

分化中大浪淘沙，紧握优质消费企业



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——食品饮料行业四季度策略

核心观点

❖ 白酒：高端酒需求真实，区域酒企弹性较大

高端酒具有更高的需求收入弹性以及更低的需求价格弹性。我们通过测算四个层级的白酒弹性情况认为，目前高端酒的需求真实且旺盛。受益于高性价比优势以及白酒消费价格带升级的趋势，次高端白酒市场将持续扩容，我们认为次高端白酒结构性机会凸显，未来市场争夺次高端市场是新的亮点。目前来看区域酒企的次高端产品都继续保持快速增长趋势，随着未来次高端产品占比的持续提升，区域酒企的业绩弹性较大，拥有精细渠道、更贴近大众消费者、机制灵活且拥有扎实基础盘的区域酒企是当前优选品种。

❖ 调味品：需求坚挺，新一轮提价周期有望开启

受成本推动，酱醋调味品提价周期通常稳定在 2-3 年。历史数据来看，行业性提价一般均开始于海天提价，2019 年年初恒顺对部分产品进行了提价，我们预计新一轮提价周期将于 2019 年年底或 2020 年初开启。

❖ 乳制品：竞争格局改善，低温奶为未来增长点

供给趋紧叠加主要企业促销力度减弱，行业竞争格局有望改善。此外，受益于低温奶市场集中度低、发展空间大、冷链设施升级，蒙牛、伊利相继入局，低温奶有望成为乳制品行业未来增长点。

❖ 休闲食品：大行业小公司，优选头部企业

休闲食品主要细分子行业均呈现大行业小公司的特征，供应链优势为休闲卤制品核心竞争力；此外，具备品牌、产品、渠道优势的坚果企业有望脱颖而出，持续提升市场份额。

❖ 保健品：仍处于快速发展期，未来增长空间大

行业仍处于快速增长期，渠道呈现多元化。我们认为，人均消费金额和消费人群渗透率的提升为行业扩容的驱动力，预计 2023 年行业规模有望提升 70%。

❖ 投资建议：分化中大浪淘沙，紧握优质消费企业

白酒高景气度仍旧持续。高端酒供需两旺，叠加未来中端收入人群消费升级的背景，将带给其他高端酒以及次高端酒大量成长空间，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，建议关注山西汾酒、口子窖、古井贡酒、洋河股份等。

大众品有望分享中端收入人群的消费升级红利，强相关子行业头部标的值得关注。目前来看调味品、乳制品、休闲食品以及保健品行业赛道优秀，建议关注海天味业、中炬高新、天味食品、恒顺醋业、千禾味业、伊利股份、新乳业、汤臣倍健、洽洽食品、三只松鼠、绝味食品等。

❖ **风险提示：**宏观经济及居民收入波动风险；重大食品安全事件的风险；原材料价格波动风险。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 食品饮料
报告时间 | 2019/10/9

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaoqian@cczq.com

郭晓东
证书编号：S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、板块回顾：消费意愿增强，行业景气持续	6
1.1 消费者消费意愿较强	6
1.2 白酒估值持续修复，调味品板块估值较高	7
1.3 食品饮料行业持续景气	8
二、白酒行业：高端酒需求真实，次高端弹性	9
2.1 优秀企业挤压式增长	9
2.2 高端酒需求真实、旺盛	10
2.3 区域酒企弹性较大	13
2.3.1 次高端：追随高端酒步伐提价	15
2.3.2 区域酒：政策刺激消费，基本盘扎实的酒企有望明显受益	17
三、调味品：需求坚挺，新一轮提价周期有望开启	20
四、乳制品：竞争格局改善，低温奶为未来增长点	25
五、休闲食品：大行业小公司，优选头部企业	29
5.1 休闲卤制品：供应链优势为核心竞争力	30
5.2 坚果炒货：“产品+渠道”打造品牌差异化	32
5.3 烘焙食品：行业较分散，品牌企业潜力大	34
六、保健品：仍处快速发展期，未来增长空间大	35
七、投资建议	38
八、风险提示	40

图表目录

图 1:	GDP 增速情况一览.....	6
图 2:	2019 年 8 月消费者信心较高.....	6
图 3:	2019 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 7.50%.....	6
图 4:	2019 年年初至今食品饮料指数上涨 69.71%.....	7
图 5:	食品饮料年涨跌幅位居第二.....	7
图 6:	食品饮料行业估值合理.....	7
图 7:	食品饮料行业 PE (TTM) 处于中上游.....	7
图 8:	年初以来调味品板块估值持续提升.....	8
图 9:	年初以来白酒板块估值不断修复.....	8
图 10:	2019H1 年食品饮料行业营业收入同比增长 15.6%.....	8
图 11:	2019H1 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 21.6%.....	8
图 12:	2019H1 食品饮料行业毛利率为 49.1%.....	9
图 13:	2019H1 食品饮料行业 ROE 为 11.6%.....	9
图 14:	2016-2018 年白酒行业价格及销量增速情况.....	9
图 15:	白酒行业发生挤压式增长.....	9
图 16:	白酒行业发生挤压式增长.....	10
图 17:	高、低端消费力持续升级.....	10
图 18:	飞天茅台及普五一批价情况.....	11
图 19:	人均可支配收入及同比增速.....	11
图 20:	次高端酒市场占比持续提升,在本轮复苏中持续高景气.....	14
图 21:	2017 年次高端酒企增速明显更快.....	14
图 22:	2018 年区域酒企次高端产品增长持续有力.....	14
图 23:	2019 年区域酒企次高端产品增长持续有力.....	15
图 24:	洋河产品结构.....	15
图 25:	今世缘产品结构.....	15
图 26:	口子窖产品结构.....	15
图 27:	舍得酒业中高档酒系列占比从 15 年的 79%提升至 19H1 年的 97.3%.....	16
图 28:	汾酒青花占比从 16 年起逐步回升.....	16
图 29:	安徽省 GDP 增速较江苏省高.....	18
图 30:	省内业务占比较大的古井贡比洋河业绩波动小.....	18
图 31:	洋河省外营业额占比接近 50%.....	18
图 32:	今世缘省内营业额占比较大.....	18
图 33:	口子窖营业额省外占比逐步变小.....	18
图 34:	古井贡省内营业额占比较大.....	18
图 35:	主要区域酒企近期价格及库存情况.....	19
图 36:	受益于省内经济发展迅速的区域及次高端酒量价情况一览.....	19
图 37:	山西、安徽 GDP 增长较快.....	20
图 38:	供给侧改革下山西第二产业恢复增长.....	20
图 39:	山西、安徽第三产业增长企稳.....	20
图 40:	2019H1 调味品行业营业收入增速为 14.1%.....	21
图 41:	2019H1 调味品净利润增速为 25.8%.....	21

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

图 42:	2019H1 调味品行业盈利能力提升.....	21
图 43:	2019H1 调味品行业费用率下滑.....	21
图 44:	2018 年餐饮渠道占比最大.....	21
图 45:	限额以上企业餐饮收入保持稳定增长.....	21
图 46:	百强企业收入占调味品行业比重不到 30%.....	22
图 47:	2018 年美日韩行业集中度均高于中国.....	22
图 48:	2018 年中国调味品子行业占比.....	22
图 49:	调味品行业集中度逐步提升.....	22
图 50:	2015 年中国酱油行业集中度.....	23
图 51:	2016 年日本酱油行业集中度.....	23
图 52:	成本提升将推动调味品行业提价.....	23
图 53:	成本提升将推动调味品行业提价.....	24
图 55:	国内常温牛奶人均消费量价趋势.....	25
图 56:	重点高端品类销售增速远超常温奶行业整体.....	25
图 57:	2019H1 乳制品销量增速下滑.....	26
图 58:	2019H1 乳品行业净利润增速为 8.7%.....	26
图 59:	2019H1 乳品行业营业收入增速为 11.9%.....	26
图 60:	2019H1 乳品行业盈利能力稳定.....	26
图 61:	线下常温奶蒙牛、伊利市占率不断提升.....	27
图 62:	线下酸奶蒙牛、伊利市占率不断提升.....	27
图 63:	2012~2018 年伊利、蒙牛液态奶市场份额变动情况.....	27
图 64:	常温奶中，蒙牛市占率更高.....	27
图 65:	低温奶中，伊利市占率更高.....	27
图 66:	蒙牛、伊利销售费用投放量大（单位：亿元）.....	27
图 67:	生鲜乳价格提升明显.....	28
图 68:	2019H1 主要乳制品企业销售费用率下降.....	28
图 69:	低温奶市场规模提升速度快.....	28
图 70:	我国冷库容量持续提升.....	29
图 71:	我国冷库容量持续提升.....	29
图 72:	中国休闲食品行业持续增长.....	30
图 73:	中国休闲卤制品景气度高.....	30
图 74:	品牌休闲卤制品快速增长.....	30
图 75:	休闲卤制品 CR5 为 20.2%.....	31
图 76:	绝味食品与周黑鸭线下门店渠道收入拆分.....	31
图 77:	中国坚果炒货行业景气度较高.....	32
图 78:	我国主要坚果人均消费量偏低（千克/年）.....	32
图 79:	阿里、京东平均获客成本逐步提升.....	32
图 80:	坚果类企业纷纷开启多元化布局.....	32
图 81:	坚果炒货行业 CR5 为 17.0%.....	33
图 82:	中国烘焙行业景气度较高.....	34
图 83:	烘焙行业 CR5 仅为 11.3%.....	34
图 84:	中国烘焙人均消费量（千克）.....	35
图 85:	对比香港、日本，国内烘焙人均消费量仍存在提升空间（千克）.....	35

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

图 86:	2018 年保健品行业四个细分领域	35
图 87:	美国膳食补充剂行业历史增长路径	36
图 88:	2006-2018 年中国膳食补充剂市场规模	36
图 89:	中国膳食补充剂 CR5 市占率快速提升	36
图 90:	保健品及膳食补充剂 CR5 市占率情况	37
图 91:	澳洲市场膳食补充剂 CR5 为 58.9%	37
图 92:	中国膳食补充剂行业渠道占比	37
图 93:	2016-2018 年各渠道销售收入 CAGR 情况	37
图 94:	中国膳食补充剂人均消费额偏低	38
图 95:	中国渗透率仅为 20%	38
表格 1.	酒企高端产品以及超低端产品增长较为迅速	10
表格 2.	13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1	10
表格 3.	16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2, 高端酒需求真实、旺盛	11
表格 4.	预计高端酒 2020 年销量至少为 6.8 万吨	12
表格 5.	高端酒 2019 年上半年频频提价	12
表格 6.	次高端酒企量价关系表	16
表格 7.	区域酒企量价关系表	17
表格 8.	2019 年乳制品行业扶持政策频出	25
表格 9.	2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览	26
表格 10.	2018 年各国乳制品细分品类销售额 CR5 (%)	29
表格 11.	卤制品、烘焙、膨化食品、炒货较为景气	30
表格 12.	供应链优势为绝味食品核心竞争力	31
表格 13.	坚果产品同质化严重	33
表格 14.	洽洽食品、三只松鼠具备品牌、产品、渠道优势	34
表格 15.	各国保健品法规门槛差异明显	36
表格 16.	中国、美国、日本膳食补充剂行业空间测算	38
表格 17.	白酒基本面情况一览	39
表格 18.	相关标的估值一览	39

一、板块回顾：消费意愿增强，行业景气持续

1.1 消费者消费意愿较强

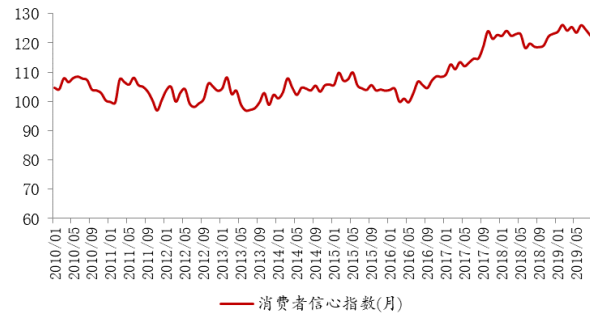
2019 年经济企稳，消费者消费意愿较强。据国家统计局发布的数据显示，2019 年上半年 GDP 累计同比增长 6.3%，在减税降费政策推出的带动下，国内经济企稳。从社会消费品零售总额数据来看，2019 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 7.50%，限额以上社会消费品零售总额同比增长 2.00%。消费者信心方面，2019 年初以来消费者信心总体呈上升态势显示消费者消费意愿正逐步回暖，其中 2019 年 8 月消费者信心指数为 122.4。

图 1：GDP 增速情况一览



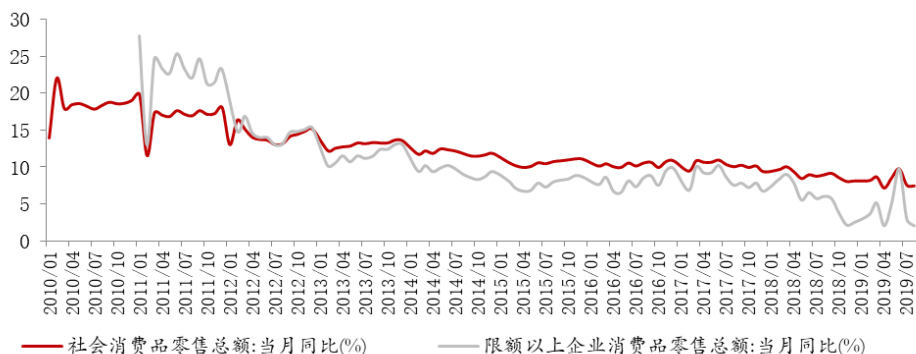
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：2019 年 8 月消费者信心较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：2019 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 7.50%



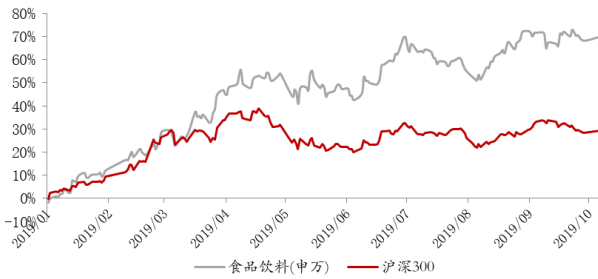
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 白酒估值持续修复，调味品板块估值较高

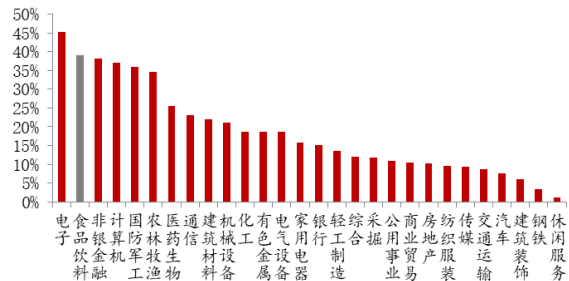
行情回顾：截至 2019 年 10 月 8 日，食品饮料指数上涨 69.71%，同期沪深 300 指数上涨 29.24%。横向比较来看，食品饮料行业年涨跌幅在 28 个子行业中位居 2 位。从估值角度来看，当前食品饮料行业的 PE(TTM) 估值为 32.81 倍，处于市场中上游位置。细分来看，受益于产品升级、集中度提升、终端动销及业绩表现良好、外资不断流入，白酒板块估值提升明显；调味品板块估值处于高位，且呈上升态势。

图 4：2019 年年初至今食品饮料指数上涨 69.71%



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 8 日

图 5：食品饮料年涨跌幅位居第二



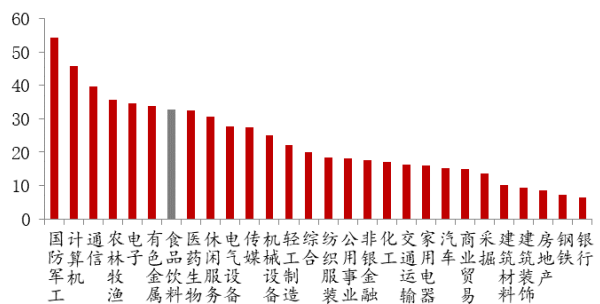
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 8 日

图 6：食品饮料行业估值合理



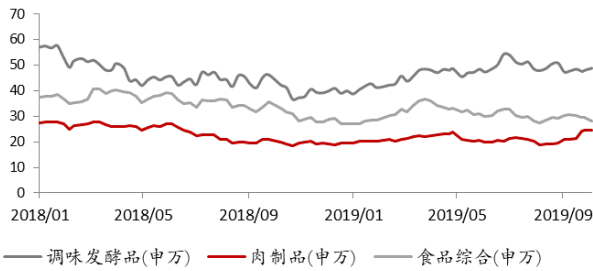
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 8 日

图 7：食品饮料行业 PE (TTM) 处于中上游



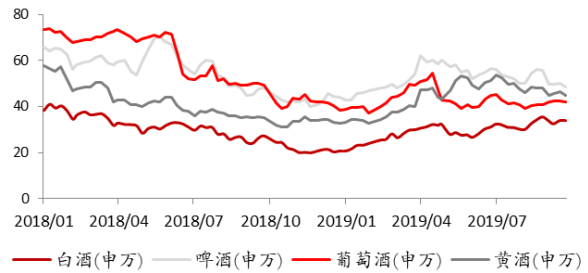
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：数据日期为 2019 年 10 月 8 日

图 8：年初以来调味品板块估值持续提升



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 8 日

图 9：年初以来白酒板块估值不断修复

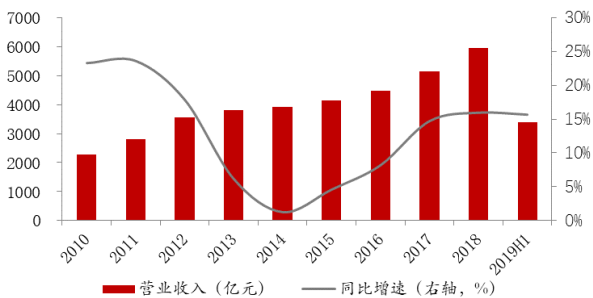


资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 10 月 8 日

1.3 食品饮料行业持续景气

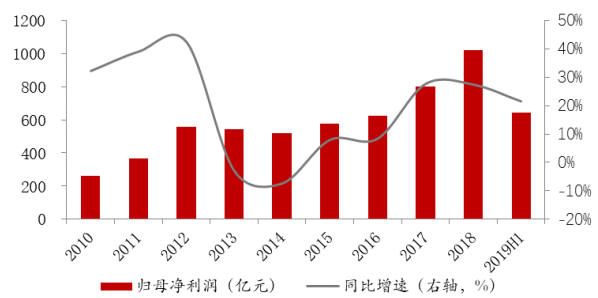
2019H1 食品饮料行业延续增长态势。2019H1 食品饮料行业营业收入为 3399.8 亿元，同比增长 15.6%；归属母公司股东的净利润为 644.2 亿元，同比增长 21.6%，由于食品饮料板块中白酒占比较大，二季度为白酒传统淡季叠加去年业绩基数不低，食品饮料二季度实际上依旧保持优质增长。盈利方面，2019H1 食品饮料行业盈利能力提升显著，行业毛利率为 49.1%，与去年同期持平。

图 10：2019H1 年食品饮料行业营业收入同比增长 15.6%



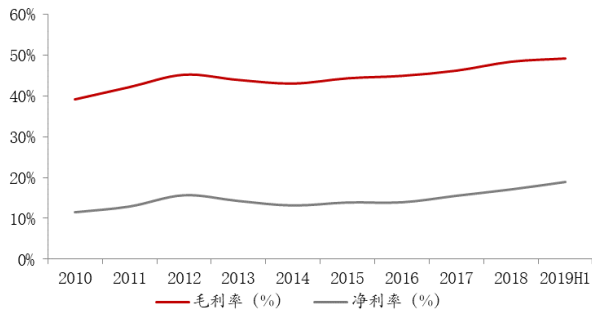
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2019H1 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 21.6%



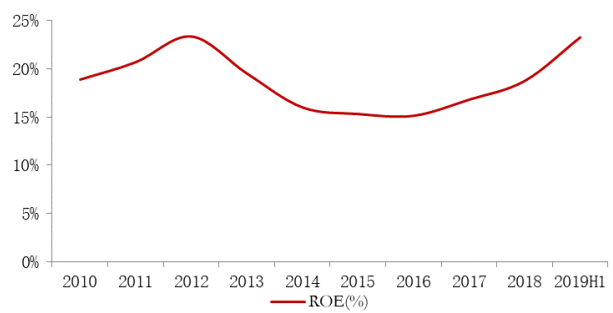
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12: 2019H1 食品饮料行业毛利率为 49.1%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 2019H1 食品饮料行业 ROE 为 11.6%



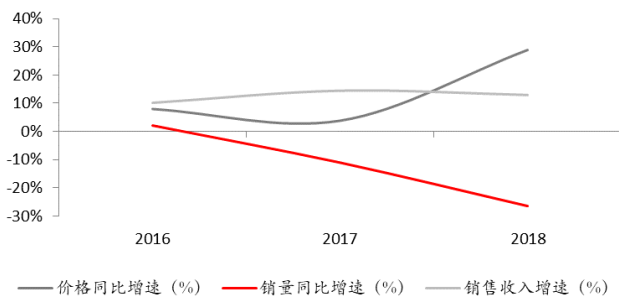
资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、白酒行业：高端酒需求真实，次高端弹性

2.1 优秀企业挤压式增长

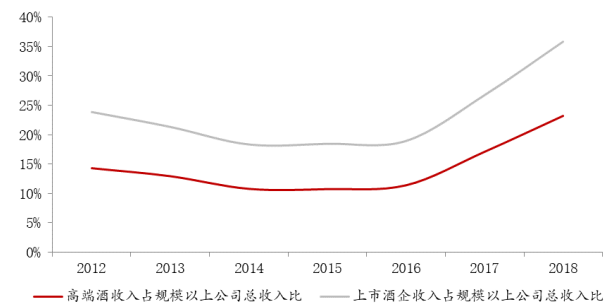
白酒行业的增长由上一轮的扩容式增长转变为挤压式增长，优秀企业因此尤为受益，酒类上市公司基本都为行业内优秀领导者，所以其表现也比行业情况优秀很多。价格成为目前阶段主要驱动力，其主要原因为随着经济降速，整体消费力也在降低，整体白酒销量持续下滑，而消费力两极分化严重，高、低收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速则下降较为明显，在挤压式增长情形下，白酒行业高端酒与低端酒业绩开始出现分化。

图 14: 2016-2018 年白酒行业价格及销量增速情况



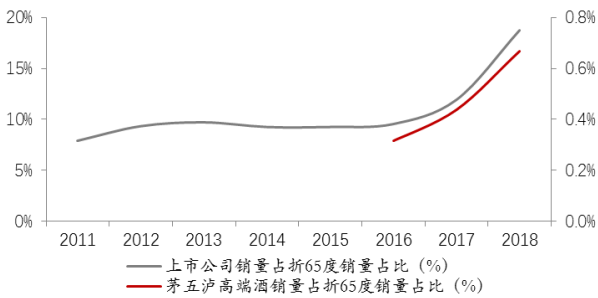
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 15: 白酒行业发生挤压式增长



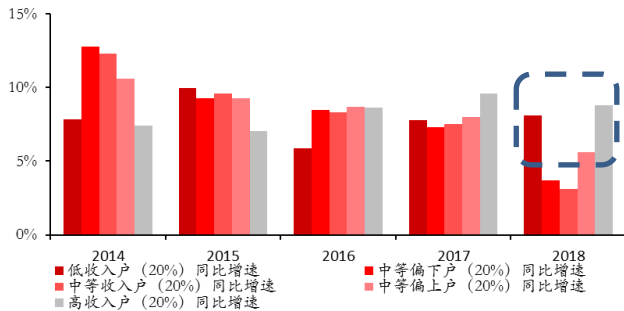
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 16: 白酒行业发生挤压式增长



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 17: 高、低端消费力持续升级



资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

表格 1. 酒企高端产品以及超低端产品增长较为迅速

	中高端酒					低端酒					
	19H1收入占比	19H1同比增长	18年收入占比	18年同比增长	17年同比增长	19H1收入占比	19H1同比增长	18年收入占比	18年同比增长	17年同比增长	
贵州茅台(茅台酒)	84%	18%	89%	25%	43%	贵州茅台(系列酒)		12%	40%	172%	
五粮液(高端品牌)		25%	75%	41%	23%	五粮液(中低价位酒)		20%	13%	27%	
泸州老窖(国窖1573)	54%	31%	49%	37%	59%	泸州老窖(低档)	17%	1%	8%	-4%	
舍得(品味舍得)			60%-70%	40%	50%	舍得(低档)	3%	4%	3%	-40%	
水井坊		32%	80%-90%	43%	69%	水井坊(低档)		76%	1%	-53%	
汾酒		25%	50%	60%	50%	汾酒(低档)		30%	36%	48%	
洋河(梦之蓝)		25%	28%	50%	50%	洋河股份(海之蓝)	小个位数	28%	9%	8%	
古井贡(年份原浆)			84%	40%	21%	洋河股份(天之蓝)	小个位数	20%	10%	9%	
今世缘(特A类)	87%	34%	83%	0%	0%	古井贡(黄鹤楼)	8%	7%	12%	12%	
口子窖(5年及以上)	98%	12%	97%	22%	31%	今世缘(O类)		3%	-29%	-13%	
迎驾贡酒(中高端)			60%	13%	12%	口子窖(低档)	2%	24%	2%	-21%	
金种子(中高端)	77%	-21%	72%	-10%	-14%	迎驾贡酒(普通白酒)		40%	9%	-6%	
金徽酒(高端)	43%	24%	36%	32%	23%	金种子(低档)	23%	-35%	28%	-23%	
酒鬼酒(高端)	89%	39%	87%	36%	45%	金徽酒(低档)	4%	15%	4%	-23%	
酒鬼酒(内参系列)	66%	34%	66%	38%	18%	酒鬼酒(湘泉系列)	10%	42%	9%	31%	
酒鬼酒(酒鬼系列)	23%	56%	21%	35%	55%	平均		18%		1%	
平均		26%		31%	33%	超低端酒					
						顺鑫农业		15%		44%	24%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2 高端酒需求真实、旺盛

高端酒具有更高的需求收入弹性以及更低的需求价格弹性。我们通过测算四个层级的白酒弹性情况认为, 目前高端酒的需求真实且旺盛。

我们通过用销量变动/人均可支配收入变动得出需求收入弹性, 用销量变动/价格变动得出需求价格弹性, 在比较了 13-18 年与 16-18 年需求收入弹性后发现高端酒需求较为真实, 受收入影响不大。

表格 2. 13-18 年高端酒需求收入弹性为 1.1

13-18年	可支配收入变动(倍)	需求变动(倍)	价格/吨价变动(倍)	需求收入弹性	需求价格弹性
高端酒	1.5	1.7	1.7	1.1	1.0
次高端酒	1.5	0.8	1.2	0.8	1.1
区域酒	1.5	1.1	0.4	0.7	2.5
三四线酒	1.5	1.5	0.1	1.5	45.4

资料来源: Wind, 川财证券研究所

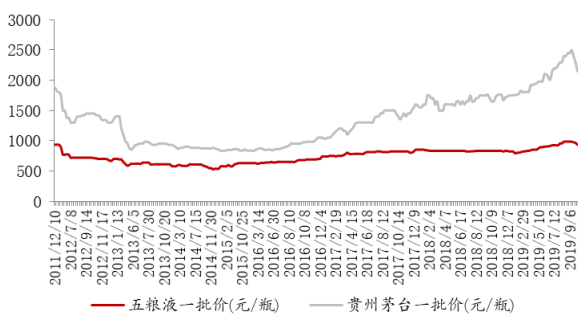
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 16-18 年高端酒的需求收入弹性为 1.2，高端酒需求真实、旺盛

16-18年	可支配收入变动(倍)	需求变动(倍)	价格/吨价变动(倍)	需求收入弹性	需求价格弹性
高端酒	1.2	1.4	1.4	1.2	1.0
次高端酒	1.2	1.3	0.8	1.0	1.6
区域酒	1.2	1.0	0.4	0.9	2.5
三四线酒	1.2	1.6	0.2	1.3	7.0

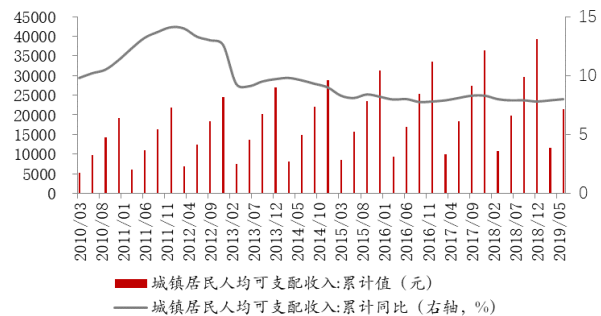
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 18: 飞天茅台及普五一批价情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 人均可支配收入及同比增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

我们通过以下两种方法来测算未来高端白酒销量，预计 2020 年高端酒销量至少为 6.8 万吨。

1) 我们将酒企量价按预期进行分拆预测，保守预计高端白酒销量 2020 年将达 6.8 万吨；

2) 根据高端酒历史销量 CAGR 来进行预估：经历行业深度调整后，18 年高端酒销量为 5.7 万吨，16-18 年销量年均复合增速为 17.4%，若除去政务消费影响（假设 16 年政务消费占比分别为 15%，18 年政务消费占比为 10%），16-18 年实际收入年均复合增速分别为 20.8%，因此假设 19-20 年 CAGR 为 17.4% 时，2020 年高端酒销量约为 7.9 万吨，而假设 CAGR 为 20.8% 时，2020 年高端酒销量约为 8.3 万吨。

我们认为受益于消费升级、人均可支配收入提升、高端酒需求增长迅速，高端酒品牌价值及产品价格仍将不断提升，预计 19 年高端酒均价增速将明显高于销量增速，同时有望继续延续量价齐升态势。

表格 4. 预计高端酒 2020 年销量至少为 6.8 万吨

	2016	2017	2018	16-18年CAGR	假设一:	2019E (根据模型获得)	2020E (根据模型获得)
贵州茅台销量 (除系列酒)	2.29	3.02	3.25	19.02%		3.3	3.6
五粮液销量 (除系列酒)	1.52	1.62	1.83	9.84%		2.1	2.3
泸州老窖销量 (国窖1573)	0.33	0.45	0.62	37.81%		0.8	0.9
高端酒销量总计 (万吨)	4.14	5.09	5.70	17.37%		6.1	6.8
同比增速 (%)	3.81	23.1%	11.9%			7.6%	11.4%
1) 假设: 商政务消费占比	15%		10%	20.78%			
2) 假设: 商政务消费占比	13%		10%	19.38%			
3) 假设: 商政务消费占比	11%		10%	18.03%			
					假设二:	2019E (CAGR预测获得)	2020E (CAGR预测获得)
若19-20年CAGR为17.37%, 则19、20年销量分别为:						6.7	7.9
若19-20年CAGR为20.78%, 则19、20年销量分别为:						6.9	8.3

资料来源: Wind, 川财证券研究所

需求增长推动茅台价格提升, 同时也为五粮液及泸州老窖提价打开空间。相较于上一轮景气周期, 本轮周期茅台一批价持续增长主要原因为消费升级、居民可支配收入提升、大众消费需求增加, 而非大量商政务消费需求带来的价格泡沫, 因此本轮价格上涨拥有更扎实的消费基础, 今年淡季虽然白酒销量占全年比不大, 但价格表现超市场预期。

表格 5. 高端酒 2019 年上半年频频提价

提价情况
五粮液:
3月, 刚经历了春节旺销的五粮液经销商们正在报计划申请厂家新出的珍藏五粮液, 出厂价859元。
3月, 春糖期间公布第八代新品五粮液出厂价比收藏版高出20-30元, 预计新普五出厂价提升为879或889元。
4月初下发文件, 要求老普五统一供货价4月10日之前是 859元、4月10日以后 879元、4月20日以后是899元、4月30日以后是919元。
5月15日, 重庆市场一酒美销售有限公司下发《关于经典五粮液市场价格的通知》, 我对第七代经典五粮液、第七代经典五粮液收藏版及第八代经典五粮液三款产品的市场价格作如下通知: 1、从今天(5月14日)起, 第七代经典五粮液的终端供货价调整为 939元/瓶; 从 6月1日起供货价调整为969元/瓶; 2、5月份, 第七代经典五粮液收藏版上市, 终端供货价为969元/瓶, 限量 2件/店; 从6月1日起供货价为999元/瓶; 6月份, 第八代经典五粮液上市, 终端供货价为959元/瓶。
泸州老窖:
1月7日, 泸州老窖宣布对38度国窖1573经典装(500ml)的建议供货价变为650元/瓶, 建议团购价为680元/瓶, 建议零售价为799元/瓶。
1月8日, 泸州老窖再次宣布对52度国窖1573经典装产品(规格为500ml)酒行供货价变为810元/瓶, 团购价建议为880元/瓶, 零售价建议为1099元/瓶。
1月11日, 泸州老窖宣布西南大区国窖1573 供货价调整为810元/瓶。
2月, 38度百年泸州老窖窖龄酒30年 500ml×6 瓶装产品, 2019年2月1日起建议供货价调整为210元/瓶, 建议团购价调整为220元/瓶, 建议零售价调整为238元/瓶。
2月, 茗酿系列酒的终端价最高每瓶涨60元, 最低每瓶涨20元。
4月25日, 泸州老窖怀旧酒美营销有限公司下发《关于暂停特曲60瓶订单接受及发运的通知》。根据通知内容显示, 由于泸州老窖特曲60瓶2019年上半年计划配额已经提前执行完毕, 经公司研究决定: 即日起, 暂停全国范围内泸州老窖特曲60瓶日常订单的接受及发运。请片区强化价格管理, 坚持消费者培育工作。
从5月1日起, 公司旗下老字号特曲产品各度数结算均价上调10元/500毫升, 其它规格产品的价格按比例进行相应调整, 各渠道价格体系同时作出相应调整。
5月10日, 微酒记者从市场获悉: 国窖公司华北大区下发了《关于暂停山东区域国窖1573经典装订单接收及货物发运的通知》。通知的核心内容有二: 第一, 即日起, 暂停山东区域国窖1573经典装订单接收及货物发运; 第二, 即日起, 调整38度国窖1573酒终端配送价至640元每瓶, 调整52度国窖1573酒终端配送价至860元每瓶。
5月14日, 微酒获悉: 宜宾五粮液特曲品牌营销有限公司于近期发布了价格调整文件称。文件内容显示: 经公司研究决定, 拟自6月1日起, 对五粮液特曲产品执行新的出厂价格, 要求各经销商按照公司建议的产品销售价格开展工作。
5月25日, 国窖1573营销公司华中大区发布《关于暂停湖南区域国窖1573经典装订单接收及货物发运的通知》: 即日起, 对湖南区域市场国窖1573进行停货提价, 配送价调整860元, 团购价调整至919元。
6月6日, 国窖公司西南大区发布《关于暂停国窖1573经典装订单接收及货物发运》的通知, 国窖方面指出, 此次停货是为切实贯彻执行“终端配额制”和“价格双轨制”, 并保障各级核心客户利益。通知主要内容为: 称即日起, 暂停各经销商 客户52度国窖1573经典装订单接收及货物发运。此外, 对终端配送价格也做了调整: 38度国窖1573经典装640元/瓶、52度国窖1573经典装860元/瓶; 终端建议团购价为: 38度国窖1573经典装680元/瓶、52度国窖1573 经典装919元/瓶。
6月11日, 微酒获悉国窖公司华东大区文件《关于暂停安徽区域国窖1573 经典装订单接收及货物发运的通知》。内容显示: 各区域1573安徽片区经销商: 为切实推进“终端配额制”, 有效保障安徽区域广大核心经销商和终端的利益, 经我单位研究决定: 一、即日起, 暂停安徽区域国窖1573经典装订单接收及货物发运; 二、即日起, 调整终端配送价格为: 38度国窖1573经典装640元/瓶, 52度国窖1573经典装880元/瓶; 三、即日起, 终端建议团购价为: 38度国窖1573经典装680元/瓶、52度国窖1573经典装919元/瓶。
6月, 泸州老窖方面下发文件, 对泸州老窖头曲重庆市场终端价格体系进行了统一调整: 从文件内容来看, 泸州老窖六年窖头曲酒(柔雅/红色柔雅)、精品头曲酒 D9 (2013版) 挂牌价调整为198元一瓶; 泸州老窖六年窖头曲酒铁盒(2017版)、精品头曲酒D6挂牌价调整为158元一瓶; 泸州老窖六年窖头曲酒铁盒(2014版) 挂牌价调整为128元一瓶; 泸州老窖头曲酒挂牌价调整为98元一瓶。

资料来源: 酒业家、糖酒快讯、微酒、Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

中秋国庆双节过后，茅台批价理性回落，将有利于长期发展。截止 2019 年 10 月 8 日，主要城市茅台批价在 2150-2250 元，我们认为茅台批价从双节前的 2500 回落至 2100 主要原因为：1) 提前执行计划和配额指标、直营渠道的逐步放量在一定程度上缓解了紧张的供需关系。近期公司在天猫、苏宁等电商及大润发、物美、华润等商超共投放约 1000 吨 1499 元茅台，2019Q3 直营占比提升显著；2) 公司目前正在严查经销商库存情况，同时在公司与贵州省内一级经销商沟通谈话，经销商加速出货；3) 前期批价的迅速上涨存在一定泡沫，经销商预计高端酒需求在中秋国庆后将逐步下降使得经销商加速出货。在直营逐步落地、茅台公司加强管控、经销商加速出货的背景下，产品价格正常回落，长期看，价格阶段性回落利于公司健康发展，由于茅台市场需求缺口仍较大，我们对茅台批价趋势持乐观判断。

五粮液发货节奏加快，泸州老窖稳定增长。五粮液旺季加大普五市场投放，目前部分经销商已完成全年计划，双节终端动销良好，批价在 920-940 元之间，库存较为合理。五粮液于节前召开股东大会，会议上公司表示全年 500 亿收入目标实现的可能性高，同时明年公司的配额将向优秀经销商倾斜，传统渠道则不再增量。泸州老窖方面，1573 价格波动较小，批价保持在 780-790 元之间，渠道利润较为稳定。

我们认为白酒板块近期关注点仍在终端动销，据双节情况判断，白酒行业总体呈挤压式增长，竞争激烈，其中高端酒确定性强，产品升级与集中度提升逻辑不变。10 月即将迎来三季报期及秋糖会，业绩仍为白酒板块主要支撑点。

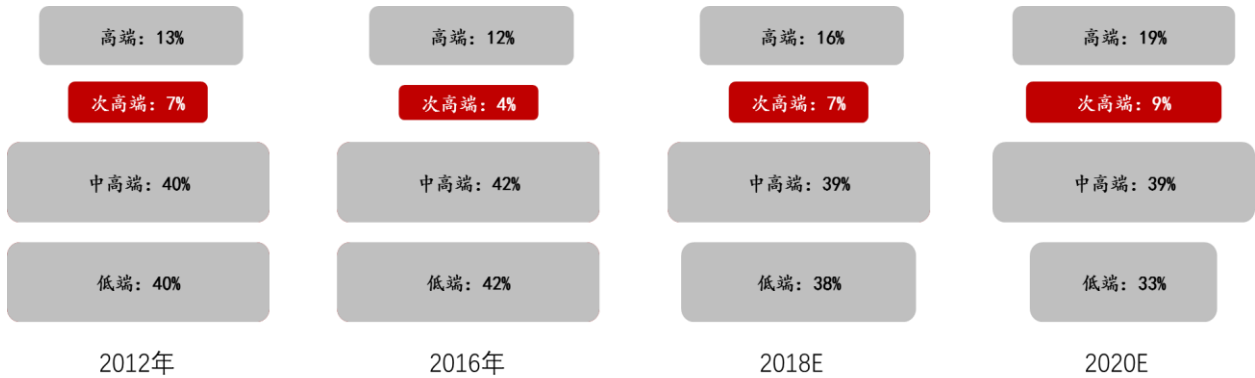
2.3 区域酒企弹性较大

自 2016 年以来白酒在整体产量、需求变化不大的情况下逐渐复苏，本轮复苏最明显的特征体现为结构化，其中高端酒在行业复苏初期弹性巨大，次高端酒受益于茅台批价大幅上行后让出的价格带以及大众消费升级，业绩弹性明显，区域酒企的次高端产品成长远高于公司整体，但目前占公司本身体量较小，所以业绩弹性稍弱于高端、次高端酒，而普通大众酒业绩较差，这主要由两个原因导致：1) 大众畅销价位产品成熟、市场价格透明、终端利润薄而导致积极性差；2) 曾经商务宴请主流消费的百元价位档次已经偏低，而其它价位的主流场景宴席的消费量也下滑明显。

我们预计未来各酒企之间会进一步分化，次高端将持续受益于大众消费升级以及高端酒价格上升后出让的价格带，市场容量有望达到 600 亿。2015、

2016、2017 以及 2018 年中国次高端市场容量分别约为 174、240、300 以及 400 亿元，预计次高端市场容量到 2020 年前后有望达到 600 亿。

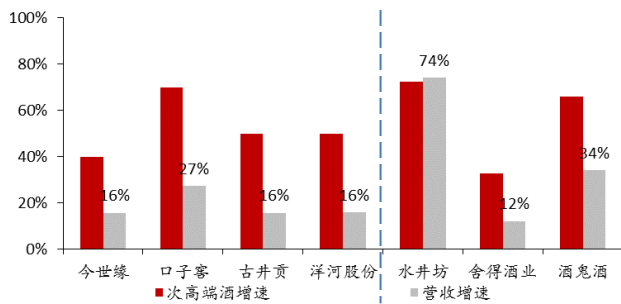
图 20: 次高端酒市场占比持续提升, 在本轮复苏中持续高景气



资料来源: 川财证券研究所

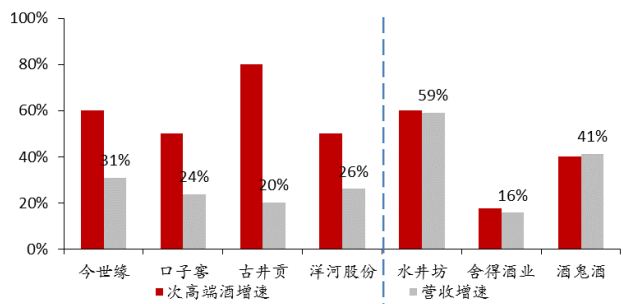
受益于高性价比优势以及白酒消费价格带升级的趋势，次高端白酒市场将持续扩容，我们认为次高端白酒结构性机会凸显，未来市场争夺次高端市场是新的亮点。目前来看区域酒企的次高端产品都继续保持快速增长趋势，随着未来次高端产品占比的持续提升，区域酒企的业绩弹性较大，拥有精细渠道、更贴近大众消费者、机制灵活且拥有扎实基础盘的区域酒企是当前优选品种。

图 21: 2017 年次高端酒企增速明显更快



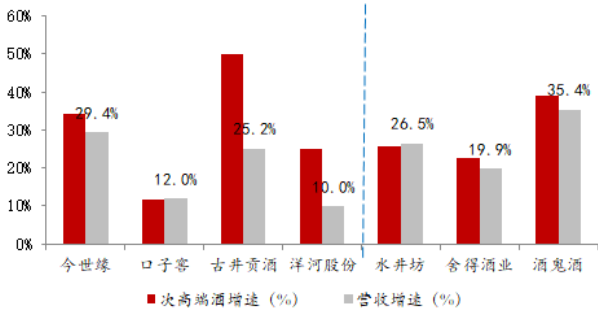
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 2018 年区域酒企次高端产品增长持续有力



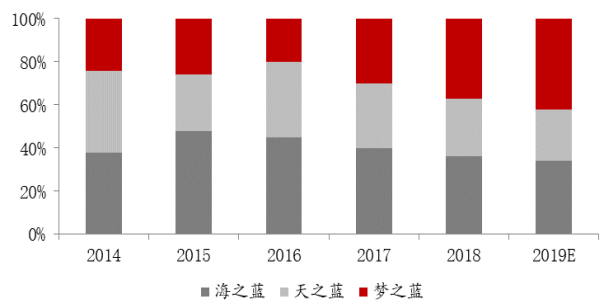
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 2019 年区域酒企次高端产品增长持续有力



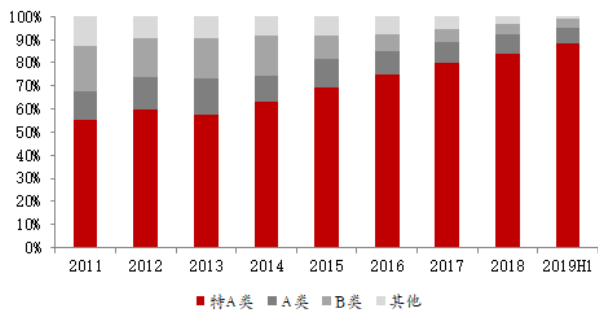
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: 洋河产品结构



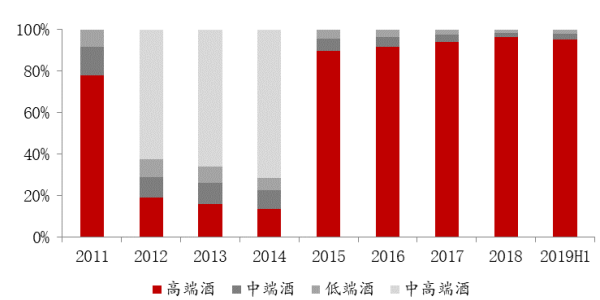
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 25: 今世缘产品结构



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 26: 口子窖产品结构



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.3.1 次高端: 追随高端酒步伐提价

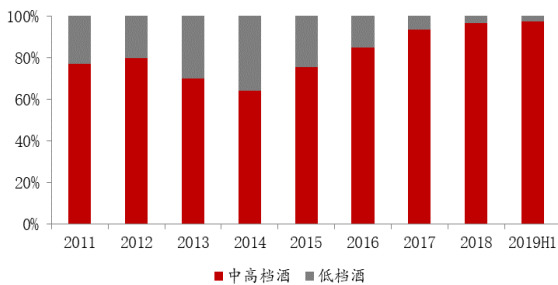
次高端酒采取跟随政策进行提价, 业绩主要受价格驱动。次高端酒发展情况与高端酒呈高度正相关, 在行业调整期间由于次高端酒提价能力弱, 销量贡献大于价格; 15 年起受益于消费升级、高端酒提价打开价格空间, 次高端酒进入提价阶段, 但由于次高端酒基础盘相对来说不够扎实, 提价后对企业业绩的贡献度不大, 更多的是受到价格驱动。具体公司来看, 舍得及酒鬼酒在 15 年后均价均实现持续正增长, 其中舍得酒业中高档酒系列占比从 15 年的 79% 提升至 18 年的 97%, 酒鬼酒高档酒系列从 15 年的 78.3% 提升至 87%, 而汾酒、水井坊提价幅度较小, 但业绩仍主要受价格驱动。

表格 6. 次高端酒企量价关系表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
汾酒收入 (亿元)	59.7	56.8	36.6	39.2	41.8	57.6	89.7	56.3
YOY (%)	43.2%	-4.7%	-35.6%	7.2%	6.7%	37.7%	55.7%	21.2%
销量YOY (%)		-2.5%	-0.6%	-7.7%	16.9%	25.6%	38.3%	
均价YOY (%)		-2.2%	-35.2%	16.2%	-8.8%	9.6%	12.6%	
水井坊收入 (亿元)	16.2	4.8	3.6	8.1	11.8	19.9	28.1	16.9
YOY (%)	16.4%	-70.5%	-24.7%	125.3%	45.0%	69.4%	41.3%	26.6%
销量YOY (%)	-34.5%	-18.0%	-54.0%	63.3%	35.9%	189.4%	-12.7%	
均价YOY (%)	77.7%	-64.1%	63.6%	38.0%	6.7%	-41.5%	61.8%	
舍得收入 (亿元)	17.6	12.3	12.6	9.6	12.4	15.0	18.5	10.3
YOY (%)	60.3%	-30.2%	2.5%	-23.6%	28.7%	20.9%	23.7%	22.1%
销量YOY (%)	110.5%	-24.1%	28.8%	-20.7%	-17.5%	-48.6%	-13.2%	
均价YOY (%)	-23.9%	-8.0%	-20.4%	-3.6%	56.1%	134.9%	42.5%	
酒鬼酒收入 (亿元)	16.5	6.9	3.9	6.0	6.6	8.8	11.9	7.1
YOY (%)	71.1%	-58.5%	-43.4%	54.9%	9.0%	34.0%	35.2%	35.4%
销量YOY (%)	18.1%	-49.0%	3.0%	8.1%	-11.6%	-7.2%	18.2%	
均价YOY (%)	45.4%	-18.7%	-45.0%	43.3%	23.3%	44.4%	14.4%	
次高端酒企均价 (亿元/万吨)	11.6	10.4	6.7	8.3	9.5	12.5	15.1	
YOY (%)	25.3%	-10.1%	-35.9%	23.6%	14.4%	32.4%	20.4%	
次高端酒企总收入 (亿元)	110.0	80.7	56.6	62.9	72.5	101.2	148.2	90.6
YOY (%)		-26.6%	-29.8%	11.1%	15.2%	39.6%	46.4%	23.3%
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8	
次高端酒收入占比 (亿元)	2.5%	1.6%	1.1%	1.1%	1.2%	1.8%	2.8%	

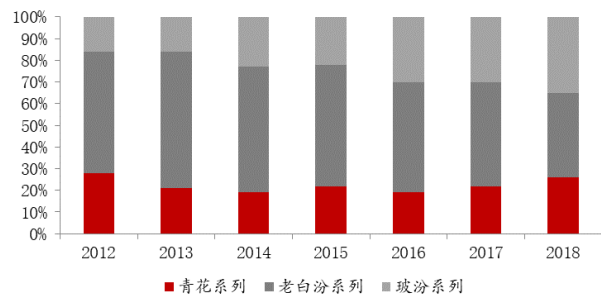
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 酒企收入为白酒业务收入

图 27: 舍得酒业中高档酒系列占比从 15 年的 79% 提升至 19H1 年的 97.3%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28: 汾酒青花占比从 16 年起逐步回升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

次高端酒有望继续扩容, 集中度将逐步提升。需求端来看, 目前中国的新中产人数已超 2 亿人, 预计十三五末期将超 5 亿人, 不断增长的中产人数为次高端市场扩容奠定了基础。从集中度来看, 相较于高端酒企 23.6% 的市占率, 次高端酒市占率仅为 2.8%, 在高端酒提价后价格带空出, 产品结构不断升级的背景下, 次高端酒市场集中度有望进一步提升。

品牌力、渠道力、管理结构优秀的次高端酒企有望在未来脱颖而出。从增速角度看, 次高端酒在经历了三年的恢复性高增长后逐步进入降速换挡期, 次高端酒企全国化扩张过程中将不可避免的与正在不断升级的其他名酒正面交锋, 相

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

较于高端酒企，由于次高端酒企库存、品牌溢价等方面较高端酒弱，且增长节奏波动较大，渠道动力会随着渠道利润的波动而波动，若渠道利润过低或将导致出现区域收缩、经销商数量下滑现象，因此品牌力、渠道力、管理结构优秀的次高端酒企有望在未来脱颖而出。

2.3.2 区域酒：政策刺激消费，基本盘扎实的酒企有望明显受益

由于区域酒主要消费者为省内居民，省内价格带多为 100-300 元，因此区域酒受高端及次高端酒影响较小，受当地经济发展水平、居民消费能力影响较大，其中位居江苏省的洋河及今世缘自 12 年起受益于省内经济发展迅速叠加消费升级，均价提升贡献高于销量。具体来看，今世缘特 A 占比从 2014 年的 62.6% 提升至 2018 年的 83.1%；而洋河蓝色经典系列占比从 2016 年的近 70% 提升至 2018 年的 74%。此外，地处于安徽省的口子窖、古井贡同样受益于发达的经济及消费升级而实现量价齐升。

表格 7. 区域酒企量价关系表

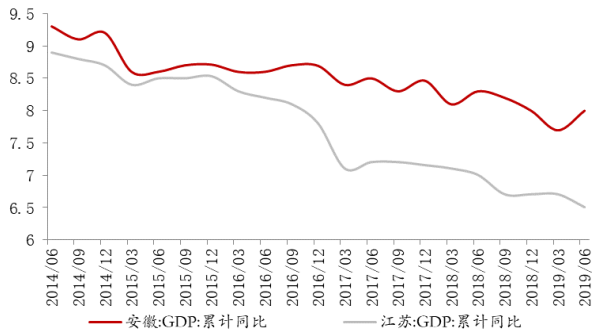
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1
洋河股份收入 (亿元)	170.4	144.5	140.4	153.2	165.0	191.8	229.1	108.9	
洋河收入 YOY (%)	35.4%	-15.2%	-2.8%	9.1%	7.7%	16.3%	19.4%	14.2%	
销量 YOY (%)	0.1%	0.6%	-3.3%	-0.8%	-5.2%	9.0%	-0.9%		
均价 YOY (%)	35.3%	-15.7%	0.5%	10.0%	13.6%	6.7%	20.5%		
古井贡酒收入 (亿元)	40.5	44.4	45.3	51.2	58.8	68.2	85.2	36.7	
古井贡酒收入 YOY (%)	27.3%	9.7%	2.0%	13.1%	14.8%	16.1%	24.9%	43.3%	
销量 YOY (%)	46.9%	18.2%	3.4%	7.8%	13.6%	2.9%	-1.4%		
均价 YOY (%)	-13.4%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%		
口子窖收入 (亿元)	24.8	24.1	22.3	25.4	27.8	35.5	42.2	13.6	
口子窖收入 YOY (%)	19.9%	-2.6%	-7.7%	14.1%	9.5%	27.6%	19.0%	9.0%	
销量 YOY (%)		6.0%	-14.6%	6.0%	2.3%	16.4%	1.5%		
均价 YOY (%)		-8.4%	8.6%	-8.4%	7.0%	9.7%	17.2%		
今世缘收入 (亿元)	25.7	24.9	23.8	24.0	25.3	29.2	37.0	19.5	
今世缘收入 YOY (%)	15.6%	-3.3%	-4.3%	0.9%	5.1%	15.5%	26.7%	31.1%	
销量 YOY (%)	-5.7%	2.0%	-2.1%	-3.9%	-1.8%	-5.5%	-0.5%		
均价 YOY (%)	22.7%	-5.0%	-3.3%	5.1%	7.1%	22.2%	27.4%		
区域酒企均价 (亿元/万吨)	7.4	6.9	6.8	7.1	7.2	8.1	10.3		
YOY (%)	0.2	-7.14%	-1.38%	4.88%	1.00%	12.78%	26.72%		
区域酒企总收入 (亿元)	261.3	237.9	231.7	253.8	276.8	324.7	393.5		
YOY (%)		-8.97%	-2.59%	9.52%	9.08%	17.30%	21.19%		
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8		
区域酒企收入占比 (亿元)	5.8%	4.7%	4.4%	4.6%	4.5%	5.7%	7.3%		

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 酒企收入为白酒业务收入

经济发达地区酒企受益于本地消费能力提升，在行业深度调整期间恢复能力较强。由于安徽省经济较江苏发展更为迅速，口子窖、古井贡较洋河、今世缘更早走出调整期，此外，相较于省外业务占比较高的洋河，省内业务占比较高的古井贡业绩波动最小。

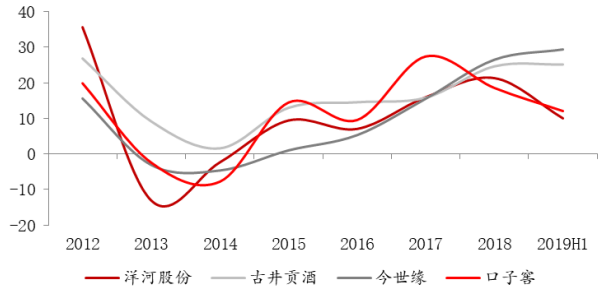
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 29: 安徽省 GDP 增速较江苏省高



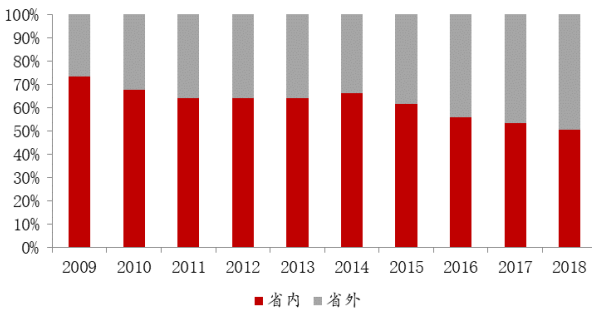
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 30: 省内业务占比较大的古井贡比洋河业绩波动小



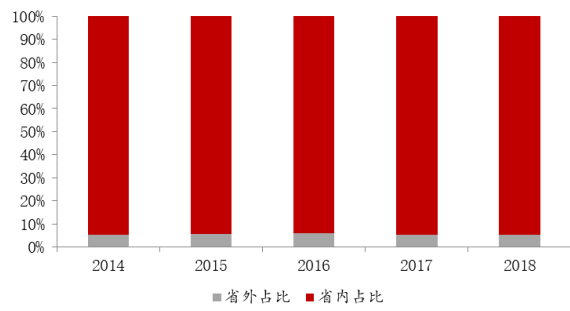
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: 洋河省外营业额占比接近 50%



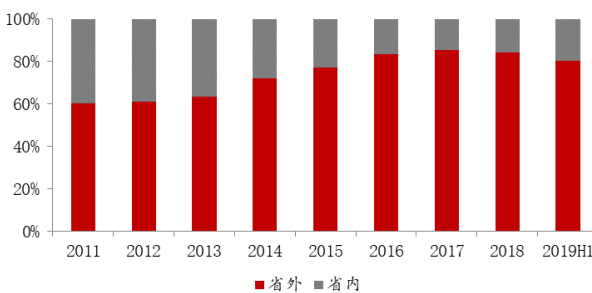
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 32: 今世缘省内营业额占比较大



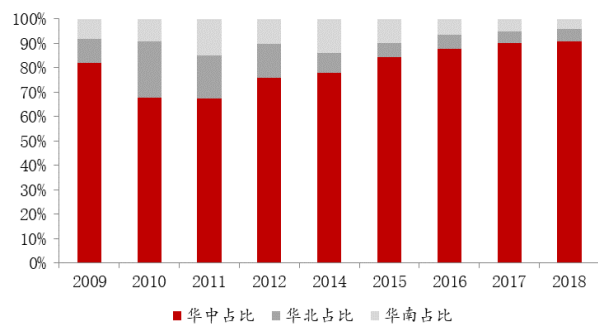
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 33: 口子窖营业额省外占比逐步变小



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 34: 古井贡省内营业额占比较大



资料来源: Wind, 川财证券研究所

区域酒的弹性机会可以从价格空间、库存情况及需求来看: 价格空间方面, 目前区域酒受益于消费升级仍有提价空间; 库存方面, 正常的库存以及较好的回款情况为保证企业长久发展的必要条件, 目前大多次高端酒企库存情况正常, 本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

汾酒等酒企在上半年已通过控货方式清理渠道库存，同时回款进度较好；需求为支撑业绩可持续发展的必要条件，宴请、日常消费属性赋予区域酒需求刚性，因此目前来看区域酒弹性机会较大。

图 35: 主要区域酒企近期价格及库存情况

	价格情况	库存情况
洋河	5月对供货价及终端指导价进行上调，出厂价未上调，目前渠道价格与春节相比变化不大。	打款前渠道库存约1-1.5个月，5月20日进行打款，打款后渠道库存约2个月，渠道库存正常。
古井贡	二季度出厂价未上调	4-5月消化渠道库存，上半年回款完成率预计超60%，较去年表现好。
今世缘	5月上调零售及团购价；6月上调四开、对开价格，出厂价未调整	渠道库存约2个月，库存正常，预计上半年回款完成率超60%，其中南京市场超70%。

资料来源：糖酒快讯，Wind，川财证券研究所

历经 13-14 年行业深度调整期后，汾酒、洋河、古井、口子窖均保持量价齐升的局面，其中汾酒受益于省内供给侧改革，而洋河、古井、口子窖依托省内经济快速发展、消费不断升级，19 年以来刺激消费政策频出，未来随着政策红利释放，基本盘扎实的洋河、古井、口子窖有望明显受益。

具体来看，山西省受益于供给侧改革，17 年以来第二产业快速回暖带动白酒销量快速提升；而安徽省稳定、高速的经济发展推动白酒行业增长，省内收入占比较高的古井、口子窖率先走出行业调整期，发展更为稳定；江苏整体经济发展稳定，但第三产业处于下行阶段，整体消费能力较弱。未来安徽、江苏随着消费政策红利释放有望提振消费能力，洋河、古井、口子窖将明显受益。

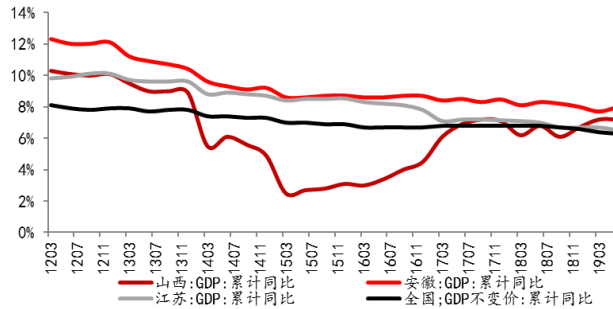
图 36: 受益于省内经济快速发展的区域及次高端酒量价情况一览

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
汾酒收入 (亿元)	59.7	56.8	36.6	39.2	41.8	57.6	89.7	56.3
YOY (%)	43.2%	-4.7%	-35.6%	7.2%	6.7%	37.7%	55.7%	21.2%
销量YOY (%)		-2.5%	-0.6%	-7.7%	16.9%	25.6%	38.3%	
均价YOY (%)		-2.2%	-35.2%	16.2%	-8.8%	9.6%	12.6%	
次高端酒收入YOY (%)	44.4%	-26.6%	-29.8%	11.1%	15.2%	39.6%	46.4%	23.3%
次高端酒销量YOY (%)	165.4%	-18.3%	8.9%	-11.3%	0.6%	5.3%	21.7%	
次高端酒均价YOY (%)	25.3%	-10.1%	-35.9%	23.6%	14.4%	32.4%	20.4%	
古井贡收入 (亿元)	40.5	44.4	45.3	51.2	58.8	68.2	85.2	58.9
YOY (%)	27.3%	9.7%	2.0%	13.1%	14.8%	16.1%	24.9%	24.9%
销量YOY (%)	46.9%	18.2%	3.4%	7.8%	13.6%	2.9%	-1.4%	
均价YOY (%)	-13.4%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%	
口子窖收入 (亿元)	24.8	24.1	22.3	25.4	27.8	35.5	42.2	24.0
YOY (%)	19.9%	-2.6%	-7.7%	14.1%	9.5%	27.6%	19.0%	12.3%
销量YOY (%)		6.0%	-14.6%	6.0%	2.3%	16.4%	1.5%	
均价YOY (%)		-8.4%	8.6%	-8.4%	7.0%	9.7%	17.2%	
洋河收入 (亿元)	170.4	144.5	140.4	153.2	165.0	191.8	229.1	153.8
YOY (%)	35.4%	-15.2%	-2.8%	9.1%	7.7%	16.3%	19.4%	10.3%
销量YOY (%)	0.1%	0.6%	-3.3%	-0.8%	-5.2%	9.0%	-0.9%	
均价YOY (%)	35.3%	-15.7%	0.5%	10.0%	13.6%	6.7%	20.5%	
区域酒收入YOY (%)	-9.0%	-9.0%	-2.6%	9.5%	9.1%	17.3%	21.2%	15.6%
区域酒销量YOY (%)	5.5%	4.1%	-2.4%	5.1%	-0.3%	6.9%	-0.8%	
区域酒均价YOY (%)	24.7%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%	

资料来源：Wind，川财证券研究所

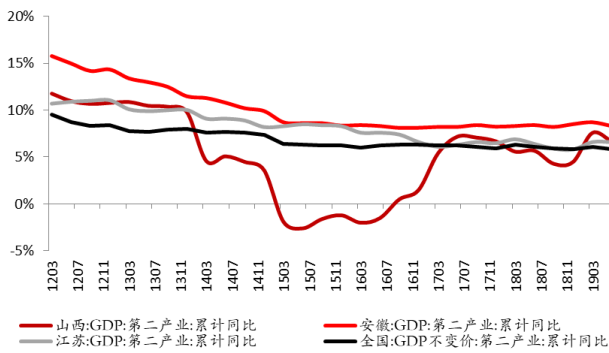
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 37: 山西、安徽 GDP 增长较快



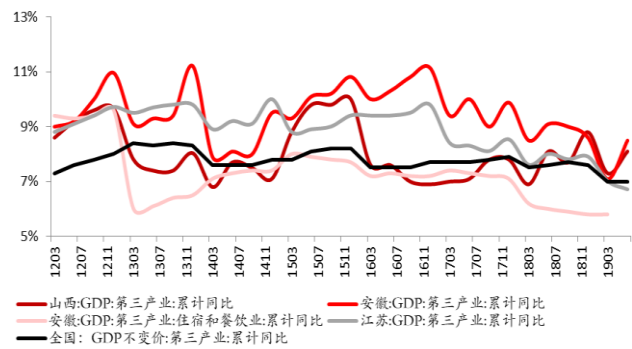
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 38: 供给侧改革下山西第二产业恢复增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 39: 山西、安徽第三产业增长企稳

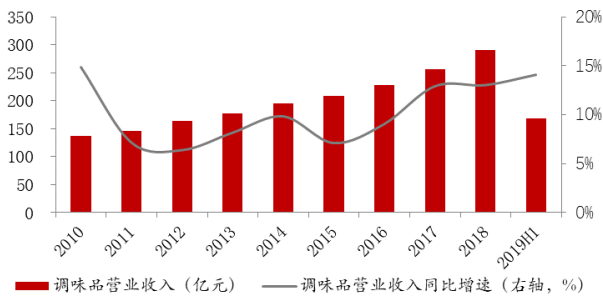


资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、调味品：需求坚挺，新一轮提价周期有望开启

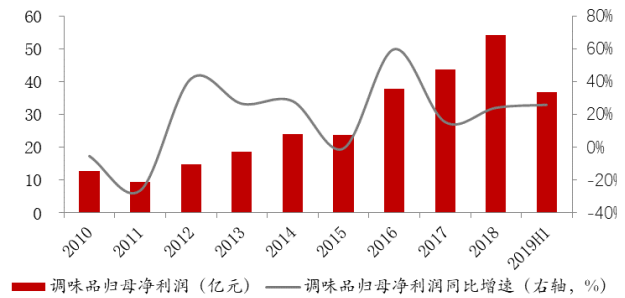
调味品行业整体业绩稳健，品牌企业增速放缓。2019H1 调味品行业收入及净利润分别为 168.0、36.9，分别同比增长 14.1%、25.8%，利润增长显著。其中海天味业、中炬高新、恒顺醋业收入分别同比增长 16.5%、10.0%、2.1%，业绩增速有所放缓。细分来看，受益于品类扩张及渠道细化，海天味业与中炬高新业绩延续高增长，而千禾味业受益于产品结构升级、中高端产品加速放量，业绩增长显著。

图 40: 2019H1 调味品行业营业收入增速为 14.1%



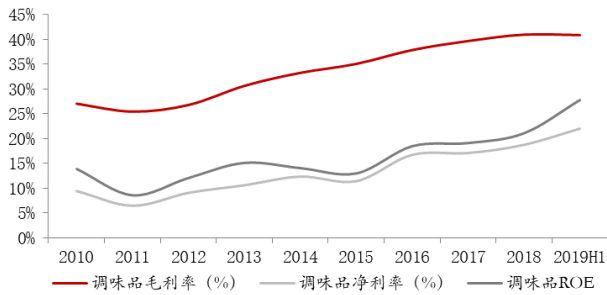
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 41: 2019H1 调味品净利润增速为 25.8%



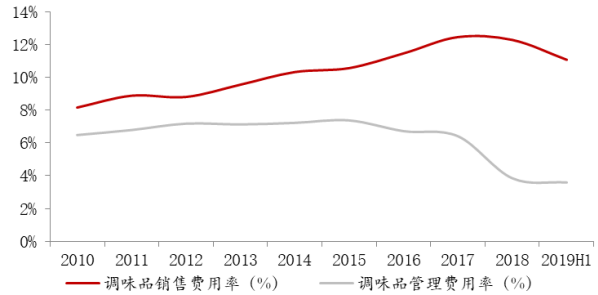
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 42: 2019H1 调味品行业盈利能力提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

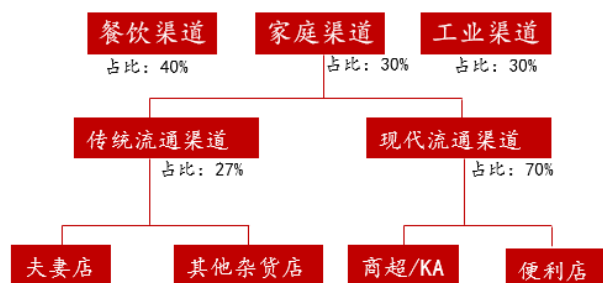
图 43: 2019H1 调味品行业费用率下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

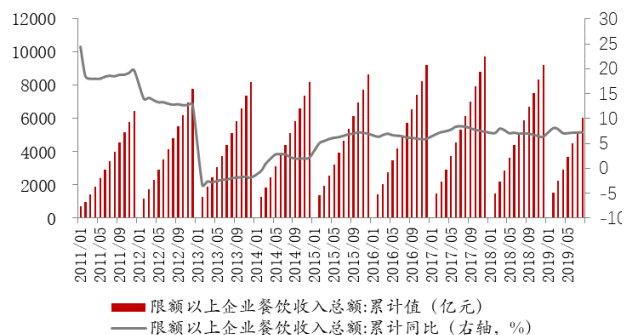
餐饮渠道为调味品销售的主要渠道，餐饮行业向好利于行业业绩提升。由于餐饮渠道在调味品渠道中占比高达 40%，因此餐饮行业与调味品业绩相关性高。截至 2019 年 8 月限额以上餐饮实现 7.3% 的同比增速显示调味品行业主要需求来源仍较为坚挺，为调味品公司业绩的提升奠定了基础。

图 44: 2018 年餐饮渠道占比最大



资料来源: 中国调味品协会, 川财证券研究所

图 45: 限额以上企业餐饮收入保持稳定增长

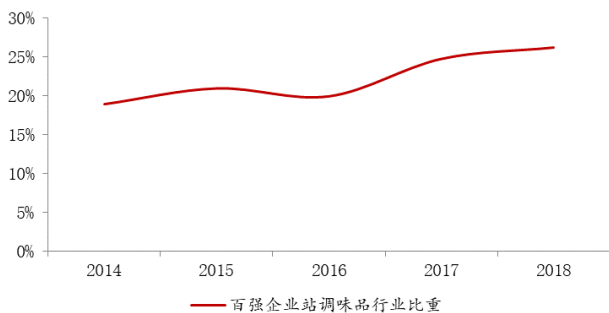


资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

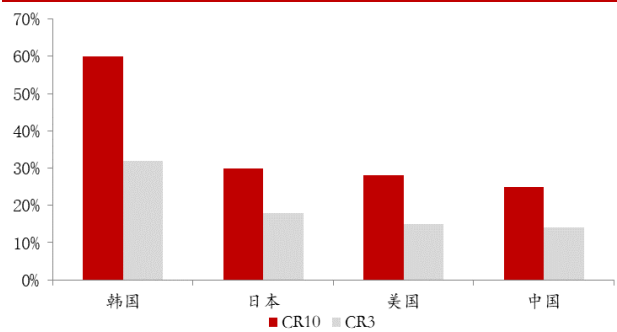
我国调味品行业集中度较低，有较大提升空间。调味品较强的消费黏性使得本地消费者接受全国化品牌的难度大，因此集中度较其他行业低，总体呈现群雄割据局势。据中国调味品协会数据显示，2018 年国内百强调味品企业收入为 938.77 亿元，占总行业收入比不到 30%，低于美日韩，但行业集中度近年来呈上升态势。在大豆等成本价格提升、由头部企业主导的产品高端化趋势加强、食品健康标准抬升、消费者品牌意识增强的背景下，成本转嫁能力较低的小企业将加速出清，而议价力强且成本转移能力强的大企业将加速市场整合速度，调味品行业将强者恒强。

图 46： 百强企业收入占调味品行业比重不到 30%



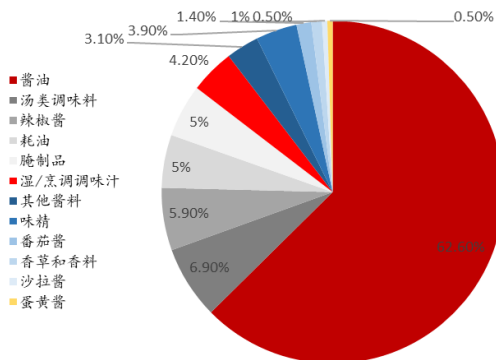
资料来源：中国调味品协会，川财证券研究所

图 47： 2018 年美日韩行业集中度均高于中国



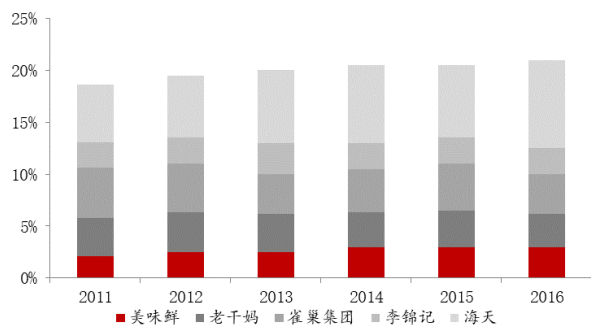
资料来源：中国调味品协会，川财证券研究所

图 48： 2018 年中国调味品子行业占比



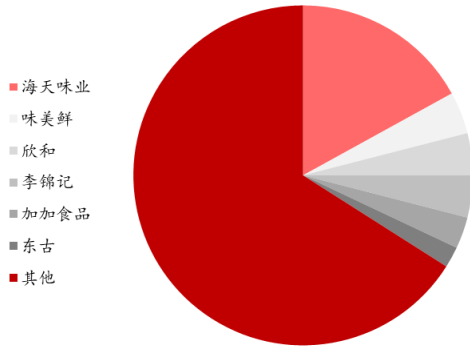
资料来源：欧睿数据，川财证券研究所

图 49： 调味品行业集中度逐步提升



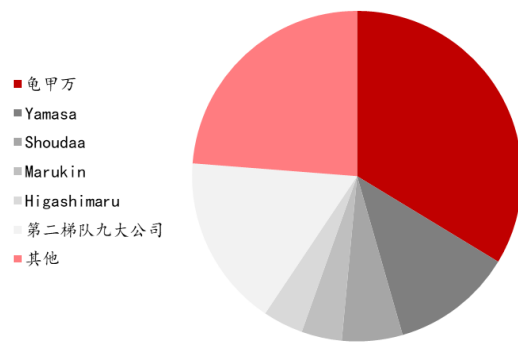
资料来源：中国调味品协会，川财证券研究所

图 50: 2015 年中国酱油行业集中度



资料来源: 智妍咨询, 川财证券研究所

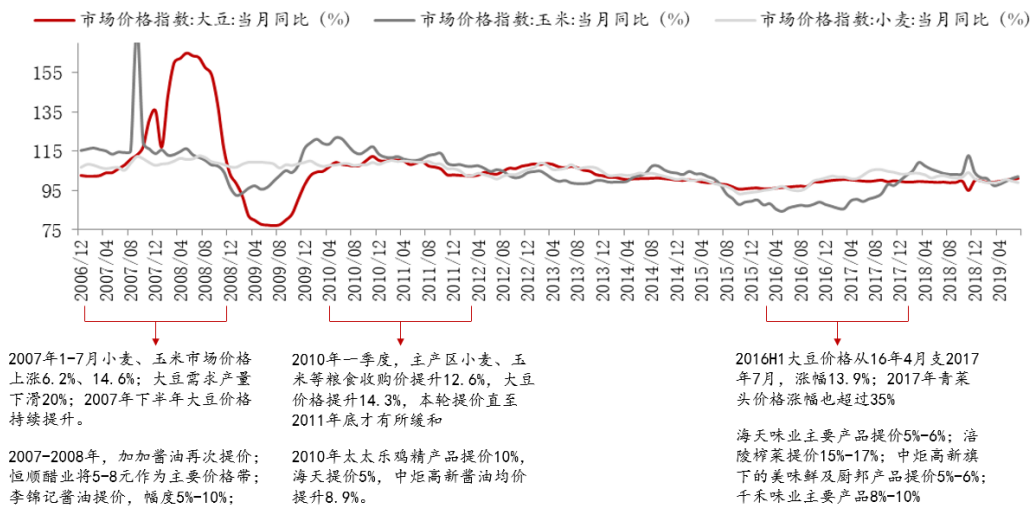
图 51: 2016 年日本酱油行业集中度



资料来源: 智妍咨询, 川财证券研究所

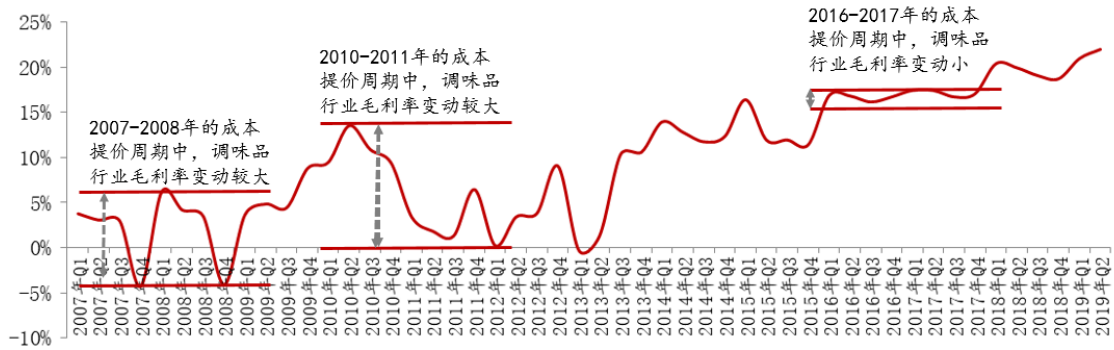
成本对行业毛利率的影响将随着行业集中度的提升而逐步降低。由于调味品主要原料以大豆、淀粉、大米、小麦等农产品为主, 因此对原料价格变动较为敏感。在 2007-2008 年成本上涨时, 由于行业集中度较高, 即使头部企业采取提价来转移成本压力, 行业毛利率仍下滑明显, 2016-2017 年成本上涨时, 受益于行业集中度逐步提升, 海天味业、涪陵榨菜等头部企业能通过提价来平缓成本提升对行业的影响, 2016-2017 年成本上涨对行业毛利率的负面影响较 2007-2008 年低, 成本对行业毛利率的影响将随着行业集中度的提升而逐步降低。

图 52: 成本提升将推动调味品行业提价



资料来源: wind, 川财证券研究所

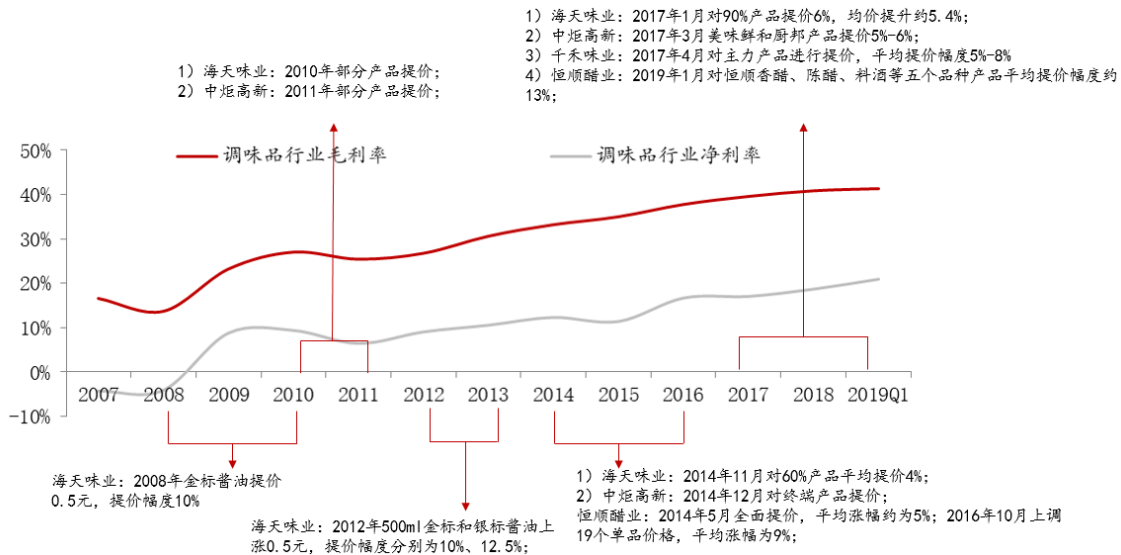
图 53: 成本提升将推动调味品行业提价



资料来源: wind, 川财证券研究所

受到成本推动，酱醋调味品提价周期通常稳定在 2-3 年，我们通过历史进行分析，行业性提价一般均开始于海天味业提价，2019 年年初恒顺醋业对部分产品进行了提价，由于提价周期通常稳定在 2-3 年，我们预计新一轮提价周期将于 2019 年年底或 2020 年初开启。

图 54: 调味品行业频频提价，同时毛利率及净利率也随之持续提升



资料来源: wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四、乳制品：竞争格局改善，低温奶为未来增长点

受益于国家相继推出了《奶业十三五规划》、奶业振兴等一系列扶持政策，目前乳业拥有一个健康的大环境，政策有望引导乳制品行业加速发展。

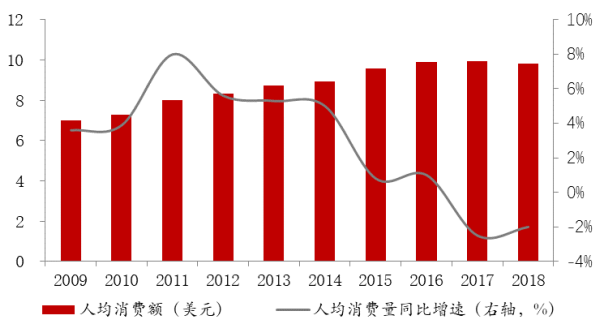
表格 8. 2019 年乳制品行业扶持政策频出

扶持政策	主要内容
2017.01 国家五部委联合印发“奶业十三五规划”	预计到 2020 年全国奶类总需求量达到 5800 万吨，年均增长 3.1%；优化乳制品产结构，因地制宜发展常温奶、巴氏杀菌奶、酸奶等液态乳产品，适度发展干酪等产品。
2018.02 新国标第一次讨论稿发布	强调生乳分级、加工工艺规范明确化、规范奶产品包装标识
2018.05 国务院总理李克强支持召开国务院常务会议，	加强优质奶源基地假设、完善乳制品加工和流通体系、强化乳制品质量安全监管、加大乳制品消费引导等。预计到 2025 年，奶业将实现全面振兴。
2019.02 中央一号文件发布	为奶业振兴行动的重点目标之一
2019.04 农业农村部、财政部发布 2019 年重点强农惠农政策，	重点支持制约奶业发展的优质饲草种植、家庭牧场和奶业合作社发展。
2019.06 国家七部委联合印发《产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，促进国产婴幼儿配方乳粉产量，提高婴幼儿配方乳粉自给水平	要大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在 60% 以上。逐步建立全国统一的婴幼儿配方乳粉质量安全追溯平台，力争三年内实现质量安全追溯体系建设覆盖 60% 以上婴幼儿配方乳粉企业。

资料来源：wind, 川财证券研究所

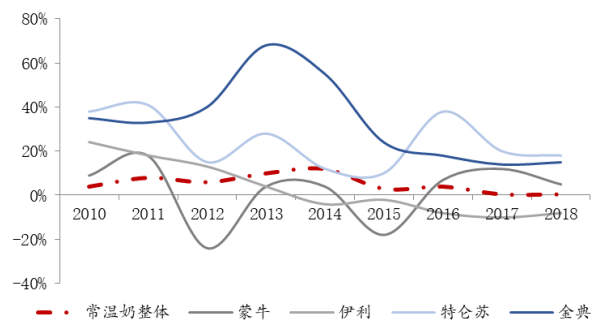
乳制品行业量、价提升空间大。1) 量方面：目前我国三四线城市人均乳制品消费量偏低，16 年一二线城市人均乳制品消费量为农村人均乳制品消费量的 6-8 倍，在消费升级、健康观念深入人心的背景下，大型乳企的渠道下沉利于提升乳制品销量；2) 价格方面，据淘数据显示，2018 年常温牛奶及酸奶单价呈上升趋势，领导企业通过升级产品口味及包装来提升价格带，乳制品高端化趋势明显。此外，对标日本，我国鲜奶、酸奶、豆奶、冰淇淋及奶酪消费量及消费额均有较大提升空间；均价方面，我国大部分乳制品均价皆低于日本，整体来看，以上细分品类价格及销量仍有至少 2 倍提升空间。

图 55: 国内常温牛奶人均消费量价趋势



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 56: 重点高端品类销售增速远超常温奶行业整体



资料来源：欧睿，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 9. 2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览

	中国年消费量 (千克)	日本年消费量 (千克)	日本: 中国 (倍)	中国年消费额 (USD)	日本年消费额 (USD)	日本: 中国 (倍)	中国均价 (USD/千克)	日本均价 (USD/千克)	日本: 中国 (倍)
常温奶	5.3	0.2	0.04	10.2	0.7	0.07	1.9	3.1	1.63
鲜奶	1.7	16.6	9.52	3.4	40.5	12.02	1.9	2.4	1.26
酸奶	6.8	11.2	1.64	15.2	70.7	4.64	2.2	6.3	2.84
风味乳饮	3.9	0.9	0.23	6.5	3.7	0.58	1.7	4.2	2.54
豆奶	1.0	2.9	3.01	1.3	6.3	4.97	1.3	2.2	1.65
奶粉	0.5	0.2	0.40	18.0	4.5	0.25	38.3	23.8	0.62
冰淇淋	1.4	4.5	3.18	4.8	49.0	10.17	3.4	10.9	3.20
奶酪	0.0	1.1	36.33	0.7	29.7	45.71	21.7	27.3	1.26

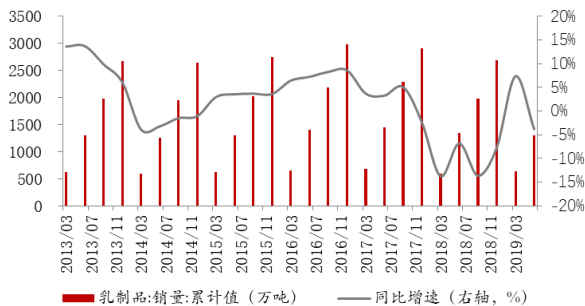
资料来源: 欧睿, 川财证券研究所

国家统计局及尼尔森数据显示乳制品市场集中度持续提升:

1) 从行业层面看, 2019H1 乳制品销量为 1295.0 万吨, 同比下降 3.8 个百分点, 需求增速略微下滑, 整体较为稳定; 从上市公司层面来看, A 股上市乳制品企业 19H1 营业收入同比增长 11.9%, 净利润同比增长 8.7%。在乳制品销量整体下滑的背景下, 上市乳企业绩仍保持稳定增长显示行业集中度向规模较大的企业集中。

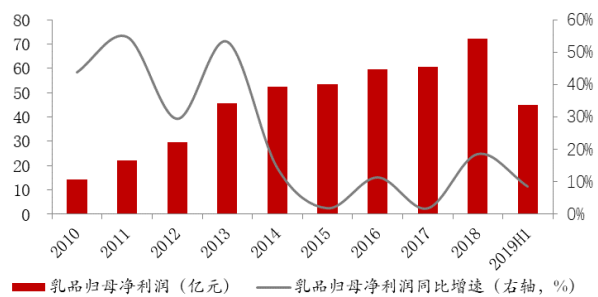
2) 尼尔森数据显示伊利及蒙牛在常温奶及低温奶市场中市占率持续提升。

图 57: 2019H1 乳制品销量增速下滑



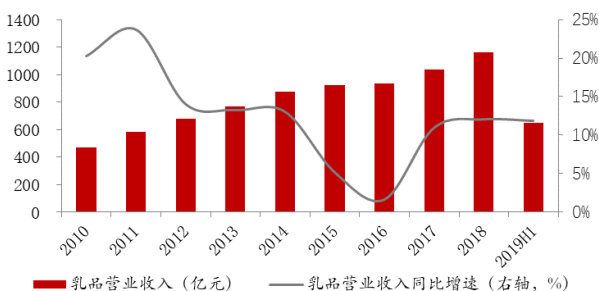
资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

图 58: 2019H1 乳品行业净利润增速为 8.7%



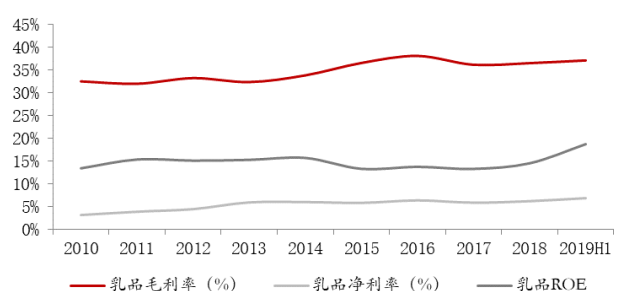
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 59: 2019H1 乳品行业营业收入增速为 11.9%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

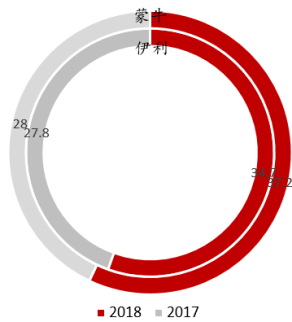
图 60: 2019H1 乳品行业盈利能力稳定



资料来源: Wind, 川财证券研究所

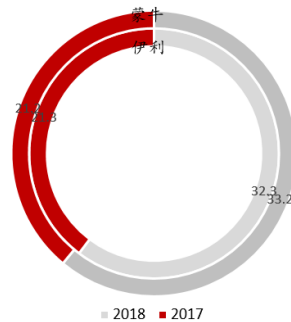
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 61: 线下常温奶蒙牛、伊利市占率不断提升



资料来源: 尼尔森, 川财证券研究所

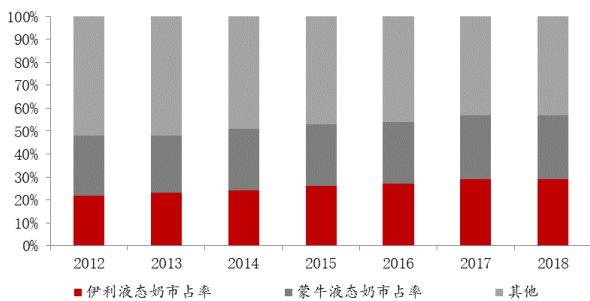
图 62: 线下酸奶蒙牛、伊利市占率不断提升



资料来源: 尼尔森, 川财证券研究所

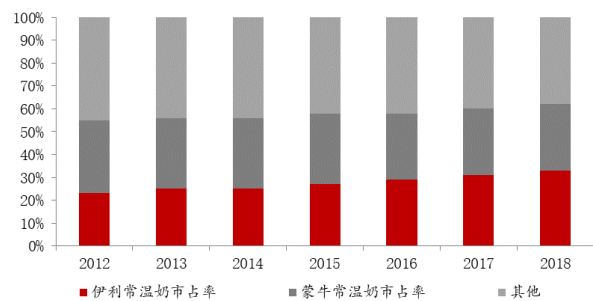
双寡头竞争胶着, 中小企业面临挤压式竞争。蒙牛、伊利则在产品、营销、渠道等方面正进行直接竞争, 据尼尔森数据统计, 2018 年伊利液态奶市占率为 29%, 较蒙牛高 1 个百分点, 市占率的接近使得竞争更为胶着。此外, 在蒙牛、伊利合计市占率从 2012 年的 48% 提升至 2018 年的 57%、乳制品行业整体销量下滑的背景下, 中小企业面临挤压式竞争, 随着规模优势的显现, 蒙牛、伊利投入与产出比明显高于中小企业则将进一步拉大与中小企业差距。

图 63: 2012~2018 年伊利、蒙牛液态奶市场份额变动情况



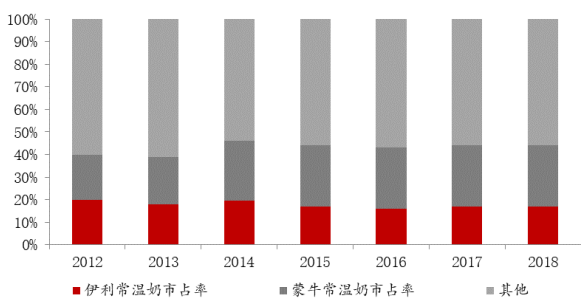
资料来源: 尼尔森, 川财证券研究所

图 64: 常温奶中, 蒙牛市占率更高



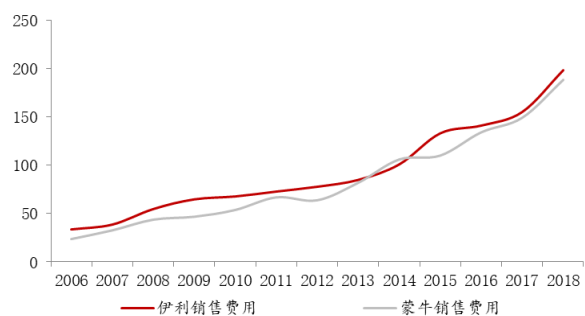
资料来源: 尼尔森, 川财证券研究所

图 65: 低温奶中, 伊利市占率更高



资料来源: 尼尔森, 川财证券研究所

图 66: 蒙牛、伊利销售费用投放量大 (单位: 亿元)

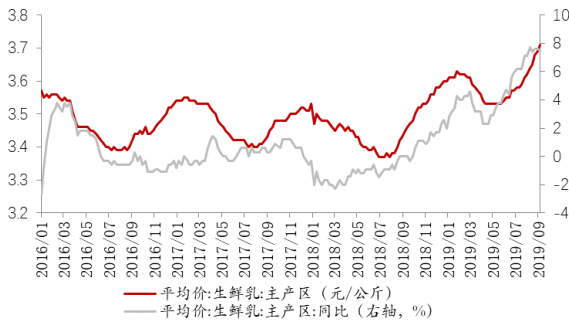


资料来源: 尼尔森, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

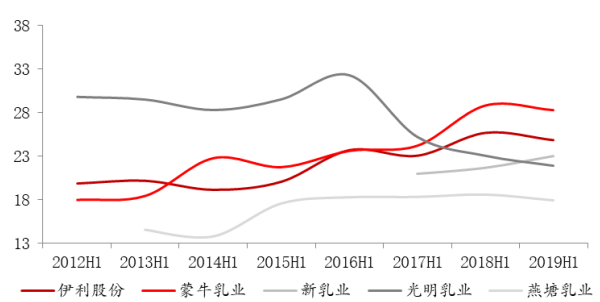
在原奶价格温和上涨背景下，我们预计 2019 年竞争格局有望改善。截至 2019 年 9 月，国内主产区生鲜乳价格同比增长 7.5%，较去年同期增幅提升 7.5 个百分点，考虑到综合生鲜乳交易参考价格趋势，我们预计 19 年原奶价格仍将温和提升，在供给趋紧的背景下，主要企业销售费用率下滑，大规模促销力度减弱，我们预计 2019 年行业竞争格局有望改善。

图 67： 生鲜乳价格提升明显



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

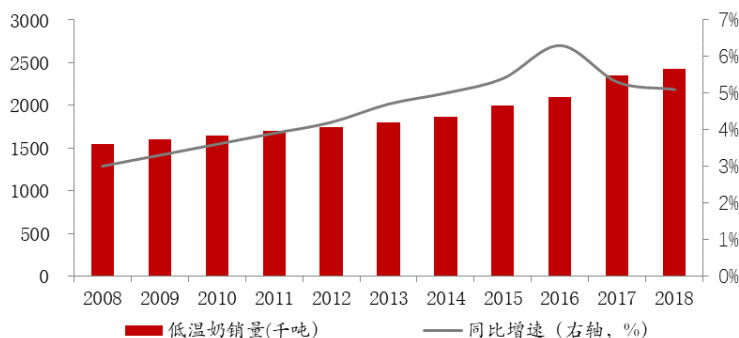
图 68： 2019H1 主要乳制品企业销售费用率下降



资料来源：国际冷藏仓库协会，川财证券研究所

低温奶市场集中度低，发展空间大，区域乳企较全国性乳企具有一定优势。2018 年我国低温奶零售额为 47 亿美元，消费量为 243.2 万吨，为乳制品细分行业中增速较快的板块。集中度方面，生产、运输、存储等方面较高的专业要求及较高的成本限制了低温奶的销售半径，低温奶乳企大多只能在靠近奶源地地区布局工厂，区域性乳企更具优势，因此竞争格局较为分散，2018 年我国 CR 仅为 36.2%，低于香港（中国）、日本、美国。市场空间方面，日本、美国、香港（中国）人均低温奶消费量较我国高约 8、24、2 倍，在扶持政策频出、基础设施优化、消费者健康意识提升、消费升级的背景下，我国低温奶增长空间广阔。

图 69： 低温奶市场规模提升速度快



资料来源：欧睿，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

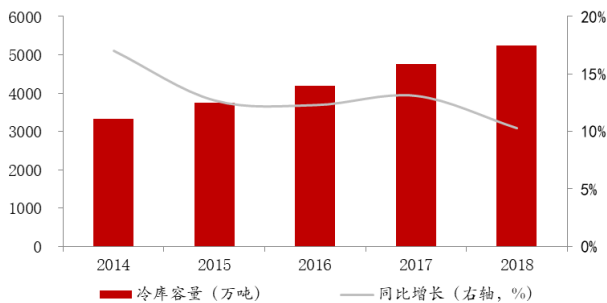
表格 10. 2018 年各国乳制品细分品类销售额 CR5 (%)

	常温奶	鲜奶	风味乳饮	豆奶	酸奶	奶粉	冰淇淋	奶酪
中国大陆	77.2	36.2	86.1	51.9	77.3	45.5	42.0	54.7
香港（中国）	80.5	86.0	88.2	66.9	89.5	83.5	80.4	91.1
日本	71.5	39.3	43.6	95.4	67.8	95.4	53.3	62.3
英国	11.6	16.5	56.5	65.0	59.1	94.9	54.3	25.6
美国	39.9	25.0	46.8	53.2	81.2	93.0	50.7	35.9

资料来源：欧睿，川财证券研究所

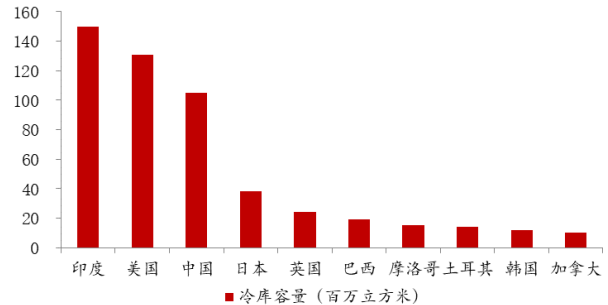
随着市场环境改善、冷链设施升级、蒙牛伊利相继入局，低温奶有望成为乳制品行业增长点。低温奶有望迅速发展主要原因为：1) 随着奶源规模化养殖，优质奶源供给将有望提升。我国乳企奶牛单产从 2016 年的 8 吨左右提升至 2019H1 的 10 吨左右，在政策的大力支持下，我国奶源供给有望继续增长；2) 我国冷链运输环节不断优化，2018 年冷库总量提升 10.3%，运输成本下降；3) 蒙牛、伊利的相继入局将培育更多低温产品消费者，推动低温行业发展。

图 70: 我国冷库容量持续提升



资料来源：中物联冷链委，川财证券研究所

图 71: 我国冷库容量持续提升



资料来源：国际冷藏仓库协会，川财证券研究所

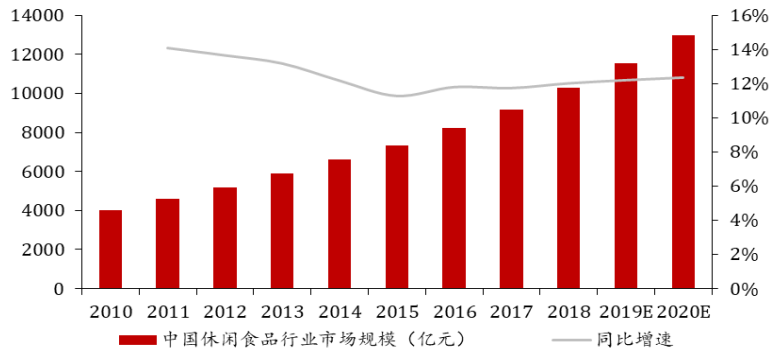
五、休闲食品：大行业小公司，优选头部企业

据 Frost & Sullivan 测算，2018 年中国休闲食品市场规模达到 10297 亿，同比增长 12.03%。从细分行业成长性来看，卤制品、烘焙、膨化食品、炒货行业较为景气。

休闲食品行业几个高增长的子行业均具有大行业小公司的特征，我们认为行业领导者受益于产品、渠道和品牌优势，有望持续扩大市场份额。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 72: 中国休闲食品行业持续增长



资料来源: Frost & Sullivan, 川财证券研究所

表格 11. 卤制品、烘焙、膨化食品、炒货较为景气

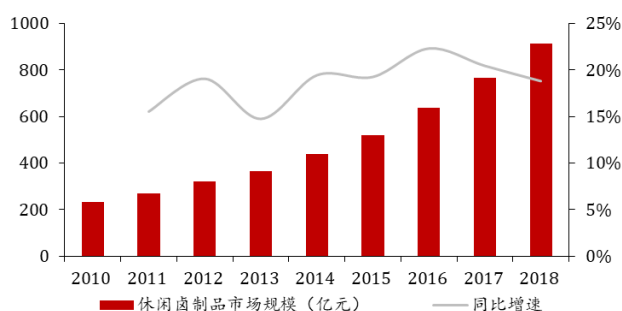
	市场规模 (亿元)			复合年增长率	
	2010	2015	2020E	2010-2015	2015-2020
休闲卤制品	232	521	1201	17.6%	18.2%
糖果、蜜饯	1464	2585	4147	12.0%	9.9%
面包、蛋糕及糕点	816	1555	2678	13.8%	11.5%
膨化食品	362	783	1676	16.7%	16.4%
炒货	405	636	1054	9.4%	10.6%
饼干	385	638	1044	10.6%	10.4%
其他	350	637	1177	12.7%	13.1%

资料来源: Frost & Sullivan, 川财证券研究所

5.1 休闲卤制品: 供应链优势为核心竞争力

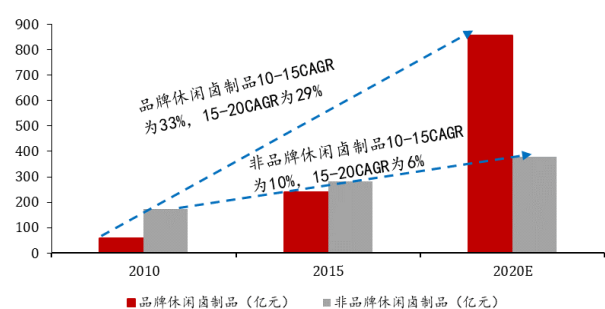
休闲卤制品持续高速增长, 其中品牌卤制品增速远超非品牌的增速, 行业集中度有望持续提升。据 Frost&Sullivan 数据显示, 2018 年休闲卤制品市场规模为 911 亿元, 同比增长 18.77%, 2010-2018 年 CAGR 为 18.65%, 行业持续高速增长。此外, 受益于消费者对健康的追求以及品牌卤制品的优秀营销, 近年来品牌卤制品收入增速远高于非品牌卤制品。

图 73: 中国休闲卤制品景气度高



资料来源: Frost & Sullivan, 川财证券研究所

图 74: 品牌休闲卤制品快速增长



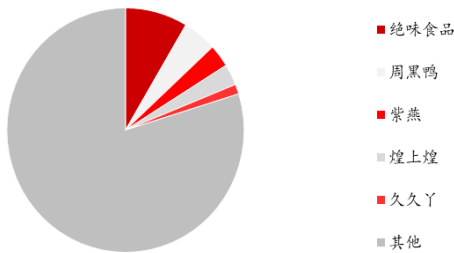
资料来源: Frost & Sullivan, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

当前休闲卤制品行业 CR5 仅为 20.2%，绝味食品、周黑鸭处于行业第一梯队，市占率分别为 8.5%、4.6%。对比渠道端来看，绝味食品以加盟店为主，采取低成本、高扩张的形式进行线下渠道布局，业绩提升主要来自门店数快速增长的驱动；周黑鸭则通过直营模式来确保高质高价策略，但由于单店收入持续下滑，业绩增长渐入瓶颈。

我们认为，绝味食品的核心竞争力来自供应链优势：1) 从历史采购量来看，绝味采购量为周黑鸭的两倍左右，采购规模优势使得绝味具备更强的议价能力，从而实际采购成本更低；2) 绝味在全国设立了 20 多个全资生产型子公司，配送范围涵盖 300 公里范围内的门店，从而保障了门店的快速扩张；而周黑鸭目前仅在武汉、河北设厂，并通过冷链运往全国各地；3) 绝味门店数量超过 1 万家，在核心城市密集布局；而周黑鸭门店数仅为 1288 家，销售主要以自营门店网络为主自营门店网络覆盖全国 12 个省市，收入主要来源于华中地区。

图 75: 休闲卤制品 CR5 为 20.2%



资料来源: Frost & Sullivan, 川财证券研究所

图 76: 绝味食品与周黑鸭线下门店渠道收入拆分

类别	2014	2015	2016	2017	2018	
绝味食品	营业收入 (亿元)	26.30	29.21	32.74	38.50	43.68
	同比增长		11.09%	12.08%	17.59%	13.45%
	门店数 (家)	6187	7172	7924	9053	9915
	同比增加		985	752	1129	862
	单店收入 (万元/家)	42.51	40.73	41.32	42.53	44.05
同比增长		-4.19%	1.45%	2.93%	3.59%	
周黑鸭	营业收入 (亿元)	15.90	21.31	24.21	27.54	27.76
	同比增长		34.03%	13.61%	13.75%	0.80%
	门店数 (家)	468	641	778	1027	1288
	同比增加		173	137	249	261
	单店收入 (万元/家)	339.74	332.45	311.18	268.16	215.53
同比增长		-2.15%	-6.40%	-13.83%	-19.63%	

资料来源: Frost & Sullivan, 川财证券研究所

表格 12. 供应链优势为绝味食品核心竞争力

	绝味食品	周黑鸭
上游原料端	绝味的采购原材料为鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等产品，2013-2015年采购成本分别为1.00万元/吨、1.16万元/吨、1.13万元/吨。	周黑鸭原料采购主要为两种鸭，其中鸭肉产品采购麻鸭，鸭副产品采购樱桃谷鸭。2013-2015年采购成本分别为1.14万元/吨、1.38万元/吨、1.43万元/吨。
中游生产端	绝味在全国设立了20多个全资生产型子公司，配送范围涵盖300公里范围内的门店，从而构建了“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系。	周黑鸭目前仅在武汉、河北设厂，通过冷链运往全国各地。
下游消费端	绝味采用加盟模式，门店数量超过1万家，在核心城市密集布局；此外，绝味采取门店日报量、公司每日集中生产和每日物流配送的弹性每日销售保单模式。	周黑鸭采用自营模式，18年全国门店数为1288家，销售主要以自营门店网络为主自营门店网络覆盖全国12个省市，收入主要来源于华中地区；此外，周黑鸭采取“中央厨房+直营店”的模式，引进ERP管理系统，门店实现实时配送，每天安排2-3次的产品配送。

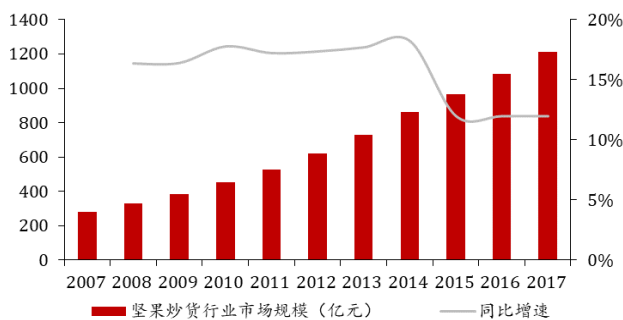
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

5.2 坚果炒货：“产品+渠道”打造品牌差异化

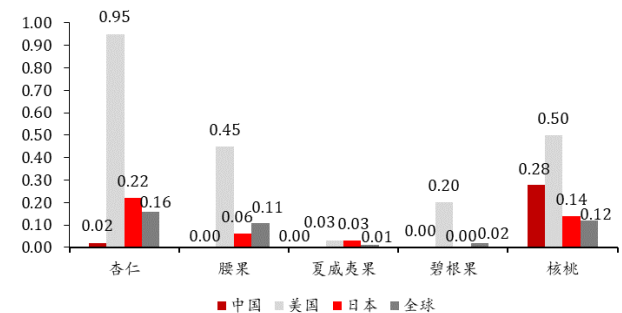
坚果炒货行业持续高速增长，未来提升空间大。据中国食品工业协会数据显示，国内坚果炒货市场规模从 2007 年的 283.1 亿元提升至 2017 年的 1214.0 亿元，CAGR 高达 15.67%；对比美国、日本等发达经济体，除核桃品类外，杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果等主要坚果人均消费量偏低。

图 77：中国坚果炒货行业景气度较高



资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

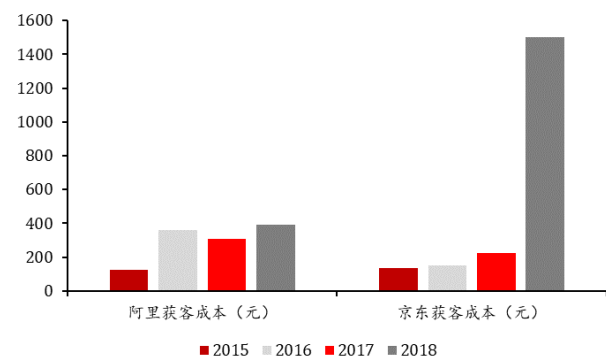
图 78：我国主要坚果人均消费量偏低（千克/年）



资料来源：INC，川财证券研究所

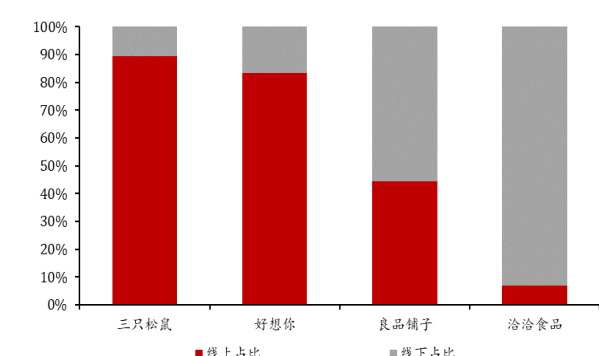
电商流量红利进入末期，线上线下多渠道销售模式成为未来趋势。一方面，线上企业逐步加快线下布局，通过全渠道布局来应对线上流量的高边际成本。百草味利用好想你的线下门店开启多元营销推广，并在杭州开设了第一家线下直营店；而三只松鼠开设线下投食店超过 80 家。另一方面，传统线下企业也纷纷入局线上渠道，其中恰恰通过每日坚果打开电商渠道，之后良品铺子、百草味也纷纷布局电商渠道。

图 79：阿里、京东平均获客成本逐步提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 80：坚果类企业纷纷开启多元化布局



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

国内坚果炒货产品同质化问题较为严重，众多品牌都聚焦在坚果的好吃、健康等，未能形成差异化突破。以每日坚果（30袋*25g）为例，主要坚果炒货企业均推出自有品牌的每日坚果，且产品内容物几乎相同，而且口味也相近。随着电商平台获客成本的逐步提升，主要依靠价格战来抢占市场份额，行业竞争极为激烈。

表格 13. 坚果产品同质化严重

品牌	三只松鼠	洽洽食品	百草味	良品铺子
规格	30袋*25g	30袋*25g	30袋*25g	30袋*25g
内容物	巴旦木仁、核桃仁、开心果仁、榛子仁、夏威夷果仁、腰果仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、蔓越莓干	巴旦木仁、核桃仁、榛子仁、腰果仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、蔓越莓干	巴旦木仁、核桃仁、开心果仁、榛子仁、腰果仁、蓝莓干、葡萄干、蔓越莓干	核桃仁、开心果仁、榛子仁、腰果仁、蓝莓干、蔓越莓干、红提干
价格	138元	139元	138元	126元

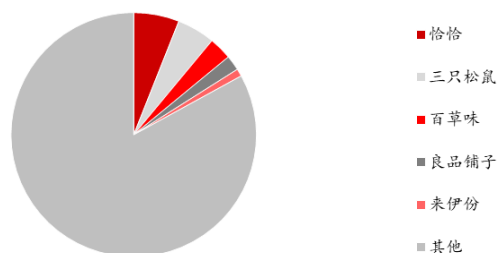
资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所

当前坚果炒货行业 CR5 仅为 17.0%，我们认为，具备品牌、产品、渠道优势的洽洽食品、三只松鼠有望脱颖而出，持续提升市场份额。

洽洽深耕行业多年，将生产工艺的领先型作为核心竞争力，是国内坚果炒货行业的领导品牌；自 17 年全面推进事业部改制以来，精简产品品类，将管理及营销资源聚焦优势主业，通过蓝袋瓜子产品升级和坚果品类爆发成功打开新一轮增长空间；此外，公司线下渠道优势显著，同时发力电商渠道和海外市场，实现“线下+线上”新零售的协同效应。

三只松鼠迎合消费升级趋势，以 IP 化推动品牌多元化发展，提升消费者对品牌的感知度和忠诚度；公司产品优势源于完善的产品品类布局、成熟的研发及迭代机制、可靠的产品品质保障；此外，公司为线上休闲食品领导者，运用数字化战略将线上优势在线下供应链和渠道端重置，加速铺设以体验和品牌为重点的投食店以及松鼠联盟小店，未来将创新供应链，加快从电商品牌向数字化供应链平台企业转型。

图 81: 坚果炒货行业 CR5 为 17.0%



资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 14. 洽洽食品、三只松鼠具备品牌、产品、渠道优势

	品牌	产品	渠道
洽洽食品	洽洽深耕行业多年，品牌知名度和美誉度不断提升，是国内坚果炒货行业的领导品牌。	自17年全面推进事业部改制以来，精简产品品类，将管理及营销资源聚焦优势主业，通过蓝袋瓜子产品升级和坚果品类爆发成功打开新一轮增长空间。	公司线下渠道优势显著，同时发力电商渠道和海外市场，实现“线下+线上”新零售的协同效应。
三只松鼠	三只松鼠迎合消费升级趋势，以IP化推动品牌多元化发展，提升消费者对品牌的感知度和忠诚度。	公司产品优势源于完善的产品品类布局、成熟的研发及迭代机制、可靠的产品品质保障	公司为线上运营领导者，并运用数字化战略将线上优势在线下供应链和渠道端重置，加速铺设以体验和品牌为重点的投食店以及松鼠联盟小店。

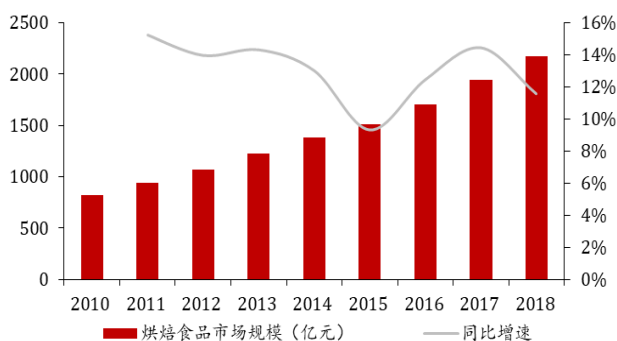
资料来源：公司公告，川财证券研究所

5.3 烘焙食品：行业较分散，品牌企业潜力大

烘焙行业市场空间较大，集中度较为分散。我国烘焙行业起步相对较晚，但发展较快，2018年烘焙行业市场规模高达1701亿元，8年CAGR为13.0%。受制于饮食文化、区域性以及季节性，烘焙行业整体集中度不高，CR5仅为11.3%，对标日本烘焙行业CR5为88.0%，品牌企业提升潜力较大。

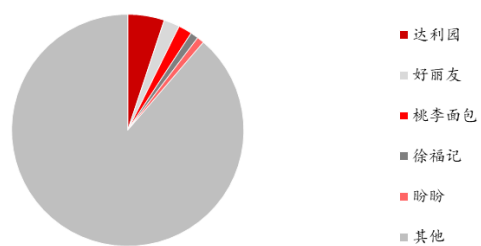
此外，国内烘焙人均消费量从2007年的3.69千克提升至2018年的7.20千克，增幅接近100%，成长持续性强；但对比香港地区、日本人均消费量水平，国内烘焙人均消费量仍存在较大提升空间。

图 82： 中国烘焙行业景气度较高



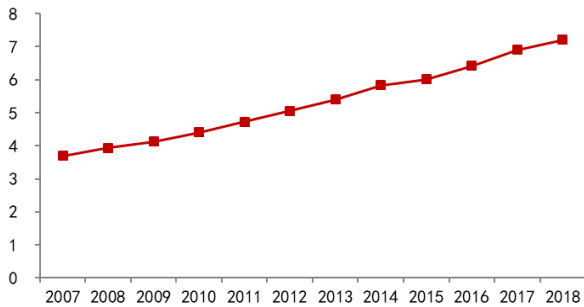
资料来源：Frost & Sullivan，川财证券研究所

图 83： 烘焙行业 CR5 仅为 11.3%



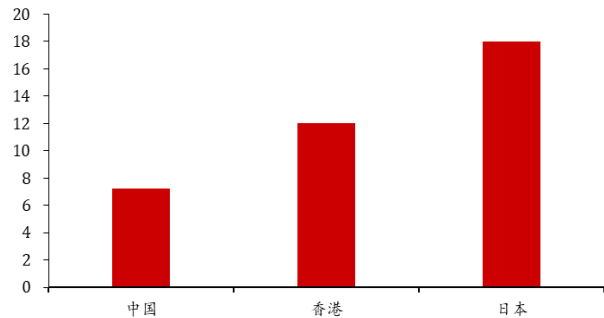
资料来源：Frost & Sullivan，川财证券研究所

图 84： 中国烘焙人均消费量（千克）



资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

图 85： 对比香港、日本，国内烘焙人均消费量仍存在提升空间（千克）

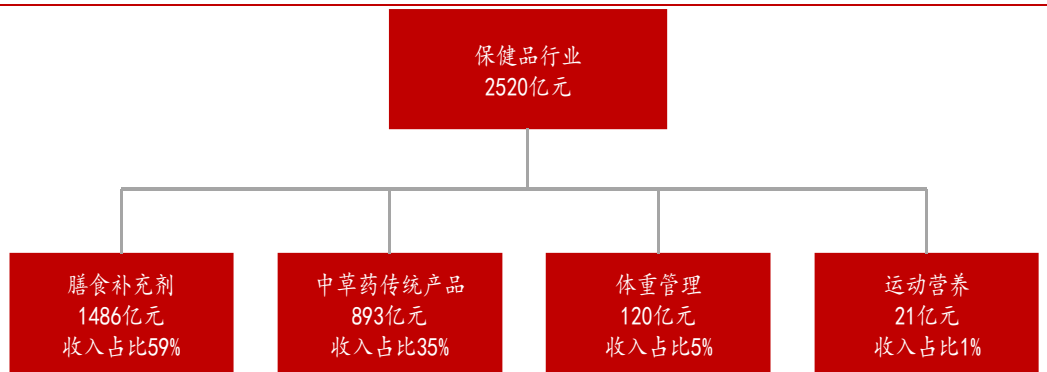


资料来源：智研咨询，川财证券研究所

六、保健品：仍处快速发展期，未来增长空间大

我国保健品行业可细分为膳食补充剂、中草药传统产品、体重管理和运动营养四个细分领域。具体来看，膳食补充剂行业规模最大，2018 年销售收入高达 1486 亿元，在整个保健品行业占比 59%。

图 86： 2018 年保健品行业四个细分领域

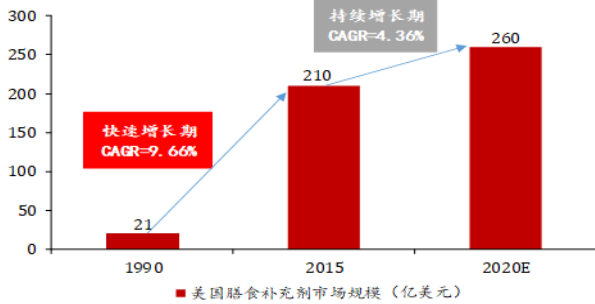


资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

复盘美国膳食补充剂市场发展历程，当前我国仍处于快速发展期。美国膳食补充剂历史增长路径可大致分为快速增长期和持续增长期，快速增长期收入规模从 1990 年的 21 亿美元快速提升至 2015 年的 210 亿美元，期间 CAGR 为 9.66%；2015 年以来美国步入持续增长期，期间 CAGR 下滑至 4.36%。对标美国行业发展路径，当前我国仍处于快速发展期。

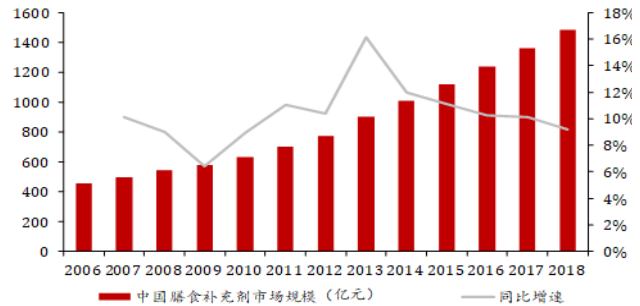
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 87: 美国膳食补充剂行业历史增长路径



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

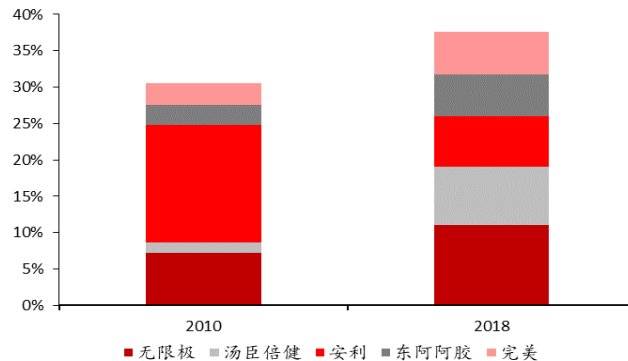
图 88: 2006-2018 年中国膳食补充剂市场规模



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

国内法规高门槛,对比政策端监管高壁垒成熟市场,未来行业集中度逐步提升。不同国家保健品行业受相关政策影响,行业竞争格局差异较大,对比来看,中国与澳大利亚、韩国事前监管严格,行业集中度较高;美国、日本事后监管为主,行业集中度较为分散。近年来国内膳食补充剂市占率快速提升,CR5 市场份额从 2010 年的 30.6%提升至 2018 年的 37.6%,但对比澳洲市场 CR5 接近 60%的市占率,未来我国膳食补充剂行业集中度有望持续提升。

图 89: 中国膳食补充剂 CR5 市占率快速提升



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

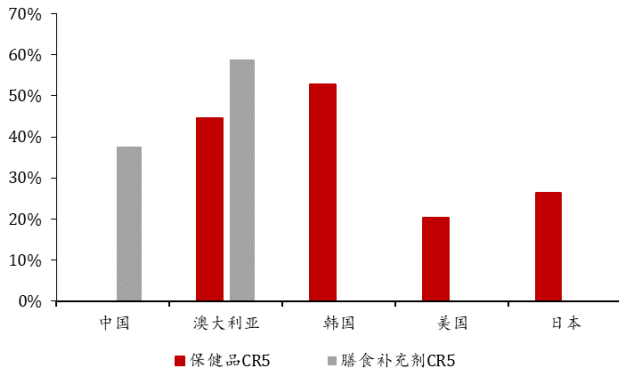
表格 15. 各国保健品法规门槛差异明显

	中国	澳大利亚	韩国	美国	日本
准入制度	注册备案双轨制	注册制	注册备案双轨制	备案制	注册备案双轨制
安全性/理化检测	是	是	是	否	是
功能性/有效性检测	是	是	是	否	否

资料来源:《国际保健品管理的比较研究》, 川财证券研究所

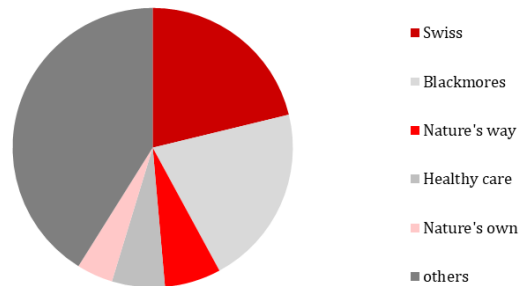
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 90: 保健品及膳食补充剂 CR5 市占率情况



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

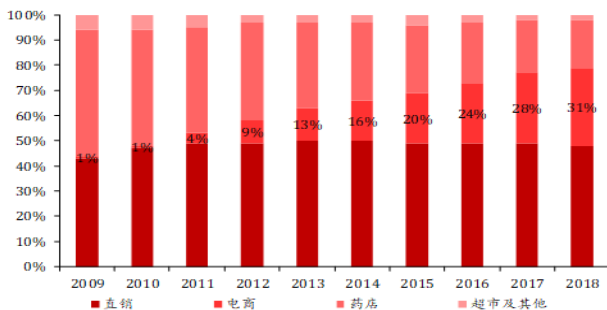
图 91: 澳洲市场膳食补充剂 CR5 为 58.9%



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

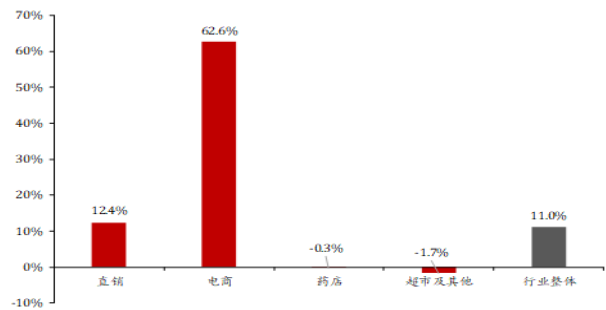
当前膳食补充剂渠道结构仍以直销为主，但电商占比快速提升。具体来看，2009-2018 年我国膳食补充剂行业渠道结构快速变革，期间直销渠道占比稳定在 49%，渠道销售收入复合增速 12.4%；电商渠道占比从 1%提升至 31%，渠道销售收入复合增速高达 62.6%；药店渠道销售收入基本维持稳定，复合增速-0.3%；商超渠道销售收入持续萎缩，复合增速为-1.7%。

图 92: 中国膳食补充剂行业渠道占比



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

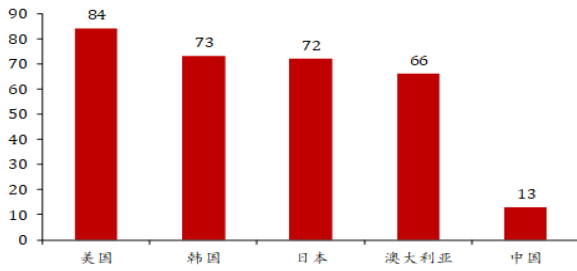
图 93: 2016-2018 年各渠道销售收入 CAGR 情况



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

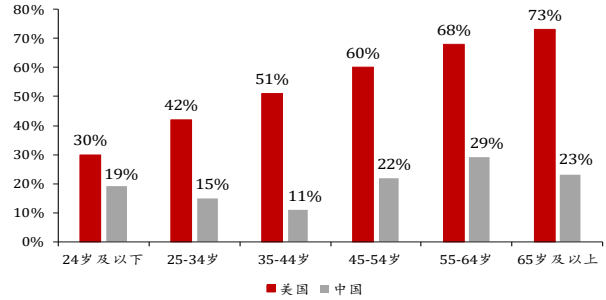
未来膳食补充剂行业扩容的驱动力主要来自：1) 购买人群收入水平提升带动消费金额增加；2) 老龄化趋势加快带来消费渗透率的提升。我们认为，短期来看，到 2023 年国内膳食补充剂行业规模有 70%的提升空间；长期来看，膳食补充剂行业还有 3-4 倍的提升空间，行业增长空间巨大。

图 94: 中国膳食补充剂人均消费额偏低



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

图 95: 中国渗透率仅为 20%



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

表格 16. 中国、美国、日本膳食补充剂行业空间测算

	人均消费金额 (美元)	渗透率	全民人均消费金额 (美元)
美国	84	60%	50.4
日本	72	40%	28.8
中国 (当前)	13	20%	2.6
中国 (2023E)	18	25%	4.5
中国 (长期)	30	40%	12.0

资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

七、投资建议

白酒高景气度仍旧持续。高端酒供需两旺，叠加未来中端消费人群消费升级的背景，将带给其他高端酒以及次高端酒大量成长空间，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，建议关注山西汾酒、口子窖、古井贡酒、洋河股份等。

大众品：我们认为未来中端消费人群的消费升级是较为确定的，选择与其强相关的子行业优质标的的是值得关注的投资机会。借鉴上一轮中端消费人群消费崛起时期（2009-2014 年），乳制品与肉制品为增长较快行业，都与当时国民健康需求强烈相关，同时该时期具备优秀管理能力的企业有望胜出。展望未来大众消费品行业有望明显受益于中端消费升级，目前来看调味品、乳制品、休闲食品以及保健品行业赛道优秀，同时部分行业处于渠道持续下沉以及份额提升阶段，建议关注海天味业、中炬高新、天味食品、恒顺醋业、千禾味业、伊利股份、新乳业、汤臣倍健、洽洽食品、三只松鼠、绝味食品等。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 17. 白酒基本面情况一览

	白酒受众面	白酒品牌基因	企业产能及产品质量	体制及运营机制
高端酒	贵州茅台	酱香型 茅台已有800多年的历史；茅台多次获国际大奖，在Brand Finance发布的“2018全球烈酒品牌价值50强排行榜”中，茅台酒品牌价值达212.4亿美元，位居白酒行业首位。	2019年茅台酒产量预计为3.3万吨，2020年茅台酒实际产量预计将达5.6万吨/年，产能正逐步扩张；产品质量始终保持高水准。	国企；公司运营风格较为稳健，渠道以“区域总经销商+特约经销商+专卖店”的复合模式为主，目前经销商渠道占比较大。
	五粮液	浓香型 五粮液历史可追溯至盛唐，历史悠久，为老八大名酒之一。	五次扩产产能优势明显，预计2020年将形成30万吨以上纯粮固态产能，对应3万吨高端酒产能；产品质量稳定性较弱。	国企，已实现股权激励；公司运营机制较为灵活。五粮液从上世纪80年代起经历了王长春时代、唐桥时代、李曙光时代，目前公司在李曙光董事长的带领下进行二次创业，对公司进行了全方位改革，以实现品牌价值回归。
	泸州老窖	浓香型 泸州老窖拥有400多年酿酒历史，积淀深厚，国内外多次获奖。	预计2020年高端酒能达到1.5万吨，预期2022年高端酒产能约为2-2.5万吨，产品质量稳定性强。	国企，已实现股权激励；公司运营机制较为灵活。2001年起公司开始薄利多元业务，回归主业，渠道上推出渠道模式及品牌专营模式，公司通过不断改革实现稳步发展。
次高端酒	汾酒	清香型 汾酒为清香型酒鼻祖，起源于南北朝时期，汾酒历史悠久，获无数，且在上世纪为白酒行业的“汾老大”。	2018年年报披露公司设计产能16万吨，实际产能10万吨。	国企，已实现股权激励；公司为山西国改头排兵，国资委作为出资人，对集团进行经营权及人事权下放，同时公司提出“62210”五年奋斗目标及基于中长期的“11936”发展规划，明确了“真正实现汾酒的全面复兴”的目标。
	舍得	浓香型 公司品牌历史可追溯至唐代，历史文化悠久，同时公司为“中国名酒”企业及川酒“六朵金花”之一。	2018年年报披露公司设计产能4.3万吨，实际产能1.1万吨，产能可满足市场需求；产品质量稳定优秀。	民企，已实现股权激励；16年后公司逐步聚焦白酒主业，精简产品结构，积极引导舍得品牌价值回归。在天洋集团注入后，公司逐渐摆脱国企体制束缚，一改低效局面，管理层调整为公司引入新型营销发展理念。
	水井坊	浓香型 水井坊被国家文物局授予“中国白酒第一坊”美誉，同时“水井坊酒传统酿造工艺”亦被列为国家级非物质文化遗产，水井坊同时也为川酒“六朵金花”之一。	2018年年报披露公司设计产能8415吨，实际产能6958吨，公司产能利用率在2016-2018年间从71%提升至83%。公司计划投资2.4亿元建设“水井坊全产链基地”，形成2万吨的原酒酿造能力。	外资控股；公司历经多次股权结构变更，从国企到民营企业再到外资控股，目前企业新管理层推动管理改善，品牌、产品、渠道全面改革，公司通过推行新总代理模式、重启文化营销等方式助力产品站稳次高端价格带。
	酒鬼酒	馥郁香型 公司为馥郁香型酒鼻祖，发源于湖南湘西，同时公司也是馥郁香型酒领军企业。	逐步投资建设酒鬼酒生产三区，2018年实现酒鬼酒产量7487吨，2019年上半年酒鬼酒产量实现5020吨。	央企；中粮入主公司后，多措并举全面推动管理规范化、精细化，管理层逐步稳定，同时内参酒销售公司成立利于着力打造内参品牌。目前公司为中粮酒业旗下唯一的上市公司平台，未来酒鬼酒在中粮集团酒类板块中的战略地位有望提升。
区域酒	洋河	浓香型 洋河酒起源于隋唐，盛于明清，公司在Brand Finance发布的“2018全球烈酒品牌价值50强排行榜”中位居白酒行业第三名，仅次于贵州茅台、五粮液，同时近年来洋河屡屡在国家级活动现身以塑造“新国酒”形象。	2018年公司原酒规划产能20万吨，白酒产能16万吨，在上市白酒公司中名列第一，储酒能力达100万吨，目前原酒储量达到70万吨左右。	国企，已实现股权激励；共经历2002、2006年两次改制激活活力，公司相对灵活的机制、高比例的中高层员工持股充分激发了员工积极性和公司活力。同时公司通过十分优秀的营销、管理、渠道把控能力使得业绩持续提升。
	古井贡	浓香型 古井贡酒有“酒中牡丹”之称，古井贡始于公元196年曹操进献给汉帝刘协的“九酝春酒”，目前古井贡酒造遗址是全国重点文物保护单位。2018年古井贡入选“世界烈酒名酒”榜单。	2018年年报披露公司产量为8.3万吨，较去年同期提升2.1%。	国企；公司自2007年起从内开始大刀阔斧改革，新的管理层曹杰、刘敬等人上任，提出“回归与振兴”、“回归主业白酒，回归市场高端，回归到古井历史辉煌位置”战略，制定了“聚焦单品、聚焦区域、聚焦营销”的策略。目前古井贡酒体制束缚较大，推进国企改革利于经营活力及业绩进一步释放。
	今世缘	浓香型 公司前身为1949年成立的高沟酒厂，品牌历史悠久，早在1984年第四届全国评酒会上即获得浓香型白酒第二佳绩，此后多次获国家级奖项，近年来公司实现了在原有品牌上不断创新。	2018年年报披露公司产量为2.8万吨，较去年同期提升3.6%。	国企，已实现股权激励；公司自行深度调整后将婚宴市场作为主要市场，并且按照“1+2+4”战略进行市场拓展，形成品牌知名度及品牌效应。2019年公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的业绩目标。
	口子窖	兼香型 口子酒酿造历史悠久，素有“名震冀北三千里，味占江南第一家”之誉。在品牌创立初期，由于生产浓香酒不具备先天优势，因此公司在经过市场调研后推出兼三香，其五味的兼香型白酒。口子窖酒是目前国内兼香型白酒的代表品牌。	2018年年报披露公司设计产能5万吨，实际产能3.4万吨；产品品质较高且稳定。	民企，已实现股权激励；由于创业时期便成立的管理团队管理层持股比例超40%，管理层稳定性高，在制定战略时减少了为完成业绩而造成的短视风险，经营能力在行业中位居前列。得益于口子窖拥有稳定且注重长期利益的管理层、与公司利益进行深度绑定的经销商，同时公司坚持“不压库存”战略，公司十几年来业绩较为稳健。

资料来源：川财证券研究所

表格 18. 相关标的估值一览

日期	2019/10/9	股价	总市值	EPS			PE			
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
600519.SH	贵州茅台	1,146.8	14,406.2	34.4	41.0	48.2	33.3	27.9	23.8	
000858.SZ	五粮液	131.8	5,116.3	4.5	5.5	6.6	29.3	23.9	20.0	
000568.SZ	泸州老窖	87.5	1,281.4	3.2	4.0	4.8	27.4	22.0	18.1	
002304.SZ	白酒	洋河股份	102.3	1,541.6	6.1	6.9	7.9	16.8	14.8	13.0
600809.SH	山西汾酒	77.3	673.5	2.2	2.7	3.3	35.2	28.3	23.4	
000596.SZ	古井贡酒	113.7	506.9	4.4	5.5	6.7	25.9	20.6	16.8	
603589.SH	口子窖	56.1	336.6	3.1	3.6	4.2	18.2	15.5	13.3	
平均值		平均值					26.6	21.9	18.4	
603288.SH	海天味业	109.7	2,963.1	1.9	2.3	2.8	56.3	47.2	39.9	
600872.SH	中炬高新	43.2	344.4	0.9	1.2	1.4	47.0	37.5	30.8	
603317.SH	调味品	天味食品	49.9	206.2	0.8	1.0	1.2	62.7	49.8	40.1
600305.SH	恒顺醋业	13.4	104.9	0.5	0.5	0.6	29.5	25.7	22.4	
603027.SH	千禾味业	21.6	100.5	0.5	0.6	0.7	45.5	36.3	29.4	
平均值		平均值					48.2	39.3	32.5	
600887.SH	乳制品	伊利股份	28.2	1,719.4	1.1	1.3	1.5	24.6	22.2	19.3
002946.SZ	新乳业	13.4	114.1	0.3	0.4	0.5	41.4	32.0	25.0	
300146.SZ	保健品	汤臣倍健	16.9	268.1	0.8	1.0	1.2	21.2	16.8	13.6
002557.SZ	洽洽食品	26.1	132.3	1.0	1.2	1.4	25.5	21.8	18.8	
300783.SZ	坚果	三只松鼠	64.5	258.8	1.0	1.2	1.5	66.9	52.9	42.4
603517.SH	卤制品	绝味食品	41.8	243.1	1.3	1.6	1.9	31.1	25.9	21.9

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

八、风险提示

宏观经济及居民收入波动风险；

重大食品安全事件的风险；

原材料价格波动风险。

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004