

2021年01月04日

提价预期下看好 2021 年乳制品板块投资机会

食品饮料

行业评级：推荐

事件概述：

农业部数据，2020/12/23 主产区生鲜乳平均价 4.18 元/kg，同比+9.1%。

分析与判断：

上游原奶价格加速上涨

上游原奶价格自 2018 年秋季开始进入上涨通道，2019 年平均涨幅+5.4%，2020 年上半年因疫情影响涨幅阶段收缩，下半年重回上涨趋势，年底同比涨幅扩大至+9.1%。不考虑疫情影响，本轮上涨已持续 2 年时间。主要因素来自于上一轮 2014 年奶价高点回落后，上游养殖行业经历长达 4 年深度调整，产能收缩，下游需求稳定持续增长，原奶供应链被逐步拉紧。2020 年疫情之后，下游需求逐步恢复，其中白奶持续旺销，尼尔森数据显示 4-11 月终端累计销售额同比+16.7%；酸奶、乳饮料等消费场景受疫情冲击的品类下半年边际修复，有望在 2021 年春节、Q1 迎来低基数下的明显反弹；而白奶增长所反映的乳制品日常饮用频次提升的消费者习惯改变具有可持续性，我们判断 2021 年下游乳制品整体需求增长加速。上游产能扩张较慢，2021 年原奶供不应求局面更加凸显，本轮原奶价格上涨持续时间、周期高点有望超市场预期。

下游乳制品提价预期增强

上游原奶价格持续上涨趋势下，我们判断 2021 年下游乳企的采购成本将延续 2020 年下半年以来的上涨趋势，成本压力将会通过产品端“减少促销→恢复正价→提价→减少费用”的路径传导。尼尔森数据显示，2020 年下半年以来纯牛奶、酸奶终端销售价格实现增长，并在 10 月起涨幅扩大。根据产业调研，四季度白奶促销情况较少、部分市场阶段性缺货，近期主要品牌基础白奶提价；伊利部分低温酸奶、低温白奶产品上通过包装升级、技术升级方式实现了价格提升，但这部分销售额占比不大。我们认为随着原奶价格持续上涨，行业性整体提价预期将逐步增强。

投资建议：

原奶价格加速上涨趋势下，下游乳制品提价预期增强并逐步兑现，预计 2021 年乳企费用投入也会更趋保守，竞争格局改善，利润弹性有望显现。成本上涨压力下，龙头企业抗风险能力强、成本转移方式多，市场份额有望进一步提升，叠加需求端复苏，收入端弹性也值得期待。推荐下游竞争格局改善下进入利润释放阶段，估值仍在低位的液奶两强**伊利股份**、**蒙牛乳业**。继续推荐**妙可蓝多**，奶酪细分行业高成长，预计蒙牛收购落地后 2021 年高速增长确定性更强。奶粉板块继续推荐**中国飞鹤**，市占率稳健提升，新品推出加速增长；**澳优**，2020 年羊奶粉、牛奶粉调整，2021 年将回归正常增长，迎来盈利和估值双升。

风险提示

疫情反复，需求恢复不及预期，奶价短期上涨过快，食品安全事件等。

盈利预测与估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (RMB/HKD 元)	投资 评级	重点公司 EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600887.SH	伊利股份	47.4	买入	1.14	1.23	1.46	1.78	41.5	38.5	32.5	26.6
2319.HK	蒙牛乳业	47.8	买入	1.04	0.99	1.37	1.73	38.2	40.2	29.1	23.0

600882.SH	妙可蓝多	57.0	买入	0.05	0.21	1.04	1.67	-	274.7	54.6	34.2
6186.HK	中国飞鹤	18.9	买入	0.44	0.64	0.86	1.13	17.3	24.6	18.2	13.9
1717.HK	澳优	13.0	买入	0.55	0.72	0.96	1.19	19.7	15.0	11.3	9.1

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

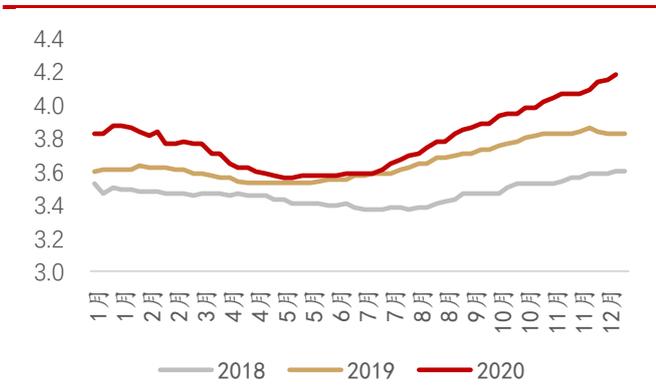
联系电话: 010-59775343

联系人: 刘来珍

邮箱: liulz@hx168.com.cn

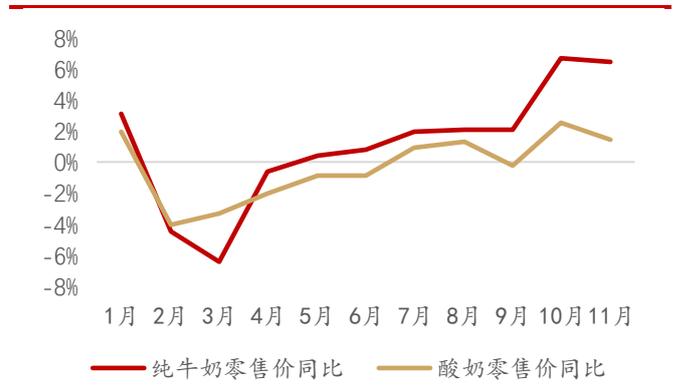
联系电话: 021-50380388

图 1 主产区生鲜乳均价 (元/kg)



资料来源: 农业部, 华西证券研究所

图 2 2020 年纯牛奶、酸奶终端零售价格同比增速



资料来源: 尼尔森, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。