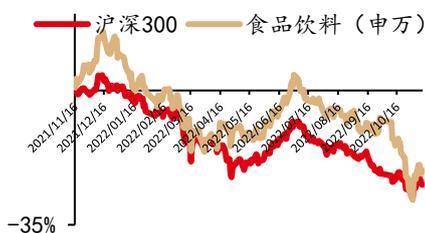


**行业投资评级**
**强于大市 | 维持**
**行业基本情况**

收盘点位	19,690
52周最高	29,116
52周最低	17,547

**行业相对指数表现**


资料来源：ifind，中邮证券研究所

**研究所**

分析师：蔡雪昱  
 SAC 登记编号：S1340522070001  
 Email: caixueyu@cnpsec.com

分析师：华夏霖  
 SAC 登记编号：S1340522090003  
 Email: huaxialin@cnpsec.com

联系人：杨逸文  
 Email: yangyiwen@cnpsec.com

**近期研究报告**

《天味食品跟踪点评：C端底料冬调平稳接棒，B端餐饮复苏预期向好》(2022-09-30)

《绝味食品：股权激励重启，彰显长远发展信心》(2022-09-27)

《安井食品：餐饮需求稳步复苏，潜力大单品次第开花》(2022-09-27)

《巴比食品跟踪点评：疫情短期扰动已恢复，下半年开店步伐提速》(2022-09-23)

**食品饮料糖酒会反馈**
**头部企业反馈积极，看好精准防控下的板块反弹**
**● 投资要点**

**糖酒会反馈：**1) **白酒：**头部企业对未来经济/疫情好转/行业均具有信心，对于明年量价中的价格呈现相对理性态度，对于当前库存去化、备战春节较有信心，整体看反馈较积极。同时小企业/渠道对当前环境多较为悲观，也反映出当前行业已经处于最悲观的情绪底部。2) **大众品：**由于餐饮渠道前三季度受疫情影响带来需求下滑，调味品在此次糖酒会中人气较其他品类相对低迷，参展品牌产品普遍聚焦复调核心大单品，如火锅底料、川式餐调、钵钵鸡、鱼调料、麻辣烫等品类。渠道端，中小品牌普遍收缩至自身强势区域招商，因此天味等全国性品牌外拓预期良好。休闲食品板块在此次糖酒会中人气较旺，同时参展品牌普遍推出具有性价比、目标下沉市场的量贩规格产品。乳制品软饮料板块头部品牌参展较少，且参展产品非热门单品，参展各品牌新品以差异化竞争为主，其中乳制品以差异化奶源、蛋白质含量为主打方向，软饮料也以小众原料、产品功能性为核心发力点。

**公司及渠道调研结论：**1) **白酒：**泸州老窖应对市场有信心，随着疫情逐步放松/未来经济恢复，量价的冲刺点仍然在高度国窖，也会根据市场反馈来考虑后续提价策略。五粮液管理层换届后将坚持以消费者为核心，更加关注动销，目前14个战区动销增长、全国8代动销增长3%。舍得酒业明年目标参考股权激励方案，四季度积极筹备春节促销活动、对动销保持乐观。明年深耕传统渠道、聚焦宴席、积极布局KA、私域、直采渠道。次高端稳价。未来应股东要求定位为白酒平台。古井贡酒古8/16增长迅速，古20增速稍慢于前两者但也可观，献礼古5保持稳定，产品结构继续提升。外阜市场表现亮眼，产品结构更好，后续势头强劲。费用端通过规划制度、合理减少随量费用等带来费用率稳步下降。2) **大众品：**天味食品持续提升大单品规模，目标14款产品达到细分市场第一，同时渠道端继续优商扶商，推进经销商实力强化。龙大美食一体两翼，以预制菜为主体，屠宰和养殖为支撑。明年依旧主推标品，目标小b端市场，大单品肥肠放量，预制菜规模化后明后年毛利率将修复到行业水平。新乳业坚持鲜立方战略，规划鲜奶保持高增长，常温高个位数增速，酸奶正增长，新品维持双位数收入贡献。明年唯品进入激励业绩备考关键年，公司额外投入进行品牌赋能。明年更注重盈利能力提升，预计净利率5年后对标行业龙头。

**● 投资建议：**

板块经历过10月急速下跌后，对于需求/经济/疫情/政策担忧已在股价、估值中得到较为充分的体现，近期伴随防疫政策走向积极，板块估值略有修复。虽然放开中疫情会有反复，但更加精准科学管控、快速周转的防疫思路下，信心和趋势逐步建立，我们看好板块反弹，

1) 白酒从估值修复、经营趋势韧性较强/经营改善、短期催化剂等几个维度筛选，建议关注：贵州茅台、五粮液\*、泸州老窖\*、山西汾酒、洋河股份\*、古井贡酒\*、顺鑫农业，建议仍然积极关注舍得 Q4 库存去化。大众品板块，2) 成本改善逻辑下：我们首推安琪酵母、东鹏饮料、立高食品，推荐关注天味食品。3) 需求复苏逻辑下：建议关注安井食品、千味央厨、绝味食品、巴比食品、伊利股份、新乳业。（备注：\*为尚未深度覆盖）

● **风险提示：**

宏观经济下行、食品安全、原料价格波动、行业竞争加剧、渠道复苏不及预期、政策变动等风险。

## 目录

1. 糖酒会及公司调研反馈：预期乐观，至暗已过.....	4
1.1. 白酒：头部酒企有信心，中小企业较悲观.....	4
1.2. 大众品：成本、需求预期乐观.....	7
2.风险提示 .....	10

## 1. 糖酒会及公司调研反馈：预期乐观，至暗已过

### 1.1. 白酒：头部酒企有信心，中小企业较悲观

**糖酒会反馈：**此次糖酒会整体受疫情频发、多地封控、消费疲软、时间推后等因素影响，叠加企业担忧可能的封控因素，部分展位企业并未到场参加。同时人流量较往年有所下滑。我们实地走访古井贡、舍得、五粮液、泸州老窖等酒店展，白酒行业头部企业普遍反馈积极，对经济、疫情好转、行业均有信心。同时小企业/渠道多对当前环境较为悲观，也反映出当前行业已经处于最悲观的情绪底部。

#### 公司调研结论：

**1. 泸州老窖调研核心结论：**应对市场有信心，随着疫情逐步放松/未来经济恢复，量价的冲刺点仍然在高度国窖，也会根据市场反馈来考虑后续提价策略。特曲承接价位段升级需求、继续放量。特曲 60 从川渝逐步外拓、从团购逐步到传统流通烟酒店渠道持续放量。窖龄重心发力 60、区域与特曲错位布局。升级新品固态纯粮大众品黑盖进行市场突破、呈放量趋势。当前库存合理，公司积极备战春节、抢占销售先机。未来费用导向仍以消费者为主，达成良性发展下的合理净利率。

**分产品表现及策略：**1) 高端国窖 1573 销售占比在 65%左右，其发展是重中之重，当前低度销量占比超一半、销售额上高度更多。对于疫情逐步放松/未来经济有信心，经济环境允许下量价的冲刺点仍然聚焦高度，同时也会根据市场反馈来考虑后续提价策略。低度国窖主要发力布局有消费习惯基础或有希望培育低度消费习惯的地区（山东/浙江等），低度与其他品牌低度产品竞争中口感和品质比较领先，此外也是应对白酒低度化趋势，探索满足年轻消费群体需求的方式。2) 超高端中国品味少量在全国约 20 个城市投放。3) 特曲经过 2 年调整、摆脱 200+的价位档，进入 300-400 元区间、较好承接这一价格带的升级需求，出现放量。特曲 60 直接做团购做消费者，从川渝到全国发展较好，南京特曲 60 几千万规模，今年第一年在川渝传统渠道（烟酒店）导入，未来区域/渠道拓展继续助力其放量。4) 窖龄：今年首次在严峻市场考验前稳如泰山、取得突破，重心在窖龄 60、逐步将重心调整至窖龄 90，和特曲拉开明显价格区分，目前窖龄 60 占比已超 50%，90 窖龄占比 10-20%，区域上与特曲进行错位布局。5) 大众产品（过去的二曲），升级后的黑盖，以数字化方式赋能，在重要区域基本看到市场突破放量趋势，给予公司更好的信心。6) 今年新品泸州老窖 1952 填补八九百元价格带，并拉高泸州老窖品牌形象。当前暂由国窖团队孵化，后期预计成立专门团队运作。**库存及春节：**公司坚持低库存、高开瓶策略，当前库存合理，积极备战春节、抢占销售先机。**区域战略：**北上（华北），京津冀一体化，后续突破北京增大影响力。东扩（华东）2018 以来成长较快，近几年几乎都是翻番。南下（华南）

大湾区过去受洋酒影响/本身消费习惯有差异，但未来随着发展，人才汇聚，潜力巨大。中部长期依赖传统销售手段耽误几年，必须尽快恢复。西南，竞争中非常有优势，网格化发展，扎实做好下沉。费率/盈利能力：费率视市场而定，更关注找到平衡点-良性发展下的合理净利率。费用的投向还是以消费者导向，提供金融解决方案支持/制度上加快资金流转/帮助拓客、全面赋能等几个方面保证经销商和终端的现金流、利润空间。

**2. 五粮液调研核心结论：**核心管理层换届后将坚持以消费者为核心，以8代为核心推动价格稳定增长，理顺传统经销商批价，保证渠道利润。目前公司21个销售区域中，14个区域实现同增（湖南23%；安徽15%；鄂赣14%；江苏10%），上海降幅从Q2的-47%收窄至-18%。截至10.24，全国8代动销同增3%，国庆动销良好。营销体系进一步深化，战区主战，渠道体系继续变革，细化专卖店和KA商超体系、推进团购渠道发展、优化升级传统经销渠道。

行业格局：对标海外消费品格局，头部品牌普遍只有3-5家，占据行业大部分份额，集中度能到60-70%左右，而中国白酒市场集中度还不够高，未来行业会有结构性繁荣。从品牌、区域、工艺等，头部酒企会成为满足消费者高质量需求产品的公司。分产品表现及策略：以8代为核心主品牌，浓香四个全国性大单品。从消费群体看，核心的水晶8代，70-80%是中产阶级的家庭消费，另外20-30%是商务消费。公司目标打造能被消费者认可的产品。区域表现：14个战区动销（总数21个）同比增长，7个下降，其中湖南增长23%，安徽15%，鄂赣14%，江苏10%；疫情严重影响下新青藏降幅较大，上海下滑幅度收窄，Q2/Q3下降47%/18%，天津下滑。市场渠道策略：1) 从关注供给端到关注消费端，以消费者为核心的战略导向，从关注发货到更关注动销。2) 渠道体系继续变革：细化专卖店和KA商超体系，团购配合品类、定制、文化发展。专卖店体系：7月公告智慧云门店2.0，推进升级/扩张，专卖店定位服务消费终端的核心、会员体系的载体、8代重要的支撑、小型团购和定制的来源，助力品牌力提升、破圈，提升渠道运营商利润水平。KA商超体系：增速很快，CAGR超20%，KA价格是标杆，供货价达1049-1089，成交价1100左右，未来将做店中店、品牌体验。团购渠道：破圈、核心大企业、特定品类扩展去推进。传统经销商：优化升级增厚利润，根据不同基础，分类提高其质量。小型团购渠道资源变现/品牌零售连锁转型/转品牌文化体验店等，公司支持经销商各类不同的发展。3) 营销组织变革的深入-战区主战，总部管营销策略和政策，总部垂直管理战区财务总，战区执行活动策略、根据辖区内消费习惯进行消费者触达，增强终端灵活性。未来量价展望：以8代为核心，坚定推进价格稳步增长，要以消费者愿意付出的价格为标准，更看重终端成交价、更关注终端动销、关注市场份额扩容。明年目标预计在11月底细化、1218部署。

**3. 舍得酒业核心结论：**股权激励方案目标高远，彰显公司发展信心，四季度

积极筹备春节促销活动，对四季度动销保持乐观。明年将持续深耕传统渠道，聚焦宴席消费场景，同时积极布局KA、私域、直采渠道，推进名酒进名企。产品端，坚持次高端、高端千元档两大价位带，次高端稳价格，加强布局千元藏品舍得，此外高度重视200元价格带，抓住竞品升级留出的空间。未来应股东要求定位为白酒平台。

分产品表现及策略：消费升级不可逆转，当前局部小波动。明年1) 夯实400价位带，稳价格策略。2) 加强千元藏品舍得布局，央视广告画面调整(藏品舍得十年+品味舍得)、春糖新举措。3) 重视200元价格带布局，抓五粮春升级留出的空间。区域策略：聚焦39城深耕。现有成长机会大的市场有四川、山东、东北、河北、河南。更加重视四川市场，营销大本营搬至成都、加强组织细化和优化，增加深耕市场人员，把重点市场打透。渠道策略：适当控制招商节奏，持续培育小经销商做大，把舍得的代理权作为稀缺资源，有些产品逐步实行配额制。深耕传统渠道，积极布局(KA、私域等)多场景的营销，推进名酒进名企，今年没疫情区域宴席增速50%以上、明年重点拓展宴席。费率/盈利能力：股权激励目标经过严格测算，可作参考。库存及春节：四季度销售正在积极准备，春节主题促销活动筹备已久，物料等已入库，较此前任一节假日更周密细致，各渠道均有配套措施，当前较乐观。没有受影响的区域动销在走，从终端消费者扫码情况来看、三季度开瓶数较去年有所提升。

**4. 古井贡酒核心结论**：古8/16增长迅速，古20增速稍慢于前两者但也可观，献礼古5保持稳定，整体公司产品结构继续提升。外阜市场例如江苏、浙江、上海等，从大体量到小的潜力市场，均表现亮眼，产品结构更好，后续势头强劲。费用端通过规划制度、合理减少随量费用去优化等带来费用率稳步下降。预计明年黄鹤楼和明光均表现较为平稳，古井品牌保持较好增长、有望带动整体提前实现2024年收入200亿的规划目标。预计结构提升+费率优化持续提升盈利能力。当前库存省内较低、省外合理，积极备战春节，值得期待。

分产品表现及策略：年份原浆中古8、古16、古20均成长为上体量的大单品。省内年份原浆古8及以上产品和基础产品献礼、古5比例相当，省外结构较好的市场可以达到6:4，结构升级势头明显。1) 古8：200+价位段承接市一级市场民众消费+县一级市场的商务/年节礼赠需求，增长迅速。2) 古16：300+价位段承接商务需求、省会城市的宴席市场等，今年呈现爆发态势。3) 古20：500+价位，针对商务消费为主、团购渠道，今年仍有较快速的增长。4) 献礼版+古5已经形成自带流量的大单品，方向是保有基本盘的体量稳定，针对县及以下的消费需求。预计明年古8/古16仍维持较快增速，古20增速稍慢于前两者但也可观，献礼古5保持稳定，整体公司产品结构继续提升。预计明年黄鹤楼和明光均表现较为平稳，古井品牌保持较好增长、有望带动整体提前实现2024年收入200亿的规划目标。区域策略：外阜市场拓展持续发力，江苏成为省外第一大市场，

浙江快速增长，上海势头较好，产品结构更好。北方市场古 7 定价 200 元+、与省内及华东市场区隔。河南平稳，调整管理架构后希望明年能有突破。费率/盈利能力：费用端通过规划制度、合理减少随量费用去优化，省内造血、投入省外，明年省内省外均统筹管控优化费用，我们预计每年费用率稳步下降。结构带来毛利率提升，盈利能力继续稳步提升。库存及春节：当前省外库存合理、省内较低、库存去化情况较好，马上要启动春节备货，估计按历史以往经营节奏、一般一季度末回款进度达到全年 50%左右、回款过程指标（节前/节后）管理细化，估计春节前要完成一季度的大部分任务进度。

**5. 白酒行业论坛调研结论：**短期不悲观，长期不乐观。酒业调整原因：1) 宏观经济：关联性不大，更重要的是 2) 产业环境：量价决定行业空间（下滑）、集中度在提升，需警惕反噬；3) 供需结构，是最直接因素，本轮调整主要因疫情，调整形态更倾向 W 型。目前良好的财报数据有部分压货因素，明年将有渠道库存调整。应对：1) 茅五泸需做好品质、量价、品牌三位一体；2) 酱酒需在价格带及区域市场做好区分，解决常规渠道问题；3) 区域酒需深耕核心销售区，做大区域规模和渠道。

## 1.2. 大众品：成本、需求预期乐观

**糖酒会反馈：**1) 由于餐饮渠道前三季度受疫情影响带来需求下滑，调味品在此次糖酒会中人气较其他品类相对低迷，参展品牌产品普遍聚焦复调核心大单品，如火锅底料、川式餐调、钵钵鸡、鱼调料、麻辣烫等品类。渠道端，中小品牌普遍收缩至自身强势区域招商，因此天味等全国性品牌外拓预期良好。2) 休闲食品板块在此次糖酒会中人气较为旺盛，同时参展品牌普遍推出具有性价比、目标下沉市场的量贩规格产品。3) 乳制品软饮料板块头部品牌参展较少，且参展产品非热门单品。乳制品软饮料参展各品牌新品以差异化竞争为主，其中乳制品以差异化奶源、蛋白质含量为主打方向，软饮料也以小众原料、产品功能性为核心发力点。

### 公司调研结论：

**1. 天味食品调研核心结论：**公司继续以大单品战略为核心思路，持续提升大单品规模，同时渠道端推进强化经销商实力突破，2022 年启动优商扶商战略，加强前 10%经销商实力，其销售贡献从 60%增长至 Q3 末 67%，后续继续做好后 20%和最后 70%的经销商管理。公司当前 7 个大单品成为全国细分品类第一，后续目标增加至 14 个。渠道端，公司新进入北京、上海两家团餐渠道；未来华中、西南、华东等核心区域进一步做细做深，强势区外如广东、广西等区域做出广度。

分产品表现及策略：大单品战略作为公司核心销售策略，从新品研发、渠道拓展、品牌投放、市场费用规划，都围绕大单品策略去做一系列布局。分产品看，

去年两个战略大单品手工火锅和酸菜鱼，占整个销售收入 30%，今年年初目标两大单品占销售占比突破 35%，前三季度看已达 37%。除做全国性大单品外，公司继续开发、聚焦资源做区域性大单品，比如麻辣香锅、新疆大盘鸡、麻婆豆腐调料、川式回锅肉调料等。公司产品思路第一是做全国性大单品，第二是区域性的大单品，第三围绕大单品把每个做到市场第一，同时保持 sku 数逐年递增。目前公司做到市场第一的大单品有 7 只，明年目标 14 只。渠道策略：渠道端经销商管理仍维持优商扶商策略，整体策略没有大调整。公司目前 20 多亿体量，有 3000 多家经销商，把当前经销商管好能满足未来 2-3 年的增长需求。公司从 22 年 1 月开始调整，对经销商进行分级管控管理。不同级别经销商给予资源不同，3000 多家经销商，前 10% 约 350 家，营收贡献占比在 60% 以上，因此提升前 10% 的经销商实力，再辐射后面 20%、以及最后的 70%。分级提升下，目前该策略效果较好，前 10% 经销商三季度末营收贡献从 60% 增至 67%，而后 20% 也在增长，增速快于最后 70% 的增速。未来 2 年，公司对经销商净增没有明确考核要求，聚焦做好当前经销商。公司今年进入 2 家团餐公司，未来希望切入更多团餐渠道。区域策略：当前公司相对强势区域集中于华中；华中的河南、安徽；西南的重庆、四川、华东这几个区域，占销售收入近半，未来规划将强势渠道进一步做细做深入。而强势区以外的区域，如广东、广西等区域去做一些广度，公司对每个区域的增长都有长期的计划。费率/盈利能力：公司今年因信息化数字化系统使用，效率有大幅提升。原先费用以季度考核，今年把目标和费用规划拆解到月度，因此波动较小，调整后费用管控更精准。2022 年前三季度广告费用因疫情没有大量投放，前三季度广告费整体偏低，预计四季度有一定广告费用呈现。未来公司目标降低运输费用，提升一定毛利率水平。公司每年年底会对所有产品分析，如果低于毛利率底线，就做提价。库存及近期情况：公司库存以两个维度考核。第一是库销比。第二是产品鲜度管理。近期公司正在年底收尾阶段，为明年打下好的基础，主要保证库存结构合理。未来发展战略：新品开发三个方向，第一个方向是围绕大单品做产品矩阵补齐。第二个方向是精品战略和健康化战略，未来要逐步在复调中减盐、减添加剂。第三是开发区域性的大单品。

**2. 龙大美食调研核心结论**：公司以一体两翼的发展战略，以预制菜为主体，屠宰和养殖为支撑。明年依旧主推标品，目标小 b 端市场，今年大单品中肥肠放量，明年希望规模实现翻倍；冻品猪肉库存将在猪价高点进行释放。同时未来随着规模化后，明后年公司毛利率将修复到行业水平。

分产品表现及策略：一体两翼的发展战略，以预制菜为主体，屠宰和养殖为支撑。在产品架构方面，预制菜按加工程度不同分为预制食材、半成品和成品，除此之外还有高低温肉制品和休闲食品（其中凤爪颇受大家喜爱），以屠宰为主的冷鲜肉是预制菜的核心品类。预制菜分类为大 B、中小 B、C 端。各渠道主要产品也有所不同，如大 B 端主推直接定制化的产品，如对百胜的大单品销售额破亿；

中小 B 主推标品；C 端则就是 To C 的产品。渠道策略：以重点城市作为样本城市配备销售团队、服务支撑团队做经销商拓展，在经销商拓展方面针对不同区域进行，重点区域量的增幅会更大一些。整个板块逻辑如下：中小 B 客户抗风险比较差，价格比较敏感，针对此类问题对经销商进行补贴，用大单品打开市场、市场占有率提升。对于预制菜板块，单体店铺生存困难、未来连锁餐饮有发展，另外是有追求的企业，除了价钱还要考虑稳定供应和品质的统一性，这也是工业化大工厂的优势。随着中小 B 的放量，未来毛利率、净利率也会逐步修复，原因在一方面规模成本降低，另一方面品牌价值体现。区域策略：聚焦全国五大区域（华东、华中、华北、华南、西南）12 个重点城市，实现核心优势区域全覆盖，除了以西南市场为样板，还有华南、华东的样板市场去做复制推广。费率/盈利能力：毛利率角度看，大 B 高于中小 B。中小 B 利率比较低，原因：对于特殊市场时期的支持较大，目前处于跑马圈地的阶段，接下来的 3-5 年是预制菜整合的过程，会有一批企业退出。发展近况：公司生食、熟食特别是冻品市场对的是中小型餐饮，去年公司开始扶持这批经销商来做，沉淀下来的经销商约有 1500 家，加上预制菜新开发的经销商 600 家左右，共计约 2100 家。在三、四季度市场回暖后立刻有销量贡献势头。三季度，中小 B 端增长速度更快，若四季度不出现过度的封控情况，目前来看四季度情况能稍好一点，大约能达到年初预制菜的目标。未来发展战略：1) 大单品的策略，今年 4 个过亿大单品，跑出了做的好的肥肠产品，猪副产品属于大家喜欢吃但处理比较复杂的，未来成长性非常强。公司大单品体系要打造亿级、千万级、百万级产品体系。2) 代表公司品牌的产品/跑量标品/概念升级产品的体系建立，梳理有 100 多款产品。明年将会放量。3) 大单品带动其他预制菜的提升，渠道打通。

**3. 新乳业调研核心结论**：2022 前三季度公司收入增长稳健，低温领先战略起到重要的主导作用，鲜奶增速 20%+，公司对战略的坚持使整个大盘取得不错的增长，同时新品前 3 季度均保持双位数销售收入贡献。未来公司战略上常规的鲜奶产品保持 20%以上增长，常温高个位数增速，酸奶正增长，新品保持双位数收入贡献，核心子品牌中唯品在明年进入关键一年，公司会有重点费用投入支持。同时公司明年将更注重盈利能力改善，预计未来 5 年净利率提升至对标行业龙头水平。

分产品表现及策略：公司制定的战略方向和目标没有变化，尤其战略方向上不改变，坚持做鲜奶、低温酸奶、新品。公司前三季度鲜奶增速 20%+，常温中高个位数增速，酸奶正增长，公司鲜奶酸奶表现优于行业平均增速。今年公司 24 小时继续做扩充升级，黑金娟姗为最新最高端的产品。此外气泡酸奶、冰激凌酸奶、唯品酸奶、今日鲜奶铺均为表现较好的新品，近期上新味蕾游记，产品定位介于酸奶和慕斯之间，属于享受型美味酸奶。区域策略：昆明、成都、青岛当地市占率第一，鲜奶市占率在 70%左右，公司最新的全国鲜奶市占率提升 1 个多点百分

比。未来，华南是个很好的市场，公司在这块布局相对偏弱。公司做了3个方面的布局，1.用湖南南山去做华南的市场，2.用唯品去布局，唯品在华南也有很高的规划，。3.用线上做，比如用云南、夏进等产品往华南去做。另外，地区性的并购的标的也在考虑。费率/盈利能力：明年公司会把净利率、盈利能力提升放在重要的位置，可能会强于收入的增长要求。公司当前表观看净利率不高，要做提升。当前经济、环境、疫情都有不确定性，公司有底线思维，注重现金流和净利润，管理层明年会更关注方面情况。公司未来净利润增长来源：1.坚持低温引领，低温鲜奶带动大盘，提升毛利率，明年奶价上会有些下滑，成本稳中有降，新品的增长也能带来毛利的提升。2.公司做内部的效率的提升，管理的优化增效。3.后续股权激励等对利润的影响消失。公司希望净利率增长跑赢收入增速。现在净利率4个点，中长期希望对标伊利，提升到7-8个点，实现5年左右利润率翻一番。未来发展战略：1)公司坚持鲜立方战略，做差异化，做低温。2)新品仍保持双位数贡献。公司每年7-8月会规划下一年的新品，研究院平时会有储备，7-8月份开会讨论明年新品的方向、策略和节奏，下半年准备生产线扩充和调整，保证明年有新品上来。3)唯品进入关键一年，明年预计预计仍将保持高增速。

## 2. 风险提示

**宏观经济下行的风险**：宏观经济下行可能导致消费需求下滑。

**食品安全的风险**：食品安全是行业发展根基。如果行业公司发生重大食品安全问题，其将会影响整个行业发展进程、公司自身品牌形象以及消费者信心。

**国家政策趋紧风险**：政策收紧可能影响行业内公司竞争格局。

**新品孵化不及预期的风险**：如果孵化新品与消费者口味不符，将导致行业公司营收不及预期。

**下半年商超等传统流通渠道恢复不及预期风险**：商超等传统流通渠道是食品饮料行业重要销售渠道，上半年受社区团购冲击增速下滑，下半年恢复不及预期将导致公司盈利能力下滑。

**并购整合收益低于预期风险**：公司并购整合后运营收入低于预期将造成商誉减值，影响公司利润。

**行业竞争加剧，龙头集中度提升不及预期的风险**：第二梯队公司发力将导致行业竞争加剧，龙头公司集中度提升速度将低于预期。同时，如龙头公司难以掌握定价权，提价能力不足将导致营收增速不及预期。

---

**原材料价格波动风险：**原材料、包装材料等主要营业成本继续上行将导致公司利润下滑。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。