

新乳业 (002946)

证券研究报告

2019年10月17日

低温鲜奶高速增长，战略布局低温航母编队

低温鲜奶符合消费升级趋势，中高增速持续发展值得期待。

- 1) 低温鲜奶符合消费升级趋势，增长迅速，渗透率提升。但旺盛的市场需求还需供应端的配合。未来要保持当前的中高增速持续增长，完善冷链建设至关重要。
- 2) 低温奶在便利渠道加速发展，背后是冷链的发展进步。城市化与便利店渠道的快速发展，使得消费者开始习惯于到便利商店购买商品。低温奶需要全程低温运输，对冷链物流要求较高。各大乳业企业争相布局低温鲜奶市场，冷链技术已经在不断完善，提高了新鲜乳品的配送效率。
- 4) 低温奶能保留更多活性物质，营养价值更高。本土巴氏奶突出重围，践行国家优质乳工程。

新乳业：推动数字化转型，提供新服务

- 1) 消费细分化，以新科技为支撑提供新服务。新希望乳业继续推进数字化3.0升级，旨在通过数字化与科技创新洞察最个性的消费需求，从而优化用户体验。
- 2) 积极拓展新零售业务，推动数字化转型。公司制定了数字化转型“1-654”战略，推行数字化转型，融合大数据与智能化技术打造柔性供应链。
- 3) 为契合“新鲜一代”的需求，新希望乳业推出青少年养眼新品。新品以儿童视力为突破点，与权威机构联合研制创新，“养眼”探索乳品细分消费场景，瞄准3-12岁的青少年近视消费群体。

投资建议：考虑到低温奶市场竞争加剧，我们维持盈利预测，预计2019-2021年营收为56.42/70.73/88.37亿元，净利润为2.98/4.41/6.19亿元，EPS为0.35/0.52/0.72元，参考可比公司，给予2020年30倍PE，目标价15.6元，维持增持评级。

风险提示：食品安全风险，市场竞争加剧，税收优惠政策变化

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	13.39元
目标价格	15.6元

基本数据

A股总股本(百万股)	853.71
流通A股股本(百万股)	85.37
A股总市值(百万元)	11,431.19
流通A股市值(百万元)	1,143.12
每股净资产(元)	2.25
资产负债率(%)	55.54
一年内最高/最低(元)	25.31/6.54

作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号: S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《新乳业-半年报点评:收入稳步提升,全国化战略推进,核心产品表现亮眼》2019-09-07
- 2 《新乳业-公司点评:收购福州澳牛乳业,全国版图再添一城》2019-08-21
- 3 《新乳业-公司点评:7亿元入股现代牧业,打造产业链协同效应》2019-07-19

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,421.82	4,971.95	5,642.17	7,072.71	8,836.63
增长率(%)	9.09	12.44	13.48	25.35	24.94
EBITDA(百万元)	(3,917.58)	591.68	477.49	643.27	848.14
净利润(百万元)	222.24	242.73	298.32	441.49	618.53
增长率(%)	47.95	9.22	22.90	47.99	40.10
EPS(元/股)	0.26	0.28	0.35	0.52	0.72
市盈率(P/E)	52.70	48.25	39.26	26.53	18.94
市净率(P/B)	9.55	8.03	6.36	5.13	4.03
市销率(P/S)	2.65	2.36	2.08	1.66	1.33
EV/EBITDA	0.00	0.00	24.63	18.75	13.09

资料来源：wind，天风证券研究所



1. 低温鲜奶符合消费升级趋势，中高增速持续发展值得期待

1.1 低温鲜奶高速增长，潜力巨大

低温鲜奶符合消费升级趋势，增长迅速，渗透率提升。根据《2019 年新鲜生活白皮书》，2018 年 7 月至 2019 年 7 月，低温鲜奶销售额增幅为 19.5%；2018 年 8 月至 2019 年 8 月，鲜奶国内市场渗透率为 33.6%，比上年同期提升 1.5 个百分点；网购鲜奶销售额与上年相比增长 142%。低温鲜奶相比常温乳品，更大程度地保留了牛奶中的营养成分和风味口感，因此成为越来越多消费者的选择。另外，质量安全成为消费者购买乳品时的重要考虑因素，成分越天然越好，保质期越短越好。短保质期的低温鲜奶在新鲜度上更能满足消费者的诉求，提供极致新鲜体验。

旺盛的市场需求还需供应端的配合。我国低温鲜奶奶源主要集中在北方，到达消费者需要一定的运输时间。低温鲜奶对于运输温度、时间要求很高，因此低温鲜奶发展受制于奶源分布不均和冷链发展水平。未来要保持当前的中高增速持续增长，完善冷链建设至关重要。

1.2 低温奶在便利渠道加速发展，背后是冷链的发展进步

低温奶在便利渠道快速发展。城市化与便利店渠道的快速发展，使得消费者开始习惯于到便利商店购买商品，方便的诱因促使消费者增加即时消费的动机。低温奶的饮用场景日趋多元化，很多时候消费者是把它当作一个健康点心。

低温奶渠道的变化背后是冷链的发展进步。低温奶需要全程低温运输，对冷链物流要求较高。过去受制于冷链运输体系的不完善，低温鲜奶的消费并不火热，且主要依赖一二线城市。如今各大乳业企业争相布局低温鲜奶市场，冷链技术已经在不断完善，提高了新鲜乳品的配送效率。随着冷链物流网络逐渐渗透全国，乳企将进一步布局三四线城市，激发低温鲜奶进一步发展。而便利店和小超市等便利渠道也将看到更多的低温产品，促进日常消费。

1.3 低温奶能够保留更多活性物质，优质巴氏奶表现更佳

低温奶能保留更多活性物质，营养价值更高。牛奶的营养价值除蛋白质和脂肪含量外，其中包含的丰富多样的生物活性物质才是提高人体免疫力的关键，比如乳铁蛋白、免疫球蛋白、溶菌酶等。它们都是具有重要生理功能的活性物质，与人体需求高度一致。但是这些生物活性物质对温度变化非常敏感，巴氏鲜奶采用巴氏消毒法灭菌，在 80℃ 左右经数秒钟杀菌，需全程在 4℃ 至 10℃ 的环境下冷藏，可以最大程度地最大程度上降低对牛奶活性物质的伤害，保留其营养价值。

图 4：不同牛奶生产工艺活性物质对比

工艺名称	物理化学性状	生物学性状	乳清蛋白变性率 (%)	糖氨酸含量 (mg/kg)
即食生奶	无变化	无变化	--	--
巴氏奶	变化最小	致病菌数量减少到安全程度	≈5	≈0.20
延长保质期奶	变化较小		≈20	≈0.55
超高温奶--直接法 -- 间接法	变化较大	有效控制微生物生长 (商业无菌)	≈40	≈1.50
			≈60	≈26.00
保持法奶	变化最大		≈90	≈276.0

资料来源：乳业资讯网，天风证券研究所

我国优质巴氏奶营养价值更高，有害物质低于进口巴氏奶。国家奶业科技创新联盟副理事长顾佳升曾指出，巴氏奶对于奶源的品质要求是所有品类中最高的。优质的巴氏奶要求原料奶达到优质乳工程制定的“特优级”标准，也就是说原料奶首先就要远高于美国、欧盟的现行标准。新希望雪兰牛奶是全国首家通过“中国优质乳工程”巴氏奶验收的企业，将其成分与进口巴氏奶进行比较。发现本土产的巴氏奶中含有的乳铁蛋白是进口巴氏奶的 9 倍，而有害的糠氨酸是进口的 1/4。截至 2019 年 7 月，加入到优质乳工程的企业已经增加至 50 家，覆盖全国 25 个省。本土乳企投入更多精力布局低温奶板块，积极参与优质乳工程的实践。例如新希望 24 小时鲜牛乳，首次以时间定义新鲜，产品从生产到下架的时间不超过 24 小时，受到了市场的广泛认可，2018 年 7 月至 2019 年 7 月全国销售额增幅为 32.4%。

2. 新乳业：推动数字化转型，提供新服务

2.1 消费细分化，以新科技为支撑提供新服务

在数字化时代，消费者认知不断升级，用户分群日益深化，消费分层愈加凸显。不同的经济结构、认知体系、信息渠道都会导致消费行为的落差，因此，未来的消费者结构，不只是年轻化，更是细分化。如何满足各个不同细分市场的诉求，为多元化、分层化的消费群体提供精准化的新产品和新服务，将成为未来乳企的发展机会。

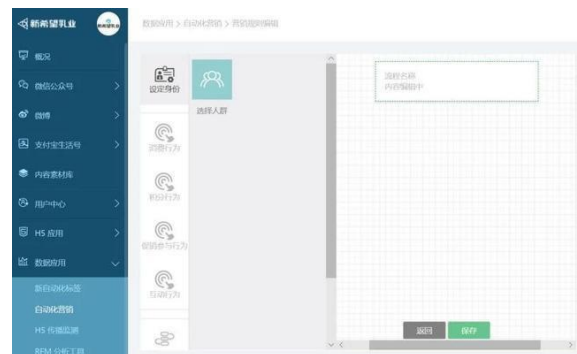
新希望乳业继续推进数字化 3.0 升级，旨在通过数字化与科技创新洞察最个性的消费需求，从而优化用户体验。大数据手段将打通消费者的碎片化需求、个性化场景和圈层，勾勒出更为精准的需求画像，为消费者提供个性化、服务更优的消费体验。19 年公司搭建了会员价值管理平台“鲜活 GO”，打通了线上、线下营销渠道，对所有用户实现触点统一管理。“鲜活 GO”借助数据分析能力更精准地了解、触达、运营消费者，从而提供更精准的服务与创新。

图 5：“鲜活 GO”平台消费者生命周期管理



资料来源：天虎科技，天风证券研究所

图 6：“鲜活 GO”平台界面



资料来源：天虎科技，天风证券研究所

2.2 积极拓展新零售业务，推动数字化转型

19 年 2 月公司成立新零售创新部，积极探索新零售渠道。公司在商超、连锁、终端店、订奶上户、经销商等传统渠道精耕之外，还建立自媒体平台积累线上用户，并与盒马鲜生、饿了么、每日优鲜、每日一淘等平台展开合作，实现全渠道覆盖，形成公司独有的销售渠道优势。

同时，公司制定了数字化转型“1-654”战略，聚焦6大业务环节，夯实财务、人力、管控、共享、大数据决策分析5大管理支撑体系，建设敏前台、大中台、稳后台、云平台4大技术平台。新乳业通过人工智能、物联网、车联网在牧场、生产端和物流端的全面应用，推动供应链转型更加柔性 and 高效，做好产品满足用户当下乃至预先的需求，由原来的B2B2C完全转化为C2D2F，从用户需求出发，通过数据，再传递到工厂生产，实现更精确的货物匹配和全程保鲜。推行数字化转型，融合大数据与智能化技术打造的柔性供应链，才能让精准化新产品的生产成为可能，在用户分群和消费分层日益深化的互联网时代把握住新机会，实现新增长。

2.3 推出护眼新品，瞄准3-12岁的青少年近视消费群体

为契合“新鲜一代”的需求，新希望乳业推出青少年护眼新品。新品以儿童视力为突破点，与成都中医大银海眼科医院联合研制创新，添加了茯苓、叶黄素酯等护眼原料，采用全新的乳糖水解技术来解决乳糖不耐症状。作为新乳业首款针对眼部健康的功能性牛奶，“护眼”探索乳品细分消费场景，瞄准3-12岁的青少年近视消费群体，这也是预防近视的最佳年龄段。包装以“黑小优”为萌宠代言人，采用了当下流行的自立袋加蘑菇盖的设计，形式新颖，方便携带。

图7：新希望乳业护眼青少年牛奶



资料来源：新乳业，天风证券研究所

3. 投资建议：

考虑到低温奶市场竞争加剧，我们维持盈利预测，预计2019-2021年营收为56.42/70.73/88.37亿元，净利润为2.98/4.41/6.19亿元，EPS为0.35/0.52/0.72元，参考可比公司，给予2020年30倍PE，目标价15.6元，维持增持评级。

风险提示： 食品安全风险，市场竞争加剧，税收优惠政策变化

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	397.19	304.61	451.37	565.82	706.93
应收票据及应收账款	305.36	363.11	356.30	558.86	593.88
预付账款	37.57	39.69	46.34	62.34	71.86
存货	272.94	285.70	372.48	443.22	557.95
其他	125.63	52.97	285.64	52.83	326.84
流动资产合计	1,138.69	1,046.10	1,512.13	1,683.07	2,257.45
长期股权投资	360.31	385.59	385.59	385.59	385.59
固定资产	1,851.28	1,990.95	2,136.40	2,375.51	2,686.82
在建工程	159.29	66.33	75.80	93.48	86.09
无形资产	235.24	223.70	211.38	199.06	186.73
其他	536.26	528.28	550.79	520.63	523.32
非流动资产合计	3,142.39	3,194.85	3,359.95	3,574.26	3,868.55
资产总计	4,381.08	4,240.95	4,905.42	5,301.78	6,151.93
短期借款	1,195.46	1,071.00	490.44	759.75	31.98
应付票据及应付账款	395.13	403.50	683.47	609.26	949.34
其他	1,056.20	816.28	1,438.70	1,131.53	1,823.79
流动负债合计	2,646.78	2,290.78	2,612.61	2,500.54	2,805.11
长期借款	260.35	234.90	200.00	272.91	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	164.19	173.05	171.34	169.53	171.31
非流动负债合计	424.54	407.95	371.34	442.44	371.31
负债合计	3,071.33	2,698.73	2,983.95	2,942.98	3,176.42
少数股东权益	82.69	83.03	78.58	74.43	72.61
股本	768.34	768.34	853.71	853.71	853.71
资本公积	229.16	218.56	218.56	218.56	218.56
留存收益	458.72	690.85	989.17	1,430.66	2,049.19
其他	(229.16)	(218.56)	(218.56)	(218.56)	(218.56)
股东权益合计	1,309.76	1,542.22	1,921.47	2,358.80	2,975.51
负债和股东权益总	4,381.08	4,240.95	4,905.42	5,301.78	6,151.93

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	215.94	246.62	298.32	441.49	618.53
折旧摊销	211.80	283.17	117.41	135.53	158.40
财务费用	82.10	75.63	46.23	35.01	18.63
投资损失	(30.48)	(30.94)	(30.94)	(30.94)	(30.94)
营运资金变动	(24.95)	(57.02)	578.06	(466.89)	630.01
其它	4.66	(80.20)	(4.44)	(4.16)	(1.82)
经营活动现金流	459.08	437.26	1,004.65	110.04	1,392.82
资本支出	338.08	323.65	261.71	381.81	448.22
长期投资	20.09	25.27	0.00	0.00	0.00
其他	(912.75)	(509.93)	(524.11)	(741.98)	(848.76)
投资活动现金流	(554.59)	(161.01)	(262.40)	(360.17)	(400.54)
债权融资	1,807.95	1,524.30	889.66	1,289.25	456.72
股权融资	(7.24)	(76.95)	41.48	(32.67)	(16.29)
其他	(1,871.27)	(1,815.43)	(1,526.64)	(892.00)	(1,291.59)
筹资活动现金流	(70.56)	(368.09)	(595.50)	364.57	(851.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(166.07)	(91.84)	146.76	114.44	141.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,421.82	4,971.95	5,642.17	7,072.71	8,836.63
营业成本	2,886.72	3,288.99	3,735.68	4,645.73	5,758.04
营业税金及附加	30.96	30.29	37.60	46.58	56.97
营业费用	939.04	1,069.28	1,201.22	1,500.45	1,876.81
管理费用	4,701.80	284.22	304.68	360.71	432.99
研发费用	18.74	30.91	33.85	42.44	53.02
财务费用	75.23	68.69	46.23	35.01	18.63
资产减值损失	14.92	10.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.48	30.94	30.94	30.94	30.94
其他	(4,501.18)	(99.83)	(61.88)	(61.88)	(61.88)
营业利润	225.10	257.97	313.85	472.73	671.10
营业外收入	18.12	14.09	10.00	10.00	6.00
营业外支出	2.60	1.81	1.81	3.50	1.30
利润总额	240.62	270.25	322.03	479.23	675.80
所得税	24.68	23.63	28.16	41.90	59.09
净利润	215.94	246.62	293.88	437.33	616.72
少数股东损益	(6.30)	3.89	(4.44)	(4.16)	(1.82)
归属于母公司净利润	222.24	242.73	298.32	441.49	618.53
每股收益(元)	0.26	0.28	0.35	0.52	0.72

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.09%	12.44%	13.48%	25.35%	24.94%
营业利润	86.97%	14.60%	21.66%	50.62%	41.96%
归属于母公司净利润	47.95%	9.22%	22.90%	47.99%	40.10%
获利能力					
毛利率	34.72%	33.85%	33.79%	34.31%	34.84%
净利率	5.03%	4.88%	5.29%	6.24%	7.00%
ROE	18.11%	16.63%	16.19%	19.33%	21.31%
ROIC	15.11%	13.57%	14.00%	24.53%	23.93%
偿债能力					
资产负债率	70.10%	63.64%	60.83%	55.51%	51.63%
净负债率	107.71%	79.09%	22.81%	30.67%	-8.41%
流动比率	0.47	0.46	0.59	0.69	0.81
速动比率	0.36	0.33	0.45	0.51	0.62
营运能力					
应收账款周转率	15.84	14.88	15.69	15.46	15.33
存货周转率	16.95	17.80	17.14	17.34	17.65
总资产周转率	1.00	1.15	1.23	1.39	1.54
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.28	0.35	0.52	0.72
每股经营现金流	0.54	0.51	1.18	0.13	1.63
每股净资产	1.44	1.71	2.16	2.68	3.40
估值比率					
市盈率	52.70	48.25	39.26	26.53	18.94
市净率	9.55	8.03	6.36	5.13	4.03
EV/EBITDA	0.00	0.00	24.63	18.75	13.09
EV/EBIT	0.00	0.00	32.66	23.75	16.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com