

# 食品饮料行业

2019年6月10日

## 证券研究报告

### 信达卓越推

### 推荐公司精选

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 21 61678587  
 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。

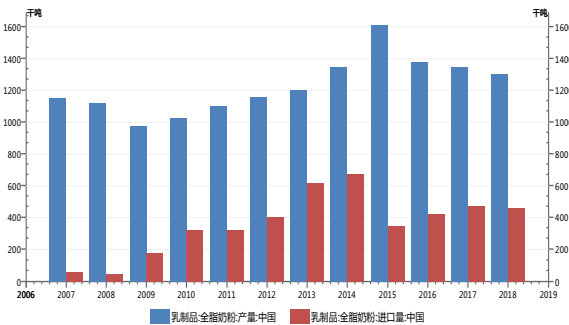
信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

◆ 本周行业观点: 七部委联合发文推动我国乳制品产业链发展,奶粉内资品牌重获增长机遇

### 1、历史原因导致我国乳制品市场较外向。

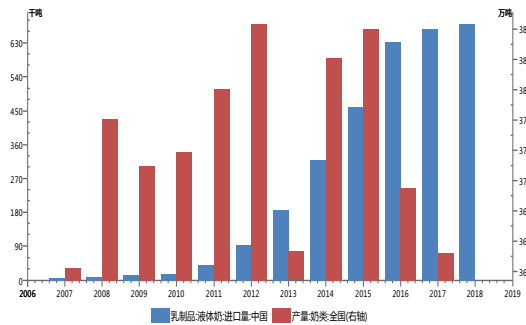
我国拥有先天的乳业生产区位优势,但是乳业市场却不完全取决于“天时地利”。国内乳品行业发展速度快,产业结构规划、行业监管制度建设较行业发展速度相对偏缓,出现了“三聚氰胺”、奶贱伤农、卖牛弃养等现象,这些“内忧”让乳品行业的市场给了进口乳制品许多机会。从进口的数据来看,整个奶粉市场相较于十年前,进口量已经增加了7.8倍,目前不仅仅是奶粉市场,液态奶的进口量走势也是上升明显。

图1 奶粉进口量与国内产量(千吨)



资料来源:美国农业部,万得,信达证券研发中心

图2 液态奶进口量与国内产量(千吨,万吨)



资料来源:美国农业部,万得,信达证券研发中心

回顾我国婴幼儿奶粉市场,食品安全的风险也一度重击过进口品牌:2002-2004年外国品牌占据着我国婴幼儿奶粉市场绝对优势地位,但2005年雀巢碘超标事件长期影响了部分外国品牌市场份额,本土品牌进入增长期,此后3年时间里本土品牌销售额占比一路提升。但2008年“三聚氰胺事件”可谓是中国乳业、甚至是整个食品消费意识转变的一个标致性事件,广大消费者对食品安全的意识被唤醒,重视程度大幅提高,而该事件也成为我国乳品进口快速增长的推进剂,导致婴幼儿奶粉进口品牌快速挤占国内品牌。

表1 国内外奶业重要食品安全事件

时间	事件	影响
2003	“大头娃娃”事件	全国496家奶粉生产企业接受检查,54家生产劣质奶粉企业被列入首批“黑名单”,受此影响,国产奶粉销量一泻千里。

2005	雀巢奶粉碘超标事件	雀巢品牌的“信任危机”
2011	明治奶粉检出放射性铯被召回	当年销售额下滑 9 成，从此一蹶不振
2008	三聚氰胺事件	全行业陷入质量泥沼，国产乳业遭受前所未有的信任危机
2013	新西兰毒乳粉事件	中国停止进口所有新西兰奶粉，娃哈哈、多美滋、可口可乐等使用该进口原料的产品部分紧急召回。
2017	法国沙门氏菌奶粉事件	拉克塔利斯集团在政府重压下已先后 3 次召回旗下的婴幼儿奶制品，涉及销售到全球 80 多个国家的大量产品

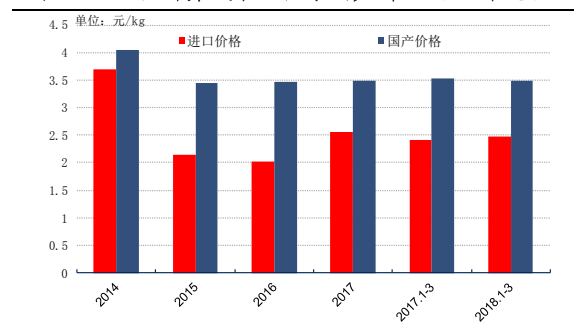
资料来源：信达证券研发中心整理

## 2、由于海外低成本大包粉冲击市场，国内奶粉产业链受到压制。

原装进口和大包装配方乳粉分装是婴幼儿配方奶粉进口品牌进入中国市场的两种方式：根据中国奶业年鉴，2018 年婴幼儿配方奶粉进口量达到 29.6 万吨；2012 年至 2017 年，婴幼儿配方乳粉进口复合增长率达到 27.5%；奶粉（即大包粉）进口量从 2007 年的 9.8 万吨增长至 2017 年的 71.8 万吨，其中约有 50%至 60%的进口奶粉是作为婴幼儿配方乳粉产品的主要成份，如果按 50%的比例折算，2017 年我国原装进口加上进口原料加工的婴幼儿乳粉达到 65 万吨，占 2017 年全国 90 万吨婴幼儿奶粉产量的占比高达 72%，进口依赖度极高。由于进口大包粉调配生鲜奶后成本仍大幅低于国内生鲜奶，选择进口大包粉作为原料也是市场的主要选择，但这也导致了国产生鲜奶“卖奶难”的问题。

但七部委印发的《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》的发布，重新修订生鲜乳食品安全国家标准并提倡使用生鲜乳生产婴幼儿配方奶粉，同时发布两条禁令：严禁进口大包装婴幼儿配方乳粉到境内分装，严禁进口未取得婴幼儿配方乳粉产品配方注册的产品。本次《行动方案》对生鲜乳的着力强调，再一次突出说明了奶源在产业链中的重要地位。

图 3 大包粉折算成本远低于国产鲜奶（元/千克）

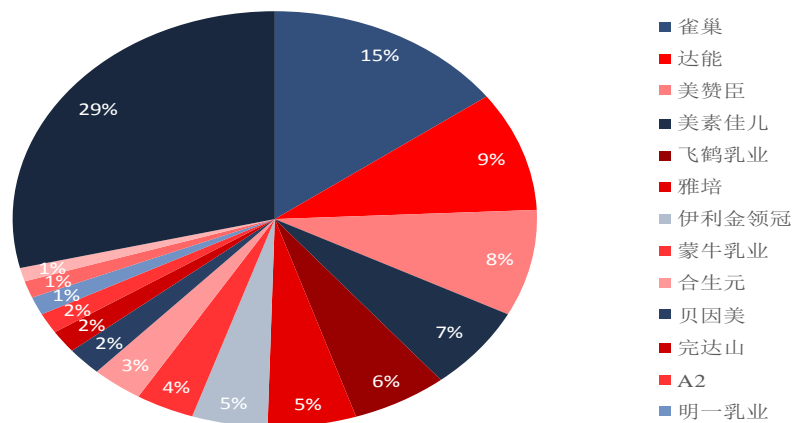


资料来源：中国奶业贸易月报，信达证券研发中心

### 3、产业链发展不健全导致海外品牌奶粉在我国仍占市场主导地位。

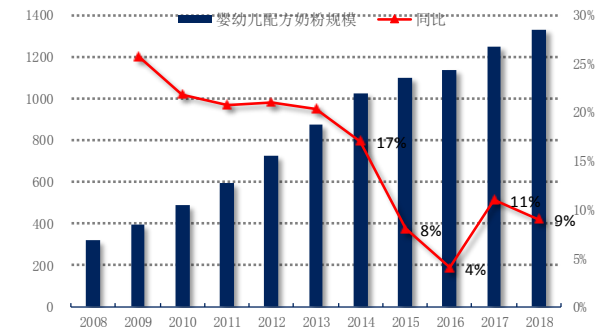
根据欧睿国际数据显示，市场竞争比较激烈。截止 17 年末，婴幼儿奶粉销售前十品牌市场总占有率约 64%，国内婴幼儿奶粉行业集中度仍有较大的提升空间。海外品牌在国内婴幼儿奶粉行业处于相对强势的地位，雀巢惠氏（17.0%）、达能纽迪希亚（10.6%）、利洁时美赞臣（9.4%）、美素佳儿（7.4%）和雅培（6.2%）合计占据我国 50.6% 的市场份额，较 16 年上升 3.2 个百分点；而国产前五大品牌品牌飞鹤（6.7%）、伊利（5.3%）、蒙牛（4.1%）、合生元（3.6%）和贝因美（2.5%）合计占比则为 22.2%，下降 0.3 个百分点。

图 4 17 年婴幼儿配方奶粉市场占有率 (%)

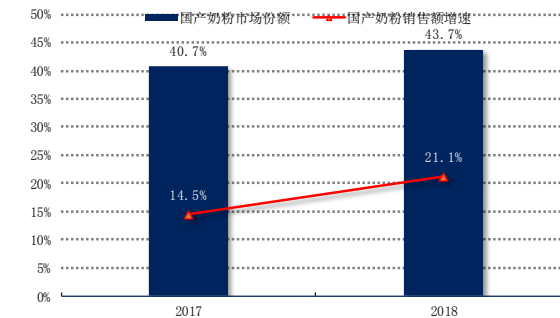


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

奶粉注册制的实施为国产奶粉的复苏创造良好条件，国产奶粉市场份额从 17 年 40.7% 提升至 18 年 43.7%，销售额增速从 14.5% 加速至 21.1%。考虑奶粉高端化趋势对均价提升拉动作用明显，销量增速更多与出生人口挂钩，增速慢于销售额增速，以及国产奶粉、外资奶粉原材料来源地差异，18 年奶粉行业对原料奶需求保持低个位数增长，未来考虑二胎红利消退及国产高端奶粉转移海外基地生产，增速或持续边际放缓。

**图 5 婴幼儿配方奶粉市场 17-18 年保持较好增长(亿元, %)**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**图 6 国产奶粉市场份额提升 (%)**


资料来源: 尼尔森, 信达证券研发中心

#### 4、注册制全面执行利好行业集中度提高，国产品牌受益明显。

国家食药监总局发布的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》已从 2018 年 1 月 1 日起全面实行。此次管理办法的发布，提高了行业的准入门槛，促使奶粉行业“优胜劣汰”，市场上的奶粉品牌大量减少，行业加速洗牌。在此之前，我国有 103 家婴幼儿配方乳粉生产企业，共有近 2000 个配方，截至 2018 年 10 月 18 日，共有 156 家企业共计 1195 个配方拿到注册（国产品牌占比达 76.8%），空出将近 20% 的市场份额。这些空出市场主要集中在以“杂牌”奶粉为主力军的三四线城市，而这些城市正好是国产奶粉的基地市场，因此国产奶粉在一方面受益的同时，也在不断的建立护城河防范外资品牌的侵入，甚至也逐步将触角延伸到外资品牌为主的一二线城市。在此过程中，伴随母婴店和电商渠道占比的不断提高，国产品牌和外资品牌均持续受益，推动集中度提高。根据欧睿数据，行业集中度(CR10)已由 2010 年的 61% 增至 72.8%，未来还将进一步提升。

**表 2 奶粉配方注册主要政策梳理表**

时间	颁发部门	文件名称	主要内容
2015.4.24	国务院	《中华人民共和国食品安全法》	食品安全法规定婴幼儿配方乳粉的产品配方应当经国务院食品药品监督管理部门注册; 同一企业不得用同一配方生产不同品牌的婴幼儿配方乳粉
2015.9.2	国家食药监总局	《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法(试行)》(征求意见稿) 正式公开征求意见	征求意见稿对在国内生产的婴幼儿配方乳粉做出了更加严格的规定, 如限定企业生产配方数量、注册证书有效期、使用进口原料需标真实产地等
2015.12.9	国家食药监总局	《食品安全法实施条例》	对奶粉配方注册制的核心内容进行详细规定, 原则上每个企业不得超过 3 个系列 9 种产品配

		例》修订草案正式征求意见	方, 外界针对草案的意见可在 2016 年 1 月 8 日前提出
2016.6.8	国家食药监总局	发布《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》, 新办法将于 2016 年 10 月 1 日起正式执行	新办法对于国内以及进口婴幼儿配方奶粉从申请注册、标签以及说明书等方面进行规定: 1) 每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 个产品配方, 同一企业申请注册两个以上同年龄段产品配方, 产品配方之间应当有明显差异; 2) 产品标签及说明书中不得使用“进口奶源”“源自国外牧场”“生态牧场”“进口原料”等模糊信息, 不得明示或暗示具有保健、益智、提高抵抗力等功能性表述。
2016.9.30	国家食药监总局	注册制过渡期安排	自 2018 年 1 月 1 日起, 在我国境内生产或向我国境内出口的婴幼儿配方乳粉应当依法取得婴幼儿配方乳粉产品配方注册证书, 并在标签和说明书中标明注册号。2018 年 1 月 1 日前, 经批准在境内生产销售或已向我国境内出口的婴幼儿配方乳粉, 可销售至保质期结束。
2016.12.2	国家食药监总局	《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉监管有关工作的公告》	公告对过渡期内基粉、婴幼儿配方乳粉生产许可与产品配方注册的衔接做出规定: 1) 基粉方面: 无论是使用国内同一集团还是进口基粉, 都要求对基粉逐批全项目检验; 2) 生产许可证: 在注册管理办法实施前已取得生产许可证的企业, 其在 2018 年 1 月 1 日前生产许可证到期的, 可申请延续换证; 2018 年 1 月 1 日后申请延续换证的, 应提交婴幼儿配方乳粉配方注册文件
2017.5.25	国家食药监总局	修订了《婴幼儿配方乳粉产品配方注册申请材料项目与要求(试行)(2017 修订版)》和《婴幼儿配方乳粉产品配方注册标签规范技术指导原则(试行)》	此次修订婴幼儿产品配方注册的申请简化了申请人申请材料, 有望为企业的配方注册“提速”
2019.6.4	国家发改委、工信部、农业农村部、卫生健康委、市场监管总局、商务部、海关总署等七部委	《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	1) 奶粉力争自给率 60% 以上; 2) 鼓励婴幼儿配方奶粉企业兼并重组, 淘汰落后产能, 加快推进连续 3 年年产量不足 1000 吨, 年销售额不足 5000 万元和其他落后企业进行改造升级; 3) 要求坚持最严格的监管制度, 建立全国统一的婴幼儿配方乳粉质量安全追溯平台; 4) 严禁进口大包装婴幼儿配方乳粉到境内分装, 严禁进口未取得婴幼儿配方乳粉产品配方注册的产品。

资料来源: 中国产业研究院, 信达证券研发中心整理

**表 3 海外与国产品牌在三四线城市竞争战略梳理**

品牌	类型	市场份额	竞争战略
惠氏	国外品牌	17%	启赋作为超高端产品主打一、二线市场，SMA 珍蕴作为高端产品主打三、四线市场，目标 5% 份额
美赞臣	国外品牌	9.4%	今年 6 月，美赞臣与京东达成战略合作，借力京东强大的物流运输能力，将产品往三四线城市卖
菲仕兰	国外品牌	-	早在 2016 年，菲仕兰就与辉山合作推出婴幼儿奶粉品牌“子母”，重点发力三、四线市场
君乐宝	国内品牌	-	在线上线下开展各种母婴知识培训、产品冲调培训活动，以期抓住宝妈们的心
飞鹤	国内品牌	6.7%	地推优势，飞鹤派出了一支 3000 人的消费者教育团队和 12000 名导购队伍，深入三四线城市各个母婴店“帮忙卖货”
贝因美	国内品牌	2.5%	聚焦大单品粉爱+系列，代理国际大品牌突围高端市场。建立门店管控档案，追溯产品来源同时更好的维护下游客户。
澳优	国内品牌	1.5%	佳贝艾特与百年品牌海普诺凯 1897 打开一、二线市场，能力多、美纳多稳住三四线市场的基础上提升份额

资料来源：《商界》杂志，信达证券研发中心整理

### 5、行业消费升级推动产品高端化、品牌化和细分化发展。

(1) 高端化发展：高端化发展的背后是消费者对品质的看重，尤其对进口优质奶源的认可。2008 年三聚氰胺事件后，国内消费者对国产奶源奶粉的信任度急剧下降，转而增加对外资品牌奶粉的消费，迫使国产奶粉企业也转而使用进口奶源作为主力原料，其中奶源地以荷兰、新西兰等为主。对消费者来说，进口奶源意味着品质的保证，因此伴随以进口奶源为主的产品增多，各企业产品结构逐步迈向高端化占比的提升阶段。根据中国婴童网，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。高端（零售价在 250 元/900g-400 元/900g）占比从 2012 年的 14% 增至 2017 年的 48.4%，超高端（零售价在 400 元/900g 以上）占比 2017 年达到 13%。高端与超高端奶粉市场成为主流，预计未来的 2-3 年市场份额仍将不断扩大。

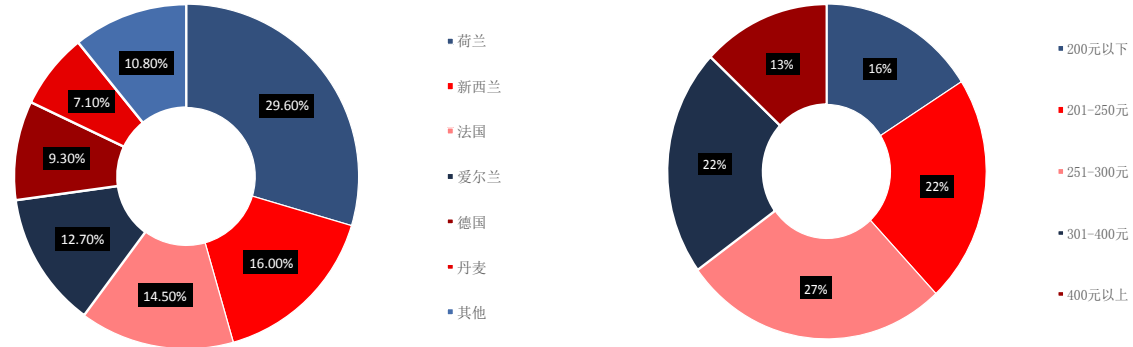
(2) 品牌化发展：消费者品牌意识增强，前十大奶粉品牌市场份额提升。消费升级所带来的具体表现之一便是品牌意识增强，从 2010 年至 2017 年，国内前十名婴幼儿奶粉品牌商市场份额之和提升超过 10 个百分点；

(3) 细分化发展：随着奶粉新政的逐步实施，企业开始了不断蚕食剩余份额和相互竞争的过程，寻求细分化发展、占据细分化市场份额保证未来发展动力成为了各家企业不断发展的方向，如在儿童奶粉、羊奶粉、有机奶粉等领域发力。

图 7 2017 年进口奶源各来源国占比 (%)

图 8 2017 年婴幼儿奶粉消费结构 (/900g)





资料来源：中国婴童网，信达证券研发中心

资料来源：中国婴童网，信达证券研发中心

**表 4 各品牌代表性高端奶粉**

企业	澳优	雅士利	飞鹤	雅培	伊利	贝因美	合生元
奶粉品牌	佳贝艾特	菁珀	智纯臻稚	菁智	金领冠	贝因美红爱系列	贝塔星
细分领域	羊奶粉	牛奶粉	有机奶粉	有机奶粉	牛奶粉	牛奶粉	牛奶粉
奶源	荷兰	新西兰	国内	丹麦	国内	爱尔兰	法国
价格	428 元/800g	388 元/900g	354 元/700g	425 元/900g	338 元/900g	318/800g	298 元/900g

资料来源：飞鹤、伊利、贝因美、合生元官网，信达证券研发中心整理

**6、风险提示：** 1) 极端天气导致原料减产带来毛利率巨幅波动的风险；2) 销售低于预期；3) 如果销售渠道梳理效果不佳，可能会导致公司的销售费用率持高不下；4) 包材成本涨幅超预期；5) 行业竞争加剧；6) 食品安全问题。

❖ 本期【卓越推】：中炬高新（600872）。

## 中炬高新（600872）

（2019-06-06 收盘价 38.20 元）

### ➤ 核心推荐理由：

- 1、**公司产能将迎来密集投放期，定位差异化竞争，知名度不断提升。**1) 公司酱油产能已进入密集投放期，随着阳西美味鲜项目投产，其他调味品产能也将从 2020 年开始增长，符合公司平台化发展的策略；2) 公司定位精准差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年，且公司酱油出厂吨价最高，产品结构符合消费升级逻辑；3) 公司是品牌化战略的先行者，塑造了“品牌可信赖，无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大，厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。
  - 2、**实控人变更落地，后续发展目标清晰。**2019 年 3 月 22 日，公司公告称其实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会正式变更为姚振华先生。此次变更，姚振华先生和宝能投资对于中炬高新的控制权进一步加强，公司治理结构有望持续改善，为发展增添新动力。公司在年报中披露了中期目标，即实现五年“双百”目标——从 2019 年到 2023 年，公司用五年的时间，按照三步走发展战略，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。产量方面，2018 年公司调味品整体生产量约 54 万吨，根据公司的阳西基地二期建设计划，我们判断 100 万吨的产量目标是较易实现的；收入目标方面，公司在未来 5 年需要实现 21% 的年均复合增速，其主营业务的长期成长性可期。
- **盈利预测与评级：**我们预计中炬高新 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 7.49、9.69 和 11.38 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.94、1.22 和 1.43 元。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。
- **相关研究：**《20180111 中炬高新（600872）关注中炬高新小包装化进程》，《20180426 中炬高新（600872）成本控制逻辑被验证，渠道拓展体现做强决心》，《20180517 中炬高新（600872）阳西基地先进产能带来利润空间想象力》，《20180823 中炬高新（600872）看好调味品业务盈利能力持续提升》，《20181030 中炬高新（600872）提价影响减弱，调味品业务增速放缓；大股东变更为公司发展增添新动力》《20190401 中炬高新（600872）调味品板块 4Q 收入增速反弹；实控人变更落地助力公司发展》《20190430 中炬高新（600872）调味品业务盈利能力显著提升，品类扩张步伐加快》。



## 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将与，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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。