

2021-01-26

行业研究报告



乳业的机会： 会重新演绎2013年的传奇吗？

证券分析师：蔡雪昱
电话：010-88695135
执业证号：S1190517050002

证券分析师：郑汉镇
电话：13028853033
执业证号：S1190518010003

证券分析师：黄付生
电话：010-88695133
执业证号：S1190517030002

复盘上一轮乳制品行情 (2012-2014年)

资金层面——白酒与乳业的完美切换

- 上一轮白酒行情：板块性牛市（2009-2012年），2012年7月份高点，4季度结束。
- 2012年，乳制品板块性行情启动，承接了部分白酒资金。

标志：光明的创新常温酸奶莫斯利安和贝因美婴幼儿奶粉放量。

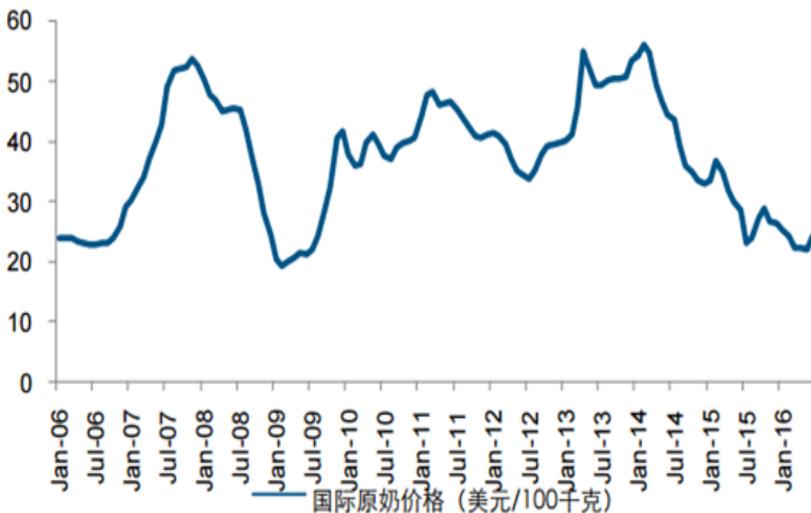
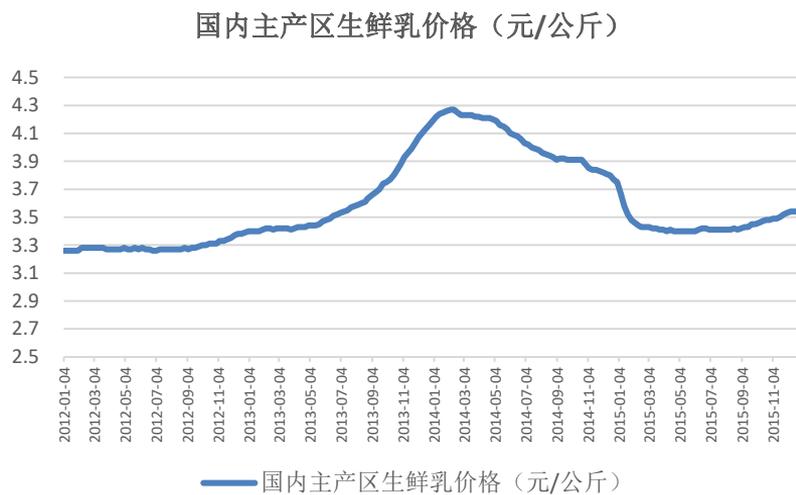
白酒指数和乳业指数走势对比



复盘上一轮乳制品行情（2012-2014年）

基本面层面：供需刺激，“戴维斯双击”

- 三聚氰胺事件后，国内养殖模式和收奶政策改变，供给积极收缩，国内牧场的原奶价格大幅上涨
- 2012年国内完全放开二胎政策，婴幼儿奶粉需求爆发
- 2012年美国干旱减产，导致全球大包粉贸易失衡



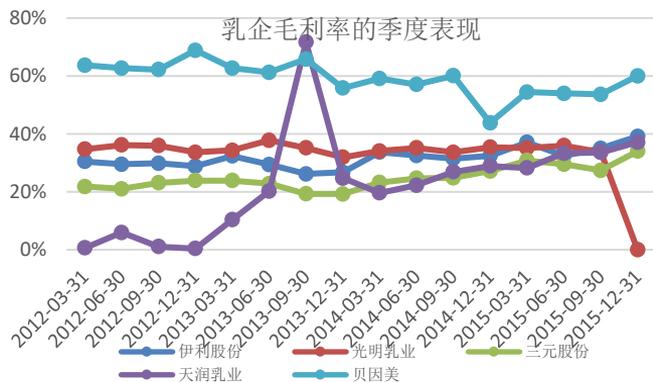
复盘上一轮乳制品行情 (2012-2014年)

业绩影响和估值变化

➤ 2013年前三季度，原奶价格大涨，相关公司股价实现数倍涨幅。

➤ 早期产品涨价、提升业绩，毛利率上升，2013年3季度之后，成本上涨拖累，毛利率下滑。

➤ 主流上市公司PE估值最高涨到35倍，接近40倍



2013年和2021年的环境对比

➤ 复盘小结:

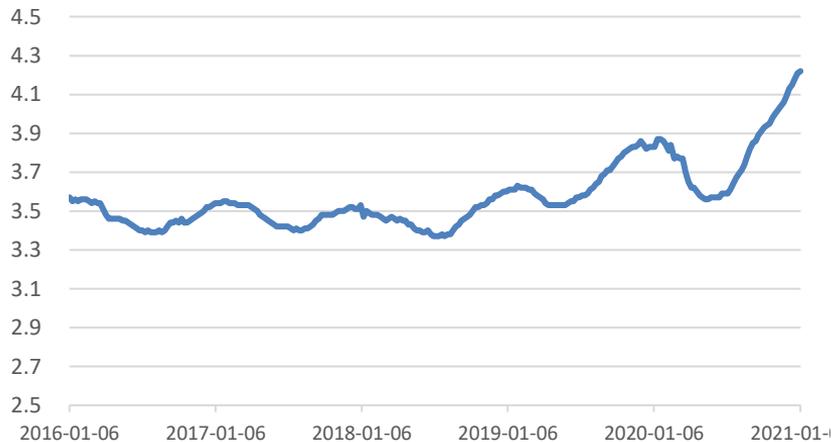
- 白酒行情：塑化剂和控制三公消费终结上轮白酒牛市；当下白酒基本面无利空，但随着估值提升，风险收益比下降，部分资金可能会流入低估值乳业板块。
- 新产品：上轮周期常温酸奶成为创新爆款；当下，低温巴氏奶和各类高端产品开始放量。
- 板块性：贝因美和辉山、圣牧、原生态等公司在2012年前后A和H股上市；近两年大量区域乳企在A股上市，都形成了很重要的板块，标的可选择性增多。
- 供需格局：同样发生了原奶紧张、奶价上涨，催生行业景气。
- 2021年的乳业板块，类似2013年，又难重复，但整体性的投资机会确定型越来越高。

产业近况 (2015年至今)

供给端：全球供应减少，2021年原奶价格预计开始加速上涨

- 国内生鲜乳价格过去5年间缓慢恢复；疫情之后，需求增加导致供不应求。
- 新冠疫情，导致引进奶牛补栏的成本和难度增加，周期延长
- 国外由于疫情影响导致供给减少，国际大包粉价格稳步回升

国内主产区生鲜乳价格（元/公斤）



Whole Milk Powder Prices

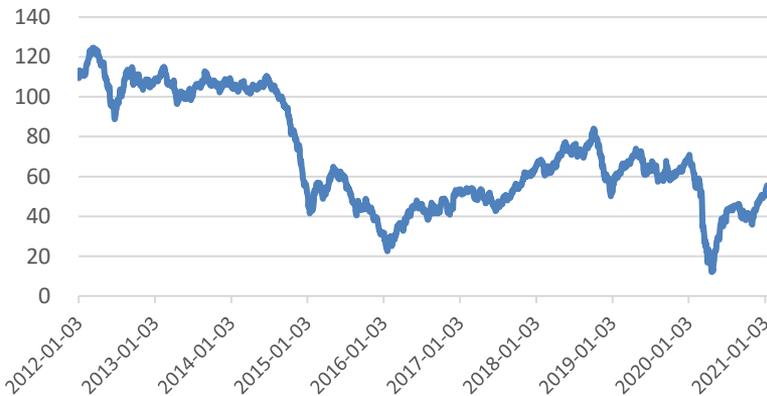


产业近况 (2015年至今)

需求端：消费恢复、多元化需求得到满足

- 宏观层面，国内外需求恢复、上升
 - 中东、非洲国家因为石油价格回升，国家收入改善，消费需求和消费能力有所恢复
 - 2022年，中国可能完全放开二胎政策，类似2012年的放开单独二胎。
 - 疫情助推中国居民对牛奶的需求，增加蛋白提升免疫力。
- 产品推陈出新，高端化、有机化、个性化、极致新鲜满足消费需求

OPEC一揽子原油价格 (美元/桶)



特仑苏&金典，工艺创新刷新蛋白高度

更懂自然 更好有机

国家/品牌	蛋白含量
中国	2.8
德国	3.0
日本	3.2
金典	3.8

3.8g/100ml 蛋白质

展望未来

➤ 预计乳制品2021年量价齐升，对毛利影响减弱

- 区别于2013年，现在乳制品产品的均价高，原奶涨价对毛利的侵蚀影响减弱
- 预判今年上半年量价齐升、毛利率提升（可能伴随提价和产品结构优化）

➤ 自上而下的逻辑，有望支撑乳业行情贯穿全年

- 乳制品已发展成大行业，市场认知和逻辑发生转变，板块整体性增强
- 2020Q1疫情影响和今年春季靠后，带动一季度业绩高弹性
- 估值具有相对优势，拉长看具备长期投资价值，不仅仅是短期炒涨价

➤ 乳制品接下来有望成为消费股的领涨品种

- 龙头刚开始提价、原奶继续上涨，业绩及基本面支撑市场认可度的提升
- 乳制品可能部分承接白酒，预判2021年春节后，尤其一季报前后形成市场共识并驱动价值回归

➤ 伊利股份

- 不断强化上游奶源控制，保障原奶供应和市场份额提升
- 产品结构和产品矩阵合理，白奶类规模大、梯队分明
- 品牌、渠道和经销商体系突出，能顺利转移成本压力
- 全年业绩中性判断86亿、乐观90亿；一季度实现翻倍甚至150%左右增长
- 行业景气度和市场预期起来，估值可以提升到40倍之上，目标价60元，市值3600亿左右。



➤ 光明乳业

- 低温乳企龙头，大本营华东市场消费能力强，受益乳品风口，有望实现量价齐升
- 产品品质突出，前两年围绕新鲜战略重点投放资源
- 从2020年下半年业绩快速改善，收入规模效应开始显现，未来盈利弹性大。
- A股仅次于伊利的泛全国化龙头，收入和净利润率提升空间大，看到350亿市值。



➤ 新乳业

- 外延内生双轮驱动，产业链和市场布局不断优化，加速全国化
- 战略定位和主营产品以低温为主，白奶类产品占比高
- 自控奶牛从2万头快速扩充到4万头，参股现代牧业10%股权
- 民营机制，股权激励，又快速做大做强的动能。
- 2021年扣费归母净利润（剔除激励费用影响）增速预期40%
- 成长性突出，有望成为继光明之后的又一泛全国性大型乳企。

新希望乳业

新鲜一代的选择

➤ 天润乳业

- 奶源：自控奶牛3万头，自给率高（60%-70%），南疆产能很快投放，原奶优势明显。
- 产品：主营产品在产品力和品质都很不错，在疆外市场受追捧。
- 业绩：2020年疆内受疫情较长时期抑制，2021年业绩高弹性可能贯穿全年。
- 2021年新产能投放和产品推广，确定高增长，估值便宜，看到70亿市值。

TERUN 天润

风险提示

- 疫情影响超预期；成本剧烈波动；销售环境恶化；食品安全问题等

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

风险提示：统计数据存在微小误差

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zh afl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

守正 出奇 宁静 致远

太平洋证券研究院

