

择高处立，向宽处行 增持（维持）

2019 年 11 月 20 日

投资要点

■ 白酒“择高处立”：品牌制胜，结构升级与头部集中贯穿本轮白酒复苏周期。提价成为驱动业绩增长的主要因素，行业呈现分化，挤压式增长下各价格带龙头受益。展望明年，从量价角度，高端酒将享受今年以来的提价效应，同时依靠渠道深耕主力单品放量带动业绩增长；次高端在价升驱动放缓后，渠道力优异的企业将与品牌力叠加形成共振，预计未来分化继续加剧；地产酒主要依靠集中与升级，将受益核心价格带中枢上移；光瓶酒白牛二、玻汾将继续全国化推进大单品战略。聚焦三大投资主线，主线一：各价格带头部集中机会。高端酒：需求端居民收入提升及分化带来刚性需求，供给端品牌壁垒深集中度高，治理层面企业内生改革激发活力背景下，以茅五泸为代表的高端白酒景气度仍处上升期；次高端：山西汾酒延续全国化进程，渠道反馈正循环；光瓶酒：顺鑫农业白牛二在 15 元价格带延续品牌优势。主线二：规模效应下盈利能力改善。结构升级+规模效应驱动毛利率上行+费率下行，山西汾酒、水井坊、古井贡酒等企业利润提升空间明显。主线三：内部变革下的困境反转机会。洋河股份处于调整期，公司去化库存、提升价盘，恢复渠道动能可期，目前公司估值处于底部，建议关注。

■ 大众品“向宽处行”：我们认为大众品决胜在于运营效率。高效率厂商通过区域扩张达到成本端规模效应，同时提高经营效率降费，从而有能力将费用投入到研发、扩张或是品牌价值的提升，由此产生良性循环，强者愈强。主线一：大众消费板块需求稳健，受经济波动影响弱，继续以格局思维把握，推荐双汇发展（看好猪周期下成本掌控能力，市场份额持续提升）、伊利股份（掌握奶源控制成本，向大健康平台公司转型）、安井食品（速冻龙头提价转移成本，产能扩张支撑成长）、绝味食品（开店节奏推进，业绩确定性强），中炬高新（管理提效，渠道建设加速）、洽洽食品（大单品驱动业绩增长）、三只松鼠（线上份额领先，线下开店加速推进），建议关注天味食品（火锅产业链）。主线二：啤酒板块聚焦结构升级，行业拐点确立。19 年 Q1-Q3 行业销量同比-1.37%、ASP+4.29%，行业利润增长超过营收，印证结构升级趋势。12-16 年高端啤酒平均增速达 11%，百威在高端领域具备较强竞争力，盈利能力领先，近期啤酒淡季涨价再次验证行业拐点。预计 20 年行业高端化结构升级节奏将略有放缓，未来有望形成全国性品牌（华润、百威、青啤）与地域性品牌（燕京、重庆、珠江）对峙的局面，预计未来三年啤酒市场吨价仍可保持 CAGR 约 5% 的增长，产量将保持稳定或小幅下行。主线三：关注调整进行中，拐点将至的估值底小龙头品种。涪陵榨菜（库存周期出清，渠道下沉扩张）、汤臣倍健（政策扰动基数效应消除，期待 LSG 推广情况），建议关注：安琪酵母（新老高管交接顺利，建议布局改善窗口期）、香飘飘（果汁茶铺货率提升，冲泡板块双拼带动结构升级）。

■ 风险提示：宏观经济波动风险，食品安全风险，政策变化风险，行业竞争加剧风险，产能投放不达预期，原材料价格波动风险。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn
研究助理 宗旭豪
17887920128
zongxh@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

- 1、《食品饮料：坚守核心资产主线，啤酒提价催化行情》
2019-11-18
- 2、《食品饮料：坚守核心资产主线，大众品提价抬升盈利能力》
2019-11-10
- 3、《食品饮料：食品饮料行业 10 月阿里系线上数据点评》
2019-11-10

内容目录

1. 回顾 2019：板块自情绪低位迎来修复，戴维斯双击下领跑大盘	6
2. 展望 2020：关注抗周期性和龙头提价权，外资仍是重要资金增量	9
2.1. 基本面：猪价推升通胀预期升温	9
2.2. 估值面：MSCI 扩容+金融开放，外资仍是重要资金增量	10
3. 白酒：择高处立，龙头长线价值不改，聚焦三大投资主线	13
3.1. 行业复盘：价格驱动复苏，板块分化下集中	13
3.2. 行业展望：把握品牌领先+控费提效+内部改革三条主线	17
3.2.1. 量价视角：高端量价齐升、渠道力成为其余价格带关键	17
3.2.2. 展望明年：把握品牌领先+控费提效+内部改革三条主线	20
主线一：重视绝对品牌力，把握各价格带龙头机会	20
主线二：规模效应+费率下行，把握利润反弹机会	22
主线三：聚焦内部变革，把握困境反转机会	24
4. 大众品：CPI 上涨下的分化，龙头提价提效机遇期	25
4.1. 调味品：CPI 上涨期提价顺畅，抗周期属性强	25
4.2. 肉制品：成本上涨期龙头占份额，成本回落后打开利润空间	30
4.3. 乳制品：行业增速放缓，大健康为长期趋势	35
4.4. 啤酒：聚焦结构升级，行业拐点确立	40
4.5. 大众品：供应链效率成运营壁垒，休闲食品不容小觑的龙头机遇	44
4.6. 青萍之末：关注底部反转品种，期待修复改善的机会	45
5. 投资建议	48
6. 风险提示	49

图表目录

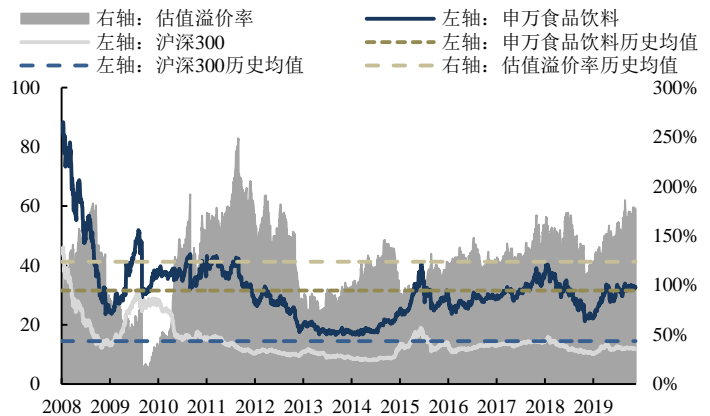
图 1: 沪深 300、食品饮料板块指数走势	6
图 2: 19 年年初至今 SW 各行业及沪深 300 涨跌幅(%)	6
图 3: 2019 年初起 SW 食品饮料板块反弹	6
图 4: SW 食品饮料板块估值溢价率	6
图 5: 19 年至今白酒板块涨幅明显	7
图 6: 19 年初至今食品饮料子版块 PE(X)估值变动	7
图 7: 食品饮料基金重仓持仓比例变动	7
图 8: 食品饮料外资持股前 15 大个股	7
图 9: 2019Q3 末 SW 一级行业重仓比例及环比变动	8
图 10: 2019Q3 末 SW 三级行业重仓比例及环比变动	8
图 11: 高端、次高端白酒收入与基建投资增速	9
图 12: 居民人均收入(元)	9
图 13: 上证综指、标普 500 估值对比	10
图 14: 上证综指与全球主要指数估值对比(截至 11 月 20 日)	10
图 15: 板块外资持股占比前十五大个股及上限	11
图 16: 北向资金月度流入(亿元)	11
图 17: 高端白酒北向资金占全部 A 股比例(%)	11
图 18: 白酒龙头北向资金占全部 A 股比例(%)	11
图 19: 国内高端白酒估值水平相对合理	12
图 20: 国内名酒在景气周期中利润增幅显著领先海外	12
图 21: 行业及上市公司产量增速对比	13
图 22: 行业及上市公司销量增速对比	13
图 23: 历年 SW 白酒子行业营收及净利润及同比变化(单位: 亿元)	14
图 24: 高端、次高端白酒季度净利润增速领跑行业	16
图 25: 茅台一批价回落, 五、泸仍享受茅台溢出效应	16
图 26: 季度净利润增速: 古井对口子窖利润空间形成挤压	16
图 27: 季度净利润增速: 今世缘增长挤压洋河空间	16
图 28: 批价上行, 利润改善, 提振股价表现	17
图 29: 茅台市场表现与白酒板块	17
图 30: 茅台、五粮液、国窖 1573 一批价变化(元/瓶)	18
图 31: 名酒拉动行业归母净利率提升	20
图 32: 19Q1-Q3 同比增长, 名酒提升行业议价权	20
图 33: 高收入户收入增速保持较高水平	21
图 34: 招行零售业务客户结构	21
图 35: 城乡居民消费水平仍相差 2 倍左右	21
图 36: 高净值人群白酒消费场景	21
图 37: 行业销售费用/营收预计将维持现有水平	22
图 38: 全行业(管理+研发费用)/营收呈下降趋势	22
图 39: 不同规模酒企销售费用率比较	23
图 40: 不同规模酒企毛利率比较	23
图 41: 不同规模酒企 ROE(加权)比较	24
图 42: 费用效率提升, 净利率上行, 公司利润弹性显著	24

图 43: 洋河仍处于去化库存周期	25
图 44: 洋河估值位于行业低位 (截至 19.11.20)	25
图 45: 洋河估值水平目前处于调整期 (截至 2019.11.20)	25
图 46: 调味品板块分季度收入及增速	25
图 47: 调味品板块分季度利润及增速	25
图 48: CPI 与调味品 CPI 走势	26
图 49: 调味品行业规模和增速	26
图 50: 海天成本构成 (13 年 1-11 月)	27
图 51: 成本上涨与提价周期	27
图 52: 海天股价走势	29
图 53: 中炬高新收入及增速	29
图 54: 中炬高新业绩及增速	29
图 55: 复合调味料行业规模 (亿元) 及增速	30
图 56: 天味食品业绩走势	30
图 57: 肉制品板块分季度收入及增速	31
图 58: 肉制品板块分季度利润及增速	31
图 59: 全国 22 省生猪价格走势	31
图 60: 活鸡批发价走势	31
图 61: 双汇冻肉进口规模	34
图 62: 双汇存货	34
图 63: 双汇屠宰业务表现	34
图 64: 双汇肉制品业务表现	34
图 65: 乳制品板块分季度收入及增速	35
图 66: 乳制品板块分季度利润及增速	35
图 67: 生鲜乳价格及变动	36
图 68: 伊利量价对收入增速贡献	36
图 69: 三大常温酸销售额变动 (亿元)	37
图 70: 伊利低线布局领先	37
图 71: 雀巢通过兼并收购确立七大业务板块	38
图 72: 2018 年雀巢收入结构	38
图 73: 2017 年雀巢公司分行业市占率	38
图 74: 2012-2015 年雀巢公司健康营养品分部分地区收入情况 (单位:百万瑞士法郎)	39
图 75: 康饮布局历程复盘	39
图 76: 市场集中度进一步提升 (按消费量计)	40
图 77: 啤酒市场毛利率同比攀升	40
图 78: 中国前五大啤酒公司 2013-2018 年吨价变化及 CAGR (元)	40
图 79: 2012 年-2016 年各价格带产品增速	41
图 80: 百威高端市场优势明显	41
图 81: 中国前五大啤酒公司 EBITDA 率比较	41
图 82: 中国前五大啤酒公司净利率比较	41
图 83: 行业销售费用率缓慢下行	42
图 84: 行业管理费用率保持稳定	42
图 85: 全球 TOP7 (除德国外) 啤酒市场竞争格局一览	43
图 86: 美国啤酒均价变化情况	43

图 87: 分子行业竞争格局	44
图 88: 休闲食品行业成长飞轮	44
图 89: 保健品线上龙头与行业增速 (阿里线上渠道)	45
图 90: 10 月保健品品牌市占率 (阿里线上渠道)	45
图 91: 安琪酵母存货及变动 (亿元)	46
图 92: 安琪酵母收入、业绩 (亿元) 及变动	46
图 93: 涪陵榨菜费用投入加大	46
图 94: 涪陵榨菜收入、业绩 (亿元) 及变动	46
图 95: 果汁茶迅速放量	47
图 96: 中国软饮料行业销售量将保持低速增长	47
图 97: 部分公司处于历史估值低位	48
表 1: 2019Q3 食品饮料前十重仓股 (按市值) 及变动	8
表 2: 2019Q3 基金全行业前十重仓股 (按市值) 及变动	9
表 3: 2012-2018 年行业量价驱动因素一览	14
表 4: 2019 年至今白酒板块数据一览	15
表 5: 品牌力是基础, 渠道力是关键	16
表 6: 剑南春及茅五泸次高端品牌将价格带天花板锁定在 400 元左右 (截至 11 月 20 日) ..	19
表 7: 龙头酒企内部改革释放活力	22
表 8: 不同规模企业盈利能力比较 (2019 年 Q3 数据 单位: 亿元)	23
表 9: 海天历年收入量价变动拆分及效益变动走势	28
表 10: 安井部分收入量价拆分	32
表 11: 安井原材料构成及库存用量测算 (单位: 亿元)	32
表 12: 安井历年存货变动 (单位: 亿元)	33
表 13: 安井 19 年原材料成本上涨测算	33
表 14: 主要休闲食品公司经营绩效对比	45
表 15: 重点股票估值表	49



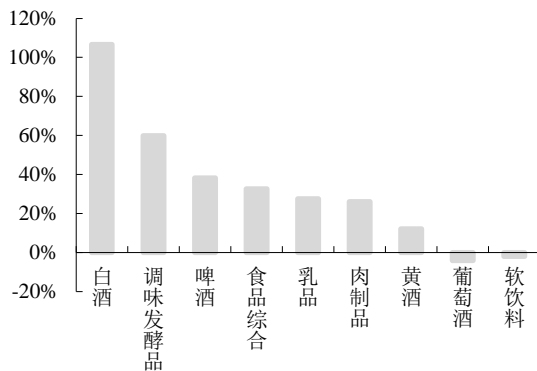
数据来源：Wind，东吴证券研究所



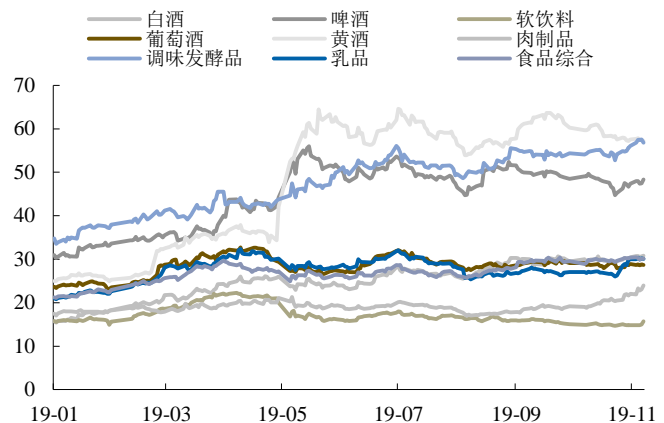
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：19 年至今白酒板块涨幅明显

图 6：19 年初至今食品饮料子版块 PE(X) 估值变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

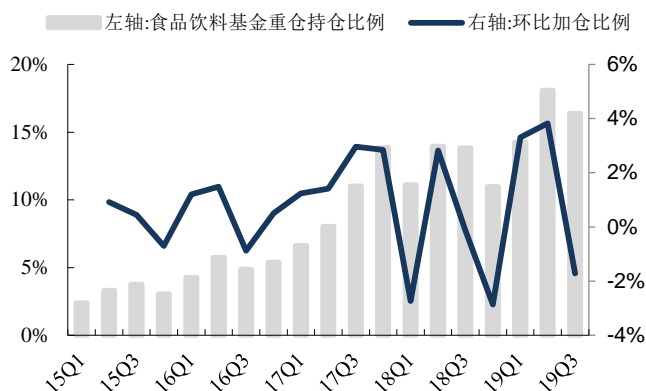


数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q3 基金持仓环比略有下降，持仓标的呈现集中化。从板块看，消费品龙头业绩表现优异，估值上行，基金收益兑现使得 19Q3 食品饮料基金重仓比例为 16.4%，环比-1.7pct，横向来看，食品饮料仍为第一大重仓板块。分子版块看，19 年 Q3 白酒、乳制品、食品综合、调味品等子板块，环比 Q2 基金持仓比例分别下降 0.2/0.9/0.2/0.2pct。分标的看，截至 2019 年三季度，食品饮料板块基金前十重仓股中，山西汾酒、顺鑫农业、贵州茅台、海天味业重仓持股占流通股比例分别为 7.1/12.8/3.1/0.7%，持仓占流通股比分别环比增长 1.43/0.98/0.18/0.15pct，而中炬高新、伊利股份、洋河股份则环比下滑 3.06/2.18/1.29pct；截至 2019 年三季度，基金全行业前十大重仓股中有三家食品饮料公司，分别是贵州茅台/五粮液/泸州老窖，重仓持股占流通股比例分别为 3.1/5.3/12.0%，分别环比+0.18/-0.74/-0.90pct。

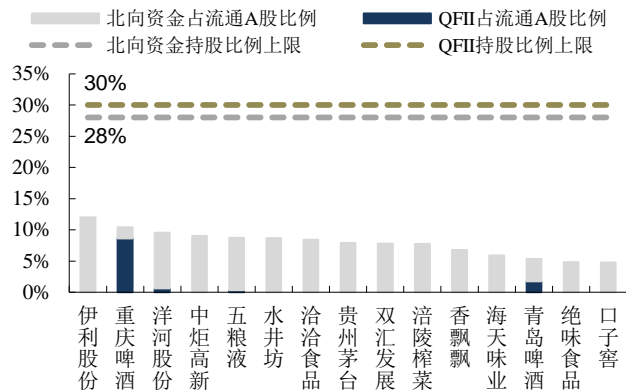
图 7：食品饮料基金重仓持仓比例变动

图 8：食品饮料外资持股前 15 大个股



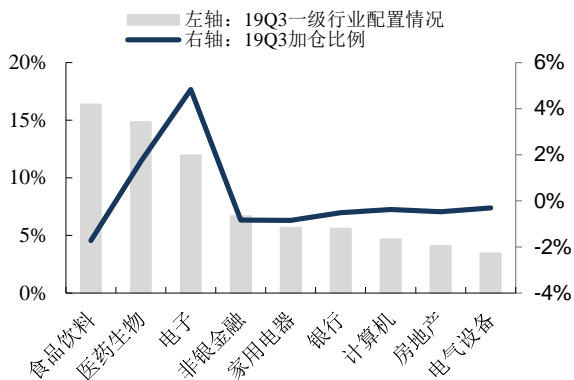
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2019Q3末SW一级行业重仓比例及环比变动

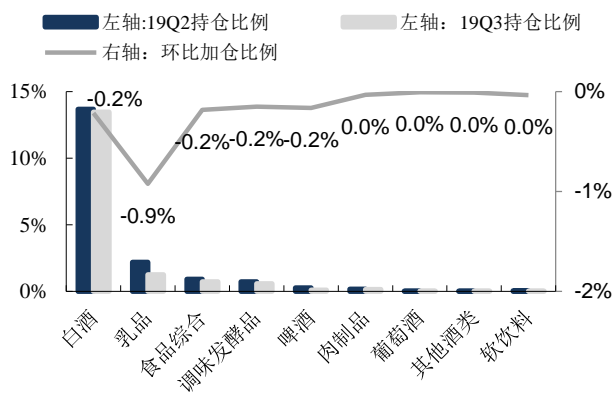


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2019Q3末SW三级行业重仓比例及环比变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：2019Q3食品饮料前十重仓股（按市值）及变动

	持有基金数	持股总市值(亿元)	持股占流通股比	重仓持仓占流通股比环比变动 (pct)
贵州茅台	1024	444.75	3.08%	0.18
五粮液	452	261.89	5.32%	-0.74
泸州老窖	183	149.62	12.02%	-0.90
伊利股份	344	98.78	5.72%	-2.18
顺鑫农业	66	49.66	12.84%	0.98
山西汾酒	95	47.7	7.13%	1.43
古井贡酒	34	32.27	7.32%	-0.85
洋河股份	29	29.01	2.23%	-1.29
中炬高新	73	21.09	6.24%	-3.06
海天味业	65	20.97	0.71%	0.15

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：2019Q3 基金全行业前十重仓股（按市值）及变动

	持有基金数	持股总市值(亿元)	持股占流通股比	重仓持仓占流通股比 环比变动 (pct)
贵州茅台	1024	444.75	3.08%	0.18
中国平安	889	335.78	3.56%	-0.20
五粮液	452	261.89	5.32%	-0.74
格力电器	479	207.87	6.08%	-0.14
立讯精密	374	185.21	12.95%	0.93
泸州老窖	183	149.62	12.02%	-0.90
美的集团	298	146.24	4.23%	-0.66
恒瑞医药	585	144.48	4.07%	1.24
招商银行	498	141.95	1.98%	-0.33
长春高新	343	137.19	20.46%	-1.76

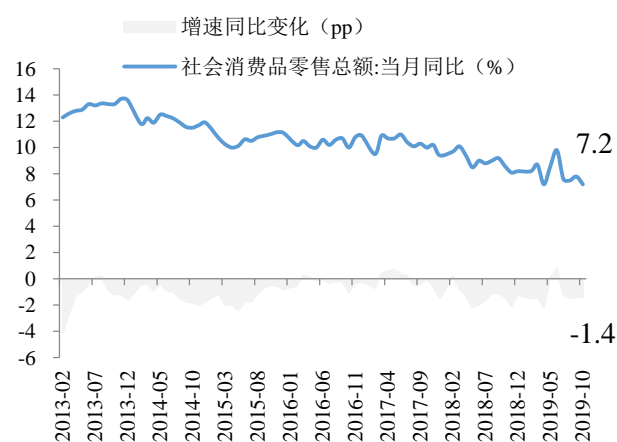
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 展望 2020：关注抗周期性和龙头提价权，外资仍是重要资金增量

2.1. 基本面：猪价推升通胀预期升温

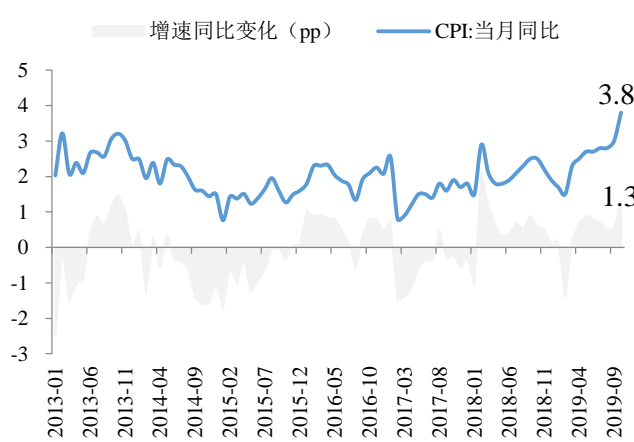
社零数据有所回落，产业升级、竞争加剧催化行业分化局面，猪肉价格高企，我们预计将在 2020Q1 达到历史高位，全年维持较高价位，2020Q3 或再迎小高峰，带动 CPI 上涨，剔除猪肉后，CPI 实际值有所降低。

图 11：高端、次高端白酒收入与基建投资增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：居民人均收入（元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 估值面：MSCI 扩容+金融开放，外资仍是重要资金增量

复盘韩国、台湾逐步纳入 MSCI 之路，看外资偏好。1990s，韩国和台湾先后被纳入 MSCI 新兴市场指数。1992 年，MSCI 新兴市场指数首次以 20% 的市值权重纳入韩国股市，半年内韩国股指上涨 20%，至 1998 年韩股指数纳入因子已提升至 100%，稳定期后外资持股维持在 30% 左右。中国台湾股市 1996 年 9 月首次纳入 MSCI 指数。9 年间，中国台湾地区的外资交易金额增长约 12 倍，外资持股比例提升至 24%，台股指数累计上涨 17.24%。

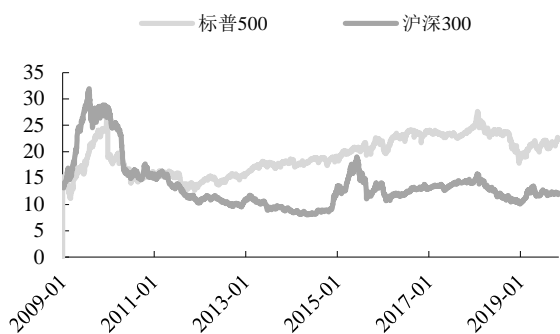
伴随金融对外开放继续推进，A 股进一步纳入各国际指数，外资流入将是大势所趋，并将成为支撑市场的重要增量。2019 年 5 月，MSCI 将指数中中国大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股。2019 年 8 月 MSCI 将指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 10% 增加至 15%。19 年 11 月，MSCI 宣布将中国大盘 A 股纳入因子从 15% 增加至 20%，并且以中盘股为主，增加了 204 只中国 A 股。9 月，国家外汇管理局取消了合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度的限制。央行数据显示，截至 9 月底，外资持有 A 股市值达到 17685.54 亿元，已连续 4 个月走高。伴随中国占全球 GDP 比例提高，经济地位提升，A 股也将成为全球投资者的重要标的。

放眼全球市场，A 股估值仍具吸引力。目前 A 股估值低于历史估值中枢，仍然处于较低位置，相较美股估值在 08 年金融危机后持续走高，A 股估值基本持续处于低位。对比全球，截止到 19 年 11 月 20 日，目前上证综指估值 12.7X 几乎低于全球所有主要指数，仅高于香港恒生指数。随着环球三大指数相继纳入 A 股并提高权重，外资入场节奏将明显加快，外资在 A 股市场的定价权越来越高。

从食品饮料板块看，板块符合外资尤其是长线外资投资 1) 行业壁垒厚；2) 现金流质量高；3) 分红比例高的要求。外资持续流入消费板块，市场贯彻价值投资理念意图更强，以白酒为代表的白马龙头股业绩确定性强，体现出强劲的成长属性并呈现出显著的头部集中态势，符合外资的长期配置理念。2019 年以来，外资体现出对于白酒龙头的绝对青睐，资金净流入（净流出）与白酒板块涨跌趋势呈现更高的相关性，高端白酒及各价格带龙头企业的北向资金持股比例进入三季度以来呈现持续流入的现象，长期来看外资持股比例显著上升。

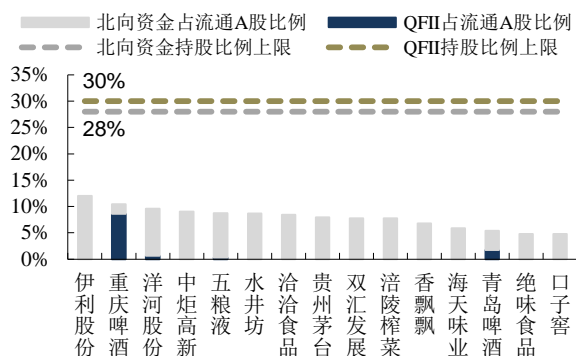
图 13：上证综指、标普 500 估值对比

图 14：上证综指与全球主要指数估值对比（截至 11 月 20 日）



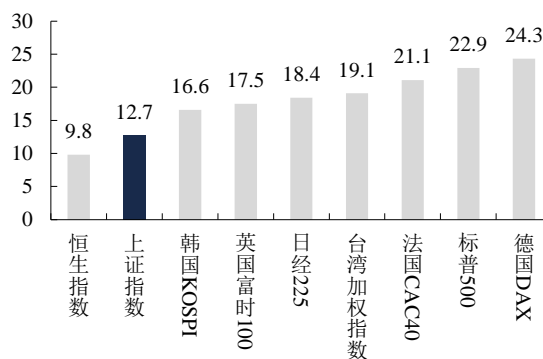
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：板块外资持股占比前十五大个股及上限



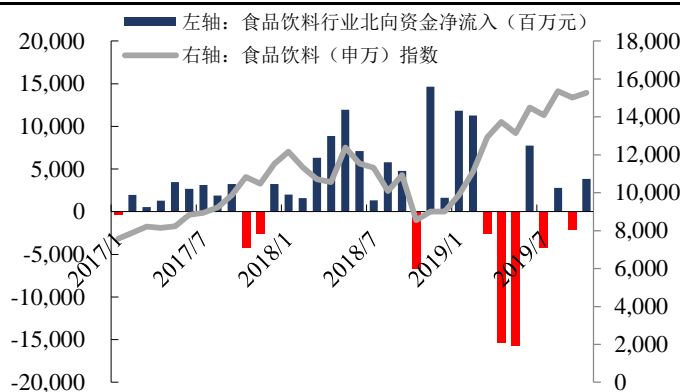
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：高端白酒北向资金占全部 A 股比例 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

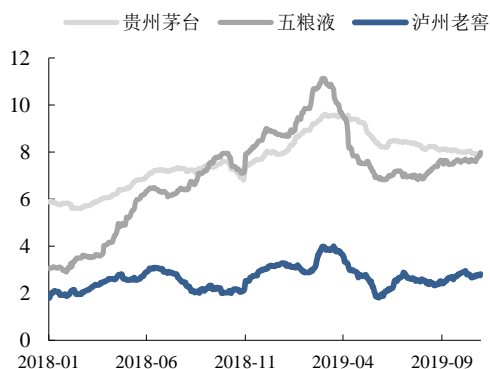
图 16：北向资金月度流入 (亿元)



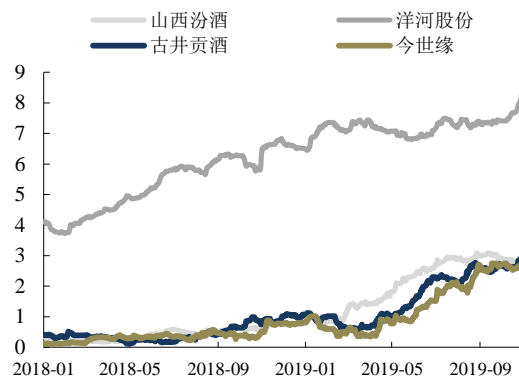
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：白酒龙头北向资金占全部 A 股比例 (%)

外资有望持续流入消费品龙头。截至 11 月 20 日，食品饮料板块外资持股比例前五的白酒个股分别为洋河股份/五粮液/水井坊/贵州茅台/口子窖，持仓比例分别为 9.5/8.8/8.7/7.9/4.8%；外资持股比例前五的非白酒个股分别为伊利股份/重庆啤酒/中炬高新/恰恰食品/双汇发展，持仓比例分别为 12.0/10.4/9.0/8.2/7.8%。与海外的成熟市场相比，国内消费品龙头未来仍将保持相对高速的增长，具备更高的成长性，虽然 PE 相对较高，但其对应的隐含回报率也较高，2019 年国内消费品企业超额收益明显，但优质消费品龙头长线依旧具备投资价值。



数据来源：Wind，东吴证券研究所

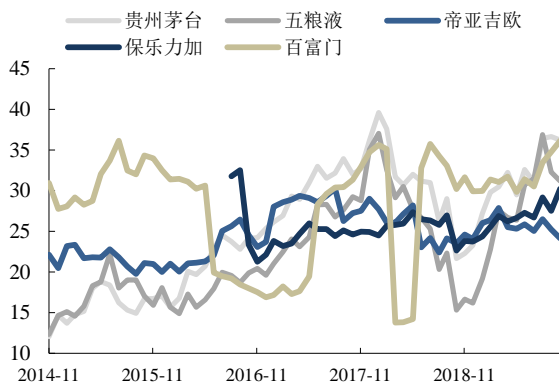


数据来源：Wind，东吴证券研究所

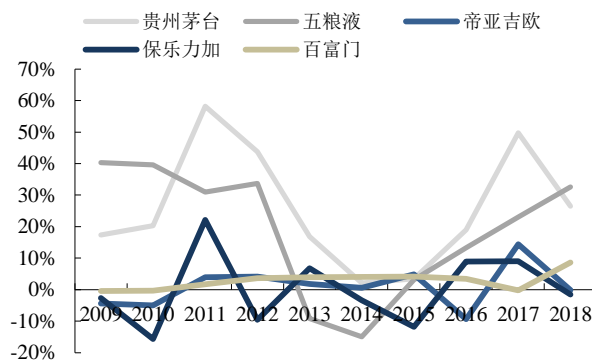
国内白酒龙头估值体系合理，优质企业长线依旧具备投资价值。我们预计外资仍有流入动力，从而继续利好板块估值中枢上移。主要基于 1) 与海外的成熟市场相比，国内白酒龙头展现出强劲的成长能力与发展空间，未来仍将保持相对高速的增长。国内 17 家白酒上市公司（除青青稞酒、ST 皇台）近 5 年利润复合增速为 19% 以上，且增速均值为 17%，同时，近 3 年利润复合增速 25%，高于过去 5 年约 6pct，向龙头集中趋势明显。而海外市场进入成熟期，烈酒巨头帝亚吉欧近 5 年利润复合增速为 4.3%，近 3 年利润复合增速 8.3%。随着宏观经济下行行业增速放缓，我们预计中国名酒未来 5 年仍将保持 10% 左右的增速，而海外烈酒品牌增速则将保持在 5% 以下的水平，具备更强品牌力的品牌更易得到外资青睐，公司估值稳定上行。2) 与海外的烈酒巨头相比，国内白酒企业的估值水平相对合理，具备更高的投资回报率。国内白酒龙头业绩确定性强，高端及次高端板块具备更大的成长空间，整体成长性胜过海外龙头。近 3 年贵州茅台与帝亚吉欧净利润复合增速分别为 28.3/8.3%，其目前的估值水平（PE-TTM）却分别为 32/24X；帝亚吉欧 19 年 2 月再次以要约收购方式将其对水井坊控股比例提升至不超过 70%，较要约公告披露日收盘价溢价 19.33%，要约收购 PE 约 37.9X（公告当日估值约 31.1X），彰显海外资金的购买力及海外市场对中国白酒行业的长期看好和更宽的价格容忍度。考虑到中国白酒企业未来更高的现金流增速与业绩增速，目前国内白酒板块估值相较海外来说更为合理，国内白酒龙头虽然 PE 相对较高，但是其对应的隐含回报率依旧高于海外龙头。

图 19：国内高端白酒估值水平相对合理

图 20：国内名酒在景气周期中利润增幅显著领先海外



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

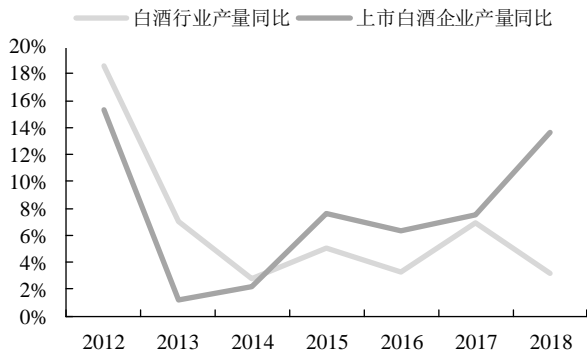
2019 年以来食品饮料超额收益明显，但从国内外龙头成长性和估值对比的角度来看，当前食品饮料龙头估值合理，国内白酒龙头长线依旧具备投资价值，外资流入预计将进一步提振行业估值中枢。

3. 白酒：择高处立，龙头长线价值不改，聚焦三大投资主线

3.1. 行业复盘：价格驱动复苏，板块分化下集中

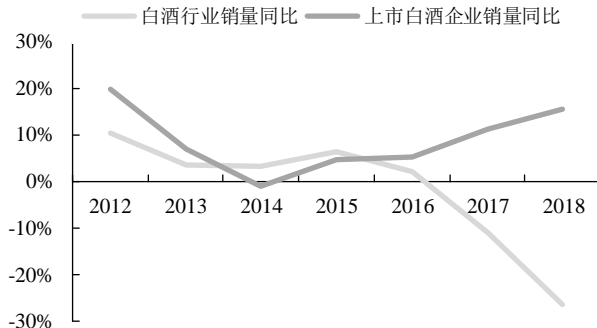
品牌制胜，结构升级与头部集中贯穿本轮白酒复苏周期。2016 年起白酒行业进入复苏周期，消费升级驱动企业通过提价+产品更新换代的方式推动核心价格带上移，在品牌优势基础上，名酒的渠道精细化运作与管理能力明显改善，使得各价格带均呈现头部集中趋势，名酒龙头集中度加速提升，中小白酒企业被进一步出清。2016 年起白酒行业收入与净利出现大幅增长，且净利润增速首次超过收入增速，上市白酒企业产、销量与非上市企业形成明显分化，是本轮特征的集中展现之一。

图 21：行业及上市公司产量增速对比



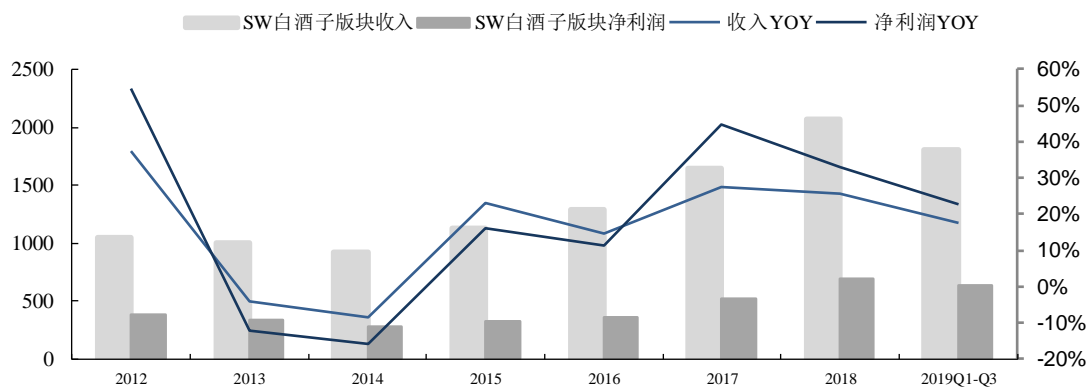
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 22：行业及上市公司销量增速对比



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 23: 历年 SW 白酒子行业营收及净利润及同比变化 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

提价成为驱动行业收入增长的核心因素, 各价格带呈现差异化。2013 年行业收入增速骤降至-4%, 量增贡献 4%, 但价格负增长 8%, 2014 年行业增速同样受价格负增长拖累。2015 年后各厂商主动稳固价盘, 提价成为行业增长的主要驱动力。2018 年行业增速达 26%, 其中主要依靠价格 52% 的增长拉动。受益于核心价格带的上移, 次高端、高端白酒增长迅猛, 区域地产酒马太效应显著, 掉队企业拖累板块增速, 三大板块主要依靠价格驱动; 而以白牛二、玻汾为代表的光瓶酒市场竞争激烈, 消费者对价格敏感度较高, 企业主打性价比优势, 行业主要依靠销量带动业绩增长。

表 3: 2012-2018 年行业量价驱动因素一览

板块	增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
白酒行业	量增速	10%	4%	3%	6%	2%	-11%	-26%
	价增速	27%	-8%	-12%	17%	13%	39%	52%
	收入增速	37%	-4%	-8%	23%	15%	28%	26%
高端酒	量增速	25%	6%	-16%	7%	3%	8%	2%
	价增速	13%	-5%	3%	-1%	14%	30%	27%
	收入增速	38%	1%	-12%	6%	17%	38%	28%
次高端	量增速	58%	-18%	9%	-11%	1%	5%	22%
	价增速	-17%	-8%	-38%	22%	14%	32%	25%
	收入增速	41%	-26%	-30%	10%	14%	38%	47%
区域地产酒	量增速	7%	4%	-1%	3%	2%	2%	0%
	价增速	22%	-17%	-20%	6%	5%	13%	22%
	收入增速	29%	-13%	-21%	9%	8%	14%	22%
中低端	量增速	27%	28%	21%	10%	14%	29%	45%
	价增速	-17%	-19%	-17%	-8%	2%	-24%	-42%
	收入增速	10%	9%	5%	2%	16%	5%	3%

数据来源: Wind, 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

注：标注颜色处为主要驱动因素；由于数据可获得性原因，白酒行业整体营收数据按 SW 白酒子行业指标计算，销量数据由白酒(折 65 度)销量累计值计算得出；各价格带增长取各价格带上市公司的营业收入与销售数据加和得出；价格增速由收入增速及量增速倒推得出

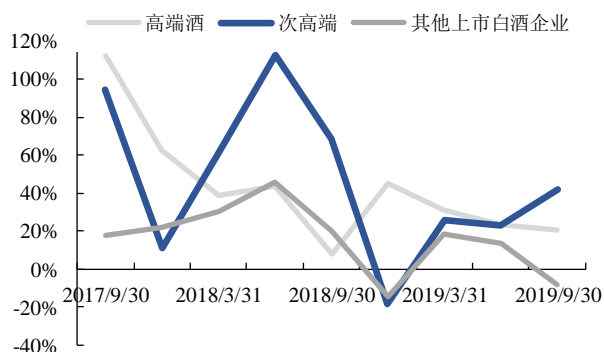
19 年至今，白酒板块分化显著，行业呈现挤压式增长。行业分化主要体现在两方面，1) 各价格带增速分化。19 年 Q1-Q3 高端酒延续稳健高增长趋势，次高端酒企受益消费升级+渠道下沉，营收/净利增速为 28%/30%，但费用增加也拖累增速小幅回落；中低档白酒平稳降速，龙头表现突出，光瓶酒市场火热。2) 价格带内部品牌分化显著。次高端与中低端板块表现最为典型，渠道库存管理、费用利用能力强的企业胜出，次高端的山西汾酒、水井坊，区域地产酒的古井贡酒、今世缘与光瓶酒市场的顺鑫表现显著领先同业。高端白酒挤压其他价格带酒企、各价格带龙头挤压其他厂商的态势明显。行业增长放缓、居民收入增加、阶层收入分化使得各价格带拥有定价权的龙头受益。

表 4：2019 年至今白酒板块数据一览

2019 年 Q1-Q3 白酒数据 (单位: 亿元)				
	营业收入	YOY	净利润	YOY
高端白酒	1,095.1	20.7%	493.5	25.4%
贵州茅台	609.4	16.6%	324.1	22.0%
五粮液	371.0	26.8%	131.3	31.7%
泸州老窖	114.8	23.9%	38.2	35.4%
次高端白酒	145.9	27.9%	29.6	30.2%
山西汾酒	91.3	32.0%	18.1	33.7%
水井坊	26.5	23.9%	6.4	38.1%
舍得酒业	18.4	16.0%	3.3	10.5%
酒鬼酒	9.7	27.3%	1.8	14.3%
区域地产酒	456.6	8.1%	127.9	9.4%
古井贡酒	82.0	21.3%	17.8	38.2%
口子窖	34.7	8.1%	13.0	13.5%
洋河股份	211.0	0.6%	71.5	1.6%
今世缘	41.1	30.2%	12.9	25.7%
迎驾贡酒	26.5	8.7%	6.0	20.5%
老白干酒	28.2	16.1%	2.7	11.0%
伊力特	15.1	0.8%	3.0	4.9%
金徽酒	11.1	14.6%	1.6	1.3%
金种子酒	6.9	-13.1%	(0.7)	-3067.7%
光瓶酒	110.6	20.2%	6.7	29.1%
顺鑫农业	110.6	20.2%	6.7	29.1%
总计	1,808.24	17.7%	657.79	22.2%

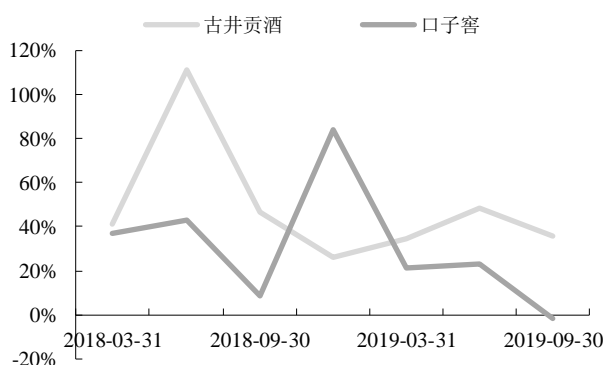
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：高端、次高端白酒季度净利润增速领跑行业



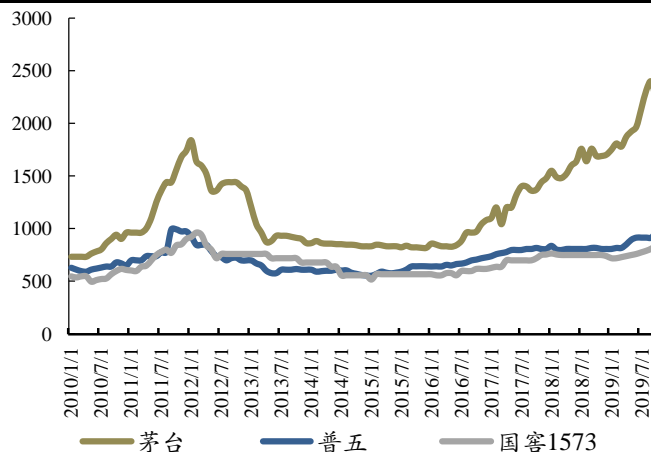
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：季度净利润增速：古井对口子窖利润空间形成挤压



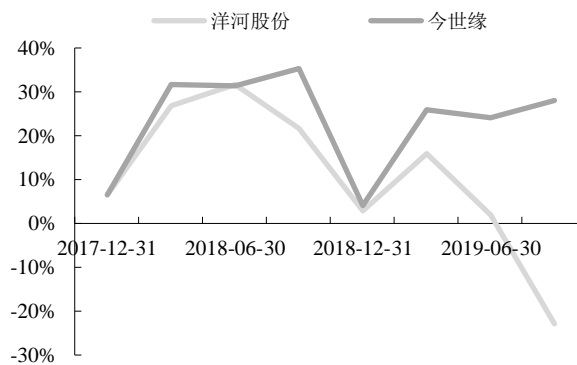
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：茅台一批价回落，五、泸仍享受茅台溢出效应



数据来源：Wind，草根调研，东吴证券研究所

图 27：季度净利润增速：今世缘增长挤压洋河空间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

品牌力基础叠加渠道力改善是龙头领跑、挤压增长的核心逻辑。我们认为，头部集中背景下，名酒的品牌力是参与市场竞争的基础与核心，高端、次高端产品主要用于商务宴请和社交送礼，消费者对于产品的品牌和品质有着更高的要求；中低档白酒主要用于自饮，消费水平及健康意识的提升增加了消费者对于口感、品质的要求，所以小品牌、低价劣酒被出清，行业龙头更被消费者所认可。同时在本轮周期下，渠道下沉和管理能力均有明显改善的龙头，正在快速拉大与竞争对手的差距，渠道力是企业取得比较优势的关键。

表 5：品牌力是基础，渠道力是关键

板块	现状
高端白酒	五粮液、泸州老窖充分享受茅台涨价与产能不足的红利，业绩增速超越茅台
次高端白酒	山西汾酒、水井坊渠道全国化铺张与下沉效果良好，业绩增速超

	过舍得、酒鬼酒
区域地产酒	古井贡酒尽享省内消费升级、格局优化红利与省外的渠道扩张，对主要竞争对手口子窖的利润空间形成挤压
	洋河处于渠道消化和价格理顺的调整期，同时受到今世缘渠道下沉的影响，其业绩增速放缓
光瓶酒	牛栏山与玻汾持续打造全国化大单品，渠道铺设与经销商管控能力出众，相较竞品性价比优势明显

数据来源：东吴证券研究所

3.2. 行业展望：把握品牌领先+控费提效+内部改革三条主线

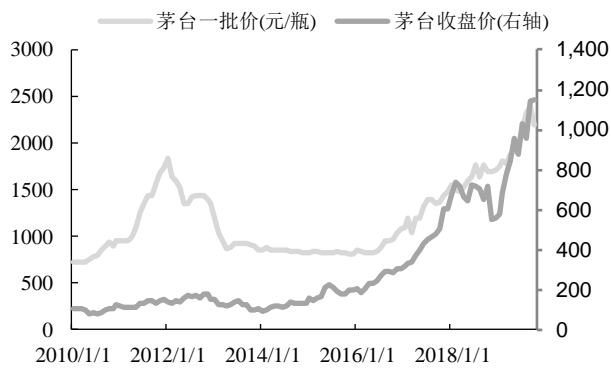
预计 2020 年白酒板块内在增长空间有限。价上看，白酒板块高端酒引领提价，其下品牌缓步提升价格中枢；量上看，品牌效应下高端白酒和地产酒都呈现出龙头集中态势，次高端与光瓶酒全国化进程进行时。展望明年，应主要把握品牌力强、经营效率提高、内部改革的企业。

3.2.1. 量价视角：高端量价齐升、渠道力成为其余价格带关键

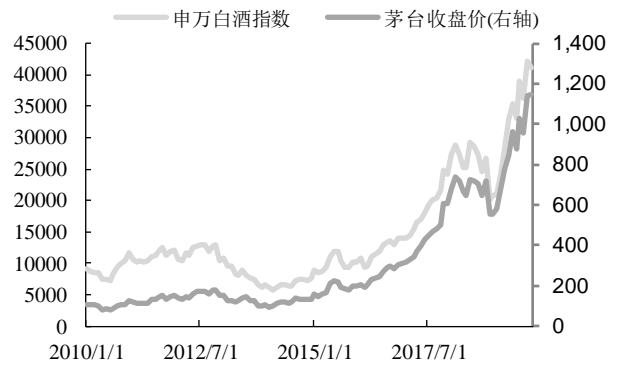
高端白酒价格趋稳，茅台或有提价预期。茅台作为行业景气度的风向标，其量价变化将深刻影响行业表现。公司 2015 年基酒欠缺导致今年供给不足，年初公司在直销渠道铺设尚不顺畅时收回大批经销商资格，以及之后市场的投资、投机情绪上扬带来的炒作情绪，2019 年以来茅台酒价格最高时达到 2700 元左右。但三季度开始公司严格控价，积极指导渠道出货，完善直销及电商渠道，提高市场流动性，目前茅台价格已出现回落，目前维持在 2200-2300 的水平。考虑到茅台固有的抗通胀属性以及传统渠道需求难以被充分满足的现象依旧存在，在批价体系总体趋稳的前提下，终端与出厂的明显价差仍将带来提价预期。16-18 年茅台基酒产量由 4 万吨增长至 5 万吨，预计 2020-2022 年茅台供给量 CAGR 约为 7-8% 的水平，叠加公司 2019 年上半年低基数效应，2020 年茅台业绩将延续增长态势。

图 28：批价上行，利润改善，提振股价表现

图 29：茅台市场表现与白酒板块



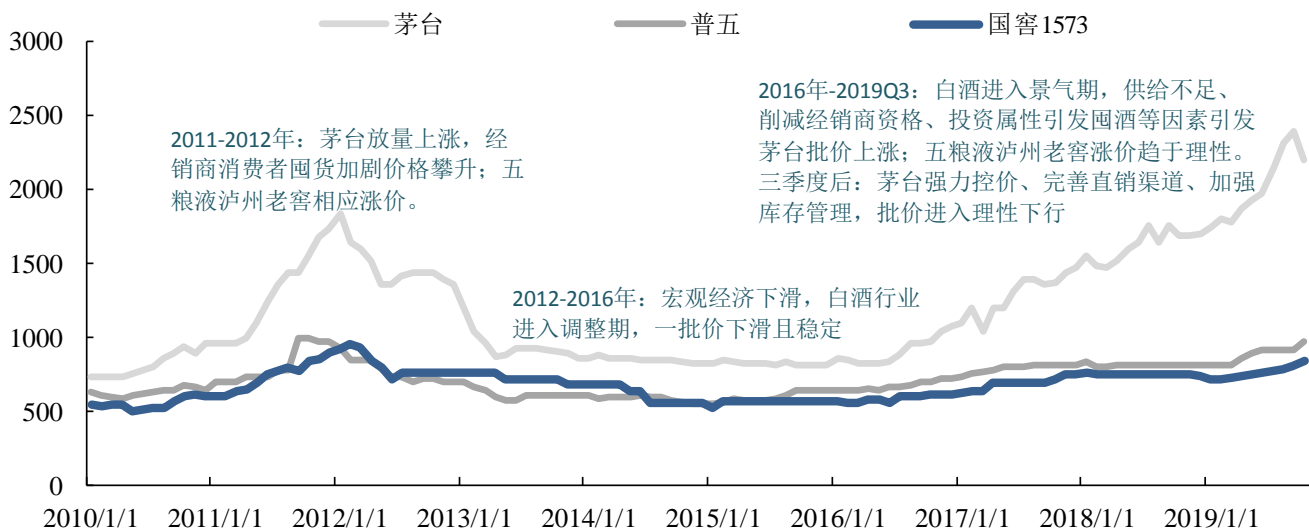
数据来源：Wind，草根调研，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

预计 2020 年五泸享受提价效应，主要依靠放量带动业绩增长。我们预计茅台未来 3 年的供给水平难以满足高端白酒的需求，五粮液、泸州老窖将受益放量。今年以来，五粮液八代普五千元价格带站稳，明年在消费升级背景下白酒终端需求和经销商资源加速向头部集中，普五有望进一步放量，39 度五粮液和 1618 等单品预计有所动作，顺价正循环下明年增量预期足；国窖 1573 年内多次挺货提价，继 8 月初计划外提价 30 元后，10 月下旬公司上调计划外配额价格 20 元/瓶，并将于 11 月中旬上调计划内配额价格 20 元/瓶，价盘稳步上升印证公司品牌力强劲，明年预计将继续保持高速增长。

图 30：茅台、五粮液、国窖 1573 一批价变化(元/瓶)



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

次高端价格天花板明显，渠道管理能力成重点。高端酒价格上涨对于次高端酒的拉动力逐渐下降，一方面上一轮集体涨价后市场仍需消化时间，例如水井坊在 11 月 12 日拟对 52 度典藏大师、臻酿八号等四款产品建议零售价每瓶上涨 20-60 元、酒鬼酒也对每瓶内参酒提价 20 元，但就目前来看市场仍需时间消化；另一方面五粮液、国窖的低度品牌与水晶剑等传统次高端品牌价格相对稳定，锁定其他品牌提价空间。未来在升级

驱动的增量放缓后，渠道力优异的企业将与品牌力叠加形成共振，预计未来分化将进一步加剧。

表 6：剑南春及茅五泸次高端品牌将价格带天花板锁定在 400 元左右（截至 11 月 20 日）

	品牌	产品	规格（500ml）	单瓶价格（元）
高端品牌 下延	茅台	汉酱	51 度	358
		茅台王子酒	53 度	368
	五粮液	五粮特曲精品	52 度	349
	泸州老窖	窖龄 60 年	52 度	338
		窖龄 90 年	52 度	528
次高端单 品	剑南春	水晶剑	52 度	418
	沱牌舍得	品味舍得	52 度	399
		智慧舍得	52 度	668
	水井坊	臻酿八号	52 度	419
		井台装	38 度	479
	山西汾酒	青花 20	53 度	458
	酒鬼酒	红坛	52 度	488
地产名酒	洋河股份	天之蓝	52 度	389
		梦之蓝 M3	52 度	569
	今世缘	国缘 K3	42 度	328
		国缘四开	42 度	588
	古井贡酒	年份原浆 8 年	50 度	409
		年份原浆 16 年	50 度	588
口子窖	口子窖 10 年	46 度	409	

数据来源：公司官网，京东商城，东吴证券研究所

地产酒主要依靠集中与升级，将受益核心价格带中枢上移。区域地产酒将主要依靠区域内部集中度提升及产品升级，全国化进程也将提振业绩。不同于高端、次高端，地产酒与中低端白酒居民消费属性强，显著地受益区域内的核心价格带上移，以安徽省为例，在消费升级+高端涨价的叠加作用下，其中低端市场主流价格带由 30-50 元向 80-150 元跃升，中高端价格带由 80-200 元向 100-300 元价格带跃升，省内龙头古井与口子窖的次高端单品迅速放量。

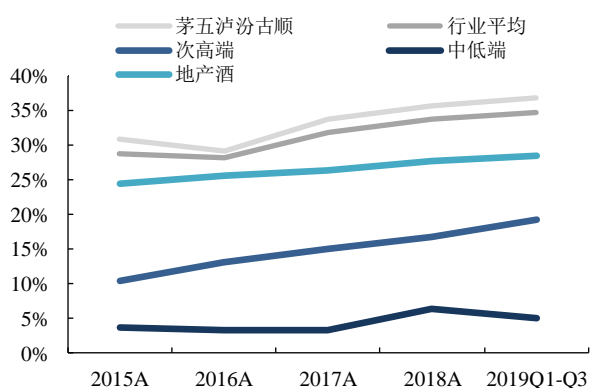
光瓶酒市场持续火热，渠道动能助推牛二、玻汾强化龙头地位。牛二与玻汾强化全国化大单品的品牌优势，同时精细化运作渠道，牛栏山渠道进一步下沉，在山东、江苏、上海等市场保持较快增长；玻汾在东北、华北及华东等地渠道动销状况良好，加大对空白市场的开发。渠道助力使得 19Q3 顺鑫农业白酒业务保持 18% 的增长，玻汾单季增速达到 60%，未来预计二者仍将保持高速增长，集中度有望进一步提升。

3.2.2. 展望明年：把握品牌领先+控费提效+内部改革三条主线

主线一：重视绝对品牌力，把握各价格带龙头机会

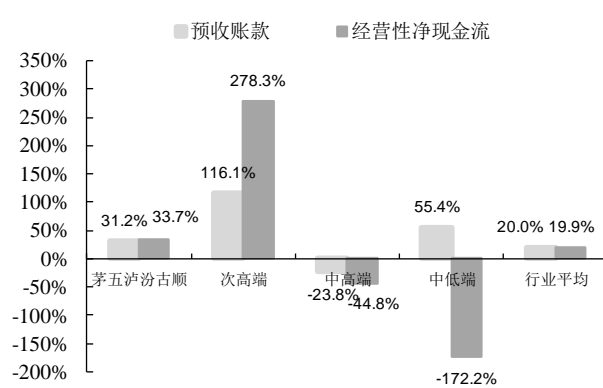
今年以来具备强品牌力的龙头表现出色。主要体现在 1) 带动行业盈利能力提升。19 年前三季度行业平均归母净利率为 34.9%，同比 2015 年+6.1pct，其中各价格带名酒茅五泸+汾酒+古井+顺鑫归母净利率同比+6.0pct，带动行业盈利能力提升。2) 具备强议价权。前三季度行业议价能力提升，预收账款与经营性净现金流均保持近 20% 的涨幅，其中主要依靠名酒带动，其他各价格带现金流质量相对薄弱。3) 提价同时仍放量，印证强大品牌力。今年以来茅台高端产品终端价一路上扬仍供不应求，而五粮液八代普五、国窖 1573 需求同样旺盛，市场存在放量需求；汾酒控盘提价，青花系列在去年高基数下仍实现约 29% 的较快增长；古井贡酒次高端核心产品古 8、古 16 快速放量；顺鑫农业主要以结构升级为目标，目前北京区域黄龙、土豪金、百年增速均快于陈酿。

图 31：名酒拉动行业归母净利率提升



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 32：19Q1-Q3 同比增长，名酒提升行业议价权



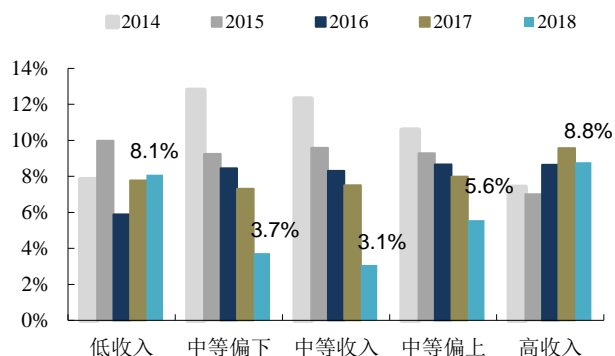
数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计各价格带龙头将继续保持领跑行业的能力，建议关注各价格带龙头，强烈推荐高端白酒茅五泸。其背后的主要逻辑为 1) 收入提升及分化带来的需求刚性与分化。2) 企业内生改革激发企业活力。高端酒方面，需求端居民收入提升及分化带来刚性需求，供给端品牌壁垒深集中度高，治理层面企业内生改革激发活力背景下，以茅五泸为代表的高端白酒景气度仍处上升期，业绩确定性强；其他价格带龙头方面，山西汾酒延续全国化进程，渠道反馈正循环，国改成为业界标杆；古井贡酒享受省内消费升级红利，次高端产品放量，省外市场开拓发力，内部进行混改试点；顺鑫农业白牛二在 15 元价格带延续品牌优势。

居民相对购买力提升，收入出现分化，高端白酒需求刚性，其他价格带消费集中向龙头。根据草根调研及国家统计局的数据，2011 年底城镇人口月薪仅能购买 1.7 瓶飞天茅台，而 18 年底可购数量增长至 3.6 瓶，购买力显著提升。同时我国出现收入财富分化，2018 年收入增速排在前二的群体分别为高收入户与低收入户，增速达到 8.8/8.1%，18

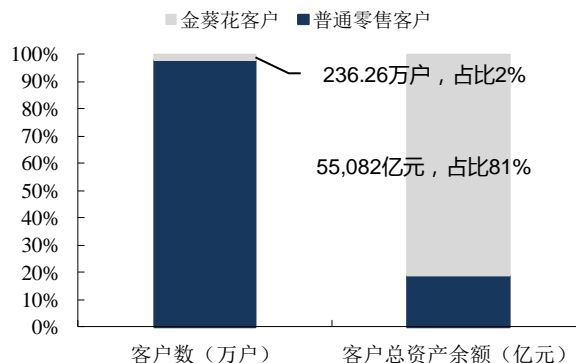
年招行零售业务中 2%的金葵花客户资产规模占比 81%，金葵花用户户均资产达到 233 万元，城乡居民可支配收入与消费支出比仍保持在 2 倍以上水平。高端白酒消费人群收入增速最快，宴请及送礼等社交需求较高（约占 70%以上），高端消费底盘坚实，受益于市场的需求刚性、企业放量，高端白酒量价指标仍将优异，继续强烈推荐。同时财富分化使得消费群体更加追求品牌与品质化，龙头企业渠道推力与渠道精细化打造力强，消费者加速向各价格带龙头集中，利好龙头。

图 33：高收入户收入增速保持较高水平



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

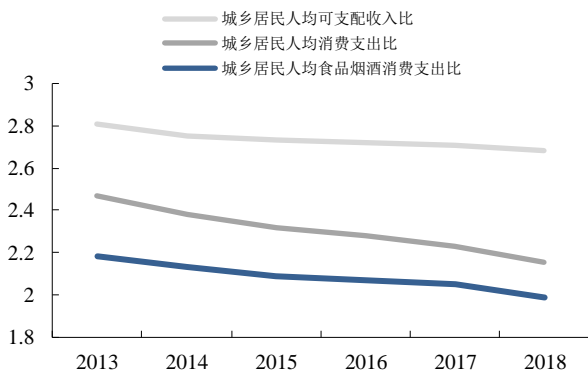
图 34：招行零售业务客户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

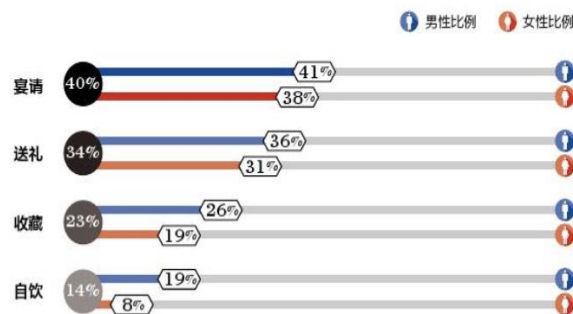
注：金葵花客户指在月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户

图 35：城乡居民消费水平仍相差 2 倍左右



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 36：高净值人群白酒消费场景



数据来源：胡润财富，东吴证券研究所

龙头企业的内生改革将激发企业活力。作为白酒体制改革的经典案例，洋河股份通过两次体制改革，强调管理层激励，激发了企业的活力；而保健酒龙头劲酒在改制之后，业绩同样呈现大爆发的态势。近年来行业龙头公司如茅五泸汾已有多单改革落地，形式包括集团混改、员工及经销商持股、大股东变更等，改革效果显著，公司产品体系日趋完善、业绩大幅增长，未来发展趋势向好。而顺鑫农业、古井贡酒则分别完成了管理层更换和旗下酒店的国改试点，或为未来的国企改革铺路，期待未来混改政策落地。随着改

革的深入，各龙头活力有望进一步释放。

表 7：龙头酒企内部改革释放活力

公司	日期	事件
贵州茅台	2018/5/6	李保芳接任茅台集团及股份公司董事长，启动渠道、生产等多维度变革，聚焦销售体系全面革新，茅台酒和茅台系列酒双轮驱动，积极推动海外市场
	2017/3/23	原四川省经信委党组副书记、副主任李曙光接任五粮液集团董事长，五粮液开启“曙光时代”，公司积极理顺产品与渠道，八代普五站上千元价格带并实现放量
五粮液	2019/9/27	原宜宾市临港国家级经济技术开发区党工委书记兼翠屏区委书记曾从钦担任五粮液集团公司党委副书记、五粮液股份公司党委副书记，公司管理层理念一致，聚焦五粮液品牌价值提升，坚持数字化转型、营销渠道建设，以提升企业生产效率和业务运作活力的目的展开集团人才队伍、业务结构的建设
泸州老窖	2015/7/1	泸州老窖股份公司发布公告选举刘淼为董事长，聘任林峰为总经理。10月张良出任集团董事长一职；11月孙跃出任集团总裁，新一代管理层形成。公司严格按照“国窖”和“泸州老窖”的“双品牌”战略实施品牌及产品管理，多次调整价格，清理过度开发品牌，以品牌专营取代柒泉模式，全国化招商，改革引导集团走出困境
山西汾酒	2017/2/23	汾酒集团开启国企考核、人事制度等方面改革，签订“经营业绩目标责任书”，2018年即提前完成当年业绩目标，酒类销售 110 亿元人民币，同比增长 34%
古井贡酒	2018/11	集团旗下安徽古井酒店发展股份有限公司向母公司、非公资本战略投资者、持股员工三方定向增发，将古井酒店改制为国有资本直接控股、非公有资本参股、员工持股的混合所有制公司，试点改革完成
顺鑫农业	2018/4/10	公告聘任安元芝为顺鑫农业总经理，聘请李秋生任副总经理，新管理层对资本市场了解较为深入，或为进一步推进国企改革铺路

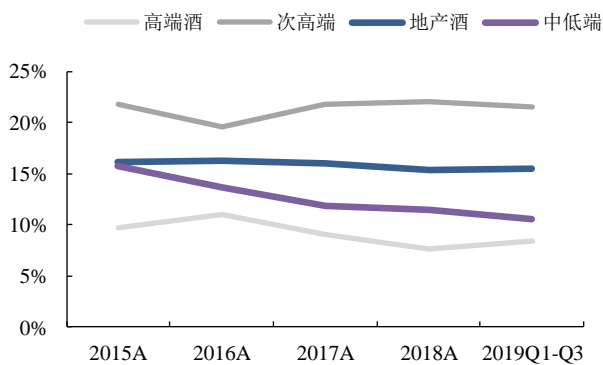
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

主线二：规模效应+费率下行，把握利润反弹机会

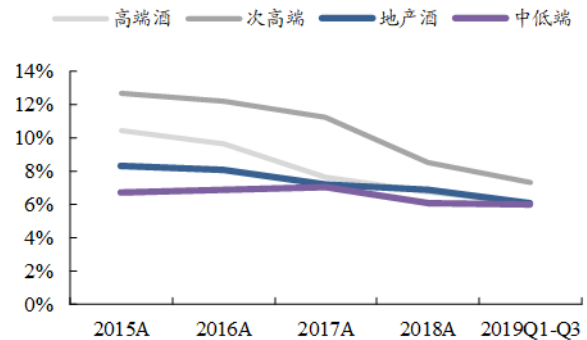
白酒行业规模效应进一步体现，费用管控能力增强。消费升级背景下白酒行业结构升级趋势明显，规模效应逐步显现，整体呈现毛利率上行+费率下行的局面。19Q1-Q3 行业毛利率中位数为 72.5%（相比 2015 年+10.6pct），行业销售费用同比+15.3%，但销售费用率却-0.2pct，管理+研发费用同比+12.2%，但管理+研发费用率却-0.3pct，规模效应下行业的销售效率、运营效率以及整体管理能力均有所提升。板块利润弹性明显，19 年前三季度销售净利率中位数为 21.7%（相比 2015 年+7.7%）。

图 37：行业销售费用/营收预计将维持现有水平

图 38：全行业（管理+研发费用）/营收呈下降趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

白酒行业历来规模效应明显。白酒企业在规模扩张时期,通过增加销售费用推广核心单品,在一定时期会拖累净利率,之后随着产品放量公司逐渐形成规模效应,销量增加将进一步提升公司净利率形成有效正反馈。我们按营收为标准选取不同规模的酒企进行比较,整体来看随着公司营收规模的扩大,其销售费用率呈现稳步下降的趋势,盈利能力不断增强,呈现明显的规模效应。

部分企业进入规模效应的正反馈阶段,关注利润弹性。以山西汾酒、水井坊、古井贡酒为例,三家公司在扩张初期,均出现了营收增加但净利率下滑的现象,该阶段后规模效应开始形成正向反馈。山西汾酒通过“13313”全国化布局青花+玻汾系列,水井坊通过“蘑菇战略”,古井贡酒通过省内+省外同步扩张的政策推动产品结构升级放量。三家企业的销售费用率与管理费用率走低,净利率明显提升,我们预计三家公司未来仍将处于扩张放量期,费率管控下仍存在较大的利润弹性,有望带动估值上行。

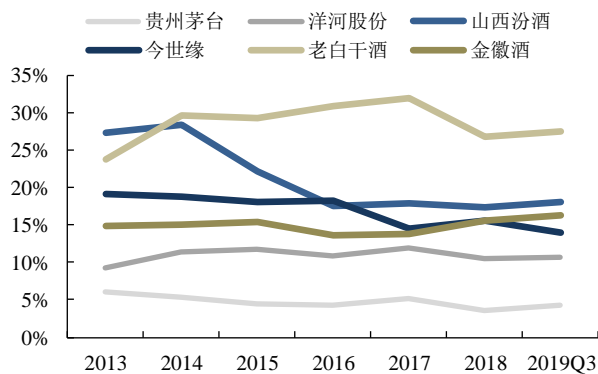
表 8: 不同规模企业盈利能力比较 (2019 年 Q3 数据 单位: 亿元)

	营业收入	净利润	销售费用率	毛利率	净利率	ROE (加权)
贵州茅台 (营收 500 亿+)	609	324	4.3%	91.5%	53.2%	24.9%
洋河股份 (营收 200 亿+)	211	72	10.8%	71.7%	33.9%	20.2%
山西汾酒 (营收 100 亿)	91	18	18.2%	69.2%	19.9%	24.7%
今世缘 (营收 50 亿)	41	13	14.0%	72.5%	31.5%	19.7%
老白干酒 (营收 30 亿)	28	3	27.6%	62.3%	9.6%	8.8%
金徽酒 (营收 10 亿)	11	2	16.2%	60.0%	14.7%	7.4%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

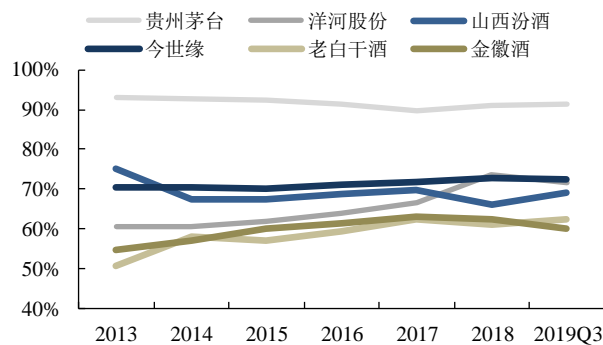
图 39: 不同规模酒企销售费用率比较

图 40: 不同规模酒企毛利率比较



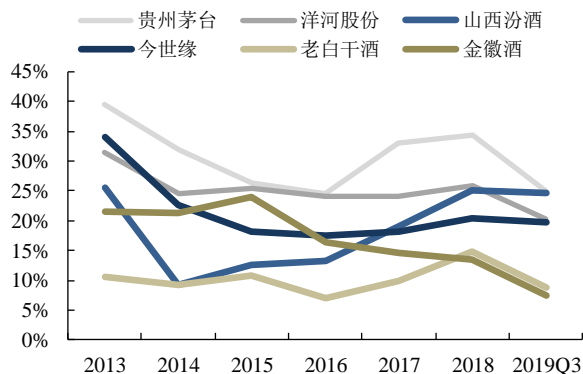
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 不同规模酒企 ROE (加权) 比较

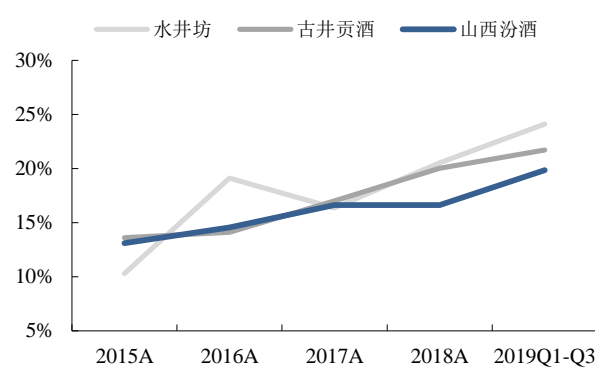


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 42: 费用效率提升, 净利率上行, 公司利润弹性显著



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

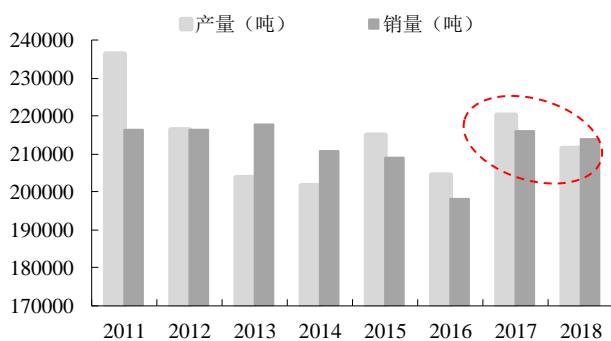
主线三: 聚焦内部变革, 把握困境反转机会

洋河进入深度调整期, 内部变革有望带来困境反转。2018Q3 起草根调研显示洋河股份渠道库存压力较大, 渠道反馈负循环; 报表层面 2019Q2 进入调整期, 19 年前三季度营收/归母净利同比+0.63/1.53%。公司目前处于深度调整期, 刘化霜总担任洋河股份有限公司副总裁后将去化库存、提升价盘、恢复渠道向心力作为首要目标。经 2019Q3 调整后我们草根调研与走访, 省内梦之蓝价盘有所回升 (M3 批价上升 5 元, M6 上升 5-10 元), 动销保持惯性增长, 渠道盈利逐渐恢复, 库存同比大幅降低; 省外市场河南、山东增速明显好于省内。同时公司于 2019 年 10 月宣布股权激励计划以进一步激发企业组织活力, 内部变革红利将延续。

洋河股份治理能力、渠道建设与营销水平均处全国白酒企业前列, 目前针对性调整库存, 精细化运作南京、盐城等重点市场恢复渠道信心, 经历 19Q3 一个旺季阵痛后清库存成果显著, 预计 2020 年去化库存恢复动能可期。目前与同业比较, 公司 PE 为 18X 位于行业低位 (行业平均 PE 为 36X), 而以历史估值相比公司也处于明显的回调期, 待

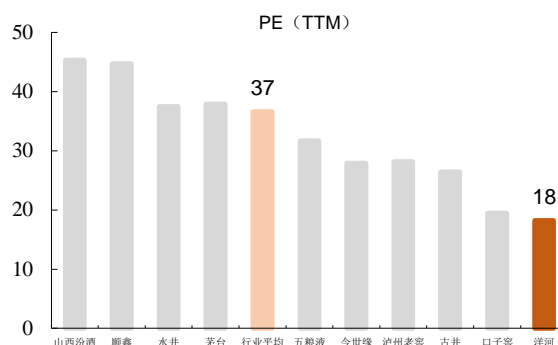
调整期结束公司预计将迎来困境反转机会。

图 43：洋河仍处于去化库存周期



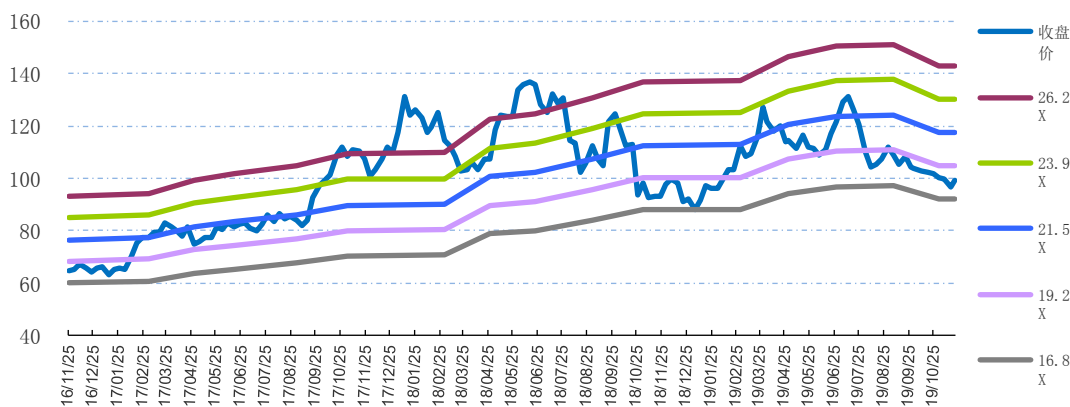
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 44：洋河估值位于行业低位（截至 19.11.20）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 45：洋河估值水平目前处于调整期（截至 2019.11.20）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

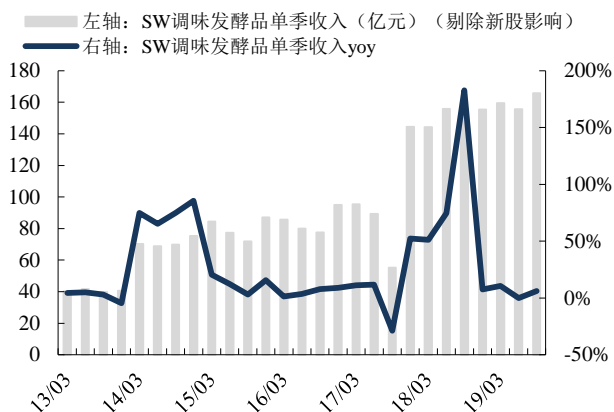
4. 大众品：CPI 上涨下的分化，龙头提价提效机遇期

4.1. 调味品：CPI 上涨期提价顺畅，抗周期属性强

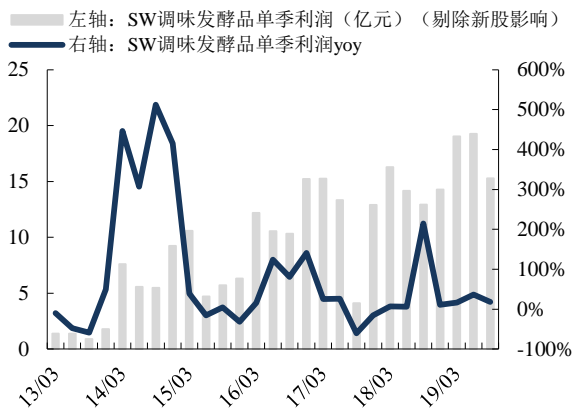
19Q3 调味品板块实现稳增长。19Q3 调味品板块收入同增 6.1% (增速环比+6.2pct)，受成本上升影响，毛利率波动，同比-0.1pct，因成本上升调控费用+规模效应凸显，销售费用率同比降低 1.5pct，由此，19Q3 板块利润同增 18.3%。从子行业看，酱油板块中，海天、中炬延续 19H1 的良好增长态势，省内外市场共发展、渠道扩张推动千禾味业增长；食醋板块中，Q3 恒顺收入、利润增长环比提速；榨菜龙头涪陵榨菜 Q3 去库存进行时，叠加渠道费用投入加大，公司业绩短期调整中。

图 46：调味品板块分季度收入及增速

图 47：调味品板块分季度利润及增速



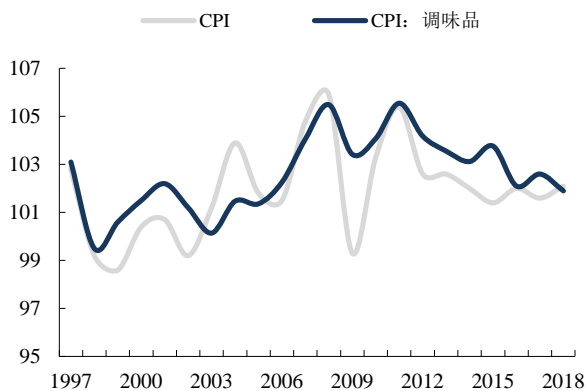
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

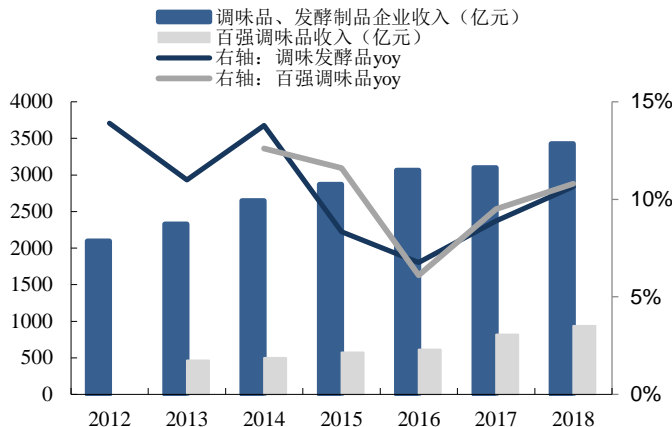
从行业价格走势看，调味品 CPI 一般高于整体 CPI，16 年下半年开始物流成本、纸箱价格上涨明显，猪周期推动下，CPI 增长加速，推动 16-17 年调味品公司先后提价转移成本。从行业格局看，群雄逐鹿期，调味品板块增速要高于头部（百强）企业增速，17 年开始，头部企业增速开始表现出稍微领先的态势，我们认为大众餐饮崛起成为本轮调味品增长的重要推手，预计伴随消费升级和头部企业的区域扩张+渠道下沉，中小产能或有望逐渐被头部产能替代。

图 48: CPI 与调味品 CPI 走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 49: 调味品行业规模和增速

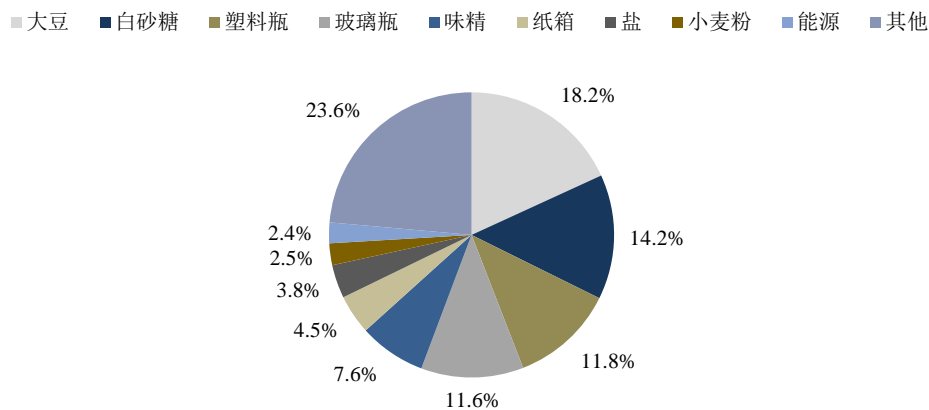


数据来源：Wind，东吴证券研究所

调味品一般 2-3 年为一轮提价周期，原材料波动为成本上涨被动因素。从提价接受度看，相较于其他食品饮料细分行业而言，调味品消费占比低、频率低，调味品在居民消费中占比仅 1%，一般购买频率在 1-2 月/次，提价敏感度低，公司一般以成本上涨期为契机，实现毛利率的跃升。从成本构成上看，以海天为例，大豆、白砂糖等成本占比约为 18.2/14.2%，包装材料塑料和玻璃占比各为 11.8/11.6%，年初至今大豆/白砂糖/塑料/玻璃涨幅-2/-2/-1/4%。从提价节奏看，企业提价不光是出于成本上涨的考虑，我们看到在两次猪周期尾声（猪肉价格同比增速由正转负的节点）也恰好是调味品公司密集提价期，在这一阶段消费者对 CPI 上涨已有预期，提价传导更通畅。展望 2020 年，贸易战

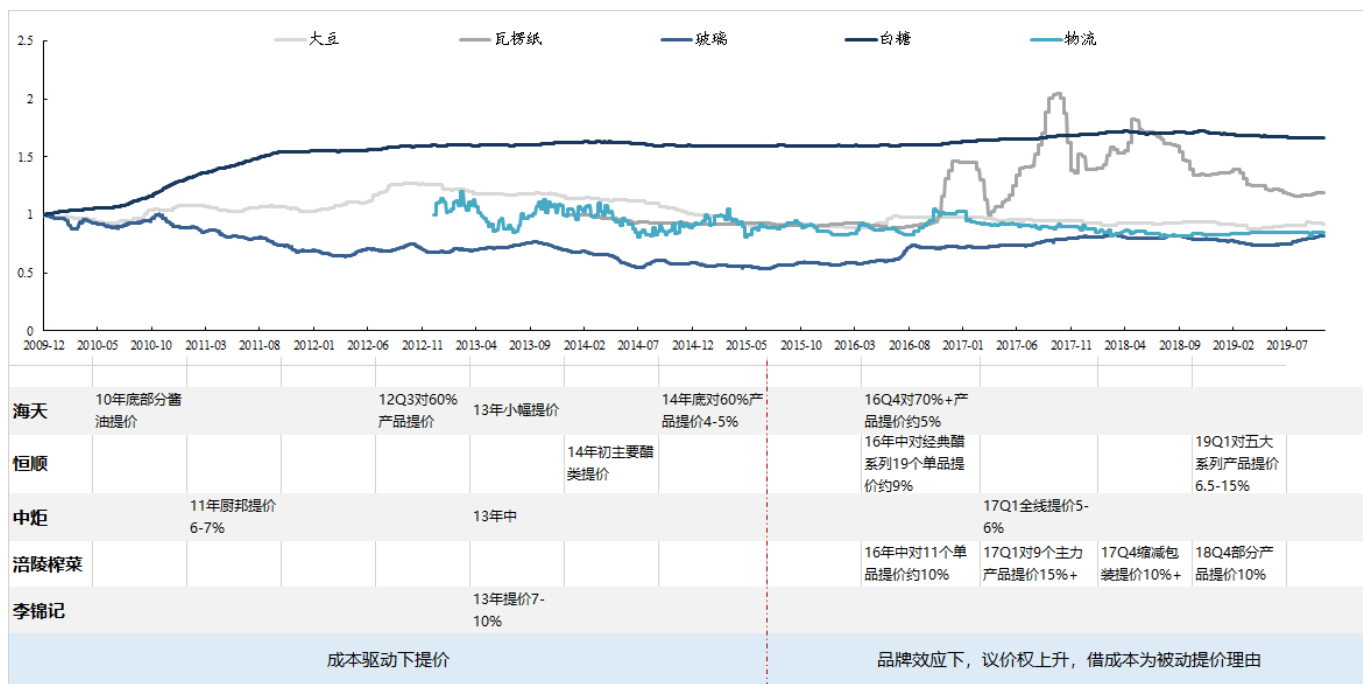
谈判局势若有缓和，大豆价格或将保持平稳；但受到环保因素影响，玻璃价格维持高位；瓦楞纸价格 11 月有提价可能，中小产能出清或将助推瓦楞纸成本上涨，故不排除 2020 年各调味品公司提价可能。

图 50：海天成本构成（13 年 1-11 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 51：成本上涨与提价周期



数据来源：糖酒快讯，中国糖酒网，Wind，东吴证券研究所

注：玻璃、白糖、大豆以 2009/12/31 为基点，物流以 2013/1/2 为基点，瓦楞纸以 2013/12/31 为基点

以海天为例看调味品提价公司提价节奏与提价能力，我们可以看到公司上市后每轮提价都表现为明显的戴维斯双击。2010 年和 2012 年先后两次提价，相应地，2011 年和 2013 年公司的毛利率提升最为迅速，增幅分别为 2.9/2pct。与之相比，其 2010 年和 2012 年的毛利率增幅分别为 -5.45/1.38 pct，提价对毛利率提升的贡献可见一斑。2010 年

提价主要为市场需求旺盛（当年收入增速 23%）+ 黄豆价格上升，12 年提价则主要为缓解成本压力，14 年底提价主要为理顺渠道利润，由此带来的是 15 年毛利率提升幅度弱于上一轮提价，但 16 年显示出较大的利润空间，这其中包括经销商信心充足后更强的区域开拓能力，另一方面是销量上升后规模效应的体现。16 年底公司再度提价，对应 17 年毛利率提高 1.7pct，净利率提高 1.4pct。除直接提价外，公司也积极推出升级产品实现产品结构优化，目前公司高中低端酱油占比已经由早期的 1: 6: 3 转化为 3: 6: 1，高端酱油占比达到 35%。14 年公司提价后对应 3 个月/6 个月/一年的股价收益率为 30/44/33%；16 年提价后对应 3 个月/6 个月/一年的股价收益率为 17/26/52%。**海天因产品结构原因，19Q1-3 毛利率有所波动。**伴随品类扩张，结构性影响下，公司 19Q1-3 毛利率较去年同期下降 2pct，我们认为在包装成本上涨的背景下，公司或有提价可能。

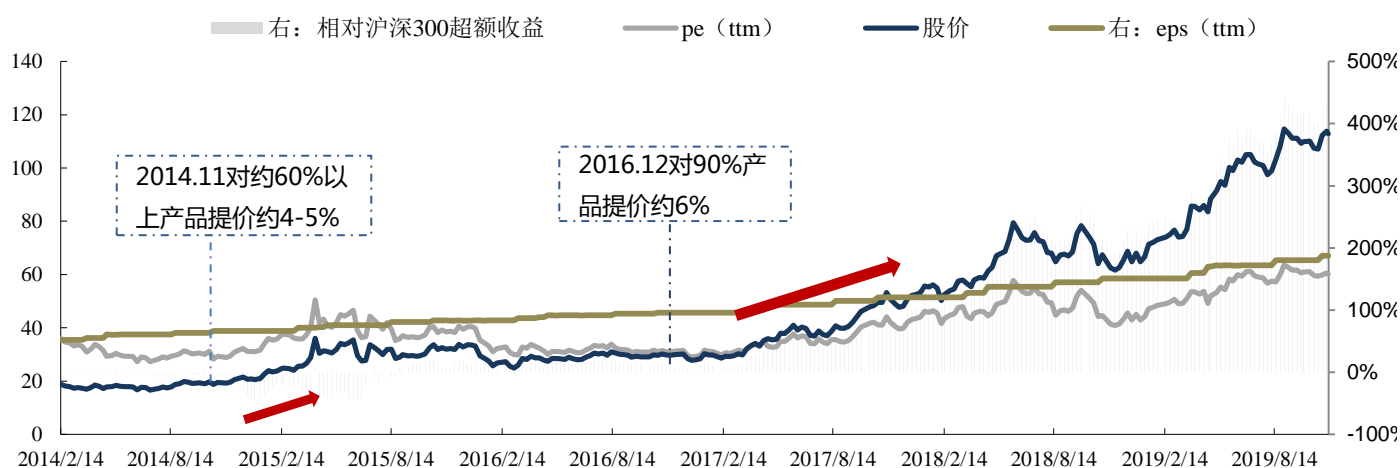
表 9：海天历年收入量价变动拆分及效益变动走势

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3
营业总收入											
(亿元)	55	61	71	84	98	113	125	146	170	127	148
yoy	23.0%	10.4%	16.1%	18.8%	16.8%	15.0%	10.3%	17.1%	16.8%	17.2%	16.6%
其中：酱油	40	41	47	56	63	67	76	88	102		
蚝油	6	7	9	11	13	18	19	23	29		
酱类	6	8	10	12	15	18	18	20	21		
	吨价 (千元/吨)										
其中：酱油	4.2	4.6	4.6		4.9	5.0	5.1	5.4	5.5		
蚝油	7.5	6.7	6.8		7.2	8.4	8.5	9.8	12.0		
酱类	3.9	4.7	4.7		5.0	4.5	4.3	4.2	3.5		
销量 (万吨)											
其中：酱油	93.5	89.8	102.6		129.3	134.3	148.0	163.6	187.8	39.7	
蚝油	8.0	10.8	13.0		18.7	21.2	21.8	23.1	23.8		
酱类	14.9	17.1	21.0		30.8	40.1	42.7	48.5	60.4		
吨价 yoy											
其中：酱油		8.5%	0.4%			2.6%	2.3%	5.5%	0.9%		
蚝油		-11.1%	1.6%			17.5%	1.7%	14.6%	22.4%		
酱类		20.5%	0.2%			-9.0%	-6.0%	-1.0%	-17.7%		
销量 yoy											
其中：酱油		-4.0%	14.3%			3.9%	10.3%	10.5%	14.8%		
蚝油		34.8%	20.6%			13.1%	3.0%	6.2%	3.0%		
酱类		15.0%	22.6%			30.0%	6.5%	13.6%	24.7%		
毛利率	33.0%	35.9%	37.3%	39.2%	40.4%	41.9%	44.0%	45.7%	46.5%	46.5%	44.5%
同比 (pct)	-5.5	2.9	1.4	2.0	1.2	1.5	2.0	1.7	0.8		-2.0
其中：酱油	33.6%	37.8%	39.1%	40.7%	41.9%	44.3%	47.5%	49.5%	50.6%		

蚝油	28.8%	29.5%	33.1%	35.2%	35.2%	36.9%	38.2%	39.1%	40.9%		
酱类	36.2%	34.3%	32.9%	37.0%	40.8%	44.1%	44.7%	45.4%	47.8%		
净利率	14.8%	15.7%	17.1%	19.1%	21.3%	22.2%	22.8%	24.2%	25.6%	25.6%	25.9%
同比 (pct)		0.9	1.4	2.0	2.2	0.9	0.6	1.4	1.4		0.3
提价节奏	2010 年底对酱油类产品小幅提价		2012.7-9 对半数以上产品提价		2014.11 对约60%以上产品提价约4-5%		2016.12 对90%产品提价约6%				

数据来源：公司公告，草根调研，东吴证券研究所

图 52：海天股价走势

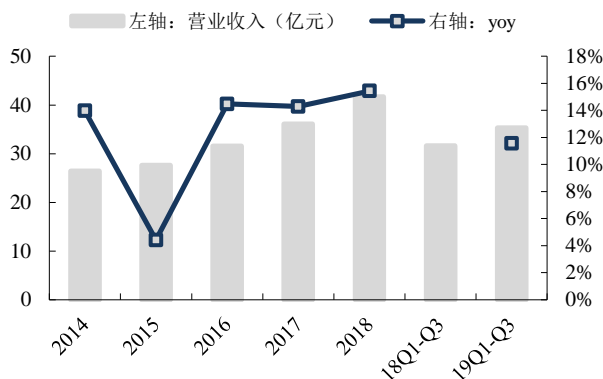


数据来源：Wind，东吴证券研究所

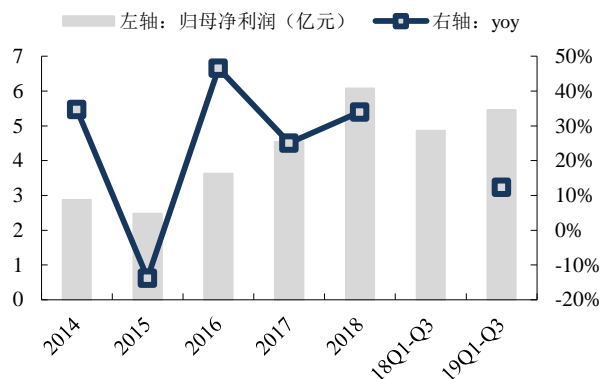
中炬高新：激励配套目标，全国化+新品迈向双百目标。年中公司出台新的绩效考核与薪酬激励制度，更侧重于对收入的考核，与公司五年“双百”的目标一致；奖金分配倾向向中层业务骨干；推出超额奖励奖金包。新管理层对公司发展战略已经明晰，激励配套做出相应改进，激发活力释放潜力，迈向五年双百。19H1 已经完成了多品类产品的《2019-2023 年产品开发初步计划》，预计未来产品开发力度将加大，新品升级值得期待，19 年前三季小品类增速始终亮眼。19Q3 末经销商 1009 家，环比净增 34 家，主要增长区域为中西部及北部区域，渠道开拓加速，经销商扩张有力，驱动收入增长。

图 53：中炬高新收入及增速

图 54：中炬高新业绩及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

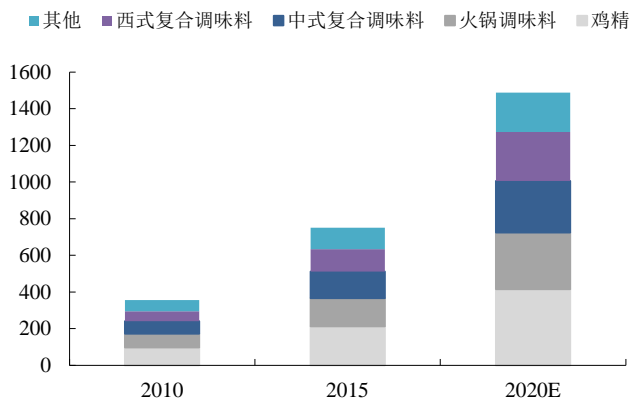


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

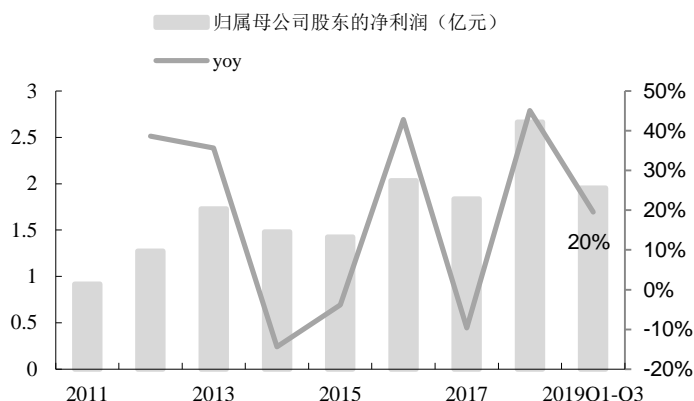
从细分行业看，复合调味料高增长，天味品牌焕新、推进全国化。F&S 预计 15-20 年复合调味料行业 CAGR 14.7%，其中中式复合调味料 CAGR 16.9%，预计 2020 年中式复合调味料行业规模可达到 280 亿元。火锅底料市场中前三的红九九/颐海/天味市占率分别为 9/8/7%，市场集中度仍低。天味立足四川走向全国，两大品牌——大红袍主营火锅底料、好人家主营川菜配料，对销售市场进行全面下沉，拓展经销商数量，销售市场进行全面下沉，拓展经销商数量，截至 19H1 公司经销商 882 家，销售网络覆盖约 32 万个零售终端、5.96 万个商超卖场和 4.2 万家餐饮连锁单店。

图 55: 复合调味料行业规模（亿元）及增速

图 56: 天味食品业绩走势



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所



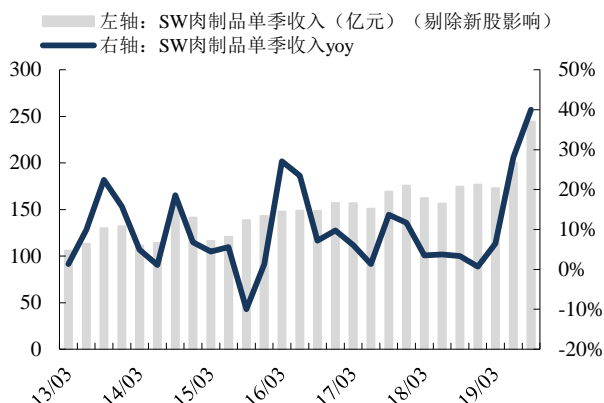
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 肉制品：成本上涨期龙头占份额，成本回落后打开利润空间

成本上升期，占份额快于提业绩。19Q3 肉制品板块收入同增 39.9%，受成本上升影响，毛利率同比-3.2pct，销售费用率同比降低 0.34pct，由此，19Q3 板块利润同增 17%（增速环比-3.4%）。双汇通过库存和进口调用，Q3 业绩大超市场预期；安井亦通过涨

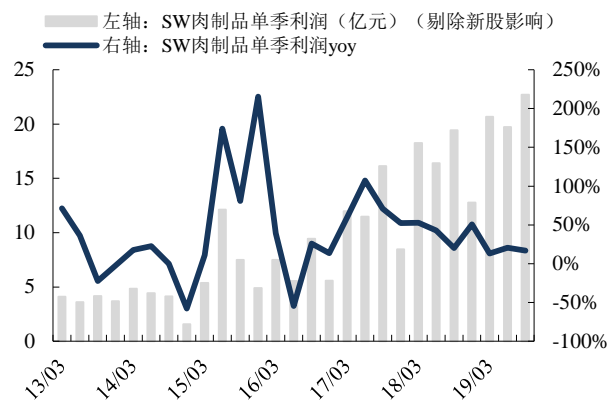
价减少成本上升影响。

图 57：肉制品板块分季度收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

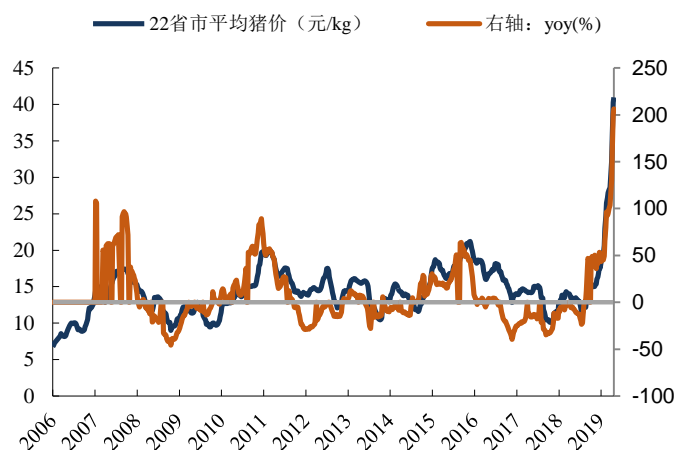
图 58：肉制品板块分季度利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

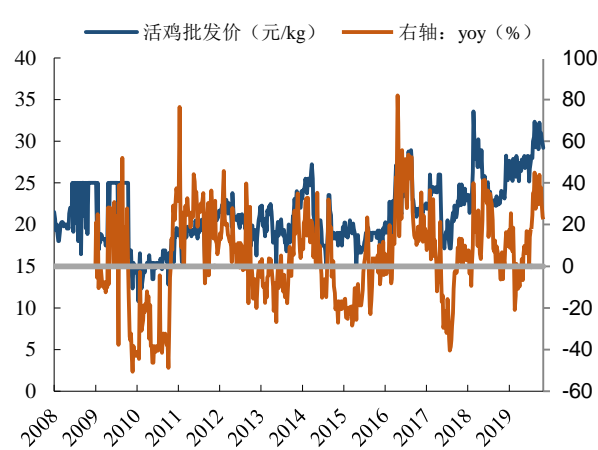
成本上涨期，挑战即是机遇。在非洲猪瘟和环保政策趋严双重因素催化下，我们进入新一轮加速的猪周期中，表现为猪肉价格上涨更快、价格更高，截至 19 年 11 月，22 省市平均猪肉价格达到 41 元/kg，几乎为上一轮周期高点的两倍，猪肉成本上涨亦带动家禽价格上升，19Q3 至今活鸡批发价稳定在 30 元左右，较同期约+30%。原材料成本高企，导致部分肉制品企业承压，但是我们也可以看到成本上涨周期，中小企业成本转移能力差，产能出清加速龙头集中，而大厂通过调节肉制品原材料结构、生产效率提高、发挥进口优势、合理提价等手段的综合运用下，实现成本的转移，毛利率的维稳，费用有效控制。19Q3 安井/双汇毛利率分别为 23.9%（同比-1.73pct）/19.24%（同比-1.9pct），单季净利润同比增长 34.95%/21.85%。

图 59：全国 22 省生猪价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 60：活鸡批发价走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

安井猪周期中实现价格企稳，转型高质中高价。13-16 年猪肉成本上涨周期，公司定位先规模后利润，吨价有所下降但销量保持高增长，至 16 年（上一轮猪周期顶点）鱼糜/肉/米面销量较 13 年分别增长 91%/140%/67%，猪周期回落时期，17 年开始公司定位

开始逐步向高质中高价深度转型，肉制品单价开始逐步回升，经 17 年的调整后，18 年收入增速回升，当年鱼糜/肉/米面毛利率分别同比+1.2/2.2/-0.8pct。

本轮周期中，公司基本保持在行业提价节奏的后程开启涨价，实现在成本上周周期进一步提升市场份额。在行业普遍提价的背景下，9 月初，公司减少促销力度，覆盖产品约占 70%，涨幅约 2-5%；10 月底，对含肉制品直接提价，单价涨幅约 7-8%，不考虑销量变化下，增加收入约 4.7 亿元，我们预计两次提价大约能覆盖 80-90%的成本上涨。结合我们测算和调研来看，公司目前猪肉/鸡肉/鱼糜制品库存用量分别约为 5/1-2/4 个月。在 19H2 和 20H1 公司有足够冻品储备应对成本上涨，在 2020H2 阶段，如果猪肉价格逐步回落，即使安井渠道优惠适度加大，也可借此实现毛利率提升，2020H2 开始毛利率具备 0.5+pct 的弹性，若考虑产品结构升级则利润弹性更大。

表 10：安井部分收入量价拆分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入 (亿元)	17.9	22.2	25.6	30.0	34.8	42.6
yoy	25.2%	24.3%	15.4%	17.0%	16.3%	22.2%
(1) 速冻鱼糜制品业务						
收入 (亿元)	7.1	8.6	9.6	11.1	12.9	15.7
yoy	17.9%	21.3%	11.1%	15.6%	16.7%	21.3%
销量 (吨)	5.3	6.7	8.2	10.1	11.7	14
单价 (万元/吨)	1.34	1.28	1.17	1.10	1.10	1.10
毛利率 (%)	28.3%	29.5%	25.3%	25.5%	24.7%	25.9%
(2) 速冻肉制品业务						
收入 (亿元)	5.0	6.9	7.9	9.0	9.9	11.9
yoy	36.7%	36.4%	14.7%	15.0%	9.4%	20.7%
销量 (吨)	3.4	5.2	6.6	8.1	8.5	10.2
单价 (万元/吨)	1.49	1.32	1.19	1.12	1.16	1.18
毛利率 (%)	27.8%	25.9%	28.9%	24.9%	24.5%	26.7%
(3) 速冻面米制品业务						
收入 (亿元)	4.7	5.6	6.8	7.7	9.3	11.0
yoy	16.3%	17.9%	21.9%	14.0%	19.7%	18.6%
销量 (吨)	5.4	6.4	7.9	9.1	10.3	11.9
单价 (万元/吨)	0.87	0.87	0.86	0.85	0.90	0.92
毛利率 (%)	26.6%	26.5%	25.8%	28.3%	26.9%	26.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 11：安井原材料构成及库存用量测算 (单位：亿元)

18 年原材料用量	18 年底原材料库存	考虑单价变动后年末	测算实际库存
-----------	------------	-----------	--------

			库存/当年用量	用量
鱼糜类	5.54	2.09	35.6%	约 4 个月
肉类	6.16	1.25	19.7%	
其中：猪肉类	2.23	0.77	38.6%	约 5 个月
鸡肉类	3.88	0.46	11.3%	1-2 个月
粉类	3.91	0.17	4.2%	不到 1 个月
合计	15.60	3.51		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 12：安井历年存货变动（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q3	2019Q3
存货	3.48	4.77	5.72	5.87	7.38	8.04	11.63	8.77	12.81
yoy		37%	20%	3%	26%	9%	45%	32%	46%
发出商品		2.51	2.66	3.47	4.22	4.73	5.86		
原材料		1.31	1.53	1.43	2.12	2.07	3.97		
库存商品		0.72	1.22	0.71	0.82	0.95	1.46		
在产品		0.03	0.02	0.03	0.02	0.02	0.06		
周转材料		0.19	0.29	0.24	0.20	0.28	0.33		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 13：安井 19 年原材料成本上涨测算

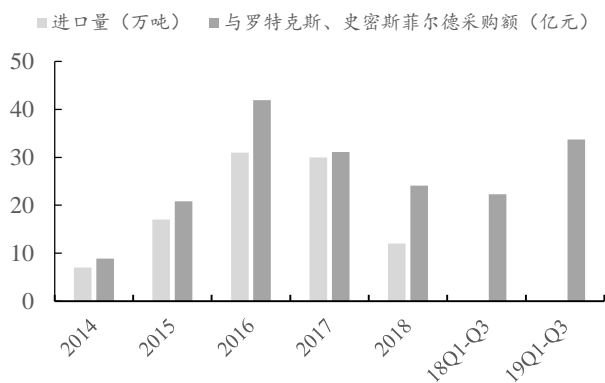
	鱼糜类	肉类	其中：猪肉	鸡肉	粉类	其他材料	合计
18 年原材料用量（亿元）	5.54	6.16	2.23	3.88	3.91	8.19	23.80
/直接材料合计	23%	26%	9%	16%	16%	34%	
假设：							
19 年用量 yoy	12%		-20%	20%	10%	10%	
19 年成本价 yoy	5%		100%	50%	2%	2%	
19 年原材料用量（亿元）	6.51	10.56	3.57	6.99	4.38	9.19	30.65
成本上涨（不考虑销量）	0.31	4.11	1.78	2.33	0.09	0.18	4.69

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

双汇库存+进口有效减缓猪肉成本上涨影响。18/19 年公司拟与罗特克斯关联交易计划采购金额分别为 36/55 亿元，18 年实际关联采购交易额为 24 亿元，19H1/19Q3/19 年 10 月分别为 15/18.7/6 亿元，11-12 月剩余进口额度为 15 亿元，在猪肉成本上涨周期，进口有效摊薄成本。截至 19Q3 双汇存货 77.6 亿元，环比 Q2 增加 5.6 亿元，处于历史高位，我们预计冻品库存以冻猪肉为主，彰显公司应对猪瘟余力。我们测算双汇肉制品库存用量在半年以上，预计在 Q4 库存和进口肉将持续体现成本控制能力。推算 Q3 末

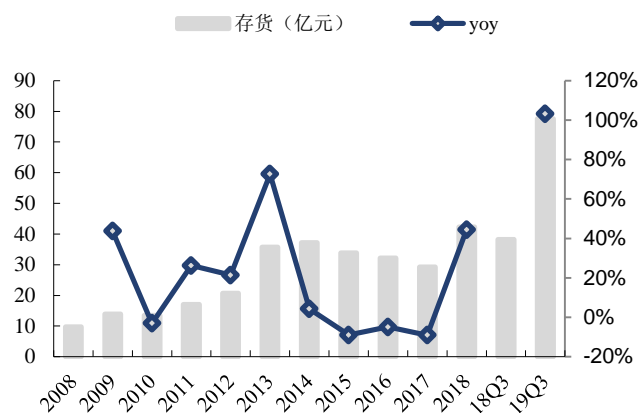
库存猪肉的成本约在 20 元/kg，19Q3 市场平均猪肉价格约在 30 元/kg，如能保持良好的成本掌控能力，业绩释放可期待。

图 61：双汇冻肉进口规模



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 62：双汇存货



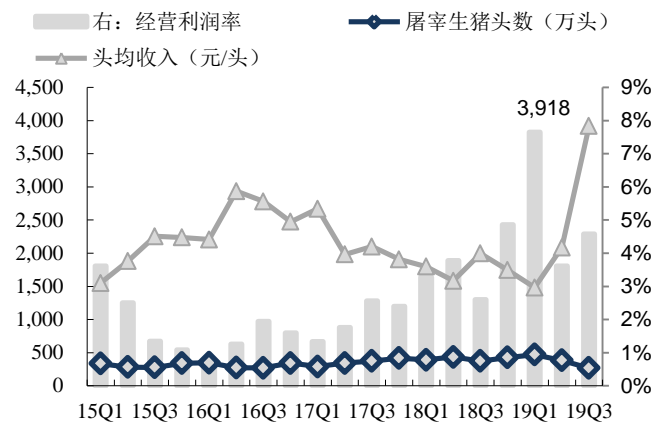
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

双汇屠宰享全国化布局优势，肉制品时隔多年重新开启大幅提价节奏。

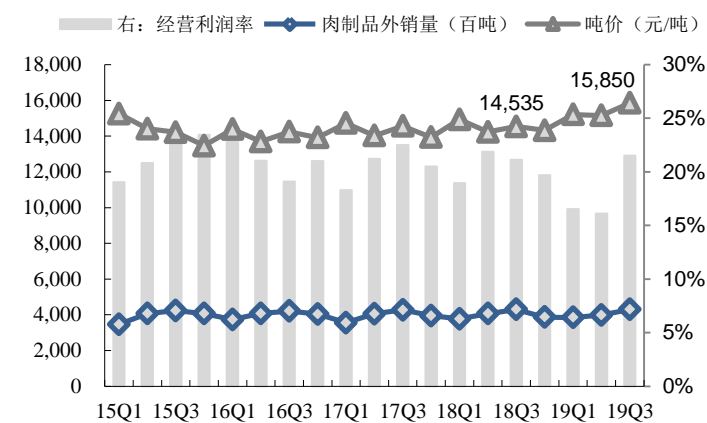
- 屠宰：**16Q2 猪肉价格高点达 21 元/公斤，对应 Q2 头均收入 2935 元也达到高点（环比+33%，同比+56%），成本高企，Q3 双汇屠宰量降至 271 万头，到近年低点；此后猪肉价格逐渐回落，屠宰上量，但头均收入回落较慢，实现了经营利润率提高。此轮猪周期下，受益于全国化布局优势（跨省调运能力），冻肉库存，19Q3 双汇屠宰头均收入达到新高 3918 元（环比+88%），在猪价持续上涨的背景下，Q3 仍实现经营利润率 4.6%（环比+1pct）。此外，在非洲猪瘟和环保背景下，屠宰龙头集中趋势加速，挑战亦是机遇。
- 肉制品：**公司于 18 年底、19 年 4 月两次提价幅度 2.5% 左右，19 年 7 月初提价幅度 4-5%，累计提价幅度接近 10%，对应 19Q3 肉制品吨价提升约 9%，基本与提价节奏吻合。考虑原材料成本高企，11 月仍有提价可能性，预计伴随猪肉价格在 2020 年达到高点，双汇肉制品吨价有望保持较高水平，在成本回落周期，公司若能实现吨价企稳，成本下降，便可享受毛利率提升红利。

图 63：双汇屠宰业务表现

图 64：双汇肉制品业务表现



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



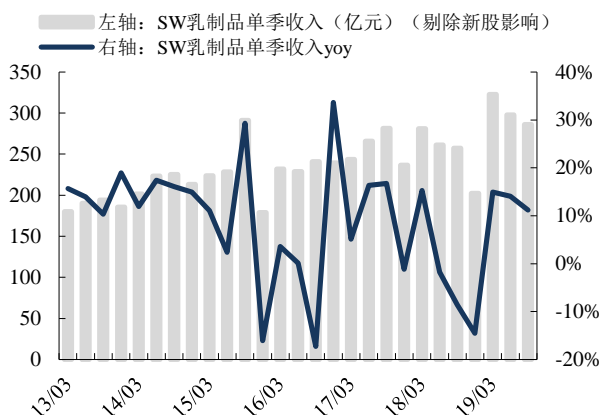
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 乳制品: 行业增速放缓, 大健康为长期趋势

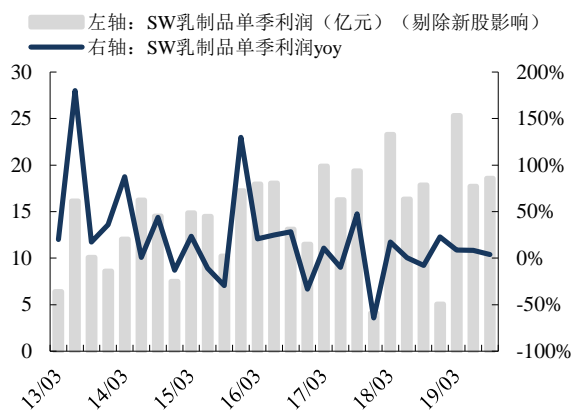
19Q3 乳制品板块收入增速略有放缓, 旺季促销力度下降缓解成本压力。19Q3 乳制品板块收入同增 11.2% (增速环比-2.9pct), 受原奶成本上升影响, 毛利率同比-0.4pct, 销售费用率同比降低 1.8pct, 由此, 19Q3 板块利润同增 4% (增速环比-4.4pct)。

图 65: 乳制品板块分季度收入及增速

图 66: 乳制品板块分季度利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

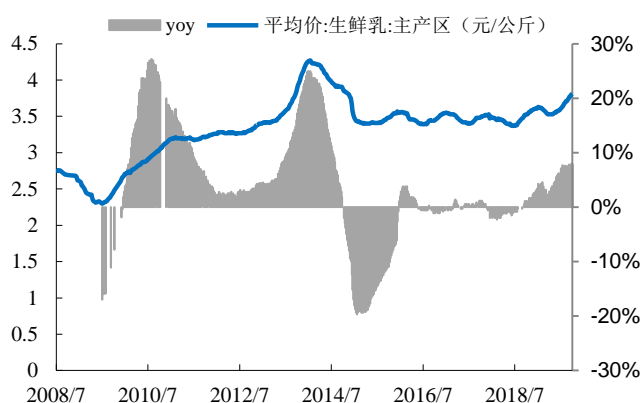


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

头部乳企加强向上游延伸。IFCN 数据显示, 伊利、蒙牛收奶量占全国收奶量约 40%。战略上蒙牛坐拥现代牧业, 伊利国内收购赛科星, 海外布局 westland, 头部乳企加强向上游延伸。此外, 伊利通过技术帮扶、供应链金融等方式加大对上游的支持力度, 帮助扩产、提高单产, 更在 18 年底加大了扶持力度, 加强了上游合作的粘性。19Q3 主产区生鲜乳成本同比增加 7% (增速环比+3.5pct), 伊利、蒙牛 Q3 收奶价格同比上涨约 8%, 我们认为这体现了 1) 两强高端奶源布局多 2) 上游良性可持续的合作关系而非挤压关系。

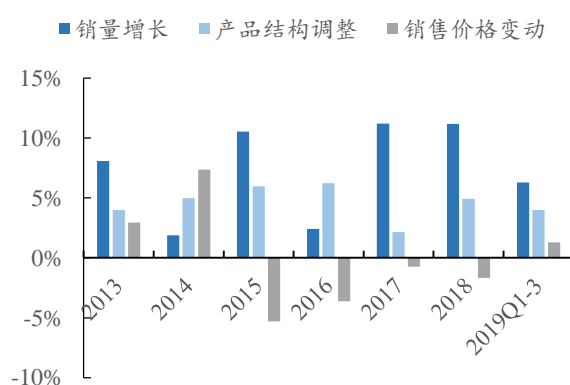
旺季来临价格战放缓。伊利 Q3 仍实现毛利率 35.99% (+0.19pct)，可见其成本管控水平。Q1-3 主营业务收入增长 12%，量贡献 6-7%，结构贡献 4%，单价贡献 1%，其中 Q3 单价贡献约 2%，Q3 旺季买赠促销减缓；伊利 Q3 销售费用率 21.81% (-2.34pct)，价格战有所放缓，旺季来临，看好伊利 19Q4 表现。Q1-3 安慕希、金典同比增长 15-20%，金领冠同增约 30%，基础白奶实现双位数增长（去年同期为单位数增长），各品类实现均衡发展；年初娟珊奶上市，8 月金典有机上市，结构升级亦有贡献。上游原奶价格持续上涨，而 Q3 销售费用率仅下降 2pct，我们认为后续费用率维持下降趋势或折价促销减缓将是大概率事件。

图 67：生鲜乳价格及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 68：伊利量价对收入增速贡献



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

渠道优势+强消费者洞察力让伊利后发先至，奶酪市场或成下一个乳业增长点。

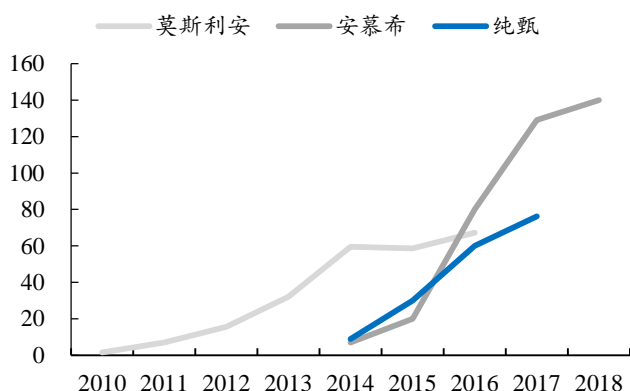
2009 年初光明推出莫斯利安打开常温酸市场，13H1 莫斯利安加快推进全国化进程，13H2 伊利推出安慕希，蒙牛推出纯甄相继切入常温酸市场，凭借全国化的渠道布局和更贴近年轻消费者的宣传定位，16 年安慕希实现弯道超车。此后，安慕希以口味 / 口感为基础不断创新；邀请迪丽热巴，杨幂，李晨，杨颖等合作，打造品牌年轻活力的形象；推出 PET 包装，提高常温酸的休闲饮品属性，扩大消费场景。

公司目前全国覆盖终端约 500 万个；原液态奶经销商约 3000 家，覆盖终端网点 175+ 万个，18 年新增网点 33 万家主要为低线城市和农村地区的渠道下沉；目前 18 年底新成立的康饮事业部经销商约有 2000 个，其中液态奶经销商和新招募经销商各占一半。伊利在业内率先采取渠道下沉战略，目前直控村级网点约 65 万家，在低线城市保持着领先优势，这将成为其基础白奶增长的坚持基础。

西式餐饮+品牌消费者教育，奶酪之风渐起，低基数，高成长，好赛道。目前我国人均奶酪消费 0.1 公斤，相较日/韩/欧洲 2.4/3.1/18.7 公斤/人/年，远远落后，而国内西式餐饮之风渐起，奶盖茶，芝士面包、匹萨逐渐风靡，消费者对芝士消费力和接受度提高。

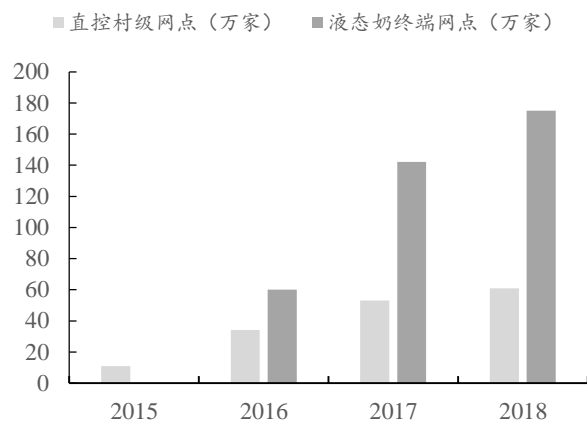
伊利有备而来，奶酪或成下一个大单品。18年底公司成立奶酪事业部，19年8月宣布新西兰 Westland 收购完成，可协同供应大包粉、黄油、奶酪，享有奶源和进口成本优势。目前国内乳制品奶酪零售端消费习惯不强，公司切入零食类儿童奶酪，进入零售渠道，未来公司也会逐步探索 2B 业务。

图 69：三大常温酸销售额变动（亿元）



数据来源：公司公告，食品饮料网，东吴证券研究所

图 70：伊利低线布局领先



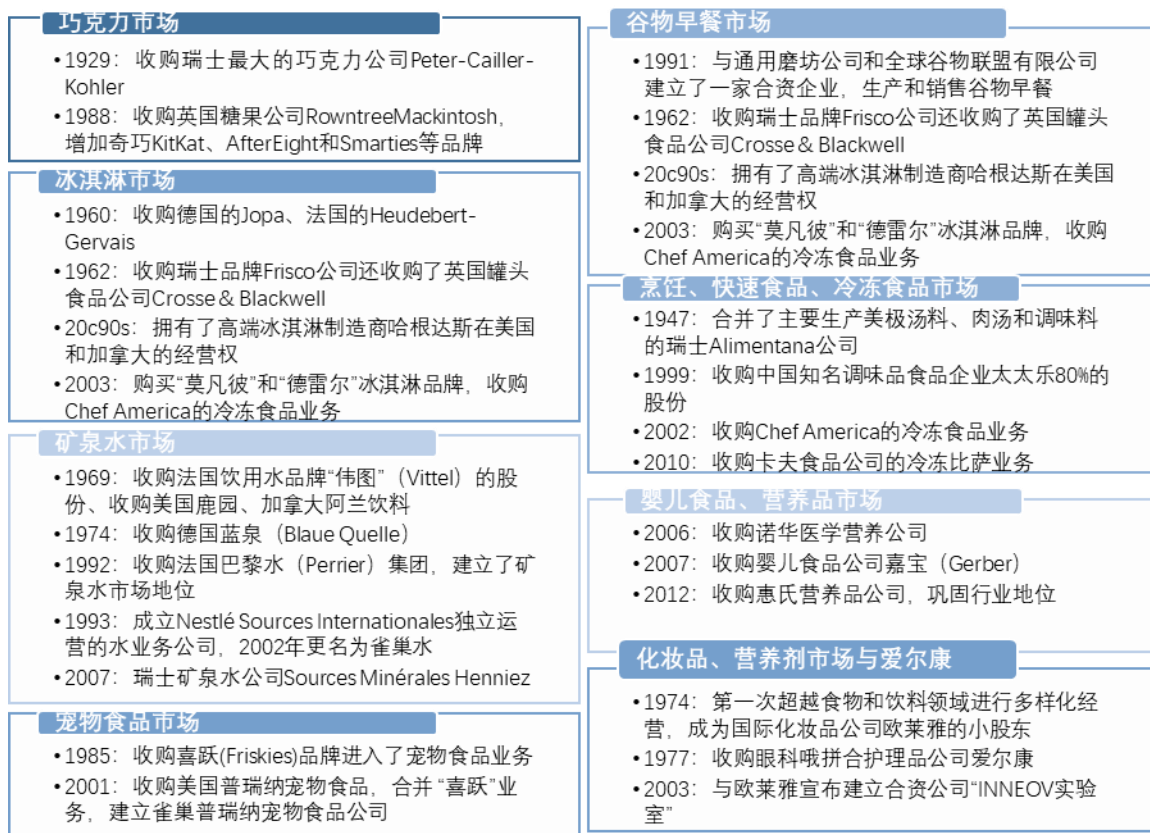
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

对标雀巢，看伊利打造大康饮平台。

雀巢始于 1867 年，最初以生产婴儿食品起家，经过 150 余年的发展，雀巢已成为世界上最大的多品类、综合型食品制造商，目前覆盖饮料、饮用水、健康营养品、乳制品和冰淇淋、预制食品及烹饪调料、巧克力及甜食、宠物食品七大板块。纵观雀巢的历史业务，公司的发展离不开其收购扩张的策略。

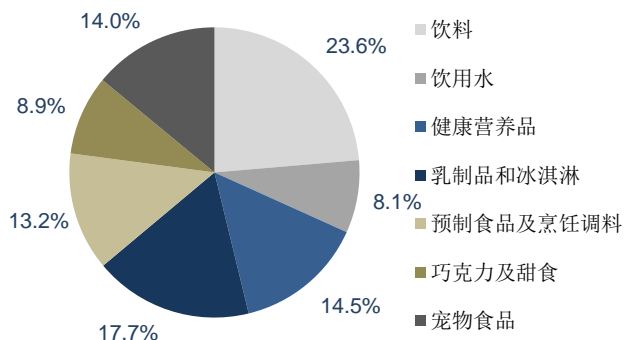
外延式扩张是雀巢进行品类扩张的主要形式，80 年代以前，雀巢通过并购进军新品类；80 年代以后，雀巢在长期经营中不断强化优势产业，同时有效剥离边缘业务，也在不断并购过程中进入了中国等新兴市场国家。**取长补短，深度协同。**雀巢拥有全球的销售网络以及在不同国家开展业务的管理经验，都有利于被并购企业做大规模；被并购企业也在当地市场具有绝对优势，优势互补实现 1+1>2。**以雀巢进入中国市场为例：扶持上游实现共赢：**帮助云南农民种植咖啡，教授种植技能、提供贷款，保证原料供应，减少运输成本；2012 年，投资 2.5 亿元建设奶牛培训中心，规划每年培训 700 户奶农；**本土化研发创新：**2001 年，在上海建立了研发中心，开发适合中国消费者口味、价格合理和富有营养的食品；**收购后利用原有分销渠道和市场影响力：**通过收购惠氏、银鹭和徐福记获得其分销渠道、充分利用其市场影响力，较高程度保留本土化员工，导入国际团队的成熟管理经验，高效融合。**本土化的营销定位：**公司从产品包装到营销手法上注重本土化，成为最早最成功渠道下沉的外资企业之一。

图 71：雀巢通过兼并收购确立七大业务板块



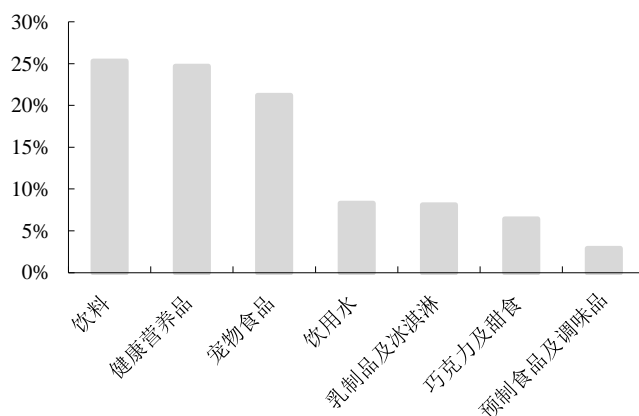
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 72：2018 年雀巢收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 73：2017 年雀巢公司分行业市场占率



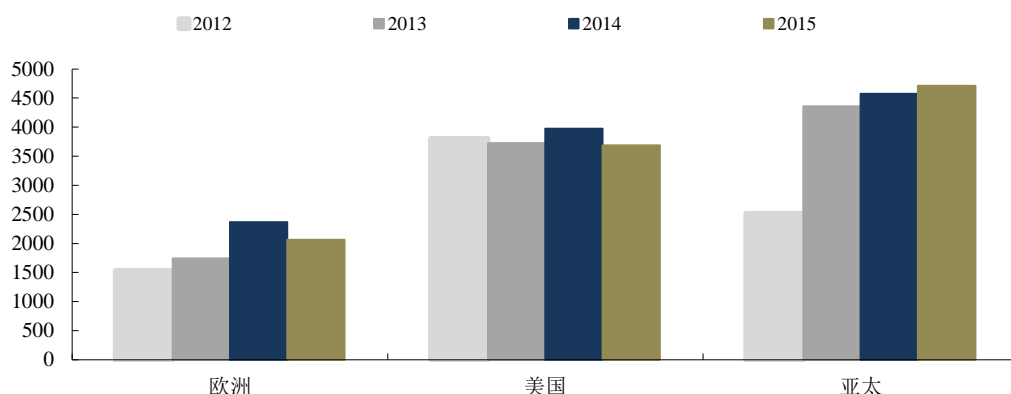
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

从收购惠氏看，公司切入高成长赛道，发挥协同能力。2012年，雀巢以118.5亿美元现金的价格收购了惠氏营养品业务。惠氏85%的销售都集中在人口多、出生率高的新兴市场，因而雀巢此次收购的主要看中的是婴儿食品行业在新兴市场的广阔前景，以借此扩大高端产品市场份额，强化优势品牌。并购前雀巢/惠氏婴幼儿奶粉在中国市占率分

别为 4.1/10.8%，收购完成后雀巢内地市占率提高到 14.9%，成为当时国内婴幼儿奶粉前三，仅次于多美滋、美赞臣。惠氏高品质的婴儿营养业务补充了雀巢现有的产品线，强化雀巢的产品研发，弥补雀巢奶粉在大脑发育研究和挑食儿童研究的空白。

雀巢收购后，对有效融合渠道，导入成功管理经验，13 年惠氏品牌在中国市占率提高由 12 年的 10.8% 提升到 11.98%，表现亮眼。2013 年，雀巢公司在亚太地区的健康营养品业务取得了非常可观的增长，增长率高达 73.29%，同时，收购后三年内亚太地区的营养品业务收入在其他地区有所下降的情况下，依然保持着稳步增长，收购策略的成果初步显现。

图 74：2012-2015 年雀巢公司健康营养品分地区收入情况（单位：百万瑞士法郎）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

对比雀巢来看，我们认为伊利无论从扶持上游、并购协同、精选价值赛道上都有可以匹敌的能力，而切入康饮领域，也正是伊利向大健康平台转型的重要一步，15 年推出畅意 100% 后，三年销售额超过 20 亿元，18 年公司成立康饮事业部，推出焕醒源能量饮品。19 年逐步梳理康饮事业部经销渠道，由过去和安慕希金典的搭售模式开始转向饮品渠道销售，更专业的运作模式。19 年 8 月公司全资收购阿尔山水知道矿泉水公司，10 月推出中高端矿泉水新品“伊刻活泉”，我们认为短期内康饮业务部仍在起步期，吉林长白山产能预计将在 2020 年底或 2021 年初投产，规模贡献有限；但是经历 19 年调整后，20 年正式起步，或能相对减亏。我们认为，最需要关注的应当是伊利向大健康转型的能力和前景。

图 75：康饮布局历程复盘

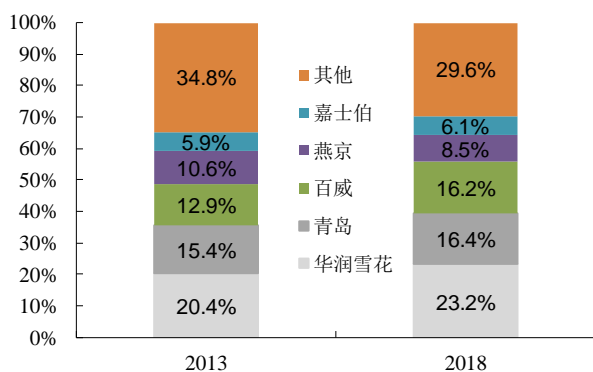


数据来源：公司公告，中国食品网，东吴证券研究所

4.4. 啤酒：聚焦结构升级，行业拐点确立

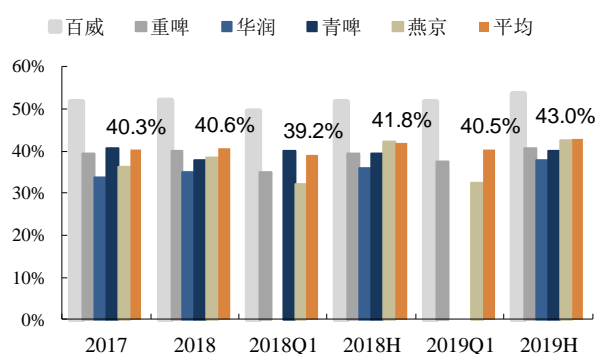
啤酒行业结构升级进行时，格局仍存整合空间。行业高端产品增速自 2013 年起持续领跑，伴随华润联姻喜力等龙头继续加码高端，行业结构稳步升级，2019 年 Q1-Q3 行业营业收入/净利润同比+3.26/7.56%，其中销量同比-1.37%，ASP 同比+4.29%，近五年五大龙头公司 ASP 中位数保持约 3%的复合增长，利润增长超过营收且主要由结构升级价格提升所带动（数据来源为百威、重啤、青啤与燕京，其中百威中国区营收/销量/净利润占比按 75/81/80%计）。目前行业 CR5>70%，与 2013 年相比集中度+5.2pct，目前中国市场 CR2/CR5 约为 40%/70%，华润雪花/青啤/百威市占率约为 23%/16%/16%，其竞争格局类似于上世纪 70-80 年代的美国与上世纪 80-90 年代的日本，集中度仍有提升空间，目前国内主要形成全国性大龙头（华润、百威、青啤）以及区域小龙头（重啤、燕京、珠江）的竞争格局。

图 76：市场集中度进一步提升（按消费量计）



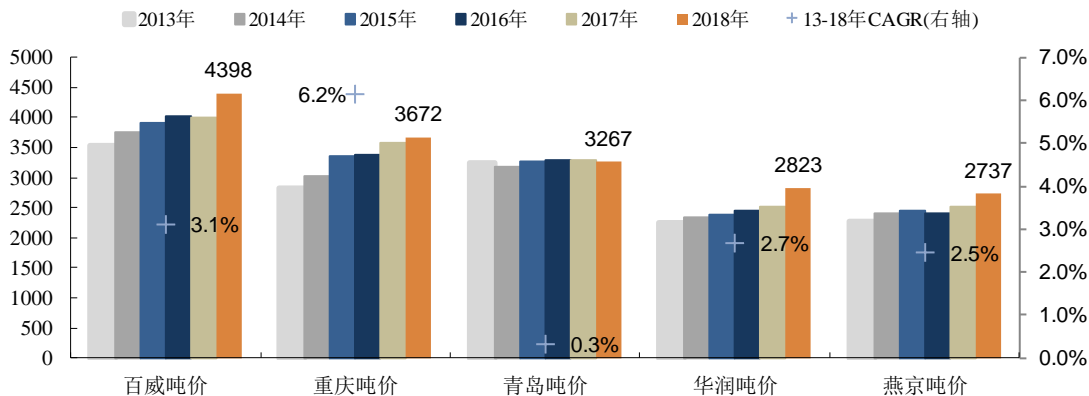
数据来源：百威亚太招股书，GlobalData，东吴证券研究所

图 77：啤酒市场毛利率同比攀升



数据来源：百威亚太招股书，Wind，东吴证券研究所

图 78：中国前五大啤酒公司 2013-2018 年吨价变化及 CAGR（元）

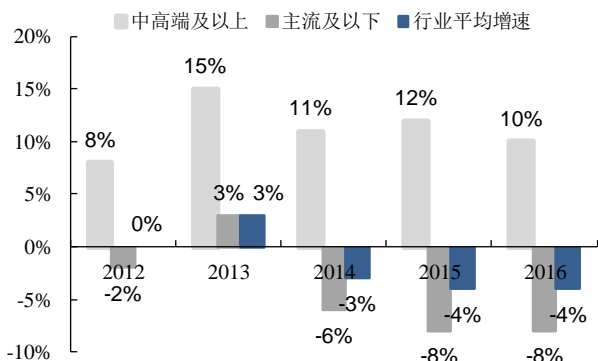


数据来源：百威官网，公司公告，Wind，东吴证券研究所

注：2018年百威中国市场营销数据测算得出

高端化成为企业竞争力核心，百威领跑行业。行业生产端产量见顶回落，企业兼并闭厂进入整合期；消费端人均消费量下滑，消费需求多元，啤酒消费处于买方市场促使厂家转型，未来高端产品竞争力及结构升级能力将成为核心竞争力，2012-2016年中国高端啤酒平均增速达11%。目前百威在高端产品领域具备较强竞争力，2018年公司EBITDA率与净利率分别为29.0%和14.2%，领先市场平均值17.9%和9.6%，盈利能力显著领先本土企业华润、青啤与燕京，同样以一定优势领先于外资企业嘉士伯集团控股的重庆啤酒。目前公司EV/EBITDA为26X，低于重庆啤酒与华润啤酒，高于燕京啤酒与青岛啤酒，估值水平较低。而其他厂商处于跟随状态，青岛、华润等厂商目前主推高端转型，并通过关厂提效等方式提高经营效率，将资金用于营销宣传，对其高端化进行应保持关注。受政策整顿夜场影响，2019年高端啤酒表现疲弱。2019年以来政策高压整治各地娱乐场所，据不完全统计全国约有2.1万家商K场所受到本次娱乐场所整顿的波及，高端啤酒表现受此影响较为疲弱，尤其以广东珠三角为根据地的百威、珠江，以北京为根据地的燕京啤酒受到影响更大，但无碍高端化大势发展。

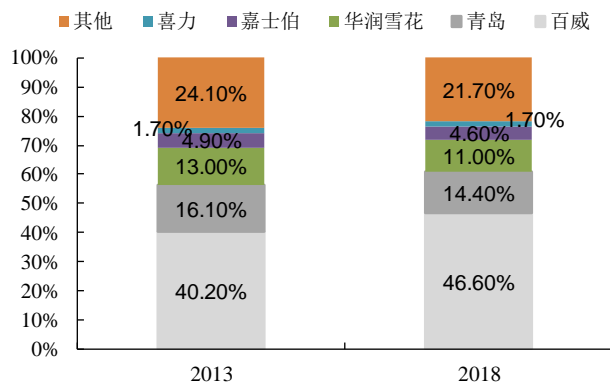
图 79：2012 年-2016 年各价格带产品增速



数据来源：嘉士伯官网，东吴证券研究所

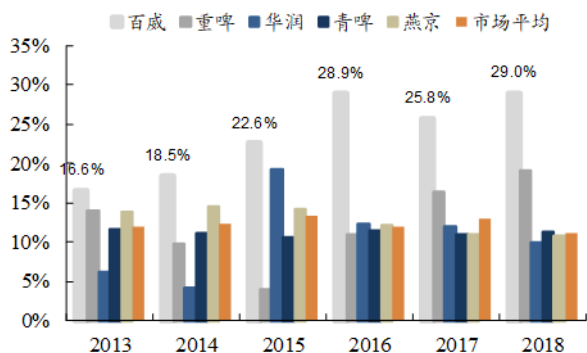
图 81：中国前五大啤酒公司 EBITDA 率比较

图 80：百威高端市场优势明显



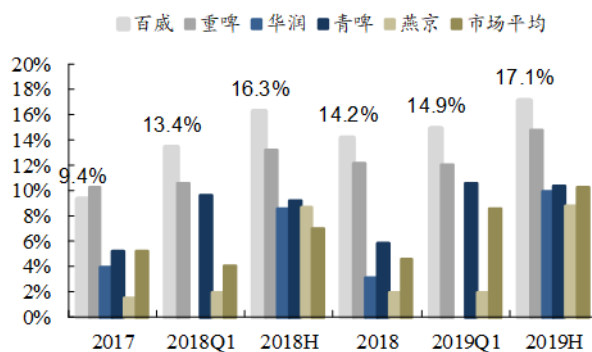
数据来源：招股书，GlobalData，东吴证券研究所

图 82：中国前五大啤酒公司净利率比较



数据来源：百威年报，Wind，东吴证券研究所

注：受限于数据可获得性，百威 2013-2016 年数据来自年报摘录，2017-2018 年数据来自 WIND；行业平均为以上 5 家+兰州黄河、珠江啤酒、惠泉啤酒取平均



数据来源：招股书，Wind，东吴证券研究所

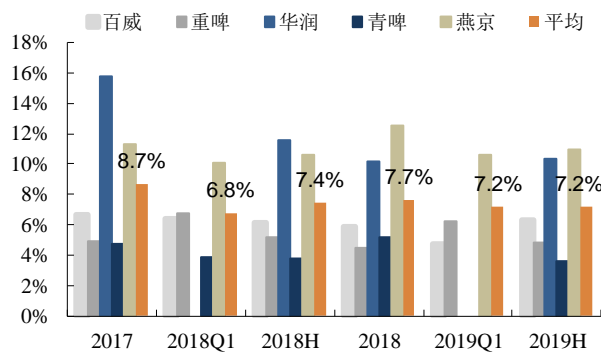
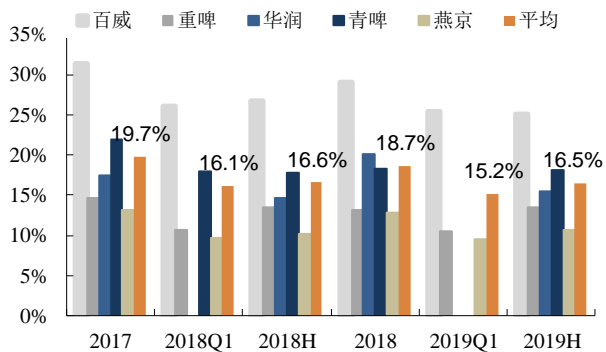
注：行业平均为以上 5 家+兰州黄河、珠江啤酒、惠泉啤酒取平均

提价催化行情，行业拐点逻辑再确认。据近期草根调研，部分啤酒企业可能于明年一季度执行提价动作，华润、百威、青啤均有提价打算，提价节奏将根据不同区域、不同产品的市场竞争情况进行灵活调整，单品涨价幅度预计在 5%-10% 左右。据我们之前的判断（详见《啤酒江湖：借美日之鉴，探破局之路》），啤酒行业直接提价中长期难以改善公司净利率，结构升级是驱动盈利回升的主动能，但目前啤酒原材料成本压力可控，此次提价并非以对冲成本上涨为目的，而是印证了竞争模式由量增转向价增的转变，行业以结构升级+格局优化驱动净利率提升的逻辑。企业对利润的诉求愈发明显，行业之间形成默契，未来提价节奏预计将加快，形成以产品结构升级为主，以提价为辅的结构升级策略。啤酒行业的拐点再次确立，叠加行业高端化进程以及闭厂提效进展状况良好，盈利水平进一步回升。

展望未来，集中度将进一步提升，竞争格局更加清晰。参考世界工业拉格啤酒高占比国家啤酒市场，我国竞争格局类似于上世纪 70 年代的美国与上世纪 80 年代的日本，集中度仍有提升空间。目前 TOP5 企业已在国内近 75% 的强势省份形成区域性垄断格局，华润市占率最高规模效应明显，而百威则在高端市场拥有垄断地位，二者将成为集中度提升的最大受益者，未来有望形成全国性品牌（华润、百威、青啤）与地域性品牌（燕京、重庆、珠江）对峙的局面。**价格长期仍处上行空间。**参考国际市场，国内市场定价远未触顶+龙头地位逐步稳固获得垄断溢价+行业加速高端化进程，啤酒单价有望进一步提升，参考百威 2013-2018 年吨价 CAGR 约为 4.5%，考虑到市场高端化转型加速，预计未来三年啤酒市场吨价仍可保持 CAGR 约 5% 的增长，产量将保持稳定或小幅下行。

图 83：行业销售费用率缓慢下行

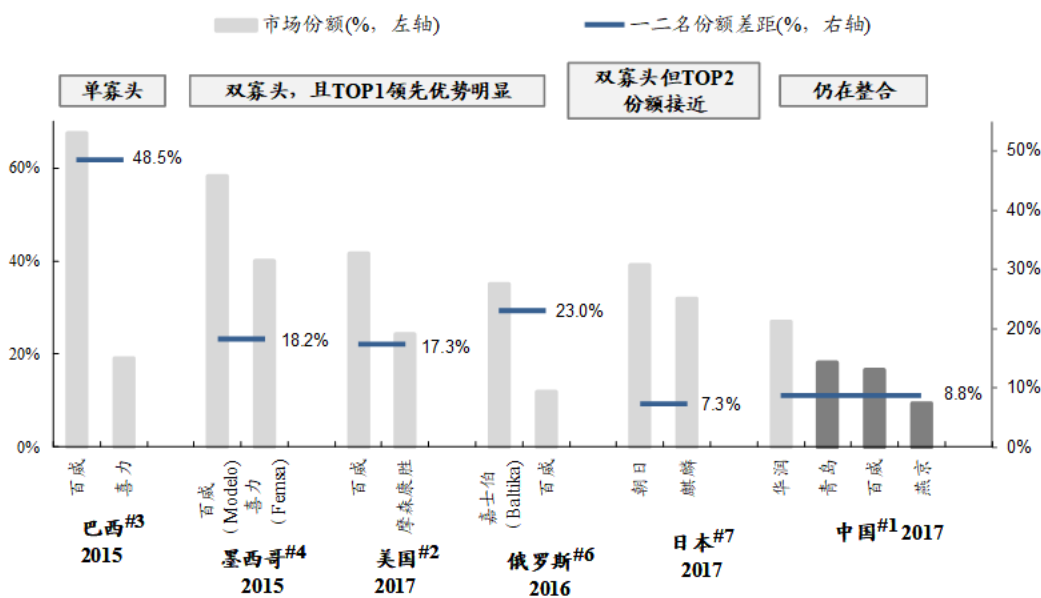
图 84：行业管理费用率保持稳定



数据来源：百威亚太招股书，Wind，东吴证券研究所

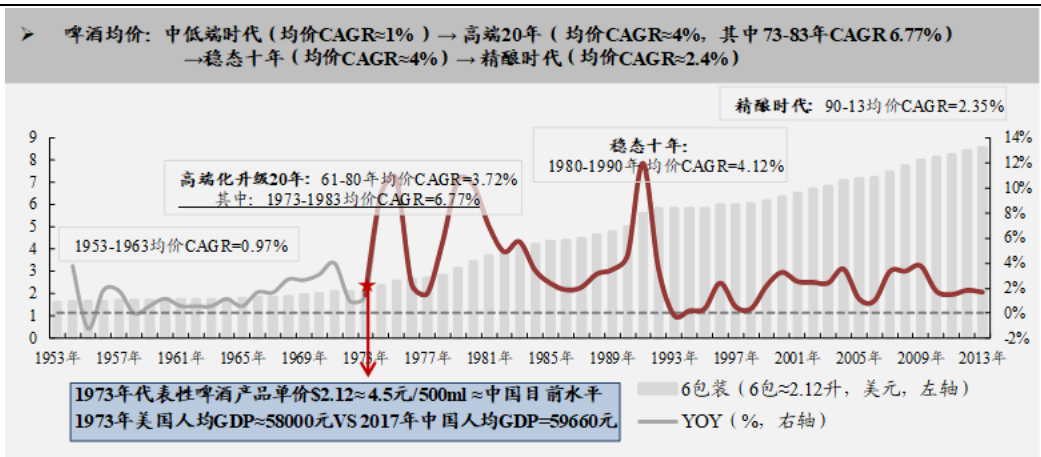
数据来源：百威亚太招股书，Wind，东吴证券研究所

图 85：全球 TOP7（除德国外）啤酒市场竞争格局一览



数据来源：Barth Report, ABInBev, Carlsberg, WRDS, 东吴证券研究所

图 86：美国啤酒均价变化情况



数据来源：国家统计局，BCG，Brewers Association，东吴证券研究所

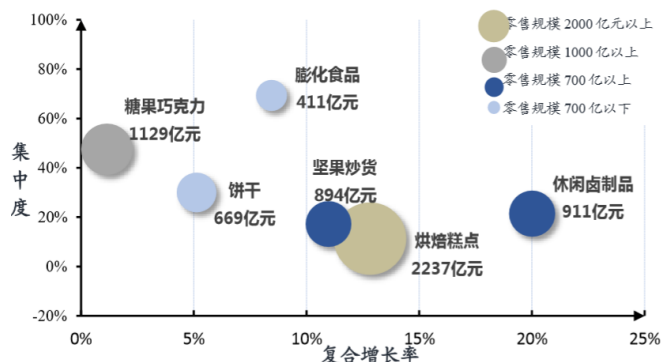
4.5. 大众品：供应链效率成运营壁垒，休闲食品不容小觑的龙头机遇

万亿休闲食品市场持续保持 12%+高增，精选休闲卤制品、烘焙糕点、坚果三条赛道。2018 年国内休闲食品销售额可达 10297 亿元，2013-2018 年 CAGR=11.8%，在休闲食品行业中，CR3 约为 20%，行业集中度尚低，仍有整合空间。从子行业复合增长率来看，休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速最快，13-18 年 CAGR 分别为 20.0/12.8/11.0%。从行业集中度来看，集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点子行业 CR5 分别为 21.4/17.2/11.3%，未来集中度提升空间大。对比海外休闲食品龙头发展，我们认为休闲食品公司的成功在不同的行业生命周期均有其优势，导入期以大单品取胜，成长期、成熟期除行业增长红利外，公司自身通过技术和供应链的变革实现用户数增长、用户粘性提升，在高同质化、低门槛的行业中加强护城河。

我们认为大众品决胜在于供应链效率和生产效率。从产品力看，目前休闲食品行业同质化程度高，短期难以形成品牌溢价力，而只能从成本和效率下手。以桃李为例，定位短保产品的桃李面包 18 年存货周转率 28 次，“中央工厂+批发”模式，高效的物流效率筑护城河；洽洽食品多生产线自动化水平提高，叠加规模效应，Q3 无提价效应依然有毛利率显著提高，预计伴随经销商结构优化，三四线下沉和弱势市场规模提升，后续毛利率仍有改善空间。优质厂商通过区域扩张来做大规模，规模带来成本效应，提高经营效率降低成本和费用，而有能力将费用投入到研发和其他区域扩张或是品牌价值的提升，由此产生了良性循环，强者愈强。

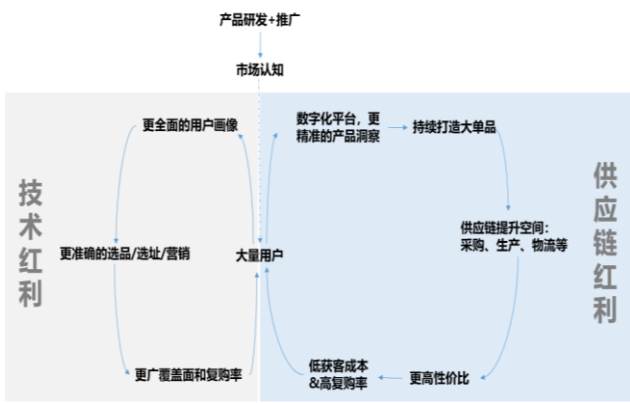
从渠道力看，国内有深耕线下经销门店的达利、洽洽，线下门店加盟模式的绝味，线上起家的三只松鼠，但是尚无线上线下全渠道、大规模、稳定盈利的休闲食品龙头出现。建议关注线上线下协同发展，包括洽洽食品积极布局线上渠道，松鼠线下开店的机会。成熟企业如绝味、桃李有序的门店/产能扩张带来的相对确定性的增长机会。绝味产能布局领先，物流配送高效，加盟模式下租金费用率低，整体销售费用率仅 8%。

图 87：分子行业竞争格局



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

图 88：休闲食品行业成长飞轮



数据来源：东吴证券研究所

注：横坐标为13-18年子行业复合增长率，纵坐标为我们测算的18年的CR5，

气泡大小为18年子行业零售规模

表 14：主要休闲食品公司经营绩效对比

龙头公司	营收 CAGR		平均毛利率		平均期间费用率		平均净利率	
	2013-2015	2016-2018	2013-2015	2016-2018	2013-2015	2016-2018	2013-2015	2016-2018
绝味食品	13.44%	15.50%	27.66%	33.97%	14.41%	15.46%	9.26%	12.99%
周黑鸭	41.33%	6.78%	56.10%	60.26%	27.47%	34.23%	22.26%	21.89%
桃李面包	20.76%	20.92%	34.30%	37.84%	15.70%	20.42%	13.76%	13.01%
盐津铺子	13.62%	27.30%	44.41%	45.05%	33.49%	35.64%	10.28%	9.21%
洽洽食品	5.26%	9.30%	30.41%	30.71%	18.87%	18.84%	9.67%	9.89%
达利食品	14.66%	8.14%	27.17%	38.20%	10.52%	18.67%	13.50%	17.58%
来伊份	6.64%	9.65%	47.11%	44.64%	40.82%	40.81%	4.17%	2.40%
三只松鼠	--	25.82%	17.02%	29.12%	17.76%	22.19%	-0.32%	5.04%
好想你	10.71%	54.56%	40.57%	30.42%	36.80%	28.66%	5.49%	2.16%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.6. 青萍之末：关注底部反转品种，期待修复改善的机会

汤臣倍健渠道改善中，建议持续关注，迎接拐点。线上渠道看，今年年初电商法正式实施，对线上膳食营养补充剂有所影响，10月汤臣倍健、Swisse、肌肉科技销售额分别为1.16/0.82/0.34亿元，市占率分别为8/5.6/2.4%，行业增速放缓背景下龙头地位稳固。线下渠道受医保政策和医药零售行业规范影响，线上线下均有所承压，我们认为长期来看，行业规范终将利好品牌力+产品力+渠道力布局完善的行业龙头。

大单品迭代推动内生增长。19Q1-Q3公司健力多增长约50%，而LSG3月开始在线下药店、母婴和商超等渠道铺货，7月起陆续开展品牌推广，截至9月末已完成全年目标网点数80%以上，考虑益生菌饮品等产品已经对国内消费者教育较为充足，叠加公司较强的渠道服务和管控能力，预计2020年将有望成为公司业绩改善的重要支撑。

图 89：保健品线上龙头与行业增速（阿里线上渠道）

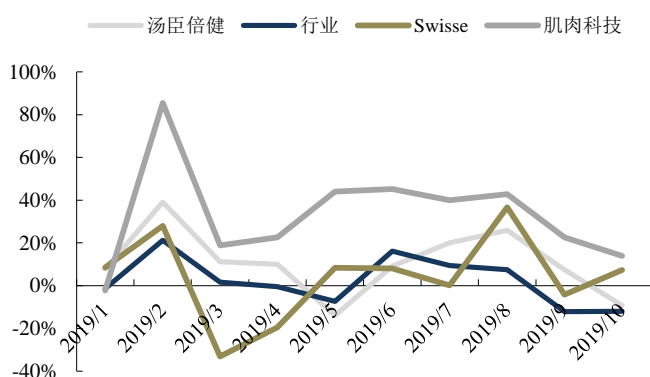
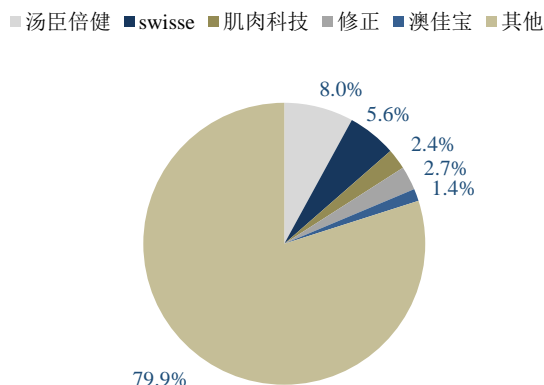


图 90：10月保健品品牌市占率（阿里线上渠道）



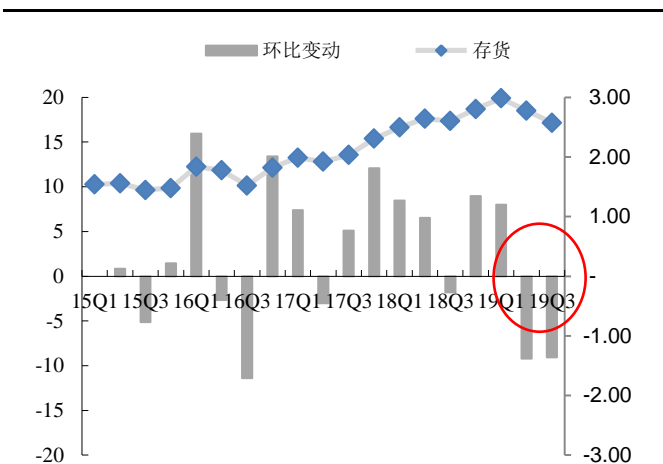
数据来源：阿里数据，淘数据，东吴证券研究所

数据来源：淘数据，东吴证券研究所

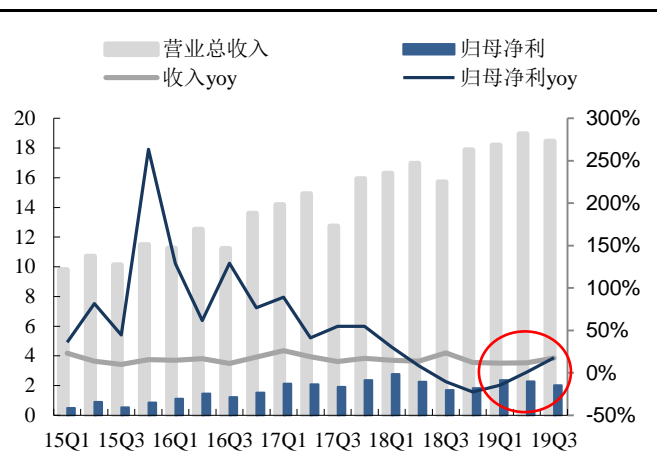
安琪酵母：新老高管交接期，产能利用改善时。8月熊涛总上任，新老交替顺利，熊总已对经销商政策有所调整，也展开优化组织架构，提高组织经济效率，公司表示将延续2021年百亿收入目标的中期规划不变，信心充足。库存清理改善中，19Q3存货17亿元，较19Q1减少2.7亿元。部分工厂检修影响收入节奏，19Q3公司展现出较好的改善势头，Q3单季度收入同增17.4%（增速环比+6pct），归母净利同增17.8%（增速环比+17pct）。目前公司产能处于爬坡期，安琪酵母全球市占率17%，正在积极布局海外发展中国家等蓝海市场，19H1俄罗斯市场表现亮眼，持续展现公司海外生产和运营能力。

图 91：安琪酵母存货及变动（亿元）

图 92：安琪酵母收入、业绩（亿元）及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

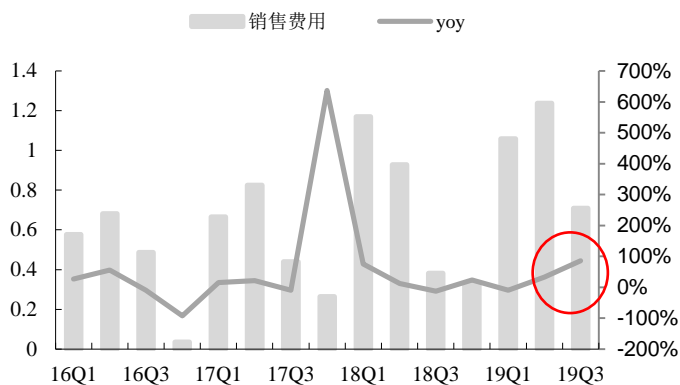


数据来源：Wind，东吴证券研究所

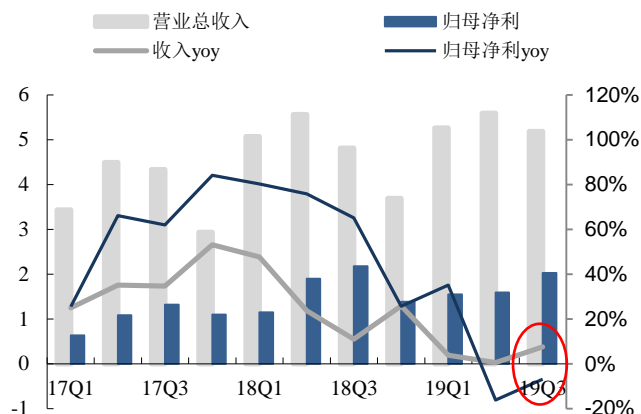
涪陵榨菜：渠道库存改善期，费用投入加大，看好渠道下沉能力。年初经销商库存仍在8周左右，在公司疏导下目前已经回落到6周左右。19Q3销售费用投入同比增加86%（增速环比+52pct），一线城市加强应用场景拓展，新场景向餐饮渠道开拓有进展，推出600-800个餐饮专供产品；三四线城市着力渗透，定位上保持中高端（2-2.5元价格带），主抓三四线城市对价格不敏感有消费能力的群体，增量空间可期。

图 93：涪陵榨菜费用投入加大

图 94：涪陵榨菜收入、业绩（亿元）及变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所



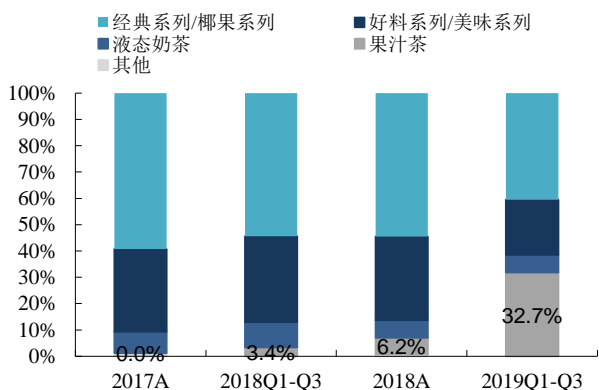
数据来源：Wind，东吴证券研究所

香飘飘：消费场景扩充渠道渗透加速，看好果汁茶增长带动放量。从产品来看，公司8月份发布冲泡奶茶新品“双拼”系列拓宽“享受型”消费场景，冲泡板块业绩呈现平稳回升态势，2019Q1-Q3 收入同比+2.70%；果汁茶前三季度营收 7.71 亿元，同比+1273%，已成为公司主要收入来源，受天气及营销策略影响 Q3 单季略有波动但不改长期增长趋势，销售额未来有望突破 10 亿。从渠道看，前三季度公司经销商/电商营收同比+40.1/80.7%，经销商净增 173 个达到 1460 个（18 年同期经销商净增 83 个），公司扩大渠道覆盖范围，提升网点密度与经销商质量，支持产品放量增长。

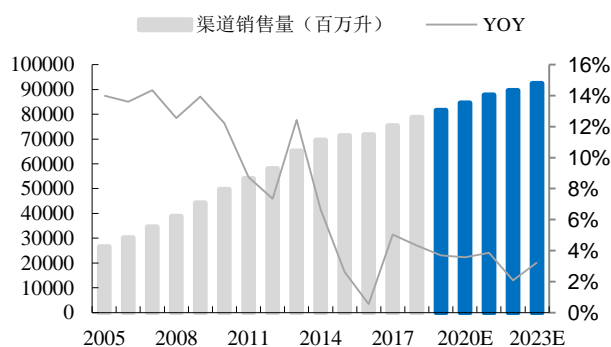
饮料消费进入存量博弈期，据 Euromonitor 预测，受消费升级影响未来五年中国软饮料行业销售规模将保持 CAGR3.3% 的增长水平，公司作为行业龙头拥有丰富的产品矩阵与强大的营销能力，我们预计未来随冲泡系列定位拓宽+即饮领域长期深耕+渠道加速渗透，公司有望取得规模效应，在产品放量的同时完成利润率的提升。

图 95：果汁茶迅速放量

图 96：中国软饮料行业销售量将保持低速增长



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 97：部分公司处于历史估值低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 投资建议

白酒择高处立，食品向宽处行。

- 分板块看，我们认为存量竞争的中高端白酒市场主要靠品牌拉动，由消费升级促进低端酒向高端酒的价格带跃升，而消费者基于不同价格带的品牌做出选择。我们持续看好有能力在高端价格带上实现全国化、区域化布局的白酒龙头。白酒板块，推荐品牌力强劲的高端头部品牌茅台、五粮液、泸州老窖及低端酒第一品牌顺鑫农业，次高端板块弹性品种山西汾酒，建议关注受益省内消费升级的地产酒今世缘、古井贡酒。
- 而食品板块中，品牌效应不同程度的弱于白酒，品牌越弱越偏向于同质化竞争，消费者决策中更多的考虑品质和价格。此时，效率为第一生产力，而体现效率的包括规模优势、物流优势、经销商管理能力等。在食品板块中，我们优选效率优势领先或供应链效率持续改善带动份额提升、效益提高的头部企业。推荐双汇发展（看好猪周期下成本掌控能力，市场份额持续提升）、伊利股份（掌握奶源控制成本，向大健康平台公司转型）、安井食品（速冻龙头提价转移成本，产能扩张支撑成长）、绝味食品（开店节奏推进，业绩确定性强），中炬高新（管理提效，渠道建设加速）、洽洽食品（规模效应+生产效率提高驱动业绩增长）、三只松鼠（线上份额领先，线下开店加速推进），建议关注天味食品（火锅产业链）。我们预计 2020 年啤酒行业迎来长期利润率回升+短期税改增厚业绩的拐点，建议积极关注。

此外我们建议布局调整进行中，等待拐点的低估值底部品种：竞争格局好，行业地位不断巩固的头部企业，面临渠道调整或产能调整，目前出于历史估值相对底部，建议

积极关注：洋河股份、涪陵榨菜（库存周期出清，渠道下沉扩张）、汤臣倍健（线上线下调 整进行中，期待 LSG 推广情况），建议关注：安琪酵母（新老高管交接顺利，建议 布局改善窗口期）、香飘飘（新品果汁茶亮眼，渠道变革添新动能）。

表 15：股票估值表

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	PE (倍)			营业总收入 (亿元)			归属母公司股东净利润 (亿元)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600519	贵州茅台	15,417	36	30	26	891	1,036	1,188	430.5	511.3	598.3
000858	五粮液	5,163	30	24	20	501	603	694	173.6	217.7	260.4
000568	泸州老窖	1,246	26	22	19	161	188	211	47.7	56.8	65.7
000860	顺鑫农业	382	38	31	25	145	167	189	10	12.1	15
600809	山西汾酒	842	45	37	32	117	136	154	19	22.7	26.1
002304	洋河股份	1,468	18	16	14	245	272	303	83.1	93.6	104.6
600779	水井坊	284	38	30	24	34	41	49	7.6	9.4	11.8
600887	伊利股份	1,768	26	24	21	899	1,003	1,103	67.7	73.5	85.3
000895	双汇发展	1,070	20	18	17	548	599	644	53.3	59.4	63.9
600872	中炬高新	373	53	42	35	48	57	66	7.1	8.9	10.8
002557	洽洽食品	178	32	28	24	49	56	64	5.5	6.4	7.4
300146	汤臣倍健	252	23	19	16	55	68	82	11	13	15.3
603517	绝味食品	261	33	27	23	51	58	65	8	9.6	11.2
603866	桃李面包	312	44	37	32	57	67	79	7.2	8.4	9.8
002507	涪陵榨菜*	203	29	26	22	20	23	26	6.9	7.9	9.2
603317	天味食品*	193	59	47	37	18	22	27	3.3	4.1	5.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：*标为 Wind 一致预期；数据截至 2019/11/19

6. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下 需求低于预期，高端酒需求不足风险。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创，如 2008 年“三聚氰胺”事 件造成中国乳制品行业多年低迷，2012 年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加 剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期 将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响，在食品饮料板块存在生猪价格回升不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

