



❖ 核心观点

三个维度看待不旺盛的消费时代。目前各消费品出现明显分化，我们认为主要原因为：1) 消费能力分化，高端消费能力近几年非常旺盛；2) 行业集中度持续提升，头部企业持续下沉；3) 竞争格局持续变化，部分企业不断进入新品类；

旺盛的高端消费力有望保持。当前经济背景下我们认为带来高端消费品快速增长的核心因素是居民收入分化及品牌优势。高端消费品在竞争格局较为稳定的同时需求快速增长导致高端消费行业旺盛，而今年的高端消费仍旧延续了过去较为旺盛的情况。从当前时点展望未来整体高端消费，我们认为 2020 年的旺盛高端消费力有望保持，但消费力度上会较 18、19 年会有一些的回落。具体来看，白酒行业高端酒的表现持续优异，风险可控，来年确定性较强。

集中度提升仍为目前主线，发力新品为快消品增长点。我们认为 2020 年集中度提升仍为目前主线，行业内的头部企业可通过优秀的供应链管理逐渐进行全国化布局，不断提升自身市场份额。此外，受整体消费能力的影响，消费品的增量市场较少，但如果探寻近几年大众消费品中增长较为迅速或者下降较为迅速的品类，他们的增长或者下降并非是因为价格因素，而主要是销量因素，下降迅速的品类恰好是目前存量市场竞争依然激烈或者增量空间不大的行业，由此我们认为通过目前固有渠道以及资金优势，推出新品类并做大是当前经济环境下面对激烈竞争的消费企业较为明智的策略选择。

从营销的角度看待目前消费品的策略选择。整体来看在当前经济环境下营销周期目前处于较为低迷的时期，我们认为对于当下的头部企业竞争格局较好的消费品营销策略来说，在品牌广告投入性价比较低的情况下，在其他方面的营销策略将是我们重点关注的。对于当下竞争格局一般的企业来说，我们认为在经济较差的时期，依然要合理保证企业自身发展战略持续推进，保持品牌影响力与曝光度。

投资策略：我们认为 2020 年的机会主要来自于三个大方向：1) 高端消费依然旺盛。高端白酒的竞争格局较为稳固，在高端消费依然旺盛的情况下，其业绩确定性强，建议关注茅台、五粮液、泸州老窖；2) 行业集中度持续提升。卤制品、烘焙行业、坚果炒货以及保健品行业仍较为景气，建议关注绝味食品、煌上煌、桃李面包、洽洽食品、三只松鼠、汤臣倍健等；3) 竞争格局优秀且向新品类拓展。调味品与乳制品的头部企业逐渐向大型综合食品饮料公司发展，公司护城河深厚，有望借助自身实力以及经销网络持续拓展新的品类以及新的渠道，短期来看相较于过去的激烈竞争态势，未来有望缓和，长期来看这些企业正持续向综合食品饮料龙头发展。建议关注海天味业、伊利股份等。

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

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部 /消费团队
行业评级	增持
报告时间	2019/12/15

👤 分析师

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

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、板块回顾：整体消费略有回落	6
1.1 整体消费略有回落，估值明显提升	6
1.2 白酒进入调整期，调味品、乳制品较为平稳	7
二、三个维度看待不旺盛的消费时代	8
三、旺盛的高端消费力有望保持	10
3.1 高端白酒确定性较强	11
3.2 次高端酒竞争加剧	13
3.3 区域酒基本盘扎实	14
四、快速消费品各有亮点，集中度提升仍为目前主线	16
4.1 卤制品与烘焙行业集中度逐步提升	17
4.2 解决行业痛点造就企业壁垒	19
4.3 电商渠道快速增长的两个行业	22
4.3.1 坚果炒货持续高增长，O2O 全渠道为未来趋势	22
4.3.2 保健品处于快速发展期，未来增长空间大	25
4.4 发力新品类是快消品主要增长点	28
4.4.1 调味品头部企业可向多种品类拓展,行业提价周期即将到来	29
4.4.2 乳制品成本温和上涨以及竞争差异化，竞争依然激烈但有望趋缓	31
五、从营销的角度看待目前消费品的策略选择	33
六、消费力、集中度、竞争格局，三维度选机会	35
风险提示	36

图表目录

图 1: 2019 年 GDP 增速呈下降态势..... 6

图 2: 2019 年消费者信心波动提升..... 6

图 3: 2019 年社会消费品零售总额同比增速放缓..... 6

图 4: 2019 年年初至今食品饮料指数上涨 70.2%..... 7

图 5: 2019 年食品饮料涨幅位居第一..... 7

图 6: 食品饮料行业估值合理..... 7

图 7: 食品饮料行业 PE (TTM, 剔除负值) 处于中上游..... 7

图 8: 2019 年前三季度食品饮料行业营业收入同比增长 15.6 %..... 8

图 9: 2019 年前三季度食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 20.2%..... 8

图 10: 整体消费力持续下降..... 9

图 11: 部分消费行业业绩增速依然优秀..... 9

图 12: 部分消费行业与营销行业业绩增速较差..... 9

图 13: 休闲服务的业绩也是高端消费引领..... 9

图 14: 高端酒增长迅速..... 9

图 15: 高端消费快速增长..... 10

图 16: 中国已经成为全球高端消费增长引擎..... 10

图 17: 中国已经成为全球高端消费增长引擎..... 10

图 18: 中国高收入人群收入增长较快..... 10

图 19: 16 年起豪华车增速明显快于行业增速..... 11

图 20: 高端表 17 年以来迅速增长..... 11

图 21: 澳门百家乐博彩毛收入略有下滑..... 11

图 22: 中国高净值家庭数量停止增加..... 11

图 23: 高端及次高端酒收入增速快..... 11

图 24: 高端及次高端酒收入增速快..... 11

图 25: 贵州茅台批价一览..... 13

图 26: 五粮液批价一览..... 13

图 27: 次高端竞争较为激烈..... 14

图 28: 快速消费品整体增长稳定..... 16

图 29: 2019 年 Q3 包装与饮料的增长都为 2.3%..... 16

图 30: 包装食品的增长主要由销量贡献..... 17

图 31: 饮料的增长主要由价格贡献..... 17

图 32: 休闲卤制品行业持续高速增长..... 17

图 33: 品牌休闲卤制品增长更快..... 17

图 34: 中国烘焙行业景气度较高..... 18

图 35: 面包为烘焙行业高景气度细分子板块..... 18

图 36: 休闲卤制品 CR3 仅为 14%..... 18

图 37: 收入贡献主要来自华中、华东、华南..... 18

图 38: 桃李在面包行业市占率为 10.5%..... 19

图 39: 桃李在短保面包子板块市占率高达 36.9%..... 19

图 40: 绝味的销售费用中运输费用占比高..... 20

图 41: 桃李面包销售费用中运输费用占大部分..... 20

图 42: 绝味主要原材料采购价格 (元/公斤)..... 21

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	绝味主要原材料采购价格低于周黑鸭.....	21
图 44:	绝味在全国搭建了 28 个生产基地.....	22
图 45:	煌上煌、周黑鸭打造大基地生产体系.....	22
图 46:	绝味食品门店处于快速扩张期.....	22
图 47:	煌上煌门店扩张速度加快.....	22
图 48:	中国坚果炒货行业景气度较高.....	23
图 49:	坚果炒货行业 CR5 为 17.0%.....	23
图 50:	我国主要坚果人均消费量偏低(千克/年).....	23
图 51:	商超渠道仍为主要市场,但电商渠道占比持续提升.....	24
图 52:	阿里、京东平均获客成本逐步提升.....	24
图 53:	坚果类企业纷纷开启多元化布局.....	24
图 54:	2018 年保健品行业四个细分领域.....	25
图 55:	美国膳食补充剂行业历史增长路径.....	25
图 56:	2006-2018 年中国膳食补充剂市场规模.....	25
图 57:	中国膳食补充剂 CR5 市占率快速提升.....	26
图 58:	保健品及膳食补充剂 CR5 市占率情况.....	26
图 59:	澳洲市场膳食补充剂 CR5 为 58.9%.....	26
图 60:	中国膳食补充剂行业渠道占比.....	27
图 61:	2016-2018 年各渠道销售收入 CAGR 情况.....	27
图 62:	中国膳食补充剂人均消费额偏低.....	27
图 63:	中国渗透率仅为 20%.....	27
图 64:	主要区域酒企近期价格及库存情况.....	28
图 65:	快速发展或者下降品类的量价拆分.....	28
图 66:	2018 年调味品市场竞争格局.....	30
图 67:	2018 年中国调味品产业各细分子行业格局.....	30
图 68:	2017 年酱油行业竞争格局.....	30
图 69:	2018 年食醋行业企业份额占比.....	30
图 70:	2017 年蚝油行业竞争格局.....	30
图 71:	2012 年料酒行业各企业零售额占比.....	30
图 72:	调味品成本中,包材占比最大.....	31
图 73:	玻璃及塑料价格走势.....	31
图 74:	成本温和上涨.....	31
图 75:	伊利和蒙牛的销售费用率.....	31
图 76:	1H19 常温奶、低温奶增速均有放缓.....	32
图 77:	豆饮消费额保持较快增长.....	32
图 78:	中国奶酪消费量仍保持较快增速.....	32
图 79:	中国奶酪分渠道占比.....	32
图 80:	伊利不断推陈出新,产品品类呈现多元化趋势.....	33
图 81:	广告增速为-8%为历史新低.....	33
图 82:	广告行业增速持续下滑.....	33
图 83:	作为品牌广告商的分众传媒也持续下滑.....	34
图 84:	作为品牌广告商的分众传媒也持续下滑.....	34
图 85:	19 年只有食品行业没有缩减投放预算.....	35

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

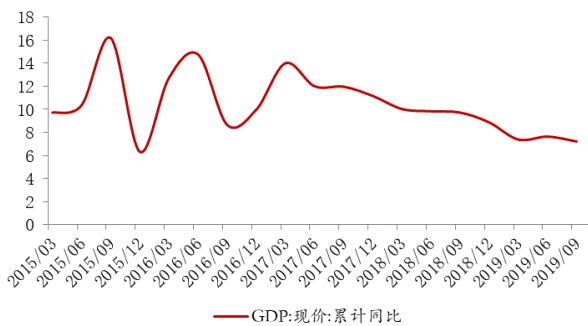
表格 1.	白酒进入调整期、调味品、乳制品较为平稳.....	8
表格 2.	酒企高低端产品增长更快.....	12
表格 3.	高端酒企量价关系表.....	12
表格 4.	次高端酒企量价关系表，跟随提价.....	14
表格 5.	区域酒企量价关系表.....	15
表格 6.	主要区域酒企近期价格及库存情况.....	15
表格 7.	休闲卤制品加盟模式和直营模式对比分析.....	20
表格 8.	面包各细分产品属性对比.....	20
表格 9.	各国保健品法规门槛差异明显.....	26
表格 10.	中国、美国、日本膳食补充剂行业空间测算.....	27
表格 11.	打造新品类是部分优秀消费企业的共性.....	29
表格 12.	互联网行业广告中仅效果广告增长优秀.....	34
表格 13.	相关标的估值一览.....	36

一、板块回顾：整体消费略有回落

1.1 整体消费略有回落，估值明显提升

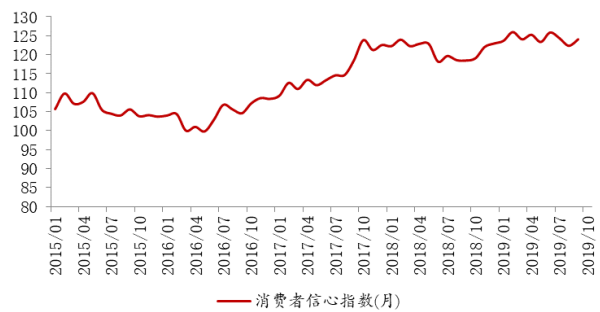
2019 年经济及消费整体略有回落。据国家统计局发布的数据显示，截至 2019Q3，GDP 累计同比增长 7.2%，较去年同期下降 2.5 个百分点，整体经济略有放缓。从社会消费品零售总额数据来看，2019 年 10 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，限额以上社会消费品零售总额同比增长 1.2%，整体消费略有放缓。消费者信心方面，2019 年消费者信心指数波动提升，持续处于高位。

图 1：2019 年 GDP 增速呈下降态势



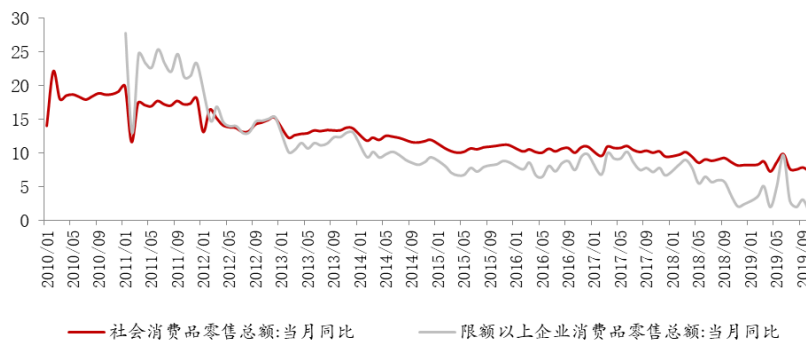
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：2019 年消费者信心波动提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：2019 年社会消费品零售总额同比增速放缓



资料来源：Wind，川财证券研究所

2019 年食品饮料行业绝对涨幅位居第一。年初至今食品饮料绝对涨幅为 70.2%，而同期沪深 300 指数上涨 31.4%，横向比较来看，食品饮料行业绝对涨幅在 28

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

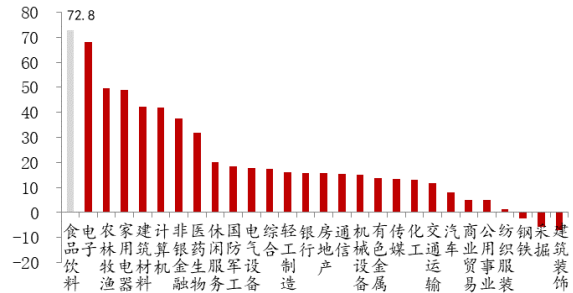
个子行业中位居第一。从估值角度来看，当前食品饮料行业的 PE(TTM) 估值为 31.8 倍，处于市场中上游位置。

图 4：2019 年年初至今食品饮料指数上涨 70.2%



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 12 月 10 日

图 5：2019 年食品饮料涨幅位居第一



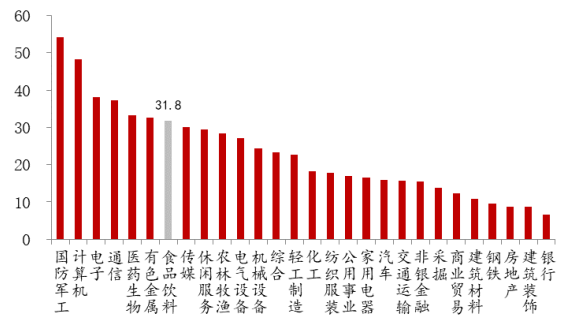
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 12 月 10 日

图 6：食品饮料行业估值合理



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 12 月 10 日

图 7：食品饮料行业 PE (TTM, 剔除负值) 处于中上游

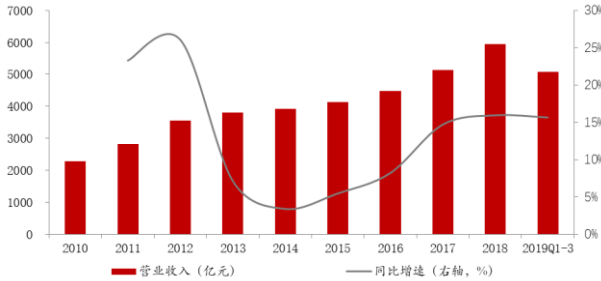


资料来源：Wind，川财证券研究所，注：截至 2019 年 12 月 10 日

1.2 白酒进入调整期，调味品、乳制品较为平稳

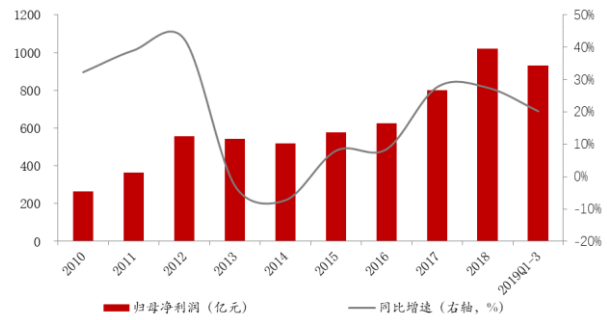
食品饮料行业业绩仍较为景气，但各行业分化明显。截至 2019 年第三季度食品饮料行业营业收入同比增长 15.6%；归属母公司股东的净利润同比增长 20.2%，整体行业仍较为景气。分行业来看，白酒行业业绩增速放缓，大众品如调味品、啤酒持续景气。

图 8：2019 年前三季度食品饮料行业营业收入同比增长 15.6%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9：2019 年前三季度食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 20.2%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 1. 白酒进入调整期、调味品、乳制品较为平稳

	营业收入增速 (%)						归母净利润增速 (%)						
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
调味品	15.4%	13.6%	11.6%	11.4%	13.8%	15.5%	35.0%	26.6%	26.5%	17.4%	17.3%	36.9%	22.9%
食品综合	14.8%	15.2%	25.4%	19.6%	10.3%	17.9%	10.4%	24.9%	19.9%	22.2%	17.3%	15.3%	13.7%
乳制品	15.5%	11.5%	7.5%	14.7%	15.3%	8.7%	12.2%	16.2%	11.3%	-6.8%	138.5%	9.7%	7.1%
肉制品	3.5%	3.8%	3.3%	0.7%	6.5%	28.0%	40.1%	21.0%	23.0%	-5.7%	10.7%	19.6%	-13.9%
啤酒	3.6%	-0.1%	1.6%	4.1%	7.1%	5.4%	-0.1%	14.5%	12.5%	13.0%	46.6%	22.0%	18.8%
白酒	27.9%	36.5%	12.6%	28.3%	23.1%	15.0%	13.3%	36.9%	45.8%	11.9%	41.7%	28.1%	22.2%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

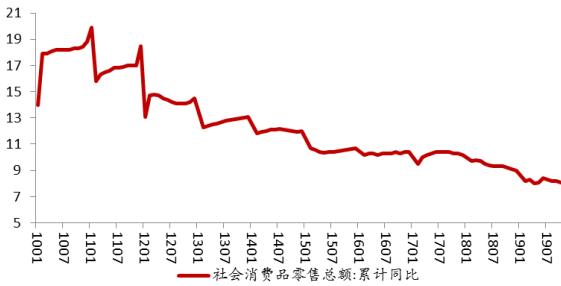
二、三个维度看待不旺盛的消费时代

受到内外部影响中国整体消费力仍处于缓慢下降过程中，整体消费能力受到一定压制，具体各消费品表现出现的是明显的分化，从业绩来看食品饮料行业表现稳定，休闲服务行业表现亮眼，其他行业则出现了明显的压力，从上市公司情况进行验证，我们也能看出高端消费力所带来的改变，在社服板块今年以来板块分化明显，免税增长明显优于其他行业，其余子行业除演艺与化妆品外皆有一定承压，在我们目前分析框架中，我们认为其中的差异主要来自于三个方面：

- 1、消费能力出现分化，高端消费能力近几年非常旺盛；
- 2、行业集中度持续提升，头部企业持续下沉；
- 3、竞争格局持续变化，部分企业不断进入新品类；

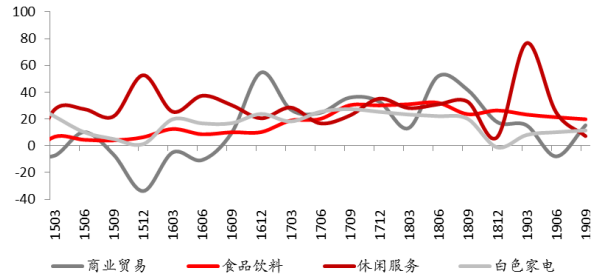
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 10：整体消费力持续下降



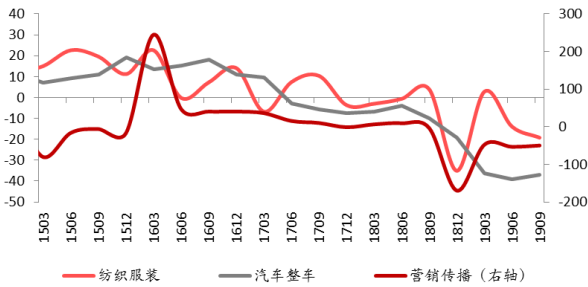
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：部分消费行业业绩增速依然优秀



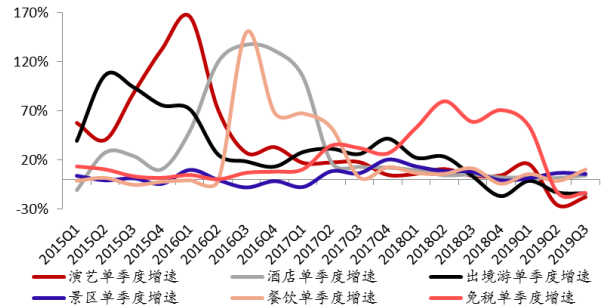
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：部分消费行业与营销行业业绩增速较差



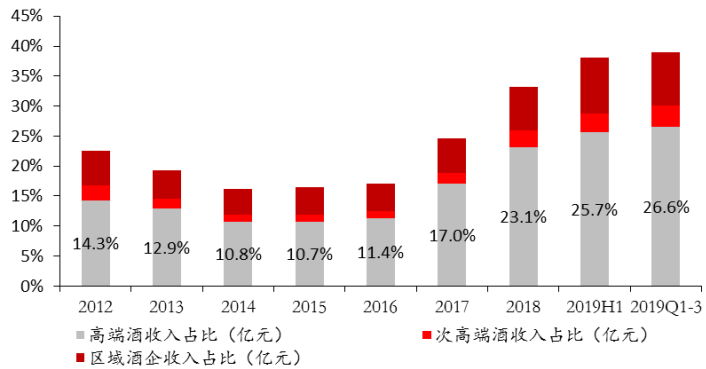
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：休闲服务的业绩也是高端消费引领



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：高端酒增长迅速

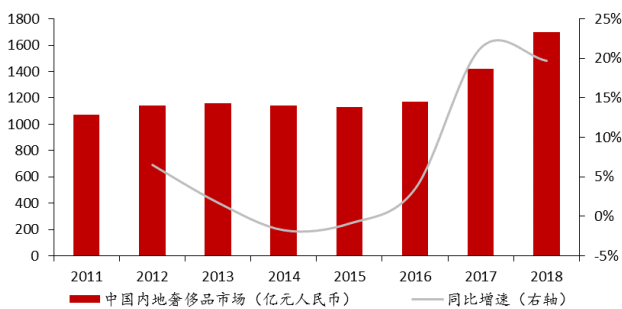


资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、旺盛的高端消费力有望保持

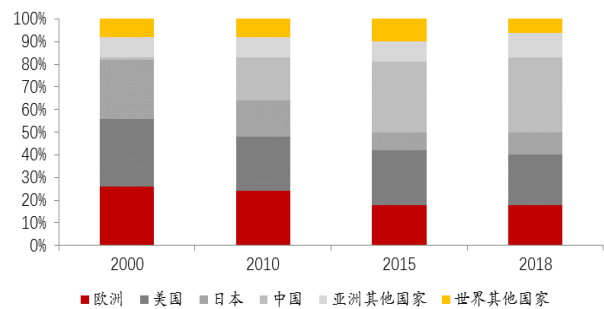
中国已经成为全球高端消费品增长引擎，当前经济背景下我们认为带来高端消费品快速增长的核心因素是居民收入的分化以及自身品牌优势。高端消费品的竞争格局自身较为稳定的同时需求快速增长进而带来中国目前高端消费行业旺盛的情况。

图 15： 高端消费快速增长



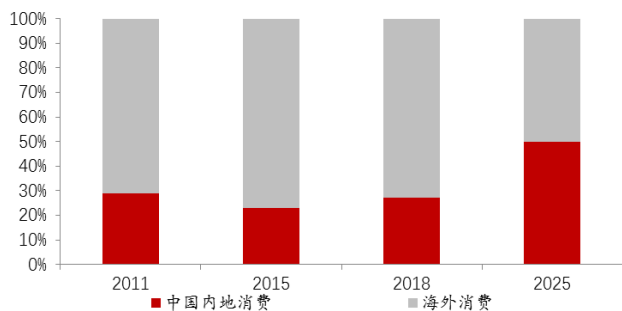
资料来源：凯度，贝恩咨询，川财证券研究所

图 16： 中国已经成为全球高端消费增长引擎



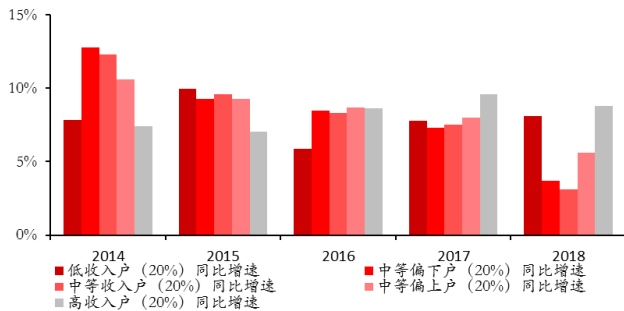
资料来源：凯度，贝恩咨询，川财证券研究所

图 17： 中国已经成为全球高端消费增长引擎



资料来源：凯度，贝恩咨询，川财证券研究所

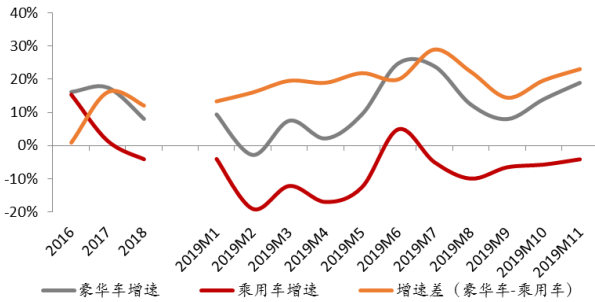
图 18： 中国高收入人群收入增长较快



资料来源：Wind，川财证券研究所

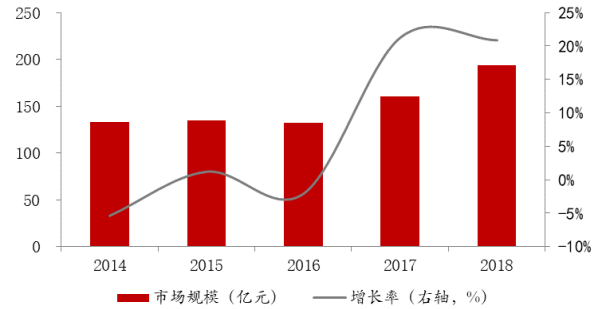
今年的高端消费仍旧延续了过去较为旺盛的情况，从当前时点展望未来整体高端消费，我们认为 2020 年的旺盛高端消费力有望保持，但消费力度上会较 18、19 年会有一些的回落。

图 19：16 年起豪华车增速明显快于行业增速



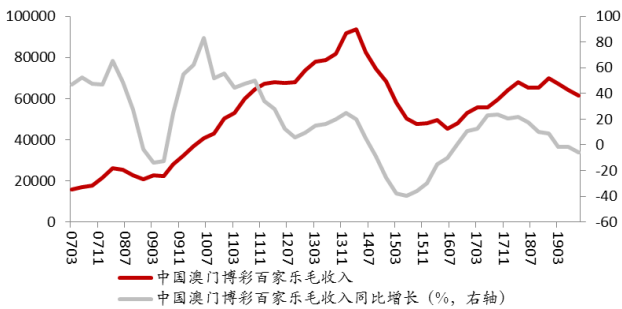
资料来源：Wind，乘联会，川财证券研究所

图 20：高端表 17 年以来迅速增长



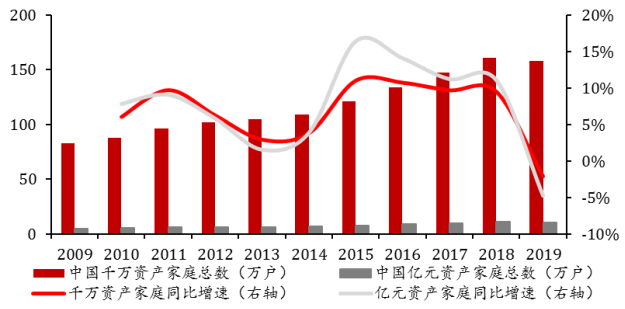
资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 21：澳门百家乐博彩毛收入略有下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：中国高净值家庭数量停止增加



资料来源：胡润财富报告，川财证券研究所

3.1 高端白酒确定性较强

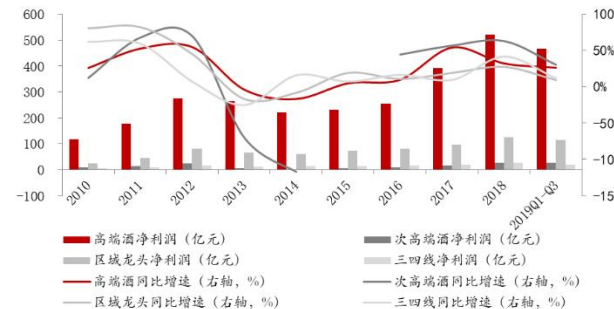
在高端消费中，白酒行业整体销量持续下滑，行业已经进入挤压时增长阶段，同时近两年受到消费力分化的催化以及受益于优秀的行业格局，白酒行业高端酒的表现持续优异。

图 23：高端及次高端酒收入增速快



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24：高端及次高端酒收入增速快



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 2. 酒企高低端产品增长更快

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

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 3. 高端酒企量价关系表

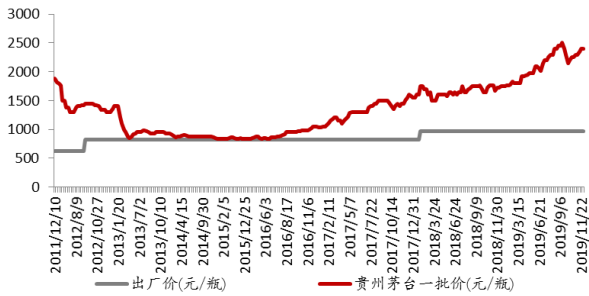
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q1-3
贵州茅台(亿元)	264.6	309.2	315.7	326.5	388.4	581.7	735.6	394.9	609.3
YOY(%)	43.8%	16.9%	2.1%	3.4%	18.9%	49.8%	26.5%	18.2%	16.6%
销量YOY(%)	21.1%	-2.1%	-4.0%	13.9%	34.3%	62.7%	3.5%		
均价YOY(%)	18.7%	19.4%	6.4%	-9.2%	-11.4%	-8.0%	22.1%		
五粮液(亿元)	261.3	237.0	200.3	203.5	227.1	280.9	377.5	271.5	371.0
YOY(%)	41.4%	-9.3%	-15.5%	1.6%	11.6%	23.7%	34.4%	26.7%	26.8%
销量YOY(%)	14.8%	-1.3%	-21.3%	15.6%	8.3%	21.0%	6.4%		
均价YOY(%)	23.1%	-8.1%	7.4%	-12.1%	3.1%	2.2%	26.3%		
泸州老窖(亿元)	112.8	101.5	50.1	65.7	80.7	101.1	128.6	80.1	114.8
YOY(%)	37.1%	-10.1%	-50.7%	31.3%	22.9%	25.3%	27.2%	24.8%	23.9%
销量YOY(%)	35.5%	12.6%	-13.3%	0.4%	-5.8%	-13.9%	-5.0%		
均价YOY(%)	1.2%	-20.2%	-43.1%	30.7%	30.5%	45.5%	33.8%		
高端酒企均价(亿元/万吨)	17.1	16.4	17.0	16.8	19.1	24.4	31.0		
YOY(%)	13.1%	-4.2%	3.7%	-1.5%	13.8%	28.0%	26.9%		
高端酒企总收入(亿元)	638.6	647.7	566.0	595.7	696.2	963.7	1,241.8	746.5	1,095.1
YOY(%)		1.4%	-12.6%	5.2%	16.9%	38.4%	28.8%	21.9%	20.7%
白酒规模以上公司总收入(亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8	2,904.5	4,123.0
高端酒收入占比(亿元)	14.3%	12.9%	10.8%	10.7%	11.4%	17.0%	23.1%	25.7%	26.6%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 酒企收入为白酒业务收入

高端白酒风险可控, 确定性较强。高端白酒的周期性主要受消费场景、渠道库存、宏观周期的影响: 1、茅台和五粮液整体的消费基础稳定, 寡头垄断下竞争风险较低, 从而消费场景更为安全; 2、茅台以团购渠道为主, 大商有一定库存, 小商几乎没有库存, 目前已经开始提前执行明年 1 季度计划; 五粮液渠道刚拿到明年的货物, 正处于春节动销准备时期, 就目前来看干净经销商信心尚可, 看茅台、五粮液渠道库存预计将维持正常水平; 3、即使宏观经济增长持续放缓, 考虑到整体高端消费力较为稳定, 未来在销量上增速可能趋缓, 但在价格端的影响较小, 所以整体来看高端白酒的确定性仍较强。

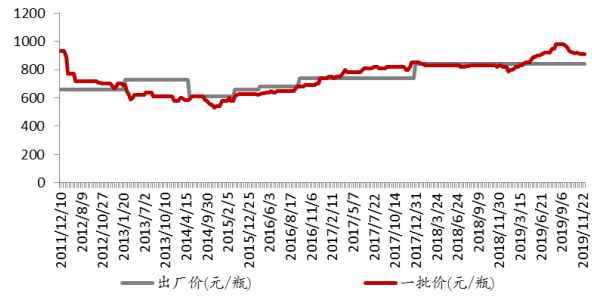
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 25：贵州茅台批价一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：五粮液批价一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 次高端酒竞争加剧

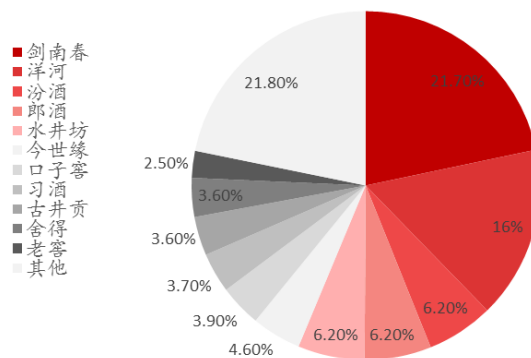
次高端酒采取跟随提价政策，业绩主要受价格驱动。次高端酒发展情况与高端酒呈高度正相关，在行业调整期间由于次高端酒提价能力弱，销量贡献大于价格；15年起受益于消费升级、高端酒提价打开价格空间，次高端酒进入提价阶段，但由于次高端酒基础盘相对来说不够扎实，提价后对企业业绩的贡献度不大，更多的是受到价格驱动。展望2020年以后，我们整体判断未来茅台短期内将不会进行提价，次高端酒在经历了三年的恢复性高增长后逐步进入降速换挡期，次高端酒企全国化扩张过程中将不可避免的与正在不断升级的其他名酒正面交锋，次高端向上受到高端白酒次高端品牌的竞争，向下受到区域酒升级的竞争，次高端将在此时间段决出优胜者，预计次高端酒行业增速将继续放缓，头部企业集中度将持续提升。

表格 4. 次高端酒企量价关系表，跟随提价

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q1-3
汾酒收入 (亿元)	59.7	56.8	36.6	39.2	41.8	57.6	89.7	56.3	91.3
YOY (%)	43.2%	-4.7%	-35.6%	7.2%	6.7%	37.7%	55.7%	21.2%	25.7%
销量YOY (%)		-2.5%	-0.6%	-7.7%	16.9%	25.6%	38.3%		
均价YOY (%)		-2.2%	-35.2%	16.2%	-8.8%	9.6%	12.6%		
水井坊收入 (亿元)	16.2	4.8	3.6	8.1	11.8	19.9	28.1	16.9	26.5
YOY (%)	16.4%	-70.5%	-24.7%	125.3%	45.0%	69.4%	41.3%	26.6%	23.9%
销量YOY (%)	-34.5%	-18.0%	-54.0%	63.3%	35.9%	189.4%	-12.7%		
均价YOY (%)	77.7%	-64.1%	63.6%	38.0%	6.7%	-41.5%	61.8%		
舍得收入 (亿元)	17.6	12.3	12.6	9.6	12.4	15.0	18.5	10.3	18.4
YOY (%)	60.3%	-30.2%	2.5%	-23.6%	28.7%	20.9%	23.7%	22.1%	16.0%
销量YOY (%)	110.5%	-24.1%	28.8%	-20.7%	-17.5%	-48.6%	-13.2%		
均价YOY (%)	-23.9%	-8.0%	-20.4%	-3.6%	56.1%	134.9%	42.5%		
酒鬼酒收入 (亿元)	16.5	6.9	3.9	6.0	6.6	8.8	11.9	7.1	9.7
YOY (%)	71.1%	-58.5%	-43.4%	54.9%	9.0%	34.0%	35.2%	35.4%	27.3%
销量YOY (%)	18.1%	-49.0%	3.0%	8.1%	-11.6%	-7.2%	18.2%		
均价YOY (%)	45.4%	-18.7%	-45.0%	43.3%	23.3%	44.4%	14.4%		
次高端酒企均价 (亿元/万吨)	11.6	10.4	6.7	8.3	9.5	12.5	15.1		
YOY (%)	25.3%	-10.1%	-35.9%	23.6%	14.4%	32.4%	20.4%		
次高端酒企总收入 (亿元)	110.0	80.7	56.6	62.9	72.5	101.2	148.2	90.6	145.9
YOY (%)		-26.6%	-29.8%	11.1%	15.2%	39.6%	46.4%	23.3%	27.9%
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8	2,904.5	4,123.0
次高端酒收入占比 (亿元)	2.5%	1.6%	1.1%	1.1%	1.2%	1.8%	2.8%	3.1%	3.5%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 酒企收入为白酒业务收入

图 27: 次高端竞争较为激烈



资料来源: 糖酒快讯, Wind, 川财证券研究所

3.3 区域酒基本盘扎实

由于区域酒主要消费者为省内居民, 省内价格带多为 100-300 元, 因此区域酒受高端及次高端酒影响较小, 受当地经济发展水平、居民消费能力影响较大, 地处于安徽省的口子窖、古井贡同样受益于发达的经济及消费升级而实现量价齐升。

表格 5. 区域酒企量价关系表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q1-3
洋河股份收入 (亿元)	170.4	144.5	140.4	153.2	165.0	191.8	229.1	153.8	211.0
洋河收入YOY (%)	35.4%	-15.2%	-2.8%	9.1%	7.7%	16.3%	19.4%	10.3%	0.6%
销量YOY (%)	0.1%	0.6%	-3.3%	-0.8%	-5.2%	9.0%	-0.9%		
均价YOY (%)	35.3%	-15.7%	0.5%	10.0%	13.6%	6.7%	20.5%		
古井贡酒收入 (亿元)	40.5	44.4	45.3	51.2	58.8	68.2	85.2	58.8	82.0
古井贡酒收入YOY (%)	27.3%	9.7%	2.0%	13.1%	14.8%	16.1%	24.9%	24.9%	21.3%
销量YOY (%)	46.9%	18.2%	3.4%	7.8%	13.6%	2.9%	-1.4%		
均价YOY (%)	-13.4%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%		
口子窖收入 (亿元)	24.8	24.1	22.3	25.4	27.8	35.5	42.2	24.0	34.7
口子窖收入YOY (%)	19.9%	-2.6%	-7.7%	14.1%	9.5%	27.6%	19.0%	12.3%	8.1%
销量YOY (%)		6.0%	-14.6%	6.0%	2.3%	16.4%	1.5%		
均价YOY (%)		-8.4%	8.6%	-8.4%	7.0%	9.7%	17.2%		
今世缘收入 (亿元)	25.7	24.9	23.8	24.0	25.3	29.2	37.0	30.5	41.1
今世缘收入YOY (%)	15.6%	-3.3%	-4.3%	0.9%	5.1%	15.5%	26.7%	29.4%	30.2%
销量YOY (%)	-5.7%	2.0%	-2.1%	-3.9%	-1.8%	-5.5%	-0.5%		
均价YOY (%)	22.7%	-5.0%	-3.3%	5.1%	7.1%	22.2%	27.4%		
区域酒企均价 (亿元/万吨)	7.4	6.9	6.8	7.1	7.2	8.1	10.3		
YOY (%)	24.7%	-7.1%	-1.4%	4.9%	1.0%	12.8%	26.7%		
区域酒企总收入 (亿元)	261.3	237.9	231.7	253.8	276.8	324.7	393.5	267.1	368.8
YOY (%)		-9.0%	-2.6%	9.5%	9.1%	17.3%	21.2%	15.6%	8.2%
白酒规模以上公司总收入 (亿元)	4,476.0	5,018.0	5,259.0	5,558.9	6,125.7	5,654.4	5,364.8	2,904.5	4,123.0
区域酒企收入占比 (亿元)	5.8%	4.7%	4.4%	4.6%	4.5%	5.7%	7.3%	9.2%	8.9%

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 酒企收入为白酒业务收入

区域酒的弹性机会可以从价格空间、库存情况及需求来看: 价格空间方面, 目前区域酒受益于消费升级以及整体价格带上移仍有提价空间; 库存方面, 正常的库存以及较好的回款情况为保证企业长久发展的必要条件, 目前大多次高端酒企库存情况正常, 洋河等酒企在上半年已通过控货方式清理渠道库存, 同时回款进度较好; 需求为支撑业绩可持续发展的必要条件, 宴请、日常消费属性赋予区域酒需求刚性。

表格 6. 主要区域酒企近期价格及库存情况

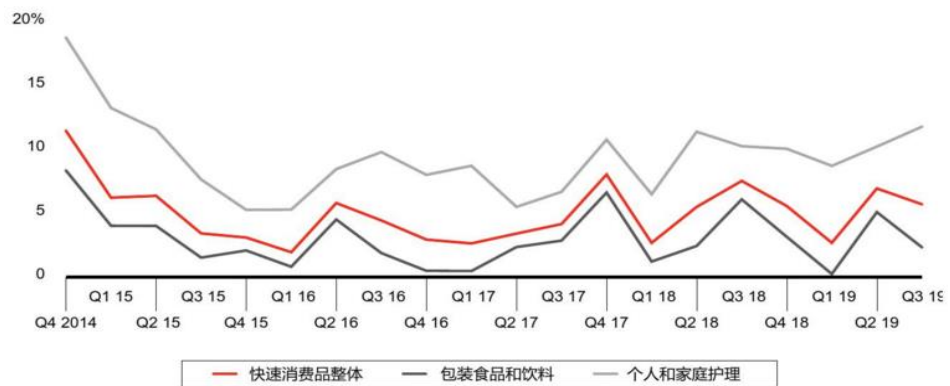
	价格情况	库存情况
洋河	2020年1月1日起, 2019版52度梦之蓝手工班结算价在原价格的基础上上调100元/瓶, 团购指导价最低上调200元/瓶; 新推出M6+新品以完善产品矩阵	目前省内库存水平较为健康, 约为2个月左右水平
古井贡	今年古井贡出厂价未调整, 市场价较为坚挺	渠道压力较低, 安徽的库存低于50天, 河南省低于30天
口子窖	口子窖下半年未发布提价通知, 但发布了两款卡位200-400元价位带的新品	公司始终坚持低库存、不压货策略
今世缘	高端新品V9三季度正式上市	四季度公司不开票, 9月份公司任务已经完成85%

资料来源: 糖酒快讯, 微酒, 川财证券研究所

四、快速消费品各有亮点，集中度提升仍为目前主线

尽管经济增长放缓，整体消费能力下滑，部分快速消费品的消费依然强劲，根据凯度&贝恩咨询数据显示，2019年第三季度消费总额增长5.7%，包装食品和饮料行业增速下滑明显，为2.3%，个人和家庭护理用品行业增速达到11.8%，增速是近三年最高的一年。

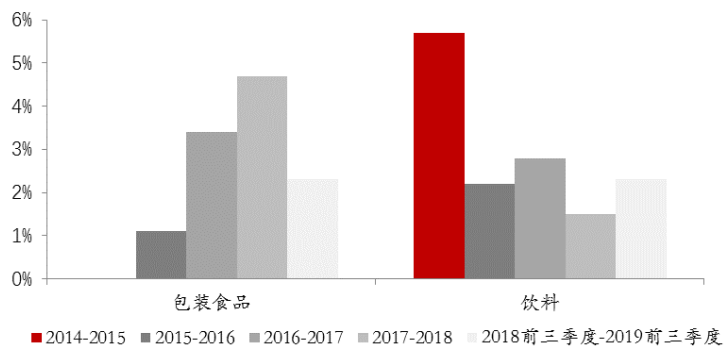
图 28：快速消费品整体增长稳定



资料来源：凯度，贝恩咨询，川财证券研究所

从食品饮料的增长贡献来看，大部分依然都是来自于产品的价格提升，销量的增长并没有那么明显，尤其是在饮料行业中，我们认为出现这种情况的主要原因是由于整体消费力的下滑，使得快消品市场处于阶段性的存量竞争，在没有新品类的企业中进行温和提价保持企业增长，而如果能进行品类拓展的企业则会着重开拓新品类，提升新品类的销售量。

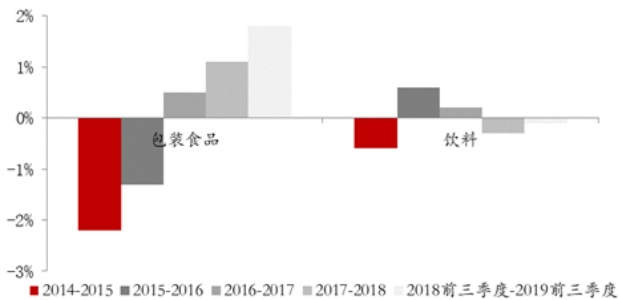
图 29：2019 年 Q3 包装与饮料的增长都为 2.3%



资料来源：凯度，贝恩咨询，川财证券研究所

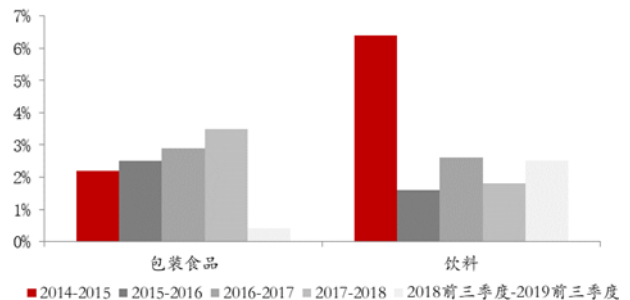
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 30：包装食品的增长主要由销量贡献



资料来源：凯度，贝恩咨询，川财证券研究所

图 31：饮料的增长主要由价格贡献

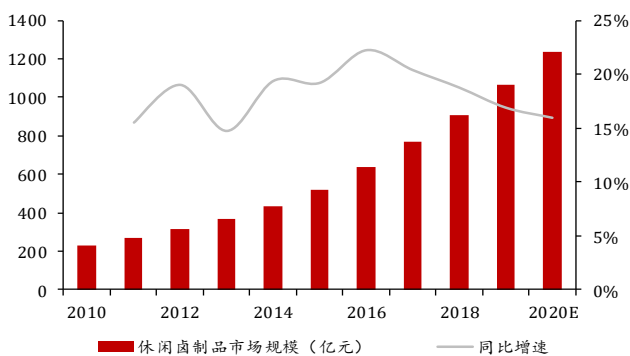


资料来源：凯度，贝恩咨询，川财证券研究所

4.1 卤制品与烘焙行业集中度逐步提升

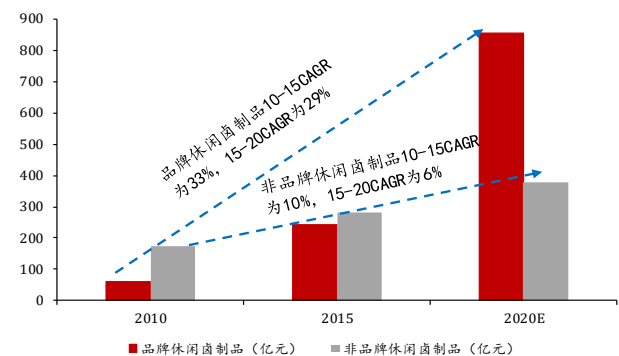
休闲卤制品持续高速增长，其中品牌卤制品增速远超非品牌的增速，行业集中度有望持续提升。据 Frost &Sullivan 数据显示，2018 年休闲卤制品市场规模为 911 亿元，同比增长 18.77%，2010-2018 年 CAGR 为 18.65%，行业持续高速增长。此外，受益于消费者对健康的追求以及品牌卤制品的优秀发展战略，近年来品牌卤制品收入增速远高于非品牌卤制品。

图 32：休闲卤制品行业持续高速增长



资料来源：Frost &Sullivan，川财证券研究所

图 33：品牌休闲卤制品增长更快



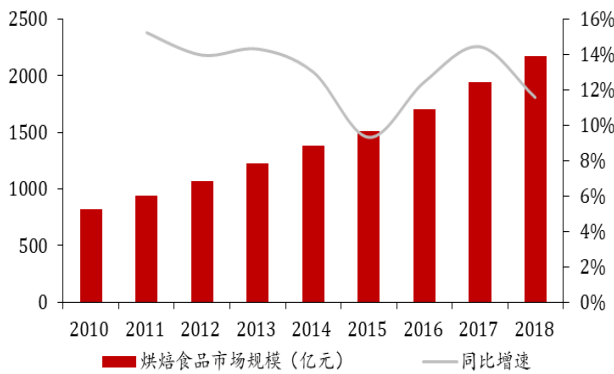
资料来源：Frost &Sullivan，川财证券研究所

烘焙行业景气度较高，面包子板块为快速增长的细分领域。我国烘焙行业起步相对较晚，但发展较快，18 年市场规模高达 2170 亿元。面包为烘焙行业高景气度子板块，整体规模从 2011 年的 169 亿元快速增加到 2018 年的 379 亿元，期间 CAGR 为 12.23%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

考虑到我国人均面包消费量仍然偏低，未来提升空间大。当前我国人均面包消费量仅为 1.7 千克/人，不仅远低于英美人均消费量，也较饮食习惯比较相近的日本的 7.0 千克/人存在较大差距。未来随着饮食西化下新消费场景的逐步渗透，面包行业增长潜力强劲。

图 34：中国烘焙行业景气度较高



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

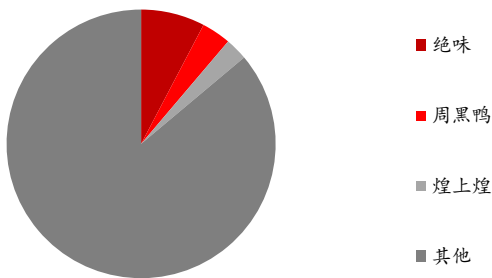
图 35：面包为烘焙行业高景气度细分子板块



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

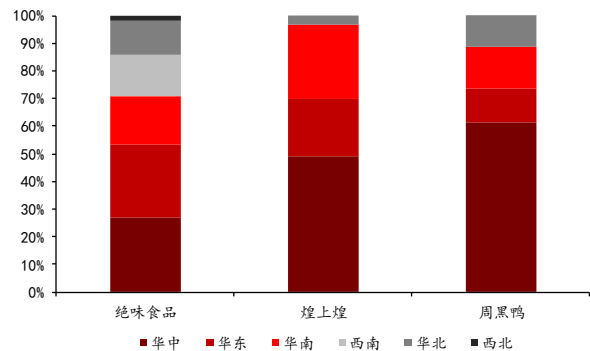
当前休闲卤制品行业 CR3 仅为 14%，绝味食品、周黑鸭、煌上煌处于行业第一梯队，市占率分别为 7.7%、3.5%、2.7%。分区域来看，头部企业的收入贡献主要来自华中、华东、华南地区，其中绝味食品基本实现全国化，区域分布更为合理；煌上煌依托江西大基地市场，核心区域华中、华南、华东占比高达 97%；周黑鸭以武汉基地市场为主的华中区域占比超过 60%，

图 36：休闲卤制品 CR3 仅为 14%



资料来源：公司调研，川财证券研究所

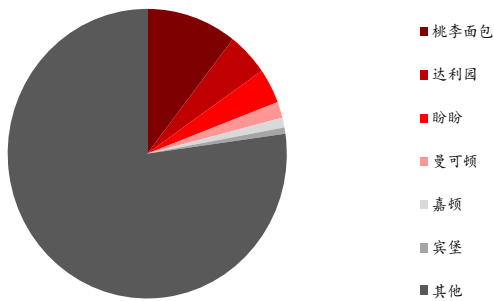
图 37：收入贡献主要来自华中、华东、华南



资料来源：Wind，川财证券研究所

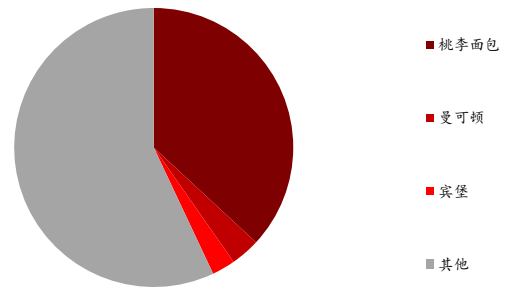
桃李面包在强供应链管理能力强形成的高壁垒优势，未来有望持续提高市场份额。桃李在面包行业市占率为 10.5%，在短保面包子板块市占率高达 36.9%。我们认为，短保面包由于保质期短，对于产品品质的要求更高，一方面需要及时掌控终端需求，按需生产；另一方面需要全国化的生产布局，从而保障高频配送。桃李面包的成长路径已经证明了公司具备渠道和配送的强管控能力，未来全国化进程有望稳步推进，进一步抢占市场份额。

图 38：桃李在面包行业市占率为 10.5%



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

图 39：桃李在短保面包子板块市占率高达 36.9%



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

4.2 解决行业痛点造就企业壁垒

在烘焙以及休闲卤制品行业中，都呈现出行业市场集中度较低，行业空间较大的特性，而导致行业集中度低的问题逐渐被目前的头部企业所解决，行业内的商品长期受到地域、文化、质量控制以及效率等的影响，导致行业集中度不高，行业内的头部企业通过优秀的供应链管理逐渐进行全国化布局，不断提升自身市场份额，从当前行业情况来看，目前这一趋势仍有望延续。

表格 7. 休闲卤制品加盟模式和直营模式对比分析

项目	加盟模式	直营模式
权益归属	加盟商投资，拥有收益权	公司投资，拥有收益权
人员安排	加盟商聘请，但须接受公司的培训和监管	公司聘请，纳入公司的人事体系
生产方式	区域生产基地统一采购原材料并生产	
供货方式	区域生产基地统一供应	
物流模式	全程“冷链”统一配送至门店	
销售模式	公司对加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售	公司通过直营门店以零售方式向顾客销售产品
产品定价方式	地区统一零售价	
优点	1) 启动成本低; 2) 发展迅速; 3) 本地化经营更了解当地市场。	1) 经营管理统一化; 2) 员工队伍稳定; 3) 服务水平高; 4) 信息化程度高、执行力更强。

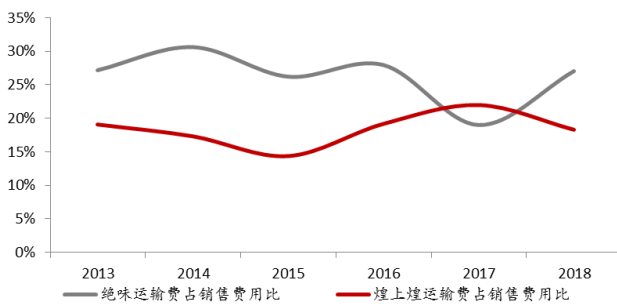
资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 8. 面包各细分产品属性对比

产品	保质期	主要品牌	主要产品	属性
长保	180天	达利园、盼盼、好丽友	蛋黄派、法式小面包等	休闲零食为主
中保	30-45天	港荣、桃李面包	天然酵母面包、蒸蛋糕等	主食、休闲零食
短保	7天以内	桃李面包、曼可顿、嘉顿、宾堡	吐司、切片面包、起酥面包等	主食为主

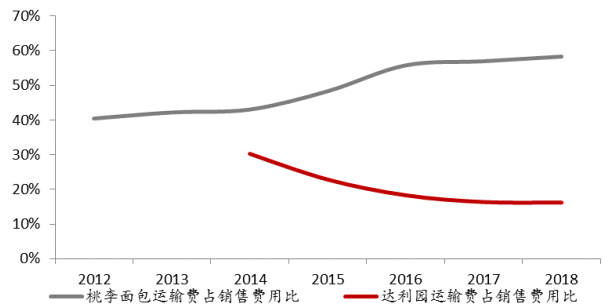
资料来源：川财证券研究所

图 40: 绝味的销售费用中运输费用占比高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 41: 桃李面包销售费用中运输费用占大部分



资料来源：公司公告，川财证券研究所

以绝味食品供应链为例，整体来看上游原料端采购的规模效应、中游生产端贴近市场的布局、下游门店端的强覆盖相互协同形成的供应链优势是休闲卤制品行业的核心竞争力。

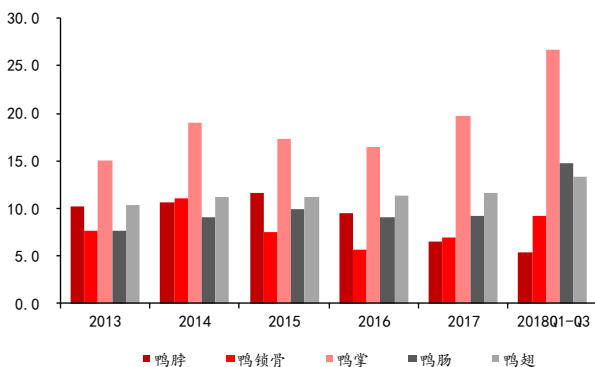
从上游采购端来看，绝味食品的采购原材料为鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等产品，2013-2018Q3 总计采购量分别为 8.06、7.64、9.18、9.10、9.52、7.06 万吨；周黑鸭主要采购两类鸭，即为鸭肉产品采购麻鸭、为鸭副产品采购

樱桃谷鸭，2013-2015 年总计采购量分别为 3.00、3.91、5.25 万吨。可以看到，2013-2015 年绝味食品的采购量为周黑鸭两倍左右，规模效应下议价能力更强，反映到采购单价上绝味采购价更为便宜，绝味食品 2013-2015 年采购价分别为 1.00、1.15、1.13 万元/吨，周黑鸭同期采购价分别为 1.14、1.38、1.43 万元/吨。

从中游生产端来看，绝味在全国设立了 28 个全资生产型子公司，配送范围涵盖 300 公里范围内的门店，成功构建了“紧靠销售网络、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系，从而实现直接、快捷、低成本的产品配送效果，进而保障了门店的快速扩张；煌上煌在江西、广东、福建、辽宁、河南、广西投资建设六大生产基地，未来将形成“4 大基地+若干小基地”的生产基地布局，打造“贴近市场、供应及时、产品新鲜、质量保证”的全方位供应链体系；而周黑鸭目前仅在武汉、河北、广东设厂，未来将打造“1+N”供应链模式，该模式能够减缓初期固定资产投入的资金压力，但存在运输成本更高的问题。

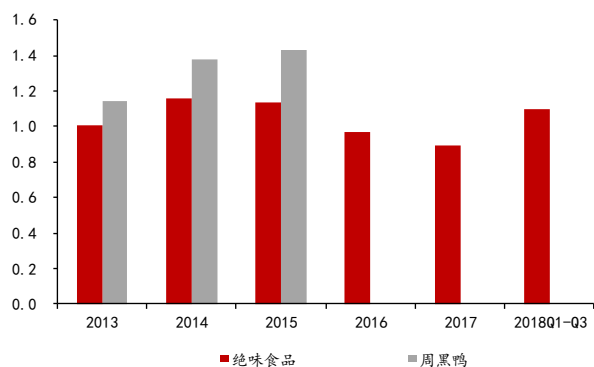
从下游门店终端数量及管理模式来看，绝味门店数量超过 1 万家，在核心城市密集布局，此外为加强产品质量控制，公司采取门店每日报单、公司每日集中生产和每日物流配送的每日销售报单模式；煌上煌近年来加快开店步伐，当前门店数量接近 3800 家，公司牵头规划物流线、部分优秀加盟商购置冷藏车并配备司机，为该物流线上的所有加盟店进行产品配送，实现全程“冷链”每日配送；而周黑鸭门店数仅为 1288 家，通过自营门店网络覆盖全国 12 个省市，此外在“中央厨房+直营店”模式下，公司引进 ERP 管理系统，门店实现实时配送，每天安排 2-3 次的产品配送。

图 42：绝味主要原材料采购价格（元/公斤）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

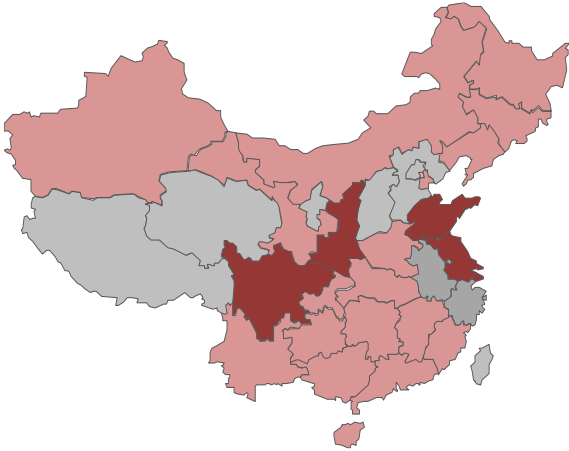
图 43：绝味主要原材料采购价格低于周黑鸭



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 44：绝味在全国搭建了 28 个生产基地



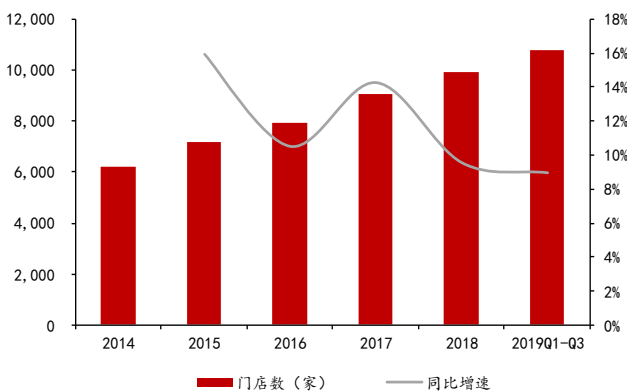
资料来源：川财证券研究所，注：深色区域拥有 2 个生产基地，浅色区域拥有 1 个生产基地，灰色区域暂无生产基地

图 45：煌上煌、周黑鸭打造大基地生产体系



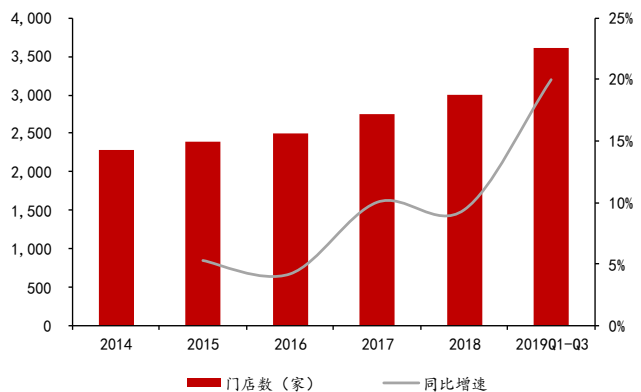
资料来源：川财证券研究所，注：深色区域为煌上煌生产基地，浅色区域为周黑鸭生产基地，灰色区域暂无生产基地

图 46：绝味食品门店处于快速扩张期



资料来源：公司调研，川财证券研究所

图 47：煌上煌门店扩张速度加快



资料来源：公司调研，川财证券研究所

4.3 电商渠道快速增长的两个行业

传统渠道竞争激烈，互联网电商红利虽然已经过去大部分，但在快消品中目前仍然有部分行业正处于快速成长的渠道红利中。

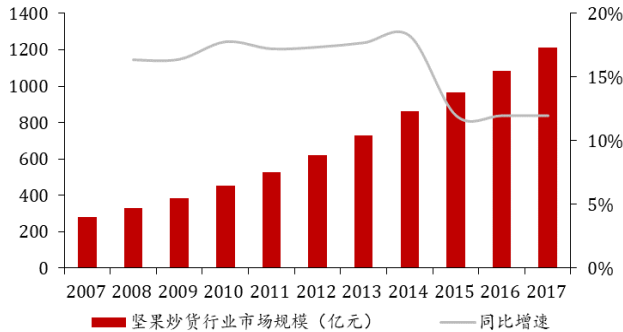
4.3.1 坚果炒货持续高增长，O2O 全渠道为未来趋势

坚果炒货行业持续高速增长，未来提升空间大。当前坚果炒货行业呈现大行业小公司的竞争格局，据中国食品工业协会数据显示，国内坚果炒货市场规模从 2007 年的 283.1 亿元提升至 2017 年的 1214.0 亿元，CAGR 高达 15.67%；但行业集中度较为分散，CR5 仅为 17.0%，考虑到我国主要坚果人均消费量偏低，未来具备品牌、产品、渠道优势的恰恰食品、三只松鼠有望脱颖而出，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

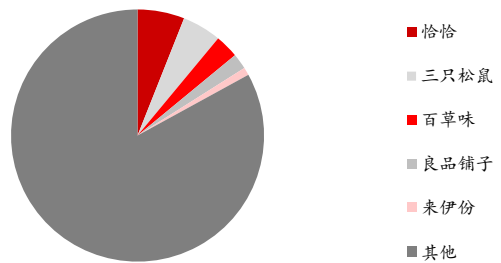
持续提升市场份额。

图 48：中国坚果炒货行业景气度较高



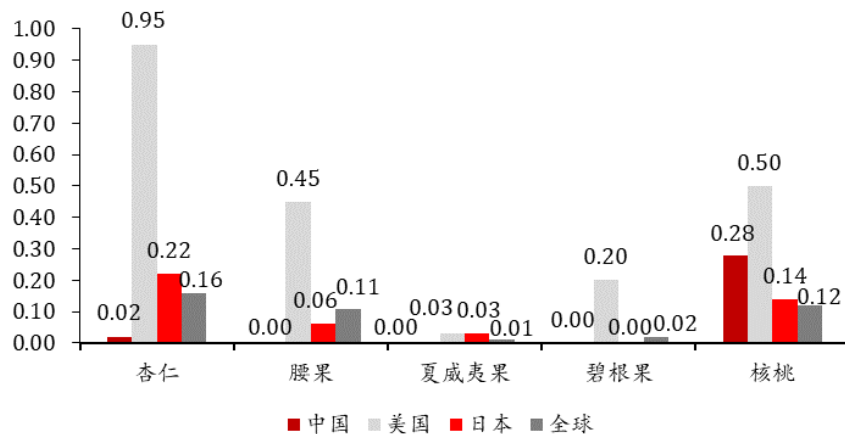
资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

图 49：坚果炒货行业 CR5 为 17.0%



资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

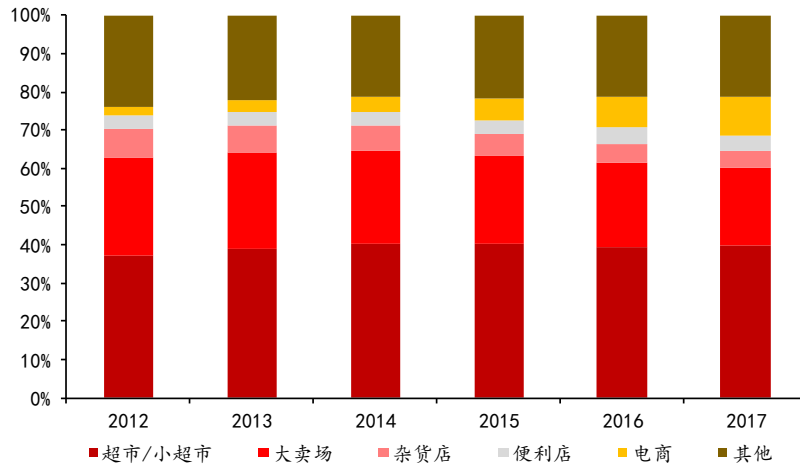
图 50：我国主要坚果人均消费量偏低 (千克/年)



资料来源：INC，川财证券研究所

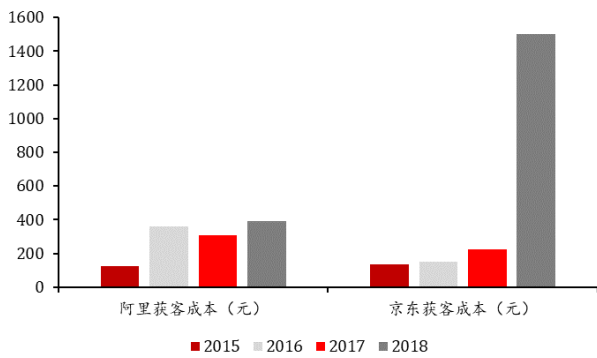
商超渠道仍为主要阵地，但电商渠道快速崛起，未来将形成 O2O 全渠道销售模式。一方面，线上企业逐步加快线下布局，通过全渠道布局来应对线上流量的高边际成本。百草味利用好想你的线下门店开启多元营销推广，并在杭州开设了第一家线下直营店；而三只松鼠开设线下投食店超过 80 家。另一方面，传统线下企业也纷纷入局线上渠道，其中恰恰通过每日坚果打开电商渠道，之后良品铺子、百草味也纷纷布局电商渠道。

图 51：商超渠道仍为主要市场，但电商渠道占比持续提升



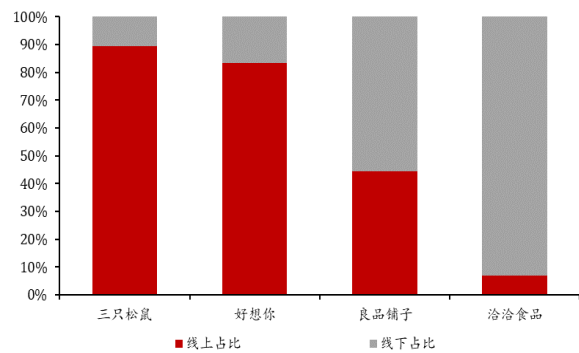
资料来源：贝恩公司，川财证券研究所

图 52：阿里、京东平均获客成本逐步提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 53：坚果类企业纷纷开启多元化布局

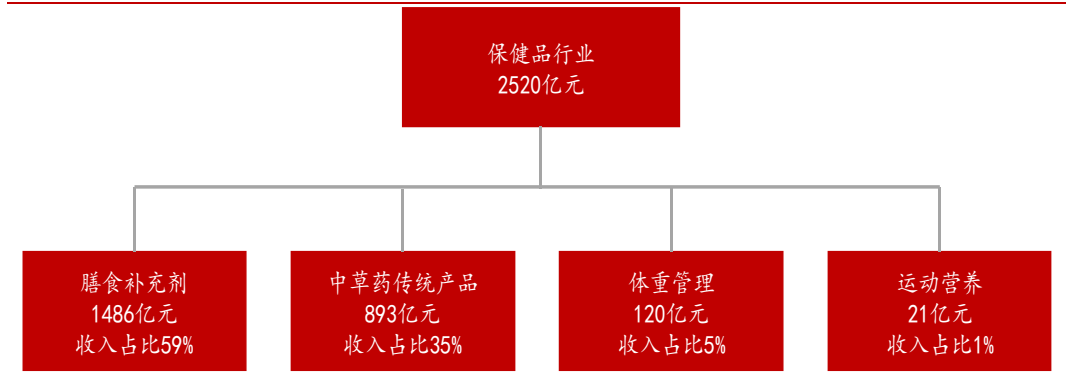


资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.3.2 保健品处于快速发展期，未来增长空间大

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

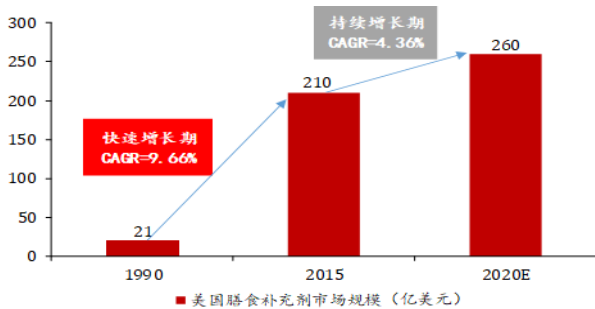
图 54：2018 年保健品行业四个细分领域



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

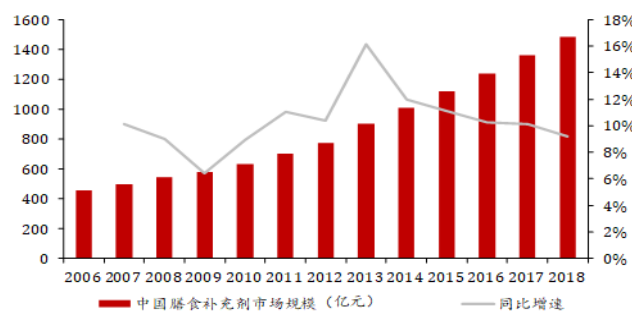
复盘美国膳食补充剂市场发展历程，当前我国仍处于快速发展期。美国膳食补充剂历史增长路径可大致分为快速增长期和持续增长期，快速增长期收入规模从 1990 年的 21 亿美元快速提升至 2015 年的 210 亿美元，期间 CAGR 为 9.66%；2015 年以来美国步入持续增长期，期间 CAGR 下滑至 4.36%。对标美国行业发展路径，当前我国仍处于快速发展期。

图 55：美国膳食补充剂行业历史增长路径



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

图 56：2006-2018 年中国膳食补充剂市场规模



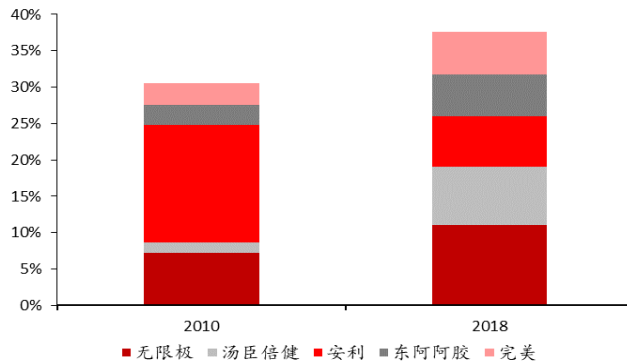
资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

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

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

近 60% 的市占率，未来我国膳食补充剂行业集中度有望持续提升。

图 57：中国膳食补充剂 CR5 市占率快速提升



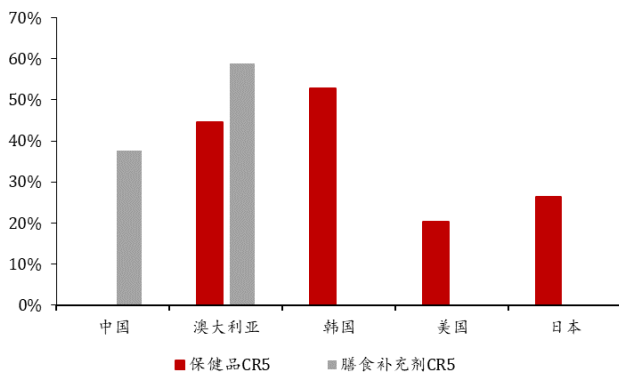
资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

表格 9. 各国保健品法规门槛差异明显

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

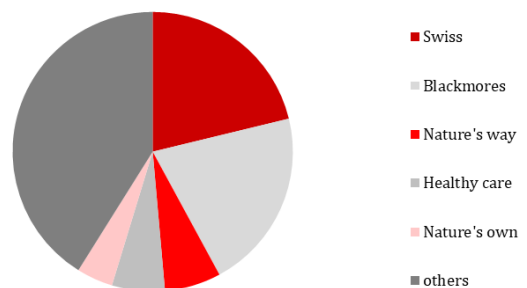
资料来源：《国际保健品管理的比较研究》，川财证券研究所

图 58：保健品及膳食补充剂 CR5 市占率情况



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

图 59：澳洲市场膳食补充剂 CR5 为 58.9%

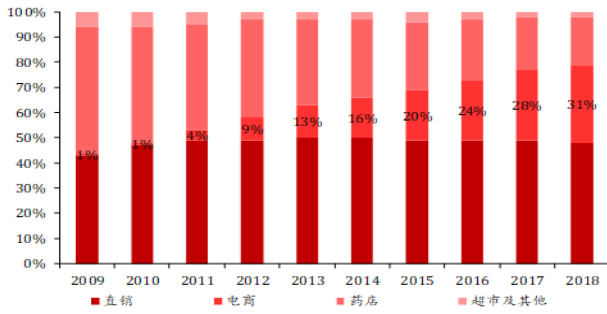


资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

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

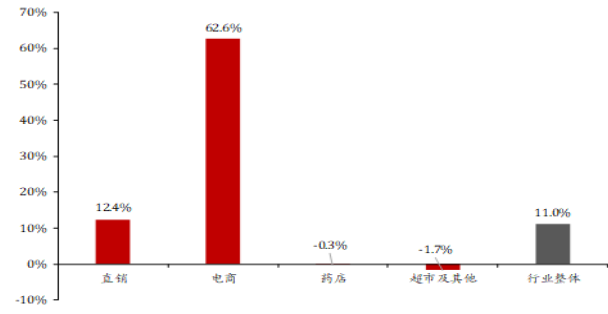
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 60：中国膳食补充剂行业渠道占比



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

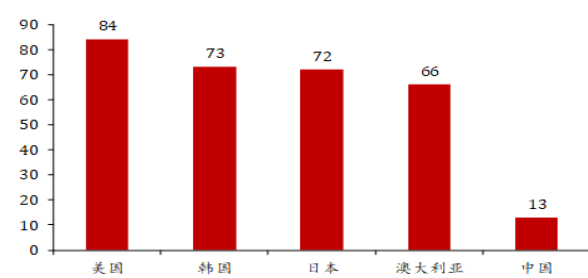
图 61：2016-2018 年各渠道销售收入 CAGR 情况



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

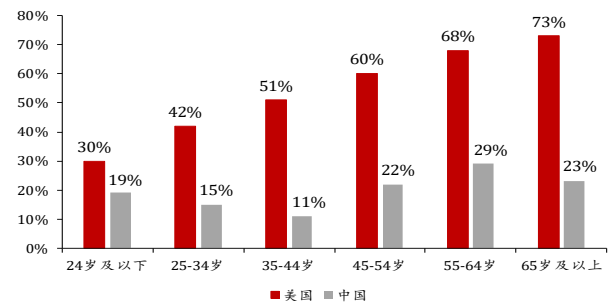
未来膳食补充剂行业扩容的驱动力主要来自：1) 购买人群收入水平提升带动消费金额增加；2) 老龄化趋势加快带来消费渗透率的提升。我们认为，短期来看，到 2023 年国内膳食补充剂行业规模有 70% 的提升空间；长期来看，膳食补充剂行业还有 3-4 倍的提升空间，行业增长空间巨大。

图 62：中国膳食补充剂人均消费额偏低



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

图 63：中国渗透率仅为 20%



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

表格 10. 中国、美国、日本膳食补充剂行业空间测算

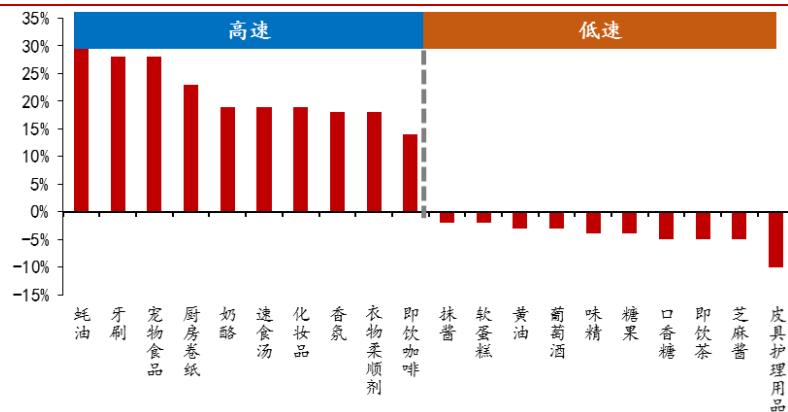
	人均消费金额 (美元)	渗透率	全民人均消费金额 (美元)
美国	84	60%	50.4
日本	72	40%	28.8
中国 (当前)	13	20%	2.6
中国 (2023E)	18	25%	4.5
中国 (长期)	30	40%	12.0

资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

4.4 发力新品类是快消品主要增长点

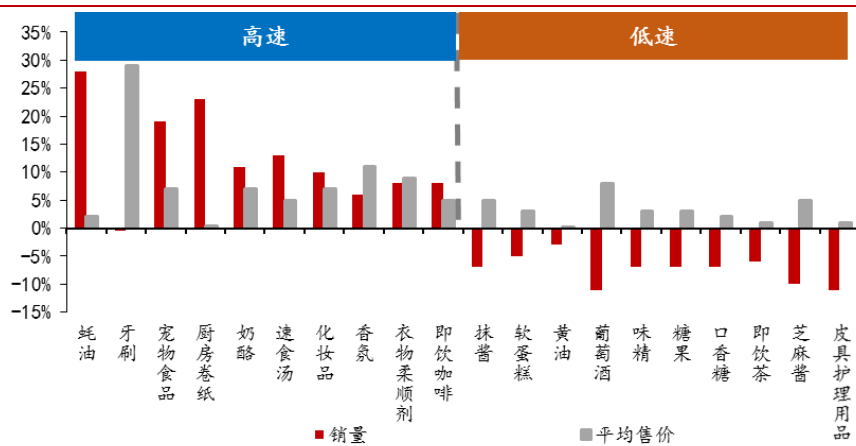
受到整体消费能力的影响，消费品的增量市场较少，但如果探寻近几年大众消费品中增长较为迅速或者下降较为迅速的品类，他们的增长或者下降并非是因为价格因素，而主要是销量因素，下降迅速的品类恰好是目前存量市场竞争依然激烈或者增量空间不大的行业，由此我们认为通过目前固有渠道以及资金优势，推出新品类并做大是当前经济环境下面对激烈竞争的消费企业较为明智的策略选择。

图 64：主要区域酒企近期价格及库存情况



资料来源：贝恩，凯度咨询，川财证券研究所

图 65：快速发展或者下降品类的量价拆分



资料来源：贝恩，凯度咨询，川财证券研究所

表格 11. 打造新品类是部分优秀消费企业的共性

上市时间	公司	推出的新品类	上市后表现
2009年初正式推向市场, 2012年开始在全国铺货上市	光明	莫斯利安常温酸奶	上市后创公司单品月度销售记录, 销售速度是其他光明常温奶面世时的4倍, 2009年销售1.5亿元, 2010年销售约2亿元。公司2010年12月正式将莫斯利安推向全国, 2011年1-9月份销售5亿元(不含税); 2012年实现12亿元收入; 2013年莫斯利安常温酸奶实现销售收入32.2亿元, 同比增长106.5%, 占收入比重提升至20%; 2015年莫斯利安常温酸奶实现销售收入59.6亿元, 同比增长85%, 2016年起莫斯利安增速开始放缓
2013年末	蒙牛	纯甄常温酸奶	纯甄2016年销售额60亿; 2017年纯甄销售额已达到78亿, 超过莫斯利安跻身行业第二; 2018年, 纯甄年销售额同比增长27%, 达到百亿
2013年末	伊利	安慕希常温酸奶	安慕希在2016年将超越莫斯利安, 营收达到70-80 亿; 2017年突破百亿; 2018年收入达170亿元; 2019年收入超200亿元, 成为首个突破200亿规模的乳品大单品
2015年4月	沃隆	每日坚果	2017年沃隆销售额突破了10亿, 2018年上半年已达5.5亿, 光是每日坚果这一品类, 就贡献了目前沃隆90%以上的销售额
2015年	涪陵榨菜	四川泡菜	2018年收入达1.5亿元, 占总收入比7.7%
2016年	洽洽食品	小黄袋每日坚果	产品上市两年后, 2018年销售额突破5亿元
2017年4月	香飘飘	液体奶茶 (MECO牛乳茶、兰芳园丝袜奶茶)	2017年上市后当年销售额为2.2亿 (收入占比8.23%); 2018年销售为2.2亿 (收入占比6.72%)
2017年9月	好想你	每日坚果	每日坚果被百草味视为年度爆品, 有着“上线20秒卖出15万包, 三个月销售额破亿”的骄人战绩
2018年9月	三只松鼠	每日坚果	2018年9月份三只松鼠每日坚果正式上线, 到现在为止已销售2.1亿袋, 天猫平台市场占有率百分之二十五, 全渠道销售达到了7.65亿元
2018年三季度	香飘飘	果汁茶	2018年上市后当年销售额为2亿 (收入占比6.2%); 2019年上半年销售为5.9亿 (收入占比42.7%)
2019年四季度	娃哈哈	果汁茶	娃哈哈新品果汁茶有金桔柠檬和百香芒果两种口味, 果汁含量达到10%以上, 明年有望实现放量

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

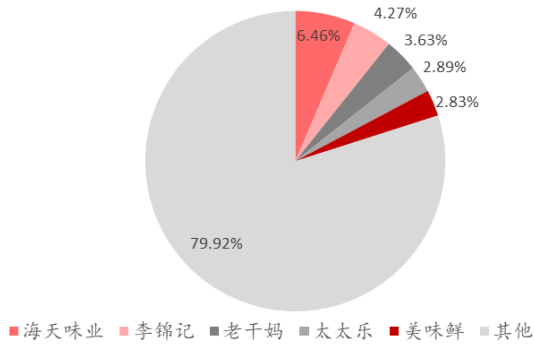
4.4.1 调味品头部企业可向多种品类拓展, 行业提价周期即将到来

调味品品类众多, 且行业内中小企业数量庞大, 行业格局分散。由于我国各地区风味差异较大使得各地企业调味品企业多生产符合本地区消费者口味的产品, 调味品较强的消费黏性使得本地消费者接受全国化品牌的难度大, 因此调味品全国化扩张难度大, 集中度较其他行业低, 具体来看, 酱油、食醋、料酒以及火锅底料 CR3 分别为 25%、13.3%、24.5%、26%, 食醋行业集中度最低, 相较于其他调味品细分行业, 蚝油是当前除酱油外市场格局最清晰的行业。

由于渠道为行业重要壁垒, 头部企业渠道实力的增强意味着行业集中度的不断提升。2019 年主要调味品公司均通过渠道下沉以对冲行业压力, 其中海天味业、中炬高新等企业持续加大经销商开拓力度, 市场份额进一步向龙头集中, 调味品行业集中度提升的中长期逻辑仍在延续, 同时由于头部企业拥有目前市场上最优秀的经销网络以及雄厚的资金实力, 由他们去打造自身尚未拥有的成熟品类或全新品类的成功率会比较高, 再叠加目前调味品市场仍有相当大的市场空间以及行业格局非常分散, 头部企业仍大有可为。

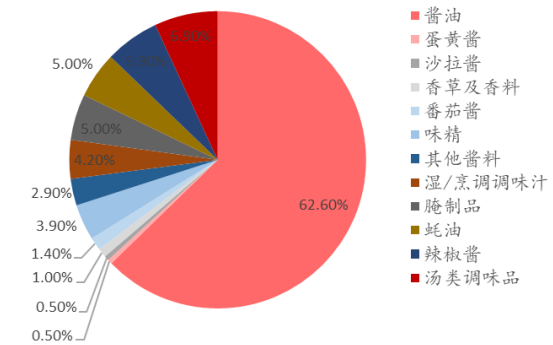
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 66：2018 年调味品市场竞争格局



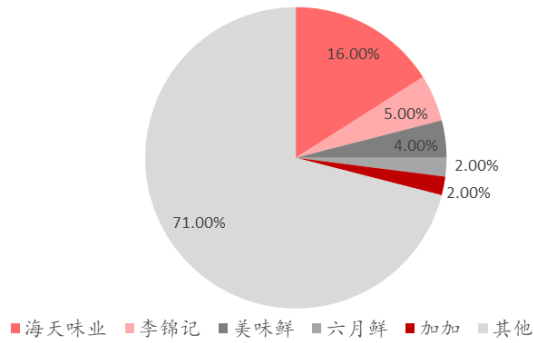
资料来源：前瞻产业院，川财证券研究所

图 67：2018 年中国调味品产业各细分子行业格局



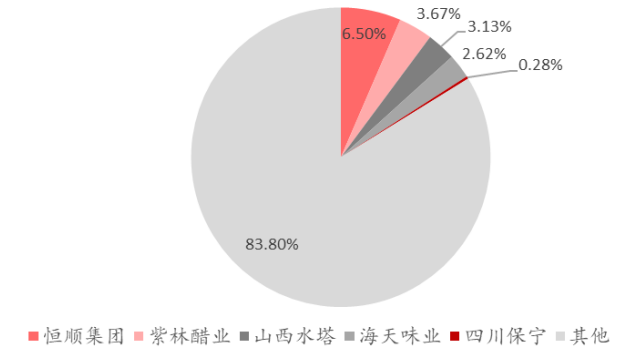
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 68：2017 年酱油行业竞争格局



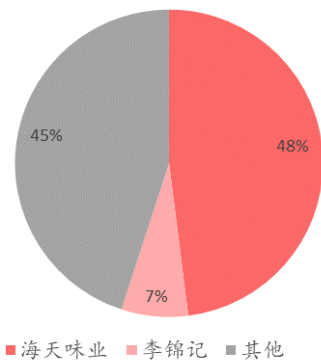
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 69：2018 年食醋行业企业份额占比



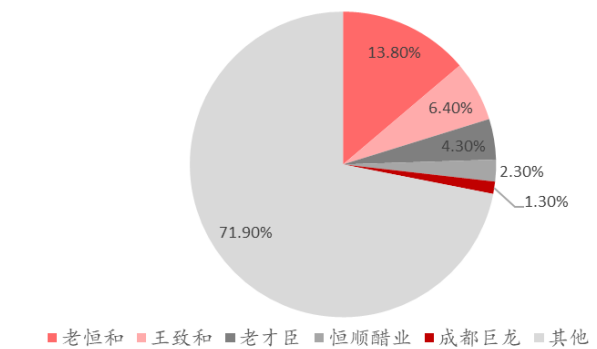
资料来源：中国调味品协会，川财证券研究所

图 70：2017 年蚝油行业竞争格局



资料来源：欧睿，川财证券研究所

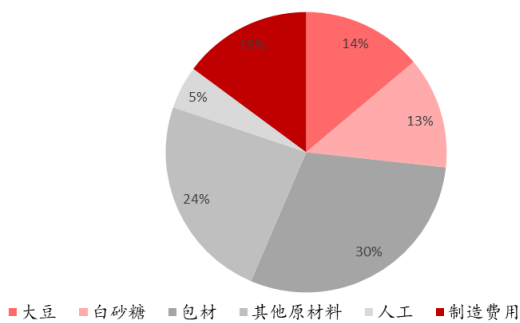
图 71：2012 年料酒行业各企业零售额占比



资料来源：产业信息网，公司公告，川财证券研究所

预计明年调味品将进行提价。今年玻璃、大豆、豆粕、白糖等成本提升明显，同时考虑到调味品提价周期通常稳定在 2-3 年，而上一轮提价为 2017 年，预计明年年初调味品行业通过提价来转移成本的概率较大。但相较于 2017 年的提价周期，本轮提价周期将在经济增速放缓的背景下进行，因此企业对提价的决策将更为谨慎。据经销商反馈，目前海天味业渠道库存较大叠加价格已接近李锦记，终端提价难度较上一轮提价更大，但调味品终端粘性较高、具有风味壁垒、价格基数较低、消费者价格敏感度偏低，调味品龙头企业或通过高频小步提价来实现规模及利润的双增长。

图 72： 调味品成本中，包材占比最大



资料来源：wind，川财证券研究所

图 73： 玻璃及塑料价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所，注：截止 2019 年 10 月

4.4.2 乳制品成本温和上涨以及竞争差异化，竞争依然激烈但有望趋缓

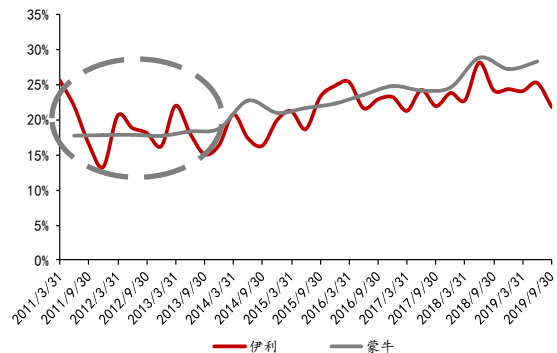
根据中国农业部数据，18 年 7 月开始，国内生鲜乳均价出现上涨 14.54%，今年整体，由于奶牛生产周期较长，预计未来 1-2 年奶价仍将持续上涨。从两家头部企业来看，从今年三季度开始已经开始收缩促销费用，参考 2011 年之后的成本上涨行情，未来竞争有望趋缓。

图 74： 成本温和上涨



资料来源：wind，川财证券研究所

图 75： 伊利和蒙牛的销售费用率

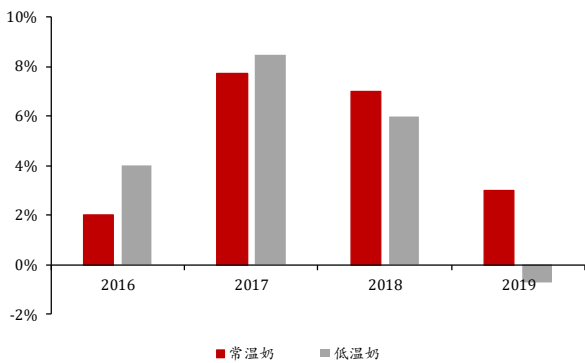


资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

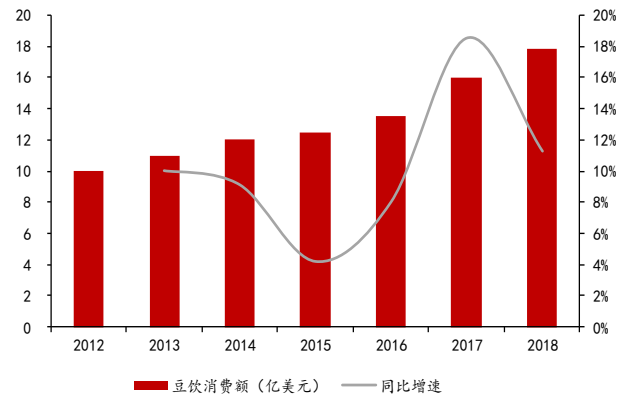
头部企业逐步向综合食品饮料企业发展。2017年伊利开始推出“植选”豆乳饮品，2018年公司成立康饮事业部，推出焕醒源能量饮品，2018年底公司成立奶酪事业部，公司开始发展国内奶酪品类，2019年收购阿尔山水知道矿泉水公司，10月推出中高端矿泉水新品“伊刻活泉”，2019年9月，伊利推出了伊利味可滋奶茶。通过不断拓展新的品类逐渐与公司原有渠道互相补充，截止目前伊利除了拥有国内最优秀的乳制品经销网络外，在奶粉、冷饮等渠道上也已经逐渐成为业内领先，未来有望通过不断推出新品类去增强企业的渠道，完善企业短板。

图 76： 1H19 常温奶、低温奶增速均有放缓



资料来源：尼尔森，注：截止2019年10月

图 77： 豆饮消费额保持较快增长



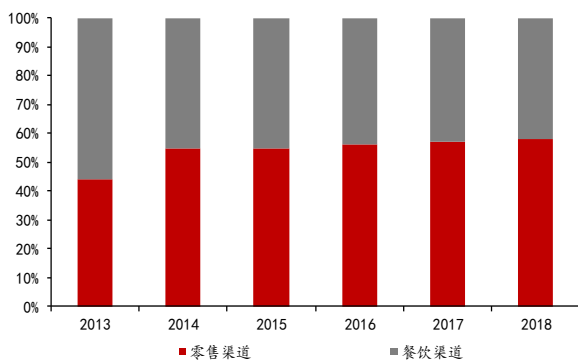
资料来源：欧瑞咨询，川财证券研究所

图 78： 中国奶酪消费量仍保持较快增速



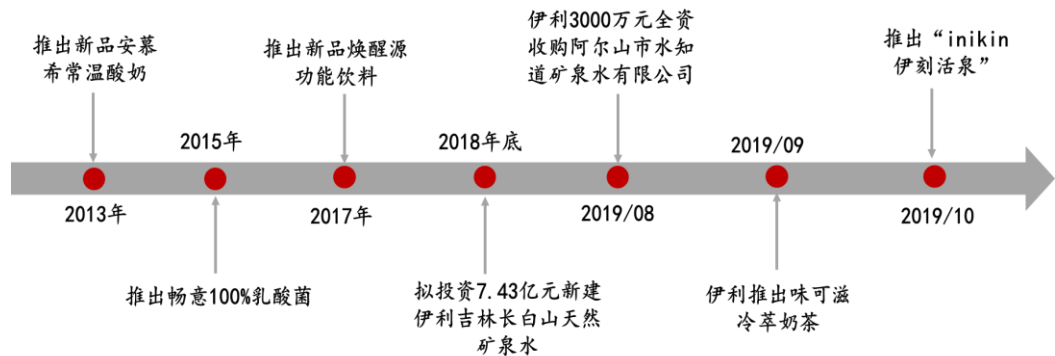
资料来源：欧瑞咨询，川财证券研究所

图 79： 中国奶酪分渠道占比



资料来源：欧瑞咨询，川财证券研究所

图 80：伊利不断推陈出新，产品品类呈现多元化趋势

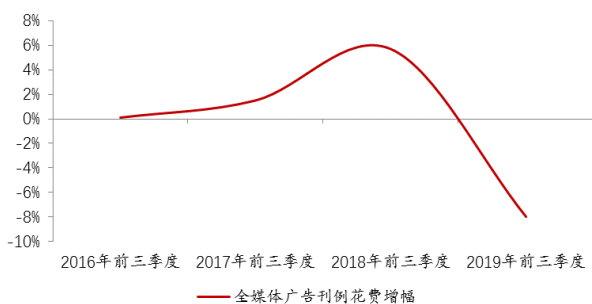


资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、从营销的角度看待目前消费品的策略选择

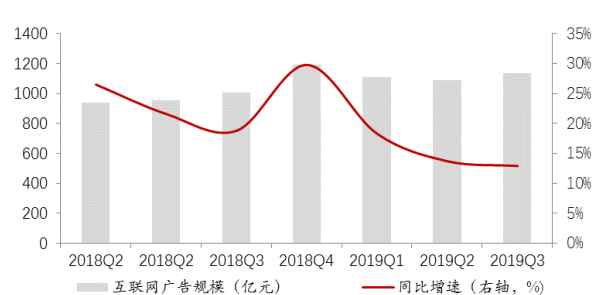
受整体经济影响，广告行业整体增速显著下降。据 CTR 数据显示，2019 年前三季度全媒体刊例投放下降 8.0%，创三年新低；互联网广告方面增速也持续下滑。从上市公司广告业务来看，很明显可以看到中国广告规模正持续萎缩，但具体来看效果类广告投入依然较为旺盛，品牌类广告萎缩比较明显。我们结合当前经济特征，目前各行业基本处于存量竞争中，各行业的头部企业正在不断提升市占率，侵占非正规或者中小型企业市场份额，而这部分企业所处的竞争格局优秀，在提升市占率过程中由于自身品牌已经较强，在品牌费用的投放上并不会过热，所以整体来看在当前经济环境下营销周期目前处于较为低迷的时期。

图 81：广告增速为-8%为历史新低



资料来源：CTR，川财证券研究所

图 82：广告行业增速持续下滑



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

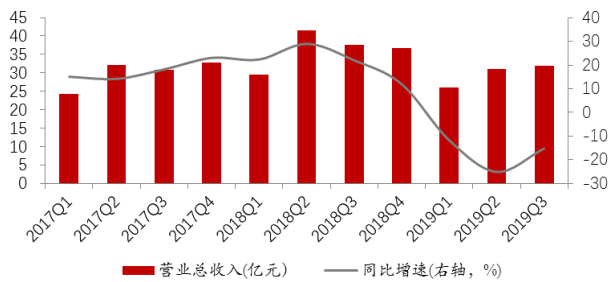
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 12. 互联网行业广告中仅效果广告增长优秀

		2019Q1		2019Q2		2019Q3	
		人民币 (亿元)	同比增长	人民币 (亿元)	同比增长	人民币 (亿元)	同比增长
国内	阿里巴巴	301.2	25.0%	419.5	26.9%	413.0	25.2%
	百度	176.6	2.8%	192.4	-8.7%	204.3	-9.1%
	腾讯	133.8	25.2%	164.1	16.3%	183.7	13.0%
	爱奇艺	21.2	0.4%	22.0	-16.0%	20.7	-13.7%
	微博	23.0	20.6%	25.5	4.1%	28.9	2.7%
	网易	4.4	-5.0%	5.8	-8.2%		
	搜狗	15.8	14.0%	19.0	6.0%	20.4	16.1%
	哔哩哔哩	1.1	59.7%	2.8	68.5%	5.3	73.7%
腾讯	媒体广告	34.8	5.0%	44.0	-7.0%	37.0	-28.0%
	社交及其他广告	99.0	34.0%	120.1	28.0%	147.0	32.0%
		美元 (亿元)	同比增长	美元 (亿元)	同比增长	美元 (亿元)	同比增长
海外	Google	307.2	15.3%	326.0	16.1%	339.2	17.1%
	Facebook	149.1	26.4%	166.2	27.5%	173.8	28.4%
	Amazon	27.2	34.0%	30.0	36.8%	35.9	43.7%

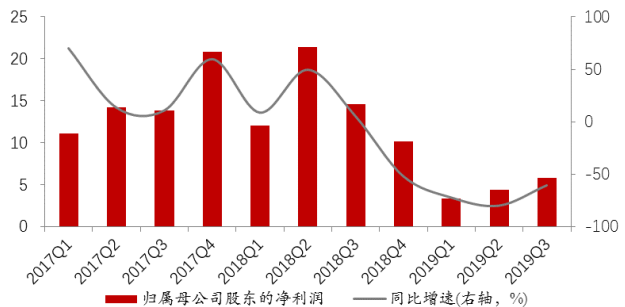
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 83: 作为品牌广告商的分众传媒也持续下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 84: 作为品牌广告商的分众传媒也持续下滑

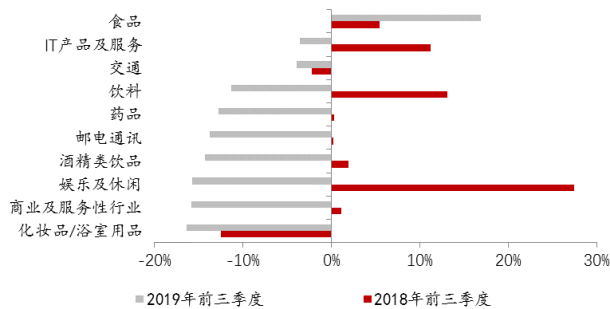


资料来源: Wind, 川财证券研究所

我们认为对于当下的头部企业竞争格局较好的消费品营销策略来说, 在品牌广告投入性价比较低的情况下, 在其他方面的营销策略将是我们重点关注的, 例如如何调动经销商的能量, 如何与消费者更友好深入沟通。

对于当下竞争格局一般的企业来说, 我们认为在经济较差的时期, 依然要合理保证企业自身发展战略持续推进, 保持品牌影响力与曝光度, 大量优秀企业的快速发展都是来自于经济较差时期。

图 85：19 年只有食品行业没有缩减投放预算



资料来源：CTR，川财证券研究所

六、消费力、集中度、竞争格局，三维度选机会

消费公司在经济放缓阶段一般都有不错的表现，但回顾本轮市场大幅上涨的股票可以发现，除了食品饮料行业之外，也有像部分消费电子、游戏、保险、免税、轻工、连锁药店以及很多优秀的行业龙头也上涨了许多，其背后的核心因素为目前经济增速放缓、贸易战的不确定性以及外部资金进入等大环境有关，市场对业绩以及长期经营的确定性给予更高的估值溢价，那么在对于明年的投资策略上，首先考虑的是当前中美已达成初步协议，则市场对于确定性的溢价或有所减少，基于此并结合前文所分析的行业层面的变化，我们认为 2020 年的机会主要来自于三个大方向。

- 1) 高端消费依然旺盛。高端白酒的竞争格局较为稳固，在高端消费依然旺盛的情况下，其业绩确定性强，建议关注茅台、五粮液、泸州老窖。
- 2) 行业集中度持续提升。卤制品、烘焙行业、坚果炒货以及保健品行业仍较为景气，卤制品以及烘焙行业头部企业的核心竞争力已经受到市场验证，坚果炒货与保健品仍处于持续成长的赛道，建议关注绝味食品、煌上煌、桃李面包、洽洽食品、三只松鼠、汤臣倍健等。
- 3) 竞争格局优秀且向新品类拓展。调味品与乳制品的头部企业逐渐向大型综合食品饮料公司发展，公司护城河深厚，有望借助自身实力以及经销网络持续拓展新的品类以及新的渠道，短期来看相较于过去的激烈竞争态势，未来有望缓和，长期来看这些企业正持续向综合食品饮料龙头发展。建议关注海天味业、伊利股份等。

表格 13. 相关标的估值一览

日期	2019/12/15	股价	总市值	EPS			PE			
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
600519.SH	贵州茅台	1,163.0	14,609.6	34.5	41.1	48.4	33.8	28.3	24.0	
000858.SZ	白酒	五粮液	129.5	5,027.5	4.5	5.5	6.6	28.8	23.4	19.6
000568.SZ		泸州老窖	82.0	1,201.1	3.2	4.0	4.8	25.6	20.6	17.0
		平均值						29.4	24.1	20.2
603517.SH	卤制品	绝味食品	43.7	266.1	1.3	1.6	1.8	33.5	28.0	23.6
002695.SZ		煌上煌	16.4	84.2	0.5	0.7	0.8	34.9	25.0	19.3
		平均值						34.2	26.5	21.5
002557.SZ	坚果	洽洽食品	35.6	180.6	1.1	1.3	1.5	33.3	28.4	24.3
300783.SZ		三只松鼠	63.1	253.1	0.9	1.2	1.5	66.5	51.8	40.9
		平均值						49.9	40.1	32.6
603288.SH	调味品	海天味业	107.5	2,902.9	2.0	2.3	2.7	55.1	46.2	39.2
600887.SH	乳制品	伊利股份	30.7	1,868.8	1.2	1.3	1.5	26.5	24.3	21.1
603866.SH	烘焙	桃李面包	45.0	296.6	1.1	1.3	1.6	41.0	34.3	28.4
300146.SZ	保健品	汤臣倍健	15.2	240.1	0.7	0.9	1.1	20.4	16.6	13.6

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业作为消费品的销售渠道,其表现由宏观经济与居民收入决定。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高,如发生重大食品安全事件,消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑,造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大,若原材料价格短期内迅速增长,将造成业绩不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

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

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

重要声明

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

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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

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

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

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

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

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

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004