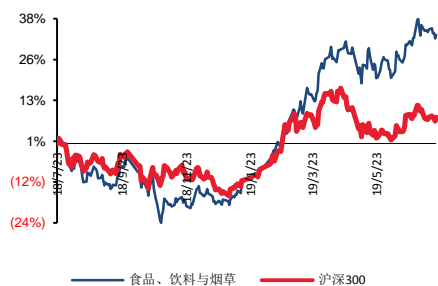


日常消费 食品、饮料与烟草

食品饮料行业半年度策略：迎接新一轮涨价潮

■ 走势比较



■ 子行业评级

食品	看好
烟草III	看好
饮料	看好

相关研究报告：

《贵州茅台中报分析：报表销量或超预期，吨价和预收款合理，净利率提升》--2019/07/21

《贵州茅台业绩预告点评：收入利润符合预期，平均吨价提升明显》--2019/07/14

《食品饮料：茅台半年业绩显分歧，北上资金保证易涨难跌》--2019/07/14

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：孟斯硕

电话：010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119011720015

报告摘要

通胀效应内生提振企业盈利

历史上看，食品制造业成长性和宏观经济具有较高相关性，特别是食品制造业营收和利润跟当期物价有较强追随性，食品制造企业收入与食品价格走势基本一致，食品企业利润略滞后于物价变动。物价温和上涨期，食品饮料企业主动或被动的提价，价格易向下游和终端传导，往往是企业收入增长明显、盈利能力改善的很重要时间窗口。而企业在行业中的议价能力，决定了企业盈利改善的空间和时间。

涨价趋势延续，迎接新一轮涨价潮

本轮食品企业提价周期从 2017 年下半年开启，带来较强的提价效应，主流食品企业在 2018 年实现收入和利润的双增长，净利率和 ROE 也进一步修复。受白糖、包装纸等原材料价格上涨的推动，叠加去年中美贸易战，许多原材料被加征报复性关税，食品制造企业成本仍然高企，2019 年上半年基础消费品再次普遍涨价，我们判断涨价趋势会延续到明年上半年，食品企业盈利空间将被打开。

白酒景气未改，茅台或提价打开行业盈利空间

从目前来看，主流白酒价格仍然坚挺上行，8 月下旬白酒行业将进入中秋消费旺季，需求验证将成为行业景气判断关键。判断今年年底或明年年初，行业标杆贵州茅台会提一次出厂价，无论是高端白酒像五粮液、1573，还是次高端白酒、小品类的高端酒，都会受益于茅台提价空间的打开，白酒板块的盈利能力会继续提升。

投资主线选择净利率与前期高点差距较大、当前估值相对较低、市场仍有提升空间的公司未来业绩弹性会更大，建议关注泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、酒鬼酒、今世缘和顺鑫农业等。

龙头效应进一步强化，助推乳制品、调味品景气向上

食品不同板块分化比较严重，但是总体来看，行业龙头企业越来越强的拥有行业定价权，市场集中度在进一步提升，规模优势在食品行业中越来越明显。

分行业来看，2017 年以来，液态奶的需求回暖以及销售环境改善，行业重回两位数增长，龙头公司继续保持市场份额提升，虽然

企业下半年盈利的关键仍需观察两家龙头公司费用投放节奏，但长期看好消费升级大趋势下，乳制品行业结构进一步提升的逻辑。

调味品行业仍保持高景气，龙头公司一般 2-3 年对旗下产品进行提价，随后其他小调味品公司会跟进提价。上一轮海天味业提价在 2016 年年底，今年上半年一些小型调味品企业做出了提价决策，判断 2019 年下半年或 2020 年上半年会迎来海天味业的提价周期，将打开行业整体提价空间，对行业利润改善有帮助。

肉制品企业面临成本压力比较大，屠宰呈现量利双降的局面。但是长期来看，肉制品企业涨价后，利好企业长期的盈利水平，同时屠宰集中度会进一步提升。

核心推荐

尽管食品饮料经历三年大幅上涨，但是我们仍看好食品饮料板块的投资机会，核心是预期 2019 年下半年和 2020 年会迎来新一轮的价格上涨，进一步提升企业盈利。本轮食品涨价主要是成本助推，以及猪肉供给减少后对其他商品需求的外溢，判断行业龙头会更有价格话语权，提价能力最强，对成本的消化和转嫁能力也最强。预期白酒行业伴随品牌集中度进一步提升，价格会继续上行；重点看好乳制品和休闲食品企业进一步产品结构升级带来盈利改善；调味品行业景气度较高，涨价后盈利空间进一步打开。

我们推荐伊利股份、中炬高新、恒顺醋业、绝味食品等企业，同时认为白酒板块在全年景气不减，寻找净利率与前期高点差距较大、当前估值相对较低、市场仍有提升空间的公司，建议关注泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、酒鬼酒、今世缘和顺鑫农业等。

风险提示

食品饮料行业竞争激烈，上市公司业绩受成本波动等因素的影响，食品安全问题受到社会高度关注，宏观经济波动带来需求变化等影响。

目录

一、通胀效应内生提振行业利润—基于物价变化先验规律研究	4
(一) 通胀效应内生提振企业盈利	4
(二) 复盘历史三次通胀周期	5
(三) 通胀下食品制造业估值提升催生牛市	8
(四) 迎接新一轮涨价潮	9
二、白酒保持领涨优势	12
(一) 净利率仍有上行空间	12
(二) 库存周期对价格干扰减弱	14
(三) 密集提价或持续	15
(四) 板块景气逻辑延续	17
三、温和涨价催生食品盈利继续上行	18
(一) 龙头企业率先提价	18
(二) 乳制品盈利仍需观察费用投放节奏	19
(三) 调味品产品升级和提价助推净利率提升	21
(四) 肉制品提价利好后市	22
四、重点推荐	23

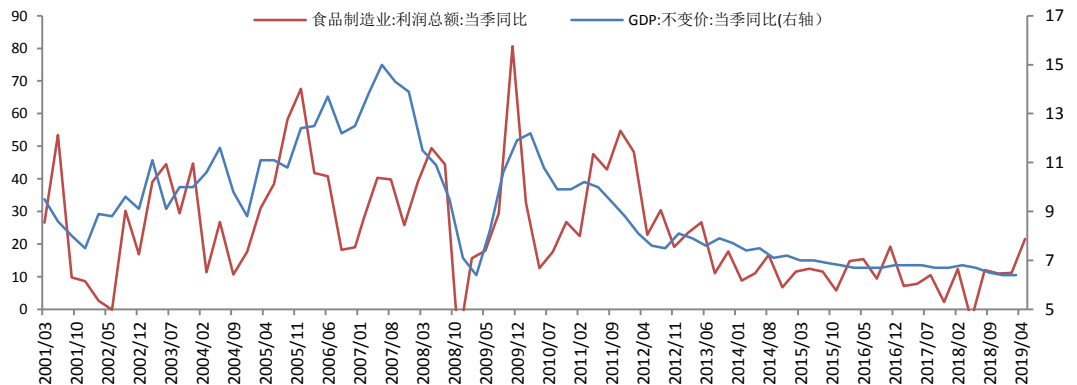
一、通胀效应内生提振行业利润—基于物价变化先验规律研究

(一) 通胀效应内生提振企业盈利

历史上看，食品制造业的成长性和宏观经济具有较高的相关性，特别是食品制造业营收和利润跟当期物价有较强追随性，食品制造企业收入与食品价格走势基本一致，食品企业利润略滞后于物价变动。譬如2003-2005年、2007-2008年和2010-2012年三次物价上涨期，CPI上涨的同时，食品制造企业利润增速也随之攀升；而当物价下行期，食品制造企业的收入和利润增速也随之回落。

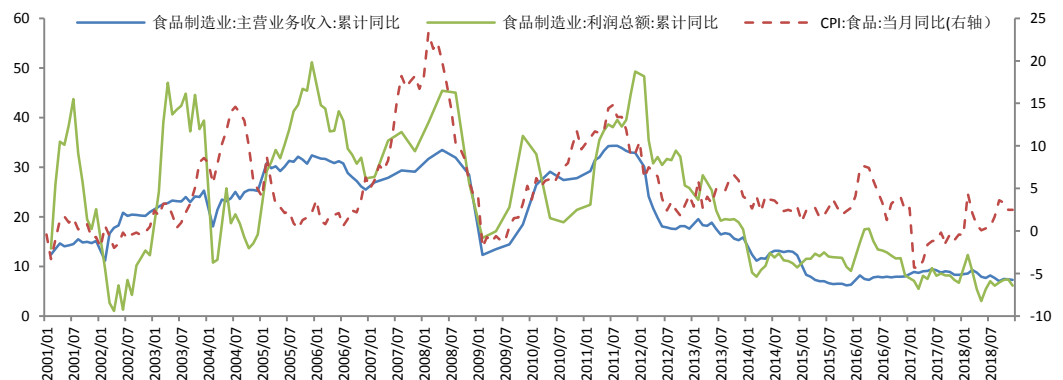
我们判断今年下半年和明年食品价格会继续保持上涨趋势，消费板块面临着比较好盈利环境，收入和利润都有继续向上的空间。

图表 1：食品制造业利润跟 GDP 走势较一致



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：食品饮料企业收入和利润追随物价变动



资料来源：WIND，太平洋证券整理

从业绩驱动因素来讲，一是因为在物价上涨期，食品制造企业可以通过涨价的方式来实现成本传递。二是在物价上涨期会消费需求往往比较旺盛，刺激企业积极生产。

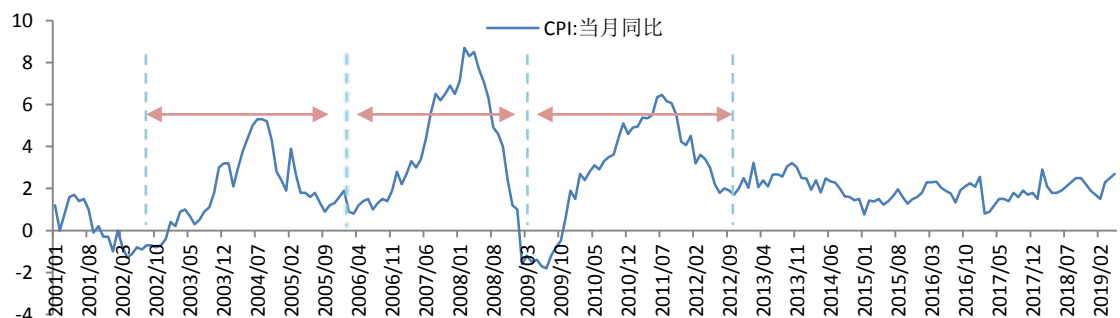
但是由于子行业竞争格局不同，决定了企业涨价难易程度和涨价幅度，也决定了涨价对企业净利率的影响。从历史来看，乳制品、肉制品等大众品龙头往往是在成本上涨时，通过提价来转嫁成本压力。竞争格局较好的调味品行业，龙头则拥有更多定价权，可以定期提价。

（二）复盘历史三次通胀周期

我们将2002年以来CPI有完整的上涨和下跌周期且当期CPI涨幅超过3%认定为一个完整的通胀周期，对历史上有三次完整的通胀周期进行观察，发现物价温和上涨期食品饮料企业主动或被动的提价，价格易向下游和终端传导，往往是企业收入增长明显，盈利能力改善的很重要时间窗口。而企业在行业中的议价能力，决定了企业盈利改善的空间和时间。

三次通胀周期分别为：1) 2003.5-2005.04：CPI同比突破3%，最高达5.3%，全球经济复苏，物价上涨的主要推动力是石油为代表的工业品价格，这一区间价格上涨由上游原材料向下游传导。2) 2007.03-2008.11：CPI同比突破6.5%，最高达8.7%，压抑的食品需求释放，猪肉等粮食价格成为主要推动力。3) 2010.02-2012.05：CPI同比突破4.9%，最高达6.36%，货币扩张，房地产过热，消费需求出现结构性拐点。整个区间租金、纺织服装业、交通工具、家庭服务等价格上涨明显。

图表 3：历史上三次通胀周期



资料来源：WIND，太平洋证券整理

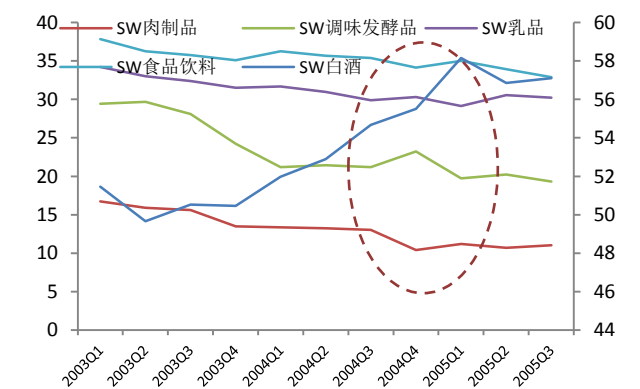
第一轮通胀期(2003.5-2005.04), 工业品价格率先提价, 随后猪肉价格大幅上涨, 大幅推高企业成本。在这一轮价格上涨中, 白酒价格上涨最为明显, 利润最先恢复, 2004Q3归母净利润领同比上涨达到71.78%, 领先市场增长。肉制品行业收入有大幅提升, 随着通胀后期猪价下行, 盈利有明显改善。其中, 双汇不断提升吨价, 量价齐升推动收入快速增长, 并推动股价快速上行, 调味品和乳制品伴随涨价毛利率增长明显。

图表4：主要板块收入和利润变化

	2003Q1		2004Q4		2005Q3	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
SW 白酒	23.97%	62.47%	29.65%	69.82%	11.75%	27.82%
SW 肉制品	12.88%	23.48%	41.88%	16.88%	-6.74%	28.66%
SW 调味发酵品	24.94%	40.39%	-1.89%	28.55%	15.52%	-34.75%
SW 乳品	25.43%	-3.90%	15.94%	162.41%	7.67%	-16.54%
SW 食品饮料	20.10%	74.97%	20.49%	61.90%	-1.12%	25.57%

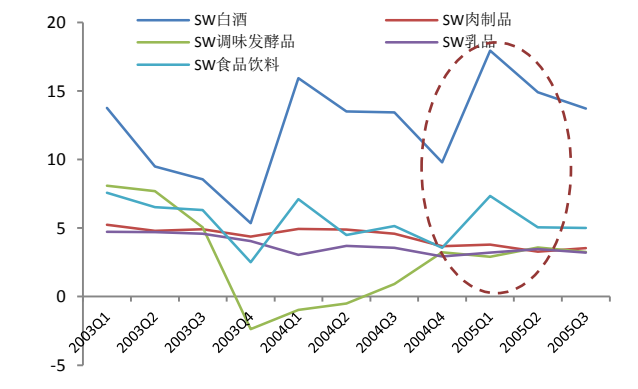
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表5：销售毛利率变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表6：销售净利率变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

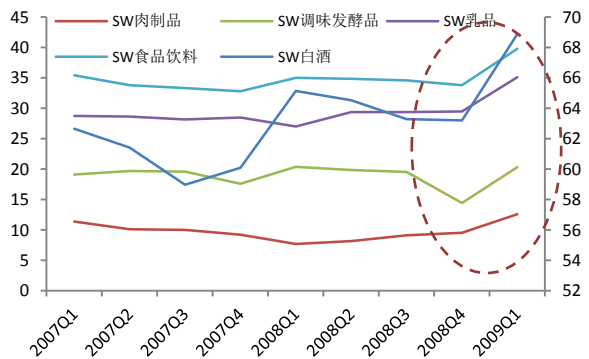
- **第二轮通胀期** (2007.03-2008.11), 主要是由于农村富余劳动力转移、农村劳动力相对短缺等原因导致的农产品价格攀升, 同时叠加经济过热需求旺盛, CPI最高达到8.7%的涨幅。主流食品企业上调终端价格, 乳制品、肉制品、调味品等板块企业收入利润双增长。白酒毛利率从2017Q1的62.6%上涨到2019Q1的68.89%, 乳制品毛利率从2017Q1的28.7%上涨到2019Q1的35.1%。

图表 7：主要板块收入和利润变化

	2007Q1		2008Q1		2009Q1	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
SW 白酒	35.15%	31.20%	46.88%	54.06%	41.67%	61.96%
SW 肉制品	28.28%	15.43%	1.40%	-59.35%	18.33%	159.27%
SW 调味发酵品	9.89%	28.15%	19.70%	-48.78%	6.10%	8.07%
SW 乳品	18.83%	-3.75%	24.21%	115.00%	13.44%	1.20%
SW 食品饮料	21.60%	24.92%	23.71%	38.83%	20.09%	48.87%

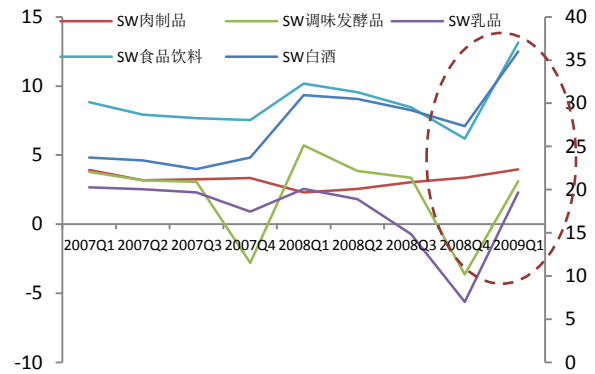
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：销售毛利率变化（%）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：销售净利率变化（%）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

- **第三轮通胀期**（2010.02-2012.05），“四万亿”后全球流动性泛滥，国际原材料价格上涨，同时国内调整电、水、天然气价格，成本不断上涨推动物价不断上涨。当时除了日用消费品价格大幅上涨，基础消费品也呈现普涨态势，食盐、面粉这类商品也进行了提价。

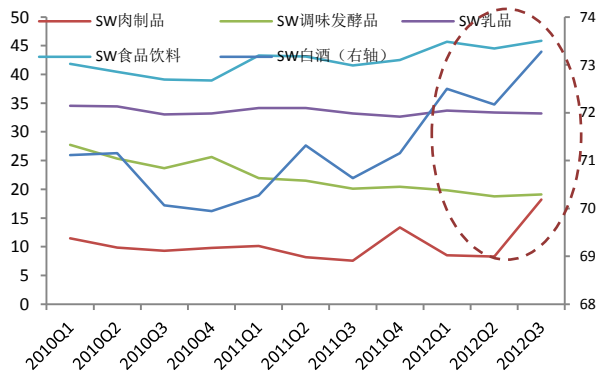
这一轮白酒和乳制品利润随物价上涨而提速，肉制品和调味品利润在物价下行期逐渐释放出来。

图表 10：主要板块收入和利润变化

	2010Q1		2011Q2		2012Q3	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
SW 白酒	-3.17%	-6.33%	-10.19%	-17.66%	15.97%	17.21%
SW 肉制品	11.27%	33.81%	1.57%	3.30%	27.07%	16.36%
SW 调味发酵品	4.14%	-42.49%	15.33%	29.51%	-1.08%	12.13%
SW 乳品	13.21%	65.67%	13.83%	18.32%	2.25%	19.70%
SW 食品饮料	6.28%	1.07%	1.48%	-8.87%	9.34%	12.44%

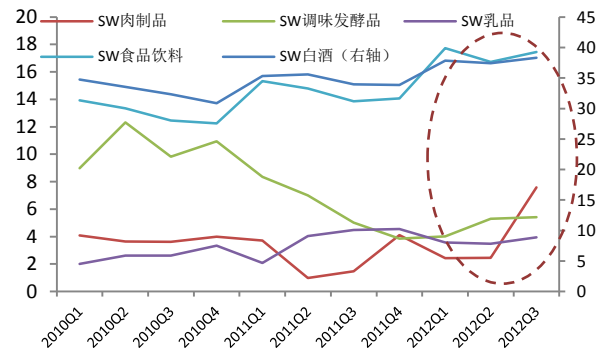
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 11: 销售毛利率变化(%)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 12: 销售净利率变化(%)



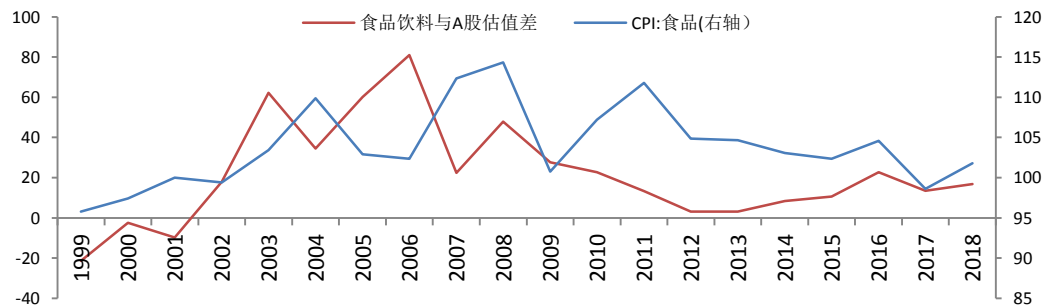
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(三) 通胀下食品制造业估值提升催生牛市

除去业绩的变化, 我们观察过去通胀周期食品饮料板块估值跟A股估值对比, 发现通胀环境中, 市场给食品饮料行业的估值明显高于A股估值, 股价反应会提前于业绩的兑现。2003年-2005年通胀期, 食品饮料板块估值有明显提升, 从2004年底部54倍上涨到2006年145倍估值, 明显领先大盘的上涨。2007年-2008年, 食品饮料板块估值跟随A股估值上行, 从37倍最高上涨到82倍。2010年-2012年A股估值整体下行, 但是食品饮料估值仍然高于市场估值, 2012年受“三公消费”政策限制, 行业估值大幅下挫。

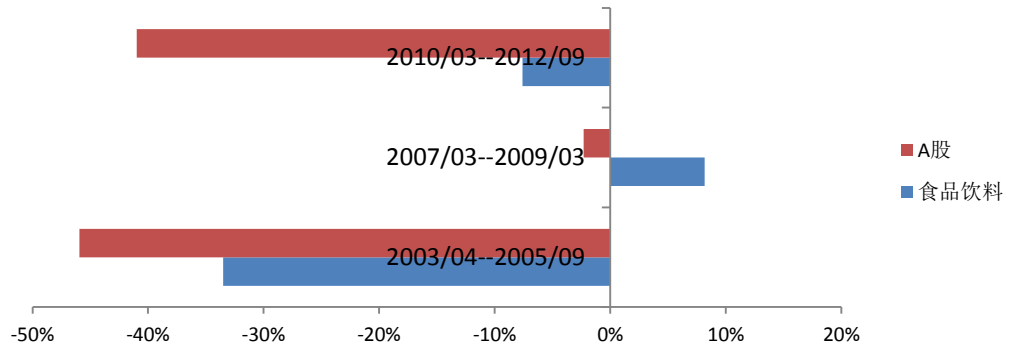
说明在涨价环境中, 市场更倾向于给涨价企业更高的估值溢价。特别是在通胀周期后期, 食品饮料估值有明显提升。如果今年下半年食品价格继续攀升, 我们判断食品饮料估值也会领先市场其他板块。

图表 13: 在 CPI 上行期食品饮料估值往往超过大盘 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14：在 CPI 上行期食品饮料涨跌幅表现优于 A 股



资料来源：WIND，太平洋证券整理

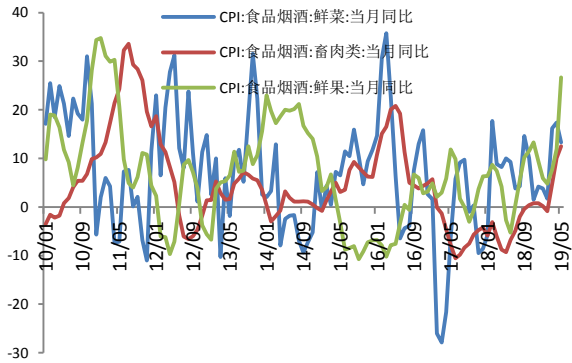
（四）迎接新一轮涨价潮

2017年2月CPI指数见底，过去两年物价一直在小幅上行的趋势中，今年以来，食品价格上涨对整体物价有较大推动。5月中国居民消费价格(CPI)同比上涨2.7%，创15个月新高。食品价格成为推动CPI攀升主要因素，5月食品价格同比上涨7.7%，为2012年1月以来最大涨幅。

展望下半年，我们认为食品价格仍会保持温和上涨趋势，食品饮料企业有望通过提价来减轻成本端压力，对整体毛利率和ROE的改善起到积极作用，食品饮料企业有望收入和利润双增长：

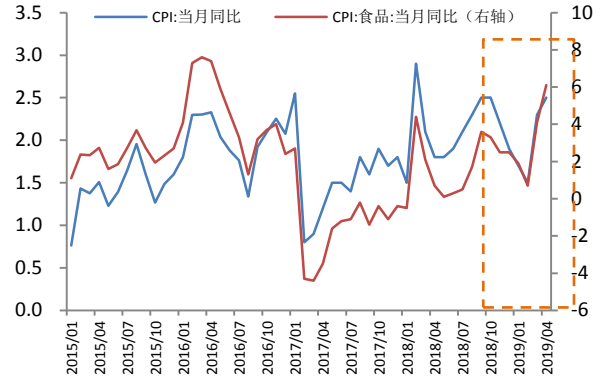
(1) 生猪进入上涨周期，今年全国范围生猪供给出现趋势性下降，核心在于生猪主产区产能显著收缩，同时受到非洲猪瘟持续影响，全国范围内生猪调运阶段性受限，南北猪价区域性差距进一步持续。(2) 猪价上涨对或导致部分猪肉需求转向鸡肉等其他禽肉，从而出现一定价格外溢效应。(3) 中美贸易战，中国为了应对美国制裁对美进口货物提高关税，其中很多食品原材料被加征25%的关税，包括肉类、初榨油脂类、小麦粉等产品，给食品制造企业成本端带来压力。(4) 油价等非食品的上涨，对企业成本端带来的压力也比较大。年初以来，油价持续震荡上涨，Brent 油价从去年底不及54 美元/桶，到4 月底突破72 美元/桶；同时，白卡纸、柯桥纺织指数等也逐步抬升，非食品涨价压力有所显现。

图表 15: 蔬菜、肉类、鲜果价格上涨



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 16: CPI 近几个月涨幅明显



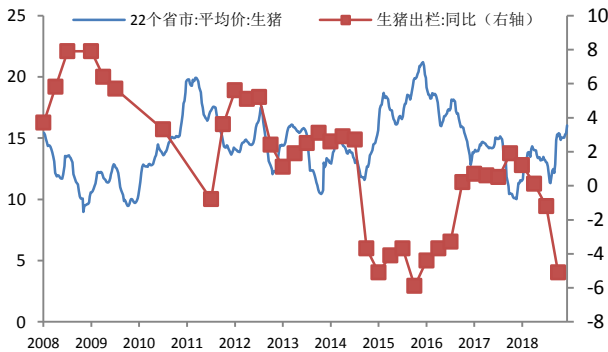
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

● 猪周期已开启, 猪瘟或推高周期顶点

2018年5月以来, 我国生猪价格开始触底回升, 受到非洲猪瘟和过去两年环保影响, 造成母猪存栏的大规模去化, 产能去化创历史最高。生猪存栏和母猪存栏在2018年底出现快速下滑, 至2019年5月能繁母猪存栏量同比下降23.9%, 大幅超过上一轮周期低点14.9%的下滑幅度。

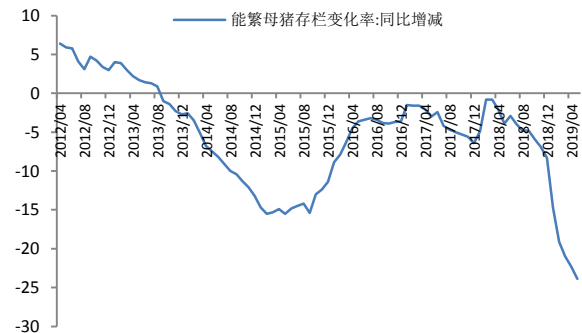
从目前来看, 疫苗 2 年内难以实现商业化, 后续产能并无弹性, 产能缺口很难填补的缺口, 大概率会推动本轮猪价创历史新高。

图表 17: 生猪存栏跟猪价明显反向关系



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 18: 能繁母猪存栏量从 2018 年底开始大幅下



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

从时间上来看, 历史上几次猪周期上涨阶段大概都经历接近或者超过20个月, 2014-2018年周期生猪上涨用时25个月, 本轮周期从最低点到现在已经经过14个月, 那么至少还有6个月才到达生猪或猪肉价格高点, 后续也需要有1年时间消化猪肉价格上

涨。

图表 19: 历史上的三次猪周期

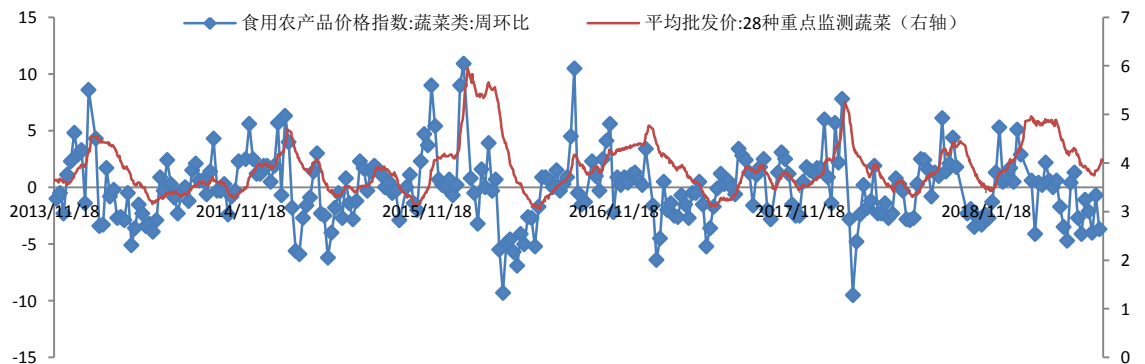


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

● 蔬果价格季节性波动

蔬菜价格存在明显季节性规律,一般在1-5月有上行趋势,6月大幅下行,7-10月明显上行,9月达到高点,11-12月再次回落。虽然上半年蔬菜和水果价格上涨比较明显,我们认为主要是受季节变动的影响,下半年整体是可控水平。

图表 20: 蔬菜价格季节性变动明显



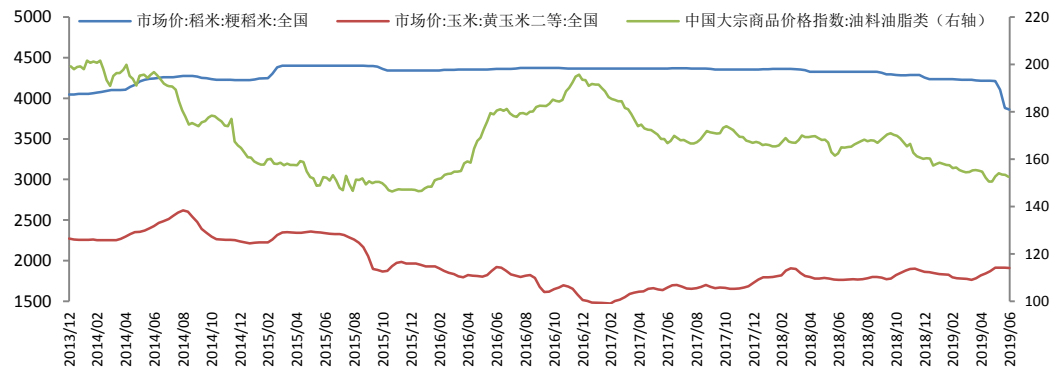
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

● 粮食价格稳中有升

5月以来全球主要粮食价格出现明显上涨,主要原因包括厄尔尼诺带来的全球极端气候变化、国内北方农业主要产区遭受贪夜蛾等病虫害威胁、贸易战带来农产品供给压力。

但是国内粮食自给率超过95%，变动趋势跟国外粮食价格变动的相关性较高，但波动幅度相关性不高。中国为了应对美国制裁对美进口货物提高关税，其中很多食品原材料被加征25%的关税，包括肉类、初榨油脂类、小麦粉等产品，对粮食价格有一定的助推作用。

图表 21：国内粮食价格稳中有升



资料来源：WIND，太平洋证券整理

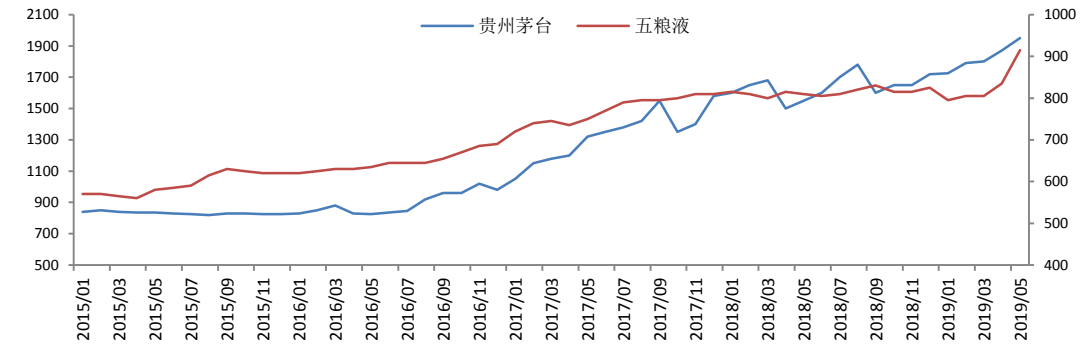
二、白酒保持领涨优势

(一) 净利率仍有上行空间

本轮白酒复苏从2015年开始，经历过行业需求泡沫和价格泡沫被戳破、渠道库存陆续出清、需求结构调整后，绝大多数上市白酒企业收入在2015年停止下滑并逐级改善。2017年后，主流白酒进入提价期，茅台批价从2017年年初980元涨到目前2100元，五粮液批价从690元涨到915元，洋河、古井、汾酒等主流白酒批价也一路走高。

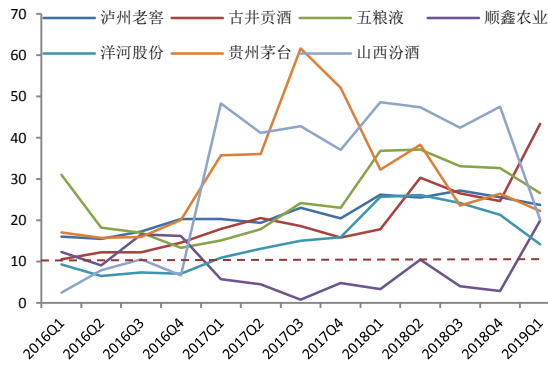
白酒企业涨价主要来自于需求端的拉动，而酿酒成本相对比较固定，所以涨价对于利润贡献比较明显。2017年以后，主流白酒公司收入超过10%，利润超过20%，并且逐季加速。贵州茅台在2017Q3收入和利润一度超过60%的涨幅，山西汾酒营业收入2017年以来基本保持季度40%的增速。

图表 22：飞天茅台、五粮液普五（右轴）批价一路走高



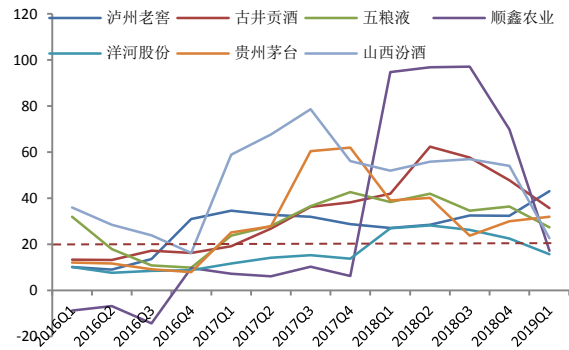
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 23: 主流白酒公司收入增速 (%)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

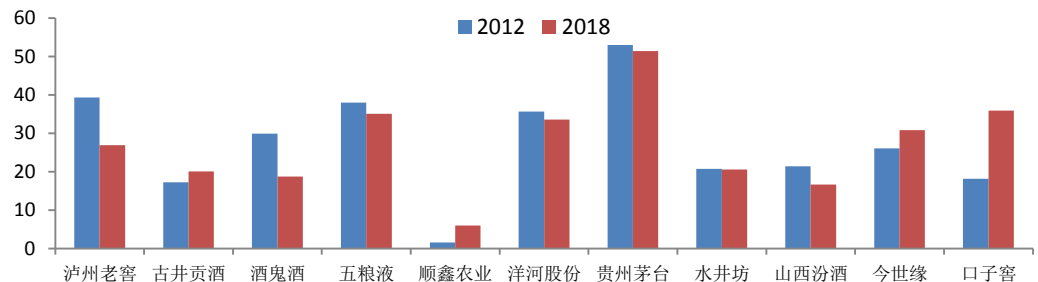
图表 24: 主流白酒公司基本每股收益增速 (%)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

对比主流白酒公司2012年和2018年净利率水平, 当前大部分白酒企业净利率水平还未达到2012年的净利率水平, 对比2012年, 目前行业库存整体良性, 高端白酒价格还有上行空间, 随着白酒价格继续缓慢上行, 净利率水平有望进一步提升, 可以支持企业在收入逐渐放缓后, 利润仍保持较高增速。

图表 25: 主流白酒公司净利率对比 (%)



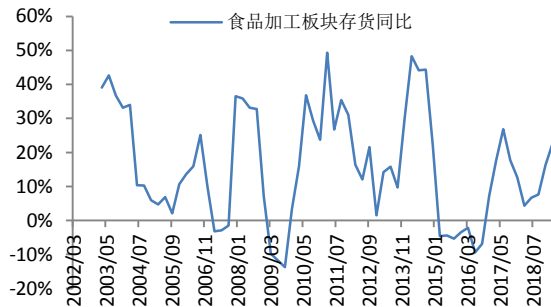
资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）库存周期对价格干扰减弱

如果将上市公司存货简单的看作是产成品存货（忽略原材料采购在存货中的影响），本轮食品加工板块的库存周期是从2016年6月开始补库存，2017年年中后行业进入去库存至2018年2季度结束，随后行业又进入补库存阶段。这轮库存周期经历2年左右时间，跟之前库存周期时间长度大体一致。

但是从白酒库存来看，2015年Q1库存见底后，2015Q3库存就触顶回落，一直到2016Q3见底，之后库存小幅增加，并没有出现明显的库存周期。这主要与白酒企业近两年加强终端库存管控有很大的关系。

图表 26：食品加工板块存货同比走势（%）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 27：白酒板块存货同比走势（%）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

白酒企业多为经销商销售制度，有很强的长鞭效应，即在供应链上的各节点，企业只根据来自其相邻的下级企业的需求信息进行生产或者供应决策时，需求信息的不真实性会沿着供应链逆流而上，产生逐级放大的现象。由于这种需求放大效应的影响，供应方往往维持比需求方更高的库存水平或者说是生产准备计划。

典型的是2013年后，受三公消费的影响终端动销变慢，但是酒厂仍向经销商压了很多货，导致库存较高，终端用了2年时间去消化这些库存。但是本轮白酒周期能明显感觉到，酒厂开始通过各种技术手段，去摸底和控制经销商的库存，酒企和经销商库存周期都被平滑。所以判断本轮白酒涨价，主要是真实需求的推动，库存周期带来的价格波动干扰逐渐减弱。

(三) 密集提价或持续

春节以后，五粮液率先发力对产品进行调整，明确5月21日第七代五粮液将正式下线，第八代五粮液新品将于6月份上市，在原定计划外，推出收藏版五粮液。价格定位上，第八代明确终端指导价1199元，第七代为1399元，收藏版为1699元。

在新品替代过程中，五粮液对普五进行价格管控，于3月10日对第七代五粮液进行提价，出厂价由789提至859元，并要求在4月底前第七代五粮液批价达到919元。目前五粮液批价普遍升至900元左右，新版八代五粮液开始陆续到货。

茅台和五粮液两大高端酒龙头酒企批价持续上涨为其他名酒提价创造了有利土壤。今世缘5月29日下发通知，自2019年6月25日起，国缘品牌部分主导产品出厂价统一上调，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/瓶。5月27日，泸州老窖分别上调华北地区和华东地区38度国窖1573和52度国窖1573的终端配送价和终端建议团购价。5月31日，剑南春将水晶剑的终端零售价上调20元/瓶。6月1日，郎酒上调青花郎和大青花郎的出厂价，分别上调79元/瓶和880元/瓶。

表 28：白酒涨价信息梳理

品牌	时间	政策
五粮液	2019年5月	第七代经典五粮液的一批价每瓶涨幅90元左右，站上900元。从6月1日起，第七代经典五粮液终端建议零售价1399元/瓶，第七代经典五粮液收藏版终端建议零售价1699元/瓶，均提价300元/瓶。39度五粮液流通价提价后为639元/瓶，五粮液1618流通价涨价后达到919元/瓶。
	2019年5月	2019年5月21日五粮液宣布正式公布第八代普五出厂价为889元/瓶，较老品涨价近百元，正式公布第八代普五供货价为959元/瓶。第八代终端指导价1199元，第七代为1399元，收藏版为1699元，第八代6月供货价959元。
泸州老窖	2019年1月	1、2019年1月8日起，52度国窖1573经典装产品酒行供货价建议为810元/瓶，团购价建议为880元/瓶，零售价建议为1099元/瓶。2、鉴于国窖1573产能呈现饱和，2019年1月52度国窖经典装产品配额扣减20%执行。3、西南大区国窖1573供货价调整为810元
	2019年4月	1、90年窖龄38度终端零售价由478元/瓶提升至528元/瓶，涨幅10.46%。2、90年窖龄43度终端零售价由488元/瓶提升至538元/瓶，涨幅10.25%。3、90年窖龄52度终端零售价由498元/瓶提升至548元/瓶，涨幅10.04%。4、老字号特区产品各度数终端零售价提升10元/500ml。
	2019年5月	52度泸州老窖特曲预计将于5月更换包装，换装后泸州老窖特曲出厂价预计上涨20元。38°国窖1573山东、华东区域终端配送价调整后640元/瓶，终端建议团购价680元/瓶。52°国窖1573山东、华东区域终端配送价调整后860元/瓶，终端建议团购价919元/瓶。
酒鬼酒	2018年7月	自2018年7月15日起，52度高度柔和红坛和紫坛酒鬼酒分别提价22、20元。
	2019年3月	2019年3月15日，52度500mL内参酒自2019年3月15日起战略价（结算价）上调20元/瓶。
水井坊	2018年7月	7月10日，水井坊向全国省级总代发出了“关于产品价格调整的通知”，主力高档及中高档产品典藏、井台、臻酿八号的出厂价分别上涨15元/瓶，10元/瓶，10元/瓶，其他产品如晶莹装、鸿运装、小水井等都有有一定涨幅。
洋河	2018年7月	出厂价方面，海之蓝上涨4元/瓶，天之蓝上涨6元/瓶，梦之蓝M3、M6、M9分别上涨5元/瓶、5元/瓶和10元/瓶；终端供货价方面，海之蓝上涨60元/箱，天之蓝上涨100元/箱，梦之蓝M3、M6分别上涨110元/箱、140元/箱，平均涨幅达到百元，M9更是大幅提高600元/箱。

	2019年5月	洋河大幅提高海之蓝、天之蓝、梦之蓝(M3/M6/M9)、双沟珍宝坊(君坊、圣坊、帝坊)供货指导价,最高上涨幅度超20%,其中海之蓝涨价近百元/箱,天之蓝和梦三、梦六每箱涨价百元以上,梦九更是达到了千元/箱。此次提价从2019年5月21日起开始正式执行。
今世缘	2018年10月	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。在原有基础上上调产品零售价及团购价,其中四开国缘上调20元/瓶、对开国缘上调20元/瓶、单开国缘上调10元/瓶、国缘K5上调30元/瓶、国缘K3上调20元/瓶、柔雅国缘上调10元/瓶、淡雅国缘上调10元/瓶。
	2019年6月	自2019年6月25日起,国缘品牌部分主导产品出厂价统一上调,同步调整终端供货价、零售价及团购价。1)建议在原有基础上上调产品零售价及团购价,其中四开国缘上调30元/瓶;对开国缘上调20元/瓶。2)建议在原有基础上上调终端供货价,具体由各大区、办事处细化实施。
郎酒	2019年5月	公司提出分阶段涨价方案,未来将在三年内分六次提价,宣称青花郎未来的目标零售价为1500元/瓶。具体而言,郎酒表示,涨价要分三轮进行,第一轮为2019年,分两次涨价,团购价突破1000元;第二轮为2020年,分两次让团购价达到1150元;第三轮为2021年,也是分两次让团购价突破1300元,进而让终端零售价1500元更有底气,信心更加充足。
剑南春	2019年4月	52度水晶剑南春每瓶涨价25元,建议市场零售价不低于428元/瓶
	2019年5月	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。同时,汇金商贸近期正在实施通过减少拉单人奖励的措施来进行提价,涨幅同样为10元/瓶。从5月31日起,水晶剑已经提价20元/瓶。
顺鑫	2019年5月	根据酒厂调价方式和幅度,自2019年5月1日起,调整牛栏山相关产品价格体系如下: 1、小红牛、46度大牛、52度大牛、56度大牛供货价上涨6元/箱,各自零售价分别达到38元,10元,12元,12元。 2、42度桶、56度桶供货价上涨12元/箱,零售价达到26元和28元。 3、100ml56度牛供货价上涨8元/箱,零售价涨至6元。 4、52度精品、200ml56度牛供货价上涨18元/箱,零售价涨至45元和8元。
古井贡酒	2019年4月	自4月19日起,针对古井贡酒年份原浆献礼版、古5价格,古井贡酒进行调整,要求各终端零售网点献礼版零售价85元/瓶、340元/箱;古五120元/瓶、480元/箱。本次提价前,年份原浆献礼版的市场零售价格在320元/箱,五年零售价格在440元/箱。同时,古井方面对年份原浆献礼版的出厂价也进行了上调,调整幅度为2.5元/瓶。
	2019年5月	5月15日,古井贡酒发布通知,对公司次高端两大核心产品中的古16停止接受订单,古20 52度指导价涨价后889元/瓶,涨幅不低于30元/瓶,古20 42度指导价涨价后788元/瓶。
汾酒	2019年5月	5月17日起,48°、53°青花30汾酒(含升级版)统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价。上调之后,48°、53°青花30汾酒(含升级版)终端建议零售价为738元/瓶。此外预计在原有基础上,48°青花30汾酒(含升级版)开票价上调35元/瓶,53°青花30汾酒(含升级版)开票价上调25元/瓶。7月1日起,上述产品开票价、终端供货价、建议零售价再提升,48°青花30汾酒(含升级版)开票价上调20元/瓶,终端供货价上调10元/瓶,终端建议零售价格上涨30元/瓶达到768元/瓶;53°青花30汾酒(含升级版)开票价上调30元/瓶,终端供货价上调30元/瓶,终端建议零售价上调50元/瓶达到788元/瓶。

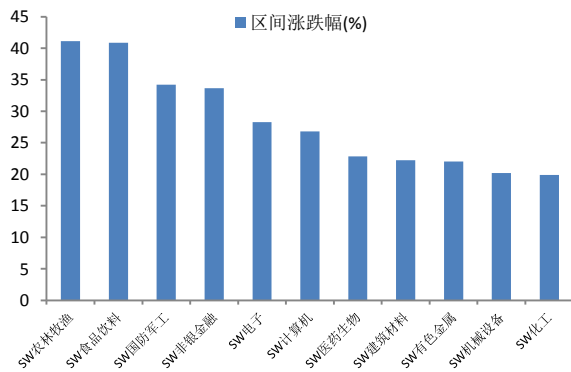
资料来源:公开信息/太平洋研究院整理

通过过去两年白酒行业挤压式发展,消费向名酒和高端酒集中的趋势推动高端酒价格上行,次高端酒利用行业景气趋势提价来改善渠道和终端利润,目前茅台跟五粮液批价价差仍有1000元,其他次高端酒价差也非常明显,我们判断白酒消费升级趋势明朗,且消费向高端名酒集中,提价仍有较大空间,名酒提价或成为持续性的趋势。

(四) 板块景气逻辑延续

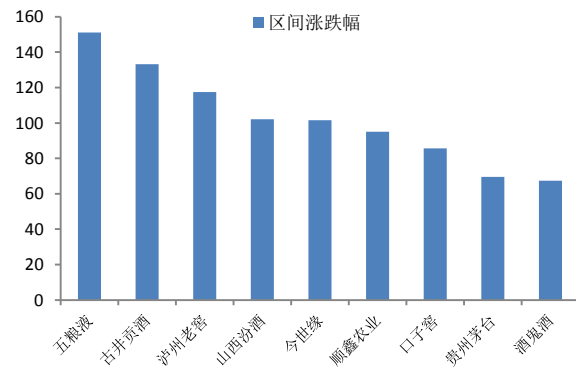
2019H1 食品饮料板块涨幅40.88%，位居所有一级子行业第二位。细分来看，白酒板块涨幅达74.7%，是食品饮料板块的领涨行业。年初以来白酒板块上涨主要有两个推动力：一是春节后茅台价格保持坚挺扭转大家悲观预期，同时北上资金增配白酒带来资金推动；二是糖酒会后，白酒企业经营稳健，五粮液持续提价强化市场对于白酒景气的判断。

图表 29：白酒板块涨幅靠前



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 30：个股涨幅向高端名酒集中



资料来源：WIND，太平洋证券整理

当前为白酒消费淡季，价格和库存是衡量行业景气度的重要指标。从目前来看，主流白酒价格仍然坚挺，预计五粮液回款进度应好于去年，国窖1573 保持Q1 同比较快增长。8 月下旬白酒行业将进入中秋消费旺季，行业景气核心在于需求验证。

判断今年年底或明年年初，行业标杆贵州茅台会提一次出厂价，无论是高端白酒像五粮液、1573，还是次高端白酒、小品类的高端酒，都会受益于茅台提价空间的打开，白酒板块的盈利能力会继续提升。

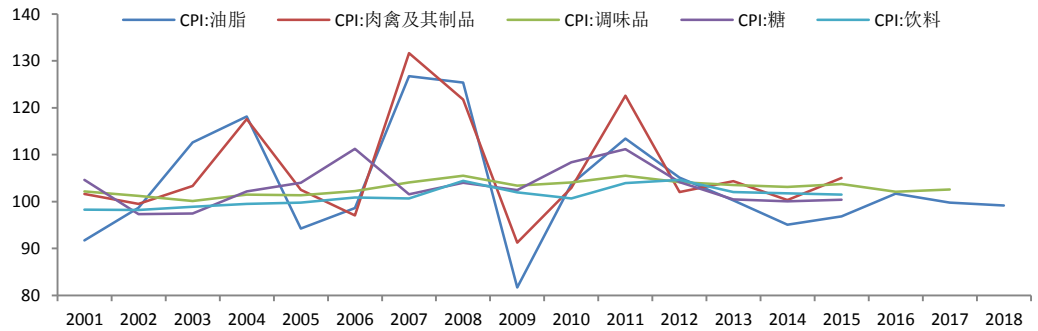
净利率与前期高点差距较大、当前估值相对较低、市场仍有提升空间的公司未来业绩弹性会更大，建议关注泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、酒鬼酒、今世缘和顺鑫农业等。

三、温和涨价催生食品盈利继续上行

(一) 龙头企业率先提价

从2010年以来，大众品集中进行了两次提价，分别是在2011年和2017年。本轮食品饮料涨价主要是因为成本推动，2017年以来食品饮料企业原材料上涨较为明显，白糖、包装纸等原材料价格有较为明显的上涨。叠加去年中美贸易战，许多原材料被加征了报复性关税，对企业成本也带来影响，2019年基础消费品再次普遍涨价。

图表 31：2010 年以来消费品经历 2 次提价



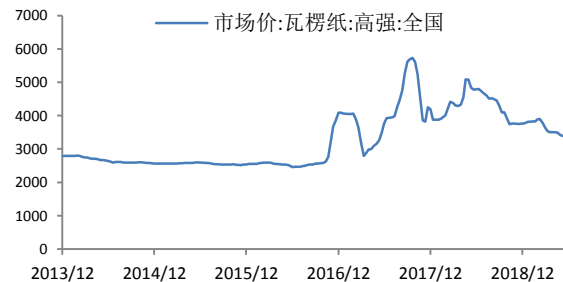
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 32：大豆价格明显上涨（元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 33：瓦楞纸价格上涨显著（元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

针对成本的提升，龙头食品企业率先通过对终端产品涨价进行抵消，本轮提价主要集中在2017年下半年和2019年上半年，食品饮料企业多从高端产品进行调整，也反应出目前消费升级趋势向上，消费者对高端产品需求增强，对价格更为接受。

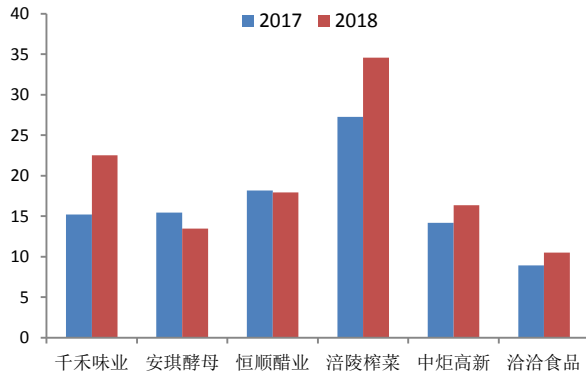
从净利率上看，2018年食品企业净利率较2017年有明显提升，净利润增速也有明显上涨，提价对企业盈利水平改善明显。

表 34：食品企业涨价信息

	公司	时间	政策
休闲食品	桃李面包	2017 年下半年	平均产品提价 2%
	徐福记	2017 年 8 月	旗下糖果产品提价 10%
	达利园	2017 年 2 月	针对旗下达利园和好吃点品牌 10%左右的商品进行提价
	洽洽食品	2018 年 7 月	对红袋等八个品类进行提价，提价幅度在 6%-14.5%左右；每日坚果在 6 月也于去年 6 月提价完毕。
肉制品	双汇发展	2018 年 12 月	公司对 1/3 产品进行了一轮提价，提价幅度约为 5-6%。
		2019 年 4 月	扩大提价面，对大部分商品进行提价，提价幅度 2-3%。
	安井食品	2018 年 9 月	针对原料上涨较多的产品进行间接提价、减少促销力度

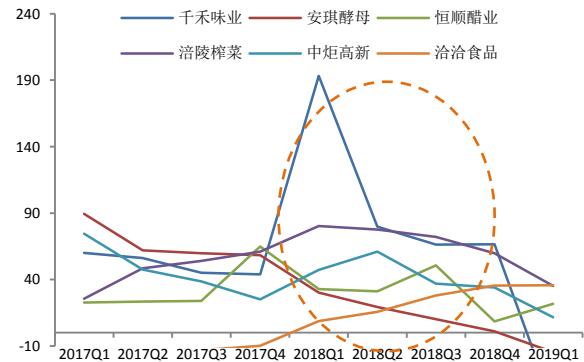
资料来源：太平洋证券研究院整理

图表 35：提价后 2017 年 2018 年净利率对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 36：提价后净利润增速明显加快



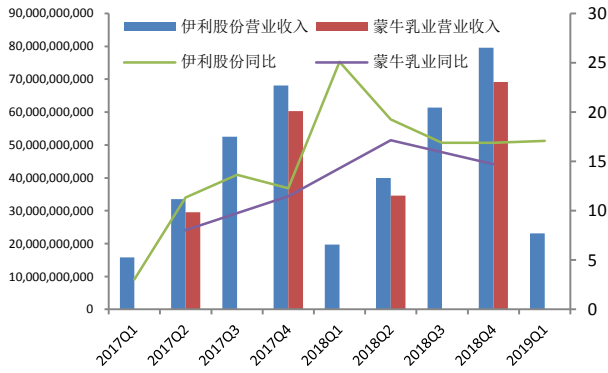
资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）乳制品盈利仍需观察费用投放节奏

2015-2016年乳制品行业景气度低迷，2017年以来，液态奶的需求回暖以及销售环境改善，行业重回两位数增长。龙头公司继续保持市场份额提升，受益于行业回暖，收入有明显的增长。但是由于两家龙头企业在2018年开始正面对抗，各自加大市场投入，抢夺市场份额，导致销售费用高企，严重挤压了净利润，所以两家企业利润增长季度间差距比较大。

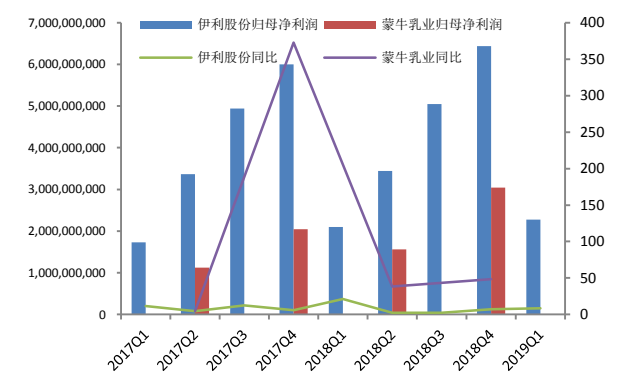
根据尼尔森数据，今年前5月，伊利常温奶市场占有率是38.7%，同比增加2.5个百分点，金典、安慕希这类拳头产品保持较快增速，龙头企业市场份额进一步提升。

图表 37: 伊利、蒙牛营收增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 38: 伊利蒙牛净利润增速

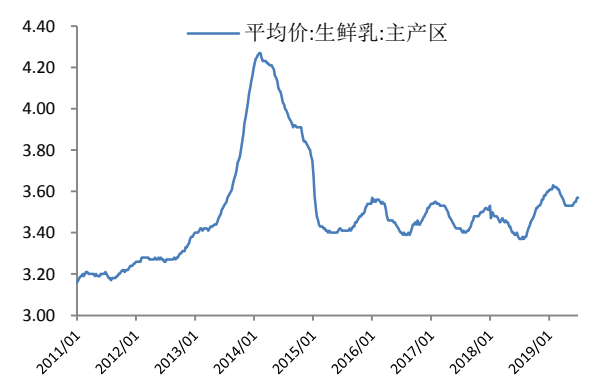


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

从成本端来看, 2015年以来原奶价格虽然有小幅上涨, 但从全年来看, 价格比较平稳。2018年下半年以来, 原奶价格上涨比较明显。从终端调研来看, 今年行业原奶供给整体偏紧, 1H2019乳企原奶成本上涨6%左右, 下半年是消费旺季, 预计供给偏紧形势没有改变, 下半年原奶价格或涨幅更为明显。

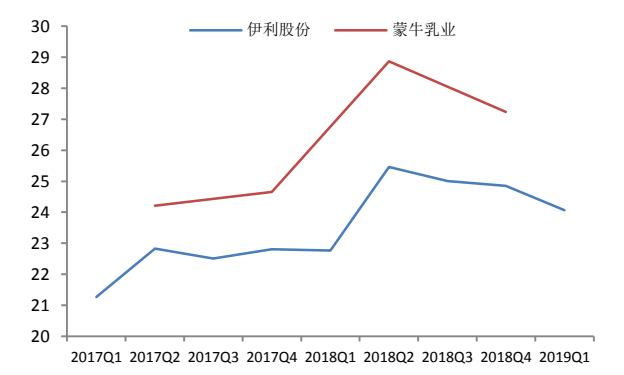
历史上看, 当原奶供需格局偏紧的时候, 可能使得买赠对成本的影响减少, 毛利率有望向上。但是由于从去年开始, 伊利和蒙牛两家龙头企业在费用上都有比较大的投入, 下半年盈利的关键仍需观察两家费用投放节奏。我们继续推荐有龙头优势的伊利股份, 长期看好消费升级大趋势下, 乳制品行业市场集中度进一步提升的逻辑。

图表 39: 原奶价格有上涨



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 40: 两家企业销售费用率变化



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(三) 调味品产品升级和提价助推净利润率提升

2013至2015年期间，国内消费需求并不好，CPI较低，属于典型的通缩。但调味发酵品板块销售毛利率却在2013年开始回升，并不断创新高。分析其原因：第一，受益于基础消费品消费升级和健康餐饮风潮，调味品产品结构不断调整，更健康、品质更好、毛利更高的产品占比提升。第二，单瓶产品的价格在生活必需品中偏低，消费者对一定幅度的提价不敏感，原材料和生产成本提高后，品牌产品通过提价来转移成本压力。正常情况下，每隔两到三年，行业会有一轮基于通胀的合理提价，保证毛利率水平不会向下。

表41：调味品涨价信息

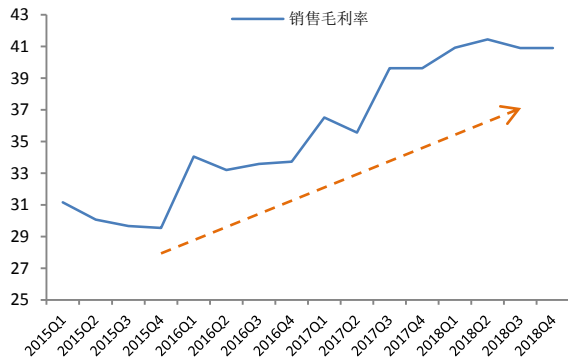
时间	企业	提价事件
2016.04	恒顺醋业	对非醋类产品换包装后直接提价
2016.06	恒顺醋业	对5亿主力醋类产品直接提价，幅度约9%
2016.12	海天味业	对90%左右产品直接提价，幅度约5%~6%
2017.02	涪陵榨菜	对80g和88g榨菜产品的到岸价格直接提价，幅度约15%~20%
2017.03	中炬高新	对美味鲜及厨邦产品整体提价，幅度约5%~6%
2017.04	千禾味业	对部分产品直接提价，幅度约8%~10%
2017.Q4	涪陵榨菜	主力产品包装降重，幅度约为10%
2017.11	涪陵榨菜	为统一全国流通价，提价约10%
2018.06	涪陵榨菜	为拉平华南市场商超一直规格为80g的老产品与全国的价差，提价幅度估计在10%左右
2018.09	涪陵榨菜	上调80g鲜脆菜丝等7个80g规格的主力单品的产品到岸价格，提价幅度约10%
2019.01	恒顺醋业	五个产品系列提价，最高涨幅超15%
2018.01	恒顺醋业	恒顺1月1日对五个品种产品（占比约15%）提价，提价幅度为6.45%-15.04%，按销售收入加权测算综合提价率为13%。
2017.03	中炬高新	2017年3月开始对美味鲜及厨邦的产品整体调整提价，提价幅度为5%-6%。

资料来源：太平洋证券研究院整理

产品结构的升级和高价及更细分产品的推出，调味品的毛利率、净利润率等盈利能力显著提升；另外，随着市场的推广和渠道渗透率的提升，企业销售费用也在增加，这也变相提高了后进入者的门槛。

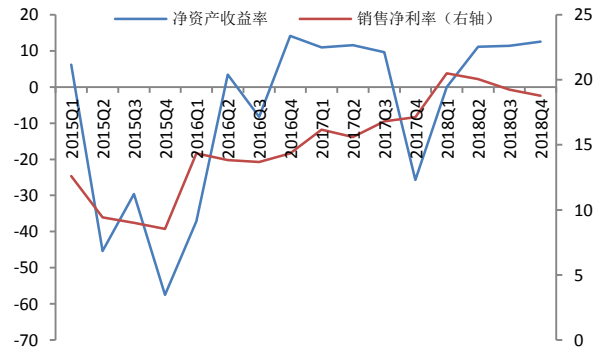
调味品龙头公司一般2-3年对旗下产品进行提价，随后其他小调味品公司会跟进提价。上一轮海天味业提价在2016年年底，今年上半年一些小型调味品企业做出了提价决策，判断2019年下半年或2020年上半年会迎来海天味业的提价周期，将打开行业整体提价空间，对行业利润改善有帮助，我们推荐调味品的龙头中炬高新和恒顺醋业。

图表 42：调味品板块销售毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 43：调味品板块 ROE 和销售净利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(四) 肉制品提价利好后市

猪肉是肉制品原材料的重要组成，按照行业平均情况，原料肉占肉制品业务成本比例约为60%，其中猪肉成本约占原料肉成本比例60%，即猪肉成本占肉制品业务总成本比例约40%。原料肉中，鸡肉成本约占20%，企业会通过价格变动来调整猪肉和鸡肉的使用比例。当猪肉价格上涨的时候，成本波动对肉制品企业成本影响较大。但是由于猪肉价格呈周期波动，肉制品企业产品提价后，如果猪价下降，对企业利润将有很好的贡献。

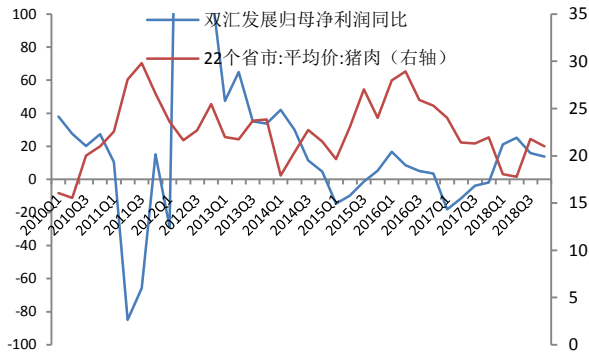
本轮猪周期从2018年5月开始，进入2019年以来猪价呈快速上涨的趋势，猪价从低点到现在涨幅已经达到47%。为了应对成本端的上涨，双汇于2018年年底和2019年4月连续两次上调价格，上调幅度占收入比重分别在2-3%之间，预计双汇2019年7月会继续上调主力产品价格，如果调价成功，当猪价进入下行周期后，企业利润会有较大的改善。

另一方面，屠宰量跟猪价呈反向关系，当猪价上行时，屠宰量往往会有所下降，屠宰利润也会随之下降。判断今年下半年猪价仍会继续向上，加之猪瘟带来生猪存栏量大幅下降，预计下半年屠宰量会有较大下降。

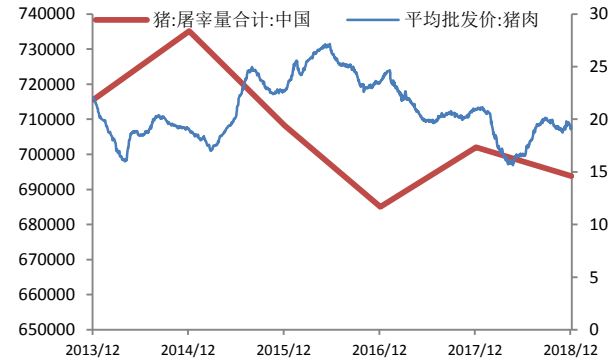
从全年来看，肉制品企业面临成本压力比较大，屠宰呈现量利双降的局面。但是长期来看，肉制品企业涨价后，利好企业长期的盈利水平，同时屠宰集中度会进一步提升，我们推荐肉制品龙头企业双汇发展和上海梅林。

图表 44：双汇净利润后滞于猪价上涨

图表 45：屠宰量同猪价呈反向关系

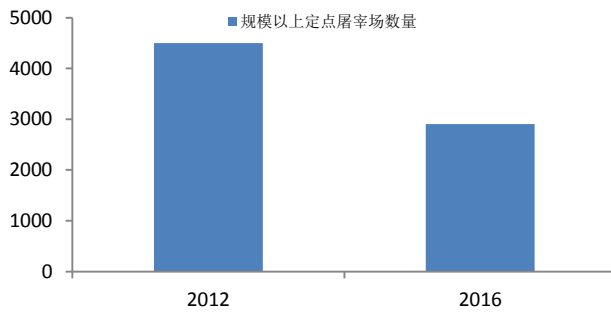


资料来源: WIND, 太平洋证券整理



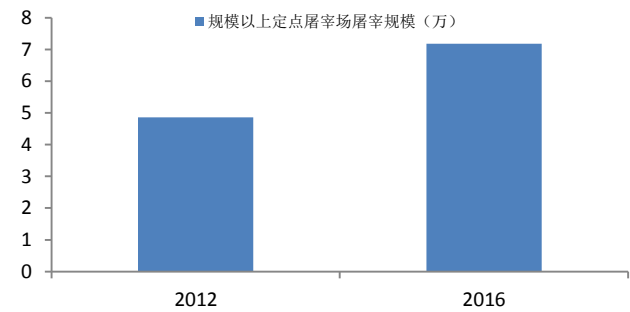
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 46: 规模以上定点屠宰场数量



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 47: 规模以上定点屠宰量数量



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

四、重点推荐

尽管食品饮料经历三年大幅上涨,但是我们仍看好食品饮料板块的投资机会,核心是预期2019年下半年和2020年会迎来新一轮的价格上涨,进一步提升企业盈利。本轮食品涨价主要是成本助推,以及猪肉供给减少后对其他商品需求的外溢,判断行业龙头会更有价格话语权,提价能力最强,对成本的消化和转嫁能力也最强。预期白酒行业伴随品牌集中度进一步提升,价格会继续上行;重点看好乳制品和休闲食品企业进一步产品结构升级带来盈利改善;调味品行业景气度较高,涨价后盈利空间进一步打开。

我们推荐伊利股份、中炬高新、恒顺醋业、绝味食品等企业,同时认为白酒板块在全年景气不减,寻找净利率与前期高点差距较大、当前估值相对较低、市场仍有提升空间的公司未来业绩弹性会更大,建议关注泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、酒鬼

酒、今世缘和顺鑫农业等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。