



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 调味品具长期增长动能，啤酒行业迎拐点

——调味品、啤酒行业 2019 年度策略

2019 年 1 月 31 日

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

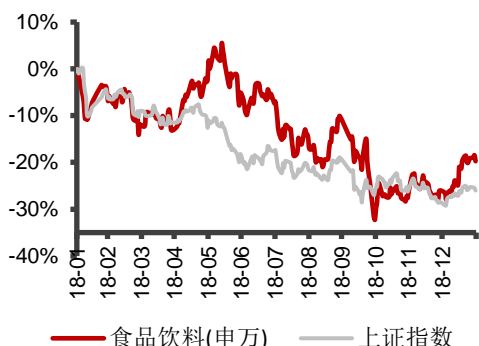
联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

### 内容提要：

- 2018年，申万28个一级行业均出现下跌，食品饮料板块以-17.49%的跌幅排名第3，位列银行、休闲服务之后。从子板块来看，仅有调味品获得正收益，上涨18.61%。啤酒则是在2018年初及年末出现强势上涨，最终以-9.59%的收益排名板块第三。我们认为，上述两子板块收益率的领先主要是行业基本面得到了市场的认可。2019年，整体宏观经济或难有起色，但我们判断调味品及啤酒龙头公司的业绩增速将继续领先整体市场平均水平，收益率或领先市场。
- **调味品：具有长期增长动能。**2019年1月25日调味发酵品板块的动态PE为44.51倍，在食品饮料子板块中排名第一。我们认为，该板块的高估值主要源于市场对其业绩中长期保持稳定增长的信心，可归结于四大原因：1、产量稳增长，新兴渠道崭露头角；2、提价通道顺畅，龙头公司利润不断提升；3、技术壁垒及口味依赖度高，一超多强竞争形势难撼动。4、创新成为行业长期增长动力，传统调味品探索细分市场，复合调味酱需求旺盛。建议关注海天味业、中炬高新、恒顺醋业。
- **啤酒：行业迎来业绩拐点。**2018年12月以来，啤酒板块上涨9.77%，位列板块第二，资金净流入7372万元，板块中仅次于肉制品及调味品，表现亮眼。市场主力资金对板块的青睐主要源于对行业拐点出现的判断。此次的行业拐点不是以规模增长为主。一方面，龙头公司减产能基本结束，效率提升、折旧减少。另一方面，2018年的被动提价将为企业2019年的盈利打开窗口，高端需求的快速上涨也将使啤酒吨价不断上升。总体来说，提升盈利能力才是此次行业的机会。建议关注重庆啤酒。
- 风险提示：食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

### 食品饮料与上证综指涨跌幅走势图



### 行业评级

中性

### 相关报告

- 1、行业增长有所放缓，景气度仍高：食品饮料 2018 年 3 季度报点评
- 2、公司业绩持续向好，次高端白酒表现亮眼：行业中报回顾

## 目录

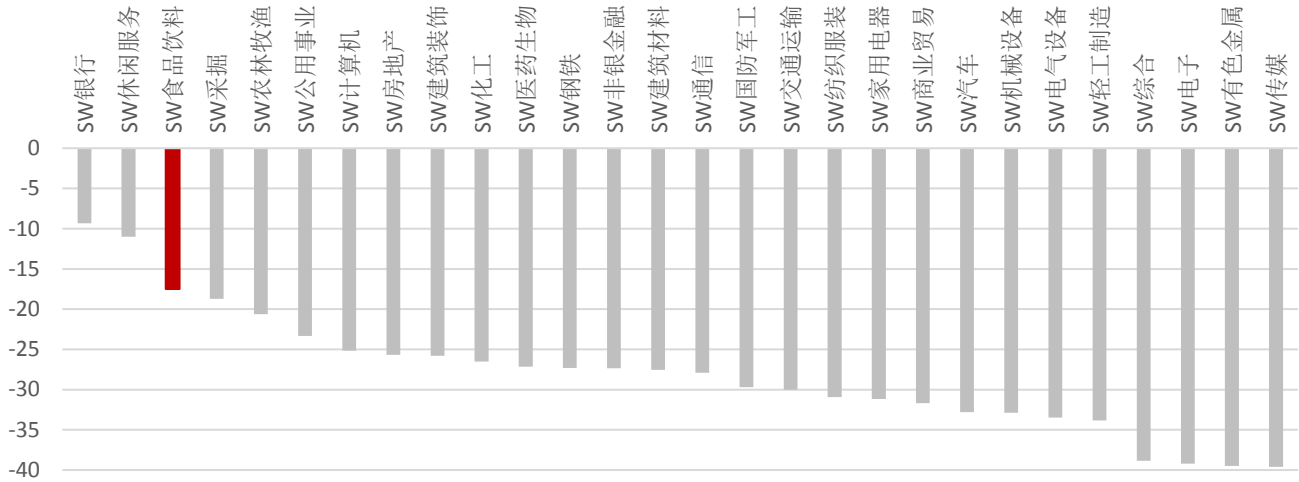
1、食品饮料表现回顾 .....	4
2、调味品：具有长期增长动能 .....	5
2.1 行业及个股市场、财务表现：高估值、稳增长 .....	5
2.2 产量稳增长，新兴渠道崭露头角 .....	8
2.2.1 餐饮业增长稳定 .....	8
2.2.2 新业态促进调味品消费 .....	9
2.2.3 国际化或成为行业未来增长突破口 .....	9
2.3 提价通道顺畅，龙头公司利润不断提升 .....	10
2.3.1 成本端压力不大，转嫁能力强 .....	11
2.3.2 消费升级持续 .....	12
2.4 一超多强竞争格局难以撼动 .....	12
2.4.1 技术壁垒高 .....	12
2.4.2 口味依赖度高、渠道坚实 .....	13
2.5 创新成为行业长期增长动力 .....	13
3、啤酒：行业迎来业绩拐点 .....	14
3.1 行业及个股市场、财务表现：行业拐点 .....	14
3.2 龙头公司减产能基本结束、效率提升+折旧减少 .....	16
3.3 被动提价叠加消费升级 .....	18
3.3.1 被动提价：前两年成本提升，2019年盈利能力提升 .....	18
3.3.2 主动提价：消费升级仍将持续 .....	20
4、重点公司 .....	21
3.1 海天味业 .....	21
3.2 中炬高新 .....	21
3.3 恒顺醋业 .....	22
3.4 重庆啤酒 .....	22
5、风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 2018 年申万 28 个一级行业累计收益率 (%)	4
图 2: 食品饮料板块估值变化 (%)	4
图 3: 2018 年食品饮料板块与上证综指涨跌幅走势	4
图 4: 行业重点板块及上证综指涨跌幅走势 (%)	5
图 5: 2018 年食品饮料子板块涨跌幅 (%)	5
图 6: 2018 年食品饮料个股涨跌幅 (%)	5
图 7: 调味发酵品板块估值及一年中枢	6
图 8: 调味品板块营收、净利润同比增长及 ROE (%)	6
图 9: 食品饮料重点板块 ROE (%)	7
图 10: 食品饮料重点板块 ROE 增速 (%)	7
图 11: 我国调味品行业 100 强企业产量及增速	8
图 12: 社会消费品零售总额餐饮收入及增速	8
图 13: 2011-2018 中国在线订餐市场规模及预测	8
图 14: 2017 年外卖客户年龄结构	8
图 15: 龟甲万分地域营收结构 (%)	10
图 16: 中国调味品销量及增速	10
图 17: 中国调味品销售收入及价格	10
图 18: 黄大豆 2 号、白砂糖期货结算价走势	11
图 19: 中国塑料价格及增速	11
图 20: 消费者需求调查	12
图 21: 城镇居民人群可支配收入及同比增速	12
图 22: 消费者需求调查	14
图 23: 2018Q3 调味品公司研发费	14
图 24: 2018.12.1 以来食品饮料子板块涨跌幅 (%)	15
图 25: 啤酒需求量及增速	15
图 26: 啤酒产量及增速	16
图 27: 啤酒上市公司营收与净利润增长	16
图 28: 啤酒上市公司销售费用率与毛利率变化	16
图 29: 啤酒成本构成	19
图 30: 玻璃容器市场价格指数及同比	19
图 31: 瓦楞纸市场价格指数及同比增长	19
图 32: 澳洲大麦价格及同比增长	19
图 33: 中外啤酒品牌吨价 (元)	20
图 34: 中国啤酒产品结构变化 (%)	20
表 1: 调味发酵品公司估值、重点财务数据与指标 (收盘价日期: 2019.1.24)	7
表 2: 调味品各品类发展现状	13
表 3: 重点公司行情及估值情况	15
表 4: 重点产能整合情况	17
表 5: 重点公司提价情况梳理	18
表 6: 重点公司估值情况	23

## 1、食品饮料表现回顾

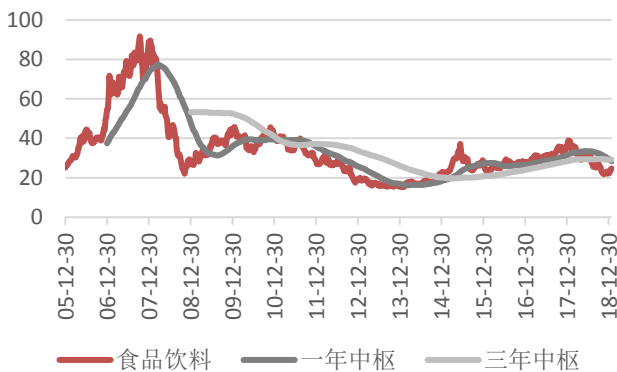
图 1：2018 年申万 28 个一级行业累计收益率 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

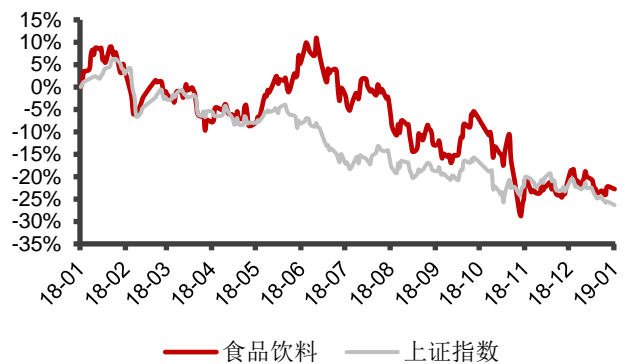
2018年，申万28个一级行业均出现下跌，食品饮料板块以-17.49%排名第3，位列银行、休闲服务之后。2016年初至2018年初，因基本面良好，基金纷纷重仓行业龙头公司，板块走势领先市场。但随着经济的不断下行，消费板块的滞后效应显现，行业增速开始放缓，茅台、伊利等公司业绩不达市场预期，叠加前期估值的持续上涨，导致板块2018年6月出现较为剧烈的调整。但由于2019年春节临近行业动销向好、外资加速布局行业龙头等原因，2018年12月以来，板块走出独立于大市的反弹行情。

图 2：食品饮料板块估值变化 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

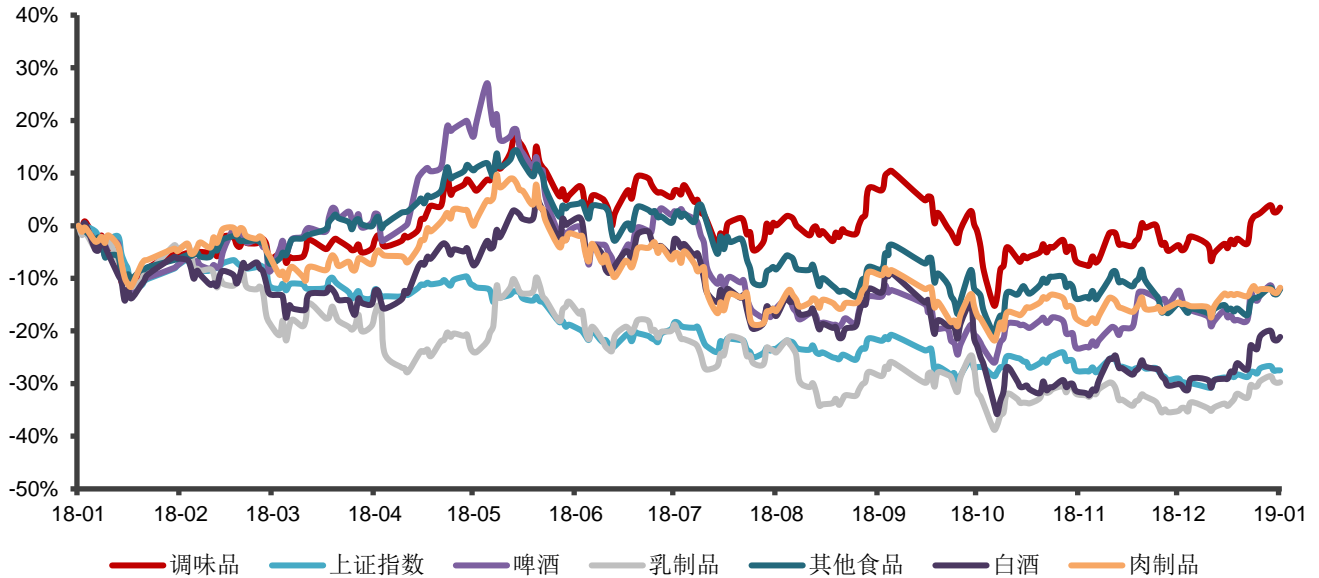
图 3：2018 年食品饮料板块与上证综指涨跌幅走势



资料来源：WIND，国开证券研究部

从子板块来看,仅有调味品获得正收益,上涨18.61%。啤酒则是在2018年初及年末出现强势上涨,最终以-9.59%的收益排名板块第三。我们认为,上述两子板块收益率的领先主要是行业基本面得到了市场的认可。2019年,整体宏观经济或难有起色,但我们判断调味品及啤酒龙头公司的业绩增速将继续领先市场平均水平,投资收益率或领先市场。

图 4: 行业重点板块及上证综指涨跌幅走势 (%)

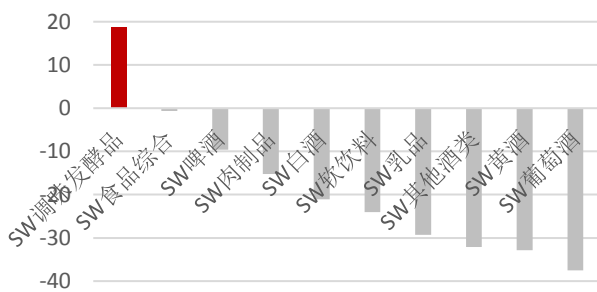


资料来源: WIND, 国开证券研究部

## 2、调味品: 具有长期增长动能

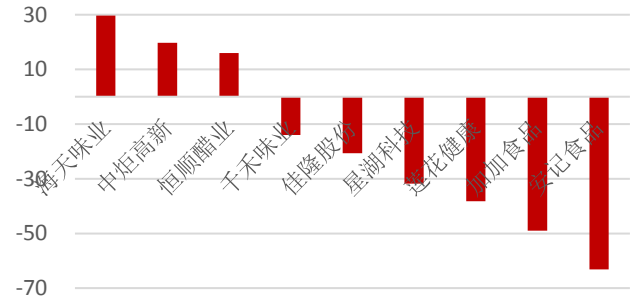
### 2.1 行业及个股市场、财务表现: 高估值、稳增长

图 5: 2018 年食品饮料子板块涨跌幅 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

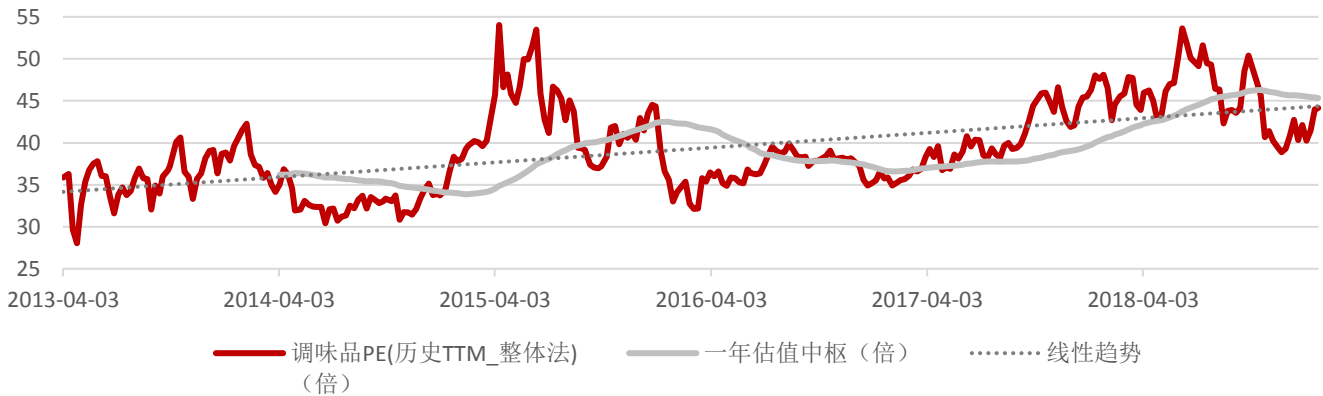
图 6: 2018 年食品饮料个股涨跌幅 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2018年，调味发酵品涨幅18.61%，不仅在食品饮料板块中作为唯一拥有正收益的子板块，在申万三级子板块中亦排名第一，领先第二名人工景点板块10个百分点。个股方面，由于行业产品品类繁杂且各公司行业地位差距较大，导致经营情况不尽相同，因此个股走势呈现分化态势，其中海天味业、中炬高新及恒顺醋业累计收益明显领先其它公司。

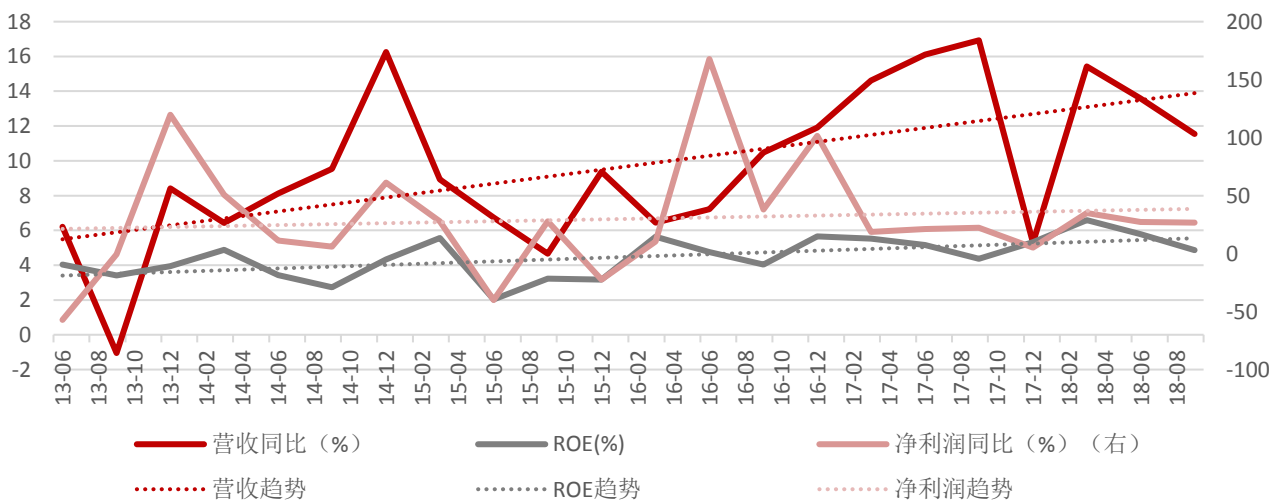
图 7：调味发酵品板块估值及一年中枢



资料来源：WIND，国开证券研究部

2019年1月25日，调味发酵品板块的动态PE为44.51倍，在食品饮料子板块中排名第一。我们认为，该板块的高估值主要源于市场对其业绩中长期保持稳定增长的信心。

图 8：调味品板块营收、净利润同比增长及 ROE (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部



从经营情况来看，调味发酵品板块的盈利能力及成长能力均在食品饮料行业中排名靠前，ROE的历史均值处于板块第二位，仅次于白酒行业。同时，板块ROE同比变化呈现较为稳定的增长形态，2013-2018年增长了42.65%，在宏观经济较为低迷、社会零售总额增速不断下降的情况下，具有较强的抗周期性。我们认为，板块在中长期仍能保持健康成长，盈利能力亦会不断提升，主要可归结于量价增长空间、竞争形态、品类创新三大原因。

图 9: 食品饮料重点板块 ROE (%)

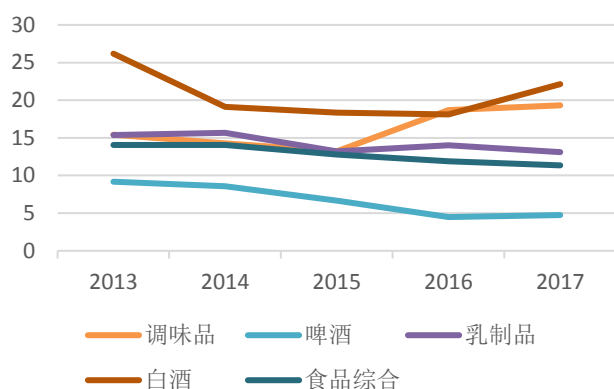
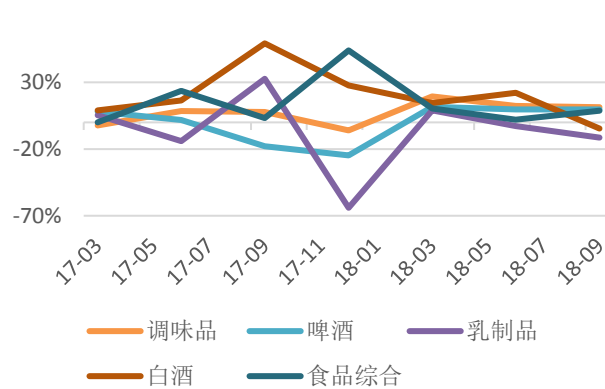


图 10: 食品饮料重点板块 ROE 增速 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

表 1: 调味发酵品公司估值、重点财务数据与指标 (收盘价日期: 2019.1.24)

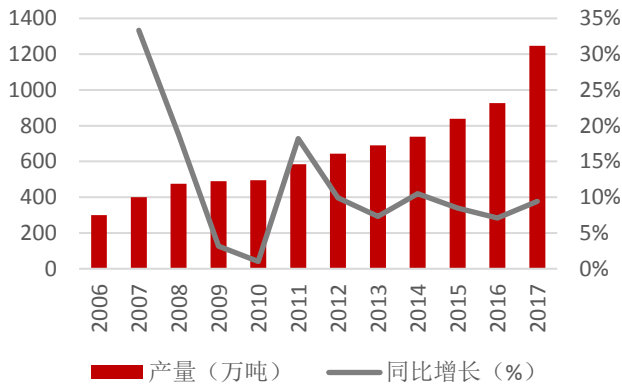
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	PE (倍)	PB (倍)	2018Q3 营收 (亿元)	营收 同比 (%)	2018Q3 净利润 (亿元)	净利 润同 比 (%)	2018Q3 EPS (元)	EPS 同比 (%)
603288.SH	海天味业	72.45	47.44	15.53	127.12	17.20	31.33	23.41	1.16	23.40
600872.SH	中炬高新	31.15	40.91	6.89	31.65	15.97	5.39	34.96	0.61	36.95
603027.SH	千禾味业	18.00	24.46	4.60	7.46	8.17	1.74	66.35	0.53	63.28
600305.SH	恒顺醋业	11.48	25.39	4.65	12.36	10.83	2.30	58.86	0.28	50.68
603696.SH	安记食品	10.47	38.67	2.76	2.31	27.14	0.31	16.14	0.18	-18.18
002650.SZ	加加食品	3.61	31.03	1.92	13.12	-3.45	1.03	-19.63	0.09	-19.64
002495.SZ	佳隆股份	3.18	96.97	2.57	2.33	10.78	0.31	42.31	0.03	42.31
600866.SH	星湖科技	3.33	—	2.27	6.43	33.61	0.32	172.04	0.05	171.95

资料来源: WIND, 国开证券研究部

## 2.2 产量稳增长，新兴渠道崭露头角

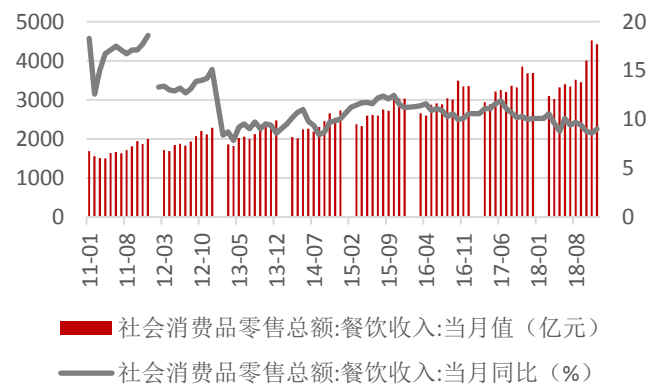
据中国调味品协会统计，2017年调味品百强品牌企业总产量1247.1万吨，同比增长9.4%；销售收入820.3亿元，同比增长9.5%，均超过实际GDP增速。而行业马太效应导致前十大企业的市占率持续扩大，产量增速显著高于行业平均水平。

图 11: 我国调味品行业 100 强企业产量及增速



资料来源：调味品行业协会，国开证券研究部

图 12: 社会消费品零售总额餐饮收入及增速

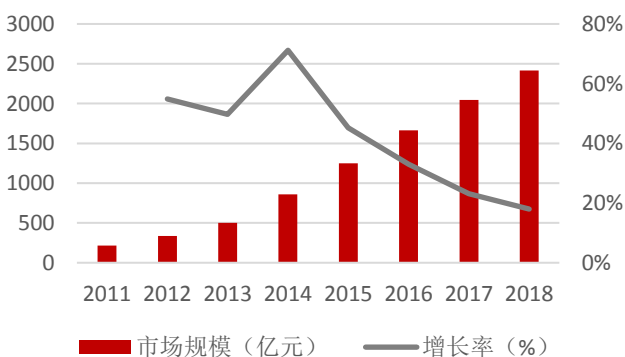


资料来源：WIND，国开证券研究部

### 2.2.1 餐饮业增长稳定

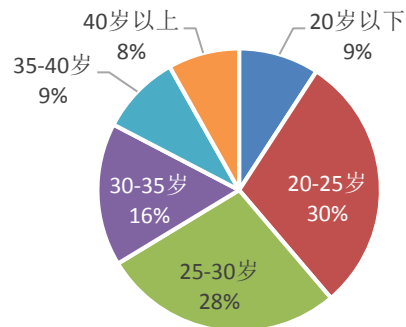
调味品的终端消费主要是餐饮业和家庭厨房，其中前者为主要消费渠道。外出用餐单位千克食物摄入的调味品量为7.1g，比家庭烹任用量高近60%，且外出就餐存在浪费，消耗量更大。

图 13: 2011-2018 中国在线订餐市场规模及预测



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 14: 2017 年外卖客户年龄结构



资料来源：美团点评研究院，国开证券研究部

2018年餐饮业营收42716万亿，中国餐饮业迈入四万亿时代，较2017年同期增长9.5%，高出2018年实际GDP2.9个百分点。根据统计局数据，



2017年国民生产总值中与吃相关的部分占比为16%，即近14万亿，未来餐饮新零售增长仍有空间。此外，餐饮行业的发展趋势正在利好调味品龙头公司的持续成长。一是快餐连锁企业不断涌现，标准化的经营提高了餐厅对调味品品牌的忠诚度，已经形成规模经济、口碑良好、研发能力强的大品牌持续受益。二是川菜、火锅等重口味餐饮成为消费趋势，使调味品使用量大幅提升。

### 2.2.2 新业态促进调味品消费

新的零售模式为调味品的销售业态带来了改变与增量。首先，外卖市场爆发式增长，2017年，线上外卖市场规模突破3000亿，自2011年以来的6年复合增长率达54.5%，其中，住宅区订单交易额占比已达50%，与工作餐相比，外卖更多地攻占了家庭烹饪的领域，使之占比不断提升。这种消费形式广泛地被年轻人所接受，特别是20-30岁成为消费主力军，占比近60%。我们预计，随着年轻人的财富积累、老年人对外卖接受度的提升，外卖市场未来仍具有高增长空间，由此带动餐饮市场的增长，进而增加调味品消费量。

其次，线上销售为企业开辟新的销售渠道。目前的统计显示，调味品行业线上销售额占总收入不足1.5%，但是网络品牌的入驻呈现高增长，2017年增速达到200%。线上销售使厂家更加贴近终端，大数据也能帮助企业挖掘消费趋势、寻求发展路线。

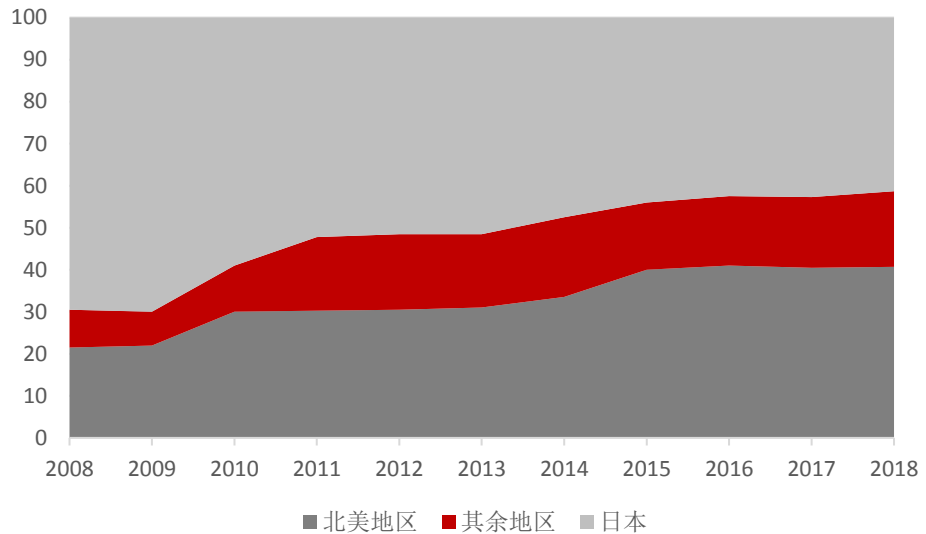
再次，线上与线下零售的结合或促进消费。线上下单、线下送货，产品快速到达消费者手中。另外，各大电商平台通过大数据锁定目标消费群体，通过精准推送消费者关注的文章及内容来引导消费并促进销售。

### 2.2.3 国际化或成为行业未来增长突破口

2017年，38家调味品出口企业的出口量为34.86万吨，仅占行业百强企业总产量1247.10万吨的2.8%，调味品企业的国际化才刚刚起步，潜力巨大。一方面，中餐风靡全球，消费不断增长。据不完全统计，美国的中餐厅达3.38万家。而调味品技术的革新、运输业的发展等，都为调味品企业的国际化打下坚实基础。另一方面，调味料企业全球化扩张已经被证明为有效的发展路径。比如，日本的调味品巨头龟甲万目前已经是多品类全球化食品企业，海外市场营收从2008年的不足三分之一大幅上

升至2018年的58.2%。

图 15: 龟甲万分地域营收结构 (%)

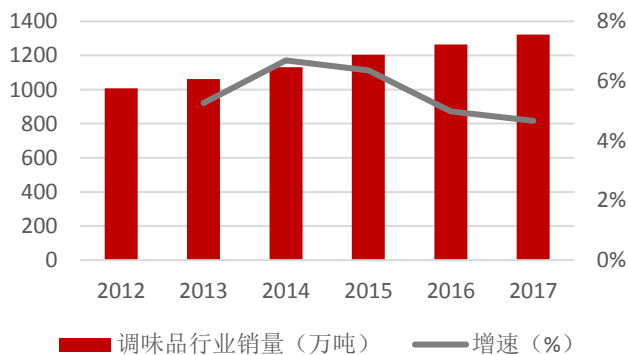


资料来源: 公司年报, 国开证券研究部

### 2.3 提价通道顺畅, 龙头公司利润不断提升

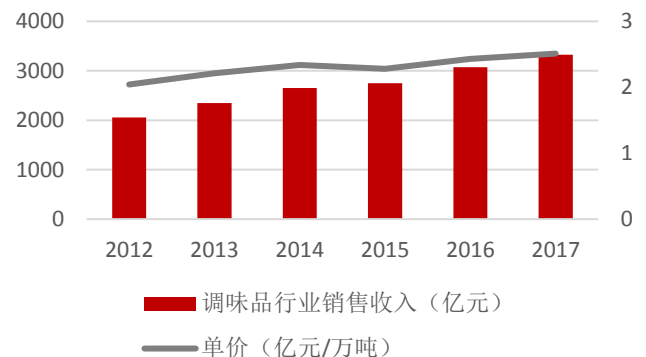
2012至2017年, 我国调味品销量从1264万吨上升至1323万吨, 复合增长率9.2%, 销售额从3073亿元上涨至3322亿元, 复合增长率达15.7% 这意味着每单位调味品的单价呈上升趋势。

图 16: 中国调味品销量及增速



资料来源: 调味品协会, 国开证券研究部

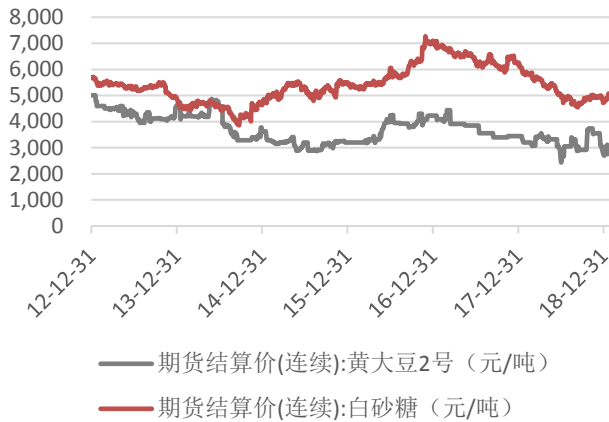
图 17: 中国调味品销售收入及价格



资料来源: 调味品协会, 国开证券研究部

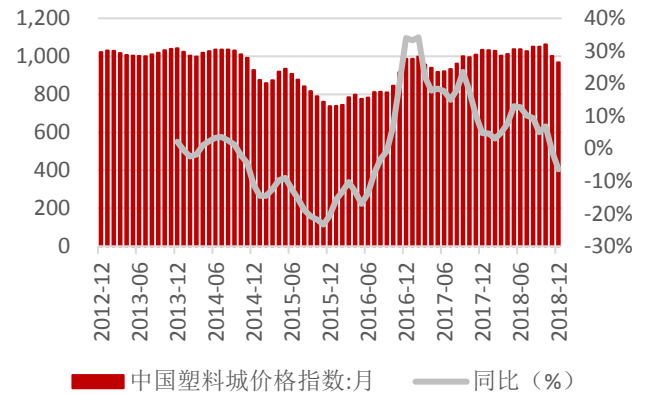
### 2.3.1 成本端压力不大，转嫁能力强

图 18: 黄大豆 2 号、白砂糖期货结算价走势



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 19: 中国塑料价格及增速



资料来源: WIND, 国开证券研究部

调味品的生产成本主要来自原材料以及包装材料。其中，原材料包括黄豆、白糖、盐等，包装材料包括纸箱、玻璃瓶、PET瓶等。

在我国，大豆为最主要的调味品原材料。中国是大豆的最大进口国，国内每年进口的大豆远远高于自产。而中美贸易战几乎导致美国对华大豆出口停滞，我国对美国大豆的进口削减了逾80%。但同一时间，我国大幅增加了巴西大豆的进口并加大了对国内黄豆种植的补贴力度，因此总体来看供给较为稳定。但由于部分地区受干旱、台风等灾害影响，2019年大豆品质不及常年，随着购销旺季的到来，在食用需求拉动和种植成本支撑下，优质大豆价格或将上涨。不过由于不确定性因素较多，龙头公司通过期货对原材料价格进行了锁定，因此原材料成本上涨压力不大。

包材方面，由于宏观经济持续下行，对包装品的需求量下滑，行业竞争激烈，因此我们预计瓦楞纸、玻璃容器、PET瓶等包材的价格或难呈现上涨行情。

需要指出的是，即使原材料或包材突然涨价，对调味品企业，尤其是龙头公司影响不会太大。调味品属于消费频次低、品牌忠诚度高消费品类，根据日本总务省的数据，调味品的支出在日本家庭支出中占比约为1%，弗若斯特沙利文数据则显示，调味料在中国餐厅成本占比不足10%。因此，龙头公司通过提价对冲成本上升的阻力较小。

### 2.3.2 消费升级持续

随着我国居民可支配收入的提升，恩格尔系数和基尼系数的下降，调味品占家庭支出比例持续降低（2018年我国居民可支配收入增长9%，调味品平均价格上涨3%）。居民对价格敏感度下降的同时开始有意愿牺牲合理的价格提升消费体验。根据尼尔森的调研，消费者对食品消费的安全、方便实用、个性化等方面更加关注。饮食健康安全、烹饪效率提高、制作难度下降等成为消费者的普遍需求。新需求与收入增长为调味品的升级提供了较大空间。

图 20: 消费者需求调查

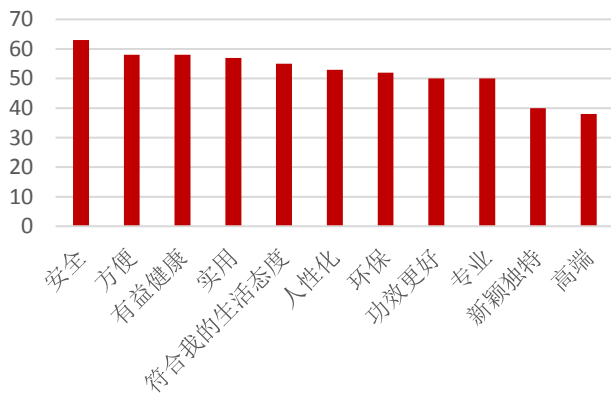


图 21: 城镇居民人群可支配收入及同比增速



资料来源：尼尔森，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 2.4 一超多强竞争格局难以撼动

整体来看，调味品行业的竞争格局呈现一超多强的特点，海天味业的营业收入占板块总营收的近60%，为排名第二的中炬高新的4倍左右。这种格局与食品饮料行业中较为普遍的双寡头竞争格局相比，龙头企业的定价权更强，行业整体ROE更高。我们认为这样的结果主要归结于以下原因：

### 2.4.1 技术壁垒高

传统酱油及食醋酿造厂的种曲生产大多数在室内簸箕里制曲，需要人工接种、人工翻曲，制得的种曲杂菌多、酶活力低、孢子数少，直接影响产品品质。当今调味品生产中越来越多地应用生物工程领域的高新技术，从发酵菌种的基因工程处理、复合多菌种发酵技术、风味物质的分离提取、生物酶解技术、固定化酵母技术、膜技术、萃取技术、微胶囊技术

等，大大提升了调味品品质和各种理化技术指标。小型企业很难在研发及技术上与资本雄厚、有技术积累的大型公司进行抗衡。

### 2.4.2 口味依赖度高、渠道坚实

《2018全国调味品行业蓝皮书》中指出，家庭消费者在选购调味品时，重复消费因素占到了77.8%，价格因素不断下降，目前仅占10.2%。消费者在选择调味品时，口味成为绝对因素，传统品牌长期培育建立的消费客群粘性较强。

餐饮渠道方面，调味品销售具有显著的先发优势。大型调味品公司均会通过赞助厨师学校的方式培育使用习惯。此外，出于对味道与品质一致性的考虑，多数餐饮公司不会轻易更换基础调味品。

我们认为，调味品的以上属性导致一超多强的竞争格局难以发生改变，中长期来看，板块高ROE的特性和集中度不断提高的形势仍将持续。

## 2.5 创新成为行业长期增长动力

一方面是消费者不断提出个性化需求并通过交互平台等新渠道反馈到厂商，另一方面是传统调味料市场逐渐进入成熟期，调味品公司从大单品战略向迭代产品战略转变将是大势所趋。

表 2: 调味品各品类发展现状

产品品类	发展阶段	龙头市占率	未来增速	代表企业
酱油	成熟期	15%	5%以上	海天、美味鲜、李锦记、东古
食醋	品牌培育期	10%	5%以上	恒顺、水塔
蚝油	成长期	60%	15%以上	海天、李锦记
料酒	培育期	分散	5-10%	老恒和、海天、王致和、老才臣、恒顺
复合调味料	培育期	分散	10%以上	太太乐、嘉隆
酱类	品牌培育期	10%	5-10%	老干妈、海天、李锦记
鸡精、鸡粉	成熟期	90%	5%以下	太太乐、家乐、味好美
味精	衰退期	80%	负增长	梅花生物
榨菜	成熟期	30%	5-10%	涪陵榨菜、鱼泉

资料来源：各公司公告，国开证券研究部

首先，传统调味品已经开始通过寻找细分市场进行功能的创新与拓展。比如，按营养保健效果调整原料，醋、酱油被制成具有不同营养保健效果的调味品（红曲醋、多维醋、荞麦保健醋、铁强化酱油、低盐酱油等）。

其次，复合调味酱需求旺盛。快节奏的生活使得城市人群鲜有大段时间用于居家烹饪，使用方便快捷的复合调味料可大幅提高烹饪效率、降低

技术难度，成为高端品类的突破口。各式川菜复合杂酱、火锅底料等已经快速涌现于市场。此外，随着出国旅游人次的激增以及各国饮食的进入，国际风味的调味料市场需求增量可观。

成功的研发将造就明星产品，开拓市场蓝海。但现对于传统调味品，创新型配方易复制、消费者口味易迁移等特点，需要不断进行产品的迭代创新，因此对企业的研发及市场推广能力要求较高，马太效应将不断增强。

图 22: 消费者需求调查

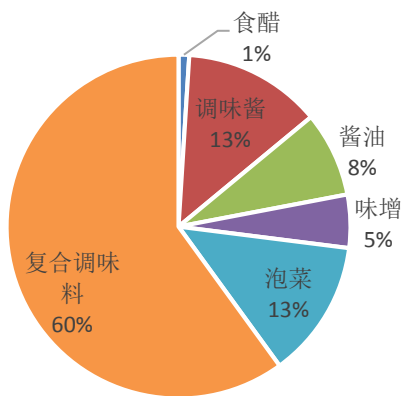
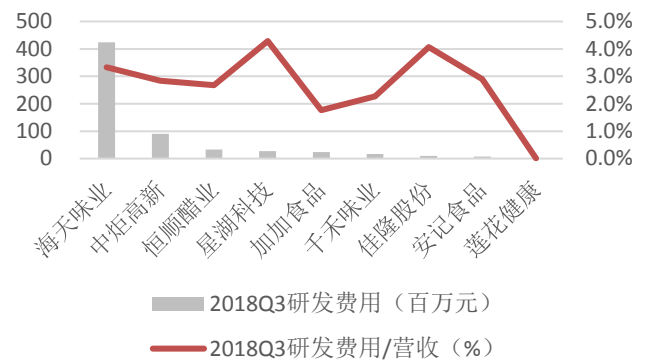


图 23: 2018Q3 调味品公司研发费



资料来源: 日本总务省统计局, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

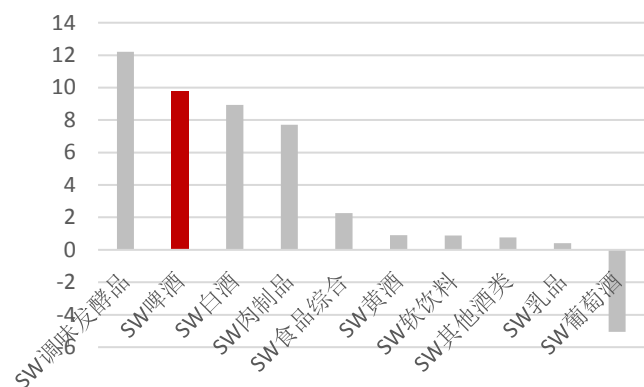
### 3、啤酒：行业迎来业绩拐点

#### 3.1 行业及个股市场、财务表现：行业拐点

2018年12月以来，啤酒板块上涨9.77%，位列食品饮料子板块第二，资金净流入7372万元，板块中仅次于肉制品及调味品，表现亮眼。行业个股方面，2018年12月1日至2019年1月21日，重庆啤酒以近24%的涨幅排名食品饮料板块第一，青岛啤酒次之，而这与EPS未来3年的预期复合增长率排名基本吻合。

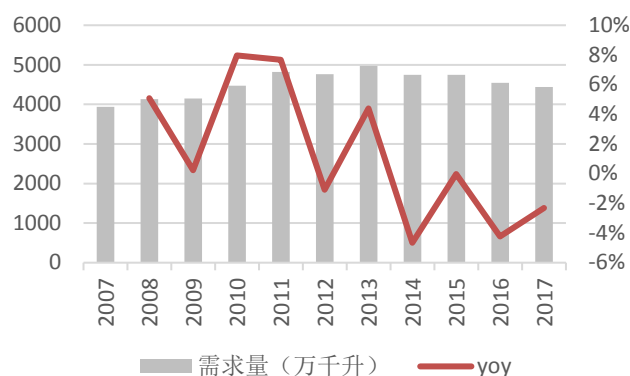


图 24: 2018.12.1 以来食品饮料子板块涨跌幅 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 25: 啤酒需求量及增速



资料来源: WIND, 国开证券研究部

表 3: 重点公司行情及估值情况

证券代码	证券简称	2019.1.25 收盘价(元)	PE (TTM) (倍)	2018.12.1-2019.1.25 涨跌幅 (%)	EPS 未来 3 年 预期复合增长率
600132.SH	重庆啤酒	30.60	37.20	17.74	11.87%
600600.SH	青岛啤酒	36.83	33.32	19.46	10.06%
002461.SZ	珠江啤酒	5.01	33.51	10.84	6.27%
600573.SH	惠泉啤酒	7.15	43.97	10.00	——
000729.SZ	燕京啤酒	5.95	103.59	4.57	9.14%

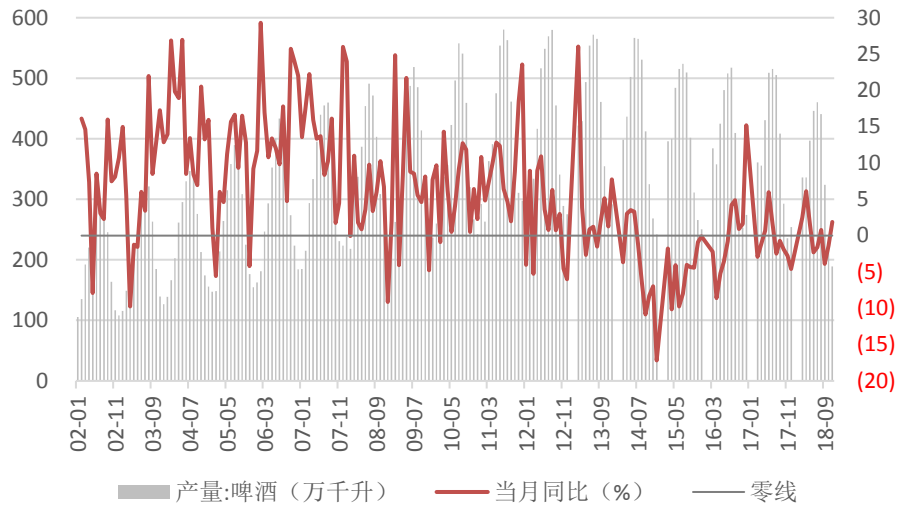
注: 上述公司未来三年EPS系Wind一致预期

资料来源: WIND, 国开证券研究部

市场主力资金青睐板块主要源于对行业拐点出现的判断。中国啤酒行业增速自2011年开始直线下滑, 于2014年7月正式进入负增长阶段, 产量大幅缩减。经历了三年快速下滑期, 国内啤酒的需求量自2017年开始企稳。2018年上半年, 中国啤酒总产量增长了1.2%, 实现连续5个月的正增长。

值得注意的是, 此次的行业拐点不是以规模增长为主。啤酒上市公司的销售费用率自2016年后呈现下降趋势, 增大营销费用支出、通过买赠打折等方式降低价格从而扩大市场份额及做大营收规模已经不再是公司的目标。与持续低迷的营收增长相对的, 是公司净利润自2017年出现的大幅改善及毛利率2018年后呈现的上升趋势, 提升盈利能力才是此次行业的机会。

图 26: 啤酒产量及增速



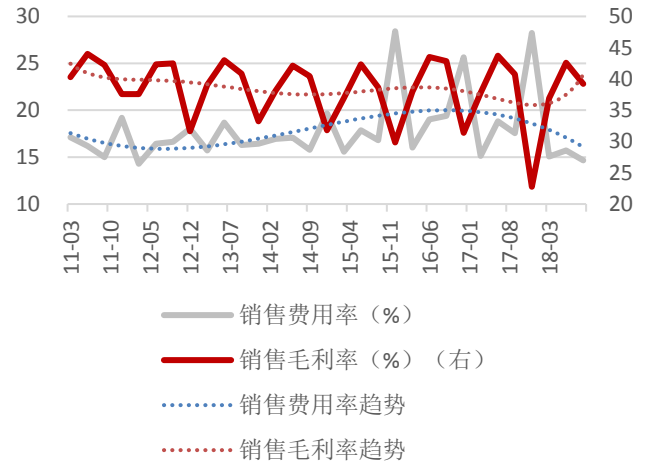
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 27: 啤酒上市公司营收与净利润增长



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 28: 啤酒上市公司销售费用率与毛利率变化



资料来源: WIND, 国开证券研究部

### 3.2 龙头公司减产能基本结束、效率提升+折旧减少

经过2015-2018年的调整, 龙头企业的落后产能基本清理完毕, 产量的下降速率开始企稳为最好的印证。其中, 嘉士伯旗下的重庆啤酒率先启动清理工作, 2016年集中关闭了17家工厂, 2017公司又转让了位于贵州、

安徽及甘肃3个弱势地区的5家公司。目前公司仅剩15家工厂，基本完成了落后产能的清理工作，轻装上阵，2017、2018年业绩不断改善。其他龙头企业也紧随其后，关闭工厂挤出落后产能的同时，开始在重点市场周围布局高效率产能，例如，百威在福建建成300万吨超级工厂，华润在武汉布局百万吨工厂。

一方面，关停或转让的工厂将使公司费用趋于稳定，折旧减少。重庆啤酒、华润啤酒2017年的折旧摊销/营业收入较2014年分别下降了71%、60%，而这将在中长期利好啤酒企业的净利润增长。另一方面，重新建设的工厂除设备的更新换代外，对城市购买力、运营成本、协同效应等方面也有了更多的考量，这些都有利于提高公司盈利能力。

**表 4: 重点产能整合情况**

公司	日期	事 件	关闭原因
重庆啤酒	2015年11月	关闭永川分公司，2015年截至停产日，实现营收4239万元，占合并报表收入的1.58%；实现啤酒销量1.56万千升，占公司总销量的1.72%。	运输成本高、产能利用率低。
	2016年1月	关闭黔江分公司，2015年收入3024万元，占合并报表收入的1.13%；销量1.26万千升，占公司总销量的1.39%。	主城区价格下降、产能利用率低。
	2016年2月	关闭六盘水公司，2015年收入8629万元，占合并报表收入的2.59%；销量3.72万千升，占公司总销量的3.76%。	所在城区消费能力降低、设备老旧。
	2016年5月	关闭安徽亳州公司，该公司拥有约4万吨产能，2015年收入5271万元，占合并报表收入的2.27%；啤酒销量2.73万千升，占公司总销量的3.01%。	销售低利润的产品、销量持续下滑、产能利用率低。
	2016年7月	转让持有的重庆啤酒宁波大梁山有限公司70%股权，2015年实现营业收入1.49亿元，净利润-580.2万元。	
	2016年10月	转让其持有的重庆啤酒集团啤酒有限责任公司100%的股权及债权。	
	2017年2月	转让持有的重庆啤酒安徽九华山公司及亳州有限责任公司的100%股权及债权。	
	2017年7月	转让持有的甘肃金山啤酒原料有限公司60%股权及债权；转让持有的柳州山城啤酒有限责任公司全部100%股权及债权	
华润啤酒	2015-2017年	集中关闭了一批位于弱势区域（包括安徽、东北等省份）的13家工厂。	销量下滑，产能利用率低。
	2018年	原晋中市华润雪花啤酒厂实施关停，消费计划并入运城分公司	升级产能。
燕京啤酒	2017年起	对部分价值较低的企业作关厂处理。	
青岛啤酒	2016-2017年	压缩对新建产能的资本性开支，控制投资规模，实施及完成了包括青啤汉斯宝鸡公司、青啤三厂、厦门公司等多个迁建和改扩建项目。	优先向高附加值产品倾斜。
百威英博	2016-2017年	关停大连、长沙、松江、三明、舟山、沈阳、新乡、洛阳等地区的八家工厂。	优化在中国的整体战略布局。
珠江	2017年	全资子公司汕头珠江啤酒分装有限公司正式停产，2016年净	仅瓶装啤酒灌装生产

啤酒	3月	利润-2576.32万元。	线，主要生产普通瓶装低端啤酒，已不能适应当地市场消费需求。
----	----	---------------	-------------------------------

资料来源：各公司公告，国开证券研究部

### 3.3 被动提价叠加消费升级

2015年以前，啤酒行业整体维持较快的正增长主要是企业以销量和市占率为主要考核指标，通过低价策略快速扩张导致的。2015年以后，国内啤酒产销量下行，前期为了保持市场优势，价格也仍然维持低位。然而2017年末至2018年年中，啤酒企业以世界杯为契机，密集提高出厂价及终端价格。我们认为世界杯实为涨价的导火索，本质原因分为成本上升导致的被动提价及消费升级带来的主动提价。

表 5: 重点公司提价情况梳理

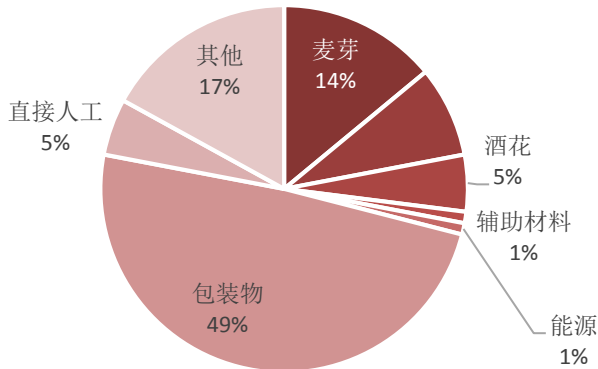
时间	上市公司	概况
2017年12月	燕京啤酒	460ml 7° P 燕京本生啤酒终端进货结算价格顺涨3元/箱,单瓶零售价格顺涨1元/瓶
2018年1月	青岛啤酒	对部分区域的部分产品进行价格上调,并非全部产品,拟涨价部分产品的平均涨价幅度不超过5%
2018年1月	华润啤酒	雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的九款产品进店价格进行上调,幅度在2到10元每件不等,提价产品的规格均为500ml
2018年2月	重庆啤酒	核心市场相对高端的瓶装纯生产品和低端的易拉罐装产品提出厂价,幅度在5%左右
2018年2月	百威英博	啤酒批发价将提高3.9%
2018年2月	燕京啤酒	低端产品上涨5%左右
2018年5月	青啤啤酒	青岛啤酒优质单款单箱全国提价2元

资料来源：公司官网、公司公告，国开证券研究部

#### 3.3.1 被动提价：前两年成本提升，2019年盈利能力提升

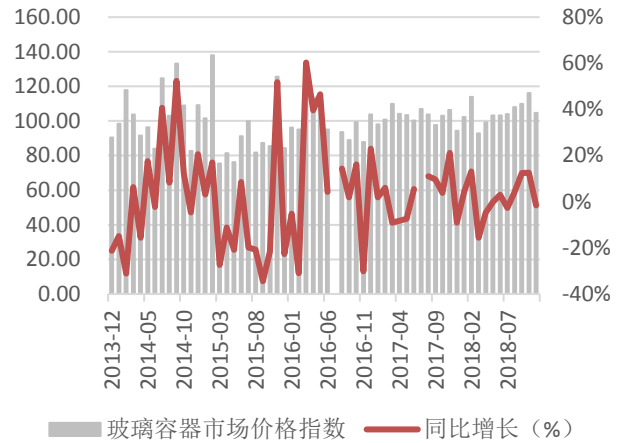
啤酒的生产成本近一半来自于包装物，第二大成本源为麦芽。由于业绩的不断下滑叠加2018年大麦价格、玻瓶及瓦楞纸包装等成本的上升，公司不得不通过提价来保证业绩的增长，2018年以来华润、百威、重啤、青岛分别提价13%、6%、5%和4%。

图 29: 啤酒成本构成



资料来源: 中国产业信息, 国开证券研究部

图 30: 玻璃容器市场价格指数及同比



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2017-2018年9月玻璃容器、瓦楞纸及澳洲大麦价格均经历了不同程度的上涨, 因此提价并未给啤酒公司带来明显的利润上涨。然而自2018年9月份开始, 瓦楞纸价格持续负增长, 玻璃容器价格也出现回调。虽然春节临近, 包装材料价格略有反弹, 但随着宏观经济的持续低迷, 市场竞争将会加剧, 我们预计2019年包材市场价格大概率会温和下降。

图 31: 瓦楞纸市场价格指数及同比增长



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 32: 澳洲大麦价格及同比增长



资料来源: Index Mundi, 国开证券研究部

大麦方面, 由于全球气温上升, 大麦减产, 价格上涨或是啤酒企业长期面临的挑战, 但由于其占成本的15%左右, 且经过2018年价格的大幅上调, 预计2019年对企业的盈利能力影响不大。因此我们判断, 2018年的提价将为企业2019年的盈利打开窗口。

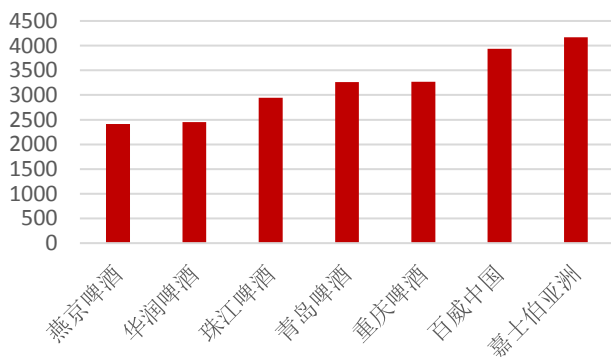


### 3.3.2 主动提价：消费升级仍将持续

中国啤酒销量自2013年达到顶峰后开始进入下降通道，我们认为主要有三点原因：一是2013年以来国内宏观经济增速总体趋于放缓，房屋开工等项目数量下滑，工人喝啤酒等场景减少。二是替代性饮品迅速崛起，预调鸡尾酒、果味酒、甚至无酒精饮料不断推陈出新，对啤酒产生较强的替代效应。三是消费者的饮酒习惯发生改变，随着对精致生活品质的不断追求以及健康意识的不断增强，啤酒消费者需求明显向“喝好点、喝少点”转变。根据欧睿国际预测，啤酒的年销量在未来3-4年会继续略微下降，中期稳定在420亿升左右，但高端品类销售份额会持续扩大。

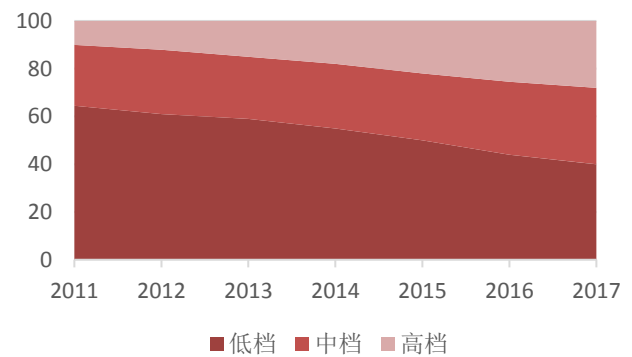
目前，中国啤酒终端价平均约为6.2元/瓶，而厂商的出货价仅为1.5元/瓶左右，在产业链的价值占比仅为25%，随着行业寡头竞争格局的形成，未来厂家的话语权提升将给头部企业带来更大的提价空间。

图 33：中外啤酒品牌吨价（元）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 34：中国啤酒产品结构变化（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

与国产啤酒一片惨淡不同，2011年以来以进口啤酒为代表的中高端市场增长迅速，7年复合增长率达38.95%，虽仅占市场的2%，但如此高的增速表明进口啤酒已经成为越来越多的消费者的日常选择，需求正在扩容。

其实，各大啤酒公司2017年底已经开始明显加码中高端产品资源投放。据欧睿数据显示，2003-2017年我国高档啤酒（零售价高于14元/升）销量占比从1.8%提升至9.2%，销售额从7.8%提升至29.2%。欧睿估计，2018年中国高端淡啤收入占比36%首超低端，2020年，高中低端收入占比将分别为44%、28%、27%，产品结构升级是啤酒行业未来的发展趋势。



综上，本轮啤酒龙头企业经营情况改善除了成本压力带来的被动提价外，更深层次的在于消费升级叠加行业即将进入成熟期，企业对盈利需求不断提升，使行业开始产生从量向质的转变，通过品牌的重新塑造与外部收购，不断向高毛利市场汇集，扩大盈利改善的潜力和空间。

## 4、重点公司

### 3.1 海天味业

公司2018年第四季度收入延续了前三季度的增长态势，全年酱油有望实现15%以上增长，蚝油20%以上增长，酱类个位数增长，完成全年16%的增长目标压力不大。对于2019年，考虑到内部机制完善、客户粘性大、餐饮规模增长及大型商超渠道消费升级等因素，公司在经济下行压力下业绩将持续健康增长，我们判断2019年收入增速与2018年将基本持平。成本端，原材料通过期货锁定大豆用量及价格，包材下半年环保政策带来的负面影响逐步消除，价格开始下行，估计公司2018全年成本增速不高，预计2019年小幅下行。此外，受益于产品结构的优化、产能技改带来生产效率的提升，公司毛利率有望持续提升。费用方面，我们判断公司将继续增大品牌营销及推广的占比，品牌优势将进一步扩大。

我们认为，公司作为调味品龙头，通过产品、品牌、渠道优势，构筑了强大的竞争壁垒。中短期来看，公司通过加大营销、与经销商利益绑定等方式深耕渠道，市场份额将持续提升。长期来看，参考日本市场，多品类发展及复合调味料的创新可为行业带来持续增长动力，而公司研发实力在行业中鹤立鸡群，大概率持续领导行业增长。

### 3.2 中炬高新

公司近日披露2018年业绩快报，全年实现收入41.67亿元，同比增长15.46%；实现归属于上市公司股东的净利润6.06亿元，同比增长33.83%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润5.73亿元，同比增长38.22%。超额完成年初制定的收入、净利润增长目标（14.42%、29.06%）。

2018年三季度，由于台风“山竹”的影响及2017年同期的高基数，当季收入、归母净利润分别仅增长6.41%、1%，且在第四季度，公司董事长换届调整，业绩也受到一定影响。但是由于公司调味品板块下游需求与动

销均向好，美味鲜环比改善明显，全年仍然实现较快增长。

我们认为，公司在未来仍有较强的增长潜力。在产品方面，美味鲜公司的厨邦品牌定位中高端，在鸡精、料酒、米醋、食用油等产品上增速较快，与海天味业形成差异化经营，且随着销售规模的扩大及技术的提升，毛利率存在提升空间。产能方面，阳西生产项目2017年开建，5年建设期，计划第3年部分产能开始投产。2019年，酱油、鸡精产能预计增加10万吨和3万吨。渠道方面，2018年公司经销商个数在中西北部增速持续20%以上增速，2019年将继续增加全国渠道的覆盖广度与深度。同时，公司餐饮渠道销售额仅占24%，通过战略的倾斜，未来3-5年或有较大突破。最后，随着宝能入主与公司磨合时间的增加，其影响力将不断提升，公司向民营机制转变的进程或加速，运营效率提升可期。

### 3.3 恒顺醋业

公司2018年前三季度收入增长持续环比提升，增速分别为8.2%、11.2%、13.0%。通过对销售费用及管理费用的控制，公司前三季度净利率也得到改善，基本面不断向好。

公司从2019年1月1日开始，对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等5款产品出厂价格进行不同幅度调整。5款产品2018年销售收入为2.4亿元，约占营收的13.6%，平均提价幅度约为13%。目前公司对经销商的掌控能力较强，库存维持在1.5个月左右的水平，无囤货现象，提价通道顺畅，预计动销将保持良性。

市场方面，公司的核心优势销售区域为华东地区，2019年将继续推动江苏、浙江的空白市场，加大渠道下沉力度。餐饮渠道方面，公司市占率不足15%，目前已经设立餐饮部，加大营销力度。整体来看，在消费升级和行业集中度提升的大趋势下，公司业绩改善空间仍较大。

### 3.4 重庆啤酒

自嘉士伯2013年完成对重庆啤酒的收购以来，两公司协同效应明显。中国啤酒行业于2014年进入低谷期，重啤对形势判断准确，率先开始调整发展战略，放弃低价提升市占率的路线，以利润指标考核业绩。同时，2015-2017年集中关停永川、安徽等产能利用率低的工厂，聚焦重庆，四川，湖南等重点市场，效能大幅提升，利润增长显著领先行业平均水平。

产品方面，公司与嘉士伯联手后，大力发展包括嘉士伯、乐堡、凯旋1664等高端品牌，2015-2017年高端收入复合增长率超20%，产品结构升级顺利，吨价快速提升。2018年9月份，公司透露其高端啤酒在四川省实现12%以上的同比增长，远高于行业平均增长水平，核心市场的市占率不断提升。

2019年，通过发展高端品牌不断提升的吨价、差异化经营带来的销量提升、重点市场增加与扩大，都将成为公司的业绩增长来源。

**表 6: 重点公司估值情况**

证券简称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)			PE (倍)		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
	2019/1/25						
海天味业	72.98	1.59	1.92	2.28	45.90	38.01	32.01
中炬高新	31.65	0.94	1.17	1.14	33.67	27.05	27.76
恒顺醋业	11.76	0.38	0.42	0.48	30.95	28.00	24.50
重庆啤酒	30.60	0.85	1.01	1.19	36.00	30.30	25.71

注：上述公司2018-2020年EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究部

## 5、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场波动风险。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层