

## 食品饮料行业

行业研究/投资策略报告

# 可选景气周期趋势不改，必选费用扩张策略对冲

## ——食品饮料行业 2019 年下半年策略报告

投资策略报告/食品饮料行业

2019 年 7 月 1 日

### 报告摘要：

#### ● 白酒：景气趋势不变，估值切换时间换空间

高端：茅台景气周期未见改变趋势，下半年仍处卖方市场，但预计量增价稳，五泸价格上行将受到阶段性压制，因此预计19H2价将优先于量，但对于量并不悲观。次高端：受益于高端景气持续，规模将持续扩容，但增长降档、品牌分化加大应是大概率事件。大众酒：行业整体竞争加剧，突出重围需品牌、渠道、治理结构三要素紧密结合、缺一不可。上半年估值端盈利端双重修复的戴维斯双击推动板块领跑市场，目前看估值修复已进入尾声，我们认为下半年白酒板块将逐渐进入估值切换、时间换空间的慢牛行情。

#### ● 乳制品：成本小幅上行但压力可控，总体竞争仍处高位

全年来看，预计成本端面临一定上行压力但总体压力可控，预计龙头企业依托于结构提升，毛利率将同比小幅改善，但受累于货折，预计上行幅度空间有限。行业整体竞争态势仍处于高位，伊利19Q1销售费用率同比仍然走高，但CTR跟踪来看空中费用投放已有所收窄，预计地面促销力度加大是主因。在2020年两强千亿收入导向的大背景下，很难预期行业竞争会快速降温，但收入持续双位数增长中短期仍然可期。我们判断19年行业整体竞争态势有望较18年微幅降温，费用率预计整体保持稳定态势。18Q2费用超高基数下，伊利19Q2费用率同比大概率下降，业绩弹性短期有望凸显。

#### ● 啤酒：收入下半年有望企稳回升，五因子共振盈利能力持续修复

19年1-5月中国规模以上啤酒企业累计产量1509万千升，同比-0.2%。我们认为二季度行业产量下滑主要来自于：(1) Q1产销两旺，部分厂商对后市乐观导致生产略提前；(2) Q2以来全国多雨，销量受小幅影响，加之Q1库存相对较高，渠道以消化库存为主；(3) 夜场消费短期受到打压。同时考虑到去年6月男足世界杯较高基数，Q2行业产销情况差于Q1是大概率事件。伴随后期雨季结束及夜场消费边际恢复，我们对于下半年产销预期乐观，不改对全年行业产销量正增长的整体判断。同时，产品结构升级+成本压力缓解+产能优化推进+竞争边际放缓+增值税率下调的五因子共同作用下，我们认为19年啤酒板块整体盈利能力将继续改善。

#### ● 调味品：发展空间确定，行业分化加速演变

尽管宏观经济面临降速风险，但调味品行业作为刚需属性最强的必选消费品板块，其滞后性仍能保行业受影响相对较小以及影响有滞后性。在我们的四因素（经济、库存、费用、提价）逻辑框架下，尽管龙头企业面临四因素三下一上的局面，但费用策略仍具备一定的对冲空间，在成本端压力可控、结构持续提升的行业大背景下，预计19H2开始以海天为代表的龙头企业有望进一步加强费用投放，以费用维持15%一线增长。这一竞争策略将大概率推动行业分化演变加剧，市场集中度提升加速，龙头话语权进一步提升，也将有利于板块估值溢价的持续。

#### ● 其他食品&饮料：两大逻辑优选个股

其他板块个股方面，我们从（1）低估值、（2）下半年业绩增长确定或业绩环比改善明显等逻辑出发，优选个股。

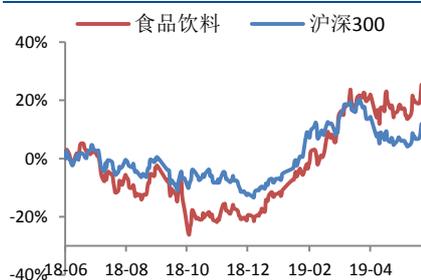
#### ● 风险提示

经济增速大幅下滑；行业竞争加剧；食品安全问题等。

### 推荐

维持评级

#### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

#### 研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

#### 研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

#### 研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

#### 相关研究

## 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 6月28日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600519	贵州茅台	984.00	28.02	33.03	39.48	35	30	25	推荐
000858	五粮液	117.95	3.47	4.38	5.2	34	27	23	推荐
000568	泸州老窖	80.83	2.38	2.98	3.57	34	27	23	推荐
600809	山西汾酒	69.05	1.69	2.2	2.8	41	31	25	推荐
603369	今世缘*	27.89	0.92	1.15	1.38	30	24	20	暂无评级
000596	古井贡酒*	118.51	3.37	4.37	5.46	35	27	22	暂无评级
000860	顺鑫农业	46.65	1.30	1.79	2.24	36	26	21	推荐
600887	伊利股份	33.41	1.06	1.15	1.29	32	29	26	推荐
600597	光明乳业	10.75	0.28	0.39	0.46	38	28	23	推荐
600419	天润乳业	15.56	0.55	0.63	0.75	28	25	21	推荐
600600	青岛啤酒	49.93	1.05	1.29	1.56	48	39	32	推荐
600132	重庆啤酒	47.16	0.83	1.02	1.20	57	46	39	推荐
000729	燕京啤酒	6.64	0.06	0.09	0.12	111	74	55	推荐
002461	珠江啤酒	6.35	0.17	0.18	0.20	37	35	32	推荐
603288	海天味业	105.00	1.62	1.94	2.25	65	54	47	推荐
600872	中炬高新	42.83	0.76	0.91	1.11	56	47	39	推荐
600305	恒顺醋业	18.42	0.39	0.45	0.52	47	41	35	推荐
603317	天味食品*	41.95	0.72	0.73	0.91	58	57	46	暂无评级
002557	洽洽食品	25.25	0.85	1.02	1.14	30	25	22	推荐
603866	桃李面包	41.65	1.36	1.16	1.42	31	36	29	推荐
603345	安井食品	51.40	1.25	1.55	1.92	41	33	27	推荐
603517	绝味食品	38.91	1.11	1.31	1.52	35	30	26	推荐
603711	香飘飘	33.97	0.79	0.86	1.13	43	40	30	推荐

资料来源: Wind、民生证券研究院, 标星估值来自 Wind 一致预期。

## 目录

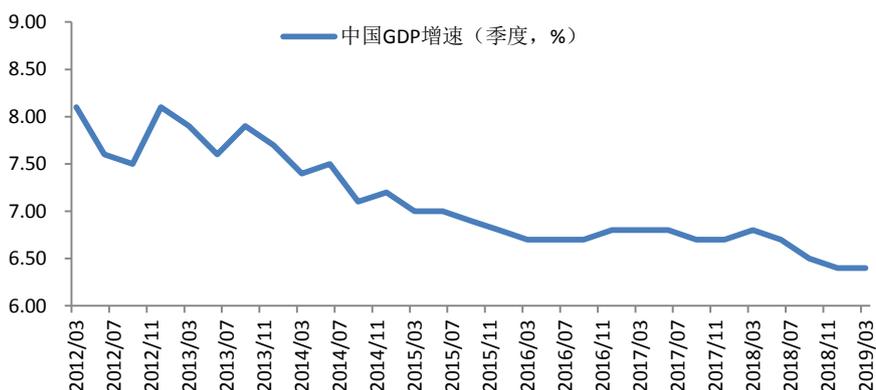
<b>一、白酒：19H2 茅台大概率量升价跌，行业逻辑未见改变</b>	<b>4</b>
(一) 宏观经济下行对行业有所影响，基建重启有望利好需求端	4
(二) 茅台批价下半年或小幅跌，行业趋势不会发生根本性变化	5
(三) 次高端：降档增长、分化加剧，主流价格带预计短期稳定	9
(四) 大众酒：分化加剧更为明显，看好古井贡酒、顺鑫农业	12
(五) 重点覆盖公司	13
<b>二、乳制品：竞争总体仍处高位但预计环比小幅走弱，成本上行但压力不大</b>	<b>16</b>
(一) 经营回顾：业绩增速小幅回升，费用率控制承压	16
(二) 需求端：低线城市及农村是未来主要增长方向	17
(三) 供给端：产量整体平稳，销量较为低迷，巴氏奶、酸奶渗透加强	19
(四) 两强格局稳固，常温大单品与低温酸奶是竞争热点	21
(五) 成本端：成本上行压力逐步显现	26
(六) 重点覆盖公司	27
<b>三、啤酒：收入下半年有望企稳回升，五因子共振盈利能力持续修复</b>	<b>29</b>
(一) 收入端：量稳价升，预计 19 年行业整体收入稳步增长	29
(二) 利润端：五因子共振，19 年行业盈利能力将持续改善	33
(三) 重点覆盖公司	38
<b>四、调味品：发展空间确定，行业分化加速演变</b>	<b>40</b>
(一) 传统品种量价空间确定，长期看新品种大有可为	40
(二) 四周期因子三下一上，马太效应下市场份额加速向头部聚集	46
(三) 重点覆盖公司	50
<b>五、其他食品&amp;饮料</b>	<b>52</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>54</b>
<b>插图目录</b>	<b>55</b>
<b>表格目录</b>	<b>57</b>

## 一、白酒：19H2 茅台大概率量升价跌，行业逻辑未见改变

### （一）宏观经济下行对行业有所影响，基建重启有望利好需求端

自 2018 年二季度左右开始，国内宏观经济承压、增速将进入下行通道开始成为市场一致预期。如按预期所发展，经济阶段性下行将不可避免对白酒行业需求端产生一定影响，或将在一定程度上降低商务需求、减缓行业产品结构升级速度。

图 1：国内 GDP 季度增速进入下行通道（2012-2019）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：澳门赌场收入增长 18 年开始逐渐走低



资料来源：Wind，民生证券研究院

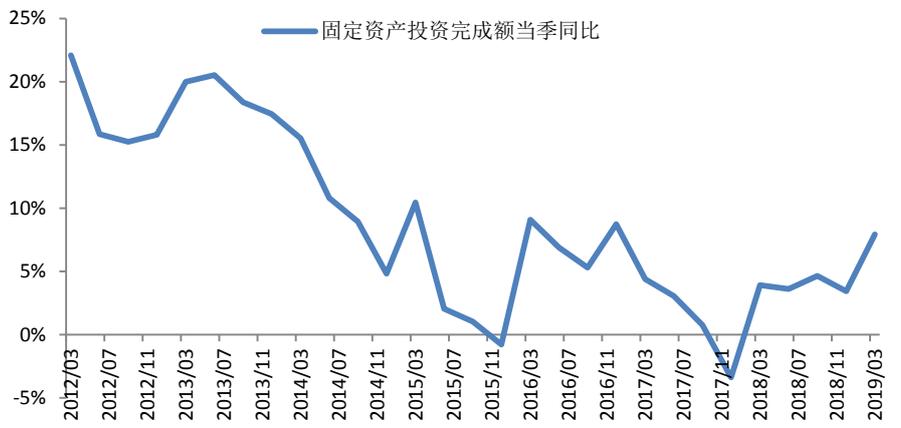
图 3：国际航线客运量年初以来开始走低



资料来源：Wind，民生证券研究院

**基建政策有望拉动白酒需求出现复苏。**近期据新华社报道，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，以加大逆周期调节力度。其中“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”突破了此前专项债使用范围限制，允许将专项债券作为重大项目资本金有望提振基建投资约 7% 剔除 2019 年以来已经发行的新增收费公路、轨交专项债 332 亿元，假设 2019 年专项债发行目标中，投向收费公路、轨交的比例与 2018 年相同，且专项债中 3%-5% 投入新增铁路项目。根据民生证券策略研究团队预计，如按照目前最低资本金比例 20% 计算，专项债用作资本金可以撬动基建投资 1839-2269 亿元，占 2018 年基建（不含电力）投资的 6.3%-7.8%。**基建投资和白酒行业需求存在一定的正相关关系，政策对冲经济下行预期推动基建投资提速有望给予白酒行业一定的增量需求。**

图 4：基建投资未来有望成为对冲宏观经济下行预期的有效手段

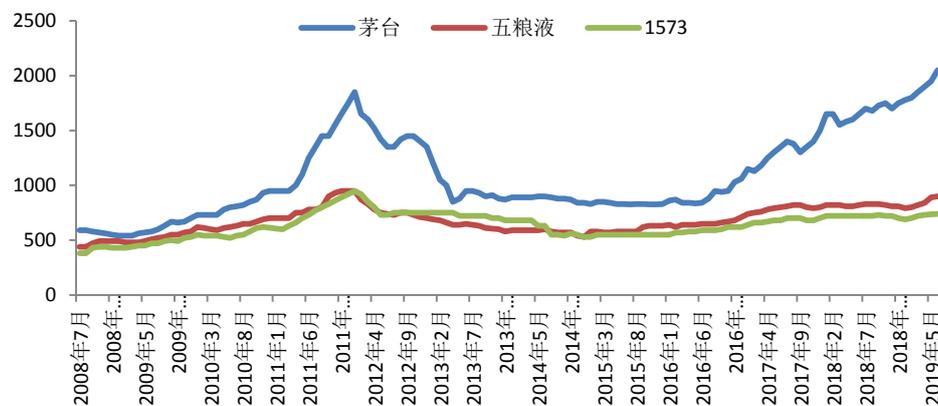


资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）茅台批价下半年或下跌，行业趋势不会发生根本性变化

19H1，尽管国内宏观经济面临较大的下行压力，但白酒行业最明显的特征仍是各家名酒企业持续提价、挺价，主要原因仍是茅台批价一路走高所致，这一现象再次凸显了茅台是整个白酒行业“行情之锚”的行业现状。

图 5：2008-2019 一线白酒批价走势图



资料来源：民生证券研究院整理

### 1、19H1 茅台批价快速上涨主要来自于供给端问题

茅台年初以来一批价的持续上涨超预期来自于去年反腐后公司渠道巨变导致的市场供货不足。茅台的渠道主要有以下四个：

**经销商渠道减少近 500 家经销商及 3500 吨配额：**按照 19 年计划，经销商配额 1.7 万吨，占全年 3.1 万吨计划配额的约 55%。但是，按照公开信息披露，2018 年公司年内减少茅台酒经销商 437 家；2019 年第一季度公司减少茅台酒经销商 39 家，近五个季度以来累计减少茅台酒经销商 476 家，清理经销商配额 3500 吨。因此，我们认为，经销渠道供给的实际减少是茅台在流通市场上出现失衡的一个核心因素。

**自营店渠道配额略有增加但预计未得到有效释放：**目前公司官方披露自营店仅为 33 家，主要布局在一线城市或省会城市，数量少、服务能力显著不足。根据茅台 2018 年股东大会透露，2018 自营店销量仅为 500 吨，2019 年计划为 1600 吨，增加量为 1100 吨。一方面自营店配额总体体量仍然不大；另一方面，从调研情况来看，由于上半年茅台对自营店加大了巡查力度，自营店配额增量在 19H1 并未得到有效释放。

**电商渠道受反腐影响显著：**受反腐影响，电商渠道放货量预计同比有显著减少。e 茅台和茅台云商今年放货量大减，三方电商也未见明显放量，预计整体电商渠道口径放货量同比看有显著减少。茅台电商渠道今年上半年处于整合阶段，股份销售公司旗下的电商平台——仁怀国酒电子商务有限公司于年初注销，预计主要业务将转移至集团电商平台——贵州茅台集团电子商务股份有限公司。

**茅台集团营销公司（新）：**今年 5 月，茅台集团营销公司正式挂牌成立，但目前尚未正式展开实际运营业务。根据公开信息显示，茅台集团营销公司将主要以供给团购、商超等终端客户，与茅台原有营销体制互为补充，着力完善直销渠道、加大直销力度，确保茅台酒市场价格稳定。目前，股份公司仍未答复上交所问询函，因此集团营销公司配额及出厂结算价格仍未有明晰细节。我们预计集团营销公司配额最快也将于下半年进行释放。

总结上述可见，19H1 上半年茅台渠道载体支撑出现一定的短期问题，供给不足造成流通市场上茅台批价显著上涨，飞天一批价从春节前 1750 元左右一路飙涨至 6 月中旬最高的 2100-2150 元，半年时间上涨 350-400 元，涨幅显著超 16-18 年同期水平。

## 2、茅台批价的快速上涨为五粮液的顺利挺价提供宽松环境

茅台批价的上涨也助力了五粮液挺价目标的顺利实施，这一助力并不仅仅在于将价格天花板打开，而是通过两个主要步骤：

**(1) 年初春节旺季茅台供给不足推动五粮液较快实现了渠道去库存。**春节旺季备货期间，茅台供给显著不足，同比看基本无增长，造成市场部分高端白酒需求转向五粮液。草根调研显示，今年春节期间五粮液多地有双位数增长，推动七代五粮液较好地实现了渠道库存去化。今年七代普五配额仅有 8400 吨，占全年 15000 吨普五配额的 56%，一季度已大部分发至渠道，因此七代去化较好为二季度淡季的挺价提供了良好的渠道基础。

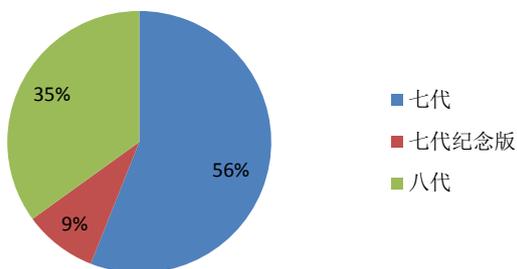
**(2) 七代纪念版和八代普五拉高经销商成本预期。**根据成都春季糖酒会五粮液经销商大会显示，公司 2019 年经典五粮液运营主要分三步走：

1、第七代经典五粮液（占全年配额 56%、8400 吨）：低库存下，七代五粮液的主要任务是拉动价格上行，然后 6 月份下线。

2、第七代经典五粮液收藏版（2019 年 3 月限量发售，占全年配额 9%、1350 吨）：配额少、限量，凸显收藏价值，同时进一步提升出厂价（859 元）。

3、第八代经典五粮液（2019 年 6 月上市，占全年普五配额 35%、5250 吨）：进一步提价至 889 元，实施控盘分利、数字化赋能。

图 6：2019 年 1.5 万吨普五配额分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

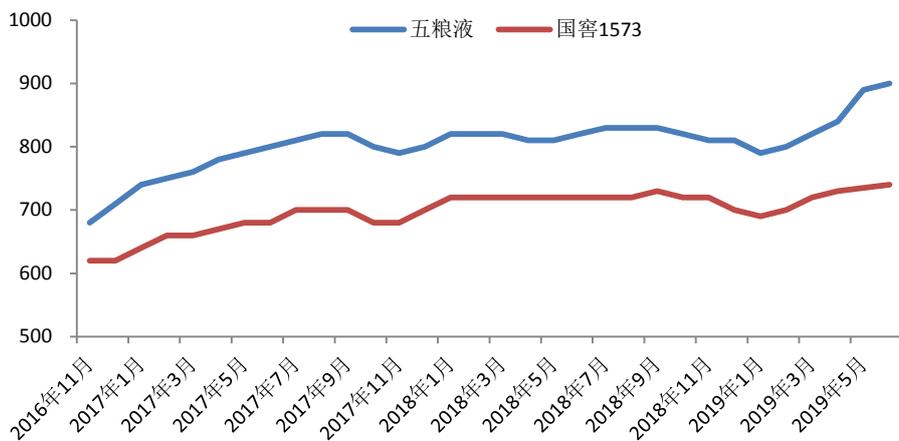
因此，在七代低库存的有利形势下，七代纪念版（出厂价 859 元）和八代（出厂价 889 元）拉高经销商进货成本，必然会加强经销商挺价的信心和决心。因此，二季度传统行业淡季内，五粮液批价挺价既无销量压力、也无库存压力，叠加茅台批价持续创新高的有利形势，所以今年二季度是五粮液自 2016 年本轮白酒复苏周期以来批价上升最快的一段时间，3 个月左右时间批价上涨约 100 元，并逐渐拉开了和国窖 1573 的价差。

图 7：第八代五粮液于今年 6 月正式上市



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 8：今年年初以来是五粮液在本轮白酒复苏周期中提价最快的时期



资料来源：民生证券研究院整理

因此，总结来说，19H1 五粮液迎来酒复苏周期以来的最快价格复苏期，可以说 19H1 是五粮液自 16 年本轮白酒复苏周期以来基本面最为顺畅的一段时期。这一结果的出现，一方面有茅台批价快速上涨的客观背景因素，也有五粮液自身精准预判形式、实现产品迭代提价以及实施渠道精细化操作等一系列主观因素的贡献。

### 3、19H2 茅台主要特征预判：放量压价，批价有望触顶小跌

19H1 茅台实际发货量为 1.4 万吨，同比看基本持平或微增。根据公司最近披露，公司上半年要完成 1.4 万吨茅台的发货量，6 月中下旬 20 天左右尚有 2000 吨为释放，预计这部分货将通过经销商、电商以及自营店渠道实现释放。从同比角度看，1.4 万吨同比几乎无增长或仅有微幅增长（从报表端看，18H1 预计茅台确认了 1.4 万吨发货量）。

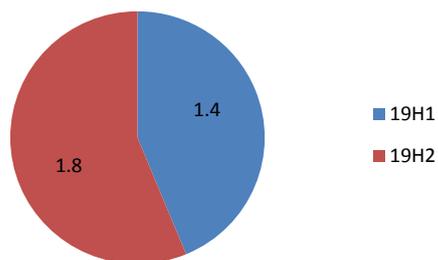
**19H2 茅台预计发货量为 1.8 万吨，三季度发货量有望超一万吨。**年初公司制定茅台计划发货量为 3.1 万吨，因此 19H2 可执行的计划量尚有 1.7 万吨。不过据公司口径，下半年实际计划量有 1.8 万吨，全年 3.2 万吨配额量也符合市场预期（实际发货量一般高于年初计划发货量）。考虑到三季度中秋国庆需求旺盛，因此在剩余的 1.8 万吨计划量中预计至少将有 1 万吨左右将释放在三季度，叠加考虑集团营销公司大概率将于三季度开始开展业务，因此三季度实际发货量有望超一万吨。

**茅台批价已触及历史高位，三季度放量有助于批价触顶小跌，但大跌的概率较小。**根据最新跟踪，一线城市茅台批价于 6 月中旬最高已上碰 2100-2150 元，相较于上一轮白酒景气周期中出现于 11 年底 12 年初的 2100-2200 元高点已基本接近。19H1 的 1.4 万吨茅台酒发货量同比看基本持平，但批价持续上涨，半年内快速上涨 350-400 元，说明市场需求持续增长，茅台供需矛盾仍然较为突出，因此尽管预计三季度茅台即将放量，但是考虑到增量仍不会体现在经销商渠道，而主要体现在集团营销公司及自营店、电商渠道，因此茅台的价格双轨体系仍然不会受到显著冲击。作为体现茅台二级市场流通价格的经销商一批价受到的冲击是情绪端大于供给端，因此我们认为茅台批价三季度大跌概率较小，1800-1900 元左右或是我们今年下半年可见到的最低位置。

**批价小幅调整不会影响茅台的需求趋势。**今年下半年茅台批价小幅下挫是大概率事件，因此市场担忧批价下行会影响茅台未来需求趋势，因为茅台具备金融属性，其类“吉芬品”特征是需求和价格同向共振。不过我们认为，由于批价不存在大幅下挫可能，茅台价格双轨体系仍然客观存在，因此茅台流通市场利差仍然巨大（预计一批商毛利仍然至少有 800 元或以上利润），因此渠道推力不会发生趋势性改变。同时，茅台金融属性也未发生根本性变化，囤货需求也仍将存在。

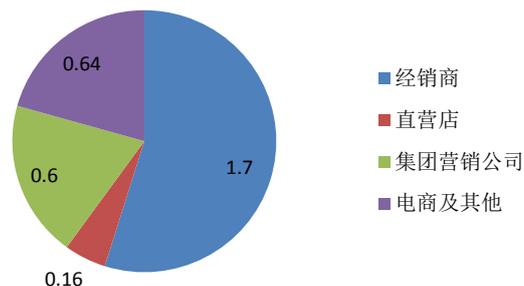
**发货渠道结构变化利于批价稳定可控。**今年茅台发货渠道结构的重大变化，我们认为也在一定程度上改变资本方囤货的来源途径（部分来源或将由经销商渠道转至直销渠道），在一定程度上为经销商流通渠道供需矛盾减压，利于批价的稳定可控。因此，短期来看，虽然集团营销公司的成立有集团与上市公司争利之嫌，但从长远来看，对批价的稳定预计将起到一定的正向作用。

图 9：19 年上下半年茅台配额分布



资料来源：民生证券研究院整理

图 10：19 年茅台不同渠道配额分布



资料来源：民生证券研究院整理

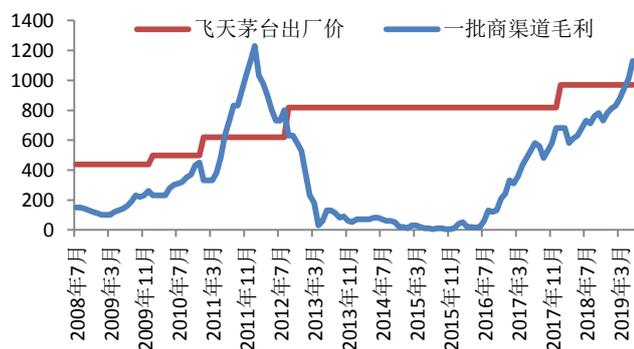
#### 4、行业趋势短期不会发生根本性变化，周期性弱化将是行业新特征

对茅台趋势的判定即是对于行业趋势的判定——预计行业趋势短期不会发生大的变化，行业周期性略有弱化、周期在一定程度上被熨平是本轮白酒周期的新特征之一。

基于以上分析，我们认为，尽管下半年国内宏观经济面临的不确定性风险加大以及茅台批价大概率出现阶段性的小幅下行，但是茅台的供需缺口仍然持续存在，短期供给关系不会发生逆转。基于茅台仍然是整个白酒行业尤其是中高端白酒行业趋势的“锚”，因此行业尽管面临增速下行的客观不利环境，但至少高端白酒的趋势性不会发生大的逆转。

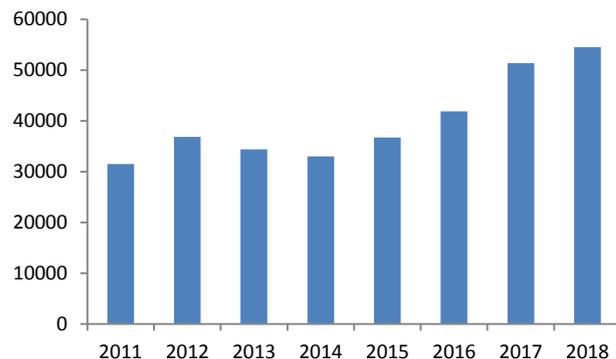
考虑到上一轮白酒周期的结束来自于“三公需求”的一次性退出，而本轮周期目前看来，政商需求已逐渐回归一个相对正常、稳定的比例。尽管茅台批价持续高位会挤出部分真实需求，但茅台金融属性带来的社会囤货需求是最大的边际变量，因此如我们分析茅台需求趋势不会发生逆转的假设成立，则批价的小幅下跌则更有利于囤货需求在中短期内不会呈现出清迹象。这对于整个行业的周期性走势都是好消息，正是因为经历过上一轮周期后白酒需求端被政策进一步正规化，因此本轮周期性略有弱化、上行周期时间加长、周期在一定程度上被熨平应是本轮白酒周期的新特征之一。

图 11：飞天出厂价及一批商渠道毛利



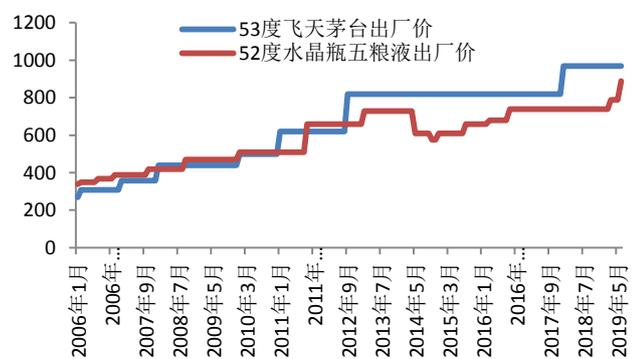
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：茅五泸高端产品总量已显著高于上一轮牛市顶点



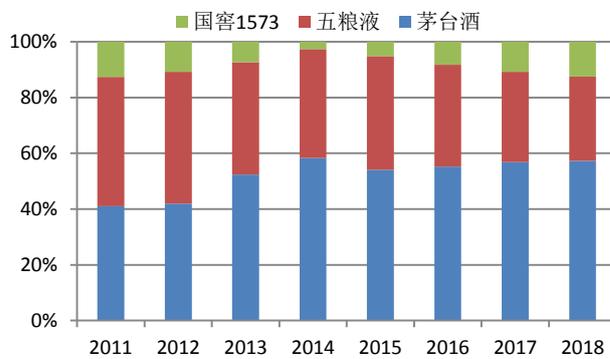
资料来源：民生证券研究院整理

图 13：08 年之后茅台逐渐成为提价主导方（元/瓶）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：高端白酒茅台份额整体走高



资料来源：民生证券研究院整理

### （三）次高端：降档增长、分化加剧，主流价格带预计短期稳定

## 1、次高端价格带伴随高端复苏快速恢复，受益价格带提拉扩容但同时也受到名酒系列酒挤压

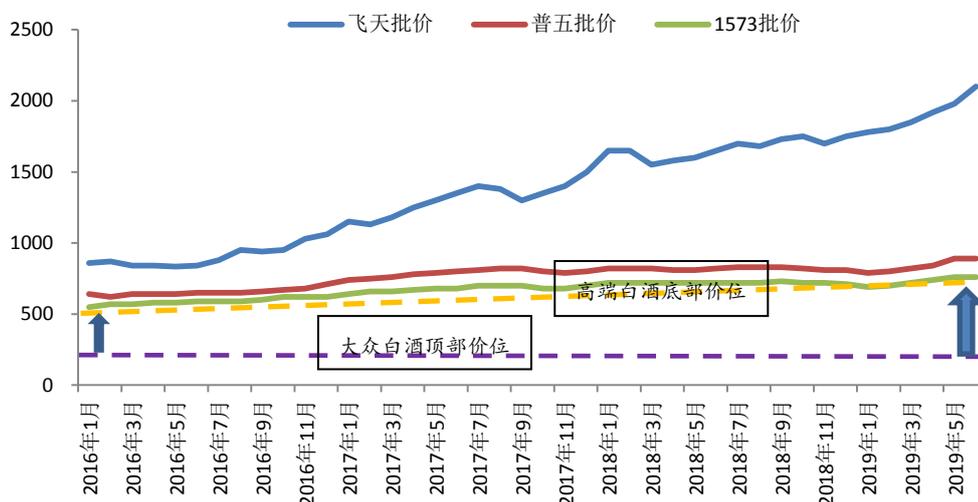
次高端发展情况同一线高端名酒批价呈高度相关性的逻辑已无需赘述，总结2009-2012年上一轮次高端白酒快速发展的主要原因是：

(1) 2008年金融危机后国内宏观经济快速恢复增长及货币政策宽松致基建、房地产市场繁荣使得次高端随一线白酒一同受益于需求端的快速增长。

(2) 三公消费及其连带的部分商务消费推动。

(3) 高端白酒批价持续上行打开次高端价格天花板，厂商及渠道利润快速改善，生产及渠道端推力快速增加，需求在一定时期内被快速培育放大。

图 15：大众白酒顶部和高端白酒底部间隙空间显著扩大

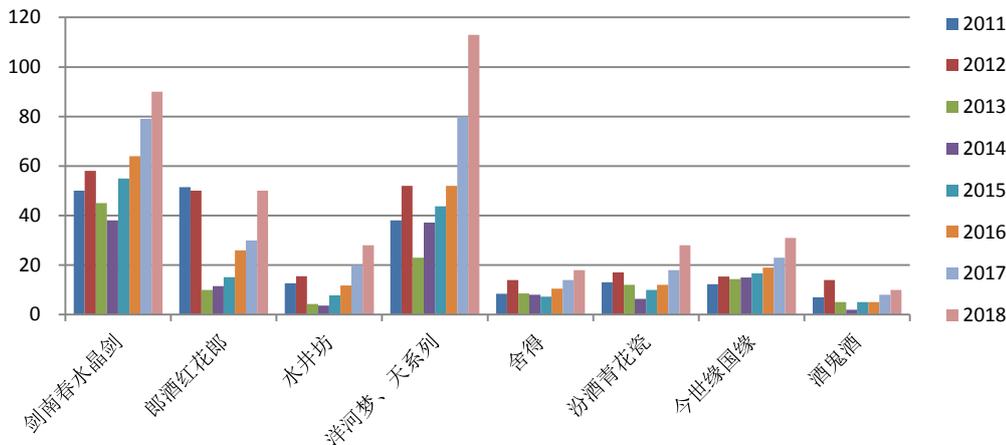


资料来源：民生证券研究院整理

但是，本轮白酒周期和上一轮最大的不同是，本轮驱动因素中，三公消费以及连带的部分商务消费并非核心驱动要素之一，力度预计显著弱于上一轮周期。但是经济增长、居民可支配收入提升带来的需求扩容、高端白酒批价上行带来的行业推力以及房地产市场高度繁荣（货币化棚改）对整个次高端的推力更大。

数据显示，本轮白酒周期内次高端白酒规模已于2017年超越上一轮周期中次高端规模最高点，有相当一部分主流次高端品牌如洋河、剑南春、汾酒、水井坊等，甚至包括茅台系列酒，均在白酒复苏周期开启的第二年——2017年，即取得比上一轮周期高点更好的收入成绩单。

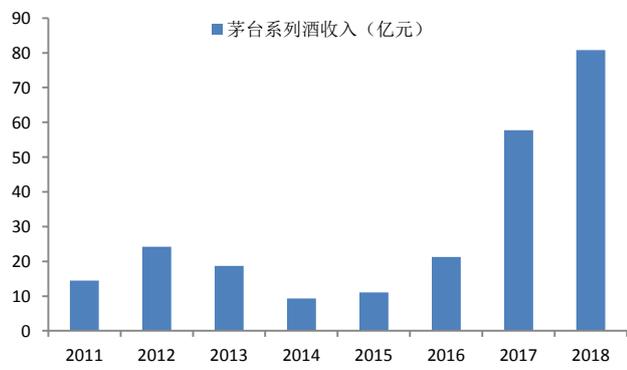
图 16：大部分次高端品牌规模均大幅超越 2012 年



资料来源：民生证券研究院整理

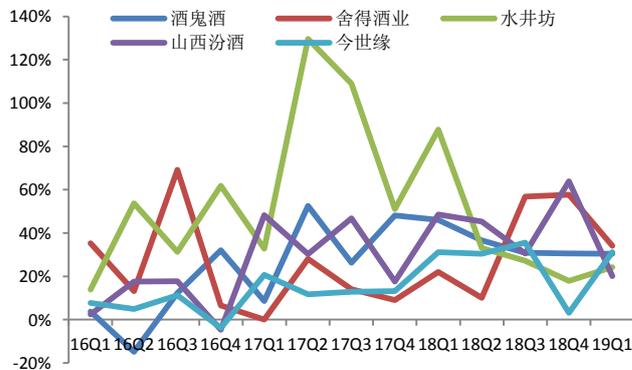
前文我们已经分析，一线白酒景气趋势仍在，因此我们判断次高端白酒规模持续扩容应是大概率事件。不过，预计行业竞争将进一步加剧，除宏观经济疲软因素之外，一线名酒系列酒通过品牌优势、通过单独招商实现向下错位竞争的压力加剧，叠加 16-18 年各次高端酒企跑马圈地式扩张带来的收入基数提升，预计后续次高端白酒市场增长降档将是大概率事件。

图 17：茅台系列酒收入规模（2011-2018）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：次高端白酒单季度收入增速（2016Q1-2019Q1）



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2、预计 300-400 元仍是次高端核心消费区间，马太效应及强分化有望加剧

我们和市场主流的次高端价格带将持续升级观点所不同的是，我们认为未来 2-3 年，次高端厂商核心耕耘的价格带，仍将是 300-400 元价格带。主要原因是：

(1) 本轮周期中，一线白酒价格底部区域显著低于上一轮，五粮液及国窖 1573 高度产品价格终端实际成交价目前维持在 800-900 元，在这一情况下，500-600 元价格带距离一线白酒底部价格带太近。有能力选择这一价位带的消费者，消费区域被限制明显，大多是在部分地方强势品牌的强势区域，消费区域外扩能力不大；而在品牌选择方面，部分需求可上移至一线品牌高度及非标产品，部分需求可平移至一线品牌低度产品，消费需求被分流的口径大幅增加。

(2) 全国性标杆产品终端成交价多维持在 400 元附近，形成次高端内小型天花板。次高端名酒中，全国性标杆产品并不多，剑南春 52 度（水晶剑）、红花郎 10 年算得上全国性产品，其终端实际成交价均在 350-400 元左右。在品牌力难以有效突破全国性品牌的情况下，我们可以看到，部分次高端品牌选择“降维突破”，形成良好的效果，如水井坊“臻酿八号”系列、汾酒青花 20 年、泸州老窖老字号特曲、沱牌曲酒 30 周年纪念版，均瞄准 300-400 元价格带。我们认为，执行“降维突破”战略的公司取得的良好效果，会形成较强的示范效应。因此，尽管次高端品牌仍然不会放弃继续推出更高端产品及提价的计划，但在营销资源匹配上，预计仍会将重心放在 300-400 元价格带。

因此，我们认为，在一线白酒价格带底部以及次高端全国性产品价格天花板仍未显著上移的大背景下，中短期内次高端主流核心价格带仍将维持在 300-400 元。不过，考虑到本轮周期内，次高端跑马圈地式的扩张路径演化至今已三年有余，后续我们认为次高端将降档增长、分化加剧，综合能力强的厂商（品牌力、渠道力、治理结构）话语权有望持续走强。我们认为，马太效应及强分化态势也有望在次高端价格带演化中愈加明显。

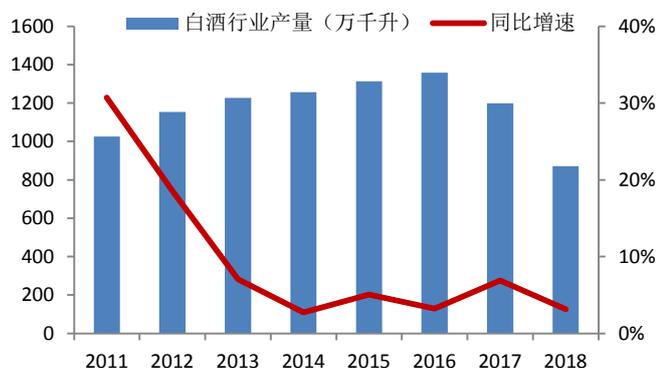
在这样的逻辑框架下，我们以品牌力、渠道力、治理结构三大核心变量出发，核心推荐治理结构理顺、青花玻汾双进击的山西汾酒和省内结构持续优化、新江苏市场逐渐发力的今世缘等核心标的。

#### （四）大众酒：分化加剧更为明显，看好古井贡酒、顺鑫农业

根据国家统计局数据，2018 年国内规模以上白酒企业 1445 家；完成酿酒总产量 871.20 万千升，同比增长 3.14%；完成销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.88%；实现利润总额 1250.50 亿元，同比增长 29.98%。

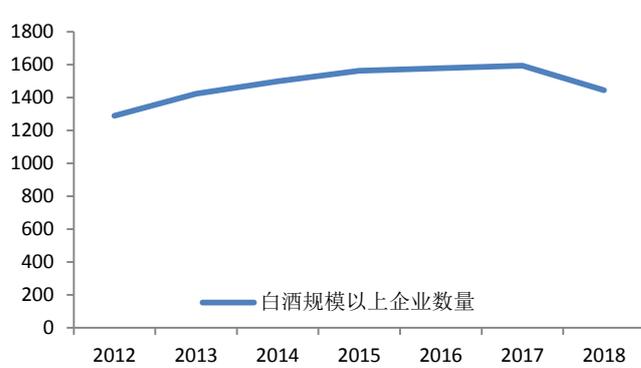
表面数字似乎显示，中国白酒行业 2018 年仍实现快速增长，但实际上背后显示的态势是整体分化进一步加剧。国家统计局统计口径中，规模以上企业数量 1445 家，同比去年减少 148 家；亏损企业 183 家，同比去年增加 70 家，亏损面为 12.66%，相较于 2017 年的 7.16% 增加显著。

图 19：近年国内白酒行业产量增长趋缓



资料来源：Wind，民生证券研究院（2018 年统计口径有变）

图 20：白酒规模企业数量 18 年开始减少



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

以上数据说明，一、二线白酒的景气并未有效传到至全行业，相反 2018 年行业分化加剧有进一步加剧之势。我们认为，这主要是由以下几方面所导致的：

**(1) 行业格局向头部集中。**在宏观经济增长降速的大背景下，名酒企业以更好的品牌力和更强的渠道力抢占了大部分增量和部分存量市场。尤其是在消费升级结构中，过去地方品牌依赖的粗放式打法已不适应行业激烈的竞争态势。

**(2) 消费结构的巨大变化是本轮地方性白酒普遍弱于上轮周期的核心原因。**上一轮白酒周期中，三公消费以及其连带的政商消费所带来的增量消费空间以及大幅提升的消费结构（次高端及以上）是推动地方性品牌出现短期繁荣的重要原因。但是“反三公”之后，政务及政商务消费被大幅压缩，基地市场消费量及消费档次被压缩是地方品牌必须要面对的不利局面。

因此，同次高端品类逻辑类似，我们主要以品牌力、渠道力、治理结构三个维度选择标的，核心推荐省内升级顺畅、全国化扩张路径明确的古井贡酒和以优质大单品顺利实施泛区域化扩张的顺鑫农业。

## （五）重点覆盖公司

**贵州茅台：19H1 发货基本持平，预计增量主要体现 Q3。**19Q1 公司实现营业总收入/营业收入分别为 224.81/216.44 亿元，同比+22.21%/+23.92%。其中，茅台酒实现收入 194.98 亿元，同比+23.67%；系列酒实现收入 21.32 亿元，同比+26.29%。以 19Q1 茅台酒报表收入估算，预计报告期内公司确认茅台酒销量 9500-9600 吨左右，预计同比+约 20%，预计高于 19Q1 实际发货量约 1500 吨上下，实际发货口径同比微增。Q2 预计发货 6000 吨左右，同比去年报表基本持平，预计报表短期仍需预收款支撑。不过二季度末茅台要求经销商将下半年货款全部提前打完，预计预收账款将短期爆发，支撑 Q2 业绩无难度。Q3 旺季即将来临，我们判断茅台今年发货增量将主要体现在 Q3，同时批价下跌空间预计有限，量升价稳，茅台向好趋势不变。预计 19-21 年公司实现营业收入 896/1057/1247 亿元，同比+16%/+18%/+18%；实现归母净利润 415/496/588 亿元，同比+18%/+20%/+19%，对应 EPS 为 33.03/39.48/46.78 元，目前股价对应 PE 为 30X/25X/21X，维持“推荐”评级。

**五粮液：顺利实现顺价，基本面迎来本轮周期复苏以来最好时期。**19Q1 五粮液实现营业收入 175.9 亿元，同比+26.57%，收入增速为一线白酒三强中 fastest。收入的快速增速来自于春节期间五粮液主品牌动销的加速。得益于茅台供给短缺，五粮液在 19Q1 实现了量价齐升的良好势头，渠道库存实现有效去化、渠道利差得到显著恢复，我们认为当前五粮液基本面已处于本轮白酒周期复苏以来的最佳状态。今年 6 月，第八代五粮液全面上市，八代普五计划量年内仅 5250 吨，目前轻库存以及渠道信心回复使得渠道已顺利实现顺价。下半年 1618 及低度五粮液有望成为拉动高端销量增长的核心驱动力。此外，公司的品牌瘦身计划正在强力实施，集中资源着力打造“1+3”“4+4”核心产品体系，五粮液品牌价值正在稳步恢复。预计 19-21 年公司实现营业收入 500/590/691 亿元，同比+25%/+18%/+17%；实现归母净利润 170/202/238 亿元，同比+27%/+19%/+18%，对应 EPS 为 4.38/5.20/6.13 元，

目前股价对应 PE 为 27X/23X/19X，维持“推荐”评级。

**泸州老窖：国窖战略紧随五粮液，目前已具备提价条件。**2019 年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，公司将力争实现营业收入同比增长 15%-25%，增长中枢落于 20% 一线。2019 年第一季度，公司实现营业收入 41.69 亿元，同比+23.72%；实现归属上市公司净利润 15.15 亿元，同比+43.08%。收入、利润迎来开门红，报表表现好于市场预期，尤其是利润端表现尤为亮眼。国窖 1573 操作策略方面，公司采取持续跟随五粮液战略，保持坚决挺价同时也与竞品保持合理价差，运营公司深度分销模式叠加弱势区域激进价格操作模式推动国窖 1573 今年以来有超 25% 增长，实际增长速度超茅台及五粮液。五粮液提价在先，同时国窖渠道利差好于提价前五粮液，因此目前老窖实际具备了提价条件，提价也有利于国窖定位进一步紧盯五粮液。预计 2019-2021 年的营业收入为 157 亿元/183 亿元/210 亿元，同比分别增长 20%/17%/15%。实现归属上市公司净利润为 43.6 亿元/52.3 亿元/61.70 亿元，同比分别增长 25%/20%/18%，折合 EPS 分别为 2.98 元/3.57 元/4.21 元，对应 PE 分别为 27X/23X/19X，维持“推荐”评级。

**山西汾酒：改革及全国化扩张持续推进，品牌瘦身及华润合作促长期发展。**18 年公司对于汾酒、竹叶青酒等酒类品牌进行系统整合，积极调整产品结构，推出青花汾酒 50 和中国装等新品，对巴拿马系列产品进行升级，并加快竹叶青酒战略布局。“青花+玻汾”双线出击战略（抓两头，带中间）明晰：青花 20 紧抓 300-400 元次高端核心价格带，玻汾借助泛区域化扩张势头实现主动扩张。同时，品牌瘦身计划以及华润渠道融合动作将分别在品牌价值方面和渠道扩张方面给予公司长期增长的动力支持。预计 19-21 年公司实现营业收入 115.4/139.63/166.16 亿元，同比增长+23%/+21%/+19%；预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 19.04/24.25/29.38 亿元，同比增长+30%/+27%/+21%，对应 EPS 为 2.20/2.80/3.39 元，目前股价对应 PE 为 31X/25X/20X，维持“推荐”评级。

**今世缘：省内份额持续扩大，“新江苏”市场发展提速。**尽管淮安、盐城大区市场成熟、增速降档，但公司对南京及苏南大区渠道精耕、费用持续投放取得良好效果，同时徐州大区新招商效果也持续显现，以上三个大区的快速增速推动了今世缘在省内份额相对于竞争对手而言是提升的。省外市场方面，“1+2+4”战略聚焦山东、京沪及环江苏市场，尤其是借助参股景芝重点发力山东市场，“新江苏市场”增长提速，其战略重要性有望持续提升。预计 2019-2021 年收入 48.20 亿元/58.80 亿元/70.00 亿元，同比增长 29%/22%/19%。归属上市公司净利润 14.40 亿元/17.28 亿元/20.22 亿元，同比增长 25.1%/20.0%/17.0%，折合 EPS 1.15 元/1.38 元/1.62 元，对应 PE 分别为 24X/20X/17X，给予“推荐”评级。

**古井贡酒：省内升级顺畅，全国化扩张和次高端结构提升双提振。**安徽省内消费升级趋势加快，大众消费主流价格带由献礼版和古 5 进一步向 200 元靠拢。依托于省内精细化渠道操作和高费用投放操作，省内市场有望复制合肥市场的升级之路，带动省内市场收入和产品结构稳健上移。省外市场方面，通过收购的黄鹤楼以及大商合作实现对湖北、河南、江浙沪等外围市场的快速扩张。产品方面，年份原浆价格带清晰，以古 26 提振品牌高度，四大次高端产品古 7、8、16、20 矩阵清晰，全面占据 300-800 价格带。公司明确

下个五年计划为再造一个新古井、实现 200 亿收入，省内升级和省外扩张将助力实现这一宏图。预计 2019-2021 年收入 108 亿元/130 亿元/152 亿元，同比增长 25%/20%/17%。归属上市公司净利润 22.0 亿元/27.5 亿元/33.0 亿元，同比增长 30%/25%/20%，折合 EPS4.37 元/5.46 元/6.55 元，对应 PE 分别为 27X/22X/18X。给予“推荐”评级。

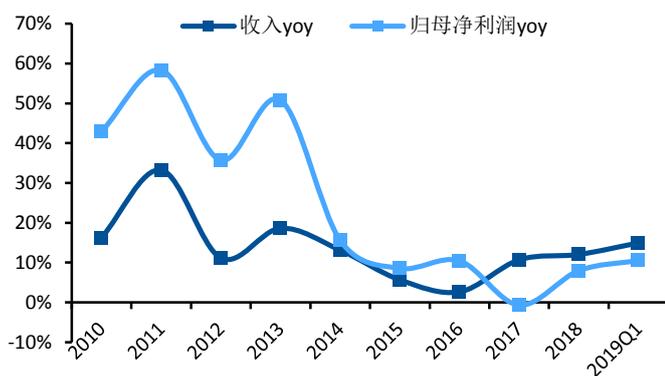
**顺鑫农业：白酒业务持续快速增长，外埠扩张&结构升级齐头并进。**市场端，18 年公司已拥有 22 个亿级以上市场，其中京津市场、华北、珠三角、长三角是公司核心市场，泛全国化扩张进程顺利。产品端，公司在现有产品 10~20 元价格带基础上，通过珍品陈酿、银牛等产品上攻 50 元价格带。品牌端，公司成为 2022 年冬奥会、冬残奥会官方赞助商，产品形象有望得到重塑。未来，公司聚焦白酒主业战略持续实施，积极推进白酒产品结构升级（跨系列升级+同系列品种间升级），公司白酒业务长期成长逻辑依然坚挺。预计 2019-2021 年收入 136.44 亿元/150.77 亿元/168.1 亿元，同比增长 13%/10.5%/11.5%。归属上市公司净利润 10.22 亿元/12.77 亿元/15.11 亿元，同比增长 37.4%/24.9%/18.3%，折合 EPS 1.79 元/2.24 元/2.65 元，对应 PE 分别为 26X/21X/18X，维持“推荐”评级。

## 二、乳制品：竞争总体仍处高位但预计环比小幅走弱，成本上行但压力不大

### (一) 经营回顾：业绩增速小幅回升，费用率控制承压

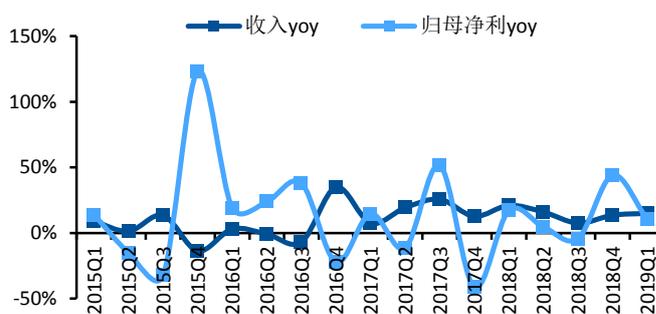
2018 全年及 2019Q1 乳制品板块营收及净利润增速出现小幅回升。2018 全年，板块营收 1276 亿元，同比+12.1%，增速较 2017 年+10.7%和 2016 年+2.66%增速有所回升；板块归母净利润 72 亿元，同比+8%，较 2017 年-0.67%的增速有所回升，但仍然低于 2016 年+10.44%增速。2019Q1 板块收入 352 亿元，同比+15%，高于 2017Q1 的+3.16%增速，但仍低于 2018Q1 的+20.98%增速水平；板块归母净利润 27 亿元，同比+10.5%，较 2017Q1 的+12.80%、2018Q1 的+17.02%增速小幅下滑。总体看，乳制品两强争霸的局面依然稳固，2018 年板块业绩表现出现小幅回升，2019Q1 受成本端和营销费用压力，业绩表现同比小幅下滑。

图 21：乳制品行业收入、净利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

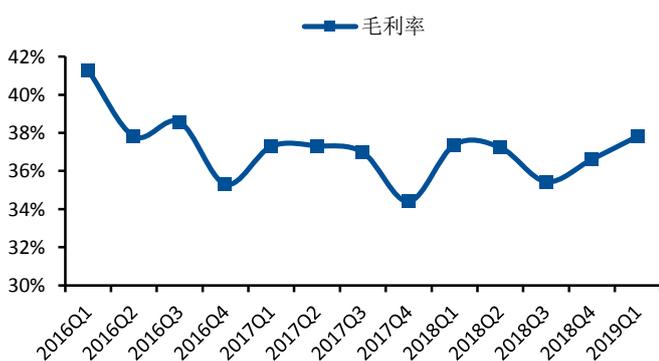
图 22：乳制品单季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

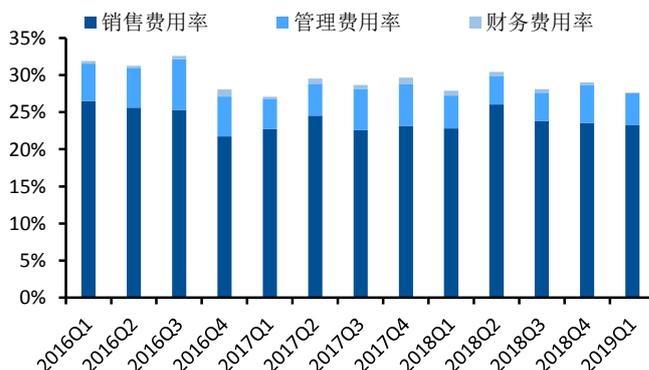
毛利率方面，2018Q3 以来，乳制品板块毛利率小幅恢复，19Q1 单季度毛利率 37.82%，为 16Q4 以来单季度毛利率水平的新高。费用率方面，19Q1 期间费用率 27.65%，略低于 18Q1 的 27.92%水平，显示行业费用控制情况良好。19Q1 销售费用率 23.26%，环比下降但仍略高于 18Q1 的 22.81%水平，不过对比过去三年单季度销售费用率水平，19Q1 略低于中值，显示两强销售竞争小幅降温，同时 CTR 广告投放数据也与这一趋势吻合。

图 23：乳制品板块毛利率表现稳定，18Q3 以来小幅上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：期间费用率小幅下降



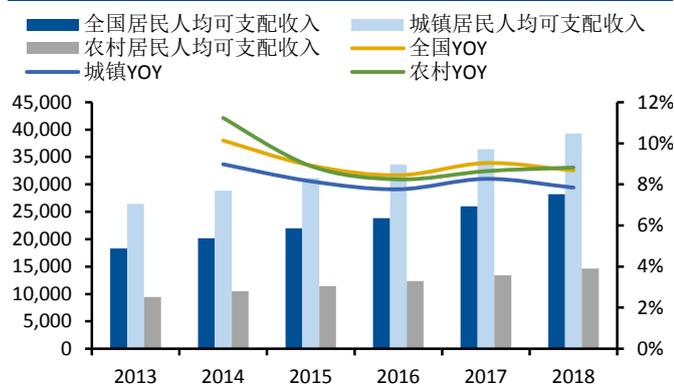
资料来源：Wind，民生证券研究院

## (二) 需求端：低线城市及农村是未来主要增长方向

### 1. 农村居民可支配收入增速和消费意愿均高于城镇居民

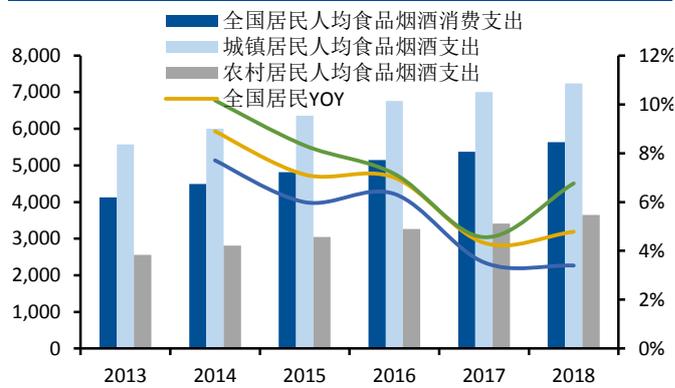
居民收入端，2018年全国居民人均可支配收入达到2.82万元，同比+8.68%，收入增速较2017年略有放缓但仍保持较高水平；其中城镇/农村人均可支配收入分别为3.93/1.46万元，同比+7.84%/+8.82%，农村居民收入增速高于城镇居民。食品支出方面，2018年全国居民食品烟酒人均支出5631元，同比+4.78%，较2017年小幅提升；其中城镇/农村人均食品烟酒支出分别为7239/3646元，同比+3.4%/+6.76%。农村食品消费增速接近城镇2倍，是未来消费品增长的主要方向。

图 25：居民人均可支配收入变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

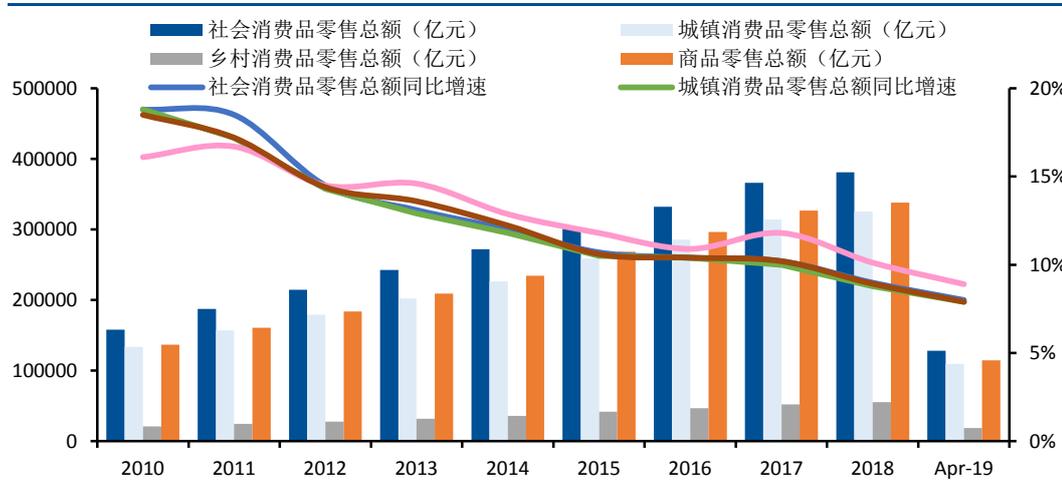
图 26：人均食品及烟酒消费支出



资料来源：Wind，民生证券研究院

消费端，近年来全国消费品零售总额增速总体向下，2018年和2019年前4月，社会消费品零售总额分别完成38.1/12.84万亿元，同比+8.98%/+8%；其中2018年和2019年前4月城镇消费品零售总额分别为32.56/10.97万亿，同比+8.79%/+7.9%，略低于全国水平；农村消费品零售总额分别为5.53/1.87万亿，同比+10.12%/+8.9%，农村市场的消费品零售总额增速明显快于整体和城镇市场，显示出更强的消费意愿。

图 27：近年来社会消费品零售总额及增速情况

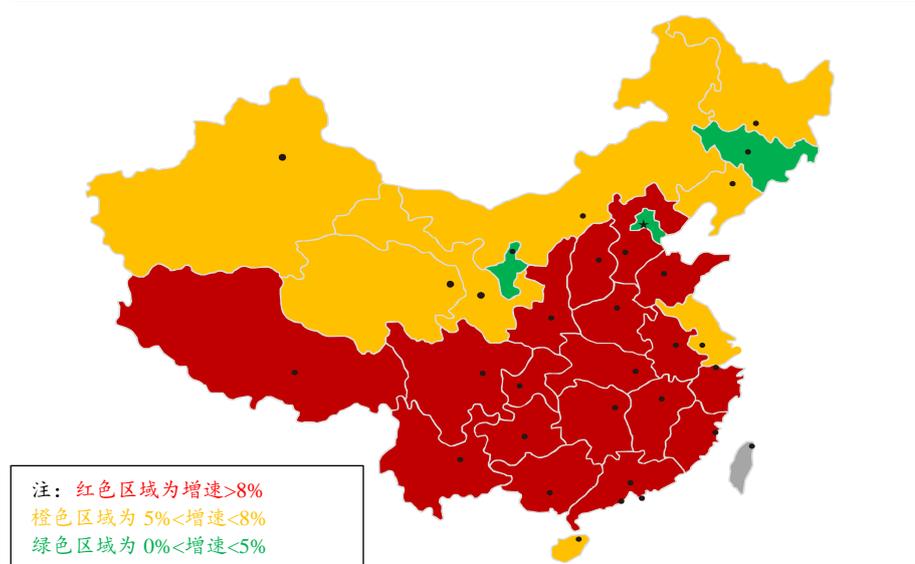


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

## 2. 西南、华中地区消费增速较快，预计将成为未来消费增长的核心引擎

地域上看，东南沿海、华北、中部、西南地区消费品零售总额增速普遍在8%以上，高于全国平均水平，西藏、安徽、四川、云南、江西、湖北、河南、湖南等中西部省份消费品零售总额同比增速在10%以上，显示西南、华中地区仍然是消费增长的核心引擎。

图 28：2018 年省级行政区消费品零售总额增速

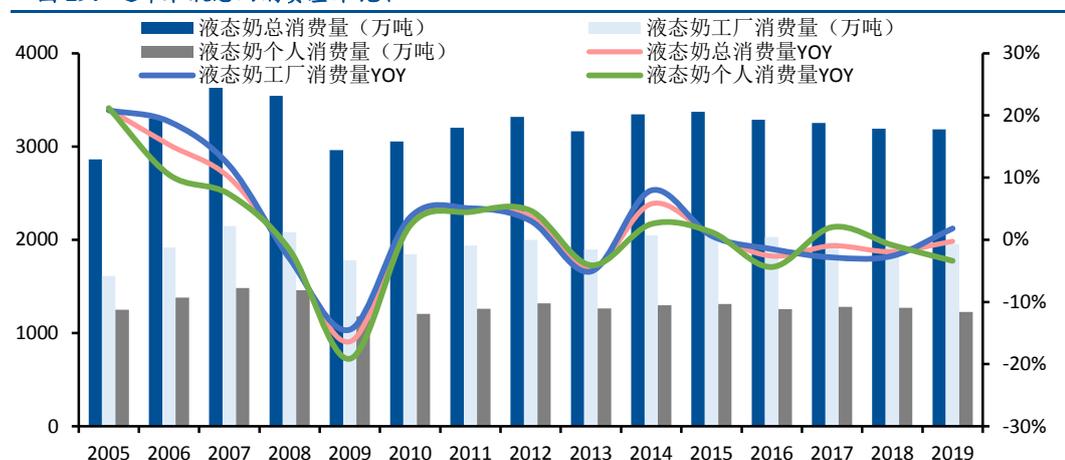


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

## 3. 液态奶消费，一二线城市看产品结构升级，低线城市及农村市场看量增和渗透率提高

2018 年我国液态奶消费总量为 3191 万吨，同比-1.91%；其中工厂/个人消费量分别为 1921/1270 万吨，同比分别-2.59%/-0.86%，我们认为中国奶业消费，总量增速将趋缓，但产品结构升级及地域消费扩张将依然持续。

图 29：近年来液态奶消费基本饱和

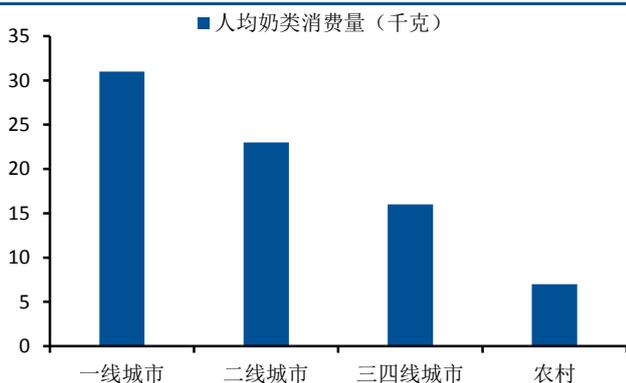


资料来源：USDA，民生证券研究院

乳制品消费现状看，我国人均奶类消费量达到 20 千克左右，分别达到饮食习惯较为

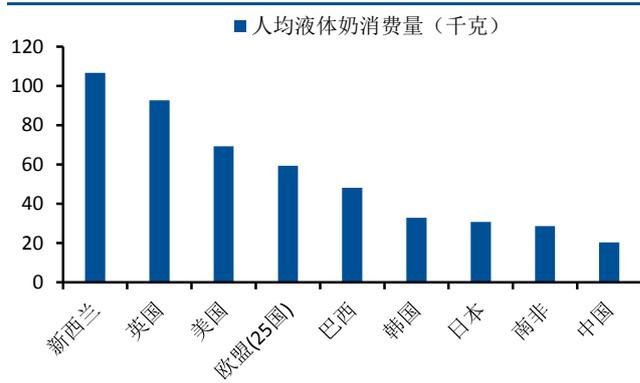
相近的日本/韩国人均消费量的 65%/62%左右，未来仍有一定的上升空间。从结构看，一线城市人均奶类消费量达到 31 千克左右，消费量与日韩接近，基本处于饱和状态；二线城市人均奶类消费量为 23 千克，上升空间较为有限；三四线城市人均奶类消费量为 16 千克，仍然有一倍左右的上升空间；农村人均奶类消费量为 7 千克，上升空间较大。从市场结构看，未来一二线城市市场的乳制品消费将以结构升级为主，伴有消费量的小幅上升。巴氏奶、低温酸奶的增长空间较大；三四线及农村市场将成为销量增长的主要推动力，奶类消费仍然处于普及阶段，预计常温奶将成为增长的主力品种。

图 30: 各线城市人均奶类消费量



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图 31: 人均液体奶消费量国际间比较



资料来源: 中国奶业年鉴, 民生证券研究院

从渗透情况看，一线城市液态奶的渗透率超过 90%，二线城市和部分三线城市渗透率在 70% 以上；中小型城市的渗透率在 50% 左右，农村地区的渗透率仅为 20%。因此未来一二线城市的乳制品消费将以结构升级为主，中小城市和农村地区走量仍然是核心逻辑。

表 1: 各细分市场液态奶渗透率

主要市场	液态奶渗透率
一线城市	>90%
二线城市和部分三线城市	>70%，人均消费量为一线城市 63% 左右
大部分中小型城市	50% 左右，人均消费量为一线城市 50% 左右
农村地区	20% 左右

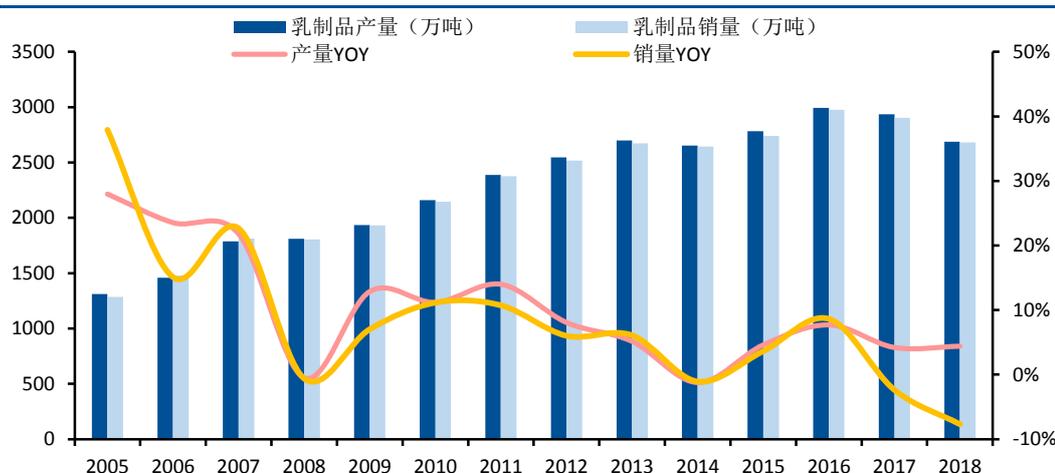
资料来源: 民生证券研究院整理

### (三) 供给端: 产量整体平稳, 销量较为低迷, 巴氏奶、酸奶渗透加强

#### 1. 乳制品产量增速平稳, 销量依然低迷

2018 年全国乳制品产量 2687 万吨, 同比+4.4%; 销量 2681 万吨, 同比-7.7%, 产销总体平衡。2018 年乳制品产量增速较 2017 年的 4.2% 出现小幅提高, 增速下滑态势得到遏制, 预计未来乳制品产量将保持总体平稳。销量方面, 2018 年销量下滑程度较 2017 年的 -2.36% 有所扩大, 但产销基本保持平稳, 预计未来销量进一步萎缩的空间有限。

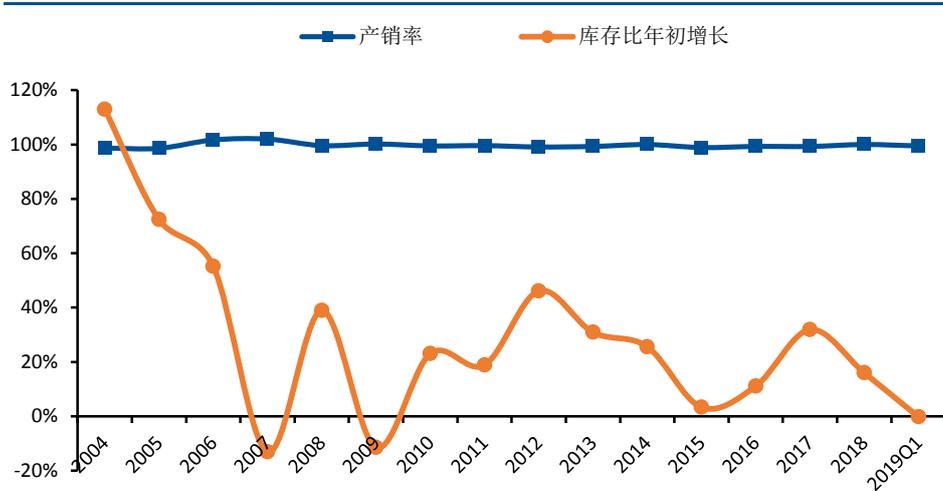
图 32: 乳制品行业产量平稳, 销量低迷



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

产销方面, 乳制品行业产销率保持高位, 整体在 100% 左右。2017 年开始, 乳制品库存增速放缓, 2018 年库存增速为 16%, 增速较 2017 年下降 16 个百分点。2019Q1 库存增速为 -0.2%, 库存绝对规模出现下降。

图 33: 产销率保持高位, 库存出现下降

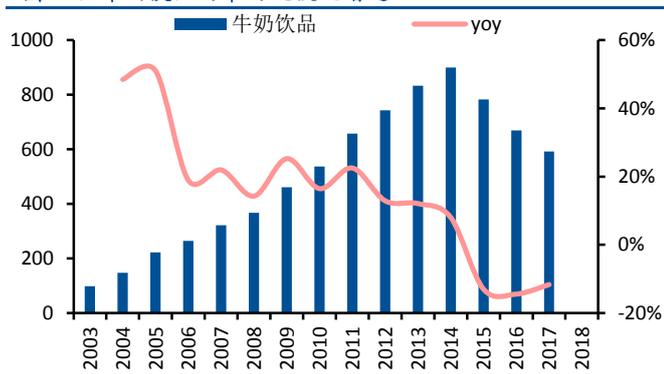


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2. 产品格局: 巴氏奶、酸奶加强渗透, 牛奶饮品、常温奶增速低迷

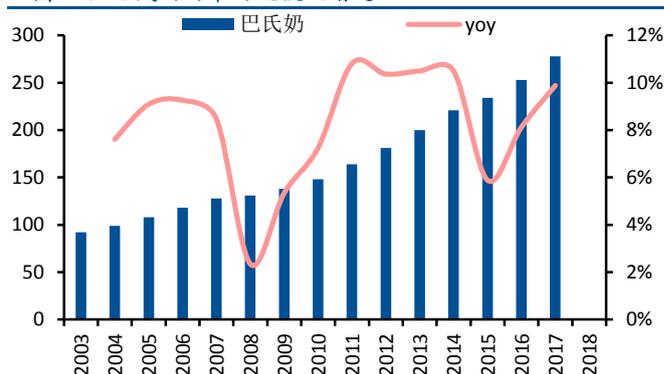
从主要产品的市场规模和增速看, 牛奶饮品、常温奶、酸奶及酸奶饮品的市场规模较大, 巴氏奶市场规模偏小。2017 年牛奶饮品、常温奶、酸奶及酸奶饮品市场规模分别达到 592/892/1219 亿元, 增速分别为 -11.64%/+2.41%/+18.12%, 其中牛奶饮品增速连续三年为负, 市场规模从 2014 年高峰时的 900 亿元下滑到 2017 年的 592 亿元。巴氏奶市场规模较小, 2017 年为 278 亿元, 同比 +9.88%。从增速看, 巴氏奶、酸奶保持较高增速, 其中酸奶规模增速已多年保持 20% 左右的高位。常温奶增速自 2014 年开始下滑明显, 市场已基本饱和。

图 34: 牛奶饮品的市场规模及增速



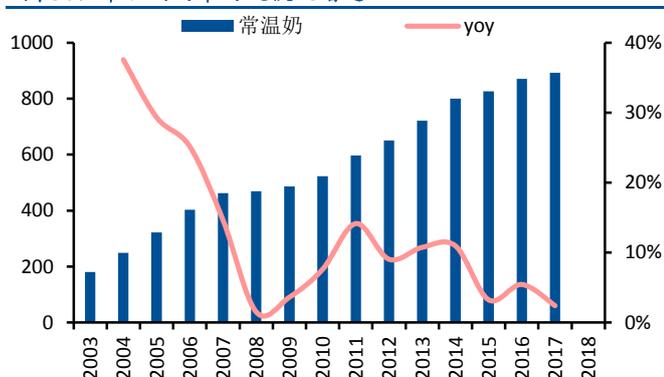
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 35: 巴氏奶的市场规模及增速



资料来源：中国奶业年鉴，民生证券研究院

图 36: 常温奶的市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 37: 酸奶及酸奶饮品的市场规模及增速



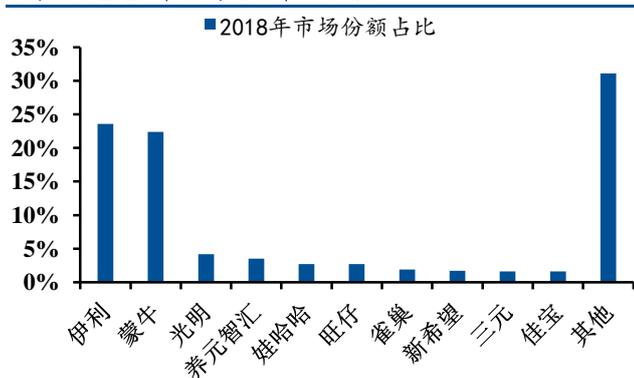
资料来源：中国奶业年鉴，民生证券研究院

## （四）两强格局稳固，常温大单品与低温酸奶是竞争热点

### 1. 市场格局：两强格局依然稳固，伊利头部地位明显强化

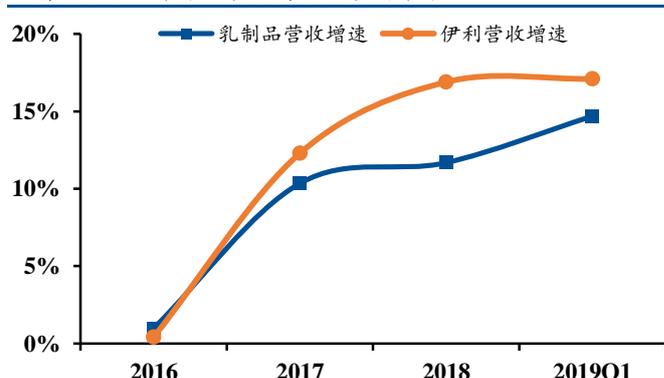
2018年，伊利/蒙牛市占率分别为23.6%/22.4%，二者合计占比超过45%，两强格局依然稳固。光明、养元、娃哈哈、旺仔、雀巢等乳企的单个市场份额均在5%以下。从营收增速看，伊利股份2017年以来营收同比增速均快于A股上市乳企的行业整体增速，显示伊利股份的头部地位得到进一步强化。

图 38: 2018 年主要乳企市场份额



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

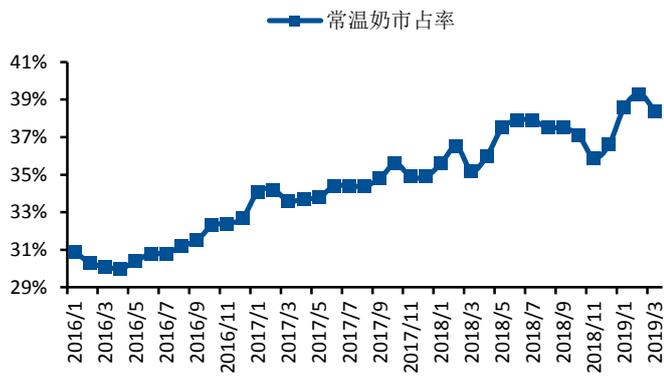
图 39: 伊利营收仍然快于板块整体营收



资料来源：Wind，民生证券研究院

从具体产品的市占率看，伊利的主要优势产品在常温奶。截至 2019 年 3 月，伊利常温奶产品线市占率达到 38.3%，较去年同期上升 3.1 个百分点，市场地位进一步得到强化。同时低温奶的竞争力也在不断加强，2019 年 3 月，伊利低温奶产品线市占率为 15.9%，市占率有所回升，止住了 18Q4 的下滑。

图 40：伊利股份在常温奶市场优势明显



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 41：伊利在低温奶市场下滑势头止住



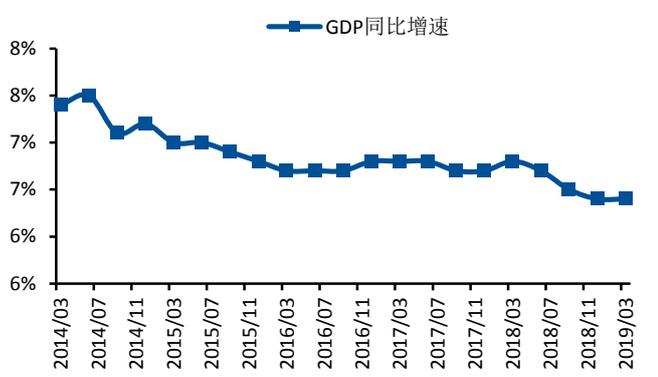
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

## 2. 竞争展望：竞争烈度预计小幅降温，伊利坚持常温奶大单品战略，蒙牛大单品战略地位提升、低温持续发力

### (1) 经济增速放缓限制需求扩张，两强竞争有望小幅降温

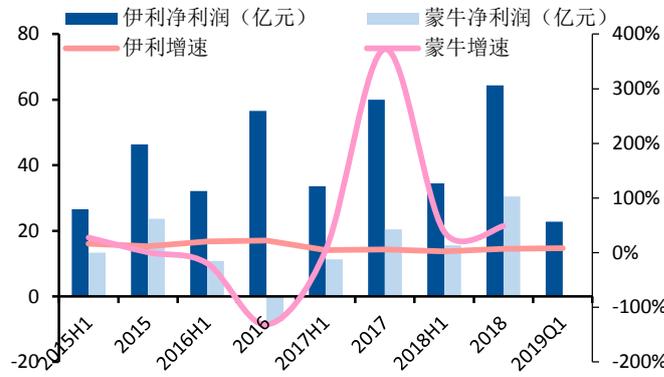
2014 年以来，宏观经济增速逐步放缓，2018 年一季度出现小幅回升后继续下滑，2019Q1 单季度 GDP 同比增速为 6.4%。经济增速放缓制约下游需求的扩张速度，预计未来奶制品消费需求难出现大幅增长。与此同时，伊利、蒙牛的业绩考核压力却并不轻松。2017 年以来，伊利净利润增速一直处于个位数水平；蒙牛净利润增速自 2017 年有所提高，但整体规模仍大幅低于伊利。因此下游需求不振叠加利润考核压力，两强竞争烈度有望小幅降温。但是考虑到两强 2020 千亿目标，预计行业竞争态势短期大幅降温的可能性几乎不存在。

图 42：GDP 增速明显放缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

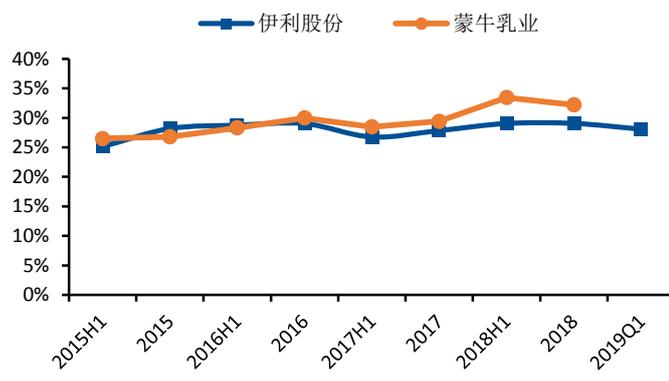
图 43：两强利润压力仍然较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

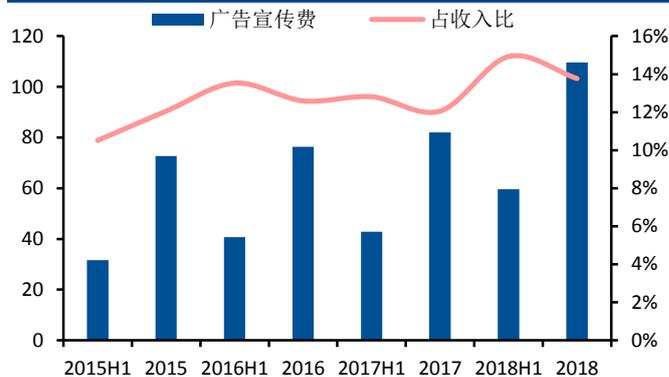
从费用投放看，2018 年全年伊利/蒙牛期间费用率分别为 29.06%/32.23%，较 2018H1 分别+0.01/-1.23 个百分点。2019Q1 伊利费用率为 28.09%，环比-0.97 个百分点。广告投入方面，2018 年伊利广告投入 109.55 亿元，占收入比重 13.77%，较 2018H1 下降 1.16 个百分点。总体可见，2018 年以来两强费用投放力度环比均有小幅下滑趋势。

图 44：两强费用投放小幅降温



资料来源：Wind，民生证券研究院

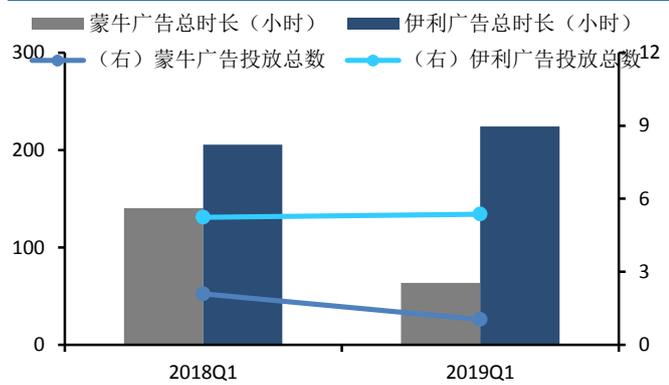
图 45：广告投入小幅降温



资料来源：CTR，民生证券研究院

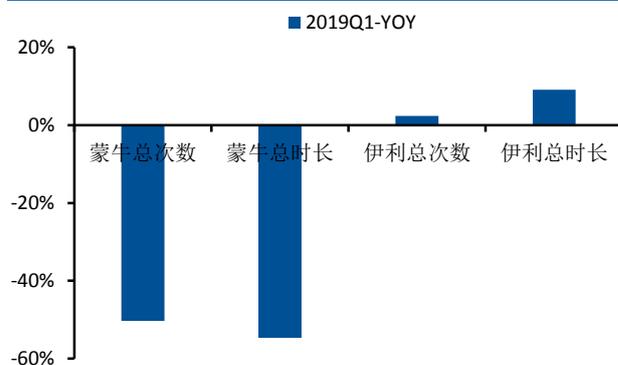
从广告投放数据看，2019Q1，蒙牛电视广告投放总时长/总次数分别为 1.04 万次/64 小时，同比-50.3%/-54.7%，出现大幅下降；伊利电视广告投放分别为 5.37 万次/224 小时，同比增速分别是+2.4%/+9.1%，仅出现小幅增长，低于收入端增速，显示两强空中广告端的竞争降温态势。

图 46：伊利、蒙牛广告投放总次数与总时长



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 47：伊利在低温奶市场下滑势头止住

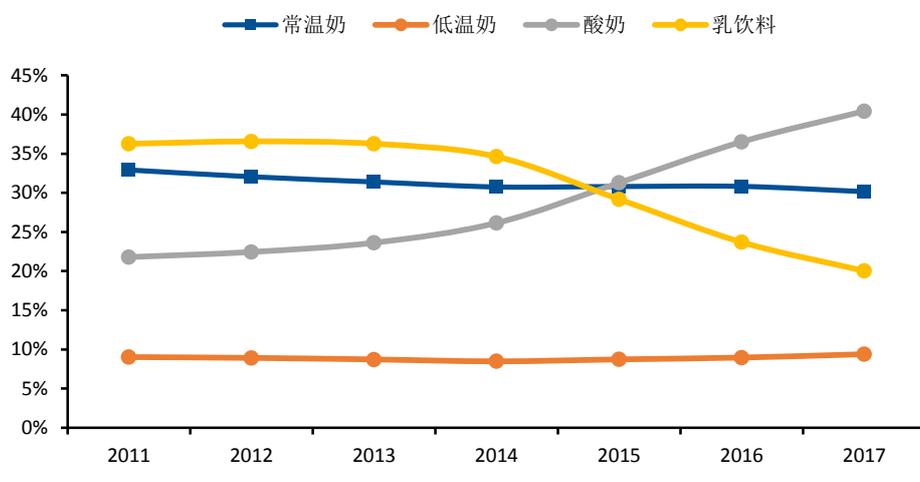


资料来源：CTR，民生证券研究院

## (2) 常温高端白奶与酸奶领域将是两强竞争的核心战场

从产品结构演变看，常温奶占比较为稳定，且一直为乳制品主要品类，近年来一直在 30% 左右；酸奶占比上升较快，2015 年以后占比超过常温奶成为第一大品类，2017 年占比达到 40%；低温奶受冷链运输成本的制约，占比较低，约为 9% 左右；受消费者收入提升及偏好改变影响，乳饮料占比逐年走低。预计未来两强及主要乳企的竞争核心将继续围绕常温奶尤其是常温高端白奶和酸奶两大品类展开。

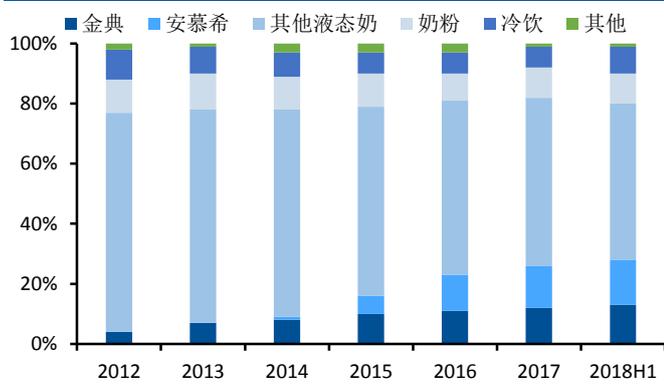
图 48: 常温奶稳定, 酸奶增速高企



资料来源: Wind, 民生证券研究院

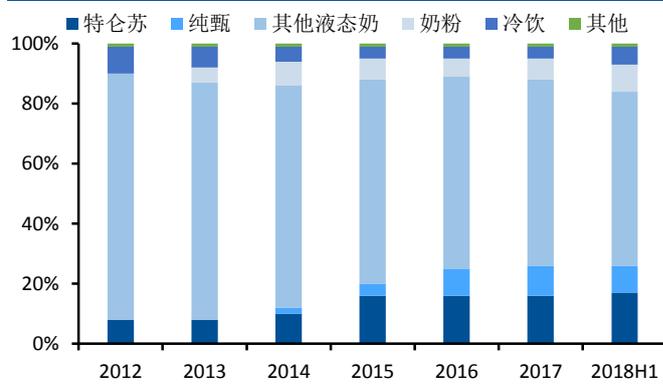
从品牌结构看, 常温奶和酸奶的核心大单品在两强销售中的比重逐年提高。2018H1 年常温奶+酸奶大单品占伊利/蒙牛销售比重分别为 28%/26%, 特仑苏占蒙牛销售比重则达到 17%, 成为占比最高大单品。预计未来两强将继续坚持大单品战略, 其中伊利由于金典和安慕希占比接近, 将均衡发力; 蒙牛特仑苏占比较高, 将成为重点方向。

图 49: 伊利品牌结构演变



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 50: 蒙牛品牌结构演变

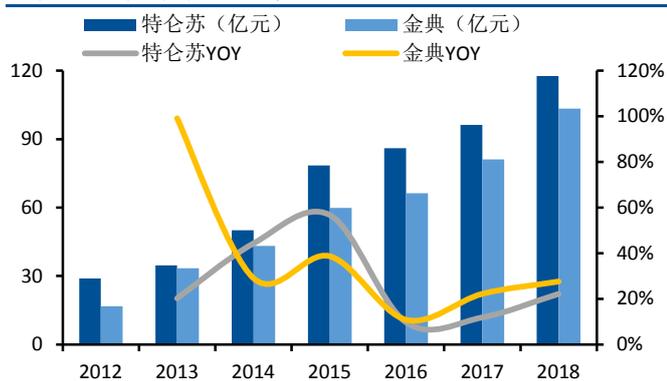


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (2) 伊利在常温酸奶的领先优势稳固, 两强将继续缠斗高端白奶大单品

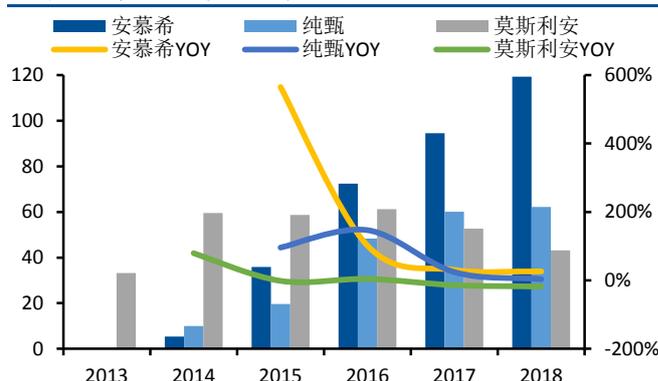
从销售构成看, 2018 年蒙牛特仑苏销售预计接近 120 亿元, 稍稍领先于伊利金典约 105 亿元的销售额。不过, 金典 2016~2018 年三年增速均高于特仑苏, 二者规模差距在快速缩小。因此, 年初我们就曾预判过, 蒙牛守住特仑苏“国内第一高端白奶品牌”的战略决心将大概率使得蒙牛的费用投放将更加精准地投向特仑苏为代表的高端白奶。叠加近期特仑苏终端降价, 那么预计蒙牛在货折操作上势必更加激进, 意图复制伊利 18 年操作战略, 以拉近与金典的收入增速差距, 守住特仑苏“国内第一高端白奶品牌”的地位。

图 51: 金典与特仑苏销售额变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 52: 常温酸奶产品销售额变化

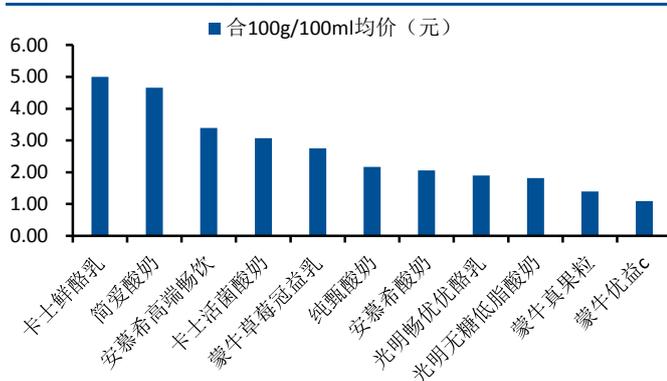


资料来源: Wind, 民生证券研究院

常温酸奶方面, 伊利安慕希优势明显, 预计 2018 年安慕希销售约 130 亿元, 大幅领先于蒙牛纯甄约 60 亿元和光明莫斯利安 43 亿元的销售规模, 领先优势较为稳固。增速方面, 安慕希依然高于纯甄和莫斯利安。预计未来常温酸奶大单品方面, 蒙牛纯甄的主要目标仍然是缩小差距, 而光明的主要目标是阻止莫斯利安下滑趋势, 常温酸奶的竞争态势预计也将维持在相对高位, 不过考虑到三强竞争的态势, 预计整体激烈程度略低于高端白奶。

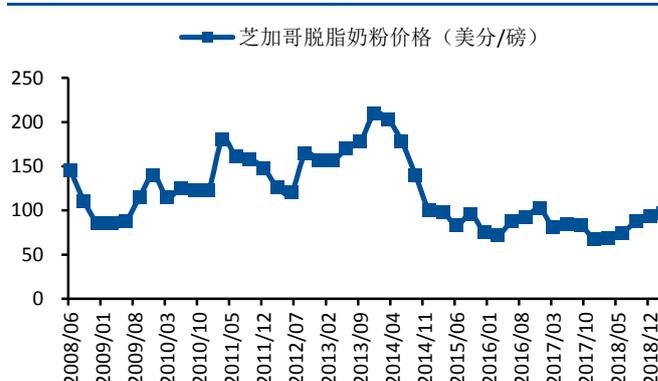
此外, 以大包粉为原料的还原乳可以大规模用于低温酸奶的制造。目前芝加哥脱脂奶粉价格不到 100 美分/磅, 为 10 年来的低位; 恒天然全脂奶粉的拍卖价也处于低位。短期内, 酸奶成本能够得到较好的控制。

图 53: 酸奶价格逐步高端化



资料来源: 民生证券研究院整理

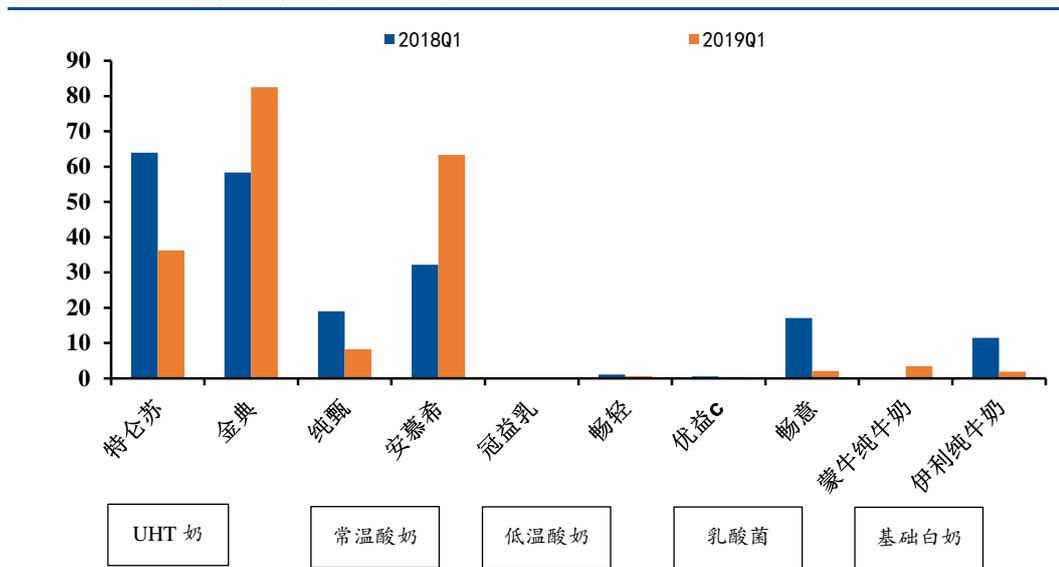
图 54: 奶粉价格仍处于 10 年来的低位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

广告投放数据也支持我们的判断。2019Q1 蒙牛在广告播放时长大幅缩减的情况下, 依然选择将大部分广告资源都投入在特仑苏上, 并在纯甄酸牛奶上进行小幅投入, 大单品战略依然明显。伊利广告投放时间小幅增长, 资源投入较为充足。在产品选择上, 伊利主推常温奶金典和酸奶单品安慕希, 两者广告投放市场与营业收入规模基本一致, 双轮驱动战略非常明显。

图 55：伊利、蒙牛主要产品广告投放时长比较



资料来源：CTR，民生证券研究院

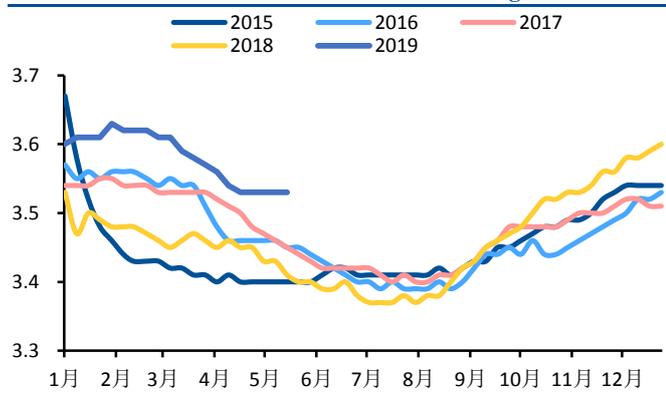
## (五) 成本端：成本上行压力逐步显现

### 1. 奶源价格：进口奶粉价格仍在低位，生鲜乳收购价有所提高

从奶源价格看，2019年5月国内生鲜乳收购价为3.53元/kg，较去年同期3.41元/kg价格上涨3.52%，对乳企构成一定的成本压力。我们认为头部两强具备对上游奶源较好的控制力，原奶涨价构成的压力较小；地方乳企由于对原奶来源控制力较弱，成本上升压力大于头部两强。

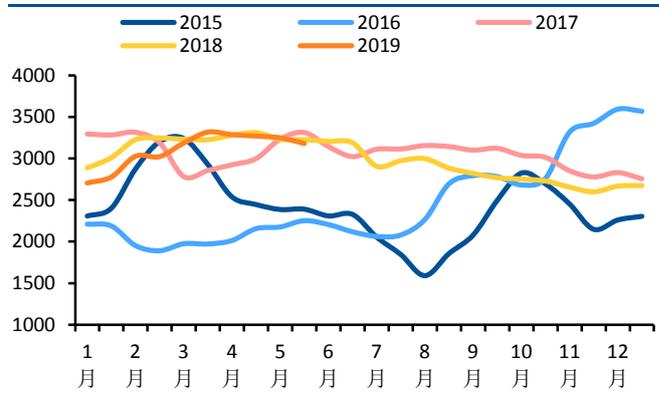
大包粉方面，19年5月恒天然全脂奶粉拍卖价为3180美元/吨，较去年同期3226美元/吨价格下滑1.43%，仍处于近三年来的低位。进口奶粉价格的低迷利好酸奶等调制乳品成本，预计今年酸奶等调制乳的竞争压力主要来自于销售端而非成本端。

图 56：生鲜乳收购较去年同期有所上升（元/kg）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 57：恒天然全脂奶粉拍卖价（美元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 2. 其他原料：糖价或进入上升周期，纸箱价格短期难大涨

由于甘蔗的生长具备三年的周期性，2014年9月以来糖周期进入第五年，18/2019榨

季为国内白糖增产周期的第三年，因此我们估计 19/20 榨季将大概率进入甘蔗减产周期，从而带动糖价上行。此外白糖长期消费需求上升、国内库存降低以及主要出口国减产趋势明显都将利多白糖价格。白糖价格上行将在一定程度上加大乳企在经营成本上的压力。

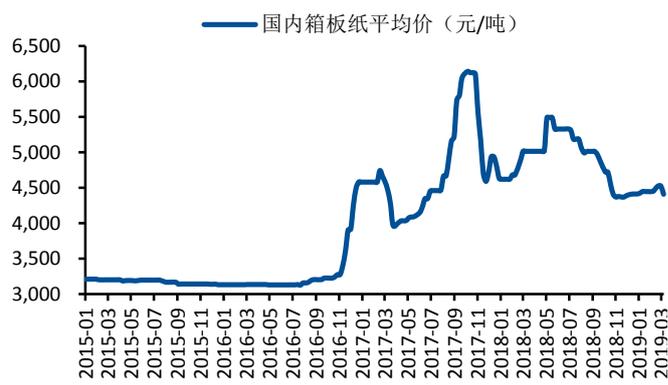
纸箱板方面，在经历 2016 年的暴涨后，包材价格较 17 年高点出现大幅回落。结合国内经济增速短期下滑、乳企竞争小幅降温等因素影响，预计短期需求将难以出现大幅上升，因此包材价格将维持平稳。

图 58：糖价或进入上升周期



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图 59：箱纸板价格短期难大涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

## （六）重点覆盖公司

**伊利股份：(1) Q1 收入端开门红，全年业绩目标完成概率较高，利润端高各位数增长可期。**2019Q1 公司实现营收/归母净利润 231.3/22.76 亿元，同比+17.89%/+8.36%，收入略超市场+13%-15%的一致预期，收入端迎来开门红；整体毛利率 39.95%，同比+1.15 个百分点，反映 19Q1 成本端压力不大，预计全年成本压力可控。**(2) 收购泰国冰激凌公司，新西兰奶业公司，完善全球化布局。**18 年公司收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED 公司 96.46% 的股权，进入东南亚市场；19 年 3 月，公司收购新西兰乳业公司 Westland Co-Operative Dairy Company Limited 的 100% 股权，完善奶源布局。上述收购行动有助于公司国际化进程。**(3) 回购股份方案发布，股权激励方案待出，业绩增长确定性进一步提高。**19 年 4 月，公司发布股份回购方案，计划动用不超过 106 亿元回购 1.51~3.03 亿股用于实施股权激励。结合 2016 年股权激励方案，预计本次股权激励计划的覆盖范围和激励力度都将更高。预计 19-21 年公司实现营业收入 898.95/1006.83/1122.61 亿元，同比+13%/+12%/+12%；预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 69.83/78.43/88.3 亿元，同比+8%/+12%/+13%，按照最新股本对应 EPS 为 1.15/1.29/1.45 元，目前股价对应 PE 为 29X/26X/23X。维持“推荐”评级。

**光明乳业：常温发力、低温差异化竞争，看好公司业绩重回增长轨道。**常温奶方面，产品、渠道、营销三端齐发力，19 年常温奶有望营收止损返涨：产品端从口味及包装两方面对莫斯利安产品进行升级，终端反馈良好；渠道端即时返点兑现叠加严控压单有利于提升经销商销售热情及推动渠道的健康发展；营销端集中资源加强对于莫斯利安酸奶的推

广；低温奶方面，公司深耕华东大本营对低温奶业务进行提价及推动产品结构升级，量稳价增，我们看好低温奶业务稳健增长带动公司报表端实现收入利润双丰收。其他业务方面，公司收购益民一厂布局冷饮业务叠加子公司新莱特加码高毛利液态奶，公司有望逐渐受益。预计 19-21 年公司营业收入同比+3.9%/4.6%/4.9%；归属上市公司净利润同比+39.4%/18.9%/6.1%，折合 EPS 为 0.39 元/0.46 元/0.49 元，对应 PE 为 28X/23X/22X。考虑到三端发力助常温奶重回增长轨道叠加提价+结构升级助低温奶稳健增长迎合新产品的推进逐渐增厚公司业绩，预计未来公司业绩增速将快于行业平均水平。维持“推荐”评级。

**天润乳业：增长回归正常态势，三季度融资有望落地。**从 19Q1 情况来看，公司重新回归两位数以上增长态势，主要基于几点原因：(1) 疆内 UHT 销售业务超预期，学生奶贡献增量；(2) 今年年初以来全国天气回暖较早，有利于低温产品的销售；(3) 今年初起，公司对疆外销售区域实施重大改革，南方区进一步分拆为华东区和华南区，渠道细化工作进一步推进。一季度公司销量+26%、吨价-7%，主要是由于吨价相对较低的 UHT 产品增速大幅高于整体增速。我们判断，公司全年产品结构会于 19Q1 略有差别，二季度之后酸奶产品将重新接棒增长，但全年收入增速预计于 19Q1 相近。近期公司公告将在南疆设立新产能，除有望进一步攻占南疆市场外，也有助于解决公司产能瓶颈问题。前期公告的配股融资方案，预计三季度有望落地，此举也将为公司未来发展提速提供资金支持。预计 19-21 年公司实现营业收入 17.25/20.70/24.45 亿元，同比+18%/+20%/+18%；实现归母净利润 1.31/1.56/1.89 亿元，同比+15%/+19%/+21%，对应 EPS 为 0.63/0.75/0.91 元，目前股价对应 PE 为 25X/21X/17X。维持“推荐”评级。

### 三、啤酒：收入下半年有望企稳回升，五因子共振盈利能力持续修复

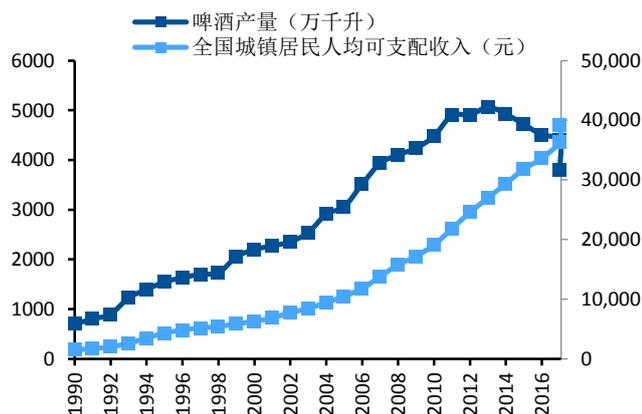
#### (一) 收入端：量稳价升，预计 19 年行业整体收入稳步增长

##### 1. 销量：厄尔尼诺效应导致气候升温的背景下，预计 19 年销量下滑概率较低

作为可选消费品，啤酒在发展初期产量增加与居民人均可支配收入增加正相关。随着我国人均可支配收入的提升，国内啤酒产量逐步提升，于 2013 年达到顶峰 5065 万千升，1990 年-2013 年 23 年间 CAGR 达 9%。

受消费基数走高及人口逐渐老龄化影响，2014-2017 年啤酒产量开始连续下滑；18 年我国啤酒产量同比+0.5%，实现自 2014 年来首次正增长。2019 年前 4 个月，国内啤酒产量达到 1129 万千升，同比+0.8%，仍然保持弱增长状态。在 19 年厄尔尼诺效应大概率继续展开从而导致北方和华南等啤酒消费重镇夏季气温炎热的背景下，我们认为 2019 年行业总产量下滑概率较低，行业大概率进入产量平稳的阶段。

图 60：在发展初期啤酒产量与人均可支配收入成正相关



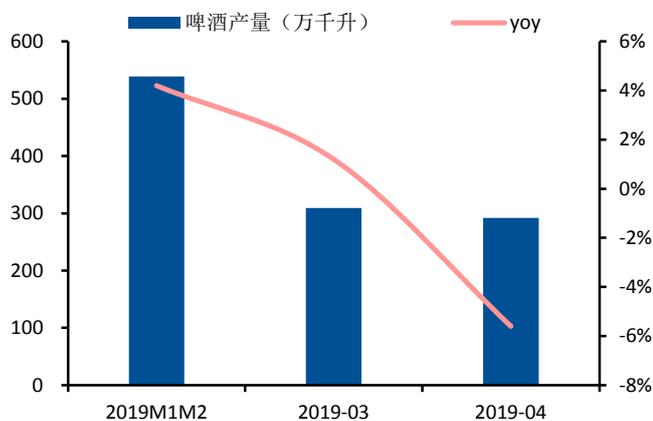
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 61：18 年及 19 年前四个月啤酒产量弱恢复



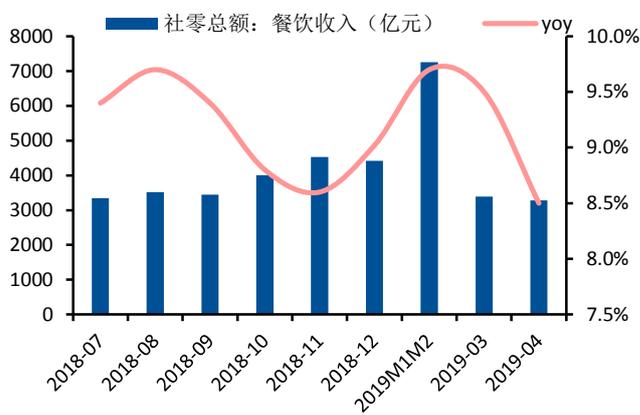
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 62：19 年 4 月份啤酒产量回落明显



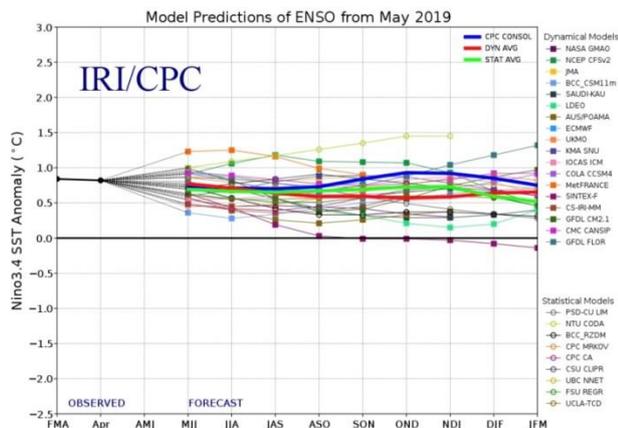
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 63：19 年 4 月餐饮收入增速显著下滑



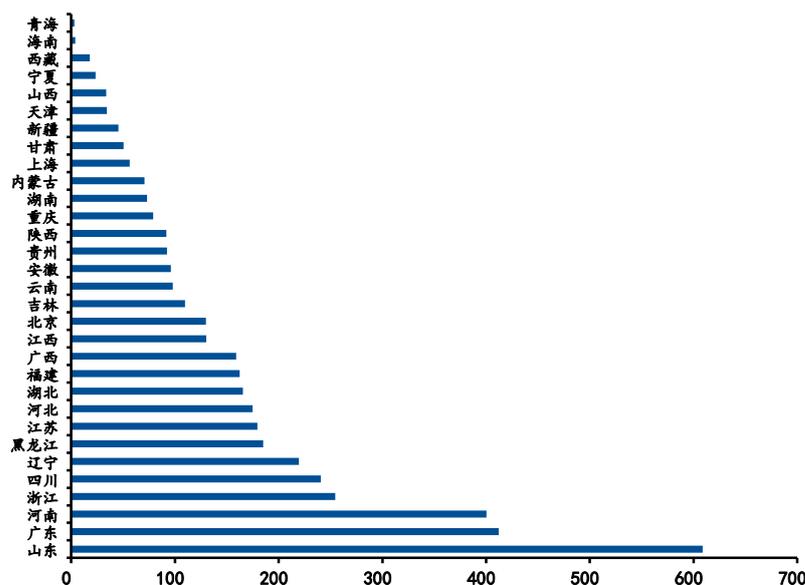
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 64：北美 18 家科研机构气候模型对厄尔尼诺气候预测（2019 年 5 月）



资料来源：哥伦比亚大学，民生证券研究院（注：高于 SST0.5 摄氏度以上即为厄尔尼诺现象）

图 65：2017 年北方和华南地区省份啤酒产量引领全国（单位：万千升）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

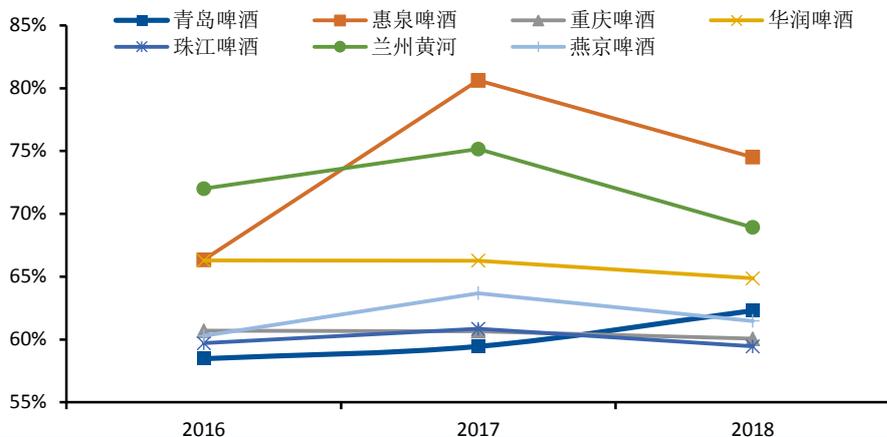
## 2. ASP：19 年提价概率不大，ASP 提升主要依靠产品结构升级

(1) 成本压力趋缓叠加竞争格局未稳迎合低端产品消费者价格敏感度较高，预计 19 年啤酒厂商继续提价概率不大

### a. 成本端压力趋缓，提价前提条件不成立

受累于 2017 年以来瓦楞纸、玻璃、铝材等原材料价格大幅上涨压缩了盈利空间，17 年底至 18 年中啤酒行业掀起集体提价潮，提价幅度在 5%-10% 不等。通过对比分析主要原材料价格的变动趋势，我们分析认为包材成本下行将抵消进口大麦价格上涨，19 年啤酒行业整体成本压力趋缓，因此提价的前提条件不成立。（详细分析见下文）

图 66：17 年啤酒上市公司销售成本率显著提升（青啤 18 年继续提升主要原因在于会计准则发生变化）

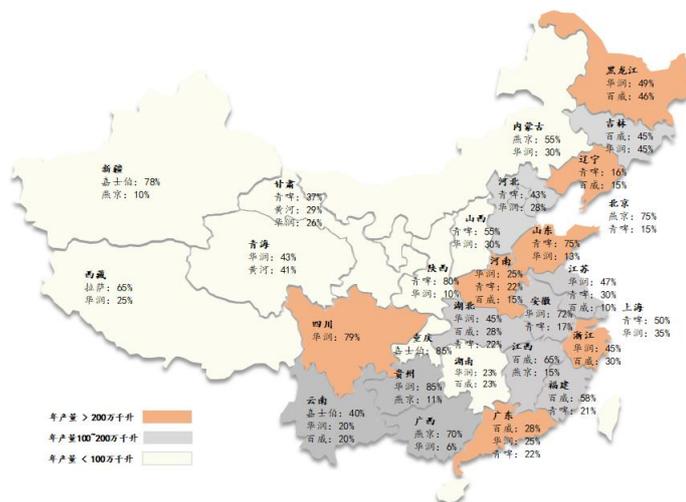


资料来源：Wind，民生证券研究院

### b. 竞争格局未稳，囚徒困境下不提价乃上策

厂商能否顺利提价在很大程度上取决于当前竞争格局：若在区域形成绝对垄断，则具备强势的议价能力，提价动作可顺畅展开；若在区域与若干家厂商形成寡头垄断，则需要与竞争对手取得默契同步；若在区域份额落后，则议价能力较弱，只能被动成为价格接受者。分省来看，当前我国啤酒市场竞争格局未稳，仅少数省份决出绝对领先者，大多数省份还处于寡头垄断或垄断竞争阶段，若无明显外力压迫，囚徒困境下不提价乃上策。

图 67：仅少数省份已决出绝对领先者

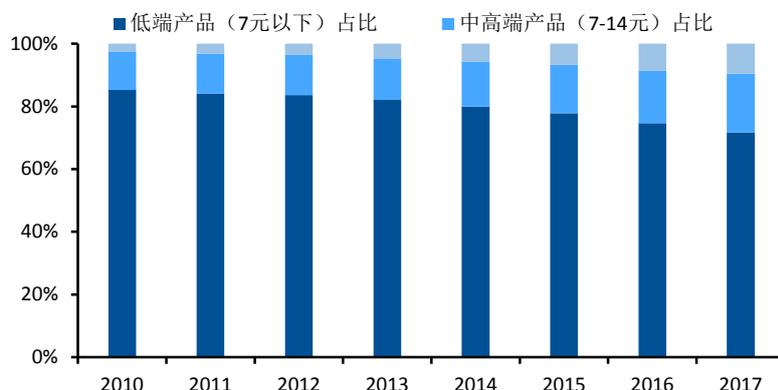


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

### c. 行业低端产品占比高，消费者对价格敏感度高

尽管随着产品结构升级的推进，我国中高端啤酒占比逐年提升，但是总体来说当前行业内低端产品销量占比仍高达 71.7%。低端产品的受众对价格敏感度较高，价格的提升将会导致需求的下滑，因此除非万不得已（成本压力持续上行），厂商不会轻易提价。

图 68: 低端产品占比仍愈 7 成



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

## (2) 产品结构升级推动 ASP 提升

### a. 天时: 产量见顶叠加成本持续上行, 价格战难以为继

受累于 14 年起啤酒产量回落叠加 16 年下半年起包材成本显著提升, 啤酒厂商利润受到严重侵蚀, 为获取市场份额而采取的低价策略难以为继。因此, 客观条件的改变促使厂商淡化对量增的诉求, 采取包括推动产品中高端化升级、优化产能等措施提升盈利能力。

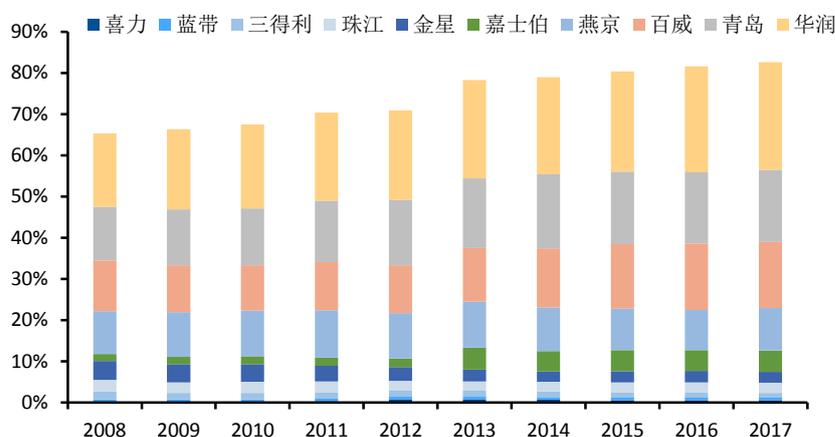
### b. 人和: 消费升级大背景下, 产品结构升级乃大势所趋

随着城镇化水平及居民人均可支配收入逐渐提升, 消费升级趋势越演越烈, 消费者对啤酒的口感及包装等因素愈加重视, 原先口感寡淡、包装粗糙的低端啤酒已经难以满足消费者的需求。因此在消费升级大背景下, 啤酒产品结构升级乃大势所趋。

### c. 地利: 行业竞争趋缓致使 ASP 提升之路顺畅

前期行业的下滑加剧了行业洗牌, 部分小企业难以熬过冰冻期, CR5 整体优势更为明显, 整体市场份额进一步集中, 行业竞争程度边际放缓。在此背景下, 预计各大厂商重打价格战的概率不大, 因此 ASP 提升之路较为顺畅。

图 69: 市场份额逐渐向头部聚集



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

表 2：啤酒厂商不断推进产品中高端化升级

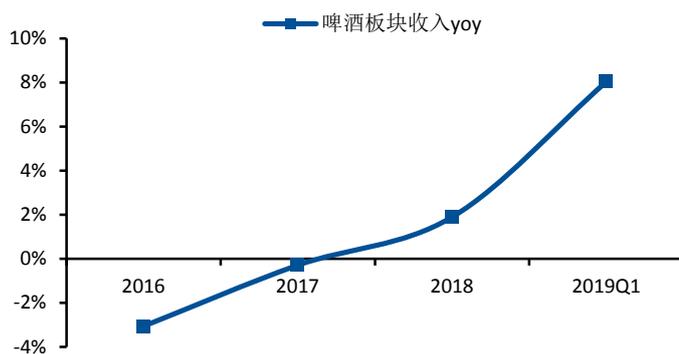
厂商名	公司战略
华润啤酒	未来 10 年的目标是向高档进军，实现有质量的增长。目前华润不仅仅自己推出了 SuperX、匠心营造、马尔斯绿等高档产品，同时也不断考察国外品牌，不排除未来引入海外高端品牌的可能（2018.11 收购喜力中国工厂）
百威英博	国内定位最高端啤酒，不断引入其海外高端品牌
青岛啤酒	在国内啤酒中定位偏中高档，加速高端啤酒战略推进
燕京啤酒	推出了为年轻消费者量身打造的新产品燕京帝道。打造普通酒以清爽为代表、中档酒以鲜啤为代表、高档酒以纯生为代表、个性化产品以原浆白啤为代表丰富且清晰的产品线。
重庆啤酒	在嘉士伯入主之后开始引入嘉士伯高端品牌（授权在重庆/湖南/四川销售），加快产品升级的进度

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3. 结论：销量稳中趋升、结构升级推动 ASP 提升，19 年板块收入企稳回升

从量的角度来看，预计 19 年产量下滑概率较低；从 ASP 角度来看，预计 ASP 提升主要依靠产品结构升级推动。总体而言，量稳价增，预计 19 年啤酒行业的整体收入将稳步增长。

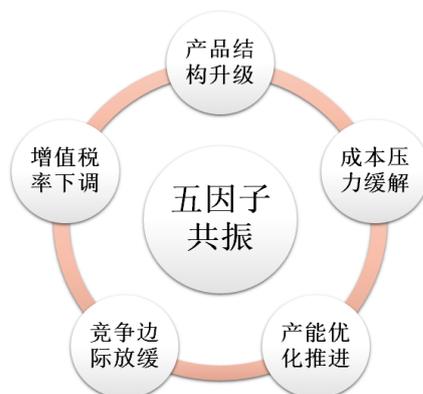
图 70：啤酒板块整体收入稳步增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）利润端：五因子共振，19 年行业盈利能力将持续改善

图 71：五因子共振助力盈利能力持续改善



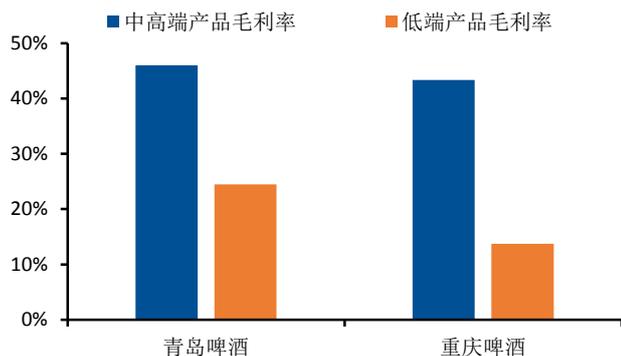
资料来源：民生证券研究院整理

## 1. 产品结构升级叠加成本压力缓解助推毛利率水平提高

### (1) 产品结构升级

如上文所述，啤酒行业产品结构升级渐入白热化，归因于中高端啤酒毛利率显著高于低端啤酒，因此产品结构升级将推动整体毛利率的提升。

图 72：青啤、重啤中高档产品毛利率显著高于低档产品（2018 年报）



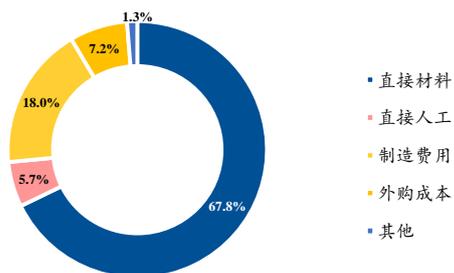
资料来源：公司公告，民生证券研究院

### (2) 包材成本下行抵消进口大麦价格上涨的影响，成本压力缓解

**a.进口大麦价格方面：**尽管受累于澳洲、加拿大等大麦主产国减产及国内需求增加导致 18 年 1 月起进口大麦单价持续爬高，但啤酒厂商可通过大宗采购提前锁价及国产大麦替代来平滑部分影响，因此在 19 年 4 月进口大麦单价增速边际放缓背景下，**预计全年来看进口大麦价格上涨影响是可控的；****b.包材成本方面：**18 年下半年以来宏观经济增速边际放缓，环保“一刀切”被禁止致使上游原材料供给端有所宽松，玻璃、铝板和瓦楞纸等包材价格增速大幅趋缓，**预计 19 年下半年来自包材的成本压力仍将持续减轻。**

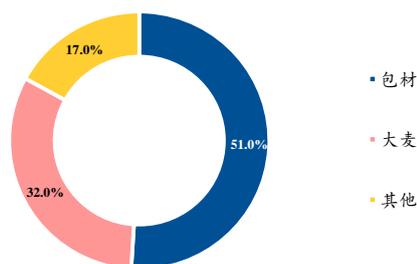
结合来看，进口大麦及包材价格一上一下。以青啤披露数据为基准，包材在总成本中占比约为 35%，大麦在总成本中占比约为 22%。假设 19 年包材成本整体回落 12%，那么总成本将会降低 4.15 个百分点，在此基础上，全年大麦成本增幅只要不高于 19%，那么 19 年总成本同比将不会增加；基于啤酒厂商可以通过提前锁价及国产大麦替代来平滑。因此，我们认为包材成本下行将抵消进口大麦价格上涨的影响，啤酒行业整体成本压力趋于缓和。

图 73：青岛啤酒成本构成（2018 年年报）



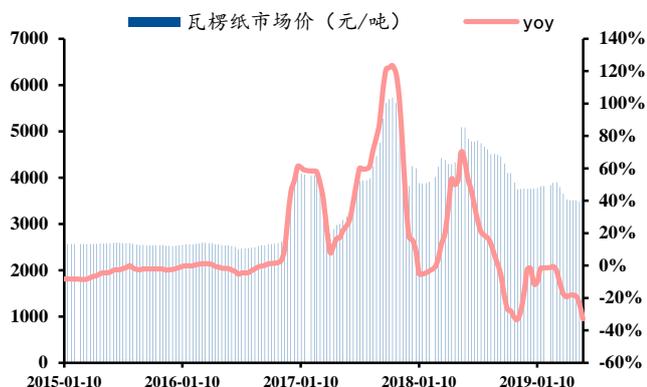
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 74：青岛啤酒包材在直接材料中占比过半



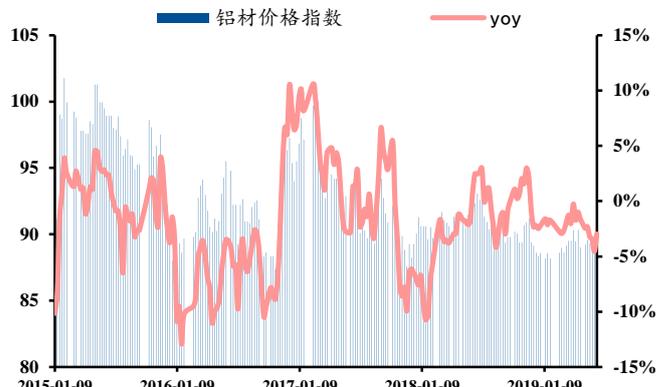
资料来源：公开资料，民生证券研究院

图 75: 瓦楞纸价格 17 年显著提升, 18 年 9 月起回落



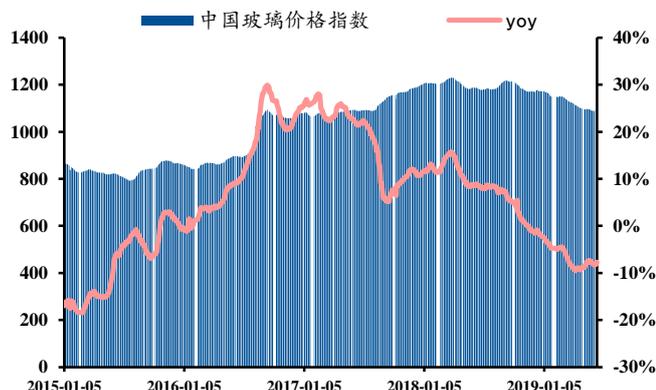
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 76: 铝材价格 17 年显著提升, 18 年 11 月起趋稳



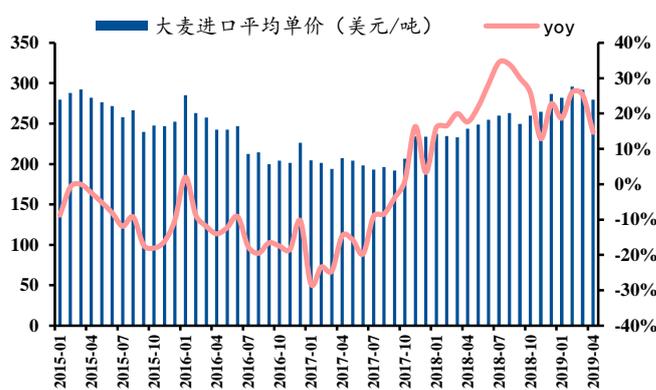
资料来源: 工商业联合会, 民生证券研究院

图 77: 玻璃价格指数 17 年显著提速, 19 年开始回落



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 78: 进口大麦价格增势边际放缓



资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

综上, 产品结构升级叠加成本压力放缓将对毛利率水平提升起积极作用。

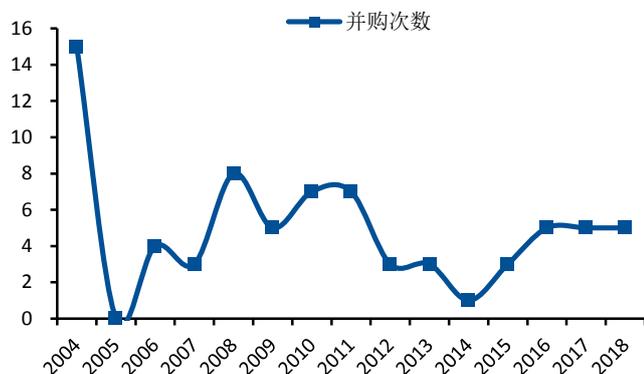
## 2. 产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低

相较于拥有本土根深蒂固饮酒文化的白酒, 作为舶来品的啤酒毛利率较低, 所以啤酒企业在初期相较利润更为重视市场份额, 同时由于啤酒的附加值较低、运输成本较高, 因此并购中小啤酒厂商和破产收购后异地新建建厂成为有效的控制成本和抢占当地市场的方法, 行业内并购不断。在产量见顶的背景下, 由并购引起的行业产能过剩问题愈加严重, 对啤酒企业的盈利能力产生了显著的负面影响。

在此情形下, 优化产能成为啤酒厂商提质增效的重要途径。改革先行的重庆啤酒在 15-17 年间合计关闭了 10 间工厂; 华润啤酒 18 年关闭了 13 间啤酒厂, 预计 2019 年还将进一步落实关厂策略; 而以青岛啤酒、燕京啤酒为代表的国企由于在扩张建厂时获得政府税收、土地等政策、资源优惠以及作为国企拥有维护社会稳定的责任, 因此实际关厂难度较大, 不过青岛啤酒 18 年关闭了上海、芜湖两家关厂, 燕京啤酒也曾提到对于个别不存在价值的企业经过权衡之后可能会与地方政府协商后关厂, 因此我们对于未来青啤、燕啤推进关厂保持乐观态度。尽管关厂短期内会导致资产减值损失以及员工安置费用(管理

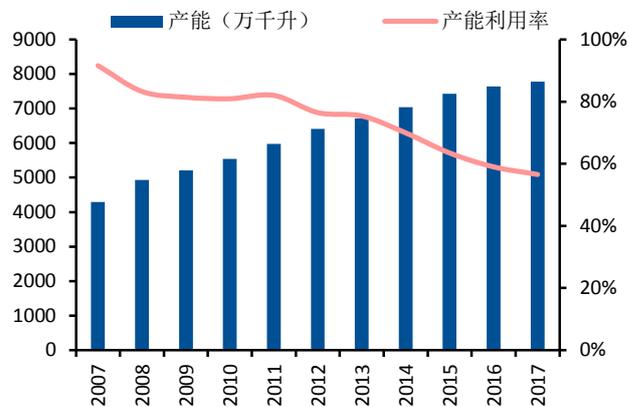
费用)的增加,但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比的减少+通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低。

图 79: 行业并购事件此起彼伏



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 80: 行业产能利用率逐年下滑



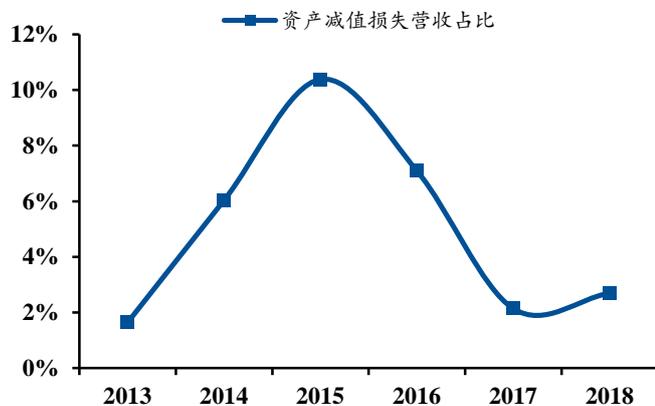
资料来源: wind, 民生证券研究院

表 3: 2015 年起各大巨头关厂动作不断

时间	华润啤酒	百威英博	重庆啤酒	青岛啤酒
2015	关停 3 家	/	关停 3 家 关闭黔江分公司 关闭六盘水分公司 关闭安徽亳州公司	/
2016	关停 2 家	关停 2 家	转让宁波大梁山	/
2017	关停 7 家	关停 6 家	转让重庆啤酒安徽九华山有限公司股权及债权 转让重庆啤酒安徽亳州有限公司股权及债权 转让甘肃金山啤酒有限公司股权和债权	在部分省份关停了部分生产线
2018	关停 13 家	/	/	关停 2 家

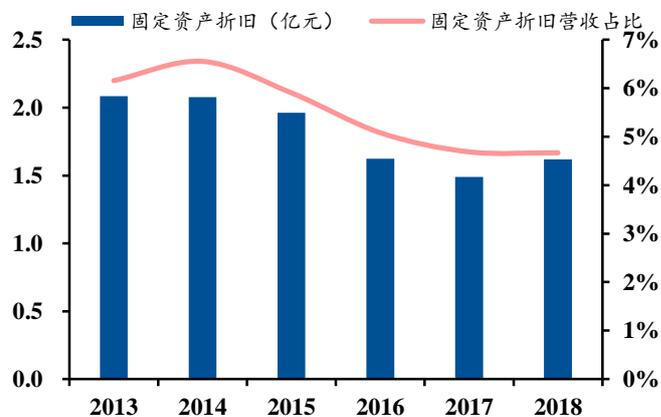
资料来源: 公司公告, 中国啤酒网, 民生证券研究院

图 81: 关厂短期内造成重啤资产减值损失的显著增加



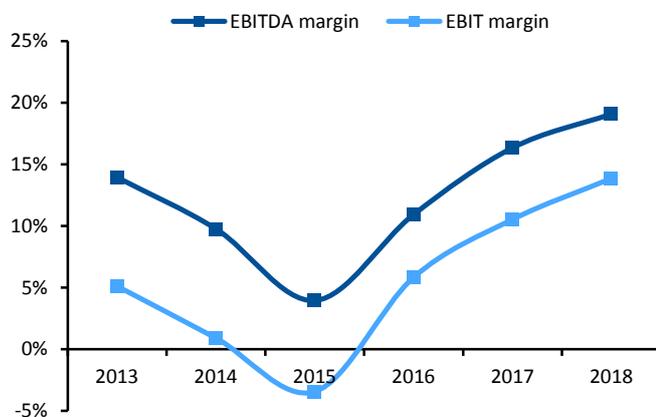
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 82: 受益于关厂, 重啤固定资产折旧营收占比逐年下降



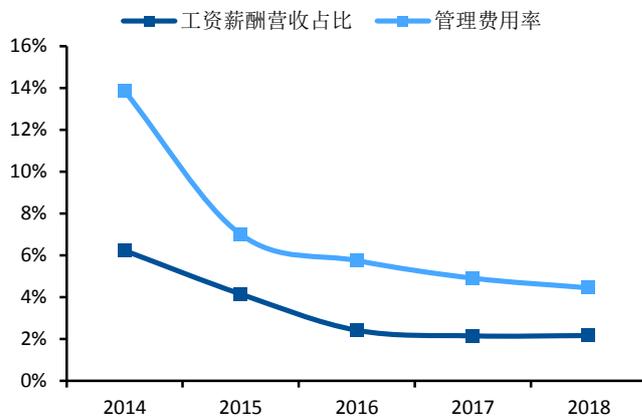
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 83: 受益于关厂, 13-18 年重啤 EBIT margin 提升幅度达到 8.74%, 高于 EBITDA margin 5.14% 的提升幅度



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 84: 关厂遣散员工带来重啤工资薪酬营收占比的降低进而促进管理费用率的下降 (按可比口径)

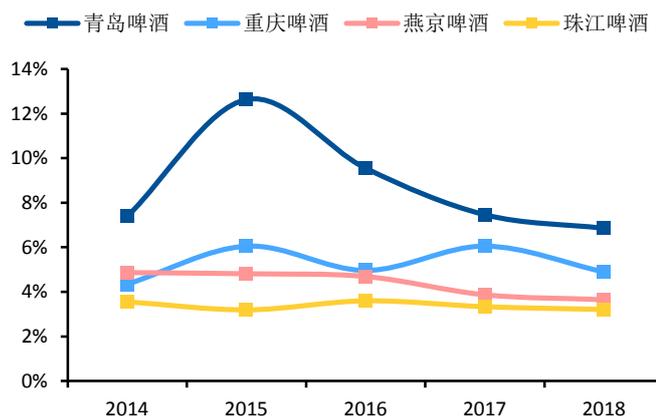


资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3. 竞争边际放缓促进销售费用率降低

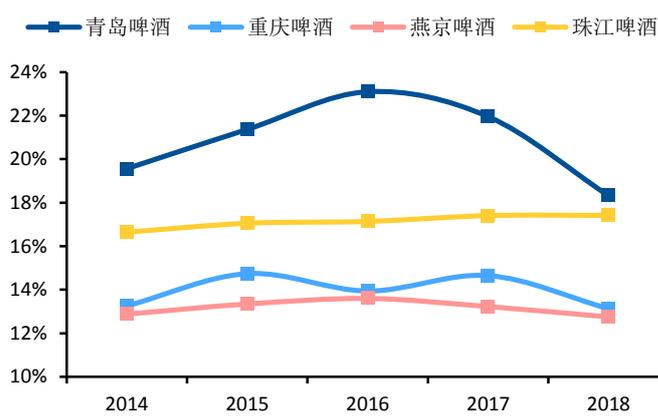
除了出厂价提升缓慢之外, 啤酒企业间价格战的另一显著的表现形式是厂商以促销的形式向渠道让利, 因此啤酒行业的销售费用率一直居高不下。在竞争趋缓的背景下, 各大啤酒企业的广告+促销费用边际下降 (17 年重啤提升的主要原因是在大力推广嘉士伯高端产品导致广告支出较多), 进而促进销售费用率的下降。我们预计随着厂商逐步加大对于盈利的诉求, 叠加吨价提升带来收入规模的增加, 销售费用率将会稳中趋降。

图 85: 主要厂商广告+促销费用率 17 年起逐渐下降



资料来源: wind, 民生证券研究院(注: 青啤 18 年数据为调整后数据)

图 86: 主要厂商销售费用率 17 年起逐渐下降



资料来源: wind, 民生证券研究院(注: 青啤 18 年数据为调整后数据)

### 4. 增值税: 19 年增值税下调将给主要厂商带来约 1 个百分点的一次性净利率弹性

根据 2019 年两会的政府工作报告, 2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税率从 16% 下调至 13%, 此次下调力度较大, 将利好盈利薄弱的啤酒行业, 综合厂商在上下游的议价能力等因素, 我们预计此次增值税率下调将给主要厂商带来 0.88-1 个百分点的一次性净利率弹性。

表 4：增值税率下调将给主要厂商带来 0.88-1 个百分点的净利率弹性（单位：百万元）

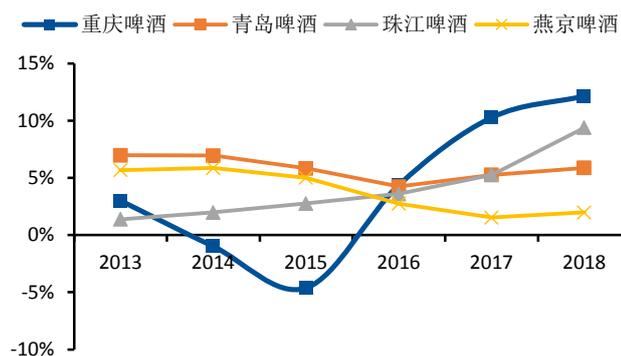
厂商名	调整前 销售额 (含增 值税)	原销项 税额	调整后销 项税额	营收增 加额	调整前不含 增值税直接 材料成本	原进项 税额	调整后进 项税额	成本 减少 额	税金 及附 加 减少 额	税后 利润 增厚	利润率 弹性
重庆啤酒	4,022	555	463	32	564	90	73	6	2	30	0.88%
青岛啤酒	30,827	4,252	3,547	247	9,675	1,548	1,258	93	14	265	1.00%
燕京啤酒	13,159	1,815	1,514	105	3,292	527	428	32	5	107	0.94%
珠江啤酒	4,686	646	539	38	1,076	172	140	11	3	39	0.96%

资料来源：公司年报，民生证券研究院整理

### 5. 结论：在五因子共同作用下，预计啤酒板块整体盈利能力将持续修复

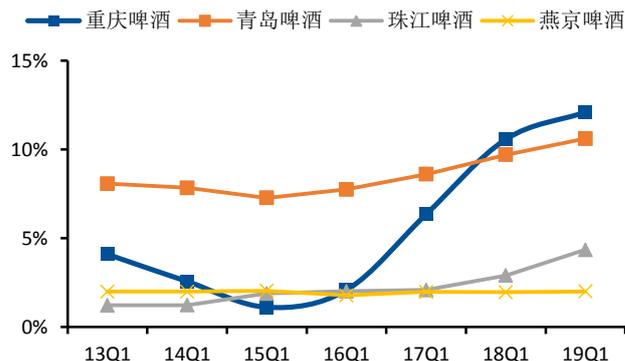
综上所述，在产品结构升级+成本压力缓解+产能优化推进+竞争边际放缓+增值税率下调五因子共同作用下，我们预计 19 年啤酒板块整体盈利能力将继续改善。

图 87：主要厂商净利率逐年提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 88：19Q1 主要厂商净利率水平持续修复



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### (三) 重点覆盖公司

**青岛啤酒：产品、渠道、费用三方位突围，改革措施积极。**

**1. 产品方面：**公司聚焦中高端，致力主品牌“青岛”高端化，在副品牌方面公司梳理各个品牌的定位和差异化特性，合理分配资源，规划协同发展。从最新财报来看，公司产品高端化策略成果显著：19Q1 公司啤酒吨价同比+5%上下，延续上升趋势；19Q1 青岛品牌占比同比提升了 0.95 个百分点，其中高端产品占比同比提升 0.96 个百分点；

**2. 渠道方面：**青啤提出深化市场销售网络，提高对终端客户的掌控能力，并不断提升区域市场分销能力，努力弱化大客户对于渠道深度分销的影响，除稳固山东、陕西市场外，拓展部分格局尚未明确的区域。

**3. 费用方面：**2017 起年青啤明确提出优化费用投入，严格管控费用使用、核销及兑付流程，强化市场核查力度，提升了促销费用有效性管理和营销效率，17/18 年促销费用占比分别减少 1.8/0.83 个百分点，降费效果显著，但和同行业其他企业相比仍有下降空间。预计 19-21 年公司实现营业收入为 273.95 亿元/285.40 亿元/298.87 亿元，同比+3.1%/4.2%/4.7%；实现归属上市公司净利润为 17.40 亿元/21.08 亿元/25.08 亿元，同比+22.3%/21.2%/19.0%，

折合 EPS 为 1.29 元/1.56 元/1.86 元，对应 PE 为 39X/32X/27X。维持“推荐”评级。

**重庆啤酒：盈利能力引领行业，与嘉士伯强强联合未来可期。** 归功于深耕优势市场推进产品结构升级叠加产能优化步伐行业领先，公司成为 A 股啤酒板块盈利能力最强标的，18 年、19Q1 净利率分别达 12.15%、12.10%，行业遥遥领先。在国内啤酒行业中高端化进程持续推进情况下，公司有望成为中国高端啤酒市场领军者之一。2013 年，重庆啤酒成为嘉士伯集团成员，根据当时嘉士伯避免潜在同业竞争承诺，嘉士伯要在 2020 年 12 月之前将其与公司存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入上市公司。嘉士伯在西部及西北地区等地发展态势良好，盈利能力高于重庆啤酒，因此未来随着嘉士伯与公司强强联合，公司盈利能力及市场份额有望进一步提高。在不考虑嘉士伯资产注入预期前提下，预计 19-21 年公司实现营业收入为 37.23 亿元/40.35 亿元/43.41 亿元，同比+7.4%/8.4%/7.6%；实现归属上市公司净利润为 4.92 亿元/5.81 亿元/6.67 亿元，同比+21.9%/18.0%/14.8%，折合 EPS 为 1.02 元/1.20 元/1.38 元，对应 PE 为 46X/39X/34。维持“推荐”评级。

**燕京啤酒：深耕优势市场推进产品结构升级，盈利反弹有望持续。** 自 17 年公司归母净利润达到谷底之后，公司盈利能力持续修复，18 年归母净利润同比+11.47%，19Q1 同比+8.66%。公司在北京、内蒙古、广西三大优势市场市占率均超过 75%，优势市场的垄断地位是燕京推动产品结构升级的重要前提。17 年公司在广西市场推出的高端产品“漓泉 1998”终端动销良好，销量占比已经超过 70%，因此深耕优势市场推进产品结构升级将有助于公司盈利能力的显著提升，我们认为公司盈利反弹有望持续。预计 19-21 年公司实现营业收入为 120.24 亿元/125.15 亿元/132.55 亿元，同比+6.0%/4.1%/5.9%；实现归属上市公司净利润为 2.67 亿元/3.34 亿元/4.01 亿元，同比+48.6%/24.9%/20.0%，折合 EPS 为 0.09 元/0.12 元/0.14 元，对应 PE 为 74X/55X/47X。维持“推荐”评级。

**珠江啤酒：产品结构改善明显，区域优势地位强化。**（1）产品结构改善，广东市场优势地位更为稳固 2018 年公司销售啤酒 124 万吨，同比+2.5%，其中珠江纯生/珠江 0 度销量分别为 43/60 万吨，同比+6.7%/+1.1%，易拉罐销量 34.9 万吨，同比+8%。公司以珠江 0 度扩张规模；以珠江纯生为利润增长点，并拓展雪堡、精酿、原浆等高端产品，不断改善产品结构，2018 年吨酒收入/吨酒毛利分别同比提升 4.8%/8.5%。2018 年公司广东市场占有率达 32%，其中珠三角/佛山/东莞市场占有率分别为 37%/54%/44%，较上年同期分别提升 2.9/3.8/3.6 个百分点。（2）文商旅业联动，总部开发可期：目前公司已完成南沙参观走廊项目建设，联动珠江-英博国际啤酒博物馆、珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区和南沙生产基地，打造广州文商旅精品。未来总部地块转变为商业用地后，公司将探索总部开发新模式，预计会与现有文商旅项目联动开发，有利于推动公司品牌建设并改善业绩表现。预计 19-21 年公司实现营业收入 43/46/50 亿元，同比+7%/+8%/+9%；归母净利润为 4.0/4.4/4.8 亿元，同比+9%/+10%/+9%，对应 EPS 为 0.18/0.20/0.22 元，目前股价对应 PE 为 35X/32X/29X。维持“推荐”评级。

## 四、调味品：发展空间确定，行业分化加速演变

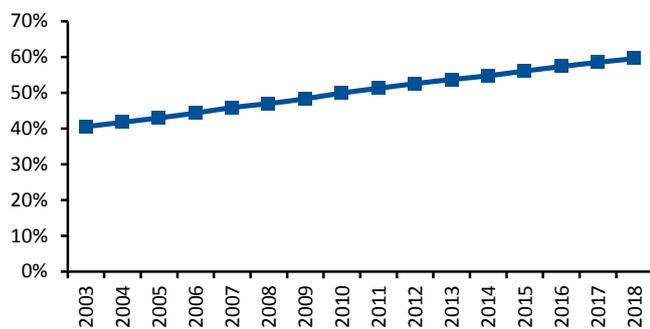
### (一) 传统品种量价空间确定，长期看新品种大有可为

#### 1、传统品种量价仍有空间

(1) 量：餐饮景气恢复带动调味品销量增加，同时对标日韩我国人均消费量仍未触及天花板

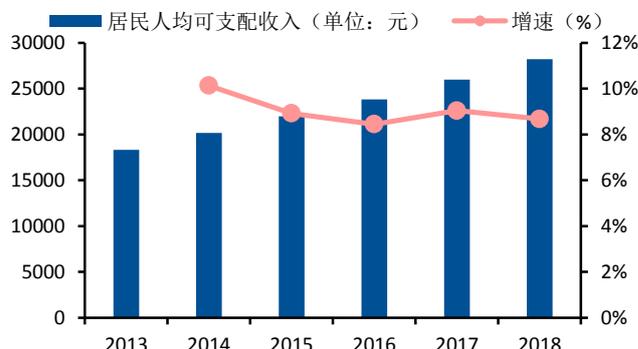
尽管得益于改革开放以来人均可支配收入及城镇化程度持续双提升，餐饮业收入规模一直稳步提升，但13年行业受八项规定冲击较为严重，增速从12年的13.6%显著下滑到13年的9%。从14年开始，在结构调整（大众餐饮成为行业回暖复苏的主动力）及餐饮外卖高速发展的双轮驱动下，餐饮行业景气恢复。因此，归因于餐饮渠道调味品消费量显著高于家庭渠道（餐饮渠道每公斤食物调味品使用量是家庭渠道的1.57倍），在餐饮业景气恢复的带动下，12-18年调味品销量稳步提升，12-18年CAGR达到6%（Euromonitor数据）。基于对标日韩等饮食习惯相近的发达国家我国人均消费量仍未触及天花板，在餐饮行业如火如荼发展的背景下，我们预计未来调味品总体销量将会平稳增长（根据Euromonitor数据，2018-2023年CAGR将达到5%）。

图 89：城镇化水平逐年提高



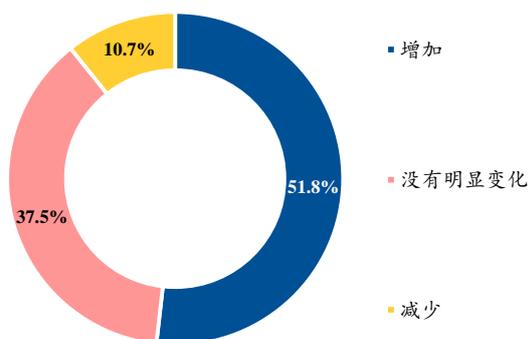
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 90：人均可支配收入稳步增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 91：2018 年中国消费者外出就餐频次变化



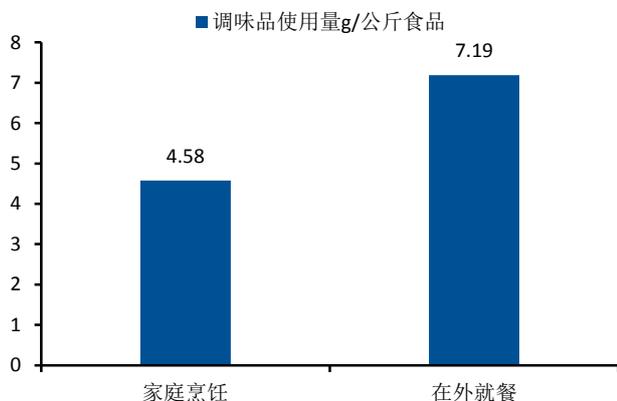
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 92：14 年起餐饮行业景气恢复



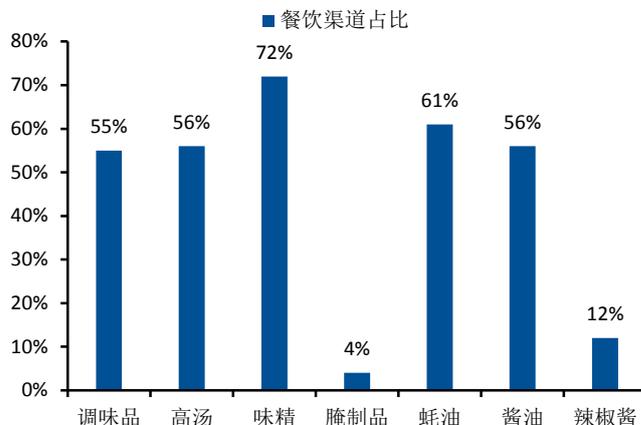
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 93：餐饮渠道调味品消费量显著高于家庭渠道



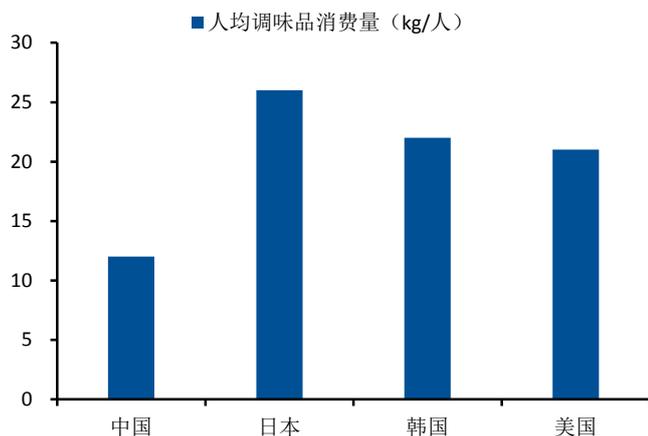
资料来源：中国期刊网，民生证券研究院

图 94：大多数调味品主要在餐饮渠道被消费（销量口径）



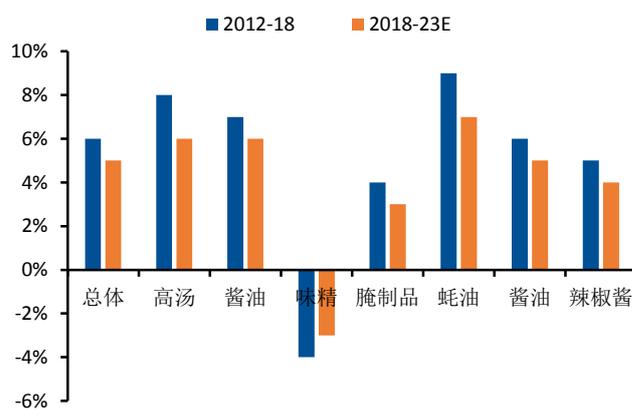
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 95：对标日韩，我国调味品销量未见天花板



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 96：调味品总体及细分品种销量增速预测



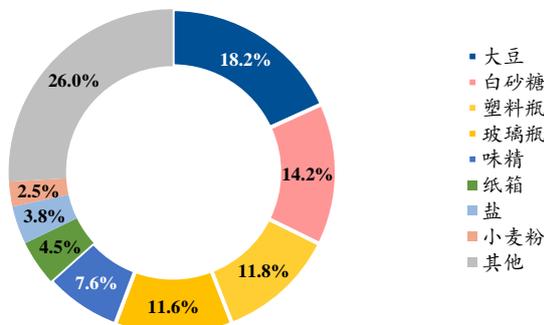
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

**(2) 价：契机未到叠加经济处于下行周期，厂商直接提价慎之又慎，调味品价格提升主要依靠结构升级**

基于提价契机尚未到来，在经济处于逆周期的背景下，我们预计 19 年大规模提价发生概率较低。a. 时机未到：身处调味品这一对价格高度敏感的行业，只有当上游原材料价格的上涨显著压缩的盈利空间时厂商才会选择提价，因此从某种角度来看调味品行业提价周期即行业成本周期。基于 19 年以来大豆价格稳中趋降、糖周期仍处于底部及环保政策放松带来玻璃、塑料等主要包材成本显著下滑，我们分析认为调味品行业提价契机尚未到来，起码 19 年下半年不会发生大规模提价；b. 经济逆周期下，提价得不偿失：客观来说，提价这柄“双刃剑”厂商如若使用不当，只会伤及自身：经济顺周期下，提价可以在不影响动销的情况下增厚营收，甚至推动产品价格带快速上移；但是在宏观经济处于下行通道的背景下，如果缺乏高费用投放或低渠道库存等因子的配合，则提价只会显现负面作用：即经济逆周期下，提价大概率会推高渠道库存从而对动销产生负面影响。因此，基于提价契机尚未到来，在经济处于逆周期的背景下，我们预计 19 年主要厂商大概率不会做出

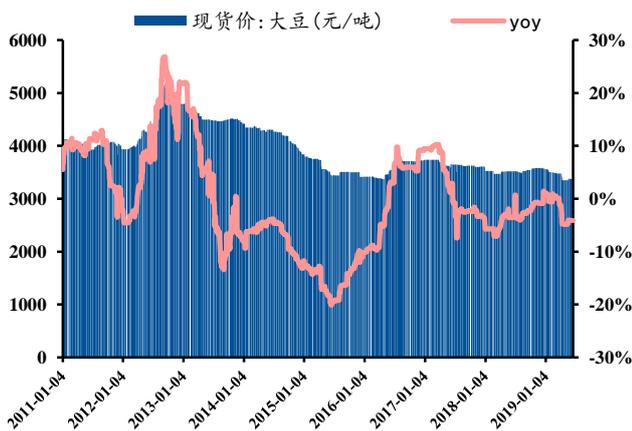
提价决议。

图 97：大豆、白砂糖及包材占据海天味业成本大头



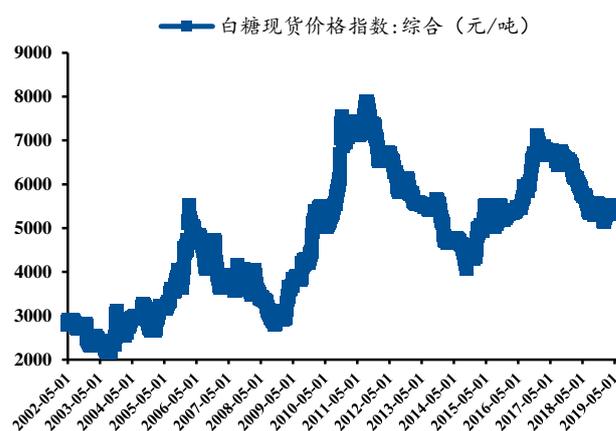
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 98：大豆价格稳中趋降



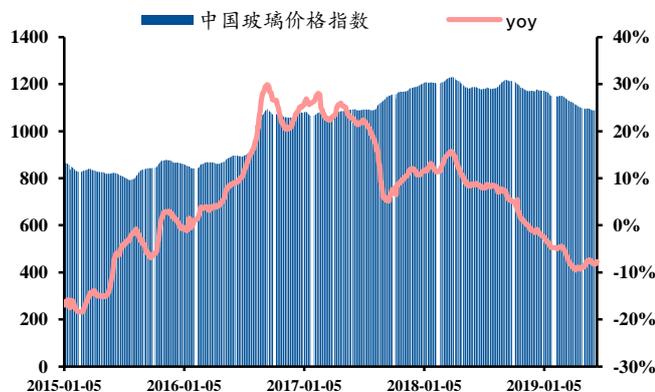
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 99：糖周期仍处于底部位置



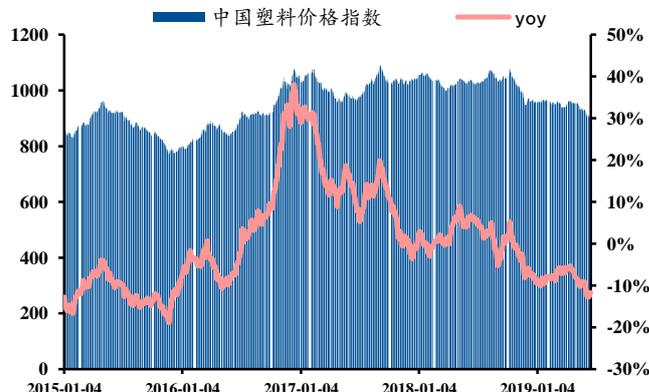
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 100：玻璃价格指数 19 年开始回落



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 101：塑料价格指数 19 年以来显著降低



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 5：调味品行业一个完整提价周期约为 4 年（视经济环境及成本增加情况有所增减）

公司	提价时间	提价范围	提价幅度
海天味业	2010 年 12 月	酱油产品	约 4%-5%
	2012 年 7-9 月	60% 产品	
	2014 年 11 月	多数产品	
	2016 年 12 月		
中炬高新	2013 年 7 月	厨邦及美味鲜全面产品	约 5%-6%
	2017 年 3 月		
恒顺醋业	2014 年 1-2 月	主要醋类	9%
	2016 年 6-7 月	19 款产品	
	2019 年 1 月	醋及料酒	6%-15%
涪陵榨菜	2016 年 7 月	11 款产品	8-12%
	2017 年 2 月	9 款产品	15-17%
	2017 年 11 月	脆口及主力榨菜缩减包装	10-17%
	2018 年 10 月 29 日	7 款产品	10%

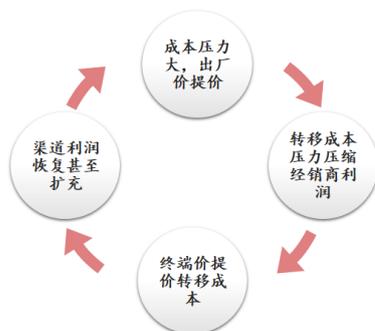
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 6：提价包含两个动作：出厂价提价和出厂价不提而终端价提价

时间	海天	厨邦
出厂价提价	2012 年 9 月	2013 年 7 月
出厂未提终端提	2014 年 11/12 月	2014 年 10 月
出厂价提价	2016 年 12 月	2017 年 3 月

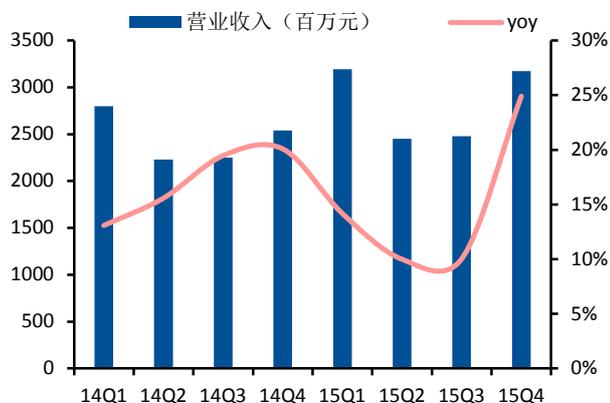
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 102：提价周期周而复始，形成闭环



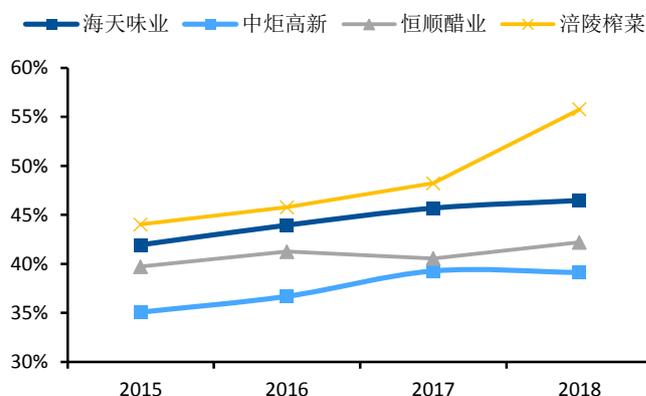
资料来源：民生证券研究院整理

图 103: 受累于 15 年经济持续低迷叠加海天费用端未见起色, 15Q1-Q3 海天味业收入增速大幅低于预期



资料来源: Wind, 民生证券研究院

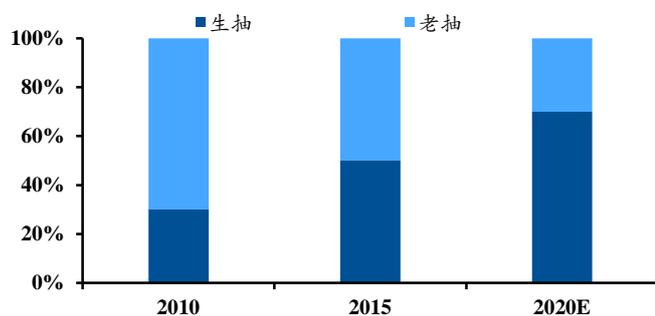
图 104: 在低渠道库存的助力下, 上轮提价推升了主要厂商毛利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

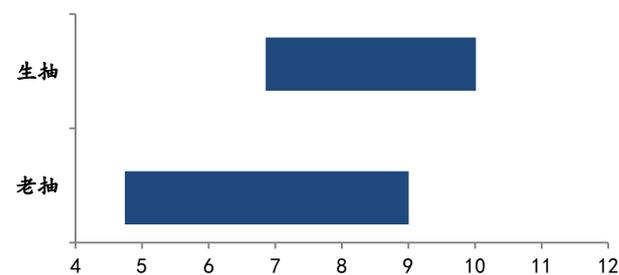
调味品价格提升主要依托结构升级。随着城镇化水平及居民人均可支配收入逐渐提升, 消费升级趋势越演越烈, 消费者对于调味品的健康属性、功能化属性等属性愈加重视。因此在此消费升级大背景下, 调味品产品结构升级乃大势所趋。

图 105: 国内生抽比例持续提升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 106: 生抽价格带高于老抽



资料来源: 民生证券研究院整理

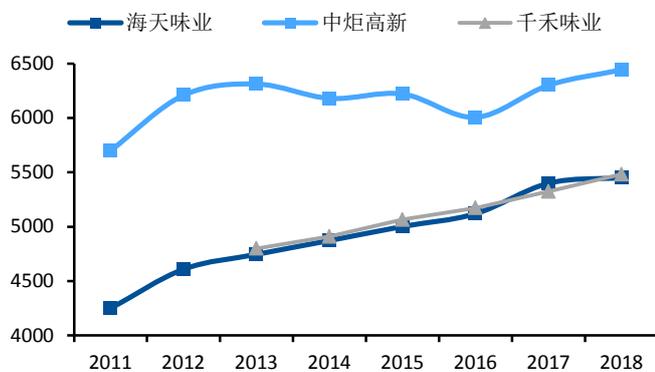
表 7: 主要厂商切实推进产品结构升级

厂商	关键数据	发展策略
海天味业	高中低端产品占比从 13 年的 1:6:3 提升到 18 年的 4:5:1	推进酱油结构升级, 做大蚝油体量, 加强黄豆酱新市场培育, 同时注重醋、料酒等新品类研发和培育
中炬高新	18 年酱油吨价达到 6443 元/吨, 引领行业	公司定位精准差异化竞争, 深耕中高端酱油领域多年; 未来公司考虑引入日式发酵工艺, 打造广式、日式相结合生产方式, 继高鲜酱油之后, 有望再次引领市场
恒顺醋业	18 年高端醋同比+15%, 高于醋类 12%、调味品总体 10% 的增速	围绕做强做优做大主业, 持续推动“大单品”策略, 提升“恒顺香醋”的品牌知名度。持续打造“A 类核心产品”和“高端产品”, 淘汰市场表现不佳的产品。
千禾味业	18 年以有机系列产品、头道原香系列产品、窖醋系列产品为代表的零添加产品营收占比达到了约 60%	坚定实施“千禾零添加酱油, 0 添加剂, 天然好味道”的品牌定位, 对头道原香等零添加产品进行全面升级

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

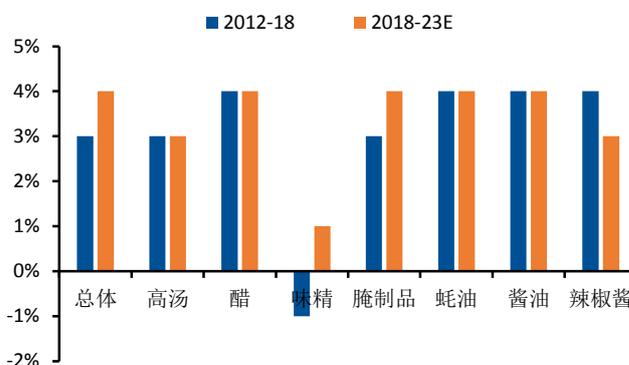
综上，受累于契机未到叠加经济处于下行周期，厂商将慎重考虑提价，同时在消费升级大趋势下，调味品价格提升主要依靠结构升级。

图 107：主要厂商酱油吨价持续提升（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 108：未来五年调味品吨价 CAGR 有望达到 4%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

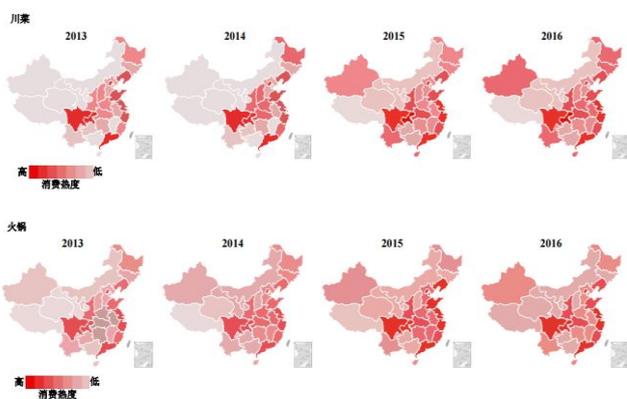
### (3) 结论

餐饮景气恢复带动销量提升，结构升级推升吨价，因此传统调味品仍有提升空间。

## 2、在川菜、火锅等菜系如火如荼发展的风口下，川味复合调味品等新品种大有可为

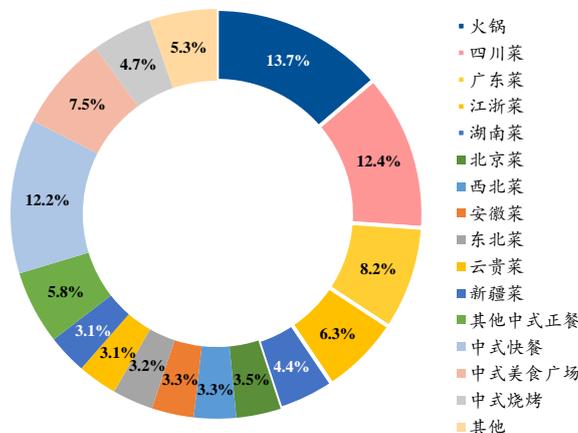
麻辣口味是所有口味中最具成瘾性的风味，受益于此，以麻辣为灵魂口味的川菜及火锅表现出极高的景气度，根据 Frost&Sullivan 数据，川菜和火锅在所有中式餐饮中占比达到 26.1%。因此，在餐饮业整体景气恢复的基础上，川菜、火锅行业空间广阔。同时，相比于注重食材本味及菜肴外观的粤菜、淮扬菜等其它菜系，川式餐饮更加注重“辣味”，因此川式餐饮更加依赖调味品。总体而言，在川菜及火锅如火如荼发展的风口下，川味复合调味品前景明朗。

图 109：川菜及火锅热度持续升温



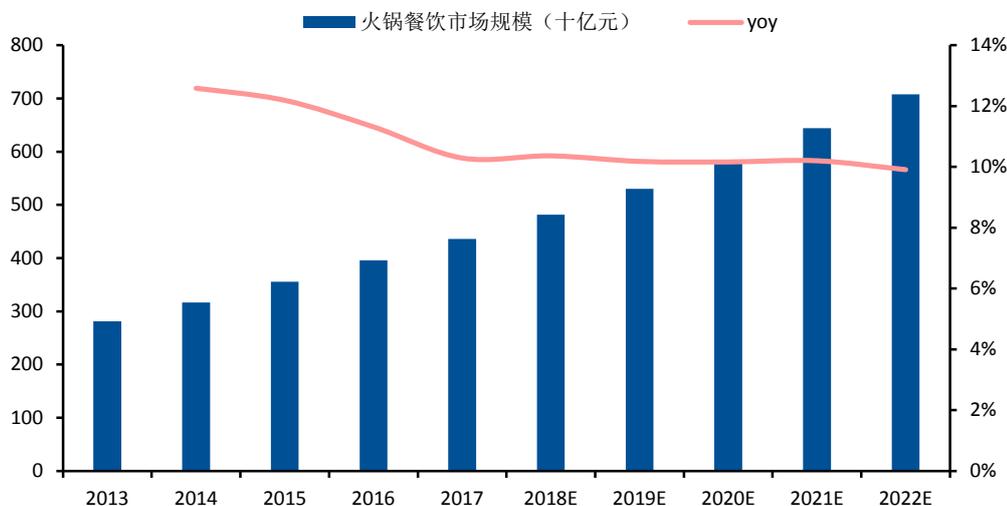
资料来源：《2017 中国餐饮供给侧发展报告》，民生证券研究院

图 110：川菜和火锅在所有中式餐饮中占比达到 26.1%



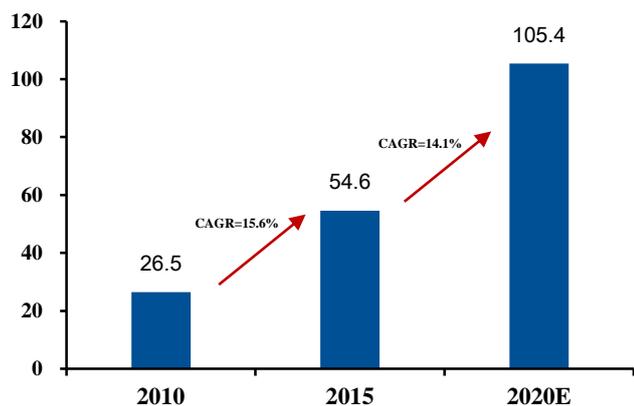
资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

图 111: 火锅餐饮市场规模及增速



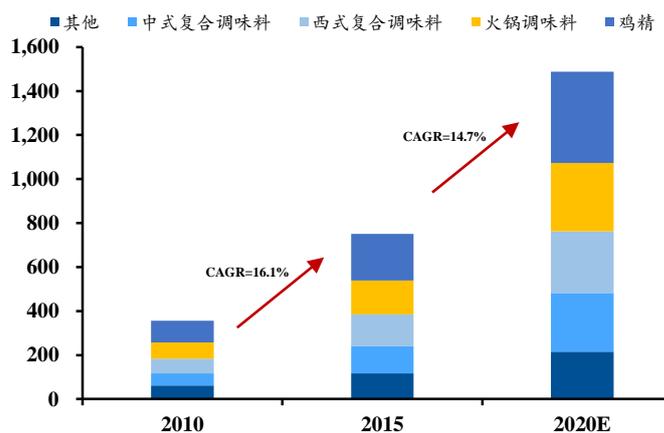
资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图 112: 人均复合调味品消费量维持高增速 (元/人/年)



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图 113: 预计 15-20 年复合调味品 CAGR 达 14.7% (亿元)



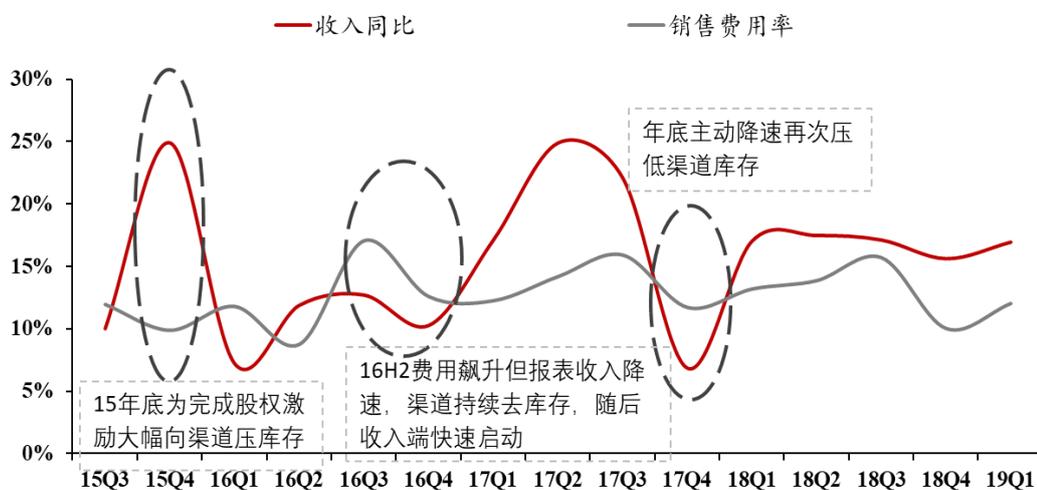
资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

## (二) 四周期因子三下一上, 马太效应下市场份额加速向头部聚集

### 1、宏观经济、库存、提价三周期向下, 费用成厂商发挥主观能动性的唯一工具

我们分析认为 17 年海天味业基本面反弹、估值走高主要归功于宏观经济周期、库存周期、提价周期及费用周期的四因子共振: 基于库存高企, 海天率先于行业进行费用投放, 其库存最低点恰好迎来宏观经济对必选推动的需求大拐点, 叠加提价周期, 四周期因子于 17 年初出现正向共振, 从而推动海天迎来基本面反弹。

图 114：四个周期因子共振助推海天 17 年基本面反弹



资料来源：公司公告，民生证券研究院

关于未来调味品行业基本面的走势，我们仍然基于四周期因子理论来进行分析与判断：

**a.宏观经济周期：**毋庸置疑，宏观经济下行已成定局；**b.库存周期：**经过 17 年行业繁荣阶段之后，对大多数调味品厂商来说经济下行将会带来库存边际上行；**c.提价周期：**如上文所述，契机未到叠加经济处于下行周期，厂商直接提价慎之又慎，因此我们认为 19 年内大规模提价很难发生；**d.费用周期：**在其他三周期因子同步向下的背景下，费用投放将成为厂商增厚收入唯一可用的工具。总体而言，四周期因子三下一上，行业整体收入及利润增速大概率边际向下，同时在此背景下两极分化将会加速演进。

图 115：19 年四周期大概率三下一上



资料来源：民生证券研究院整理

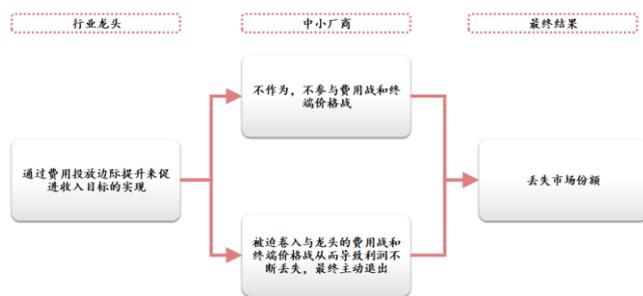
## 2、龙头在收入导向下将采取积极的费用投放策略叠加行业内并购将多发，市场份额加速向头部聚集

(1) 海天“三五”计划仍以收入为导向，四周期因子三下一上背景下将采取积极的费用投放策略促目标达成，中小厂商将因此丢失份额

18 年海天味业营收同比+16.8%，归母净利润同比+23.6%，不仅超额完成既定“营收

+16%、归母净利润同比+20%”的目标，也为“二五”计划的完美收官阖馆。作为“三五”计划的元年，19年公司仍然提出“营收+16%、归母净利润+20%”的经营计划，表明公司并未降低对于收入增长的诉求，因此我们认为“三五”计划（19-23年）仍然大概率偏向于收入导向，这意味着在四周期三下一上的背景下，基于行业整体收入及利润增速边际下行大概率发生，现金流充裕的海天将大概率使用费用投放这唯一主动权在手的工具，通过加速收割市场份额来促进目标的实现。如果海天味业选择加大费用投放，那么中小厂商将被迫进入两难处境：要么不断丢失市场份额，要么被迫卷入与行业龙头的费用战和终端价格战从而丢失利润，而利润的逐渐丢失又会逼迫中小厂商主动出局，因此不管中小厂商选择哪瓶“毒药”，龙头加大费用投放的措施都会不断收割其市场份额，从而促进头部企业市占率的提升。

图 116：当龙头加大费用投放时，迎接中小厂商的结果只有是份额丢失



资料来源：民生证券研究院整理

## (2) 并购是调味品企业的必然发展之路，难度在于价格及财务规范

对于核心品种，调味品厂商一般不会考虑并购，还是采取自建产能的方式来实现规模扩张，这主要是基于成本效益最大化原则考虑，即自建成本一般远低于并购成本（品牌溢价+运营风险）。而对于完全陌生的品类或者原企业存在生产障碍（技术、原料、原产地标识）的品类，调味品企业会采取并购的措施来切入该细分品类。比如，海天的一个并购方向在川味复合调味品，市场大且和餐饮渠道契合。生产障碍的例子如海天收购镇江丹和（取得镇江香醋原产地标识），料酒业务迟迟不做大（缺乏基酒产能）。考虑到消费升级趋势下消费者对于调味品多元化的诉求，同时结合日本调味品龙头龟甲万的发展历程，我们认为并购是调味品企业的必然发展之路。不过并购的难度在于价格及财务规范：一方面二级市场估值高企导致一级收购价格一路走高；另一方面调味品本质属类农产业，企业财务规范性都较差。

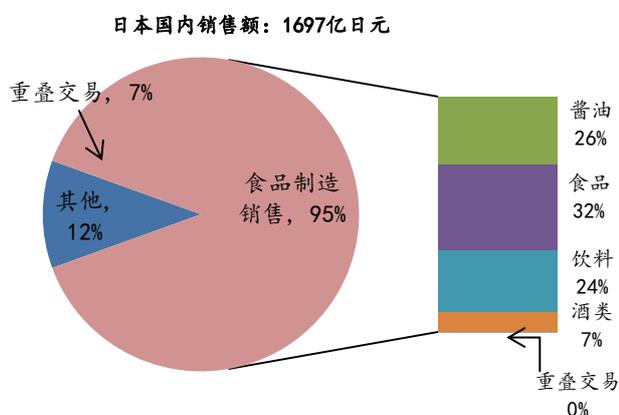
表 8：日本酱油龙头龟甲万并购情况

公布日期	目标名称	收购方名称	已公布总价值 (百万美元)
04/26/2013	Kikkoman Daily KK	多重买方	0.26
10/15/2010	多重目标	龟甲万	N/A
08/11/2008	Allergy Research Group LLC	龟甲万	19.79
07/25/2008	President Kikkoman Zhenji Foods Co Ltd	多重买方	N/A

07/16/2008	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	158.66
06/18/2008	理研维他命株式会社	龟甲万	240.63
11/15/2007	Pacific Marketing Alliance Inc	龟甲万	N/A
10/11/2005	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	43.17
03/28/2005	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	109.6
02/26/2004	Kikkoman Soyfoods Co	龟甲万	54.75
02/26/2004	Kibun Foods Inc	龟甲万	9.12
02/26/2004	Kibun Fresh System Co Ltd	龟甲万	4.56
01/29/2004	Higeta Shoyu Co Ltd	龟甲万	N/A
09/26/1989	德尔蒙食品公司	多重买方	1475

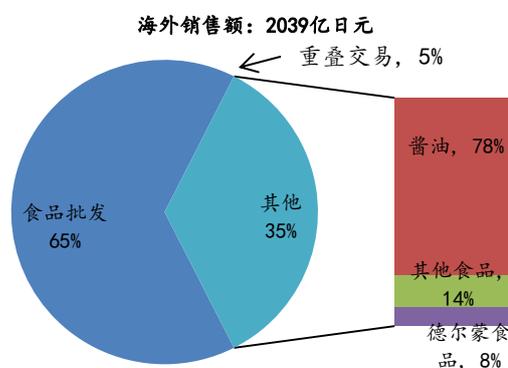
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 117：龟甲万日本国内销售收入结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 118：龟甲万国外销售收入结构

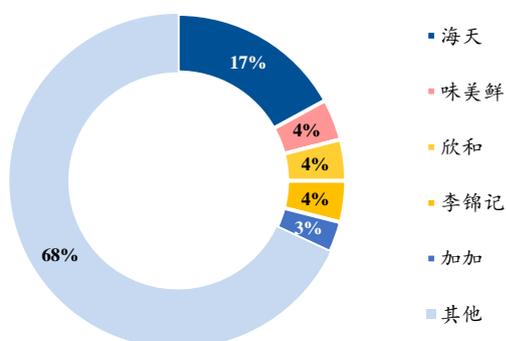


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### (3) 强者恒强，市场份额加速向头部聚集

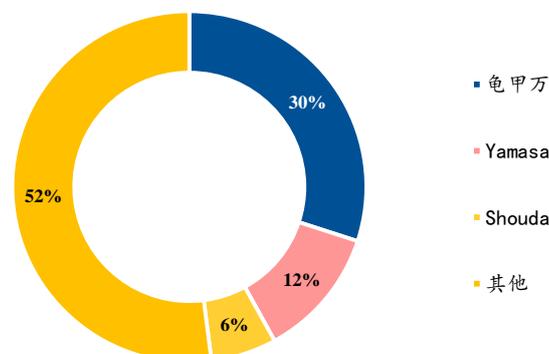
在海天味业为实现收入目标而采取激进费用投放策略及并购成为调味品行业发展的必然之路的背景下，我们认为市场份额将加速向头部聚集。

图 119：17 年中国酱油行业 CR5 约为 32%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 120：17 年日本酱油行业 CR3 约为 48%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

### (三) 重点覆盖公司

**海天味业：三端齐发力，长期看好海天味业业绩持续增长。**19Q1 公司营收同比+16.95%，归母净利润同比+22.81%，维持了 18Q1 以来的高增速，为全年实现“营收+16%、净利润+20%”目标定调。展望未来：三端齐发力，公司短期保持 15% 营收增速难度不大。

**1. 产能端：**海天 2017 年年底启动高明 220 万吨调味品扩建项目，扩建总规模为 220 万吨（其中，酱油 150 万吨，酱 30 万吨，复合调味料 40 万吨），新建酱油产能在现有基础上接近翻倍，彰显了公司未来空间的坚定信心。假设产能 2019 年开始逐步释放、2023 年全部释放，同时叠加提价和产品结构升级的因素，未来酱油、调味酱单品 CAGR 分别约为 15%、9.5%，因此产能的释放为 19 年开始的“三五”计划定下了持续增长的基调；**2. 产品端：**集中资源聚焦酱油、蚝油、黄豆酱三大核心品类，推进酱油结构升级，做大蚝油体量，加强黄豆酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育；**3. 渠道端：**推进渠道下沉，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对于三四线空白市场的开发，助推收入增长。预计 19-21 年公司实现营业收入为 197.60 亿元/232.55 亿元/270.44 亿元，同比+16.0%/17.7%/16.3%；实现归属上市公司净利润为 52.38 亿元/60.84 亿元/70.30 亿元，同比+20.0%/16.1%/15.5%，折合 EPS 为 1.94 元/2.25 元/2.60 元，对应 PE 为 54X/47X/40X。维持“推荐”评级。

**中炬高新：机制松绑激发活力。**19Q1 公司调味品业务实现营收 11.67 亿元，同比+15.31%，实现归母净利润 1.86 亿元，同比+33.93%，表现亮眼。2019 年 3 月 21 日晚间，中炬高新发布关于变更实际控制人的公告，公司实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会变更为姚振华，此举意味着中炬高新正式实现国企体制的松绑。体制的松绑有助于公司经营效率尤其是管理费用效率的进一步提升，从而改善整体盈利能力，同时我们期待管理层激励机制落地，将有望未来给公司带来更高的业绩弹性，有望助力公司“2019-2023 年实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产量过百万吨的双百目标”的实现。预计 19-21 年公司实现营业收入为 46.18 亿元/53.93 亿元/62.32 亿元，同比+10.8%/16.8%/15.6%；实现归属上市公司净利润为 7.23 亿元/8.84 亿元/10.77 亿元，同比+19.1%/22.2%/21.8%，折合 EPS 为 0.91 元/1.11 元/1.35 元，对应 PE 为 47X/39X/32X。维持“推荐”评级。

**恒顺醋业：销售上半年经营计划圆满完成，营销端改革带动终端动销显著好转。**从最新的渠道跟踪来看，公司已圆满完成今年上半年经营计划(18M12-19M5 为恒顺 19H1)，预计收入端增长 13% 左右，和年初公司制定的年度目标基本相符。二季度增长环比一季度略有放缓，主要是今年年初提价渠道提前备货，提价后下一个季度比提价当季度略慢是恒顺的规律。任务完成率超 100%，总体看表现尚可，仅就收入端增速而言，相较于海天、中炬相差并不大。从中长期角度看，三方面改善助力恒顺基本面持续改善：（1）销售提薪，主动性加强；（2）各季度活动给力，渠道推力增强；（3）费用重心空中转地面，市场重心外围转基地，费效比提升显著。预计 19-21 年公司实现营业收入为 19.21 亿元/21.59 亿元/24.29 亿元，同比 +13.4%/12.4%/12.5%；实现归属上市公司净利润为 3.53 亿元/4.07 亿元/4.61 亿元，同比+16.1%/15.1%/13.4%，折合 EPS 为 0.45 元/0.52 元/0.59 元，对应 PE

为 41X/35X/31X。维持“推荐”评级。

**天味食品：借川式餐饮之东风，川调龙头立足西南逐步实现全国化扩张。**随着川菜、火锅在全国范围内如火如荼发展，作为火锅底料和川菜调料的龙头，天味食品有望充分受益。产品端：产品线覆盖面广，同时受益于受众重合度高，火锅底料及川菜调料在推广销售环节具有较高协同效应；渠道端：公司借助经销商之力不断推进渠道扩张，同时 19 年公司设立独立团队运营定制餐调业务，基于定制餐调客户粘性高体量大，此举有望给公司带来新的增长点。预计 19-21 年公司实现营业收入为 17.22 亿元/20.75 亿元/24.80 亿元，同比 +21.9%/20.5%/19.5%；实现归属上市公司净利润为 3.16 亿元/3.93 亿元/4.76 亿元，同比+18.4%/24.4%/21.3%，折合 EPS 为 0.73 元/0.91 元/1.09 元，对应 PE 为 57X/46X/38X。给予“推荐”评级。

## 五、其他食品&饮料

### (一) 洽洽食品：一季报预期低位正是绝佳买点

(1) 今年春节早于去年导致春节囤货之后的销售淡季影响大于去年；(2) 18 年 Q1 蓝袋及小黄袋新品放量致使 18Q1 营收基数较大；(3) 华葵贸易业务及调味品业务剥离等因素，19Q1 洽洽食品营收同比仅+1.26%，增速大幅放缓。另一方面，公司经过前两年业绩下滑之后理清思路，不断梳理拖累业绩的品类并剥离盈利性较差资产，于 2018 年 8 月、10 月分别出售三家子公司，明确聚焦瓜子+坚果双主业。公司内部结构亦逐步推进，公司将组织改革为产品与销售事业部，使得各事业部权责明确，加强激励考核并充分调动各部门的主观能动性。同时公司推出员工持股计划，将公司利益与高层深度绑定，进一步提升高管及核心业务人员的积极性。管理结构改革叠加激励措施到位有望进一步释放活力。从估值角度看，当前公司估值纵向处于历史估值中枢下方，横向低于其他食品板块平均估值，因此估值安全边际较高。

在洽洽食品基本面边际改善同时估值安全边际较高的背景下，一季报预期低位正是绝佳买点。预计公司 19~21 年 EPS 分别为 1.02/1.14/1.32 元，对应 PE 分别为 25X/22X/19X。当前公司估值低于行业，聚焦主业与内部管理改革激励到位将激发公司长期增长动力，未来公司业绩增速因此将快于行业。维持“推荐”评级。

### (二) 桃李面包：产能及物流的改善空间仍大，短期业绩增速不及预期不改长期看好

(1)短期业绩增速不及预期。2019Q1 公司实现营收/归母净利润分别为 11.4/1.2 亿元，同比分别+16%/+12%，业绩表现低于市场预期，主要原因是新市场开发导致销售费用投入加大。(2)新建工厂陆续投产，产能加码保证长期成长性。2018 年公司整体产能利用率接近 90%；华南地区（东莞工厂）投产情况良好，部分生产线产能利用率可达 60-80%，预计 2019 年产能利用率仍有上升空间。2018 年天津工厂产能仍在调整，预计 2019 年将出现小幅提高。目前设计产能 2.12 万吨的山东工厂建设顺利，预计 2020 年将投产；设计产能 2.2 万吨的江苏工厂 19 年将开始规划建设，预计 2020H2 将投产。多个工厂产能提高将有助于优化产能，分摊销售费用，保证公司长期成长性。(3)物流配送仍有改善空间，华南地区市场稳定后销售费用率下降可期。2018 年报显示华东、华南等部分区域呈现出营收占比低、增速快的特征。受产能分布不合理、市场消费密度不高等因素影响，部分地区物流运输仍有改善空间，预计随着新市场产能释放，未来运费仍有下降空间。华南地区 2018 年销售占比仅 5%，营收增速为+88%，新市场开工率、销售投入等因素均拖累毛利表现，预计未来随着市场开拓的推进，销售费用将下降并有助于利润增速改善。

预计 19-21 年公司实现营业收入 57.3/68.1/82.5 亿元，同比+19%/+19%/+21%；实现归属上市公司净利润 7.6/9.4/11.6 亿元，同比+19%/+23%/+24%，对应 EPS 为 1.15/1.43/1.76 元，目前股价对应 PE 为 36X/29X/24X。维持“推荐”评级。

### (三) 安井食品：肉制品下滑程度好于预期，经营业绩依然稳健

肉制品营收暂时性下降，米面制品增速亮眼。19Q1 公司肉制品收入出现下滑，主要受年初“撒尿牛丸”检出疑似非洲猪瘟病毒核酸呈阳性事件影响。事件发生后公司对生产线进行彻底消毒，影响春节期间发货。预计 Q2 肉制品发货恢复，H2 将恢复增长。19H2 猪肉、鸡肉等原材料价格将大概率上涨，预计通过改良产品配方等方式，猪肉投料量将同比下降，成本压力整体可控。19Q1 公司米面业务实现营收 3.02 亿元，同比+34.43%，高于 18 全年 18.64% 增速，19 全年预计米面业务将维持高增长，从而弥补肉制品业务的经营压力。19Q1 鱼糜制品营收 4.11 亿元，同比+16.11%，与整体增速一致；菜肴制品营收 0.91 亿元，同比+22.41%，高于整体增速。

预计 19-21 年公司实现营业收入 51.53/61.33/74.82 亿元，同比+21%/+19%/+22%；实现归母净利润 3.34/4.15/5.06 亿元，同比+24%/+24%/+22%，对应 EPS 为 1.55/1.92/2.34 元，目前股价对应 PE 为 33X/27X/22X。维持“推荐”评级。

### (四) 绝味食品：门店优化产能扩张保证 19 年成长性

(1) 18 年单店营收与吨均售价提升明显，19 年中速增长确定性高。2018 年公司拥有门店 9915 家，同比+9.5%，店均销售额 42 万元，同比+3.6%；公司鲜货类产品共销售 11.2 万吨，实现营收 42 亿元，均价 3.7 万元/吨，同比+8.5%。预计 19 年公司将继续以门店扩张为核心增长动力，门店数量/店均销售额增速将分别保持 6%/4% 左右水平；同时鲜货类产品销售均价仍有小幅提高空间。从产品构成看，18 年销售禽类制品 34 亿元，同比+11%；销售畜类制品 0.3 亿元，同比-24%；销售蔬菜类制品 4.4 亿元，同比+16%。从销售地区看，华中/华东地区仍为最大收入来源地，分别实现收入 11.4/11.2 亿元，同比+12%/+12%；西北/华南地区增长较快，分别实现营收 0.7/7.4 亿元，同比+79%/+17%，预计 19 年西北、华南、海外市场仍将保持较快增速。(2) 募投项目进展顺利，可转债加码产能保证增长空间。18 年公司在黑龙江/贵州/江西/四川分别按计划推进 0.8/0.5/1.4/1.7 万吨酱卤食品加工项目，达产后将增加 4.4 万吨产能；18 年 3 月，公司可转债顺利发行，继续加码食品加工项目，预计天津/江苏/武汉/海南将分别增加产能 3.73/3/0.6/0.6 万吨，达产后共增加 7.93 万吨产能。

预计 19-21 年公司实现营业收入 49/55/61 亿元，同比+13%/+12%/+10%；实现归母净利润 7.5/8.7/9.8 亿元，同比+18%/+15%/+13%，对应 EPS 为 1.31/1.52/1.71 元，目前股价对应 PE 为 30X/26X/23X。维持“推荐”评级。

### (五) 香飘飘：看好 19 年果汁茶业务放量增厚公司业绩

(1) 受益于公司推进杯装奶茶产品高端化进程叠加外延开拓果汁茶业务，香飘飘 18 年实现营收同比+23.1%、净利润同比+17.5%的佳绩，超额完成股权激励考核目标。同时，主要归功于果汁茶新品的快速放量，19Q1 公司实现收入利润双丰收，收入同比+28.26%，归母净利润同比+83.61%，显著超出股权激励考核目标。(2) 随着经济结构调整和消费升级

级的推进，作为杯装奶茶行业的领军者，香飘飘深刻洞察消费市场新动态，迅速顺应时代实施转型升级：一方面，在冲泡产品上不断研发新口味，同时在包装上推陈出新，拓宽消费场景；另一方面，加码即饮业务，平滑季节性销售痛点的同时，成功开拓了以 Meco 果汁茶为代表的非奶茶类饮品市场机会，并迅速成长为全新爆款产品。目前公司已经形成“冲泡+即饮”的双引擎格局，产品结构更加合理。气温相对较高的第 2、3 季度是果汁茶的销售旺季，因此随着天气逐渐转暖，我们持续看好果汁茶的快速放量从而带动公司收入利润双丰收。

预计 19-21 年公司实现营业收入为 39.61 亿元/47.60 亿元/56.78 亿元，同比 +21.8%/20.2%/19.3%；实现归属上市公司净利润为 3.62 亿元/4.75 亿元/5.76 亿元，同比 +14.9%/31.3%/21.3%，折合 EPS 为 0.86 元/1.13 元/1.37 元，对应 PE 为 40X/30X/25X。维持“推荐”评级。

## 六、风险提示

经济增速大幅下滑；行业竞争加剧；食品安全问题等。

## 插图目录

图 1: 国内 GDP 季度增速进入下行通道 (2012-2019)	4
图 2: 澳门赌场收入增长 18 年开始逐渐走低	4
图 3: 国际航线客运量年初以来开始走低	4
图 4: 基建投资未来有望成为对冲宏观经济下行预期的有效手段	5
图 5: 2008-2019 一线白酒批价走势图	5
图 6: 2019 年 1.5 万吨普五配额分布	7
图 7: 第八代五粮液于今年 6 月正式上市	7
图 8: 今年年初以来是五粮液在本轮白酒复苏周期中提价最快的时期	7
图 9: 19 年上下半年茅台配额分布	8
图 10: 19 年茅台不同渠道配额分布	8
图 11: 飞天出厂价及一批商渠道毛利	9
图 12: 茅五泸高端产品总量已显著高于上一轮牛市顶点	9
图 13: 08 年之后茅台逐渐成为提价主导方 (元/瓶)	9
图 14: 高端白酒茅台份额整体走高	9
图 15: 大众白酒顶部和高端白酒底部间隙空间显著扩大	10
图 16: 大部分次高端品牌规模均大幅超越 2012 年	11
图 17: 茅台系列酒收入规模 (2011-2018)	11
图 18: 次高端白酒单季度收入增速 (2016Q1-2019Q1)	11
图 19: 近年国内白酒行业产量增长趋缓	12
图 20: 白酒规模企业数量 18 年开始减少	12
图 21: 乳制品行业收入、净利润增速	16
图 22: 乳制品单季度收入、利润增速	16
图 23: 乳制品板块毛利率表现稳定, 18Q3 以来小幅上升	16
图 24: 期间费用率小幅下降	16
图 25: 居民人均可支配收入变化	17
图 26: 人均食品及烟酒消费支出	17
图 27: 近年来社会消费品零售总额及增速情况	17
图 28: 2018 年省级行政区消费品零售总额增速	18
图 29: 近年来液态奶消费基本饱和	18
图 30: 各线城市人均奶类消费量	19
图 31: 人均液体奶消费量国际间比较	19
图 32: 乳制品行业产量平稳, 销量低迷	20
图 33: 产销率保持高位, 库存出现下降	20
图 34: 牛奶饮品的市场规模及增速	21
图 35: 巴氏奶的市场规模及增速	21
图 36: 常温奶的市场规模及增速	21
图 37: 酸奶及酸奶饮品的市场规模及增速	21
图 38: 2018 年主要乳企市场份额	21
图 39: 伊利营收仍然快于板块整体营收	21
图 40: 伊利股份在常温奶市场优势明显	22
图 41: 伊利在低温奶市场下滑势头止住	22
图 42: GDP 增速明显放缓	22
图 43: 两强利润压力仍然较大	22
图 44: 两强费用投放小幅降温	23
图 45: 广告投入小幅降温	23
图 46: 伊利、蒙牛广告投放总次数与总时长	23

图 47: 伊利在低温奶市场下滑势头止住.....	23
图 48: 常温奶稳定, 酸奶增速高企.....	24
图 49: 伊利品牌结构演变.....	24
图 50: 蒙牛品牌结构演变.....	24
图 51: 金典与特仑苏销售额变化.....	25
图 52: 常温酸奶产品销售额变化.....	25
图 53: 酸奶价格逐步高端化.....	25
图 54: 奶粉价格仍处于 10 年来的低位.....	25
图 55: 伊利、蒙牛主要产品广告投放时长比较.....	26
图 56: 生鲜乳收购较去年同期有所上升 (元/kg) .....	26
图 57: 恒天然全脂奶粉拍卖价 (美元/吨) .....	26
图 58: 糖价或进入上升周期.....	27
图 59: 箱纸板价格短期难大涨.....	27
图 60: 在发展初期啤酒产量与人均可支配收入成正相关 .....	29
图 61: 18 年及 19 年前四个月啤酒产量弱恢复.....	29
图 62: 19 年 4 月份啤酒产量回落明显.....	29
图 63: 19 年 4 月餐饮收入增速显著下滑.....	29
图 64: 北美 18 家科研机构气候模型对厄尔尼诺气候预测 (2019 年 5 月) .....	30
图 65: 2017 年北方和华南地区省份啤酒产量引领全国 (单位: 万千升) .....	30
图 66: 17 年啤酒上市公司销售成本率显著提升 (青啤 18 年继续提升主要原因在于会计准则发生变化) .....	31
图 67: 仅少数省份已决出绝对领先者.....	31
图 68: 低端产品占比仍愈 7 成.....	32
图 69: 市场份额逐渐向头部聚集.....	32
图 70: 啤酒板块整体收入稳步增长.....	33
图 71: 五因子共振助力盈利能力持续改善.....	33
图 72: 青啤、重啤中高档产品毛利率显著高于低档产品 (2018 年报) .....	34
图 73: 青岛啤酒成本构成 (2018 年年报) .....	34
图 74: 青岛啤酒包材在直接材料中占比过半.....	34
图 75: 瓦楞纸价格 17 年显著提升, 18 年 9 月起回落.....	35
图 76: 铝材价格 17 年显著提升, 18 年 11 月起趋稳.....	35
图 77: 玻璃价格指数 17 年显著提速, 19 年开始回落.....	35
图 78: 进口大麦价格增势边际放缓.....	35
图 79: 行业并购事件此起彼伏.....	36
图 80: 行业产能利用率逐年下滑.....	36
图 81: 关厂短期内造成重啤资产减值损失的显著增加.....	36
图 82: 受益于关厂, 重啤固定资产折旧营收占比逐年下降.....	36
图 83: 受益于关厂, 13-18 年重啤 EBIT margin 提升幅度达到 8.74%, 高于 EBITDA margin 5.14% 的提升幅度 .....	37
图 84: 关厂遣散员工带来重啤工资薪酬营收占比的降低进而促进管理费用率的下降 (按可比口径) .....	37
图 85: 主要厂商广告+促销费用率 17 年起逐渐下降.....	37
图 86: 主要厂商销售费用率 17 年起逐渐下降.....	37
图 87: 主要厂商净利率逐年提升.....	38
图 88: 19Q1 主要厂商净利率水平持续修复.....	38
图 89: 城镇化水平逐年提高.....	40
图 90: 人均可支配收入稳步增长.....	40
图 91: 2018 年中国消费者外出就餐频次变化.....	40
图 92: 14 年起餐饮行业景气恢复.....	40
图 93: 餐饮渠道调味品消费量显著高于家庭渠道.....	41
图 94: 大多数调味品主要在餐饮渠道被消费 (销量口径) .....	41

图 95: 对标日韩, 我国调味品销量未见天花板	41
图 96: 调味品总体及细分品种销量增速预测	41
图 97: 大豆、白砂糖及包材占据海天味业成本大头	42
图 98: 大豆价格稳中趋降	42
图 99: 糖周期仍处于底部位置	42
图 100: 玻璃价格指数 19 年开始回落	42
图 101: 塑料价格指数 19 年以来显著降低	42
图 102: 提价周期周而复始, 形成闭环	43
图 103: 受累于 15 年经济持续低迷叠加海天费用端未见起色, 15Q1-Q3 海天味业收入增速大幅低于预期	44
图 104: 在低渠道库存的助力下, 上轮提价推升了主要厂商毛利率	44
图 105: 国内生抽比例持续提升	44
图 106: 生抽价格带高于老抽	44
图 107: 主要厂商酱油吨价持续提升 (单位: 元/吨)	45
图 108: 未来五年调味品吨价 CAGR 有望达到 4%	45
图 109: 川菜及火锅热度持续升温	45
图 110: 川菜和火锅在所有中式餐饮中占比达到 26.1%	45
图 111: 火锅餐饮市场规模及增速	46
图 112: 人均复合调味品消费量维持高增速 (元/人/年)	46
图 113: 预计 15-20 年复合调味品 CAGR 达 14.7% (亿元)	46
图 114: 四个周期因子共振助推海天 17 年基本面反弹	47
图 115: 19 年四周期大概率三下一上	47
图 116: 当龙头加大费用投放时, 迎接中小厂商的结果只有是份额丢失	48
图 117: 龟甲万日本国内销售收入结构	49
图 118: 龟甲万国外销售收入结构	49
图 119: 17 年中国酱油行业 CR5 约为 32%	49
图 120: 17 年日本酱油行业 CR3 约为 48%	49

## 表格目录

表 1: 各细分市场液态奶渗透率	19
表 2: 啤酒厂商不断推进产品中高端化升级	33
表 3: 2015 年起各大巨头关厂动作不断	36
表 4: 增值税率下调将给主要厂商带来 0.88-1 个百分点的净利率弹性 (单位: 百万元)	38
表 5: 调味品行业一个完整提价周期约为 4 年 (视经济环境及成本增加情况有所增减)	43
表 6: 提价包含两个动作: 出厂价提价和出厂价不提而终端价提价	43
表 7: 主要厂商切实推进产品结构升级	44
表 8: 日本酱油龙头龟甲万并购情况	48

## 分析师与研究助理简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

**徐洋**，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

**赵梦秋**，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。