

紧抓确定性增长及趋势性改善两条核心主线

——食品饮料行业 2020 年下半年投资策略报告

投资策略报告/食品饮料行业

2020 年 7 月 15 日

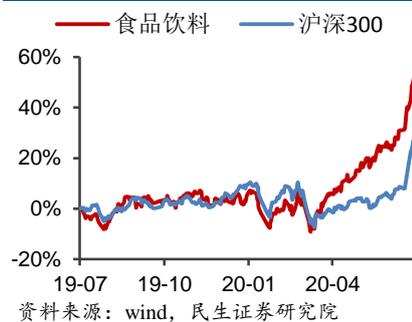
报告摘要:

- 2019 年板块戴维斯双击，2020 年把握确定性增长和趋势性改善两条核心主线**
 展望 2020 年下半年，我们认为板块仍将保持相对较好的收入及盈利增长性。尽管 20H2 估值提升空间已大幅收窄，但一方面整体市场向好有助板块整体估值抬升，另一方面基本面确定的板块及公司有望持续享受估值溢价、并有望在下半年实现估值切换。**重点追寻两条主线：(1) 稳健思路——稳定为王，盈利驱动收获确定性收益。**推荐：高端白酒贵五泸；次高端及大众白酒推荐山西汾酒、今世缘、顺鑫农业；**(2) 弹性之选——基本面改善或反转、具备“戴维斯双击”空间。**推荐：白酒板块推荐渠道改革持续推进、下半年有望重拾增长的洋河股份；乳制品板块中期看竞争有望逐步趋缓、盈利弹性有望恢复，推荐伊利股份、光明乳业、燕塘乳业、天润乳业；调味品板块推荐销售体系改革、增长有望逐步提速的中炬高新、恒顺醋业；啤酒板块整体盈利性有望延续趋势性好转态势，维持对整体板块推荐，推荐青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒。
- 白酒：基本面分化将加剧，流动性宽松大幅利好高端酒批价持续走出牛市格局**
高端：疫情将推动行业结构性分化走势更加明显，货币宽松推动高端白酒将迎来新一轮发展宽松期。市场流动性宽松局面使我们对于茅台未来价格走势持较乐观判断。2009-2012 年白酒牛市及本轮牛市同 M1/M2 增速提速高度相关。因此国家为对冲疫情冲击，国内流动性重新向宽松局面演绎，这将对高端白酒价格周期持续景气向上形成绝对利好。**次高端：总体规模持续扩大，降档增长、分化持续加剧。**多（高端价盘上移）空（经济下行、香型争夺）交织，行业规模持续扩容是大概率事件，但考虑需求下行及基数提升，因此行业降档增长，而疫情将推动分化进一步加剧。**大众酒：结构分化预计将更明显。**白酒行业面临 03 年以来最低增长水平，行业整体低迷、结构性分化情况愈演愈烈。
- 啤酒：疫情短期冲击不改行业向好趋势，盈利修复大趋势清晰**
收入端：全年看加码营销有望部分对冲疫情影响。尽管疫情对于 Q1 销售冲击客观存在，但考虑到 Q1 是啤酒传统淡季，同时疫情之下各大酒企 Q1 的费用预算/资源被动节省，因此我们判断随着餐饮端的逐渐恢复以及啤酒消费旺季到来，各大酒企可通过更加激进的销售策略充分挖掘需求端潜力来部分对冲 Q1 所受到的损失。**利润端：提价配合产品结构升级叠加成本压力缓解助推毛利率水平提高+产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低+竞争趋缓促进销售费用率降低，看好 2020 年二季度之后啤酒板块自上而下盈利能力的持续改善。**
- 乳制品：两强竞争激烈度有望趋缓，板块业绩边际改善**
 从两强竞争格局角度分析，我们认为蒙牛受制于：(1) 出售君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力下降；(2) 19 年开始公司毛利率开始逐渐走平，改革红利周期进入尾声，持续费用加大将意味着未来利润率出现向下的拐点；(3) 费用投放难以聚焦，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；(4) 渠道下沉能力有限，难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额。尽管蒙牛短期仍以收入导向为核心战略以阻击伊利，但从自身企业发展周期来讲，其改革红利释放周期基本接近尾声，后续两强若持续强竞争将是两败俱伤，因此从未来 2-3 年周期维度来看，未来行业竞争将逐渐趋缓将是大概率事件。
- 调味品：疫情短期推动行业需求向 C 端靠拢，但 B 端仍是行业增长核心倚重**

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

疫情严重冲击餐饮渠道，外出就餐需求大幅回流家庭，因此家庭消费在疫情期间成为核心消费渠道。但中长期看餐饮行业仍是推动行业扩容的核心力量。从竞争格局角度来看，客观因素（成本上涨及疫情冲击大幅压缩小厂生存空间）与主观因素（龙头在收入导向下将采取积极的费用投放策略以及积极寻求并购机会）交织下，判断行业未来分化演变将持续加剧，市场集中度提升进程将加速，龙头话语权进一步提升，也将有利于板块估值溢价的持续。

● 肉制品：成本压力有望缓解，利润弹性有望显现

成本端，2020Q1受生猪及白羽鸡供给环比改善等因素影响，猪鸡鸭等主要肉类价格出现明显回调。2019年以来主要肉制品头部企业普遍设立原材料集采制度。2020年肉价波动加大，公司可通过低位大量采购方式补充原材料库存有效降低产品成本。产品端，2019年以来肉制品企业多次提价对冲肉价上行，未来肉价受供给恢复下行，企业同步降价概率不高。综上，我们在2020年度策略中所提及的企业利润拐点将逐步兑现。此外，20Q1疫情期间，各线城市核心商圈店铺的承租需求持续低迷，肉制品企业将获得更好的门店扩张机会，利于长远发展。

● 风险提示

疫情或其他因素导致宏观经济增长不达预期、上游原材料价格异常上涨、食品安全风险以及其他不可预测风险等

重点公司盈利预测与财务指标

代码	公司名称	现价 7月14日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1,762.00	38.15	45.20	52.87	46	39	33	推荐
000858	五粮液	220.90	5.20	6.37	7.57	42	35	29	推荐
000568	泸州老窖	123.80	3.81	4.65	5.47	32	27	23	推荐
002304	洋河股份	138.09	5.16	5.99	6.80	27	23	20	推荐
600809	山西汾酒	165.58	2.78	3.27	3.79	60	51	44	推荐
000860	顺鑫农业	69.00	1.62	2.12	2.49	43	33	28	推荐
600600	青岛啤酒	82.94	1.42	1.72	2.06	58	48	40	推荐
600132	重庆啤酒	72.45	1.10	1.37	1.57	66	53	46	推荐
000729	燕京啤酒	7.51	0.09	0.11	0.13	83	68	58	推荐
002461	珠江啤酒	11.37	0.26	0.27	0.30	44	42	38	推荐
603288	海天味业	130.60	1.93	2.28	2.67	68	57	49	推荐
600872	中炬高新	65.60	1.07	1.32	1.62	61	50	40	推荐
002507	涪陵榨菜	40.47	0.98	1.16	1.37	41	35	30	推荐
600305	恒顺醋业	20.34	0.37	0.44	0.52	55	46	39	推荐
603317	天味食品	59.11	0.71	0.86	1.06	83	69	56	推荐
600887	伊利股份	35.16	1.09	1.36	1.51	32	26	23	推荐
600597	光明乳业	15.83	0.44	0.49	0.56	36	32	28	推荐
002732	燕塘乳业	24.68	0.88	1.01	1.15	28	24	21	推荐
600419	天润乳业	15.45	0.55	0.65	0.75	28	24	21	推荐
000895	双汇发展	49.00	1.80	1.99	2.18	27	25	22	推荐
603517	绝味食品	70.37	1.40	1.80	2.06	50	39	34	推荐
002695	煌上煌	25.44	0.55	0.66	0.78	46	39	33	推荐
002557	洽洽食品	53.00	1.42	1.74	2.11	37	30	25	推荐
603866	桃李面包	57.94	1.20	1.40	1.59	48	41	36	推荐
603711	香飘飘	31.71	0.84	1.05	1.34	38	30	24	推荐
300146	汤臣倍健	21.86	0.79	0.95	1.12	28	23	20	推荐
600298	安琪酵母	66.46	1.46	1.61	1.84	46	41	36	推荐
603043	广州酒家	32.96	1.09	1.37	1.59	30	24	21	推荐

资料来源：食品饮料行业上市公司公告、民生证券研究院

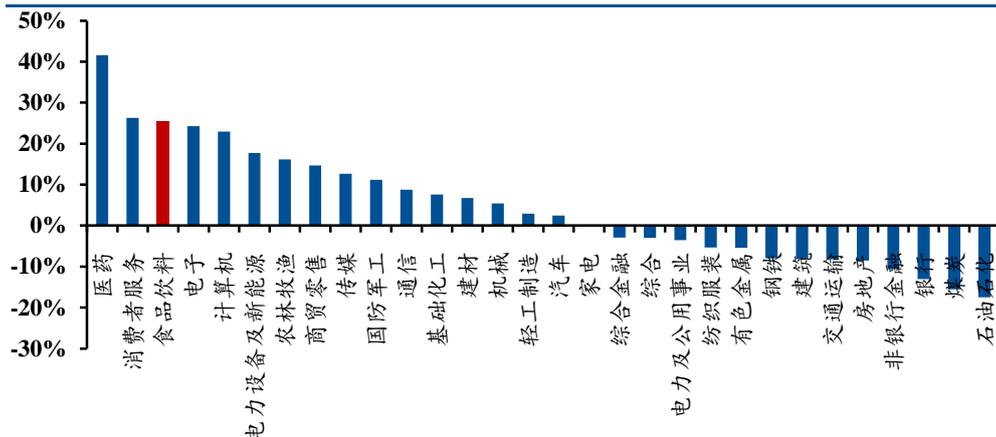
目录

一、把握确定性增长和趋势性改善两条核心主线的思路不变，并重点关注低估值板块	4
二、白酒：行业需求恢复途中基本面分化将加剧，流动性宽松大幅利好高端酒批价持续走出牛市格局	6
(一) 疫情将推动行业结构性分化走势更加明显，货币宽松推动高端白酒将迎来新一轮发展宽松期	6
(二) 次高端：降档增长、分化持续加剧，品牌和管理能力将决定成败	12
(三) 大众酒：预计分化持续加重	14
(四) 重点覆盖公司	15
三、啤酒：疫情短期冲击不改行业向好趋势，盈利修复大趋势清晰	18
(一) 积极营销策略将部分对冲 Q1 损失	18
(二) 中长期看，五重利好相互交织，啤酒行业盈利修复大势不改	19
(三) 重点覆盖公司	24
四、乳制品：两强竞争烈度有望趋缓，板块业绩边际改善	27
(一) 两强竞争烈度有望趋缓，下半年业绩将现边际改善	27
(二) 原奶价格拐点或提前到来，中长期利好乳企成本端	32
(三) 产品升级持续推进，地方强势乳企有望受益低温品类	34
(四) 重点覆盖公司	36
五、调味品：疫情推动行业需求短期向 C 端靠拢，但 B 端仍是行业增长核心倚重	39
(一) 传统品种量价空间确定，长期看新品种大有可为	39
(二) 竞争格局：主客观因素决定市场份额加速被头部收割	44
(三) 2021 年起，行业或将择机开启提价周期	46
(四) 重点覆盖公司	49
六、肉制品：成本压力有望缓解，利润弹性有望显现	52
(一) 主要原料价格出现回调，原材料成本压力有望改善	52
(二) 头部企业多措施应对短期经营压力，长期利润弹性可期	54
(三) 重点覆盖公司	57
七、其他食品&饮料	59
八、风险提示	63
插图目录	64
表格目录	66

一、把握确定性增长和趋势性改善两条核心主线的思路不变，并重点关注低估值板块

2020年上半年，在中信行业指数涨幅排行榜中，食品饮料板块以25.41%的涨幅排名全市场前三，大幅跑赢同期上证综指(-2.15%)及沪深300指数(+1.64%)。继2016-2019年连续4年实现相对上证综指及沪深300指数的相对正收益后，于今年上半年继续保持对大盘的优势。

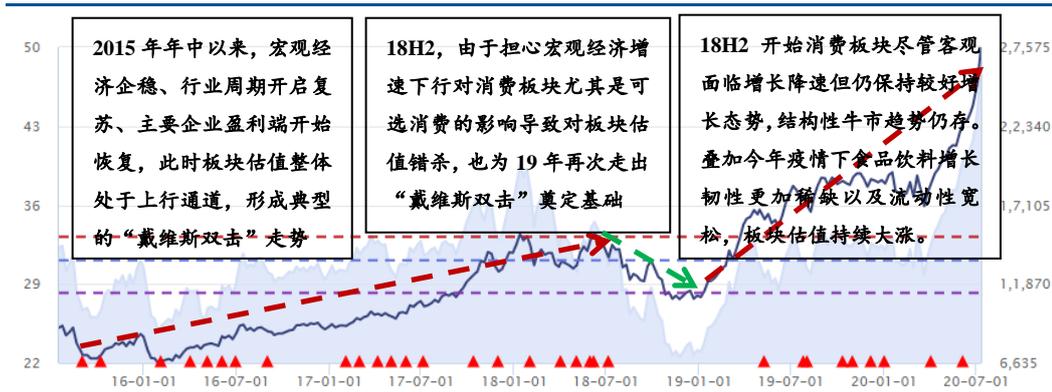
图1：20H1中信行业指数涨幅排行中，食品饮料板块仍排名前列



资料来源：Wind，民生证券研究院

回顾20H1食品饮料板块走势，板块基本上延续了19年以来的“戴维斯双击”行情，而估值抬升则是这波行情的最核心推动因素。在疫情冲击宏观经济以及各行各业基本面的大背景下，市场结构性行情仍然延续，同时食品饮料板块得益于较为稳定的基本面韧性，受到资金持续青睐，叠加流动性的大幅宽松，因此食品饮料板块在走势上基本复制了19年以来的“戴维斯双击”行情，且估值抬升斜率更加明显。

图2：中信食品饮料指数PE-TTM走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

总的来说，2019年及2020年上半年收入及利润端的增速相对于18年的降速，并未阻碍整个板块走出估值抬升的走势。板块在国内宏观经济面临较大挑战的大背景下仍实现收入及利润的稳健中速增长，哪怕在新冠疫情冲击之下，板块总体仍保持了较好的基本面韧性，因此在整体市场风险偏好中性的情况下，拥有稳健持续增长能力的食品饮料板块仍然是资金最佳选择之一。

展望 2020 年下半年，我们认为食品饮料板块仍将保持稳定性相对较好的收入及盈利增速。尽管从估值提升角度，2020H2 提升空间相对于 2019-2020H1 来说已经大幅收窄，但一方面整体市场向好也有助于板块整体估值水平的稳步抬升，另一方面基本面确定的板块及公司有望持续享受估值溢价、并有望在下半年顺利实现估值切换。

就基本面而言，我们认为分化趋势将持续演进，龙头公司将凭借更加强大的品牌运营能力、渠道运营能力、资金实力等核心优势抢夺大部分的增量市场份额及部分存量市场份额进而维持更强的业绩稳定性，各个子行业的市场集中度都将有望持续提升，这一情况同 2019 年并无太大差别。因此我们判断，无需担忧因 2020 年行业整体增速小幅下行对整个板块估值体系会存在较大负面冲击。

2020 年下半年，我们仍将承接我们此前年度策略的思路，紧抓以下两条核心主线：

(1) 稳健思路——稳定为王，盈利驱动收获确定性收益

推荐：

高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖组合；次高端及大众白酒推荐山西汾酒、今世缘、顺鑫农业；

(2) 弹性之选——行业或个体机制改善带动基本面走出改善或反转，具备“戴维斯双击”空间

推荐：

白酒板块重点关注渠道改革持续推进、下半年有望重拾增长的洋河股份；

大众品板块核心推荐中期看行业竞争有望逐步趋缓、盈利弹性有望逐渐恢复的乳制品板块，核心推荐伊利股份、光明乳业、燕塘乳业、天润乳业。

调味品板块推荐销售体系持续改革完善、增长有望逐步提速的中炬高新、恒顺醋业。

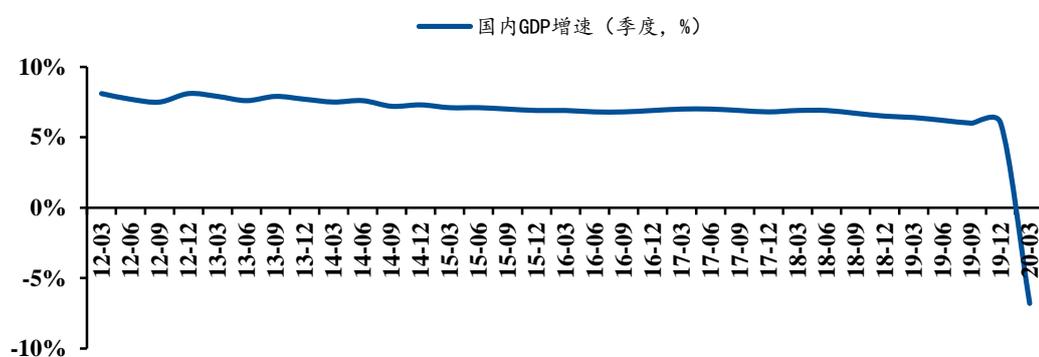
啤酒板块整体盈利性有望延续趋势性好转态势，维持对整体板块推荐，推荐青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒。

二、白酒：行业需求恢复途中基本面分化将加剧，流动性宽松大幅利好高端酒批价持续走出牛市格局

（一）疫情将推动行业结构性分化走势更加明显，货币宽松推动高端白酒将迎来新一轮发展宽松期

我们在年初发布的 2020 年策略报告《稳中求进，把握确定性增长及趋势性改善两条主线》中提到——自 2018 年二季度起国内经济增速进入下行通道成为一致预期，经济阶段性下行将对白酒行业需求产生一定影响，预计将进一步加剧白酒行业结构性分化走势。而新冠疫情更是对行业需求产生了一次性的系统冲击。

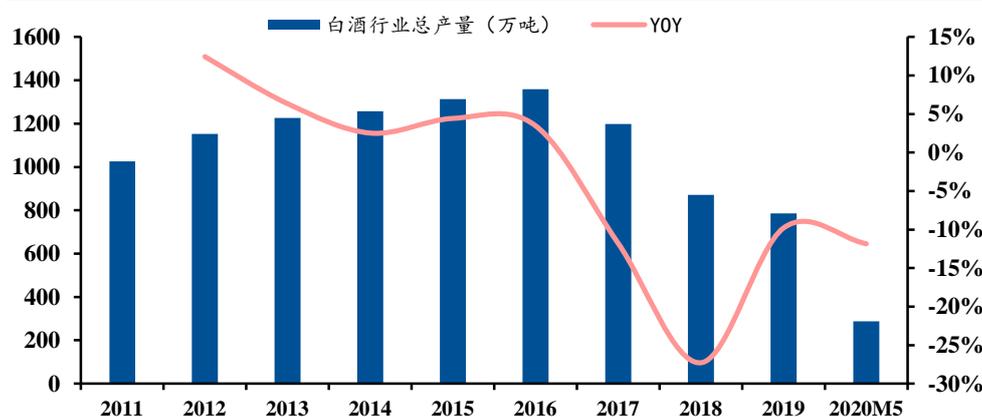
图 3：国内 GDP 季度增速进入下行通道，疫情对国内经济冲击明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

根据国家统计局及行业协会统计，2019 年我国白酒行业累计产量为 789.5 万吨，同比下降 0.8%，产量增速为 2003 年以来的最低水平。而受疫情冲击影响，今年 1-5 月，我国白酒行业累积产量为 287.2 万千升，同比下降 9.70%。根据公开数据显示，2019 年纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1176 家，与 2017 年相比减少 417 家、与 2018 年相比减少 274 家、亏损企业数持续扩大，亏损企业 131 个，亏损面为 11.14%。龙头企业占据行业利润比重持续走高，行业结构性分化走势愈加明显，行业利润进一步向行业前 50 名酒企（前 4%）集中。而根据中国酒业协会副理事长兼秘书长宋书玉预测，到 2020 年末，白酒行业规模以上企业很可能减少至 1000 家以内。

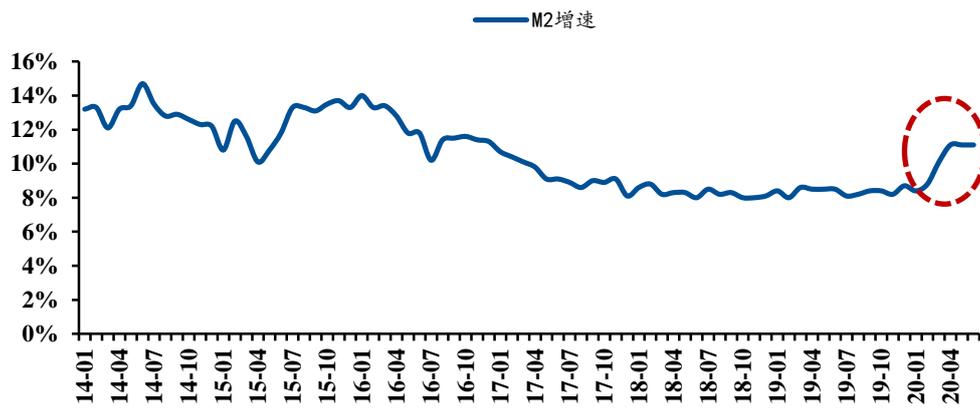
图 4：近年来白酒行业产量增速呈现显著的下降趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院（注：2018 年起统计口径有变）

但是，市场流动性的整体宽松局面将使得我们对于茅台 2020 年全年乃至未来一段时间价格走势仍维持较乐观判断。从历史上来看，高端白酒运行周期和货币增速呈现高度相关性，因此货币宽松是高端白酒价格周期向上的必要条件之一。在国内流动性宽松的宏观大背景下，高端白酒市场是承接国内流动性的蓄水池之一。2009-2012 年的白酒牛市以及本轮白酒牛市同 M1/M2 增速提速高度相关。因此国家为对冲疫情冲击，国内流动性重新向宽松局面演绎，这将对高端白酒价格周期持续景气向上形成绝对利好。

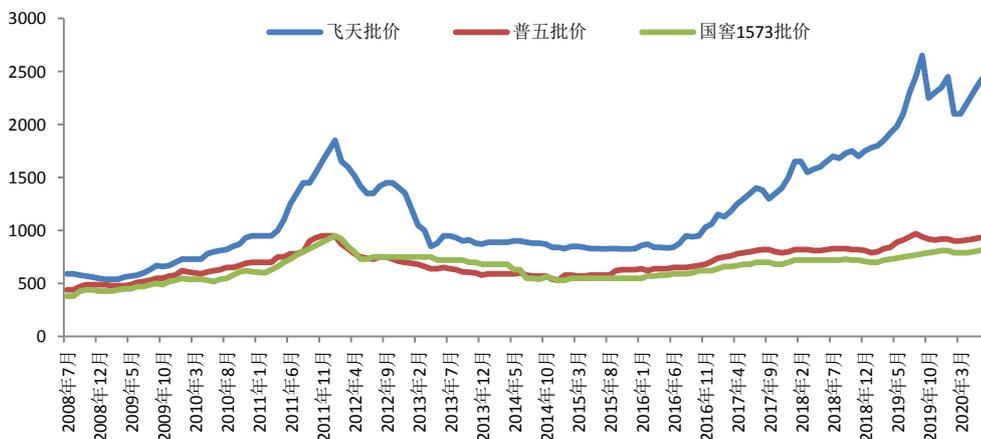
图 5：为对冲疫情，M2 增速重回双位数增速，流动性呈现宽松局面



资料来源：Wind，民生证券研究院

2016 年以来茅台批价的上涨，核心来自于茅台投资属性起势后茅台因产量增长有限但需求大幅增加而导致的供需格局失衡。而 2019 年茅台因反腐对内部营销体系进行了系统性改革则改变了供给端、客观缩减了流通市场（经销商渠道）供应量，加速了批价的快速提升。2020 年，茅台公司将持续加大对营销体系的改革（增加直营及 KA、电商渠道配额），但供需失衡问题仍难以得到根本性解决。因此尽管全年来看，疫情对高端白酒真实需求冲击在所难免，但投资属性大概率进一步走强将加剧茅台供需格局的紧张局面。我们认为，即便不考虑未来潜在的提出厂价因素，今年下半年至 2021 年批价也不排除有突破 2019 年高点、再见新高的可能性。

图 6：2008 年至今一线白酒批价走势图（单位：元/瓶）

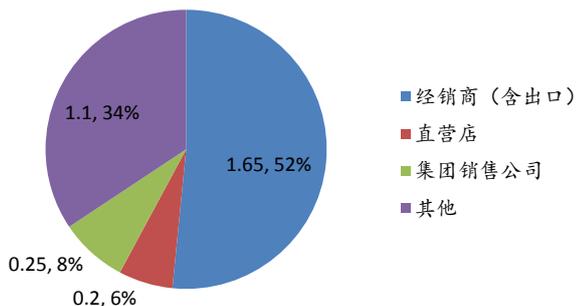


资料来源：民生证券研究院整理

1、2020 年供给结构失衡问题仍客观存在，看好下半年批价持续牛市格局

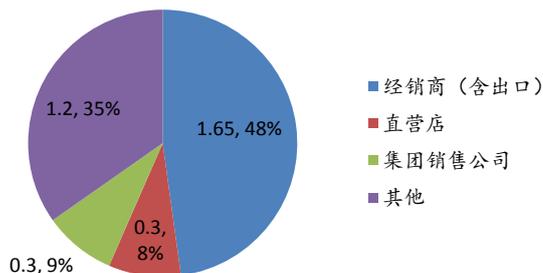
2020 年茅台的增量配额主要体现在集团及自营渠道，经销商渠道配额占比将进一步降低，将大概率降至整体供应量的 50% 甚至以下。但由于集团配额以及自营店配额一般消费者的购买可得性不强，因此 2020 年茅台的结构性供需矛盾仍将客观存在。

图 7：19 年茅台渠道配额分布及占比（单位：万吨，%）



资料来源：民生证券研究院整理

图 8：20 年茅台渠道配额预计分布及占比（单位：万吨，%）



资料来源：民生证券研究院整理

根据公开消息，今年年初茅台密集开启了山东、江苏、重庆、四川、北京、上海、广州等省市的 KA 卖场签约。6 月 18 日，茅台又正式和 22 家区域 KA 卖场、酒类垂直电商、烟草零售连锁签约。截至目前，茅台累计签约的直销渠道在 50 家左右。

表 1：茅台近一年以来增加的商超及电商渠道

序号	渠道	配额 (吨)	活动范围
1	华润万家	150	全国 109 家门店
2	大润发	130	全国范围（华北区域为主）
3	物美	120	北京、河北等地门店
4	永辉超市	180	全国多个城市
5	贵阳星力百货	80	贵州
6	贵州合力	50	贵州贵阳、遵义、兴义等地 27 家门店
7	南京金鹰商贸	50	江苏南京、昆山、盐城、徐州、宿迁、扬州六个城市 10 家门店
8	江苏文峰股份	40	江苏
9	河南大张实业		河南
10	河南丹尼斯		河南郑州、洛阳等地 10 家门店
11	沃尔玛	50	广东
12	天虹商场		广东
13	人人乐	70	广东和陕西
14	成都伊藤洋华堂	40	四川
15	百伦集团		四川
16	新百连超		宁夏
17	吉林欧亚	40	吉林
18	山东银座		山东
19	振华集团		青岛、烟台、威海、聊城、临沂等地门店
20	大商集团	未知	辽宁
21	王府井	40	北京
22	北京华联	50	北京

23	重百/新世纪	50	重庆
24	夏商集团		福建厦门、南平、龙岩等地门店
25	新华都		福建
26	家乐福		上海
27	百联集团		上海
28	合肥百大超市		安徽
29	红府超市		安徽
30	汇嘉时代	合同总价不超过2.4亿元	新疆
31	天猫超市	170 (飞天 100 吨)	全国
32	京东商城	200	全国
33	苏宁易购	130 (飞天 80 吨)	全国

资料来源：民生证券研究院整理

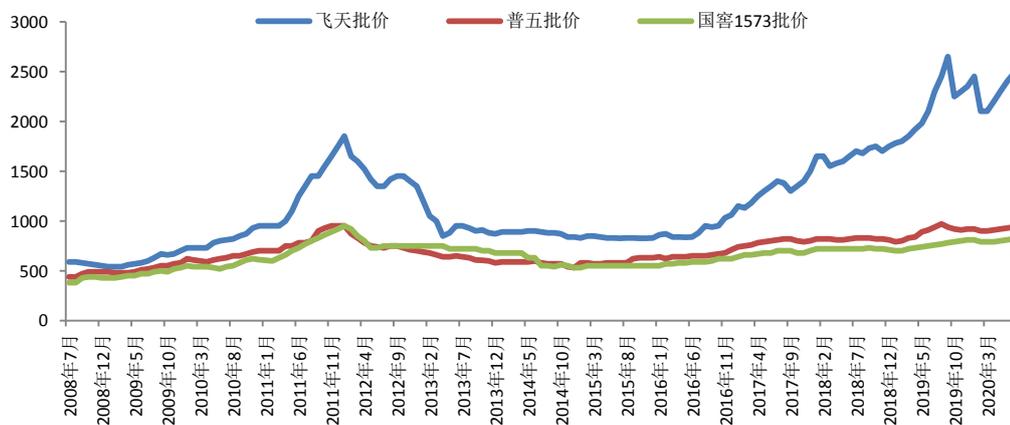
我们再次强调——就中期来看，由于目前国内流动性仍然较为宽松，加之国内疫情已得到基本控制、后续消费反弹可期，因此我们认为茅台投资属性持续存在、供需格局仍难颠覆，下半年预计茅台价格仍然总体是牛市格局，而 2020 年底至 2021 年初极有可能是茅台提出厂价的关键时间窗口。我们认为，茅台批价的回升对于茅台股价以及整个白酒板块的投资情绪来说都具有十分重要的正向意义。

2、茅台牛市格局下，高端白酒整体价盘底部有望持续抬升

自 19 年初至中秋前的接近 9 个月的时间，茅台批价上涨超 900 元（自 19 年初 1750 元至最高的 2650-2700 元），这是茅台历史上涨幅最快的一段时间，没有之一。更核心在于，茅台批价飙升来自于供需失衡并反过来加剧供需失衡，因此价格顶部空间打开叠加茅台供给不足带来的需求外溢，两大核心要素共同推动一线白酒整体需求向好、价盘底部上移。

而今年疫情爆发之后，茅台批价在经历了短暂的快速下跌后，伴随需求复苏叠加投资属性快速提振（我们认为散瓶和整箱价差加大是茅台投资属性发生强化的一个重要观察指标），批价重新进入上升通道，近期站上 2500 元大关，距离去年高点 2650 元也已不远。

图 9：2019 年初以来飞天批价快速飙涨，是历史上涨幅最大最快的时间段（元/500mL）



资料来源：民生证券研究院整理

茅台批价持续高位，将为五粮液及国窖 1573 挺价创造极其有利的局面。尽管两者投

资属性弱于茅台，但在流动性整体极为宽松的宏观大背景下，预计下半年两强将执行依托于渠道精细化操控来实施以“托举批价”为核心目的量价策略，即价的优先性将在短期内高于量。

(1) 五粮液核心操作策略——依托于数字化营销，对核心产品计划量实施优化调整

6月16日五粮液召开品牌营销工作会议。会上公司明确提出，将以数字化营销为依托，根据渠道进销存数据，综合疫情对商家的影响程度，对现有传统商家计划量进行优化调整。此次调整主要针对经典五粮液、五粮液1618、39度五粮液三大五粮液核心产品。此外，公司也明确表示，要持续打造高质量的传统商家渠道，同时，五粮液将升级渠道体系，提升渠道能力，重点构建以新零售和企业团购为核心的优质新增销售渠道。会议透露，关于普五、1618等核心产品计划量的优化调整，将坚持“三不”原则：

一是调整后不增量。计划调整力度大，要求实现一步到位，调整后传统商家不再增量；

二是调整后的计划不投放至传统渠道。调整的计划量只会投放到新零售和团购渠道，今后也不会发展新的传统渠道客户；

三是调整后不再投入渠道政策。取消五粮液1618、39度五粮液渠道政策，只保留宴席等消费者活动。

据了解，五粮液2020年的工作总方针是“以价格持续提升为核心，强化品质、强化管控、强化数字化转型”，在疫情新形势下又提出了“三个优化”、“三个转型”两个重点要求，要进一步促进五粮液市场价格持续稳定提升、实现高质量销售。

(2) 泸州老窖核心操作策略——配额制度灵活，以价为核心战略思想明晰

多项举措并举协助经销商渡过困难时期，区域内调货、回购在部分区域内已展开实施。为对应疫情影响，部分区域的运营公司为缓解经销商库存压力，出台多项举措协助经销商渡过难关。2-4月份全国配额实质性取消，同时成都、湖南等区域公司均有回购动作，以帮助经销商解决库存及资金压力。

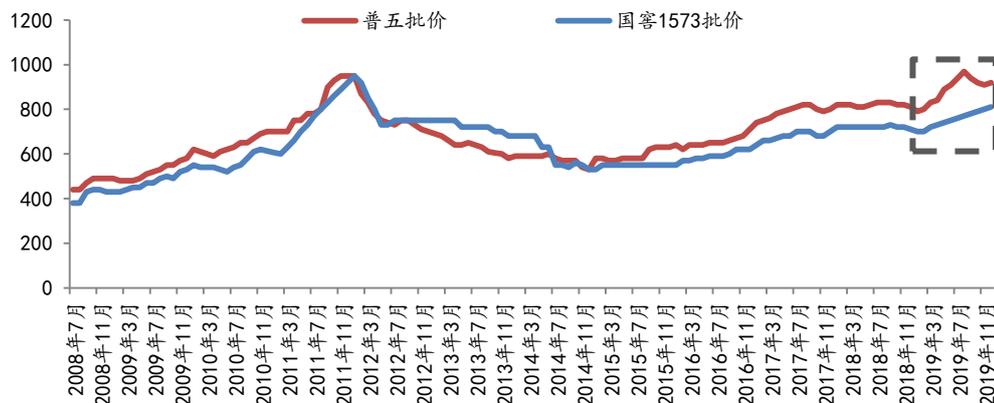
7月起国窖重新开启控量保价政策。根据最新渠道文件显示，西南大区对于国窖1573开始停货，对1573经典装零售价上调至1399元。我们认为，此举仍是以在中秋前实施以控量、调价等手段提升市场成交价为主要目的。控量的主要核心基础是茅五批价的持续上行以及Q2以来公司缩减配额及柔性打款制度带来的渠道低库存。

表 2：泸州老窖市场控量保价策略

品类	市场策略
国窖 1573	1、实施终端配额制和价格熔断机制 2、渠道库存持续优化，市场价格更趋良性 3、完成由“费用推力”向“品牌拉力”的根本性转变
特曲	升级换装全面实施
特曲 60 版	量价齐升
窖龄酒	持续增量

资料来源：民生证券研究院整理

图 10：19 年年初以来是五粮液在本轮白酒复苏周期中提价最快的时期（元/500mL）

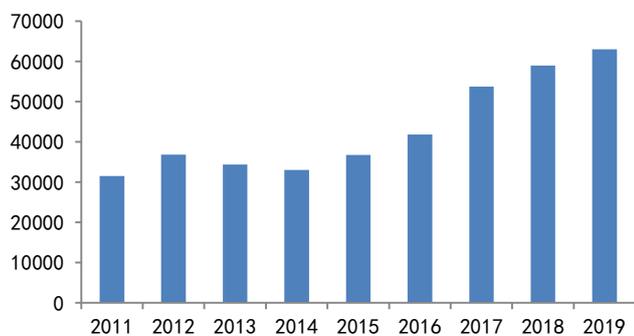


资料来源：民生证券研究院整理

3、疫情冲击不会改变行业趋势，但行业周期性弱化、强分化将更加显著

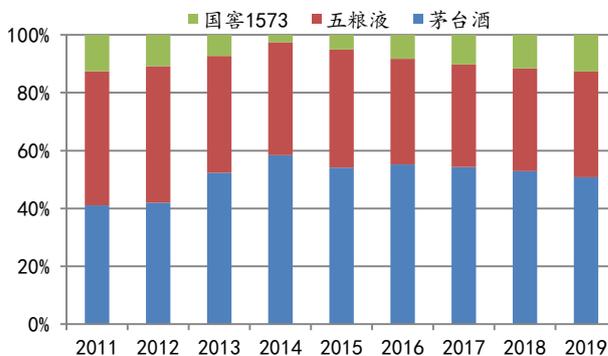
我们认为，疫情冲击将不会使得行业趋势发生根本性逆转，高端白酒将持续繁荣使得行业周期进一步被拉长、熨平，基于茅台仍然是整个白酒行业尤其是中高端白酒行业趋势的“锚”，因此白酒行业尽管面临客观不利环境，但我们认为高端白酒向好趋势不会发生逆转，行业“结构性牛市”仍将存续。但疫情对宏观经济、居民收入带来的系统性冲击将进一步对行业需求产生影响，因此行业基本面的强分化预计也将更加显著。

图 11：茅五泸高端产品总量高于上一轮牛市顶点（吨）



资料来源：民生证券研究院整理

图 12：高端白酒茅台份额整体走高



资料来源：民生证券研究院整理

考虑到上一轮白酒周期的结束来自于“三公需求”的一次性退出，而本轮周期目前看来，政商需求已逐渐回归一个相对正常、稳定的比例。尽管茅台批价持续高位会挤出部分真实需求，但茅台金融属性带来的社会囤货需求是最大的边际变量，因此如我们分析茅台需求趋势不会发生逆转的假设成立，则批价稳步上行的走势更有利于囤货需求在中短期内不会呈现出清迹象。本轮周期性弱化、上行周期时间加长、周期在一定程度上被熨平应是本轮白酒周期的新特征之一。

（二）次高端：降档增长、分化持续加剧，品牌和管理能力将决定成败

1、次高端价格带伴随高端复苏快速恢复，受益价格带提拉以及消费升级扩容，但同时也受到名酒系列酒以及酱香新增需求挤压

次高端发展情况同一线高端名酒批价呈高度正相关性，最近两轮次高端蓬勃发展均得益于高端白酒繁荣带来的价格带上移，这两轮周期起始的共性是：

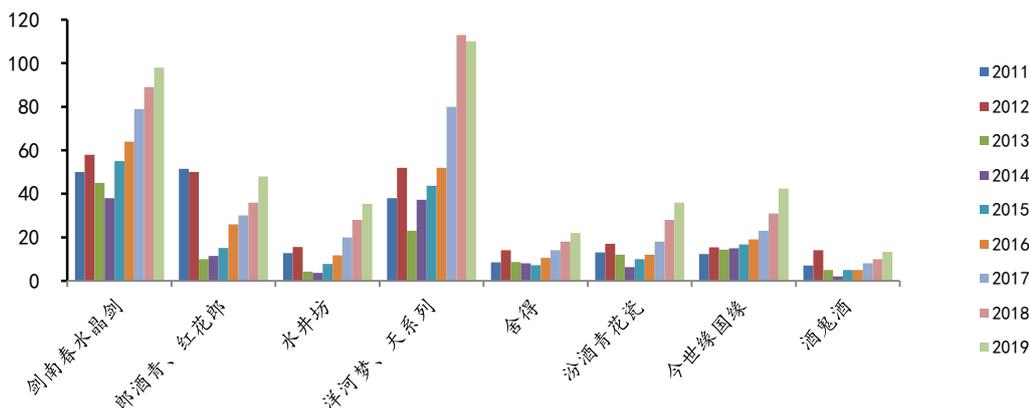
（1）均是经济下行阶段基本结束、向上拐点确立，同时货币政策总体宽松，基建及房地产市场繁荣。

（2）高端白酒批价持续上行打开次高端价格天花板，厂商及渠道利润快速改善，生产及渠道端推力快速增加，需求在一定时期内被快速培育放大。

但是，本轮白酒周期和上一轮 09-12 年周期最大的不同在于，本轮驱动因素中，三公消费以及连带的部分商务消费并非核心驱动要素之一，力度预计显著弱于上一轮周期。但是经济增长、居民可支配收入提升带来的需求扩容、高端白酒批价上行带来的行业推力以及房地产市场高度繁荣（货币化棚改）对整个次高端的推力更大。

数据显示，本轮白酒周期内次高端白酒规模已于 2017 年超越上一轮周期中次高端规模最高点，有相当一部分主流次高端品牌如洋河、剑南春、汾酒、水井坊等，甚至包括茅台系列酒，均在白酒复苏周期开启的第二年——2017 年，即取得比上一轮周期高点更好的收入成绩单。

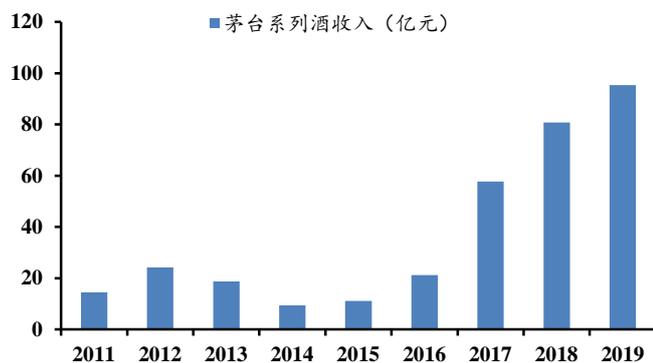
图 13：大部分次高端品牌规模均大幅超越上一轮周期高点（亿元）



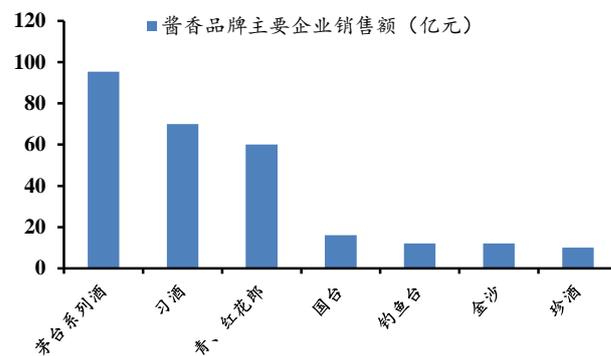
资料来源：民生证券研究院整理

一线白酒景气趋势仍在，因此我们判断次高端白酒规模持续扩容仍是大概率事件。不过，预计行业竞争将进一步加剧，除宏观经济疲软因素之外，一线名酒系列酒通过品牌优势、通过单独招商实现向下错位竞争的压力加剧，叠加过去几年各次高端酒企跑马圈地式扩张带来的收入基数提升以及酱香对浓香阵营的侵蚀（次高端上市公司主要为浓香型），预计 2020 年次高端白酒市场将延续降档增长态势。

此外，香型之争加剧也是次高端市场竞争加剧的重要背景。由于茅台在高端白酒版图中的一骑绝尘，“酱香热”重新崛起。得益于茅台带来的消费热潮以及超高价位带，酱酒渠道利润丰厚、消费者接受程度也高，酱酒行业呈现供需两旺的局面。据不完全统计，2019年茅台酒之外的酱酒市场容量至少在400-500亿元区间（加上茅台酒后，酱香酒市场规模应可上看1500亿元），而且得益于茅台超高价位带的带动，各大酱酒企业主力产品与300-600元的次高端价位带高度重合。而次高端白酒在上市公司层面，主要集中于浓香及清香香型，因此不可避免受到酱香酒企在竞争层面以及市场份额上的双重挤压。

图 14：茅台系列酒收入规模（2011-2019）


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：茅台酒之外，主要酱香品牌企业销售额


资料来源：Wind，民生证券研究院

2、预计 300-400 元仍是次高端核心消费区间，马太效应及强分化有望加剧

我们曾在 2019 年年度策略中提到一个和市场观点有别的观点，那就是——我们认为未来 2-3 年次高端厂商核心耕耘的价格带，仍将是 300-400 元价格带，这一核心价格带会总体保持稳定，较难持续、快速升级。我们给出这一判断的核心原因是：

(1) 本轮周期中，一线白酒价格底部区域显著低于上一轮，五粮液及国窖 1573 高度产品价格终端实际成交价始终低于 1000 元，在这一情况下，500-600 元价格带距离一线白酒底部价格带太近。有能力选择这一价位带的消费者，消费区域被限制明显，大多是在部分地方强势品牌的强势区域，消费区域外扩能力相对较弱；而在品牌选择方面，部分需求可小幅上移至一线品牌的部分高度或非标产品，也可平移至一线品牌的低度产品（如茅五泸各自低度产品，这部分产品的核心价格带恰好完全覆盖了 500 元以上至高端高度底部 800 元的空白价格带，而主力品牌的低度战略也是近几年部分厂商如五粮液实现错位竞争、扩大份额的重要手段之一）。

(2) 全国性标杆产品终端成交价多维持在 400 元附近，形成次高端内小型天花板。次高端名酒中，全国性标杆产品不多，剑南春 52 度（水晶剑）、红花郎 10 年算得上全国性产品，也包括清香次高端标杆产品汾酒青花 20 年，其终端实际成交价均在 400 元以内。在品牌力难以有效超越全国性品牌情况下，部分次高端品牌选择“降维突破”并形成良好的效果，如水井坊“臻酿八号”系列、汾酒青花 20 年、泸州老窖老字号特曲、沱牌曲酒 30 周年纪念版，均瞄准 300-400 元价格带。我们认为，执行“降维突破”战略的公司取得的良好效果会形成较强的示范效应。因此，尽管次高端品牌仍然不会放弃继续推出更高端

产品及提价的计划（提价主要是为了提升品牌定位以及拓宽渠道利差），但在营销资源匹配上，预计仍会将重心放在 300-400 元价格带。

因此我们认为，在一线白酒价格带底部以及次高端全国性产品价格天花板仍未显著上移的大背景下，中短期内次高端主流核心价格带仍将聚焦在 300-400 元。考虑到本轮周期内，次高端跑马圈地式的扩张路径演化至今已四年有余，后续我们认为次高端将降档增长、分化加剧，综合能力强的厂商（品牌力、渠道力、治理结构）话语权有望持续走强。我们认为，马太效应及强分化态势也有望在次高端价格带演化中愈加明显。

在这样的逻辑框架下，我们以品牌力、渠道力、治理结构三大核心变量出发，核心推荐治理结构理顺、青花玻汾双进击的山西汾酒和省内结构持续优化、新江苏市场逐渐发力的今世缘等核心标的。

（三）大众酒：预计分化持续加重

根据国家统计局及行业协会统计，2019 年我国白酒行业累计产量为 789.5 万千升，同比下降 0.8%，产量增速为 2003 年以来的最低水平。而受疫情冲击影响，今年 1-5 月，我国白酒行业累积产量为 287.2 万千升，同比下降 9.70%。根据公开数据显示，2019 年纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1176 家，与 2017 年相比减少 417 家、与 2018 年相比减少 274 家、亏损企业数持续扩大，亏损企业 131 个，亏损面为 11.14%。龙头企业占据行业利润比重持续走高，行业结构性分化走势愈加明显，行业利润进一步向行业前 50 名酒企（前 4%）集中。而根据中国酒业协会副理事长兼秘书长宋书玉预测，到 2020 年末，白酒行业规模以上企业很可能减少至 1000 家以内。

从行业运行数字来看，行业产量增速下行、规模以上企业数量大幅减少、亏损面持续维持在双位数以上；而龙头企业占据行业利润比重持续走高，行业结构性分化走势愈加明显。上述数据说明，高端及次高端白酒的景气并未有效传导到至全行业，相反 2018 年以来行业分化加剧有进一步加剧之势。

图 16：近年国内白酒行业产量增长持续趋缓



资料来源：Wind，民生证券研究院
 （注：2018 年统计口径有变）

图 17：白酒规模以上企业数量 18 年开始快速减少（家）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

我们认为，这主要是由以下几方面所导致的：

(1) 行业格局向头部集中，马太效应凸显。在宏观经济增长降速的大背景下，名酒企业以更好的品牌力和更强的渠道力抢占了大部分增量和部分存量市场。尤其是在消费升级结构中，过去地方品牌依赖的粗放式打法已不适应行业激烈的竞争态势。

(2) 消费结构的巨大变化是本轮地方性白酒普遍弱于上轮周期的核心原因。上一轮白酒周期中，三公消费以及其连带的政商消费所带来的增量消费空间以及大幅提升的消费结构（次高端及以上）是推动地方性品牌出现短期繁荣的重要原因。但是“反三公”之后，政务及政商务消费被大幅压缩，基地市场消费量及消费档次被品牌能力更强的全国性及区域性名酒压缩是地方品牌必须要面对的客观不利局面。

因此，同次高端品类逻辑类似，我们主要以品牌力、渠道力、治理结构三个维度选择标的，核心推荐以优质大单品顺利实施泛区域化扩张的顺鑫农业，关注省内升级顺畅、全国化扩张路径明确的古井贡酒。

2020年下半年，“困境反转”型企业将是我们关注的重点。受困于渠道推力不足或者费用投放不足等问题，部分企业如洋河股份、口子窖等企业2019年整体销售增长乏力。但是，两家企业销售层面19年内均发生了重大转变，因此2020年我们有望见到其困境反转。因此，推荐销售体制持续深化、渠道推力逐渐恢复的洋河股份。

(四) 重点覆盖公司

贵州茅台：20Q1业绩稳健增长，全年业绩确定性仍冠绝行业。2020年经营计划不改，全年增长确定性冠绝全行业。2019年报中公司提到，2020年公司经营目标为：一是实现营业总收入较上年度增长10%左右；二是完成基本建设投资53.71亿元；三是安全生产实现“双百双零三低”，环境保护符合国家规定要求。其中，全年实现营业总收入目标与前期公告一致，2020年销售计划3.45万吨，相比19年3.1万吨计划量同比+11.3%。疫情冲击下全年经营计划不改，公司2020年收入增长确定性仍然冠绝全行业。从批价角度来看，在经历节后短暂低谷之后，目前批价重回2200元上方，总体看今年茅台卖方市场地位仍然稳固。在不考虑未来提价的假设情况下，预计20-22年公司实现营业总收入992/1145/1314亿元，同比+11.6%/+15.5%/+14.7%；实现归母净利润479/568/664亿元，同比+16.3%/+18.5%/+17.0%，对应EPS为38.15/45.20/52.87元，目前股价对应PE为46/39/33倍。

五粮液：2020年收入目标力争双位数增长确定性较高。在2019年年报中，公司披露2020年的经营目标为收入实现两位数增长，这一目标较为务实。为确保经营目标顺利完成，公司拟重点做好以下五个方面工作：强化生产管理，构建产品全生命周期质量管理体系，确保生产提质增效；强化品牌建设，持续完善五粮液品牌“1+3”和系列酒四个全国性战略大单品的产品体系，持续加强五粮液品牌价值；强化营销体系建设，实现计划、渠道和结构三大优化，机制、团队和数字化三大转型，构建敏捷的市场营销体系；加快推进重大项目建设，提升公司产能规模；强化改革落地，大力推进机构改革、薪酬制度改革等，激发公司内生发展活力。我们认为公司全年实现收入双位数的确定性较高。预计20-22年

公司实现营业收入 560/664/777 亿元，同比+11.8%/+18.5%/+17.0%；实现归母净利润 202/247/294 亿元，同比+16.1%/+22.3%/+19.0%，对应 EPS 为 5.20/6.37/7.57 元，目前股价对应 PE 为 42/35/29 倍。

泸州老窖：配额取消拖累 20Q1 收入端表现，Q2 动销及批价开始逐渐向好。20Q1 收入下滑主要来自于 2、3 月配额取消。20Q1 公司实现收入 35.52 亿元，同比-14.79%，收入端下滑主要来自于两点：(1) 今年春节较早，经销商提前打款备货；(2) 疫情发生后，公司取消了国窖 1573 二月及三月的配额，其他系列酒也有减配额动作。从现金流指标来看，公司 20Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 27.10 亿元，同比减少 14.49 亿元，经销商备货打款前置以及疫情后打款大幅减少的情况在现金流项目中体现明显，这也直接导致 20Q1 经营现金流金额为负。同时，20Q1 末预收账款（合同负债）为 6.26 亿元，同比-51.3%。公司以实际动作为渠道减负，有利于保障经销体系及价盘的稳定性。20Q1 实现归属上市公司净利润 17.07 亿元，同比+12.72%，显著好于收入端表现，主要得益于两点：(1) 结构提升叠加国窖 1573 及特曲等产品提价推动毛利率出现较大提升（提升 7.70 个百分点至 86.85%）；(2) 配额取消后部分营销活动投入减少，销售费用率得到明显改善（下降 3.26 个百分点至 13.67%，推动 20Q1 整体期间费用率下降 2.48 个百分点至 17.13%）。5 月开始，渠道开始恢复柔性打款，渠道库存总体较低，批价得益于库存控制较好以及茅台批价上扬，呈现稳中有升的局面。预计 2020-2022 年公司营业收入为 176.5 亿元/209.7 亿元/241.8 亿元，同比分别+11.6%/18.8%/15.3%。实现归属上市公司净利润为 55.8 亿元/68.1 亿元/80.2 亿元，同比分别+20.2%/22.0%/17.8%，折合 EPS 分别为 3.81 元/4.65 元/5.47 元，对应 PE 分别为 32/27/23 倍。

洋河股份：主动去库存动作接近尾声，疫情后有望迎来复苏。受疫情冲击 20Q1 收入下滑，公允价值损益增厚业绩。20Q1 实现营收/归母净利润 92.68/40.02 亿元，同比分别-14.89%/-0.466%。20Q1 营收下滑主要是受疫情影响；净利润表现好于收入主要得益于中银证券 IPO 上市推动交易性金融资产产生的公允价值变动收益大幅增加。20Q1 单季度毛利率 73.74%，同比+1.45 个百分点；期间费用率 12.36%，同比+1.09 个百分点；销售费用率 6.74%，同比+0.34 个百分点；管理费用率 5.70%，同比+0.68 个百分点；财务费用率-0.08%，同比+0.08 个百分点。销售费用率上行主要是促销相关开支上升。**渠道动销开始弱复苏，M3/M6+仍是拉动结构升级的倚重品种。**伴随疫情逐步缓解，公司渠道动销已开始逐步复苏，预计团购、烟酒店渠道的动销恢复程度目前已达到正常年份的一半左右水平。得益于 19H2 以来的渠道降库存操作，预计 4 月开始部分渠道将有望逐步开启补库存动作。从销售结构看，目前梦之蓝 M3 及 M6+仍是拉动结构升级的倚重品种，公司去年推出的 M6+正在逐步替代老 M6，预计到今年中秋前后 M6+将有望实现对老款 M6 的 70%~80% 替代，未来 M6+将逐步推广到全国市场。预计 20-22 年公司实现营业收入 237.3/268.8/298.9 亿元，同比+2.6%/13.3%/11.2%；预计 20-22 年公司归属母公司净利润为 77.8/90.2/102.5 亿元，同比+5.4%/15.9%/13.7%，对应 EPS 为 5.16/5.99/6.80 元，目前股价对应 PE 为 27/23/20 倍。

山西汾酒：20Q1 省外扩张对冲作用显著，Q2 销售恢复正常。20Q1 省外扩张对冲作用明显，税费减少及子公司股权变更是利润增长主因。20Q1 公司实现营收 41.14 亿元，

同比+1.71%，疫情期间公司保持了销售规模的基本稳定。公司实现归母净利润 12.25 亿元，同比+39.36%，利润端的主要贡献来自于母公司销售收入减少导致的应缴税费减少所致，共减少约 3.03 亿元；2019 年 12 月公司收购汾酒集团公司所持汾酒销售公司 10% 股权、竹叶青营销公司 10% 股权，导致少数股东损益减少 0.56 亿元；同时投资收益减少亏损约 0.55 亿元。从具体经营看，公司汾酒+系列酒实现营收 39.84 亿元，同比+1.95%；系列酒实现营收 1.30 亿元，同比+8.76%，高端产品增速较低。20Q1 公司直销/代理分别实现营收 3.32/36.47 亿元，同比分别+357.18%/-7.78%，显示疫情对经销商渠道的压力仍然客观体现。公司省内/省外分别实现收入 20.28/20.85 亿元，同比分别-4.25%/+9.26%，得益于渠道持续扩张，省外增量市场抗风险能力较省内存量市场更强。Q2 以来公司销售好于行业平均水平，阜外市场扩张持续推进，预计 Q2 有望取得两位数增长。预计 2020-2022 年收入 134.84/162.08/186.87 亿元，同比+13.5%/+20.2%/15.3%。归属上市公司净利润 24.22/28.53/33.07 亿元，同比+24.9%/+17.8%/+15.9%，折合 EPS 为 2.78 元/3.27 元/3.79 元，对应 PE 分别为 60/51/44 倍。

顺鑫农业：毛利率下滑拉低利润增速，白酒业务结构升级仍可期。销售端，公司继续推进全国化，19 年外埠市场收入占比为 64.58%，同比+2.70pct。“1+4+N”样板市场培育成果显现，南京、长春、东莞、苏州外埠城市市场亿初具规模。生产端，山西吕梁生产基地挂牌成立，北京总部基地以外的三大外埠生产基地布局基本完成。预计未来公司白酒业务产能充足，高端产品占比将进一步提升，整体产品结构向上仍有提升空间。目前公司屠宰及生猪养殖业务的发展目标是提效增利，在生猪价格大幅上行的背景下，适时补栏，提升养殖板块业绩，同时布局陕西汉中养殖基地。房地产业务思路是存量房产去化和项目整体处置，预计处置进度将加快。预计 20-22 年收入为 167.95/190.75/215.26 亿元，同比+12.7%/+13.6%/+12.9%；归母净利润 11.99/15.75/18.70 亿元，同比+48.2%/+31.3%/+18.7%，折合 EPS 为 1.62/2.12/2.9 元，对应 PE 为 43/33/28 倍。

三、啤酒：疫情短期冲击不改行业向好趋势，盈利修复大趋势清晰

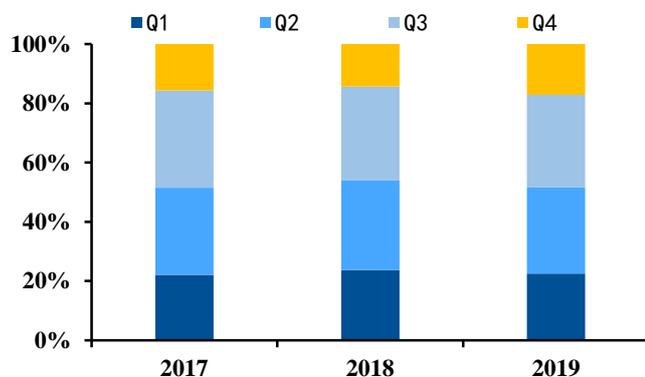
疫情虽然暂时阻碍了各大啤酒厂商前进的步伐，但是我们分析认为，随着疫情影响逐渐褪去，啤酒行业各大酒企盈利能力持续修复的大趋势仍然是足够清晰的。

（一）积极营销策略将部分对冲 Q1 损失

1、收入端：全年来看加码营销有望部分对冲疫情影响

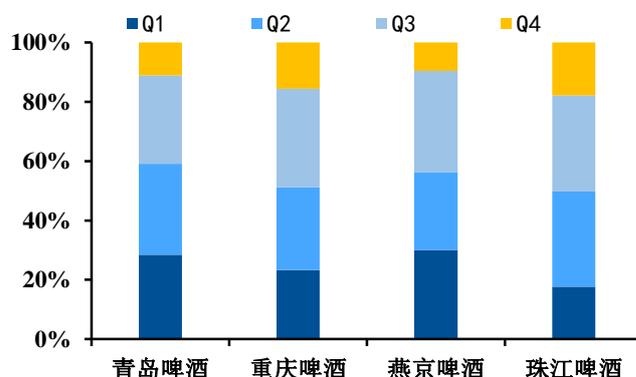
尽管疫情对于各大酒企 Q1 销售端的冲击是客观存在的，但是考虑到 Q1 是啤酒传统的销售淡季，同时疫情之下各大酒企 Q1 的费用预算/资源变相被节省下来，因此我们判断随着餐饮端的逐渐恢复以及啤酒消费旺季的到来，各大酒企可通过更加激进的销售策略充分挖掘需求端潜力（即促进单次消费量及整体消费频次的有限提升）来部分对冲 Q1 所受到的损失。以青岛啤酒为例，当前青啤的首要工作在于去渠道库存，一方面加速社区电商的建设，积极铺开新渠道；另一方面则在当前能够开业的门店积极推进促销活动。未来随着夜场/餐饮等即饮渠道的逐渐放开，低渠道库存配合更加积极的营销策略有助于刺激公司端出货速度，因此从全年视角来看，青啤收入端的损失有望得到部分弥补。

图 18：啤酒行业 Q1 产量在全年产量占比约为 23%



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 19：Q2Q3 为主要啤酒厂商的销售旺季（19 年口径）



资料来源：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒公司公告，民生证券研究院

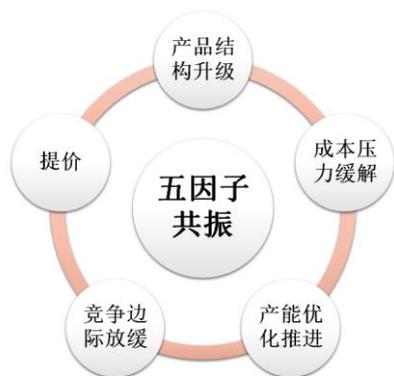
2、利润端：行业竞争加剧背景下 20 年各大厂商业绩增速大概率放缓

短期看行业竞争边际小幅趋严概率较大，但得益于成本短期宽松，利润端预计表现良好。随着国内疫情逐渐好转，B 端管控边际趋松，国内消费市场也逐渐得以恢复，因此接下来的 Q2/Q3 传统的啤酒消费旺季将成为各大厂商“冲销量弥补 Q1”损失的黄金窗口。因此，短期看行业竞争边际小幅趋严的概率较大。但是由于今年天气相对偏热，因此同比口径看今年啤酒行业市场应是需求总体增加的增量市场（不考虑 Q1 疫情冲击的一次性影响），因此我们认为行业竞争大幅趋严的概率较小。同时，得益于疫情下包材成本较为宽松，大麦成本尽管面临澳麦受限但主要企业均锁价全年成本，因此短期看利润端也将有不错表现。

(二) 中长期看，五重利好相互交织，啤酒行业盈利修复大势不改

尽管短期行业竞争趋严可能会压缩 2020 年各大厂商盈利空间，但考虑到需求（消费偏好往高端化升级、整体消费量稳定）指导下各大酒企推进产品升级及提质增效等核心诉求均没有出现明显变化，因此我们判断以长期视角来看，啤酒行业盈利改善的大趋势依然是存在的。总结而言，提价+产品结构升级+成本压力缓解促进毛利率提升，产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低，长期竞争趋缓促进销售费用率下降。

图 20：五因子共振助力盈利能力持续改善



资料来源：民生证券研究院整理

1、提价配合产品结构升级叠加成本压力缓解助推毛利率水平提高

(1) 提价

行业总体销量趋于饱和且行业格局初定的背景下，酒企之间的份额战暂时偃旗息鼓，均对盈利提出了新诉求，而提价便是提振业绩最行之有效的手段之一。继 2018 年大范围提价之后，2020 年青啤提出继续落实提价常态化，尽管提价短期受到疫情因素的扰动，但随着宏观环境趋稳，我们依旧看好各大酒企在各自基地市场通过直接提价的方式实现 ASP 的提升。（以青岛啤酒 2018 年年报数据为基准，在其他条件不变的情况下，吨价每提升 1 个 pct，毛利率将提升约 0.60 个 pct）。

表 3：吨价变动对于整体毛利率的敏感性分析（以青岛啤酒 2018 年年报数据为基准）

	0.5%	1%	1.5%	2%	2.5%	3%
吨价变动对于毛利率变动的敏感性分析						
毛利率变动	0.30%	0.69%	0.89%	1.18%	1.47%	1.76%

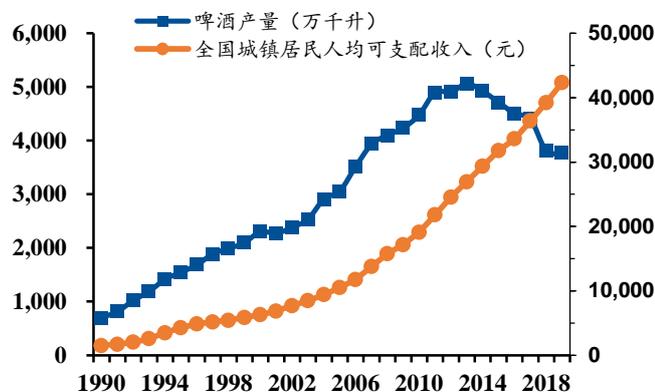
资料来源：青岛啤酒公司公告，民生证券研究院

(2) 产品结构升级：天时地利人和皆具，啤酒高端化进程愈演愈烈

天时：产量见顶叠加成本持续上行，价格战难以为继

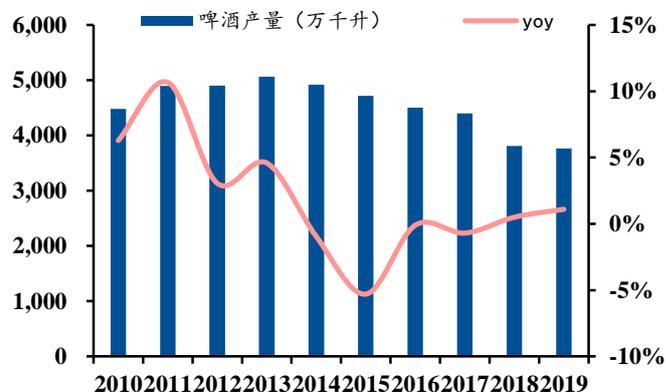
受累于 14 年起行业销量见顶回落叠加 16 年下半年起包材成本显著提升，厂商利润受严重侵蚀，此前为获取市场份额而采取的低价策略难以为继。因此，客观条件的改变促使厂商淡化对量增的诉求，采取包括推动产品中高端化升级、优化产能等措施提升盈利能力。

图 21: 啤酒产量与收入正相关关系消失 (收入在右轴)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 22: 需求端的变化导致啤酒产量于 14 年见顶回落



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

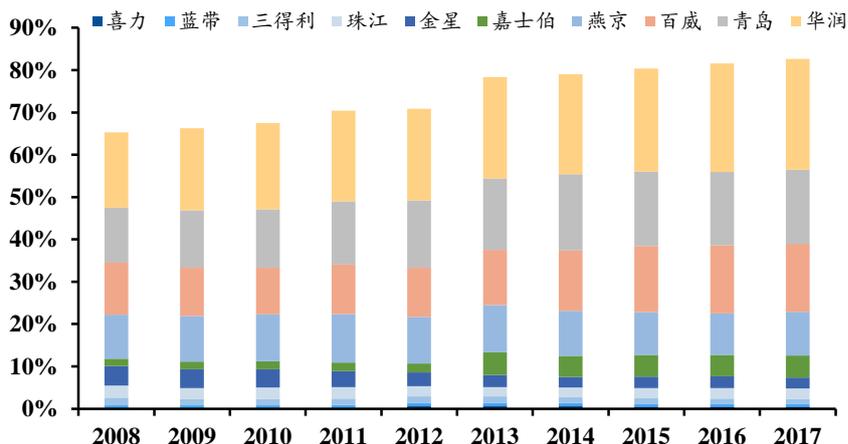
人和: 消费升级大背景下, 产品结构升级乃大势所趋

随着城镇化水平及居民人均可支配收入逐渐提升, 消费升级趋势越演越烈, 消费者对啤酒的口感及包装等因素愈加重视, 原先口感寡淡、包装粗糙的低端啤酒已经难以满足消费者的需求。因此在消费升级大背景下, 啤酒产品结构升级乃大势所趋。

地利: 行业竞争趋缓致使ASP提升之路顺畅

前期行业的下滑加剧了行业洗牌, 部分小企业难以熬过冰冻期, CR5 整体优势更为明显, 整体市场份额进一步集中, 行业竞争程度边际放缓。在此背景下, 预计各大厂商重打价格战的概率不大, 因此 ASP 提升之路较为顺畅。

图 23: 市场份额逐渐向头部聚集



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

表 4: 啤酒厂商不断推进产品中高端化升级

厂商名	公司战略
华润啤酒	未来 10 年的目标是向高档进军, 实现有质量的增长。目前华润不仅仅自己推出了 SuperX、匠心营造、马尔斯绿等高档产品, 同时也不断考察国外品牌, 不排除未来引入海外高端品牌的可能 (2018.11 收购喜力中国工厂)
百威英博	国内定位最高端啤酒, 不断引入其海外高端品牌

青岛啤酒	在国内啤酒中定位偏中高档，加速高端啤酒战略推进
燕京啤酒	推出了为年轻消费者量身打造的新产品燕京帝道。打造普通酒以清爽为代表、中档酒以鲜啤为代表、高档酒以纯生为代表、个性化产品以原浆白啤为代表丰富且清晰的产品线。
重庆啤酒	在嘉士伯入主之后开始引入嘉士伯高端品牌（授权在重庆/湖南/四川销售），加快产品升级的进度

资料来源：华润啤酒、百威英博、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒公司公告，民生证券研究院

(3) 大麦价格及主要包材价格今年总体宽松，但预计大麦成本2021年起将走高

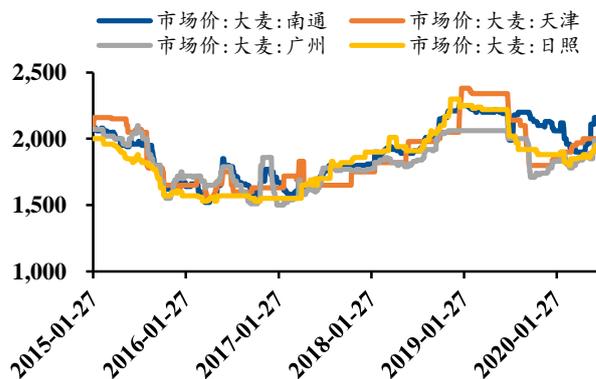
a.大麦价格方面：从19年8月份开始，啤麦的进口价格同比开始回落，同时国内主要产区大麦价格亦开始下滑，这主要得益于19年全球大麦为丰产年；**展望2020-2021年：**随着厄尔尼诺效应的褪去，明年澳洲主产区极端干旱气候发生的概率将会降低，因此啤麦总供给大概率稳中有升，在总需求大致稳定的背景下，我们判断明年全球啤麦的价格大概率以稳为主。但今年5月19日，中国对澳大利亚进口大麦征收80.5%反倾销及反补贴税正式生效。中国进口啤麦以澳麦为主，对澳麦加征反倾销及反补贴税将在一定程度上抬升国内厂商成本。不过，由于中国对澳麦的调查自18年底已开始，国内厂商均已着手丰富大麦进口源以及提前锁价，预计2020年大麦价格将总体处于稳定，但预计2021年继续加大其他国家大麦进口后成本将有所抬升，不过这也将进一步利好行业竞争的趋缓以及产品结构提升的速度。

图 24：19 年 8 月起进口大麦价格同比回落（元/吨）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图 25：19 年 7 月起国内大麦价格出现回落（元/吨）



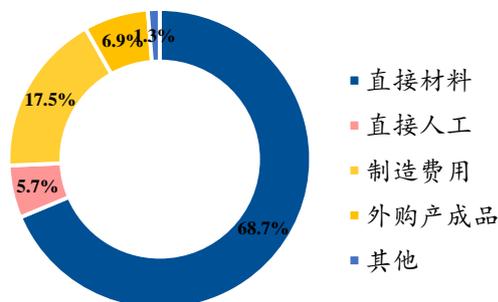
资料来源：wind，民生证券研究院

b.包材成本方面：

1.瓦楞纸及铝锭：18年下半年以来宏观经济增速边际放缓，环保“一刀切”被禁止致使上游原材料供给端有所宽松，瓦楞纸及铝锭等包材价格增速大幅趋缓，我们预计20年来自瓦楞纸及铝锭的成本压力仍将持续减轻；

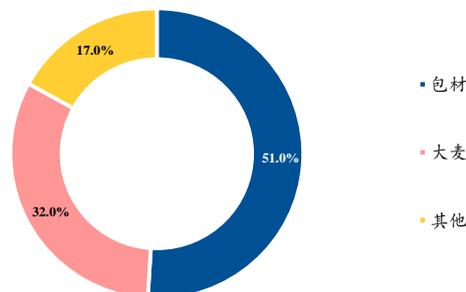
2.玻璃瓶：受累于环保政策以及日用玻璃准入门槛趋严的影响，行业总供给逐渐减少，在下游需求端需求逐渐加大的背景下，18年起玻璃瓶价格逐渐提升，19年涨幅维持在高个位数的水平。展望未来，考虑到各家企业可以通过加强回收率、提升罐化率等方式冲销玻璃瓶价格上涨的风险，我们判断2020年玻璃瓶价格影响将可以被有效对冲。总体而言，考虑到大麦价格及主要包材价格均冲高回落，我们判断2020年啤酒行业整体成本压力将边际趋缓。

图 26: 青岛啤酒成本构成 (2019 年年报)



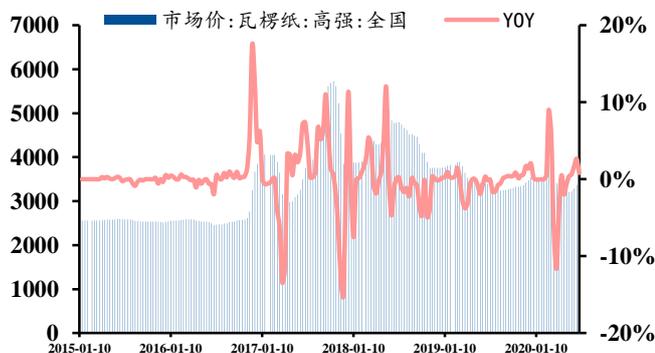
资料来源: 青岛啤酒公司公告, 民生证券研究院

图 27: 青岛啤酒包材在直接材料中占比过半



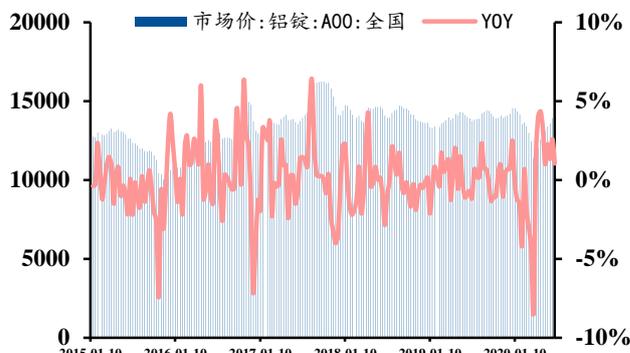
资料来源: 青岛啤酒公司公告, 民生证券研究院

图 28: 瓦楞纸价格表现平稳 (元/吨)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 29: 铝锭价格总体表现疲软 (元/吨)



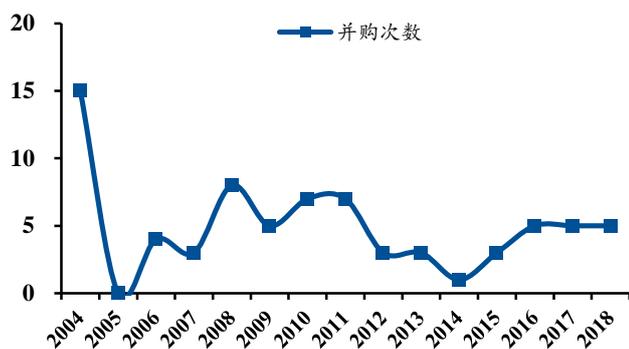
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

综上, 提价配合产品结构升级叠加成本压力放缓将对毛利率水平提升积极作用。

2、产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低

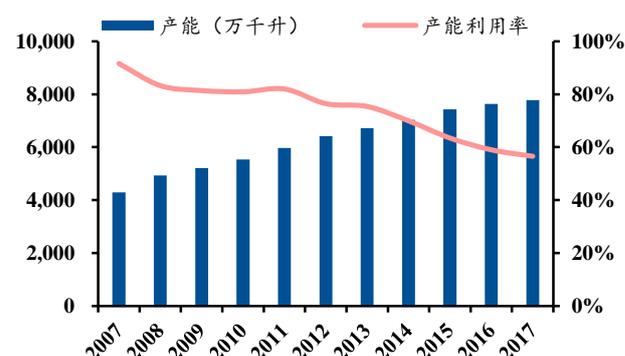
相较于拥有本土根深蒂固饮酒文化的白酒, 啤酒企业在初期相较利润更为重视市场份额, 同时因啤酒附加值较低、运输成本较高, 因此并购中小啤酒厂商成为有效的控制成本和抢占地市场的方法, 行业内并购不断。在产量见顶的背景下, 由并购引起的行业产能过剩问题愈加严重, 对啤酒企业的盈利能力产生了显著的负面影响。

图 30: 行业并购事件此起彼伏



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 31: 行业产能利用率逐年下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

在此情形下，优化产能成为厂商提质增效的重要途径。改革先行的重庆啤酒在 15-17 年间合计关闭了 10 间工厂；华润啤酒继 18 年关闭了 13 间啤酒厂之后今年上半年又关闭一家工厂，青岛啤酒在 19 年 9 月份提到将在未来 3-5 年关闭整合 10 家左右工厂。尽管关厂短期内会导致资产减值损失及员工安置费用（管理费用）增加，但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比的减少+通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低。

表 5：2015 年起各大巨头关厂动作不断

时间	华润啤酒	百威英博	重庆啤酒	青岛啤酒
2015	关停 3 家	/	关停 3 家 关闭黔江分公司	/
2016	关停 2 家	关停 2 家	关闭六盘水分公司 关闭安徽亳州公司 转让宁波大梁山	/
2017	关停 7 家	关停 6 家	转让重庆啤酒安徽九华山有限公司股权及债权 转让重庆啤酒安徽亳州有限公司股权及债权 转让甘肃金山啤酒有限公司股权和债权	在部分省份关闭了部分生产线
2018	关停 13 家	/	/	关停 2 家
2019	关停 7 家	/	/	关停 1 家

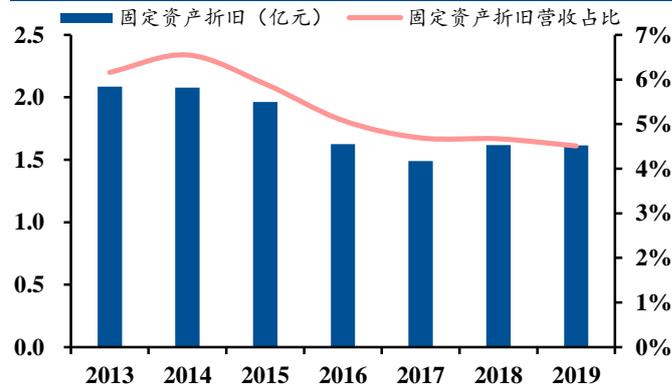
资料来源：华润啤酒、百威英博、重庆啤酒、青岛啤酒公司公告，中国啤酒网，民生证券研究院

图 32：关厂短期内造成重啤资产减值损失的显著增加



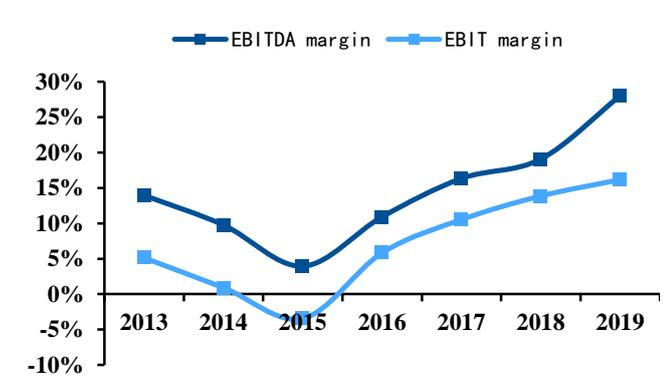
资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：受益于关厂，重啤固定资产折旧营收占比逐年下降



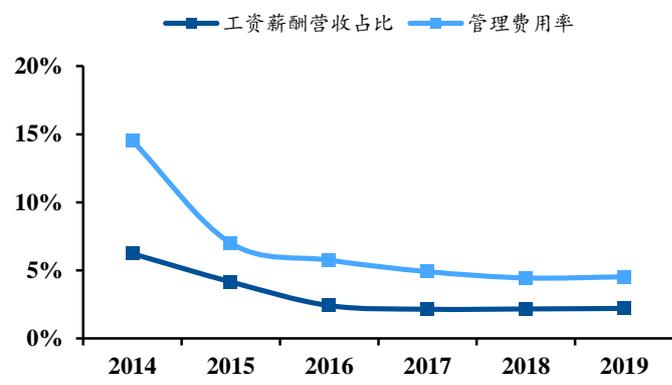
资料来源：wind，民生证券研究院

图 34：重啤息税前利润率提升幅度高于 EBITDA margin



资料来源：wind，民生证券研究院

图 35：关厂使重啤工资薪酬营收降低促进管理费用率下降

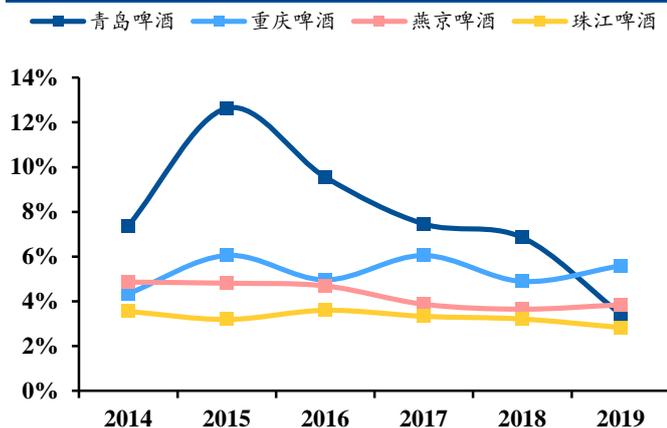


资料来源：wind，民生证券研究院

除了出厂价提升缓慢之外，啤酒企业间价格战的另一显著的表现形式是厂商以促销的形式向渠道让利，因此啤酒行业的销售费用率一直居高不下。尽管今年因疫情影响可能会

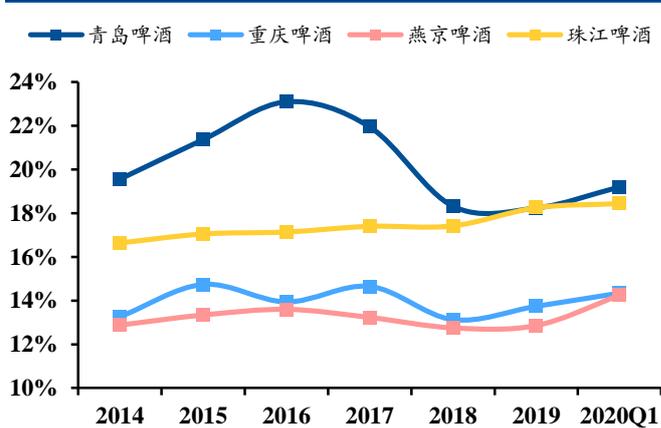
导致行业竞争暂时趋严，但是在各大厂商核心诉求未改变的背景下偃旗息鼓依旧是长期大趋势，因此我们看好各大啤酒企业的广告/促销费用边际下降进而促进销售费用率的下降。预计随着厂商逐步加大对于盈利的诉求，叠加吨价提升带来分母（收入规模）的增加，销售费用率将会稳中趋降。

图 36：主要厂商广告+促销费用率 17 年起逐渐下降



资料来源：wind，民生证券研究院(注：青啤 18 年数据为调整后数据)

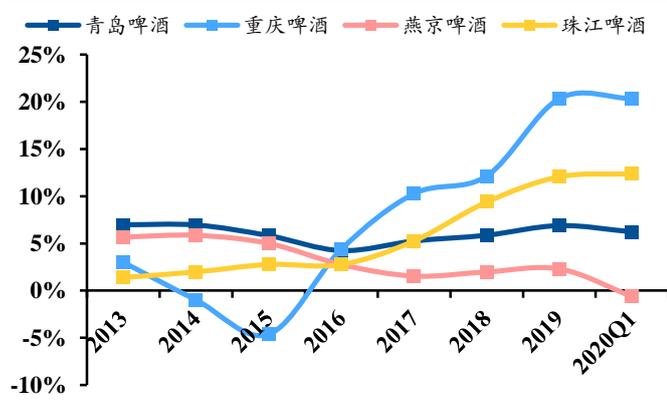
图 37：主要厂商销售费用率 17 年起逐渐下降



资料来源：wind，民生证券研究院(注：青啤 18 年数据为调整后数据)

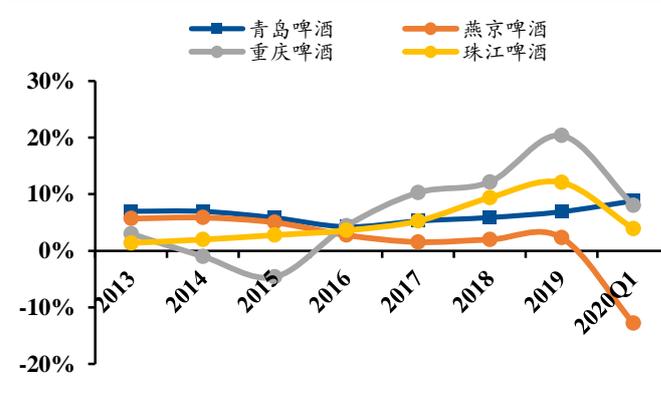
综上所述，在提价+产品结构升级+成本压力缓解+产能优化推进+竞争边际放缓的五因子共同作用下，我们预计长期来看啤酒板块整体盈利能力将继续改善。

图 38：主要厂商净利率逐年提升



资料来源：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒公司公告，民生证券研究院

图 39：主要厂商净利率水平持续修复



资料来源：青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒公司公告，民生证券研究院

(三) 重点覆盖公司

青岛啤酒：积极渠道建设部分对冲疫情影响，长期改善仍可期。短期看：Q1 冲击难以避免，全年看收入损失有望得到部分对冲。尽管 20Q1 受疫情冲击已成既定事实，但是考虑到在疫情影响边际趋缓且销售旺季到来的背景下，公司积极推进线上线下渠道的建设，叠加激进营销策略的推出，配合高端化升级的推进，我们判断公司在今年剩余时间有望部分对冲疫情对于 20Q1 收入端的负面影响，全年看我们认为疫情对于公司 20 年收入端影响相对可控。**长期看：五重利好相互交织，长期看好公司业绩弹性。**产品方面：公司聚焦中高端，致力主品牌“青岛”高端化，看好公司产品结构持续优化带动 ASP 提升；渠道

方面：公司提出深化市场销售网络，提高对终端客户的掌控能力，并不断提升区域市场分销能力，努力弱化大客户对于渠道深度分销的影响，除稳固山东、陕西市场外，拓展部分格局尚未明确的区域；19年以来公司提出了做大山东基地市场、解放沿海和提速沿黄等区域性聚焦战略，落地效果显著；费用方面：17年起公司明确提出优化费用投入，严格管控费用使用、核销及兑付流程，强化市场核查力度，提升了促销费用有效性管理和营销效率，降费效果显著，但与同行业其他企业相比仍有下降空间；产能优化方面：在主要厂商先后走上关厂提效道路之后，公司于18年关闭上海、芜湖两家酒厂，同时在未来3-5年时间内计划关闭整合10家左右工厂。尽管关厂短期内会导致资产减值损失及员工安置费用（管理费用）增加，但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比减少+通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低；激励方面：3月23日，公司发布限制性股权激励计划（草案），此次股权激励计划深度绑定中高层核心人员，业绩核心诉求意图清晰，有望促进内生发展动力的释放。从解锁条件来看：解除限售需要完成ROE、利润及营收占比三大考核指标，其中利润目标最为核心，体现了公司以利润增长的核心诉求。预计20-22年公司实现营业收入为274.80/292.66/307.59亿元，同比-1.8%/6.5%/5.1%；实现归属上市公司净利润为19.21/23.30/27.86亿元，同比+3.7%/21.3%/19.6%，折合EPS为1.42元/1.72/2.06元，对应PE为58/48/40倍。

重庆啤酒：短期疫情冲击难改长期向好趋势。短期：全年看收入损失有望得到部分对冲；长期：资产注入助力重啤提升在西部市场的竞争力。短期看，尽管Q1公司业绩受疫情冲击明显，但在疫情影响边际趋缓且销售旺季到来的背景下，我们判断积极营销策略配合资产注入迎合高端化升级的推进将有助于公司在Q2-4部分对冲Q1疫情对于收入端的影响，因此全年来看疫情对于公司收入端的冲击是相对可控的；长期看，资产注入助力重啤提升在西部市场的竞争力。13年重庆啤酒成为嘉士伯集团成员。根据当时嘉士伯的避免潜在同业竞争承诺，嘉士伯要在2020年12月之前将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒。为了履行嘉士伯的同业竞争有关承诺，2020年3月27日，重啤与嘉士伯签署了《谅解备忘录》，就以资产及/或现金注入方式共同向目标公司重庆嘉酿啤酒有限公司增资的意向进行了初步约定（当前重庆啤酒持有重庆嘉酿啤酒51.42%股权）。根据公告，嘉士伯及/或其关联方初步确定拟注入目标公司的资产包括新疆乌苏啤酒、天目湖啤酒、昆明华狮啤酒、宁夏西夏啤酒及兰州黄河啤酒等共计16家。考虑到部分标的资产为新疆、甘肃、云南及宁夏地区的啤酒龙头，在当地拥有根深蒂固的品牌/产品/渠道优势，预计注资完成之后重庆啤酒有望走出四川、重庆，迈向西北及西南其他区域更广阔的市场，因此公司在中国西部地区市场的竞争力将得到极大提高。由于嘉士伯注入资产的具体财务数据尚不明确，在不考虑这一预期的假设下，预计20-22年公司实现营业收入为35.19亿元/38.46亿元/40.85亿元，同比-1.8%/+9.3%/+6.2%；实现归属上市公司净利润为5.32亿元/6.63亿元/7.59亿元，同比-19.0%/+24.6%/+14.6%，折合EPS为1.10元/1.37元/1.57元，对应PE为66/53/46倍。

燕京啤酒：疫情冲击短期业绩承压，吨价显著提升成亮点。短期疫情影响冲击明显，长期看好高端化升级盈利能力持续改善。短期看，20Q1公司受疫情冲击明显强于行业大

盘，但在疫情影响边际趋缓且销售旺季到来背景下，我们判断积极营销策略叠加 U8 新品推广+高端化升级持续推进将有助于公司在接下来的旺季中部分对冲疫情冲击；**长期看，高端化进程的持续助力盈利能力持续提升。**公司在北京、内蒙古、广西三大优势市场市占率均超 75%，优势市场垄断地位是公司推动产品结构持续升级、盈利能力改善的重要前提。预计 20-22 年公司实现营业收入为 112.62 亿元/119.60 亿元/126.06 亿元，同比 -1.8%/+6.2%/+5.4%；实现归属上市公司净利润为 2.45 亿元/3.08 亿元/3.60 亿元，同比 +6.5%/25.8%/16.9%，折合 EPS 为 0.09 元/0.11 元/0.13 元，对应 PE 为 83/68/58 倍。

珠江啤酒：20Q2 动销快速复苏，旺季业绩充分释放。疫情负面影响消退，20Q2 业绩同比保持增长。2020H1 公司实现归母净利润 2.33~2.75 亿元，同比+10%~+30%；合 2020Q2 单季度实现归母净利润 2.13~2.55 亿元，同比+17%~40%。总体看，疫情对 20Q1 动销影响较大，利润端出现同比 31.06% 的下滑。20Q2 疫情负面影响逐步消退，公司业绩出现强劲复苏，主要原因是：(1) 营销端，公司采取多种措施激活了疫情防控下被压抑的啤酒需求、提振消费热情；(2) 20Q2 下游动销恢复正常，啤酒销量同比正增长，旺季业绩得到充分释放；(3) 生产端强化管理，开展“开源节流，降本增效”专项行动，有效降低成本。**20Q2 主业动销快速恢复正常，旺季充分释放业绩。**4 月份，广东全省企业总体复产率达到 87.3%，复产率达到 98.7%，下游需求恢复叠加渠道补库存，公司啤酒销量快速复苏，同比+10%左右；5 月份，广东省内非堂饮消费已逐步恢复正常，公司借助流通渠道占比较高的优势，充分受益自饮消费的复苏，啤酒销量同比+6%左右；6 月份，广东省内堂饮消费基本恢复正常，公司动销全面恢复至往年正常水平，啤酒销量同比+2.4%。总体看，Q2 作为啤酒消费旺季，公司动销基本不受疫情负面影响，业绩得到充分释放，全年业绩增长可期。**产品高端化持续推进，盈利能力稳步提高。**分产品看，20Q2 公司 0 度产品的换装工作已在东莞市场基本完成，新包装市场接受度较高，动销良好，预计未来将陆续推广到广州、佛山等珠三角核心市场。20Q2 公司纯生产品及易拉罐产品增速高于总量增幅，由于上述产品单价较高，预计公司收入端增速将快于销量增速。纯生及易拉罐产品的高毛利率将有助于引领产品结构高端化，并持续增厚公司整体业绩。预计 20-22 年公司实现收入 44.18/46.46/48.83 亿元，同比+4.1%/+5.2%/+5.1%；预计 20-22 年公司归母净利润为 5.72/6.08/6.57 亿元，同比+14.9%/+6.3%/+8.0%，按照最新股本对应 EPS 为 0.26/0.27/0.30 元，目前股价对应 PE 为 44/42/38 倍。

四、乳制品：两强竞争烈度有望趋缓，板块业绩边际改善

（一）两强竞争烈度有望趋缓，下半年业绩将现边际改善

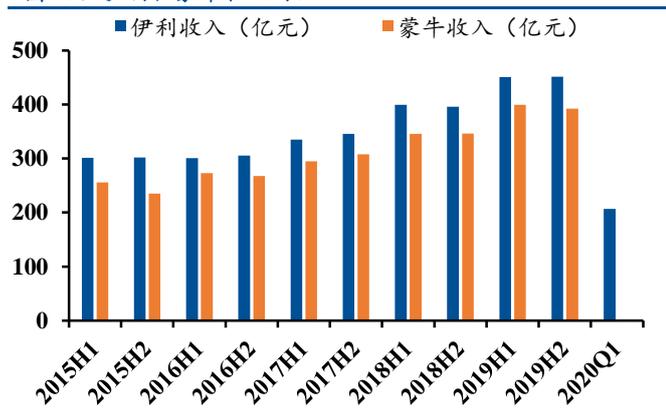
1. 两强竞争或将在今年达到高峰，后疫情时代竞争烈度有望趋缓

2016~2019年，蒙牛主动加大了对伊利的追赶力度，两强竞争逐渐升温。2016H1，伊利/蒙牛营收规模分别为300.87/273.10亿元，同比增速分别为+6.65%/-0.21%，蒙牛营收规模约为伊利的90.77%，二者规模差距有所缩小，此时的态势是蒙牛主动追赶，伊利被动应战。此后，伊利开始加大资源投入，两强竞争逐步升温，2017H1~2019H1，两强收入端均保持两位数增长，增速持平，蒙牛营收规模维持在伊利的87%左右。2019H2，伊利/蒙牛营收增速分别为+13.99%/+13.31%，增速环比略有下滑，竞争出现趋缓的态势。

2020Q1疫情背景下，行业经营整体承压，竞争短期升温。在疫情的直接冲击下，2~3月全国普遍处于停工状态，乳制品线下动销下滑明显，1~3月份全国乳制品产量同比出现9.42%的下滑。受此影响，2020Q1伊利实现营收206.53亿元，同比-10.71%，预计蒙牛收入端下滑也在两位数。因此，一方面为消化渠道库存，另一方面为追赶疫情拖延的销售进度，今年上半年来看竞争有短期升温的态势。

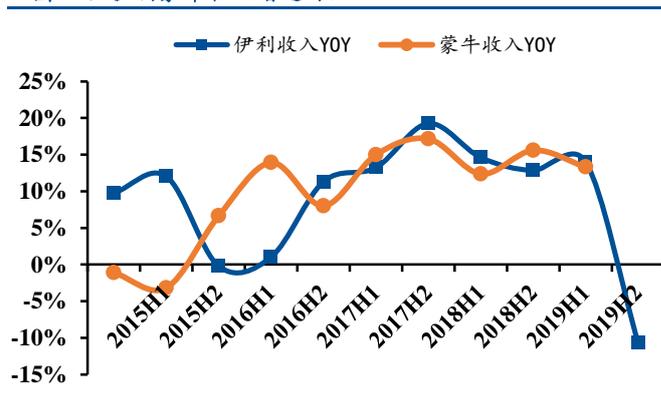
后疫情时代，两强对位竞争或局部竞争持续加剧。从渠道跟踪看，目前伊利渠道战略有所变化，已不强求在终端与蒙牛针对高端产品线展开价格战，并有逐步向母品牌进行费用倾斜的迹象，追求疫情影响下营收端的稳定是主要诉求。一方面母品牌过去投入资源相对少、费效比高但综合毛利率及净利率低，但目前追赶销售进度是核心任务；另一方面，疫情对高端消费及送礼需求形成较大冲击，高端产品需求减弱，转移至母品牌也是大势所需。因此后疫情时代，局部竞争加剧将不可避免。

图 40：伊利、蒙牛收入对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 41：伊利蒙牛收入增速对比



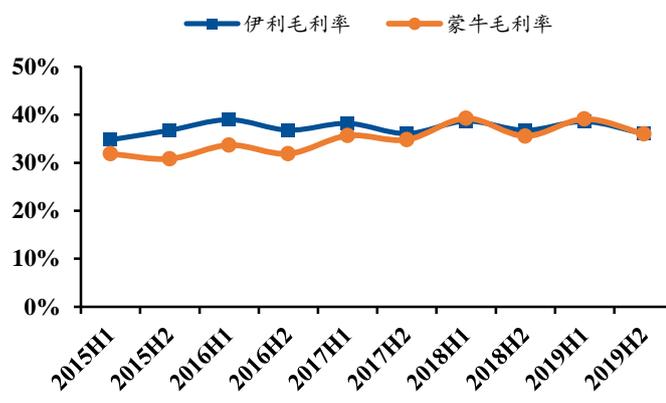
资料来源：Wind，民生证券研究院

但从两强竞争格局角度分析，我们认为在当前两强相争格局中，蒙牛受制于：（1）出售君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力下降；（2）19年开始公司毛利率开始逐渐走平，改革红利周期进入尾声，持续费用加大将意味着未来利润率出现向下的拐点；（3）费用投放难以聚焦，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；（4）

渠道下沉能力有限，难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额。尽管蒙牛短期仍以收入导向为核心战略以阻击伊利，但从自身企业发展周期来讲，其改革红利释放周期基本接近尾声，后续两强若持续强竞争将是两败俱伤，因此从未来 2-3 年周期维度来看，未来行业竞争将逐渐趋缓将是大概率事件。

蒙牛改革红利基本释放完毕，毛利率水平已完成对伊利的追赶，两强毛利率趋同，对位竞争有望趋缓。2016 年，蒙牛卢总上任开启改革后，蒙牛毛利率实现较大突破。2015H2 蒙牛整体毛利率与伊利差距最大时落后 5.93 个百分点，此后通过强化单品短板、加强渠道与品牌建设，有效提升了公司产品的整体竞争力，毛利率也得到质的提升。2018H1，蒙牛整体毛利率水平反超伊利 0.55 个百分点，此后两强毛利率水平趋同，差距在 1 个百分点之内。目前双方毛利率水平极为接近，此轮蒙牛改革红利已得到充分释放，两强竞争逐步进入稳态，为中期竞争边际趋缓有效地奠定了基础。

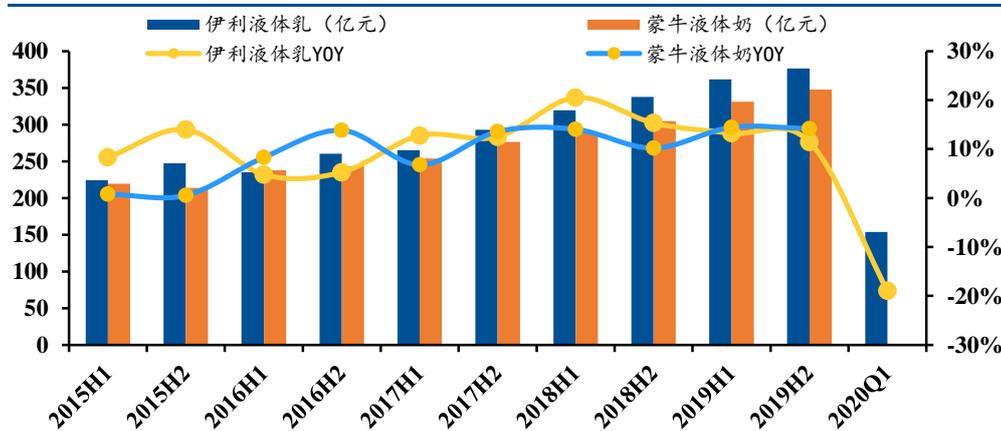
图 42：伊利、蒙牛收入对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

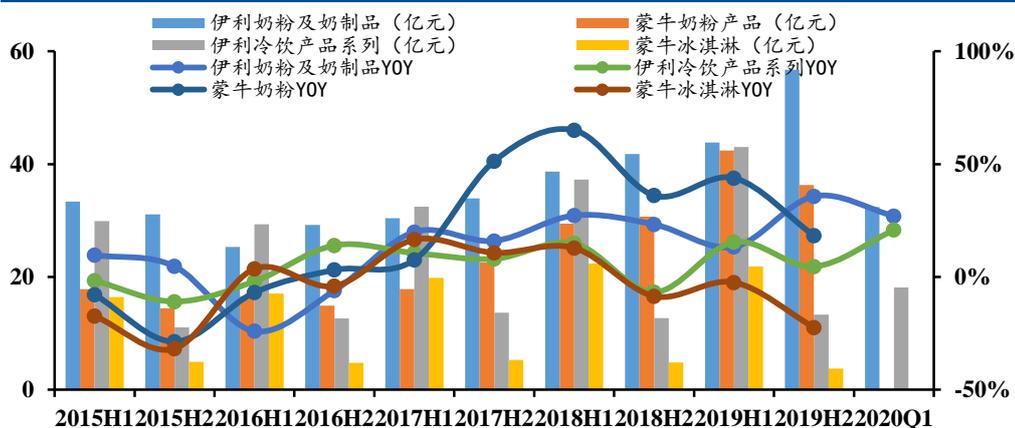
蒙牛低温及奶粉业务对伊利的牵制能力出现一定下滑。2017H2~2019H1 蒙牛奶粉业务增速明显高于伊利，19H1 实现 42.38 亿元营收规模，与伊利奶粉业务 43.84 亿元规模为接近。2019 年，公司出售君乐宝股权，预计君乐宝将在 19Q4 出表。君乐宝的低温及奶粉业务出表后，19H2 蒙牛奶粉业务增速出现大幅下滑，对伊利的牵制作用明显下降。

图 43：伊利、蒙牛液态奶收入对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 44: 伊利、蒙牛液态奶收入对比



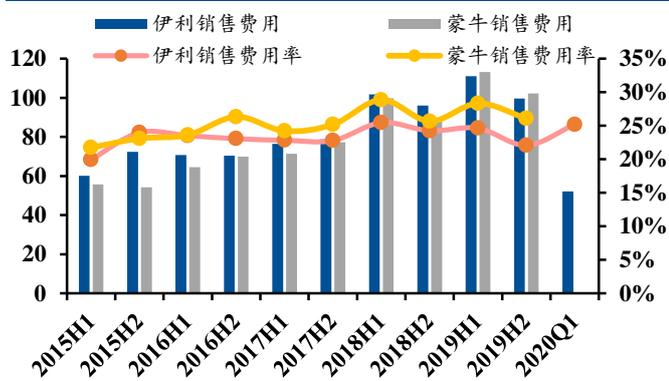
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2. 费用端: 蒙牛费用驱动收入倾向明显, 伊利策略稳健, 两强未来费用投放趋向保守

蒙牛销售费用率长期高于伊利, 费用驱动特征明显, 20 年两强利润承压明显, 对费用投放的控制将有效压低竞争烈度。2016 年以来, 蒙牛销售费用率平均高于伊利 2.4 个百分点左右, 以费用投放驱动收入增长的特征较为明显。19H2, 伊利、蒙牛销售费用率环比下滑, 两强竞争趋缓。20Q1 伊利受收入端下滑、加大促销力度保动销等因素影响, 销售费用率大幅上升, 预计未来三个季度, 公司在确保收入同时控费倾向将越来越明显, 两强再燃战火的可能性比较低。

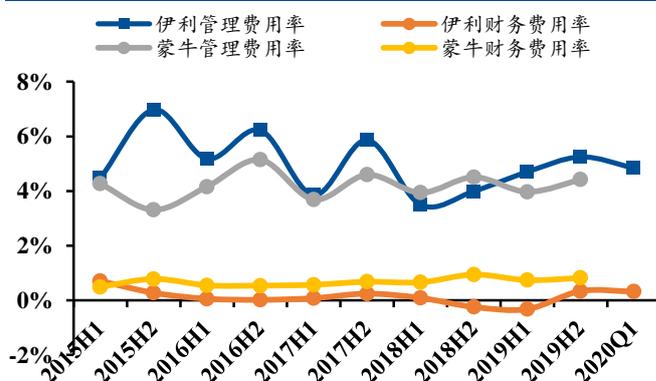
20Q1 伊利管理费用率及财务费用率下滑明显, 控费倾向较为明确。2018 年以来, 两强管理费用率及财务费用率差别不大。20Q1 疫情发生以来, 伊利的管理及财务费用率均出现下滑, 在利润端承压的背景下, 控费倾向极为明显。预计蒙牛在管理费用及财务费用上的策略与伊利一致, 今年营收承压的背景下, 控费倾向明显。

图 45: 伊利、蒙牛销售费用率对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 46: 伊利蒙牛管理及财务费用率对比



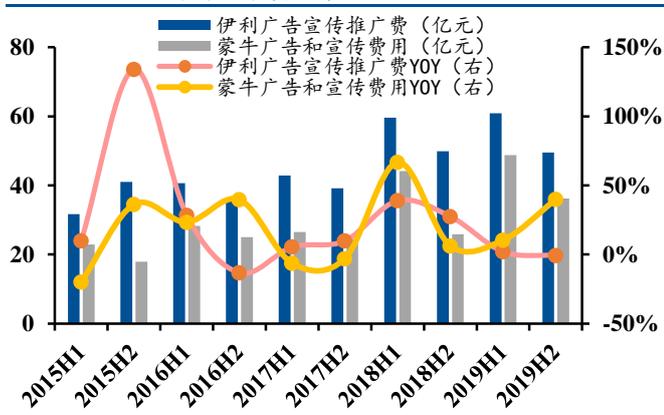
资料来源: Wind, 民生证券研究院

从广告宣传费的总体投入看, 蒙牛的绝对支出仍低于伊利, 但是广告费增速高于伊利。2016 年以来, 蒙牛广告费的增速水平高于伊利, 显示更为激进的投放策略, 伊利的广告投放策略则偏稳健。

从空中费用投放看，2020Q1 蒙牛电视广告投放量一改 2019Q4 的同比下滑趋势，同比出现上升；伊利广告投放量同比出现下滑态势。从电视广告（硬广）时长角度看，2020Q1 蒙牛电视广告投放总时长/总次数均同比大幅上升；伊利电视广告投放总时长/总次数同比下滑。总体判断，2020Q1 伊利的硬广投放更加追求投放效率；蒙牛加大对伊利的追赶力度，大幅提高电视广告投放强度，不过未来在总体控费的趋势下，两强的电视广告播放时长的竞争仍将趋于缓和。

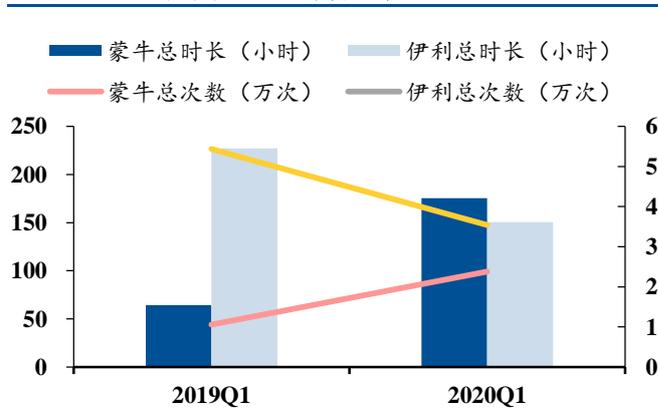
从节目冠名赞助（软广）角度看，2020Q1 两强节目赞助量与去年同期差异不大。伊利赞助《天赐的声音》和《漫游记》；蒙牛赞助《青春有你 2》，两强赞助节目数量去 2019Q1 差异不大。2020Q1 蒙牛赞助节目数量小于伊利且赞助对象为网络节目。

图 47：伊利、蒙牛销售费用率对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

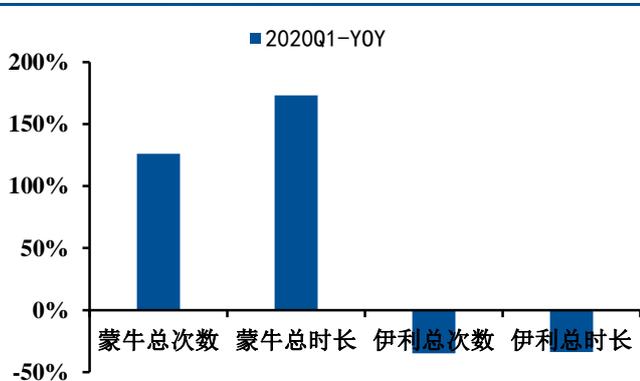
图 48：伊利蒙牛管理及财务费用率对比（次数在右轴）



资料来源：CTR，民生证券研究院

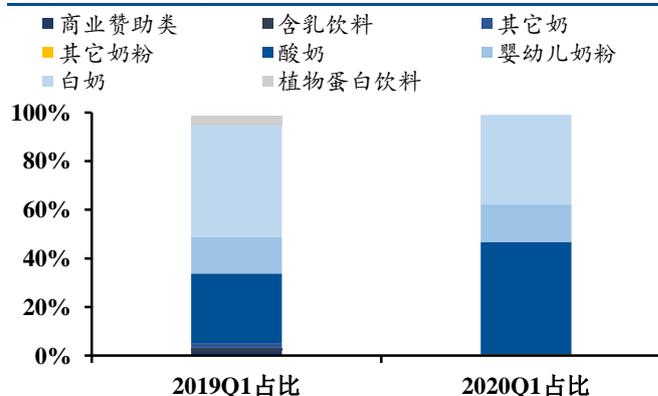
从广告投放的核心品类看，2020Q1 伊利投放的重点品种是白奶和酸奶。两者合计占据广告投入的 83.06%，仍然处于绝对核心地位。蒙牛投放重点同样是白奶和酸奶，仍与伊利保持对位竞争。蒙牛 2020Q1 的电视广告投入整体大幅提高。具体品类上，商业赞助、白奶、酸奶的广告投放力度均出现大幅上升，此策略与伊利的核心品类选择基本吻合，显示两强的策略趋同度高。

图 49：伊利、蒙牛销售费用率对比



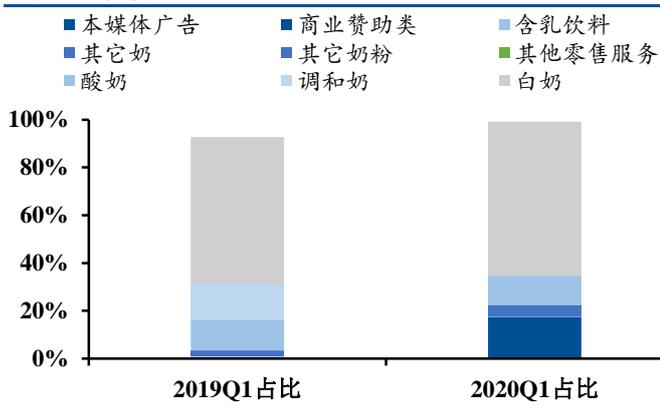
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 50：伊利主要投放品类



资料来源：CTR，民生证券研究院

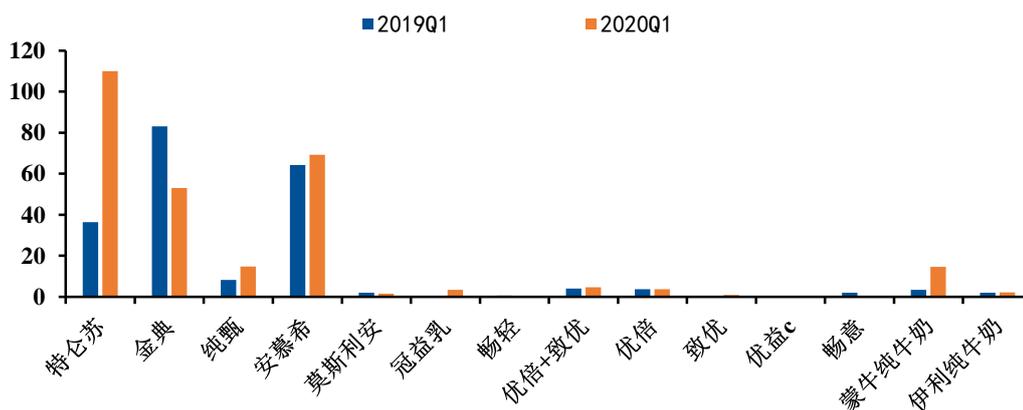
图 51: 蒙牛广告投放品类



资料来源: CTR, 民生证券研究院

从核心单品广告投放看, 2020Q1 金典、安慕希是伊利投放的核心品种, 同时基础白奶占比有所提高。2020Q1, 金典+安慕希组合的广告投入时长占比超过 90%, 核心地位稳固。在严控费用的背景下, 安慕希的核心地位更加突出, 伊利将更多资源用来巩固其核心地位。值得注意的是, 基础白奶保持了+7.43%的增速, 母品牌产品的投入或将在今年得到一定程度的加强。蒙牛的核心单品是特仑苏、纯甄、基础白奶。蒙牛电视广告大单品选择上仍坚持特仑苏的核心地位, 并同步加强了基础白奶的投放。在疫情的大背景下, 伊利、蒙牛选择在严守高端核心单品的同时, 加大基础白奶广告投放的策略。上述策略选择显示在高端产品增长受疫情影响较大的同时, 两强均寄希望于低端产品对整体业绩的拉动作用。

图 52: 伊利、蒙牛液态奶收入对比



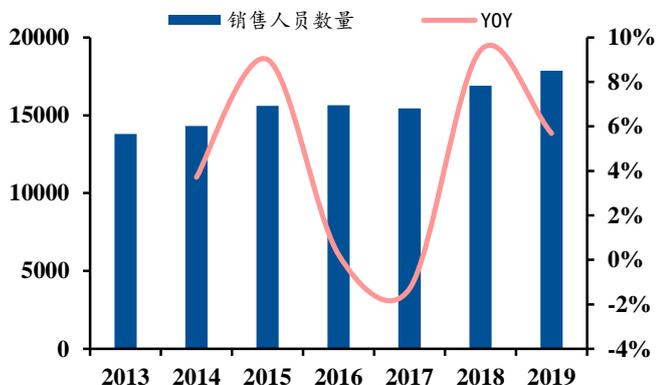
资料来源: CTR, 民生证券研究院

4. 渠道下沉: 伊利将利用渠道下沉优势, 小幅增加对母品牌的支持

伊利销售人员及线下网点均有数量优势, 在保收入的大背景下, 预计将利用低线城市及农村渠道小幅增加对母品牌的支持。2019 年, 伊利拥有销售人员数量 17854 人, 规模行业领先。从渠道分布看, 线下液态奶终端网点有 191 万家, 乡镇村网点有 103.9 万家。伊利拥有行业领先的渠道深度, 在收入导向的策略下, 利用渠道下沉的优势, 小幅增加对

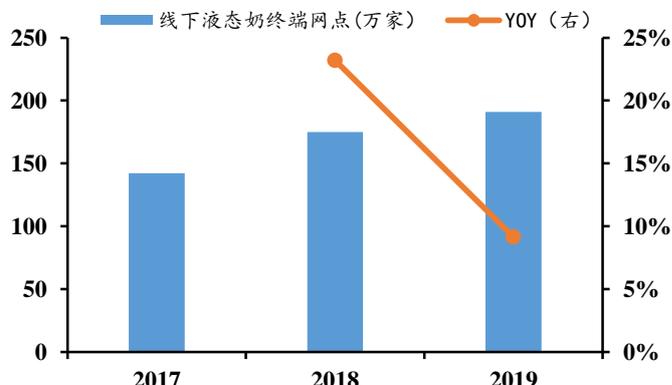
母品牌的支持,利用低端产品对收入的拉动作用,将起到较为积极的作用。从渠道调研看,20Q1,伊利小幅增加对母品牌的费用倾斜,预计该趋势将贯穿20年全年。

图 53: 伊利销售人员 (人)



资料来源: CTR, 民生证券研究院

图 54: 伊利线下液态奶网点数量



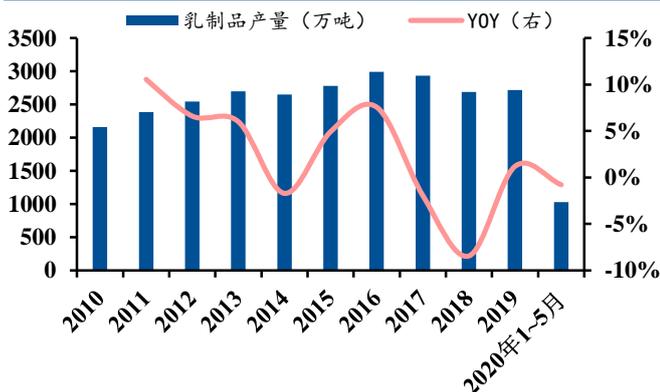
资料来源: CTR, 民生证券研究院

(二) 原奶价格拐点或提前到来, 中长期利好乳企成本端

1. 今年以来乳企产量正逐月恢复, 原奶需求总体不旺

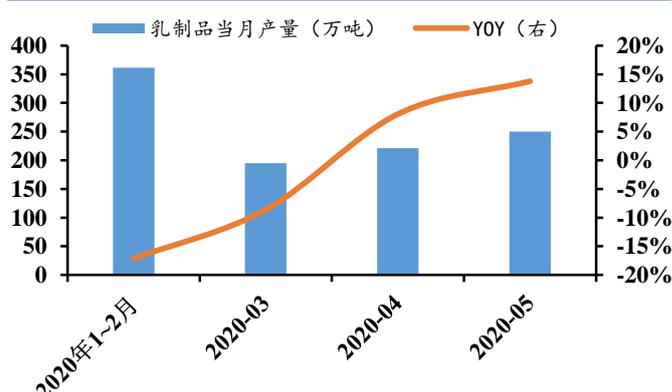
2020年乳企产量预计将保持低位增长,对原奶需求总体不旺。2020年1~3月乳制品产量为573.8万吨,同比-9.42%;4月全国乳制品产量为221.4万吨,同比+8.05%;5月乳制品产量为250.1万吨,同比+13.79%。1~5月,乳制品产量1045.3万吨,同比-1.22%。总体看,Q1乳制品行业受疫情影响较为明显,产量同比下滑,4、5月出现恢复性增长,预计2020全年乳制品产量将保持低位增长,对上游原奶需求总体不旺。

图 55: 乳制品产量



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 56: 乳制品当月产量



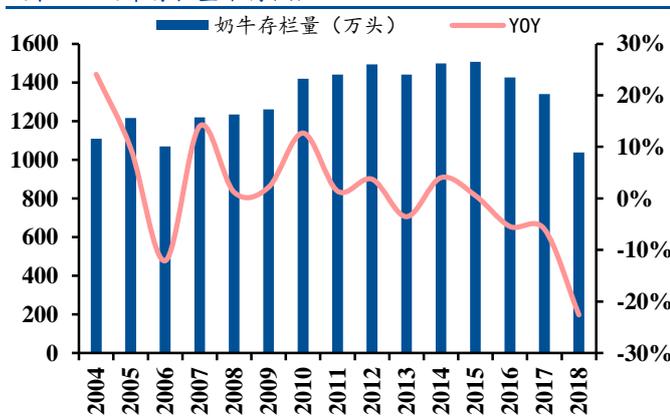
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2. 原奶供给有望改善, 奶价拐点或将较预期提前

2019年原奶产量小幅回升,2020年供给有望继续改善。过去几年受生鲜乳价格低迷、小型牧场持续推出、大型牧场补栏不积极、环保核查加强等因素影响,我国奶牛存栏量自从2015年的1507万头下降至2018年的1037万头,产能处于低位。2019年我国生鲜乳产量为3201万吨,同比+4.12%,增速较2018年提高2.93个百分点,供给出现明显拐点,

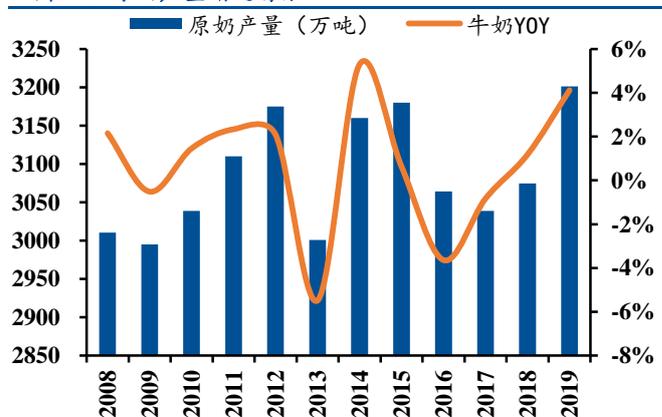
预计 2020 年原奶供应紧张局面将得到有效缓解。

图 57: 奶牛存栏量维持低位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

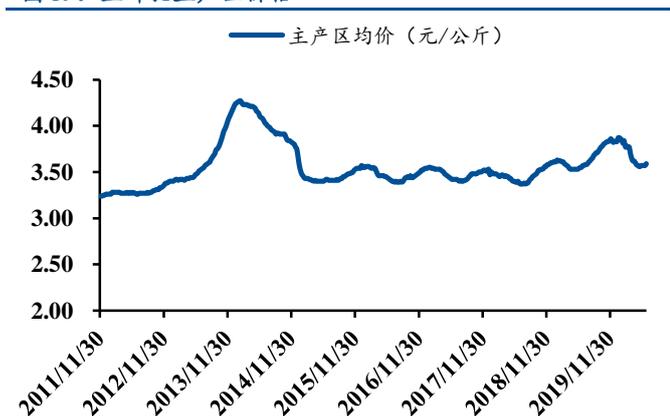
图 58: 原奶产量增速有限



资料来源: Wind, 民生证券研究院

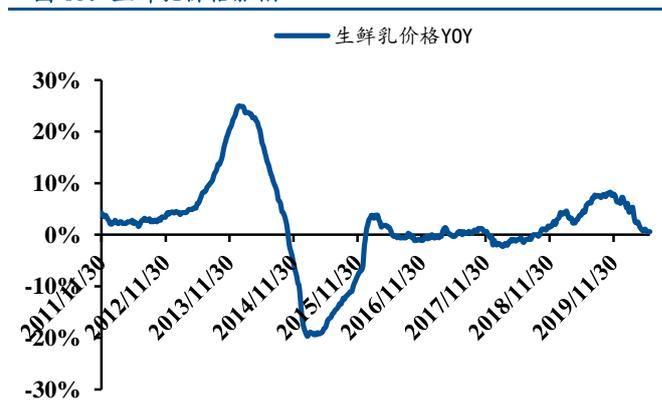
从生鲜乳价格看，受下游产量不振影响，今年生鲜乳价格下滑明显，价格周期性拐点或将提前到来。我们在 2020 年度策略中提到“从价格周期的历史经验看，国内原奶价格上行趋势明确，预计将至少维持至 2021 年”的观点时尚无新冠疫情的冲击。今年上半年受疫情影响，乳制品产量同比下滑，生鲜乳需求不旺，主产区价格出现明显下行。2020 年 6 月生鲜乳主产区均价维持在 3.6 元/公斤以下，较年初 3.8 元/公斤左右价格明显下滑。疫情期间各大头部乳企均按合同收购生鲜乳，但普遍采用喷粉的形式进行保存，目前原料库存仍然充足。结合原奶价格 4 年左右的轮回周期，预计本轮原奶价格上行趋势将提前结束，未来 1~2 年，原奶价格有望维持在较低位置，从而利好乳企成本端。

图 59: 生鲜乳主产区价格



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 60: 生鲜乳价格涨幅

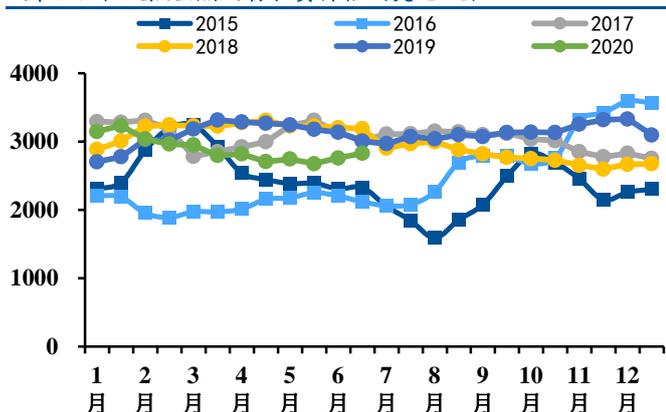


资料来源: Wind, 民生证券研究院

3. 大包粉拍卖价及国外主产区的原奶收购价均出现下行趋势，对国内原奶价格抑制作用明显

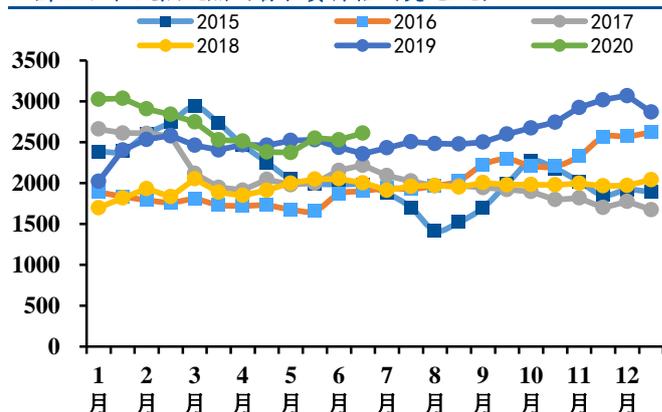
2020 年大包粉拍卖价及国外主产区原奶收购价格均出现下行趋势，抑制国内奶价上行。进口国内乳企原料需求与国内生鲜乳供给间的缺口主要依靠进口鲜奶、奶粉等方式补充。2020 年以来，恒天然全脂奶粉及脱脂奶粉拍卖价格逐月下行，其中全脂奶粉环比、同比均出现下滑；脱脂奶粉同比持平，环比下滑明显。大包粉拍卖价格下行对国内原奶价格上行起到明显的抑制作用。

图 61: 恒天然全脂奶粉拍卖价格 (美元/吨)



资料来源: GDT, 民生证券研究院

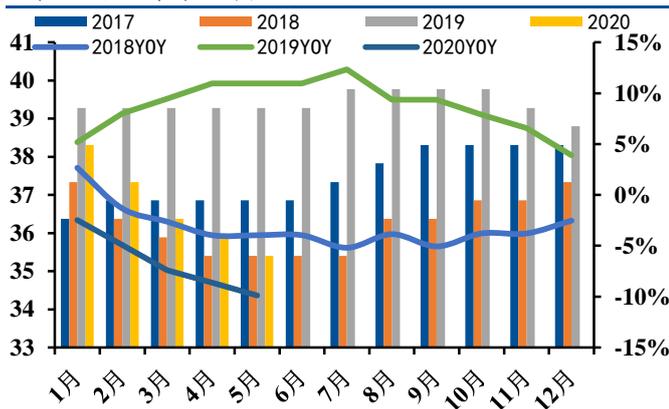
图 62: 恒天然脱脂奶粉拍卖价格 (美元/吨)



资料来源: GDT, 民生证券研究院

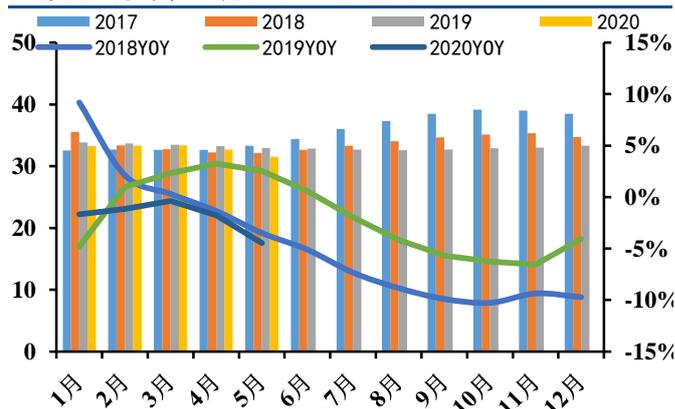
今年以来, 国外主要牛奶产地的原奶收购价格逐月下行, 利好国外乳企成本端。2020 年以来伦巴第、德国、美国、新西兰原奶收购价环比逐月下滑, 国外原奶价格有望全年维持在较低位置, 对国内原奶价格也将起到抑制作用。

图 63: 伦巴第原奶价格 (欧元/100KG)



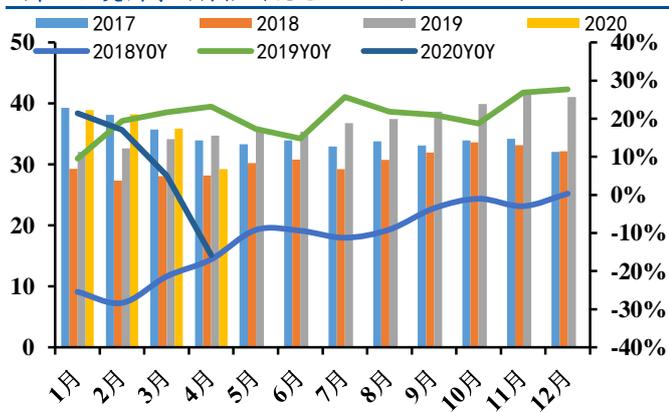
资料来源: CLAL, 民生证券研究院

图 64: 德国原奶价格 (欧元/100KG)



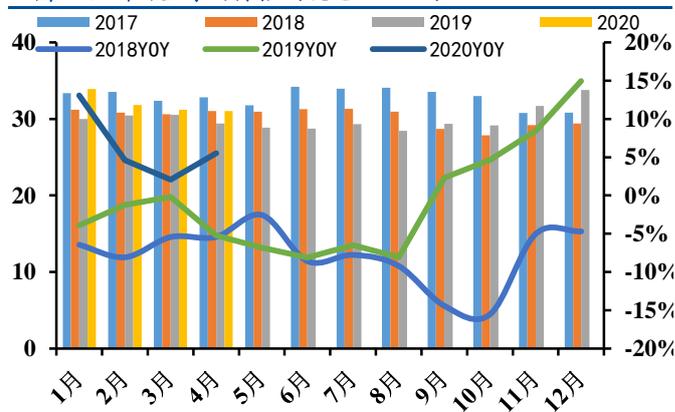
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 65: 美国原奶价格 (欧元/100KG)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 66: 新西兰原奶价格 (欧元/100KG)



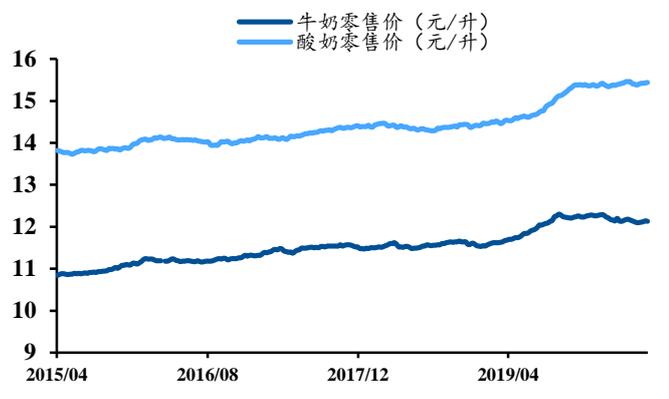
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 产品升级持续推进, 地方强势乳企有望受益低温品类

1. 产品结构升级趋势持续, 行业长期维持稳定增长

乳制品结构升级带来零售价格的持续提升。牛奶、酸奶的平均零售价格持续提升，目前牛奶平均零售价已经从 2015 年的 10.84 元/升上升至 2020 年中的 12.13 元/升，涨幅达 11.9%；酸奶零售价格从 2015 年的 13.82 元/升上升至 2020 年中的 15.44 元/升，涨幅达 11.7%。

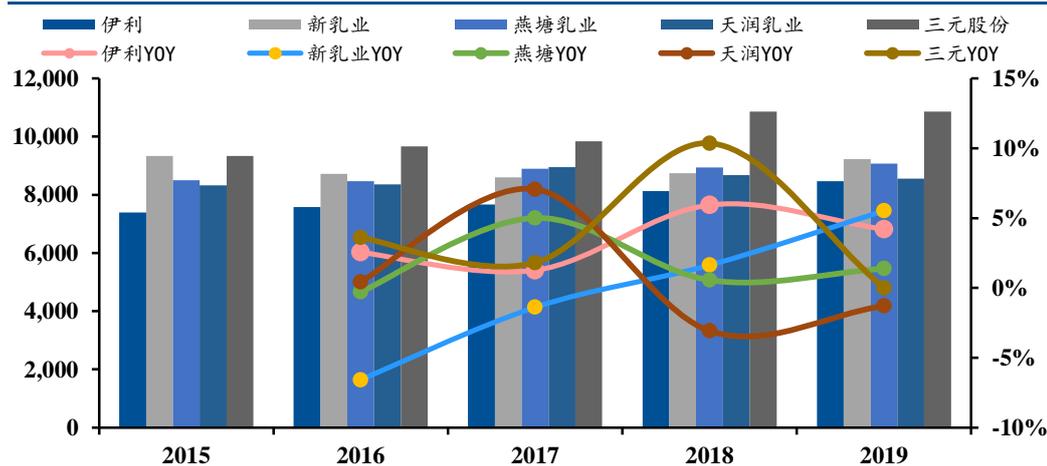
图 67：伊利、蒙牛销售费用率对比



资料来源：CTR，民生证券研究院

头部乳企通过产品结构升级稳步提升出厂均价。从主要乳制品上市公司的出厂均价看，伊利股份、新乳业、燕塘乳业、天润乳业、三元乳业等企业的液态乳出厂均价从 2015 年开始均保持小幅上行的趋势，与头部企业产品结构升级的趋势吻合。以伊利股份为例，2019 年，公司金典、安慕希、畅轻、金领冠、畅意等重点产品全年收入增速有望达到 20% 以上水平，远高于整体营收增速。其中有机产品（包括金典有机、畅轻有机发酵奶等）、新包装产品（PET 包装等）占比持续提升。

图 68：主要上市公司液态乳出厂均价（元/吨）



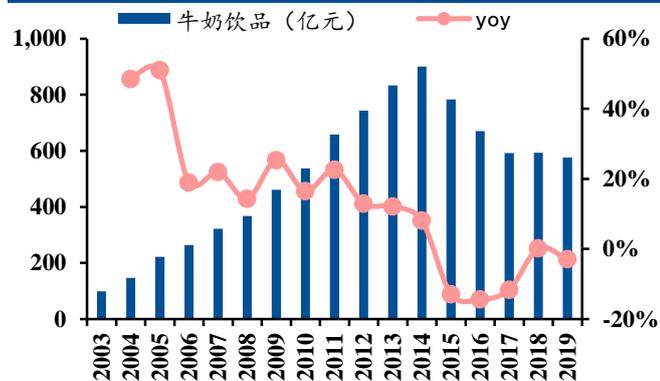
资料来源：伊利股份、新乳业、燕塘乳业、天润乳业、三元股份公司公告，民生证券研究院

2. 低温奶渗透速度提高，地方乳企有望中长期受益

巴氏奶和高端酸奶将成为核心高增长品类。从市场规模和增速看，牛奶饮品、常温奶、酸奶及酸奶饮品市场规模较大，巴氏奶规模偏小。2019 年牛奶饮品、常温奶、酸奶及酸奶饮品规模分别为 576/942/1493 亿元，增速为-2.89%/+1.84%/+11.49%，其中牛奶饮品增速连续多年为负，市场规模从 2014 年高峰时的 900 亿元下滑到 2017 年的 592 亿元。巴氏

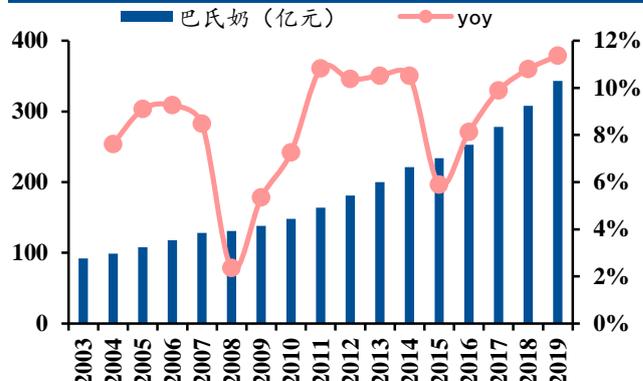
奶市场规模较小，2019年为343亿元，同比+11.36%。从增速看，巴氏奶、酸奶保持较高增速，其中酸奶规模增速已多年保持20%左右高位。常温奶增速自2014年开始下滑明显。

图 69：牛奶饮品的市场规模及增速



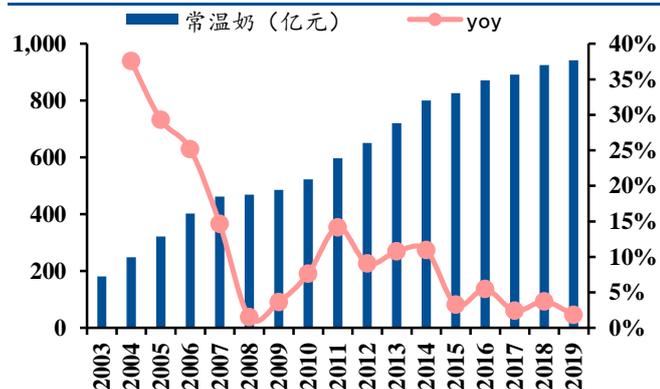
资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

图 70：巴氏奶的市场规模及增速



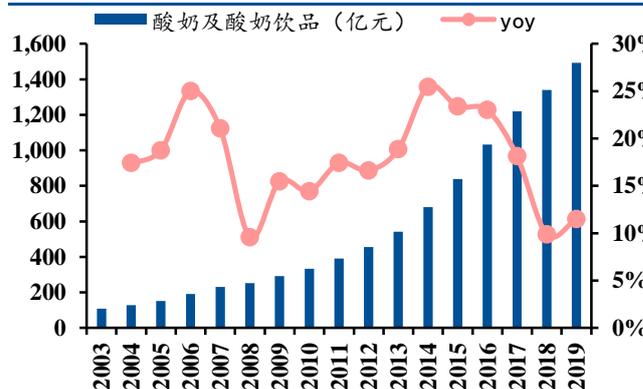
资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

图 71：常温奶的市场规模及增速



资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

图 72：酸奶及酸奶饮品的市场规模及增速



资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

冷链运输及原奶供应优势有助于地方乳企建立巴氏奶品类的竞争优势。巴氏酸奶的保质期一般不超过25天，巴氏白奶的保质期一般在7天左右，目前技术条件下冷链运输的极限半径在400公里左右。上述要求决定了牧场靠近消费低的地方性乳企在巴氏奶的竞争中处于相对有利的低位。巴氏奶目前年均增速接近10%，高于乳制品其他品类，未来随着消费者接受度的提高，巴氏奶渗透率有望进一步提高。中长期看，地方乳企在巴氏奶品类中具备明显的竞争优势。

(四) 重点覆盖公司

伊利股份：疫情年业绩指引保守务实，Q2 销售恢复较快。20Q1 疫情冲击下公司业绩承压。受累于疫情对于需求端礼品消费及对生产和物流的冲击，20Q1 公司收入端短期承压显著。分品类看，20Q1 液体乳/奶粉及乳制品/冷饮产品营收分别同比-18.99%/+26.98%/+20.82%。展望未来，我们判断公司将大概率持续降低空中费用投放，同时或将部分费用投向费效比更好的母品牌产品，以适应当前疫情下礼赠需求减少、饮用需求上升的需求环境。但预计此举将在一定程度上使得毛利率和净利率承压（高端品线的毛利率和净利率优于母品牌），因此我们认为这也应是公司对全年利润预测保守的原因之

一。尽管 Q1 销售受到疫情冲击明显，但 Q2 渠道补库存以及消费者需求回暖共同推动公司基本面恢复较快，我们预计 Q2 收入端将大概率回到双位数增长。预计 20-22 年公司实现营业总收入 980/1110/1245 亿元，同比+8.6%/+12.3%/+13.2%；预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 66.6/82.8/91.9 亿元，同比-3.9%/+24.3%/+11.0%按照最新股本对应 EPS 为 1.09/1.36/1.51 元，目前股价对应 PE 为 32/26/23 倍。

光明乳业：疫情冲击下业绩短期承压、大本营市场表现亮眼，Q2 基本面恢复较快。

(1) 疫情短期拖累 20Q1 表现，上海大本营市场坚挺、贡献惊喜。20Q1 公司实现营收 55.57 亿元，同比-5.84%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比-45.35%，疫情冲击之下，20Q1 公司业绩短期承压。公司收入端下滑主要归因于疫情对于需求端节假日送礼需求及对供给端生产/物流端的冲击；业绩出现大幅下滑主要原因在于收入端下滑以及销售费用投放的增加，根据 CTR 数据，Q1 光明广告投放总次数/总时长分别为 0.31 万次/9.53 小时，同比+27.54%/+56.31%，同比出现大幅上升。**(2) 常温、新鲜产品齐发力，看好公司业绩弹性。**常温奶方面，产品、渠道、营销三管齐下，看好常温奶业务稳健增长。产品端：针对莫斯利安产品老化问题，公司从口味及包装两方面对产品升级，新莫斯利安口味更加丰富、包装更加精美，终端反馈良好；渠道端：即时返点兑现叠加严控压单有利于提升经销商销售热情及推动渠道健康发展；营销端：新任董事长上台之后，公司调整费用投放结构，加大对于常温事业部费用投放力度，2019 年 5 月 29 日公司聘请当红明星刘昊然成为莫斯利安新代言人，彰显公司对于重振常温酸奶业务的决心。新鲜产品方面，深耕华东大本营因地制宜推广低温产品，空中+地面费用协同共进，看好新鲜产品业务快速增长。预计 20-22 年公司实现营业收入为 235.09 亿元/260.48 亿元/284.19 亿元，同比+4.2%/10.8%/9.1%；实现归属上市公司净利润为 5.37 亿元/6.04 亿元/6.82 亿元，同比+7.7%/12.4%/12.9%，折合 EPS 为 0.44 元/0.49 元/0.56 元，对应 PE 为 36/32/28 倍。

燕塘乳业：疫情冲击拖累 20Q1 业绩，生产经营稳步复苏。(1) 疫情期间营收端保持稳定，疫情缓解后动销有望快速恢复。20Q1 受疫情影响尽管出现动销受限的情况，但公司营收规模同比下滑幅度控制在 10% 以内，因此放眼全年来看疫情对全年业绩的影响总体可控。具体看销售端，1 月处于春节前备货期，公司动销基本不受影响；2 月份为疫情高峰，广东境内商超、学校等渠道人流量下降明显，下游消费需求下滑严重造成动销困难，3 月份随着复工率的逐步攀升，下游动销正快速恢复。生产端，目前公司旗舰工厂设计产能是日产 600 吨（预计年产能超 20 万吨），疫情期间，公司利用一体化全产业链优势，实行车间工人轮班制度，确保稳产保供。但受制于疫情期间物流停摆，工人复工困难等因素，工厂产能未能充分释放，未来疫情缓解后，公司生产有望快速恢复从而保障下游需求得到及时满足。**(2) 产品研发创新能力强，冷链配送优势明显，看好公司长期成长性。**除常温白奶等基础品类外，公司积极研发新产品，2019 年推出无蔗糖款老广州酸奶、与广州千年花市联合推出专属产品、与广州塔联合推出 75°C 新广州等产品，并推出副品牌“法氏爱牧”法国进口奶系列产品。此外，公司拥有 200 辆冷藏运输车，构建广东省乃至华南地区规模最大的乳制品冷链配送体系。公司生产全面恢复后，业绩的长期成长性将得到逐渐显现。预计 20-22 年公司实现营业收入 16.72/19.25/22.09 亿元，同比

+13.7%/+15.1%/+14.8%；实现归属上市公司净利润 1.39/1.59/1.80 亿元，同比 +12.3%/+13.9%/+13.8%，对应 EPS 为 0.88/1.01/1.15 元，对应 PE 为 28/24/21 倍。

天润乳业：疆内业务保障收入稳定性，费用提升拖累业绩。疆内优势不断扩大，疆外二次扩张仍然可期。2019 年，公司完成了芳草天润、天润北亭两个现代化牧场的建设。目前公司奶源自给率高达 60%，优质奶源保证了过硬的产品质量。同时，南疆产能建设进展顺利，也将为公司未来持续加码南疆、扩大在全疆乳制品行业的竞争优势提供坚实保障。我们认为，天润持续扩大在疆内行业领先优势，将为未来疆外业务二次腾飞打下坚实的基础。疆外市场开拓方面，公司除深耕华东、华南优势渠道外，正持续加强北方空白区域布局，以低温带常温策略以及差异化奶啤产品不断培育消费者忠诚度。随着募项目的逐步完成建设，预计未来公司将逐步提高对疆外市场的开拓力度，疆外市场营收增速将有望逐步回暖提速。预计 20-22 年公司实现营业收入 17.75/20.39/22.88 亿元，同比 +9.1%/+14.9%/+12.2%；实现归母净利润 1.48/1.74/2.01 亿元，同比+6.0%/+17.9%/+15.2%，对应 EPS 为 0.55/0.65/0.75 元，目前股价对应 PE 为 28/24/21 倍。

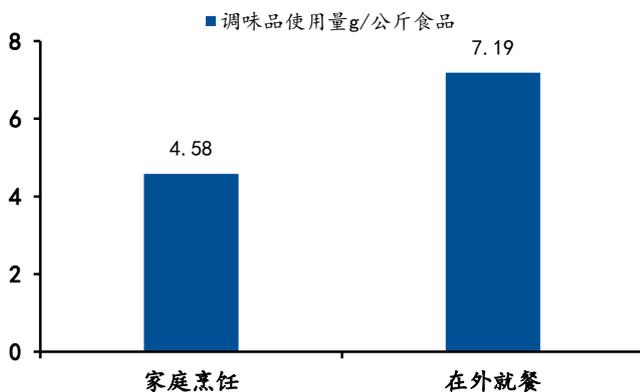
五、调味品：疫情推动行业需求短期向 C 端靠拢，但 B 端仍是行业增长核心倚重

(一) 传统品种量价空间确定，长期看新品种大有可为

1. 疫情短期对餐饮行业形成显著冲击，B 端逻辑暂时受到遏制

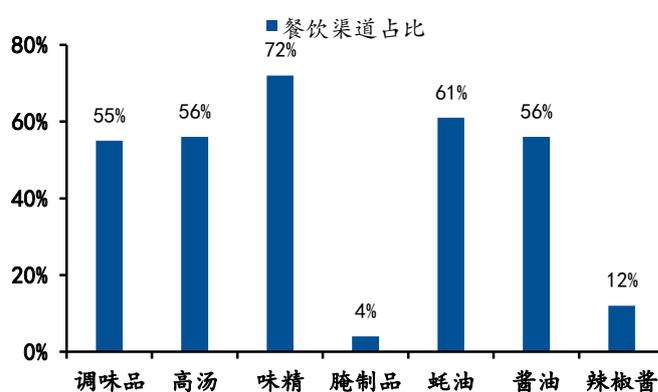
从调味品的消费渠道来看，基本上餐饮/家庭/工业渠道的占比分别为 60%/30%/10% 这样一个大致的比例，因此餐饮渠道是调味品行业消费的最核心渠道。

图 73：餐饮渠道调味品消费量显著高于家庭渠道



资料来源：中国期刊网，民生证券研究院

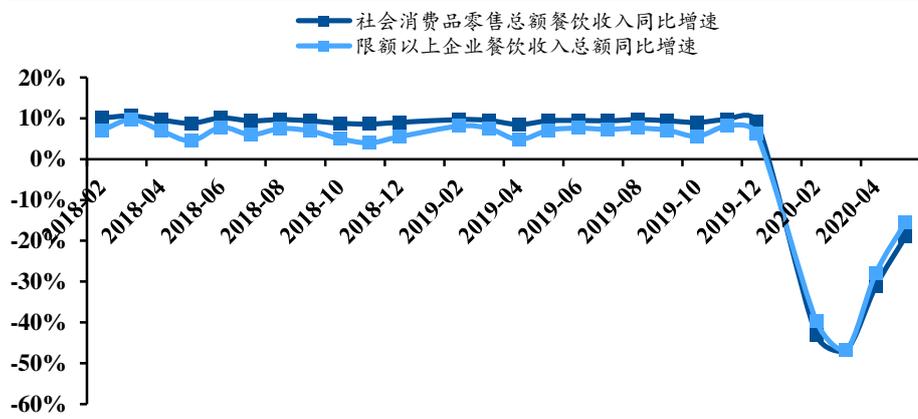
图 74：大多数调味品主要在餐饮渠道被消费（销量口径）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

疫情使得餐饮渠道需求受到大幅负面影响，家庭渠道消费短期上升显著。20Q1 受疫情影响，餐饮行业门店开工率较低，全国社会消费品零售总额中餐饮行业收入 2 月/3 月同比分别-43.10%/-46.80%。3 月中下旬以来，随着全社会复工率稳步提升，餐饮业务稳步复苏。4 月/5 月餐饮行业收入同比-31.10%/-18.90%，降幅环比改善明显，但仍处于两位数下滑态势。外出就餐需求大幅回流回家庭就餐，因此家庭消费在疫情期间成为核心消费渠道。同时，由于农贸等流通渠道受疫情影响明显，因此 KA、电商等现代通路成为疫情期间最为受益的渠道通路。

图 75：2019 年 3 月以来餐饮行业复苏明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

但疫情冲击影响终将逐渐消退，目前终端消费正在逐步向正常化迈进，5 月全国社

零数据显示国内消费市场延续改善态势。5月2日，全国31个省市自治区已全部解除重大突发公共卫生事件一级响应。目前，全国大部分省份均降至三级至四级响应等级（湖北省也于6月13日降为三级响应）。响应等级的逐步下降将使得消费者信心逐步回温。5月份，社会消费品零售总额同比名义下降2.8%，降幅在4月份收窄8.3个百分点的基础上，再次收窄4.7个百分点；扣除价格因素，实际下降3.7%，收窄5.4个百分点。

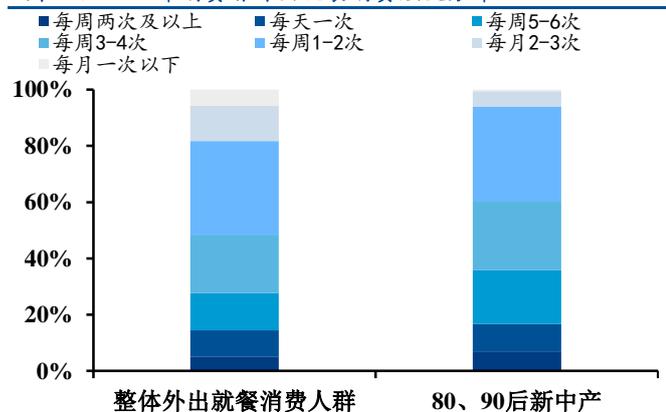
5月份餐饮收入同比下降18.9%，降幅收窄至-20%以内，预计6月降幅将进一步收窄，中秋国庆前后有望恢复基本正常。餐饮数据在4月份大幅收窄15.7个百分点的基础上，5月份降幅继续收窄12.2个百分点，延续了快速环比改善趋势。由于餐饮的特殊性，其恢复进程慢于社零也是必然。从最新调研情况看，在疫情得到基本控制的大部分省区，婚娶、商务宴请、朋友聚会等聚集性消费在5月份之后得到较快速恢复。5月份社零数据已基本接近恢复正常，预计6-7月社零数据便有望实现转正；虽然餐饮行业恢复情况肯定略慢于社零数据，但我们判断6月降幅也将进一步收窄，而中秋国庆前后也有望基本恢复至正常水平。

2. 中长期看餐饮行业仍是推动调味品行业扩容的根本力量

居民外出就餐频次增加助推调味品在餐饮端渗透率提升。随着我国人均可支配收入和城镇化率提升，居民消费水平不断升高，外出就餐频次也相应增加带动餐饮业发展，调味品需求也将相应持续增加。

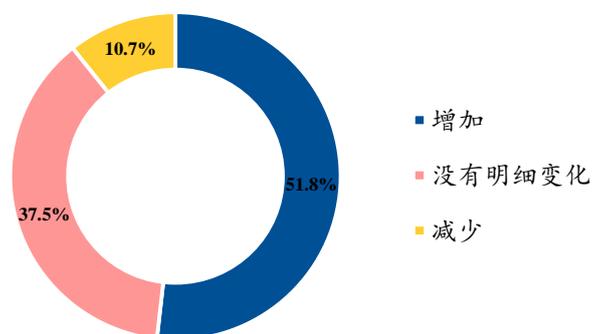
对标日韩我国人均消费量仍未触及天花板。得益于改革开放以来人均可支配收入及城镇化程度持续双提升，餐饮业收入规模稳步提升。根据Euromonitor数据，在餐饮业带动下，13-18年调味品销量稳步提升，13-18年CAGR达5.8%。同时对标日韩等饮食习惯相近的发达国家，我国调味品人均消费量远未触及天花板。预计未来调味品总体销量将会平稳增长（根据Euromonitor数据，2018-2023年CAGR为3.1%）。

图 76：2018 年消费者外出就餐消费频次分布



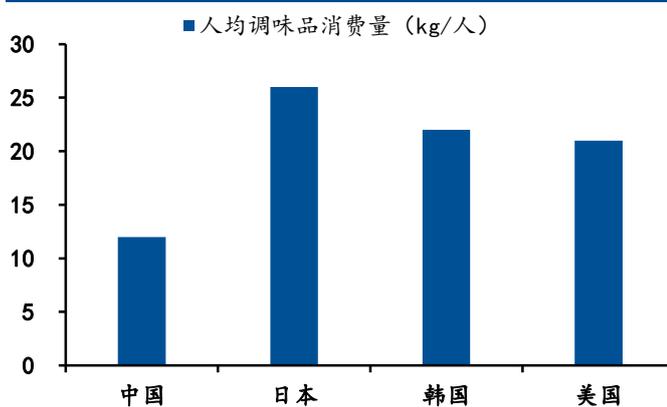
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 77：2018 年消费者外出就餐频次变化情况



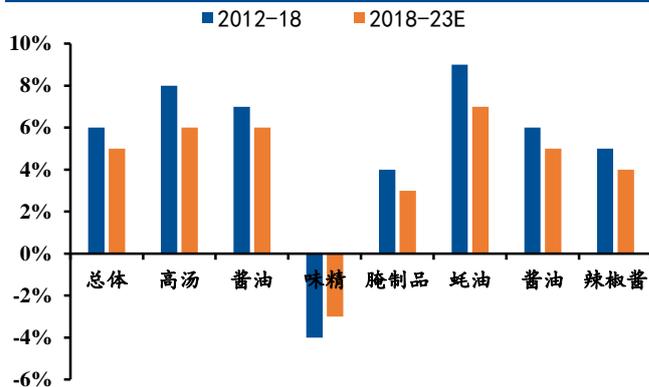
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 78: 对标日韩, 我国调味品销量未见天花板



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图 79: 调味品总体及细分品种销量增速预测

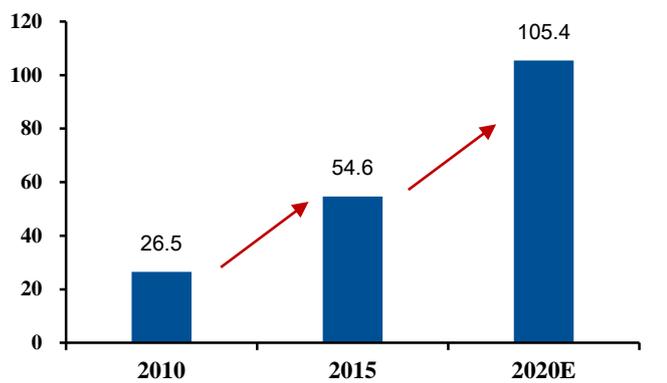


资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

3、复合调味品市场正值风口、大有可为

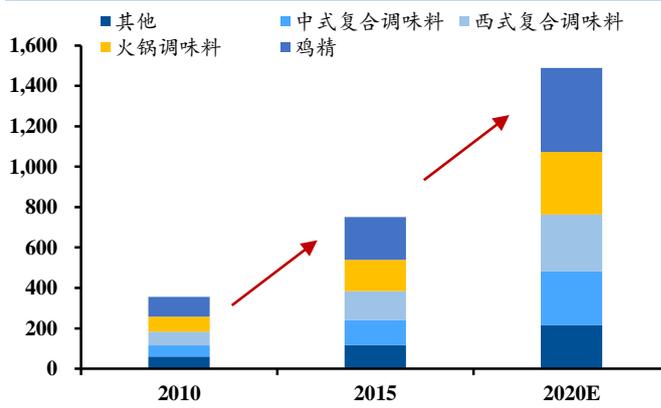
复合调味品是指由两种及两种以上的调味品按照一定比例调配制成的调味料。近年来, 我国复合调味品增长强劲, 增速明显优于行业平均, 是调味品行业增长的主要力量, 2013-18 年 CAGR 为 14.39%, 市场规模于 2018 年突破千亿, 达 1091 亿元。

图 80: 人均复合调味品消费量维持高增速 (元/人/年)



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图 81: 预计 15-20 年复合调味品增速将达到 14.7% (亿元)



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

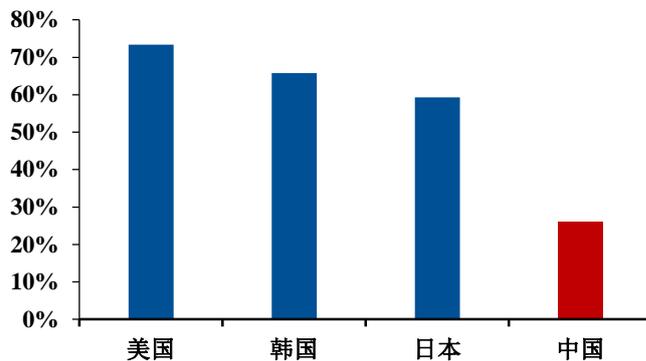
复合调味品渗透率和人均支出均存在较大提升空间。美国、日本、韩国复合调味品占比分别为 73.35%、65.79% 和 59.32%, 而目前我国复合调味品渗透率仅为 26%, 即便是同饮食习惯较为接近的日韩相比, 市场占比仍有至少一倍的提升空间。根据 Frost & Sullivan 数据, 中国复合调味品人均年度支出由 2010 年的 26.50 元增长至 2015 年的 54.60 元, 增加 106.4%。2016 年日本和美国复合调味品人均年度支出分别为 88.7 美元和 85.5 美元, 是我国的 9 倍左右。

图 82: 复合调味品增速明显快于调味品行业增速



资料来源: 国家统计局, Frost & Sullivan, 民生证券研究院

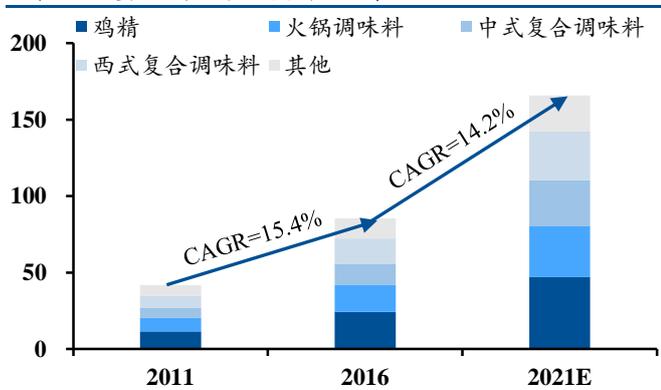
图 83: 我国复合调味品渗透率仍有较大提升空间



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

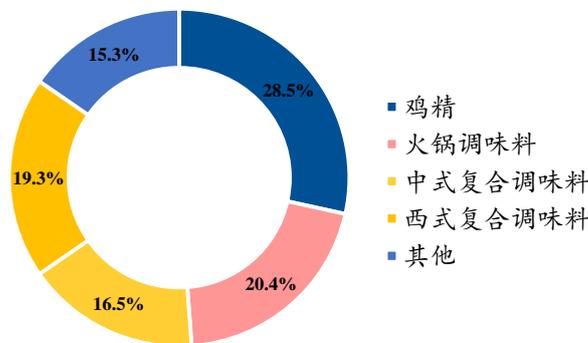
中式复合调味品是复合调味品行业增速最快的子行业。市场规模由 2011 年的 65 亿元提升至 2016 年的 141 亿元, CAGR 达 16.8%。其中最典型代表为川味复合调味品, 川菜迅速普及为川味复合调味料带来巨大发展空间。川菜以川渝为中心不断向其他区域辐射, 逐渐取代粤菜成为八大菜系中最受欢迎的菜系。以经典川菜酸菜鱼为例, 在川菜风口下呈爆发式增长, 酸菜鱼餐饮市场 2014-2018 年年均复合增速为 32.3%, 预计 2019-2024 年 CAGR 为 33.7%。受益于酸菜鱼市场的快速增长, 酸菜鱼调味料也得到迅猛发展。此外, 小龙虾火爆和“佐餐”概念的兴起, 也带动了小龙虾调味料和佐餐酱产品的快速发展。

图 84: 复合调味品各品类增速 (单位: 亿元)



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图 85: 复合调味品各品类占比 (2016 年)



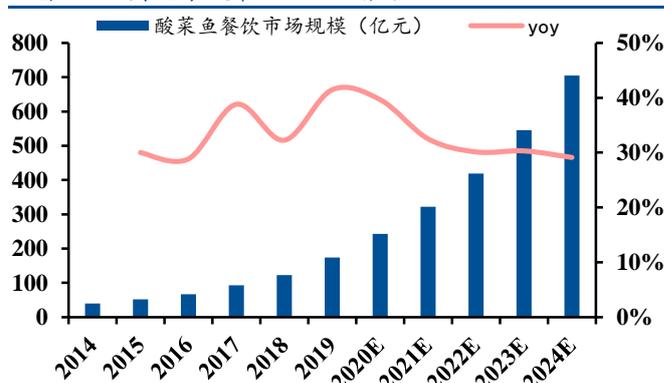
资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图 86: 中式复合调味品市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图 87: 酸菜鱼餐饮市场规模及增速

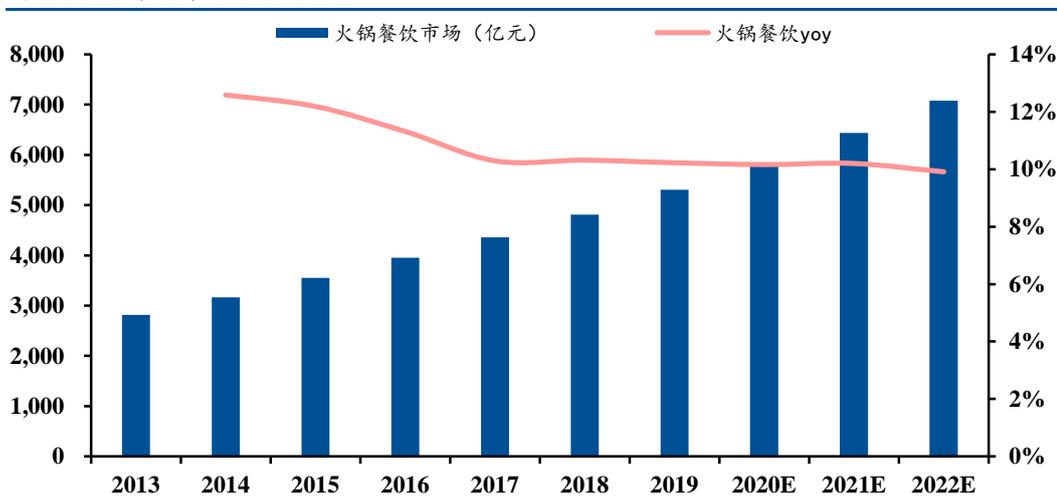


资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

火锅调味料也是中式复合调味品里的超级明星，分为火锅蘸料市场和火锅底料市场，火锅底料占 80%左右，火锅蘸料占 20%左右。得益于上游火锅市场的蓬勃发展，近年增长强劲，根据 Frost&Sullivan 数据，川菜和火锅在所有中式餐饮中占比达 26.1%。2010-2015 年火锅调味料市场年均复合增速为 15.9%，2015 年市场规模达 154 亿元。

随着火锅餐饮企业规模的扩张，越来越多的企业选择从复合调味品生厂商定制生产火锅底料，充分保证口味的稳定的同时节约时间降低成本。火锅底料用途十分广泛，不单局限于火锅汤底，许多菜品制作中也会选择添加火锅底料，更显菜品的香气和辣味。在参与菜品制作方面火锅底料发挥空间较大，可以根据烹饪者喜好灵活添加，在 B 端可以减轻厨师的调味工作，在 C 端可以降低烹饪难度，目前消费者对火锅底料在做菜方面用途仍处于探索阶段，随着该方面认知的加强，在餐饮短和家庭端渗透率尚存较大提升空间。

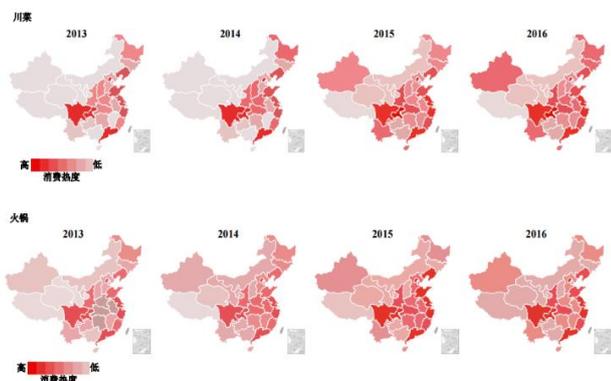
图 88：火锅餐饮市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

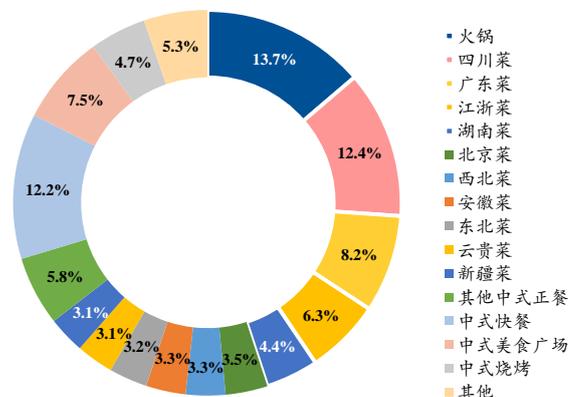
同时，相比于注重食材本味及菜肴外观的粤菜、淮扬菜等其它菜系，川式餐饮更加注重“辣味”，因此川式餐饮更加依赖调味品。总体而言，在川菜及火锅如火如荼发展的风口下，川味复合调味品前景明朗。

图 89：川菜及火锅热度持续升温

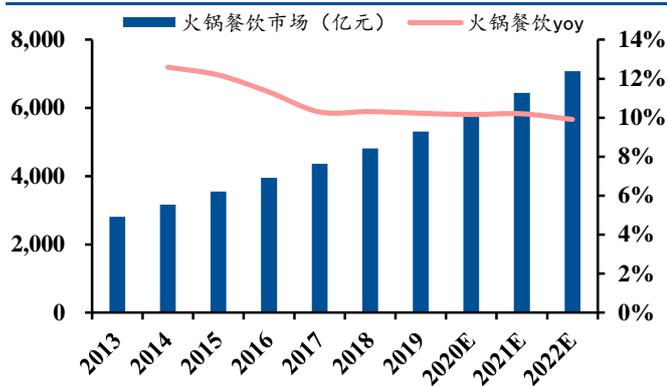


资料来源：《2017 中国餐饮供给侧发展报告》，民生证券研究院

图 90：川菜和火锅在所有中式餐饮中占比达到 26.1%



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 91：火锅市场规模及增速


资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 92：火锅底料及火锅蘸料市场规模及增速


资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

（二）竞争格局：主客观因素决定市场份额加速被头部收割

1. 客观因素：成本上涨及疫情冲击大幅压缩小厂生存空间

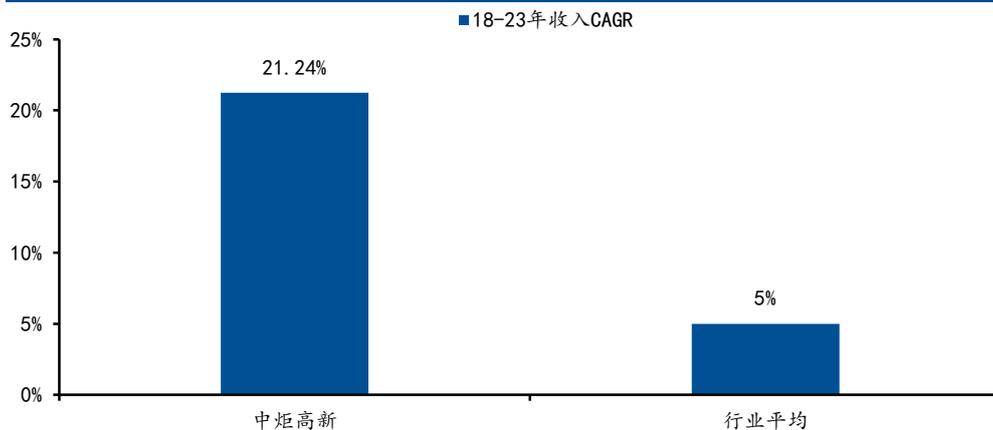
当上游原材料价格上涨时，下游企业有两种应对方式：一是通过产业链各环节分担，将成本上行压力转嫁出去；二则通过规模效应和技术效应消化成本上行压力。而小厂由于市场竞争力弱且规模小、技术落后，所以在成本上涨时既无法通过提价转移压力又无法通过规模与技术效应内部消化压力，因此成本上涨将会不断压缩小厂盈利空间，使其自动出局。

同时，今年的疫情也将使得部分聚焦于 B 端、但品牌能力相对较弱的中小企业加速退出市场。由于餐饮及工业渠道在整个调味品消费的份额占据 60-70%，因此行业中相当一部分企业尤其是中小企业下滑严重甚至被迫退出市场，这是行业中较强品牌能力、渠道能力的行业头部企业趁机抢占市场份额、强化行业马太效应的最好时机。

2. 主观因素：龙头在收入导向下将采取积极的费用投放策略叠加行业内并购将多发，市场份额加速向头部聚集

行业龙头们收入导向背景下，疫情下仍然不改营收目标。19年海天味业营收同比+16.2%，归母净利润同比+22.6%，相较于18年几乎不降速，不仅超额完成既定“营收+16%、归母净利润同比+20%”的目标，为“三五”计划拉开完美序幕。我们认为“三五”计划（19-23年）仍然大概率偏向于收入导向；同时中炬也在2019年提出五年“双百”目标：即从2019年到2023年，公司用五年时间，按照三步走发展战略，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产量过百万吨的双百目标。这意味着在宏观经济边际向下的背景下，行业龙头们大概率将加大费用投放以实现超过行业平均水平的“超额收益”。

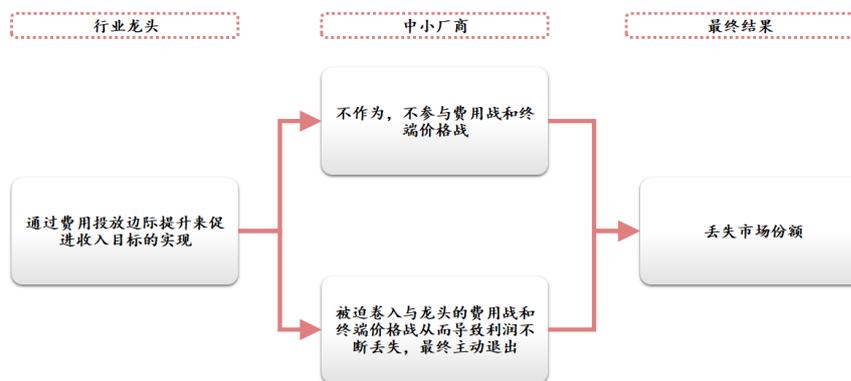
图 93：中炬高新实现五年“双百”计划，那么收入复合增速将远超行业平均



资料来源：中炬高新公司公告，Euromonitor，民生证券研究院

如果海天味业/中炬高新们选择加大费用投放，那么中小厂商将被迫进入两难处境：如果不参与费用战，那么将会直接丢失市场份额；如果卷入与行业龙头的费用战，那么将会不断丢失利润，中小厂商由于无资本优势，利润的持续丢失又会逼迫中小厂商出局，最终丢失市场份额。因此在头部企业加大费用投放背景下中小厂商只有份额丢失。

图 94：当龙头加大费用投放时，迎接中小厂商的结果只能是份额丢失



资料来源：民生证券研究院整理

并购是调味品企业的必然发展之路，难度在于价格及财务规范。对于核心品种，调味品厂商一般不会考虑并购，还是采取自建产能的方式来实现规模扩张，这主要是基于成本效益最大化原则考虑，即自建成本一般远低于并购成本（品牌溢价+运营风险）。而对于完全陌生的品类或者原企业存在生产障碍（技术、原料、原产地标识）的品类，调味品企业会采取并购的措施来切入该细分品类。比如，海天的一个并购方向在川味复合调味品，市场大且和餐饮渠道契合。生产障碍的例子如海天收购镇江丹和（取得镇江香醋原产地标识），料酒业务迟迟不做大（缺乏基酒产能）。

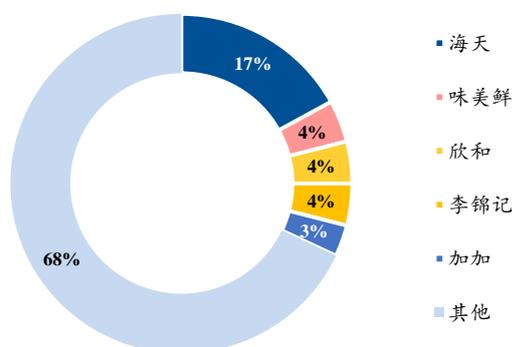
考虑到消费升级趋势下消费者对于调味品多元化的诉求，同时结合日本调味品龙头龟甲万的发展历程，我们认为并购是调味品企业的必然发展之路。不过并购的难度在于价格及财务规范：一方面二级市场估值高企导致一级收购价格一路走高；另一方面调味品本质属类农产业，企业财务规范性都较差。

表 6: 日本酱油龙头龟甲万并购情况

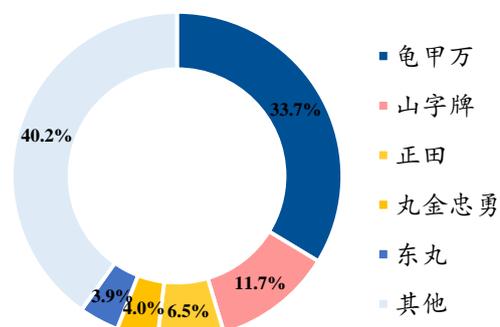
公布日期	目标名称	收购方名称	已公布总价值 (百万美元)
04/26/2013	Kikkoman Daily KK	多重买方	0.26
10/15/2010	多重目标	龟甲万	N/A
08/11/2008	Allergy Research Group LLC	龟甲万	19.79
07/25/2008	President Kikkoman Zhenji Foods Co Ltd	多重买方	N/A
07/16/2008	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	158.66
06/18/2008	理研维他命株式会社	龟甲万	240.63
11/15/2007	Pacific Marketing Alliance Inc	龟甲万	N/A
10/11/2005	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	43.17
03/28/2005	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	109.6
02/26/2004	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	54.75
02/26/2004	Kibun Foods Inc	龟甲万	9.12
02/26/2004	Kibun Fresh System Co Ltd	龟甲万	4.56
01/29/2004	Higeta Shoyu Co Ltd	龟甲万	N/A
09/26/1989	德尔蒙食品公司	多重买方	1475

资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

强者恒强, 市场份额加速向头部聚集。在龙头们为实现收入目标而采取激进费用投放策略及并购成为调味品行业发展的必然之路, 我们认为市场份额将加速向头部聚集。

图 95: 17 年中国酱油行业 CR5 约为 32%


资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

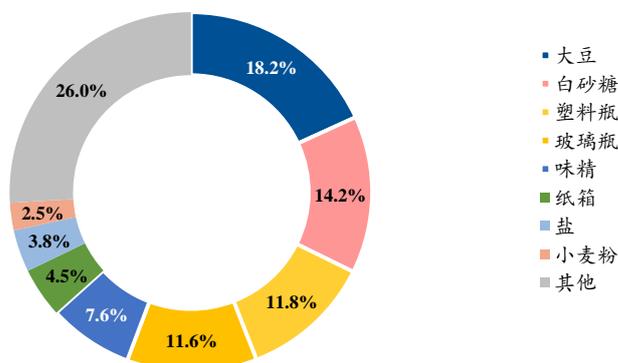
图 96: 18 年日本酱油行业 CR5 约为 60%


资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

(三) 2021 年起, 行业或将择机开启提价周期

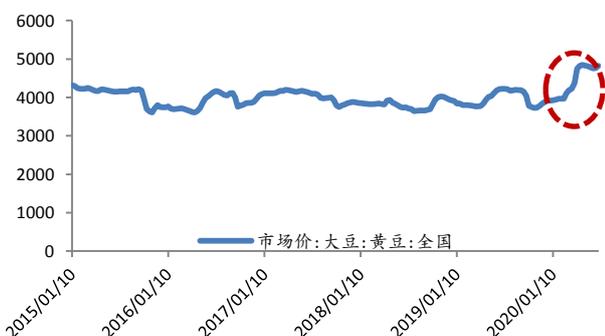
原材料价格边际上升, 提价周期有望于 2021 年前后开启。尽管瓦楞纸等包材价格仍处于低位, 但大豆/豆粕/白糖等原材料价格上行带来的成本压力已在海天/中炬等龙头报表端有所体现。考虑到白糖等原材料已经进入上行周期同时距离上一轮调味品提价周期已愈 3 年, 我们判断 2021 年起调味品行业的提价周期有望开启。

图 97：大豆、白砂糖及包材占据海天味业成本大头



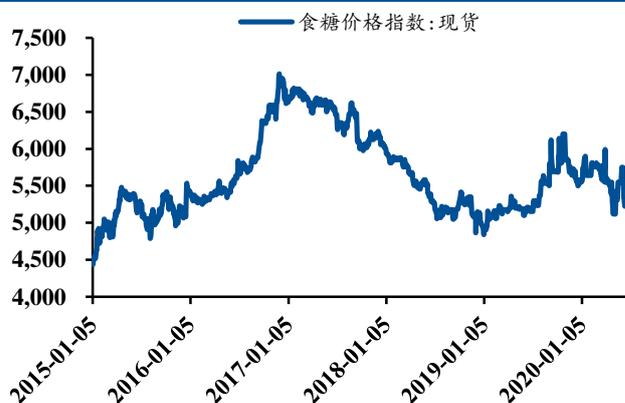
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 98：今年年初以来大豆价格边际上行（单位：元/吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 99：糖价相比 19 年已有所上行



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表 7：调味品行业一个完整提价周期大约为 4 年（视经济环境及成本增加情况有所增减）

公司	提价时间	提价范围	提价幅度
海天味业	2010 年 12 月	酱油产品	约 4%-5%
	2012 年 7-9 月	60% 产品	
	2014 年 11 月	多数产品	
	2016 年 12 月		
中炬高新	2013 年 7 月	厨邦及美味鲜全面产品	约 5%-6%
	2017 年 3 月		
恒顺醋业	2014 年 1-2 月	主要醋类	9%
	2016 年 6-7 月	19 款产品	6%-15%
	2019 年 1 月	醋及料酒	
涪陵榨菜	2016 年 7 月	11 款产品	8-12%
	2017 年 2 月	9 款产品	15-17%
	2017 年 11 月	脆口及主力榨菜缩减包装	10-17%
	2018 年 10 月	7 款产品	10%
天味食品	2020 年 6 月	流通版榨菜缩减包装	约 14%
	2019 年 11 月	6 款产品	约 5%-10%

资料来源：海天味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、天味食品公司公告，民生证券研究院

结构升级大势仍将持续。随着城镇化水平及居民人均可支配收入逐渐提升，消费升级趋势越演越烈，消费者对于调味品的健康属性、功能化属性等属性愈加重视。因此在消费

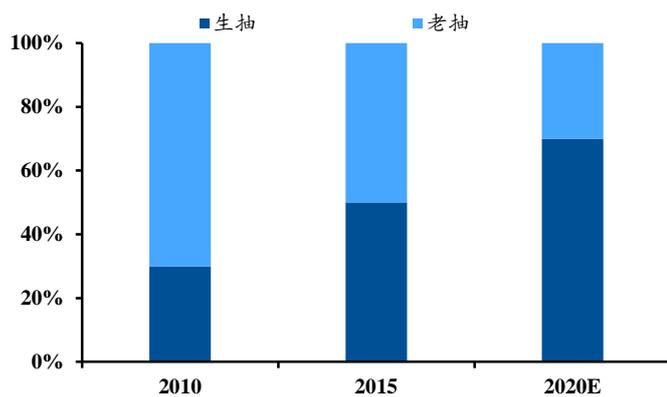
升级大背景下，调味品产品结构升级乃大势所趋。

表 8：主要厂商切实推进产品结构升级

厂商	关键数据	发展策略
海天味业	高中低端产品占比从 13 年的 1:6:3 提升到 18/19 年的 4:5:1	推进酱油结构升级，做大蚝油体量，加强黄豆酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育
中炬高新	19 年酱油吨价达到 6324 元/吨，引领行业，调味品业务毛利率持续处于上行通道	公司定位精准差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年；未来公司考虑引入日式发酵工艺，打造广式、日式相结合生产方式，继高鲜酱油之后，有望再次引领市场
恒顺醋业	调味品业务毛利率 46.52%，比上年同期大幅提升 3.18 个百分点	围绕做强做优做大主业，持续推动“大单品”策略，提升“恒顺香醋”的品牌知名度。持续打造“A 类核心产品”和“高端产品”，淘汰市场表现不佳的产品。
千禾味业	19 年以有机系列产品、头道原香系列产品、窖醋系列产品为代表的零添加产品营收占比达到约 60%	实施“千禾零添加酱油，0 添加剂，天然好味道”的品牌定位，对头道原香等零添加产品进行全面升级

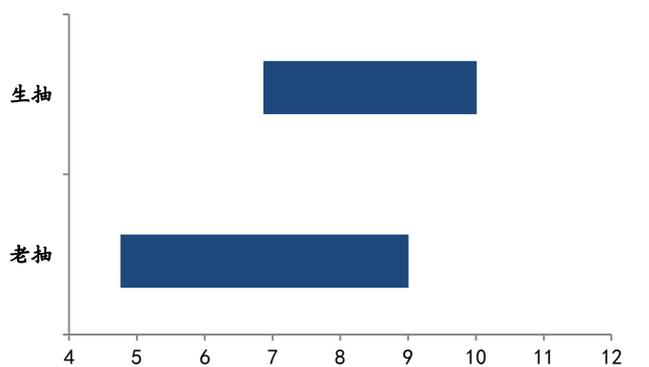
资料来源：海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业公司公告，民生证券研究院

图 100：国内生抽比例持续提升



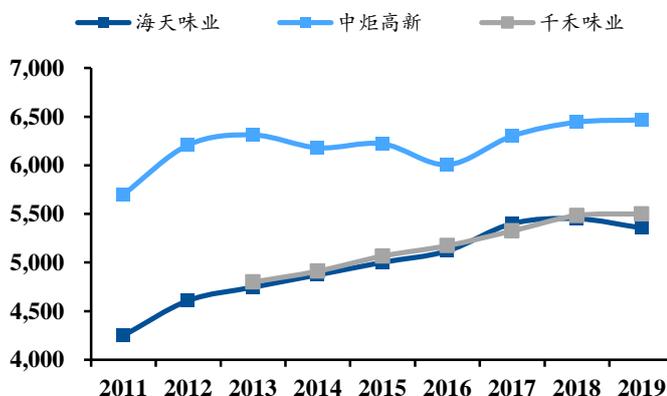
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 101：生抽价格带高于老抽



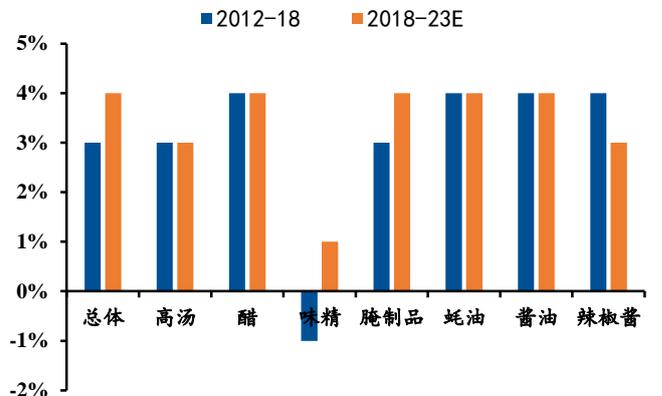
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 102：主要厂商酱油吨价持续提升（单位：元/吨）



资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业公司公告，民生证券研究院

图 103：未来五年调味品吨价 CAGR 有望达到 4%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

(四) 重点覆盖公司

海天味业：促销战略助收入增长，弱势区域显著放量。短期激进营销手段的实施有望对冲疫情影响；长期依旧值得看好。短期看：公司在 3-5 月开展阶段性的销售攻坚战，新网络开拓、任务返点、渠道跟随费用均聚焦 3-5 月，一切销售任务前提，叠加餐饮恢复之后需求端的持续消化，我们判断上半年销售任务大概率能够完成两位数以上增长；**长期看：**产能/品类/渠道三端改革背景下公司短板补齐、长板拉长，看好公司未来业绩的持续释放。1.产能端：海天 2017 年年底启动高明 220 万吨调味品扩建项目，扩建总规模为 220 万吨（其中酱油 150 万吨，酱 30 万吨，复合调味料 40 万吨），新建酱油产能在现有基础上接近翻倍，20 年开始高明产能年增加 40 万吨，同时江苏海天年产能预计增加 20 万吨，产能释放为 19 年开始的“三五”计划打下持续增长的基调；2.产品端：持续聚焦酱油、蚝油、调味酱三大核心品类，推进酱油结构升级，做大蚝油体量，加强调味酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育，并持续加强对于腐乳、醋、芝麻油（并购安徽燕庄）等小品类的重视程度；3.渠道端：积极推进渠道进一步下沉，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对于镇村渠道的进一步开发，有望为收入增长持续提供推力。考虑到疫情冲击，我们小幅下调此前盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入为 224.10 亿元/259.51 亿元/298.95 亿元，同比+13.2%/15.8%/15.2%；实现归属上市公司净利润为 62.39 亿元/73.93 亿元/86.52 亿元，同比+16.5%/18.5%/17.0%，折合 EPS 为 2.31 元/2.74 元/3.20 元，对应 PE 为 68/57/49 倍。

中炬高新：20Q1 调味品主业小幅负增长，渠道库存良性将是 Q2 追赶基本的核心保障。短期看：柔性操作保持渠道良性库存，看好 20Q2 重回双位数以上增长。尽管公司 2 月下旬开启的“春雷计划”已推动渠道端在春节后进行了补库存动作，在一定程度上对冲了春节提前以及疫情带来的负面影响，但美味鲜渠道操作相较于行业龙头而言仍相对柔性显著。相对较低的库存水平将成为 20Q2 渠道追赶销售进度的坚实基础。我们认为，在当前疫情已明显得到缓解的情况下，美味鲜将有望于 20Q2 之后加速销售进度追赶，我们认为 20Q2 调味品主业回归双位数以上增长仍是大概率事件，我们看好 Q2 收入端有 20% 以上增长潜力。**长期看：**内部激励考核优化+营销发力+渠道建设纵横延伸+产能扩充，助力 5 年“双百”目标实现。1.激励考核优化有望充分激发内生动力：（1）考核方面：公司突出收入指标权重，与公司五年“双百”目标一致；（2）激励方面：奖金分配从原来向高管倾斜改为向中层业务骨干倾斜，有利于激发核心业务人员斗志；同时提高超额奖励幅度，有利于激发员工的积极性和创造性从而促进公司业绩的提升。2.营销方面，公司空中地面费用投放并施，有望充分挤压竞品生存空间；3.渠道建设方面，横向拓展餐饮渠道，纵向推进渠道下沉，提供长期增量空间；4.产能方面，公司将通过推进美味鲜公司中山厂区技术升级改造扩产项目实现调味品产能的扩充。改造完成后，中山厂区现有年产 31.43 万吨系列调味品的生产能力，将提升至 58.43 万吨。其中酱油（成品）的生产能力，将由目前 23 万吨，提升至 48 万吨，产能提升 25 万吨；另新增料酒产能 2 万吨。产能的扩充将为公司长期发展提供基础保障。预计 20-22 年公司实现营业收入为 53.93 亿元/62.32/72.42 亿元，同比+15.4%/15.6%/16.2%；实现归属上市公司净利润为 8.53 亿元/10.53/12.90 亿元，同比

+18.8%/23.4%/22.5%，折合 EPS 为 1.07 元/1.32/1.62 元，对应 PE 为 61/50/40 倍。

涪陵榨菜：拐点如期到来，缩规格提价提前兑现。短期看：量价齐升保障收入增长，毛销差扩大拓宽利润空间，看好 20 年业绩增长的确定性。收入端：量价齐升，看好公司今年收入增长的确定性。量：经济逆周期背景下榨菜作为必选消费品需求刚性凸显，再加上渠道补库存效应以及渠道下沉效果的逐渐体现，短期看公司销量提升具备充足保障；价：在经济增长停滞不前且全球进入放水周期的背景下，榨菜作为行业绝对龙头，议价能力强，看好公司未来仍可通过提价或变相提价等方式有效对抗通胀；利润端：毛销差扩大将进一步拓宽利润空间。1.毛利率稳中趋升。今年上半年低价青菜头红利延续+下半年大概率通过提价对冲原材料上行风险，我们判断今年公司整体毛利率将保持稳中趋升的态势；2.控费增效促费用率降低。公司今年以提升效率为指导，严控费用支出，将 4% 的费用率控制在总部手上，根据各大区实际情况灵活调配，减少成本支出，同时年底将多余的销售费用按一定比例奖励给相关销售人员，同时降低渠道返利，因此我们判断 20 年控费增效的效果将会得到显著体现。综合毛利率的稳中趋升以及销售费用率的大概率下降，我们判断今年利润端表现显著高于收入端表现是大概率事件。**长期看：渠道外延+品类扩张，公司长期逻辑清晰。**渠道外延：根据渠道反馈，公司消费终端以 C 端为主，B 端占比仅为个位数，因此短期疫情对餐饮 B 端的冲击并不显著，同时疫情结束之后，公司 B 端渠道仍将具备充分的提升空间和想象空间。考虑到公司当前已大力拓展餐饮、外卖渠道（20 年对于 B 端的 22g/800g 脆口榨菜提出更高的增长目标），我们长期看好 B 端放量给公司提供业绩增量；品类扩张：未来公司业绩增量的另一大来源在于品类扩张，而其中最大看点在泡菜业务。总体而言，泡菜行业相比榨菜而言更加优质（行业空间大、集中度低），但受限于“惠通”品牌影响力，19H1 公司泡菜业务收入欠佳，对此 19H2 开始逐步推进“乌江”品牌取代“惠通”品牌工作，“惠通”老产品下架工作已经接近尾声。随着泡菜业务逐渐在乌江渠道中铺开，叠加乌江品牌背书，我们长期看好泡菜业务持续放量、摆脱增长瓶颈。此外，今年 6 月份开始，流通版主力产品缩规格提价动作（80g 改 70g）已兑现将利好于今年剩余时间利润弹性的释放。预计 20-22 年公司营收为 22.52/25.92/30.09 亿元，同比+13.2%/15.1%/16.1%；归母净利润为 7.77/9.19/10.78 亿元，同比+28.4%/18.3%/17.3%；EPS 为 0.98/1.16/1.37 元，对应 PE 为 41/35/30 倍。

恒顺醋业：20Q1 多重因素拖累收入增长，长期变革可期。展望未来：新掌舵人上任，公司内外变革可期。尽管过去因为种种原因恒顺的发展潜能没有得到充分挖掘，但随着新董事长走马上任，公司由内而外已呈现多项改革举措：1.渠道建设方面：自上而下焕发生机。决策端 20 年收入目标提速；员工端：销售人员提薪同时细化考核指标，以实质性举措激发国企员工行动力；渠道端：渠道激励/管控已有初步改善；2.营销体制方面：划定四大战区，有利于业务开展的精细化；近期刚刚更换营销总监，我们认为未来公司营销体制改革动作将持续加码，战区制改革和人员配备将进一步加强；3.产品端：集中资源聚焦恒顺产品“三剑客”：醋、料酒及酱料；4.品牌端：进一步加强品牌营销力度，过去侧重于产品营销，今后将营销重心聚焦于品牌营销。展望未来，随着时间的推移，我们对公司更加细化的改革措施持乐观态度，中长期看好公司经营管理水平的提升带来更强劲的业绩增

长。预计 20-22 年公司实现营业收入为 20.54 亿元/23.99 亿元/27.66 亿元，同比 +12.1%/16.8%/15.3%；实现归属上市公司净利润为 3.71 亿元/4.39 亿元/5.14 亿元，同比 +14.2%/18.4%/17.2%，折合 EPS 为 0.37 元/0.44 元/0.52 元，对应 PE 为 55/46/39 倍。

天味食品：Q2 景气度高企，股权激励及产能加码保证中长期成长性。股权激励计划绑定核心管理层，业绩长期高增长可期。2020 年 5 月，公司推出股权激励计划，并通过董事会审议（部分高管由于存在 6 个月内卖出公司股票行为暂缓授予限制性股票，其他激励对象均授予期权及股票）。本次激励计划含激励期权和限制性股票两种方式，其中期权解锁条件是 20/21 年营收较 19 年分别增长 50%/125%（合实现营收 25.91/38.86 亿元）；限制性股票考核目标是 20/21 年营收较 19 年分别增长 30%/69%（合实现营收 22.45/29.19 亿元）。本次股权激励的目标主要是着眼于营收增长并在激励对象的选择上向销售人员倾斜，因此预计公司未来将保持快速扩张的态势。**非公开发行股票预案募资加码核心产品产能。**2020 年 5 月，公司发布非公开发行股票预案，主要用途包括调味品产业化项目；食品、调味品产业化生产基地扩建项目。公司拟募集资金 16.3 亿元用于加强食品、调味品主业产能。按照预案，调味品产业化项目拟使用募集资金 13.2 亿元；生产基地扩建项目拟使用资金 3.1 亿元，达产后将新增火锅底料产能 9 万吨/年（产业化项目 5 万吨/年+生产基地扩建项目 4 万吨/年）、川菜调料产能 10 万吨/年。以 2019 年为基数，若上述项目完全达产，公司火锅底料/川菜调料年产量将分别达到 12.79/14.21 万吨，分别+237.67%/237.32%。公司核心产品的产能将得到极大扩充。预计 20-22 年公司实现营业收入为 23.22/30.62/40.06 亿元，同比 +34.4%/+31.9%/+30.8%；实现归母净利润 4.24/4.85/6.35 亿元，同比 +42.9%/+14.5%/+30.9%，折合 EPS 为 0.71 元/0.81 元/1.06 元，对应 PE 为 83/69/56 倍。

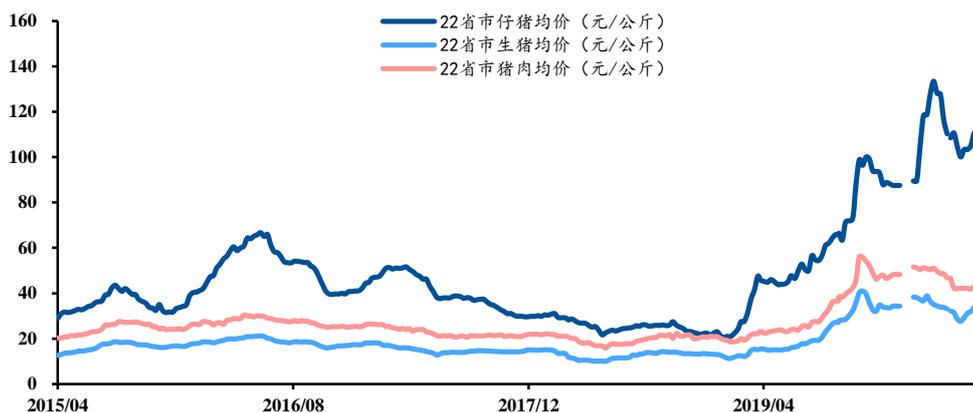
六、肉制品：成本压力有望缓解，利润弹性有望显现

（一）主要原料价格出现回调，原材料成本压力有望改善

1. 价格端：猪价仍在高位但波动加大，鸡肉及鸭肉价格率先回调

猪价仍在高位，但波动加大。受非洲猪瘟疫情影响，2018Q3~2019Q3，国内猪场大量清栏，生猪供给出现缺口。2019Q3以后，生猪价格开始大幅上涨，2019年8月，22省市生猪均价已达到22.81元/千克，接近2016年5月时上轮周期高点价格；2019年国庆以后，生猪价格均价已经达到35.72元/千克，大幅超过前期高点；2020年3月底，22省市生猪均价创出51.03元/千克的高点。此后，国务院、农业农村部等多部门出台措施鼓励恢复生猪产能，2019年底以来，能繁母猪存栏等指标环比好转，猪肉价格出现高位回落。我们预计2020全年生猪价格仍将运行在高位，但是波动将有所扩大，肉制品企业的原料成本有望出现一定的改善空间。

图 104：全国生猪、仔猪和猪肉平均价格

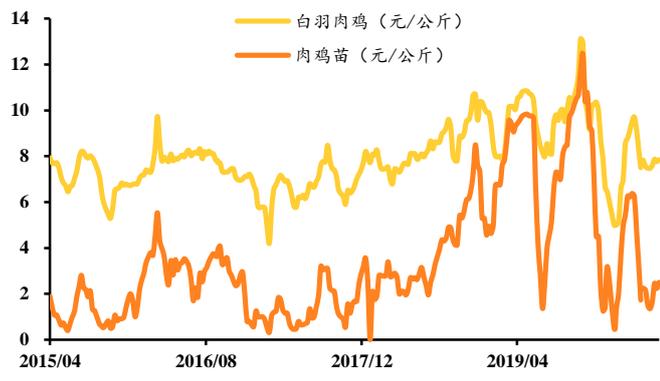


资料来源：Wind，民生证券研究院

受白羽鸡供给扩大等因素影响，白羽鸡价格出现明显下滑。2017年10月~2019年9月，鸡肉价格供给受鸡肉供给周期、猪肉短缺等因素影响也出现大幅上涨。其中，肉鸡苗价格弹性最大，从2017年10月的0.55元/羽最高上涨至2019年9月的8.48元/羽，白羽肉鸡价格也上行至10元/公斤的高位。2019Q4以后，白羽鸡价格回落至8元/公斤以下，鸡苗价格也同步下行。肉鸡价格的下降，对以鸡肉为主要原料的肉制品厂商而言，将进一步缓解成本压力。

鸭价出现小幅回落，利好下游肉制品企业。受猪肉、鸡肉价格回调，下游需求不旺等因素影响，2020年4~5月，鸭肉价格出现明显回调。由于鸭肉整体消费量明显小于鸡肉和猪肉，因此鸭肉整体价格较为稳定，总体波动不大。

图 105: 白羽鸡价格变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 106: 毛鸭价格小幅回落

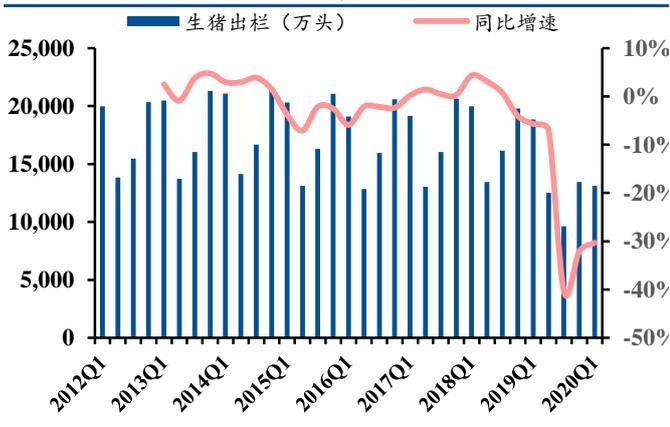


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2. 供给端: 生猪供给环比改善, 长期趋势仍有待观察; 鸡肉供给改善明显, 压制价格上行幅度

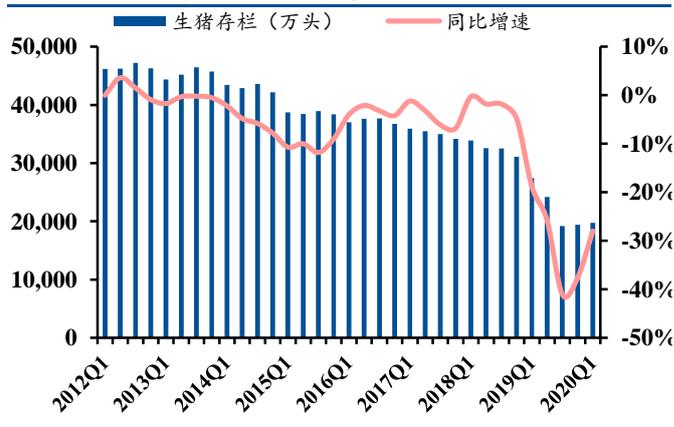
生猪供给环比改善, 猪价波动加大。19Q3 受非洲猪瘟加速生猪去产能, 供给缺口显现影响, 生猪价格大幅上涨。从供给波动看, 2017Q1 以来生猪存栏量开始持续小幅下滑, 同时单季度出栏量小幅提升, 显示生猪养殖业开始周期性去产能。至 2018 年 8 月发现非洲猪瘟前, 生猪存栏量平均季度同比下滑幅度在 3% 左右。2018 年 8 月非洲猪瘟快速扩散, 生猪存栏量加速下滑, 19Q3 全国生猪存栏量为 1.92 亿头, 同比-41%。同时生猪出栏量从 18Q4 开始出现同比下滑, 19Q3 生猪出栏头数为 0.96 亿头, 同比-40.38%。19Q4/20Q1 生猪存栏量分别为 1.94/1.98 亿头, 同比分别-37.65%/-27.97%; 生猪出栏量分别为 1.34/1.31 亿头, 同比分别-32.13%/-30.32%。总体看, 受猪价高企刺激, 19Q4 以来生猪存栏/出栏量均环比小幅改善, 显示养殖户补栏信心有所增强, 但非洲猪瘟疫情仍有反复, 预计补栏及生猪产能仍将维持持续小幅改善局面。2020 年全年猪价仍将维持相对高位。

图 107: 生猪出栏头数快速下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 108: 生猪存栏头数快速下降

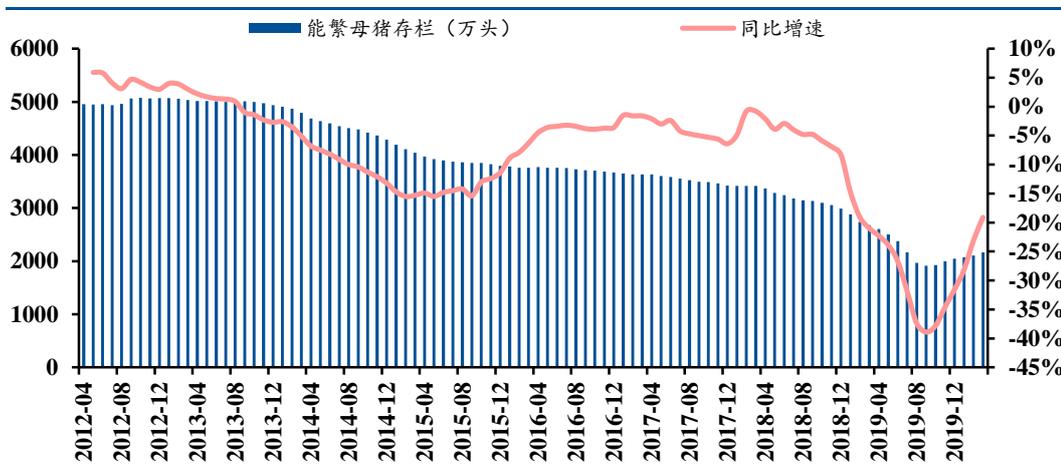


资料来源: Wind, 民生证券研究院

能繁母猪存栏量开始恢复, 但形成有效产能仍需时间。截至 2020 年 3 月, 全国能繁母猪存栏量已从 2016 年 4 月高峰时的 3771 万头下滑至 2164 万头, 能繁母猪存栏量缩减近 42.6%。尽管 2019 年 10 月以来能繁母猪存栏量环比小幅改善, 但月均增速仅 2% 左右, 恢复较慢。此外, 部分企业存在三元母猪留种等情况, 能繁母猪的实际产出能力相对偏低,

因此产能恢复速度仍处于低位。

图 109：全国能繁母猪存栏数量

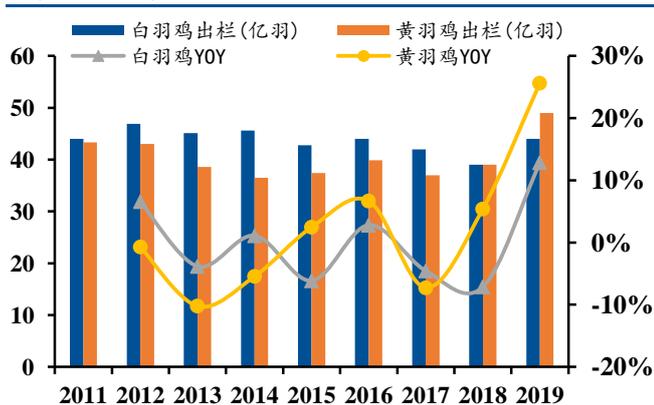


资料来源：民生证券研究院整理

2020 年肉鸡供应预计将明显增长，鸡肉价格难再大涨。受人口平均年龄上移、肉类选择更为丰富等因素综合影响，我国鸡肉消费自 2013 年开始进入饱和期。2012 年我国国内鸡肉消费量达到历史最高值，为 1354 万吨。随后几年鸡肉消费量同比出现下滑。2018 年鸡肉国内消费量略有复苏，为 1153 万吨。2019 年，我国白羽鸡/黄羽鸡的出栏量分别为 44/49 亿羽，同比分别+12.82%/+25.64%。鸡肉供给出现明显增长，有助于稳定鸡肉价格。

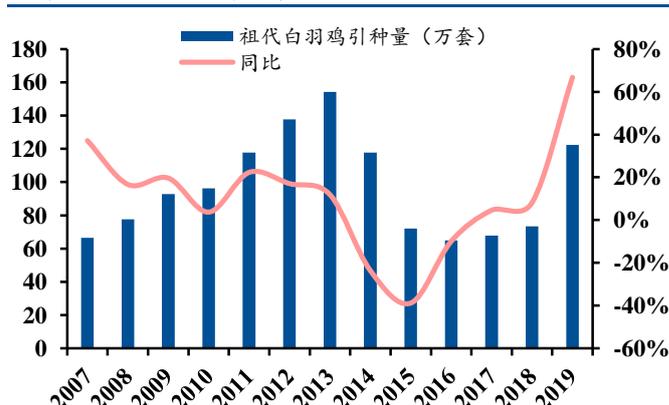
2019 年祖代鸡引种量大幅提高，中长期产能扩张有保证。2017/2018 年，祖代鸡引种数量分别为 68/73 万套，较 2016 年谷底出现小幅回升。2019 年祖代鸡引种量为达到 122 万套，明显高于 17/18 年水平。2019 年祖代种鸡将在 2020 年底至 2021 年逐步转化为商品代鸡的有效产能，中长期鸡肉产能将较有保障。

图 110：肉鸡出栏量



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图 111：祖代白羽鸡引种量



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

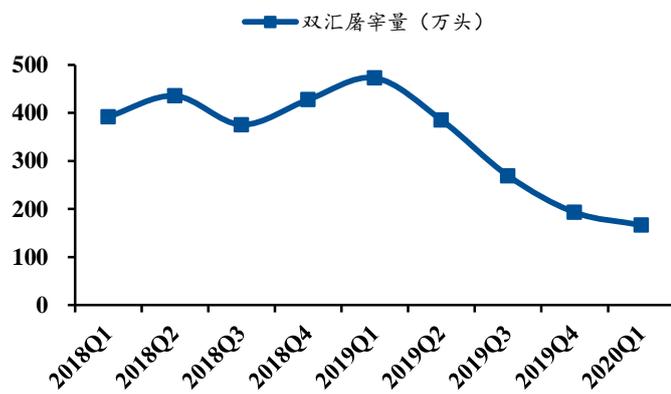
（二）头部企业多措施应对短期经营压力，长期利润弹性可期

1. 加强上游原料控制有效缓解成本压力

双汇发展依靠加大猪肉进口等措施缓解成本压力。2019Q2 以来，双汇屠宰量不断下

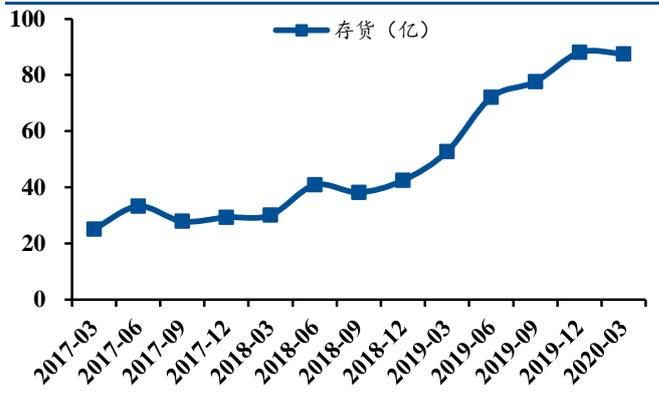
降，2019 年公司屠宰量为 1320 万头，同比-19.04%，2020Q1 公司屠宰生猪 166.5 万头，同比-64.78%，生猪产能下滑及疫情影响是 Q1 屠宰量下降的主要原因。2019 年，公司肉制品单吨毛利 4471 元，同比+1.80%，在猪肉价格大幅上行的背景下，公司肉制品单吨毛利仍能提高的主要原因是加大猪肉进口和释放冻肉库存有效缓解成本压力。

图 112：2019 年双汇屠宰量不断下降



资料来源：wind，民生证券研究院

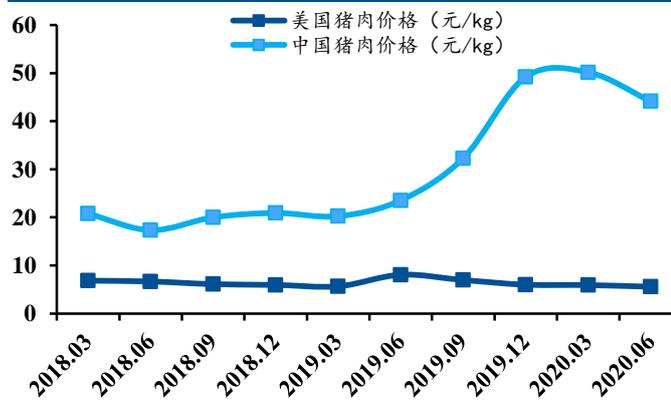
图 113：双汇存货增加明显



资料来源：wind，民生证券研究院

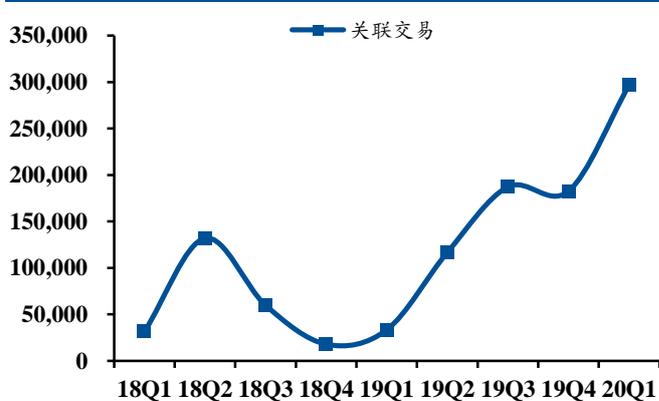
目前中国生猪价格是美国的 5~6 倍，即使考虑关税等成本，进口成本依然有优势。从 2020Q1 猪肉、鸡肉价格波动看，公司成本端有望受益猪价下行及进口猪肉量增加。20Q1 公司从罗特克斯采购进口猪肉 29.67 亿元，大幅加大进口猪肉采购力度（2019 全年采购 51.99 亿元）。此外公司将通过西华禽业和阜新禽业（彰武）及阜新牧业进入肉鸡及生猪养殖行业，进一步控制上游成本。预计西华项目达产后将形成种鸡存栏 120 万套，商品鸡年出栏 1 亿羽，饲料产能 80 万吨，屠宰产能 1 亿羽；彰武项目达产后将形成种鸡存栏 120 万套，商品鸡年出栏 1 亿羽，饲料产能 50 万吨，屠宰产能 1 亿羽。阜新牧业生猪养殖项目达产后将形成曾祖代种猪存栏 1,000 头，祖代种猪存栏 2,000 头，父母代种猪存栏 20,000 头，年种猪、生猪出栏合计约 50 万头。此外，公司还通过流程创新和技术创新等缓解成本压力。中长期来看，公司收入端、成本端同时优化，2020 年将保持良好的成长性。

图 114：2019 年以来中美猪肉价差拉大



资料来源：wind，民生证券研究院

图 115：与罗特克斯的关联交易大幅增加



资料来源：wind，民生证券研究院

2. 集中采购制度将增加成本控制灵活性

煌上煌、安井、绝味等企业设有专职采购部门，能够根据市场行情有效调整采购量。

以煌上煌为例，公司在 2018 年成立战略储备委员会，并引入战略储备管理，通过加大鸭肉价格低点的原材料采购量，有效地对原材料成本进行管理。因此肉制品价格只要出现幅度较大的下滑，则上述企业就能通过加大采购量的形式加强对原材料成本的有效控制。

3. 头部企业多次提价应对成本上涨压力，成本价格下滑则剪刀差将显现

2018 年以来，头部企业多次通过显性/隐性方式多次提价原材料成本上行。双汇发展通过推进高价产品销售以及直接对旗下多款产品提价的形式完成对整体产品的提价。安井食品通过进口猪肉采购、集中单批次大量采购库存肉、调整猪肉/鸡肉比例、提高出厂价等方式提价。海欣食品及绝味食品也在 2019 年小幅度提高肉类产品价格。总体看，肉类价格的波动弹性较上述企业的产成品更大。我们预计 2020 年上游肉价在维持高位的同时将出现幅度更大的波动，而上述企业产成品价格仍将保持稳定，肉制品企业利润空间将得到有效扩张。

表 9：主要肉制品企业提价情况

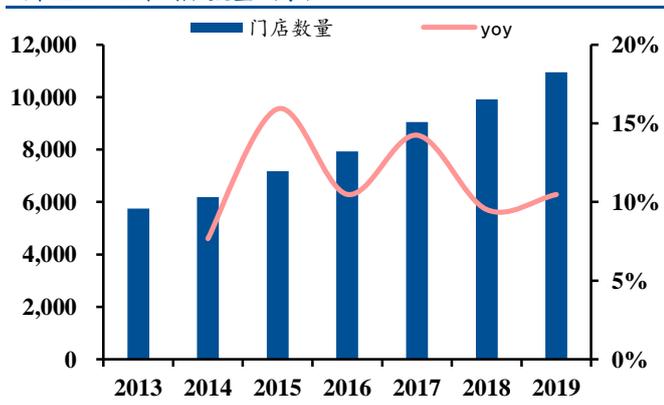
企业	提价时间	提价原因	提价幅度
双汇发展	2018/10、2018Q4、2019/4、2019Q2、 2019/7、2019Q4	应对生猪价格上涨	累计涨幅 20%
安井食品	2018/9、2018/12、2019/9、2019/10、 2019/11、2020/4	应对原材料价格上涨	平均幅度 3%~5%
海欣食品	2019/9、2019/10	成本上升	
绝味食品	2019Q1	成本上升	

资料来源：民生证券研究院整理

4. 疫情期期间卤制品企业将获得更好的门店扩张机会

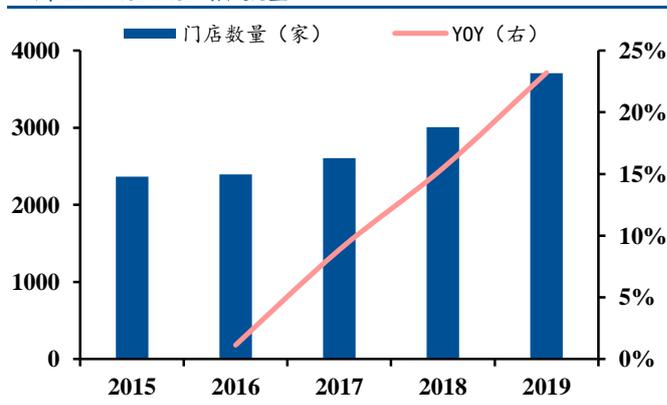
疫情期期间餐饮行业不景气将给卤制品头部企业更多的门店扩张机会。卤制品企业的成长性很大程度上来自于加盟/自有门店的扩张速度。对于门店布局相对完善的绝味食品，其门店扩张的主要方向是加密和精细化现有门店分布；对于仍处于扩张期的煌上煌，其门店数量保持 20% 左右的年均增速。20Q1 疫情期期间，餐饮行业受影响较大，部分大中型城市中心的门店出现较好的承租机会。绝味、煌上煌等卤制品企业有望以合理成本获得城市中心人流量较大的优质门店，从而实现门店数量、质量的有效扩张。

图 116：绝味门店数量（家）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 117：煌上煌门店数量



资料来源：wind，民生证券研究院

(三) 重点覆盖公司

双汇发展：猪价上行拉升营收增速，利润增速平稳。(1) 屠宰业务开工不足，预计现代渠道需求拉动肉制品业务收入小幅增长。20Q1 公司屠宰生猪 166.5 万头，同比-64.78%；肉类总外销量 68.3 万吨，同比-10.74%。猪肉补栏不旺是公司屠宰量同比大幅下降的主要原因，但猪肉均价较去年同期大幅上升，导致屠宰业务营收规模同比大幅提高。受疫情影响，2 月肉制品工厂开工不足，叠加物流不畅等原因，导致部分终端出现缺货断货情况，但 3 月复工之后生产端逐步改善，同时叠加商超、电商等现代渠道需求显著增长，预计 20Q1 肉制品业务收入仍有小幅增长。从渠道看，预计餐饮、自建渠道受疫情影响明显，发货量同比下降；商超、便利店等现代渠道受益明显；而受益于居家消费比例上升影响，电商渠道预计保持较快增长。**(2) 自建原料养殖企业，叠加进口猪肉采购量上升，保证成本优势。**2020Q1，公司将在辽宁省阜新市彰武县兴建生猪养殖及肉鸡产业化项目，预计生猪养殖项目将投资 9.8 亿元，年出栏生猪 50 万头；肉鸡产业化项目将投资 17.35 亿元，年出栏肉鸡 1 亿只。20Q1 公司从罗特克斯采购进口猪肉 29.67 亿元，大幅加大进口猪肉采购力度（2019 全年采购 51.99 亿元）。未来稳定低价的成本来源将保证公司肉制品的长期竞争优势。预计 20-22 年公司实现营业收入 750/687/743 亿元，同比+24.3%/-8.4%/+8.2%；实现归属上市公司净利润 59.7/65.9/72.2 亿元，同比+9.8%/+10.4%/+9.6%，对应 EPS 为 1.80/1.99/2.18 元，目前股价对应 PE 为 27/25/22 倍。

绝味食品：20Q1 收入小幅下滑，费用投放拖累利润表现。疫情期间公司加大费用投入维持加盟体系及扩张态势，长期成长性仍然可期。截至 2019 年末，公司拥有门店 10954 家，门店数量领跑行业。加盟体系保证了公司稳定的市场占有率和品牌号召力。疫情发生以来，各门店经营困难较大，公司加大费用投放稳定门店经营有利于整个加盟体系的稳定。此外，公司对加盟商逆势开店行为仍然持鼓励态度，预计今年门店数量仍将维持稳健上升态势，公司扩张势头不减，长期成长性仍然可期。预计 20-22 年公司实现营业收入 56.48/65.01/73.52 亿元，同比+9.2%/+15.1%/+13.1%；实现归母净利润 8.49/10.94/12.57 亿元，同比+6.0%/+28.8%/+14.9%，对应 EPS 为 1.40/1.80/2.06 元，目前股价对应 PE 为 50/39/34 倍。

煌上煌：20Q1 业绩保持正增长，逆势扩张趋势明显。(1) 疫情直接影响 2 月动销，3 月经营逐步恢复正常。2020 年 1 月，公司启动春节行情，加大了备货力度，各主要渠道动销良好；2 月受疫情影响，部分门店被迫停业，2 月动销损失加大，春节旺季营收下滑 5898 万元，同比-27.12%；3 月随着各地陆续复工，部分门店开始正常经营，销售有所恢复。总体看，20Q1 公司销售额同比+8.28%，肉制品受影响较小，同比保持+11.65%的双位数增速；米制品业务受影响较大，销售额下滑 1078 万元，同比-20.78%。**(2) 全年门店扩张预期不变，营销业务单元裂变至 19 个省区。**2020Q1，公司销售费用较上年同期增加 1171 万元，同比+19.83%，公司在疫情期间仍然加大市场开拓力，营销业务单元裂变至 19 个省区，逆势扩张态度坚决。我们预计全年新增 1200 家门店的扩张计划将不受疫情影响。预计除江西、广东等强势市场小幅加密补强外，福建、广西、贵州等新市场将是门店扩张的主力方向。预计 20-22 年公司实现营业收入 24.60/28.85/32.92 亿元，同比

+16.2%/+17.3%/+14.1%；实现归属上市公司净利润 2.81/3.41/4.03 亿元，同比
+27.7%/+21.3%/+18.0%，对应 EPS 为 0.55/0.66/0.78 元。股价对应 PE 为 46/39/33 倍。

七、其他食品&饮料

(一) 洽洽食品：业绩强劲增长，预收款、回款数据亮眼

展望未来：品质、渠道、营销三管齐下，持续看好小黄袋放量带来的业绩增量。1. 品质方面：品质升级为小黄袋长期增长提供了基础保障。一方面公司实现每日坚果原料直采，锁定国内外共9大直采地，从根源上保证每日坚果品质的新鲜，另一方面公司以“掌握关键保鲜技术”为指引，发力于包装、运输等方面，贯彻新鲜战略；2. 渠道方面：渠道覆盖率提升带来小黄袋持续放量。19年小黄袋产品仅仅聚焦于50家重点城市，当前小黄袋触及的渠道仅占公司瓜子渠道的30%，考虑到坚果与瓜子的渠道高度重合，因此我们判断随着渠道覆盖率的提升，小黄袋铺货逻辑带来的量增依旧值得期待；3. 营销方面：包装升级+携手分众传媒，看好小黄袋持续挤压竞品份额。一方面公司与华与华公司合作，重塑小黄袋产品形象突出“新鲜”卖点；另一方面，公司携手分众传媒，在15个城市集中进行广告投放，加大对于小黄袋明星产品的宣传力度。预计20-22年公司营收分别为56.36/65.62/76.51亿元，同比增速分别为16.5%/16.4%/16.6%；归母净利润分别为7.21/8.82/10.72亿元，同比增速分别为19.4%/22.3%/21.5%；EPS分别为1.42/1.74/2.11元，对应PE为37/30/25倍。

(二) 桃李面包：20Q2 营收增速放缓，利润增速仍保持高位

营收增速放缓，复工率提升及囤货倾向下降是主因。2020H1公司实现营收/归母净利润27.39/4.18亿元，同比分别+7.08%/+37.52%。合Q2单季度实现营收/归母净利润14.16/2.23亿元，同比分别+0.05%/+22.28%。收入端，公司Q2单季度营收与去年同期持平，较20Q1的+15.79%同比增速大幅放缓，主要原因是：(1) Q2全国各地复工率有所上升，居家消费及囤货需求环比下降；(2) 烘焙面包店、早餐店等早餐店铺复工率提高，消费者对短保面包的消费需求环比下滑；(3) 19Q2单季度收入同比+20.19%，造成20Q2相对基数较高。利润端保持较高增速，整体动销仍然顺畅。2020Q2，公司单季度归母净利润2.23亿元，同比+22.28%；归母扣非净利润2.05亿元，同比+14.57%。20Q2利润增速明显高于19Q2的+17.89%同比增速水平。主要原因是：(1) 20Q2尽管全国复工率有所提高，但疫情影响仍在，消费者对短保面包的需求仍处于相对高位，退货率处于低位，叠加产能稳步扩张，规模效应显现，毛利率水平有所提高；(2) 由于产品供求两旺，渠道销售费用投放及买赠活动仍处于低位；(3) 国家阶段性社保减免政策仍然对利润端有正面作用。在建工厂预计将按计划陆续投产，产能利用率维持高位。受下游需求旺盛影响，2020H1公司景气度处于高位，预计目前公司产能利用率有望维持在90%左右的高水平。出于产能扩张的内在需求及全国性疫情缓解，公司新建工厂有望按计划投产并贡献产能。按照建设计划，我们预计江苏工厂将在今年投产，青岛、浙江、沈阳等在建工厂有望按计划陆续投产，其中浙江、沈阳工厂预计最早将在2021年贡献产能。总体看，公司扩产仍在持续，长期成长性无忧。预计20-22年公司实现营业收入66.14/76.13/87.56亿元，同比+17.2%/+15.1%/+15.0%；实现归属上市公司净利润7.94/9.20/10.50亿元，同比+16.1%/+15.9%/+14.1%，折合EPS分别为1.20/1.40/1.59元，目前股价对应20-22年PE为

48/41/36 倍。

（三）香飘飘：疫情冲击下，业绩短期承压显著

19 年业绩略低于预期，20Q1 收入/业绩受疫情冲击明显。19 年公司实现营收 39.78 亿元，同比+22.36%，折合 Q4 单季度实现营收 15.98 亿元，同比+1.71%，增速环比显著放缓；实现归母净利润 3.47 亿元，同比+10.39%，折合 Q4 单季度实现归母净利润 2.15 亿元，同比-6.73%。总体而言，公司 19 年业绩略低于 wind 一致预期。分产品看，19 年冲泡类/即饮类产品分别实现营收 29.36 亿元/10.05 亿元，同比+4.69%/139.73%，其中明星单品果汁茶录得营收 8.68 亿元，同比+332.43%，折合 Q4 单季度实现营收 0.97 亿元，同比-33.06%。聚焦 20Q1，公司 20Q1 实现营收 4.30 亿元，同比-48.61%，实现归母净利润-0.86 亿元，收入/业绩均大幅下降，主要原因在于（1）突发新冠疫情导致春节后续生产出货未达预期；（2）学校开学时间一再延期导致即饮产品渠道铺货及动销较少（校园渠道是果汁茶收入占比最高的渠道）。预计 20-22 年公司实现营业收入为 41.71 亿元/49.71 亿元/58.86 亿元，同比+4.8%/19.2%/18.4%；实现归属上市公司净利润为 3.53 亿元/4.42 亿元/5.60 亿元，同比+1.5%/25.3%/26.7%，折合 EPS 为 0.84 元/1.05 元/1.34 元，对应 PE 为 38/30/24 倍。

（四）汤臣倍健：Q1 疫情影响国内主品牌业务，境外业务增长良好

20Q1 境内业务受疫情冲击明显，境外业务基本正常。2020Q1 受疫情影响，公司生产、市场推广及销售活动均无法按期正常展开，拖累业绩表现。境内业务方面，汤臣倍健主品牌实现营收 9.24 亿元，同比-10.8%；健力多实现营收 3.16 亿元，同比-10.5%；Life-Space 实现营收 0.40 亿元。总体看主品牌和大单品在境内销售受到疫情负面影响较为明显。境外业务方面，LSG 实现营收 1.19 亿元，同比+25.0%，境外市场基本不受疫情影响，但考虑到境外疫情滞后于国内，因此预计境外业务 20Q2 或将经受考验。渠道方面，线下渠道收入约占境内收入的 80%，同比-12.3%；线上渠道收入占 20%，同比+30.2%。由于药店等渠道受疫情影响无法开展正常经营活动，线下渠道受冲击明显，线上则受益与线下需求转移，实现营收快速增长。**复工率稳步回升助力动销恢复。**3 月以来，随着各地复工率的逐渐恢复，药房等线下渠道客流量正在逐步恢复。按照目前复工进度，我们预计药房渠道目前复工率有望达到总数的 2/3 以上，客流量也有望恢复到正常水平的 50% 左右。线下渠道客流量的逐步恢复有助于渠道动销提高，渠道库存有望进一步去化。**公司上半年业绩保持增长，疫情负面影响逐步消退。**20Q1，经销商、供应商、零售商等均受到疫情不同程度影响，导致公司的生产、市场及销售活动无法按期正常开展；20Q2 随着疫情得到有效控制，公司逐步恢复了一系列终端动销和品牌宣传活动，当季收入和业绩均实现一定增长。预计 20-22 年公司实现营业收入 61.72/73.32/85.06 亿元，同比+17.3%/+18.8%/16.0%；实现归属上市公司净利润 12.55/15.09/17.77 亿元，同比+452.8%/+20.2%/+17.8%，对应 EPS 为 0.79/0.95/1.12 元，目前股价对应 PE 为 28/23/20 倍。

（五）安琪酵母：20Q2 业绩加速上行，主业高景气有望持续持续

酵母主业扩产计划明确，长期成长性无忧。5月19日公司发布公告，宣布赴云南普洱设立子公司建设年产2.5万吨酵母生产线项目一期工程。4月28日，公司宣布在宜昌购置工业用地328亩，用于建设食品原料类产品加工基地、仓储物流集散地。上述公告说明公司继续扩张酵母主业的意图非常明确。目前公司全球产能为25万吨，为全球第三大酵母公司；YE产能8万吨，产能全球领先。2021年，公司将开始下一个五年规划，预计公司产能有望继续扩张到33~35万吨的水平。未来公司酵母主业规模将进一步扩大，保持业绩长期平稳增长的确信性较高。**工业大数据平台助力精细化管理。**4月22日，公司董事会通过并公告投资工业大数据平台的决议。根据决议，公司将投资2110万元建设工业大数据平台，对旗下10个酵母工厂的生产数据进行采集和存储。该项目建成后将更加有效地对生产数据、生产绩效、设备效率等进行管理，并通过历史数据分析和关键指标检测来优化生产工艺。预计工业大数据平台将有效提高公司的经营效率，利好长远发展。根据公司上半年的经营情况，我们上调业绩预测。预计20-22年公司实现营业收入87.86/99.24/112.72亿元，同比+14.8%/+13.0%/+13.6%；实现归属上市公司净利润12.01/13.25/15.18亿元，同比+33.2%/+10.3%/+14.6%，对应EPS为1.46/1.61/1.84元，目前股价对应PE为46/41/36倍。

（六）广州酒家：区域优势稳固，新增产能平稳释放保证中长期成长性

月饼及餐饮业务稳步增长，压仓中长期业绩。公司旗下的广式月饼产品销售规模多年稳居全国前列，营收占比稳定在40%左右，毛利率水平稳定，2015年以来收入端年均增速在12%左右，是公司业绩的压舱石。基于对中秋月饼消费刚性的判断，预计月饼业务有望保持长期稳定增长。截至2019年末，公司共拥有20家餐饮直营店，深圳品牌店已开业经营。公司餐饮业务逐步走出广州，预计未来珠三角及省外市场将成为新增门店主要开设方向，餐饮门店将每年保持新增1~2家的扩张速度。**多个生产基地陆续投产，缓解产能瓶颈增强业绩弹性。**公司新建湘潭基地和梅州基地，目前湘潭基地一期已逐步投产；梅州基地预计20年年底试生产，主要为速冻食品提供产能支持。截至2019年末，公司食品端产能主要分布在广州番禺、茂名及湘潭。其中，广州番禺为主，粮丰园为辅，湘潭为试产阶段。粮丰园主要在2019年为公司月饼及速冻产能进行了少量补充，其余产能仍为利口福提供，湘潭生产基地一期已于2019年投建完毕，2020年起将对月饼系列产品产能提供支持，湘潭二期处于拿地及规划阶段。2020Q1疫情有效刺激了速冻食品的下游需求，公司两大基地的陆续投产将从产能上保证公司速冻业务的高成长性。**积极布局外埠渠道建设。**2019年，广州酒家在境内广东省外的营业收入达到了5.00亿元，同比+40.10%，增速较为强劲，占比从2018年的14.21%提升至16.70%。随着新基地的投入及产能的释放，公司产品将进一步向粤东、粤西、华中以及华东等地区辐射延伸。公司还将加大线上互联网营销的投入，2019年线上收入3.96亿元，同比+27.79%，占比达13.08%，同比+0.86个百分点，毛利率为59.60%，和公司总毛利率相当。2020Q1疫情期间，公司经销商渠道和省外收入均出现快速增长，整体渠道布局更趋健康。预计20-22年公司实现收入

34.60/40.82/47.26 亿元，同比+14.2%/+18.0%/+15.8%；归母净利润为 4.38/5.55/6.41 亿元，同比+14.1%/+26.6%/+15.5%，对应 EPS 为 1.09/1.37/1.59 元，目前股价对应 PE 为 30/24/21 倍。

八、风险提示

（一）疫情反复或其他因素导致宏观经济增长情况不达预期

消费行业发展与整体宏观经济环境呈现较高度正相关关系。若下半年全球疫情反复或其他因素导致宏观经济下行大于市场预期，则将大概率对消费行业带来强于原有市场预期的情绪面以及基本面的双重负面冲击。

（二）上游原材料价格异常上涨

部分必选消费行业下游需求价格较敏感，如果上游原材料价格出现异常上涨，则短期上市公司将难以有效快速转嫁成本上涨压力，或将短期对业绩造成一定的压力。而今年是新冠疫情年，同时国内灾害频发，存在上游原材料价格异常上涨的可能。

（三）食品安全风险

（四）其他不可预测风险。

插图目录

图 1: 20H1 中信行业指数涨幅排行中, 食品饮料板块仍排名前列	4
图 2: 中信食品饮料指数 PE-TTM 走势	4
图 3: 国内 GDP 季度增速进入下行通道, 疫情对国内经济冲击明显	6
图 4: 近年来白酒行业产量增速呈现显著的下降趋势	6
图 5: 为对冲疫情, M2 增速重回双位数增速, 流动性呈现宽松局面	7
图 6: 2008 年至今一线白酒批价走势图 (单位: 元/瓶)	7
图 7: 19 年茅台渠道配额分布及占比 (单位: 万吨, %)	8
图 8: 20 年茅台渠道配额预计分布及占比 (单位: 万吨, %)	8
图 9: 2019 年初以来飞天批价快速飙涨, 是历史上涨幅最大最快的时间段 (元/500mL)	9
图 10: 19 年年初以来是五粮液在本轮白酒复苏周期中提价最快的时期 (元/500mL)	11
图 11: 茅五泸高端产品总量高于上一轮牛市顶点 (吨)	11
图 12: 高端白酒茅台份额整体走高	11
图 13: 大部分次高端品牌规模均大幅超越上一轮周期高点 (亿元)	12
图 14: 茅台系列酒收入规模 (2011-2019)	13
图 15: 茅台酒之外, 主要酱香品牌企业销售额	13
图 16: 近年国内白酒行业产量增长持续趋缓	14
图 17: 白酒规模企业数量 18 年开始快速减少 (家)	14
图 18: 啤酒行业 Q1 产量在全年产量占比约为 23%	18
图 19: Q2Q3 为主要啤酒厂商的销售旺季 (19 年口径)	18
图 20: 五因子共振助力盈利能力持续改善	19
图 21: 啤酒产量与收入正相关关系消失 (收入在右轴)	20
图 22: 需求端的变化导致啤酒产量于 14 年见顶回落	20
图 23: 市场份额逐渐向头部聚集	20
图 24: 19 年 8 月起进口大麦价格同比回落 (元/吨)	21
图 25: 19 年 7 月起国内大麦价格出现回落 (元/吨)	21
图 26: 青岛啤酒成本构成 (2019 年年报)	22
图 27: 青岛啤酒包材在直接材料中占比过半	22
图 28: 瓦楞纸价格表现平稳 (元/吨)	22
图 29: 铝锭价格总体表现疲软 (元/吨)	22
图 30: 行业并购事件此起彼伏	22
图 31: 行业产能利用率逐年下滑	22
图 32: 关厂短期内造成重啤资产减值损失的显著增加	23
图 33: 受益于关厂, 重啤固定资产折旧营收占比逐年下降	23
图 34: 重啤息税前利润率提升幅度高于 EBITDA margin	23
图 35: 关厂使重啤工资薪酬营收降低促进管理费用率下降	23
图 36: 主要厂商广告+促销费用率 17 年起逐渐下降	24
图 37: 主要厂商销售费用率 17 年起逐渐下降	24
图 38: 主要厂商净利率逐年提升	24
图 39: 主要厂商净利率水平持续修复	24
图 40: 伊利、蒙牛收入对比	27
图 41: 伊利蒙牛收入增速对比	27
图 42: 伊利、蒙牛收入对比	28
图 43: 伊利、蒙牛液态奶收入对比	28
图 44: 伊利、蒙牛液态奶收入对比	29
图 45: 伊利、蒙牛销售费用率对比	29
图 46: 伊利蒙牛管理及财务费用率对比	29

图 47: 伊利、蒙牛销售费用率对比.....	30
图 48: 伊利蒙牛管理及财务费用率对比 (次数在右轴)	30
图 49: 伊利、蒙牛销售费用率对比.....	30
图 50: 伊利主要投放品类.....	30
图 51: 蒙牛广告投放品类.....	31
图 52: 伊利、蒙牛液态奶收入对比.....	31
图 53: 伊利销售人员 (人)	32
图 54: 伊利线下液态奶网点数量.....	32
图 55: 乳制品产量.....	32
图 56: 乳制品当月产量.....	32
图 57: 奶牛存栏量维持低位.....	33
图 58: 原奶产量增速有限.....	33
图 59: 生鲜乳主产区价格.....	33
图 60: 生鲜乳价格涨幅.....	33
图 61: 恒天然全脂奶粉拍卖价格 (美元/吨)	34
图 62: 恒天然脱脂奶粉拍卖价格 (美元/吨)	34
图 63: 伦巴第原奶价格 (欧元/100KG)	34
图 64: 德国原奶价格 (欧元/100KG)	34
图 65: 美国原奶价格 (欧元/100KG)	34
图 66: 新西兰原奶价格 (欧元/100KG)	34
图 67: 伊利、蒙牛销售费用率对比.....	35
图 68: 主要上市公司液态乳出厂均价 (元/吨)	35
图 69: 牛奶饮品的市场规模及增速.....	36
图 70: 巴氏奶的市场规模及增速.....	36
图 71: 常温奶的市场规模及增速.....	36
图 72: 酸奶及酸奶饮品的市场规模及增速.....	36
图 73: 餐饮渠道调味品消费量显著高于家庭渠道.....	39
图 74: 大多数调味品主要在餐饮渠道被消费 (销量口径)	39
图 75: 2019 年 3 月以来餐饮行业复苏明显.....	39
图 76: 2018 年消费者外出就餐消费频次分布.....	40
图 77: 2018 年消费者外出就餐频次变化情况.....	40
图 78: 对标日韩, 我国调味品销量未见天花板.....	41
图 79: 调味品总体及细分品种销量增速预测.....	41
图 80: 人均复合调味品消费量维持高增速 (元/人/年)	41
图 81: 预计 15-20 年复合调味品增速将达到 14.7% (亿元)	41
图 82: 复合调味品增速明显快于调味品行业增速.....	42
图 83: 我国复合调味品渗透率仍有较大提升空间.....	42
图 84: 复合调味品各品类增速 (单位: 亿元)	42
图 85: 复合调味品各品类占比 (2016 年)	42
图 86: 中式复合调味品市场规模及增速.....	42
图 87: 酸菜鱼餐饮市场规模及增速.....	42
图 88: 火锅餐饮市场规模及增速.....	43
图 89: 川菜及火锅热度持续升温.....	43
图 90: 川菜和火锅在所有中式餐饮中占比达到 26.1%.....	43
图 91: 火锅市场规模及增速.....	44
图 92: 火锅底料及火锅蘸料市场规模及增速.....	44
图 93: 中炬高新实现五年“双百”计划, 那么收入复合增速将远超行业平均.....	45
图 94: 当龙头加大费用投放时, 迎接中小厂商的结果只能是份额丢失.....	45

图 95: 17 年中国酱油行业 CR5 约为 32%	46
图 96: 18 年日本酱油行业 CR5 约为 60%	46
图 97: 大豆、白砂糖及包材占据海天味业成本大头	47
图 98: 今年年初以来大豆价格边际上行 (单位: 元/吨)	47
图 99: 糖价相比 19 年已有所上行	47
图 100: 国内生抽比例持续提升	48
图 101: 生抽价格带高于老抽	48
图 102: 主要厂商酱油吨价持续提升 (单位: 元/吨)	48
图 103: 未来五年调味品吨价 CAGR 有望达到 4%	48
图 104: 全国生猪、仔猪和猪肉平均价格	52
图 105: 白羽鸡价格变化	53
图 106: 毛鸭价格小幅回落	53
图 107: 生猪出栏头数快速下降	53
图 108: 生猪存栏头数快速下降	53
图 109: 全国能繁母猪存栏数量	54
图 110: 肉鸡出栏量	54
图 111: 祖代白羽鸡引种量	54
图 112: 2019 年双汇屠宰量不断下降	55
图 113: 双汇存货增加明显	55
图 114: 2019 年以来中美猪肉价差拉大	55
图 115: 与罗特克斯的关联交易大幅增加	55
图 116: 绝味门店数量 (家)	56
图 117: 煌上煌门店数量	56

表格目录

表 1: 茅台近一年以来增加的商超及电商渠道	8
表 2: 泸州老窖市场控量保价策略	10
表 3: 吨价变动对于整体毛利率的敏感性分析 (以青岛啤酒 2018 年年报数据为基准)	19
表 4: 啤酒厂商不断推进产品中高端化升级	20
表 5: 2015 年起各大巨头关厂动作不断	23
表 6: 日本酱油龙头龟甲万并购情况	46
表 7: 调味品行业一个完整提价周期大约为 4 年 (视经济环境及成本增加情况有所增减)	47
表 8: 主要厂商切实推进产品结构升级	48
表 9: 主要肉制品企业提价情况	56

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。