



行业评级：增持

报告日期：2019-12-6

行业稳增长，把握确定性和成长性

——食品饮料行业 2020 年度策略报告

主要观点：

□ **食品饮料板块回顾：景气度回升，1-10 月涨幅第一，估值合理修复**
食品饮料整体景气度从 15H2 以来持续回升，18 年下半年受贸易战和经济下行影响，增速有所回落，股价和估值均有所回调。今年年初以来，随着行业景气度回升，1-10 月板块涨幅 69.63%，排名第一。板块估值也从年初的 22 倍修复至目前的 32.9 倍，目前处于历史中位数水平。子行业中，白酒涨幅最高，达到 99.27%，估值 33.8 倍；调味品上涨 55.42%，估值 49.7 倍；乳制品、啤酒分别上涨 26.03%和 25.67%，估值分别为 27.7 倍和 49 倍；食品综合上涨 28.59%，估值 28.5 倍；软饮料表现最差，下跌 2.75%。

□ **白酒：增速放缓，结构性分化加剧，龙头业绩确定性最强**

19 年 1-3Q 和 Q3 单季白酒板块收入分别同增 17.5%和 13%，归母净利分别同增 22.8%和 16.3%，增速有所放缓，但整体仍维持稳健增长。板块内部来看，分化进一步加剧：(1) 高端白酒延续高确定性增长，3Q19 茅、五、泸净利增速分别为 17%、35%和 36%；(2) 二、三线出现明显分化，汾酒、水井、古井、今世缘业绩亮眼，3Q19 净利增速分别为 55%、53%、36%、28%，而口子窖、洋河、酒鬼业绩均出现不同程度下滑。我们认为，本轮白酒周期以大众消费为主，消费基础较为扎实，且酒企普遍加强对库存管理，渠道库存周期性减弱使得库存风险较小。在宏观经济增速放缓、白酒行业规模不断增长且基数较大的背景下，我们认为行业整体短期将延续增速放缓、分化加剧的态势。从长期来看，行业受益于消费升级+集中度提升的长期逻辑未变，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利。预计高端酒增速确定性最高，优秀的区域龙头成长性最强。

□ **大众品：抗周期性较强，细分龙头业绩稳健**

1) 调味品：调味品集中度持续提升，龙头业绩稳健，盈利水平稳步提升。19 年 1-3Q 海天、中炬高新收入分别同增 16.6%和 11.3%，净利润分别同增 22.5%和 12.3%，业绩稳健。调味品抗周期性较强，看好定价能力强的龙头和景气度强的复合调味品细分行业；2) 啤酒：行业拐点从量增转为质变，产品结构升级和格局改善推动行业盈利水平和集中度持续提升。19 年 1-3Q 青啤、重啤收入增速分别为 5.3%、3.5%，净利润分别同增 23.5%和 54.4%；3) 乳制品：行业增速略有放缓，龙头护城河深厚，集中度延续提升趋势。19 年 1-3Q 伊利股份实现收入和净利润增速分别为 11.98%和 11.55%；4) 食品综合：细分龙头业绩稳健。19 年 1-3Q 桃李、绝味、安井收入增速分别为 16.9%、18.9%、18.8%，净利润增速分别为 8.7%、26.1%和 21.3%。关注休闲食品里高增长的细分行业龙头。

□ **投资建议**

投资三条主线：1) **业绩确定性强的细分行业和品牌力、渠道力扎实的龙头公司**，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、今世缘、古井贡酒、中炬高新、海天味业、伊利股份；2) **成长性强的细分行业和龙头**，推荐颐海国际、

华安证券大消费组

联系人：余璇

0551-65161830

emoisme@163.com

021-60958365

天味食品、绝味鸭脖、桃李面包和三只松鼠；3) 基本面拐点确立，预期持续改善的公司，推荐重庆啤酒、华润啤酒、涪陵榨菜。

目 录

1 1-10 月份板块回顾	7
1.1 市场表现	7
1.2 基金持仓	8
1.3 估值情况	8
2 白酒：增速放缓，分化加剧，龙头业绩确定性最强	9
2.1 白酒景气周期下半场，增速放缓，分化加剧	9
2.2 高端酒：具备量价齐升空间，龙头应享估值溢价	11
2.3 次高端：市场持续扩容但竞争加剧，关注具有明显优势的区域龙头	15
2.4 低端酒：光瓶酒时代，龙头受益集中度持续提升	18
3 啤酒：产品结构升级、格局改善持续提升盈利能力和集中度	19
3.1 行业拐点从量增转为质增，利润率持续提升	19
3.2 产品结构升级打开长期利润空间	21
3.3 格局：龙头竞争激烈，集中度有望进一步提升	25
4 乳制品：竞争加剧不改长期集中度提升逻辑	27
4.1 行业稳步增长，市场空间大	27
4.2 龙头优势显著，长期集中度持续提升	29
5 调味品：穿越周期，看好定价能力强的龙头	32
5.1 穿越周期+壁垒强+空间大，享有估值溢价	32
5.2 酱油：结构升级空间大，龙头定价能力强	35
5.3 复合调味品：行业景气度高，关注细分龙头	38
6 休闲食品：大行业小公司，选择高增长龙头	41
6.1 万亿市场规模，增速高，细分品类分化	41
6.2 休闲卤制品：龙头集中度提升空间大	42
6.3 烘焙行业：人均消费量低，增长潜力大	44
6.4 坚果行业：成长性强，仍享有全渠道融合红利	45
7 投资建议	46

图表目录

图表 1:食品饮料板块与大盘走势	7
图表 2:食品饮料板块月度涨跌幅	7
图表 3:申万一级行业涨幅	7
图表 4:食品饮料板块子行业涨幅	7
图表 5:基金持仓情况	8
图表 6:食品饮料子行业基金持仓情况	8
图表 7:陆股通持仓比例分行业情况	8
图表 8:陆股通年内新增市值占比	8
图表 9:食品饮料板块估值分位点	9
图表 10:细分行业年内估值变化	9
图表 11:白酒制造业收入及增速	9
图表 12:19 年 1-3Q 高端、次高端及龙头公司基本实现了 15%+收入增长	9
图表 13:16-18 年白酒行业销售收入、价格及销量增速	10
图表 14:白酒行业挤压式增长，龙头集中度持续提升	10
图表 15:2017-2019Q3 白酒上市公司业绩	10
图表 16:高端酒市场格局：按销量	11
图表 17:高端酒市场格局：按收入	11
图表 18:高端白酒营收增速	11
图表 19:高端白酒净利润增速	11
图表 20:茅台从 2001 年至今每轮提价情况	12
图表 21:高端酒产量占比不足 1%	12
图表 22:居民收入分化加剧	13
图表 23:上层中产和富裕阶层持续扩容	13
图表 24:2016 年以来，茅台批价显著提升	13
图表 25:茅台出厂价、零售均价和渠道利润率	13
图表 26:价格带上移	错误!未定义书签。
图表 27:次高端市场竞争格局不如高端	错误!未定义书签。
图表 28:次高端行业主要企业	错误!未定义书签。
图表 29:次高端酒企收入增速分化	错误!未定义书签。
图表 30:次高端酒企净利润增速分化	错误!未定义书签。
图表 31:光瓶酒竞争格局	18
图表 32:光瓶酒各价格带主要参与者	18
图表 33:啤酒产量及增速年度数据	20
图表 34:啤酒产量月度同比	20
图表 35:五家公司吨酒提价幅度	20
图表 36:各大啤酒企业提价情况	20
图表 37:啤酒上市公司营收与净利润增长	20
图表 38:啤酒上市公司销售费用率与毛利率变化	20
图表 39:国内中高端啤酒销量占比持续提升	21
图表 40:美国高端啤酒量占比达到 35.1%	21
图表 41:嘉士伯高端产品增速显著快于中低端	22

图表 42:国内吨酒价格还有 2 倍以上的提升空间.....	22
图表 43:国内与世界主要市场吨酒终端价格对比 (元/吨)	22
图表 44:国内吨酒价格持续提升.....	22
图表 45:近年来国内各啤酒企业持续推出了高端产品系列.....	23
图表 46:国内啤酒公司的毛利率明显低于国际.....	23
图表 47:国内啤酒行业均价及毛利率预测.....	23
图表 48:主要啤酒企业净利率比较.....	24
图表 49:主要啤酒企业 EBITDA 利润率比较.....	24
图表 50:青岛啤酒 2013-2018 年区域营收增速.....	24
图表 51:青岛啤酒分区净利润率.....	25
图表 52:青岛啤酒 2013-2018 年分区域销售费用率.....	25
图表 53:啤酒行业竞争格局.....	25
图表 54:国内 CR3 份额较发达国家仍有差距.....	25
图表 55:国内 CR5 产品结构和优势区域.....	25
图表 56:国内乳制品行业销售总额及增速.....	27
图表 57:国内液态奶消费量及增速.....	27
图表 58:世界各国人均液态奶消费量.....	28
图表 59:城乡液态奶消费量及增速.....	28
图表 60:人均消费量中日对比.....	28
图表 61:2017 年主要国家人均奶制品分品类消费量 (千克/人)	28
图表 62:中国主要品类人均消费量 (千克/人)	28
图表 63:液态奶子版块份额.....	29
图表 64:酸奶在液态奶子版块中份额持续提升.....	29
图表 65:低温奶销量及增速.....	29
图表 66:常温奶市场规模及增速.....	29
图表 67:液态奶线上销售占比不断提升.....	30
图表 68:乳制品线上销售连续增速超过 45%.....	30
图表 69:液态奶线上销售各品类占比.....	30
图表 70:高端液态奶占比逐渐提升.....	30
图表 71:乳制品企业分为三个梯队.....	31
图表 72:乳企数量呈下降趋势.....	31
图表 73:乳企经营压力加剧.....	31
图表 74:常温奶竞争格局.....	31
图表 75:低温奶竞争格局.....	31
图表 76:调味品、白酒、乳制品、肉制品细分子行业的估值对比.....	33
图表 77:国内调味品市场规模.....	33
图表 78:各类调味品收入占比.....	33
图表 79:调味品子行业增速情况.....	33
图表 80:2017 年-2023 年中国各细分品类销售额复合增速.....	34
图表 81:餐饮渠道较家庭渠道调味品消费量增量.....	34
图表 82:调味品单价与发达国家对比.....	34
图表 83:调味品、酱油零售单价持续提升.....	34
图表 84:调味品上市公司利润率持续提升.....	34
图表 85:调味品公司 2016-2017 年提价潮.....	34

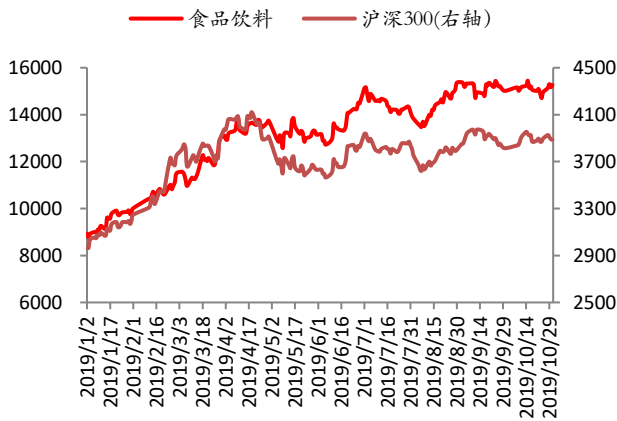
图表 86:餐饮行业近年来保持稳定增长.....	35
图表 87:调味品增速略滞后于 GDP 增速.....	35
图表 88:调味品行业集中度.....	35
图表 89:2016 年主要酱油企业产量占比.....	35
图表 90:酱油、食醋及类似制品主营收入.....	36
图表 91:98-17 年规模企业酱油产量及增速.....	36
图表 92:酱油酿造级别.....	36
图表 93:中国人均酱油消费量赶超日本.....	36
图表 94:国内酱油行业市占率.....	36
图表 95:日本酱油行业市占率.....	36
图表 96:酱油厂商在零售渠道市场份额.....	37
图表 97:海天中炬各渠道市占率.....	37
图表 98:复合调味品市场规模及增速.....	39
图表 99:复合调味品渗透率及人均开支较低.....	39
图表 100:中式复合调味料市场规模及增速.....	39
图表 101:各细分品类复合增速对比.....	39
图表 102:我国火锅底料及蘸料市场规模.....	39
图表 103:我国火锅调味料市场规模及份额.....	39
图表 104:中国休闲食品行业规模及增速.....	41
图表 105:休闲食品子行业收入占比.....	41
图表 106:各品类规模、复合增速、集中度分布.....	42
图表 107:消费饮食习惯健康化.....	42
图表 108:休闲食品渠道情况.....	42
图表 109:休闲食品各渠道规模及复合增速.....	42
图表 110:休闲卤制品零售规模及增速.....	43
图表 111:休闲卤制品竞争格局.....	43
图表 112:品牌休闲卤制品增速快.....	43
图表 113:烘焙行业市场规模及增速.....	44
图表 114:烘焙行业竞争格局.....	44
图表 115:烘焙行业产品取向短保产品.....	45
图表 116:我国烘焙人均消费量与其他国家对比.....	45
图表 117:坚果行业市场规模及增速.....	46
图表 118:坚果行业市占率.....	46

1 1-10 月份板块回顾

1.1 市场表现

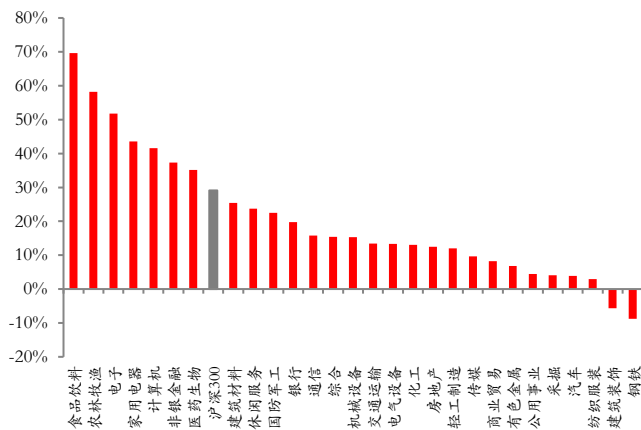
1-10 月份食品饮料板块涨幅 69.63%，领涨市场。上半年，板块不管在年初的估值修复行情还是四月份以来受贸易摩擦反复和经济复苏不及预期影响的调整阶段都表现较好。下半年市场热点集中于科技股，食品饮料板块仅 8 月份收获超额收益。从行业涨幅上看，28 个申万一级行业中，26 个行业实现绝对收益，7 个行业实现超额收益，食品饮料板块涨幅居首，绝对收益 69.63%，较沪深 300 上涨 38.04%。10 个子行业中，白酒：板块内个股涨幅分化，高端和次高端区域龙头涨幅在 100%-170%之间，带动整体板块实现 99.27%的涨幅；调味品 (+55.42%)：海天/中炬/千禾三大龙头涨幅领先；啤酒 (+25.67%)：珠江/重庆/青岛与其他略有分化，三大品牌涨幅算数平均值为 52.8%；乳品 (+26.03%)；食品综合 (+28.59%)：其他子行业表现较好的是百润拉动的预调酒板块 (+87.6%)，软饮料板块 (-2.75%)。

图表 1:食品饮料板块与大盘走势



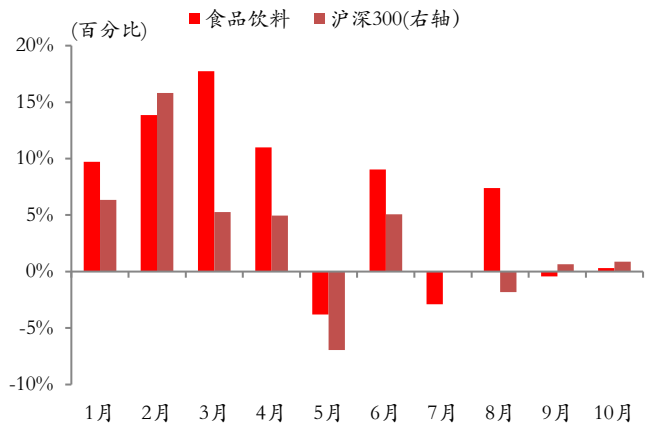
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 3:申万一级行业涨幅



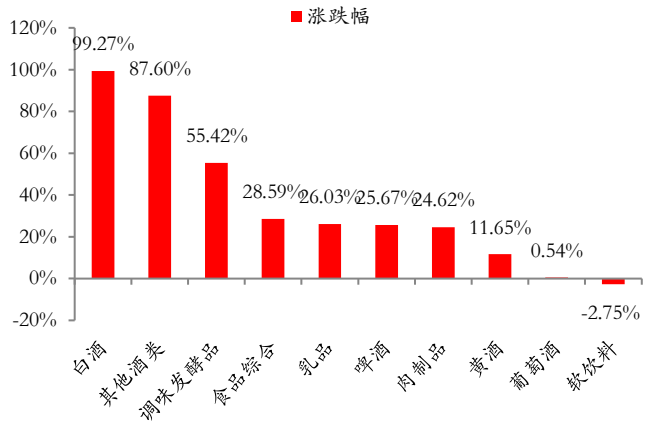
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 2:食品饮料板块月度涨跌幅



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 4:食品饮料板块子行业涨幅

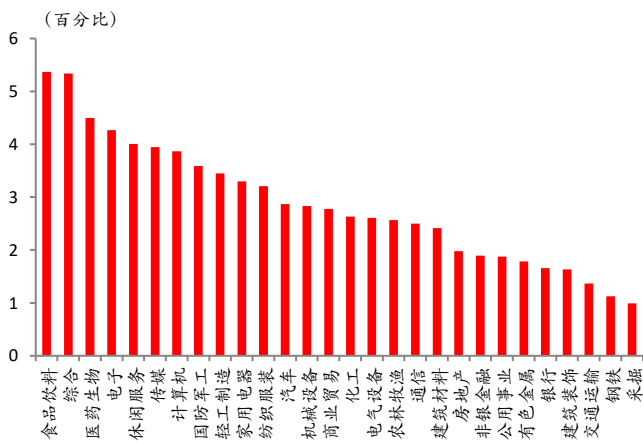


资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 基金持仓

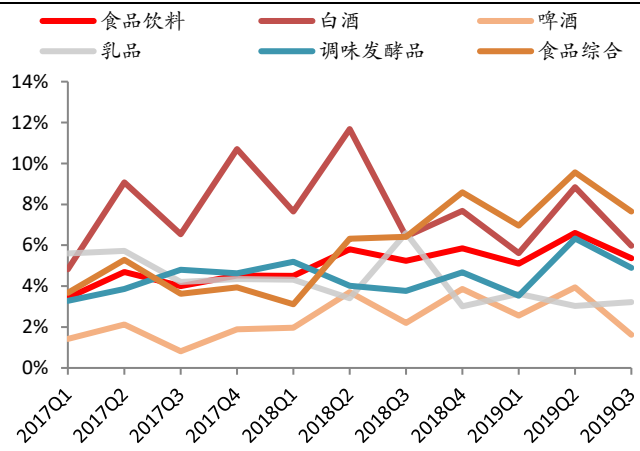
食品饮料板块基金持仓比例居首，且为外资最青睐行业。2019年三季报披露数据显示，食品饮料板块基金持仓比例的算数平均值为5.37%，在28个申万一级行业中占比最高，综合（5.33%）和医药生物（4.49%）次之，从时序变化上看，2017年以来，食品饮料板块持续获得机构资金关注，持仓比例屡创新高，细分行业中，食品综合和调味品平均持仓比例分别为7.64%和4.9%，同比提升1.22%/1.13%。白酒/乳制品/啤酒持仓比例同比下降0.46%/3.37%/0.57%。外资持股方面，截至十月末食品饮料板块持仓市值占陆股通总持仓市值的比例为19.34%，领先第二名医药生物（10.74%）8.6个pct，从今年陆股通流入上看，19.48%的资金流入到了食品饮料板块，板块持续获得外资青睐。

图表 5:基金持仓情况



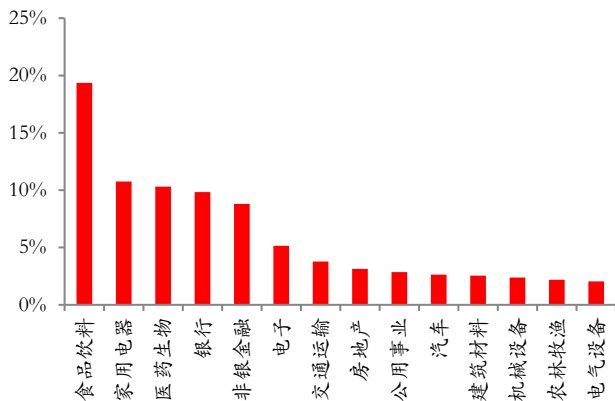
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 6:食品饮料子行业基金持仓情况



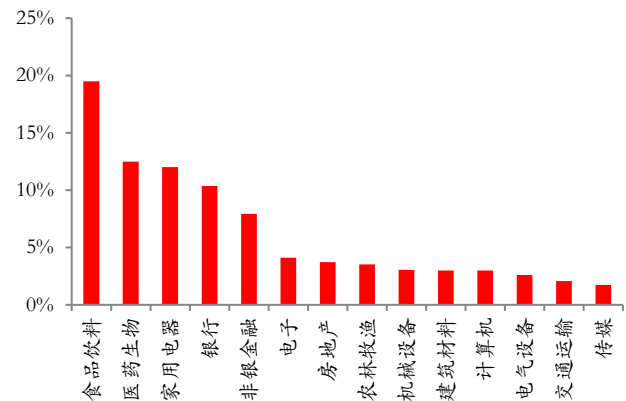
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 7:陆股通持仓比例分行业情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 8:陆股通年内新增市值占比



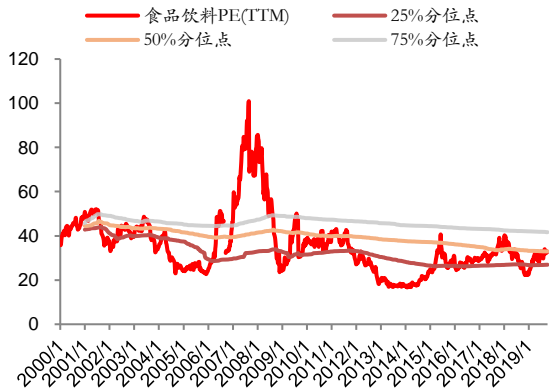
资料来源: wind、华安证券研究所

1.3 估值情况

食品饮料板块估值处于中位数水平。2018年整体市场表现不佳，食品饮料板块的估值出现较大幅度回调，2019年初滚动市盈率约为22倍，历史分位点约为11%，目前滚动市盈率32.85，处于历史中位数水平，2019年年内估值上涨46.28%。

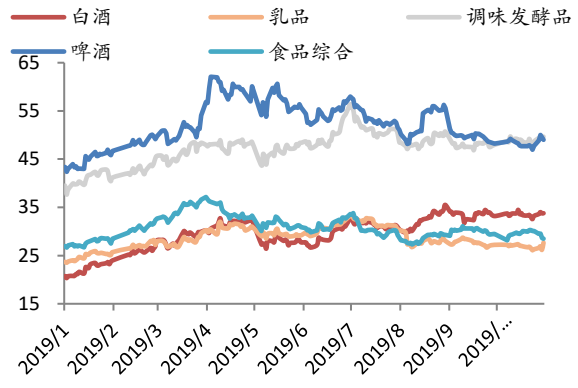
细分行业中，啤酒和调味品估值相对较高，截至十月末滚动市盈率分别为48.98/49.66倍，白酒/乳制品/食品综合估值相对较低，滚动市盈率分别为33.8/27.7/28.5倍。估值变动上，行业整体估值提升46.28%，其中白酒/调味品受估值修复和景气周期上行拉动估值提升62.87%和25.69%。啤酒/乳制品/食品综合估值提升幅度较小分别为12.96%/16.8%/5.71%。

图表 9:食品饮料板块估值分位点



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 10:细分行业年内估值变化



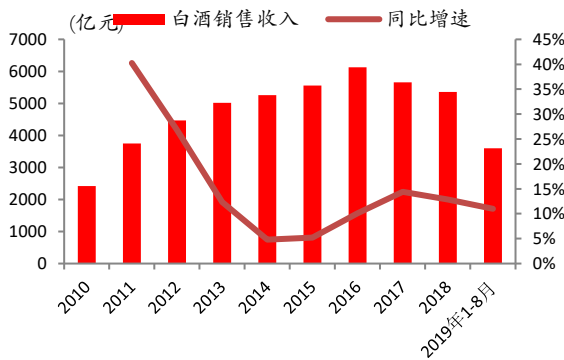
资料来源: wind、华安证券研究所

2 白酒：增速放缓，分化加剧，龙头业绩确定性最强

2.1 白酒景气周期下半场，增速放缓，分化加剧

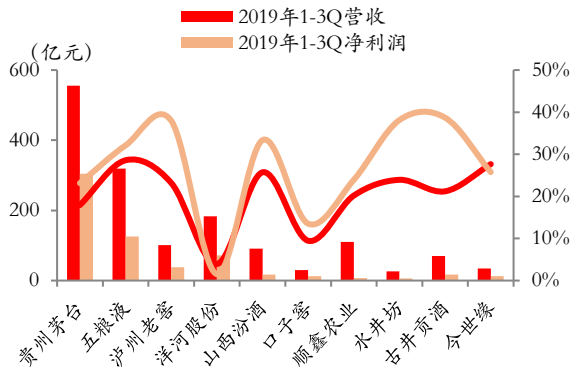
2019年白酒行业景气度延续，但下半场分化明显，高端、次高端增速较快，龙头公司增速超过行业平均。本轮白酒周期自2016年复苏以来，已延续近4年时间。2018年下半年受中美贸易战、地产政策加严、宏观经济下滑等影响，行业步入阶段性回调。2019年恢复增长，预计19年白酒行业整体收入增速在10%+，增速有所放缓，目前处于景气周期的下半场。由于本轮周期由上一轮的扩容式增长转变为挤压式增长，且主要受涨价和需求结构转变驱动，出现了明显分化：(1) 高端、次高端增速最快，中低端增速有所放缓；(2) 优秀企业尤其是龙头公司，充分受益消费升级和集中度提升，增速超过行业平均。

图表 11:白酒制造业收入及增速



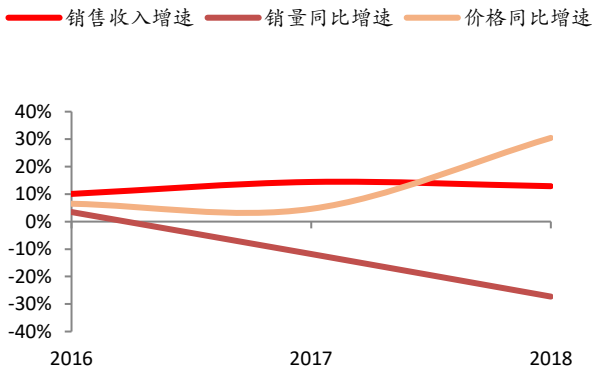
资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

图表 12:19年1-3Q 高端、次高端及龙头收入增长15%+



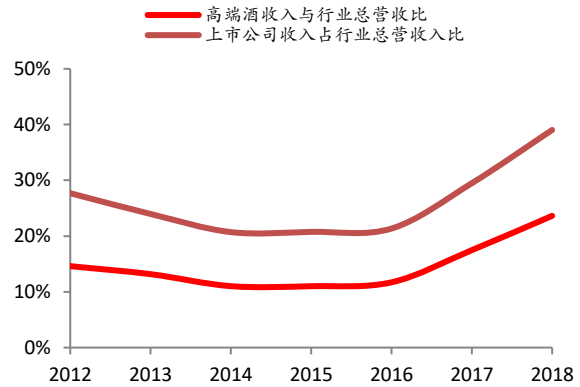
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 13:16-18 年白酒行业销售收入、价格及销量增速



资料来源：国家统计局、华安证券研究所

图表 14:白酒行业挤压式增长，龙头集中度持续提升



资料来源：国家统计局、wind、华安证券研究所

受益结构升级和集中度提升，龙头业绩保持稳健。19 年 1-3Q 和 Q3 单季白酒板块（申万）收入分别同比增长 17.49% 和 12.98%，归母净利润同比增长 22.82% 和 16.25%，Q3 增速有所放缓，但整体仍维持较快增长。从三季报来看，行业整体平稳增长，中秋国庆动销良好。其中，高端酒增速最快，茅台、五粮液、泸州老窖分别实现 16.6%、26.8% 和 23.9% 的业绩增长。茅台由于直营渠道尚未放量并整顿经销商渠道，导致 Q3 业绩略低于预期，但批价在经历短期波动后仍维持在 2000 元以上（近期批价已回升至 2300-2450 元），显示高端需求景气度依然旺盛。受益高端价格带提升和民间消费升级，次高端持续扩容，但竞争加剧且分化明显。古井贡酒、今世缘、山西汾酒等实现了较好的增长，而水井坊、舍得、洋河股份和口子窖等表现一般。中低端增速有所放缓，分化加剧。

图表 15:2017-2019Q3 白酒上市公司业绩

白酒企业	2017		2018		2019Q3	
	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速
一线						
贵州茅台	49.8%	60.6%	26.5%	30.7%	16.6%	22.5%
五粮液	23.0%	43.4%	32.6%	39.0%	26.8%	33.5%
泸州老窖	20.5%	31.1%	25.6%	37.2%	23.9%	38.2%
二线						
洋河股份	15.9%	13.5%	21.3%	20.1%	0.6%	0.1%
舍得酒业	12.1%	73.0%	35.0%	118.5%	16.0%	28.2%
水井坊	74.1%	66.4%	37.6%	69.6%	23.9%	26.0%
山西汾酒	37.1%	56.4%	47.5%	55.2%	25.7%	33.2%
酒鬼酒	34.1%	47.8%	35.1%	28.7%	27.3%	28.2%
三线						
古井贡酒	15.8%	34.9%	24.7%	53.2%	21.3%	32.0%
迎驾贡酒	3.3%	-1.8%	11.2%	13.0%	8.7%	18.2%
今世缘	15.6%	19.2%	26.6%	27.0%	30.2%	26.2%
口子窖	27.3%	41.0%	18.5%	36.5%	8.1%	12.8%
金徽酒	4.3%	12.3%	9.7%	0.8%	14.6%	5.2%
伊力特	13.3%	32.6%	10.7%	14.8%	0.8%	12.6%
四线						
金种子酒	-10.1%	-148.5%	1.9%	804.7%	-13.1%	-473.6%
老白干酒	4.0%	58.7%	41.3%	101.8%	16.1%	10.7%

顺鑫农业	4.8%	50.7%	2.9%	129.6%	20.2%	19.7%
伊力特	13.3%	32.6%	10.7%	14.8%	0.8%	12.6%

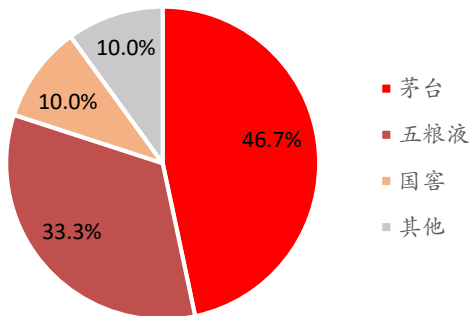
资料来源: wind、华安证券研究所

对明年行业趋势的判断: 参照华安宏观团队观点, 预计明年 Q1 经济增速继续放缓, Q2 触底回升, 下半年或小幅回暖。在整体偏疲软的经济环境下, 我们认为白酒行业短期将延续增速放缓、分化加剧的态势; 从长期来看, 应淡化周期, 行业受益于消费升级+集中度提升的长期逻辑未变, 预计高端酒增速确定性最高, 优秀的区域龙头成长性最强。

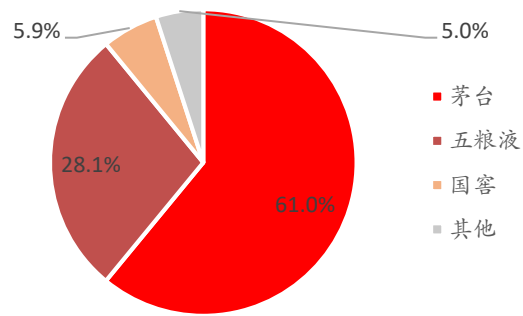
2.2 高端酒: 具备量价齐升空间, 龙头应享估值溢价

高端白酒行业的垄断竞争格局清晰并将日益稳固, 茅五泸充分受益行业长期增长。长期以来, 飞天茅台、普五和国窖 1573 组成了高端白酒产品线的核心, 包括酒鬼内参、水井坊典藏和洋河梦之蓝 M9 等其他品类共同参与竞逐高端市场。在 2012-2015 年的高端酒调整期中, 除茅五泸的其他品牌在白酒市场或大幅消减高端酒出货量, 或重新调整价格体系彻底退出高端市场的竞争, 占比下滑至 2018 年的 5%。当前, 国内高端酒茅、五、泸一超两强的寡头垄断格局已基本形成, 茅台在 2000 元以上价格带一家独大, 五粮液、国窖在 800 元以上价格带垄断竞争, 由于三家公司已构成超强的品牌力、产品力和渠道力壁垒, 预计这一格局今后将长期稳固, 茅五泸充分受益行业长期增长的确信性最强。

图表 16: 高端酒市场格局: 按销量

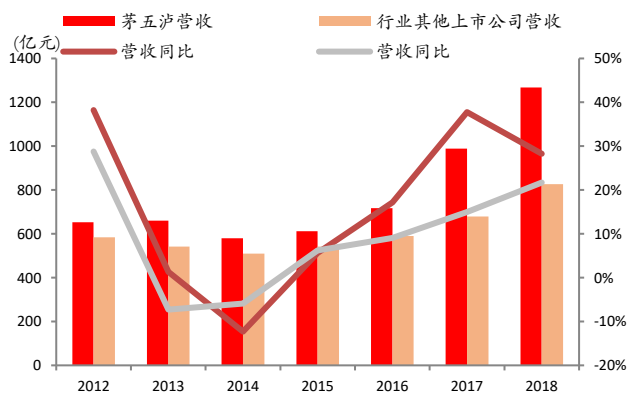


图表 17: 高端酒市场格局: 按收入



资料来源: 公司公告、糖酒快讯、华安证券研究所

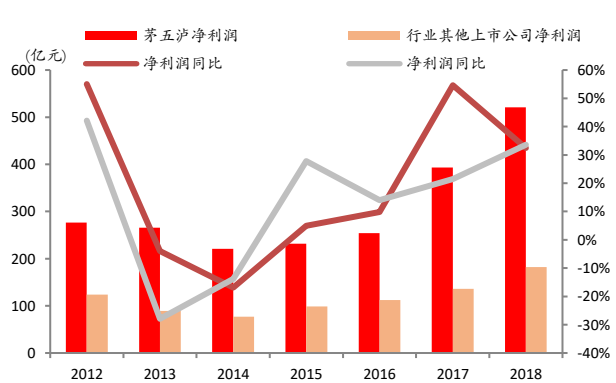
图表 18: 高端白酒营收增速



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: 公司公告、糖酒快讯、华安证券研究所

图表 19: 高端白酒净利润增速

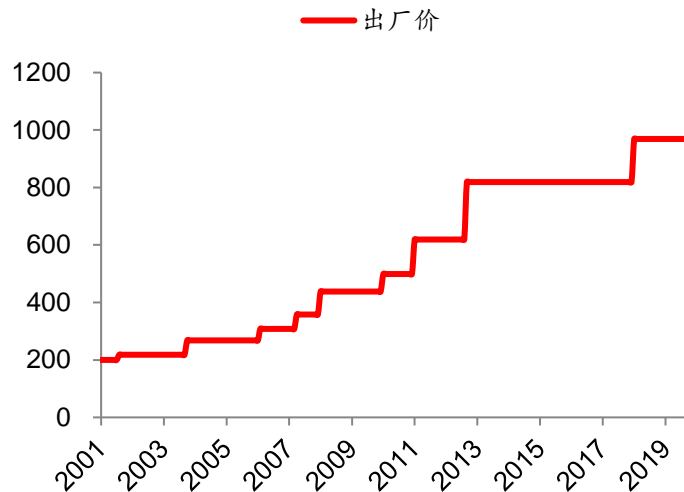


资料来源: wind、华安证券研究所

我们认为明年高端酒增长确定性最强主要基于：(1) 茅台零售价格坚挺在 2000 元+，并且当前渠道库存水平和开瓶率合理，基本反映真实需求和景气度较好，明年有望延续；(2) 当前茅台的渠道利润创历史新高，出厂价提升的确定性增强；(3) 提价预期及资产荒下，高端酒的投资需求有望延续。

中长期来看，高端酒具备量价齐升空间。一方面，量的提升主要来自：(1) “三公消费”占比从过去 40% 大幅下降至 5%，需求转向商务、民间消费、社交和投资，需求结构更为合理和健康，周期更长；(2) 茅台在消费和投资需求拉动下保持强势，销量取决于供给水平，未来几年茅台供应量预计保持稳健增长。五粮液和泸州老窖 800+ 价格带目前基本都是真实的消费需求，未来几年在高端酒整体供应仍偏紧、消费升级和集中度提升的共同驱动下，两家公司需求将保持稳健增长；(3) 目前高端酒产量占比极低，不足 1%，未来提升空间广阔。**另一方面，价的提升空间主要来自：**(1) 一超两强的垄断格局下，茅五泸品牌力、产品力、渠道力持续巩固加强；(2) 当前茅台渠道利润丰厚，利润率超 100%，参照历史价格和利润率，我们认为 40-50% 为合理区间，茅台具备提高出厂价的条件；(3) 长期价格将跟随居民收入水平提高、收入分化加剧以及财富效应而持续提高。

图表 20: 茅台从 2001 年至今每轮提价情况



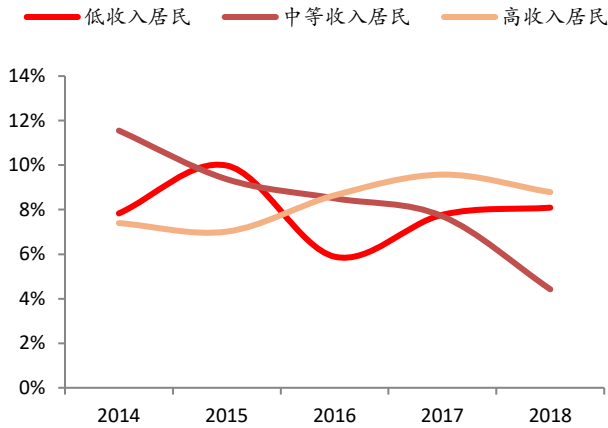
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 21: 高端酒产量占比不足 1%

价格带	档次	代表品牌	产量 (万吨)	产量占比	规模 (亿元)	规模占比	CR3
800+	高端	茅台、五粮液、老窖	6	0.7%	1070	18%	95%
300-800	次高端	汾酒、水井、洋河、今世缘	15	1.8%	500	8%	50%
100-300	中高端	古井、口子	100	12.2%	2200	37%	10%
100 以下	低端	顺鑫	700	85.3%	2200	37%	5%

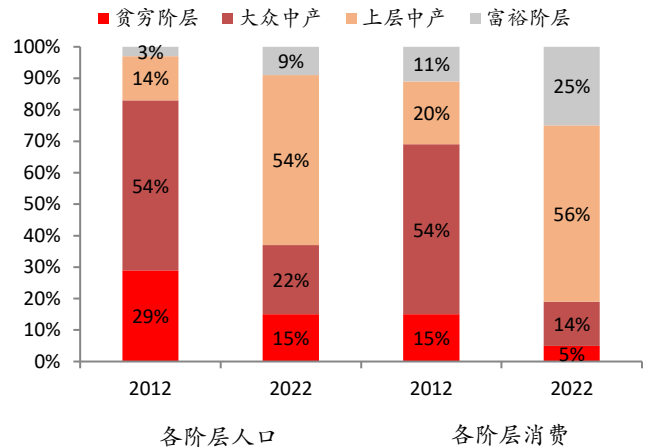
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 22:居民收入分化加剧



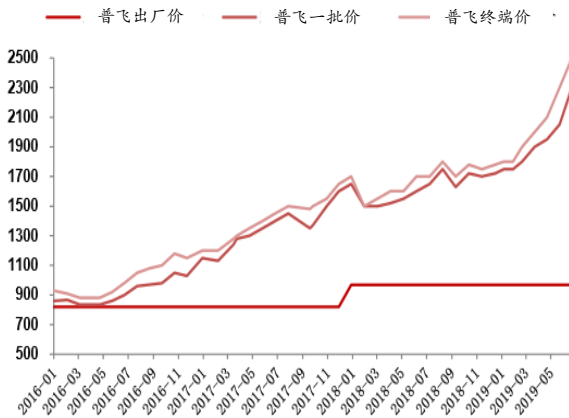
资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

图表 23:上层中产和富裕阶层持续扩容



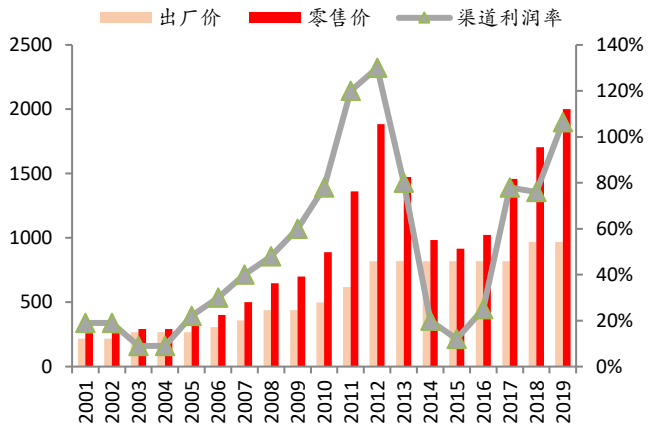
资料来源: 麦肯锡咨询、华安证券研究所

图表 24:2016 年以来, 茅台批价显著提升



资料来源: 经销商调研、酒交所、华安证券研究所

图表 25:茅台出厂价、零售均价和渠道利润率



资料来源: 酒交所、华安证券研究所

茅五泸品牌壁垒和护城河强, 带有一定奢侈品属性, 在周期性弱化和确定性增长下, 理应享有估值溢价: (1) 压制白酒估值的周期性因素显著弱化, 应重视酒企自身内在价值, 并且在经济放缓、扰动因素不确定的背景下, 投资偏好确定性板块, 白酒整体估值中枢有望上移, 而高端白酒更应享有业绩确定性的估值溢价; (2) 对标海外奢侈品公司, 爱马仕估值长期保持在 40X 以上, 茅台的品牌力、稀缺性和投资属性与爱马仕具备一定可比性, 长期乐观估值有望向爱马仕看齐。

1、贵州茅台: 直销渠道理顺保障全年经营目标, 明年量价齐升有望稳健增长
 三季报略低于预期, 终端需求反应基本面依旧强劲。公司前三季度实现营收 609.35 亿元, 同比增长 16.64%; 归母净利润 304.55 亿元, 同比增长 23.13%。Q3 单季营收 214.47 亿元, 同比增长 13.28%; 归母净利润 105.04 亿元, 同比增长 17.11%。三季度增速略有下滑一方面由于上期基数较大 (2016-2018 年, Q3 单季营收 CAGR 约 49.73%)。另一方面来源于公司在渠道调整下, 放缓了经销商发货节奏。但从终端需求上看, 年内茅台价格持续上涨, 渠道库存水平和开瓶率合理, 需求旺盛, 基本面依旧强劲。

直营渠道逐渐理顺，全年经营目标完成。三季度单季公司直销收入 15.01 亿元，占比 7.0%，环比上半年提升 4.1pct，同比提升 0.1pct。中秋国庆期间，商超和电商平台的针对性放量显示直营渠道已经步入正轨。随着年末旺季的来临，在渠道配额增量有限的背景下，茅台终端价有震荡上行趋势，直营的放量抑价势在必行，预计四季度直营占比仍将环比提升。由于 2015 年基酒产量有一定程度下滑，导致 2019 年供给趋紧，直营渠道打通带来的吨价提升，是全年 14% 业绩指引完成的重要保障。

明年量价齐升，有望稳健增长。量方面，2020 年公司商品酒对应的是 2016 年茅台酒基酒，2016 年茅台酒基酒产量达 39313 吨，较 2015 年增长 22%，因此我们预计明年开始公司产能有望逐渐释放；价方面，目前普飞渠道利润几乎达到历史最高水平，明年提价可能性较高，且明年直营比例仍有进一步提升的空间，带动吨价和利润提升。

盈利预测：我们预计公司 2019/2020 年营收分别为 894.7/1029.8 亿元，同比增长 15.9%/15.1%；归母净利润分别为 439.9/505.3 亿元，同比增长 24.8%/15.4%，对应的 EPS 分别为 35.02、40.23 元。

2、五粮液：产品升级带动今年业绩大幅增长，渠道改革释放未来成长空间

核心产品量价齐升，预收款高增保障全年增长。2019 年前三季度公司实现营业收入 371.02 亿元，同比增长 26.84%；归母净利润 125.44 亿元，同比增长 32.11%。Q3 单季公司营业收入 99.51 亿元，同比增长 27.10%，归母净利润 32.08 亿元，同比增长 34.55%，业绩增速略超市场预期。**1) 价格方面**，国庆节后五粮液批价维持在 930-940 元左右，酒厂要求渠道清理库存，一方面组织经销商之间互相分流，二是要求经销商 11 月底前清理干净库存。今年公司上市第八代五粮液出厂 889 元（较第七代提价 12.7%），目前零售价已站稳千元以上，产品迭代推动吨价上行。**2) 销量方面**，三季度普五投放约 5000 吨，预计高端酒同比增长 15-20% 左右。且受益高端白酒的景气周期和承接茅台溢出需求，量具备快速增长空间。**3) 渠道方面**，经销商打款备货积极，三季度末预收款为 58.65 亿元，环比上涨 15.11 亿元，同比上升 140.37%。五粮液通过新品上市和控货挺价顺利实现了顺价销售，且由于第七代普五珍藏版对利润的补充，渠道信心得到强化，动销情况良好，预计收入 15-20% 增长。

渠道变革稳步推进，长期发展潜力强劲。公司借助新普五成功上线了数字化管理系统，有效推动了控盘分利的落实，保障了各级经销商利润分配同时加强了消费者的品牌培育。公司还持续推进营销架构扁平化，继续加码下沉，落实百城千县万店工作，有效的优化了渠道管理和价格管控。五粮液顺价后产生赚钱效应，因茅台经销商体系已经关闭，预计经销商会在 12 月份争取明年拿到更多配额。预计明年销量仍能保持 10-15% 的增长，叠加今年下半年提价对明年仍有贡献，预计明年实现收入约 20% 的增长。

盈利预测：预计 19-21 年公司收入分别为 500.5/599.8/706.8 亿，同比增长 25%/19.8%/17.8%；净利润分别为 174.1/220.4/269.4 亿，同比增长 30.1%/26.6%/22.3%；EPS 分别为 4.48/5.68/6.93 元。

3、泸州老窖：提价稳步推进，渠道深耕红利释放，高增速有望延续

国窖表现亮眼，业绩略超预期。2019 年前三季度公司实现收入 114.77 亿，同比增长 23.9%，归母净利润 37.95 亿，同比增长 38%，单三季度收入 34.64

亿，同比增长 21.86%，归母净利润 10.45 亿，同比增长 35.5%。国窖表现亮眼，结合调研，渠道打款积极，国窖专营公司较往年提前 1-2 个月完成全年打款计划。计划内增长 25%，目前渠道库存良性，考虑到计划外增量，全年有望突破 30% 的增长。价格方面，2019 年 6 月，公司提升国窖 1573 出厂价至 790 元、开票价至 860 元，今日公司通知春节前将逐月上调计划外价格（第一次为 20 元/瓶），我们认为其核心目的在于引导渠道挺价预期，未来量价稳步提升有望延续。

公司渠道深耕和品牌培育进入收获期，品牌势能充裕。2015 年在行业周期拐点，公司主动调整经销模式，放弃柒泉模式成立品牌专营公司，将国窖、窖龄和特曲独立运行，加强了渠道管理工作。近年来又通过“国窖荟”提升品牌力和终端粘性。受益于五粮液批价上挺，预计公司明年国窖能够保持量价齐升，收入有望实现 15%-20% 的增长。特曲 60 走团购渠道，以高性价比著称，正处在全国化扩张之中，预计明年有望维持 30% 以上的增长。公司“硬挺价”，消费者和渠道的接受度较好，反映了公司前期的渠道管理和品牌培育工作已见实效，品牌势能累积充裕，未来稳健增长有保障。

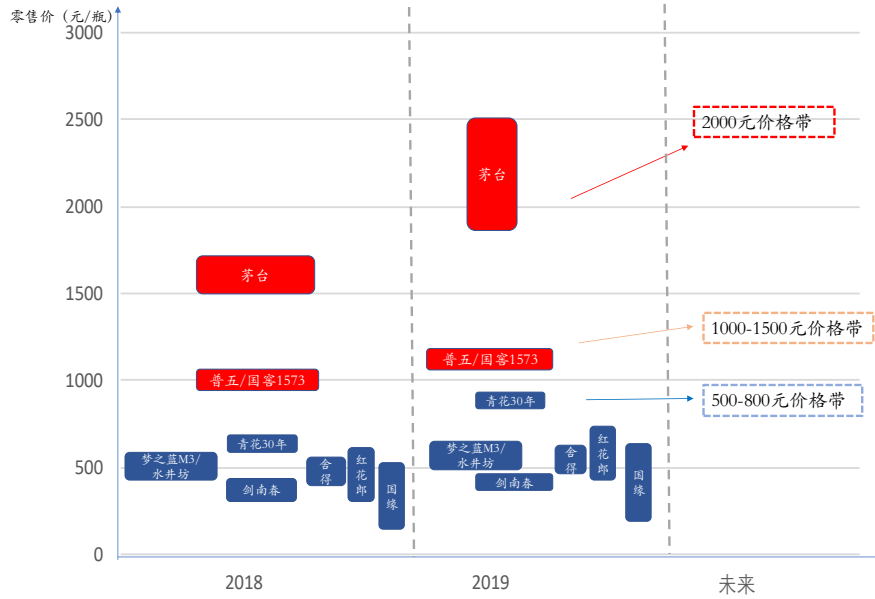
盈利预测：预计 19-21 年公司收入分别为 161.8/191.7/221.1 亿元，同比增长 23.9%/18.5%/15.3%；归母净利润分别为 47.4/57.8/68.8 亿元，同比增长 36%/21.9%/18.9%；EPS 分别为 3.23/3.95/4.69 元/股。

2.3 次高端：市场持续扩容但竞争加剧，关注具有明显优势的区域龙头

受益需求和价格带提升，市场稳健扩容，预计未来次高端仍是白酒各价位段增长最快的子行业(未来五年 CAGR 约为 15%-20%)。自 2016 年高端白酒复苏以来，高端白酒站稳价格并上扬，次高端白酒的价格带空间打开，并且消费升级和性价比突出的情况下，次高端市场持续扩容，预计市场规模未来五年 CAGR 约为 15%-20%，仍是增速最快的白酒子行业。

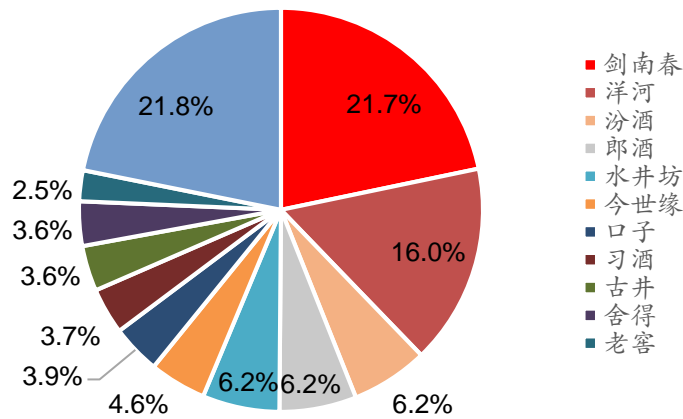
地产龙头酒积极布局次高端，次高端行业竞争和分化加剧。从 2018 年开始，地产龙头酒企依次大力推广其次高端产品，依托地缘、区域品牌力和当地渠道管控的优势迅速起量，抢占区域市场并加速全国化扩张，整个次高端市场竞争加剧，多数公司加大渠道和市场投入，费用率明显上升，在一定程度上抑制了酒企的盈利能力，导致上半年净利润不及预期。与此同时，行业分化加剧，19 年前三季度以古井贡酒、今世缘、山西汾酒实现了较好的增长，而水井坊、舍得、洋河股份和口子窖表现一般。我们认为，全国性品牌目前渠道利润率已基本趋同，未来主要比拼动销实力。地产龙头酒收割省内次高端市场并加速全国化扩张，成长性更强。我们继续看好具有明显渠道优势、强势价位段产品力和全国化扩张能力的地产龙头公司，推荐古井贡酒和今世缘。

图表 26:价格带上移



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 27:次高端市场竞争格局不如高端



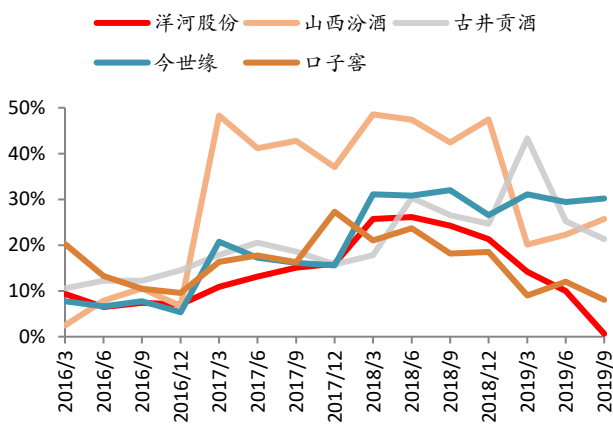
资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 28:次高端行业主要企业

品牌	次高端体量	总收入	次高端业务占比
剑南春	88	100	88.00%
洋河	65	241.6	26.90%
汾酒	25	93.82	26.65%
郎酒	25	100	25.00%
水井坊	25	28.19	88.68%
今世缘	18.45	37.41	49.32%
口子	15.89	42.69	37.22%
习酒	15	56	26.79%
古井	14.76	86.86	16.99%
舍得	14.41	22.12	65.14%
老窖	10	130.55	7.66%

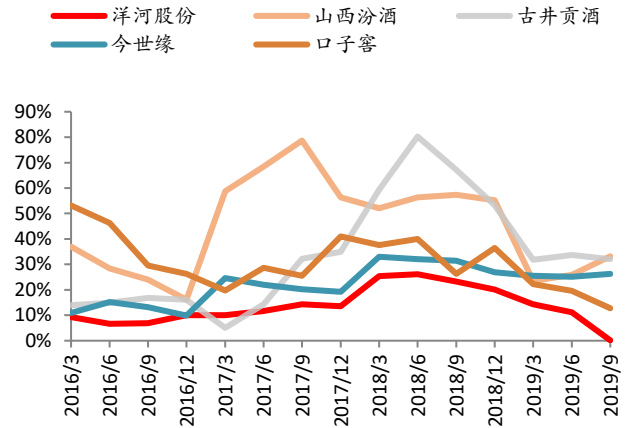
资料来源: 公司公告、糖酒快讯、华安证券研究所

图表 29:次高端酒企收入增速分化



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 30:次高端酒企净利润增速分化



资料来源: wind、华安证券研究所

1、古井贡酒：费用优化释放利润弹性，徽酒龙头扩张省外市场

费用率持续下行，业绩平稳高增。公司前三季收入 82.03 亿元，同比增长 21.31%，归母净利 17.42 亿元，同比增长 38.69%；其中 Q3 单季收入 22.14 亿元，同比+11.91%，归母净利 4.93 亿元，同比+35.78%。公司今年着手解决压货式增长和淡季渠道库存问题，调整发货节奏，对公司收入产生一定影响，但 Q3 销售费用率仅为 25.8 同比下降 7.3pct，利润保持平稳高增。随着产品升级、规模效应以及动销补贴向消费者转移，销售费用率仍有进一步下行空间，利润弹性有望持续体现。

站稳徽酒龙头地位，积极拓展全国市场。省内业务占公司整体收入约 80%，省内市占率已达到 25% 左右，领先第二名口子窖约 10 个 pct，公司省内渠道深耕多年，目前已落实到乡镇级，竞争地位稳固，预计明年依赖省内消费升级结构调整能实现 15%+ 收入增长；省外市场拓展良好，渠道调研了解，传统战略市场河南今年预计实现双位数增长，河北市场预计增长约 50%。河南、湖北、河北等市场明年均有望实现较快增长，河北、江苏等地市场开拓进度较好。目前公司次高端全国化战略明确，未来有望实现从环安徽市场向全国的跃迁。

盈利预测：预计公司 19-21 年收入分别为 102.8/122.4/142.3 亿元，同比增长 18.3%/19.1%/16.2%，预计归母净利润分别为 20.5/24.7/29.5 亿元，同比增长 29%/20.4%/19.5%，对应基本 EPS 分别为 4.07/4.9/5.85 元。

2、今世缘：省内产品结构升级+省外市场实现突破，增长势头延续

省内产品结构升级+省外市场实现突破。前三季度实现收入 41.16 亿元，同比增长 30.13%；归母净利润 12.94 亿元，同比增长 25.74%；单 Q3 收入 10.59 亿元，同比增长 32.27%；归母净利润 2.22 亿元，同比增长 28.30%。分产品看，前三季度特 A+ 类收入同增 47.66%，占比提升 6.6 个 pct 至 56.2%，国缘系列渠道动销良好，产品结构稳步升级，是业绩的主要驱动力。分区域看，前三季度省内南京大区和徐州大区收入同增 47.84% 和 60.42%，南京大区营收占比已达 27.8%，坐稳第一大区位置。省外市场前三季度收入 2.66 亿元，同增 62.3%，其中 Q3 增长迅猛，增速高达 96.0%，目前省外市场占比仅为 6.5%，随着公司与省外大商合作稳步推进一致，有望实现业绩突破

品牌势能持续上升，业绩增长持续性和确定性强。公司多年坚持市场培养，厚

积薄发，品牌上升拉力和渠道下沉推力推动公司业绩 18 年以来加速增长。公司于今年 6 月对国缘部分主导产品出厂价统一上调，四开/对开国缘零售价和团购价分别上调 30/20 元，提价后经销商打款积极，终端接受度高，在增厚下半年业绩的同时，也反映公司前期品牌培养已逐步进入收获期，未来业绩增长持续性和确定性强。

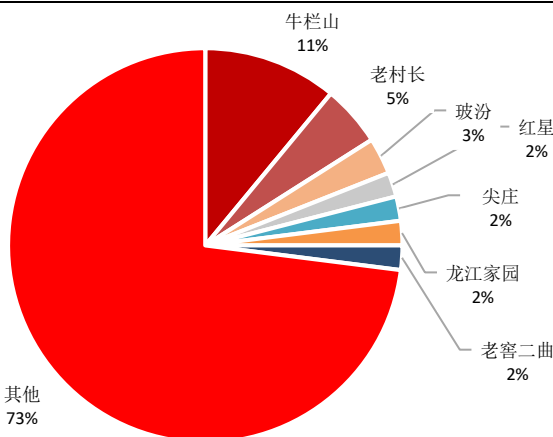
盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 48.6/60.9/74.9 亿元，同比增长 29.8%/25.6%/22.9%；净利润分别为 14.4/17.7/21.5 亿元，同比增长 25%/23.3%/21.5%，对应 EPS 分别为 1.15/1.41/1.72 元。

2.4 低端酒：光瓶酒时代，龙头受益集中度持续提升

价格带延伸，光瓶酒持续挤压盒装酒份额。近年来，随着消费者新的白酒消费意识的形成，价格和包装等不再成为消费者评价白酒的重要因素，消费者更加注重品牌和产品品质，光瓶酒迎来发展机会。目前 20 元以下的光瓶酒销量占全行业 80%-90%，光瓶酒主流价格带在 15 元左右，在未来盒装酒企业逐步结构化升级和提价，以及光瓶酒企大力布局并不断往上延伸价格带的情况下，光瓶酒行业整体规模有望实现快速增长。

行业集中度低，竞争格局持续优化。光瓶酒行业市场相对分散，龙头企业牛栏山市占率仅约为 10-15%左右，大量市场份额被地区性光瓶酒占据。竞争格局有持续优化趋势，今年前三季度，牛栏山和玻汾保持了 15%-20%左右的增速，其中玻汾在鲁豫地区实现 50%以上增长，牛栏山在江浙沪地区实现 30%-40%的增长，龙头企业受益集中度提升，增长稳定。具体的从光瓶酒各个价位看：1) 低端光瓶酒 15 元价格带市场相对，主要品牌商仅剩牛栏山和老村长，中小地区型酒企加速亏损淘汰，老村长在部分地区市场份额也被牛栏山侵蚀，该价格带集中度提升速度最快；2) 30-45 元价格带酒企集中卡位，新进入的酒企通常选择这一价格带切入，但因承接大量盒装酒市场分额，该价格带市场容量正逐步打开，牛栏上珍品陈酿、五粮液尖庄和汾酒玻汾等主要参与品种均放量增长，竞争矛盾尚不明显；3) 50-100 元高线高平酒市场机会巨大，未来随着消费者意识进一步觉醒，光瓶酒有望突破 50 元以内价格带逐步向百元发力，进一步蚕食盒装酒份额实现增长。品牌力强、产品品质好、有基础产品的光瓶酒龙头企业有望持续收割市场份额。

图表 31:光瓶酒竞争格局



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 32:光瓶酒各价格带主要参与者

价格带	主要品牌
15 元	牛栏山、老村长
15-50 元	尖庄、二曲、东北小曲、广东坊、汾酒、泸州老窖、枝江大曲等
50-100 元	剑南春、五粮醇、头曲、洋河大曲、西凤酒等

资料来源：公司公告、华安证券研究所

1、顺鑫农业：白酒业务迈入泛全国化，市场份额持续收割

短期业绩扰动，白酒增速稳健。公司前三个季度营收 110.6 亿，同比增长 20%；归母净利润 6.65 亿，同比增长 24%。其中 Q3 单季受销售费用确认和毛利率下滑导致归母净利润同比下降 70%，Q3 单季毛利率下降 3.4 个 pct 至 28.83%，除了猪价上行带来屠宰端成本的提高，三季度低端酒销量占比较高也拉低了毛利率。Q3 单季销售费用率 6.7%，同比提升 2.4 各 pct 主要源于明年春节旺季提前，公司在 Q3 加大市场投入，另外世园会和冬奥会赞助费用较多在 Q3 确认，并非常态。整体看白酒前三季度保持了 15% 左右的增长，行业集中度提升和价格带延伸趋势未变，公司业绩有望改善。

白酒业务全国化，市场份额持续收割。公司借助大商模式，稳步推进泛全国化市场布局，2018 年底，公司已拥有 22 个亿元以上省级销售市场，预计今年末这一数字还有提升，未来公司有望以天津和北京为核心，以山东、河南和河北等地为重点，继续推进全国化，并形成多个 5 亿级以上的规模市场。凭借大单品牛二的品牌和渠道优势持续挤占中小地方酒企及老村长、龙江等品牌商，同时通过推陈出新和产品迭代，在全价格带形成更全面的产品矩阵，进一步享受行业整体增长红利，收割份额。

盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 140/156/171 亿元，同比增长 16%/11%/10%；净利润分别为 11.4/14.5/16.9 亿，同比增长 53%/27%/17%，对应 EPS 分别为 1.54/1.95/2.28 元。

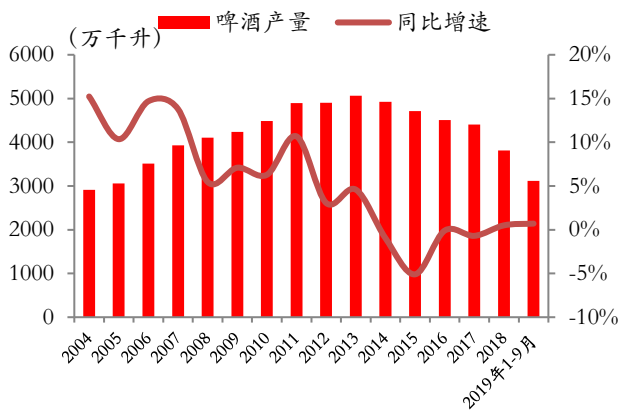
3 啤酒：产品结构升级、格局改善持续提升盈利能力和集中度

3.1 行业拐点从量增转为质增，利润率持续提升

啤酒行业拐点已至，从量增到质增转变。国内啤酒产量增速从 2011 年开始显著下滑并于 2014 年 7 月开启负增长。在经历了三年的快速下滑期，行业迎来拐点，产量从 2017 年开始企稳，2018 年，国内规模以上啤酒总产量增长了 0.5%，2019 年延续弱复苏趋势，1-9 月国内啤酒总产量增速为 0.7%。另外，在消费升级和高端需求的驱动下，2018 年初行业开启集体涨价，2017 年啤酒吨酒价格提升 2.8%，2018 年维持较好势头，华润提价 13%，青岛啤酒提价 4%，百威提价 6%。

从微观层面来看，亦应证了此次啤酒行业的拐点不以规模和量增为主，而是提价和减少费用投入带来的盈利质量持续改善。过去啤酒行业经营环境粗放，产品差异化程度低，主要靠价格战和渠道费用投入来抢夺市场，导致啤酒企业销售费用率居高不下，行业整体盈利能力差。从 2016 年开始，啤酒上市公司的销售费用率开始下降，净利润从 2017 年开始大幅改善，毛利率也从 2018 年开始改善。总体来说，随着消费升级和竞争环境的整体改善，上市公司逐步将提升产品结构和盈利能力作为主要经营目标，行业已从量增转变为质增。

图表 33:啤酒产量及增速年度数据



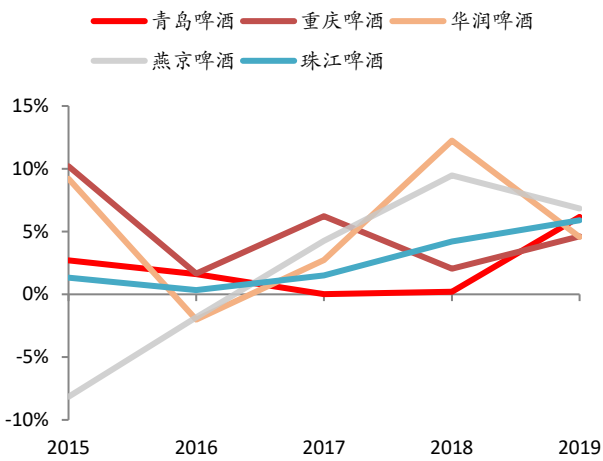
资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

图表 34:啤酒产量月度同比



资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

图表 35:五家公司吨酒提价幅度



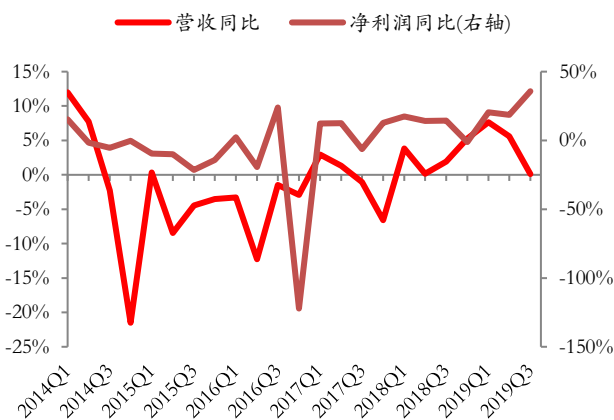
资料来源: 公司公告、华安证券研究所 (2019 年提价幅度燕京啤酒用 1-3Q 吨价计算, 其余四家公司用 H1 吨价计算)

图表 36:各大啤酒企业提价情况

公司	时间	提价情况
燕京啤酒	2017 年 12 月 2018 年 3 月	旗下本生啤酒 (460ml, 纸 1*12) 的终端进货结算价格提高 3 元/箱, 单瓶零售价上涨 1 元 低端产品涨价 5% 左右
华润啤酒	2018 年 1 月	调整部分中低端产品价格, 包括雪花纯生, 勇闯天涯在内的 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/件
青岛啤酒	2018 年 1 月 2018 年 5 月	提高部分区域内部分产品的价格不超过 5% 提高旗下优质品牌价格, 单款单箱全国提价 2 元
百威英博	2018 年 3 月	百威啤酒年后批价由 57 元/件提高至 85 元/件, 涨幅近 50%。
重庆啤酒	2018 年 1 月 2019 年 1 月	瓶装纯生产品和低端易拉罐产品提价 5% 推出 8 元醇麦国宾逐渐替代“老国宾”

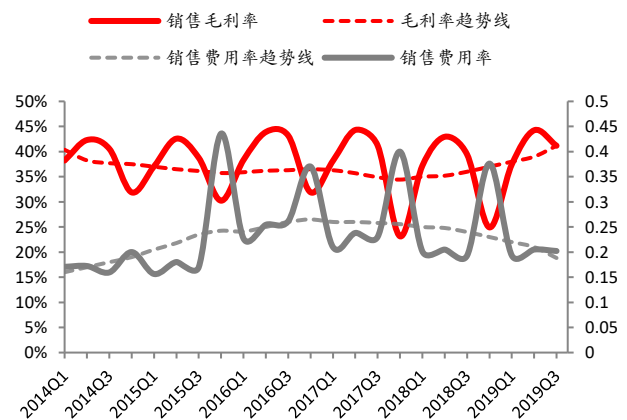
资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 37:啤酒上市公司营收与净利润增长



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 38:啤酒上市公司销售费用率与毛利率变化



资料来源: wind、华安证券研究所

啤酒今年实际需求整体平稳, 提价持续兑现, 上市公司利润率快速提升。啤酒行业 5 家主要上市公司销量整体平稳, 受今年夏季多雨的影响, 全国化布局良

好的企业抗风险能力出色，其中华润啤酒受益喜力并表和企业内生稳健增长，表现最优；区域品牌受到一定打击，略有分化，其中重庆啤酒受四川业务拉动保证了整体销量稳定。提价节奏延续，各大品牌年内均实现吨价 5-6 个 pct 的提升，高档啤酒增保持双位数，且渠道库存良性，市场接受度高，提价空间仍较大，受益产品结构升级，部分企业在 Q3 已突破 3500 元并触及 4000 元价格带，销售半径提升和竞争环境改善，带动企业利润实现快速增长，

图表 37:2019 年业绩情况

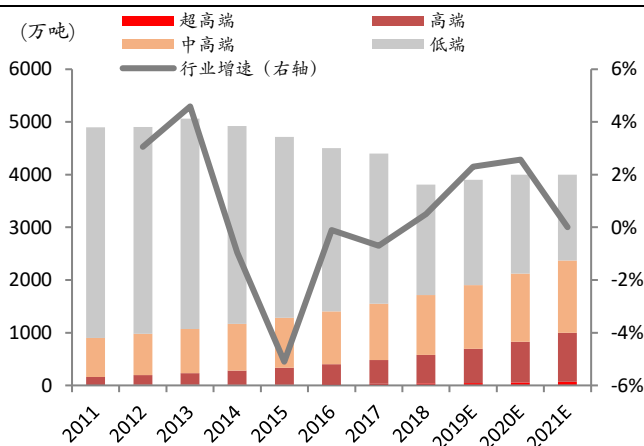
	营业收入 (亿元)	yoy	净利润 (亿元)	yoy	销量 (万吨)	yoy	2019 年 吨价	2018 年 吨价	较 2018 年提价
青岛啤酒	249.0	5.3%	25.9	23.2%	473.0	3.6%	3468.5	3267.0	6.2%
华润啤酒	188.3	7.2%	18.7	24.0%	637.5	2.6%	2952.9	2824.0	4.6%
重庆啤酒	30.3	3.5%	5.9	54.4%	48.3	2.3%	3708.3	3544.5	4.6%
珠江啤酒	34.9	5.5%	4.5	43.4%	61.3	-0.1%	3301.8	3117.9	5.9%
燕京啤酒	103.7	1.3%	6.4	4.7%	354.7	-2.6%	2923.6	2736.7	6.8%

资料来源：公司公告，wind、华安证券研究所（营收和净利润除华润为 2019 年 H1 数据外，其余为 2019 年 1-3Q 数据；销量和吨价除燕京啤酒为 2019 年 1-3Q 数据外，其余为 2019 年 H1 数据）

3.2 产品结构升级打开长期利润空间

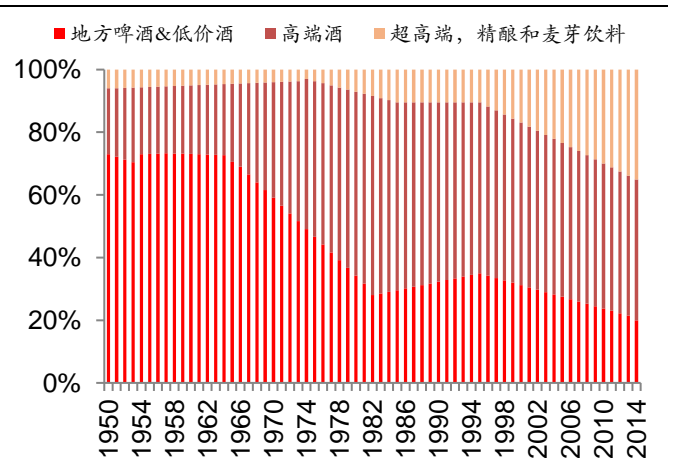
在消费升级和供给端持续加码下，高端啤酒增速最快，占比仍有很大提升空间。尽管国内啤酒行业整体消费量在 13-18 年逐渐下滑（5 年 CAGR 为-2%），但高端啤酒的消费量反而逆势增长，（5 年 CAGR 达 6.4%），主要受消费升级的需求和供给端持续加码带动。从微观层面亦得到印证，嘉士伯公告，12-16 年中高端产品增速始终在 10%+（超高端>高端>中高端），而主流及低端增长放缓萎缩，根据 BCG 的数据，国内高档啤酒（零售价高于 14 元/升）销量占比从 2003 年的 1.8% 提升至 9.2%，销售额占比从 7.8% 提升至 29.2%。但跟美国相比，美国 2015 年精酿、进口、超高端等单价最高的啤酒销量占比达到 35.1%，我国啤酒产品结构升级还有很大的提升空间。预计 2023 年，中国高端啤酒的总消费量有望达到 1020 万千升，5 年 CAGR 达 4.9%。

图表 39:国内中高端啤酒销量占比持续提升



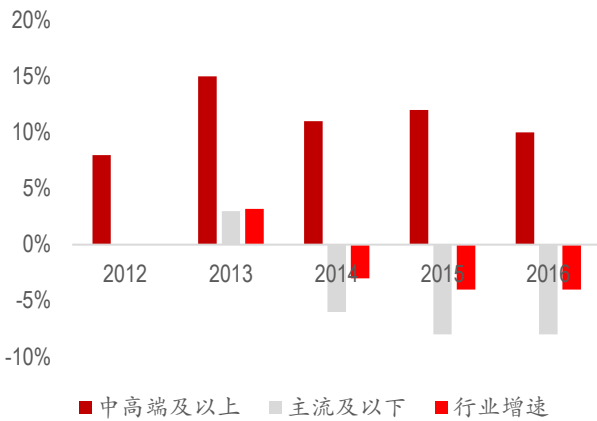
资料来源：BCG、华安证券研究所

图表 40:美国高端啤酒量占比达到 35.1%



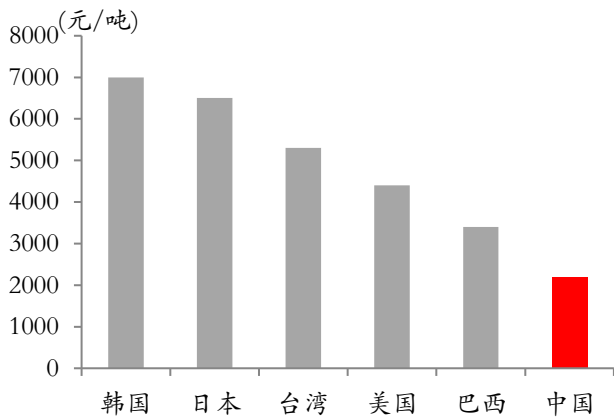
资料来源：美国酿酒协会、华安证券研究所

图表 41:嘉士伯高端产品增速显著快于中低端



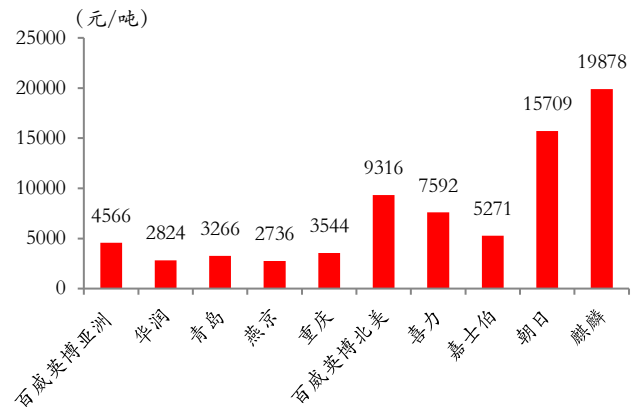
资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 43:国内与世界吨酒终端价格对比 (元/吨)



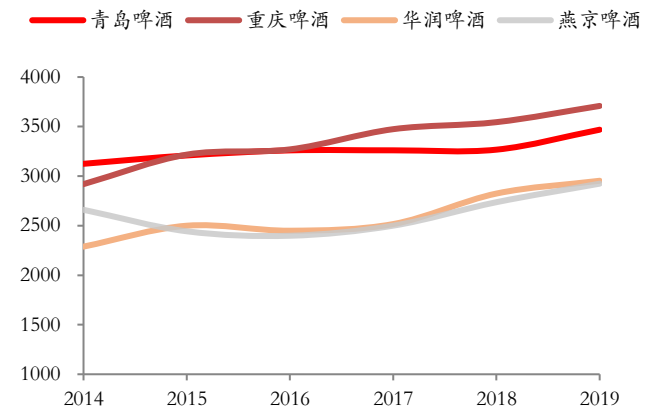
资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 42:国内吨酒价格还有 2 倍以上的提升空间



资料来源: 公司官网、糖酒快讯、华安证券研究所

图表 44:国内吨酒价格持续提升



资料来源: 公司公告、华安证券研究所

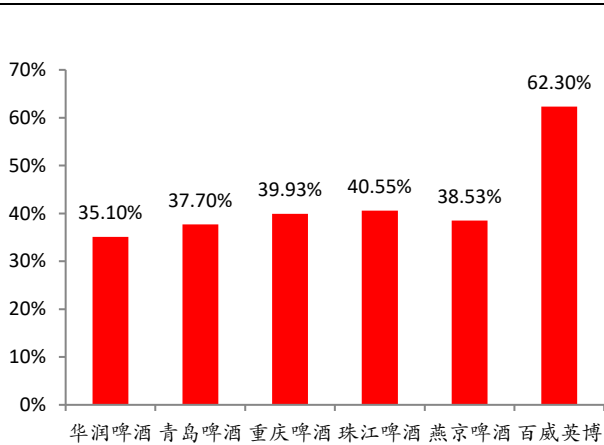
产品结构升级推动价格带上移, 有望持续改善行业毛利率。啤酒行业吨价提升主要通过直接提价和结构升级(间接提价), 从过往历史看, 直接提价主要在已有的中低端产品线且是成本提升带来的被动提价, 中低端竞争环境恶劣致使厂商很难主动提价, 消费者也不易接受。因此, 我们认为直接提价很难有效和持续的改善盈利能力, 产品结构升级才能推动长期价格带上移, 进而持续改善行业毛利率。从公司层面看, 品牌力强和价格定位精准决定了结构升级的效果, 龙头享有优势。从提价和毛利率提升空间来看, 国内啤酒吨价基本在 2500-3300, 较国外至少有两倍以上的空间。国内啤酒企业的毛利率基本在 30%-40%, 而百威英博的毛利率已达到 62%。

图表 45:近年来国内各啤酒企业持续推出了高端产品系列

公司名称	产品	价格区间	产品示例
青岛啤酒	鸿运当头系列 (包括黑啤、1903 和鸿运当头)	25 元以上	
	逸品纯生、奥古特	18-25 元	
燕京啤酒	纯生、原酿白啤	7-10 元	
华润啤酒	品尊系列	15-25	
	脸谱系列	25 元以上	
	纯生系列	9-12 元	

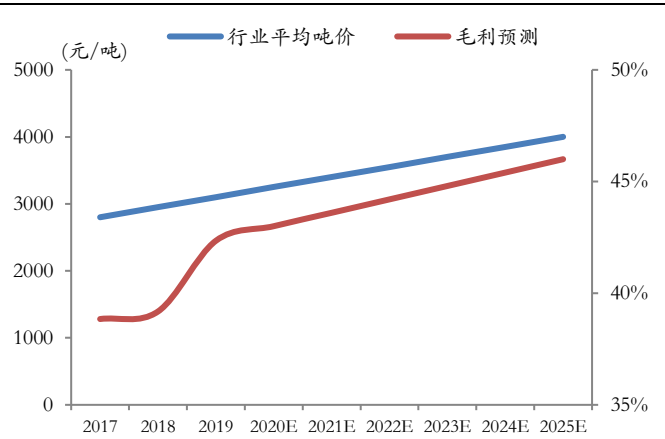
资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 46:国内啤酒公司的毛利率明显低于国际



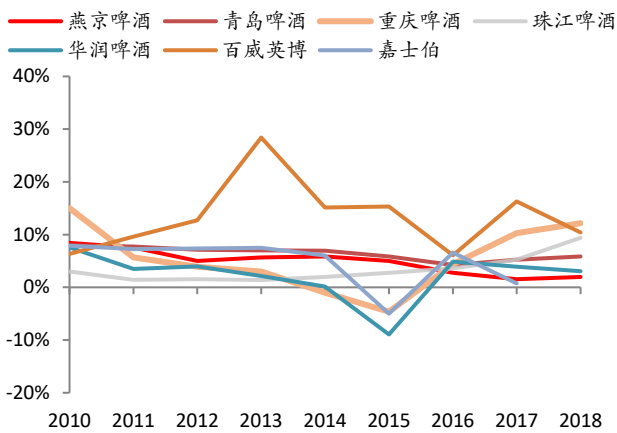
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 47:国内啤酒行业均价及毛利率预测



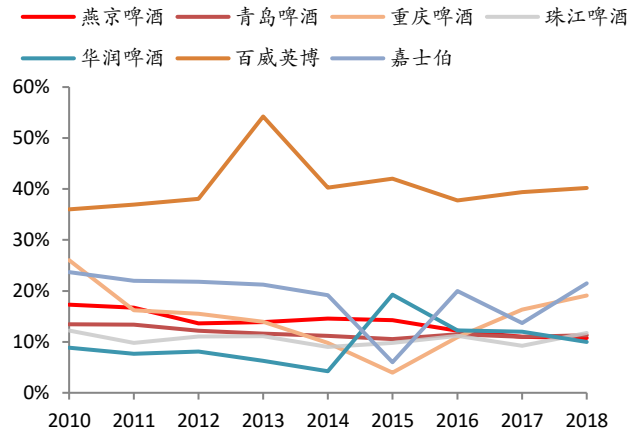
资料来源: BCG、华安证券研究所

图表 48:主要啤酒企业净利率比较



资料来源: wind、华安证券研究所

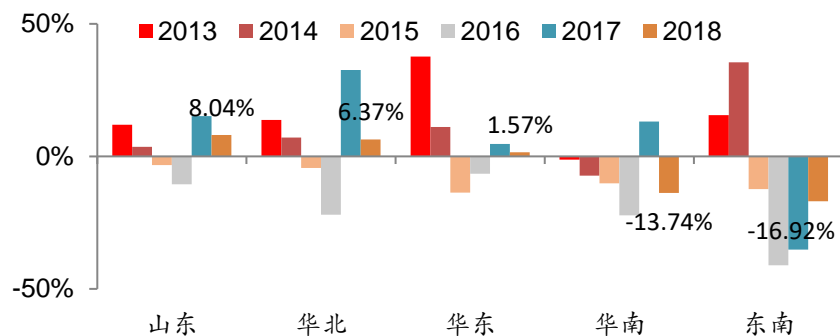
图表 49:主要啤酒企业 EBITDA 利润率比较



资料来源: wind、华安证券研究所

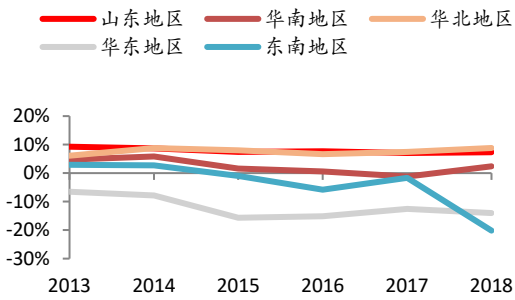
竞争趋缓背景下,龙头公司的费用率有望持续下行。龙头公司华润、百威、青啤、重啤(嘉士伯)实现了全国化布局,但各自基地区域和弱势区域呈现明显的净利率差异(差距在 10pct),改善弱势区域净利率是企业整体盈利提升的关键。对此,龙头公司的费用投放普遍采取面上收、点上投的方式,聚焦已有优势和较大概率成为未来利润池的市场,以此来改善企业费率和净利率水平。以青啤为例,青啤的华北区净利率维持常年 8%左右,2018 年为 8.81%,山东地区也稳定在 7%左右,2018 年为 7.27%,而华南地区 2013 年以来有所下滑,2018 年仅为 2.37%,华东和东南地区持续亏损,其中东南地区近年来节节败退,2018 年亏损 20.18%。青啤 2018 年重新聚焦优势区域(华北和山东)以及潜力较大的华东市场,大幅缩减弱势区域(东南、华南)的费用投放。东南和华南地区销售费用率分别为 18.65%和 15.26%,同比下降 3.06/12.34 个 pct。优势地区竞争压力较小,在营收稳健增长下,规模效应体现,山东和华北费用率分别为 15.79%和 11.71%,同比下降 1.99/1.35 个 pct。华东地区受益消费升级,行业整体增量明显,但竞争较为激烈,公司近年来不断梳理江沪市场资源,推进产能优化,华东市场收入端已有改善,随着格局稳定,对标山东和华北市场净利率 5pct 左右的改善空间。综上,我们认为,竞争趋缓背景下,龙头的费用率有望持续下行。

图表 50:青岛啤酒 2013-2018 年区域营收增速



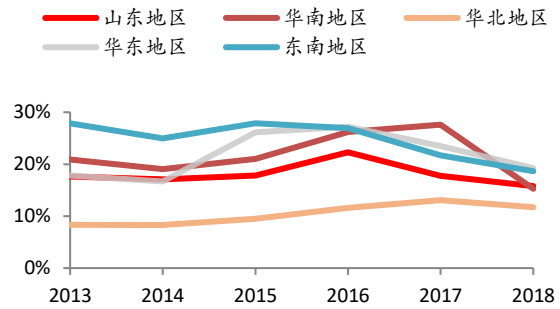
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 51: 青岛啤酒分区净利润率



资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 52: 青岛啤酒 2013-2018 年分区域销售费用率

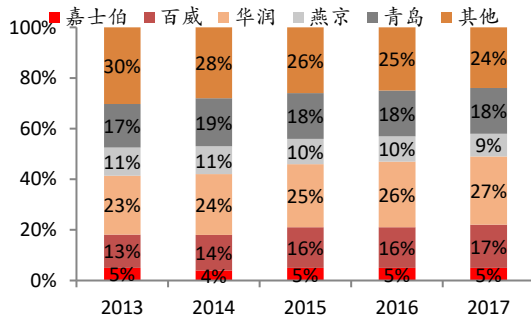


资料来源: 公司公告、华安证券研究所

3.3 格局: 龙头竞争激烈, 集中度有望进一步提升

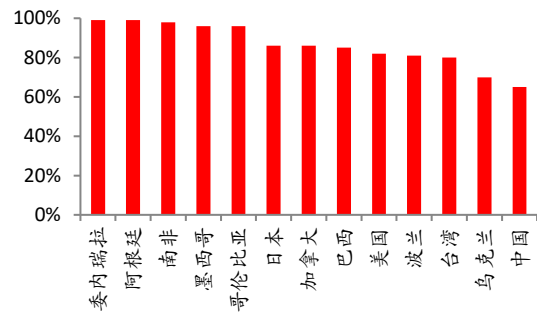
长期来看, 行业格局将从 CR5 向 CR4 或者 CR3 的晋级。过去二十年, 啤酒行业通过并购重组、整合等方式, 行业集中度持续提升, CR5 从 1999 年的 18% 持续提升至 2017 年的 76%, 集中度较高。但 CR3 仅 62%, 与全球市场相比仍有一定差距, 美国、日本、加拿大、巴西等国 CR3 均在 80%+。并且国内市场尚未出现绝对的龙头, Top3 企业华润/青岛/百威份额分别为 27%/18%/17%, 仍未拉开明显差距。我们认为, 伴随啤酒行业企稳和竞争环境改善, 啤酒厂商之间的业绩和盈利能力差距将继续拉大, 行业内整合也从过去的大吃小演变为大吃大, 啤酒巨头之间有望实现持续整合, 行业格局未来有望从 CR5 向 CR4 或 CR3 晋级。

图表 53: 啤酒行业竞争格局



资料来源: 啤酒科技、华安证券研究所

图表 54: 国内 CR3 份额较发达国家仍有差距



资料来源: 产业信息网、华安证券研究所

图表 55: 国内 CR5 产品结构和优势区域

企业	主要品牌	主要产品	优势地区	产品结构
华润雪花	雪花、喜力	脸谱、纯生、黑啤、勇闯天涯	华东地区、安徽、四川、黑龙江	雪花销量占比 90%
青岛啤酒	青岛、崂山、山水	奥古特、纯生、白啤、清爽	山东、华南、华北地区	高端品占比 20%
百威英博	百威、哈尔滨、科罗娜	纯生、清啤	华南地区、华东地区	高端、超高端占比 55%
燕京啤酒	燕京、漓泉	纯生、鲜啤、白啤、黑啤	华北地区	主品牌燕京占比 75%

嘉士伯	嘉士伯、乐堡、1664	特醇、冰纯	西部地区	高端产品增速 10%
-----	-------------	-------	------	------------

资料来源：公司公告、华安证券研究所

综上，我们认为，长期来看，啤酒行业人均销量将维持稳定，改善需求端的核心驱动力主要来自消费和产品结构升级，推动吨酒价格带提升，进而改善行业毛利率。与此同时，竞争格局改善的背景下，龙头公司费用率有望持续下行。未来格局优秀的龙头公司将持续受益行业升级的红利，集中度持续提升，预计 5-10 年 CR5 有望逐步向 CR4 或者 CR3 变化，重点推荐华润啤酒和重庆啤酒。

1、华润啤酒：联手喜力加码高端化，降费提利有望延续

结构升级带动收入利润稳定快速增长。公司中报显示，上半年实现营收 188.2 亿元，同比增长 7.2%，啤酒整体/中高端销量同比增长 2.6%/7%。产品结构升级带动吨价较去年全年平均提升 4.6%。毛利率同比提升 1.85 个 pct 至 37.85%。剔除喜力并表的影响（预估喜力中国区全年的销量约为 20-30 万吨，按百威英博亚太区 4500 元左右的吨价测算），华润内生营收和销量增长分别为 4%/0.6%，吨价相比去年平均仍有 3.4% 的增长，随着产品结构的持续升级，我们预计企业营收和利润将保持稳定增长态势。

费用率有下降空间，盈利能力持续改善。公司上半年销售费用率同比提升 0.8 个 pct 至 15.4%，管理费用率同比下降 1.3 个 pct 至 10.3%。销售费用略有上升主要系收购喜力后营销投放有所加大，随着品牌度过推广期和磨合期，未来销售费用有较大下降空间。管理费用方面，今年企业落实减员增效，期末员工较期初减少 5000 人，虽然带来员工补偿和安置费用同比增加 2.67 亿元，但由于固定资产减值损失同比减少 0.4 亿元，且去年同期公司一次性计提 1.74 亿元年金费用，综合看受益组织的优化，管理费用有所下降。我们预计随着人员结构进一步精简高效、关厂步伐放缓，管理费用也将进入下行通道。

联手喜力加强高端化发展。喜力作为全球前三大啤酒企业，基本实现了全球化布局。华润雪花则是国内第一大啤酒品牌，国内市场市占率约为 27%。强强联手有望打造国际+国内中高端品牌矩阵。自 4 月底收购事项完成以来，国内业务线整合工作进展较快，除少数省市其他地区以实现交叉销售。目前我国高端啤酒市场仍处在扩容期，华润与喜力的业务协同将有助于落实公司高端化发展战略，不断攫取市场份额。

盈利预测：我们预计公司 2019/2020 年的营业收入为 341/353 亿元，同比增长 7%/3.5%。2019/2020 年归母净利润为 16.8/25.9 亿元，同比增长 71.7%/54.4%。

2、重庆啤酒：结构升级加速，增长注入新动能

销量平稳，高端产品表现亮眼。2019 年前三季度，公司营收 30.3 亿元同比增长 3.5%，销量 79.76 万吨，同比增长 0.5%。受天气因素影响，单三季度营收和销量增速分别为 2.8%/-2.1%，不及全年水平。前三季度公司高档（8 元以上）/中档（4-8 元）/低档（4 元以下）产品营收增速分别为 5.41%/6.75%/0.33%，高档产品更是在三季度单季实现了 15% 的增速，带动今年吨价较 2018 年增长 3 个 pct 至 3778 元。高档酒业绩贡献主要系新品醇麦国宾（8 元）的顺利推广和嘉士伯委托加工部分的高增长，由于委托加工毛利率较低（10%左右），所以今年整体毛利率提升不大（上升 0.6pct，单三季度毛利下降 0.3pct），但净利润增长较快，

前三季度实现扣非归母净利润 4.03 亿元同比 13.84%，受益退休人员医保政策调整带来的一次性收入，归母净利润同比增长 54.39%。

区域布局由点及面，有望实现全国化。公司目前业务主要集中在重庆、四川和湖南，三个地区营收占比分别为 73%/19%/8%，2019 年前三个季度各地营收增速分别为 2%/28.6%/-5.3%。公司在大本营重庆地区市占率高达 80% 左右，增长保持稳定，四川地区增势迅猛，表明公司由重庆向周边区域辐射的战略推进顺利，公司有望凭借销售半径的优势实现突破。

新增订单和产能，增长确定性强。1) 公司下半年与嘉士伯签订委托加工协议，新增“红乌苏”等品牌的产品代工业务。预计 2020 年加工交易金额约为 3.46 亿元，有望带来 3500 万元利润；2) 公司产能季节性紧张，且随着四川业务的激增，旺季产能不足问题显现，公司公告将在四川新建一条年产能为 15 万千升的拉罐生产线，填补四川区域拉罐生产线缺口。新增订单和产能的落地是未来业绩增长的重要保障。

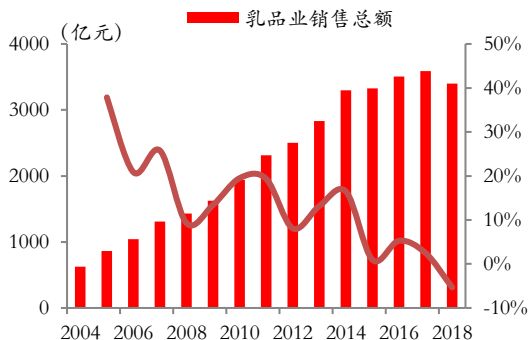
盈利预测：预计 2019-2021 年营业收入分别为 36.6/39.2/42.1 亿元，同比增长 5.6%/7.1%/7.6%，归母净利润为 6.3/5.9/6.6 亿元，同比分别增长 50.3%/-5.49%/10.74%，EPS 分别为 1.27/1.21/1.31 元。

4 乳制品：竞争加剧不改长期集中度提升逻辑

4.1 行业稳步增长，市场空间大

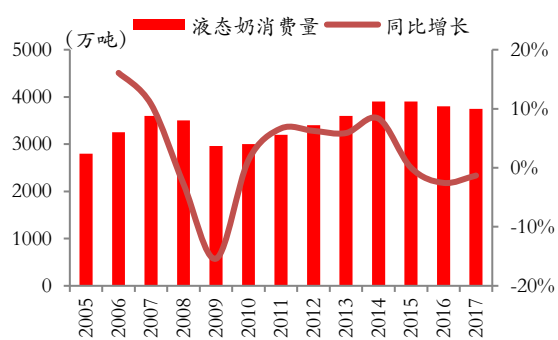
行业空间大，需求端增长主要来自人均消费量提升、细分品类发展和低线城市渗透率提升。国内乳制品销售总额近十年持续稳步增长，到 2017 年达到 3590 亿元。在消费量方面，国内液态奶消费量也从 2009 年的 2961 万吨增长至 2017 年的 3759 万吨（8 年 CAGR 约为 3%）。未来 5 年左右行业规模有望超过 5000 亿，需求端增长主要来自人均消费量提升、细分品类发展和低线城市需求增长。从人均消费量来看，液态奶、酸奶、植物基乳饮及奶酪等品类对标日本，仍有一倍以上的空间；从细分品类发展来看，随着消费升级，国内鲜奶、酸奶、植物基、奶酪等品类仍有很大发展空间；从城市级别来看，一二线城市和三四线及农村在人均消费量上仍有较大差距，国内一线城市液态奶渗透率超过 90%，人均消费量为 31kg，与日本和韩国接近。而低线及农村地区液奶渗透率低于 50%，人均消费量也大幅低于全国 20.3kg 的平均水平。但从增速来看，低线城市及农村地区的人均奶类消费量增速显著快于一二线，逐渐缩小差距，是未来主要的市场增量。

图表 56:国内乳制品行业销售总额及增速

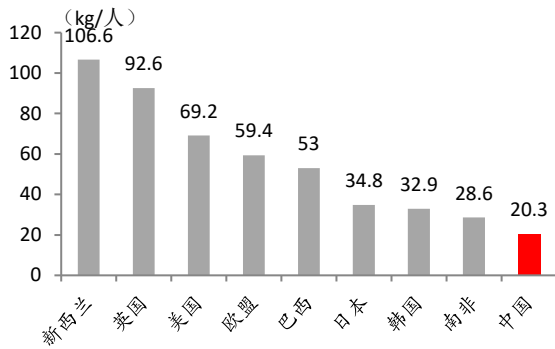


资料来源：中国奶业年鉴、华安证券研究所

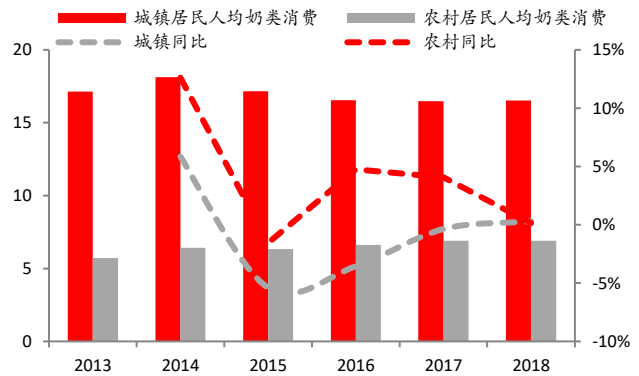
图表 57:国内液态奶消费量及增速



资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

图表 58:世界各国人均液态奶消费量


资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 59:城乡液态奶消费量及增速


资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

图表 60:人均消费量中日对比

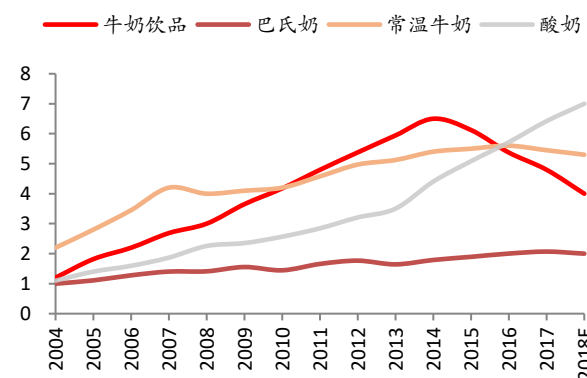
	牛奶	常温奶	鲜奶	酸奶	风味乳饮	豆奶	奶粉	奶酪
消费量(KG)								
中国	7.01	5.27	1.74	6.81	3.93	0.95	0.47	0.03
日本	16.78	0.22	16.56	11.15	0.89	2.86	0.19	1.09
日本/中国倍数	2.39	0.04	9.52	1.64	0.23	3.01	0.40	36.33
消费额(美元)								
中国	13.54	10.17	3.37	15.21	6.49	1.27	18.02	0.65
日本	41.21	0.69	40.51	70.65	3.74	6.31	4.53	29.71
日本/中国倍数	3.04	0.07	12.02	4.64	0.58	4.97	0.25	45.71
ASP								
日本/中国倍数	1.3	1.6	1.3	2.8	2.5	1.7	0.6	1.3

资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 61:主要国家人均奶制品消费量 (千克/人)

国家	饮品	巴氏奶	常温奶	酸奶
中国	3.9	1.9	5.3	6.9
日本	1.1	19.4	0.3	11.7
韩国	3.7	22.6	0.5	5.7
美国	5	55.6	0.3	6
法国	0.9	2.1	50.8	18.6
德国	2.3	26.4	34.2	15.6
英国	2.6	81.3	3.5	8.7

资料来源: USDA、华安证券研究所

图表 62:中国主要品类人均消费量 (千克/人)


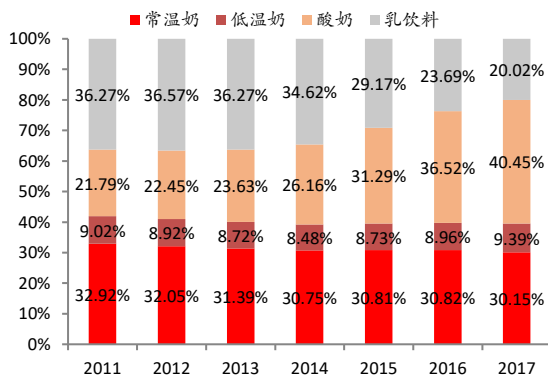
资料来源: USDA、华安证券研究所

4.2 龙头优势显著，长期集中度持续提升

乳制品市场竞争激烈，分化加剧，主要体现在：(1) 品类分化加剧，酸奶、低温奶增速较快，常温奶增速显著下滑；(2) 渠道分化加剧，线上增速快，渗透率持续提升；(3) 行业经营压力加大的环境下，龙头优势显著，与竞争对手差距拉开，龙头集中度持续提升。

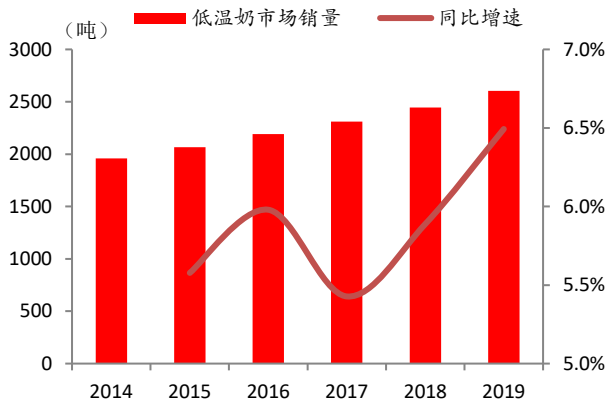
从品类看，**酸奶、低温奶增速较快，常温奶增速显著下滑**：1) 常温奶在液态奶中占比 30%，从 14 年起增速和占比均在持续下滑，2018 年增速仅为 1.6%。主要由于常温奶人均消费量已达较高峰值，增量有限；2) 低温奶保持较快增速，市场空间大。2018 年国内低温奶零售额为 320 亿元，占液态奶比重约 25%。14-19 年 CAGR 约为 6.8%，仍在加速放量。低温奶市场空间大，主要来自人均消费量的提升，目前国内人均低温奶消费量仅 1.9 千克，与美国、日本、韩国仍有巨大的差距，提升空间大；3) 酸奶增速略有放缓，但仍保持两位数增长，是增速最快的品类。2013-2014 年常温酸奶井喷式增长（13-14 年增速超过 120%）带动整个酸奶品类增速加快，随后两年增速略有放缓。近两年，低温酸奶增速逐年提高，表现优于常温酸奶，且逐渐回归营养健康的本元，专注于品质的区域性品牌崛起。低温酸奶更符合健康化趋势，我们认为未来酸奶市场仍然以低温产品为主，低温占比将持续提高。

图表 63: 液态奶子版块份额



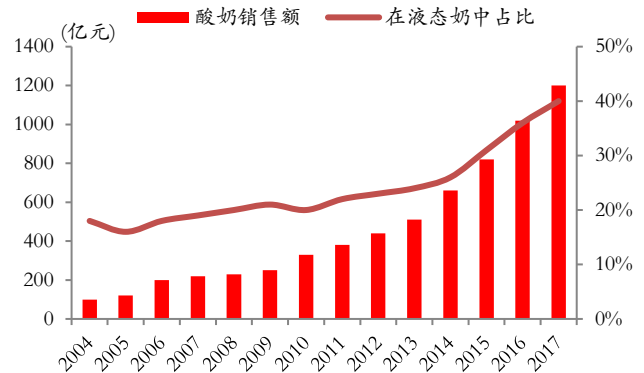
资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

图表 65: 低温奶销量及增速



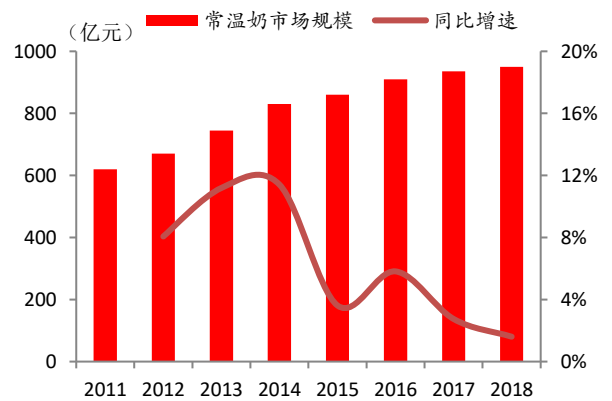
资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

图表 64: 酸奶在液态奶子版块中份额持续提升



资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

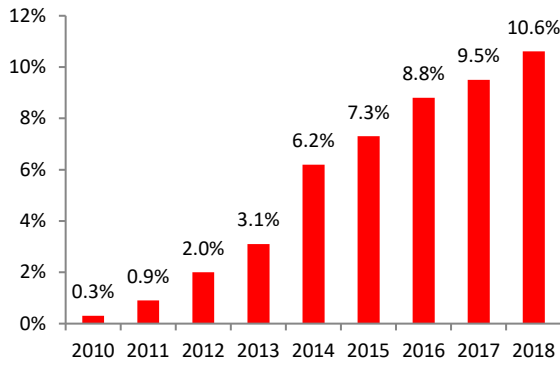
图表 66: 常温奶市场规模及增速



资料来源：Euromonitor、华安证券研究所

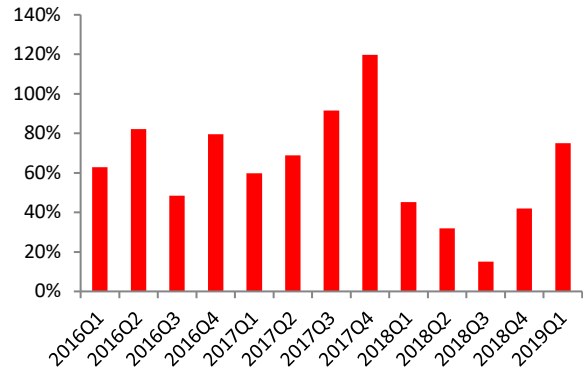
从渠道来看，电商快速放量，渗透率持续提升。近十年伴随电商行业的爆发，乳制品线上销售快速放量，婴幼儿奶粉是线上乳制品销售占比最大的品类，成人奶粉规模较小但增长最迅速，增速在100%+。液态奶增速高达45%以上，占比从2010年的0.3%快速提升到2017年9.4%，高端奶依旧占据主导地位，酸奶品类逐步增多。

图表 67:液态奶线上销售占比不断提升



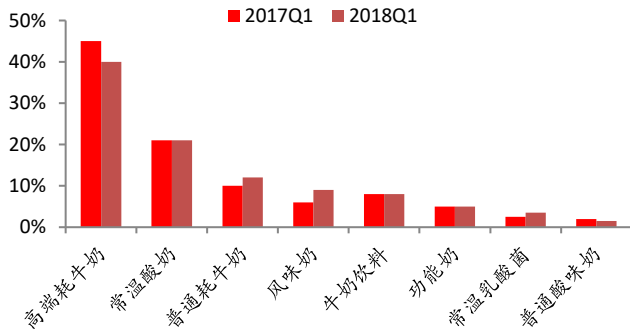
资料来源：产业信息网、糖酒快讯、华安证券研究所

图表 68:乳制品线上销售连续增速超过45%



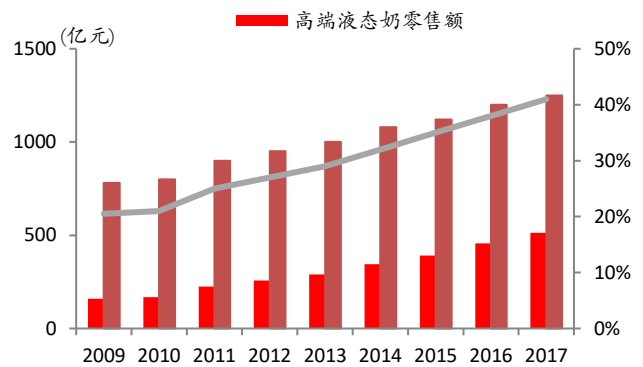
资料来源：产业信息网、渠道调研、华安证券研究所

图表 69:液态奶线上销售各品类占比



资料来源：星图数据、华安证券研究所

图表 70:高端液态奶占比逐渐提升



资料来源：星图数据、华安证券研究所

从竞争格局来看，行业经营压力加大，龙头优势显著，集中度提升。目前国内乳制品企业已形成三个梯队，其中，以伊利股份、蒙牛乳业公司为代表的全国性乳制品企业占据第一梯队；第二梯队则是以光明乳业、三元食品、新希望乳业为代表的泛区域性领先乳制品企业；第三梯队为地方性乳制品企业，此类企业生产经营规模较小、通常只在单个省份或城市内经营，面向单一市场，市场份额小、竞争力有限。随着行业经营压力增强，价格战和费用投放加大，亏损企业持续推出，乳企数量持续下滑，从2008年的815家减少到2017年的611家。从财务数据来看，2017年上市乳企平均毛利率和净利率分别下降至20.8%和6.8%，负债率则提升至51.8%。在此背景下，龙头和大型乳企的资金、成本管控能力、产品力、渠道力和供应链等优势凸显，进一步拉开与中小企业的差距，集中度持续提升。

看好龙头公司集中度持续提升的长期逻辑，推荐伊利股份。我们认为，短期行业竞争加剧、经营承压将延续，但行业格局较好，长期来看，龙头持续构建产品力、渠道力、供应链和管理机制等壁垒，行业集中度大概率持续提升。常温奶方面，双寡头蒙牛和伊利相互牵制，虽然整体盈利空间受到一定侵蚀，但同时也加速了中小企业的淘汰退出，并且大品牌具备较强的规模效应和品牌力，在收入和盈

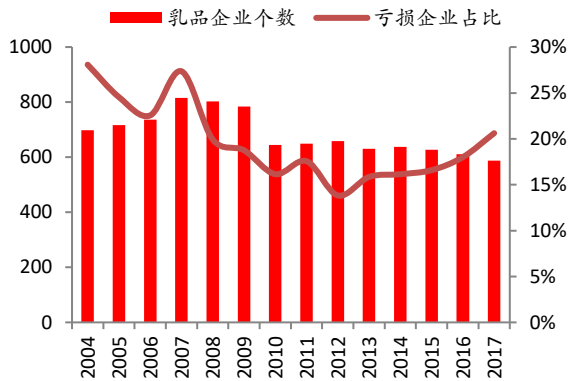
利能力提升上仍具有相对优势,未来行业双龙头份额有望持续提升。低温奶方面,由于行业正处在成长阶段,行业整体的利润率水平和竞争激烈度对中小企业较为友好,叠加低温奶具有销售半径的限制,行业格局以全国龙头+地方乳企为主,2018年蒙牛、伊利的市占率约为52%,比常温奶CR2低13个pct,比2015年CR2高7个pct,低温奶集中度也保持提升态势并仍有较大空间。

图表 71:乳制品企业分为三个梯队

梯队	代表企业	特征
第一梯队	伊利股份、蒙牛乳业	销售网络全国覆盖,规模和市占率处于领先地位,渠道和品牌优势明显,未来两龙头将凭借自身优势不断进行区域扩张和渠道深耕,进一步巩固行业的地位
第二梯队	光明乳业、三元食品和新希望乳业等	在重点经营的区域市场份额占据领先地位,和全国性企业形成有效互补。第二梯队能敏锐感知各地区消费者的购买倾向,品质需要和个性化诉求,充分发挥区域企业灵活经营和产品创新上的优势,逐渐提升自身品牌影响力并扩展至全国
第三梯队	地方性乳制品企业	此类企业生产经营规模较小,通常只在单个省份或城市经营,面向单一市场,市场份额小,竞争力有限

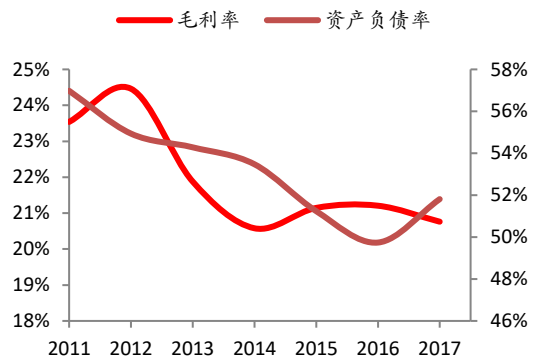
资料来源:华安证券研究所

图表 72:乳企数量呈下降趋势



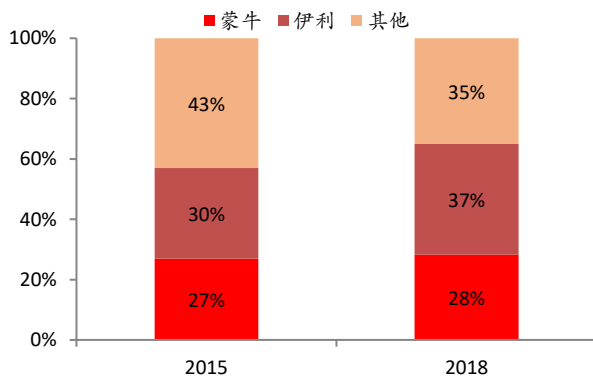
资料来源:中国奶业年鉴、华安证券研究所

图表 73:乳企经营压力加剧



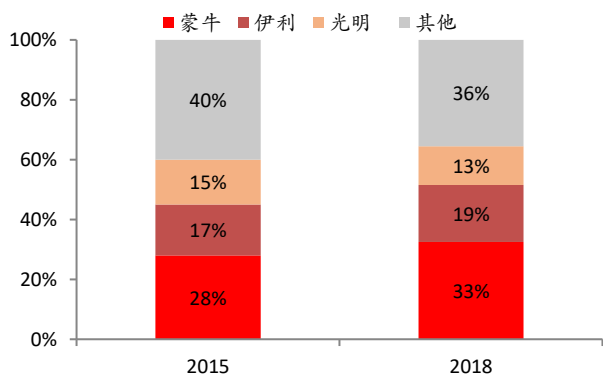
资料来源:中国奶业年鉴、华安证券研究所

图表 74:常温奶竞争格局



资料来源:公司公告、前瞻产业研究、华安证券研究所

图表 75:低温奶竞争格局



资料来源:公司公告、前瞻产业研究、华安证券研究所

1、伊利股份：报表改善，业绩有望持续快速增长

核心业务和产品稳增，费用率下降，三季度业绩超预期。2019年前三季度公司实现营收685.17亿元，同比增长12.6%；净利润56.31亿元，同比增长11.5%。其中三季度单季实现营收235.52亿元，同比增长10.8%；净利润18.5亿元，同比增长15.5%，利润超预期。收入方面，液态奶前三季度实现560亿营收，预计同比增速在11%左右，核心单品“金典”、“安慕希”“畅轻”等营收在15-20%增速区间内。核心业务的稳健是公司业绩的重要保障。利润率方面，三季度单季毛利率提升0.19pct，净利率提升0.32个pct，公司利润超预期主要系18年同期，公司增加了新品类拓展，费用投放有所增加，导致19Q3单季销售费用率下降2.4个pct。因为今年春节提前，渠道备货增加，Q4收入仍有望保持较高增长，年初900亿元经营目标完成无虞。

结构升级、渠道下沉和产业链上游布局，对抗成本压力。19年以来我国原奶价格持续增长，但公司毛利率基本保持稳定，公司依靠前期与上游大中型牧场达成并保持的稳定合作关系以及产品结构化升级有效抵御了成本威胁。且在成本上行，行业整体利润空间缩水，竞争趋于激烈的背景下，公司在三四线及乡镇等低线市场的渠道深耕优势体现，市场份额的防御力十足。

聚焦多元化、国际化发展步伐，关注公司长期稳健增长。伊利于14年提出到2020年成为千亿级健康食品企业的战略目标，近年来先后布局植物基饮品、乳饮品和矿泉水业务板块，在规模和品类覆盖上逐渐向目标迈进。公司还通过外延并购国际优质标的，推动企业纵深和横向发展。19年8月，公司股权激励方案引起了一定市场扰动，但我们认为应从业绩增长的持续性和稳健性出发，关注企业的长期成长。

盈利预测：预计公司19-21年营收分别为925.2、1069.8、1244.4亿元，同比增长16.3%、15.6%、16.3%，净利润分别为71.1、75.8、87.2亿元，同比增长10.1%、6.6%、15.2%，对应EPS分别为1.16、1.24和1.43元。

5 调味品：穿越周期，看好定价能力强的龙头

5.1 穿越周期+壁垒强+空间大，享有估值溢价

调味品板块和龙头公司相较食品饮料其他细分板块估值溢价明显，主要原因在于：(1)量价提升，市场空间大；(2)穿越周期，受经济波动小；(3)龙头公司竞争格局好、壁垒强，集中度提升趋势明确。

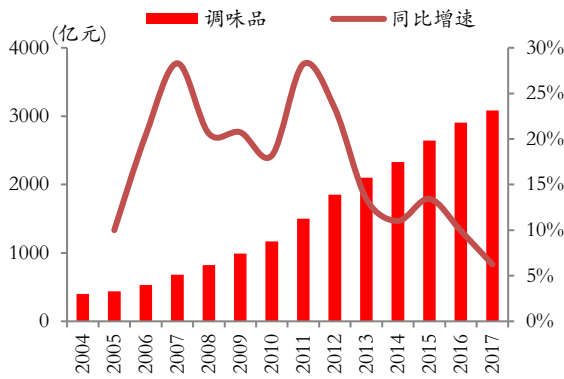
量价提升，市场空间大。2017年，规模以上调味品企业营收约为3085亿元(YOY+8.1%)，13-17年市场整体CAGR约为10.12%，其中占比约三成的酱油、食醋等单一调味品增速和行业整体相近，占比约15%左右的味精5年内CAGR仅3.5%，其他调味品增速最高5年CAGR约为12.5%。根据euromonitor估算，到2023年，调味品市场整体规模将达到6300亿元，行业复合增速在8.2%。我们认为，调味品行业整体增速未来几年能够维持在5-10%之间，增长驱动力主要来自量价提升。其中，消费量增长主要来自餐饮渠道的持续扩容、饮食习惯健康化和产品“标准化、复合化”趋势中细分品类的突破；价格增长方面，主要受通胀、高端化和产品结构升级带动，当前国内调味品均价仅19.13元/kg，相较美国、英国和日本仍有至少一倍以上的提价空间，我们预计平均每年贡献2pct的价格弹性。

图表 76:调味品、白酒、乳制品、肉制品细分子行业的估值对比



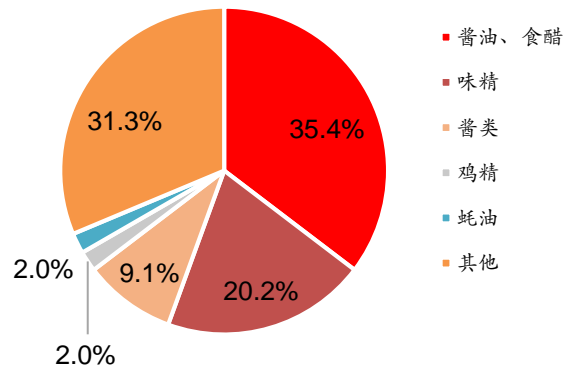
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 77:国内调味品市场规模



资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 78:各类调味品收入占比



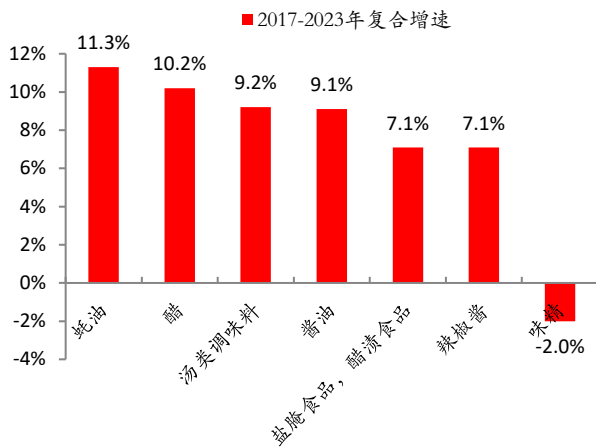
资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 79:调味品子行业增速情况

品类	2012-2017 复合增速			2017-2023 复合增速		
	消费量	消费价格	消费额	消费量	消费价格	消费额
调味品整体	6.0%	3.0%	9.2%	4.9%	4.0%	9.1%
酱油	6.0%	4.0%	10.2%	4.9%	4.0%	9.1%
汤类调味料	8.0%	3.0%	11.2%	6.0%	3.0%	9.2%
醋	7.0%	4.0%	11.3%	6.0%	4.0%	10.2%
味精	-4.0%	-1.0%	-5.0%	-3.0%	1.0%	-2.0%
盐腌食品, 醋渍食品	4.0%	3.0%	7.1%	3.0%	4.0%	7.1%
蚝油	9.0%	4.0%	13.4%	7.0%	4.0%	11.3%
辣椒酱	5.0%	4.0%	9.2%	4.0%	3.0%	7.1%

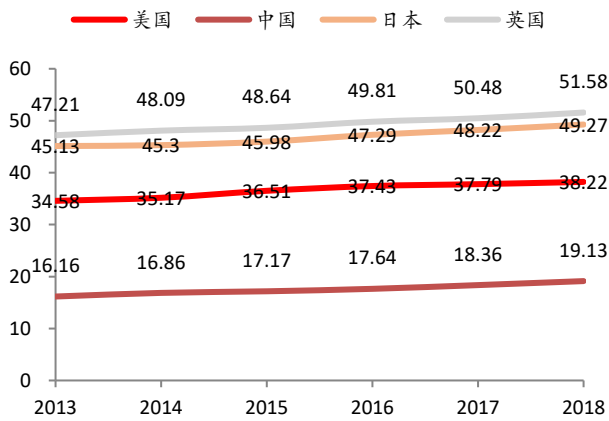
资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 80:2017 年-2023 年中国各品类销售额复合增速



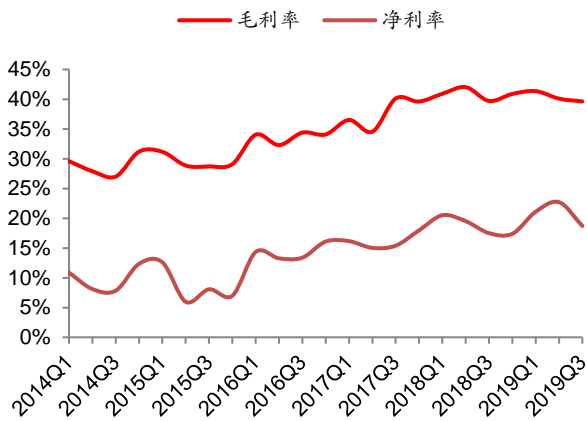
资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 82:调味品单价与发达国家对比



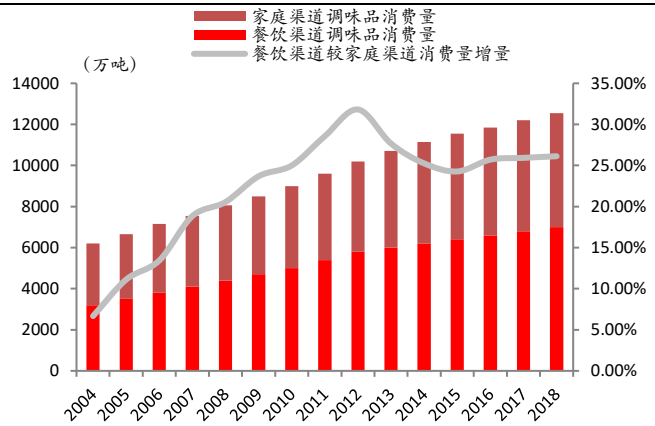
资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 84:调味品上市公司利润率持续提升



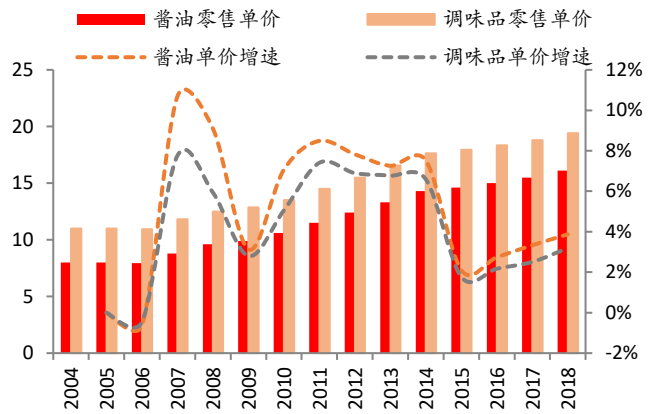
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 81:餐饮渠道较家庭渠道调味品消费量增量



资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 83:调味品、酱油零售单价持续提升



资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 85:调味品公司 2016-2017 年提价潮

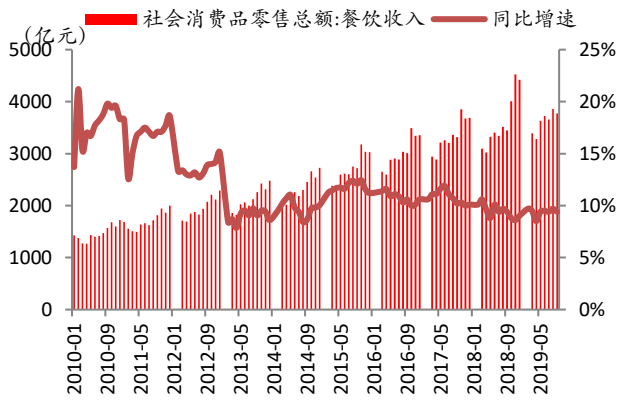
公司	提价时间	提价幅度	提价品类
恒顺醋业	2016 年 6 月	9%	经典醋系列 19 各单品
涪陵榨菜	2016 年 7 月	8%-12%	11 个单品
海天味业	2016 年 12 月	5%	收入占比 70% 以上的产品
涪陵榨菜	2017 年 2 月	15%-17%	80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品
中炬高新	2017 年 3 月	5%-6%	全线产品
千禾味业	2017 年 3 月	8%	全线产品

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

必需品属性强, 穿越周期, 受经济波动小。调味品下游主要系餐饮、家庭和工业制造, 其中餐饮占比 60%, 决定调味品行业增速基本与餐饮增速同步, 但同时因为它作为家庭消费的必需品, 刚需属性强, 因而整体受经济波动小。根据国家统计局数据, 2012 年我国经济增速放缓时期, 名义 GDP 由原先的 18% 降至 10%,

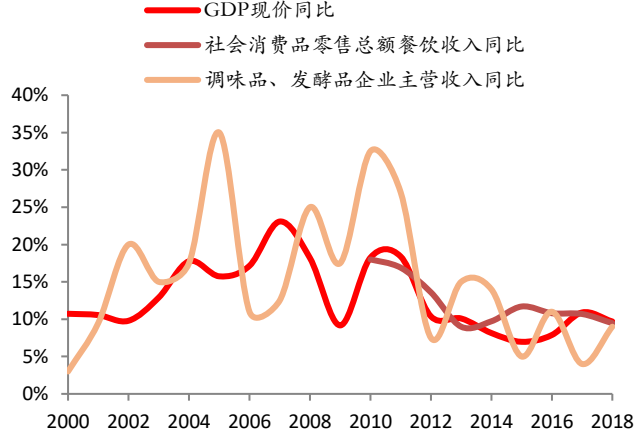
2013 年则维持在 10%，而餐饮收入增速 2012 年由 17% 降至 14%，2013 年降至 9%，由此可见餐饮收入增速略滞后于 GDP 增速。同时，我们也看到调味品收入增速同样略滞后于 GDP 增速，体现了在经济下行周期调味品行业较高的稳定性。

图表 86: 餐饮行业近年来保持稳定增长



资料来源: wind、华安证券研究所

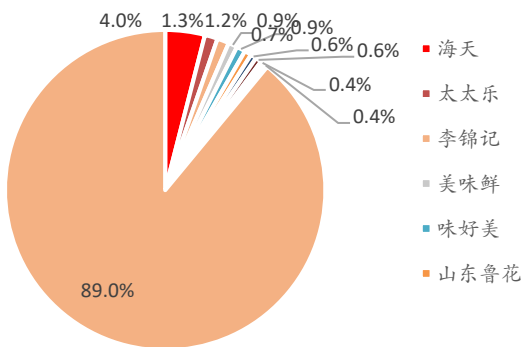
图表 87: 调味品增速略滞后于 GDP 增速



资料来源: wind、华安证券研究所

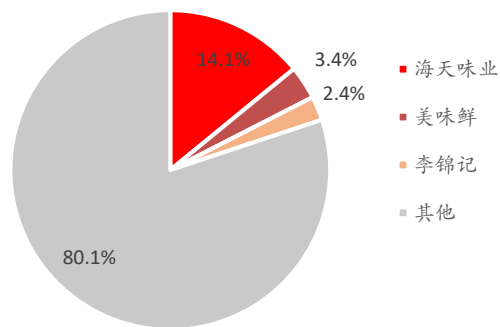
龙头公司竞争格局好、壁垒强，集中度提升趋势明确。调味品存在天然壁垒，一方面，中西方饮食差异为国内品牌高筑护城河；另一方面，行业进入壁垒又包括口味粘性、新品培育周期以及渠道等，因而市场呈现易守难攻的特征。龙头公司拥有较强的品牌、产品力、区域和规模优势，使得新进入者对现有竞争格局影响较小，利于优质龙头持续成长。当前国内调味品行业集中度非常低，CR5 仅 8.3%，许多细分品类甚至尚未形成龙头。以酱油为例，龙头公司海天味业在酱油领域市占率仅 15% 左右。而参照日本的调味品市场，龟甲万在日本酱油零售市场占有 39.32% 份额，CR5 为 78%。我们认为，在消费升级和强者恒强竞争局面下，龙头公司通过持续在各个细分领域开展全国化发展道路，可以不断超越行业的发展，市场集中度不断提升，甚至形成寡头垄断为必然发展趋势。

图表 88: 调味品行业集中度



资料来源: 公司公告、糖酒快讯、华安证券研究所

图表 89: 2016 年主要酱油企业产量占比



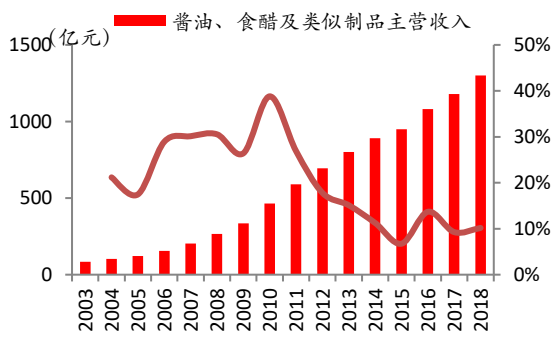
资料来源: 公司公告、糖酒快讯、华安证券研究所

5.2 酱油：结构升级空间大，龙头定价能力强

酱油结构升级空间大。酱油是调味品行业最大并且全国化发展最快的细分品类。根据统计局数据，2017 年规模以上酱油企业总产量达到近 1000 万吨，酱油、食醋等类似物规模超过 1000 亿元，近几年增速都维持在 5%-10% 之间。酱

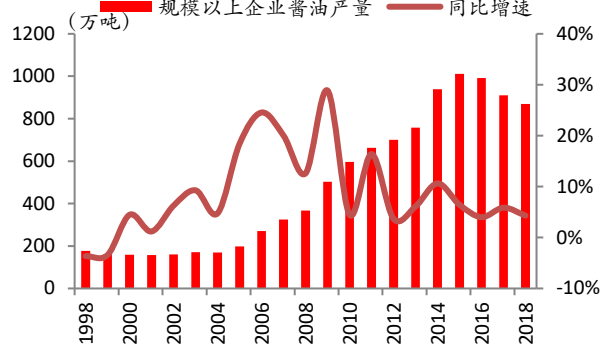
油按照氨基酸含量分为特级、一级、二级、三级等四类，目前，特级和三级酱油的使用占比最大，分别为42%和43%，其中三级酱油的使用主要集中在三四线及农村地区。我们认为，随着低线城市消费升级，未来等级更高、高端化、更具特色的酱油消费占比将持续提高，产品结构向上升级空间大。

图表 90: 酱油、食醋及类似制品主营收入



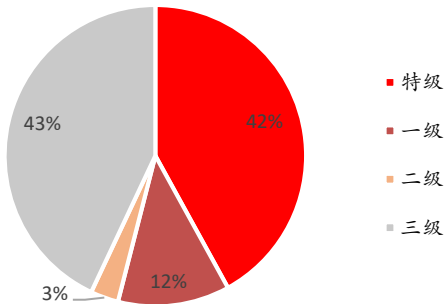
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 91: 98-17 年规模以上企业酱油产量及增速



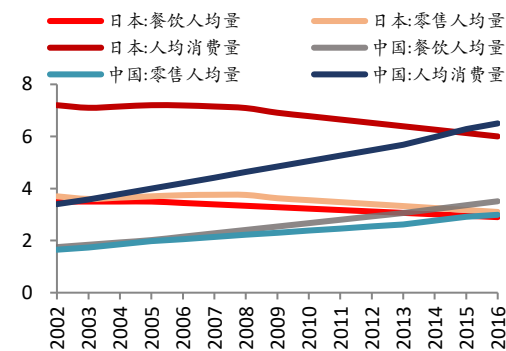
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 92: 酱油酿造级别



资料来源: 《调味品行业产品发展总览》、华安证券研究所

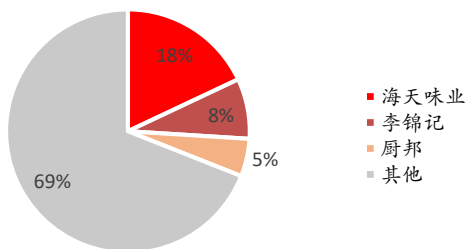
图表 93: 中国人均酱油消费量赶超日本



资料来源: 前瞻产业研究、华安证券研究所

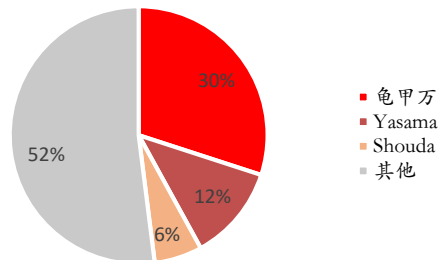
一超多强的竞争格局，龙头定价能力强，集中度持续提升。从竞争格局来看，海天体量遥遥领先，已经成长为全国性品牌，而李锦记、厨邦、欣和等作为第二梯队，紧随其后，呈现出一超多强的局面。酱油行业里虽然已经诞生了海天、厨邦、李锦记等知名品牌，但龙头集中度仍然较低，海天一家独大，产量占比为18%，CR3占比仅为31%，和日本相比，仍有较大提升空间(CR3为48%)。我们认为，在调味品行业中，产品力和行业竞争格局决定了企业的定价能力，后者尤为关键。在竞争格局清晰的行业中，龙头具有较强的定价权，主要体现在：(1) 具备结构升级，抢占中小企业份额的能力；(2) 能转嫁成本上涨的压力。酱油的竞争格局清晰，看好定价能力强的龙头公司，推荐中炬高新、海天味业。

图表 94: 国内酱油行业市占率



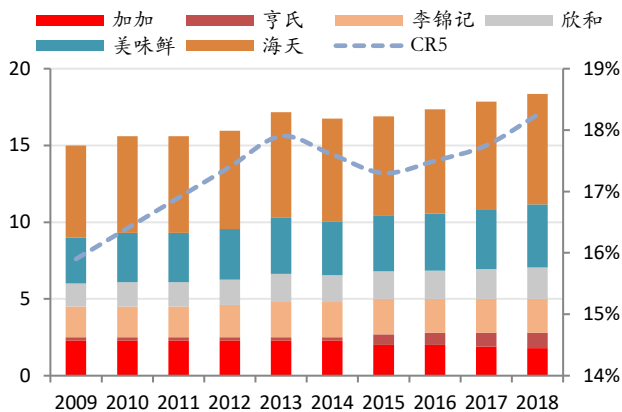
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 95: 日本酱油行业市占率



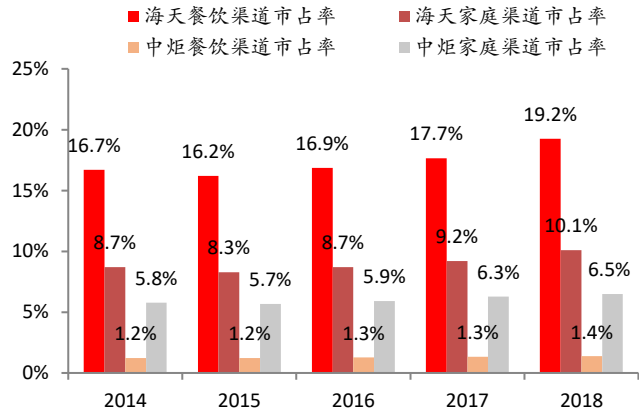
资料来源: Euromonitor、公司公告、华安证券研究所

图表 96: 酱油厂商在零售渠道市场份额



资料来源: Euromonitor、华安证券研究所

图表 97: 海天中炬各渠道市占率



资料来源: 公司公告、企业调研、华安证券研究所

1、中炬高新：改革红利逐步释放，稳健迈向双百目标

小品类加码、中西部放量带动业绩高增长。2019 年前三季度，公司营收 35.31 亿元，同比增长 11.57%，净利润 6.00 亿元，同比增长 11.39%；美味鲜前三季度营收 33.57 亿元，同比增长 14.97%，归母净利润 5.43 亿元，同比增长 19.08%，美味鲜单三季度收入 10.95，同比增长 14.3%，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 17.53%。分品类看酱油/鸡精粉/食用油前三季度营收同比增速分别为 9.85%/19.20%/33.27%，公司主营酱油增速稳健，鸡精、食用油、蚝油和料酒等小品类受市场开拓增速迅猛。分区域看，东部/南部/中西部/北部前三季度同比增速分别为 11.94%/12.26%/25.95%/18.69%，中西部增长最快，在公司“稳健发展东南沿海、加速发展中北部、逐步开拓西南市场，规划发展西北市场的”发展战略下，中北部和西部部分地区有望持续为公司带来增长动能。

内部治理调整顺利，改革红利逐步释放。今年初公司着手对内部治理结构进行调整改革，并提出了为期 5 年的双百目标。总部方面更换总经理，缩减高管人员，美味鲜增加财务、人力和采购总监，同时计划在营销团队中增设中层管理人员，目前进展顺利预计明年上半年调整完成，内部治理结构调整将有效保证公司未来发展计划的落实。公司今年还提出了到 2023 年实现食品销售百亿，产量百万吨的双百目标，配套目标落实：1) 产能方面：2018 年底公司产量 54 万吨，阳西三期厨邦项目预计后年达产，达产产能 17-18 万吨酱油，美味鲜项目规划产能 65 万吨（30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨料酒等）计划 5 年内全部达产，目前产能已有部分释放；2) 渠道方面，公司目前餐饮渠道占总营收的比例约为 28%，今年年内提升约 3 个 pct，借助营销人员结构的调整，公司餐饮渠道和底线市场发展潜力十足，5 年内餐饮渠道业务比重有望 10-15 个 pct，整体看随着内部结构的理顺，改革红利将持续释放。

调整内部考核激励机制，激发企业增长活力。今年公司公告对企业内部考核激励机制做出调整，将营收、归母净利润和 ROE 的考核权重由 2: 6: 2 调整为 4: 4: 2，并将奖金分配向中层业务骨干倾斜，同时加设超额奖励达成条件。我们认为营收考核权重的提升，是公司在扩张期追求长远发展的体现，超额奖励的设置有望进一步调动员工积极性，激发企业增长活力。

盈利预测：我们预计 19-21 年公司实现营业收入为 46.18 亿元/53.93 亿元/62.32 亿元，同比增长 10.8%/16.8%/15.6%；归母净利润为 7.23 亿元/8.84 亿元

/10.77 亿元，同比增长 19.0%/22.3%/21.9%，EPS 为 0.91 元/1.11 元/1.35 元。

2、海天味业：护城河不断加宽的调味品龙头

重点产品增长势头强劲，费用管控良好。2019 年前三季度公司营收 148.24 亿元，同比增长 16.62%，归母净利润 38.35 亿元，同比增长 22.48%；单三季度营收 46.64 亿元，同比增长 16.85%，归母净利润 10.85 亿元，同比增长 22.87%。三大重点产品酱油/蚝油/调味酱产品分别实现营收 86.78/25.45/17.43 亿元，同比增长 13.76%/20.33%/9.21%，其中酱油增长稳健，蚝油受行业红利和公司品类扩展双重拉动，继续保持高速增长，调味酱渠道调整效果卓越，经营持续改善，环比上年增速提高 1.73 个 pct，较去年全年增速提高 6.66 个 pct。利润方面，产品结构变动(蚝油毛利略低)和大豆等原料价格的上涨，前三季度毛利率为 44.51%，同比下降 1.96 个 pct。销售费用率前三季度为 11.59%，同比下降 2.59 个 pct，公司费用管控良好，我们认为随着贸易摩擦缓和，成本端压力将减弱，叠加蚝油和调味酱规模效应逐步显现，利润水平仍有提升空间。

持续推进渠道深耕，各区域、线上下均衡发展。分区域看，公司持续加码中西部弱势区域市场拓展，推动区域间均衡发展，前三季度东部/南部/中部/北部/西部地区分别实现收入 30.01 亿元/29.43 亿元/28.51 亿元/36.57 亿元/16.33 亿元，同比增长 14.41%/12.23%/20.22%/10.11%/26.00%，中、西部地区增速环比继续提升 1.43 和 2.07 个 pct。线上渠道持续突破，前三季度实现营收增速 34.6%，占线上下营收合计的比例为 2%较去年全年提升 0.21 个 pct。公司前三季度发展经销商 693 家，较期初增长 14%，且经销商打款和拿货积极性进一步提高，使得公司三季末预收账款同比增长 51.9%至 19.4 亿元，预收款占营收比例同比提升 3.04 个 pct 至 13.08%，在行业中处于绝对优势地位。整体看公司今年渠道深耕继续取得较好成绩，未来区域增长将更加均衡。

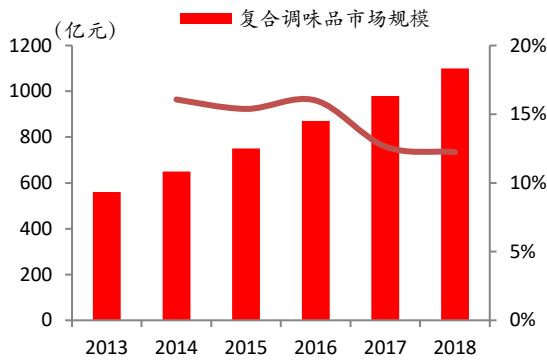
护城河不断加宽的调味品龙头。公司的壁垒体现在成本、品牌和渠道等多个方面，其中 1) 成本端：依托规模效应拉低了广告投放等费用的单位成本；不断优化生产工艺，目前公司大豆转化率可达 93%，高于行业其他主要品牌 10%左右，且对价格较低的豆粕使用率高，造成了主要生产原料的成本差异；不断提高经营管理效率，费用管控能力出色，生产自动化率高，生产人员人均年产在 1400 吨以上，远高于行业平均水准；2) 品牌端：公司全国均衡布局，对区域品牌的挤压严重，且品牌知名度美誉度高，对上下游都具备良好的定价权；3) 渠道方面：公司目前已实现省市级的全覆盖，对乡县等低线市场的覆盖率也已达 60%，且公司长期聚焦未来增长较好的餐饮渠道，餐饮渠道占营收的比例约 60%，仅次于李锦记（70%左右），餐饮渠道市占率第一约为 19%，市场壁垒高筑。

盈利预测：预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 198.5/229.1/258.8 亿元，归母净利润分别为 52.9/60.7/66.8 亿元，EPS 分别为 1.96/2.25/2.47 元。

5.3 复合调味品：行业景气度高，关注细分龙头

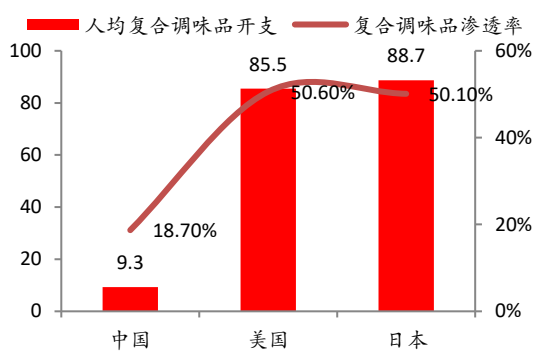
行业增速快，渗透率提升空间大。受益于 C 端家庭烹饪对便捷美味的诉求和 B 端连锁餐饮对调味品复合化的需求提升等，复合调味品近年来增长迅猛，行业规模从 2013 年的 560 亿快速提升至 2018 年的 1100 亿，5 年内 CAGR 约为 14.46%，是增速最快的品类。从渗透率来看，当前国内复合调味品占比约为 36%，相较美国和日本 50%的渗透率，还有较大提升空间。

图表 98:复合调味品市场规模及增速



资料来源: 中国轻工业网、华安证券研究所

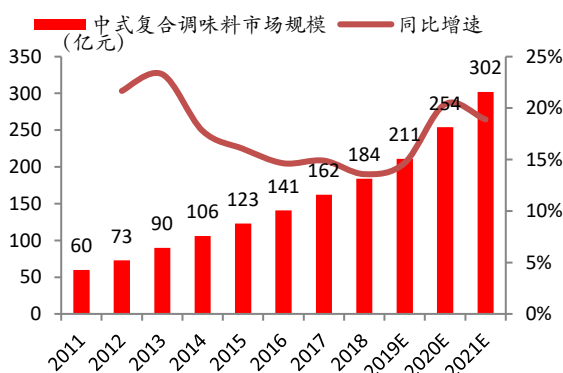
图表 99:复合调味品渗透率及人均开支较低



资料来源: Frost&Sullivan、华安证券研究所

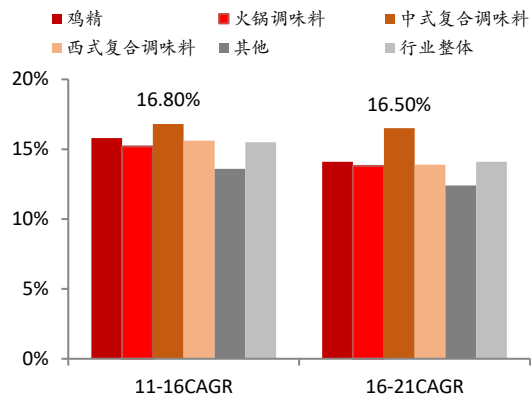
中式复合调味料增速最快, 火锅调味料规模上升至第二: 1) 受益火锅餐饮的快速发展, 火锅调味料供应市场规模持续增长。2016 年火锅调味料市场规模为 174 亿元, 成为排名第二的品类 (仅次于鸡精), 预计至 2021 年可达 332 亿元, 期间年均复合增长 13.8%, 市场份额始终高于 20%; 2) 在 B 端餐饮业标准化原材料的需求以及 C 端家庭消费需求提高的带动下, 中式复合调味料成为增长最快的细分品类, 市场规模由 2011 年的 65 亿元增加至 2018 年的 184 亿元, CAGR 约为 16%。

图表 100:中式复合调味料市场规模及增速



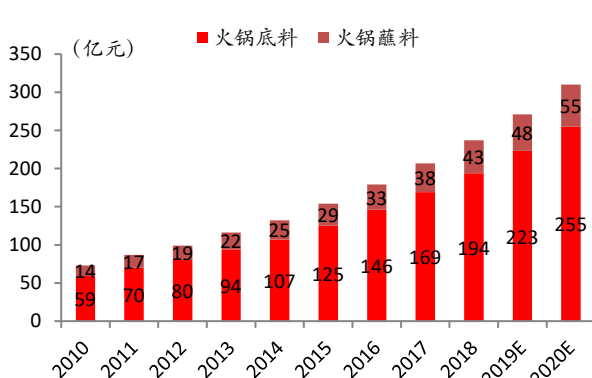
资料来源: Frost&Sullivan、华安证券研究所

图表 101:各细分品类复合增速对比



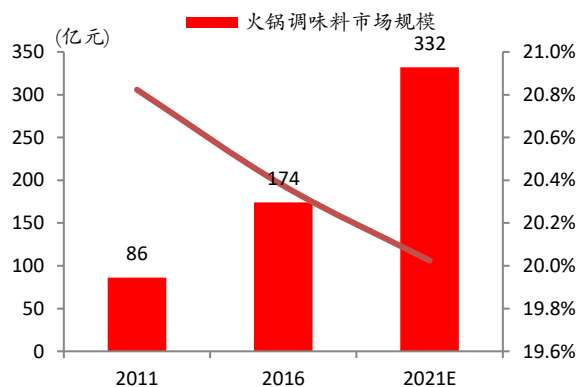
资料来源: Frost&Sullivan、华安证券研究所

图表 102:我国火锅底料及蘸料市场规模



资料来源: Frost&Sullivan、华安证券研究所

图表 103:我国火锅调味料市场规模及份额



资料来源: Frost&Sullivan、华安证券研究所

我们认为, 火锅调味料和中式复合调味料将延续高成长, 在这两个细分赛道

的龙头公司一方面充分受益于行业的成长红利，另一方面通过持续优化产品线、塑造产品力、品牌力，抢占市场份额，有望实现集中度提升。重点推荐颐海国际、天味食品。

1、颐海国际：品牌势能助力业绩大增，产能扩张尽享行业东风

收入结构优化，方便速食品高速突破。2019年上半年公司营收16.6亿元，同比增长64.9%；归母净利润2.7亿元，同比增长46.5%。其中第三方增速快于关联方，1H19关联方业务收入7.1亿元，同比+31.2%；受经销商渠道拓展拉动第三方业务收入9.5亿元，同比增长104.2%。目前第三方收入已占主导地位，公司对海底捞的依赖度逐渐降低，收入结构持续优化。分产品看，火锅调味料/中式复合调味品/方便速食产品（自热小火锅+米饭）分别实现收入10.88/2/3.41亿元，同比增速41.4%/63.5%/216.8%，其中方便速食依靠大单品和新品拓展保持高速突破势头，目前自热小火锅仍处于行业快速扩容期，渗透率有较大提升空间，未来有望持续带动公司业绩高增。

背靠大树好乘凉，依托海底捞打造强大品牌力。公司背靠火锅餐饮龙头，不仅乘海底捞全国扩张的东风迅速扩大了市场份额，还实现了海底捞品牌知名度和认可度向公司的转化。另外与B端的紧密合作，有助于公司深挖用户需求，缩短产品迭代升级响应周期，同时降低公司的试错成本。未来随着第三方业务的迅速扩张，公司这一独特优势将愈发重要。

产能扩张、调整人员激励机制为公司增长打下坚实基础。公司旺季产能不足，需委托代工填补产能缺口，近年来持续补充优化产能供应。2019年上半年霸州一期项目试产，南北车间将分别于8月和年底实现量产，达产产能7万吨；马鞍山项目预计2022年建成试产，达产产能20万吨；漯河一/二期项目分别于2020年底/2021年建成试产，达产产能分别为8-10万吨/20万吨。到2022年公司产能将达到66万吨，中长期发展无产能之忧。2019年公司在合伙人制的基础上引入“师徒制”开启组织裂变，销售人员可以招聘徒弟，经过培训后，徒弟维护成熟市场，师傅享有原业务单元分成并开拓新市场，在合伙人裂变制下。目前公司调味料经销商超过2000家，方便速食经销商超1200家，经销商拓展和渠道下沉效果显著，未来将持续向低线市场渗透。

盈利预测：我们预计公司19-21年营业收入为38.9/53.6/71.4亿元，同比增长45%/38%/33%，净利润分别为7.4/10.1/13.1亿元，同比增长42.5%/35.7%/31.2%。

2、天味食品：市场拓展拖累短期业绩，公司增长动能仍强劲

市场拓展拖累短期业绩，厚积薄发增长动力仍强。2019年前三季度公司营业收入10.78亿，同比增长24.29%，归母净利润1.95亿，同比增长19.55%；单三季度营业收入4.48亿，同比增长14.77%，归母净利润0.93亿，同比增长2.43%。前三季度火锅底料/川菜调料累计实现收入4.85/5.13亿元，同比增长分别为12.81%/40.75%，受鱼调料、小龙虾调料等大单品的带动，川菜调料增长势头强劲。三季度公司业绩下滑主要系市场拓展，费用增加以及收入暂未确认导致，三季度末公司预收账款1.08亿元，环比上半年增加25.66%，较2018年年末增加132.95%，四季度收入增速有望大幅改善。今年公司新增255个经销商，其中Q3单季新增172家，前期市场拓展、加大货折力度导致1-3Q毛利率同比下滑0.72个pct至18.14%，销售费用率同比上升2.48个pct至12.77%。我们认为公司增加费用投入虽短期拖累了业绩，但也为快速攫取市场份额累计了动能，未来高速增长可期。

产能扩张叠加行业景气度上行，公司增长确定性强。近年来中式调味料和火

锅调味料保持较高增速，受连锁餐饮拉动定制餐调增长空间也较大，公司产品所属行业景气度均保持上行，需求旺盛。公司前期募投项目预计明年投产，新增产能3.2万吨/年，其中定制餐调1.2万吨、全型火锅底料0.8万吨、方便速食0.4万吨，其他川菜调料0.8万吨。同时改造原有生产基地释放火锅底料产能0.6万吨。全部达产后产能有望提升40%左右，增长确定性强。

盈利预测:预计19-21年公司实现营业收入为17.7亿元/21.7亿元/26.1亿元，同比增长25.1%/23.1%/20.2%；实现归属上市公司净利润为3.3亿元/4.1亿元/4.9亿元，同比增长23.4%/21.7%/21.2%，折合EPS为0.81元/0.97元/1.17元。

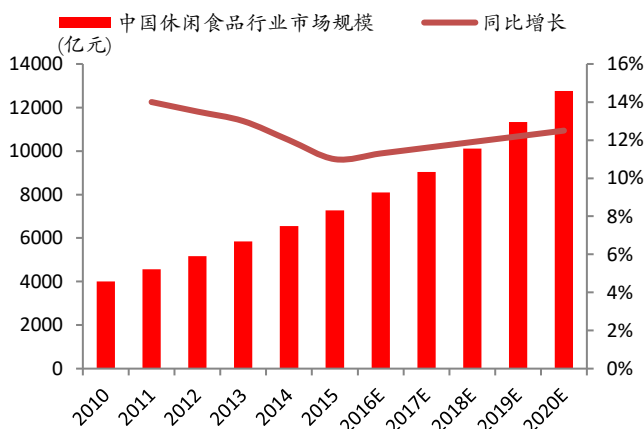
6 休闲食品：大行业小公司，选择高增长龙头

6.1 万亿市场规模，增速高，细分品类分化

休闲食品市场规模超万亿，增速高达12%+，细分品类分化。根据Frost&Sullivan数据显示，2018年国内休闲食品销售额为10297亿元(YoY+11.54%)，13-18年CAGR约11.8%。分品类来看，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%。而膨化食品、饼干、糖果巧克力增速最低，13-18年CAGR分别为8.5%/5.1%/1.1%，行业整体步入成熟期。从渠道来看，线下商超渠道仍为主力(占比约为60%)，增速稳定在10%左右，电商渠道目前占比仍比较小，但从2010年起CAGR超过20%，增速远高于其他渠道；从集中度来看，休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点品类集中度低，CR5分别为21.4%/17.2%/11.3%，未来集中度提升空间大；膨化食品、糖果巧克力、饼干品类由于外企龙头已提前抢占渠道和市场，因而集中度较高，CR5分别为69.4%/47.5%/30%，集中度继续提升空间较小，行业进入的壁垒也相对较高。

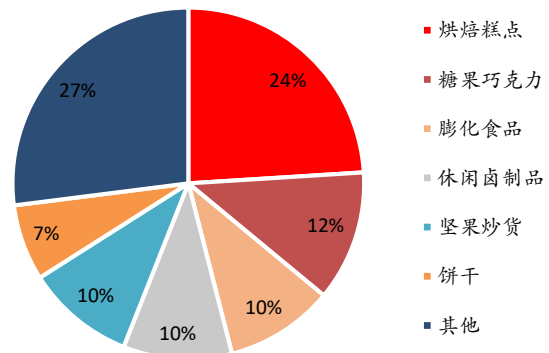
我们认为休闲食品行业的高景气度主要来自电商渠道的兴起、消费升级以及饮食习惯的改变。休闲食品的热销品类一直在不断发生变化，但从趋势来看，消费者的饮食习惯逐步走向健康，高糖分食品正在被替代。休闲食品行业整体特点是大行业小公司，景气度高的细分赛道容易诞生高成长公司。自上而下看，我们看好休闲卤制品、面包糕点、坚果炒货等健康品类未来的成长空间，有望成为市场主力产品。

图表 104:中国休闲食品行业规模及增速



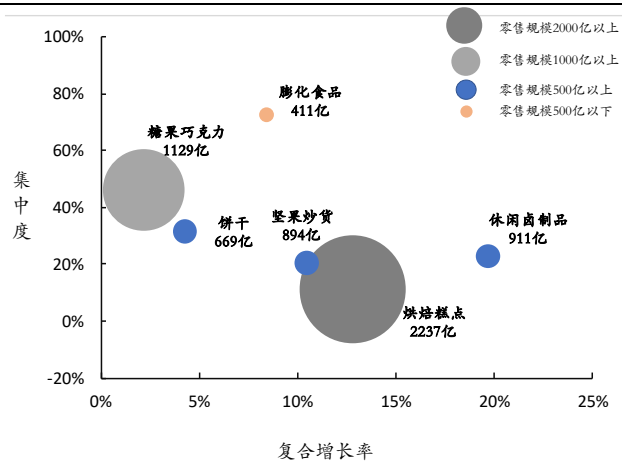
资料来源：Frost&Sullivan、华安证券研究所

图表 105:休闲食品子行业收入占比



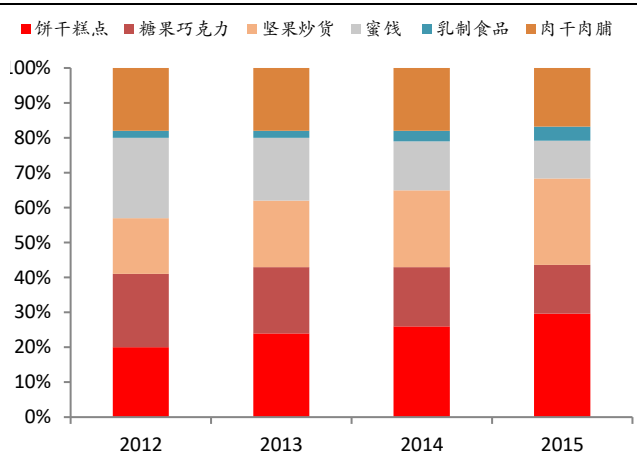
资料来源：BCG、华安证券研究所

图表 106:各品类规模、复合增速、集中度分布



资料来源: BCG 华安证券研究所

图表 107:消费饮食习惯健康化



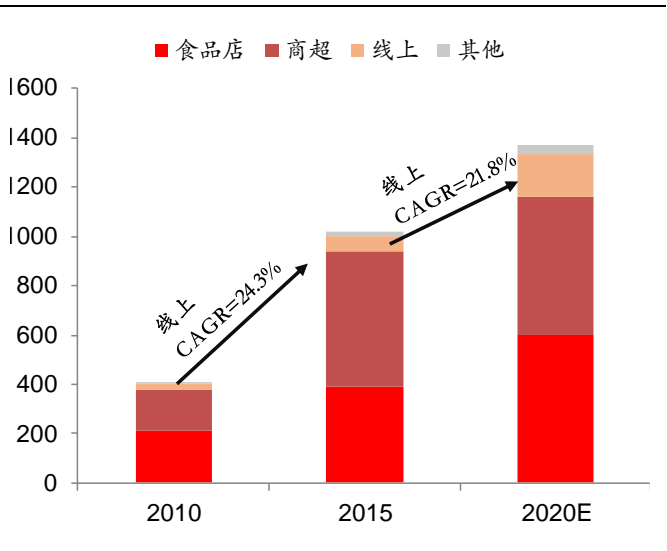
资料来源: CBNDData、华安证券研究所

图表 108:休闲食品渠道情况

渠道	优点	缺点	代表企业
便利店	网点密集覆盖, 营业时间较长	单一品牌只有个别产品能进驻	百草味
连锁专卖店	提供展示品牌形象的平台, 更准确获取消费者反馈	费用投入较大	来伊份、周黑鸭、绝味、煌上煌和良品铺子等
电商平台	方便、快捷、价格较低	获客成本提升; 运输时间略长; 缺乏体验度	三只松鼠、百草味
杂货铺	深度渗透至下沉渠道和低线市场	受限于区域, 难以规模化	恰恰
超市/大卖场	售卖多品牌、全品类产品	单一品牌只能以重点产品进驻	达利、恰恰、徐福记

资料来源: 前瞻产业研究、华安证券研究所

图表 109:休闲食品各渠道规模及复合增速



资料来源: Frost&Sullivan、华安证券研究所

6.2 休闲卤制品: 龙头集中度提升空间大

休闲卤制品增速最快, 品牌化趋势明显, 龙头集中度提升空间大。2018 年休闲卤制品行业规模约为 911 亿元, 同比增长 18.8%, 是增速最快的休闲食品细分品类。受益于消费者对健康的追求以及品牌卤制品的优秀营销, 近年来品牌休闲卤制品的年复合收入增速远高于非品牌休闲卤制品。数据显示, 2010-2015 年品牌休闲卤制品收入年复合增速为 33%, 非品牌为仅 10%。截止到 2018 年末, 绝味、周黑鸭依靠品牌化和全国连锁的业务模式, 占据休闲卤制品行业龙头地位, 处于休闲卤制品行业龙头位置(两者集中度约为 14%), 但非连锁化的夫妻老婆店仍占据主要市场, 行业 CR3 仅为 17.2%, 对标糖果行业的集中度(CR3 约为 32%), 提升空间大。我们认为行业龙头在产品、渠道、品牌和连锁经营模式的优势下, 有望持续扩大市场份额, 重点推荐绝味食品。

1、绝味食品: 门店快速扩张, 龙头优势不断提升

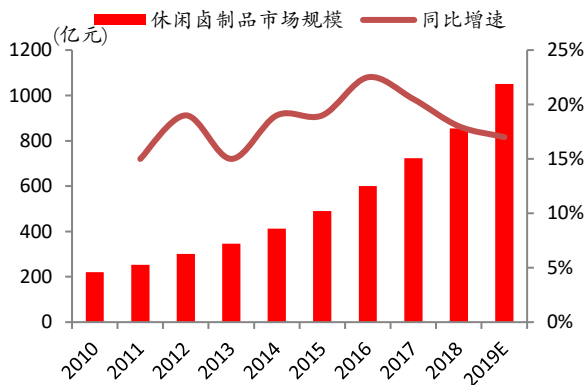
门店快速扩张, 业绩持续高增长。2019 前三季度公司实现营业收入 38.86 亿

元，同比增长 18.98%；实现归母净利 6.14 亿元，同比增长 26.06%；单 Q3 实现收入 13.96 亿元，同比增长 18.21%；归母净利润 2.18 亿元，同比增长 26.54%。今年加盟店快速扩张延续，上半年加盟店净增加 683 家至 10598 家，店面总量同比增长 12%，进入万店时代。去年渠道加盟高潮在三季度，2018 年 H1/Q3/Q4 新增加盟店个数分别为 406/251/205，在今年整体开店节奏提前，前期基数较大的情况下，3 季度业绩依然实现稳定增长，由此我们认为 1) 下半年门店将依旧保持快速扩张趋势，长期看低线市场下沉和山寨门店替代空间大，门店扩张天花板尚高；2) 同店收入将持续上行，上半年同店收入约为 46.29 万元较去年全年同店平均提升 4.5 个 pct。今年业绩稳定增长可期。

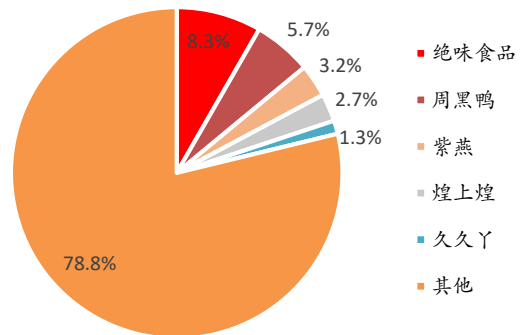
强者恒强，龙头优势提升。目前公司在全国范围内已有万家以上加盟商。行业内其他玩家全国门店个数在 1000-3000 家区间内，公司整体渠道下沉程度远高于竞争对手。一方面渠道的深度下沉提升了产品的知名度，促进提高门店经营业绩提升加盟商加盟信心和积极性，另一方面，体量增大，强化规模效应，降低公司冷链供应等系统的单位成本，提高上上游议价能力，将不断巩固公司龙头优势。

盈利预测：我们预计 19-21 营收分别为 50.8/57.9/65.6 亿元，实现净利润分别为 7.9/9.4/10.9 亿元，EPS 分别为 1.36/1.62/1.87。

图表 110:休闲卤制品零售规模及增速



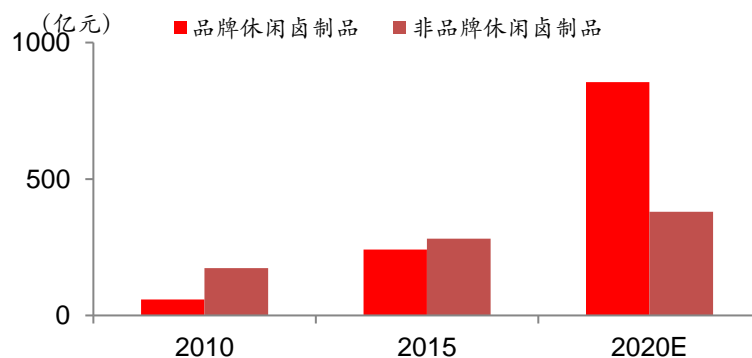
图表 111:休闲卤制品竞争格局



资料来源: Frost&Sullivan、华安证券研究所

资料来源: 糖酒快讯、公司公告、华安证券研究所

图表 112:品牌休闲卤制品增速快



资料来源: BCG、华安证券研究所

6.3 烘焙行业：人均消费量低，增长潜力大

烘焙行业人均消费量低，市场空间大。我国烘焙行业起步相对较晚，但发展较快，2018 年我国烘焙行业市场规模约为 2237 亿左右 (YoY+15%)，5 年复合增速约为 12.6%；从人均消费量来看，目前国内人均烘焙食品消费量仅为 1.5kg，只有日本、香港等地的 1/5，市场增长空间很大；分品类来看，在消费者饮食习惯日趋健康和消费升级背景下，烘焙行业的产品结构也在持续优化，方向趋于低糖、低脂和新鲜，因而短保面包糕点产品因其新鲜、健康等优势份额在持续扩大，但因短保产品高度依靠周转率且创新速度较快，因而其规模效应较低，因而占比还很低（20 天以上保质期的产品仍为主流，占比近 93%）；从集中度来看，受制于饮食文化差异、区域性以及季节性，烘焙行业整体集中度不高，CR5 为 11.3%。

我们认为，在年轻消费群体成为主流、产品结构和消费升级多因素作用下，未来烘焙食品的人均消费量和渗透率将继续提升，行业将持续扩容并保持较快增速，拥有新技术和产品研发能力的企业更能顺应消费升级趋势，因而具备更强的竞争力，有望突出重围，重点推荐桃李面包。

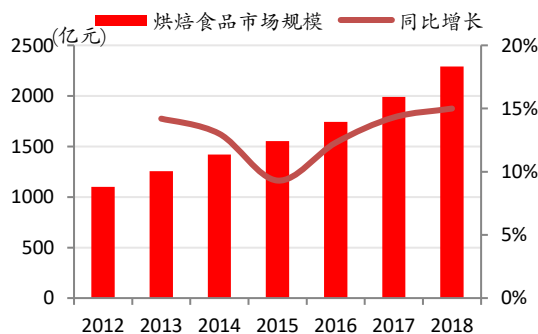
1、桃李面包：业绩短期扰动，雨后脉络更为清晰

短期业绩波动，主营业务保持稳定。2019 年前三季度公司实现营业收入 41.22 亿元，同比增加 16.95%；归母净利润 5.03 亿元，同比增加 8.7%。其中 19Q3 营收 15.64 亿元，同比增 15.18%，归母净利润 1.99 亿元，同比下降 0.24%。收入方面，公司主营面包及糕点业务继续保持 18% 的增速，主营稳定。三季度净利润不及预期主要由于 1) 前期政府补助当期收窄较大；2) 宾堡整合和达利的进入，加剧了行业竞争，公司加大了营销投入，使得 2019 年前三季度销售费用率较去年提升 0.99pct 至 21.65%。我们认为业绩波动受前者影响较大，主营业务依然稳健。

公司度过竞品进入的业绩验证期，更坚定看好公司成长性。2018 年四季度达利通过美焙辰切入短保行业，行业竞争加剧，但一年来公司经营向好，增长稳健并未受到大家比较担心的稀释效应影响。我们认为原因来自：1) 短保仍出于扩容期，行业整体增长红利持续释放；2) 桃李处于绝对龙头地位，受竞争加剧的影响较小，头部企业的整合和进入，将加速落后产能淘汰，有助于集中度进一步提升。经过这一轮竞品进入的考验，公司成长性和行业壁垒更加清晰，看好景气度持续。

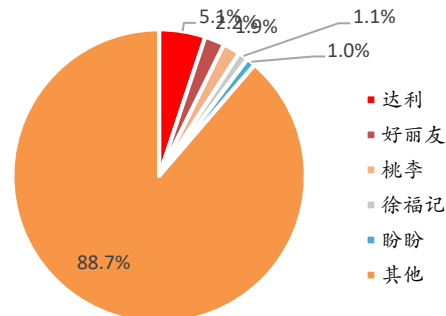
盈利预测：，预计 19-21 年公司营收 56.7、68.4、83.4 亿元，同比增速 17.3%/20.6%/22.1%，净利润分别为 7.1、8.1、9.4 亿元，同比增速 10.5%/14.2%/15.8%，每股收益 1.08、1.23、1.43 元。

图表 113:烘焙行业市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan、华安证券研究所

图表 114:烘焙行业竞争格局



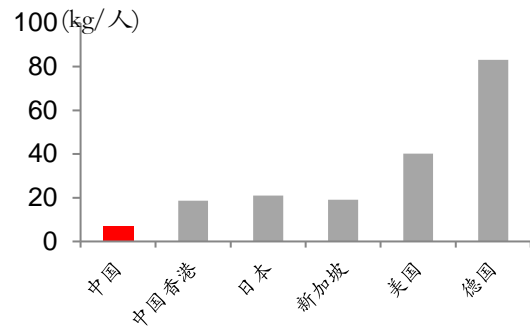
资料来源：糖酒快讯、公司公告、华安证券研究所

图表 115:烘焙行业产品取向短保产品



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 116:我国烘焙人均消费量与其他国家对比



资料来源: 前瞻产业研究、华安证券研究所

6.4 坚果行业: 成长性强, 仍享有全渠道融合红利

坚果的天然健康属性符合消费趋势, 行业成长空间大, 预计未来五年增速维持在 10%+。坚果炒货行业从 2015 年以来始终保持 10%+ 增长, 2018 年市场规模约为 893.5 亿元 (YoY+11.68%)。因坚果营养含量 (蛋白质、多种维生素及矿物质) 丰富, 复合消费健康化的大趋势, 并且人均消费量相较美国目前仍然很低 (人均消费量仅为美国的 3.2%), 因而市场扩容和渗透率提升空间大, 预计未来五年增速仍维持在 10%+。从集中度来看, 坚果行业当前整体集中度较低, CR5 仅为 16%。但仅看线上渠道, 集中度较高, 前三企业分别为三只松鼠 (33%)、百草味 (15%) 和良品铺子 (9%)。

我们认为, 线下仍是坚果行业最主要的渠道, 因而目前该品类仍然不存在绝对的强势品牌, 对于单一品牌来说, 仍享有全渠道融合的红利, 线上强势品牌开始向线下推广, 例如三只松鼠、百草味, 线下传统企业也开始走向线上, 例如恰恰、好想你、来伊份。我们更看好线上优势企业向线下拓展, 主要基于: (1) 线下市场相对分散; (2) 线上品牌更年轻, 更受主力的年轻群体青睐。重点推荐三只松鼠。

1、三只松鼠: 淡季不淡, 扩张趋势持续向好

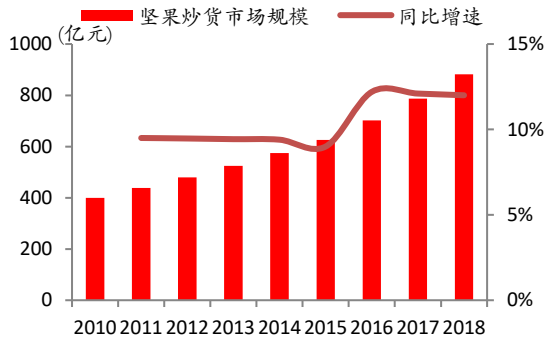
淡季不淡, 全年增长确定性强。2019 年前三季度公司实现营收 67.15 亿元、同比增长 43.79%, 归母净利润 2.96 亿元, 同比增长 10.40%; Q3 单季实现营收 22.03 亿元, 同比增长 53.24, 归母净利润 2921 万元, 同比下降 50.95%, 今年较去年同期政府补助减少 4403 万元, 扣非归母同比 10.06%, 维持两位数增长。休闲食品淡旺季收入差距较大, Q1 和 Q4 旺季占全年收入比重约为 70%, 今年公司营收淡季不淡, 随着四季度双十一、双十二和年货节窗口期临近, 收入高增长可期。利润方面, 公司前三季度毛利率 29.15% 与去年保持一致, 三季度推进品类扩张, 新品和爆款促销引流导致 Q3 毛利率下降 0.65pct 至 25.7%。前三季净利率 4.40% 同比下降 1.34pct, 除了毛利还受线下门店扩张, 各类费用增加影响。我们认为四季度大促, 客单价持续提升, 或带动单位运输成本和平台费用的降低, 整体费用率较去年平稳微增, 受收入高增长带动, 全年业绩确定性高。

线上线下融合, 赋能公司长远发展。目前公司 90% 业务在线上开展, 在阿里巴巴 3 年 GMV 翻番的业绩指引下, 未来公司主战场牢固。线下, 公司顺应行业趋势, 积极拓展投食店和松鼠小店, 进一步提升公司的品牌力和下沉市场的渗透率, 依托供应链金融和数字化系统, 公司将快速实现快速规模扩张和数字化转型, 赋

予公司未来更强劲的增长势能。

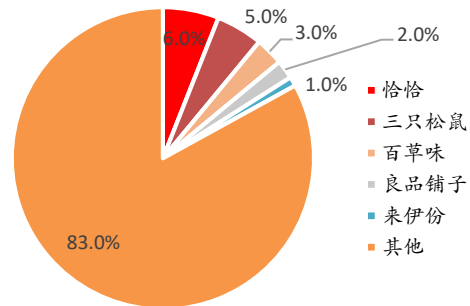
盈利预测：预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 96.1/117.7/142.5 亿元，同比增长 37.2%/22.5%/21.1%；净利润分别为 3.4/4.2/5.1 亿元，同比增长 11.7%/23.1%/22.3%，对应 EPS 分别为 0.94/1.16/1.42 元。

图表 117:坚果行业市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan、华安证券研究所

图表 118:坚果行业市占率



资料来源：Frost&Sullivan、华安证券研究所

7 投资建议

综上，我们认为在明年宏观经济偏弱和行业整体稳增长背景下，投资应聚焦确定性和成长性强的细分行业和个股。

三条主线：
1、业绩确定性强的细分行业和品牌力、渠道力扎实的龙头公司；首推高端白酒，贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端白酒推荐区域龙头公司今世缘、汾酒、古井贡酒。调味品行业推荐集中度提升的龙头中炬高新、海天味业。乳制品推荐具备长期增长价值的龙头伊利股份。
2、成长性强的细分行业和公司；推荐复合调味品里的颐海国际、天味食品，休闲食品里的绝味鸭脖、香飘飘、桃李面包、三只松鼠。
3、基本面拐点确立，预期持续改善的公司；推荐啤酒行业里的重庆啤酒、华润啤酒。以及处于基本面触底阶段的涪陵榨菜。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。