

稳中求变，拥抱未来

食品饮料2020年投资策略

分析师：符蓉

执业证书编号：S0680519070001

2019年12月

目录

第一章 宏观层面：通过PPI和CPI看食品饮料行业周期变化与投资机会

- 1.1 PPI：与高端酒周期强相关，2019年前高后低，2020年有望起底回升
- 1.2 CPI：猪肉价格带动CPI上涨，看好龙头的成本转嫁能力

第二章 行业层面：两个角度看行业发展变化与投资机会

2.1 成熟行业

- 2.1.1 白酒：挤压式增长，分化扩大
- 2.1.2 啤酒：量增转为价增，高端化趋势明显
- 2.1.3 乳制品：双寡头格局延续，龙头份额提升

2.2 成长行业

- 2.2.1 调味品与复合调味品：量价提升，空间广阔
- 2.2.2 火锅制品：标准化进程加速，集中化趋势明显
- 2.2.3 卤制品：品牌化凸显，龙头优势明显

第三章 投资建议

- 3.1 白酒——坚守龙头，拥抱变化
- 3.2 啤酒——量增红利不再，结构调整是主旋律
- 3.3 调味品——探索行业中的变与不变
- 3.4.小食品——选取成长型赛道，兼顾短期增速与长期空间

第一章

宏观层面：通过PPI和CPI看食品饮料行业周期变化与投资机会

PPI——白酒行业价格变动的风向标

终端价格与PPI具有较强相关性：十余年来茅台终端价增速和PPI保持近乎同步的节奏，2019年PPI前高后低，高端酒批价也呈现出先增后降的态势。尽管2019下半年PPI与茅台终端价增速出现一定背离，但我们认为PPI的指导意义依旧存在。展望2020年，我们对白酒行业并不悲观，预计PPI稳中有升，五粮液春节动销有超预期的可能性。

CPI——原材料成本上涨是食品公司提价的诱因

坚守龙头，关注不同子行业的周期变化。受上游原材料成本变动，食品行业有一定的周期变化。

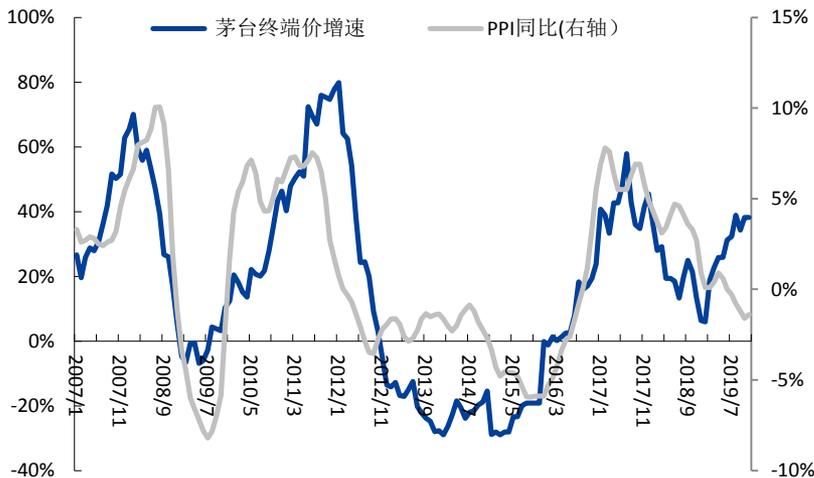
展望2020年：

- 1) 肉制品：猪肉价格进入下行周期，提价的同比效应显现
- 2) 乳制品：原奶价格进入上行周期，伊利蒙牛价格战或有缓解
- 3) 调味品：贸易战或有缓解，大豆等原材料价格预计稳中有落，随着CPI增速中枢收窄行业提价周期或将延长

PPI——白酒行业价格变动的风向标

- **历史回溯：PPI指标与白酒周期同步性较强。**白酒行业是消费品里的周期，受经济环境影响波动，国运决定消费升级速度。2003年中国加入WTO以来，白酒行业经历了2002-2012年的黄金十年。2012年三公消费叠加经济降速，行业深度调整，2015年以来行业回暖复苏，龙头酒企利润增速亮眼。
- **茅台终端价增速和PPI保持近乎同步的节奏。**PPI是反映生产领域价格变动情况的重要经济指标，在过去十余年的历史回溯中，我们发现了茅台价格与PPI的同步性，超强同步性的原因我们认为主要是源于茅台的饮用场景，在经济上行周期价格上涨幅度较大，而中低端酒价格较为平稳，随通胀水平温和上涨。
- **如何看待下半年PPI与茅台终端价增速出现短期背离：**我们认为PPI的指导意义依旧存在，若宏观指标持续承压，高端酒价盘亦会有一些的压力。另一方面，行业挤压式增长的趋势下，高端酒由于其超强的品牌力，行业层面的集中效应或许在一定程度上冲淡了宏观层面的压力。

图表1：茅台终端价增速和PPI相关性较强



数据来源：wind，国盛证券研究所

图表2：白酒行业与经济周期相关度较高（%）

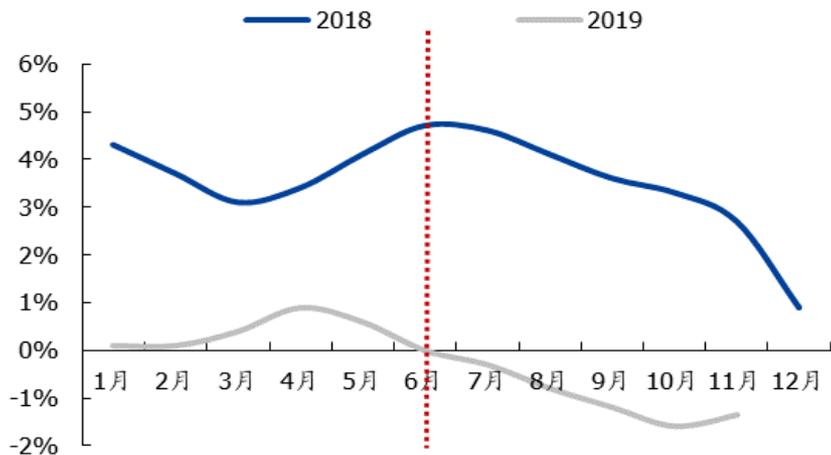


数据来源：wind，国盛证券研究所

回顾2019年：PPI前高后低，高端酒价格先增后降

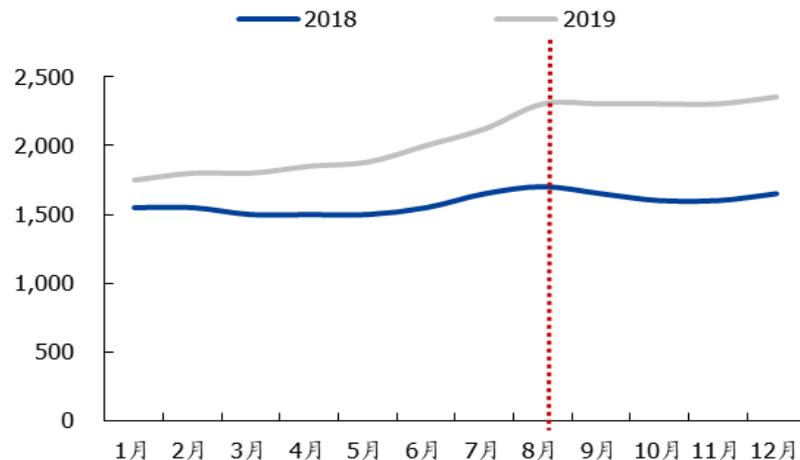
- **PPI：前高后低，下半年增速回落明显。**2018年6月开始经济增速开始退坡，PPI增速持续回落；2019年初减税降费等政策出台，上半年经济数据好转（PPI大于0），白酒行业量价齐升。但由于中美贸易摩擦等原因，PPI从4月份0.9%的年内高点逐步下探至10月份的-1.6%，11月回升至-1.4%。
- **高端酒：春节动销显著好于中秋，高端酒批价先增后降。**由于宏观层面的前高后低，白酒行业也出现上半年强势，下半年走弱的态势。从两个白酒旺季观察，白酒行业在春节表现超预期，茅台五粮液量价齐升，而下半年的中秋则表现较为平淡。从高端白酒批价看，茅台五粮液批价在全年中呈现先增后降的趋势。

图表3：PPI同比增速（2018年VS 2019年）



数据来源：wind，国盛证券研究所

图表4：茅台批价变化（2018年 VS 2019年）单位：元



数据来源：wind，国盛证券研究所

展望2020年：PPI有望起底回升，对白酒行业不悲观

- **宏观层面：PPI有待观察，预计稳中有升。**明年经济存在不确定性，但下半年以来有多方面刺激政策出台，11月5日，央行下调了1年期中期借贷便利利率0.5个基点。11月18日，央行重启逆回购操作，且逆回购利率降低5个基点，明年PPI或将呈现稳中有升的态势。
- **行业层面：茅台作为行业风向标，价格有支撑；五粮液有望延续今年的量价态势。**在茅台供需关系紧平衡的背景下，我们认为高端酒的价盘有一定的支撑，这对五粮液站稳千元价格带和国窖价盘提升亦有正面作用。同时，由于下半年经济回落，中秋动销弱于春节，高端酒价盘稳中有降，在惯性思维下，经销商和终端烟酒店对来年动销持较为谨慎的态度，四季度行业经历了去库存，经销商和终端的库存处于合理水平。

图表5：高端白酒近几年春节批价和量价政策

| | 批价（元） | | | 量价政策 | | |
|----------------|-------|-----|-----|--------------|------------------|----------------|
| | 茅台 | 五粮液 | 国窖 | 茅台 | 五粮液 | 国窖 |
| 2017春节 | 1200 | 780 | 680 | 量价齐升 | 量价齐升 | 量价齐升 |
| 2018春节 | 1500 | 810 | 730 | 淡季挺价，旺季放量 | 放量为主，库存加大，批价环比回落 | 跟随策略，库存加大，开始控量 |
| 2019春节 | 1800 | 800 | 720 | 量基本持平，价格持续提升 | 春节价低放量，库存较低 | 节前挺价控量，平稳放量 |
| 2020春节 (预计) | 2300 | 920 | 790 | 调渠道结构，量基本持平 | 目标10%+量增，价格保持平稳 | 跟随策略，良性增长 |

数据来源：渠道调研，国盛证券研究所

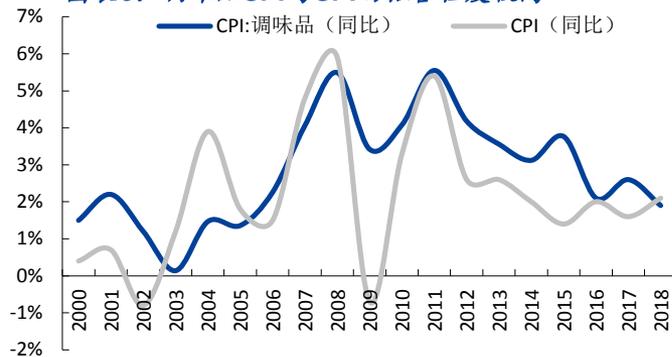
CPI：原材料成本上涨是食品价格变动的诱因

■ **历史回测：调味品价格与CPI变动拟合程度较高，但振幅相对较小，价格稳定性更强。**几次CPI显著提升的周期亦是调味品提价的周期，但由于调味品的供给和需求波动相对较小，通常是由于上游原材料价格上涨引发的被动提价，价格变动相较于CPI略有滞后。

■ **中日对比：波动趋势相似，20年左右的时间差。**对标日本，中日两国的CPI同比变动幅度均呈现出持续收窄且中枢下移的趋势。从时间维度来看，1970s日本的通货膨胀与1990s中国相似，而目前中国的情况与日本的1990s末相似。

■ **回顾2019年：CPI持续走高，主要驱动因素为猪肉价格的上涨。**受中美贸易战影响，大豆等农产品价格有所上升，但CPI价格走高的主要诱因为猪肉价格的暴涨，因此安井食品、双汇发展、天邦食品、天海食品等猪肉加工企业股价有所异动，而调味品未见大规模提价。

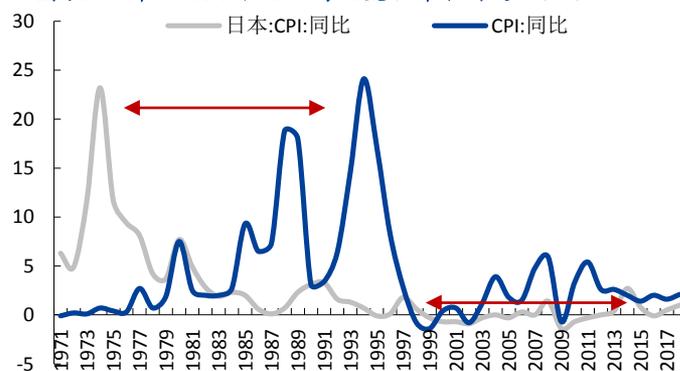
图表6：调味品CPI与CPI的拟合程度较高



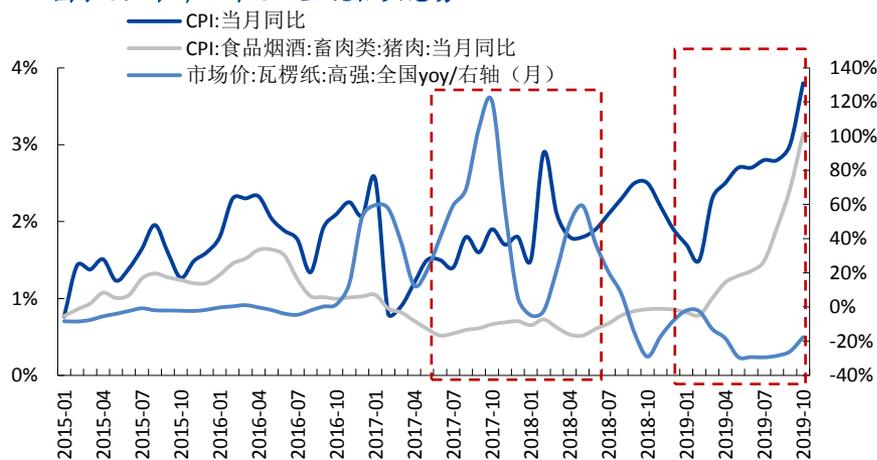
图表7：今年以来CPI呈现抬头态势(%)



图表9：中日CPI对比：同比变动中枢下移(%)



图表8：今年以来CPI呈现抬头态势



数据来源：wind，国盛证券研究所

展望2020年：猪价上涨后周期，肉制品龙头业绩弹性显现

■ 2020年CPI同比增速冲高回落（wind一致预期），肉制品提价同比效应逐渐显现。

1) 2017-2018调味品提价：海天依靠强渠道议价能力，通过提价转嫁成本压力，毛利率稳步上行，行业竞争格局进一步集中。

2) 本轮猪价波动，肉制品龙头安井双汇将受益：猪肉价格大幅提升，双汇、安井等肉制品公司采取提价措施以转嫁压力。展望2020年猪肉价格有望冲高回落，肉制品公司提价的同比效应将带来业绩弹性。

■ 坚守龙头，关注不同子行业的周期变化。食品行业受上游原材料成本变动，子行业会有一些的周期变化。

1) 肉制品：猪肉价格进入下行周期，提价的同比效应显现

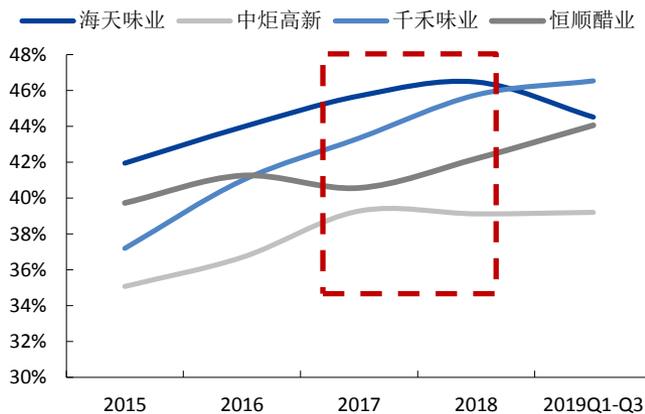
2) 乳制品：原奶价格进入上行周期，伊利蒙牛价格战或有缓解

3) 调味品：贸易战或有缓解，大豆等原材料价格或稳中有落，行业提价周期将拉长

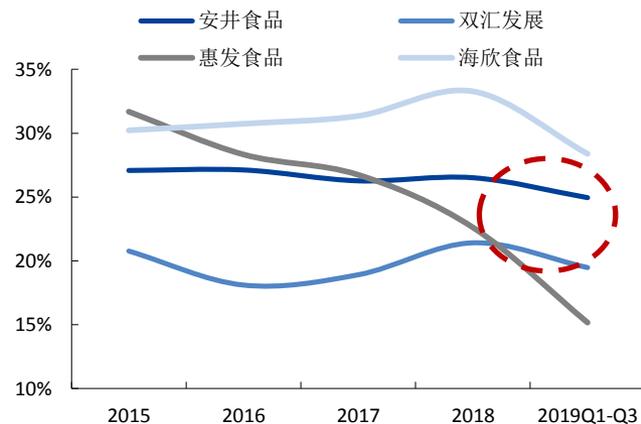
图表10：CPI走势预测：当月同比（%）



图表11：通过提价转嫁成本压力实现毛利率上行



图表12：2019年龙头安井、双汇毛利率降幅较小



中长期：未来CPI整体中枢下移，调味品提价周期或延长

- **回顾历史：调味品2-3年为一个提价周期，龙头提价的频率和幅度较大。**过去十年，涪陵榨菜和海天提价的频率和幅度较高，且提价的周期基本同步；龙头率先提价，竞品跟随策略，提价幅度弱于龙头公司。
- **展望未来：在经济增速放缓的大背景下，CPI增速中枢下移，食品行业提价周期或延长。**目前调味品行业三年未现提价浪潮，我们预计随着CPI变动幅度收窄、中枢下移以及驱动因素轮换，调味品行业提价周期或将延长。

图表13：调味品及部分食品公司提价情况梳理

| | 调味品 | | | | | 肉制品 | |
|------------|--|----------------------|--|----------------------------|---|--|--------------------|
| | 海天味业 | 中炬高新 | 恒顺醋业 | 千禾味业 | 涪陵榨菜 | 安井食品 | 双汇发展 |
| 2008-2009年 | 08年金标酱油提价0.5元，提价幅度10% | | | | 08年换规格提价约40%；09年直接提价10% | | |
| 2010-2011年 | 10年部分产品提价 | 11年部分产品提价 | | | 10年直接提价8%；11年主力产品整体提价10% | | |
| 2012-2013年 | 12年500ml金标和银标酱油上涨0.5元，提价幅度分别为10%、12.5% | | | | 12年换规格提价约25%；13年换规格提价约14% | | |
| 2014-2016年 | 14年11月对60%产品平均提价4% | 14年12月对终端产品提价 | 14年5月全面提价，平均涨幅约为5%；16年10月上调19个单品价格，平均涨幅为9% | | 14年换规格提价约17%；15年换规格提价约2%；16年7月对其11个单品进行8%-12%提价 | | |
| 2017-2019年 | 17年1月对90%产品提价6%，均价提升约5.4% | 17年3月美味鲜和厨邦产品提价5%-6% | 19年1月对恒顺香醋、陈醋、料酒等五个品种产品平均提价幅度约13% | 17年4月对主力产品进行提价，平均提价幅度5%-8% | 17年2月对非商超渠道产品直接提价15-17%，11月换规格提价10%-17%；18年10月对7个单品提价约10% | 18年9月和12月以减少促销方式提价对肉类产品提价约3-5%；19年9月大部分火锅料出厂价间接调高2%-5% | 19年提价6次，累计提价幅度约20% |

数据来源：公司公告，百度，国盛证券研究所

第二章

行业层面：两个角度看行业发展变化与投资机会

从行业发展阶段和增长速度来看，我们将食品饮料行业划分为成熟行业（白酒、啤酒、乳制品）和成长行业（调味品与复合调味品、火锅制品、卤制品等）。

（一）成熟行业：坚守龙头，在分化中寻变化

行业量稳价增：受人口结构变化影响，多数行业量增已成“历史”；行业洗牌速度越快，吨价提升速度越快。

回顾2019年，行业加速分化，同时估值差亦拉大；展望2020年，坚守龙头，关注低估值标的基本面变化。

（二）成长行业：经济转型期，兼顾短期成长和长期空间

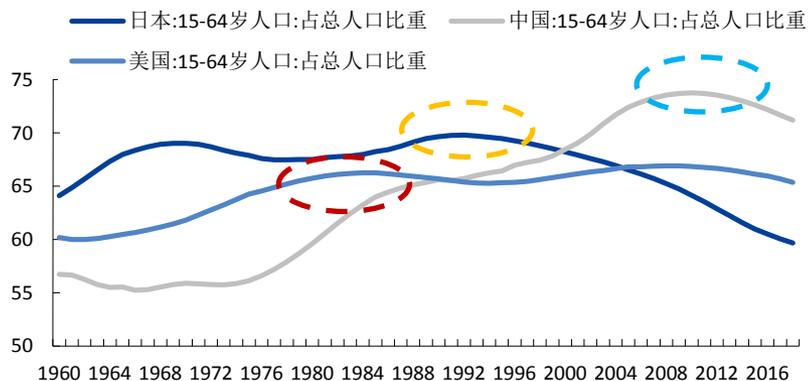
回顾历史：成长型行业由于增速较快，通常在快速发展期可以给到较高的估值，股价的波动性亦较大（百润股份2014-2015年涨幅最高超过8倍）。

展望未来：在经济增速放缓的大背景下，成长型行业将愈发稀缺，“真成长”和“伪成长”的判断变得更加重要，我们认为既要关注品类的短期成长亦要关注长期发展的空间。

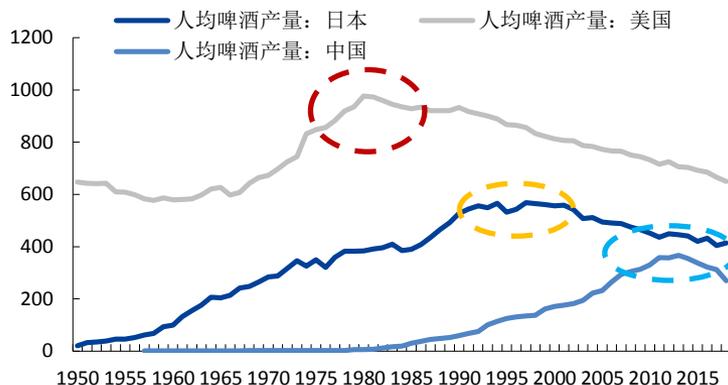
行业发展趋势：受人口结构影响，量增已成“历史”

- 受人口结构变化影响，多数行业量增已成“历史”。 类比美国和日本，受中国的人口结构变化影响，多数消费品销量出现稳中有降的趋势。
- 食品饮料子行业中，由于白酒的价格带最宽，行业集中化趋势最显著。 白酒行业的价格带从几元的散酒到几千元的年份茅台，行业挤压式增长最为明显，品牌酒企实现量价齐升的同时，中小酒企艰难度日。

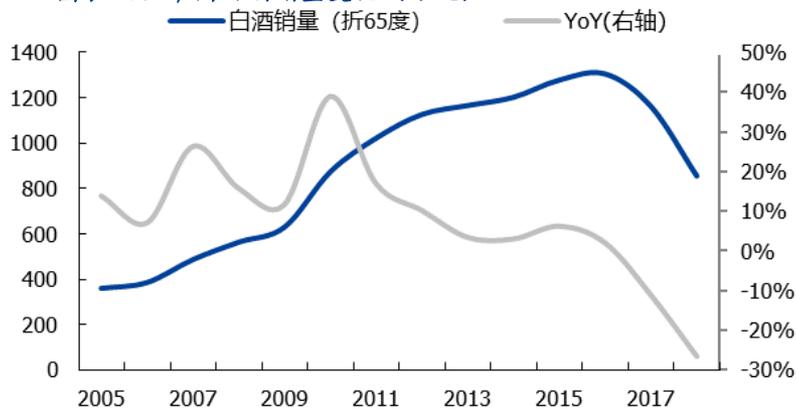
图表14：美中日人口结构变迁（%）



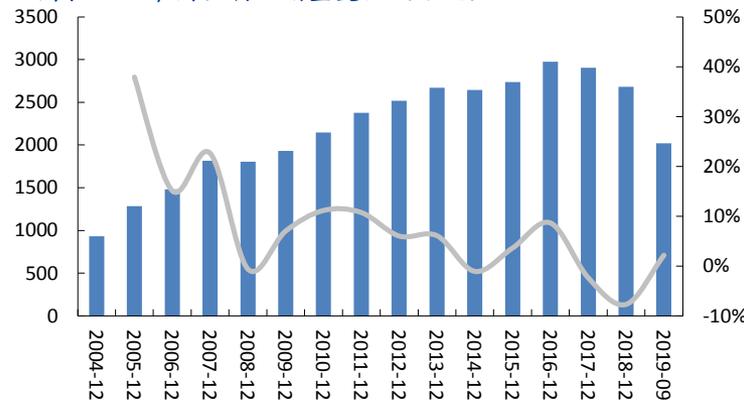
图表15：美中日人均啤酒产量变化（升/人）



图表16：中国白酒销量变化（万吨）



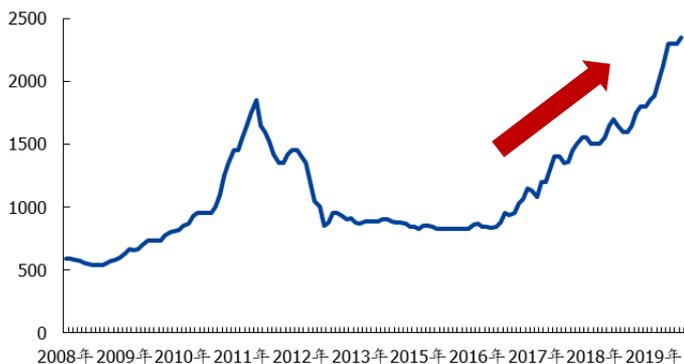
图表17：中国乳制品销量变化（万吨）



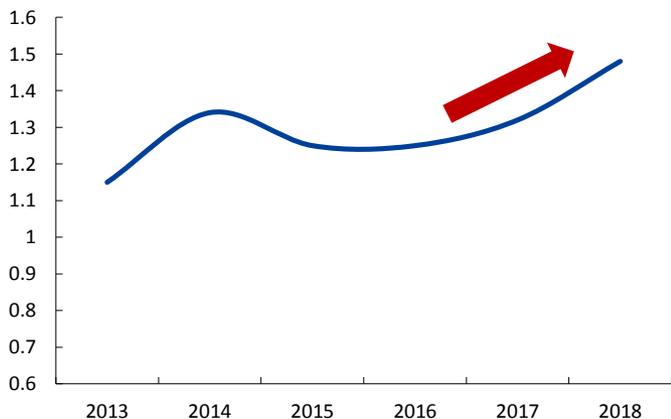
行业发展趋势：品牌集中化趋势下，价格持续提升

- **行业销量稳中有降，价格持续提升。**2015年以来，行业挤压式增长的背景下，白酒、啤酒、乳制品等行业吨价持续提升。
- **白酒行业集中化趋势最明显，吨酒价格涨幅最大。**品牌拉力越强的公司吨价提升幅度越大，2015年以来，茅台批价从850元左右上涨至2300元左右，涨幅达到170%。

图表18：茅台批价变化情况（元）



图表20：中国乳制品单价变化情况（万元/吨）

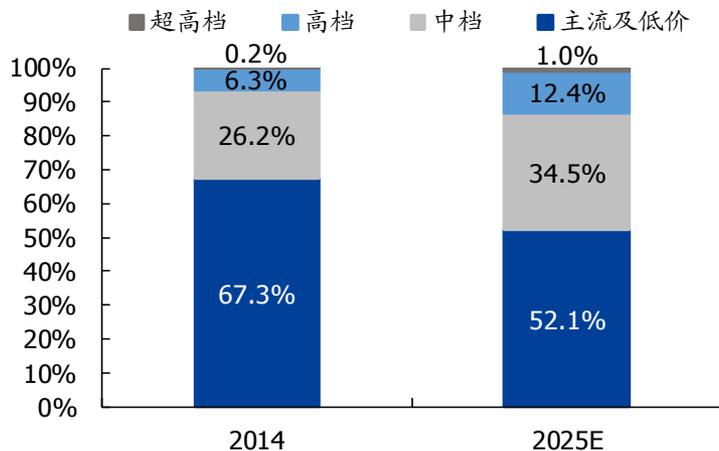


数据来源：BCG，百威英博公告，wind，国盛证券研究所

图表19：中国进口葡萄酒单价变化情况



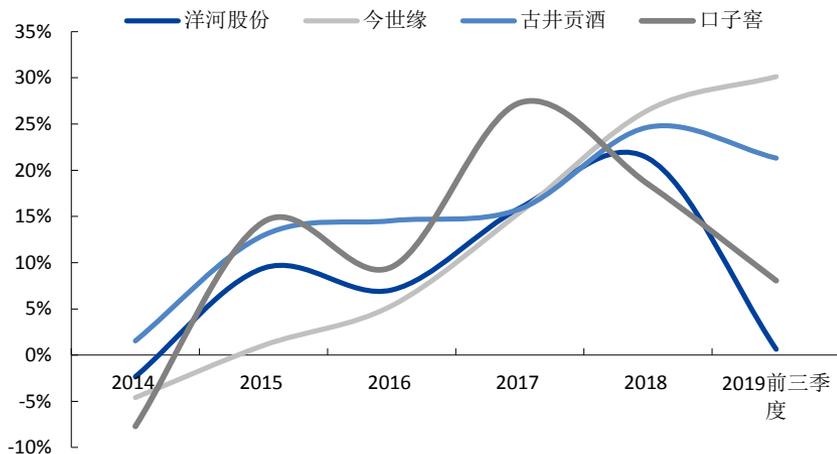
图表21：中国各价格段啤酒占比预测



展望2020年：坚守龙头，关注低估值标的的反转机会

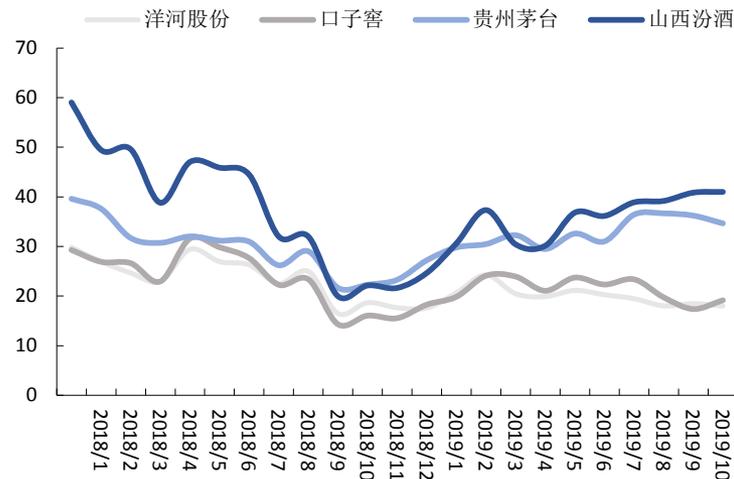
- **行业挤压式增长的趋势不变，龙头有望持续受益。**展望2020年行业量稳价增的趋势不变，在此背景下，品牌力较强的龙头企业有望持续受益。
- **关注行业集中化趋势的边际变化，加速洗牌期龙头的业绩弹性加大。**回顾过去三年，白酒行业的龙头聚焦最为明显，展望未来，高端啤酒的加速崛起、乳制品双寡头的竞争格局变化等值得关注。
- **回顾2019年，“优质资产”的估值溢价明显；展望2020，关注“错杀”标的。**2019年，白酒、啤酒等行业上市公司之间的估值差被显著拉大。以白酒为例，茅台对应2020年的市盈率接近30倍，山西汾酒甚至超过30倍，而洋河、口子窖的估值在17倍以下；在一定程度上反应了行业加速分化的背景下，投资人抱团龙头的投资决策。展望2020年，关注低估值标的的变化，寻找“被错杀”公司的投资机会。

图表22：2019四家酒企收入同比增速分化扩大



数据来源：wind，国盛证券研究所

图表23：2019年以来白酒企业估值差（PE-TTM）扩大

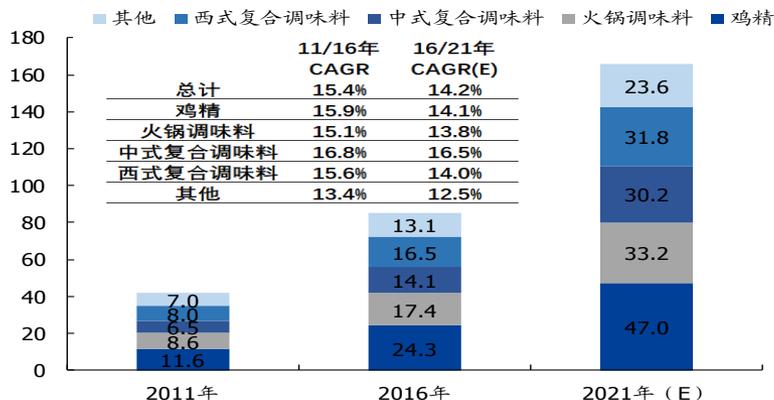


数据来源：wind，国盛证券研究所

成长型赛道依旧存在——调味品与复合调味料

- **调味品行业未来十年量价齐升、集中度提升趋势明确。** 1) 量：供（新品开发+产能储备）需（人口红利+人均消费量增加）双轮推动量增。2) 价：CPI+消费升级共同拉动调味品价格带上移。
- **复合化趋势明显，发展空间广阔。** 1) 酱油的复合化趋势明显，从老抽、生抽到鲜味酱油；2) 复合调味品进入成长期，未来发展空间广阔。

图表24：复合调味料增速情况预测（十亿元）



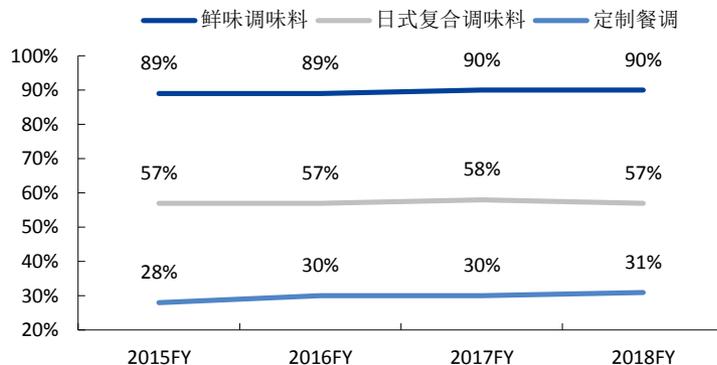
资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表26：酱油行业未来发展框架图



资料来源：国盛证券研究所

图表25：日本味之素在调味品市场的市占率情况（C端）



资料来源：味之素官网，国盛证券研究所

图表27：酱油人均消费量处于上行阶段

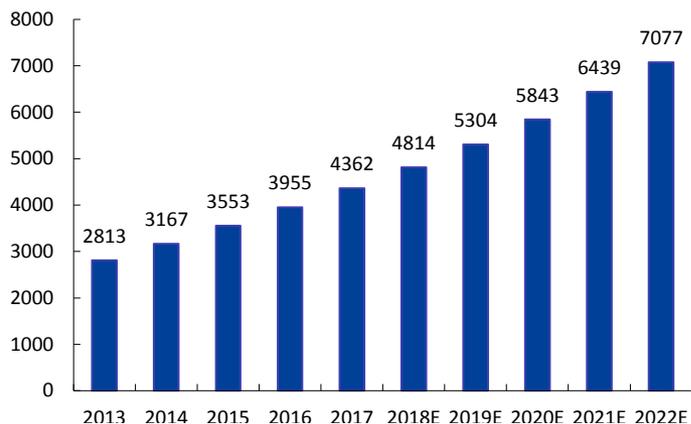


资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

成长型赛道依旧存在——火锅产业链

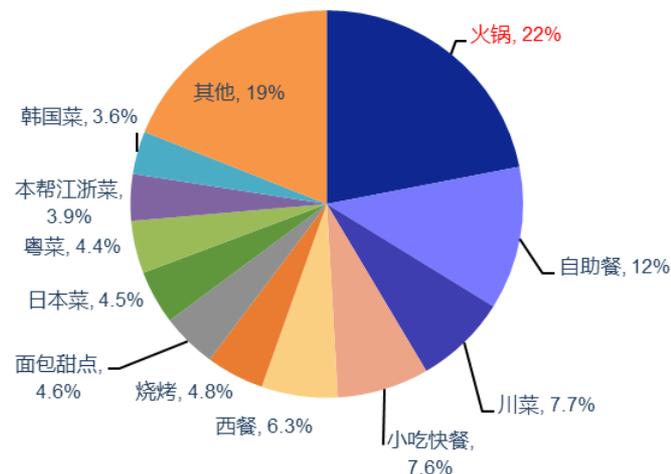
- **火锅行业整体增速10%左右，细分赛道保持较快增长。**火锅具有标准化，社交等属性，便于全国化扩张。据中国餐饮报告白皮书，2014-2017年我国火锅餐饮市场收入复合增速达11.6%，快于餐饮行业整体增速。
- **火锅底料标准化进程加速，火锅制品集中化趋势明显。**目前颐海、天味等标准化底料进入快速发展期，跑马圈地全国化进程加速；火锅制品受上游猪肉价格上涨，进入快速洗牌阶段，龙头安井市占率加速提升，规模效应逐渐显现。

图表28：中国火锅行业规模（亿元）



资料来源：海底捞招股说明书，国盛证券研究所

图表29：中国餐饮品类占比情况

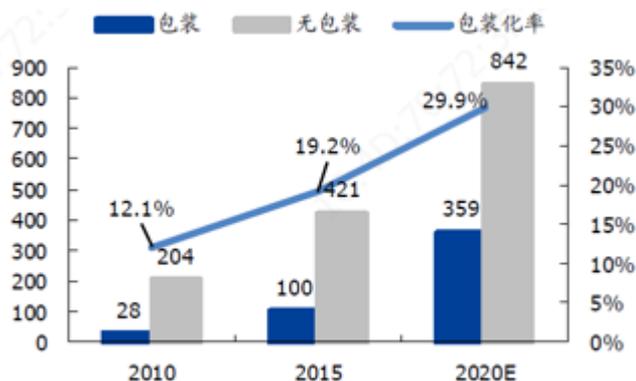


资料来源：《2017中国餐饮报告白皮书》，国盛证券研究所

成长型赛道依旧存在——卤制品

- **卤制品行业整体增速15%左右，增速领跑休闲食品子品类。**根据Frost Sullivan，2017年卤制品行业规模为767亿元，预计到2020年达到1201亿元，2017-2020年CAGR为17.2%。
- **品牌化凸显，连锁加盟代替家庭作坊，龙头市占率持续提升。**品牌产品2015-2020年复合增速28.5%，远高于非品牌产品5%的增速；品牌连锁店销售均价高于家庭作坊。

图表30：休闲卤制品包装化产品情况(亿元)



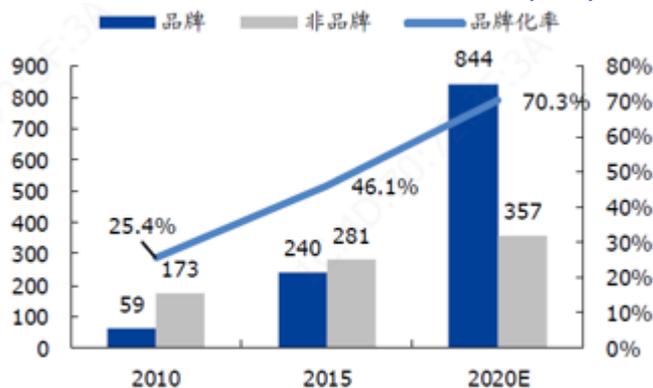
资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表32：中国卤制品行业规模与增速



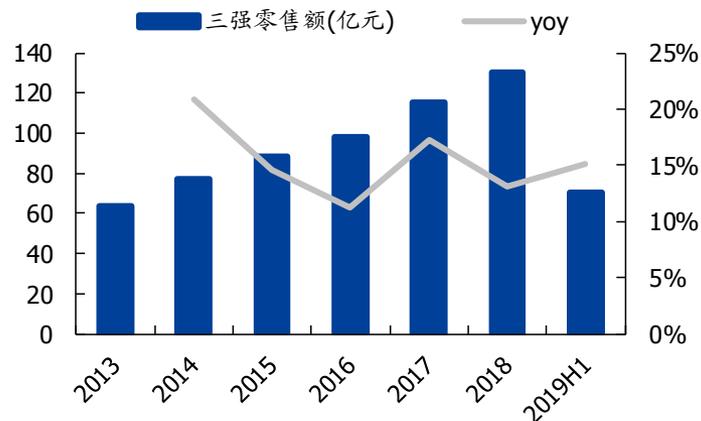
资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表31：休闲卤制品品牌化产品变化情况(亿元)



资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表33：中国卤制品CR3行业规模与增速



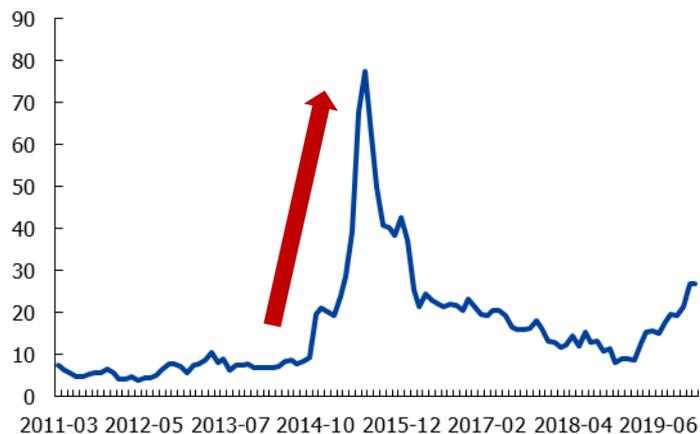
资料来源：公司年报，国盛证券研究所

展望2020年：经济转型期，兼顾短期成长和长期空间

我们将成长型行业分为两类：1) 子行业有一定规模，增速维持10%+；2) 行业处于快速爆发期，大单品迅速崛起。

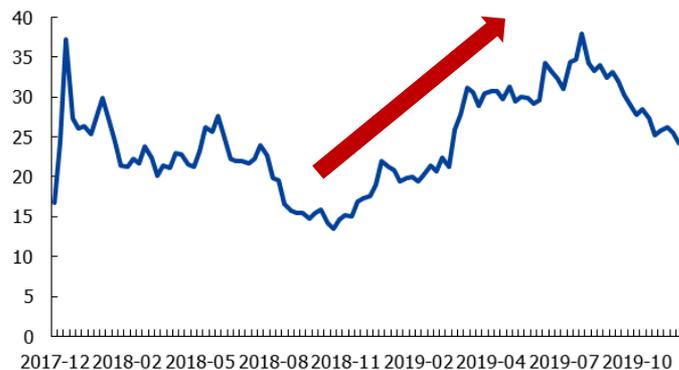
- 回顾历史：与白酒、啤酒、乳制品等“传统”行业不同，成长型行业由于增速较快，通常在快速发展期可以给到较高的估值，股价的波动性亦较大（百润股份2014-2015年涨幅最高超过8倍；香飘飘2018-2019年涨幅最高达3倍），随着铺货周期的结束，股价的回落亦较快。
- 展望未来：在经济增速放缓的大背景下，成长型行业将愈发稀缺，“真成长”和“伪成长”的判断变得更加重要，我们认为既要关注品类的短期成长亦要关注长期发展的空间。

图表34：百润股份股价走势（元/股）



数据来源：wind，国盛证券研究所

图表35：香飘飘股价走势（元/股）



数据来源：wind，国盛证券研究所

第三章

投资建议：坚守龙头，拥抱变化

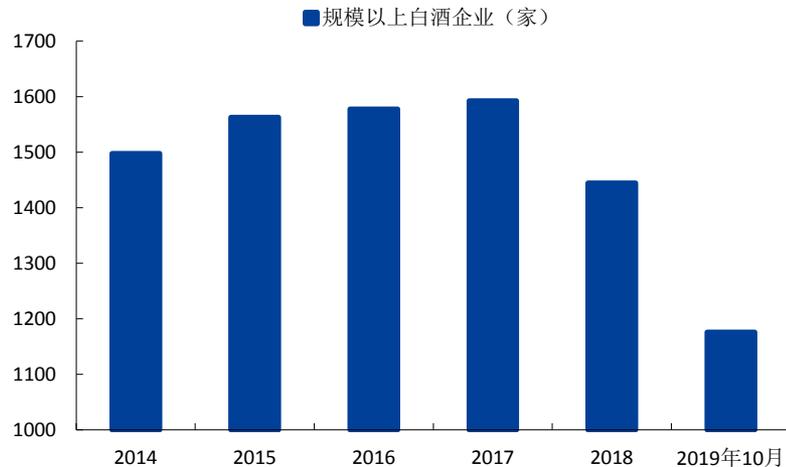
坚守龙头，拥抱变化的选股思路：

- 1) **白酒**：坚守贵州茅台、五粮液、泸州老窖等行业龙头，关注洋河股份、今世缘、口子窖、古井贡酒等低估值公司的变化。
- 2) **啤酒**：中短期看主流啤酒价格带升级，关注利润弹性；中长期看高端啤酒布局，行业地位仍存变数。关注重庆啤酒(如嘉士伯中国资产注入落地，成长性优于百威亚太)，青岛啤酒(如体制改革，管理运营效率改善，利润弹性较大)。
- 3) **调味品**：坚守龙头海天地位不变，看好稳健增长。看变化：中炬高新（内部看管理层改革，外部看渠道下沉）；涪陵榨菜（看基本面反转之变，渠道落入良性区间，看好渠道继续下沉空间）；天味食品、日辰股份（看行业扩容之变）。
- 4) **乳制品**：看龙头伊利股份份额提升，拓边界挖掘新品类。
- 5) **小食品**：关注绝味食品、安井食品等成长型行业的龙头表现。

白酒：坚守龙头，拥抱变化

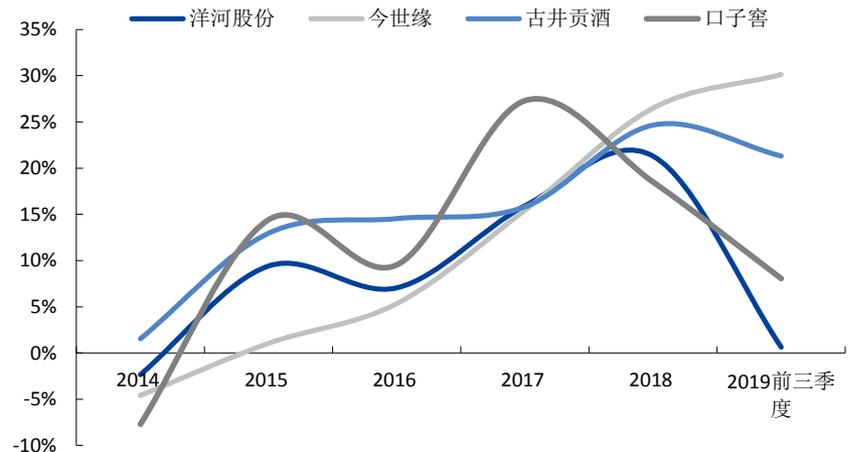
- **挤压式增长，中小酒企加速出清：**白酒行业步入成熟期，中小酒企加速出清，规模以上白酒企业数量持续下降。2017年，中国白酒有规模以上企业数量为1593家；2018年底规模以上企业的数量为1445家。今年1-10月份，规模以上企业的数量为1176家；其中，亏损企业145家。中酒协预测，到今年年底，白酒规模以上企业数量，将降在1000家左右。
- **上市公司酒企发生分化，呈现“左右手”互博：**2017/2018年大多数品牌酒企保持了较快的收入业绩增长。然而，2019年区域酒企基本是CR2也逐渐呈现出此消彼长的趋势，行业从“大吃小”向“龙头间蚕食”进化，呈现左右手互博。洋河/今世缘2019前三季度收入增速为1%/30%，利润增速为2%/26%。古井/口子窖2019前三季度收入增速为21%/8%，利润增速为39%/14%。

图表36：规模以上白酒企业数量持续下降



数据来源：酒说，糖酒快讯，国盛证券研究所

图表37：2019四家酒企收入同比增速分化扩大

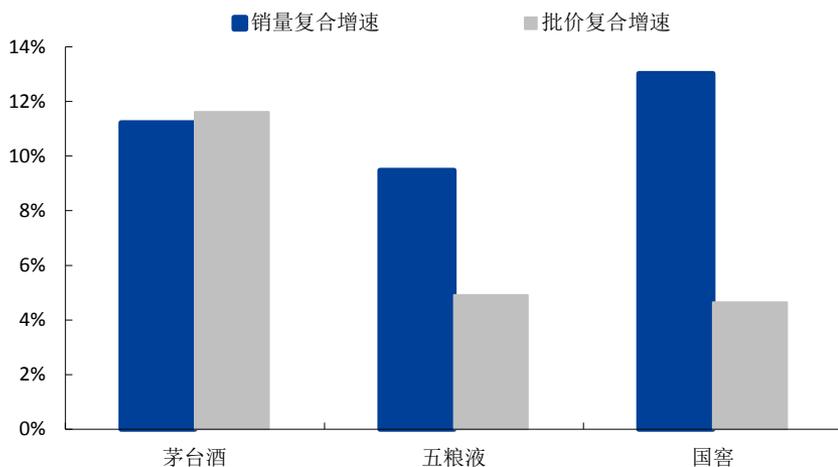


数据来源：wind，国盛证券研究所

白酒：坚守龙头，拥抱变化

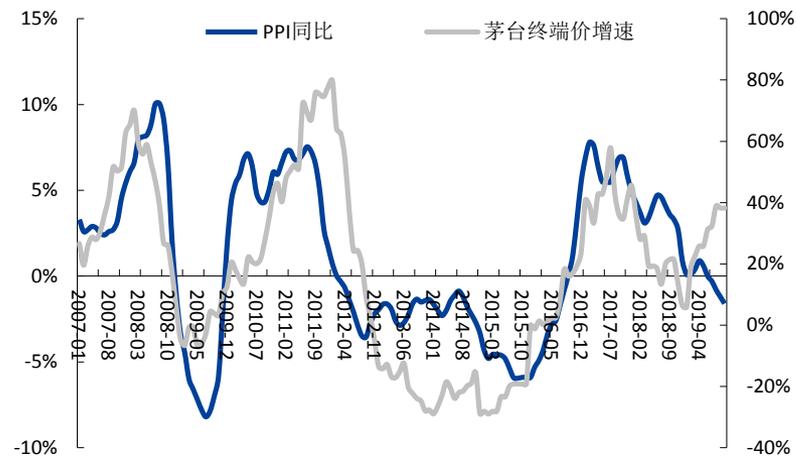
- **2020年对白酒行业不悲观**：PPI走势有待观察，有望稳中有升；贵州茅台供需关系紧平衡，对于2020年白酒行业不悲观。
- **行业挤压式增长趋势不变，坚守龙头（贵州茅台/五粮液/泸州老窖）**：贵州茅台供需关系紧平衡，2000元价格有支撑，明年确定性品种依旧坐享溢价。五粮液、泸州老窖春节定调全年，若春节动销超预期，全年量价齐升亦可期待（类似于2018Q4和2019Q1）。
- **关注变化（洋河股份/今世缘/口子窖/古井贡酒）**：降低预期收益率，关注低估值标的的变化，寻找“被错杀”的投资机会。

图表38：2014-2019茅五泸量价复合增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表39：茅台终端价与PPI增速

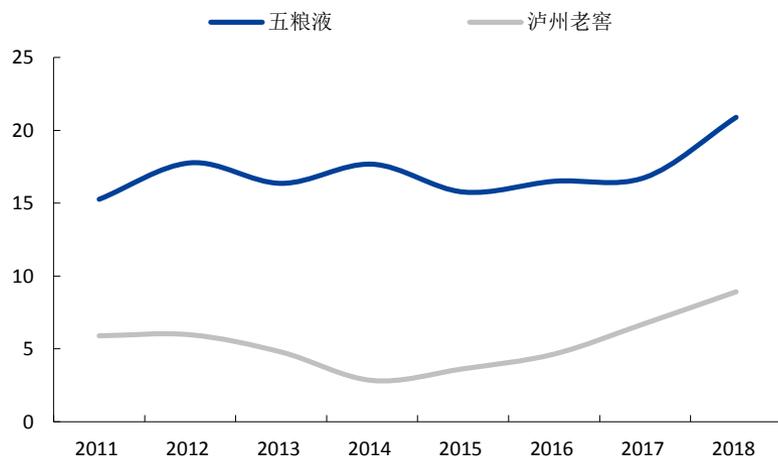


资料来源：wind，国盛证券研究所

白酒：坚守龙头（茅五泸）

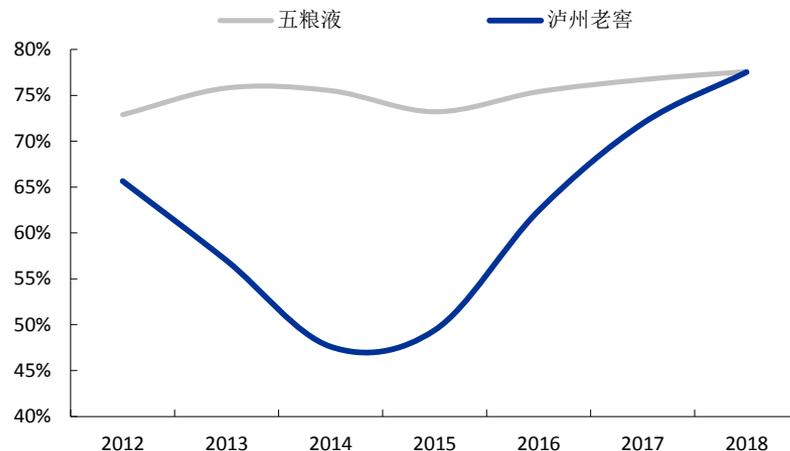
- **贵州茅台：龙头有确定性溢价。**2019年三季度茅台酒经销商继续减少39家（1-9月累计减少茅台酒经销商134个），去年四季度以来，公司持续优化和整顿经销商，但目前边际影响已逐步减弱。关联交易或成为茅台未来业绩较快增长隐忧。**展望2020，两位数增长较为确定。**供需关系紧平衡持续存在，在强品牌力的护城河作用下，公司有望保持稳定增长；此外，由于公司渠道利润较为丰厚，出厂价的提升空间较大，使公司在较长时间内的量价提升成为可能。
- **五粮液、泸州老窖：茅台价盘高企，千元价格带放量可期。**五粮液今年春节打款政策一改以往春节40%左右的一次性打款，仅执行12月和1月配额，减轻了经销商的资金压力。从市场走访情况来看，终端基本站稳千元价格带，期待春节动销。泸州老窖11月公司执行控货挺价的措施，配额为全年的10%左右，目的在于拉升终端价，增加渠道利润，增强渠道推力，目前各地终端成交价向900元靠拢。12月中旬预计开始新一轮的回款，春节回款和动销无需过分担忧。

图表40：五泸吨价对比（万元/吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表41：五泸毛利率对比

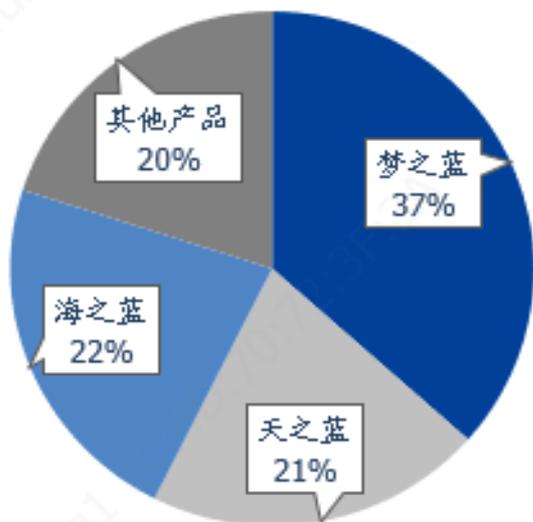


资料来源：wind，国盛证券研究所

白酒：关注低估值品种的变化

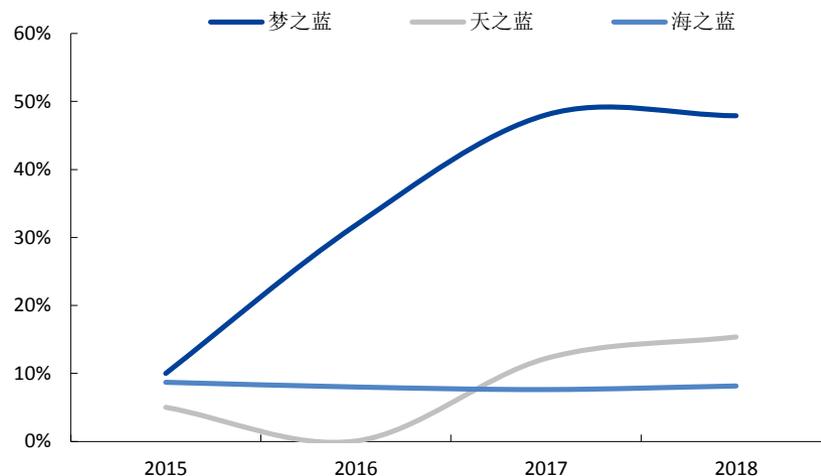
- **洋河股份：深度调整，不破不立。**去年三季度以来，公司省内外市场出现了一些问题比如：1) 海天产品渠道库存较高；2) 市场价格波动；3) 厂商关系存在部分不协调现象；反映在报表端，就是收入利润的降速换挡。从渠道调研的情况来看，6月份开始公司主力产品开始控货，中秋国庆仍以树价盘、清库存为主要目标，造成了短期回款出现下滑，今年三季度增速见底。目前公司架构、渠道调整逐步见效，品牌建设尚需时间，中长期增速具有不确定性。**展望2020期待激励落地，预计业绩前低后高。**在过去的发展中，洋河形成了业内极具竞争力的渠道队伍，无论从人员数量还是质量方面都领先行业。期待后续员工激励的落地为公司中长期发展注入活力。预计一季度回款基本持平，中秋回归两位数增长。

图表42：洋河产品结构



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表43：洋河分产品增速

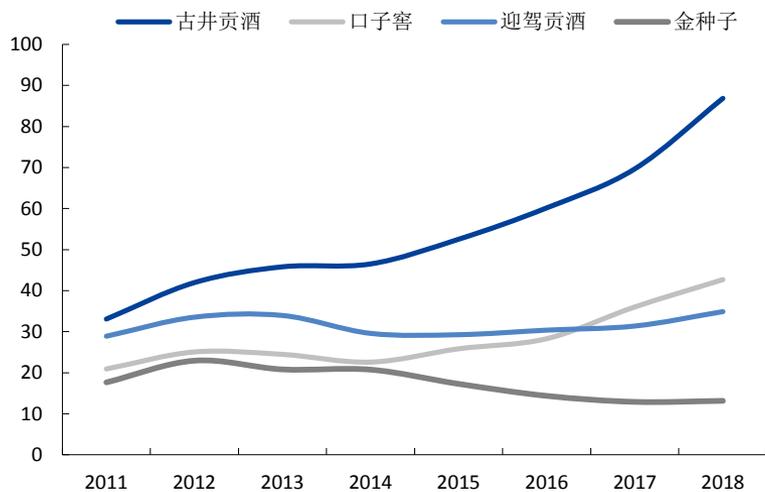


资料来源：wind，国盛证券研究所

白酒：关注低估值品种的变化

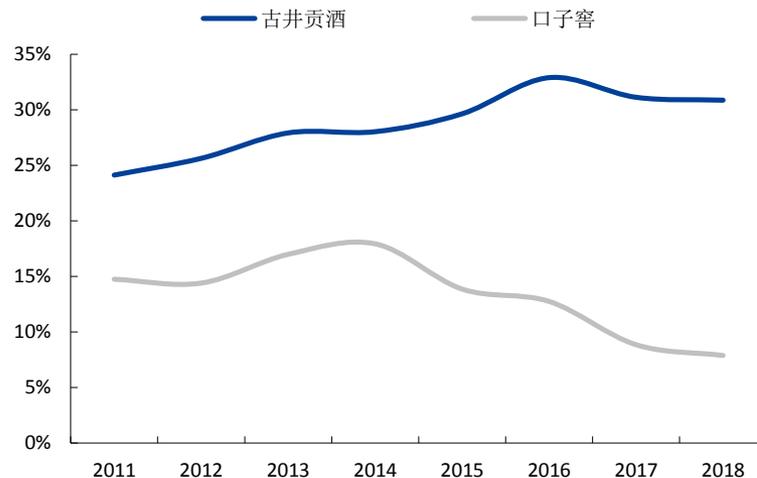
- **古井贡酒：省内消费升级上台阶，等待下一次升级。**2019上半年延续2018高增长，主要来自于古8在合肥市放量。下半年随着省内消费升级上台阶，收入出现降速，需要时间盘整和消化。**展望2020：古井贡酒收入两位数增长可期。**2018年古8增速达70%左右。目前合肥地区古8占比达40%，古16及以上产品占比35%，占比已经较高。未来古8的增长主要来自于古8由合肥向周边城市渗透，2020年收入增速预计回归10-15%。
- **口子窖：面对古井渠道端和品牌力的赶超，口子需要做出改变。**近年来口子窖主要追求利润的稳健增长，而古井采取较为激进的渠道拓展策略，在渠道营销层面费用投入较大，主动引导消费升级，享受消费升级较为充分，口子更多依靠口碑和自然动销增长，导致增速慢于竞品。**展望2020：团队面貌或有改善，需要跟踪与观察。**公司9月以来已连续召开两次经销商会议，针对市场问题提出解决措施，2020年春节促销活动也将提前，对核心客户做品鉴和抽奖等活动，同时加大新品的推广力度，包括陈列、促销、买断等，给予经销商高于竞品的渠道利润，来抢占市场。我们预计公司的调整措施将带来幅度较大的边际改善。

图表44：古井口子窖营业收入（亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表45：古井口子窖销售费用率

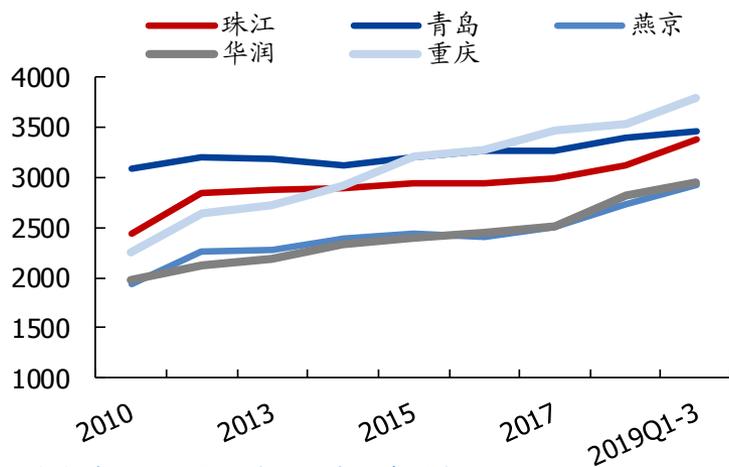


资料来源：wind，国盛证券研究所

啤酒：结构改善+直接提价双轮驱动

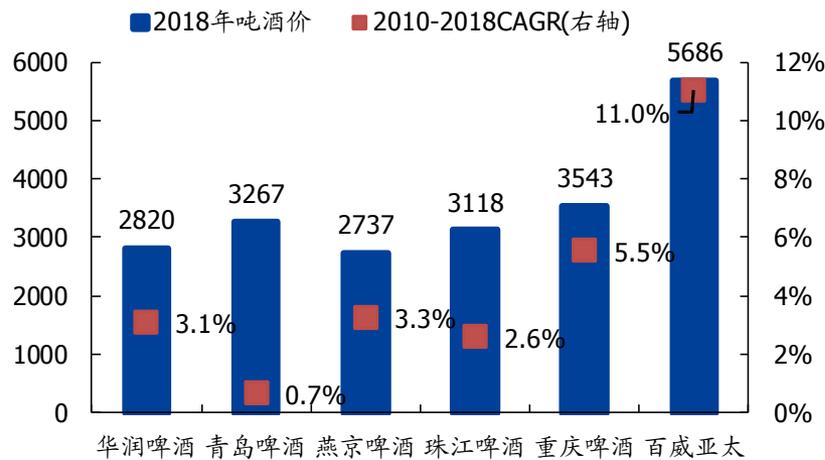
- 结构改善+直接提价双轮驱动，吨价增长主要驱动力。**国内主要啤酒企业吨酒价保持平稳增长，2018年初行业性提价后增速加快。2010-2018年国产啤酒企业吨价在1%-3%之间，重庆啤酒2013年加入嘉士伯集团后提升幅度加快，百威亚太吨价约11%。
- 中短期看主流啤酒价格带升级，关注利润弹性。**未来3-5年啤酒行业价格带升级红利主要来自于中高档对低档啤酒的替代，由主流4-5元加速向中高档6-8元提升。这一阶段关注**华润啤酒**(主流价格带占比高，产能优化领先，市占率第一)，**青岛啤酒**(品牌优势，中高档布局较早，产能优化起步)，**珠江啤酒**(纯生及罐装啤酒占比提升，运营效率改善)。
- 中长期看高端啤酒布局，行业地位仍存变数。**长期看主要啤酒企业提升品牌拉力，抢占高端啤酒市场话语权。当前啤酒产业链利润聚集在渠道端，厂商通过提高品牌力、差异化获得话语权。关注**重庆啤酒**(如嘉士伯中国资产注入落地，成长性优于百威亚太)，**青岛啤酒**(如体制改革，管理运营效率改善，利润弹性较大)。

图表46：国内主要啤酒企业吨酒价增长(元/吨)



数据来源：公司公告，国盛证券研究所

图表47：主要啤酒企业吨酒价及复合增速比较(元/吨)

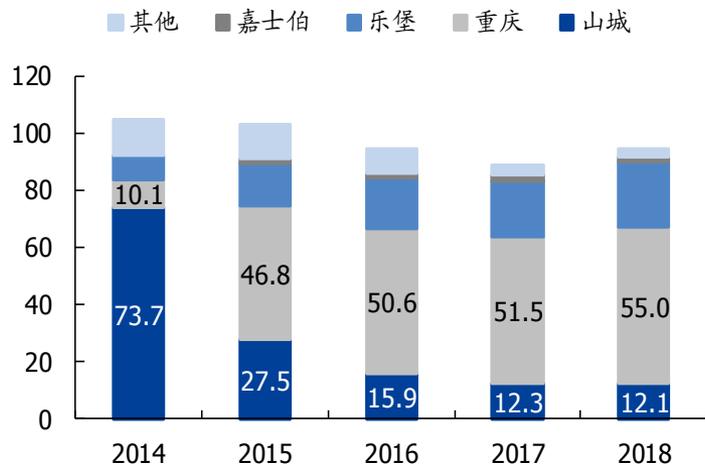


华润啤酒 青岛啤酒 燕京啤酒 珠江啤酒 重庆啤酒 百威亚太
数据来源：公司公告，国盛证券研究所

重庆啤酒：嘉士伯西南重将

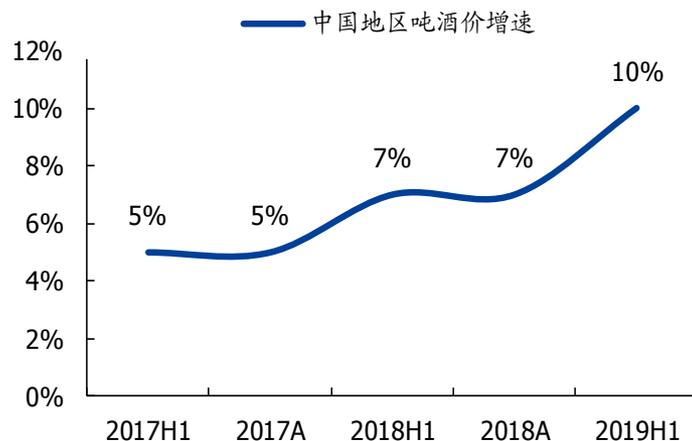
- **完善产品组合：本土强势+国际高端。**本土品牌“山城”主要位于低档价格带，“重庆”布局中档价格带，并逐步推出了国宾醇麦、小麦白、纯生、黑啤等较高价格带产品。国际品牌以中高档的8元乐堡起步，主要布局高档、超高档价格带。
- **嘉士伯中国增长强劲，资产注入后弹性大，如若嘉士伯中国资产注入，相当于再造一个重啤。**嘉士伯在2013年《要约收购报告书》中承诺为避免潜在同业竞争，按照符合国际惯例的合理估值水平，将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入重庆啤酒，并承诺在本次要约收购完成后的4-7年的时间解决，2020年是关键窗口期。如果根据嘉士伯承诺将其他在国内啤酒资产注入重庆啤酒，重啤将成为西部及西南地区的啤酒领头羊。

图表48：重庆啤酒销量结构变化(万吨)



数据来源：公司公告，国盛证券研究所

图表49：嘉士伯中国地区吨酒价增速

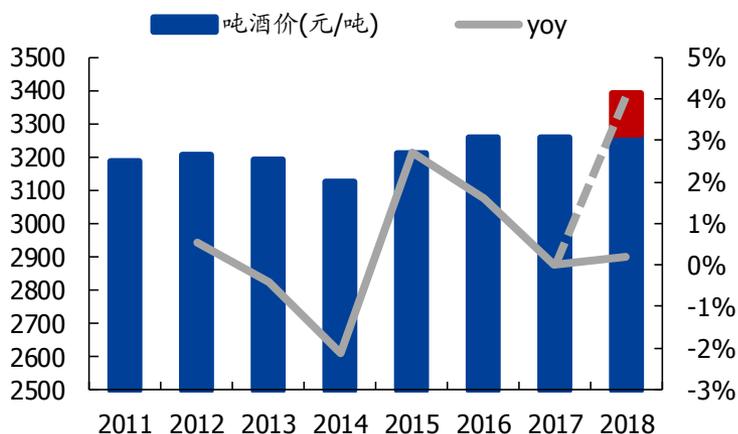


数据来源：公司公告，国盛证券研究所

青岛啤酒：聚焦产品升级，中高端布局领先

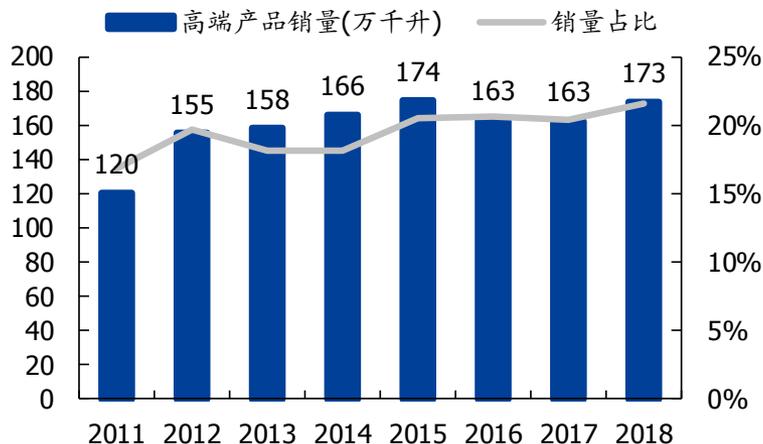
- **提价有望成为常态。**公司继2018年初提价后，2019年对部分产品提价，2020年有望在山东基地市场对经典产品进行提价，预计贡献整体吨酒价增长3-4%。公司在中高端啤酒布局领先，直接提价+结构升级双轮驱动，未来2-3年保持较快增速。
- **聚焦产品结构升级，盈利改善可期。**1) **品牌长青：**推行“1+1”品牌战略，青岛主品牌定位中高端市场，承担产品结构升级重任，第二品牌崂山定位大众市场。2) **多层次组合布局、聚焦腰部以上产品：**青岛品牌在高端化趋势下替代崂山品牌，8元经典1903逐步替代大单品5-6元青岛传统经典系列。未来高端产品占比提升是贡献吨酒价增长主要驱动力。
- **产能优化，效率提升。**2017-18年公司减员增效效果显著，计划未来5年关闭10家低效工厂。我们测算产能优化对未来5年毛利率改善幅度在1-2.8pct；长期看对EBIT margin提升空间约为8.7pct。

图表50：公司吨酒价持续提升



数据来源：公司公告，国盛证券研究所（注：虚线为统计口径还原后的增速）

图表51：公司高端产品销量占比持续提升

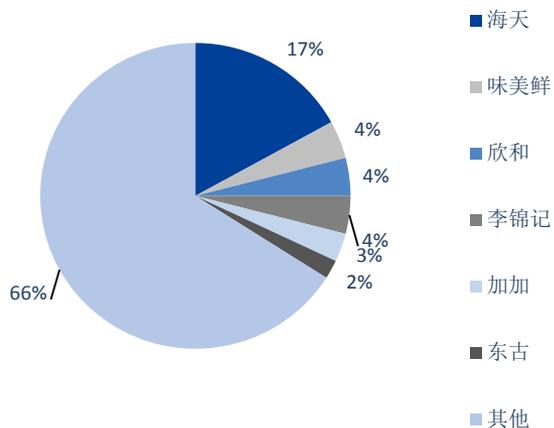


数据来源：公司公告，国盛证券研究所

调味品：探索行业中的变与不变

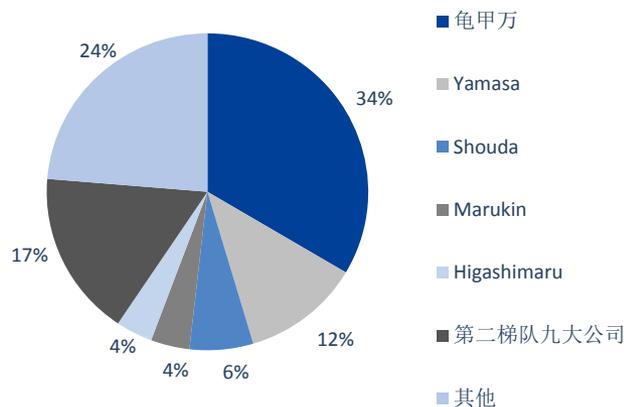
- 不变：行业龙头地位不变，坚守龙头的策略不变。
- 变：1) 竞争格局日趋集中，龙头加速收割市场份额。如海天味业、涪陵榨菜；2) 渠道下沉、全国化拓张之变。如中炬高新；3) 基本面反转之变。如涪陵榨菜；4) 行业扩容之变。如复合调味料行业，天味食品、日辰股份。

图表52：中国酱油行业集中度（2015年）



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

图表53：日本酱油行业集中度（2016年）



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

海天味业：茁壮成长，稳健为王

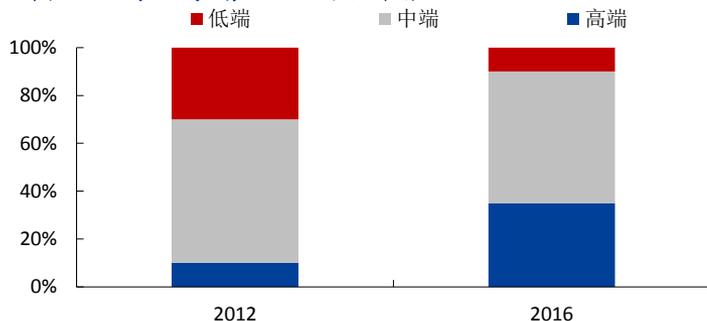
■ 坚守龙头：海天行业地位不变，看好稳健增长

■ 看结构优化之变：高端化占比预计持续走高，推动毛利率上行的主逻辑不变。

■ 看渠道下沉之变：渠道下沉仍有空间，预计2030年市占率提升至30%（18年海天约20%，龟甲万34%）。

■ 看品类拓张之变：蚝油品类快速增长，2019H1营收占比较2018年提升4.60pct至16.88%。

图表54：海天高端产品比例不断增加



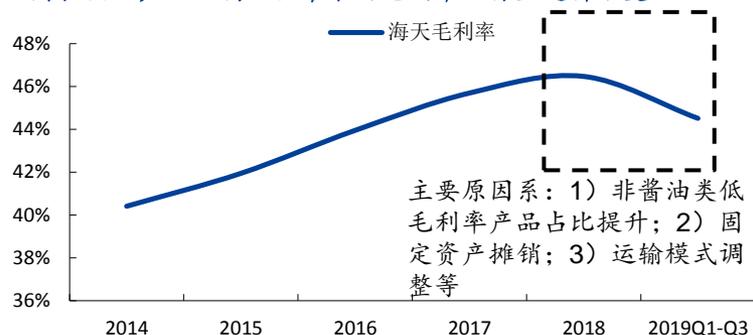
资料来源：《调味品营销》，国盛证券研究所

图表56：海天味业营业总收入增长稳定（亿元）



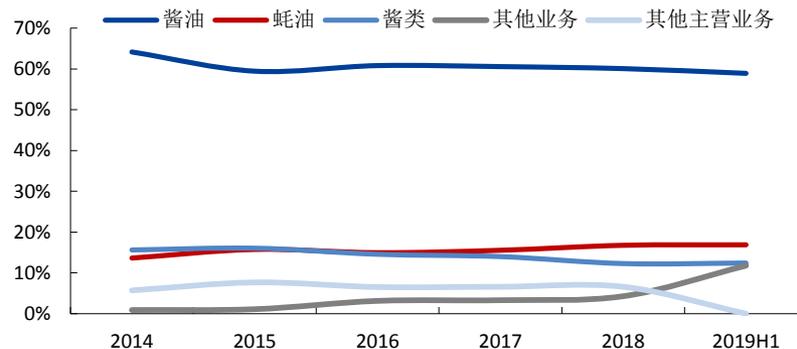
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表55：产品结构优化带来的毛利率上行主逻辑不变



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表57：蚝油业务占比逐步提升



资料来源：wind，国盛证券研究所

中炬高新：内看激励机制优化，外看渠道继续下沉

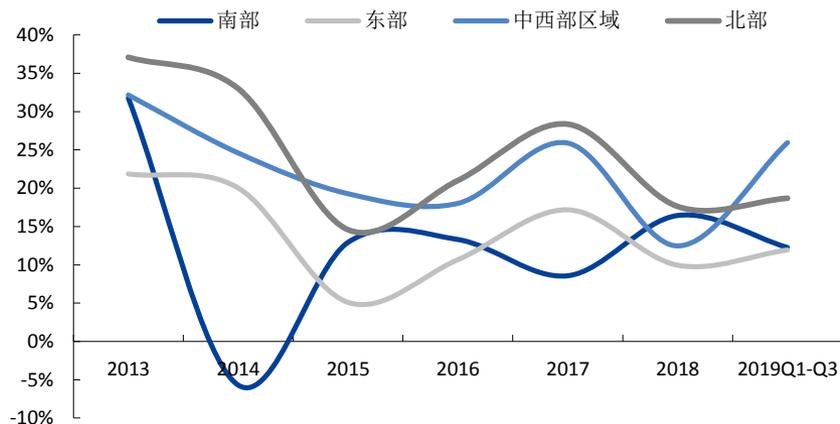
- **酱油榜眼，调味品业务稳健增长。**中炬高新调味品业务（2018年占比约92%）保持稳定增长，2010-2018年调味品业务营收复合增速约为17%。
- **看内部激励机制优化及管理层改革之变：**1) **激励投放方式优化，公司有待厚积薄发。**公司从考核指标、奖金分配以及超额奖励三个方面优化激励机制：1、增加收入指标权重（20%提升至40%）；2、奖金分配上，由向高层管理人员倾斜改为向中层业务骨干倾斜；3、根据指标完成情况，提取归母净利润超额部分加入奖金包。我们认为从长远角度来看，激励费用的投放有利于激发员工活力，有望为公司长远发展蓄力储能。2) **优秀团队形成，管理层短期变动影响有限。**
- **外部看渠道下沉，全国化布局可期：**公司积极推进“稳步发展东南沿海、重点提升中北东北、加速开拓西南区域、逐步发展西北市场”渠道规划战略，并采取经销商为主+直销为辅营销模式为市场终端的深度覆盖助力。中西部及北部营收快速增长，我们认为全国化布局未来可期。

图表58：中炬高新调味品业务2010-2018年营收CAGR约17%



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表59：中炬高新各地区营收增速情况

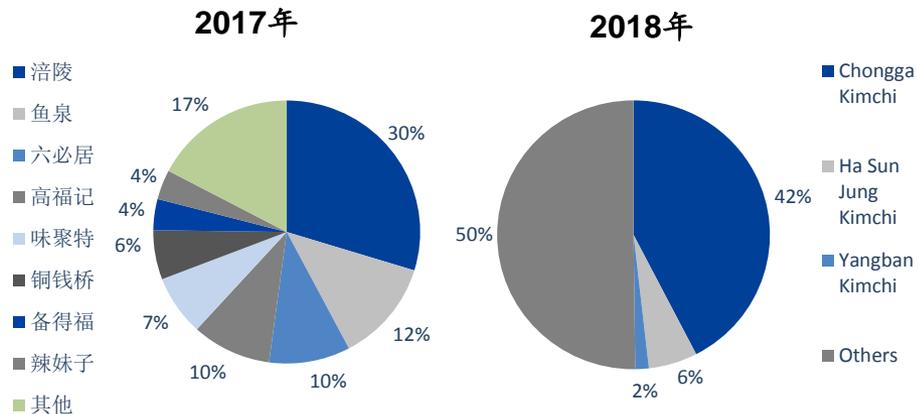
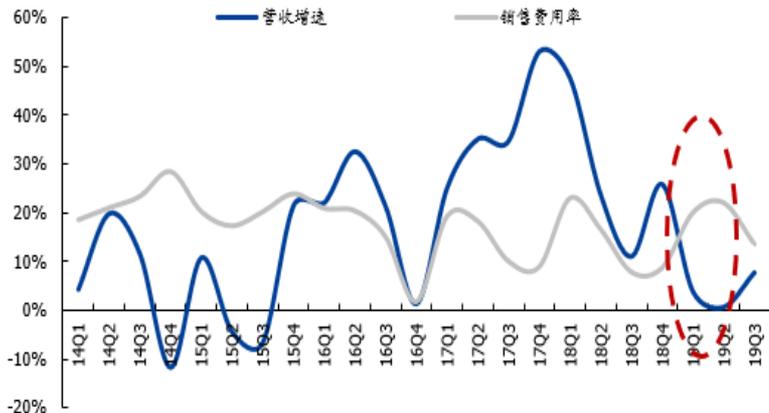


资料来源：wind，国盛证券研究所

涪陵榨菜：拐点已至，静候春天

- **基本面反转之变：1) 渠道策略优化。**2019年针对空白市场新开发约600个经销商，办事处裂变（由37个裂变为67个）于今年上半年基本完成；**2) 库存水平落入良性区间。**通过加大销售费用投放、控制发货及采取渠道策略等方式，目前库存周期落入良性区间（约5-6周）。
- **短期看渠道继续下沉：**根据公司目前渠道库存水平，我们认为轻装上阵将为2020年的蹲后起跳创造空间。
- **长期看市占率提升及品类拓张：**涪陵榨菜地级市场覆盖率仍然有待提升，我们坚定看好公司渠道继续下沉带来的市占率提升空间。在立足榨菜主业的基础上，我们也期待公司品类的进一步拓张以应对消费者多元化需求。

图表60：2019年以来涪陵榨菜开始加大销售费用的投放营收增速开始回升 图表61：对标韩国涪陵榨菜的市占率仍有提升空间



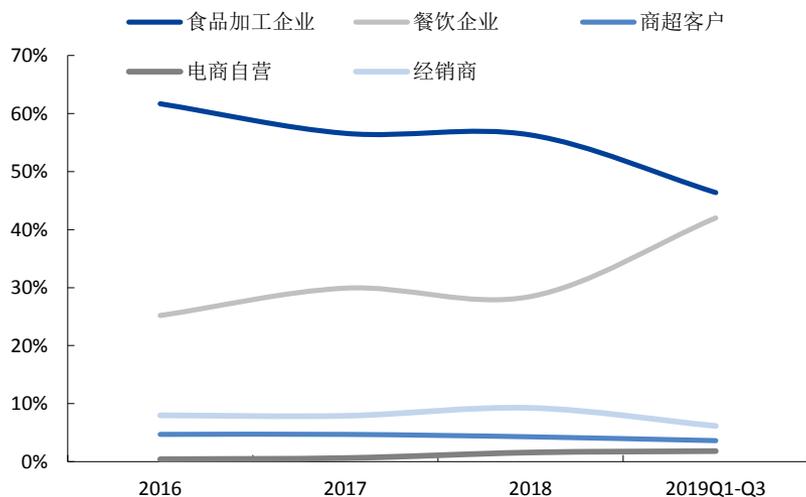
资料来源：wind，国盛证券研究所

资料来源：欧睿，国盛证券研究所

复合调味料行业：看行业扩容之变

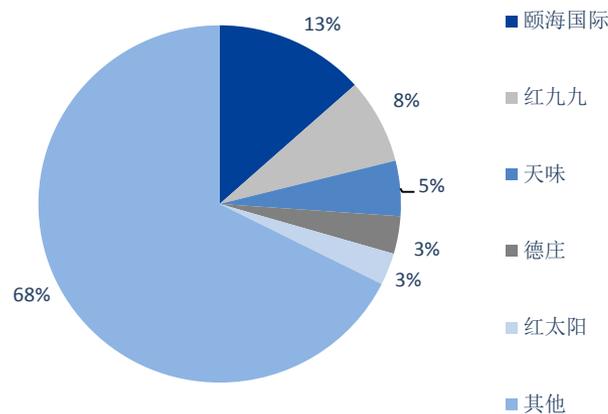
- **复合调味料：看行业扩容之变。**目前复合调味料行业尚处导入期，竞争格局尚未形成，天味、日辰尚处于成长期，依靠渠道布局、产品研发优势优先受益行业扩容红利。
- **日辰股份：有望优先受益连锁餐饮行业蓬勃发展。**1) 战略重心向餐饮企业转移，目前我国连锁餐饮行业渗透率仍处于低位，行业蓬勃发展有望创造定制化复合调味品需求；2) 公司依赖强研发能力及强食品安全把控能力把握行业发展红利。
- **天味食品：有望受益火锅行业扩容而实现快速发展；**融资扩产，组织体系优化，全国化进程加速。

图表62：日辰股份下游客户渠道占比情况



资料来源：日辰股份照顾说明书，国盛证券研究所

图表63：火锅底料行业竞争格局情况

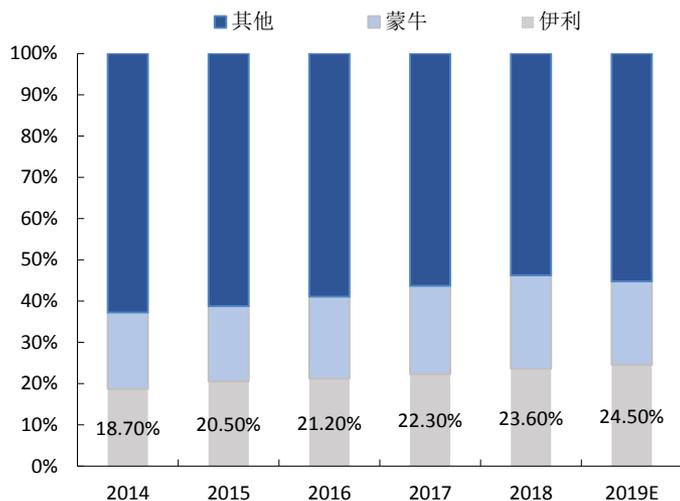


资料来源：各公司招股说明书、年报及官网，国盛证券研究所

乳制品：龙头份额提升，拓边界挖掘新品类

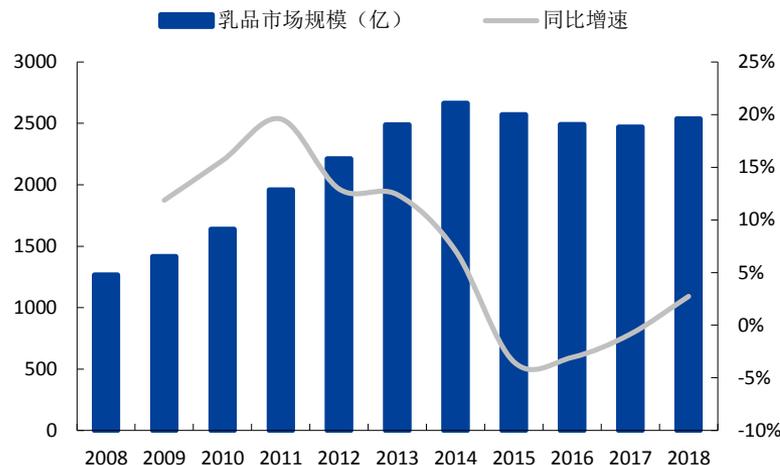
- **乳制品行业：行业量稳价升。**乳品行业需求增速放缓，以牛奶为例，2010-2014年中国牛奶消费量GAGR=5.9%，2014-2018年GAGR=1.0%。价格方面，伴随着消费升级和生鲜乳价格提升，乳制品均价稳步上升。
- **伊利股份：龙头份额持续提升，积极拓展新品类挖掘增长点。**液态奶行业整体进入低速增长阶段，但三四线城市人均消费量有较大提升空间。原奶处于上行周期，公司凭借原奶优势，份额持续提升。在原奶价格持续上涨背景下，行业竞争有望趋缓，公司有望凭借上游牧场优势、凭借成本控制能力进一步强化竞争力，释放利润弹性。公司积极尝试多元化，推出伊刻活泉，味可滋等产品，布局矿泉水，液体奶茶以及羊奶粉等新品类，持续推进平台化战略，开拓新增长点。

图表64：伊利市占率稳步提升



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表65：中国乳品市场规模（亿）

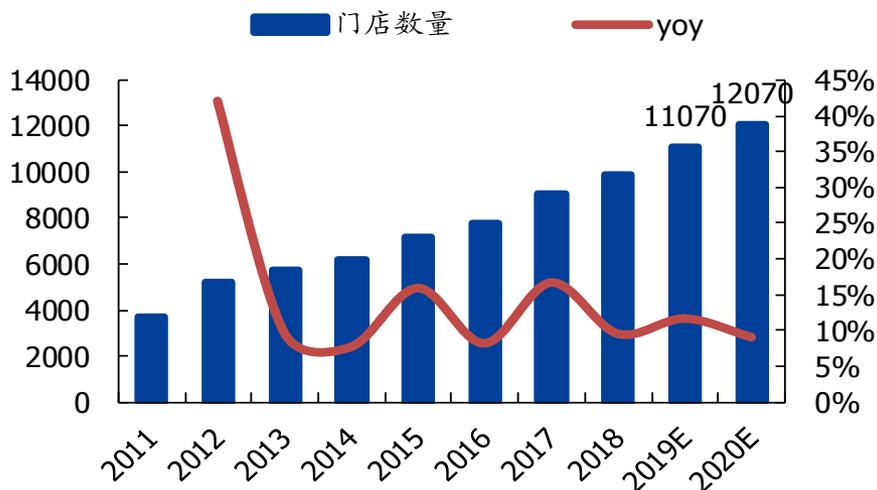


资料来源：wind，国盛证券研究所

卤制品龙头：绝味食品

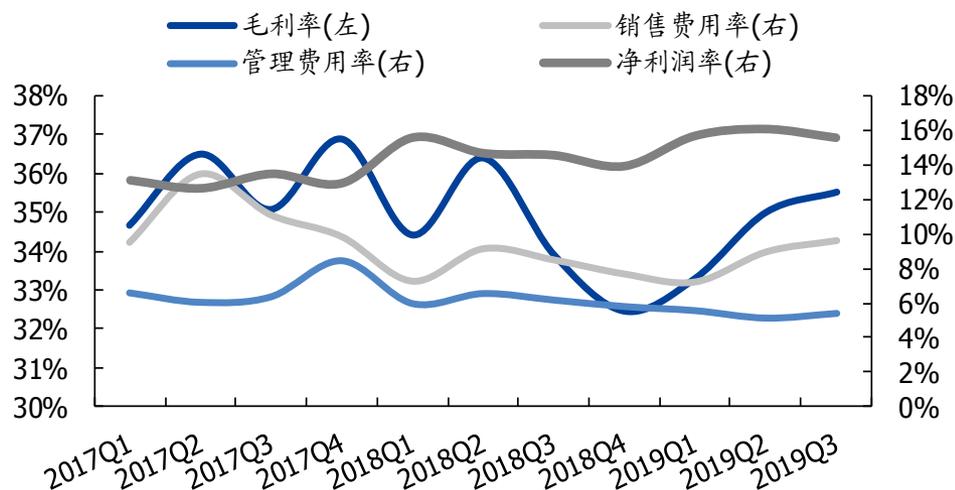
- **绝味食品：收入端增速13-15%，业绩端增速22-25%。**
- **收入端：**2020年仍将保持较快开店速度，预计新开门店1000家左右；2020年奥运会利于需求端，往年来看门店销售好于平时，单店收入保持5%左右增长，收入端增速13-15%。
- **成本端：**鸭副采购价格下行趋势，成本压力缓解。2019年前三季度肉鸭饲料销量同比增长21.9%，鸭子养殖和出栏量增多，鸭腿、鸭胸替代猪肉需求，价格上涨；但是对于鸭脖、鸭副来说，渠道较窄，相当于供给增加，价格下行。
- **业绩端：**预计归母净利润同比增速22-25%。

图表66：绝味食品门店数量稳健增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表67：绝味食品单季度盈利能力情况

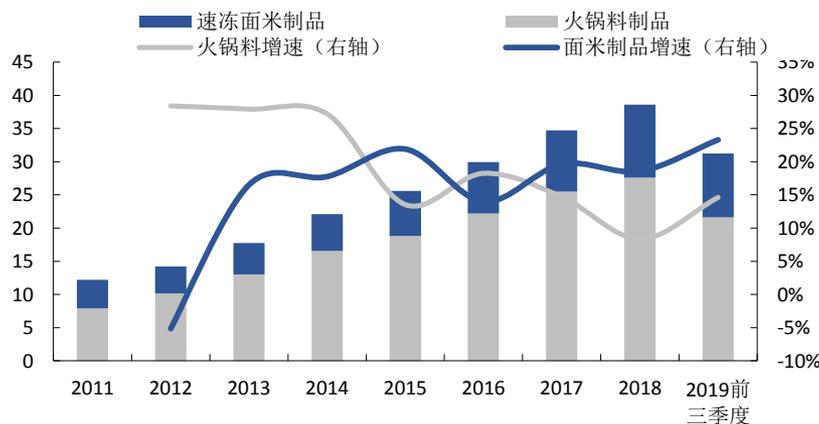


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

火锅制品龙头：安井食品

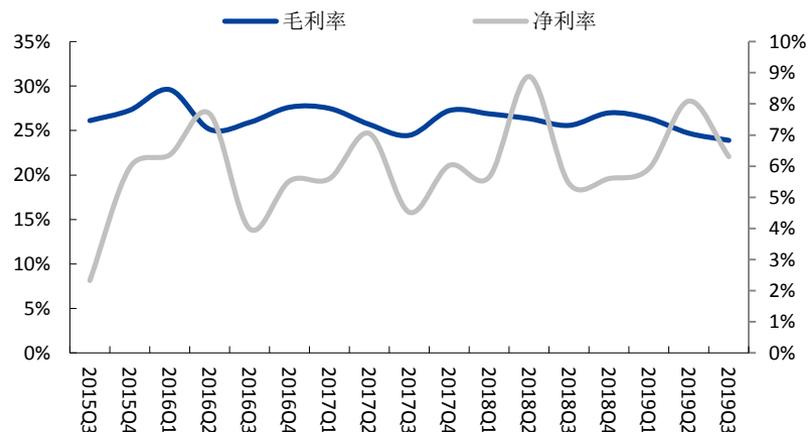
- **公司9月以来频繁提价，基本覆盖成本上涨压力。**9月通过减促销的方式提价3-5%，十一之后鸡肉价格大幅上涨，公司10月提价7-8%，11月16日再提价4-5%。提价可以覆盖80%-90%左右的成本上涨压力，预计四季度毛利率维持平稳。同时，本次提价系原材料压力下行业的整体性提价，终端对提价接受度高，对经销商利润挤压和终端动销影响有限。若明年猪肉价格回落，公司业绩弹性将逐渐显现。
- **2020年展望：1) 收入端，**火锅行业保持较高增速叠加市占率提升，预计2020年速冻火锅料与速冻面米产品增速为20%和18%。**2) 利润端，**公司预计明年一季度原材料成本压力有望缓解，提价对于公司收入和净利有增厚作用。由于经济疲软，CPI持续走高，市场对于明年有提价能力的细分品类关注度较高。作为行业一家独大的龙头，公司具有规模效应下的成本优势带来产品高性价比，叠加强渠道力，公司长期有望持续挤压中小企业份额，扩大市占率。

图表68：公司分产品营收(亿元)和增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表69：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

盈利预测

图表70：盈利预测及估值表

| 公司 | 归母净利润 | | | 归母净利润增速 | | | PE | | |
|------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E |
| 贵州茅台 | 352.04 | 428.55 | 506.08 | 30.0% | 21.7% | 18.1% | 42 | 34 | 29 |
| 五粮液 | 133.84 | 174.56 | 206.47 | 38.4% | 30.4% | 18.3% | 38 | 29 | 24 |
| 泸州老窖 | 34.86 | 47.26 | 59.43 | 36.3% | 35.6% | 25.8% | 36 | 25 | 20 |
| 洋河股份 | 81.15 | 83.02 | 91.64 | 22.5% | 2.3% | 10.4% | 19 | 18 | 16 |
| 今世缘 | 11.51 | 14.12 | 17.15 | 28.5% | 22.7% | 21.5% | 36 | 27 | 23 |
| 古井贡酒 | 16.95 | 22.90 | 27.7 | 47.5% | 35.1% | 21.0% | 33 | 27 | 22 |
| 海天味业 | 43.65 | 53.09 | 63.77 | 23.6% | 21.6% | 20.1% | 67 | 55 | 46 |
| 中炬高新 | 6.07 | 6.90 | 7.98 | 34.0% | 13.7% | 15.7% | 51 | 45 | 39 |
| 安琪酵母 | 8.57 | 9.24 | 10.61 | 1.1% | 7.8% | 14.8% | 29 | 26 | 23 |
| 青岛啤酒 | 14.22 | 17.00 | 20.67 | 12.6% | 19.5% | 21.6% | 48 | 40 | 33 |
| 重庆啤酒 | 4.04 | 6.33 | 5.73 | 22.6% | 56.7% | -9.5% | 70 | 45 | 49 |
| 珠江啤酒 | 3.66 | 5.06 | 5.53 | 97.7% | 38.3% | 9.3% | 44 | 32 | 29 |
| 安井食品 | 2.7 | 3.22 | 3.96 | 33.7% | 19.3% | 23.0% | 55 | 46 | 37 |
| 绝味食品 | 6.41 | 7.94 | 9.32 | 27.7% | 23.9% | 17.4% | 42 | 34 | 29 |

资料来源：国盛证券研究所（注：用2019年12月13日市值作为计算PE的基准）

风险提示

- **宏观经济下行风险。**整体而言，所有食品饮料行业的发展与宏观经济均有关，未来中美贸易战存不确定性，存在经济下行的风险。
- **行业竞争激烈。**近几年白酒行业挤压式增长明显，未来集中度提升的速率存在不确定性。同时随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，将进一步加剧国内啤酒中高端产品市场的竞争态势。此外，调味品行业的竞争加剧风险也可能导致部分公司拓张计划不及预期。
- **原材料成本、外汇汇率波动。**如果原材料成本、包材成本发生波动，会对食品饮料行业的盈利能力产生影响。对于原材料主要依赖进口的企业而言，汇率的变动也将会成为影响公司业绩的重要因素。
- **天气、政策法规等因素不确定性。**啤酒消费通常在夏季为主，如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多，会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严，夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。如果国内政策变化，会对市场稳定性带来影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



Thank You