

# 食品饮料行业原奶动态跟踪报告

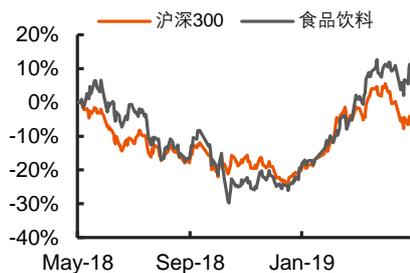
2019年05月17日

## 供需缺口持续扩大，原奶新周期序幕拉开

### 强于大市（维持）

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业周报\*食品饮料\*白酒行业加速升级，建议重点关注五粮液》  
2019-05-13

《行业动态跟踪报告\*食品饮料\*乳制品&肉制品2018年年报及2019年一季报业绩综述：行业加速演化，龙头价值日益凸显》  
2019-05-10

《行业动态跟踪报告\*食品饮料行业白酒2018年年报及2019年一季报业绩综述：18年行业加速升级，锁定龙头分享成长》  
2019-05-08

#### 证券分析师

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

**刘彪** 投资咨询资格编号  
S1060518070002  
0755-33547353  
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**蒋寅秋** 一般从业资格编号  
S1060117110064  
0755-33547523  
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

**何沛滨** 一般从业资格编号  
S1060118100014  
0755-33547894  
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

- **环保趋严加速周期演变，供给有望保持低个位数增长：**2015年以来，生鲜乳价格持续处于低位，使得全行业盈利水平出现恶化，大中型牧场扩栏意愿减弱&小型牧场持续退出推动全国奶牛存栏持续下滑。2018年中央加大环保督查力度，诸多牧场因环保不达标而关停，多数据来源均验证奶牛存栏进一步下滑，生鲜乳产量小幅增长。短期看，供给量取决成母牛存栏及单产，预计成母牛存栏或在未来1-2年基本稳定，单产或因降低淘汰率而提升速度慢于以往，产量或保持低个位数增长。环保趋严下新建牧场难度提升，长期原料奶产量提升潜力或已较为有限。
- **主要乳品需求稳健，原料奶需求或中个位数增长：**18年液态奶行业仍获较好增长，叠加内部品类结构变化影响，估计对上游原奶需求保持高个位数增长，奶粉行业延续快速增长趋势，考虑国产奶粉整体崛起及品牌奶粉对杂牌奶粉的替代，估计对原奶需求保持低个位数增长。短期看，液奶&奶粉增长趋势有望持续，奶酪、黄油等行业亦能延续较好增长，估计下游需求扩容或拉动需求实现中个位数增长。长期看，中国人均奶类消费量远低于世界、亚洲水平，也仅达到《中国居民膳食指南》推荐标准的1/3，对上游原料奶需求或将长期稳定释放。
- **2H18奶价拐点已出现，下游价格战有望减缓：**伴随需求增长、存栏下降，国内原料奶供需缺口持续扩大，宏观+微观数据均验证奶价在2H18出现上涨趋势。19年原奶继续供不应求，奶价上涨动力仍强，随着下游消费进入中秋旺季，供需缺口将更为凸显，2H19原奶价有望出现较1H19更明显的上涨。2H18原奶供给不足下，乳企促销力度已有所减缓，行业毛利率稳中有升。供需变化推演，19年液奶销售旺季缺奶情况较18年或更严重，消化过剩原奶而进行的低端产品被动促销或大幅削减，行业竞争有望趋缓，参照12-14年原奶上涨期间伊利、蒙牛产销差变化，我们认为液奶龙头业绩有望释放。
- **投资建议：**原奶价进入上行周期，奶牛养殖企业将长期受益，利润弹性显现，建议关注现代牧业、中国圣牧等，且原奶未来2-3年均将处于供不应求阶段，下游旺季产品供给相对不足或使得液奶企业费用投放意愿减弱，行业竞争有望趋于缓和，龙头盈利能力有望改善，推荐伊利股份。
- **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；4、市场系统性风险等。

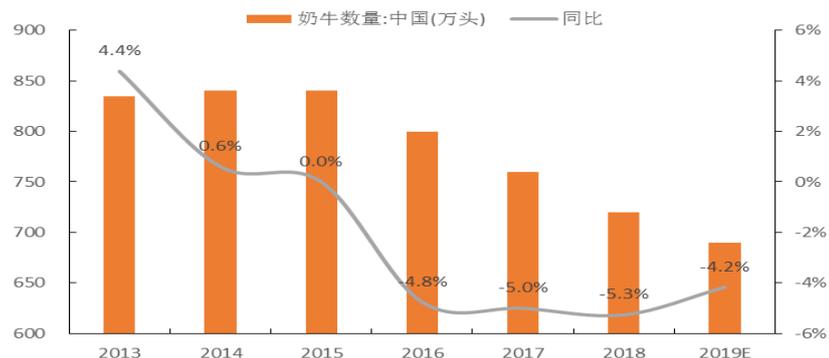
# 一、环保趋严加速周期演变，供给有望保持低个位数增长

## 1.1 周期低谷&环保去产能，原料奶供给增长放缓

**中国实际奶牛存栏量及生鲜乳产品再探讨。**目前，行业对中国实际奶牛存栏及产量存在较大争议，奶牛存栏的争议区间 400~1400 万头，生鲜乳产量争议区间 1900~3100 万吨。根据第三方数据综合分析、草根调研及牧场走访，我们认为中国奶业协会在《中国奶业质量报告（2018）》中披露的数据或最为接近市场实际情况，由 2017 年 D20 企业荷斯坦奶牛存栏 150 万头，占全国的 22%，生鲜乳收购量 1545 万吨，占全国的 60%，推算全国荷斯坦奶牛存栏 682 万头，生鲜乳收购量 2575 万吨。

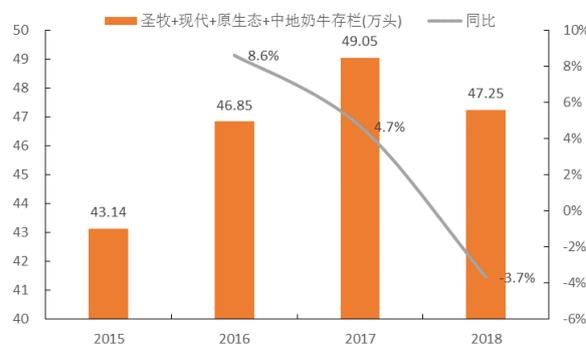
**奶价低迷叠加环保去产能，18 年奶牛存栏持续下滑。**2015 年以来，生鲜乳价格持续处于低位，使得全行业盈利水平出现恶化，大中型牧场扩栏意愿减弱&小型牧场持续退出推动全国奶牛存栏持续下滑。2018 年中央加大环保督查力度，诸多牧场因环保不达标而关停，多数据来源均验证奶牛存栏进一步下滑。根据 USDA 的数据，2018 年中国奶牛数量同比-5.3%，降幅较上年略有扩大。国家奶牛产业技术体系首席科学家李胜利的调查数据显示，2018 年国内奶牛存栏低于 700 万头，同比降幅在 9% 以上。人口密集的大城市周边地区及水网密集的南方地区受环保影响较大，存栏量下滑程度普遍高于全国水平，如北京、上海 18 年存栏同比下降 10.6%、16.9%。跟踪圣牧+现代+原生态+中地 4 家大型牧场，奶牛存栏为近年来首次下降，18 年总存栏 47.25 万头，同比-3.7%。

图表1 18 年全国奶牛存栏继续下滑



资料来源: USDA, 平安证券研究所

图表2 4 家大型牧场 18 年存栏下降



资料来源: USDA, 平安证券研究所

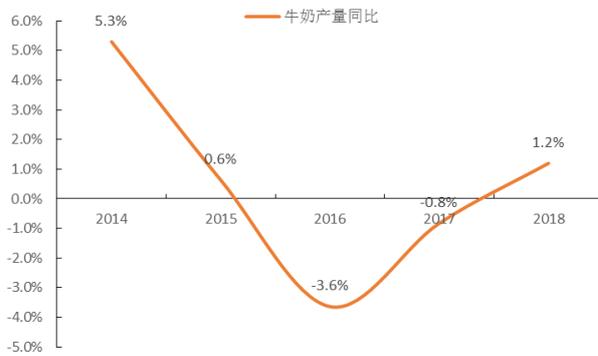
图表3 北京、上海等区域存栏下滑程度更明显



资料来源: 北京奶业协会, 上海奶业协会, 平安证券研究所

18年生鲜乳产量小幅提升,供给量增长乏力。2018年,国家统计局数据显示牛奶产量同比增长1.2%,增速较17年提升2.0pcts。根据农业部生鲜乳产量指数计算,18年1-11月生鲜乳产量同比增长2.7%,较17年全年产量-1.4%的增速有所改善。综合两个数据来看,18年中国生鲜乳产量应有小幅增长,在存栏下降的背景下实现产量增长,这或来源于成母牛占比提升及单产提升。

图表4 国内牛奶产量18年恢复正增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 生鲜乳产量指数计算,18年1-11月生鲜乳产量同比增长2.7%



资料来源: 农业部, 平安证券研究所

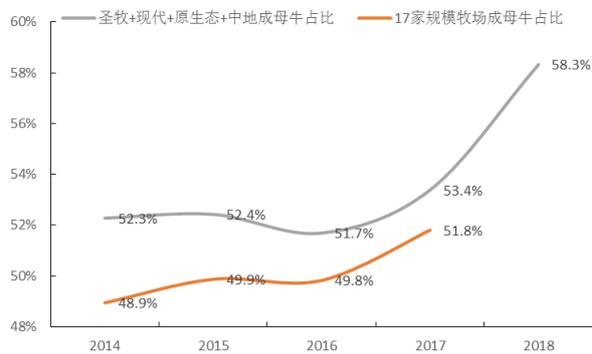
## 1.2 扩栏难度加大&单产提升空间有限, 未来供给量增幅有限

**短期: 供给量取决成母牛存栏及单产, 预计产量低个位数增长。**目前, 行业上下游对原奶未来供给不足已有一定预期, 如诸多乳企与牧场的采购合同从几个月期向一年期转变, 部分牧场出现扩群的动作。小牛从出生到产奶需2年时间, 即使牧场开始补栏, 但难以影响短期供给量, 因此短周期原料奶产量主要取决于成母牛的存栏变化及成母牛单产水平。综合看, 我们认为未来2年原料奶产量或保持低个位数增长。

1) 成母牛存栏: 过去3-4年成母牛占比正逐步提升, 17家大型牧场(原料奶产量约占全国20%)成母牛占比从14年48.9%逐步提升至17年51.8%, 圣牧+现代+原生态+中地4家上市牧场成母牛占比从14年52.3%提升至18年58.3%, 考虑近年规模牧场扩栏速度快于小牧场, 预计全行业成母牛占比或高于规模牧场水平, 后备牛占比下降对未来成母牛的补充存在一定影响。另一方面, 因低奶价的压制, 牧场过去加大了成母牛的淘汰率, 但随着奶价回暖, 淘汰率或有所改善。综合来看, 我们认为行业成母牛存栏或在未来1-2年基本稳定。

2) 成母牛单产: 跟踪16家大型牧场, 过去3-5年成母牛单产增速波动放缓, 17年平均成母牛单产为9.4吨, 同比仅微增0.3%。考虑全行业成母牛单产水平或在7吨左右, 通过养殖技术提升带动单产上升的速度或超过大型牧场, 但考虑奶价乐观情形下, 牧场为追求总产量提升有可能降低淘汰率, 预计成母牛单产提升速度或略慢于以往年份, 保持低个位数增长。

图表6 过去3年，成母牛占比正持续提升



资料来源：公司公告，中国奶业协会，平安证券研究所

图表7 大型牧场成母牛单产保持低速增长



资料来源：公司公告，中国奶业协会，平安证券研究所

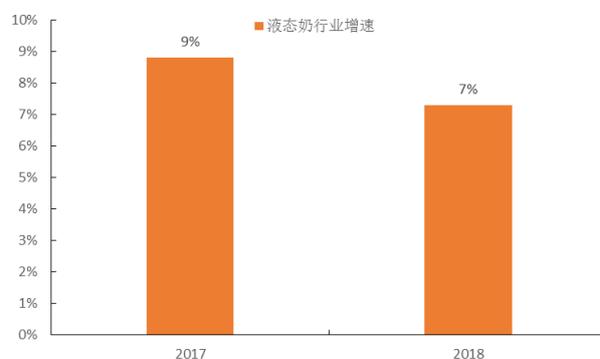
**长期：环保趋严下新建牧场难度提升，原料奶产量潜在增长空间有限。**随着国家环保督察持续高压，各地政府加快行业治理及整顿，诸多牧场因禁养区划定范围重新调整及环保不达标而关停。往后看，对地方政府而言，奶牛养殖对土地面积要求高，且不能给当地带来税收，存在较大环保压力，政府对新建牧场或持谨慎态度，即使奶价回升激发扩群积极性，奶牛养殖行业持续扩群的难度也较以往有大幅提升。因此虽奶牛单产存在一定提升空间，但长期原料奶产量提升潜力已较为有限。

## 二、主要乳品需求稳健，原料奶需求或中个位数增长

### 2.1 液奶&奶粉均保持较好增长，上游需求扩容稳健

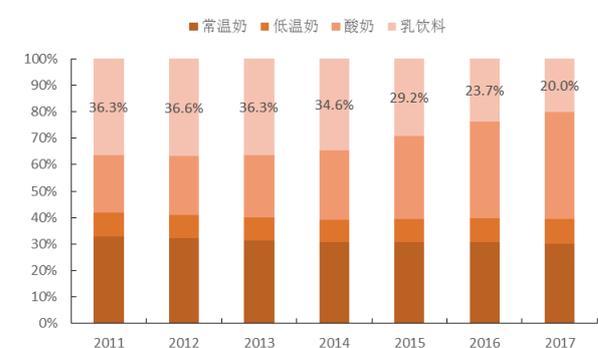
液奶行业对原料奶需求延续高个位数增长。根据尼尔森数据，液态奶18年行业增速7%，增速均较17年9%的增速有所放缓，但仍保持较好增长。在液态奶内部结构中，常温奶、低温奶基本采用生鲜乳生产，酸奶大部分采用生鲜乳生产，乳饮料因大包粉价格低于生鲜乳价格而多采用大包粉生产。从过去几年看，以大包粉为主要原材料的乳饮料一直保持低个位数增长，在液奶结构中的占比也呈逐年下降态势。综合看，虽消费升级下销售额增长快于销量增长，但考虑液奶内部结构变化，估计18年液奶行业对上游原奶的需求保持高个位数增长，未来增速或因宏观经济影响略有放缓，但总体应能延续较好增长。

图表8 主要乳企液奶收入规模



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

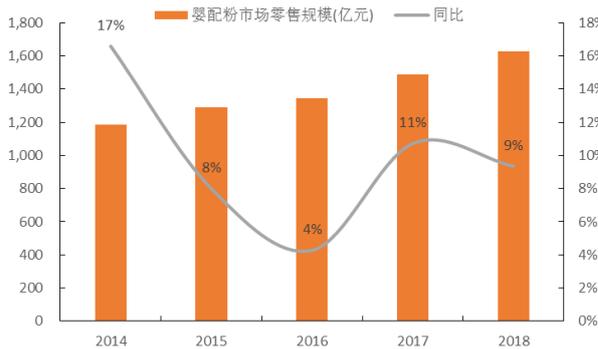
图表9 乳饮料占比持续萎缩



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

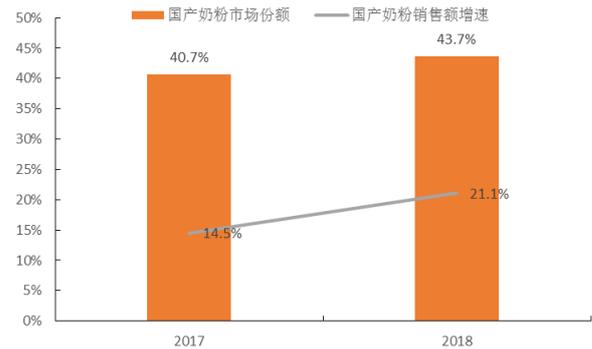
奶粉行业对原料奶需求保持低个位数增长。得益于全面二胎政策放开及消费升级浪潮，婴幼儿配方奶粉市场自 17-18 年恢复较快增长，增速分别达到 11%、9%。奶粉注册制的实施更是为国产奶粉的复苏创造良好条件，国产奶粉市场份额从 17 年 40.7% 提升至 18 年 43.7%，销售额增速从 14.5% 加速至 21.1%。考虑奶粉高端化趋势对均价提升拉动作用明显，销量增速更多与出生人口挂钩，增速慢于销售额增速，以及国产奶粉、外资奶粉原材料来源地差异，估计 18 年奶粉行业对原料奶需求保持低个位数增长，未来考虑二胎红利消退及国产高端奶粉转移海外基地生产，增速或持续边际放缓。

图表10 婴幼儿配方奶粉市场 17-18 年保持较好增长



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表11 国产奶粉市场份额提升



资料来源: 尼尔森, 平安证券研究所

根据中荷奶业中心的数据，用于生产液态奶和酸奶的原料奶比例高达 60% 以上，用于生产全脂奶粉的原料奶比例超 20%，液态奶及奶粉是国内原料奶主要的消化渠道。从下游需求来看，液奶行业对原料奶需求延续高个位数增长，奶粉行业对原料奶需求保持低个位数增长，奶酪、黄油等行业亦能延续较好增长，估计短期下游需求扩容或拉动国内原料奶需求实现中个位数的复合增长。

## 2.2 人均消费量仍有翻倍空间，原料奶需求有望逐步释放

中国乳品消费习惯养成较晚，最早的奶牛是 400 多年前由传教士和殖民者在东南亚引种杂交后流入国内，在较长的时间内消费量十分有限，至改革开放后才逐步普及。2017 年，中国人均奶类消费量 36.9 公斤，平均每天 100 克，远未达到《中国居民膳食指南》推荐的每天 300 克标准，只有世界平均水平的 1/3，亚洲的 1/2。往后看，随着液奶逐步走入低线城市居民日常消费及奶酪、黄油等固体奶放量，即使考虑中国人对乳制品接受度不高，但人均消费量仍有翻倍空间，对上游原料奶需求将长期稳定释放。

图表12 中国居民膳食指南提出每天饮奶 300 克或相当量乳制品的消费目标



资料来源: 百度图片, 平安证券研究所

图表13 多数人日常奶制品食用量不达标



资料来源: 中国人喝奶习惯调查, 平安证券研究所

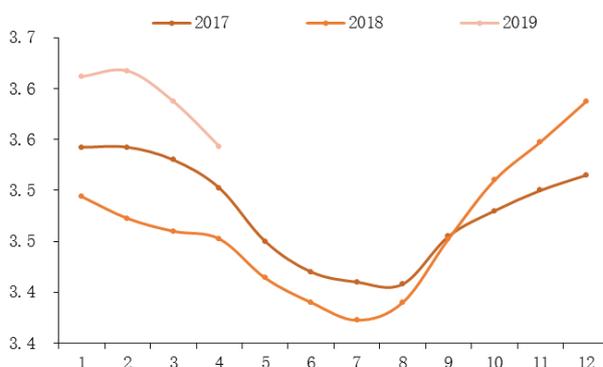
## 三、 2H18 奶价拐点已出现, 下游价格战有望减缓

### 3.1 供需紧平衡推动 2H18 奶价上涨, 19 年有望延续上涨趋势

原奶供给偏紧, 2H18 奶价恢复上涨。伴随需求增长、存栏下降, 国内原料供需缺口持续扩大, 原奶价格在 2H18 出现上涨趋势。因市场对农业部监测价格存在疑虑, 我们采取宏观+微观数据分析的方式分析, 农业部披露的主产区生鲜乳均价自 18 年 10 月开始恢复增长, 1-6 月同比涨幅在-2%~-1%之间, 7-12 月同比涨幅在-1%~+2%之间, 进口全脂奶粉价格也出现大幅波动, 折合原料奶价格 18 年 3 月已经高于国内价格, 2H18 期间价格大幅突破前期 15 年以来高点。

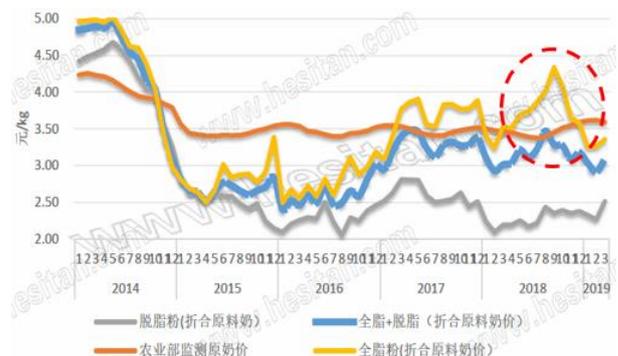
从微观看, 上市牧场原奶售价及乳企原奶采购价均有大于主产区生鲜乳均价的波动, 现代牧业、中国圣牧(非有机)、原生态牧业、中地乳业 1H18 原奶售价基本同比实现止跌, 2H18 原奶售价分别同比-2.7%、+5.3%、+1.7%、+5.1%, 多数实现较好增长, 伊利作为国内最大原奶采购商, 1H18、2H18 采购价分别同比+1%、+5%左右。东方戴瑞披露的多家伊利/蒙牛供奶牧场的月度售价显示, 自 18 年 6 月开始, 原奶售价恢复较好增长。

图表14 主产区生鲜乳价格自 18 年 10 月恢复正增长



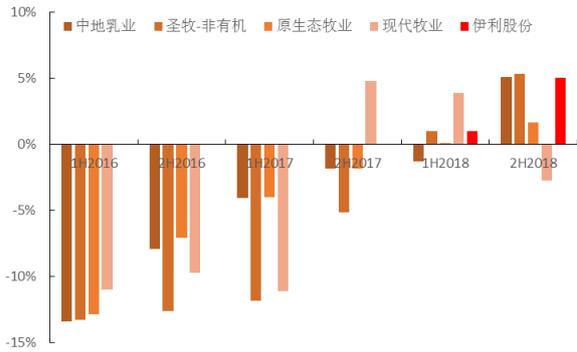
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表15 2H18 全脂奶粉价格突破 15 年以来前期高点



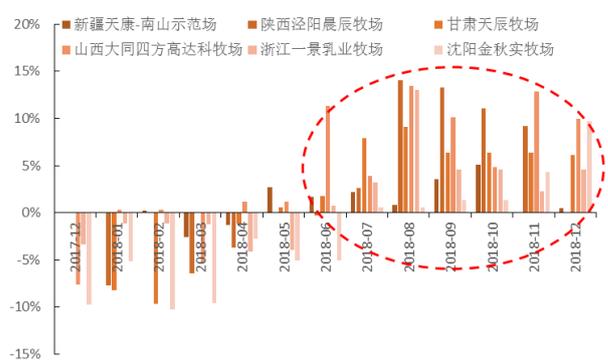
资料来源: 荷斯坦, 平安证券研究所

图16 牧场及乳企原奶价格均出现上涨



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图17 伊利/蒙牛供奶牧场 2H18 供奶价出现上涨



资料来源：东方戴瑞，平安证券研究所

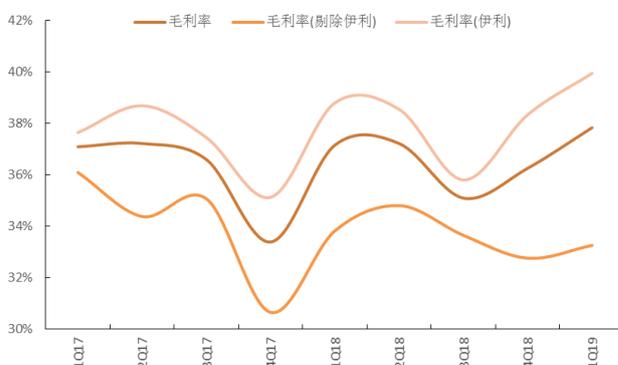
**19年原奶价有望继续上涨，2H19或贡献主要涨幅。**奶价低迷叠加环保去产能，18年奶牛存栏持续下滑，预计19年产量仅能实现低个位数增长，而原料奶需求得益于液奶、奶粉及其他产品的稳健增长，预计实现中个位数增长，供需缺口正缓慢扩大，奶价上涨动力仍强。春节后，奶价出现环比回落，主因在于下游消费进入淡季，奶源季节性过剩导致伊利、蒙牛等乳企均在大规模喷粉，奶价难有明显起色，随着下游消费进入中秋旺季，供需缺口将更为凸显，2H19原奶价有望出现较1H19更明显的上涨。

### 3.2 原奶供给紧张或推动液奶促销持续减弱

**促销减缓抵消成本压力，行业毛利率稳中有升。**虽原奶价格上涨对乳企造成成本端压力，但原奶供给不足下产品促销力度相应减缓，叠加奶粉高端化趋势，反而推动行业整体毛利率有所改善。3Q18、4Q18、1Q19 A股9家乳企毛利率分别为35.1%、36.3%、37.8%，分别较上年同期-1.5、+2.9、+0.7 pcts。

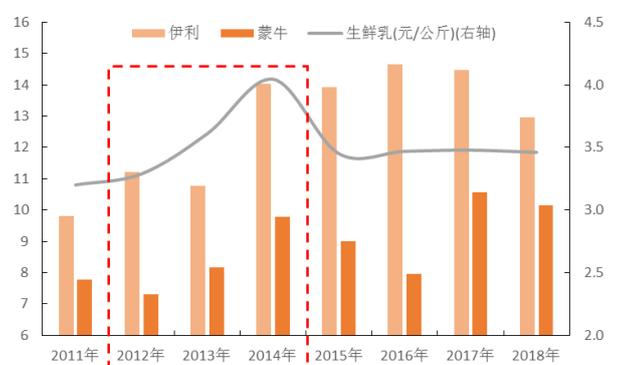
**19年促销力度有望持续减弱。**从原料奶供需变化推演，预计19年液奶销售旺季缺奶情况较18年或更严重，19年消化过剩原奶而进行的低端产品被动促销或大幅削减，行业竞争有望趋缓，参照12-14年原奶上涨期间伊利、蒙牛毛销差变化，我们认为行业龙头净利率有望改善。基于18年业绩低基数及原奶上涨减缓竞争，龙头19年业绩释放仍可期待，或有望超市场预期。

图18 3Q18以来，行业毛利率呈提升趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图19 2H18大型牧场原奶售价同比整体提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 四、投资建议

2015年以来，奶价低迷推动奶牛养殖行业持续去产能，而环保趋严更加速这一过程，奶牛存栏呈逐年下滑趋势，产量增速大幅放缓。同期，下游需求逐渐转好，液奶&奶粉均在17年后恢复较好增长。在供给放缓&需求扩容下，原料奶供需逐渐趋于紧平衡，2H18奶价重现上涨趋势。往后看，原料奶供给有望保持低个位数增长，需求或中个位数增长，供需缺口持续扩大，19年原奶价有望继续上涨，2H19或贡献主要涨幅。

原奶价进入上行周期，奶牛养殖企业将长期受益，利润弹性显现，建议关注现代牧业、中国圣牧等，且原奶未来2-3年均将处于供不应求阶段，下游旺季产品供给相对不足或使得液奶企业费用投放意愿减弱，行业竞争有望趋于缓和，龙头盈利能力有望改善，推荐伊利股份。

## 五、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：当前市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；
- 3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；
- 4、市场系统性风险。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033