

## 固稳守正，顺势而为

### ——2020年度食品饮料行业策略报告

## 推荐|首次

#### 报告要点:

#### ● 周期与外资齐舞，确定与不确定交织

**回顾：**通胀上行饮食消费稳定，外资注入重塑龙头估值。猪价上涨带动CPI上行，通胀不断抬高下以食品为代表的必选消费需求增长相对稳定，龙头凭借优势可进一步获取稳健增长。在外部贸易战和内部经济下滑压力下，市场对确定性给出溢价。又MSCI扩容外资流入对龙头定价重塑，机构抱团核心消费，行业估值上涨至高位。  
**展望：**需求收敛资金持续流入，存量时代估值逻辑向龙头倾斜。各品类渗透率已较高，宏观经济需求继续承压，行业告别高增长步入存量博弈期。行业销量增长减弱，市场将开始适应分化与低增速，并对具备“穿越周期，稳健增长”的龙头公司给予更高偏好，确定性溢价将持续演绎。另外相比国外市场我国依然具备比较优势，外资长线配置中国趋势不改，具备确定性的龙头将更受青睐。

#### ● 白酒板块：周期拉长，固稳守正

**分子板块：**白酒消费升级和龙头集中愈演愈烈，具备品牌优势的龙头公司在各价格带继续呈现挤压式增长。高端酒景气度最佳，受益消费升级继续保持量价齐升态势；次高端增速放缓分化渐显，格局仍分散长期继续受益消费升级扩容，区域龙头向上升级或更具品牌支撑，预计竞争更趋激烈分化加剧；地产酒龙头继续依靠省内主流价格带升级和格局集中；低端酒回归理性消费，光瓶酒性价比突出大行其道。

**板块展望：**明年定调“基础建设年”，白酒需求放缓高端酒上行动力减弱，各企业继续延续精细化策略避免泡沫式发展，厚积方能薄发，预计此轮周期拉长但分化加剧。

**投资机会：**1) 各价格带龙头稳健增长机会。2) 渠道正反馈+规模效应下业绩弹性释放机会。如汾酒、古井贡3) 低预期下出现边际改善的底部机会。如洋河股份。

#### ● 大众品板块：顺势而为，格局为王

**产业维度：**顺应消费趋势，精选景气路线。1) 吃方便快捷的，城镇化&大众餐饮快速发展，消费者追求食用简易方便，商家追求高效/低成本，推荐速冻食品/复合调味品。2) 吃营养健康的，收入提升健康意识觉醒，推荐坚果品、乳制品、保健品。3) 吃品质高价的，需求多元化打破低质低价恶性竞争陷阱，推荐格局集中提价已成共识的啤酒行业。4) 吃国货特色的，流传千年的消费习惯更易形成舌尖上的口味壁垒，推荐稳健性强景气最佳的调味品行业、连锁化持续提高的卤制品行业。

**投资维度：**格局思维把握，1) 各行业具备壁垒、稳健增长龙头企业。2) 抗通胀+高份额具备定价权的企业。3) 压制因素逐步减缓，边际改善具备反转机会的企业。

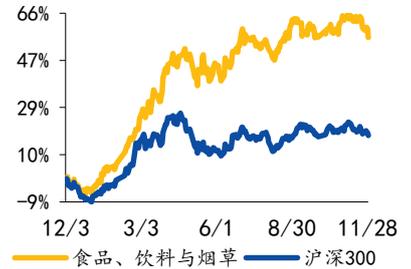
**风险提示：**宏观经济超预期下滑；成本快速上涨；食品安全问题

#### 附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1170.00	1418247.32	28.02	34.94	41.71	21.05	33.49	28.05
000858	五粮液	130.98	495099.10	3.45	4.55	5.55	14.76	28.79	23.60
000596	古井贡酒	122.31	54469.38	3.37	4.49	5.75	16.03	27.24	21.27
603589	口子窖	54.10	32310.00	2.55	3.04	3.56	13.73	17.80	15.20
603288	海天味业	111.24	288885.51	1.62	1.91	2.26	42.56	58.24	49.22
600887	伊利股份	30.25	177365.37	1.06	1.14	1.32	21.60	26.54	22.92
002557	洽洽食品	32.83	16406.52	0.85	1.10	1.30	22.30	29.85	25.25
603345	安井食品	65.31	13946.64	1.14	1.35	1.55	29.42	48.38	42.14
300783	三只松鼠	58.01	22091.09	0.84	0.97	1.25	-	59.80	46.41

资料来源：Wind，国元证券研究中心。(截止12月6日)

#### 过去一年市场行情



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 李典  
执业证书编号 S0020516080001  
电话 021-51097188-1866  
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 彭俊霖  
电话 021-51097188  
邮箱 pengjunlin@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 板块回顾：周期与外资齐舞，龙头估值业绩双飞.....	6
1.1 基本面：通胀上行必选受益，经济下滑龙头稳健.....	6
1.2 市场面：资金抱团核心消费，外资重塑龙头估值.....	8
2 白酒板块：周期拉长，固稳守正.....	11
2.1 分子板块：升级与集中贯穿始终，龙头受益行稳致远.....	11
2.1.1 高端酒：量价齐升景气最高，品牌稀缺业绩稳定.....	11
2.1.2 次高端：多方角力格局未定，扩容持续业绩分化.....	15
2.1.3 地产酒：受益省内价格升级，区域龙头挤压式增长.....	18
2.1.4 低端酒：光瓶酒性价比凸显，消费趋势回归理性.....	22
2.2 特征回顾：量减价增效应更突显，理性经营分化开始.....	23
2.2.1 茅台供给紧张批价上行，引领提价打开市场空间.....	23
2.2.2 对上轮周期现学习效应，龙头积极改革理性经营.....	24
2.2.3 增速放缓经营考验更严，分化加剧年末预期回调.....	25
2.3 明年展望：增速放缓分化延续，筑牢底盘细水长流.....	26
2.4 投资策略：精选三条主线.....	27
3. 大众品：顺势而为，格局为王.....	27
3.1 主线一：吃方便快捷的，食材工业化浪潮汹涌.....	27
3.2.1 速冻食品：城镇化催化需求喷发，把握餐饮崛起和龙头整合.....	30
3.2.2 复合调味：低渗透高景气强分散，品类红利高各方跑马圈地.....	33
3.2 主线二：吃健康营养的，收入提升健康意识觉醒.....	34
3.3.1 坚果品：新兴健康潮流爆品，每日坚果迎风扬帆起航.....	34
3.3.2 乳制品：奶价上涨竞争趋缓，龙头集中与新品崛起共存.....	37
3.3.3 保健品：政策冲击短期阵痛，预期拉低长看依旧乐观.....	40
3.3 主线三：吃品质高价的，需求多元企业升级求变.....	42
3.3.1 啤酒：短看淡季提价预期，长看结构升级利润释放.....	42
3.4 主线四：吃国货特色的，穿越周期龙头稳健增长.....	47
3.4.1 调味品：稳健性强景气最佳，提价条件成熟值得期待.....	47
3.4.2 卤制品：特色美食走向连锁，高效供应链塑经营壁垒.....	51
3.5 投资策略：溯源两个维度.....	54

## 图表目录

图 1：2005 年以来 GDP 当季同比.....	6
图 2：2015 年以来 CPI 当月同比.....	6
图 3：社会消费品零售总额和餐饮收入累计同比.....	7
图 4：农村居民人均收入同比与 CPI 同比.....	7
图 5：2019Q3 营业收入同比增长.....	7
图 6：2019Q3 归母净利润同比增长.....	7
图 7：食品饮料各版块营业收入同比增长.....	8

图 8: 食品饮料各版块归母净利润同比增长 .....	8
图 9: 食品 CPI 与白酒指数相对对沪深 300 表现 .....	8
图 10: 食品 CPI 与食品指数相对对沪深 300 表现 .....	8
图 11: 2017 年以来各版块涨跌幅 .....	9
图 12: 近 10 年以来各板块市盈率分位数位置 .....	9
图 13: 2019Q1-3 各版块机构持股比例对比 .....	9
图 14: 2019Q1-3 基金重仓股市值占比对比 .....	9
图 15: 沪深 300、标普 500 估值对比 .....	10
图 16: 上证综指与全球重要指数估值对比 (截至 11-22) .....	10
图 17: 沪股通持股量占自由流通股比例 .....	10
图 18: 主要龙头公司北上资金持股比例变化情况 .....	10
图 19: 2019Q1-3 各公司营收及增速 .....	12
图 20: 各价位段白酒收入/利润增速情况 .....	12
图 21: 我国高净值人群保持快速增长 .....	12
图 22: 麦肯锡对我国中产阶级发展趋势的预测 .....	12
图 23: 我国高端酒销量情况及预测 .....	13
图 24: 三大高端品牌出厂价 .....	13
图 25: 茅台价格与居民收入高度相关 .....	13
图 26: 茅台出厂价与批价差达到历史高点 .....	13
图 27: 茅台的关联交易上限金额 .....	14
图 28: 茅台量的供应量预测 .....	14
图 29: 五粮液主动提及促使渠道利润恢复 .....	14
图 30: 五粮液 2019 年各产品销售比例 .....	14
图 31: 前三季度收入利润增速分化 .....	15
图 32: 次高端市场竞争格局 .....	15
图 33: 次高端的三类参与者 .....	16
图 34: 次高端的全国性品牌与区域龙头优劣势比拼 .....	16
图 35: 受益消费升级白酒结构将持续向次高端及以上倾斜 .....	17
图 36: 2019Q1-3 主要地产酒收入/净利润增速 .....	18
图 37: 各地产酒公司净利润增速 .....	18
图 38: 安徽白酒主流价格带的变化 .....	19
图 39: 江苏白酒主流价格带的变化 .....	19
图 40: 安徽省白酒份额向龙头集中 .....	19
图 41: 2018 年江苏省白酒份额 .....	19
图 42: 古井贡与汾酒在地产酒全国化中领先 .....	20
图 43: 光瓶酒市场保持高速增长 .....	22
图 44: 未来光瓶酒市场规模有望向千亿靠拢 .....	22
图 45: 牛栏山和玻汾营收变化 .....	22
图 46: 2018 年光瓶酒市场格局 .....	22
图 47: 2015 年茅台基金产量不足 .....	23
图 48: 茅台的批价持续上涨 .....	23
图 49: 本轮周期尚在半途 .....	25

图 50: 茅台价格相比居民收入还未到高点 .....	25
图 51: 白酒板块增速中枢逐渐下移 .....	26
图 52: 2012-2018 白酒行业量价拆分 (上市公司口径) .....	26
图 53: 年末白酒板块预期开始回调 .....	26
图 54: 白酒企业适当调低明年增速目标 .....	27
图 55: 客货两升双匹配助力 B 端日益重要 .....	28
图 56: 消费者更愿意去 B 端用餐 .....	28
图 57: 下游餐饮各业态蓬勃发展 .....	29
图 58: 中央厨房普及率持续提高 .....	30
图 59: 中央厨房能针对性解决餐饮企业痛点 .....	30
图 60: 中日社会经济条件类似 .....	30
图 61: 我国速冻食品未来餐饮渠道结构预测 .....	32
图 62: 猪肉/鸡肉价格飙涨 .....	32
图 63: 其他两家的净利润情况 .....	32
图 64: 调味品行业规模及结构 .....	33
图 65: 复合调味料发展迅速 .....	33
图 66: 复合调味品各细分行业的规模分布 .....	33
图 67: 复合调味品格局 .....	34
图 69: 2008-2017 年坚果炒货行业产值复合增速 18% .....	35
图 70: 2014 年各主要经济体人均坚果消费量对比 .....	35
图 71: 混合类坚果增速远高于其它单品坚果 .....	36
图 72: 站在风口的每日坚果 .....	36
图 73: 每日坚果市场规模预计 (零售口径) .....	36
图 74: 2018 年每日坚果市场竞争格局 .....	36
图 75: 今年以来原奶价格持续温和上涨 .....	37
图 76: 原奶价格上涨促进毛销差提升 (时滞 4-5 季度) .....	37
图 77: 常温白奶集中度持续提升 .....	38
图 78: 伊利持续进行结构升级 .....	38
图 79: 伊利直控村级网点 2018 年达到 60.8 万个 .....	38
图 80: 销售费用投入 (绝对额) .....	38
图 81: 伊利稳步推进大健康产业战略 .....	39
图 82: 其它新兴健康乳制品机遇 .....	40
图 83: 10-18 年保健品行业复合增速 11% .....	41
图 84: 中日保健品渗透率&人均消费对比 .....	41
图 85: 啤酒市场成熟产量已过峰值 .....	42
图 86: 啤酒市场 CR5 已达 70% .....	42
图 87: 高端啤酒市场占有率 .....	43
图 88: 啤酒吨价分公司/地区对比 .....	43
图 89: 未来高端酒占比 (零售端) .....	43
图 90: 美国精酿啤酒渗透率 (按消费量) .....	43
图 91: 啤酒公司各省份市场占有率情况 .....	44
图 92: 华润关厂所产生的非经常性费用 .....	45

图 93: 重啤经营绩效持续改善 .....	45
图 94: 调味品行业经营更具备稳健性 .....	48
图 95: 龙头有能力熨平周期 .....	48
图 96: 调味品相对其它子版块具有更高的估值溢价 .....	48
图 97: 经济较差环境下调味品相对收益更高 .....	48
图 98: 调味品市场规模与品类比例 .....	49
图 99: 酱油市场格局 .....	49
图 100: 历史几轮提价驱动了海天股价表现 .....	50
图 101: 今年以来原材料成本面临一定压力 .....	50
图 102: 休闲卤制品行业增速保持 15% 以上 .....	52
图 103: 休闲卤制品行业集中度低 .....	52
图 104: 公司生产网络布局 .....	52
图 105: 绝味信息化管理系统 .....	52
图 106: 绝味的采购价变化 (公司公告) .....	53
图 107: 绝味/煌上煌毛利率稳中提升 .....	53
表 1: 主要龙头公司股价增长驱动力拆分 .....	11
表 2: 今年以来五粮液和泸州老窖的提价情况 .....	24
表 3: 主要白酒企业经营动作更趋理性 .....	25
表 4: 不同渠道间管理与开拓特点 .....	30
表 5: 速冻食品各品类厂商端市场规模测算 (截止 2017 年) .....	31
表 6: 坚果富含营养有益健康 .....	35
表 7: 保健品行业近期监管政策整理 .....	41
表 8: 主要啤酒企业关厂动作不断 .....	45
表 9: 历史上三轮啤酒涨价潮 .....	46
表 10: 调味品的特有属性及生意壁垒 .....	47
表 11: 调味品企业提价历史梳理 .....	49
表 12: 海天提价历史及财务表现 .....	50

## 1. 板块回顾：周期与外资齐舞，龙头估值业绩双飞

### 1.1 基本面：通胀上行必选受益，经济下滑龙头稳健

中国经济面临下行压力，但总体运行稳中有压。2019 年以来，内外部环境愈加复杂，中国经济面临一定的下行压力。但在逆周期调节政策的实施下，总体来看，消费增速保持稳定，基建投资持续回升，房地产投资增速仍维持高位，经济呈现平稳运行态势。前三季度 GDP 同比增长 6.2%，分季度看，一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%，GDP 增速继续保持在目标区间。

从价格方面看，CPI 持续走高。2019 年，CPI 的抬升主要是由于“猪通胀”引起的，猪肉价格上涨带动牛肉、羊肉、鸡蛋等价格环比分别上涨，成为 CPI 快速上涨的主要原因。预计 2020Q1 猪价将达到历史高位，CPI 继续走高。在 CPI 上行时期，企业将面临成本的上涨，为抵抗成本压力，部分企业将采取提价措施，而竞争格局决定企业定价权，具备较高议价能力的龙头企业有望迎来配置机会。

图 1：2005 年以来 GDP 当季同比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：2015 年以来 CPI 当月同比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

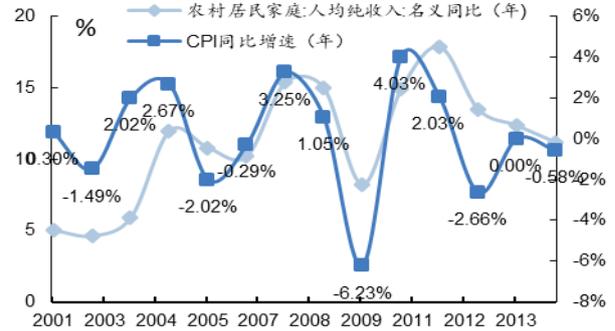
**CPI 显著抬升，减税效果下降，可选消费品增速走弱。**近年来，社零增速一直呈现下行趋势，随着 CPI 的显著抬升，未来几个季度社零量增长可能走弱。在个税改革背景下，由于起征点的提高与新增 6 项专项附加扣除等红利，2019 年上半年全国居民可支配收入上升了 2%。然而，由于新个税政策采取累计预扣法，因而减税效果“前高后低”，加之个税减税政策主要影响城镇居民可支配收入，预计 2019Q4 起，减税效果可能开始减弱，可选消费品增速或承压。

图 3：社会消费品零售总额和餐饮收入累计同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：农村居民人均收入同比与 CPI 同比

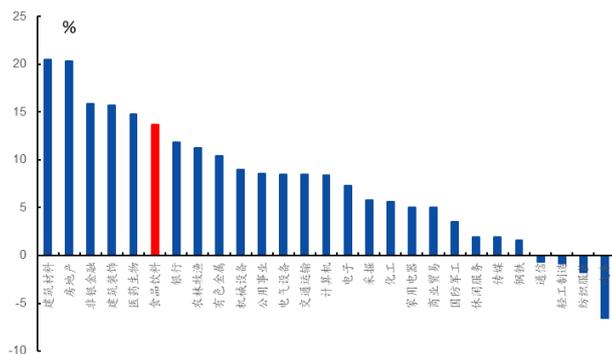


资料来源：Wind，国元证券研究中心

**农村居民可支配收入增速乐观，必选消费品需求有望增长。**由于个税改革政策对农村居民可支配收入增长的提振作用本身较小，因此减税效果的下降对其影响不大。从历史来看，随着 CPI 的提升，农村居民可支配收入增长呈上升趋势。未来几个季度，在 CPI 进一步抬升的前提下，农村居民可支配收入增速将更为明显，必选消费品需求有望稳定增长。

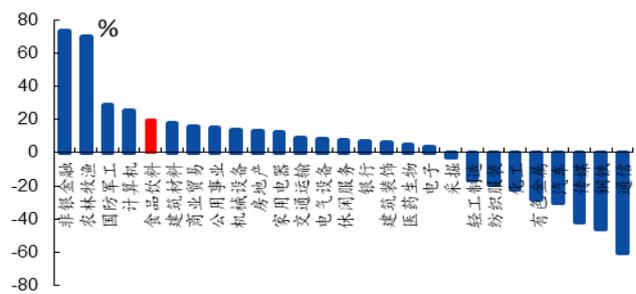
虽然全国经济处于下行周期，但食品饮料作为必选消费品，收入利润增长平稳，在全行业中排名靠前。2019 年前三季度，食品饮料板块实现营业收入 5240.62 亿元，同比增长 13.67%，位列第六；归母净利润 944.18 亿元，同比增长 19.65%，位列第五。

图 5：2019Q1-3 营业收入同比增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

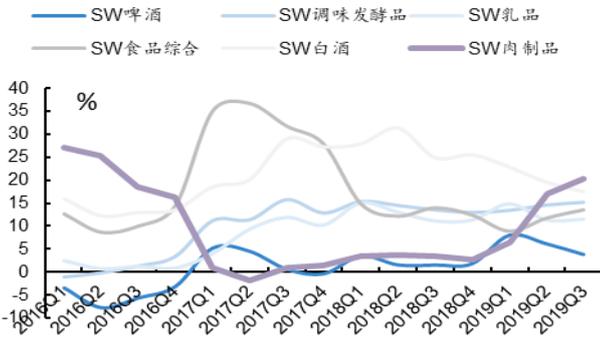
图 6：2019Q1-3 归母净利润同比增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

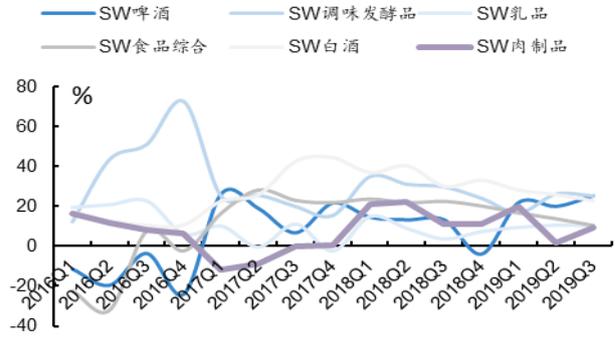
分行业来看，2019 前三季度肉制品板块、白酒板块和调味品板块营收增长较快，分别为 19.95%、17.08%和 15.23%，位列行业前三；啤酒板块、调味品板块和白酒板块归母净利润增长较快，分别为 25.3%、25.17%和 22.82%，位列行业前三。

图 7：食品饮料各版块营业收入同比增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 8：食品饮料各版块归母净利润同比增长

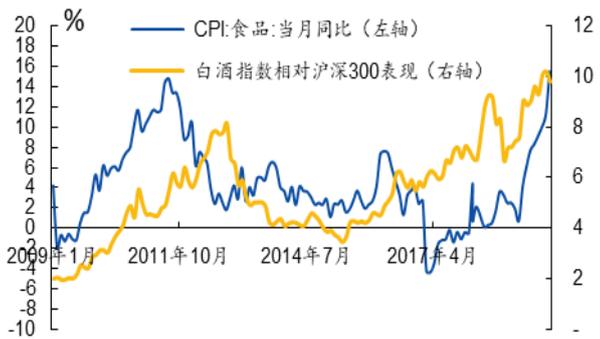


资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 1.2 市场面：资金抱团核心消费，外资重塑龙头估值

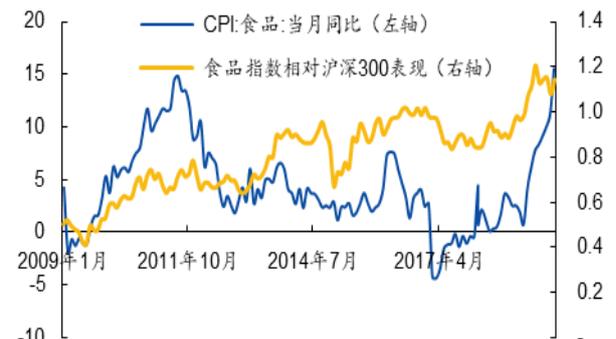
**CPI 上行条件下食品饮料跑赢市场。**历史上看，食品饮料指数相对沪深 300 几乎都呈现超额收益状态。除去相关政策及意外事件的影响，在 CPI 上行期间，食品饮料板块往往跑赢市场，拥有较高的超额收益。一方面，作为必须消费品，食品饮料在成本上行时能够通过不同的提价形式抵消成本上涨的压力从而实现稳定盈利，其中龙头企业更具议价权，更具优势；另一方面，在 CPI 上行期，国家往往采取一定的加息加准政策，而食品饮料作为偏向防守性的板块，对消费者更具吸引力。2009 年至 2011 年上半年，食品 CPI 同比快速增长，食品、白酒指数表现较高的超额收益；而后食品 CPI 呈下行趋势，食品、白酒指数随食品 CPI 下降。未来几个季度，CPI 仍将继续抬高，食品饮料行业，尤其是食品饮料龙头企业将有望继续受益。

图 9：食品 CPI 与白酒指数相对对沪深 300 表现



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：食品 CPI 与食品指数相对对沪深 300 表现

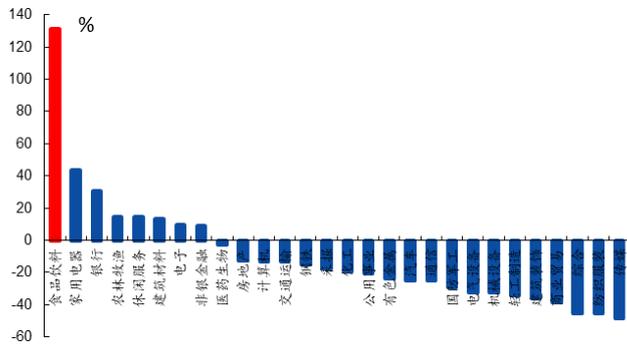


资料来源：Wind，国元证券研究中心

今年以来板块涨幅居前，目前估值处于高位。2017 年以来，仅有八个板块上涨，其中食品饮料以 130.95% 的涨跌幅位处第一。从估值端看，当前 A 股整体估值 16.57 倍，食品饮料板块 PE (TTM) 32.79 倍，高于市场整体估值水平。此外，近 10 年食品饮料板块历史估值均值为 28.98 倍，当前估值略高于历史平均估值。虽然 PE

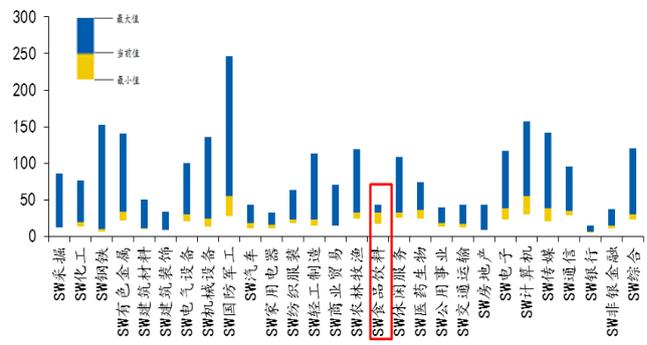
相对较高，但随着 A 股国际化程度的提高，食品饮料板块估值将会继续提升。

图 11：2017 年以来各版块涨跌幅



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

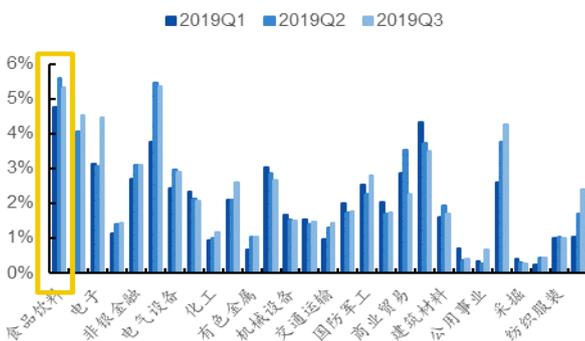
图 12：近 10 年以来各板块市盈率分位数位置



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

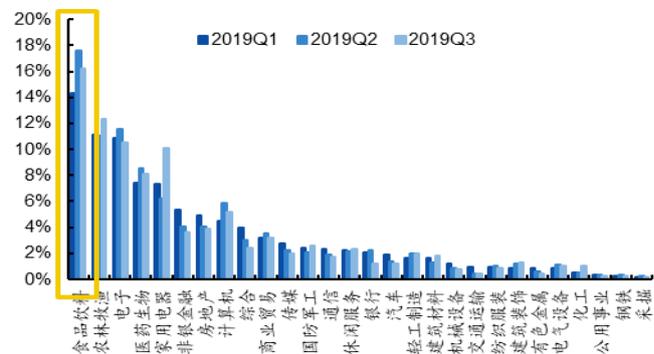
**稳健增长促使机构抱团食品饮料，行业机构持股比例持续提高。**今年以来受内外部环境不确定影响，市场对增长稳健的食品饮料行给予了偏好，机构纷纷抱团消费板块。食品饮料机构持股比例从 2018 年初的 4.43% 上升到 2019Q3 的 5.31%，提升了 0.88 个 pct，另一个较高比例的是家用电器，机构持股比例三季度达 5.35%。食品饮料在基金前二十大重仓股市值占比上从 2019 年初的 11.28 % 上升到 2019Q3 的 16.24%，提升了近 5 个 pct，遥遥领先其它行业板块。

图 13：2019Q1-3 各版块机构持股比例对比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 14：2019Q1-3 基金重仓股市值占比对比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**国际指数持续对 A 股扩容，海外资金继续流入中国市场。**2019 年，继 MSCI 纳入 A 股后，富时罗素与标普道琼斯二大国际指数也纳入了 A 股，在进一步观察效果之后可能会继续提高纳入比例。此外，为进一步扩大我国金融市场对外开放，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) 投资额度限制。目前，A 股市场整体估值水平未出现大幅高估，处于中等偏下位置，对比全球，上证综指估值低于全球其他主要指数，A 股仍具有极大吸引力，随着国际指数的纳入与金融市场的进一步开放，海外资金继续流入 A 股是必然趋势。

**复制韩国、台湾 MSCI 之路，海外资金流入趋势将加快。**1992 年，韩国股市按照 20% 的纳入比例纳入 MSCI 新兴市场指数中，半年内韩国股指上涨 20%，自 1998 年纳入比例达到 100% 后外资持股保持在 30% 左右；1996 年，中国台湾首次纳入

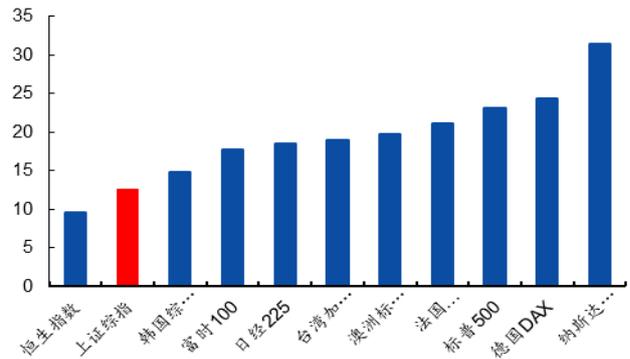
MSCI 指数，历经九年台股指数上涨 17%，外资持股比例就达到 24%。2019 年 11 月，MSCI 宣布将 A 股纳入比例从 15%提升至 20%，增加了 204 只中国 A 股。根据韩国、台湾 MSCI 的路径，随着 MSCI 逐步增加 A 股纳入因子，外资将进一步注入 A 股，资金流入趋势将加快。

图 15：沪深 300、标普 500 估值对比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

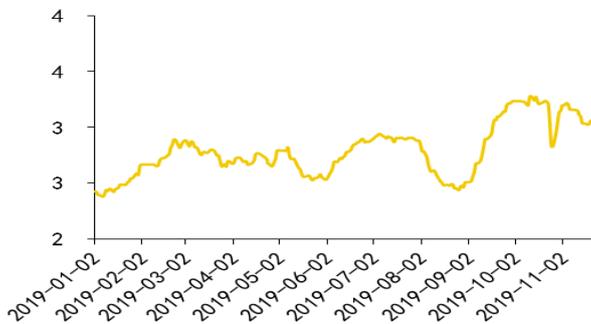
图 16：上证综指与全球重要指数估值对比（截至 11-22）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**食品饮料多白马股，对外资吸引力强，龙头股估值体重塑。**与海外成熟市场相比，国内食品饮料龙头企业仍保持高速增长，且现金流量质量高、分红比例高，符合外资长期配置理念。其中，以白酒企业为例，目前白酒企业呈现着头部集中态势，白酒龙头企业业绩稳定性强、成长性高，受到了外资的绝对青睐。因此，随着 MSCI 进一步扩容，外资对食品饮料公司持股比例有望继续上升，逐渐增强外资定价权。自 2019 年以来，MSCI 正逐步提高指数中中国大盘 A 股纳入因子，今年 11 月已扩容至 20%。从沪股通持仓占自由流通股的比例看，目前比例已经从年初的 2.43% 提升至 3.06%，其中主要食品饮料龙头企业沪（深）股通持股占流通 A 股的比例持续抬升。从估值上看龙头公司今年估值提升驱动股价上涨明显，估值中枢逐步上移。

图 17：沪股通持股量占自由流通股比例



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 18：主要龙头公司北上资金持股比例变化情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

**表 1：主要龙头公司股价增长驱动力拆分**

	区间股价涨幅	EPS 涨幅	PE 涨幅	PE 贡献/EPS 贡献
山西汾酒	155.66%	33.69%	91.23%	2.71
五粮液	157.43%	36.44%	88.67%	2.43
古井贡酒	126.67%	30.09%	74.24%	2.47
今世缘	113.80%	23.23%	73.49%	3.16
贵州茅台	98.30%	28.46%	54.37%	1.91
泸州老窖	103.12%	37.74%	47.47%	1.26
水井坊	79.70%	22.31%	46.92%	2.10
顺鑫农业	57.32%	10.54%	42.33%	4.02
海天味业	61.69%	23.57%	30.85%	1.31
口子窖	54.26%	23.24%	25.18%	1.08
中炬高新	38.66%	12.18%	23.61%	1.94
双汇发展	26.03%	10.47%	14.08%	1.34
伊利股份	32.21%	17.99%	12.05%	0.67
洋河股份	5.57%	0.11%	5.46%	51.49
青岛啤酒	49.45%	42.46%	4.91%	0.12

资料来源：wind, 国元证券研究中心

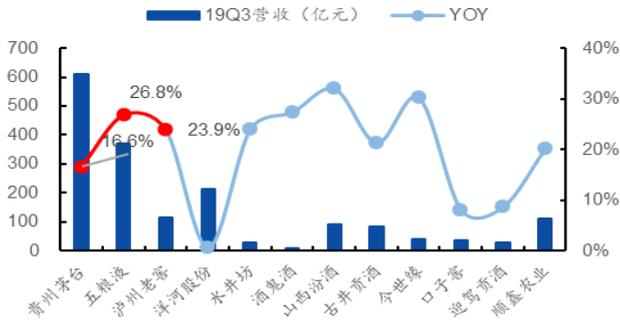
## 2 白酒板块：周期拉长，固稳守正

### 2.1 分子板块：升级与集中贯穿始终，龙头受益行稳致远

#### 2.1.1 高端酒：量价齐升景气最高，品牌稀缺业绩稳定

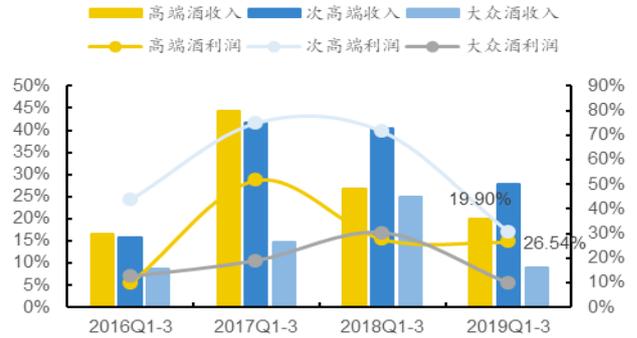
以茅五泸为代表的高端白酒延续高景气度，向完成全年目标稳步推进。2019 前三季度，茅五泸共实现营业收入 1095.13 亿元，同比增长 20.7%，共实现净利润 493.55 亿元，同比增长 25.4%；相比之下，其他白酒上市公司共实现营业收入 713.10 亿元，同比增长 13.5%，共实现净利润 164.24 亿元，同比增长 13.4%。其中，茅台集团前三季度营业收入超过 700 亿元，完成全年计划超过七成；五粮液集团前三季度实现营业收入 811 亿元，有望提前完成全年千亿目标；泸州老窖前三季度营业收入同比增长 23.9%，接近年初制定的实现营业收入同比增长 15%—25% 目标的上限。

图 19：2019Q1-3 各公司营收及增速



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 20：各价位段白酒收入/利润增速情况

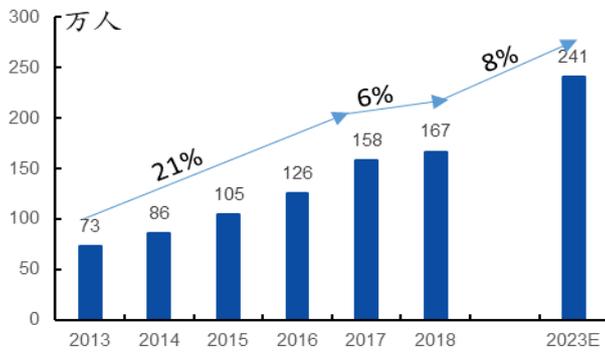


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

注：高端样本-茅台、五粮液、泸州老窖；次高端样本-水井坊、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒；大众酒样本-洋河股份、口子窖、古井贡、今世缘、老白干、金徽酒

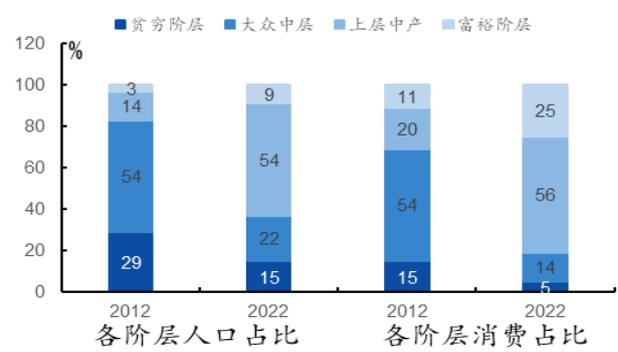
**富裕群体持续扩容，高端酒需求增长具备坚实基础。**我国目前中高收入群体持续扩张，根据BCG的《中国私人银行2019》预测至2023年我国高净值人群将突破241万人，未来几年保持8%左右的增速。由此带动近些年我国对奢侈品、豪车等产品消费高于平均的增速水平。根据麦肯锡预测若到2022-2025期间我国的中产阶级群体将达到50%左右的比例，即7亿人口以上，相比现在4亿人口仍有近一倍空间，而当前高端白酒消费量仅在6万吨，因此可以简单计算得到未来高端酒需求在11万吨左右。我们认为高收入群体的确定性增长将持续刺激释放高端酒的需求潜力。

图 21：我国高净值人群保持快速增长



资料来源：BCG《中国私人银行2019》，国元证券研究中心

图 22：麦肯锡对我国中产阶级发展趋势的预测



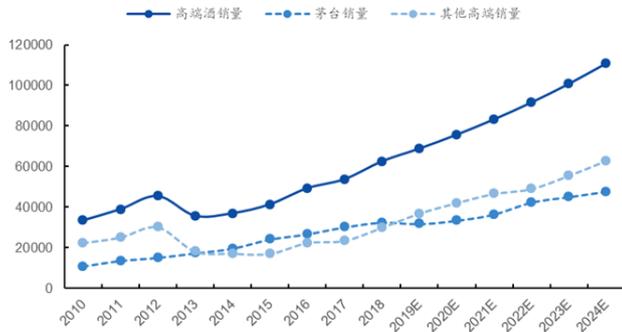
资料来源：麦肯锡《中产阶级重塑中国消费市场》，国元证券研究中心

**展望未来高端酒依然景气度最佳，继续延续量价齐升趋势，市场空间快速扩容。**高端酒消费量仅占白酒整体量的1%，消费额占比在20%+左右，相比之下对比国外高端酒市场规模占比在50%，高端酒市场仍具备持续增长潜力。

- **量的角度：**抹平周期来看，过去5年高端酒销量的复合增速在13%左右。考虑到未来几年随着消费升级和消费者品牌意识的加强，高端酒市场有望延续较快增长，若考虑高基数我们给予未来5年复合增速在10%左右，则截止2024-25年我国高端酒市场容量预计达11万吨。其中茅台根据公司未来基酒产能规划预测，有望达到4.6万吨规模。普五平均增速在9%，国窖增速在18%左右。

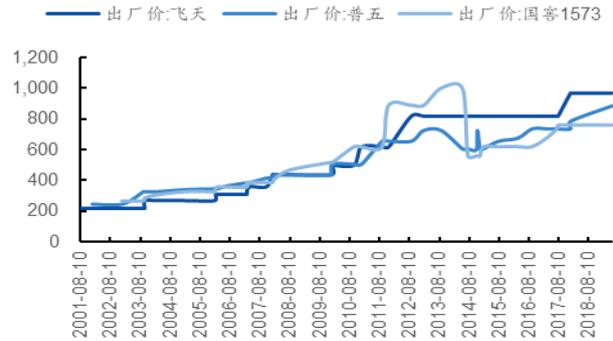
- **价的角**度：2000-2018 年飞天、普五和国窖的出厂价 CAGR 分别为 10%、7%、6%。假设未来茅台、普五、国窖增速分别为 7.6%（后续详细计算）、5%、4%。
- **最终**，未来三大高端品牌的收入增速分别为 16%、14%、22%。

图 23：我国高端酒销量情况及预测



资料来源：Wind，糖酒快讯，公司公告，国元证券研究中心

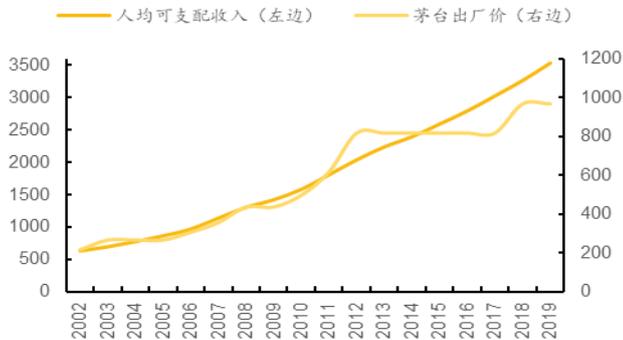
图 24：三大高端品牌出厂价



资料来源：Wind，国元证券研究中心

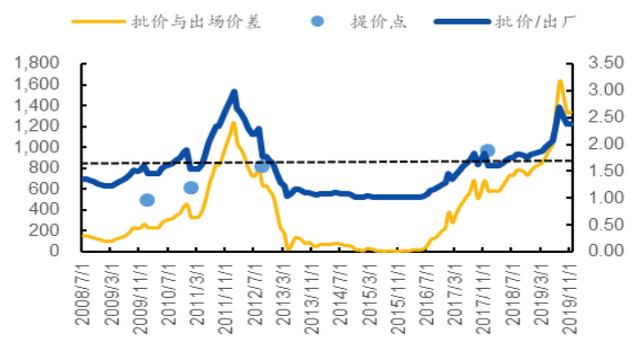
茅台出场价和居民收入高度相关，批价与出厂价差创新高，茅台出厂价存在提价可能。从历史上看茅台的出厂价调整与居民收入水平呈现高度相关性，根据我们的回归分析可得（茅台出厂价  $y=0.28 \times \text{收入 } x+69.8$ ）。若未来 5 年收入按照 6% 的增速增长，那么由此可以计算得出至 2024 年茅台出厂价至少应该达到 1400 元的水平。短期看，批价与出厂价查已经创新高，渠道利润空间已经超过 40% 的合理水平，预计未来茅台存在提出厂价的可能。

图 25：茅台价格与居民收入高度相关



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 26：茅台出厂价与批价差达到历史高点



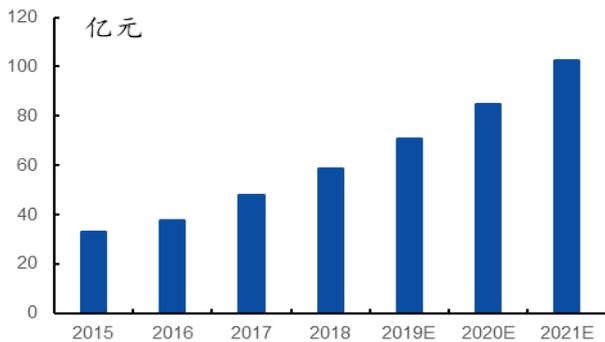
资料来源：Wind，国元证券研究中心

高端酒整体增速在 15-16% 水平，未来 5 年空间可扩容至 2000 亿规模。当前高端酒规模预计在 1100 亿元左右，根据前文对三大高端白酒拆分，同时因为其它高端白酒占比小于 5%（影响较小），因此可以大致推测未来高端酒整体收入增速中枢在 15-16% 左右，因此预计 5 年即 2024 年高端酒空间有望扩容到 2000 亿以上。

个股推荐：

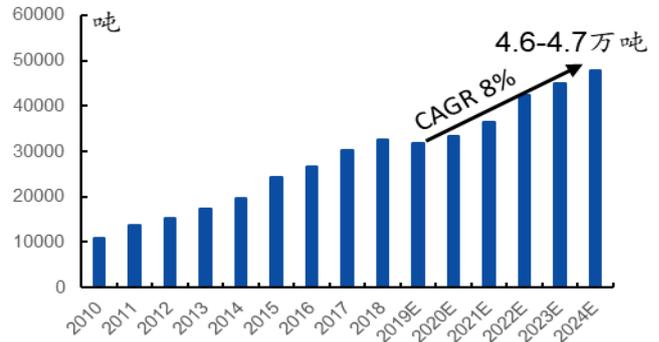
**贵州茅台：白酒王者行稳致远，逻辑清晰报表收入稳健。**公司长期成长逻辑清晰，持续受益于量价齐升。1) 价的角度，根据我们的分析目前公司产品的渠道加价率已经达到历史峰值，客观上具备提价的动机与可能，预计未来价格复合增速在7.6%左右。同时在今年未来进一步提高对终端价格的控制力度，公司收回了部分违规经销商份额并转投直营渠道，根据公司公告披露投放直营渠道的关联交易部分每年不超过去年净资产的5%，若按照目前建议零售价出售预计增厚利润幅度在30-40亿左右。2) 量的角度，根据管理层计划2020年预计建成5.6万吨的基酒产能，即至2024年达到4.6万吨的成品酒规模，供给端稳定为量增提供了坚实的基础。

图 27：茅台的关联交易上限金额



资料来源：wind，国元证券研究中心

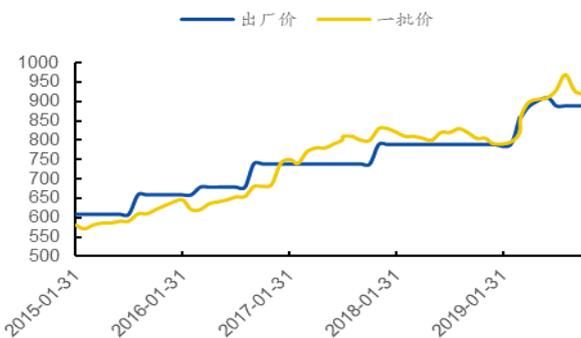
图 28：茅台量的供应量预测



资料来源：公开资料整理,公司公告，国元证券研究中心

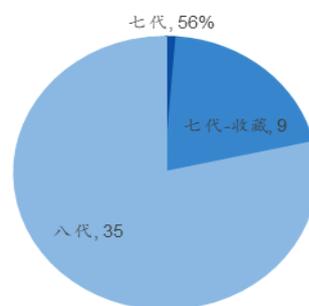
**五粮液：主动提价承接茅台需求溢出，产品和渠道改革卓有成效。**在茅台公司采取多种措施打压价格，维持1499元指导价的情况下，1499元以下的高端酒市场供给严重不足。对此，五粮液在年内多次采取了提价手段，抢先在千元价格带占领主导地位。公司还在6月份推出了第八代普五，并在中秋国庆旺季开始加大投放量，第八代普五出厂价为889元，较第七代同比上涨12.7%。普五的价格能实现顺利上涨，既得益于行业机遇，也离不开公司治理上的改善。2017年新任领导人李曙光上任以来，管理层实行了“二次创业”的战略，对产品品牌、渠道等方面进行了全方位改革。目前来看，改革已卓有成效，五粮液正在实现品牌价值的回归。另外展望明年，考虑到届时七代普五已全面停售，第八代普五全面放量，预计至少贡献7%的价格增长，为明年业绩的稳健性提供了坚实的保障。

图 29：五粮液主动提及促使渠道利润恢复



资料来源：渠道调研，公开资料整理，国元证券研究中心

图 30：五粮液 2019 年各产品销售比例



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

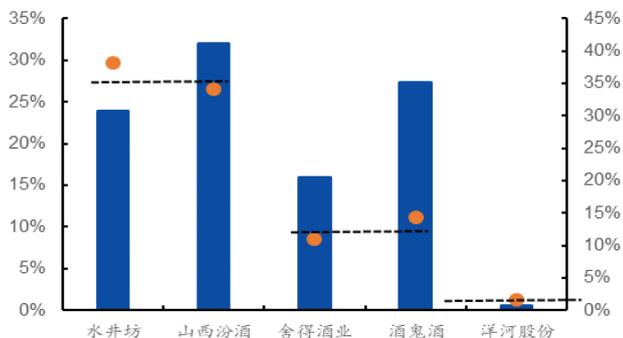
**泸州老窖：大单品量价齐升，控货挺价年内上演提价潮，业绩继续稳健增长。**2015年，公司提出了大单品战略，强化由国窖 1573、窖龄酒和泸州老窖（特典、头曲和二曲）构成的三大品牌线。截止 2019 年前三季度，国窖 1573 销售收入同比增长约 30%，回款百亿的目标基本确定提前完成，全年业绩目标完成无碍。年末公司频繁进行提价动作，国窖 1573 年内从 740 提升到 790，一方面持续为公司品牌注能，另一方面加快经销商打款速度抢占春节有利身位。展望明年均价继续保持双位数增长，业绩量价齐升依然具备较高确定性。

**展望 2020 年，高端白酒的高景气度有望得到延续，强烈推荐业绩确定性强的的一线名酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖。**首先，从宏观环境来看，CPI 在短期内难以有效回落，在高通胀预期下，作为行业景气度先行指标的茅台批价有望继续保持高位，进行带动高端白酒整体保持高度景气；此外，高端白酒受益于消费升级，市场份额持续提升，头部企业也有望持续受益。其次，从产业环境来看，白酒行业整体已进入存量竞争的时代，渠道推力下降，消费者逐渐回归品牌，高端白酒企业将持续享受到品牌溢价，在存量竞争中抢占先机。最后，从企业自身来看，**高端白酒企业掌握主动提价权**，未来有望持续受益于提价和产品结构升级带来的毛利率水平提高以及规模效应带来的费用率水平降低。

### 2.1.2 次高端：多方角力格局未定，扩容持续业绩分化

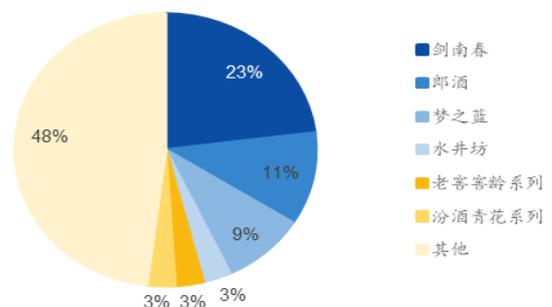
板块内部业绩分化明显，格局尚未集中竞争依然较为激烈。分品牌来看，水井坊业绩表现最佳，19 年前三季度实现营业收入 26.51 亿元，同比增长 23.9%，实现净利润 6.39 亿元，同比增长 38.1%。相比下洋河 19 年前三季度收入仅实现增长 0.6%，其中第三季度单季度营业收入和净利润同比下滑均超过二成。而酒鬼酒三季度亦因为费用投放较多导致净利润单三季度同比下滑接近四成。造成分化的原因仍然在于次高端市场格局仍未集中，集中了各方名优品牌竞争极为激烈。

图 31：前三季度收入利润增速分化



资料来源：Wind，国元证券研究中心

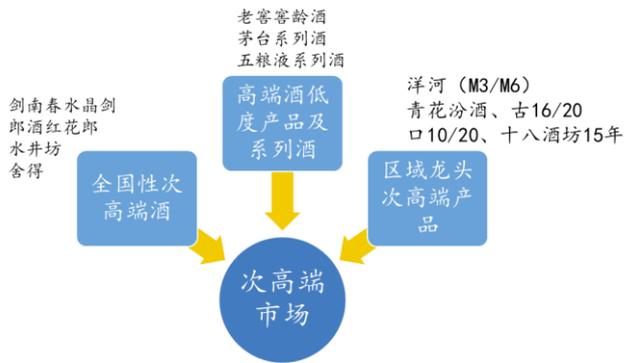
图 32：次高端市场竞争格局



资料来源：Wind，国元证券研究中心

目前次高端市场包含三类参与者，区域龙头向上升级次高端产品更具优势。目前次高端面临多重挑战。1) 领跑者提价保守拖慢行业扩容速度。目前水晶剑卡位的 400 元价格带无形之中成为了其他次高端品牌的价格天花板，同时高端酒的低度数酒也卡位改价格带。这两者独特的强品牌力给其它品牌力较弱的次高端品牌形成了极大挑战。2) 全国性次高端品牌整合作用有限。次高端酒的运营核心要素需要兼顾品牌和渠道营销，全国性的次高端在进攻具体省份时面临着区域龙头向上升级的强大阻力，相比之下区域龙头得益于多年的耕耘，品牌认知牢固，地方资源深厚。我们持续看好区域龙头在次高端上的布局，且因为目前区域龙头次高端占比仍较低，未来区域龙头将具备更强利润弹性。

图 33：次高端的三类参与者



资料来源：Wind，国元证券研究中心

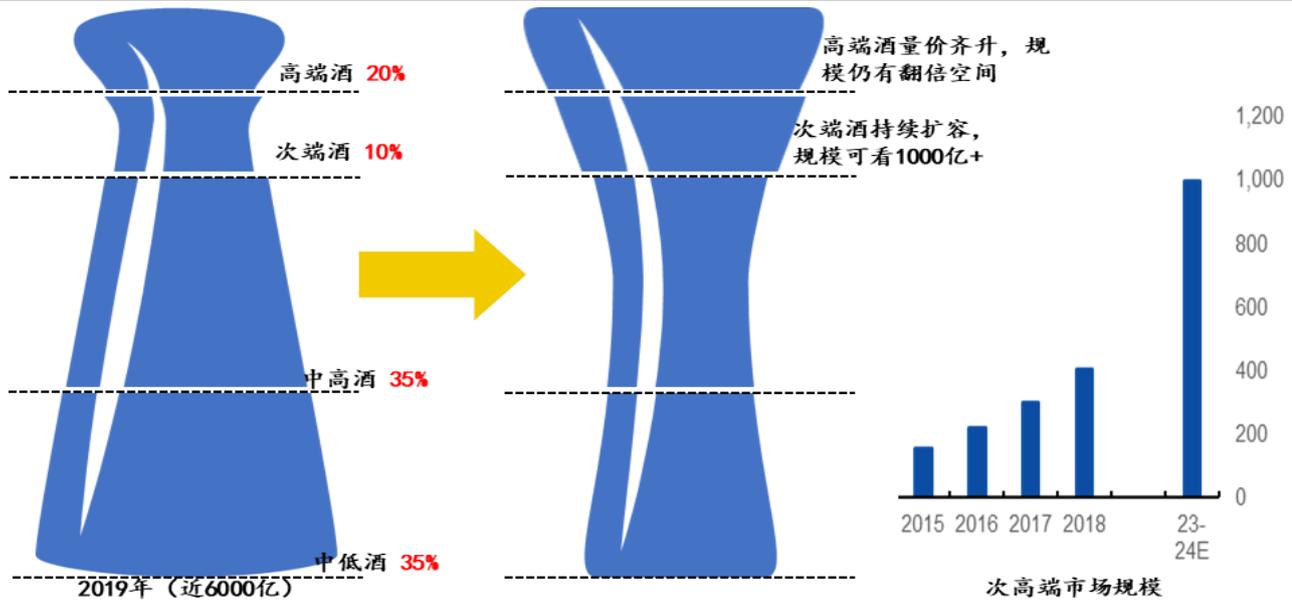
图 34：次高端的全国性品牌与区域龙头优劣势比拼

次高端核心要素：品牌+渠道营销		
	全国性品牌	区域品牌
品牌	品牌知名度高，但在有强势地产品牌省份会被稀释	区域品牌基础深厚，但扩张难
产品	全国性产品，对各省份适应性差	产品因地制宜，适应当地市场
渠道	渠道模式成熟，当在各省份渗透率相比地产酒要弱势	渠道掌控力强，模式灵活多变
能力	资源力/客群维护力要弱一些	本地人脉等资源深厚

资料来源：Wind，国元证券研究中心

升级趋势坚定不移，次高端市场有望扩容至 1000 亿以上。虽然 100 元左右价格带的中低档酒仍然占到行业最大部分，但是未来趋势是 300 元，包括 200-500 价格带将迅速取代 100 元成为主流消费价格带。300 元将迎来快速的放量，若未来有 20% 左右的百元价格带的量升级到 300 元价位带，将直接带动次高端扩容至 1000 以上。次高端板块依然拥有极高的景气度。

图 35：受益消费升级白酒结构将持续向次高端及以上倾斜



资料来源：国家统计局，产业信息网，微酒，国元证券研究中心

#### 个股推荐：

**水井坊：全国化布局稳步推进，品牌赋能管理改善。**2015年开始，公司采取深耕核心市场逐步向全国化推进的策略，集中力量在四川、江苏、广东、河南和湖南布局。2016年三季度，公司新增北京、上海、天津、浙江和福建等五大核心市场，次年上半年便实现75%的营收增速。2017年底公司又新增河北、山东、江西、陕西和广西等五大新核心市场。2017年全年，公司来自15个核心市场的销量占比达到81%。2019年上半年，15个核心市场的收入仍保持着30%的高速增长。得益于核心市场策略，公司的省外收入占比由2013年的66.8%稳步增长至2018年的90.8%。而在渠道方面，相比其他酒企，公司当前库存水平处于高位，终端价格有所承压，渠道推力下降亟待改善。

**洋河股份：主动清理库存，静待估值修复。**公司2019年前三季度营收利润增速下滑主要源于内部调整，2019年公司放弃过高价格的期望，主动去库存，提升渠道利润，同时公司不断优化调整销售队伍，整顿经销商体系，以恢复市场秩序。虽然公司短期业绩承压，目前估值反映了较低的市场预期，位于历史低位，也远落后于其他一线白酒品牌，但我们仍然看好公司自身积累的品牌力以及管理层和销售团队的执行力，静待调整到位后的估值修复。

**酒鬼酒：高端重塑促收入增长，费用投放拖累利润。**2018年底，公司新成立湖南内参酒销售有限责任公司，以打造内参酒这一全国性的高端白酒战略大单品。内参酒销售公司成立之后，内参酒将作为独立品牌、独立公司来进行运作，预期将有更

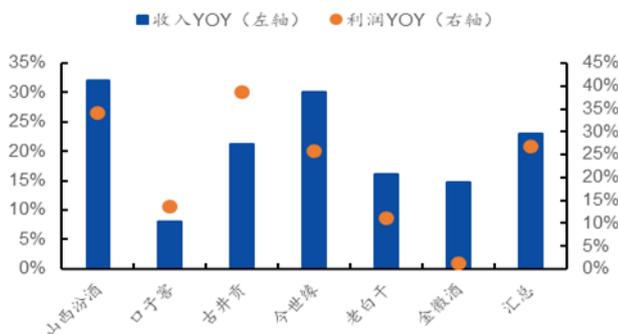
强的成长性和更好的品牌张力，并带动公司收入快速增长。2019年上半年，公司内参系列产品实现营业收入1.59亿元，同比大幅增长56.13%。2019Q3由于次高端停货以及销售费用投放的大幅增长，公司的收入增速明显放缓，单季利润大幅下滑。未来盈利能力改善幅度仍取决于管理团队的执行力和适应力，我们仍然看好公司变革后的品牌力提升。

我们认为，虽然2020年白酒行业总量放缓的趋势仍将延续，但次高端市场依然会有较高增长，头部企业将会受益。一方面，消费升级的总趋势不改，主流消费价格带有望向次高端酒靠拢，次高端酒占比将会持续提升。另一方面，次高端酒CR3不足五成，相比于高端白酒行业集中度提升空间明显，未来随着行业集中度的提升，次高端酒头部企业的业绩有望得到持续释放。2020年我们建议重点关注两类企业：一是费用率高企，业绩弹性较大的次高端品牌，如水井坊、酒鬼酒等，二是低预期下存在困境反转可能的次高端龙头品牌，如洋河股份。

### 2.1.3 地产酒：受益省内价格升级，区域龙头挤压式增长

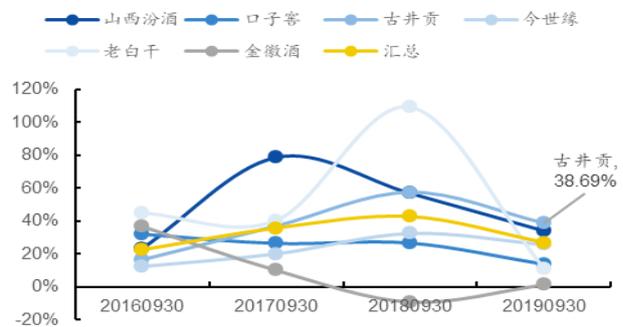
地产酒品牌主要受益于省内消费升级与集中度提升。对于地产酒品牌而言，由于其不像高端酒一样享有主动提价权，难以享受量价齐升的红利，也难以像次高端品牌一样大力培育省外市场，因此地产酒的发展机会主要来自于省内消费升级和市场集中度的提升。首先，地产酒品牌凭借自身在省内的品牌力能够享受到消费升级带来的红利，依靠次高端产品占比上升快速放量，业绩呈现稳健增长态势。其次，随着省内市场集中度的提高，区域龙头品牌会加速收割市场，马太效应愈演愈烈。以代表性较强的安徽省市场为例，省内的主流价格带上移保持着2年一小步，5年一大步的态势，未来主流消费产品也有望向次高端靠拢；市场集中度方面，2015年至2018年，安徽白酒市场CR2由20%提升至38%，古井贡在省内的龙头地位逐渐清晰，口子窖、洋河等成为省内的强势品牌，一超多强的竞争格局已然形成。

图 36：2019Q1-3 主要地产酒收入/净利润增速



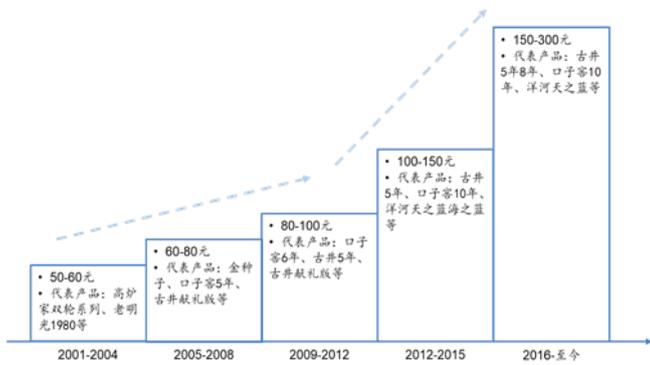
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 37：各地产酒公司净利润增速



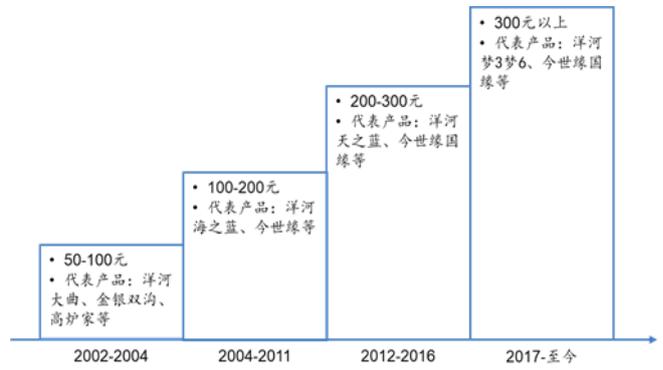
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 38：安徽白酒主流价格带的变化



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 39：江苏白酒主流价格带的变化



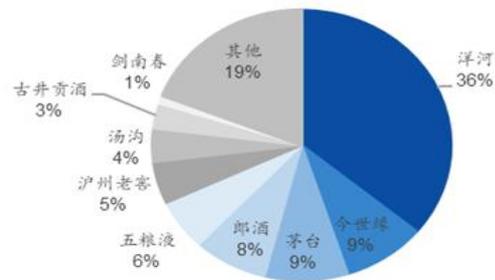
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 40：安徽省白酒份额向龙头集中



资料来源：微酒，糖酒快讯，国元证券研究中心

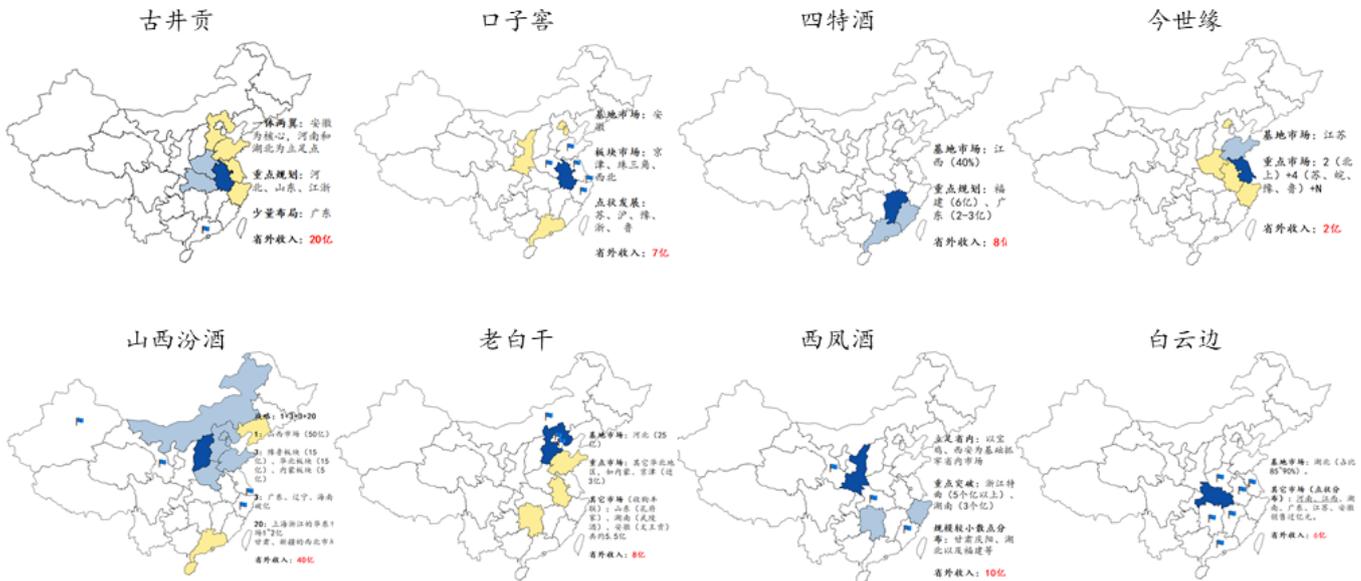
图 41：2018年江苏省白酒份额



资料来源：酒业家，国元证券研究中心

**主要地产酒龙头再度开启全国化战略。**当前正迎第四轮全国化，本轮全国化相较以往不同主要表现在背景和动机上。当前地产酒龙头在省内份额增长普遍遭遇瓶颈，且面临全国化名酒在省内的挤压和竞争，出省扩张更多是被动而为。行为上表现更理性，采用周边市场稳扎稳打策略。如四特酒低调的南下扩张，西凤酒单独划设浙江、湖南为销售特区，今世缘提出2+4+N开拓环江苏市场，老白干收购丰联国际获取湖南、山东、安徽市场等。

图 42：古井贡与汾酒在地产酒全国化中领先



资料来源：酒业家、佳酿网，公司公告，国元证券研究中心

注：■ 代表基地市场，■ 代表上量的重点省外市场，■ 代表上量的非重点省外市场，■ 代表零星散点分布的市场

个股推荐：

**古井贡酒：稳步深耕安徽省市场，积极推进全国化布局。**19 年前三季度公司实现营收 82.03 亿元，同比增长 23.3%，实现归母净利润 17.42 亿元，同比增长 38.7%，收入和利润增长保持稳健。近年来，公司深耕省内市场，在酒店盘中盘模式无法满足市场需求的情况下，古井在 2010 年首创三通工程，对合肥安庆城市重点突破，并逐渐推进渠道下沉。2019 年春糖会上公司管理层表示未来 3 至 5 年古井将会覆盖省内 80% 的市县，以实现渠道的深度下沉。渠道调研结果显示，19 年以来古井在省内整体销量强劲，渠道力度进一步加大且针对性更强，合肥市场辐射作用和号召力显著增强，亳州及皖南等地的市场有望进一步开发，省内市占率有望加速提升。在深耕省内市场的同时，古井不断推进全国化布局。古井在 2010 年便开始进入河南市场；2016 年，古井收购历史名酒黄鹤，切入湖北市场；此外，古井采取大商模式进军其他重点区域市场，从而形成一体（安徽）两翼（河南、湖北）、局部省市重点规划的全国化格局。公司的全国化布局已初见成效，省外收入获得稳定增长，未来有望向全国知名品牌推进。

**山西汾酒：青花提速，玻汾放量，全国化进一步巩固。**19 年前三季度公司实现营收 91.27 亿元，同比增长 25.7%，其中 Q3 单季度实现营收 27.49 亿元，同比增长 34.5%。公司抓住中秋旺季放量，青花增速有显著提升，拉动了三季度整体收入增长。光瓶酒玻汾二季度正式深度推进全国化，动销良好，Q3 增速预计超过 50%。今年公司确定了一个大本营市场（山西），三大重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙），三小市场板块（华东、两湖、东南），13 个机会型省外市场组成的“13313”市场格局。前

三季度，公司省外市场销售收入同比增长 68.4%，占比达到 50.1%，较上年末提升 6.4%，全国化成果进一步巩固，预计公司未来在省外市场仍有巨大潜力。

**今世缘：国缘势能持续释放，省外市场开拓发力。**公司 2019 年前三季度实现营收 41.16 亿元，同比增长 30.1%，收入增长主要依靠次高端国缘放量带动。前三季度公司国缘次高端系列收入 23.05 亿元，同比增长 47.7%，占营收比例达到 56.0%。分地区看，前三季度核心市场南京收入同比增长 47.8%，Q3 单季度同比增长 44.1%，其他省内城市在省会城市辐射带动下发力，Q3 单季度盐城收入同比增长 22.1%，徐州收入同比增长 57.9%。省外市场方面，公司前三季度实现营收 2.66 亿元，同比增长 62.3%，省外收入占营收比重达到 6.5%，首次超过 6%，Q3 单季度更是同比增长 96.0%，截至三季度末，省外经销商数量由 18 年底的 273 家增长至 382 家，省外聚焦战略取得较好成果。

**口子窖：产品渠道短期调整，但长期价值可期。**公司 19 年前三季度实现营收 34.66 亿元，同比增长 8.1%，实现归母净利润 12.96 亿元，同比增长 13.51%，其中 Q3 单季度实现营收 10.47 亿元，同比下降 0.2%，实现归母净利润 4.01 亿元，同比下降 1.8%。公司业绩短期下滑主要由于产品及渠道调整拖累省内收入所致，前三季度公司在省内实现收入 27.54 亿元，同比仅增长 5.3%，Q3 单季度省内实现收入 8.28 亿元，同比下降 3.0%，初夏和仲秋新品产能不足，打款和发货进度过慢阻碍了省内收入增长。考虑到省内消费升级趋势不改，市场集中度加速提升，公司将持续受益，预计口子 10 年及以上产品将保持较快增长，成为未来公司业绩增长的核心驱动力，公司的市占率也有望进一步提高，因此仍看好公司的长期价值。

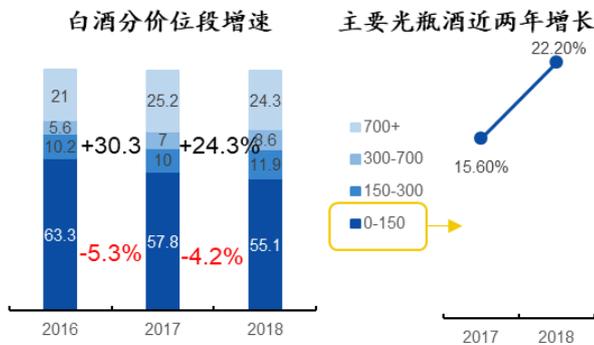
**迎驾贡酒：洞藏系列呈放量趋势，引领产品结构升级。**公司 19 年前三季度实现营收 26.49 亿元，同比增长 8.7%，实现净利润 6.01 亿元，同比增长 20.53%，业绩表现超出市场预期。19 年以来，公司在省内继续深耕省内市场，加强渠道建设，推进渠道下沉，并加大洞藏系列产品的推广力度和招商力度，着力培育大单品。目前来看，省内消费者对洞藏系列产品的认可度正在稳步提升，局部城市洞藏系列呈现放量趋势，未来随着省内消费升级，公司有望进一步提升市场占有率。

我们预计，2020 年消费升级和市场集中度提升的趋势将得到延续，地产酒头部企业有望持续受益。目前安徽市场的主流价格带维持在 150 元-300 元之间，CR2 不足 40%，价格带和市场集中度对比邻省江苏仍有较大上升空间，预计未来 5 年主流价格带有望提升至 300 元以上的水平，次高端市场将快速扩容，市场集中度也有望进一步提升，古井贡和口子窖等品牌也有望享受到价格带上移和市场集中度提升带来的红利，因此我们强烈推荐古井贡酒、口子窖，建议关注迎驾贡酒。其他地产酒品牌中，我们推荐青花和玻汾高增、全国化成果进一步巩固的山西汾酒，以及国缘强势放量的今世缘。

### 2.1.4 低端酒：光瓶酒性价比凸显，消费趋势回归理性

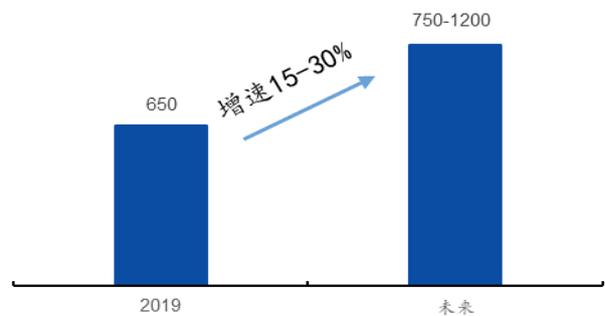
低端酒市场逐渐衰减，机会主要集中在低价格高频次的光瓶酒，对应的目标消费者主要为注重性价比的县乡农村和城市低收入群体。近年来，随着消费者群体逐渐回归理性，具体性价比优势的光瓶酒市场呈现加速增长的态势。光瓶酒主要分三个主流阵营，一是大众光瓶，价格在 15-60 元区间，定位大众刚需；二是高线光瓶，价格在 60-100 元价格段区间；三是高端光瓶价格在 100-300 元价位段。由于更加贴近城市消费群体的品质消费理念，城市市场成为高线光瓶酒的主要市场。2018 年，全国主要光瓶酒品牌增速为 22.2%。另有数据显示，6 年来，光瓶酒市场的平均增速在 20%，未来的增速将保持在 15%-30%。根据云酒预计当前光瓶酒市场规模在 650 亿左右，未来光瓶酒有望扩容至 1200 亿左右，占低端酒市场 50-60%。

图 43：光瓶酒市场保持高速增长



资料来源：尼尔森，国元证券研究中心

图 44：未来光瓶酒市场规模有望向千亿靠拢



资料来源：云酒，国元证券研究中心

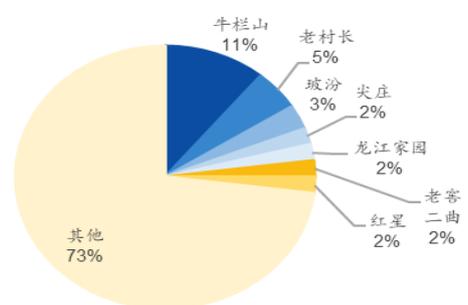
2012 年以来，虽然白酒行业整体经历了调整期，牛栏山和玻汾营收仍保持着高速增长。此外，从市场竞争格局来看，光瓶酒市场仍相对分散，2018 年 CR3 不足 20%，市场集中度有明显的提升空间。

图 45：牛栏山和玻汾营收变化



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 46：2018 年光瓶酒市场格局



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

个股推荐：

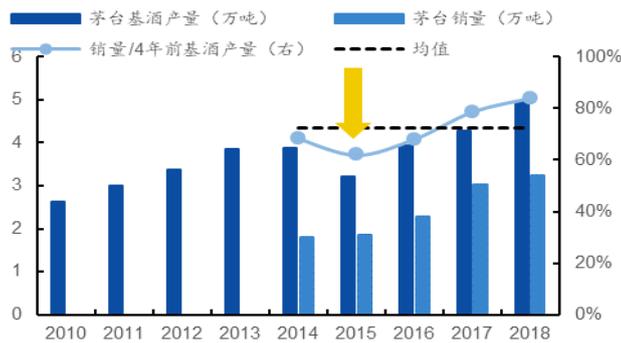
**顺鑫农业：低端光瓶酒龙头，牛栏山增长潜力巨大。**2019 年前三季度，公司实现营业收入 110.62 亿元，同比增长 20.2%，实现净利润 6.65 亿元，同比增长 23.9%，其中 Q3 净利润大幅下滑 69.7% 主要系费用前置拖累所致。公司前三季度白酒收入实现稳健增长，牛栏山全国化有效推进，光瓶酒市场占有率持续提升，发展至今，牛栏山全国化布局基本完成 80%，营收过亿的省市达到 22 个，未来随着市场规模的不断扩大，市场占有率有望进一步提升。同时，牛栏山在成熟市场的产品结构升级明显，未来随着消费升级红利的释放，牛栏山的价格有进一步提升的空间。

2.2 特征回顾：量减价增效更突显，理性经营分化开始

2.2.1 茅台供给紧张批价上行，引领提价打开市场空间

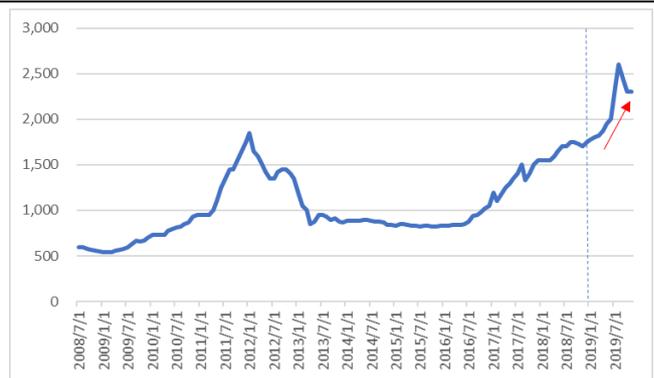
本次高端白酒行情的一大原因在于茅台供应不足，需求溢出。茅台从基酒到成品酒的生产周期在 4 年左右，基酒存放 3 年后，进行勾兑，之后继续存放半年至一年，完成醇化和老熟后灌装出厂，因此当年的茅台成品酒销量与 4 年前的基酒产量存在一定关系，从历史经验来看，茅台成品酒销量与 4 年前基酒产量的比值保持在 0.7 左右。而在 15 年基酒产量下滑的情况下，19 年茅台的成品酒供应会受到比较大的影响，从需求不变甚至小幅上涨的情况下，批价上涨在所难免。而茅台批价作为行业景气度先行指标，价格上涨并逐步站稳 2000 元价格，腾出了 1500-2000 的空白价格带，五粮液和老窖纷纷提价跟进抢夺空间，提价效应自上而下传导，引领白酒板块提价浪潮为行业打开成长空间。

图 47：2015 年茅台基酒产量不足



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 48：茅台的批价持续上涨



资料来源：Wind，渠道调研，国元证券研究中心

**表 2：今年以来五粮液和泸州老窖的提价情况**

公司名称	公司名称	提价内容
五粮液	19年5月	39度五粮液流通价上调至639元/瓶，五粮液1618流通价上调至919元/瓶 第七代经典五粮液收藏版上市，终端供货价为969元/瓶，限量2件/店，终端零售价为1399元/瓶
	19年6月	第八代经典五粮液上市，终端供货价为959元/瓶，终端建议零售价为1199元/瓶；第七代经典五粮液收藏版终端建议供货价999元/瓶，终端建议零售价为1699元/瓶 五粮特曲产品根据不同品种和度数上调20-32元/瓶 42度五粮液开票价调整至669元/瓶，且终端实际成交价不低于719元/瓶，建议零售价为799元/瓶
	19年8月	第八代经典五粮液零售价从1199元/瓶上调至1399元/瓶
	19年1月	38度国窖1573经典装（500ml）的建议供货价上调至650元/瓶，建议团购价上调至680元/瓶，建议零售价上调至799元/瓶 52度国窖1573经典装（500ml）的建议供货价上调至810元/瓶，建议团购价上调至880元/瓶，建议零售价上调至1099元/瓶
	19年2月	52度老字号特曲500ml*6要求渠道层面在原供价基础上上调20元/500ml，消费者层面建议成交价不低于238元/500ml（河南市场）
泸州老窖	19年4月	百年泸州老窖窖龄90年52度、43度、38度三款产品终端零售与团购价分别上调50元
	19年5月	老字号特曲产品各度数结算价均上调10元/500ml，其它规格产品的价格按比例调整，各渠道价格体系同时作出相应调整 华北大区调整38度国窖1573终端配送价至640元/瓶，团购价上调至680元/瓶，52度国窖1573终端配送价至860元/瓶 华中大区调整52度国窖1573终端配送价至860元/瓶，建议终端客户团购价为919元/瓶
	19年8月	52度国窖1573经典装计划外提价30元/瓶，建议团购价为919元/瓶，终端建议零售价为1099元/瓶 38度国窖1573经典装计划外提价30元/瓶，建议团购价为680元/瓶，终端建议零售价为799元/瓶 38度国窖1573经典装（500ml）团购销售建议价格为700元/瓶，38度国窖1573经典装（500ml）团购销售建议价格为900元/瓶
	19年10月	52度/30度国窖1573计划外配额价格上调20元/瓶，团购建议价调整为980元/瓶
	19年11月	52度国窖1573计划内配额价格上调20元/瓶

资料来源：公司公告，公开资料整理，国元证券研究中心

### 2.2.2 对上轮周期现学习效应，龙头积极改革理性经营

本轮周期进入下半场但远未结束，主要酒企吸收前次教训理性经营，行业景气周期拉长。一方面从历史上看每一轮周期平均在8-10年左右，本轮周期从15年复苏至今仅5年，行业依然有前行的空间。另一方面，过去历史上引发周期下滑的为政策冲击和价格泡沫两大因素，今年以来，各家酒企特别是龙头企业纷纷出台控价举措和渠道改革措施。在经历了上轮白酒周期后，各家酒企在本轮周期中寻求更稳健理性的发展。如茅台近期打出控价组合拳，实施多重措施平抑终端价格，稳价意图坚决。茅台酒批价也从2600元以上回落至2200元左右，控价效果初显。五粮液在推出第八代新普五的同时，引入数字化信息系列，通过多环节层层扫码控盘分利，提高对终端服务的精准度，一扫过去存在的运营效率低、渠道掌控难的痛点。洋河以提价+控货的方式梳理价格和渠道体系，引导产品终端价格和渠道利润的回升。古

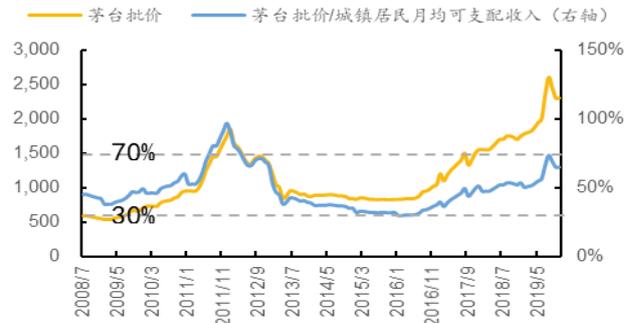
并贡献则通过推出新品+货的方式重新塑造和理顺渠道价格，打破长期价格倒挂，提高渠道积极性。整体来看，控价和渠道改革措施虽然让部分酒企进入了业绩阵痛期，但有利于塑造良好的品牌力和扎实的渠道力，为长期的良性发展奠定基础。

图 49：本轮周期尚在半途



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 50：茅台价格相比居民收入还未到高点



资料来源：Wind，渠道调研，国元证券研究中心

表 3：主要白酒企业经营动作更趋理性

贵州茅台		五粮液	
时间	控价措施内容	时间	改革内容
9月11-12日	在 COSTCO 投放 5 吨茅台，1499 元向会员无门槛销售	2019年2月	将原有的 7 个个营销中心改为 21 个营销战区，并在此基础上设立 60 个营销基地
9月24日	与天猫和苏宁签约，指定销售平台，于 10 月份投放 400 吨茅台	2019年4月	要求各品牌运营商在 30 日内清理所有品牌的“同质化产品”，上半年累计下架 49 个品牌和 129 个产品
9月26-29日	在物美超市 4 天投放 40 吨，共计 8 万瓶茅台酒，消费者以 1499 元价格网上提前订购，线下领酒	2019年6月	将五粮液系列酒、五粮醇、五粮特头曲系列酒营销公司整合为一家，强化对品牌和资源的进一步整合
10月27日	茅台集团宣布凡乘坐 GY7125、GY7126 航班由贵阳/合肥进港的旅客，可凭当天的登机牌及身份证以 1499 元购买两瓶飞天茅台	2019年6月	对第八代普五引入扫码机制，实行精细化、数字化管理，保证控盘分利模式的顺利实施
-11月10日		2019年7月	加强对大商的处罚力度，如异常扫码行为扣减营销战区的绩效考评分、扣减战区总经理的年度绩效考评分

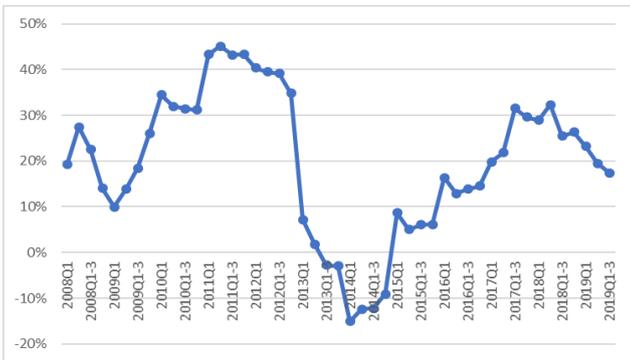
资料来源：糖酒快讯，微酒，公司公告，国元证券研究中心

### 2.2.3 增速放缓经营考验更严，分化加剧年末预期回调

白酒增速放缓下对企业经营考验更严，价增将成为驱动增长的主要动力。缺乏精细化管理和品牌力支撑的企业将更加艰难，未来行业分化将进一步加剧。我们统计了上市公司口径的收入，收入增速从 18 年初的 30% 以上放缓至 19Q3 的 17%，未来我们预计行业增速水平将进一步放缓。且同时价格增长贡献将成为带动行业增长的主要动力。因此我们认为在当下的环境下，未来的分化趋势将更加明显，一方面份额从未上市的中小酒企向已上市的名优白酒集中，另一方面上市公司中拥有精细化

管理、良好的厂商关系和坚实品牌力的公司将更加受益。

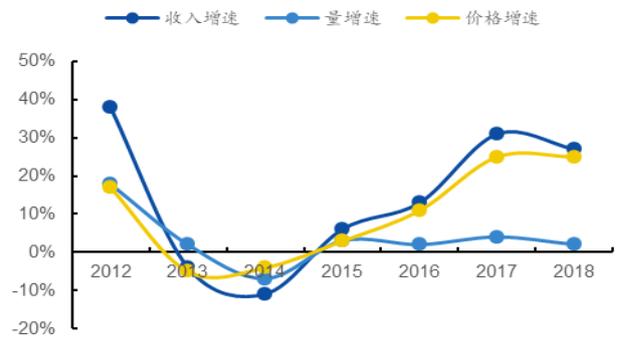
图 51：白酒板块增速中枢逐渐下移



资料来源：wind, 国元证券研究中心

注：选择了白酒板块共计 14 家公司统计

图 52：2012-2018 白酒行业量价拆分（上市公司口径）



资料来源：公司年报，招股说明书，国元证券研究中心

年末受情绪影响市场预期有所回调，积极布局跌幅较大的优质白酒股。年末白酒板块回调最近几年发生概率提升，一方面是市场情绪问题，包括涨幅较大年底落袋为安。另一方面也收到一些信息的负面影响，包括 18 年底的预收款不及预期，19 年底热议的加征消费税问题。但回溯历史白酒板块集体回调的时候都是布局的良机，建议关注年底跌幅较大的优质白酒股，积极布局明年稳健收益。

图 53：年末白酒板块预期开始回调



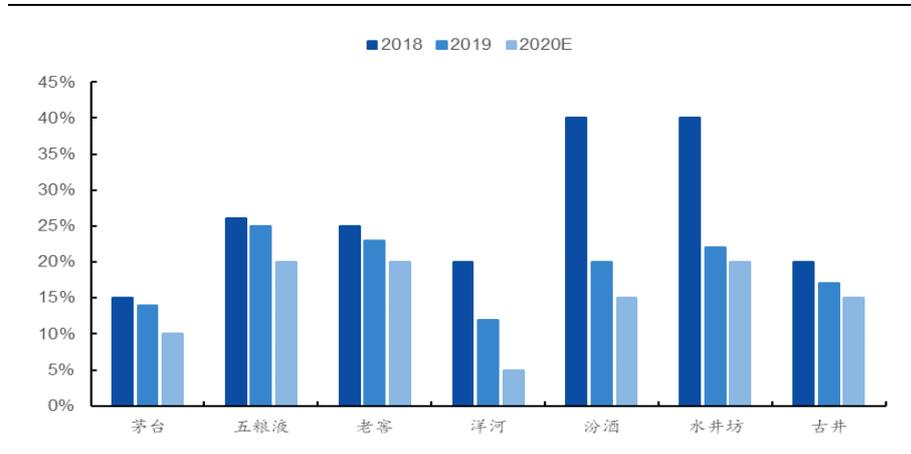
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 2.3 明年展望：增速放缓分化延续，筑牢底盘细水长流

行业增速放缓下，高端酒价格上涨动力减弱，分化继续演绎。收到高基数以及量增动力减弱影响，行业整体增速中枢逐步下移，行业整体增速水平在放缓。放眼明年，支持茅台终端价格上涨的因素趋缓，高端酒价格上涨动力减弱，茅台公司领导定调明年为基础建设年，因为对于明年的预期我们应该适当调低。主要白酒企业对明年的增速目标也进行了下移。以上因素并不是负面信息，与此同时我们应该意识到行业进入弱周期时代被逐渐消化市场容忍度提高，而主要企业通过理性的经营

避免泡沫，业绩目标适时调低为明年留足余地，业绩完成稳健性大大提高。当前市场面临高度不确定性和投资者结构多元化的环境下，白酒企业极高的经营稳健性将有望持续估值的重估，定价逐步向国际龙头看齐。

图 54：白酒企业适当调低明年增速目标



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

## 2.4 投资策略：精选三条主线

基于以下几点，2020 年我们继续看好白酒板块的表现。首先，在高通胀预期下，作为行业景气度先行指标的茅台批价有望继续保持高位，行业整体有望保持高景气度。其次，随着消费升级红利的释放和市场集中度的提升，拥有提价权的龙头企业将掌握主动权，并不断蚕食中小酒企的市场份额，马太效应将得到突显。最后，虽然行业整体增速放缓，但市场预期已得到反应，板块内外资和其他长线资金占比的提升也有助于板块估值水平溢价的维持。

综上，2020 年我们建议投资者关注三条主线。第一条主线是把握各个价位段的龙头企业，首推具有高业绩确定性的高端酒龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖，强烈推荐地产酒龙头山西汾酒、古井贡酒、今世缘，以及光瓶酒龙头顺鑫农业，建议适当关注迎驾贡酒。第二条主线是把握具有利润弹性的高费用率白酒企业，强烈推荐费用把控良好，Q3 利润弹性释放的水井坊，建议适当关注销售费用短期激增的酒鬼酒。第三条主线是把握低预期下的困境反转企业，强烈推荐主动控货有望走出调整期的洋河股份，以及产品渠道短期调整但长期价值不变的口子窖。

## 3. 大众品：顺势而为，格局为王

### 3.1 主线一：吃方便快捷的，食材工业化浪潮汹涌

客货流双升推动餐饮渠道成下一风口。

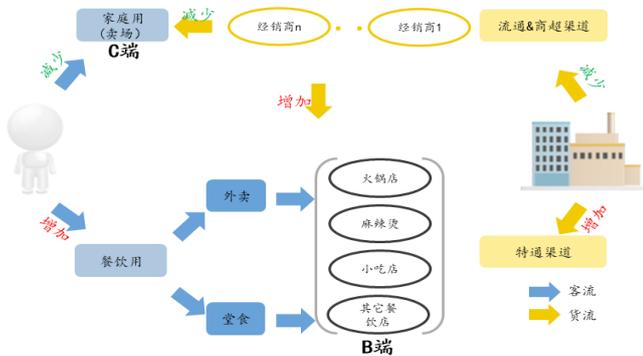
- 从客流端上看：根据艾瑞咨询预测 2013-2016 年外出就餐市场复合增速为 12.7%，外卖增速为 44.8%，同期家庭烹饪复合增速仅为 3.9%，城镇化率提升

和居民收入提高促使更多消费者更愿意去 B 端消费。

- **从货流端上看：**生产企业投放 B 端更具规模优势。一方面 B 端客户更稳定，合同签订可预测且时间较长，市场开拓效率更高。另一方面借助 B 端客户连锁门店网络可实现更快扩张,解决异地扩张不确定性问题。

图 55: 客货两升双匹配助力 B 端日益重要

图 56: 消费者更愿意去 B 端用餐



资料来源：国元证券研究中心

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

**餐饮业态多维度扩张从应用侧打开产业链空间。**

- **团餐：**高潜力增长餐饮业态，多痛点铸食材供应优质赛道。团餐是最具潜力的餐饮业态，至 2018 年团餐市场规模约 1.2 万亿，根据中国饭店协会调查显示，团餐市场已连续多年增速保持在 20% 以上，属于高速增长领域。下游直面 51.4 万学校/2.7 亿在校生、1570 万家机关事业单位/1.8 亿城镇就业人员，全国团餐受众约 6.7 亿人。另外因为团餐存在采购成本高、供应链集约化低等痛点，同时兼具采购量大品少、安全有高要求等特点，促使其成为中央厨房应用的**最佳赛道**。
- **火锅：“重口味”消费成潮流，泛火锅业态全面开花。**火锅行业快速扩容，行业规模从 2013 年的 2813 亿增长到 2018 年的 4814 亿，复合增速 11.34%，未来至 2022 年预计行业达到 7077 亿，复合增速 10.11%。高于餐饮平均增速水平。**除此之外泛火锅业态在“重口味”消费潮流下亦亮点频频。**衍生出的冒菜、串串、麻辣烫、冷锅串串、关东煮和钵钵鸡等一荣俱荣。2016 年中国的麻辣烫市场高达 1200 亿元，并且近些年均保持两位数增长；低客单价接地气的串串也迎来爆炸增长，2017 年串串香全国门店 4 万家，同比增长 61.5%；关东煮也在全家等便利店助推下风靡。为了解决携带和在家吃问题的外卖火锅和自热小火锅也应运而生。下游火锅各业态全面开花为冻货提供了最直接的场景推力。
- **快餐：强便捷易连锁的高活性业态，消费升级推动高增长。**快餐小吃因为操作简易、门槛低、受众广等特点使其成为品类创新强、开店频繁的高活性业态，同时又是就食便捷且易连锁的业态，在当前消费升级背景下更易赢合消费者需求。根据中国饭店协会抽样调查显示，2018 年快餐营业额增长 27.5%，2018-2019Q2 快餐门店数占比从 43.3% 提升至 47.8%。
- **连锁：餐饮连锁程度稳步提高，下游倒逼食材供应链需求。**我国餐饮企业连锁化程度较低（10% 以下），相比日美近 50% 连锁率仍有较大空间。但近些年随着品牌和管理赋能的积累连锁化程度不断提高。根据中国饭店协会调查，2018

年平均一家餐饮企业直营门店数为 59.95 家，较去年增加 13.01 家；加盟店数量则为 193.26 家，较去年数据增长 21.97 家。行业平均连锁化程度持续提高。

图 57：下游餐饮各业态蓬勃发展

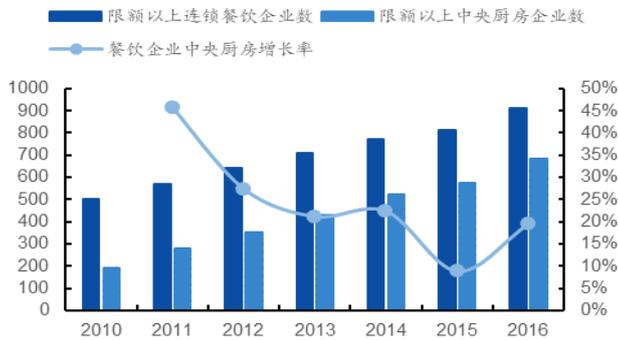


资料来源：中国餐饮大数据中心，Frost&sullivan，中国饭店业协会，辰智餐饮数据库，国家统计局，公司公告，国元证券研究中心

餐饮欣欣向荣下食材工业化加深，中央厨房渐成发展趋势。中央厨房是负责集中完成食品成品、半成品制作并配送到餐饮门店的食品加工工厂，主要产品品类可以分为生制半成品、热加工半成品以及成品（熟食）三类，主要参与者包括团餐中央厨房、连锁餐饮企业中央厨房、第三方中央厨房（主食）、生鲜净菜和配菜的中央厨房等。中央厨房本质上是对餐饮行业的工业化改造，提高集中化程度并综合降低成本，剥离餐饮企业部分生产功能进一步提升社会分工程度。据中国经营连锁协会统计，中央厨房的普及率从 2010 年开始逐年上升，2016 年我国限额以上连锁餐饮企业数 912 家，中央厨房普及率达到 75%，行业正处于快速成长期。我们认为中央厨房的兴起符合社会趋势，并从消费者和企业两端获取动力。

- **消费者端：**全能型烹饪伴随的高成本降低了就餐乐趣，而集中化工业生产的预制食品不仅能提供更为快捷的用餐体验，同时标准化生产保证品质供应。
- **餐饮企业端：**中央厨房更多是对企业端的重塑，是针对目前餐饮行业规模化低、采购分散品质缺乏保障、用工和租金成本抬升等问题的解决方案。通过集中采购、处理、生产、仓储和配送等减轻餐饮企业成本压力提高经营效率，据统计如果支撑 25 家门店的 5000 平中央厨房满负荷运转，每年节省大约 500 万元。

图 58：中央厨房普及率持续提高



资料来源：国元证券研究中心

图 59：中央厨房能针对性解决餐饮企业痛点

优势	影响路径	效果
规模化降低成本	议价能力	若议价降10%成本则可提升3-4pct利润率
	集中采购取得增值税票	取得进项增值税抵扣可提高3-4pct利润率
	降低人力成本	提高标准化率减少对厨师、后厨人员配置 (占人工成本45%)
产品标准化 加速更新迭代	减少门店租赁面积	后厨面积占比25-35%，缩减60%则可带来0.8-1.5pct提升
	简化流程，专业团队高速迭代	专业的研发团队进行产品研发相比原先手工作坊迭代速度加快
仓配一体化 节省30%配送成本	统一规划统筹配送	配送可规划可调配 比传统要节约30%成本。
	减少餐饮企业制冷能耗	减少企业制冷设备投资和电力能源消耗
	仓配管理也可降低代理问题	降低门店采购品质及利益跑漏问题 (3%回扣降低可提升0.9pct利润率)

资料来源：中国经营连锁协会，国元证券研究中心

餐饮渠道在操作模式上与商超零售渠道迥异，甚至不同规模餐饮企业也存在较大区别。庞杂的餐饮店和操作特殊性更考验企业运营能力。但一旦建立起优势，壁垒优势将高于其他渠道。

表 4：不同渠道间管理与开拓特点

	产品	厂商关系	季节波动	渠道粘性	费用投放	品牌建设	冷链需求
餐饮渠道	重视产品的性价比； 重视品质和供应商服务； 标准化强，要求品类丰富；	餐饮企业主导； 多采用二批商协助开拓，账期长	季节性波动弱， 需求稳定	粘性强 维护成本低	费用低，主动有目的性投放	品牌建设作用弱	需大区前置仓
商超渠道	重视方便性 家庭环境下易于操作	批商铺货主导 直销居多，账期短	需求波动较大 有淡旺季现象	粘性弱 维护成本高	费用高，被动性平台费为主	品牌建设作用强	客户自身多具备冷链设施
	采购市场	采购周期	供应商	结算周期	物流	货品波动	特殊利益
大 B	专业市场	长	固定	长	送货上门	专一	有
中 B	批发市场	中	相对固定	月结	送货自提	部分专一	少量
小 B	农贸市场	短	不固定	现结	自提	不专一	无

资料来源：国元证券研究中心

### 3.2.1 速冻食品：城镇化催化需求喷发，把握餐饮崛起和龙头整合

我国当前条件趋同速冻食品快速发展的 80 年代日本，都市化催生出饮食便捷化需求。如上文分析日本的深度城镇化衍生了基于现代社会的都市文化，包括高强度的工作压力、女性外出工作比例提高、晚婚和单身率提升等，因此事先预制好的食品因其即食服务和更高的经济性迅速满足了庞大都市人群的需求。

图 60：中日社会经济条件类似

	中	日
城镇化率	36% → 59% (2000) (2018)	37% → 63% → 78% → 91% (1950) (1960) (1995) (2015)
GDP增速	CAGR 9.15% (2000 → 2018)	CAGR 9.97% (1960 → 1997)
家庭规模	3.96 → 3.10 (1990) (2015)	2.99 → 2.38 (1990) (2015)
女性就业率	73%	66%
工作压力	工作时间增多， 饮食追求便利化	加班成为常态

资料来源：国家统计局,日本内务省, 国元证券研究中心

行业有效市场空间广阔, 厂商端市场规模约 800 亿元。我们从多角度出发利用多口径还原速冻食品各品类厂商端市场规模。1) 料制品行业规模约 300 亿。主要基于欧睿、国家统计局和下游市场倒推三个角度, 剔除掉估算结果偏低的欧睿和高估的国家统计局(下同)。2) 面米制品行业规模在 500 亿左右。其中 300 亿为传统面米制品, 200 亿为速冻点心等制品。因此截止 2017 年速冻食品市场总规模约为 800 亿。考虑到目前我国人均消费量仍较低, 并对比美日发展历史和目前我国情况后, 我们预计未来速冻食品行业仍将保持 8-10% 左右的增速水平。

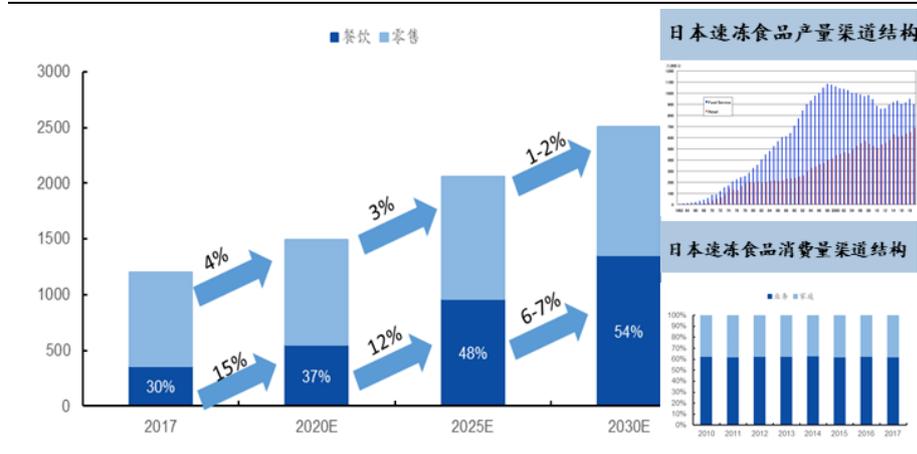
表 5: 速冻食品各品类厂商端市场规模测算 (截止 2017 年)

速冻料制品					
数据口径一 (欧睿)	零售额		厂商在全产业链价值占比		厂商端市场规模
	280 亿元 (42.23 亿美元)		0.45 (0.3-0.6)		126 亿 (84-168)
数据口径二 (国家统计局)	产值		产量		厂商端市场规模
	411 亿元		260 万吨 (均价 1.1-1.2 万/吨)		产值 411 亿 (高估) <b>产量端 286-312 亿</b>
数据口径三 (下游倒推)	火锅消费额	食材成本占比	料制品占比	厂商在全产业链价值占比	厂商端市场规模
	4362 亿 (frost&sullivan)	20% (50%*40%)	70% (估算)	0.4 (0.3-0.6)	<b>244 亿 (低估泛火锅)</b> (183.3-366.7)
速冻面米制品					
数据口径一 (国家统计局)	产值		产量		厂商端市场规模
	801.7 亿		620 万吨 (均价 0.9 万/吨)		产值 801 亿 (高估) <b>产量端 558 亿</b>
数据口径二 (巨头数据倒推)	三巨头营收	三巨头市占率	包装&品牌 速冻面米制品市场	品牌&包装占比	速冻面米制品市场
	125 亿 (三全/思念/湾仔)	64.30% (28%/19%/17%)	194 亿	0.3-0.5 (取 0.4)	400-600 亿 <b>(取 500 亿)</b>

资料来源：国家统计局、Euromonitor、frost&sullivan、中国产业信息网、日本速冻食品协会、wind, 国元证券研究中心

**速冻食品机会一：餐饮渠道崛起，对比海外我国B端占比仍低未来预计有3倍空间。**速冻食品下游渠道正迎来快速的结构变革，结合日本的速冻食品发展经验，我们预计速冻食品行业10年内整体有翻倍空间，同时餐饮渠道占比有望从当前的30%左右增长到接近日本60%。餐饮渠道约有2~3倍空间。

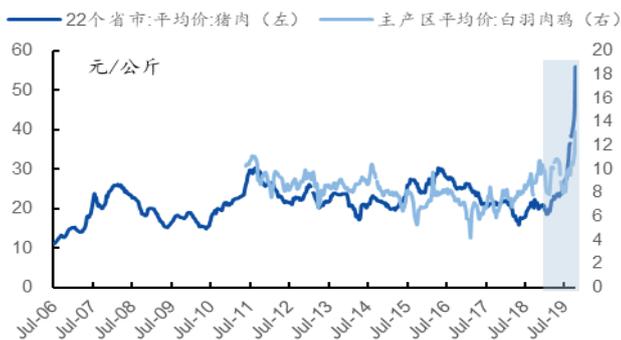
图 61：我国速冻食品未来餐饮渠道结构预测



资料来源：招股说明书，日本速冻食品协会，国元证券研究中心

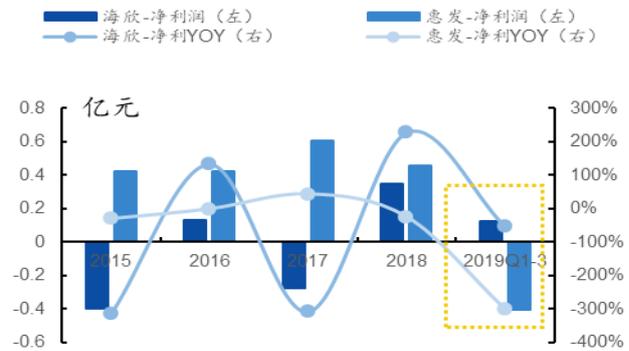
**速冻食品机会二：成本冲击行业洗牌。**我们认为本轮猪肉价格极限飙升固然为公司带来短期成本压力，但是却为行业洗牌直接提供了动力。从去年下半年开始受猪瘟影响猪肉/鸡肉价格持续抬升，原材料成长上涨影响逐步在三季度开始显现，即使大型速冻食品企业依然面临亏损和净利大幅下滑的窘境。未形成规模又未掌握上游的中小企业将迎超乎想象的经营压力。

图 62：猪肉/鸡肉价格飙升



资料来源：公司公告,国元证券研究中心

图 63：其他两家的净利润情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**个股推荐：**

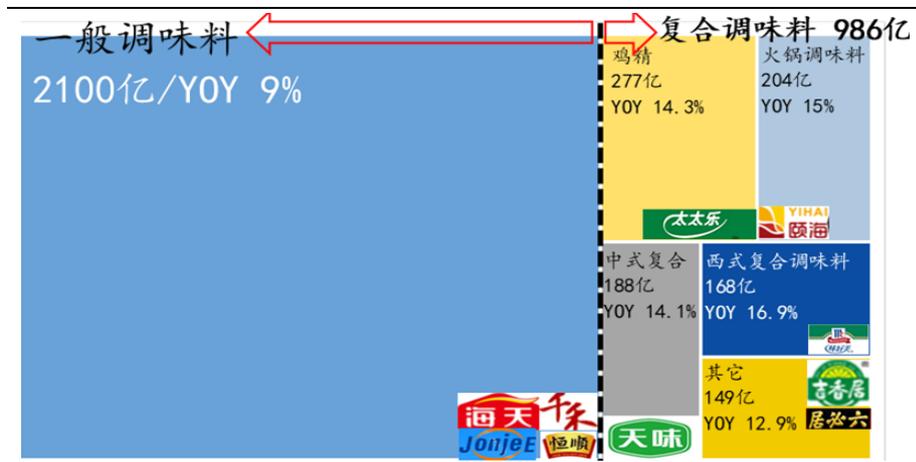
**安井食品：先发优势已成型，成本领先筑壁垒。**公司扎根于高景气的成长赛道，市场空间大且驱动强劲。公司已率先完成产能突围，并具备多维度的先发优势并铸就成本领先优势。未来五年公司产能规划清晰，并依托发力餐饮+全国推进+整合行业三维度稳步提升公司业绩。尽管短期成本承压，但程度可控且放长视野应注意到成

本冲击加速了中小企业退市速度，值此关键时刻公司进一步股权激励凝聚人心，坚定看好未来成长空间。

### 3.2.2 复合调味：低渗透高景气强分散，品类红利高各方跑马圈地

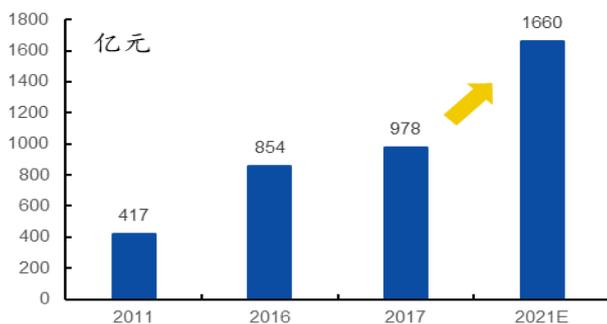
受益于懒人经济和商家提效动机，复合调味品迎来快速迅速。调味品由一般调味品和复合调味品组成，相比于前者复合调味品口味多元且操作简易 2C 端满足了“懒、宅”消费文化趋势，2B 端复合调味品可以避免传统调味品过于依赖主厨的问题，提升了企业服务效率同时控制了成本。因此复合调味品迎来快速发展，复合增速 15%，预计至 2021 年市场规模可达到 1660 亿元。分结构看，2015-2020 年中式复合调味料和火锅调味料又以 17%/15% 的增速位居增长前列。展望未来复合调味品市场空间广阔细分品类繁多，渗透率提升将是刺激空间增长的主要因素。

图 64：调味品行业规模及结构



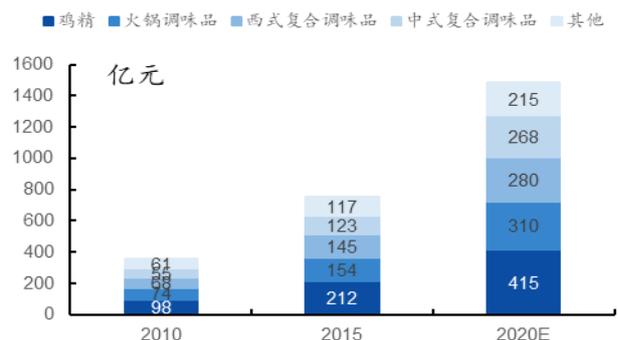
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 65：复合调味料发展迅速



资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究中心

图 66：复合调味品各细分行业的规模分布

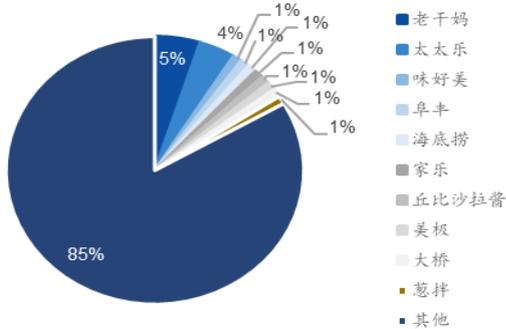


资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究中心

格局分散尚处于品牌培育期，主要参与者正加快渠道织网。从复合调味品整体格局看 CR5 尚不足 15%，从火锅底料格局看 CR5 仅 31%，其中前三分别为红九九(9%)、颐海国际(8%)、天味食品(7%)。受益于行业快速增长红利，各公司增长态势良

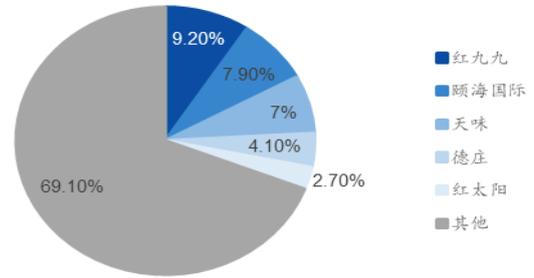
好，但尚无绝对领先性品牌脱颖而出，主要公司依然在进行全国性渠道织网和品类研发与拓展。

图 67：复合调味品格局



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 68：火锅底料市场格局



资料来源：颐海国际招股说明书, 国元证券研究中心

### 个股推荐

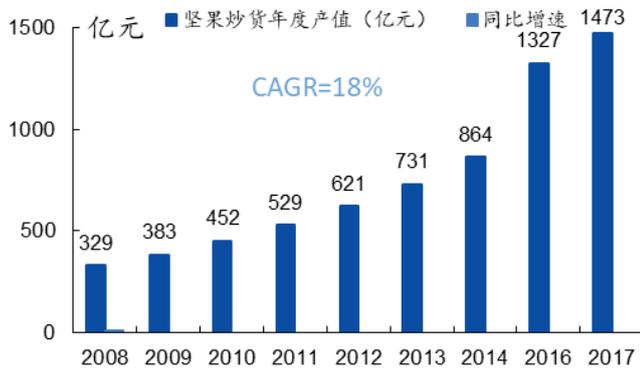
**天味食品：产品渠道双轮驱动，川调之花迎风扬帆。**公司目前主要产品结构为火锅底料和川菜调料，其中火锅底料形态丰富，川菜调料公司规模第一，两大品类齐头发展共同拉动收入增长。公司在单品运作上具备成熟经验，辅之稳定新品推出节奏，持续丰富产品矩阵，不断加强自身产品实力。除此之外渠道上，通过与经销商合作搭建战略管理联盟的方式实现经销商深度合作共赢，同时公司持续着力加大渠道织网速度，2019H1 经销商总数较 2018 年末净增加 73 家，并提高定制餐调和电商渠道占比，进一步实现渠道结构优化。展望未来，受益行业东风，公司产品/渠道基础扎实，上市募资后有望加快成长速度。

## 3.2 主线二：吃健康营养的，收入提升健康意识觉醒

### 3.3.1 坚果品：新兴健康潮流爆品，每日坚果迎风扬帆起航

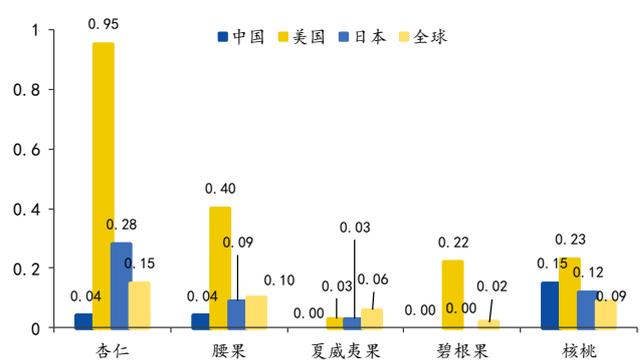
**坚果行业空间大、增速快、子品类繁多。**坚果炒货市场到 2017 年行业产值达到 1473 亿元，2008-2017 年实现复合增速 18%。参考美国等发达国家，人均 GDP 与健康休闲食品代表坚果消费成正比。且消费量差异极为明显，长期潜在的空间极大。预计国内坚果消费仍可保持 20% 的增速。我们汇总了目前市场上多种对坚果炒货行业估算的口径，2017 年坚果炒货行业零售端销售规模约在 700-1500 亿范围内，品牌包装坚果炒货规模约在 270 亿。剔除种子型坚果后，我们估计树坚果终端零售额约在 500-800 亿区间

图 69：2008-2017 年坚果炒货行业产值复合增速 18%



资料来源：中国食品工业协会-坚果炒货委员会，国元证券研究中心

图 70：2014 年各主要经济体人均坚果消费量对比



资料来源：三只松鼠招股说明书，国元证券研究中心

**坚果绿色健康能有效预防多种疾病，站在消费升级风口。**坚果是健康养生佳品，纯天然、高蛋白、低卡路里、低盐，不仅能预防多种疾病而且还具有抗衰老、美容养颜的保健效果。相比其他食品具有以下特点。**1)客单价高，收入越高消费越多。**《2018 年坚果消费趋势白皮书》指出中产阶级家庭在坚果品类的花费多，比一般家庭高 10.7%。**2)核心消费群体忠诚度高价格敏感性低。**《白皮书》指出在天猫综合坚果类目中，主打孕妇零食概念的产品占比达到 29.6%。坚果购买者中 49%有健身习惯。

表 6：坚果富含营养有益健康

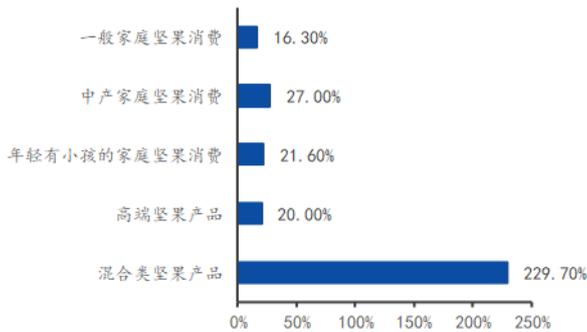
坚果	称号	效果
栗子	肾之果	栗子味甘性温，无毒，有“益气补脾、厚肠胃、补肾强筋，活血止血”的作用。栗子富含柔软的膳食纤维，糖尿病患者也可适量品尝。
开心果	心脏“保镖”	开心果中的脂肪成分是油酸、亚油酸等不饱和脂肪酸，有很好的软化血管的作用。含钾高同时富含花青素，而翠绿色的果仁中则含有丰富的叶黄素，对保护视网膜也很有好处。
核桃	抗氧化之王	价值丰富，具有健脑功效，有“万岁子”“长寿果”“养生之宝”的美誉。核桃可以减少肠道对胆固醇的吸收，对动脉硬化、高血压和冠心病有益，核桃有温肺定喘和防止细胞老化的功效。
甜杏仁	抗癌之王	杏仁富含蛋白质、脂肪、糖类、胡萝卜素、B 族维生素、维生素 C、维生素 P 以及钙、磷、铁等营养成分，人们将大扁称为抗癌之果。另外对糖尿病何骨质疏松也有好处
榛子	坚果之王	榛子有“坚果之王”的美誉，榛子中钙、磷、铁含量也高于其他坚果。中医认为，榛子有补脾胃、益气力、明目健行的功效，并对消渴、盗汗、夜尿多等肺肾不足之症有益
松子	抗衰老、美容润肤	松子中富含不饱和脂肪酸，能降低血脂，预防心血管疾病；含有大量矿物质如钙、铁、磷、钾、锰等，能给机体组织提供丰富的营养成分，还对大脑和神经有补益作用
腰果	消除疲劳，防胆结石	腰果含铁量丰富。铁有助于携带血氧供给全身，而缺铁会导致极度疲劳和注意力减退。腰果含有的铜有益于神经、骨骼和免疫系统健康。
碧根果	补脑强身，降血脂	碧根果中所含的微量元素锌和锰是脑垂体的重要成分，常食有益于脑的营养补充，有健脑益智作用。碧根果富含抗氧化剂、维生素 E 和不饱和脂肪。

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

**坚果行业在保持年均 15%左右增速同时，也在发生三大趋势性演变。**从有核到无核，从单品到复合，从粗加工到深加工。根据《2018 年中国坚果消费趋势白皮书》统计，2017 年混合类坚果产品增长同比增长 229.7%，远高于一般坚果消费。每日坚果恰好踩准了风口贴合了行业发展趋势，未来增长速度高于行业增速（15-20%）值得乐

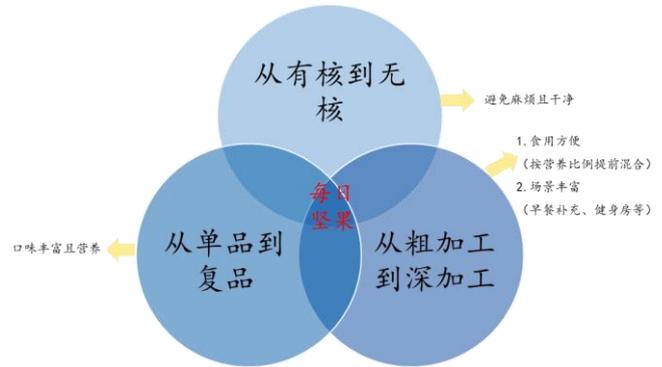
观。另外据沃隆预测，到 2020 年坚果行业高端细分市场容量约为 132 亿元，高端占比 8%。短期内百亿级别并且高增长的高端坚果市场为每日坚果品类提供了足够长的雪坡，只要行业继续围绕每日坚果坚持提高精细化加工和研发创新，百亿级别的中短期市场目标值得期待。

图 71：混合类坚果增速远高于其它单品坚果



资料来源：《2018 中国坚果消费趋势白皮书》，国元证券研究中心

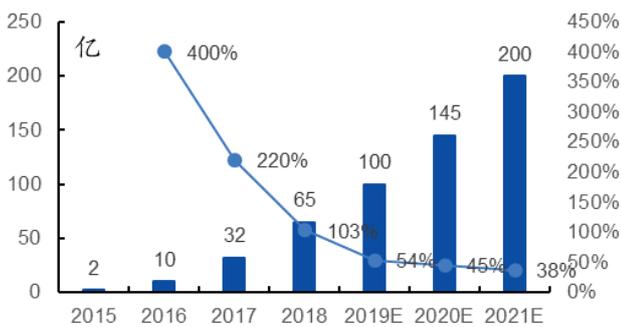
图 72：站在风口的每日坚果



资料来源：国元证券研究中心

脱胎于高增长坚果行业，迎风扬帆每日坚果正高光。每日坚果是由一款由沃隆于 2015 年推出的混合类坚果，综合 6-8 种坚果材料以小包装混合装袋，用一包满足成人每日健康营养需求。推出第二年沃隆销售额实现了近 6 倍的增长。2017 年主要企业纷纷效仿引爆消费潮流。根据沃隆的数据情况我们反向测算了每日坚果市场的规模情况，预计至 2021 年每日坚果厂商端规模可达百亿。2017 年每日坚果全网销售规模已超过 12 亿元，占比当年市场规模约 40%，随着近几年线上的快速渗透，预计结构上看线上线下规模各占比一半。

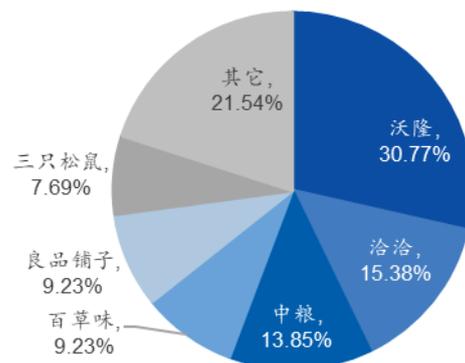
图 73：每日坚果市场规模预计（零售口径）



资料来源：国元证券研究中心

注：未来 3 年复合增速采取行业专家普遍认知（给更多的测算的依据）

图 74：2018 年每日坚果市场竞争格局



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

个股推荐：

**洽洽：坚果炒货领域小龙头，改革突破边际变化不断。**产品上精简产品聚焦核心爆款，重磅推出蓝袋和每日坚果，加快产品研发更新力度。营销上持续创新与时俱进，跨界/央视/分众梯媒等大力度投放助力品牌强劲恢复。体制上改革组织、人员、文

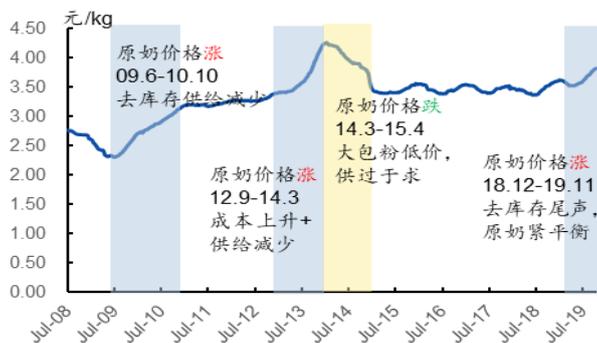
化、激励激发内在活力。未来直接受益于蓝袋瓜子升级和每日坚果放量双轮驱动。且在产品结构升级、直接提价和生产自动化提升下刺激毛利率提升并带来业绩弹性。

**三只松鼠：数字化塑造高效供应链，打造全渠道全品类。**公司通过独特松鼠文化在红利期下积累了领先的客户群体和海量的用户数据。依托线上优势采取垂直模式深度参与采购、仓储、配送各环节。研发上对上游反向定制；物流上从仓库直接发货给消费者，减少物流中心等中间环节，平均节约 20 天的周转时长，提供优于同行的高效周转率。未来持续发力“三大两多”战略，打造坚果、烘焙、肉铺等超 50 亿的大品类，挖掘每日坚果、纸皮核桃等超 10 亿大单品，建立工厂大联盟进一步改造上游。同时发力多渠道，加深线上渗透率同时加速线下投食店、松鼠小店布局。

### 3.3.2 乳制品：奶价上涨竞争趋缓，龙头集中与新品崛起共存

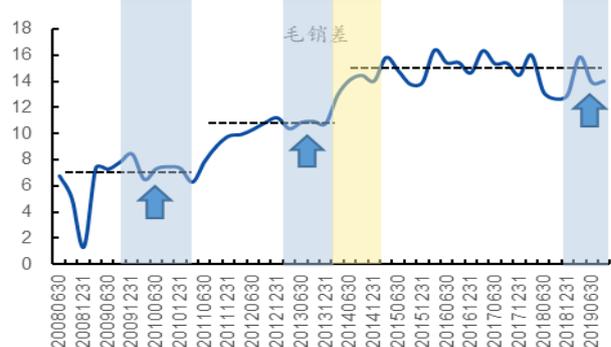
**原奶价格温和上涨有利竞争放缓，毛销差提升存在时滞，关注龙头间费用投放节奏。**随着市场份额集中度提升，两家龙头公司 2018 年开始正面对抗，各自加大在市场的费用投放力度，以此抢夺市场但导致了费用率高企。19 年以来随着上一轮原奶去库存接近尾声，同时部分国家进口需求回升，原奶价格相比年初抬升 6.3%。关注后期毛销差提升机会。1) 回顾历史 10、13 年两轮原奶价格上涨后均抬升了毛销差中枢，但存在 4-5 个季度的时滞。2) 今年伊利成本上升了 7%，但促销仅减少 2%，短期竞争压力仍在，未来上下游价格传到持续演绎下，竞争放缓红利可逐步释放。3) 长期关注两强战略分化带来的盈利中枢提升。蒙牛集中发力低温酸奶巩固优势，伊利向健康食品平台发展。

图 75：今年以来原奶价格持续温和上涨



资料来源：农业部，国元证券研究中心

图 76：原奶价格上涨促进毛销差提升（时滞 4-5 季度）



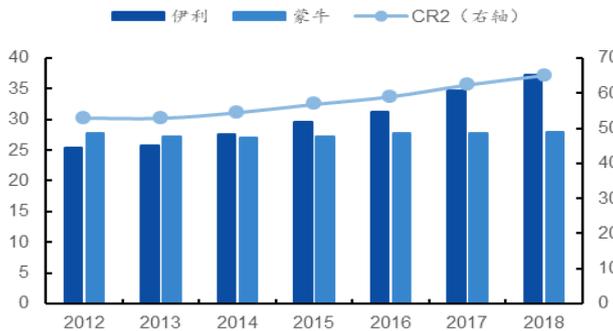
资料来源：wind，国元证券研究中心

常温白奶领域集中度持续抬升，CR2 突破 65%。龙头在渠道下沉、品类升级、销售费用上马太效应显著，未来常温奶格局可看 75%。根据 AC 尼尔森数据统计，2018 年常温奶伊利、蒙牛市场份额分别达到 37.2%、28%，其中伊利提升速度更快，每年提升 3 个 pct 左右。我们预计乳制品行业的龙头集中效应十分显著，表现在

- **产品扩张和升级。**伊利通过在有机奶、低温酸奶及其它高端乳制品的布局带动产品结构持续升级，2018 年液奶 ASP 提升至 8.13 元/kg，同比增长 6%，其中产品结构贡献 5%。

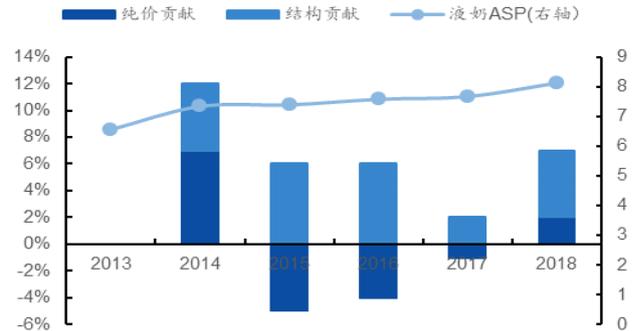
- **龙头渠道下沉充分。**伊利 2012 年开始实施渠道精耕，对三四线城市和乡镇市场的覆盖力度加大。伊利的常温液态类乳品的市场渗透率从 2014 年末的 75.74% 上升至 2018 年 12 月的 82.30%。根据公司公告，伊利的直控村级网点从 2015 年的 11 万个快速的上升至 2018 年的 60.8 万个。
- **广宣资源集中至龙头。**近年来，媒体平台分散，而热门综艺的冠名费已进入 5 亿级，超出 10-20 亿规模的区域乳企可以承担的范围，这直接使得小乳企通过打造“爆款”，弯道超车的难度大大增加。目前两强宣传费用远远与其它企业拉开差距，若干单品分配费用均超 10 亿。

图 77：常温白奶集中度持续提升



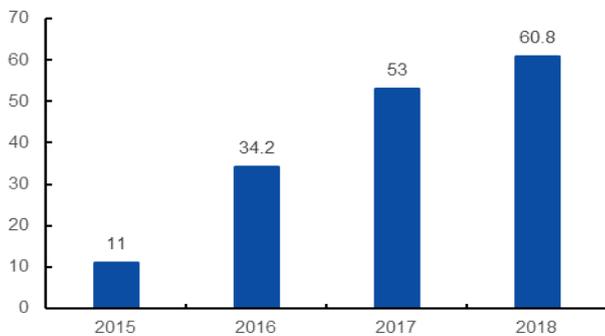
资料来源：尼尔森,国元证券研究中心

图 78：伊利持续进行结构升级



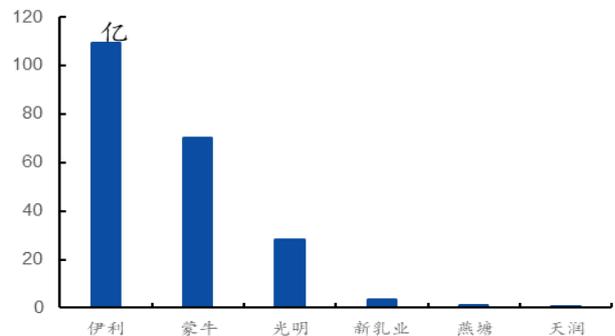
资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

图 79：伊利直控村级网点 2018 年达到 60.8 万个



资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

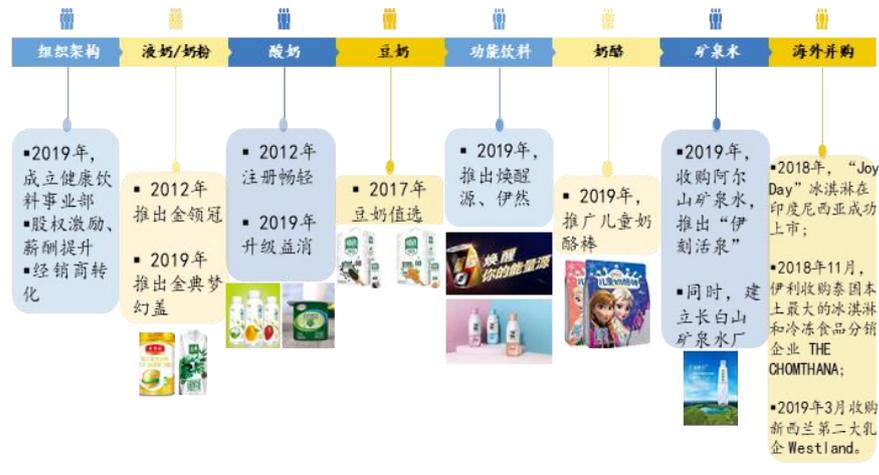
图 80：销售费用投入（绝对额）



资料来源：wind, 国元证券研究中心

两大龙头间战略出现分化，伊利未来定位打造大健康战略看齐雀巢。2018 年公司成立健康饮品事业部，主要包括畅意 100%（常温乳酸菌）、植选（豆奶）、焕醒源（功能饮料）、矿泉水等饮料类产品。健康饮品有望接力乳品增长，并有望打造一个百亿大单品

图 81：伊利稳步推进大健康产业战略

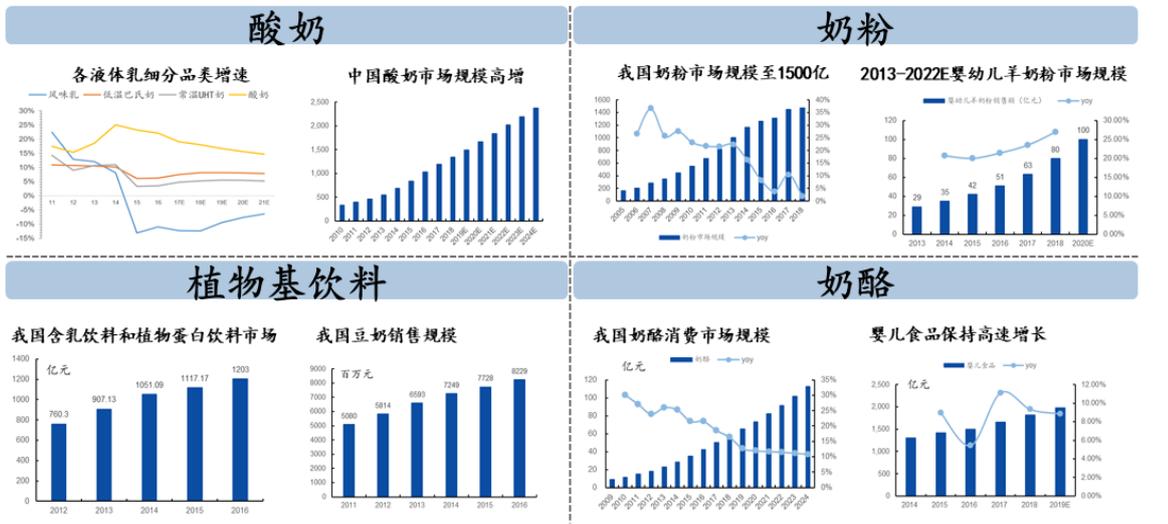


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

其它乳制品健康品类依然景气，关注龙头扩品类布局及细分品类龙头公司。常温液态奶未来增速中枢已放缓至5%左右，两大龙头通过强劲优势不断巩固双寡头优势，两强市占率近70%，其它中小型乳企则转向差异化经营避开与龙头竞争。白奶市场格局已经固化，但受益于健康消费潮流兴起，依然有亮点值得关注。

- **高端白奶**：2005年蒙牛推出中国首款高端白奶特仑苏，标志着中国大陆高端白奶市场开启，2007年伊利跟随推出金典。彭博数据显示，2018年高端白奶收入390亿元，过去几年复合增速15.4%，未来5年复合增速10%。
- **酸奶**：酸奶增速引领液态奶市场，预计未来2-3年内接近2000亿规模，占液态奶50%份额。
- **低温奶**：温酸奶营养价值处于乳饮顶端，单位低温酸奶蛋白质含量高于其他品类乳饮。2018年中国大陆低温奶收入1254亿元，近5年复合增长12.37%。未来复合增长预计10%左右。同时因为低温奶冷链限制形成天然区域保护，因此成为地方乳企差异化着力点。
- **婴幼儿奶粉**：根据欧睿数据，我国奶粉市场规模已突破1500亿，增速已放缓至2-3%水平。但是受益于配方注册制国产品牌迎来新的机遇。另外因为羊奶营养价值显著高于牛奶，更为贴近母乳，我国的羊奶市场依然保持高速增长，其中羊奶粉近5年增速超过20%，且仍在加速，预计至2020年可达百亿规模。
- **植物基饮料**：国内以豆类饮品为代表的植物基饮料消费增长亮眼。根据Euromonitor数据，2018年我国消费豆类饮品约17.8亿美元，13-18年CAGR达9.7%。豆奶作为液奶替代品类关注度提升。
- **奶酪**：奶酪具备高营养特征符合消费健康化趋势，且其中具备儿童消费的家庭占比过半，人均消费量仅0.1千克，目前仍处于品类培育期，近些年我国奶酪消费量长期保持20%上下的较高增速，根据Euromonitor预计至2018年我国奶酪消费规模近120亿。

图 82：其它新兴健康乳制品机遇



资料来源：Euromonitor, 中国产业信息网, 国元证券研究中心

### 个股推荐

**伊利股份：乳业龙头市占率持续提升，扩品类大健康战略稳步推进。**乳制品行业仍处在量价提升阶段，公司作为乳制品龙头优势显著，充分受益渠道下沉和结构升级，液奶市占率持续提升并领先。另外公司全产业链布局，在成本上行周期下提前与中大型牧场签订偏长期合同有效保障奶源供给。中短期看原奶上行周期下成本控制+竞争放缓+规模效应导致的盈利弹性。长看前瞻布局的大健康平台化战略开花结果。

**妙可蓝多：奶酪市场领导者，受益景气市场快速扩张。**多项举措落地着力率先抢占奶酪市场优势，15年公司启动奶酪转型，17年公司启动奶酪零售战略，18年进行全国化渠道建设，推出重磅零售新品奶酪棒，打造出过亿大单品，19年公司开启品牌全面建设。受益于奶酪市场高景气，同时新增产能和渠道织网陆续落地，公司进入快速业绩放量期，带动盈利水平大幅改善。

**燕塘乳业：优质区域乳业龙头，精耕地区关注后续改善。**公司作为老牌广东乳企，在当地拥有较深渠道资源和品牌影响力，精耕广东高收入区域市场，主动调整产品结构，乳酸菌饮料和液体乳占比上升，差异化竞争避开乳企龙头狙击。历史上看公司经营健康，但长期受制于奶源缺乏和产能问题。目前新工厂搬迁完成并逐步释放，且通过自有牧场+合作牧场保证原奶供给，关注后续产能释放和渠道端改善情况。

### 3.3.3 保健品：政策冲击短期阵痛，预期拉低长看依旧乐观

**政策变化短期给行业带来阵痛，仍长期看好保健品发展。**受到多起保健品违规事件影响，18年以来国家在针对保健品行业加大了监管力度。其中全国范围内的整治行动、医保政策趋严和电商法出台等对行业影响尤其巨大。根据阿里系平台公开数据统计，2018年全年线上保健品销售额 207.6 亿元，同增 37%，2019 年 1-5 月，线

上保健品销售额 71.7 亿元，同增 0.62%。从长远看我们依然看好保健品作为健康需求持续站在消费风口，当前我国居民的膳食补充剂意识和习惯尚未建立，对比日本我国在渗透率和人均消费额上均有 2-3X 的空间，根据欧睿数据通及，经过 19 年行业低增长调整期后行业增速将逐步回升至 7-8% 的合理水平，至 2024 年保健品行业规模有望达到 2455 亿元。

表 7：保健品行业近期监管政策整理

类别	举措	日期	起草&执行单位	内容
监管组织设置与调整	设立特殊食品安全监督管理局	2018.7.29	国家市场监督管理总局	掌握保健食品、特殊医学用途配方食品和婴幼儿配方乳粉等特殊食品监管
法律法规设立	《中华人民共和国电子商务法》	2018.8.31	全国人大常委会	“已经购买的跨境电商零售进口商品不得进入国内市场再次销售”，对海淘代购和微商形成打击原则上不允许网购保税进口商品在海关特殊监管区域外开展‘网购保税+线下自提’模式
法律法规设立	《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》	2018.12.15	国家医疗保障局办公室、财政部办公厅	加大对骗取医保基金的打击力度，指出盗刷医疗保障身份凭证进行套现等行为为骗保行为
执法行动	百日行动	2019.1.8	国家市场监督管理总局、工信部、公安部、卫健委等 13 个部门	全国范围加大对“保健”市场重点行业、重点领域、重点行为的事中事后监管，依法严厉打击虚假宣传、虚假广告、制售假冒伪劣等违法行为
法律法规设立	指定《药品、医疗器械、特医食品等广告审查办法》	2019.2.3	国家市场监督管理总局	规范保健品等广告审查
执行行动	《2019 年食品安全重点工作安排的通知》	2019.6.14	国务院食品安全委员会	大力整治保健食品市场秩序，严厉查处各种非法销售保健食品行为。
监管组织设置与调整	新组建食品药品犯罪侦查局	2019.6.27	公安部	针对当前食品安全犯罪的突出问题

资料来源：政府官网，国元证券研究中心

图 83：10-18 年保健品行业复合增速 11%



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

备注：采用运动营养+体重管理+膳食营养补充剂的口径

图 84：中日保健品渗透率&人均消费对比

	渗透率	人均消费金额
日本	40%	662
中国	20%	117
倍数	2.0X	5.7X

资料来源：公开资料，国元证券研究中心

展望未来行业规范化会成为常态，关注明年政策演变把握底部机会。预计明年行业向线上渠道调整趋势继续持续。同时行业运动式整治和新电商法影响预计有所放缓。关注行业内企业积极调整和政策冲击放缓下导致底部机会。长期看行业进一步规范有利于龙头提升市场份额。

### 个股推荐：

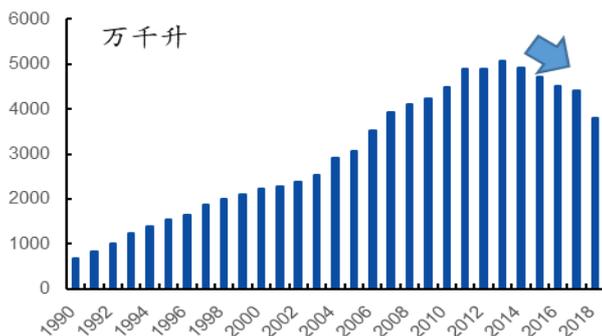
**汤臣倍健：**估值处于历史底部，关注公司积极调整变化。3Q19 公司实现营收 14.11 亿，同比增长 12.73%，实现净利润 3.24 亿，同比减少 8.3%。其中销售费用率 33.18%，同比提升 9.73pct，主要系面临增长压力下公司采取偏激进额销售策略所致。长远看公司成长价值仍在，通过三大单品前瞻布局景气赛道，且在渠道运作上竞争优势明显，手握 144 个“蓝帽子”、全国地级市药店渠道的市占率接近 32%，渠道利润充足推力较强，静待后续业绩重回正轨。

## 3.3 主线三：吃品质高价的，需求多元企业升级求变

### 3.3.1 啤酒：短看淡季提价预期，长看结构升级利润释放

啤酒为典型存量市场，格局高度集中但仍有整合。啤酒行业发展成熟，消费高点已过，行业步入存量时代，啤酒产量自 2013 年达到 5062 万千升持续下滑至 2018 年的 3812 万千升，年均复合增速-5.5%。从人均消费量看，我国已经达到 32kg/人，高于全球水平在 30kg/人，我国啤酒市场发展已进入瓶颈期。当前业已被啤酒寡头垄断，CR5 占比达到超 70%，相比 2013 年提升 5.2pct。我们认为啤酒份额仍将继续向龙头集中，预计 CR2/CR5 将由现在的 40%/70%朝 60%/85%靠拢。

图 85：啤酒市场成熟产量已过峰值



资料来源：国家统计局,国元证券研究中心

图 86：啤酒市场 CR5 已达 70%

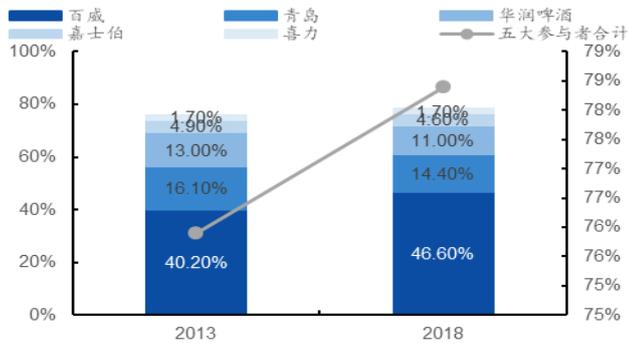


资料来源：百威亚太招股说明书,Global data,, 国元证券研究中心

国产啤酒受历史价格战影响吨价较低，中高端啤酒市场中百威遥遥领先，未来国内提价升级将是主流。历史上啤酒行业经过激烈的价格战竞争，导致国内啤酒平均价格远落后于周边其他国家，对比同为发展中国家的巴西我国终端零售价仍为前者的

一半。从公司角度看，国产啤酒公司近年来在提价升级上发力，吨酒价格持续提高，但国产的吨酒价格普遍在 3000 左右，相比下外资品牌百威全球价格/亚太价分别为 6000/5000，仍存存在极大提价空间。目前高端酒市场百威市占率达 46.6%，且通过导入公司其它地区高端品牌进一步加强中高端产品优势。未来高端化将成为企业竞争发展的主要形式。

图 87：高端啤酒市场占有率



资料来源：百威亚太招股说明书, Global data, 国元证券研究中心

图 88：啤酒吨价分公司/地区对比

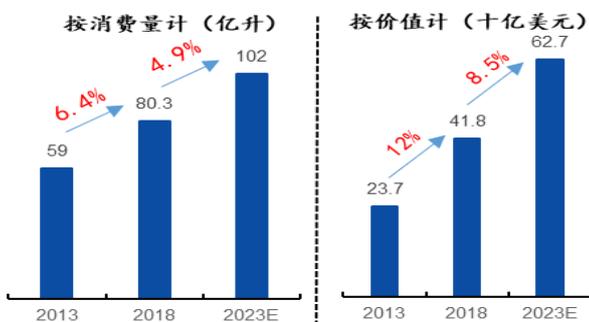


资料来源：公司公告, Euromonitor, 国元证券研究中心

**啤酒企业诉求由“抢份额”转向“求利润”，未来高端酒市场增长保持快速增长。**

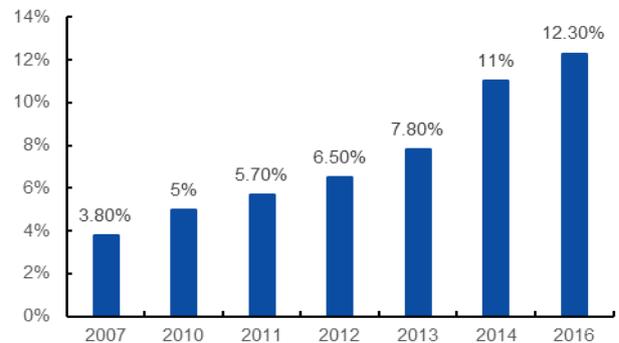
国内啤酒企业因为过去激烈价格战因素与外资同行吨酒价差拉大，但过度的价格战一方面并不能满足消费者日益提高的消费需求，过去一贯追求低成本而采用的啤酒花替代品甚至降低发酵时间和其它配料添加浓度等措施使得啤酒市场面临人群丧失和被其它饮品抢夺份额的困境。另一方面，激烈的价格战也导致企业盈利水平持续保持低位，行业愈发陷入“出力不讨好”“赚钱难”的困境，2018 年百威亚太 EBITDA 率为 29%，同期国产啤酒企业基本停留在 10% 附近。因此企业向求利润转变的认知近几年在行业内逐步成为普遍的认知，且得益于我国啤酒消费档次较低未来提价升级空间巨大，据 GlobalData 预计，未来高端酒市场消费量 2023 年将提升至 102 亿升，复合增速 4.9%，占比由 2018 年 16.4% 提升至 20%。

图 89：未来高端酒占比（零售端）



资料来源：百威亚太招股说明书, Global Data, 国元证券研究中心

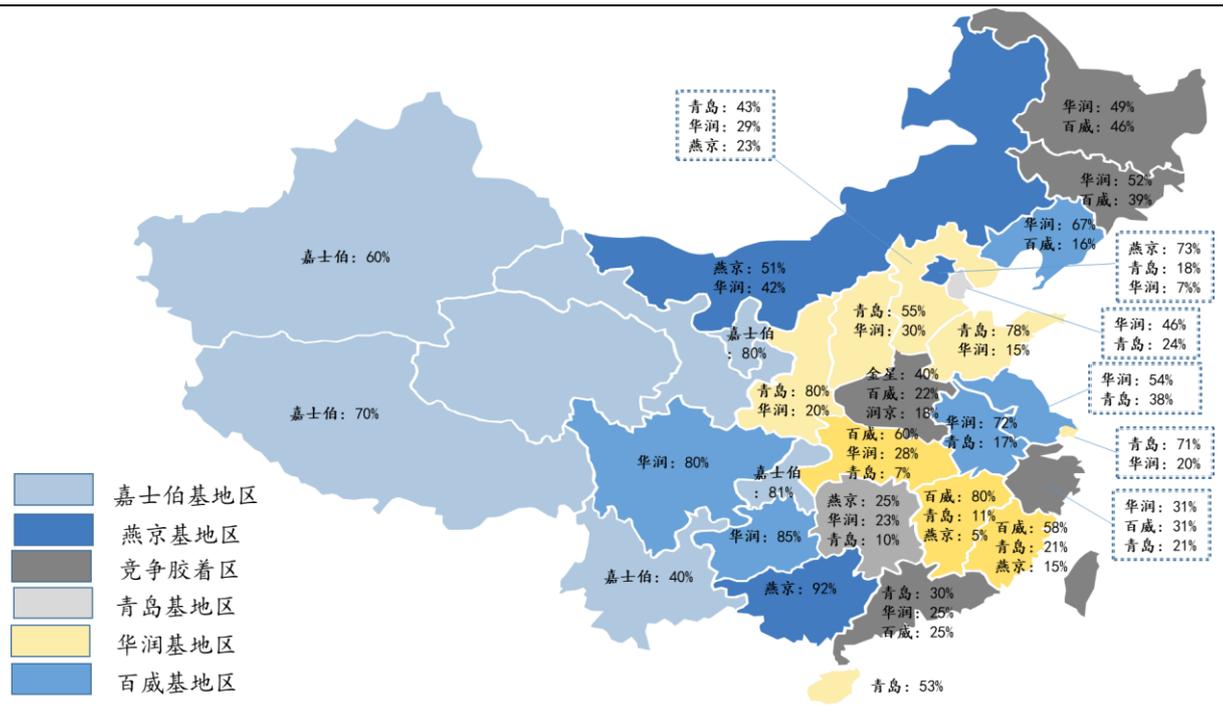
图 90：美国精酿啤酒渗透率（按消费量）



资料来源：美国酿酒协会, 国元证券研究中心

提价升级条件日渐成熟，格局集中和需求升级打破价格战囚笼。成本压力大赚钱难+外来品牌抢夺高端份额下国内龙头且又利润诉求不断增强。我们认为从这两年开始提价升级的趋势会更加明显，主要因为相关体检逐步成熟。1) 消费者需求多元且升级。80、90 逐步进入主流消费人群，崭新的人口结构变迁导致消费群体少饮酒印好酒需求抬高，升级的下游需求使得再执着于低成本低品质啤酒的企业会持续丧失市场。以精酿啤酒为例，2007 年，精酿啤酒占美国啤酒消费量的 3.8%，销售额的 6%左右，到了 2016 年则占消费量的 12.3%，销售额的 22%。我国近几年精酿啤酒也快速发展，但目前占比仍不超过 1%，未来升级空间大。2) 从总体到区域的格局逐步稳定下来。整体啤酒 CR5 接近 75%，分省份看，各啤酒寡头在各自基地市场地位稳固，即使在河南、浙江、江苏等地看似没有优势品牌，但是各品牌在局部地区建立了自身优势。以河南为例，雪花占据了河南南方，而北方则成为青岛的优势市场。在广东珠江啤酒占据了流通渠道 70%以上的份额，而百威英博占据了餐饮渠道 80%以上。各大龙头逐步找到自己的优势市场和优势渠道且龙头占据绝对领先下，企业层面开始考虑减缓价格战。

**图 91：啤酒公司各省份市场占有率情况**



资料来源：泓橙研究，国元证券研究中心

长期看结构升级+关厂提效是啤酒企业必经之路。我们认为长远看啤酒的升级具备巨大的空间，且为目前低盈利的啤酒公司带来巨大的利润释放空间。1) 价格长期向上，吨价年均复合增速 4-5%，中性条件 5 年内国内吨酒平均价格可至 4000 元。极大刺激毛利率提升（5 年内或有 5-8pct 提升）。2) 关厂提效短期或产生一次性费

用，长期助力费用率下行。国内啤酒因为早期低价竞争激烈扩张所致，产能富余闲置化较高。从 15 年开始啤酒企业纷纷开始关厂增效，短期内参考华润或导致一次性费用高企，但是长期参照重啤有助于费用率降低 2-3pct 左右。

表 8：主要啤酒企业关厂动作不断

	2015	2016	2017	2018	2019
华润啤酒	关停 3 家	关停 2 家	关停 5 家	关停 13 间	华润雪花啤酒(北京)主动申请注销了食品生产许可证
青岛啤酒	-	-	-	关闭两家	计划 3-5 年内关闭 10 家
百威英博	-	关停 2 家	关停 6 家	-	-
	关闭 3 家	关闭 4 家	转让持有甘肃金山啤酒原	关闭常德厂	-
重庆啤酒	关 11 家 (嘉士伯)	关 17 家 (嘉士伯)	-	-	-
珠江啤酒	-	-	关闭汕头工厂	-	-

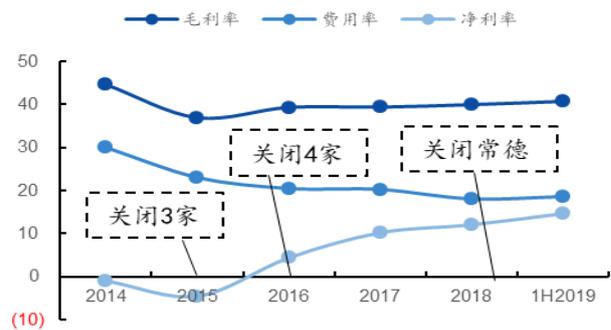
资料来源：公司公告，公开信息整理，国元证券研究中心

图 92：华润关厂所产生的非经常性费用



资料来源：，国元证券研究中心

图 93：重啤经营绩效持续改善



资料来源：美国酿酒协会，国元证券研究中心

短期内关注年初提价机会，啤酒行业步入常态化提价状态。从历史上看啤酒行业一共面临有 3 轮提价潮，从动因来看主要是受行业性成本抬升影响所致，尽管提价抬升了毛利率，但多余盈利又受限于当时行业环境以销售费用形式流入了市场。实际上啤酒企业提价转化能力较弱。但立于当下时点，展望明年原材料价格涨跌不一成本端未有大幅波动情况下，据反馈明年仍存在较强的提价预期。标志着行业内提价升级的共识越来越强，啤酒有望迈入常态化提价周期。短期可关注明年初具有提价预期和业绩弹性的标的。

**表 9：历史上三轮啤酒涨价潮**

提价时间	提价企业	提价区域	品牌	涨幅
<b>2007-2008</b>				
2007 年底	燕京	北京	10 度清爽型	6.30%
2008 年初	青岛	广州/青岛等密集区	纯生	8-10%
<b>2011-2012</b>				
2011 年初	燕京啤酒	全国	主品牌	10%
2011 年初	青岛啤酒	全国	主品牌	约 10%
2011 年初	华润雪花	吉林	500ml 瓶装啤酒	6.7%-16.7%
2011 年初-12 年初	百威英博	上海	580ml 罐装/330ml 瓶装	10%
<b>2017-2018</b>				
2017 年 12 月	燕京	-	460ml 7° P 燕京本生啤酒	涨 3 元/箱, 单瓶涨 1 元/瓶
2018 年 1 月	青啤	部分区域	并非全部产品	不超过 5%
2018 年 1 月	华润	-	雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的九款	幅度在 2 到 10 元每件不等
2018 年 2 月	重庆	核心市场	瓶装纯生产品/易拉罐装产品	提出厂价, 幅度在 5%左右
2018 年 2 月	百威	-	-	批发价将提高 3.9%
2018 年 2 月	燕京	北京	清爽	终端提价 30%
2018 年 5 月	青啤	全国	青岛啤酒优质单款	全国提价 2 元

资料来源：公司公告，公开资料整理，国元证券研究中心

### 个股推荐：

**华润啤酒：联手喜力加速高端布局，产能优化费用率长期改善。**公司作为国内啤酒龙头企业，年销量近 1130 万千升，市占率 24%，未来龙头集中中市占率向 30% 以上看齐。在行业性结构升级趋势下积极应对，一方面联手喜力加速高端化布局，另一方面产能持续优化，预计中期目标关至 60 余家左右。作为成长高确定的龙头公司，高端化和产能优化将如期兑现，短期关厂一次性费用确认将逐步淡去，未来业绩弹性迎来释放。

**青岛啤酒：百年品牌再起航，高端化驱动业绩释放。**青啤历史悠久，规模体量国内第二，具有雄厚的品牌影响力。目前公司继续坚持“1+1”品牌计划，通过青岛主品牌持续拉动结构升级。聚焦腰部以上产品，一方面引导青岛经典品牌对崂山、1903 对青岛传统经典的依次升级，另一方面推出鸿运当头、奥古斯特等高端产品卡位。长期受益于高端化驱动增长。

**重庆啤酒：外资控股经营效率领先，区域精耕+升级提效双驱动。**重啤是嘉士伯参与中国市场整合集团资源的重要平台，虽然体量较小但坚定升级提效经营效率领先同行，通过“本地优势品牌+国家高端品牌”结合双轮驱动业绩增长，精耕重庆/四川等中西部区域市场，品牌影响力日渐稳固。在行业大势下经营效率预计继续提升，且在 2020 年面临嘉士伯承诺资产注入的窗口期，关注注入对价。期待未来重啤与

集团在管理、产品上更深协同。

### 3.4 主线四：吃国货特色的，穿越周期龙头稳健增长

#### 3.4.1 调味品：稳健性强景气最佳，提价条件成熟值得期待

**中餐文化孕育独有产品壁垒。**民以食为天，自古以来博大精深的中餐文化就从一个维度塑造了中华文化的侧面。而其中风味丰富又独具特色的调味品更承担着抒写中餐文化凝聚味蕾密码的关键角色。深厚的国货属性深刻贯穿调味品孕育、传播和现代工业化的完整历史脉络，并内生出独特产品壁垒。我们认为中餐文化的菜系差异和区域间的口味偏好赋予调味品显著的区域特征，同时舌尖记忆/菜品对应固定比例使用的消费者粘性加强，并提高了企业的定价能力。在当今工业化、商业化社会里，丰富的文化内涵为企业提供了品牌故事的土壤，同时复杂的渠道结构使得运营更需精细化，定位高端且擅长商超战的外资企业在华渠道扩张较为困难。

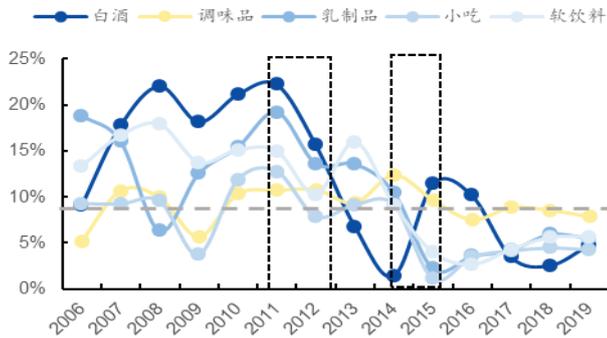
表 10：调味品的特有属性及生意壁垒

发展阶段	推力	壁垒来源	效果
孕育	风味工艺	中西餐文化不同，中餐追求口味丰富	品类丰富，存在区域个性，激进扩张不如稳健内生增长
		不同地域孕育不同风味偏好	
		不同地域产地优势不同	
传播	用户粘性	舌尖记忆，消费习惯，具有代际传承	粘性强转移成本高，品牌溢价强
		菜品对应固定比例，存在菜品粘性	新品培育期长，随着菜系渗透其它市场
工业化	企业推广	立足中餐文化，更易讲好品牌故事	品牌壁垒加深
		渠道结构复杂，餐饮渠道运营更需精细化	餐饮渠道易守难攻，外资擅长的“商超”战失效

资料来源：国元证券研究中心

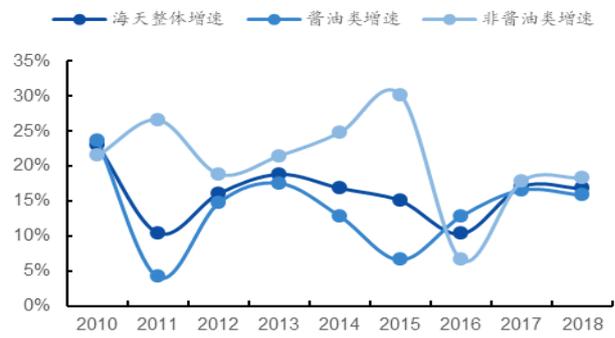
**必需属性稳健性强，龙头具备穿越周期能力。**1 从产业上看，梳理历史，09/12/15年是宏观经济压力较大的年份，根据欧睿数据统计，12年白酒/乳制品/小吃/软饮料行业增速分别下滑了6.60/5.59/4.87/4.70个pct，同期调味品增速提升了0.09个pct。15年乳制品/小吃/软饮料行业增速分别下滑了8.24/8.03/5.16个pct，同期调味品仅下滑了2.72个pct。我们认为调味品消费需求的刚性和购买的低频提供了极强的稳健性。2) 从资本市场看，调味品板块估值始终高于食品饮料其它板块，且在经济形势较差的情况下相对估值更高，在09/12/15/18年调味品板块涨幅始终均居于前列。最后板块龙头经营稳健具备穿越周期的能力，以海天为例，在15年面临极大行业压力情况下公司通过加大非酱油品类的发展熨平了周期，整体增速依然能维持15%左右的增速。

图 94：调味品行业经营更具备稳健性



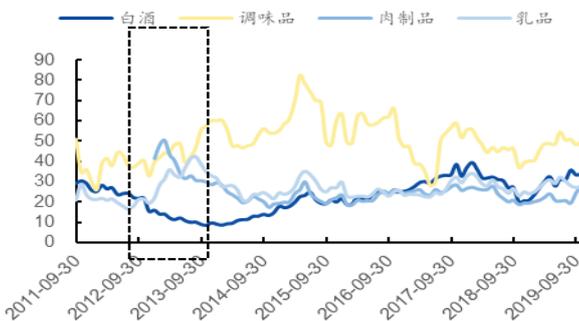
资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 95：龙头有能力熨平周期



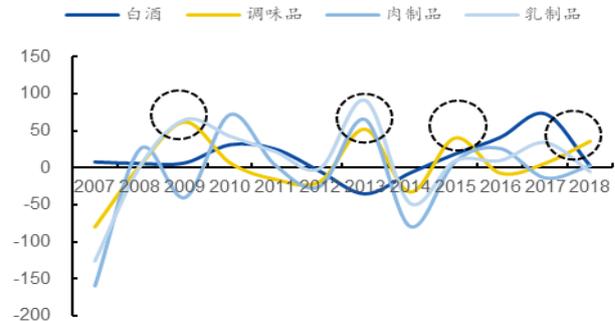
资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 96：调味品相对其它子版块具有更高的估值溢价



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 97：经济较差环境下调味品相对收益更高

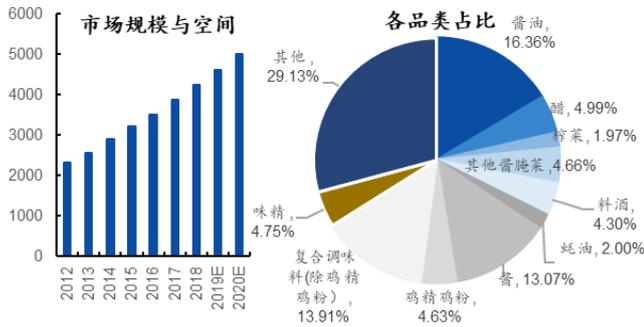


资料来源：wind, 国元证券研究中心

空间广阔品类丰富，市场集中度仍不高，龙头企业仍具备充足成长空间。根据国家统计局和欧睿数据还原出 2018 年调味品市场零售端规模约为 4250 亿元，若按照 30% 的渠道加价率计算出厂端市场规模约为 3269 亿元。尽管行业空间广阔但依然存在极大的增长前景，同时大众餐饮和外卖消费持续增长，未来预计行业依然能持 9% 以上的增速水平。从市场格局上看，以目前规模最大的品类酱油为例，海天仅占有 15% 的市场份额，其中 CR3 仅为 20% 左右，龙头成长的天花板仍然遥遥无期。

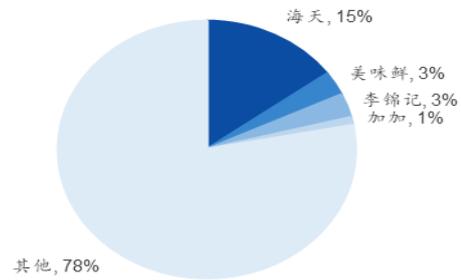
长期看份额整合+品类扩张+消费升级是驱动调味品企业壮大源动力。调味品品类丰富，其中最大品类酱油也仅占据行业整体不到 20% 的份额。展望未来，已完成渠道织网腾出手的龙头企业依托强劲的研发和渠道运营经验有望介入更多细分品类，同时进一步迎合消费升级逐步升级产品满足高端化需求，并在市场的激烈竞争中持续收割份额向龙头集中。

图 98：调味品市场规模与品类比例



资料来源：国家统计局, Euromonitor, 国元证券研究中心

图 99：酱油市场格局



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

调味品企业具备较强定价权，平均 2-3 年为一个提价周期。一方面调味品企业上游对接的是大豆、白糖等分散的农产商，形成规模后对上游具备较强议价能力。另一方面因为必须消费属性，不仅消费上面临刚需，且因为购买频率较低消费者对价格敏感度较低。因此企业通常具备较强的提价能力。从历史上，看调味品企业平均 2-3 年为一提价周期，且主要表现为面临成本上涨下顺势而为，具体时点上通常选择在通胀周期的中后段呈现，一方面因为调味品企业自身抗成本冲击能力较强，另一方面也消费者对提价有了预期，因此提价传导会更加顺畅。

表 11：调味品企业提价历史梳理

调味品企业	提价时间	覆盖产品	提价幅度
海天味业	2010 年底	全线产品	8%
	3Q2012	全线产品	3-4%
	2013 年	部分产品	小幅提价
	2014 年 11 月	占收入 60% 的产品	3-4%
	2016 年 12 月	占收入 70% 的产品	5-6%
中炬高新	2011 年	全线产品	5%
	2013 年 7 月	全线产品	5%
	2014 年 9 月	主销区域产品	8-10%
	2017 年 3 月	全线产品	5-6%
千禾味业	2017 年 3 月	全线产品	8%
恒顺醋业	2010 年 11 月	高档/中低档产品	10%/5%
	2014 年 3 月	主力产品	5-10%
	2016 年 6 月	经典醋 19 个单品	约 9%
	2019Q1	五大系列产品	6.5%-15%
李锦记	2013 年	-	7-10%

资料来源：公司公告，公开信息整理，国元证券研究中心

成本上涨提价条件逐步成熟，期待后期落地表现。今年以来上游原材料均出现不同程度的涨跌，豆粕/白糖/玻璃 11 月均价相比去年均价分别涨幅为 -2.9/5.1/1.8%，展望明年大豆仍面临贸易战不确定性影响，而玻璃价格预计受到整体环境和环保因素

影响继续维持高位，因此提价的成本促发因素已经显现，同时部分龙头企业因为自身产品结构调整影响 19 年前三季度毛利率下滑 2 个 pct，叠加 2-3 年的提价窗口降至，我们预计后续或存在提价的可能。从提价效果来看，历史上公司层面提价导致毛利率会有 2 个 pct 左右涨幅，且提价后导致估值出现抬升，双重驱动股价增长。

表 12: 海天提价历史及财务表现

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-3
毛利率 (%)	33.0	35.9	37.3	39.2	40.4	41.9	43.9	45.7	46.5	44.5
yoy (%)	-5.5	2.9	1.4	2.0	1.2	1.5	2.0	1.7	0.8	-2.0
期间费用率 (%)	15.8	16.0	15.6	15.9	15.2	15.2	16.3	17.0	16.6	14.4
yoy (%)	0.1	0.3	-0.4	0.3	-0.8	0.0	1.2	0.7	-0.4	-3.6
净利率 (%)	14.8	15.7	17.1	19.1	21.3	22.2	22.8	24.2	25.6	25.9
yoy (%)	-4.8	0.9	1.4	2.0	2.2	0.9	0.6	1.4	1.4	1.2
提价情况	2010 年底第全线产品 提价 8%		3Q2012 全线产品提价 3-4%		13 年小幅提价，2014 年 11 月 60% 产品提价 3-4%		2016 年 12 月，70% 产 品提价 5-6%		?	

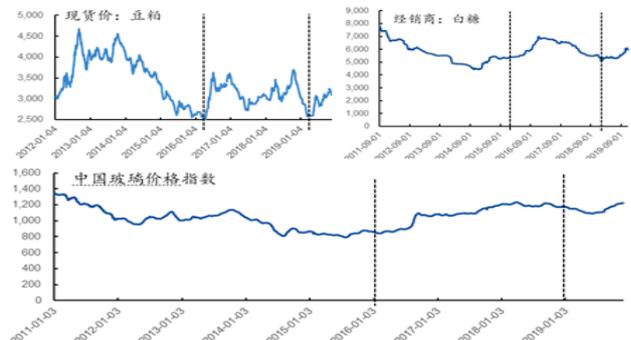
资料来源: wind, 国元证券研究中心

图 100: 历史几轮提价驱动了海天股价表现



资料来源: 国家统计局, Euromonitor, 国元证券研究中心

图 101: 今年以来原材料成本面临一定压力



资料来源: wind, 国元证券研究中心

个股推荐:

**海天味业: 调味品王者优势难以撼动, 拓品类+拔升级驱动长期增长。**早期国企改革使得海天及时建立优质的公司治理体制, 为公司稳健增长奠定基本因素。相比竞品企业, 海天率先完成全国销售网络覆盖并迈入精细化耕耘阶段, 同时凭借规模优势和技术积累提供了具备高性价比的产品矩阵, 为渠道提供了较高的利润空间。展望未来, 一方面公司着眼平台化战略持续导入其他单品, 依托大流通渠道优势持续推动多元产品协同效应释放。另一方面继续推动大单品升级, 沿餐饮端推动高鲜酱油替代生抽, 家庭端打造精品化产品。未来海天长期成长逻辑坚实。

**中炬高新: 混改提速激励落地, 持续丰富品类和拓展渠道。**定位高鲜酱油实现差异化竞争, 目前全新的激励制度落地为公司经营效率提升打开了增长通道, 未来宝能

入驻有望持续帮助公司实现跨越式发展。具体措施上，公司一方面持续推进渠道全国化建设，低级市场开发覆盖率由 18 年的 77% 提升至 19 年的 80% 以上。除此之外顺应大众餐饮趋势，主动推出相应产品并通过厨师训练营/大赛等加大对餐饮覆盖力度。另一方面，公司新布局的阳西美味鲜产能也将加速释放，带动公司综合净利率持续改善，未来将依托于酱油、蚝油、食用油、鸡精鸡粉等多品类的产能扩建以及外延式发展冲刺“双百亿”目标

**千禾味业：主打“零添加”的区域新星，费用投放积极发展进入加速器。**公司专注高端酱醋市场，精耕西南地区市场持续坚守“零添加&有机”酿造工艺，目前公司零添加产品线占比超过 40%，收入体量超 4 亿元，市占率第一。近几年公司费用投放策略积极，渠道建设上继续优先发展商超渠道，创新电商餐饮多元渠道，同时加大营销人员投入，2019 年将在全国范围内新增 3000 人左右的销售队伍以强化终端渠道渗透率。同时提高营销投放力度，强化人员考核并逐步向全国化拓展。

**恒顺醋业：食醋龙头机制边际改善，增长稳健期待潜力释放。**公司是“四大名醋”镇江陈醋的代表企业，作为醋行业龙头品牌积淀深厚、品质上乘。未来经营措施上坚持三步走，一方面近持续通过聚焦主业剥离辅业加快经营调整，19 年公司聚焦于营销改革和效率提升，重点发力打造上海、杭州等华东样本市场，完善内部激励。另一方面依然采取聚焦策略加固已有优势，不仅在醋业上精耕细作以积攒成熟运营经验，而且还持续推动在核心华东市场渠道的做深做透，2018 年新增 1.8 万家农贸店、583 家乡镇超市店；最后在兼顾基本盘发展同时，稳步拓展料酒等新型品类以及华南、华中等市场开拓。展望未来，随着江苏混改进一步推进，公司经营效率提升值得期待。

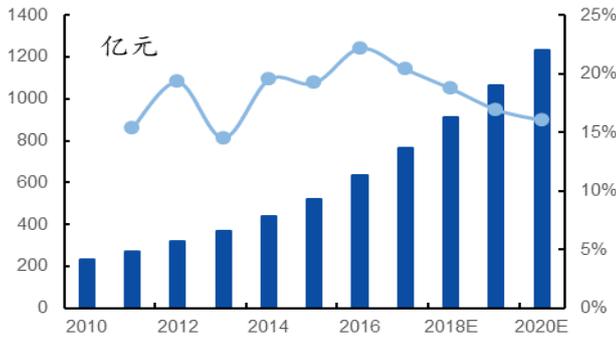
**涪陵榨菜：榨菜龙头渠道积极调整，关注明年业绩拐点机会。**受制于人口回流和新兴渠道崛起等问题挑战，公司 1H19 增速仅 2.1%，步入业绩调整期。但公司层面积极应对，一方面加大渠道下沉与精耕力度，渗透空白弱势市场同时布局外卖等新型渠道机会，同时提高库存去化力度，经过三季度动作后渠道拿货积极性回升，终端反馈逐步改善。另一方面，前瞻布局开拓脆口榨菜、泡菜等其它品类，目前新产能有序推进，白鹤梁（1.6 万吨）/眉山基地（5.3 万吨）已进入进厂和设备安装阶段，东北基地也在稳步推进厂房建设。展望未来，榨菜资源禀赋属性较强，公司作为行业龙头依然具备极强壁垒优势，建议把握明年业绩拐点机会。

### 3.4.2 卤制品：特色美食走向连锁，高效供应链塑经营壁垒

千亿市场景气持续向好，格局分散龙头仍有充足空间。卤制品作为“辣、重盐、甜、肉”等特质兼具的民族特色食物，我国食用历史悠久，文化根基深厚。相比其他休闲食品，卤制品具备鲜明口味特色，具有消费冲动型、食用成瘾性等特点，因此消费者购买复购率高。根据 Frost & Sullivan 预测我国休闲卤制品市场至 2020 年预计

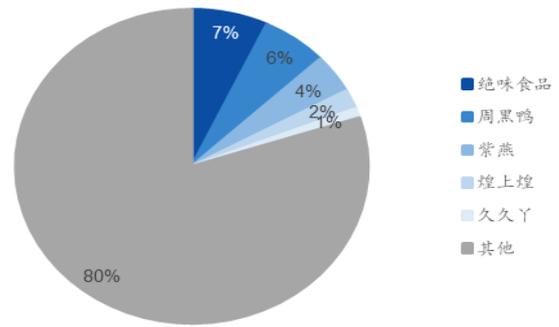
规模 1235 亿元，18-20 年复合增速保持在 16.5%，在整个休闲食品成长速度上居前。从格局上看行业目前市场空间仍较为分散，CR5 仅在 20%左右，其中龙头市占率不到 10%，仍然有较大发展空间。以绝味为例，2018 年末门店数约在 9843 家，未来预计每年开店数在 800-1200 家之间，未来开店上限根据测算在 20000 家左右。

图 102：休闲卤制品行业增速保持 15%以上



资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究中心

图 103：休闲卤制品行业集中度低



资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究中心

供应链和管理效率构成经营壁垒，开店到一定程度后考验更大，公司间扩张开始分化。行业未来以门店连锁品牌为主要发展形势，多采用直营与加盟形式进行快速的开店扩张。满足数千上万的门店冷链配送需求的供应链能力+海量门店的管理能力直接构成了企业成长的关键能力。以绝味为例，货品保质期平均在 72 小时，公司主要通过全国 29 个中央工厂和自有冷链系统直接就近供给超万家门店。同时全程完全采用信息化系统进行原材料追溯、成品物流及门店销售情况，以达到对实际变化的快速反应。除次之外，严格加盟商管理体制，分级管理、高频管控，形成公司对加盟商的较高话语权，加强加盟商内部的优胜劣汰。而具备规模优势的公司更易形成经营中的正反馈循环，降低运营成本，并积累出成熟的运营管理经验。因此可以观察到一二线梯队的品牌上开始出现了分化，龙头开店复合增速稳定向上，而二线梯队开店增速则表现为较慢增长甚至出现负增长。

图 104：公司生产网络布局



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

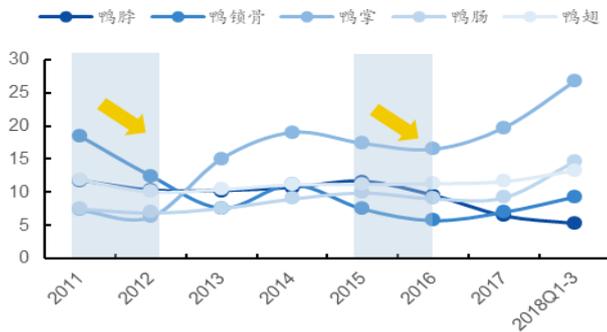
图 105：绝味信息化管理系统



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

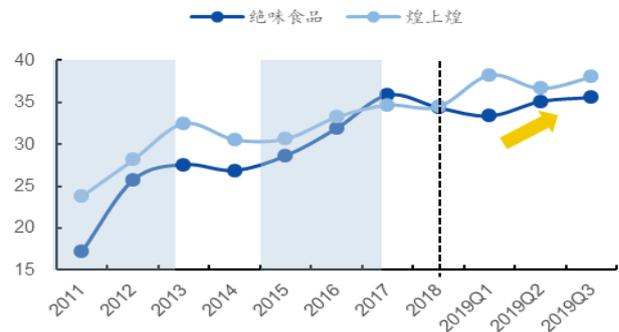
长期推荐经营壁垒且具备规模经济的龙头公司，短期把握猪周期下鸭副价格下降机会。长期，具备高效供应链和成熟管理模式的龙头公司具备长期开店扩张的能力，从成本角度看持续的规模扩张一方面可以对分散的上游形成更强规模议价和成本管控，另一方面在制造和配送中更易形成规模经济，摊薄成本提高盈利能力。同时针对下游销售规模越大并加快周转速率，提高消费者体验度。短期，因为原材料成本占比超 80%，其中鸭副产品占比达 50%，所以鸭副价格变动对成本影响较大。梳理历史 11 年/15 年两轮猪周期，中后期均表现为鸭副价格下降，主要原因为作为猪肉替代品的鸡鸭价格上涨，刺激了白条鸭供给，鸭副供给量上升。这将有有望给 18 年来处在高位的鸭副价格带来下降压力，利好卤制品公司毛利提升。

图 106：绝味的采购价变化（公司公告）



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 107：绝味/煌上煌毛利率稳中提升



资料来源：wind, 国元证券研究中心

### 个股推荐：

**绝味食品：高效供应链&管理打造卤制品龙头，门店扩张+同店增长双驱动。**公司是休闲卤制品龙头，凭借“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的成功模式进行快速门店扩张。核心竞争力来源于上规模&高效率的供应链优势，全国共建有 29 个中央工厂并自建冷链物流系统辐射超万家门店，保证了快速周转和新鲜度保持，同时极大降低了运营费用。在以上优势的支撑下，公司一方面继续加大弱势和空白市场的门店扩张，另一方面公司通过高势能门店建设、门店升级优化、线上引流和增加 SKU 等方式持续刺激同店收入增长。看好公司未来长期增长逻辑。

**煌上煌：体制焕新潜力释放，门店和区域扩张新阶段。**公司于 1993 年创建于江西，是一家品牌积累深厚的老牌酱卤企业。2017 年公司管理层换届开启企业改善新篇章。人才引进、激励机制和门店开发目标清晰逐步落地，同时不断加大产品升级和品牌推广力度。截至 2019 年前三季度门店净增 601 家，总数达到 3609 家。未来公司将以江西、广东、福建为核心，加大对其他省外市场覆盖力度，依托高铁、机场、CBD 等高势能门店建设以点带面促进门店扩张、品牌势能回升。目前公司门店&区域扩张战略清晰，加盟商激励和管理到位，预计收入获充足支撑。

### 3.5 投资策略：溯源两个维度

基于以上分析，我们从产业逻辑和投资逻辑上给出两个维度的投资主线。首先从产业逻辑上看，我们认为大众食品已步入中低速增长的存量时代，在低预期的大方向上我们沿着符合未来消费趋势的思路，优选出若干具备较高景气度的子行业。

- 1) **吃方便快捷的：**城镇化趋势持续演绎，大众餐饮快速发展进入新阶段，餐饮渠道成为下一风口，消费者追求食用简易方便，商家追求食材准备的低成本&高效性。因此我们推荐关注速冻食品、复合调味品行业。
- 2) **吃健康营养的：**居民消费水平持续提高，健康营养意识开始觉醒。我们推荐关注有益于人体健康且出现品类创新的坚果行业、龙头份额持续提升但仍有众多健康细分品类出现的乳制品行业、短期面临政策冲击但长期仍持续向好的保健品行业。
- 3) **吃品质高价的：**随着 80/90 后逐步走上消费主流群体，整体消费趋势正向多元化、品质化和个性化方向演变。原先陷入低价低质竞争陷阱的行业正打破旧有死循环，推荐关注格局逐步集中，提价升级提效已在龙头公司间形成共识，长期升级趋势确定的啤酒行业。
- 4) **吃国货特色的：**具备中国特色和文化底蕴的食品不仅能有效避开外资的竞争，同时更易于国内企业深度挖掘和塑造品牌文化，流传千年的消费习惯更易形成舌尖上的口味壁垒。我们推荐关注稳健性强景气度最佳的调味品行业、连锁化程度持续提高的卤制品行业。

其次从个股投资逻辑上看，我们提出如下三条投资主线：

- 1) **需求稳健，把握格局。**一方面推荐板块龙头和细分板块龙头企业，包括伊利股份、海天味业、中炬高新、洽洽食品、妙可蓝多等。另一反面推荐行业高景气但仍较分散的行业领先者，包括天味食品、三只松鼠、绝味食品/煌上煌、安井食品等
- 2) **抗成本冲击，具备定价权。**推荐安井食品、三全食品、伊利股份、华润/青岛啤酒、海天食品等
- 3) **边际改善，底部反转。**可关注涪陵榨菜、汤成倍健

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188