

食品饮料

春节回乡草根调研：动销强劲，低线消费升级明显

2019年春节期间，国盛食品饮料团队在5省市进行了草根调研和终端走访，汇集乳制品、调味品、白酒、休闲食品的春节动销情况。

乳制品：动销旺盛，堆头占据商超的核心位置。乳制品产品和价格带升级明显，从30-50元/箱升级至40-80元/箱。伊利、蒙牛双雄争霸局面持续。从堆头数量来看，旗鼓相当。从促销力度看，伊利要高于蒙牛。此外伊利在春节期间推出安慕希高端新品，售价99元/箱，没有折扣。从生产日期看，核心产品多为2018年11-12月份，高端品多为2019年1月份，推测高端品应该是专为春节备货。其他进口品牌、本地品牌乳品促销力度较小，同等产品价格没有优势。

调味品：动销良好，春节备货积极，高端品加速。1) 酱油：海天从铺货、品类、促销等全面占优。海天在春节期间主要进行味极鲜、蚝油的促销活动。另外厨邦也已经下沉到县城市场，品类较多但促销活动少。三线市场县城对鲜味酱油接受程度高，价格带提升至10-15元。2) 醋：江浙沪地区恒顺市占率高，促销活动少。山西以本地紫林、宁化府、东湖老陈醋为主。福建地区也以当地白醋为主，恒顺产品少。3) 其他品类：料酒各地调研反馈品牌较多，集中度低，价格集中在5-10元。

白酒：茅台终端供需紧张，五粮液、国窖1573商超折扣促销，泸州老窖各地积极备货。终端反馈茅台每日限量销售，基本都是售罄状态。五粮液在商超有促销活动，52度普五福建地区立减200，山西地区折后价899元。泸州老窖终端建议零售价为969元，折后价在869-889元。泸州老窖特曲、窖龄等中档酒在各地铺货促销活动多。分地区来看，山西地区仍然以汾酒为主，苏南乡镇地区以洋河的低端产品为主，竞争格局良性。

休闲食品：包装化率提升，每日坚果竞争激烈，洽洽从价格、陈列占优。今年春节坚果礼盒装流行，逐步替代散装，成为拜年礼品新秀。百草味的年味礼盒在各地商超均有促销堆头。每日坚果竞争依然激烈，以洽洽、沃隆、华亨氏为主，洽洽堆头较多略占优势。

投资建议：大众品动销旺盛，低线城市消费升级趋势明显，首选细分领域龙头。乳制品板块关注市占率持续提升的龙头企业伊利股份、蒙牛乳业。调味品关注市占率高、有定价权调味品龙头海天味业，以及渠道下沉加快、管理改善预期大的中炬高新。休闲食品关注绝味食品、洽洽食品。白酒关注高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖，以及洋河股份、山西汾酒和顺鑫农业。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全问题、终端动销不及预期、行业竞争激烈。

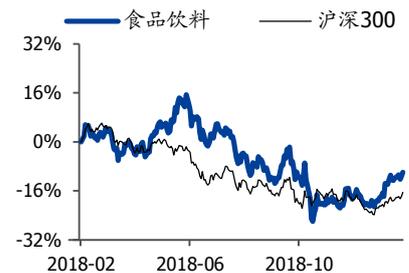
重点标的

| 股票代码 | 股票名称 | 投资评级 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|--------|------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 600872 | 中炬高新 | 买入 | 0.57 | 0.78 | 0.93 | 1.20 | 43.52 | 40.19 | 33.71 | 26.13 |
| 603517 | 绝味食品 | 买入 | 1.22 | 1.58 | 1.90 | 2.25 | 32.21 | 23.61 | 19.63 | 16.58 |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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

- 《食品饮料：春节动销强劲，关注大众品龙头》
2019-02-10
- 《食品饮料：春江春暖鸭先知系列3：不同打法的绝味 vs 周黑鸭》
2019-01-28
- 《食品饮料：Q4 成本压力趋缓，关注大众品龙头》
2019-01-27



内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 写在前面..... | 4 |
| 乳制品：动销旺盛，占据商超C位..... | 4 |
| 伊利、蒙牛双雄争霸..... | 4 |
| 进口、本地品牌活动力度小..... | 8 |
| 调味品：动销良好，高端品加速..... | 8 |
| 酱油：品牌已深入人心..... | 8 |
| 醋：诸侯割据..... | 9 |
| 其他：品牌集中度低..... | 10 |
| 白酒：泸州老窖各地积极备货..... | 11 |
| 休闲食品：包装化率提升，每日坚果竞争激烈..... | 13 |
| 小结与投资建议..... | 14 |
| 风险提示..... | 15 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1: 上海伊利、蒙牛堆头..... | 5 |
| 图表 2: 山西太原伊利蒙牛堆头..... | 5 |
| 图表 3: 江苏启东县城超市蒙牛堆头..... | 5 |
| 图表 4: 江苏启东县城超市伊利堆头..... | 5 |
| 图表 5: 上海地区伊利、蒙牛常温奶满减活动..... | 6 |
| 图表 6: 福建地区伊利常温奶满减、安慕希买赠..... | 6 |
| 图表 7: 伊利金典、蒙牛特仑苏的折扣活动..... | 6 |
| 图表 8: 伊利金典、蒙牛特仑苏双提 99 元..... | 6 |
| 图表 9: 安慕希、纯甄高端品折扣力度小..... | 7 |
| 图表 10: 伊利亚安慕希橙子凤梨新口味上市..... | 7 |
| 图表 11: 安慕希新口味上市售价 98 元/箱..... | 7 |
| 图表 12: 伊利、蒙牛主要品类的折后价格（元/箱）..... | 7 |
| 图表 13: 进口奶品牌折扣力度小..... | 8 |
| 图表 14: 本地奶品牌无竞争优势..... | 8 |
| 图表 15: 山西、江苏海天促销堆头..... | 9 |
| 图表 16: 上海地区李锦记排列多..... | 9 |
| 图表 17: 厨邦(左)和六月鲜(右)在三线市场县城的排列..... | 9 |
| 图表 18: 上海地区以镇江醋为主..... | 10 |
| 图表 19: 福建地区以白醋为主..... | 10 |
| 图表 20: 山西老陈醋在本地占优..... | 10 |
| 图表 21: 海天大力推广蚝油..... | 11 |
| 图表 22: 料酒品牌众多..... | 11 |
| 图表 23: 五粮液终端促销..... | 11 |
| 图表 24: 泸州老窖终端促销..... | 11 |
| 图表 25: 泸州老窖春节铺货、促销力度大..... | 12 |
| 图表 26: 山西汾酒青花系列..... | 12 |
| 图表 27: 洋河苏南地区占优..... | 12 |

| | |
|------------------------|----|
| 图表 28: 各地白酒消费者访谈..... | 13 |
| 图表 28: 坚果礼盒拜年成为流行..... | 13 |
| 图表 29: 每日坚果礼盒流行..... | 13 |
| 图表 30: 洽洽每日坚果堆头多..... | 14 |

写在前面

2019年春节期间,国盛食品饮料团队在5省市进行了草根调研和终端走访,汇集乳制品、调味品、白酒、休闲食品的春节动销情况。

- **乳品:** 动销旺盛,堆头占据商超的核心位置。乳制品产品和价格带升级明显,从30-50元/箱升级至40-80元/箱。伊利、蒙牛双雄争霸,从堆头数量来看,旗鼓相当。促销力度看,伊利要高于蒙牛。其他进口品牌、本地品牌乳品促销力度较小,同等产品价格没有优势。
- **调味品:** 1) 酱油: 海天从铺货、品类、促销等全面占优。海天在春节期间主要进行味极鲜、蚝油的促销活动。另外厨邦也已经下沉到县城市场,品类较多但促销活动少。2) 醋: 江浙沪地区恒顺市占率高,促销活动少。山西以本地紫林、宁化府、东湖老陈醋为主。福建地区也以当地白醋为主,恒顺产品少。3) 其他品类: 料酒各地调研反馈品牌集中度低,价格集中在5-10元。
- **白酒:** 终端反馈茅台每日限量销售,基本都是售罄状态。五粮液、国窖1573在商超终端有折扣促销活动。泸州老窖特曲、窖龄等中档酒在各地铺货促销力度大。分地区来看,山西地区仍然以汾酒为主,苏南乡镇地区以洋河低端产品为主,竞争格局良性。
- **休闲食品:** 今年过年坚果礼盒装流行,逐步替代散装,成为拜年礼品新秀。百草味的年味礼盒在各地商超均有促销堆头。每日坚果竞争依然激烈,洽洽堆头较多略占优势。

乳制品: 动销旺盛, 占据商超 C 位

伊利、蒙牛双雄争霸

乳制品堆头通常占据商超靠近收银台的显眼位置。乳制品具有家庭饮品、送礼佳品双重属性,春节期间动销旺盛。年轻人看望长辈会购买营养价值高的纯牛奶,老年人为了迎接孙辈会购买零食属性更强的常温酸奶。而乳制品的堆头通常就陈列在靠近收银台的位置,方便消费者临走带上一箱。

从堆头的数量来看,伊利、蒙牛旗鼓相当。走访终端发现,伊利、蒙牛堆头比邻放置,数量上均在2-3个,部分地区如上海家乐福伊利增加2个单独堆头。做堆头的产品也多为伊利、蒙牛的核心产品,如伊利的金典、安慕希,蒙牛的特仑苏、纯甄。其他乳制品的堆头还有光明莫斯利安、养元六个核桃、哇哈哈乳酸菌饮品等,这些品牌仅有1个堆头。

图1: 上海伊利、蒙牛堆头



资料来源: 上海草根调研, 国盛证券研究所

图2: 山西太原伊利蒙牛堆头



资料来源: 山西太原草根调研, 国盛证券研究所

图3: 江苏启东县超市蒙牛堆头



资料来源: 江苏启东草根调研, 国盛证券研究所

图4: 江苏启东县城超市伊利堆头



资料来源: 江苏启东草根调研, 国盛证券研究所

从促销折扣力度来看, 伊利更高、蒙牛次之, 其他品牌活动力度小。

- 上海: 伊利常温奶满 60 减 15, 75 折优惠。蒙牛常温奶满 50 减 10, 8 折优惠。
- 福建: 伊利常温奶满 50 减 10, 买安慕希赠送一箱果果昔共 66 元。
- 江苏宜兴: 伊利金典 44.9 元/箱, 蒙牛特仑苏双提 99 元。
- 江苏南通: 伊利金典、蒙牛特仑苏均有双提 99 元活动。

其他品牌如现代牧业纯牛奶 68-72 元/箱, 三元 58-78 元/箱, 圣牧有机奶 76-82 元/箱, 没有促销活动。

图表 5: 上海地区伊利、蒙牛常温奶满减活动



资料来源: 上海草根调研, 国盛证券研究所

图表 6: 福建地区伊利常温奶满减, 安慕希买赠



资料来源: 福建三明草根调研, 国盛证券研究所

图表 7: 伊利金典、蒙牛特仑苏的折扣活动



资料来源: 江苏宜兴草根调研, 国盛证券研究所

图表 8: 伊利金典、蒙牛特仑苏双提 99 元



资料来源: 江苏南通草根调研, 国盛证券研究所

高端产品促销力度小, 伊利春节期间推出安慕希高端新品。伊利安慕希、蒙牛纯甄的高端 PET 瓶装产品折扣力度小, 价格在 75-85 元/箱。安慕希新品果果昔各地均正价销售, 价格在 60-65 元/箱, 纯甄对应品类果粒风味酸奶也是正价销售, 价格 66 元/箱。蒙牛 zuo 酸奶同样没有促销活动, 各地售价均为 72 元/箱。

伊利春节期间全面推出高端新品橙子凤梨口味, 售价 99 元/箱, 大部分地区商超有单独的堆头。伊利新品下沉力度大, 在三线市场县城超市也有看到新品的堆头, 生产日期均为 2019 年 1 月份。

从生产日期来看, 核心品种多为 18 年 11-12 月份生产, 新品高端品多为 19 年 1 月份生产。厂商在 2018 年年底加大核心产品发货力度, 备货春节行情。2019 年 1 月份则加快高端新品的发货, 春节期间渠道囤货意愿较高, 对高端品动销意义重大。

图表 9: 安慕希、纯甄高端品折扣力度小



资料来源: 福建、太原草根调研, 国盛证券研究所

图表 10: 伊利安慕希橙子凤梨新口味上市



资料来源: 河北唐山草根调研, 国盛证券研究所

图表 11: 安慕希新口味上市售价 98 元/箱



资料来源: 江苏启东草根调研, 国盛证券研究所

区域对比来看, 上海地区折扣力度较大, 三四线市场定价更高。对比多个地区伊利、蒙牛核心产品的终端价格发现, 春节期间上海商超折扣力度最大, 反而是江苏启东(三线城市南通的县级市)价格较高。这个现象说明商家定价策略因地制宜, 启东春节期间返乡人口购买礼品的需求多于家庭饮用, 因而定价更高。

图表 12: 伊利、蒙牛主要品类的折后价格(元/箱)

| 单位: 元/箱 | 河北唐山 | 山西太原 | 福建三明 | 江苏南通 | 江苏启东 | 上海 |
|---------|------|------|-------------|------|------|-------|
| 安慕希 原味 | 49 | 49.5 | 66(赠送一箱果果昔) | 49.5 | 49.9 | 44.8 |
| 纯甄 原味 | 49 | 49.5 | 49.5 | 48.5 | 45.8 | 48.8 |
| 安慕希 高端 | 71.5 | 78 | 77 | 66 | 82 | 66-78 |
| 纯甄 高端 | 78 | 80 | 78 | 80 | 80 | 73-80 |
| 金典 | 49.9 | 53 | 55 | 49.5 | 60 | 44.8 |
| 特仑苏 | 66 | 66 | 55 | 49.5 | 65 | 51 |
| 金典有机奶 | 76 | 61 | 65 | 59 | 76 | 61 |
| 特仑苏有机奶 | 80 | 79.2 | 79.2 | 79.2 | 85 | 71.6 |

资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

进口、本地品牌活动力度小

进口品牌促销活动力度小，本地品牌牛奶定位低端无竞争优势。进口品牌牛奶主要是安佳、纽仕兰，定价在50-70元，上海地区安佳的促销活动是满249元送手推车一辆，其他地区没有促销活动。

本地品牌春节期间动销一般。福建三明地区本地品牌牛奶长富，24盒装定价65元，与伊利、蒙牛的白奶定位相同，生产日期多为2018年10月份。河北唐山地区本地品牌君乐宝堆头产品是利乐枕纯牛奶，原价44.8元/箱，折扣后价格22.8元/箱；完达山利乐枕包装纯牛奶定价35元/箱，生产日期在2018年11月份。在高端产品上，本地品牌已经难以与伊利、蒙牛抗衡，只能卡位低端利乐枕包装。

图表 13: 进口奶品牌折扣力度小



资料来源：上海、江苏南通草根调研，国盛证券研究所

图表 14: 本地奶品牌无竞争优势



资料来源：河北唐山草根调研，国盛证券研究所

调味品：动销良好，高端品加速

酱油：品牌已深入人心

品牌化程度高，消费者购买首先选择熟悉品牌。春节期间商超调味品区人流较多，我们在终端观察发现，消费者在选购酱油时首先关注常用品牌，海天优势明显。海天在各商超调味品专区陈列位置极佳，品种齐全。

海天借助春节旺季，多地推广味极鲜。山西走访发现，海天味极鲜酱油750ml装促销价11.9元/瓶。江苏地区终端通过买1.6L味极鲜酱油赠送一瓶海天蚝油的方式进行绑定促销。

图表 15: 山西、江苏海天促销堆头



资料来源: 各地草根调研, 国盛证券研究所

李锦记在上海地区强势, 折扣力度大。上海地区商超李锦记表现强势, 终端排列、促销活动密集, 折扣力度大。李锦记金标生抽 1.28L, 原价 18.9 元/瓶, 折扣价格仅为 9.9 元/瓶, 接近半价优惠。

厨邦已经下沉到乡镇, 江苏三线市场县城酱油消费升级。走访各地商超调味品区, 厨邦均有陈列, 坐实仅次于海天的第二个全国化酱油品牌。在江苏三线城市县城的超市里, 厨邦产品陈列占据整层货架, 品类齐全, 生产日期多为 2018 年的 9-10 月, 足以见得厨邦加大城镇下沉力度。此外我们发现欣和六月鲜在苏南地区铺货、促销活动较多, 接受程度高。六月鲜特级酱油 500ml 价格 12.8 元/瓶, 1.3L 装价格 28 元/瓶, 略高于海天, 可见当地酱油消费已经逐步进入 10-15 元价格带。

图表 16: 上海地区李锦记排列多



资料来源: 上海草根调研, 国盛证券研究所

图表 17: 厨邦(左)和六月鲜(右)在三线市场县城的排列



资料来源: 江苏启东草根调研, 国盛证券研究所

醋: 诸侯割据

江浙沪地区恒顺醋市占率高, 山西对本地老陈醋忠诚度高。经过我们多地终端走访, 上海、江苏地区商超以镇江香醋、陈醋为主, 恒顺市占率最高, 价格带在 5-25 元/瓶, 促销活动满 20 减 3 元。河北地区恒顺仅有 2 个产品, 即香醋、米醋, 价格在 10 元以内。福建地区以当地特产白醋为主, 销量高于红醋, 货架上有恒顺香醋, 价格在 10 元/瓶。

山西地区则以本地老陈醋为主，本土品牌市占率相对较高，山西人对本地醋品牌认可度也较高。本次走访的两家商超主要醋类产品基本均为本土品牌，主要品牌为宁化府、紫林醋业、东湖陈醋，没有看到恒顺。

图表 18: 上海地区以镇江醋为主



资料来源: 上海草根调研, 国盛证券研究所

图表 19: 福建地区以白醋为主



资料来源: 福建三明草根调研, 国盛证券研究所

图表 20: 山西老陈醋在本地占优



资料来源: 山西草根调研, 国盛证券研究所

其他: 品牌集中度低

海天大力推广蚝油，料酒品牌集中度低。海天春节期间通过直接促销、买酱油搭赠的方式推广蚝油，促销价为 5.9 元/瓶，而京东上价格为 8.5 元/瓶，折扣幅度较大。料酒的品牌集中度低，主要品牌有老恒和、王致和、六必居、千禾、厨邦、恒顺等。上海地区厨邦料酒促销价为 5.2 元/瓶，75 折优惠。

图表 21: 海天大力推广蚝油



资料来源: 江苏启东草根调研, 国盛证券研究所

图表 22: 料酒品牌众多



资料来源: 上海草根调研, 国盛证券研究所

白酒: 泸州老窖各地积极备货

茅台终端限购, 五粮液、国窖 1573 春节折扣促销。我们走访各地大型商超白酒专区, 普飞定价 1499 元, 每人限购两瓶, 基本处于缺货状态。五粮液 52 度普五的终端价格促销降 200, 为 899 元/瓶。52 度五粮液 1618 终端价格降 200-280, 定价为 919-999 元/瓶。国窖 1573 终端建议零售价仍为 969 元, 尚未落实新价 1099 元, 促销价格在 869-889 元/瓶。

图表 23: 五粮液终端促销



资料来源: 山西、福建草根调研, 国盛证券研究所

图表 24: 泸州老窖终端促销



资料来源: 上海、山西、江苏草根调研, 国盛证券研究所

泸州老窖 2019 年春节期间终端铺货力度加大。走访多地商超发现, 泸州老窖在各地均有大面积铺货, 100-300 价格带以泸州老窖特曲、头曲为主, 300-500 价格带以泸州老窖窖龄为主。泸州老窖春节期间的铺货陈列多、堆头多, 促销力度较其他品牌酒大, 足以见其开发下沉空白市场决心坚决。

图表 25: 泸州老窖春节铺货, 促销力度大



资料来源: 上海、山西、江苏草根调研, 国盛证券研究所

山西以汾酒为主, 苏南地区洋河占优。山西白酒类消费主要以汾酒为主, 访谈了解婚宴、家厅聚会以及个人日常饮用基本是汾酒, 商超调研中, 本地大型超市酒类也以汾酒为主, 占据酒类货架绝大部分展区。苏南地区黄酒消费多于白酒, 白酒以洋河、双沟为主。乡镇小超市门店的招牌也多是洋河、双沟赞助, 下沉力度较大。三线市场乡镇白酒消费平均价格带在 100 元左右, 双沟、五粮液集团低端酒金六福居多。

图表 26: 山西汾酒青花系列



资料来源: 山西、福建草根调研, 国盛证券研究所

图表 27: 洋河苏南地区占优



资料来源: 江苏启东草根调研, 国盛证券研究所

图表 28: 各地白酒消费者访谈

| | 职业 | 年龄 | 青睐品牌 | 价格带 |
|------|---------|----|------------|----------|
| 江苏泰州 | 橡胶厂厂长 | 55 | 洋河梦之蓝 | 500元左右 |
| | 房地产销售经理 | 30 | 洋河天之蓝、今世缘 | 200元左右 |
| | 农民 | 62 | 牛栏山、稻花香 | 50元以内 |
| 江苏南通 | 银行职员 | 48 | 洋河 | 300元左右 |
| | 技术类 | 50 | 洋河、剑南春 | 200-300元 |
| 河北唐山 | 货运经理 | 50 | 泸州老窖、剑南春 | 300元左右 |
| | 货运公司职工 | 37 | 牛栏山 | 50元以内 |
| | 公务员 | 不详 | 泸州老窖 | 150元左右 |
| 福建三明 | 出租车司机 | 45 | 泸州老窖 | 60元左右 |
| | 公司职工 | 30 | 五粮液、剑南春 | 200-500元 |
| | 教师 | 50 | 五粮液 | 300元左右 |
| 山西太原 | 公司总经理 | 59 | 汾酒青花 20 | 400-500元 |
| | 公司中层 | 50 | 汾酒竹叶青 | 50元 |
| | 公司中层 | 44 | 老汾酒 10、15年 | 150-200元 |

资料来源: 各地草根调研, 国盛证券研究所

休闲食品: 包装化率提升, 每日坚果竞争激烈

包装化率提升, 坚果礼盒取代散装成为送礼佳品。今年商超里各种坚果年货礼盒流行, 取代过去散装的瓜子、花生, 增加了许多碧根果、夏威夷果等高端坚果。洽洽、三只松鼠、百草味的坚果礼盒包装喜庆, 动销旺盛。洽洽的坚果礼盒喜悦、六禧价格在 270 元/箱, 相比之下三只松鼠礼包 99 元/盒, 百草味坚果礼盒花似锦 138-168 元/箱, 年味礼盒在 88 元/箱更为便宜。

图表 29: 坚果礼盒拜年成为流行



资料来源: 上海、河北、山西草根调研, 国盛证券研究所

图表 30: 每日坚果礼盒流行



资料来源: 福建草根调研, 国盛证券研究所

每日坚果竞争激烈，洽洽堆头较多具有优势。每日坚果系列产品在终端商超竞争激烈，主要品牌有洽洽、沃隆、华味亨，单价分别为16.5元/100g、19.7元/100g、16.6元/100g，洽洽最为优惠。此外洽洽品牌力强、堆头多，优势明显。

图表 31: 洽洽每日坚果堆头多



资料来源: 上海、山西草根调研, 国盛证券研究所

小结与投资建议

大众品: 春节动销强劲, 产品和价格带升级明显, 关注细分领域龙头。春节旺季乳制品、调味品、休闲食品动销旺盛, 验证大众品刚需属性明显、需求稳健。

1) 乳制品行业量价齐升, 低线城市及农村市场消费增长打开成长空间, 产品结构升级推动主流价格带抬升。消费者对牛奶价格带接受度提高, 从20-40元普通白奶, 到50-60元的金典、特仑苏中高端奶, 再到70-80元金典有机、特仑苏有机奶, 常温酸奶的流行也贡献乳制品消费升级。伊利、蒙牛双寡头竞争格局稳固, 春节动销旺盛挤压本地牛奶品牌, 继续提升市场集中度。本次草根调研也验证伊利、蒙牛渠道网络进一步向三四线下沉, 提高品牌渗透率。乳业板块建议关注龙头伊利股份、蒙牛乳业。

2) 调味品行业量价齐升, 受益于低线城市消费升级。海天春节期间大力度推广味极鲜酱油, 中高端鲜味酱油已经下沉至三四线乡镇市场, 验证酱油的消费升级, 价格带逐步上移至10-15元。行业竞争格局相对分散, 海天龙头地位稳固, 第二梯队厨邦、欣和六月鲜、李锦记在不同地区各占优势。看好龙头海天的市占率继续提升, 进一步享受酱油价格带上移红利。建议关注渠道网络快速下沉、管理效率改善预期大的中炬高新。

3) 休闲食品包装化率提升, 行业竞争激烈。今年春节期间坚果礼盒流行, 包装化率提升替代散装, 推高价格带, 验证休闲零食行业量价增长空间大。但行业集中度较为分散, 线上品牌百草味发力线下, 对主攻线下渠道的品牌产生威胁。线下渠道龙头洽洽食品从产品品质、价格折扣、陈列堆头各方面占优, 将继续提升市场份额。建议关注细分领域龙头洽洽食品、绝味食品。

白酒: 紧握高端酒和大众酒龙头。高端白酒供需紧张仍是主要矛盾, 高端酒市场集中度高, 竞争格局稳固。茅台供需紧张, 价格坚挺, 长期看量价增长空间大。五粮液春节商超终端折扣促销推动销售快速增长, 2019年实现开门红。泸州老窖春节期间铺货力度大, 加大下沉空白市场, 验证年度策略报告中泸州老窖在渠道铺设中逐步放量的观点。次高端白酒在2019年经济下行压力大背景下, 转为挤压式增长。次高端龙头汾酒在山西市场地位稳固, 加速开发省外市场, 贡献业绩增长。二线名酒洋河受益江苏省内的渠道深耕、迎合低线城市大众酒消费升级趋势。建议关注高端酒茅台、五粮液、老窖, 次高端酒关注头部企业山西汾酒、洋河, 大众酒关注品牌力、渠道力强的顺鑫农业。

重点标的

| 股票代码 | 股票名称 | 投资评级 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|--------|------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 600872 | 中炬高新 | 买入 | 0.57 | 0.78 | 0.93 | 1.20 | 43.52 | 40.19 | 33.71 | 26.13 |
| 603517 | 绝味食品 | 买入 | 1.22 | 1.58 | 1.90 | 2.25 | 32.21 | 23.61 | 19.63 | 16.58 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

风险提示

宏观经济下行风险: 消费品行业受到宏观经济环境影响。白酒消费需求很大一部分来自于商务消费, 当宏观经济增速放缓的时候, 以白酒为代表的高端消费需求端增长放缓。调味品受餐饮行业需求拉动, 宏观经济景气度下行时外出就餐次数减少, 会对调味品行业带来影响。

食品安全问题: 消费者在进行购买决策时通常会首先看重品牌, 乳制品、调味品、酒类、休闲零食如果发生食品安全问题, 对品牌美誉损害程度大。

终端动销不及预期: 春节消费旺季厂家通常向渠道及终端投放较多货物, 如果消费需求下滑或其他因素导致终端动销较慢或低于预期, 会导致渠道库存高企, 影响厂家后续发货节奏。渠道库存积压也会打击经销商信心, 进货意愿下降。

行业竞争激烈: 不同品牌在春节旺季促销竞争激烈, 如果出现价格战或其他竞争手段, 会对企业的收入、利润产生较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

分析师声明

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

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