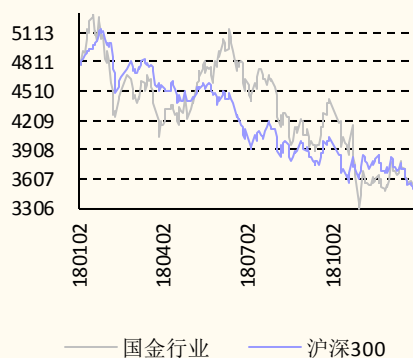


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	3546.74
沪深300指数	3010.65
上证指数	2493.90
深证成指	7239.79
中小板综指	7336.11



## 相关报告

1. 《“新黄金时代”后，调味品行业将如何演绎-调味品行业深度报告》，2018.11.8
2. 《对伊利三季报分析兼乳业两强未来展望-收入争夺战持续，原奶成本...》，2018.11.7
3. 《18Q3 乳业两强广告投放力度同比环比均走弱-乳制品广告费用报...》，2018.10.15
4. 《弱市下食品饮料板块有望再次成为避险首选-食品饮料行业周报》，2018.10.14
5. 《社零数据超预期有助食品饮料板块情绪回暖-食品饮料行业周报》，2018.9.17

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

## 白酒周期短期承压， 乳制品、调味品寻找中线机会

## 投资建议

- **白酒：高端价升势头预计平稳，次高端预计承压最大并趋于分化。**19年在宏观经济预期下行影响下，白酒行业将愈加呈现挤压式竞争，行业集中度提升将进一步提速，各公司费用率预计趋于上行，更加密切跟踪一线白酒批价和次高端放量趋势是寻找机会时点最重要手段。高端——当前茅台批价仍然稳固，尽管19年高端白酒增速可能放缓，但我们仍然看好其确定性基本面走势，尤其在当前相对历史中枢较低估值下，我们认为安全边际较高并孕育机会。次高端——预计19年将是近年次高端承压较大一年，尤其上半年面临较高基数下，次高端可能进一步走出分化趋势，重点应关注各股中品牌更强或渠道梳理更好的企业，同时关注品牌能力较强但机制改善尚未发挥的企业。19年宏观环境若预期向好，重点关注上半年超跌品种。大众酒——整体逻辑弱于高端及次高端。
- **啤酒：低端竞争趋缓、ASP提升，19年盈利持续改善。**当前各啤酒公司主力方向不在低端份额争夺，而在守住份额的同时如何提升中高端产品占比，推动ASP提升，获取更多盈利以便为未来竞争夯实业绩基础。18年行业原材料成本端抬头，我们预计19年各公司可能将继续面临一定成本压力，不过在各自严格管控下及产品结构持续提升下，预计19年各公司ASP将继续提升，并持续完成未来关厂目标，预计盈利有望持续改善。未来几年啤酒行业大趋势基本确定，逐步布局将是应对未来板块价值提升的最佳策略。
- **调味品：基本面分化预计将是主旋律。**16年底海天提价迎合17年宏观经济向上并叠加库存底和费用高投放四重因子共振，推动海天17年高增速(+17%)，也推动行业进入费用高投放期，一直延续至今。中炬高新17年3月提价，同时也匹配了费用投放和宏观经济三因子共振推动，使得17年美味鲜增速达到20%左右。不过由于房地产等业务对公司利润贡献，17年下半年至今预计美味鲜业务进入库存宽松期。19年在四大因子其中三大因子向下趋势下（宏观经济预期、提价、库存），费用策略将是各公司若对收入有所期待的唯一武器。预计海天可能逆周期继续投放费用加速获取份额，中炬高新宽松库存端+费用武器也有望保证逆周期下获取红利，而其他中小公司将被迫在丢失利润和丢失份额中做出抉择。基本面分化预计将是主旋律。
- **乳制品：19年费用率预计同比下降，但收入争夺战力度难以显著降温。**18年行业并未如17年预期般竞争趋缓，主因市场未关注到两强相对弱势方-蒙牛各方改善，使其18年具备更多毛利空间缩小收入差距，导致两强18年费用战之火持续燃烧至今。伊利全年利润增速低于收入增速已是确定性事件，而蒙牛由于毛利率具备向上弹性，在费用率环比走弱情况下有能力进行更好的对冲，同时具备投资收益项减亏的利好，因此全年仍将保持相对可观的盈利弹性，净利率也有望持续修复向上。19年我们预判：（1）两强收入争夺战力度预计同比略降温，但并不会显著降温；（2）收入端争夺略降温意味明年费用率有一定宽松空间；（3）预计两强净利率明年二季度有望得到提升。

## 风险提示

- 原材料价格波动/费用投放加大，市场竞争加剧/政策因素扰动

## 内容目录

一、白酒行业：高端价升势头预计平稳，次高端预计承压最大并趋于分化	5
1.1 18年下半年厂家严格控制高端批价	5
1.2 19年高端提价可能性收窄，尤其难在上半年	7
1.3 上行周期放缓，复苏一定程度取决于外部环境的改变	9
1.4 明年仍战略看好一线高端白酒	10
1.5 次高端将承压最大并进一步分化	11
1.6 长期来看，19年调整期不改高端白酒持续扩容趋势	12
1.6 重点覆盖公司	13
1.7 风险提示	14
二、啤酒行业：低端竞争趋缓、ASP提升，19年盈利持续改善	14
2.1 行业整体产量仍处于调整期，盈利改善已现	14
2.2 进口啤酒增速放缓，吨酒价格下降	16
2.3 原材料成本上涨推动提价，19年预计成本持续承压	17
2.4 预计19年盈利持续改善	20
2.5 重点覆盖公司	21
2.6 风险提示	21
三、调味品行业：基本面分化预计将是主旋律	21
3.1 行业进入产量微增、结构优化、品类创新的新时期	21
3.2 四因子共振推动行业龙头重新提速	22
3.3 2019年基本面分化预计将是主旋律	28
3.4 重点覆盖公司	29
3.5 风险提示	29
四、乳制品行业：19年费用率预计同比下降，但收入争夺战力度难以显著降温	30
4.1 2018Q1-Q3两强收入增速预计接近，两强大概率完成全年收入目标	30
4.2 2018Q3原奶成本凸显，预计Q4持续承压	32
4.3 2018Q3费用率环比略有下降，但预计Q4同比仍处高位	32
4.4 2019年行业展望	35
4.5 重点覆盖公司	36
4.6 风险提示	36
五、其他行业精选重点标的推荐	37
5.1 奶粉行业逆势下集中度将加速提升，重点推荐澳优	37
5.2 饮料行业中关注业绩改善且具管理层激励预期的中国食品	40
5.3 其他重点标的推荐	42

## 图表目录

图表 1: 2018 年白酒板块个股收益一览.....	5
图表 2: 茅台、五粮液、国窖 1573 批价近十年来走势.....	6
图表 3: 08 年之后茅台逐渐成为提价主导方 (元/瓶) .....	7
图表 4: 茅台在高端白酒份额持续走高.....	7
图表 5: 茅台基酒产量 (万吨) .....	7
图表 6: 茅台、五粮液、国窖 1573 批价走势 (元/瓶) .....	7
图表 7: 茅台一批价及一批商单瓶毛利走势 (元/瓶) .....	8
图表 8: 茅台飞天一批价分阶段走势 (元/瓶) .....	8
图表 9: 茅台一批商单批毛利走势 (2008-2018) .....	9
图表 10: 白酒行业历经三轮调整期.....	9
图表 11: 近十年来贵州茅台 PE BAND (TTM) .....	10
图表 12: 普五及国窖 1573 相对茅台批价比率总体处于下行趋势.....	11
图表 13: 次高端白酒近四个季度收入增速情况.....	12
图表 14: 茅五泸高端产品总量总体仍在扩容.....	12
图表 15: 从 2011 到 2017 高端白酒销量占比 .....	12
图表 16: 茅五出厂价比居民可支配收入数据走出背离态势.....	13
图表 17: 近年产量持续低速负增长.....	15
图表 18: 啤酒板块近年营收、净利增速.....	15
图表 19: 啤酒板块龙头公司近几年销量增速.....	15
图表 20: 啤酒行业主要公司近年营收增速.....	16
图表 21: 啤酒行业主要公司近年净利增速.....	16
图表 22: 2018 年啤酒行业市场份额.....	16
图表 23: 近年来我国进口啤酒总量 (单位: 万千升) .....	17
图表 24: 进口啤酒占国产啤酒比重仍然较小.....	17
图表 25: 进口啤酒单价呈总体下降趋势.....	17
图表 26: 我国啤酒生产成本要素构成.....	18
图表 27: 青岛啤酒成本构成.....	18
图表 28: 进口大麦价格近年持续下行, 今年有所上涨.....	18
图表 29: 澳洲大麦价格指数.....	18
图表 30: 中国玻璃价格指数走势.....	19
图表 31: 铝包材价格今年稳定波动下行.....	19
图表 32: 2016 年至今箱板纸价格走势 (元/吨) .....	19
图表 33: 2016 年至今瓦楞纸价格走势 (元/吨) .....	19
图表 34: 各品牌 2017 年底至今的提价情况 .....	19
图表 35: 啤酒主要原材料成本波动测算 (%) .....	20
图表 36: 调味品行业结构.....	22

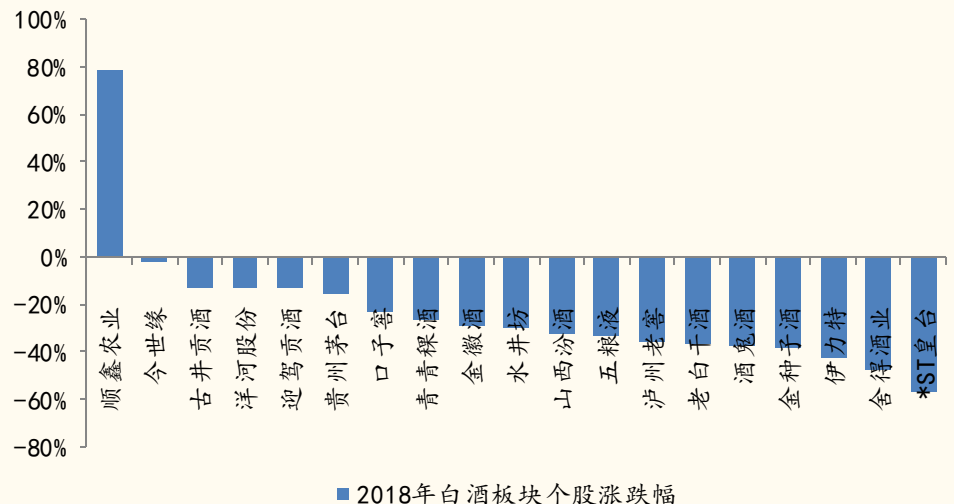
图表 37: 细分品类分布较散, 潜力品种多.....	22
图表 38: 酱油行业增速趋缓.....	22
图表 39: 酱油食醋及类似制品增速趋缓.....	22
图表 40: 海天 VS 中炬单季度收入增长增速 (2014Q1-2018Q3) .....	23
图表 41: 今年以来, 主流酱油厂商仍大多保持高于行业增长的增长态势 .....	23
图表 42: 2016-2017 年 GDP 增速上行与消费上升趋势一致.....	23
图表 43: PSL 余额.....	24
图表 44: 中国家庭财富最大项是房产 .....	24
图表 45: 社会零售总额同比增速 (2014-2018M7) .....	25
图表 46: 消费者信心指数 (2014-2018M7) .....	25
图表 47: 17 年年底开始提价的品牌、品类及区域.....	25
图表 48: 各主要厂商酱油平均吨价 (元/吨, 2011-2017) .....	26
图表 49: 2016H2-2017 海天/厨邦电视端赞助节目一览 .....	26
图表 50: 海天味业季度收入增速和销售费用率对比 (2015Q3-2018Q3) .....	27
图表 51: 中炬高新季度收入增速和销售费用率对比 (2015Q1-2018Q3) .....	27
图表 52: 扰动海天单季度收入增速的多因子分析 (2013Q4-2018Q3) .....	27
图表 53: 2014Q4-2018Q3 中炬高新基本面四阶段分析.....	28
图表 54: 乳制品板块近年收入、净利同比增速.....	30
图表 55: 乳制品板块单季收入、净利环比增速.....	30
图表 56: 乳制品行业单季毛利率.....	30
图表 57: 乳制品行业单季期间费用率.....	30
图表 58: 伊利&蒙牛 (预估值) 18 年分季度收入和增速对比图 (亿元、%) ..31	31
图表 59: 2015 年至今全国十省生鲜乳单价走势 (元/公斤) .....	32
图表 60: 伊利&蒙牛 (预估值) 18 年分季度销售费用率对比图 (亿元、%) 33	33
图表 61: 伊利销售费用增速 vs 广告时长增速 (亿元) .....	33
图表 62: 伊利&蒙牛主营收入与销售费用比值 .....	34
图表 63: 伊利近年销售费用率走势图 (%) .....	34
图表 64: 2017 年国内前十品牌商份额变动情况.....	37
图表 65: 2011-2017 年国内奶粉渠道占比变化 .....	37
图表 66: 澳优历年营业收入及其增速.....	38
图表 67: 澳优历年归母净利润及其增速.....	38
图表 68: 澳优羊奶粉营收及其增速.....	39
图表 69: 不同羊奶粉品牌知名度/市场渗透率.....	39
图表 70: 澳优通过海外收购拓展全产业链路径.....	39
图表 71: 中信加入后澳优股权结构图.....	40
图表 72: 中可饮料中国区重组示意图.....	41
图表 73: 中可饮料重组前后版图对比.....	41
图表 74: 2018 年中粮集团有待实现混改的企业.....	42
图表 75: 主要覆盖公司估值表.....	44

## 一、白酒行业：高端价升势头预计平稳，次高端预计承压最大并趋于分化

在宏观经济不明朗或下行预期下，19年行业将面临进一步增速下行可能性，而实质18年下半年行业增速已趋于下降。从高端品种来看，18年下半年茅台在严格控制批价下，当前基本稳定在1700元左右，明年公司也要求终端价维持1499元不变，在茅台需求仍然稳固、批价短期可能趋于平稳下，尽管明年面临宏观经济不明朗或下行压力下高端可能放缓，但预计在当前估值不高体系下仍然孕育着机会，直至批价下行苗头出现为止。目前这一时间点上我们仍然战略看好一线白酒基本面行情。不过，预计19年茅台批价上行空间将较为有限，茅台以下高端品牌价格带上行空间被部分压缩，这是相对于16-17年的新特征，不过由于这是外部环境改变引起的短期波动，长期来看高端量价齐升仍然是趋势。

次高端品种在2019年宏观经济不明朗或下行预期下，且上半年面临较高基数下，尽管18年底预计将保持库存良性以备战19年，但整体来讲19年上半年将面临较大压力，各个次高端品种可能进一步走出分化趋势。大众酒在今年上半年次高端扩容之机也有所抬头，个股逻辑较强的如顺鑫走出了独立行情，不过整体来讲复苏逻辑主要集中于高端及次高端，大众酒整体逻辑弱于高端及次高端。

图表 1：2018 年白酒板块个股收益一览

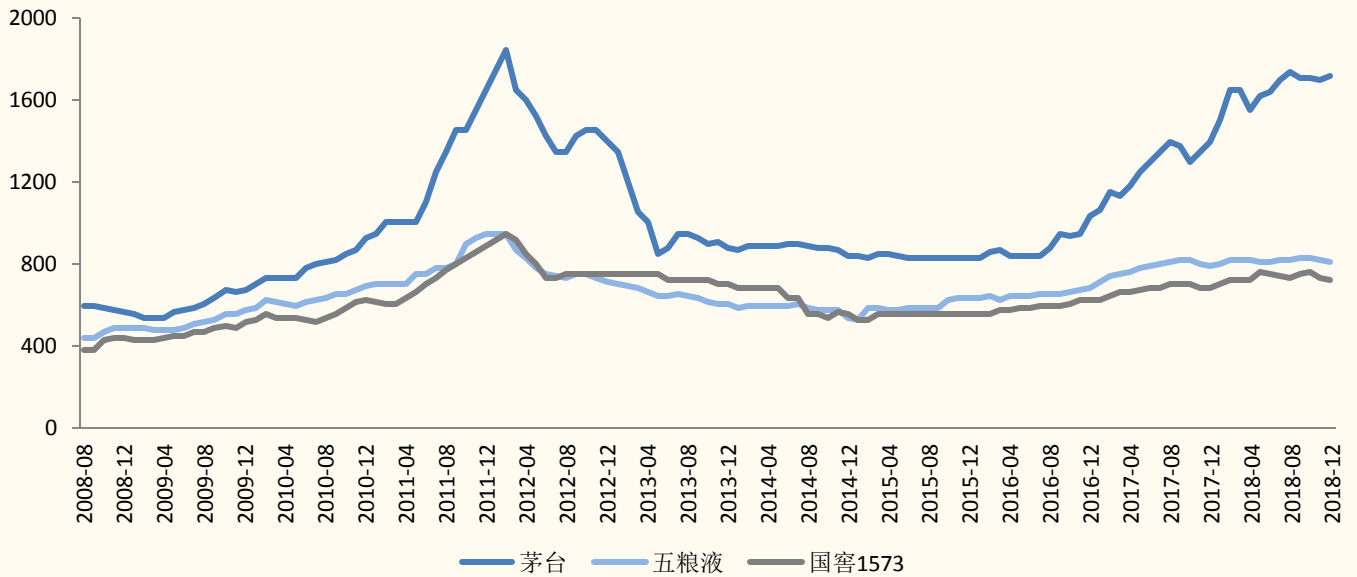


来源：Wind, 国金证券研究所

### 1.1 18年下半年厂家严格控制高端批价

- 本轮一线白酒复苏四大逻辑：民间真实需求、渠道补库存、投资需求以及三公消费抬头，多重因素推动茅台进入价格上行通道。一批价上行是市场对于旺盛需求的滞后反映，茅台市场需求或在2015年春节期间就开始出现显著改善。自2016年Q2起推动茅台批价加速上行的核心因素为真实需求、投资需求及其衍生需求的叠加作用：茅台的投资属性自2016年Q1末、Q2初开始被不断强化，茅台批价与需求形成共振反馈、加速上行；浓香型高端品种五粮液和泸州老窖国窖1573显著受益于茅台批价加速上涨，同时叠加厂商相关政策配合以及渠道，一线白酒整体批价上扬态势被夯实，到目前已持续约两年多时间。

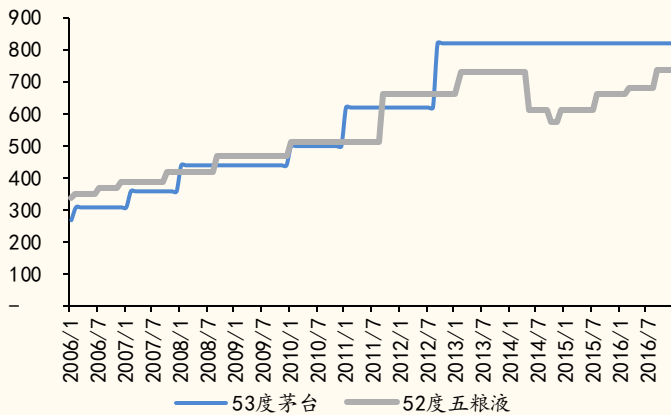
图表 2：茅台、五粮液、国窖 1573 批价近十年来走势



来源：公司公告，国金证券研究所

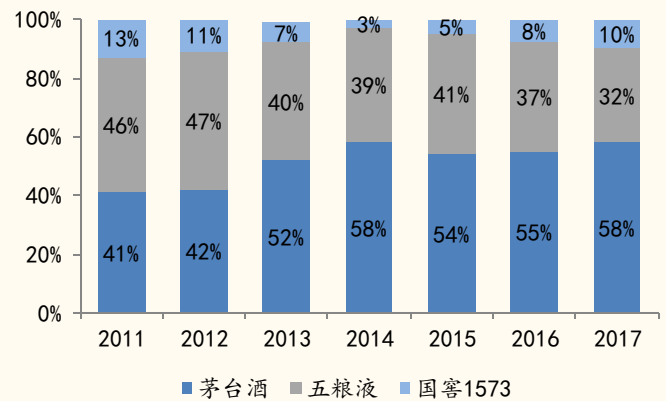
- **博弈格局演化一方主导格局，闭合逻辑内量价共振。**由于茅台品牌价值与投资属性的双重加强、叠加作用，我国高端白酒市场格局由茅台、五粮液、泸州老窖的均衡格局演化为茅台一方主导。茅台产量释放的局限性，导致价格上行周期内市场将成为卖方市场，厂商有多种手段影响批价走势；一旦价格上行周期开启，行业自身的特殊性能促使上行周期在一个相对闭合的逻辑中持续演进，量价持续正向共振，直至被外力打破（如上轮打击三公消费或投资属性破灭）而进入下行周期。
- **茅台已成为中国高端白酒市场价格的核心主导方。**自 2008 年茅台出厂价、批价正式超越五粮液起，中国高端白酒市场格局也随之发生巨变——茅台强势地位愈加巩固，五粮液+国窖 1573 份额持续下行，这是茅台品牌价值和投资属性双重加强、叠加作用的结果，而背后隐含的根本原因在于各自需求结构的巨大变化。而最后实际结果之一是茅台成为中国高端白酒市场价格的核心主导方。
- **未来两年茅台实际量能将受限明显。**今年茅台实际发货量预计突破 3 万吨，创历史新高。受 2014-2015 年基酒产量限制，预计茅台 2018-2019 年产量增长空间将极为有限——预计 2018 年供给量约 3.3 万吨，2019 年乐观预计产量不下滑。因此，未来两年茅台报表端增长将遭遇明显瓶颈，提价窗口持续打开。
- **2019 年茅台酒可执行量是报表端将面对的最大挑战。**2017 年公司报表确认 3-3.1 万吨，预计实际发货量略高于 2.9 万吨，预收账款下降 31 亿元基本对应 0.15-0.2 万吨量，两项数据匹配差距不大。今年预计公司实际发货量将突破 3 万吨，预计在 3.0-3.1 万吨区间，则在 18Q4 不大规模释放预收款的假设下，报表确认量预计在 3.2 万吨左右，预计同样比实际发货多确认约 0.15-0.2 万吨。3.2 万吨的报表确认量和不到 3.1 万吨的实际发货量实际低于今年以来的市场预测值，因此这也有望为 19 年这一市场公认茅台可执行量的小年提供小幅增量。因此，19 年提价仍是茅台报表维持双位数以上增长的重要假设，否则唯有大幅释放预收账款。

图表 3：08 年之后茅台逐渐成为提价主导方（元/瓶）



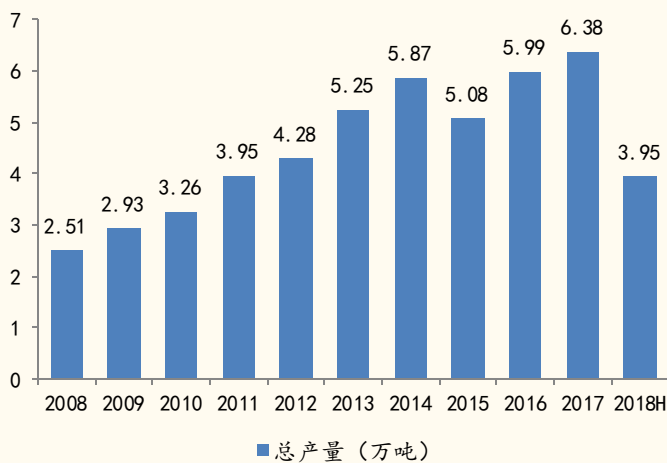
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：茅台在高端白酒份额持续走高



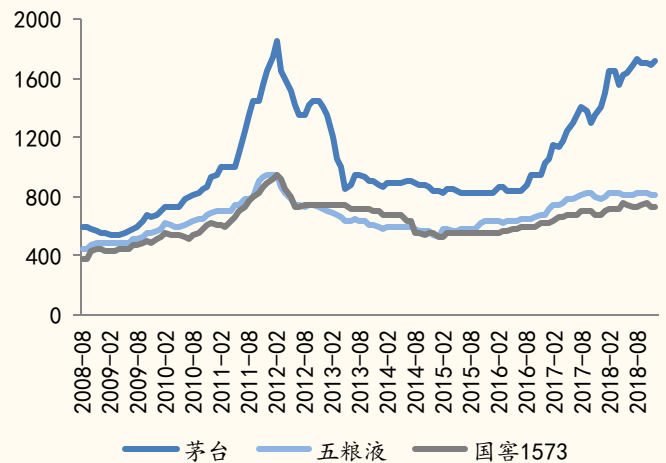
来源：公开资料，国金证券研究所

图表 5：茅台基酒产量（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：茅台、五粮液、国窖 1573 批价走势（元/瓶）



来源：草根调研，国金证券研究所

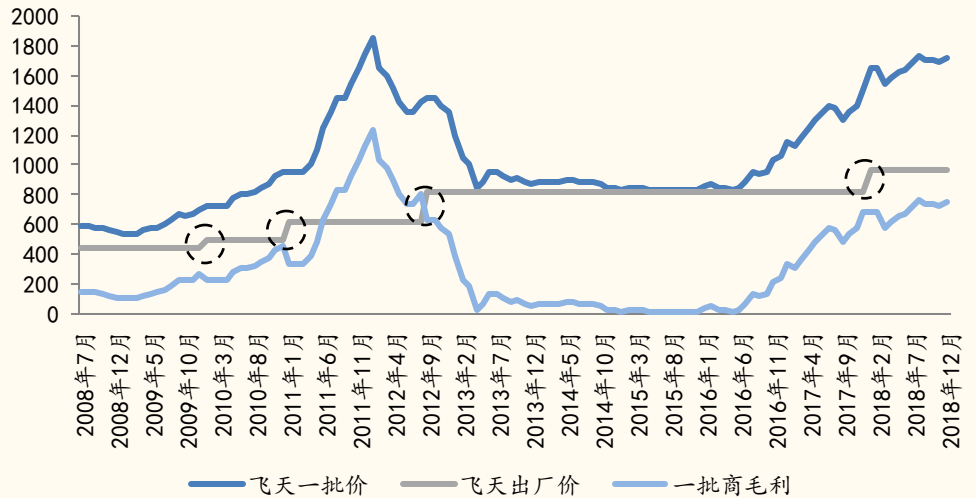
- 经历过上一批价不受控制的疯狂期，本轮茅台加强批价控制的意愿和能力均大幅加强。五粮液与老窖也均在年内采取停货控价措施。茅台设立建议零售价（提价前为 1299 元，提价后为 1499 元，18 年春节短暂 1399 元促销），并加大对违反规定经销商的处罚力度。年底一批价保持在 1650-1750 元之间，当前批价维持在 1700 元左右。茅台一批价稳固导致五粮液与 1573 批价上行难度大幅增加。同时，在茅台主动限价放量的旺季中，也在量价两端挤压五粮液和 1573。因此五粮液及 1573 在量价选择上做出抉择——五粮液倾向于量价均衡、偏量；1573 以价为核心。

### 1.2 19 年高端提价可能性收窄，尤其难在上半年

尽管明年是否提价仍然是一个动态的不确定选项，不过在面临宏观经济不明朗或下行预期下，尤其是上半年高基数情况下，预计茅台明年上半年提价可能性较小，更多应着眼于控制批价防止泡沫。明年下半年仍不明朗，我们认为将受制于宏观经济走势，估值可能在一季报时点达到低谷，但是否逐步回升仍取决于宏观经济走势和情绪更多。整体全年量价提升有限情形下，业绩确定性虽较高，但股价和估值不确定性也较高。

- **茅台提价前提之一是批价处于上行阶段且渠道利润空间打开。**茅台提价时点多选择在旺季前夕，但在批价上行或下行阶段中均有过提价动作。但在批价上行阶段，由于市场处于卖方市场，渠道商可轻松向市场转嫁提价成本，即出厂价提价可实现厂商和渠道商的双赢；而在批价下行阶段，经销商无力向市场有效转嫁提价成本，提价仅能实现厂商单赢。因此，我们认为，茅台提价的背景是批价处于上行阶段且渠道利润空间打开。

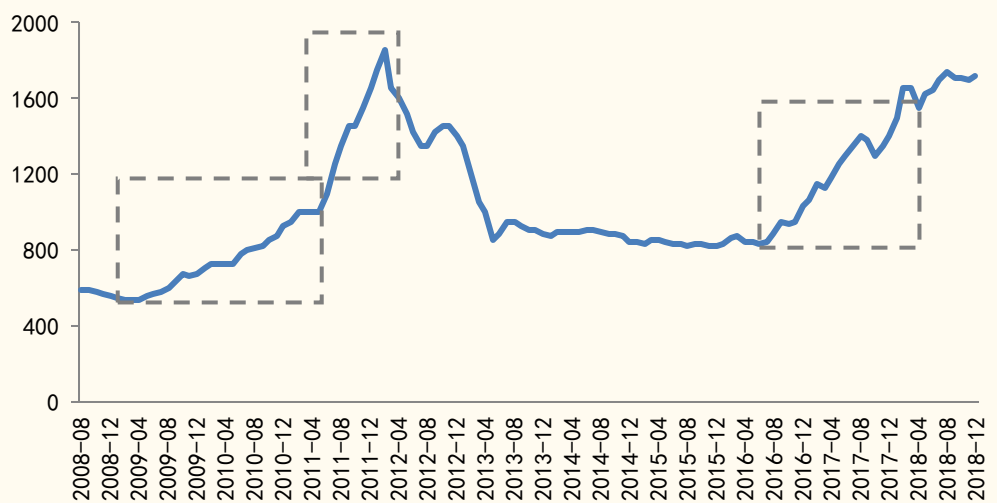
图表 7：茅台一批价及一批商单瓶毛利走势（元/瓶）



来源：草根调研，国金证券研究所

- **茅台提价前提之二是批价进入稳健上行通道而非持续快速上涨，厂商平抑批价意在降低多种风险并拉长复苏周期。**对于茅台而言，目前厂商动作频出、平抑批价意图明显的主要用意即在于防止茅台批价过快上涨从而降低政治、社会舆论风险并拉长复苏周期，这是对于茅台最有利的最优选择。提价前提必须是批价进入稳健上行通道而非持续快速上涨，因为批价快速上行阶段中提出厂价极容易被渠道转嫁给终端、从而导致批价加速上行，这与厂商意愿明显不符。

图表 8：茅台飞天一批价分阶段走势（元/瓶）

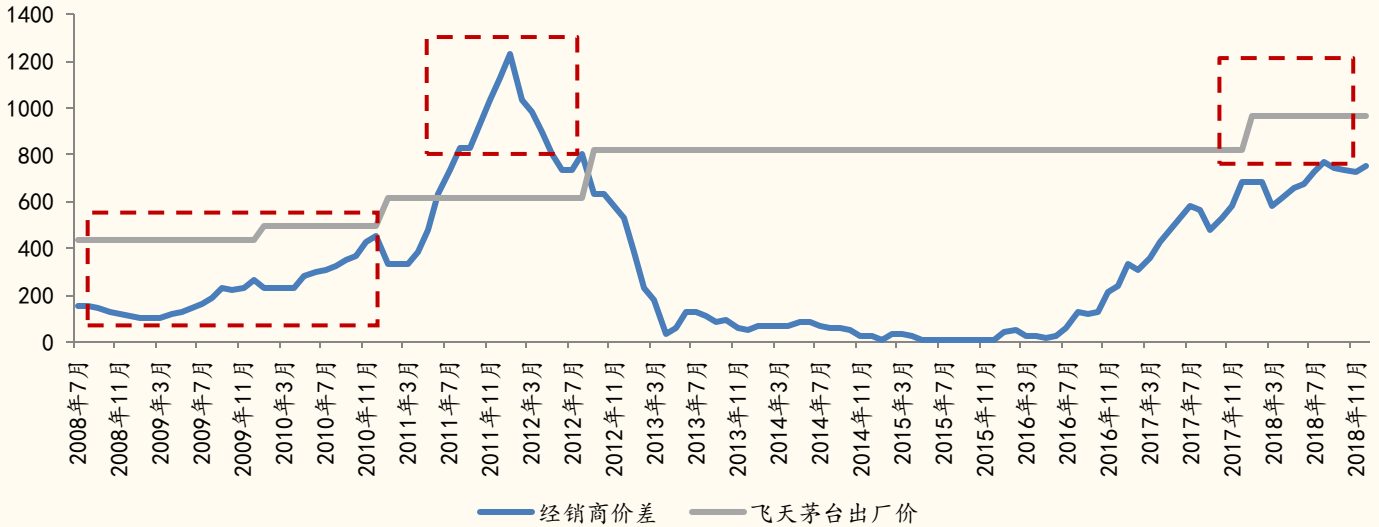


来源：草根调研，国金证券研究所



- **茅台提价前提之三是时点配合：政策收缩趋势叠加宏观经济走势提振。**18年下半年尽管伴随政策压制茅台需求后效果趋弱，但宏观经济走势难以配合提振。因此从当前阶段判断，茅台明年批价上行很难有强有力支撑，因此我们认为19年茅五泸提价可能性会收窄，尤其是在明年上半年。行业提价窗口期可能暂时性关闭。

图表 9：茅台一批商单批毛利走势 (2008-2018)

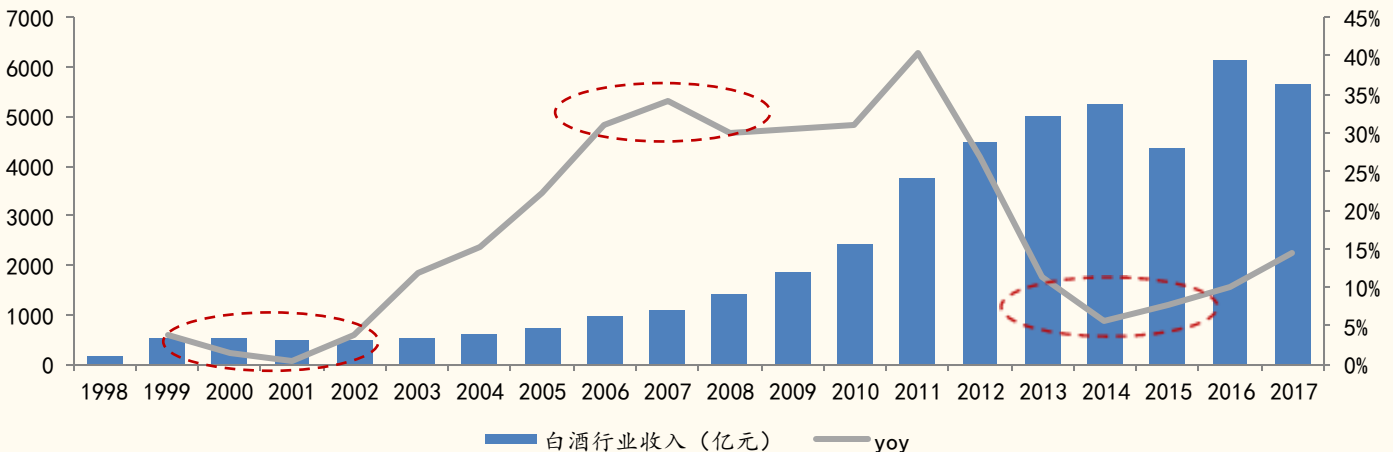


来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 上行周期放缓，复苏一定程度取决于外部环境的改变

受制宏观经济下行预期，需求减弱下高端首当其冲，尽管茅台需求仍然强劲但在无宏观经济助力下难以更快实现量价齐升，上行周期将受到压制。对比白酒三轮调整期，我们认为可类比于08-09年的调整期。08年金融危机迫使经济降速后09年4万亿刺激又推动经济提速进而白酒基本面好转。本轮调整期预计也将是以外宏观环境降速导致的短暂调整期，复苏进度和程度除了各公司自身竞争努力程度外，主要取决于外部环境改变程度，推动高端挺价扩容，打开整体行业基本面复苏通道。预计本轮调整期将快于上一轮12-13年调整期，但难以言明是否会快于08-09年调整期时间。

图表 10：白酒行业历经三轮调整期



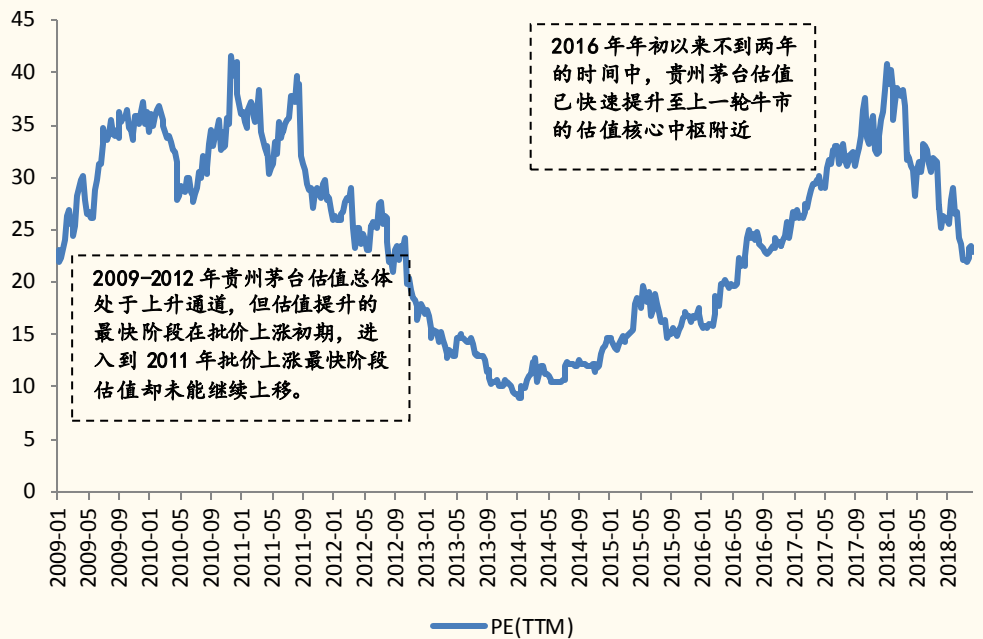
来源：国家统计局，国金证券研究所

注：由于国家统计局公布数据原因，07-10 年收入数据采用前 11 月数据，2015 年采用前 10 月数据，但增速依然采用国家统计局公布累计同比数据。由于国家统计局每年统计口径不同，公布的同比增速有经过调整，自行算出来的同比增速与其公布的同比增速不同，且相差很大，在这里用的是 wind/国家统计局公布的同比增速

#### 1.4 明年仍战略看好一线高端白酒

- **19 年战略看好一线高端白酒：**茅台强大品牌力和强劲终端需求还有相应策略推动（非标占比提升叠加渠道直营提升），有望助其 19 年基本面维持稳定，减少外部环境影响程度。目前茅台估值已降到历史中枢以下，估值优势叠加其优秀穿越周期能力，及机构配置需求和外资青睐，有望支撑 19 年股价，并获取相对收益。

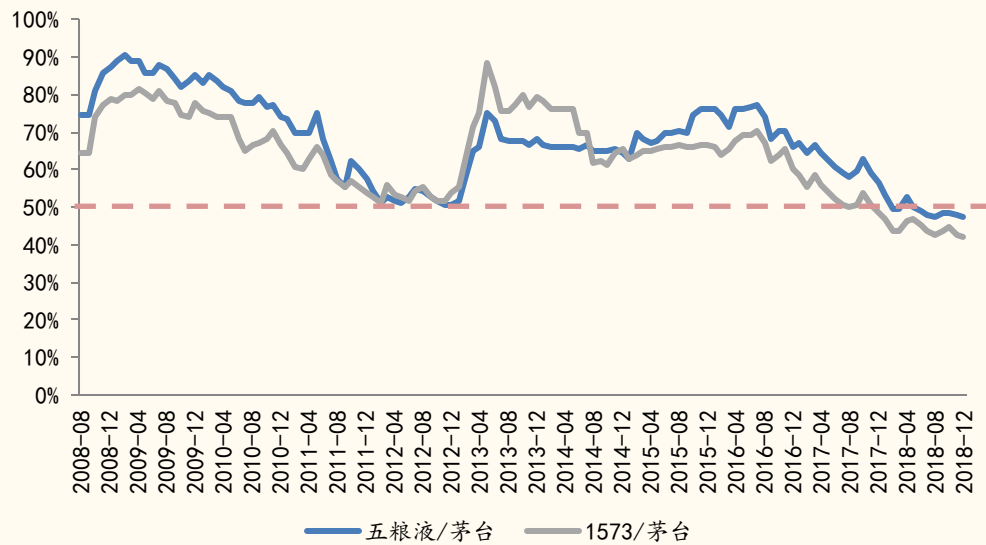
图表 11：近十年来贵州茅台 PE BAND (TTM)



来源：Wind, 国金证券研究所

不过需要区分的是，茅台和五粮液、泸州老窖的驱动要素并不相同。茅台处于绝对卖方市场，其业绩天花板要视 19 年放量情况和提价兑现时点及幅度。五粮液和泸州老窖则关键看博弈格局下各自量价政策如何权衡，大趋势看普五及国窖 1573 批价相对茅台处于下行趋势，其品牌力和渠道能力将是除价格策略之外厂商要核心倚重的要素。

图表 12：普五及国窖 1573 相对茅台批价比率总体处于下行趋势



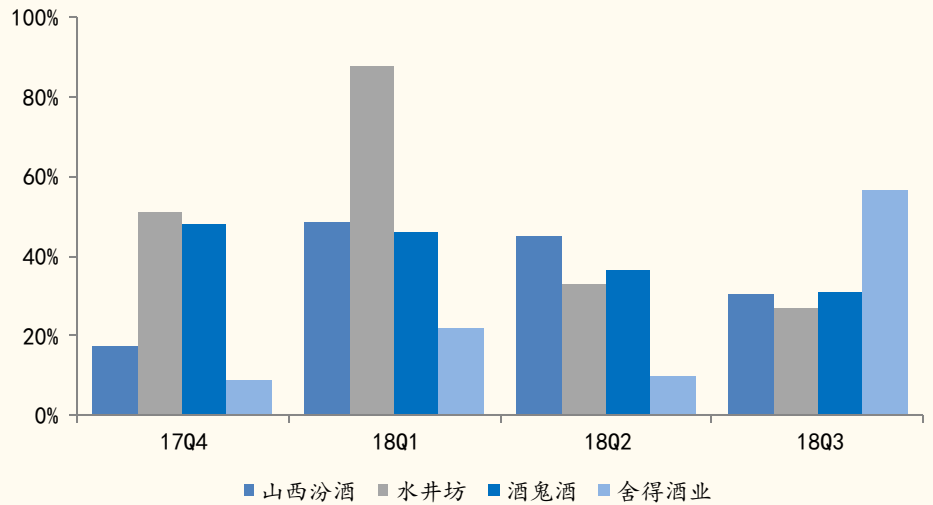
来源：草根调研，国金证券研究所

### 1.5 次高端将承压最大并进一步分化

次高端白酒所处的价格带（300-500 元）处于一线高端白酒（500 元以上）和大众普通消费价格带之间，因此其发展跟两个价格带的走势高度相关，尤其是高端白酒。由于高端白酒是白酒行业周期变动的起始价格带（核心是茅台带动），因此高端白酒价格带（批价带动终端价上行）整体上移后，次高端白酒便迎来发展宽松期，这是白酒行业运行轨迹中的确定性规律。但如果高端白酒 19 年面对宏观经济下行预期下上移速度放缓，则次高端将面临一定压力，渠道去库存要求、消费者需求减弱、价格难以顺价等将成为次高端容量受压制的推力。

因此当下来看，次高端受压制预计 19 年持续分化：高端白酒底部位置抬升承压，次高端品种上升空间受阻竞争激烈，将迎来一定分化。18 年五粮液及国窖 1573 批价相比茅台批价而言处于下行通道、相对茅台批价增速较慢（即高端底部及次高端顶部位置抬升速度相对较慢），预计明年趋势依旧，因此次高端量价齐升大逻辑将可能短期受阻。品牌能力更强或渠道梳理更好的企业有望率先抢跑。次高端中上市企业品牌力或渠道梳理更好企业可关注洋河、水井坊和山西汾酒，同时也应重点关注品牌能力较强但机制改善尚未发挥的舍得酒业及酒鬼酒。

图表 13: 次高端白酒近四个季度收入增速情况

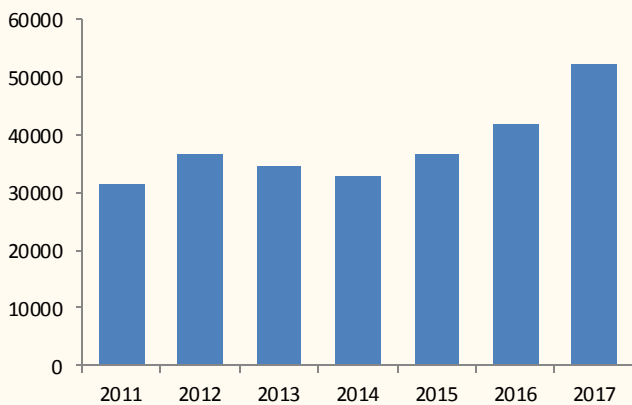


来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.6 长期来看, 19 年调整期不改高端白酒持续扩容趋势

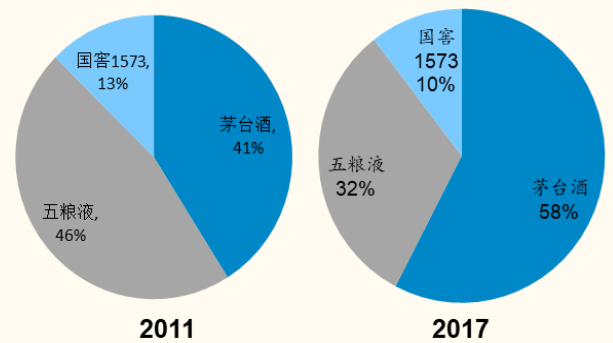
考虑到人均收入稳健提升(对应真实消费属性)和长期货币宽松(对应投资属性), 我们认为高端白酒持续扩容应是大概率事件。经历 19 年短暂调整期后, 我们预计高端白酒还会重新进入量价齐升上行周期, 茅台量价弹性显著高于五粮液及国窖 1573。这是由茅台更强的品牌价值及更好的投资属性所决定的, 在未来上行周期中将继续起到拉升作用。未来高端白酒增量市场中, 茅台大概率将抢占更多份额, 从而带动其在高端白酒中的占比持续提升; 基本面最为受益的当属茅台。

图表 14: 茅五泸高端产品总量总体仍在扩容



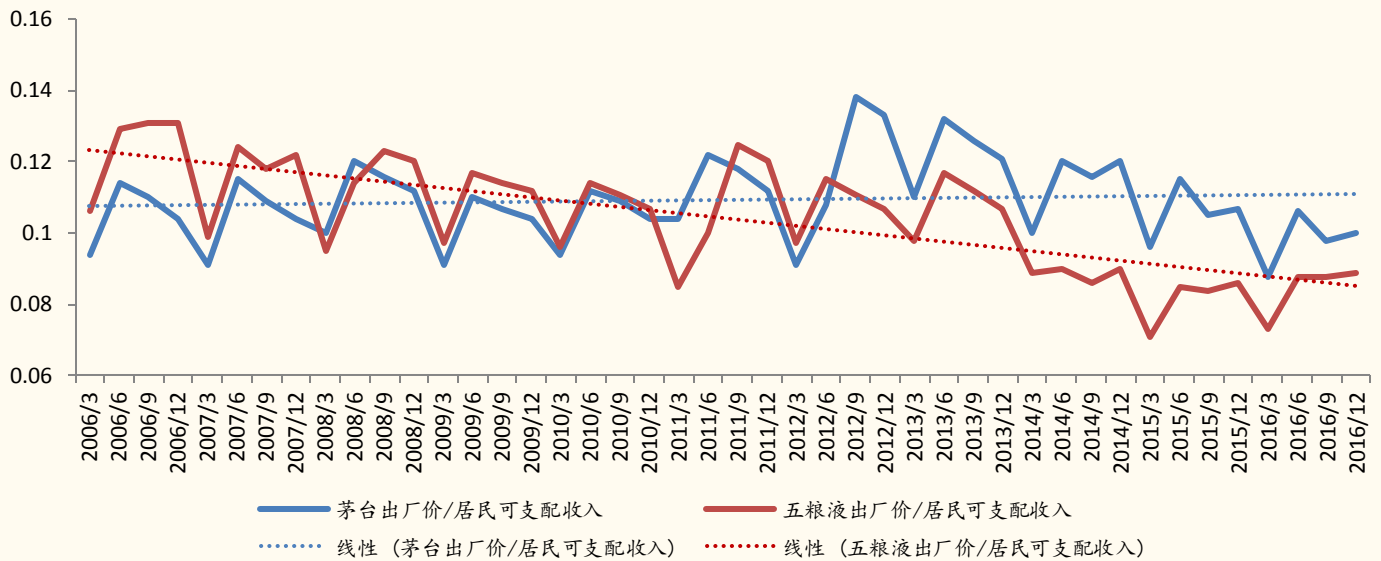
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 从 2011 到 2017 高端白酒销量占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16：茅五出厂价比居民可支配收入数据走出背离态势



来源：Wind，国金证券研究所

#### 板块观点总结：

- **行业：**结合以上分析及我们全年调研跟踪来判断，预计 19 年行业竞争将愈加激烈，行业集中度提升将进一步提速，各企业均将不可避免参与其中。19 年各公司大概率会提高费用率以对冲收入端的下行，只有前期调整到位并具有各价格带品牌、渠道等优势的企业方能有望获得相对收益。在行业可能进入收入增速放缓的通道时，要更加密切跟踪一线白酒批价和次高端放量趋势才能有利于寻找机会时点。
- **高端：**2018 年下半年茅台在严格控制批价下，当前基本稳定在 1700 元左右，明年公司也要求终端价维持 1499 元不变，在茅台需求仍然稳固、批价短期可能趋于平稳下，尽管明年面临宏观经济不明朗或下行压力下高端可能放缓，但预计在当前估值不高体系下仍然孕育着机会，直至批价下行苗头出现为止。目前这一时间点上我们仍然战略看好一线白酒基本面行情。不过，预计 19 年茅台批价上行空间将较为有限，茅台以下高端品牌价格带上行空间被部分压缩，这是相对于 16-17 年的新特征，不过由于这是外部环境改变引起的短期波动，长期来看高端量价齐升仍然是趋势。
- **次高端：**在 2019 年宏观经济不明朗或下行预期下，且上半年面临较高基数下，尽管次高端品种 18 年底预计将保持库存良性以备战 19 年，但整体来讲 19 年上半年将面临较大压力，各个次高端品种可能进一步走出分化趋势。品牌更强或渠道梳理更好的企业（如洋河、水井坊、汾酒）有望持续扩大领先优势，并重点关注品牌能力较强但机制改善尚未发挥的舍得酒业及酒鬼酒。19 年宏观环境若预期向好，重点关注上半年超跌品种。
- **大众酒：**行业复苏逻辑主要集中于高端及次高端，大众酒整体逻辑弱于高端及次高端，重点关注产品结构升级、具备利润基地（如古井贡、口子等）和稳扎稳打、区域竞争优势、低估值（金徽酒等）等逻辑个股。

#### 1.6 重点覆盖公司

- **贵州茅台：**全年业绩增长确定，维持战略首推地位。尽管 18Q3 茅台因基数高和业绩确认节奏放缓导致业绩低于预期，但全年来看量（预计+5%左右）价（预计 15%左右）增长仍然确定，叠加系列酒弹性（预计 40%以上），我们认为茅台 18 年收入增长预计在 25%左右。下半年在整体行业受需求影响下，茅台严格控制批价防范泡沫，一批价基本稳定在 1700-1750 元之间，这显示茅台即便在淡季或经济下行预期下也仍然处于绝对卖方市场地位。基于茅台是整个白酒行业逻辑运行的决定要素及板块中业绩确定

性最高的基本面，仍维持战略首推地位。预计 18-20 年公司营业总收入为 766 亿元/889 亿元/1015 亿元，分别同比增长 25%/16%/14%；归母净利润分别为 344 亿元/406 亿元/467 亿元，分别同比增长 27%/18%/15%，折合 EPS 分别为 27.38 元/32.32 元/37.18 元，目前股价对应 PE 为 21X/17X/15X。维持“买入”评级。

- **五粮液：关注渠道量价边际改善，期待改革加速。**18 年前三季度业绩基本符合预期，停货导致环比增长有所降速。批价仍然承受压力，双节普五批价维持在 820-830 元，有效提振难度较大。不过普五预计明年换装并上市，有望提振价格体系，推动新装及水晶瓶普五的价格体系共同向上。另外近期经销商大会针对产品结构、经销商利润、渠道执行力等方面也提出了重点改革举措。我们期待改革在 19 年加速并能逐步改善公司存在问题，实现较好的量价边际改善效果，在 19 年大概率增速放缓趋势下走出超预期行情。在不考虑未来提价的假设下，预计 18-20 年营业收入分别为 388 亿元、470 亿元、550 亿元，同比增长 29%、21%、17%，归属上市公司股东净利润为 126 亿元、155 亿元、186 亿元，同比增长 30%、23%、20%，不考虑股份摊薄折合 EPS3.25 元、3.99 元、4.79 元，目前股价对应 PE 为 15X、13X、10X，维持“买入”评级。
- **泸州老窖：一线品种中国窖 1573 弹性最大。**“刘林组合”上台后大力清理开发产品，以品牌专营公司取代柴泉模式，明确国窖、窖龄、特曲、头曲、二曲五大单品战略，整合国窖、窖龄、特曲、博大（运作头曲和二曲）四大销售公司以便于品牌管理、加强终端掌控。国窖 1573 受益茅台价格上挺及较早控量保价导致 2017 年以来量价弹性凸显，为一品种中弹性最大。2018 年前三季度，公司收入 92.63 亿元，归母净利 27.51 亿元，分别同比增长 27.2%和 37.7%，收入业绩均呈现边际加速。展望 2019 年，在面临宏观经济下行预期下，公司制定了国窖品牌合理的收入目标（销售口径 100 亿元以上，预计 2018 年可达到 100 亿元）保持正增长，意在长远发展和梳理当前体系。在下行周期下务实的目标有助于公司未来走的更长远。
- **洋河：健全营销网络加较高渠道深耕能力，次高端中有望穿越周期品种。**  
 (1) 洋河渠道历史问题已基本解决，目前调整到位，将推动公司重回增长通道。(2) 洋河的营销模式和机制一直走在行业前列，拥有全行业最大的销售网络和较强的渠道深耕能力。(3) 洋河产品线清晰，价格带全覆盖，同时近年持续处于不断结构优化之中。当下渠道库存水平相对合理，四季度预计公司基本面将呈现持续稳健增长态势，可有利支撑当前业绩预期。从历史来看因优秀渠道管理能力和品牌力具备较强穿越周期能力，次高端重点推荐公司。

### 1.7 风险提示

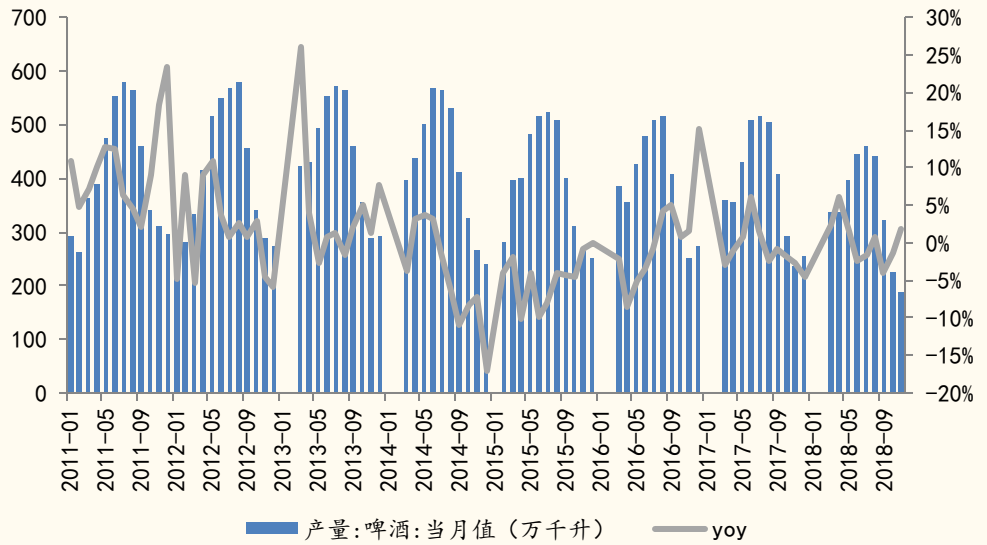
- **行业景气度下行：**行业走势较大程度依赖于高端白酒尤其是茅台，因此一旦茅台需求下行将大概率带动行业景气度下行。
- **政治因素扰动：**尽管政府需求在当下高端、次高端白酒消费占比已显著低于上一轮白酒牛市，但政府消息依然会显著影响板块情绪。

## 二、啤酒行业：低端竞争趋缓、ASP 提升，19 年盈利持续改善

我国啤酒行业经历跑马圈地的野蛮生长阶段、基本完成并购整合阶段，正在进入产品结构升级、寻求盈利提升阶段。18 年行业原材料成本端抬头，我们预计 19 年各公司可能将面临一定成本压力，不过在各公司严格管控下及产品结构持续提升下，预计 19 年各公司 ASP 将继续提升，并持续完成未来关厂目标，预计盈利有望持续改善。未来几年啤酒行业大趋势基本确定，逐步布局将是应对未来板块价值提升的最佳策略。

### 2.1 行业整体产量仍处于调整期，盈利改善已现

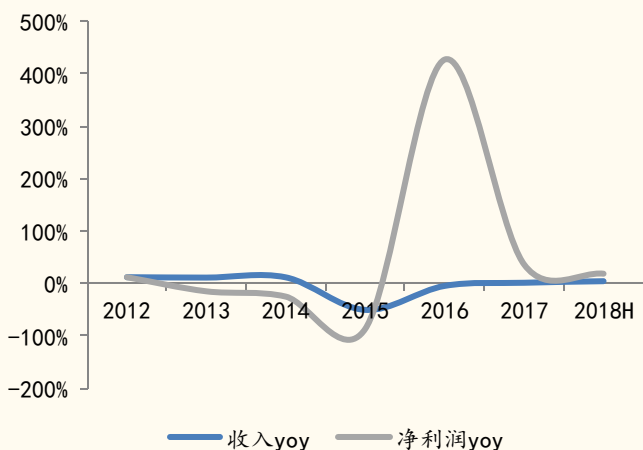
图表 17：近年产量持续低速负增长



来源：Wind, 国金证券研究所

- **啤酒行业整体处于产量调整期。**我国啤酒行业中低端啤酒占据产量绝大多数，2016 年整体来看行业延续产量下滑、产能出清，但下滑趋势有所放缓。而自 16 年 8 月开始，月度数据自 2014 年 7 月以来单月产量数据同比首次出现回升，随后数据略有反复，截至 2018 年 11 月，根据统计局数据，国内啤酒产量当月同比增长 1.9%，但累计 1-11 月产量仍然下滑 0.3%。我们认为行业总体正处于产量调整期，并呈现弱复苏态势。
- **行业盈利改善已现。**2017 年啤酒行业归属上市公司净利润实现继 2014 年以来首次正增长。2018 年中报显示，行业上市公司归母净利润同比增长 18.3%，呈现向上反弹趋势。目前啤酒行业 CR5 已经接近 75%，在面对行业困境时共同寻求利润的可能性明显提升。随着低端产品需求不振，行业内竞争趋缓的情况有望在未来一段时间延续，低端费用投放力度下降及产品结构升级有望带动行业盈利能力的提升。

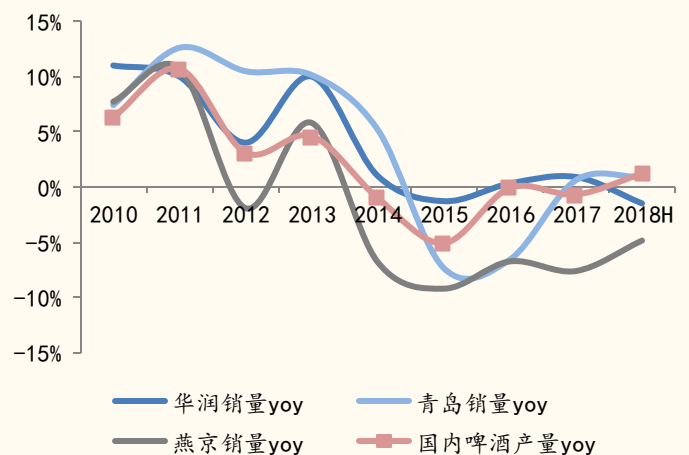
图表 18：啤酒板块近年营收、净利增速



来源：Wind, 国金证券研究所

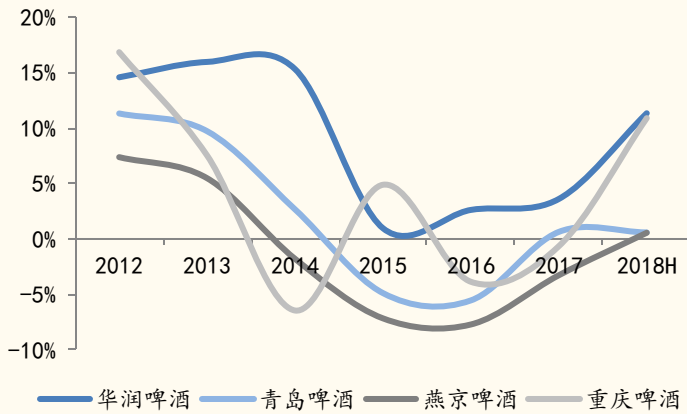
注：2016 年净利大幅改善是因为华润啤酒当年转亏为盈以及重庆啤酒明显改善

图表 19：啤酒板块龙头公司近几年销量增速



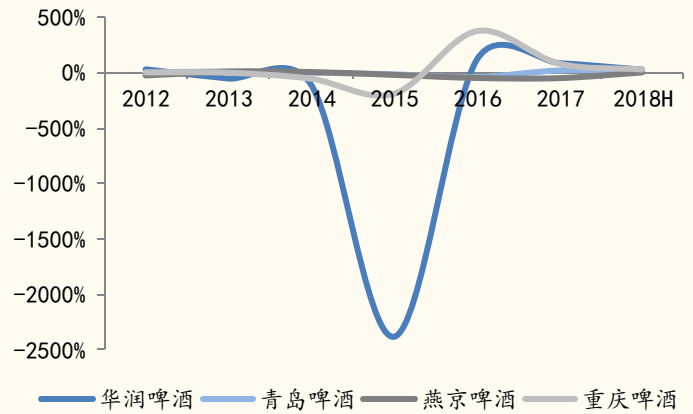
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 20: 啤酒行业主要公司近年营收增速



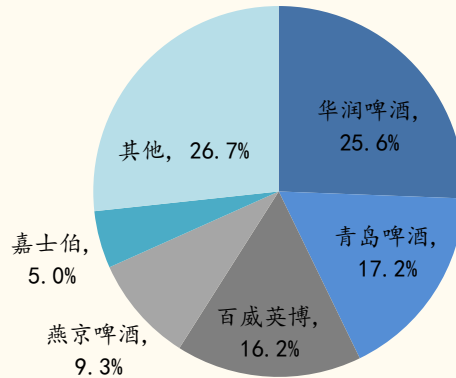
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 啤酒行业主要公司近年净利增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 2018 年啤酒行业市场份额



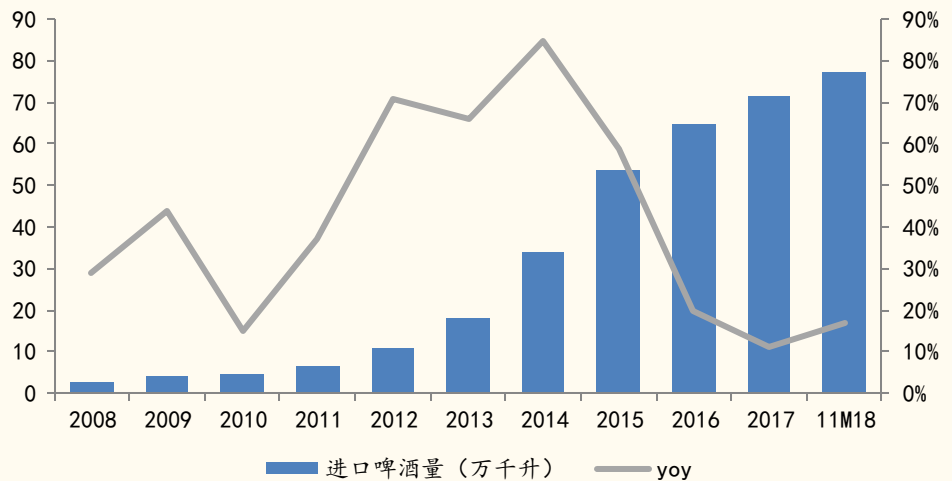
来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2.2 进口啤酒增速放缓, 吨酒价格下降

- 近年我国啤酒进口规模逐年攀升。2008-2017 年, 我国啤酒进口总量增长了 24 倍, 年复合增速高达 43%, 规模由 2008 年的 2.8 万千升攀升至 2017 年的 71.6 万千升, 预计 2018 年将首次突破 80 万千升。



图表 23：近年来我国进口啤酒总量（单位：万千升）



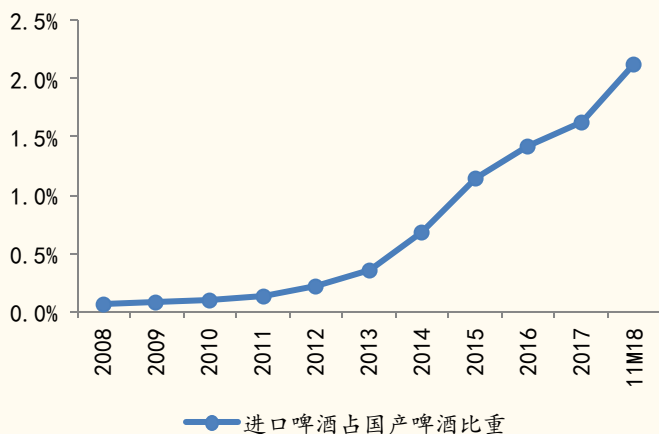
来源：Wind, 国金证券研究所

- **进口啤酒整体定位偏高端，吨价显著高于国产啤酒。**进口啤酒整体定位较高端，口味、品种丰富，与国产啤酒相比平均酒精度数更高。从价格来看，进口啤酒吨价显著高于国产啤酒，近两年单价维持在 1000 美元/千升略上方，显著高于国产啤酒 3000-4000 元/千升的单价，具有明显高端属性。

进口啤酒主要面向一二线城市及经济发达地区，这个地区消费者对产品价格敏感度相对较低。目前进口啤酒约占我国啤酒市场总量的 2.12% 左右。我们认为未来进口啤酒市场占比仍将继续扩大，远期有望提高到 3-5% 一线。伴随着市场规模的扩大，进口高端啤酒将会面临国产高端啤酒的崛起以及本土精酿啤酒作坊发展的影响。进口啤酒天然所带有的高端效应也将缓慢弱化，因此为了向一二线城市以外市场下沉，降价适应消费能力更低的市场成为必由之路。从吨价上体现则是整体吨价由 2011 年的最高接近 1400 美元/千升下降至目前的 1100 美元/千升，预计未来将大概率继续下移。

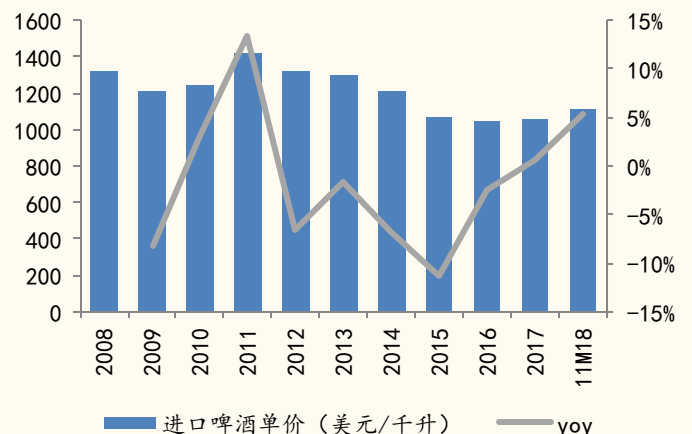
不过总体来说，尽管近年来进口啤酒增速在稳步向上，但由于占比较小，在可预见的未来进口啤酒难以大幅扰动国内啤酒格局，其总体仍将是国内啤酒消费市场的补充。

图表 24：进口啤酒占国产啤酒比重仍然较小



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 25：进口啤酒单价呈总体下降趋势



来源：Wind, 国金证券研究所

### 2.3 原材料成本上涨推动提价，19 年预计成本持续承压

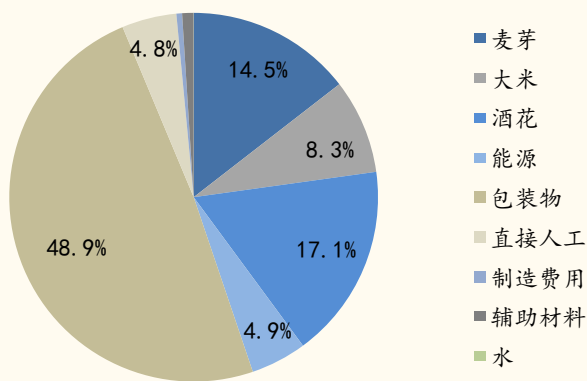
啤酒成本主要包括：(1) 直接材料：麦芽、大米、酒花、水、包装物等；(2) 直接人工；(3) 制造费用；(4) 燃料及能源费用；(5) 其他。以青岛啤酒为例，啤酒制造成本主要由包装物及麦芽、酒花等原材料构成；而直接材料占青岛啤

酒啤酒成本的比例约 65%左右，人工成本约为 5%-6%，制造费用近年来升至 20%左右；17 年青岛啤酒直接原材料成本占比相较于燕京啤酒高 10ppt 左右，燕京啤酒各成本要素占比相对稳定。

■ **18 年成本持续上涨推动提价。**18 年各巨头集体提价的直接原因来源于成本推动。由于啤酒成本中包装物成本一般占 50%左右，其中玻璃瓶在包装成本中最大，超 70%，其次为易拉罐大约占比 20%，纸箱占比 5%左右，其余制造成本+原材料成本占 40%，可见包装物成本对啤酒生产成本影响较大。受国内环保政策影响，近一年多以来主要包装物涨幅较大。从下图也可以看出，1-11 月累计玻璃价格指数同比提升 7.4%，箱板纸和瓦楞纸各主要企业价格平均提升 2.9%，叠加直接材料中的进口大麦价格提升 24.3%，进而推动各啤酒公司淡季提价。

不过由于玻璃瓶有回收的部分对冲，所以今年成本上涨最主要是纸箱和大麦，预计分摊后成本影响不大，同时龙头企业有较强的议价能力，实际分摊至每瓶啤酒的成本涨幅小于涨价的幅度，再加上产品结构持续优化，最终推动了主要企业毛利率的提升（18H1 华润毛利率+2.5ppt、重啤+1.7ppt、燕京+0.6ppt）。因此此次涨价背后的动因更多是在行业整体稳定，竞争非白热化的情况下，龙头开始趋于理性，将战略从先前不计成本抢占市场到提升自身的利润水平转变，成本上涨仅是龙头为了利润诉求而找寻的合谋理由。

图表 26：我国啤酒生产成本要素构成



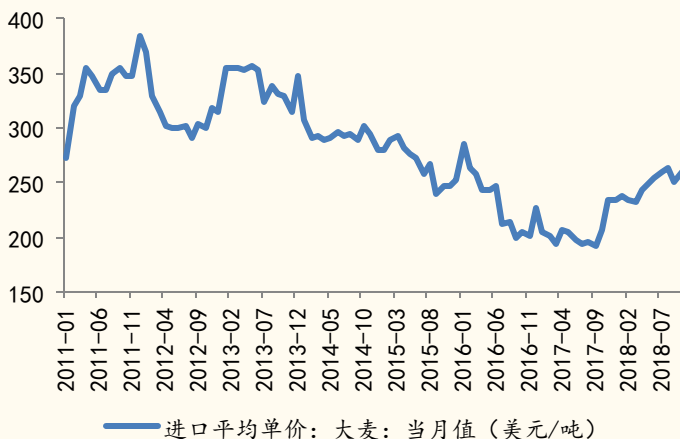
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：青岛啤酒成本构成

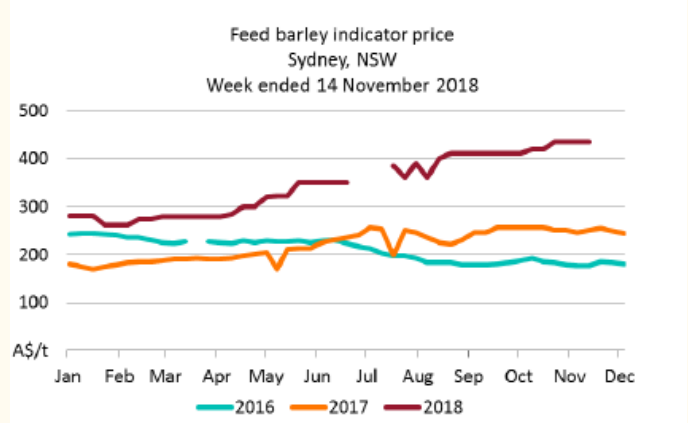


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：进口大麦价格近年持续下行，今年有所上涨

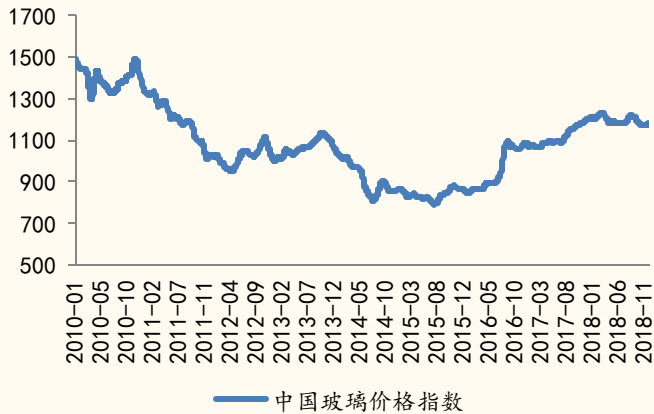


图表 29：澳洲大麦价格指数



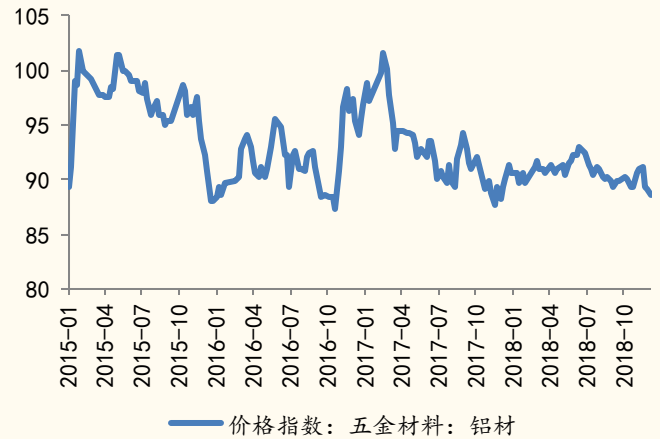
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 中国玻璃价格指数走势



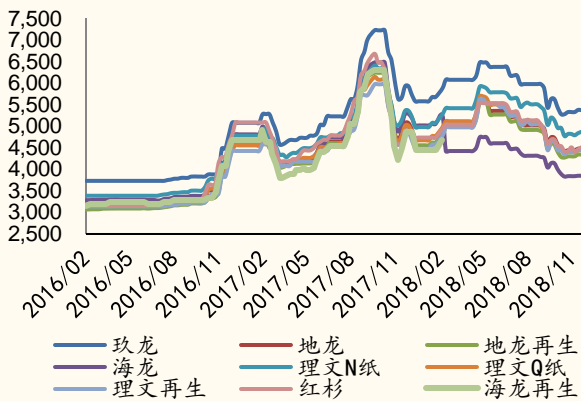
来源: 澳大利亚农业部, 国金证券研究所

图表 31: 铝包材价格今年稳定波动下行



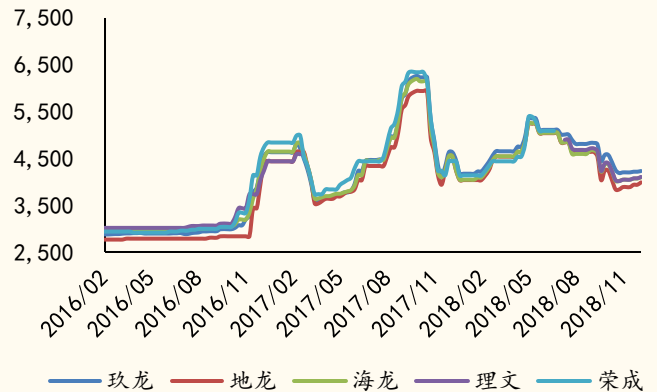
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 2016 年至今箱板纸价格走势 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 2016 年至今瓦楞纸价格走势 (元/吨)



来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

来源: 纸业联讯, 国金证券研究所

图表 34: 各品牌 2017 年底至今的提价情况

品牌	地区	产品	提价幅度	提价时间
燕京	北京	清爽	出厂价提 30%	2017/12
	浙江	本生 460ml	终端进货结算价提 3 元/箱, 单瓶零售价格涨 1 元/瓶, 整体提价幅度 15-20%	2017/12
	内蒙	多款产品	平均不超过 5%	2018/2
	广西	多款产品	平均不超过 5%	2018/2
华润	浙江	雪花纯生、勇闯天涯、品尊等 9 款产品	提价 10-15%	2018/1
青岛	山东	崂山、汉斯、易拉罐、经典等产品	平均不超过 5%	2018/1
	全国	崂山啤酒 600 毫升装、绿兰莎啤酒 500 毫升装	零售价从 2 元涨至 2.5 元	2018/5
	全国	瓶装 500ml	批发价由 36 元/箱涨为 38 元/箱	2018/5
百威	全国	百威啤酒系列	部分产品提价 50%, 平均不超过 5%	2018/2
	全国	哈尔滨啤酒系列	平均不超过 5%	2018/4
重庆	核心市场	相对高端的瓶装纯生产品和低端的易拉罐装产品	提出厂价 5% 左右	2018/2

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 19 年预计成本持续承压。展望 19 年, 各主要原材料的价格走势我们判断如下:

- (1) **玻璃瓶**：因环保压力和玻璃价格上行，18 年整体玻璃瓶价格同比显著上行。由于工业玻璃下游需求（房地产等）趋于平稳，供给端继续受去产能限制，我们认为 19 年玻璃价格上升的推动力可能趋于减弱，但预计仍然支撑玻璃价格保持高位，进而推动玻璃瓶价格保持高位。预计 19 年全年玻璃瓶采购平均价格将稳中有升，不过平均上升程度可能低于 18 年原材料玻璃的+7.4%的水平（假设玻璃瓶价格与玻璃价格走势趋同）。
- (2) **大麦**：因 18 年澳洲干旱大麦减产，澳洲农业部预计全年产量下降 18%，而国内大麦以进口为主（占比 85%左右），进口中又以澳洲进口大麦为主，导致大麦价格今年趋于上升。同时澳洲农业部也预计 19 年全球大麦库存将降低至 34 年内最低，使得大麦价格 19 年保持价格高位成为大概率事件。不过由于采购大麦锁定期一般提前，再加海运时间等因素，一般到货后大麦计入生产成本滞后半年左右。而 18 年下半年大麦进口价尽管环比下行，但同比仍然上涨，因此预计反映到 19 年上半年企业报表中大麦成本难以下降，进而推动全年大麦成本上涨。不过由于全球大麦采购仍有加拿大和欧盟等国家可缓解进口压力（18H2 价格环比下行主因），因此预计 19 年大麦上涨幅度可能难以超越 18 年平均上升 24.3%的水平。
- (3) **箱板纸+瓦楞纸**：19 年我们判断箱板纸和瓦楞纸价格将趋于下行。主因：(1) 供给端加码：明年预计持续新增产能。另外箱板纸和瓦楞纸的主要原材料为废纸，19 年第一批外废配额已经批复，批复情况比 18 年第一批明显增加，外废政策略有松动。(2) 需求可能趋缓：宏观经济下行预期下，消费、快递加出口等可能增速放缓，进而减少纸箱需求。因此，供给上升叠加需求放缓，纸箱价格预计保持下行。

因此整体来说，19 年各啤酒企业成本端大概率上行（纸箱占比低），为测算主要原材料上行对成本影响幅度，我们假设玻璃瓶占成本 35%，大麦占 15%，纸箱占 5%，分别假设其变化：玻璃瓶（+5%、+7%）、大麦（+10%、+20%）、纸箱（-5%、-10%），最终得出整体成本影响可能在 2.8%-5.2%之间，平均幅度在 4.0%左右。考虑到明年宏观经济下行趋势、各啤酒公司今年已提价基本完毕及区域竞争持续激烈基础上，我们认为 19 年各企业面临 4%左右成本压力下，全面提价的可能性较小，可能将是补充性的局部地区局部区域局部产品的提价，真正的提价将依赖于产品结构的优化。

图表 35：啤酒主要原材料成本波动测算（%）

组合	玻璃瓶（占比 35%）	大麦（占比 15%）	纸箱（占比 5%）	成本变动
1	+5%	+10%	-5%	3.0%
2	+5%	+10%	-10%	2.8%
3	+5%	+20%	-5%	4.5%
4	+5%	+20%	-10%	4.3%
5	+7%	+10%	-5%	3.7%
6	+7%	+10%	-10%	3.5%
7	+7%	+20%	-5%	5.2%
8	+7%	+20%	-10%	5.0%

来源：Wind，国金证券研究所

## 2.4 预计 19 年盈利持续改善

19 年预计啤酒产量弱复苏情形仍然持续，各公司收入端仍然需要依靠价格提升来推动，而盈利端弹性有望持续改善。这一改善将继续由 ASP 提升（结构优化&可能性局部提价）、持续性关厂等实现。

- **ASP 提升**：由于份额之争式微，各公司利润诉求凸显，19 年低端提价及产品结构升级需求预计仍然存在，不过由于 19 年经济下行预期下行业难以如 18 年实现整体性提价，预计各公司将在局部地区局部产品选择时机点完善

18 年未完成的提价工作，同时不断进行产品结构升级，提高中高端产品占比进而推动 ASP 提升。

- **关厂方面：**由于行业盈利已渡过最困难时期，因此预计 19 年行业关厂情况应相较 15-18 年有所降速，但预计个别关厂动作仍会持续。近年来百威、华润等大商关小厂开大厂的趋势非常明显，均意在提升产能效率、扩大辐射范围，有助于降本增效。

由于目前行业仍然处于改善阶段，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，包括关厂、销售体系改革等，使得未来 1-2 年仍然是行业盈利彻底释放的前调整期。因此，这也是非常重要的布局期。**19 年寻找中线机会点逐步布局，将是应对未来板块价值提升的最佳策略。**

## 2.5 重点覆盖公司

- **燕京啤酒：主品牌销量持续下滑，但扣非利润改善显著。**前三季度，公司累计实现啤酒销售 364 万千升（同比下滑 7.76%），其中燕京主品牌销量 251 万千升（同比下滑 14.79%），“1+3”品牌销量 334 万千升（同比下滑 8.11%），即燕京外的三个副品牌实现销量 83 万千升（同比上涨 20.50%），预计主要是漓泉品牌所贡献。前三季度 ASP 累计预计有 6-7% 涨幅，延续年初以来价升量跌的趋势，推动毛利率上行 1.86ppt 至 41.23%。得益于毛利率改善幅度高于费用率，因此公司前三季度扣非净利润表现上佳，同比大增 21.19%。由于去年同期非经损益金额较今年同期多出约 1 亿元，因此整体归母净利润增长被抹平，仅小幅增长 0.09%。预计 2018-2020 年公司实现营业收入 117.5 亿元/121.0 亿元/123.5 亿元，同比+5%/+3%/2%；归属上市公司利润为 3.63 亿元/4.51 亿元/5.56 亿元，同比+125%/24%/23%，折合 EPS0.13 元/0.16 元/0.20 元，目前股价对应 PE 为 43X/35X/28X，维持“买入”评级。
- **华润啤酒：收入增速领先行业，毛利率提升空间大。**行业进入存量竞争后，公司收入仍保持正向增长，公司 2017/18H1 分别实现收入 157.64/297.32 亿元，同比分别+3.62%/+11.35%，领先行业其他龙头。18H1 收入增速恢复至双位数，预示公司经营状况全面回暖。公司致力于产品结构升级，2013 年以来公司均价大幅提升，2018H1 均价同比+13%，产品结构高端化成效显著。2018 年初因成本提升，部分产品提价 10%-15%，从中报数据看，18H1 受提价影响销量下滑-1.47%，均价提升 13%，收入同比大幅增长 11.35%，可见提价对收入增长仍起到积极作用。由于均价较低，公司毛利率长期处于行业内龙头的最低位，虽然近年来提升显著，但相比其他龙头仍有提升空间。公司销售费用率低于青啤，但高于重啤和燕京，鉴于公司未来一段时间将大力提升中高端产品的销售占比和市场份额，会保持对中高端产品的市场费用投放，加上公司未来 2-3 年内开展品牌重塑和渠道改造活动，销售费用下降空间有限。因此，未来依靠提升空间较大的均价推动毛利率提升进而推动净利率，将是华润啤酒未来主要看点。

## 2.6 风险提示

- **市场竞争加剧超预期：**目前行业复苏仍呈现弱复苏态势，市场增量仍然有限。因此，市场博弈格局或并不稳固，尤其高端市场预期竞争激烈后，市场竞争趋缓的态势或低于市场预期。
- **天气因素不利：**低温雨雪天气对啤酒销售显著不利。

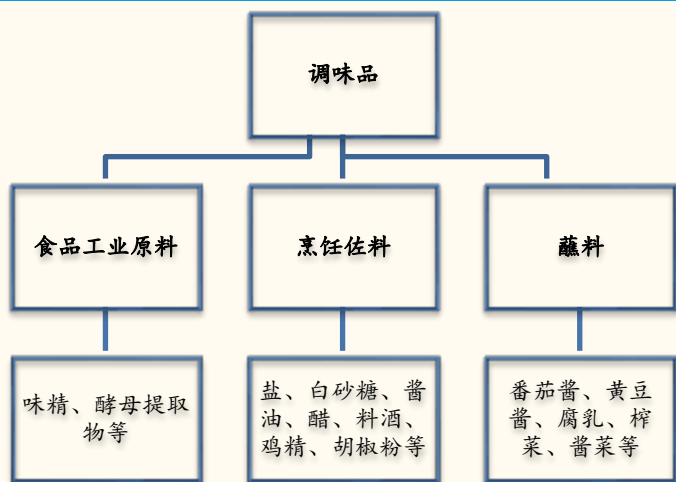
## 三、调味品行业：基本面分化预计将是主旋律

### 3.1 行业进入产量微增、结构优化、品类创新的新时期

调味品行业细分品类众多，具有典型的小产品、大市场属性。我国调味品行业主力产品包括酱油、食醋、酱类、味精、鸡粉、蚝油等，其中酱油在前几年受益产品结构升级，带动行业迎来一波年均 15-20% 的增长。2015 年酱醋类产量

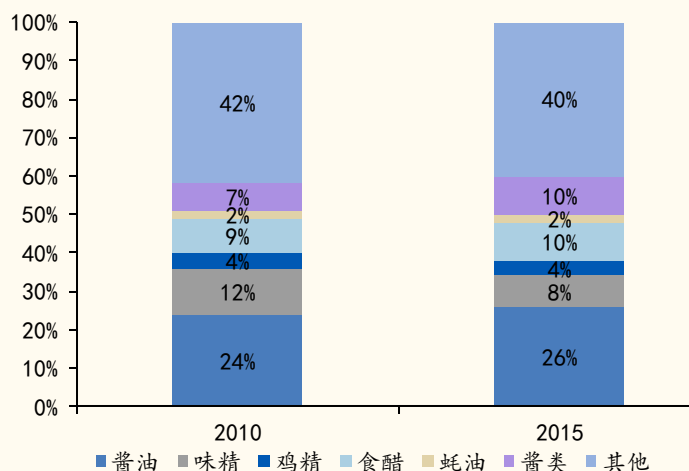
增速已明显趋缓，这背后代表国内人均酱醋类消费量也逐渐趋向饱和。因此，我们认为，国内调味品行业已从过去量价快速齐升的“黄金年代”逐步转向产量微增、结构优化、品类创新的行业发展新时期。

图表 36：调味品行业结构



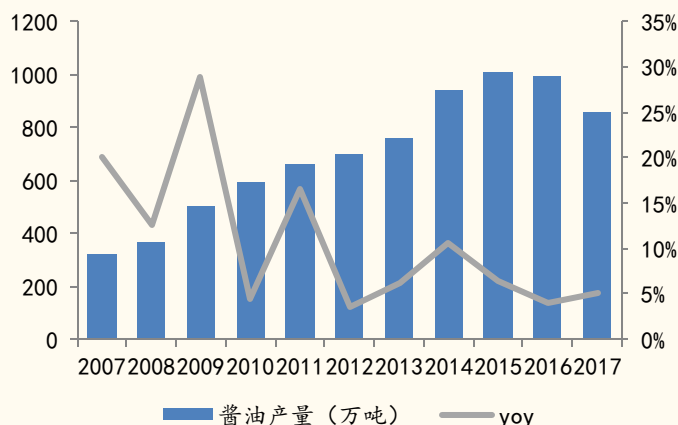
来源：公开资料，国金证券研究所

图表 37：细分品类分布较散，潜力品种多



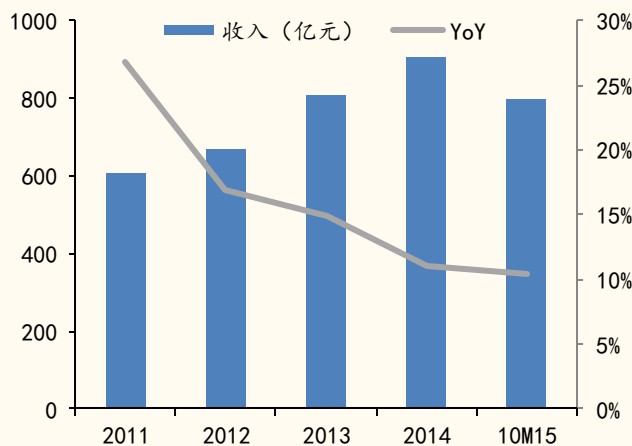
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 38：酱油行业增速趋缓



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 39：酱油食醋及类似制品增速趋缓



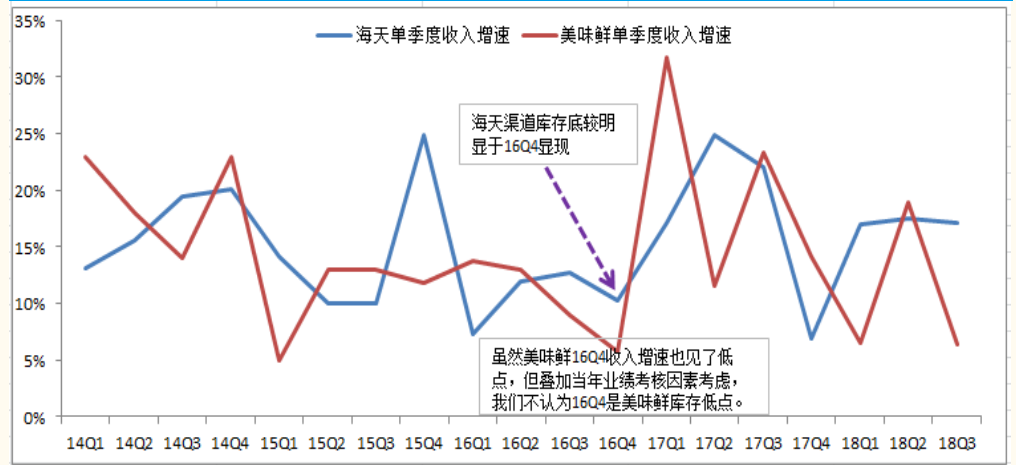
来源：Wind, 国金证券研究所

注：此数据国家统计局只更新至 2015 年 10 月份，之后数据没再更新

### 3.2 四因子共振推动行业龙头重新提速

我们认为四因子：宏观经济周期、费用周期、库存周期和提价周期共振是推动 2017 年行业龙头海天基本面迎来强力拐点、估值一路走高的核心原因。具体来说，海天味业是本轮调味品行业提价潮及费用战的发起者，加强费用投放源自于去库存要求和收入增长恢复要求。其库存最低点恰好迎来宏观经济对必选推动的需求大拐点，叠加提价周期，四周期因子于 2017 年初开始出现齐齐的正向共振，推动海天迎来近年来最好的基本面“黄金时代”。而中炬高新 17 年 3 月提价，同时也匹配了费用投放和宏观经济三因子共振推动，使得 17 年美味鲜增速达到 20% 左右。不过由于房地产等业务对公司利润的贡献，17 年下半年至今预计美味鲜业务进入库存宽松期。

图表 40: 海天 VS 中炬单季度收入增长增速 (2014Q1-2018Q3)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 今年以来, 主流酱油厂商仍大多保持高于行业增长的增长态势

品牌	酱油分品牌同比增速											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	1-9月	1-8月	
行业总体	9.3%	17.0%	28.0%	13.7%	13.6%	11.3%	11.7%	11.0%	13.7%	14.2%	14.3%	
海天	13.3%	19.7%	34.4%	17.0%	15.6%	12.6%	11.5%	14.1%	16.0%	16.9%	17.1%	
欣和	10.9%	27.4%	26.0%	18.5%	15.2%	16.6%	15.4%	4.5%	11.1%	15.8%	16.5%	
李锦记	4.2%	17.8%	24.5%	18.0%	18.5%	15.8%	16.2%	12.9%	17.3%	15.9%	15.7%	
美味鲜	11.2%	17.2%	29.9%	14.2%	13.2%	12.8%	15.5%	14.4%	17.5%	16.1%	15.9%	
加加	1.9%	4.8%	25.7%	9.8%	7.6%	3.6%	0.4%	-1.1%	2.1%	5.9%	6.4%	
千禾	30.8%	27.5%	27.8%	22.6%	23.2%	17.5%	25.0%	21.8%	36.1%	25.8%	24.5%	

来源: 尼尔森, 国金证券研究所

■ 宏观经济提振:

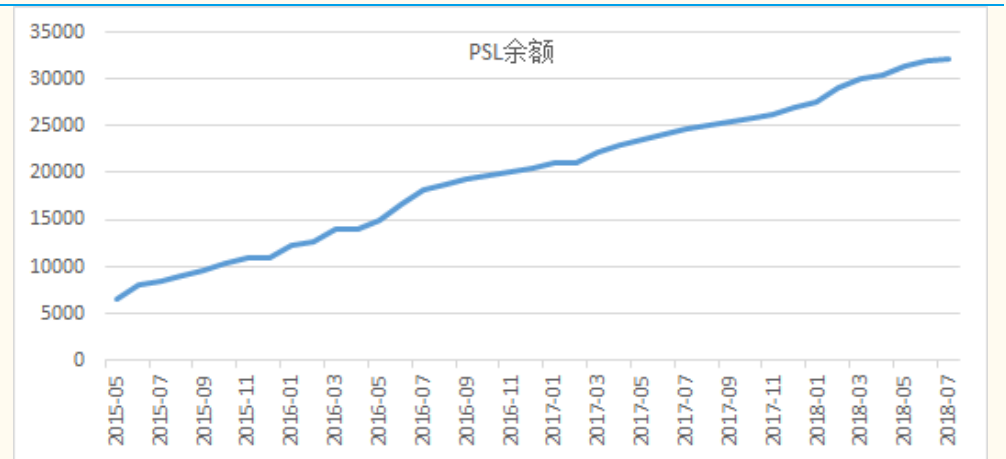
近年货币上行周期对宏观经济形成拉动, 同时通过棚改货币化的方式将货币流动性定向地注入到了中国下线城市家庭中, 同时亦带动存量房地产财富显著升值, 因此国内消费品市场呈现出下线城市显著的消费升级加速现象。

图表 42: 2016-2017 年 GDP 增速上行与消费上升趋势一致



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: PSL 余额



来源: Wind, 国金证券研究所

根据经济日报社中国经济趋势研究院编制的《中国家庭财富调查报告(2017)》显示, 2016 年我国家庭人均财富为 169077 元, 较 2015 年大幅增长 17.25%, 其中城镇家庭和农村家庭的人均财富分别为 240023 元和 76761 元, 增长幅度分别为 15.22% 和 18.49%。家庭人均财富增长, 一方面是由于收入的累积作用, 另一方面则是由于财产的市场价值有所提高。2016 年房价继续走高, 推动了房产净值增长。相比 2015 年, 2016 年全国居民房产净值增长幅度达 17.95%, 城镇居民更多地从房产价格上升中获益。尽管在《中国家庭财富调查报告(2017)》报告中定义家庭财富由金融资产、房产净值、动产与耐用消费品、生产经营性资产、非住房负债以及土地等六大部分组成, 但房产净值一项在家庭财富平均占比高达 66%, 房产净值的增长也成为家庭人均财富增长的最重要因素, 对全国居民而言, 房产净值的增长额占到了家庭人均财富增长额的 68.24%。与农村居民相比, 城镇居民房产净值增长在家庭人均财富增长中的比重更大。

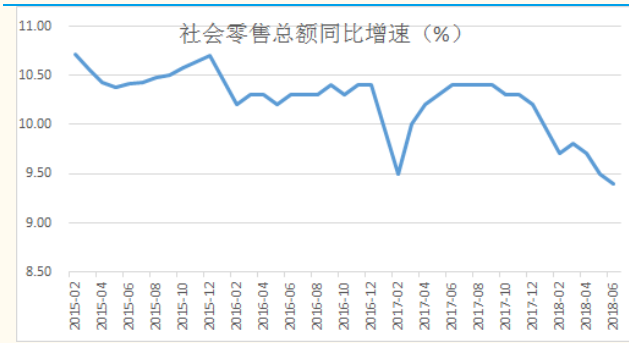
图表 44: 中国家庭财富最大项是房产



来源: 中国家庭财富调查报告(2017), 国金证券研究所

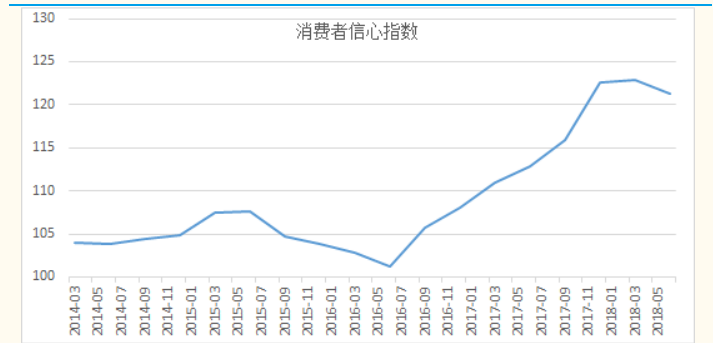


图表 45：社会零售总额同比增速（2014-2018M7）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：消费者信心指数（2014-2018M7）



来源：Wind，国金证券研究所

### ■ 提价周期开启

在调味品行业这种价格高度敏感性行业，提价一般多来源于成本驱动，因此提价周期本质上反映的更多是行业成本周期。调味品行业一个完整的提价周期大概是 4 年左右，其中包含两个动作，出厂价提价和出厂价不提而终端价提价。出厂价提价代表厂商向经销商转移成本压力、客观上压缩经销商利润空间，因此经销商必然需要逐渐将提价转嫁消费者去收回被厂商拿走的利润（时间不定，核心视动销情况而定，此外不同渠道的转嫁时间及能力也差异较大）。但这仅是渠道逐步恢复原有利润空间，因此后续一般连带一个终端价提价动作，开始一轮渠道利润扩充期。然后厂商累积成本提升压力后再提出厂价，渠道再逐渐谋求转嫁成本，从而周而复始。这样一个完整的提价周期间隔一般为 4 年左右，或视经济环境及成本增加情况有所增减。

海天、中炬提价可详见下表，可见——最近的两次出厂价提价，海天间隔 4 年零一个季度，厨邦间隔接近 3 年零三个季度。厨邦滞后海天提价的时滞由 13 年的 3 个季度提高到 17 年只滞后海天一个季度，这背后隐含的原因一方面是行业确定性的成本压力（环保风暴带来的包材价格快速上行），但一方面也可显示厨邦自身行业地位的提升和晋级主流市场的客观现实。

图表 47：17 年年底开始提价的品牌、品类及区域

时间	海天	厨邦
出厂价提价	2012 年 9 月	2013 年 7 月
出场未提终端提	2014 年 11 月/12 月	2014 年 10 月
出厂价提价	2016 年 12 月	2017 年 3 月

来源：公司公告，渠道调研，国金证券研究所

提价是双刃剑，在四个周期的逻辑框架中，尤其是在宏观经济处于下行通道中，如果其他条件不足以给予有效对冲（如高费用配合或渠道低库存），则提价负面作用大概率大于其正面作用，即经济逆周期下，提价大概率是直接影影响动销、推高渠道库存的核心因素。经济顺周期下，提价可充分发挥正面作用，在不影响动销的情况下贡献收入增量，甚至推动产品主流消费结构快速上移。16Q4 海天的提价时点堪称完美，不但促成了四因子于 17Q1 的齐齐共振，更直接加速了新一轮酱油结构升级——“高鲜酱油”普及提速，代表了主流酱油向高鲜酱油的升级加速，而这一升级加速是宏观经济向好、厂商提价、费用配合（厂商费用向高鲜酱油倾斜）以及渠道推动（高鲜酱油毛利空间更高）等多重因素共同造就的。

图表 48：各主要厂商酱油平均吨价（元/吨，2011-2017）

各主要厂商酱油平均吨价（元/吨）							
厂商	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
海天味业	4249	4609	4746	4873	5002	5120	5400
中炬高新	5700	6209	6312	6180	6221	6006	6301
千禾味业			4800	4911	5066	5173	5325
加加食品		4107	4193	4315			

来源：公司公告，国金证券研究所（注：空白为未公告）

### ■ 费用高投放推动去库存迎来一轮收入增长

15 年底海天为完成股权激励目标而选择压货是导致海天渠道出现问题、库存高企的直接原因，尤其在于 15 年弱势经济下终端动销形势趋弱的大背景下。15 年底，海天为突击完成全年股权激励任务，因此 15Q4 加大对渠道压货力度，单季度实现 25% 的收入增长，大幅高于前三季度累计+11.6% 的增速，因此渠道库存压力急升，导致 16H1 收入增速大幅降至个位数。当时调研渠道，渠道反馈库存普遍处于高位，但 15 年宏观经济环境尚处于底位、动销较弱，因此海天渠道出现一定动荡，经销商退出情况开始增多。

16H2 海天开启费用加速投放并主动放弃股权激励行权，自此开启快速纠错期。因此，自 16H2 开始，海天开启费用投放战略，其销售费用率开始走高，尤其是销售费用中的广告及促销项金额开始快速攀升，但相应报表端收入增速未见显著提升（主动放弃当年的股权激励行权对收入增速+15% 的目标），因此可以认定 16H2 是海天的去库存周期，这与当时草根调研的结论是完全一致的——16 年宏观环境略好于 15 年的大背景下，16H2 渠道库存开始显著下行，经销体系修复工作也在 2016 年内有序展开。当时调研反馈，新招商以及老经销商回归情况非常理想，为 17 年业绩重回正轨打下了良好的基础。18 年海天持续费用率提升推动收入增速保持高位。

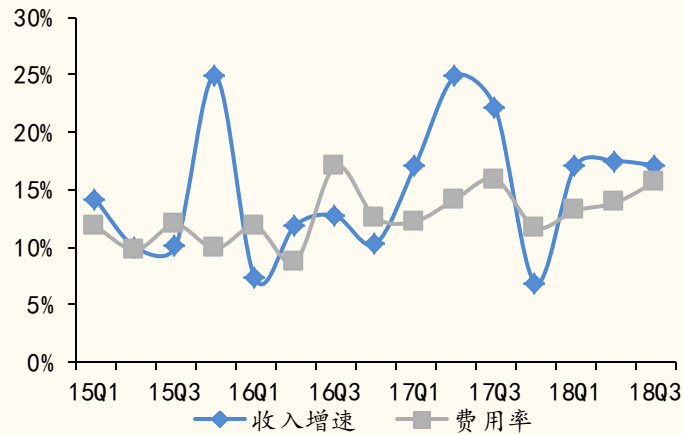
而中炬高新虽与海天面临的宏观环境一致，本轮提价举措也只错位一个季度，但由于库存底部时间不同，使得收入体量较大的海天（4 倍于美味鲜）增速可以持续媲美美味鲜（17 年海天+17%VS 美味鲜+20%）。我们认为，15 年年底前后是厨邦美味鲜的渠道库存底，而海天的渠道库存底在 16 年底，因此在其他环境因素相差不大的情况下，海天的收入增长弹性受益于渠道补库存红利更多，弹性自然不亚于对收入端增长欲求并不算高的美味鲜。但无论如何，本轮两强均是在宏观经济向上、库存底、提价及费用投放四因子共振下推动了此轮收入增长。

图表 49：2016H2-2017 海天/厨邦电视端赞助节目一览

品牌/品类	赞助节目	播出卫视	时间	赞助级别
海天蚝油	《我们战斗吧》	江苏卫视	2016.7-2016.9	独家冠名
海天黄豆酱	《一站到底》	江苏卫视	2016.7-2017	独家冠名
海天黄豆酱	《全家好拍档》	CCTV3	2016.10-2017.1	独家冠名
海天味极鲜	《天籁之战》	东方卫视	2016.10-2017.1	独家冠名
海天黄豆酱	《四大名助》	东方卫视	2016.1-2016.12	独家冠名
海天味业	《熟悉的味道2》	浙江卫视	2017.2-2017.4	独家冠名
海天黄豆酱、海天蚝油	《缘来非诚勿扰》	江苏卫视	2017H1（海天黄豆酱）；2017Q3（海天蚝油）	独家冠名
海天黄豆酱	《最强大脑》	江苏卫视	2017.1-2017.4	特约赞助
海天酱油	《我是未来》	湖南卫视	2017.7起	独家冠名
厨邦酱油	《鲜厨当道》	江苏卫视	2017.5-2017Q3	特约赞助

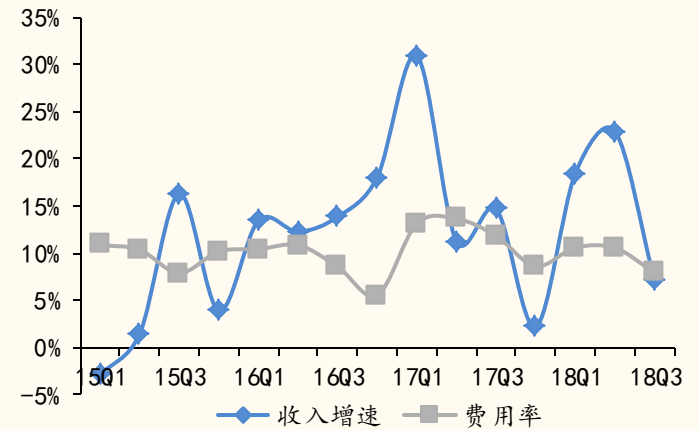
来源：公开信息整理，国金证券研究所

图表 50：海天味业季度收入增速和销售费用率对比 (2015Q3-2018Q3)



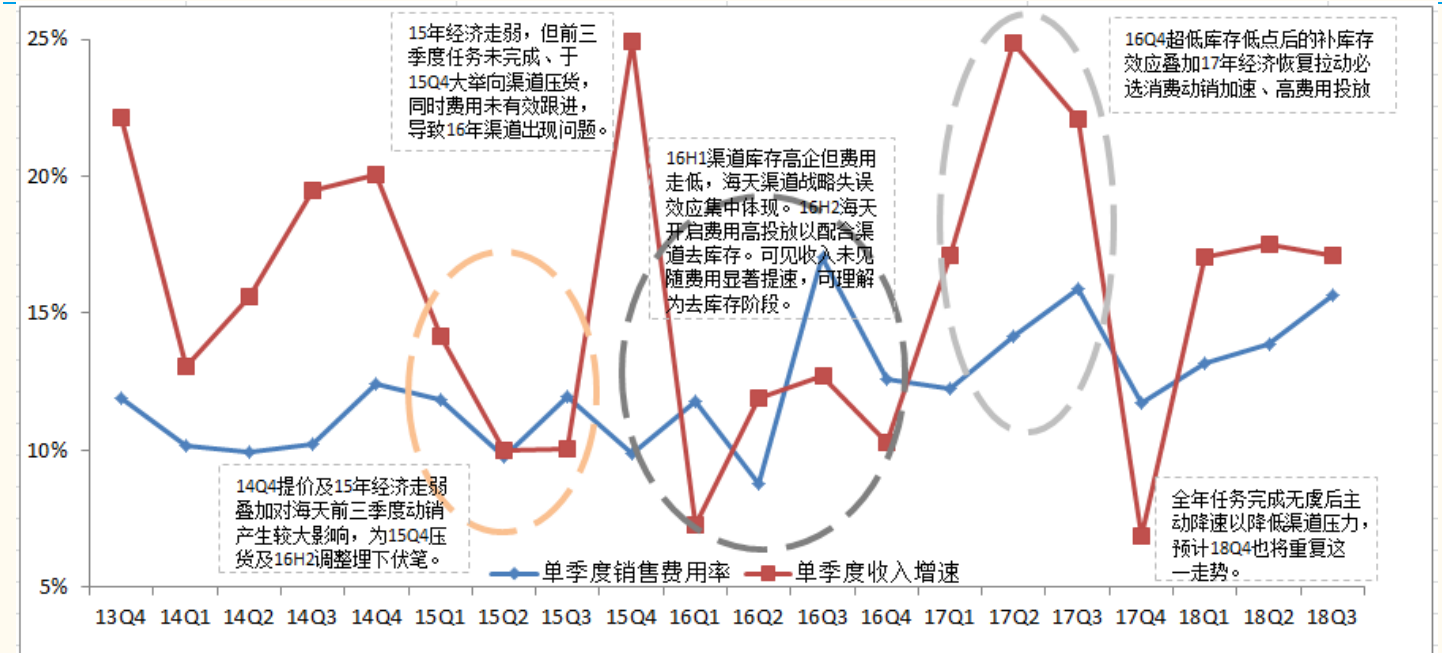
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：中炬高新季度收入增速和销售费用率对比 (2015Q1-2018Q3)



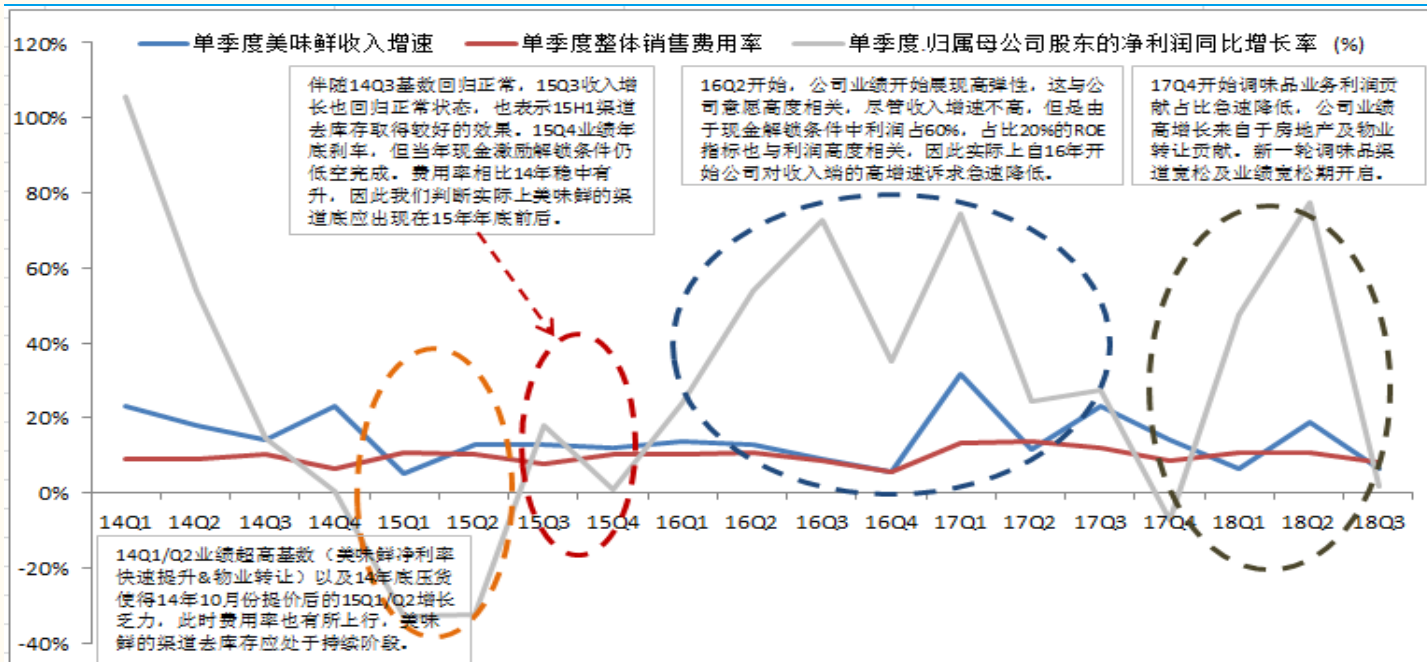
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：扰动海天单季度收入增速的多因子分析 (2013Q4-2018Q3)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 53：2014Q4-2018Q3 中炬高新基本面四阶段分析



来源：公司公告，国金证券研究所（注：由于美味鲜单季度利润增速历史数据有所缺失，本图以公司整体归母利润代替，非调味品业务利润对整体利润有较大扰动时以文字标识）

### 3.3 2019 年基本面分化预计将是主旋律

我们仍然试图在宏观经济周期、库存周期、提价周期、费用周期等四大周期因子的逻辑框架中，以四个因子的边际变化为变量去寻求 2019 年调味品行业的变化。

**宏观经济周期**——阶段性下行已成定局，预计 19 年将对必选消费品产生负面影响。

**库存周期**——行业刚刚经历过“黄金时代”，对大多数厂商而言库存将伴随经济下行而出现库存边际上行状态（如 Q3 因费用投放不足而较早表现出库存压力的涪陵榨菜），目前看渠道库存压力最小的应是已执行了 2 年渠道宽松战略的厨邦美味鲜。

**提价周期**——经济逆周期下，提价将成为厂商慎之又慎的双刃剑决策。我们认为，除非厂商对 19 年收入增长无欲无求，否则 19 年内提价将是很难做出的抉择。

**费用周期**——厂商手握主动权的唯一要素。如果说 17-18 年的行业“黄金时代”是四因子正向共振，那么 19 年大部分厂商要面临的是除费用外其他三个因子边际下行的压力。因此，如果厂商对 19 年收入端仍然有所期待，那么费用投放边际上行将基本上是厂商可运用的唯一手段。

**四周期因子三下一上，大概率是当前经济形势不发生大的转向的情况下，调味品行业未来发展要面临的基本行业状况。因此，行业大概率要对收入及利润增速边际下行压力有所预期，而行业中处于不同状态的企业也将有可能面临分化加剧。15 年底前后库存见底而率先实现业绩复苏的中炬高新，16 年底库存见底、遇上 17 年必选消费爆发元年而快速恢复元气的海天味业，以及受益于行业提速但同时又被行业龙头挤压从而 18 年开始跟随龙头开启费用投放的诸多中小厂商，19 年的发展路径很可能出现分化，而具体如何分化及分化速度将在极大程度上取决于海天等龙头企业战略端如何取舍。**

目前来看，海天下一个五年计划（2019 年-2023 年）仍然大概率偏向于收入导向，那么这将意味着在经济逆周期下海天将大概率通过费用投放边际提升来加速市场份额收割（本身行业逆势就是龙头攫取份额的最佳时机），我们也认为

这对于现金流充裕的海天来说，无论是基于份额而言抑或是基于资本市场预期而言都是最佳决策，但以一个中长期时间维度来看——**利润增速降档和随之而来的股票估值端压力似乎难以避免**。海天的这一战略假设对于中小厂商而言将是最大的利空消息，要么被迫卷入与行业龙头的费用战和终端价格战，要么就不断丢失市场份额，**中小厂商将在丢失利润和丢失份额中被迫做出艰难抉择**。而对于一直执行渠道宽松战略的厨邦美味鲜而言，库存去化仍在途中，库存红利和费用红利的主动权仍然在手，结合管理层业绩释放心愿来分析，**潜在的股权激励方案出台时间点之前便大概率是中炬高新的库存底、业绩底和股价底**，这个三重底我们也许有望于**19年内的某一个时点见到**，但具体时点很难精确判断，更核心取决于公司意愿，我们倾向于认为有可能在**19年年中前后**。

### 3.4 重点覆盖公司

- **海天味业：18Q3 仍实现快速增长，五年计划完成无忧：**我们在去年年点评以《主动刹车完成激励目标，18年困难与希望并存》为题，强调17Q4公司为来年经营蓄力、以迎接困难和希望并存的18年调味品行业格局。由于2017年是海天股权激励的第三次解锁期，17Q4的增长降速实际以“低空飞行”完成了解锁条件。而海天意在完成18年相比13年收入、利润双翻番的五年计划，因此18年需完成收入增长15%以上，以此为基准在年报中设立16%的收入增长目标。目前前三季度公司已顺利实现+17%的收入目标，因此五年收入/利润翻倍计划完成基本无忧，18Q4增速环比小幅降速也可接受。

**18Q4 压力大幅减轻，有望为 19 年开局营造宽松环境。**2018 年公司需实现的“五年计划”任务——收入和利润相对 2013 年翻倍的目标，由于前三季度的优异表现，使得 18Q4 经营压力大幅度减轻。因此，我们认为 18Q4 海天的经营主动权将更加自如，预计大概率降低年底冲量力度、推动渠道休养生息，有望为 19 年开局营造宽松环境。不过 2019 年调味品行业将大概率面对更加复杂的宏观经济环境，行业增长降速预计将是大概率事件，企业经营难度预计将显著高于今年，因此预计龙头公司或将开启更大力度的费用投放以逆市抢占市场份额、维持中高速增长。预计 2018-2020 年公司营业收入为 169.6 亿元/190.2 亿元/209.2 亿元，同比增长 16.3%/12.1%/10.0%；归属母公司利润为 42.5 亿元/49.0 亿元/55.0 亿元，同比增长 20.3%/15.3%/12.2%，对应 EPS1.57 元/1.81 元/2.04 元，目前股价对应 PE 为 43X/38X/33X，维持“买入”评级。

- **中炬高新：18Q3 美味鲜收入、利润低于预期：**前三季度美味鲜公司实现营业收入 29.2 亿元，同比+10.28%，18Q3 美味鲜收入 9.59 亿元，同比+6.41%，显著低于市场预期。主要原因一方面是公司去年同期收入基数偏高；二是 9 月中旬受台风“山竹”影响，物流停滞数天，对当月营业收入造成了一定影响；前三季度美味鲜实现归属母公司净利润 4.56 亿元，同比+15.59%。18Q3 实现归母净利润 1.54 亿元，同比+1%。由于受制于原材料及包装材料成本上升，美味鲜公司今年前三季度毛利率 39.18%，同比下降 1.05ppt，尤其 Q3 影响较多，因此导致 Q3 美味鲜利润增长显著不达预期。

**新一届董事会候选人大变更，宝能系 4 人席位占据主导。**公司在今年 11 月 15 日第九届董事会换届成功，6 名非独立董事候选人名单中，宝能方面人员占据 4 席，中山国资仅占 2 席，我们认为这将推动公司内部机制逐步理顺，并期待后续整合协同。预计中炬高新 2018-2020 年收入分别为 42.14 亿元/47.12 亿元/56.90 亿元，同比+16.76%/11.82%/20.76%；若按 30 亿元市值扣除房地产业务估值后对应调味品业务（预计 2018-2020 调味品业务归母净利润为 6.10 亿元/7.56 亿元/8.86 亿元）估值为 36X/31X/25X。维持“买入”评级。

### 3.5 风险提示

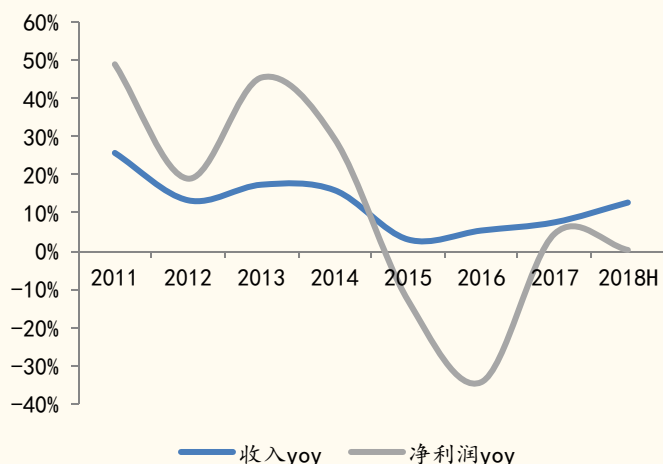
- **宏观经济下行风险：**调味品行业餐饮渠道占比较高，而餐饮行业同宏观经济高端相关，因此宏观经济下行对调味品需求会产生较为直接的负面影响。

- 后续费用加剧或效果不达预期：费用投放效率是边际递减的，不排除后期行业费用投放整体加剧后，费用边际效果不达预期。
- 股东减持风险：股东减持将会对股价造成波动

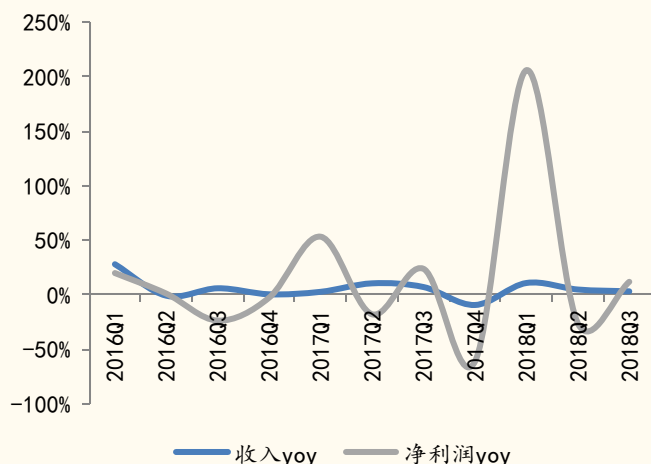
#### 四、乳制品行业：19 年费用率预计同比下降，但收入争夺战力度难以显著降温

2018 年中报乳制品板块整体收入 1043.5 亿元，同比+12.7%，归母净利润 48.8 亿元，同比+0.3%。今年乳制品行业呈现出中报收入加速改善，而 Q2 利润下降的态势，主要来源于两强在 Q2 的费用战，导致销售费用率的提高，同时进入 Q3 后原奶成本的上升，共同导致了利润增速的低位运行。

图表 54：乳制品板块近年收入、净利同比增速



图表 55：乳制品板块单季收入、净利环比增速

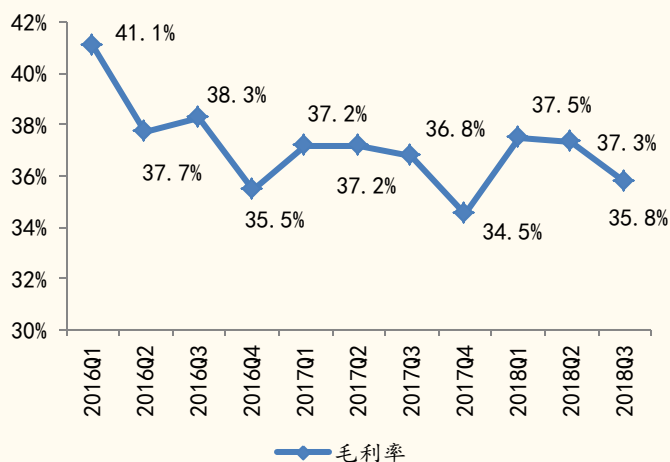


来源：Wind, 国金证券研究所

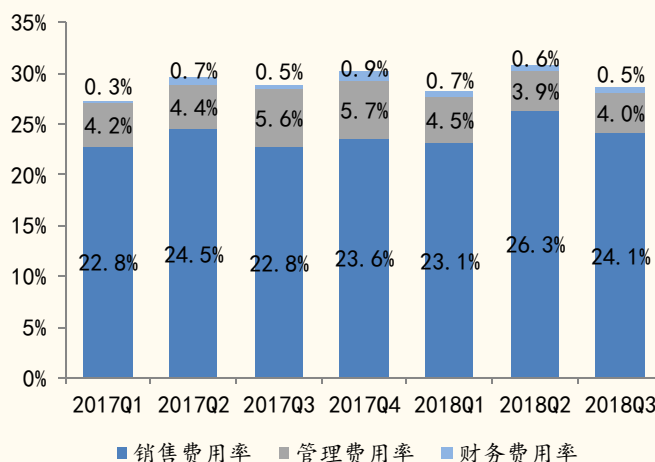
来源：Wind, 国金证券研究所

注：乳制品板块数据来自 A 股与港股上市公司业绩加总

图表 56：乳制品行业单季毛利率



图表 57：乳制品行业单季期间费用率



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

#### 4.1 2018Q1-Q3 两强收入增速预计接近，两强大概率完成全年收入目标

伊利收入端 Q3 同比+12.9%，环比下降 0.9ppt，略低于市场+15-16%的一致预期。伊利中报后将全年收入增长目标由+13%提升至+17-20%，在一定程度上提高了市场对伊利下半年的收入预期。

我们从对尼尔森月度数据的监测中也发现，尽管 7、8 月伊利液态奶终端增速

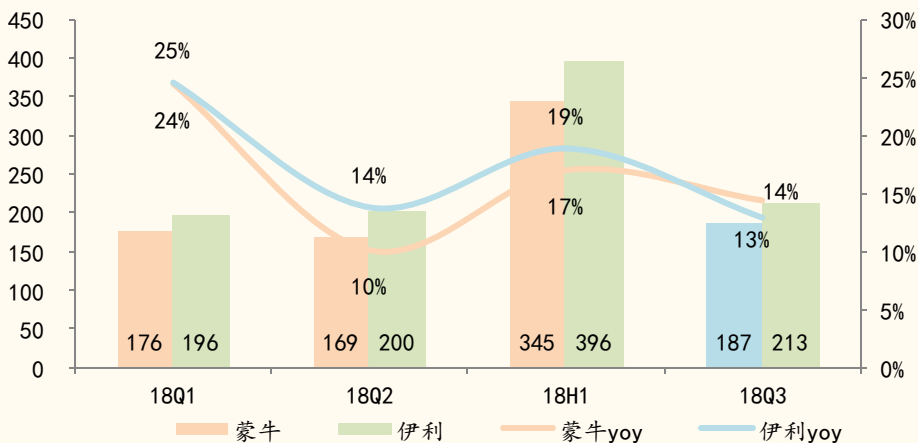
环比在放缓，但 9 月增速的反弹使得整体 Q3 液态奶终端增速相较上半年并未有降速。尽管如此，但仍需认识到：(1) 终端增速不等于报表增速，中间有渠道的延迟和调节；(2) 液态奶的增速不等于整体业务的增速，还有其他业务对整体进行扰动。因此，这便解释了三季报后很多投资者不解的问题，比如尼尔森数据与报表数据的背离等。同时也解释了伊利为何液态奶增速不错的背景下，整体增速的放缓。

同样根据尼尔森 Q3 的奶粉数据来看，可以发现 Q3 奶粉行业增速环比下滑较严重 (Q1/Q2/Q3 同比增速分别 6.1%/5.3%/1.5%)。从趋势来看，伊利称其奶粉 Q3 的实际增速下滑也是题中之义。另外，尽管针对冰淇淋业务没有权威的第三方数据，不过对冰淇淋业务有所了解的人应该知道，在冰淇淋业务稳定的情况下 (气温变化、售点数量、产品结构等)，其月度收入曲线实质是一条上半年很陡峭向上、6-7 月达到波峰、而 7 月后瞬间大幅下降的曲线。而真正想实现当年业务的有机增长，最核心在于上半年的努力，同时上半年同比增速的提高相比下半年更加容易 (下半年气温下降影响较大)，并很大程度上可以确立全年增速的天花板。而下半年则大概率同比增速环比要下滑。

综上所述，我们在认可 Q3 伊利液态奶终端增速并未比上半年有明显降速的前提下，但是 Q3 伊利报表整体增速却环比下滑的反差下，可得出两个结论：(1) 伊利 Q3 液态奶的预计报表增速 (未公布) 不能完全体现 Q3 液态奶实际终端增速，但大概率能够体现出液态奶业务仍保持基本环比未降速的态势；(2) 奶粉业务的降速和冰淇淋业务的可能性降速预计进一步加大了 Q3 报表整体增速与液态奶预计报表增速的偏差 (18H1 整体增速低于液态奶报表增速 1.6ppt，预计 Q3 这一偏差拉大)。

我们来看伊利竞争对手蒙牛。根据尼尔森增速数据，我们预计蒙牛液态奶业务收入增速与上半年相近，在 14% 左右。但与伊利表现有所不同的是，Q3 蒙牛奶粉板块在三季度终端也是呈现环比降速态势，但是幅度并不大。结合冰淇淋下半年降速的预期，我们可以大胆推断：蒙牛前三季度的增速相较上半年也应是降速的，从上半年蒙牛以 14% 的液态奶增速推动了整体 17% 的增速来看，我们认为前三季度在蒙牛液态奶终端增速并无大幅下降的基础上，预计蒙牛整体增速可能回落到 15%-16% 左右，相较伊利前三季度增速 16.7% 仍落后 1-2ppt，但预计单 Q3 增速有望落于 +14-15% 一线，相较伊利 Q3 收入 +12.9% 提高 1-2ppt，预计实现了 Q3 收入端的小幅反超。

图表 58：伊利&蒙牛 (预估值) 18 年分季度收入和增速对比图 (亿元、%)



来源：Wind，国金证券研究所

展望 Q4，我们仍然维持中报观点，预计两强均不会放松对收入端的争夺力度，主要在于竞争战略的延续导致两强仍然不会减少正面对抗。尽管伊利前三季度同比增速实现 16.7%，距离全年目标 17% 差别并不大，且 Q4 同比是低基数 (2017Q4/2016Q4 仅为 +7%)，但 Q3 增速预计落后于蒙牛将必然力促其 Q4 持续发力，以期扩大与蒙牛的收入差距。而蒙牛尽管可能面临去年 Q4 同比高基数，但在全年目标 15% 的要求下，且在中粮集团新董事长上任的背景下，预期 Q4 务必仍然需要保持 15% 左右的增速，上交一份不错的答卷。因此两强收

入争夺战预期仍会维持，尤其是当下处于经济下行通道时，费用投放很难有效减弱。

#### 4.2 2018Q3 原奶成本凸显，预计 Q4 持续承压

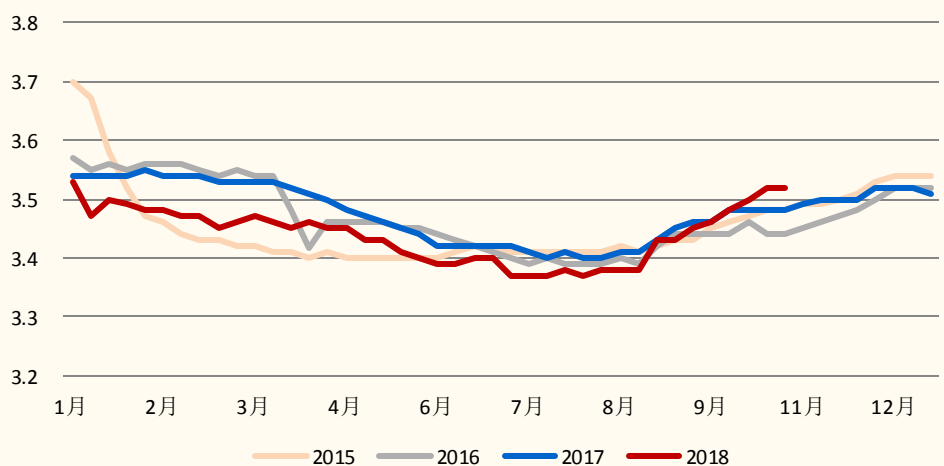
伊利 Q3 毛利率为 35.8%，环比 Q2 下降 2.7ppt，同比下降 1.7ppt。毛利率的下降一般是产品结构或成本问题，对伊利来讲还有部分货折的因素存在。

先来看产品结构，对伊利产品结构影响较大的一般是常温的两大核心单品和奶粉，而低温、冰淇淋等因核心单品占比相对较小，产品结构优化相对常温慢，故暂不考虑。常温两大核心单品和奶粉金领冠 18H1 均保持在 30% 以上增长，三季报交流会议显示金典三季度略降速，导致前三季度维持在 20% 多的增速，安慕希未降速仍然维持在 30% 以上增长，同时奶粉单品金领冠也维持在 30% 以上增速。三大核心单品增速显著高于伊利整体增速，因此理论上伊利产品结构持续优化趋势未改。因此，Q3 毛利率的下降大概率要归咎于成本上升和货折。考虑到 Q3 原奶供需格局，货折因素不太可能高过上半年，因此预计 Q3 毛利率下降更多是成本原因。

成本方面，伊利公布 Q3 原奶成本上升 5%。从农业部公布的全国十省生鲜乳价格来看，进入 8 月后原奶价格环比逐步提升，到 9 月底环比 8 月价格提升约 2-3%，提升幅度低于伊利公布的提升幅度。我们判断，对于两强来讲，在原奶供不应求的年份，体现其原奶平均成本更多的是占产品结构较大比重的中高端产品所对应的中高端奶源奶采购价格高低，是可以借助现代化管理带来牛奶质量提升的上游大牧场所提供的大宗原奶的价格决定。因此，伊利 Q3 的原奶成本大幅提升，或许说明了在中高端原奶阶段性供给不足的背景下，伊利对中高端价格原奶的价格控制上略显力度不够。而对于其竞争对手蒙牛来讲，由于掌控中高端奶源现代牧业和富源牧业，中高端原奶的价格优势不言而喻。

因此，在蒙牛今年将保持毛利率弹性的情况下，尤其是具备合理中高端原奶结构的情况下，我们认为其三季度毛利率压力将显著轻于伊利，虽然环比上半年看蒙牛 Q3 毛利率也不太可能维持 39% 的高位，不过借助产品结构优化，不排除出现同比提升。展望 Q4，两强毛利率的压力均将存在，且大概率将在成本上升基础上进一步环比和同比下降。

图表 59：2015 年至今全国十省生鲜乳单价走势（元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

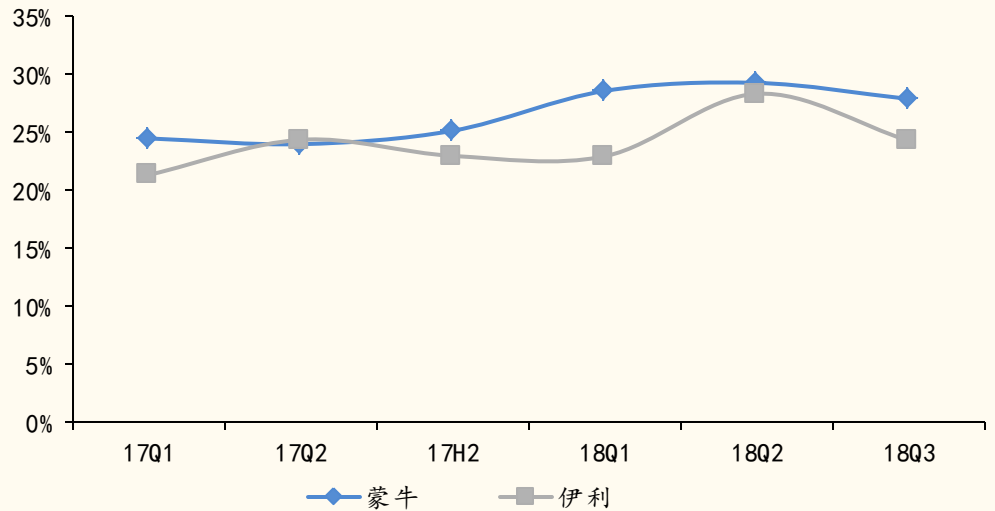
#### 4.3 2018Q3 费用率环比略有下降，但预计 Q4 同比仍处高位

伊利 Q2 达到年内销售费用率高点 28.3% 后，Q3 环比下降了 4.1ppt 至 24.3%，但仍同比提升 2.2ppt。这充分验证了我们中报对两强下半年费用率的判断（可参详报告—伊利/蒙牛 18 年中报数据对比分析），以及三季报前我们的广告费用



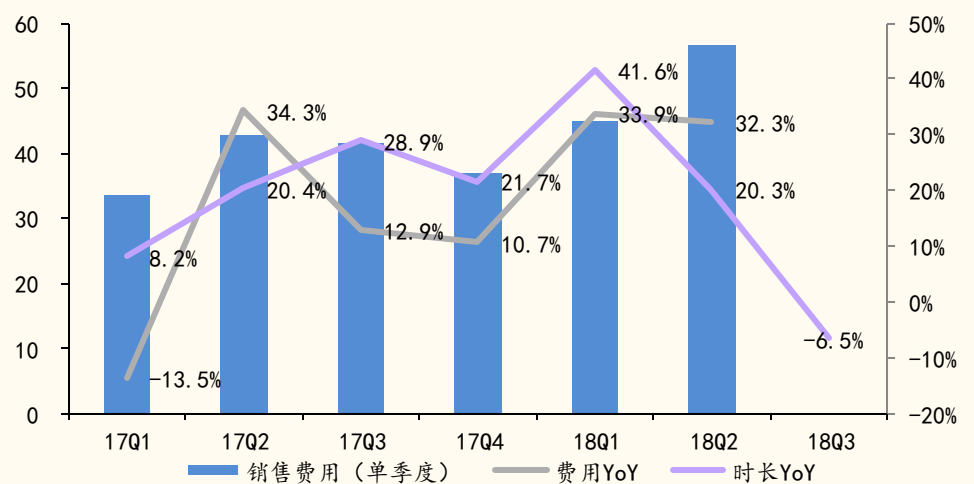
报告的重要结论（可参详报告—18Q3 乳业两强广告投放力度同比环比均走弱），提前预判了两强销售费用率的环比下行。

图表 60：伊利&蒙牛（预估值）18 年分季度销售费用率对比图（亿元、%）



来源：Wind，国金证券研究所

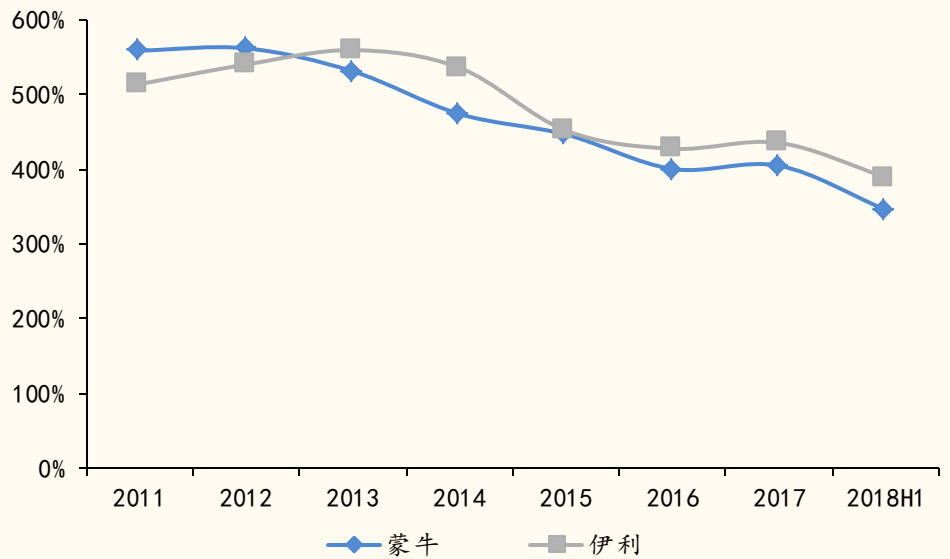
图表 61：伊利销售费用增速 vs 广告时长增速（亿元）



来源：Wind，CTR，国金证券研究所

上半年伴随蒙牛 Q2 迅猛的世界杯投放，伊利跟随并于线上、线下不断迎战，尤其是线下的地面拦截取得了较大成功。对比蒙牛 18H1 突出的线上费用及相应的收入增速，实质每一元费用所推动的收入边际效应是较低的，并且低于伊利。但正由于这是蒙牛近年最好的一年：毛利率弹性最大，有充裕利润空间利用世界杯营销进行品牌宣传投放，弥补了品牌近年投放较少的问题。所以尽管费用边际效果低于伊利，但是今年的发力成为必然。

图表 62：伊利&蒙牛主营收入与销售费用比值

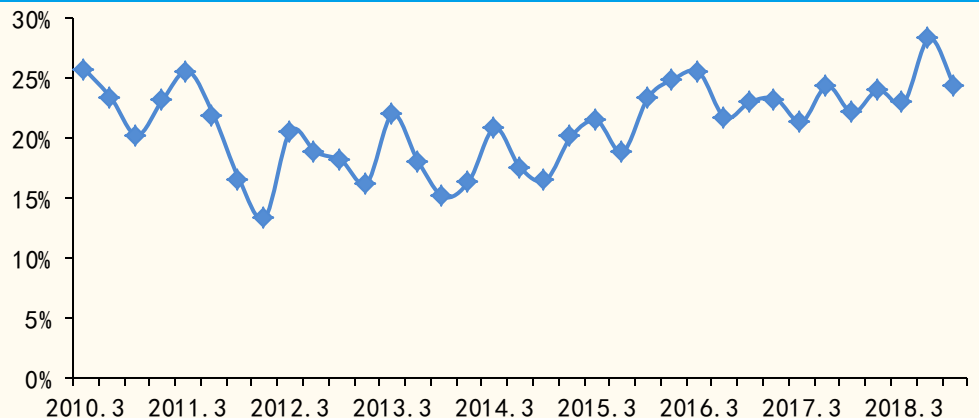


来源：Wind，国金证券研究所

对于伊利来说，尽可能制止蒙牛缩小收入差距的步伐将对其未来持续保持龙头地位至关重要。这便是为什么众多投资者疑惑的——两强为何不能减少对抗、抢占其余份额的重要原因。也是伊利发现 18H1 并没有拉开蒙牛太大差距（伊利+19%vs 蒙牛+17%），继而在 18Q3 继续同比投放高费用的原因（伊利由于销售网络趋于健全，更多线下费用应为同店费用，更能体现费用率提升的战略意图）。

参考图 63 可知，伊利销售费用率季度间波动较大，主要因为一方面考虑到渠道休养生息，另外也考虑到全年需求的逐步满足而不是过度刺激导致未来需求下滑，再加上一些内外部因素影响，如宏观经济波动、原奶价格波动等。因此这也就解释了伊利在 Q2 费用率高点后 Q3 环比势必下滑的部分原因。另外，7、8 月淡季费用边际效率下降，尤其是在 Q2 透支了需求后。而这些原因对于蒙牛同样适用，因此伊利在 Q3 应不过分担忧蒙牛的费用率环比仍然走高，担忧的仅是如何防守蒙牛费用从线上转为线下后终端争夺加剧，尤其在 9 月双节备货旺季。这也是两强近十几年乳业的纵横征战中早已深谙和相互博弈中获取到的经验。

图表 63：伊利近年销售费用率走势图 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

展望 Q4，费用率的走势尽管扑朔迷离，但是考虑到如下两点，我们认为 Q4 可能呈现环比持平、波动不大，同比上升的趋势。同比持续上升毋庸置疑，全年

收入争夺战体现的便是费用率的高位。而环比持平、波动不大主要考虑如下两点：

**(1) 环比难以明显下降：**进入 Q4 后，9 月底渠道低库存推动 10 月份持续补货形成持续库存推力并推动终端促销。11 月份电商线上促销持续形成需求拉动。12 月底元旦前仍然是每年费用投放集中时间段。因此 Q4 对需求的刺激是持续性的，两强费用率相比 Q3 力度预计不会大幅下降。另外，再结合上文分析中提到的竞争战略，费用率预计环比难以明显下降。

**(2) 环比难以明显上升：**尽管 Q4 费用率可能难以明显下降，但是也同样难以明显上升。第一，Q4 的特殊性在于明年春节相对今年提前，备货可以提前于 12 月份，压货更为容易，则收入增速更容易达成，未必全部依靠费用的推动；第二，此轮费用战的发起者蒙牛尽管 Q3 收入增速可能超过伊利，但是前三季度增速预计仍落后于伊利 1-2ppt。在蒙牛面临 Q4 可能同比高双位数基数情况下，要实现 Q4 收入增速 15% 以上，将面临比伊利更大的压力和挑战。第三，蒙牛发展考虑的是收入和利润的协同增长，尽管收入增速非常重要，但是在 Q4 进一步费用率环比显著上行情况下导致主体业务盈利受损（尽管整体业务利润增速由于现代牧业和雅士利减亏仍然预计较高），将不是蒙牛希望看到的，同时这也与公司整体考核相关。第四，可预见的 Q4，中高端奶源奶将会进一步紧平衡，两强毛利率进一步承压，尤其伊利承压程度可能高于蒙牛，将会对促销力度形成一定程度制约。

#### 4.4 2019 年行业展望

伊利三季报和管理层交流会内容全部验证了我们中报对于下半年行业以及两强的三大核心判断，主要包括：（1）下半年两强均不会降低对收入端的争夺力度；

（2）收入端争夺加剧便大概率意味着下半年费用战不会显著降温；（3）预计两强净利率下半年表现将好于二季度但弱于一季度。

对于 Q4，我们仍然维持以上观点的同时，结合上文分析给出进一步判断：（1）18Q4 两强仍然不会降低对收入端的争夺力度；（2）18Q4 两强毛利率仍然承压，预计同比和环比下降；（3）18Q4 两强费用率有望呈现环比波动不大，同比上升的态势；（4）预计两强 18Q4 净利率表现将弱于 18Q3。

在此，我们将对乳业明年趋势做一个前瞻性判断：

**(1) 明年两强收入争夺战力度预计同比略降温，但并不会显著降温。**由于两强收入战略目标是完全相悖的——伊利核心诉求是甩开蒙牛、扩大差距，蒙牛核心诉求是拉近与伊利差距，而从今年两强预期增速来看，蒙牛大概率仍然会落后于伊利，竞争战略将仍然持续。不过由于今年收入争夺战存在的基础之一在于蒙牛毛利率端的大幅改善，而明年这一改善弹性将显著降低（甚至不排除跟随原奶周期上行而走弱），因此收入端争夺预期将难以如今年这般激烈，但是显著降温也绝非一日之功，需要一个过程，这一过程的快慢将受宏观经济环境、原奶成本、并购等多重因素影响。

**(2) 收入端争夺略降温意味着明年费用率有一定宽松空间。**在多方面因素主导下，如蒙牛毛利率弹性、世界杯营销、上半年需求提振等，预计今年将成为近年来的费用率高点。明年伴随收入争夺战的略降温以及原奶成本端大概率走高，费用率有望得以同比下降。不过尽管明年有望同比下降，但是预计费用率仍难以期望快速修复至 2017 年水平。三季度我们判断费用率将呈现环比降温、同比升温走势这一观点已被验证。未来我们将依仗我们独家的 CTR 数据源持续进行跟踪。

**(3) 预计两强净利率明年二季度有望得到提升。**预计在无“奶业黑天鹅事件”前提下奶价将仍然呈现季节性走势，预计明年二季度将季节性环比下降，虽然同比仍可能温和上涨，但上涨程度预计收窄，再结合费用率的预期宽松，二季度净利率预计有望得到提升，是值得期待的一个季度。

整体来看，尽管两强今年收入争夺显著加剧，费用率全年高企、毛利率下半年开始承压，导致利润率有所承压。不过分别来看各有不同：伊利全年利润增速低于收入增速已是确定性事件，而蒙牛由于毛利率具备向上弹性，在费用率环

比走弱的情况下有能力进行更好的对冲，同时具备投资收益项减亏的利好，因此全年仍将保持相对可观的盈利弹性，净利率也有望持续修复向上（但扣除投资收益项后，蒙牛利润率提升幅度会显著下降）。短期我们仍然强调蒙牛盈利端快速修复的逻辑，而短期伊利弹性仍然主要体现在收入端。总体来看，我们认为 Q4 乳业仍然处于竞争态势复杂化和白热化兼具的局面，而明年则预期有所放缓。

#### 4.5 重点覆盖公司

- **伊利股份：前三季度收入增速基本符合预期，预计全年收入能够完成目标：**前三季度伊利收入增速 16.7%相比上半年增速 18.9%下降了 2.2ppt，因 18Q3 仅实现了 12.9%的增速，环比下降了 0.9ppt。公司三季报后调整了全年目标为 17%，则 18Q4 同比最低需达到 17.4%的增速。根据尼尔森数据，累计 1-11 月伊利终端增速预计保持 18-19%之间，我们预计伊利 12 月节日促销背景下有望推动收入提速，完成全年目标。预计 2018-2020 年营业总收入分别为 789.9 亿元/877.4 亿元/965.8 亿元，同比 +16.9%/+11.1%/+10.1%，归母净利分别为 62.3 亿元/69.2 亿元/76.6 亿元，同比 +3.9%/+11%/+10.7%，对应 EPS 分别为 1.03 元/1.14 元/1.26 元，目前股价对应 18/19/20 年 PE 分别为 22X/19X/18X，维持“买入”评级。
- **蒙牛乳业：整体改革效果释放。**卢总上任后的系列改革举措开始见效，推动毛利率提升、品牌投入增加、常温渠道持续补短板等，使得收入增速紧咬伊利不放的同时（预计 Q3 收入增速超过伊利），由于成本端和结构升级带来的毛利率端利好以及雅士利/现代牧业的确定性减亏或大概率扭亏，18 年净利率大概率修复至 4.5%左右水平（同比提升 1 个百分点以上），且预计 19 年持续保持这一向上趋势。预计蒙牛 2018-2020 年收入为 692 亿元/779 亿元/865 亿元，同比 +15.0%/+12.6%/+11.1%。净利润分别为 31.0 亿元/38.5 亿元/48.2 亿元，同比 +51%/+24%/+25%，折合 EPS 为 0.79 元/0.98 元/1.17 元，对应 2018-2020 年 PE 为 30X/24/20X。维持“买入”评级。
- **天润乳业：收入略超预期，渠道转型仍需时间释放潜力：**前三季度公司累计实现乳制品销售 12.15 万吨，同比 +19.47%。以全口径收入计算，吨价有约 1.5%的小幅提升，因此收入端 +21.25%。单三季度看，公司收入增速 +22.74%，环比 18Q2 有所提速，主要是销售旺季中疆外业务有所起色，尤其是华东区域表现环比略有改善，同时今年新招商地区也逐步上量。不过，总体而言，今年疆外业务仍然未及年初预期。从今年开始公司加大了疆外市场 KA 的铺货力度，但 KA 上量需要一定的时间，因此渠道潜力仍需一定的时间来释放。另外，今年以来疆外业务收入增速降至 50%以下，其中发展较早的华东市场增长降速较为显著，深受渠道转型困扰。华南、华北、东北等区域仍维持较高速增长，但由于华东区收入占比较高，对疆外整体业务增速形成拖累。不过今年 7 月份公司于新疆设立天润建融牧业开启 6 万吨新产能规划，意图开拓新疆市场、进一步保证疆外市场开发，因此 19-20 年营销加码将是大概率事件，相较于今年以来销售费用率持续走低，我们对明后年公司所展现的战略意图予以正面期待。预计公司 2018-2020 年实现收入 15.25 亿元/19.21 亿元/23.45 亿元，同比增长 23%/26%/22%；实现归属母公司利润 1.20 亿元/1.54 亿元/1.87 亿元，同比增长 21%/28%/22%，折合 EPS 分别为 0.58 元/0.74 元/0.90 元，目前股价对应 PE 为 23X/18X/15X，重新强调“买入”评级。

#### 4.6 风险提示

- **需求下滑。**2018 年 Q4 需警惕乳制品行业受到宏观经济、政策等因素导致需求下滑风险。
- **原材料价格上涨。**2018 年 Q4 原奶价格因季节性供需波动有持续上涨动力，须警惕成本上涨超预期对利润端的影响。
- **行业竞争加剧，销售费用投放超预期。**2018 年 Q4 两强收入导向可能导致

费用战升级，需警惕销售费用投放超预期进而大幅影响企业利润。

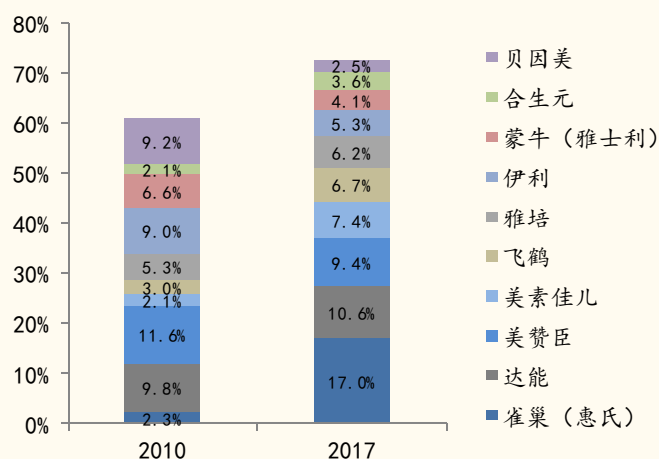
## 五、其他行业精选重点标的推荐

### 5.1 奶粉行业逆势下集中度将加速提升，重点推荐澳优

奶粉行业现状：尽管出生率常年低位徘徊，但注册制下行业空间不断打开，国产龙头品牌集中度不断提升，奶粉细分化与高端化成为发展趋势。近年新生儿出生率一直低位徘徊，尽管总数量可能呈下降趋势，但由于二胎放开叠加母乳喂养率持续下行仍然对婴幼儿奶粉行业增长形成向上托力，推动近年仍然保持个位数增长（近10年复合增长率为16.5%，近5年也达到8.6%）。18年下半年行业虽然增速趋缓，但难以掩盖行业内头部企业加速实现集中度提高趋势，表现为增速依然居高，而整体行业增速的下行更多是由于第二梯队及以下企业增速降幅明显导致。伴随奶粉新政的全面执行，空间持续打开，头部企业未来份额提升将更快。另外，伴随竞争愈加激烈，越来越多的企业瞄向高端及细分市场，成为了众多厂家抢夺的热点，而高端细分产品全羊奶粉和有机奶粉也成为新的突破口。

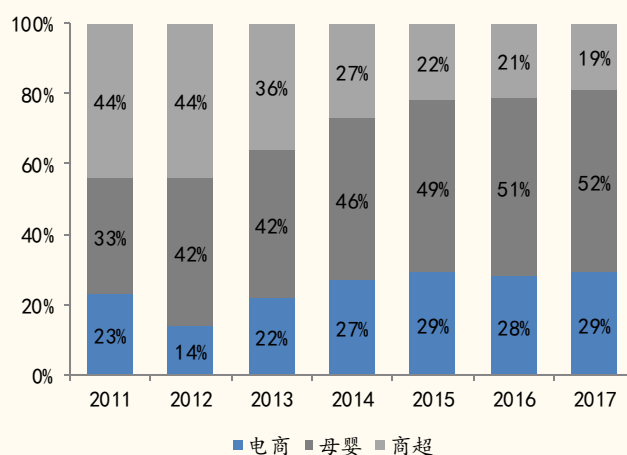
- **婴幼儿奶粉行业细分化与高端化成为趋势。**国内婴幼儿奶粉市场消费升级表现明显，需求逐渐向高端化、品牌化发展。主要表现为以下三个方面：（1）婴幼儿配方奶粉消费结构中，高端与超高端消费市场占比不断提升；（2）消费者品牌意识增强，前十大奶粉品牌市场份额提升；（3）更看好进口优质奶源。随着奶粉新政的逐步实施，婴幼儿配方奶粉面临新的变局，奶粉品牌总量开始减少，越来越多的企业瞄向高端及细分市场。
- **注册制下行业集中度不断提升，三四线城市成为市场争夺焦点，渠道布局方面国产品牌更具优势。**配方注册制实施后，大量“杂牌”奶粉被淘汰，最受影响的区域便是以“杂牌”奶粉为主力军的三四线城市，因此，谁能够将渠道最先渗透至三四线城市便至关重要。而随着行业渠道已由商超为主转型为母婴为主，国产品牌与外资品牌的对决关键便在于三四线城市母婴店。外资品牌的优势区域在一二线城市，三四线城市缺少根基，与之相比，国产品牌多年深耕三四线市场，拥有稳定的渠道供货能力和渠道优势资源。因此我们认为，奶粉新政的实施为国产品牌提供了弯道超车的发展机遇，三四线城市争夺战中，国产品牌市场份额将不断提升。

图表 64：2017 年国内前十品牌商份额变动情况



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 65：2011-2017 年国内奶粉渠道占比变化



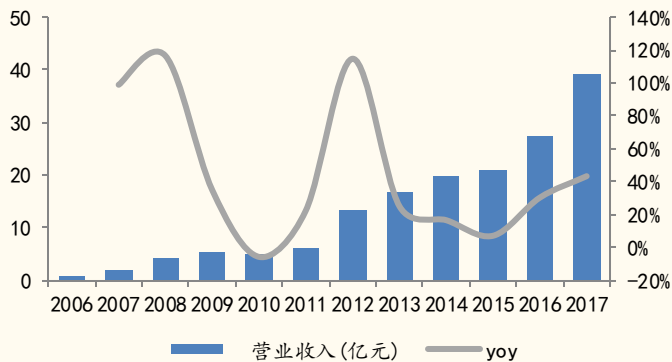
来源：尼尔森数据，国金证券研究所

**澳优：各项调整均步入正轨，公司进入高速增长期。**澳优乳业前身为澳优乳品有限公司，成立于2003年9月，于2009年10月在港交所上市。公司主要从事生产、营销以及销售高端/超高端价位婴幼儿奶粉产品，奶源均来自于荷兰、

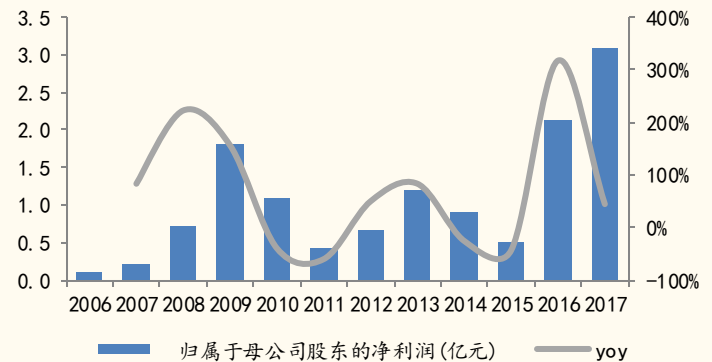
新西兰、澳洲等乳业大国。自成立以来，澳优共经历四个发展阶段：1) 起步发展阶段 (2003-2009); 2) 战略变革阶段 (2010-2011); 3) 缓冲过渡阶段 (2012-2015); 4) 高速增长阶段 (2016-至今)。我们认为，澳优团队文化以及激励制度的转变，叠加上游黄金奶源优势以及全球营销布局的战略，是助力公司业绩进入高速增长期的核心驱动因素。

■ **15 年管理层重组后，治理机制逐步完善，助推业绩高增长。**澳优于 2015 年底进行管理层重组，管理制度以及激励机制均发生较大的转变。重组之前，管理风格较为“集权”，没有形成集体决策的团队文化，制约了公司发展，业绩增长缓慢。管理层重组之后，采用品牌事业部制度，权力下放比较彻底，简单透明的团队文化，榜样效应带动内部品牌间良性竞争。除此之外，核心团队持股 15% 的激励机制功不可没，每个事业部团队都能做到充分的利益共享，提高员工积极性，推动业绩高增长。

图表 66：澳优历年营业收入及其增速



图表 67：澳优历年归母净利润及其增速

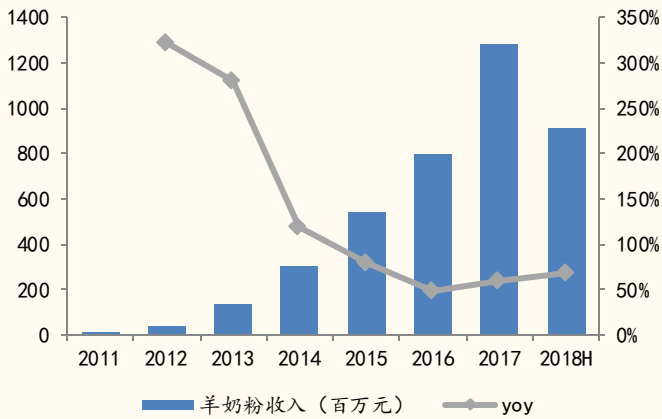


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

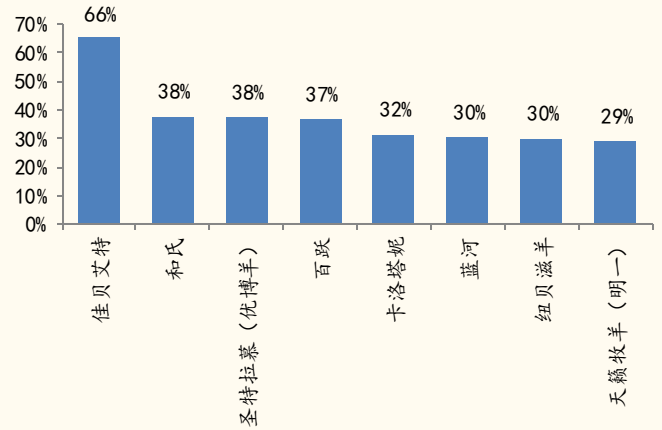
■ **细分领域成功突围：羊奶粉市场份额领先，品牌力不断提升；差异化布局有机奶粉，发展规模迅速。**2017 年是羊奶粉发展元年，随着羊奶粉的膻味问题得到解决，羊奶粉市场认可度逐渐提升，引发羊奶粉需求的爆发增长。澳优上游垄断荷兰优质羊乳清蛋白，奶源供应优质稳定，下游依托海普诺凯供应链，布局全球营销体系。澳优羊奶粉佳贝艾特口碑相传，品牌力与市场份额持续提升，目前，佳贝艾特在全部羊奶粉（含进口+国产）的市占率约为 30%，连续三年稳居市场份额第一，在全部进口羊奶粉中市场份额超过 60%，占据羊奶粉市场龙头不动摇。有机奶粉方面，澳优采用差异化战略，在奶源地上，避开雅培菁智、惠氏启赋、蒙牛宝贝与我，以及自家的澳优悠蓝所在的欧洲奶源，选择使用澳洲奶源；并采取“澳洲+中国”同步上市策略，主攻二三四线市场，锁定当地高端市场及消费人群。预计 2-3 年后澳优有望追赶并反超雅培，成为有机奶粉行业市占率第一。

图表 68: 澳优羊奶粉营收及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 69: 不同羊奶粉品牌知名度/市场渗透率



来源: 奶粉智库, 国金证券研究所

- 深度整合全产业链, 加速推进全球布局: 上游形成黄金奶源布局, 确保供应稳定性; 下游营销体系逐步完善, 母婴渠道具有先发优势。**澳优是整合海外供应链的先行者, 在过去的 7 年, 已基本完成全球奶源布局。澳优一直致力于整合供应链, 投资海外加工厂, 并与规模较大的牛奶供应商、奶牛场或牛奶聚合商结成战略联盟。目前澳优已在荷兰、澳洲、新西兰等多个国家战略布局, 全球共拥有 10 间工厂, 保证上游优质奶源的稳定供应。营销体系方面, 2016 年之后, 公司各方面步入正轨, 对营销活动的掌控力变强, 能够更好地控制销售费用, 对大经销商的依赖度减弱。在渠道布局方面, 澳优前瞻性布局母婴店, 使其在行业渠道转型大趋势下受行业影响较小, 具有先发优势。除此之外, 各品牌定位清晰, 营销战略“因品牌而异”: 佳贝艾特与海普凯诺 1897 定位高端奶粉, 主要部署一二线; 能力多定位中高端, 更面向二三线城市的“潮妈”; 美纳多系列定位中低端, 布局三四线城市, 价格以及毛利率相对较低。综合来看, 全球一体化供应链为澳优在高端奶粉市场与乳制品巨头竞争奠定了基础, 同时也助力公司成长为综合营养食品跨国企业。

图表 70: 澳优通过海外收购拓展全产业链路径

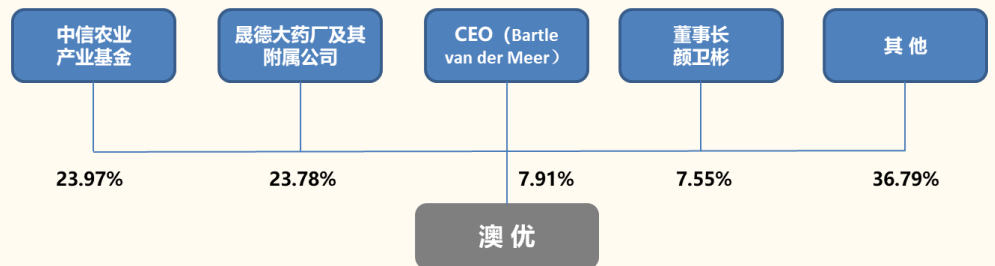
收购时间	地区	被收购方	产业链延伸方向	被收购企业特征	持股比例
2011	荷兰	Hyproca 乳品集团	上游	荷兰最大的山羊奶生产商	51%
2015	-	-	-	-	100%
2014	荷兰	Sanimel	上游	荷兰当地羊奶收集商	100%
2014	荷兰	Farmel	上游	荷兰当地牛奶、羊奶收集商	50%
2016	新西兰	西部乳业	上游	新西兰第二大乳品企业	60%
2017	台湾	Youluck	下游	在台湾超过 200 个配方奶粉以及营养品分销商	60%
2017	澳洲	ADP	上游	经过注册的配方奶粉生产商	70%
2017	澳洲	OZFarm (澳洲)	上游	澳大利亚第一大孕妇奶粉品牌	50%
2018	-	-	-	-	100%
2018	香港	OZFarm (港)	下游	OZFarm 在中国的分销商	85%
2018	中国	HNC	下游	在中国的分销网络	100%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 中信农业产业基金入股澳优, 助力公司未来发展。**2018 年 4 月 4 日, 澳优与中信农业产业基金签订认购协议, 拟认购澳优股份 2.49 亿股, 总额为 12.9 亿港元。同时, 原澳优第一大股东晟德大药厂拟将 1.3 亿股受让予中

信农业产业基金，总额为 6.73 亿港元。10 月 25 日，股权交割完成，中信农业基金正式入股澳优并成为澳优单一最大股东，占有公司 23.97% 的股份。这是继之前中粮执掌的蒙牛入股雅士利，中国牧工商(集团)总公司入股纽瑞滋(上海)公司之后，央企再度涉足奶粉行业。中信的加入为公司的可持续发展增添了强劲动力：1) 中信将澳优的战略方向规划得更加清晰明确：目标是规模 200 亿以上（2020 年达成 100 亿目标）；2) 更多地在投资上做外沿并购，且主要以营养品业务为主；3) 与澳优携手共同维护外围关系与企业形象等。

图表 71：中信加入后澳优股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

**前景预测：持续看好下半年以及未来 2-3 年业绩高增长。**我们认为，促使澳优业绩高增长的核心驱动因素具有可持续性，四季度与未来的 2-3 年业绩高增长可期，原因如下：

- (1) **管理层重组带来的领导方式与激励制度的转变是澳优业绩高增长的长期推动力而非短期阶段性因素。**一个优秀的领导班子可以带领公司业绩实现长期高增长，而团队持股的激励机制深度绑定团队利益共享，内部良性驱动直接带动澳优业绩的高增长。
- (2) **单个品牌体量小，未来成长空间大。**澳优牛奶粉旗下主要有三个品牌：海普诺凯、能力多与美纳多。其中每个品牌规模仅 5 亿元左右，规模小、发展迅速，预计每个品牌都能达到 30-50 亿规模。佳贝艾特目前规模 15 亿左右，预计能做到 40 亿规模。增速方面，预计牛奶粉增速要超过羊奶粉。
- (3) **产能放量+新注册配方将会带动未来 2-3 年销量的大幅增长。**目前澳优有 4 家工厂处于审核过程或在建状态，总产能超过 10 万吨，预计 2019 年能够全部投放，缓解目前供货紧缺问题。另外，公司美纳多、佳贝艾特两个一段尚未拿到注册配方，目前已在认证阶段，预计 2019 年能够顺利注册。
- (4) **随着产能释放，全球化布局为公司带来持续的增益效果。**产能不足的情况下，澳优会优先满足国内需求，明年放量之后，全球分销网络布局将会加快，为公司带来新的销售动力。
- (5) **借助中信产业基金的优势资源发展营养品，依托 ozfarm 部署成人奶粉。**目前澳优的营养品业务占比较小，但营养品业务是公司“黄金十年战略”的重点规划部分，公司借助中信产业基金进行外延并购，预计营养品板块发展潜力巨大。成人奶粉市场还在培育中，从发展角度来看，功能性奶粉将成为新的细分领域热点，澳优的前瞻性战略布局将为业绩高增长打下坚实的基础。

## 5.2 饮料行业中关注业绩改善且具管理层激励预期的中国食品

- **资产重组并理顺定位，逐步提高增速较高产品占比：**2017 年中国食品旗下中可饮料资产重组，由三分天下变为二分天下，营收和归母应占溢利分别实现 130.3 亿元和 11.2 亿元，同比 29%/347%（中国食品分别同比-48.4%/185.4%），实现较大跨越。同时中国食品剥离非饮料资产（仅剩中



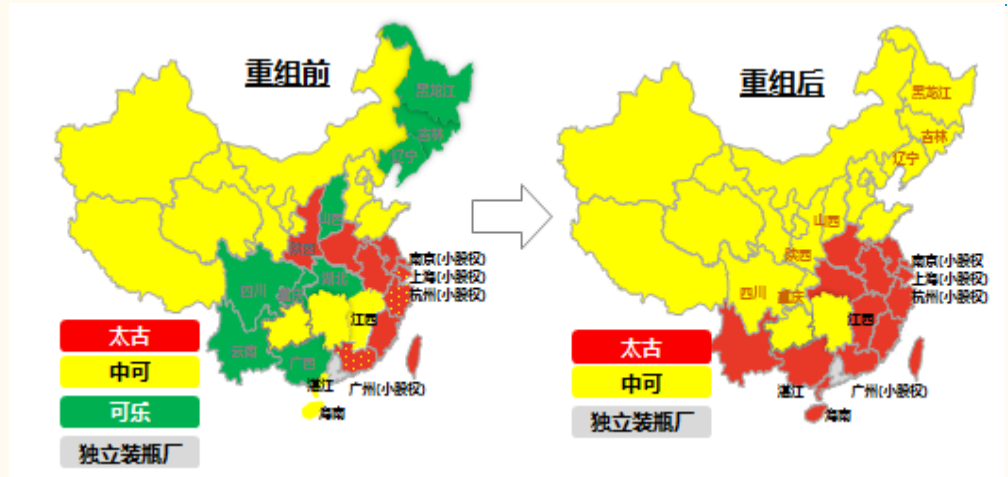
可饮料), 未来定位于中粮集团唯一专业化全品类饮料平台, 将逐步调整增速较低的碳酸汽水为主结构, 提高增速较高产品(如水、功能饮料等)占比。

图表 72: 中可饮料中国区重组示意图



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 73: 中可饮料重组前后版图对比

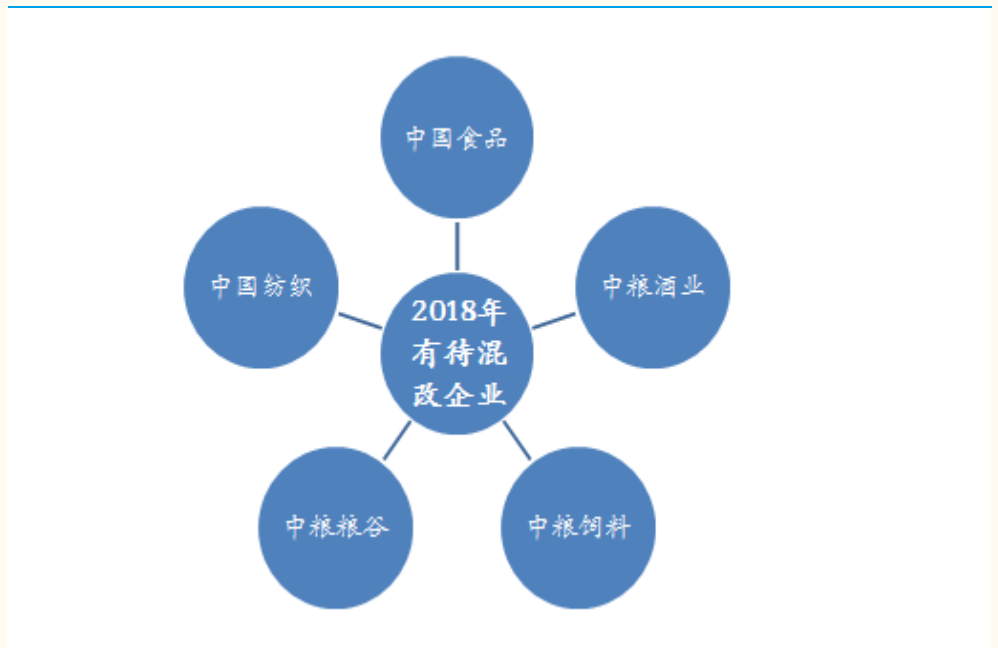


来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **2018 年中国食品深化调整, 业绩有望实现改善:** 18 年中国食品受益于通路精耕持续进行、新品推出及并购厂管理持续改善, 我们预估有机增长(由于 17Q1 并购厂尚未并表, 17 年合并报表收入实为低基数, 故加回 17Q1 并购厂预测收入并推测 18 年可比增长)在 10%左右, 整体收入和净利增速均有望落于 20%一线。
- **2020 年前中国食品充满发展机遇, 预期有望实现:** (1) 混改进展提速。根据国企改革要求和中粮集团规划, 2018 年底所有企业都要完成混改, 因此我们认为中国食品混改(可口可乐股权上翻+管理层激励)必将提速。(2) 持续“提价”和完善营销体系。2020 年前中国食品不确定是否会直接提终端价, 但将充分运用“变相提价”提升毛利率和完善营销体系提升销量来持续推进业绩增长。(3) 全品类饮料公司逐步成型。中国食品将朝向非酒

精即饮饮料份额 30%的世界级装瓶集团（可乐体系内称谓）目标前进（2017 年预计 23.3%），逐步打造一个全新的全品类饮料集团（非碳酸汽水为主）。

图表 74：2018 年中粮集团有待实现混改的企业



来源：公开资料，国金证券研究所

### 5.3 其他重点标的推荐

**洽洽食品：收入增速环比改善，利润弹性凸显。**2018 年前三季度公司录得收入 29.1 亿元，同比+15.9%，录得利润 3.0 亿元，同比+28.1%。其中 Q3 单季录得收入 10.4 亿元，同比+13.8%，收入增速基本符合预期，而利润同比+48.9%至 1.3 亿元，利润增速超预期，主要是由于提价带来的毛利率提升以及税率的影响。2018 年预计在传统产品企稳回升的情况下，蓝袋和坚果将成为业绩的主要增长点。其中每日坚果自 17 年 5 月投放市场以来借助公司强大的线下渠道，选取重点突破的 20 多个城市，共销售 1.6 亿元（含税），2018 年目标收入超 4 亿元。蓝袋瓜子自 2015 年推出后，收入持续翻倍增长，2018 年截至 8 月底总销售额超 12 亿元。整体来讲，伴随近年收入稳步增长，尽管利润略有下降，但由于 18 年提价+新品放量重回利润增长通道，预计 19 年将持续释放提价和新品放量效应，推动收入和利润继续增长。我们预计 2018-2020 年收入分别为 42.5 亿元/47.9 亿元/52.4 亿元，同比+18%/13%/9%，利润分别为 3.9 亿元/4.4 亿元/4.9 亿元，同比+21%/13%/12%。目前股价对应 18/19 年 PE 分别为 24X/21X，维持“买入”评级。

**绝味食品：持续开店稳定增长，提价覆盖成本。**2018 年前三季度公司实现营业总收入 32.66 亿元，同比增长 13.03%；归母净利润 4.87 亿元，同比增长 29.03%。单三季度实现营收 11.81 亿元，同比增长 13.76%；归母净利润 1.72 亿元，同比增长 23.05%。三季度末门店总数在 9800 上下，今年新增 800-1200 家门店的任务完成压力较小。预计 2019 年依然保持 800-1200 新开门店的增速，并且单店保持 3%-5%的增速，收入增速稳定。市场前期较为担心的毛鸭成本上升的问题，从目前的报表来看，并没有影响盈利水平，随着绝味品牌能力的逐步增强，提价转移成本的能力增强，我们预计 2018-2020 年绝味收入分别为 44.75 亿/51.24 亿/57.33 亿元，同比+16.2%/14.5%/11.9%，净利润分别为 6.00 亿/6.98 亿/7.87 亿元，同比+19.6%/16.4%/12.7%，对应 18/19 年 PE 分别为 23X/19X，维持“买入”评级。

**好想你：爆款产品结构升级战略，全产业链融合。**2016 年好想你和百草味的结合，意义非常明确。百草味需要好想你的产能、线下渠道以及融资平台，而好

想你需要百草味的创新能力、线上运营经验以及品类拓展能力。我们相信在度过了两年的磨合期后，百草味和好想你协同效应会更加明显，在理顺各自的市场定位、互学互补后，在零食电商整体度过爆发期后，更加健康稳健的发展。我们预计 2018-2020 年收入分别为 52.9 亿/65.0 亿/77.7 亿元，同比+30%/23%/20%，净利润分别为 2.0 亿/3.1 亿/4.3 亿元，同比+88%/52%/40%，目前公司股价对应 18/19 年 PE 为 19X/12X，维持“买入”评级。

**双汇发展：短期受猪瘟影响，中长期逻辑不变。**短期公司受猪瘟影响，导致三季度屠宰量增速放缓，同比增长 0.27%，收入下降 5%。预计猪瘟影响短期仍会存在，但影响预计将逐步减弱，预计全年屠宰仍能完成 15%左右增长。中长期来看，中小场产能有望加速出清，公司屠宰有望集中度提升。同时凭借品牌优势和渠道壁垒，继续强化冷鲜肉终端销售网络建设。而肉制品持续优化产品结构，实施稳高温、上低温的战略，稳步提升产品销量和单价。我们预计 2018-2020 年收入分别为 535 亿元/572 亿元/615 亿元，同比+6.1%/6.8%/7.5%，净利分别为 48 亿元/53 亿元/58 亿元，同比+11%/9%/10%，目前公司股价对应 18/19 年 PE 分别为 16X/15X，维持买入评级。

图表 75：主要覆盖公司估值表

单位： 人民币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	收入 (亿元)			EPS(元)			PE		投资建 议
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018	2019	
<b>白酒</b>											
贵州茅台	560.08	7036	766.0	889.0	1015.0	27.38	32.32	37.18	21X	17X	买入
五粮液	50.41	1957	388.0	470.0	550.0	3.25	3.99	4.79	15X	13X	买入
酒鬼酒	16.98	55	12.3	16.7	21.7	0.79	1.08	1.42	20X	15X	买入
伊力特	12.81	56	24.5	29.4	34.1	1.06	1.32	1.56	12X	10X	买入
<b>啤酒</b>											
燕京啤酒	5.7	161	117.5	121.0	123.5	0.13	0.16	0.20	43X	35X	买入
重庆啤酒	30.15	146	34.5	37.2	40.0	0.87	1.03	1.17	36X	30X	买入
<b>调味品</b>											
海天味业	65.24	1762	169.6	190.2	209.2	1.57	1.81	2.04	43X	38X	买入
中炬高新	29.16	232	42.1	47.1	56.9	0.80	0.94	1.18	36X	31X	买入
恒顺醋业	10.35	81	17.6	19.7	21.65	0.36	0.39	0.44	29X	27X	买入
<b>乳制品</b>											
伊利股份	22.42	1363	789.9	877.4	965.8	1.03	1.14	1.26	22X	19X	买入
蒙牛乳业	23.8	824	685.0	779.0	889.0	0.79	0.98	1.17	30X	24X	买入
光明乳业	8.24	101	231.9	249.5	270.3	0.53	0.57	0.64	16X	14X	买入
天润乳业	13.94	29	15.3	19.2	23.5	0.58	0.74	0.90	23X	18X	买入
燕塘乳业	17.77	28	14.8	18.0	22.5	0.94	1.16	1.46	19X	15X	增持
<b>肉制品</b>											
双汇发展	23.75	784	535.2	571.9	614.8	1.45	1.60	1.77	16X	15X	买入
绝味食品	32.87	135	44.8	51.3	57.3	1.46	1.70	1.92	23X	19X	买入
周黑鸭	3.52	74	38.3	45.4	54.8	0.36	0.42	0.49	10X	8X	买入
<b>其他食品</b>											
好想你	7.86	41	52.9	65.0	77.7	0.39	0.60	0.83	19X	12X	买入
洽洽食品	18.38	93	42.5	47.9	52.4	0.77	0.87	0.98	24X	21X	买入

来源：Wind, 国金证券研究所。数据基于 2018 年 12 月 27 日收盘价

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH