

## 坚守价值，优选龙头

### 食品饮料行业 2019 半年度策略

投资建议： 中性

上次建议： 中性

#### 投资要点：

##### 食品饮料上半年涨幅居前

沪深300指数截止6月初上涨18.16%，行业涨幅前三的分别为农林牧渔、食品饮料和非银金融，其中食品饮料上涨49.54%，跑赢沪深300指数31.38%，在申万28个子行业中位居第二，主要因为占比较大的白酒板块业绩在糖酒会的催化下，预期持续改善带动整个板块的上涨。

##### 白酒：价值首选

白酒行业去年3季度增速的下滑引发市场对高端消费品消费增速下滑的担忧，而2019年春节旺季的动销情况显示出了产业良好的自调节能力。总体来看，经济前景长期向好大趋势没有改变，白酒行业也处于结构性繁荣，新一轮增长的长周期并未改变，名酒企业19Q1仍表现出较好的增长潜力。白酒行业结构性机遇下，白酒企业通过加强产品、营销、渠道等方面的改革来促进自身成长。次高端白酒的成长空间来源于核心产品销售占比的提升和提价，即产品组合的提升；区域性白酒在此轮白酒行业成长周期中处于分化的局面，其中优质的本地酒企拥有较好的本地市场消费者基础和市占率，受益于消费升级下价格带的提升和市占率的提高。

##### 调味品：护城河保障黄金赛道

餐饮行业双位数的增速推动调味品市场规模的持续扩张，同时餐饮渠道采购对接经销商为主，口味粘性强，易守难攻，外来品牌较难进入：海天凭借产品的高性价比及领先的渠道布局在餐饮渠道拥有进入壁垒，餐饮渠道占比达到60%，且不断提升。商超渠道的货架资源可以通过费用投放来抢夺，虽然成本较高但新品牌进入商超渠道相对容易，份额提升相对有限。另一方面，相对于国企，民企拥有灵活的机制和管理能力，在毛利率及管理费用率方面处于行业领先水平，但未来国企混改有望从内部机制改革来推动盈利能力的释放。

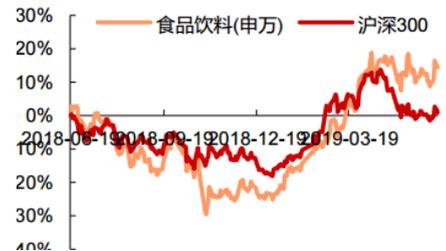
##### 乳制品：关注原奶周期和费用率变化

乳制品销量增速徘徊在个位数，但人均液奶消费量远低于发达国家，后期潜力较大。而各区域乳制品渗透率存在差异，一二线城市液态奶渗透率与日韩消费量较为接近，接近饱和，未来更多空间来自农村地区消费能力提升。成本端，由于国家加大环保督查力度加速去产能进程，原奶价格明显上扬。回顾以往周期，乳制品行业原奶成本和销售费用率存在此消彼长的关系，而销售费用率的降幅往往大于毛利率的降幅，继而影响净利率。未来原奶成本的上涨会进一步减缓乳企间的竞争趋势，行业格局好转。

##### 风险提示

食品安全问题、增速不及预期、宏观经济下滑。

#### 一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《茅台股东大会召开增强市场信心》

《食品饮料》

2、《国产奶粉提升行为方案出台》

《食品饮料》

3、《郎酒跟进扶商提价》

《食品饮料》

## 正文目录

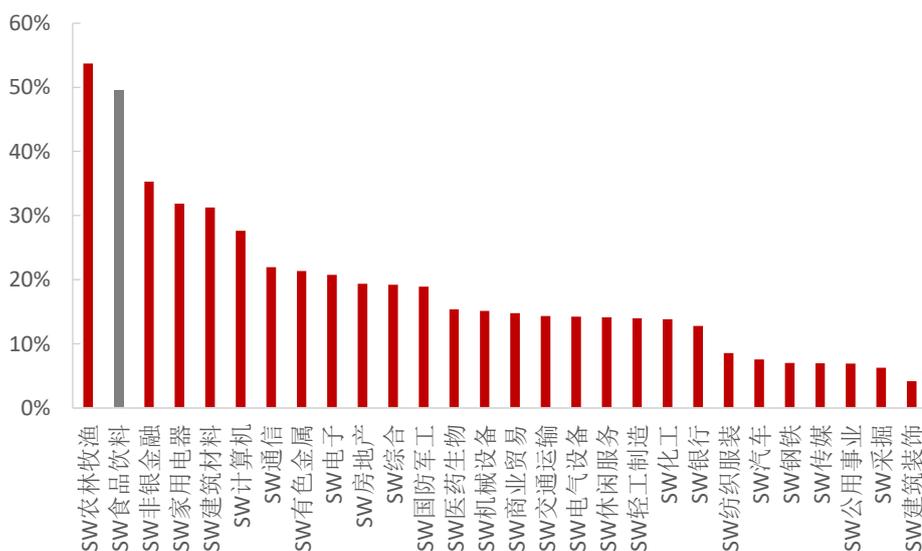
1.	食品饮料领跑沪深 300 .....	3
1.1	食品饮料上半年涨幅居前 .....	3
1.2	公司成长性和稳定性提升投资信心 .....	4
2.	白酒：价值投资首选 .....	6
2.1.	高端白酒：渠道营销管理改革深化 .....	6
2.2.	次高端白酒：顺势产品升级与品牌提升 .....	9
2.3.	区域白酒：守住省内消费升级阵营 .....	11
3.	调味品：护城河保障黄金赛道 .....	12
3.1.	餐饮业提供自然增速，品类创新伴随消费升级引领市场扩容 .....	12
3.2.	饮食粘性巩固行业壁垒，餐饮渠道易守难攻 .....	13
3.3.	内部管理机制改革有望带来成长 .....	14
4.	啤酒：盈利拐点向上，短期成本波动 .....	15
4.1.	产品升级与产能优化成为行业共识，盈利拐点向上 .....	15
4.2.	短期成本波动影响利润水平 .....	16
5.	乳制品：关注原奶周期和费用率变化 .....	18
5.1.	低线市场接力，实现快速发展 .....	18
5.2.	供给受限，原奶价格或上涨 .....	19
5.3.	原奶价格上涨或减缓竞争趋势 .....	20
6.	食综：精选具备全国性扩张潜力个股 .....	21
6.1.	休闲卤制品成长性突出 .....	22
6.2.	速冻食品依托餐饮渠道快速发展 .....	24
7.	投资策略 .....	27
8.	风险提示 .....	27

## 1. 食品饮料领跑沪深 300

### 1.1 食品饮料上半年涨幅居前

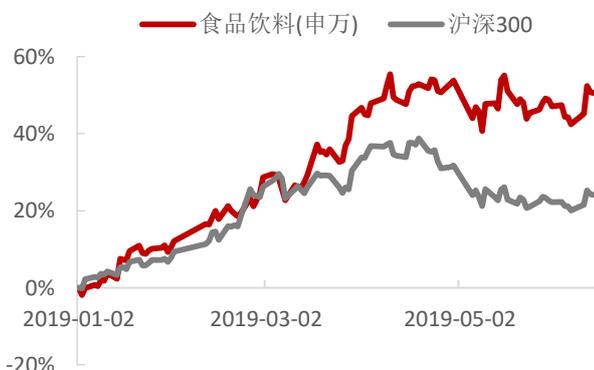
截止至 2019 年 6 月 14 日，沪深 300 指数上涨 18.16%，行业涨幅前三的分别为农林牧渔、食品饮料和非银金融，其中食品饮料上涨 49.54%，跑赢沪深 300 指数 31.38%，在申万 28 个子行业中位居第二，主要因为占比较大的白酒板块业绩在糖酒会的催化下，预期持续改善带动整个板块的上涨。

图表 1：各行业板块区间内（年初至 2019/6/14）涨跌幅



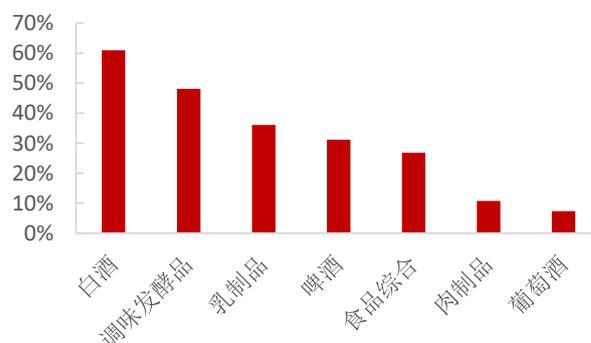
来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：食品饮料板块与沪深 300 指数对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：区间内（年初至 2019/6/14）白酒涨幅最大

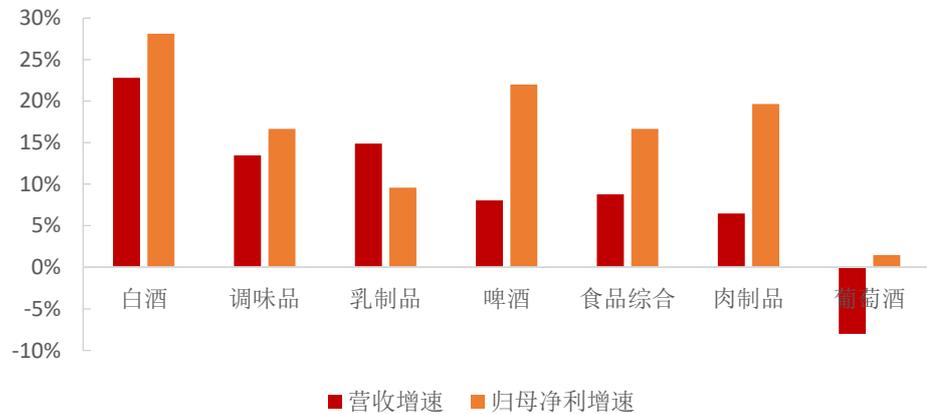


来源：Wind，国联证券研究所

从主要的细分板块来看，白酒的表现较好，截止 2019 年 6 月 14 日，白酒板块上涨 60.92%，跑赢食品饮料行业整体 11.38%；调味发酵品板块上涨 48.06%，跑输食品饮料行业整体 1.48%，表现仅次于白酒；乳制品板块上涨 36.08%，跑输食品饮料行业整体 13.46%；啤酒板块上涨 31.15%，跑输食品饮料行业整体 18.39%；食综

板块上涨 26.83%，跑输食品饮料行业整体 22.71%；葡萄酒板块上涨 7.33%，跑输食品饮料板块 42.21%，在细分板块中表现最差。各子板块涨幅的大小也与业绩涨幅呈正相关。

图表 4：19Q1 主要子板块营收利润增速表现



来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 公司成长性和稳定性提升投资信心

在中美贸易战不确定性增强的背景下，投资者对于业绩稳定、成长性较缓慢的消费板块偏好增强，愿意给予更高的估值溢价。在食品饮料板块中，白酒作为食品饮料的权重，通过糖酒会的深度交流缓解了去年投资者对终端需求和库存压力的担忧，修复了一季度的业绩预期；大众食品受益于低线城市消费能力提升和品牌化的趋势，行业集中度进一步提升。

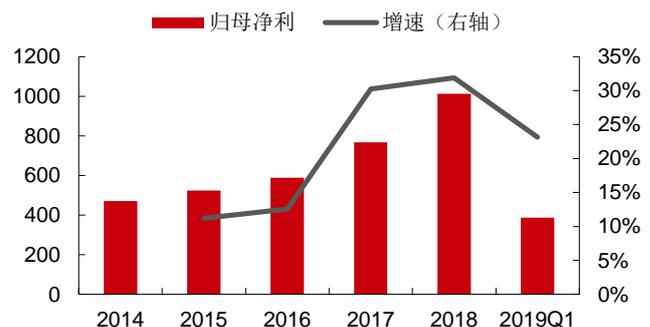
食品饮料作为刚性需求受周期影响较小，在低线城市量增、一二线城市结构升级的基础上，板块业绩增长稳定，其中 2018 年实现营业收入 5953.85 亿元，同比增长 13.48%；实现归母净利润 1012.19 亿元，同比增长 26.21%。19Q1 实现收入、利润分别为 1862.99 亿元、387.43 亿元，同比增长 13.99%、23.15%。

图表 5：2018 年及 2019Q1 板块营收表现 (亿元)



来源：Wind,国联证券研究所

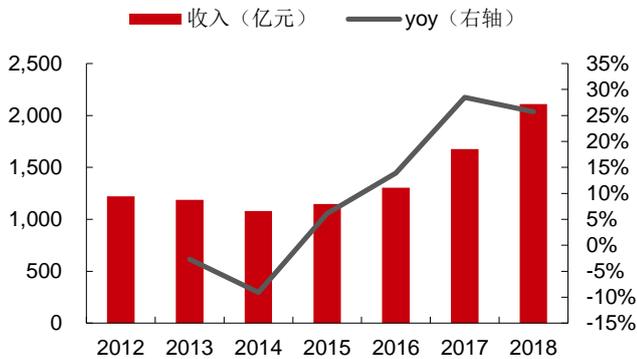
图表 6：2018 年及 2019Q1 板块净利表现 (亿元)



来源：Wind,国联证券研究所

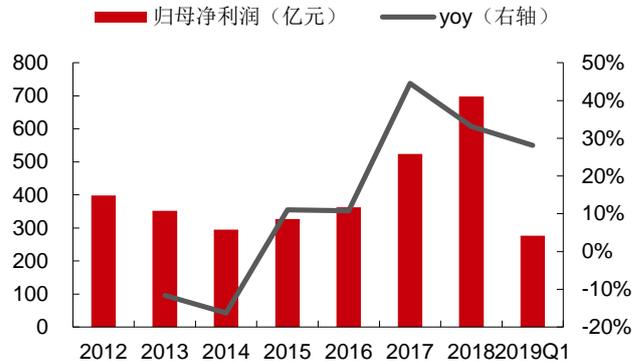
细分行业的涨幅在业绩的催化下表现出了较为明显的分化：白酒行业 18 年业绩预期下降导致收入和利润增速较 17 年同期略微放缓，但依旧保持较高的双位数增长，收入、利润分别同比增长 25.7%、33.1%。19Q1 实现收入 765.49 亿元，同比增长 22.6%，实现归母净利润 276.31 亿元，同比增长 28.2%。

图表 7：白酒行业收入及增速（亿元）



来源：Wind, 国联证券研究所

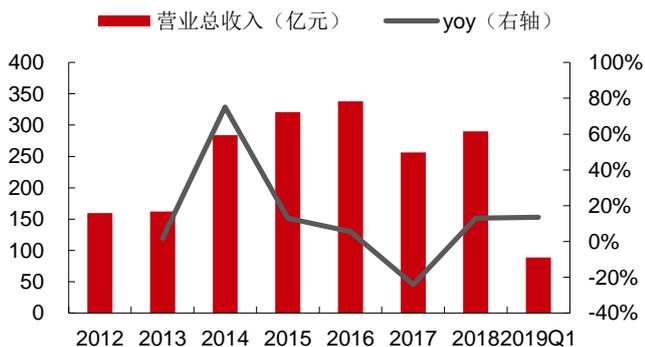
图表 8：白酒行业利润及增速（亿元）



来源：Wind, 国联证券研究所

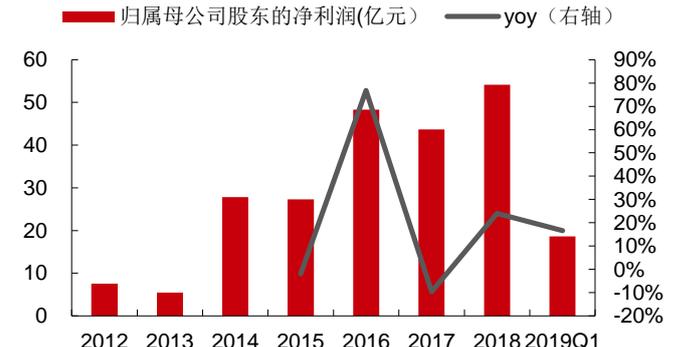
调味品行业的提价红利逐渐消失，利润增速有所放缓，但由于行业需求较为刚性，收入利润增速依旧可观，2018 年营收同比增长 13%，利润增长 23.95%。2019Q1 行业收入 89.01 亿元，同比增长 13.48%，实现归母净利润 18.62 亿元，同比增长 16.68%。其中海天味业/中炬高新/恒顺醋业/涪陵榨菜等企业保持收入的稳健增长，2019Q1 延续稳增长趋势，盈利能力不断提升。

图表 9：调味发酵品板块收入及增速



来源：Wind, 国联证券研究所

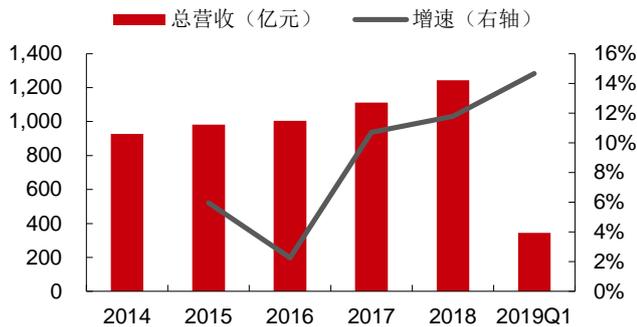
图表 10：调味发酵品板块归母净利润及增速



来源：Wind, 国联证券研究所

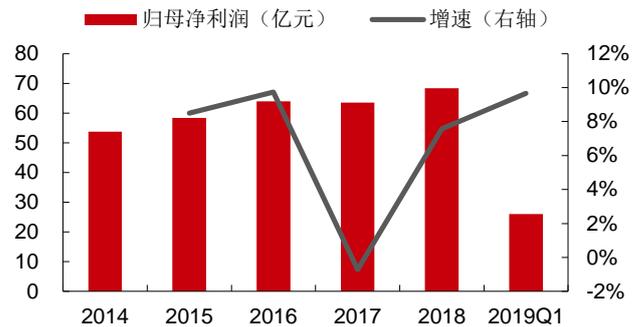
乳制品行业龙头企业集中度继续提升，板块在伊利收入的带动下，营收同比增长 11.79%，但由于麦趣尔和皇氏集团的业绩拖累，实现归母净利 68.35 亿元，同比增长 7.57%，利润端增速明显低于收入端。19Q1 实现收入、利润分别为 343.97 亿元、26.06 亿元，同比增长 14.65%、9.67%，收入、利润端增幅低于去年同期主要因为春节延后，供销旺季集中在 18 年四季度和 19 年 1 月。

图表 11: 乳制品板块营收及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

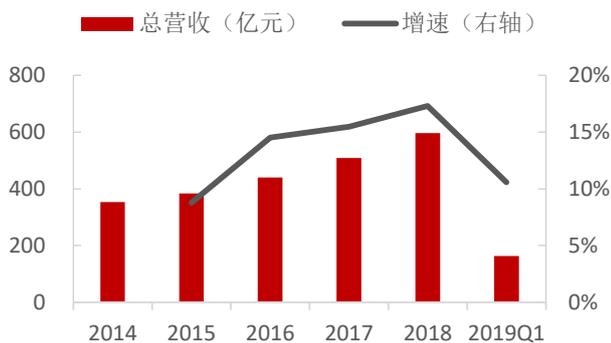
图表 12: 乳制品板块归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

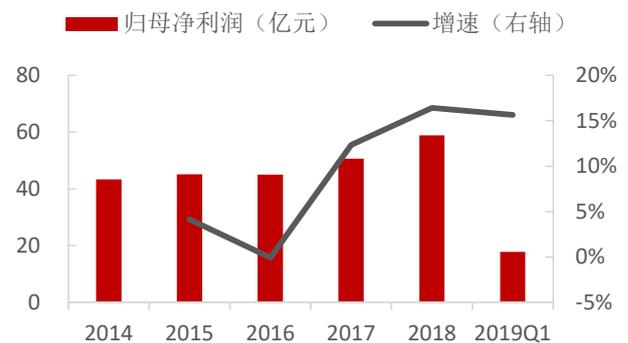
食综板块延续了 17 年细分龙头业绩的高增态势, 分别实现营收 596.28 亿元, 同比增长 17.32%; 实现归母净利润 58.92 亿元, 同比增长 16.41%。2019Q1 由于春节延后, 经销商备货集中于去年年底, 板块实现营收 162.71 亿元, 同比增长 10.58%; 归母净利润为 17.73 亿元, 同比增长 15.66%。

图表 13: 食品综合板块营收及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 食综板块归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 白酒: 价值投资首选

### 2.1. 高端白酒: 渠道营销管理改革深化

需求稳健, 千元以上市场价格带仍具有较大空间。白酒行业需求持续向好, 消费主力从政务消费转变为民间消费后, 在经济持续发展的背景下消费者对喝好酒的诉求不断提升, 目前以茅台为代表的高端白酒批价持续上行, 从侧面反应出了需求的旺盛。茅台的批价居高不下, 除了其金融属性凸显并且经销商惜售情绪影响外, 另一方面居民消费水平不断提升, 供需矛盾紧张, 茅台的价格具有支撑。在茅台价格居高不下的背景下, 五粮液和泸州老窖通过渠道营销改革、控货提价的方式进入千元以上价格带区间。茅台终端价坚挺, 价格天花板达到 2000 元, 以生肖酒为代表的非标茅台价格逐渐理性, 千元以上价格带空间广泛, 但容纳品牌较少。五粮液通过第八代升级

版，提高普五和收藏版的出厂价，同时 2019 年春节的销售活动使节后的社会库存处于低位，为五粮液的提价提供了良好的保障，泸州老窖采取跟随策略进行停货提价。

**图表 15：高端白酒的提价行为**

公司	提价通知
五粮液	2019 年 2 月五粮液召开营销改革工作会，实施营销组织改革。重点打造以市场为驱动的平台型营销组织，持续推动总部横向专业化、区域纵向扁平化，实现对市场的精耕细作和快速响应；持续推动事业部模式运作，推动平台模式共享提效，推动建立市场化用人机制。
	5 月 14 日起，重庆市场第七代经典五粮液的终端供货价调整为 939 元/瓶；从 6 月 1 日起供货价调整为 969 元/瓶；四川市场自 5 月 13 日起第七代经典五粮液供货终端价统一调整至 939 元/瓶。
	5 月份，第七代经典五粮液收藏版上市，终端供货价为 969 元/瓶，限量 2 件/店；从 6 月 1 日起供货价为 999 元/瓶；6 月份，第八代经典五粮液上市，终端供货价为 959 元/瓶。
	5 月 31 日多家经销商下发关于调整经典五粮液产品供货价的通知。
泸州老窖	5 月 25 日，泸州老窖国窖公司华中大区下发通知，暂停湖南区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运；调整 52 度国窖 1573 酒终端配送价至 860 元/瓶，建议终端客户团购价为 919 元/瓶。
	5 月 27 日，国窖公司华北大区发布文件称，即日起暂停各经销客户 38 度/52 度国窖 1573 经典装订单接收及货物发运；调整终端配送价格为：38 度国窖 1573 经典装 640 元/瓶、52 度国窖 1573 经典装 860 元/瓶；终端建议团购价为：38 度国窖 1573 经典装 680 元/瓶、52 度国窖 1573 经典装 919 元/瓶。
	2019 年 6 月 6 日，国窖公司西南大区发布《关于暂停国窖 1573 经典装订单接收及货物发运》的通知，此外对终端配送价格做了调整：38 度国窖 1573 经典装 640 元/瓶、52 度国窖 1573 经典装 860 元/瓶；终端建议团购价为：38 度国窖 1573 经典装 680 元/瓶、52 度国窖 1573 经典装 919 元/瓶。
	6 月 11 日，国窖公司华东大区文件《关于暂停安徽区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运的通知》。 一、即日起，暂停安徽区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运。 二、即日起，调整终端配送价格为：38 度国窖 1573 经典装 640 元/瓶，52 度国窖 1573 经典装 880 元/瓶。 三、即日起，终端建议团购价为：38 度国窖 1573 经典装 680 元/瓶、52 度国窖 1573 经典装 919 元/瓶。

来源：微酒，酒业家，国联证券研究所

**图表 16：6 月五粮液供货价格和零售价格调整**

产品	6 月供货价格 (元/瓶)	6 月终端建议零售 价 (元/瓶)	备注
52 度经典五粮液 (第七代)	969	1399	
52 度经典五粮液 (第七代收藏版)	999	1699	每家核心客户跟 量 2 件
52 度经典五粮液 (第八代)	959	1199	

来源：酒业家，国联证券研究所

经营机制成熟，产业自调节能力强。2018Q3 白酒行业增速的下滑引发市场对高

端消费品消费增速下滑的担忧，而 2019 年春节旺季的动销情况显示出了产业良好的自调节能力。总体来看，经济前景长期向好大趋势没有改变，白酒行业也处于结构性繁荣，新一轮增长的长周期并未改变，名酒企业 2019Q1 依旧表现出较好的增长潜力。白酒行业在结构性机遇下，企业通过加强产品、营销、渠道等方面的改革来促进自身成长。

图表 17: 高端白酒营业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 高端白酒归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

**渠道、营销、管理改革进一步突破。**茅台重点扩大直销渠道，推进营销扁平化。4 月茅台公开向全国和本地招商，直销的落地加大了公司对直营的管理和市场的控制力。5 月 5 日茅台营销公司挂牌，目的在于实施营销体制改革，解决原先管理粗放、自由分配权过大的问题。成立营销公司可以发挥集团的优势，借助知名渠道、电商实现强强联合优势互补，健全营销体系，稳定市场环境。同时统筹 1+N 品牌协同发展。

**五粮液 2019 年战略方向是“拉长板、补短板、升级新动能”，**补短板就是补机制、组织和渠道的短板，拉长板就是要进一步发挥五粮液品牌和品质量大优势，升级新动能就是要进一步实现产品高端化和**管理数字化**。在品牌与产品结构层面，公司坚持主品牌“1+3”和系列酒“4+4”的布局，同时推出超高端 501 产品强化品牌价值提升，普五和 501 产品价格带之间会进行产品补位。此外，公司加大品牌清理工作，保护五粮液主品牌的形象。在渠道层面，公司基于市场竞争全面优化五粮液产品结构，导入控盘分利模式，改善经销商盈利水平。第八代经典五粮液将于 6 月份上市，出厂价定为 899 元左右，第八代 52 度经典五粮液价格的拉升给低度和 1618 带来正向的价格拉升，随着品牌势能的提升，价格体系有望回升。在营销组织变革方面，公司坚持扁平化、精细化、数字化和终端化，建立新型厂商关系，控盘分利的是二次收益、增值收益。

**泸州老窖 2019 年把管理放在新的高度，规模和管理并重，提高费效比。**2019 年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，公司围绕“坚定、管理、规模”的发展主题，抢抓发展机遇。加强战略管理、系统管理和精准管理，按“战略与企业文化融合、与组织职能匹配、与考核激励关联、与权责分配对应、与资源配置挂钩”的原则，构建起一以贯之的战略执行体系。公司深入推进全域化市场精耕，加快推进全国化市场布局，攻抢空白市场，巩固成熟市场。

**图表 19：茅台商超卖场招商**

	贵州本地商超、卖场招商	全国商超、卖场公开招商
供应量	飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒（带杯）200 吨	飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒（带杯）400 吨
服务商	拟选择 3 家服务商，每家服务商的供货量按照综合排名先后顺序分别为 80 吨、70 吨、50 吨。	拟选择 3 家服务商，每家服务商的供货量按照综合排名先后顺序分别为 150 吨、130 吨、120 吨。
服务商收入资格	2018 年度主营业务收入大于人民币 5 亿元	2018 年度主营业务收入大于人民币 300 亿元
服务商门店资格	自营门店数量 5 个（含）以上，且至少 5 个门店单一面积大于 3500 平米	在全国 10 个以上省（市）有正常营业的门店

来源：贵州省招标有限公司，国联证券研究所

**图表 20：五粮液改革进程**

2 月	召开营销改革工作会	实施营销组织改革。重点打造以市场为驱动的平台型营销组织，持续推动总部横向专业化、区域纵向扁平化，实现对市场的精耕细作和快速响应；持续推动事业部模式运作，推动平台模式共享提效，推动建立市场化用人机制。
5 月	股东大会	渠道：加强扁平化管理和控盘分利政策。 终端：专卖店方面的核心工作是扫盲区域和技术赋能；社会化终端是择优筛选；KA 卖场是谋划构建平台，优化考核。 经销商：厂家将重点引导思维转变，完成核心网络的构建工作，共同搭建与消费者沟通的平台。 产品：品牌清理节奏不会停止，当前阶段目标是把品牌清理到 45 个左右，条码数 350 个左右。
6 月 11 日	人事调动	五粮液集团公司副董事长、股份公司常务副总经理邹涛兼任整合后的系列酒公司董事、董事长；股份公司总经理助理、原宜宾五粮液系列酒品牌营销有限公司董事长徐强任董事，协助邹涛负责整合后的系列酒公司管理工作。
6 月 12 日	系列酒整合	6 月五粮液公司将整合原宜宾五粮液系列酒品牌营销有限公司、原宜宾五粮醇品牌营销有限公司、原宜宾五粮特头曲品牌营销有限公司成立新公司，统筹管理五粮液系列酒品牌。

来源：微酒，酒业家，国联证券研究所

## 2.2.次高端白酒：顺势产品升级与品牌提升

高端白酒抢占千元价格带的同时，次高端白酒也顺势进行价格带的上移。原先

次高端白酒的价格带处于 300-500 元之间，高端白酒提价的同时次高端白酒顺势加强品牌提升和产品升级。次高端白酒行业扩容趋势持续，但同时行业挤压式增长也较为明显，全国性次高端酒企省外扩张步伐加快，局面竞争加剧。次高端以高营销费用进行品牌打造和终端门店建设的趋势短期内不会改变，在行业价格中枢提升的同时，次高端白酒始终保持较高的增速，成长空间来源于核心产品销售占比的提升和提价，即产品组合的提升。

**图表 21：次高端白酒的提价、控货、渠道整改行为**

山西汾酒	6 月 4 日，山西杏花村汾酒销售有限责任公司于今日下发《通知》表示，将对跨区域窜货或低价倾销行为进行严厉查处。
	5 月 18 日汾酒销售公司下发涨价通知，青花汾酒近期“两步走”的涨价策略，5 月和 7 月分次提高价格体系。
郎酒	5 月 15 日郎酒召开青花郎事业部 2019 年核心经销商工作沟通会，青花郎未来的目标零售价为 1500 元/瓶，将在 3 年内分 6 次提价来实现此目标。2019 年分两次涨价，团购价突破 1000 元。
	5 月 20 日，青花郎事业部华东大区下发《关于华东大区渠道终端供货价调整的通知》，53 度青花郎烟酒渠道供货价上调 69 元/瓶，即日起执行。
	《关于西南大区青花郎团购价调整的通知》显示，从 5 月 21 日起，青花郎团购价按以下要求执行：规格为 500ml*6 的 53 度/44.8 度青花郎统一报价 1059 元，最低成交价 959 元。
	5 月 22 日，四川古蔺郎酒销售有限公司青花郎事业部于当日下发通知，为维护市场良性运作，保护大多数商家利益，经事业部研究决定，对 147 家经销商青花郎订单暂停受理。
	2019 年 6 月 1 日起，53°青花郎、44.8°青花郎、39°青花郎出厂价单瓶上调 79 元，53°大青花郎出厂价单瓶上调 880 元。
剑南春	自 2019 年 5 月 31 日起，取消水晶剑南春扫码费，即通过减少政策投入的方式提价，涨幅为 10 元/瓶。从 5 月 31 日起，水晶剑已经提价 20 元/瓶。
洋河股份	自 6 月 4 日起，洋河海之蓝、天之蓝、梦之蓝（M3/M6/M9）、梦之蓝手工班产品全面停止向江苏市场经销商供货。
今世缘	5 月 30 日，今世缘酒业下发了《关于调整国缘品牌主导产品价格体系的通知》，从 2019 年 6 月 25 日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价。其中四开国缘上调 30 元/瓶、对开国缘上调 20 元/瓶。

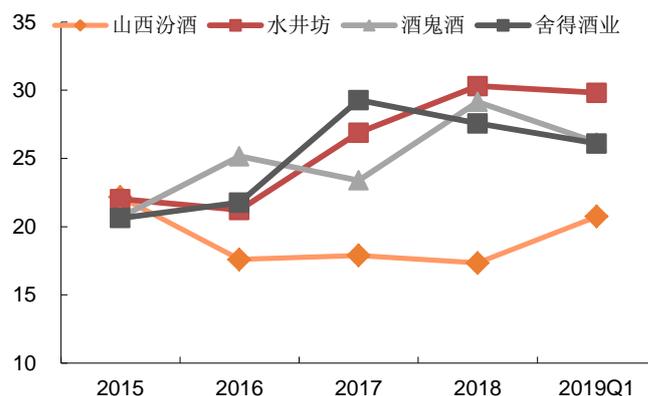
来源：微酒，酒业家，国联证券研究所

图表 22: 次高端白酒收入增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 次高端白酒销售费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.3. 区域白酒: 守住省内消费升级阵营

区域性白酒在此轮白酒行业成长周期中处于分化的局面。优质的本地酒企拥有较好的本地市场消费者基础和市占率, 受益于消费升级下价格带的提升和市占率的提高, 业绩表现优秀, 如安徽省内的古井贡酒、口子窖以及江苏省内的洋河股份。除此之外, 区域市场的品牌集中度也在不断提升, 大众主流宴饮所选择的产品对产品 and 品牌的青睐较高。因此, 区域性白酒借助在本地市场的进入壁垒和消费基础, 享受消费升级趋势。

图表 24: 江苏市场宴请用酒的价格带升级

时间	价格带	地产酒产品
2010-2012 年	80-150 元	海之蓝
2013-2015 年	150-250 元	天之蓝、国缘双开等
2016-2017 年	300 元以上	梦之蓝 M3、M6、国缘 K3/K5/四开等

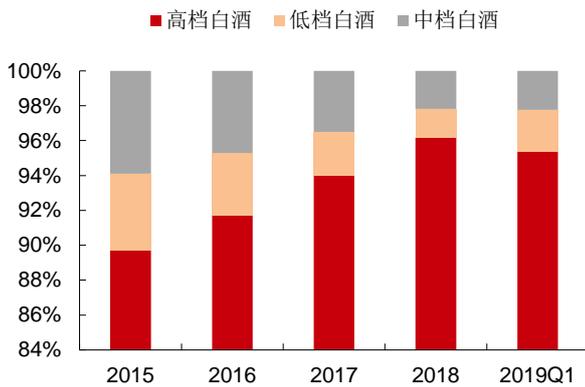
来源: 产业信息网, 国联证券研究所

图表 25: 安徽市场的宴请用酒的价格带升级

时间	价格带	地产酒产品
2010-2012 年	60-80 元	皖酒/高炉家/宣酒/金种子
2013-2015 年	80-120 元	古井献礼/口子窖 5 年/迎驾之星
2016-2017 年	120-200 元	古井 5 年/古井 6 年/口子窖 6 年
2018 年	200-300 元	古井 8 年/口子窖 10 年

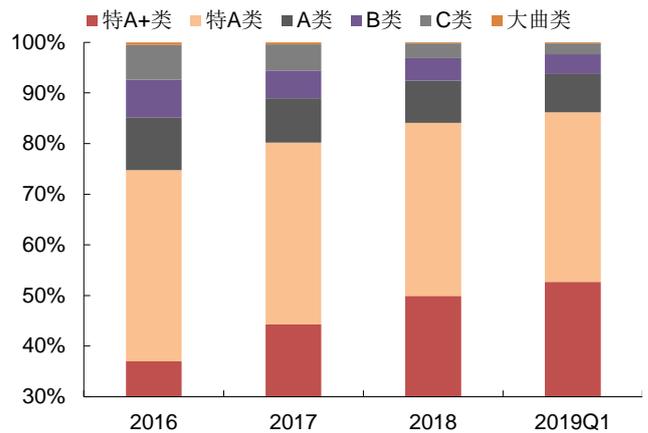
来源: 产业信息网, 国联证券研究所

图表 26: 口子窖产品结构提升



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 今世缘产品结构提升



来源: Wind, 国联证券研究所

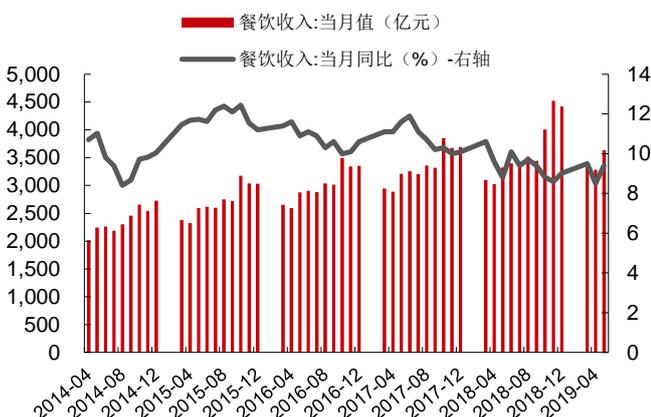
### 3. 调味品: 护城河保障黄金赛道

#### 3.1. 餐饮业提供自然增速, 品类创新伴随消费升级引领市场扩容

我国调味品消费环节包括家庭消费、餐饮消费和食品加工消费, 调味品在餐饮消费占比达到 45%, 超过家庭渠道消费和食品加工消费。调味品在餐饮行业的消费受到餐饮行业景气度的影响, 近几年我国餐饮行业收入增速维持在 10%左右, 餐饮行业持续近两位数的增长推动了调味品行业市场规模的增长。

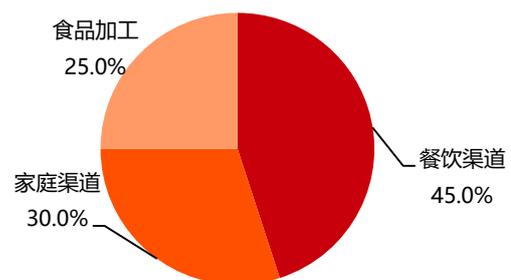
传统调味品存在产品升级空间, 复合调味料高增长保障增量空间。我国的调味品消费结构中, 酱油占比较高达到 63%, 在酱油品类中有老抽、生抽、高鲜酱油、有机酱油、零添加酱油等产品的区分, 传统调味品虽然消费渗透率和成熟度较高, 但是存在产品升级空间, 每一轮产品升级带来行业价格中枢的上移, 因此传统调味品依旧保持良好的行业增速。复合调味料目前消费渗透率较低增速快, 市场扩容空间大, 并且复合调味料品类丰富, 提升空间大。

图表 28: 餐饮行业收入及增速



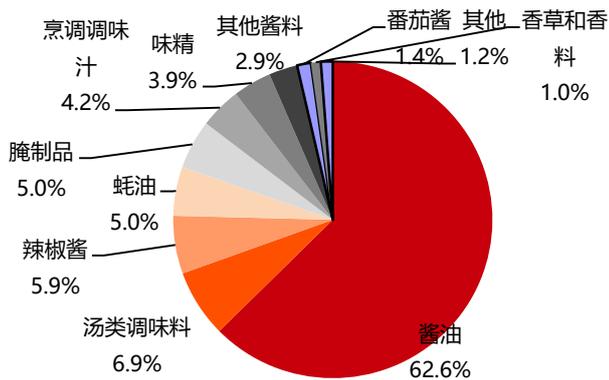
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 调味品在餐饮业的占比较高



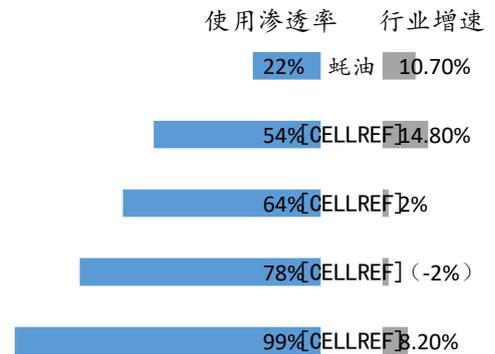
来源: 中国产业信息网, 国联证券研究所

图表 30：调味品消费结构



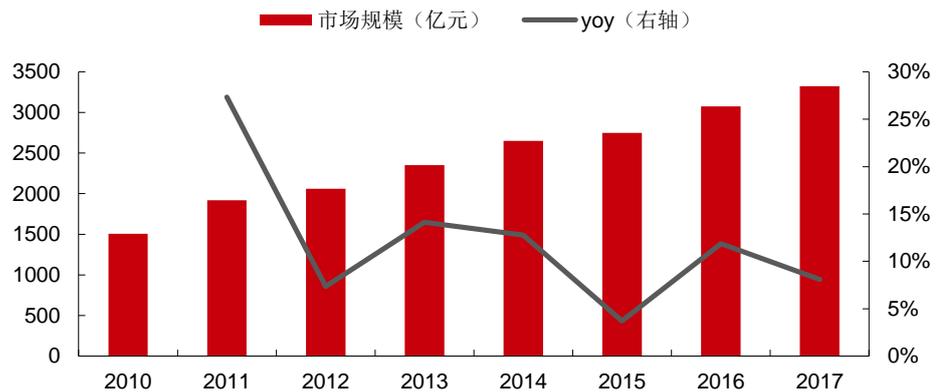
来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 31：调味品子品类使用渗透率及增速



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

图表 32：调味品行业市场规模



来源：前瞻产业研究院、国联证券研究所

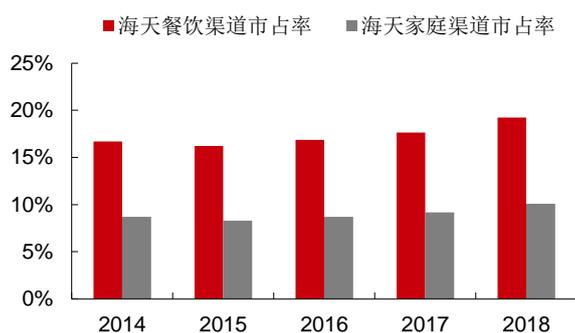
### 3.2. 饮食粘性巩固行业壁垒，餐饮渠道易守难攻

我国调味品的三大消费渠道中，食品加工消费是采购模式，对价格敏感度高，对产品质量要求较低；家庭消费采购主要在商超等终端渠道，消费者对价格敏感度低，消费习惯容易受广告宣传等营销影响；餐饮渠道采购对接经销商为主，口味粘性强，易守难攻，外来品牌较难进入。

餐饮渠道易守难攻，渠道拥有自加强能力。我国的调味品企业中，海天的餐饮渠道占比达到 60%，海天凭借产品的高性价比及领先的渠道布局在餐饮渠道拥有进入壁垒，市占率不断提升。海天 2014 年餐饮渠道市占率为 16.7%，2018 年餐饮渠道市占率达到 19.24%；中炬高新 2014 年餐饮渠道市占率为 1.23%，2018 年餐饮渠道市占率达到 1.37%。中炬高新不断加强在餐饮渠道的布局，但在餐饮渠道的市占率提升不及海天。

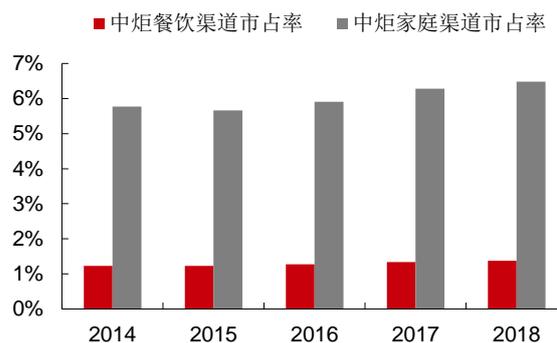
商超渠道易攻难守，终端铺货率成熟后的市场份额提升有限。商超渠道的货架资源可以通过费用投放来抢夺，虽然成本较高但新品牌进入商超渠道相较容易。初期商超渠道的铺货可以给新品牌带来销量的显著提升，但终端铺货率成熟后市场份额的提升有限。2014 年海天家庭渠道的市占率为 8.7%，2018 年家庭渠道市占率达到 10.10%；中炬高新 2014 年家庭渠道市占率为 5.77%，2018 年家庭渠道市占率为 6.48%。目前海天和中炬高新仍在加强对三四线城市的市场布局和渗透，在餐饮及商超渠道层面均有市占率进一步提升的空间，头部企业市占率将持续集中。

图表 33：海天在餐饮/家庭渠道的市占率



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 34：中炬在餐饮/家庭渠道的市占率



来源：Euromonitor，国联证券研究所

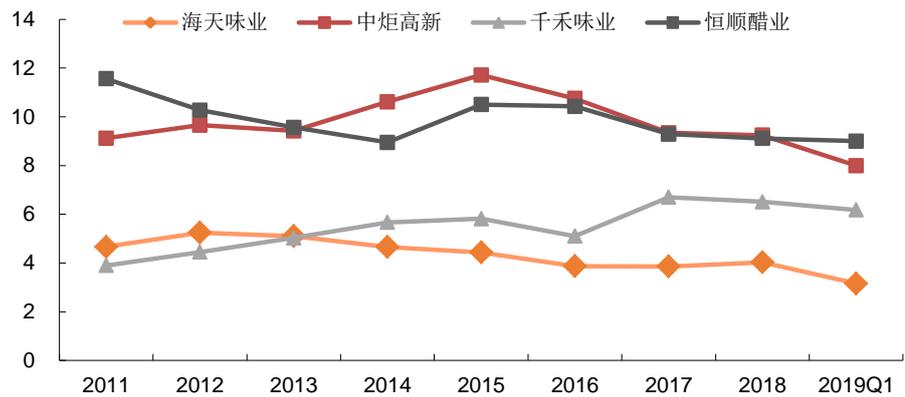
海天味业可通过产品的成本优势及餐饮渠道壁垒获得成长空间，中炬高新依靠渠道下沉布局以及高鲜酱油的放量增长获得稳健成长。消费升级中的品类突破可成为新品牌进入行业的选择，如千禾推出的零添加有机酱油、安记食品以咖喱产品作为差异化竞争、涪陵榨菜占据榨菜产品这一细分品类。调味品现有格局稳固集中，但在复合调味料高速成长的背景下，具有竞争力的品类可以带来成长红利。

### 3.3. 内部管理机制改革有望带来成长

调味品企业中，海天味业作为民营企业拥有灵活的机制和管理能力，在毛利率及管理费用率方面处于行业领先水平，对行业内其它企业具有借鉴意义。目前海天味业和千禾味业因为是民营体制，管理费用率较低，而中炬高新和恒顺醋业是国企，管理费用率较高。从管理费用的构成来看，民营企业的人工成本占比较低，而国企的职工薪酬占比较高。

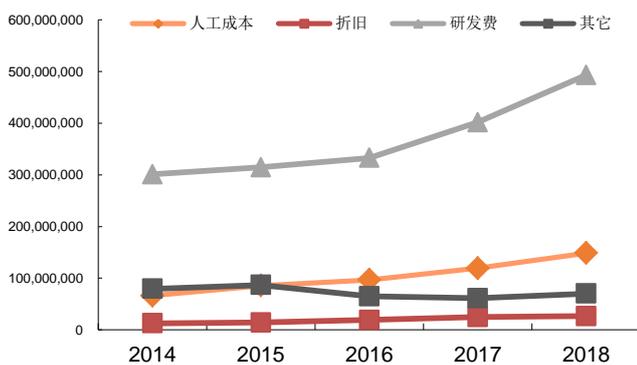
国企混改有望从内部机制改革来推动盈利能力的释放，中炬高新管理层换届落地后体制改革有望得到加速，公司年内亦在努力收回少数股东权益增厚归母净利润，我们看好激励到位后公司成长能力的进一步提升。恒顺醋业改革进展落后于中炬高新，但是改善潜力带来的利润释放弹性较高，我们保持积极关注。

图表 35: 调味品企业管理费用率 (%)



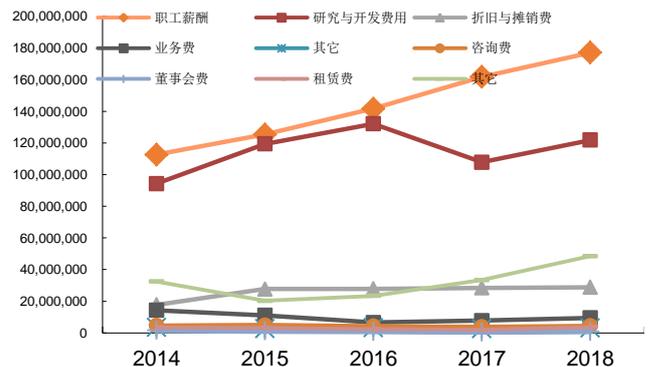
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 36: 海天管理费用构成



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 37: 中炬高新管理费用构成



来源: Wind, 国联证券研究所

## 4. 啤酒: 盈利拐点向上, 短期成本波动

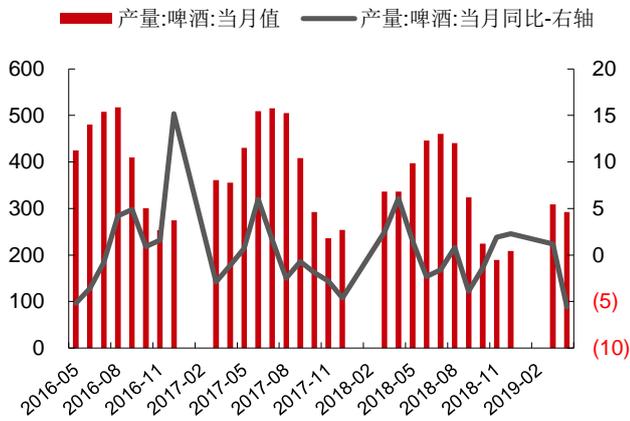
### 4.1. 产品升级与产能优化成为行业共识, 盈利拐点向上

啤酒行业经历四年的产量下滑后逐渐企稳, 从我国的消费量和人口结构来看, 目前啤酒消费已经处于成熟阶段, 量增空间有限。2010 年之前我国啤酒厂商采取兼并收购的方式抢占市场份额, 并且多年的低价同质化竞争导致行业吨价低, 产品结构低端, 吨酒价格在全球市场中处于较低的位置。从利润端来看, 价格战策略下终端费用的高投放, 亦导致利润端处于微利甚至亏损的局面。经过多年的竞争, 目前前五大企业已经形成各自的优势市场, 华润啤酒在华东地区、安徽、四川等地市占率较高, 青岛啤酒在山东及周边市场获得竞争优势, 百威英博在广东、福建等地具有较高市占率, 重庆啤酒集中于中西部的重庆、四川等地。

目前啤酒行业的竞争格局趋于稳定且在缓慢集中, 原先的低价高投入的政策无法再获得持续的市场份额, 价格战的边际效用减小。在总量难以驱动的背景下, 未来规

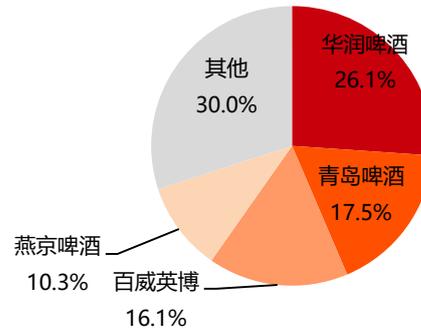
模增长主要来自吨酒价格的提升，产品结构化高端是破局之路。同时啤酒厂商对利润率的诉求凸显，厂商率先通过关厂来解决前期因兼并收购导致的产能分布不合理，产能利用率和工厂运营效率低等问题。

图表 38: 中国啤酒行业产量变化 (万千升)



来源: Wind, 国联证券研究所

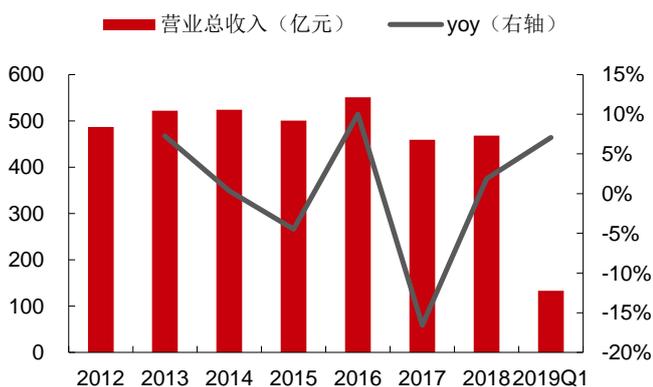
图表 39: 2017 年中国啤酒行业格局



来源: Euromonitor、国联证券研究所

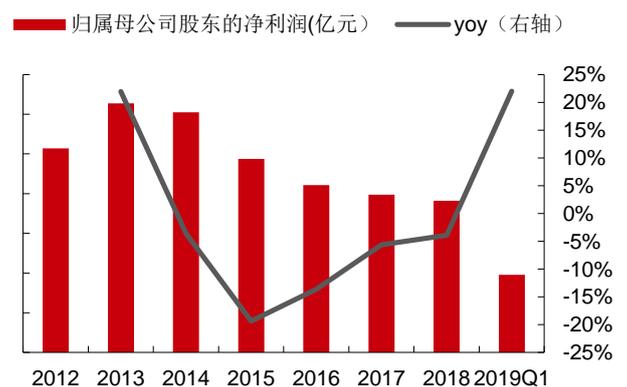
在产品结构升级和产能优化上，重庆啤酒已经拥有了成功的经验。华润啤酒也在 2018 年陆续实施关厂，青岛啤酒因体制原因考虑到员工的安置，因此进展稍慢，2018 年已关闭两个工厂，盈利改善弹性大。关厂等产能优化行为在前期会带来一次性计提折旧和员工安置等费用支出，对当年的净利润造成影响，但是产能优化后期以及高端产品销售占比的提高会带来行业整体利润水平的上移，行业盈利拐点向上。根据申万行业分类，SW 啤酒品板块 2019Q1 行业收入 132.98 亿元，同比增长 7.05%，实现归母净利润 9.80 亿元，同比增长 21.99%。

图表 40: SW 啤酒板块行业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 41: SW 啤酒板块行业归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

#### 4.2. 短期成本波动影响利润水平

啤酒产品的毛利率较低，受上游纸箱、玻璃瓶、大麦等原材料价格影响较大。啤酒行业在 2018 年已形成高端化转型和关厂提效的行业竞争趋势，行业整体趋势向好，

但是 2018 年原料成本的上升影响了吨价提升带来的利润提升。

从原材料价格变动历史, 2017-2018 年在上游环保政策导致的去产能情况下, 玻璃、纸箱等产品由于供给紧张导致价格快速上涨, 同时进口大麦价格也处于上涨阶段, 行业吨成本上升。2018 年华润啤酒吨价提升 11.9%, 吨成本提升 9.5%; 青岛啤酒吨价提升 0.2%, 吨成本提升 5.2%; 重庆啤酒吨价提升 2%, 吨成本提升 0.8%。其中青岛啤酒受原材料影响程度较大, 华润啤酒和重庆啤酒的吨价提升程度高于吨成本提升, 产品结构高端化对吨价的提升效果明显。

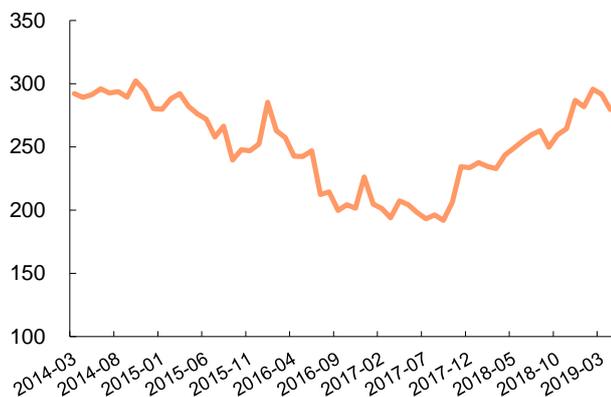
2019 年大麦价格有所上涨, 玻璃指数、瓦楞纸价格出现下降趋势, 其他原材料成本相对较稳定, 啤酒厂商的原材料成本压力相较去年较小。下半年玻瓶价格有可能出现上涨趋势, 不同地区的回瓶率需求也会影响玻瓶价格, 啤酒制造成本或处于高位, 但不会持续出现较高涨幅。国内产品结构高端化进程持续, 吨酒价格将持续提高。

图表 42: 行业吨价及吨成本变化

	华润啤酒			青岛啤酒			重庆啤酒		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
销售量 (百万千升)	22	22	21	7.92	7.97	8.03	0.95	0.89	0.94
吨价 (元/千升)	2449	2516	2824	3260	3260	3267	3270	3474	3544
吨成本 (元/千升)	1626	1670	1829	1904	1935	2035	1993	2124	2141

来源: Wind, 国联证券研究所

图表 43: 大麦价格进口平均单价 (美元/吨)



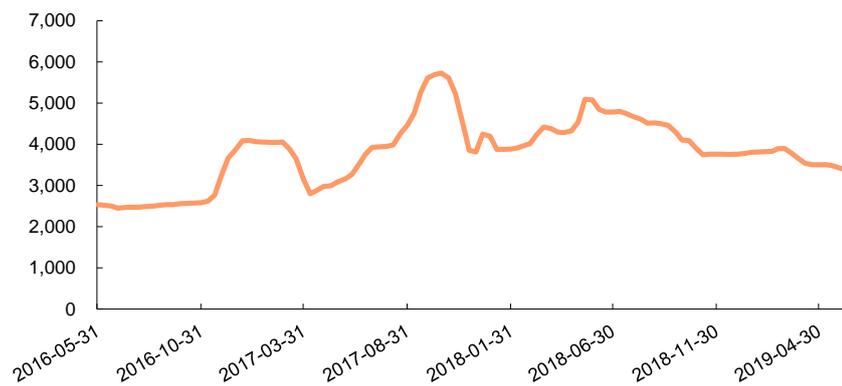
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 44: 中国玻璃价格指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 45: 高强瓦楞纸市场价格 (元/吨)



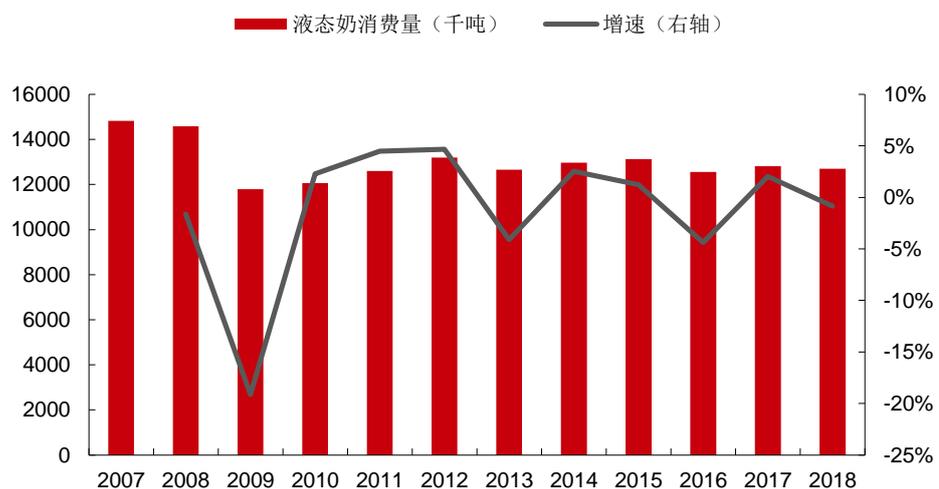
来源: 国联证券研究所

## 5. 乳制品: 关注原奶周期和费用率变化

### 5.1. 低线市场接力, 实现快速发展

乳制品销量增速徘徊于个位数, 但潜力巨大。在消费量方面, 乳制品行业在经历了 2004-2007 年大周期的高速发展(销量 CAGR24.87%), 2008 年受三聚氰胺影响, 销售量受到重创, 增速下降至个位数(销量 2008-2018 销量 CAGR4.04%)。以占比最大的液态奶为例, 09-18 年 CAGR 为 0.83%, 2018 年消费量增速-0.86%。

图表 46: 液态奶销售量增速维持在低个位数 (千吨)

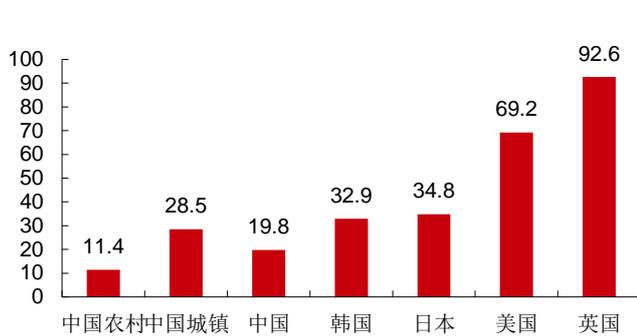


来源: Wind, 国联证券研究所

尽管近几年增速低位徘徊, 但需求量对比世界人均消费量, 远未到达天花板, 未来仍具有成长空间。目前我国液态奶的消费量为 19.8 千克, 远低于英美发达国家, 而与饮食习惯较为相似的韩国和日本, 还存在 65%左右的上涨空间。但细分来看, 各地区渗透率有所差异: 一线城市液态奶渗透率已达 90%, 人均消费量在 31 千克左右, 与日韩消费量较为接近, 接近饱和; 二线城市渗透率超过 70%, 人均购买量为

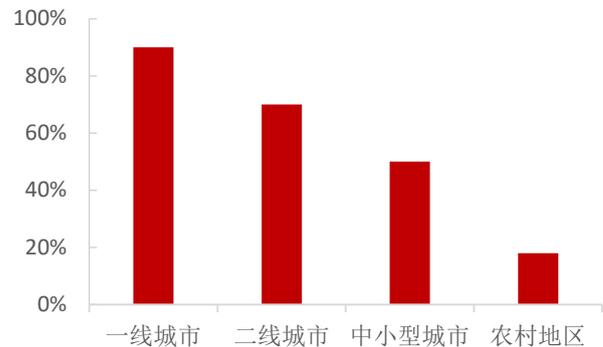
23 千克；而农村地区渗透率仅为 20%，人均消费量只有 11.4 千克。

图表 47：中国人均液态奶消费量潜力巨大 (kg/人)



来源：Euromonitor, 国联证券研究所

图表 48：我国城市和农村液态奶渗透率



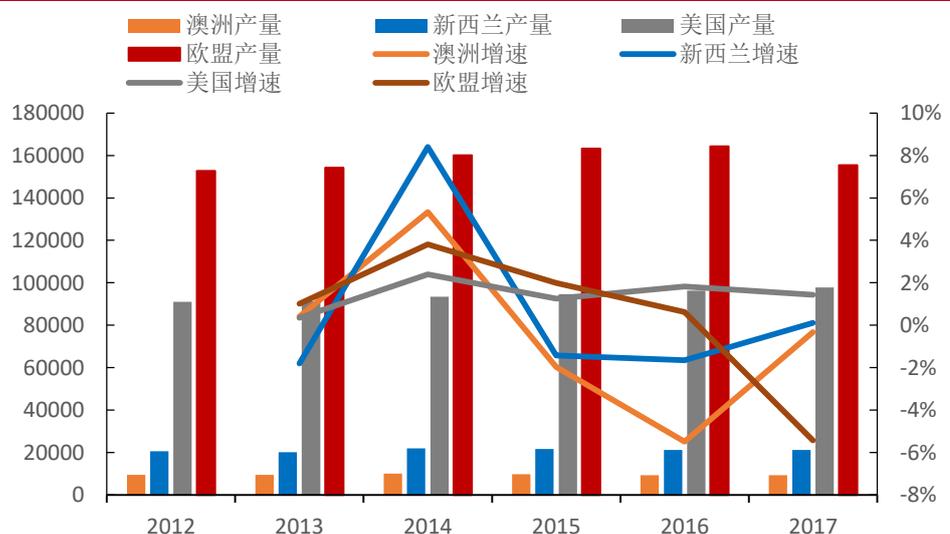
来源：中国产业信息网, 国联证券研究所

未来乳制品消费的空间更多来自于农村消费能力的提升：(1) 随着城镇化率和农村人均收入的提升，农村居民对膳食结构进行调整，在增加乳品类健康营养类食品的消费的同时 (08-15 年 CAGR 为 9.07%)，减少了粮油的消费量 (CAGR 为 -0.03%)。(2) 通过大型乳企渠道下沉和消费引导，农村居民乳品的消费逐渐由含乳饮料、乳酸饮料向纯牛奶和酸奶转变。

## 5.2. 供给受限，原奶价格或上涨

(1) 国际：中国的进口奶源在 14% 以上，国际奶价将传导至国内，进而影响国内奶价价格。国际原奶在 15 年去产能的影响下收缩供给，主要七个乳制品出口国原奶产量增速下降，新西兰、澳大利亚等甚至出现负增长，我们预计中短期国际市场价将触底反弹。(2) 国内：在上一轮周期 (2012-2014 年)，由于国内奶牛遭遇疫病、

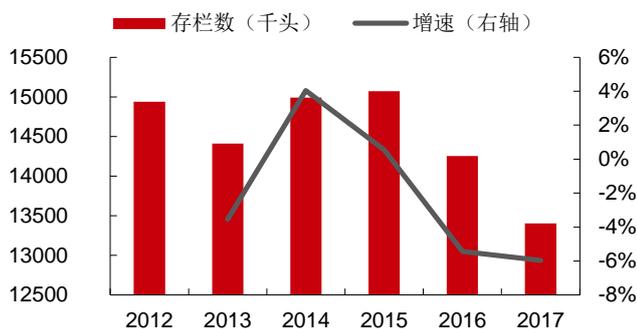
图表 49：主要出口国原奶产量及增速 (千吨)



来源：Wind, 国联证券研究所

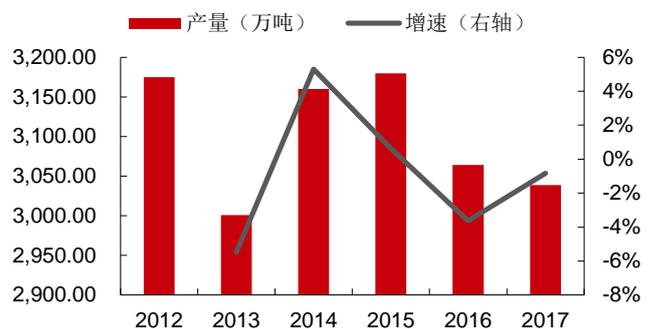
高温、干旱，奶牛存栏量快速下跌，形成奶荒周期，原奶价格快速上涨至历史峰值4.26元/公斤。龙头乳企通过推出高端常温酸奶，转嫁原料奶上涨压力，实现毛利逆势拉升。16年下半年以来，由于受前几年原奶快速供给的影响，导致此轮周期（2015年-至今）价格维持低位。另外豆粕玉米等饲料价格居高不下，小型牧场加速退出、大中型牧场补栏意愿降低，加上2018年国家加大环保督查力度，众多牧场停产或撤离至偏远地区，导致存栏量进一步降低，去产能效果显现，价格在18年四季度有了明显的回升。但本轮成本上涨中，下游整体需求不及上一轮，因此预计直接提价较为困难。乳制品企业的增长重心转向寻求产品结构升级以及产品创新。

图表 50：我国奶牛存栏量自 16 年后下降显著



来源：Wind, 国联证券研究所

图表 51：原奶产量同步降低



来源：Wind, 国联证券研究所

图表 52：生鲜乳 18 年下半年上升明显 (元/公斤)



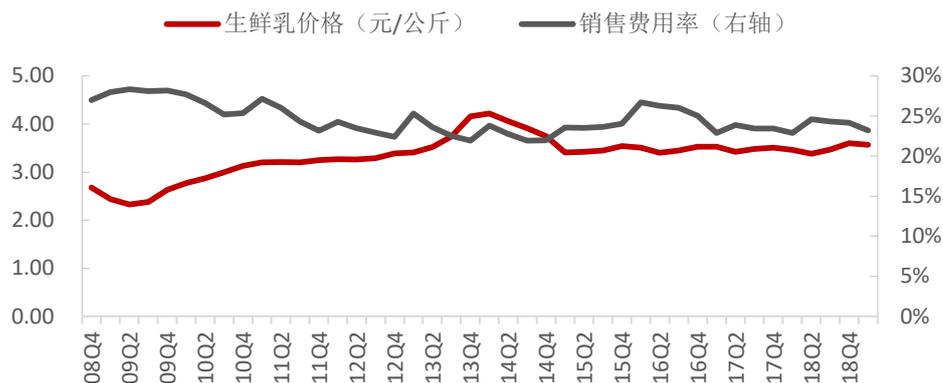
来源：Wind, 国联证券研究所

### 5.3. 原奶价格上涨或减缓竞争趋势

从以往周期原奶价格走势与销售费用变动趋势来看，价格曲线与销售费用率呈现反向关系。在整个行业成本压力突显时，乳制品企业为缓解成本压力确保利润，会主动减少促销活动，降低销售费用。而从过去的两轮涨价周期看，企业销售费用率的降

幅往往大于毛利率的降幅，继而影响净利率。因此总结前两周期，原奶价格的上涨对乳企净利率的影响是正向的。2018年上半年生鲜乳价格位于低位，叠加冬奥会和世界杯体育赛事营销活动的影响，销售费用率从2017H1的23.86%上涨至2018H1的24.58%。而下半年随着生鲜乳价格的上涨，销售费用率逐季下降至24.17%。我们预计19年不会再有大型体育赛事以及原奶成本上抬的压力，乳制品企业的费用压力相对于18H1将有所改善，提高盈利能力。

图表 53: 生鲜乳价格与销售费用率呈反向关系



来源: Wind, 国联证券研究所

## 6. 食综: 精选具备全国性扩张潜力个股

我国休闲食品由于品种纷繁复杂, 根据 Frost & Sullivan 对休闲食品的分类进行分析, 主要将行业分为糖果蜜饯、坚果炒货、休闲卤制品、面包蛋糕糕点等几大类, 其中占比最高的为糖果蜜饯 (35%)、面包糕点 (21%)、膨化食品 (11%)、卤制品 (7%)。近几年随着经济发展和人均可支配收入的提高, 消费者对食品需求由最初的温饱转变为健康营养多元化, 休闲食品受益于整个食品市场的升级, 市场规模由 2012 年的 5145 亿元上涨至 2018 年的 10297 亿元, 年复合增长率为 12.26%, 预计 2020 年行业将达到 12977 亿元的零售规模。行业规模达万亿, 但依旧能维持 12% 左右的中高增速。

图表 54: 万亿行业增速保持 12%



图表 55: 各品类规模 (十亿)



来源：Frost&Sullivan，国联证券研究所

来源：Frost&Sullivan，国联证券研究所

### 6.1. 休闲卤制品成长性突出

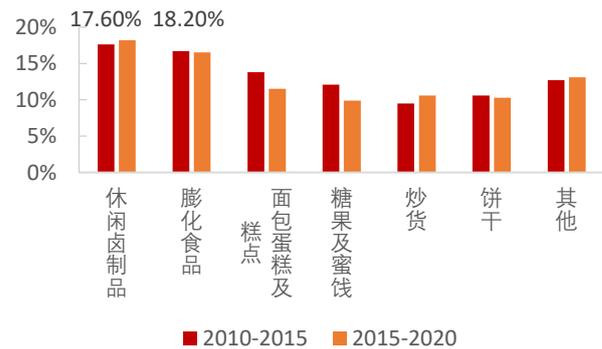
休闲卤制品作为休闲食品中重要的分支，目前虽然市场规模较小（占比 7%），但增速领先于其他子板块，后期潜力较大。2010 年至 2015 年卤制品行业以 CAGR17.56%的增速位列休闲食品之首，市场规模从 2010 年的 232 亿元增长至 2015 年的 521 亿元，预计 15-20 年复合增速将增长至 18.20%。

图表 56：卤制品市场规模（亿元）



来源：Frost&Sullivan，国联证券研究所

图表 57：卤制品增速高于其他品类



来源：Frost&Sullivan，国联证券研究所

从卤制品的品类来看，禽类制品作为卤制品中贡献最大，预计到 2020 年占比为 48.6%；肉制卤品和蔬菜卤品各占 20%左右，豆腐类占比 10%。同时禽类制品作为最大规模的卤制品品类，依旧保持细分品类中的增速冠军，预计 15-20 年复合增速将达到 21.6%，成长最快。

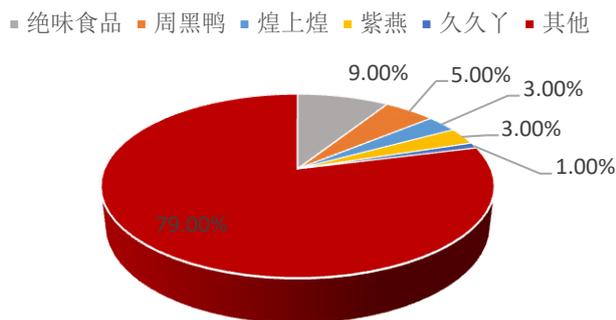
图表 58：休闲卤制品细分品类规模及预测（亿元）

行业	市场规模			复合年均增长率	
	2010	2015	2020	2010-2015	2015-2020
家禽类卤品	88	226	600	20.8%	21.6%
红烧肉卤品	59	124	273	16%	17.1%
蔬菜类卤品	56	112	239	14.9%	16.4%
豆腐卤品等	29	60	123	15.7%	15.4%

来源：Frost & Sullivan，国联证券研究所

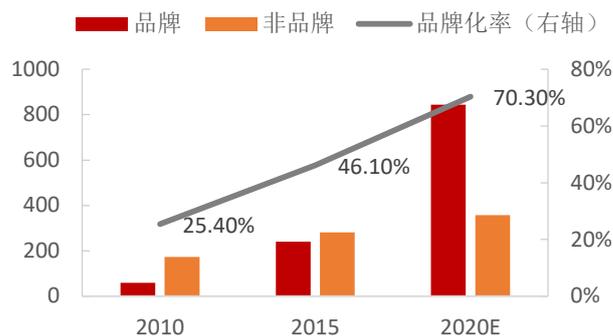
我国卤制品行业存在三种经营模式：作坊式经营、区域性连锁品牌经营以及全国性连锁品牌经营。在行业发展初期由于口味壁垒和消费偏好的局限行业主要以作坊式工厂为主，CR3 仅 17.1%，行业集中度偏低，绝味作为销售规模最大的卤企，市占率不足 10%。我们认为未来随着消费者对品牌意识的提升和对新鲜度要求的提高，连锁品牌将推动卤制品行业不断突破跨区域销售壁垒，取代现存的作坊模式，提升行业集中度。2010 年以来品牌休闲卤制品快速增长，由 10 年的 25.4%的占比提升至 15 年的 46.1%，预计 2015-2020 年，品牌化 CAGR 将保持 28.9%，远高于非品牌 6.3%的增速水平，后者市场将被不断挤压。

图表 59: 休闲卤制品行业集中度低



来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

图表 60: 休闲卤制品品牌化率提升 (亿元)

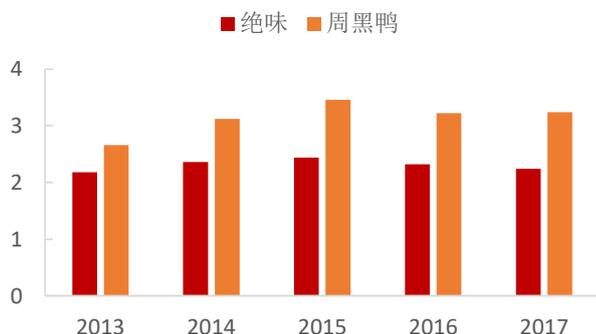


来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

**绝味和周黑鸭毛利率差距缩小。**绝味和周黑鸭,作为卤制品行业的前两大全国性连锁品牌,以不同的经营模式进行快速增长。周黑鸭在直营模式下,随着2013至2016年高端MAP包装的普及后,客单价提升,毛利率水平依靠包装化占比的提升增加至60%左右。经过两年发展,包装红利进入后时代,提价空间较小,毛利率预计暂时没有提升空间。

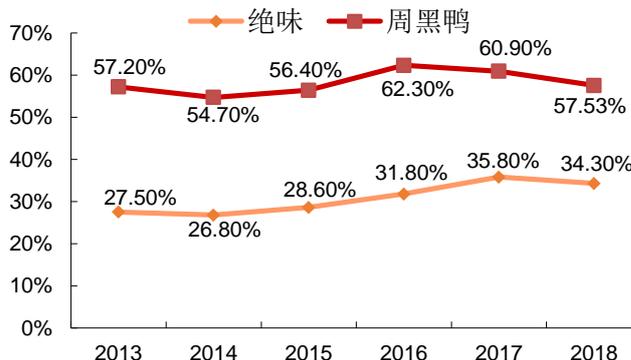
绝味通过加盟模式,以9915家门店数量带来规模优势,17年销量为10.8万吨(同期周黑鸭为3.9万吨)。另外,18年绝味前五大供应商采购金额占比为40.83%,远高于周黑鸭的24.7%,采购量大且集中决定着绝味的上游议价能力更强,其吨成本大幅低于周黑鸭。同时,绝味发行的3万吨仓储中心可转债项目落地后,将进一步提升公司的仓储容量,平滑采购成本波动。随着后期渠道下沉配合新建产能释放,规模效应日趋明显,而当绝味下沉后实现市场份额的提升,提价能力也相应加强,同时进一步提升毛利水平。

图表 61: 绝味吨成本明显低于周黑鸭 (万元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 62: 周黑鸭的毛利率优势缩小

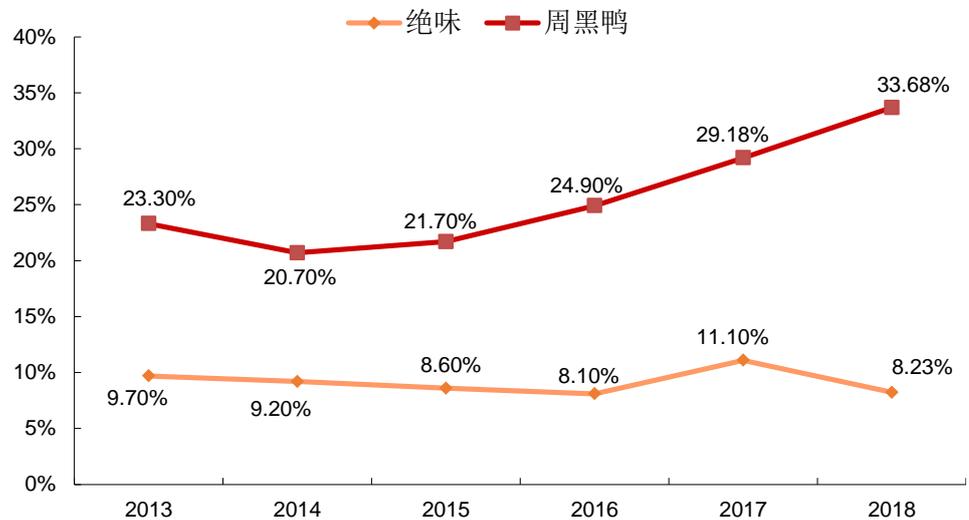


来源: Wind, 国联证券研究所

绝味通过跑马圈地形成规模效应,销售费用率保持在8%-10%之间,17年因公司上市加大了营销投入,其中包括交通类广告的投放、门店装修升级费用以及与饮料等产品进行联合促销等,致使费用率达到11.1%。随着渠道的下沉,低线城市的消费者将建立绝味的品牌意识,而一二线城市的门店升级将加强品牌形象,提升口碑。直营模式下的周黑鸭,销售费用主要包括门店租赁和人工费用(占比超过65%),在近

几年门店的扩张和收入低迷的情况下，费用率上涨明显，从 14 年的 20.7% 逐年递增至 18 年的 33.68%，而绝味将这两部分大额支出转嫁给加盟商销售。

图表 63：绝味、周黑鸭销售费用率对比 (%)



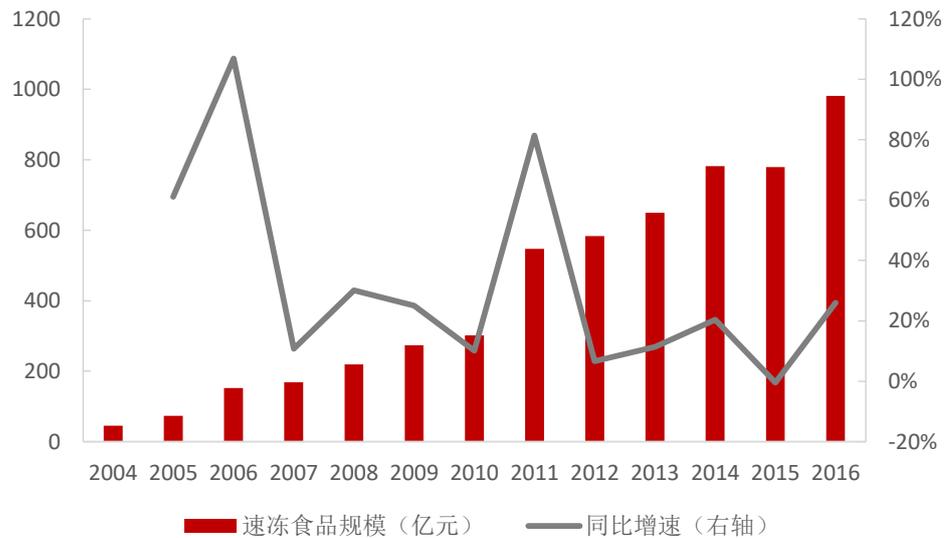
来源：Wind，国联证券研究所

绝味食品：公司作为卤制品行业规模最大的龙头企业，公司预计其线下门店的饱和和数量在 2 万家左右，目前远未到天花板。目前公司门店布局基本成型，数量已达到 9915 家，并以 10%-15% 的增速继续跑马圈地，填补未来潜力巨大的低线空白市场。公司另外通过扩充品类、优化包装、门店升级、成熟地区提价等方式，使单店收入维持 3-5% 左右的增长。可转债落地后，7.93 万吨新建产能不仅缓解了目前产能紧张问题，采购量的增加将进一步增加公司对上游的议价能力，叠加鸭副价格出现下滑，公司毛利水平有望提升。另外，新建的 3 万吨山东仓储中心将进一步提升仓储容量，平滑毛利率波动。在产品供应链系统的完善和产能扩张后的规模效应下，费用率将逐步降低，公司盈利能力加强。我们预计 2019 年营收可达到 49.42 亿元，同比增长 13.14%；净利润同比增长 20.73%，对应估值 24 倍。

## 6.2. 速冻食品依托餐饮渠道快速发展

我国的速冻食品品种主要包括速冻火锅料制品、速冻肉制品和速冻米面制品。在冷链技术的推动下，行业步入快速发展期，2004-2010 年行业 CAGR 为 36.98%；但近几年随着占比较大的米面制品（占比约 600 亿元）进入瓶颈期，行业增速逐渐下滑并稳定在 10% 左右。

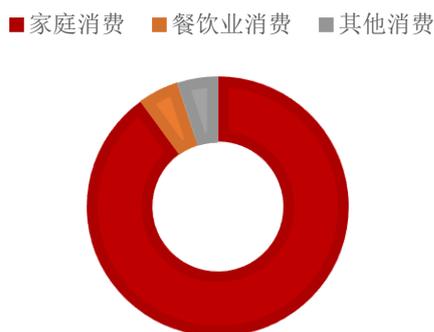
图表 64：2004-2010 速冻食品行业收入快速增长



来源：Wind, 国联证券研究所

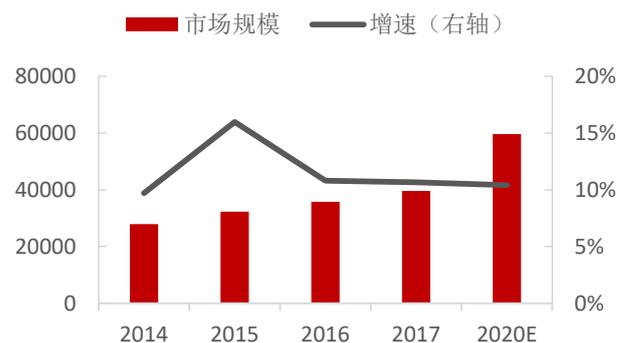
尽管速冻食品行业增速有所放缓，但潜力巨大，具体来看，除汤圆、水饺等传统食品外，近几年新兴的手抓饼、牛排等也带动了速冻行业品类的创新潮。而渠道方面，中国 90%以上集中在家庭消费，餐饮渠道不足 5%；而发达国家餐饮渠道占比大于 60%，与中国饮食类似的日本更是高达 70%，对标发达国家，冷冻速食未来在餐饮渠道提升空间巨大。目前国内餐饮渠道的消费需求逐渐壮大，其中餐饮市场规模以 10.9%的增速不断增长，预计至 2020 年市场规模将接近 6 万亿。

图表 65：中国速冻食品消费占比



来源：Wind, 国联证券研究所

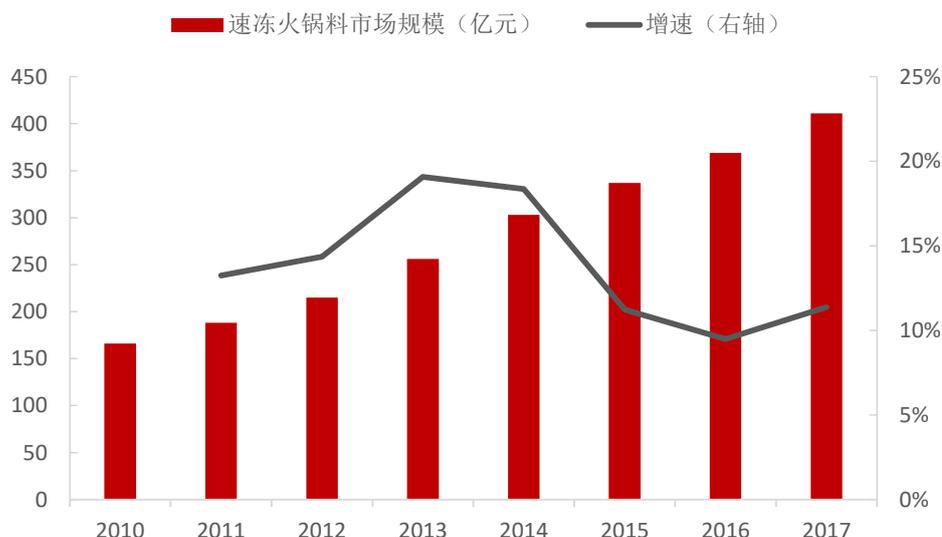
图表 66：我国餐饮市场规模变化 (亿元)



来源：国家统计局, 国联证券研究所

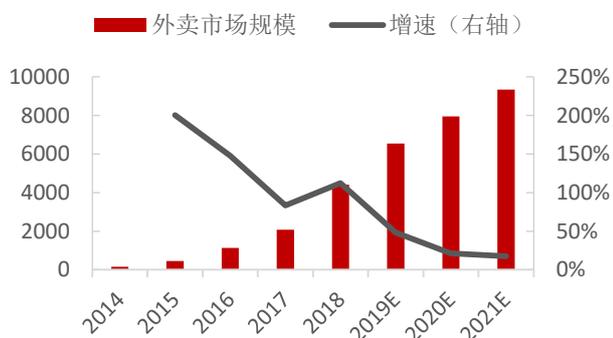
而在餐饮行业中，以火锅为代表的大众化消费需求不断提升，市场份额占比 20%以上，而其中速冻食材占总体火锅料的 1/3，2010-2017 年速冻火锅料制品以 14%的复合增速增长至 411 亿元。另一方面，受益于移动互联网的快速发展，餐饮外卖市场增长迅猛，14-18 年，外卖市场规模以 132.15%的复合增长率达增长至 4415 亿元，预计 2021 年外卖市场规模将达到 9340 亿元。速冻食品依托外卖的快速发展份额得到进一步提升，尤其是关东煮、烧烤、麻辣烫等餐饮形态中广泛使用。

图表 67: 速冻火锅料市场规模变化情况 (亿元)



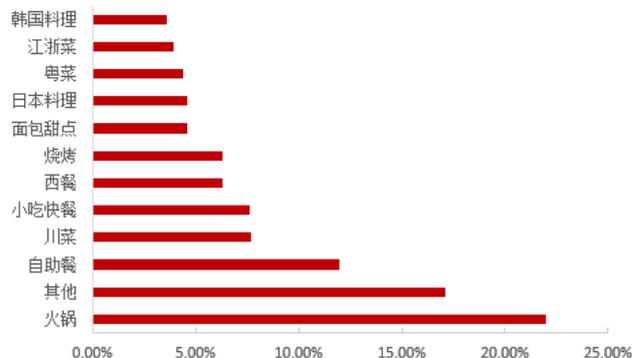
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 68: 外卖市场规模发展迅猛 (亿元)



来源: 互联网餐饮外卖市场年度综合分析 2019, 国联证券研究所

图表 69: 火锅在餐饮市场占比最大



来源: 中国产业信息网, 国联证券研究所

安井食品: 速冻食品目前集中度比较分散, CR5 市占率小于 35%, 安井作为速冻食品行业的龙头, 收入端是海欣和惠发的 2 倍, 净利润是三全、海欣、惠发总和的 1.5 倍, 但整个行业的市占率也仅为 4.6%。公司看好后期餐饮行业的发展, 加大对餐饮渠道的开发力度, 将包括千夜豆腐、蛋饺、天妇罗鱼虾等其他制品类升级为菜肴制品, 18 年实现营收 3.95 亿元。而另外两大类速冻鱼糜制品和速冻肉制品受益于产能扩张分别实现营收 15.67 亿元和 11.95 亿元, 同比增长 21.29%和 20.71%。米面制品在无锡基地产能释放的前提下叠加餐饮类高端产品较多, 实现营收 10.98 亿元, 同比增长 18.64%。在新的产品结构调整下, 公司形成了火锅料制品(占比 64.85%)、米面制品(占比 25.79%)和菜肴制品(9.28%)三足鼎立的产品布局。公司销地产模式以及全国产能布局为其市场开拓提供了保障, 目前安井在厦门、泰州、无锡、辽宁、四川和华中分别设有生产基地, 预计 19 年四川工厂投产 2 万吨产能, 泰州二期和辽宁通过新增设备和技术改造等方式将进一步提升约 7 万吨左右的产能, 总产能将

超过 40 万吨。规模效应下的成本优势和覆盖全国营销网络构成了公司的核心竞争力，龙头份额进一步提升。

## 7. 投资策略

白酒行业需求持续向好，消费主力从政务消费转变为民间消费后，在经济持续发展的背景下消费者对喝好酒的诉求不断提升，目前以茅台为代表的高端白酒批价持续上行从侧面反应出了需求的旺盛。茅台的批价居高不下，除了其金融属性凸显并且经销商惜售情绪影响外，另一方面居民消费水平不断提升，供需矛盾紧张，茅台的价格具有支撑。在茅台价格居高不下的背景下，五粮液和泸州老窖通过渠道营销改革、控货提价的方式进入千元以上价格带区间。在高端白酒抢占千元价格带的同时，次高端白酒也顺势加强品牌提升和产品升级，尤其是全国性次高端酒企加快省外扩张步伐，局面竞争加剧。次高端以高营销费用进行品牌打造和终端门店建设的趋势短期内不会改变，未来的成长空间来源于核心产品销售占比的提升和提价，即产品组合的提升。区域性白酒在此轮白酒行业成长周期中处于分化的局面，其中优质的本地酒企拥有较好的本地市场消费者基础和市占率，受益于消费升级下价格带的提升和市占率的提高。我们推荐高端白酒标的：**贵州茅台（600519.SH）**；区域性酒企推荐：**今世缘（603369.SH）**。

大众食品层面，调味品依靠餐饮业的蓬勃发展进行市场扩容，格局稳中有升，同时在复合调味料高速成长的背景下，具有竞争力的品类可以带来成长红利。啤酒行业的竞争格局趋于稳定且在缓慢集中，原先的低价高投入的政策无法再获得持续的市场份额，价格战的边际效用减小。在总量难以驱动的背景下，未来规模增长主要来自吨酒价格的提升，产品结构化高端是破局之路。乳制品行业主要受益于低线城市需求提升，同时在成本压力下，行业竞争趋缓。休闲食品细分品类成长性突出，挖掘全国性扩张潜力品种。我们推荐**中炬高新（600872.SH）**、**伊利股份（600887.SH）**、**安井食品（603345.SH）**。

## 8. 风险提示

食品安全问题、增速不及预期、宏观经济下滑。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210