

乳制品：受中国影响国际奶粉需求偏弱，国内原奶供给阶段性过剩

2023年6月16日

看好/维持

食品饮料 行业报告

事件：2023年6月6日，恒天然环球乳制品拍卖完成。会上全部产品(价格指数)与上一期交易日下跌-0.9%，成交均价3399美元/公吨，本次成交总量23119吨。本次交易全脂奶粉竞得均价3173美元/公吨，下跌3.0%；脱脂奶粉均价2755美元/公吨，基本与上期持平。奶酪均价4668美元/公吨，上涨幅度达7.4%。2023年7月-2023年12月发货的招标结果显示，全脂奶粉表现低迷，奶酪大涨，黄油继续走强。

国际市场供给略增长，需求除中国外有所回升，但国际奶价仍受中国需求偏弱影响。根据农业农村部国际合作司5月份发布的《国际农产品市场价格与贸易形势月报》，2023年1-3月全球主要出口国原奶产量继续回升，同比增长0.7%。其中新西兰、美国以及欧盟牛奶产量均同比增长，澳大利亚、乌拉圭同比下降。2023年1-4月，新西兰产奶量750.7万吨，同比增长2.3%。美国作为世界上最大的牛奶生产国，牛奶产量同比增长0.8%，5月后将退出产奶高峰期，预计后期走势偏弱。欧盟今年第1季度的牛奶产量预计为3580.1万吨，同比上涨0.6%；澳大利亚第1季度牛奶产量有所减少，为240.9万吨，同比下降2.6%。乌拉圭截至4月牛奶产量下降3.7%。从整体出口国生产情况来看，全球供应幅度增长0.7%。而牛奶主要需求国巴西1-3月下跌1.6%，日本截至4月需求下降4.4%，墨西哥截至4月上涨1.7%，英国截至4月上涨1.0%，俄罗斯截至3月上涨4.3%，土耳其截至1-3月涨3.8%。除中国以外的主要需求国整体需求上涨1.2%，但中国作为全球第一大乳制品进口国(21年乳制品进口占比9.45%)，中国进口的减少对国际奶价造成了打压。据乳业时报，截至2023年2月，龙头乳企的大包奶粉库存17.8万吨，折合生鲜乳140万吨左右。2023年乳企库存奶粉可能会维持在20万吨库存的高位，加上奶牛养殖企业过剩奶源喷粉的库存，奶粉库存量在25—30万吨。国内奶粉的过高库存加上美元汇率上涨均打压贸易商进口的积极性。2023年1-4月我国共计进口各类乳制品102.3万吨，同比减少19.2%。我们判断国际奶粉价格未来仍整体偏弱。

国内市场原奶供应阶段性过剩，奶价持续承压。截至6月2日，生鲜乳主产区平均价格3.85元/公斤，同比下跌7.0%，比2021年8月的峰值下降0.53元/公斤，同比-12.10%。奶价的下跌主要源于原奶的过剩和需求的不足。20-21年奶价的上涨加速推动了规模牧场的建设。据荷斯坦不完全统计，2021年全国新建扩建牧场项目166个，涉及存栏98万头，2022年1-8月份新建及在建项目148个，涉及存栏超100万头。2021年我国牧场的奶牛存栏量为580万头，同比增长了11.54%，预计到2025年我国牧场奶牛的存栏量将达到743万头左右，CAGR7.4%。根据小牛成长到母牛开始产奶大约需要2年左右的时间推算，22-23年新增奶源产能将获得集中释放。此外，我国奶牛单产水平也在持续提升，2022年参测奶牛测定日平均产奶量达到34千克，同比增加2.4%，推测22-24年我国原奶产能理论上复合增速达到10%左右。2022年全国牛奶产量达到3932万吨，创历史新高，同比+6.76%，2023年Q1牛奶产量达834，同比+8.59%。基于饲料成本虽然较22年回落但依然处于较高位，随着奶价的下跌，养殖场运营压力较大，出现部分小厂倒闭、杀牛等现象。此外，牧场可选择适当延长小牛的哺乳时间，使用部分库存奶粉代替部分进口代乳粉饲喂犊牛、降低奶粉进口量、增加喷粉、淘汰低产奶牛等方式减缓供需的不匹配。据乳业时报，今年2月龙头

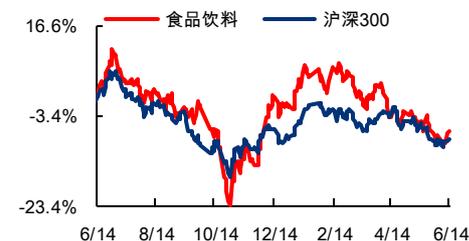
未来3-6个月行业大事：

- 2023/06/15 五芳斋：分红实施
 - 2023/06/16 青岛啤酒：股东大会召开
 - 2023/06/19 威龙股份：股东大会召开
 - 2023/06/19 皇氏集团：股东大会召开
 - 2023/06/20 三元股份：股东大会召开
 - 2023/06/27 伊力特：股东大会召开
 - 2023/06/29 古井贡酒：股东大会召开
 - 2023/06/29 泸州老窖：股东大会召开
- 资料来源：同花顺、东兴证券研究所

行业基本资料

		占比%
股票家数	127	2.67%
行业市值(亿元)	57792.37	6.31%
流通市值(亿元)	54875.23	7.73%
行业平均市盈率	31.02	/

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041 mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900 wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520070003

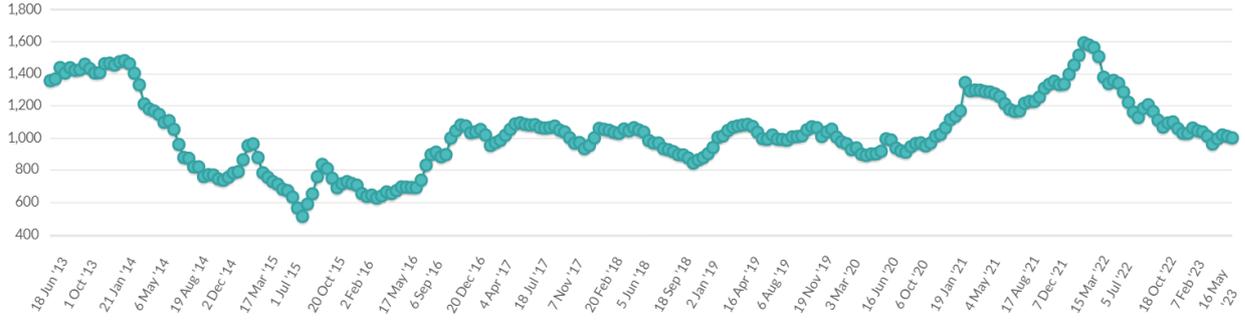
乳企平均每天喷粉的生鲜乳达到 1.08 万吨，占收奶量的 17%左右，比 2022 年 12 月喷粉量高 13%。截至今年 2 月，龙头乳企的大包奶粉库存折合生鲜乳将近 140 万吨，不过今年 5 月份喷粉量有所减少，每天喷粉量大约 4000-5000 吨。需求方面，疫情以来，居民对健康关注度增加推动了乳制品的需求，疫情期间我国乳制品的需求增速明显提升，每年大约在 5-8%。23 年疫情缓解，居民对健康的关注度较疫情期间有所减弱，加上经济弱复苏，我们判断短期原奶需求将同比有所回落，未来 2-3 年原奶需求将放缓至疫情前的低个位数水平。价格方面，判断随着经济的逐步复苏加上生产端的主动减产、落后产能的退出，我国奶价降幅将逐步收窄。

投资建议：推测今年原奶供给整体偏松，全年奶价依然保持下行趋势，但判断后期降幅逐步收窄，奶价整体保持低位运行，乳制品企业成本有望进一步下行。但是从盈利的角度，在奶价下行的下半场往往伴随着企业促销的增加，我们仍要观察市场竞争带来的费用变化。区域乳企在本地较为强势，且市占率较高，区域内的竞争激烈程度相对较低，销售费用控制得更好。此外，奶源自给率较低的乳企也更受益于原奶价格下跌带来的毛利率提升。我们认为，在激烈的市场竞争当中具备综合优势和竞争力的龙头企业有望进一步获得市场份额，相对更优。因此，我们继续推荐龙头市场地位有望进一步提升的伊利股份以及区域乳企新乳业。

风险提示：疫情后期消费复苏不及预期；行业竞争加剧。

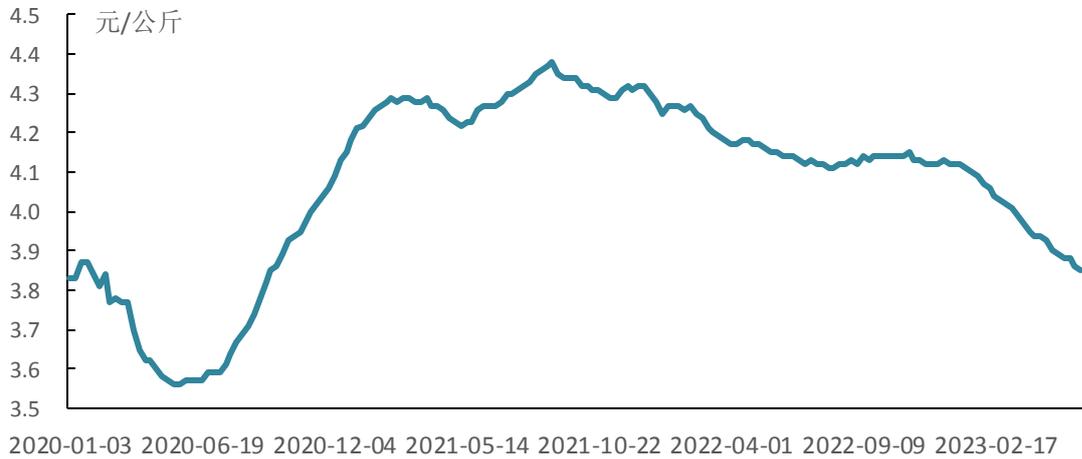
附录：

图1：GDT 乳制品价格指数



资料来源：GDT、东兴证券研究所

图2：国内奶价：元/公斤



资料来源：同花顺、农业农村部、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶周期下行，或加速企业集中	2023-06-13
行业普通报告	食品饮料行业报告：食饮企业成本持续下行，利润有望进一步释放	2023-05-15
行业深度报告	白酒行业：如何理解当前资产定价	2023-05-05
行业普通报告	食品饮料行业报告：关注糖酒会带来情绪催化	2023-04-03
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶价格跌破4元，下行趋势仍延续	2023-03-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：白酒进入基本面平稳期，市场预期呈现分化	2023-03-20
行业普通报告	食品饮料行业报告：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长	2023-03-08
行业普通报告	食品饮料行业报告：“新国标”有望加速婴配粉行业的筑底回升	2023-02-28
行业普通报告	食品饮料行业报告：婴配粉新国标正式实施，将加速行业集中度提升	2023-02-27
行业普通报告	食品饮料行业报告：预制菜首次写入中央一号文件	2023-02-21
公司普通报告	千味央厨(001215)：22年稳健增长，23年更上一层楼	2023-04-21
公司普通报告	千味央厨(001215)：直营恢复迅速，经销快速发展	2022-10-26
公司普通报告	涪陵榨菜(002507)：22年利润率改善明显，静待23年收入端提振	2023-03-28
公司普通报告	涪陵榨菜(002507)：下半年高增确定性强，产品多元化初现成效	2022-08-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526