

2024年01月02日

买入（首次覆盖）

新乳业（002946）：“鲜战略”致胜正当时，继往开来谱新篇

——公司深度报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

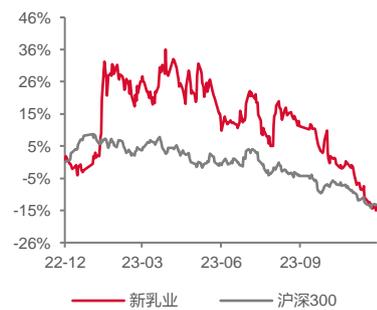
yxc@longone.com.cn

联系人

陈宜权

chenyq@longone.com.cn

数据日期	2023/12/29
收盘价	11.48
总股本(万股)	86,581
流通A股/B股(万股)	84,610/0
资产负债率(%)	70.48%
市净率(倍)	3.62
净资产收益率(加权)	14.86
12个月内最高/最低价	17.98/10.89



投资要点:

- “鲜战略”推动公司新发展。**自公司2010年首次提出“鲜”战略以来，公司围绕“鲜”重点发展低温鲜奶与高端特色低温酸奶，旗帜鲜明做大鲜奶这一高势能品类，并在2023年5月又制定了（2023-2027）战略发展规划，再次聚焦强化“鲜战略”规划，势要做大做强公司低温业务产品，强化夯实低温乳制品发展基础及品牌壁垒，加速产品在低温市场下沉渗透，确保公司低温业务快速增长，助力公司跨入新的“高质量”发展阶段。
- “鲜战略”引领公司新发展。**1) **精准卡位国内高增长的低温乳制品市场。**公司通过前期的多轮收购并购，形成公司低温业务的基本盘，构建以“鲜战略”为核心价值的城市型乳企联合舰队，收购并购的多数子公司已成为区域性龙头乳企，2022年公司低温产品的全国市占率已超过10%，较2019年的6.1%有明显提升。2) **以“鲜”为主的低温高值产品已落地生根，产品创新迭代持续高效，市场前景可期。**公司借势“鲜战略”，加大“鲜”产品研发和新品迭代力度，仅2021年至2023年H1期间，一年内推出的新品营收占比一直保持在公司总营收的10%左右，明显单品“唯品”的2023年H1营收同比增长超过30%，增速更是远超行业平均水平，发展势头迅猛。3) **“鲜战略”加速公司实现“泛全国化”新发展布局。**公司顺应数字化转型大势，线上渠道与线下活动的推广有机结合，最大限度提升公司产品的品牌曝光度和知名度，推动各子公司全渠道、全域协同发展，全产业链数字化有机融合，以“鲜战略”规划的“DTC”业务拓展为矛，加速推进跨区域运营，助力实现泛全国化布局。
- 投资建议及盈利预测：**当前形势下，区域品牌走向全国化品牌是必然趋势，公司借助新希望集团的资源倾斜优势，笃定坚持推动“鲜战略”的落地执行，通过对产品“品类、品牌、渠道、用户”等立体化的打造，加持强有力的现代化媒体营销力，率先“强势”突围，优先实现“泛全国化”布局，抓住市场机遇，精准卡位低温奶高端市场，成长空间巨大。我们预计，公司2023-2025年公司实现营业收入110.56/125.99/139.68亿元，同比增长10.48%/13.96%/10.87%；实现归母净利润4.59/5.93/7.53亿元；EPS分别为0.53/0.68/0.87，对应PE估值为21.64/16.76/13.19倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新品及核心品类推广不及预期、原材料波动风险、渠道扩张不及预期风险。

盈利预测与估值简表（单位：百万元，%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6748.63	8966.87	10006.50	11055.61	12599.15	13968.06
同比增速(%)	18.92%	32.87%	11.59%	10.48%	13.96%	10.87%
归母净利润	270.98	312.26	361.51	459.41	593.06	753.44
同比增速(%)	11.18%	15.23%	15.77%	27.08%	29.09%	27.04%
EPS(元)	0.31	0.36	0.42	0.53	0.68	0.87
销售毛利率(%)	24.49%	24.56%	24.04%	24.61%	25.82%	26.71%
ROE(%)	10.21%	11.84%	14.35%	15.95%	17.71%	19.11%
市盈率(P/E)	36.68	31.83	27.49	21.64	16.76	13.19

数据来源：iFind，东海证券研究所，截至2023年12月29日收盘价计算

正文目录

1. 公司概况和“鲜战略”	5
1.1. 基本情况	5
1.2. 发展历程	5
1.3. “鲜战略”内涵丰富	6
1.4. “鲜战略”意义重大	7
2. 新阶段实施“鲜战略”，促进公司新发展	7
2.1. 股权集中和股权激励，确保公司新发展	7
2.2. 践行落实“鲜战略”，聚焦低温制品赛道	8
2.2.1. 低温制品快速发展趋势明确，市场潜力空间可观	8
2.2.2. 集团冷链优势明显，助推低温业务快速发展	9
2.3. 紧紧围绕“鲜战略”，强化发展低温高值鲜奶产品	10
2.3.1. 低温赛道竞争格局优，高值产品市场空间大	10
2.3.2. 精准卡位“鲜”特征，科技加持“鲜”亮点	11
2.4. 以“鲜战略”为导向，差异化发展低温酸奶高值产品	13
2.5. 依托 DTC 等数字化新手段，促进公司内生新发展	13
3. “鲜战略”结出新硕果，推动公司新发展	16
3.1. “鲜战略”带来新变化，经营业绩明显改善	16
3.2. “鲜战略”带来新变化，成绩亮点精彩纷呈	16
3.3. “鲜战略”带来新变化，公司实力提升明显	18
4. 盈利预测及投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 可对比公司估值	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1 新乳业奶源、品牌及工厂布局.....	5
图 2 新乳业发展历程.....	6
图 3 新希望集团产业布局及“鲜战略”规划.....	6
图 4 新乳业奶源自给率情况.....	7
图 5 鲜立方战略发布会.....	7
图 6 新乳业股权结构（截至 2023 年 Q3）.....	7
图 7 2016-2026 年液态奶零售总量（百万吨）及结构.....	8
图 8 2016 年至 2026 年 E 液态奶销售额（十亿）及结构.....	8
图 9 人均乳制品消耗量（牛奶当量）（千克）.....	9
图 10 2015 年-2021 年中国居民人均奶类消费量（千克）.....	9
图 11 鲜生活冷链运输服务优势.....	9
图 12 鲜生活冷链运输网络.....	9
图 13 常温奶与低温奶的优势对比.....	10
图 14 低温奶与常温奶市场竞争格局.....	10
图 15 低温奶与常温奶竞争格局对比.....	10
图 16 2016 年至 2020 年我国牛奶品类销售单价情况（元/KG）.....	11
图 17 液态奶销售量（百万吨）及品类结构占比.....	11
图 18 液态奶零售额（十亿元）及品类结构.....	11
图 19 2022-2023 年乳制品各价格带线上销售变化.....	11
图 20 2022 与 2023 年线上销售额及商品数占比对比.....	11
图 21 “黑小优”及“牛奶粉丝节”广告宣传稿.....	12
图 22 新乳业线上新媒体渠道投入.....	12
图 23 低温乳制品线上消费者年龄结构.....	12
图 24 2016-2026E 低温酸奶市场规模及增速.....	13
图 25 2016 年至 2022 年 E 低温酸奶和常温酸奶占比情况.....	13
图 26 低温酸奶市场份额.....	13
图 27 新乳业低温酸奶产品.....	13
图 28 我国低温奶行业销售渠道分布情况.....	14
图 29 我国低温奶行业销售渠道分布情况.....	14
图 30 新乳业全产业链数字化赋能.....	14
图 31 鲜生活冷链运输单价及关联交易比例.....	15
图 32 2017 年&2018 年 H1 鲜生活运输成本差异.....	15
图 33 沉淀全域数字化用户数量.....	15
图 34 新乳业线上线双渠融合.....	15
图 35 2023 年 H1 鲜活 Go2.0 经营情况.....	15
图 36 2020-2023 年 H1 电商渠道销量情况（亿元）.....	15
图 37 2018 年至 2023Q3 营业收入情况（亿元，%）.....	16
图 38 2018 年至 2023H1 业务占比情况（%）.....	16
图 39 2018 年至 2023Q3 归母净利润情况（亿元，%）.....	16
图 40 2018 年至 2023Q3 销售毛利率及净利率情况（%）.....	16
图 41 2018 年至 2023H1 各地区销售占比.....	17
图 42 公司各地区毛利率.....	17
图 43 新乳业 2023 年“618”销售情况.....	17
图 44 2018-2023 年 H1 华东地区的业绩变化情况.....	17
图 45 分业务模式营收占比.....	18
图 46 2020-2023 年 H1 经销商数量变化.....	18

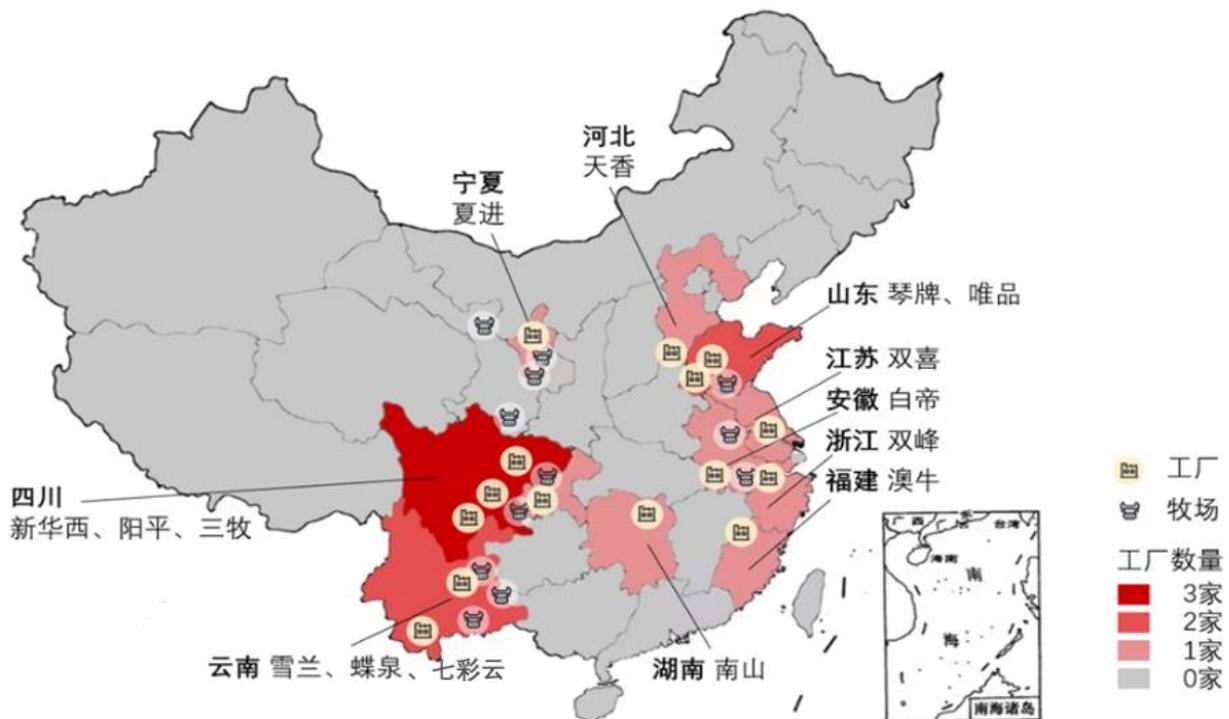
图 47 新乳业旗下品牌.....	18
图 48 朝日唯品品牌形象.....	19
图 49 朝日乳业 2022 年 2023 年 H1 净利率情况.....	19
表 1 公司股权激励目标.....	8
表 2 公司主要业务营收拆分（单位：百万元，%）.....	19
表 3 可比公司估值.....	20
附录：三大报表预测值.....	21

1.公司概况和“鲜战略”

1.1.基本概况

新乳业成立于 2006 年，前身为新希望集团乳业事业部，2011 年完成股份制改革从新希望集团剥离，成立现在的新乳业公司，主要从事乳制品、饮料和冷冻食品的研发和经营；以及预包装食品和农畜产品的批发及奶业基地的建设与经营等，并依托新希望集团在西南地区深耕多年所积攒的品牌口碑、农牧业资源以及资本资源，在立足于西南地区的同时，通过 2001 年初创期、2015 年和 2019 年起始的三轮并购整合，快速实现跨区域布局，现已完成对华东、华中、华北、西北的全产业链深度布局，在重点经营城市周边，建立了完善的冷链配送体系和成熟的市场营销网络，凭借优质稳定的奶源和新鲜安全的产品品质，形成了绝佳的行业口碑和品牌形象，是目前我国最具有活力与创新力的乳业企业之一。

图1 新乳业奶源、品牌及工厂布局



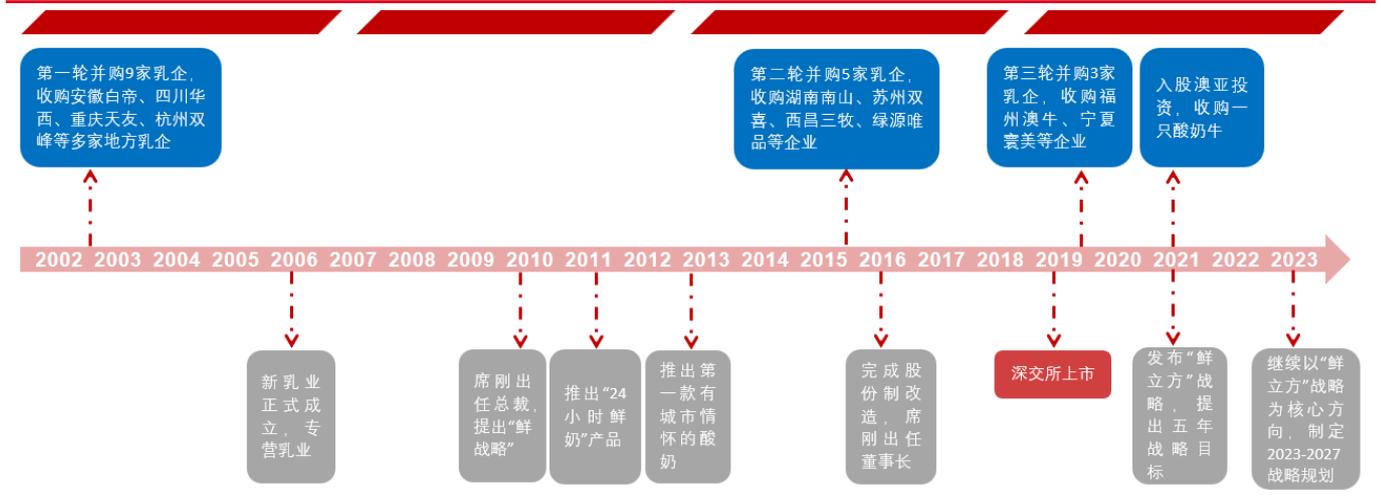
资料来源：公司官网，东海证券研究所

1.2.发展历程

内生与外延并进，推动公司跨入新阶段。自 2001 年以来，公司已先后经历初创期（2001~2005 年）、调整期（2006~2010 年）和扩张期（2011~2019 年）三个阶段，2019 年在深交所挂牌上市后，开启第三轮并购，以“鲜战略”为核心主题，积极优化布局优质奶源基地，持续深耕低温乳制品赛道，大力开拓国内低温奶市场，现旗下已拥有 52 家控股子公司、15 个主要乳品品牌、16 家乳制品加工工厂、13 个自有奶源牧场。2023 年 5 月，公司又制定了（2023-2027）战略发展规划，聚焦强化“鲜战略”，做大做强公司核心业务产品，引领公司新阶段新发展。具体指标为：在未来五年内，以“24 小时”系列产品为代表的高品质鲜奶产品，复合年均增长率不低于 20%，新品年复合增长率大于 10%，数字化用户力争突破 5000 万；推动各子公司进行线上、线下渠道有机融合，将订奶入户、形象店、自主征订、电商等 DTC 业务作为渠道增长的第一引擎，推动 2027 年 DTC 业务规模占比达到 30%。

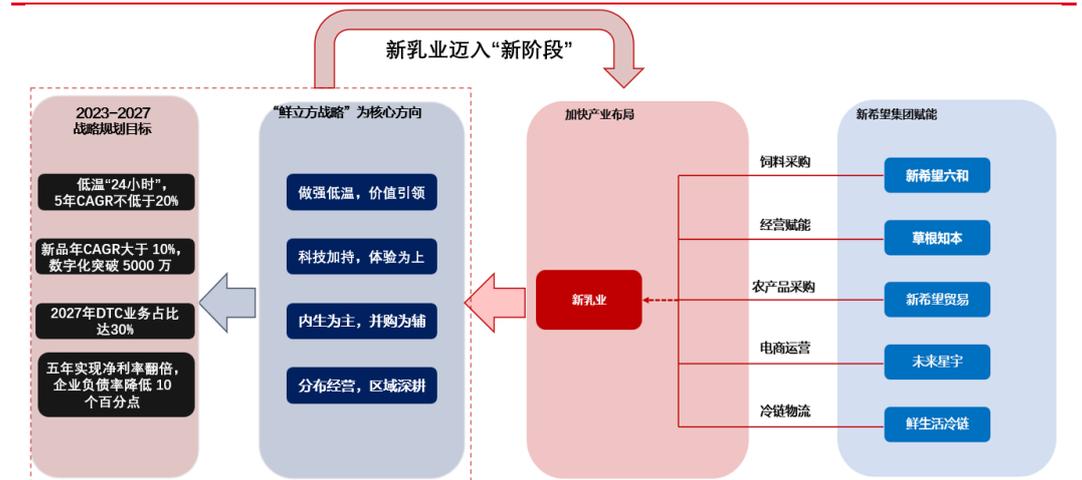
进一步夯实低温乳制品基础及品牌壁垒，提升企业价值，五年实现净利率翻倍，资产负债率降低 10 个百分点，实现公司高质量发展，推动公司跨入新阶段，更好地回报社会和股东。

图2 新乳业发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，东海证券研究所

图3 新希望集团产业布局及“鲜战略”规划



资料来源：公司官网，新希望集团官网，东海证券研究所

1.3. “鲜战略”内涵丰富

“鲜战略”内涵丰富，直击低温乳制品赛道。2010年，公司首次提出“鲜”战略，2021年深化升级为“鲜立方”战略（下文统称“鲜战略”），两者一脉相承，循序渐进，公司将其内涵概括为四句话，即做强低温，价值引领；科技加持，体验为上；内生为主，并购为辅；分布经营，区域深耕。我们理解，具体内容就是：1）围绕“鲜”重点发展低温鲜奶与高端特色低温酸奶，旗帜鲜明做大鲜奶这一高势能品类。（2）积极加大新产品的科技创新力度和产品迭代速度，依托DTC、新零售等数字化的科技新手段，强化送奶入户、线上新零售及私域渠道等业务，抢占订奶入户及私域等渠道制高点；（3）在前期“鲜战略”并购的基础上，积极转向公司内生发展为主，优化产品结构，积极扶持公司全产业链发展壮大，确保公司发展提质增效。4）在全国范围内做强低温产品产业链，强化母品牌的同时，突出地方品牌特色，提升公司产品和品牌的产销匹配度及盈利能力。

图4 新乳业奶源自给率情况

企业	自控奶源牧场	奶牛存量 (万头)	日产奶量 (吨)	自有奶源占比
新乳业	新希望生态牧业	4.9	3228	~50%
	现代牧业宁夏新希望贺兰山牧业有限公司			
三元	首农畜牧	8.4	1400	78%
伊利	优然牧业	37.6	5200	34%
	中地	7	1200	
蒙牛	现代牧业	34	1700	42%
	圣牧高科	11	1200	
光明	光明牧业	7.5	1200	33%
君乐宝	乐源牧业	11	1400	50%

资料来源：公司公告，观研网，东海证券研究所

注：除新乳业数据以公司 2023 年半年报为主，其余均以观研网发布的中国低温奶行业运营现状研究与发展战略分析报告（2022-2029 年）数据为主

图5 鲜立方战略发布会



资料来源：公司官方公众号，东海证券研究所

1.4. “鲜战略” 意义重大

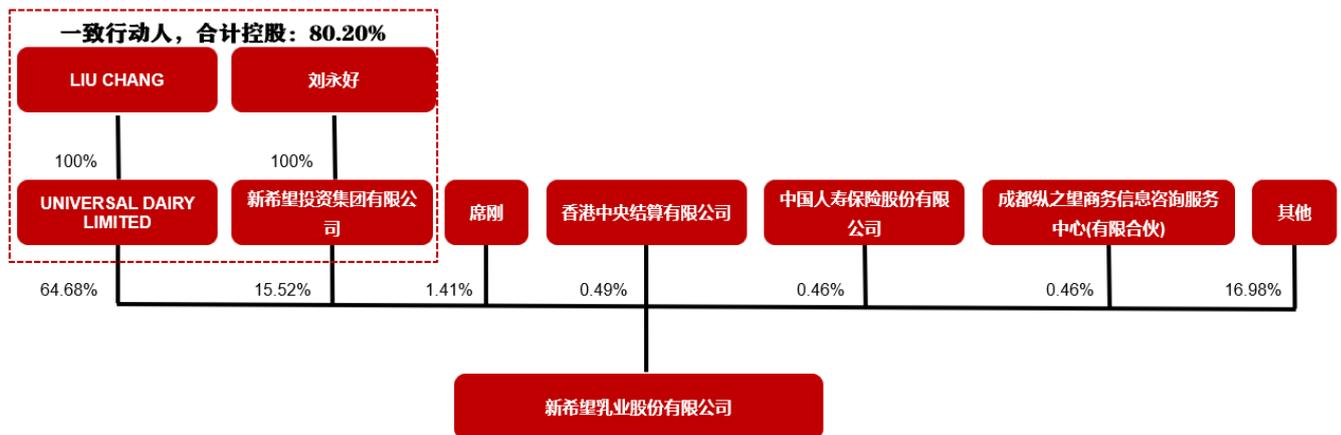
“鲜战略”是公司（2023-2027）战略发展规划的核心指引，是公司实现战略规划预期目标的重要保障。“鲜战略”为公司未来五年的发展指明了重点工作方向，表达了公司管理层做好工作的决心，鼓舞了公司员工发展好公司的信心，向社会各界和股东传递了公司发展变化的美好愿景，意义深远重大。经过多年努力，现已初步形成了以“鲜战略”为核心的企业价值观，成功构建了以“鲜战略”为核心的乳企团队。

2.新阶段实施“鲜战略”，促进公司新发展

2.1.股权集中和股权激励，确保公司新发展

截至 2023 年 Q3，公司实控人刘永好、刘畅父女是一致行动人，股权集中（持股比例超 80%），同时公司实控人之一亦是新希望集团董事长，可确保公司与新希望集团长期发展目标一致。多年来，新希望集团立足农牧行业健康发展，并不断向上下游产业链延伸，拥有丰富的农牧业与食品产业链优质资源，有利于公司“鲜战略”顺利推进，赋能公司新阶段新发展。

图6 新乳业股权结构（截至 2023 年 Q3）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2020年12月，公司推出股权激励草案（限制性股票的授予价格为9.35元，激励股数为1378万股，占公司总股本1.591%），激励对象为公司董事、高管人员，核心骨干等共计41人，深度绑定公司发展骨干，也助力公司完成2023-2027年“鲜战略”规划新目标。

表1 公司股权激励目标

解除限售期	解禁比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	30%	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%
第二个解除限售期	30%	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%
第三个解除限售期	40%	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%

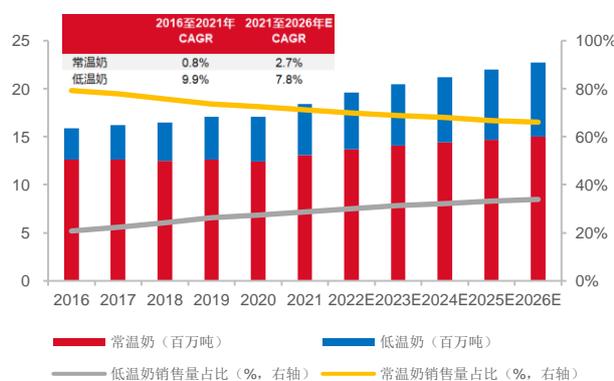
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.2. 践行落实“鲜战略”，聚焦低温制品赛道

2.2.1. 低温制品快速发展趋势明确，市场潜力空间可观

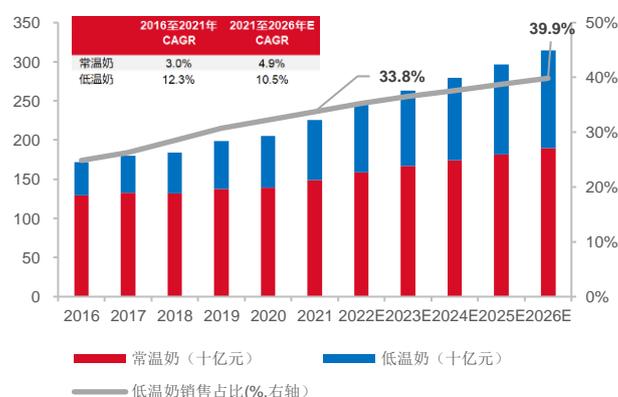
中国奶业协会、国家奶牛产业技术体系产业经济研究室等行业权威机构的分析研究表明，2022年，中国低温奶零售总额预计达867亿元，2016-2021年期间的市场规模CAGR为12.3%（远超同期常温奶的CAGR3.0%）；预计2021-2026年CAGR达10.5%（亦远高于常温奶的CAGR4.9%），至2026年，中国低温奶零售总额有望增长至1255亿元，其主要原因来自消费者对乳制品的营养价值、口味口感以及新鲜度的要求不断提高，促使低温奶市场规模快速增长。可以说，中国低温奶快速发展的趋势明确，特别是以鲜为代表的低温鲜奶，市场仍处在高成长的黄金发展期，市场潜力可观。

图7 2016-2026年液态奶零售总量（百万吨）及结构



资料来源：澳亚集团招股说明书，中国奶业协会，弗洛斯特沙利文，东海证券研究所

图8 2016年至2026年E液态奶销售额（十亿）及结构



资料来源：澳亚集团招股说明书，中国奶业协会，弗洛斯特沙利文，东海证券研究所

图9 人均乳制品消耗量（牛奶当量）（千克）



资料来源：澳亚集团招股说明书，中国奶业协会，弗洛斯特沙利文，东海证券研究所
注：人均乳制品消耗量（牛奶当量）指液态奶、黄油、奶酪及奶油的牛奶当量消耗量

图10 2015年-2021年中国居民人均奶类消费量（千克）

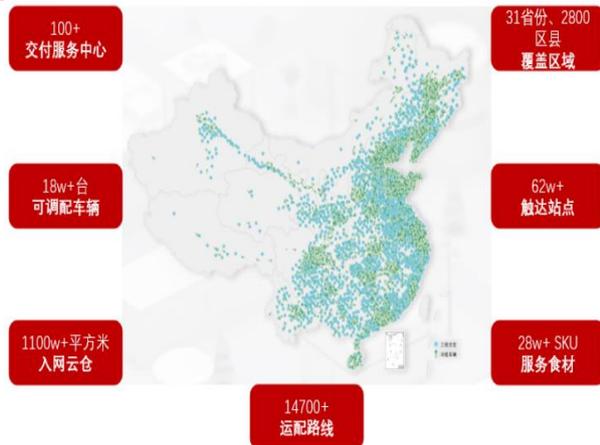


资料来源：国家统计局，华经产业研究院，东海证券研究所

2.2.2.集团冷链优势明显，助推低温业务快速发展

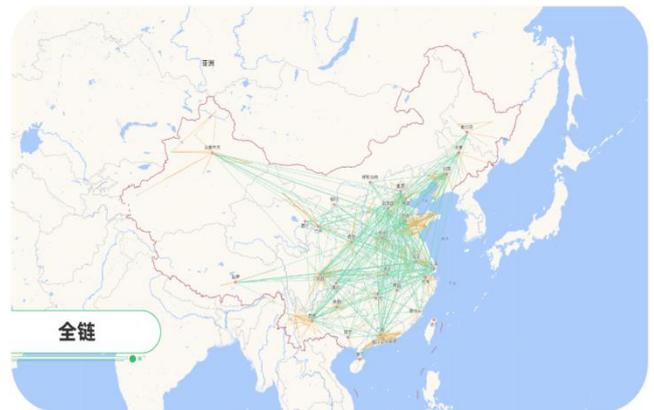
新希望集团旗下的鲜生活是我国冷链头部企业之一，位列国内冷链物流百强第二，深耕冷链物流市场多年，已建立起成熟完善的全国冷链物流服务网络，拥有 18 万+可调配车辆以及 1100 万+平方米的入网云仓，下设超 14700 万个云配线路以及超 62 万个触达站点，鲜生活已拥有优质的品牌力、较高的知名度和冷链物流性价比等优势，对全国不同市场的选品、仓配、助通、渠道的数据积累有极强的需求理解力，公司低温奶业务（无论是奶源还是低温奶产品）借道鲜生活成熟可信的冷链销售服务渠道及物流网络，拓宽低温奶的冷链运输半径，助力公司快速切入对口市场，减少从 0 到 1 的冷链渠道（与超 3200 家餐饮连锁、食品生产贸易等企业提供冷链服务）开拓成本及时间成本，以优于同行的冷链资源优势孵化低温奶业务快速发展，加速产品在新市场下沉渗透，确保公司低温奶业务快速增长，缩短铺货周期减少前期投入。例如，公司的“24 小时”系列产品，已达到以重点区域为中心向全国辐射的供应能力，实现以“鲜”为主线在全国范围升级拓展，快速成为公司新的利润增长点，同时辅

图11 鲜生活冷链运输服务优势



资料来源：鲜生活冷链运输官网，东海证券研究所

图12 鲜生活冷链运输网络



资料来源：鲜生活冷链运输官网，东海证券研究所

从大类上区分，低温乳制品包含低温奶、低温酸奶和（低温）奶酪等，上述每一类中又分为高端品（即高值产品）和大众品两个段位，公司的“鲜战略”主要聚焦高值产品，即低温高值奶和低温高值酸奶，并重点发展和生产低温高值鲜奶。

图13 常温奶与低温奶的优势对比

常温奶和巴氏鲜奶对比情况						
牛奶种类	灭菌方式	温度	消毒时间	保质期	储存方式	销售半径
常温奶（超高温灭菌奶）	超高温瞬时灭菌技术（UHT）	135-145°C	加热4秒左右	1-6个月	利乐包装的成箱奶	全国性
低温奶（巴氏奶）	巴氏消毒法	72-85°C	加热10-15秒	1-7天	全程冷链运输保藏	区域性



资料来源：公司官网，观研天下，东海证券研究所

2.3. 紧紧围绕“鲜战略”，强化发展低温高值鲜奶产品

2.3.1. 低温赛道竞争格局优，高值产品市场空间大

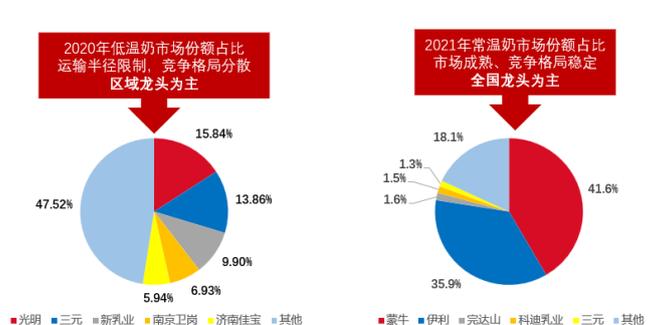
一方面，低温高值奶以“鲜味道”和“高营养”为核心价值，但受制于货架周期短、销售半径小（一般 300~500 公里）等缺点，对奶源把控、温度保存、保鲜度及冷链存储及运输等要求较高，产业链进入门槛高，行业生产壁垒高、护城河宽且深，后来者很难立足。因此，中国低温奶市场竞争格局良好，集中度不高，产品及品牌相对分散，多以区域性龙头为主。据观研天下报告统计，2020 年，中国乳企的低温奶市场 CR3 仅为 40%，其中光明、三元、新乳业的市占率为 15.84%/13.86%/9.90%。另一方面，中国低温奶市场（特别是高端低温奶）市场规模增速高（市场份额由 2016 年的 32.98% 提升至 2021 年的 45.71%，期间市场规模 CAGR 高达 16.1%，远超普通液态奶的 4.2%），2021 年市场规模已达 1849 亿元；潜在市场空间广阔，未来几年（2021-2026 年 E）国内市场规模将持续保持两位数增长（预计高端液态奶的 CAGR 16.2%，远高于普通液态奶的 2.0%），并预计 2026 年有望占领超 60% 的中国液态奶市场份额；最后，低温奶客户粘性强，稳定性好。

图14 低温奶与常温奶市场竞争格局



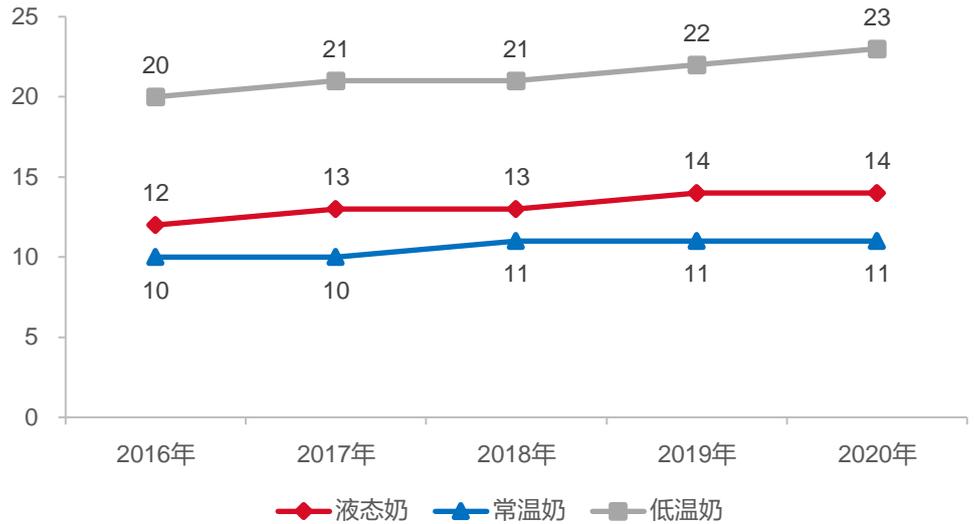
资料来源：观研天下，华经情报网，东海证券研究所
注：常温奶数据来源华经情报网，低温奶数据来源观研天下

图15 低温奶与常温奶竞争格局对比



资料来源：华经情报网，观研天下，东海证券研究所
注：常温奶数据来源华经情报网，低温奶数据来源观研天下

图16 2016年至2020年我国牛奶品类销售单价情况(元/KG)



资料来源: 观研网, 东海证券研究所

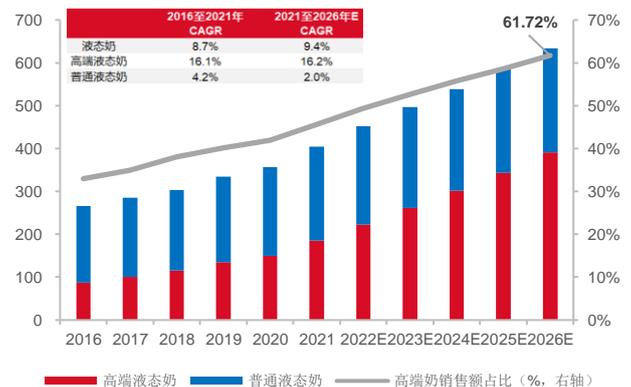
图17 液态奶销售量(百万吨)及品类结构占比



资料来源: 澳亚集团招股说明书, 中国奶业协会, 弗洛斯特沙利文, 东海证券研究所

注: 2020年普通液态奶的零售价不高于20元/升, 2020年高端液态奶的零售价格不低于20元/升

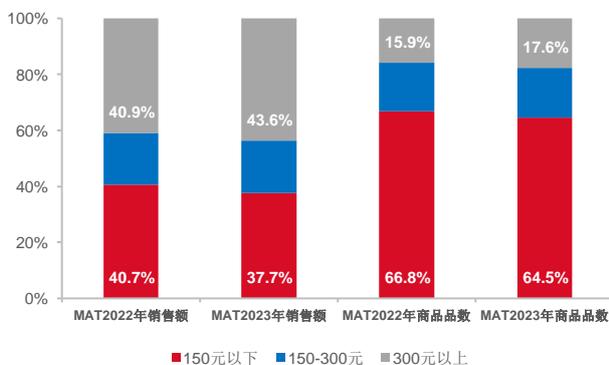
图18 液态奶零售额(十亿元)及品类结构



资料来源: 澳亚集团招股说明书, 中国奶业协会, 弗洛斯特沙利文, 东海证券研究所

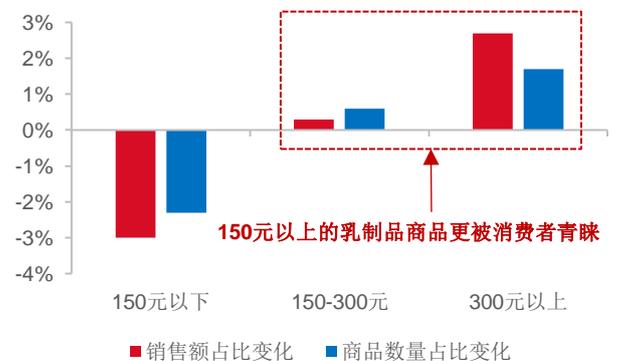
注: 2020年普通液态奶的零售价不高于20元/升, 2020年高端液态奶的零售价格不低于20元/升

图19 2022-2023年乳制品各价格带线上销售变化



资料来源: 魔镜情报网, 东海证券研究所

图20 2022与2023年线上销售额及商品数占比对比



资料来源: 魔镜情报网, 东海证券研究所

2.3.2.精准卡位“鲜”特征, 科技加持“鲜”亮点

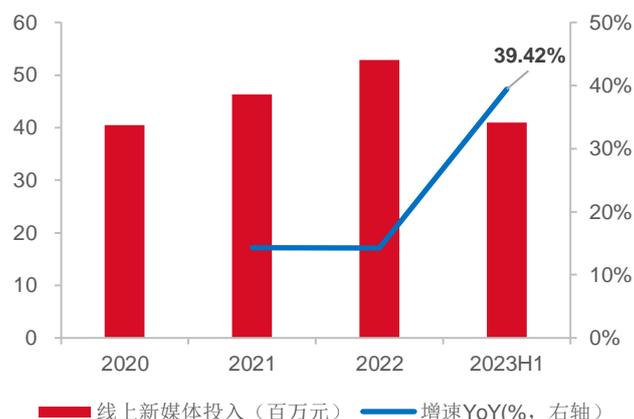
近年来，加大“鲜”产品研发和新品迭代力度，产品创新迭代持续高效，仅2021年至2023年H1期间，一年内推出的新品营收占比一直保持在公司总营收的10%左右，公司的“新”“鲜”产品持续抢占国内低温奶高值产品市场。截止2023年H1，公司低温高值产品“唯品”的营收同比增长超过30%，增速远超行业平均水平，发展势头迅猛。同时，公司不仅高度重视线上新媒体渠道的建设和投入(例如线上新媒体广告宣传费用由2020年的4047万元提高到2022年的5283万元，占比由30.61%提升至34.28%；仅2023年H1已投入4099万，约占2022年全年广告投入的77.61%)，还有效利用一系列的线上新媒体渠道等现代营销手段，以“鲜”为营销亮点和突破口营销宣传公司产品，连续举办9届全国性质的牛奶粉丝节，引进元宇宙技术做线上虚拟音乐会，在抖音、支付宝、微信视频号三大平台同时直播，总曝光超过4000万，在线观看人数突破250万；支付宝上线“黑小优”限定数字藏品等，精准吸引新生代年轻消费者，凭更新颖化营销手段俘获新生代“芳心”，建立有效情感关联。截止2023年H1，公司已累计培养200名优质KOC，15名过万粉丝的KOL，升级裂变15个工作室，发布超过10000篇相关品牌及内容，阅读量突破3000万，以此积累了大量客户资源(私域粉丝互动率最高达到了87%)，一系列高端化“鲜”亮点的品牌营销活动，使公司高端化产品(如今日鲜奶铺、朝日唯品、新希望“24小时”等品牌)知名度迅速提升，产品销售市场份额快速上升。

图21 “黑小优”及“牛奶粉丝节”广告宣传稿



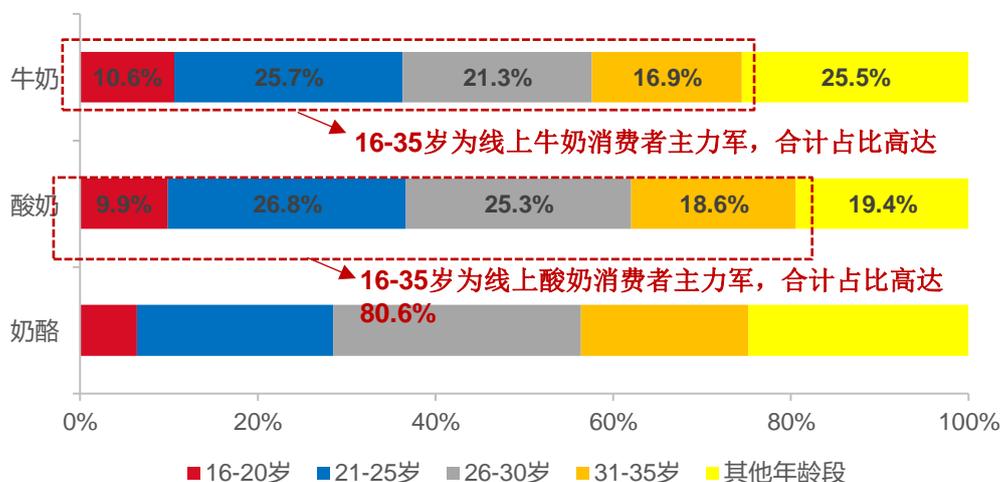
资料来源：公司官网，公司官网公众号，东海证券研究所

图22 新乳业线上新媒体渠道投入



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图23 低温乳制品线上消费者年龄结构



资料来源：魔镜情报网，东海证券研究所

2.4.以“鲜战略”为导向，差异化发展低温酸奶高值产品

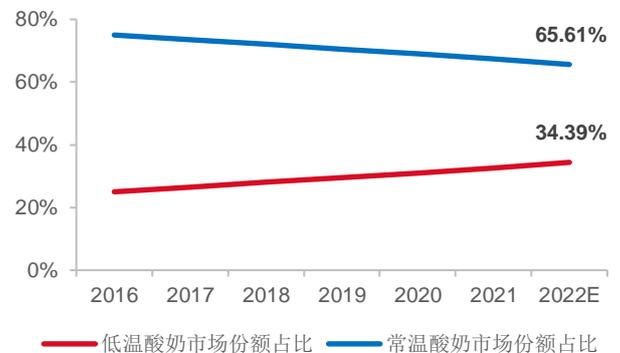
低温奶发展路径拓展延伸至低温酸奶。2022年，中国低温酸奶市场规模预计达589.2亿元，2016-2022年CAGR为14.50%，预计至2026年，中国低温酸奶规模有望增长至874.1亿元，2021-2026年CAGR达11.36%，整体保持快速增长。随着国民收入水平的提高，人们追求酸奶口感和健康的消费需求也同步提升，市场从常温酸奶切换到低温酸奶的趋势明显。多年来，公司加强低温酸奶产品研发投入，以产品迭代创新强化公司“鲜战略”定位，与大众化的平价酸奶产品错位竞争，塑造差异化的产品及品牌竞争，卡位低温特色酸奶和高端酸奶市场，依托新一代消费者对低温酸奶口感、口味、菌种、功能性附加、包装及营销等创新需求的追求，研发生产了“气泡酸奶”、“初心”以及明星产品“活润晶球”等多品牌的核心产品集群，分别获得2022年WFA(Wow Food Awards)创新食品评鉴大赛金奖、银奖，而“活润晶球”酸奶更是获得第四届全球食品综合创新奖(iSEE)铜奖，彰显公司产品创新能力，保持公司储备产品的市场竞争力，实现低温酸奶业务的结构提升和优化，破局大众化酸奶产品的“内卷”，引领行业转型升级。

图24 2016-2026E 低温酸奶市场规模及增速



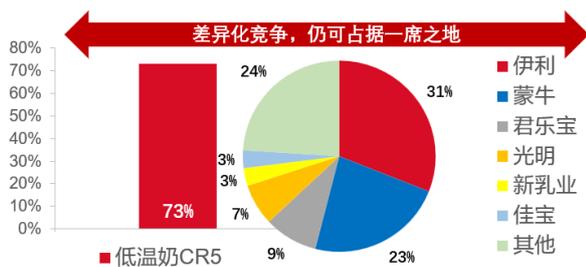
资料来源：观研网，东海证券研究所

图25 2016年至2022年E 低温酸奶和常温酸奶占比情况



资料来源：公司公关，东海证券研究所

图26 低温酸奶市场份额



资料来源：观研网，东海证券研究所

图27 新乳业低温酸奶产品

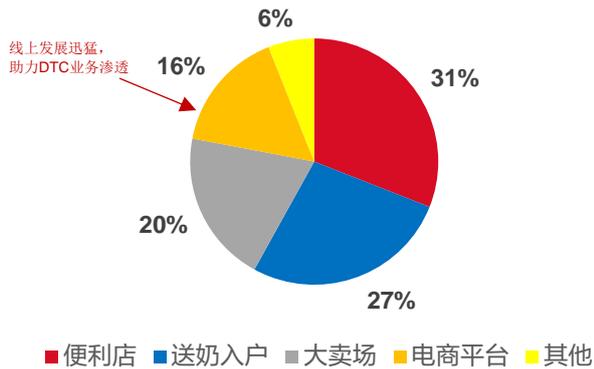


资料来源：公司公告，中国发展网东海证券研究所

2.5.依托 DTC 等数字化新手段，促进公司内生新发展

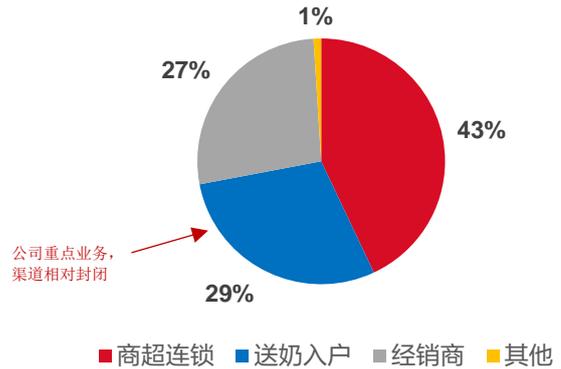
DTC(Direct to Customer)业务，是上游企业通过社交媒体平台（如美团、饿了么、小红书等）、在线商店、形象体验店等多种营销方式，直接面向消费者销售产品和服务的一种商业模式，它搭建了企业商品直达客户（消费者）的闭环渠道。我国低温鲜奶销售主要以DTC渠道模式为主，经销商方式为辅。2022年，低温鲜奶的DTC业务模式等直销渠道销售占比高达73%，其中便利店、送奶入户及电商是直销渠道的主要依靠途径。

图28 我国低温奶行业销售渠道分布情况



资料来源：观研网，东海证券研究所

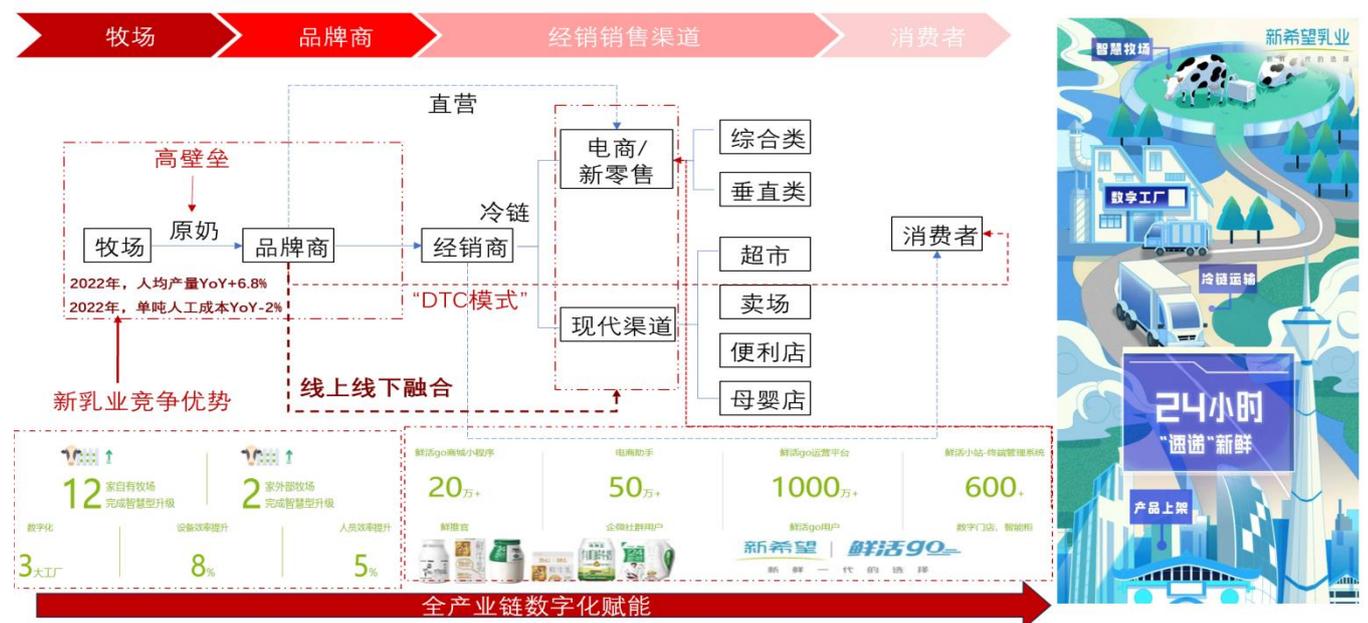
图29 我国低温奶行业销售渠道分布情况



资料来源：观研网，东海证券研究所

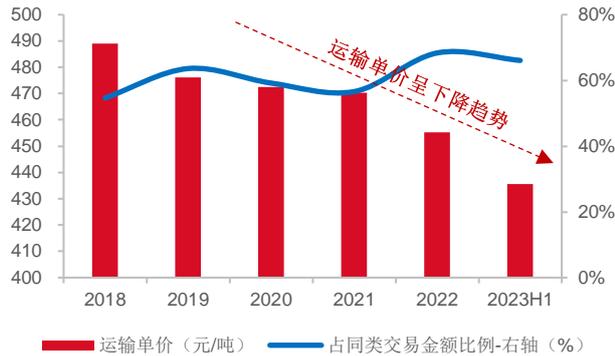
公司以电商、送奶入户等渠道作为其 DTC 发展业务的主要抓手。在低温奶运输环节，公司依托集团“鲜生活”公司的冷链物流成本优势（运输成本长期低于行业平均近 50%），以及自有物流“鲜骑士”负责闭环送达。在客户开发及品牌营销环节，公司采取现代社交媒体等手段，将客户导入至“奶源-新乳业产品-鲜生活-消费终端-售后”的独有私域渠道，进一步精准推送产品介绍及产品促销等，增加消费者或客户对公司产品的粘性和品牌忠诚度，充分挖掘市场目标客户群体，形成庞大且稳定的客户群体。截止 2023 年 H1，沉淀全域数字化用户已超过 1600 万，两年内实现客户累计数翻番，仅 2023 年上半年累计新增用户超 300 万，且呈持续增长态势。在产品销售端，消费者（客户）依托微信小程序“鲜活 go”，或抖音、小红书等网络平台的销售端口，均可方便自主下单。在产品生产端，实现生产过程可视化、标准化、规范化，凭借优质产品线及产业链一体化的丰富经验，在国内拥有近 15 个子品牌的产品生产，保障其供应能力。在售后服务端，公司致力于通过 CRM、AI 客服、用户调研 SASS 平台等工具，提升用户运营精细化、智能化，更好地触达、沟通和服务消费者，提升复购率。最后，公司结合客户开发端、生产端、供应端与销售端的数据共享机制，将在各端数据信息相互传导，使得各基地产品产线资源优势充分利用，提高生产效率、降低生产成本，同步实现“以销定产”，2022 年，公司全年生产劳效（人均产量）同比增长 6.8%，单吨人工成本同比下降 2%，促进公司内生健康良性发展，为公司实现 5 年净利率翻番奠定了创造科技基础。

图30 新乳业全产业链数字化赋能



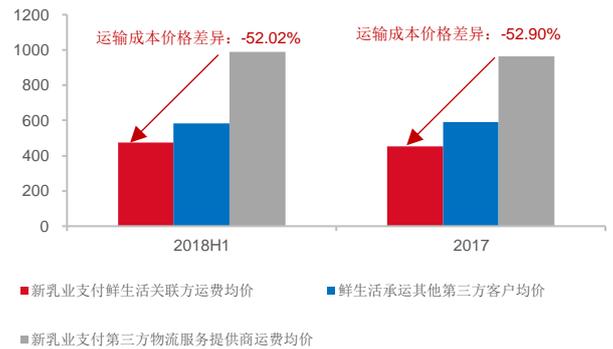
资料来源：公司官网，新希望集团官网，公司微信公众号，华经情报网，东海证券研究所

图31 鲜生活冷链运输单价及关联交易比例



资料来源：公司公告，东海证券研究所

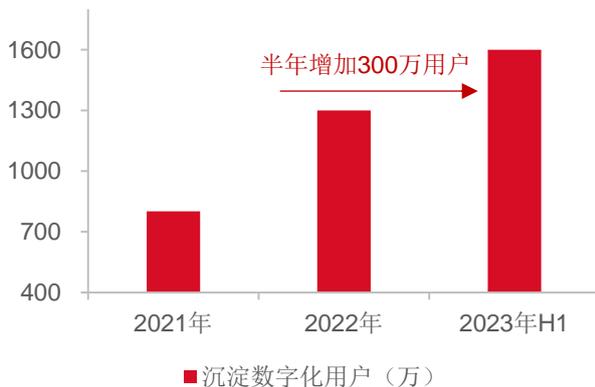
图32 2017年&2018年H1 鲜生活运输成本差异



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

借势于前期线上新媒体投放所积攒的品牌曝光度和知名度，后在 2022 年下半年顺势而为，推出线上私域电商、用户流量与体验中心为主体的销售平台的“鲜活 go2.0”，仅半年时间，商城 GMV 达 1.1 亿，履约达 114 万单，新增用户达 82 万，增长迅猛。同时，公司正有序推进各子公司线上线下、公域私域协同发展（利用公司品牌直营店，以线下实体店面结合线上电商平台，同步向消费者销售乳制品产品，提供更直接、更定制化的购买渠道），渠道有机融合构建跨区域“DTC”业务快速发展(2020 年-2022 年，电商渠道营收总额由 3.71 亿元提升至 2022 年的 7.30 亿元，几乎翻番，2023 年 H1 电商渠道表现依旧强劲，实现营收 4.24 亿元，同比增长 35.71%)，内生新发展已取得新成效。

图33 沉淀全域数字化用户数量



资料来源：公司财报，东海证券研究所

图34 新乳业线上线下双渠融合



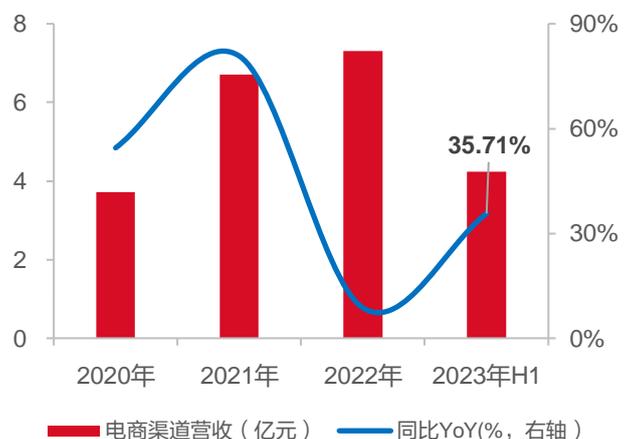
资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

图35 2023年H1 鲜活Go2.0 经营情况



资料来源：公司公告，鲜活 go 微信小程序，东海证券研究所

图36 2020-2023年H1 电商渠道销量情况 (亿元)



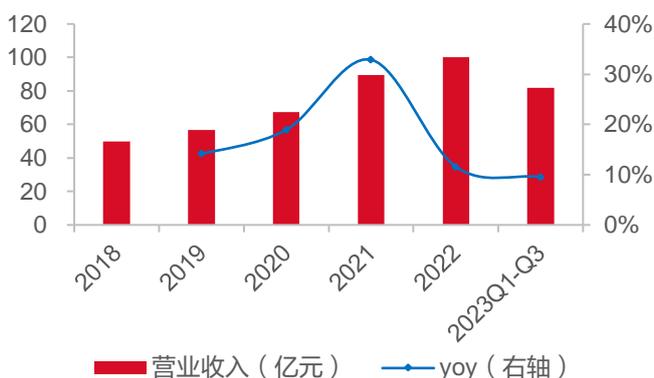
资料来源：公司财报，东海证券研究所

3. “鲜战略” 结出新硕果，推动公司新发展

3.1. “鲜战略” 带来新变化，经营业绩明显改善

营业收入稳步提升。自 2018 年以来，公司专注低温液体乳主业，并通过并购优质区域乳企业加速全国化布局，在确保营收稳步提升的同时，始终坚持以低温乳制品业务为发展核心（多年来，低温乳制品业务占比持续维持在 50% 以上），2018 年-2022 年收入由 49.72 亿增至 2022 年 100.06 亿，CAGR 约为 19.11%，成功迈入“百亿”营收俱乐部，2023 年前三季度，营收为 81.94 亿，同比增长 9.55%，依旧保持稳定增长，公司优异的低温乳制品产品研发、渠道管理体系及品类品牌整合能力，是公司业务业绩增长的强有力来源。

图37 2018 年至 2023Q3 营业收入情况（亿元，%）



资料来源：iFind，东海证券研究所

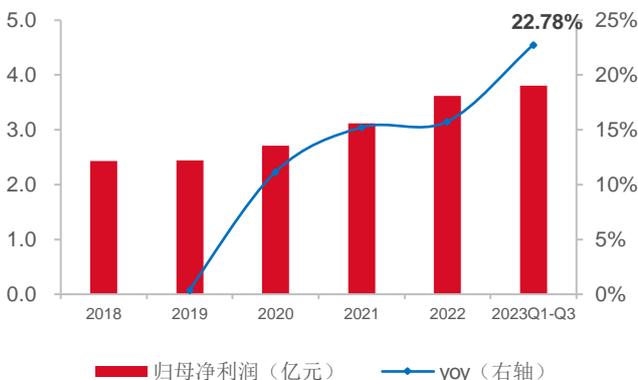
图38 2018 年至 2023H1 业务占比情况（%）



资料来源：iFind，东海证券研究所

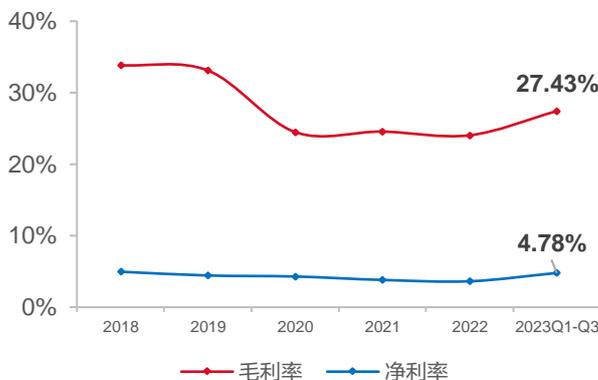
盈利能力逐年向好。2019 年以来，公司归母净利润同比增速逐年提升，4 年间归母净利润由 2.44 亿元提升至 3.62 亿元，2023 年前三季度归母净利润为 3.81 亿元，已超去年全年；销售净利率由 2019 年的 4.43% 提升至 2023 年前三季度的 4.78%，销售毛利率逐年回升，2023 年前三季度较 2022 年提升 3.39%，主要得益于高毛利的高端低温乳制品的贡献，“鲜战略”效果开始显现，支持公司盈利能力快速回升。随着低温乳制品赛道不断崛起，以“鲜战略”为导向的公司产品有望充分受益，未来业绩将保持较高增速，公司盈利能力逐年向好。

图39 2018 年至 2023Q3 归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：iFind，东海证券研究所

图40 2018 年至 2023Q3 销售毛利率及净利率情况（%）

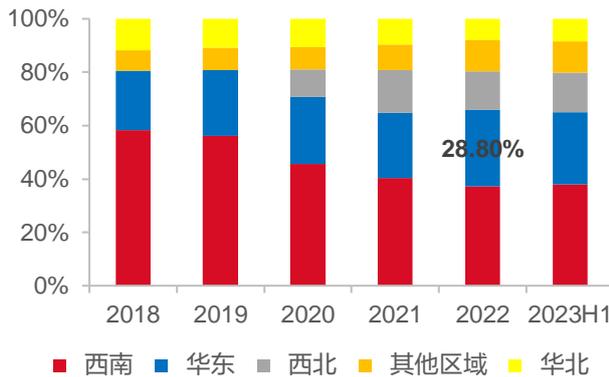


资料来源：iFind，东海证券研究所

3.2. “鲜战略” 带来新变化，成绩亮点精彩纷呈

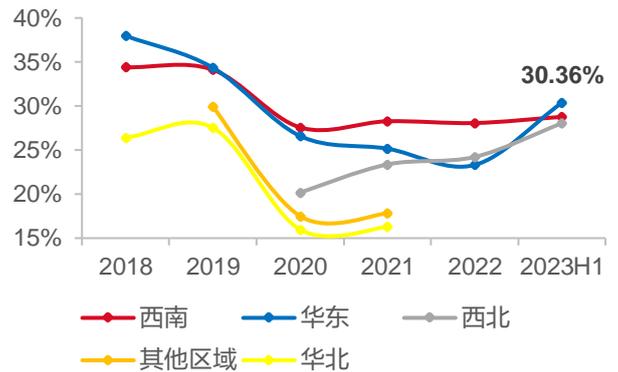
现代营销成效显著。得益于近年来持续高效的现代渠道营销费用投入，公司新品产品的现代营销业绩显著提升。2022年，推出“24小时限定娟姗鲜牛乳”产品，上市首月即成为高端鲜奶 TOP 明星产品；另一明星产品“今日鲜奶铺”国潮牛乳，基于不同消费场景和香浓口味系列新品，仅2022年，该产品全年实现同比增长200%，在“双十一”期间，最高位列抖音“鲜奶爆款榜”第一名、天猫低温鲜奶榜第二名，达到了加速跨区域渗透的良好效果，其中华东城市、川南城市群收获50%以上的高增长，大湾区城市群更是录得超过100%的高速增长；2023年“618”期间，公司“24小时鲜牛奶”荣登天猫低温鲜奶热销榜和热卖榜 TOP5，京东“618”巅峰日低温奶类目交易榜 TOP1，爆款热度依旧（全域电商销售额同比增长37%），在部分地区，与深耕市场多年的区域龙头品牌并驾齐驱，成为低温奶行业内的标杆高端化品牌。

图41 2018年至2023H1各地区销售占比



资料来源：iFind，东海证券研究所

图42 公司各地区毛利率



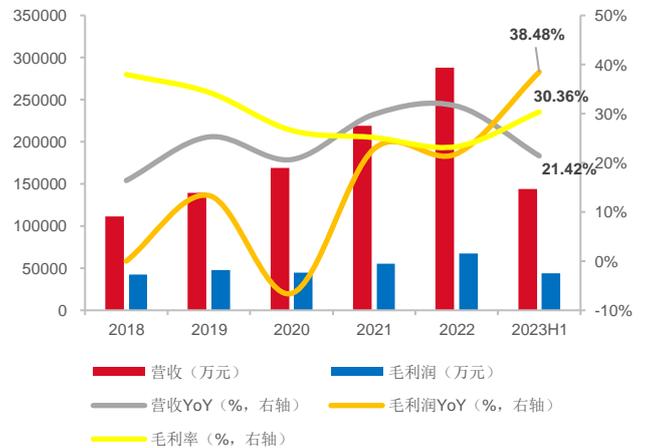
资料来源：iFind，东海证券研究所

图43 新乳业2023年“618”销售情况



资料来源：公司官方微博，东海证券研究所

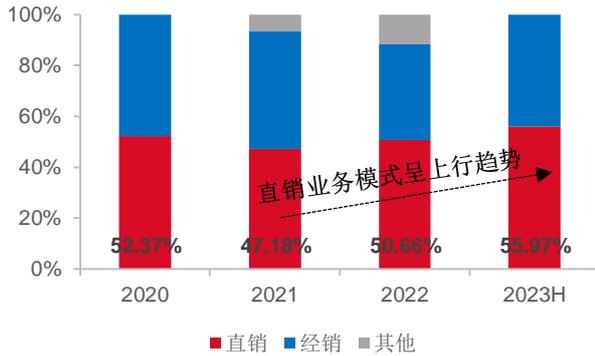
图44 2018-2023年 H1 华东地区的业绩变化情况



资料来源：iFind，东海证券研究所

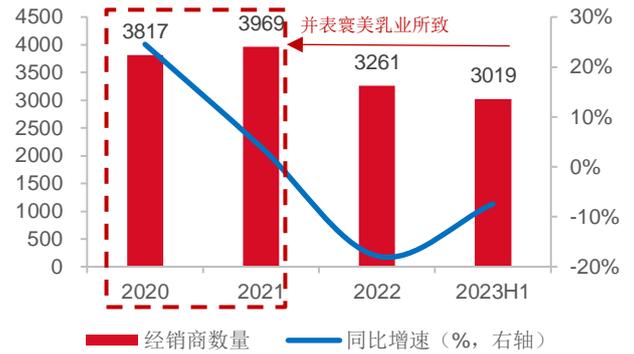
DTC 实现快速发展。2020年以来，排除2021年并表的寰美乳业（业务以经销商为主）因素外，公司实现了总业务规模和DTC业务同步高速发展增长的良好局面，但以DTC为主的直销业务发展增长更快，销售额由2020年的33.21亿元增长至2022年的50.69亿元（销售额提高超50%），占比由52.37%提升至2023年H1的55.97%，公司正以强大的供应能力、直达消费者的优质渠道以及优异的产品力构筑起牢固的市场屏障，精准掌控私域渠道的销量“密码”。通过“DTC”业务塑造起强劲的渠道壁垒，助力公司2027年DTC业务占比30%规划指标的达到，有力支撑公司业绩成长和净利率倍增计划的实现。

图45 分业务模式营收占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图46 2020-2023年 H1 经销商数量变化



资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.“鲜战略”带来新变化，公司实力提升明显

核心产品市场前景稳固。公司紧紧围绕“鲜战略”，充分利用中国乳企并购产业链上游企业的优势，立足西南，中拓东进，北上南下，在短短十几年时间里，通过收购并购近 20 家区域性龙头乳企，实现了华东、华中、华北、西北等区域的深度布局，打造了以“华西”、“雪兰”、“夏进”、“双喜”、“双峰”、“白帝”、“琴牌”、“唯品”、“天香”、“蝶泉”、“南山”、“三牧”、“澳牛”、“阳平”、“七彩云”等近 15 个全国性和区域性知名品牌，构建以“鲜战略”为核心价值的城市型乳企联合舰队，形成低温乳制品业务的基本盘，多数并购的子公司已成为区域性龙头乳企。近年来，为适应新阶段“鲜战略”调整，公司又从外延式增长转向聚焦内生性增长，从收入扩张驱动转向盈利改善优先，以科技创新为突破口，加快形成公司的核心产品矩阵，不断优化产品结构，加快新产品的更新迭代，向重点区域重点城市群深度覆盖渗透，巩固了区域性龙头公司的地位，核心产品市场前景稳固。

图47 新乳业旗下品牌



资料来源：公司官网，东海证券研究所

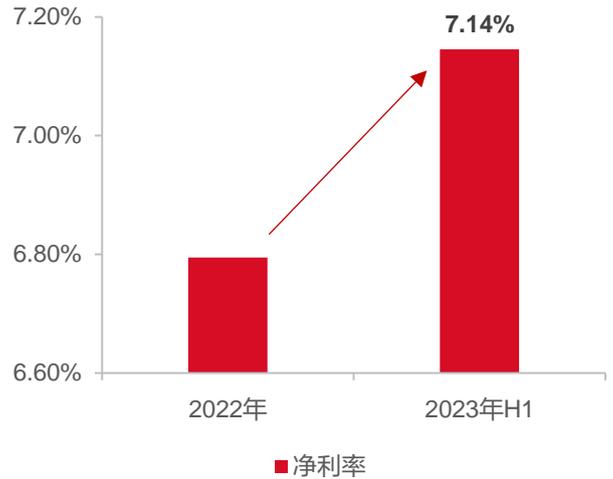
以 2016 年 12 月收购日企朝日乳业及朝日农业（两者为伊藤忠商事和住友化学合资公司，主要从事农产品栽培和奶牛养殖、牛奶加工等业务，企业内部颇受日企“工匠精神”的启发对品控追求极致；现：朝日唯品）为例，通过对朝日多点亏损归因分析，借助朝日以往在“高端农业品牌”的形象沉淀，灵活运用精准营销策略，深耕卡位华东市场，渠道与市场突破并进，保持了营收和利润（2023H1 及 2022 年全年净利率分别为 7.14%和 6.80%）同步高增长，相关指标均高于华东区同行水平。

图48 朝日唯品品牌形象



资料来源：朝日唯品官方微博，东海证券研究所

图49 朝日乳业 2022 年 2023 年 H1 净利率情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

加速完善“泛全国化”布局。公司顺势而为，紧紧抓住市场机遇，精准卡位低温奶高端市场，依托公司优异的产品创新力，加持现代科技手段营销力，率先进行公司“产品、品牌、渠道、用户”的强势突围，优先实现“泛全国化”布局，成功实现国内跨区域运营，有效提升了公司产品的国内市场份额和影响力，成为国内具有代表性的标杆乳企，成长空间巨大。

4.盈利预测及投资建议

消费端稳健增长是我国经济高质量发展的重要保障，在未来“双循环”与“共同富裕”的背景下，其地位将会得到进一步巩固。当前，随着我国居民人均收入水平的增长、健康意识的提升，乳制品（特别是低温鲜奶等的低温乳制品）消费总量多年呈现持续增长趋势，得到消费者越来越多的重视。在全国范围看，低温奶赛道的区域品牌、全国品牌及新兴品牌三股势力并存，没有品牌和产品能拥有绝对市场主导权；而在部分区域内，其低温奶市场潜力还未充分被挖掘，产品面临供应能力不足、运输半径较小等问题，导致部分消费需求难以被满足。因此，优先实现区域品牌向全国化品牌跨越的乳企公司，将有望从增量及存量双重市场中受益，享受行业发展红利。

4.1.盈利预测

我们预计，公司 2023-2025 年公司实现营业收入 110.56/125.99/139.68 亿元，同比增长 10.48%/13.96%/10.87%；实现归母净利润 4.59/5.93/7.53 亿元；EPS 分别为 0.53/0.68/0.87，对应 PE 估值为 21.64/16.76/13.19 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表2 公司主要业务营收拆分（单位：百万元，%）

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入合计						
营业收入	6748.63	8966.87	10006.50	11055.61	12599.15	13968.06
营业收入 YOY		32.87%	11.59%	10.48%	13.96%	10.87%
毛利率（%）	24.49%	24.56%	24.04%	24.61%	25.82%	26.71%
液体乳						
销售收入	6272.75	8301.12	8776.33	9708.09	11122.65	12349.81
销售收入 YOY		32.34%	5.72%	10.62%	14.57%	11.03%
毛利率（%）	24.81%	24.74%	26.06%	26.75%	28.04%	29.03%

销售量 (吨)	723005	960467	1000862	1090759	1231224	1346862
吨价 (元)	8676	8643	8769	8900	9034	9169
吨价 YOY		-0.38%	1.46%	1.50%	1.50%	1.50%
其他						
销售收入	406.25	592.79	1159.35	1275.29	1402.81	1543.10
销售收入 YOY		45.92%	95.58%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	18.87%	20.98%	8.48%	8.00%	8.00%	8.00%
奶粉						
销售收入	69.64	72.96	70.82	72.23	73.68	75.15
销售收入 YOY		4.77%	-2.93%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率 (%)	28.03%	33.27%	28.29%	29.87%	30.48%	29.54%

资料来源: iFind, 东海证券研究所

4.2. 可对比公司估值

我们认为, 当前形势下, 区域品牌走向全国化品牌是必然趋势, 公司借助新希望集团的资源优势, 笃定坚持推动“鲜战略”的落地执行, 抓住市场机遇, 精准卡位低温奶高端市场, 依托公司优异的产品创新力, 持续优化产品结构; 通过对产品“品类、品牌、渠道、用户”等立体化的打造, 加持强有力的现代化媒体营销力, 率先“强势”突围, 优先实现“泛全国化”布局, 成功实现国内跨区域运营, 有效提升公司的国内市场份额和影响力, 成为国内具有代表性的标杆乳企, 成长空间巨大, 因此, 给予公司高于行业平均的估值水平。

表3 可比公司估值

公司	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE	
			2023E	2024E	TTM	2023E	2024E
002946.SZ 新乳业	11.48	99.39	4.59	5.93	23.00	21.64	16.76
600597.SH 光明乳业	8.73	120.34	6.13	7.20	38.3	19.62	16.70
600887.SH 伊利股份	26.75	1702.93	107.26	122.04	15.84	15.88	13.95

资料来源: Wind, 东海证券研究所, 万得一致预测 (180天), 截至 2023 年 12 月 29 日收盘价计算

5. 风险提示

- 1、新品及核心品类推广不及预期风险。**当前, 公司重点推广高端低温酸奶及低温鲜奶, 但消费终端需求影响因素较多, 公司跨区域推广存在一定不确定性。
- 2、渠道扩张不及预期风险。**渠道建设前期投入较大, 公司推广投入效果不及预期, 影响公司后续各项业务收入等。
- 3、原材料波动风险。**公司奶源自给率为 50%左右, 若鲜牛乳价格波动超预期, 则可能影响公司盈利能力。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	494.10	1105.56	1259.91	1396.81
应收票据及账款	579.96	788.04	894.17	975.29
预付账款	185.71	168.50	210.31	259.51
其他应收款	49.33	54.33	61.87	68.70
存货	800.27	785.91	895.07	999.34
其他流动资产	35.42	38.93	40.08	41.11
流动资产总计	2144.79	2941.27	3361.42	3740.75
长期股权投资	488.86	524.66	560.47	596.28
固定资产	3900.76	3397.51	2912.09	2444.17
在建工程	116.87	250.61	318.25	382.11
无形资产	776.18	818.44	890.70	897.97
长期待摊费用	20.57	10.29	0.00	0.00
其他非流动资产	2042.43	2195.87	2097.98	2140.09
非流动资产合计	7345.67	7197.38	6779.49	6460.62
资产总计	9490.45	10138.65	10140.92	10201.37
短期借款	827.87	1207.99	340.07	1234.53
应付票据及账款	957.58	1075.02	1217.11	1315.63
其他流动负债	2475.82	2415.78	2748.92	3045.57
流动负债合计	4261.27	4698.79	4306.10	5595.73
长期借款	2343.65	2171.26	2074.58	206.19
其他非流动负债	219.37	216.17	209.16	214.90
非流动负债合计	2563.01	2387.43	2283.75	421.09
负债合计	6824.28	7086.22	6589.85	6016.82
股本	866.58	866.58	866.58	866.58
资本公积	628.63	628.63	628.63	628.63
留存收益	1023.91	1385.91	1853.23	2446.91
归属母公司权益	2519.13	2881.13	3348.44	3942.13
少数股东权益	147.04	171.31	202.63	242.41
股东权益合计	2666.17	3052.43	3551.07	4184.54
负债和股东权益合计	9490.45	10138.65	10140.92	10201.37

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	362.14	396.44	537.15	705.99
折旧与摊销	482.13	666.60	693.39	705.78
财务费用	147.67	150.97	132.49	84.91
其他经营资金	14.09	115.72	115.72	115.72
经营性现金净流量	1033.71	1154.37	1640.44	1717.41
投资性现金净流量	-653.03	-494.12	-257.85	-368.23
筹资性现金净流量	-468.52	-48.79	-1228.24	-1212.28
现金流量净额	-86.30	611.46	154.35	136.89

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10006.50	11055.61	12599.15	13968.06
营业成本	7601.19	8335.29	9345.85	10236.93
营业税金及附加	45.86	53.09	60.50	67.07
销售费用	1356.65	1548.92	1835.78	2116.65
管理费用	469.58	464.34	560.20	603.86
研发费用	47.67	53.02	59.00	66.31
财务费用	147.67	150.97	132.49	84.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	51.79	47.74	47.74	47.74
公允价值变动损益	28.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	403.17	522.53	676.79	861.89
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	405.91	530.25	684.50	869.60
所得税	43.77	46.57	60.12	76.38
净利润	362.14	483.67	624.38	793.23
少数股东损益	0.63	24.26	31.32	39.79
归属母公司股东净利润	361.51	459.41	593.06	753.44
EBITDA	1035.71	1347.81	1510.39	1660.29
NPOLAT	434.31	633.75	757.61	883.05
EPS(元)	0.42	0.53	0.68	0.87

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收益率	11.59%	10.48%	13.96%	10.87%
EBIT增长率	12.23%	23.06%	19.93%	16.83%
EBITDA增长率	14.21%	30.13%	12.06%	9.93%
净利润增长率	15.77%	27.08%	29.09%	27.04%
盈利能力				
毛利率	24.04%	24.61%	25.82%	26.71%
净利率	3.62%	4.37%	4.96%	5.68%
ROE	14.35%	15.95%	17.71%	19.11%
ROA	3.81%	4.53%	5.85%	7.39%
ROIC	7.63%	12.53%	13.41%	17.03%
估值倍数				
P/E	27.49	21.64	16.76	13.19
P/S	0.99	0.90	0.79	0.71
P/B	4.10	3.57	3.06	2.58
股息率	0.74%	0.98%	1.27%	1.61%
EV/EBIT	25.30	18.66	14.41	11.36
EV/EBITDA	13.52	9.43	7.80	6.53
EV/NOPLAT	32.24	20.05	15.54	12.28

资料来源：iFind，东海证券研究所，截至2023年12月29日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089