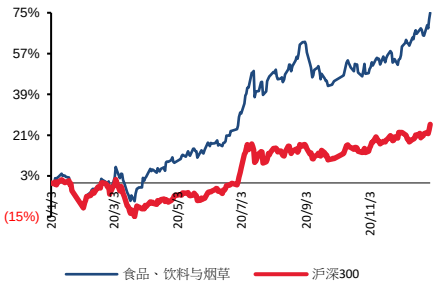
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-03
行业点评报告
看好/维持
食品、饮料与烟草

日常消费 食品、饮料与烟草

乳制品：量价齐升，全面看好乳业 2021 年的板块性机会

■ 走势比较



■ 子行业评级

食品	看好
烟草Ⅲ	看好
饮料	看好

相关研究报告：

《新乳业：股权激励落地，可转债顺利推进，看好未来持续高增长》--2020/12/17

《洋河股份：高端产品成功升级，未来战略愈发清晰》--2020/12/09

《休闲零食 11 月线上数据跟踪：增速依旧不高，龙头环比改善》--2020/12/08

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

重点推荐逻辑：

一、行业需求强劲：白奶类消费旺盛；酸奶和乳饮料快速恢复

受疫情影响，今年二季度开始，乳制品各品类的市场表现明显分化。（1）健康意识的提升和消费者教育的深化促使白奶类产品的营养价值更受消费者认可，需求明显提升且不断强化。结合中秋国庆的销售表现和近期渠道订单满足率分析，白奶类产品消费持续旺盛。据此判断，明年春节旺销季期间白奶类产品仍将出现大面积缺货。（2）酸奶品类无论低温还是常温，由于消费场景的缺失以及高端礼盒装走货量下降，疫情受损较为明显。结合三四季度的表现来看：低温酸的下滑幅度进一步收窄，预期明年会有较好的修复性表现；常温酸在龙头大单品的带动下，三季度迎来不错的反弹，价盘恢复至正常水平，目前继续保持较好的增长，预期随着疫情对节假日的冲击影响逐步减弱，高端礼盒装有望恢复，带动常温酸的需求改善。（3）乳饮料和饮料类产品受疫情影响最为明显，因而明年的弹性最大。一方面，需求逐步恢复；另一方面，促销折扣等活动也有望逐步削减。如果收入实现恢复性增长，预计利润端会有更好的表现。

综上，乳制品行业的品类趋势有望强化，白奶类产品的消费旺盛，乐观判断该趋势会有长足深远的影响，而酸奶和乳饮料随着疫情的影响减弱、消费场景的恢复，需求和收入逐步恢复，同时伴随价格的恢复和促销的减弱，利润端弹性更大。

二、产品价格普遍上涨：成本驱动乳制品大范围涨价

疫情影响导致 2020 年上半年原奶和乳制品需求产生错配，生鲜乳价格呈现震荡向上的趋势。下半年开始，因为白奶类产品需求增加、酸奶和乳饮料产品需求逐步恢复，生鲜乳呈现持续供不应求、价格涨幅超预期。目前生鲜乳价格已经从 7 月初的 3.59 元/公斤上涨至 12 月初的 4.09 元/公斤，涨幅 13.93%，明显超市场大个位数的预期。结合下游乳制品的品类趋势以及上游奶牛存栏、补栏的情况来看，我们认为明年生鲜乳总体仍将保持上涨的趋势：（1）本轮生鲜乳的价格上涨，动因主要是下游需求驱动，目前白奶类产品需求增加的

趋势还在强化；（2）受疫情影响，海外引种补栏的难度增加，并且牛只的引进成本上涨幅度巨大，上游扩产的周期及节奏受影响。

综上，下游需求的增加导致生鲜乳的价格上涨超预期，且短期补栏难度增加，成本上涨趋势可能还将延续。需求较好的情况下，成本转移的逻辑更顺，判断成本驱动有望迎来行业性涨价的时间窗口，特别是盈利水平较弱的品类和正值风口、需求强劲的白奶类产品。截至目前，伊利已率先对低温酸奶部分产品进行了提价，判断提价幅度超两位数；鲜奶产品则通过产品升级提高了单位出厂价；常温白奶部分产品也开始尝试提价。新乳业等乳企也对部分区域的部分产品进行了价格调整。

三、2021年乳业迎来全面性的高景气

2018年开始，由于行业寡头战略决策的影响，乳制品行业销售费用加大，费用投入和促销力度提升，导致行业利润率水平下降。今年受疫情影响，上半年线下费用投入较多，乳企利润压力较大。随着需求边际改善、成本持续上涨、厂家和商家对利润的诉求相对统一，判断年底和明年的销售环境有望持续优化，促销也有望重归理性，毛销差将得到明显的改善。整体分析，集团乳企白奶类产品的市场份额较高，当前不具备价格战的基础；酸奶和乳饮料品类今年整体的盈利水平较差，在需求边际改善的基础上更多地会寻求盈利能力的修复。而地方乳企，因为成本端的控制和对冲能力相对弱一些，在成本持续上涨的趋势下，也会选择更好地维护价盘，保障利润。

综上，在需求和成本上下游两端的共同作用下，乳制品的销售环境有望优化，促销重归理性，价格恢复到较好的位置，盈利能力改善。2021年乳业有望迎来全面性的高景气。

投资建议：

品类趋势强化、需求恢复提升、成本驱动涨价、销售环境改善等，多因素共同利好，2021年乳业有望迎来全面性的高景气。

重点推荐在产品结构、渠道结构、上游奶源控制和品牌力各方面都更加突出的龙头公司**伊利股份**；目前正加速产业链以及市场全国化布局，且受益于低温鲜奶风口、管理能力突出、明年业绩弹性最大的低温乳企新贵**新乳业**；受益于高成长性和估值优势的**天润乳业**。建议关注**光明乳业**和**三元股份**。

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。

表1： 重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	20/12/31
600887	伊利股份	买入	1.14	1.24	1.42	1.64	38.92	35.78	31.25	27.05	44.37
002946	新乳业	买入	0.29	0.34	0.41	0.50	61.68	51.79	42.95	35.22	17.61
600419	天润乳业	买入	0.52	0.55	0.65	0.75	28.08	26.53	22.45	19.45	14.59
600597	光明乳业	增持	0.41	0.44	0.52	0.62	39.95	36.95	31.27	26.23	16.26
600429	三元股份	增持	0.09	0.07	0.10	0.12	55.40	71.00	49.70	41.42	4.97

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、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。

2、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；

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	杨海萍	17717461796	yanghp@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	zhafl@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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

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。