

# 奶价上涨，龙头优势突出

## 食品饮料行业

投资建议：中性

上次建议：中性

### 事件：

原奶持续上涨趋势：国际端，恒天然全球乳业贸易平台第249次拍卖于近日完成，其中全脂奶粉、脱脂奶粉价格依旧保持增长态势，分别为3331美元/吨（环比+0.1%）和3068美元/吨（环比+1.9%）。国内端，生鲜乳收购价截止11月27日为3.84元/公斤，同比增长7.9%，环比增长0.3%

### 投资要点：

► **三季度奶价加速上涨，涨幅达近四年之最。**在上一轮周期（2012-2014年）的影响下，由于国内奶牛遭遇疫病导致存栏量急速下降，奶价大幅上涨，从而吸引大量资金进入上游畜牧业，行业严重供大于求，价格维持低位，小型牧场加速退出、大中型牧场补栏意愿降低。另一方面，中国对美国的贸易反制导致苜蓿豆粕等饲料关税曾上涨至25%，原料成本进一步抬升生鲜乳价格。而国际端主要原奶出口国供给收缩，国际奶价上涨，传导至国内，推升国内奶价。另一重要原因是国家加大环保督查力度，众多牧场停产或搬离至偏远地区，导致存栏量进一步降低。此外，三季度进入季节性缺奶，恰逢中秋国庆双节需求旺盛，进一步助推奶价上升。但未来随着环保因素边际缓解，新建牧场逐步投产；苜蓿等饲料暂时恢复正常关税，我们预计后期奶价涨幅会相对减缓。

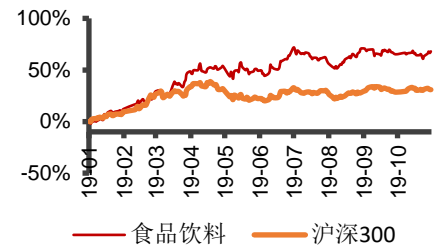
► **龙头海外并购产业链降低奶源风险，优化产品结构稳定毛利。**乳业龙头的全球化布局可以更好的避免中美贸易的关税问题，以及优化奶源质量、提升产品结构的天花板：伊利今年收购新西兰第二大乳业合作社（其原奶供应量占新西兰供应总量的4%）；蒙牛先后收购澳洲最大的乳品原材料加工企业Burra Foods和澳洲网红奶粉厂商贝拉美，今年11月公告收购澳洲排名第一的乳品及饮料公司Lion-Dairy&Drinks 100%股权。乳企龙头通过直接控制优质奶源和产业链全球布局开拓国际市场，从而继续加强对上游的议价权并且海外奶源的收购有效规避贸易战带来的不利影响。

► **优化产品结构稳定毛利。**龙头乳企掌握行业的定价权，可以通过提价和产品结构升级来转移成本压力，稳定毛利率。以伊利为例，常温白奶类产品经历了从利乐枕、利乐包基础白奶到金典纯牛奶再到金典有机奶的不断升级过程；在14年公司推出高端常温酸奶安慕希（售价比白奶均价高出20%）来应对上一轮周期中下游需求不景气、白奶提价无力、原奶价格达到峰值等因素，实现毛利率逆势拉升。

► **投资建议。**面对上游供给收紧，奶价上升趋势延续以及中美贸易摩擦带来的不确定性，我们建议关注产业链全球优选、产品创新能力强、业绩弹性更大的乳企龙头。

► **风险提示。**食品安全问题、中美贸易摩擦加剧。

### 一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《趋势不变，聚焦头部企业》

《食品饮料》

2、《茅台直营落地控价》

《食品饮料》

3、《茅台公开电商招标加速直营落地》

《食品饮料》

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856