

系列报告之基础篇——新乳业的前世今生

新乳业 (002946)

主要观点:

在竞争激烈的乳制品行业，新乳业形成了独特的发展模式，即通过多轮并购形成业务基本盘，以及以新鲜牛奶为重点发展方向。发展至此，我们认为公司一方面正从并购扩张走向内生提质增效，部分子公司在集团赋能下呈良性发展态势；另一方面，新鲜牛奶业务面临良好的外部需求环境，同时与公司搭建形成的多区域布局的“联合舰队”体系相得益彰。我们看好未来3-5年公司收入保持行业领先，利润率提升的发展趋势。

► 并购扩张后内生提质增效

1) 成为多区域布局龙头乳企。公司以西南为基地市场，通过三轮并购外延至华东、华中、华北、西北等区域。其中西南/华东/华北地区2015-2021年CAGR 6.77%/17.7%/18.62%。西北地区在收购宁夏地区龙头乳企寰美乳业之后，西北地区营收2017-2021年CAGR 181.9%。2) 盘活资产，并购方法论助力多维协同。首轮并购经验不足，子公司并购后利润下滑。而后不断总结经验，提炼出“优质标的&顶层设计&业务协同&管理考核”的可复制并购方法论，实现从十年休整期到三年助力湖南南山扭亏为盈再到寰美乳业零磨合的投后管理升级。

► 多区域“联合舰队”体系与新鲜牛奶业务结合，相得益彰

1) 低温奶行业机遇与挑战并存。低温鲜奶行业稳定增长、符合消费升级趋势，低温酸奶行业在后疫情时代存在复苏增长机会。低温奶生意更加适合城市乳企，新乳业在低温奶业务领域具备体系优势。2) 坚持“鲜战略”，多维度破局。一是建立销售渠道壁垒，加快“送奶入户”渠道的拓展；二是推动产品创新和高端化、品牌化，21年活润晶球酸奶实现销售收入100%增长，以“24小时”、“唯品”为代表的高端化产品驱动毛利率显著提升；三是提升综合运营效率，包括在联合舰队推行大单品、节约运输成本、数字化转型和完善牧场布局。

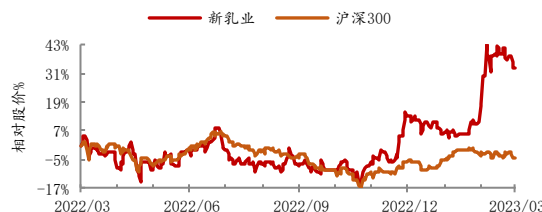
盈利预测

根据公司战略调整盈利预测，22年营业总收入由79.1亿元上调至100.7亿元，新增23-24年营业总收入118.2/139.2亿元；22年归母净利润由3.6亿元上调至3.7亿元，新增23-24年归母净利润4.9/7.0亿元；22年EPS由0.42元上调至0.43元，新增23-24年EPS 0.57/0.81元，2023年4月4日收盘价15.90元对应P/E分别为37/30/20倍。维持“买入”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	15.90
股票代码:	002946
52周最高价/最低价:	17.98/9.87
总市值(亿)	137.79
自由流通市值(亿)	134.41
自由流通股数(百万)	845.35



分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

联系人: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

市场竞争风险，经营管理风险，疫情风险，食品安全风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,749	8,967	10,066	11,824	13,916
YoY (%)	18.9%	32.9%	12.3%	17.5%	17.7%
归母净利润(百万元)	271	312	372	493	704
YoY (%)	11.2%	15.2%	19.1%	32.6%	42.7%
毛利率 (%)	24.5%	24.6%	24.2%	24.8%	26.7%
每股收益 (元)	0.32	0.36	0.43	0.57	0.81
ROE	10.2%	11.8%	12.7%	14.4%	17.0%
市盈率	49.69	44.17	37.03	27.94	19.58

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

写在前面	5
1. 新乳业：构建非对称性竞争优势，突围乳业大本营	6
2. 并购扩张后内生提质增效	8
2.1. 新乳业并购梳理与成果复盘	8
2.2. 成功案例：盘活资产，提质增效	12
2.3. 新乳业并购整合方法论总结	15
2.4. 子公司盈利预测	15
3. 多区域“联合舰队”体系与新鲜牛奶业务结合，相得益彰	17
3.1. 矢志不渝“鲜战略”	17
3.2. 低温奶：有空间但难做的生意	18
3.3. 突破点一：建立销售渠道壁垒	20
3.4. 突破点二：产品创新、高端化、品牌化	21
3.5. 突破点三：提升综合运营效率	23
3.6. 分产品盈利预测	25
4. 风险提示	26

图表目录

图 1 公司历史沿革	6
图 2 公司股权结构图	7
图 3 首轮并购后子公司利润下滑（单位：百万元）	8
图 4 首轮并购子公司分布	8
图 5 二轮并购后子公司利润提升（单位：百万）	9
图 6 二轮并购扩张路径	9
图 7 现代牧业牧场分布	9
图 8 澳亚牧业牧场分布	9
图 9 一只酸奶牛门店布局	10
图 10 寰美乳业并购前后财务状况（单位：百万）	10
图 11 新乳业西南地区营收情况（单位：百万）	10
图 12 新乳业与皇氏集团西南地区毛利率对比	10
图 13 新乳业华东地区营收情况（单位：百万）	11
图 14 新乳业（华东）与光明（上海）毛利率对比	11
图 15 新乳业华北地区营收情况（单位：百万）	11
图 16 新乳业（华北）与三元（北京）毛利率对比	11
图 17 新乳业西北地区营收情况（单位：百万）	12
图 18 新乳业各地区营收占比变化	12
图 19 湖南南山线上销售情况（单位：万元）	13
图 20 新希望导入湖南南山“明星单品”	13
图 21 湖南南山经营情况（单位：百万）	13
图 22 夏进乳业线上电商销售情况（单位：万元）	14
图 23 新希望帮助夏进升级核心大单品	14
图 24 新中产阶级为唯品目标人群	15
图 25 唯品乳业线上销售情况（单位：万元）	15
图 26 新乳业低温、常温收入及同比增速（百万元）	17
图 27 新乳业低温、常温毛利率对比	17
图 28 1H18 新乳业常低温业务数据对比（元/吨）	18
图 29 1H22 新乳业销售费用明细占收入比与伊利对比	18
图 30 新乳业低温鲜奶、低温酸奶等收入及同比增速	18
图 31 低温鲜奶行业市场规模及增速（单位：亿元）	19

图 32 低温鲜奶行业市场格局.....	19
图 33 低温酸奶同比增速与行业总体对比.....	19
图 34 各低温酸奶的价格对比.....	19
图 35 区域乳企机遇与挑战并存.....	20
图 36 低温鲜奶行业渠道结构.....	21
图 37 阳光乳业的毛利率、净利率.....	21
图 38 爱克林酸奶推出后，酸奶业务大幅提升.....	21
图 39 新乳业低温酸奶产品持续创新升级.....	21
图 38 24 小时与唯品聚焦高端化、品牌化.....	22
图 41 公司低温鲜奶吨价（元/吨）与毛利率不断提升.....	23
图 42 原料价格上行情况下公司营业成本结构稳定.....	24
图 43 规模效应下，销售/管理/运输费用率持续下降.....	24
图 44 关联方、第三方运价对比.....	25
图 45 新乳业自有牧场分布图.....	25
表 1 公司股权激励分配情况.....	6
表 2 公司股权激励业绩考核目标.....	7
表 3 重要子公司盈利预测.....	16
表 4 新乳业采取多项技术实现产品创新升级.....	22
表 5 分产品盈利预测.....	25
表 6 可比公司估值比较.....	26

写在前面

乳业江湖几十载，前有常温席卷全国，后有低温割据厮杀，全国性企业低温大旗不断攻坚插上，净土几何？哪些企业能真正的突围，或许才是乳业当下研究除龙头外最大的意义。

而未来从乳业行业发展来看，真正还存在量价齐升并处于中前期阶段的赛道也将是最重要的，决定了行业内公司是否具备内生的发展引擎。常温渗透率较高后，更多发展空间将在产品升级即价格方面预计更多；奶粉在出生人口下降背景下，实质未来成人奶粉的量价齐升空间更大，但还处于转型的最早期；普通低温酸奶深陷低价格带竞争泥潭，量价齐跌，未来更需要突破价格带和培育来解决；而低温鲜奶、奶酪和低温高端酸奶或是乳业未来的动力。既存在行业增长 β 支撑，也存在更多跑马圈地带来销量快速提升机会。对乳业龙头来讲，或都是其想要或正在布局的方向，但基数占比仍较低，而对其余乳企来讲，得此三大成长赛道之一，则得更快速成长的天下。

奶酪已被龙头摘得头筹，实质留给其余乳企的机会，也就只剩低温鲜奶和高端酸奶。低温鲜奶方面龙头已进军，但仍留下大量大众价格带和下沉机会给区域乳企；高端酸奶方面，区域型乳企龙头的转型或许比完全的初生牛犊更容易活下来，且活得更好。因此在未来这两个赛道尚未被龙头大举进攻前，区域乳企应分秒必争，把握机会。

而新乳业，恰恰是占据此两大赛道并且具备较强优势的公司。相较其余区域乳企，在奶源、冷链、研发、市场基础、区域联动、总部管理机制等方面，笔者判断均在行业前列。

不过新乳业以第一阶段并购发展至今，笔者此前一直认为可能存在一些问题，期待公司能够有所变化。第一，从 2022 年公司公告来看，公司发展战略仍将并购和内生同等为重。从笔者观察来看，当前行业内好的并购机会较少且具备不确定性，对于一直以并购为主的新乳业来讲，发展如果依然以并购为主，可能会降低此两大赛道发展的精力并造成收益可能低于机会成本；第二，收购的公司亟需继续加强整合和提高内生盈利质量，才能真正形成乳业的“华润啤酒”收购后发展模式，确立铜墙铁壁的区域市场壁垒，在龙头真正发力前建立更强大的竞争力护城河。第三，公司的鲜立方战略，非常好的定位在了“鲜”的竞争力打造上。但比较同为“鲜”定位的奶粉行业飞鹤来讲，新乳业在品牌露出和宣传方面或仍需加强心智影响力。

如果新乳业真正开启变化，我们认为这可能是乳业上市公司中，尤其是低温中很少的能做到全国化并借助东风和自身能力实现 α 增长的公司，也能够很好的匹配公司提出的“三年倍增，五年力争进入全球乳业领先行列”的发展目标。

基于此，我们将开启对新乳业的研究，从第一篇基础篇开始，先行介绍新乳业；第二篇开始，将详解低温鲜奶行业 and 高端酸奶的竞争格局；第三篇将详解公司发展空间和确定性。让我们拭目以待公司未来进军全球乳业前列的每一步！

1. 新乳业：构建非对称性竞争优势，突围乳业大本营

2001年，新希望开始进入乳品行业。新乳业成立于2006年，前身是新希望集团旗下的板块之一，专营乳业。2010年，新乳业组建全新经营队伍，形成高效管理团队，并制定、实施“鲜战略”。多轮并购整合下，逐步完成了“中拓”、“东进”、“北上”、“南下”和“西北大开发”的蓝图。在常温奶已成红海，几无空间的格局下，构建非对称性竞争优势，成为乳业大本营中的低温黑马。

图1 公司历史沿革



资料来源：Wind，公司官网，华西证券研究所

区域型乳企成长迅猛，战略规划见雄心。众所周知，受常温奶业务为主的伊利、蒙牛两大全国性品牌的强势挤压之下，区域性乳企发展不易。作为新晋区域乳企的新乳业高瞻远瞩，2010年开始参与低温奶竞争。多年深耕下成长为低温奶市场的领先者。根据公司2021年报显示，公司低温鲜奶份额连续12个月保持增长，市场占有率位列全国第三，是份额增幅最大的区域型乳企。

2021年5月新乳业公开发布《2021-2025年战略规划》。通过“鲜立方战略”和未来五年的努力，推进新鲜战略的高质量发展，聚焦主业的同时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。

股权激励调动员工主观能动性，实现公司与股东共赢。为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引、留住人才的同时充分调动核心管理人员、骨干人员以及有重要影响的其他员工主观能动性，与公司共发展，2020年12月公司公布股权激励计划，拟向激励对象授予1378万股限制性股票（股本占比1.61%）。同时“三年倍增”战略目标与管理团队的股权激励挂钩，即三年内营业收入和净利润均实现翻一番，实现公司与股东共赢。以新乳业2020年67.49亿元营收计算，2023年新乳业将迈入百亿营收阵营。

表1 公司股权激励分配情况

序号	姓名	职务	获授数量 (万股)	占授予股票 总数的比例	占激励计划公告日 公司总股本的比例
----	----	----	--------------	----------------	----------------------

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/骨干等人员 (36 人)		-	528	38.32%	0.62%
7	合计 (41 人)		-	1378	100%	1.61%

资料来源：公司 2020 年限制性股票激励计划（草案），华西证券研究所

表 2 公司股权激励业绩考核目标

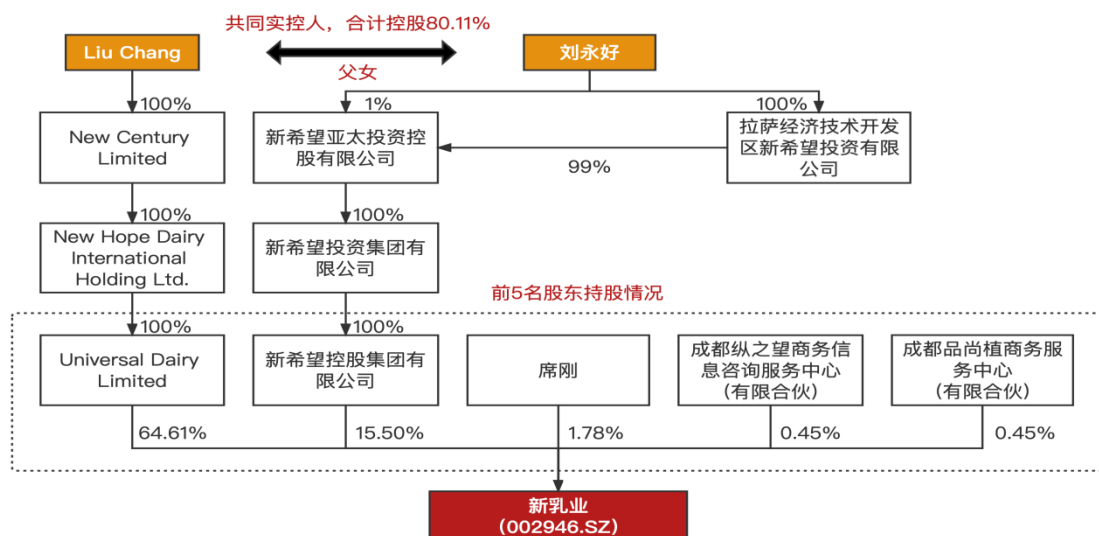
解除限售期	业绩考核目标（营收及净利润双目标）			解除限售比例
	公司解除限售系数 100%		公司解除限售系数 80%	
	2020 年为基准年		2020 年为基准年	
1	2021 年度合并营业收入、净利润增长率均 $\geq 25\%$	2021 年度合并营业收入、净利润增长率均 $\geq 20\%$ ，且至少一个 $< 25\%$		30%
2	2022 年度合并营业收入、净利润增长率均 $\geq 56\%$	2022 年度合并营业收入、净利润增长率均 $\geq 45\%$ ，且至少一个 $< 56\%$		30%
3	2023 年度合并营业收入、净利润增长率均 $\geq 95\%$	2023 年度合并营业收入、净利润增长率均 $\geq 76\%$ ，且至少一个 $< 95\%$		40%

注：本激励计划中所指净利润考核指标均以归属于上市公司股东的净利润并剔除本激励计划实施影响的数值作为计算依据；由本次股权激励产生的激励成本将在经常性损益中列支

资料来源：公司 2020 年限制性股票激励计划（草案），华西证券研究所

背靠强实力集团，赋能公司全产业链。中国最大农牧集团新希望集团的刘氏父女为公司实际控制人。合计持股 80.11%，股权结构集中稳定。新希望集团业务链涉及广泛，其中公司的奶牛饲料业务由新希望六和提供支持；草根知本集团作为产业投资平台，为公司经营赋能；同时在成本和运输上具备优势，实现了上游原奶供给到下游冷链运输全产业链生产。

图 2 公司股权结构图



资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所（数据截止 2022 年三季报）

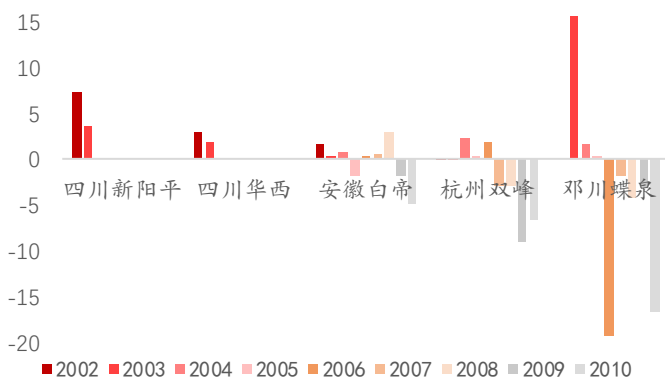
2. 并购扩张后内生提质增效

2.1. 新乳业并购梳理与成果复盘

新乳业自 2001 年开始，经历了三轮并购，以西南为基地市场向外辐射，逐渐填补华东、华北、华南、西北市场空缺。现旗下有 66 家控股子公司、15 个主要乳品品牌、16 家乳品加工厂以及 13 个自有牧场。

第一轮并购（2001-2004 年），总结经验，奠定基础。2001-2004 年，新希望集团通过并购方式进入乳制品行业，前后花费 4.3 亿元展开第一轮并购，收购安徽白帝、重庆天友、杭州双峰、青岛琴牌、邓川蝶泉、苏州天香等 12 家乳企，布局西南、华东、华北区域。但是由于首轮并购经验不足，初涉乳制品行业缺乏行业认知、子公司与集团总部经营理念与企业文化存在差异等原因，投后经营业绩较差，整体呈现亏损状态。其中四川新阳平、四川华西、安徽白帝、杭州双峰在并购前后两年利润分别同比下滑 51.46%、38.78%、96.11%、99.38%。在此后十年休整期内，2010 年席刚先生出任总裁，提出并推动“鲜战略”落地，总结经验并不断提升，形成一套独特的并购方法论。

图 3 首轮并购后子公司利润下滑（单位：百万元）



资料来源：新希望公司公告、华西证券研究所

图 4 首轮并购子公司分布



资料来源：公司官网、华西证券研究所

第二轮并购（2015-2017 年），方法论初见成效，高效盘活资产，拉动企业增长。公司第二轮并购的湖南南山、苏州双喜、唯品乳业等子公司在并购后利润稳步提升，其中 2015 年并购的湖南南山在 2019 年扭亏为盈；苏州双喜并购后两年净利率提升 0.17pct、2.01pct；唯品乳业并购后一年内扭亏为盈。公司第二轮并购进一步深入西南和华东市场并弥补了华中市场空白。

图 5 二轮并购后子公司利润提升（单位：百万）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
湖南南山							
营业收入	42.3	89.0	93.0	162.9	234.7	258.0	381.1
净利润	-10.2	-21.5	-21.1	-2.7	4.7	9.8	21.7
净利率	-24.0%	-24.2%	-22.6%	-1.7%	2.0%	3.8%	5.7%
苏州双喜							
营业收入	65.0	143.8	164.0				
净利润	3.4	7.8	12.2				
净利率	5.3%	5.5%	7.5%				
唯品乳业							
营业收入		49.0	70.0				
净利润		-3.0	6.0				
净利率		-6.1%	8.6%				

资料来源：公司公告、华西证券研究所

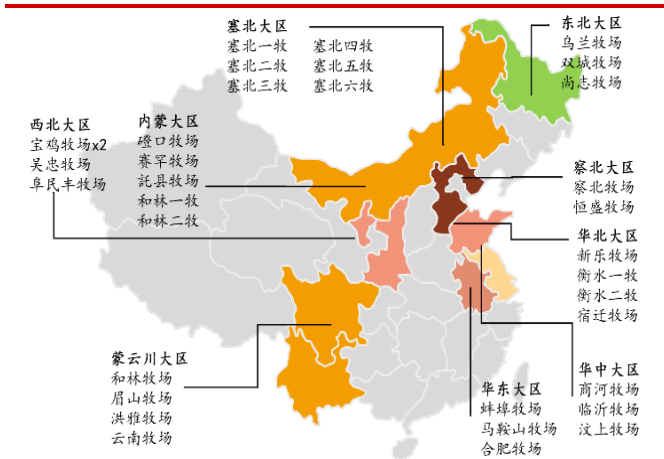
图 6 二轮并购扩张路径



资料来源：公司官网、华西证券研究所

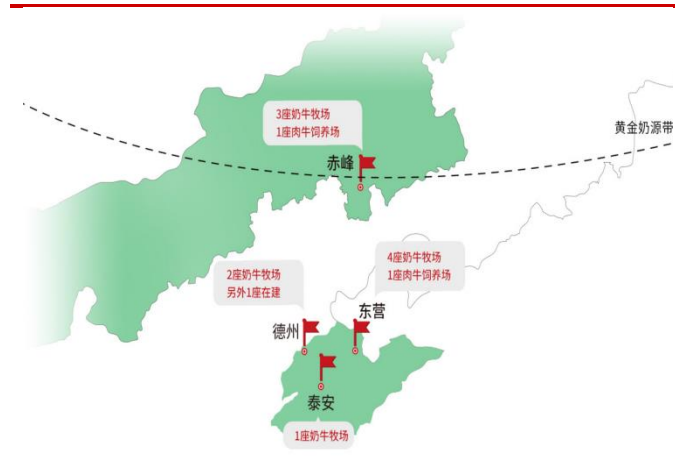
第三轮并购（2019-2022 年），精选优质标的，保障奶源，填补市场空白。1) 保障奶源。2019-2021 年国内上游奶源供应偏紧，原奶价格持续上行。为了加强奶源供给保障，新乳业在 2019 年收购现代牧业 9.28% 股权，2020 年进一步增持了 0.63%。2021 年 9 月，公司以 5840 万美元收购澳亚投资 5% 股份，澳亚牧业牧场主要位于内蒙古、山东等黄金奶源带附近。

图 7 现代牧业牧场分布



资料来源：公司公告、华西证券研究所

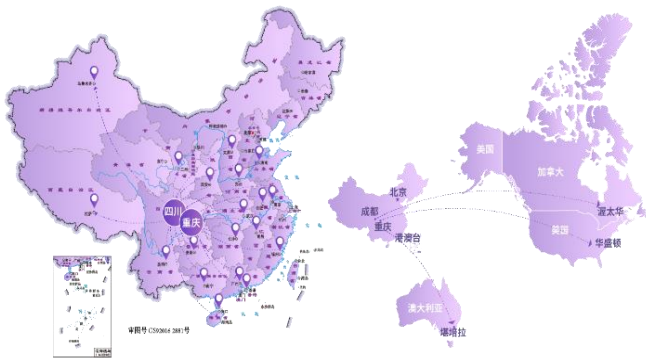
图 8 澳亚牧业牧场分布



资料来源：公司官网、华西证券研究所

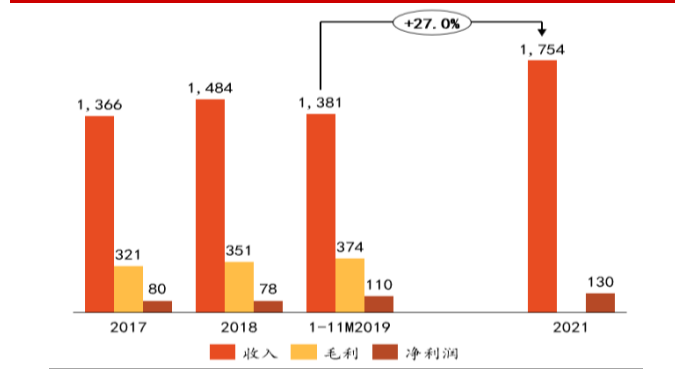
2) 填补空白市场。2020 年，公司收购福建牛奶市场重要品牌“福州澳牛”55% 的股权；同年通过现金和可转债方式分别收购宁夏地区龙头乳企寰美乳业 60%、40% 的股权，进军华南、西北地区。寰美乳业收购前后营业收入由 2019 年 1-11 月的 13.81 亿元上升至 2021 年的 17.54 亿元，增长 27.0%。2021 年 3 月，公司收购现制茶饮品牌“一只酸奶牛”，其总部位于山城重庆，目前下设重庆、成都、西安、河南、深圳、海南、云南、贵州 10 家子公司和 20 余个省级、海外区域代理。2021 年 3-12 月，“一只酸奶牛”收入 1.82 亿元，净利润 900 万元。此次收购是公司向下游产业链延伸的一次尝试。

图 9 一只酸奶牛门店布局



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 10 寰美乳业并购前后财务状况（单位：百万）

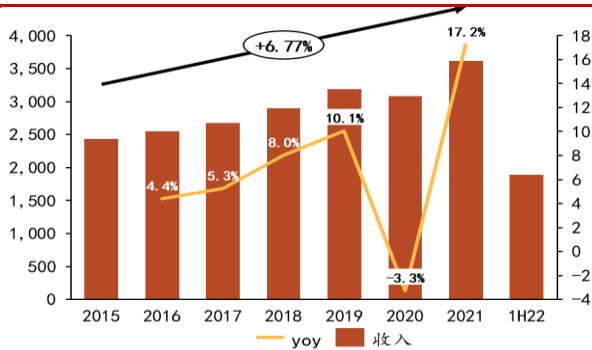


资料来源：公司官网、华西证券研究所

成为多区域布局的龙头乳企。公司在经历三轮并购整合之后，打造了一支多区域布局的联合舰队。2017-1H2022，新乳业基地市场西南地区营收占比逐渐降低，而华东、华北、西北区域占比逐渐提升。

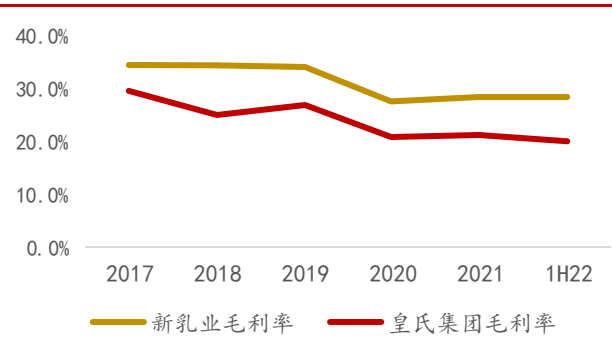
1) 西南地区：公司在前两轮并购中收购四川新阳平乳业、四川新阳平奶牛发展、四川华西乳业、四川新华西乳品饮料等四家四川乳企以及邓川蝶泉、昆明雪兰两家云南乳企；第二轮并购中收购西昌三牧（四川）以及昆明海子（云南），西南地区共参控股 9 个乳制品生产制造企业，多年区域精耕，成为公司营收的主要支柱，2015-2021 年 CAGR 6.77%。皇氏集团是西南地区另一代表性乳业品牌，2022 年上半年低温奶业务占公司总营收的 37.6%，西南地区营收 10.36 亿元，毛利率 20.0%，与之对比，新乳业在西南地区的营收为 18.87 亿元、毛利率为 28.4%。近四年，新乳业在西南地区的盈利能力优于皇氏集团，在西南地区低温乳企中占据龙头地位。

图 11 新乳业西南地区营收情况（单位：百万）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 12 新乳业与皇氏集团西南地区毛利率对比

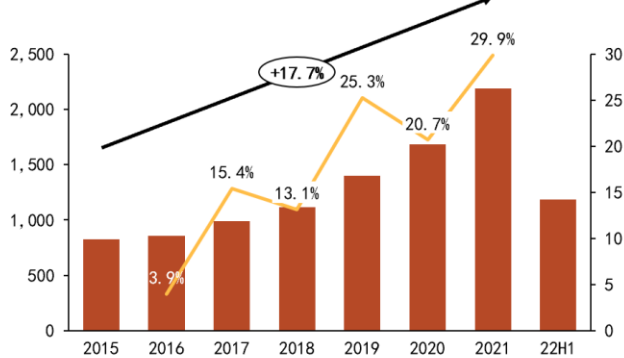


资料来源：公司官网、华西证券研究所

2) 华东地区：公司于第一轮收购中并购青岛琴牌、杭州双峰、安徽白帝，为华东地区布局奠定基础。第二轮并购中公司收购苏州双喜以及朝日乳业（现：唯品乳业）和朝日农业，业务范围进一步扩展。2015-2021 年公司华东地区营业收入由 8.22 亿元上升至 21.91 亿元，CAGR 为 17.7%。上海作为光明乳业的基地市场，2021 年营收 79.65 亿，毛利率 23.6%；新乳业在华东地区的营收为 21.91 亿元、毛利率为 25.2%，新乳业毛利率于 2021 年反超光明乳业，未来盈利提升空间依旧可观。

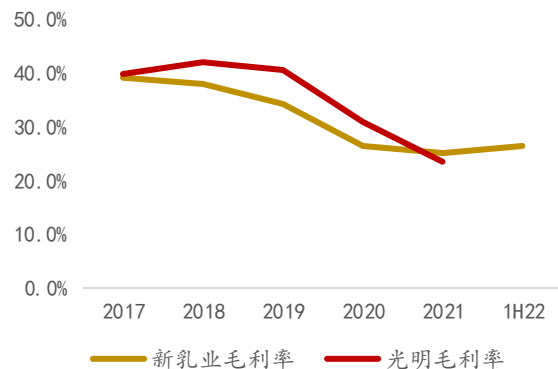
3) 华北地区：北京作为三元股份的基地市场，2021 年营收 43.94 亿元，毛利率 26.7%；新乳业在华北地区的营收为 8.64 亿元、毛利率为 16.3%，新乳业在华北地区由于竞品先发优势略显弱势，但 2019-2021 年营收 yoy 5.5%、16.1%、21.4%，增速可观，渗透率持续提升。

图 13 新乳业华东地区营收情况（单位：百万）



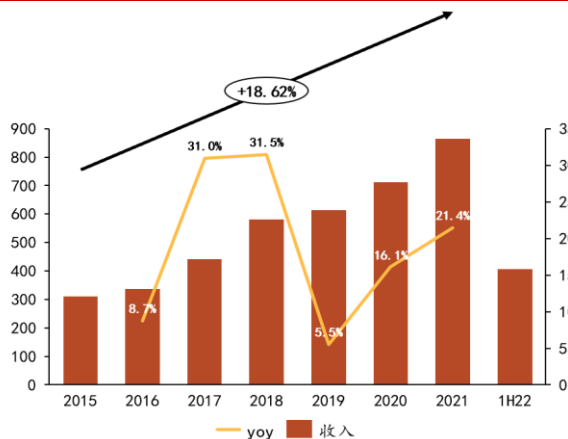
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 14 新乳业（华东）与光明（上海）毛利率对比



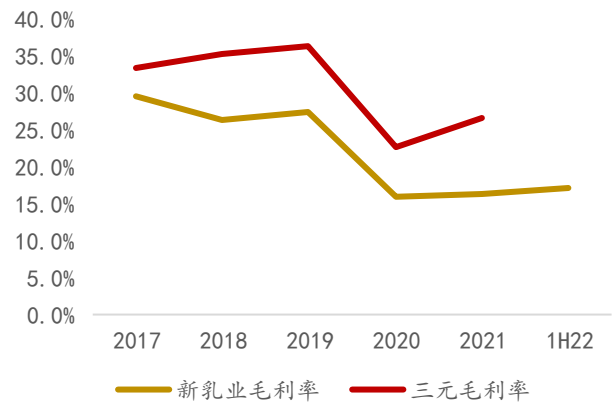
资料来源：公司官网、华西证券研究所

图 15 新乳业华北地区营收情况（单位：百万）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

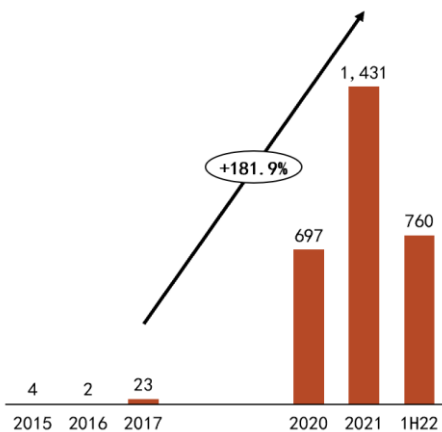
图 16 新乳业（华北）与三元（北京）毛利率对比



资料来源：公司官网、华西证券研究所

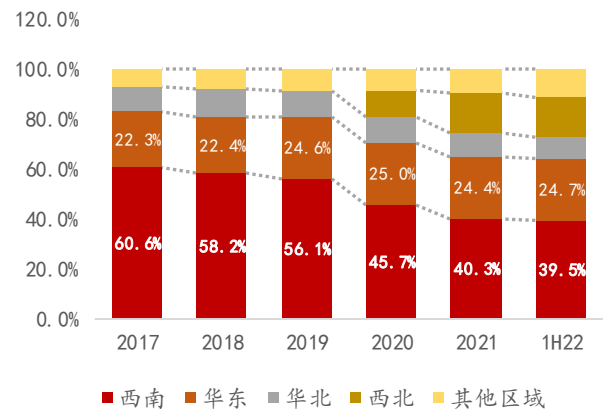
4) 西北/华南地区：2020 年，公司收购福建牛奶市场重要品牌“福州澳牛”55% 的股权与宁夏地区龙头乳企业**蒙美乳业** 100% 的股权，将业务版图扩展到西北、华南地区。通过集团赋能，帮助夏进进行产能扩张、产品升级，公司西北地区营业收入从 2017 年的 0.23 亿元增加至 2021 年的 14.31 亿元。

图 17 新乳业西北地区营收情况（单位：百万）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 18 新乳业各地区营收占比变化



资料来源：公司官网、华西证券研究所

2.2. 成功案例：盘活资产，提质增效

尽管有 15 家子品牌，现阶段公司利润主要由 5 家子公司+1 家参股公司贡献，而这 5 家子公司在新乳业 1H2022 收入中占比 66%，产能占比 64%；即另 10 家乳业生产子公司利润贡献较少，未来有优化提升空间。新乳业有自己的一套并购整合方法论，在公司整合优化下，部分子公司经营呈改善趋势。

案例一：刮骨疗伤，湖南南山三年扭亏为盈。湖南南山成立于 2013 年 11 月，主要在湖南长沙从事乳品生产及销售业务。在本土深耕多年，产品以低温奶为主，常温奶为辅。由于内部控制不当、生产管理混乱、缺少核心大单品以及三聚氰胺等事件，公司入局之前经营业绩持续低迷、声誉跌至谷底。2015 年 6 月新乳业接盘后，由于整合经验不足，湖南南山持续亏损，净利润由 2015 年的-1017 万元下降至 2016 和 2017 年的-2149 万元、-2105 万元。于 2017 年计提资产减值准备 720 万元，占当年新乳业资产减值损失的 48.2%。而后，公司总结失败经验、持续摸索，对湖南南山进行全面赋能改造，在 2019 年扭亏为盈，实现收入 2.35 亿元，净利润 500 万元，2019-2021 年收入复合增长率 27.4%。新乳业对南山的改造赋能措施如下：

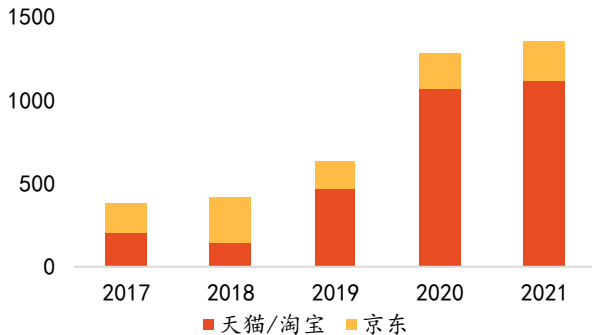
企业文化引入：注入新乳业“像军队”、“像学校”、“像家庭”的文化基因，贯彻“鲜战略”，推陈出新。

生产技改：新乳业先后投入资金对湖南南山原有设备进行升级改造，引进国内外先进设备；全面实施奶牛群体改良计划 (DHI)，完善 TMR 饲喂技术，提高牛奶乳蛋白；全部实现机械化挤奶，原料奶运输全程 GPS 定位和视频监控；截至 2021 年，公司实际产能 4.3 万吨/年。引入数字化系统，实现生产灌装、包装全自动化操作，大幅提升了生产效率及产品品质。2018 年 12 月，湖南南山成为湖南省内首家通过“优质乳工程”验收的企业，同时也是新希望乳业旗下第 8 家通过中国优质乳工程审核的企业。

渠道营销：持续推动渠道变革，总部在数字化营销、私域布局、D2C 业务等方面提供了很多支持，让南山的营销更加精准、能更好地触达和沟通消费者。继续发展和完善线上电商渠道，2019-2022 年天猫/淘宝销售额 yoy231.78%、126.19%、4.72%，京东 2020-2021 年销售额 yoy 32.63%、10.47%。

产品导入：经集团深度调研后，结合本地特色进行属地化产品创新，主打长沙本土风味的“南山老酸奶”实现了量级增长；同时将初心、24小时鲜奶、活润、今日鲜奶铺等明星产品导入南山产品体系中打开公司新的增长点。

图 19 湖南南山线上销售情况（单位：万元）



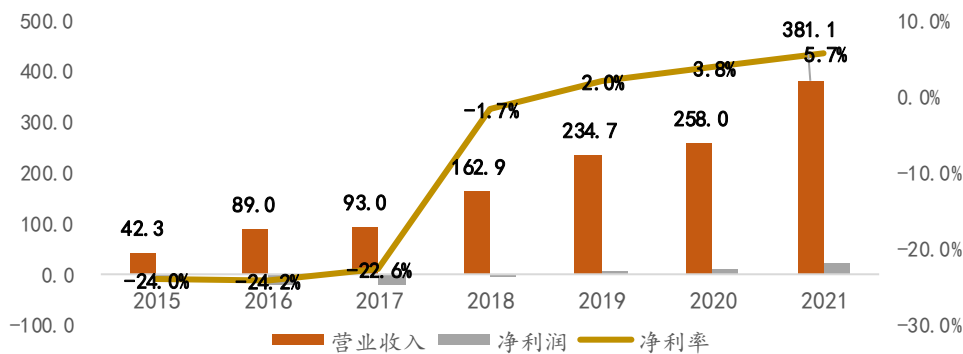
资料来源：魔镜、华西证券研究所

图 20 新希望导入湖南南山“明星单品”



资料来源：公司官网、华西证券研究所

图 21 湖南南山经营情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

案例二：“零磨合”标杆，夏进实现极速协同。寰美乳业于 2007 年在宁夏成立，是宁夏地区单体规模最大、市场占有率最高的地区性乳制品企业，主打常温纯牛奶、常温乳饮料、常温调制乳等产品。寰美乳业旗下“夏进”品牌在西北地区拥有稳定的品牌形象以及忠实的品牌追随者，是西北区域市场的领导品牌，在与宁夏伊利工厂（全球最大液态奶基地）竞争的情况下，夏进乳业在宁夏地区仍有 50% 的市占率。2021 年作为并购后首个完整会计年度，夏进乳业收入单体同比增长 18%、净利润增长 20%。新乳业对夏进的改造赋能措施如下：

问题梳理：投后新乳业第一时间对其存在的问题进行分析，发现夏进乳业存在一定程度的产品老化；产品以常温为主，低温业务较为薄弱。

提出目标：制定详实的战略定位与规划，提出五年之后再造一个夏进的目标。并向其他区域扩展，打开第二增长曲线。

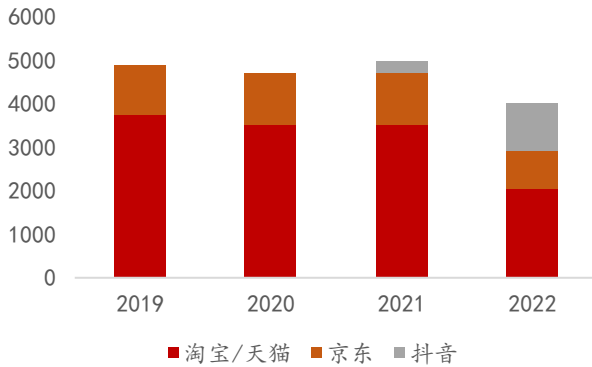
激励协同：根据公司战略结合业务模式在子公司采用多种激励机制，在激发员工奋斗热情的同时，也为员工分享经营成果设置良好的机制。

产能扩张：根据环评报告，塞上牧业万头奶牛标准化牧场扩建项目计划 2021 年 7 月开始建设，2022 年 6 月投产运营新增养殖规模年存栏奶牛 7500 头，投产后预计年产 6 万吨生鲜乳，截至 H12022 夏进乳业实际产能为 15.46 万吨/上半年。

产品研发：导入新乳业低温业务资源，助力产品升级，实现低温业务扭亏为盈。从研发团队、和市场团队方面进行赋能，大力发展差异性高端区域特色产品，推出了塞上牧场枸杞牛奶。

区域渠道拓展：以宁夏为中心，争取陕甘宁连成一片。例如在银川到西安的高铁线路上投放广告，形成辐射效应。扩展线上销售渠道，2021 年线上电商销售总额 5004 万元，yoy 5.86%。

图 22 夏进乳业线上电商销售情况（单位：万元）



资料来源：魔镜、华西证券研究所

图 23 新希望帮助夏进升级核心大单品



资料来源：公司官网、华西证券研究所

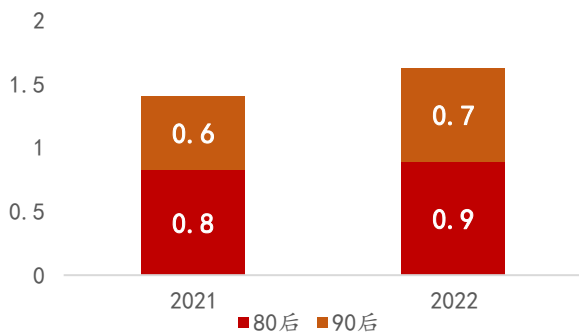
案例三：坚持高端定位，唯品在疫情中化“危”为“机”。2016 年 12 月公司以 5499.91 万元收购山东朝日绿源乳业有限公司 100% 的股份。截至 2021 年，朝日乳业现有产能 4075 吨/年。公司并购之前，朝日集团生产的牛奶价格高昂，在国内市场主推的高端鲜奶品牌“唯品”低温冷藏牛奶，在当时的马可波罗电商网站上，250 毫升产品价格为 12.8 元，价格高于国内高端品牌的牛奶和进口鲜奶。尽管高端牛奶在中国供不应求，但朝日乳业仍持续亏损。2016 年公司年收入 4930 万元，亏损 318 万元。在新乳业整合赋能之后，1H22 唯品收入 3.08 亿元、净利润 2500 万元，利润率 8%+。新乳业对唯品的改造赋能措施如下：

精准定位目标人群。唯品品牌目标人群定位为新中产阶级，外延至中产白领，将以上海为代表的经济基础较好的华东市场作为核心基地。根据 QuestMobile 数据显示，目前中国 2 亿新中产中，80、90 后分别占比 50.8%、49.2%，这也是品牌未来的主要客群。

借助品牌积淀创新。唯品先前就定位为高端乳品，自 2006 年成立以来形成了一定的品牌积淀。并购之后，产品最终定位为“循环农作，自然出美味”的“高价值差异化乳品”，符合目前低碳减排潮流，极大驱动产品增长。

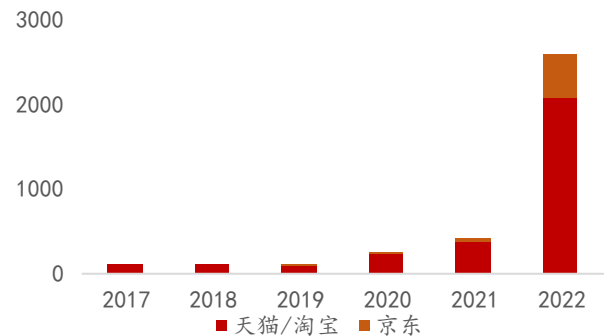
乘疫情之势，完善渠道布局。公司积极拓展 To B 和 To C 渠道，其中 To B 端抓住咖啡红利，通过与多家咖啡品牌达成合作关系，在专业性咖啡板块获得了增长机会，其中与永璞咖啡联名的“咖啡酪乳”高端低温酸奶售价 20.15 元/100g；疫情期间，成立社区团购业务项目组，首次启动大规模团购业务，通过“去找团长+团长来找”的思路，调动本地经销商资源和员工资源，抢占市场份额；基于客群特征，目前唯品的主要销售渠道为线下精品商超，合作方包括麦德龙、山姆会员商店。线上渠道，2022 年天猫淘宝和京东线上销售额同比增长 445.12%、1509.12%。

图 24 新中产阶级为唯品目标人群



资料来源：QuestMobile、华西证券研究所

图 25 唯品乳业线上销售情况（单位：万元）



资料来源：魔镜、华西证券研究所

2.3. 新乳业并购整合方法论总结

从第一轮并购的十年调整期到第二轮湖南南山三年扭亏为盈再到第三轮夏进乳业的零磨合。新乳业在企业并购方面已形成了一套可复制的方法论，通过投后管理实现高效运营的实践越来越短。

并购标的选择：契合公司“鲜立方”战略。我们认为选择并购标的时重点考虑其与公司战略目标和愿景的契合程度。选择能够增强企业“鲜能力”，提高公司区域竞争优势以及填补区域空白的优质标的，“少走弯路”。

并购标的重整：一企一策，因势利导。
产品：更新升级现有产品线、发展区域特色产品、总部研发大单品赋能；**渠道：**重视送奶入户等 D2C(直达消费者)渠道的建设，构建适应区域乳企的高复购壁垒；**运营：**通过数字化转型实现产业链各个环节降本增效；**组织管理：**根据公司战略结合业务模式在子公司采用多种激励机制，在激发员工奋斗热情的同时，也为员工分享经营成果设置良好的机制。

融入集团管理体系：总部条线化管理，区域落地。各个品牌在母品牌下独立运营，充分发挥各区域品牌的协同效应，实现资源的优化配置。
 1) **整合赋能：**整合赋能作为公司的核心能力，有望在长期进一步优化各个子公司的盈利能力，带动公司净利率中枢进一步提升。
 2) **奶源中心，**上游端奶源由生态牧业公司统筹管理，总部统一协同。
 3) **物流：**与新希望集团旗下鲜生活冷链物流合作配送。
 4) **考核制度：**实施红黄牌奖罚管理机制，公司高级管理人员职务能上能下、薪酬能升能降，始终保持团队活力。

2.4. 子公司盈利预测

现阶段公司利润主要由 5 家子公司（四川乳业、昆明雪兰、寰美乳业、青岛琴牌、唯品乳业）+1 家参股公司（重庆天友）贡献。
 1) 根据“五年后再造一个夏进”的增长目标，预计寰美乳业 2021-2025 CAGR 12%，利润率 8%/9%/10%；
 2) 根据欧睿国际预测，2019-2024 年低温奶销售额年均复合增速为 6.56%。四川乳业、昆明雪兰为公司 2002 年并购的企业，在当地市场份额均超过 50%，未来增速趋于稳定，假设收入 yoy 均为 8%，净利率随着公司数字化系统的建设带来的精细化运营能力提高以及规模效应稳步增长；
 3) 青岛琴牌为公司 2002 年收购的企业，2016-2021 年收入复合增长率超过 25%，净利润复合增长率超过 30%。根据 1H2022 数据估算 2022 年收入和利润，并预计 2023-2024 年收入 yoy 20%/20%，净利率 6%/7%/8%；
 4) 朝日唯品凭借 b 端与多家咖啡品牌达成了合作关系以及品牌定位高端化等因素，叠加 c 端高端酸奶和牛奶

的快速发展，过去 3 年的营业收入复合增长率超过 40%。根据 1H2022 数据估算 2022 年收入和利润，并预计 2023-2024 年收入 yoy 65%/50%，净利率 8%/9%/10%。

表 3 重要子公司盈利预测

	2018	2019	2020	2021	1H2022	2022E	2023E	2024E
四川乳业								
营业收入	1360.5	1447.2	1388.0	1613.4	816.0	1855.4	2133.7	2453.7
YOY		6.4%	-4.1%	16.2%		8.0%	8.0%	8.0%
净利润	101.6	105.3	101.7	96.8	37.0	120.6	149.4	196.3
YOY		3.6%	-3.4%	-4.9%		24.6%	23.8%	31.4%
净利率	7.5%	7.3%	7.3%	6.0%	4.5%	6.5%	7.0%	8.0%
昆明雪兰								
营业收入	1050.4	1159.0	1127.6	1214.0	576.8	1311.1	1416.0	1529.3
YOY		10.3%	-2.7%	7.7%		8.0%	8.0%	8.0%
净利润	65.6	65.2	64.2	61.1	28.9	78.7	99.1	122.3
YOY		-0.7%	-1.4%	-4.8%		28.7%	26.0%	23.4%
净利率	6.2%	5.6%	5.7%	5.0%		6.0%	7.0%	8.0%
寰美乳业								
营业收入		1380.9	1707.4	1753.6	967.4	1964.0	2199.7	2463.7
YOY			23.6%	2.7%		12.0%	12.0%	12.0%
净利润		110.0	103.2	129.7	73.6	157.1	198.0	246.4
YOY			-6.2%	25.7%		21.1%	26.0%	24.4%
净利率		8.0%	6.0%	7.4%	7.6%	8.0%	9.0%	10.0%
唯品乳业								
营业收入					308.0	616.0	1016.4	1524.6
YOY					51.2%		65.0%	50.0%
净利润					25.0	50.0	91.5	152.5
YOY					40.6%		83.0%	66.7%
净利率					8.1%	8.1%	9.0%	10.0%
青岛琴牌								
营业收入					474.0	948.0	1137.6	1365.1
YOY							20.0%	20.0%
净利润					27.0	54.0	68.3	95.6
YOY							26.4%	40.0%
净利率					5.7%	5.7%	6.0%	7.0%
其他								
营业收入						3371.4	4145.5	4893.4
YOY							23.0%	18.0%
净利润						-99.6	-58.5	-52.0
YOY							-41.3%	-11.0%
总计								

营业收入	4972.0	5675.0	6748.6	8966.9	4780.0	10065.9	12048.9	14229.8
YOY		14.1%	18.9%	32.9%		12.3%	19.7%	18.1%
净利润	246.6	251.5	289.4	341.3	193.3	360.8	559.1	774.7
YOY		2.0%	15.1%	17.9%		5.7%	55.0%	38.6%
净利率	5.0%	4.4%	4.3%	3.8%	4.0%	3.6%	4.6%	5.4%

资料来源：华西证券研究所

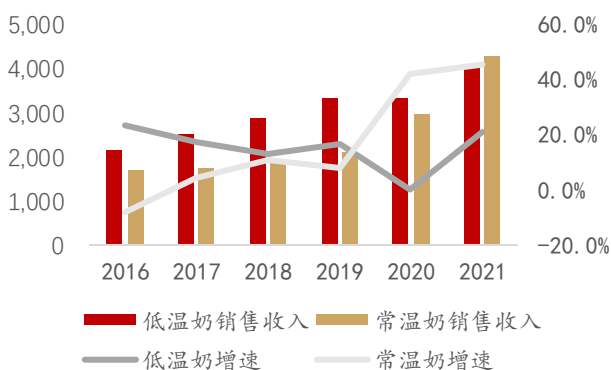
3. 多区域“联合舰队”体系与新鲜牛奶业务结合，相得益彰

3.1. 矢志不渝“鲜战略”

新乳业 2010 年提出以“鲜战略”作为公司业务发展主战略，推出国内首创的 24 小时鲜牛乳。2021 年公司将“鲜战略”升级为“鲜立方”战略，在坚守“鲜价值”初心的同时，对品类策略、品牌策略、增长策略和管理策略进行了战略迭代精进，确立了“三年倍增，五年力争进入全球乳业领先行列”的发展目标。

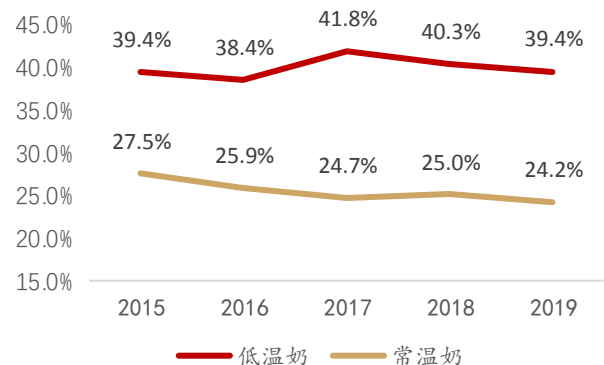
新一代“鲜立方”战略将继续以“鲜”为主题拓展赛道，围绕品类、渠道、品牌和用户四个维度全方位、立体化强化新鲜硬性，拓展鲜价值半径。品类上重点发展低温鲜奶和高端特色低温酸奶，并实现低温、常温、固奶等多赛道协同发展；渠道上核心发展 DTC 渠道，强化送奶入户及线上新零售，推动线上、线下渠道有机结合；品牌上强化母品牌、锐化地方品牌，打造全国性大单品，同时鼓励区域创新特色产品；用户上与新鲜一代共鸣，满足消费者的多层次、多场景、多元化新鲜营养需求。

图 26 新乳业低温、常温收入及同比增速（百万元）



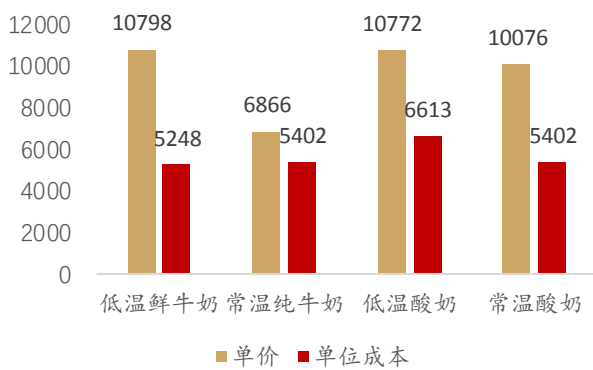
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 27 新乳业低温、常温毛利率对比



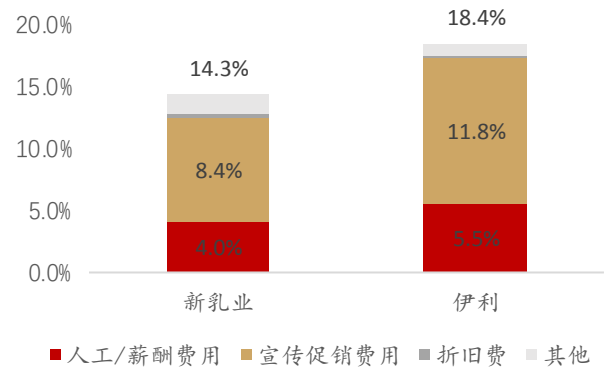
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 28 1H18 新乳业常低温业务数据对比（元/吨）



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 29 1H22 新乳业销售费用明细占收入比与伊利对比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

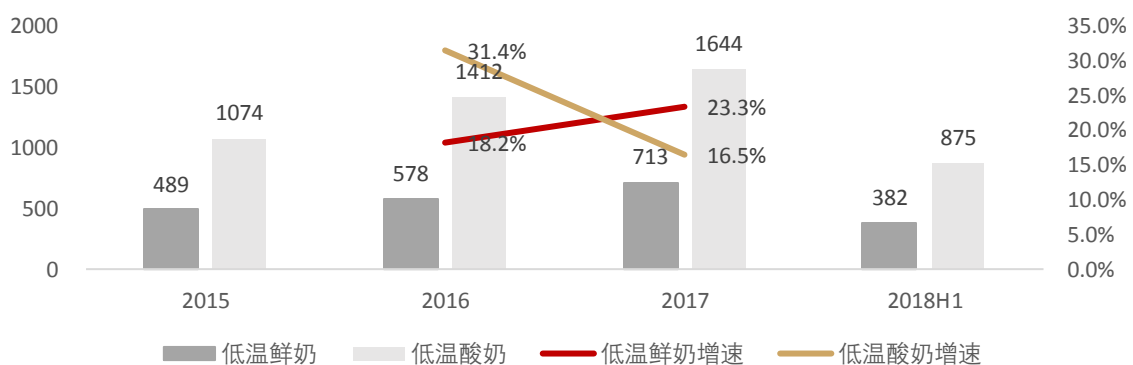
3.2. 低温奶：有空间但难做的生意

低温奶 VS 常温奶：目前常温奶市场已进入成熟阶段，双寡头格局稳定，伊利、蒙牛合计市占率接近 80%，具有规模效应。而低温奶市场竞争格局分散，前三家市占率合计不超过 30%，且随着乳制品消费升级，未来增长空间广阔，适合区域乳企发展，与常温奶行业巨头形成错位竞争。

低温鲜奶行业：低温鲜奶偏日常消费，近几年市场规模不断增长，增速稳定，在营养成分、口味感受上具备优势使其正在替代常温奶逐步打开市场，日益受到认可和推崇。同时，ESL 生产工艺的推出使低温鲜奶的货架期在冷藏条件下延长至 15 天，最长可达 45 天，扩展了销售半径、加速了行业成长，但也加剧了竞争。

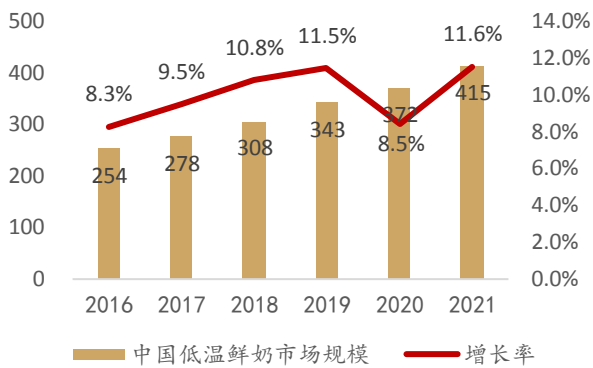
低温酸奶行业：低温酸奶偏休闲消费，近几年行业由于受到疫情冲击较大，整体市场规模有所萎缩，但部分细分品类如零糖零添加、高端酸奶等仍受消费者追捧。基础酸奶产品依靠价格促销拉动销售，盈利不易；产品创新、高端化是突破低温酸奶行业沉寂现状的主要方向。

图 30 新乳业低温鲜奶、低温酸奶等收入及同比增速



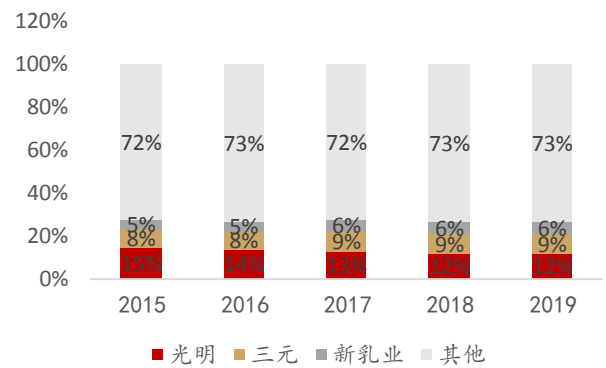
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 31 低温鲜奶行业市场规模及增速（单位：亿元）



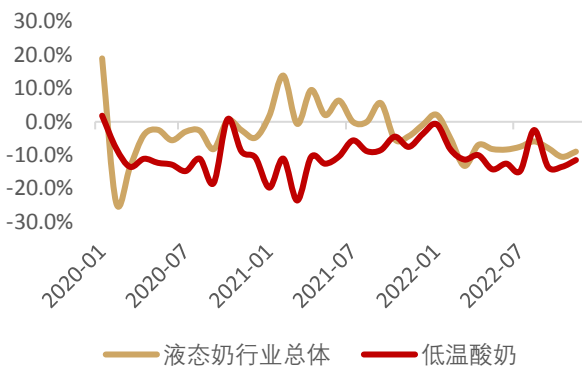
资料来源：欧睿、华西证券研究所

图 32 低温鲜奶行业市场格局



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 33 低温酸奶同比增速与行业总体对比



资料来源：尼尔森、华西证券研究所

图 34 各低温酸奶的价格对比



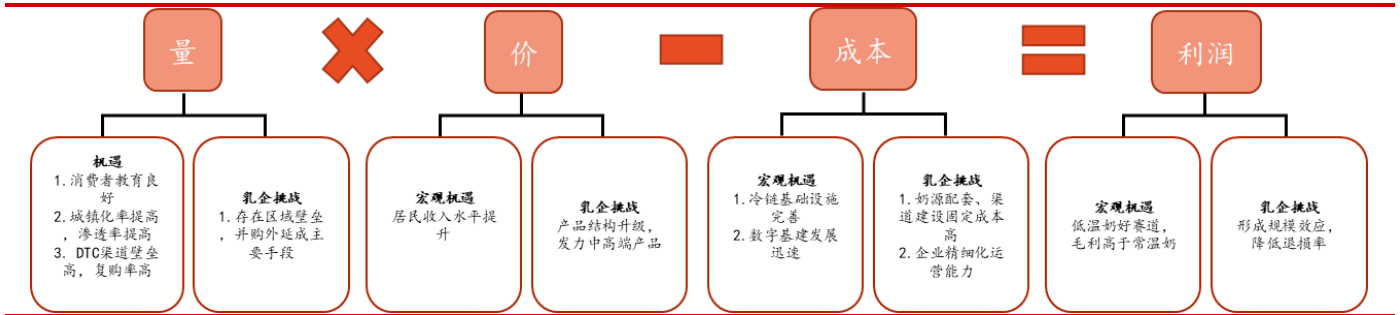
资料来源：公司官网、淘宝、华西证券研究所

在低温奶领域，区域乳企机遇与压力并存。**机遇：消费者教育初见成效，高渠道壁垒铸就区域乳企先发优势。**1) **消费者教育**：根据尼尔森 IQ 数据，2022 年消费者选购乳制品时对营养成分的关注指数和鲜奶溢价支付意愿同比提升 26%。低温鲜奶因其低温杀菌工艺最大程度上保留了对人体有益的活菌以及微量元素，备受消费者青睐。2) **渗透率**：凯度消费者指数显示，2017-2019 年低温鲜奶渗透率分别为 30.8%、32.7%、34.0%，三年时间增长超 3 个百分点，相当于新增 550 万城镇家庭。2022 年中国城镇化率 65.22%，相比于 2019 年提升 4.62pct。低温鲜奶依托城市群发展，随着冷链基础设施的完善和居民收入水平提高，行业量价齐升，具有高景气度。3) **渠道壁垒铸就先发优势**：根据中商情报网数据，消费者购买低温鲜奶更青睐于便利店和送奶入户两种渠道，占比分别为 31%、27%。低温鲜奶渠道具有区域封闭性特征：**终端门店先发制人抢占门店冷藏柜位置后，其他竞品切入就变得较为困难；送奶入户渠道**客户复购率高、粘性强，但搭建周期长、资金投入高，只有规模化后才能降低边际成本。在常温赛道双寡头格局既定情况下，低温赛道受限于奶源布局及高渠道壁垒，竞争格局分散，地方乳企区域深耕多年，具有先发优势。燕塘、阳光乳业、新乳业等区域乳企均大力建设订奶入户渠道构建区域护城河，2021 年，新乳业送奶入户业务同比增长 40%。

挑战：区域限制&大单品生命力&精细化运作能力。1) **区域限制**：低温鲜奶生产、运输和销售必须在 2-6℃ 左右的环境中冷藏，且保质期短，一般在 7 天左右。作为低温鲜奶运输的“圆心”，区域乳企一般围绕目标市场布局奶源，叠加冷链运输半径限制，全国化存在天然壁垒，并购成为区域乳企外延的重要手段。2) **大单品生命力**：

明星大单品作为兼具流量与高毛利的“现金牛”业务，是提升品牌价值、建立护城河的重要策略。新乳业和天润标志性低温产品 24 小时鲜奶、爱克林包装酸奶具有明显的差异化优势，在同质化的低温赛道中助力企业快速打响知名度。对大单品进行迭代升级，延长其生命周期成为发挥大单品高毛利红利的重要手段。**3) 精细化运作能力：**原奶、包材辅料成本上行，渠道建设固定成本高使得乳企成本承压；并且低温产品货架周期短，精准预测网点销量、高效配送及有效促销等需求均对企业的精细化运作能力提出考验。

图 35 区域乳企机遇与挑战并存



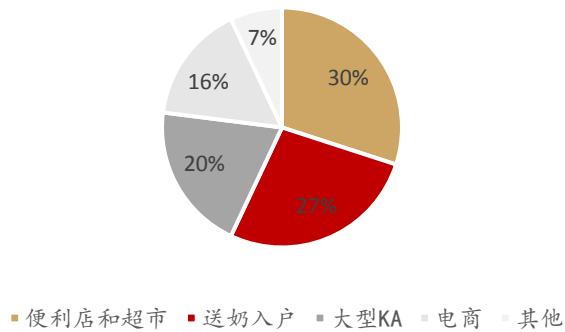
资料来源：华西证券研究所整理

3.3. 突破点一：建立销售渠道壁垒

阳光乳业案例：阳光乳业是一家典型的都市型乳企，销售渠道以“送奶上户”为主，主要通过经销商实现产品的最终销售，经销收入占比约 90%，直销收入占比约 10%。公司保持了行业较高的毛利率、净利率水平，主要得益于公司多年来主营毛利率较高的低温产品，以及经过多年的积累建立了以“送奶上户”为主的扁平化经销渠道。送奶上户渠道具有封闭性、客户忠诚度高、重复消费率高的特点，能够建立起销售渠道壁垒，有效地阻碍新进乳企和外来品牌的渗透。

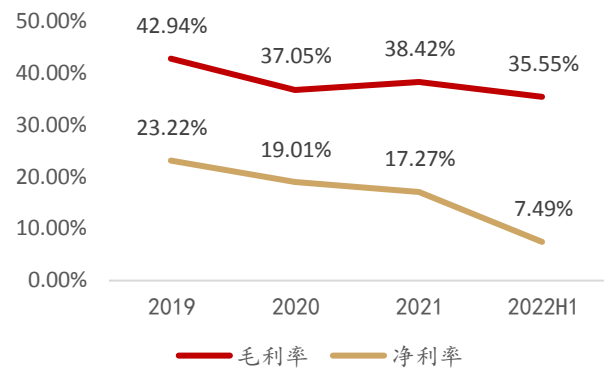
新乳业渠道结构：新乳业“送奶入户”占有销售渠道的 6%-7%，且增长速度远快于其他渠道，未来通过不断加速“送奶入户”渠道的拓展，有望进一步提升低温奶业务利润率。同时相比于阳光乳业产品销售主要集中在江西及周边市场，规模偏小，新乳业通过多轮并购进行区域布局已建立起泛全国化发展优势，成长性更大。

图 36 低温鲜奶行业渠道结构



资料来源：华经产业研究院、华西证券研究所

图 37 阳光乳业的毛利率、净利率



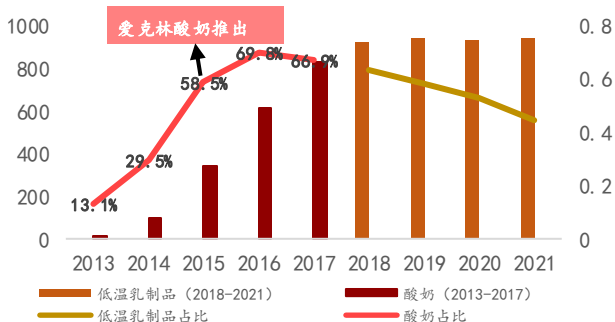
资料来源：招股说明书、公司公告、华西证券研究所

3.4. 突破点二：产品创新、高端化、品牌化

产品创新，构建差异化优势。1) 天润乳业珠玉在前，产品差异化打造核心单品。天润在 2015 年率先在市场上推出爱克林包装低温酸奶，“玫瑰红了、巧克力碎了、冰淇淋化了、青柠酸奶”等文案活泼有趣，成功出圈，酸奶销售额由 2014 年的 9620 万攀升至 2017 年的 8.30 亿元，2015-2017 年酸奶业务占营收比重 58.5%、69.8%、66.9%，爱克林产品系列化并成为公司的主导产品。2017-2018 年，“芒果布丁、炭烧酸奶、被袖惑了、蜜了个瓜”等多款新产品面世，巩固公司低温酸奶差异化优势。

2) 新乳业产品创新+技术创新双轮驱动，实现明星产品 100%增长。2020 年，借助疫情影响下居民健康膳食意识的提高，公司提前上市活润晶球酸奶，其采用“3+1”的科学配比，3 大强力益生菌加上公司研发的具有自主知识产权的鼠李糖乳杆菌 GRX10（打破了国外企业对于菌种的垄断）。为了更有效的提升益生菌的存活率和感知度，新希望乳业经过五年研发，开发出了业界首款利用 3D 包埋技术打造的“益生菌晶球”，即“嚼得到的益生菌”，并为益生菌穿上一层“晶球保护膜”，使得其在肠道内的存活率增加 1000 倍，健康功效得以最大化保留。2021 年继续推出活润 0 蔗糖晶球酸奶，在保留原有晶球科技的基础上，采取“三维控糖”技术，0 蔗糖成为又一大卖点。截至 1H2022，公司在生物科技端持续发力带来的成果转化价值已突破亿元。2021 年活润晶球酸奶实现销售收入 100%增长；公司推出的一系列新品，整体销售收入贡献超过 10%。

图 38 爱克林酸奶推出后，酸奶业务大幅提升



资料来源：公司公告、华西证券研究所（注：2018 年之后，公司主营业务分类改变）

图 39 新乳业低温酸奶产品持续创新升级



资料来源：公司公告、华西证券研究所（注：2018 年之后，公司主营业务分类改变）

表 4 新乳业采取多项技术实现产品创新升级

技术/菌种	功效	应用产品
BL-04 益生菌	提高免疫力，保护肠道	晶球
grx10 自主益生菌	降低血脂，保护肠道	晶球
HN-2 益生菌群	缩短肠转运时间，缓解消化道不适症状	晶球
3D 包埋技术	包裹益生菌，助力更多益生菌活着到达肠道	晶球
72°C, 15s 黄金杀菌技术	实现了 15 倍免疫球蛋白、3.6mg\100ml 优质乳蛋白	黄金 24 小时
三维控糖技术	实现产品“零糖”	零糖产品

资料来源:知网、公司公告、华西证券研究所整理

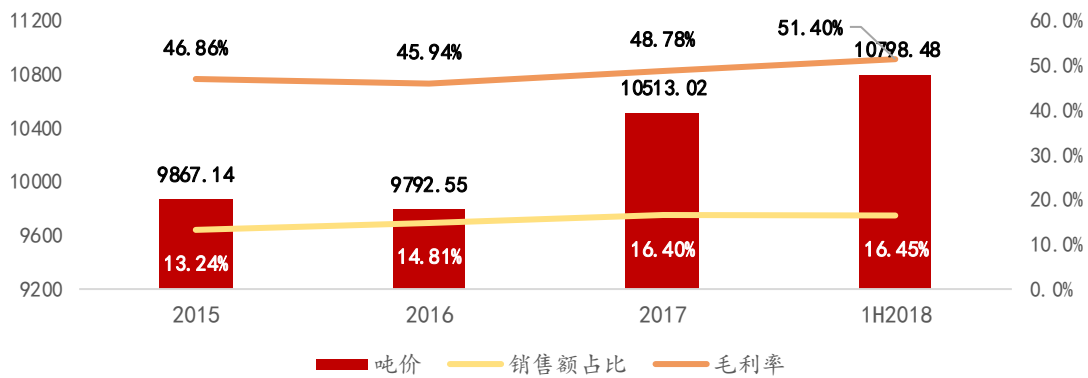
产品高端化&品牌化，驱动毛利率提升。2011 年，公司以“只卖当天”口号推出“24 小时鲜牛奶”，重新定义新鲜高端鲜奶；子公司唯品乳业直接将目标人群定新中产阶级，主要直营渠道聚焦在高端商超以及精品咖啡店。根据公司官方小程序售价，以“24 小时”及“唯品”为代表的高端化系列产品价格区间位于 19-30ml/元，高于大部分低温鲜奶产品，强化公司高端品牌定位。低温鲜牛奶高端化驱动公司低温产品毛利率持续提升，是执行鲜战略，提升盈利能力的关键因素。2015-2018H1 公司吨价提高 9.4%，低温鲜奶毛利率由 46.86%提升至 51.40%。

图 40 24 小时与唯品聚焦高端化、品牌化

新希望24小时系列		娟珊24小时 20ml/元		铂金24小时 29ml/元		黄金24小时 30ml/元		
新希望唯品系列		唯品有机 19ml/元		唯品娟珊 20ml/元		唯品原生 24ml/元		唯品 32ml/元
光明		致优娟珊 20ml/元		致优A2β 20ml/元		优倍 30ml/元		
蒙牛/伊利		蒙牛每日鲜语 33ml/元		伊利金典鲜牛奶 34ml/元				
阳光		高钙浓缩 34g/元		有机牧场 41.7g/元				
燕塘		A2β-酪蛋白 26ml/元		鲜致牧场牛奶 33ml/元				
君乐宝		悦鲜活A2β-酪蛋白 21ml/元		悦鲜活 29ml/元				
三元		ESL 72°C鲜奶 31ml/元		极致有机 33ml/元		极致A2β 33ml/元		

资料来源:官方小程序、公司官网、京东商城、华西证券研究所

图 41 公司低温鲜奶吨价（元/吨）与毛利率不断提升

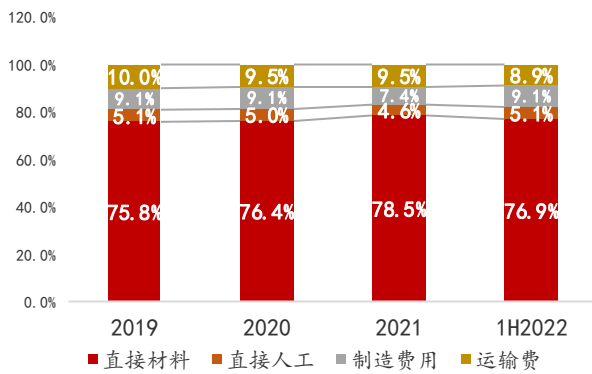


资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.5.突破点三：提升综合运营效率

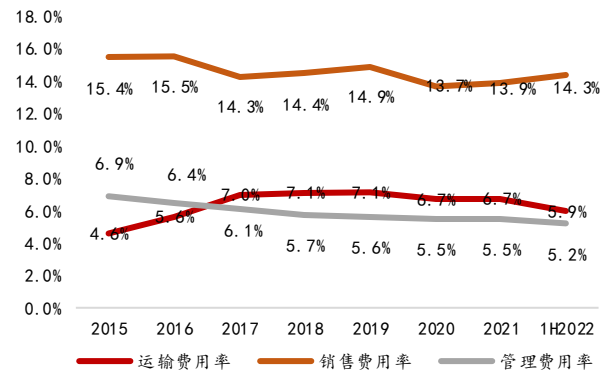
在联合舰队上推行大单品，实现规模效应。不同于金典、特仑苏、君乐宝等“品牌驱动型”乳企，新乳业主要通过产品驱动增长。公司通过三轮并购在西南、华东、华中、华北、西北等区域深度布局，构建以“鲜立方战略”为核心价值的城市型乳企联合舰队并采用**母品牌与区域品牌结合的联合品牌策略**。1)**区域品牌诸侯割据**：子品牌在并入公司体系之前，在各核心市场均拥有数十年的沉淀，“新希望雪兰”、“新希望华西”、“新希望夏进”等品牌在当地市占率均超过 50%，叠加“本地牛奶最新鲜”的消费者情感联结，拥有较高的复购率。通过授予子公司一定自主权并设置考核目标，推动舰队齐头并进。2)**母品牌大单品串联**：公司将“24 小时”、“初心”、“活润”等重点大单品在全国各子公司推广和销售，通过采用相同的包装形式和设计，建立统一的辨识度，在赋能子公司的同时，提升母公司的品牌势能。3)**总部掌舵实现规模效应**：物流端与集团鲜生活冷链物流公司合作；运营端推动用户运营在全集团落地，带领子公司打通全部的用户触点，实现数字化用户跟私域池的累积；成本端通过“智慧牧场”建设，提高自有牧场的养殖效率，降低运营成本，所以在原料价格普遍上涨的情况下，2019-1H2022 公司液体乳成本中直接材料占比保持稳定；销售费用率、管理费用率 2015-1H2022 分别下降 1.1pct、1.7pct，运输费用率 2017-1H2022 下降 1.1pct。

图 42 原料价格上行情况下公司营业成本结构稳定



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 43 规模效应下，销售/管理/运输费用率持续下降



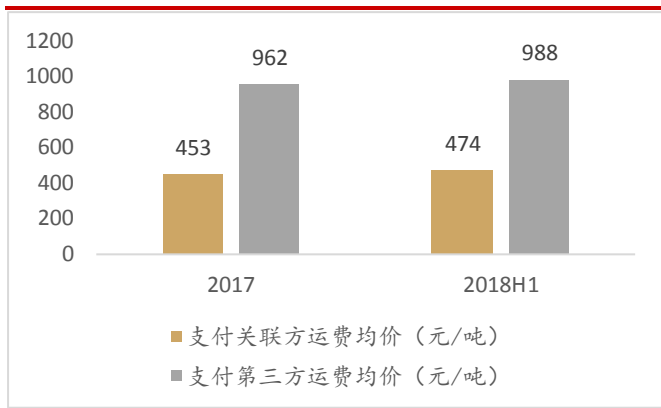
资料来源：公司公告、华西证券研究所（注：由于收入准则发生变化，2019年之前的销售费用提出运输费以统一口径）

运输成本的节约：新乳业背靠新希望集团，旗下鲜生活冷链物流公司已完成全国化布局，拥有70家分子公司，10W+冷链车，以及27W+个服务站点，覆盖32个省份和697个市县；并且能够实现7X24小时追踪，实时交付以及每日双配。根据新乳业招股说明书，2018年H1新乳业从第三方购买运输服务的运价为988元/吨，新乳业支付给“鲜生活”运价为474元/吨，仅为第三方的48%，“鲜生活”给新乳业公司带来了明显的价格优势，降低了物流成本。

数字化转型：新乳业公司以项目为抓手，数字化转型已延伸到营销、生产、牧场管理、物流等整个供应链的上下游每一个环节。一是**智慧牧场**。智慧牧场为每只奶牛都配备了“电子耳标”和“智慧项圈”，并且与物联网平台随时联动，实时监控奶牛状况。同时智慧牧场还配备了精准饲喂系统和自动化挤奶装置，大大提升工作效率；二是**数字化工厂**。数字化工厂以工厂运营提效为核心，引进了SAP、MES、LIMS三大系统，分别负责原料采购与订单下达、质量检测和生产过程控制，实现生产运行管理透明化、协同高效化、标准精益化。同时在各大工厂推行“云部署”，实现信息互通；三是**数字化营销**。新乳业公司建立了贯通线上线下的会员互动体验平台——“鲜活go”数字平台，推动“产品单一销售”向“用户综合运营”转变。截至2022H1，公司全域数字化用户数量突破1100万人，企业微信私域用户接近70万人。通过“云牧场”、“线上工厂”等线上方式实现工厂、牧场累计曝光量超过1600万次；四是**“鲜活源”项目**。以食品安全追溯为核心的，能够实现全链路食品安全数字化、智能化管理。

牧场布局：新乳业公司自成立以来，通过参股现代牧业、并购寰美乳业和澳牛乳业以及自建等方式，进一步完善公司奶源供应布局，建立质量安全、供应稳定的奶源基地。截至2022H1，新乳业公司共拥有13个规模化与标准化牧场，主要分布在西北、西南和华东地区，奶牛存栏量达到45969头，通过控股、参股公司的牧场提供的稳定奶源达到公司总需求量的50%左右，对公司经营和产品质量都起到有力的保障。

图 44 关联方、第三方运价对比



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 45 新乳业自有牧场分布图



资料来源：公司官网、华西证券研究所

3.6.分产品盈利预测

现阶段公司经营的产品类别包括液体乳（包含低温奶、常温奶）和奶粉。1）低温鲜奶行业近几年增速稳定，发展势头较好，且公司重点布局低温鲜奶赛道并拥有明星大单品“24 小时鲜牛奶”；低温酸奶行业虽然近几年受疫情影响受损严重，但随着疫情结束，消费者信心恢复、对休闲类产品需求增加，行业有望恢复增长。且新乳业注重低温酸奶产品创新研发，以“活润”系列为代表的低温酸奶产品已获得市场较好的反馈。2023 年是新乳业实行三年股权激励计划的第三年，其目标是与 2020 年相比，营业收入和净利润增速不低于 95%。同时，若重点子公司维持较快增长，也能带动整体低温奶业务实现快速增长，预计 2020-2024 CAGR 接近 20%。综上，预计 2022-2024 年低温奶 yoy 15%/25%/25%，毛利率 30.5%/32%/34%。2）常温奶行业竞争格局稳定，壁垒深厚，不是公司的主要发展赛道，常温奶毛利率表现不如低温奶，预计 2022-2024 年常温奶 yoy 8%/9%/10%，毛利率 18%/18.5%/18.5%。3）奶粉占公司营收比例较低，预计小幅增长，2022-2024 年 yoy 2%/2%/2%，毛利率 30%/30%/30%。

根据公司战略调整盈利预测，22 年营业总收入由 79.1 亿元上调至 100.7 亿元，新增 23-24 年营业总收入 118.2/139.2 亿元；22 年归母净利润由 3.6 亿元上调至 3.7 亿元，新增 23-24 年归母净利润 4.9/7.0 亿元；22 年 EPS 由 0.42 元上调至 0.43 元，新增 23-24 年 EPS 0.57/0.81 元，2023 年 4 月 4 日收盘价 15.90 元对应 P/E 分别为 37/30/20 倍。维持“买入”评级。

表 5 分产品盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
液体乳								
收入	4280	4786	5411	6273	8301	9245	10814	12717
YOY	11.6%	11.8%	13.1%	15.9%	32.3%	11.4%	17.0%	17.6%
毛利	1488	1633	1815	1556	2054	2273	2738	3489
毛利率	34.8%	34.1%	33.5%	24.8%	24.7%	24.6%	25.3%	27.4%
其中：低温奶								
收入	2527	2850	3322	3322	4010	4611	5764	7262
YOY	17.4%	12.7%	16.6%	0.0%	20.7%	15.0%	25.0%	26.0%
毛利	1056	1148	1310			1439	1804	2469

毛利率	41.8%	40.3%	39.4%			31.2%	31.3%	34.0%
其中：常温奶								
收入	1752	1936	2088	2955	4290	4634	5051	5455
YOY	4.1%	10.5%	7.9%	41.5%	45.2%	8.0%	9.0%	8.0%
毛利	432	485	504			834	934	1020
毛利率	24.7%	25.0%	24.2%			18.0%	18.5%	18.7%
奶粉								
收入	64	52	64	70	73	74	76	78
YOY	-2.5%	-18.4%	21.9%	9.0%	4.8%	2.0%	2.0%	3.0%
毛利	24	19	24			22	23	23
毛利率	36.9%	36.5%	37.4%			30.0%	30.0%	30.0%
其他								
收入	78	134	201	406	593	747	934	1120
YOY	-48.6%	72.1%	49.8%	102.5%	45.9%	26.0%	25.0%	20.0%
毛利	23	32	41	76	124	138	173	202
毛利率	29.8%	23.6%	20.2%	18.8%	20.9%	18.5%	18.5%	18.0%

资料来源：华西证券研究所

表 6 可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS	
			TTM	2022E	2023E	2022E	2023E
600887.SH	伊利股份	1,863	21.1	19.8	16.8	1.47	1.73
2319.HK	蒙牛乳业	1,126	21.6		17.7		1.61
600597.SH	光明乳业	146	40.6		22.3		0.48
	平均值	267	40.6	48.1	26.6		
002946.SZ	新乳业	138	37.6	37.0	27.9	0.43	0.57

资料来源：wind、华西证券研究所（伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业 EPS 采用 Wind 一致预期），港币兑人民币汇率 0.8961

4. 风险提示

- 市场竞争风险。**尽管公司当前成长发展引擎鲜奶和高端酸奶等竞争相对宽松，且行业增长有支撑，但低温奶竞争者众多，如有龙头强势竞争，可能存在一定收入增长风险。
- 经营管理风险。**尽管公司投后并购管理能力较强，但各区域低温奶发展不平衡，管理体系如不能做到因地制宜，存在收入或利润不达预期风险。
- 疫情反复。**当前疫情并未完全安然度过。
- 食品安全问题。**

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,967	10,066	11,824	13,916	净利润	341	382	503	714
YoY (%)	32.9%	12.3%	17.5%	17.7%	折旧和摊销	414	109	111	112
营业成本	6,764	7,633	8,890	10,201	营运资金变动	200	488	187	284
营业税金及附加	44	50	59	70	经营活动现金流	1,035	1,037	852	1,154
销售费用	1,248	1,399	1,632	2,032	资本开支	-597	-91	-94	-97
管理费用	492	554	650	765	投资	-536	0	0	0
财务费用	116	50	52	55	投资活动现金流	-1,108	-41	-35	-27
研发费用	40	40	47	70	股权募资	127	-4	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	509	0	0	0
投资收益	55	50	59	70	筹资活动现金流	47	-172	-103	-103
营业利润	368	410	543	773	现金净流量	-26	824	715	1,024
营业外收支	9	10	10	10					
利润总额	377	420	553	783	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	36	38	50	69	成长能力				
净利润	341	382	503	714	营业收入增长率	32.9%	12.3%	17.5%	17.7%
归属于母公司净利润	312	372	493	704	净利润增长率	15.2%	19.1%	32.6%	42.7%
YoY (%)	15.2%	19.1%	32.6%	42.7%	盈利能力				
每股收益	0.36	0.43	0.57	0.81	毛利率	24.6%	24.2%	24.8%	26.7%
					净利率	3.5%	3.7%	4.2%	5.1%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	3.3%	3.6%	4.3%	5.6%
货币资金	515	1,339	2,054	3,078	净资产收益率 ROE	11.8%	12.7%	14.4%	17.0%
预付款项	202	229	267	306	偿债能力				
存货	685	587	895	805	流动比率	0.48	0.60	0.75	0.89
其他流动资产	673	727	915	1,015	速动比率	0.28	0.43	0.54	0.70
流动资产合计	2,076	2,882	4,131	5,205	现金比率	0.12	0.28	0.37	0.53
长期股权投资	462	462	462	462	资产负债率	69.8%	69.1%	68.0%	65.0%
固定资产	2,839	2,858	2,866	2,866	经营效率				
无形资产	713	713	713	713	总资产周转率	0.99	1.02	1.08	1.16
非流动资产合计	7,429	7,406	7,381	7,355	每股指标 (元)				
资产合计	9,504	10,287	11,512	12,559	每股收益	0.36	0.43	0.57	0.81
短期借款	1,755	1,755	1,755	1,755	每股净资产	3.04	3.39	3.96	4.77
应付账款及票据	882	814	1,161	1,106	每股经营现金流	1.19	1.20	0.98	1.33
其他流动负债	1,661	2,199	2,573	2,963	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,298	4,768	5,489	5,823	估值分析				
长期借款	1,464	1,464	1,464	1,464	PE	44.17	37.03	27.94	19.58
其他长期负债	873	873	873	873	PB	5.24	4.59	3.93	3.26
非流动负债合计	2,337	2,337	2,337	2,337					
负债合计	6,635	7,105	7,827	8,160					
股本	867	867	867	867					
少数股东权益	232	242	252	262					
股东权益合计	2,869	3,182	3,685	4,399					
负债和股东权益合计	9,504	10,287	11,512	12,559					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

