

增持 (维持)

新乳业 (002946)

鲜奶行业势能向上，区域龙头优势积聚

2023年05月16日

## 市场数据

日期	2023-05-16
收盘价(元)	15.85
总股本(百万股)	866.58
流通股本(百万股)	845.36
净资产(百万元)	2507.89
总资产(百万元)	9455.07
每股净资产(元)	2.78

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《新乳业:22年顺利收官,23Q1利润率如期提升》2023-04-26

《新乳业:内生精耕,利润率提升潜力大》2023-02-07

《新乳业:抢占鲜机,未来可期》2021-07-19

## 分析师:

金旻

jinhan@xyzq.com.cn

S0190521080003

## 投资要点

- **鲜奶赛道成长空间大，区域市场渗透率有望提升。**2011-2021年我国低温鲜奶市场规模 CAGR 约 10%，在整体白奶消费中占比从 21.5% 提升至 27.5%。对比海外，美日韩英等国鲜奶占比高达 90%+，主要系奶源分布均匀、冷链建设完善、当地消费习惯。长期看人均低温鲜奶消费量指标，我国较日韩有 6 倍以上的提升空间。区域分布来看，当前我国低温奶市场发展不均，人均 GDP 更高、消费力更强的区域鲜奶渗透率更高。同时，我国处在新型城镇化进程中，冷链、仓储、渠道体系下沉将激发各地级市、县级市低温市场增长潜力。
- **低温赛道格局分散，区域割据特征明显。**一方面，低温奶具有短保特点，对冷链要求高，区域乳企往往能做到牧场-工厂-销区相匹配，区域优势更强。另一方面，地方乳企通常有订奶入户的传统，并长期与当地学校、企业合作，有较好的口碑积累，故而形成鲜奶行业分散的竞争格局。2021 年我国低温鲜奶 CR3/CR5 市场份额约为 35%/46%，其中光明、蒙牛、三元和新乳业市占率分别为 20%/8.3%/6.7%/6%。大部分鲜奶消费为主的海外国家同样如此，2022 年日/美/英 CR3 分别为 34.6%/13.3%/15.8%，CR5 分别为 38.5%/18.8%/18.1%。相较于单一品牌区域扩张，并购整合的战略在鲜奶行业中更行之有效，乳企通过并购可快速汇集不同区域的奶源、工厂、渠道资源，借助本土品牌势能拓展客群，由点及面，更高效地布局全国化版图。
- **低温鲜奶盈利模式与常温奶不同，对于供应链管理、产品退损率、终端周转效率等方面更为苛刻，优质乳企可实现高个位数乃至双位数净利率水平。**1) **乳企业类型：**区域乳企深耕多年，上游奶源稳定，且当地品牌力和渠道力更强，鲜奶盈利能力较综合性乳企更好。2) **渠道结构：**订奶入户、团购类渠道属于低温奶差异化渠道，复购频率更高且损耗率低、费用投入少，利润率相较商超、CVS 渠道更高。3) **价格带表现：**高端产品竞争力强，深耕差异化赛道，盈利表现好。4) **区域市占率：**考虑到奶站建设维护成本、冷链运输费用等因素扰动，鲜奶行业存在规模效应，区域市占率越高，鲜奶业务净利率越高。根据中国奶业年鉴，优质地方性乳企净利率可达高个位数乃至双位数水平，如光明上海区域、山东唯品、广东燕塘、福建长富等公司盈利能力表现优异。
- **围绕奶源+产品+品牌+供应链打造高壁垒，新乳业竞争优势显著。**奶源方面，奶源供应稳定充足、质量上乘、距离工厂和市场更近的低温乳企具备较高竞争力。新乳业奶源自给率达 50%，高于行业，且子公司牧场和工厂布局适配度高。**产品方面**，低温乳企以产品力为本，积极研发创新，推动鲜奶品类向高端化、差异化升级。新乳业通过自有研发中心+各地高校合作+全球科研智库，强化研发能力，实现 24 小时、唯品、今日鲜奶铺等核心鲜奶品类创新升级。**品牌方面**，低温乳企本土品牌优势显著，市场投入和营销成本相对更低。新乳业并购当地成熟品牌，采取母子品牌协同发展策略，强化区域优势，川乳、雪兰等品牌区域市占率第一。**供应链方面**，鲜奶行业对乳企的供应链体系、渠道建设、数字化管控能力有较高要求。新乳业订奶入户等封闭渠道优势显著，用户粘性强，渠道利润高；同时通过数字化管控、精细化运营提升商超连锁等渠道的运作效率，华西 24 小时退损率仅为中个位数水平。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 114.21/129.91/146.26 亿元，同比增长 14.13%/13.75%/12.58%，归母净利润分别为 5.07/6.73/8.51 亿元，同比增长 40.21%/32.82%/26.39%，EPS 为 0.58/0.78/0.98 元；对应 2023 年 5 月 16 日收盘价，PE 为 27.10/20.40/16.14 倍，

维持“增持”评级。

- **风险提示：**鲜奶业发展不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题，疫情反复。

#### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10006	11421	12991	14626
同比增长	11.59%	14.13%	13.75%	12.58%
归母净利润(百万元)	362	507	673	851
同比增长	15.77%	40.21%	32.82%	26.39%
毛利率	24.04%	25.34%	25.98%	26.34%
ROE	14.35%	15.68%	17.66%	18.61%
每股收益(元)	0.42	0.58	0.78	0.98
市盈率	37.99	27.10	20.40	16.14

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

## 目 录

1、鲜奶赛道成长空间大，区域市场渗透率有望提升 .....	- 5 -
1.1、对标海外成熟市场，我国低温鲜奶发展潜力大 .....	- 5 -
1.2、国内市场发展不均，各城市渗透率提升空间大 .....	- 7 -
1.3、兼具巴氏和 UHT 优点，超巴奶成为行业新机遇 .....	- 9 -
2、低温赛道格局分散，区域割据特征明显 .....	- 10 -
3、低温鲜奶盈利能力分析 .....	- 13 -
4、竞争要素：围绕奶源+产品+品牌+供应链打造高壁垒 .....	- 16 -
4.1、优质奶源布局，上游供应稳定 .....	- 16 -
4.2、加速产品升级迭代，研发创新促发展 .....	- 17 -
4.3、本土品牌粘性强，并购发挥区域优势 .....	- 19 -
4.4、打造精细化供应链体系，数字化赋能行业发展 .....	- 20 -
5、盈利预测与投资评级 .....	- 21 -
6、风险提示 .....	- 22 -

## 图 目 录

图 1、2020 年各国白奶消费结构 .....	- 5 -
图 2、我国低温鲜奶在整体白奶消费额占比明显提升 .....	- 5 -
图 3、中国规模化牧场占比趋势及预测 .....	- 6 -
图 4、机械化挤奶率 .....	- 6 -
图 5、我国各省市奶牛及大型奶牛养殖企业分布 .....	- 6 -
图 6、我国冷库容量情况 .....	- 6 -
图 7、我国公路冷链运输车保有量 .....	- 6 -
图 8、2022 全国冷链物流企业分布图 .....	- 7 -
图 9、2019 年中日韩低温鲜奶人均消费量对比 .....	- 7 -
图 10、中日韩鲜奶年产量（万吨） .....	- 7 -
图 11、低温鲜奶定价为常温奶的 1-3 倍左右 .....	- 8 -
图 12、2021 年国内巴氏奶渗透率 .....	- 8 -
图 13、2021 年全国及各地区人均 GDP .....	- 9 -
图 14、2021 主要省会城市人均 GDP（万元） .....	- 9 -
图 15、不同杀菌工艺的乳品对比 .....	- 9 -
图 16、美英日韩饮用乳制品行业 CR3 变化趋势 .....	- 11 -
图 17、美英日韩饮用乳制品行业 CR5 变化趋势 .....	- 11 -
图 18、2022 年海外各国白奶市场竞争格局 .....	- 11 -
图 19、2021 年国内巴氏奶市场格局 .....	- 12 -
图 20、国内巴氏奶 CR3 和 CR5 变化 .....	- 12 -
图 21、国内低温乳企分布 .....	- 13 -
图 22、2021 年低温奶渠道结构 .....	- 14 -
图 23、2019 年区域乳企净利率分布 .....	- 15 -
图 24、各大乳企奶源自给率 .....	- 17 -
图 25、新乳业奶源及工厂布局情况 .....	- 17 -
图 26、2022 年现代牧业全国奶源布局情况 .....	- 17 -
图 27、鲜奶行业分阶段份额及增速 .....	- 18 -

---

图 28、新乳业 24 小时系列产品.....	- 19 -
图 29、新乳业朝日唯品系列产品.....	- 19 -
图 30、新乳业今日鲜奶铺.....	- 19 -
图 31、新乳业旗下品牌区域分布情况.....	- 20 -
图 32、新乳业未来 5 年分业务占比测算.....	- 21 -
图 33、新乳业未来 5 年分业务收入 CAGR 测算.....	- 21 -

## 表目录

表 1、超巴奶产品梳理.....	- 10 -
表 2、2019 年全国部分区域乳企净利率.....	- 15 -
表 3、可比公司表格.....	- 22 -

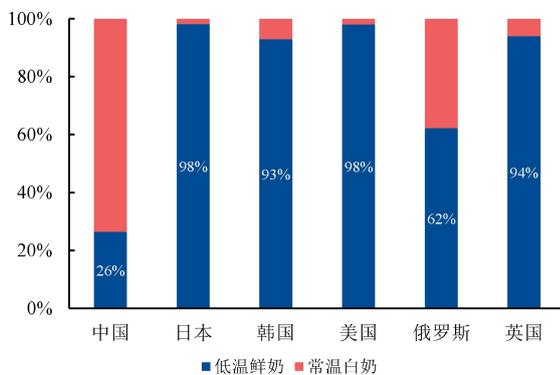
## 报告正文

# 1、鲜奶赛道成长空间大，区域市场渗透率有望提升

## 1.1、对标海外成熟市场，我国低温鲜奶发展潜力大

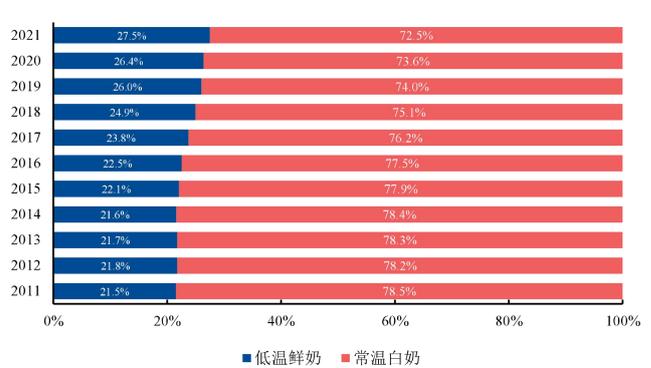
近年来我国低温鲜奶在整体白奶消费中占比明显提升。我国低温鲜奶规模增速快于常温白奶，2011-2021 年低温鲜奶/常温白奶 CAGR 分别为 9.7%/6.2%，其中低温鲜奶销售额占比从 21.5% 提升至 27.5%。但对标海外市场，中国低温鲜奶占白奶消费比重在 30% 以内，低于美国、日本、韩国、英国等国家的 90%+，低于俄罗斯的 60%+。

图 1、2020 年各国白奶消费结构



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、我国低温鲜奶在整体白奶消费额占比明显提升

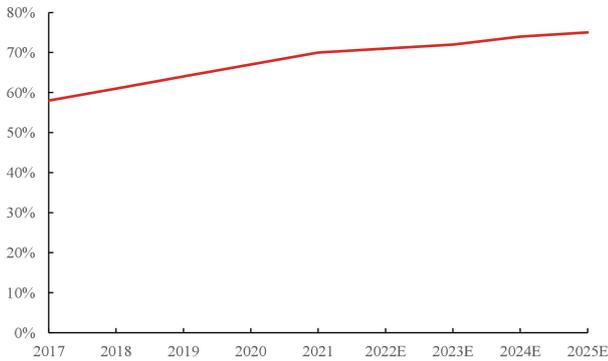


资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

海外部分国家鲜奶消费占主导主要系奶源分布均匀、冷链建设完善、当地消费习惯。欧美国家牧场资源丰富、奶源分布均匀，同时冷链运输体系建构成熟、发达；另外诸如俄罗斯等国家所在纬度偏高，低温奶储存和运输所需成本更低、体系建设更为简单，且当地消费者早已形成低温奶的长期饮用习惯；而日韩地狭人稠、运输距离短，同时城镇化率超九成，更适合低温奶的普及和宣传。

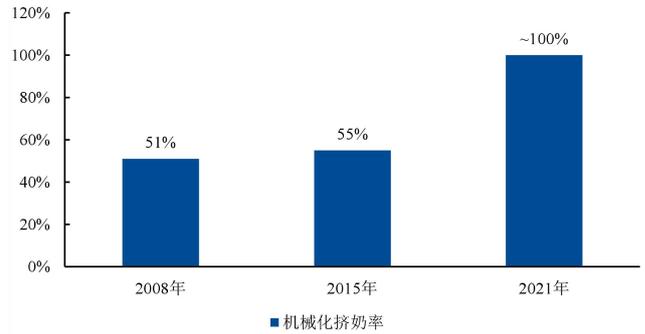
国内牧场及冷链这两条低温鲜奶“生命线”的建设正不断推动完善，未来将促进低温奶消费。牧场方面，更有利于保证鲜奶质量、规模增长迅速的大型牧场、专业化养殖场不断发展，小型牧场的数量持续减少。2021 年国内奶牛存栏 100 头以上规模化养殖比例达到 70%，持续提升；代表养殖现代化程度及牧场发展程度的重要指标机械化挤奶率从 2008 年的 51% 提高到 2021 年接近 100%。国内黄金奶源带分布方面，主要集中于北方地区，北纬 43 度至 53 度之间为优质奶牛饲养带，此区域贯穿东北、西北和华北地区，全国约 70% 的奶牛集中于此，供应了超 60% 的原料奶。长江以南的奶牛主要分布在四川、云南两省。冷链方面，根据中物联冷链委数据，冷库容量由 2016 年的 4200 万吨增长至 2021 年 8205 万吨，5 年 CAGR 为 14.3%；公路冷链运输车保有量由 2016 年的 11.5 万辆增长至 2021 年的 34.2 万辆，5 年 CAGR 为 24.33%，并且实现华东、华中、华南地区全覆盖，西南、西北地区库容密度，车辆数量也已能够服务当地城市一定规模的低温鲜奶市场。

图 3、中国规模化牧场占比趋势及预测



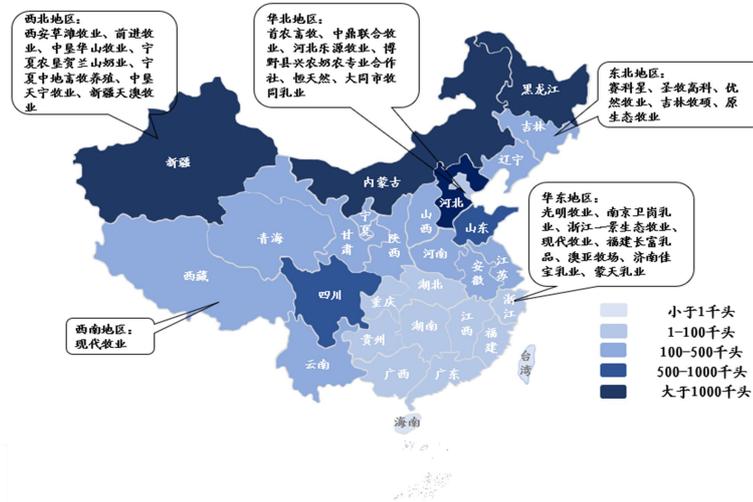
资料来源：中商情报网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、机械化挤奶率



资料来源：卓识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、我国各省市奶牛及大型奶牛养殖企业分布



资料来源：奶粉圈，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*统计日期：2021年7月

图 6、我国冷库容量情况



资料来源：中物联冷链委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、我国公路冷链运输车保有量



资料来源：中物联冷链委，兴业证券经济与金融研究院整理

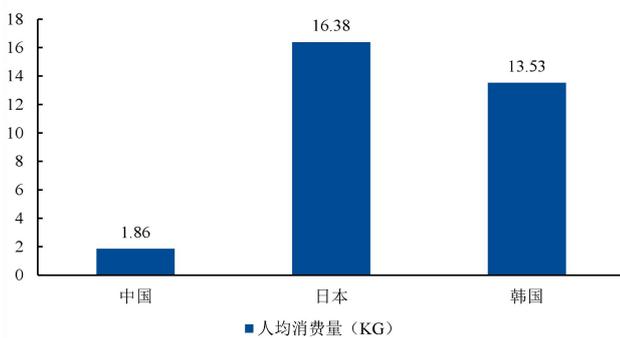
图 8、2022 全国冷链物流企业分布图



资料来源：冷链联盟官网，兴业证券经济与金融研究院整理

我国消费者饮食、饮奶习惯与日韩等东亚国家相似，但人均低温鲜奶消费量却远低于日韩等国家，有 6 倍以上的提升空间。根据欧睿数据，2019 年我国鲜奶人均消费量仅为 1.86kg，约为日本的 1/9、韩国的 1/7。鲜奶产量方面，我国由 2018 年的 3075 万吨增长至 2022 年的 3756 万吨，4 年 CAGR 为 5.1%，但 22 年中国人口数量约是日本的 11 倍、韩国的 27 倍，鲜奶产量仅为日本的 4.9 倍、韩国的 18.6 倍，存在较大的提升空间。

图 9、2019 年中日韩低温鲜奶人均消费量对比



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、中日韩鲜奶年产量 (万吨)



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

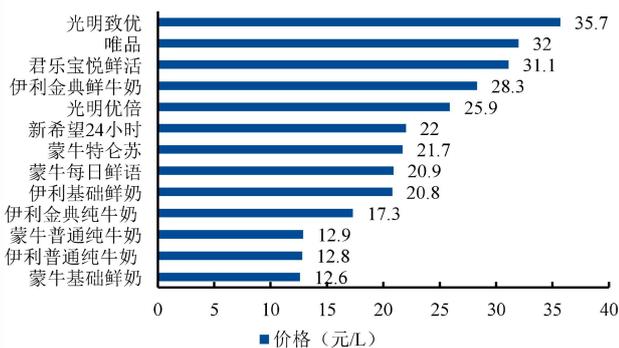
## 1.2、国内市场发展不均，各城市渗透率提升空间大

低温鲜奶渗透率和区域人均 GDP 匹配度高，消费力提升将促进低温市场持续发

展。通常低温鲜奶的定价为常温奶的 1-3 倍，所以当地人均 GDP 更高、消费力更强的区域鲜奶渗透率更高。2021 年华东区域人均 GDP 达 10.9 万元，对应我国东部地区巴氏奶渗透率达 48%，领先全国其他地区，而西南和西北人均 GDP 较低，对应西部地区巴氏奶渗透率仅为 32%，发展潜力大。同时在经济发达的区域冷链建设也更完善，2022 年上海冷链运输车辆达到 6728 辆、全国最多，山东、广东冷库容量分别为 645 万吨与 470 万吨、领先全国。未来随着广东、山东、江浙沪等地新增牧场建设和扩建工程落地，依托现有消费市场和冷链建设，华东、华南鲜奶消费有望更深挖潜。华北、东北等地依托内蒙古牧场资源及高纬度的运输优势，鲜奶消费将进一步渗透并有望辐射周边市场。西部地区坐拥新疆、西藏、青海等优质资源，同时人均 GDP 发展潜力足，未来消费市场能以成都、昆明为核心持续扩大。

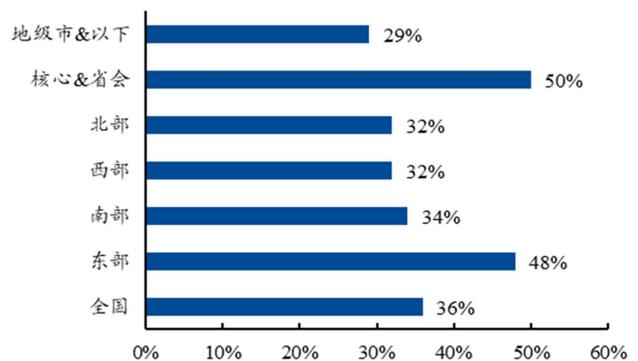
分城市看，一二线城市渗透率高，其余市场下沉空间大。核心及省会城市鲜奶渗透率达 50%，主要系：1) 高线市场消费群体对乳制品的品质要求更高，对低温鲜奶产品的消费频率、粘性高；2) 高线市场人口密度大，城镇化率高，网状铺开冷链运输更为适合；3) 高线市场商超、大卖场、便利店分布密，电商、新零售渠道成熟，订奶入户发展较早。目前核心及省会城市鲜奶渗透率较欧美等发达市场仍有较大挖掘潜力，未来随着其经济持续发展、消费力升级、周边牧场不断扩建，鲜奶渗透率有望进一步提高。同时，我国仍处在新型城镇化进程中，冷链中心、仓储中心、渠道体系逐步下沉，将激发各地级市、县级市的低温市场增长潜力，对标省会城市及较为发达的东部区域，三四线市场至少有 20pct 的渗透率提升空间。

图 11、低温鲜奶定价为常温奶的 1-3 倍左右



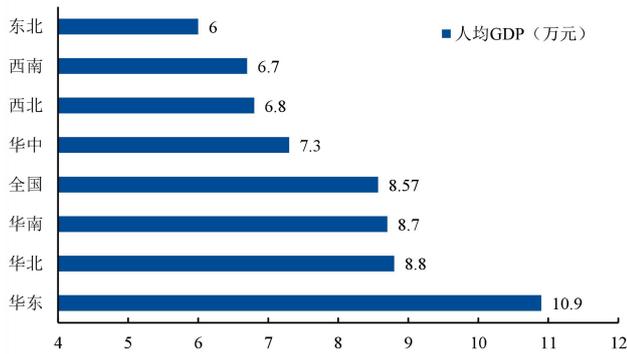
资料来源：淘宝，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*统计时间为 2023 年 4 月

图 12、2021 年国内巴氏奶渗透率



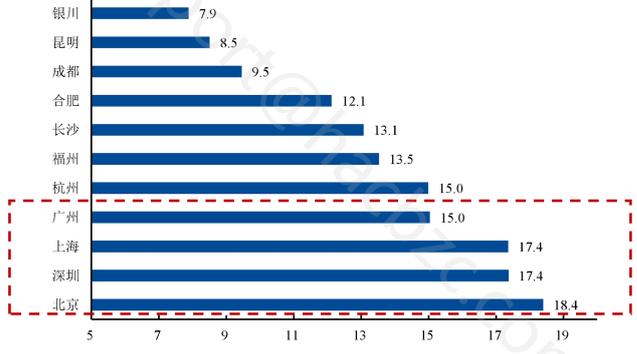
资料来源：凯度消费指数，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*渗透率指一年消费过巴氏奶消费者比例

图 13、2021 年全国及各地区人均 GDP



资料来源：中经数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2021 主要省会城市人均 GDP (万元)



资料来源：中经数据，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、兼具巴氏和 UHT 优点，超巴奶成为行业新机遇

**巴氏奶保质期短、营养价值更高，但受冷链发展限制。**巴氏奶保质期仅为 5-10 天，灭菌温度相对更低，能够更好保留原奶营养成分，口感鲜甜，满足了消费者对健康美味的诉求。但受制于我国幅员辽阔、冷链发展尚不成熟、南北奶源分布不均，而巴氏奶对供应链要求较高，短期难以实现突破式发展。

**超巴奶克服巴氏奶保质期短的痛点，同时解决 UHT 破坏部分营养成分的问题。**超巴奶 (ESL 乳)，即延长货架期的巴氏杀菌乳，其杀菌温度介于巴氏和 UHT 之间，相较巴氏奶而言，超巴奶细菌数量更低，保质期更长，且营养成分以及口感与传统巴氏十分接近，偏浓郁口味，满足了消费者对于产品营养价值、新鲜度与安全性的要求。同时，超巴奶销售半径能够突破 500 公里甚至更远，解决巴氏奶北奶南运的困难。

图 15、不同杀菌工艺的乳品对比

产品类型	相应国标	杀菌/灭菌方式	储存	优点	缺点	流行国家
巴氏杀菌乳	GB 19645	低温长时间 (LTLT) : 62-65°C/30min	冷藏, 3-7天	营养保留更全	灭菌不彻底, 需要低温冷藏运输, 保质期短, 储藏成本较高	美国、加拿大、澳大利亚、英国等北欧国家
		高温短时间 (HTST) : 72-75°C/15s				
延长货架期杀菌乳 (ESL)	/	英国标准: 90°C/5s	冷藏, 15-30天	比巴氏杀菌彻底, 保留营养和口感, 保质期更长, 热损伤低于UHT	生产工艺要求高, 制造成本较高; 目前无国标	日本、德国、韩国
		美国标准: 138°C/2s	冷藏, 45-60天			
超瞬时杀菌乳 (INF)	/	蒸汽浸入式直接杀菌: 143-158°C/0.05-0.5s	冷藏, 21天			
超高温灭菌乳 (UHT)	GB 25190	灭菌后无菌灌装: 110°C/15-40min	常温, 1-6个月	灭菌彻底, 常温存储货架期长, 退损率低	过热加工, 部分营养损失, 降低牛奶品质; 包装、加工成本较高	比利时、西班牙、法国、葡萄牙等欧洲国家

资料来源：人民网，搜狐，百度百科，果壳，叮芒评测，秒懂生活，兴业证券经济与金融研究院整理

**超巴奶目前在日本、韩国、德国较为流行，国内消费逐渐起势。**受奶源分布、冷链技术发展以及国家政策引导等因素影响，各国对低温奶选择偏好不同。例如，

20 世纪 60 年代，日本提出“一杯奶振兴一个民族”的口号，为中小學生提供牛奶，兼具 UHT 安全和巴氏奶营养、口感的超巴奶获得青睐，成为日本的主流低温奶产品。随着 ESL 工艺在国内普及，头部乳企纷纷推出每日鲜语、悦鲜活、今日鲜奶铺等大热的 ESL 鲜奶品牌，扩大低温奶的销售半径。

**表 1、超巴奶产品梳理**

乳企	产品名称	价格（元）	保质期	技术	图片
蒙牛	每日鲜语	20.9/L	15 天	超巴	
伊利	金典鲜牛奶	28.3/L	15 天	超巴	
	全脂鲜牛奶	20.8/L	15 天	超巴	
光明	新鲜牧场鲜牛奶	28.9/L	15 天	高温杀菌	
新乳业	今日鲜奶铺	29.9/L	15 天	高温杀菌	
	朝日唯品	32.0/L	14 天	ESL 杀菌	
君乐宝	悦鲜活	31.1/L	19 天	INF 超瞬时杀菌	
三元	三元鲜活	21.0/L	15 天	高温杀菌	
优诺	优诺 4.0+	30.3/L	15 天	高温杀菌	
味全	严选牧场	25.4/L	15 天	ESL 杀菌	
明治	醇壹	28.3/L	18 天	ESL 杀菌	

资料来源：淘宝，《财经》，兴业证券经济与金融研究院整理

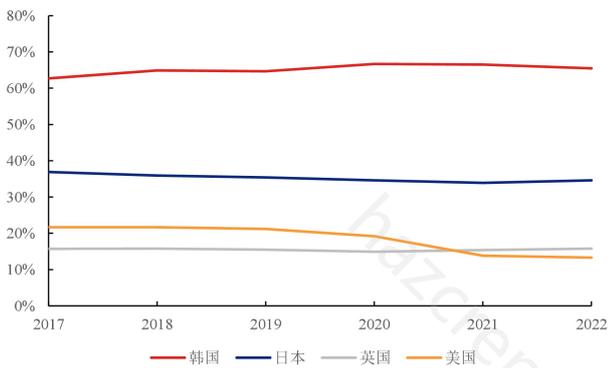
\*统计时间为 2023 年 4 月 23 日

## 2、低温赛道格局分散，区域割据特征明显

受运输半径限制，叠加本土消费粘性，低温奶市场区域属性明显。一方面，低温奶具有短保特点，且运输需要全程保持 2-6 摄氏度的冷链要求，因此运输半径通常仅为 100-300 公里，区域乳企往往能做到牧场-工厂-销区相匹配，区域优势更强。另一方面，地方乳企通常有订奶入户的传统，并长期与当地学校、企业合作，有较好的口碑积累，消费者忠诚度较高。因此，鲜奶行业竞争格局分散，区域割据特征明显。

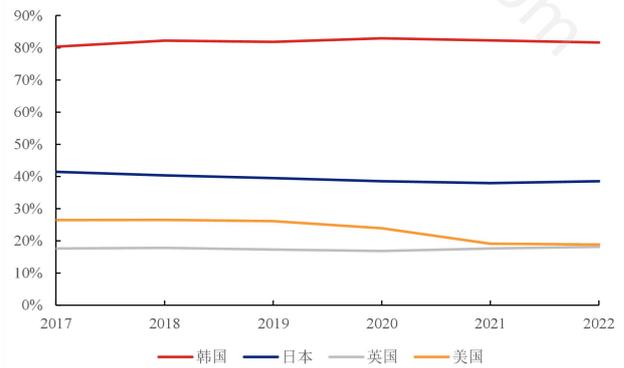
海外鲜奶市场竞争格局普遍分散。由于美英日韩等国白奶消费基本以低温为主，我们选取这四个国家饮用乳制品行业（不含酸奶）份额数据。其中，韩国 CR3 份额高达 65.5%，主要系首尔人口密度高，大乳企牧场及冷链基本可覆盖首尔及周边市场。其他海外国家由于受奶源布局均匀、运输距离短、鲜奶产品差异化程度低等因素影响，市场集中度较低。2022 年日本/美国/英国 CR3 分别为 34.6%/13.3%/15.8%，CR5 分别为 38.5%/18.8%/18.1%。从 private label（自有品牌）市占率来看，英国/美国分别为 66.5%/56.3%，竞争格局非常分散。

图 16、美英日韩饮用乳制品行业 CR3 变化趋势



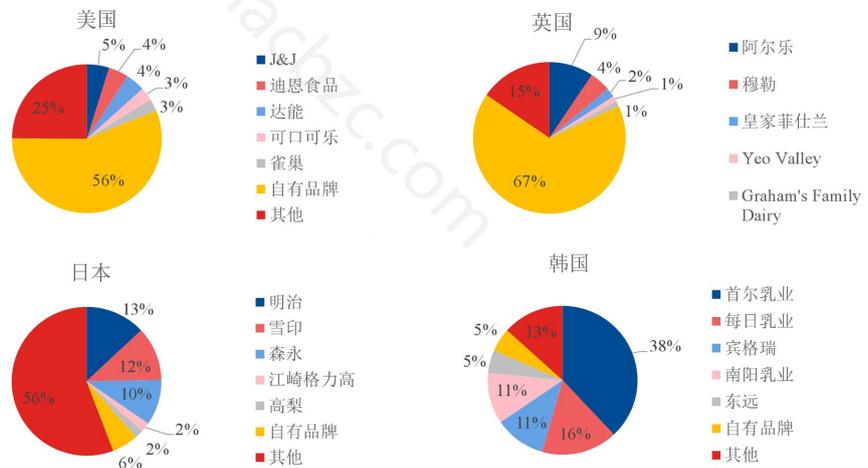
资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、美英日韩饮用乳制品行业 CR5 变化趋势



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

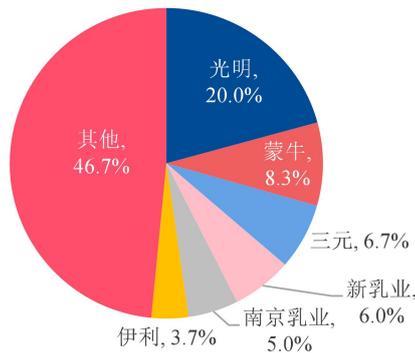
图 18、2022 年海外各国白奶市场竞争格局



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

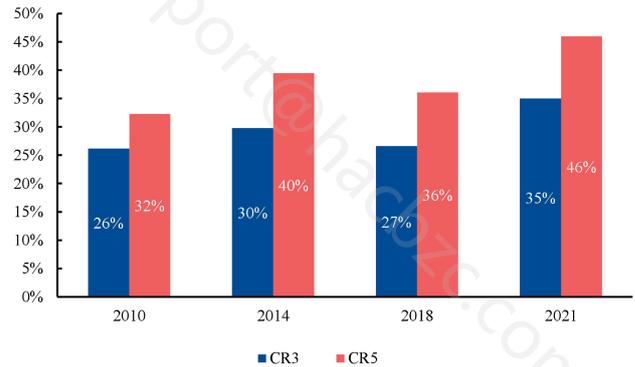
国内鲜奶行业同样格局分散，光明市占率第一，CR3 近三年呈缓慢上升趋势。2010-2018 年国内低温鲜奶行业 CR3 稳定在 25%-30% 区间内，CR5 稳定在 32%-40% 区间内，近三年集中度缓慢上升，尤其是蒙牛每日鲜语开启全国化布局带来份额大幅提升。2021 年低温鲜奶 CR3/CR5 市场份额约为 35%/46%，其中光明、蒙牛、三元和新乳业的市占率为 20%/8.3%/6.7%/6%。

图 19、2021 年国内巴氏奶市场格局



资料来源：欧睿，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、国内巴氏奶 CR3 和 CR5 变化



资料来源：欧睿，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 分区域看，地方龙头割据明显。

- ✓ **华东及华中地区：光明引领，伊利蒙牛紧随其后。**华东地区是光明的大本营，其华东中心工厂、“随心订”送奶入户及领鲜物流的冷链配送体系为其构筑了华东地区的护城河。根据尼尔森数据，2019 年光明乳业在上海地区低温鲜奶市场份额占有率约达 40%，而三家对手三元、伊利、蒙牛的总和不到 20%。新乳业华东区域唯品近年来在上海增势迅猛，双峰、双喜、白帝三大品牌各自在杭州、苏州、合肥份额排名靠前。华中地区来看，光明的低温奶销量第一，其次是伊利和蒙牛，新乳业旗下南山近两年有所突破、增速较快。
- ✓ **华南地区：龙头势力范围更加细分。**卡士 2018 年占在广东地区低温酸奶市场份额达 25%-28%。广州的简爱、燕塘，深圳的晨光，福建的长富等乳企分割余下低温市场，其中简爱以“零添加”为卖点重点发力低温酸奶市场，燕塘、晨光则皆有布局，但更为区域性。广西地区，水牛奶发家的皇氏乳业也自 2011 年开始加大投入进行低温奶布局。
- ✓ **华北地区：伊利蒙牛主战场，三元君乐宝齐发力。**蒙牛于 2010 年收购当时华北地区最大的酸奶企业君乐宝，后于 2019 年出售。目前整个华北地区除蒙牛伊利双寡头外，仍有三元和君乐宝站稳华北低温奶市场，新乳业旗下的天香在保定市场占据第一。另外，在北京地区，三元的市占率占绝对优势，伊利、蒙牛、君乐宝顺列其后。
- ✓ **西南地区：新乳业大本营。**2016 年，新乳业建成西南地区最大的低温奶生产基地，主攻西南地区低温奶市场。2021 年，公司在西南地区的销售额达到 36.13 亿元，其在成都、昆明的鲜奶市场份额第一。
- ✓ **西北地区：新乳业、蒙牛齐发力。**新乳业于 2020 年收购西北地区乳企龙头夏进乳业，其于宁夏的市占率超过 50%，市场覆盖宁夏、陕西、甘肃等省份，迅速布局西北市场。同时，蒙牛也于 2019-2020 年分别与宁夏银川、宁夏灵武、甘肃张掖签订战略合作协议，积极部署拥有众多优质奶源地的西北地区。2022 年 10 月，蒙牛集团（灵武）4500 吨高端液态奶数智化工厂一期建成投产。
- ✓ **东北地区：全国性品牌涌入。**本土乳企完达山聚焦低温奶，在哈尔滨等市场

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

领先；辉山乳企也主打低温奶，曾占据东北地区40%以上的低温奶市场。但由于东北地区拥有黄金奶源产区，一直是伊利、蒙牛的主要生产基地区域，目前也吸引了众多全国性头部乳企的竞争。

图 21、国内低温乳企分布



资料来源：公司公告，百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，鲜奶行业区域割据特征明显，外来乳企进入当地市场存在奶源布局、渠道建设、消费者培育等多维度的挑战。相较于单一品牌区域扩张，并购整合的战略在鲜奶行业中更行之有效。乳企通过并购可快速汇集不同区域的奶源、工厂资源，同时获得订奶入户、当地团购等封闭式渠道的优势，借助本土品牌势能拓展客群，由点及面，更高效地布局全国化版图。

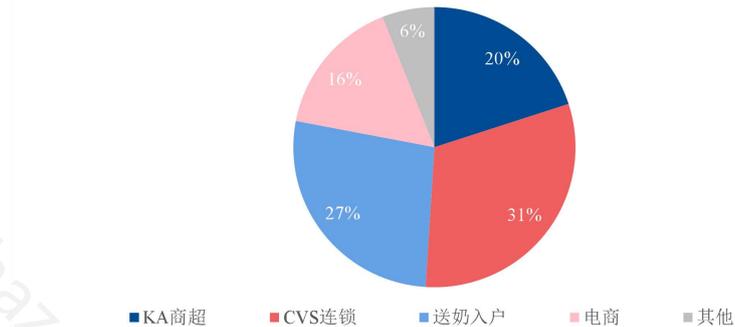
### 3、低温鲜奶盈利能力分析

**低温鲜奶盈利模式与常温奶不同。**常温奶由于保质期更长、运输要求低，拥有规模化大型牧场、渠道渗透更深的乳企，往往具备更高的盈利能力。而低温鲜奶因其保质期短、冷链运输要求高，对于供应链管理、产品退损率、终端周转效率等方面更为苛刻。根据乳企类型、渠道结构、产品价格带、区域市占率的差异，盈利能力表现有所不同。

**乳企类型不同：区域乳企盈利水平高于综合性乳企。**综合性乳企牧场与销区适配度有所局限，双寡头蒙牛、伊利奶源地主要分布在东北、西北、华北地区，辐射范围有限，冷链运输成本高昂。同时，综合性乳企进入陌生区域品牌口碑基础相对较弱，往往会投入更多的市场资源进行消费者教育，盈利能力相对较弱。而当地乳企深耕多年，通常配备当地稳定的奶源，且低温鲜奶品牌力和渠道力更强、用户粘性高，盈利能力较好。

**渠道结构不同：订奶入户、团购等封闭渠道利润率更高。**订奶入户和团购渠道属于低温乳企的差异化渠道，具有复购频率更高的特点，该业务模式下培育了一批对于品牌忠诚度较高的长期客户，保障销售稳定性。同时，该类渠道损耗率低，不需要支付进场费、堆头费等，市场费用投入少，减少渠道让利环节，利润率相较商超、CVS 渠道更高。此外，订奶入户的客户均要提前付款，保障企业现金流。

图 22、2021 年低温奶渠道结构



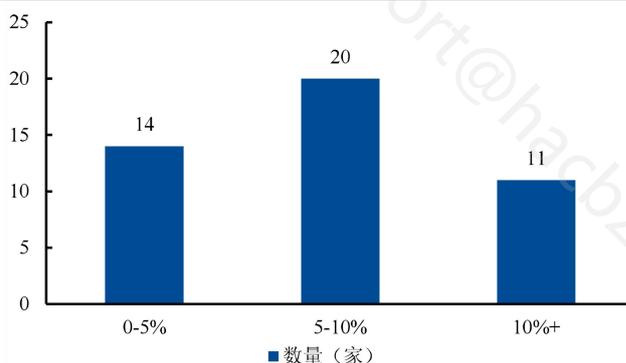
资料来源：中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

**价格带不同：高端产品竞争力强，深耕差异化赛道，盈利表现好。**在竞争激烈的低温市场中，如何在产品定位、品牌调性、精准目标人群等方面找准差异化赛道，决定了能否突破重围。例如，新乳业推出定位 1 天货架期、极致新鲜的 24 小时系列产品，价位带分布在 20-40 元/950ml，利润率高；朝日唯品定位中高端，践行差异化的循环农作理念，价格位于 30-40 元/950ml 之间，利润率更高，且消费者粘性更强，复购率达 50% 左右。

**区域市占率不同：市占率越高，鲜奶业务净利率越高。**订奶入户渠道看，奶站盈利能力与送奶数量具备一定正相关性，存在规模效应。早期订奶入户建设周期长，且需要固定的人力成本维护，对于乳企自身形成较高的进入壁垒，后期随着奶站规模提升摊薄成本后，渠道盈利能力提升。此外，在鲜奶业务的运费、费用使用效率上同样存在规模效应。故而，子公司市占率越高，对应鲜奶业务的净利率越高。

**优质地方性乳企净利率可达高个位数乃至双位数水平。**根据中国奶业年鉴，选取 2019 年销售额在 1 亿元以上、主要生产巴氏奶的地方性乳企分析其盈利能力。在遍布 18 个省、自治区或直辖市的 45 家区域乳企中，净利率达到 10% 以上的企业共有 11 家，净利率 5-10% 的企业有 20 家，而低于 5% 的企业有 14 家，计算平均净利率为 8%。区域乳企在当地具有一定的规模效应，叠加上游奶源供应充足、本土消费粘性强，盈利能力往往表现不错。例如，鲜奶龙头光明乳业在上海有三个工厂，对应净利率在 8-11%，大本营市场盈利能力强；新乳业子公司宁夏夏进、山东唯品子公司净利率水平在 7-10%；华南区域，广东燕塘乳业净利率达到 8.3%，福建长富乳品净利率达到 14%，盈利能力表现优异。

图 23、2019 年区域乳企净利率分布



资料来源：中国奶业年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、2019 年全国部分区域乳企净利率

区域	省份	名称	巴氏奶产量占比	奶源自给率	销售收入 (万元)	利润 (万元)	净利率
华东	山东	济南佳宝乳业	32%	40%	281,000	20,700	7.4%
		山东得益乳业	37%	43%	109,726	6,737	6.1%
		青岛琴牌 (新乳业)	30%	1%	54,000	2,500	4.6%
		山东亚奥特乳业	18%	60%	34,000	2,800	8.2%
		临沂格瑞食品	27%	12%	23,949	1,915	8.0%
		青岛迎春乐食品	24%	10%	22,300	1,100	4.9%
		山东绿源唯品 (新乳业)	-	100%	21,440	1,591	7.4%
		潍坊紫鸢乳业	36%	-	20,733	1,955	9.4%
		山东银香大地乳业	20%	100%	17,482	1,555	8.9%
		威海嘉盛乳业	35%	99%	10,504	1,399	13.3%
江苏	南京	卫岗乳业	69%	45%	246,552	7,873	3.2%
		江苏三元双宝 (三元食品)	20%	67%	8,994	153	1.7%
上海	光明	华东中心工厂 (光明乳业)	-	43%	276,093	21,693	7.9%
		上海乳品四厂 (光明乳业)	-	43%	65,575	7,042	10.7%
		上海永安乳品 (光明乳业)	-	54%	42,733	4,609	10.8%
福建	长富乳品	57%	92%	101,282	14,156	14.0%	
华南	广东	广东燕塘乳业 (燕塘乳业)	14%	50%	179,901	14,973	8.3%
华中	河南	花花牛集团	2%	60%	155,175	8,226	5.3%
		宝乐奶业	13%	100%	12,000	330	2.8%
		焦作市博农乳业	29%	24%	10,703	903	8.4%
	湖南	湖南南山 (新乳业)	5%	-	25,000	1,000	4.0%
		湖南优氏乳业 (皇氏集团)	48%	68%	13,150	485	3.7%
		湖南金健乳业	18%	100%	10,611	617	5.8%
华北	北京	北京三元食品 (三元食品)	37%	-	478,284	1,609	0.3%
	山西	山西九牛农业	19%	100%	18,315	5,611	30.6%
西北	陕西	西安银桥乳业	4%	25%	451,563	16,786	3.7%
		宁夏夏进乳业 (新乳业)	0.2%	24%	144,700	12,000	8.3%
	宁夏	银川东君乳业	0.4%	-	14,072	2,038	14.5%
		宁夏雪泉乳业	4%	56%	11,324	1,641	14.5%
		新疆	新疆西域春乳业	4%	97%	73,258	3,837

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

青海	青海小西牛生物乳业	0.04%	27%	42,057	5,263	12.5%	
	青海天露乳业	16%	44%	12,304	175	1.4%	
西南	重庆	重庆天友(新乳业)	11%	12%	225,290	9,062	4.0%
		重庆光大集团乳业	22%	31%	36,530	1,027	2.8%
贵州	贵阳三联乳业	6%	11%	100,000	5,800	5.8%	
	贵州好一多乳业	58%	100%	30,000	4,000	13.3%	
云南	云南欧亚乳业	2%	31%	128,034	8,803	6.9%	
	昆明雪兰(新乳业)	14%	50%	114,668	7,059	6.2%	
	云南皇氏来思尔乳业	4%	4%	69,283	6,437	9.3%	
	云南蝶泉(新乳业)	-	61%	49,252	1,487	3.0%	
东北	红河云牧乳业	7%	100%	10,830	758	7.0%	
	辽宁	大连三寰乳业	57%	52%	15,003	3,280	21.9%
		大连心乐乳业	56%	42%	14,815	1,406	9.5%
	吉林	广泽乳业	4%	-	56,301	6,361	11.3%
		春光乳业	75%	80%	5,000	100	2.0%
<b>平均值</b>		<b>23.4%</b>	<b>54.0%</b>			<b>8.0%</b>	

资料来源：中国奶业年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

\*单元格标注灰色为上市企业或其子公司，标注橘黄色为巴氏奶产量占比超过20%，标注蓝色为奶源自给率超过50%，乳企净利率单元格颜色越深代表净利率高

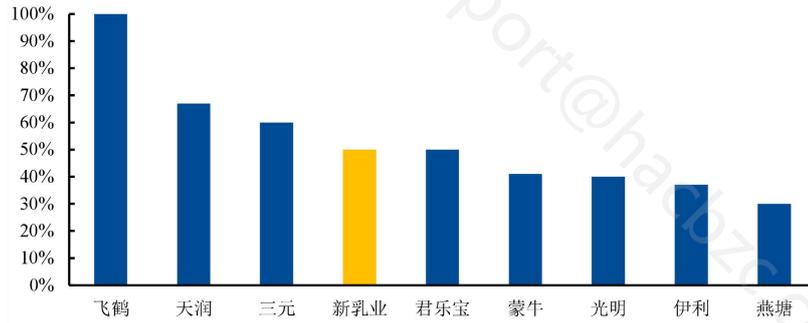
## 4、竞争要素：围绕奶源+产品+品牌+供应链打造高壁垒

### 4.1、优质奶源布局，上游供应稳定

**鲜奶行业对乳企上游奶源要求较高。**上游奶源供应稳定充足、质量上乘、距离工厂和市场更近的乳企具备较高竞争力。故而乳企往往通过自建牧场、并购或对外投资等方式加大销区市场附近的奶源布局，提高牧场规模化水平，促进鲜奶发展。

**加强优质奶源基地建设，新乳业奶源自给率50%。**国家政策鼓励奶源自给率提升，推动奶源质量发展，2018年国务院办公厅为推进奶业振兴发布《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，提出到2020年国内奶源自给率保持在70%以上，到2025年奶业实现全面振兴，基本实现现代化。近年来各地乳企纷纷加快奶源基地布局，提升国内生鲜乳保障能力。2021年新乳业奶牛存栏量达43120头，加之现代牧业（35万头）、澳亚（10.6万头）控股部分，奶源自给率超过50%，高于蒙牛、伊利、光明等大型乳企，位于业内领先水平。

图 24、各大乳企奶源自给率



资料来源：头豹研究院，网易，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

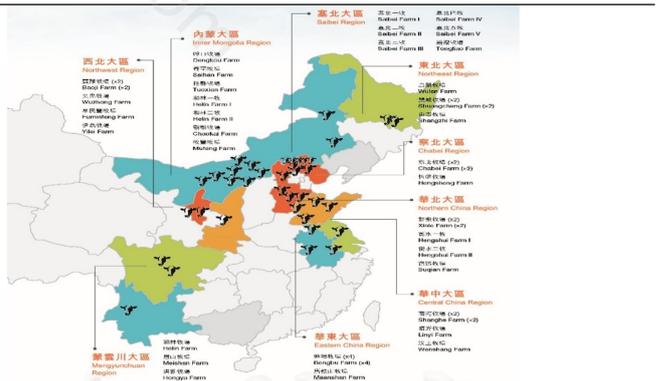
新乳业通过并购和对外投资丰富牧场资源，优化上游布局。一方面，公司通过并购子公司后合计拥有 13 个规模化与标准化牧场，包括华东千岛湖牧场、宁夏塞上牧场、四川洪雅牧场等，牧场周边配套有加工厂，距离一般控制在 100~150 公里，极大缩短奶源到工厂的供应链半径，保障鲜奶供应。另一方面，通过对外投资现代牧业、澳亚牧场，扩大牧场资源，其中现代牧业（持股比例 8.03%）重点布局区域西南、华东、华中、华北等地，在全国 11 个省市共有牧场 38 个，辐射四川、安徽、河北、山东等地的新乳业子公司；澳亚（持股比例 5%）在山东、内蒙古有 7 个万头牧场，河北区域也有布局，与新乳业工厂（琴牌、天香）契合度高，协同效应显著。目前我国奶源主要集中在华北、东北和西北地区，其中内蒙古、新疆、黑龙江、河北四个省的奶牛存栏数之和占全国总存栏的比例超过 60%；而消费市场重镇在华东区域，鲜奶渗透率高。新乳业在华东区域有较为充裕的牧场资源支撑，在区域上具备竞争优势。

图 25、新乳业奶源及工厂布局情况



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理  
\*统计时间为 2023 年 4 月

图 26、2022 年现代牧业全国奶源布局情况



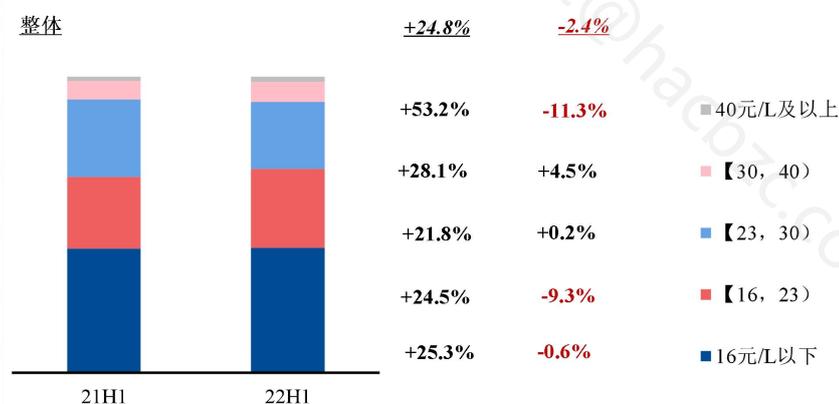
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2、加速产品升级迭代，研发创新促发展

以产品力为本，研发创新实现差异化竞争。低温鲜奶升级方向为营养物质提升、更为优质的奶源、极致新鲜的定位，品类呈现高端化、差异化趋势。各乳企围绕

品牌故事，积极研发创新，加速产品迭代升级。

图 27、鲜奶行业分阶段份额及增速



资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

**新乳业研发能力优秀，产品创新引领品质升级。**一方面，公司通过自有研发中心+各地高校合作+全球科研智库，以保证研发能力，专利数量领跑行业。另一方面，公司抓住消费风口，迎合消费者需求，不断迭代更新产品。

- ✓ **24小时：**定位1天货架期，主打“极致新鲜”。2020年以来经过三次升级，推出黄金24小时鲜奶大幅提高了免疫球蛋白含量，成为国内鲜奶标杆产品，其后又推出铂金24小时、24小时限定娟姗乳，不断突破鲜奶品质新纪录，凸显产品价值。产品位于中高端价格带、复购率高，日配对供应链要求高，盈利模式不会轻易被复制。
- ✓ **唯品：**定位中高端，采取日本循环农作差异化的高品质发展道路。2019年新管理层到位后，决定跳开传统乳品框架，重点围绕消费者生活场景做产品开发和迭代，并通过上海研发中心、总部科技研究院进行研发赋能，相继推出了唯品有机牛乳、娟姗牛乳等品类，成效明显。唯品ESL工艺继承于日本，对比普通鲜奶口感更香溢、浓郁，产品复购率达50%左右，高于行业平均水平，也是精品咖啡店的优选品牌。
- ✓ **今日鲜奶铺：**复古国潮风，年轻人饮用居多。今日鲜奶铺不仅拥有潮流化包装，还以醇厚甘甜口感获得消费者喜爱，获得较好口碑。这两年今日鲜奶铺发展速度迅猛，已经打造成为全国性品牌，未来会持续进行区域拓展，同时积极下沉市场，提升市场份额。

图 28、新乳业 24 小时系列产品



资料来源：淘宝，公司官网，畜牧人才网，凤凰网，精华食报，每日食品，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、新乳业朝日唯品系列产品



资料来源：淘宝，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、新乳业今日鲜奶铺



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

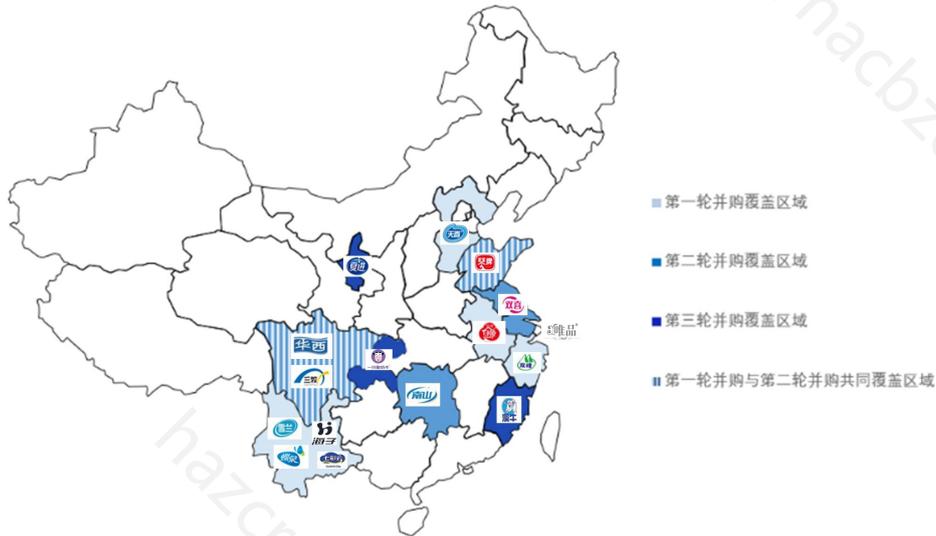
### 4.3、本土品牌粘性强，并购发挥区域优势

低温乳企本土优势显著，消费市场基础扎实。低温乳企具有区域性特征，当地子品牌深耕区域市场多年，自身具备消费群体基础，本土消费者粘性较高，市场投入和营销成本相对更低。

新乳业并购当地成熟品牌，市占率排名前列。新乳业以西南为大本营加速全国布局，通过三轮并购潮，布局西南、华东、西北、华北、华中等区域。不同于综合性乳企，新乳业采用母品牌和子品牌协同发展策略，在子公司的消费者基础上融入母公司的产品策略，赋能渠道扩展，强化区域优势。旗下子公司经过多年市场沉淀，品牌力凸显，区域市占率普遍较高。其中，川乳在成都市占率排名第一，订奶入户规模一骑绝尘，重点产品包括 24 小时、活润酸奶等，在长期消费者培育下已成为区域强势品牌。雪兰在昆明市占率最高，订奶入户渠道规模领先，鲜奶产品以雪兰牧场奶为主。双峰在当地也有较长时间消费者培育，规模略低于光明、

蒙牛，订奶入户渠道在杭州主城区以双峰占优，与光明、美丽健形成三足鼎立局面。

图 31、新乳业旗下品牌区域分布情况



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.4、打造精细化供应链体系，数字化赋能行业发展

**保障供应链体系高效稳定，提高精细化运作能力。**由于低温产品销售期短，原奶采集-工厂加工-市场销售各个环节均需要冷链运输，对于供应链体系有较高要求。同时，精准预测网点销量、协调网点间调货能够降低鲜奶退损率，对于企业数字化管控能力有较高要求。

**订奶入户形成渠道壁垒，成为乳企提升盈利能力的重要环节。**低温奶渠道结构包括订奶入户、KA 商超、CVS 连锁等等，其中订奶入户作为差异化渠道，占比约为 30%左右。鲜奶主要以家庭自饮为主，订奶入户一般采用日配或一周多次上门配送方式，既满足了消费者对于鲜奶品质及新鲜度、以及高频消费的需求，还能降低产品退损率，提升用户消费粘性，渠道利润更高。区域乳企率先布局订奶入户渠道，形成一定的渠道壁垒。对于 KA、CVS 渠道，对乳企的终端把控力要求更高，通过数字化建设降低退损率是该类渠道的核心竞争力。

**新乳业渠道以直销为主，终端把控能力强。**新乳业直销渠道占比高达 50%以上，其中商超连锁占比最高，其次是学生奶、订奶入户、电商和终端门店；经销渠道占比约为 40%，远低于伊利的 95%+。高直销占比有利于提高终端管理效率。同时，公司通过数字化管控、精细化运营提升经营效率，在每个直销点位都会做日更的滚动销售预测，包括对天气、温度、节假日等因素调整系数；同时，业务员每天巡店，根据动销匹配相应的销售政策，快速消化滞销产品或快速调货补充，实现数字化智能决策。在数字化管控能力不断优化下，川乳“24 小时”鲜奶产品

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

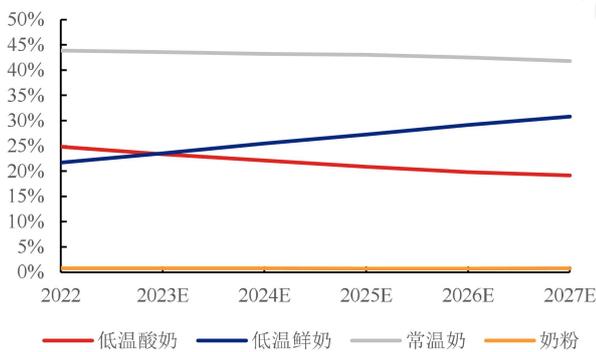
退损率很低，仅为中个位数水平。

## 5、盈利预测与投资评级

预计未来5年新乳业收入有望保持双位数增长，优于行业增速；同时，公司注重产品结构升级、子公司经营效率改善、资本结构优化，利润率提升潜力大。

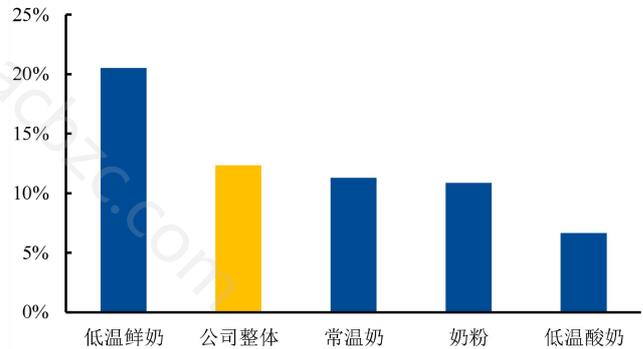
- ✓ **收入端：**过去十年低温鲜奶行业保持近双位数增长，在我国白奶消费占比明显提升，但相较于发达国家仍有较大的成长空间。公司坚持推动“鲜立方”战略落地执行，2022年鲜奶收入占比20%+，预计5年内将提升至30%+，鲜奶业务加速成长驱动公司收入增速优于行业。
- ✓ **利润端：**公司2022年净利率约为3.6%，测算5年后净利率有望提升至7%左右。拆分子公司看，夏进、华西、唯品利润率水平处于高个位数，高盈利能力有望持续保持，且占比提升拉动整体利润率提升；华东三家子公司（双喜、双峰、白帝）净利率约5%左右，通过优化产品结构、提高吨价以及费用管控，预计净利率有望提升至高个位数水平；云南雪兰、蝶泉和河北天香受限于当地鲜奶消费能力偏弱，短期利润率提升主要依靠降本增效，但随着当地鲜奶消费加速渗透，有望迎来品类结构优化的拐点。

图 32、新乳业未来 5 年分业务占比测算



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、新乳业未来 5 年分业务收入 CAGR 测算



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 114.21/129.91/146.26 亿元，同比增长 14.13%/13.75%/12.58%，归母净利润分别为 5.07/6.73/8.51 亿元，同比增长 40.21%/32.82%/26.39%，EPS 为 0.58/0.78/0.98 元；对应 2023 年 5 月 16 日收盘价，PE 为 27.10/20.40/16.14 倍，维持“增持”评级。

表 3、可比公司表格

日期	2023/5/16	股价	总市值	EPS (元/股)			PE		
证券代码	证券简称	(元)	(亿元)	23E	24E	25E	23E	24E	25E
600887.SH	伊利股份	30.05	1923	1.71	1.95	2.20	17.59	15.37	13.64
02319.HK	蒙牛乳业	32.15	1271	1.57	1.84	2.09	20.48	17.45	15.37
600597.SH	光明乳业	11.38	157	0.50	0.58	0.68	22.76	19.62	16.74
600419.SH	天润乳业	18.90	61	0.79	0.95	1.15	23.95	19.83	16.45
<b>平均值</b>							21.19	18.07	15.55
<b>002946.SZ</b>	<b>新乳业</b>	<b>15.85</b>	<b>137</b>	<b>0.58</b>	<b>0.78</b>	<b>0.98</b>	<b>27.10</b>	<b>20.40</b>	<b>16.14</b>

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*蒙牛乳业、天润乳业为 Wind 一致预测

## 6、风险提示

- 1、鲜奶行业发展不及预期：**鲜奶行业发展受上下游影响，上游供应不畅、下游需求不足，导致行业发展不及预期。
- 2、行业竞争加剧：**若低温鲜奶企业采取价格战来争夺市场份额，可能会影响行业整体盈利状态。
- 3、食品安全问题：**低温奶产品保质期短，如果因为生产或运输过程中操作不当导致食品安全、产品质量或其他问题，可能会有品牌或信誉受损的风险。
- 4、疫情反复：**若疫情持续反复可能导致终端动销恢复慢，或影响行业增速。

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2145	2047	2332	2643
货币资金	494	519	545	572
交易性金融资产	0	29	35	41
应收票据及应收账款	580	817	925	1026
预付款项	186	177	216	267
存货	800	426	529	646
其他	85	79	82	91
<b>非流动资产</b>	7346	8073	8521	8790
长期股权投资	489	538	538	538
固定资产	2807	3187	3397	3498
在建工程	117	258	229	215
无形资产	776	861	969	1099
商誉	1190	1309	1309	1309
长期待摊费用	21	21	21	21
其他	1946	1899	2058	2111
<b>资产总计</b>	9490	10120	10853	11433
<b>流动负债</b>	4261	4240	4371	4158
短期借款	828	1488	1299	768
应付票据及应付账款	958	1100	1252	1385
其他	2476	1653	1819	2006
<b>非流动负债</b>	2563	2492	2501	2516
长期借款	1595	1595	1595	1595
其他	969	897	907	921
<b>负债合计</b>	6824	6732	6872	6674
股本	867	867	867	867
资本公积	629	629	629	629
未分配利润	1376	1797	2367	3102
少数股东权益	147	157	169	185
<b>股东权益合计</b>	2666	3388	3981	4759
<b>负债及权益合计</b>	9490	10120	10853	11433

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	362	507	673	851
折旧和摊销	453	443	548	645
资产减值准备	0	94	-3	-4
资产处置损失	31	31	31	31
公允价值变动损失	-29	14	0	0
财务费用	148	148	158	165
投资损失	-52	-52	-52	-52
少数股东损益	1	9	13	16
营运资金的变动	79	99	-34	-81
<b>经营活动产生现金流量</b>	1034	1312	1377	1631
<b>投资活动产生现金流量</b>	-653	-1261	-962	-894
<b>融资活动产生现金流量</b>	-469	-27	-390	-709
现金净变动	-86	25	26	27
现金的期初余额	510	494	519	545
现金的期末余额	494	519	545	572

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10006	11421	12991	14626
营业成本	7601	8527	9616	10773
税金及附加	46	55	62	69
销售费用	1357	1599	1830	2040
管理费用	470	498	552	600
研发费用	48	53	57	61
财务费用	148	148	158	165
其他收益	52	52	52	52
投资收益	52	52	52	52
公允价值变动收益	29	-14	0	0
信用减值损失	-36	-35	-35	-35
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-31	-31	-31	-31
<b>营业利润</b>	403	565	754	955
营业外收入	7	13	12	12
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	406	574	762	963
所得税	44	57	76	96
<b>净利润</b>	362	516	686	867
少数股东损益	1	9	13	16
<b>归属母公司净利润</b>	362	507	673	851
<b>EPS(元)</b>	0.42	0.58	0.78	0.98

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	11.59%	14.13%	13.75%	12.58%
营业利润增长率	9.57%	40.02%	33.49%	26.72%
归母净利润增长率	15.77%	40.21%	32.82%	26.39%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	24.04%	25.34%	25.98%	26.34%
归母净利率	3.61%	4.44%	5.18%	5.82%
ROE	14.35%	15.68%	17.66%	18.61%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.91%	66.52%	63.32%	58.38%
流动比率	0.50	0.48	0.53	0.64
速动比率	0.32	0.38	0.41	0.48
<b>营运能力</b>				
资产周转率	1.05	1.16	1.24	1.31
应收账款周转率	16	16	14	15
存货周转率	10.23	13.90	20.13	18.33
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.42	0.58	0.78	0.98
每股经营现金	1.19	1.51	1.59	1.88
每股净资产	2.91	3.73	4.40	5.28
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	37.99	27.10	20.40	16.14
PB	5.45	4.25	3.60	3.00

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn