

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 高端白酒公司确定性强，大众品稳健成长

——食品饮料行业中报分析

2019年9月24日

分析师：

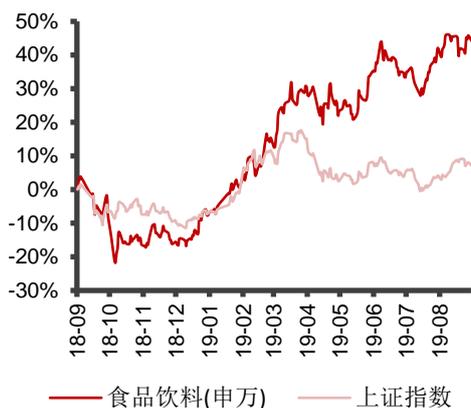
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

### 食品饮料与上证综指走势图



### 行业评级

强于大市

### 相关报告

- 1、核心个股创新高，关注国际股指扩容 20190827
- 2、啤酒业绩增长亮眼，白酒旺季值得期待 20190820
- 3、茅台销售方案落地，伊利长期发展向好 20190813
- 4、名优白酒仍处涨价期，关注后续吨价及动销 20190805

### 内容提要：

2019年上半年A股营收、净利润增速普遍放缓，部分行业呈现负增长，食品饮料行业实现了较快增长，盈利能力持续提升，比较优势明显，印证了我们此前行业高景气持续的观点。

**白酒板块：**2019年上半年，白酒行业上市公司实现较快增长，营收1283亿元，同比增长19.23%，净利润443亿元，同比增长25.35%。行业发展趋势：1) 高端白酒业绩确定性最高，改革顺利；2) 次高端竞争加剧，费用率上升；3) 结构持续升级的区域龙头公司快速成长；4) 大众白酒市占率快速提升。**投资建议：**高端白酒需求良好，旺季放量，下半年估值切换叠加外资持续入场，板块价格中枢或仍有上行空间。建议关注业绩确定性较强的高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖以及成长能力较为突出的古井、汾酒、顺鑫。

**大众品板块：乳制品：**2019年上半年，14个被观测的乳企共实现营收1116.40亿元，同比增长12.91%，实现归母净利润69.56亿元，同比增长14.46%。行业发展趋势：1) 消费持续升级，板块盈利能力有望不断提升；2) 行业继续向规模较大、产品种类较丰富、品牌力强的公司集中；3) 中期竞争仍激烈，但盈利能力或改善；4) 部分公司通过高附加值的细分市场获得高速增长。**调味品：**2019年上半年，调味品行业上市公司实现稳健发展，营收168亿元，同比增长14.07%，归母净利润36.85亿元，同比增长22.04%。行业发展趋势：1) 一超多强竞争格局仍将持续；2) 消费升级持续，低端、高端产品快速增长；3) 创新加速，对公司的研发能力、资本等要求提高，强者恒强。**投资建议：**大众品龙头公司抗周期能力较强，在中国经济下行压力继续增大的背景下，预计将更加受到资金青睐。建议关注调味品龙头海天味业、餐饮渠道快速增长的中炬高新及积极安排股权激励的乳制品龙头伊利。

**风险提示：**食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

## 目录

1、食品饮料板块整体情况 .....	4
1.1 成长能力 .....	4
1.2 盈利能力 .....	5
1.3 费用 .....	6
2、白酒板块 .....	7
2.1 上半年业绩回顾 .....	7
2.2 行业发展趋势 .....	11
2.3 投资建议 .....	13
3、大众品 .....	13
3.1 乳制品 .....	13
3.1.1 上半年业绩回顾 .....	13
3.1.2 行业发展趋势 .....	16
3.2 调味品 .....	17
3.2.1 上半年业绩回顾 .....	17
3.2.2 行业发展趋势 .....	19
3.3 投资建议 .....	20
4、风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 申万 28 个一级行业成长能力对比 (%)	4
图 2: 申万 28 个一级行业盈利能力对比 (%)	5
图 3: 申万 28 个一级行业费用率增长对比 (%)	6
图 4: 白酒产量变动	8
图 5: 白酒销量及库存变动	8
图 6: 近两年白酒上市公司营收增长对比 (%)	8
图 7: 2019H1 白酒上市公司营收规模 (百万元)	8
图 8: 不同组别白酒公司单季度营收增长变动 (%)	9
图 9: 不同组别白酒公司单季度净利润增长变动 (%)	9
图 10: 不同组别白酒公司单季度毛利率变动 (%)	9
图 11: 不同组别白酒公司单季度 ROE 变动 (%)	9
图 12: 不同组别白酒公司单季度销售费用率变动 (%)	10
图 13: 不同组别白酒公司单季度管理费用率变动 (%)	10
图 14: 乳制品产量变动	13
图 15: 生鲜乳价格变动	13
图 16: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅 (%)	14
图 17: 19H1 重点乳制品上市公司营收情况 (亿元)	14
图 18: 2019H1 重点乳企营收、归母净利润增速 (%)	14
图 19: 2019H1 重点乳企现金流 (%)	14
图 20: 重点乳企营收增速 2018、19H1 对比 (%)	15
图 21: 重点乳企净利增速 2018、19H1 对比 (%)	15
图 22: 调味品板块单季度营收、归母净利润增速 (%)	17
图 23: 调味品板块单季度盈利指标对比 (%)	17
图 24: 黄豆、白砂糖价格变动	18
图 25: 瓦楞纸及塑料价格变动	18
图 26: 调味品板块费用率 (%)	19
表 1: 食品饮料子板块营收、归母净利润情况	5
表 2: 食品饮料子板块毛利率及 ROE 情况 (%)	6
表 3: 食品饮料费用率情况 (%)	7
表 4: 2019 年 4-6 月部分厂家调整产品价格情况	10
表 5: 白酒上市公司预收款增长变化	11
表 6: 2019 年上半年重点乳制品公司费用率 (%)	15
表 7: 调味品上市公司营收、归母净利润情况	18
表 8: 调味品上市公司 ROE 及毛利率情况 (%)	19

## 1、食品饮料板块整体情况

### 1.1 成长能力

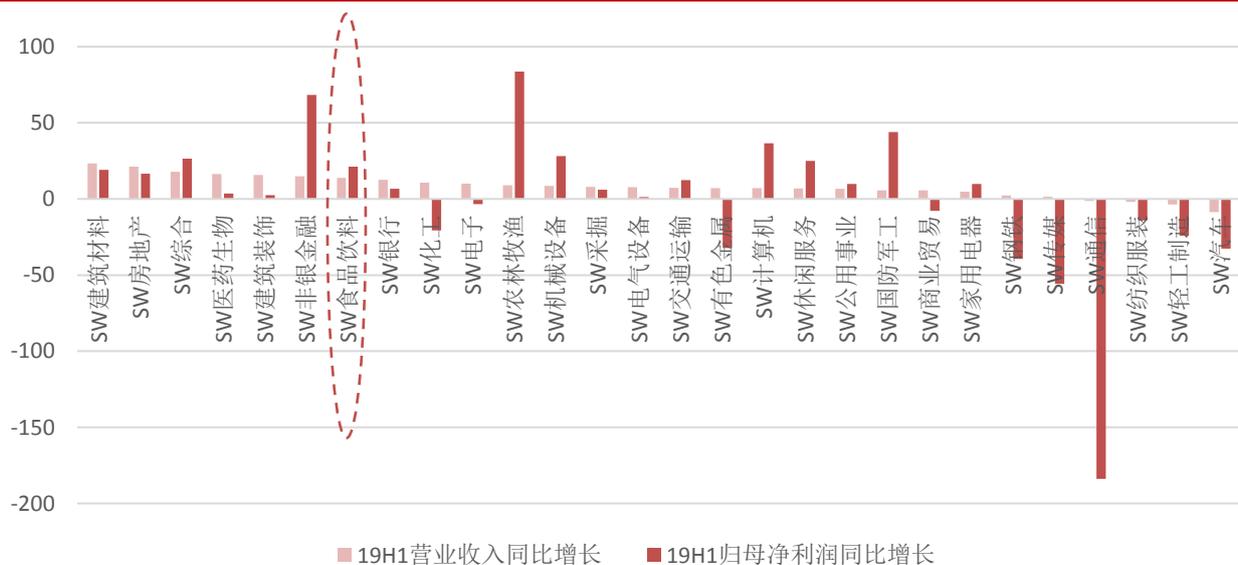
2019年上半年，食品饮料行业实现营业收入3394亿元，同比增长13.8%，增速在申万28个一级行业中排名第7，较去年同期提升1名。申万一级行业中82%的行业营收增速较去年放缓，食品饮料行业增速较去年同期下滑2.7个百分点，降幅排名倒数第3。

2019年上半年，食品饮料行业营业利润879亿元，同比增长20.33%，归母净利润648亿元，同比增长21.24%，增速在申万28个一级行业中排名第8，较去年同期提升1名。申万一级行业中75%的行业净利润增速较去年放缓，食品饮料行业增速较去年同期下滑10.62个百分点，降幅排名倒数第2。

申万一级行业中11个行业净利润增速超过营收增速，食品饮料行业净利润超过营收增速7.47个百分点，排名第8。

可以看到，2019年上半年A股营收、净利润增速普遍放缓，部分行业呈现负增长，食品饮料行业实现了较快增长，比较优势明显，印证了我们此前行业高景气持续的观点。

图 1：申万 28 个一级行业成长能力对比（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

表 1: 食品饮料子板块营收、归母净利润情况

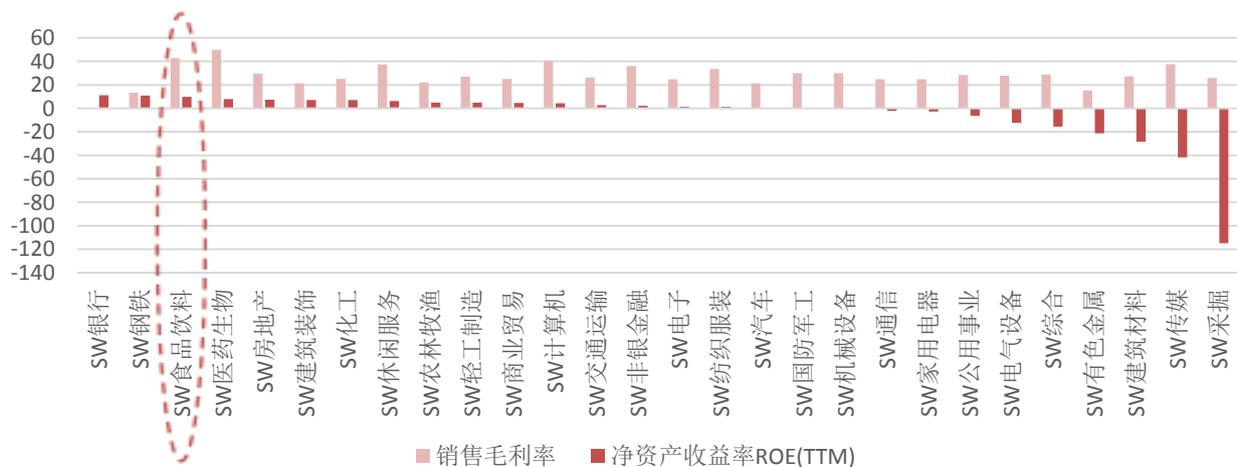
板块	19H1 营业收入 (亿元)	19H1 营业收入同比增长 (%)	18H1 营业收入同比增长 (%)	19H1 归母净利润 (亿元)	19H1 归母净利润同比增长 (%)	18H1 归母净利润同比增长 (%)
SW 白酒	1,266.44	19.53	31.29	442.80	25.88	40.35
SW 乳品	687.75	11.39	13.07	45.98	10.65	8.98
SW 食品综合	456.12	11.62	12.07	40.39	13.69	21.72
SW 肉制品	373.14	17.07	3.66	27.33	1.95	22.03
SW 啤酒	276.52	6.20	1.61	25.84	19.99	13.24
SW 调味发酵品	174.30	14.63	14.56	37.88	26.15	31.03
SW 软饮料	136.94	2.26	20.82	18.49	2.39	34.11
SW 葡萄酒	37.77	-7.06	4.53	6.41	0.43	0.00
SW 黄酒	18.57	-4.89	2.37	1.86	-14.22	3.68
SW 其他酒类	15.56	0.66	-2.34	0.86	71.89	-68.59

资料来源: WIND, 国开证券研究部

分子板块来看, 营收方面, 白酒营收增速继续领先板块, 规模占比进一步提升, 但经过2015-2018年的快速恢复期后, 增速明显放缓。调味品、乳制品、食品综合及肉制品营收增速均超10%, 发展稳定, 葡萄酒及黄酒表现欠佳。10个子板块中, 包括肉制品、啤酒、调味品、其他酒类在内的4个板块营收增速较去年同期有所提升, 其中肉制品的提价及啤酒的行业拐点使得两板块表现突出。归母净利润方面, 其他酒类盈利能力明显得到改善, 增速排名第一, 调味品及白酒受益于提价及产品升级, 排名分列第二、第三。板块中仅有黄酒板块的归母净利润增速出现负增长, 行业景气度持续低迷。

## 1.2 盈利能力

图 2: 申万 28 个一级行业盈利能力对比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2019年上半年，食品饮料板块销售毛利率达42.87%，较去年同期增长1.55个百分点，在申万28个一级行业中排名第2，较去年上升1名。净资产收益率（TTM）达9.91%，在申万一级行业中排名第3，较去年提升4名。板块整体受益于消费升级，盈利能力进一步提升。

表 2: 食品饮料子板块毛利率及 ROE 情况 (%)

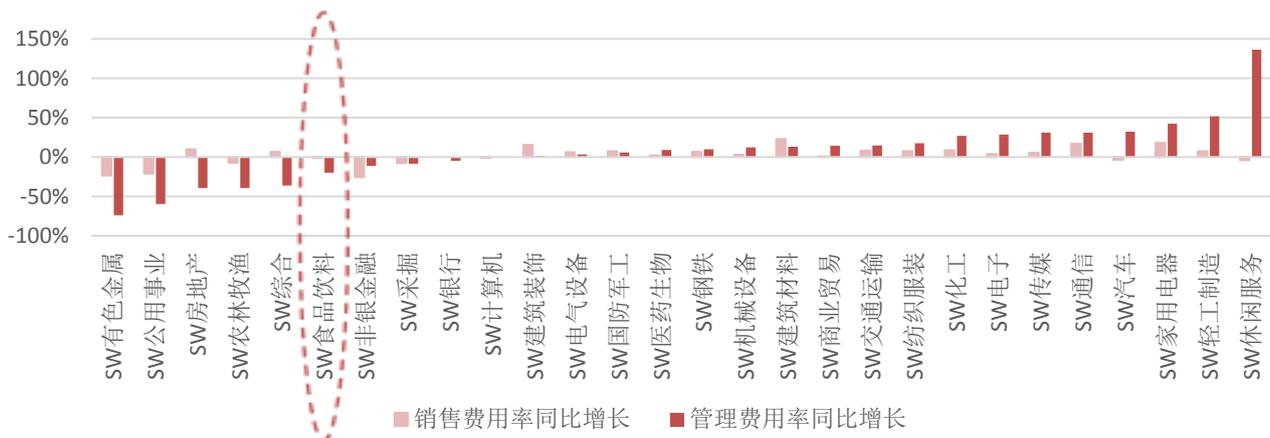
板块	19H1 销售毛利率	18H1 销售毛利率	19H1 销售净利率	18H1 销售净利率	19H1 ROE (TTM)	18H1 ROE (TTM)
SW 肉制品	20.91	20.13	9.80	5.58	11.17	11.82
SW 黄酒	41.89	40.97	9.10	10.77	1.65	4.30
SW 调味发酵品	35.67	34.44	15.33	13.15	13.59	11.13
SW 食品综合	38.14	37.42	11.40	12.60	11.27	11.04
SW 乳品	33.77	34.38	4.99	3.96	3.20	2.53
SW 啤酒	36.18	35.50	5.33	6.25	-11.00	7.29
SW 白酒	76.30	75.60	17.04	2.17	20.51	18.33
SW 其他酒类	50.16	53.53	1.69	-4.52	7.43	-9.22
SW 葡萄酒	49.97	45.51	8.96	6.40	3.51	4.04
SW 软饮料	34.04	31.30	13.39	6.48	15.65	7.54

资料来源：WIND，国开证券研究部

分子板块来看，白酒依旧在毛利率及ROE两指标中均排名板块第一，在申万三级行业中均排名第2，且较去年同期有所提升，表现突出。毛利率方面，仅有乳制品和其他酒类因销售费用及原料涨价等原因同比小幅下降，其他板块均实现增长。ROE仅有肉制品、黄酒啤酒及葡萄酒下降。整体来看，白酒、调味品、食品综合等板块的盈利能力较强且较为稳定。

### 1.3 费用

图 3: 申万 28 个一级行业费用率增长对比 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

整体来看，食品饮料行业的费用率有所下降，我们认为这主要受益于核

心公司的治理优化以及与去年同期相比较小的营销支出(世界杯影响)。在申万28个一级行业中，食品饮料行业的营销费率及管理费率降幅分别排名第9及第6。

子板块中，其他酒类销售费用率降幅最大，白酒、软饮料及肉制品的管理费率下降幅度较大，葡萄酒、黄酒两板块费用率上升较为明显。

**表 3: 食品饮料费用率情况 (%)**

板块	19H1 销售费率	18H1 销售费率	19H1 管理费率	18H1 管理费率	19H1 财务费率	18H1 财务费率
SW 白酒	17.39	17.89	9.74	14.19	1.99	4.82
SW 啤酒	12.70	12.27	8.50	7.86	1.28	-1.59
SW 其他酒类	25.58	37.06	12.91	12.57	0.61	1.31
SW 软饮料	14.74	15.28	4.09	15.68	0.30	10.81
SW 葡萄酒	22.11	19.57	12.11	11.95	0.15	1.26
SW 黄酒	15.14	13.52	12.05	10.06	-0.09	-0.24
SW 肉制品	5.96	7.13	3.93	6.79	-0.14	-0.37
SW 调味发酵品	11.71	11.13	9.14	9.02	0.00	0.36
SW 乳品	19.38	20.22	6.64	6.91	1.87	2.56
SW 食品综合	18.64	17.82	6.41	6.87	-0.04	-0.14

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 2、白酒板块

### 2.1 上半年业绩回顾

我们从两个角度对18家白酒上市公司做出分类：

一、以主要产品价格档次分类

高端：贵州茅台、五粮液、泸州老窖；

次高端：洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒；

中端：古井贡酒、今世缘、口子窖、老白干酒、金徽酒；

低端（大众）：顺鑫农业、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、甘肃皇台（ST皇台）。

二、以规模及影响力分类

一线：贵州茅台、五粮液、泸州老窖；

二线：洋河股份、顺鑫农业、山西汾酒、古井贡酒；

区域龙头（三线）：舍得酒业、老白干酒、水井坊、口子窖、今世缘；  
其他（四线）：酒鬼酒、伊力特、金徽酒、金种子酒、迎驾贡酒、甘肃皇台（ST皇台）。

2019年1-8月，白酒产量达508万千升，同比增长1.3%，基本保持平稳低速增长，整体仍然呈现L型底部特征。在产销率方面，行业出现整体改善趋势，上半年1、2季度分别为109%及101%，库存进一步下降，景气度延续。

图 4：白酒产量变动

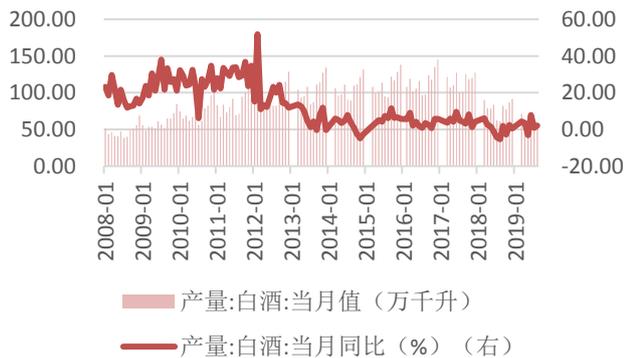
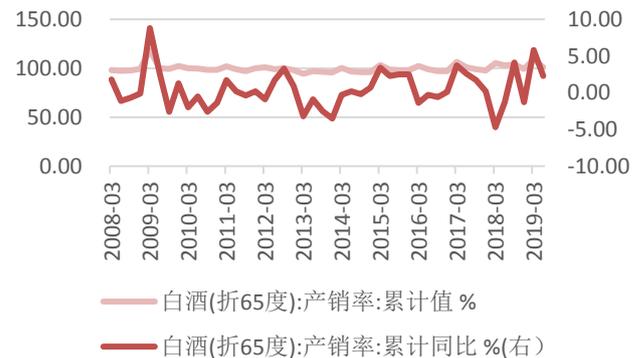


图 5：白酒销量及库存变动



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

2019年上半年，白酒行业上市公司实现较快增长，营收1283亿元，同比增长19.23%，净利润443亿元，同比增长25.35%。其中二季度营收、净利润分别增长14.57%、22.32%，淡季增长稳定。18家白酒上市公司中，仅有老白干和皇台营收同比下降，其余89%的公司均实现正增长，且增速显著超越行业平均，头部公司市占率继续提升。

图 6：近两年白酒上市公司营收增长对比（%）

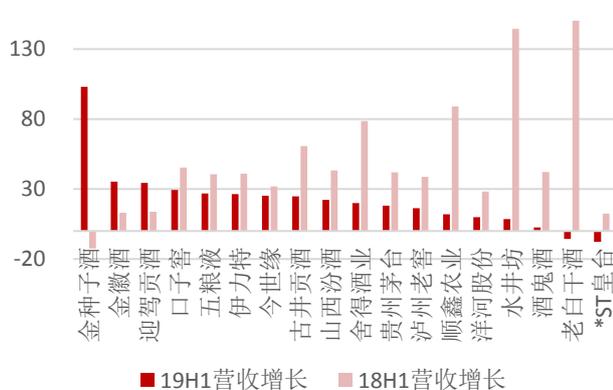
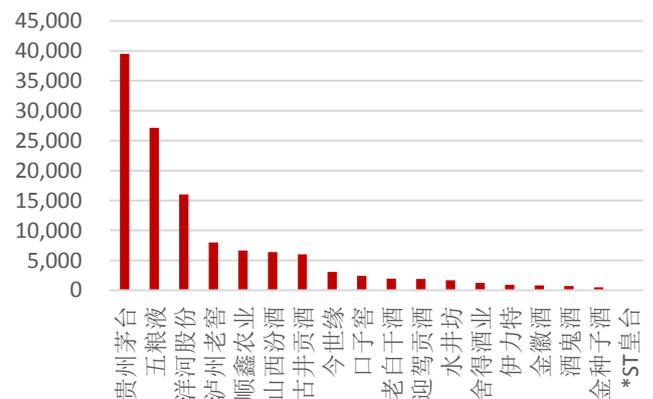


图 7：2019H1 白酒上市公司营收规模（百万元）



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

从单季度变动来看，营收增速方面，行业自2015年从谷底期进入恢复期，

经过三年快速增长后，2018年增速开始回落，而2019年回落的幅度进一步增大。但分组来看，高端白酒增速的下降幅度最小，由于品牌价值的不断强化及供给缺口的扩大，其销量稳定性较强；三四线白酒的营收增速最低，仍然处在调整恢复期；次高端营收增速的下滑则最为明显。上市公司成长能力开始出现分化。

图 8: 不同组别白酒公司单季度营收增长变动 (%)

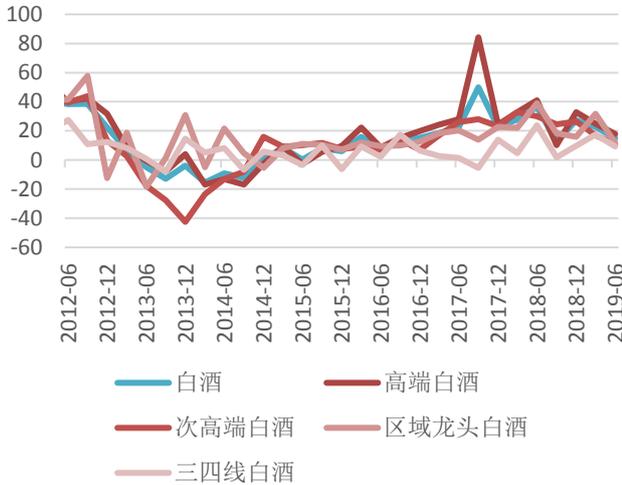
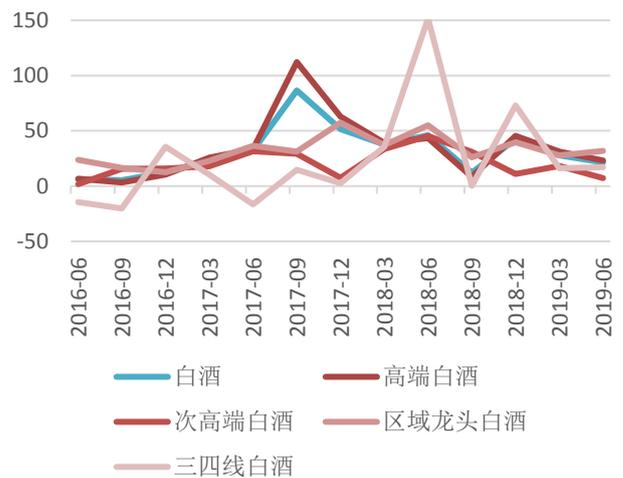


图 9: 不同组别白酒公司单季度净利润增长变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

净利润方面，区域龙头及三四线白酒趋于向好，我们判断部分区域龙头把握住了产品升级及全国化的机遇，而三四线白酒主要受益于白酒行业的集中度提升。高端及次高端白酒的净利润增速则明显下滑，高端白酒主要受到去年茅台提高出厂价带来的高基数影响，次高端则是受到了竞争加剧的影响。

图 10: 不同组别白酒公司单季度毛利率变动 (%)

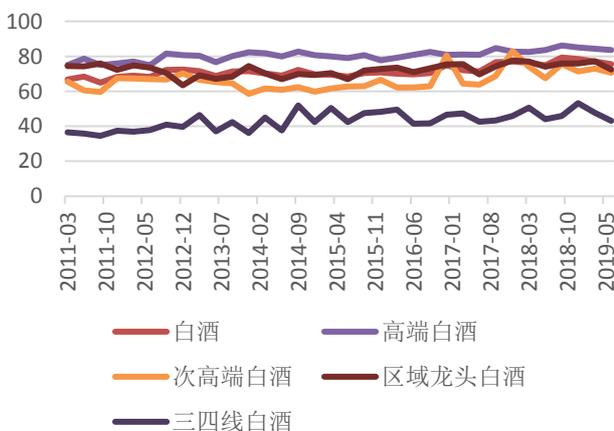
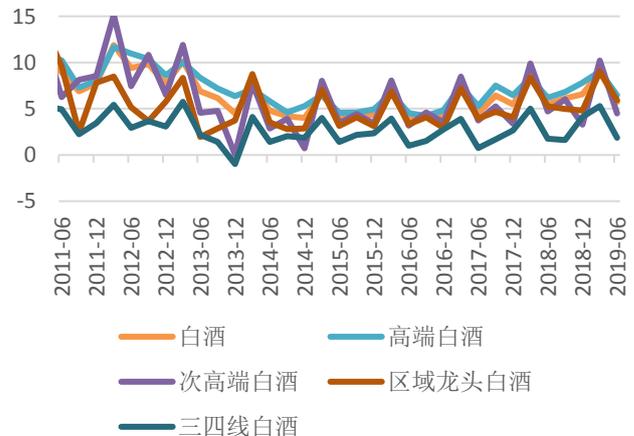


图 11: 不同组别白酒公司单季度 ROE 变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

盈利能力方面，2019年上半年，白酒板块毛利率达76.3%，同比增长0.7个百分点，ROE达20.51%，增长2.18个百分点，领先整体A股。其中高端及次高端白酒表现突出，主要系3-5月份名优酒企集体提升价格所致，舍得、泸州老窖毛利率分别提升5.1和4.8个百分点。

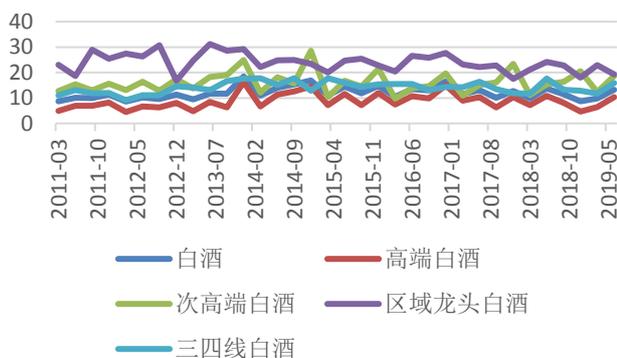
表 4：2019 年 4-6 月部分厂家调整产品价格情况

公司	时间	调价信息
舍得	2019 年 3 月 26 日	品味舍得提价 10%
泸州老窖	2019 年 4 月 8 日	百年窖龄 90 年团购价、终端零售价均上调 50 元/瓶
	2019 年 5 月 1 日	老字号特区结算价上调 10 元/瓶
洋河	2019 年 5 月	蓝色经典系列每项提价百元以上，其中梦之蓝 M9 提价千元以上
古井	2019 年 5 月 15 日	古 16 停货，古 20 提价幅度不低于 30 元/瓶
五粮液	2019 年 3-6 月	先后提升第七代五粮液、收藏版、第八代五粮液价格

资料来源：微酒，酒说，国开证券研究部

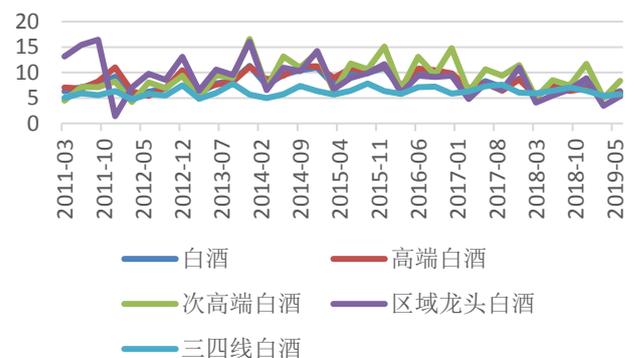
2019年上半年，白酒行业销售费用率为11.3%，同比下降0.2个百分点，为自2015年以来同期最低水平，其中古井、顺鑫、老白干下降最为明显主要系营收增速较快所致；舍得及汾酒上升明显，主要是公司拓展渠道布局及发布新产品所致。管理费用方面，各公司在行业低谷期开始进行的内部改革及渠道建设的效应开始显现，叠加营收快速增长，板块的管理费用率进入下降通道，2019年上半年管理费率5.7%，同比下降0.5%，延续下降趋势。

图 12：不同组别白酒公司单季度销售费用率变动 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 13：不同组别白酒公司单季度管理费用率变动 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

作为酒企资金“蓄水池”的预收款今年继续分化。2019上半年共有7家公司预收账款增长超20%，其中水井坊、汾酒均超80%，而包括五粮液、古井等11家公司预收款下滑。从公司分类看，规模较大的酒企普遍表现更为优秀，除金种子外，其余公司收入均排名上位段。中端白酒公司的“蓄水池”均缩水。部分名优酒企预收款下降为公司主动干预的结果，

例如今年五粮液要求经销商按月打款，增强动销管理，使得经销商无需用向厂商提前高额汇款。

表 5: 白酒上市公司预收款增长变化

证券简称	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
水井坊	15.40%	91.84%	-52.55%	82.21%
山西汾酒	-2.35%	25.64%	120.79%	80.56%
顺鑫农业	14.54%	28.69%	64.94%	43.99%
今世缘	-1.90%	80.29%	30.56%	29.42%
泸州老窖	-38.96%	22.91%	34.38%	27.23%
贵州茅台	391.39%	54.86%	-44.09%	23.30%
金种子酒	-41.79%	-0.80%	-45.44%	22.52%
五粮液	610.32%	24.77%	-19.82%	-1.47%
舍得酒业	-18.18%	5.11%	-9.30%	-4.75%
口子窖	32.48%	97.06%	30.00%	-12.12%
金徽酒	——	-7.28%	30.72%	-12.23%
洋河股份	620.77%	29.26%	40.69%	-13.53%
酒鬼酒	21.32%	-28.49%	-17.80%	-18.25%
迎驾贡酒	66.89%	-15.36%	18.20%	-28.62%
古井贡酒	79.26%	-30.57%	9.22%	-35.62%
老白干酒	-48.36%	76.10%	-5.69%	-47.90%
伊力特	-9.82%	71.69%	36.93%	-53.65%
*ST 皇台	62.51%	-56.61%	20.90%	-87.87%

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 2.2 行业发展趋势

### 1) 高端白酒业绩确定性最高，改革顺利

高端白酒需求良好，茅台供给缺口仍然在扩大，销售量基本取决于供给量，虽然2017、2018年基数较高，但通过其自身成品酒率的调节及放量稳价的决心，预计今年业绩将保持稳定增长。五粮液今年推出新一代普五，2019年初提升第七代终端价、推出收藏版、第八版控货等一系列举措实现了出厂价及市场价有序上涨，分别增长约12%及18%。泸州老窖方面，公司继续坚持双品牌策略，发力五大单品，品牌力不断提升，国窖跟随五粮液挺价，特曲成功卡位200元。目前，高端白酒需求良好，库存与同期相比在合理较低水平，普五及国窖均抓住机会在中秋国庆旺季前增大投放量，此次旺季期间较长，且明年春节较早，使今年业绩确定性进一步增强。

此外，今年三大高端白酒公司改革不断，泸州老窖继续推进会员制及品鉴会，并正在研究数字化平台；五粮液通过普五成功引入数字化，“百

城千县万店工程”将启动第三阶段消费者俱乐部建设工作，系列酒三家销售公司合并为一，正在加速调整销售及产品策略；茅台通过增大旺季投放、加大直营、增强市场督导等措施抑制终端价格的快速上涨，初见成效，营销渠道更加多样化，有利于长期发展。总体来说，高端白酒公司的内部治理水平持续提升，对终端的把控力不断增强，抗风险能力将更加出色。

## 2) 次高端竞争加剧，费用率上升

2017-2018年次高端增速最高，因此各大厂商均加大了对该价位段的布局。此外，中国经济下行压力有所增大，高端酒及中低端酒的消费相对次高端来说更为刚需，次高端白酒市场扩容速度明显下滑，因此大部分公司的营收、净利润增速明显下滑，销售费用率有所上升。其中水井坊、汾酒、洋河的营收增速均下降超50%，舍得、水井的归母净利润增速下降超70%，舍得、汾酒的销售费率增长超15%。我们预计次高端板块竞争压力或将持续增大。

## 3) 持续结构升级的区域龙头公司快速成长

今世缘与古井贡今年表现较为亮眼。今世缘方面，国缘品牌美誉度及认可度不断提升，销售规模快速上涨。新品V系列突破品类限制，初步打开高端市场；对开和四开在省内持续放量，渠道推力强，高质量终端增多。目前公司广告费用较高，后续随着影响力和规模效应增强，盈利能力有望提升。古井方面，公司虽然二季度控货力度较大，但上半年业绩仍超过市场预期。产品方面，古16以上的增速超过古8，产品结构持续升级。省外市场方面，公司在江苏、河南等省份增长显著，古8销售增速提升，随着泛全国化进程的顺利实施，销售费率和管理费率持续下降。两个公司均牢牢把握住了省内市场的次高端消费升级趋势，并以此扩大省外影响力，逐渐形成优势。

## 4) 大众白酒市占率快速提升

顺鑫农业的白酒业务业绩整体符合预期，上半年同比增长15.3%，在高基数下实现增长，预计江浙沪地区增速超40%，外埠市占率继续快速上升。此外，公司开始进入结构升级的发展阶段，未来20-50元产品是发展重点，有望通过品牌影响力+渠道下沉+消费升级提升盈利能力。另外，汾酒在低端产品快速增长的形势下顺势而为，玻汾上半年放量增长，预计增速超25%，公司积极调整品牌策略，或将长期利好于低端白酒的消

费品牌集中。

## 2.3 投资建议

总体来看，白酒行业高景气度持续，高端、低端酒企营收继续加速增长，盈利能力不断增强，次高端白酒竞争加剧，但龙头公司收入及业绩增速仍然显著超越市场平均水平。白酒公司双节旺季备战情况陆续反馈，高端白酒表现较为乐观：茅台加速投放，一批价格小幅回落，五粮液2019年三季度投放量计划同比增长25%，老窖经销商8月份积极采购，厂家已经停供9月份配额。其他名优酒企，如古井、汾酒等经销商普遍对销售情况充满信心。目前绝大多数名酒估值在30倍以下，下半年估值切换叠加外资持续入场，板块价格中枢或仍有上行空间。建议关注业绩确定性较强的高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖以及成长能力较为突出的古井、汾酒、顺鑫。

## 3、大众品

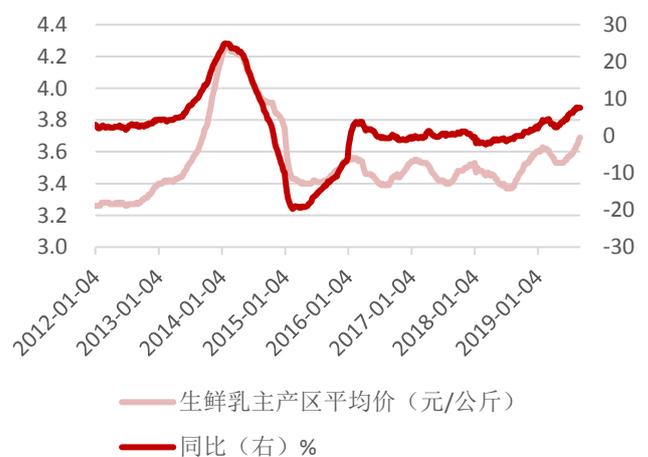
### 3.1 乳制品

#### 3.1.1 上半年业绩回顾

图 14: 乳制品产量变动



图 15: 生鲜乳价格变动



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

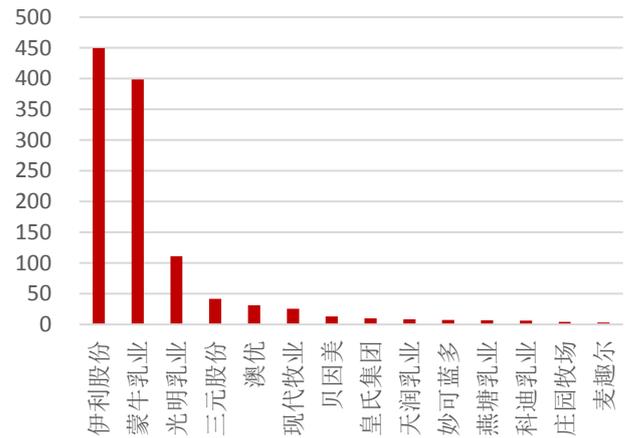
2019年上半年，国内乳品市场稳步发展，乳制品产量1306.4万吨，同比增长6.6%，增速较2018年改善。尼尔森零研数据显示，常温液态奶、低温液态奶和奶粉细分市场的零售额分别比上年同期增长3.0%、-0.7%、

8.8%，其中，有机乳品细分市场零售额比上年同期增长13.8%，常温液态奶继续受益于低线城市购买力提升，高端有机乳品增长明显。

图 16: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅 (%)



图 17: 19H1 重点乳制品上市公司营收情况 (亿元)



资料来源: GDT, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

2019年上半年，国内原料奶收购价格呈加速上涨态势，7月3日生鲜乳价格为3.57元/公斤，同比增长5.9%。同时，进口乳清粉、脱脂奶粉等原辅料价格上涨，新西兰全球乳制品价格指数（GDT）同比上涨4.33%，企业成本控制压力加大。因受中美贸易摩擦影响，进出口贸易政策及汇率波动，加大了乳品进出口贸易流向、价格以及行业增长的不确定性。截至9月11日，国内生鲜乳价格为3.71元/公斤，同比增长7.5%，预计乳企2019年下半年原料成本仍将继续增加。

图 18: 2019H1 重点乳企营收、归母净利润增速 (%)



图 19: 2019H1 重点乳企现金流 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

我们对A股的全部11个乳企以及香港上市公司蒙牛、现代牧业及澳优进行观测。2019年上半年，上述14个乳企共实现营收1116.40亿元，同比增长12.91%，实现归母净利润69.56亿元，同比增长14.46%。板块除麦

趣尔、皇氏外，其他乳企营收均正增长，增速整体较去年同期小幅下滑；除贝因美、麦趣尔和澳优外，净利润均增长，增速同比上升。2019年上半年，重点上市乳企的规模增长放缓，但增速仍超行业平均；在成本增长的情况下，业绩增长高于收入增长，且较同期改善，主要得益于显著的产品结构升级。

图 20: 重点乳企营收增速 2018、19H1 对比 (%)

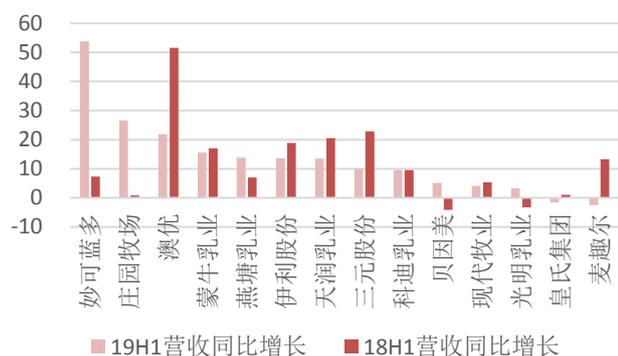


图 21: 重点乳企净利增速 2018、19H1 对比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

2019年上半年,我们观测的14个乳企中,10个公司的销售费用有所下降,这主要与去年世界杯期间行业广告投入基数较大以及部分公司销售改善有关。上半年各公司的销售策略差异化较大,伊利一季度广告投放及买赠活动一度减弱,但二季度行业竞争明显升级,因此费用率提升、均价回落,盈利能力略有下降;蒙牛则始终保持较高的广告投放和买赠活动力度,因此销售费用率下降较少。8家公司的管理费用率同比提升,除部分公司收入增长较低外,主要是薪酬增加与股权激励落地所致。

表 6: 2019 年上半年重点乳制品公司费用率 (%)

证券简称	19H1 销售费用率	同比增减 (pct)	19H1 管理费用率	同比增减 (pct)	19H1 财务费用率	同比增减 (pct)
伊利股份	24.63	-0.83	4.70	1.20	-0.32	-0.41
蒙牛乳业	28.33	-0.53	3.97	0.03	0.74	0.08
光明乳业	21.82	-1.12	3.61	0.42	0.40	-0.45
三元股份	26.02	0.54	4.01	-1.89	1.92	-0.15
澳优	27.38	0.55	7.79	1.00	0.38	-0.47
现代牧业	3.22	-0.55	5.37	1.06	7.22	0.29
贝因美	43.10	7.51	12.20	-1.63	1.14	-2.14
皇氏集团	12.24	1.72	9.25	1.42	4.86	-0.95
天润乳业	10.46	-0.27	3.73	-0.05	0.05	0.20
妙可蓝多	16.19	-2.96	7.43	-3.44	4.77	-1.16
燕塘乳业	17.85	-0.62	5.33	-0.08	0.48	0.06
科迪乳业	4.66	-0.57	2.44	-0.57	4.25	0.12

庄园牧场	10.73	-3.67	11.30	3.08	3.46	0.78
麦趣尔	21.94	-2.98	9.58	2.22	0.36	0.01

资料来源：WIND，国开证券研究部

### 3.1.2 行业发展趋势

#### 1) 消费持续升级，板块盈利能力有望不断提升

随着居民可支配收入的进一步提升以及年轻中产阶级的兴起，消费升级、产品创新成为当前行业发展的主要动力。消费者对乳制品健康、优质、安全、新颖的要求持续提高，因此上半年高端产品增速均较快。2019年上半年，伊利的“金典”“安慕希”“甄稀”等重点高端产品销售收入同比增长30%，公司新品销售收入占比17.4%，同比提高2.6个百分点；蒙牛特仑苏、纯甄销售收入同比增长22%、24%，创新类产品呈爆发式增长态势，如常温产品纯甄今年推出了黄桃燕麦风味酸奶、海盐焦糖和巧克力口味等，低温产品推出北欧芝士风味酸奶、优益C推出全新百香果口味等。此外，三、四线城市居民消费能力提升，上半年全国化乳企的低线城市液态奶及乳品零售额增速明显高于一二线城市同类产品数据。我们预计行业将长期受益于该消费升级趋势，盈利能力将不断提高。

#### 2) 行业继续向规模较大、产品较丰富、品牌力强的公司集中

由于行业竞争较为激烈，资本成为公司的重要竞争力，用以支持公司的销售支出、研发新品，并保证核心人员的稳定性。此外，行业中产品种类较为丰富的公司抗风险能力更强，大单品保证收入稳定，明星产品保证业绩增长，战略性培育产品探索新的市场蓝海。同时，通过公司的不断宣传以及规模效应，消费者的品牌认知度和依赖度不断增强，品牌价值高的公司将持续受益，而部分规模较小、产品较为单一的公司，业绩进入低谷期。

#### 3) 中期竞争仍激烈，但盈利能力或改善

一般来说，双寡头竞争格局不是一个行业的最终形态，目前蒙牛、伊利仍然在品牌宣传、销售促销、外延扩张等多方面展开竞赛。两公司阶段性策略也有不同，2018年蒙牛偏重利润增长，伊利更专注市场份额的提升，但2019年上半年，蒙牛促销更积极，伊利二季度开始进行追赶。目前，蒙牛纯甄赞助热门综艺中餐厅，核心单品增速阶段性高于伊利，且数字化深度分销改革成效开始显现，业绩弹性较大。伊利二季度快速调整策略，积极加大促销力度，并完成3%的股权收购，制定股权激励机制

以提升核心员工积极性，利好后续6年的发展。我们认为两公司的竞争还会持续激烈，但或将从价格战逐渐转移到高端产品、外延并购、核心人才等方面的竞争，从而逐步改善净利润水平。

#### 4) 部分公司通过高附加值的细分市场获得高速增长

虽然伊利与蒙牛市场占有率较高且在不断提升，但仍有部分公司通过挖掘高附加值的细分市场带动公司快速成长。妙可蓝多零售端奶酪业务收入大幅增长，主要是由于其儿童奶酪棒成为爆款，销售收入大幅增长449.4%，达1.66亿元，高毛利带动公司顺利扭亏为盈。公司在新兴的儿童奶酪市场先发制人，我们预计其奶酪棒全年销售额或能突破4亿元，成为公司最主要的业绩增长点。

## 3.2 调味品

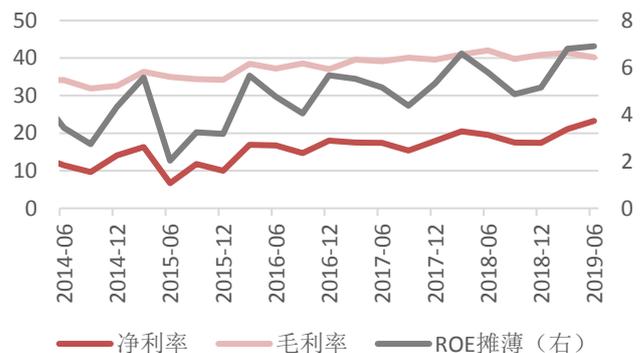
### 3.2.1 上半年业绩回顾

2019年上半年，调味品行业上市公司实现稳健发展，营收168亿元，同比增长14.07%，净利润36.85亿元，同比增长22.04%。其中二季度营收、净利润分别增长14.74%、36.67%，业绩增速环比提升。

图 22: 调味品板块单季度营收、归母净利润增速 (%)



图 23: 调味品板块单季度盈利指标对比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

具体来看，2019年上半年，板块9家调味品上市公司净利润中，仅有莲花和佳隆营收同比下降，其余公司均实现正增长。归母净利润方面分化较为明显，安记食品新渠道放量、加加食品聚焦主业、星湖科技收购久凌制药，业绩增长提速，但大部分公司的归母净利润增速同比出现下滑，其中海天味业下降较少，主要系受益于高附加值产品的高增长及成本价格的成功锁定。

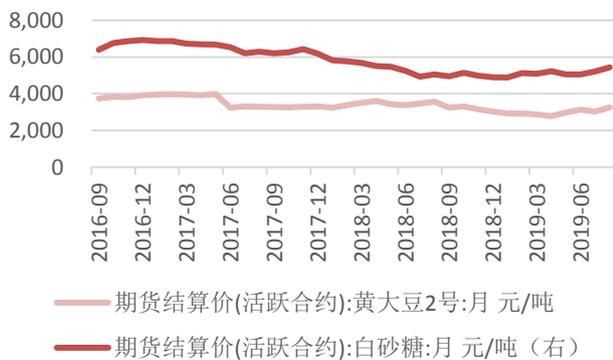
表 7: 调味品上市公司营收、归母净利润情况

证券简称	19H1 营业收入 (亿元)	19H1 营收增速 (%)	18H1 营收增速 (%)	19H1 归母净利润 (亿元)	19H1 归母净利润增速 (%)	18H1 归母净利润增速 (%)
海天味业	101.60	16.51	17.24	27.50	22.34	23.30
中炬高新	23.92	10.03	20.49	3.66	7.99	60.99
加加食品	10.25	10.00	-4.57	0.86	6.42	-18.48
恒顺醋业	8.81	9.43	9.71	1.42	15.28	31.13
*ST 莲花	8.33	-1.88	-4.28	1.30	319.80	2.09
千禾味业	5.94	24.07	-0.33	0.87	-35.55	79.80
星湖科技	5.54	24.87	59.04	0.77	365.73	140.36
安记食品	2.09	35.14	35.10	0.28	33.16	24.94
佳隆股份	1.53	-10.90	18.76	0.18	-24.86	36.36

资料来源: WIND, 国开证券研究部

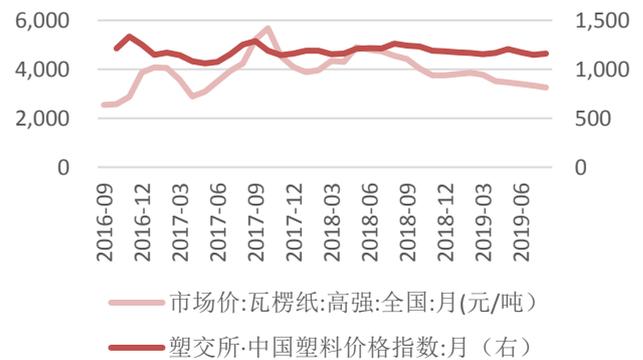
成本方面, 2019年上半年受中美贸易摩擦的影响, 黄豆及白糖等主要原材料价格有所上涨, 但核心公司通过年初加大原材料储备及金融对冲手段较好控制了不利影响。包材价格环比下降, 符合预期, 降低了公司的成本压力。叠加稳健的收入增长, 上半年板块毛利率延续了上升趋势。预计下半年原材料价格仍会上涨, 但调味品公司成本转移能力较强, 或通过提高产品价格减小影响, 预计不会对公司盈利能力产生较大影响。

图 24: 黄豆、白砂糖价格变动



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 25: 瓦楞纸及塑料价格变动



资料来源: WIND, 国开证券研究部

板块ROE继续上行, 除较强的成本控制能力外, 重点公司抓住消费升级及餐饮业连锁化趋势, 高端零售产品及附加值较高的复合产品占比增大, 盈利能力稳步提升。

2019年上半年, 板块的费用率同比提升, 其中销售费用率同比增长0.02个百分点, 管理费用率同比增长0.40个百分点。销售费用率方面, 千禾深耕西南市场, 销售人员增加, 且加大了品牌宣传力度; 恒顺为增大市场促销费用叠加提价返还渠道, 两公司销售费用率提升较为明显。管理费用率方面, 中炬高新增长较快主要是管理人员薪待遇利及社工服务费

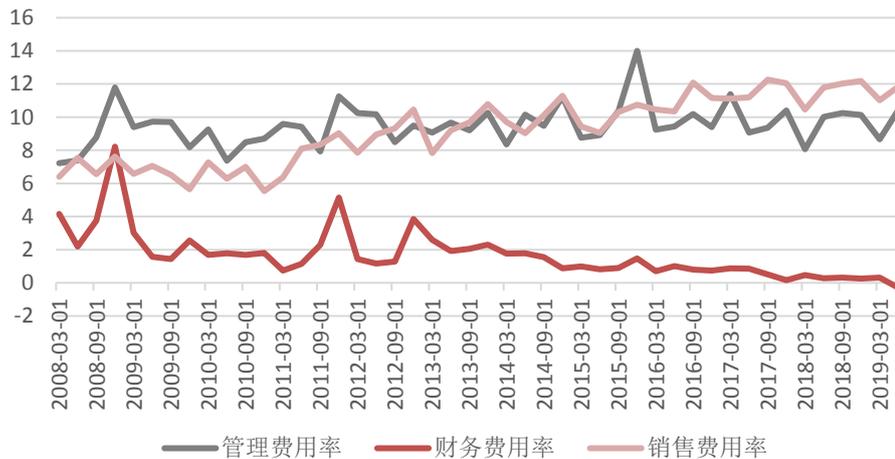
用提升所致；海天、千禾、安记下降，主要因规模效应增强所致。

表 8：调味品上市公司 ROE 及毛利率情况 (%)

证券简称	19H1ROE	18H1ROE	19H1 毛利率	18H1 毛利率
海天味业	19.67	19.18	44.86	47.11
中炬高新	10.18	10.16	39.82	39.95
加加食品	3.81	3.78	27.31	26.89
恒顺醋业	6.52	6.70	43.86	41.85
*ST 莲花	——	——	11.08	12.29
千禾味业	6.37	10.99	46.61	43.61
星湖科技	5.33	1.78	34.16	22.75
安记食品	4.91	2.92	25.11	30.45
佳隆股份	1.57	2.14	45.17	45.06

资料来源：WIND，国开证券研究部

图 26：调味品板块费用率 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

### 3.2.2 行业发展趋势

#### 1) 一超多强竞争格局仍将持续，长期利好行业盈利水平

整体来看，调味品行业的竞争格局呈现一超多强的特点，海天味业的营业收入占板块总营收的近60%，为排名第二的中炬高新的近5倍。这种格局与食品饮料行业中较为普遍的多寡头竞争格局相比，龙头企业的定价权更强，行业整体ROE更高，格局也更加稳定。

#### 2) 消费升级持续，低端、高端产品快速增长

作为快消品及必需品，调味品行业充分享受消费升级红利。低端产品方

面，随着产品渠道的深耕及宣传，更多低线消费者愿意尝试并购买低端调味品，为此后行业增速提供保障。高端产品方面，一二线居民作为主要消费群体，在零售端他们对健康、味道、体验的追求更高，价格敏感度更低，愿意付出更高的价格购买高端产品，千禾2019年上半年零添加收入增长或超50%；餐饮端中更多消费者愿意为味道付出更高溢价，餐饮企业利润的提高有利于调味品公司批量销售附加值高的产品。因此，我们预计行业中长期的容量及利润率仍有提升空间。

### 3) 创新加速，研发能力、资本等要求提高，强者恒强

一方面是消费者不断提出个性化需求并通过交互平台等新渠道反馈到厂商，另一方面是传统调味料市场逐渐进入成熟期，调味品公司从大单品战略向迭代产品战略转变将是大势所趋。成功的研发将造就明星产品，开拓市场蓝海。但针对于传统调味品，创新型配方易复制、消费者口味易迁移等特点，需要不断进行产品的迭代创新，因此对企业的研发、市场推广能力、资本要求较高，目前海天的研发投入为行业最高，马太效应将不断增强。

## 3.3 投资建议

综上所述，大众品上市公司仍然维持稳定较快的增长，营收规模较大的公司增速普遍同比更加平稳。受益于消费升级，低端产品及高端产品的容量均有上升空间，为企业提供了中长期的成长动能。目前调味品格局较为稳定，海天的龙头地位不可撼动，盈利能力持续提升；乳制品行业竞争仍较为激烈，但伊利、蒙牛的高端产品均表现出强劲的增长势头，我们预计在竞争手段上，品牌高端化及多元化战略将逐渐取代价格战，从而利好公司及行业的长期发展。我们认为，大众品龙头企业体量较大，增长稳健，抗周期能力较强，在中国经济下行压力继续增大的背景下，预计将更加受到资金青睐。建议关注调味品龙头海天味业、餐饮渠道快速增长的中炬高新及积极安排股权激励的乳制品龙头伊利。

## 4、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场波动风险。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层