

食品饮料

风物长宜放眼量，聚焦行业稳增长

2018年行情回顾：2018年1-11月，食品饮料行业指数下跌21.9%，在行业中排名第六。2018年1-11月仅有调味品实现正收益，收益率为5%，白酒跌幅24%。食品饮料板块的基金持股比例（算数平均）三季度较二季度有所回落，二季度食品饮料板块的基金持股比例5.57%。目前白酒板块的估值调整至20倍左右，处于历史估值水平的低位。而调味品的估值水平在40倍左右，乳制品的估值水平在25倍左右。

白酒增速换挡，下半场投资机会仍存。2018Q3白酒行业收入增速为12.74%，归母净利润增速为11.92%，相较前两年增速下滑明显。板块预期调整修正，预期下修来自于市场对消费潜力的担忧。此轮发展周期中，消费力更具稳定性和可靠性，行业复苏周期拉长，业绩增幅较上轮更加平坦。长期来看，白酒行业从高增长走向稳增长。

调味品高景气度持续，乳制品优选双寡头。调味品行业需求稳健增长，2018Q3单季度营收增速仍保持11.6%的增长，超额收益通常出现在CPI-PPI差向上扩大的时期。餐饮+家庭量价增长空间广，2017年调味品成本在餐饮收入的比重约为4%。乳制品“织网”战略打通市场毛细血管，双寡头争夺市场份额，AC尼尔森数据显示2017年国内常温乳制品CR2市占率达62.7%。

啤酒：行业处于竞合阶段，利润弹性释放。供需平衡点初现，产量企稳。企业从“求份额”向“求利润”方向转变，盈利能力改善。成本上涨推动下中小企业承压退出，行业集中度提高。啤酒厂商产能优化提高生产经营效率，推动利润率的提升。产品结构升级改善空间大，毛利率和吨酒价格有望得到提升。

食品综合：行业处于成长期，市场整合空间大。休闲食品扩容趋势不改，线上线下全渠道成为趋势；卤制品供应链优势驱动门店与业绩扩张；烘焙食品中央工厂模式更具规模扩张优势；保健品行业扩容高增长，品牌渠道为核心竞争力；速冻食品受益火锅餐饮需求强劲，上下游整合空间大。

投资建议：白酒板块关注品牌力、渠道力强的贵州茅台、顺鑫农业；调味品板块关注海天味业、中炬高新和颐海国际；乳制品板块关注伊利股份和蒙牛乳业；啤酒板块关注华润啤酒、重庆啤酒；食品综合关注洽洽食品、绝味食品、桃李面包、汤臣倍健和安井食品。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧；市场扩张不及预期；食品安全问题；上游原材料价格上涨。

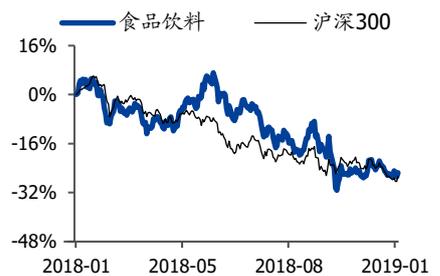
重点标的

股票代码	股票名称	EPS (元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	21.56	27.52	32.47	38.02	32.36	21.88	18.54	15.83
000860	顺鑫农业	0.77	1.41	1.99	2.58	25.00	22.56	15.98	12.32
603288	海天味业	1.31	1.59	1.92	2.28	41.15	41.07	34.03	28.65
600872	中炬高新	0.57	0.78	0.94	1.18	43.52	35.92	29.55	23.66
600887	伊利股份	0.99	1.05	1.21	1.40	32.61	21.51	18.60	16.04

资料来源：贝格数据，wind，国盛证券研究所（EPS和PE数据来源于wind一致预期）

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：茅台2019年销售计划超预期》2019-01-01
- 2、《食品饮料：五粮液、老窖释放积极信号，抓行业结构性调整机遇》2018-12-23
- 3、《食品饮料：大众品需求稳健受益成本下行，酒企发力生肖酒和产品升级》2018-12-16



内容目录

2018 年行情回顾.....	7
食品饮料年中表现优于大盘，调味品实现正收益.....	7
基金持仓偏好消费股，食品饮料板块基金持仓三季度有所回落.....	8
预期下修估值调整至历史低位.....	9
白酒增速换挡，下半场投资机会仍存.....	10
正视白酒收入增速放缓，注重长期业绩稳健性.....	10
白酒行业 Q3 增速下滑，板块预期调整修正.....	10
预期下修来自于市场对消费潜力的担忧.....	11
白酒属于后周期性产品，滞后于宏观经济指标.....	11
2018 年秋糖会和中秋动销反馈平淡，不再出现超预期现象.....	13
长期来看，白酒行业从高增长走向稳增长.....	13
高端白酒供需仍是主要矛盾，量价平衡支撑业绩成长.....	14
次高端白酒市场开拓加速，行业挤压式竞争.....	16
大众消费力提升，地产酒表现靛眼.....	19
光瓶酒有望覆盖 100 元以下价格带，民酒加速全国化整合.....	20
投资主线.....	21
板块推荐标的.....	22
调味品高景气度持续.....	22
增长稳健，经济下行可能小幅影响增速.....	22
超额收益通常出现在 CPI-PPI 差向上扩大的时期.....	23
行业现状：量价增长空间大，持续受益消费升级.....	24
餐饮+家庭双轮驱动，量价增长空间大.....	24
品类拓展：复合调味品蓬勃向上.....	27
整体竞争格局相对分散，份额向龙头企业集中.....	28
板块推荐标的.....	29
乳制品：需求稳健增长，优选双寡头.....	29
消费升级：量升×价涨，乘法效应凸显行业景气度.....	29
渠道下沉：“织网”战略打通市场毛细血管.....	31
竞争格局已定：双寡头争夺市场份额，集中度提升.....	31
板块推荐标的.....	33
啤酒：行业处于竞合阶段，利润弹性释放.....	34
行业特质：龙争虎斗、价低利薄.....	34
边际变化：行业拐点已现，战略思维从“抢份额”转为“保利润”.....	34
后跑马圈地时代，关注产能优化.....	37
产品结构升级改善空间大，毛利率和吨酒价格有望得到提升.....	39
板块推荐标的.....	39
肉制品：猪瘟事件影响猪价，产销全国化布局企业长期受益.....	40
上半年猪价处于下行周期中，下半年非洲猪瘟影响猪价走势.....	40
非洲猪瘟事件拉大产销区猪价差，长期来看利于生猪养殖行业规模化.....	41
屠宰场在产区的话语权增强，屠宰行业规模化有望提升.....	42
全国化布局且生产销售渠道强大的企业有望受益.....	43
板块推荐标的.....	43

食品综合：行业处于成长期，市场整合空间大.....	44
休闲食品：扩容趋势不改，线上线下全渠道成为趋势.....	44
长期行业扩容趋势不改，中长期仍享消费升级红利.....	44
行业集中度分散，龙头企业仍有成长空间.....	44
线上线下全渠道模式是大势所趋.....	45
板块推荐标的.....	46
卤制品：供应链优势驱动门店与业绩扩张.....	46
行业处于景气上升周期，增速在休闲食品中居前.....	46
双寡头初具雏形，品牌连锁持续高速扩张.....	47
板块推荐标的.....	48
烘焙食品：中央工厂模式更具规模扩张优势.....	48
我国饮食结构存在提升空间，面包烘焙行业发展空间大.....	48
中央工厂模式更具扩张规模优势，便于全国化.....	49
板块推荐标的.....	50
保健品：行业扩容高增长，品牌渠道为核心竞争力.....	51
保健品行业需求高增长，成长空间广阔.....	51
药店壁垒高，电商渠道增长迅速.....	52
跨境电商政策松绑，海外保健品品牌有望进入国内市场.....	53
板块推荐标的.....	53
速冻食品：火锅料受益火锅餐饮需求强劲，上下游整合空间大.....	53
速冻食品消费需求在于家庭消费和餐饮火锅消费.....	53
火锅行业的高增长推动对速冻火锅制品的需求提升.....	54
速冻火锅料制品行业集中度低，采购规模影响上下游议价能力.....	55
板块推荐标的.....	55
风险提示.....	56

图表目录

图表 1: 2018年1-11月各行业涨跌幅排序.....	7
图表 2: 食品饮料指数（申万）与沪深300指数涨跌幅情况.....	7
图表 3: 2018年1-11月食品饮料子板块涨跌幅.....	8
图表 4: 2018Q1-Q3 食品饮料子板块区间涨跌幅（%）.....	8
图表 5: 2018Q3 各行业基金持股比例—算术平均（%）.....	8
图表 6: 2017-2018年食品饮料及子板块的基金持股比例（%）.....	9
图表 7: 食品饮料行业 PE（TTM）.....	9
图表 8: 白酒、调味品和乳品子板块的 PE（TTM）.....	9
图表 9: 2015年后房市进入新一轮上涨周期.....	10
图表 10: 2016-2017年可选消费品白电空调复苏.....	10
图表 11: 白酒行业 2018Q3 收入和利润增速下滑.....	10
图表 12: 2015-2018年白酒行业经营活动现金净流量.....	10
图表 13: GDP单季增速放缓.....	11
图表 14: 社会消费品零售总额当月同比（%）.....	11
图表 15: 白酒板块估值回落.....	11
图表 16: 工业品 PPI 与白酒指数存在联动性.....	12
图表 17: 固定资产投资增速与白酒指数的联动性逐渐减弱.....	12
图表 18: 社会融资规模同比增速.....	12

图表 19: 2008 年的 GDP 增速下滑.....	12
图表 20: 白酒行业经历两次调整.....	13
图表 21: 此轮白酒周期更加良性.....	14
图表 22: 中上层阶级 (高净值家庭数量) 增长迅速 (万户)	14
图表 23: 中国按收入划分的不同阶层家庭 (百万户)	14
图表 24: 高端白酒的渠道传导.....	15
图表 25: 茅台归母净利润与经营性现金流增速.....	15
图表 26: 五粮液归母净利润与经营性现金流增速	15
图表 27: 泸州老窖归母净利润与经营性现金流增速	15
图表 28: 高端白酒预收账款变化 (亿元)	15
图表 29: 高端白酒消费人群结构转变	16
图表 30: 高端白酒市场占有率提升	16
图表 31: 白酒价格带的分布	17
图表 32: 次高端白酒业绩的长期成长性.....	17
图表 33: 舍得酒业价格带提升, 产品结构升级 (收入增速)	18
图表 34: 水井坊价格带提升, 产品结构升级 (收入增速)	18
图表 35: 水井坊次核心市场增速显著 (2018Q3 增速)	18
图表 36: 舍得酒业省外市场增速显著.....	18
图表 37: 江苏市场宴请用酒的价格带升级	19
图表 38: 安徽市场宴请用酒的价格带升级	19
图表 39: 江苏市场占有率.....	20
图表 40: 安徽市场占有率.....	20
图表 41: 江苏市场的人均收入和 GDP 水平	20
图表 42: 安徽市场的人均收入和 GDP 水平	20
图表 43: 光瓶酒有望覆盖 100 元以下近 2700 亿刚需市场.....	21
图表 44: 2006-2017E 调味品行业销售收入	22
图表 45: 2006-2017 年 GDP 及社零总额同比增速 (%)	22
图表 46: 调味品板块单季度收入增速 2016 年以来回升 (%)	23
图表 47: 2006-2017E 调味品行业税前利润率	23
图表 48: 2006 年-2018 年 10 月 CPI-PPI 变化情况	24
图表 49: 调味品单季度超额收益率	24
图表 50: 我国调味品人均销售额逐年增长(美元).....	25
图表 51: 人均消费额与发达国家差距大(美元).....	25
图表 52: 中国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数.....	25
图表 53: 我国餐饮收入快速增长(亿元).....	26
图表 54: 外卖市场发展(亿元).....	26
图表 55: 酱油的消费升级.....	26
图表 56: 海天味业酱油增长的量价拆分.....	27
图表 57: 调味品行业本轮受成本推动的提价情况	27
图表 58: 中国复合调味料市场规模(十亿元).....	28
图表 59: 火锅底料及火锅蘸料市场规模(十亿元).....	28
图表 60: 酱油行业一超多强(2015 年).....	28
图表 61: 日本酱油集中度 CR3 48%.....	28
图表 62: 乳制品行业市场规模预计保持稳定增长	30
图表 63: 乳制品行业月度销售额增速 (%)	30
图表 64: 我国液态奶人均消费量仅为韩国、日本的一半	30

图表 65: 农村居民乳制品人均消费量呈上升趋势	30
图表 66: 酸奶市场规模增速高于常温奶	31
图表 67: 村级直控网点迅速渗透	31
图表 68: 存货周转次数逐年提升	31
图表 69: 伊利、蒙牛常温乳制品市占率提升	32
图表 70: 各大乳企营收增速分化明显	32
图表 71: 2017 年伊利、蒙牛营收远高于其他企业	32
图表 72: 常温液态乳制品市场渗透率 17 年明显提升	33
图表 73: 伊利、蒙牛销售费用率攀升	33
图表 74: 伊利股份毛销差	33
图表 75: 蒙牛乳业毛销差	33
图表 76: 各省市啤酒行业品牌市占率	34
图表 77: 啤酒产量当月同比增速 (%)	35
图表 78: 2013 年至今啤酒行业产量及增速	35
图表 79: 近 15 年来我国人均啤酒消费量	35
图表 80: 近 10 年来进口啤酒占比快速提升	35
图表 81: 我国前五大啤酒企业与国际同业营业利润率比较 (%)	36
图表 82: 2017 年末开始的提价公告	36
图表 83: 国内主要啤酒厂商近三年吨价 (元/吨)	36
图表 84: 主要啤酒厂商毛利率水平	37
图表 85: 主要啤酒厂商销售费用率水平	37
图表 86: 啤酒成本构成	37
图表 87: 啤酒包材价格自 16 年初开始上涨	37
图表 88: 酿酒用农产品价格自 16 年初开始上涨	38
图表 89: 2013-2017 规模以上啤酒企业数量及亏损率	38
图表 90: 重庆啤酒的资产减值损失变化 (亿元)	38
图表 91: 重庆啤酒的业绩弹性较高	38
图表 92: 啤酒厂商关厂数量	38
图表 93: 啤酒企业中高端产品价格带	39
图表 94: 近年来啤酒销量分价位段占比	39
图表 95: 生猪与猪肉价格变动情况	40
图表 96: 外购仔猪与自繁自养模式的成本	41
图表 97: 生猪产销区价差拉大 (元/吨)	41
图表 98: 淘汰母猪屠宰量 (头)	42
图表 99: 大型屠宰企业占比较低	42
图表 100: 我国屠宰行业集中度较低	42
图表 101: 双汇生产基地分布	43
图表 102: 双汇销售网络布局	43
图表 103: 2012-2019 年中国休闲食品市场规模统计及预测	44
图表 104: 世界主要国家休闲食品人均消费量 (kg)	44
图表 105: 2017 年休闲食品线上品牌份额	45
图表 106: 2011-2017 休闲零食电商渠道销售额占比	45
图表 107: 线下休闲食品各子行业重点品牌占有率	45
图表 108: 休闲零食线上线下全渠道布局	46
图表 109: 休闲卤制品市场规模 (亿元) 及增速	46
图表 110: 休闲食品子品类增速对比	46

图表 111: 卤制品行业市场份额.....	47
图表 112: 连锁卤味门店数量.....	47
图表 113: 卤制品消费者关注点.....	47
图表 114: 2012-2018 年烘焙食品零售规模分析及预测 (亿元).....	48
图表 115: 烘焙食品品类销售额占比情况.....	48
图表 116: 2017 年中国前 5 大烘焙企业市场份额占比.....	49
图表 117: 2017 年日本前 5 大烘焙企业市场份额占比.....	49
图表 118: 2007-2017 年中国烘焙产品人均消耗量 (公斤/人).....	49
图表 119: 2017 年国际人均面包消耗量对比 (千克).....	49
图表 120: 2012-2017 年中国连锁店销售规模 (亿元) 与增速.....	50
图表 121: 烘焙面包行业经营模式.....	50
图表 122: 维生素与膳食补充剂的市场规模及增速.....	51
图表 123: 运动营养的市场规模及增速.....	51
图表 124: 体重管理与健康的市场规模及增速.....	51
图表 125: 人口老龄化程度加剧.....	51
图表 126: 维生素和膳食补充剂市场占有率 (%).....	52
图表 127: 我国保健品渠道占比.....	52
图表 128: 我国居民人均可支配收入不断增长.....	54
图表 129: 全球速冻食品人均消费量 (千克).....	54
图表 130: 我国餐饮收入持续增长.....	54
图表 131: 我国火锅市场规模快速扩张.....	54
图表 132: 火锅消费占餐饮收入比重.....	55
图表 133: 2017 年安井、海欣和惠发速冻火锅制品收入对比.....	55
图表 134: 速冻米面制品行业集中度.....	55
图表 135: 速冻火锅料制品行业集中度.....	55
图表 136: 推荐标的 EPS 和 PE 估值水平 (截至日期 2019 年 1 月 4 日).....	56

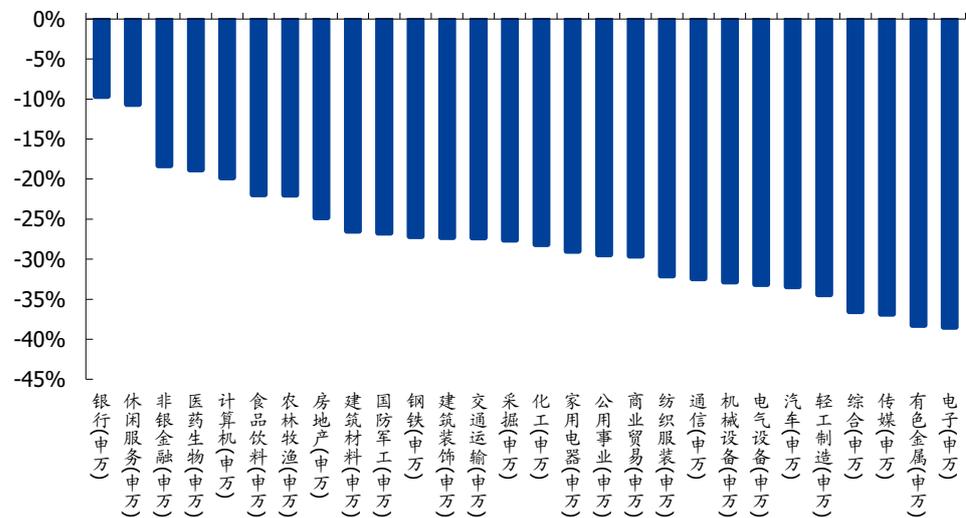
2018年行情回顾

食品饮料年中表现优于大盘，调味品实现正收益

2018年1-11月，食品饮料行业指数下跌21.9%，在行业中排名第六，涨跌幅排名前三分别为银行(-9.6%)、休闲服务(-10.7%)和非银金融(-18.3%)。食品饮料板块在年初表现略低于沪深300指数，但在5-10月食品饮料板块跌幅一直低于沪深300指数跌幅。在食品饮料细分板块内，2018年1-11月仅有调味品实现正收益，收益率为5%，白酒跌幅24%。

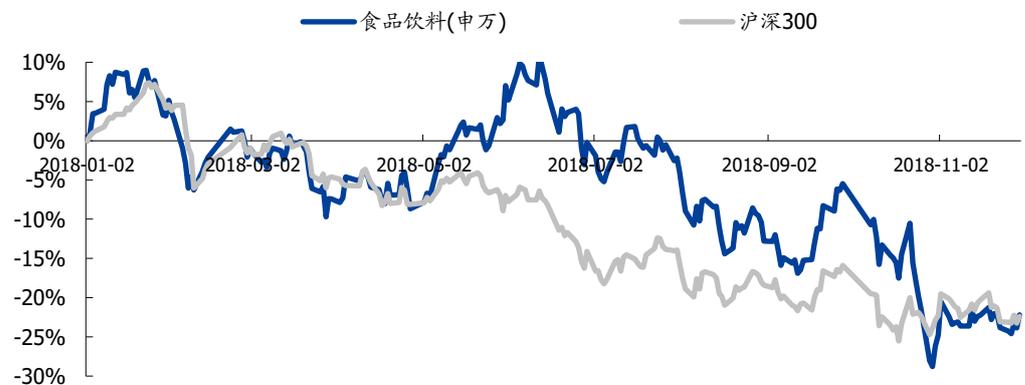
分季度来看，2018Q1仅啤酒板块实现正收益2.93%，白酒板块下跌7.59%，调味品下跌2.37%；2018Q2白酒板块区间涨幅为13.17%，调味品板块区间涨幅为20.62%；2018Q3由于白酒行业增速下滑导致板块下跌，白酒板块在2018Q3区间跌幅为6.13%，而调味品防御性凸显，2018Q3调味品板块的区间涨幅为7.45%。

图表1: 2018年1-11月各行业涨跌幅排序



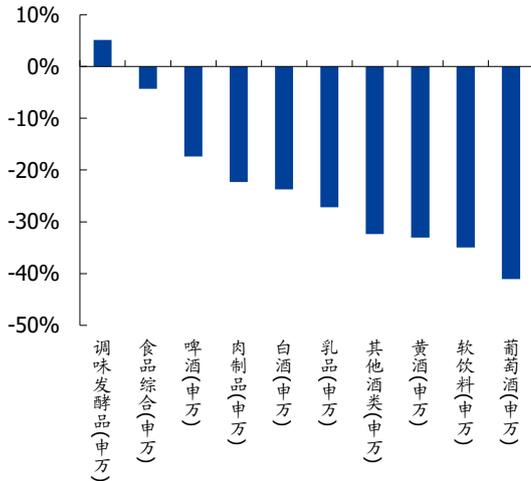
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表2: 食品饮料指数(申万)与沪深300指数涨跌幅情况



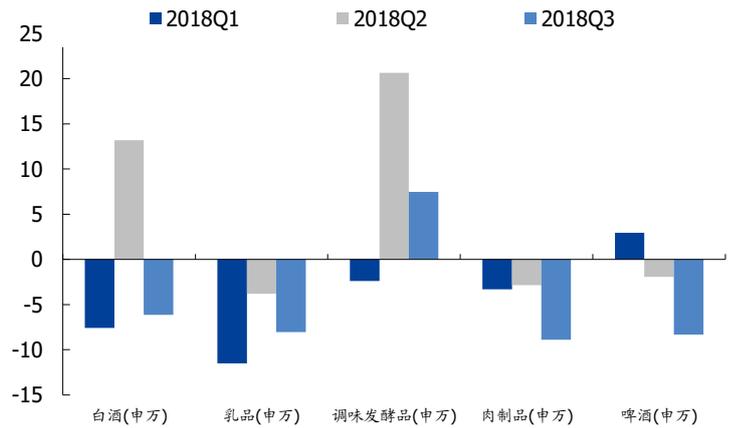
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表3: 2018年1-11月食品饮料子板块涨跌幅



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表4: 2018Q1-Q3 食品饮料子板块区间涨跌幅 (%)



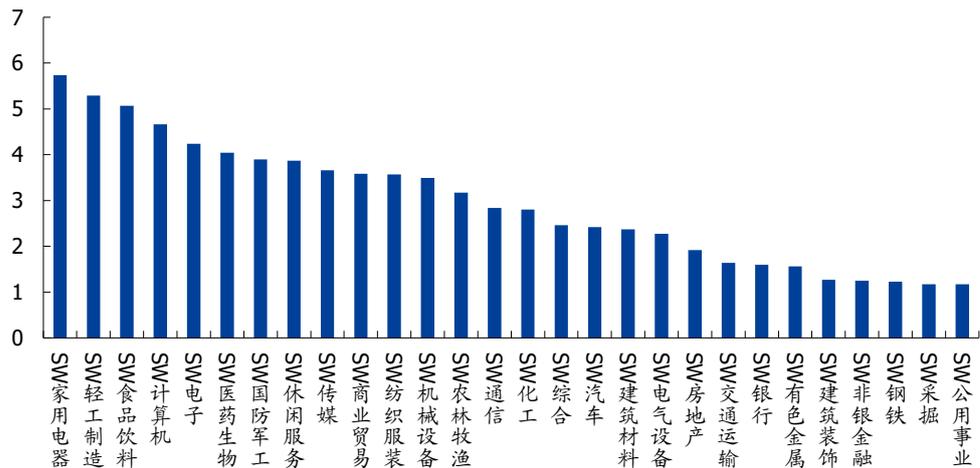
资料来源: wind、国盛证券研究所

基金持仓偏好消费股, 食品饮料板块基金持仓三季度有所回落

截至 2018 年三季度, 基金持股比例 (算数平均) 较高的行业前三位分别是家用电器 (5.74%)、轻工制造 (5.29%) 和食品饮料 (5.07%), 其中家用电器和轻工制造的基金持股比例相较二季度有所提高, 食品饮料板块的基金持股比例三季度较二季度有所回落, 二季度食品饮料板块的基金持股比例 5.57%。

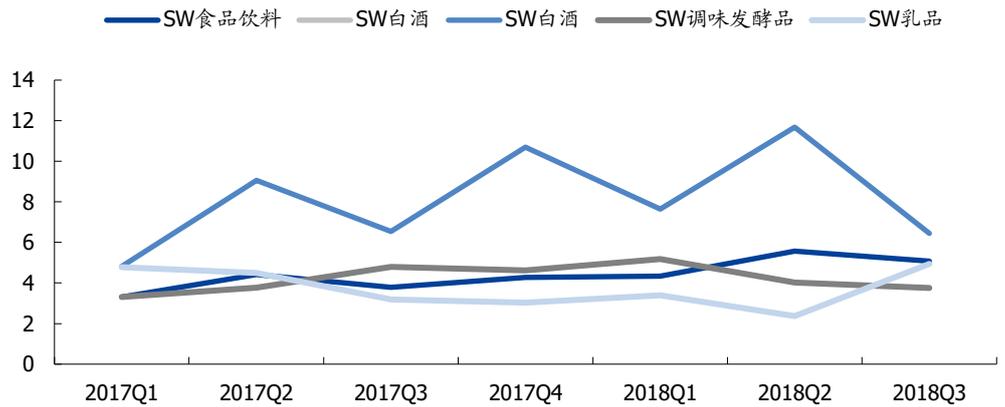
从细分子板块来看, 近两年白酒板块的基金持股比例处于较高的位置, 2018 年二季度白酒板块的基金持股比例达到 11.68%, 三季度由于白酒收入增速放缓, 白酒板块的基金持股比例回落到 6.44%。

图表5: 2018Q3 各行业基金持股比例—算术平均 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 6: 2017-2018 年食品饮料及子板块的基金持股比例 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

预期下修估值调整至历史低位

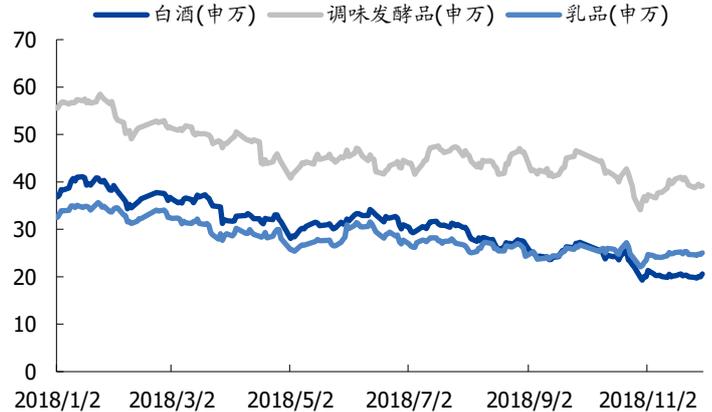
白酒板块在 2018 年的春节旺盛动销下迎来估值的高位，2018 年 1 月白酒板块的估值达到 40 倍 PE (TTM) 的高点。春节过后，白酒进入二季度的消费淡季，白酒企业在淡季维持了合理的业绩增速，白酒板块虽然估值有所回落但依然处于 30 倍以上的估值水平。2018Q3 白酒行业在中秋和国庆的旺季动销下并未出现超预期的现象，白酒企业收入增速放缓，市场信心有所回落，预期下修估值调整到 30 倍以下。目前白酒板块的估值调整至 20 倍左右，处于历史估值水平的低位。而调味品的估值水平在 40 倍左右，乳制品的估值水平在 25 倍左右。

图表 7: 食品饮料行业 PE (TTM)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 8: 白酒、调味品和乳品子板块的 PE (TTM)



资料来源: wind、国盛证券研究所

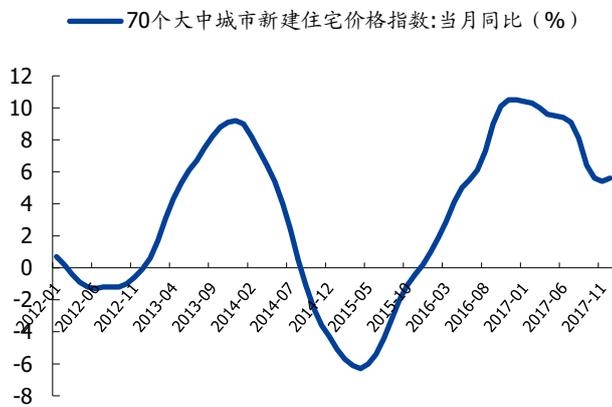
白酒增速换挡，下半场投资机会仍存

正视白酒收入增速放缓，注重长期业绩稳健性

白酒行业 Q3 增速下滑，板块预期调整修正

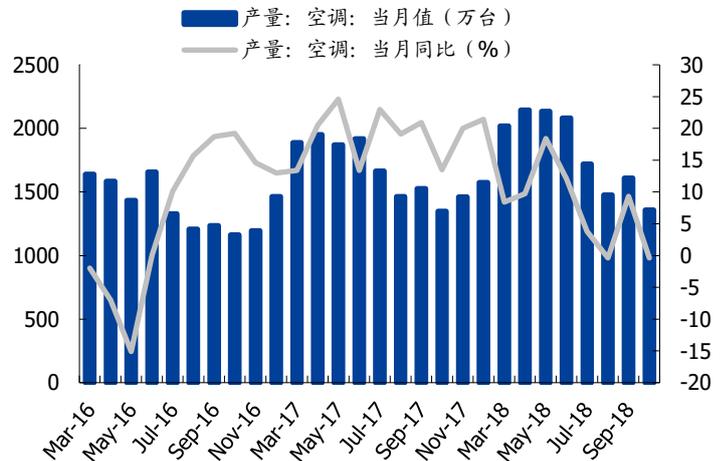
2015 年以来股市与楼市的上涨使居民的资产价值提高，棚改货币化也推动了居民财富增加，因此高端可选消费品得到复苏。从行业表现来看，2016 年白电、餐饮、白酒等可选消费得到复苏，白酒行业中高端白酒率先复苏。高端白酒在新的消费力支撑下价格逐步企稳回升，终端动销不断加强，2017 年高端白酒量价齐升的同时次高端白酒的成长空间和业绩弹性凸显，整个白酒板块处于业绩与估值双升的情况，2017Q3 各大酒企均在终端动销强劲的情况下加大了市场投放量导致业绩基数较高。经过 2 年的高成长，行业从高增速回落，2018Q3 收入增速放缓明显。2018Q3 白酒行业收入增速为 12.74%，归母净利润增速为 11.92%，相较前两年增速下滑明显。

图表 9: 2015 年后房市进入新一轮上涨周期



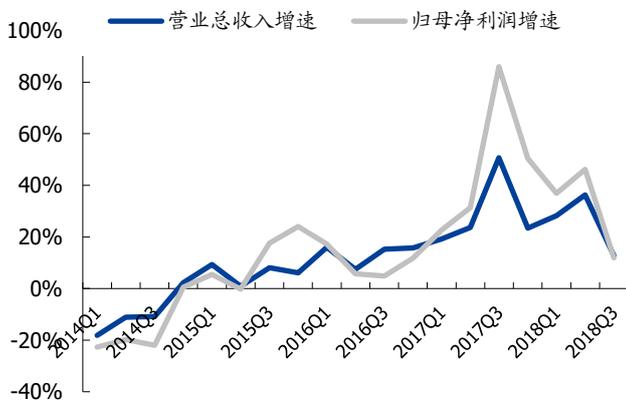
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 10: 2016-2017 年可选消费品白电空调复苏



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 11: 白酒行业 2018Q3 收入和利润增速下滑



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 12: 2015-2018 年白酒行业经营活动现金净流量

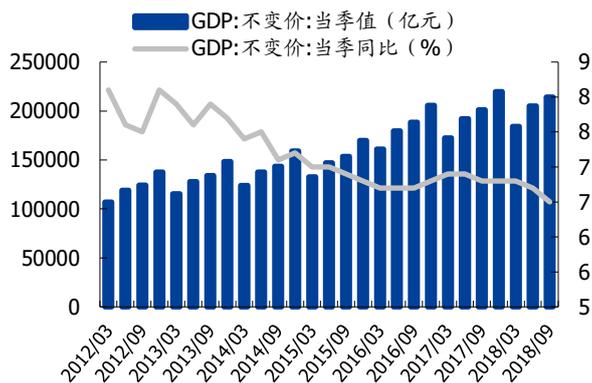


资料来源: wind、国盛证券研究所

预期下修来自于市场对消费潜力的担忧

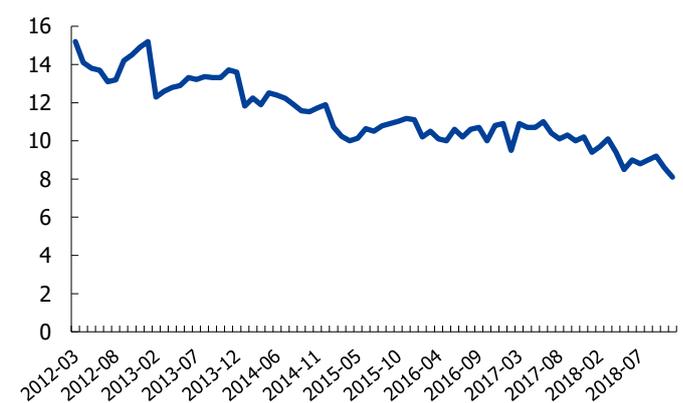
受 GDP 增速放缓、中美贸易限制等因素的影响，市场对宏观经济的平稳运行有所担忧。同时政府重点提及房地产调控，资产价值上涨带来的财富幻觉逐渐消失，市场对国内的消费潜力产生担忧。今年下半年社零数据受到影响，2018 年除 3 月以外，社会消费品零售总额的当月增速均低于 10%，其中 7 月社零增速为 8.8%，11 月社零增速为 8.1%。市场对于消费者消费能力的担忧导致白酒板块的估值回调，同时季报白酒收入增速的放缓导致投资者对未来白酒的增长潜力信心不足，因此白酒板块的估值从年初的 40 倍 PE 下调至 10 月底的 20 倍 PE，调整幅度较大。

图表 13: GDP 单季增速放缓



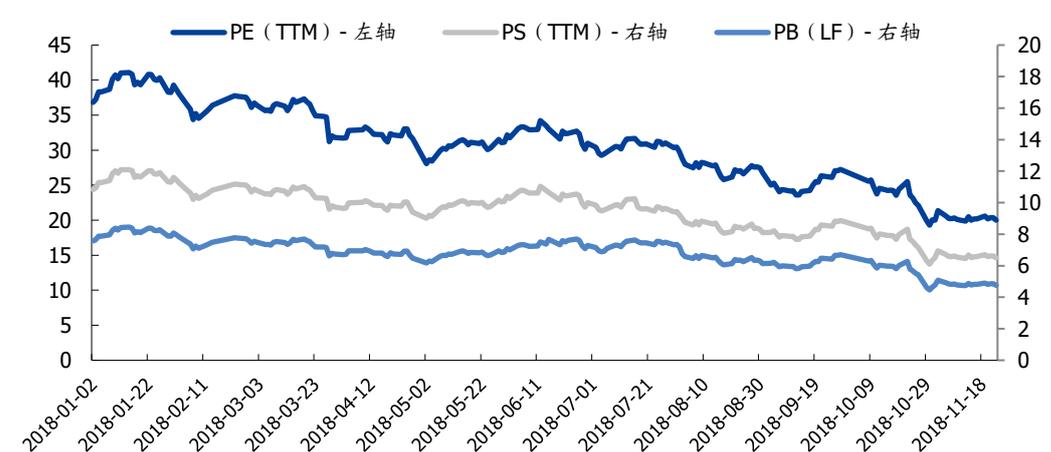
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 14: 社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 15: 白酒板块估值回落



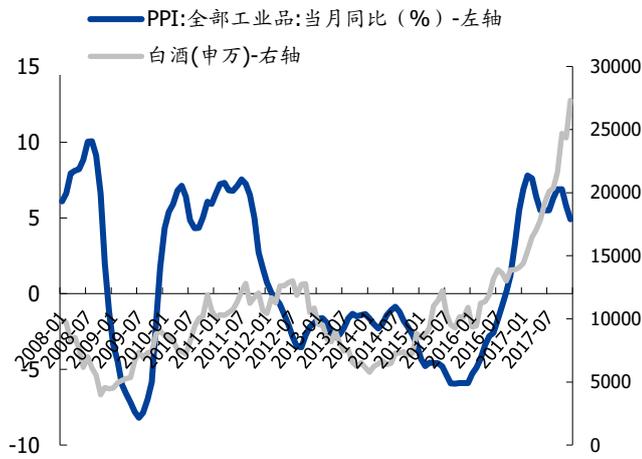
资料来源: wind、国盛证券研究所

白酒属于后周期性产品，滞后于宏观经济指标

白酒等可选消费品属于后周期性产品，消费复苏变化往往滞后于宏观经济指标。2012 年之前，白酒行业指数与固定资产投资增速的联动性较高，原因在于 2008 年之后政府为刺激经济出台了四万亿投资计划拉动了基础设施建设的发展，也使白酒板块在经过 2008-2009 年的调整后重新步入发展期，此时政务和商务消费为白酒的主要消费驱动力，白酒的社交属性突出，消费者对白酒价格的敏感系数低，因此带动了白酒行业高成长的业绩弹性。2012 年三公消费禁令后，白酒行业与固定资产投资增速之间的联动性逐渐减

弱，居民收入的增长以及中产阶级数量占比的提高使居民的消费力得到很大提升，2014年之后白酒行业景气度由固定资产投资驱动转变为大众消费驱动。

图表 16: 工业品 PPI 与白酒指数存在联动性



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 17: 固定资产投资增速与白酒指数的联动性逐渐减弱



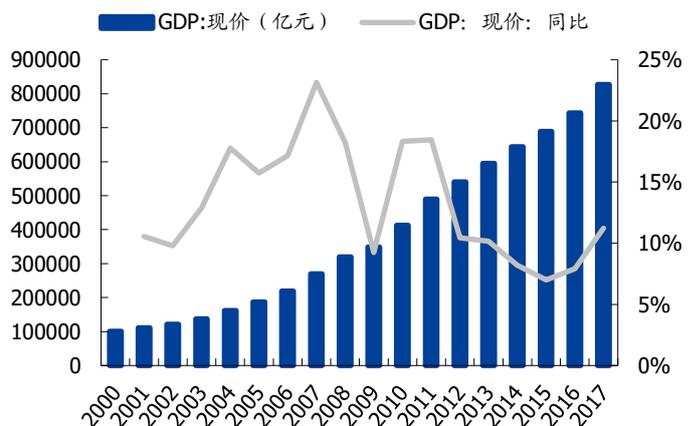
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 18: 社会融资规模同比增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 19: 2008 年的 GDP 增速下滑



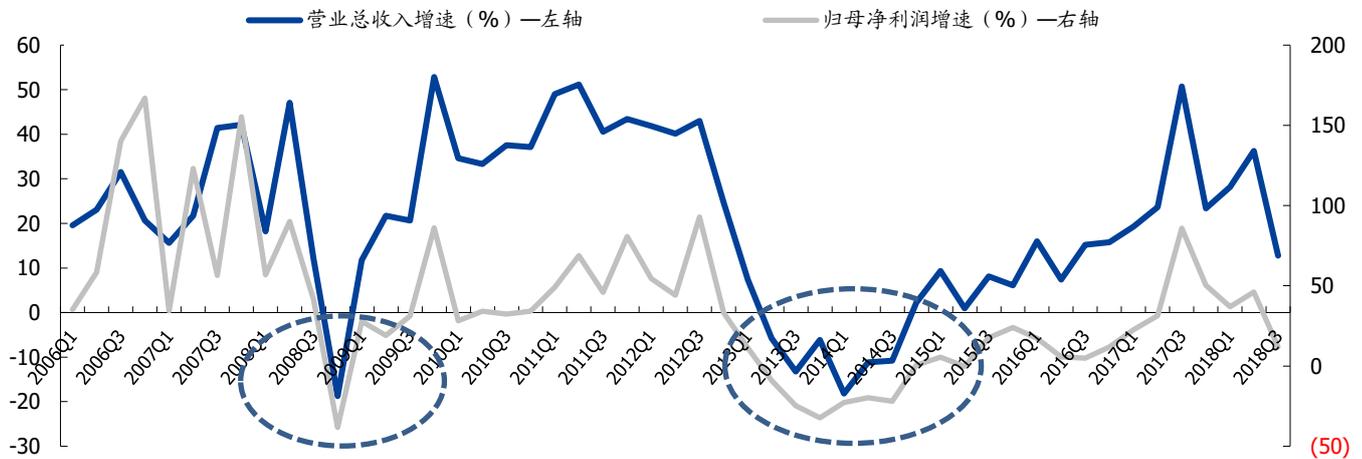
资料来源: wind、国盛证券研究所

白酒行业经历两次调整，第一次是在 2008 年金融危机背景下，GDP 增速和固定资产投资增速均下滑。2008 年 GDP 增速为 18.2%，相较 2017 年的 23.1% 的增速下滑 4.9pct，2009 年 GDP 增速仅为 9.3%；从社会融资规模增速来看，2008 年社会融资规模增速仅为 17%；从工业增加值角度来看，2018 年前 9 个月工业增加值当月增速维持在 10% 以上，10 月开始增速放缓，2009 年 1 月出现负增长为 -2.93%，2009 年 4 月以后增速逐渐回暖。2008 年国内经济受到国外经济环境和市场的影响，经济数据指标增速下滑，市场对消费的信心不足。白酒行业受到整体经济环境的影响，2008-2009 年出现短暂调整，行业增速放缓。2008Q3 收入和利润端增速下滑，2008Q4 报表端出现负增长，行业收入增速下滑 18.75%，归母净利润增速下滑 38.27%，2009Q1 报表端增速逐步提升。白酒行业的第二次调整发生在 2012 年，三公消费禁令后当时白酒的政务消费需求端受到影响，同时行业黄金期的高增长促使经销商产生囤货行为，渠道内库存高企，而高端白酒的投资品属性使业外资本进入，进一步推高了行业泡沫。因此行业经历了 3 年的去产能，在此期间白酒行业业绩下滑明显。2012Q4 白酒行业收入增速与利润增速下滑，

2013Q2-2014Q3 行业收入及利润呈现负增长，其中 2014Q1 降幅大，2014Q1 收入端同比下滑 18.16%，归母净利润端同比下滑 22.71%。

2015 年以来虽固定资产投资增速仍在低位运行，但居民财富和收入增加，行业需求端消费力提升，大众消费主导下行业需求无明显泡沫。

图表 20: 白酒行业经历两次调整



资料来源: wind、国盛证券研究所

2018 年秋糖会和中秋动销反馈平淡，不再出现超预期现象

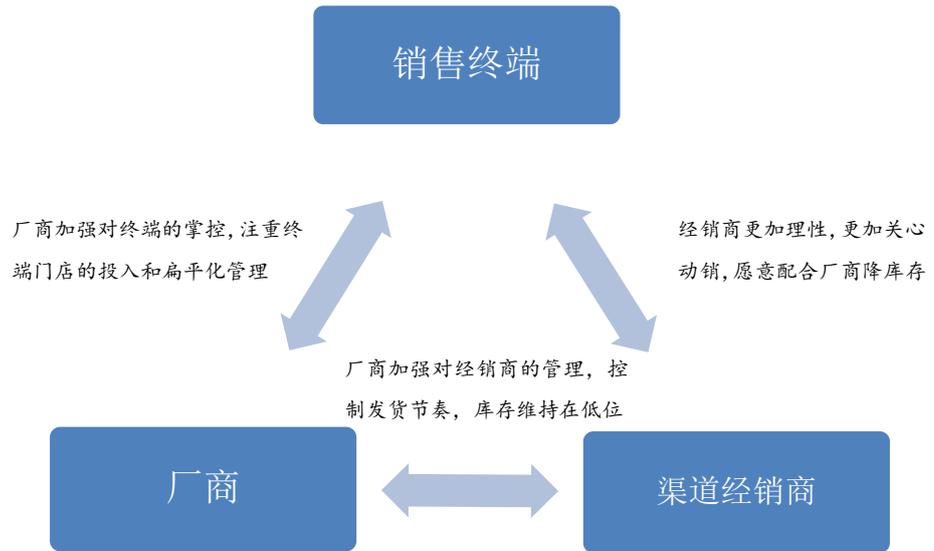
相较于 2017 年秋糖会的参会数量与销售热度，2018 年秋糖会略显平淡，经销商对于动销更为关心，除了茅台因为需求强劲、发货量无法缓解需求量而导致一批价上涨至 1800 元，其它白酒的价格相对比较稳定，五粮液自 6 月起停货稳价，将一批价维持在 820-840 元左右。今年中秋旺季提价现象相比去年更少，同时超高端产品如茅台生肖酒价格回落，从原先的 4500 元下降到 3000 元以下。

长期来看，白酒行业从高增长走向稳增长

白酒行业增速换挡并未影响长期景气周期，白酒行业持续良性发展。经历过 2012 年白酒行业需求下滑库存高企的低谷后，厂商和经销商更加理性，追求销售端和渠道端的良性发展，避免过高库存，时刻关心终端动销情况，强化渠道的扁平化管理。茅台一直强调终端价格的稳定，对经销商加强管理，对违规经销商的处罚态度坚决，同时要求经销商将一定量投放在茅台云商上来管控价格。五粮液和泸州老窖为保障渠道低库存和一批价的稳定，控货力度大。除此之外，次高端白酒企业也更加贴合市场，注重终端门店及名烟名酒店的费用投入和渠道开发，同时加大品牌塑造投入打开知名度和拔高品牌高端性。

2008-2009 年是白酒行业在十年黄金发展期间的短暂调整，行业短期波动后 2009 年恢复较快。我们认为目前白酒行业的发展与 2008 年相类似，GDP 增速放缓等宏观经济指标下滑情况下外部需求受到冲击，但是 2009 年白酒行业靠基建拉动迅速恢复，而此轮发展周期中，消费力更具稳定性和可靠性，行业复苏周期拉长，业绩增幅较上轮更加平坦。长期来看，白酒行业从高增长走向稳增长。

图表 21: 此轮白酒周期更加良性

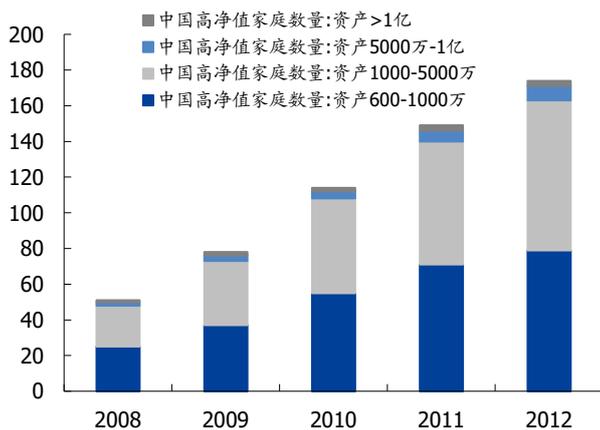


资料来源: 国盛证券研究所

高端白酒供需仍是主要矛盾, 量价平衡支撑业绩成长

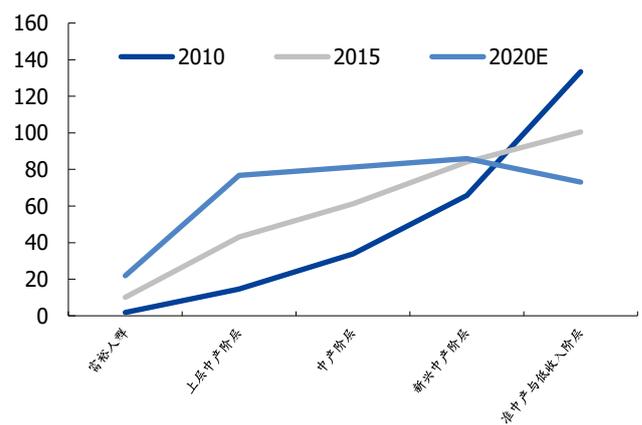
支撑白酒行业高景气长周期逻辑不变。此轮白酒行业周期的消费核心驱动力由政务消费转变为商务消费, 消费者结构发生了较大变化, 高净值人群保持快速增长, 中产阶级的消费能力得到重视。2014年底至2015年中的牛市、棚改货币化以及房价的上涨带来了居民财富的增值, 消费水平由此提升, 可选消费品层面的升级不断加强。白酒产量稳定且有所下滑, 但是白酒行业规模扩张, 单价逐步提高。

图表 22: 中上层阶级 (高净值家庭数量) 增长迅速 (万户)



资料来源: 建设银行、国盛证券研究所

图表 23: 中国按收入划分的不同阶层家庭 (百万户)



资料来源: 波士顿咨询、国盛证券研究所

高端白酒连续两年实现高增长, 渠道动销逐渐传导到报表端。高端白酒自2015年起逐步显示出弱复苏的现象, 开启了白酒行业新一轮周期。高端白酒的复苏来自于销售和渠道端的深度压抑, 而同期居民生活消费水平提升, 茅台价格具有性价比优势, 因此渠道库存得到消化, 动销加强, 供需平衡点重现。经历了三年的调整后, 白酒行业的复苏态势较为明显。2016年和2017年高端白酒的收入增速为17.7%和39.2%, 2018年Q1-Q3收入增速为26.8%。2015年高端白酒主要表现为库存消化渠道出清后的价稳量增,

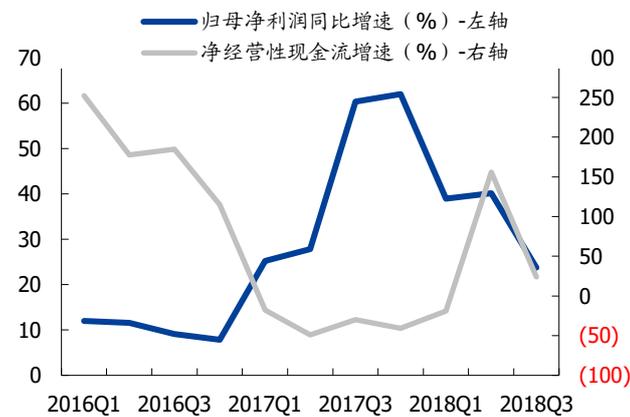
渠道端的动销表现优于厂商报表端，2016年渠道正循环开启，需求转好下终端动销强劲，渠道增加拿货量，货物流转较快，2017年白酒价格的一批价和终端价上行，厂商开启提价节奏，同时增加发货量，报表收入端增速较快，2018年持续平稳放量。从报表上来看，2016年白酒的现金流表现优于利润表现，2018年利润表现优于现金流表现，渠道动销逐渐传导到报表端。从预收账款来看，茅台的预收账款在2017年以来逐步提升，新的打款政策施行后不再占用经销商资金，因此预收账款回落，释放业绩。

图表 24: 高端白酒的渠道传导



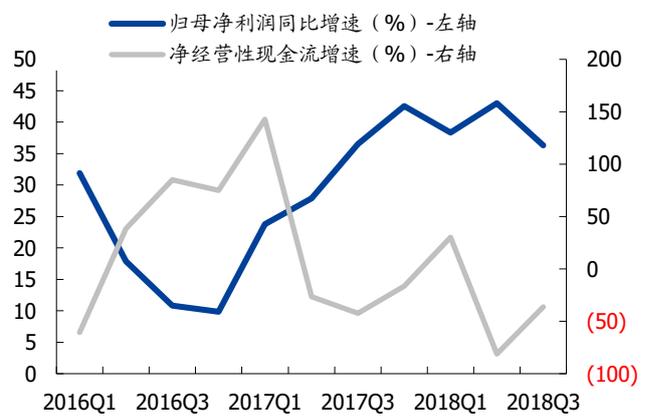
资料来源: 国盛证券研究所

图表 25: 茅台归母净利润与经营性现金流增速



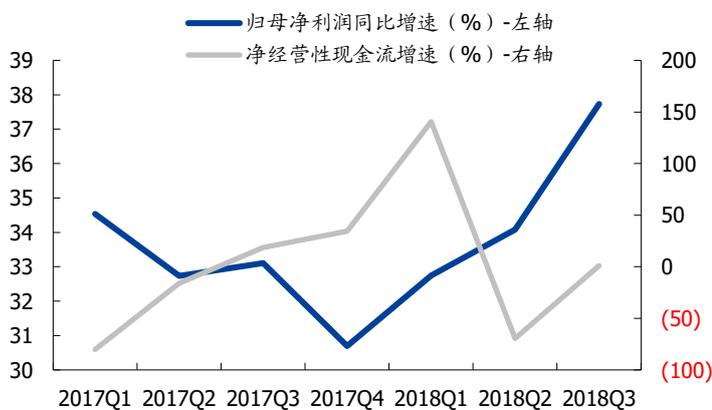
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 26: 五粮液归母净利润与经营性现金流增速



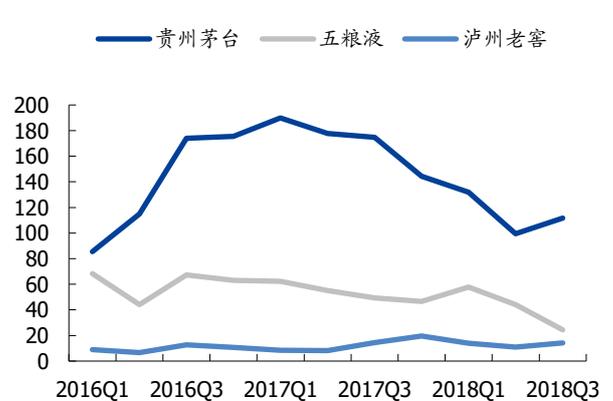
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 27: 泸州老窖归母净利润与经营性现金流增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

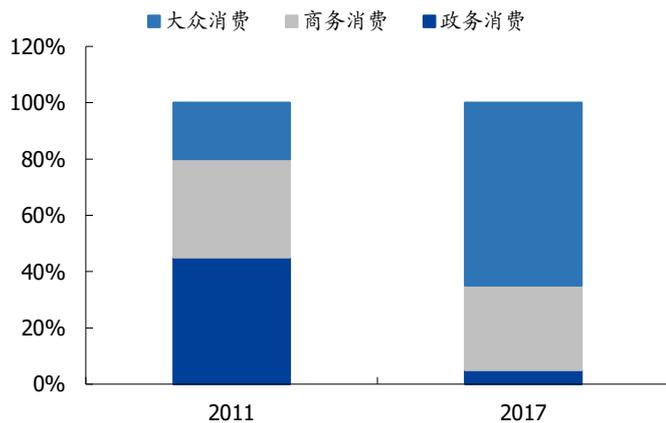
图表 28: 高端白酒预收账款变化 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

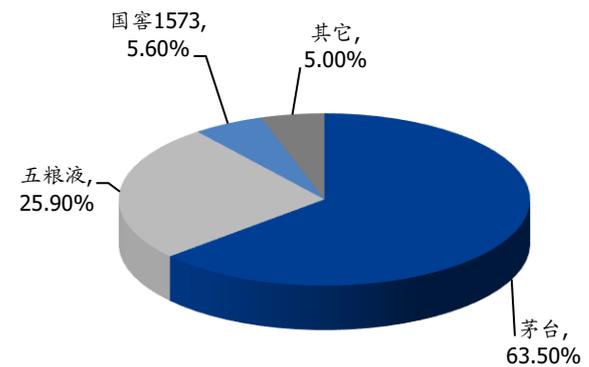
消费需求强劲下高端白酒处于卖方市场，动销平稳周期更长。高端白酒的复苏和升级驱动因素来源于居民财富增加下购买力的提升，茅台的控价与消费的理性导致需求端有强大的支撑力，大众消费相比政务消费更具有稳定性。2016年以来高端白酒率先复苏，收入增速高于行业增速，茅台、五粮液和泸州老窖在收入快速增长的背景下，市场占有率也得到明显的提升，高端白酒的市场参与者基本稳定，较难有新进入者。目前茅台、五粮液、泸州老窖之间有明确的品牌定位，也具有足够的价格差来区分，消费者在价格带的选择上更加明晰。2018年中秋国庆双节期间茅台一批价的上行与缺货现象说明了茅台酒的需求强劲，高端白酒价格带具有足够的居民消费能力的支撑，需求良性，明年渠道仍将处于正循环阶段，行业周期拉长。

图表 29: 高端白酒消费人群结构转变



资料来源: 中商产业研究院、国盛证券研究所

图表 30: 高端白酒市场占有率提升



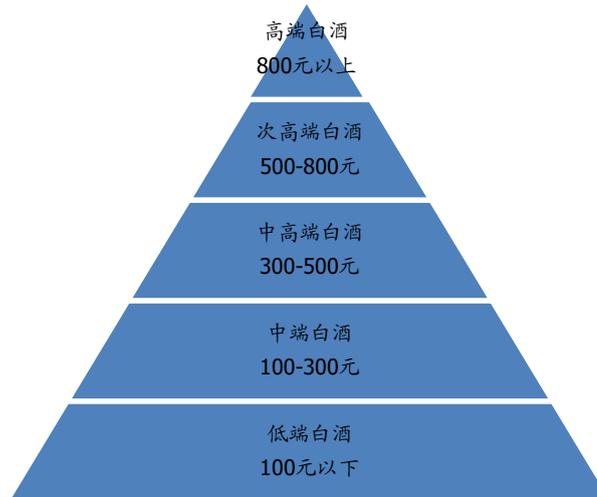
资料来源: 观研天下、国盛证券研究所

长期视角下茅台量价成长空间充足，五粮液和泸州老窖在渠道铺设中逐步放量。茅台2017Q3为了稳固终端价而进行的放量，使当年的收入基数较高。2018Q3发货量有所下滑，业绩放缓。从供需角度而言，2019年茅台供需较为紧张，业绩增长主要来源于茅台酒的平稳增量和系列酒的双轮驱动，茅台的结构升级空间较大，非标产品如生肖酒可以拉动吨价的提升，渠道价差拉大的背景下，茅台酒的提价具有成熟的土壤。长期来看茅台的价格会处于上涨阶段，只是上涨的快慢有所控制。总体而言，高端白酒在整个白酒板块中业绩表现较为稳健，确定性高，具有投资价值。

次高端白酒市场开拓加速，行业挤压式竞争

高端白酒价格持续高位，次高端白酒受益于价格带的提升。次高端白酒板块弹性较大，价格带处于高端白酒和中高端白酒之间，当价差拉大时，次高端白酒的市场容量得到扩充，弹性较大，业绩增速较快。因此行业低谷期次高端白酒受挤压程度较深，而自2016年高端白酒复苏以来，高端白酒站稳价格并上扬，次高端白酒的价格带空间打开，并且性价比突出的情况下，业绩得到快速增长。本轮行业周期相比上一轮，终端需求更加良性稳定，渠道库存更加合理，厂商和经销商也更为理性，行业周期有望拉长。在高端白酒需求不变的情况下，价格将维持在高位，因此次高端白酒的生存空间不会受限，次高端白酒本身的品牌力以及在各区域市场的竞争力是关键因素。

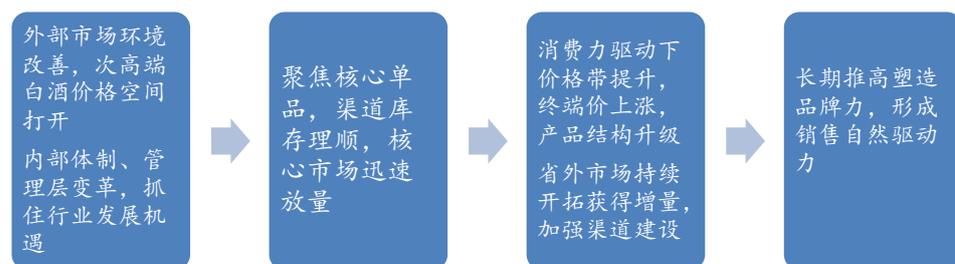
图表 31: 白酒价格带的分布



资料来源: 国盛证券研究所

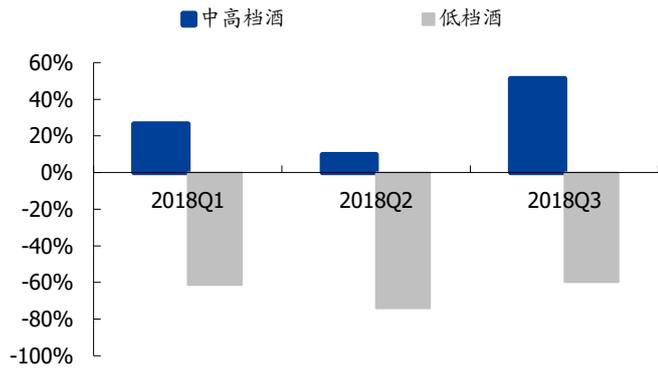
次高端白酒性价比突出，长期业绩高成长来源于消费者的认可下的销售自然拉动。经过行业低谷期的筛选之后，有品牌力和渠道支撑的次高端白酒品牌只余下十几家，主要品牌有剑南春、郎酒、水井坊、舍得等，市场集中度得到进一步的提升，在整体扩容的背景下，次高端白酒拥有全面性的机会，业绩弹性突出。在 2017 年核心市场快速放量导致的高增速背景下，市场预期抬升，次高端白酒也一直面临着高估值。次高端白酒初期在外部环境的改善下，内部管理层变革推动渠道重塑和核心单品放量，业绩弹性高增速快，长期来看次高端白酒的业绩高成长需要从高举费用投放开拓市场转变为市场自行拉动消费，品牌力和酒质得到消费者的认可后，产品升级和价格带上漲空间打开，长期业绩持续高增长。

图表 32: 次高端白酒业绩的长期成长性



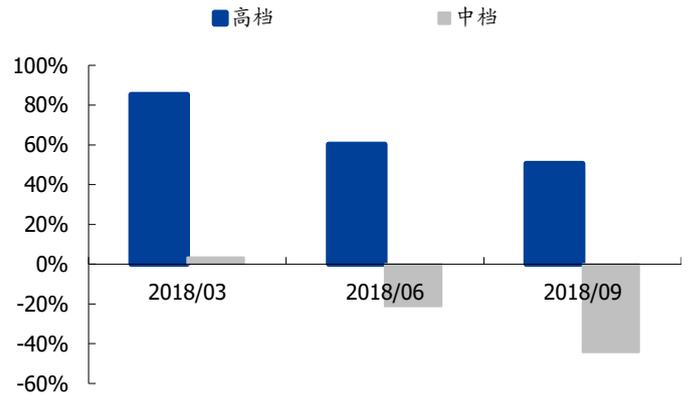
资料来源: 国盛证券研究所

图表 33: 舍得酒业价格带提升, 产品结构升级 (收入增速)



资料来源: wind、国盛证券研究所

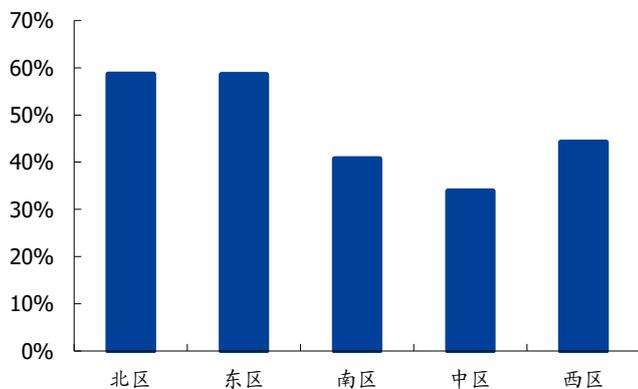
图表 34: 水井坊价格带提升, 产品结构升级 (收入增速)



资料来源: wind、国盛证券研究所

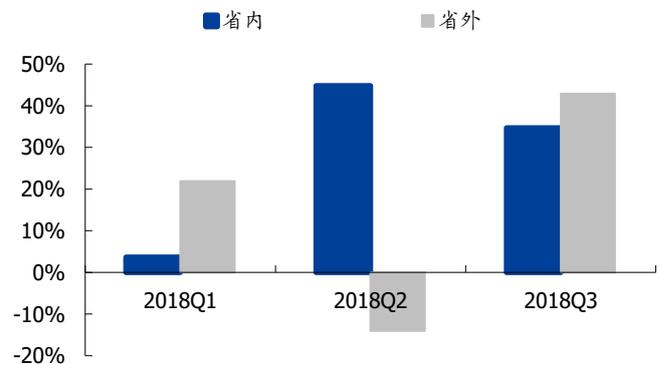
全国化尚在路上, 非核心市场加速开发。我国的白酒消费大省主要包括河南、山东、江苏、安徽、四川等地, 这些地区有些具有本土优势酒企, 有些尚未形成本土强势品牌, 因为消费市场潜力广阔, 均是目前次高端白酒开发的核心市场。2017年次高端白酒加大了对于核心市场的开发力度, 在低基数下获得了高增长, 2018年次高端白酒依旧维持在高增速, 虽然相较于投资者的高预期有所放缓, 但是行业周期并未转变。目前除了剑南春、洋河等次高端白酒品牌实现了全国化, 大部分次高端品牌尚处于半全国化阶段, 本土市场和部分核心市场开发较好, 但是其它空白市场较多。次高端白酒将新兴市场作为新的收入增长点, 由点及面的在省外复制成功经验, 抢占空白市场。

图表 35: 水井坊次核心市场增速显著 (2018Q3 增速)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 36: 舍得酒业省外市场增速显著



资料来源: wind、国盛证券研究所

次高端白酒由扩容增长转向挤压式增长, 为开拓市场销售费用投入不减。2016-2017年次高端白酒在价格空间打开下扩容增长, 居民消费力水平的提高推动产品结构升级和价格提升, 酒企享受消费升级红利, 次高端白酒仍是行业增速较快的板块。在核心市场趋于成熟的背景下, 非核心市场逐步开发并进行渠道下沉, 品牌和渠道力优秀的企业在当地竞争可以获得更多的市场空间并进行产品结构升级, 但行业容量不会像前两年大幅扩容, 更多的来自于行业内挤压式增长, 市场竞争加剧。白酒行业未来格局将加速集中, 主流品牌抢占市场和渠道的方向没有改变, 次高端白酒在省外市场较为依赖品牌力的打造和渠道的建设, 为开拓市场销售费用投入不减。水井坊积极进行核心门店的升级改造, 渠道分销门店预计超 3 万家, 销售人员超 400 人, 同比增幅较大。舍得酒业 2018 年 1-9 月份累计新增经销商 344 家, 退出经销商 138 家, 共有经销商 1,608 家, 较 2017 年年末增加 206 家。酒鬼酒加强市场培育, 华北、华东和广东等重点市场渠道下沉覆盖地级市。

大众消费力提升，地产酒表现靛眼

区域市场的主流消费价格带不断提升，提供地产酒消费升级空间。地产酒深耕于本土市场，与高端、次高端白酒常用于政务、商务宴请场合所不同之处在于，地产酒有一部分需求用于满足当地消费者的婚宴、日常宴请活动，受到本地消费者的认可，因此地产酒的消费价格带与居民收入水平、群体性消费攀比心理息息相关。区域名酒的成长空间来自于本地市场的消费升级，以江苏和安徽市场为例，宴饮场合消费的白酒产品从原先的80-100元向120-200元发展，现在主流消费价格带在200-300元，未来将持续向300元以上发展。省会城市与地级、县级市场的消费水平之间存在差异，地级、县级市场的消费水平在2-3年左右的时间逐渐向省会城市靠拢。

图表 37: 江苏市场宴请用酒的价格带升级

时间	价格带	地产酒产品
2010-2012 年	80-150 元	海之蓝
2013-2015 年	150-250 元	天之蓝、国缘双开等
2016-2017 年	300 元以上	梦之蓝 M3、M6、国缘 K3/K5/四开等

资料来源：糖酒快讯、国盛证券研究所

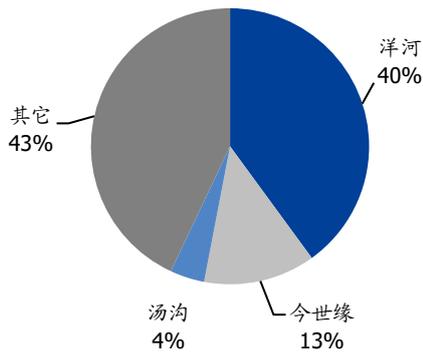
图表 38: 安徽市场宴请用酒的价格带升级

时间	价格带	地产酒产品
2010-2012 年	60-80 元	皖酒/高炉家/宣酒/金种子
2013-2015 年	80-120 元	古井献礼/口子窖 5 年/迎驾之星
2016-2017 年	120-200 元	古井 5 年/古井 6 年/口子窖 6 年
2018 年	200-300 元	古井 8 年/口子窖 10 年

资料来源：糖酒快讯、国盛证券研究所

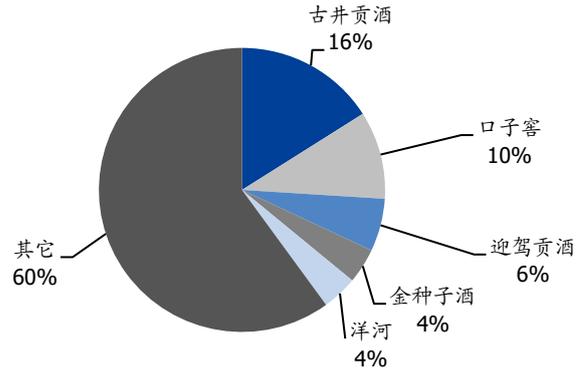
二线名酒品牌+本地高市占率酒企优势明显，在此轮周期中受益显著。在区域市场消费升级的环境中，二线名酒品牌+本地高市占率的企业能够享受本轮消费升级带来的红利。分市场来看，缺乏高市占率地产酒的四五线城市往往伴随着全国性名酒对当地市场的分割，名酒的省外市场增长点也源于此。以河南市场为例，地产酒中仰韶收入不超过 15 亿，赊店收入在 8 亿左右，杜康和宋河规模在 4 亿左右，而洋河在河南市场收入超 30 亿，泸州老窖超 20 亿元。河南市场消费升级现象显著，海之蓝抢占了河南市场 100-150 元的价格带，剑南春、习酒窖藏 1988 享受了 300-600 元价格带的放量，不同的价格带区间被全国性品牌分割。我国白酒格局较好的省份主要有江苏和安徽市场，洋河和今世缘在江苏市场占据第一和第二，古井贡酒和口子窖在安徽市场具有较强的认知度和品牌忠诚度。

图表 39: 江苏市场占有率



资料来源: 中商产业研究院、国盛证券研究所

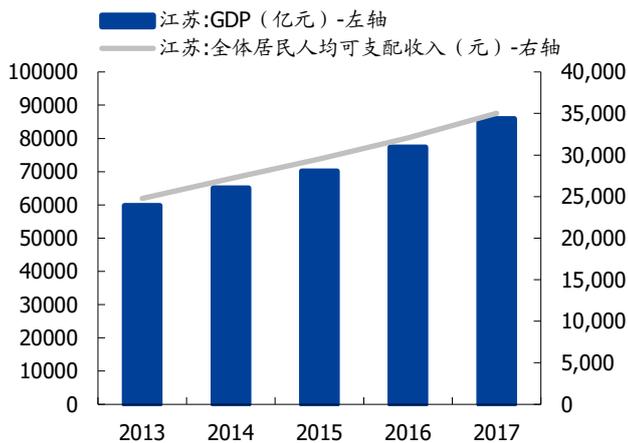
图表 40: 安徽市场占有率



资料来源: 中商产业研究院、国盛证券研究所

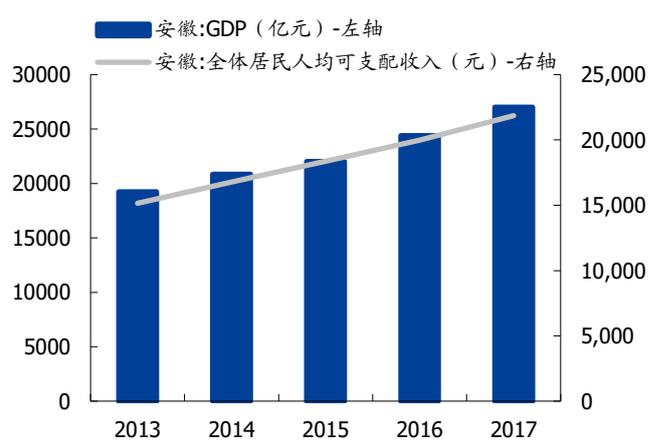
受益消费升级红利, 产品结构升级推动业绩稳健增长, 市场占有率进一步集中。在本地市场消费者消费能力提升的背景下, 古井贡酒提前布局古 8 及以上产品, 口子窖布局口子窖 10 年, 洋河的梦之蓝增速超过海之蓝和天之蓝, 今世缘的国缘系列增速较快占比不断提高, 本地品牌产品在当地市场的表现较好, 在省内的优势不断扩大, 市场占有率得到进一步的提升。从收入和利润端来看, 地产酒的收入和利润增速往往保持同步, 业绩稳健性较强。

图表 41: 江苏市场的人均收入和 GDP 水平



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 42: 安徽市场的人均收入和 GDP 水平



资料来源: wind、国盛证券研究所

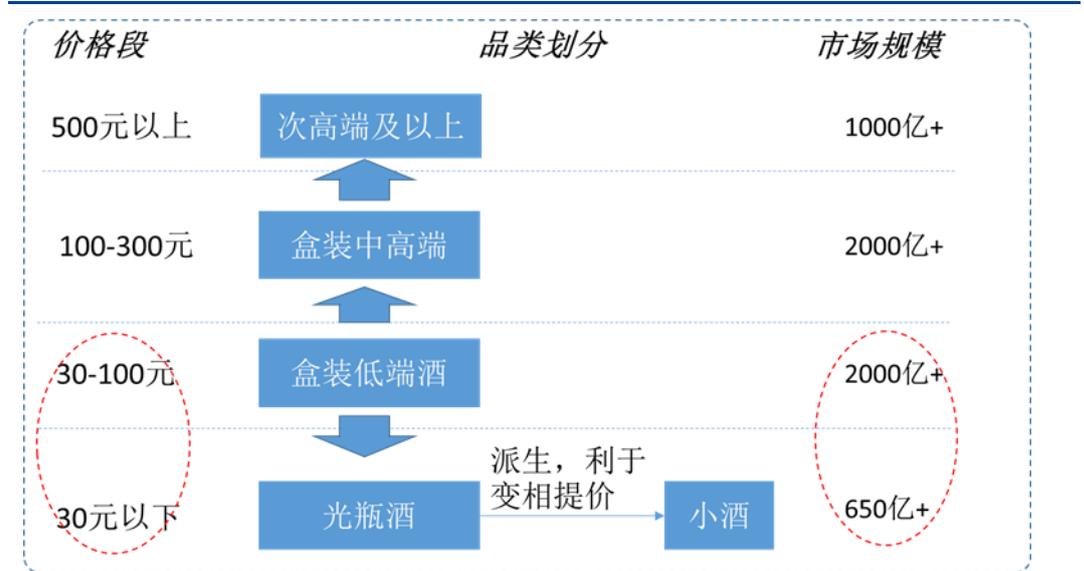
光瓶酒有望覆盖 100 元以下价格带, 民酒加速全国化整合

传统光瓶酒升级+低端瓶装脱光化, 光瓶酒已触及 100 元/瓶门槛。光瓶酒的消费场景多为自饮, 需求刚性较大, 主要满足低档、高频次、低价格的消费需求, 产品提价幅度小, 抗通胀能力差。在当前白酒产量下滑、消费升级的背景下, 原来县乡村节日消费、宴席消费 30-50 元的大众盒酒在减容, 50 元-100 元的价格带在扩容, 名酒加强布局光瓶酒领域, 洋河于 2017 年 7 月推出洋河小曲, 泸州老窖于 2016 年推出 40.9 度绿波二曲, 山西汾酒的玻汾 2017 年销售额达 18 亿+。

近年老村长、牛栏山通过提价及产品推出新品, 核心价格段从 5-10 元提升至 15 元, 并纷纷推出 30 元产品, 同时小酒的兴起将光瓶酒价格上限拓展至 100 元/斤附近, 江小白、小郎酒单价已经达到 17 元/100ml、19 元/100ml, 折合达 85 元/斤、95 元/斤, 接近触

及低端酒价格天花板 100 元/斤。随着高端名酒中高端光瓶系列的不断丰富以及传统光瓶酒厂商产品线的不断丰富，未来光瓶酒有望覆盖 100 元以下价格带，产品形态有望完全覆盖近 2700 亿的大众酒市场。

图表 43: 光瓶酒有望覆盖 100 元以下近 2700 亿刚需市场



资料来源: 卓鹏战略咨询、中国产业信息网、国盛证券研究所

聚焦品牌、渠道、和产品力，民酒加速全国化。光瓶酒竞争激烈，市场集中度低，小品牌较多，可以分为东北阵营、泛名酒阵营、时尚阵营和地产酒阵营。东北阵营企业普遍立足东北，扎根乡镇等低线市场，通过贴近消费群体、接地气的营销实现了快速成长；泛名酒阵营普遍有着悠久的历史品牌历程和历史积淀，如牛栏山、红星在建国初期便是北京地区知名大众酒品牌，五粮液、洋河等则是全国性名酒，其低线产品构成了产品版图中的销量基础；时尚阵营是伴随新媒体和互联网传播诞生的白酒，普遍试图同 80、90 后年轻群体建立情感联系，在渠道竞争中开辟自己的细分市场；地方酒企则扎根地方，在当地享有品牌和渠道优势。四大阵营分别定位不同的消费人群，而牛栏山凭借产品的性价比优势、强大的品牌力和流通餐饮商超的全渠道建设加速成长，与红星拉开竞争差距，2017 年牛栏山市占率达到 5.2%，而红星的市占率为 1.8%。

投资主线

我们认为，白酒行业本轮调整与 08 年情况相类似，终端需求受到宏观经济增速放缓的影响，行业增速从前两年复苏后的高增长回落，市场预期修正估值下滑。此轮行业景气周期主要由大众消费驱动，消费力更具稳定性和可靠性，并且厂商和酒企吸取了 12 年的经验，厂商加强对终端和渠道的管控，稳价控货，经销商配合降低库存维持渠道端的良性发展，因此行业复苏周期拉长，业绩增幅较上轮更加平坦。长期来看，白酒行业从高增长走向稳增长。从估值水平来看，目前估值水平已经回落到历史 08 年跌幅之后的估值水平，酒企对应 19 年增速 PE 不足 20 倍。全年来看，我们推荐两条主线，一是白酒行业具有强品牌强渠道优势的企业，业绩更具稳健性，当下估值低位具有吸引力。二是区域性市占率较高的酒企能够享受当地市场消费升级的红利，产品结构的升级和市占率的提升能够释放业绩弹性。

板块推荐标的

贵州茅台：

公司是高端白酒的典型代表，品牌力强，在高端白酒层面拥有高市占率和高价格带，终端消费需求强劲，供需矛盾仍然是公司当下的主要矛盾。公司的渠道利润丰厚，提价基础成熟，但公司始终把稳定终端价、管控经销商放在重要位置，渠道良性发展，未来一段时间内不会提价。

未来看点：1) 增加非标茅台酒占比和直营比例，提升吨酒价格，保障业绩平稳运行；2) 系列酒有望维持高增长；3) 推出喜宴和汉酱 135BC，价格卡位 800-1000 元。

顺鑫农业：

公司有三大业务：白酒、猪肉和地产，其中白酒是业绩主要来源，营收占比超过 50%，利润贡献更大，公司持续剥离盈利能力弱的业务，聚焦主业。牛栏山具有强大的品牌力和渠道力，大单品陈酿增长迅速，北京市场消费习惯成熟，光瓶酒消费升级价格带提升。公司将通过全国化扩张战略打开省外市场，抢占散装酒和其它低端酒的市场份额。

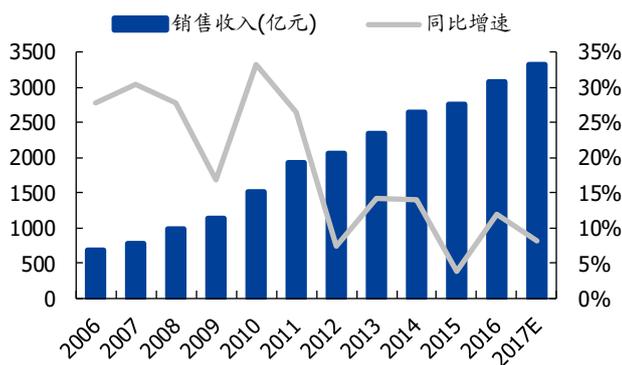
未来看点：1) 消费升级下产品结构升级，大单品陈酿增长迅速，中高端产品占比提升；2) 产品力具有性价比优势、品牌力和渠道力强，市场份额进一步提升；3) 北京市场消费习惯趋于成熟，外埠市场迅速扩张。

调味品高景气度持续

增长稳健，经济下行可能小幅影响增速

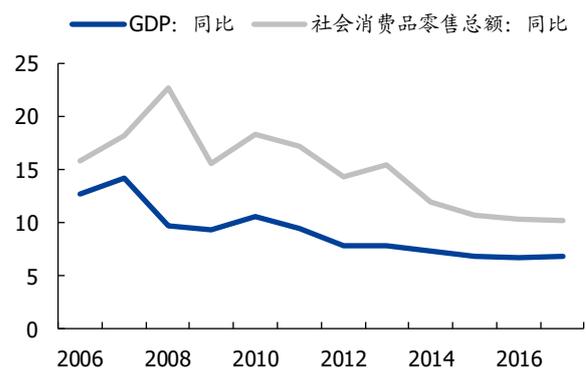
调味品行业收入同样受到宏观经济影响，但总体需求保持稳健增长。调味品属于必需消费品，经济下行阶段会出现增速下移但修复较快，相对其他大众品增长稳健。历史上 2009 年、2012 年以及 2015 年 GDP 增速换挡明显，社会消费品零售总额同比增速下滑，调味品销售增速同样下移，我们认为原因是受到高端餐饮消费的波动传导。

图表 44：2006-2017E 调味品行业销售收入



资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院、国盛证券研究所

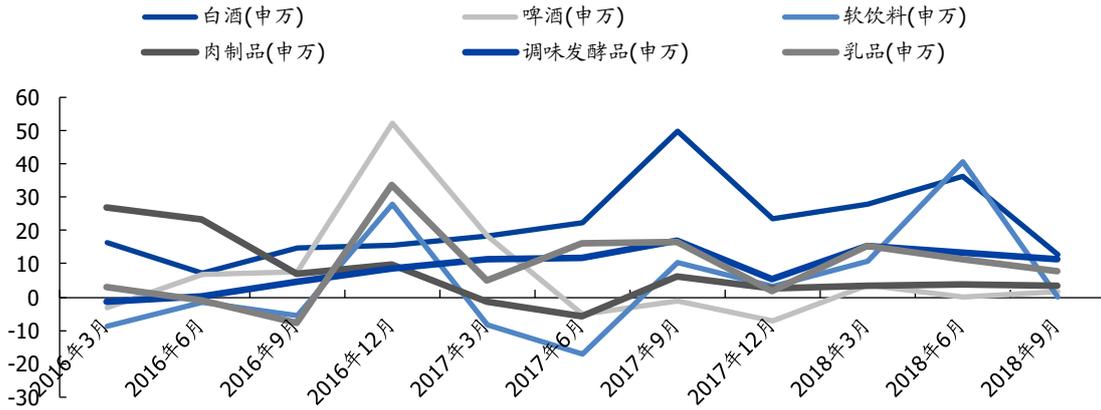
图表 45：2006-2017 年 GDP 及社零总额同比增速 (%)



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

2016 年以来调味品行业单季度收入增速提升，2018Q3 仍保持高景气。调味品板块自 2016 年逐渐回暖，2018 年三季度在食品饮料板块整体收入略有放缓的同时，调味品板块单季度营收增速仍保持 11.6% 的增长。维持高景气度的原因是大众餐饮回暖、调味品行业头部企业 2017 年上半年集体提价、行业集中度提升。

图表 46: 调味品板块单季度收入增速 2016 年以来回升 (%)



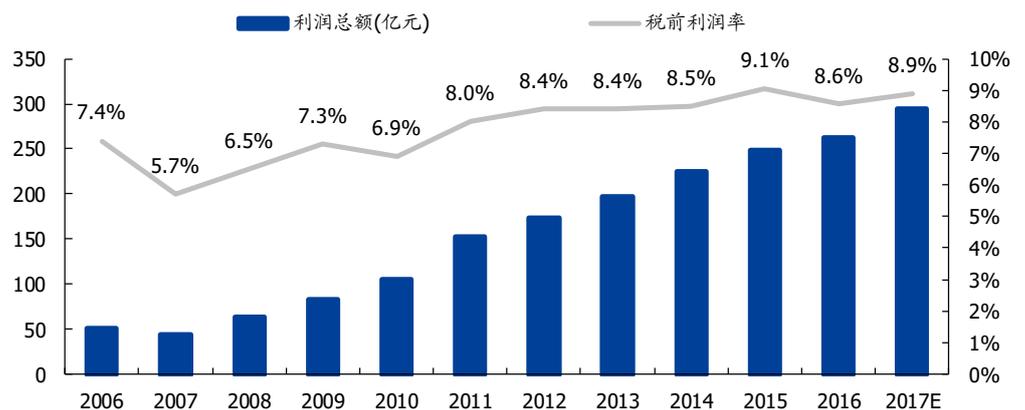
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

超额收益通常出现在 CPI-PPI 差向上扩大的时期

调味品行业利润水平受到 **CPI-PPI 差波动影响**。历史上, 在 2009 年、2011-12 年、2015 年以及今年, CPI-PPI 差出现明显的向上趋势, 调味品行业税前利润率水平相应提升。调味品公司的成本中原料、包材占比较高(以海天为例, 两项合计占比接近 88%), 而 2016-2017 年环保限产原因导致上游成本提升较快, 公司盈利能力受到影响。

2019 年通胀预期下, 叠加成本趋稳, 盈利能力有望提升。国际货币基金组织 (IMF) 2018 年年中预测我国 2019 年的通货膨胀率将逐步上升至 2.5%。10 月以来油价下跌, 上游包材成本的回落趋稳预计降低 PPI 指数。站在当前时点预计 2019 年 CPI-PPI 差延续 2018 年为持续向上扩大, 调味品行业盈利能力有望提升。

图表 47: 2006-2017E 调味品行业税前利润率



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

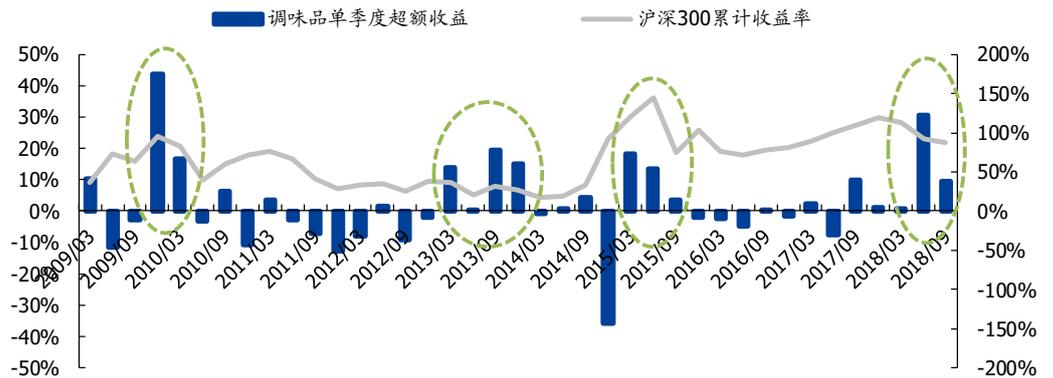
图表 48: 2006年-2018年10月CPI-PPI变化情况



资料来源: Wind、国盛证券研究所

超额收益通常出现在 **CPI-PPI 差向上扩大的时期**。回顾历史上调味品板块取得明显超额收益的时期，2010年初、2013年、2015年以及2018年前三季度，除2013年是由于白酒板块受到限制三公消费重挫带来转换效应，其余时间点均为CPI-PPI差向上扩大的拐点时期。因而我们预计2019年调味品板块的高景气度能够持续。

图表 49: 调味品单季度超额收益率



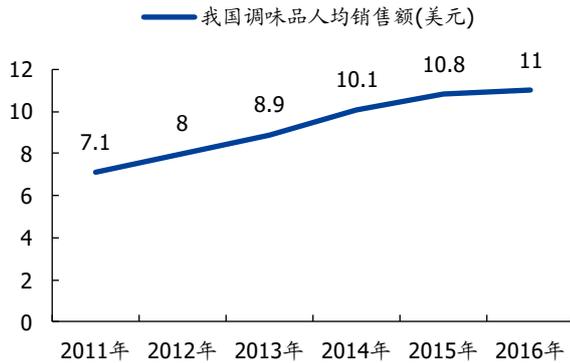
资料来源: Wind、国盛证券研究所

行业现状: 量价增长空间大, 持续受益消费升级

餐饮+家庭双轮驱动, 量价增长空间大

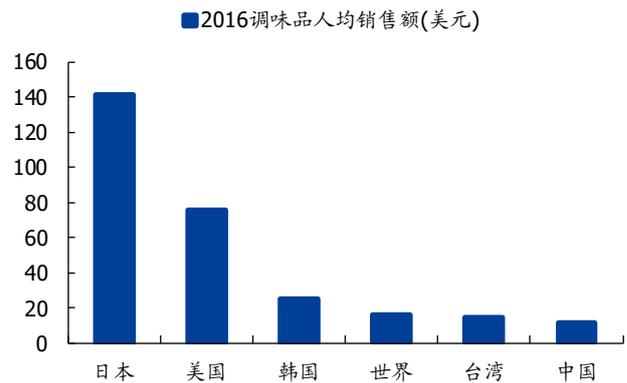
我国调味品人均销售额逐年上升, 但与发达国家相比仍有上升空间。我国调味品人均销售额从2011年的7.1美元上升至2016年的11美元, 但是距离世界平均水平人均15.8美元还有一定差距。调味品行业中长期仍受益于我国人口基数大、经济增长较快带来的红利。

图表 50: 我国调味品人均销售额逐年增长(美元)



资料来源: 欧睿国际、国盛证券研究所

图表 51: 人均消费额与发达国家差距大(美元)



资料来源: 欧睿国际、国盛证券研究所

调味品行业持续受益于我国低线城市的消费升级。调味品的消费量与地区经济发展水平有关,经济发达地区饮食更为多元,调味品年花费、购买调味品次数均高于低线城市。未来伴随低线城市人均收入水平、消费习惯逐步向高线城市靠拢,调味品行业的量价增长仍有较大空间。

图表 52: 中国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数

	一线城市	二线城市	三线城市	四五线城市
城市家庭数目	1700 万	3400 万	5200 万	5900 万
调味品年花费	239 元	174 元	138 元	125 元
调味品年购买次数	16 次	13 次	11 次	11 次

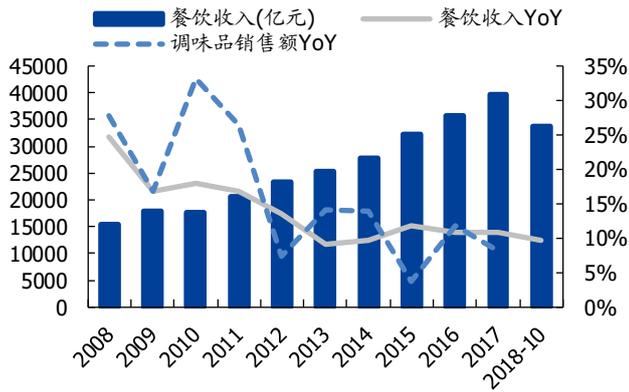
资料来源: 弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

餐饮端发力, 贡献调味品量增

调味品行业直接受益于餐饮收入扩容。2017年我国调味品行业渠道结构: 餐饮端占 45%, 家庭端占 30%, 食品加工占 25%。根据餐饮渠道占调味品行业收入的 45% 测算, 2017 年调味品成本在餐饮收入的比重约为 4% (调味品协会数据, 高端酒楼餐饮调味品成本占比超过 10%, 大众饭店 3%-5%)。餐饮业的调味品使用量约是家庭 2-3 倍, 因此餐饮端的增速直接影响调味品行业的增长趋势。2017 年我国餐饮行业收入规模接近 4 万亿, 2011-2017 年餐饮收入增长的 CAGR 为 11.6%, 预计未来仍能保持 10% 左右的较高增速。

外卖兴起, 餐饮端调味品消费进一步挤占家庭端, 贡献量增。美团点评在招股说明书里这样陈述: 随着生活水平的提高, 中国消费者在餐饮外卖、到店餐饮及食品零售的消费越来越多。根据美团点评研究院发布的《2017 年中国外卖发展研究报告》, 中国在线外卖市场 2017 年市场规模约为 2046 亿元, 较上一年增长 23%, 2018 年预计达到 2414 亿元。在线订餐用户规模预计达到 3 亿人, 同比增长 18%。市场规模和用户的增长率仍高于餐饮收入整体增速。

图表 53: 我国餐饮收入快速增长(亿元)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 54: 外卖市场发展(亿元)

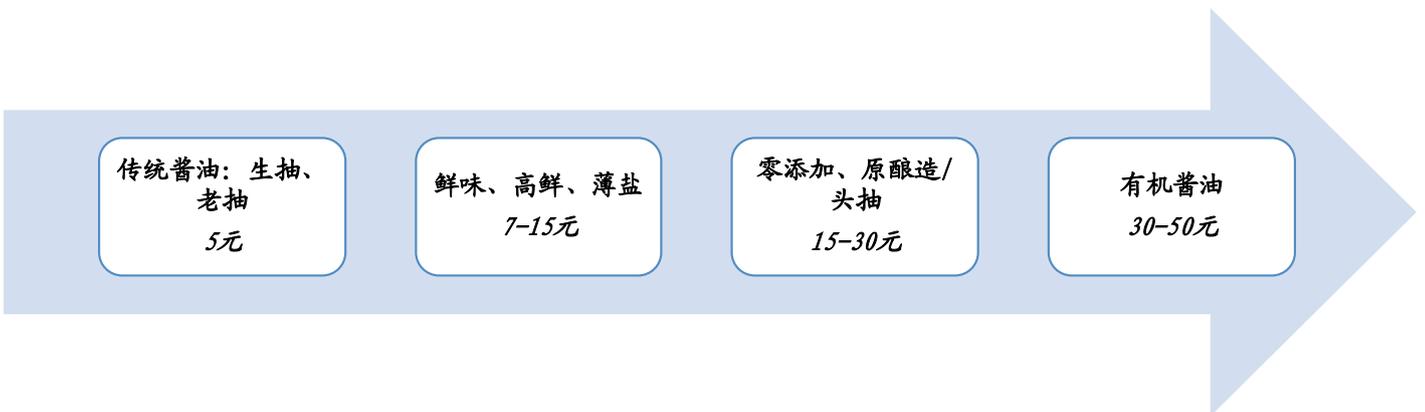


资料来源: 美团点评研究院、国盛证券研究所

家庭端用量少但对品质要求高, 推动结构升级

调味品提价势能大, 结构升级推动价格带提升。随着消费者收入增长, 在选择调味品时, 对于产品的口感和健康安全的关注度不断提升。调味品的发展越来越趋向于口感提升和健康安全高品质的属性, 也伴随价格带的提升。以渗透率达到 99% 的酱油为例, 传统酱油生抽、老抽价格在 5 元左右, 近两年逐步向鲜酱油过渡(海天的味极鲜、厨邦美味鲜), 7-15 元成为酱油消费的主流价格带。高线城市以主打零添加/原酿造/头抽的高品质酱油受到部分消费者欢迎, 价格突破 15 元, 高端有机酱油价格超过 30 元。

图表 55: 酱油的消费升级

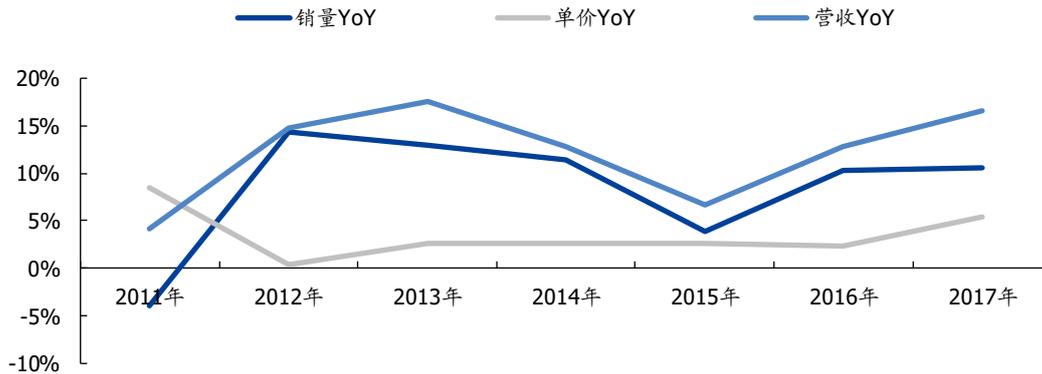


资料来源: 天猫超市、京东、国盛证券研究所

调味品行业消费者价格敏感度低, 直接提价通常由成本推动, 提价幅度取决于竞争格局。调味品行业竞争格局良好, 且头部企业品牌力显著, 对下游议价能力较强。以行业龙头海天味业 2011-2017 年量价增拆分为例, 基本处于量价齐升的态势。2011-2017 年出厂单价增长的 CAGR 为 3.5%, 超过 CPI 的增幅。

调味品行业的直接提价通常是成本推动, 2016-2017 年由于环保监管趋严, 上游原材料、包材成本出现较大幅度上升。行业内主流企业为对冲成本上升纷纷提价, 2016 年年底行业龙头海天味业对收入占 70% 以上的主流产品提价 5% 左右, 中炬高新、千禾味业跟随提价。2016 年 7 月至今, 涪陵榨菜直接提价 3 次, 由于榨菜行业集中度更为集中, 涪陵榨菜没有明显竞争对手, 公司提价幅度较大。

图表 56: 海天味业酱油增长的量价拆分



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 57: 调味品行业本轮受成本推动的提价情况

时间	公司	产品	提价幅度
2016年7月	涪陵榨菜	11个单品	8-12%
2016年12月	海天味业	收入占70%-80%的产品	4-5%
2017年2月	涪陵榨菜	主力9个单品	15-17%
2017年3月	中炬高新	全线产品	6%左右
2017年4月	千禾味业	全线产品	8%左右
2018年10月	涪陵榨菜	7个单品	10%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

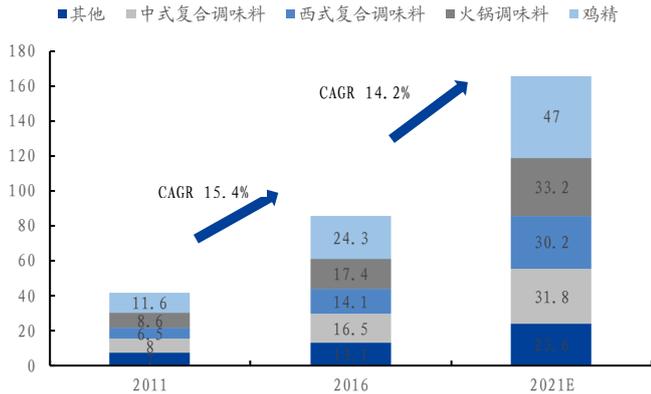
品类拓展: 复合调味品蓬勃向上

复合调味品正在崛起, 增速高于行业整体。据中国调味品协会百强企业统计, 2017年调味食品百强企业销售收入820.30亿元, 同比增长9.5%, 其中复合调味料(不含鸡精和鸡粉)为14.89%, 增速位列细分品类第三位, 超过行业整体。根据弗若斯特沙利文调查数据, 中国复合调味品包括: 鸡精、火锅底料、中式复合调味料、西式复合调味料, 2011-2016年复合调味品市场营收增长的CAGR为15.4%, 预计2017-2021年的CAGR为14.2%。其中, 火锅调味料在细分品类中位列第二, 且保持15%+的增速, 源于火锅文化的持续盛行。

复合调味品的发展抓住了餐饮连锁化、懒人经济两大趋势。一方面, 随着我国餐饮连锁企业的规模化发展, 定制复合调味料成为餐饮连锁标准化的关键, 有利于餐厅减少烹饪时间、实现更理想的成本控制以及为客户提供品质上乘的食物及服务。另一方面, 城市生活节奏快、8090后烹饪能力下降, 这部分人群更倾向于使用复合调味品。

我国复合调味品种类多、格局分散, 整体高增长将会持续。目前我国仍以单一调味品消费为主, 而日本的复合调味品由于种类多、用量大、附加值高, 消费占比超过90%。当前我国复合调味品种类繁多、各自体量小, 竞争格局相对分散, 处于高速增长时期。预计未来3-5年复合调味品整体将会保持高增速, 不断有新的品类出现以满足消费者多样化需求, 呈现百花齐放的状态。

图表 58: 中国复合调味料市场规模(十亿元)



资料来源: 颐海国际招股书、国盛证券研究所

图表 59: 火锅底料及火锅蘸料市场规模(十亿元)



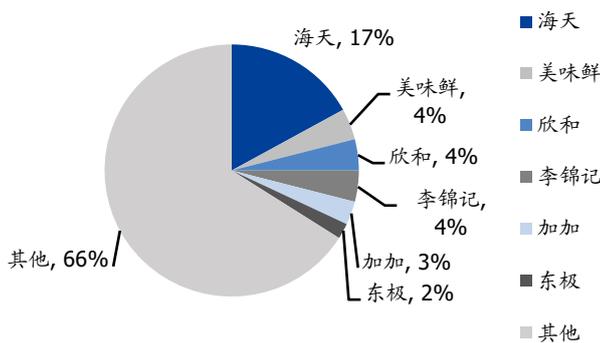
资料来源: 颐海国际招股书、国盛证券研究所

整体竞争格局相对分散, 份额向龙头企业集中

国内调味品市场格局相对分散, 2017年CR3仅14.4%。酱油行业相对集中, 竞争格局呈现一超多强, CR5集中度为32%。海天龙头地位稳固, 市占率约为17%; 第二梯队有美味鲜(中炬高新厨邦)、欣和六月鲜和李锦记; 第三梯队品牌包括加加、东古、千禾等。海天定位大众消费, 在餐饮端市占率高, 具有较强的壁垒。厨邦美味鲜差异化竞争, 主打中高端鲜酱油, 份额仅次于海天。横向比较来看, 日本酱油行业CR3的集中度达到48%, 龙头企业龟甲万市占率约30%。未来我国酱油行业集中度趋于提升, 龙头企业海天有望成为中国的龟甲万。

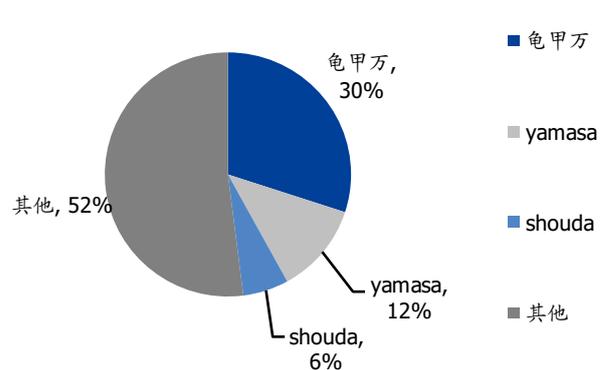
我们认为调味品市场集中度趋于提升的原因如下: 1) 餐饮端注重性价比, 龙头企业具有成本优势并且质量更为稳定; 2) 原料、包材成本上行, 中小企业和区域品牌受到挤压; 3) 调味品口味粘性强, 以及消费者健康安全、品牌意识逐步提升, 龙头品牌具有优势; 4) 环保监管趋严, 中小企业面临压力, 行业去产能。

图表 60: 酱油行业一超多强(2015年)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 61: 日本酱油集中度 CR3 48%



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

板块推荐标的

海天味业:

公司是调味品行业的绝对龙头，产销量及收入规模连续多年稳居行业第一。公司在酱油领域市占率接近 17%，行业一超多强的格局稳定。规模优势使公司对上下游具有话语权，采购成本和生产成本均低于同行业竞争对手，公司一直实行现货现款销售政策，对经销商话语权强。公司在餐饮渠道市占率第一，竞争壁垒稳固，在家庭消费端品牌力强，产品具有提价能力。

未来看点：1) 酱油产品结构升级，中高档产品占比提升，带动毛利率提升；2) 品类拓展，蚝油、调味酱类新产品开拓市场；3) 渠道持续下沉，覆盖空白乡镇市场。

中炬高新:

公司调味品业务美味鲜收入和利润近年来保持高速增长，目前市占率仅次于海天。公司的快速成长得益于抓住了高鲜酱油的发展，与海天形成差异化竞争。美味鲜有望从沿海走向全国，成为下一个全国性品牌。公司持续扩大产能，预计未来酱油产能达到 40 万吨。此外公司 2018 年 11 月完成董事会换届，不确定因素消除，未来将继续聚焦调味品主业，体制改革加速。

未来看点：1) 受益于酱油产品结构升级，高鲜酱油增速快；2) 产能持续扩张，规模效应带来毛利率提升；3) 激励机制完善将加快业绩增速。

涪陵榨菜:

公司是佐餐酱菜类龙头企业，在包装榨菜细分领域市占率近 30%，行业呈现单寡头竞争格局。公司 2016 年以来多次提价，主要受益于行业竞争格局良好、品牌议价能力强，随着环保监管趋严，中小企业产能出清，行业集中度持续提升。公司提价抵消了上游成本波动，改善渠道利润结构，此外公司近年积极进行渠道下沉，挤占竞争对手市场份额，带动业绩稳健增长。

未来看点：1) 产品提价，成本转嫁至终端路径顺畅，抵消包材成本上升的影响，增厚利润；2) 渠道持续下沉，终端覆盖率提升，通过增厚渠道利润提高经销商积极性；3) 品类扩张，以榨菜为主，向泡菜、酱菜等具有高协同性品类发展。

颐海国际:

公司是海底捞集团在中国火锅底料产品的独家供应商，同时也是国内领先的复合调味料生产商，在火锅底料及复合调味料领域市占率第一。一方面，依托海底捞品牌，受益海底捞门店的加速扩张。另一方面公司第三方销售(火锅底料、复合调味料等)增长迅速，2018 年预计同比增长 55-60%。公司在具有品牌优势的基础上，通过渠道精耕、品类拓展，未来成长空间巨大。

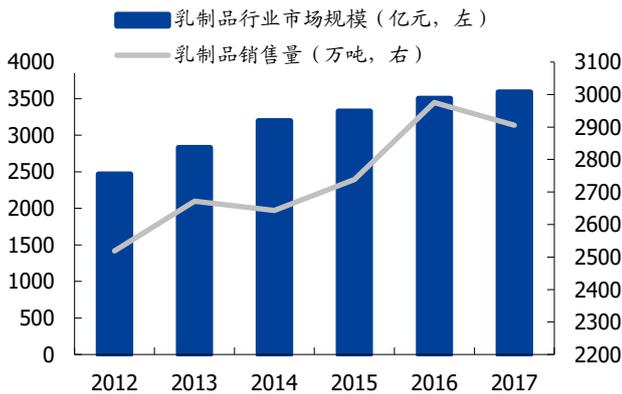
未来看点：1) 海底捞上市后开店速度加快，对底料需求量大；2) 第三方销售渠道扩张，下沉空间大；3) 电商销售额翻倍，小火锅销售预计超过 2 亿。

乳制品：需求稳健增长，优选双寡头

消费升级：量升×价涨，乘法效应凸显行业景气度

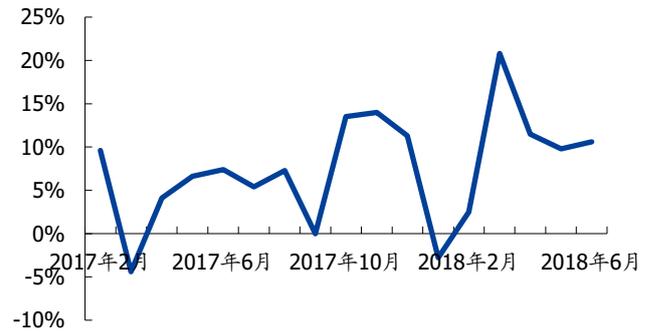
乳制品行业需求复苏，未来有望维持稳定增长趋势。2013 年-2014 年乳制品销售量下降，因供给不足导致奶荒，原奶价格上涨推动乳制品成本上升，进而传导到销售端，维持收入高增长。2014 年-2016 年乳制品销售量快速增长，市场规模却保持低速上行，主要因为在于乳制品企业竞争加剧，奶价下跌。2017 年乳制品销售量为 2905 万吨，同比下降 2.3%，但由于奶产品升级，高端奶市场份额进一步扩张，使得行业市场规模保持稳定增长，达 3590.41 亿元。从月度销售额增速来看，18 年上半年平均增速要高于去年同期，伴随着乳制品均价的提升，行业有望迎来量价齐升的阶段，保持稳定增长。

图表 62: 乳制品行业市场规模预计保持稳定增长



资料来源: 中国奶业年鉴、国家统计局、国盛证券研究所

图表 63: 乳制品行业月度销售额增速 (%)



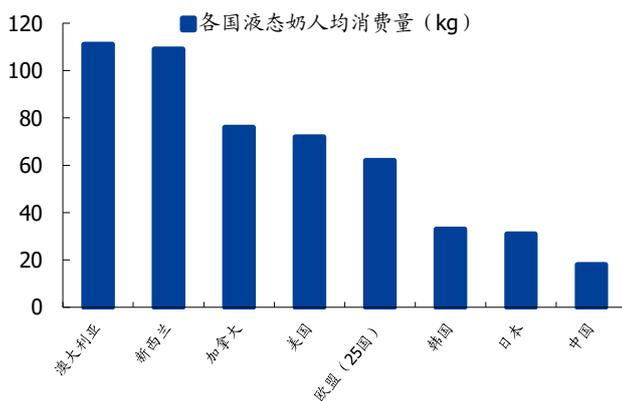
资料来源: AC 尼尔森、国盛证券研究所

量: 饮奶习惯养成、低线城市及农村市场消费增长打开成长空间。对比国外发达国家,我国居民液态奶人均消费量较低,仅为 18kg,主要原因在于我国与其他国家饮食习惯的差异和对营养饮品的认知成熟度。而对比同处亚洲的韩国、日本,我国液态奶人均消费量仅为它们的一半,市场潜力较大。

据中国奶业年鉴,我国低线城市和农村乳制品消费额仅约城镇的 40%。尼尔森零售数据显示,三四线城市及农村市场液态类乳品零售额比上年同期增长 8.8%,明显高于一二线城市同类产品零售额增速。近年来农村居民乳制品人均消费量处于上升阶段,未来随着居民可支配收入的提高,城镇化率的推进及饮奶习惯的养成,乳制品消费仍有很大的提升空间。

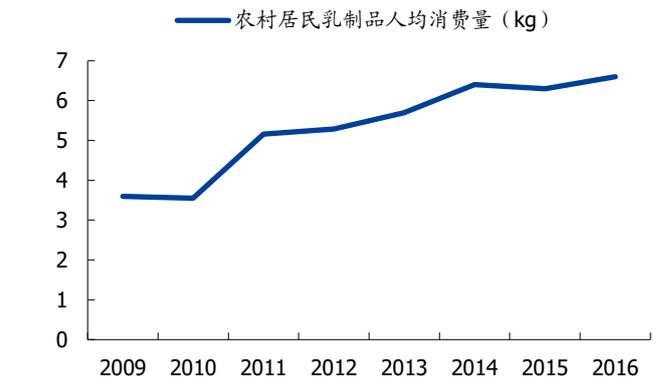
价: 品类升级抬升价格中枢。从市场规模增速来看,酸奶增速要高于常温奶。尼尔森零售数据显示,高端酸奶(产品价格超过品类平均价格 20%)的销售额增速从 2016 年的 40%增长到 2017 年的 45%。品类升级带动乳制品价格中枢的上移,同时国内乳企不断推出高端白奶、植物豆奶等新品。

图表 64: 我国液态奶人均消费量仅为韩国、日本的一半



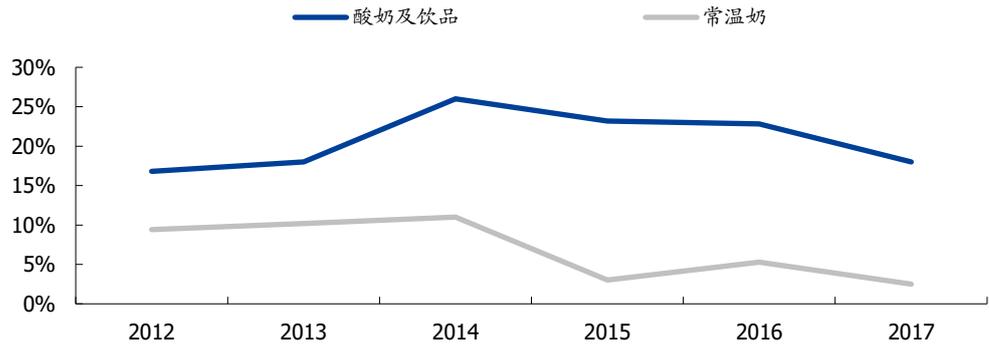
资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 65: 农村居民乳制品人均消费量呈上升趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 66: 酸奶市场规模增速高于常温奶

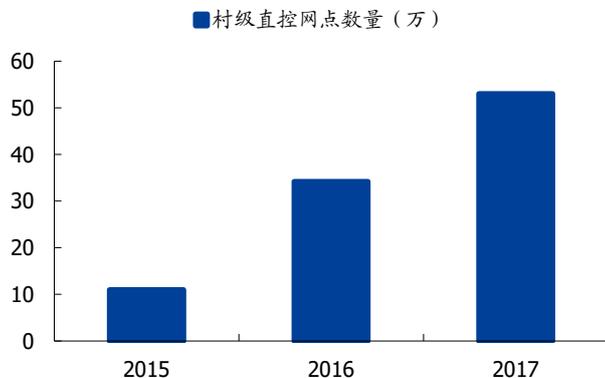


资料来源: AC 尼尔森、国盛证券研究所

渠道下沉: “织网” 战略打通市场毛细血管

“织网” 战略打通市场毛细血管，激发市场潜力。国内乳制品企业采取渠道下沉战略，获得增量空间，其中伊利股份 2017 年村级直控网点数量达 53 万，同比增长 55%，对业绩的贡献显著。我们认为近年来乳制品企业渠道下沉的原因有：（1）一二线城市乳制品消费习惯趋于成熟，渗透率较高，品牌竞争激烈；（2）低线城市和农村市场目前渗透率较低，品类升级空间大。

图表 67: 村级直控网点迅速渗透



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 68: 存货周转次数逐年提升

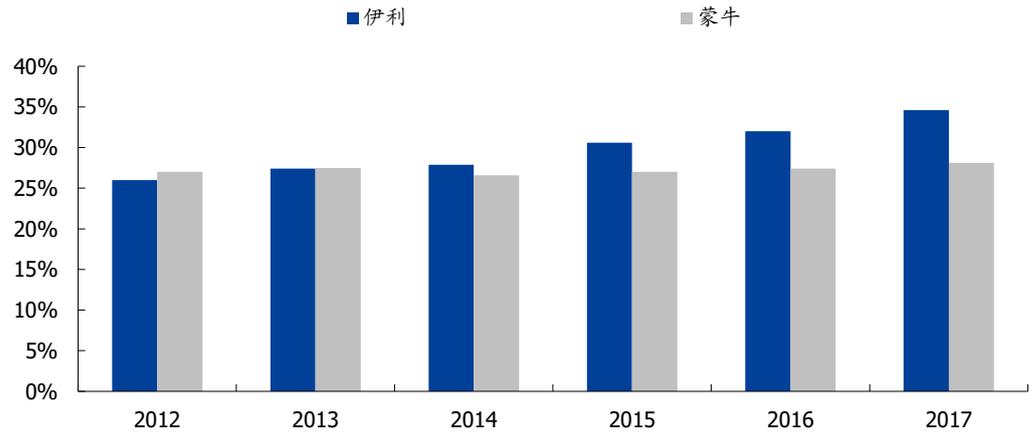


资料来源: Wind、国盛证券研究所

竞争格局已定: 双寡头争夺市场份额，集中度提升

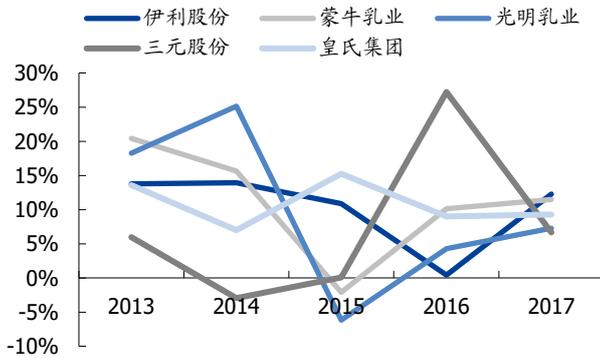
龙头争夺市场份额，推动行业集中度提升。乳制品行业已形成双寡头的竞争格局，伊利和蒙牛 2017 年营业收入均超 600 亿元，远高于其他企业。乳制品企业营收增速分化明显，伊利和蒙牛 17 年增速均超 10%，其他企业均低于 10%（天润乳业营收增速为 42%，考虑到营收体量，不足以和伊利蒙牛相比较）。AC 尼尔森数据显示 2017 年国内常温乳制品 CR2 市占率达 62.7%，我们认为，伊利、蒙牛双龙头渠道网络进一步下沉，中小企业市场份额被侵占，头部效应促使市场集中度提升。

图表 69: 伊利、蒙牛常温乳制品市占率提升



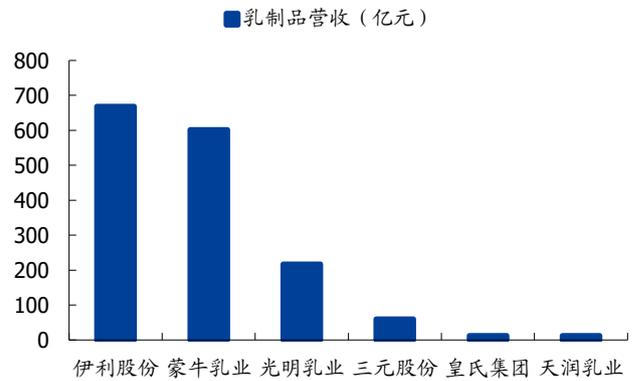
资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

图表 70: 各大乳企营收增速分化明显



资料来源: Wind、国盛证券研究所

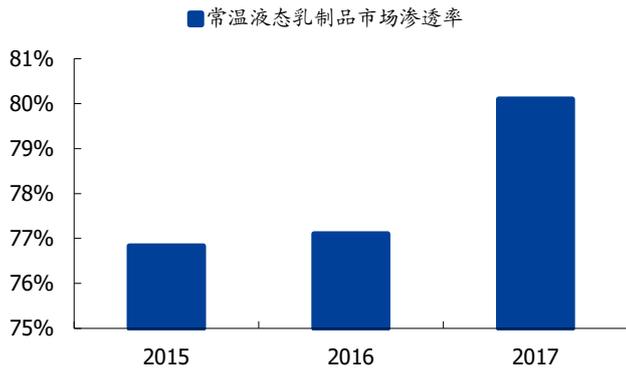
图表 71: 2017年伊利、蒙牛营收远高于其他企业



资料来源: Wind、国盛证券研究所

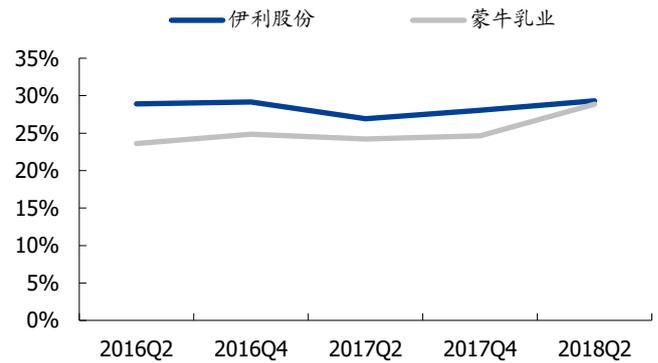
市场竞争加剧，乳制品企业的销售费用率提高。近两年行业竞争加剧，伊利和蒙牛加强对市场份额的争夺，对营销赛事的赞助力度加大导致销售费用率明显提升。2017年常温液态乳制品市场渗透率达80.1%，提升3pcts。我们用毛利率-销售费用率这一指标来衡量企业真实毛利率水平，伊利2018年Q1-Q3真实毛利率平均数为10.07%（2017年为10.87%），蒙牛2018年Q2真实毛利率为8.28%（2017年Q2为9.64%），真实毛利率小幅下降，伊利和蒙牛在市场竞争加剧下收入保持高增长，利润率有所回落。我们认为未来行业份额将向伊利和蒙牛集中，短期内销售费用率不会有明显下降，但不会超过2018Q2的高点。

图表 72: 常温液态乳制品市场渗透率 17 年明显提升



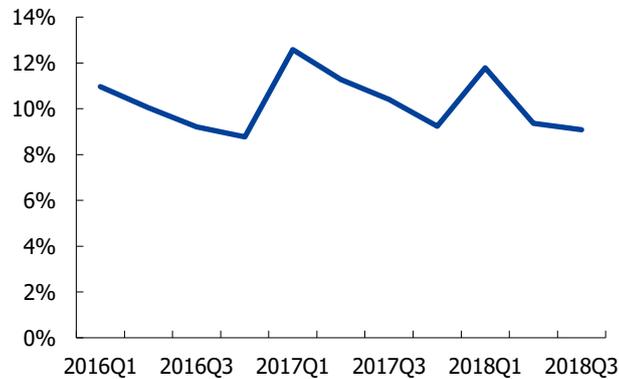
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 73: 伊利、蒙牛销售费用率攀升



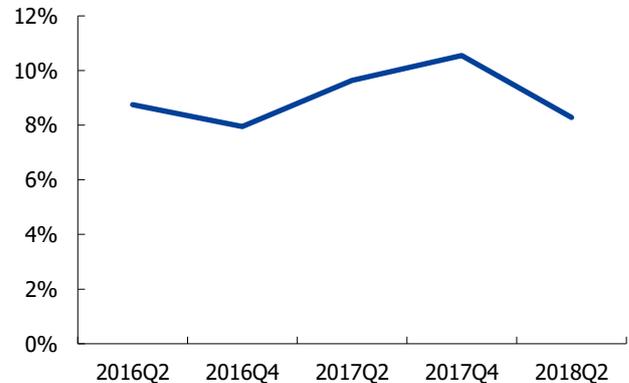
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 74: 伊利股份毛销差



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 75: 蒙牛乳业毛销差



资料来源: Wind、国盛证券研究所

板块推荐标的

伊利股份:

公司作为乳制品行业的龙头企业, 品牌和渠道优势明显, 公司在对农村市场的渠道下沉上走在行业前列, 未来借助品牌和渠道优势有望获得更大的市场份额。今年公司在市场竞争激烈的环境下加大了对销售费用的投放, 新品增速显著, 收入端实现高增长, 市占率明显提升, 短期利润端承压。此外, 公司今年推出植选豆乳切入豆奶行业, 收购 Chomthana 战略布局海外市场, 虽然目前营收在伊利的总收入中体量较小, 但公司未来有望向健康食品的平台企业方向发展。

未来看点: 1) 销售费用率改善, 虽然不会大幅下滑, 但是不会超过 2018Q2 的高点; 2) 渠道下沉, 新产品推广, 市场份额进一步提升; 3) 收购 Chomthana, 布局海外市场。

蒙牛乳业:

公司通过改革内部组织架构, 运营效率显著提升, 收入端增长趋势有望持续。同时赞助 2018 年世界杯, 提升品牌影响力, 有助于公司推广新产品, 实现全产品线覆盖营销。受世界杯营销影响, 公司销售费用率由去年同期 24.2% 同比增长到 28.9%, 增速超过毛利率扩张速度, 下半年未有大型促销活动, 加上公司对包材成本控制, 增厚利润。

未来看点: 1) 销售费用率改善, 控制成本, 缩减促销活动力度; 2) 渠道拓展, 市占率

提升。

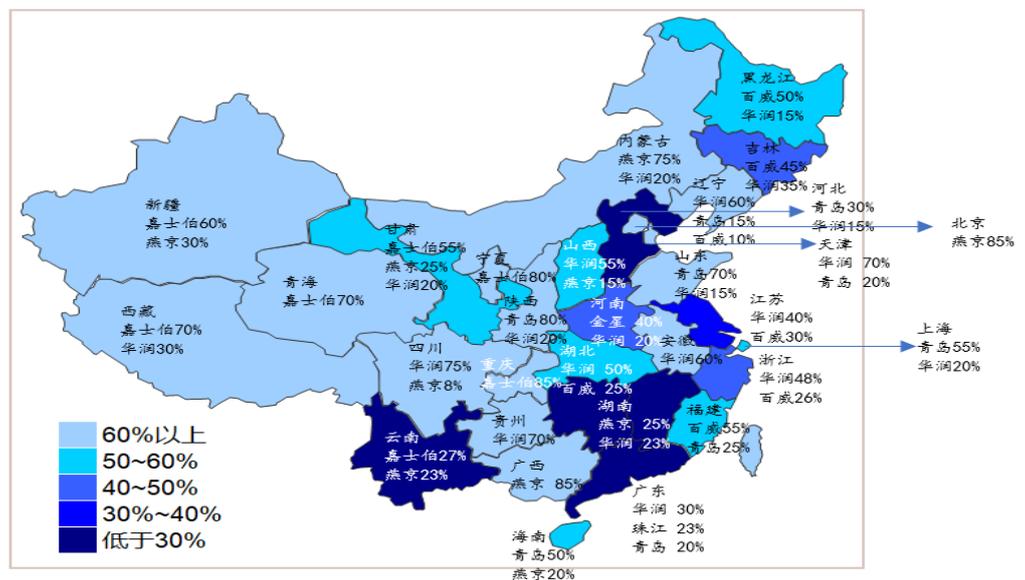
啤酒：行业处于竞合阶段，利润弹性释放

行业特质：龙争虎斗、价低利薄

啤酒作为快消费品的一种，品牌的议价权受到市场占有率的影响。由于啤酒的运输半径受到玻璃瓶包装运输和保鲜度的影响，因此啤酒厂商一般选择当地建厂当地销售，在对外扩张的过程中，收购当地中小啤酒厂的选择往往优于自建工厂。

经过多年低价竞争，目前我国大部分省份的市占率已经得到一定程度的集中，除少部分市场还处于混战状态外，不同省份已经出现优势品牌。四川、山东、辽宁、内蒙、贵州、安徽等省份龙头品牌均已达到60%以上的市占率，河北、河南、江苏、浙江、江西、湖南、广东等少数省份还处于至少三个品牌僵持不下、胜负难分的状态。

图表 76：各省市啤酒行业品牌市占率

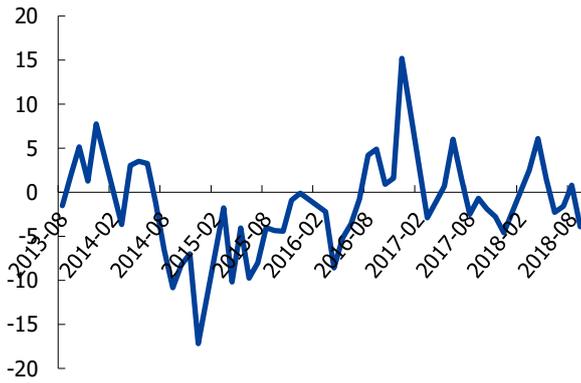


资料来源：bloomberg、国盛证券研究所

边际变化：行业拐点已现，战略思维从“抢份额”转为“保利润”

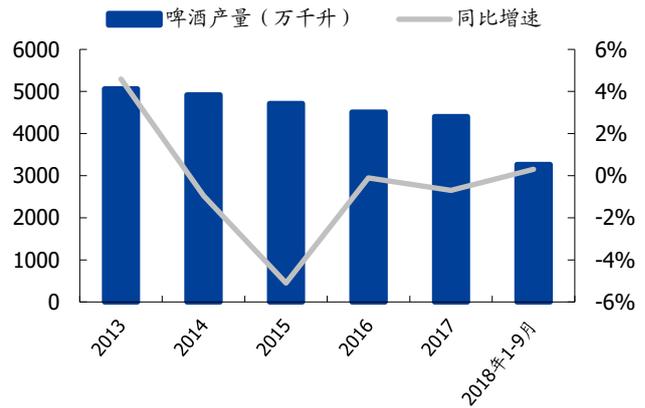
供需平衡点初现，产量企稳。我国啤酒行业产量在2014年7月出现连月下滑，步入了产能下滑周期，产量下滑增速不断扩大的同时伴随着进口啤酒的量价高增长。2016年8月我国啤酒产量在连续两年下滑后实现正增长，此后在个别月份增速有所变化，整体而言啤酒行业产量企稳，供需平衡点初现。2018年1-9月啤酒行业产量为3266.3万千升，同比增长0.30%，而2014/2015/2016/2017年的啤酒产量为4922/4716/4506/4402万千升，同比下滑0.96%/5.10%/0.10%/0.70%。目前啤酒产量保持高基数下的微增长，说明我国啤酒行业趋于成熟。

图表 77: 啤酒产量当月同比增速 (%)



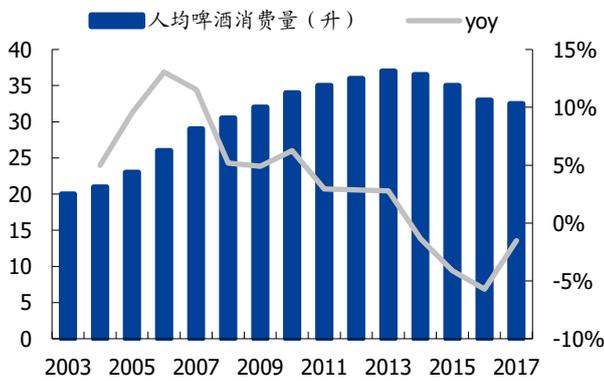
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 78: 2013 年至今啤酒行业产量及增速



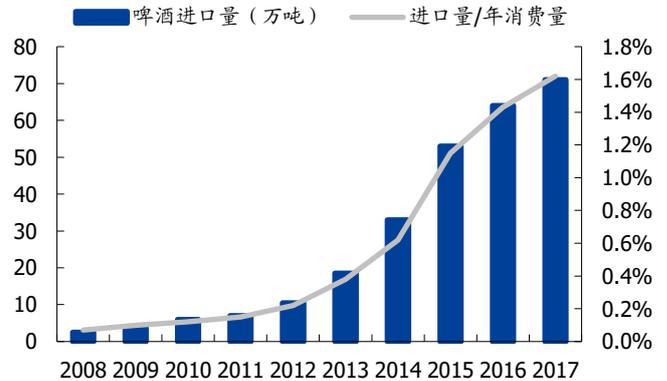
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 79: 近 15 年来我国人均啤酒消费量



资料来源: bloomberg、国盛证券研究所

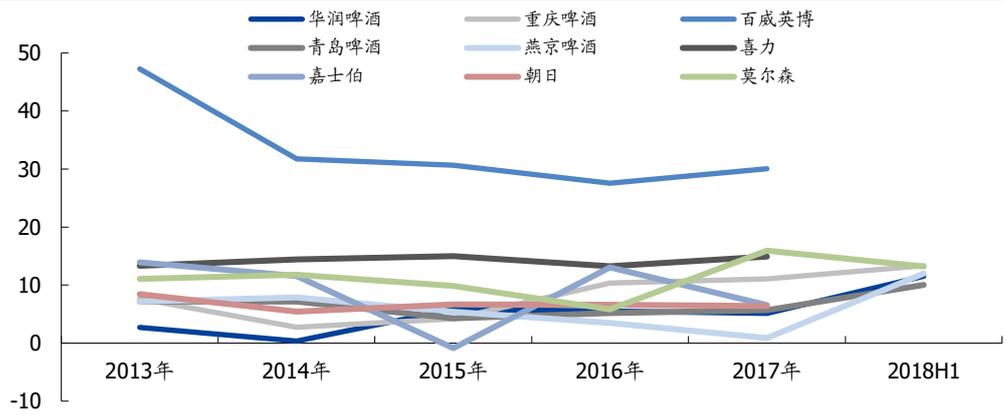
图表 80: 近 10 年来进口啤酒占比快速提升



资料来源: 海关总署、wind、国盛证券研究所

企业从“求份额”向“求利润”方向转变，盈利能力改善。啤酒行业产量的维稳说明厂商已经很难获得更多的量增空间，同期进口啤酒的高增长说明消费者对于啤酒品质的偏好较强。多年的低价抢占市场策略导致我国啤酒行业毛利率和净利率都处于较低的位置，产品同质化下价格提升空间小，吨酒价格远远低于发达国家水平。在消费者需求转变以及原材料上涨的背景下，啤酒厂商的策略发生改变，从原先的“求份额”向“求利润”方向转变，国内啤酒厂商顺势提升产品结构，开发中高价格带产品，产品结构的提升推动了行业利润率的提升，同时产能优化下经营效率更高，销售市场费用的合理投放逐步推高公司业绩。我国啤酒行业上市公司业绩自 2017 年以来有所改善，收入端平稳微增，而利润端保持了较快的增速，行业内产能优化和产品结构升级走在前列的企业业绩弹性更大。

图表 81: 我国前五大啤酒企业与国际同业营业利润率比较 (%)



资料来源: wind、国盛证券研究所

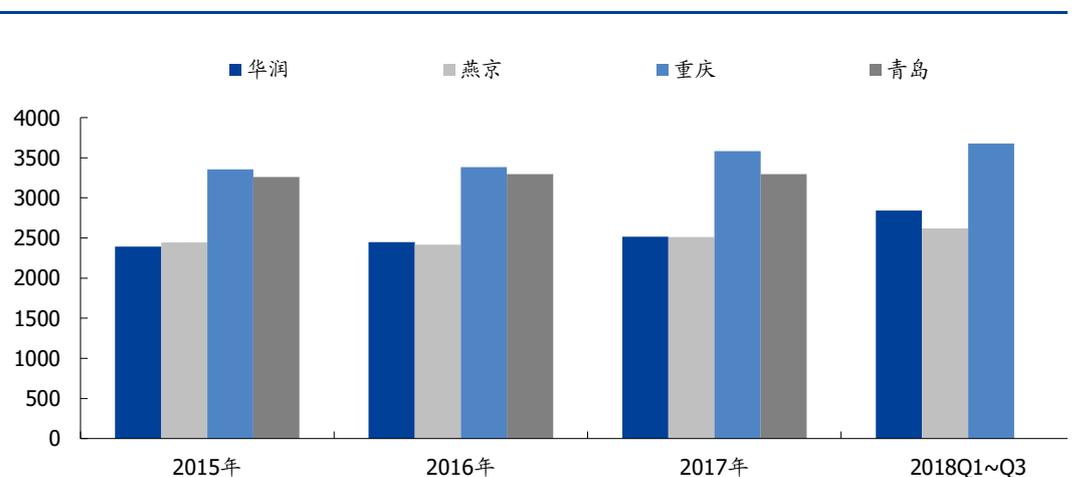
啤酒厂商的优势市场市占率提升，2017 年末开启提价周期。经过多年的低价竞争，各大啤酒厂商在自己的核心优势市场已经具有较高的市占率。存量思维主导下，市场竞争趋于理性，对利润的诉求加上原材料成本上涨，啤酒的提价周期从 2017 年末开始，啤酒厂商选择在优势市场提价，价格涨幅在 5% 左右，吨价较低的燕京、华润价格涨幅居前。

图表 82: 2017 年末开始的提价公告

时间	企业	提价幅度
2017.12	燕京	批发价提高 3 元/箱
2018.1	青啤	部分产品提价 5%
2018.1	华润	批发价提高 5~10 元/箱
2018.2	重啤	高端产品，提价 5%
2018.2	百威	批发价提高 3.9%
2018.2	燕京	“清爽”系列终端提价约 30%
2018.5	青啤	批发价提高 2 元/箱

资料来源: 公司公告、中国啤酒网、国盛证券研究所

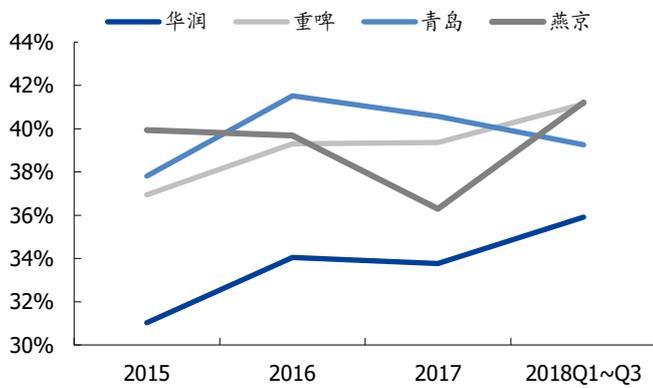
图表 83: 国内主要啤酒厂商近三年吨价 (元/吨)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

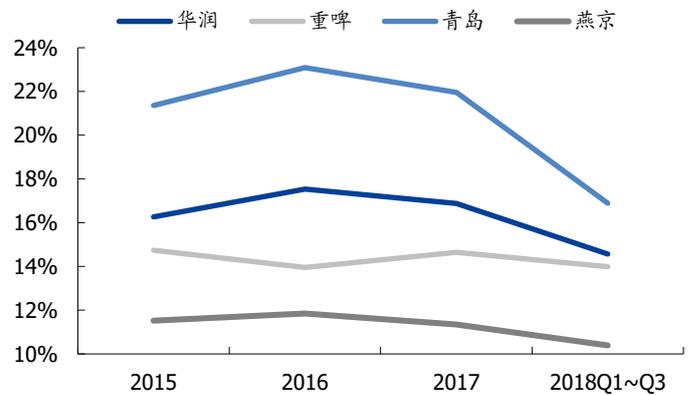
从报表角度可以验证“保利润”的战略思路。从利润端来看，主要啤酒厂商 2018 年前三季度的毛利率相比 2015 年有较大幅度的提升；从费用端来看，过去大水漫灌式的营销费用投放正逐渐趋于理性化，2018 年主要啤酒厂商的销售费用相比 2016 年的高点普遍下降了 2pct-6pct。

图表 84: 主要啤酒厂商毛利率水平



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所
注: 华润以 18H1 的毛利率代替 18 年前三季度数据

图表 85: 主要啤酒厂商销售费用率水平

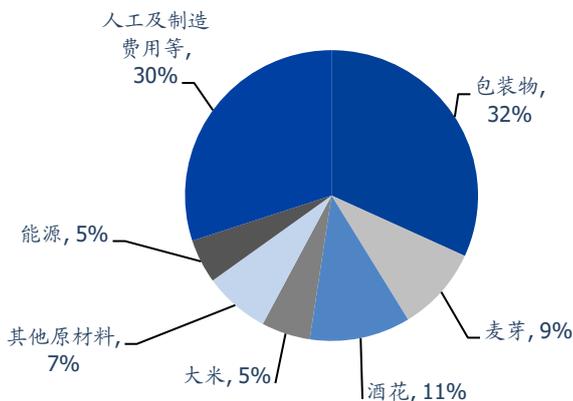


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所
注: 华润以 18H1 的毛利率代替 18 年前三季度数据

后跑马圈地时代，关注产能优化

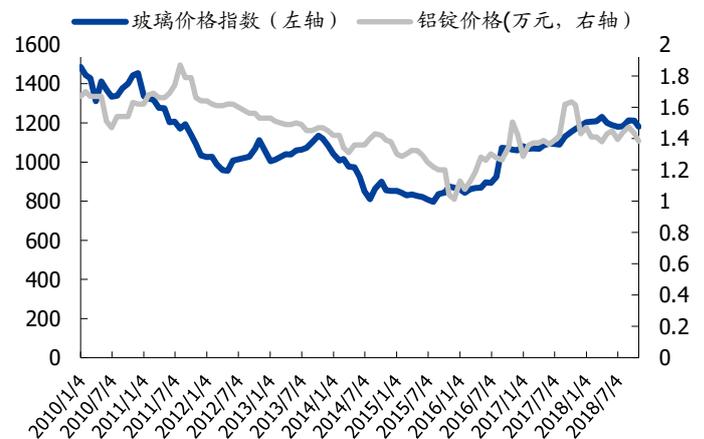
成本上涨推动下中小企业承压退出，行业集中度提高。啤酒成本中 60%来自于包装和大麦等直接材料，自 2016 年初以来玻璃、铝锭、大麦等材料价格持续上涨导致行业面临成本压力，啤酒行业毛利率较低，成本上涨下中小企业的亏损面扩大，中小企业承压退出，行业集中度有所提高。2016 年开始的成本上行周期加快了小厂家退出市场的速度，2017 年全年规模以上啤酒企业数量下降 21 家。

图表 86: 啤酒成本构成



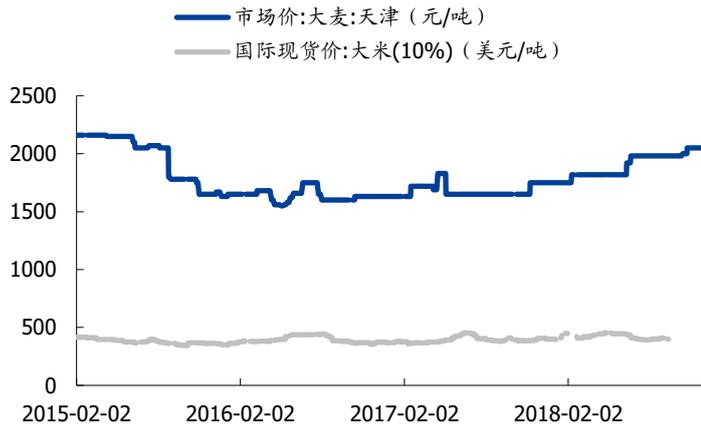
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 87: 啤酒包材价格自 16 年初开始上涨



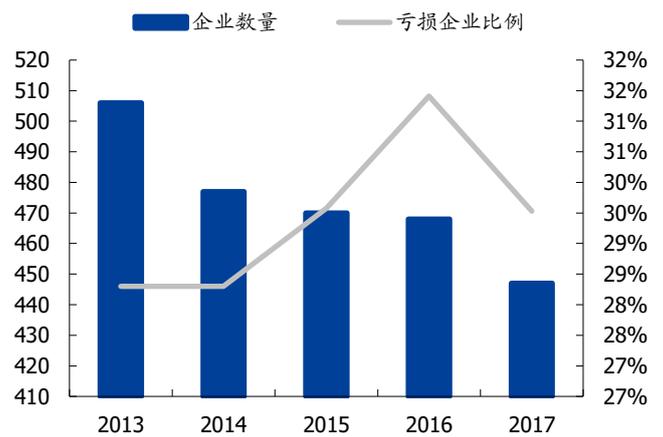
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 88: 酿酒用农产品价格自 16 年初开始上涨



资料来源: wind、国盛证券研究所

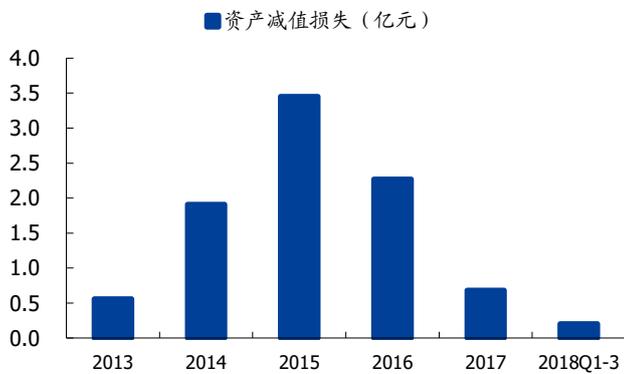
图表 89: 2013-2017 规模以上啤酒企业数量及亏损率



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

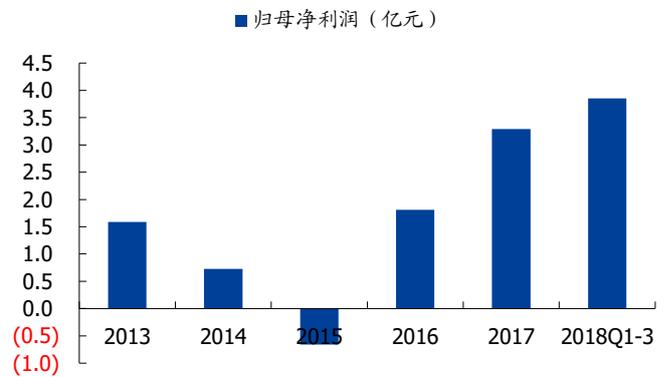
产能优化提高生产经营效率, 推动利润率的提升。重庆啤酒在嘉士伯的指引下率先进行产能的优化, 将小产能和亏损工厂进行关厂提效, 初期关厂造成的资产处置损益较高, 近几年业绩弹性释放, 产能优化有效的提高了生产经营效率, 减少了年折旧额和管理费用, 2016 年重庆啤酒归母净利润扭亏为盈, 2017 年收入端同比下降 0.64%, 归母净利润同比提高 82.03%。未来其他几家国资背景的啤酒厂商也有望在产能优化层面有所突破, 华润、燕京、青岛啤酒在关厂层面也有不同的进度安排。

图表 90: 重庆啤酒的资产减值损失变化 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 91: 重庆啤酒的业绩弹性较高



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 92: 啤酒厂商关厂数量

	2015-2017 关厂数量	2017 年工厂存量
华润	7	91
百威	8	40
嘉士伯	28	15

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

产品结构升级改善空间大，毛利率和吨酒价格有望得到提升

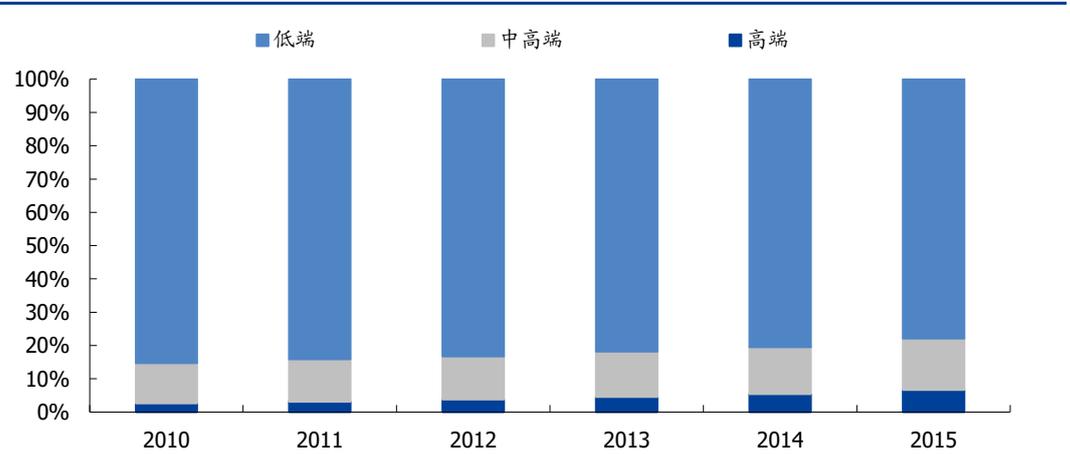
我国啤酒产品结构中，低端啤酒占据了75%以上的销量，中高端产品发展迅速，占比提升快，高端啤酒销量占比从2010年的2.6%提升到2015年的6.7%，消费趋势向中高端产品方向发展。中高端啤酒产品带给了厂商更多的利润空间，而低端主要靠走量销售，在当前人均收入提升推动消费升级的背景下，消费者对啤酒产品更重“质”而不是重“量”，啤酒厂商积极开发新品提升产品结构，带动盈利能力的提升。在餐饮、夜店等即饮场合，啤酒产品结构升级可以带来人均消费价格带的提升，同时可以有效带动厂商吨酒价格和毛利率水平的提高，在市场占有率层面可以有新的进展。

图表 93: 啤酒企业中高端产品价格带

	中档系列 4-8元，以纯生和中档子品牌为主	高档系列 8元以上，主要定位在白啤、黑啤、进口/高端子品牌	高档占比
华润			17年5元以上产品销量占比39%
青啤			17年中高端产品销量占比43%
百威			17年高端产品销量占比55%
燕京			17年鲜啤销量占比30%
重啤			17年8元以上销售额占比16%

资料来源：天猫超市、华润17年业绩会、公司公告、国盛证券研究所

图表 94: 近年来啤酒销量分价位段占比



资料来源：欧睿咨询、国盛证券研究所

板块推荐标的

重庆啤酒:

公司在嘉士伯全球战略的指引下率先进行产能的优化和产品结构的升级，公司高档产品（零售价8元以上）在16/17/18Q1-3分别实现2.0%/8.4%/11.4%的同比增速，拉动18Q3公司的毛利率同比提升3.72pct至43.76%。重庆啤酒连续三年累计关停了、分公

司7家，2017年转让两家子公司的100%和60%股权。

未来看点：1) 产品结构持续升级，高端产品贡献收入和利润增速；2) 随着冗余子、分公司的处置完成，业绩有望得到释放；3) 未来嘉士伯的资产注入有望使公司在西部地区的市场占有率进一步提高，盈利能力得到提升。

华润啤酒：

华润啤酒在低端产品市场上通过雪花啤酒占据了较高的市场份额，公司销售渠道具有全国化布局优势。2018年8月，华润啤酒宣布与喜力达成长期战略合作协议，喜力间接持有华润啤酒20%的股权，同时喜力中国整合进入华润啤酒。未来华润将形成喜力为主品牌、自有的脸谱/SuperX系列为辅的双轮品牌战略，高端化进程有望提速，利润空间有望得到提升。

未来看点：1) 低端啤酒提价后利润改善；2) 与喜力合作推进产品高端化，利用渠道优势进行产品推广。

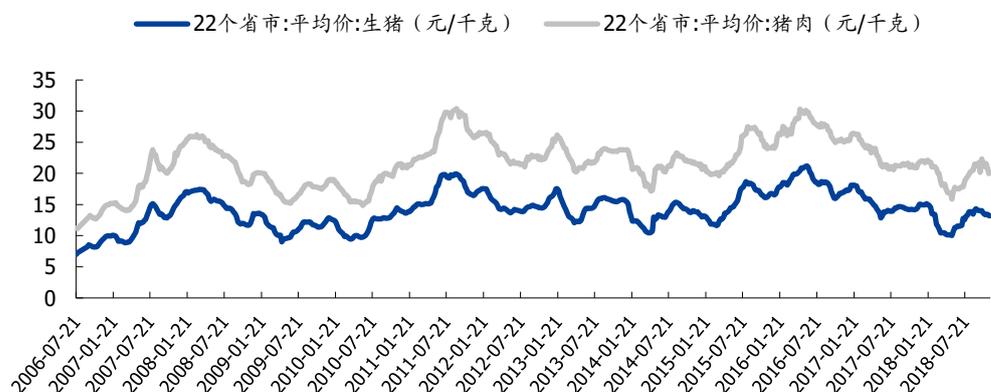
肉制品：猪瘟事件影响猪价，产销全国化布局企业长期受益

上半年猪价处于下行周期中，下半年非洲猪瘟影响猪价走势

猪价走势一般遵循3—4年一轮周期的模式，自2006年起已经经历了三轮周期，最近一轮的猪价高点出现在2016年6月3日，生猪价格为21.20元/千克，猪肉价格为29.87元/千克，此后猪价处于下行周期中。猪价下行期，仔猪供过于求，仔猪价格同步走低，养殖户对猪价走势较为悲观，当仔猪处于亏损状态时行业开始逐步去产能，仔猪亏损状态表现在外购仔猪成本低于自繁自养模式下的养殖成本。2014年2月至2015年7月，自繁自养模式的养殖成本高于外购仔猪成本，仔猪处于亏损状态，行业开始去产能。2015年3月外购仔猪成本和生猪价格才从底部回升，2015年3-7月仔猪也依旧处于亏损期。最近一轮猪下行周期中，外购仔猪养殖成本的价格高点出现在2016年10月28日，直到2018年8月3日自繁自养的仔猪成本才超过外购仔猪的养殖成本，行业步入去产能阶段。

经历过几轮猪周期后，我国生猪养殖规模化程度在不断提高，猪周期时间拉长。行业经历去产能后会迎来猪价的回升，因此正常情况下我们预计2019年下半年猪价会有所回升。非洲猪瘟的禁运影响导致产能延时淘汰，同时补栏意愿也受到影响，未来调运限制趋缓后行业有望面临母猪一次性淘汰的情形，届时行业产能出清。

图表 95：生猪与猪肉价格变动情况



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 96: 外购仔猪与自繁自养模式的成本



资料来源: wind、国盛证券研究所

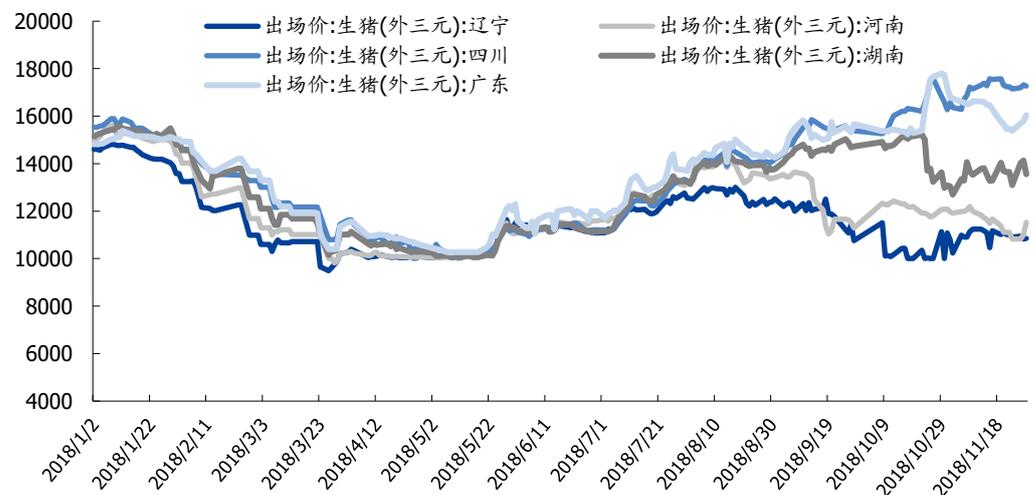
非洲猪瘟事件拉大产销区猪价差，长期来看利于生猪养殖行业规模化

2018年8月3日，非洲猪瘟在辽宁沈阳出现，此后国内十余个省市陆续发现病例，政府出台禁止生猪跨省调运政策，防止疫情大范围扩散，发生猪瘟的县、市、省以及相邻省市，暂停生猪调运，导致北猪南运受限，产销结构性失调，南北高价差。

我国生猪养殖规模化水平较低，同时生猪生产和消费区域不匹配，生猪产地大多在东北、河南、山东等人口粮食大省，消费区域在四川、湖南、广东等南方地区，区域间调动频繁。从生猪价格走势来看，2018年上半年猪价处于下行阶段，非洲猪瘟导致南北高价差，2018年11月28日，我国辽宁生猪出场价为10.85元/吨，河南生猪出场价为11.52元/吨，四川生猪出场价为17.27元/吨，湖南生猪出场价为13.55元/吨，广东生猪出场价为16.04元/吨。

非洲猪瘟蔓延情况下，北方主产地的补栏意愿较弱，南方销区难以扩产。同时禁止泔水喂猪导致成本上升下散户产能出清，猪价近期有所回升，长期来看生猪养殖行业的规模化程度有望得到进一步的提升，规模养殖场经营效率高、防疫能力强、抗风险能力强，未来猪周期有望拉长，价格更加稳定。

图表 97: 生猪产销区价差拉大 (元/吨)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 98: 淘汰母猪屠宰量(头)



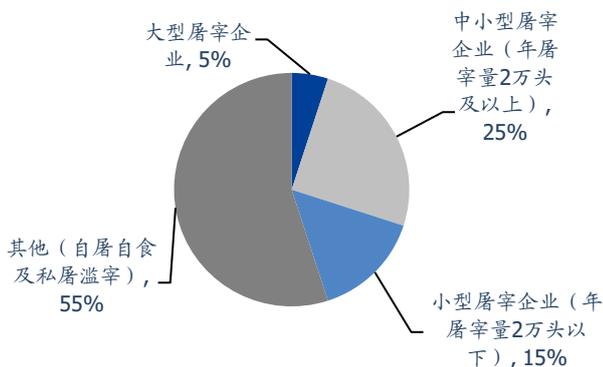
资料来源: wind、国盛证券研究所

屠宰场在产区的话语权增强，屠宰行业规模化有望提升

我国屠宰行业相对分散，主要原因在于消费习惯和生产成本。消费者购买生鲜猪肉以农贸市场的热鲜肉为主，而民间屠宰不需要大量的固定资产投资，成本优势明显，因此屠宰行业的市场集中度较低。从屠宰企业构成来看，大型屠宰企业的占比较低，小型屠宰企业和自屠自食的占比较高。前三大屠宰企业（双汇、雨润、新希望），市场占有率不足10%，行业集中度提升空间大。随着冷链运输的完善、现代流通渠道的普及，冷鲜肉的消费习惯有望提升，屠宰行业的集中度也有望得到提高。

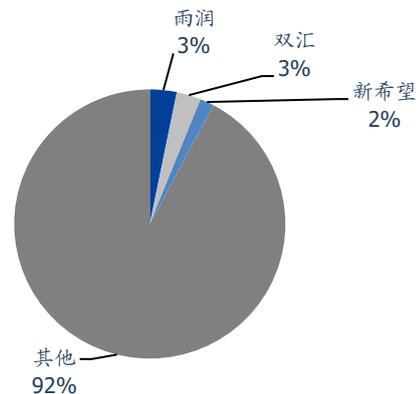
非洲猪瘟疫情导致区域间调运受限，同时调运限制可能是未来加强防治的长期手段，短期内不会放开。因此猪肉制品的外运（白条等）增加了屠宰的环节，主产区的屠宰场话语权增强，产区的屠宰产能利用率会有进一步的提高，屠宰行业的规模化也有望进一步得到提高。

图表 99: 大型屠宰企业占比较低



资料来源: 农业部、国盛证券研究所

图表 100: 我国屠宰行业集中度较低



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

全国化布局且生产销售渠道强大的企业有望受益

非洲猪瘟导致生猪外运受到限制，猪肉制品外运前需要经过屠宰环节，因此主产区的屠宰效能有望得到提高。我们认为，在主产区具有强大的屠宰厂且冷链物流运输、销售网络全国化布局的企业有望受益。

目前我国的肉制品企业中，双汇发展的全国化布局和整合优势明显。双汇发展目前的主要资产经营区域包括河南、湖北、内蒙古、上海、山东、四川、江苏、河南、广东、黑龙江、江西、辽宁、浙江、广西、安徽、云南、陕西等 17 个省、自治区和直辖市，这些资产涉及的经营区域为我国屠宰及肉类加工行业的重要地域，生猪资源丰富，肉类消费潜力巨大。公司通过在贴近消费市场的区域设置网点，双汇物流网络遍及全国各地，拥有河南省县级以上城市日配物流网络，北京、上海、广东、湖北、山东、江苏、浙江、四川、河北、辽宁、黑龙江、江西地级以上城市日配物流网络，已经形成了长途运输与区域仓储、配送交织分布的大物流网络格局。

图表 101: 双汇生产基地分布



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 102: 双汇销售网络布局



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

板块推荐标的

双汇发展:

公司产能和销售区域全国化布局，在非洲猪瘟事件出现后，产能可以在不同工厂之间调换分配，同时加强与规模养殖场的合作，提高采购占比避免疫区，屠宰场的规模化率有望得到提高，中小产能退出利好公司市占率的提升。长期来看，公司肉制品业务增长逻辑不变，冷鲜肉消费潜力大。同时公司大力发展中式肉制品，在屠宰量受到非洲猪瘟影响而上量受限的情况下，肉制品业务值得期待。

未来看点: 1) 屠宰产能利用率和市场集中度提高，长期来看利好屠宰效率的提升; 2) 公司高温肉制品进一步进行渠道下沉抢占市场份额，低温肉制品发展空间大; 3) 大力发展中式肉制品，推进熟食店建设。

食品综合：行业处于成长期，市场整合空间大

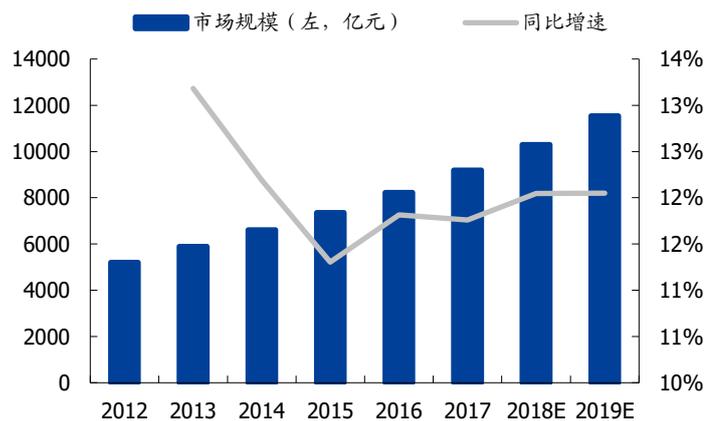
休闲食品：扩容趋势不改，线上线下全渠道成为趋势

长期行业扩容趋势不改，中长期仍享消费升级红利

休闲食品发展迅速，市场空间巨大。随着经济增长以及休闲食品主要消费群体的不断崛起和人们消费方式日益多元化，休闲食品俨然已经成为人们日常食品消费中的新宠，休闲零食行业具有巨大的市场前景。2012-2017年，休闲食品市场规模从5204亿元增长至9191亿元，年均复合增长率达到12%。我们认为未来随着中国国内市场消费升级大趋势，人民生活品质不断提高，饮食结构更加多元化发展。另外随着健康轻消费观念的普及，坚果、果蔬零食等健康零食也更加受到青睐，未来休闲食品的市场成长空间仍旧潜力巨大。

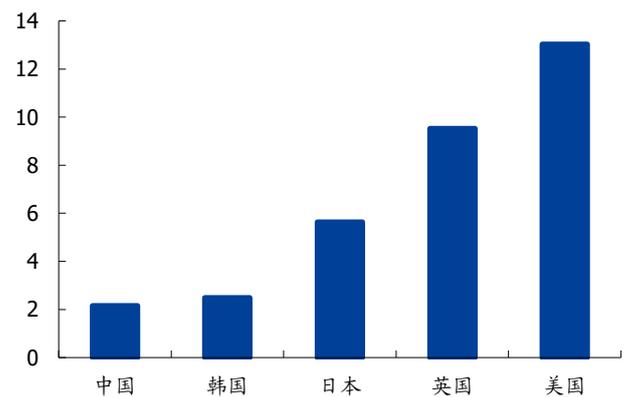
与欧美发达国家相比，我国人均休闲食品消费量仍旧偏低。根据欧睿数据显示，2015年我国休闲食品人均消费量仅为2.15KG，韩国、日本分别为2.49KG与5.63KG，而英国、美国达到9.53KG与13.03KG。我们认为未来随着中国国内市场消费升级大趋势，人民生活品质不断提高，健康轻消费观念持续深化，休闲食品人均消费量将有进一步提升。并且我国人口基数大，而休闲食品的渗透率目前仍较低，未来成长潜力巨大。

图表 103: 2012-2019 年中国休闲食品市场规模统计及预测



资料来源：中商产业研究院、国盛证券研究所

图表 104: 世界主要国家休闲食品人均消费量 (kg)



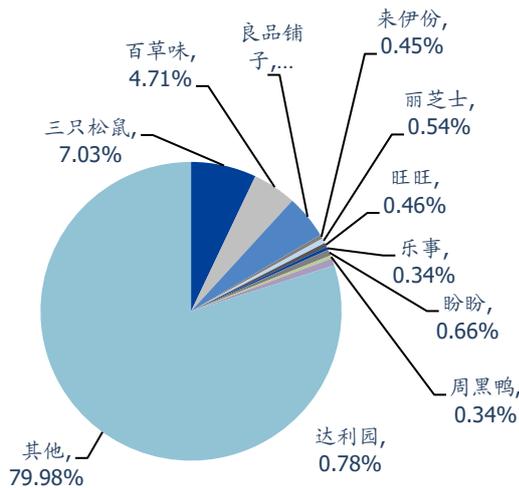
资料来源：欧睿咨询、国盛证券研究所

行业集中度分散，龙头企业仍有成长空间

中国的休闲食品的市场集中度比较分散，整体CR10约30%，而英美CR10则超60%，与之相比国内休闲食品仍有很大提升空间。在一些特色休闲食品，市场集中度处在较低水平，未来随着休闲食品龙头不断往这些集中度低的子行业渗透，市占率有望逐步提升。

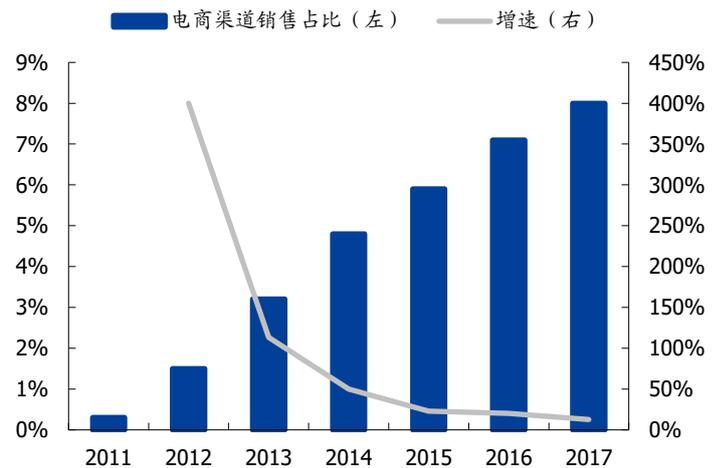
线上休闲食品发展迅速，集中度稳步提升。天猫官方的数据显示，三只松鼠、良品铺子和百草味三大品牌分别位列天猫“双十一”食品类目榜单的第一、第三和第四位。根据三只松鼠发布的数据，2018年双十一期间，三只松鼠全渠道销售额达到6.82亿元，同比增长30.51%，其天猫渠道销售额甚至达到食品行业第二至第九名销售额之和。良品铺子当日销售也超过4亿元。从2011-2017年休闲零食线上渠道销售占比可以看出，过去几年线上的销售份额逐年提升，发展迅速，但总体增速呈现逐年下降趋势，2017年不到13%。

图表 105: 2017 年休闲食品线上品牌份额



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 106: 2011-2017 休闲零食电商渠道销售额占比



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

线下休闲食品集中度分散, 未来期待龙头占比有所提升。零食由于制作工艺简单、进入门槛低等因素导致行业高度分散, 线下品牌集中度不足 10%。数据显示, 各个细分品类线下品牌 CR5 均不足 10%, 线下龙头洽洽食品市占率不到 5%。而未来随着国家对食品安全监管要求愈加严格, 品牌壁垒将会逐步提高, 以及随着大品牌规模化、技术化程度的提升, 带来的成本优势愈加明显, 我们认为龙头企业的占比在未来将会有大幅的提升。

图表 107: 线下休闲食品各子行业重点品牌占有率

果脯蜜饯	重点品牌	溜溜果园	怡达	御食园	佳宝	华味亨	CR5
	市占率	0.60%	0.43%	0.38%	0.36%	0.30%	2.08%
坚果炒货	重点品牌	洽洽	金鸡	正林	真心	徽记	CR5
	市占率	3.23%	0.87%	0.79%	0.60%	0.40%	5.88%
肉干肉脯	重点品牌	有友	五洲	棒棒娃	母亲	品品	CR5
	市占率	2.63%	1.42%	1.35%	1.26%	1.29%	7.87%
豆制品	重点品牌	奇爽	盐津铺子	口口香	华鹏	吴府记	CR5
	市占率	0.84%	0.28%	0.14%	0.12%	0.10%	1.48%

资料来源: 中国报告网、国盛证券研究所

线上线下全渠道模式是大势所趋

休闲零食竞争日益激烈, 目前龙头企业发展路径不一但均朝向线上线下全渠道模式发展。当前线上销售龙头企业均发力布局线下门店: 三只松鼠未来一年将进入线下高速扩张期, 预计将从现有的 40 余家实体门店增至 150 家, 2019 年销售目标超过 100 亿元; 良品铺子截止到 2017 年底已经开设有 2063 家线下门店, 根据其招股书披露, 上市成功后, 良品铺子三年内将投入 2.4 亿元开设 376 家新店; 百草味较早完成线下布局, 根据其官方数据, 目前百草味产品已经快速深入到全国 16 个省, 累计覆盖 26 万家小店。可以预期未来休闲零食的销售模式是线上线下互补融合、相互加持, 线上购物便捷性与线下实体体验性的联动发展, 全渠道模式将成为大势所趋。

图表 108: 休闲零食线上线下全渠道布局

销售模式	洽洽食品	百草味	来伊份	盐津铺子	良品铺子	三只松鼠
电商自营平台	✓	✓	✓	✓	✓	✓
自营线上商城	✓	✓	✓		✓	
门店		✓	✓	✓	✓	✓
O2O 业务	✓	✓			✓	✓
移动 APP		✓			✓	✓

资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

板块推荐标的

洽洽食品:

洽洽食品是坚果炒货行业的领军企业, 综合实力强, 规模优势明显, 远超同行业其他企业, 瓜子品类稳居行业第一。公司主业定位清晰, 聚焦瓜子+坚果双主业, 在 2018 洽洽全球战略合作伙伴峰会上, 公司表示未来 5 年洽洽瓜子系列会做到 60 亿规模, 而坚果则会达到 40 亿, 总体将跨入百亿规模。此外, 目前洽洽大部分渠道集中于线下, 未来随着线上线下全渠道布局趋势, 洽洽线上业务有望进一步为公司盈利做出贡献。

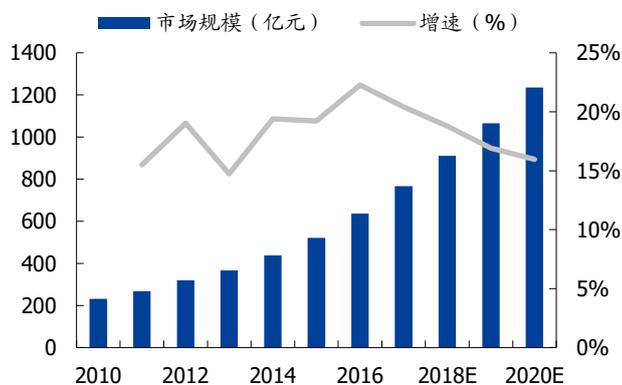
未来看点: 1) 休闲零食仍享消费升级红利, 扩容趋势不改; 2) 瓜子+坚果双主业, 产品定位清晰, 成长空间巨大; 3) 行业集中度未来有望提升, 公司享规模与成本优势。

卤制品: 供应链优势驱动门店与业绩扩张

行业处于景气上升周期, 增速在休闲食品中居前

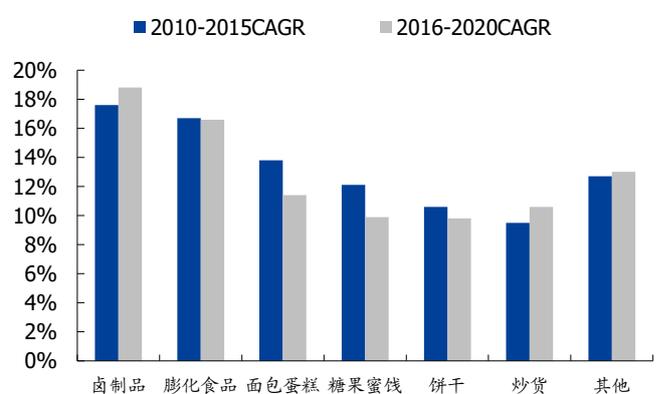
休闲卤制品作为休闲食品的重要分支, 具有新鲜、香辣、易携带的特点。我国休闲食品以糖果、面点、坚果、豆干为主, 卤制品是休闲食品中少有的肉制品, 在休闲食品中增速靠前。2017 年卤制品行业市场规模为 767 亿元, 同比增长 20.4%, 2012-2017 年复合增速为 19.2%, 预计 2020 年市场规模将达到 1235 亿元, 2015-2020 年复合增速为 18.8%。

图表 109: 休闲卤制品市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

图表 110: 休闲食品子品类增速对比

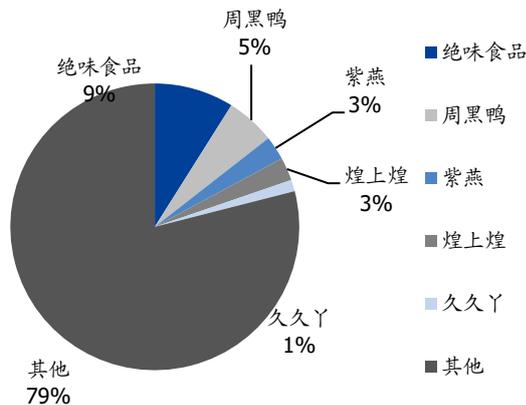


资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

双寡头初具雏形，品牌连锁持续高速扩张

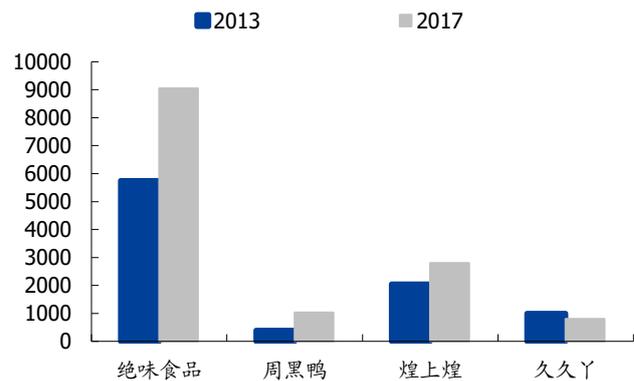
扩张速度分化，强者恒强。从零售口径来看，卤制品 CR5 仅占 21% 的市场份额，其中绝味食品占 8.9%，周黑鸭占 5.5%，紫燕 2.7%，煌上煌 2.6%，久久丫 1.3%，一二梯队品牌已经拉开了差距。绝味食品和周黑鸭在 18H1 门店数量分别为 9459 家和 1196 家，二者 2013-2017 年的门店数量年化复合增速分别达到 12.0% 和 27.5%，而二梯队品牌煌上煌和久久丫门店复合增速为 8.2%（估算）和 -5.4%（估算），一二梯队品牌的扩张速度明显呈分化趋势。

图表 111: 卤制品行业市场份额



资料来源: Frost&Sullivan、国盛证券研究所

图表 112: 连锁卤味门店数量

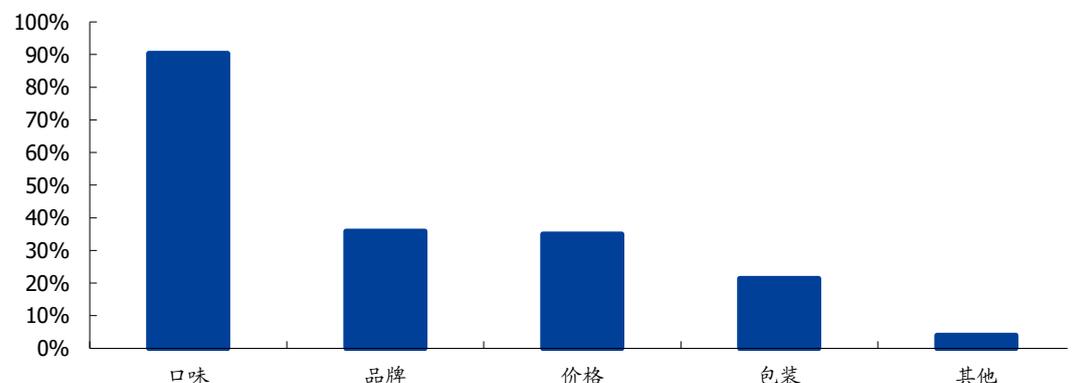


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

卤制品连锁经营的核心优势在于完善的供应链体系。卤制品的经营模式分为直营和加盟，直营模式投入成本高，对终端的掌控力强，扩张速度慢；加盟模式投入资金少，对空白市场的覆盖效率高，管理难度大。目前周黑鸭基本都是直营，绝味食品、煌上煌、久久丫以加盟为主，直营为辅，加盟模式下的扩张核心优势在于供应链管理能力和供应链管理能力，卤制品鲜货的保质期一般在一周之内，同时需要全程冷链配送。周黑鸭产品以 MAP 盒装售卖，绝味食品以散装称重形式售卖，保质期为两天，绝味在全国设有 24 个加工厂，每个市场都有独立的供应链体系，能实现“当天下单、当天配送、当天售卖”。

卤制品作为一种即食性的休闲零食，消费者对价格的敏感程度并不高，更注重味道、品牌和食品安全。在消费升级趋势下，消费者更倾向于大品牌，并且在门店渠道下沉的趋势下，未来小摊点和小地方连锁的生存空间会受到进一步挤压。我们认为，卤制品线下门店数量增长空间仍大，看好龙头连锁门店高速扩张驱动的业绩增长。

图表 113: 卤制品消费者关注点



资料来源: 指数网、国盛证券研究所

板块推荐标的

绝味食品：

绝味食品经营模式以加盟为主，直营为辅，产品以卤制鸭副产品为主，素食为辅，包装以散装为主，少量 MAP 包装。公司具有完善的供应链体系，可以实现“当天下单、当天配送、当天售卖”。公司成熟门店经营情况良好，在现有供应链体系下可以支撑每年 800-1200 家的新开门店。连锁加盟模式加快渠道下沉和空白市场的门店覆盖，公司的规模效应不断提升，盈利能力有望持续提高。

未来看点：1) 已开门店进入成熟期，产品提价、门店和品类升级等提升单店收入；2) 渠道下沉力度加大，预计每年可新增 800-1200 家门店；3) 成本管控能力强，能够平稳原材料价格上涨带来的毛利率波动。

烘焙食品：中央工厂模式更具规模扩张优势

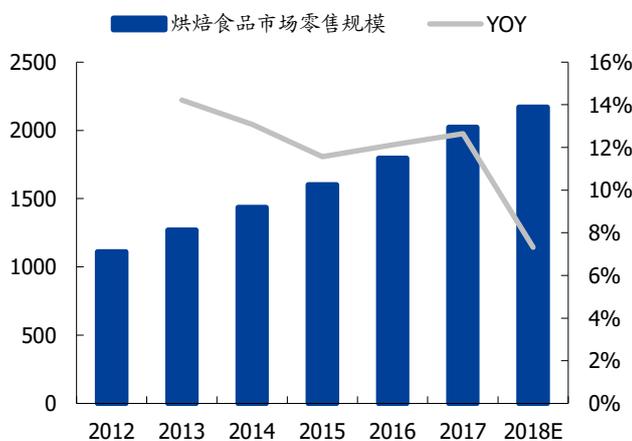
烘焙食品是以面粉和酵母为基本原料，添加盐、糖、油脂、乳品、鸡蛋、水和添加剂等，通过和面、成型、发面、高温焙烤过程而熟化的一大类食品，又称烘烤食品。焙烤食品范围广泛，品种多样，形态不一，风味各异，主要包括面包、糕点、饼干等三大类产品。其中，我国传统特色的烘焙食品有月饼、点心、馅饼等。

我国饮食结构存在提升空间，面包烘焙行业发展空间大

随着人们生活水平的不断提高，生活节奏加快下对烘焙食品代餐的需求提升。2017 年我国烘焙食品市场零售规模超过 2000 亿元，2012-2017 年复合增长率 12.72%，从人均消费量来看，2017 年我国人均烘焙食品消费量仅 6.9 公斤，远低于西方发达国家的人均消费量，也低于 18.7 公斤/人的世界平均水平。与我国饮食习惯相近的日本（18.6 公斤/人）、中国香港（12.4 公斤/人）和新加坡（10.1 公斤/人）相比，我国的人均消费量仍具有近三倍的增长空间，烘焙食品行业还有巨大的发展潜力。

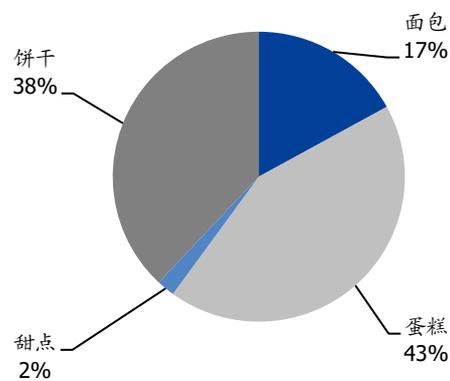
从市场集中度来看，2017 年达利、好丽友、桃李、徐福记和盼盼市场份额分别为 5.1%、2.2%、1.9%、1.1%和 1%。与邻国日本相比较，日本烘焙领域市场份额排名第一的山崎面包销售额占比为 36%，第二、第三的日清食品和日清制粉的销售占比分别为 18%和 13%，我国烘焙食品行业集中度还有很大的提升空间。

图表 114: 2012-2018 年烘焙食品零售规模分析及预测 (亿元)



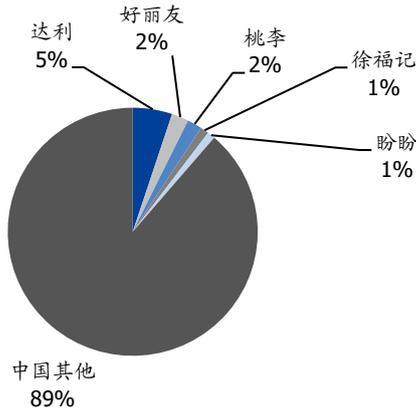
资料来源：三胜咨询、国盛证券研究所

图表 115: 烘焙食品品类销售额占比情况



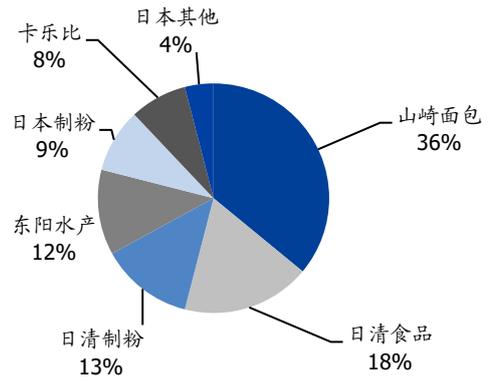
资料来源：前瞻产业研究院、国盛证券研究所

图表 116: 2017年中国前5大烘焙企业市场份额占比



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

图表 117: 2017年日本前5大烘焙企业市场份额占比



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

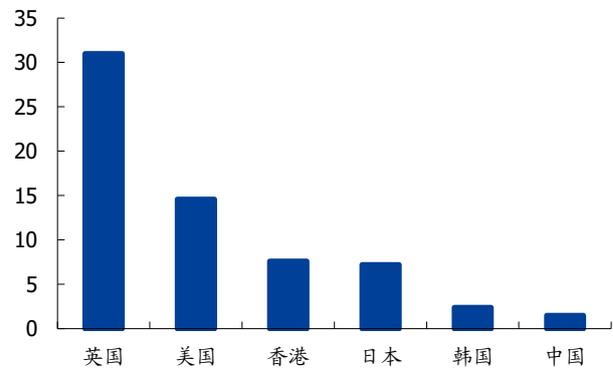
我国烘焙食品中, 蛋糕(43%)和饼干(38%)占比较高, 其次为面包(17%)。虽然烘焙食品行业增速在放缓, 但是面包仍然属于增速较快的品类, 2011-2017年复合增速11.51%。在烘焙食品中, 我国面包的人均消费具备较大的提升空间。对比国际的面包人均消费水平, 我国人均每年仅消费1.5千克面包, 与美国(14.6千克/人)以及英国(31千克/人)的面包消费量相去甚远。与我国饮食习惯相近的日本以及香港地区, 人均面包消费量都超过了7千克, 大约是我国人均消费量的5倍。

图表 118: 2007-2017年中国烘焙产品人均消耗量(公斤/人)



资料来源: 前瞻产业研究院、国盛证券研究所

图表 119: 2017年国际人均面包消耗量对比(千克)



资料来源: 中商产业研究院、国盛证券研究所

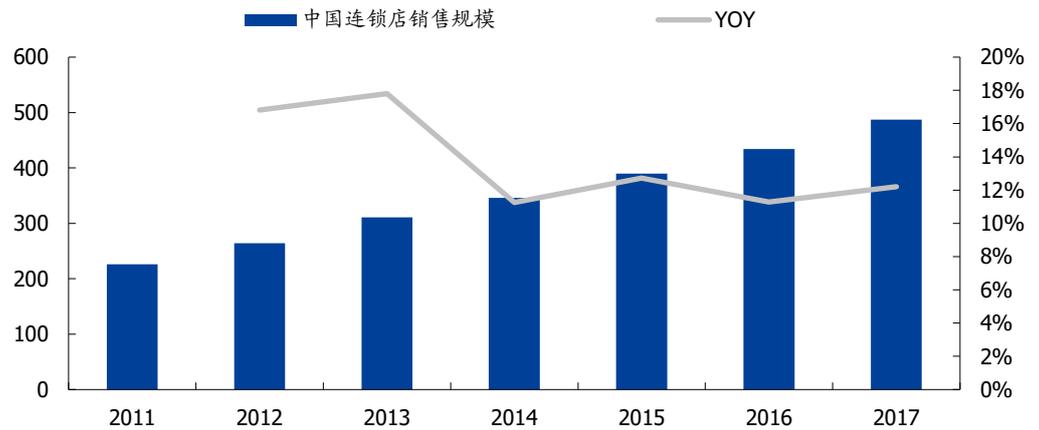
中央工厂模式更具扩张规模优势, 便于全国化

消费升级推动烘焙行业中短保产品需求提升。在消费升级的驱动下, 烘焙行业中短保面包这一品类增速较快。与长保和中保所不同的是, 短保面包主要用于早餐和代餐, 口感新鲜、营养健康, 购买和食用简便。

中央工厂模式更具规模扩张优势。短保面包对于材料口感、制作工艺、配送技术等有很高的要求, 目前烘焙行业主要有三种经营模式, “工业化中央工厂+批发模式”、“中央工厂+自建品牌连锁门店模式”和“传统面包作坊”。

“中央工厂+连锁店”的经营模式注重消费场景的体验, 通过产品和服务差异化来获取溢价, 财务表现为高毛利、高费用和低净利。“中央工厂+批发”模式下成本控制较好, 主要通过成本领先优势和规模效率抢占市场份额, 需要培养成熟稳定的经销商队伍和建立与商超的客户关系, 财务表现为低毛利、低费用和高净利。

图表 120: 2012-2017 年中国连锁店销售规模 (亿元) 与增速



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 121: 烘焙面包行业经营模式

商业模式	经营模式	优点	缺点	代表企业
中央工厂+批发	城市设加工厂, 批发给经销商, 再销售给终端	生产自动化程度高, 规模效应显著	建立稳定的销售渠道有一定难度	桃李面包、宾堡、曼可顿
中央工厂+连锁店	城区周边设立工厂, 只做成品或半成品在市区设立烘焙连锁店现场加工、销售	定位都市时尚消费群体, 毛利率较高	门店租赁成本与营业管理费用高	克里斯汀、85度C
传统面包作坊	前店后厂, 传统作坊式经验	价格便宜、经济实惠	无法形成规模化经营	/

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

我们认为, 中央工厂模式更具规模扩张优势, 连锁面包房能够满足消费者的多样化消费需求, 但店面租金、装潢费用和人工费用相对较高, 品牌效应是维持长期溢价的关键。而中央工厂+批发模式随着销售半径的铺开和渠道的下沉, 规模效应更加凸显, 长期来看品牌和产品优势更加突出。

板块推荐标的

桃李面包:

公司通过“中央工厂+批发”的经营模式生产和销售烘焙及节日食品, 渠道多年深耕和精细化管理, 产品和渠道优势显著。公司目前成熟市场在渠道深耕下保持稳健增长趋势, 新市场逐渐放量, 公司未来将大力拓展华东和西南市场来实现全国化扩张, 维持业绩的增长。2018年11月公司公开发行人可转换公司债券投资江苏、四川、青岛和浙江的生产基地建设, 扩大销售半径、提升销售网点覆盖率, 提高市场占有率。

未来看点: 1) 烘焙行业高景气度, 成长空间大, 公司业绩有望稳健增长; 2) 公司经营模式具有可复制性, 成熟市场渠道深耕稳步增长; 3) 产能供给逐步到位有利于打开新市场。

保健品：行业扩容高增长，品牌渠道为核心竞争力

保健品行业需求高增长，成长空间广阔

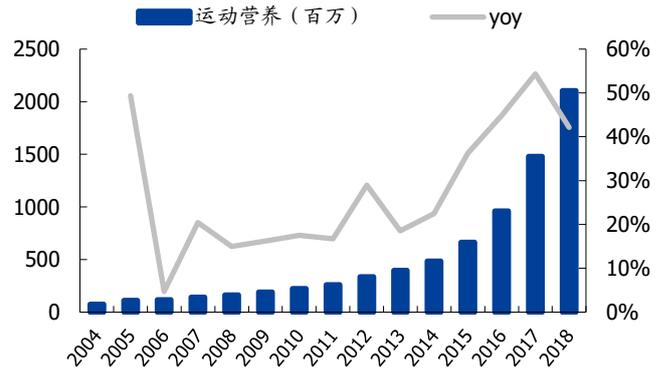
人口老龄化与健康意识的驱动下，保健品行业需求高增长。随着人均收入的增长和人口老龄化程度的加剧，医保压力增大，消费者观念从治疗向预防方向转变，健康意识提升下对于保健品的需求增长。2017年我国维生素与膳食补充剂的市场规模为1357.27亿元，同比增速为10%；运动营养市场规模为14.81亿元，同比增速为54%；体重管理与健康的市场规模为109.93亿元，同比增速为7%。

图表 122: 维生素与膳食补充剂的市场规模及增速



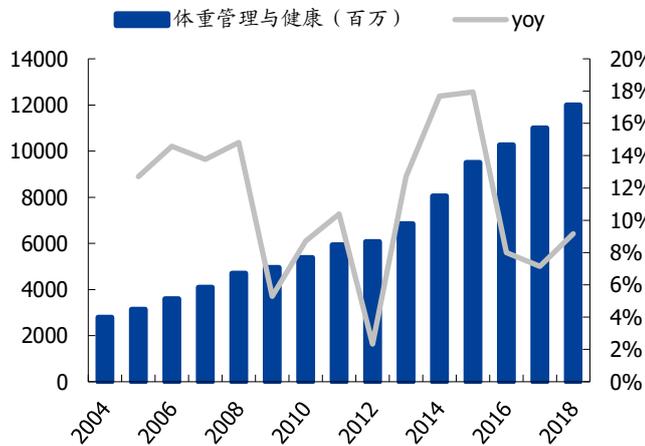
资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

图表 123: 运动营养的市场规模及增速



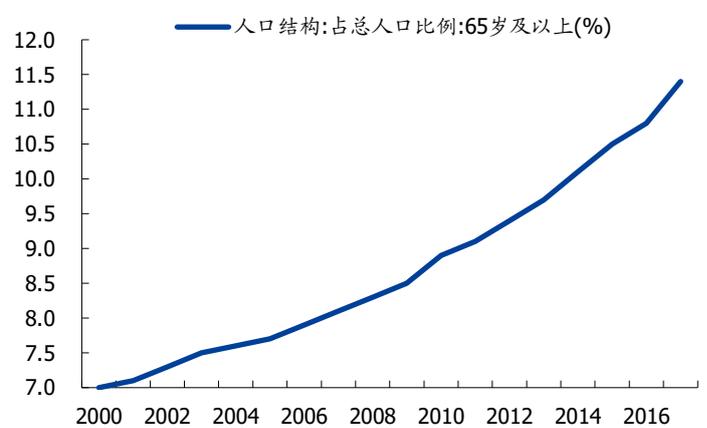
资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

图表 124: 体重管理与健康的市场规模及增速



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

图表 125: 人口老龄化程度加剧



资料来源: wind、国盛证券研究所

消费者对保健品的认知度逐步提升，低渗透率下成长空间广阔。

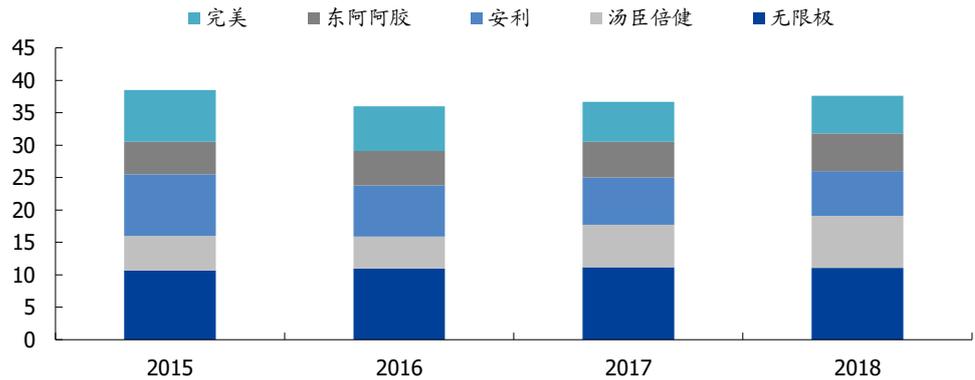
我国保健品行业经过多年发展，行业标准愈加规范，已经从早期的粗放式增长，依赖广告推广和功效，发展到如今的监管措施规范，重视产品品质和品牌。

从消费习惯和渗透率上来看，我国对保健品的消费习惯尚不成熟。美国的保健品渗透率达到50%，并且有60%的保健品消费者属于粘性用户，而中国的保健品渗透率仅为20%，粘性客户占比仅为10%。低渗透率和消费粘性下市场成长空间广阔，随着本土品牌和海外保健品品牌进入后对消费者教育的增强，行业整体处于扩容趋势。

品类多样化，市场集中度较低。

保健品主要分为四大类别：维生素与膳食补充剂、植物传统保健品、运动营养品以及体重管理产品。我国保健品市场以维生素和膳食补充剂为主，植物传统保健品的占比高于美国、欧洲及日本国家，主要原因在于传统的中医文化药食同源等理念深入人心。从品类上来看，虽然对比海外我国的膳食营养添加剂的成熟度和渗透率有待提高，但是维生素和膳食补充剂在保健品中的消费习惯较为成熟，增速处于较快的位置，近几年CR5在逐年提升，2017年CR5为36.7%，其中无限极的市占率为11.2%，汤臣倍健的市占率为6.5%，相比2016年有了明显的提升，安利的市占率为7.3%，完美的市占率为6.2%，东阿阿胶的市占率为5.5%。运动营养品和体重管理产品目前在我国保健品中的占比较小，发展较快，属于起步阶段，市场空间广阔，且市场集中度更加分散。

图表 126: 维生素和膳食补充剂市场占有率 (%)



资料来源: Euromonitor、国盛证券研究所

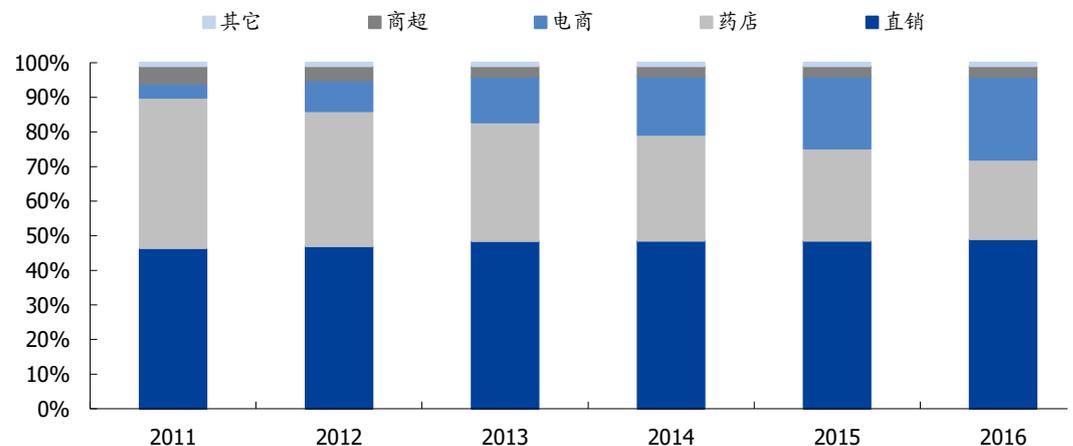
药店壁垒高，电商渠道增长迅速

我国保健品的销售渠道主要有直销、药店、电商和商超。我国保健品的发展以直销为主，占比达到近一半，直销模式效率高、推广成本低并且直面消费者，以无限极、天狮和完美在内的企业通过直销模式占据了较大的市场份额。但是近几年直销渠道增速缓慢，随着消费者需求的多元化和认知度的提高，直销渠道的占比有所下滑。

药店渠道具有高壁垒，网点覆盖广、专业化程度高，但是保健品进入药店需要“蓝帽子”资质。目前药店渠道的格局比较稳定，但是药店行业增速放缓，药店渠道的增速处于稳定的水平。

电商渠道是目前增速较快的渠道，占比提升较快，电商渠道的产品品类丰富，更迎合年轻消费人群的消费习惯。

图表 127: 我国保健品渠道占比



资料来源: Euromonitor、罗兰贝格、国盛证券研究所

跨境电商政策松绑，海外保健品品牌有望进入国内市场

海外保健品品牌由于缺少蓝帽子资质，注册审批时间长，因此进入途径大多为跨境电商方式。2016年4月8日，我国对跨境电商零售进口商品实施新税制，并实行清单管理。经国务院批准，当年5月我国出台了跨境电商监管过渡期政策，新政策延缓一年执行。此后，过渡期分别延长至2017年底和2018年底。为做好跨境电商监管过渡期后政策衔接，六部门于2018年11月30日联合发布通知，进一步完善我国跨境电商零售进口监管工作，并于2019年1月1日起执行。这是我国第三次延长跨境电商零售进口监管过渡期政策。

按照党中央、国务院决策部署，我国将自2009年1月1日起，调整跨境电商零售进口税收政策，提高享受税收优惠政策的商品限额上限，扩大清单范围。1) 提高税收优惠商品范围。对清单内商品实行限额内零关税、进口环节增值税和消费税按法定应纳税额70%征收，新增群众需求量大的63个税目商品。2) 提高优惠限额。将单次交易限值由目前的2000元提高至5000元，将年度交易限值由目前的每人每年2万元提高至2.6万元。3) 对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案要求，而按个人自用进境物品监管。4) 适用城市范围扩大。政策适用范围从之前的杭州等15个城市，扩大到北京、沈阳、南京、武汉、西安、厦门等22个新设跨境电商综合试验区的城市。我们认为，海外保健品品牌进入国内市场，有助于提高消费者对保健品的认知成熟度，保健品行业将整体扩容。目前我国对体重管理、运动营养等层面的保健品认知度尚不成熟，市场整体扩容后国内和海外品牌均会受益，而长期来看，国内产品的品牌力提升后，多年渠道深耕的优势有助于获得更多的市场份额。

板块推荐标的

汤臣倍健:

公司管理层和销售团队能力较强，药店合作方和渠道利润分配稳定，药店渠道壁垒强，大单品战略清晰且取得了良好的成效。除汤臣倍健主品牌之外，公司目前拥有“健力多”和“健视加”两个大单品，前者关注骨骼关节健康，后者关注护眼市场，大单品具有清晰的目标人群定位和广阔的市场空间，公司通过资源聚焦打开市场，以产品品质培育复购率和销量，近两年增速迅速。除已有大单品外，公司重新梳理产品线培育具有大单品潜质的产品。

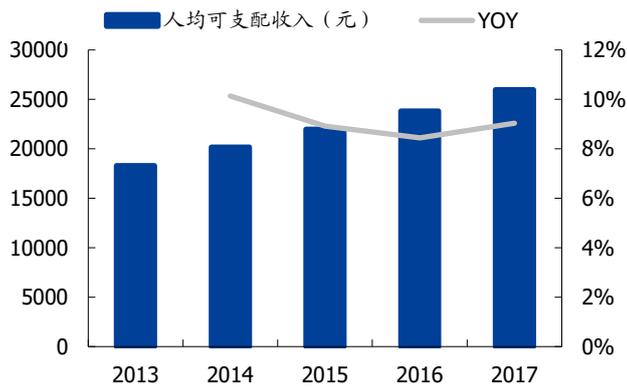
未来看点：1) 公司药店渠道经过多年开发形成了稳定的合作关系，汤臣倍健主品牌有望维持稳定增速；2) 健力多和健视佳大单品定位清晰，市场广阔，通过线上广告投入和线下渠道铺货提升产品销量和复购率；3) 收购life-space切入益生菌市场，利用强大的线下渠道来进行推广。

速冻食品：火锅料受益火锅餐饮需求强劲，上下游整合空间大

速冻食品消费需求在于家庭消费和餐饮火锅消费

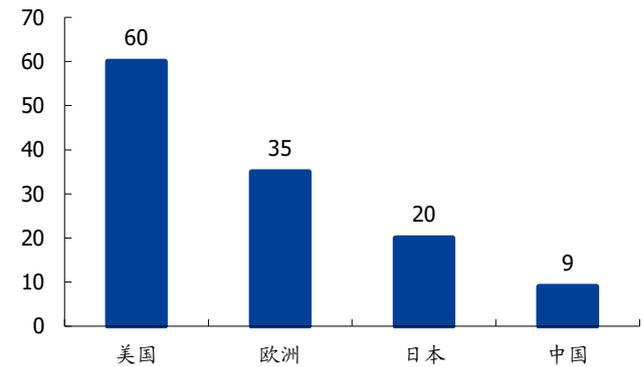
随着经济增长下居民收入水平的不断提高，消费者对外出餐饮和家中自食的简便性需求提升，速冻食品消费量呈现上升趋势。对比发达国家地区，我国人均速冻食品消费量偏低，行业规模仍存在扩大空间。从产品和销售渠道来看，三全、思念和湾仔码头主打速冻米面制品，安井、惠发和海欣主推速冻火锅料制品。行业内主要企业均主打经销商销售渠道，辅以商超渠道，消费需求主要来自于家庭消费和餐饮消费。

图表 128: 我国居民人均可支配收入不断增长



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 129: 全球速冻食品人均消费量 (千克)



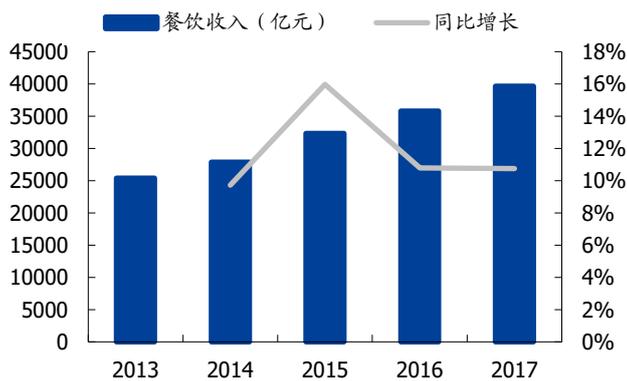
资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

火锅行业的高增长推动对速冻火锅制品的需求提升

近年来我国餐饮行业收入快速增长, 2013 年到 2017 年复合增速为 12%, 2017 年餐饮空间近 4 万亿。由于火锅餐饮效率高且制作容易, 我国火锅行业市场规模近年来不断扩张, 在 2013 年至 2017 年之间, 由 2813 亿增长至 4362 亿元, 每年保持 10%-12% 的增长, 年复合增长率为 11.59%。目前火锅消费占餐饮总收入的比重稳定在 11% 左右, 在餐饮行业中属于占比较高的品类, 预计火锅行业规模会随着餐饮收入增长而不断增大。

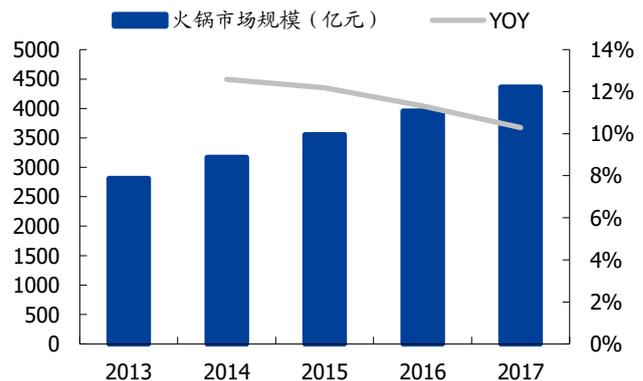
火锅市场规模的快速增长有力推动对速冻火锅料的需求提升。速冻火锅料制品的市场销售规模在 2010 年约为 160 亿元, 至 2017 年规模已达约 273 亿元, 年复合增长约 7.93%。受益于火锅市场的快速增长, 速冻火锅料销量不断提高, 2017 年安井、海欣和惠发速冻火锅料制品收入分别为 22.82 亿、8.74 亿和 8.54 亿元, 同比增长 13.4%、6.7% 和 6.1%。

图表 130: 我国餐饮收入持续增长



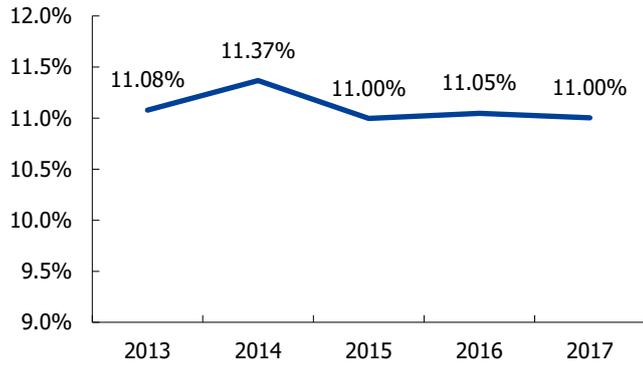
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 131: 我国火锅市场规模快速扩张



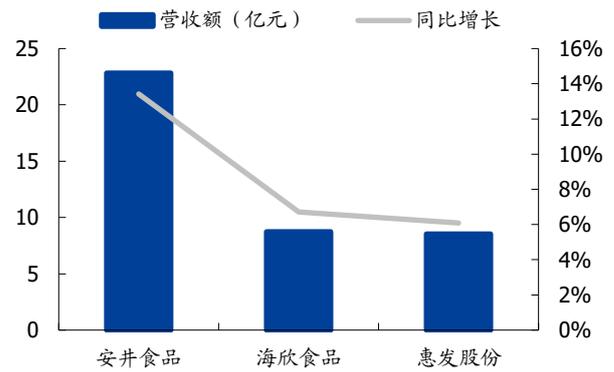
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 132: 火锅消费占餐饮收入比重



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

图表 133: 2017 年安井、海欣和惠发速冻火锅制品收入对比

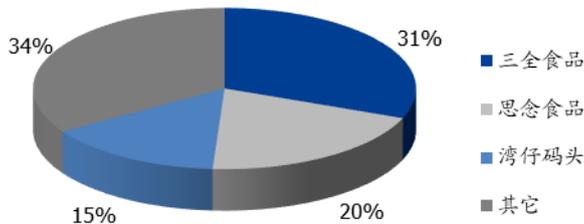


资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

速冻火锅料制品行业集中度低，采购规模影响上下游议价能力

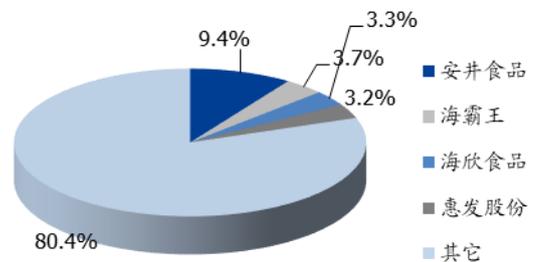
速冻食品中速冻米面制品起步较早，行业内三全、思念及湾仔码头市场占有率约达 66%，品牌优势明显，行业集中度较高。而速冻火锅料制品市场集中度较低，安井、海霸王、海欣和惠发四家企业的市场份额总共不到 20%，其中安井食品市占率为 9.4%，领先于行业内其它企业。规模越大的企业拥有越强的议价能力，进而提高其盈利能力。安井食品作为速冻火锅料行业龙头，原材料采购规模大，议价能力也高于业内其他企业。

图表 134: 速冻米面制品行业集中度



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 135: 速冻火锅料制品行业集中度



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

板块推荐标的

安井食品:

公司作为速冻食品行业龙头，收入与利润逐年稳步增长，2013-2017 年公司收入复合增长率达 18.2%，2018Q3 公司收入同比增长 20.6%，2018Q3 净利润同比增长 41.2%。公司实行“销地产”模式，有效减少物流成本和运输时间，快速渗透周边市场。四川和湖北新厂预计于 2019 年投产，推进西南地区和华中地区市场覆盖，助力产能全球化布局。

未来看点: 1) 火锅行业规模快速扩张，公司紧抓发展机遇; 2) 公司新品速冻调理小龙虾丰富产品结构，打破小龙虾季节性消费痛点，有望提高公司收入; 3) 未来行业集中度有望提升，公司作为行业龙头具备规模经济优势，强者恒强逻辑有望成立。

图表 136: 推荐标的 EPS 和 PE 估值水平 (截至日期 2019 年 1 月 4 日)

证券简称	市盈率 PE (wind 一致预期)			EPS 摊薄 (wind 一致预期)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
贵州茅台	21.82	18.42	15.74	27.59	32.69	38.25
顺鑫农业	22.57	15.99	12.33	1.41	1.99	2.58
海天味业	41.08	34.04	28.66	1.59	1.92	2.28
中炬高新	35.92	29.56	23.66	0.78	0.94	1.18
涪陵榨菜	26.40	21.47	17.43	0.82	1.00	1.24
颐海国际	35.97	27.33	21.16	0.45	0.59	0.77
伊利股份	21.51	18.60	16.04	1.05	1.21	1.40
蒙牛乳业	26.34	20.81	17.42	0.78	0.99	1.18
重庆啤酒	35.01	29.44	25.12	0.85	1.01	1.19
华润啤酒	36.43	26.17	21.79	0.59	0.81	0.98
双汇发展	15.96	14.62	13.23	1.50	1.64	1.82
洽洽食品	24.51	20.46	17.55	0.78	0.94	1.09
绝味食品	20.82	17.18	14.33	1.56	1.90	2.27
桃李面包	32.64	26.49	21.31	1.39	1.71	2.13
汤臣倍健	23.88	18.46	14.81	0.70	0.90	1.12
安井食品	27.69	21.68	17.21	1.27	1.62	2.04

资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

宏观经济下行风险: 宏观经济增速下滑可能影响高端可选消费品的需求;

行业竞争加剧: 行业竞争加剧影响行业利润率;

市场扩张不及预期: 地域性企业全国化拓张战略不及预期影响业绩;

食品安全问题: 食品安全问题影响消费者信任度;

上游原材料价格上涨: 原材料价格上涨对企业成本压力较大, 可能造成毛利率下滑。

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com