

# 海外-牧业行业报告

## 原奶价格迎上涨周期，看好规模化养殖牧场

低温鲜奶高增叠加产品结构升级，优质原奶需求预计保持15%增长。相对乳制品总需求稳定增长，我国优质原奶需求增速明显更高。我们将优质原奶需求划分三类：1) 低温鲜奶：龙头乳企从18年重点发力低温鲜奶赛道，在产品品类扩充、市场教育力度加大、杀菌及冷链技术不断提升的情况下，低温鲜奶市场预计将保持快速增长。2) 高端常温白奶：随消费升级及消费者健康意识提升，营养物质含量更高、或主打有机、草饲、A2等概念的高端常温白奶销售增长将远超行业平均。3) 奶粉：以飞鹤、君乐宝为代表的用鲜奶作为奶粉原材料的企业营收快速增长。综上三类，我们测算得优质原奶需求预计保持年均增速15%，预计至2023年总需求量将达约1193万吨。

存栏提升周期长叠加规模牧场占比低，优质原奶供给预计将持续偏紧。我国目前奶牛存栏量处于历史较低水平，如通过自繁或进口种牛方式补栏，回补周期需在两年以上。同时由于规模化牧场养殖条件好、供应链条短，产出品质稳定，优质原奶需求端通常仅与大规模乳业集团深度合作，因此我们选取选取TOP15的乳业集团作为奶源估算优质原奶供应量，测算得2019年优质原奶占比仅为总产量的1/4，若未来头部乳业集团仅依靠自然增长提升原奶产量，考虑自然扩群速率及单产提升速率，预计未来供给年均增速约为8%，预计至2023年总供给量将达约1089万吨，供给预计持续偏紧。

奶价未来预计持续上行，利好规模化养殖的头部乳业集团。在需求较快增长，供给未来持续偏紧、一两年内难以回补的情况下，我们预计奶价将赢来一轮持续时间较长的上涨周期。在奶价上涨的趋势下，我们认为规模化养殖的头部乳业集团将最为受益。主要由于未来环保趋严、养殖门槛提升，乳业养殖将持续向头部集中，头部乳业集团议价能力以及规模经济能力也将持续增强，实现营收利润双增。

**投资建议：**在优质原奶供应持续偏紧，奶价上行动力充足的情况下，我们认为未来龙头乳业集团将凭借更强的抗风险能力及技术优势持续扩群、提升单产；同时凭借规模优势增强议价权，持续受益于奶价上行；推荐关注现代乳业、原生态乳业、中国圣牧、中地乳业。此外下游龙头乳业将凭借更强的资金实力和产业链平衡能力，平滑奶价波动，持续提升市场份额，推荐中国飞鹤，推荐关注蒙牛乳业。

**风险提示：**食品安全风险、原材料价格波动风险、牧场疫病风险。

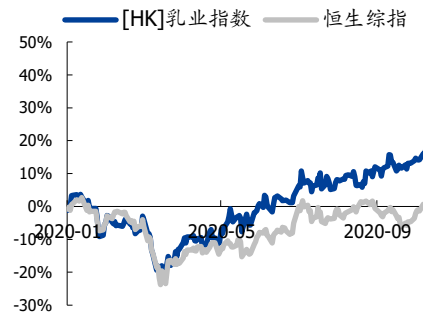
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
02319	蒙牛乳业	-	1.05	0.85	1.26	1.50	42.1	52.0	35.1	29.5
06186	中国飞鹤	买入	0.48	0.65	0.82	0.98	36.5	26.9	21.4	17.9
01117	现代乳业	-	0.06	0.08	0.11	0.16	35.4	24.5	17.9	12.3
01431	原生态乳业	-	0.05	-	-	-	16.1	-	-	-
01492	中地乳业	-	0.05	-	-	-	20.0	-	-	-
01432	中国圣牧	-	0.00	-	-	-	180.6	-	-	-

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所(数据截止2021/1/7日收盘，除中国飞鹤外，其余为wind一致预期)

增持(维持)

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

研究助理 刘澜

邮箱：liulan@gszq.com

### 相关研究

1、《中国飞鹤(06186.HK)：市占率加速提升，龙头振翅高飞》2020-11-30



## 内容目录

1. 需求侧：优质原奶需求预计保持快速增长 .....	4
1.1 低温鲜奶赛道高速增长，优质原奶需求量快速提升 .....	4
1.1.1 我国低温鲜奶天花板尚高，未来预计将持续快速增长 .....	4
1.1.2 龙头重点发力低温鲜奶，对优质原奶需求快速提升 .....	5
1.2 乳制品持续结构升级，加大优质原奶消耗量 .....	5
1.3 消费水平提升叠加健康意识增强，消费者主动追求高品质乳品 .....	6
1.4 未来优质原奶需求量预测 .....	7
2. 供给侧：优质奶源预计持续供应紧缺 .....	8
2.1 奶牛存栏量处于历史较低水平，短期难以通过自繁或进口快速提升 .....	8
2.2 规模牧场出品原奶质量更优，相对稀缺 .....	9
2.3 龙头奶企加大对上游奶源的并购，奶源争夺战持续进行 .....	11
2.4 未来优质原奶供应量预测 .....	12
3. 奶价未来预计持续上行，利好牧业及掌握优质奶源的龙头企业 .....	12
3.1 回顾历史奶价周期，此轮奶价上涨动力充足 .....	12
3.2 奶价上行，利好规模牧场及掌握优质奶源的龙头企业 .....	13
4. 投资建议 .....	14
风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1: 低温鲜奶市场规模增速远超液体奶整体增速 .....	4
图表 2: 低温鲜奶销售额占比持续提升 .....	4
图表 3: 我国人均乳制品消费量低于日本、美国 (kg/人) .....	4
图表 4: 部分龙头乳企低温奶新品推出时间 .....	5
图表 5: 低温鲜奶及常温奶杀菌技术对比 .....	5
图表 6: 高端白奶销售额快速增长 .....	6
图表 7: 飞鹤主营业务收入及增速 .....	6
图表 8: 飞鹤及君乐宝均采用鲜奶作为原材料 .....	6
图表 9: 妙可蓝多推出“酪鲜生”原制奶酪 .....	6
图表 10: 中国人均乳制品消费量趋势增长 .....	7
图表 11: 疫情期间消费者更看重乳制品的营养健康属性 .....	7
图表 12: 2020-2023 年优质原奶需求量预测 .....	8
图表 13: 2008-2018 年全国奶牛存栏量及同比增速 .....	8
图表 14: 奶牛从出生到生育产乳需要 27 个月 .....	9
图表 15: 万头牧场牧群扩张模式 .....	9
图表 16: 万头牧场奶牛平均单产提升曲线 .....	9
图表 17: 原生态牧业、优然牧业、现代牧业原奶质量标准 .....	10
图表 18: 我国 2008-2018 年牛奶产量及同比增速 .....	10
图表 19: 2019 年我国 TOP25 规模牧业集团存栏数及产量 .....	11
图表 20: 2019-2020 年龙头乳企收购上游牧场情况 .....	11
图表 21: 2020-2023 年优质原奶需求预测及供需差额分析 .....	12
图表 22: 2008 年以来我国奶价波动情况及主要影响因素 .....	13
图表 23: 蒙牛及伊利主要上游奶源梳理 .....	14
图表 24: 2019 年各港股主要牧业公司养殖及销售数据 (1) .....	15
图表 25: 2019 年各港股主要牧业公司养殖及销售数据 (2) .....	15

图表 26: 重点关注标的估值数据 ..... 15

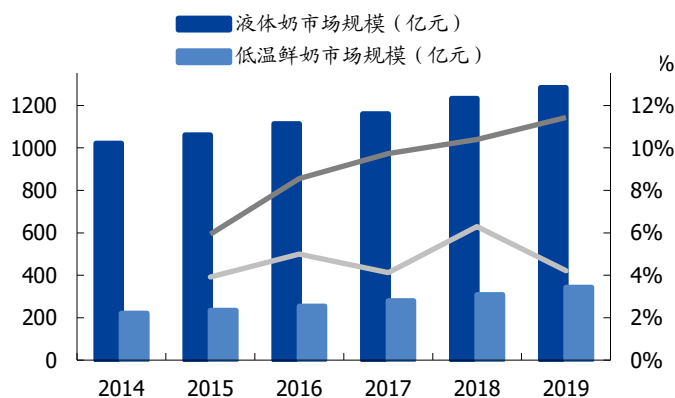
## 1. 需求侧：优质原奶需求预计保持快速增长

### 1.1 低温鲜奶赛道高速增长，优质原奶需求量快速提升

#### 1.1.1 我国低温鲜奶天花板尚高，未来预计将持续快速增长

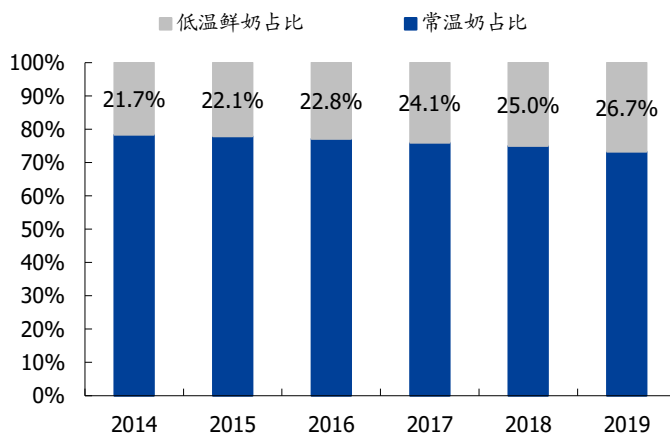
低温鲜奶销售额自 2015 年开启加速增长。据前瞻产业研究院数据，2019 年我国液体奶零售市场规模达 1285 亿元，同比增长 4.2%，2014-2019 年 CAGR 为 4.7%；其中，低温鲜奶（巴氏奶）零售额由 221 亿元增长至 343 亿元，同比增长 11.4%，2014-2019 年 CAGR 为 9.2%，而常温奶由 800 亿元增长至 942 亿元，CAGR 为 3.3%，低温鲜奶自 2015 年以来进入增长提速期，增速远超常温奶，其销售额占液态奶总比重已由 2014 年 21.7% 提升至 2019 年的 26.7%。

图表 1: 低温鲜奶市场规模增速远超液体奶整体增速



资料来源：前瞻产业研究院、国盛证券研究所

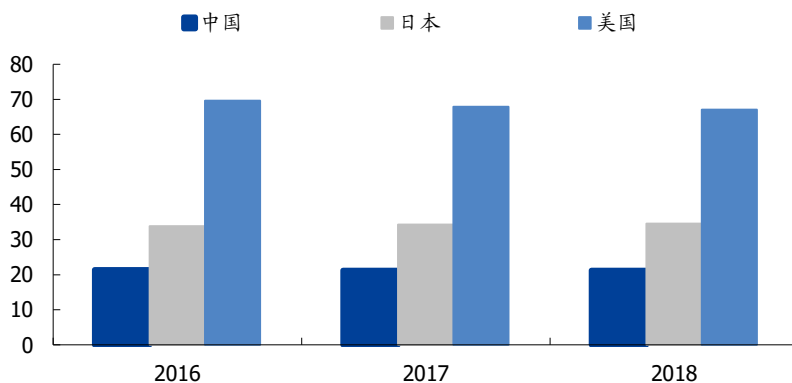
图表 2: 低温鲜奶销售额占比持续提升



资料来源：前瞻产业研究院、国盛证券研究所

我国人均低温鲜奶消费量远低于其他国家，预计该赛道未来将保持快速增长。2018 年中国人均乳制品消费量为 18.3 千克/年，不到美国的 1/3，与日本也相差接近 40%。而其中低温鲜奶消费占液态奶比同样远低于行业平均，目前我国低温鲜奶消费仅占 27%，欧美市场中低温鲜奶占比达 80% 以上，因此天花板极高，预计未来随着市场教育加强、冷链物流技术提升，低温鲜奶行业将保持快速增长。

图表 3: 我国人均乳制品消费量低于日本、美国 (kg/人)



资料来源：前瞻产业研究院、国盛证券研究所

### 1.1.2 龙头重点发力低温鲜奶，对优质原奶需求快速提升

龙头乳企发力低温鲜奶市场，推出系列新品。自2018年起，龙头乳企开始积极布局低温鲜奶市场，2018年初蒙牛推出新鲜严选、每日鲜语、新鲜工厂3个子品牌，低温鲜奶业务开启高速增长；同年新乳业推出“黄金24小时”，并在2020年通过超巴氏杀菌技术延长该产品上架时间至15天；2019年光明乳业加码低温鲜奶产品，推出优倍浓醇鲜奶等新品；2019年12月，伊利推出金典鲜牛奶、牧场清晨鲜牛奶和伊利鲜牛奶三个低温奶子品牌。

图表4：部分龙头乳企低温奶新品推出时间

时间	企业	推出新品
2018/1	蒙牛乳业	推出三款鲜奶品牌：新鲜严选、每日鲜语和新鲜工厂
2018/6	新乳业	推出“黄金24小时”，采用72°C杀菌且包装从生产到下架不超过24小时
2019/4	光明乳业	推出减脂肪50%鲜牛奶、优倍浓醇鲜牛奶等新品
2019/4	安佳	推出“鲜牛乳”低温鲜奶
2019/11	君乐宝	推出鲜奶产品“悦鲜活”
2019/12	伊利股份	推出三款鲜奶品牌：金典鲜牛奶、牧场清晨鲜牛奶和伊利鲜牛奶
2020/4	君乐宝	“悦鲜活”换装上市，营养新升级
2020/11	新希望乳业	黄金24小时鲜牛乳焕新升级，采用72°C、15s低温巴氏杀菌技术

资料来源：各公司官网、国盛证券研究所

低温鲜奶产品使得乳企对于优质原奶及优质牧场资源需求快速提升。相比常温奶，低温鲜奶对于原奶品质要求更高。常温奶采用130度高温瞬时灭菌技术，产品完全灭菌，因此可以常温保存6个月以上，而低温鲜奶则通常采取低温巴氏杀菌技术，不能够完全消灭原奶中的细菌，因此只有优质的、菌落数量低的原奶才能实现杀菌后存留的菌落数更少，产品保质时间更长。同时，由于保质期短，低温鲜奶产品对于奶源地理位置的要求更高，乳企需在主要销售城市周围拥有优质的牧场资源，以便及时加工原奶。

图表5：低温鲜奶及常温奶杀菌技术对比

品类	杀菌技术
常温奶	130度超高温瞬时灭菌处理，130-140摄氏度下消毒4-10秒，所有微生物均被杀死，对原奶品质要求相对较低
低温鲜奶	巴氏杀菌处理，72-75摄氏度下消毒15-20秒，最大程度地保留了生乳中的蛋白质和维生素，需低温冷藏，对原奶品质要求相对较高

资料来源：公开资料整理、国盛证券研究所

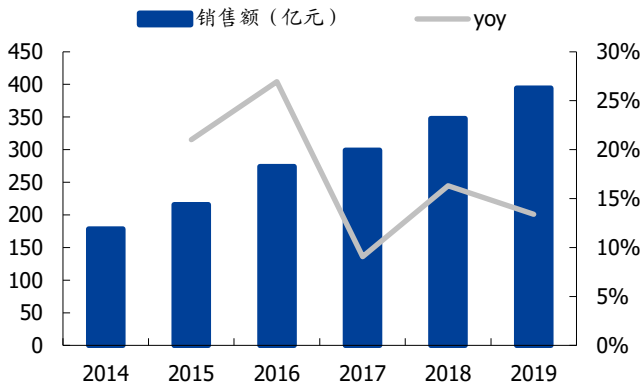
## 1.2 乳制品持续结构升级，加大优质原奶消耗量

高端白奶保持高增、以鲜奶作为原料的奶粉销量快速增长，未来乳制品结构升级趋势将持续，增加优质原奶消耗量。高端白奶方面，据各品牌市占率测算，蒙牛、伊利、光明等龙头高端白奶品牌的销售额至2019年已接近400亿元，2015-2019年CAGR达16%，此外近年天友、新乳业、三元等乳企也纷纷加大高端白奶产品布局，更有娟姗奶、A2奶、草饲奶等新超高端奶概念推出，预计高端白奶销售量将持续保持高增。奶粉方面，以飞鹤、君乐宝为代表的以鲜奶为原材料的奶粉品牌销售额快速增长，也拉动了对于高端原奶的需求；奶酪赛道也开始推出高端鲜奶奶酪，例如妙可蓝多“酪鲜生芝士棒”。总体而言，未来乳制品结构升级趋势将持续，常温奶、奶粉、奶酪等乳制品对于优质原奶的



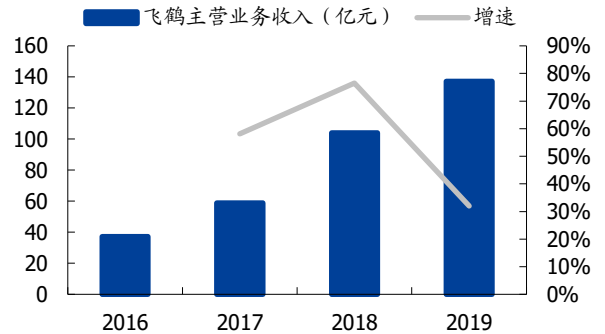
需求也将越来越高。

图表 6: 高端白奶销售额快速增长



资料来源: 弗若斯特沙利文、各公司公告、国盛证券研究所 (销售额数据仅包括蒙牛、伊利、光明的高端白奶)

图表 7: 飞鹤主营业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 8: 飞鹤及君乐宝均采用鲜奶作为原材料



资料来源: 京东、国盛证券研究所

图表 9: 妙可蓝多推出“酪鲜生”原制奶酪

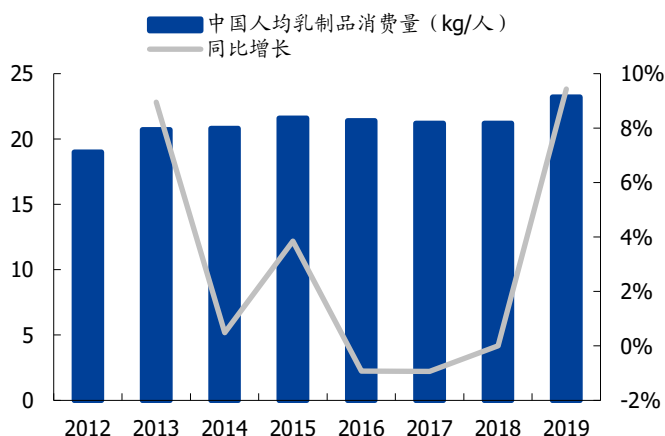


资料来源: 京东、国盛证券研究所

### 1.3 消费水平提升叠加健康意识增强，消费者主动追求高品质乳品

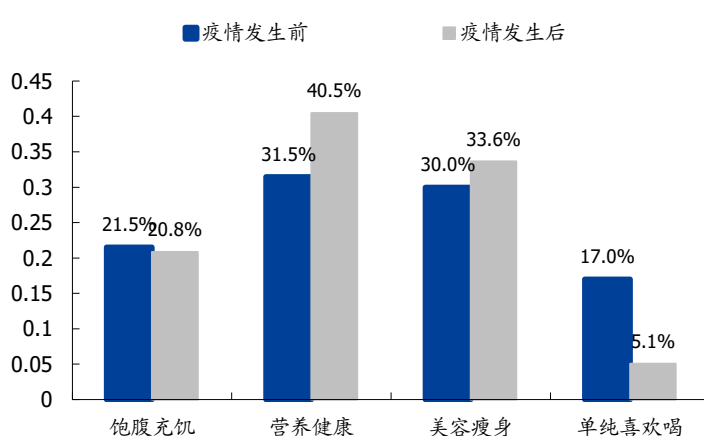
消费水平提升叠加健康意识增强，消费者主动追求高品质乳品。乳制品企业对于高端原奶需求量提升，本质上也是精准把握了消费者对于高品质乳制品的偏好。随着人均购买力的增长以及健康意识的提升，我国人均乳制品消耗量持续提升，至 2019 年人均乳制品消耗量已达 23.2kg/人，较 2015 年提升 7.4pct，疫情期间提升免疫力的诉求也进一步刺激了消费者对于高品质乳制品的消费偏好。

图表 10: 中国人均乳制品消费量趋势增长



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

图表 11: 疫情期间消费者更看重乳制品的营养健康属性



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

### 1.4 未来优质原奶需求量预测

测算得至 2023 年优质原奶需求量将达约 1193 万吨, 年均增速约为 15%。我们对 2020-2023 年优质原奶需求量进行简单测算, 将主要需求拆分为低温鲜奶、高端白奶及奶粉三大类。

(1) 对于低温鲜奶需求量, 我们均价参考中端低温鲜奶光明鲜牛奶京东售价 (14.5 元/950ml), 折合 15 元/kg, 按原材料与产成品 1:0.9 比例测算得 2019 年低温鲜奶原奶需求量约为 287 万吨。结合历史增速及 2018/2019 年龙头加大低温奶赛道布局力度, 我们预测未来该类原奶需求增速为 13%。

(2) 对于高端白奶需求量, 我们均价参考折后金典纯牛奶东售价 (4.25 元/250ml), 约合 17 元/kg, 按原材料与产成品 1:0.9 比例测算得 2019 年高端白奶原奶需求量约为 368 万吨。结合历史增速及产品结构持续升级趋势, 我们预测未来该类原奶需求增速为 15%。

(3) 对于奶粉产品的原奶需求量, 目前我国两大采用原奶作为原材料的婴配粉企业为飞鹤及君乐宝, 飞鹤核心供应商原生态牧业年 2019 年原奶销售量 33 万吨; 君乐宝 2019 年销售目标 7500 万罐、每罐 800g, 按原奶: 奶粉 3: 1 比例测算君乐宝奶粉 2019 年原奶消耗量约为 18 万吨, 再加上其他奶企原奶加工奶粉耗奶量, 预计 2019 年奶粉原奶需求量约为 60 万吨。飞鹤及君乐宝销售额预计未来保持高速增长, 因此我们预测未来该类原奶需求增速为 2020 年 30%, 此后年均增长 20%。

综上, 我们加总测算得至 2023 年, 我国优质原奶需求量约为 1193 万吨, 年均增速约为 15%。

图表 12: 2020-2023 年优质原奶需求量预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
低温鲜奶 零售额 (亿元)	234	254	279	308	343				
换算为原奶需求量 (万吨)	173	188	207	228	254	287	325	367	415
同比增速	73%	9%	10%	10%	11%	13%	13%	13%	13%
高端白奶 零售额 (亿元)	216	274	299	348	394				
换算为原奶需求量 (万吨)	202	256	279	325	368	423	487	560	644
同比增速	21%	27%	9%	16%	13%	15%	15%	15%	15%
奶粉 原奶需求量 (万吨)					60	78	94	112	135
同比增速					30%	30%	20%	20%	20%
<b>总计</b>					<b>682</b>	<b>789</b>	<b>905</b>	<b>1039</b>	<b>1193</b>
<b>同比增速</b>						<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>

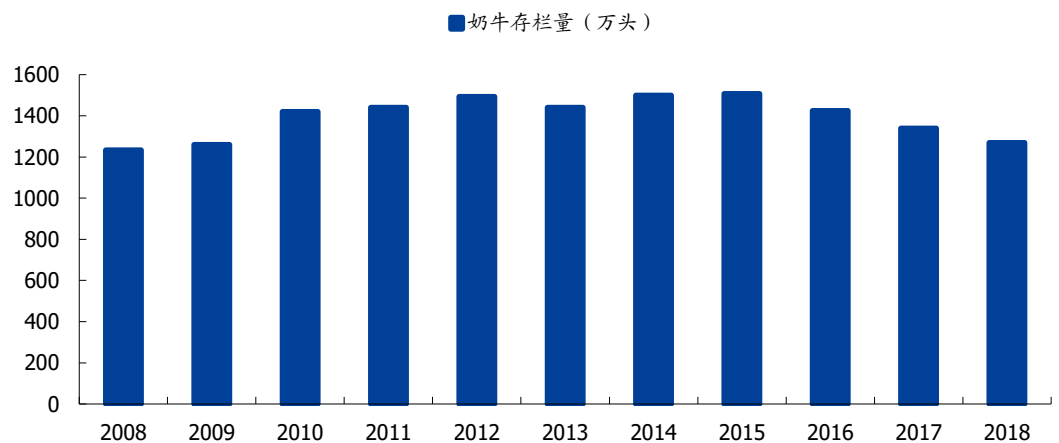
资料来源: 前瞻产业研究院、弗若斯特沙利文、wind、各公司公告、国盛证券研究所

## 2. 供给测: 优质奶源预计持续供应紧缺

### 2.1 奶牛存栏量处于历史较低水平, 短期难以通过自繁或进口快速提升

我国现有奶牛存栏量处于历史较低水平。我国奶牛存栏量从 2008 年三聚氰胺事件后从 1233.5 万头增加到 2015 年 1507.2 万头, 此后持续下降, 至 2018 年仅有 1269.4 万头, 下降 15.7%, 处于 08 年以来历史低位, 主要由于国家环保政策趋严, 以及 2014 年后奶价快速下跌, 养殖户大幅亏损, 不经济的散户和中小牧场加速退出所致。

图表 13: 2008-2018 年全国奶牛存栏量及同比增速



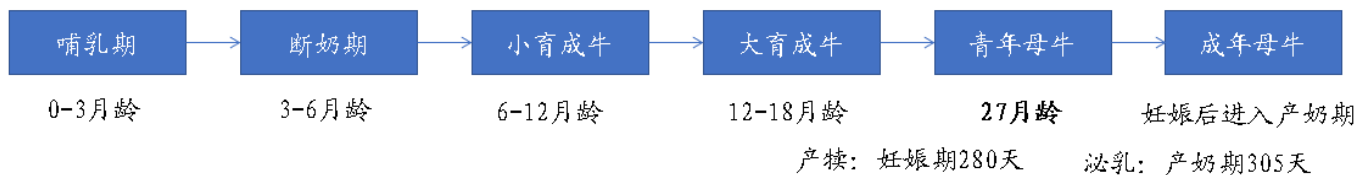
资料来源: 中国奶业协会, 国盛证券研究所

通过自繁提升产能时间周期长, 进口奶牛成本相对较高。即使诱于高奶价, 养殖户开始补栏, 其增量也需在 2-2.5 年后逐步释放。因为如果通过自繁自养的方式培育, 犊牛从出生到产奶, 需要等待 27 个月的时间。如果牧场通过降低奶牛淘汰率来增加产量, 那么单产会相应降低, 养殖成本会提升。另外一个方式是通过国外进口来引进良种小牛进行培育。这个方法也存在一些问题: 1) 外部小牛要通过多代的培育才能优化基因提升产出水平, 2) 无法从美国等有疯牛病疫病的国家进口, 同时国外新冠疫情之下进口检



疫过程更加繁琐复杂。

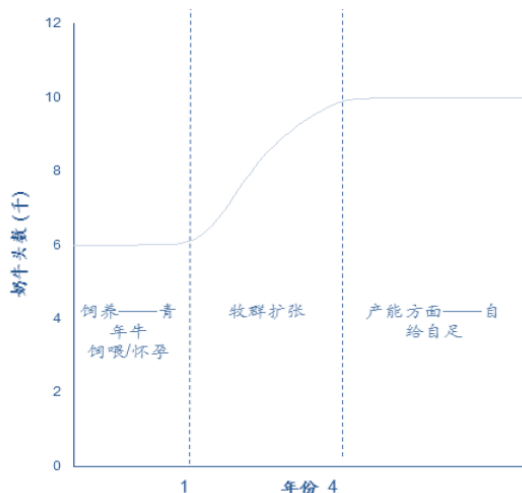
图表 14: 奶牛从出生到生育产乳需要 27 个月



资料来源: 中国奶业白皮书、国盛证券研究所

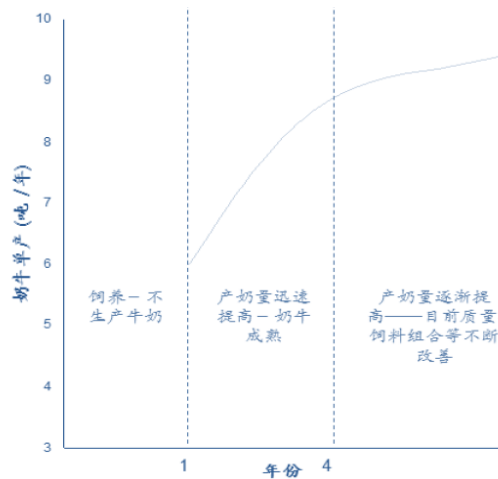
**新建规模化牧场扩张需时:** 从新建牧场扩张的角度, 一个万头牧场从开始饲养到牧群扩张完毕、单产提升到较高水平大约需要 4 年的时间, 产能的爬升周期较长。

图表 15: 万头牧场牧群扩张模式



资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

图表 16: 万头牧场奶牛平均单产提升曲线



资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

## 2.2 规模牧场出品原奶质量更优, 相对稀缺

规模化牧场养殖条件好、供应链条短, 对于质量要求更高, 因此原奶品质更佳。规模化牧场为奶牛提供舒适和卫生的生活场所, 有良好的疫病防治和医疗条件; 此外牧场与奶企充分合作直供鲜奶, 运输链条短, 省却了奶站收奶过程中的污染风险; 同时规模牧场对质量的要求更高, 一般高于中国标准, 因此其原奶品质都要优于中小规模农户, 产品销售时可以获得更高溢价。

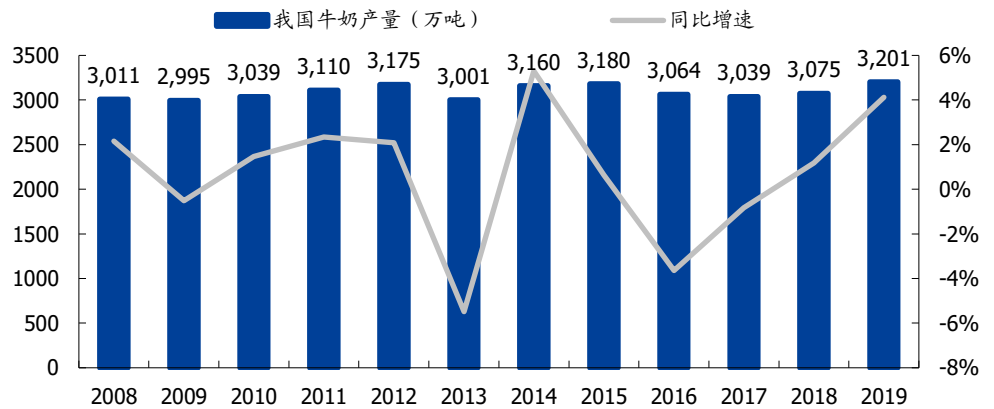
图表 17: 原生态牧业、优然牧业、现代牧业原奶质量标准

主要公司/国家原奶质量标准	蛋白质含量	脂肪含量	菌落总数 (CFU/ml)	体细胞数目 (CFU/ml)
原生态牧业	≥3.4%	≥4.2%	≤10000	≤200000
优然牧业	>3.3%	>3.9%	<13000	<170000
现代牧业	≥3.1%	≥3.7%	<50000	<300000
中国国家优质乳工程	≥3.1%	≥3.3%	<100000	<300000
中国标准	≥2.8%	≥3.1%	<2000000	不适用
美国标准	≥3.2%	≥3.5%	<100000	<750000
欧盟标准	≥3.2%	≥3.7%	<100000	<400000

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所(现代牧业原奶标准为 2015 年数据, 近年应有所提升)

优质原奶产量占比仅为原奶总产量的 1/4, 相对稀缺。龙头乳企通常固定和规模靠前的万头牧场深度合作, 因为只有头部牧业集团才能够做到牧场全国布局、近城市布局以及保证原奶质与量的稳定供给, 因此我们根据荷斯坦杂志披露数据, 选取 TOP15 的牧业集团牧场作为优质奶源估算优质原奶供应量。据荷斯坦杂志, 2018/2019 年 TOP15 的牧业集团牛奶总产量分别为 722/798.5 万吨, 分别仅占行业总产量的 23.5%和 24.9%, 相对稀缺。

图表 18: 我国 2008-2018 年牛奶产量及同比增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 19: 2019 年我国 TOP25 规模牧业集团存栏数及产量

排名	牧场名称	牛奶产量 (万吨)	同比增长	牛总存栏 (万头)	成母牛存栏 (万头)	同比增长	2019 年成母牛单产 (吨)
1	现代牧业	139	9%	23.3	13.5	1%	10.6
2	优然牧业	83	34%	13.5	7.2	33%	11.5
3	辉山乳业	70	-4%	14	9	-3%	8
4	圣牧高科	64.2	7%	10.6	6.7	-8%	9.6
5	赛科星	61.8	7%	13.1	6.5	0%	9.5
6	澳亚牧场	56.5	5%	8.6	4.5	0%	12.6
7	首农畜牧	46.7	8%	8.6	4.5	0%	10.4
8	河北乐源牧业	44	24%	8.5	4	25%	11
9	光明牧业	42.5	-8%	7	3.9	-13%	10.8
10	中地乳业	40	13%	6.5	3.8	6%	10.5
11	原生态牧业	37	31%	6.5	3.5	9%	11
12	富源国际	36.1	11%	6	3.4	0%	11
13	恒天然	32	23%	6	3.1	-3%	10.3
14	宁夏贺兰山奶业	25.5	11%	5.2	2.6	18%	10.7
15	天津嘉立荷牧业	20.2	19%	3.5	1.8	6%	11.7
<b>总产量</b>		<b>798.5</b>	<b>11%</b>	<b>140.9</b>	<b>78</b>	<b>0%</b>	

资料来源: 荷斯坦杂志、国盛证券研究所

### 2.3 龙头奶企加大对上游奶源的并购, 奶源争夺战持续进行

高端化、低温化是乳业发展近期及未来发展的主线, 为了保障收入增长和产品升级顺利进行, 布局优质奶源成为龙头奶企的重要战略目标。过去一两年, 龙头乳企都在跑马圈地, 通过参股甚至控股的方式争夺越来越紧俏的优质原奶资源。伊利和蒙牛两名收入奔千亿的选手, 在布局上更加激进。

图表 20: 2019-2020 年龙头乳企收购上游牧场情况

时间	收购方	被收购方	详情
2019/7/9	伊利 (优然牧业)	赛科星	优然牧业以 22.8 亿元收购赛科星 58.36% 股权, 并于 2020 年 1 月 8 日完成交付
2019/12/25	光明乳业	辉山乳业	光明乳业以 7.5 亿元价格接手原江苏辉山乳业及江苏辉山牧业的相关资产
2020/4/15	明治	澳亚牧业	明治计划以 18.4 亿元收购澳亚牧业 25% 股份
2020/5/5	新乳业	寰美乳业	新希望旗下新乳业以 17.11 亿元收购寰美乳业 100% 股权
2020/7/28	蒙牛	中国圣牧	蒙牛以 3.95 亿港元认购中国圣牧约 11.97 亿股股权, 持股达到 17.8%, 成为其单一最大股东
2020/8/3	伊利股份	中地乳业	伊利旗下金港控股以 1.8 亿元认购中地乳业 4.33 亿股, 持股达到 16.6%
2020/9/6	中国飞鹤	原生态牧业	中国飞鹤以约 30.71 亿港元收购原生态牧业 71% 的股份, 成为其控股股东
2020/9/27	伊利股份	中地乳业	伊利通过旗下公司计划以 16.6 亿港元要约收购中地乳业, 将持有中地乳业 31.87% 的股份
2020/10/3	伊利 (优然牧业)	恒天然中国	优然牧业以 23.1 亿元收购恒天然中国牧场全部股权, 预计于 2021 年上半年完成收购

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

## 2.4 未来优质原奶供应量预测

测算得目前优质原奶总体供应偏紧，未来预计总需求增速快于供给，优质原奶将持续稀缺。基于 TOP15 牧业集团的产量规模与成母牛存栏规模，参考现代牧业、优然牧业等头部牧业集团的自然增速，我们预测在自然增长的情况下，成母牛存栏量 2020-2023 年增速约为 4%，成母牛单产量增速约为 4%，因而测算得至 2023 年优质原奶的总供给量约为 1089 万吨，年增速为 8%。结合此前测算得优质原奶总需求的增长情况，可以看出我国优质原奶总体供应紧张，由此判断优质原奶仍将持续稀缺。

图表 21: 2020-2023 年优质原奶需求预测及供需差额分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
成母牛存栏量(万头)	77.9	78	81.1	84.4	87.7	91.2
同比增速		0%	4%	4%	4%	4%
成母牛单产量(万吨)	9.3	10.2	10.6	11.0	11.5	11.9
同比增速		10%	4%	4%	4%	4%
总产量(万吨)	<b>722.5</b>	<b>798.5</b>	<b>861</b>	<b>931</b>	<b>1007</b>	<b>1089</b>
同比增速		11%	8%	8%	8%	8%
总需求(万吨)		<b>682.4</b>	<b>788.7</b>	<b>905.1</b>	<b>1039.1</b>	<b>1193.2</b>
同比增速		0%	16%	15%	15%	15%
总产量-总需求差额(万吨)	<b>723</b>	<b>116</b>	<b>72</b>	<b>26</b>	<b>-32</b>	<b>-104</b>

资料来源: 荷斯坦杂志、国盛证券研究所 (成母牛单产口径计算方式与荷斯坦杂志不同, 简化为当年总产量/当年成母牛存栏量)

## 3. 奶价未来预计持续上行, 利好牧业及掌握优质奶源的龙头企业

### 3.1 回顾历史奶价周期, 此轮奶价上涨动力充足

农业部从 2008 年开始公布生鲜乳(原奶)价格, 奶价和行业经历数次周期变化:

第一阶段为 2008 年-2009 年 8 月: 奶制品行业爆出添加三聚氰胺事件, 影响了消费者消费国产奶粉的和乳制品的信心, 加上金融海啸的影响, 原奶价格跌至最低的 2009 年 8 月的 2.3 元/公斤。

第二阶段为 2009 年 8 月-2012 年 12 月: 三聚氰胺事件的主要成因是散养农户送往奶站的原奶品质不达标, 通过添加三聚氰胺来通过检测。国务院颁布《乳品质量安全监督管理条例》规定私人投资建设的生鲜奶收购站在最迟 2010 年 10 月将不再合法, 生鲜乳收购站只能由乳制品生产企业、奶畜养殖场、奶农专业生产合作社开办。大型奶企开始纷纷自建大牧场或者与外部规模养殖户, 规避食品安全风险, 奶牛存栏量增加。行业经历低潮期之后, 奶价逐渐回稳, 2010-2012 年维持在 3.3 元/公斤左右。

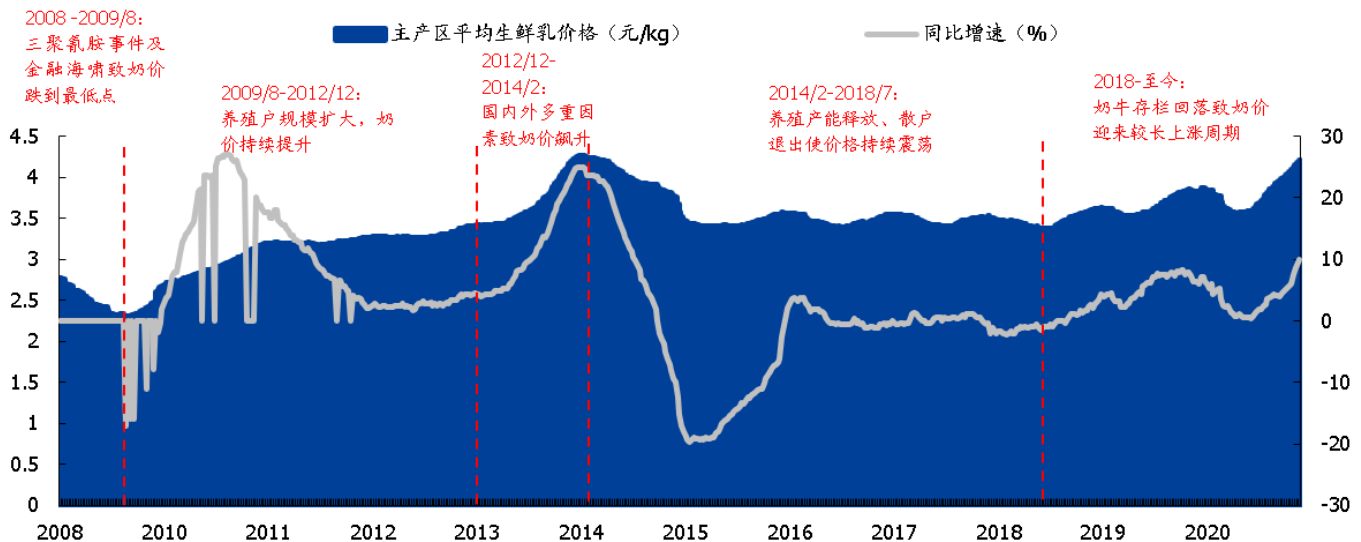
第三阶段为 2013 年-2014 年: 奶价出现飙升, 主要是 5 个原因的综合作用: 1) 三聚氰

胺事件后，监管趋严使得养殖成本上升，从一头奶牛价格约为六七千块钱涨到接近两万。2) 当年牛肉价格上升加快了散户的退出节奏。3) 2013年夏季气温偏高，奶牛汗腺不发达，耐寒不耐热，产奶量下降。4) 3月份新西兰遭遇30年以来最严重的干旱导致奶粉价格上升。5) 占当年国内进口奶粉80%、全球最大的乳品原料出口商恒天然在2013年8月份对外通报3个批次的浓缩乳清蛋白查出肉毒杆菌，并停止了奶粉出口。此轮原奶价格的高点在2014年2月达到4.27元。

**第四阶段为2014年2月-2018年7月：**2014年新西兰恢复出口后前期积压的订单集中到货，国内大包粉库存激增，叠加三聚氰胺时间后恢复的养殖产能在2014年后开始逐步释放，导致原奶价格快速回落，2014、2015年初全国倒奶、杀牛事件频发，养殖户大幅亏损，不经济的散户和中小牧场加速退出。其后行业趋于平稳，原奶价格在3.2-3.5元/公斤之间震荡。

**第五阶段为2018年7月至今，预计此轮上涨周期将相对拉长，价格将突破2014年高点：**行业奶牛存栏量在2015年见顶后持续回落，对奶价的影响由量变变成质变，原奶价格中枢上移。由于奶牛存栏持续处于低位，补栏需经过2年左右，同时由于低温奶、高端白奶等需求预计将持续高增，预计此轮上涨周期将相对拉长，价格将突破2014年高点。

图表 22: 2008 年以来我国奶价波动情况及主要影响因素



资料来源: wind、国盛证券研究所

### 3.2 奶价上行，利好规模牧场及掌握优质奶源的龙头企业

长期来看，我国牧场规模化率将持续提升，而随着上游牧场养殖规模扩大，其议价权也将持续增强。同时，优质原奶的需求增长也将持续利好规模牧场。此外，在愈加激烈的奶源争夺战中，伊利、蒙牛等龙头企业将凭借更强的资金实力和产业链平衡能力，持续提升市场份额，而没有稳定奶源的中小乳企会承受更大的价格和奶量波动风险，加速退出。综上，在预期未来优质原奶供给持续偏紧的趋势下，头部规模牧场及掌握优质奶源的龙头乳企将受益。



图表 23: 蒙牛及伊利主要上游奶源梳理

公司	牧场	合作方式	存栏规模	年产量(万吨)	供给比例
蒙牛	现代牧业	持股(57.9%)	23.4万头	139	蒙牛占比超80%
	圣牧高科	持股(51%)	近12万头	66	有机奶主要供应特仑苏及圣牧品牌
	富源牧业	持股(40%)	约5万头	约25.6	主要供应蒙牛
	中鼎牧业	战略合作	约10万头	约50	19年10月与蒙牛签订中俄项目包销协议
	中地乳业	战略合作	6.5万头	37	超90%的原料奶供应蒙牛及伊利,其中蒙牛约占1/2
	原生态牧业	战略合作	6.4万头	33	主供飞鹤,蒙牛及光明共占约20%
伊利	优然牧业	子公司	15.2万头	67	伊利占营收比重超90%
	赛科星	后被优然收购	13万头	62	伊利占营收比重超90%
	Westland	持股100%	占新西兰原奶总供应量约4%,为新西兰第二大乳业合作社		
	中地乳业	要约完成后预计持股32%	6.5万头	37	超90%的原料奶供应蒙牛及伊利,其中伊利约占1/2
	辉山乳业	筹备重组中	约20万头	约70	尚在筹备重组中
飞鹤	原生态牧业	持股(71%)	6.4万头	33	主供飞鹤,蒙牛及光明共占约20%

资料来源:各公司公告、中国奶业协会、国盛证券研究所(注:优然牧业为截至2019年收购赛科星前数据)

## 4. 投资建议

我们梳理了港股上市的主要牧业公司现代牧业、原生态牧业、中国圣牧、中地乳业、及计划上市的优然牧业2019年的养殖及销售数据。除优然牧业拥有部分千头牧场外,其牧场绝大多数为万头牧场,规模优势明显,同时成母牛占比均在50%以上,接近60%的最佳养殖比例。现代化牧场环境及科学的养殖技术使得其牧场成母牛单产接近10吨或在10吨以上,较我国荷斯坦奶牛平均8吨的单产高出25%。

同时,龙头牧业公司们也在通过自繁及收购其他牧场持续提升养殖规模,例如优然牧业拟收购恒天然在中国的6个牧场,共计5.49万头奶牛;现代牧业公布“5年领跑计划”,计划至2025年实现存栏数50万头以上,年产量增长至360万吨。随着龙头牧场养殖规模持续扩大,其议价权也将持续增强。同时,优质原奶的需求增长也将持续利好科技含量更高、养殖技术更强的规模牧场,我们认为未来龙头牧场将持续受益于奶价上行,实现营收利润双增。

综上,我们推荐关注龙头牧场现代牧业、中国圣牧、中地乳业、原生态牧业,以及对上游优质牧场资源掌控力强的蒙牛乳业,推荐中国飞鹤。

图表 24: 2019 年各港股主要乳业公司养殖及销售数据 (1)

股票代码	公司名称	牛奶产量 (万吨)	存栏头数 (万头)	成母牛数 (万头)	成母牛单产 (吨)	牧场数	售奶均价
1117.HK	现代牧业	139	23.4	13.5	10.6	26	4.04
1432.HK	中国圣牧	64	10.6	5.9	9.8	34	4.18
1492.HK	中地乳业	37	6.5	3.8	9.9	8	4.01
1431.HK	原生态牧业	33	6.4	3.4	10.5	7	4.15
未上市	优然牧业	67	15.2	7.4	10.4	65	3.83

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

图表 25: 2019 年各港股主要乳业公司养殖及销售数据 (2)

股票代码	公司名称	主营收(亿元)	净利润 (亿元)	市值 (亿元)	单头市值 (亿元/万头)	单头营收 (百万元/万头)	单头净利润 (百万元/万头)
1117.HK	现代牧业	55.1	3.4	124.3	5.3	236	15
1432.HK	中国圣牧	25.4	0.3	59.4	5.6	240	3
1492.HK	中地乳业	15.0	1.0	24.5	3.8	229	16
1431.HK	原生态牧业	13.9	2.2	35.2	5.5	218	35
未上市	优然牧业	34.2	-	-	-	225	-

资料来源: 各公司公告、wind、国盛证券研究所 (数据截止 2021/1/7 日收盘, 优然牧业营收为销售原奶收入, 由于利润不能区分故未填写)

图表 26: 重点关注标的估值数据

公司代码	公司名称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	收入增速			归母净利润增速			PE		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
2319.HK	蒙牛乳业	52.0	2,053	-2%	14%	12%	-18%	48%	19%	52.0	35.1	29.5
6186.HK	中国飞鹤	20.6	1,840	39%	24%	21%	48%	25%	20%	26.9	21.4	17.9
1117.HK	现代牧业	2.3	149	8%	8%	6%	53%	33%	47%	24.5	17.9	12.3
1431.HK	原生态牧业	0.9	42	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1492.HK	中地乳业	1.1	29	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1432.HK	中国圣牧	0.9	71	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: 各公司公告、wind、国盛证券研究所 (数据截止 2021/1/7 日收盘, 除中国飞鹤外, 其余营收及归母净利润增速选取 wind 一致预期, 中国圣牧、原生态牧业、中地乳业无一致预期数据)

## 风险提示

**食品安全风险。**自2008年三聚氰胺事件以来，我国消费者对于国产乳制品的质量敏感度大幅提升，如出现食品安全事故，容易造成行业性的黑天鹅事件。但相比于小规模或散养牧场，大规模牧场的集中管理方式，不仅仅提升了奶牛产奶的效率，也显著降低了原奶被污染的风险，未来规模化养殖率持续提升，叠加严格的行业监管，能够有效防范食品安全风险。

**原材料价格波动风险。**牧业公司饲料成本占生产成本的绝大部分，因此饲料价格上涨将带来较大的成本端压力，目前我国主要依赖进口的饲料有玉米、豆粕、以及苜蓿等，这些农产品的价格将随着国际市场的价格波动而变化。

**牧场疫病风险。**如果牧场爆发疫病，原奶的产量及质量将会严重受到影响。但规模牧业公司已经就有关奶牛疾病的损失购买保险，也更能获得地方政府及下游龙头乳企补贴，相对小规模或散养牧场风险更低。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

#### 国盛证券研究所

##### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

##### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

##### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

##### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com