

王见鹿 行业分析师

 执业编号: S1500517100001
 联系电话: +86 21 61678591
 邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

 联系电话: +86 2161678587
 邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

2019 年 3 月 11 日

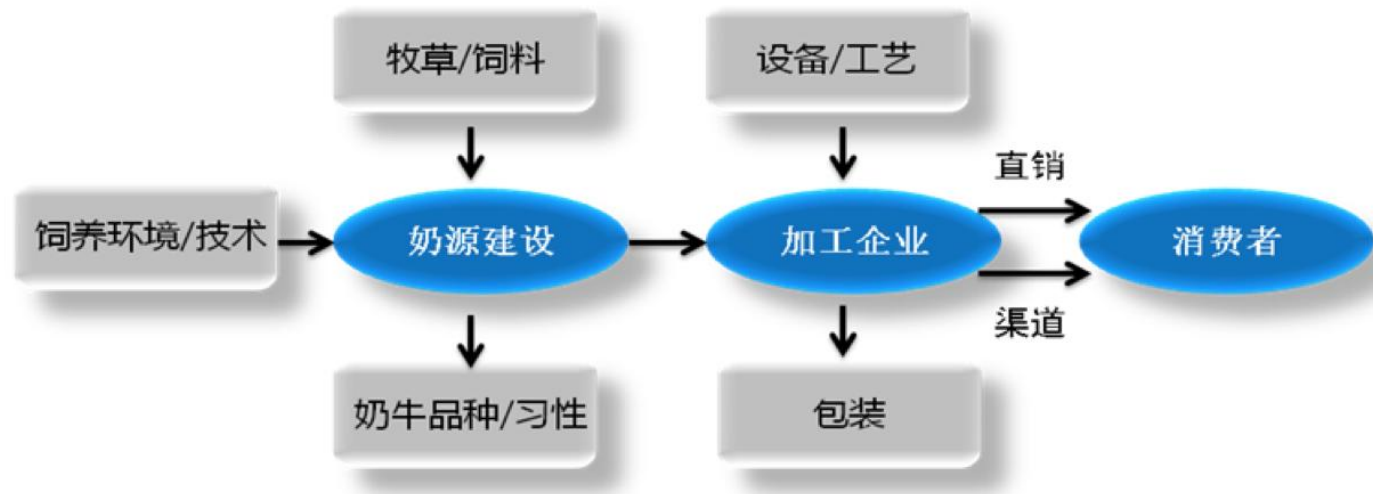
◆ 本周行业观点: 从产业链加工价差看食品饮料子版块盈利能力。(一、乳制品篇)

2018 年下半年以来，多个食品饮料子版块的上游原材料价格呈现上行趋势，如乳制品、禽肉制品、面米制品等；其他一些子版块则有很强的成本涨价预期，如肉制品。

从产业链结构来看，子版块的盈利能力（也就是加工价差），与其所具备的产品定价能力息息相关，而产品定价则又取决于对上游的议价能力和对下游的成本转嫁能力。一般来说，产业链环节相对上游的集中度水平越高，议价能力就越强；而下游成本转嫁则取决于产品的差异化能力，包括品牌树立、细分市场定位、渠道供求关系等。我们在接下来几周中选取几大有代表性的板块进行分析。

1、乳制品子版块产品定价能力逐步增强。

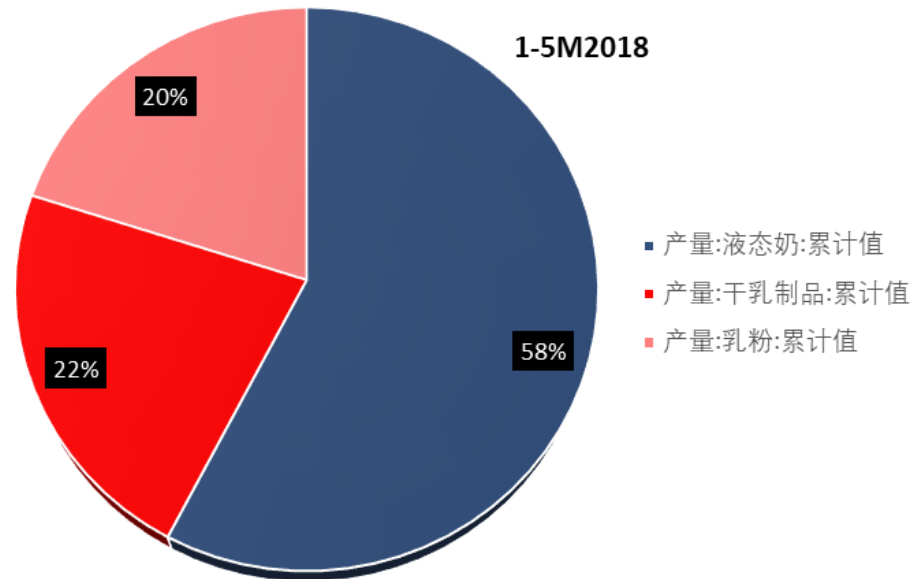
乳制品产业链从第一产业（农牧业）朝第二产业（食品加工业）和第三产业（分销、物流）纵向延伸，涵盖饲料加工、奶牛养殖、乳制品加工、终端销售等多个环节。原料奶鲜活易腐，需要及时冷却、收集、储运和加工，因此，乳制品产业链各环节之间联系紧密，是一体化程度要求很高的产业。

图 1 乳制品企业产业链概览


资料来源: 信达证券研发中心

我国目前的主流乳制品主要分为液态奶、奶粉和干乳制品，按照 1 吨奶粉需要 8.5-8.8 吨鲜奶，1 吨干乳制品需要约 5 吨鲜奶匡算，折纯占比约为 58%：22%：20%。

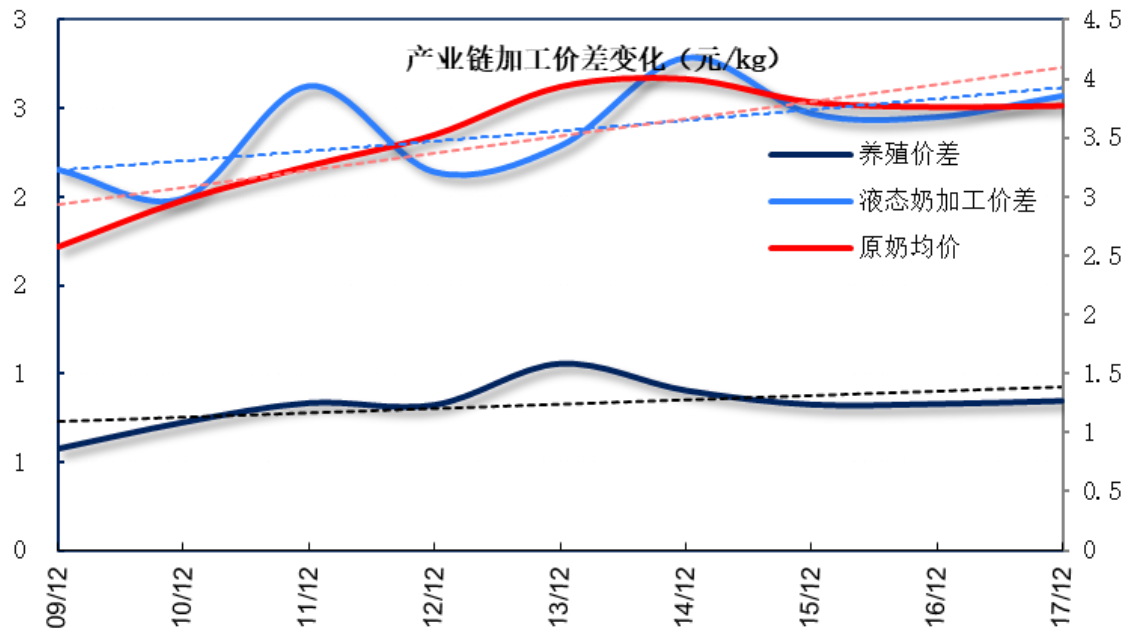
图 2 我国各大乳制品产量占比 (%)



资料来源：国家奶牛产业技术网，万得，信达证券研发中心

以液态奶为例，2009-2017 年，产业链上个环节的加工价差和原奶价格的变化如下图所示，其中原奶均价整体在上升通道，养殖价差的斜率低于液态奶加工价差，可见下游乳企对上游牧场的议价能力呈增强态势。

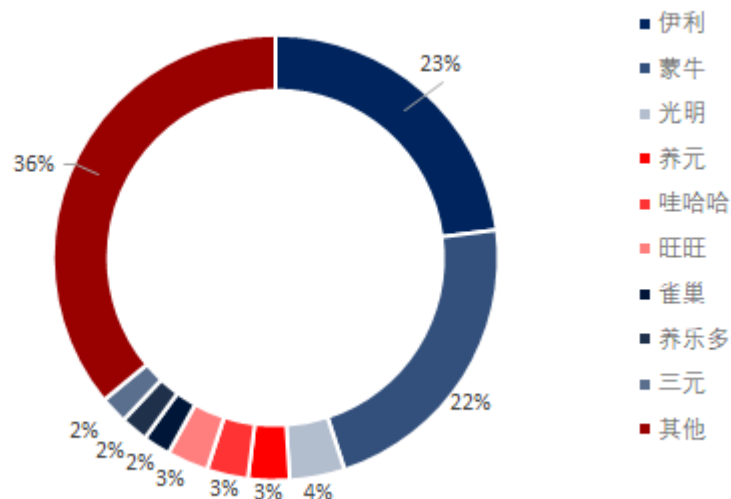
图 3 2009-17 年产业链加工价差变化 (元/kg)



资料来源：国家奶牛产业技术网，万得，信达证券研发中心

造成上述变化的主要原因一方面是我国上游养殖业发展较落后：1) 牧场分散度高，且以小型牧场为主；2) 原奶的储运能力薄弱，需要即时销售；3) 原奶价格不具国际市场竞争力，受到国际乳价压制——根据行业经验，一般当国内原奶和海外大包粉价格高于 1 元/kg 时，出于成本控制的考虑，下游乳制品企业便会以大包粉替代国产原奶（见图 8）。另一方面则因品牌乳企的集中度逐年提高，2018 年全年，液态乳制品企业的 CR3 已达到近 49%，行业前 8 均为包装快消品行业的巨头，对下游终端的把控能力逐年增强。

图 42018 年我国液态乳制品企业市场占有率情况，含乳饮料 (%)

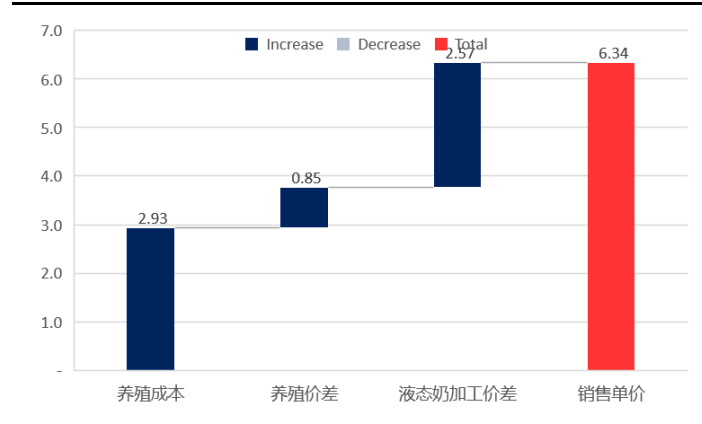


资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

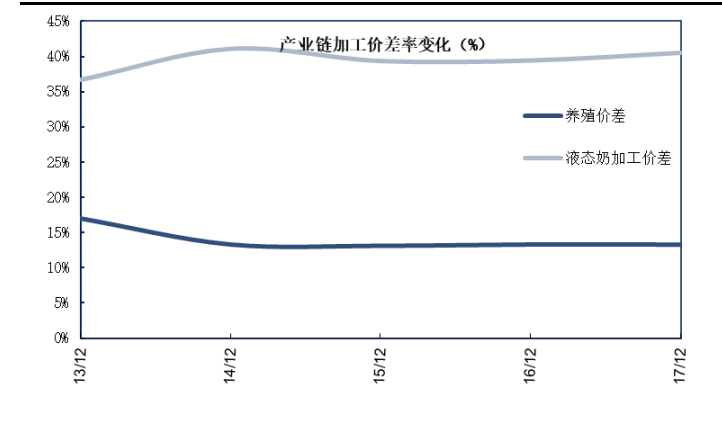
根据《中国奶业发展的新问题和对策及未来趋势》、《农业展望》等文献，我国奶业上游虽占产业链成本的 75%，利润分配环节却只有 10%。我们根据农业部数据测算得出的数据也显示，截止 2017 年末，液态乳的年平均销售单价为 6.34 元/kg；其中养殖成本为 2.93 元/kg，牧场养殖价差 0.85 元/kg，乳企加工价差却高达 2.57 元/kg。换算来看，养殖成本占原奶成本的 77.5%、利润分配环节只占最终售价的 13.4%，基本符合文献描述；乳企加工价差率高达 40.5%，产业链利润主要被下游品牌乳企占有。从右下图可见，13-17 年，养殖价差率由 17%下降至目前的 13%左右，近三年基本保持稳定；而液态奶加工价差率则由 37%上升至 41%，且近三年呈缓慢增长态势，体现了产业链上企业逐年增强的产品定价能力。

图 5 2017 年我国液态乳产业链成本、价差、售价瀑布图 (元/kg)

图 6 2013-17 年产业链加工价差率变化 (%)



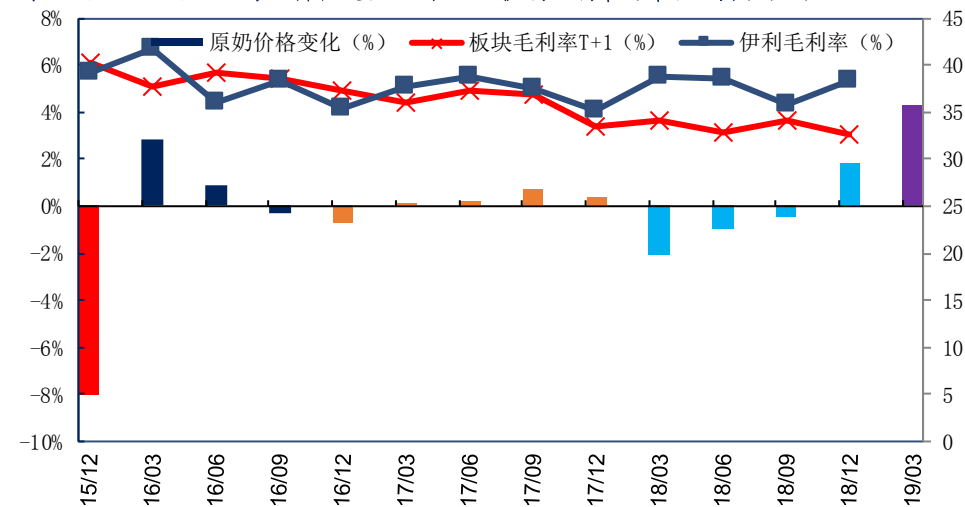
资料来源：国家奶牛产业技术网，万得，信达证券研发中心



资料来源：国家奶牛产业技术网，万得，信达证券研发中心

2018 年下半年至今，我国原奶价格受饲料成本涨价影响，价格小幅上行，市场普遍预期对下游乳制品企业存在利润空间挤压。从历史数据来看，2015-2017 年，当原奶价格下跌/上涨时，滞后一个季度的板块毛利率会相应提升或下降；但是自 2017 年下半年开始，板块毛利率和原奶价格变化便有所脱钩，原奶价格持续处在下降通道，但板块毛利率并未有所反弹。对比来看，龙头乳制品企业伊利股份的毛利率和上游原奶价格基本没有负相关性，且保持了较高的毛利率水平。

图 74Q2015-4Q2018 原奶价格变化 vs 板块及伊利毛利率（滞后 1 月）(%)

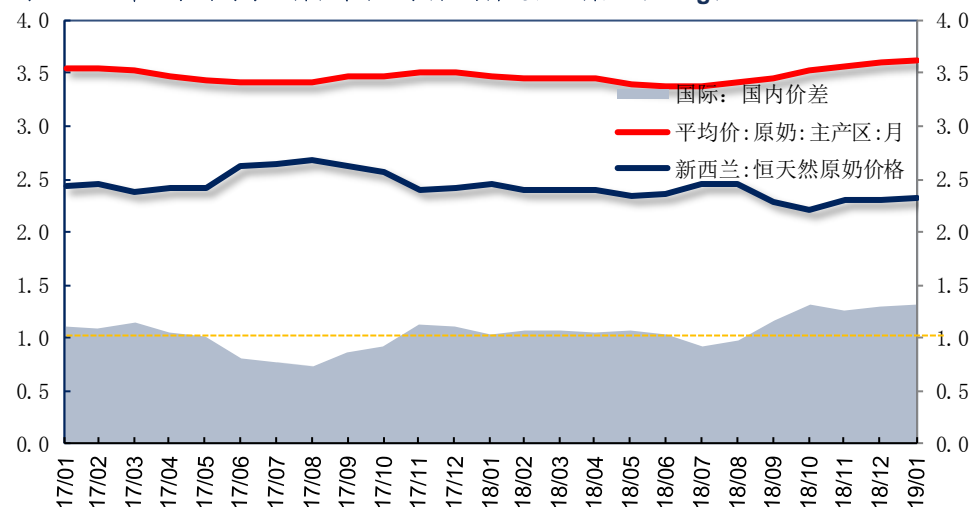


资料来源：国家奶牛产业技术网，万得，信达证券研发中心

2、小结:

下图反映了 2017 年至今国内原奶价格和恒天然收购价的变化, 尽管国内原奶价格上涨, 但结合我们对乳制品产业链上加工价差的分析, 我们判断随着核心乳制品企业的差异化和品牌力不断增强, 其定价能力也将随之强化, 因此, 企业更能抵御原材料涨价, 并持续提升其产品加工价差。另一方面, 由于国际国内价差已突破 1 元/kg 的替代线, 下游乳制品企业也有望通过多使用大包粉来平滑上游成本压力。

图 8 2017 年至今国内原奶价格和恒天然收购价变化及价差 (元/kg)



资料来源: 国家统计局, 万得, 信达证券研发中心

3、风险提示: 关税持续下调对乳制品行业冲击过大的风险; 食品安全问题爆发; 行业产能过剩导致恶性竞争的风险; 高端化对资本开支要求较大造成利润率下滑的风险等。

❖ **本期【卓越推】:** 暂无推荐。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。