

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 12 月 31 日

#### 市场数据

目前股价	17.7
总市值（亿元）	151.11
流通市值（亿元）	28.20
总股本（万股）	85,371
流通股本（万股）	15,932
12 个月最高/最低	25.85/9.53

#### 分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

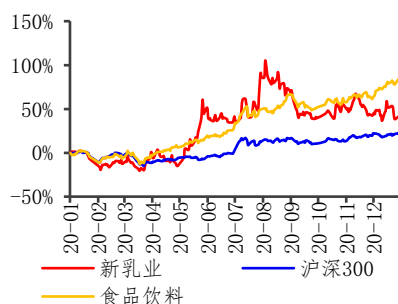
✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：陈姝 S1070120070051

☎ 0755-83516207

✉ chenshu@cgws.com

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<激发经营主动性，释放公司活力>>

2020-12-16

<<鲜奶产品升级，践行鲜战略>> 2020-12-11

<<外延式并购加速发展，管理层注入新活力>> 2020-11-01

## 从产品端和品牌端，看差异化“鲜”战略

### ——新乳业（002946）公司深度报告

#### 盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4972	5675	7450	9939	13020
(+/-%)	12.4%	14.1%	31.3%	33.4%	31.0%
净利润（百万元）	243	244	321	447	586
(+/-%)	9.2%	0.4%	31.7%	39.1%	31.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.28	0.29	0.38	0.52	0.69
PE	62	62	47	34	26

资料来源：长城证券研究所

#### 核心观点

- **差异化“鲜”战略，错位竞争，发力低温市场。**根据中国乳业协会数据，2018 年上半年，在常温白奶市场中，伊利、蒙牛共占据约 80% 的市场份额；常温酸奶市场中，伊利、蒙牛和光明共占据约 90% 的市场份额。而低温领域集中度低于常温，鲜奶市场中，区域乳企较多，市场竞争格局较为分散，低温酸奶市场中居前位的伊利、蒙牛、光明共占据约 53% 市场份额。公司错位竞争，发力低温市场，实行差异化“鲜”战略。2015 年至 2018 年，公司低温销售占比从 47.31%、55.18%、58.18%，逐步提升至 58.90%，2019 年公司低温销售占比已经超过 60%，战略落地良好。
- **低温品类一：鲜奶凸显活性价值，设置中高低档梯度带：1.价格带完善：**价格设置从 10 元至近 30 元不等，针对不同消费能力的消费能力群体，完善产品梯度线。**2.鲜奶产品特色：时间标杆+活性物质：**2020 年，技术不断革新，新升级的“黄金 24 小时”鲜奶采用 72℃，15S 杀菌工艺，其免疫球蛋白和乳铁蛋白的含量分别是 85℃，15S 杀菌工艺牛奶的 10 倍和 5 倍，突出活性物质的含量进行消费者教育。**3.差异化特色：唯品有望放量逻辑：**1. 杀菌技术为 ESL，延长货架期至 14 天，拓展销售半径。2. 循环有机概念，聚焦高收入及白领群体。3. 餐饮咖啡店渠道，提升品牌认知度及认可度，品牌价值相互导流。
- **低温品类二：低温酸奶趋于功能化，产品迭代延续生命力，迎接减糖减脂风口：1. 功能化趋势：**活润品牌功能性升级，延续品牌生命，2020 年创新打造活润晶球：3D 立体包埋技术，打造可以嚼的益生菌。根据益普索乳品十大功能性需求，排在前 3 名的分别为帮助消化吸收（38%）、增强免疫力（37%）、开胃/促进食欲（34%）。对标日本，明治乳业 18 财年功能性酸奶销售额是 12 财年的 3 倍，产品线涵盖 LG21（胃酸的耐性较好）、R1（主打增强体魄和健康）、PA-3（主打抑制尿酸值上升），为低温酸奶行业功能性提供新方向。**2.低糖低脂新风口：**初心品类 20 年焕新升级，初心产品根据“新鲜一代的选择”全新品牌定位下的产品需求洞察，用“食髦”定位初心酸奶的时尚年轻属性。根据天猫研究院报告，广东、江苏、

浙江追求低糖人数占比连续三年领先，四川、湖南也追求这低糖饮食。整体低糖主义与公司多品牌战略子公司重合度较高，为“初心”推进放量奠定基础。

- **产品创新升级背后驱动力：科研投入，打造动态护城河。**企业要保持长久的竞争力，需要在技术上建立自己的核心优势。15至19年公司研发收入从1169万元提升至2763万元，联合国际高等院校开展产学研实验室，抢占营养与健康研发领域的行业前瞻性。20年1-9月公司研发费用为2418万元，同比增长19.04%，加大科研投入力度，推动科技以及科研创新。
- **品牌端：多企业品牌+产品品牌协同发展。背后逻辑：1、一方鲜奶养一方人；2、有效销售半径，保障极致新鲜，护航品牌价值。**2017年至2020年1-6月，公司西南市场营收由60.59%变动到53.71%，与此变动趋势相反，公司在华东市场营收由22.31%变动至25.29%，华北市场由10%提升至13.11%。公司扎根西南市场，发力华东、华北区域，本次并购将通过宁夏辐射陕西、甘肃市场，挖掘西北市场空间，未来有望继续拓展版图。
- **盈利预测和投资建议：**公司“鲜”战略进行差异化竞争，鲜奶和低温酸奶品类均具有产品生命力及产品特色，科研驱动迭代上新。公司实行多企业品牌+产品品牌协同发展，扎根西南市场，发力华东、华北区域，本次并购将通过宁夏辐射陕西、甘肃市场，挖掘西北市场空间，未来有望继续拓展新鲜版图。我们预计20-22年营业收入分别为74.50、99.39、130.20亿元，净利润分别为3.25、4.45、5.87亿元，EPS分别为0.38、0.52、0.69元/股，对应PE为47X，34X，26X。
- **风险提示：**低温奶销售不及预期，并购或整合进程不及预期，疫情带来的不确定风险因素，市场竞争风险，新品销售及拓展不及预期，食品安全事件。

## 目录

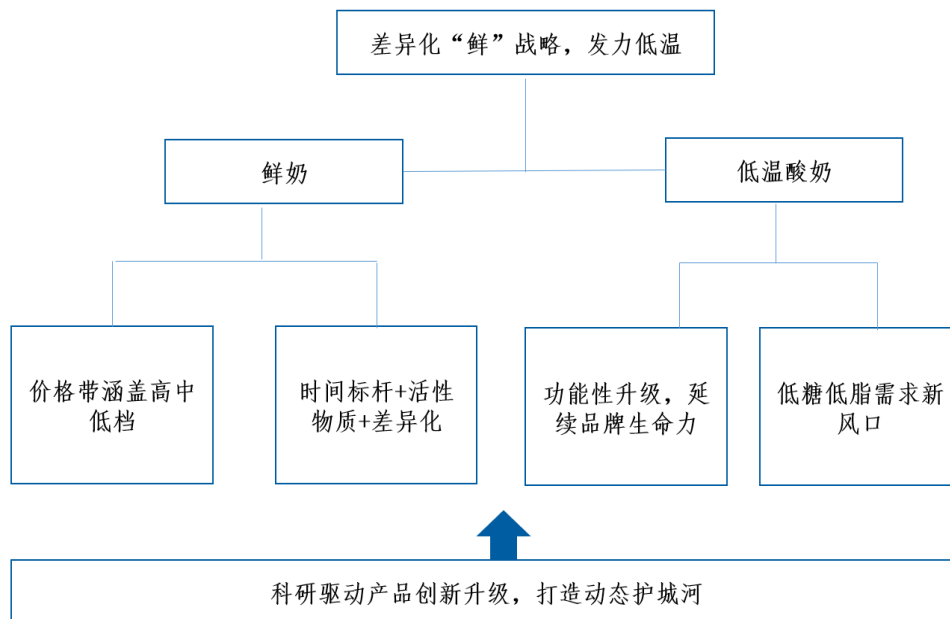
1. 整体框架	5
2. 差异化“鲜”战略，发力低温市场	6
2.1 错位竞争，发力低温市场	6
2.2 低温品类一：鲜奶凸显活性价值，设置中高低档梯度带	7
2.2.1 鲜奶：价格带涵盖中高低档，满足不同消费能力者的需求	7
2.2.2 鲜奶产品特色：时间标杆+活性物质+差异化特色	8
2.3 低温品类二：低温酸奶趋于功能化，迎接减糖减脂风口	11
2.3.1 产品迭代焕新，功能性升级，延续品牌生命力	13
2.3.2 2020 年创新打造活润晶球：3D 立体包埋技术，打造可以嚼的益生菌	14
2.4 迎合低糖低脂风向标：“初心”产品	15
2.5 背后驱动力：科研创新，打造动态护城河	16
3. 品牌纲领：多企业品牌+产品品牌协同发展	17
3.1 多企业品牌+产品品牌→协同发展	17
3.2 品牌布局：立足西南，拓展华东、华北等区域，挖掘西北区域	19
4. 盈利预测与估值水平	20
5. 风险提示	21
附：盈利预测表	22

## 图表目录

图 1:	1H2018 年国内常温白奶市场竞争格局 .....	6
图 2:	1H2018 年国内常温酸奶市场竞争格局 .....	6
图 3:	鲜奶以区域市场为主, 竞争格局较为分散 .....	6
图 4:	1H18 年低温酸奶市场竞争格局 .....	6
图 5:	“24 小时”系列、“黄金 24 小时”系列产品迭代更新能力强 .....	9
图 6:	“24 小时”鲜奶包装及活性物质 .....	9
图 7:	“黄金 24 小时”包装及活性物质 .....	9
图 8:	循环型农业概念图 .....	10
图 9:	唯品品类酸奶牛奶产品一览 .....	10
图 10:	唯品—餐饮使用 .....	11
图 11:	咖啡店合作, 提升品牌认可度 .....	11
图 12:	乳品功能性需求排名 .....	12
图 13:	功能性酸奶产品线 .....	12
图 14:	18 财年功能性酸奶销售额是 12 财年的 3 倍 .....	12
图 15:	明治功能性酸奶理念 .....	12
图 16:	新品活润晶球宣传图片 .....	14
图 17:	3D 立体包埋技术 .....	14
图 18:	低糖主义省份分布 .....	15
图 19:	15 年至 19 年研发收入变动 (百万) .....	16
图 20:	20 年 1-9 月研发费用 (百万) 同比增长 19.04% .....	16
图 21:	公司主要品牌区域一览图 .....	17
图 22:	一方鲜奶养一方人 .....	18
图 23:	牧场至周围主要城市距离示例 .....	18
图 24:	2015 年人均用奶量 (kg/人) .....	19
图 25:	不同城市鲜奶外卖单价对比 .....	20
图 26:	公司区域市场分布变动 .....	20
表 1:	鲜奶产品价格示例 .....	7
表 2:	订奶入户渠道, 公司的产品特色较为明晰 .....	8
表 3:	活润系列产品迭代图 .....	13
表 4:	初心产品迭代 .....	15

# 1. 整体框架

本文主要分为两个部分:1.从公司差异化战略谈起,从常温市占率角度探讨“鲜”战略的合理性。以产品为切口,探讨落实“鲜”战略下的产品,从鲜奶和低温酸奶两个大类进行分析,并通过解释科研驱动产品创新,梳理产品生命力的核心价值。2. 探讨“鲜”战略下的品牌情况,梳理背后“一方牛奶养一方人”的核心逻辑,以及多品牌战略的区域部署、未来增长看点。



多企业品牌+产品品牌→协同发展

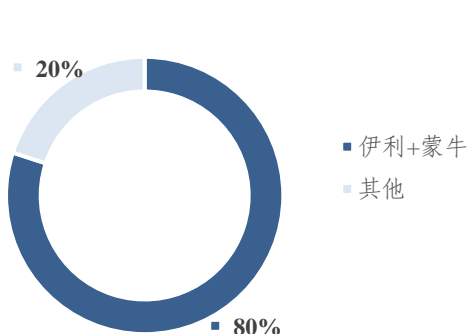


## 2. 差异化“鲜”战略，发力低温市场

### 2.1 错位竞争，发力低温市场

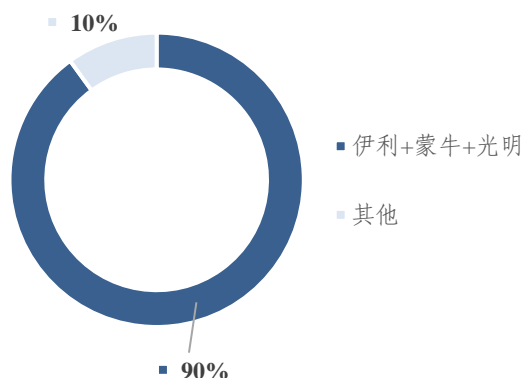
公司坚持差异化战略-“鲜”战略，看中低温战场，与在常温领域深深扎根的全国性乳制品企业双雄伊利、蒙牛形成错位竞争。根据中国乳业协会数据，2018 年上半年在常温白奶市场中，伊利、蒙牛共占据约 80% 的市场份额，两大巨头份额基本平分秋色；常温酸奶市场中，伊利、蒙牛和光明共占据约 90% 的市场份额，梯队形状明显，伊利占据近半壁江山，蒙牛位居第二，约占 1/4 市场分额，光明不足 20%。

图 1: 1H2018 年国内常温白奶市场竞争格局



资料来源: 中国乳业协会, 长城证券研究所

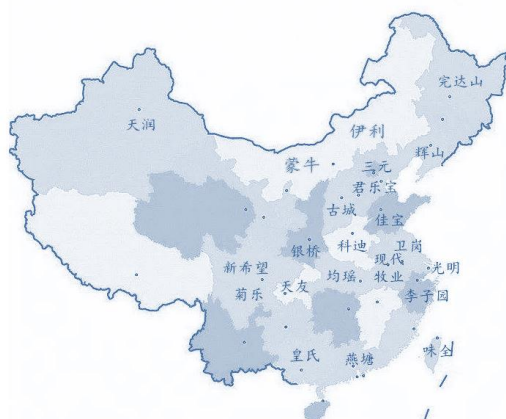
图 2: 1H2018 年国内常温酸奶市场竞争格局



资料来源: 中国乳业协会, 长城证券研究所

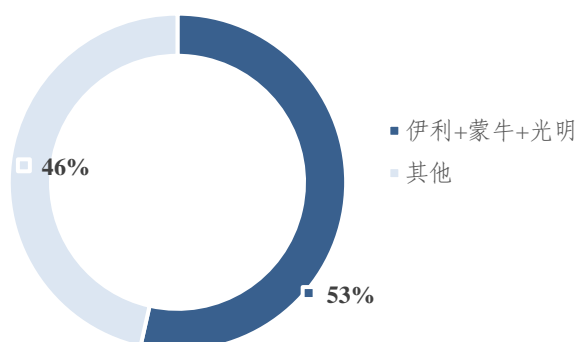
与常温市场相比，低温市场竞争格局较为分散。鲜奶市场中，区域乳企较多，市场竞争格局较为分散。18 年上半年，低温酸奶市场中居前位的伊利、蒙牛、光明共占据约 53% 的市场份额，分别为 21%、21%、11%。

图 3: 鲜奶以区域市场为主，竞争格局较为分散



资料来源: 公司官网、公开资料整理、长城证券研究所

图 4: 1H18 年低温酸奶市场竞争格局

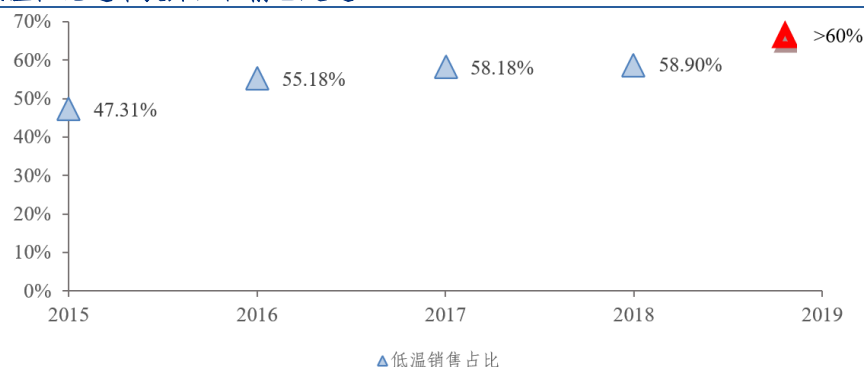


资料来源: 中国乳业协会, 长城证券研究所



贯彻落实“鲜”战略，坚守差异化竞争策略。低温领域对鲜奶、牧场到消费者的半径距离有一定限制，公司凭借独立且具有特色的销售网络，形成差异化的竞争优势，稳步推进“鲜战略”，通过打造完整鲜奶产业链，在核心经营城市周边布建牧场、工厂，着力发展低温乳制品、充分发挥了区域性乳企的优势，与伊利、蒙牛等全国性品牌形成差异化的竞争态势。2015年至2018年，公司低温销售占比从47.31%、55.18%、58.18%、58.90%，逐步提升至58.90%，2019年公司低温销售占比已经超过60%。1H2020年，尽管受新冠疫情的影响，市场端存在商超减少营业时间、学校延期开学等因素，但20年上半年的低温产品销售收入占比仍然保持在60%以上。

图 2: 低温占比逐年提升，目前已超过 60%



资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 2.2 低温品类一：鲜奶凸显活性价值，设置中高低档梯度带

### 2.2.1 鲜奶：价格带涵盖中高低档，满足不同消费能力者的需求

产品价格设置从 10 元到 30 元之间，满足不同消费能力人群的需求。针对不同消费需求设计高中低档产品线：**1. 有机&循环农业**：公司推出高端产品澳特兰有机鲜牛奶、唯品低温纯牛奶，分别为 29.9 元以及 29.8 元，通过有机概念以及循环农业模式，有针对性地挖掘高收入+注重健康的目标客户群。**2. 活性物质**：黄金 24 小时鲜牛奶与 24 小时鲜牛奶，价格分别是 26.8 元/盒与 19.9 元/盒，通过活性物质消费者教育，培育饮奶习惯，提升用户粘度。**3. 大众产品**：华西屋顶盒鲜牛奶是满足绝大部分客户需求的产品，覆盖范围人群广。在价格层面上，高中低端产品面向不同客户群，差异化进行产品特色宣传，搭建了较为完善的梯度带

表 1: 鲜奶产品价格示例

品名	澳特兰有机鲜牛奶	唯品低温纯牛奶	黄金 24 小时鲜牛乳
包装示例			

品名	澳特兰有机鲜牛奶	唯品低温纯牛奶	黄金 24 小时鲜牛乳
规格	950ml	950ml	950ml
价格	29.9 元/盒	29.8 元/盒	26.8 元/盒
品名	24 小时巴氏鲜牛奶	洪雅牧场低脂鲜牛奶	华西屋顶盒鲜牛奶
包装示例			
规格	950ml	950ml	980ml
价格	19.9 元/盒	18.9 元/盒	13.9 元/盒

资料来源：京东等电商平台，微信公众号，长城证券研究所

订奶入户产品涵盖 24 小时鲜奶、华西瓶装鲜牛奶、华西含钙鲜牛奶，三款产品价格均集中在 5 元左右；有机鲜牛奶，价格为 9 元，属于高端线。

表 2：订奶入户渠道，公司的产品特色较为明晰

	华西澳特兰有机鲜牛奶	华西瓶装 24 小时鲜牛奶	华西瓶装鲜牛奶	华西含钙瓶装鲜牛奶
产品图例				
规格	190ml	190ml	190ml	190ml
价格	9 元/瓶	5 元/瓶	4.5 元/瓶	4.5 元/瓶

资料来源：京东等电商平台，微信公众号，长城证券研究所

## 2.2.2 鲜奶产品特色：时间标杆+活性物质+差异化特色

### ■ 时间标杆：第一款以时间定义的鲜奶

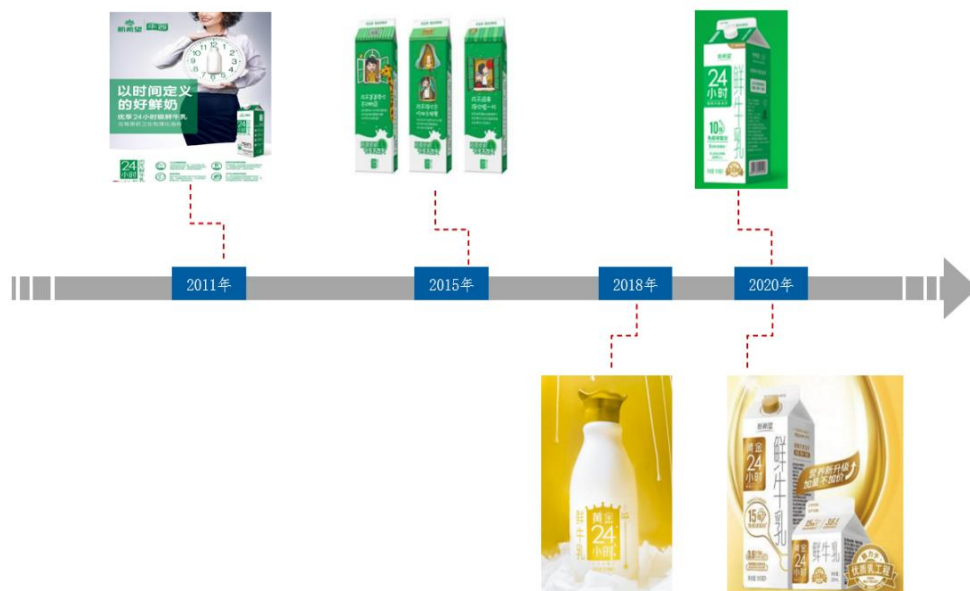
时间定义树立行业标杆，2011 年 24 小时鲜奶上市，是第一款以时间定义的鲜牛奶产品。产品获得中国乳制品工业协会第十七次年会新产品创新奖，2011 年中国（北京）国际妇女儿童产业博览会“新产品创新奖”。产品从上货架到下架仅有 24 小时，“限时、限量、现卖”，以提供给消费者新鲜的牛奶。

2015 年产品包装升级，主打走心文案引发消费者共鸣，进行消费者互动。2017 年随着华西乳业通过优质乳工程验收，其旗舰产品 24 小时鲜牛乳的升级也正式完成，严格按照优



质乳工程标准生产，更精准的低温杀菌温度，更严苛的质检标准，从源头保证牛奶鲜活，继续保障鲜活和营养。

图 5: “24 小时”系列、“黄金 24 小时”系列产品迭代更新能力强



资料来源：公司公告，长城证券研究所

#### ■ 活性物质：倒逼杀菌温度临界值+包装标注消费者教育

技术赋能产品价值，活性物质指标提升。2018 年公司推出的黄金 24 小时，倒逼杀菌温度临界值，采用 72℃，15s 的巴氏杀菌工艺。2018 年，“黄金 24 小时”免疫球蛋白 IgG 保留率达到 50%，乳铁蛋白达到 40% 以上，在牛奶主要活性营养成分上远超高温灭菌乳。2020 年，技术不断革新，新升级的“黄金 24 小时”鲜奶采用 72℃，15S 杀菌工艺，并采用瑞典膜过滤科技，其免疫球蛋白和乳铁蛋白的含量分别是 85℃，15S 杀菌工艺牛奶的 10 倍和 5 倍。升级版“黄金 24 小时”是新希望乳业鲜战略必然的新鲜方向。

明晰标注活性成分，消费者宣传教育。2020 年，“24 小时鲜牛奶”和“黄金 24 小时”均在产品包装上进行明晰标注，体现出新鲜价值及营养活性。未来，随着鲜奶行业的推进，活性物质的标注也会更加明晰，而公司的技术优势将在凸显出进一步的优势。

图 6: “24 小时”鲜奶包装及活性物质

图 7: “黄金 24 小时”包装及活性物质



资料来源：公司官网，长城证券研究所



资料来源：微信公众号，长城证券研究所

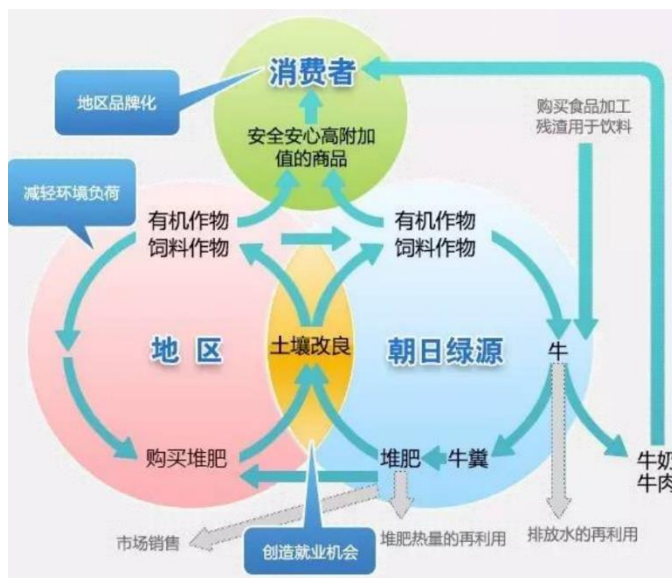
## ■ 差异化特色：循环农业概念+餐饮渠道培育高端消费群体

核心放量逻辑：1. 杀菌技术为 ESL，延长货架期至 14 天，拓展销售半径。2. 循环有机概念，聚焦高收入终端消费者。3. 餐饮咖啡店渠道，高端消费认可度，品牌价值相互导流。

1. 唯品牛乳采用日本先进生产技术：每分 8000 转的离心力，除去牛奶杂质；低温脱气工艺，防止空气与牛奶进行酸化反应，ESL 制法让唯品牛乳拥有了 14 天的保质期，与此同时更保留了牛奶的自然风味。
2. 唯品农场-循环农业生产模式：唯品农场坐落在山东莱阳是沐浴店镇的唯品农业园。最大的特色是循环型农法，用奶牛的牛粪和有机物制造堆肥来改良土壤，由改良的土壤种植健康、绿色的农产品，奶牛饲料由牧场自行制作、调配，同时还在不断进行研究。牧场自行制作的奶牛主食玉米青贮，是将玉米的果实和茎发酵而成。让健康的奶牛产出安全、好喝的牛奶，实现“循环型农业生产模式”。
  - ✓ 奶牛：唯品牧场引进澳大利亚和新西兰优良荷斯坦奶牛，并坚持纯种奶牛间的繁殖及饲养。唯品牛乳全部采用自家牧场奶源，不收购任何其它牧场奶源，保证奶源的纯正、品质和安全。
  - ✓ 无成分调整：无成分调整是指对牛奶的味道和成分不进行调整加工、不添加任何添加物。牛奶工厂，只使用唯品农场挤的新鲜原料奶，不混合其他农场的牛奶。挤出的原料奶用专用的奶罐车运送。立即杀菌并包装。无成分调整的牛奶正是唯品的技术力量量的证明。

图 8：循环型农业概念图

图 9：唯品品类酸奶牛奶产品一览



资料来源：公司官网、长城证券研究所



资料来源：微信公众号、长城证券研究所

3. 唯品餐饮使用牛奶目前和多家咖啡店合作，聚焦高端消费群体。1.产品质量过硬：在相关测评中，使用唯品牛奶后的咖啡，奶泡绵密度、打发后甜感、奶泡维持度、奶咖口感方面均较为突出。2.消费人群高度重合，这部分精品咖啡店用户和饮用导流，提升品牌信赖度及认可度。

图 10：唯品—餐饮使用



资料来源：微信公众号、长城证券研究所

图 11：咖啡店合作，提升品牌认可度



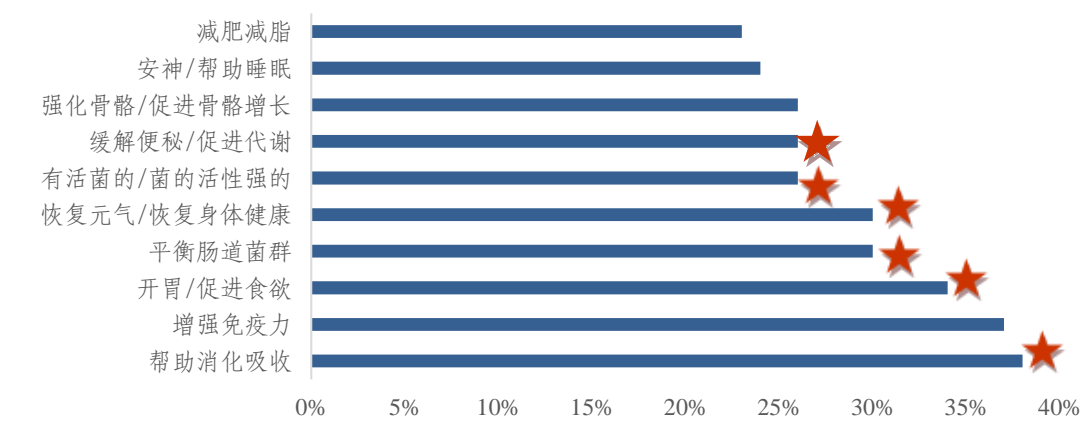
资料来源：微信公众号、长城证券研究所

## 2.3 低温品类二：低温酸奶趋于功能化，迎接减糖减脂风口



**消费者认知辨识：酸奶品类和功能性关联。**根据益普索乳品十大功能性需求，排在前三名的分别为帮助消化吸收（38%）、增强免疫力（37%）、开胃/促进食欲（34%）。

图 12：乳品功能性需求排名



资料来源：益普索，长城证券研究所

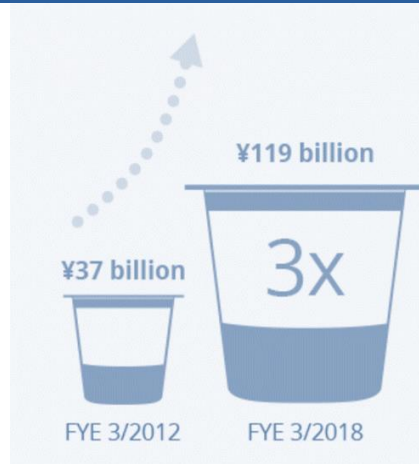
对标液态奶消费相近的日本，日本明治牛奶功能性酸奶不断拓展产品线。LG21 乳酸菌酸奶于 2000 年上市，主打增强胃活动，与其他乳酸菌相比，LG21 对胃酸的耐性较好，且能繁殖性比较高；R1 于 2009 年上市，主打增强体魄和健康；PA-3 于 2015 年上市，主打抑制尿酸值上升。根据明治乳业官网，18 财年功能性酸奶销售额是 12 财年的 3 倍，体现出功能性酸奶的消费者接受度以及认可度逐步提升。

图 13：功能性酸奶产品线



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 14：18 财年功能性酸奶销售额是 12 财年的 3 倍



资料来源：公司官网，长城证券研究所

未来明治在功能性裂变方面也将拓展功能线，为不同的身体健康需求提供解决有针对性的产品，为行业提供新的方向。

图 15：明治功能性酸奶理念

Meiji offers a  
**BROAD LINEUP**  
of functional yogurt to address



This trend may result in more  
**new products** featuring  
**new functionalities**

资料来源：公司官网，长城证券研究所

### 2.3.1 产品迭代焕新，功能性升级，延续品牌生命力

**整体产品迭代延续 2 条线：功能性不断升级+大果粒系列口感裂变。**活润定位功能性酸奶，是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。

- 1. 定位功能性乳制品，功能性不断升级：**上市之初，活润益生菌发酵乳涵盖 HORUN 菌种发酵，专业的国际专利益生菌种。18 年产品上市后迭代更新，“LB-8”是两个主要菌种的缩写。“L”是指鼠李糖杆菌(L,rhamnosus)，由新希望乳业与四川大学华西医学院自主研发专利，具有降血脂的功能。而“B”指乳双歧杆菌 HN019 (Bifix)，可以在肠胃内自身长，通过动态方式调节肠道益生菌不足和失衡，改善便秘。活润新品 LB-8 富含 200 亿活性益生增元菌群，其菌群由美国进口益生菌种乳双歧杆菌（HN019）和自主研发专利益生菌种（grx10）调和而成。
- 2. 大果粒系列口感裂变：**为活润搭建了丰富的产品链条，在基础纸杯产品之上，新希望乳业打造了多样化的“活润”大果粒产品系列，通过进口水果、谷物、果酱等的添加，丰富活润产品的口味和口感，为健康的功能型乳品增加更多美味加持。

表 3：活润系列产品迭代图

	活润益生菌发酵乳		大果粒系列		活润 LB-8	活润益生菌晶球酸奶
时间	13 年	16 年	17 年	18 年	18 年	20 年



	活润益生菌发酵乳	大果粒系列		活润 LB-8	活润益生菌晶球酸奶
产品图例					
产品特点	独有的 HORUN 菌种发酵，专业的国际专利益生菌种。	果味混合	水果+谷物混合	低脂版	“L”是指鼠李糖杆菌，由新希望乳业与四川大学华西医学院自主研发专利，具有降血脂的功能。而“B”指乳双歧杆菌。

资料来源：公司官网，公众号，长城证券研究所

### 2.3.2 2020 年创新打造活润晶球： 3D 立体包埋技术，打造可以嚼的益生菌

2020 年公司上市新品活润晶球，新采用 3D 包埋技术，打造可以嚼的益生菌。活润晶球产品采用 3D 包埋技术，包裹益生菌大晶球内部包含 2000 万颗有包埋益生菌的小晶球。双层抗酸保护膜（耐酸植物性皮膜+植物性保护膜）有效保护益生菌对抗胃酸胆盐侵蚀，保障更多益生菌活着直达肠道，可有效保护益生菌对抗胃酸胆盐侵蚀，从而真正达到了高端乳品的技术要求。强大的菌种功能使活润打破了国内酸奶菌种同质化、功能同质化的旧格局，成功开启强功能酸奶新纪元。目前新希望华西，新希望琴牌等均实现终端销售，产品终端销售反馈良好。

图 16：新品活润晶球宣传图片



图 17：3D 立体包埋技术



资料来源：公司官网，长城证券研究所

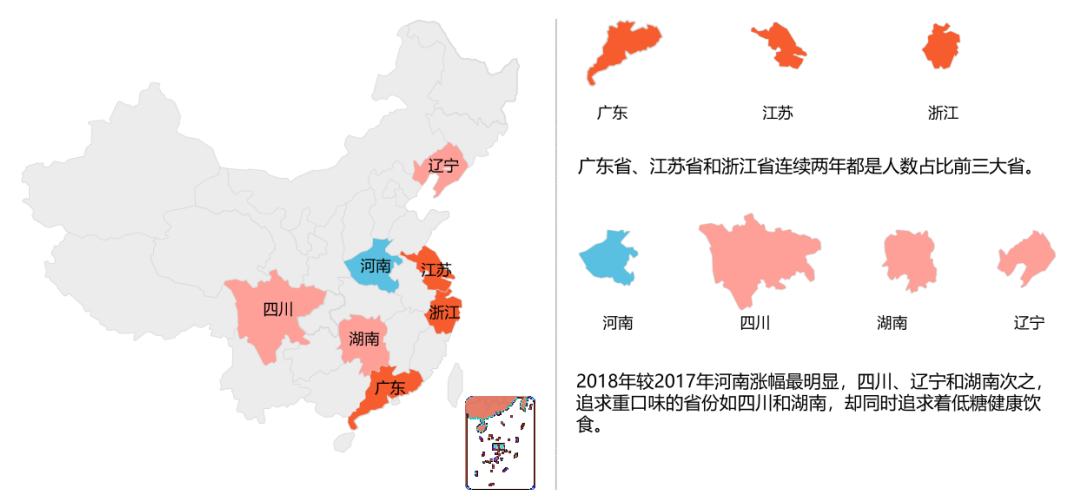
资料来源：微信公众号，长城证券研究所

## 2.4 迎合低糖低脂风向标：“初心”产品

生活节奏的加快对低糖低脂的需求，根据天猫产业研究报告，健康饮食趋势盛行，低糖主义走入大众视野。低糖成为新的焦点，新一线成为主力城市，90后和95后成为主力消费人群，95后则逐年增加，愈加注重健康生活。

广东、江苏、浙江追求低糖人数占比连续三年领先，四川、湖南也追求这低糖饮食。整体低糖主义与公司多品牌战略子公司重合度较高，为“初心”推进放量奠定基础。

图 18：低糖主义省份分布



资料来源：CBNData 消费大数据&天猫，长城证券研究所

产品成分坚守“零添加”才初衷，不断迭代满足当代消费者需求，即追求纯粹、随心、低脂。1.初心产品坚持“零添加”的初衷。初心系列产品均不含有任何的甜味剂、防腐剂、着色剂、增稠剂、香料、酸度调节剂等食品添加剂。2.减糖减脂迎合消费趋势。2019年，初心风味发酵乳迭代到初心减蔗糖风味发酵乳，此版本减少了稀奶油和加糖炼乳两种成分。2017年初心刚面世时的脂肪含量为8%，初心混合口味上市以后，脂肪含量降至7%。2019年，初心发布新品减蔗糖酸奶，脂肪含量降至6%。减糖减脂特色明显。

2020年初心产品根据“新鲜一代的选择”全新品牌定位下的产品需求洞察，对低温酸奶的明星产品初心酸奶进行了精准的消费画像，初心酸奶“0添加”的清爽口感和健康理念，聚焦当下都市女性轻负担+好营养的个性化需求，基于消费者洞察，初心酸奶进行了全面的品牌升级，提出了“敢食髦，就选初心素颜酸奶”的口号，用“食髦”定位初心酸奶的时尚年轻属性，并用代表都市女性自信纯真的“素颜”理念加强“0添加”的产品特质，精准俘获崇尚纯真品质的时尚女青年。

表 4：初心产品迭代

上市时间	2017 年	2018 年	2019 年
产品	初心风味发酵乳	初心混合口味风味发酵乳	初心减蔗糖 50%风味发酵乳

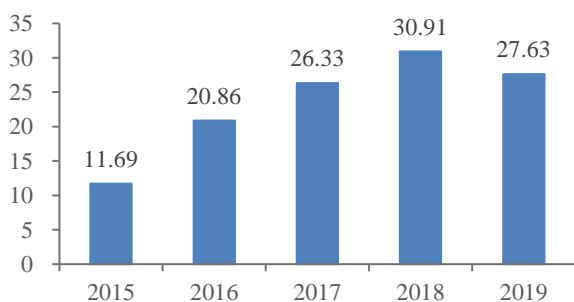
上市时间	2017 年	2018 年	2019 年
包装迭代 2017			
2018			
2019			
2020 全面升级			

资料来源：长城证券研究所

## 2.5 背后驱动力：科研创新，打造动态护城河

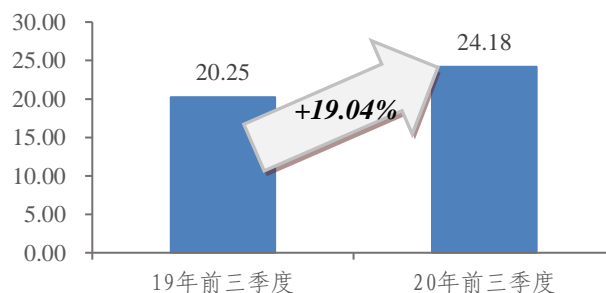
公司加大研发投入力度，前瞻乳品创新机会。15 至 19 年公司研发收入从 1169 万元提升至 2763 万元，并联合国际高等院校开展产学研实验室，聚焦营养与健康研发领域前瞻性。20 年 1-9 月公司研发费用为 2418 万元，同比增长 19.04%，加大科技以及科研创新力度。

图 19: 15 年至 19 年研发收入变动（百万）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 20: 20 年 1-9 月研发费用（百万）同比增长 19.04%



资料来源：公司公告，长城证券研究所

**扎实科研产学研基础，奠定科研基础。**乳制品行业进入高速增长向高质量发展转型升级的关键时期，“科技”是推动产业高质量发展的重要驱动力，解决“卡脖子”原料对行业发展的桎梏。公司建立波士顿科研创新中心，同时与新西兰皇家农科院、澳联邦科学与工业研究组织、荷兰万豪劳伦斯坦应用科技大学、瑞典查尔姆斯科学大学分别成立国际交流平台，与江南大学、四川农业大学等在内的多所国内知名院校联合建立国内产学研平台，**奠定了新希望乳业“四洲四国”的全球化科研格局。**公司在菌种研发、细分营养需求的产品研发、杀菌工艺等方向深入研究，内容涵盖生命早期营养、老年营养、疾病及公众营养等领域，确保为产品创新提供自有生物技术 IP 输出。

**创新产品输出能力强，打造可持续增长点。**企业要保持长久的竞争力，需要在技术上建立自己的核心优势。公司长期以来深耕生物科技领域，以“新科技”作为发展引擎，保证企业的创新实力与产品的卓越品质。2019 年共发表科学文献 29 篇，申请专利 39 项，其中发明专利 16 项、实用新型专利 21 项、外观设计专利 2 项；获授权专利 53 项，其中发明专利 4 项、实用新型专利 46 项、外观设计专利 3 项。荣获国家级科技进步二等奖一项，省部级科技进步二等奖两项以及其他奖项。

### 3. 品牌纲领：多企业品牌+产品品牌协同发展

#### 3.1 多企业品牌+产品品牌→协同发展

**多企业品牌+产品品牌→协同发展。**“鲜战略”差异化经营模式的提出，既发挥了公司多品牌（“华西”、“雪兰”、“双峰”、“白帝”、“琴牌”、“唯品”、“天香”、“蝶泉”、“南山”、“三牧”等）协同发展优势，又建立了自身独特的竞争优势。公司立足西南，并在华东、华北、西北等区域深度布局，逐步深化全国，构建了以“鲜战略”为核心价值的城市型乳企联合舰队。

图 21：公司主要品牌区域一览图





资料来源：公司官网、公司公告、长城证券研究所

## ■ 协同品牌背后逻辑 1：一方鲜奶养一方人

城市居民在选择乳制品品牌，特别是低温乳制品品牌时，通常会优先选择其耳熟能详的本地优质品牌。作为主打“鲜战略”的区域型城市乳企，公司在品牌战略上不同于伊利、蒙牛等龙头企业的单一企业品牌加产品品牌策略，而是选择了多企业品牌加产品品牌协同发展、依托区域优势市场建立消费者忠诚度的差异性竞争策略。公司所拥有的“华西”、“雪兰”、“双峰”、“白帝”等区域优势品牌经过数十年的沉淀，在多媒体时代，更容易得到高度细分的消费群体认同，适合宣传渠道高度碎片化的趋势，公司此种针对细分消费群体的多品牌战略，将随着时间的推移愈发凸显其优势。

根据饿了么调研数据，江浙沪包邮区消费者最爱喝光明，东北人最爱喝辉山，北京人更喜欢三元，成都人最爱的还是新希望，昆明人则偏爱新希望雪兰。

但从公司层面上来看，调研数据中的青岛琴牌、合肥白帝、杭州双峰、昆明雪兰、苏州双喜等均为公司子品牌，验证了公司协同品牌逻辑的顺畅性。

图 22：一方鲜奶养一方人



资料来源：饿了么，长城证券研究所（数据统计时间：2020 年 8 月）

## ■ 逻辑 2：牧场有效销售半径，保障极致新鲜，护航品牌价值

牧场至主要城市保障销售半径距离，产品“鲜”升级。公司在距离城市 150 公里“鲜半径”内打造了多个高品质“云牧场”——华西洪雅牧场、云南雪兰牧场、双峰千岛湖牧场，奶源丰富，满足了消费者的极致鲜要求。牧场距离与新鲜指数息息相关，在重点经营城市周边布建牧场保证产品新鲜、以重点区域性市场为支点并向全国辐射，护航“新鲜”的品牌价值。

图 23：牧场至周围主要城市距离示例



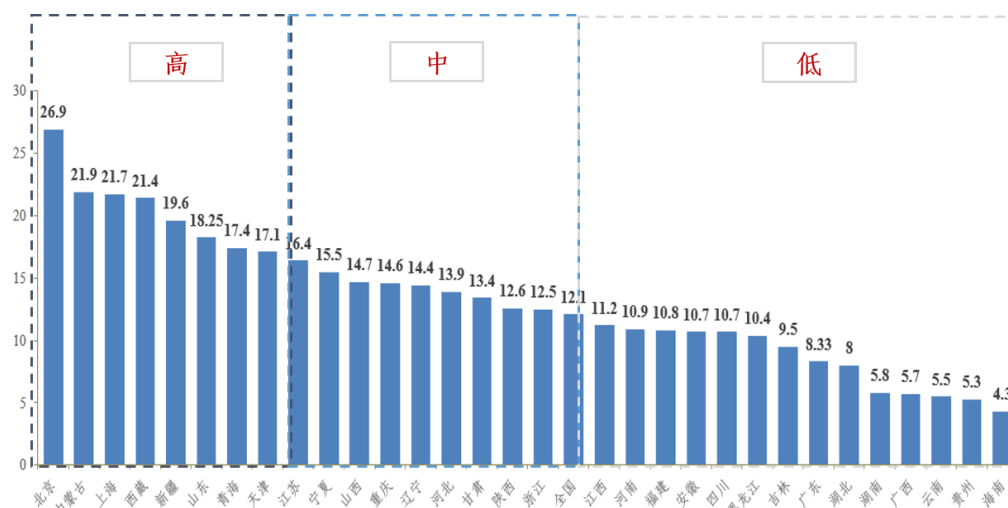


资料来源：百度地图，长城证券研究所

### 3.2 品牌布局：立足西南，拓展华东、华北等区域，挖掘西北区域

2015 年不同省份人均用奶量存在显著差异，在第一梯度带上内蒙古、新疆、青海具备奶源优势，北京、上海以及华北区域、华东区域部分城市仍旧在第一梯度上，远超于全国平均水平。甘肃、陕西区域略高于全国平均值，具备市场基础。西南市场、东北市场居于全国平均线以下，潜力空间巨大。

图 24：2015 年人均用奶量（kg/人）



资料来源：中国乳业统计资料，长城证券研究所

不同省份鲜奶外卖单价差别较大，北京近沈阳 2 倍。20 年，根据饿了么鲜奶外卖报告，北京、泉州、武汉、南昌、厦门处于高外卖单价，均值在 12 元以上，郑州、济南、天津、

福州位于 10-12 元梯度带，青岛、哈尔滨、昆明、沈阳位于低外卖单价梯度带，对低外卖单价只有 7.1 元。整体来看，华北、华东等区域市场具备市场基础以及鲜奶消费习惯。

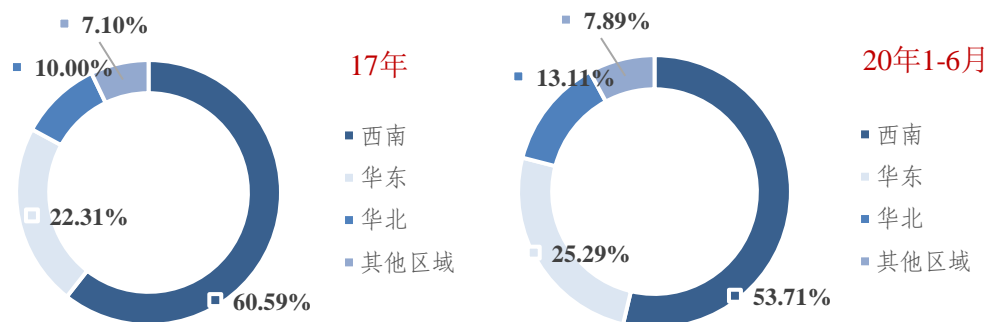
图 25: 不同城市鲜奶外卖单价对比



资料来源: 饿了么, 长城证券研究所

扎根西南，拓展华东、华北市场。2017 年至 2020 年 1-6 月，公司西南市场营收由 60.59% 变动到 53.71%，与此变动趋势相反，公司在华东市场营收由 22.31% 变动至 25.29%，华北市场由 10% 提升至 13.11%。

图 26: 公司区域市场分布变动



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

宁夏黄金奶源，具备地理位置优势，辐射陕甘两省。公司收购夏进，从历史来看，夏进乳业地处黄金奶源带，可辐射甘肃和陕西，未来夏进有望继续常温优势，并逐步输入新乳业低温基因，且有望借助黄金奶源探寻高质量新品类。

## 4. 盈利预测与估值水平

公司战略差异化竞争，鲜奶和低温酸奶品类均具有产品生命力及产品特色，科研驱动迭代上新。公司实行多企业品牌+产品品牌协同发展，扎根西南市场，发力华东、华北区域，本次并购将通过宁夏辐射陕西、甘肃市场，挖掘西北市场空间。我们预计 20-22 年营业收入

入分别为 74.50、99.39、130.20 亿元，净利润分别为 3.25、4.45、5.87 亿元，EPS 分别为 0.38、0.52、0.69 元/股，对应 PE 为 47X，34X，26X。

## 5. 风险提示

低温奶销售不及预期，并购或整合进程不及预期，疫情带来的不确定风险因素，市场竞争风险，新品销售及拓展不及预期，食品安全事件。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4971.95	5674.95	7450.09	9938.57	13019.5	成长性					
营业成本	3288.99	3795.88	4961.01	6599.21	8618.93	营业收入增长	12.4%	14.1%	31.3%	33.4%	31.0%
销售费用	1069.28	1250.18	1631.57	2156.67	2825.24	营业成本增长	13.9%	15.4%	30.7%	33.0%	30.6%
管理费用	284.22	319.79	439.56	571.47	729.09	营业利润增长	14.6%	-0.1%	30.0%	42.5%	33.0%
研发费用	30.91	27.63	29.80	39.75	52.08	利润总额增长	12.3%	-0.7%	33.7%	37.3%	32.0%
财务费用	68.69	63.88	82.01	117.19	162.11	净利润增长	9.2%	0.4%	31.7%	39.1%	31.3%
其他收益	49.12	65.62	57.37	61.50	59.44	盈利能力					
投资净收益	30.94	36.63	33.78	35.20	34.49	毛利率	33.8%	33.1%	33.4%	33.6%	33.8%
营业利润	257.97	257.59	334.76	476.95	634.48	销售净利率	5.0%	4.4%	4.3%	4.5%	4.6%
营业外收支	12.28	10.72	24.09	15.65	15.68	ROE	16.0%	12.2%	13.8%	16.9%	19.2%
利润总额	270.25	268.31	358.85	492.60	650.16	ROIC	12.9%	14.0%	14.6%	13.9%	15.7%
所得税	23.63	16.86	39.13	44.57	56.86	营运效率					
少数股东损益	3.89	7.71	-1.17	1.52	6.85	销售费用/营业收入	21.5%	22.0%	21.9%	21.7%	21.7%
净利润	242.73	243.73	320.89	446.51	586.46	管理费用/营业收入	5.7%	5.6%	5.9%	5.8%	5.6%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
流动资产	1046.10	1299.24	1563.78	1899.04	2441.82	财务费用/营业收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
货币资金	304.61	446.40	328.68	516.21	567.32	投资收益/营业利润	12.0%	14.2%	10.1%	7.4%	5.4%
应收票据及应收账款	363.11	434.40	487.45	641.68	712.35	所得税/利润总额	8.7%	6.3%	10.9%	9.0%	8.7%
其他应收款	38.55	29.08	169.23	57.96	200.59	应收账款周转率	27.68	14.36	21.02	17.69	19.36
存货	285.70	328.45	493.72	586.81	832.94	存货周转率	11.77	12.36	12.07	12.21	12.14
非流动资产	3194.85	4064.85	4797.07	5789.84	6952.53	流动资产周转率	4.35	4.84	5.20	5.74	6.00
固定资产	2319.16	2343.08	2983.97	3890.93	4958.32	总资产周转率	1.15	1.18	1.27	1.41	1.52
资产总计	4240.95	5364.09	6360.85	7688.89	9394.34	偿债能力					
流动负债	2290.78	2732.62	3495.28	4509.51	5800.46	资产负债率	63.6%	61.7%	63.5%	65.5%	67.0%
短期借款	1071.00	1363.15	1370.02	2600.00	2992.24	流动比率	0.46	0.48	0.45	0.42	0.42
应付款项	403.50	526.83	1097.84	631.22	1175.49	速动比率	0.31	0.34	0.28	0.27	0.26
非流动负债	407.95	575.11	540.71	526.54	497.82	每股指标 (元)					
长期借款	234.90	417.90	383.50	369.33	340.61	EPS	0.28	0.29	0.38	0.52	0.69
负债合计	2698.73	3307.73	4035.99	5036.05	6298.27	每股净资产	1.71	2.31	2.62	3.00	3.52
股东权益	1542.22	2056.36	2324.86	2652.83	3096.07	每股经营现金流	0.68	0.87	1.24	0.60	1.83
股本	768.34	853.71	853.71	853.71	853.71	每股经营现金	2.39	3.04	3.31	1.15	2.67
留存收益	472.29	663.83	829.29	1007.11	1380.05						
少数股东权益	83.03	87.45	86.28	87.80	94.65	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债和权益总计	4240.95	5364.09	6360.85	7688.89	9394.34	PE	62.25	62.00	47.09	33.84	25.77
现金流量表	(百万)					PEG	5.98	133.36	0.81	0.54	0.37
经营活动现金流	437.26	635.01	1061.01	511.69	1564.77	PB	10.36	7.67	6.75	5.89	5.03
其中营运资本	2.22	125.46	414.94	-383.92	385.14	EV/EBITDA	26.54	24.50	24.04	18.67	14.54
投资活动现金流	-161.01	-1266.5	-976.55	-1323.1	-1586.9	EV/SALES	3.33	2.96	2.26	1.80	1.40
其中资本支出	411.47	601.66	675.31	934.89	1105.29	EV/IC	5.26	4.16	3.98	3.09	2.76
融资活动现金流	-368.09	770.94	-263.19	1060.01	-419.00	ROIC/WACC	1.57	1.71	1.78	1.79	2.01
净现金总变化	-92.58	136.73	-178.74	248.55	-441.14	REP	3.35	2.44	2.24	1.73	1.37

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

