

# 食品饮料：吃喝口味如何变？

——“不一样的财报解读”系列之2019年中报

2019年09月05日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

首席分析师	刘畅	电话：010-66554017	邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120001
研究助理	吴文德	电话：010-66554025	邮箱：wuwd@dxzq.net.cn	
研究助理	张东雪	邮箱：zhangdx@dxzq.net.cn		

行业延续增长态势，盈利能力持续提升。2019H1 食品饮料行业整体营收同比增长 16.60%，净利润同比增长 22.12%，行业整体维持高景气态势。盈利能力方面，2019H1 行业毛利率和净利率分别为 48.96%/19.58%，较去年同期提升-0.03/0.89pct，毛利率受原材料价格上涨因素影响基本持平，净利率受益于减税降费等利好影响而提升。分行业来看，白酒业绩确定性强，啤酒行业盈利拐点确认。

细分行业新的消费趋势逐渐形成。通过分析各细分子行业 2019 年半年报数据，我们认为不同行业均沿着消费升级的方向衍生出不同的趋势，而顺应行业趋势发展的公司中报均有不错的表现。通过分析，我们发现细分行业呈现如下几个趋势：一是酒类行业（主要是白酒和啤酒）呈现“少喝酒、喝好酒”的特征；二是食品行业短保产品和休闲食品品牌化成为消费趋势；三是乳制品呈现低温化；四是调味品朝着复合化方向发展；五是软饮料朝着场景拓张迈进。

- ◆ **白酒行业：行业呈现“少喝酒、喝好酒”的高端化趋势，主要表现在行业集中度的提升和产品结构的改善。**大部分酒企产品结构持续优化，尤其以高端和次高端龙头为主，其盈利能力受益于产品结构的改善而持续提升。行业盈利能力沿着“高端 > 次高端 > 地产酒”方向递减，表明白酒高端化的消费趋势。
- ◆ **啤酒行业：产品结构升级为主要趋势，营收的增长主要由产品结构贡献，销量贡献逐步弱化。**产品中高端化趋势愈发明显，推升了行业的盈利能力。2019H1 行业毛利率和净利率分别为 40.68%/10.08%，较去年同期增长 5.18/3.83pct。未来随着消费升级趋势的演进，行业仍将以产品结构升级为主导，重申行业主导逻辑将由营收端转向利润端。
- ◆ **食品行业：细分子行业龙头稳定增长，行业未来的趋势主要体现在短保质期和休闲食品品牌化。**细分领域龙头增长稳定，在竞争中凸显优势。关于未来趋势，一是短保产品是消费升级的体现，该细分领域仍处在高速发展的阶段；二是休闲食品市场空间仍然巨大，作为细分品类，受众不断增加，但受益于消费升级，休闲食品品牌化将推动头部公司业绩不断提升。
- ◆ **乳制品：行业双寡头格局稳定，低温化为行业发展指引方向。**乳制品行业双寡头格局依然稳定，寡头竞争短期持续，利润端受一定程度影响。区域性乳企受益于低温化趋势，规模上维持较为稳定的增长，且拥有上游牧场资源的部分区域乳企、上游牧场公司利润同比增速转负为正。区域性乳企将乘低温发展之势，依托自身牧场和低温冷链运输资源实现市场一定程度的拓展。
- ◆ **调味品：复合化为行业未来方向。**不同于基础调味料（海天味业、中炬高新等）稳健增长的特性，复合调味料公司增速显著高于行业增速。我们认为复合调味料符合消费者便捷性、口味多元化等消费习惯，且行业目前处于发展初期，具备广阔的市场空间，将成为未来调味品发展的新方向。
- ◆ **软饮料：行业分化较为明显，年轻化、高端化趋势显著。**软饮料行业由于品类较多，竞争格局较为分散，各品类行业业绩表现不一。通过分析，我们认为注重消费场景拓宽的公司业绩表现较为强劲，主要以百润股份和香飘飘为代表。二者的成功也表明了行业年轻化和中高端化的趋势越发强烈。

**投资建议：**白酒板块，业绩高增凸显行业确定性强，我们认为优势白酒公司龙头估值进入新常态，建议加仓高端白酒。啤酒行业中报季验证 19 年是行业盈利的拐点，未来行业主导逻辑将从营收端向利润端转移，产品结构升级是推动行业盈利能力持续改善的主要驱动力。乳制品行业中报业绩基本符合预期，持续看好伊利股份的长期价值。调味品中报业绩稳扎稳打，复合调味料市场未来 2-3 年仍将维持高速增长。食品和软饮料行业分化明显，关注追随和引领行业趋势的企业。

- ◆ **重点推荐：**泸州老窖
- ◆ **长期推荐：**贵州茅台、伊利股份、天味食品、桃李面包、绝味食品、青岛啤酒、重庆啤酒、安琪酵母
- ◆ **重点关注：**五粮液、山西汾酒、古井贡酒、珠江啤酒、香飘飘、百润股份、妙可蓝多

**风险提示：**宏观经济下行风险，新品推广不及预期，渠道拓张不及预期等。

## 目录

1. 行业延续高景气，白酒业绩确定性强 .....	3
2. 吃喝口味如何变——从中报中挖掘行业发展趋势 .....	5
2.1 白酒行业：“少喝酒、喝好酒”，高端化趋势势不可挡 .....	5
2.2 啤酒行业：产品结构升级成板块主旋律 .....	6
2.3 食品行业：短保和休闲食品品牌化为行业未来趋势 .....	7
2.4 乳制品：行业双寡头格局稳定，区域性乳企受益于低温化趋势 .....	8
2.5 调味品：复合化为行业未来发展方向 .....	8
2.6 软饮料：行业分化较为明显，年轻化、高端化趋势显著 .....	9
3. 投资建议： .....	9
4. 风险提示： .....	10

## 插图目录

图 1：2009-2019 年我国食品饮料行业营收走势及增速 .....	3
图 2：2009-2019 年我国食品饮料行业净利润走势及增速 .....	3
图 3：2015-2019 年我国白酒行业营收走势及增速 .....	3
图 4：2015-2019 年我国白酒行业净利润走势及增速 .....	3
图 5：2015-2019 年我国啤酒行业营收走势及增速 .....	4
图 6：2015-2019 年我国啤酒行业净利润走势及增速 .....	4
图 7：2015-2019 年我国调味品行业营收走势及增速 .....	4
图 8：2015-2019 年我国调味品行业净利润走势及增速 .....	4
图 9：2015-2019 年我国乳制品行业营收走势及增速 .....	5
图 10：2015-2019 年我国乳制品行业净利润走势及增速 .....	5
图 11：行业重点公司销售毛利率变动情况（%） .....	6
图 12：行业重点公司销售净利率变动情况（%） .....	6
图 13：基础调味品企业与复合调味品企业营收增速 .....	9
图 14：基础调味品企业与复合调味品企业利润增速 .....	9

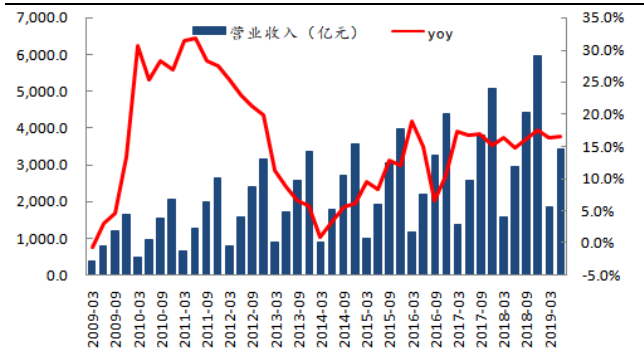
## 表格目录

表 1：白酒行业各公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总 .....	5
表 2：上市公司产品结构变动情况 .....	6
表 3：主要啤酒公司 2019H1 经营数据 .....	7
表 4：食品行业各公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总 .....	7
表 5：乳制品行业主要公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总 .....	8
表 6：软饮料行业主要公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总 .....	9

## 1. 行业延续高景气，白酒业绩确定性强

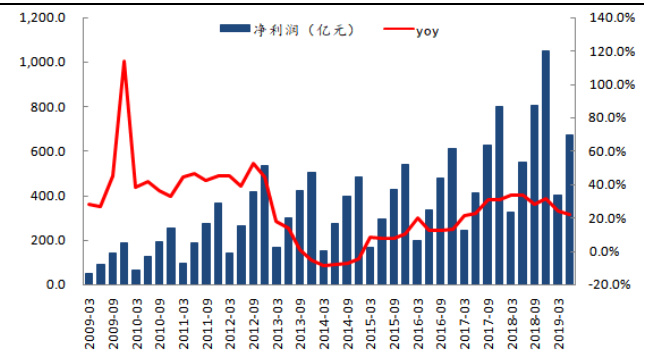
行业延续增长态势，盈利能力持续提升。2019H1 食品饮料行业整体实现营收 3443.11 亿元，同比增长 16.60%，实现净利润 674.19 亿元，同比增长 22.12%。其中，Q2 行业实现营业收入 1589.16 亿元，同比增长 17.02%，实现净利润 271.29 亿元，同比增长 19.32%，行业整体维持高景气态势。盈利能力方面，2019H1 行业毛利率和净利率分别为 48.96%/19.58%，较去年同期提升-0.03/0.89pct，毛利率受原材料价格上涨因素影响基本持平，净利率受益于减税降费等利好影响而提升。

图 1：2009-2019 年我国食品饮料行业营收走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所（注：全文行业数据均用申万行业分类）

图 2：2009-2019 年我国食品饮料行业净利润走势及增速

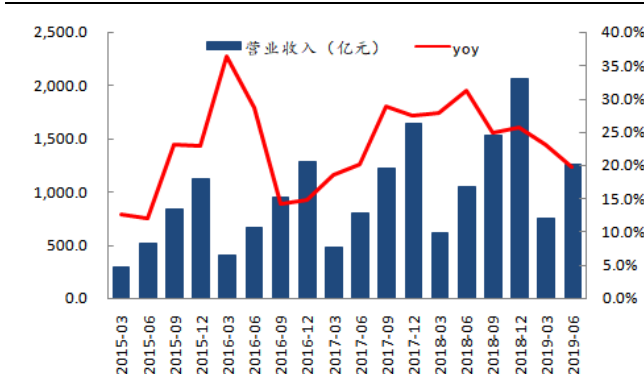


资料来源：Wind，东兴证券研究所

分行业来看，白酒业绩确定性强，啤酒行业盈利拐点确认。通过对各子行业营收和利润的分析，我们认为白酒业绩确定性最强，营收和利润增速维持高增；啤酒行业盈利拐点确认；调味品行业业绩稳扎稳打；食品和软饮料行业分化较为明显；乳制品则继续维持双寡头格局。

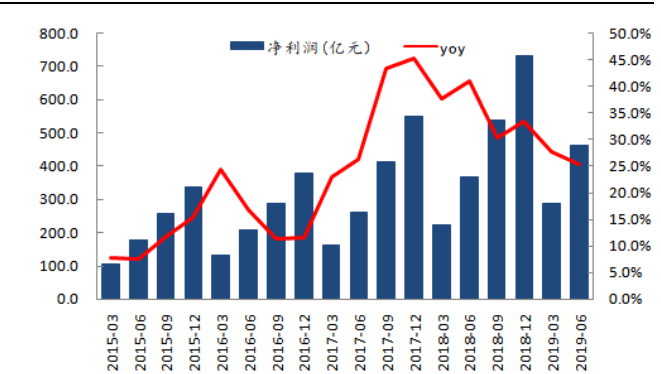
- ◆ **白酒行业**：2019H1 行业实现营收 1266.28 亿元，同比增长 19.72%，实现净利润 461.72 亿元，同比 25.25%。白酒行业在去年高基数的背景下，仍能维持业绩高增，主因消费升级带来的高端和次高端白酒持续扩容，以及市场集中度的提升对上市名酒企业业绩的利好。此外，费用的精细化投放、营收的快速增长也使得期间费用有所改善。

图 3：2015-2019 年我国白酒行业营收走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

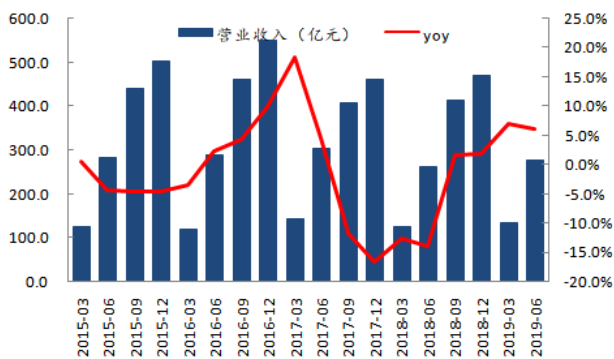
图 4：2015-2019 年我国白酒行业净利润走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

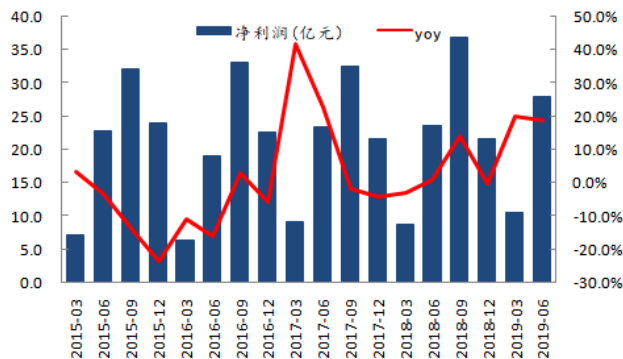
- ◆ **啤酒行业**：2019H1 啤酒行业实现营收 276.52 亿元，同比增长 6.20%，实现净利润 27.86 亿元，同比增长 18.53%。净利润增速显著高于营收增速，一方面因为产品结构升级驱动行业盈利能力持续提升，另一方面增值税率的下调也为行业贡献较大的利润弹性。

图 5：2015-2019 年我国啤酒行业营收走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

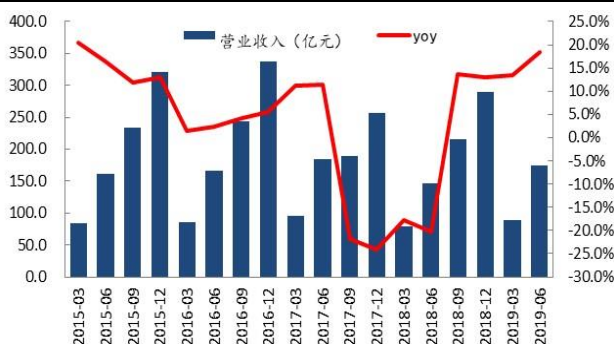
图 6：2015-2019 年我国啤酒行业净利润走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

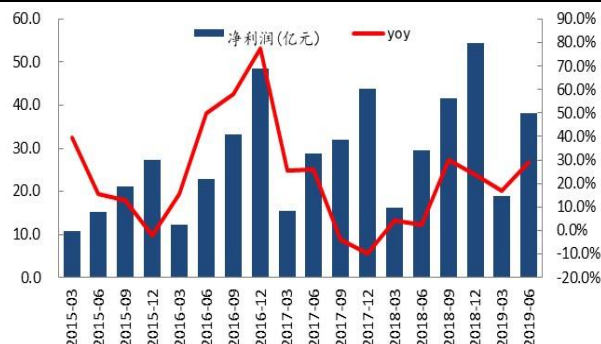
- ◆ **调味品**：2019H1 调味品行业实现营收 174.30 亿元，同比增长 18.34%，实现净利润 38.18 亿元，同比增长 29.35%。行业受益于下游需求稳定，业绩稳扎稳打。另一方面，行业产品结构升级使得利润改善明显，且在原材料上涨的背景下，企业盈利能力仍有大幅提升，体现企业控费能力有所改善。

图 7：2015-2019 年我国调味品行业营收走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

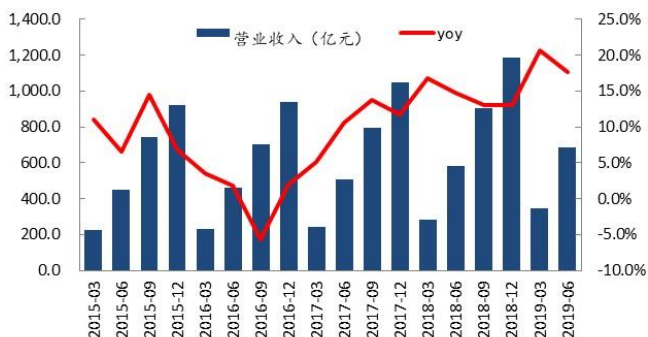
图 8：2015-2019 年我国调味品行业净利润走势及增速



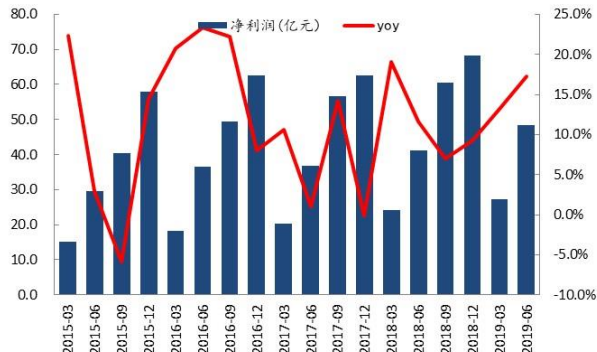
资料来源：Wind，东兴证券研究所

- ◆ **乳制品**：2019H1 乳制品行业实现营收 687.75 亿元，同比增长 17.66%，实现净利润 48.32 亿元，同比增长 17.27%，业绩增长较为稳定。行业双寡头伊利蒙牛之间的激烈竞争持续，销售费用处于高位，且上半年原奶价格上涨，成本端承压，故两者利润端增速稍有下降。行业竞争较为激烈，费用投放持续加大使得行业盈利增速低于营收增速。



**图 9：2015-2019 年我国乳制品行业营收走势及增速**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 10：2015-2019 年我国乳制品行业净利润走势及增速**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

◆ **其他行业：**食品和软饮料行业由于细分品类较多，难以看出行业整体趋势。从披露的中报情况来看，该领域的公司业绩分化较为明显，我们会在第二部分加以分析。而红酒和黄酒中报业绩表现持续低迷，营收和利润均录得负增长，其中红酒营收和利润同比-7.06%/-7.10%，黄酒同比-4.89%/-15.30%。红酒和黄酒行业景气度较低，主因红酒受产地和消费习惯影响，国内品牌竞争力较国际品牌弱，而黄酒则受地域消费限制，难以走向全国化。

## 2. 吃喝口味如何变——从中报中挖掘行业发展趋势

通过分析各细分子行业 2019 年半年报数据，我们认为不同行业均沿着消费升级的方向衍生出不同的趋势，而顺应行业趋势发展的公司中报均有不错的表现。通过分析，我们发现细分行业呈现如下几个趋势：一是酒类行业（主要是白酒和啤酒）呈现“少喝酒、喝好酒”的特征；二是食品行业短保产品和休闲食品品牌化成为消费趋势；三是乳制品呈现低温化；四是调味品朝着复合化方向发展；五是软饮料朝着场景拓张迈进。

### 2.1 白酒行业：“少喝酒、喝好酒”，高端化趋势势不可挡

我们认为白酒行业呈现“少喝酒、喝好酒”的高端化趋势，主要表现在行业集中度的提升和产品结构的改善。根据统计局数据，行业 1-6 月累计产量 397.60 万千升，同比增长 2.20%，预计未来消费量维持小幅波动，而上市公司营收增速显著高于行业情况，表明行业集中度不断提升，名酒的优势在不断的增强。另一方面，大部分酒企产品结构持续优化，尤其以高端和次高端龙头为主，其盈利能力受益于产品结构的改善而持续提升。行业盈利能力（净利润增速）沿着“高端（31.07%）>次高端（24.75%）>地产酒（-104.90%）”方向递减，也表明白酒高端化的消费趋势。

**表 1：白酒行业各公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总**

类别	公司名称	营收增长		净利润增长		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
高端	贵州茅台	38.06%	18.24%	40.49%	25.26%	90.94%	91.87%	50.67%	53.68%
	五粮液	37.13%	26.75%	43.82%	31.39%	72.84%	73.81%	34.84%	36.12%
	泸州老窖	25.49%	24.81%	34.88%	36.54%	74.91%	79.70%	31.71%	34.69%
	小计	<b>33.56%</b>	<b>23.26%</b>	<b>39.73%</b>	<b>31.07%</b>	<b>79.56%</b>	<b>81.79%</b>	<b>39.07%</b>	<b>41.50%</b>
次高端	洋河股份	26.12%	10.01%	28.34%	11.58%	71.50%	70.95%	34.42%	34.91%

	古井贡酒	30.32%	25.19%	60.01%	39.27%	78.20%	76.72%	19.14%	21.29%
	口子窖	23.67%	12.04%	39.45%	22.02%	74.39%	75.94%	33.96%	36.99%
	山西汾酒	47.38%	26.49%	57.39%	25.28%	69.65%	71.46%	20.04%	19.84%
	水井坊	58.97%	26.47%	133.59%	26.97%	81.14%	82.21%	20.02%	20.10%
	酒鬼酒	41.26%	35.41%	41.61%	36.13%	78.35%	77.59%	21.87%	21.98%
	舍得酒业	15.82%	19.87%	188.82%	12.00%	69.42%	74.52%	17.68%	16.52%
	<b>小计</b>	<b>34.79%</b>	<b>22.21%</b>	<b>78.46%</b>	<b>24.75%</b>	<b>74.66%</b>	<b>75.63%</b>	<b>23.87%</b>	<b>24.52%</b>
地产酒	迎驾贡酒	10.81%	8.59%	16.00%	16.44%	61.02%	62.96%	22.06%	23.65%
	金种子酒	-4.19%	-7.80%	17.82%	-575.55%	49.03%	41.39%	1.20%	-6.17%
	金徽酒	10.31%	2.62%	11.15%	-14.37%	62.95%	57.89%	19.85%	16.56%
	伊力特	20.38%	-5.72%	35.17%	-6.69%	48.27%	51.32%	21.90%	21.68%
	老白干酒	31.78%	34.33%	208.01%	32.76%	62.64%	61.62%	10.03%	9.91%
	青青稞酒	4.37%	-22.46%	-17.93%	-82.01%	66.34%	64.86%	12.22%	2.83%
	<b>小计</b>	<b>12.24%</b>	<b>1.59%</b>	<b>45.04%</b>	<b>-104.90%</b>	<b>58.37%</b>	<b>56.67%</b>	<b>14.54%</b>	<b>11.41%</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所（注：小计为各档次公司的平均值）

表 2：上市公司产品结构变动情况

公司	2018H1	2019H1	中高端占比提升	报表中中高端指代
贵州茅台	88.04%	88.20%	0.16%	茅台酒
泸州老窖	78.26%	82.52%	4.26%	高档酒类和中档酒类
酒鬼酒	86.46%	88.90%	2.43%	内参系列和酒鬼系列
舍得酒业	96.86%	97.33%	0.48%	中高档酒
老白干酒	62.05%	68.64%	6.58%	高档酒和中档酒

资料来源：公司财报，东兴证券研究所（注：此表仅统计有披露中高端产品结构的公司）

## 2.2 啤酒行业：产品结构升级成板块主旋律

我们认为啤酒行业同白酒行业类似，也呈现“少喝酒、喝好酒”的趋势，营收的增长主要由产品结构贡献，销量贡献逐步弱化。上半年啤酒行业整体销量同比 0.8%，上市公司销量表现亦跟随行业趋势。而产品中高端化趋势愈发明显，也推升了行业的盈利能力。2019H1 行业毛利率和净利率分别为 40.68%/10.08%，较去年同期增长 5.18/3.83pct。未来随着消费升级趋势的演进，行业仍将以产品结构升级为主导，重申行业主导逻辑将由营收端转向利润端。

图 11：行业重点公司销售毛利率变动情况（%）

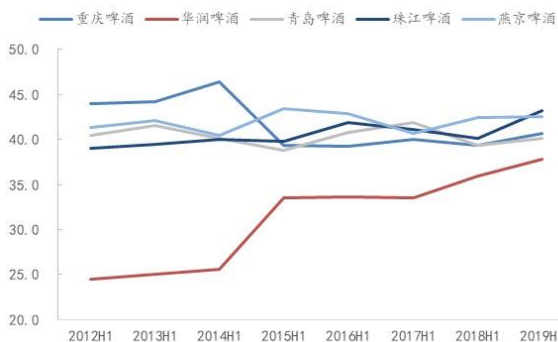


图 12：行业重点公司销售净利率变动情况（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

**表 3：主要啤酒公司 2019H1 经营数据**

指标	重庆啤酒	珠江啤酒	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒
营业收入 (亿元)	18.33	21.09	191.82	165.51	64.62
yoy	3.92%	5.50%	7.17%	9.22%	1.37%
销量 (万千升)	48.27	61.33	637.5	473	257.85
yoy	2.27%	-0.07%	2.61%	3.50%	-0.66%
吨酒价	3706.91	3438.55	3008.94	3499.08	2506.11
yoy	4.03%	5.56%	4.43%	5.52%	2.04%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 2.3 食品行业：短保和休闲食品品牌化为行业未来趋势

食品行业内部公司分化较为明显，其中桃李面包、绝味食品、三只松鼠、盐津铺子等公司 2019H1 营收和利润增速依次为 18.06%/15.51%、19.42%/25.81%、39.58%/27.94%、31.28%/68.86%，业绩保持高速增长。**我们认为食品行业未来的趋势主要体现在短保质期和休闲食品品牌化**，一是短保产品是消费升级的体现，该细分领域仍处在高速发展的阶段；二是休闲食品市场空间仍然巨大，作为细分品类，受众不断增加，但受益于消费升级，休闲食品品牌化将推动头部公司业绩不断提升。

**表 4：食品行业各公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总**

公司名称	营收增长		净利润增长		毛利率 (%)		净利率 (%)		ROE (%)	
	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
西王食品	-4.25%	0.57%	45.42%	9.66%	37.58	33.73	8.48	9.53	5.02	4.94
三全食品	8.35%	-1.15%	12.84%	8.01%	34.08	32.62	2.70	2.94	4.03	4.26
双塔食品	37.60%	2.74%	54.82%	38.61%	14.32	18.85	6.04	8.13	2.60	3.54
涪陵榨菜	34.11%	2.11%	77.52%	3.14%	54.34	57.88	29.15	29.46	15.10	12.46
洽洽食品	17.14%	6.02%	15.84%	28.09%	28.75	31.10	9.55	11.29	5.62	6.66
好想你	35.11%	8.81%	50.28%	22.75%	28.21	29.47	3.60	4.43	3.12	3.80
克明面业	26.53%	17.55%	70.95%	-9.44%	23.34	21.69	8.93	6.91	5.29	4.63
海欣食品	26.32%	18.15%	-160.60%	-32.98%	31.61	28.96	2.31	1.31	1.35	0.88
麦趣尔	13.21%	-2.54%	10.56%	-35.91%	35.07	34.38	4.28	2.56	1.09	0.85
桂发祥	1.75%	2.46%	-9.65%	0.44%	47.61	46.87	18.02	17.63	4.38	4.31
盐津铺子	33.12%	31.28%	-5.86%	68.86%	40.60	40.89	8.17	10.41	6.50	9.52
西麦食品	27.41%	12.12%	84.77%	10.32%	62.04	59.83	17.12	16.84	17.62	8.42
汤臣倍健	45.95%	36.88%	21.01%	23.03%	68.71	67.65	31.57	28.26	13.47	15.27
华宝股份	0.44%	1.90%	13.84%	8.06%	77.44	76.65	56.92	60.14	7.56	7.07
三只松鼠	11.68%	39.58%	-13.41%	27.94%	30.49	30.86	6.44	5.91	-	21.40
爱普股份	3.56%	-1.08%	-39.68%	32.37%	16.95	19.94	5.19	6.88	2.86	3.59
安井食品	18.64%	19.93%	37.40%	16.04%	25.99	24.85	7.37	7.13	8.21	7.24
绝味食品	12.62%	19.42%	32.55%	25.81%	34.84	33.68	15.07	15.90	11.97	12.59
惠发食品	15.41%	-1.81%	-33.31%	-516.80%	23.95	11.97	2.90	-12.43	1.76	-7.41

有友食品	16.05%	-16.65%	-2.95%	-8.03%	33.94	36.22	18.03	19.89	14.55	7.78
来伊份	11.17%	2.25%	-57.27%	20.16%	43.07	44.22	1.87	2.20	1.97	2.39
桃李面包	19.33%	18.06%	43.55%	15.51%	38.47	38.89	12.30	12.02	8.48	9.10
元祖股份	8.56%	16.18%	513.70%	68.84%	61.09	63.95	2.96	4.31	1.79	2.71

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.4 乳制品：行业双寡头格局稳定，区域性乳企受益于低温化趋势

乳制品行业仍处于双寡头格局，伊利和蒙牛仍占据行业一半以上的份额。以燕塘、新希望、天润、三元和光明乳业为代表的区域性乳企受益于低温化趋势，规模上维持较为稳定的增长，且拥有上游牧场资源的部分区域乳企、上游牧场公司利润同比增速较 18H1 转负为正。我们认为乳制品行业双寡头格局依然稳定，短期内双寡头之间的竞争仍将持续，对业绩的关注应从利润端转移到收入、市场份额端，长期双寡头优势明显、价值凸显，同时区域性乳企将乘低温发展之势，依托自身牧场和低温冷链运输资源实现市场一定程度的拓展。

表 5：乳制品行业主要公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总

公司名称	营收增长 (%)		净利润增长 (%)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
皇氏集团	1.00	-1.66	-163.28	160.61	28.01	28.54	-6.27	3.86
贝因美	-4.14	5.16	102.68	-1318.11	52.61	52.11	0.80	-9.31
燕塘乳业	6.98	13.85	-28.72	54.72	33.57	35.19	7.25	9.85
科迪乳业	9.57	9.52	10.95	22.71	24.83	26.50	11.19	12.53
庄园牧场	0.80	26.55	-30.25	1.41	36.64	32.46	8.39	6.73
新乳业	14.52	13.48	7.82	4.58	34.95	34.52	4.33	3.99
天润乳业	20.49	13.52	13.18	10.00	27.40	27.44	10.02	9.71
三元股份	22.85	9.97	144.36	100.85	34.22	34.11	2.95	5.38
光明乳业	-3.23	3.23	6.05	11.04	33.48	32.80	4.29	4.60
妙可蓝多	7.33	53.82	25.67	218.40	25.79	28.14	-1.95	1.50
伊利股份	18.88	13.58	3.00	9.51	38.67	38.58	8.76	8.45
蒙牛乳业	17.00	15.61	48.74	25.38	39.22	39.09	4.80	5.41
现代牧业	5.28	4.13	-79.20	-193.48	29.80	34.94	-5.77	5.19
西部牧业	-2.67	3.67	-17.61	-109.27	2.25	14.57	-12.18	1.09
中国圣牧	21.52	-14.24	-1003.03	-98.25	31.07	37.02	-84.74	-1.73

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.5 调味品：复合化为行业未来发展方向

不同于基础调味料（海天味业、中炬高新等）稳健增长的特性，复合调味料公司呈现高速增长，其中天味食品和颐海国际营收和利润增速分别为 31.91%/40.84%和 64.92%/54.03%，显著高于行业增速。我们认为复合调味料符合消费者便捷性、口味多元化等消费习惯，且行业目前处于发展初期，具备广阔的市场空间，将成为未来调味品发展的新方向。

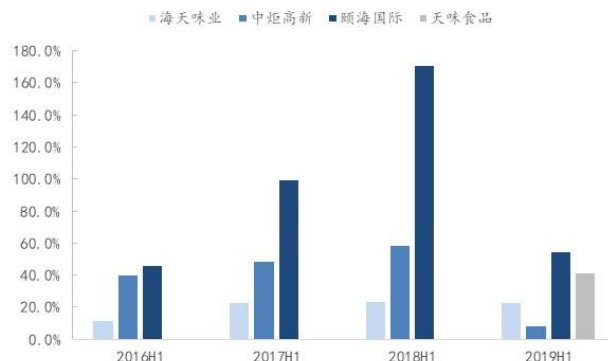


图 13：基础调味品企业与复合调味品企业营收增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14：基础调味品企业与复合调味品企业利润增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.6 软饮料：行业分化较为明显，年轻化、高端化趋势显著

2019H1 软饮料行业实现营收 122.63 亿元，同比 6.4%，实现净利润 18.70 亿元，同比 7.17%。软饮料行业由于品类较多，竞争格局较为分散，各品类行业业绩表现不一。通过分析，我们认为注重消费场景拓宽的公司业绩表现较为强劲，主要以百润股份和香飘飘为代表，二者营收和利润增速分别为 14.39%/73.58%和 58.26%/143.11%，显著高于行业情况。百润和香飘飘的皆以新品拓宽消费场景，新品皆定位于年轻受众，价格带位于 6 元左右，属于中高端产品。他们的成功也表明了行业年轻化和中高端化的趋势越发强烈。

表 6：软饮料行业主要公司营收增长、净利润增长、毛利率及净利率汇总

公司名称	营收增速		净利润增速		毛利率		净利率		ROE	
	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
香飘飘	55.38%	58.26%	78.92%	143.11%	30.95%	36.97%	-6.27%	1.71%	-2.90%	1.07%
养元饮品	13.55%	-16.98%	30.78%	-3.04%	48.87%	51.48%	31.42%	36.69%	14.63%	11.03%
维维股份	13.13%	2.85%	10.97%	-20.20%	25.28%	18.00%	4.03%	3.13%	3.52%	3.41%
吉林森工	515.55%	11.52%	198.32%	92.92%	41.10%	38.04%	5.77%	9.98%	0.98%	2.04%
百润股份	6.97%	14.39%	28.41%	73.58%	68.29%	68.90%	14.17%	21.50%	4.30%	6.90%
承德露露	13.61%	6.55%	9.87%	4.11%	52.38%	52.87%	21.37%	20.88%	13.45%	14.12%
黑芝麻	44.90%	46.94%	-64.58%	49.21%	26.71%	18.42%	0.86%	0.87%	0.64%	0.71%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 3. 投资建议：

白酒业绩高增凸显行业确定性强，建议加仓高端白酒。我们认为“白酒升级由高到低，行业掉队由低到高”，优势白酒公司龙头估值进入新常态，建议加仓高端白酒。随着中秋国庆旺季的来临，我们判断茅台一批价能仍维持 2200 元以上水平，这也给其他高端白酒更多的价格空间和需求外漏，稳住了次高端酒的价格。长期看好贵州茅台、五粮液，重点推荐泸州老窖。

啤酒行业中报季验证 19 年是行业盈利的拐点，未来行业主导逻辑将从营收端向利润端转移。我们从年初以来一直重点推荐啤酒板块，行业今年将是盈利拐点，主因增值税率下调、期间费用率改善等影响，产品结构升级是推动行业盈利能力持续改善的主要驱动力。中报季也验证了我们先前的观点：未来产品结构升级将不

断增强公司平抑季节性影响的能力，盈利能力也将得到稳步提升。持续推荐产品结构改善显著的青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。

**乳制品行业中报业绩基本符合预期，低温化趋势显著。**伊利股份盈利情况略有下调，在成本端承压和销售费用高位的情况下，伊利亚业绩符合预期；较多区域性乳企业盈利较 18 年同期由负转正，主要系其上游牧场资源受益于原奶价格的上涨。我们持续看好伊利股份的长期价值，公司逆势扩张，市场份额持续提升，渠道优势尽显，短期行业竞争压力不减，长期价值不断凸显。继续持续推荐伊利股份、燕塘乳业、新乳业。

**调味品中报业绩稳扎稳打，复合调味料市场未来 2-3 年仍将维持高速增长。**颐海国际上半年保持高速增长，持续利用核心产品拓渠道，天味高质中价差异化竞争扩市场，长期推荐天味食品。海天、中炬、千禾、恒顺等基础调味品受益下游需求稳定、用户粘性大等特征，业绩符合预期，凸显调味品防御特性，建议长期关注。重点推荐天味食品、中炬高新、安琪酵母。

**食品和软饮料行业分化明显，关注追随和引领行业趋势的企业。**食品双子星绝味和桃李在生产、销售及区域扩张塑造方面领先对手，供应链整合成效高，19 年持续费用投入和渠道扩张做大规模，稳步增长，中报业绩均略超预期，长期持续坚定推荐。香飘飘和百润股份凭借新品顺应行业年轻化和中高端化趋势，扩充消费场景，业绩有望持续增长。

**重点推荐：**泸州老窖

**长期推荐：**贵州茅台、伊利股份、天味食品、桃李面包、绝味食品、青岛啤酒、重庆啤酒、安琪酵母

**重点关注：**五粮液、山西汾酒、古井贡酒、珠江啤酒、香飘飘、百润股份、妙可蓝多

## 4. 风险提示：

宏观经济下行风险，新品推广不及预期，渠道拓张不及预期等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券乳制品行业三部曲之二，古今篇：乳白色的三维升级，从产品变迁看行业明天	2019-07-31
行业	食品饮料：新乳业战略投资现代牧业，布局牧场奶源，牧场价值逻辑兑现，强强联合共推低温发展	2019-07-22
公司	伊利股份（600887.SH）：行业竞争压力不减，长期价值不断凸显	2019-08-30
公司	中炬高新（600872.SH）：调味品主业稳健增长，激励机制愈发市场化	2019-08-26
公司	珠江啤酒（002461.SZ）：产品结构升级显著，盈利能力持续改善	2019-08-23
公司	桃李面包（603866.SH）：业绩快报点评，无惧竞争，短保行业走出稳健新篇章	2019-07-23

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018 年获得万得 wind 平台综合影响力第一名，万得 wind 食品饮料最佳分析师第三名，同花顺 ifind 食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018 年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

### 张东雪

南开大学金融学本硕，2019 年加入东兴证券研究所食品饮料组，主要覆盖乳制品、肉制品、保健品及部分白酒板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。