

2019年4月2日

## 稳中求胜—食品饮料行业周报 (0326-0401)

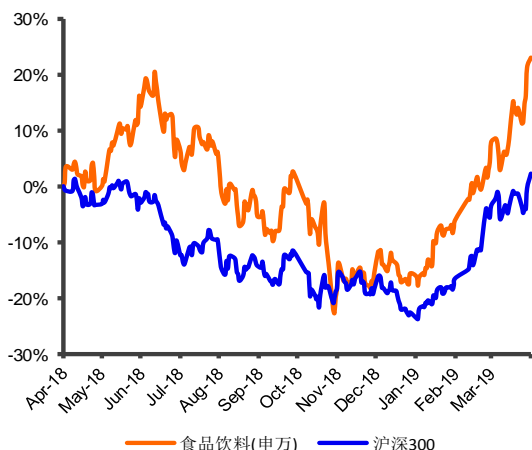
食品饮料

行业评级：增持

### 市场表现

指数/板块	过去一周 涨跌幅 (%)	过去一月 涨跌幅 (%)	年初至今涨 跌幅 (%)
上证综指	4.18	5.89	27.12
深证成指	5.83	12.00	41.82
创业板指	5.52	12.31	40.81
沪深300	6.17	5.98	32.00
SW食品饮料	10.59	14.06	45.68
SW饮料制造	11.79	15.98	54.75
SW食品加工	8.10	10.13	29.35

### 指数表现 (最近一年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：[wanrong@cfsc.com.cn](mailto:wanrong@cfsc.com.cn)

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● **上周行情回顾：**上周各大指数都呈现了上涨的走势，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深300指数涨跌幅分别为+4.18%、+5.83%、+5.52%和+6.17%。申万28个一级指数中，排名前三的分别为食品饮料、农林牧渔和家用电器，涨跌幅为+10.59%、+8.41%和+7.53%；上涨幅度排名后三位的是综合、公用事业和传媒，分别为+0.14%、+0.90%和+1.21%。食品饮料板块较上周有较大幅度的上涨，跑赢沪深300指数4.42个百分点。各子板块都产生了不同幅度的上涨，涨跌幅排名前三的分别是白酒（+12.20%）、调味发酵品（+11.18%）和其他酒类（+11.07%），黄酒（+1.76%）、葡萄酒（+3.34%）和肉制品（+4.18%）分列后三位。

● **行业及上市公司信息回顾：**出海“雷声大雨点小”，白酒国际化还面临数道难关；未来威士忌价格会如何走向；进口酒增值税税率从16%调为13%，酒商可以少交多少钱；白酒业挤兑式增长，分化不可避免；白酒巨头对渠道动刀，谋划寡头时代竞争；圣元、贝因美纷纷布局特殊医学用途婴儿配方食品；贵州茅台（600519）：业绩超预期，未来看直营渠道布局；五粮液（000858）：18年完美收官，19年有望持续快速增长；青岛啤酒、怡园酒业发布2018年报；宋昆冈：2018年前11月乳制品抽检合格率达99.9%。

● **本周观点：**2018年各上市酒企业绩普遍飘红，白酒企业业绩增长背后，涨价是重要的推手。在茅台、五粮液占据头部交椅的背景下，次高端酒企间的“合纵连横”将越来越频繁。中长期来看，白酒行业将总体呈现挤兑式增长，两极分化不可避免。从长期来看，国民可支配收入长期增长的趋势仍未改变，随着人民生活水平提高，食品饮料大多数子行业的基本面还是可以确定的。板块中部分优质公司估值相对较低，可以择机进行配置。建议关注区域型白酒龙头、调味发酵品、休闲食品、保健品等以及此类行业中估值具有相对优势的上市公司，如贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、好想你、千禾味业、汤臣倍健、西王食品等。

● **风险提示：**消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。

## 目录

<b>1. 市场行情回顾</b> .....	<b>3</b>
1.1 上周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数 .....	3
1.2 上周 SW 食品饮料各子板块表现 .....	3
1.3 2019 年初至今 SW 食品饮料指数排名第四 .....	4
1.4 估值回到历史中位水平 .....	5
<b>2. 行业及公司动态回顾</b> .....	<b>5</b>
2.1 出海“雷声大雨点小”，白酒国际化还面临数道难关 .....	5
2.2 未来威士忌价格会如何走向 .....	6
2.3 进口酒增值税税率从 16%调为 13%，酒商可以少交多少钱？ .....	7
2.4 白酒业挤兑式增长，分化不可避免 .....	8
2.5 白酒巨头对渠道动刀，谋划寡头时代竞争 .....	8
2.6 圣元、贝因美纷纷布局特殊医学用途婴儿配方食品 .....	9
2.7 贵州茅台（600519）：业绩超预期，未来看直营渠道布局 .....	10
2.8 五粮液（000858）：18 年完美收官，19 年有望持续快速增长 .....	10
2.9 青岛啤酒、怡园酒业发布 2018 年报 .....	11
2.10 宋昆冈：2018 年前 11 月乳制品抽检合格率达 99.9% .....	11
<b>3. 本周观点</b> .....	<b>12</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

图表 1：上周 SW 一级行业指数排名（单位：%） .....	3
图表 2：上周 SW 食品饮料各子板块排名（单位：%） .....	3
图表 3：2019 年初至今 SW 一级行业排名（%） .....	4
图表 4：2019 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名（%） .....	4
图表 5：SW 一级行业估值水平（单位：倍） .....	5
图表 6：SW 食品饮料静态估值（PE/TTM） .....	5
图表 7：一号店白酒价格（单位：元） .....	13
图表 8：京东白酒价格（单位：元） .....	13

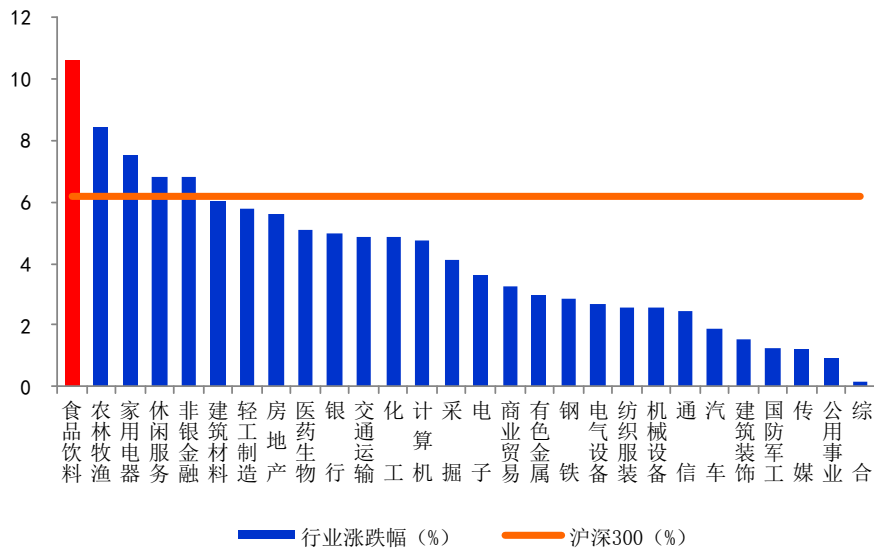
## 1. 市场行情回顾

### 1.1 上周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数

上周各大指数都呈现了上涨的走势，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深 300 指数涨跌幅分别为+4.18%、+5.83%、+5.52%和+6.17%。

申万 28 个一级指数中，排名前三的分别为食品饮料、农林牧渔和家用电器，涨跌幅为+10.59%、+8.41%和+7.53%；上涨幅度排名后三位的是综合、公用事业和传媒，分别为+0.14%、+0.90%和+1.21%。食品饮料板块较上周有较大幅度的上涨，跑赢沪深 300 指数 4.42 个百分点。

图表 1：上周 SW 一级行业指数排名（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

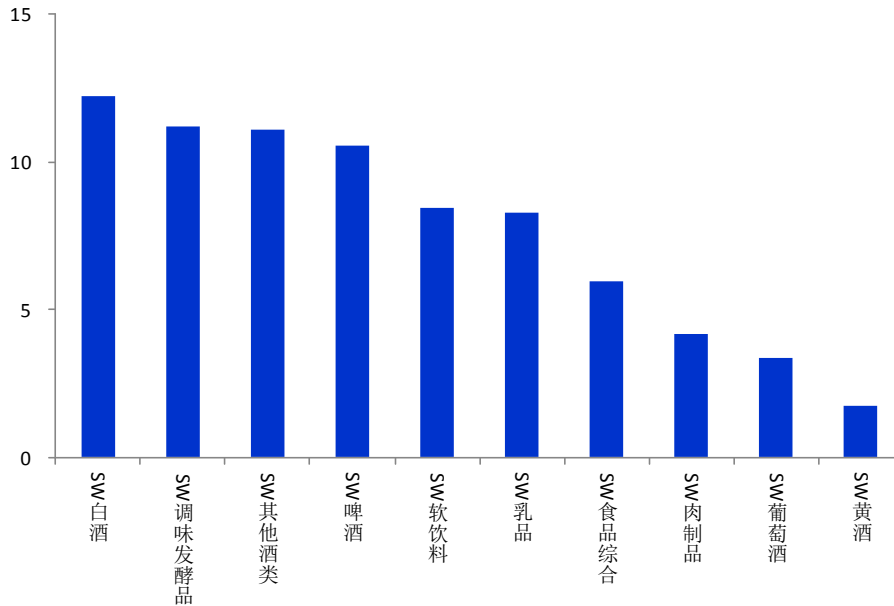
### 1.2 上周 SW 食品饮料各子板块表现

各子板块都产生了不同幅度的上涨，涨跌幅排名前三的分别是白酒（+12.20%）、调味发酵品（+11.18%）和其他酒类（+11.07%），黄酒（+1.76%）、葡萄酒（+3.34%）和肉制品（+4.18%）分列后三位。

上周食品饮料板块涨幅较大，白酒和调味发酵品涨幅居前，主要还是受已披露的部分上市公司年报表现出众的影响，另外，春糖会白酒行业整体表现也好于预期，经销商反馈都很积极。

从长期来看，国民可支配收入长期增长的趋势仍未改变，随着人民生活水平提高，食品饮料大多数子行业的基本面还是可以确定的。再加上一直是相对受外资青睐的板块，板块中仍有部分优质公司估值相对较低，可以择机进行配置。

图表 2：上周 SW 食品饮料各子板块排名（单位：%）



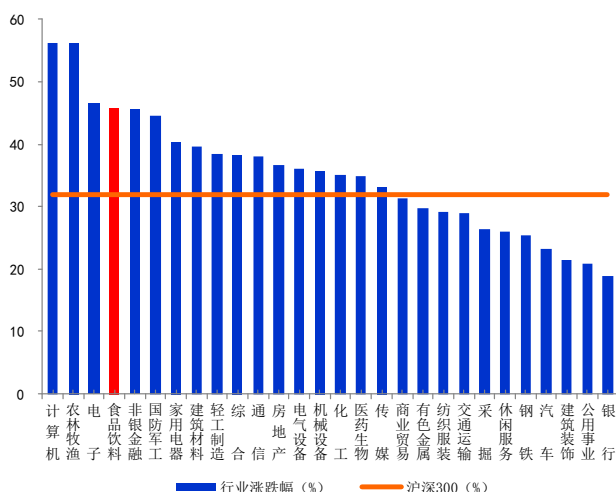
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

### 1.3 2019 年初至今 SW 食品饮料指数排名第四

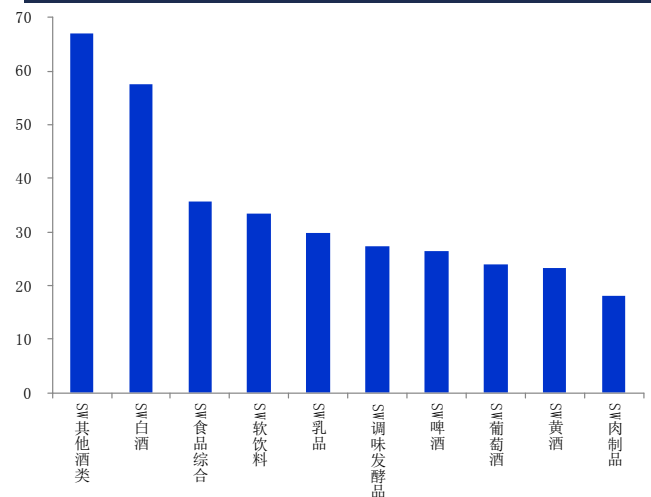
2019 年元旦后至本周一，申万食品饮料指数上涨+45.68%，同期沪深 300 指数上涨 32.00%，食品饮料跑赢大盘 13.69 个百分点，涨幅排名在申万 28 个一级行业指数中列第四，较前一周上涨六位；排名前三的分别为计算机、农林牧渔和电子，涨跌幅为 +56.31%、+44.16%和+42.75%；排名后三位的是银行、休闲服务和建筑装饰，分别为 +18.93%、+20.83%和+21.40%。

各子行业中，排名前三的分别是其他酒类（+67.02%）、白酒（+57.44%）和食品综合（+35.75%），肉制品（+18.12%）、黄酒（+23.36%）和葡萄酒（+23.96%）分列后三位。

图表 3：2019 年初至今 SW 一级行业排名 (%)



图表 4：2019 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名 (%)



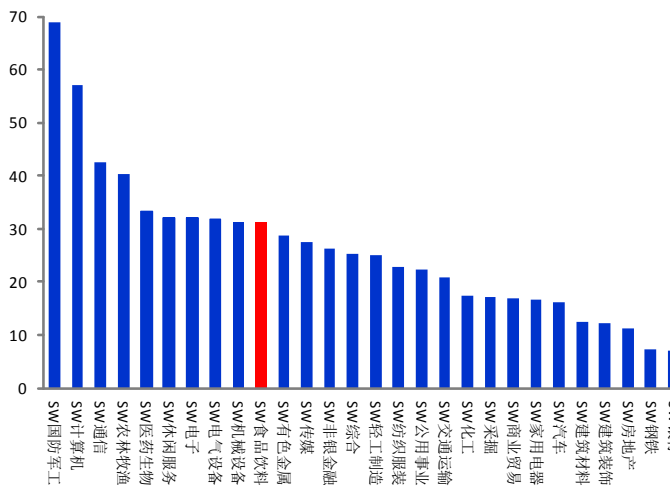
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 1.4 估值回到历史中位水平

截至 2019 年 4 月 1 日，食品饮料行业动态估值为 31.08X，在所有申万一级行业排名中从高到低排第十位，较上周略有上升，已回到近四年的中等水平。

图表 5：SW 一级行业估值水平（单位：倍）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：SW 食品饮料静态估值 (PE/TTM)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2. 行业及公司动态回顾

### 2.1 出海“雷声大雨点小”，白酒国际化还面临数道难关

近年来，白酒国际化一直是行业热词之一，尤其是茅台、五粮液、泸州老窖等一线名酒纷纷加快出海步伐。但在名酒企积极通过冠名海外体育赛事、开设海外销售公司、借力中国传统文化出海的同时，不少酒企人士坦言，白酒出海成效甚微。数据显示，白酒产量占世界烈性酒产量的 38%，但白酒在国际市场的市场占有率不足 1%，文化差异、行业标准不一、文化翻译不到位等，都是白酒出海难的部分原因。

白酒企业为开拓国际市场，可谓“八仙过海，各显神通”。以五粮液为例，在冠名海外赛事、夏季达沃斯论坛等会议方面进行“事件营销”。渠道方面，五粮液早在 2017 年就成立了五粮液国际(欧洲)有限公司，在欧洲展开市场化运作。产品上，五粮液近年来还积极研发低度酒产品，作为打开国际化市场的手段之一。据五粮液今年 3 月披露，2018 年韩国市场实现了 28% 的增长，出口日本市场增长近 200%。五粮液在韩国、日本等市场的高增长，不排除与这些国家在地理、文化及饮食习惯较为接近等因素。

另一积极“出海”的企业泸州老窖近年来为开拓国际市场也是大手笔投入。去年底，

泸州老窖还投入约 1200 万美元成为澳网全球官方合作伙伴。2018 年 9 月，泸州老窖北美办事处揭牌，成为其在北美地区国际化布局的首个根据地。

事件营销、体育营销、文化营销及开拓海外市场渠道和针对性产品是白酒企业“出海”的通用做法。还有酒企直接将生产基地建在了海外。2018 年 9 月份酒集团宣布，将在加拿大建成年酿造清香型原酒 600 吨的生产基地。这也是白酒首个海外生产基地。

无论中国白酒“出海”是高举高打还是默默耕耘，但从海外销售成绩单来看，目前白酒国际化尚未交出一份满意的答卷。“出海”酒企中，贵州茅台表现最为亮眼。2017 年贵州茅台国外市场的销量达到 1941.60 吨，营业收入为 22.70 亿元。去年 11 月的海外经销商大会上，茅台方面还披露，截至 2018 年 10 月 31 日，出口茅台酒及系列酒同比增长 6.8%，出口创汇同比增长 34.5%。截止当时，茅台共有分布于五大洲 68 个国家和地区的 115 家海外经销商，海外市场的销售网络布局日趋完善。

相关数据显示，中国白酒产量占世界烈性酒产量的 38%，但中国白酒在国际市场的市场占有率不足 1%。白酒国际化为何投入巨大而成效甚微？

江小白酒业董事长陶石泉表示，白酒国际化是一件从今天开始做，“明天”肯定看不到成效的事。白酒国际化不是只靠白酒企业努力就能完成，包括餐饮文化在内的中国文化输出能力是一方面，而文化如何翻译、如何传达给国外消费者又是另一方面的问题。“通常说中国白酒进入国外市场了，其实我们还是在中餐厅等地方卖，还是卖给中国人。而真的国际化是指我们能进入国外的主流市场，卖给外国消费者”。在他看来，中国白酒国际化起码需要 5 到 10 年以上的周期。

目前中国白酒国际化有两方面的目的，一是借助在国际上打开知名度提升自己的品牌站位；二是在国内白酒市场份额相对稳固的情况下，将国际市场视作储备，为以后长远发展打开空间。

-----每日经济新闻

## 2.2 未来威士忌价格会如何走向

在白酒覆盖密不透风的中国三四线市场，包括威士忌、干邑在内的洋酒似乎一直处于被边缘的状态，然而在一二线城市，白酒一统天下的局面正在被威士忌们撕开一道口子，越来越多地出现在了各种消费场景，商务宴请、酒吧休闲、朋友聚会，消费人群包括但不限于精英阶层，尤其是近些年来，中国人的威士忌消费正在经历爆发式增长，特别是高端威士忌。

据苏格兰威士忌协会方面公布的 2018 年上半年行业数据显示，2018 年上半年，苏格兰威士忌对中国出口总量为 810 万瓶，共计 3630 万英镑，同比增长 34.8%。甚至有人断言，“中国人真正喝起来，所有的洋酒公司都会断货。”然而引发行业关注的还不



仅仅是威士忌在中国市场销售数量的增长速度，价格的上涨也同样令人感到吃惊。

在年轻富裕的都市人群，尤其是海归群体中，它正变得越来越受欢迎，人们似乎已经把消费高端威士忌产品当成一种品味和身份的象征。据英国《金融时报》威士忌消费调查，发现有过海外留学或旅游经历的消费者，对威士忌有着强烈的偏好。这个群体中有 59%的人每月至少会喝三次威士忌，而没有在海外生活或旅游过的人群中，这个比例只有 21%。这些有过长时间的海外生活经历和对威士忌文化高度认同的中国消费者，在一定程度上不但推动了威士忌在中国市场销量的突飞猛进，还带动了价格的持续上涨。

对于茅台、五粮液为首的中国名酒而言，高净值人群始终是其主要争取目标，而这些高净值人群同样是威士忌、红酒、干邑等高端酒类的主要消费力量。根据《胡润百富 2019 中国酒类消费行为白皮书》显示，高净值人群对于品尝美酒的青睐程度在近 5 年来保持持续增长趋势，对于品酒的喜爱度逐年上升，同时他们也将高端酒类作为社交场合赠礼的最佳选择。

据调查显示，中国上百万的高净值家庭对于威士忌的偏好度越来越高。胡润百富董事长兼首席调研员胡润表示：“近年来，威士忌是一个快速发展的行业。对比五年前，中国高端消费者对威士忌的青睐度上涨了 83%，已经超越干邑，成为洋酒偏好增幅榜的第一名。”在高净值威士忌饮用者中，81%的人过去三年增加了威士忌的饮用频率，七成人群表示未来三年仍会持续增加饮用（摘自《胡润百富 2017 中国高净值人群威士忌消费研究白皮书》）。由此可见，威士忌在中国高净值人群中的消费趋势是不断上扬的。

-----佳酿网

### 2.3 进口酒增值税税率从 16%调为 13%，酒商可以少交多少钱？

近日，海关发布消息称自 2019 年 4 月 1 日起，进口货物原适用 16%增值税税率的，税率调整为 13%，原适用 10%增值税税率的，税率调整为 9%。这是自 2018 年 5 月 1 日下调进口增值税税率后，国家又一次下调进口增值税。

葡萄酒作为一个贸易型产品，尤其对于进口商，自然是离不开要交税的，那么此次下调进口增值税税率会给企业带来多大的好处呢？以毛利率 10%，月拿货 10 万元（不含税）计算，减税后月货款 11.3 万（不含税 10 万）减税 273 元，并不是大家印象中的  $11.3 \text{万} \times 3\% = 3390 \text{元}$ 。

从理论上来说，税率的确是降低了，但葡萄酒的成本在上涨，因此，减税反映到终端市场并不明显。也有进口商表示，由于进口酒的单价相对其他工业产品并不是很高，因而此次调整增值税税率，能给企业有更宽松的售价调整空间。

澳洲酒庄负责人徐舜文则表示：“下调增值税对于我们进口企业来说可以降低税负

和资金的压力。另外对于澳洲酒发展来说，是一个利好的政策。之前澳洲酒成本有上涨，现在出台这个政策可以缓解一下涨价的压力。”

总的来看，虽然此次下调进口增值税没有带给企业很多的利润的空间，但是就整个市场而言，这有利于进一步活跃中国市场，促进更多产品的多样化竞争，也有利于市场的繁荣。

-----葡萄酒研究

## 2.4 白酒业挤兑式增长，分化不可避免

近年来，白酒行业迎来了一波复苏行情。2018年各上市酒企业绩普遍飘红，白酒企业业绩增长背后，涨价是重要的推手。以“茅五洋”为例，净利润增幅预计都达到了两位数，这三家去年也不断传出单品涨价的消息。

被视为行业二线龙头的山西汾酒和古井贡酒，在业绩预告中都异口同声提到中高端产品的功劳。山西汾酒表示去年主营业务收入大幅增长，高端产品占比增加；古井贡酒称2018年净利润增长的主要原因为营业收入增加和产品销售结构上移所致。

“去年大品牌酒销售比较突出，具体到品类则是酱香、浓香型涨价明显。”一位白酒领域分析人士告诉华商报记者，这是因为有些老酒要存放几年才出产品，产品相对稀缺；并且在“茅五洋”提价以后，其他中高端品牌白酒的核心产品也采取跟进策略，抓住消费升级的机会，利用品牌和规模优势，拉开与中小品牌的价格体系差距。

酒业资深营销专家黄宁认为，在茅台、五粮液占据头部交椅的背景下，次高端酒企间的“合纵连横”将越来越频繁。“包括陕西白酒市场在内，缺乏美誉度的小酒厂被淘汰、大鱼吃小鱼的现象将会继续出现。”这种现象的出现，既是资本对于市场作用的结果，也是消费升级以后，消费者选择更趋于理性的结果。对于白酒企业而言，今后要做强业绩不能再靠低价团购等粗放式手段，而是需要把握好品质和营销的关系，让品牌更多出现在消费者的餐桌之上，这才能在集团化、规模化的对抗中胜出。

-----华商报

## 2.5 白酒巨头对渠道动刀，谋划寡头时代竞争

继去年年底贵州茅台方面传出要理顺营销体制、加大直营比例之后，又有酒企也在做一些渠道变革。近日，泸州老窖在经销商大会上，提出要对经销商试行分品放权。

去年12月底，在茅台酒经销商大会上，茅台集团党委书记、董事长，贵州茅台董事长李保芳表示，茅台酒面临新的任务，主要是营销体制的理顺和完善，大体上会有100余家经销商被取消资格。今后一段时期，茅台酒将不再新增专卖店、特约经销商、总经销商。与此同时，茅台酒将重点扩大直销渠道，推进营销扁平化。初步的计划是，茅台方面一是从面上和量上，扩大各省直销；二是与大型商超合作；三是与知名电商合作；四是投向国内重点城市机场、高铁站的经销点。茅台酒一酒难求、价格居高不下背后，茅台酒经销商屡屡被质疑是“推手”之一。茅台方面也被指责是过度依赖大



商销售体系。去年下半年，伴随着茅台集团内部新一轮人事调整之后，厂家对经销商体系的改革亦悄然拉开。

五粮液虽然尚未传出有关经销商调整相关消息，但公司亦在部署营销组织变革。今年2月份召开了营销改革工作会，据悉营销组织变革的核心是将中心制转变为营销战区制，以省为基础，构建单省营销战区或多省合一的营销战区。此外，将职能部门和资源下沉到营销战区，加强市场精耕细作和快速响应。

白酒分析师蔡学飞对第一财经记者表示，目前名酒企业们所做的渠道变革，主要表现为渠道下沉、市场精细化操作、核心产品直营三种形态，符合目前渠道的多元化发展趋势。“对于厂家来说，销售产品不再是单纯地进行价格促销，要更加重视品牌维护，这就涉及品牌的精细化操作和消费者教育，但有部分传统经销商缺乏这样的能力。因此，厂家才进行渠道变革，如把大商变为小商、核心市场由厂家来做协助销售，或直接成立分公司直营等等。”

-----36 氮

## 2.6 圣元、贝因美纷纷布局特殊医学用途婴儿配方食品

近日，贝因美宣布其全资子公司杭州贝因美母婴营养品有限公司新增产品“特殊医学用途婴儿配方食品（无乳糖配方）”获得浙江省市场监管局颁发的食品生产许可证，圣元食品营养有限公司宣布其2款特殊医学用途婴儿配方食品——优博安能特殊医学用途婴儿配方食品早产/低出生体重婴儿配方、优博敏佳乳蛋白部分水解配方获得生产许可证。截至目前，共有贝因美、圣元两家国内乳企的3个产品拿到了婴儿特医食品的生产许可证。

特殊医学用途婴儿配方食品是指针对患有特殊紊乱、疾病或医疗状况等特殊医学状况婴儿的营养需求而设计制成的粉状或液态配方食品。此类食品不是药品，行业风险极高，须参照药品管理方式严格监管，自国家2016年3月颁布《特殊医学用途配方食品注册管理办法》至今，全国也仅有二十几个食品通过配方注册，要求之高、审查之严由此可见一斑。

在婴幼儿配方注册制后时代，奶粉企业的竞争更加白热化，乳企纷纷抢滩特医食品，布局特殊医学用途婴儿配方食品，不仅是在奶粉竞争白热化下做出的选择，也是迎合国内特医食品市场需求所做出的战略选择。

近年来，我国特医食品的需求量和产量逐渐增长。据庶正康讯(北京)商务咨询有限公司统计，从2011年到2017年，我国特医食品需求量从0.65万吨上升到3.66万吨，增长近4.63倍；特医食品产量也从0.2万吨上升到2.47万吨，增长近11.4倍。中国远高于欧美4-5倍的婴幼儿过敏率，也让特殊医学用途婴儿配方食品领域成为新蓝海。据了解，近年中国特配产品市场销售持续增长，其中牛奶蛋白过敏市场从2015年到2021年预计将增长125%，平均年增长率将达到20%，市场的发展潜力令人期待。

## 2.7 贵州茅台（600519）：业绩超预期，未来看直营渠道布局

公司于3月29日发布了2018年报。报告期内，公司实现营业总收入771.99亿元，同比增长26.49%；归属于上市公司股东的净利润352.04亿元，同比增长30%；扣非后的净利润355.85亿元，同比增长30.71%；基本每股收益为28.02元。拟每10股派发现金红利145.39元（含税）。

**业绩超市场预期：**2018年公司营业收入和净利润实现了高速增长，其中Q4单季实现收入107.80亿元，同比增长31.32%，归母净利润38.90亿元，同比增长44.46%。分产品来看，高价位酒实现收入301.89亿元，同比大幅增长41.11%；中低价位酒收入75.63亿元，同比增长12.90%。报告期内收入的增长主要来自于高价位酒销量以及单价的增长。

**提价带动毛利率进一步提升：**报告期内，得益于茅台销量的增加以及提价带来的效果叠加，公司盈利能力进一步提升，综合毛利率提升了1.34pct至91.14%。Q4单季实现销售收入222.30亿元，同比增长34.12%，归母净利润104.70亿元，同比增长47.56%；综合毛利率同比提升1.58pct至91.52%，主要是Q4加大了精品酒和生肖酒的发货量。分产品来看，茅台酒实现营收654.87亿元，同比增长24.99%，毛利率同比提升0.92pct至93.74%，系列酒实现营收80.77亿元，同比增长39.88%，毛利率同比提升8.3pct至71.05%，主要是年初提价带来的利润增厚。销售费用率下降1.56pct至3.33%，主要是系列酒的市场费用有所降低；管理费用率减少了0.80pct至6.93%。

**公司未来看点：**（1）国家实施更大幅度的减税降费政策将有助于改善消费环境，增强消费能力，为消费升级带来新的利好和空间，白酒行业普遍向好的基本面没有改变，茅台酒供求紧张、产品短缺的特征短期内不会改变；（2）2018年茅台国内经销商共2,987个，减少607个，其中茅台酒经销商减少437家，今年茅台酒的计划发货量为3.1万吨，而经销商渠道总量相比2018年不增不减仍定在1.7万吨左右，预计新增发货量将用于扩张直营渠道，另外公司仍将致力于提升直营渠道的销售占比，增厚公司利润，另一方面也可加强对产品终端价格的把控。

-----华鑫证券

## 2.8 五粮液（000858）：18年完美收官，19年有望持续快速增长

公司于3月28日发布了2018年报。报告期内公司实现营业收入400.30亿元，同比增长32.61%；归属于上市公司股东的净利润133.84亿元，同比增长38.36%；实现扣非后净利润133.99亿元，同比增长38.96%；基本每股收益为3.47元，同比增长36.34%。拟每10股派发现金红利17元（含税）。业绩超出市场预期。

**营收/净利实现高速增长：**2018年公司营业收入和净利润实现了高速增长，其中Q4单季实现收入107.80亿元，同比增长31.32%，归母净利润38.90亿元，同比增长44.46%。分产品来看，高价位酒实现收入301.89亿元，同比大幅增长41.11%；中低价位酒收入75.63亿元，同比增长12.90%。报告期内收入的增长主要来自于高价位酒销

量以及单价的增长。

**提价+高价位酒占比提升致毛利率提升:** 报告期内,公司产品综合竞争力持续提高,盈利能力进一步提升。2018年高价位酒收入占比提升 4.55pct 至 75.42%,低价位酒收入占比下降 3.30pct 至 18.89%,综合毛利率提升了 1.79pct 至 73.80%,为历史新高,主要得益于高价位酒收入占比持续上升。销售费用率下降 2.57pct 至 9.44%,管理费用率减少了 1.67pct 至 5.85%,财务费用率微升了 0.24pct 至-2.71%,净利率同比提高 1.66 个百分点至 35.07%。

**公司未来看点:** (1) 2018年全国白酒制造业实现主营业务收入 5,363.83 亿元,同比增长 12.88%;白酒产量 871.20 万千升,同比增长 3.14%;利润总额为 1,250.50 亿元,同比增长 29.98%。可见白酒产品结构升级真实存在,高端白酒未来将继续受益于国内消费升级以及产品结构提升;(2) 公司将按照“1+3”产品策略,进一步梳理产品,重塑五粮液高端产品价值体系,实现经销商和终端利润的提升(3) 现版普五预计将于 2019 年第二季度停产,升级版普五预计于 2019 年 6 月前择机上市,升级版五粮液上市后,将进一步推动五粮液品牌价值和普五产品价格的提升。

-----华鑫证券

## 2.9 青岛啤酒、怡园酒业发布 2018 年报

3 月 28 日,青岛啤酒发布 2018 年年度报告。报告期内,公司实现营收 265.75 亿元,同比增长 1.13%;实现净利 14.22 亿元,同比增长 12.6%;全年共实现啤酒销量 803 万千升,同比增长 0.8%。

青岛啤酒表示,2019 年将继续实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒全国性第二品牌”的品牌战略,以品牌带动品类发展,打造“四位一体”的市场推广模式,力争使公司的销量实现高于国内啤酒行业平均增长率的目标。

怡园酒业 2018 年营收 7255.6 万元,净利猛增 453.4%

近日,怡园酒业发布 2018 年年度报告。报告期内,公司实现营收 7255.6 万元,同比增长 3.1%;实现净利 616.5 万元,同比增长 453.4%。怡园酒业表示,公司于 2018 财年出售 122.1 万瓶酒,而 2017 财年则为 120.2 万瓶;平均售价由 2017 财年的 58.5 元上升至 2018 财年的 59.4 元。

-----糖酒快讯

## 2.10 宋昆冈: 2018 年前 11 月乳制品抽检合格率达 99.9%

中国乳制品工业协会原理事长宋昆冈表示:“2018 年度是我国乳制品行业稳定发展的一年,乳制品生产、消费取得了较好成绩。产品质量安全取得了巨大进展,乳制品、婴幼儿配方乳粉的质量安全继续保持了稳定向好的发展态势,广大消费者对国产乳制品的信任度进一步提升。特别是去年的下半年以来,伴随着国际市场的活跃,国内乳制品市场出现了平稳发展的良好形势。”

据国家统计局数据显示,2018 年 1~11 月,全国规模以上乳制品企业 589 家(上

年 610 家), 主营业务收入 3085.5 亿元, 同比增长 10.02% (去年为 6.94%), 利润总额 220.6 亿元, 同比增长 4.71% (去年为-1.03%), 销售收入利润率为 7.2% (去年为 6.8%)。产量方面, 乳制品产量 2394.8 万吨, 同比增长 3.60% (去年为 3.91%), 其中液体乳产量 2228.9 万吨, 同比增长 3.45% (去年为 4.16%), 乳粉产量 87.8 万吨, 同比增长-0.90% (去年为-2.35%), 婴幼儿配方乳粉产量约 87 万吨, 同比增长 7%。

2018 年 1—11 月份, 共抽检乳制品 9 次、1365 批, 合格 1364 批, 合格率 99.9%, 不合格批次 1 个批次。这 1 批次产品不合格的原因是某企业生产的纯牛奶脂肪实测值为 2.57g/100g, 达不到标准规定值。

“随着消费者信心的恢复, 乳制品市场将会出现一个稳定发展的良好态势, 我们要抓住时机, 乘势而上, 要继续抓好产品质量, 优化产品结构, 提升产品竞争力, 提升产品美誉度, 打造中国乳品品牌, 在 2019 年度行业发展取得好成绩。”宋昆冈说。

-----中国经济网

### 3. 本周观点

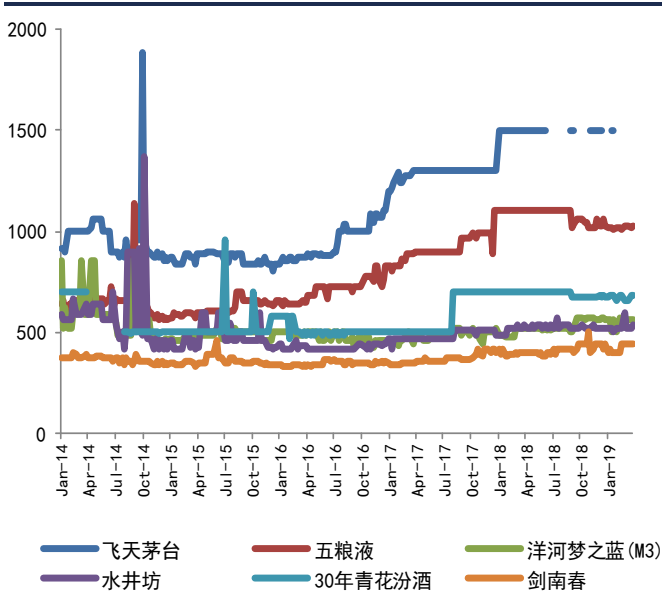
上周食品饮料板块涨幅较大, 白酒和调味发酵品涨幅居前, 主要还是受已披露的部分上市公司年报表现出众的影响, 从第 100 届成都春糖会表现来看, 白酒行业整体也好于预期, 经销商热情高涨。

2018 年各上市酒企业绩普遍飘红, 白酒企业业绩增长背后, 涨价是重要的推手。在茅台、五粮液占据头部交椅的背景下, 次高端酒企间的“合纵连横”将越来越频繁。中长期来看, 白酒行业将总体呈现挤兑式增长, 两极分化不可避免。

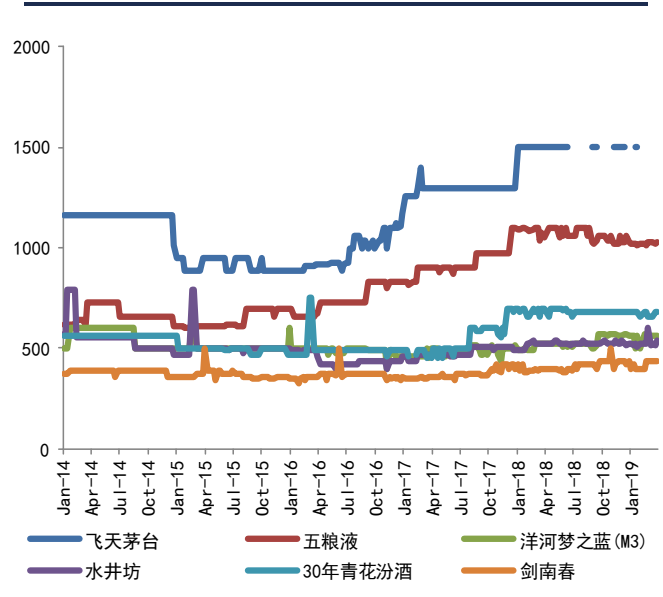
从长期来看, 国民可支配收入长期增长的趋势仍未改变, 随着人民生活水平提高, 食品饮料大多数子行业的基本面还是可以确定的。再加上一直是相对受外资青睐的板块, 板块中仍有部分优质公司估值相对较低, 可以择机进行配置。

建议关注区域型白酒龙头、调味发酵品、休闲食品、保健品等以及此类行业中估值具有相对优势的上市公司, 如贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、好想你、千禾味业、汤臣倍健、西王食品等。

图表 7：一号店白酒价格（单位：元） 图表 8：京东白酒价格（单位：元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 4. 风险提示

消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。



**分析师简介**

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

**华鑫证券有限责任公司投资评级说明**

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>