

买入

追随高端化浪潮 拥抱行业龙头

食品饮料行业

2019-12-10 星期二

投资要点

➤ 乳制品：竞争格局维稳，高端产品刺激需求

我国乳制品的人均消费量仅为日韩的 1/3 至 1/2，估算未来 5 年我国乳制品市场规模将维持 5%左右的复合增速，低线城市和乡镇市场的消费需求将是主要驱动力量。产品方面，高端化趋势将进一步驱动行业增长，产品升级仍是主基调。成本方面，在需求量稳定的情况下，结合我国奶牛存栏量、单产水平和饲料成本趋势，预计未来两年原奶价格温和上涨。乳企龙头竞争态势保持稳定，行业集中度持续、缓慢提升。

➤ 啤酒：聚焦产品结构升级、产能优化及盈利能力的持续改善

从我国的消费量和人口结构来看，啤酒消费已经处于成熟阶段，量增空间有限，产品结构升级成为拉动行业内生增长的根本办法，吨酒价格提升成为行业扩容的重要推动力。2012-2018 年，经济型、中档、高档啤酒销量的年复合增速分别为-4.5%、6.9%、15.9%，高端化趋势明显。目前，70%省份龙头布局清晰，竞争格局基本稳定，龙头竞争策略由“要份额”向“要利润”转变，聚焦盈利能力更强的基地市场，关停低效工厂，优化产能，提升产能利用率；费用投放回归理性；产品结构受益高端化策略持续改善，行业盈利拐点向上，基地市场多的企业将明显受益。

➤ 方便面：竞争趋缓，行业升级

外卖产业已进入寡头竞争的成熟阶段，外卖补贴退坡，性价比优势弱化；加上外卖平台食品安全问题频发，具备工业化生产、有安全质检保证、大品牌背书的方便面再次获得消费者青睐，2017 年后行业释放回暖信号，行业龙头的竞争也回归理性，行业竞争环境趋缓。伴随中产阶级队伍的不断壮大，人们消费能力的不断提升，消费升级背景下，高端细分市场预计将保持双位数增长，在高端方便面市场拥有较强品牌力和产品力的企业将会受益。

➤ 推荐标的

推荐乳制品行业中的蒙牛乳业(2319.HK)、啤酒行业中的华润啤酒(291.HK)及高端方便面生产商日清食品(1475.HK)

相关报告

蒙牛乳业 (2319.HK) 首发报告-20191129

华润啤酒 (291.HK) 首发报告-20190703

日清食品 (1475.HK) 首发报告-20191009

国元国际研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

目录

1.乳制品行业:竞争格局维稳, 高端产品刺激需求.....	5
1.1 处于量稳价增的低速增长阶段, 远未触达天花板.....	5
1.2 产品高端化驱动行业增长.....	6
1.3 商超主导, 网购和低线城市增长势头足.....	7
1.4 原奶价格温和上涨, 龙头上游话语权强.....	7
1.5 行业竞争格局: 龙头集中度提升, 竞争格局维持稳定.....	9
1.6 乳制品板块建议关注.....	10
2.啤酒行业: 聚焦产品结构升级及盈利能力的持续改善.....	11
2.1 市场开启存量竞争, 产品升级成破局之道.....	11
2.2 行业格局稳定, 聚焦优势区域.....	13
2.3 关厂优化产能提效.....	15
2.4 啤酒板块建议关注.....	16
3.方便面行业: 竞争趋缓, 行业升级.....	17
3.1 方便面市场回暖, 行业仍存增长潜力.....	17
3.2 高端方便面市场将驱动行业增长.....	18
3.3 行业竞争趋缓.....	19
3.4 方便面板块建议关注.....	21

图目录

图 1: 05 年至今中国乳制品行业市场规模 (百万美元).....	5
图 2: 液体奶人均消费量 (KG)	5
图 3: 农村人均奶类消费量增速远高于城市.....	5
图 4: 城镇居民人均奶类消费量与可支配收入.....	5
图 5: 国内 2005-2018 年各品类零售额及增速.....	6
图 6: 2010 年以来各品类消费量增速.....	6
图 7: 2014-2018 年普通、高端和超高端奶粉的占比.....	6
图 8: 2010-2018 年主要婴幼儿奶粉品牌份额 (%).....	6
图 9: : 2005-2018 国内乳制品各渠道零售额占比 (%).....	7
图 10: 乳制品按城市级别销售额占比及销售额增速.....	7
图 11: 一线城市出生率显著低于二三线城市.....	7
图 12: 2013-2018 年母婴渠道占比逐年提高.....	7
图 13: 中国奶牛存栏量.....	8
图 14: 2010-2018 年中国奶牛单产 (单位吨)	8
图 15: 2010 年至今, 国内生鲜乳价格、进口大包粉和 GDP 拍卖全脂奶粉折算价.....	8
图 16: 常温奶市场的市场集中度持续提升.....	9
图 17: 低温酸奶市场 CR2 为 54.7%, 集中度提升缓慢.....	9
图 18: 中国啤酒产量及增速.....	11
图 19: 中高档啤酒销量增长快速.....	12
图 20: 行业销售额稳步提升.....	12
图 21: 各档次啤酒销量 (十万吨)	12
图 22: 各档次啤酒收入 (十亿美金)	12
图 23: 主要产商吨价 (人民币/千升)	13
图 24: 主要产商毛利率.....	13
图 25: 2018 年销量口径竞争格局.....	14
图 26: 2018 年高端市场销量口径竞争格局.....	14
图 27: 中国各啤酒产商主要利润池划分.....	14
图 28: 费用率呈下降趋势.....	15

图 29: 重庆啤酒资产减值损失.....	16
图 30: 重庆啤酒净利润率和净资产收益率持续提升.....	16
图 31: 方便面需求量自 2013 年后出现下滑.....	17
图 32: 方便面消费量 (左)、人均消费量 (右)	17
图 33: 中国方便面均价偏低.....	17
图 34: 高端方便面销量增长迅速.....	18
图 35: 高端产品快速增长, 占比加速提升.....	18
图 36: 方便面销售额表现较为坚挺.....	18
图 37: 产品均价持续走高 (元)	18
图 38: 中产阶级群体不断壮大.....	19
图 39: 中国高端方便面销售额 (单位: 十亿元)	19
图 40: 中国高端方便面销售量 (单位: 十亿份)	19
图 41: 康统管理费用率持续走高.....	20
图 42: 康统销售费用率.....	20
图 43: 康统净利润率.....	20
图 44: 中国大陆 2018 年方便面市场竞争格局.....	21
图 45: 中国大陆 2018 年高端方便面市场竞争格局.....	21
图 46: 中国大陆业务拆分.....	21
图 47: 2018 年同业毛利率比较.....	22
图 48: 公司 2018 年中国大陆收入地区分布.....	22

表目录

表 1: 五大啤酒龙头企业产品分类.....	13
表 2: 行业去产能提质增效.....	15

1. 乳制品行业: 竞争格局维稳, 高端产品刺激需求

1.1 处于量稳价增的低速增长阶段, 远未触达天花板

90 年代至今, 我国乳制品行业先后经历了高速增长期和供给端调整期, 目前步入低速增长期, 当前处于量稳价增阶段。根据 USDA 数据, 2018 年我国液体奶人均消费量为 23.6kg (以原料奶计算), 仅为日本和韩国的约 1/2 和 1/3, 我国奶制品人均消费远未达到饱和状态。

图 1: 05 年至今中国乳制品行业市场规模 (百万美元)

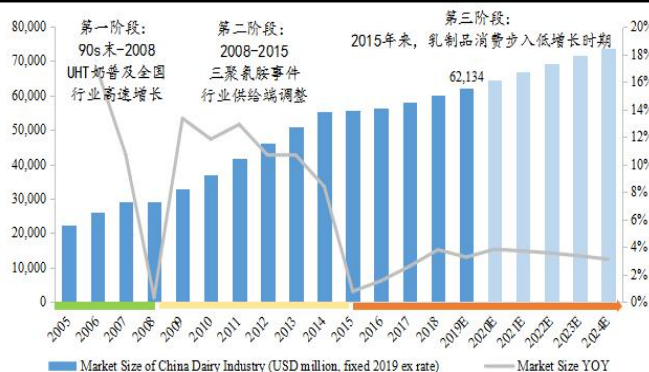
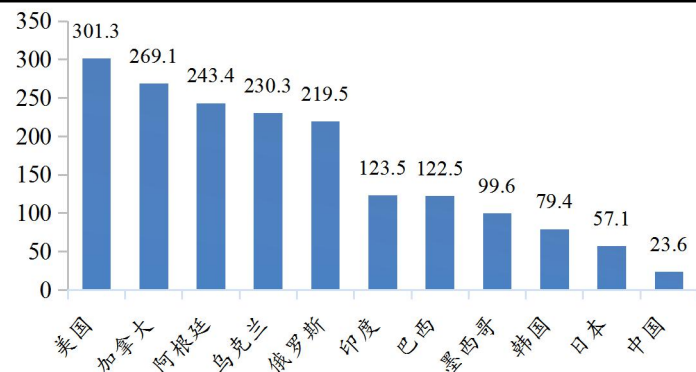


图 2: 液体奶人均消费量 (kg)



资料来源: Euromonitor、国元国际

资料来源: USDA、联合国、Wind、国元国际

低线城市和乡镇市场的消费需求将是未来乳制品消费增长的主要驱动力。从区域来看, 当前我国一二线城市人均奶类消费量逐渐趋于饱和, 而随着城镇化带来的城镇人口增加和乳制品消费观念升级, 未来低线城市和农村地区市场存在较大增长潜力。我们预计未来 5 年我国乳制品消费市场规模将维持 5% 左右的复合增速。

图 3: 农村人均奶类消费量增速远高于城市

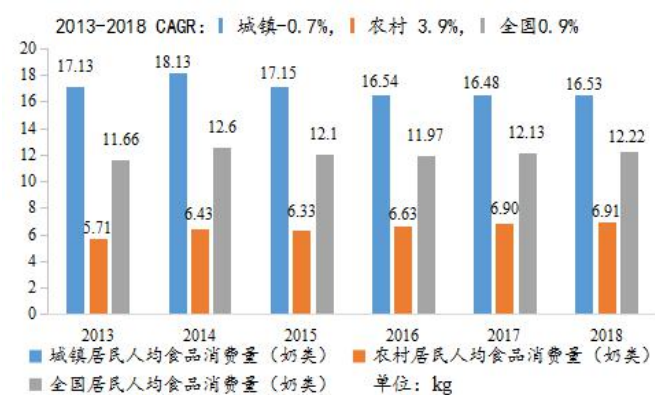
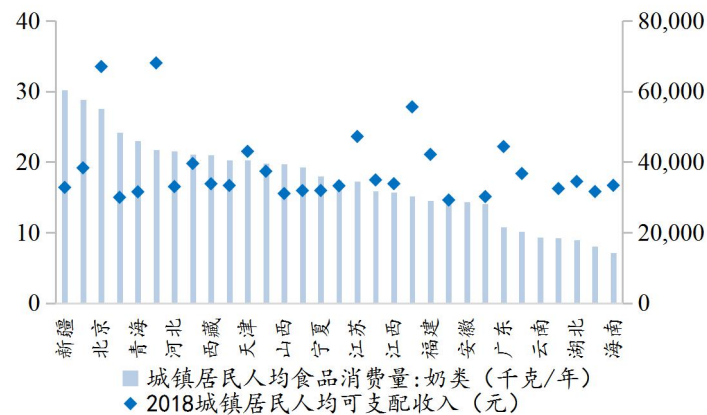


图 4: 城镇居民人均奶类消费量与可支配收入



资料来源: 国家统计局

资料来源: Wind、国元国际

注: 本图中人均奶类消费量含鲜奶、奶粉和酸奶, 不含代乳粉、乳饮料。

1.2 产品高端化驱动行业增长

常温纯奶占主导，酸奶增长较快，未来产品高端化带来增长点。从我国乳制品的品类结构来看，目前常温纯奶仍占主导地位，其次是酸奶。结合量价来看，我国酸奶、豆饮品类和低温鲜奶量价齐升，而常温白奶的增长则由价格提升带动。预计在中短期内，受到常温酸奶及豆奶饮品的冲击，常温白奶在消费量上增长有限，该品类的增长仍继续由产品结构提升推动；常温酸奶品类仍将通过品类的更新保持较高增速。随着消费者健康意识的逐渐增加，以及大集团冷链系统的完善，低温酸奶以及鲜奶预计仍将保持较快增速。

图 5：国内 2005-2018 年各品类零售额及增速

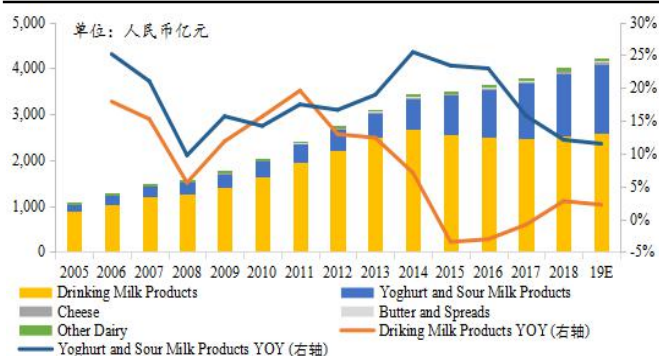
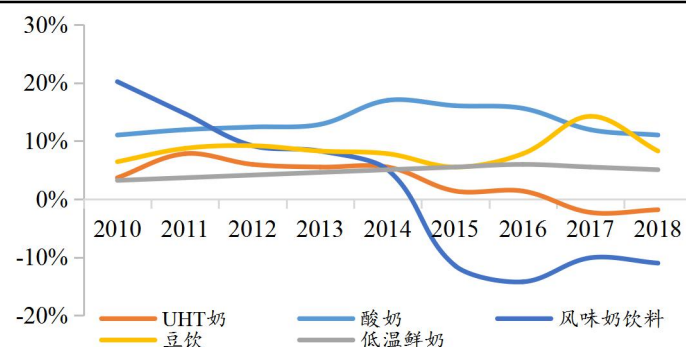


图 6：2010 年以来各品类消费量增速



资料来源：Euromonitor；注：Drinking milk Product 包括低温白奶、常温白奶和风味乳饮品等；Yogurt and sour milk product 包括常温和低温酸奶。资料来源：USDA、联合国、Wind、国元国际

二胎红利消退，高端奶粉品类仍将快速增长。二胎红利消退后我国婴幼儿奶粉行业整体进入低增长期，2018 年销量和 ASP 同比增速均低于 5%，但高端产品占比快速提升，2018 年高端和超高端奶粉产品的占比已达到 37.9%，同比增加 6.6 个百分点。根据 Frost & Sullivan 的估计，2018-2023 年高端奶粉和超高端奶粉的市场规模复合增速将达到 16% 的水平。从竞争格局来看，行业集中度对比成熟市场尚存提升空间，国外高端品牌仍占据主导地位，但发改委奶粉新政的推出将利好国产奶粉龙头，国内奶粉龙头有望继续扩大市场份额，加速追赶国外品牌。

图 7：2014-2018 年普通、高端和超高端奶粉的占比

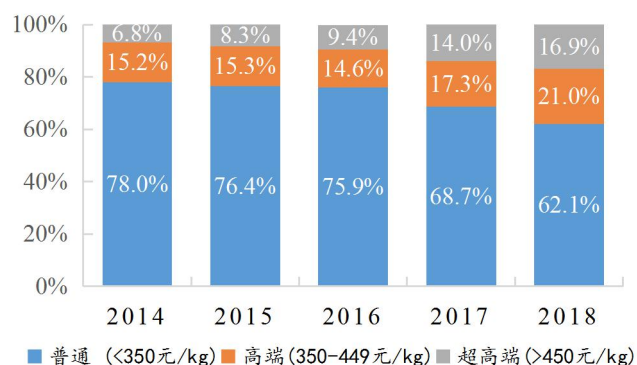
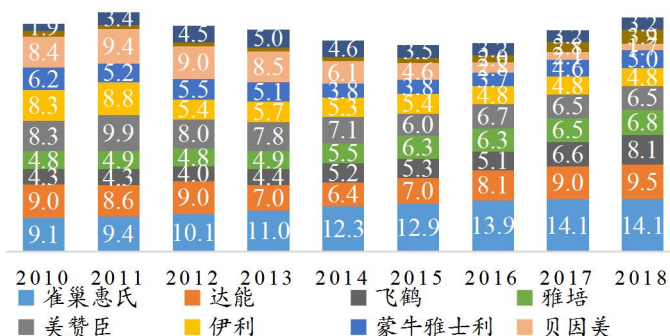


图 8：2010-2018 年主要婴幼儿奶粉品牌份额 (%)



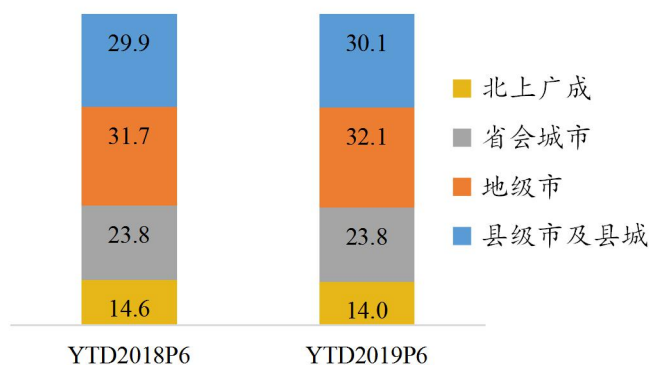
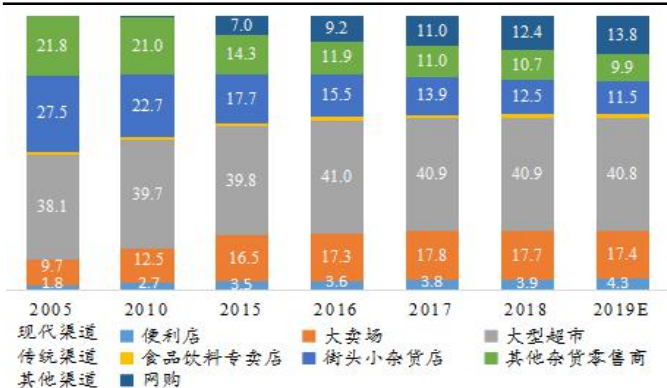
资料来源：Frost & Sullivan、国元国际

资料来源：Euromonitor、国元国际

1.3 商超主导，网购和低线城市增长势头足

液态奶：现代渠道为主，网购增长强劲。从渠道结构看，以超市和大卖场为代表的现代渠道仍然是液态奶销售的主要渠道，2018 年来自现代渠道的收入占比达到 62.5%，而传统渠道受现代渠道的挤压持续萎缩，网购渠道增势迅猛，占比在不断提升。分区域看，北上广深接近饱和，低线城市增长更快。

图 9：2005-2018 国内乳制品各渠道零售额占比 (%) 图 10：乳制品按城市级别销售额占比及销售额增速



资料来源：Euromonitor、国元国际

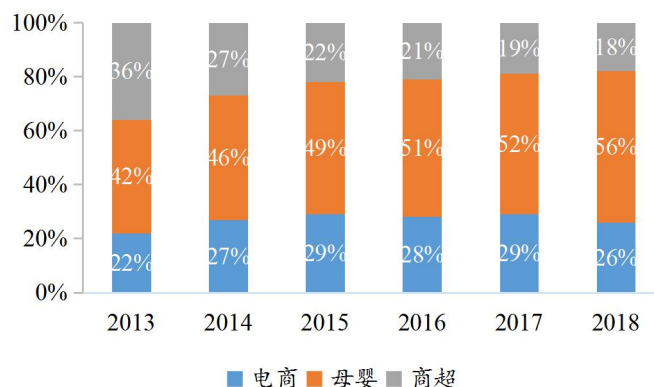
资料来源：经济日报-伊利集团消费趋势报告(乳制品)、国元国际

婴配粉：低线城市和母婴店为渠道驱动力。2008 年国产奶粉信任危机后，一二线高端市场被外资占领，国内厂商只能退居至中低端产品和低线市场。低线市场的婴儿奶粉品牌集中度较低，在新生人口与行业增长放缓的背景下，低线市场成为兵家必争之地。因此，长期深耕三四线市场的国产龙头品牌更占优势，目前飞鹤、君乐宝雄踞低线市场。

图 11：一线城市出生率显著低于二三线城市



图 12：2013-2018 年母婴渠道占比逐年提高



资料来源：经济日报-伊利集团消费趋势报告(乳制品)、国元国际

资料来源：经济日报-伊利集团消费趋势报告(乳制品)、国元国际

1.4 原奶价格温和上涨，龙头上游话语权强

国内原奶价格取决于行业供需，在需求量稳定的情况下，结合我国奶牛存栏量、单

产水平和饲料成本趋势，预计未来原奶价格将温和上行。需求端：据 USDA 数据，中国乳制品消费需求近年保持稳定，人均消费量在 2018 年由负转正。供给端：在经济效益和环保的双重压力下，2015 年来中国奶牛存栏量持续下降，2016-2018 年均同比下降 5.6%，单产提升趋缓。2018 年我国奶牛单产 7.4 吨，与英国和德国水平相仿（分别为 7.5 吨和 7.75 吨），高于澳洲和新西兰（6.07 吨和 4.26 吨），预计未来五年单产提升的复合增速将低于 5%。此外，我国奶牛养殖饲料对美国进口的依赖度较高，中美贸易摩擦带来的关税调整将一定程度上推动饲料成本上升。

图 13：中国奶牛存栏量

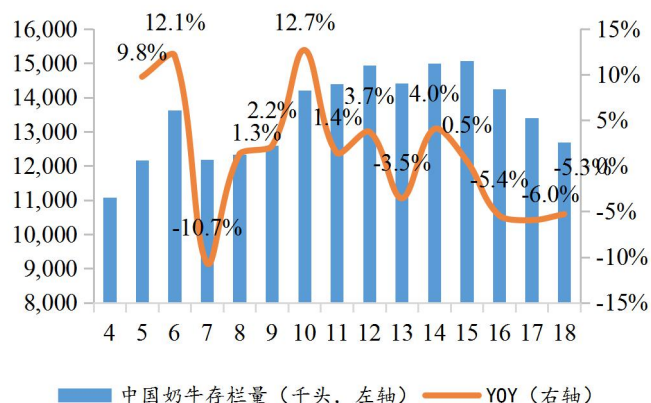
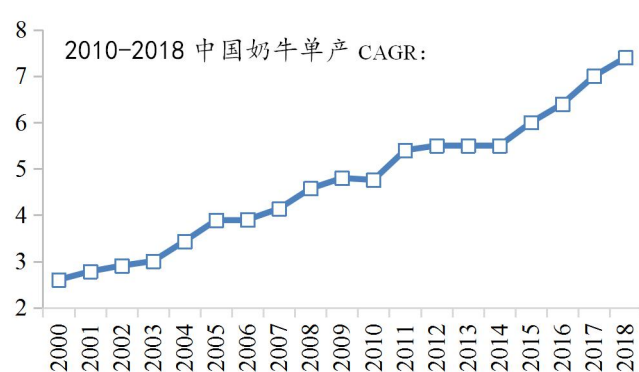


图 14：2010-2018 年中国奶牛单产（单位吨）

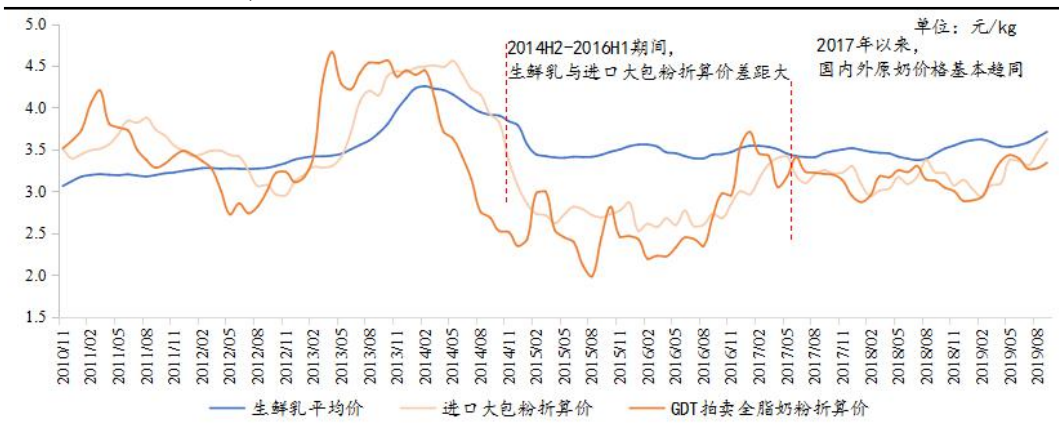


资料来源：经济日报-伊利集团消费趋势报告（乳制品）、国元国际

资料来源：经济日报-伊利集团消费趋势报告（乳制品）、国元国际

从 2016 年第二季度开始，国内外原奶价格基本趋同，与此同时消费者对复原乳的认可度不断下降，乳制品企业使用大包粉进行液态乳生产的意愿减弱，生鲜乳价格受大包粉的压制减弱。2016 年 3 月国家食品和药品监督总局发布《关于加强复原乳标签标识监管的通知》，规定使用复原乳作为液态乳生产原料的，需标明“复原乳”或者“复原奶”字样，巴士杀菌乳中不得添加复原乳。

图 15：2010 年至今，国内生鲜乳价格、进口大包粉和 GDP 拍卖全脂奶粉折算价



资料来源：农业部、GDT (Global Dairy Trade)、Wind

我国乳企对上游奶农的议价权较强。回顾历史，温和上涨的原奶价格有助于改善乳

制品行业的竞争格局。2018 年全国最大的原奶生产商现代牧业奶牛存栏量仅占全国存栏量的 1.7%，而全国最大的乳制品企业伊利在常温奶市场的份额达 37%，较低的集中度使得国内奶农话语权不足。生鲜乳与进口大包粉折算价格之差反映国内原奶价格和进口国外原奶之间的差价。在 2014H2 至 2016H1 期间，大包粉价格远低于国内生鲜乳价格，乳企进口大包粉进行液体乳生产的意愿较强，行业大打价格战，竞争异常激烈。2017 年以来，国内外原奶价格基本趋同，竞争格局有所改善。2019 年第三季度生鲜乳价格更较前两季度加速上涨。成本的上行使得品牌乳企价格竞争的动力不强，有助于改善竞争格局。

1.5 行业竞争格局：龙头集中度提升，竞争格局维持稳定

就液态奶总体而言，蒙牛和伊利的市场份额差距较小，行业集中度仍在持续提升。2018 年伊利液态奶和蒙牛液态奶的市占率分别为 29% 和 28%。液态奶 CR2 达 57%，较 2014 年提升 6 个百分点。乳制品行业的产品重合度较高，又以常温奶为主，龙头伊利和蒙牛通过其遍布全国的经销网络和大规模的费用投放对地方性中小乳企进行“降维打击”。

就细分市场而言，因低温奶奶源和冷链运输成本限制，常温奶的集中度提升速度显著快于低温酸奶市场。对比成熟市场，日本低温奶占据主导地位，乳制品行业 CR4 仅为 47.1%。当前我国低温酸奶市场 CR2 达到 54.7%，随着未来冷链技术的发展和龙头企业在区域奶源布局上的完善，我们判断未来低温酸奶市场仍会持续提升，但提升速度相对较慢。

图 16: 常温奶市场的市场集中度持续提升

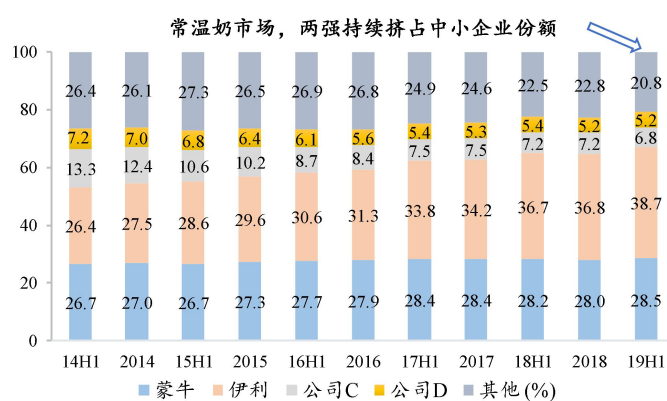
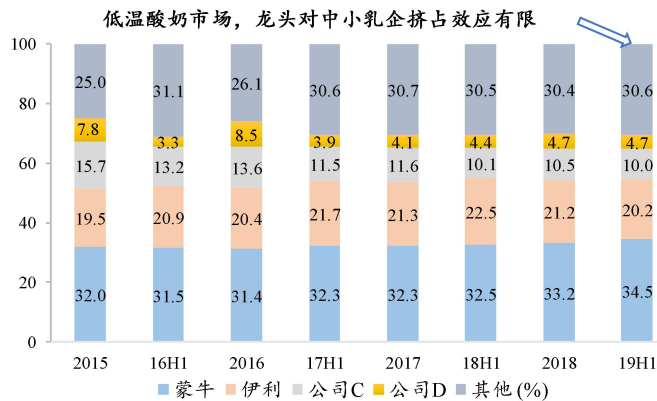


图 17: 低温酸奶市场 CR2 为 54.7%，集中度提升缓慢



资料来源：尼尔森、国元国际；注：常温奶市场含常温白奶、常温酸奶和乳饮料等。

资料来源：尼尔森、国元国际

预计未来行业集中度提升，中短期竞争格局维持稳定。即竞争格局不会进一步恶化，但大幅度改善的概率也相对较小。有以下原因：

第一，中国消费者目前对低温食物接受度有限，结合中国奶源地分布特点和冷链覆

盖限制，常温奶在未来中长期仍是主流产业趋势，这有利于份额进一步向龙头集中；**第二**，预计未来两年原奶价格持续上行，生鲜乳价格和进口大包粉折算价进一步趋同。成本压力下，乳企大幅提升费用投放强度的概率较小；

第三，乳制品行业产品同质化较高，当前阶段的产品仅在包装和口味上有细微区别，品牌传播和折扣力度仍然是抢占市场份额的主要手段。目前乳业两强市场份额差距较小，大幅降低营销费用意味着企业市场份额失守。因此判断未来乳企营销费用和促销力度将维持稳定。

1.6 乳制品板块建议关注

蒙牛乳业 (2319.HK, 买入)

上游资源助力液态奶结构升级，品牌市占、毛利率稳步提升。在原奶资源获取上，截至 2019H1，蒙牛乳业总产能为 1,027 万吨/年，公司倾向于高比例参股和自建牧场，高质量原奶资源可覆盖超过 20% 的产能，对高端原奶资源的掌控力属于业内领先地位。相比之下，伊利对高端原奶资源的掌控力略逊于蒙牛，截至 2019H1，伊利总产能为 1,126 万吨/年，可直接掌控的规模牧场原奶资源仅可覆盖 10% 的产能。受益于蒙牛高端奶源布局，2019H1 常温奶特仑苏收入同比增长达到 22%，纯甄酸奶同比增长达到 24%，均大幅快于行业平均增速，在高端白奶业务份额上已领先于伊利，低温酸奶优势亦在持续扩大。受益于产品结构的高端化，公司自 2016 年以来毛利率获得持续提升。

管理红利释放，渠道进一步下沉。过往蒙牛采用三层分销体系，形成了大经销商-二级批发商-中小型零售端的分销模式。经过 2012 年和 2017 年两次渠道改革后，管理红利有望逐步释放。截至 2019 上半年，“镇村通”项目已覆盖 4000 多个乡镇，新增了 20 万个售点，渠道下沉战略已取得一定成效，对渠道依赖性较强的蒙牛基础白奶收入在 2019H1 同比增长 19%。除传统渠道外，公司持续布局电商渠道以及盒马鲜生等新零售渠道，2019H1，电商液态奶市场份额达到 26.5%，位居行业第一。

费用投入效率有待提高，净利率仍有提升空间。由于行业竞争激烈，加之公司近两年在广宣方面投入大量资源，导致蒙牛的销售费用率高于伊利，进而净利率较伊利低接近 3 个百分点。我们之前得出结论-行业竞争虽然不会加剧、亦不会缓解，但在原奶价格缓慢上行、蒙牛新品定位逐渐稳固的背景下，费用率继续提升的概率较低。此外，奶粉业务方面，蒙牛现在处于产品布局结构优化、品牌整合收购阶段，在这一系列战略调整完成，奶粉业务进入稳定成长通道之后，奶粉毛利率有望进一步提升。公司整体毛利率和净利率均有望上升，毛利和利润端将持续修复的逻辑得以加

强。

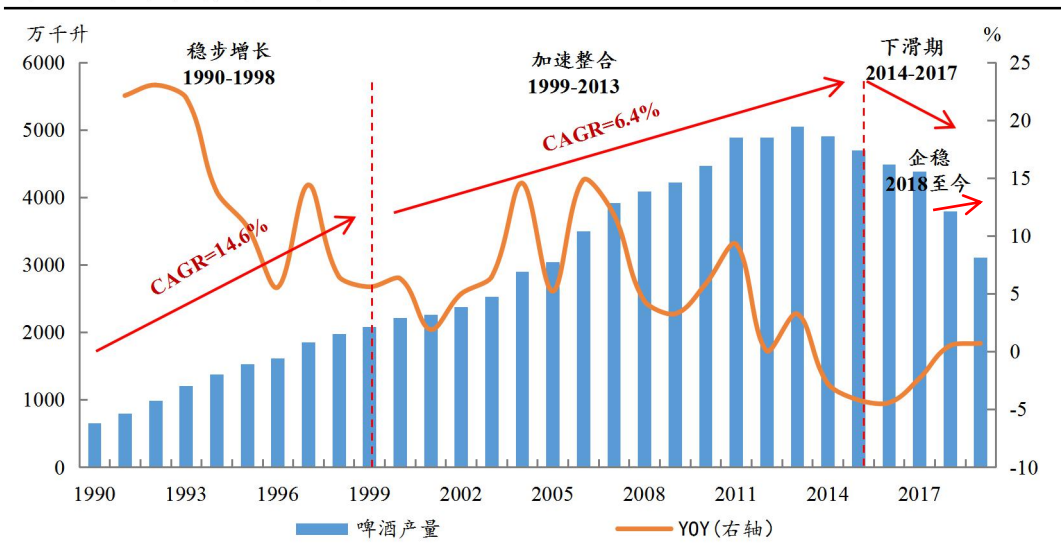
国际化收购步伐加快，加强高端化布局，完善供应链体系。2019 年中，公司宣布收购澳大利亚奶粉品牌贝拉米（收入规模约 16 亿人民币）进一步布局高端奶粉；11 月，公司宣布收购澳大利亚著名乳企 Lion - Dairy & Drinks（税后利润超 2 亿人民币）。如上述收购顺利完成，公司有望在澳洲建立起一个具备优质奶源、乳品加工、冷链物流、多元化品牌的完整产业链，有助于公司继续发展高端产品、降低高端奶源成本和供给压力、为公司提供国内、澳洲以及东南亚地区市场的拓展机遇，完善供应链体系。

2. 啤酒行业：聚焦产品结构升级及盈利能力的持续改善

2.1 市场开启存量竞争，产品升级成破局之道

产量逐渐企稳，但量增有限。因人口结构的更迭，消费习惯转变等原因，我国啤酒产量于 2013 年后见顶回落。在经历了四年的产量下滑后，2018 年产量增速首次转正，2019 年前三季度啤酒产量 3119 万千升，同比增长 0.7%，延续微增长态势。但从我国的消费量和人口结构来看，目前啤酒消费已经处于成熟阶段，预期量增空间有限。

图 18：中国啤酒产量及增速



资料来源：Wind，国元国际

产品结构升级推动行业扩容。虽然啤酒行业整体销量增长乏力，但从产品结构上看，

消费升级背景下，中高端产品销量录得快速增长，2012-2018 年，经济型、中档、高档啤酒销量的年复合增速分别为-4.5%、6.9%、15.9%，中高端产品的占比在逐年提升，带动行业销售额稳步提增长。

图 19：中高档啤酒销量增长快速

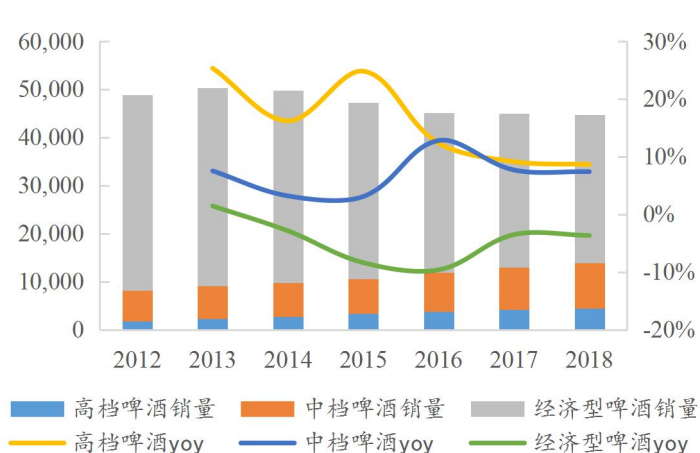
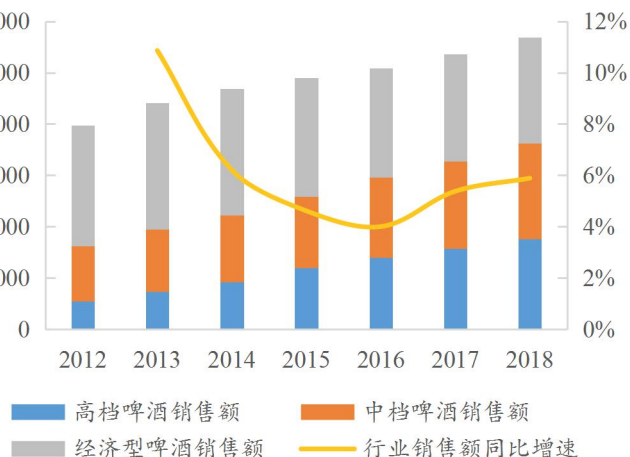


图 20：行业销售额稳步提升



资料来源：Euromonitor，国元国际

资料来源：Euromonitor，国元国际

据 Global Data，中国啤酒市场的高端化势头体现为高端及超高端类别的消费量占比由 2013 年的 10.9% 上升至 2018 年的 16.4%，且预期该趋势会持续，2023 年该占比将提升至 20%；而按消费价值计，高端及超高端类别的销售额占比由 2013 年的 33.8% 提升至 2018 年的 51%，并预期将进一步提升至 2023 年的 61%。

图 21：各档次啤酒销量（十万吨）

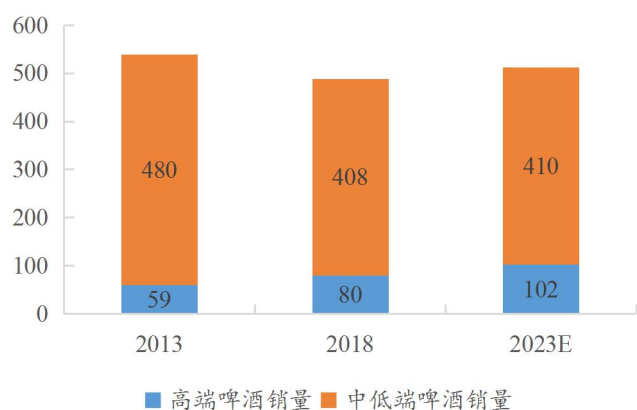
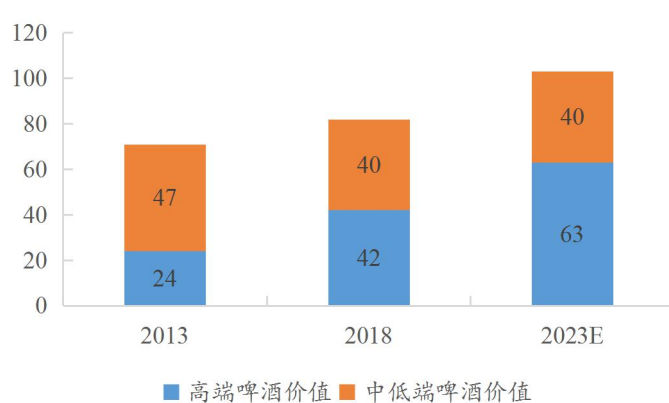


图 22：各档次啤酒收入（十亿美金）



资料来源：Global Data，国元国际

资料来源：Global Data，国元国际

品牌龙头加速高端化进程，产品高端化将助吨价及毛利率的提升。按消费量计，我国的啤酒消费量结构比例为低端:中端:高端=7:2:1，仍以低端为主的产品结构导致吨价较低。消费升级推动下，国内啤酒企业纷纷加速布局中高端产品线，中高端新品层出，加速产品结构升级。受益于此，产商吨价持续提升，盈利能力亦获得持续改

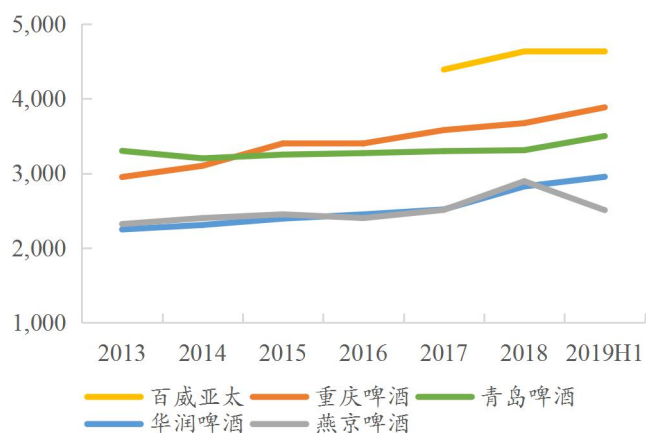
善。

表 1：五大啤酒龙头企业产品分类

企业	高端啤酒 (>10 元/500ml)	中档啤酒 (6-10 元/500ml)	经济啤酒 (<6 元/500ml)
华润雪花	雪花脸谱、雪花黑啤、匠心营造、黑狮白啤	雪花纯生、Super X、马尔斯绿	勇闯天涯、冰酷、清爽
青岛啤酒	精酿 1903、青岛黑啤、皮尔森全麦	奥古特、全麦白啤、青岛纯生	清爽欢动、崂山
百威英博	科罗娜、福佳、时代啤酒、乐飞啤酒	百威啤酒	哈尔滨啤酒、雪津啤酒
燕京啤酒	燕京白啤	燕京黑啤、燕京纯生、帝道	鲜啤、燕京无醇系列、燕京特色系列
重庆啤酒	重庆纯生、克伦堡 1664、大师嘉选系列、自然泡苹果汽酒	嘉士伯、怡乐仙地、重庆国宾系列、乐堡	山城

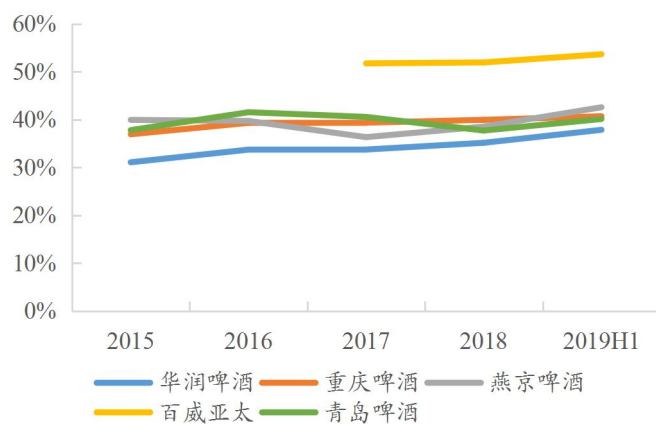
资料来源：京东商城，国元国际

图 23：主要产商吨价（人民币/千升）



资料来源：Wind，国元国际

图 24：主要产商毛利率



资料来源：Wind，国元国际

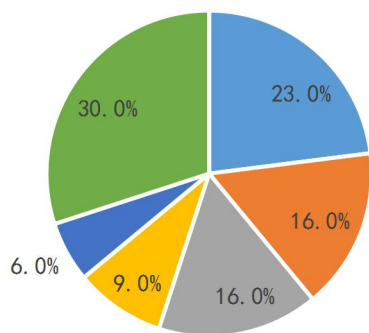
我们认为，在行业销量增长乏力的现阶段，产品结构升级成为拉动行业内生增长的根本办法，吨酒价格提升成为行业扩容的重要推动力。产商已从拼量竞争转为拼质竞争，有竞争力的中高端产品布局将成为企业在存量市场竞争中的制胜关键。

2.2 行业格局稳定，聚焦优势区域

行业竞争格局趋于稳定且在缓慢集中。从目前的竞争格局来看，跑马圈地时期，五大龙头依靠收购兼并及产能扩张享受行业量增红利，市场集中度逐步提高。在行业整体销量增长乏力的现阶段，依靠量增继续提升市占率和公司价值已难以为继，且行业集中度已经很高，龙头各自拥有基地市场，均具备一定的品牌力、影响力和较

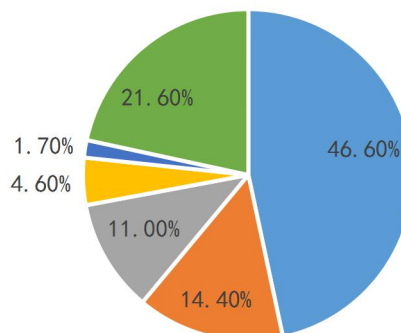
大的规模，业内其他能并购的优质标的已然不多，预计短期内市场竞争格局不会发生太大变化。

图 25：2018 年销量口径竞争格局



■ 华润啤酒 ■ 青島啤酒 ■ 百威英博 ■ 燕京啤酒 ■ 嘉士伯 ■ 其他

图 26：2018 年高端市场销量口径竞争格局



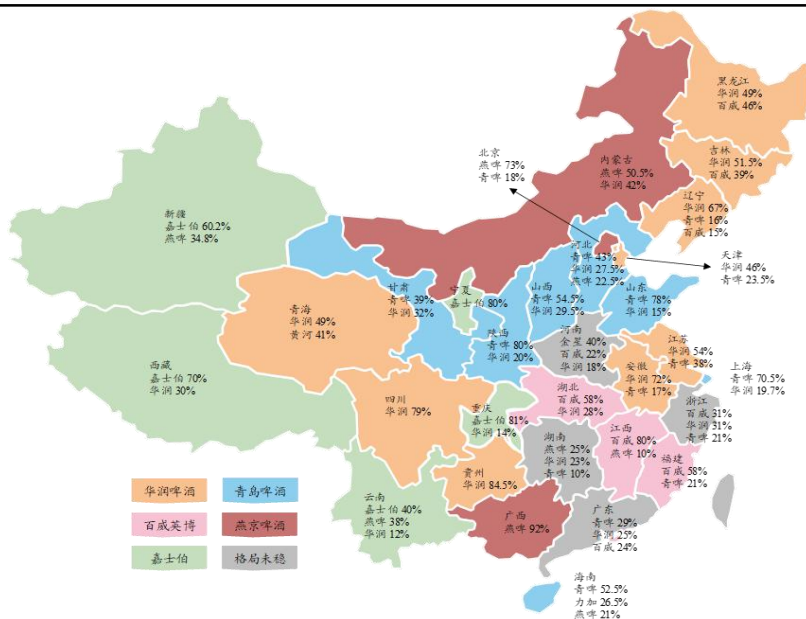
■ 百威英博 ■ 青島 ■ 华润雪花 ■ 嘉士伯 ■ 喜力 ■ 其他

资料来源：Global Data，国元国际

资料来源：Global Data，国元国际

聚焦优势区域，提升盈利能力。啤酒天然区域壁垒，规模化效应显著的特性，使企业在基地市场和非基地市场的利润率差异较大，弱势市场净利率与基地市场差距可达 10% 以上，主要因在基地市场，公司凭借较高的市占率（单寡头或是双寡头的市场竞争格局），通常拥有较强的定价能力，高端产品导入较为顺畅，且在基地市场规模效应优势更加显著，盈利能力颇丰。随着行业进入存量竞争期，市场格局初步成型，对利润的诉求驱使产商聚焦盈利能力更强的优势区域。

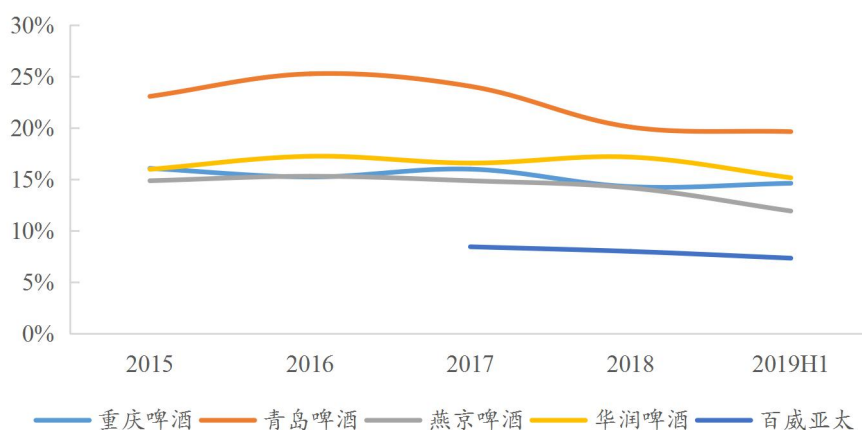
图 27：中国各啤酒产商主要利润池划分



资料来源：澄泓研究，国元国际

同时，在跑马圈地抢占份额期间，啤酒企业间竞争激烈，使得各酒厂将大量费用投放于渠道推广方面，竞争策略转变后，产商主动缩减低端产品广告及促销费用，销售费用投放更趋理性。

图 28：费用率呈下降趋势



资料来源：Wind，国元国际

2.3 关厂优化产能提效

产商多年来以价格战的方式跑马圈地，令成本大幅提升；只求结果的盲目收购兼并导致酒厂质量良莠不齐，部分中小酒厂产能落后，无法发挥规模效应；再加上产能利用率的不足，啤酒产商盈利能力差强人意。在行业进入存量竞争、竞争环境趋缓、竞争格局基本稳定的当下，酒企纷纷开始做“减法”，关停低效工厂，优化产能结构，减少亏损。短期内，在关厂裁员期间，会导致资产减值损失大幅增加，产生员工安置费用和年金等一次性费用支出，令盈利能力承压。但长期来看，关停酒厂使企业可以重新布局产能，优化和提升产能利用率，减少亏损和不必要的成本消耗，提升盈利能力。

表 2：行业去产能提质增效

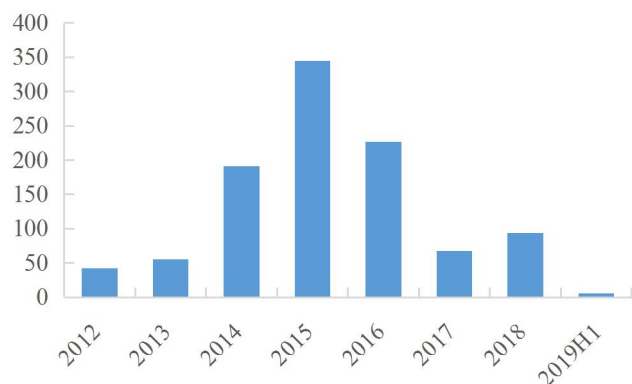
公司	关厂进程	工厂数 (个)	产能 (万吨)
华润啤酒	2017 年关厂 7 家，2018 年关厂 13 家，2019 年预计关厂 5-13 家	80	2160
青岛啤酒	公司 2018 年关闭安徽和上海杨浦工厂，预计 3-5 年关闭整合 10 家	62	1408
重庆啤酒	从 2014 年开始关厂，现已关闭 14 家工厂	14	180

资料来源：公司公告，国元国际

我们参考最先在业内启动产能优化的重庆啤酒。重庆啤酒自 2014 年开始陆续关停酒厂，进行产能优化，聚焦优势区域发展。虽然关厂期间业绩承压，但伴随关厂所

带来的正面效益不断释放，公司的净利率及净资产收益率都获得持续提升。

图 29：重庆啤酒资产减值损失



资料来源：Wind，国元国际

图 30：重庆啤酒净利润率和净资产收益率持续提升



资料来源：Wind，国元国际

目前，市场格局基本稳定，区域垄断格局形成，龙头竞争策略由“要份额”向“要利润”转变，关停低效工厂，优化产能，提升产能利用率，费用投放回归理性；加上产品结构受益高端化策略持续改善，行业盈利拐点向上，基地市场多的企业将明显受益。

2.4 啤酒板块建议关注

华润啤酒（291.HK，持有）

双品牌驱动策略提升中高端产品力，产品结构持续改善。2019 年上半年，受益公司持续丰富中高端产品组合，中高档啤酒销量同比增长 7%，产品结构持续优化，ASP 同比上升 4.5%至 2953 元/千升。目前，公司与喜力的整合进展顺利，预计明年喜力将正式进入销售元年，「雪花+喜力」“4+4”的高端产品矩阵将更具市场竞争力。公司指引未来 5 年高档啤酒的销量将实现翻倍，市占达 3 成以上，产品结构的不断优化将助推公司盈利能力持续提升。

全国化布局，拥有众多基地市场。公司在吉林、辽宁、四川、安徽、江苏、贵州拥有超过 50%以上的市占率，同时在黑龙江、内蒙古、天津、青海、浙江、湖北、广东等地区均有较高的市占率。华润啤酒是全国范围内优势区域最广的龙头企业，不但保障了利润来源，也为公司新品投放和产品结构升级提供有力支撑。

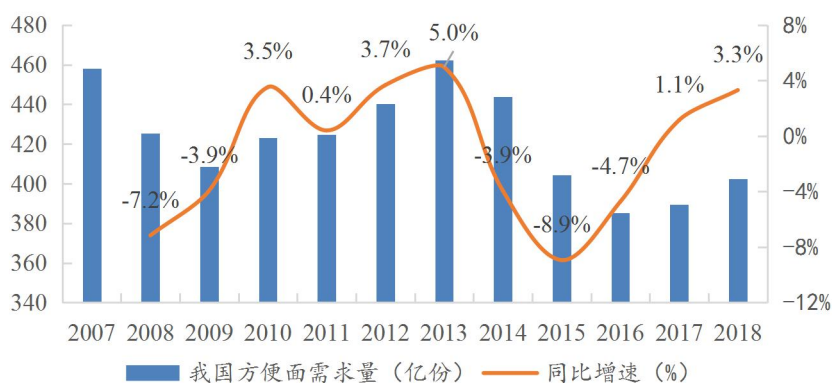
关厂动作接近尾声，提质增效逐步显现。华润啤酒的关厂力度处业内领先，足见管理层对淘汰落后产能，持续产能优化的决心。公司预计 2019 年内还将关厂 5-13 家，裁员工作预计年底就会完成，关厂动作告一段落，产能优化及组织再造将会逐渐显现效果。

3. 方便面行业：竞争趋缓，行业升级

2.1 方便面市场回暖，行业仍存增长潜力

外卖平台的兴起及居民健康意识的提高，方便面行业在 2013 年后步入下降通道，直到 2017 年后，外卖平台补贴退坡、产商加速向中高端健康化转型，行业释放回暖信号。

图 31：方便面需求量自 2013 年后出现下滑



资料来源：wind、国元国际

中国人均消费量落后，产品均价偏低，行业仍存增长潜力。2018 年，中国（包含香港）方便满消费量 402.5 亿份，较 2017 年增长 3.3%；同期，世界方便面总消费量约为 1036 亿包，我国销量约占全球销量的 40%，遥遥领先于其他国家。但从人均消费量来看，在方便面主要消费地区的亚太市场，我国尚存差距。从产品价格来看，我国方便面的消费结构还是以低端产品为主，同质化较为严重，市场竞争激烈，厂商多采用打折促销等手段抢占份额致方便面的均价处于较低水平，行业未来仍具备增长潜力。

图 32：方便面消费量（左）、人均消费量（右）

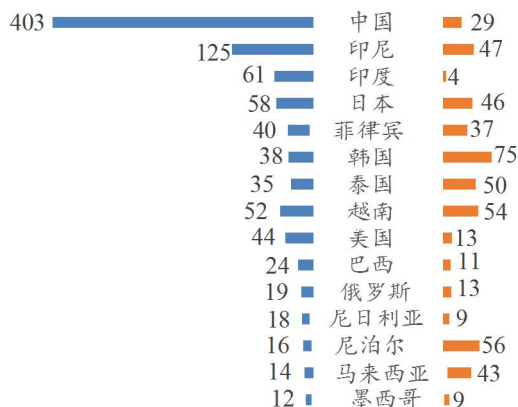
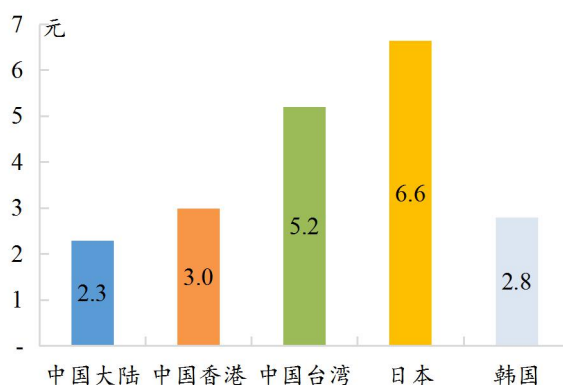


图 33：中国方便面均价偏低



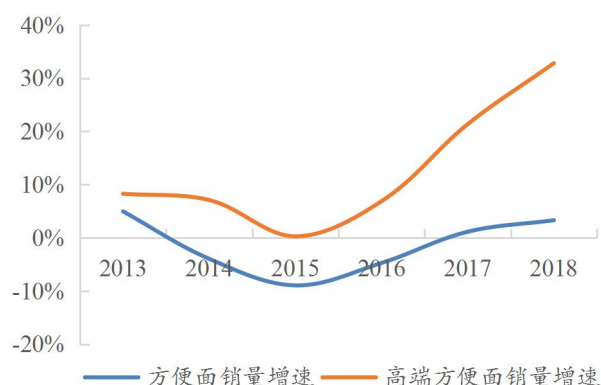
资料来源：世界方便面协会、国元国际

资料来源：wind、国元国际

2.2 高端方便面市场将驱动行业增长

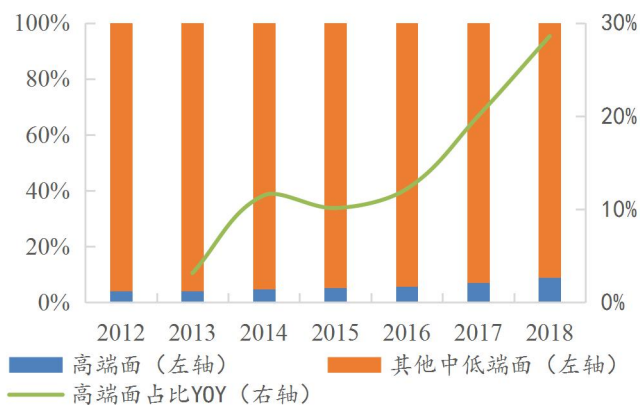
高端市场锋芒初现。在行业衰退之时，高端方便面消费量逆势增长、高端产品占比快速提升、平均单价稳步提高、销售额表现坚挺，高端产品成为驱动行业增长关键引擎。

图 34: 高端方便面销量增长迅速



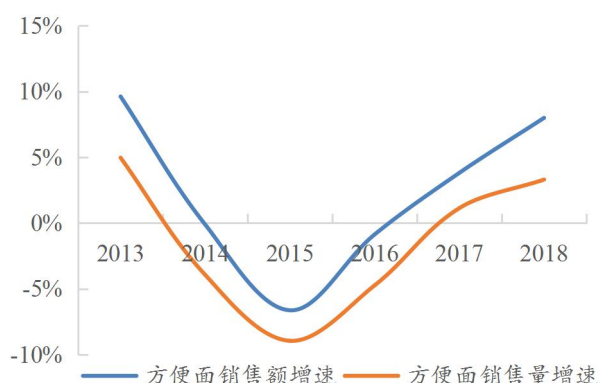
资料来源: 招股书、尼尔森、国元国际

图 35: 高端产品快速增长, 占比加速提升



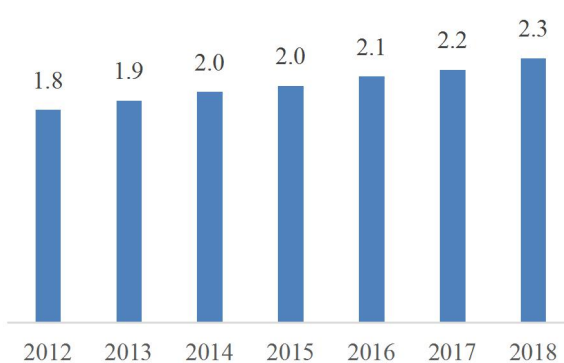
资料来源: 世界方便面协会、国元国际

图 36: 方便面销售额表现较为坚挺



资料来源: 招股书、尼尔森、国元国际

图 37: 产品均价持续走高 (元)

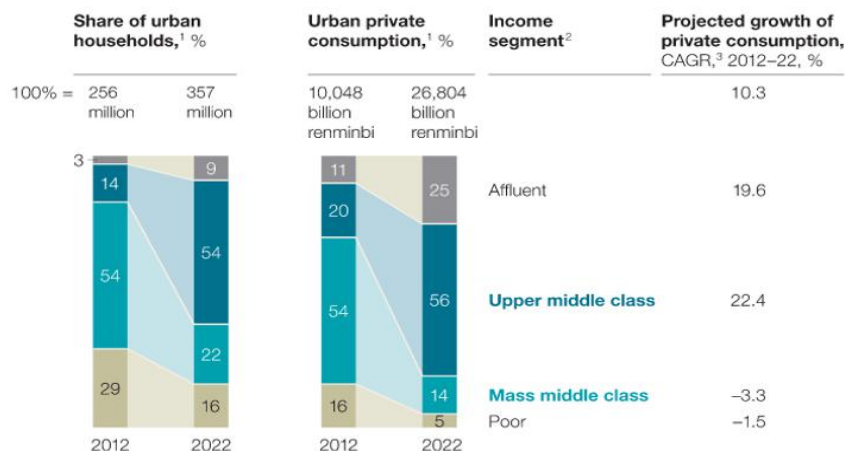


资料来源: wind、国元国际

究其原因在于我国中产阶级的迅速崛起。为了提升生活品质、提高健康水平，追求高营养、高品质、高安全的中产阶级成为高端方便面的消费主力军。根据凯度消费者指数显示，截至 2017 年 12 月，中产阶级方便面需求同比增长 19%，按消费量和消费额计分别占比 37%和 40%，拉动我国方便面销售额实现正向增长。

随着外卖产业进入寡头竞争的成熟阶段，两大巨头继续通过烧钱方式抢占份额的可能性不大，方便面的性价比优势将更加凸显，行业受外卖市场的挤压效应更趋弱化。伴随中产阶级队伍的不断壮大，人们消费能力的不断提升，消费升级背景下，高端细分市场将是未来行业增长的主要驱动力。

图 38：中产阶级群体不断壮大

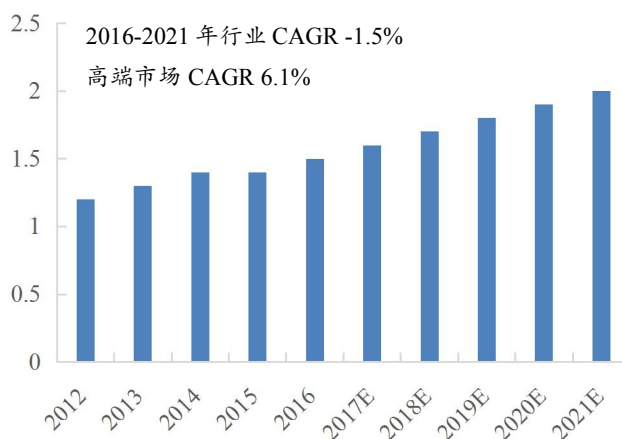


资料来源：Mckinsey、国元国际

根据 Frost & Sullivan 预测，2016-2021 年，我国高端方便面销售额的复合增长率将达到 11.7%，远高于行业 2.9% 的复合增速；同期，高端方便面销售量的复合增长率达到 6.1%，亦高于行业 -1.5% 的复合增速。

图 39：中国高端方便面销售额（单位：十亿元）

图 40：中国高端方便面销售量（单位：十亿份）



资料来源：Frost & Sullivan、日清招股书、国元国际

资料来源：Frost & Sullivan、日清招股书、国元国际

2.3 行业竞争趋缓

中国大陆的方便面市场，品牌繁多。总体看来，在行业下滑期间（2013-2016 年），市场竞争更加激烈，促销力度较大，费用投放高企，虽然龙头公司市场份额不断提升，但净利率不断下降。2017 年，行业龙头从价格战的厮杀中走出，回归理性，专注高端产品的研发和产品结构的升级，竞争环境趋缓，康统的净利率也渐有起色。

图 41: 康统管理费用率持续走高

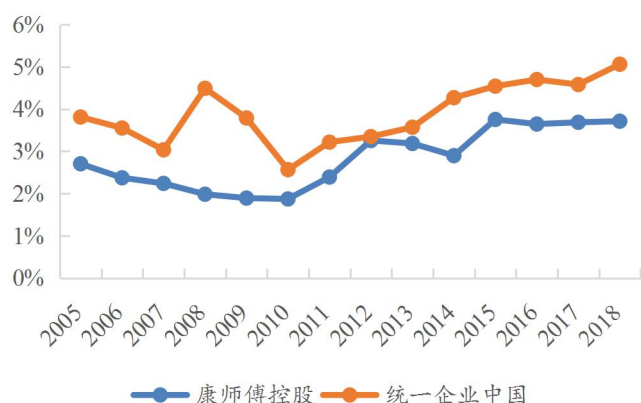
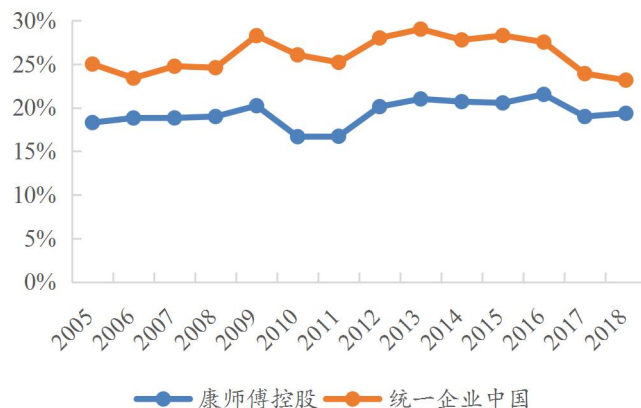


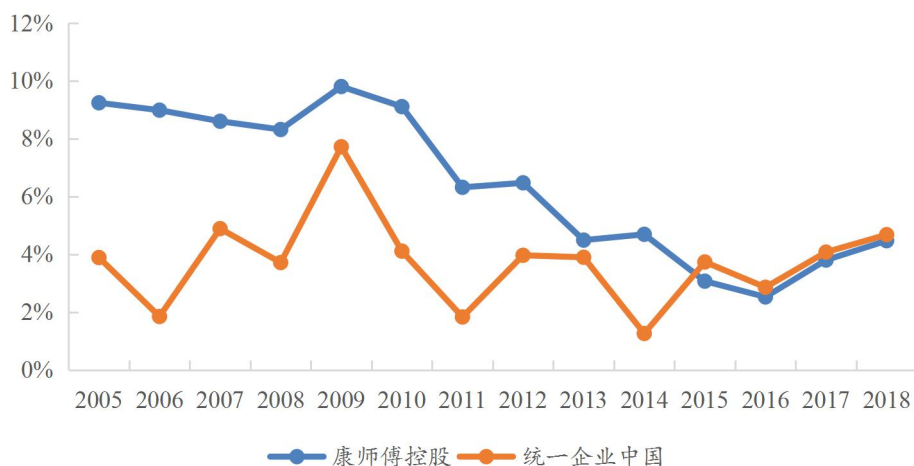
图 42: 康统销售费用率



资料来源: Wind、国元国际

资料来源: Wind、国元国际

图 43: 康统净利润率

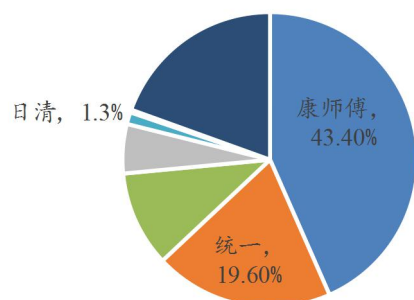


资料来源: Wind、国元国际

目前来看,行业竞争格局已较为稳定,按销售量计,方便面巨头康师傅依然领跑市场,其次为统一企业中国,二者合计所占市场份额远超过半,前四大集中度稳定在75%-80%之间。在高端方便面市场,市场竞争格局则更为集中,CR3合计已超过85%。

消费升级背景下,大的品牌产商能够凭借自身的资本优势、研发实力、品牌口碑等较为顺畅的完成产品的转型升级,而中小企业在此方面的竞争力薄弱,规模效应和成本压力令其经营举步维艰,行业集中度有望缓慢提升。

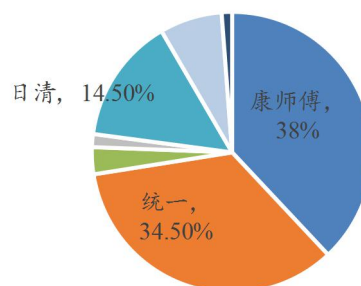
图 44: 中国大陆 2018 年方便面市场竞争格局



■ 康师傅 ■ 统一 ■ 今麦郎 ■ 白象 ■ 日清 ■ 农心 ■ 其他

资料来源: 尼尔森、国元国际

图 45: 中国大陆 2018 年高端方便面市场竞争格局



■ 康师傅 ■ 统一 ■ 今麦郎 ■ 白象 ■ 日清 ■ 农心 ■ 其他

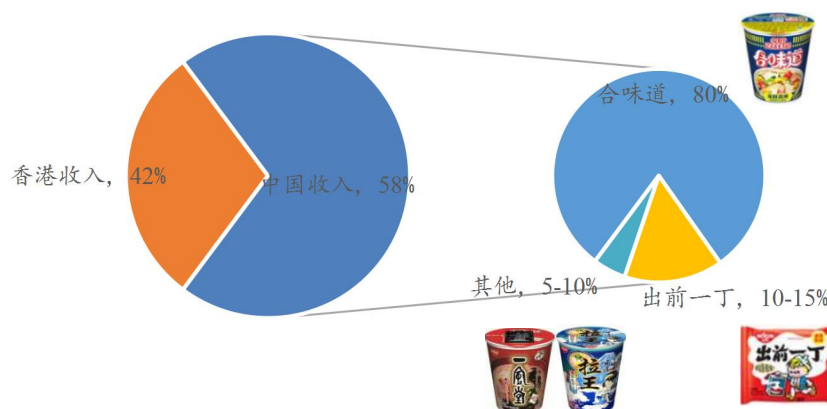
资料来源: 尼尔森、国元国际

2.4 方便面板块建议关注

日清食品 (1475.HK, 买入)

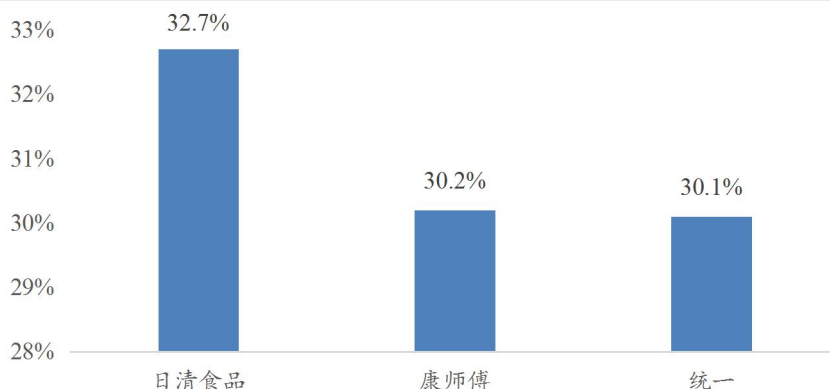
专注高端细分市场。日清食品是一家于中国内地及中国香港主要专注于高端方便面细分市场的知名食品公司。在中国香港市场，日清市占率达到 60% 以上，具垄断地位；在中国大陆市场，相较于竞争对手，公司是唯一一家在国内市场全部产品均为高端的方便面生产商，产品结构助其拥有高于同业的毛利率水平。公司在高端方便面市场排名居前，将受益于中高端细分市场快速增长之红利。

图 46: 中国大陆业务拆分



资料来源: 公司资料、国元国际

图 47：2018 年同业毛利率比较

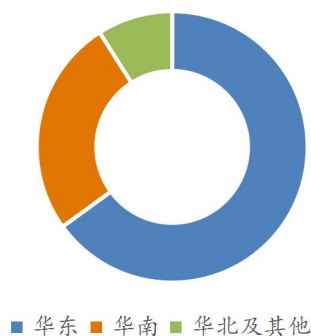


资料来源：公司年报，国元国际

具备较高品牌力。日清食品的母公司日清日本集团历史悠久，是目前日本方便面行业的龙头企业，市占率超过 70%，享有悠久的品牌积淀。公司旗下品牌「合味道」、「出前一丁」具备较高知名度，高端化的品牌形象深入人心，且已与相当数量的消费客群形成一定的品牌粘度，品牌具备竞争力。

产能充裕，加速地域覆盖。早前高端方便面市场被视作小众市场，分销商与日清合作热情不高，再加上产能瓶颈受限，公司在大陆市场渠道拓展较为缓慢。当前，行业从价格竞争转向品质竞争，产品向高端化升级，日清的品牌力和产品力等竞争优势凸显，分销商与日清的合作热情高涨。产能方面，公司新厂已陆续投产，亦有珠海新厂在建，产能布局预计可满足公司未来 5-10 年的业务发展。从区域占比来看，公司目前华南地区收入占比在 60-65%，华东地区占比 26-27%，华北地区占比 10-12%，有巨大空白市场尚待开发。公司近年都将致力于销售人员的增加和分销商的开拓，现有市场的精耕是公司稳增长的基石，空白市场的开拓及新品类的投放将为公司带来更多增量。

图 48：公司 2018 年中国大陆收入地区分布



资料来源：公司资料，国元国际

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话: (852) 3769 6888
传 真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>