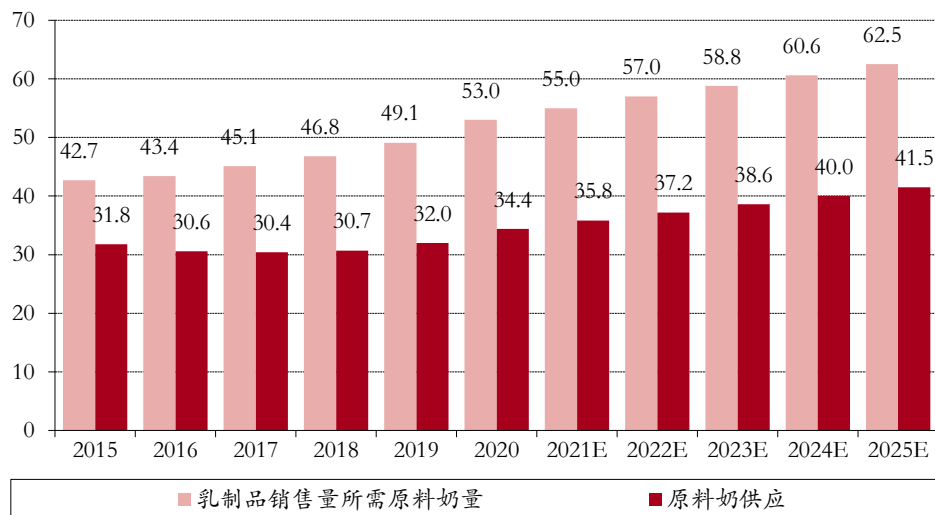


上游通过“公司+合作社”方式锁定原奶，下游冷链与母公司资源紧密合作

## 通过“公司+合作社”方式锁定原奶

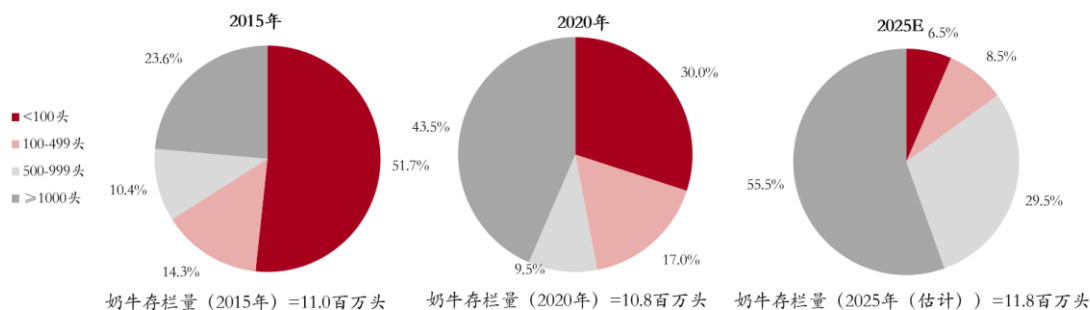
大型牧场能够以更加经济的方式量产安全、优质的原料奶，且受政策支持，正逐渐占据市场主导地位。中国原奶供应 2015 年至 2017 年呈下降趋势，供应量从 31.8 百万吨下降至 30.4 百万吨，主要由于 2014 年原奶价格下跌导致大多数小型牧场退出。原奶价格稳定后大中型牧场推动行业转型，原奶产量也逐步恢复，目前中国乳制品需求仍大于供给。大型牧场（拥有超过 1000 头奶牛）凭借丰富的资源、先进的技术和标准化的管理程序，能够以更加经济的方式量产安全、优质的原料奶。并且，政府推出支持性法规政策《奶业整顿和振兴规划纲要》鼓励大型牧场发展。目前大型牧场正逐渐占据市场主导地位，从 2015 年的 23.6% 占到 2020 年 43.5%，未来预计占比达到 55.5%，原奶市场门槛进一步提高。

图表 37. 原料奶的供应和需求（百万吨）



资料来源：国家统计局，佛若斯特沙利文，中银证券

图表 38. 按牧场规模划分的奶牛存栏量



资料来源：国家统计局，佛若斯特沙利文，中银证券

通过“公司+合作社”方式锁定原奶，自有牧场+合作大型奶源基地的自给率 50%左右，除价格优势外，具有稳定的原奶供应。公司注重原奶资源，并购的企业尽可能自带牧场，如唯品牧场、吴忠牧场、蝶泉牧场等，自有牧场供应 20%左右原奶。自有牧场方面，截至 2020 年末，公司拥有 13 个自有牧场，公司自有奶牛总存栏数 36,995 头，受益于公司收购寰美乳业等公司和 2 个自建牧场（宁夏海原和甘肃永昌）完工而大幅增加，大部分自有牧场距离加工厂在 150 公里以内，奶源的新鲜度得到有效保证。合作大型奶源基地，参股现代牧业 10%股份（2020 年增加对现代牧业的战略投资），除鲜奶价格与蒙牛一致外，每年稳定供应 30%左右的原奶。同时，合作规模化养殖合作社，保证奶源稳定和新鲜。公司与原奶供应商采取先货后款的结算方式，按月进行结算。

图表 39.公司不同采购模式下原奶采购金额及占比（亿元、%）

	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	4.8	25.7	5.2	23.0	6.5	22.4
合作大型奶源基地	7.3	38.8	6.9	30.4	22.4	77.6
规模化养殖合作社	6.7	35.5	10.7	46.7		
合计	18.8	100.0	22.8	100.0	28.9	100.0

资料来源：公司公告，中银证券

图表 40.公司牧场存量情况（亩，头）

名称	地址	牧场面积（单位：亩）	存栏量（单位：头）
吴忠牧场	宁夏吴忠市	300	1,661
靖远牧场	甘肃白银市	300	1,902
青白江牧场	四川成都市	383.62	1,338
示范牧场	四川眉山市	194.5	1,128
戚家山牧场	云南曲靖市	300	3,000
陆良牧场	云南曲靖市	214.46	3,441
石林牧场	云南昆明市	229.63	800
蝶泉牧场	云南大理市	299.34	1,643
唯品牧场	山东莱阳市	1,209.71	1,785
建德牧场	浙江建德市	306.55	756
综合牧业	宁夏吴忠市	6,305.20	9,998
宁夏海原	宁夏中卫市		万头
甘肃永昌	甘肃金昌市		万头
			总存栏量：38,436

资料来源：公司公告，荷斯坦，中银证券

## 下游冷链与母公司资源紧密合作

冷链依靠新希望旗下“鲜生活”，配送稳定综合实力强，服务区域与公司基本重合，供应链稳定合作。公司所处低温赛道，从基础设施的角度，包括生鲜电商、物流、冷链等基础的建设都较前几年有了深远的发展，为低温乳制品的发展提供了良好的平台。新希望集团旗下拥有专业的冷链物流“鲜生活”，为新乳业提供冷链服务。鲜生活目前已拥有冷冻冷藏三方库房 10 万立方米以上，各型号冷藏车辆 2000 余台，在国内 17 个省会城市、直辖市设立了 31 家服务机构。鲜生活服务区域与公司基本重合，供应链合作稳定，目前物流和运输费用占收入 7%。

图表 41. 鲜生活合作伙伴

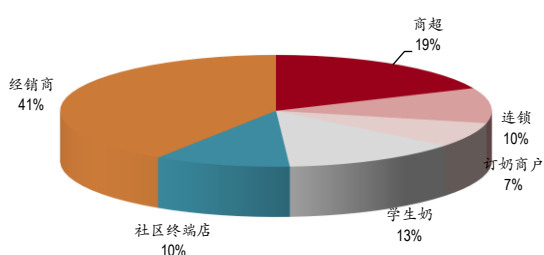


资料来源：鲜生活官网，中银证券

## 渠道粘性大

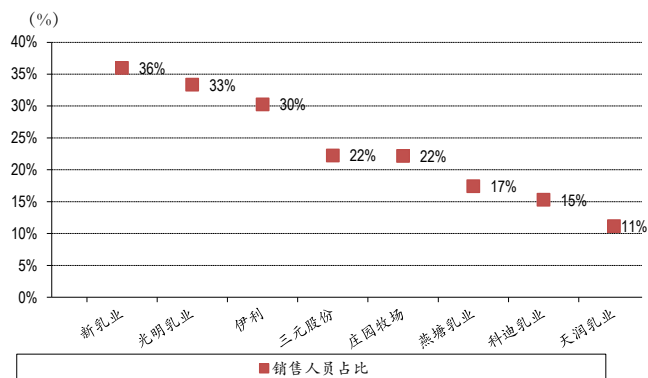
低温产品保质期短、配送频率高，在终端粘性极强。公司以直营渠道为主，并购夏进前占比 59%，经销商占比 41%。其中直营渠道占比从高到低分别为：商超、学生奶、社区终端店、连锁、订奶上户。公司大力发展订奶渠道，即消费者向商家预订付费，商家定期为消费者上门提供新鲜的乳制品。此种方式既可以保证消费者每天都喝到新鲜的乳制品，又可以免去消费者每天到市场购买商品的繁杂程序，在城市居民消费者中受到比较广泛的欢迎。“送奶到户”模式属于区域型城市乳企独有的经营模式，这种模式可以有效保证客户的稳定性、阻止外来品牌深入，对城市型乳企稳定已有市场消费客户、开发新客户等方面均起到了积极的推动作用。同时，此类渠道销售产品主要以低温为主，渠道的利润较高。除了订奶渠道外，公司学生渠道、社区终端店等均具有较强粘性。公司直销渠道操控精细化管理，对终端管控力强，销售人员占比也位居前列。

图表 42. 公司渠道结构（并购夏进前）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 新乳业销售人员占比高



资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测与投资评级

### 盈利预测

公司产能处于扩张期，实际产能占设计产能的 32%，短期放量资源足。顺应低温发展趋势，继续以城市群为基础扩张。我们预计 21-23 年 EPS 为 0.40、0.51、0.64 元，同比增 27%、28%、26%，首次覆盖给予**增持**评级。

图表 44. 新乳业收入预测表

(亿元)		2019	2020	2021E	2022E	2023E
液体乳	营业收入 (亿元)	54.11	62.73	82.17	101.04	121.89
	yoy (%)	13.1	15.9	31.0	23.0	20.6
	毛利率 (%)	33.5	24.8	25.2	26.0	26.5
奶粉	营业收入 (亿元)	0.64	0.70	0.70	0.70	0.70
	yoy (%)	23.1	9.4	0.0	0.0	0.0
	毛利率 (%)	37.4	28.0	28.0	28.0	28.0
其他业务	营业总收入 (亿元)	2.01	4.06	5.12	6.45	8.12
	yoy (%)	50	102	26	26	26
	毛利率 (%)	20.2	18.9	17.0	17.0	17.0
合计	营业总收入 (亿元)	56.75	67.49	87.99	108.18	130.71
	yoy (%)	14.1	18.9	30.4	23.0	20.8
	毛利率 (%)	33.1	24.5	24.7	25.5	25.9

资料来源：万得，中银证券

图表 45. 公司产能快速扩张

生产主体	设计产能 (吨/年)	实际产能 (吨/半年)
四川乳业	70,000	24,602
新华西乳业	200,000	46,863
昆明雪兰	100,000	38,683
七彩云	25,000	7,038
昆明海子	25,000	11,565
西昌三牧	25,000	11,251
云南蝶泉	105,000	34,637
湖南南山	45,000	20,595
安徽白帝	100,000	25,428
苏州双喜	30,000	11,653
杭州双峰	55,000	21,396
青岛琴牌	135,000	44,199
唯品乳业	6,500	2,038
河北天香	150,000	54,060
夏进乳业*	350,000	104,713
合计	1,421,500	458,718

资料来源：公司公告，中银证券注：根据 1H21 数据

### 相对估值和投资评级

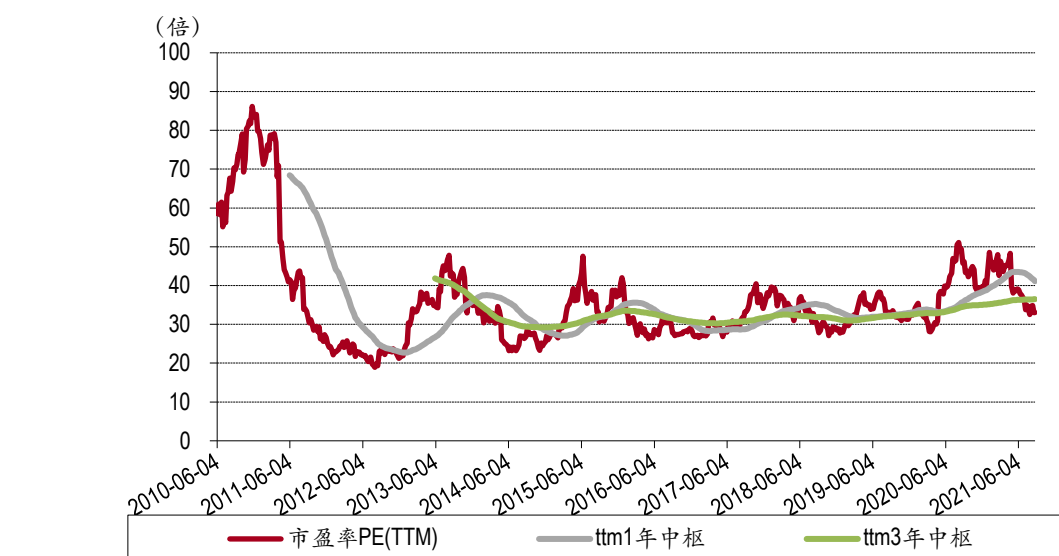
乳制品行业竞争趋缓，格局逐渐清晰，全国乳企不断下沉，区域乳企坚持低温，行业估值将有抬升趋势。可比公司中，新乳业略高于 21、22 年 PE 位于行业中位值水平。

图表 46. 可比公司估值表

证券简称	最新收盘价(交易币种)	总市值	净利润-2021	净利润-2022	PE(2021)	PE(2022)
新乳业	14.2	123.2	3.7	4.7	33.0	26.1
平均值		468.6	13.9	17.8	42.7	28.2
中位值		77.9	1.9	2.5	30.5	24.0
伊利股份	33.7	2,047.9	72.7	86.9	28.2	23.6
蒙牛乳业	43.8	1,436.6	35.3	51.1	40.8	28.1
妙可蓝多	61.2	316.1	3.2	6.2	97.6	50.7
光明乳业	13.1	160.2	6.6	7.6	24.1	21.0
一鸣食品	15.4	61.8	1.9	2.5	32.8	24.4
三元股份	5.2	77.9	1.6	2.0	47.5	39.5
皇氏集团	4.8	40.4	-	-	-	-
燕塘乳业	28.2	44.4	1.6	2.0	28.0	22.6
天润乳业	12.2	32.6	1.8	2.1	18.1	15.8

资料来源：万得，中银证券

图表 47. 乳制品行业估值变化



资料来源：万得，中银证券

## 风险提示

行业竞争加剧。

原奶价格涨幅超预期，可能导致毛利率明显下降。

食品安全风险。

并购整合不及预期。

商誉减值风险。



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	5,675	6,749	8,965	11,030	13,335
销售成本	(3,826)	(5,129)	(6,796)	(8,276)	(9,946)
经营费用	(1,259)	(938)	(1,562)	(1,894)	(2,386)
息税折旧前利润	590	682	606	861	1,002
折旧及摊销	311	350	362	508	518
经营利润(息税前利润)	279	332	244	353	484
净利息收入/(费用)	(64)	(82)	2	2	2
其他收益/(损失)	47	48	48	48	48
税前利润	258	297	381	490	621
所得税	(17)	(19)	(25)	(32)	(40)
少数股东权益	(8)	(18)	(23)	(30)	(38)
净利润	244	271	344	440	555
核心净利润	244	271	344	440	555
每股收益(人民币)	0.281	0.312	0.397	0.507	0.640
核心每股收益(人民币)	0.281	0.312	0.397	0.507	0.640
每股股息(人民币)	0.059	0.069	0.088	0.112	0.141
收入增长(%)	14	19	33	23	21
息税前利润增长(%)	(3)	19	(26)	45	37
息税折旧前利润增长(%)	7	16	(11)	42	16
每股收益增长(%)	0	11	27	28	26
核心每股收益增长(%)	0	11	27	28	26

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	258	297	381	490	621
折旧与摊销	311	350	362	508	518
净利息费用	64	82	(1)	(2)	(2)
运营资本变动	(62)	(107)	(187)	(175)	(195)
税金	(22)	(44)	(60)	(80)	(104)
其他经营现金流	(613)	(1,143)	600	516	573
经营活动产生的现金流	(64)	(566)	1,094	1,258	1,411
购买固定资产净值	(602)	(634)	(634)	(600)	(600)
投资减少/增加	761	1,607	36	36	36
其他投资现金流	(189)	(2,141)	(194)	(222)	(236)
投资活动产生的现金流	(30)	(1,168)	(792)	(785)	(800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	155	945	(136)	0	0
支付股息	(51)	(60)	(76)	(97)	(122)
其他融资现金流	132	942	0	0	0
融资活动产生的现金流	236	1,827	(212)	(97)	(122)
现金变动	142	92	89	376	489
期初现金	305	446	539	628	1,004
公司自由现金流	(94)	(1,735)	302	473	611
权益自由现金流	125	(708)	164	471	610

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	446	539	628	1,004	1,493
应收帐款	463	571	758	933	1,128
库存	328	466	618	752	904
其他流动资产	61	283	330	374	423
流动资产总计	1,299	1,859	2,334	3,063	3,947
固定资产	2,177	2,849	3,258	3,542	3,830
无形资产	226	617	586	555	524
其他长期资产	1,662	3,254	3,276	3,297	3,319
长期资产总计	4,065	6,720	7,120	7,394	7,673
总资产	5,364	8,579	9,454	10,457	11,621
应付帐款	527	647	858	1,044	1,255
短期债务	1,500	1,600	1,463	1,463	1,463
其他流动负债	705	1,200	1,631	1,997	2,404
流动负债总计	2,733	3,447	3,952	4,505	5,122
长期借款	418	1,419	1,419	1,419	1,419
其他长期负债	157	851	935	1,019	1,103
股本	854	867	867	867	867
储备	1,115	1,787	2,055	2,398	2,831
股东权益	1,969	2,654	2,922	3,265	3,698
少数股东权益	87	207	225	248	278
总负债及权益	5,364	8,579	9,454	10,457	11,621
每股帐面价值(人民币)	2.27	3.06	3.37	3.76	4.26
每股有形资产(人民币)	2.04	2.35	2.69	3.12	3.66
每股净负债/(现金)(人民币)	1.72	2.86	2.60	2.17	1.60

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.4	10.1	6.8	7.8	7.5
息税前利润率(%)	4.9	4.9	2.7	3.2	3.6
税前利润率(%)	4.5	4.4	4.2	4.4	4.7
净利率(%)	4.3	4.0	3.8	4.0	4.2
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	4.4	4.0	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	71.6	86.7	71.6	53.5	35.0
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	49.2	44.3	34.9	27.3	21.6
核心业务市盈率(倍)	49.2	44.3	34.9	27.3	21.6
市净率(倍)	6.1	4.5	4.1	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	(188.0)	(21.2)	11.0	9.5	8.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	21.2	23.5	16.1	13.4
周转率					
存货周转天数	19.8	21.5	22.1	22.7	22.7
应收帐款周转天数	27.8	28.0	27.1	28.0	28.2
应付帐款周转天数	29.9	31.8	30.6	31.5	31.5
回报率					
股息支付率(%)	21.0	22.1	22.1	22.1	22.1
净资产收益率(%)	14.2	11.7	12.3	14.2	16.0
资产收益率(%)	5.4	4.5	2.5	3.3	4.1
已运用资本收益率(%)	7.9	6.7	4.1	5.7	7.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371