

重估龙头新时代

——食品饮料行业 2019 年下半年策略报告

行业中期报告

◆ **为什么是重估龙头新时代？** 回顾 2016 年至今的食品饮料行业牛市行情，板块仅有以各细分行业龙头为主的 12 只个股涨幅超过行业指数，呈现出非常明显的“一九分化”行情，而龙头企业的超额收益来源于细分龙头市场集中度加速提升，基本面环比加速。

1) 宏观维度：食品饮料需求放缓是人均收入水平提高过程中消费者的必然选择。 伴随人均收入水平的提高，2013-18 年以来食品烟酒类支出在全国居民人均消费支出占比从 31.2% 下降到 28.4%。食品饮料行业整体增速放缓，由增量市场下“蛋糕做大”过程逐渐转变为存量市场下“划分蛋糕”过程。**2) 产业维度：消费升级背景下的龙头优势强化。** 行业增长驱动因素由消费频率提高及渠道扩张带来的销量提升转变为消费升级背景下的销售单价提升，龙头企业具备品牌认知度、渠道渗透能力、新品研发和推广三大优势，共同搭建起龙头公司的核心竞争壁垒。**3) 资本市场维度：A 股国际化进程加速，消费龙头为重要配置方向。**

◆ **子行业龙头加速成长的驱动因素分析：****1) 白酒：**年初以来白酒景气预期充分修正，白酒行业迎来双击行情。2018 年下半年以来白酒行业景气度平稳回落，但自下而上的消费升级趋势加速，名酒集中度仍在持续提升，展现出更稳健的增长能力。不同价格带的市场容量空间及竞争格局不尽相同，高端白酒和次高端白酒价格带仍处于需求扩容期，未来将充分受益于经济的增长及居民消费能力提升。**2) 调味品：**作为具备中国特色的消费品行业，调味品在产品/品牌/渠道三个层面都具有鲜明特征，造就调味品行业具备特有的消费粘性。**3) 乳制品：**双寡头竞争格局明确，全国性龙头伊利和蒙牛通过加强产业链上下游掌控力，扩大产品版图，将进一步提升集中度；而区域性乳企则厘清业务结构，寻求差异化发展。**4) 啤酒：**我国啤酒行业呈现寡头垄断下的存量博弈竞争格局，各品牌企业关注点由市占率向利润率倾斜；头部企业推进渠道改造、品牌升级及产能整合，内生增长仍为主题。

◆ **如何重估龙头？****1) 白酒：**弱化周期性思维，对标国际烈酒龙头估值；**2) 调味品：**给予龙头稳定性增长能力充分溢价，DCF 估值更合理；**3) 乳制品：**正确看待价格战，长期品牌护城河是核心竞争力；**4) 啤酒：**折旧等对利润影响明显，EV/EBITDA 更合理。

◆ **投资策略：**白酒方面，在春节开门红及淡季渠道价格上挺的利好推动下，全年盈利预期合理上调，行业进入旺季动销观望期，重点观测茅台放量之后的批价表现及五粮液挺价之后的动销反馈。建议拉长投资周期，重点关注贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒等。大众消费品方面，乳业龙头伊利具备长期配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注中炬高新及海天味业；啤酒竞争格局改善趋势确定但需长周期兑现，关注华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒；其他建议关注有自下而上经营改善的细分行业龙头，如洽洽食品/绝味食品/香飘飘等。

◆ **风险提示：**经济放缓、物价下行、食品安全问题、成本上涨等风险。

买入（维持）

分析师

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebsec.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebsec.com

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行稳致远，格局为王——食品饮料超额收益那些事儿

..... 2019-1-4

增长有质量、景气仍确定——白酒行业 2018 年年报&2019 年一季度业绩综述

..... 2019-4-28

目 录

1、 为什么是重估龙头新时代？	7
1.1、 行情回顾：分化明显、龙头主导.....	7
1.2、 源头活水：三个维度解读龙头加速成长.....	9
2、 子行业龙头加速成长的驱动因素分析	21
2.1、 白酒：景气预期得到修正，消费升级趋势加速.....	21
2.2、 调味品：消费粘性突出，海天优势稳固.....	29
2.3、 乳制品：双寡头格局清晰，龙头加速多品类布局.....	34
2.4、 啤酒：寡头垄断维持，存量市场博弈.....	38
3、 如何重估龙头？	43
3.1、 白酒：弱化周期性思维，对标国际烈酒龙头估值.....	43
3.2、 调味品：给予龙头稳定性增长能力充分溢价，DCF 估值更合理.....	46
3.3、 乳制品：正确看待价格战，长期品牌护城河是核心竞争力.....	49
3.4、 啤酒：折旧等对利润影响明显，EV/EBITDA 更合理.....	52
4、 投资建议.....	56
5、 风险提示.....	56

图表目录

图 1：细分行业前两大龙头市值占行业比重不断提升.....	8
图 2：细分龙头市值占行业比重的变化情况.....	8
图 3：主要细分行业前两大龙头收入占整个行业比重不断提升.....	8
图 4：细分行业龙头的收入占整个行业比重不断提升.....	9
图 5：全国居民的人均消费支出保持个位数增长.....	9
图 6：食品烟酒类在居民人均消费支出的占比逐年下降.....	9
图 7：食品制造业市场规模同比增速回落明显.....	10
图 8：酒、饮料和茶制造业市场规模同比增速回落明显.....	10
图 9：主要食品饮料细分行业的产量增速回落到小个位数.....	10
图 10：销售单价提升对于食品饮料细分行业规模增长的贡献越来越明显.....	11
图 11：中国人均可支配收入的变化情况.....	11
图 12：日本人均可支配收入的变化情况.....	11
图 13：20 世纪 70-80 年代日本居民食品饮料消费的支出占比下降明显.....	12
图 14：1986 年日本食品饮料消费的结构占比情况.....	12
图 15：1976-1986 年日本食品饮料各细分项消费变化.....	12
图 16：从产品生命周期理论看食品饮料细分行业的发展阶段.....	13
图 17：海天在酱油消费中的品牌优势更加牢固.....	14
图 18：伊利和蒙牛为乳制品消费的首选品牌.....	14
图 19：2018 年海天的广告费用投放大幅领先于其他调味品公司.....	14
图 20：2018 年伊利和蒙牛的广告费用投放遥遥领先于其他乳制品公司.....	14
图 21：2018 年次高端及中高端价格带白酒的广告宣传费用投放对比.....	15
图 22：2000 年以后伊利的子公司数量提升明显.....	16
图 23：2014 年以来伊利的常温奶渗透率不断提升.....	16
图 24：海天的渠道网络建设历程.....	16
图 25：2018 年海天的研发支出大幅领先于其他调味品公司.....	18
图 26：2018 年伊利的研发支出处于乳制品子行业绝对领先地位.....	18
图 27：伊利常温酸奶品类安慕希实现对光明莫斯利安的反超.....	18
图 28：全国白酒的价格带体系划分.....	19
图 29：龙头企业形成了稳固的优势闭环.....	19
图 30：主要白酒公司北上资金的持股比例变化情况.....	20
图 31：主要食品公司北上资金的持股比例变化情况.....	20
图 32：食品饮料各细分行业年初以来的涨跌幅排名.....	21
图 33：年初以来白酒行业的整体估值提升明显.....	21
图 34：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图.....	22
图 35：白酒行业近些年的产量变化.....	22
图 36：白酒行业超额收益表现历史复盘.....	23

图 37：白酒上市公司产量占行业的比重逐年提升	23
图 38：茅台+五粮液占上市公司整体收入比重逐年提升	23
图 39：古井贡酒和口子窖的收入增速更快	24
图 40：古井贡酒和口子窖的扣非净利润增速更快	24
图 41：结构优化和集中度提升是当前白酒行业的发展趋势	25
图 42：高端白酒三大品牌近年来的销量变化情况	25
图 43：高端白酒的销量在行业中占比不足 1%	25
图 44：飞天茅台出厂价与人均可支配收入的增速对比	26
图 45：近年来飞天茅台价格占人均可支配收入的比重	26
图 46：次高端价格带白酒市场规模仍处于扩容期	27
图 47：以水井为例，次高端白酒的需求受经济影响更大	27
图 48：古井年份原浆系列的白酒收入占比逐年提升	28
图 49：今世缘特 A 类产品的收入占比逐年提升	28
图 50：中炬、海天、千禾、涪陵榨菜、恒顺的产地优势	29
图 51：食品消费老字号趋势明显	30
图 52：中国的调味品渠道结构	31
图 53：2018 年调味品餐饮/家庭/工业渠道份额占比	31
图 54：家庭作为调味品购买主体在零售终端分类	31
图 55：调味品餐饮渠道特点	32
图 56：2018 年餐饮渠道使用者对调味品的选购原因分布（%）	32
图 57：复盘海天的王者之路	32
图 58：各酱油厂商在线上的品类竞争策略	33
图 59：城乡人均奶类消费频次（千克）	34
图 60：部分上市乳企年度专利数量（个）	34
图 61：我国奶类年产量及增速（万吨）	35
图 62：我国奶类供应量占比	35
图 63：细分品类消费量增速	35
图 64：细分品类 ASP 增速	35
图 65：中国常温奶市场规模及增速（亿美元）	36
图 66：中国常温奶销售额占饮用乳比重	36
图 67：国内常温牛奶人均消费量价趋势	36
图 68：重点高端品类销售增速远超常温奶行业整体	36
图 69：国内豆类饮品消费额及量价增速（百万美元）	37
图 70：国内主要液奶产品平均单价（美元/千克）	37
图 71：国内奶酪消费额及量价增速（百万美元）	37
图 72：2018 年各市场奶酪人均奶酪消费量（kg/人）	37
图 73：低温奶占液态奶消费量比重	38
图 74：低温奶市场容量及增速	38

图 75：中国啤酒行业产量增长疲弱.....	39
图 76：中国各省市啤酒产量不同时期年复合增速比较.....	39
图 77：各品牌国内销售吨价及其可支持的平均运输半径拟合（2018）.....	41
图 78：行业主要公司毛利率比较（2018 年）.....	41
图 79：行业主要公司 EBIT Margin 比较（2018 年）.....	41
图 80：中国 36 个大中城市啤酒平均销售价格（元）.....	42
图 81：本土啤酒厂商出厂吨价近年有所提速（元/吨）.....	42
图 82：我国啤酒产业产能利用率位于历史低位.....	43
图 83：白酒行业的历史估值呈现出明显的周期波动.....	44
图 84：茅台历史上的收入和利润同比增速表现.....	44
图 85：茅台历史上的估值波动明显.....	44
图 86：上市之后的茅台酒销量变化情况.....	45
图 87：上市之后的茅台酒基酒产量变化情况.....	45
图 88：上市之后的茅台酒销售吨价变化情况.....	45
图 89：直销渠道的销售均价高于批发经销渠道.....	45
图 90：帝亚吉欧近年来的收入和净利润表现情况.....	46
图 91：帝亚吉欧近年来的估值表现情况.....	46
图 92：海天历史产能与未来产能预估（万吨）.....	47
图 93：海天的营收规模在行业中遥遥领先.....	48
图 94：2018 品牌足迹排行榜排名前十的中国快速消费品品牌.....	50
图 95：可口可乐与百事可乐历史收入 vs 股价趋势.....	51
图 96：2019 年伊利液态奶收入增长驱动因素分析.....	52
图 97：2018 年伊利的广告营销费用提升明显.....	52
图 98：折旧摊销占营业收入比重的行业比较.....	52
图 99：折旧摊销与归母净利润比重的行业比较.....	52
图 100：折旧摊销占归母净利润比重的国际比较.....	53
图 101：行业销售利润率对比.....	53
图 102：重庆啤酒营业收入及归母净利润.....	54
图 103：重庆啤酒销售利润率及费用率.....	54
图 104：重庆啤酒折旧摊销占归母净利润比重变化.....	54
图 105：啤酒行业净现金流与净利润存在较大差距.....	55
表 1：2016 年年初至 2019 年 5 月底的板块个股涨幅排名.....	7
表 2：BrandZ 2019 最具价值中国品牌前一百名中的食品饮料品牌.....	13
表 3：近年来各白酒公司的渠道模式演变过程.....	17
表 4：A 股加入 MSCI 指数的时间计划表.....	20
表 5：目前次高端价格带白酒的代表产品.....	27
表 6：目前中高端价格带白酒的代表产品.....	28
表 7：中西方饮食差异对比.....	29

表 8：餐饮终端采购属性	31
表 9：国内调味品公司渠道建设情况	33
表 10：2018 年主要乳制品细分品类 CR5（%）	38
表 11：中国啤酒行业市占率排名 TOP10（按销售量，%）	40
表 12：WACC 计算指标	49
表 13：海天股票价值的敏感性分析	49
表 14：乳制品主要细分品类下伊利及蒙牛市占率（以零售额计）	50
表 15：伊利及蒙牛历年收购上游牧场资源	50
表 16：行业龙头近年在蛋白类饮品及奶酪产品的布局	51

1、为什么是重估龙头新时代？

1.1、行情回顾：分化明显、龙头主导

分化明显、龙头主导的板块牛市行情：2016 年开始食品饮料行业迎来一轮牛市行情,2016 年初到 2019 年 5 月底食品饮料指数(申万一级子行业,下同) 上涨接近 90%。扣除期间上市的次新股, 仅有 12 只个股的区间涨幅超过行业指数, 呈现出非常明显的“一九分化”行情。具体来看, 受益于景气复苏周期的开启, 有 7 只白酒个股获得板块超额收益, 占据半壁江山以上。其中两大龙头茅台/五粮液和细分价格带及区域龙头引导了整个白酒行业景气周期, 贵州茅台/五粮液/水井坊的涨幅分别达到 329%/295%/280%, 位居行业涨幅的前三位。大众消费品同样呈现出龙头主导的特点, 调味品海天+中炬+涪陵榨菜/乳制品伊利/肉制品双汇/啤酒行业重庆啤酒+青岛啤酒均取得领先于细分板块的收益。

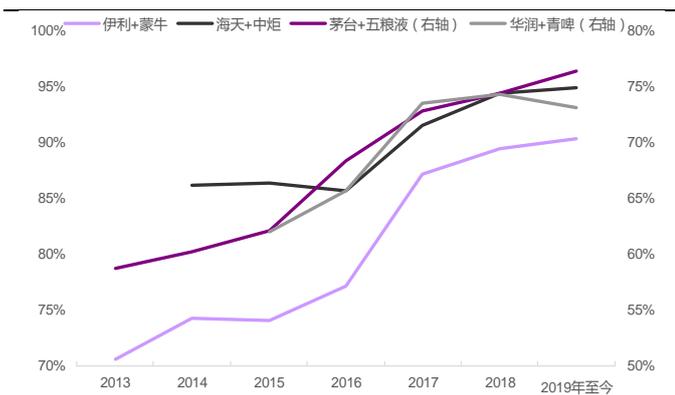
表 1: 2016 年年初至 2019 年 5 月底的板块个股涨幅排名

排名	公司名称	区间涨幅 (%)
1	贵州茅台	329.0
2	五粮液	295.0
3	水井坊	279.7
4	涪陵榨菜	275.7
5	山西汾酒	206.1
6	海天味业	201.9
7	重庆啤酒	201.7
8	古井贡酒	200.0
9	泸州老窖	178.1
10	顺鑫农业	155.9
11	中炬高新	152.9
12	伊利股份	103.8
食品饮料指数		88.4
13	洋河股份	78.4
14	双汇发展	58.6
15	恒顺醋业	52.4
16	青岛啤酒	51.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所

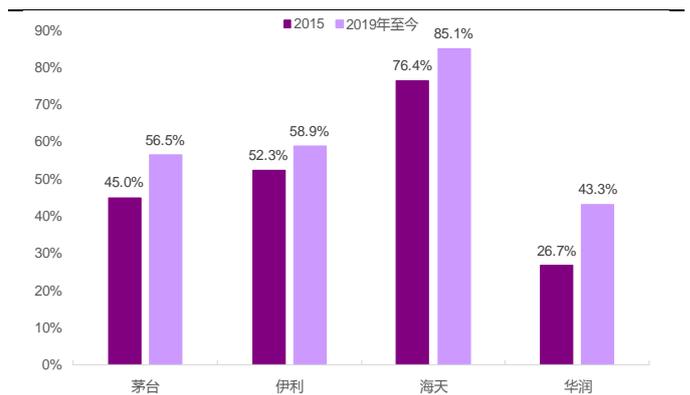
细分行业的龙头公司市值优势更加明显：由于“一九分化”行情的特点, 各细分板块的龙头公司市值优势更加明显。我们统计了 2013-19 年(截止到 5 月底) 食品饮料各细分板块前两大龙头的市值占板块所有上市公司的比重变化情况, 白酒(茅台+五粮液)、乳制品(伊利+蒙牛)、啤酒(华润+青岛, 从 2015 年华润非啤酒业务剥离开始) 及调味品(海天+中炬, 从 2014 年海天上市后开始) 子行业的龙头收入占比均呈现出明显的提升趋势, 其中白酒从 58.7%提高到 76.4%, 乳制品从 70.5%提高到 90.5%, 啤酒从 86.2%提高到 94.9%, 调味品从 62%提高到 73.2%。

图 1：细分行业前两大龙头市值占行业比重不断提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

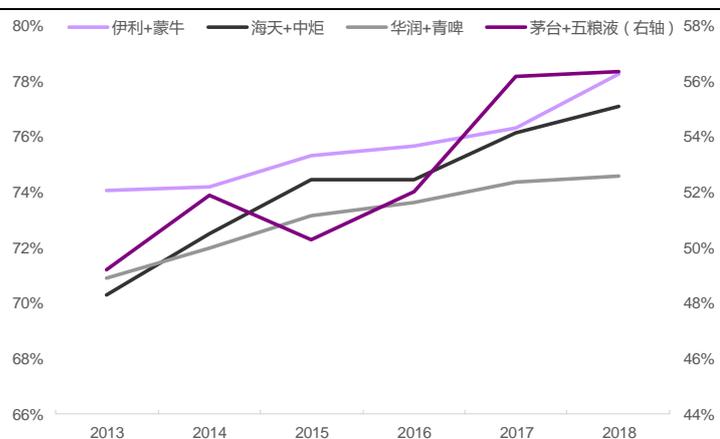
图 2：细分龙头市值占行业比重的变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

龙头超额收益来源于其更优秀的基本面表现：同样我们统计了 2013-18 年食品饮料各细分板块前两大龙头的收入占板块所有上市公司的比重变化情况，白酒（茅台+五粮液）、乳制品（伊利+蒙牛）、啤酒（华润+青岛）及调味品（海天+中炬）子行业的龙头收入占比均呈现出明显的提升趋势，其中白酒从 49.2% 提高到 56.4%，乳制品从 74.1% 提高到 78.3%，啤酒从 70.9% 提高到 74.6%，调味品从 70.3% 提高到 77.1%。相较于行业平均增长水平，龙头公司在更高的基数水平上获得了更快的收入增长，龙头加速成长的现象在每个权重子行业中都获得验证。

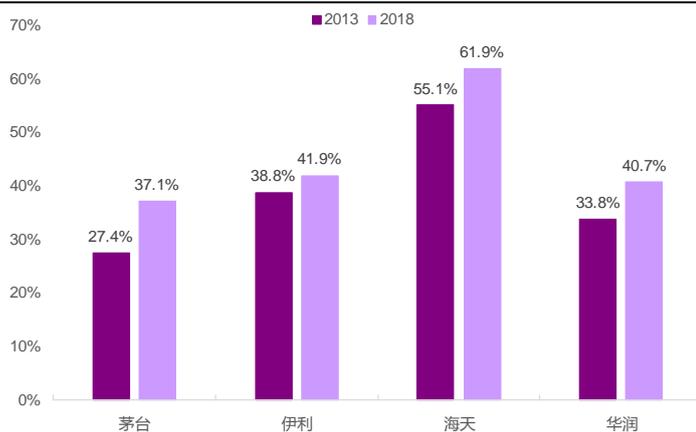
图 3：主要细分行业前两大龙头收入占整个行业比重不断提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

如果只统计行业第一大龙头的收入占比变化情况，龙头集中度提升的趋势同样明显：从 2013 年到 2018 年，茅台在白酒行业上市公司整体收入的占比从 27.4% 提高到 37.1%，伊利在乳制品行业上市公司整体收入的占比从 38.8% 提高到 41.9%，华润啤酒在啤酒行业上市公司整体收入的占比从 33.8% 提高到 40.7%，海天在调味品行业上市公司整体收入的占比从 55.1% 提高到 61.9%。考虑到细分行业的上市公司基本都是行业内具备一定品牌影响力和生产规模优势的企业，那么行业龙头在整个行业的收入占比提升的速度将会更加显著。

图 4：细分行业龙头的收入占整个行业比重不断提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

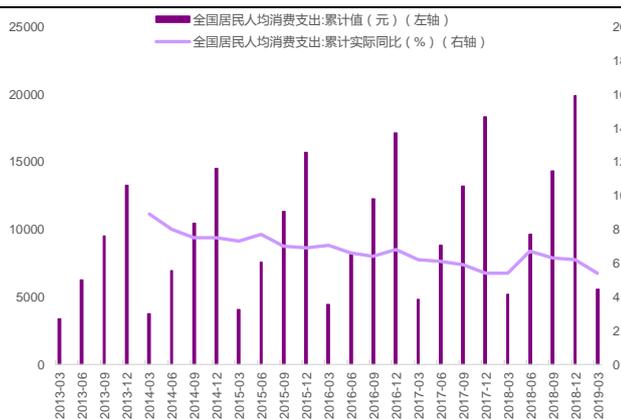
因此，本轮食品饮料行业牛市的最大特点之一就是行情分化加剧、龙头企业的超额收益更加明显，而龙头企业的超额收益来源于在产业层面的细分龙头的市场集中度加速提升，基本面情况环比加速。我们从宏观、产业以及资本市场三个维度去阐述龙头企业加速成长的原因以及龙头重估的必要性。

1.2、源头活水：三个维度解读龙头加速成长

1.2.1、宏观维度：食品饮料需求放缓是人均收入水平提高过程中消费者的必然选择

作为最基础的消费品类，食品饮料始终是全国居民的消费支出项的重要组成部分。虽然伴随着人均收入水平的提高，全国居民的人均消费支出保持着中个位数的增长，2018年全国居民的人均消费支出达到19853元，同比增长6.2%。但是从2013年开始，食品烟酒类支出在全国居民人均消费支出的占比就呈现出逐年下降的趋势，2013-18年食品烟酒类支出的占比从31.2%下降到28.4%。

图 5：全国居民的人均消费支出保持个位数增长



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 6：食品烟酒类在居民人均消费支出的占比逐年下降

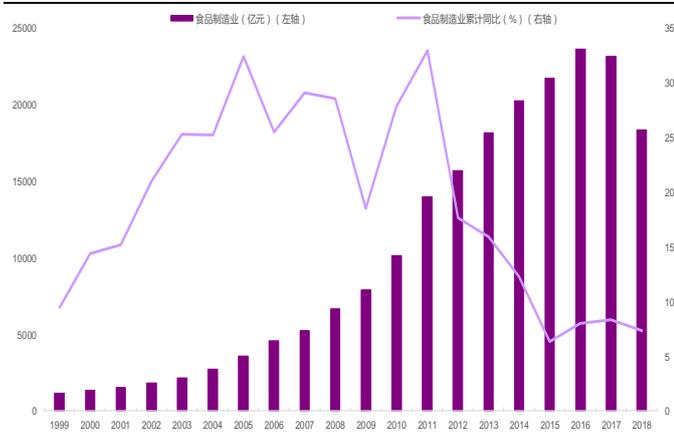


资料来源：Wind，光大证券研究所

从食品饮料行业的市场规模变化趋势中同样可以得到验证，2010年以后，食品饮料的主要子行业中无论是食品制造业还是酒、饮料和精制茶制造业的市场规模同比增速均出现了较为明显的回落。以食品制造业为例，2000-2010年是食品制造业快速发展的十年，2011年之前保持20%以上的

增速，2011 年开始滑落到 10%-20% 的增速，2014 年行业规模的年均增速下降到 10% 以下。2018 年食品制造业的市场规模为 18348.2 亿元，同比增长 7.3%。酒、饮料和精制茶制造业的发展趋势和食品制造业基本相同，2018 年酒、饮料和精制茶制造业的市场规模为 15291.9 亿元，同比增长 8.7%。

图 7：食品制造业市场规模同比增速回落明显



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 8：酒、饮料和茶制造业市场规模同比增速回落明显

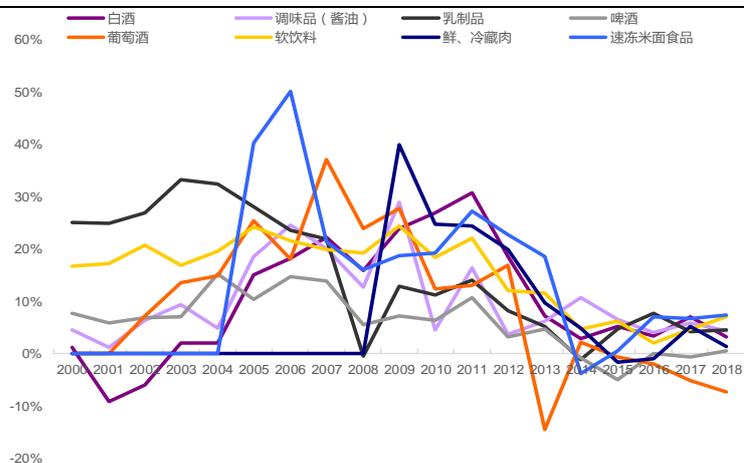


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

我们认为，在经历了 21 世纪初的黄金发展十年之后，食品饮料行业已经进入到新一轮发展阶段，具体表现为：1) 行业整体增速放缓，由增量市场下的“蛋糕做大”过程逐渐转变为存量市场下“划分蛋糕”的过程；2) 行业增长的驱动因素变化明显，黄金发展期行业规模增长主要依赖于销量的提升，人民生活水平改善带来的消费频率提高及粗放式的渠道扩张带来的渗透率提高均是销量提升的驱动因素。而现在食品饮料行业的增长主要依赖于销售单价的提升，人均收入水平继续提高之后品质化消费需求主导产品结构不断优化，销量的提升更多得益于粗放式渠道扩张之后的渠道精耕细作。

行业增速放缓的现象已经说明，行业增长驱动因素的变化同样明显。我们统计了白酒、调味品、乳制品、啤酒、葡萄酒和软饮料等主要食品饮料细分行业 2000 年以来的行业产量增速，在 21 世纪初的黄金发展十年期间各子行业的产量增速均保持在双位数以上，2013 年之后基本所有子行业的量增都回落到 5% 以下，葡萄酒和啤酒等子行业还出现了产量的同比下降。

图 9：主要食品饮料细分行业的产量增速回落到小个位数



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

与食品饮料细分行业量增表现相反的趋势是，近年来销售单价的提升呈现了较为明显的加速趋势，暂不考虑白酒的特殊提价能力，调味品/乳制品/啤酒等行业的均价提升幅度均在 5% 左右，在行业量增有限的情况下，成为驱动行业规模继续提高的关键性因素。

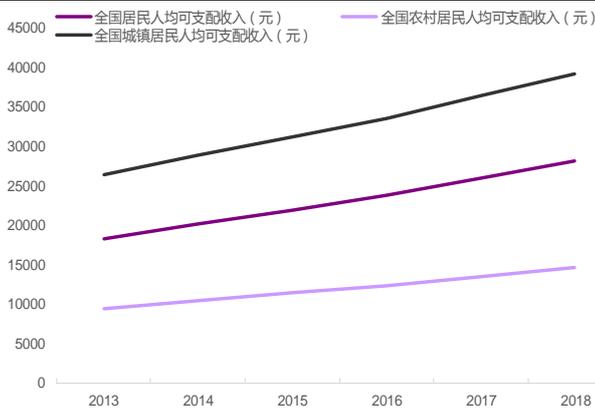
图 10：销售单价提升对于食品饮料细分行业规模增长的贡献越来越明显



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

从日本经验看食品饮料消费趋势的必然变化：2018 年全国居民的人均可支配收入为 28228 元，保持高个位数左右的增长速度。如果换算成美元，2013-18 年居民人均可支配收入从 3000 美元增长到 4000 美元以上。我们以日本的经济发展历程作对比，当前中国的人均可支配收入大约相当于日本 20 世纪 70 年代到 80 年代中期的水平，在这一阶段日本的人均可支配收入实现了从不到 3000 美元到 6000 美元以上的跨越。

图 11：中国人均可支配收入的变化情况



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

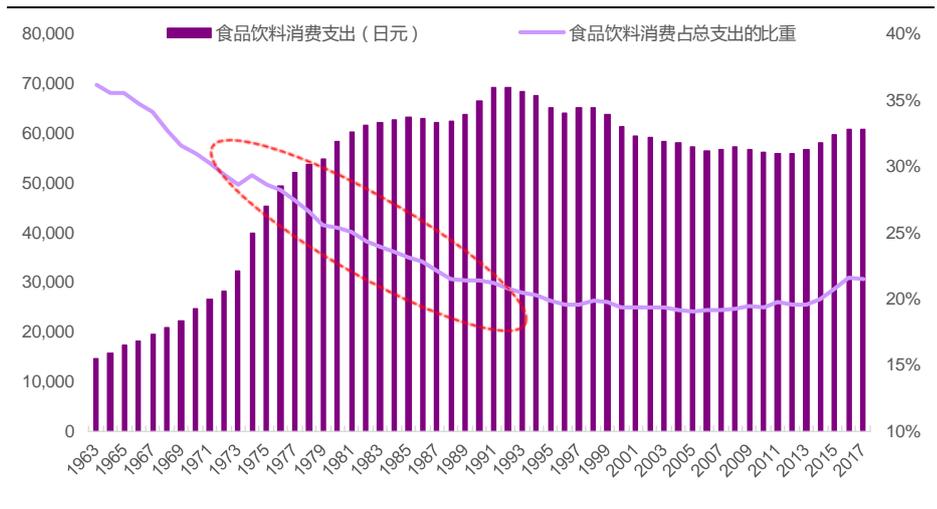
图 12：日本人均可支配收入的变化情况



资料来源：Wind、Bloomberg，光大证券研究所

根据日本总务省的数据，20 世纪 70 年代到 80 年代中期，日本的平均每月家庭食品饮料消费支出保持小幅增长，从不足 5 万日元增长到 6.3 万日元。但是可以发现，在家庭整体消费支出中食品饮料消费支出的占比同样呈现出逐年下降的趋势，1975-1985 年日本平均每月家庭食品饮料消费支出占整体消费支出的占比从 28.7% 下降到 23.2%。此后这一比重一直维持在 20% 左右，最新公布的 2017 年数据，平均每月家庭食品饮料消费支出占整体消费支出的占比为 21.5%，即 1975-1985 年是日本食品饮料支出消费占比下降最快的时期。

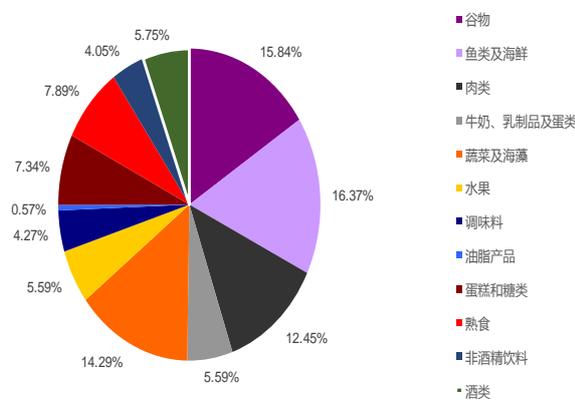
图 13：20 世纪 70-80 年代日本居民食品饮料消费的支出占比下降明显



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

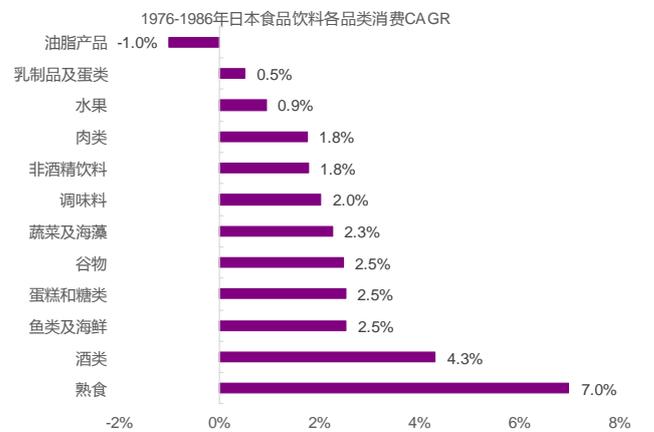
具体到这一期间日本食品饮料细分项的消费支出变化，1976-1986 年除了熟食类产品保持在 7% 左右的消费支出年均复合增速之外，各细分品类的年均复合增速均在 5% 以下，油脂类产品还出现了下降的趋势，这与当前阶段中国的食品饮料细分行业的增速水平相似。从具体的明细项占比来看，1986 年鱼类及海鲜、谷物类及蔬菜类仍是占比最高的食品饮料细分子品类，占比均在 15% 左右。

图 14：1986 年日本食品饮料消费的结构占比情况



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

图 15：1976-1986 年日本食品饮料各细分项消费变化



资料来源：日本总务省，光大证券研究所

1.2.2、产业维度：消费升级背景下的龙头优势强化

正如前文所述，经历了黄金发展十年之后，食品饮料行业规模的增速已经回落到个位数增长，行业增长的驱动因素也已经从销量的增长转变为销售单价的提高。而出现这一现象的宏观背景是人均可支配收入提高之后，食品饮料的渗透率已经相对较高、单纯的温饱需求已经解决，消费方向转化为品质化高质量的消费。根据目前食品饮料行业增长驱动因素的变化，我们对产品生命周期理论进行了升级，从“量”+“价”两大驱动因素重新定义了细分品类的生命周期：

1) 品类导入期：量增占绝对主导因素，竞争格局分散，各品牌群雄并起、享受品类增长红利；

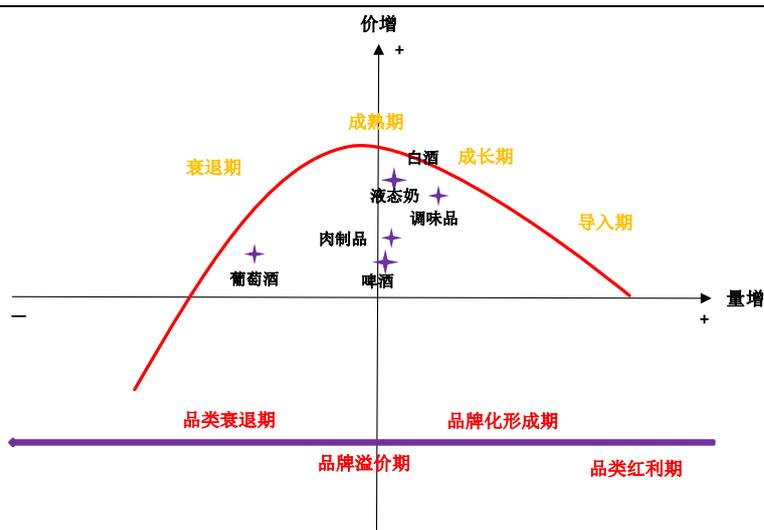
2) 品类成长期：量增仍然是主导因素，同期部分品牌开始形成品牌优势，竞争格局逐渐清晰；

3) 品类成熟期：价增取代量增成为主导因素，龙头品牌的品牌护城河优势明显，享受品类内部消费升级的红利；

4) 品类衰退期：量出现下滑，虽然消费升级仍在持续但是行业规模开始下降，龙头品牌仍能享有品牌溢价。

我们认为，当前阶段各食品饮料主要细分行业均处于成熟期阶段，体现的基本特点就是行业增长的驱动因素已经从量增转变为价增。而在品类成熟期，龙头企业的品牌、渠道等优势能够得到充分释放，加速抢占市场份额。

图 16：从产品生命周期理论看食品饮料细分行业的发展阶段



资料来源：光大证券研究所

龙头企业的优势一：品牌认知度。在品类成熟期，消费升级驱动的产品销售均价提升是最主要的行业规模增长动力，消费者愿意为高品质的品牌产品付出溢价。在经历了品类发展初期的竞争和淘汰，龙头企业在此阶段已经建立起来品牌价值的护城河，从而能够充分受益于品类的消费升级。我们以 2019 年 BrandZ 最具价值中国品牌排行榜为例，在排名前 100 名的品牌中，食品饮料品牌占据了 14 席，白酒、乳制品、啤酒和肉制品等各细分行业的龙头企业品牌价值均榜上有名。

表 2：BrandZ 2019 最具价值中国品牌前一百名中的食品饮料品牌

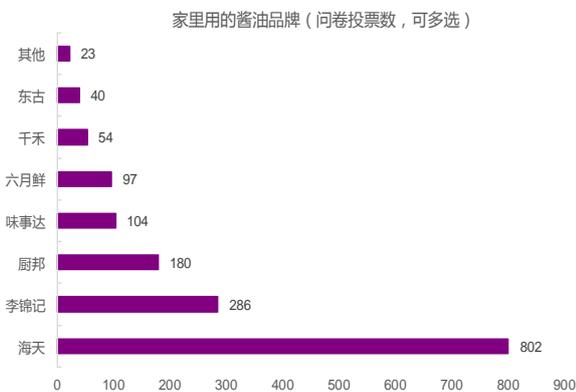
排名	品牌	品牌价值 (百万美元)	排名	品牌	品牌价值 (百万美元)
5	茅台	36555	64	泸州老窖	1644
22	伊利	9068	67	国窖 1573	1426
27	蒙牛	6760	69	青岛啤酒	1341
40	五粮液	3715	75	哈尔滨啤酒	1141
48	洋河	2864	88	张裕	885
49	双汇	2829	91	古井贡酒	802
62	雪花啤酒	1818	99	汤臣倍健	694

资料来源：凯度，光大证券研究所

在光大食品饮料团队 2019 年春节进行的春节返乡消费问卷调查中，龙头企业的品牌优势同样得到体现。在超过千份的调查问卷结果中，乳制品龙

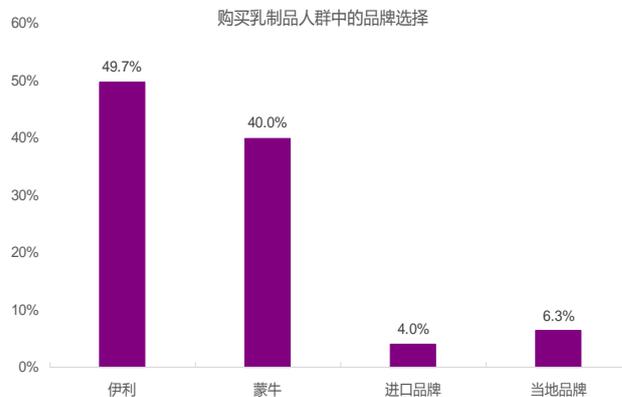
头伊利和蒙牛的优势明显，春节期间消费乳制品的样本中选择伊利和蒙牛的人数占比分别达到 49.7%和 40%，合计占比接近 90%。海天在酱油消费中的品牌优势更加牢固，根据问卷调查的结果，超过一半以上的消费者选择海天品牌，李锦记和厨邦的消费占比也分别达到了 18%和 11%，行业前三大品牌的消费占比合计近 80%。

图 17：海天在酱油消费中的品牌优势更加牢固



资料来源：光大证券研究所

图 18：伊利和蒙牛为乳制品消费的首选品牌



资料来源：光大证券研究所

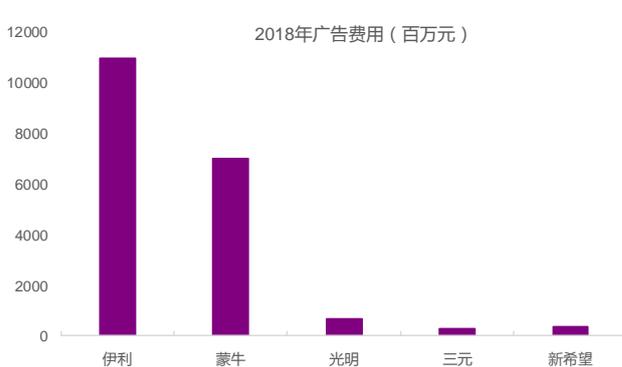
规模优势下，龙头企业持续的广告费用投放进一步维护品牌护城河：得益于收入和净利润体量上的优势，龙头企业在广告营销费用的投放上更加游刃有余，龙头企业的规模化优势充分体现。以调味品为例，2018 年海天全年的广告费用为 5.06 亿，而同期中炬高新和恒顺醋业的广告费用分别只有 0.45 亿和 0.28 亿元。乳业双雄伊利和蒙牛的广告费用投放强度优势更加明显，2018 年伊利和蒙牛的广告营销费用分别为 110 亿和 70 亿元，区域性品牌光明/三元/新希望乳业的广告营销费用合计还不足 15 亿元（统计口径略有差异，其中光明和三元仅包括广告费用），持续的品牌建设费用投放进一步巩固了龙头企业的品牌护城河。

图 19：2018 年海天的广告费用投放大幅领先于其他调味品公司



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 20：2018 年伊利和蒙牛的广告费用投放遥遥领先于其他乳制品公司

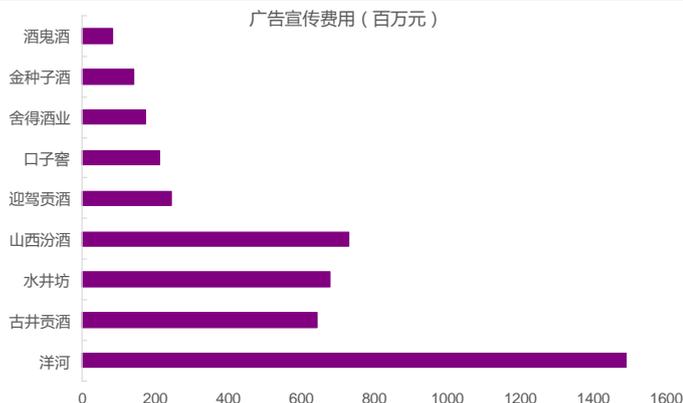


资料来源：公司公告，光大证券研究所（伊利/蒙牛为广告营销费）

在相对特殊的白酒行业，终端价格是白酒品牌力的最终呈现结果，品牌力越强、消费品愿意付出的产品溢价越高，终端成交价格也越高且持续提价的能力会越强。而品牌力护城河的维护和构造是日积月累的过程，品牌力的差异造就白酒呈现出非常鲜明的价格带分布。因此对于高端白酒茅台、五粮

液、老窖，其品牌力更多的源自于历史和文化的传承和积淀，短期的品牌建设费用效果相对有限。但是，对于竞争格局相对分散的次高端价格带，品牌费用的投放仍是必不可少的树立品牌价值的手段。根据统计数据，我们可以看到洋河/汾酒/古井等公司在广告宣传费用上的投放上更加积极，投入力度最大的洋河广告宣传费用接近 15 亿，以古井贡酒为例，已经连续四年拿下了央视春晚的冠名权。

图 21：2018 年次高端及中高端价格带白酒的广告宣传费用投放对比

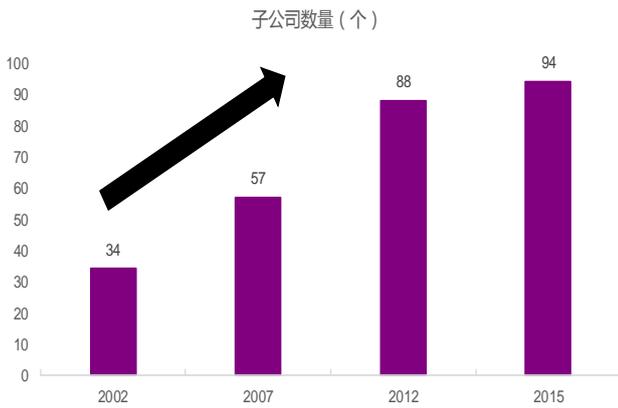


资料来源：公司公告，光大证券研究所（古井/酒鬼仅包含广告费用）

龙头企业的优势二：渠道渗透能力。在品类成熟期，量增对于市场规模增长的贡献虽然逐渐弱化，但是中国城镇和农村居民的人均消费水平仍有较大的差异，农村和低线城市消费者仍有相对明显的消费量提升空间。在行业成长期，最快速度的实现粗放式扩张是最有效的渠道扩张方式，但是低线城市的消费需求对企业的渠道下沉能力提出了更高的要求，龙头企业的优势也会进一步凸显出来。

在大众消费品领域，以伊利、海天为代表的龙头企业的渠道渗透和下沉优势已经得到了充分的发挥。以伊利为例，在常温奶行业高速增长的 21 世纪初，公司就提出了“织网计划”，核心内容是实现生产、销售、市场一体化运作，对每个市场进行精耕细作。伊利的子公司分为上游养殖类、乳制品生产和销售类以及其他职能类，2002-2012 年这十年间伊利合并报表的子公司数量从 34 个提高到了 88 个，年均子公司的新增数量在 5 个左右。而在 2012 年之后伴随着每年新增和处置子公司的数量变化，伊利的子公司数量维持在 90 个左右，全国化渠道扩张已经基本完成。随着原有工厂产能的进一步释放和新工厂逐渐投产，2010 年以后公司开始加大县乡渠道建设，为伊利在全国更大范围内占领二、三线城市提供资源支持，也为伊利的高速增长提供强大的动力。2015 年以来公司的直控村级网点仍在不断增加，截止到 2018 年公司直控村级网点的数量已经达到 61 万家，常温液态奶的市场渗透率提高到 82.3%，渠道渗透优势和下沉能力在常温奶行业内无可比拟。

图 22：2000 年以后伊利的子公司数量提升明显



资料来源：公司公告，光大证券研究所

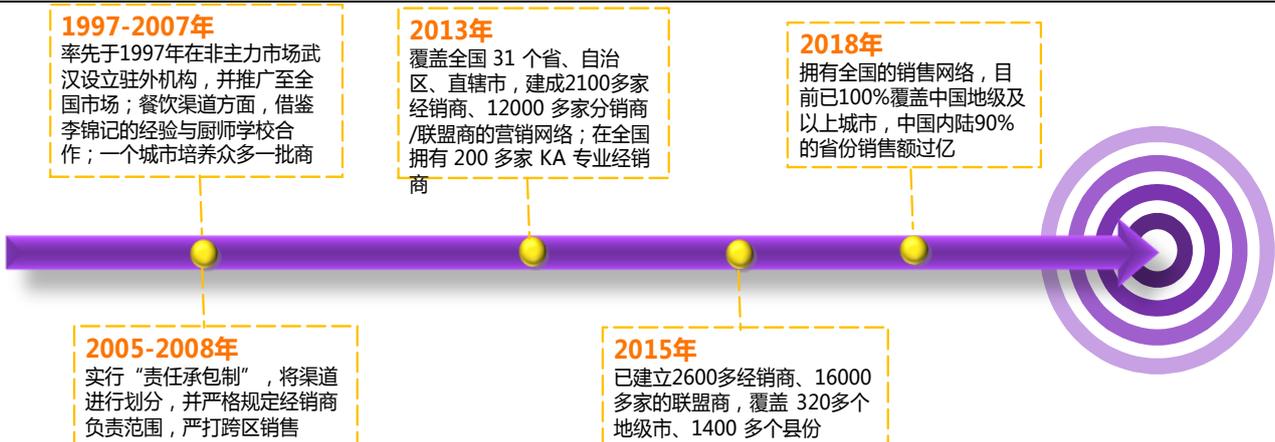
图 23：2014 年以来伊利的常温奶渗透率不断提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

对于海天而言，早在上个世纪 90 年代中期，海天便通过建立驻外机构在当地市场服务经销商、招聘高素质市场营销人员自主培养承担销售执行实现向区域市场的突破。进入 21 世纪，海天借鉴李锦记的经验，与厨师学校合作，培养厨师使用海天酱油的习惯，并配合地面渠道的推广，实现餐饮渠道的突破。同时进行深度分销，一个城市培养大量一批商，经销商之间互相牵制，形成赛马效应，促成公司在厂商关系中的强势地位，提高渠道的管控力。上市伊始，公司已建成 200 多家 KA 专业经销商、2100 多家经销商和 12000 多家分销商/联盟商的全国化营销网络，地级市和县级市覆盖率分别达到 90%和 50%以上。“二五”计划期间，海天不断加深渠道的广度和深度，从 2015 年的覆盖 320 多个地级市、1400 余个县逐步发展到目前地级及以上城市的全覆盖，90%的省份销售过亿。经过逾 20 年的精耕细作，海天扩建出一幅覆盖全国、结构清晰合理的销售网点战略图。

图 24：海天的渠道网络建设历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

对于白酒行业而言，渠道体系的变迁同样是过去十年的重要主题之一，大部分白酒公司从依赖于经销商的粗放销售模式逐渐变化为厂商+经销商+终端网点共建渠道的组织架构，各厂商针对自身的特点形成特有渠道体系。

1) 高端酒方面，茅台在取缔违规经销商之后搭建直营销销售渠道，五粮液推动渠道扁平化、引入控盘分利模式，老窖 2014 年开始废除柒泉模式，采用深度分销、直控终端的品牌专营公司模式。

2) 次高端白酒方面，水井坊推行由公司直接负责市场的开拓和维护，总代作为服务平台负责仓储、物流等工作的“新总代模式”；洋河采用厂商直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转的“1+1 销售模式”。

3) 中高端地产酒方面，徽酒龙头古井贡酒在省内市场同样采用厂商一体化的“1+1 模式”，在个别省外市场建立厂家和经销商共同出资的平台运营商，以厂家为主导进行市场运作，缩减商品流通的渠道和环节，经销商负责做市场配送和服务；另一徽酒龙头口子窖则采用传统的大经销商模式，厂家裸价销售的基础上经销商负责市场的开拓和费用的投放。

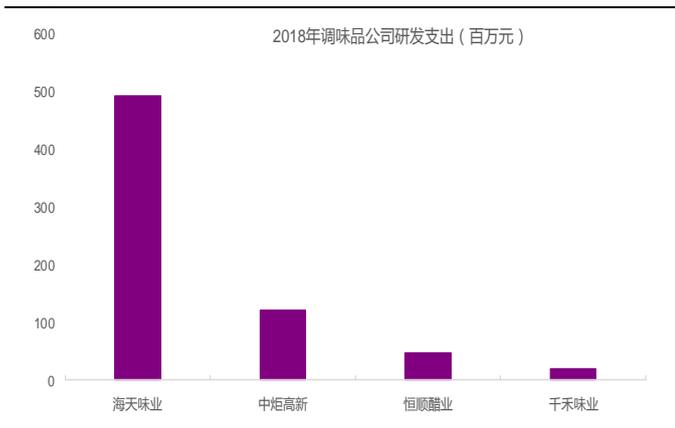
表 3：近年来各白酒公司的渠道模式演变过程

价格带	品牌	渠道变化
高端白酒	茅台	搭建直营销销售渠道
	五粮液	推动渠道扁平化、引入控盘分利模式
	泸州老窖	废除柒泉模式，采用深度分销、直控终端的品牌专营公司模式
次高端白酒	洋河	厂商直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转的“1+1 销售模式”
	水井坊	公司直接负责市场的开拓和维护，总代作为服务平台负责仓储、物流等工作的“新总代模式”
中高端白酒	古井贡酒	省内市场采用厂商一体化的“1+1 模式”，在个别省外市场建立厂家和经销商共同出资的平台运营商
	口子窖	传统的大经销商模式，厂家裸价销售的基础上经销商负责市场的开拓和费用的投放

资料来源：公司公告，光大证券研究所

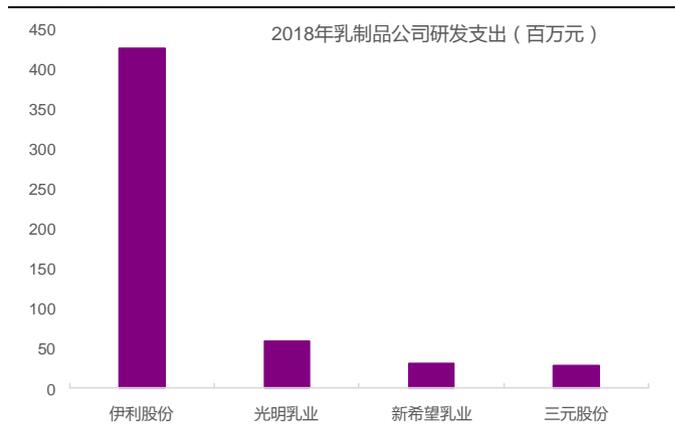
龙头企业的优势三：新品研发和推广能力。由于消费升级带来的产品均价提升已经成为品类成熟期食品饮料细分行业最主要的成长动力，因此培育和推广新品的能力成为龙头企业的又一核心竞争优势。在传统的大众消费品行业，龙头企业的优势主要体现在：1) 收入和净利润规模优势明显的基础上，龙头企业在产品研发上的投入要远高于行业其他竞争对手，龙头企业的产品储备优势突出。再次以调味品和乳制品为例，海天和伊利 2018 年的研发支出分别为 4.93 亿和 4.27 亿元，遥遥领先于其他行业竞争对手。2) 在技术储备完善，渠道渗透率和品牌影响力优势明显的情况下，龙头企业的产品推广优势会充分发挥。无论是伊利在常温酸奶品类上的弯道超车，还是海天在味极鲜酱油品类的快速爆发，采用跟随战略进行新品推广往往能够达到事半功倍的效果。

图 25：2018 年海天的研发支出大幅领先于其他调味品公司



资料来源：Wind，光大证券研究所

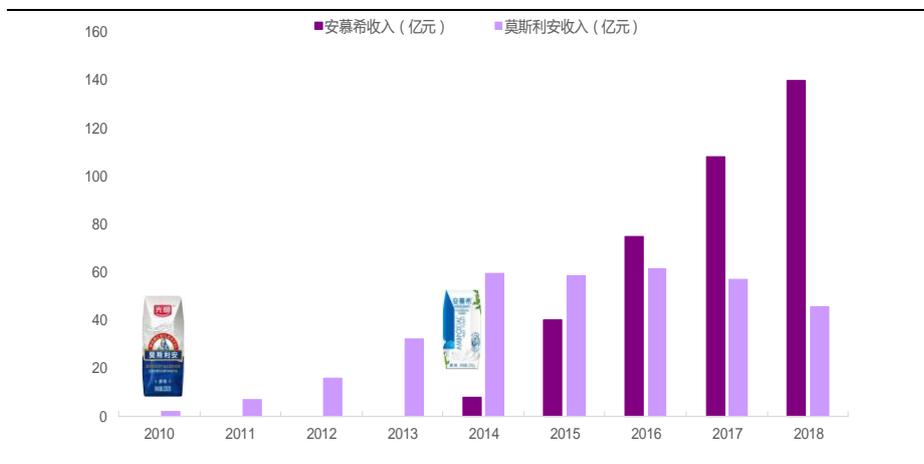
图 26：2018 年伊利的研发支出处于乳制品子行业绝对领先地位



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们以常温酸奶品类为例，光明莫斯利安是国内常温酸奶品类的开创者，莫斯利安于 2009 年初推向市场，2012 年开始全国推广后迎来三年黄金成长期，达到高峰期 60 亿收入左右。伊利的常温酸奶产品安慕希在 2014 年推向市场，虽然不是品类开拓者，但是在相关技术储备完善的情况下，借助公司的常温渠道渗透和品牌运作优势，推出第三年收入体量就超过了莫斯利安。在 2016 年以后，安慕希便实现了对莫斯利安的挤压式增长，安慕希持续稳健增长，2018 年收入体量接近 140 亿元，莫斯利安的收入体量已经不足安慕希的 1/3。

图 27：伊利常温酸奶品类安慕希实现对光明莫斯利安的反超

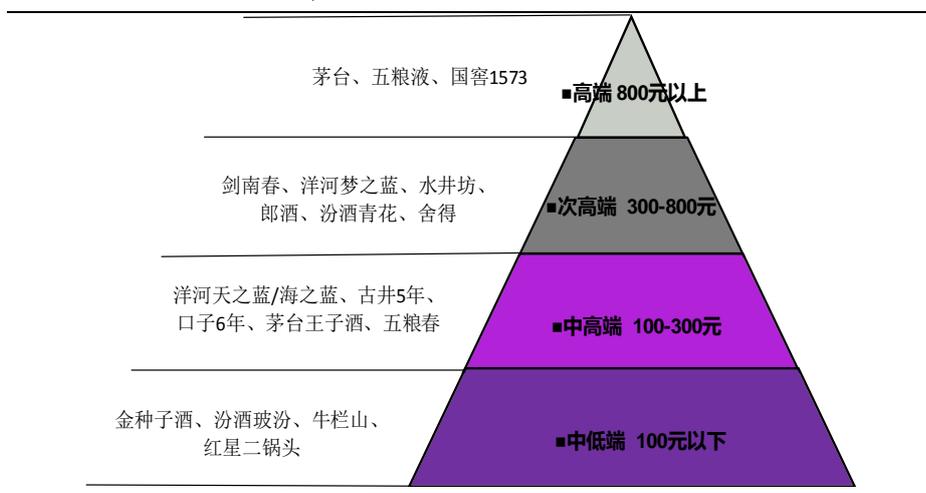


资料来源：公司公告，光大证券研究所

对于白酒行业来说，主力产品定位在不同价格带的厂商，其品牌张力也有显著的差异。以主力产品的终端销售价格作为划分标准，单瓶在 800 元以上为高端白酒、300-800 元之间为次高端白酒、100-300 元之间为中高端白酒、100 元以下为中低端白酒。目前高档白酒主要为茅台、五粮液以及国窖 1573 三大品牌；次高端价格带以剑南春、洋河梦之蓝、水井坊、郎酒、汾酒青花、舍得等为代表；中高端价格带以地产酒主力产品洋河海之蓝、天之蓝、古井年份原浆 5 年、口子窖 6 年以及高端白酒系列酒茅台王子酒、五粮春、老窖特曲等；中低端白酒以金种子、汾酒玻汾、牛栏山等品牌为主。产品价格的定位来源于日积月累的品牌护城河，对于价格带内具有品牌认知度和规模优势的企业来说，以更加优质的基酒生产质量更高的产品，在价格带内的产品

结构升级会更加顺畅。而突破价格带的产品结构升级需要长期的费用投放和品牌建设，具备规模优势的企业同样会更有底气和实力。

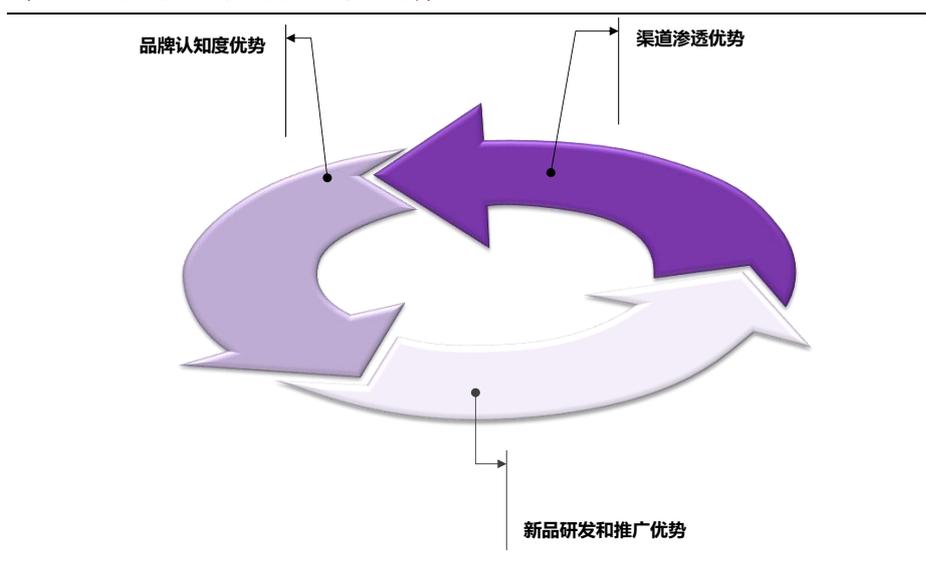
图 28：全国白酒的价格带体系划分



资料来源：光大证券研究所

龙头企业搭建了品牌、渠道和产品三重优势闭环，品类成熟期能够更充分受益：我们认为龙头企业具备品牌认知度优势、渠道渗透能力优势和新品研发和推广优势，而且三大核心优势相辅相成，共同搭建起龙头公司的核心竞争壁垒。在品类成熟期，龙头企业的核心竞争优势能够得到更为充分的发挥：一方面，消费升级是行业增长的最主要动力，龙头企业的品牌力和新品研发、推广能力突显，能够更充分的享有消费升级红利；另一方面，农村及低线城市消费者的食品饮料消费频次仍有提升空间，在粗放式渠道扩张已经结束的背景下，龙头企业的渠道渗透优势能够充分满足增量消费需求，抢占市场份额。

图 29：龙头企业形成了稳固的优势闭环



资料来源：光大证券研究所

1.2.3、资本市场维度：A股国际化进程加速，消费龙头为重要配置方向

北上资金持续加仓消费龙头：虽然2019年至今食品行业涨幅较为明显，北上资金对于食品饮料行业龙头特别是白酒公司的配置比重略有下降。但是拉长周期从2017年开始看，北上资金对于食品饮料行业龙头的配置比例仍在上升通道之中。以茅台/五粮液/伊利为例，2017年3月至2019年5月31日，北上资金持仓占其流通市值的比重分别从5.9%提高到8.2%、从2.4%提高到6.8%、从6%提高到13.1%，提升趋势明显。

图 30：主要白酒公司北上资金的持股比例变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 31：主要食品公司北上资金的持股比例变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

MSCI 增量资金逐步入市，消费龙头为重要配置方向。随着 A 股加入 MSCI 指数，A 股的国际化进程仍在加快，按照 MSCI 官方给出的成分股名单，目前食品饮料行业共有 16 家公司成为其中的成分股，其中大盘股 9 只、中盘股 7 只，食品饮料行业是 MSCI 成分股名单中的重要组成部分，也是增量资金配置的重要方向之一。9 只大盘股分别为贵州茅台、五粮液、海天味业、伊利股份、洋河股份、泸州老窖、双汇发展、青岛啤酒和山西汾酒；7 只中盘股分别为古井贡酒、顺鑫农业、口子窖、中炬高新、涪陵榨菜、水井坊和燕京啤酒。

表 4：A 股加入 MSCI 指数的时间计划表

时间	具体举措	权重	成分股数量
2013 年 6 月	MSCI 将 A 股纳入 2014 年市场分类审查清单		
2018 年 6 月	MSCI 将 A 股市场纳入 MSCI 中国指数与 MSCI 新兴市场指数	2.5%	234 只大盘股
2018 年 9 月	中国 A 股增加权重	5%	236 只大盘股
2019 年 6 月	中国 A 股增加权重	10%	246 只大盘股、18 只创业板股票
2019 年 9 月 (预计)	计划：中国 A 股增加权重	15%	253 只大盘股、12 只创业板股票
2019 年 12 月 (预计)	计划：中国 A 股增加权重	20%	253 只大盘股、168 只中盘股、27 只创业板股票

资料来源：MSCI 官网，光大证券研究所

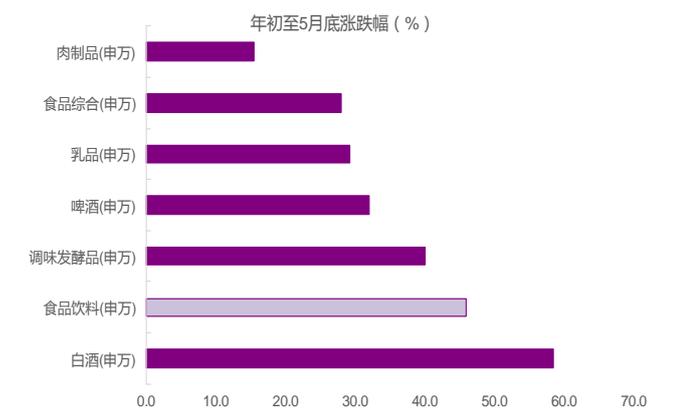
2、子行业龙头加速成长的驱动因素分析

综上所述，我们认为此轮“一九分化”特性明显的食品饮料行业牛市行情是龙头公司的加速集中带来基本面环比加速及 A 股投资者机构国际化进程加速的必然结果。而龙头公司集中度的加速提高可以从宏观和产业两个维度分析：1) 宏观层面：人均收入水平不断提高，作为基础消费品类食品饮料行业迎来增速放缓、行业增长驱动因素由“量”到“价”转换的基本特点。2) 产业层面：品类成熟期，龙头企业的品牌认知度优势、渠道渗透能力优势及新品研发和推广优势，三大核心优势相辅相成，共同搭建起龙头公司的核心竞争壁垒。这一部分，我们对重点行业的发展趋势进一步阐述。

2.1、白酒：景气预期得到修正，消费升级趋势加速

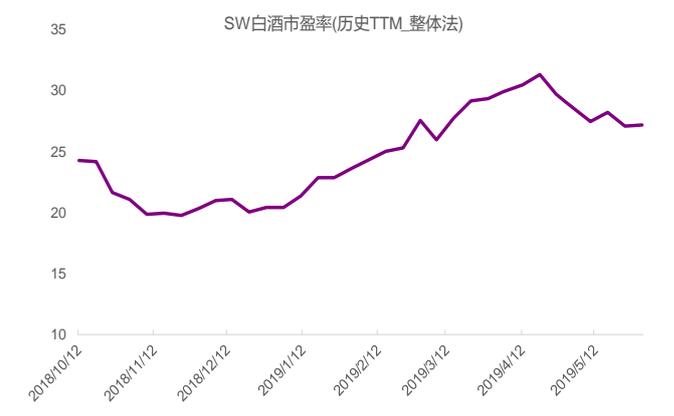
年初以来白酒景气预期充分修正，白酒行业迎来双击行情：年初以来白酒行情主导了整个食品饮料板块的行情，2019 年初至 5 月底，申万食品饮料指数上涨 46%，白酒二级子行业指数上涨幅度超过 58%，领先于其他二级子行业。年初以来对于白酒行业景气度的判断得到了充分修正，白酒行业的一季报显示出春节旺季良好的增长速度和高质量，2018Q4+2019Q1 白酒板块合计收入和净利润分别同比增长 24.7%和 33.2%，因此在盈利预期上修的基础上板块估值水平也得到了充分的修复，白酒行业迎来一波双击行情。

图 32：食品饮料各细分行业年初以来的涨跌幅排名



资料来源：Wind，光大证券研究所

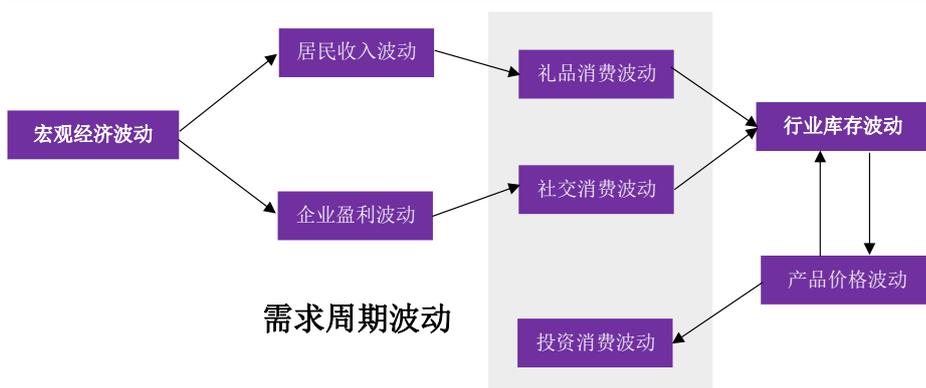
图 33：年初以来白酒行业的整体估值提升明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

白酒特殊的消费场景及产品升值特性分别从宏观及行业层面带来白酒需求的周期性波动：宏观经济趋势向好时，无论是企业部门的盈利还是居民的可支配收入都有改善，白酒的社交消费及礼品消费需求均有推动。而白酒特殊的保值能力使得在白酒顺景气周期中，经销商和终端消费均有加库存的意愿和能力，白酒的投资需求会被进一步激发，行业层面的类牛鞭效应又放大白酒的周期性波动。与之相反，在经济下行周期，企业和居民部门的盈利能力下降带来白酒社交需求和礼品需求的活跃度下降，产品价格出现下降、渠道库存开始提高之后，行业层面也会进一步去库存，白酒的需求波动同样非常明显。

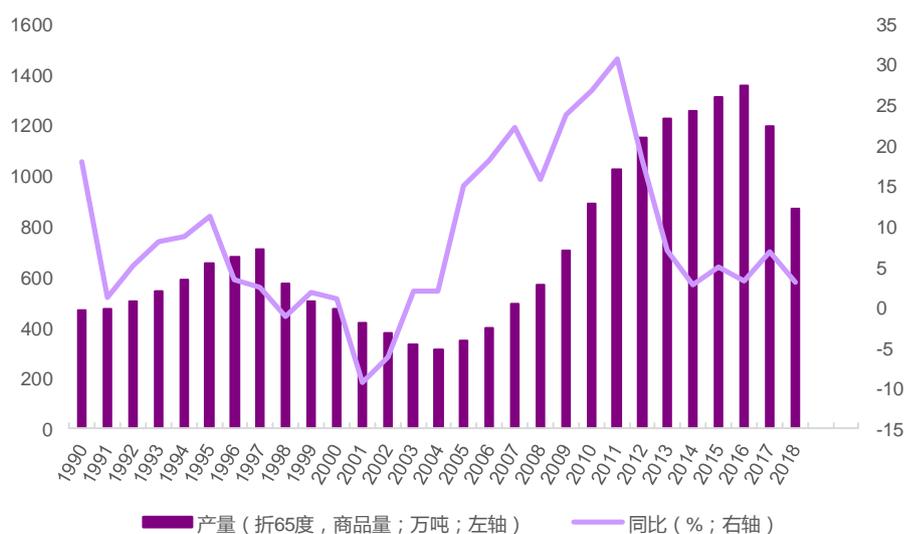
图 34：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图



资料来源：光大证券研究所

2018 年下半年开始白酒行业景气度平稳回落，而非断崖式下降：白酒行业市场化运作以来分别在 1989-1992 年、1998-2003 年以及 2012-2015 年出现过三次较为明显的调整：1) 1989-1992 年：1988 年国家税务局出台《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》，直接放开 13 种名酒价格，名酒迎来历史上第一次大幅提价。但是 1989 年开始国家出台政策限制公款宴请及白酒消费，同时当时货币政策趋紧，部分产品提价过高、不少酒厂受到严重负面影响。2) 1998-2003 年：1998 年在亚洲金融危机的背景下，山西爆发假酒案；同时 2001 年消费税政策变化，白酒计税办法由从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的计税办法，白酒行业迎来深度调整。3) 2012-2015 年：2012 年政府出台限制三公消费的规定，同时酒鬼酒爆出塑化剂事件，白酒行业的三公消费需求被刺破，再次迎来调整。三次调整期的共性特点是宏观经济增速阶段性趋缓、三驾马车之一的投资增速放缓、企业部门的利润增速回调、居民可支配收入增速下降，渠道开启去库存周期；同时行业限制政策或者食品安全事故会加速行业的调整速度。

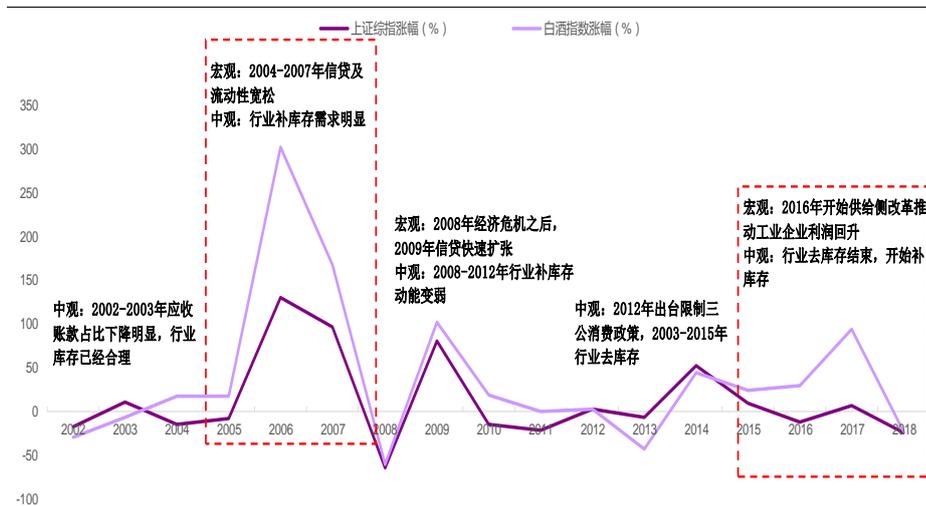
图 35：白酒行业近些年的产量变化



资料来源：国家统计局，光大证券研究所 注：2011 年后统计口径有变化

2016-2018年是第三次调整期之后的白酒行业新一轮景气周期，在景气周期初期行业去库存接近尾声，行业需求结构回升理性。同时供给侧改革、棚户区改造等一系列政策推动了企业部门和居民的消费能力提升，白酒行业再次迎来中观和宏观层面的双重需求刺激。但是伴随着宏观刺激因素和中观加库存动能同时边际变弱，2018年下半年开始白酒行业的景气度开始平稳回落，而并没有出现像之前三次调整期的深度调整。

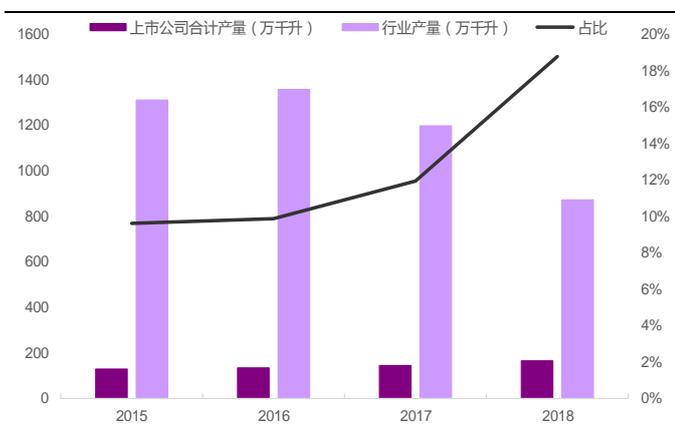
图 36：白酒行业超额收益表现历史复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

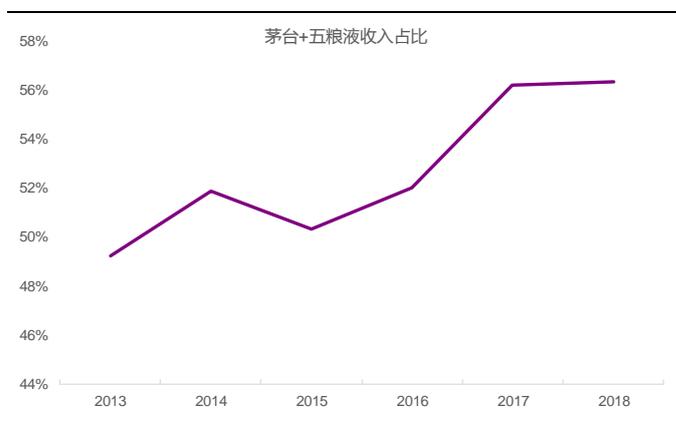
消费升级趋势加速，名酒展现更稳健成长能力：虽然白酒行业的整体景气度平稳回落，但是自下而上的消费升级趋势加速，名酒的集中度仍在持续提升，展现出更稳健的增长能力。我们统计了白酒行业17家上市公司2015-18年白酒产量占行业整体产量的比重，2015-18年白酒行业上市公司合计白酒产量占行业整体产量的比重从9.6%快速提高到18.8%，集中度提升趋势明显。上市公司之间的成长性同样有所差异，白酒行业两大龙头茅台和五粮液的合计收入占比也从2015年的50%提高到2018年的56%，提升的趋势同样明显。

图 37：白酒上市公司产量占行业的比重逐年提升



资料来源：公司公告、国家统计局，光大证券研究所

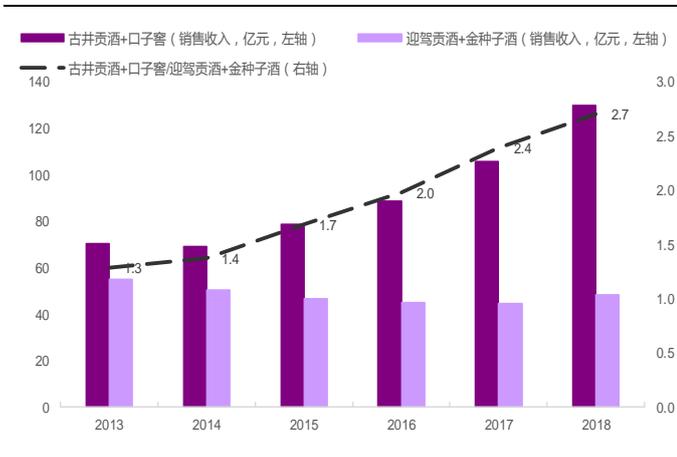
图 38：茅台+五粮液占上市公司整体收入比重逐年提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

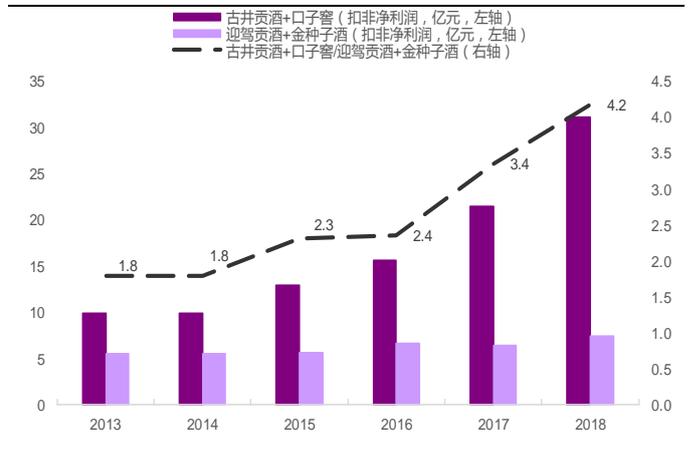
从徽酒看白酒消费升级的趋势：我们以徽酒为例，2018 年安徽居民的人均可支配收入接近 2.4 万元，连续 5 年保持 10% 左右的增速。在可支配收入提升的背景下，安徽省内的白酒消费趋势明显，主流消费价格带从百元左右上升至 200-300 元价格带。以省内主要的白酒企业为例，古井贡酒过去十年重点发力的百元价格左右的年份原浆献礼版及年份原浆 5 年的占比逐步下降，定位在 200-300 元及以上的年份原浆 8 年/16 年/20 年正成为快速增长的核心产品。按照公司的规划，古 8 及以上产品与古 5 及以下产品的目标销售收入结构是 6:4。从徽酒四家公司的报表中可以发现，次高端产品布局更早、品牌投入更多的古井和口子窖呈现出持续挤压式的增长，而迎驾贡酒和金种子酒的市场份额下滑明显。2013-2018 年古井贡酒和口子窖的合计收入从 70.28 亿提高到了 129.55 亿元，而迎驾贡酒和金种子酒的合计收入从 54.76 亿下降到 48.04 亿元；2013-2018 年古井贡酒和口子窖的合计扣非净利润从 9.93 亿提高到了 31.07 亿元，而迎驾贡酒和金种子酒的合计扣非净利润从 5.54 亿小幅增长到 7.45 亿元。

图 39：古井贡酒和口子窖的收入增速更快



资料来源：公司公告，光大证券研究所

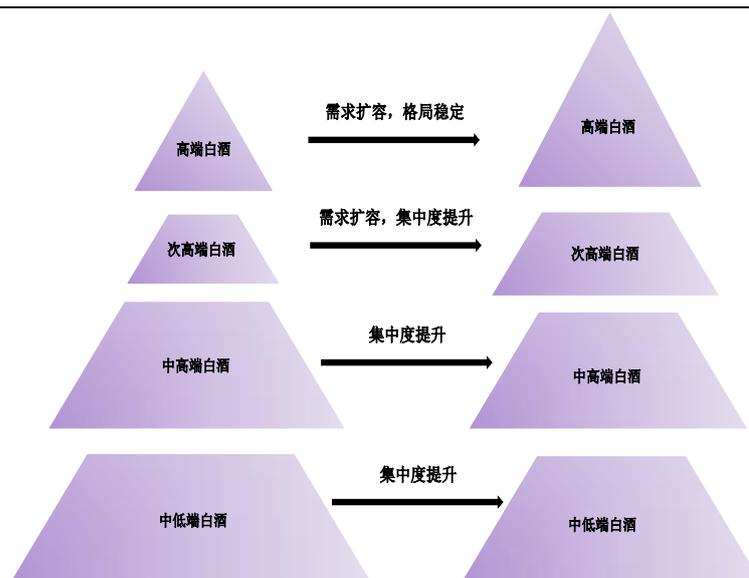
图 40：古井贡酒和口子窖的扣非净利润增速更快



资料来源：公司公告，光大证券研究所

不同价格带的市场容量空间及竞争格局不尽相同：消费升级的趋势不可逆转，但是不同价格带的市场容量空间及竞争格局不尽相同，价格带内的厂商受益于消费升级的程度也会不尽相同。我们认为，在消费量增平稳的情况下，高端白酒和次高端白酒价格带仍处于需求扩容期，未来将充分受益于经济的增长及居民消费能力的提升；而中高端和中低端价格带的白酒需求将会平稳回落。同样，虽然需求都在扩容期，但是高端白酒三大品牌飞天茅台、五粮液和国窖 1573 的竞争格局清晰，均能够充分受益于消费升级，次高端白酒价格带相对较为分散，集中度仍有较大的提升空间，厂商之间的市场争夺将会更加激烈。

图 41：结构优化和集中度提升是当前白酒行业的发展趋势

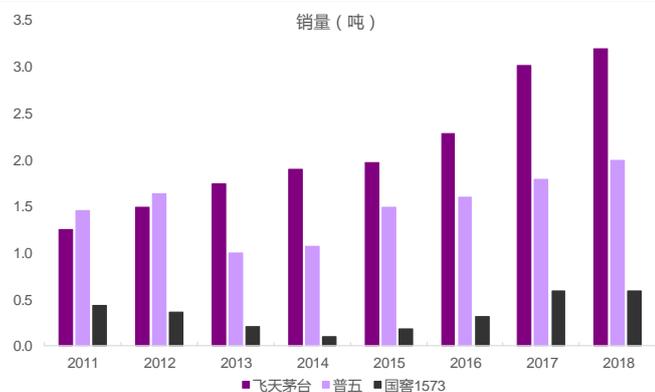


资料来源：光大证券研究所

1) 高端白酒：格局清晰且集中度高，销量占比仍在提升通道。在白酒各大价格带中，高端白酒的竞争格局最清晰且集中度最高，三大品牌茅台、五粮液及国窖 1573 手握高端白酒的三张入场券，其余品牌虽有战略性高端产品布局（如水井坊菁翠、洋河梦 9 及手工班、郎酒青花郎、酒鬼内参等），但绝对体量很小。2011-18 年三大品牌的销量合计从 3.2 万吨提高到 5.8 万吨，年均复合增速超 9%，如果从 2015 年行业调整期结束开始计算，2015-18 年的销量年均复合增速达到 16.5%。虽然增长明显，但是高端白酒的销量行业占比（折 65 度）仍刚超过 0.5%。

相较于其他白酒，高端白酒的社交和礼品属性更强，和经济活动的活跃程度关联性更强，我们认为随着经济的发展及高端白酒存储价值的逐步开发，高端白酒的销量占比仍会处于提升通道。品牌力的积淀绝非一蹴而就，每次行业调整期总会有品牌脱离高端白酒阵营，在景气周期想要再获高端白酒的入场券仍相对困难。在高端白酒在整个行业销量比重提升的背景下，茅台、五粮液及国窖 1573 三大品牌有机会充分受益于价格带需求的扩容，增长最为确定。

图 42：高端白酒三大品牌近年来的销量变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 43：高端白酒的销量在行业中占比不足 1%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

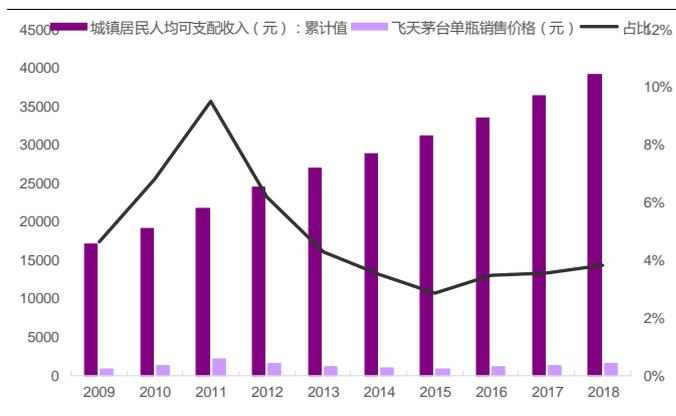
长周期看，茅台的出厂价格提高或与居民消费能力的提升同步：同样，高端白酒的提价能力最强，未来有望和经济发展的速度及居民消费能力提升的速度保持同步。我们以飞天茅台的出厂价格与城镇居民人均可支配收入的增速进行对比，2002-2008年两者基本同步，年均复合增速分别为11.9%和12.5%；2009-2012年飞天茅台的出厂价格的年均复合增速达到了14.8%，而同期的城镇居民人均可支配收入年均复合增速为12.7%，如果考虑飞天茅台在这个时期的终端价格泡沫，终端销售价格的年均复合增速更加明显；2013年至今，城镇居民可支配收入增速为7.8%，而飞天茅台仅有一次提价，出厂价年均复合增速为3.4%。但是如果不考虑期间的周期波动，2009-2018年飞天茅台的出厂价格与城镇居民人均可支配收入的年均复合增速分别为9.1%和9.6%，基本保持同步。因此，我们认为长周期来看，飞天茅台的出厂价格有望与城镇居民人均可支配收入的提升同步，五粮液和国窖1573也会充分受益于飞天茅台的价格提升。

图 44：飞天茅台出厂价与人均可支配收入的增速对比



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

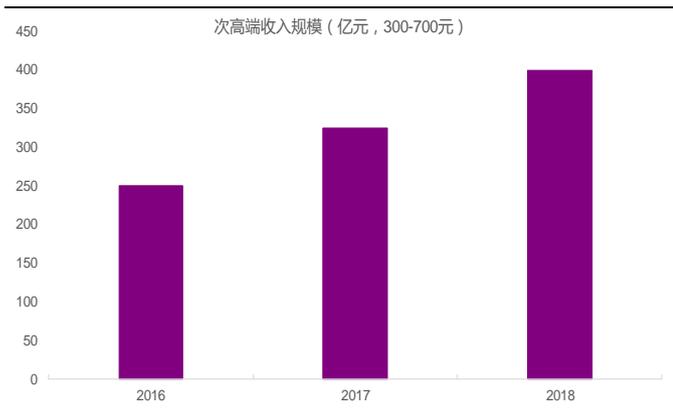
图 45：近年来飞天茅台价格占人均可支配收入的比重



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

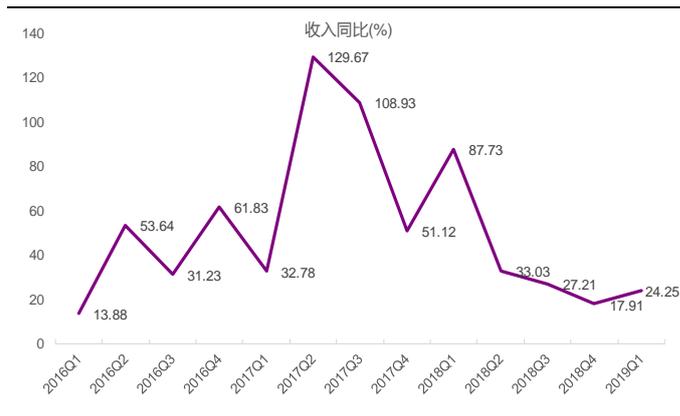
2) 次高端白酒：长期受益于消费升级，集中度仍有较大提升空间。次高端价格带（此处为300-700元统计口径）在2016-18年经历了相对较快的增长，预计出厂口径市场规模从2016年的250亿元增长到2018年预计400亿元左右。次高端白酒的主要消费场景有两类：1) 普通居民包括喜宴在内的宴请需求；2) 中小企业的商务宴请需求。从次高端价格带的增长驱动因素来看，一方面居民可支配收入提高带来的消费升级需求在提升，特别是在经济较发达地区的喜宴场景，300-500元价格带的产品已经成为消费主力。另一方面，次高端价格带白酒产品在部分地区的中小企业商务宴请中也扮演中重要角色，因此次高端白酒的需求也和经济环境相关，但是次高端白酒的消费粘性不如高端白酒，受经济波动的影响更大。

图 46：次高端价格带白酒市场规模仍处于扩容期



资料来源：微酒，光大证券研究所

图 47：以水井为例，次高端白酒的需求受经济影响更大



资料来源：公司公告，光大证券研究所

在竞争格局方面，不同于高端白酒茅台、五粮液和国窖 1573 绝对主导的竞争格局，次高端价格带仍相对分散。现在全国主流的次高端白酒主要包括三类：1) 以剑南春、郎酒和水井为代表的全国市场品牌，其中剑南春的品牌影响力在全国范围内最强，水井等品牌在第三轮白酒深度调整之前的主流价格带定位于高端，行业调整期价格带下移，目前没有基地消费市场；2) 以洋河梦之蓝系列、汾酒青花系列和古井年份原浆 16 年/20 年等为代表的地产白酒的次高端价格带产品，此类品类均有强势的基地市场，并且在基地市场的产品结构从中高端逐步过渡到次高端。从收入绝对体量上来说，剑南春和洋河梦系列占比相对较高，其余品牌相对较为分散。3) 高端白酒品牌的次高端价格带产品，以低度五粮液和老窖特曲 60 为代表。

表 5：目前次高端价格带白酒的代表产品

定位	品牌	代表产品
全国市场品牌	剑南春	52 度水晶剑
	水井坊	井台瓶、臻酿八号
	郎酒	红花郎 10 年、红花郎 15 年
	舍得	品味舍得
高端品牌	五粮液	39 度/45 度五粮液
	泸州老窖	特曲 60
区域市场品牌	洋河	梦之蓝系列
	汾酒	青花系列
	古井	年份原浆 16 年/20 年
	口子窖	口子 10 年/20 年
	今世缘	国缘四开

资料来源：光大证券研究所整理

次高端具备提价能力，但是提价幅度及公司的受益程度弱于高端品牌：
 由于次高端品牌在一定区域或者消费场合内同样扮演着社交及面子消费功能，因此次高端价格带的白酒同样具备一定的提价能力。在 2016-17 年的白酒景气周期内，由于次高端价格带自身定位等特点，其市场规模快速扩容，在高端白酒价格带拉升的情况下，主流次高端品类剑南春、水井坊、洋河梦之蓝、汾酒青花系列等均进行了产品的提价。但是次高端价格带的竞争格局相对分散而且主流产品的经销商均面临盈利能力相对有限的问题，厂商提价之后通常以货补、费用支持等方式返回终端网点及经销商，因此次高端白酒提价对于厂商的受益程度同样弱于高端白酒。

2) 中高端白酒：地产酒主流价格带产品，增量有限但集中度仍可提升。

中高端白酒（100-300元）是居民日常消费的主流价格带，也承担一部分居民宴请消费的功能，基本很少出现在企业商务宴请的场合。目前白酒行业的中高端白酒主要包括两种类型：1) 地产白酒的主力产品，以洋河的天之蓝和海之蓝系列、古井的年份原浆5年、口子窖6年等为代表；2) 高端及次次高端白酒的系列酒或者低端品牌，如五粮春、老窖窖龄酒系列、郎酒特曲等。全国范围内看，洋河的天之蓝和海之蓝系列是在这个价格带市场占有率最高的品牌之一。

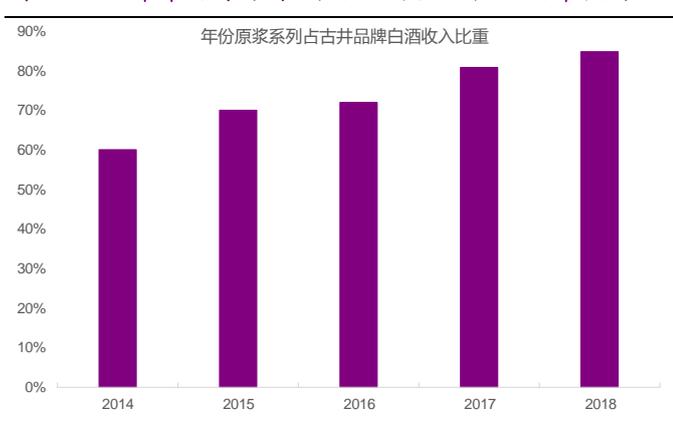
表 6：目前中高端价格带白酒的代表产品

定位	品牌	代表产品
次高端品牌	郎酒	郎酒特曲
	舍得	沱牌特曲
高端品牌	五粮液	五粮春/五粮醇
	泸州老窖	窖龄酒/特曲
区域市场品牌	洋河	天之蓝/海之蓝系列
	汾酒	老白汾系列
	古井	年份原浆8年/5年
	口子窖	口子6年/5年
	今世缘	国缘对开、国缘单开

资料来源：光大证券研究所整理

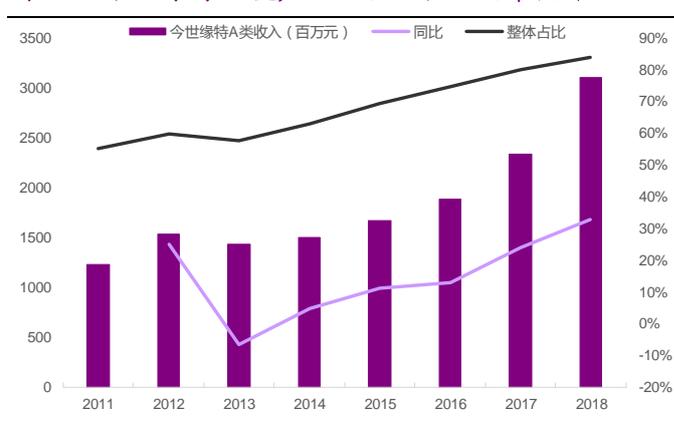
地产酒品牌向次高端价格带过度或成常态：由于中高端价格带白酒以居民日常消费或者宴请消费为主，因此当地居民的消费升级是驱动整个价格带白酒规模扩张的核心因素。伴随着居民消费能力的提高，地产酒的主流产品已经慢慢开始由中高端产品向次高端价格带过度，未来中高端白酒的市场份额增量相对有限。以古井贡酒为例，安徽省内已经基本完成年份原浆品牌系列对古井贡酒系列的升级替代，在此基础上主力产品从定位100-150价格带的年份原浆5年和献礼版向定位300元左右的年份原浆8年以及价格更高的年份原浆16年和20年产品，目前年份原浆8年以上的产品已经成为安徽省内最主要的增长动力。在品牌建设上，未来也会着重在300元以上价格带树立年份原浆的品牌，而在300元以下逐渐淡化年份原浆的品牌。

图 48：古井年份原浆系列的白酒收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 49：今世缘特A类产品的收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2、调味品：消费粘性突出，海天优势稳固

作为与白酒类似的、具备中国特色的消费品行业，调味品在产品/品牌/渠道三个层面都具有鲜明的特征，造就了调味品行业具备特有的消费粘性，调味品行业的龙头公司具备稳健增长的能力。

1) **产品壁垒：味觉记忆，根深蒂固。**东西方在饮食观念、饮食对象、烹饪方式、饮食环境等方面差异显著，再叠加味觉记忆的深刻影响，中国的调味品在产品层面上形成了与西方调味品之间天然的差异，调味品可以说是中国饮食魅力的根源。由于饮食差异来源文化差异，我们认为中西方调味品产品结构上的差异也将长期存在。调味品与白酒一样，产品的壁垒实则来自于中西方文化之间的差异。

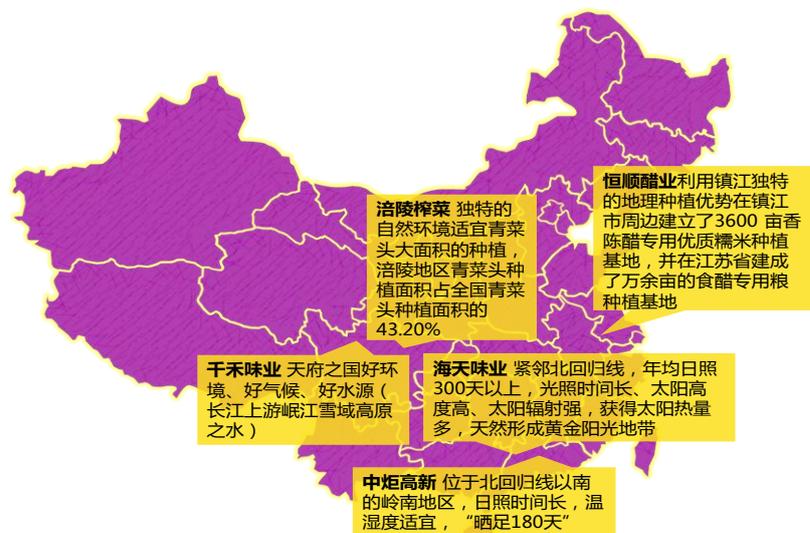
表 7：中西方饮食差异对比

	西方	中国
饮食观念	营养均衡搭配，饮食是科学	色香味搭配，饮食是艺术
饮食对象	口味相对单一，生、冷、甜为特色	口味丰富，食材繁复
烹饪方式	烧煎烤炸焖	炒炸闷爆煎烩煮蒸烤腌
饮食环境	简单安静	排场氛围

资料来源：光大证券研究所整理

与此同时，“东酸西辣，南甜北咸”是对国内饮食与口味差异的简单概括，究其本质在于各地地理环境和人文习惯之间存在较大不同。对应到产业层面就容易看到，与其他消费品相比调味品行业的区域性特征更为明显。以市场集中度最高的酱油为例，它与其他快消品行业最大的不同在于地域和环境的差异使得酿造过程中微生物发酵带来的产品风味不尽一致。这种由于地理环境所决定的产品差异有利于强化产品壁垒。我们发现，外资品牌切入中国调味品市场往往更多地采用兼并收购的方式，但是由于调味品市场本身所具备的区域性特征又使得收购完成后在产品全国化推广中面临问题，导致行业的发展更多地以一种内生且稳健的形式呈现出来。

图 50：中炬、海天、千禾、涪陵榨菜、恒顺的产地优势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2) 品牌壁垒：中餐文化，源远流长。消费品的投资逻辑无非是产品力+品牌力+渠道力，放眼国内外各种消费品，中国调味品依托源远流长的中餐文化，通过品牌故事塑造品牌张力方面具备天然优势。如在品牌宣传时，海天将公司历史溯源于清代乾隆年间的佛山古酱园，李锦记将历史溯源于珠海蚝油庄，中炬将历史溯源于清末民初的香山酱园等。当下，食品消费的老字号趋势也使得调味品公司的品牌壁垒得以加固。

图 51：食品消费老字号趋势明显



在天猫上老字号品牌被搜索的总次数：10亿

有成交量的老字号：700家

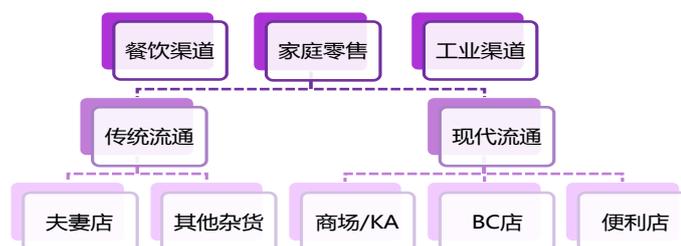
天猫上的老字号消费者：8600万

购买老字号品牌的90后消费者：320万

资料来源：《天猫食品行业趋势分析》，光大证券研究所

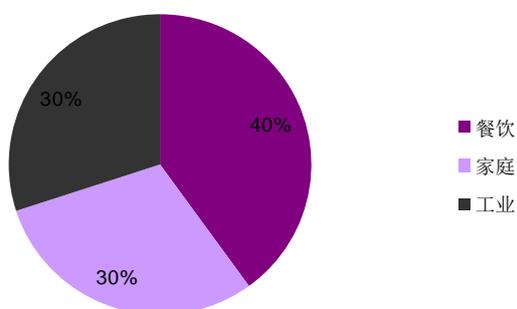
3) 渠道壁垒：餐饮+流通+工业，多元化的渠道结构。根据采购主体分类，我国调味品渠道由餐饮（40%）/家庭（30%）/工业（30%）三分天下。家庭作为购买主体，在零售终端中又可以细分为现代流通渠道（占比70%）/传统流通渠道（占比27%），商超/KA的零售总额虽然增长迅速，其在家庭零售渠道的占比已由2004年的39%提升至2018年67%。换言之，即使经历了过去十五年的发展，商超/KA这一核心渠道占整个调味品零售总额的比重也就只有20%（30%*67%）。根据欧睿数据，2009-2018年国内酱油厂商CR5在零售终端的市场份额仅从16%上升至18%，十年时间提升不到2.5pcts，即使强如海天，其在零售终端的市场份额也就提升了1.2pcts，而李锦记甚至下滑了0.2pcts。我们认为这背后的主要原因有两点：（1）调味品具有单价低、购买频次低、厂商多的特点，商超留给调味品企业的货架资源非常有限导致渠道费用居高不下，从而使得KA渠道天然具备易攻难守的属性；（2）对于品牌企业来说，家庭端占比相对有限，出于费效比考虑持续地投入并不经济。

图 52：中国的调味品渠道结构



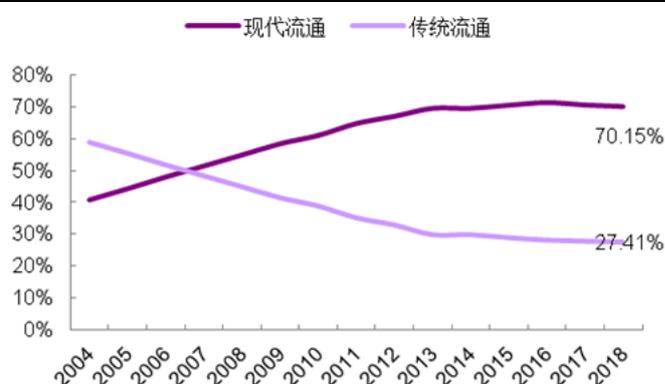
资料来源：光大证券研究所

图 53：2018 年调味品餐饮/家庭/工业渠道份额占比



资料来源：调味品协会，光大证券研究所

图 54：家庭作为调味品购买主体在零售终端分类



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

餐饮渠道易守难攻，是调味品消费具有特殊粘性的核心来源。厨师作为餐饮渠道调味品的购买决定者具备三大核心特征，其一价格不敏感、其二用户粘性高、其三用量大周转快。对调味品厂商层面而言，餐饮渠道具备的特征就包括了产品消化快/附加值高；需求稳定、客户粘性高，竞品替代难度大；对调味品经销商而言，餐饮渠道具备的特征就包括了消费快、销量大、可走中高端、渠道利润大，且容易跟风销售便于产品品牌地位确立。事实上，调味品行业蓝皮书的一项调查进一步佐证了餐饮渠道的这一特征，根据其调研数据反馈 2018 年餐饮渠道使用者对调味品的选购原因分布中，高达 77.8% 的人选择了重复消费。

表 8：餐饮终端采购属性

餐饮终端采购属性	高档	中档	低档
价值导向	品牌	质量	价格
采购形式	一揽子	部分一揽子	零星散采
采购场所	专业市场	批发市场	农贸市场
采购周期	10-15 天	5-7 天	1-3 天
供应商	固定	相对固定	不固定
结算周期	30-45 天	月结批结	现结
账务方式	送货上门	送货自提	自提
更改速度	专一慢	部分专一	不专一
特殊利益	有	少量	无

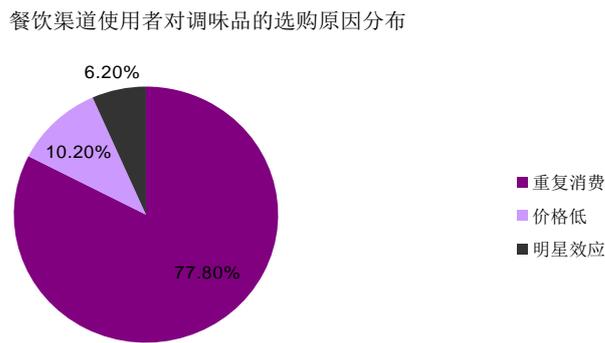
资料来源：《调味品营销》，作者：陈小龙 光大证券研究所

图 55：调味品餐饮渠道特点



资料来源：《调味品营销》，作者：陈小龙 光大证券研究所

图 56：2018 年餐饮渠道使用者对调味品的选购原因分布 (%)



资料来源：《2018 年全国调味品行业蓝皮书》，光大证券研究所

天时、地利、人和成就调味品行业巨型航母——海天味业。从外部因素看，受益于中国巨大的人口基数以及独特的饮食文化，中国调味品行业属于国内为数不多的内资企业具备竞争优势的消费品行业，庞大的市场规模足以支撑海天从“酱油之王”向“调味品之王”的蜕变。从内部因素看，早年的国企改革使得海天较早就建立起优质的公司治理结构，推动公司在成本控制、管理效率、销售执行上做到极致，这是公司能够长期实现稳健增长成功穿越经济周期的本质因素。

图 57：复盘海天的王者之路



资料来源：公司公告，光大证券研究所

目前，调味品公司基本处于渠道织网的阶段，而海天已率先进入渠道管理优化的阶段。上市伊始，公司已建成 200 多家 KA 专业经销商、2100 多家经销商和 12000 多家分销商/联盟商的全国化营销网络，地级市和县级市覆盖率分别达到 90%和 50%以上。“二五”计划期间，海天不断加深渠道的广度和深度，从 2015 年的覆盖 320 多个地级市、1400 余个县逐步发展到目前地级及以上城市的全覆盖，90%的省份销售过亿。经过逾 20 年的精耕细作，海天扩建出一幅覆盖全国、结构清晰合理的销售网点战略图。

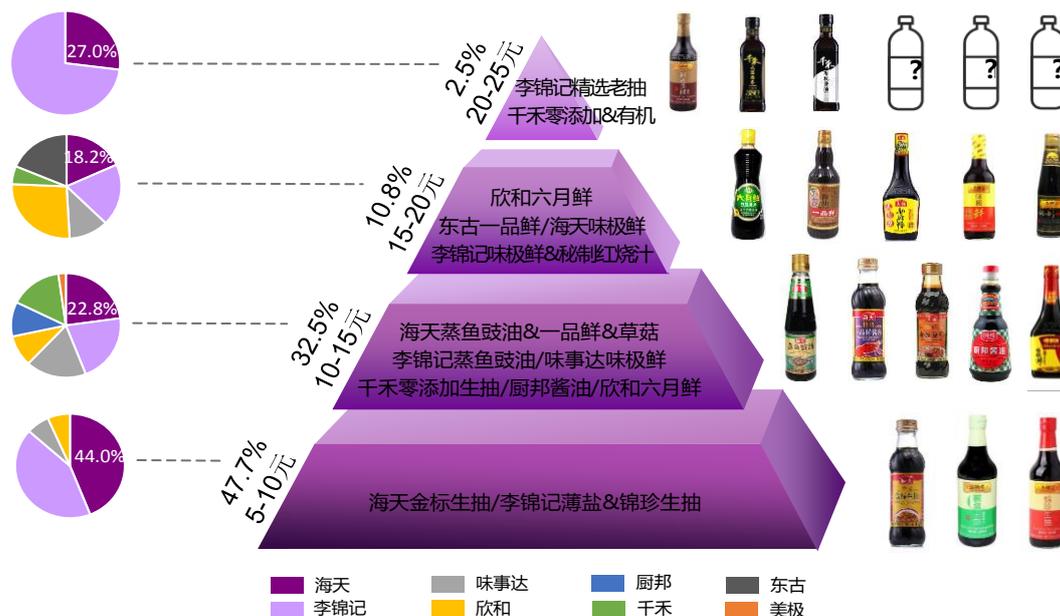
表 9：国内调味品公司渠道建设情况

	渠道结构 (%)			渠道深度 (覆盖率, %)			渠道规模			补充信息		
	餐饮	商超	其他	省级市	地级市	县级市	经销商数量 (家)	直控终端网点 (个)	经销商平均销售规模 (万元/家)	营销中心	销售大区	销售部
海天味业	60%+	15%	20%	100%	100%	70%+	3000+	50 万+	568 左右	在全国范围内设有 5 个营销中心、20 个销售大区、110 多个销售部、350 多个销售组或销售办事处		
中炬高新	20%	75%		-	77%	-	864	25 万	482 左右	拥有 90 个销售办事处, 900 人的业务团队		
李锦记	70%	20%										
千禾味业	华东地区以 KA 等现代渠道为主, 传统流通渠道占比 5%-10%			2019 年计划在全国地级市 (偏僻的二级城市除外) 和主要县城至少开发 200 家商超网点, 力争实现全国商超系统全覆盖			2000+	-	54 左右	调整营销中心组织架构, 设置零售事业部、餐饮事业部 (新增)、品牌部和综合服务部, 由 5 个销售大区调整至 6 个		
涪陵榨菜	2%	家庭 8%, 流通 90%		100%	79%	1000 余个	1200+	-	159 左右	8 个销售大区、37 个办事处		
恒顺醋业	20%	80%					1200	60 万	141 左右	营销中心下设 30 个办事处		

资料来源：各公司 2018 年最新年报，光大证券研究所

除了渠道优势以外，海天凭借规模优势用高性价比产品占据主流消费带，与此同时，通过布局相对高价格带，静待消费升级。我们以阿里系平台 1000 个酱油“宝贝”，22 万单的销售数据作为统计样本（较大的样本量在一定程度上能够较好地反映总体特征）来观察海天在不同价格带的品类竞争策略。我们发现线上酱油消费目前以 5-10 元（以 500ml/瓶为统计口径换算，下同）为主流，销量占比接近 48%，而在这个价格带，海天凭借三大王牌单品金标生抽、味极鲜以及草菇老抽占绝对优势，销量占比达到 44.0%；在 10-15（销量占比 32.5%）元这个竞争最激烈的价格带，海天依然凭借 22.8% 的销量占比位列第一；在 15-20 元这个价格带，参与竞争的品牌明显减少，但是海天通过味极鲜进行提前布局，销量占比 18.2%，紧跟李锦记。在 20-25 元这个价格带，销量占比 2.5%，海天依然保持领先，销量占比 27.0%。

图 58：各酱油厂商在线上的品类竞争策略



资料来源：淘数据，光大证券研究所

2.3、乳制品：双寡头格局清晰，龙头加速多品类布局

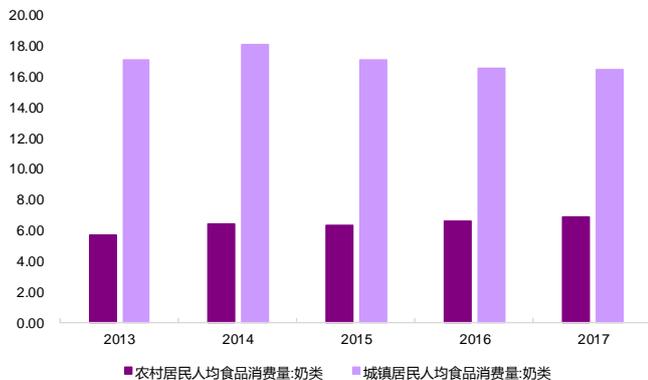
我国乳制品行业目前仍呈现双龙头格局，企业生存态势持续分化。2018年，我国行业 CR2 为 46.0%，全国性龙头乳企伊利和蒙牛掌握绝对领先地位。我们认为行业龙头通过加强产业链上下游掌控力，扩大产品版图，将进一步提升集中度；而区域性乳企则厘清业务结构，寻求差异化发展。

龙头企业的核心优势之一：渠道渗透优势抢占行业消费增量空间

通过回顾历年数据，可以发现城乡居民人均奶类消费量仍有较大差距，农村市场潜力存在相当的提升空间。城镇居民人均奶类消费量在 14 年达到峰值后开始缓慢下跌至 17 年的 16.5 千克，而农村居民人均消费量则逐年上升至 6.9 千克。我们预计农村居民人均奶类消费水平将继续上升态势，释放可观市场空间。

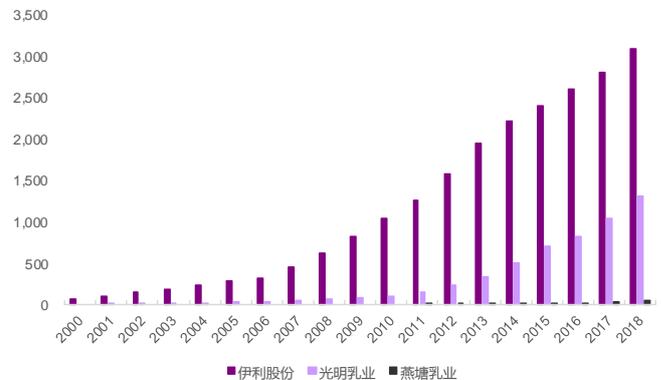
而国内龙头乳企基于其强大品牌力和渠道渗透力，在消费者决策方面发挥显著影响。根据凯度消费者指数调查，2018 年国内快销品牌中，伊利和蒙牛为消费者触及数排名首两位的公司，渗透率分别达 89.6%/87.2%，维持 2017 年地位，且伊利消费者触及数较前一年高基数增长 6%；同时光明乳业排名第七位。不同规模乳企在研发投入上差距较大，龙头企业持续的投入进一步支撑其新产品的开发推广，形成良性循环，强化其行业领先地位。数据显示，伊利 2018 年专利数量高达 3102 个，且增长迅速，较 17 年新增近 300 个；光明乳业 18 年专利数量达 1323 个，较 17 年也增加近 300 个；而规模较小的区域型乳企燕塘乳业 18 年专利则仅为 55 个。

图 59：城乡人均奶类消费频次（千克）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 60：部分上市乳企年度专利数量（个）



资料来源：Wind，光大证券研究所

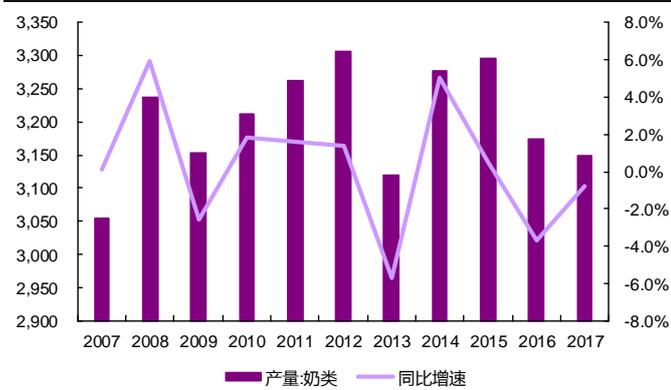
龙头企业的核心优势之二：加码牧场资源，助力集中度提升

目前我国乳制品供给端主要来自国内原奶厂商，以国外进口大包粉为辅。根据国家统计局数据，2017 年我国奶类产量达 3148.6 万吨，进口液态奶及奶粉分别按照 1:1 及 1:8 还原为鲜奶后，合共进口量约 645 万吨，占国内原奶供给的 17%。

我国原奶供应格局决定了上游牧业资源在乳制品产业链的重要性。而原奶牧场由于集中度较低，在议价权上又处于相对弱势。近年来，国内龙头企业通过行业经验和强大资本加持，直接控制奶源或输出先进管理技术，与原奶供应商的利益连结越发紧密，有助于提升在原奶质量和收奶量上的稳定性，

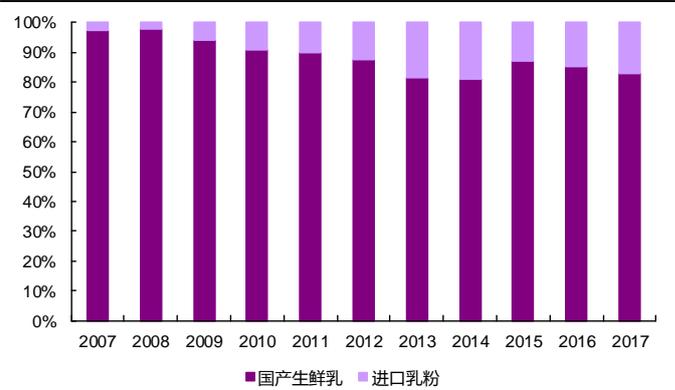
同时削弱上游奶价波动对其生产成本的影响。通过强化原奶命脉，龙头进一步提升产业链竞争力。

图 61：我国奶类年产量及增速（万吨）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 62：我国奶类供应量占比

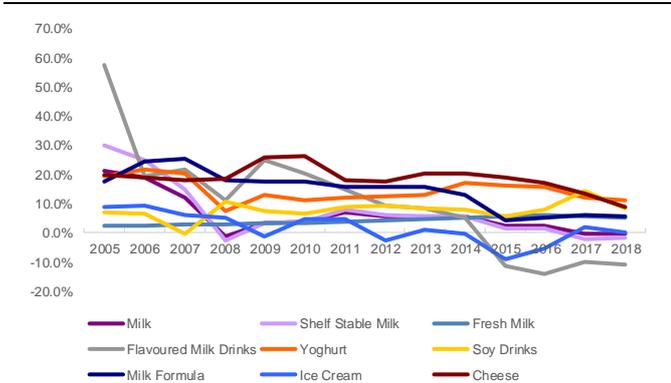


资料来源：国家统计局，Wind，光大证券研究所

龙头企业的核心优势之三：细分品类迭代，龙头加速布局

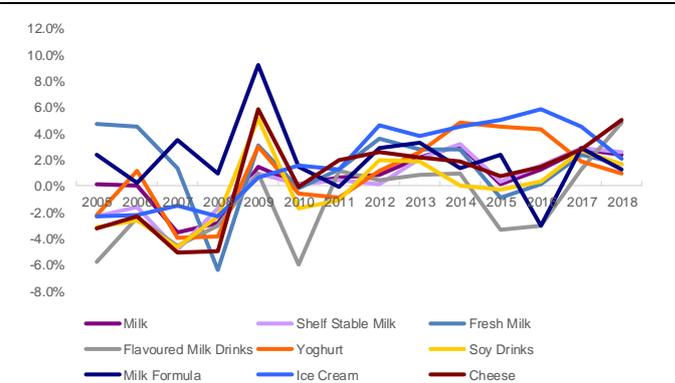
随着居民消费能力及习惯变迁，我们观察到乳制品行业各品类增速出现分化。常温奶作为我国乳制品消费主要品类，目前整体消费量已达较高水平，自 17 年起销售额增长主要由提价带来；而奶粉、低温奶及其他品类（如功能饮料、乳酪）则体现量价齐升态势，处于由需求推动的高速发展阶段。

图 63：细分品类消费量增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 64：细分品类 ASP 增速

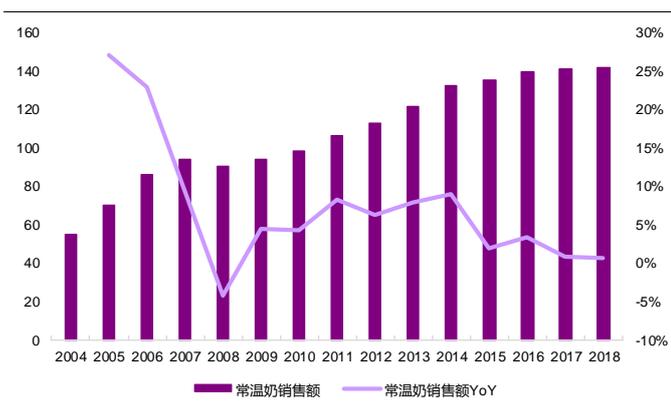


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

我们注意到，行业龙头始终关注细分领域迭代趋势，一方面通过结构优化提升常温奶品类的附加价值，同时将业务版图延伸至符合消费升级的新兴领域，以掌握行业发展先机。

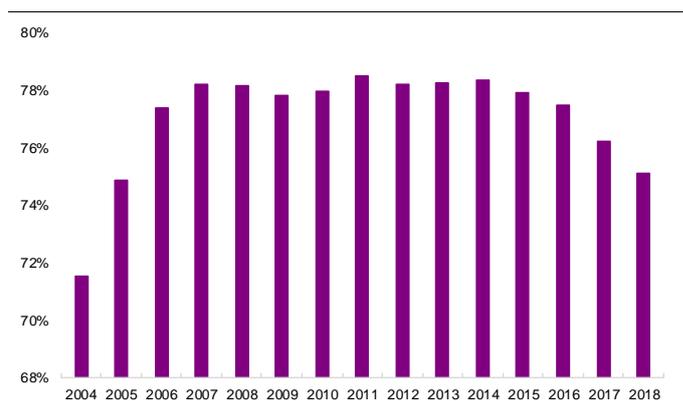
1) 受地理因素和消费结构影响，我们认为常温奶在较长时间内仍将为国内液态奶的最主要贡献品类。2018 年，我国常温奶销售额实现 142 亿美元，占饮用乳销售额约 75%，持续主导地位。而自 14 年以来，常温奶行业整体增速降档，2018 年增长率约 0.7%。

图 65：中国常温奶市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 66：中国常温奶销售额占饮用乳比重



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

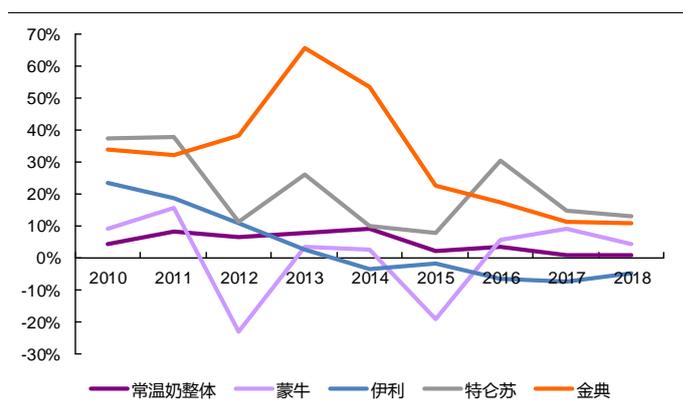
常温奶产品高端化成为乳企应对销量下滑的主要策略。可以看到，对应常温奶消费量自 15 年起的下滑，ASP 有所提升，使得常温奶销售额自 16 年起处于相对稳定的量级；而行业龙头方面，蒙牛的特仑苏和伊利的金典仍维持 10% 以上的较高增速，显著高于常温奶整体增速及两家的低端奶品类增速。特仑苏占蒙牛 UHT 品类销售额约 40%，17 年增速约低单位数；伊利金典 18 年亦突破百亿规模。

图 67：国内常温牛奶人均消费量价趋势



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 68：重点高端品类销售增速远超常温奶行业整体

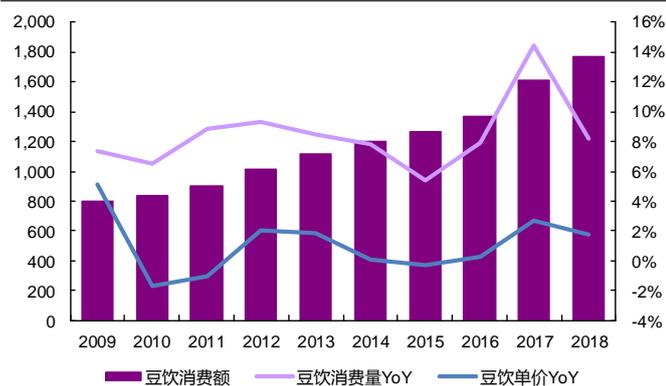


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2) 豆类饮品及乳酪体现龙头发展新思路：根据 Euromonitor 数据，国内 2018 年消费豆类饮品约 17.8 亿美元，13-18 年 CAGR 达 9.7%。自 15 年以来，豆类饮品销售进入加速增长阶段，该等增长主要由销量驱动。2018 年，国内豆类饮品 CR5 为 51.9%，排名前列的公司多为区域型即饮类企业。其中维他奶市占率达 40.2%，处于绝对领先地位；达利豆本豆和祖名分列二三，市占率为 4.8%/3.1%。

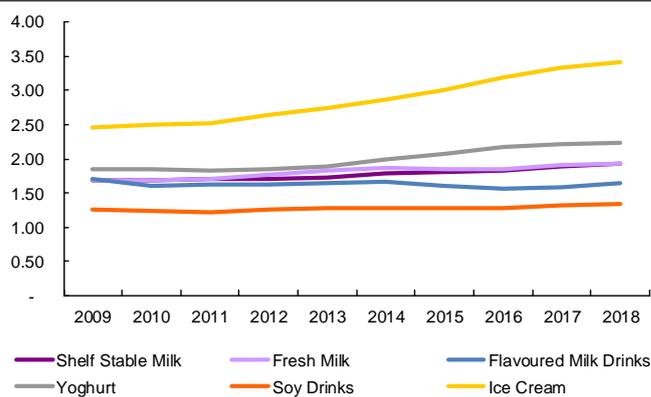
横向及纵向比对豆类饮品单价可见其仍有相当提升空间，龙头乳企亦相继布局。伊利于 17 年底推出“植选”豆乳饮品，蒙牛同年也上市 Silk 美式豆奶品类，其植物基饮料通过与经销体系协同、强化区域发展。根据 Euromonitor 市占率数据，Silk 于 17/18 年分别实现 32.8%/5.8% 的同比增速。此外，传统食品饮料制造商如达利食品也于 17 年推出豆奶品牌豆本豆，并迅速提升市场份额。当前该品类仍处于消费者教育阶段，但随着行业领先企业的纷纷加入，该品类在需求增长及品质提升上均有发展空间。

图 69：国内豆类饮品消费额及量价增速（百万美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 70：国内主要液奶产品平均单价（美元/千克）

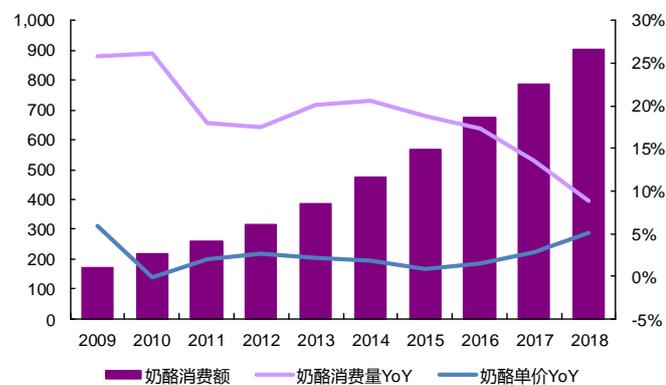


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

根据 Euromonitor 的数据，2013-18 年乳酪市场总体零售额 CAGR 达 18.5%，自 16 年起销量增速有所放缓，但产品单价却加速上行，2018 年乳酪品类的销量/单价同比增速分别达 8.8%/5.1%。2018 年国内乳酪市场 CR5 约 54.7%，皆为进口品牌。

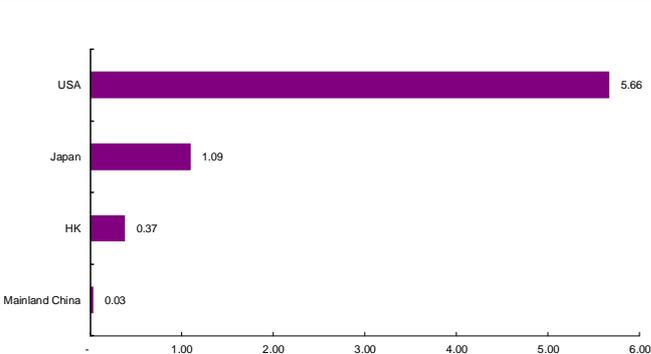
从体量上看，我国乳酪消费处于培育期，人均消费额距离其他成熟市场差距较大。这与饮食结构差异有一定关系。乳酪目前在国内的消费场景主要是西式餐饮的原料，餐饮渠道仍为国内乳酪市场最重要的分销通路，占比约 70%。因此，我们认为该品类在国内的规模增长将主要通过 1) 西餐在餐饮渠道渗透率的增加以及 2) 乳酪作为即食品类消费场景的扩张。

图 71：国内乳酪消费额及量价增速（百万美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 72：2018 年各市场乳酪人均乳酪消费量（kg/人）

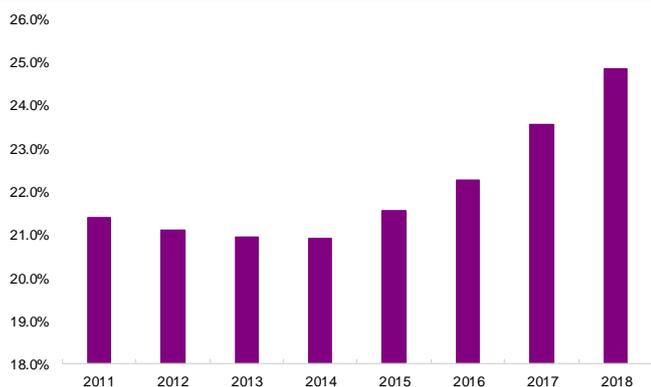


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

新鲜度铸就低温奶市场屏障，区域乳企差异化竞争

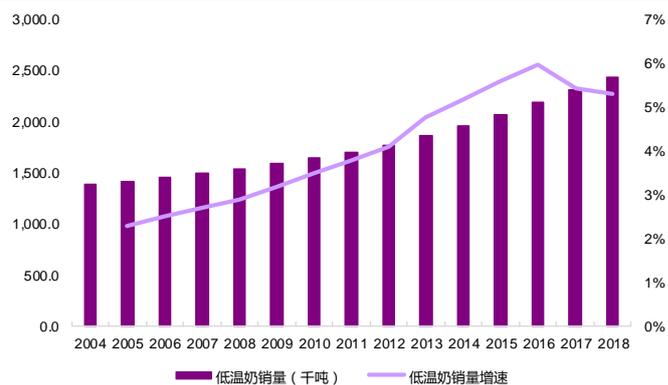
根据 Euromonitor 数据，2018 年国内低温奶零售额达 47.0 亿美元，消费量达 243.2 万吨，占全国液态奶消费量约 24.9%。数据显示 2013-18 年低温奶 CAGR 达到 6.8%，Euromonitor 预计 2018-23 年 CAGR 将实现 6.4%。

图 73：低温奶占液态奶消费量比重



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 74：低温奶市场容量及增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

受制于奶源分布、技术及成本因素，区域型中小乳企相对于全国及境外乳企拥有一定竞争优势，也多将低温鲜奶作为抵御大型乳企常温奶和多品类渗透的武器。目前中国内地市场低温奶竞争格局较为分散，2018年CR5为36.2%，其中龙头光明乳业市占率为12.0%。对比各国数据，可以发现低温奶的市场集中度基本是各细分领域中最底的。这一定程度上说明低温奶跨区域经营的难度普遍较高，而香港市场显眼的高集中度亦佐证这点。

表 10：2018 年主要乳制品细分品类 CR5 (%)

	Milk	Shelf Stable Milk	Fresh Milk	Flavored Milk Drinks	Soy Drinks	Yoghurt	Milk Formula	Ice Cream	Cheese
Mainland China	63.4	77.2	36.2	86.1	51.9	77.3	45.5	42.0	54.7
HK (CN)	75.2	80.5	86.0	88.2	66.9	89.5	83.5	80.4	91.1
Japan	39.9	71.5	39.3	43.6	95.4	67.8	95.4	53.3	62.3
UK	16.6	11.6	16.5	56.5	65.0	59.1	94.9	54.3	25.6
USA	25.1	39.9	25.0	46.8	53.2	81.2	93.0	50.7	35.9

资料来源：Euromonitor，Wind，光大证券研究所

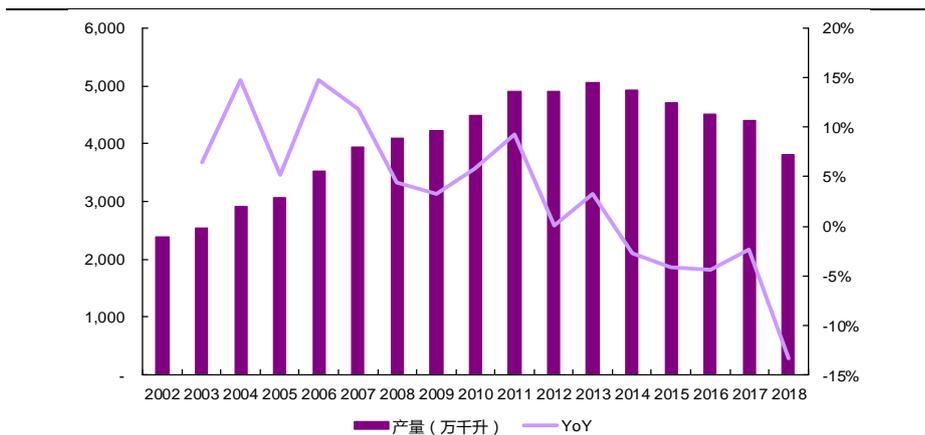
对照其他区域成熟市场的消费水平，我们认为中国内地市场低温奶仍将进一步发展，而规模化奶源及冷链仓储水平的提升，为跨区域销售提供发展机会。2018年日本/美国人均低温奶消费量达16.6/40.0千克，而中国内地人均低温奶消费量仅为1.7千克。参考饮食结构较为相近的香港地区（18年内地/香港地区人均液奶消费量为7.0/6.5千克），其人均常温奶/低温奶消费量约为1:2，而内地比值为3:1，显示内地低温奶消费市场仍有增长空间。

2.4、啤酒：寡头垄断维持，存量市场博弈

我国啤酒行业自13年左右进入成熟期，行业消费量见顶，竞争格局呈现寡头垄断下的存量博弈。当前行业再度呈现较为积极的发展前景，竞争态势不再恶化。由全国性品牌主导的行业整合继续进行，各品牌企业关注点由市占率向利润率倾斜；头部企业推进渠道改造、品牌升级及产能整合，内生增长仍为主题。

啤酒行业增量相对有限，进入存量博弈市场：我国啤酒行业消费量基本见顶，整体市场短期难有突破。我们基于啤酒行业产量与消费量的强相关性来推演市场消费量。我国啤酒行业产量在2013年左右见顶，突破5000万千升，随后逐年下滑。2018年行业产量达3812万千升，同比降幅为13.4%，整体市场消费量依然疲弱。

图 75：中国啤酒行业产量增长疲弱



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

我们认为我国啤酒市场一定时期内消费量难有大幅增长，主要基于以下几点原因：

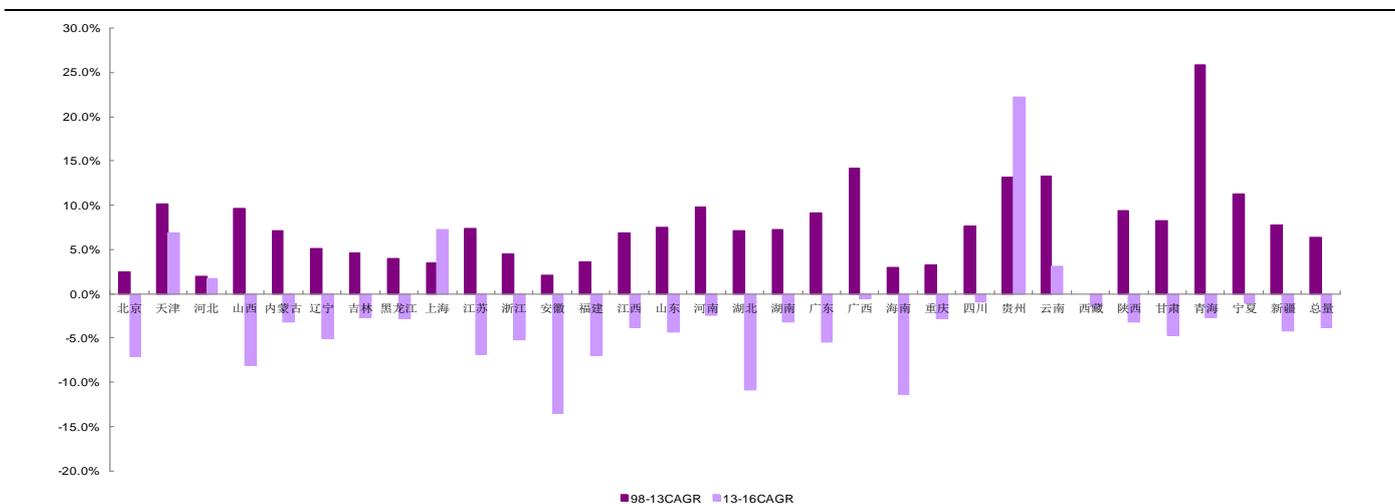
1) 我国人均年啤酒消费量已达较高水平，经济增长对啤酒消费量推动有限。

2) 消费主力人群出现萎缩迹象。以消费群体年龄段看，我国 20-39 岁的青壮年群体数量在 2011-17 年 CAGR 约 -1%；而城市劳动力群体数量近 4 年每年增速不足 2%。

3) 市场渗透率基本饱和。过去二十年，行业产能和渠道双重扩张成为全国性现象。2013 年前市场规模增长的主要驱动力在于渗透率的提升，产能保障下的渠道扩张充分吸收了市场消费能力。目前各市场渗透率普遍已经饱和，消费量挖掘充分。

4) 年轻群体消费习惯变化，酒精饮料替代品加速渗透。Euromonitor 数据显示，葡萄酒与预调酒 2011-2016 年消费量 CAGR 分别为 3.4% 和 3.0%。随着国内客群对于啤酒品类了解度逐渐成熟，开始追求啤酒质量。伴随拉格啤酒量下降的是精酿啤酒、进口啤酒的增速加快。

图 76：中国各省市啤酒产量不同时期年复合增速比较



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

我国啤酒行业目前呈现明显的寡头垄断格局:2016年,行业CR3达59%,CR5达73%。行业主要企业可分为三档:1)全国性一线品牌:行业整合主导者“三超两强”,三超:华润雪花、青岛啤酒、百威英博;两强:燕京啤酒和嘉士伯;2)地方性强势品牌:区域优势明显,地方上具备较高知名度和消费者忠诚度,金星啤酒、珠江啤酒等;3)地方性小品牌:产能小,亏损边缘,加速淘汰。

表 11: 中国啤酒行业市占率排名 TOP10 (按销售量, %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
华润雪花	17.9	17.8	19.4	20.4	21.4	21.7	23.9	23.6	24.4	25.6
青岛啤酒	12.9	13.0	13.6	13.8	14.9	15.9	16.9	18.0	17.6	17.2
百威英博	12.3	12.3	11.4	11.0	11.7	11.6	13.0	14.3	15.6	16.2
燕京啤酒	10.4	10.4	10.8	11.1	11.5	11.0	11.2	10.6	10.1	9.3
嘉士伯	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	5.3	5.0	5.1	5.0
河南金星	4.6	4.6	4.4	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5	2.7	2.8
广州珠江	3.5	2.9	2.6	2.7	2.7	2.4	2.2	2.3	2.4	2.5
三得利	1.9	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
蓝带啤酒	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
喜力	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5

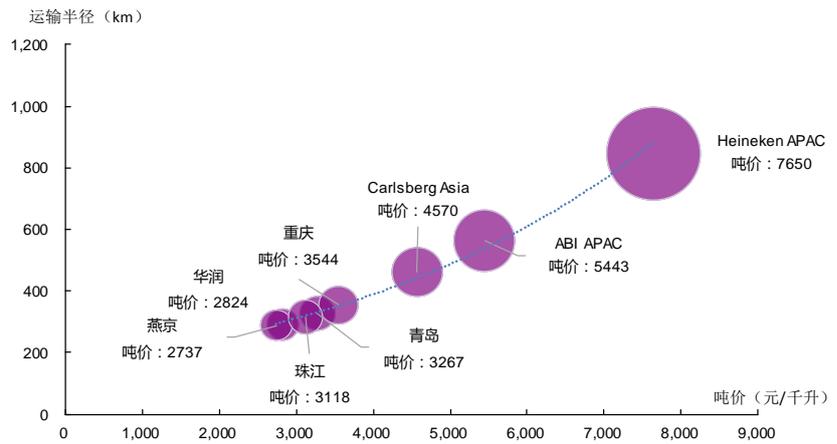
资料来源: Euromonitor

2012年以来,行业继续整合进程。当前全国大部分主要区域市场争夺不再升温,进入战略相持阶段。领先品牌综合市占率相差不大,在地方市场互为掣肘,精耕基地市场,不断增高市场进入成本。期间中小品牌的市占率加速流失,地方强势品牌勉强守住基本盘。一线品牌表现同样出现分化,百威英博、华润雪花、嘉士伯和青岛啤酒攻势凌厉,而燕京啤酒开始出现颓势。

短期内行业竞争格局激变的两种主要途径为:1)通过经营手段快速扩张市场,2)通过兼并收购进行行业整合。

而国内啤酒销售半径受吨价压制,导致通过市场经营手段进行快速整合的可能性大幅降低。一般来说,吨价3500元能够支撑发货半径约350-400km,同一地区吨价若提升至4000元,可支持运输半径扩张约50km。在当地建厂又需要考量市场容量及当地优势对手市占率的挤压。由于本土品牌相对缺乏高端品牌形象,多年价格战造成的消费者教育也为啤酒留下了廉价饮品的深刻印象,导致短期吨价显著提升并无法实现。另一种能够使得竞争格局发生剧变的催化剂需由公司控股股东层面产生,我们认为当前该等剧烈整合可能性也有限,但不排除未来受到国企改革进程的催化。

图 77：各品牌国内销售吨价及其可支持的平均运输半径拟合（2018）



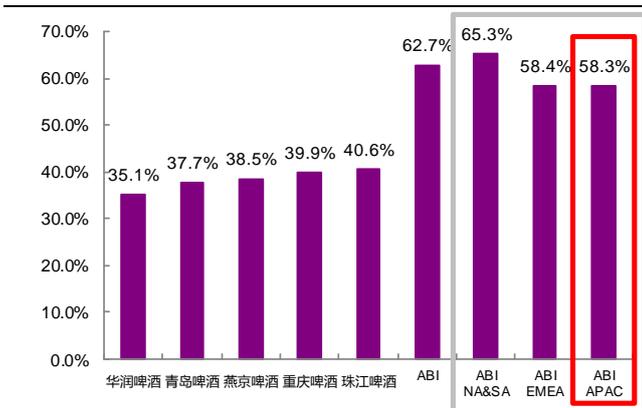
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

参照国际同业，我国啤酒行业盈利能力处于中等偏下水平：主流本土厂商毛利率集中于 30-40%，而百威英博集团全球毛利率为 62.7%。在包括了政府补贴等主营业务外收入后，本土厂商 EBIT 率依旧在 10% 上下。显著低于其他市场。造成该局面的主要原因在于特定的产品结构和激烈的竞争态势，在收入端和费用端对盈利空间形成双重挤压。

1) 产品结构以经济型拉格为主，吨价与毛利率较低。根据 Euromonitor 数据，2016 年我国啤酒总销量为 4563 万千升，其中经济型工业拉格啤酒 3372 万千升，占总销量的 73.9%，远高于世界主要啤酒市场。这导致我国啤酒企业销售吨价较低，且高同质化下价格战频发。目前本土厂商吨价水平在 2500-3500 元人民币左右，存在较大的提升空间。而激烈竞争中企业所使用的货抵、返利等多重折扣手段同样影响了毛利率的成长。

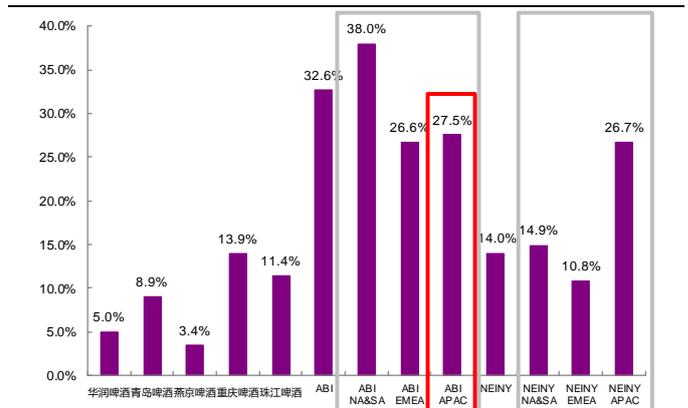
2) 高度竞争状态下费用率高企。在市场启动整合后，行业整体费用率快速攀升，目前主流厂商费用率基本在 20% 以上。鉴于本土品牌在渠道把控及中高端渠道的渗透持续提升，费用率的高位压制在中短期内大概率维持。

图 78：行业主要公司毛利率比较（2018 年）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 79：行业主要公司 EBIT Margin 比较（2018 年）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

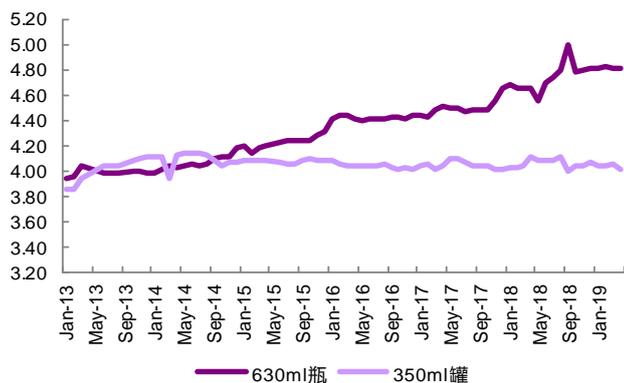
目前来看，我国本土啤酒企业的利润率改善主要有两条思路：**1. 产品结构升级，提高销售吨价；2. 关闭冗余产能，控制费用开支。**

收入端的提升主要依靠产品结构升级完成，提价是为辅助动作。费用成本端的主要改善机会为资产整合，关闭冗余产能。我们认为尽管提价对于收入端的改善看上去更为直接，但**产品结构升级的成功才能给利润端带来质变。而资产整合带来的费用优化是行业中长期利润率提升最有效的路径。**

1) 产品结构升级：本土厂商破局的根本方法

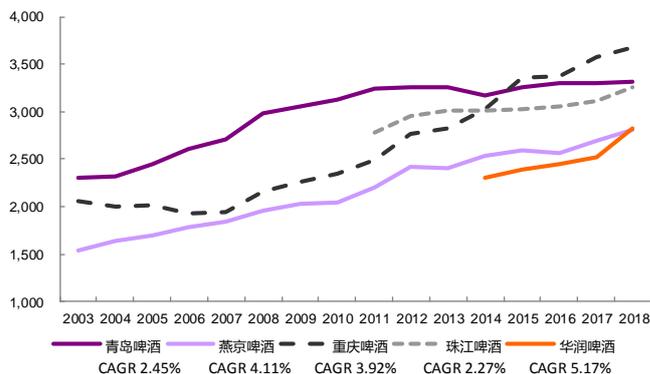
本土啤酒企业在高端市场并不占据上风，目前产品升级主攻方向以中档为主；对于高端市场的渗透，则主要采用与海外品牌联姻的方式进行操作。以中档产品为主的产品升级每年给吨价带来中单位数的增速。国家发改委跟踪的 36 个大中城市啤酒平均价格中，标准罐装产品价格在过去 4 年中基本不变，而标准瓶装啤酒价格 5 年（2013-2018）CAGR 为 4%。与之呼应的则是本土啤酒厂商所公布的出厂吨价变化。在可追踪的时间期内，主要本土品牌的吨价变化 CAGR 基本在 4% 左右，但值得注意的是增速在近年来有所提速。随着行业在高端化方向上达成一致，中高端市场争夺显然日益加剧。华润、重啤等通过与海外品牌联姻的方式已经在高端市场品牌上有所储备。短期内市场将经历 2-3 年左右的投放期，如能在高端市场上幸存，本土企业将收获利润端的明显改善。

图 80：中国 36 个大中城市啤酒平均销售价格（元）



资料来源：中国国家发改委，光大证券研究所

图 81：本土啤酒厂商出厂吨价近年有所提速（元/吨）

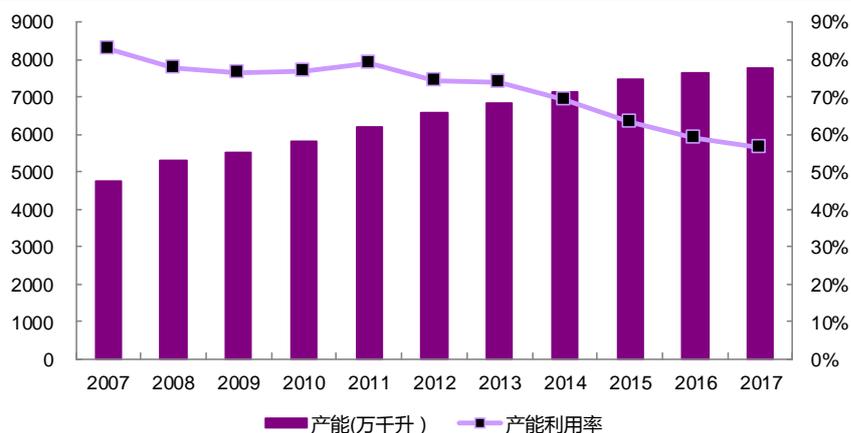


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2) 费用改善：本土厂商积极兑现的利润池

基于行业整体“聚焦优势市场，优化产能布局”的战略，当前本土啤酒厂商纷纷着力于费用改善。营销推广费用和制造运营费用是两大利润池。其中销售推广费用的精简主要来自于更多局部垄断区域的形成和培育，但短期内难以规模化兑现。而产能优化策略将有效提升位于历史低位的产能利用率，在经历一次性费用影响后将给利润端带来直接效果。

图 82：我国啤酒产业产能利用率位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

自 2016 年以来主要生产企业正积极实施产能整合策略，“关小厂开大厂”逐渐成为行业主流选择。关停酒厂有利于公司重新布局产能、优化供应链、提升生产效率和盈利能力。重庆啤酒作为行业内产能优化的标杆，2015 年首次关厂致使当年净利率为-1.98%，净资产收益率仅-5.43%；而 2017 年净利率达到 10.38%，净资产收益率达到 27.53%。此外，各啤酒厂商始终致力于精益生产以提振产能效率，持续优化生产工艺，控制能耗支出。而由瓶装为主的产品结构转向瓶装、罐装平衡的行业趋势亦成为重要催化因素。

3、如何重估龙头？

前两个部分我们分别从宏观和产业层面解读了食品饮料细分行业龙头加速成长的基本面背景下，板块“一九分化”行情出现的原因；同时对重点子行业白酒、调味品、乳制品及啤酒的行业发展现状及未来趋势判断进行了详细的展望。我们认为，如果说食品饮料行业的上一个黄金投资周期来源于渠道渗透+消费频次提升的行业快速扩容，那么下一个行业黄金投资周期就来源于消费升级+产品结构优化带来的龙头集中度提升。在这样的行业判断下，龙头公司理应享受更充分的估值溢价，而对于重点行业的龙头公司的估值方法，我们分别给出自己的思考。

3.1、白酒：弱化周期性思维，对标国际烈酒龙头估值

白酒行业历史估值水平周期性波动明显：历史上来看，由于白酒行业特殊的消费场景及产品升值特性分别从宏观及行业层面带来白酒需求的周期性波动，国内投资者更多的以周期性思维去看待白酒行业的估值水平。在高速成长期的 2007-2008 年，白酒行业的整体市盈率（历史 TTM_整体法，下同）曾经阶段性达到过 100 倍左右，而在 2013-14 年行业深度调整期，行业的整体市盈率也曾跌破 10 倍以下，白酒行业的历史估值呈现出剧烈的周期性波动特性。

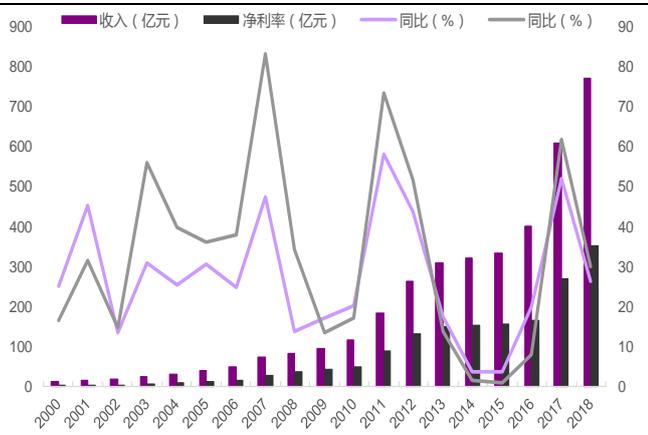
图 83: 白酒行业的历史估值呈现出明显的周期波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所

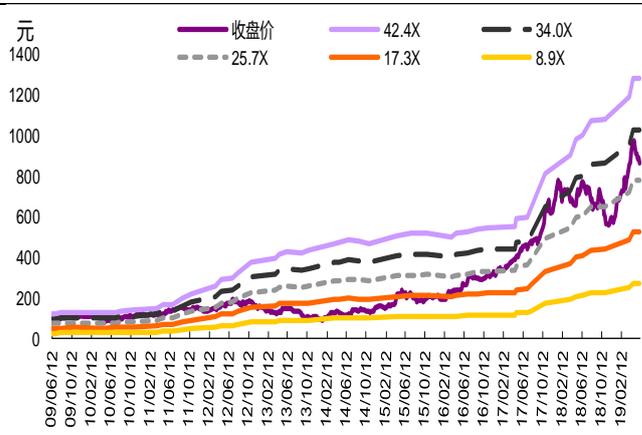
但是, 龙头企业的稳健成长能力是被显著低估的。2001 年贵州茅台正式上市, 2001-2018 年公司的营业总收入从 16.2 亿增长到近 772 亿, 年均复合增速高达 25.5%; 2001-2018 年公司的净利润从 3.3 亿增长到近 352 亿, 年均复合增速更是达到 31.7%。虽然公司的收入和净利润波动也会受到景气周期波动的影响, 但是即使在深度调整的 2014-15 年, 茅台的收入和净利润也都保持了小幅正增长。而茅台的历史估值水平的周期性波动同样显著, 2009-2019 年茅台的动态市盈率估值波动区间在 8-42 倍之间, 估值水平的波动幅度显然高于公司的业绩波动。

图 84: 茅台历史上的收入和利润同比增速表现



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 85: 茅台历史上的估值波动明显



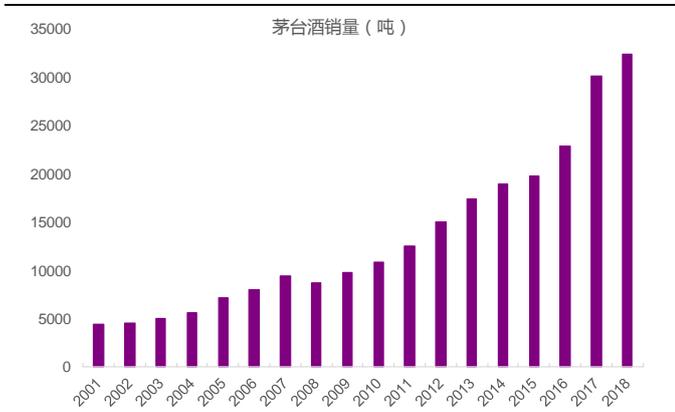
资料来源: Wind, 光大证券研究所

如果说白酒行业是国内消费品的最佳赛道, 那么茅台就是白酒行业的最佳长期投资标的, 核心在于强大的品牌护城河带来茅台无可比拟的“量”+“价”的长期稳定提升空间。复盘一下 2001-2018 年公司主要业务茅台酒的收入增速表现, 销量的年均复合增速为 12.5%, 而销售均价的年均复合增速为 11.4%, 共同推动了收入的稳健增长。同时持续的均价提高也推动了茅台酒业务的盈利能力提升, 2006-2018 年毛利率从 84.5% 提高到 93.7%, 利润的复合增速表现更优于收入。

1) 量: 消费属性+金融属性兼具, 长期渗透率提升空间明显。2001-2018 年茅台酒的销量从 4400 吨增长到约 3.25 万吨, 如果按照统计局公布的 2018 年白酒行业 871.2 万吨(折 65 度)的总产量计算, 茅台的销量占比不足 0.4%。

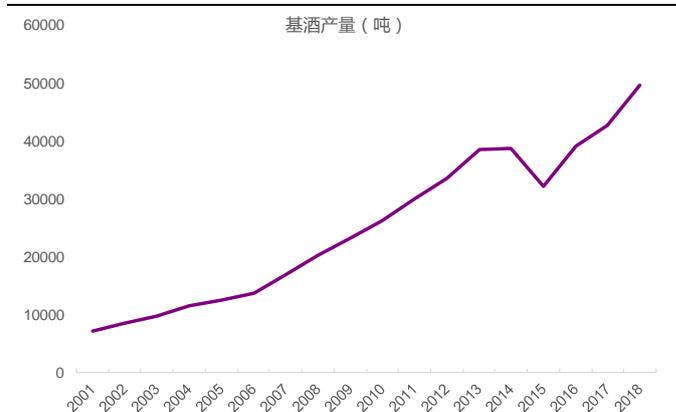
以瓶数计算，3.25万吨的茅台酒销量大概对应不足7000万瓶的销量，假设中国14亿人口对应4.7亿户家庭（户均3人），那么茅台的家庭平均消费渗透率仍不足15%。茅台是白酒行业的第一品牌，除了商务宴请等正常消费属性之外的存储升值需求同样明显，进一步提升了白酒的长期量增空间。

图 86：上市之后的茅台酒销量变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

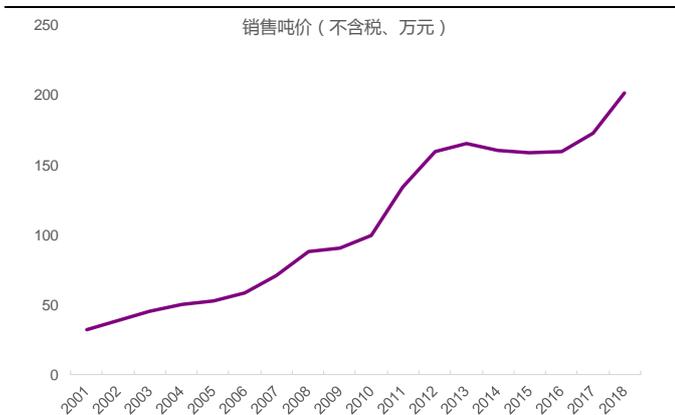
图 87：上市之后的茅台酒基酒产量变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2) 价：直接提价能力行业最强，产品结构+渠道结构优化推动均价间接提升。根据公司的年报，2001-2018年茅台酒的销售吨价从32万元提高到近202万元。1) 直接提价：正如我们的白酒行业供需模型中所述，无论是社交消费还是礼品消费，消费者会更倾向为高定价的高端白酒产品买单，而满足在消费过程中的潜在更高层次、除温饱之外的需求。作为品牌力最强的白酒品牌，从2001年开始飞天茅台的出厂价从178元一路上涨到969元，年均复合增速达到11.2%，长周期来看茅台的出厂价提升幅度有持续跑赢通胀的能力。2) 间接提价：除了直接提价之外，茅台还可以通过产品结构和渠道结构的优化实现均价的间接提高。一方面，茅台生肖酒、精品茅台及年份酒等更高端产品的出厂价均高于普通飞天茅台；另一方面，2019年开始公司开始渠道体系的破局之年，2018年取缔的违规经销商的配额将会通过直营渠道释放，按照公司年报披露的数据，直营渠道的销售吨价显著高于批发经销渠道。

图 88：上市之后的茅台酒销售吨价变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 89：直销渠道的销售均价高于批发经销渠道

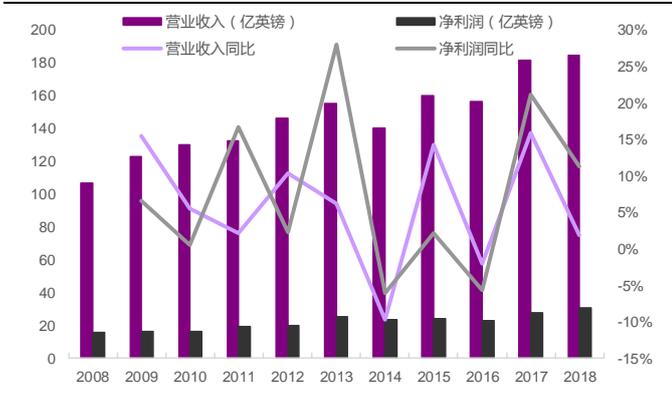


资料来源：公司公告，光大证券研究所

国际对标可以发现，尽管国际烈酒龙头帝亚吉欧近年来的收入和净利润波动相对有限，2008-2018年期间的收入和净利润年均复合增速分别只有5.6%

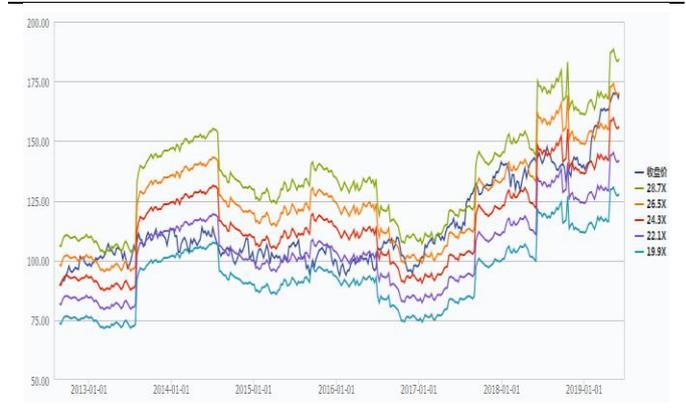
和 7.1%，成长性明显弱于茅台。但是帝亚吉欧的历史估值区间相对平稳，动态市盈率水平基本保持在 20-30 倍之间。我们认为，茅台已经在历史上证明了自身的稳健增长能力，而且消费升级背景下茅台的量价提升空间明确。伴随着 A 股投资者的国际化进程，对于像茅台这样的白酒龙头，应该弱化周期性思维，对标海外龙头给予稳定的消费品龙头估值水平。

图 90：帝亚吉欧近年来的收入和净利润表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 91：帝亚吉欧近年来的估值表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、调味品：给予龙头稳定性增长能力充分溢价，DCF 估值更合理

海天作为调味品行业的龙头公司，更适合于 DCF 法估值，这体现在以下两方面：从长期增长的角度来看，海天较强的品牌力、强大的渠道网络与消费者的产品粘性是收入的可靠保障，加上成熟的成本管控能力，能够保证海天的经营能力稳定，实现业绩的长期增长。从企业现金流状况来看，海天在调味品行业的龙头地位较为稳固，辅之公司的强议价能力，使得公司所需的营运资本较低，能够保证海天现金流的充沛、可预测。

因此，在财务数据完善的基础上，海天未来现金流的可预测度较高、持续经营能力稳定且值得信赖、企业的生命周期长。虽然绝对估值方法需要作出的主观假设条件较多，但是与相对估值法相比，DCF 绝对估值方法能够给予调味品龙头海天的长期稳健增长能力以更稳定的溢价。

进一步来看，相对于 FCFE、DDM 等绝对估值方法，以 FCFF 为基础对海天进行估值能够使得估值结果更为准确，原因如下：

其一，海天的核心驱动因素明显。FCFF 方法认为企业价值完全由企业经营状况决定。在渠道壁垒较高的调味品行业，海天强劲的渠道掌控力驱动收入稳健增长，在核心驱动因素明显的情况下，能够通过对公司收入、成本等数据的预测得出企业自由现金流，从而评估企业价值。

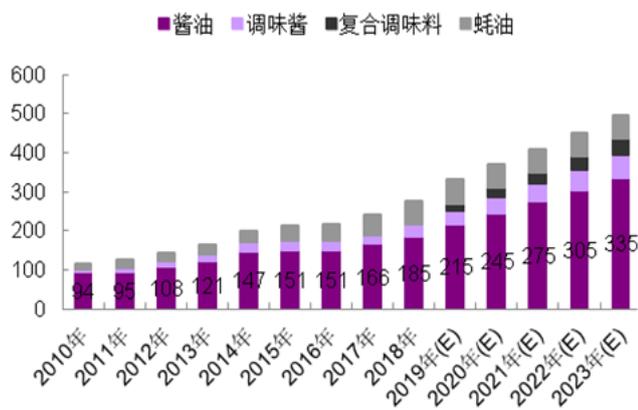
其二，海天的资产负债结构较为稳定。海天的账面无长期借款、应付债券等大额非流动负债，并且，稳定的经营状况带来的长期充沛的现金流使得公司面临的营运资本压力较小，长期内能够保持资产负债结构的相对稳定，保证了估值结果的准确性。

其三，海天的 β 值较稳定。较强的经营能力保证了海天的风险较小、稳定性较强、波动性较小，因此长期内 β 值相对稳定，从而用 WACC 进行折现的估值结果的波动不大。

关键假设一：产能释放奠定海天营收增长基础

根据公司公告未来 5 年，海天预计将逐步实施高明 220 万吨（150 万吨酱油、30 万吨酱料、40 万吨复合调味料）调味品扩建项目。2018 年，海天包括酱油、酱料、复合调味料及蚝油在内的总产能为 275 万吨，其中酱油产能为 185 万吨；2023 年高明项目建成后，海天的总产能将达到 495 万吨，其中酱油产能将达到 335 万吨。一方面，海天产能释放带来的销量增长将进一步提升其在酱油/蚝油品类的市场占有率，并且通过品类延伸，切入增速最高的复合调味料领域，有望正向拉动总体营收水平；另一方面，产能扩建带来的规模优势有望进一步帮助海天的产品占据主流价格带，握牢产品定价权。在产能扩建所带来的量价双重作用下，提升业绩的天花板。

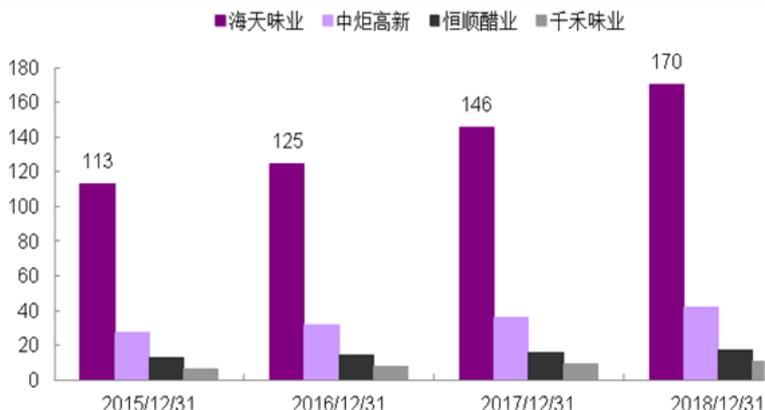
图 92：海天历史产能与未来产能预估（万吨）



资料来源：2018 年及以前年份的数据来源于公司公告，2019 年及以后的数据为光大证券研究所整理预估

此外，多重优势构筑了海天的竞争壁垒，助其跑赢行业增速。目前调味品的主要竞争对手依然处于渠道织网的阶段，而海天已率先进入渠道管理优化的阶段，特别是其餐饮渠道的领先优势显著，考虑到餐饮渠道天然的易守难攻的优势以及餐饮渠道更大的市场容量，海天跑赢行业平均水平是大概率事件。另外一方面，中小落后企业产能加速退出、调味品消费行为品牌化趋势的强化均有利于龙头企业市场份额的加速提升。

图 93：海天的营收规模在行业中遥遥领先



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：营收规模为亿元

我们以 2019 至 2023 年为显性预测期，2024 至 2031 年为半显性预测期，2031 年后为永续增长期。显性预测期内，我们假设 2019-23 年，海天的营收增速分别为 15%/16.8%/16.5%/16.3%/15%。半显性预测期内，海天的产能扩建计划暂告一段落，在高产能基础上稳步扩张市场份额，进入平稳发展期。考虑到整体公司规模的扩大，以及经济增速系统性下移带来的冲击，收入增长率逐年下降 1.3pct。

关键假设二：营运资本变动情况的判断

营运资本变动是影响企业自由现金流的重要因素。营运资本为流动资产减去流动负债净额，反映了公司的资产利用率及偿债能力，其变动反映了企业资金的消耗情况。预收账款、预付账款及货币资金对海天的营运资本影响较大。

海天占据了产业链核心位置，以行业的绝对龙头地位掌握话语权，议价能力较强。在对上游供应商先货后款、下游经销商先款后货的情况下，海天的预收款项 2018 年达到了 32.37 亿元，占营业收入的 19.0%；而预付款项仅有 0.17 亿元，占营业成本的 0.19%。预计未来在行业地位不断稳固的基础上，海天的议价能力更强，通过对上游供应商与下游经销商的控制获取更大的利润空间。在预测期内，预计 2019 年预付账款占营业成本的比重维持 0.19%，此后每两年下降 1%；2019 年起预收账款占营业收入比重预测每年增加 0.05%。

此外，海天的营收增长保障了公司有较为稳定的现金流流入，流动性充分。2018 年海天货币资金/营收的比重预计比重为 55.0%。我们预计显现预测期内，公司货币资金/营业收入为 56%/57%/57%/58%/58%；进一步考虑到 2024 年后公司本轮产能扩张接近尾声，我们预测半显性内公司货币资金/营业收入稳定在 60%。海天稳健庞大的货币资金保障了公司良好的偿债能力、较低的风险。在预收账款、预付账款及货币资金的假设下，我们测算出未来海天的营运资本变动在 15 亿至 40 亿间，由于海天的增长较为稳健，该变动处于合理范围。

关键假设三：长期永续增长率及 WACC 值的判断

在营收增长及营运资本变动这两个关键假设及其他假设条件下，在预测期内企业自由现金流(FCFF)的增长率逐年降低，在预测期最后两年，FCFF 的平均增长率为 2%左右。从公司层面而言，海天作为调味品行业中的航母级企业，其品牌力不断夯实、竞争壁垒逐步加固，全国性布局及渠道下沉更保证了海天的稳健发展。在产能落地后，公司产品类得以进一步拓展，公司有望实现从“酱油之王”向“调味品之王”的蜕变，公司的市场目标空间也随之增大。从产业层面而言，调味品行业属于低客单价的生活必需品，一超多强的竞争格局短期难以撼动，即使在行业销量增长放缓的背景下，龙头带动行业整体提价抵御成本压力的能力很强。在此基础上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2%，该增长率也与预测期末的现金流平均增长率一致。对海天的营收增长率、营运资本及 FCFF 永续增长率作出关键性假设后，用 WACC 将预测 FCFF 进行折现，得到企业价值。

表 12: WACC 计算指标

指标	预测值
债务成本	3.5%
税率	16%
无风险利率	3.4%
市场超额溢价	3.4%
贝塔值	0.9
税后债务成本	2.94%
权益成本	6.46%
WACC	5.6%

资料来源：光大证券研究所预测

表 13: 海天股票价值的敏感性分析

	115.06	WACC				
		4.60%	5.10%	5.60%	6.10%	6.60%
永续增长率	1.00%	126.58	109.28	95.83	85.08	76.32
	1.50%	141.99	120.29	103.96	91.26	81.11
	2.00%	163.32	134.84	114.36	98.95	86.95
	2.50%	194.81	154.98	128.10	108.77	94.22
	3.00%	245.99	184.72	147.13	121.75	103.50

资料来源：光大证券研究所预测

3.3、乳制品：正确看待价格战，长期品牌护城河是核心竞争力

纵观乳制品行业，伊利与蒙牛双寡头垄断的局面非常清晰。价格战是双寡头争夺市场份额的方式之一，从实际结果看成效显著。在乳业的各个细分赛道上，伊利蒙牛市占率始终稳步上升，近年来更有加速上升的趋势，显示双寡头竞争优势在不断扩大。随着护城河的加深，二者受益于行业增长的确定性自不断增加。

表 14: 乳制品主要细分品类下伊利及蒙牛市占率 (以零售额计)

品类	公司	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
常温奶	伊利	23.7%	28.3%	31.5%	33.6%	34.6%	34.0%	35.0%	34.2%	33.6%	34.0%
	蒙牛	35.3%	38.8%	42.8%	33.9%	34.5%	33.2%	29.1%	32.5%	35.9%	38.5%
酸奶	伊利	7.5%	8.8%	10.5%	11.1%	11.2%	13.4%	18.2%	21.5%	26.1%	29.4%
	蒙牛	8.1%	13.5%	17.9%	17.9%	19.8%	23.9%	26.8%	29.4%	30.0%	30.3%
风味乳饮	伊利	20.7%	21.7%	23.4%	25.4%	26.1%	28.1%	32.1%	33.4%	33.1%	34.0%
	蒙牛	22.0%	22.6%	21.4%	20.3%	21.2%	21.7%	21.2%	19.0%	19.2%	19.7%
冰淇淋	伊利	18.4%	18.2%	19.4%	18.8%	17.3%	16.5%	16.2%	16.2%	17.0%	17.6%
	蒙牛	15.2%	16.0%	15.0%	14.0%	12.4%	10.3%	8.6%	8.5%	9.0%	9.2%
配方奶粉	伊利	7.8%	8.3%	8.8%	5.4%	5.7%	5.3%	5.4%	4.8%	4.8%	4.8%
	蒙牛	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	5.1%	3.8%	3.8%	3.7%	4.6%	5.0%

资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

二者的护城河优势具体体现在:

- 渠道方面二者已经搭建了完备的全国渠道网络,目前正在做不同程度的深耕努力。伊利与蒙牛的区域经销商分别有 4k+、3k+家。伊利渠道下沉程度深刻,直控村级网点数已达 60 万家。而蒙牛方面经过多轮渠道变革,形成区域销售公司和 CBU 双轮驱动局面,引入直控模式,并积极拥抱新零售。

图 94: 2018 品牌足迹排行榜排名前十的中国快速消费品品牌

2017排名	排名变动	品牌	厂商	消费者触及数(百万)	渗透率%	购买频次	消费者触及数增长%
1	↔	伊利	伊利集团	1,218	89.6	7.9	6
2	↔	蒙牛	蒙牛集团	1,043	87.2	6.9	0
3	↔	康师傅	康师傅控股有限公司	916	82.6	6.4	0
4	↑	海天	海天集团	499	71.4	4.1	6
5	↓	旺旺	旺旺控股	475	65.8	4.2	-9
6	↑	双汇	双汇集团	429	59.1	4.2	-4
7	↓	光明	光明乳业	428	40.9	6.1	-9
8	↓	统一	统一集团	394	59.6	3.8	-12
9	↔	立白	立白集团	380	66.5	3.3	2
10	↑	农夫山泉	农夫山泉股份有限公司	335	55.3	3.5	34

资料来源: 凯度消费者指数“2018 全球品牌足迹报告”, 光大证券研究所

- 供应链方面二者对上游奶源的控制程度业内领先。伊利率先完成对于国内及海外优质牧场的布局,形成牢固的绑定关系,目前有 2000 家大型牧场合作方。而蒙牛的规模化牧场奶源比例从 2018 年 50% 上升至目前 100%,供奶方数量也有 3500 家降低至 1000 家。

表 15: 伊利及蒙牛历年收购上游牧场资源

	蒙牛	伊利
整合牧场资源	<p>2017 年 1 月,以每股 1.94 港元价格增持现代牧业 9.65 亿股,权益占比由 25.4%增至 39.9%</p> <p>2017 年 3 月,增持现代牧业已发行股本至 61.3%</p> <p>2018 年 12 月,以对价 3.03 亿元人民币收购圣牧高科 51%股权,控股中国圣牧下游乳品生产资产</p>	<p>2019 年 3 月,以对价每股 3.41 新西兰元收购新西兰第二大乳业合作社 Westland 100% 股权</p>

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

- 产品布局方面二者大单品优势依旧明显，凭借高势能的品牌实力叠加渠道网络，在大众市场抢占行业增量。特仑苏、安慕希、金典等单品均已突破 100 亿大关。而在新兴的细分品类方面，伊利蒙牛也在积极布局，布控赛道，意图降低行业其他竞争对手弯道超车的可能，并受益于细分品类的快速增长。

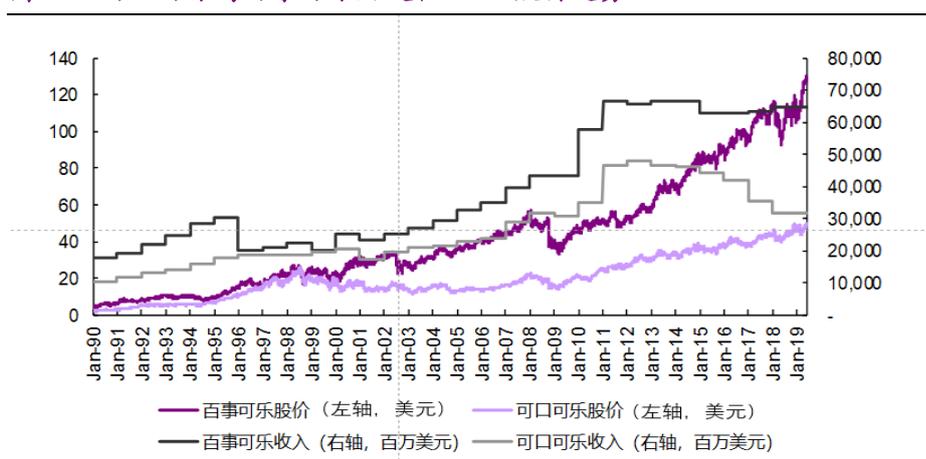
表 16: 行业龙头近年在蛋白类饮品及奶酪产品的布局

细分品类	公司	时间	具体动作
蛋白类饮品	伊利	2017 年底	推出“植选”豆乳饮品
		2018 年	新设健康饮品事业部，向包装豆奶、功能饮料扩张
	蒙牛	2014 年	与美国 WhiteWave 成立合资公司，创立植物原饮品牌 Silk 植朴磨坊，推出核桃及巴旦木口味蛋白饮品
		2018 年	推出 Silk 美式豆奶，增加北美混合莓果新系列
达利	2017 年	豆奶品牌豆本豆	
奶酪产品	伊利	2018 年	新设奶酪事业部
		2018 年 10 月	推出“妙芝”成人手撕奶酪
	蒙牛	2017 年底	推出丹麦原装进口儿童乳酪制品系列，进军奶酪零售
		2018 年	设立奶酪事业部，布局零售、乳品深加工、餐饮奶酪三大业务
	2018 年初	未来星儿童奶酪完成包装升级	
2018 年	联合 ArlaFoods 引进专业餐饮品牌 ArlaPro，推出 2B 的马苏里拉资料来源：干酪		

资料来源：行业新闻，公司公告，光大证券研究所

二者护城河的深耕带来的是确定性溢价的提升。这一点我们可以从可口可乐和百事可乐的案例中得到类似的结论。可口可乐和百事可乐公司作为全球饮料界双巨头，长年来在产品配方、产业链条、品牌营销、业务布局等领域激烈竞争的同时，亦打造了深厚的“护城河”，支持二者业绩的持续稳定增长。纵观 1990-2018 年两公司的历史表现，可口可乐及百事可乐的收入分别增长 2.1x/2.6x，而股价分别提升 18.8x/23.2x。这恰恰反映了市场对双龙头业绩的高确定性的溢价。

图 95: 可口可乐与百事可乐历史收入 vs 股价趋势

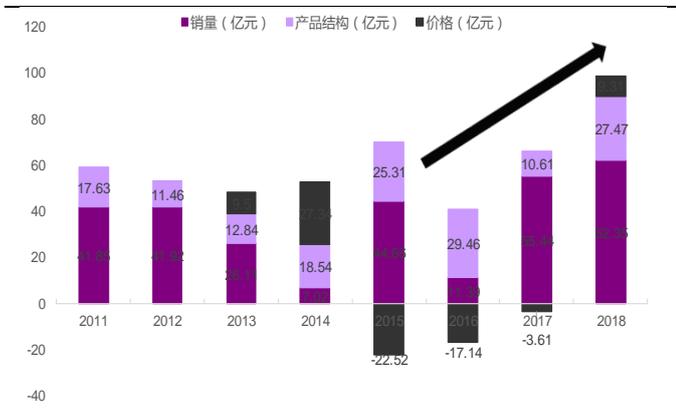


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

客观看待伊利的利润增速波动：2018 年伊利实现净利润为 64.4 亿，仅同比增长小幅 7.31%，净利率水平同比小幅下降。但是仔细分析伊利的年报可以发现液态奶业务 ASP 实现 2015 年以来的首次转正，乳制品行业的促销力度和竞争态势并没有想象中在继续恶化，冬奥会赞助、新品广告及电视植

入等一系列线上品牌建设费用的高投放所带来费用的大幅高增带来了广告营销费用的快速增长，拖累了伊利的利润增速。我们认为，不应对 2018 年以来的盈利能力波动做过分悲观的解读，伊利抢占液态奶市场份额的决心坚定，新品类的培育有助于完成健康综合食品集团的长远目标规划，伊利对于费用的投放策略更长远，更有利于长期核心竞争壁垒的维护。

图 96：2019 年伊利液态奶收入增长驱动因素分析



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 97：2018 年伊利的广告营销费用提升明显



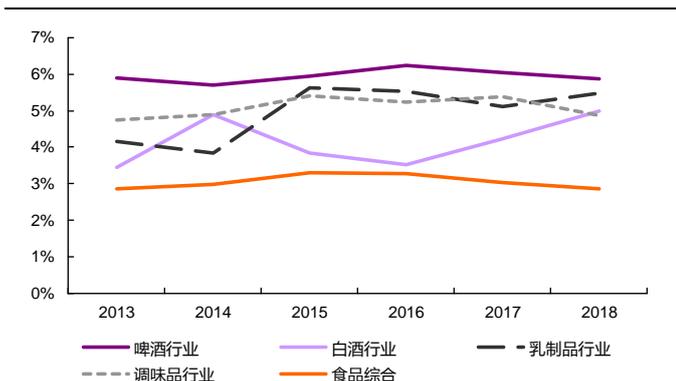
资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.4、啤酒：折旧等对利润影响明显，EV/EBITDA 更合理

我们认为啤酒行业的合理估值方法为 **EV/EBITDA**：由于啤酒企业较高的折旧摊销费用会压低利润水平，使得账面净利润无法准确反映真实经营水平，EV/EBITDA 方法则可剔除前期资本投入的沉默成本影响。

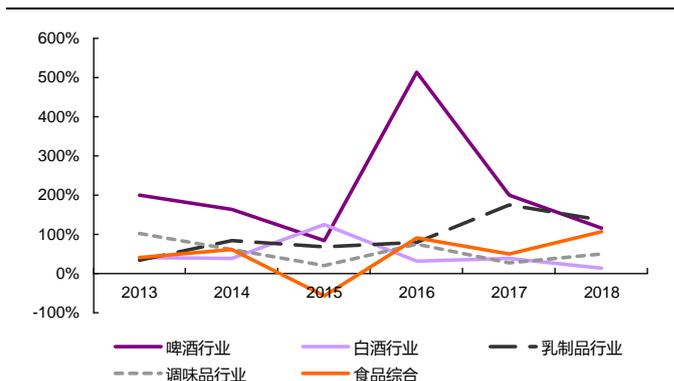
国内啤酒行业折旧摊销水平较高：1) 与其他食品饮料子行业相比，啤酒行业的折旧摊销费用占营业收入/归母净利润的比重最高。2018 年，啤酒行业折旧摊销费用与归母净利润倍数达 115.11%，而白酒行业仅为 13.98%。

图 98：折旧摊销占营业收入比重的行业比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

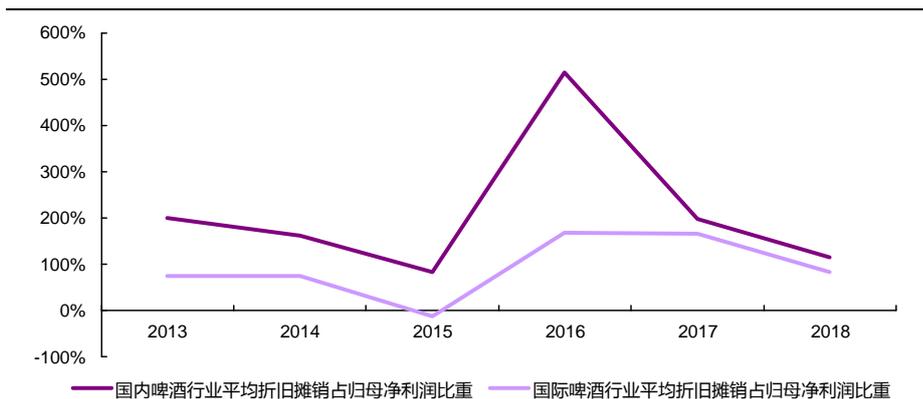
图 99：折旧摊销与归母净利润比重的行业比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 与国外啤酒行业相比，国内啤酒行业的折旧摊销也处于较高水平。2017 年，国际啤酒行业折旧摊销与净利润的倍数为 84.25%，低于国内水平 115.11%。

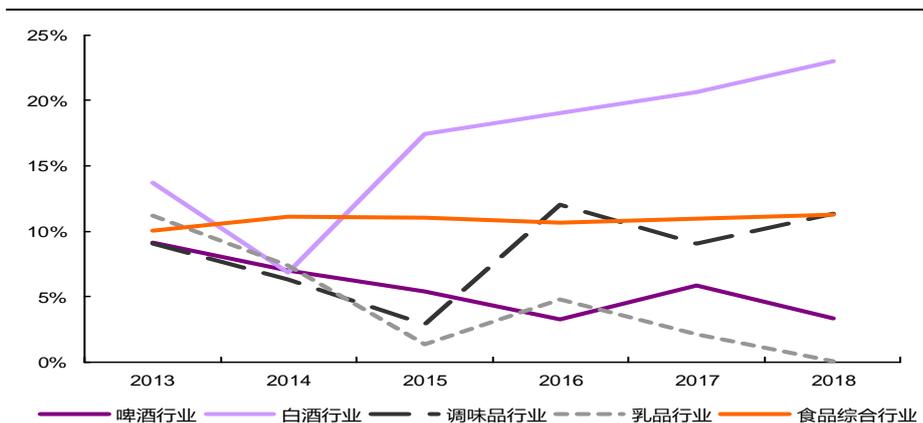
图 100: 折旧摊销占归母净利润比重的国际比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

一方面, 啤酒行业高额的折旧摊销费用压低账面利润, 导致盈利能力不足。2018年, 啤酒行业平均销售利润率仅为 3.29%, 而调味品行业/白酒行业/食品综合行业的销售利润率为 11.32%/22.97%/11.24%。

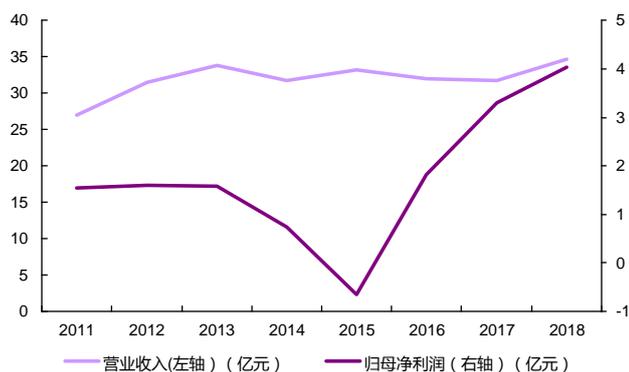
图 101: 行业销售利润率对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

另一方面, 较低的盈利能力亦带来良好的利润率修复弹性。产品升级及资产整合在收入端和费用端将对利润率带来正面效益。行业也不断产生积极信号强化这一逻辑。以重庆啤酒为例, 2014年归母净利润为 0.73 亿元; 2015年首次关厂对净利润冲击较大, 出现亏损, 归母净利润为-0.66 亿元; 此后归母净利润逐年上升, 2018年达到 4.04 亿元。2014至2018年重啤归母净利润年均复合增长率为 53.15%, 而该时期营业收入的年均复合增长率仅为 2.28%, 利润率的提升得益于费用率的降低, 利润率的弹性效果非常显著。

图 102：重庆啤酒营业收入及归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

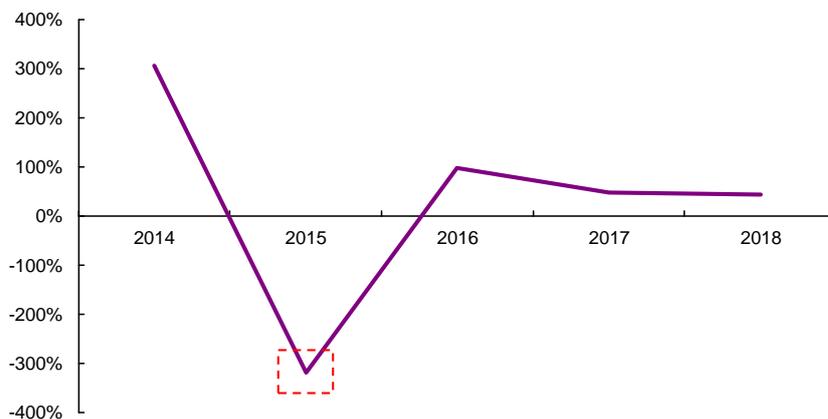
图 103：重庆啤酒销售利润率及费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

重啤关停部分酒厂前，2014 年的折旧摊销占归母净利润的比重为 307.78%；2015 年关厂后该比重逐年下降（2015 年该比重为负的原因为受关厂影响，当年出现亏损），2018 年该比重下降至 42.98%。

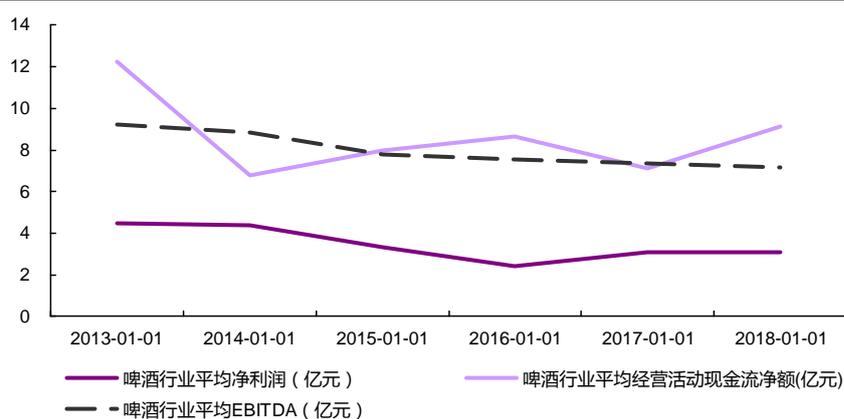
图 104：重庆啤酒折旧摊销占归母净利润比重变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

而从估值水平来看，国内啤酒企业估值锚有所延后。由于国内啤酒企业的折旧摊销比重相比国外同行、国内其他行业都较高，啤酒企业盈利空间受压制更为明显。正如前述提及，啤酒企业陆续通过关厂优化供应端的方式提升盈利能力、修复利润水平。当前，国内啤酒行业的估值水平正反映投资者对其利润率修复的信心在不断提升。

图 105：啤酒行业净现金流与净利润存在较大差距



资料来源：Wind，光大证券研究所

值得注意的是，这些举措在短期内不会对利润端带来立竿见影的变化。产品升级的提升需要经历 2-3 年的投放期，期间企业费用压力依然存在；而关停冗余酒厂在短期由于资产减值及员工安置费用拖累业绩，亦需要度过关厂高峰期才可看到完整成效。

在关厂阶段，企业的短期利润无法反映其盈利基础与经营能力；但该阶段过后，啤酒行业利润修复的确定性较高。市场对这一估值修复的认知亦通过行业信号不断强化，导致啤酒行业整体估值锚有所延后。具体而言，估值锚延后主要反映在啤酒企业当前较高的估值水平。

估值锚的延后正体现投资者对啤酒企业利润率修复的乐观态度。随着企业不断释放提价、关厂等利好信息，利润率修复逻辑持续兑现，投资者对于国内啤酒企业关厂降费、处理冗余生产能力、提高产品结构的预期达成一致、对利润快速增长的预期不断加持；且国内啤酒企业偏低的利润率使得关厂降费产生的利润弹性较大，投资者对啤酒企业利润大幅增长的信心不断提高。

4、投资建议

白酒方面，年初以来基本面预期修正+估值修复推动板块超额收益，当前时点公司估值普遍达到合理区间，对应 19 年茅台约 25xPE，五粮液和老窖在 20-25xPE；在春节开门红及淡季渠道价格上挺的利好推动下，全年盈利预测合理上调，白酒行业进入旺季动销观望期，重点观测茅台直营放量之后的批价表现及五粮液挺价之后的动销反馈。由于板块估值和预期未高估，叠加 MSCI 增量资金入市及 CPI 上行压力下的抗通胀效应等潜在利好，建议拉长投资周期，重点关注贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒/洋河股份等。

大众消费品方面，板块估值整体提升，涨幅相对较小的乳业龙头伊利已经具备配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注经营管理机制边际变化的中炬高新及行业龙头海天味业；啤酒行业经营格局改善趋势确定但需长周期兑现，回调之后可长线布局，关注华润啤酒（H）/青岛啤酒/重庆啤酒；其他建议有自下而上经营改善的细分行业龙头，如洽洽食品/绝味食品/香飘飘等。

5、风险提示

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切，若未来物价进入持续下行时期，对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高，另一方面成品包装使用的包材成本上升，都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

食品安全问题。如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼