

食品饮料 2020 年度策略报告：以正合，稳中求胜



核心观点

- **周期弱化波幅收敛，消费将进一步向品牌企业集中。**目前市场对于经济及外围不确定性因素的担忧依然存在，我们认为明年的配置应稳字当头，优选业绩更有保障、增速更为稳健的板块及个股，建议以“抗周期、稳增长”为基准，推荐的板块优先级为白酒>乳制品>啤酒。随着行业进入存量博弈期，明年两大核心趋势仍是消费升级和集中度提升。本轮行业增长的周期性将会减弱，不再有销量的大起大落，行业逐步趋向稳定缓速增长，增长主旋律将由消费升级奏响。
- **名酒抗风险属性强，存量博弈阶段看重持续挺价能力。**我们判断在前期高基数、高增长背景下，白酒行业增速将逐步放缓，预计明年将保持 L 型稳健增长。在库存周期后半段，厂商由拼渠道转向拼品牌，多元化将让位于大单品策略，渠道扁平化及大厂小商模式仍将继续，库存控制将趋于合理化，稳固价盘是核心。从增长的机会点看，我们认为香型首选酱香、品种优先名酒，价位紧握高端。在消费分级增长背景下，建议拥抱高低端两极；区域酒优选苏酒、徽酒，渠道模式向团购宴请倾斜；次高端进入挤压式增长，板块竞争或将加剧。
- **乳制品结构升级收入稳增，竞争激烈静待盈利复苏。**乳制品行业近年处于稳定增长期，销量增长主由低线城市需求增加拉动，产品结构升级则助力吨价提升。在行业升级的背景下，龙头乳企的渠道精耕下沉不断挤压小企业生存空间，持续收割常温市场份额。从成本端看，18 年下半年以来，国内原奶已进入供需紧平衡阶段，优质奶源相对稀缺，国内奶价预计温和上涨，且反弹将持续至 21 年或 22 年。从竞争格局看，考虑到明年是伊利蒙牛冲刺双千亿美元的关键年份，双子座胶着的竞争趋势未见缓和，预计短期内盈利仍将承压。
- **啤酒吨价提升驱动增长，成本压制减弱利润有望改善。**随着啤酒行业步入成熟期，行业销量增长空间较为有限，吨价提升构筑增长的长线逻辑，而吨价提升的动力主要来自于厂商小步慢跑式的常规性提价及产品高端化。19 年玻瓶、大麦的成本出现较大幅度的上涨，目前麦芽成本已有所回落，且我们预计玻瓶成本在今年高基数下涨幅有望缩窄。故伴随着提价催化和成本压力的减缓，明年企业毛利率有望提升。过去啤酒行业竞争激烈，销售费用率高企制约了利润率的提升。借鉴美国的发展经验，我们认为随着企业对于利润诉求的增强，行业竞争将逐渐缓释，毛利率提升叠加销售费用率下行有望带动企业盈利复苏。

投资建议与投资标的

- 白酒关注需求强劲价盘稳固、长期提价逻辑顺畅的高端酒龙头贵州茅台(600519, 买入)；新普五挺价成功、生产营销体制激励改革持续推进的五粮液(000858, 买入)；国窖高增势能形成、特曲品牌复兴、盈利逐渐改善的泸州老窖(000568, 买入)；抗经济周期、外埠持续扩张的顺鑫农业(000860, 买入)；库存去化后价盘企稳、市场及渠道优势明显的洋河股份(002304, 买入)。乳制品关注结构升级吨价提升、市占率稳步提高的伊利股份(600887, 买入)；聚焦升级、液奶快速增长、渠道持续优化的蒙牛乳业(02319, 买入)。啤酒关注结构上移吨价提升、控费增强盈利改善的青岛啤酒(600600, 增持)；中高端新品迭代、盈利能力突出、嘉士伯资产注入期临近的重庆啤酒(600132, 增持)。

风险提示

- 经济增速放缓、需求不及预期、成本大幅上涨、食品安全风险。

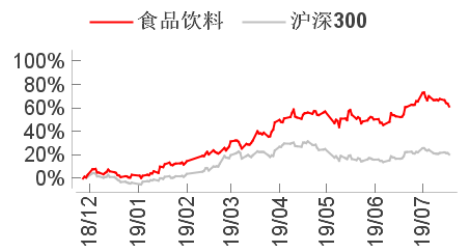
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告) |

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国
行业	食品饮料行业
报告发布日期	2019 年 11 月 26 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

叶书怀

021-63325888-3203

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

证券分析师

蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

相关报告

食品饮料 9 月数据点评：啤酒产量回升，肉 2019-11-04

价奶价上行，CPI 食品持续走高；

区域白酒深度报告：区域割据，别具特色； 2019-06-12

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、周期弱化波幅收敛，品牌聚合龙头致远.....	5
1.1 波澜微起，稳字为先.....	5
1.2 增长趋缓存量博弈，消费升级旋律长鸣.....	5
二、名酒抗风险属性强，强挺价能力助力稳健增长.....	6
2.1 白酒增速换挡，以不变应万变.....	6
2.2 增长机会点：香型在酱香，品种在名酒，价位在高端.....	8
2.3 板块分化延续，精选高低两极.....	9
2.3.1 高端酒：茅五需求旺盛批价坚挺，国窖性价比突出势能形成.....	10
2.3.2 低端酒：熨平周期淡看扰动，外埠扩张份额收割.....	12
2.3.3 区域酒：经济基础定义规模，群雄逐鹿诸侯割据.....	12
2.3.4 次高端：挤压增长竞争激烈，后周期阶段隐含波动.....	13
2.4 白酒板块建议关注.....	14
三、乳制品结构升级收入稳增，竞争维持静待盈利复苏.....	15
3.1 稳定增长，复苏延续.....	15
3.2 低线城市需求扩容，高端化推动吨价提升.....	16
3.3 龙头乳企收割份额，马太效应强者恒强.....	19
3.4 原奶价格温和上涨，竞争胶着盈利承压.....	20
3.5 乳制品板块建议关注.....	22
四、啤酒吨价提升驱动增长，成本压制减弱利润有望改善.....	22
4.1 行业销量表现平稳，吨价提升构筑长线逻辑.....	22
4.2 明年成本压力减缓，企业毛利率有望提升.....	26
4.3 他山之石可攻玉，高端化及控费成为破局之道.....	28
4.4 啤酒板块建议关注.....	29
五、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: GDP 增速逐渐放缓	5
图表 2: 社零及餐饮增速震荡下行	5
图表 3: 我国白酒消费量于 16 年见顶	6
图表 4: 我国啤酒产量于 13 年见顶	6
图表 5: 白酒历史行情复盘	7
图表 6: 19 年白酒板块收入利润增速逐渐放缓	7
图表 7: 18 年主要酱香酒品牌收入规模及同比增速	9
图表 8: 茅台出厂价、批价提升显著	9
图表 9: 老酒消费市场统计	9
图表 10: 19 年茅台老酒售价（元/瓶）	9
图表 11: 18Q1-19Q3 白酒不同档次板块收入增速	10
图表 12: 18Q1-19Q3 白酒不同档次板块归母净利润增速	10
图表 13: 参考公司基酒产能，20 年预计茅台酒仍将缩量	10
图表 14: 飞天、普五、国窖 1573 价格体系	11
图表 15: 飞天、普五、国窖 1573 渠道及终端利润率	11
图表 16: 19 年五粮液、老窖多次上挺价格	11
图表 17: 顺鑫农业收入稳健增长，穿越牛熊不惧经济周期扰动	12
图表 18: 部分重点省份 GDP 总量与白酒市场规模对比	13
图表 19: 次高端板块 17Q1 后收入利润保持较快增长	14
图表 20: 白酒竞争格局分档次梳理	14
图表 21: 乳制品产量、收入同比数据比较	16
图表 22: 17 年农村奶类人均消费仅达到城镇水平的 42%	17
图表 23: 近年农村人均可支配收入增速更快	17
图表 24: 近五年伊利常温奶市场渗透率逐年提升	17
图表 25: 伊利直控村级网点数量（万家）快速增长	17
图表 26: 奶类消费量预测表	18
图表 27: 我国常温酸奶规模（亿元）及同比增速	18
图表 28: 常温酸奶的高端化	18
图表 29: 产品结构升级对于安慕希均价提升幅度估测	19
图表 30: 近年伊利、蒙牛常温液奶市占率不断提升	20
图表 31: 我国奶牛存栏数（万头）出现下降	20
图表 32: 18 年我国奶牛单产（kg/年）增速有所放缓	20
图表 33: 我国奶牛单产提升或将接近天花板	21

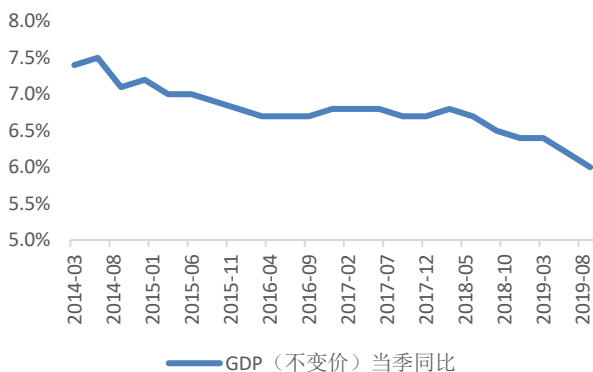
图表 34: 18、19 年中国液奶富余量达到近年最低点	21
图表 35: 国内生鲜乳价格走势复盘	21
图表 36: 近年伊利销售费用率震荡上行	22
图表 37: 近年蒙牛销售费用率明显提升	22
图表 38: 啤酒产量下滑趋势有所放缓，基本止跌	23
图表 39: 11-18 年华润啤酒收入量价拆分	23
图表 40: 11-18 年青岛啤酒收入量价拆分	23
图表 41: 11-18 年燕京啤酒收入量价拆分	24
图表 42: 11-18 年重庆啤酒收入量价拆分	24
图表 43: 11 年以来我国啤酒主要消费人口占比持续下降	24
图表 44: 17 年我国啤酒人均消费量高于世界平均水平	24
图表 45: 青岛啤酒结构升级对于吨价的影响幅度测算	25
图表 46: 青岛啤酒青岛品牌内部结构升级对于吨价的影响幅度测算	25
图表 47: 11-17 年间我国易拉罐装啤酒销量占比不断上升	26
图表 48: 19 年铝锭全国市场价同比小幅下降	27
图表 49: 19 年打包易拉罐价格维持低位	27
图表 50: 17 年、18 年澳麦减产	27
图表 51: 19 年 3 月起进口大麦平均吨价回落	27
图表 52: 青岛啤酒 20 年毛利率预测	28
图表 53: 啤酒行业竞争有所缓和，销售费用率出现回落	29
图表 54: 美国啤酒人均产量在 1980 年代见顶	29
图表 55: 伴随着高端化和降费，美国啤酒行业在 80 年代后盈利能力快速提升	29

一、周期弱化波幅收敛，品牌聚合龙头致远

1.1 波澜微起，稳字为先

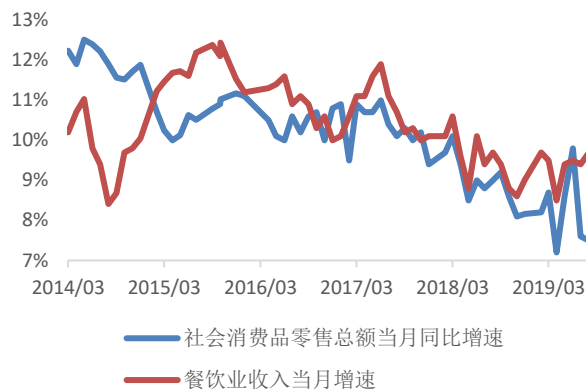
目前市场对于经济及外围不确定性因素的担忧依然存在，GDP 增速放缓、社零及餐饮增长降速、贸易关系的胶着、大众消费品销量及收入增长降速、白酒消费税隐忧等扰动因子仍可能影响基本面表现和市场情绪。我们认为明年的配置应稳字当头，优选业绩更有保障、增速更为稳健的板块及个股，建议经济调整期内应以“抗周期、稳增长”为基准，从食品饮料子板块的综合排序看，推荐的板块优先级为白酒>乳制品>啤酒。

图表 1：GDP 增速逐渐放缓



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 2：社零及餐饮增速震荡下行



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

分板块具体而言，

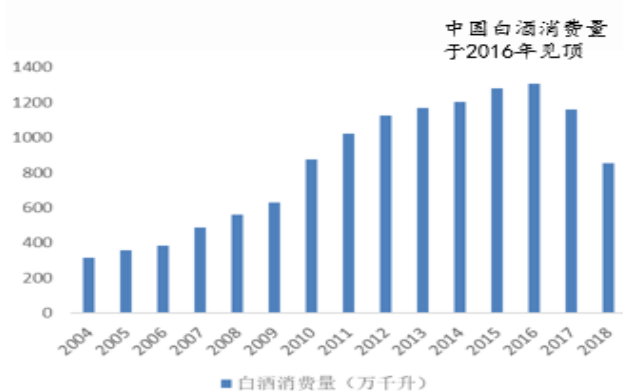
- **白酒板块：**预计明年上市公司收入利润增速将有所放缓，但依旧可维持双位数以上的较快水平，推荐排序为**高端酒>低端酒>区域酒**。高端酒目前需求强劲，批价较为坚挺，渠道库存偏低，量价仍有提升空间；低端酒顺鑫（牛栏山）穿越牛熊，兼具大众消费品属性，定位民酒中的名酒。受益于较丰厚的渠道利润，省外扩张和收割竞品份额逻辑依旧成立，有望保持较快增长；区域酒当下分化明显，以区域经济实力和消费水平作为参考指标，我们认为华东区域白酒最优。
- **乳制品板块：**20 年是伊利蒙牛双千亿目标的收官之年，预计两强收入增速可达到双位数以上。考虑到原奶成本上涨压力及较高的费用投放，利润端的表现可能难有起色。随着一二线城市消费量渐趋饱和，我们认为消费升级和低线城市的销量提升将驱动行业收入保持中个位数增长。原奶温和上涨背景下，行业将呈现挤压式增长，龙头乳企有望通过渠道下沉、渗透率提升攫取份额，高费用投放趋势下行业洗牌加速，建议优选双子星伊利和蒙牛。
- **啤酒板块：**从产销量角度看，随着啤酒行业步入成熟期，量增空间较为有限。行业的收入及利润增长主要由结构升级带动的吨价提升驱动，故行业明年大概率呈现利润快速增长、收入稳健复苏的格局。综合考虑吨价增长的持续性、空间，以及区域渠道布局的广度和深度，我们认为青啤>华润>重啤>百威亚太。

1.2 增长趋缓存量博弈，消费升级旋律长鸣

我们认为明年行业两大核心趋势仍是消费升级和集中度提升，本轮行业增长的周期性将会减弱，行业不再有销量的大起大落，逐步趋向稳定缓速增长。

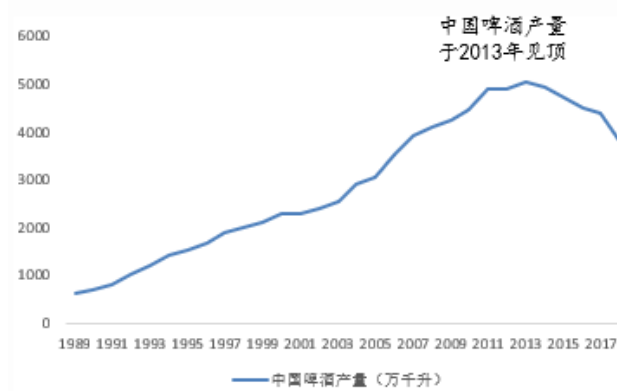
分量价看，纵观食品饮料主要子板块快，消费量的增长斜率均逐渐平缓，如白酒行业消费量于16年见顶，乳制品产量近年低速增长，啤酒产量于13年到达高点后回落。价格提升的趋势则较为明显，消费升级带动企业提价和产品结构改善。

图表 3：我国白酒消费量于 16 年见顶



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 4：我国啤酒产量于 13 年见顶



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

从子板块看，白酒第三轮牛市已启动 3 年，主要厂商产品批价震荡上行，渠道加库存周期已位于合理水平，接下来考验的不再是压货而是真实的开瓶动销，高端酒需求旺盛、增长逻辑更为顺畅；乳制品需求持续回暖，三四线城市消费升级尤为显著，消费结构不断向中高端倾斜；啤酒销量低速增长，结构升级构筑长线逻辑。

从竞争格局看，随着行业步入存量竞争时代，挤压式增长态势明显。龙头厂商受益于品牌、产品、渠道、营销、研发、资金等优势，持续抢占竞品份额，从而获得高于行业的收入增速，实现市占率提升。

从下游消费者看，消费的两极化正在割裂，面子消费与追求性价比相互交织。我们认为目前消费升级仍为市场主旋律，高性价比为增长副线。根据我们对于当前消费属性的观察，消费分级现象愈发突出。一方面，部分消费品的选择越来越偏向于奢侈化，高价、优质产品的需求偏刚性。基尼指数及恩格尔指数对于其指导意义正在降低。以白酒为例，面子消费属性逐渐凸显，宴会及团购渠道的产品增速预计仍将保持稳健。另一方面，大众消费更为理性，消费者更加注重商品的性价比，降低对于服务和产品附加值的要求，我们从共享经济、二手交易、拼多多等拼团式电商平台的崛起中均可见一斑。因此，我们判断在经济不发生骤降的情况下，大概率高端和低端仍将维持较快增长，缺乏性价比和辨识度的中档品的销售可能受损。

二、名酒抗风险属性强，强挺价能力助力稳健增长

2.1 白酒增速换挡，以不变应万变

以史为鉴，可知兴替。回溯行业历史，白酒三轮起势，第一轮源于价格管制政策放开，厂商逐步走向市场化。大量杂牌小作坊倒闭，白酒向高端化、集约化生产转型；第二轮行业增长主要由宽松的货币政策推动基建带动，催生政商务白酒消费需求；当下正在经历的第三轮行情由商务及个人消费

崛起叠加去化过度后的补库存催化。每一轮行业增速下行的拐点往往是政策因素(如三公消费禁令)或经济周期大幅降速引起。我们认为目前白酒行业处于牛市后半段,行业收入利润增速大概率放缓,但不太可能发生黑天鹅事件,不具备大幅下行的基础。

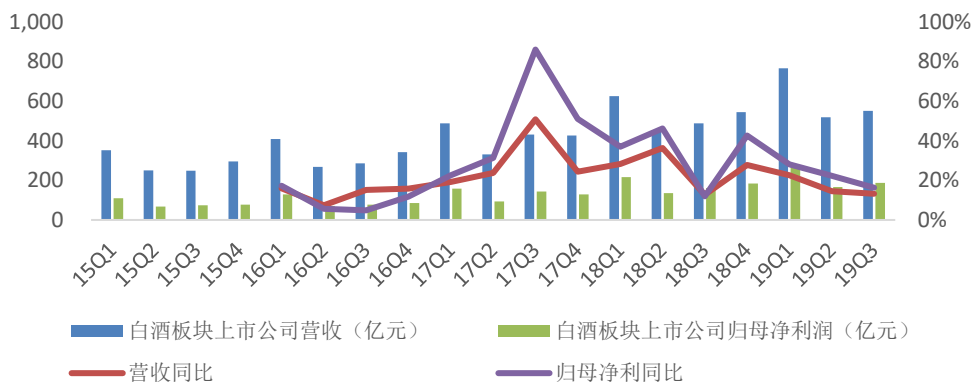
图表 5: 白酒历史行情复盘



数据来源: wind、东方证券研究所

前期高基数、高增长背景下,行业增速逐步放缓,预计明年将保持L型稳健增长。复盘15年后白酒板块收入利润表现,整体复苏趋势较为明显,大众及商务消费崛起,需求持续向好。17Q3茅台收入利润三位数增长带动行业单季增速达到近年峰值,随后有所放缓。19Q3板块收入、归母净利润分别同增13.18%、16.27%,增速较18年进一步回落。我们认为明年行业增速可能略有放缓,换挡期将保持双位数以上稳健增长。

图表 6: 19年白酒板块收入利润增速逐渐放缓



数据来源: 公司财报、东方证券研究所

以不变应万变,名酒抗风险属性强。我们认为行业分化仍将延续,名酒品牌力突出、渠道议价权强,在降速期内有望保持最快最稳健的增长;而品牌力一般的区域性企业一方面承受需求侧的压力,挺价难度较大,另一方面受到成本上涨的压制,可能被洗牌出局。我们判断明年行业主要趋势有以下三点:

1) 库存周期后半段,名酒厂商由拼渠道转向拼品牌,低端酒则以渠道为王

我们可以注意到,在经历了渠道加库存周期后,以渠道模式见长的中高端品牌(如省外团购优势突出的洋河、品鉴会强势的水井、盘中盘独树一帜的口子窖等)或多或少出现了滞涨和增速调整,而

经过历史证明的茅台、五粮液、剑南春、汾酒等品种仍录得较高增长。因此，面子消费构筑刚需，强势品牌为品质背书，用户基本盘扎实稳定。另一方面，低端酒单价低、消费频次高，具备大众消费属性，产品具有一定同质化，故渠道扩张和精细化的运作将成为拉动收入利润增长的重点。

2) 商道酬诚，大道至简，多元化将让位于大单品策略

我们认为目前酒企创新难度不断增加，集中精力做大单品有助于品牌拉升及识别度增长。便于消费者识别的要素一定是单一的，如茅台的飞天、五粮液的普五、牛栏山的白牛二、葡萄酒的奔富。笨办法也许是最好的生意经，不难发现酒类中许多做得好的品类都是在大单品上的深耕和延展。反之，有些厂商也曾多元化跨界预调酒、小瓶酒，但成功的概率很小。

3) 渠道扁平化管理，大厂小商模式仍将继续

从经销商的视角看，品牌流量的背书与渠道利差空间仍将是渠道进货的决策点。品牌流量决定销量及资金周转，渠道利差决定毛利率空间，二者共同影响经销商的整体利润盘。高端酒需求稳健，畅销度高，渠道利润合理，生意经最好。在渠道管理方面，扁平化带动覆盖面的延伸，助力厂商向下渗透，我们认为小商制模式优于大商，更有利于厂商收入及现金流的增长。

4) 库存控制合理化，稳固价盘是核心

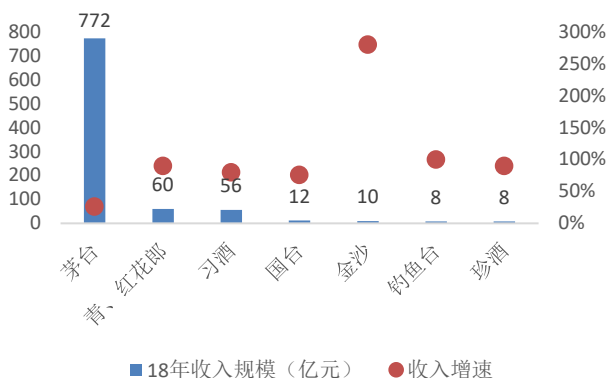
今年我们已经观察到不少酒企加强了对于渠道库存的管控：如五粮液主动调整发货节奏，以高频少量的方式，追求发货与终端需求匹配；老窖则延续了惯常使用的控货挺价方式动态调整库存，对于国窖配额的执行更为坚决；洋河在经历调整期后主动控货，稳固价盘。展望明年，在增速换挡期，我们预计酒企对于加库存的态度将更为谨慎，渠道亦将多观少动。我们认为价格是白酒行业核心追踪指标，批价背后体现供需，批价上行强化渠道进货动力，从而改善企业现金流，最终增厚收入和利润。因此，稳价成为行业后周期时代的重中之重。

2.2 增长机会点：香型在酱香，品种在名酒，价位在高端

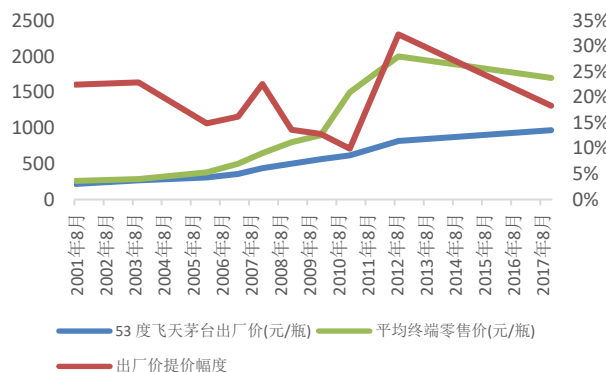
在香型的判断上，我们认为酱香酒的占比仍将继续扩大。主要原因有两点：

1) 白酒深度消费者往往年龄较大，味觉灵敏度降低，这时候馥郁厚重的香型有更强的吸引力。我们用茶烟酒进行对比，以茶为例，年轻人钟爱绿茶龙井，而价格最高及开店数量最多的仍是六大茶型中发酵浓度最高的普洱。以烟为例，烤烟向发酵烟种过度，国内严控雪茄售卖渠道，而中国仍为雪茄第三大出口国，去年增速 33%，卖的最好的是一盒两三干的蒙特和 cohiba，均为浓郁香型。而酱香酒凭借厚重的口感，更易激起消费者味觉的记忆度。近两年白酒增速最好的香型品类亦是酱香酒，也佐证了这一观点。我们认为酱香酒高价的品质因素来自于香气的馥郁程度、精神刺激因子、以及政治高阶领袖的代表。

2) 品类的势能依赖领导品牌，这几年茅台批价由低点的 800 多涨至目前的 2300 以上，极大地推动了酱酒升值属性及品质特异性带来的尊贵感，酱香酒占比已由 2 年前的 15% 提升至目前的 20% 以上。像习酒、赖茅、金沙、郎酒、国台都获得了增速上的提振。原理都是茅台的低阶廉价版，以相对实惠的价格让消费者体验到与茅台相似度高的产品。只要富裕阶层对于茅台的需求和消费推动茅台价格继续稳中向上，这个逻辑会继续演绎。

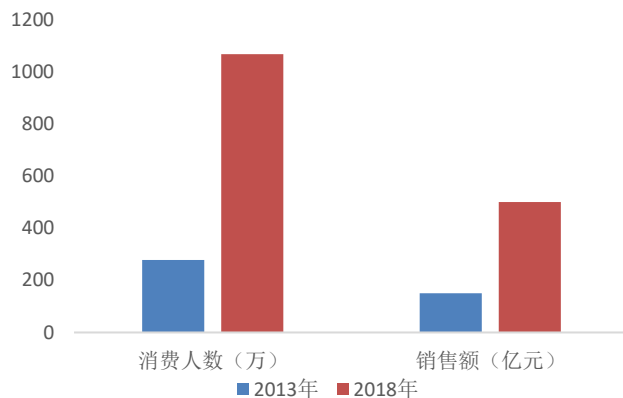
图表 7：18 年主要酱香酒品牌收入规模及同比增速


数据来源：酒业家、东方证券研究所

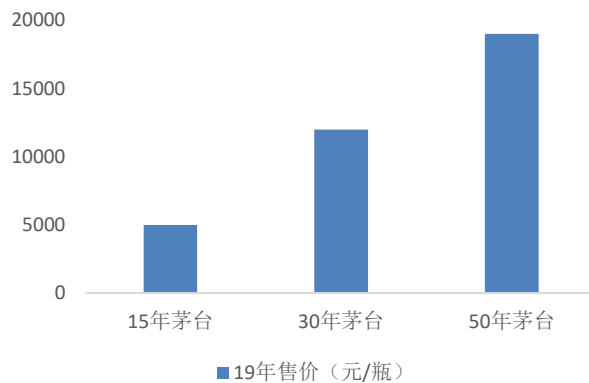
图表 8：茅台出厂价、批价提升显著


数据来源：wind、东方证券研究所

名酒价格加速上涨，老酒增值空间依然存在，推动增值属性强化。名酒具有较强的品牌推力，消费升级趋势下属于消费市场的硬通货。酱香型的实质在于年份增加带来的深度发酵，从投资和产品的金融属性上看，未来酒类投资仍将集中在酱香型。

图表 9：老酒消费市场统计


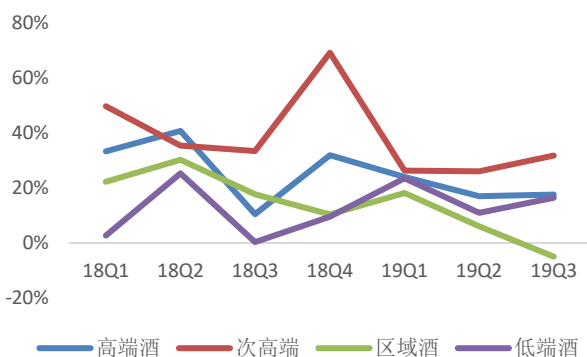
数据来源：酒业家、东方证券研究所

图表 10：19 年茅台老酒售价 (元/瓶)


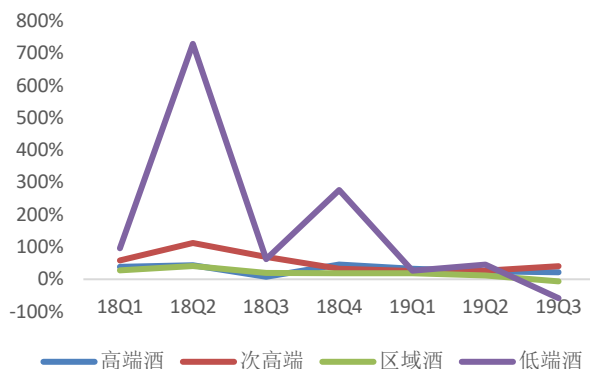
数据来源：华致优选、东方证券研究所

2.3 板块分化延续，精选高低两极

不同价位带白酒分化增长，预计明年高低端两极最优。回顾今年 1-9 月白酒板块的业绩情况，分档次看，收入增速：次高端 (27.93%) > 高端酒 (19.90%) > 低端酒 (17.48%) > 区域酒 (8.08%)，归母净利润增速：次高端 (30.61%) > 高端酒 (26.58%) > 低端酒 (14.91%) > 区域酒 (9.90%)。展望明年，高端酒送礼和宴会需求较为刚性，在白酒的后半段周期中，品牌力的重要性强于渠道力，名优品种量价齐升，市场扩容，业绩增长更有保障；低端光瓶酒消费升级+外埠区域扩张+抢占竞品份额趋势不变，牛栏山（顺鑫农业）有望延续较快增长；区域酒需地域强经济实力背书，苏酒和徽酒板块受益于消费升级，增长趋势较为明确，渠道模型向团购宴请倾斜；次高端受高端和龙头区域酒挤压，增速大概率放缓，建议降低预期以稳为先。

图表 11：18Q1-19Q3 白酒不同档次板块收入增速


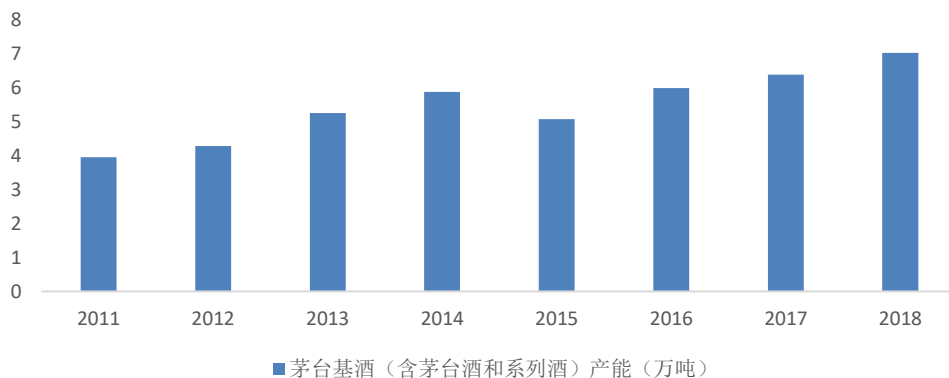
数据来源：公司财报、东方证券研究所

图表 12：18Q1-19Q3 白酒不同档次板块归母净利润增速


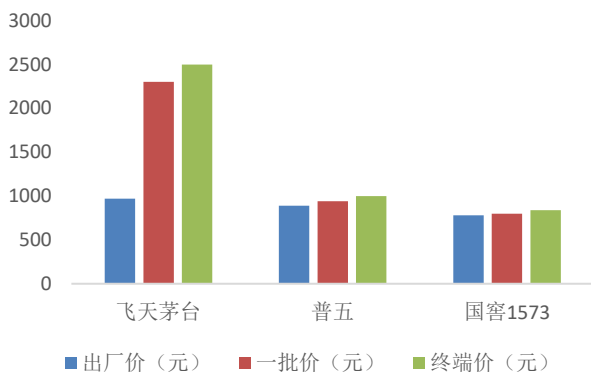
数据来源：公司财报、东方证券研究所

2.3.1 高端酒：茅五需求旺盛批价坚挺，国窖性价比突出势能形成

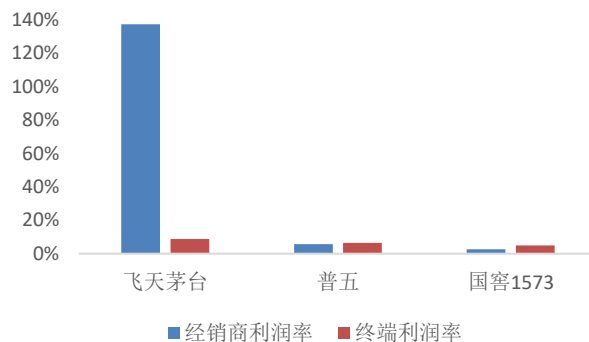
茅台品牌优势赋予高溢价，需求强劲批价坚挺，直营占比提升增厚利润。我们认为茅台的品牌价值构筑公司高护城河，消费、投资、收藏属性兼备，需求强劲，目前批价仍在 2300 元以上。19 年全年茅台酒销售计划为 3.1 万吨，按照基酒的投产周期，明年在缩量情形下预计销量为个位数增长，主要依靠直营放量和非标占比提升带动的结构升级驱动收入端增长。按照普飞 969 元出厂价、2300 元批价计算，经销商利润空间较大，公司总会回收。短期看裁撤数百名经销商后，公司通过提升直营占比将配额收回，使部分经销商利润转移至自身，从而增厚报表利润；长期看我们认为结构升级以及龙头提价仍然是驱动白酒行业规模增长的核心变量，茅台提价的市场环境已然成熟，渠道利润逐步回收是大概率事件，长期提价预期成立。所以对于该品种我们不应看静态 PE，考虑到中产以上的消费群体的占比上移以及渠道利润的回收，放长远看茅台仍将获得不错的收益。

图表 13：参考公司基酒产能，20 年预计茅台酒仍将缩量


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 14：飞天、普五、国窖 1573 价格体系


数据来源：wind、东方证券研究所

图表 15：飞天、普五、国窖 1573 渠道及终端利润率


数据来源：wind、东方证券研究所

第八代五粮液挺价顺利，渠道变革焕发活力。较之第七代普五，新普五出厂价提升至 889 元 (+12.7%)，上市后市场需求较为旺盛、批价维持在千元以上的较高水平，经销商利润空间有所改善。我们认为在消费升级趋势下，公司需求层面逐渐复苏，产品放量+清理低端系列酒、结构升级+新品提价三大因素驱动增长。从渠道改革方面看，公司将原来的 7 大营销中心转为 21 个营销战区、60 个营销基地，总营销人员接近 900 人，下沉终端初见成效；渠道结构逐渐改善，量转移到小商和旗舰店，控盘分利领先行业，增厚终端利润。

国窖性价比优势突显势能形成，特曲品牌复兴进行时。老窖主要采取跟随竞品策略，多次主动停货后挺价较为成功。在茅五批价上涨背景下，国窖性价比优势逐渐凸显，消费氛围形成带动产品放量。特曲补充腰部价格带，持续推进全国化，受益于团购渠道发力、价格涨幅不大、品质好营销强等因素，明年有望保持较快增长。

图表 16：19 年五粮液、老窖多次上挺价格

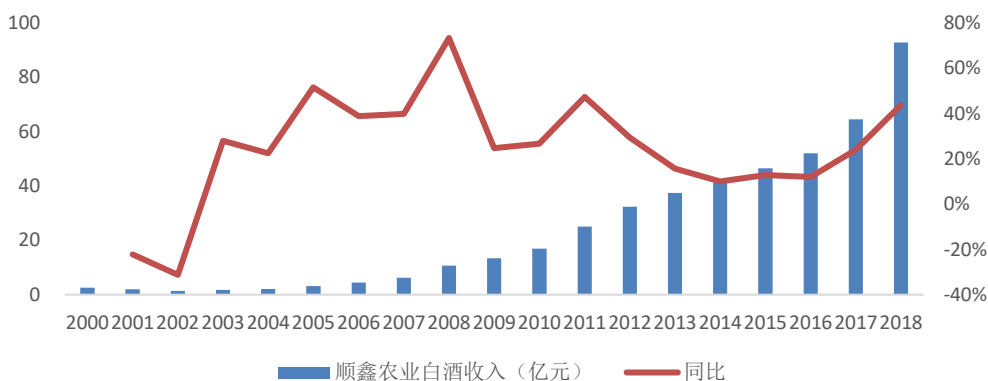
厂商	时间	提价内容
五粮液	5月14日	第八代普五出厂价提升至889元/瓶，供货价为959元/瓶，同时第七代五粮液6月价格涨至969元/瓶，终端零售价1099元/瓶
	6月1日	五粮特曲全系列产品价格上调20-32元/瓶
	8月	八代经典五粮液终端零售价上调200元至1399元/瓶
泸州老窖	1月	52度国窖1573酒行供价810元/瓶，团购价880元/瓶，零售价上调至1099元/瓶，同时产品配额扣减20%。38度国窖1573零售价上调至799元
	3月	52度特曲换装后出厂价上调20元
	4月	窖龄酒90年，52度、43度、38度三款产品的终端零售价与团购价分别上调50元
	5月	52度国窖1573终端配送价调整至860元/瓶，终端团购价919元/瓶
	7月	国窖1573停货，上半年300万以下区域取消投放，300万以上区域每500ml上涨150元
	7月18日	调整43度、46度国窖1573的终端供价、零售价和团购价

数据来源：新浪财经、市界、东方证券研究所

2.3.2 低端酒：熨平周期淡看扰动，外埠扩张份额收割

受经济周期影响不明显，牛栏山收入增速稳健。低端酒终端售价在 30 元以下，价格亲民、饮用频次高，消费场景以居民自饮为主，扎根“民酒”市场。低端酒具备了大众消费品属性，渠道运作方式上更接近于快消品，故而受宏观经济周期、固定资产投资、居民收入增速等影响不大，即使在行业深度调整期也能保持稳健增长，如顺鑫在 12-15 年间收入 CAGR 亦可达到 12.8%。

图表 17：顺鑫农业收入稳健增长，穿越牛熊不惧经济周期扰动



数据来源：公司年报、东方证券研究所

白酒收入稳增，外埠发力泛全国化持续推进。从今年年三季度情况，我们预计公司白酒收入增速在 15%左右。由于牛二渠道利润较为丰厚，故经销商进货积极、渠道拉力较强，公司借助大商进行外埠扩张较为顺利。从区域布局看，目前牛栏山已拥有河北、江苏、内蒙等超 20 个亿元以上的销售市场，华北大本营市场基础扎实，不断抢占竞品份额，市占率持续提升；华东华南作为战略支点重点突破，增速喜人。未来公司还有望加强中西部地区的覆盖，泛全国化值得期待。

消费升级驱动价格带上移，结构高端化提升吨价。光瓶酒虽然定位中低端，但消费升级趋势亦较为明显。目前光瓶酒的主流价格带已从原先的 10 元左右跃升至 15-30 元左右，代表产品如牛二、老村长、江小白、洋河洋小二、玻汾等价格均出现不同程度上行。从公司自身产品结构看，大单品陈酿经历了从“白牛二→精制陈酿→珍品陈酿”的升级过程。我们认为在进入市场初期，公司以低价产品导入引流抢占份额，待到市占率稳定、优势形成后，产品将向高端发展，从而带动价格提升。

2.3.3 区域酒：经济基础定义规模，群雄逐鹿诸侯割据

我们在今年 6 月发布的《区域白酒深度报告：区域割据，别具特色；群雄逐鹿，各有所长》中指出，某一特定区域的白酒市场容量受经济基础和白酒消费习惯影响较大，即饮酒风俗及人口规模影响消费量高低，人均收入水平影响消费均价。因此，人口基数大、经济基础好的省份往往白酒市场规模更大，为省内龙头的成长提供沃土。按照上述逻辑推演，考虑到各区域经济实力和消费水平的差距，我们认为区域选择上优先华东。

图表 18：部分重点省份 GDP 总量与白酒市场规模对比

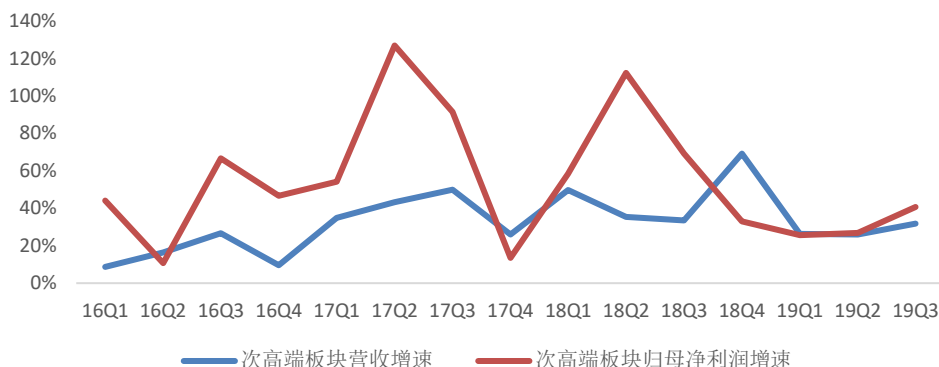

数据来源：国家统计局、酒业家、糖酒快讯、东方证券研究所

站在目前的时点观察,我们认为区域酒板块内的上市公司正处于良性的发展路径:提价、削减 SKU、强化团购及宴会渠道。如洋河基于品质提升的价格调整顺应消费升级和行业发展趋势,减少 SKU、尤其是调整低端产品线有利于聚焦升级和厂商品牌力提升, 团购宴会则有利于把握核心意见领袖人群, 提升区域市占率, 为全国化布局夯实基础。

最后, 我们将区域酒的发展模式总结为以下三类: 1) 霰弹枪: 公司没有核心市场, 增长主要依赖外埠扩张, 省外占比很高。以水井坊和舍得为典型代表, 省内:省外基本是 2:8; 2) 地头蛇: 公司绝大部分销售收入来源于省内几个核心县市, 比如口子窖、今世缘, 省内占比 8、9 成, 省外尚处于蓝海市场; 3) 四叶草: 公司以自身的核心市场为中心拓展周边, 比如汾酒、洋河、古井贡酒。具体而言, 随着行业竞争加剧, 未来酒企的扩张难度加大, 全国性厂商门票发放基本完毕, 优势酒企凭借大单品带动其他产品进行份额收割。地域精耕龙头稳扎稳打也可收获部分份额, 我们认为四叶草模式的本质是稳定省内基本盘后推进阵地战, 而非压货式的快速扩张。四叶草型企业的品牌力较强, 广告营销基本可辐射全国, 渠道库存水平偏低。故而对比这三种模式, 在行业降速期中, 基地市场稳固的区域龙头基本盘表现将更加稳健, 外埠市场有望贡献收入及利润增量。地头蛇享受消费升级红利, 待到省内市占率提升至一定水平后有望寻求全国化布局; 而散弹枪仍处于摸索建设阶段。因此, 我们认为四叶草模式>地头蛇模式>霰弹枪模式, 即洋河、古井、汾酒在模式运作的先进性上处于最优。

2.3.4 次高端：挤压增长竞争激烈，后周期阶段隐含波动

从 17 年开始, 次高端板块持续发力, 单季度的收入利润增速均保持在双位数以上, 量价齐升景气度高。我们认为本轮次高端的繁荣主要源于: 1) 消费升级驱动行业扩容; 2) 高端价格空间打开后, 次高端性价比凸显; 3) 行业深度压抑后的需求释放。

图表 19：次高端板块 17Q1 后收入利润保持较快增长


数据来源：公司财报、东方证券研究所

库存周期进入后半段，竞争加剧隐含波动。从渠道库存角度看，经历了前期的较快增长，我们认为次高端板块渠道库存水平偏高，在行业增速换挡期隐含了一些波动的风险。从价盘角度看，次高端的价格受制于高端和区域酒，即次高端的价盘应低于高端酒但需高于区域龙头酒企，否则其性价比将被削弱或受到区域酒的正面狙击。若高端酒价格滞涨，区域酒在升级过程中价盘上移，则会挤压次高端的生存空间。从行业竞争的角度看，长期我们仍看好次高端板块量价齐升的空间，但短期亦察觉到竞争加剧的势头。随着巨头发力加码推广，次高端可能存在挤压式增长的搅局者。如 2018 年 1-9 月，剑南春增速超过 15%，大单品水晶剑体量已 120 亿，在 600 亿次高端容量中已占据 1/5，郎酒加大宴会渠道促销积极筹备上市，红花、青花郎销售规模达到 50 亿以上。我们可以预见到剑南春换届和郎酒上市冲量的努力在短期内不会结束，板块竞争大概率将会加剧。此外，扩大化的酱酒品种大面积进入次高端后，可能导致竞争进一步白热化。

图表 20：白酒竞争格局分档次梳理

分类	零售价格	特点	品牌
高端	600元以上	寡头垄断 进入壁垒高	主流品牌：飞天茅台、五粮液、国窖1573、水井坊 其他品牌：二线白酒的升级产品。如洋河梦之蓝M9，M6、今世缘国缘V6和V9、酒鬼酒内参等
次高端	300-600元	主流产品减少 多为二线白酒的升级产品	青花瓷汾酒、舍得、洋河梦之蓝M3、今世缘国缘V3和K5等
中高端	100-300元	差异性大 区域品牌占优势	剑南春、酒鬼酒、洋河的海之蓝、天之蓝、老白汾、古井原浆酒、年份口子窖、西凤的年份陈酿酒、红花郎、今世缘国缘4K、柔雅、对开及今世缘典藏系列
中低端	100元以下	竞争激烈 市场容量大	金种子酒、伊力特、老白干酒、沱牌曲酒、五粮液旗下系列酒（金六福、浏阳河）、剑南春的绵竹大曲、山西汾酒的玻汾、今世缘高沟等

数据来源：酒业家、东方证券研究所整理

2.4 白酒板块建议关注

- 贵州茅台(600519, 买入)

公司是高端酒龙头，处于独一无二的酒类卖方市场，消费、投资、收藏属性兼备，需求强劲价盘稳固，目前普飞批价仍在 2300 元以上。从量价看，预计明年供给依旧紧张，非标产品放量将带动结构升级和产品吨价提升，飞天渠道价差充足，长期看提价逻辑仍然成立。此外，公司裁撤部分经销商回收配额，直营渠道加大投放有望增厚利润。

- 五粮液(000858, 买入)

公司作为高端酒代表持续享受消费升级红利，在行业挤压式增长态势下，不断通过品牌提升、渠道下沉收获市场份额。新普五上市后动销良好，批价千元以上，19Q3 新普五发货量接近 5000 吨。公司加速清理系列酒 SKU，战略聚焦高端及核心单品，1618 快速放量，结构升级趋势明显。此外，公司不断推进生产、营销、体制和激励改革，将原有 7 大营销中心裂变为 21 个营销战区，下设 60 个营销基地，数字化营销体系建设进一步提升了对于终端和消费者的精准服务能力。绩效激励不断优化，员工积极性有所提升，市场竞争的适应能力增强。展望明年，我们仍看好公司的整体业绩。

- 泸州老窖(000568, 买入)

前三季度国窖收入增速超 30%，我们认为老窖作为五粮液的追赶者，长期看量价提升空间仍存。分产品看，高档酒国窖量价齐升，收入占比持续提升，四季度产品调价有望为达成明年业绩奠定基础；中档酒特曲 60 延续快速增长趋势。随着高端酒价格空间的打开，叠加品牌赋能国窖高增推动的结构改善，公司毛利率有望持续攀升。公司经营风格稳健，今年起费用管控逐渐增强，收入利润较快增长的趋势有望延续。

- 顺鑫农业(000860, 买入)

由于低端光瓶酒受经济周期影响不明显，公司收入稳健穿越牛熊。分量价看，较为丰厚的渠道利润助力牛栏山省外扩张、销量稳增，市占率不断提升；受益于光瓶酒消费升级，提价+结构高端化有望带动均价提升。公司白酒预收账款深蓄水，渠道信心十足，未来有望剥离地产业务、进一步聚焦酒肉主业，期待价值实现。

- 洋河股份(002304, 买入)

公司针对渠道库存偏高、厂商关系僵持等问题及时作出调整，阶段性停止费用投放、进行库存去化。目前省内价盘已有企稳，产品批价小幅上行。我们认为洋河虽然前期的失策导致竞品攫取了一些省内市场份额，但公司在江苏的市场基础、渠道优势仍在，拉长时间看苏酒两强将呈现螺旋式交替上升。刘总上任后稳价为先的策略立足长远，目前渠道库存已从高点下移，控盘分利有望强化终端把控。此外，公司目前的估值水平处于行业偏低水平，存在一定预期差。

三、乳制品结构升级收入稳增，竞争维持静待盈利复苏

3.1 稳定增长，复苏延续

大概估算，2018 年我国乳制品规模约为 3700 多亿元。回溯历史，行业发展大致可分为以下几个阶段。

- **08年之前：乳制品产量、收入增速较快，但逐年走低。**08年受三聚氰胺事件影响，消费者信心受损，行业增速明显放缓；经过约2年的调整，乳制品产量、收入增速开始恢复。
- **2010年-2012年：行业收入增速明显快于产量增速，期间乳制品价格有所提升。**我们认为价格提升主要来自于高端奶的消费，三聚氰胺事件以后消费者更愿意消费价格高的高端产品，以求质量的保障。
- **2013年-2014年：产量增速放缓明显，但是收入仍维持高增长。**该阶段行业的收入增长主要来自于价格的提升。由于需求复苏、原奶价格大幅上涨，乳企对终端产品提价，且重点销售高端奶。
- **2015年：乳制品产量、收入增速均开始下滑。**15年行业需求较为低迷，价格战严重，乳企经历行业寒冬。我们认为收入表现欠佳的可能因素有：1)量的增长仍然较慢；2)由于原奶价格开始大幅下跌，乳企竞争加剧，产品提价因素不再存在。
- **2016年下半年：乳制品产量增速开始有所复苏。**尽管缺少行业收入的数据，但是根据2016年情况来看，当年乳企竞争激烈，买赠较多，我们推测价格应该是下降的。
- **2017年至今：乳制品收入增速开始复苏，价格因素驱动行业增长。**我们观察到行业有所复苏，消费升级趋势明显，高端产品增速加快，带动行业收入提升。

图表 21：乳制品产量、收入同比数据比较

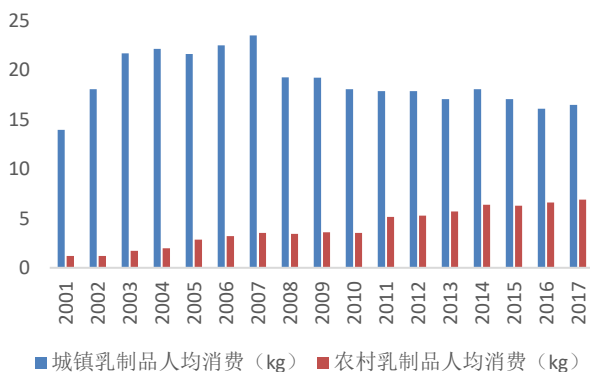

数据来源：国家统计局、东方证券研究所整理

3.2 低线城市需求扩容，高端化推动吨价提升

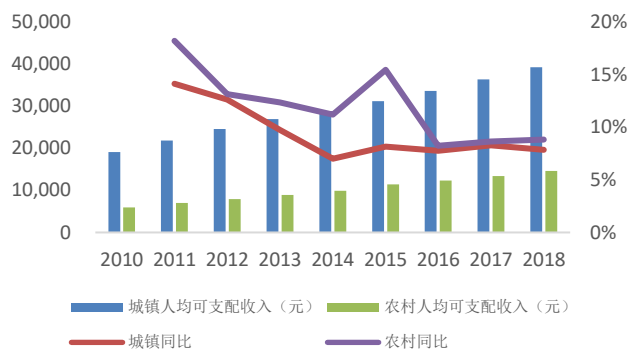
量价拆分开来看，我们认为行业销量与价格增长短期内均未见顶，但销量的增长可能较为平缓，结构升级、价格提升为行业增长主动力。

- **从销量角度看：**

低线城市及农村人均奶类消费量仍处低位，存在更高增长级。从国家统计局数据看，17年城镇和农村人均奶类消费量分别为16.5kg和6.9kg，农村人均消费水平仅为城市的42%。对比一二线城市人均奶类消费量基本饱和的情况，我们认为低线城市和农村还存在大量的空白区域，乳制品消费量和渗透率仍有很大提升空间。此外，农村和低线城市居民收入提升速度更快，居民饮奶意识逐渐增强，从偶发性饮奶向习惯性饮奶转变。

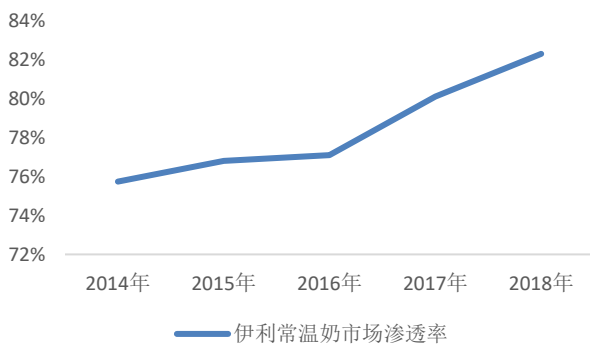
图表 22：17 年农村奶类人均消费仅达到城镇水平的 42%


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

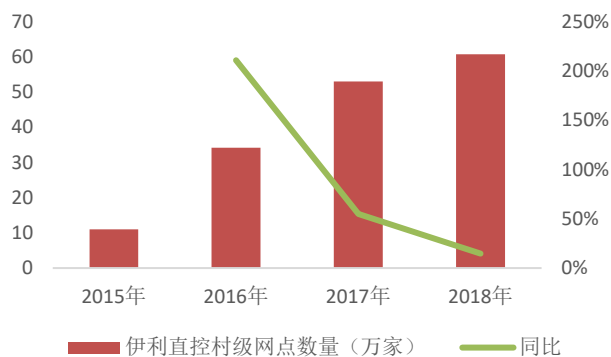
图表 23：近年农村人均可支配收入增速更快


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

考虑到伊利、蒙牛等龙头乳企不断推进渠道下沉，加速布局乡镇网点，未来消费者将拥有更多购买乳制品的机会和渠道。以伊利为例，14-18 年间公司常温奶市场渗透率从 75.7% 逐年提升至 82.3%，直控村级网点数量从 15 年的 11 万家持续增长至 18 年 60.8 万家，农村的市场消费空间有望逐步打开。由于低线城市与农村的品相渗透率和铺市率往往较低，售点扩张+品相延伸双轮驱动下，我们认为短期内销量仍有提升空间。

图表 24：近五年伊利常温奶市场渗透率逐年提升


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 25：伊利直控村级网点数量（万家）快速增长


数据来源：公司年报、东方证券研究所

下面我们分别就城市与农村常温酸奶未来的消费量增长空间进行测算。10-17 年间农村人均奶类消费量从 3.55kg 增长至 6.90kg，CAGR 为 9.95%，考虑到销量增速的小幅放缓，预计 18-20 年增速分别为 6%、4%、4%；10-17 年农村人口数量 CAGR 为-2.19%，由于城镇化和人口迁移，假设 18-20 年人口数量每年下滑 2.2%。据此计算至 2020 年农村奶类消费量将达到 426.5 万吨，城镇奶类消费量将达到 1472.6 万吨，加总后 20 年奶类销量同比增速为 2.3%。

图表 26：奶类消费量预测表

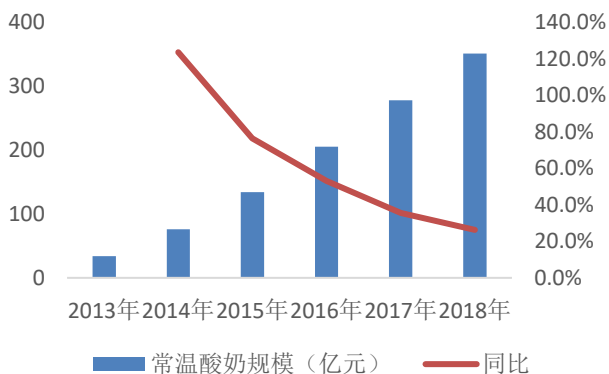
年份	农村人均奶消费kg/年	年份	农村人口数(万)	年份	城镇人均奶消费kg/年	年份	城镇人口数(万)
2010年	3.55	2010年	67113	2010年	18.1	2010年	66978
2011年	5.16	2011年	65656	2011年	17.9	2011年	69079
2012年	5.29	2012年	64222	2012年	17.91	2012年	71182
2013年	5.71	2013年	62961	2013年	17.13	2013年	73111
2014年	6.43	2014年	61886	2014年	18.13	2014年	74916
2015年	6.33	2015年	60346	2015年	17.15	2015年	77116
2016年	6.63	2016年	58973	2016年	16.54	2016年	79298
2017年	6.90	2017年	57661	2017年	16.48	2017年	81347
CAGR=9.95%，假设2018~2020年增速分别为6%、4%、4%		CAGR=-2.19%，假设2018~2020年增速均为-2.20%		CAGR=-1.31%，假设2018~2020年增速分别为2%、0%、0%		CAGR=2.82%，假设2018~2020年增速均为2.5%	
2018E	7.31	2018E	56392	2018E	16.81	2018E	83381
2019E	7.60	2019E	55152	2019E	16.81	2019E	85465
2020E	7.91	2020E	53938	2020E	16.81	2020E	87602
我们预测2020年农村奶类合计消费量426.5万吨				我们预测2020年城镇奶类合计消费量1472.6万吨			

数据来源：国家统计局、东方证券研究所预测

● 从均价角度看：

由于直接提价可能损害产品销量及市场份额，乳企主要通过结构向高端化升级带动平均价格提升，一方面，由于常温酸奶和高端白奶的定价体系高于基础产品，我们认为常端品类的较快增长将拉动产品吨价提升。

1) 常温酸奶：最早由光明乳业开创，2009年莫斯利安的推出是标志性事件，2012年莫斯利安全国铺货上市。在短短几年间，常温酸奶从无到有，经历了迅猛的增长。**18年常温酸奶规模已达到351亿元，同比增长26%，我们预计19年行业仍有15%以上增长。**

图表 27：我国常温酸奶规模（亿元）及同比增速


数据来源：中国产业信息网、东方证券研究所

图表 28：常温酸奶的高端化


数据来源：天猫、公司官网、东方证券研究所

2) 高端白奶：2005 年蒙牛推出特仑苏开创高端白奶先河，随后 2006 年伊利推出金典。2008 年以后高端奶真正爆发，2013 年进口液奶通过电商渠道、以低价迅速抢占国内市场，行业增速进一步提升。15 年上游牧场原奶过剩，现代牧业、圣牧等原奶型企业开始大力发展下游。近两年特仑苏、金典增速依旧亮眼，预计 19 年收入分别同比增长 29%、19%。

另一方面，常温酸奶、高端白奶、低温酸奶系列产品内部通过改变口味和包装、推出高价新品，亦带动了均价的提升。如安慕希从“原味→黄桃燕麦→高端畅饮 PET 瓶”的路径，每一次的产品更新均带动了价格跃迁，老款安慕希卡在 6 元价格带，黄桃燕麦系列往 8 元升级，高端畅饮凤梨橙则助力产品售价突破 10 元；再如金典从“金典纯→金典有机→金典娟姗奶”，价格从 55 元逐步跃迁至百元以上。

下面我们以常温酸奶安慕希为例，大致测算结构升级对常温酸奶均价的影响幅度。假设在升级之前，安慕希系列全部为老款，为简化计算我们只考虑高端畅饮占比提升对于均价的影响。结果显示，高端系列销量占比每提升 20pct，吨价每次提升幅度约 5%-6%。

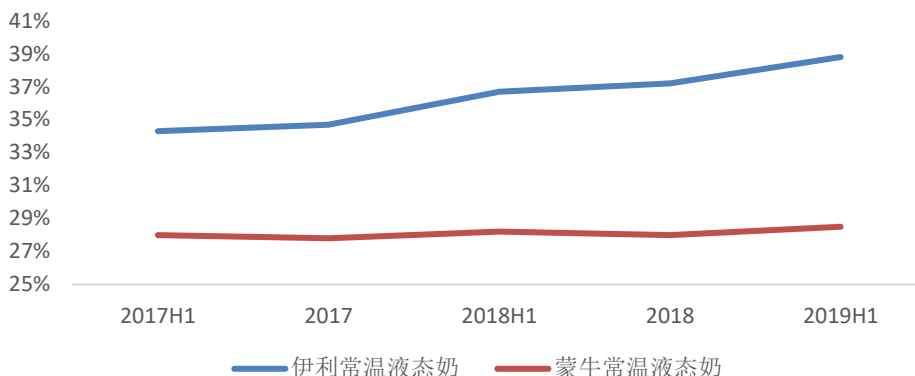
图表 29：产品结构升级对于安慕希均价提升幅度估测

	安慕希老款	安慕希高端畅饮 PET	均价涨幅
产品销量占比	100%	0%	0%
	80%	20%	5.6%
	60%	40%	11.2%
	40%	60%	16.8%
	20%	80%	22.4%
	0%	100%	28.1%

数据来源：公司年报、东方证券研究所计算

3.3 龙头乳企收割份额，马太效应强者恒强

消费升级背景下，龙头乳企渠道下沉挤压小企业生存空间，持续收割常温市场份额。从需求端看，在消费升级的趋势下，消费者品牌意识逐渐增强，更倾向于选择知名度高、产品质量有保障的大品牌。从供给端看，龙头企业对奶源、渠道的掌控力更强，资金实力雄厚、研发和营销能力突出，在常温市场不断通过渠道深耕下沉，抢占小企业份额。根据 AC 尼尔森披露的数据，自 2017H1 年至 2019H1，伊利市占率从 34.3%稳步提升至 38.8%，蒙牛市占率从 28.0%提升至 28.5%，CR2 目前已达到 67.3%，并且仍在持续提升。

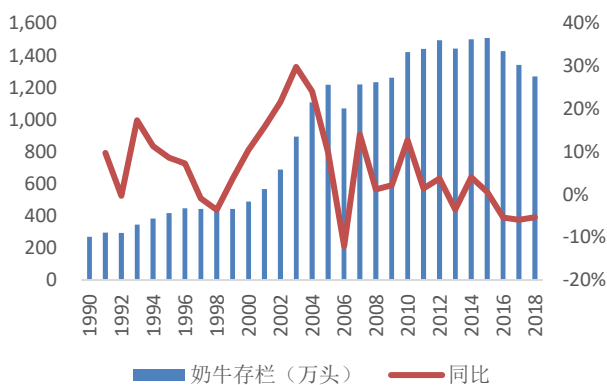
图表 30：近年伊利、蒙牛常温液态奶市占率不断提升


数据来源：AC 尼尔森、东方证券研究所

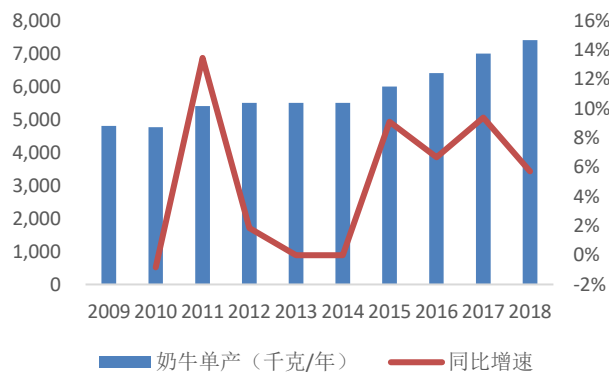
中小型乳企或发力低温、深耕区域，或被兼并收购、或退出市场竞争。由于伊利、蒙牛不断抢占常温产品份额，而低温产品保质期短、受制于冷链运输的苛刻条件，运输壁垒较高，存在龙头触及不到的市场。除收购和主动退出市场外，区域性乳企未来将更加聚焦低温，成长空间较为有限。

3.4 原奶价格温和上涨，竞争胶着盈利承压

18 年下半年以来，国内原奶已进入供需紧平衡阶段。从供给端看，15 年我国奶牛存栏数量达到 1507 万头后见顶，随后连续出现下滑；此外，18 年我国奶牛单产达到 7400kg/年，已超过全球平均水平，奶牛单产增速也有所减慢，预计未来单产提升空间较为有限。预计今年及明年供需紧平衡，原奶价格将呈现温和上涨趋势，原奶方面的议价能力或将增强。从需求端看，经历了 15 年行业的寒冬期，16H2 以来乳制品消费开始复苏，低线城市需求增长+行业消费升级持续推动需求改善。17、18 年行业延续了复苏趋势，随着乳企龙头线上通过空投广告持续进行消费者培育，线下增加折扣买赠力度鼓励乳制品消费，行业需求持续向好。根据 USDA 预测，18、19 年我国液奶富余量约 2 万吨，达到近年最低点。

图表 31：我国奶牛存栏数（万头）出现下降


数据来源：中国奶业年鉴、东方证券研究所

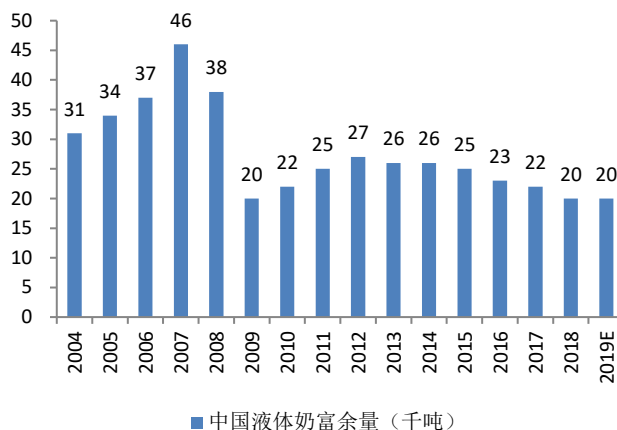
图表 32：18 年我国奶牛单产（kg/年）增速有所放缓


数据来源：中国奶业年鉴、东方证券研究所

图表 33：我国奶牛单产提升或将接近天花板

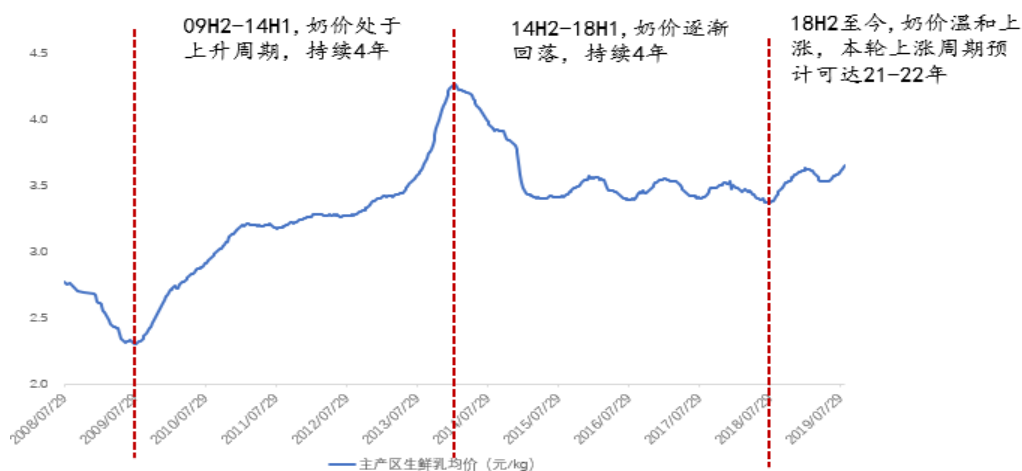
国家	奶牛单产 (千克/年)
美国	10000
德国	7750
英国	7500
中国	7400
法国	6950
全球平均	6100
澳洲	6070
新西兰	4260

数据来源：USDA、中国奶业年鉴、东方证券研究所

图表 34：18、19 年中国液奶富余量达到近年最低点


数据来源：USDA、东方证券研究所

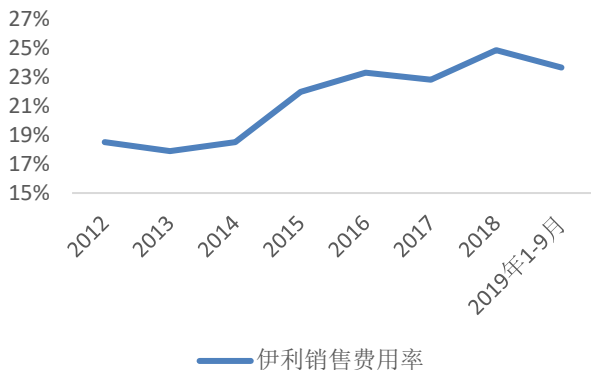
优质奶源相对稀缺，国内奶价预计温和上涨。根据中国农业部数据，18 年 7 月开始，国内生鲜乳均价出现上涨，18 年 7 月 4 日奶价为 3.37 元/kg，19 年 11 月 6 日已上涨至 3.82 元/kg，区间涨幅为 13.4%。伊利、蒙牛等龙头乳企对奶源要求更高，采购原奶往往更加优质，故采购价通常会高于生鲜乳均价，预计今年伊利的奶价成本同比上涨 6%-7%，蒙牛奶价成本同比上涨 3%-5%。由于奶牛的生长和投产周期较长，从历史情况看，原奶的价格周期通常为 3-4 年。奶价的上涨主要因供需缺口凸显所致，我们判断本轮奶价的反弹将持续至 21 年或 22 年。

图表 35：国内生鲜乳价格走势复盘


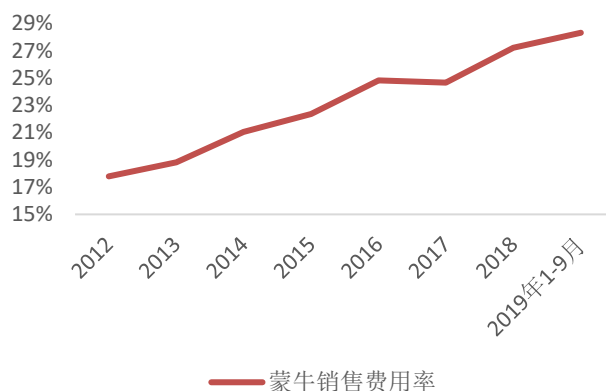
数据来源：农业部、东方证券研究所整理

费用投放高举高打，明年是冲刺双千亿目标关键年份，双子座竞争趋势未见缓和，预计短期盈利仍将承压。本轮价格战始于 18 年 4 月，蒙牛率先对特仑苏苗条装产品进行降价，伊利随后跟进，两强互相牵制你追我赶，线下费用投放较大。**短期看**，2020 年是伊利和蒙牛双千亿目标的收官之年，两强目前均以收入和市场份额为先，伊利希望进一步拉开与蒙牛的差距，但蒙牛亦有追赶之志，希望缩小与伊利的差距。我们判断线下费用率难有下降；线上营销方面，考虑到 2020 年是体育大

年，有奥运会等重大赛事催化，预计广告投放攻势猛烈。由于原奶成本压力+费用高举高打，我们认为明年行业及龙头利润增速不会太快。**长期看**，市场份额将进一步向头部企业集中，待到伊利与蒙牛市占率差距拉开或一方率先停战后，行业竞争有望趋缓，利润率将步入上行区间。

图表 36：近年伊利销售费用率震荡上行


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 37：近年蒙牛销售费用率明显提升


数据来源：公司年报、东方证券研究所

3.5 乳制品板块建议关注

- 伊利股份(600887, 买入)

公司是国内乳制品行业龙头，从量价角度看，渠道下沉、抢占竞品份额有望带动销量增长，新品推出持续贡献新增长点，结构升级、高端新品迭代将驱动产品均价提升；从渠道模式看，深度分销模式下，公司不断加强渠道精耕，渗透率持续提升，预计未来随着低线城市及乡镇市场的进一步开拓，产品铺市率和销量仍将稳步提升；从企业经营和管理团队激励层面看，公司十几年间管理层较为稳定，高管持股实现了管理团队利益与公司利益的深度绑定，股权激励方案推出进一步增强团队积极性。

- 蒙牛乳业(02319, 买入)

公司收入及份额行业居前，股东和战略合作方资源丰富，液奶市占率位列行业第二。从业务条线看，蒙牛液奶端发力特仑苏和纯甄两大战略单品，持续推进结构升级；奶粉剥离较为低端的君乐宝，雅士利做强高端有机奶粉及羊奶粉等高增速单品，提升利润率水平；冷饮业务表现稳健，中高端升级引领增长。在较大的费用投放力度下，公司上半年液奶增长表现亮眼，市占率稳步提升，我们期待竞争格局缓释后公司盈利能力的改善。

四、啤酒吨价提升驱动增长，成本压制减弱利润有望改善

4.1 行业销量表现平稳，吨价提升构筑长线逻辑

啤酒行业自 2014 年 7 月起进入下行阶段，全国产量增速连续 25 个月同比下降，走弱态势持续至 2016 年 8 月才得以扭转，出现了连续 5 个月产量同比转正、行业弱复苏的行情。17 年全年下滑 0.7%，18 年行业产量微增 0.5%，19 年 1-9 月产量累计同比上升 0.7%。**从趋势上看，目前行业基**

本面较 14-16 年已有所改善，市场出现一定回暖，下滑趋势基本遏制，市场处于低位反转阶段，预计未来行业产销量将基本保持稳定。

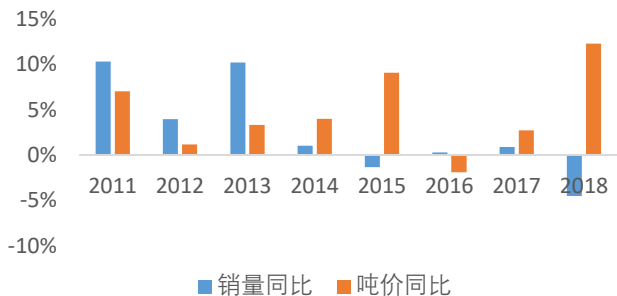
图表 38：啤酒产量下滑趋势有所放缓，基本止跌



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

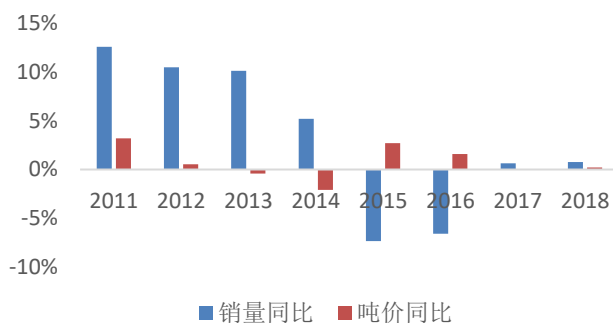
从量价拆分看，近年啤酒板块主要上市公司销量波动不明显，收入增长主要由吨价提升驱动。如华润 16-18 年销量分别变动 0.27%、0.89%、-4.52%，而同期吨价分别同比变化-1.91%、2.71%、12.26%。我们认为价格增长的动因来自于产品价格调整和中高端占比提升，吨价的上涨一方面驱动企业收入提升，另一方面也为盈利能力带来边际改善。

图表 39：11-18 年华润啤酒收入量价拆分



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 40：11-18 年青岛啤酒收入量价拆分



数据来源：公司年报、东方证券研究所

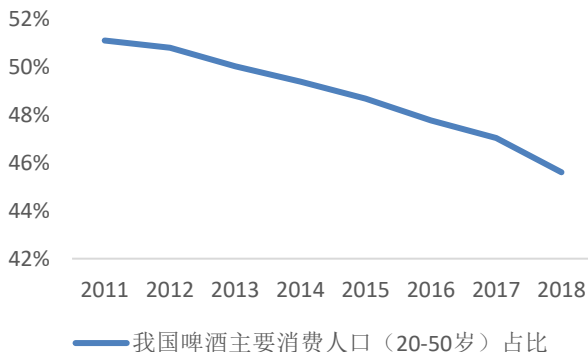
图表 41：11-18 年燕京啤酒收入量价拆分


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 42：11-18 年重庆啤酒收入量价拆分


数据来源：公司年报、东方证券研究所

基于以下原因，我们认为行业未来量上的增长空间较为有限：1) 人口结构变化、青年人口占比降低导致消费减少。由于啤酒的主要消费人群年龄段集中在 20-50 岁，在老龄化趋势下，11-18 年间该年龄段人口占比从 51.09% 持续下降至 45.6%；2) 我国人均啤酒消费量已高于世界平均，过去几年处于下降通道。根据欧睿国际统计，2017 年我国大陆人均啤酒消费量达到 31.9 升，高于全球均值水平 25.9 升。此外，我国人均啤酒消费量已于 13 年见顶，欧睿国际预测下滑趋势将会延续。

图表 43：11 年以来我国啤酒主要消费人口占比持续下降


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 44：17 年我国啤酒人均消费量高于世界平均水平


数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

直接提价与结构升级带动啤酒单价提升，华润、青啤等龙头厂商吨价提升空间大。

- 1) **直接提价**：在包材、酿酒原材料、人工等成本上涨的大背景下，厂商有望通过小步慢跑式调价对冲成本压力，且我们认为行业短期内的提价将较为顺畅。一方面，龙头厂商往往先在强势区域针对畅销品种进行价格调整，此举将打开市占率略低一筹的竞品的价格空间，我们判断其它厂商通常会选择跟随提价以改善利润；另一方面，由于国产啤酒的吨价水平偏低，主流价格集中在 2000-3000 元/吨（出厂口径），远低于进口啤酒 4000-6000 元的吨价，小幅的价格调整不会造成产品性价比的显著变化。
- 2) **结构升级**：高端化趋势显著，华润、青啤改善空间大，我们认为结构升级主要由产品迭代和包装改变驱动。

- **从产品迭代的角度看**，以青啤为例，公司青岛品牌与普低档副牌产品销量占比约 1:1，我们估计吨酒价分别为 4118 元/吨和 2455 元/吨，近年公司主品牌产品增速明显快于副牌。随着公司以青岛品牌替代低端副牌、主品牌从中档的经典款升级至高端的 1903、纯生、副牌以崂山替代低端的山水、汉斯、银麦，预计吨价将保持较快增长。下面我们大致测算在不同的产品结构情形下（不考虑直接提价），公司产品吨价的增厚幅度。

图表 45：青岛啤酒结构升级对于吨价的影响幅度测算

青岛品牌产品销量占比	青岛品牌吨价（元/吨）	普低档副牌吨价（元/吨）	平均吨价（元/吨）	吨价提升幅度
50%	4118	2455	3287	0.00%
55%	4118	2455	3370	2.53%
60%	4118	2455	3453	5.06%
65%	4118	2455	3536	7.59%
70%	4118	2455	3619	10.12%
75%	4118	2455	3702	12.65%

数据来源：公司年报、东方证券研究所预测

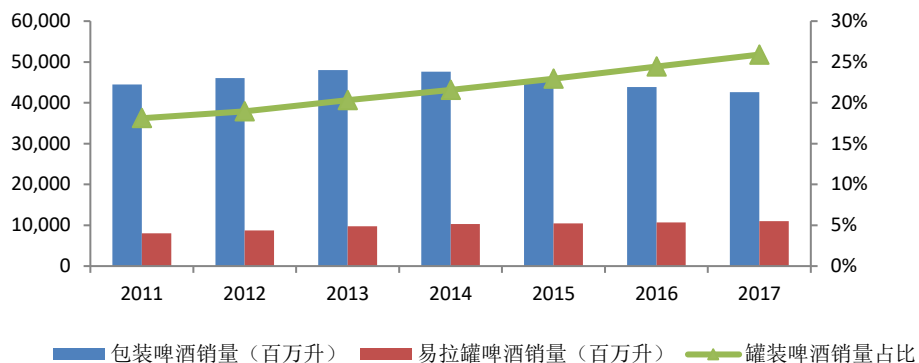
图表 46：青岛啤酒青岛品牌内部结构升级对于吨价的影响幅度测算

经典系列占青岛品牌比重	经典系列吨价（元/吨）	高端系列吨价（元/吨）	青岛品牌平均吨价（元/吨）	吨价提升幅度
40%	3000	4863	4118	0.00%
35%	3000	4863	4211	2.26%
30%	3000	4863	4304	4.52%
25%	3000	4863	4398	6.79%
20%	3000	4863	4491	9.05%
15%	3000	4863	4584	11.31%

数据来源：公司年报、东方证券研究所预测

由以上计算可得，当青岛品牌占比从 50%提升至 75%时，公司整体吨价提升幅度为 12.65%；在青岛品牌内部，若经典系列的销量占比从 40%降至 15%，则青岛品牌的吨价仍有 11.31%的提升空间。叠加副牌中崂山对于低端产品的替代，我们认为长期看仅结构升级至少能贡献 20%的以上的吨价涨幅。进一步假定每年公司直接提价 2%，而上述结构升级将在 10 年内完成，则公司年均的吨价涨幅有望达到 4%。

- **从包装改变角度看**，出于卫生、安全等方面的考量，啤酒的包装逐渐从玻璃装向易拉罐装过渡。根据欧睿国际统计数据，11-17 年间我国易拉罐装啤酒销量占比从 18.1%逐渐提升至 25.9%，且占比仍在不断上升。由于同规格同系列的易拉罐装产品价格往往高于玻璃装，故包装更替也将带动吨价提升。

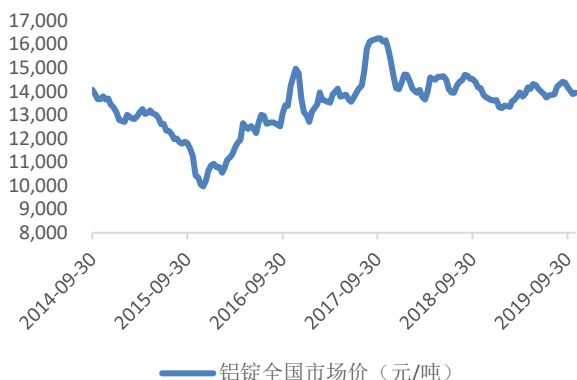
图表 47：11-17 年间我国易拉罐装啤酒销量占比不断上升


数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

4.2 明年成本压力减缓，企业毛利率有望提升

通过对啤酒成本构成的分拆，玻璃瓶、易拉罐（铝罐）、麦芽三者成本合计约 60%。今年玻璃瓶、大麦的成本出现较大幅度的上涨，部分稀释了结构升级、吨价提升的红利，从而制约了行业盈利的改善。展望明年，我们认为麦芽成本已有所回落，玻璃瓶成本在今年高基数下涨幅收窄，而易拉罐由于上游铝产能过剩，18 年以来价格下行、处于低位，预计不会出现较大涨幅。因此，明年的成本压力将显著小于今年，即使在增值税率下调红利期结束后，企业盈利能力仍有望改善。

- **玻璃瓶**：受环保管治加强、日用玻璃行业准入政策日益趋严影响，不少中小企业的落后产能被淘汰，行业整体供给减少。此外，非标准小瓶需求增长、玻璃强度要求更高也进一步加剧了供给的短缺，18 年以来玻璃价格出现了较大幅度的上涨，19 年我们判断玻璃成本涨幅在高个位数。展望 20 年，我们认为受需求稳健增长、供给端产能不足影响，玻璃价格仍将上行。但考虑到 19 年的高基数，预计成本上涨空间较为有限。
- **易拉罐**：易拉罐价格与铝价联动性较高，而铝价往往随国内外宏观经济波动呈现周期性变化。09-14 年电解铝产能快速扩张导致我国铝行业产能较为充裕，市场竞争激烈，价格走低。15 年以来，随着供给侧收缩，铝材供需关系改善，价格有所提升。根据国家统计局和 wind 统计，19 年 1-10 月铝锭全国均价同比下降 2.9%，打包易拉罐价格维持低位。考虑到目前铝的供给仍相对充足，预计 20 年铝制易拉罐价格不会出现太大变动。

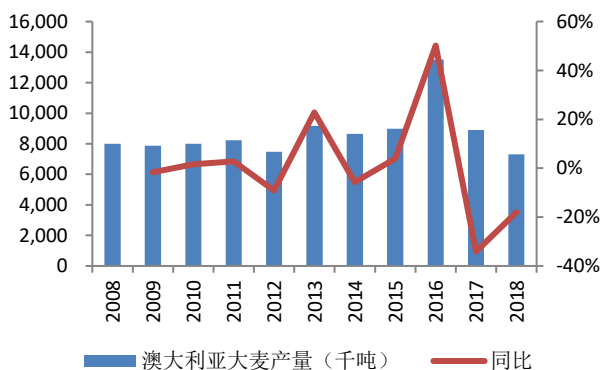
图表 48：19 年铝锭全国市场价同比小幅下降


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

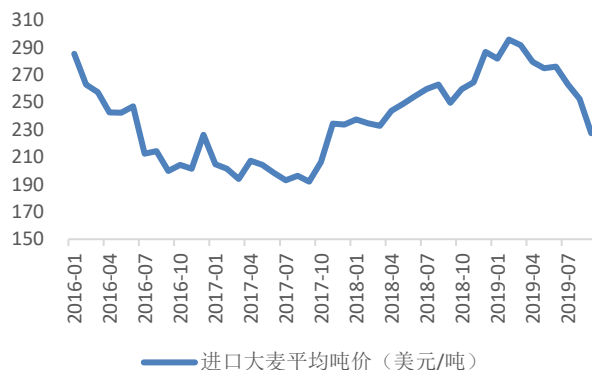
图表 49：19 年打包易拉罐价格维持低位


数据来源：wind、东方证券研究所

- **麦芽**：受麦芽主产区天气干旱影响，澳大利亚 17 年以来大麦产量减少。据 USDA 统计，18 年澳洲大麦产量同比下降 18%至 7300 千吨，达 2008 年以来的最低水平。澳大利亚作为全球麦芽的重要出口国，产量将直接影响国际大麦的价格走势，澳麦的减产和国际大麦价格走高推动了今年上半年酿酒原材料的价格上行。根据海关总署的数据，今年 3 月起进口大麦的价格已有所回落，7 月起澳麦价格也有所下降。纵观历史数据，大麦的价格上涨周期大约为 1-2 年，我们判断本轮大麦成本上涨已到达尾声，20 年价格有望回落。

图表 50：17 年、18 年澳麦减产


数据来源：USDA、东方证券研究所

图表 51：19 年 3 月起进口大麦平均吨价回落


数据来源：海关总署、东方证券研究所

以青岛啤酒为例，我们大致测算 20 年由于吨价提升和成本压力减小带动的毛利率提升幅度。假设 19 年公司毛利率为 38.7%，明年产品吨价上涨 4%，根据不同情景下的成本涨幅，我们计算出乐观、中性、悲观情景下公司 20 年的毛利率分别为 42.2%、40.3%、38.5%。

图表 52：青岛啤酒 20 年毛利率预测

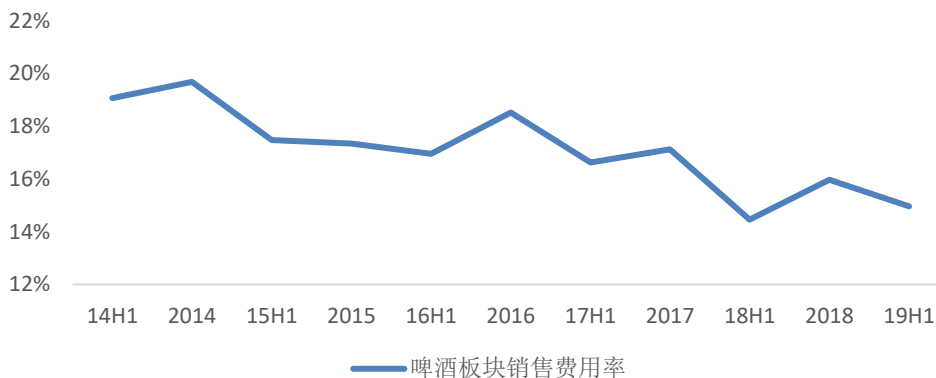
	占比	乐观场景下 20 年 成本涨幅	成本压力（乐 观）	中性场景下 20 年 成本涨幅	成本压力（中 性）	悲观场景下 20 年 成本涨幅	成本压力（悲 观）
玻璃	31%	3%	0.93%	5%	1.55%	7%	2.17%
易拉罐	15%	-5%	-0.75%	0%	0.00%	5%	0.75%
纸箱	4%	-15%	-0.60%	-7%	-0.28%	0%	0.00%
进口大麦	15%	-10%	-1.50%	-5%	-0.75%	0%	0.00%
水	0.20%	0%	0.00%	2%	0.00%	4%	0.01%
啤酒花	5.60%	0%	0.00%	2%	0.11%	4%	0.22%
大米	6.40%	0%	0.00%	2%	0.13%	4%	0.26%
其他（能源、制造 费用等）	23%	0%	0.00%	2%	0.46%	4%	0.92%
合计	100%		-1.92%		1.22%		4.33%
2020 年毛利率预 测			42.2%		40.3%		38.5%

数据来源：公司年报、东方证券研究所预测

4.3 他山之石可攻玉，高端化及控费成为破局之道

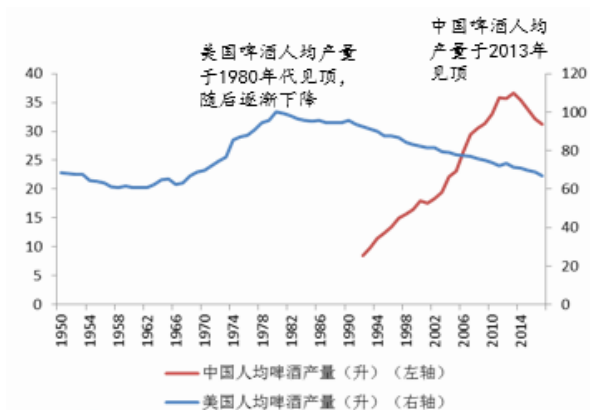
过去行业竞争激烈，销售费用率高企制约利润率提升。由于啤酒行业集中度较高，我们选取 A+H 股主要上市公司（华润、青啤、百威亚太、燕京、重啤、珠江、惠泉、兰州黄河）财务数据近似估算行业销售费用率。从历史情况看，从 2007 年到 2016 年，啤酒行业销售费用率上升明显，16 年时已达到 18.52%。我们认为主要有两方面原因：（1）行业竞争十分激烈，龙头企业跑马圈地式抢占市场份额伴随着大量的广告营销支出和促销费用，买店、打折等现象较为严重；（2）受份额即利润观念的影响，企业大规模开拓市场，导致人工、运费、市场推广费增加。

成本上涨背景下竞争缓释，费率逐渐回落。在成本压力的催化下，17 年开始部分主要厂商的销售费用率出现回落，关厂去产、停止价格战逐渐成为行业共识。截至 19H1，行业销售费用率已降至 14.96%，且我们认为未来仍有下降空间：（1）成本上涨使企业盈利承压，啤酒厂商近年对于利润的诉求有所增强，在追求份额提升的同时强化了对于利润的考量，如华润、青啤、重啤（嘉士伯）等均对年度利润的增长提出目标；（2）大部分市场格局较为稳定，无节制的费用投放收效甚微。目前国内大部分区域竞争格局已基本成形，优势厂商地位稳固，其他企业加大费用投放收益不大，且搅局者在其他区域可能遭到龙头企业的狙击；（3）部分厂商现金流短缺，短期内主动放松对于份额的争夺。

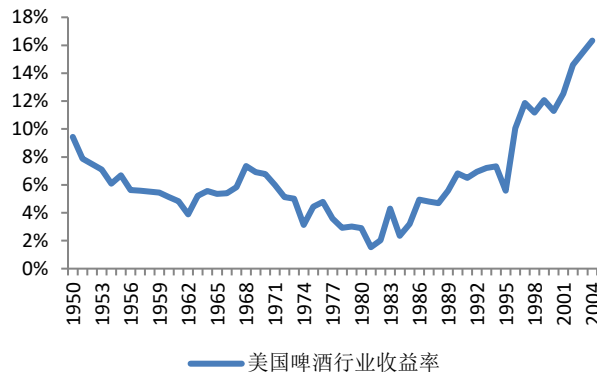
图表 53：啤酒行业竞争有所缓和，销售费用率出现回落


数据来源：公司年报、东方证券研究所

他山之石可攻玉，高端化和销售费用率的变化是决定啤酒行业盈利水平的关键。观察美国啤酒行业利润水平的变化，自 1950 年至 1980 年代初期，盈利能力整体呈现下行趋势，推测与当时企业以价格战方式争夺市场份额有关。待到竞争格局企稳后，企业对于利润的诉求增强，百威定价权也逐渐加强，行业利润率稳步提升。我们认为啤酒企业对于上游原材料端基本无定价权，只能作为成本端的价格接受者，因此成本波动仅是短期扰动，不构成行业增长的长期逻辑（除非成本持续上涨或下降）。塑造行业盈利的核心指标是毛利率和销售费用率，产品结构高端化带来的均价增长将助力毛利率提升，而竞争缓释后销售费用率的下降也将增厚企业利润。

图表 54：美国啤酒人均产量在 1980 年代见顶


数据来源：美国经济分析局、国家统计局、东方证券研究所

图表 55：伴随着高端化和降费，美国啤酒行业在 80 年代后盈利能力快速提升


数据来源：Brewers Imanac(various issues) and US treasury department、东方证券研究所

4.4 啤酒板块建议关注

- 青岛啤酒(600600, 增持)

公司历史悠久、品牌力强，市占率领先、渠道优势突出；产品定位中高端，结构升级及吨价提升较为显著，且未来产品结构仍有较大改善空间；沿黄河流域及东北地区近年表现亮眼，华南、华东区域有望逐渐改善；此外，公司对于费用的管控有所加强，盈利逐步改善。

- 重庆啤酒(600132, 增持)

公司逐步以卡位中高端的重庆、乐堡品牌替代低端的山城，中高端新品迭代，产品结构升级推动吨价、毛利率不断提升；重庆地区市占率稳步提升，大城市计划逐渐拓展重庆周边市场，四川、湖南有序推进；关停盈利能力较低的工厂后净资产收益率大幅提升，盈利能力领跑行业；此外，公司已进入嘉士伯资产注入窗口期，品牌及区域协同值得期待。

五、风险提示

- **经济增速放缓、需求不及预期的风险。**如果宏观经济、人均收入及消费偏好发生负面改变，导致子行业下游需求增速放缓，或将影响食品饮料企业的业绩。
- **成本大幅上涨的风险。**如果明年酿酒原材料、原奶、玻璃瓶等成本大幅上涨，企业提价和产品结构升级无法完全覆盖成本涨幅，可能对公司毛利率带来负面影响。
- **食品安全风险。**如果发生食品安全黑天鹅事件可能会影响上市公司收入业绩。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有重庆啤酒(600132)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有伊利股份(600887)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

