

王见鹿 行业分析师

 执业编号: S1500517100001
 联系电话: +86 21 61678591
 邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

 联系电话: +86 2161678587
 邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

2019年4月22日

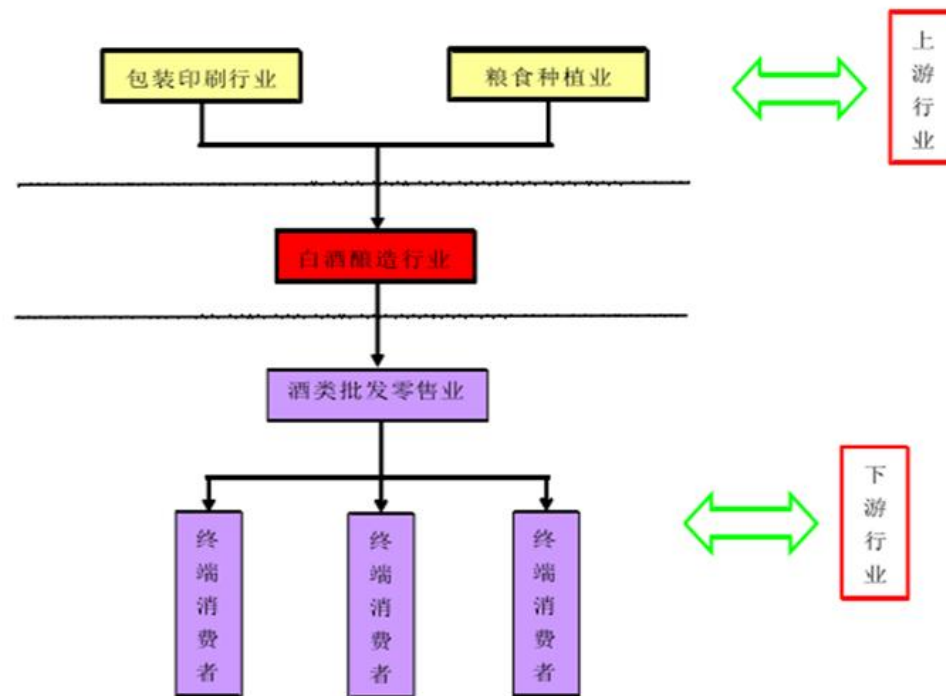
◆ 本周行业观点: 从产业链加工价差看食品饮料子版块盈利能力。(五、白酒篇)

1、白酒生产行业及其上下游。

白酒行业是消费行业中重要的子行业之一,根据国家统计局数据,2018年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量871.2万千升,同比增长3.14%;累计完成销售收入5363.83亿元,同比增长12.88%;累计实现利润总额1250.5亿元,同比增长29.98%。我国白酒消费占居民消费总支出的比例由2002年低点时的0.9%上升至2018年高点时的1.65%。

从产业链的角度,中国白酒产业链的上游为粮食种植企业,下游为白酒销售渠道和终端消费者。

图1 白酒行业产业链



资料来源: 信达证券研发中心

2、白酒的主要分类

白酒生产行业主要通过将粮食中的淀粉转化为葡萄糖，第二步将葡萄糖转化为乙醇（酒精）来生产白酒。但白酒并非简单的工业化产物，其之所以甘醇馥郁，并非乙醇的作用，而得益于发酵酒过程中的副产物——大量的酸酯类有机物，这些复杂的有机物群构成了口感、味道、香味、回味等一系列感受。因此，特定香型的白酒生产对发酵环境、生产工艺和勾兑比例都有极高的要求，也造成了我国白酒种类繁多、地域性明显的特点。

根据 1979 年全国第三届评酒会后固化下来的分类标准，白酒按香型可分为浓香、酱香、清香、米香和其他香型五大种类，其中浓香型白酒占比最大，其年产值约达到市场份额的 75%。我国的三大白酒产区中，黄河以北生产清香型白酒，黄河以南至长江以北生产浓香型白酒，长江以南则是酱香型白酒。

表 1 主要白酒香型对比

香型	酱香	浓香	清香	米香
产品口感	辣口、入口冲，口中余味留香久	辣口、入口香、发甜	辣口、略似苹果味	甜口、米酿香明显，入口醇和，饮后微甜
生产工艺	二次投料、九次蒸馏、八次发酵、七次取酒，“端午踩曲，重阳下沙投料	续糟配料、混蒸混烧工艺、量质摘酒、分级储存	清蒸清烧（二次清），高温润接	前期固态糖化，后期加水半液态发酵蒸馏
发酵方式	石窖	泥窖	地缸	不接触窖泥
发酵次数	7 次	1 次	2 次	1 次
发酵时间	10 个月	45~60 天	56 天（每次 28 天）	10 天
储酒时间	5 年	1-2 年	1 年	小于 1 年
业内标志	贵州茅台	宜宾五粮液	山西汾酒	桂林三花酒

资料来源：信达证券研发中心

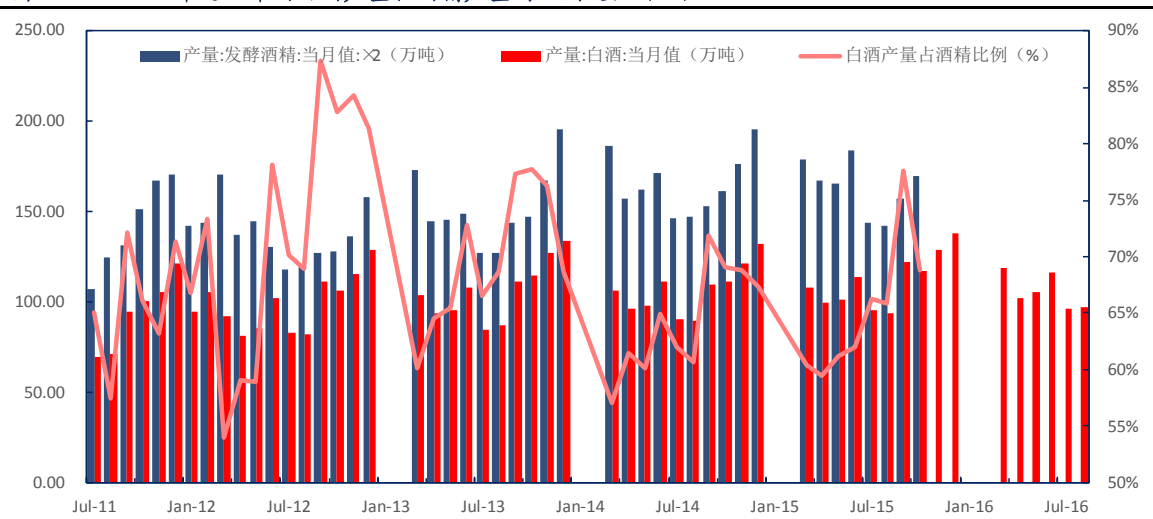
按产品价格来分，白酒又可以被分为超高端酒（600 元以上）、次高端（300-600 元）、终端酒（100-300 元）和低端酒（100 元以下）。超高端酒和次高端酒一般值得全国历届（五届）评酒会获奖的名酒，是准奢侈品，可选消费，品牌具备深厚的历史渊源，产量稀缺：如茅台、郎酒等酱香酒的年销售总量不过 8 万吨，占白酒行业总产量不到 1%；中端酒和低端酒则属于大众消费及消费升级的核心价位段，但销量规模极大，优势品牌主要靠高性价比和渠道渗透率的提升。

最后，按白酒生产的技术路线来分，可以分为传统的粮食固态发酵和以食用酒精为基酒，采用调配方式制作工业化白酒的液态发酵法，相对固态发酵，液态发酵由于粮食和酒的产出比率接近 1:1 而成本低廉。虽然目前在市场上已经鲜有标示液态发酵法生产白酒的企业，但据我们的测算，至少仍有 70% 的中国白酒由此法制造。

从下图中可以看出，1 吨优质酒精如稀释成 40 度左右的白酒，则可制成约 2 吨白酒。2011-2015 年，我国白酒占酒精的比

例由 11 年中旬的 65% 大幅攀升至 13 年的 87% 左右，可见勾兑酒热潮的疯狂，随着白酒行业逐步整顿，该比例随后呈下降态势，截至 15 年 10 月底，已恢复至 69%。

图 22011-2016 年近 5 年间白酒产量占酒精产量的比例变化 (%)



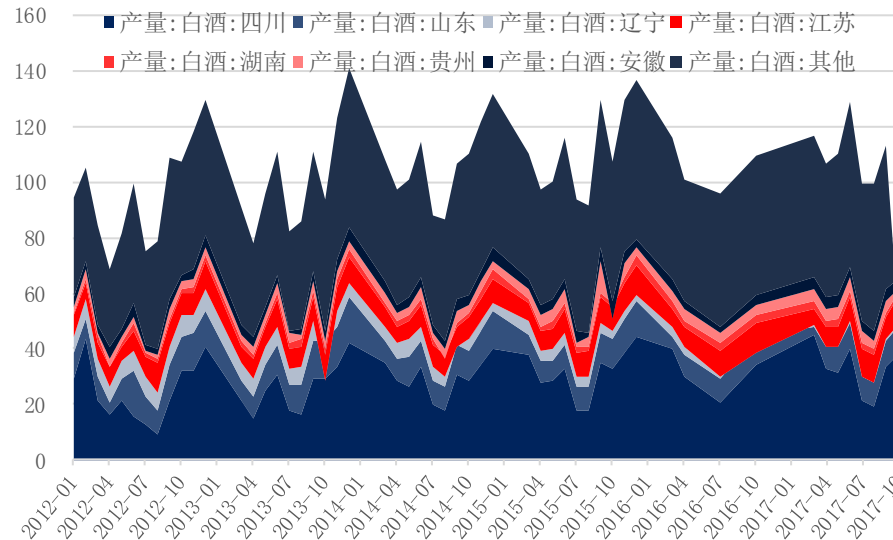
资料来源：信达证券研发中心

酒精勾兑工艺简单、成本低，进入门槛很低，所以一些白酒企业扩大新工艺白酒产量，通过豪华包装、夸大宣传，假冒“纯粮固态发酵白酒”的名义将产品高价推向市场，牟取暴利。大量以次充好的白酒的出现，使得消费者对优质酒的鉴别能力下降，加剧了白酒行业的不公平竞争。

3、白酒产业地域性特征明显，川黔两省优势突出。

中国的白酒产业地域性特征很明显，近年来行业的发展又促进了白酒产业的高度集中。主要体现在西南地区凭借白酒产业发展的天然优势，且发展基础较好、消费量较大，白酒经济强省近年来的发展呈稳定、快速的态势，从产量比重上看，四川、山东占有绝对的优势，根据统计局数据，17 年四川占全国的 30.7%，山东占 8.9%，从能级上划分为产业产量的第一梯队；其次是河南、辽宁、江苏、安徽，这几个省的产量占全国的比重也比较高。贵州虽然适宜产好酒，但产能比较低，占全国的比重仅为 3.7%。

图 3 四川白酒居全国白酒产量之首 (万千升)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从白酒区域板块发展来看, 主要白酒产区中的政府都高度重视白酒业的发展, 如四川提出打造“中国白酒金三角”, 推进“长江上游白酒经济带和千亿产业的建设规划”建设工程, 实现产业空间上的集聚, 为白酒产业营造了良好的发展氛围; 四川宜宾打造“中国白酒之都”, 泸州积极打造“中国酒城”; 山东出台“山东省白酒产业振兴和调整指导意见”; 贵州出台“贵州白酒品牌基地建设方案”, 建设黔北、黔中、黔南三大“贵州白酒”品牌基地等。这一系列的区域性产业政策推动了区域性规模白酒经济的发展, 白酒省份通过实施品牌战略模式、扩展流通渠道、资本战略联盟优化、产业链整合等一系列创新发展战略, 从而加快了区域内白酒产业的发展速度和提升了其白酒产业在全国的比重。

4、对上游原材料成本的消化能力是品牌酒企和区域酒企最明显差异。

中国白酒业的原料根本是粮食, 根据酒的香型不同, 所用的粮食的品种和数量也不同——如酱香型酒需要用到小麦和本地的糯红高粱, 一般“4 斤粮食 1 斤酒”; 而多粮浓香型酒以高粱、糯米、大米、玉米、小麦五种粮食为原料, 粮食与酒的比例则下降至 3:1。粮食同时还被用来制曲, 制曲一般以大麦、小麦、米糠等为原料来富集微生物制成曲, 再用曲促使更多的谷物经糖化、发酵酿成酒。可以说, 上游粮食的质量直接影响着酒的质量, 酿酒原粮的供不应求也一定程度上制约着优质酒企的产能扩张。

以酱香酒酿酒所用的高粱为例, 每 1 斤酱香酒需要 2 斤红高粱。2008 年随着当地酒厂和作坊争相采购茅台地区的本地红高粱, 其价格由 07 年的 1.9 元/斤上涨至 2.6 元/斤, 同比增幅高达 37%; 而外地东北红高粱的价格尚不到 1 元/斤。贵州日报

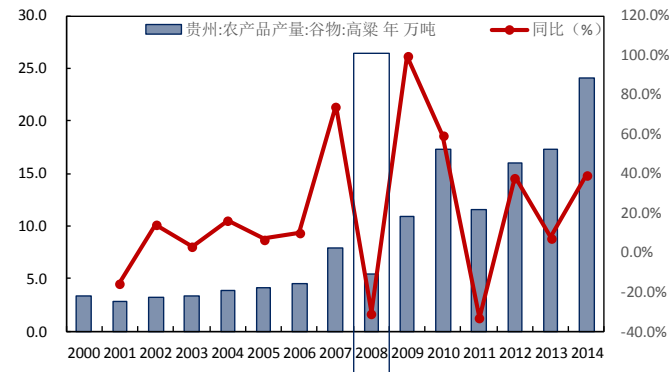
报道，长期以来茅台一直以高于市场平均价格的优惠条件收购有机高粱，据了解，2017年，茅台对有机高粱基地农户收购保护价为7.2元/公斤。

表2 近年各类高粱收购价格对比表（元/公斤）

	东北高粱（市场收购价）	普通高粱（市场收购价）	有机高粱（茅台对基地农民收购保护价）
2015年	2.8	4.6	7.2
2016年	2.4	3.6	7.2
2017年	3	5.4	7.2

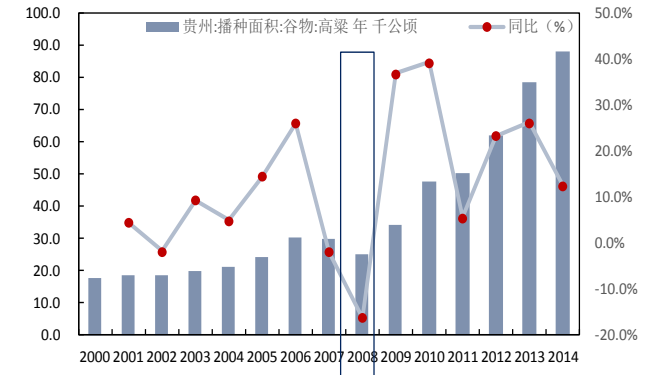
资料来源：贵州日报，信达证券研发中心

图4 贵州历年高粱产量及同比增速（万吨，%）



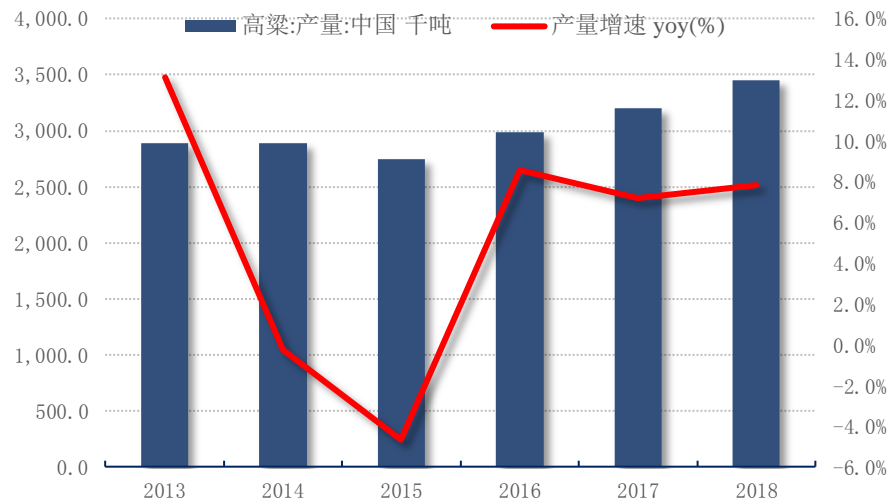
资料来源：糖烟酒周刊，信达证券研发中心

图5 贵州历年高粱种植面积及同比增速（千公顷，%）



资料来源：糖烟酒周刊，信达证券研发中心

图6 2013-2017年全国高粱产量及增速（万吨，%）



资料来源: USDA 供需报告, 信达证券研发中心

对大多数品牌酒企来说, 粮食价格变化对毛利率变化影响甚微, 一方面因为品牌酒企享有很高的品牌溢价, 粮食成本仅占其最终售价的 10%左右; 另一方面, 其完全可以通过小幅提价抵消粮食成本的涨幅。但对于部分区域酒企, 由于尚未产生足够的品牌溢价, 公司对下游提价能力不足, 原材料占总成本比例近三年平均在 30%-33%区间, 占公司收入的约 20%。因此, 上游粮价的波动可能对其毛利率水平有较大影响。以 17 年为例, 由于上游高粱产量增幅有限, 加上下游需求旺盛, 造成了 17 年收购价格小幅走高。高粱提价影响当年原材料成本多增长 6.8 个百分点; 如果其它变量保持不变, 这也意味着毛利空间被侵蚀。

根据贵州茅台年报, 白酒行业近年来整体呈现 1) 主推次高端、高端及以上产品; 2) 品牌集中度越来越高; 3) 行业分化更加明显, 四大主要趋势。因此, 我们认为, 对上游原材料成本价格变化的消化能力, 是品牌酒企和区域酒企的最明显差异所在。

5、风险提示: 行业或公司发生重大食品安全事件; 原材料供给偏紧导致生产成本激增的风险; 存货上升面临减值风险; 外省扩张不及预期; 税务总局政策变化, 导致白酒消费税最低计税价格变化影响公司应缴税金率, 从而影响行业内企业的盈利能力。

❖ 本期【卓越推】：中宠股份（002891）。

中宠股份（002891）（2019-04-19 收盘价 35.81 元）

➤ 核心推荐理由：

- 1、国内产业链最完整企业，出口转内销成果初现。2018 中宠股份核心产品宠物零食、宠物湿粮和宠物干粮的收入占比分别为 81.81%、13.22%和 3.48%，干粮收入占比增长了 1.21 个百分点。整体来看，公司持续推进渠道下沉、精细化营销、区域市场精耕等战略，以品质促销售。在巩固国外市场的基础上，充分挖掘公司自主品牌的优势，不断拓展国内市场。2019 年，公司的境内销售增速目标为 80%-90%，我们判断下述销售模式将是公司扩大国内市占率的有力手段：1）公司先后与阿里巴巴、苏宁及京东达成战略合作，积极推进国内市场线上渠道以及新零售模式的建设，为公司未来的发展打下了坚实的基础。2）公司先后组建南京云吸猫、中宠颂智以及威海好宠等电商团队负责重点推进线上渠道的拓展，以 KPI 为导向，激发团队潜能。
- 2、宠物食品板块正迎来黄金窗口期。沙利文咨询统计的我国宠物猫、狗的保有数量，截止 2018 年合计规模为 1.41 亿只，已接近美国约 1.85 亿只的规模。但我国宠物食品的消费规模仅为 689.7 亿元，尚不到美国的 1/3。因此，我国宠物食品板块将迎来快速增长期，驱动因素为养宠渗透率和消费水平的双双提升。

- 盈利预测与评级：我们预计中宠股份 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 1.08、1.89 和 2.40 亿元，对应摊薄每股收益分别为 1.08、1.89 和 2.40 元。维持公司“买入”评级。
- 风险提示：1）国内宠物市场相关标准缺失，劣币驱逐良币的风险；2）原材料鸡肉价格继续提升，对毛利率影响风险；3）行业产能过剩导致恶性竞争的风险；4）政策影响国内收入结构变化趋势的风险；5）食品安全的风险；6）渠道布局欠优的风险；7）外汇波动的风险。
- 相关研究：《20190404 中宠股份（002891）：家有爱宠，把握宠物食品消费快速增长的浪潮》，《20190419 中宠股份（002891）收入增长势头不减，迎来发展“新常态”》。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。