

# 新乳业（002946.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

## 基本信息

|        |         |
|--------|---------|
| 所属行业   | 消费品     |
| 当前股价   | 17.01   |
| 总市值    | 146.40亿 |
| PE-TTM | 21.32   |
| PB-MRQ | 4.09    |

## 估值结果

|       |      |         |
|-------|------|---------|
|       | 价值   | 135.32亿 |
| DDM估值 | 上行空间 | -7.6%   |
|       | 状态   | 合理估值    |
|       | 价值   | 133.89亿 |
| 动态估值  | 上行空间 | -8.6%   |
|       | 状态   | 合理估值    |

## 四维评级

|      |       |
|------|-------|
| 成长空间 | ★★★★☆ |
| 盈利趋势 | ★★★★☆ |
| 产业格局 | ★★★★☆ |
| 护城河  | ★★★★☆ |

## 核心评级结论

新乳业背靠新希望集团，为西南区域乳企龙头，目前战略从并购向内生不断转变。

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，系国内人均低温奶消费量仍有扩容空间，且公司未来市占率有望提升。而常温奶业务的营收增速相对较低，系我国常温奶人均消费已接近日韩水平，行业进入存量竞争阶段。公司的产业格局较好，系其所处行业差异化程度虽不算高，但上下游议价能力较好，业务的替代风险较小。护城河较深系公司具备品牌、渠道及产品力优势，且低温奶业务护城河长期被侵蚀的风险较低。

我们假设公司未来业绩增量来自于国内低温奶人均消费额的提升、公司低温奶市占率的提升，及子公司提效带动的净利率提升，当前新乳业处于合理估值区间。

## 我们区别于市场的观点

市场认为我国低温奶行业的未来增速可达10%~15%，预测依据为直接对标欧美国家。而我们认为各国液奶消费差距本身便受经济水平及饮食习惯的影响；且当前国内人均液态奶消费量与日韩差距缩小，一线城市人均消费量也已超过日韩。基于低温奶进一步渗透下沉及冷链水平有望提升的假设，预计低温奶未来5年行业规模CAGR仅为5~10%。

此外，市场对于公司未来净利率能否改善存在分歧，而我们看好其在稳态达到8%+的净利率水平。系公司自2023年起确立内生为主的更新战略，对子公司进行团队、产品、管理的全方位赋能，在管理费用逐渐收窄的驱动下，盈利水平有望提升。

## 风险提示

若竞争对手的渠道渗透加速完成，公司低温奶业务未来的市占率或低于预期；若子公司未能实现内部优化，公司净利率的改善可能会不及预期。

## 内容目录

|                    |    |
|--------------------|----|
| 1. 基本信息            | 4  |
| 2. 业务介绍            | 4  |
| 3. 商业模式            | 5  |
| 3.1 资产强度           | 5  |
| 3.2 研发高端度          | 5  |
| 3.3 营销强度           | 5  |
| 3.4 客户集中度          | 5  |
| 4. 历史经营绩效          | 5  |
| 4.1 历史盈利能力         | 6  |
| 4.2 历史成长能力         | 6  |
| 4.3 历史业务控制力及财务健康评级 | 6  |
| 4.4 股东回报评级         | 7  |
| 5. 四维评级            | 7  |
| 5.1 成长空间           | 7  |
| 5.2 盈利趋势           | 8  |
| 5.3 产业格局           | 8  |
| 5.4 护城河            | 9  |
| 6. 公司估值            | 9  |
| 6.1 核心假设及逻辑        | 9  |
| 6.2 动态估值           | 11 |
| 6.3 DDM估值          | 12 |
| 6.4 估值确定性          | 12 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图1：预测2025年收入占比 .....          | 4  |
| 图2：预测2025年毛利占比 .....          | 4  |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 .....          | 6  |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....        | 6  |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ..... | 6  |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 .....          | 7  |
| <br>                          |    |
| 表1：护城河详解表 .....               | 9  |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 10 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 11 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 11 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 12 |

## 1. 基本信息

公司是一家专门从事乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售的企业，其坚持“鲜立方战略”，以低温鲜奶及低温特色酸奶产品为主导。此前经历三轮并购，成为以西南为基地市场，在华东及西北逐渐发力的百亿营收规模乳企。2023年公司提出五年战略，规划后续增长将以内生为主、并购为辅，不断发力D2C（订奶入户、电商及线下门店等）渠道。

## 2. 业务介绍

对于新乳业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

低温奶：

低温奶业务主要包括低温鲜奶及低温酸奶。其中低温鲜奶指采用巴氏杀菌法加工而成的牛奶，需低温保存，一般保质期较短；低温酸奶指以牛奶为原料，经过巴氏杀菌后再向牛奶中添加有益菌（发酵剂），发酵后冷却灌装的乳制品。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

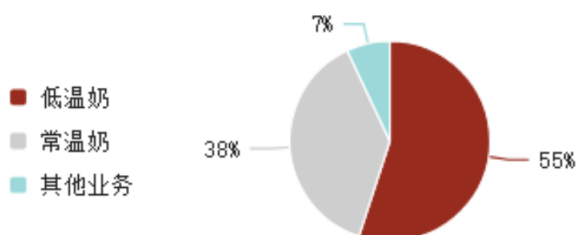
常温奶：

常温奶业务主要包括常温纯牛奶及常温酸奶。其中常温纯牛奶指采用超高温瞬时灭菌技术（UHT）生产加工，并灌装入无菌包装内的牛奶；常温酸奶指将传统工艺生产出来的酸奶再经过一次灭菌的酸奶产品，使酸奶不会继续发酵，以延长保质期。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他业务：

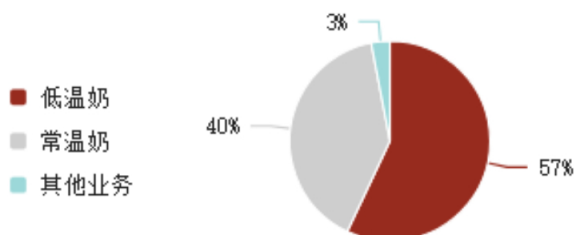
公司的其他业务主要包括奶粉及乳饮料等。其中乳饮料指以鲜乳或乳制品为原料，加入水、白砂糖及甜味剂等辅料，调制而成的乳制品饮料。而奶粉指将牛奶除去水份后制成的粉末。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级



### 3. 商业模式

新乳业为区域型乳企，通过外延并购及深耕区域策略，逐步实现了全国化布局，其研发高端度及客户集中度低，资产强度处于中等水平，而营销强度较高。一方面，公司不断加强上游供应链控制能力，奶源自给率已提升至60%；另一方面，其品牌兼顾全国性宣传及本地消费者认知，并加大D2C渠道发展和新媒体投入，旨在增强消费者粘性。

#### 3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司的资产强度处于中等水平，2024年其固定资产+生产性生物资产占总资产比重为44%，高于同行竞争者水平。公司持续加强自有牧场的建设，目前共拥有12个规模化与标准化牧场，截至2025年上半年，公司奶牛总存栏数超过5.3万头。公司始终坚持自有及可控优质奶源的经营战略，与其“鲜立方战略”相辅相成，进一步巩固了在区域低温乳制品市场的领先地位。

#### 3.2 研发高端度

**低** 较低 中等 较高 高

公司的研发高端度低，2024年其人均研发费用仅为6.1万元。整体来看乳品行业的人均研发费用均较低，包括龙头公司。原因系乳品行业生产的核心技术（如杀菌、发酵及包装等）已相对成熟，突破性创新难度大。且消费者对乳品的基本需求相对稳定，企业更倾向于通过营销和渠道拓展来争夺市场份额，而非大规模投入研发。

#### 3.3 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司目前的营销强度较高，2024年其销售费用率为15.6%，高于同行水平。原因系：公司的品牌运营策略为一个核心品牌“新希望”以及多个子品牌（包括“华西”、“雪兰”及“唯品”等），并持续加大品牌建设和投入，旨在形成长效的用户认知。此外，近年来公司注重节日节点营销、线下事件营销等创新营销传播，销售费用率进一步上行。

#### 3.4 客户集中度

**低** 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度低，2024年其top5客户营收占比仅为13%，低于同行水平。目前公司的销售网络覆盖大型超市、订奶入户、学校、电商及线下门店等，下游行业的集中度分散。

### 4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司的成长能力较好；盈利能力、业务控制力及股东回报能力均优秀。公司背靠新希望集团，三轮并购形成百亿乳企，2023年提出新五年战略，规划后续增长将以内生为主、以并购为辅。此外，公司通过收购投资不断锁定高端奶源，增强了上游供应链控制能力。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



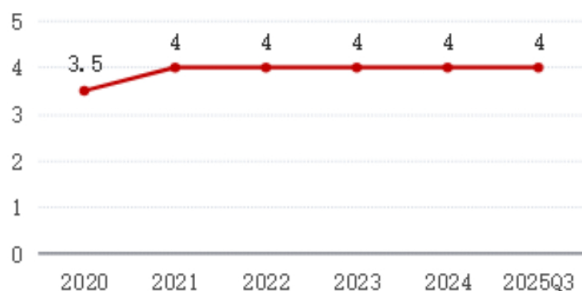
数据来源：公司财报，壹评级

公司的盈利能力自2023年起不断提升，2024年其ROE达19%，净利率为5%。公司近年来净利率的改善得益于产品结构的优化，及子公司管理的提效。另一方面，公司的权益乘数也高于同行水平，系其前期主要通过并购来驱动全国化布局，故公司负债率相对较高。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的成长能力稳中向好，其作为区域型乳企，通过三轮并购驱动全国化布局，以西南和华东为核心市场，并逐步扩张到华中、华南及西北等区域。近年来公司深耕“鲜立方”战略，在液奶终端需求疲软的背景下，其凭借低温奶的区域精耕，业绩表现领跑行业大盘。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力近年来均处于优秀水平。公司2024年的净占款/净资产比例达24.1%，高于同行水平，主要系其通过收购投资不断锁定高端奶源，加强上游供应链控制能力，奶源自给率已提升至60%。此外，渠道方面依托冷链优势构建“订奶入户”DTC渠道，增强了消费者粘性。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报星级自2022年起呈上升态势，目前处于较优秀水平。其中，公司的分红率稳步提升，2024年分红率达46%。另一方面，受益于产品结构的优化，以及子公司管理的提效，公司的盈利能力自2023年起也逐步提升。

## 5. 四维评级

公司的成长空间及盈利趋势处于中等水平，产业格局及护城河较好。分业务看，其低温奶业务的成长空间及盈利趋势星级均高于常温奶业务，系国内人均低温奶消费量仍有扩容空间，而公司作为低温奶二线龙头，未来市占率有望提升。而常温奶业务的营收增速预计相对较低，系我国常温奶人均消费已接近日韩水平，行业已步入存量竞争阶段。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间星级处于中等水平，其中低温奶业务的成长空间相对更高，主要系国内人均低温奶消费量仍有扩容空间，且公司受益于子品牌渗透以及DTC（Direct-to-Consumer，即直接面向消费者）核心渠道驱动，未来市占率有望提升。而常温奶业务由于行业已处于存量竞争阶段，公司市占率预计基本稳定，成长空间相对较低。

#### 低温奶(3星)：

该业务成长空间星级处于中等水平。未来5年该业务收入CAGR预计为5~10%，增速来自国内低温奶的进一步渗透，及公司市占率的提升。但另一方面，我们认为该业务收入的可预测性一般，系低温奶竞争格局未定，当前头部乳企和区域乳企均加码低温鲜奶，增加资源投入，若竞争对手的渠道渗透加速完成，公司低温奶业务市占率的提升或不及预期。

#### 常温奶(2星)：

该业务成长空间星级较低。未来5年该业务收入CAGR预计为小幅负增长，系我国常温奶人均消费已接近日韩水平，行业已步入存量竞争阶段。此外，未来5年公司该业务收入CAGR预计仅为0~5%，常温奶行业呈双寡头格局，龙头伊利和蒙牛凭借奶源控制、品牌溢价及全国化渠道网络等全方位优势领先，预计公司市占率较难得到提升。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势处于中等水平，其中低温奶业务方面，公司依托冷链优势构建“订奶入户”DTC渠道核心壁垒，且子品牌突破山姆及量贩零食等新型渠道，实现全国化渠道渗透，预计低温奶未来市占率有望提升。而常温奶业务方面，虽然行业集中度高，但双寡头地位难以撼动，预计公司市占率较难得到显著提升。

### 低温奶(3星):

该业务盈利趋势处于中等水平。低温奶行业整体呈寡头竞争格局，其中低温鲜奶CR5约55%、低温酸奶CR5约69%，区域乳企与细分龙头通过品类差异化或区域化渗透展开竞争。目前行业竞争格局未定，预计未来3到5年行业盈利能力较难有显著提升。新乳业于2010年提出“鲜战略”，聚焦低温鲜奶赛道，并通过三轮并购推进全国化发展，当前处于二线龙头梯队。受益于子品牌渗透及DTC核心渠道驱动，预计公司未来市占率有望提升。

### 常温奶(2.5星):

该业务盈利趋势处于中等水平。常温奶行业集中度高，其中常温白奶CR2为87%、常温酸奶CR2为85%。公司在该行业属于中部梯队，市占率约3%。龙头伊蒙凭借奶源控制、品牌溢价及全国化渠道网络等全方位优势领先，双寡头地位难以撼动，公司在该业务上主要定位区域特色产品，不作重点资源倾斜，预计市占率较难得到显著提升。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，系其所处行业差异化程度不算高，但上下游议价能力较好、业务的替代风险较小。一方面，公司通过收购投资不断锁定高端奶源，加强上游供应链控制能力，奶源自给率已提升至60%。且依托冷链优势构建“订奶入户”DTC渠道，增强了消费者粘性。另一方面，液奶在合理膳食中的地位依然重要，长期的消费习惯使其成为多数家庭饮食的固定组成部分，行业品类替代的风险较低。

### 低温奶(3.5星):

该业务产业格局较好，系低温奶行业产品的差异化程度虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的替代风险较小。公司以DTC渠道为重要增长引擎，下游主要面对终端客户，上下游集中度均分散。此外，《中国食物与营养发展纲要（2025—2030年）》特别强调要培育低温乳品市场，当前低温鲜奶已渗透到家庭餐桌、学校课间餐及写字楼下午茶等场景，成为食品消费的重要组成部分，低温奶品类被替代的风险低。

### 常温奶(3.5星):

该业务产业格局较好，系常温奶行业产品的差异化程度虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的替代风险较小。公司线下渠道布局多点开花，上下游集中度均分散。此外，我国常温奶从技术引进到市场主导，历经30余年发展，已成为满足国民饮奶需求的关键力量，常温奶品类被替代的风险低。



## 5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河整体较深，其以DTC渠道为重要增长引擎，主动拥抱渠道变革和融合；通过分布经营及区域深耕，打强各区域市场的深度和密度，提升各区域市场的份额和品牌影响力。此外，其以“新鲜、新潮、新科技”为品牌调性，各子品牌在母品牌“新希望”下独立运营，充分发挥各品牌的协同效应。

表1：护城河详解表

|     | 护城河宽度及解释                                                                                                                                                   | 护城河持续性及解释                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 低温奶 | (4星) 该业务的护城河宽度星级较高，其经壹评级调整的ROE为32%，经壹评级调整的ROIC为15%，具备一定的超额收益，且高于常温奶业务。低温奶行业受限于运输半径，集中度并不如常温奶行业高，公司该业务市占率约5.5%，属于二线龙头。业务控制力优秀，主要系其通过奶源布局及渠道精耕，上下游控制能力领先竞争者。 | (4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备品牌、线下渠道及产品力护城河。首先，公司各子品牌充分发挥协同效应，旗下“24小时”及“今日鲜奶铺”不断抢占消费者心智，预计品牌力在长期被侵蚀的可能性较低。其次，公司重视产品创新，但由于消费群体年轻化，流行趋势不断变化，预计产品力在长期被侵蚀的可能性较高。最后，公司依托“鲜活go”系统，实现可配送区域覆盖全国141个市县和地区，形成了用户下单后“48小时内开始配送，且早上7点前配送到家”的标准化流程，故预计渠道力在长期被侵蚀的可能性较低。 |
| 常温奶 | (3.5星) 该业务的护城河宽度星级较高，其经壹评级调整的ROE为30%，经壹评级调整的ROIC为14%，具备一定的超额收益。常温奶行业的双寡头格局稳固，公司常温奶业务的市占率约3%，仅处于中部梯队。但其业务控制力优秀，主要系其不断加大奶源布局，目前共拥有12个规模化与标准化牧场，上下游控制能力领先竞争者。 | (4星) 该业务的护城河持续性较好，主要具备品牌、线下渠道及产品力护城河。首先，公司常温奶业务主要定位区域特色产品，在品牌方面兼顾全国性宣传及本地消费者认知，预计品牌力在长期被侵蚀的可能性较低。其次在渠道方面，公司积极把握电商新渠道红利，但与龙头伊蒙的全国化网点优势仍有差距，故预计渠道力在长期被侵蚀的可能性较高。最后，各乳企在面对消费群体年轻化及需求多样化方面，加大了产品创新和营销推广的力度，市场竞争更趋激烈，预计产品力在长期被侵蚀的可能性较高。                    |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

我们假设公司未来业绩增量来自于国内低温奶人均消费额的提升、公司低温奶市占率的提升，以及子公司提效带动的净利率提升，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，新乳业目前处于合理估值区间。

### 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：低温奶业务、常温奶业务及其他业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：低温奶业务

收入假设：

1) 行业端：对标海外成熟乳制品市场，我国低温鲜奶渗透率仍有提升空间。基于我国低温奶进一步渗透下沉及冷链水平有望提升的假设，并考虑到各国液奶消费差距本身便受经济水平及饮食习惯的影响，预计国内低温奶未来5年行业规模CAGR在5~10%。

2) 公司市占率：公司依托冷链优势构建“订奶入户”DTC渠道核心壁垒（通过地网变革，构建了直接服务用户的多场景闭环）；并依托“鲜活go”系统，实现可配送区域覆盖全国141个市县和地区；且子品牌突破山姆、量贩零食等新型渠道，实现全国化渠道渗透。预计该业务市占率有望在半显性期末提升至8%以上。

盈利能力假设：公司自2023年起确立内生为主的更新战略，集团通过“战略统筹和资源赋能”，对子公司进行团队、产品及管理的全方位赋能，在管理费用逐渐收窄及产品结构优化驱动下，我们预计盈利能力将有所优化。

## 业务2：常温奶业务

收入假设：

1) 行业端：我国常温奶人均消费已接近日韩水平，行业已步入存量竞争阶段。未来5年行业收入CAGR预计在0%左右。

2) 公司市占率：龙头伊蒙凭借奶源控制、品牌溢价及全国化渠道网络等全方位优势领先，双寡头地位难以撼动，公司在该业务上主要定位区域特色产品，不作重点资源倾斜，预计市占率较难得到显著提升。

盈利能力假设：在管理费用逐渐收窄及产品结构优化驱动下，预计常温奶盈利能力也将得到优化。

## 业务3：其他业务（奶粉粉末、乳饮料等）

收入假设：其他业务在公司收入中占比较小，不作重点精力投入，假设在新品驱动下，未来5年该业务收入CAGR在1%左右。

盈利能力假设：该业务的竞争格局较为分散，预计中长期其盈利能力稳中略降。

表2：公司整体业绩预测

| 新乳业           | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 100.1 | 109.9 | 106.7 | 112.5 | 118.8 | 124.8 | 130.3 | 135.2 |
| 归母净利润(亿)      | 3.6   | 4.3   | 5.4   | 7.9   | 9.2   | 9.6   | 10.1  | 10.5  |
| 归母净利润增速(%)    | 15.6  | 19.2  | 24.9  | 47.3  | 15.5  | 5.1   | 4.5   | 4.2   |
| 经营性净利润(亿)     | 2.9   | 4.0   | 5.3   | 7.6   | 9.0   | 9.5   | 9.9   | 10.3  |
| 经营性净利润增速(%)   | 0.9   | 40.6  | 31.3  | 43.3  | 18.3  | 5.3   | 4.1   | 4.7   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 2.9   | 4.0   | 5.2   | 7.5   | 8.8   | 9.3   | 9.7   | 10.2  |
| 经营性归母净利润增速(%) | 10.1  | 38.6  | 30.5  | 44.5  | 17.8  | 5.3   | 4.3   | 4.6   |

数据来源：壹评级



表3：公司分业务业绩预测

| 低温奶         | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 44.4  | 50.6  | 54.8  | 61.7  | 67.2  | 72.0  | 76.5  | 80.8  |
| 收入增速(%)     | 8.2   | 13.9  | 8.4   | 12.6  | 9.0   | 7.1   | 6.3   | 5.6   |
| 经营性净利润(亿)   | 1.2   | 1.8   | 2.9   | 4.8   | 5.7   | 6.0   | 6.4   | 6.8   |
| 经营性净利率(%)   | 2.6   | 3.5   | 5.2   | 7.8   | 8.5   | 8.4   | 8.4   | 8.4   |
| 经营性净利润增速(%) | 17.7  | 51.7  | 63.0  | 68.7  | 17.7  | 5.9   | 6.3   | 6.1   |
| 常温奶         | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 43.3  | 47.0  | 43.6  | 42.3  | 43.0  | 44.1  | 45.0  | 45.5  |
| 收入增速(%)     | 3.2   | 8.5   | -7.3  | -2.8  | 1.7   | 2.4   | 2.0   | 1.2   |
| 经营性净利润(亿)   | 1.5   | 1.9   | 2.2   | 2.6   | 3.1   | 3.2   | 3.2   | 3.2   |
| 经营性净利率(%)   | 3.5   | 3.9   | 5.0   | 6.1   | 7.1   | 7.2   | 7.1   | 7.1   |
| 经营性净利润增速(%) | -9.7  | 20.7  | 16.8  | 20.3  | 17.3  | 3.5   | 1.0   | 1.7   |
| 其他业务        | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 12.3  | 12.3  | 8.3   | 8.4   | 8.6   | 8.7   | 8.8   | 8.8   |
| 收入增速(%)     | 84.8  | -0.2  | -32.7 | 1.8   | 1.4   | 1.2   | 1.1   | 1.1   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.2   | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 经营性净利率(%)   | 1.5   | 3.6   | 3.4   | 2.1   | 3.0   | 3.4   | 3.1   | 3.2   |
| 经营性净利润增速(%) | 10.2  | 133.6 | -34.9 | -38.7 | 46.7  | 13.3  | -7.6  | 5.2   |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务        | 半显性期<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| 低温奶       | 4.2%         | 中等-        | 较好    | 强          | 7.8%         | 17.22      | 6.6           |
| 常温奶       | -            | 中低-        | 较好    | 较强         | 7.5%         | 10         | 3.2           |
| 其他业务      | 0.3%         | 中低-        | 一般    | 一般         | 7.5%         | 8.1        | 0.3           |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 低温奶(亿)    | 15.3         | 84.7       | 100.1 | -          | 2.0          | -          | 98.1          |
| 常温奶(亿)    | 10.3         | 24.1       | 34.5  | -          | 0.7          | -          | 33.8          |
| 其他业务(亿)   | 0.4          | 1.7        | 2.0   | -          | -            | -          | 2.0           |
| 公司整体测算(亿) | 26.0         | 110.6      | 136.6 | -          | 2.7          | -          | 133.9         |

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务        | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-----------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| 低温奶(亿)    | 47.0      | 50.0      | 97.0  | —    | 2.0          | —          | 95.0  |
| 常温奶(亿)    | 24.0      | 14.5      | 38.5  | —    | 0.7          | —          | 37.8  |
| 其他业务(亿)   | 1.3       | 1.2       | 2.6   | —    | —            | —          | 2.6   |
| 公司整体测算(亿) | 72.3      | 65.7      | 138.0 | —    | 2.7          | —          | 135.3 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于较高水平。虽然盈利预测的关键数据（行业规模及公司各品类销量等）的披露频次仅为半年一次或者每年一次，数据的可持续跟踪程度一般。但液态奶行业基本处于成熟期，相关历史数据较为透明，且公司信息披露较为充分。整体来看，我们对于公司估值的确定性较高。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5  | 4.5 | 4   | 3.5 | 3   | 2.5 | 2   | 1.5 | 1  | 0.5 |
|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
| 比例 | 3% | 7%  | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3%  |

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间   | $X < -50\%$ | $-50\% \leq X < -30\%$ | $-33\% \leq X < -20\%$ | $-20\% \leq X < 25\%$ | $25\% \leq X < 50\%$ | $50\% \leq X < 100\%$ | $X \geq 100\%$ |
|------|-------------|------------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------|
| 估值状态 | 严重高估        | 高估                     | 偏高估                    | 合理估值                  | 偏低估                  | 低估                    | 严重低估           |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。