

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金

回顾：受经济不确定性影响，2018年食品饮料行业下跌20.47%，小幅跑赢大盘0.73pct，其中调味品板块一枝独秀(+8.63%)，主要系随经济波动，调味品企业表现出更好的业绩确定性和稳健增长能力(主要标的收入利润增20%/25%)。食品饮料板块中白酒&大众品估值有所回落，已至历史区间底部，其中白酒21X，乳制品29X，调味品43X，啤酒估值处于历史区间较低位置(36X)。

展望未来：趋势一：消费升级趋势仍然显著。随着人均可支配收入提升&城镇化持续推进，人民对美好生活的向往带动新消费群体在消费金字塔上不断升级，对产品的诉求和购物决策更加多元化，消费表现为升级换挡、创新品类快速发展。如奈雪茶、喜茶等出现并快速发展、海底捞推出智慧餐厅以及方便小火锅等。**趋势二：龙头历经调整、行业集中度仍在提升。**白酒行业经历2012-2015年调整期后，龙头集中度持续提升(CR3=19.66%)，大众品龙头市占率也在显著提高，较为明显的有调味品(CR3=13.9%)、乳制品(CR2=46%)、肉制品、卤制品、啤酒&烘焙行业。

2019年食品饮料投资策略：3条主线

主线一：优选份额不断提升的龙头公司。白酒：通过比对行业几个核心要素：增长驱动力、消费者结构、酒企库存，我们预计2019年白酒行业增速将逐渐放缓，但此轮白酒发展更加健康：茅台年初以来价格管控措施成效显著，未形成明显价格泡沫；白酒企业库存管控良好，总体在2个月以内，库存良性。**判断未来：**行业增长放缓，龙头增速有保障，挤压式增长与结构化增长并存，各价格带竞争格局逐渐清晰，龙头酒企将享有更高的市场份额。重点推荐贵州茅台、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒等。**调味品：**行业目前较分散，集中度坚实提升，龙头凭借规模优势和品牌优势不断收割小企业份额。且行业必选属性强抵御周期，板块尤其是龙头的业绩增长稳健提供了较强的确定性，重点推荐海天味业、中炬高新。**乳制品：**行业整体发展稳健，龙头伊利、蒙牛相对于其他企业具备显著的竞争优势，可以更好消化短期成本、费用端压力。重点推荐伊利、蒙牛乳业。

主线二：拐点改善，明年有望释放更积极信号的行业和公司。啤酒行业2018年拐点逻辑已得验证，但利润端由于成本上涨超出预期而暂时受到抑制，明年预计拐点逻辑更加清晰(吨价持续提升&费率下降)。公司拥有较好的成本转嫁能力，且具备合理的提价预期，预计未来企业盈利增长和拐点趋势都将释放更加积极的信号。重点推荐重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。

主线三：优选所处行业内生增长强劲的公司，如烘焙、火锅底料、保健品、卤制品。烘焙近年来行业持续保持高增长且有望延续，行业内生增长+集中度提升逻辑，为龙头企业带来确定性机会，推荐桃李面包。保健品受益于人口老龄化、健康意识增强以及消费能力提升，健康保健需求急速扩张，国内龙头依托行业增长+替代海外品牌，获得超行业增速，推荐汤臣倍健。火锅底料依托火锅餐饮的蓬勃发展，市场空间巨大且增速高，预计到2020年规模将翻倍，推荐颐海国际。卤制品行业规模扩张，龙头绝味优势明显，凭借向渠道下沉和高势能门店赢取新增长，推荐绝味食品。

请参阅最后一页的重要声明

食品饮料

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

纪宗亚

jjzongya@csc.com.cn

18310009081

执业证书编号：S1440518100002

杨斌

yangbinzgs@csc.com.cn

18810644771

执业证书编号：S1440518100008

黄谦

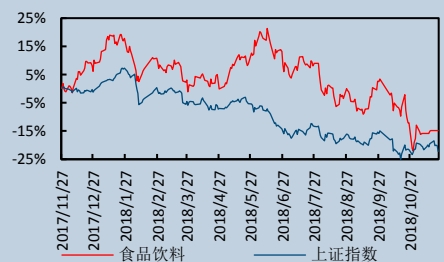
huangqian@csc.com.cn

010-86451493

执业证书编号：S1440518110001

发布日期：2018年12月11日

市场表现



相关研究报告

目录

一、食品饮料行情回顾：板块小幅跑赢大盘，调味品表现亮眼.....	1
1.1 食品饮料行情：板块收益小幅跑赢大盘，大众品表现优于白酒.....	1
1.2 板块估值：年初以来持续回落，已跌至历史估值中枢以下.....	1
1.3 基金持仓：食品饮料重仓持股持续提升.....	2
二、总结与展望：消费升级趋势仍然显著，龙头集中度提升进行中.....	3
2.1 回顾总结：随经济波动，食品抗风险能力更强.....	3
2.1.1 国内经济形势变化影响消费者信心.....	3
2.1.2 可选消费下滑更快更早，必选消费相对稳健.....	4
2.2 未来趋势一：消费升级趋势仍然显著.....	4
2.2.1 白酒消费升级趋势仍显著.....	5
2.2.2 各家乳品企业纷纷推出更高端化的产品.....	6
2.2.3 消费者自发追求高端啤酒，逐渐推动企业提升产品结构.....	7
2.2.4 创新品类出现并快速发展.....	8
2.3 未来趋势二：龙头经历调整，行业集中度仍在提升.....	8
三、选股思路：份额提升+拐点改善+内生增长.....	9
3.1 份额不断提升的龙头公司.....	9
3.1.1 白酒行业：危机并存，品牌为矛，渠道为王.....	9
3.1.2 调味品：行业增长稳健，龙头份额提升，确定性支撑估值溢价.....	19
3.1.3 乳制品：龙头继续收割份额，成本管控优势明显.....	22
3.2 拐点改善，明年有望释放更积极信号的行业.....	24
3.2.1 拐点逻辑继续兑现：吨价上行、费率下降.....	24
3.2.2 成本端仍有压力，企业可能以提价应对.....	25
3.2.3 重点推荐公司.....	26
3.3 具备较强内生增长的行业.....	27
3.3.1 烘焙增长迅速，龙头优享集中度提升红利.....	27
3.3.2 依托火锅餐饮蓬勃发展，火锅调料市场空间巨大且增速较高.....	28
3.3.3 保健品行业快速增长，共享行业增长红利.....	29
3.3.4 重点推荐公司.....	31
风险提示.....	32

图表目录

图表 1：申万行业及食品板块表现（截止 12 月 7 日）.....	1
图表 2：食品饮料子板块单季度收益（截止 12 月 7 日）.....	1
图表 3：食品饮料及白酒板块估值情况.....	2
图表 4：主要子版块年初、当前估值对比.....	2
图表 5：食品饮料各子版块及重要公司估值情况.....	2
图表 6：2018 年三季度基金重仓持股比例及超配比例.....	3

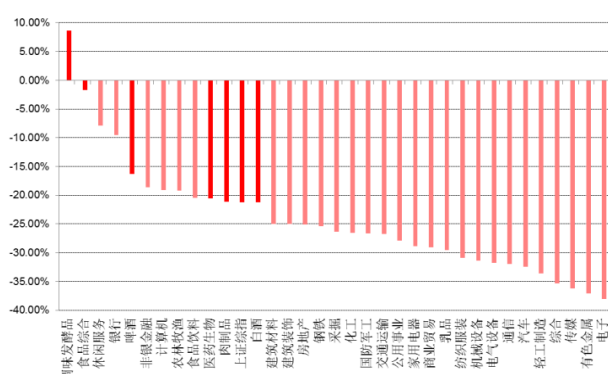
图表 7: 食品饮料行业及白酒板块持仓情况	3
图表 8: 国营/民营部门利润增速出现明显差距 (%)	4
图表 9: 典型可选和必选消费品单月增速对比 (%)	4
图表 10: 城镇居民收入稳步增长	5
图表 11: 城镇化水平稳步提升	5
图表 12: 江苏、安徽白酒市场对比	5
图表 13: 今世缘分品类 2018 年前三季度营收增速	6
图表 14: 洋河梦之蓝系列占比不断增长	6
图表 15: 安徽地产品牌省内营收规模增长显著 (亿)	6
图表 16: 安徽地产品牌省内营收占比持续提升 (%)	6
图表 17: 主要乳品升级情况	7
图表 18: 高中低档啤酒零售额: 高端占比不断提升 (元)	7
图表 19: 啤酒细分高中低档零售额增速	7
图表 20: 啤酒行业新品战略: 依靠新品推动结构升级	7
图表 21: 奈雪的茶门店和海底捞智慧餐厅	8
图表 22: 子板块集中度提升 (CR3)	8
图表 23: 子板块龙头份额提升明显	8
图表 24: 茅台、五粮液、国窖 1573 批价情况 (元)	9
图表 25: 白酒行业周期底部的确认要素	9
图表 26: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖预收款变动情况 (元)	9
图表 27: 白酒行业周期顶部的确认要素	9
图表 28: 白酒板块增速与消费者信心指数的关系	10
图表 29: 白酒板块 (剔除茅台) 单季度营收及同比增长率	10
图表 30: 白酒板块 (剔除茅台) 单季度归母净利润	10
图表 31: 茅台生肖酒 2018 年批价走势 (元)	10
图表 32: 2003-2012 年我国 GDP 及同比增速	11
图表 33: 2003-2012 年我国固定资产投资完成额及同比增速	11
图表 34: 我国城镇居民家庭人均可支配收入不断增长	12
图表 35: 我国城镇中产阶层家庭群体占比不断增加	12
图表 36: 2018 年前三季度主流次高端品牌收入增速	12
图表 37: 2012 年高端白酒消费结构	13
图表 38: 2015 年高端白酒消费结构	13
图表 39: 白酒 (折 65 度): 库存比年初增长率	13
图表 40: 不同价格带酒企存货/总资产变化趋势	13
图表 41: 近两轮周期主流白酒品牌渠道库存情况对比	14
图表 42: 主要酒企 2009-2018 年年度经营目标汇总 (目标为营收增速)	14
图表 43: 茅台零售价与居民月均可支配收入关系	15
图表 44: 我国不同价格带白酒市场格局	16
图表 45: 白酒行业集中度不断提升	17
图表 46: 上市公司按价格带分类营收增速	17
图表 47: 上市公司按价格带分类归母净利润增速	17

图表 48: 历届评酒会上榜白酒品牌	18
图表 49: CCTV “国家品牌计划” 中标白酒品牌	18
图表 50: 主流白酒企业渠道变革情况	18
图表 51: 行业份额 (酱油): 集中度低, 龙头优势明显	20
图表 52: 日本酱油行业集中度远高于国内	20
图表 53: 龙头公司收入增长稳健, 2017 年后维持高位	20
图表 54: 调味品龙头公司增速高于行业	20
图表 55: 调味品、乳品重点企业收入增速与 GDP 增速对比: 防御型强, 受周期影响较小	20
图表 56: 海天 2017 年以后净利润增长快速、稳健	21
图表 57: 海天 PE-band: 2017 年后 PE 提升	21
图表 58: 乳业行业规模	22
图表 59: 上市公司按价格带分类营收增速	22
图表 60: 中国乳品行业集中度	22
图表 61: 主要乳企成本波动情况	23
图表 62: 伊利、天润直接材料成本占收入比	23
图表 63: 上市乳业公司销售费用率趋势	23
图表 64: 啤酒企业吨价上行 (2018M9)	24
图表 65: 啤酒企业费率下降 (2018M9)	24
图表 66: 啤酒行业 2018 年整体表现	25
图表 67: 啤酒成本构成	25
图表 68: 澳麦价格历次上涨	25
图表 69: 2005 年以来啤酒行业涨价和盈利概况	26
图表 70: 我国烘焙食品市场规模 (百万元) 及增长率	27
图表 71: 中国烘焙食品人均消费量 (kg/人)	27
图表 72: 2017 年中国烘焙市场产品结构	28
图表 73: 中日韩烘焙食品行业集中度	28
图表 74: 中日韩烘焙食品市场公司份额前三占比	28
图表 75: 2017 年中式餐饮分部市场规模收入 (十亿元)	29
图表 76: 中国火锅底料及火锅蘸料市场规模 (亿元)	29
图表 77: 2015 年火锅底料市场竞争格局	29
图表 78: 2015 年中高端火锅底料市场竞争格局	29
图表 79: 我国保健品市场规模及增速	30
图表 80: 主要国家保健品人均消费对比 (元)	30
图表 81: 我国保健品销售渠道构成	30
图表 82: 我国保健品行业 CR3 集中度	31
图表 83: 我国保健品行业主要产品市场份额	31
图表 84: 重点推荐公司估值表	33

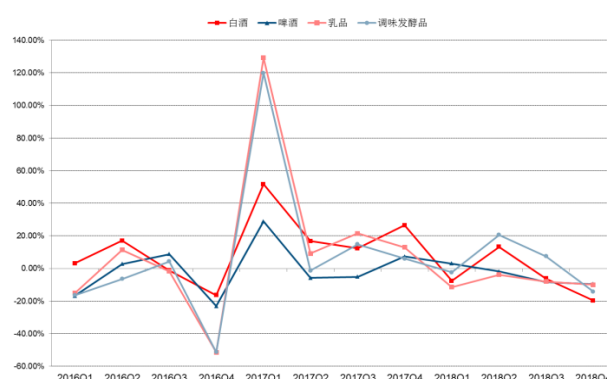
一、食品饮料行情回顾：板块小幅跑赢大盘，调味品表现亮眼

1.1 食品饮料行情：板块收益小幅跑赢大盘，大众品表现优于白酒

2018年初至今（12月7日），上证综指下跌21.20%，食品饮料行业下跌20.47%，小幅跑赢大盘0.73pct，位居申万28个一级行业第6位。分板块看，调味发酵品表现最为亮眼，上涨8.63%，其余板块均为负收益，食品综合小幅下跌1.7%，啤酒下跌16.30%，肉制品下跌21.14%，白酒板块下跌21.22%，乳制品下跌29.51%，整体来看，大众品表现优于白酒。调味品正收益主要来自业绩稳健和比较强的确定性，主要标的的收入和利润持续稳健增长（收入约20%，利润约25%）。乳制品表现欠佳主要是受到利润端不及预期的拖累，今年原奶价格稳中向上，乳企成本端有一定压力；另外2018年是重大赛事年份，知名乳企都进行了大量的广告营销，销售费用率处于高位，影响了利润端表现。

图表1：申万行业及食品板块表现（截止12月7日）


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表2：食品饮料子板块单季度收益（截止12月7日）


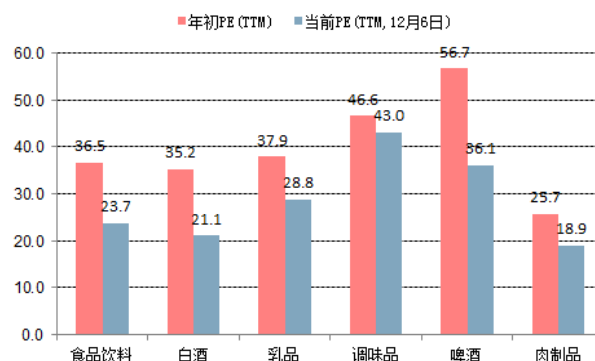
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

1.2 板块估值：年初以来持续回落，已跌至历史估值中枢以下

年初以来，食品饮料板块估值持续回落（二季度受业绩推动小幅反弹），三季度受茅台业绩低于预期及白酒板块业绩增速下滑影响，估值下行进一步加速，目前板块估值跌至23倍，较年初下跌近40%，已经回落至历史估值中枢以下。分板块看，白酒板块估值下滑较多，年初估值37倍，目前约为21倍，其中贵州茅台23倍（年初36倍）、五粮液17倍（年初35倍）、泸州老窖19倍（年初40倍），洋河股份19倍（年初27倍）。其余板块也有不同程度下滑，乳制品板块年初整体估值38倍，目前29倍，其中伊利股份23倍（年初31倍）、光明乳业20倍（年初28倍）。但调味发酵品板块下滑较小，年初46倍，目前仍维持在43倍左右，龙头海天味业44倍（年初43倍）。

图表3： 食品饮料及白酒板块估值情况


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表4： 主要子版块年初、当前估值对比


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

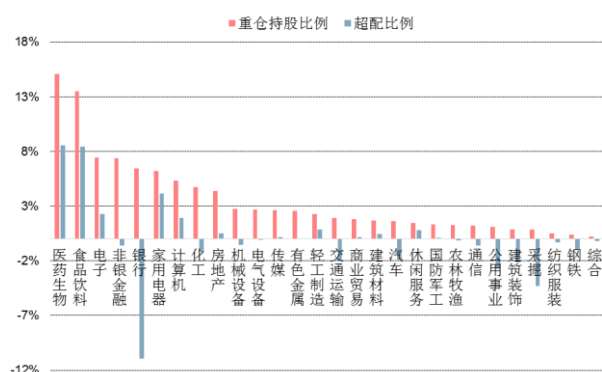
图表5： 食品饮料各子版块及重要公司估值情况

板块	主要公司	年初 PE(TTM)	当前 PE(TTM) (12月6日)	ΔPE(TTM)
食品饮料		36.54	23.73	-12.81
白酒		35.17	21.06	-14.11
	贵州茅台	36.15	23.36	-12.79
	五粮液	35.06	16.86	-18.20
	泸州老窖	39.97	18.70	-21.27
	洋河股份	26.38	18.63	-7.75
乳品		37.91	28.79	-9.12
	伊利股份	31.51	22.87	-8.64
	光明乳业	27.83	20.36	-7.47
调味品		46.56	43.01	-3.54
	海天味业	43.48	43.32	-0.16
	中炬高新	42.78	39.54	-3.24
啤酒		56.65	36.12	-20.53
	青岛啤酒	49.52	28.13	-21.40
	重庆啤酒	43.24	32.85	-10.39
肉制品		25.65	18.88	-6.77
	双汇发展	20.43	16.08	-4.36

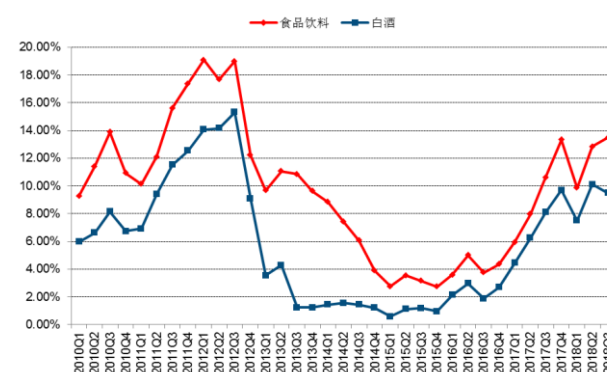
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

1.3 基金持仓：食品饮料重仓持股持续提升

三季度食品饮料行业重仓持股市值占比 13.50%，仅次于医药生物行业的 15.08%，位居申万一级行业第二位。在大盘低迷的行情下，食品饮料行业三季度重仓持股比例继续提升，环比小幅提升 0.66pct，持股比例已经达到 2013 年以来最高水平。从重仓持股占比与标准配置对比来看，食品饮料重仓持股占比较标准配置（行业流通 A 股市值与流通 A 股总市值比重）高出 8.47%，也仅次于医药行业，属于超高配行业。

图表6： 2018年三季度基金重仓持股比例及超配比例


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表7： 食品饮料行业及白酒板块持仓情况


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

白酒板块小幅回落，大众品板块持股整体稳定上升。从食品饮料子板块基金重仓持股比例变动趋势分析，白酒板块自 2012Q3 达到历史高点 15.31% 后，受政策因素的影响，持股比例持续降低，2015Q1 达到最低 0.6% 后，连续三年板块持股比例稳步上升，Q3 虽然小幅回落 0.62pct，但仍是占比最大子板块。而大众品持股则稳定提升，其中乳制品持股比例 2013 年后持续走低，2017 年弱复苏达到近期历史高点 2.85%，2018 年 Q3 持股环比回升至 1.54% (+0.08pct)；食品综合持股占比 1.07% (+0.71pct)，增速最快；调味品板块重仓持股比例较 Q2 环比提升至 0.79% (+0.4pct)，相对收益明显；肉制品板块持仓小幅提升，主要是双汇发展持股提升 0.12pct。

二、总结与展望：消费升级趋势仍然显著，龙头集中度提升进行中

2.1 回顾总结：随经济波动，食品抗风险能力更强

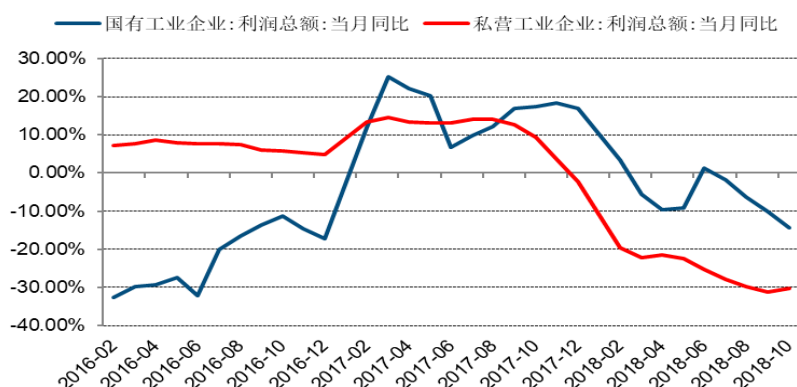
2.1.1 国内经济形势变化影响消费者信心

我们认为食品饮料板块 A 股表现准确反映了实体经济的变化。

民营经济容纳大多数消费人群，与大众消费信心关系紧密。民营经济容纳了超过 80% 的城镇就业，尤其是过去两年中对新增就业的占比贡献超过 90%。从这个意义上说，民营部门的业绩情况与大众消费信心密不可分。

2018 民营经济相对困难，影响消费信心。从国营/私营部门经济数据可看到，2017 年下半年开始，二者利润增长出现明显背离：国营部门利润总额保持正增长，民营部门利润总额增速则较早出现向下拐点。进入 2018 年后民营经济持续负增长，早于国营部门约 1 个季度。2018 年全年民营利润增速显著低于国营部门。

图表8： 国营/民营部门利润增速出现明显差距（%）

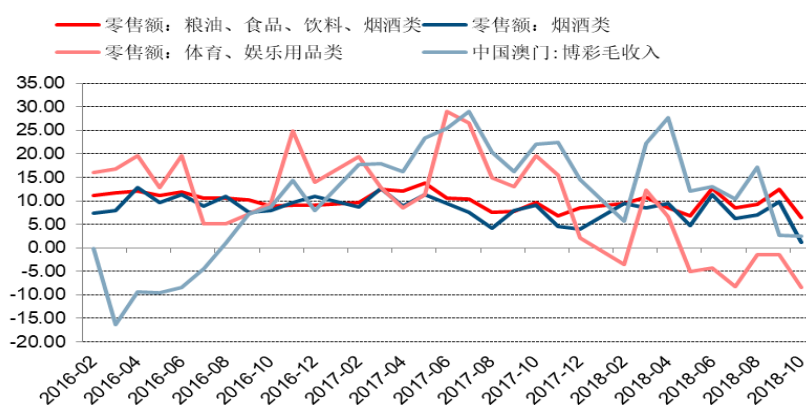


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

2.1.2 可选消费下滑更快更早，必选消费相对稳健

在各项主要社会消费品中，我们筛选了主要消费品汽车、食品、烟酒、体育娱乐、博彩、家具等，在 2018 年实际经济表现中，具备最强可选属性的体育娱乐消费下滑最为显著，且快于其他消费品类，于 2017 年下半年开始出现增速下降的拐点，增速实际降为负亦早于其他消费品约 1 个季度，在 2018 整体消费环境承压情况下，下滑速度显著比其他品类更快。相对而言，必选属性更强的品类如食品则整体保持平稳的态势。

图表9： 典型可选和必选消费品单月增速对比（%）



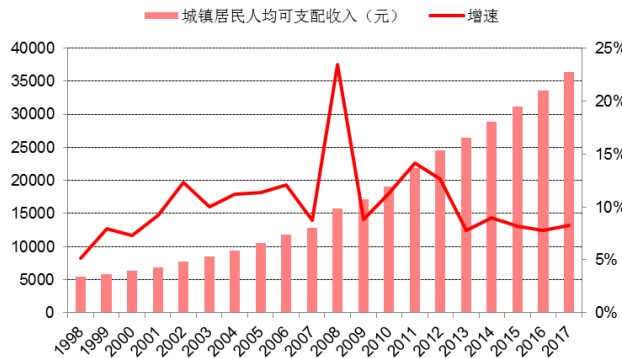
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

而在食品、饮料、烟酒类别中，烟酒类和整体食品饮料消费出现偏离。从 2018Q2 开始，烟酒类下滑显著快于食品饮料烟酒整体，可见烟酒消费与食品、饮料等大众品消费的增速差距更大。我们认为这是 2018 年白酒板块业绩波动（向下压力较大）显著大于调味品、乳制品等大众品的核心原因。

2.2 未来趋势一：消费升级趋势仍然显著

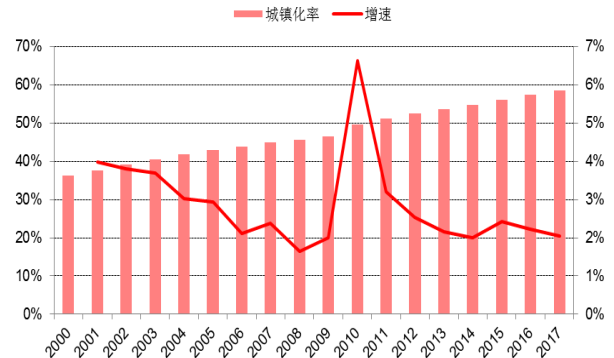
驱动 2015-2018 食品饮料企业收入利润增长的核心驱动因素之一，即人均收入提升、城镇化推进带来的消费升级趋势。这一趋势在食品饮料各子板块中，体现为消费产品结构升级换挡、创新品类出现并快速发展等。

图表10：城镇居民收入稳步增长



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表11：城镇化水平稳步提升



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

行至今日，虽然面临宏观消费环境短期压力，但食品饮料板块的消费升级趋势仍然非常显著，白酒、乳制品、啤酒以及创新品类等板块都有显著可见的结构升级趋势。

2.2.1 白酒消费升级趋势仍显著

2015年行业复苏以来，消费升级一直是贯穿此轮行业周期的重要逻辑。我们以江苏、安徽为例。江苏、安徽是我国白酒产销大省，产量占比分别达到8.9%和3.3%，酒企销售收入占比分别达到5.4%和4.2%。江苏省地产龙头品牌为洋河、今世缘，二者市占率合计约40%；安徽省内中小酒企很多，地产龙头品牌为古井贡和口子窖，二者市占率约30%。江苏与安徽是此轮白酒消费升级的主要力量。由于两个省份之间经济发展程度存在一定的差距，二者白酒市场的消费升级也有所区别，具体表现为江苏省白酒主流消费价格带由100-300元逐渐向300元以上升级，而安徽省白酒主流消费价格带由100元以下向100-300元升级。

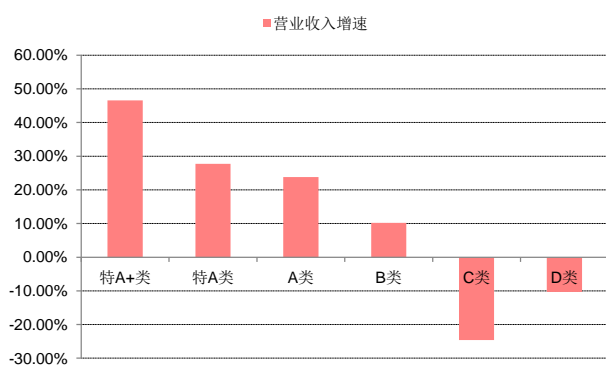
图表12：江苏、安徽白酒市场对比

	江苏省	安徽省
规模以上白酒企业（家）	41	110
白酒产量（万千升）	106.89	44.89
产量占比	8.93%	3.3%
白酒企业销售收入（亿元）	305.62	240
销售收入占比	5.40%	4.2%
省内白酒市场规模（亿元）	260	216
主要地产品牌	洋河、今世缘、汤沟等	古井贡、口子窖、迎驾贡、金种子等
地产酒占比	~60%	~50%
主要外来品牌	五粮液、茅台、泸州老窖	五粮液、茅台、泸州老窖、洋河
2017年人均可支配收入（元）	35,024	21,863
白酒消费升级趋势	300元以下向300元以上升级	100元以下向100-200元升级
代表产品增速	国缘系列40%以上增长，梦系列50%以上增长 古5部分地区接近50%增长，口子5年、6年增速超20%。	

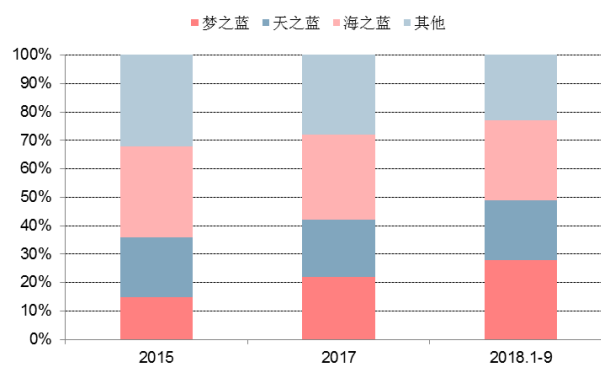
资料来源：国家统计局，公司官网，酒业协会网站，中信建投证券研究发展部

江苏省内，今世缘2018年前三季度，特A+类产品（出厂指导价超过300元）销售收入同比增长46.61%，

远高于其他价格带的白酒产品；洋河 2017 年梦之蓝系列（300 元以上）省内收入增速超过 50%，而海之蓝和天之蓝产品省内增速不足 10%，2018 年前三季度，梦之蓝系列继续保持 50% 以上的增速，并在体量上超过了天之蓝，紧追海之蓝。

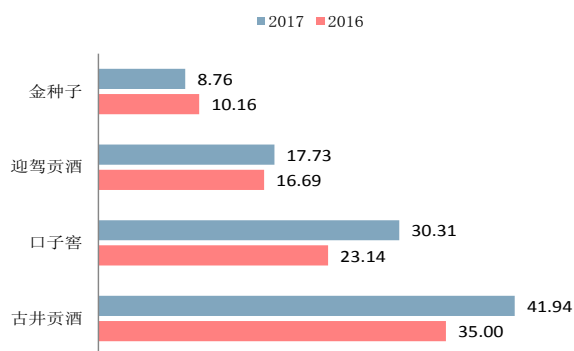
图表13：今世缘分品类 2018 年前三季度营收增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

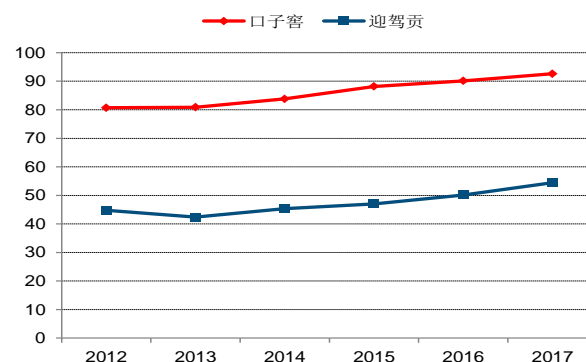
图表14：洋河梦之蓝系列占比不断增长


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

安徽省内，以 100 元以上中高端产品为主的古井贡和口子窖 2017 年省内增速分别高达 20%、31%，高于以低端产品为主的迎驾贡酒和金种子酒。同时，口子窖、迎驾贡等酒企自身高端产品占比也在不断提升。

图表15：安徽地产品牌省内营收规模增长显著（亿）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表16：安徽地产品牌省内营收占比持续提升（%）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

通过江苏和安徽白酒市场的表现，我们可以看到，我国白酒消费升级的整体趋势还在不断延续，未来仍将是行业发展的主线。

2.2.2 各家乳品企业纷纷推出更高端化的产品

乳品消费升级一直在持续，主要系消费能力提升及需求多样化和品质提升带动。伊利白奶升级主要表现在 2017 年推出臻浓，价格从 2 元/包左右提升到 3 元/包左右；UHT 奶升级到金典并不断在包装和产品端进行升级，低温酸奶推出杯装 Joyday 等高端产品，价格带也从 1.4 元/杯提升到了 9.9 元/杯。蒙牛、光明、三元等企业也积极适应市场，相应的做出产品端升级调整。

图表17： 主要乳品升级情况

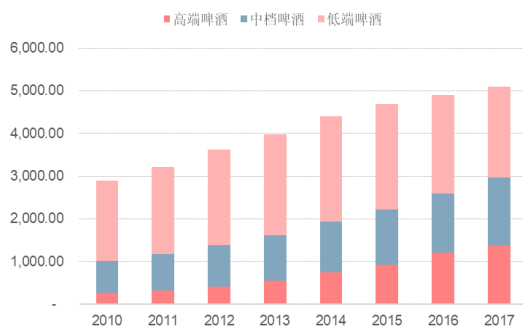


资料来源：互联网，中信建投证券研究发展部

2.2.3 消费者自发追求高端啤酒， 逐渐推动企业提升产品结构

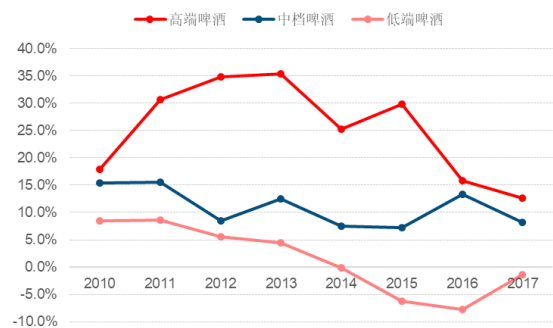
消费结构的高端化已逐渐从需求端传导至供给端，由“消费者自发追求中高端啤酒”逐渐向企业主动推新品，提升产品结构转化。2017~2018年，啤酒行业主要企业推新品动作频繁，如华润啤酒推出全国大单品 Super X 主攻 9 元价格带，重庆啤酒和嘉士伯推出“小麦白”系列新品占住 10 元价格带，燕京啤酒推出“帝道”以及在区域市场大规模换新品等等。

图表18： 高中低档啤酒零售额：高端占比不断提升（元）



资料来源：欧睿，中信建投证券研究发展部

图表19： 啤酒细分高中低档零售额增速



资料来源：欧睿，中信建投证券研究发展部

图表20： 啤酒行业新品战略：依靠新品推动结构升级



资料来源：互联网，中信建投证券研究发展部

2.2.4 创新品类出现并快速发展

随着新生代 90 后、00 后逐步成为消费主体，带动一系列创新品类出现和快速发展，例如喜茶、奈雪茶等推出火爆；而城镇化推进带动新的餐饮消费文化，如以海底捞为代表的新型餐饮的火爆和不断创新，如智慧餐厅以及方便小火锅等。

图表21：奈雪的茶门店和海底捞智慧餐厅



资料来源：互联网，中信建投证券研究发展部

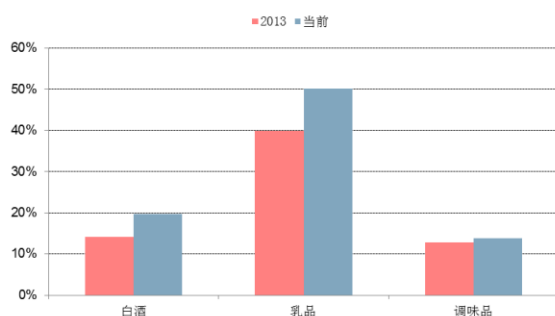
2.3 未来趋势二：龙头经历调整，行业集中度仍在提升

白酒行业：2013 年 CR3 及 CR10 分别为 14.1%和 21.8%，历经调整和复苏，到 2017 年 CR3 及 CR10 分别提升至 19.66%、26.65%，预计 2018 年行业集中度将进一步提升。其中龙头酒企贵州茅台的收入占比由 2013 年的 6.2%上升至 2017 年的 10.8%，提升显著。主要是由于伴随着行业调整和消费升级，消费者对于产品品牌和品质的关注度提升，各价格带消费均向头部集中。

乳制品行业：2013 年 CR2、CR3 分别为 35.2%和 39.9%，2018 年分别提升至 46.0%和 50.2%。其中伊利、蒙牛和光明以 23.6%、22.4%和 4.2%位列前三，伊利和蒙牛处于行业绝对领先地位。究其原因，随着三四线及以下市场消费能力的提升，对大品牌产品消费意愿的提升明显，同时龙头企业积极做好这两年渠道下沉工作，带动了下线渠道的放量，进而进一步收割全国市场份额，提升市场占比，预计未来几年这一趋势还将有望继续延续。

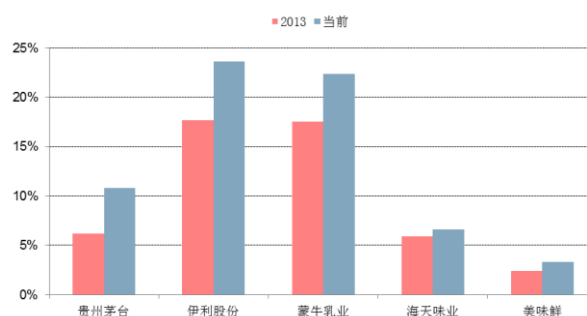
调味品行业：在 2013-2018 年亦可见明显的集中度提升。以欧睿数据为例，前三酱油企业收入在全行业（包含酱油、酱类、复合调味料等“sauces”）的份额由 12.9%提升至 13.9%，其中海天份额由 5.9%提升至 6.6%，美味鲜份额由 2.4%提升至 3.3%。

图表22：子板块集中度提升（CR3）



资料来源：wind，欧睿，中信建投证券研究发展部

图表23：子板块龙头份额提升明显



资料来源：wind，欧睿，中信建投证券研究发展部

三、选股思路：份额提升+拐点改善+内生增长

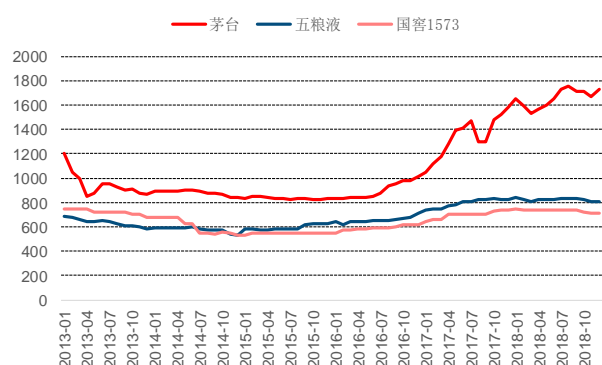
3.1 份额不断提升的龙头公司

3.1.1 白酒行业：危机并存，品牌为矛，渠道为王

1、行业之“危”：经济后周期叠加高基数带来增长压力，行业进入调整期

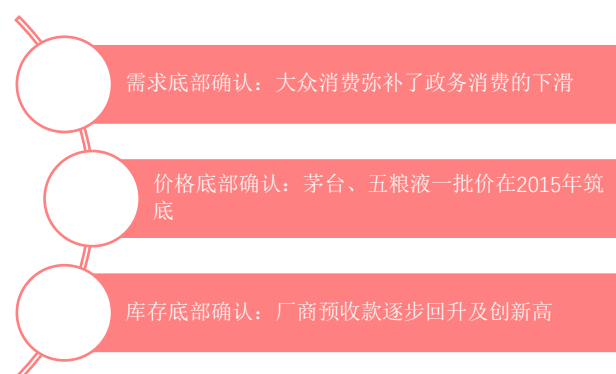
此轮白酒自 2015 年开始进入复苏，16 年需求、库存、价格底部确认共振。自 18 年以来，白酒消费边际递减，茅台酒价格进入盘整区，部分区域五粮液及泸州老窖价格下滑，预收款呈下降趋势，调整确认。

图表24：茅台、五粮液、国窖 1573 批价情况（元）



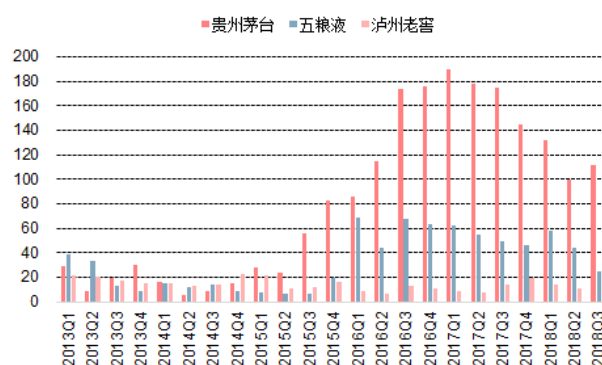
资料来源：渠道调研，中信建投证券研究发展部

图表25：白酒行业周期底部的确认要素



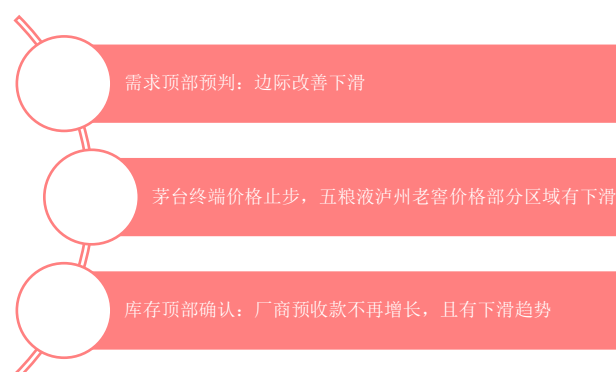
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表26：贵州茅台、五粮液、泸州老窖预收款变动情况（元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

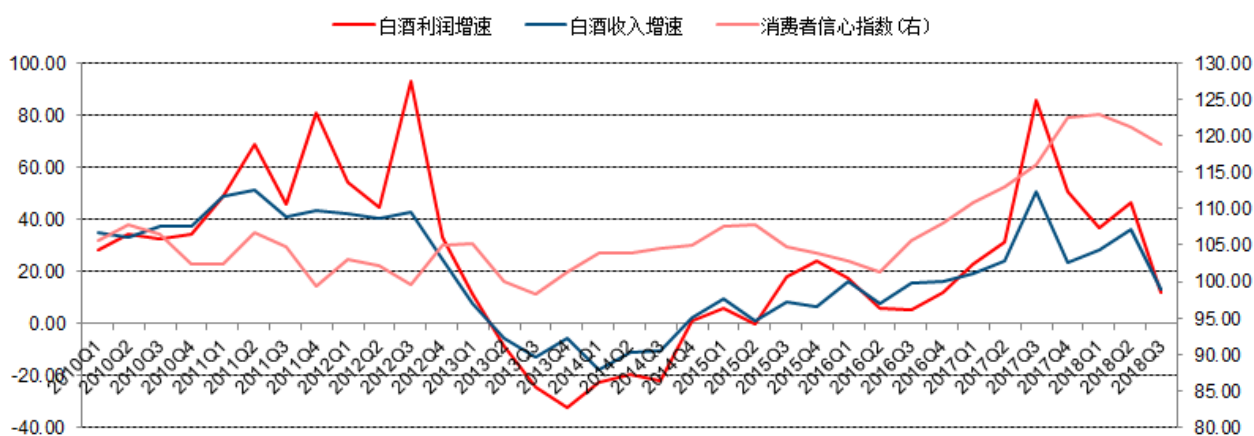
图表27：白酒行业周期顶部的确认要素



资料来源：中信建投证券研究发展部

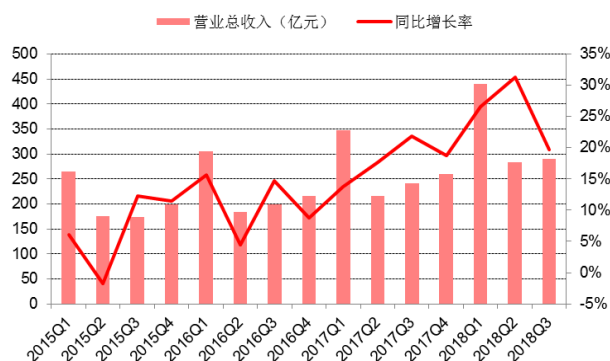
自年初以来，国内宏观经济下行压力较大，贸易战带来的不确定性仍然严峻，消费属于典型的经济后周期品种，明显受制于宏观经济的传导影响，消费者信心指数自年中以来持续回落。白酒板块 2016/2017 年实现两年收入利润高增长，并在 2017Q3 达到收入利润高点（17Q3 收入增 51%，利润增 86%），2018Q3 在 17Q3 高基数背景下，18Q3 收入利润分别为 13%和 12%，放缓明显，行业进入调整期。

图表28：白酒板块增速与消费者信心指数的关系



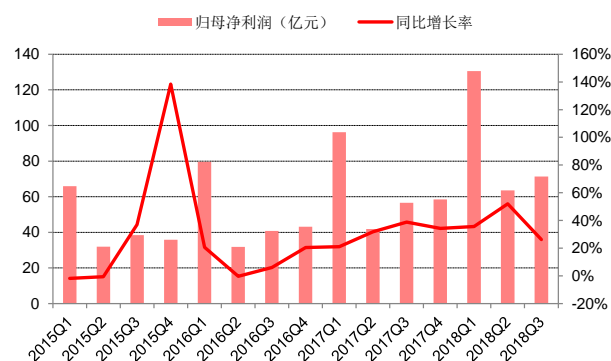
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表29：白酒板块（剔除茅台）单季度营收及同比增长率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表30：白酒板块（剔除茅台）单季度归母净利润



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

宏观经济换挡，国内消费需求下行，从年中家电、汽车、家具、体育娱乐类用品等相关消费行业数据已经体现。根据草根调研了解到，茅台酒价格年初以来，始终在 1500-1750 元区间波动，而茅台生肖酒价格在年初冲高后，4 月份开始明显回落，狗年生肖酒已从年初 4800 元/瓶下滑至 2300 元/瓶，15 年年份茅台酒价格下滑至 4200 元/瓶（出厂价 3929 元/瓶）。生肖酒带有明显炒作需求，在经济仍具有不确定性的环境下，高端酒边际需求回落，信心缺失导致价格崩塌。

图表31：茅台生肖酒 2018 年批价走势（元）

	马年	羊年	猴年	鸡年	狗年
2018.01	20000	23000	6000	4000	无货
2018.02	23000	23000	6500	4500	3600
2018.03	23000	23000	8000	4800	4000
2018.04	20000	23000	7500	4000	4800
2018.05	20000	23000	7000	4000	4200
2018.06	18000	23000	6000	3800	3800

	马年	羊年	猴年	鸡年	狗年
2018.07	18000	23000	6000	3800	3600
2018.08	18000	23000	6000	3800	3600
2018.09	18000	23000	500	3600	3500
2018.10	16000	20000	4500	3400	3000
2018.11	12000	18000	4500	3400	2800
2018.12	9000-9500	16000	4000	3200	2300

资料来源：渠道调研，中信建投证券研究发展部

2、行业之“机”：发展更健康，集中度提升，价格带龙头更具优势

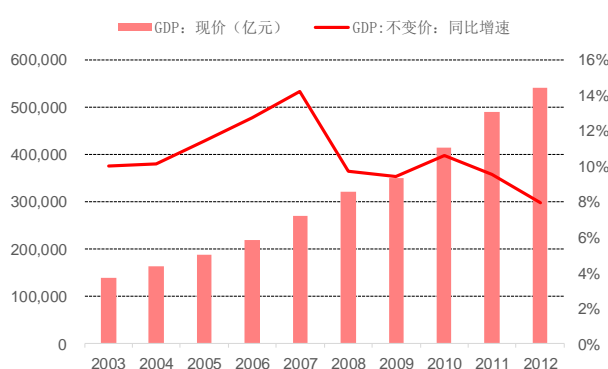
（1）此轮行业发展更加健康

尽管目前行业整体增速下行，但不必过于担忧其会像上轮周期末段一样出现崩盘，主要是由于在**发展驱动力、消费者结构和风险管控**等方面，此轮发展都与上一轮有着明显的不同：

第一，本轮白酒发展周期与上一轮的驱动力不同。

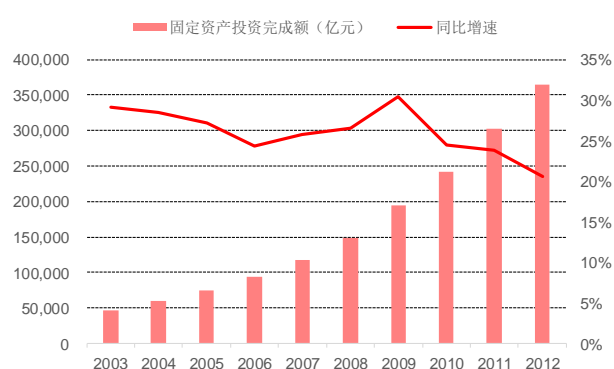
上一轮白酒高速发展周期主要是由**投资驱动下的经济高速增长**，带动白酒需求全面爆发，周期性较强。2003-2012年，我国经济在投资驱动下处于高速增长，除2012年外，我国GDP基本维持在9%以上的较高速水平，固定资产投资增速维持在20%以上的高速增长。由于投资驱动下的经济高增长，经济活动较为频繁，高端白酒中政商务需求得到激发。由于政务及商务需求对高端白酒价格敏感度较低，且有部分高端白酒自饮需求叠加带动白酒产品价格不断提升，渠道库存不断累积。在2012年三公消费限制之前，渠道库存已累积至高位。同时由于货币供应持续高水位，导致高端白酒金融属性凸显，各类白酒交易所纷纷成立，激发了高端白酒的收藏及投资需求。

图表32：2003-2012年我国GDP及同比增速



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

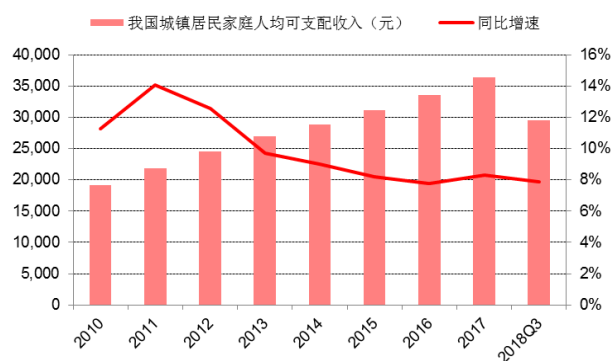
图表33：2003-2012年我国固定资产投资完成额及同比增速



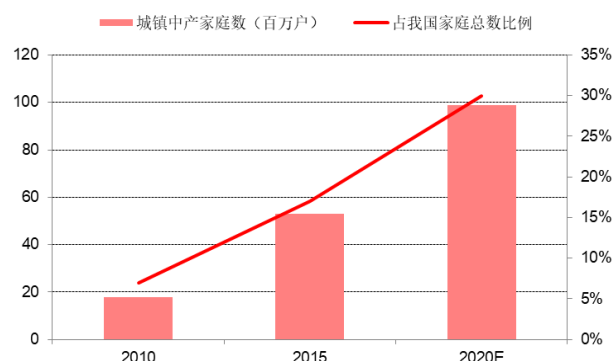
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

这一轮白酒周期中，行业主要驱动因素也由**投资驱动**转变为**由居民生活水平提升及收入提升而驱动业绩增长**。近几年来，随着我国经济的不断发展，中产阶级崛起，人均可支配收入不断提升，为白酒的消费升级提供了扎实的物质基础。2017年我国城镇居民家庭人均可支配收入3.64万元，同比增长8.3%，近几年来保持不断增长的态势。根据波士顿咨询报告预测，预计未来五年，上层中产阶级（家庭可支配收入为12500-24000元）

和富裕阶层（家庭可支配收入 24000 元以上）将以 17% 的速度增长。到 2020 年，预计上层中产阶层及富裕阶层合计数量将从 2015 年的 5300 万户快速上升至 2020 年的 9870 万户，复合增速达 13.5%，合计比例将由 2015 年的 17% 提高到 2020 年 30%。由于上层中产阶级和富裕阶层是高端白酒消费的主力人群，随着此收入人群的壮大，将推动高端白酒销量快速增长，复合增速将达 13.5% 左右。

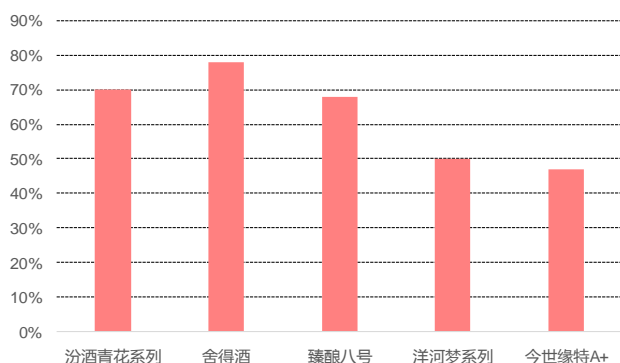
图表34： 我国城镇居民家庭人均可支配收入不断增长


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表35： 我国城镇中产阶层家庭群体占比不断增加


资料来源：BCG，中信建投证券研究发展部

从数据来看，前三季度汾酒青花系列增速超 70%，舍得酒增速接近 78%，水井坊臻酿八号增速达到 68%。地产龙头在次高端价格带的产品也表现出了高增长的态势。洋河梦之蓝系列增速超 50%，三季度再次加速，省外增速超过 100%，今世缘特 A+ 类产品前三季度增长 47%。

图表36： 2018 年前三季度主流次高端品牌收入增速


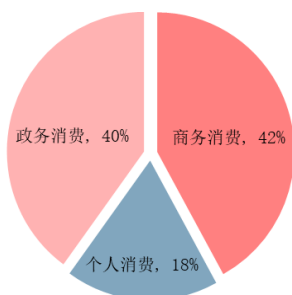
资料来源：公司公告，渠道调研，中信建投证券研究发展部

第二、本轮白酒发展周期与上一轮的消费者结构不同。

自行业深度调整以来，我国高端白酒消费结构发生改变，政务消费向个人消费和商务消费转变。2012 年前，我国高端白酒主要由政商务消费支撑，因而三公禁令的实施导致了行业消费大幅度萎缩，高端白酒重创严重。经过近三年的行业深度调整，自 2015 年行业复苏以来，消费端的结构与上一轮周期相比已有所不同，高端白酒消费结构已经逐步实现从政务消费向个人消费和商务消费的转变。据《微酒》数据，2012-2015 年间，高端白酒的政务消费比例由 40% 降至 5% 以内，商务消费占比从 42% 提升至 50%，而个人消费比重从 18% 大幅上升至 45%。

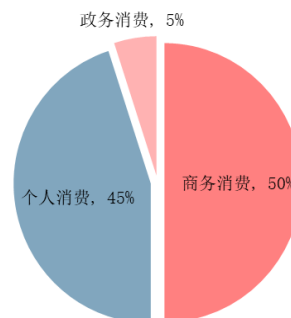
目前我国高端白酒消费结构主要由个人消费和商务消费为主，在经济形势不发生大的变化下，行业将维持长期稳定的发展。

图表37： 2012 年高端白酒消费结构



资料来源：微酒，中信建投证券研究发展部

图表38： 2015 年高端白酒消费结构

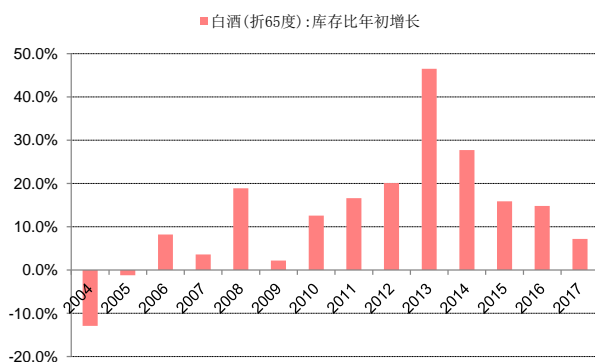


资料来源：微酒，中信建投证券研究发展部

第三、本轮白酒发展周期与上一轮的风险管控不同。

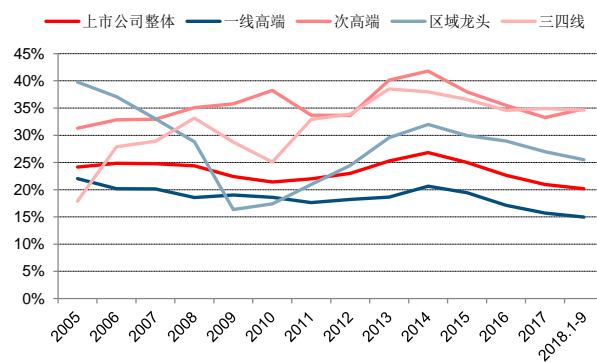
库存方面，本轮行业库存并没有出现像上一轮中快速上涨的趋势。据国家统计局数据显示，在上一轮白酒周期中，自 2010 年开始，行业库存开始出现加速增长的趋势，2010 年至 2013 年年末库存相比年初增幅分别为 12.6%、16.6%、20.1%和 46.5%，整体库存水涨船高，积聚风险，随着三公禁令的出台，过高的库存对成交价格形成了巨大的压力。而自 2015 年本轮行业复苏以来，整体库存增速相对平稳，且 2015-2017 年库存增幅呈下行趋势。同时，2011-2014 年期间，上市酒企存货/总资产比例在不断提升，而此轮行业复苏以来，随着动销的逐渐恢复，存货/总资产比例在不断下行，一线高端、次高端和区域龙头的下行趋势明显。此外，据我们草根调研了解到，目前渠道整体库存也处于良性水平，整体风险相对上一轮更加可控。

图表39： 白酒(折 65 度)：库存比年初增长率



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表40： 不同价格带酒企存货/总资产变化趋势



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表41：近两轮周期主流白酒品牌渠道库存情况对比

品牌	13年渠道库存	当前渠道库存
茅台	3个月以上	0.5个月左右
五粮液	6个月以上	1.5-2.5个月
泸州老窖	6个月以上	2个月左右
水井坊	6个月以上	2个月左右
汾酒	6个月以上	2个月左右
洋河	5个月左右	不到2个月
舍得	6个月以上	3个月左右

资料来源：渠道调研，中信建投证券研究发展部

发展目标合理制定，不盲目冒进。在上一轮周期后段，之所以渠道库存不断增加，主要是由于酒企过于乐观，年度发展目标定得过高，为超额完成目标，不断向渠道压货导致。在此轮行业复苏中，企业吸取上一轮的经验教训，合理制定发展目标，不盲目冒进，也更加有利于行业长期稳定发展。五粮液 2010-2012 年目标均为 20% 增长，而 2016-2017 年目标仅为 10% 增长，洋河 2010-2012 年经营目标达到 30% 增长，而近几年也仅为 10%-20% 的增长。

图表42：主要酒企 2009-2018 年年度经营目标汇总（目标为营收增速）

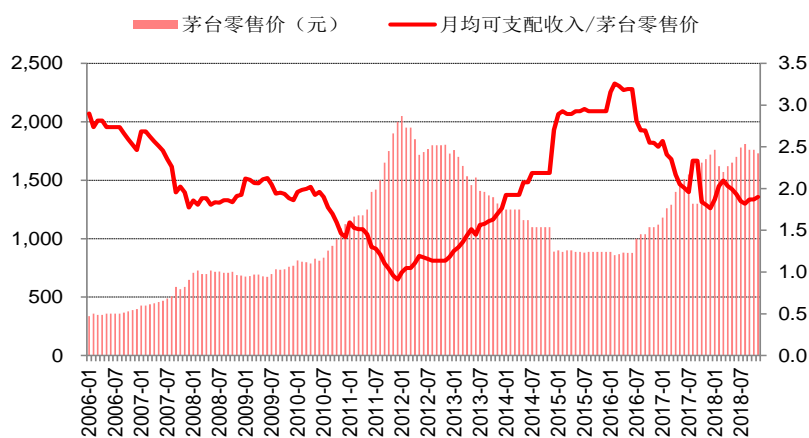
	贵州茅台		五粮液		泸州老窖		洋河股份		山西汾酒	
	计划	实际	计划	实际	计划	实际	计划	实际	计划	实际
2009	8%	17.3%	稳步增长	40.3%	13%	15.1%		49.2%	20%	35.3%
2010	8%-13%	20.3%	20%	39.6%	13%	22.9%	30%（净利润）	75.9%	30%	40.7%
2011	更好的增长	58.2%	20%	30.9%	37%	56.9%	30%	67.2%	30%	48.8%
2012		43.8%	20%	33.7%	32%	37.1%	30%	35.6%		44.4%
2013	20%	17.4%	15%	-9.1%	21%	-9.7%	10%	-13.0%	25%	-6.0%
2014	3%	3.7%	正增长	-15.0%	12%	-48.7%	营收持平	-2.3%	平稳增长	-35.7%
2015	1%	3.8%	业绩平稳	3.1%	45%	28.9%	5%	9.4%	平稳增长	5.4%
2016	4%	20.1%	10%	13.3%	16%	20.3%	10%	7.0%	10%	6.7%
2017	15%	52.1%	10%	23.0%	17%	20.5%	10%	15.9%	30%	37.1%
2018	15%		26%		25%		20%		40%	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（红字为未完成目标）

茅台价格未泡沫化，参考相对购买力仍在合理区间。以茅台为例，在 2010 年 6 月至 2012 年 1 月之间，零售价由 820 元左右快速上涨至 2000 元以上，随后受三公禁令和白酒塑化剂事件影响而出现快速崩盘。反观本轮周期，终端价从 2016 年下半年开始稳步上涨，目前终端价围绕着 1700-1800 元进行波动，茅台近两年的限价举措力度很大，也在一定程度上保证了终端价格没有过快过高上涨。同时，随着居民可支配收入的不断提高，现在的茅台终端价相对于城镇居民月均可支配收入来说比上一轮要低得多。在上一轮价格顶峰时期，城镇居民月均可支配收入可购不足 1 瓶茅台，而现在可购 2 瓶茅台。因此，整体来看，当前的价格水平相对处于良性位置，并没有出现上一轮的价格泡沫。

图表43： 茅台零售价与居民月均可支配收入关系



资料来源：渠道调研，国家统计局，中信建投证券研究发展部

白酒行业经历 2013-2015 年的深度调整，随着白酒政务消费的逐步出清，大众消费有力的承接了政务消费下滑带来的缺口。在消费升级的大背景下，名优白酒企业依靠强大的品牌背书，经过了价格调整后，库存消化后，实现了需求的快速回升。相比上一轮行业景气周期，随着我国经济不断发展，居民的购买力不断提升，白酒消费的物质基础更加夯实，带来白酒消费品质需求的提高及消费价格带的提高，且稳定性更高。

(2) 行业竞争格局逐渐清晰，各价格带龙头占据优势

我国白酒市场四个核心价格带的竞争格局越发清晰。我们按照终端价格将白酒分为高端（700 元/瓶以上）、次高端（300-700 元/瓶）、中端（100-300 元/瓶）和中低端（100 元/瓶以下）四大类。高端主要包括茅台、五粮液、国窖 1573 等产品，次高端主要包括舍得、水井坊、剑南春、郎酒、青花汾酒、洋河梦之蓝 M3、M6 等产品，中端主要包括古井贡、口子窖、老白干等地产名酒的主力高端产品以及一线酒的主力腰部产品如茅台、五粮液的系列酒、泸州老窖特曲等，低端主要包括地产名酒的中低档产品以及牛栏山、老村长等地产主销产品。

高端白酒的核心竞争力主要来自于品牌拉力，护城河较宽。受益于富裕人群数量持续高增长，将带动高端白酒市场量价齐升。目前三家高端白酒龙头，茅台、五粮液、国窖 1573 合计收入约 785 亿元，占白酒行业收入比重达 13.87%，未来仍将保持寡头垄断的竞争格局，短期内很难有强敌挑战。

次高端的品牌力稍逊于高端白酒，除依靠品牌拉力外，渠道推动力也很重要。根据洋河副总裁在 2017 年秋季糖酒论坛上的发言“全国化品牌入场券基本发放完毕”，未来主流次高端品牌将瓜分次高端市场份额，享受此价格带扩容带来的增量。

中端酒主要以地产酒为主，地域性更加显著。根据酒业家推算，地产酒收入占比在 2015 年达到 42% 左右，由此推算出地产酒收入规模约 2300 亿元，由于一些白酒企业收入可能未在统计局数据中体现，我们推算地产酒收入规模在 2300-2500 亿左右。区别于高端商务、政务、高端礼品市场，地产酒龙头最能顺应大众消费自然升级。但此价格带竞争激烈，渠道推动力大于品牌拉力，未来有品牌能力或渠道推力强的地产酒龙头和全国化品牌系列酒或将受益于集中度提升。

低端酒市场份额预计将逐渐萎缩，此价格带主要依靠渠道推力。目前此价格带产品市场集中度很低，龙头牛栏山也仅占据约 5% 的市场空间，未来具有全国化市场基础的品牌将从中胜出。

图表44： 我国不同价格带白酒市场格局

价格带	2017年市场容量	2015-2020年复合增速	核心竞争力	目前市场竞争格局	驱动增长的主要因素	未来竞争格局
高端酒（700元以上）	茅五泸三家龙头高端酒合计收入约785亿元，占白酒行业总收入比重13.87%	销量复合增速达14%，价格复合增速达5%，预计合计增速20%左右。	品牌拉力	茅台、五粮液、国窖1573三强争霸，寡头垄断格局	富裕阶层人口数量持续增加带动高端酒量价齐升，受产能限制，高端酒短期能量增有限，需要靠提价缓解供给压力	寡头垄断格局，高端酒品牌拉力极强，短期内很难有强敌挑战
次高端（300-700元）	主流次高端品牌合计收入约300亿元，收入达700亿元，复占白酒行业总收入比重5.31%	预计2020年次高端复合增速20.51%，主要依靠放量	品牌拉力+渠道推力，次高端品牌拉力弱于高端酒、渠道推力也很重要	山西汾酒、剑南春、红花郎、水井坊、沱牌舍得、洋河梦之蓝系列、酒鬼酒等泛全国化品牌争夺市场份额，垄断竞争格局	充分受益于消费升级，扩容带来未来量价齐升趋势最为确定。	垄断竞争格局，次高端酒未来扩容最为确定，泛全国化品牌及渠道推力强的几家白酒形成多强格局。
中端酒（100-300元）	中端酒合计收入约2300亿元，占白酒行业比重约41%	低速增长，放量为主	品牌拉力+渠道推力，中端酒更加倚重渠道推力	诸侯割据，每个区域都有核心的强势地产酒品牌	受益于低端酒消费升级，中端酒市场份额被次高端抢占，未来低速增长，竞争激烈	完全竞争格局，未来有品牌能力或渠道推力强的地产酒龙头和全国化品牌系列酒或将受益于集中度提升
低端酒（100元以下）	低端酒合计收入约2200亿元，占白酒行业比重约40%	收入下滑，份额下滑，放量为主	品牌拉力+渠道推力，更加注重渠道推力	全国化低端酒品牌不多，小品牌间竞争激烈	竞争激烈，面临行业整体份额下滑	完全竞争格局，竞争激烈，有品牌优势和渠道能力的低端酒将受益

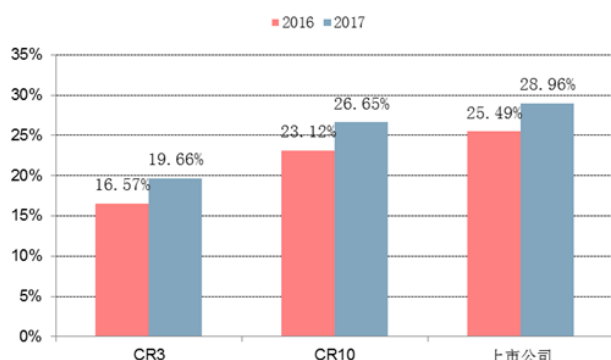
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部测算

从目前的行业竞争格局可以看出，高端、次高端价格带的竞争格局相对清晰，寡头垄断格局已经基本形成，很难再有新品牌进入，未来将是这些名优酒企持续收割价格带市场份额的过程。

（3）行业集中度持续提升，分化加剧

自2015年末白酒行业复苏以来，马太效应显现，知名酒企增速高于行业平均水平，行业集中度不断提升。2017年，我国A股19家上市公司实现营业总收入合计1690亿元，同比增长27.74%，增速提升13.96pct，归母净利润合计523亿元，同比增长43.32%，增速提升32.65pct，无论是收入还是利润增速，都显著高于行业平均水平。2016-2017年，我国白酒行业CR3、CR10和上市公司占比分别提升3.09pct、3.53pct和3.47pct至19.66%、26.65%和28.96%。

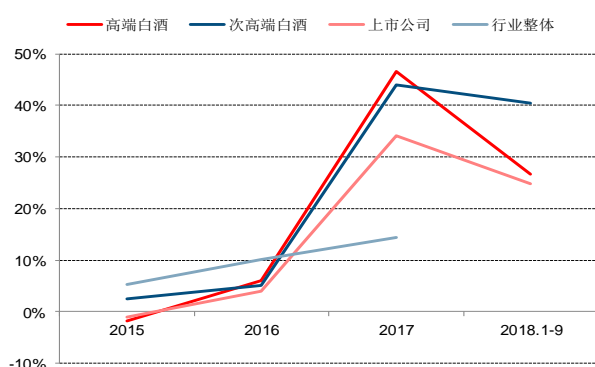
图表45：白酒行业集中度不断提升



资料来源：公司公告，国家统计局，中信建投证券研究发展部

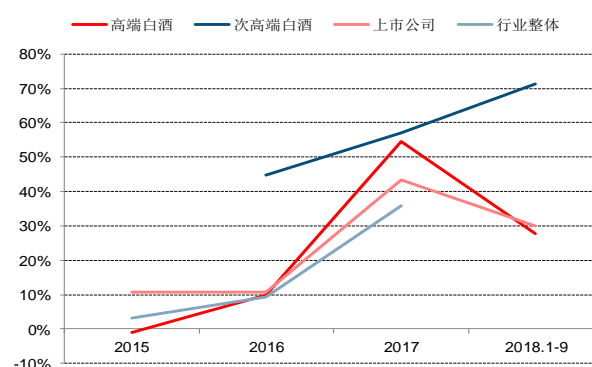
此外，随着消费升级趋势的不断延续，主流高端、次高端白酒显示出了明显的高于行业及上市公司整体水平的增长速度。2017年，高端、次高端营收增速分别为46.62%和44.05%，远高于上市公司整体34.13%的增速，利润端高端和次高端63.92%和66.67%，也是高于上市公司整体52.16%的增速，2018年前三季度，虽然整体增速相比2017年有所下降，但高端和次高端仍然保持较高增长，次高端尤为显著。

图表46：上市公司按价格带分类营收增速



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表47：上市公司按价格带分类归母净利润增速



资料来源：中信建投证券研究发展部

随着行业集中度的不断提升以及消费升级趋势的不断延续，我们认为，未来高端、次高端以及主流产品在次高端价格带的地产龙头头部名优酒企将充分受益，景气度将显著高于其他酒企。

3、“危机”中突围：修炼内功，强化品牌和渠道

尽管目前我国经济环境处于特殊时期，且白酒行业整体容量难有提升，行业整体营收和利润增速趋缓，白酒行业整体面临较为严峻的形势。但我们也可以看到，此轮白酒行情相比上一轮更加健康，随着可支配收入的提升，个人消费崛起，构成了高端、次高端白酒消费的重要组成力量，同时行业对于库存和价格的管控更加注重，行业此轮发展相比上一轮更加健康。此外，目前白酒行业集中度不断提升，各价格带市场份额向处于价格带头部的名优酒企集中，且白酒消费不断升级，名优酒企产品结构提升显著。同时，针对之前存在的短板，各家酒企也都在不断进行改革完善，获得更高的市场竞争力。在行业面临风险与压力时，才是真正考验企业内功的时候，品牌力和渠道力将成为企业突围的关键，在此轮分化中，优秀企业将突围，获得更好的发展良机。

(1) 品牌力是基础

对于白酒企业，品牌力是其走向全国化的基础。我们认为，未来能够在行业分化中凸显出来的优秀企业，必定具有很高的品牌力。从历史积淀来看，我国历史上进行过五届评酒会，从“四大名酒”到“八大名酒”，最后到“十七大名酒”，茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒、洋河、郎酒、剑南春等当今知名酒企大部分都是源自“十七大名酒”。

图表48： 历届评酒会上榜白酒品牌

届次	时间	上榜白酒品牌
第一届	1952年	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	1963年	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979年	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1983年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：中国酒志网，中信建投证券研究发展部

从品牌影响力来看，CCTV 国家品牌计划中，上榜的知名白酒品牌有茅台、洋河、红星二锅头、郎酒、劲牌。其中，茅台、洋河连续两年入选 TOP 品牌，郎酒也在 2018 年入选 TOP 品牌。

图表49： CCTV “国家品牌计划” 中标白酒品牌

届次	品牌
2017 年中标白酒品牌	茅台、洋河、红星二锅头、郎酒、劲牌
2018 年中标白酒品牌	茅台、洋河、红星二锅头、郎酒、劲牌

资料来源：中信建投证券研究发展部

(2) 渠道力是依靠

在现阶段知名白酒品牌中，除茅台酒的品牌力足以支撑其全国化外，其他高端酒（五粮液、泸州老窖）的品牌力尚不足，需要依靠渠道推力，而次高端品牌其品牌力更弱，渠道推力成为其逐渐实现全国化的重要依靠。在各个主流高端、次高端品牌中，洋河的渠道建设处于行业较高水平。其采取“1+1”模式，由厂家进行主导，负责做市场，经销商主要负责物流和资金周转。目前，公司销售人员已超过 5000 人，与 8000 多家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，强大的渠道体系帮助公司稳健增长。此外，五粮液、泸州老窖、水井坊等多家酒企也在对渠道模式进行变革，以适应当前行业及公司自身的发展需求。

图表50： 主流白酒企业渠道变革情况

品牌	渠道变革	主要解决问题
茅台	增加电商和直营投放量	强力管控市场价格，通过增加直营比例增厚企业盈利能力。
五粮液	由“大商制”到“百城千县万店”	推进营销网络精细化和深度下沉，增强终端管控制。
泸州老窖	从“柴泉模式”到“品牌专营模式”	解决了不同价格带产品渠道体系的差异，增强了对终端的控制力。
水井坊	从“总代模式”到三模式并存，再到“新总代模式”	有效缓解跨区窜货等问题，保证了产品的顺价销售，同时产品库存维持低位。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

整体来看，明年白酒行业增速放缓将是大概率事件，但此轮白酒逻辑同上一轮明显不同，行业良性发展。白酒行业并不会出现如 2012 年需求大幅下滑，企业出现负增长的情况。危机并存，短期企业有压力，但长期看，行业集中度提升，消费升级的逻辑仍然存在，将是考验企业内功（品牌力、渠道力）的重大时间点，优秀企业必将穿越周期，成为行业领跑者。重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、今世缘等。

4、重点推荐公司

建议重点关注稳健发展，内生动力强的优质酒企贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、今世缘等。

贵州茅台：当前批价相对稳定，全国范围内 1700-1750 元之间，北京部分经销商报价 1740 元，上海报价 1730 元，深圳报价 1750 元，西安报价 1700 元，长沙报价 1700，江苏报价 1730 元。草根调研了解到经销商已打款 12 月配额，但未有新货到，市场货源紧张，需求未减，渠道库存半个月左右。整体来看，茅台酒的需求仍然较旺盛。系列酒目前已完成全年 80 亿含税销售额的目标，大概率能达到 85 亿，双轮驱动已经成型。2019 年，预计公司茅台酒和系列酒相比 2018 年基本不增量，主要通过产品结构的调整和直营比例的增加来增加收入和盈利能力。

泸州老窖：国窖 1573 价格稳定，普遍在 710 元附近，渠道库存 2 个月左右。根据草根调研，我们预计前三季度国窖 1573 同比增长约 35% 左右，收入占比超过 50%，特曲收入增长较快，约 50%，产品结构升级明显。未来随着国窖 1573 和特曲继续保持放量，窖龄酒恢复高增长，及特曲 60 版在次高端上的发力，预计公司中高档酒收入占比将进一步提高，毛利率仍会持续提升，盈利能力将会进一步加强。

洋河股份：江苏省白酒消费水平较高，近两年消费升级表现明显，省内白酒主流消费价格带向 300 元以上升级，作为省内龙头酒企，洋河受益显著。前三季度，公司蓝色经典系列产品维持了较高速增长，增速从快到慢依次是梦、海、天，规模从大到小依次是海、梦、天，梦之蓝的规模超越天之蓝，正在逐渐趋近海之蓝。上半年，梦系列增速超 50%，草根调研了解到第三季度梦系列增速超过上半年，省外增速超过 100%，表现出色。2019 年，公司仍将稳健增长，预计收入端实现 15% 以上的增长，利润端增速将高于收入增速。未来，公司梦系列产品占比将持续提升，成为公司业绩增长的主要动力。

山西汾酒：公司作为清香型白酒龙头，具有一定的差异化竞争优势。前三季度公司主力产品青花系列产品增速超过 70%，相比上半年的 80% 略有下降，但仍保持高增长；金奖系列增速约 12%，老白汾增速超 20%。公司环山西市场继续发力，全年完成国资委考核目标不成问题。2019 年，公司将持续发力三大地域板块，通过青花系列产品打开全国市场。同时，与华润在渠道上的协同效应将有助于玻汾和汾牌系列酒的全国推广布局。

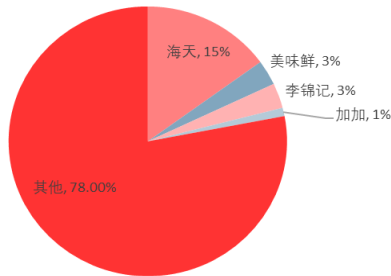
今世缘：公司作为江苏省内市场份额仅次于洋河的地产酒企，充分受益于省内消费升级，国缘系列产品高速增长。公司依靠相对较高的渠道利润空间逐渐扩大江苏市场占有率，并将通过收购景芝酒业打造第二个江苏市场。未来国缘系列产品将持续升级，V 系列将进一步增长。今年全年业绩增速将超 30%，明年预计仍将维持在较高增速。

3.1.2 调味品：行业增长稳健，龙头份额提升，确定性支撑估值溢价

1、行业格局仍较分散，集中度提升正在进行，龙头受益

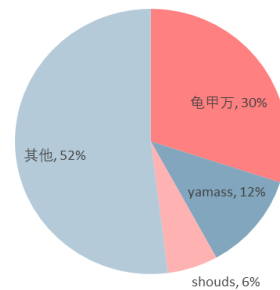
国内调味品行业集中度仍较分散，各子行业中酱油集中度相对较高，其中龙头海天份额约 15%，与第二名美味鲜差距超 10%，CR3 仅达 21%，集中度远低于日本酱油行业（龙头份额 30%，CR3 近 50%）。

图表51: 行业份额(酱油): 集中度低, 龙头优势明显



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

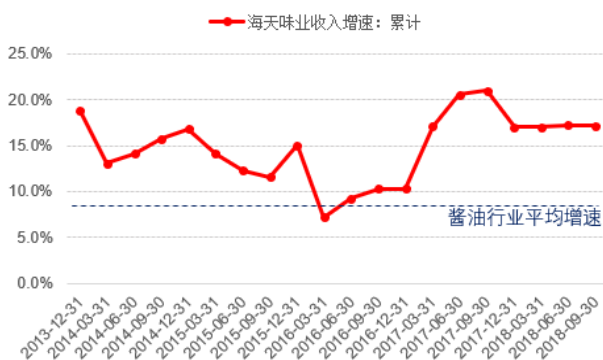
图表52: 日本酱油行业集中度远高于国内



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

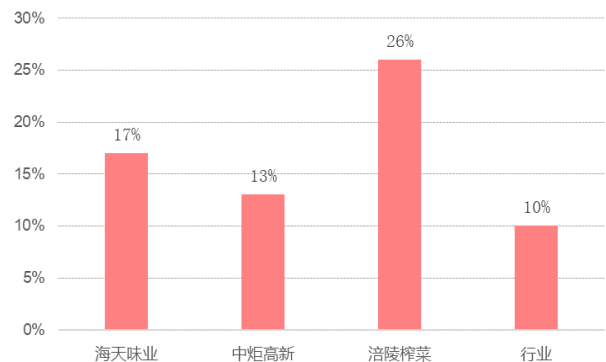
随着品牌意识的提升、龙头规模快速发展, 行业集中度处在坚实提升阶段, 品牌企业凭借规模优势和品牌优势不断挤占小企业份额, 酱油行业龙头海天味业表现更优于板块, 我们估计未来几年内行业集中度和龙头份额将有显著提升。

图表53: 龙头公司收入增长稳健, 2017年后维持高位



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表54: 调味品龙头公司增速高于行业



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

2、行业发展稳健, 必选属性抵御周期

相比于其他可选消费品, 调味品作为典型的必选消费品受经济周期波动的影响更小, 刚需属性更强。例如调味品行业, 即使在 GDP 增长较弱的 09、14~16 年(名义 GDP 增速为<10%), 行业收入规模一般可保持与之相当或更高的增速, 其中龙头企业由于仍处于份额提升阶段, 其收入增长表现更优于板块。

图表55: 调味品、乳品重点企业收入增速与 GDP 增速对比: 防御型强, 受周期影响较小

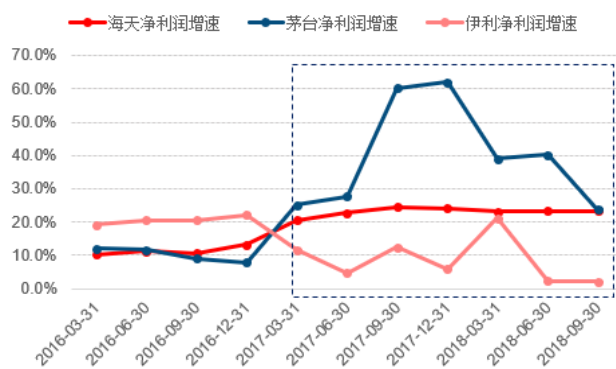
	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
GDP 现价	18.3%	18.5%	10.4%	10.2%	8.2%	7.0%	7.9%	11.2%
海天味业	23.0%	10.4%	16.1%	18.8%	16.8%	15.0%	10.3%	17.1%
中炬高新	33.2%	35.8%	1.1%	32.1%	14.0%	4.4%	14.5%	14.3%
涪陵榨菜	23.3%	29.3%	1.1%	18.7%	7.1%	2.7%	20.4%	35.6%
恒顺醋业	-2.1%	-11.4%	12.7%	-3.1%	8.7%	8.1%	10.9%	6.5%

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

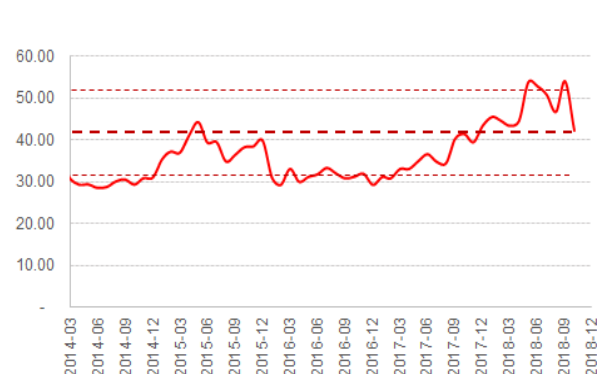
3、较强的确定性是估值维持高位的原因

从行业角度看，调味品由于下游刚需占比高，行业规模增长稳定，具备较强的抵御周期的能力；另外行业集中度处在坚实提升阶段，龙头公司发挥规模优势和品牌优势，不断收割小企业份额，因此行业和龙头公司在中长期均将保持稳健持续增长。

2017年后调味品行业估值不断走高，其中龙头公司海天味业估值从17年初30倍左右提升至高位时50倍以上，带动了板块整体估值提升。我们认为板块及龙头海天较强的确定性（包括业绩和中长期前景）是推高价值的核心因素，2017年后海外资金对A股关注度和资金参与快速提升，优质标的受青睐亦加速海天估值提高的进程。

图表56：海天2017年以后净利润增长快速、稳健


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表57：海天 PE-band:2017年后 PE 提升


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

4、重点推荐公司

海天味业：行业之锚，处于稳健发展期。公司在调味品行业中奠定稳固的龙头地位，酱油份额远超其他竞争对手，并正逐步扩展品类向其他调味品延伸。公司经过2015~2016调整期后，2017-2018年发货节奏恢复正常，持续挤占小企业份额实现销量扩张，同时在产品结构提升和提价带动下收入保持高速增长。从渠道调研情况来看，公司目前发货节奏健康，预计2019年仍将保持稳健的快速增长；其他品类拓展顺利，蚝油预计仍可保持25%以上高速增长。成本方面虽然面临一定压力，但公司龙头地位稳固，极可能通过提价等方式转嫁成本压力甚至实现盈利提升。我们预计公司2018-2020年净利润为42.93、50.76、56.70元，当前市值约1774亿元，对应静态PE为41.2x、33.9x、30.9x。

中炬高新：新近换届，期待激发经营活力。公司战略聚焦调味品主业，近年实现调味品业务快速增长，竞争实力不断提升，同样具备较强的提价能力和抵御周期能力。近期公司董事会换届成功，宝能收获董事会多数席位，未来启动公司内部机制变革有望激发经营活力，实现内生+外延快速扩张。预计公司2018-2020年可实现净利润6.19、7.52、9.33亿元，当前市值约236亿元，对应静态PE为36.6x、29.3x、25.6x。

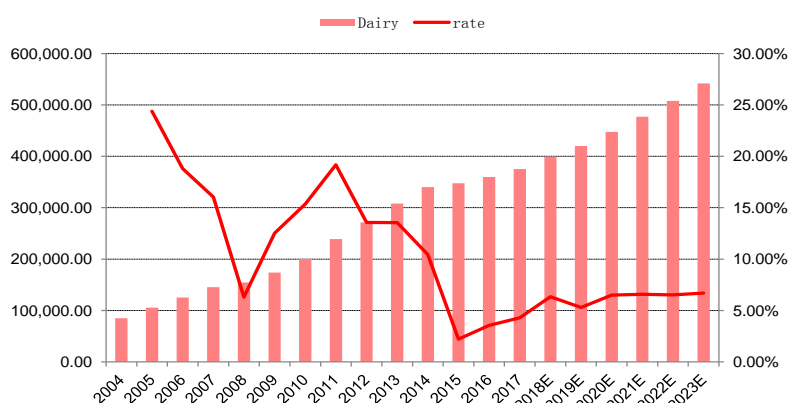
涪陵榨菜：细分绝对龙头，已经提价可较好应对成本上涨。公司是榨菜行业细分龙头，已经证明了自身极强提价能力和渠道优势，在消费升级的行业背景下，公司需求稳健增长。2018年末公司已经提价，可较好地应对2019年成本上涨。中长期看，目前新建榨菜产能5.3万吨、新建脆口产能1.6万吨已经投建，预计将带来收入和利润增量约8.2亿元、1.0亿元。另外，公司向泡菜、调味酱等品类积极探索，具备想象空间。预计公司2018~2020年净利润分别为6.45、7.97、9.71亿。当前市值约173亿元，对应PE分别为27.0x、21.8x、17.9x。

3.1.3 乳制品：龙头继续收割份额，成本管控优势明显

1、行业稳步增长

我国乳业市场一直呈现稳定增长态势，据欧睿数据库统计，过去五年复合增速达到 6.72%，预计 2018 年我国乳品消费规模将达到 3991 亿元，同比增长 6.33%，未来五年也有望保持 6.31% 的复合增速。

图表58： 乳业行业规模



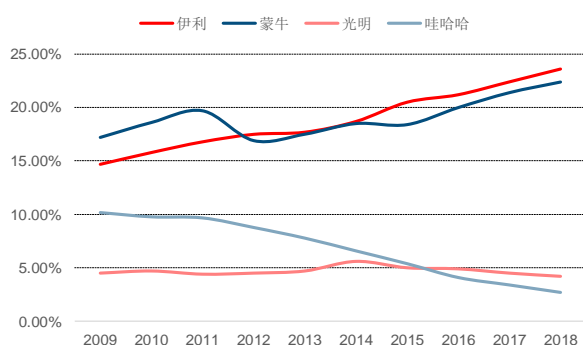
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

2、龙头集中度持续提升

乳品行业看，2009 年 CR2、CR3 占比为 31.9% 和 42.1%，2018 年 CR2、CR3 占比分别提高 14.1 和 8.1 个百分点，达到 46.0% 和 50.2%，伊利、蒙牛和光明三家公司分别以 23.6%、22.4% 和 4.2% 位列市场份额前三，其中伊利和蒙牛两家企业处于行业绝对领先地位。

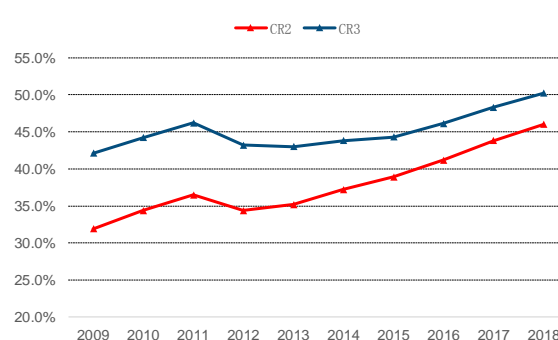
究其原因，随着消费升级的推进，一二线市场乳品消费已经较为成熟，大品牌企业市场份额较为稳固，而三四线及以下市场随着消费能力的提升，对大品牌产品消费意愿的提升非常明显，同时龙头企业积极做好这两年渠道下沉工作，带动了下线渠道的放量，进而进一步收割全国市场份额，提升市场占比，预计未来几年这一趋势还将有望继续延续。

图表59： 上市公司按价格带分类营收增速



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图表60： 中国乳品行业集中度

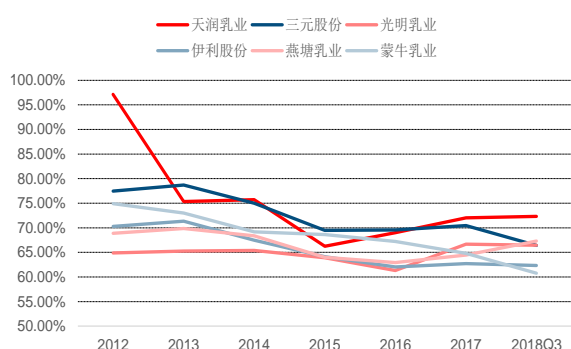


资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

3、短期成本、费用有压力，龙头管控能力更强

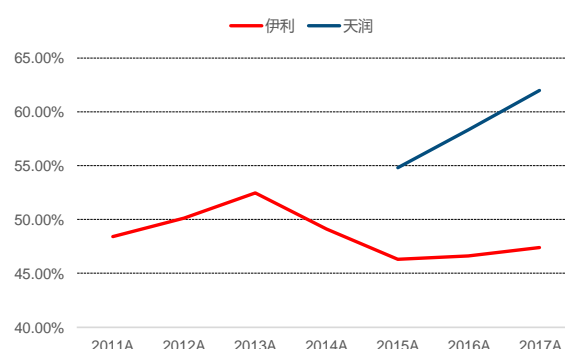
乳品的成本构成中，生鲜乳占比最大，龙头企业凭借规模优势，对生鲜乳议价能力较强，可以较好的锁定原奶价格成本，同时，龙头企业资金实力强，在出现奶源紧张的情况下，仍然可以实现正常收奶。此外，奶价出现一定向上波动，受限于当前乳业竞争格局和产品短保快消品的属性，产品价格不好直接同比例上涨抵消成本压力，大企业产品结构丰富，可以较好的通过升级产品结构来一定程度抵消成本端的冲击。伊利、蒙牛作为国内乳业两大巨头，成本率呈现持续下降趋势，且处于行业较低水平。从直接材料占收入百分比数据可以看出，从15年开始，天润这一指数开始上升明显，而伊利小幅上升。

图表61：主要乳企成本波动情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

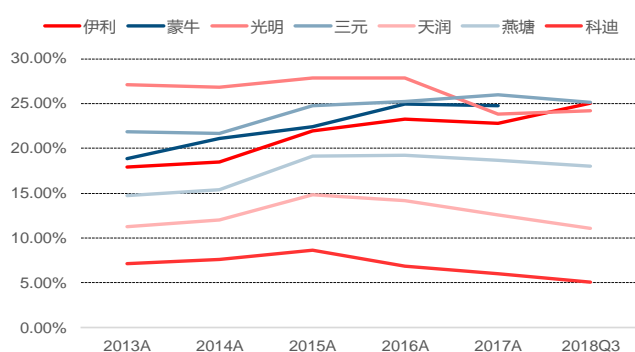
图表62：伊利、天润直接材料成本占收入比



资料来源：中信建投证券研究发展部

龙头费用充足，支撑高投入。全国性乳企和地方性乳企在广告营销费用的投入上会有较大差别，全国性乳企销售费用率明显更高，地方性乳企前期不需要进行全国性大平台的广告投放，在费用投入端表现较好。从近几年行业竞争态势看，乳企的全国化是很多地方性企业面临的重大议题，而全国化就意味着销售费用投入的提升，如果无法很好的解决成本端问题，那么将直接影响到企业利润率下滑。因此，龙头企业稳健的费用率投放，对于未来面对乳企竞争也是有利的。

图表63：上市乳业公司销售费用率趋势



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

龙头企业在成本上升的过程中，可以较好的转嫁自身承担的成本，一方面上游议价能力较强，营业成本控制较好；另一方面，大企业产品线较多，可以实现销售产品结构的调整对冲一部分涨价的影响。同时，全国性企业费用投入较为稳定，且处于较高水平，地方性乳企要想实现全国化，必然伴随着大量费用投入，进而影响利润。综上所述，当前阶段我们建议乳品重点关注能够抵御周期波动的龙头企业为主。

4、重点推荐公司

蒙牛乳业：内部架构调整完成，全面战略进攻开启。2018年上半年蒙牛乳业营业总收入345.59亿元，与上年同期相比增长17.15%；实现扣非后归母净利润15.62亿元，与上年同期相比增长38.49%。从产品端来看，2017年公司主要单品均表现优异，核心单品特仑苏依然维持10%以上增长速度，常温酸奶行业仍在高速发展中，纯甄同增27%，真果粒受益于低线城市拓展同增25%，优益C市场表现抢眼。2018年是公司新品创新元年，包括小蛮腰、真果粒酸奶、zuo酸奶、A2未来星等40余款SKU将上市，有望带动公司行业加速增长。从管理端看，公司组织架构调整完成，加强渠道下沉。营销端：蒙牛启动品牌年轻化的策略实行已久，从产品命名、包装设计开始带动品牌年轻化，更长期深度参与年轻人关注的娱乐营销、体育营销中。我们预测公司2018-2020年净利润分别为24.80、29.94、36.38亿元，对应EPS分别为0.64、0.77、0.94元。

伊利股份：龙头收割市场，潜力更胜一筹。伊利是全国乳品市场占有率最大的行业龙头企业之一。截止到2018年第三季度公司实现营业总收入613.27亿元，较上年同期增长16.88%，增长速度高于行业增长速度。17年归母净利润50.48亿元，较上年同期增长2.24%。“产品结构升级+渠道优势”将成为下一阶段公司增长的重要发力点。伊利产品线多，近年来多款新品同时爆发增长，在常温、奶粉、冷饮各方面，均贡献更强的盈利能力，尤其是安慕希、金典和金领冠等单品贡献显著，且占比持续提升。渠道端，伊利在三四线城市销量增速为12.5%，乡镇的销量增速是21%，渠道下沉速率远远高于行业总体。对比行业第二的蒙牛集团，在低线市场伊利的增速超出有两倍之多。我们预测公司2018-2020年净利润分别为63.36、72.83、82.87亿元，对应EPS分别为1.04、1.20、1.36元。

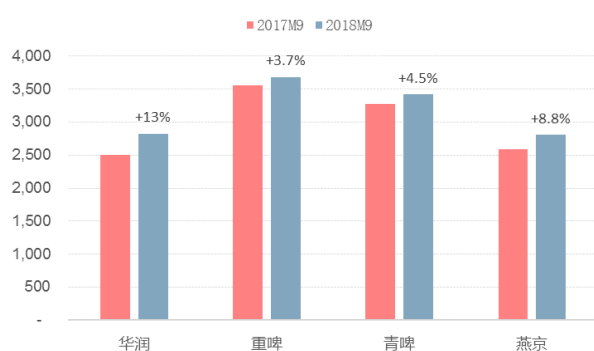
3.2 拐点改善，明年有望释放更积极信号的行业

宏观消费环境短期承压，但仍有一些子板块整体处于向上拐点，明年行业形势有望释放出更积极的信号，例如啤酒行业。

3.2.1 拐点逻辑继续兑现：吨价上行、费率下降

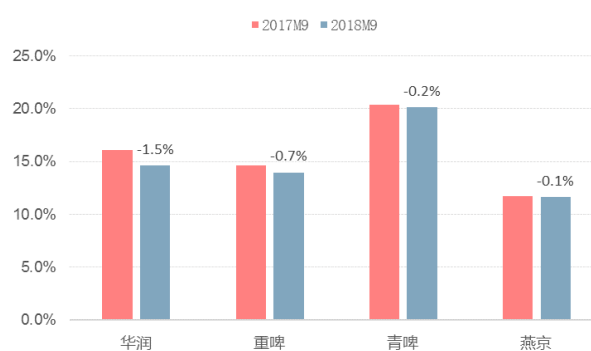
啤酒行业主要企业在2018年已经可见吨价上行、费率下降，但由于18年下半年成本上涨超出预期，导致部分企业利润增长未达到此前的较高预期（如青啤此前盈利增速预期在20~30%甚至更高，实际前三季度盈利增长12%左右）。

图表64：啤酒企业吨价上行（2018M9）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表65：啤酒企业费率下降（2018M9）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表66：啤酒行业 2018 年整体表现

	2018Q3 表现		原因
	收入表现	利润表现	
重庆啤酒	符合预期	符合预期	在成本上涨环境下做到很好的成本控制，结构升级和区域扩张持续优秀
青岛啤酒	符合预期	略低于预期	提价幅度虽略小于此前预期，但仍有表现且销量稳定；由于行业性成本上涨在 18H2 超出预期，抑制了利润释放
华润啤酒	符合预期	符合预期	提价、推新品、减费用；改革坚决见成效
燕京啤酒	低于预期	低于预期	北京地区下滑严重形成拖累

资料来源：中信建投证券研究发展部

预计明年吨价仍会继续提升，走势不会减弱。未来啤酒企业结构提升的速度会加快——从今年开始，各啤酒企业推新品的频次显著加强。从产业角度看，2018-2020 预计是大企业新品推广比较频繁的时期，2014-2017 年是行业下滑阵痛期，在此过程中企业逐步认识到现有投放市场的产品大部分已面临产品老化问题，进入“衰退期”（啤酒产品四阶段：导入、成长、放量、衰退）。2018 年各企业的推新品动作只是开始，未来 2、3 年内推新品提结构（价格）的频次会更高，现象更明显。另外明年同样存在一定的涨价可能性，详见 3.3.2 部分。

预计啤酒企业费率未来继续下降，确定性强。费率下行主要来自：费用规模绝对额保持稳定，不再提升；收入规模持续增长。费用规模绝对额保持稳定这一点已经在迄今为止的报表中得到验证，另外企业的费用效率预计会有提升，随着企业推新品、更强调利润考核，那么费用将不可避免地从低端产品向中高端产品流动。

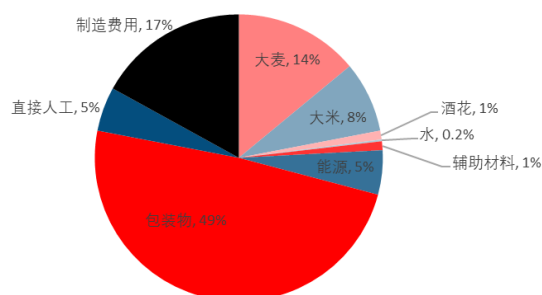
3.2.2 成本端仍有压力，企业可能以提价应对

预计吨成本主要受到大麦和玻瓶的压力仍略有上涨，预计吨成本涨幅略小于今年。考虑到历史几次大麦提价都带来较大范围的提价行动，因此我们预计 2019 年行业有可能再次发生较大范围的直接或间接提价。

（1）澳麦价格最近两个季度快速上涨

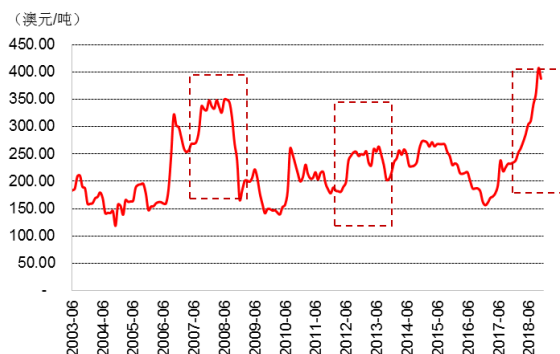
啤酒原材料大麦占成本比重约为 14%；我国啤酒大麦 65%-80% 需依赖进口，主要来源国家是澳大利亚、加拿大，澳大利亚大麦价格对于啤酒行业原材料具有较大影响。2018 年下半年，受澳大利亚干旱影响，大麦减产预期持续推高澳麦价格，2018 年末澳麦价格较年中上涨约 27%，较上年同期增长超 60%。

图表67：啤酒成本构成



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表68：澳麦价格历次上涨



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

(2) 从历史角度来看, 大麦价格大幅上涨通常带来行业较大范围提价

回顾 2005 年至今历史, 几次较大幅度的大麦价格上涨推高成本后都带来行业内较大范围的提价, 如 2008 年和 2012 年。其中 2011~2012 年成本上涨压力相对较轻 (当年虽然大麦价格上涨, 但国内玻璃瓶价格较低)。而 2019 年预计大麦价格、玻璃瓶价格均有一定上涨压力, 因此我们认为啤酒企业在 2019 年存在再次提价的可能性。

图表69: 2005 年以来啤酒行业涨价和盈利概况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018M9
重庆啤酒														
吨价 YOY		-4.4%	0.7%	11.8%	4.4%	3.9%	6.0%	10.9%	2.0%	7.3%	7.0%	4.4%	5.9%	3.7%
毛利率	45.4%	49.0%	47.9%	42.9%	46.2%	44.1%	43.8%	43.3%	45.2%	44.6%	36.9%	39.3%	39.3%	41.1%
毛利率变动		3.6%	-1.1%	-5.0%	3.3%	-2.1%	-0.3%	-0.5%	2.0%	-0.6%	-7.7%	2.4%	0.0%	0.7%
吨成本 YOY		-10.7%	2.9%	22.5%	-1.6%	8.1%	6.5%	11.9%	-1.6%	8.6%	21.8%	0.4%	5.9%	2.6%
销售费用率	13.7%	13.6%	13.7%	12.2%	12.3%	13.0%	12.4%	13.2%	13.2%	13.3%	14.7%	13.9%	14.7%	14.0%
净利润率	5.4%	8.5%	8.5%	7.8%	8.4%	15.0%	5.6%	3.9%	3.0%	-1.0%	-4.6%	4.4%	10.3%	14.5%
净利润率变动		3.1%	0.0%	-0.6%	0.6%	6.6%	-9.4%	-1.7%	-0.9%	-4.0%	-3.6%	9.0%	5.9%	1.8%
青岛啤酒														
吨价 YOY		5.9%	4.4%	9.7%	2.4%	2.7%	3.4%	0.8%	-0.4%	-2.4%	2.7%	1.1%	0.0%	4.5%
毛利率	40.7%	40.5%	41.6%	40.7%	42.9%	43.5%	42.1%	40.1%	39.9%	38.4%	37.8%	41.5%	40.5%	41.6%
毛利率变动		-0.1%	1.1%	-1.0%	2.3%	0.6%	-1.5%	-1.9%	-0.3%	-1.5%	-0.6%	3.7%	-1.0%	-0.8%
吨成本 YOY		6.1%	2.5%	11.5%	-1.5%	1.7%	6.1%	4.1%	0.1%	0.0%	3.7%	-4.9%	1.6%	5.9%
销售费用率	16.5%	17.4%	19.3%	18.5%	19.3%	19.7%	19.1%	19.1%	19.8%	19.6%	21.4%	23.1%	22.0%	20.2%
净利润率	3.4%	3.7%	4.4%	4.6%	7.2%	8.0%	7.8%	7.2%	7.0%	7.0%	5.8%	4.2%	5.3%	9.1%
净利润率变动		0.3%	0.7%	0.2%	2.6%	0.8%	-0.2%	-0.6%	-0.2%	0.0%	-1.1%	-1.6%	1.0%	0.6%
燕京啤酒														
吨价 YOY		1.6%	2.2%	6.2%	3.5%	-3.8%	7.6%	9.6%	-0.3%	5.5%	2.3%	-1.0%	4.7%	8.8%
毛利率	38.5%	38.6%	37.7%	36.7%	39.8%	41.3%	40.9%	38.4%	39.4%	40.7%	39.9%	39.7%	36.3%	41.2%
毛利率变动		0.0%	-0.8%	-1.1%	3.1%	1.5%	-0.5%	-2.4%	0.9%	1.3%	-0.7%	-0.2%	-3.4%	1.9%
吨成本 YOY		1.5%	3.6%	8.0%	-1.6%	-6.2%	8.4%	14.1%	-1.8%	3.2%	3.6%	-0.6%	10.6%	5.5%
销售费用率	9.4%	10.0%	10.3%	10.1%	10.7%	11.8%	13.1%	12.1%	12.8%	12.9%	13.3%	13.6%	13.2%	11.6%
净利润率	6.2%	5.9%	6.6%	6.6%	7.9%	8.4%	7.6%	5.0%	5.7%	5.9%	5.0%	2.8%	1.5%	6.5%
净利润率变动		-0.3%	0.7%	-0.1%	1.4%	0.5%	-0.9%	-2.5%	0.7%	0.2%	-0.9%	-2.2%	-1.2%	0.1%

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

3.3.3 重点推荐公司

重庆啤酒: 内生稳健, 嘉士伯中国快速发展提升估值。看点仍来自内外两方面 (内: 稳健持续的业绩增长, 增长中枢在 10~15%; 外: 嘉士伯承诺兑现窗口渐进, 注入预期愈强), 其中嘉士伯中国体外资产的盈利能力和提升速度 2018 年表现非常好略超此前预期, 这一点有望加强对公司估值的支撑。关于估值: ①在嘉士伯资产注入承诺兑现的前提下, 我们认为为了综合考虑公司现有资产的实际盈利能力, 应将资产减值和少数股东损益加回报净利润中, 得到还原后的实际净利润, 并以此作为估值基础; ②另外, 建议将 EV/EBITDA 作为啤酒企业估值的参考指标。预计公司 2019-2020 年 (不考虑注入) 实现报表净利润 4.5、4.7 亿, 对应实际净利润 5.0、

5.6 亿元。PE 估值：以目前市值 131 亿为基础，实际净利润对应 2019、2020 年估值分别为 32.4、27.0 倍；EV/EBITDA 估值，预计 2019、2020 年 EV/EBITDA 为 22、19 倍。

青岛啤酒：边际改善，关注关厂进度、成本控制和新的提价可能。家底殷实，逐步改善。2018 年成本大幅上涨抑制了利润释放，2019 年成本涨幅预计不及今年，涨价和结构提升带来的利润率提升有望逐步释放。另外从长期看，公司运营效率有非常大的提升空间，一则关注公司关厂进度，二则内部成本精益有很大的挖潜空间。预计公司 2019-2020 年实现净利润 17.9、21.9 亿元。PE 估值：以目前市值 435 亿为基础，公司 2019、2020 年估值分别为 27.8、21.7 倍；EV/EBITDA 估值：预计 2019、2020 年 EV/EBITDA 分别为 10.7、7.8 倍。

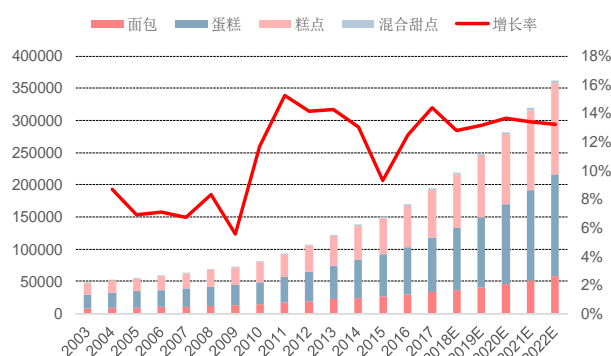
华润啤酒：战略转向坚决，牵手喜力加速高端化。2018 年战略坚决转向，已初见成效，大部分地区销量稳定利润增长，少部分地区销量下降需关注。一方面自身推动结构升级，在强势地区具备可操作性和增长空间；另一方面牵手喜力，推动餐饮渠道高端化，既能带动公司自身产品结构，亦有望加速行业高端化进程，快速打开市场空间。预计公司 2019-2020 年实现净利润 30.1、36.1 亿元。以目前市值约 770 亿元（CNY）为基础，PE 估值：2019、2020 年估值分别为 29.0、17.0 倍；EV/EBITDA 估值：预计 2019、2020 年 EV/EBITDA 分别为 14.5、12.1 倍。

3.3 具备较强内生增长的行业

3.3.1 烘焙增长迅速，龙头优享集中度提升红利

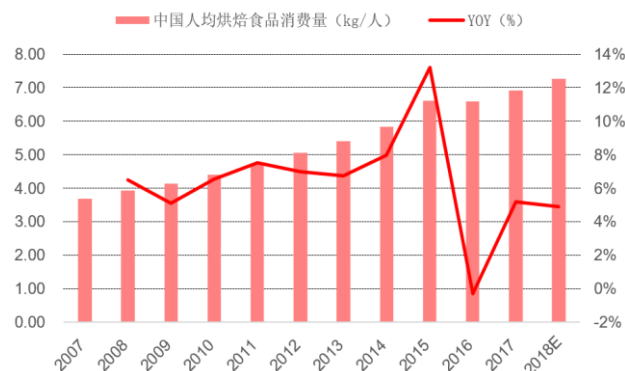
烘焙行业增长迅速。目前，我国烘焙行业正处于高速发展的阶段。2012 年至 2018 年，我国烘焙行业市场规模由 1071.02 亿元增长到 2110.13 亿元，复合增速达到 11.97%，预计未来几年还将以 13.26% 的复合增速继续保持增长。此外，2017 年中国人均烘焙食品消费量为 6.92kg/人，同期日本和香港地区的人均消费量分别为 22.5kg/人和 16.3kg/人，很明显我国人均烘焙食品消费量与日韩相比仍有很大差距，说明中国烘焙行业未来提升空间较大，市场处于快速成长的黄金期。

图表70： 我国烘焙食品市场规模（百万元）及增长率



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

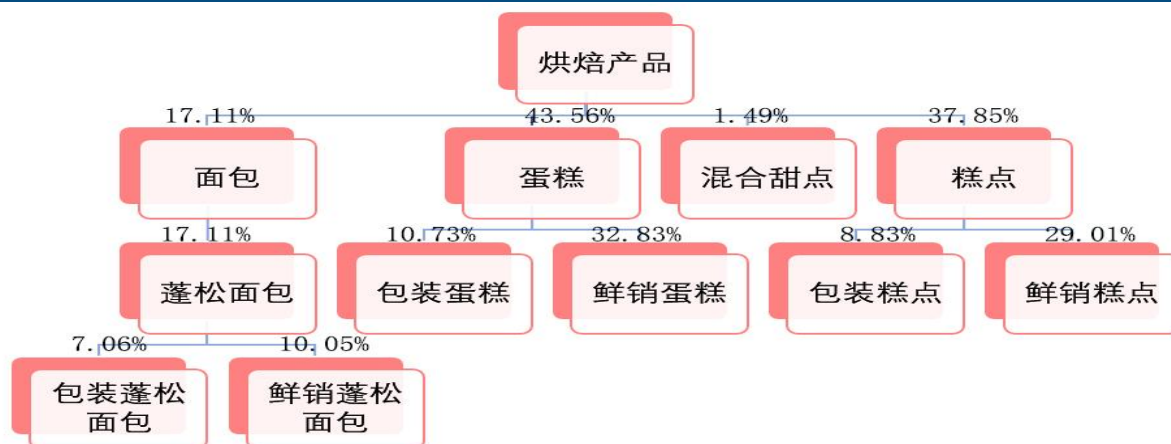
图表71： 中国烘焙食品人均消费量（kg/人）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

从产品结构来看，我国烘焙市场各品类市场规模差别较大。2017 年蛋糕产品与糕点产品占据整个烘焙市场 80% 以上的市场份额，其中蛋糕 43.6%、糕点 37.8%，而面包、混合甜点分别占据 17.1%、1.5% 的市场份额。近些年，受到消费升级的带动，越来越多的中国消费者开始食用面包作为主食，尤其是早餐，预计未来主食面包化的程度将继续提升。

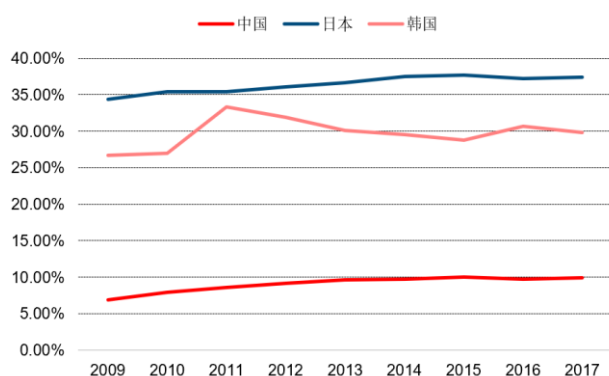
图表72： 2017年中国烘焙市场产品结构



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

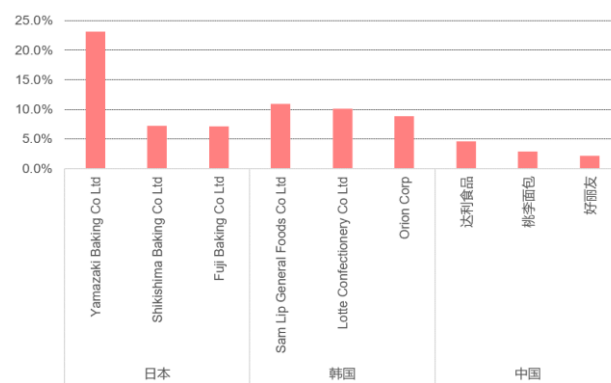
集中度待提升, 关注龙头机会。短期看, 我国烘焙行业集中度仍然远远落后于日韩。根据 Euromonitor 的数据, 2017 年日本和韩国的烘焙行业 CR3 占比分别为 37.40% 和 29.80%, 而中国只有 9.6%, 其中达利食品、桃李面包和好丽友各自以 4.6%、2.9% 和 2.1 % 的份额位列我国烘焙行业市场占有率的前三名。对比行业集中度, 日本烘焙食品市场中, 份额前三分别是 Yamazaki Baking(23.1%)、Shikishima Baking(7.2%)和 Fuji Baking(7.1%), 韩国烘焙食品市场中公司份额前三分别是 Sam Lip General Foods (10.9%)、Lotte Confectionery (10.1%) 和好丽友集团 (8.8%)。

图表73： 中日韩烘焙食品行业集中度



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图表74： 中日韩烘焙食品市场公司份额前三占比



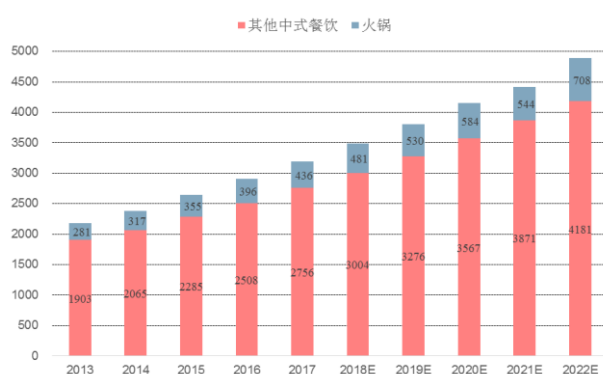
资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

长期看, 消费端, 越来越多的消费者开始注重对口味、品质的追求, 品牌意识日渐强烈; 企业端, 龙头企业的产品研发能力较强, 相比中小企业能更好地适应市场消费潮流; 另外在渠道铺设方面, 虽然目前烘焙企业的销售渠道普遍较为分散, 但大企业得益于品牌影响力和自身实力, 未来一旦在市场中增加更多的连锁店, 理论上直接对应市场份额的提升。综上, 烘焙食品行业集中度有望进一步提升, 市场中像达利食品、桃李面包等龙头企业将持续收益。

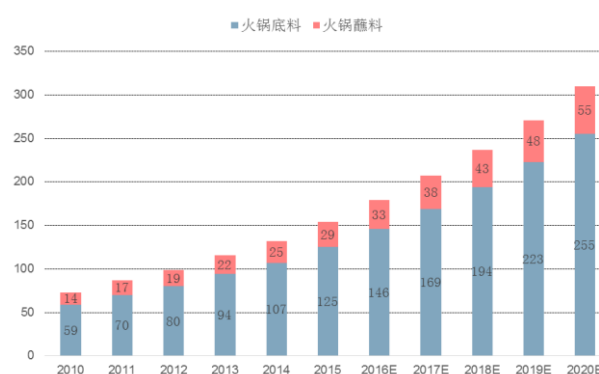
3.3.2 依托火锅餐饮蓬勃发展, 火锅调料市场空间巨大且增速较高

火锅餐饮是最具代表性的中式菜品之一, 拥有逾 1700 年历史, 在中式餐饮市场占有最大的市场份额。根据

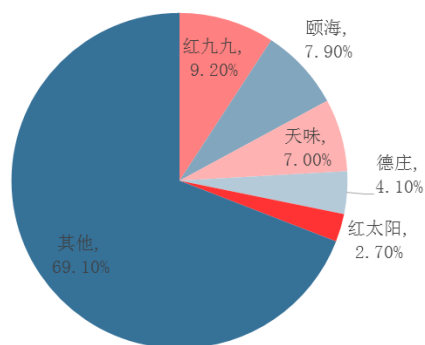
Frost&Sullivan 的预测, 2017 年火锅餐厅市场收入达 4362 亿元, 市场份额达 13.7%, CAGR=11.6%, 预计到 2022 年五年复合增速达 10.2%, 规模达 7077 亿元, 是中式餐饮中增速最快的分类。借助火锅餐饮业的繁荣发展, 近年来火锅调味料市场发展迅速。2010-2015 年火锅调味料复合增速为 16.1%, 2015 年火锅调味料市场规模已达 154 亿元, 预计 2020 年市场规模将达 310 亿元, 较 2015 年增长一倍多, 2016-2020 年复合增长率 15.02%。分类别看, 火锅底料 2020 年预计达 255 亿元, 复合增长率 15.3%, 火锅蘸料预计达 55 亿元, 年复合增长率 13.9%。颐海国际是中国最大的中高端火锅底料生产商, 市场占比达 34.7%, 是德庄 (10.7%) 的三倍之多, 作为海底捞的独家火锅底料供应商, 未来有望直接受益火锅餐饮的蓬勃发展, 同时, 凭借自身品牌和产品优势, 加大向低线城市的渠道下沉, 继续保持较快的业绩增长。

图表75: 2017 年中式餐饮分部市场规模收入 (十亿元)


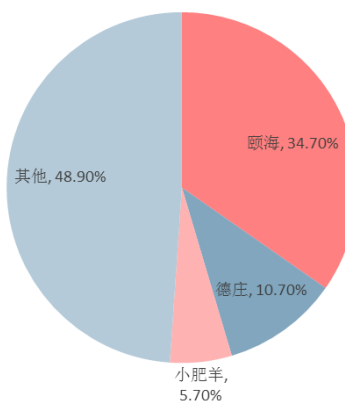
资料来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券研究发展部

图表76: 中国火锅底料及火锅蘸料市场规模 (亿元)


资料来源: Frost&Sullivan, 中信建投证券研究发展部

图表77: 2015 年火锅底料市场竞争格局


资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

图表78: 2015 年中高端火锅底料市场竞争格局


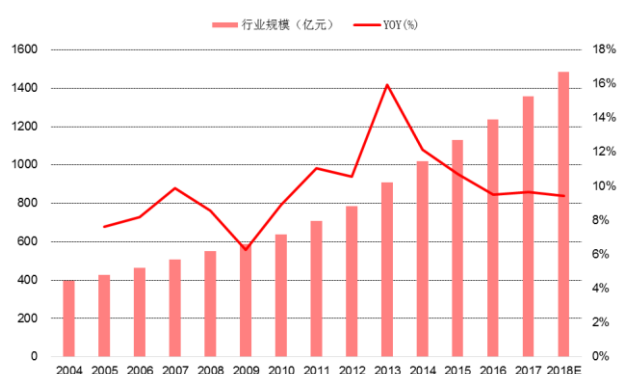
资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

3.3.3 保健品行业快速增长, 共享行业增长红利

2004 年以来, 我国保健品行业经历了高速增长。根据 Euromonitor 的数据, 2018 年保健品行业规模预计达到 1485.5 亿元, 同比增长 9.45%, 近五年复合增速为 10.29%。预计未来 5 年将以 8.29% 的复合增速继续保持增长, 到 2023 年总体行业规模有望突破 2200 亿元。从人均消费数据看, 2017 年我国人均保健品支出为 97.64 元,

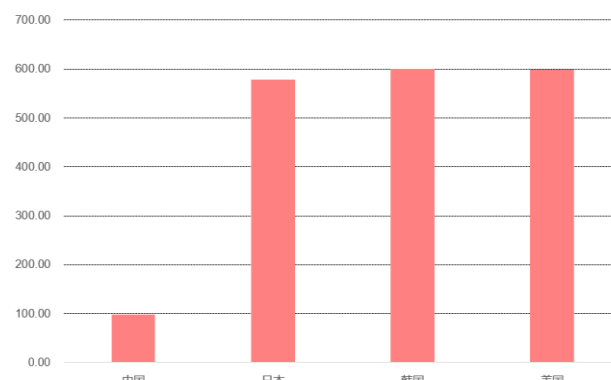
同比增长 9.1%，然而美国、日本和韩国的人均保健品支出则分别达到了 599.46 元、577.94 元和 599.86 元，大约是中国的 6 倍之多，未来我国保健品行业还有很大的增长空间。

图表79： 我国保健品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

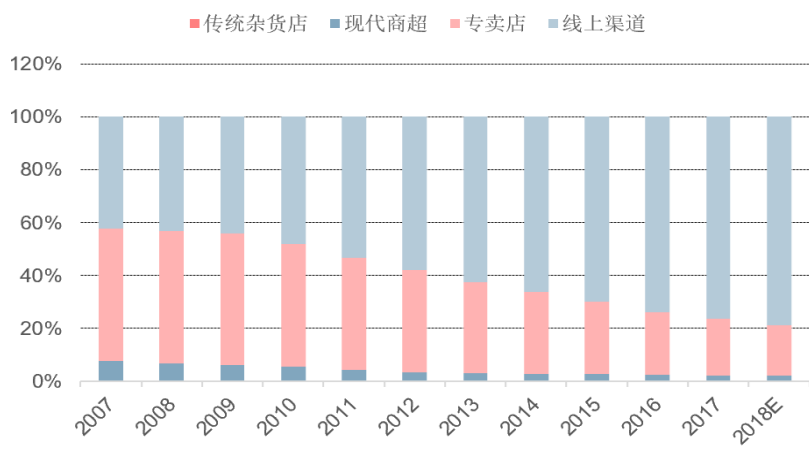
图表80： 主要国家保健品人均消费对比 (元)



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

从渠道端看，我国保健品行业经历了从线下到线上的转移。线上方面，随着居民消费方式的转变和国内电子商务的快速发展，2018 年保健品线上销售渠道占比预计达到 78.9%，较上年提升了 2.4 个百分点，而 2007 年线上渠道占比仅有 42.2%；相对应的，线下方面的专卖店渠道占比不断萎缩，2018 年专卖店渠道预计仅占比 18.9%，同比下降了 2.3 个百分点，而 2007 年的占比是 50.2%。

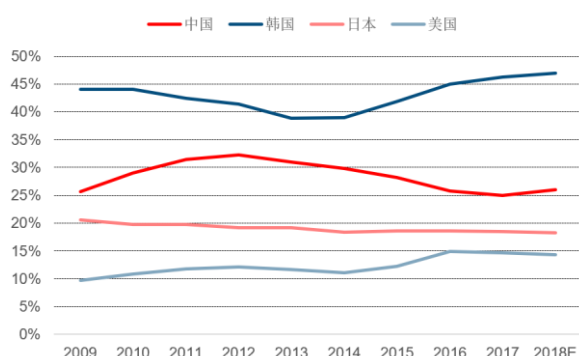
图表81： 我国保健品销售渠道构成



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

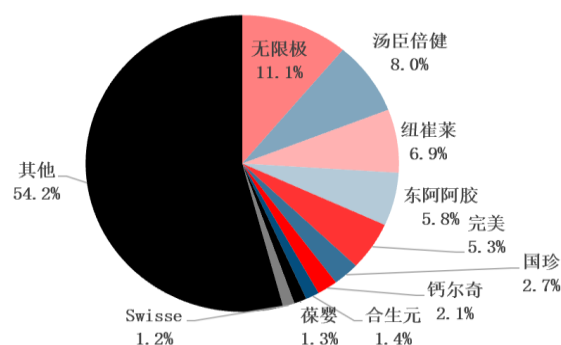
汤臣倍健的快速增长使得我国保健品行业集中度经历了一个先升后降的过程。在 2009 年到 2012 年之间，我国保健品行业占比最高的产品分别是纽崔莱、无限极和完美。2012 年市场 CR3 占比一度达到 32.3%，安利、无限极和完美中国三家公司凭借旗下的纽崔莱、无限极和完美分别占据了 16.2%、9.8%和 3.5%的市场份额。随着 2012 年后以汤臣倍健为代表的国产品牌崛起，2017 年 CR3 占比为 25%，预计 2018 年提升至 26%，其中无限极、汤臣倍健和安利分别以 11.1%、8.0%和 6.9%的市场份额位列前三甲。

图表82：我国保健品行业 CR3 集中度



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图表83：我国保健品行业主要产品市场份额



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

随着人口老龄化加剧，消费者对健康意识的增强和消费能力的提升，保健品消费市场空间持续增长，国内龙头企业空间拓展机会，一方面来自行业内生增长带来新增量，另一方面对海外品牌的替代正在持续进行中，同时龙头集中度的提升也为头部企业提供了业绩增长保障，因此，我们推荐关注汤臣倍健。

3.3.4 重点推荐公司

桃李面包：面包行业龙头，渠道布局全国。桃李面包 2018 年第三季度公司实现营业收入 35.24 亿元，较上年同期增长 19.26%；实现营业利润 5.9 亿元，较上年同期增长 30.02%；实现净利润 4.63 亿元，较上年同期增长 29.27%。近年来，面包行业保持较高增速，根据 Euromonitor 预测，未来几年，面包行业的复合增速为 11.6%，面包行业发展空间巨大。2017 年桃李在面包行业的市占率约为 40%，已经成为行业龙头企业，规模优势凸显，目前市场上其他的“中央工厂+批发”模式的面包企业在体量上与桃李相差甚远，现阶段桃李在价格、渠道和规模等方面更具优势。随着公司新产能的投产，市场布局逐步完善，渠道深耕力度加大，有望为公司接下来几年带来稳定持续的增长机会。我们预计公司 2018-2020 净利润分别为 6.63、8.27、10.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.41、1.76、2.13 元。

广州酒家：业务双轮驱动，业绩增速平稳。2018 年第三季度公司实现总营业收入 20.14 亿元，同比增长 19.15%。实现归母净利 2.98 亿元，同比增长 49.88%。公司毛利率 54.93%，较上年同期上升 0.98pct；净利率 14.81%，较上年同期上升 3.01pct。随着食品板块产能持续释放，未来有望大幅度推动收入增长。预计未来五年内，公司产能将有大幅的增加，五年后有望超过 8.5 万吨/年。公司餐饮服务定位大众精品化消费市场，根据大众化消费趋势的餐饮改革思路，紧抓餐饮市场回暖契机，发展多元业态，开拓了具有差异化的新业务，推动餐饮向小型化、专业化、便捷化、网络化方向转型。随着公司加强建设线上线下营销渠道、加大力度拓展业务市场，食品板块产品结构将持续优化，继续贡献稳健增长；餐饮板块加快扩张速度，进一步扩大品牌影响力。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 4.00、4.92、6.09 亿元，增速分别为 17.03%、23.04%、23.74%。对应 EPS 分别为 0.99、1.21、1.50 元。

颐海国际：海底捞扩张及三方渠道下沉，助力公司业绩持续高增长。公司作为海底捞独家火锅底料供应商，背靠海底捞品牌，直接受益其门店扩张，预计未来三年门店数量达到 452、651 和 830 家，关联方收入增速为 48.37%、41.20%、29.25%。渠道方面，公司三方收入占比从 2013 年 42.79% 增至 2018H1 的 46.21%，增长迅速，经销商数量突破 1000 家，未来渠道有望继续下沉，三方餐厅和电商协同发展，仍有较大提升空间，渠道多元化也降低依赖风险。产品方面，公司创新力强，15 年以来每年至少推出十款新品，去年新推出的小火锅，今年收入有望突破 3 亿，成为新的增长点。预计 2018-2020 年公司收入为 25.16、35.67、47.43 亿元，净利润为 4.35、

6.14、8.06 亿元，同比增速为 67.00%、40.95%、31.42%，对应 EPS 为 0.42、0.59、0.77 元，对应当前股价估值为 48.0、34.0、25.9 倍，给予买入评级。

汤臣倍健：收入保持高增长，利润释放弹性。公司前三季度实现收入 34.21 亿元，同比增长 45.48%，归属上市公司股东净利润 10.58 亿元，同比增长 31.72%。公司大单品战略实施后，效果显著，健力多对周边品类的拉动作用在 2018 年表现明显，汤臣主品牌等均实现了快速增长。2019 年第二款大单品健视加有望开始放量，同时 LSG 公司已经开始并表，都会对公司业绩产生较大影响，未来益生菌产品在国内的推广值得期待。长期看好公司借助渠道优势在产品端发力带来的增长，作为国内保健品行业龙头公司，在享受行业增长的同时，未来有望同时享受到市场占比提升带来的红利。建议长期关注。

绝味食品：渠道下沉与高势能门店保证稳健增长，成本控制能力较强。2019 年具备一定的成本转嫁和控制能力：公司对上游具有较强议价能力，预计能抵御部分成本上涨。另外公司主要增长点在于通过渠道下沉和高势能门店实现门店数量的持续扩张，目前工作重心应在向三四线城市下沉，这部分市场仍有广阔空间，我们认为长期来看公司达到 2 万家左右门店数量的假设是充分合理的。公司的优势在于同时在生产和渠道两方面建立了先发优势，初步完成全国化，未来将持续享受休闲卤制品行业景气的红利，体现为总量扩张、利润率提升。预计 2018~2020 年公司将实现净利润 6.24、7.88、9.21 亿元，当前市值约 148 亿元，对应 PE 分别为 20.6、17.0、15.0 倍。

风险提示

经济下行风险；食品安全风险；

图表84：重点推荐公司估值表

细分行业	证券代码	证券简称	市值 (亿)	EPS					P/E				
				2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
白酒	600519.SH	贵州茅台	7251.2	13.3	21.6	25.9	28.8	33.0	25.4	36.2	22.3	20.0	17.5
	000858.SZ	五粮液	2031.2	1.8	2.6	3.4	4.4	5.5	19.6	35.1	15.3	12.0	9.6
	002304.SZ	洋河股份	1482.9	3.9	4.4	5.6	7.0	8.6	18.5	26.4	17.7	14.1	11.5
	600809.SH	山西汾酒	328.1	0.7	1.1	1.8	2.5	3.2	35.7	51.4	20.6	14.9	11.7
	000596.SZ	古井贡酒	291.5	1.7	2.3	3.3	4.3	5.5	28.7	31.7	17.8	13.5	10.5
	000568.SZ	泸州老窖	618.9	1.4	1.8	2.4	3.3	4.5	27.9	40.0	17.7	12.9	9.4
	600779.SH	水井坊	156.0	0.5	0.7	1.3	2.0	2.9	56.2	71.7	24.3	15.8	11.1
	603369.SH	今世缘	197.7	0.6	0.7	0.9	1.2	1.5	21.8	22.0	16.8	13.2	10.8
	600702.SH	舍得酒业	85.0	0.2	0.4	1.3	2.0	2.8	131.5	130.2	19.2	12.4	9.1
	603589.SH	口子窖	214.0	1.3	1.9	2.3	2.9	3.4	24.8	28.4	15.2	12.3	10.4
调味品	002507.SZ	涪陵榨菜	173.3	0.5	0.5	0.8	1.0	1.2	33.2	36.4	27.0	21.8	17.9
	603288.SH	海天味业	1773.6	1.1	1.3	1.6	1.9	2.1	29.3	43.5	41.2	33.9	30.9
	600305.SH	恒顺醋业	77.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	48.0	35.8	27.4	24.1	21.5
	600872.SH	中炬高新	235.8	0.5	0.6	0.8	1.0	1.2	33.5	42.8	36.6	29.3	25.6
乳品	600887.SH	伊利股份	1372.4	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5	19.8	31.5	20.3	17.4	15.2
	2319.HK	蒙牛乳业	923.0	-0.2	0.5	0.6	0.8	0.9	23.8	-113.1	36.7	30.5	25.0
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	131.0	0.4	0.7	0.8	1.0	1.1	346.3	43.2	32.4	27.0	23.8
	600600.SH	青岛啤酒	434.6	0.8	0.9	1.2	1.5	1.8	22.0	49.5	27.8	21.7	18.2
	0291.HK	华润啤酒	875.9	0.2	0.4	0.8	1.4	1.85	63.0	66.2	29.0	17.0	13.1
肉制品	000895.SZ	双汇发展	744.1	1.3	1.3	1.5	1.7	1.8	15.7	20.4	14.9	13.5	12.3
食品综合	300146.SZ	汤臣倍健	297.7	0.5	0.4	0.7	0.9	1.1	28.4	28.7	29.9	23.0	18.5
	002557.SZ	洽洽食品	97.9	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	21.9	25.2	25.8	22.0	19.4
	603517.SH	绝味食品	139.0	1.1	1.3	1.6	2.0	2.3		33.3	20.6	17.0	15.0
	603866.SH	桃李面包	221.3	1.0	1.1	1.4	1.8	2.1	46.8	39.2	33.3	26.7	22.1
	603345.SH	安井食品	80.0	1.1	1.0	1.3	1.6	1.9		27.8	29.1	23.7	19.5
	1579.HK	颐海国际	208.8	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	21.6	30.8	48.0	34.0	25.9
	603043.SH	广州酒家	101.2	0.8	0.9	1.0	1.2	1.5		27.4	25.5	20.9	16.9

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部 (以12月10日收盘价)

分析师介绍

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003，中信建投证券食品饮料首席分析师，英国莱彻斯特大学经济学硕士，专注白酒行业研究，把握产业趋势。

纪宗亚：执业证书编号：S1440518100002，中信建投证券食品饮料行业分析师，南开大学金融硕士，工科复合背景，专注乳品、休闲食品行业研究。

杨斌：执业证书编号：S1440518100008，清华大学理学博士，2016年加入中信建投证券

黄谦：执业证书编号：S1440518110001，中国人民大学管理学硕士，2018年7月加入中信建投证券。

报告贡献人

吕睿竞 15116991864 lvruijing@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859