

## 把握确定性，寻找高弹性

行业投资策略

陈文倩（分析师）

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号：S0280515080002

王言海（联系人）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280118100002

王萌（联系人）

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280117090007

孙颖（联系人）

证书编号：S0280118090017

张向伟（联系人）

证书编号：S0280119090008

### ● 白酒行业周期弱化背后是龙头品牌的结构性长期繁荣。

第一，行业竞争格局逐步走向固化，在传统白酒的核心赛道上，现有主流品牌在区域和价位段的地位难以改变和超越。首先，酒企管理日臻完善，管理、营销短板得到补齐，现代企业制度逐步建立，市场竞争从单一要素竞争转向品牌、营销和管理等系统化竞争；其次，消费主权时代下，品牌型消费将更快地取代流行性消费；再次，渠道端集中度提升是大势所趋，（经销商、终端商等）优选经销品牌，更加追求资金周转效率，即商品变现能力，与区域或价位龙头品牌深度捆绑是最务实转型之路。第二，竞合是强强联合下的竞合，传统白酒赛道马太效应持续加强具有历史性。第三，龙头品牌优先聚焦高价位、高毛利赛道（高投入能力与潜力），而后多品系拓展挤占渠道、区域占优品牌；区域酒企如无卖更高价位能力，而又无法在全国面上占据某一核心主流价位，则发展空间必将受限。

### ● 啤酒高质高价的社交场景拓展支撑提价与利润持续改善。

龙头积极推动产能去化，产品结构升级，未来盈利能力将由价格端驱动，中长期随着产品结构改善、落后产能清理、企业费用率削减，盈利能力有望继续提升，而支撑其持续提价的动力是产品力回归（产品规格创新、高品质）与适用场景的拓展（如商务）。

### ● 投资策略：把握板块业绩增长确定性，寻找边际改善乃至反转与顺势而为的高弹性。

白酒板块区域或价位有护城河的品牌更具优势：茅台、五粮液、国窖地位稳固，尽享高端扩容红利，辅之品牌赋能下多品系战略汇量增长，确定性强；洋河、汾酒、水井坊等处于次高端价位高弹性，虽竞争加剧，其快速扩容趋势不变，是区域龙头潜力增量价位；大众价位段仍是区域白酒存量主销价位，也是区域龙头依靠内部产品结构提档升级的利基价位，以古井、今世缘、口子窖为典型代表；百元以下量跌价升，在15元、25元和50元三个核心价位段核心在集中度，未来在提价，考验京味儿二锅头、东北老村长、名酒光瓶、地产光瓶及新兴光瓶等不同流派光瓶酒综合能力，其中京味儿文化（顺鑫农业）牛栏山二锅头及名酒玻汾已逐步从板块走向全国。啤酒高质高价社交场景的延展是支撑提价与利润持续改善的根本动力，是竞争格局稳固后品类的二次机会，积极关注重庆啤酒、华润啤酒、青岛啤酒；大众品把握龙头，寻找餐饮产业链优质品种，调味品、速冻食品坚守一线，掘金二线，关注中炬高新、涪陵榨菜、安井食品、绝味食品。

### ● 风险提示：宏观经济持续下行、原材料价格上涨、食品安全等风险

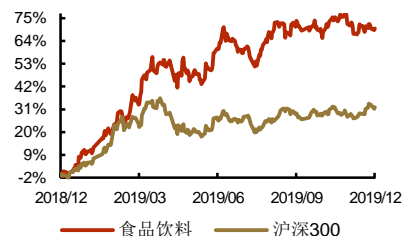
### 重点推荐标的业绩和评级

证券代码	股票名称	2019-12-24 股价	EPS			PE			投资评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
000568.SZ	泸州老窖	82.05	2.44	3.18	4.04	33.63	25.8	20.31	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	128.7	3.41	4.44	5.45	37.74	28.99	23.61	强烈推荐
600519.SH	贵州茅台	1,148.0	29.63	34.47	42.99	38.74	33.3	26.7	强烈推荐
600600.SH	青岛啤酒	50.3	1.05	1.31	1.43	47.9	38.4	35.17	推荐
600809.SH	山西汾酒	85.15	1.68	2.18	2.69	50.68	39.06	31.65	强烈推荐
600872.SH	中炬高新	38.19	0.76	1.08	1.31	50.25	35.36	29.15	推荐

资料来源：新时代证券研究所

### 推荐（维持评级）

### 行业指数走势图



### 相关报告

《消费税改革消息致白酒股价波动，关注三季报与秋糖反馈》2019-10-13

《茅台批价合理回归，高端酒长期逻辑不变》2019-10-08

《高端白酒节后需求稳定，股价表现优异》2019-09-22

## 目 录

1、 板块 2019 年上涨 69% .....	5
1.1、 白酒以 97.11%涨幅领先板块 .....	5
1.2、 基金持仓食品饮料 8.45%，青睐 DCF 定价 .....	6
2、 白酒：行业周期弱化背后是龙头品牌的结构性长期繁荣 .....	7
2.1、 我国白酒行业收入、利润仍保持稳健增长 .....	7
2.2、 复盘行业周期：周期减弱，龙头持续受益 .....	9
2.3、 继续把握两端业绩确定性，寻找估值优势下边际改善或反转 .....	10
2.3.1、 茅台、五粮液、国窖地位稳固，确定性强 .....	10
2.3.2、 次高端价位高弹性，虽竞争加剧，其快速扩容趋势不变，是区域龙头潜力增量价位 .....	11
2.3.3、 大众价位段仍是区域白酒存量主销、利基价位 .....	12
2.4、 板块投资策略：把握白酒业绩确定性，寻找边际改善、反转与顺势的高弹性 .....	13
3、 啤酒：高质高价的社交场景拓展支撑提价与利润持续改善 .....	15
4、 大众消费品：把握乳业龙头，寻找餐饮产业链优质品种 .....	17
4.1、 乳制品：竞争加剧，龙头受益 .....	17
4.1.1、 奶价承压，行业增长乏力 .....	17
4.1.2、 双寡头竞争激烈，集中度继续提升 .....	18
4.1.3、 盈利分化，伊利强者恒强 .....	18
4.2、 调味品：坚守一线，掘金二线 .....	19
4.2.1、 竞争格局：小产品、大市场，格局持续改善 .....	19
4.2.2、 量价关系：龙头有望带动提价，毛利上行盈利提升 .....	20
4.2.3、 渠道分析：餐饮渠道为必争之地，先发优势铸就强护城河 .....	22
4.2.4、 攻守兼备，一二线龙头皆可圈可点 .....	22
4.3、 速冻食品：餐饮产业链的优质赛道，关注火锅料制品 .....	22
4.3.1、 市场持续扩容，集中度有待提升 .....	22
4.3.2、 龙头企业受益餐饮连锁化趋势 .....	23
4.4、 休闲食品：万亿赛道，深挖细分龙头 .....	24
4.5、 卤制品：行业成长性佳，消费粘性好 .....	27
5、 重点公司估值 .....	29
6、 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1： 2019 年年初至今涨跌幅前十行业（申万） .....	5
图 2： 2015 年至今食品饮料涨跌幅 .....	5
图 3： 2019 年初至今食品饮料子板块(申万)涨跌幅(%) .....	5
图 4： 基金重仓持股食品饮料比例变化（未作调整） .....	6
图 5： 北上资金持股主要白酒市值占其流通 A 股(%) .....	7
图 6： 北上资金持主要食品市值占其流通 A 股(%) .....	7
图 7： 北上资金持股啤酒市值占其流通 A 股(%) .....	7
图 8： 1998-2018 年我国白酒行业收入（亿元） .....	7
图 9： 1998-2018 年我国白酒行业吨价变化（万元） .....	7
图 10： 白酒行业增量收入量价贡献拆分（亿元，已调整） .....	8
图 11： 1998-2018 年我国白酒行业产量（万千升） .....	8
图 12： 上市白酒公司吨价变化 .....	8
图 13： 上市白酒公司业绩增长驱动拆分（亿元） .....	8

图 14: 上市公司(扣除顺鑫农业)业绩增长驱动 .....	8
图 15: 2000 年至今白酒上市公司业绩周期波动 .....	9
图 16: 茅、五、洋、泸、汾酒销售收入、利润总额(亿元)及在白酒行业的占比 .....	9
图 17: 白酒需求相关性分析 .....	10
图 18: 飞天茅台、五粮液和国窖 1573 批价(元) .....	11
图 19: 贵州茅台销售量(万吨)及同比 .....	11
图 20: 茅台、五粮液、国窖 1573 销售量(万吨) .....	11
图 21: 高净值人群增速、茅台销量增速和茅台成交价 .....	11
图 22: 私营企业数量、茅台酒销量增速和茅台成交价 .....	11
图 23: 2018 年中国白酒市场竞争格局 .....	12
图 24: 次高端白酒市场容量(亿元) .....	12
图 25: 中国城镇化率(%) .....	13
图 26: 2001-2016 年啤酒行业新增啤酒产能(万吨) .....	15
图 27: 国产啤酒产量(万吨) .....	15
图 28: 进口啤酒量及增速 .....	15
图 29: 主要啤酒上市公司营业收入增速(%) .....	16
图 30: 主要啤酒上市公司归母净利润增速(%) .....	16
图 31: 主要啤酒上市公司毛利率(%) .....	16
图 32: 主要啤酒上市公司销售费用率(%) .....	17
图 33: 主要啤酒上市公司净利率(%) .....	17
图 34: 国内奶牛存栏 .....	17
图 35: 国内生鲜乳价格 .....	17
图 36: 乳制品各品牌销售额规模增长率 .....	18
图 37: 高端白奶格局 .....	18
图 38: 常温酸奶格局 .....	18
图 39: 食品饮料行业 CR3 .....	19
图 40: 中国调味品细分品类规模(亿元) .....	19
图 41: 行业销量增速与子行业龙头增速对比(%) .....	20
图 42: 全国大豆价格(元/吨) .....	21
图 43: 2016Q4-2019Q3 速冻食品行业近年营业收入及增速(百万元) .....	23
图 44: 规模以上企业营业收入(百万元) .....	23
图 45: 规模以上企业净利润(百万元) .....	23
图 46: 公司近年营业收入及增速(百万元) .....	24
图 47: 公司近年归母净利润及增速(百万元) .....	24
图 48: 休闲食品市场规模(亿元)及增速 .....	24
图 49: 2018 年国内各类休闲食品销售份额占比 .....	24
图 50: 2018 全球主要国家休闲食品人均消费(美元) .....	25
图 51: 2018 年全球主要国家休闲食品人均消费量(kg) .....	25
图 52: 2018 年各公司坚果炒货业务市占率 .....	25
图 53: 我国坚果炒货行业销售规模及增速(亿元) .....	25
图 54: 2016 年各经济体人均坚果消费量对比(千克每人每年) .....	25
图 55: 公司近年营业收入及增速(百万元) .....	26
图 56: 公司近年归母净利润及增速(百万元) .....	26
图 57: 公司近年营业收入及增速(百万元) .....	27
图 58: 公司近年归母净利润及增速(百万元) .....	27
图 59: 卤制品行业市场规模及增速(亿元) .....	27
图 60: 卤制品行业各大公司市场份额 .....	27

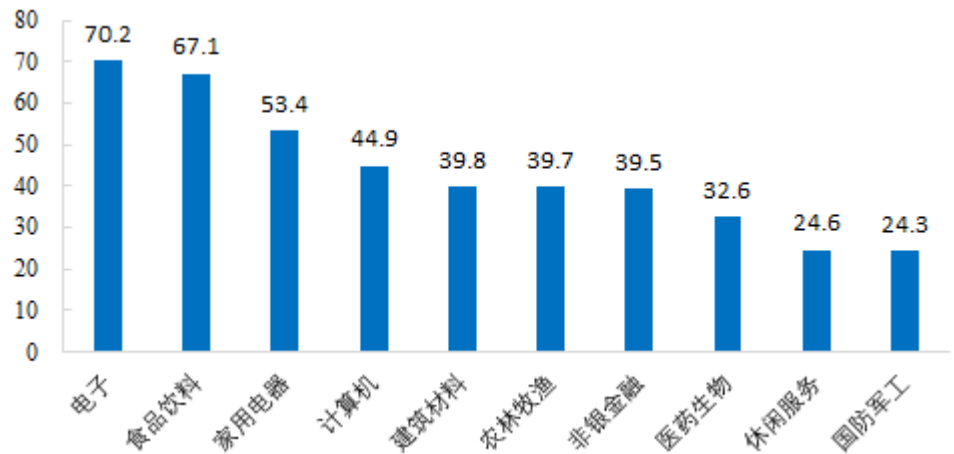
图 61: 卤制品行业主要上市公司营业收入 (百万元) .....	28
图 62: 卤制品行业主要上市公司净利润 (百万元) .....	28
图 63: 公司近年营业收入及增速 (百万元) .....	28
图 64: 公司近年净利润及增速 (百万元) .....	28
图 65: 食品饮料 (申万) 及子板块 PE (TTM) .....	29
表 1: 食品饮料板块涨幅前 (后) 十公司 .....	6
表 2: 预计次高端白酒市场竞争格局 .....	12
表 3: 光瓶酒市场特点 .....	13
表 4: 2019H1 乳业上市公司盈利情况 .....	18
表 5: 调味品行业主要子行业规模及集中度 .....	19
表 6: 成本变动对毛利率影响 .....	20
表 7: 重点公司提价情 .....	21
表 8: 重点白酒公司估值 .....	29

## 1、板块 2019 年上涨 69%

### 1.1、白酒以 97.11% 涨幅领先板块

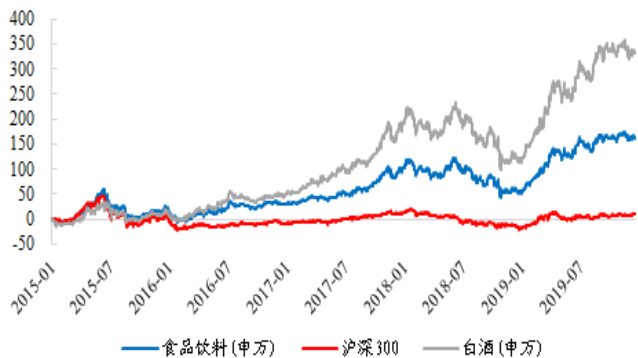
2015 年以来食品饮料表现优异，其中白酒（申万）上涨 330.29%，远高于食品饮料（+161.26%）和沪深 300（+8.94%）；本年（2019/1/1-2019/12/23）食品饮料（申万）上涨 67.1%，略低于电子（+70.2%），据全行业第二；其中，白酒上涨 95.1%，居食品饮料子板块首位。

图1： 2019 年年初至今涨跌幅前十行业（申万）



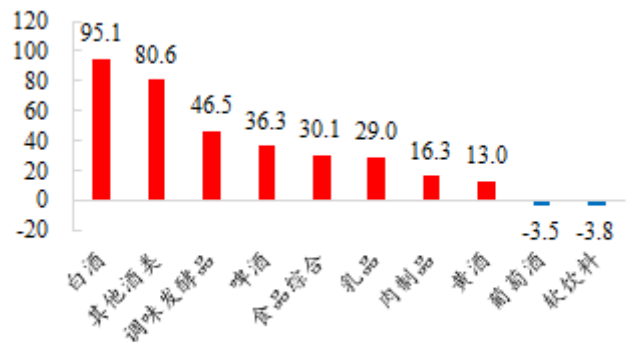
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 2015 年至今食品饮料涨跌幅



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2019 年年初至今食品饮料子板块(申万)涨跌幅(%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**个股表现：**从食品饮料涨幅榜上看，休闲零食三只松鼠（+194.70%）次新属性涨幅居前，其次为预调鸡尾酒的百润股份（+193.37%）和食品综合的双塔食品（+178.57%）；白酒整体表现优异，其中五粮液（+156.25%）、山西汾酒（+146.23%）、酒鬼酒（+121.91%）。



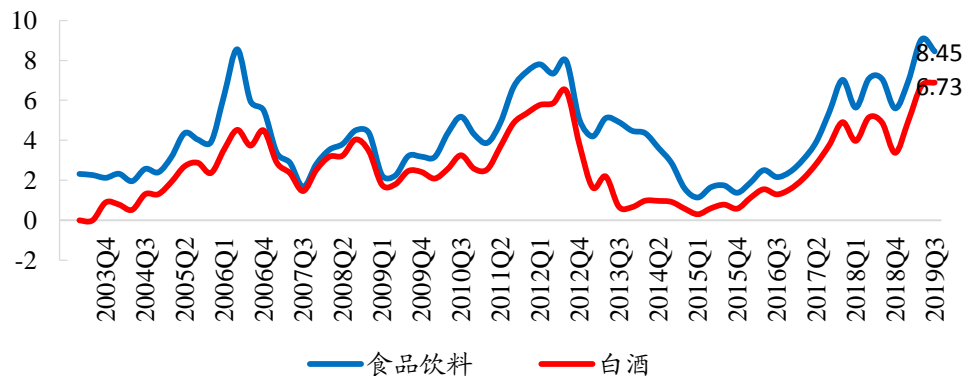
**表1: 食品饮料板块涨幅前(后)十公司**

涨幅前十公司	所属板块(申万三级)	涨跌幅(%)	涨幅后十公司	所属板块(申万三级)	涨跌幅(%)
三只松鼠	食品综合	194.70	威龙股份	葡萄酒	-32.27
百润股份	其他酒类	193.37	*ST西发	啤酒	-31.06
双塔食品	食品综合	178.57	科迪乳业	乳品	-15.26
五粮液	白酒	156.25	莫高股份	葡萄酒	-13.63
山西汾酒	白酒	146.63	佳隆股份	调味发酵品	-10.16
天味食品	调味发酵品	134.50	克明面业	食品综合	-8.19
酒鬼酒	白酒	121.91	*ST中葡	葡萄酒	-6.80
惠发食品	食品综合	120.72	庄园牧场	乳品	-6.39
古井贡酒	白酒	119.55	汤臣倍健	食品综合	-5.58
日辰股份	调味发酵品	111.19	会稽山	黄酒	-3.94

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 1.2、基金持仓食品饮料 8.45%，青睐 DCF 定价

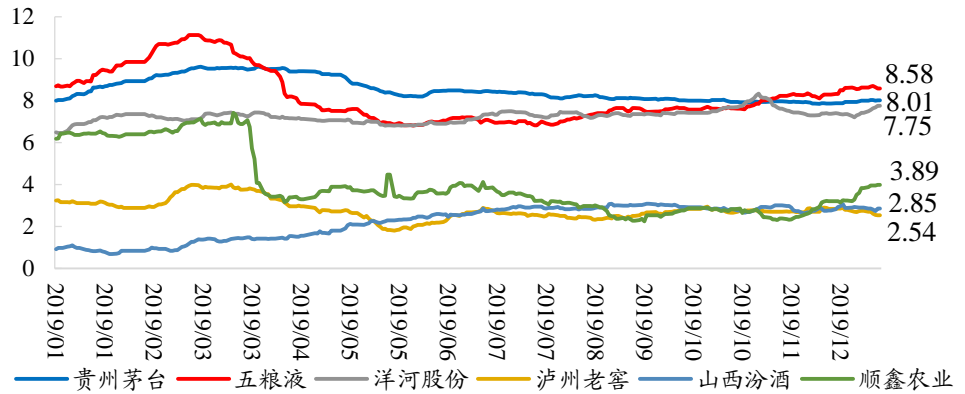
2019年三季度SW食品饮料板块基金持股市值占基金股票投资总市值的8.45%，较二季度下降0.6pct。白酒板块基金持股6.89%，环比升高0.16pct；预计食品饮料占基金股票投资总市值的15-20%，机构追逐食品饮料，尤其是白酒，主要系白酒业绩确定性强，现金流稳定。

**图4: 基金重仓持股食品饮料比例变化(未作调整)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

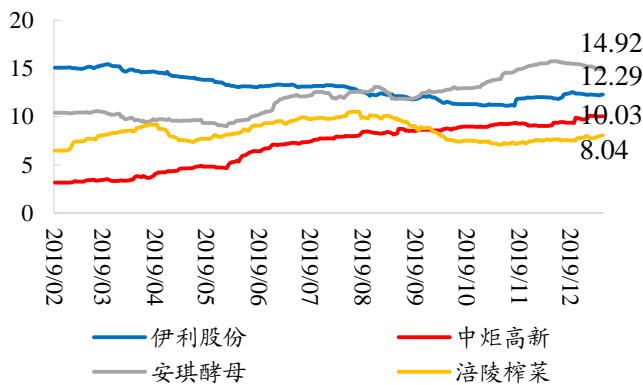
北上资金看好白酒、乳制品和调味品，持股比重相对较高，其中白酒板块分别占各自流通A股：五粮液(8.58%)、贵州茅台(8.01%)、洋河股份(7.75%)、顺鑫农业(3.84%)、山西汾酒(2.85%)和泸州老窖(2.54%)。调味品方面，安琪酵母持股14.92%。2019年7月份以来，北上资金开始买入重庆啤酒，目前持股比例1.93%。

图5: 北上资金持股主要白酒市值占其流通 A 股(%)



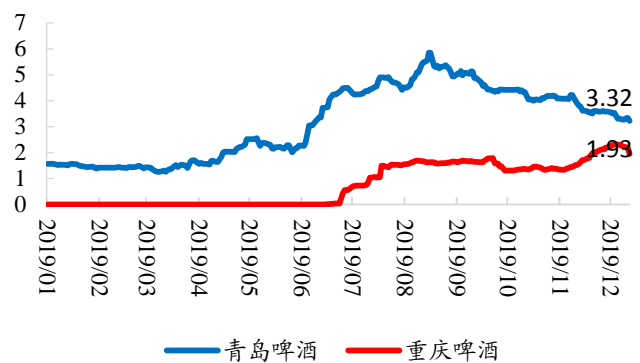
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 北上资金持主要食品市值占其流通 A 股(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 北上资金持股啤酒市值占其流通 A 股(%)



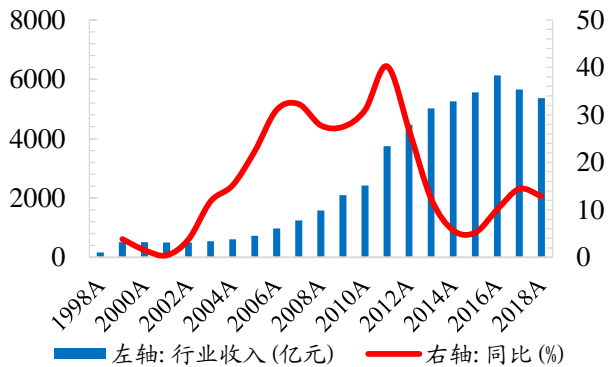
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 2、白酒: 行业周期弱化背后是龙头品牌的结构性长期繁荣

### 2.1、我国白酒行业收入、利润仍保持稳健增长

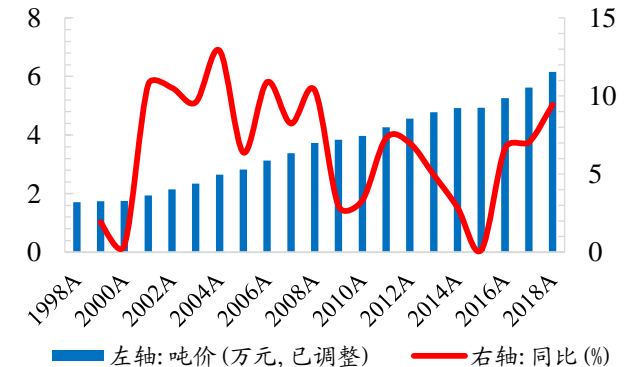
2019年1-10月,规模以上白酒企业,总产量635.08万千升,同增1.42%。销售收入4548.63亿元,同增10.45%,利润1122.20亿元,同增19.34%,利润增速显著快于收入。

图8: 1998-2018年我国白酒行业收入(亿元)



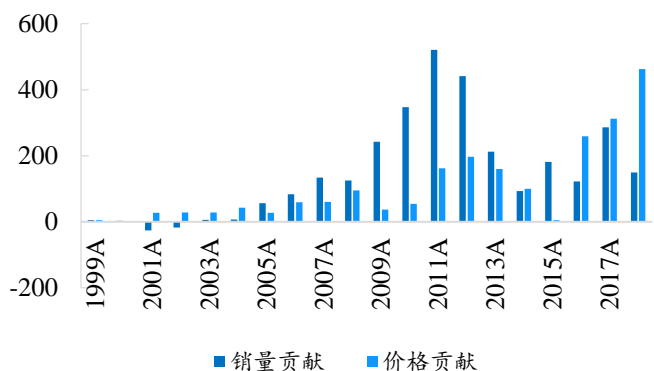
资料来源:国家统计局,中国工业企业数据库,新时代证券研究所

图9: 1998-2018年我国白酒行业吨价变化(万元)



资料来源:国家统计局,中国工业企业数据库,新时代证券研究所

图10: 白酒行业增量收入量价贡献拆分(亿元,已调整)



资料来源: 国家统计局,中国工业企业数据库,新时代证券研究所

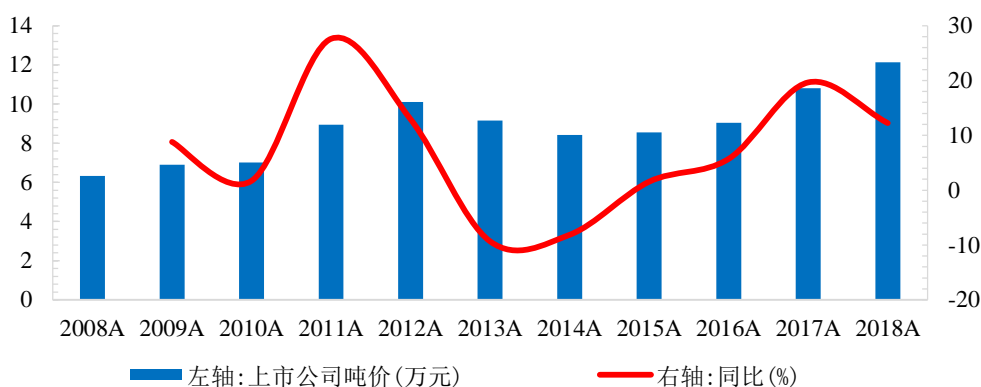
图11: 1998-2018年我国白酒行业产量(万千升)



资料来源: 国家统计局,中国工业企业数据库,新时代证券研究所

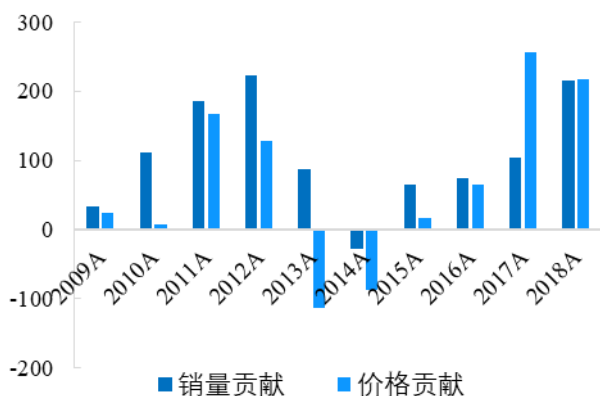
上市公司增量收入贡献由量增驱动,切换至“量稳价升”。2018年牛栏山凭借品牌优势,加大空白市场资源投放,全年销量6.21万吨/+45%,占到上市公司总销量的38%;扣除顺鑫农业影响,2016-2018年量价拆分,价增分别为86亿元、326亿元和394亿元,分别贡献增量收入的64%、94%和98%,价增(提价和结构优化)成为上市公司增长动力;上市公司由数量型增长,过渡到质量型增长。

图12: 上市白酒公司吨价变化



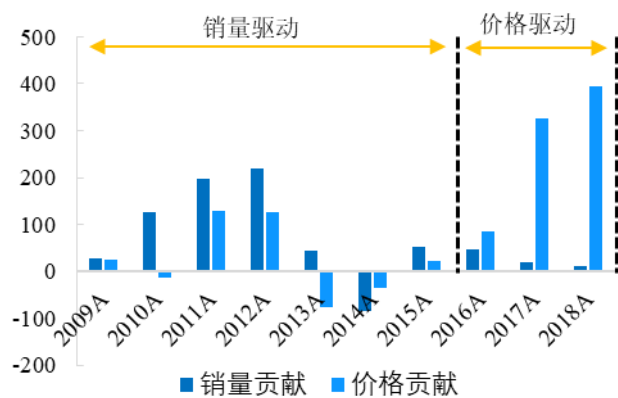
资料来源: 新时代证券研究所

图13: 上市白酒公司业绩增长驱动拆分(亿元)



资料来源: 新时代证券研究所

图14: 上市公司(扣除顺鑫农业)业绩增长驱动



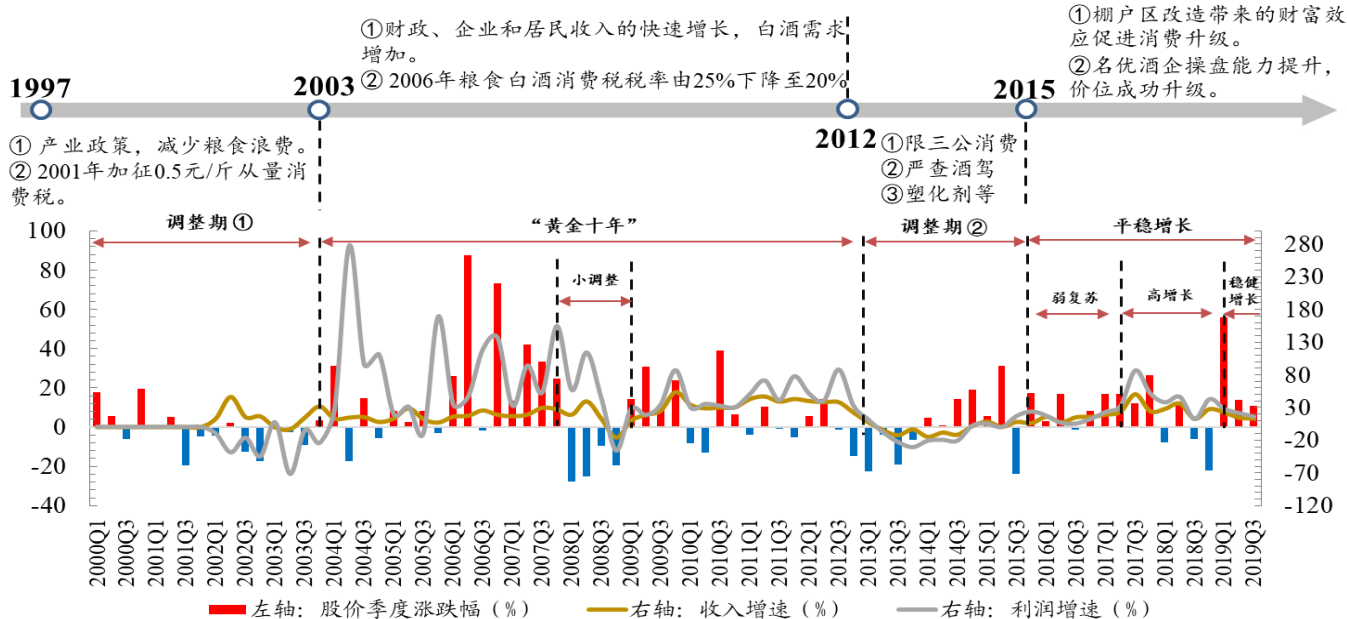
资料来源: 新时代证券研究所



## 2.2、复盘行业周期：周期减弱，龙头持续受益

行业竞争格局逐步走向固化，在传统白酒的核心赛道上，现有主流品牌在区域和价位段的地位难以改变和超越。竞合是强强联合下的竞合，传统白酒赛道马太效应持续加强具有历史性。龙头品牌优先聚焦高价位、高毛利赛道（高投入能力与潜力），而后多品系拓展挤占渠道、区域占优品牌；区域酒企如无卖更高价位能力，而又无法在全国面上占据某一核心主流价位，则发展空间必将受限。

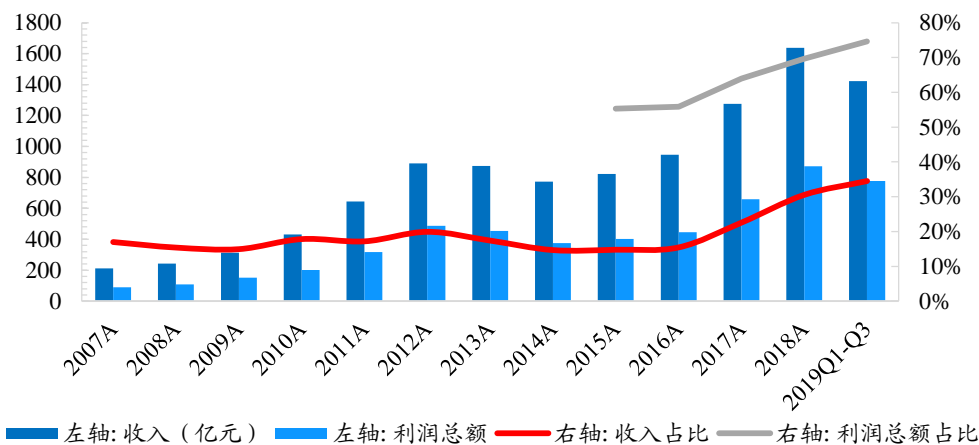
图15： 2000 年至今白酒上市公司业绩周期波动



资料来源：Wind，19家上市白酒公司，新时代证券研究所

根据中酒协统计数据，2019年1-9月，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量574.8万千升，同比下降1.8%；累计完成销售收入4123亿元，同比增长9.67%；累计实现利润总额1040亿元，同比增长19.38%。茅、五、洋、泸和汾酒销售收入和利润总额分别为1423/776亿元，分别占白酒行业的35/75%；较2015年各提升20pct。

图16： 茅、五、洋、泸、汾酒销售收入、利润总额（亿元）及在白酒行业的占比



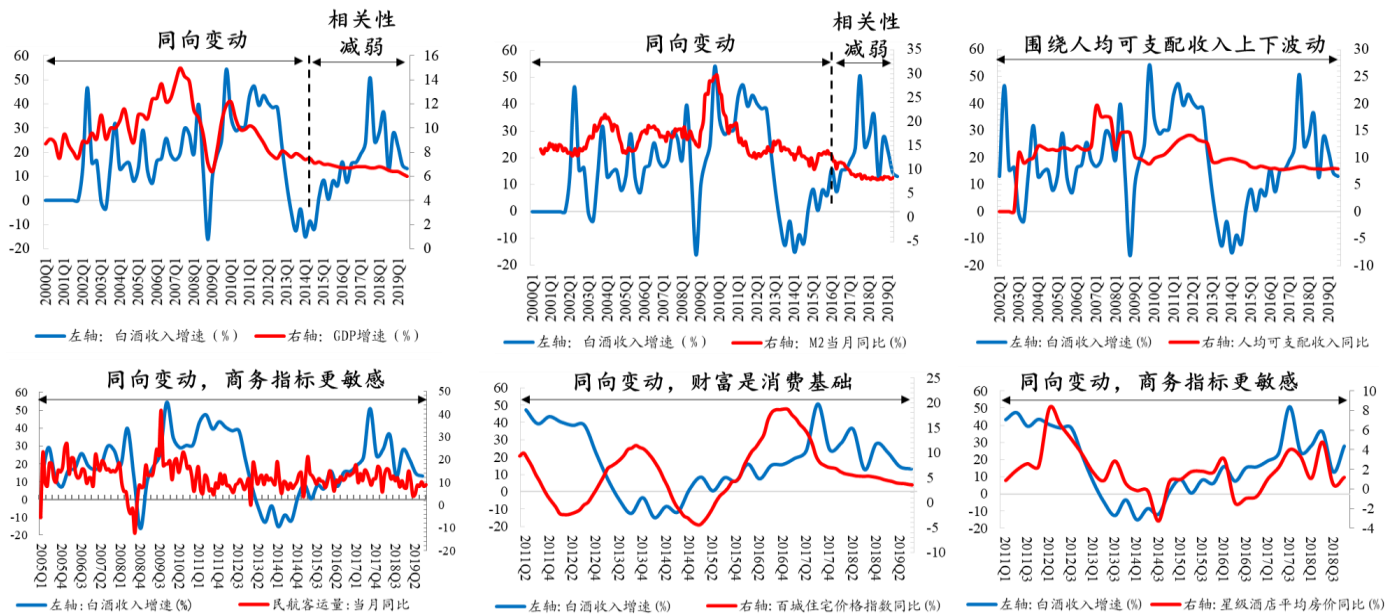
资料来源：Wind，国家统计局，新时代证券研究所

酒企业管理日臻完善，管理、营销短板得到补齐，现代企业制度逐步建立，市场竞争从单一要素竞争转向品牌、营销和管理等系统化竞争；一方面，消费主权时代

下，品牌型消费将更快速地取代流行性消费；另一方面，渠道端集中度提升是大势所趋，（经销商、终端商等）优选经销品牌，更加追求资金周转效率，即商品变现能力，与区域或价位龙头品牌深度捆绑是最务实转型之路。

2015 年之前白酒行业跟随宏观（GDP、M2）周期波动；2015 年之后，宏观周期性弱化，民航客运量和星级酒店房价等反映商业活跃程度的指标与白酒收入相关性增强。从消费基础来看，存量（房价）和增量（人均可支配）财富仍是白酒消费的核心因素。

图17：白酒需求相关性分析



资料来源：国家统计局，Wind，上市公司公告，新时代证券研究所

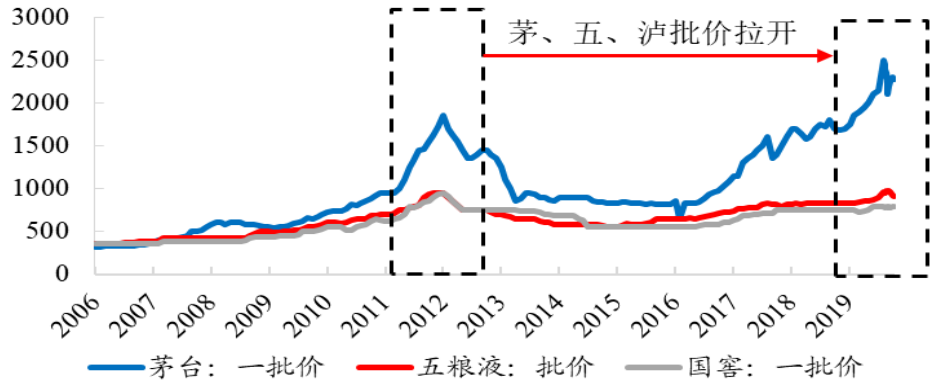
## 2.3、继续把握两端业绩确定性，寻找估值优势下边际改善或反转

### 2.3.1、茅台、五粮液、国窖地位稳固，确定性强

高端白酒地位稳固，尽享高端扩容红利，辅之品牌赋能下多品系战略汇量增长。茅台依然供不应求，需求支撑，批价站稳 2000 元。茅台、五粮液和国窖 1573 高端销量占比超 90%，2018 年总销量约 6.2 万吨/+15%，预计 2019 年 7.1 万吨/+15%

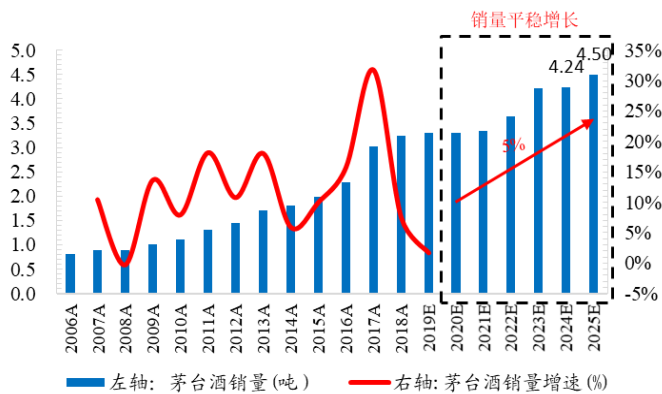
据茅台时空披露，2019 年茅台酒基酒产量 4.99 万吨，2020 年底基酒产能达到 5.6 万吨上限（按照 2024 瓶/吨简单测算，约 1.14 亿瓶）；除较大投资需求外，高端商务消费及礼品类消费需求有支撑性，2018 年中国高净值人群数量 197 万人/+5.3%；私营企业数量 22.06 万家/+2.6%。

图18: 飞天茅台、五粮液和国窖 1573 批价 (元)



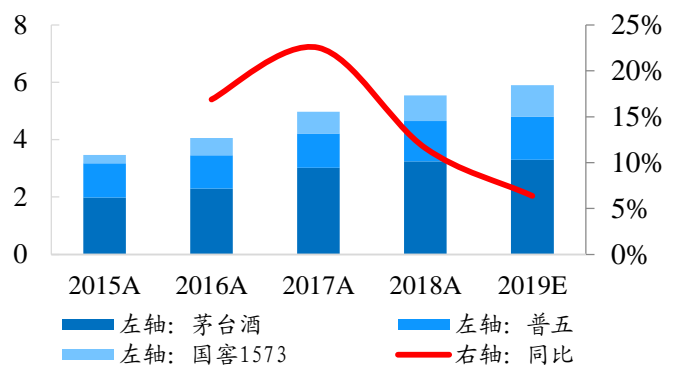
资料来源: 酒业家等公众号, 新时代证券研究所跟踪整理

图19: 贵州茅台销售量 (万吨) 及同比



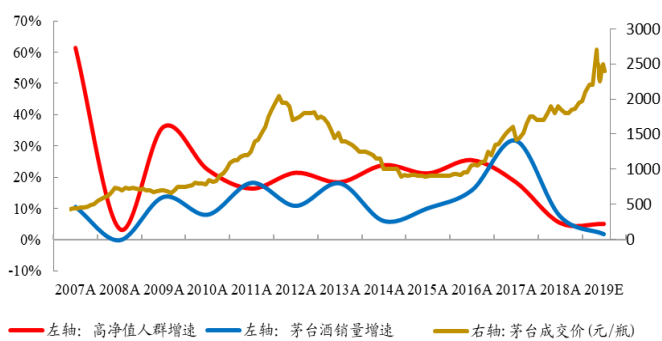
资料来源: 贵州茅台年报, 新时代证券研究所预测

图20: 茅台、五粮液、国窖 1573 销售量 (万吨)



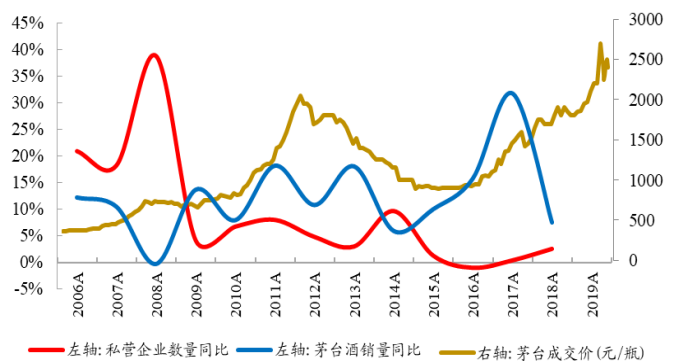
资料来源: 新时代证券研究所

图21: 高净值人群增速、茅台销量增速和茅台成交价



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

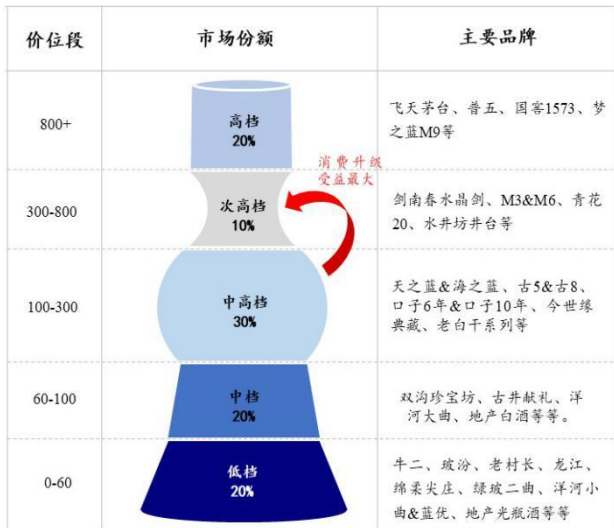
图22: 私营企业数量、茅台酒销量增速和茅台成交价



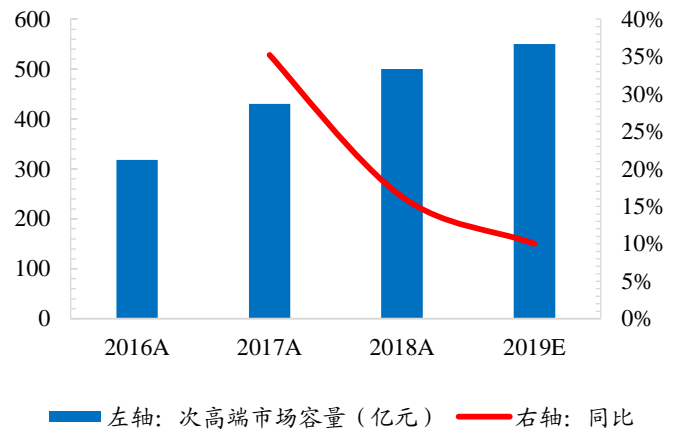
资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

### 2.3.2、次高端价位高弹性, 虽竞争加剧, 其快速扩容趋势不变, 是区域龙头潜力增量价位

结构性繁荣下, 次高端扩容具有强支撑性。一方面, 消费升级背景下, 支撑主流消费价位段不断向上整体跃升。2018 年次高端约占 10% 市场份额, 约 600 亿元, 中高端 (100-300 元) 约 2000 亿元市场规模, 升级需求有支撑。2015 年以来, 核心省市白酒消费已从 100 元价位快速跃升至 200 元, 为次高端中长期扩容提供坚实基础。

**图23: 2018年中国白酒市场竞争格局**

资料来源：白酒上市公司年报，新时代证券研究所

**图24: 次高端白酒市场容量(亿元)**

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所预测

另一方面，群雄逐鹿次高端，成区域龙头增量潜力价位。据测算，水晶剑南春卡位 400 元价位段，价位段内市占率 20%+，是次高端第一大单品；洋河梦之蓝 M3&M6 市场占有率约 15%。随着汾酒青花 20&青花 30、习酒 1988、红花郎 10 年 &15 年、水井坊井台&臻酿八号及省级龙头如古井、口子等的参与，次高端扩容持续，且省级龙头依靠地缘品牌、渠道优势短期将分割部分份额。

**表2: 预计次高端白酒市场竞争格局**

公司	品牌	销售体量	市场份额
剑南春	水晶剑	120	22%
洋河股份	梦之蓝 M3&M6	90	16%
山西汾酒	青花 20&青花 30	40	7%
习酒	习酒 1988	30-40	6%
郎酒	红花郎 10 年&15 年	35	6%
水井坊	井台&臻酿八号	30	5%
今世缘	国缘四开	15	3%
舍得酒业	品味舍得&智慧舍得	10-15	3%
泸州老窖	特曲 60 版	10	2%
酒鬼酒	红坛	10	2%
古井贡酒	古 16&古 20	10	2%
老白干酒	十八酒坊 15 年&古法 20 年	3-4	1%
口子窖	口子 20	3	1%
景芝酒业	一品景芝 20 年	2	0%

资料来源：上市公司年报，微酒、酒业家等公众号，新时代证券研究所

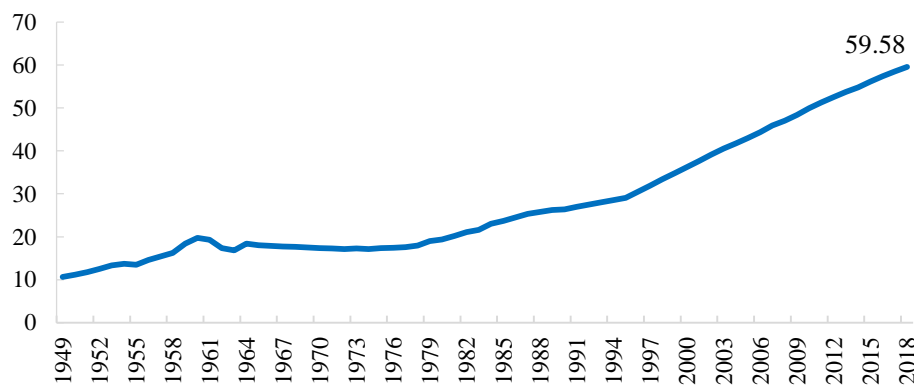
### 2.3.3、大众价位段仍是区域白酒存量主销、利基价位

大众价位段仍是区域白酒存量主销价位，也是区域龙头依靠内部产品结构提档升级的利基价位，以古井、今世缘、口子窖为典型代表百元以下量跌价升。

光瓶酒在 15 元、25 元和 50 元三个核心价位段集中，目前市场容量 600-700 亿元（不含小酒），未来 3 年可展望千亿。划分为京味儿二锅头、东北光瓶（老村长、龙江家园等）、名酒光瓶（玻汾、尖庄、二曲等）、地产光瓶及新兴光瓶等不同流派光瓶酒，其中京味儿文化（顺鑫农业）牛栏山二锅头及名酒玻汾已逐步从板块走向全国。

**如何看待牛栏山和玻汾的异军突起？牛栏山：**城镇化率提升下“牛栏山”品牌与“新市民”群体文化、身份认同的高度契合，近年“京味儿”流行性文化客观助力二锅头类产品对东北文化白酒品牌及地方光瓶酒的挤占。**玻汾：**固态发酵玻汾品价兼优，承接光瓶酒价位升级趋势，收割低档盒装，占位 50-60 元价位带，符合消费者品牌和品质的核心诉求。

**图25： 中国城镇化率（%）**



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

**表3： 光瓶酒市场特点**

主要价位段	代表品牌	消费者核心诉求	市场特点
15 元	牛栏山陈酿、老村长、龙江家园等	价格 (需求刚性)	光瓶酒主流价位段，存量市场仍有很大空间
25-30 元	红星蓝瓶二锅头、三井小刀、泸州绿波二曲等	价格、品质	尚未形成全国化大单品，消费者价格敏感度降低，消费升级红利价位
40-50 元	玻汾、洋河小曲&蓝优、绵柔尖庄、红星蓝瓶、牛栏山百年等	品牌、品质、 性价比	消费者更加关注品牌和品质，以一线名酒品牌为主

资料来源：国家统计局，酒业家、微酒等公众号，新时代证券研究所

## 2.4、 板块投资策略：把握白酒业绩确定性，寻找边际改善、反转与顺势的高弹性

(1) 飞天茅台、五粮液、国窖地位稳固，尽享高端扩容红利，辅之品牌赋能下多品系战略汇量增长，确定性强

**【贵州茅台】行业龙头的确定性。**2020 预期收入增速 12%+；配额量与提价：2020 年或延续 2019 年增量、增幅趋势，配额量增长展望乐观，2020 年仍将有望通过产品结构调整间接提价，非标类产品 2020 年或将作为重点培育、推广品种。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 34.47、42.99 元，对应 2020 年 PE26 倍，维持“强烈推荐”评级。



**【五粮液】增量提价的确定性。**2020年预计收入增速近20%，其中高端白酒量增5-8%以上，价增预计7%左右；2020年开门红任务整体40%，为缓解批价压力，可整体打款亦可分月打款，分别1月30%、2月5%、3月5%，以经销商库存为基础按月度发货。预计2019-2020年EPS分别为4.44、5.45元，对应2020年PE23倍，维持“强烈推荐”评级。

**【泸州老窖】节奏管控的确定性。**2020年预计收入增长15-20%；目前批价780-800元，较上月提价前760-780保持提升趋势，整体库存2月左右，西南等部分区域略高仍合理；2019财年国窖整体回款预计105亿元左右，2020年11月切换新财年，开门红任务预计为2019年整体50%，相当于2020年130亿目标的40%，同比25%左右增长。预计2019-2020年EPS分别为3.18、4.04元，对应2020年PE20倍，维持“强烈推荐”评级。

**(2) 洋河股份、山西汾酒、水井坊等处于次高端价位高弹性，虽竞争加剧，其快速扩容趋势不变，是区域龙头潜力增量价位**

**【山西汾酒】抓两头，业绩保持快速增长。**2019年青花和玻汾收入增速30%+、60%+，产品占比约28%和33%。2020年公司将加大对青花资源倾斜，培育次高端，叠加40元价位段玻汾品质优势（固态发酵），收割低档盒装、承接光瓶酒消费升级需求，预计全年收入仍可维持15%-20%增长。预计2019-2020年EPS分别为2.18、2.69元，对应2020年PE32倍，维持“强烈推荐”评级。

**【洋河股份】公司决心调整，渠道反馈积极，库存下降，批价回升。**新品M6+节奏适度，省内优先导入，替代M6，经销方式采取1+2/3模式，择优选商，择优布点，聚焦核心盘启动市场。下半年公司弱化考核，我们预计公司调整期将于2020年二季度企稳向上。预计2019-2020年EPS分别为5.40、5.97元，对应2020年PE16倍，维持“强烈推荐”评级。

**(3) 大众价位段仍是区域白酒存量主销价位，也是区域龙头依靠内部产品结构提档升级的利基价位，以古井、今世缘、口子窖为典型代表。**

**【古井贡酒】**2020年集团收入目标增速17%，销售公司20%，2017-18年一季度打款分别为41%/46%，2019年春节回款积极，预计接近50%，2020年开门红可期。预计2019-2020年EPS分别为4.21、5.19元，对应2020年PE23倍，维持“强烈推荐”评级。

**【今世缘】**江苏省内经济发达，主流价位100-200元/200-300元/300元+，阶梯式升级明显，市场容量550亿元左右。公司着力抬升国缘品牌力，卡位400元价位段，消费升级带动结构持续优化；同时公司聚焦国缘V系战略培育，争夺省内制空权；公司忧患意识强，追求质量发展下，主动控货，渠道库存偏低。预计2020年收入增速接近30%。预计2019-2020年EPS分别为1.16、1.44元，对应2020年PE20倍，维持“强烈推荐”评级。

**【口子窖】**安徽省内200元价位端培育成熟，消费升级下口子10年持续放量；民企体制较为灵活，董事长徐总理念转变，管理及市场匹配政策预期加大。新品初夏、仲秋发货加大，短期汇量，业绩释放。预计2019-2020年EPS分别为3.06、3.60元，对应2020年PE15倍，维持“强烈推荐”评级。

**(4) 百元以下量跌价升，在15元、25元和50元三个核心价位段核心在集中度，未来在提价，考验京味儿二锅头、东北老村长、名酒光瓶、地产光瓶及新兴光瓶等不同流派光瓶酒综合能力，其中京味儿文化（顺鑫农业）牛栏山二锅头及名酒**



玻汾已逐步从板块走向全国。

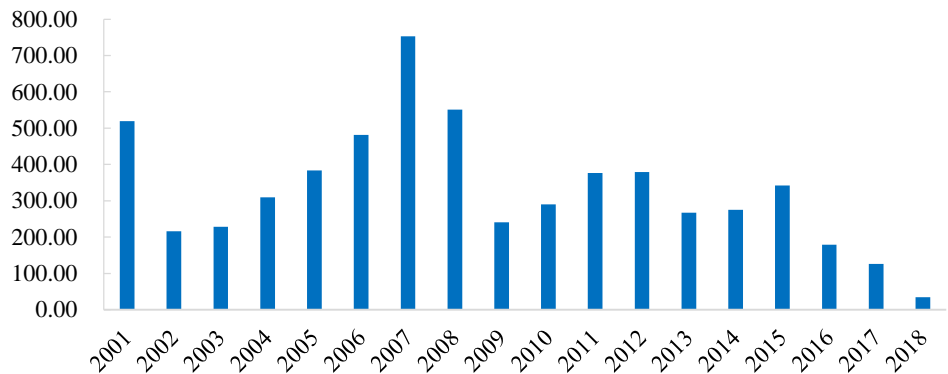
【顺鑫农业】存在提价预期，业绩弹性。玻瓶等包材提价推升成本，或有提价预期，如提价 0.5 元/瓶，净利增长贡献将 40%+。春节打款比例 40-50%， “京味” 文化产品 “牛二” 满足城镇化新市民需求逻辑未变，我们预计 2020 年白酒业务收入增长 15%+。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.26、1.49 元，对应 2020 年 PE 33 倍，维持 “强烈推荐” 评级。

### 3、啤酒：高质高价的社交场景拓展支撑提价与利润持续改善

国内环境好转，销量回升。1) 国产销量回升，高端占比提高，进口萎缩。2018 年我国啤酒产量 3812.2 万千升/+0.5%，2014 年以来首次正增长，2019 年前三季度啤酒产量 3119.4 万千升/+0.7%；2) 进口啤酒增速下滑。2012-2015 年每年进口量增速 50%-80% 以上，2019 年前三季度首次出现负增长，同比-12.4%。

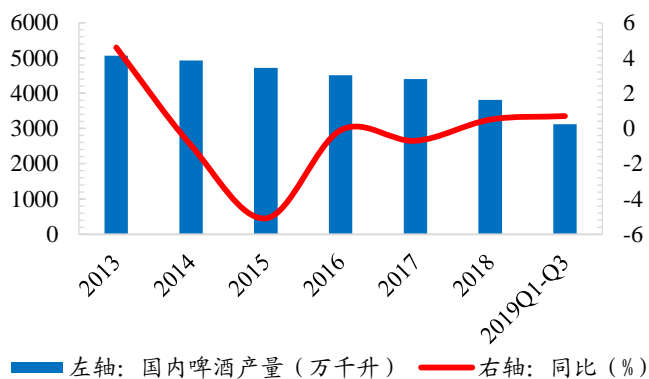
龙头推动产能去化，产品结构升级。华润 2019 年延续高强度关厂，同时推动产品结构升级；华润、青啤吨价提高 5% 左右，重啤预计全年提价幅度在 4-5% 之间，吨价提升有助于减少消费税税率。

图26： 2001-2016 年啤酒行业新增啤酒产能（万吨）



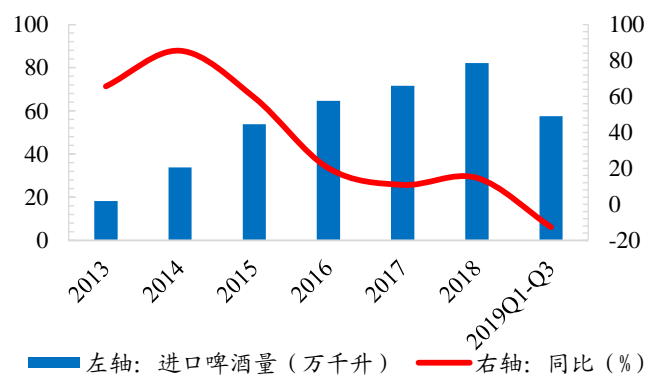
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图27： 国产啤酒产量（万吨）



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

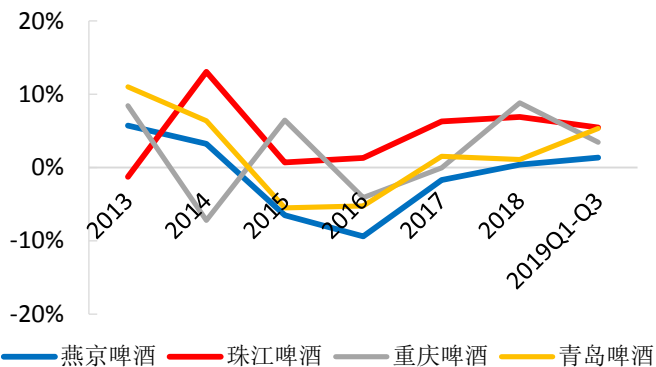
图28： 进口啤酒量及增速



资料来源：海关总署，新时代证券研究所

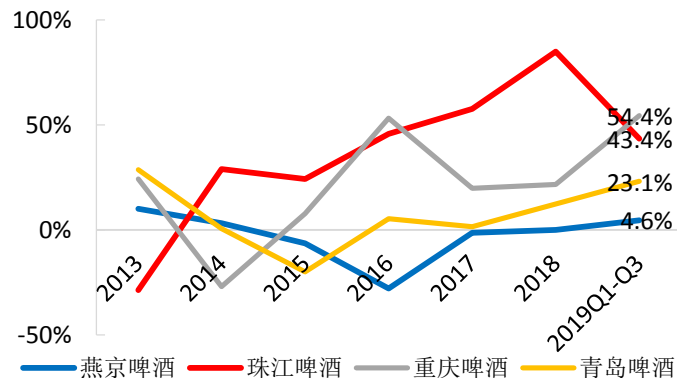
缩量挺价效果显著，盈利保持快速增长。2019Q1-Q3 主要上市公司个位数营收增长，其中珠江啤酒表现最优，销售收入 34.88 亿元/+5.5%。受提价和渠道管控影响，各公司盈利出现分化，其中青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒归母净利润分别实现 25.86 亿元/+23%、4.54 亿元/+43%、5.94 亿元/+54%、6.39 亿元/4.6%。

图29: 主要啤酒上市公司营业收入增速 (%)



资料来源: 新时代证券研究所

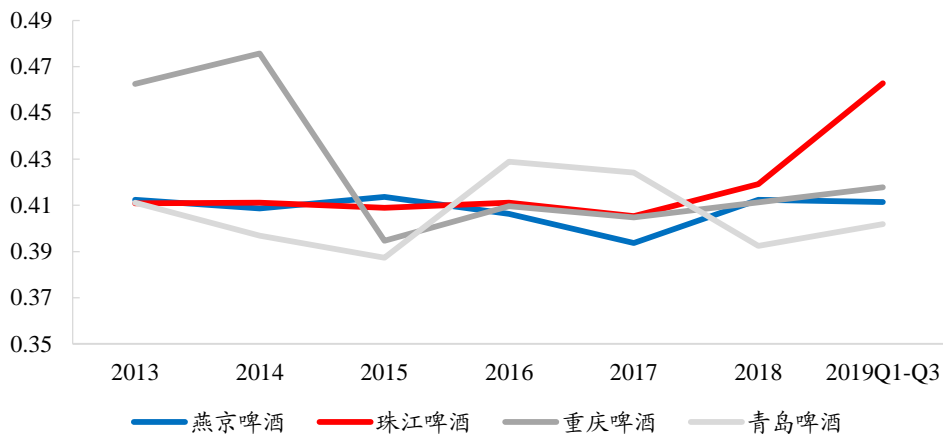
图30: 主要啤酒上市公司归母净利润增速 (%)



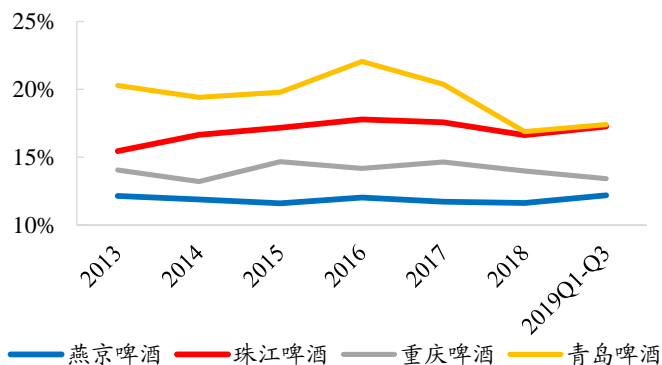
资料来源: 新时代证券研究所

受提价和结构优化影响，2019Q1-Q3 青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒毛利率同期分别提升 0.94pct、0.64pct、4.36pct；净利率分别同期提升 1.43pct、7.38pct、3.47pct；盈利能力显著提升。借鉴美日等发达国家发展经验，啤酒行业一直坚持抢份额战略，经过多年发展，区域格局已相对稳定。关于啤酒行业未来趋势，我们认为销量增长有限，未来盈利能力将由价格端驱动，中长期随着产品结构改善、落后产能清理、企业费用率削减，盈利能力有望继续提升。建议重点关注青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒。

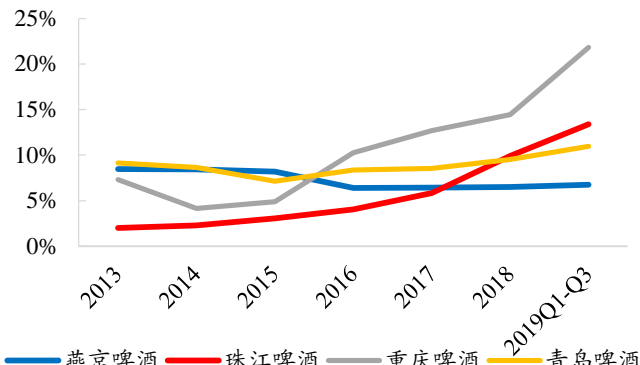
图31: 主要啤酒上市公司毛利率 (%)



资料来源: 新时代证券研究所

**图32: 主要啤酒上市公司销售费用率 (%)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图33: 主要啤酒上市公司净利率 (%)**

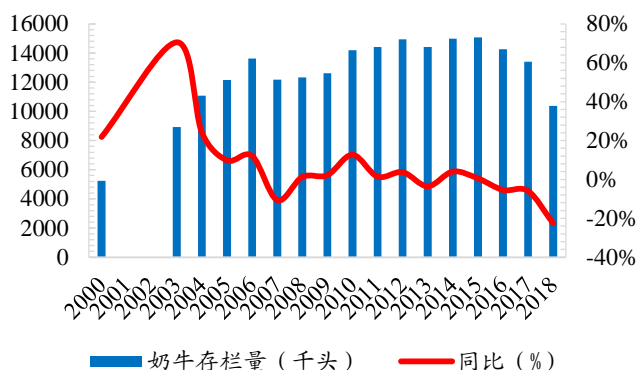
资料来源: 新时代证券研究所

## 4、大众消费品: 把握乳业龙头, 寻找餐饮产业链优质品种

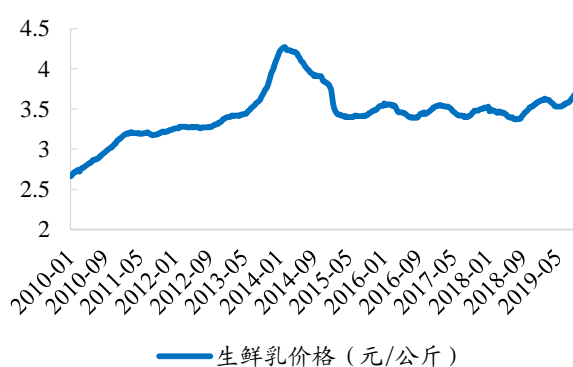
### 4.1、乳制品: 竞争加剧, 龙头受益

#### 4.1.1、奶价承压, 行业增长乏力

供给端: 奶牛存栏量下滑, 奶源供应偏紧, 国内奶价进入上涨周期。2014 年原奶过剩导致奶农杀牛、散养户退出, 国内奶牛存栏量同比稳步下滑, 2018 国内奶牛存栏量同比-22.6%, 同时进口奶牛数量减少, 估计 2020 年国内奶牛数量仍处于低位, 将直接造成原奶供给收缩。从主产区生鲜乳均价看, 2018 年 7 月以来国内生鲜乳价格直线攀升, 局部地区缺奶, 国内奶价继续上涨。2019 上半年原奶价格增长 5% 左右, 乳业成本承压。我们认为 2020 年国内奶价依然上行, 龙头上游自给率高于行业, 成本冲击可控, 同时奶价上行期小企业面临出清, 利好于龙头。

**图34: 国内奶牛存栏**

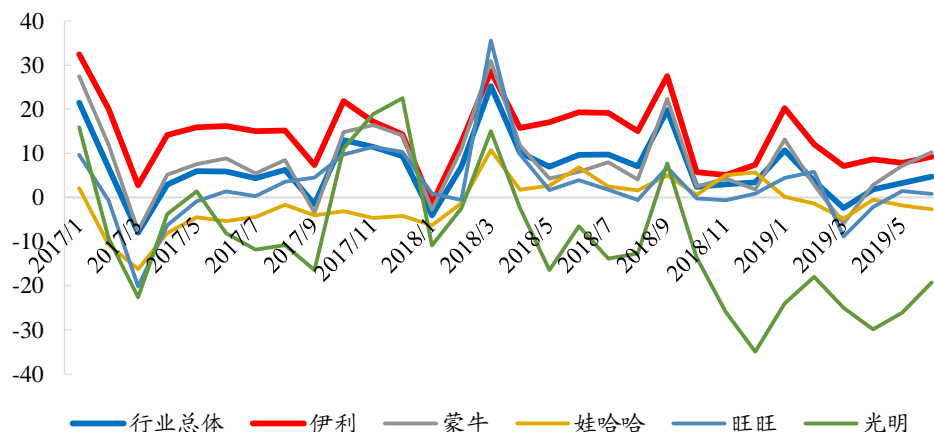
资料来源: 中国奶业年鉴, 新时代证券研究所

**图35: 国内生鲜乳价格**

资料来源: 农业部, 新时代证券研究所

行业短期增长乏力, 长期仍有空间。短期看, 受制于宏观经济下行和消费市场低迷, 乳业增长乏力, 2019 年上半年行业仅增长 4.7%, 龙头蒙牛、伊利增速依然快于行业, 在 20% 左右。长期看, 受益于农村消费量增长及乳业渠道在三四线逐渐下沉, 行业仍有增长空间。

图36: 乳制品各品牌销售额规模增长率

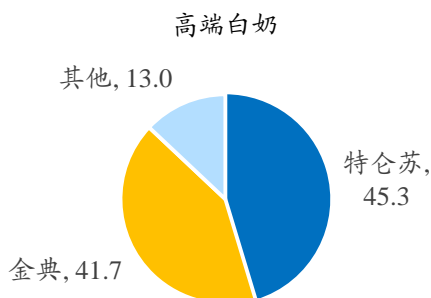


资料来源: 尼尔森, 新时代证券研究所

#### 4.1.2、双寡头竞争激烈, 集中度继续提升

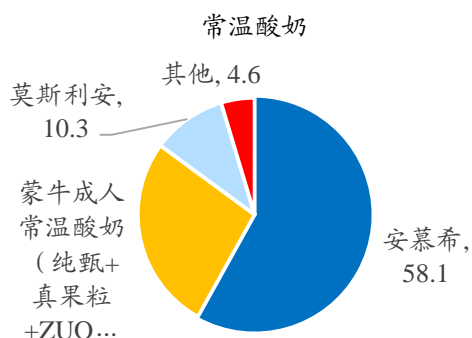
双寡头份额提升, 龙头收割份额。2019H1 高端白奶 CR2 为 87%, 基础白奶 CR2 为 56%, 常温酸奶 CR2 为 85%。伊利蒙牛分别制定千亿收入目标, 未来将大力投入自身品牌建设, 强化核心竞争力, 进一步巩固领先优势, 乳业行业集中度有望持续提升。

图37: 高端白奶格局



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图38: 常温酸奶格局



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

#### 4.1.3、盈利分化, 伊利强者恒强

原奶价格继续上升, 龙头企业一方面有能力通过提价缓解压力, 另一方面产品结构持续升级也能够推动盈利提升。伊利股份上半年销售费用 111 亿元, 归母净利润 37.8 亿元, 未来如果行业竞争环境改善, 公司利润端弹性大确定性强。

表4: 2019H1 乳业上市公司盈利情况

	营业收入	YOY (%)	净利润	YOY (%)
燕塘乳业	6.99	13.85	0.67	57.06
新乳业	27.10	13.48	1.04	1.90
三元股份	41.73	9.97	1.84	47.32
光明乳业	110.90	3.23	3.67	8.07
伊利股份	449.65	13.58	37.81	9.71

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

终端深入布局，低线城市发力，新品复刻逻辑逐步兑现：2018 年伊利市占率在 40% 左右，直控村级网店近 60.8 万家/+14.7%，各销售层级（除乡镇级）增速均超两位数增长；新品植选豆奶等将在原有渠道逐渐发力，19 年市占率有望提升至 45% 左右。

MSCI 将带来超 4000 亿资金增量，从北上资金持仓看食品、医药、家电及金融板块持仓较高，高 ROE、大市值公司更受青睐。对标雀巢、达能，伊利有望成长为全球性健康食品巨头，估值仍有修复空间。

## 4.2、调味品：坚守一线，掘金二线

### 4.2.1、竞争格局：小产品、大市场，格局持续改善

调味品行业集中度水平远低于食品饮料其他子行业，Euromonitor 数据显示调味品 CR3 仅为 14%，远低于其他食品饮料品类，比如碳酸饮料（89%）、方便面（78%）、液体乳（68%）、啤酒（65%）等。中国调味品市场细分品类众多，行业高度分散，是典型的小产品、大市场、集中度差异大，除酱醋外，其他子行业差异很大，比如调味酱市场就非常分散，但榨菜市场集中度已经非常高，中国调味品协会数据显示，中国调味品市场份额最大的海天也仅为 6.6%，但酱油行业的 CR3 已经接近 30%，高于调味品行业 14% 的水平。

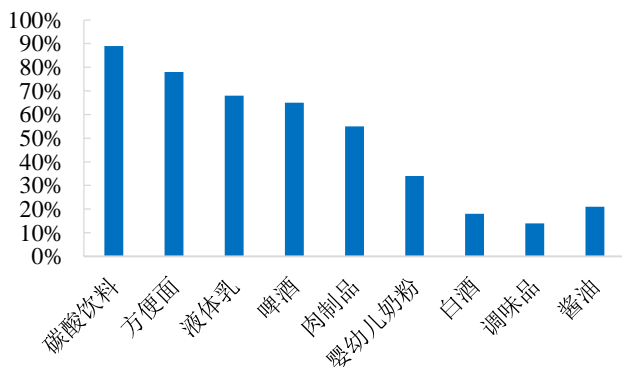
相较日本，酱油行业集中度差异大但具提升空间。中国酱油行业 CR5 接近 40%，而在日本酱油 CR3 就达 50%，龙头龟甲万一家 30% 份额已接近国内酱油 CR5 的份额。中国市场还存在大量区域性小生产作坊，随着龙头品牌基于已有技术及渠道优势驱动规模扩容，加上环保审查越来越严格，行业集中度具备提升空间。

表5：调味品行业主要子行业规模及集中度

	主要企业	集中度	行业规模
酱油	海天、中炬高新、李锦记、加加、欣和、千禾、淘大、味事达等	较高，近年来快速提升（海天超 15%）	零售约 750 亿元
食醋	恒顺、保宁、紫林、水塔、独流、福建红曲醋	集中度较低（CR5=17%），近年来缓慢提升	零售约 350 亿
料酒	老恒和、海天、千禾、老恒和、王致和、老才臣、六必居等	高度分散，龙头老恒和市占率仅 3-4%，但是近年作为附带产品，大厂的料酒业务增速很快	零售约 400 亿
鸡精鸡粉	太太乐（雀巢）、家乐（联合利华）	两家的整体市场占有率已经达 80% 以上	零售约 200 亿

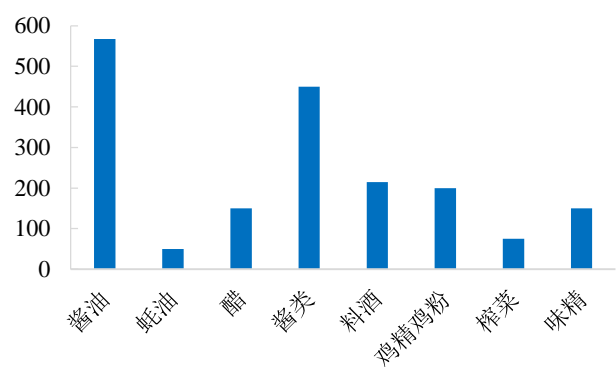
资料来源：Euromonitor，中国调味品协会，新时代证券研究所

图39：食品饮料行业 CR3



资料来源：Euromonitor，新时代证券研究所

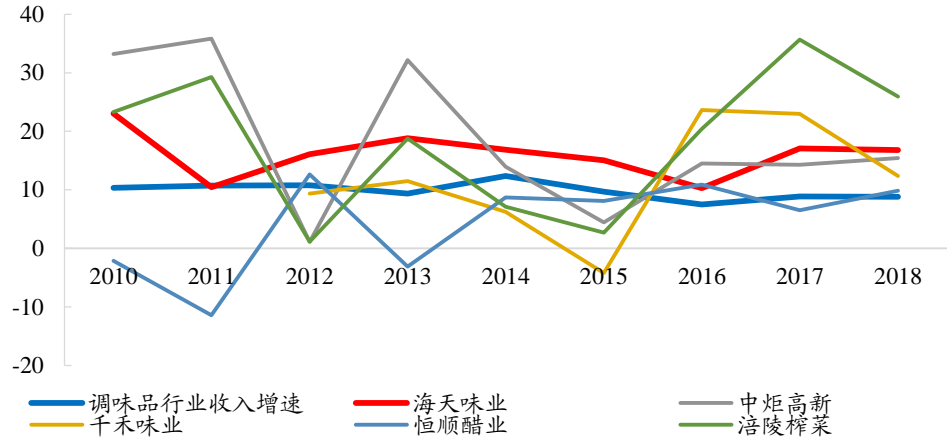
图40：中国调味品细分品类规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，新时代证券研究所

部分区域竞争开始缓和，区域性龙头占主导地位。从区域来看，海天已经成为毋庸置疑的全国性品牌，此外，中炬高新主要在华南；千禾在西南；加加在华中都形成了局部的优势市场，在这些区域竞争有所缓和。但华东特别是上海市场仍是一片混战，另外样板市场北京各家也投入巨大。

**图41: 行业销量增速与子行业龙头增速对比 (%)**



资料来源：公司公告，Euromonitor，新时代证券研究所

行业升级趋势明显，龙头量价齐升行业竞争格局持续改善。与调味品行业的销量增速对比来看，已经出现了明显的行业滞涨但龙头增长依然强劲的趋势，其中2016年之后非常明显。量价作用相互叠加后，龙头营收增速跑赢行业，行业竞争格局出现持续改善。

#### 4.2.2、量价关系：龙头有望带动提价，毛利上行盈利提升

农产品价格受多重因素影响，当年种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素都有影响。如酱油原材料与包材的占比达到50%-60%，包材的占比超过20%，而原材料中大豆（豆粕）占比不到20%，其他占比较高的包括能源燃料，小麦与食盐。大豆价格波动最大，但包材对毛利率影响最大。大豆价格在过去5年间大幅波动，最高价格4890元/吨，而最低价格仅为3607元/吨，最高价较最低价变动幅度约为40%；玻璃瓶、塑料瓶等物料价格相对稳定，一般来讲采取相对较长的定价周期，但包材价格的变动对成本影响更大。

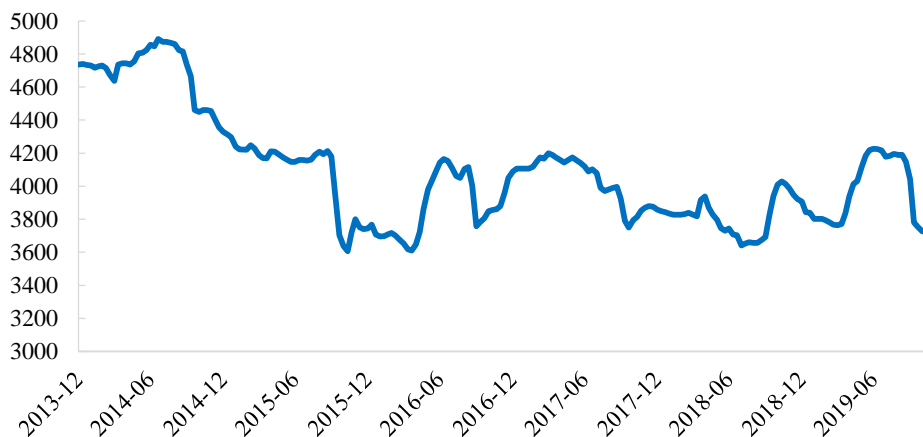
**表6: 成本变动对毛利率影响**

	占成本比例	成本价格变动对毛利率影响			
		+20%	+10%	-15%	-30%
大豆、豆粕	16%	-1.77%	-0.89%	1.33%	2.66%
小麦	4%	-0.44%	-0.22%	0.33%	0.67%
食盐	4%	-0.44%	-0.22%	0.33%	0.67%
玻璃瓶、塑料瓶	22%	-2.44%	-1.22%	1.83%	3.66%
能源燃料	8%	-0.89%	-0.45%	0.67%	1.33%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所



图42: 全国大豆价格(元/吨)



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

**成本攀升龙头提价, 提价策略体现溢价能力。**海天作为行业的龙头公司, 提价主要基于成本的因素为主, 并不基于市场的竞争环境而提价。通常来看, 海天味业通常两年提价一次, 而中炬高新等企业通常在海天提价3个月后进行提价。在提价策略的实施上, 海天也体现了自己的溢价能力, 海天味业在提价通知下发后, 立即执行, 基本没有过渡期, 甚至出现过按新价格执行打款比通知收到日期还要早的情况。而中炬高新、千禾味业等公司通常会给予经销商一定程度的过渡期, 比如中炬高新在下发打款通知后, 在一定时间内甚至可以按原价格打款。

表7: 重点公司提价情

年份	公司	提价情况	年份	公司	提价情况
2006年	恒顺醋业	低价位产品(占比15%左右)价格上涨15-25%		海天味业	酱油幅度2.59%, 蚝油幅度3.31%, 调味酱8.15%
2007年	加加食品	酱油每箱价格上涨1.5元	2013年	李锦记	酱油产品提价7%-10%
	海天	海天金标酱油提价0.5元, 提价幅度10%		涪陵榨菜	乌江榨菜等主力产品终端价提升16.8%
2008年	李锦记	410ml 蒸鱼豉油提价0.4元, 提价幅度4.5%; 酱油产品整体提价7%-10%	2014年	海天味业	60%产品提价4%
	味事达(亨氏)	380ml 味极鲜酱油提价0.5元, 提价幅度约9%	2016年	涪陵榨菜	11个单品上调到岸价格8-12%
	美味鲜	厨邦酱油提价6-7%		海天味业	酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品提价5%左右
2011年	海天味业	酱油幅度8.47%, 蚝油幅度4.19%, 调味酱2.75%	2017年	美味鲜	美味鲜及厨邦产品整体提价5-6%
	涪陵榨菜	乌江榨菜等主力产品整体提价10%		涪陵榨菜	80g和88g榨菜主力9个单品提价幅度为15-17%
	海天味业	海天500ml金标和银标酱油价格上涨0.5元, 提价幅度分别为10%和12.5%	2018年	涪陵榨菜	80g原味菜片等7个单品的产品到岸价格提价幅度约10%
2012年	李锦记、亨氏	酱油、辣椒酱、鸡精等调味品涨价幅度为5%-10%			
	涪陵榨菜	乌江榨菜等主力产品终端价提升50%			

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 4.2.3、渠道分析：餐饮渠道为必争之地，先发优势铸就强护城河

餐饮渠道是调味品必争之地，2004 年酱醋类调味品餐饮与非餐饮渠道占比分别为 51%与 49%，而到 2018 年，这一比例变为 56%与 44%，总量达 1050 万吨，与美日韩三国的餐饮渠道占比都在 3 成左右大为不同。随着中国家庭外出餐饮消费的增加，酱醋类调味品的即饮渠道消费占比也不断提升，预计未来该比例有望保持。

**海天、李锦记在餐饮领域拥有绝对的优势。**由于之前市场相对空白点多，开发新市场并不一定需要正面的竞争。厨师不愿轻易更换自己使用的酱油从而影响菜品的口味，所以餐饮渠道黏性相对较高。餐饮渠道中调味品的产品替换或升级，需带来较大的口感提升，进而获得餐饮渠道认可，只有当新产品带来菜品口感的边际提升较大时，才可能获得使用。开发新渠道、替代其他品牌需要花费大量的市场投入。但同时，由于餐饮渠道对产品质量及口感的要求容易形成依赖度，一旦这种信任度建立，维护餐饮渠道的成本较零售及餐饮渠道低。

**厂家经销商博弈，海天味业强势，中炬高新、千禾味业投入多抢份额。**海天味业是由厂家向市场铺货，经销商充当配送商的角色，促销费用都由厂家来承担，因为其体量大，分摊后费用率低，但是经销商的利润空间都是规定好的。厨邦经销商的获利高于海天。对比来看，厨邦经销商的利润空间都由自己操控，对于老经销商有专门的优惠政策，厂家向经销商批的费用额与实际费用额之间的差额属于其利润。同时有销售人员覆盖各地经销商，因此厨邦对经销商的情况、实力了如指掌，经销商跟厂家是战略合作伙伴的关系。

### 4.2.4、攻守兼备，一二线龙头皆可圈可点

产品标准化、消费全国化是产生大企业的基础。调味品从偏 B 端的工业化产品到偏 C 端的消费端产品，毛利率水平逐渐提高，但标准化程度也逐渐降低。凡能够满足标准化生产以及全国化消费的子行业都具备产生大企业的土壤。海天味业先发优势明显，是绝对龙头，另外建议关注二线龙头中炬高新（管理变革+业绩改善）、安琪酵母（产能恢复，中长期价值凸显）、恒顺醋业（终端边际改善，盈利能力提升）、涪陵榨菜（渠道改善带动业绩拐点）。

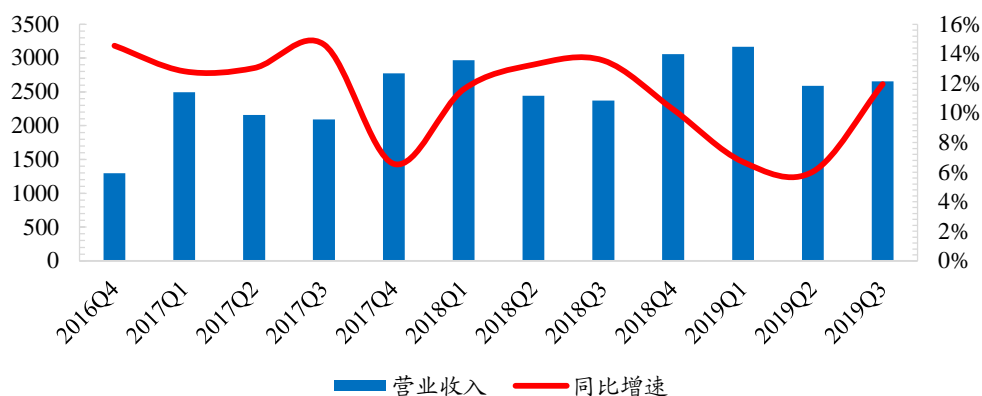
## 4.3、速冻食品：餐饮产业链的优质赛道，关注火锅料制品

### 4.3.1、市场持续扩容，集中度有待提升

2019 年上市公司前三季度速冻食品企业营收已达到 84.13 亿元，同比增长 8.09%。一方面，居民收入水平提升，顺应现代生活高节奏趋势；另一方面，餐饮连锁化趋势驱动速冻食品快速扩容。此外，冷链运输设备的完善以及大数据分析技术的应用将成为速冻食品市场的有力保障。安井、三全、惠发作为龙头企业，市占率相对较高，安井主要生产火锅料制品，而三全主要生产米面制品，如汤圆水饺等，而惠发则是以丸制品、油炸品为主。

此次“非洲猪瘟”事件导致的原料价格上涨，将加速淘汰一些规模较小成本较高的小企业，有利于行业集中度提升。

图43: 2016Q4-2019Q3 速冻食品行业近年营业收入及增速 (百万元)

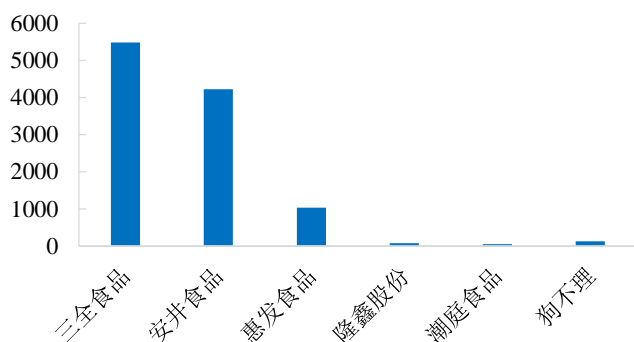


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 4.3.2、龙头企业受益餐饮连锁化趋势

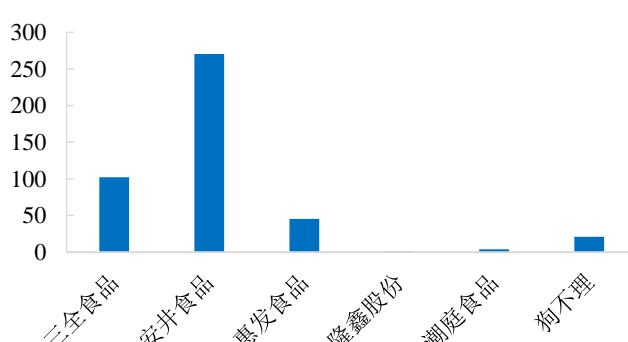
龙头公司针对餐饮通路，纷纷推出速冻菜肴产品。根据前瞻产业研究院预测，到2022年火锅餐饮预计实现销售收入7077亿元，5年保持CAGR10.16%。安井作为速冻火锅料领域市占率第一的公司，未来将充分受益行业洗牌及集中度提升。

图44: 规模以上企业营业收入 (百万元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图45: 规模以上企业净利润 (百万元)



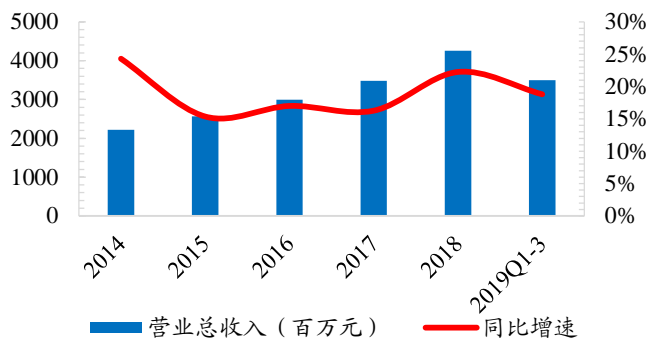
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 推荐标的-安井食品 (603345.SH)

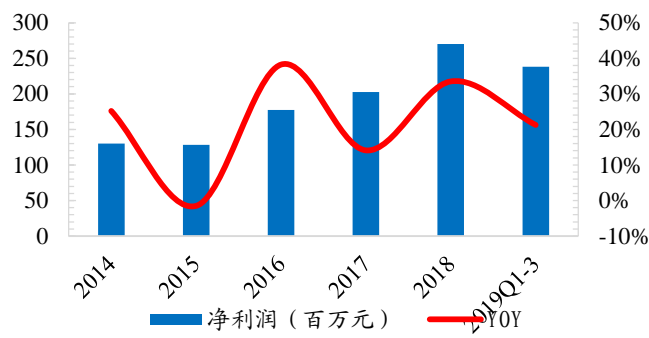
**深耕餐饮渠道，具备先发优势：**公司“餐饮+流通为主、商超为辅”的渠道策略具有费用低、维护成本低的先发优势。公司拥有完备的经销商开发管理体系，经销商团队实力突出，同时已经深度覆盖众多餐饮终端，充分受益餐饮渠道发展。

**产品性价比高，新品开发能力强：**公司规模化优势明显，高质中高价的产品定价策略凸显其产品竞争力。公司拥有突出的大单品开发能力，坚持2 每年推出3-5种新品，2019年推出多款大单品带动收入增长，保持龙头优势。其2018年8月成立的“冻品先生”事业部切入速冻菜肴制品板块，推出蛋饺、天妇罗等多款速冻菜肴制品，2018年全年菜肴制品实现营收3.95亿元。

**股权激励落地，深度绑定团队：**公司于2019年10月27日公布限制性股权激励计划，拟授予限制性股票663万股，占比2.88%，激励对象233人，并公布业绩考核要求。意在激发团队的经营积极性和营销战斗力，有利于公司未来的长期发展。

**图46: 公司近年营业收入及增速 (百万元)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

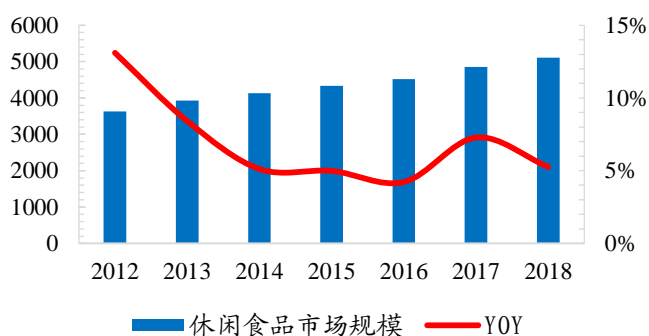
**图47: 公司近年归母净利润及增速 (百万元)**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

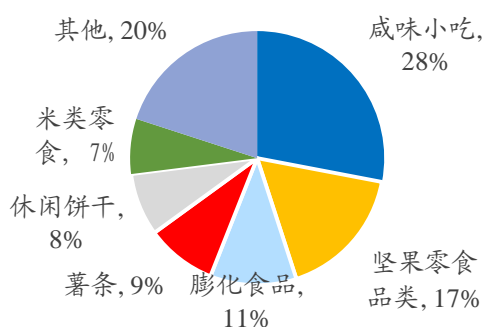
#### 4.4、休闲食品: 万亿赛道, 深挖细分龙头

**行业发展空间广阔, 细分领域众多。**2018 年我国城镇居民人均可支配收入达到 39251 元, 同比增长 7.8%, 随着人均可支配收入的提高, 居民更加注重品质消费, 休闲食品市场规模不断扩大。根据弗若斯特沙利文公司数据显示, 我国休闲食品市场规模 2018 年达 10297 亿元, 2020 年预计可达 12984 亿元。休闲食品包括糖果巧克力、坚果炒货、肉干肉脯、果脯蜜饯等, 作为冲动型购买的非必需消费品, 随着消费场景的日益丰富、休闲零食的消费需求转变, 消费者选择休闲食品的原因逐渐多元化, 这也使得休闲食品行业发展空间更加广阔。

**规模大但格局分散, 子板块龙头效应显著。**休闲食品行业规模大, 呈现行业品牌分散、集中程度不高的特点。从子板块来看, 各品类子版块占比相对均衡, 单品类头部企业相对优势明显, 如三只松鼠、洽洽食品。

**图48: 休闲食品市场规模 (亿元) 及增速**

资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

**图49: 2018 年国内各类休闲食品销售份额占比**

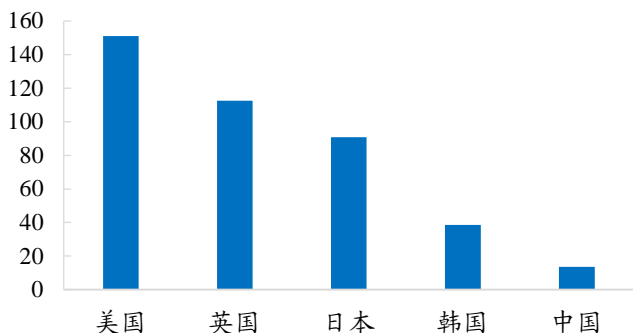
资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

**行业提价和消费增量空间大, 行业规模可进一步扩大。**从价格上看, 目前国内休闲食品消费均价仍处于相对低位, 不足 7 美元/kg, 显著低于主要发达国家的均价水平; 从消费量上来看, 国内休闲食品人均消费量 2.15kg, 较美国人均 13.03kg 消费量存在显著差距, 与亚洲其他类似饮食结构的韩国和日本也有较大差异。鉴于经济发展居民人均可支配收入的提升, 预计量价齐升势头保持。

**线上+线下终端门店下融合, 或为新零售下最适合零食销售的渠道模式。**鉴于休闲食品消费的高冲动性和产品的多元性, 线上平台对消费者需求反应更为及时和便捷, 同时通过线上销量的大数据更好地分析消费者需求及地域分布, 有利于线下门店的选址和成立。由于零食消费频次高, 以“本地商业”为核心的社区专卖店可

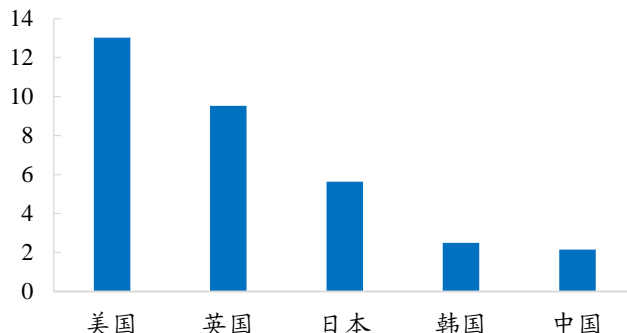
刺激消费者的试吃及购物欲望，同时通过门店形象进行品牌建设，并兼具仓储功能，或为零食企业较为理想的线下模式选择。

图50: 2018 全球主要国家休闲食品人均消费(美元)



资料来源: Euromonitor, 新时代证券研究所

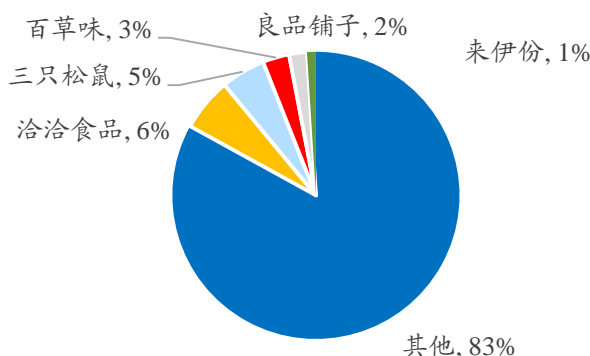
图51: 2018 年全球主要国家休闲食品人均消费量(kg)



资料来源: Euromonitor, 新时代证券研究所

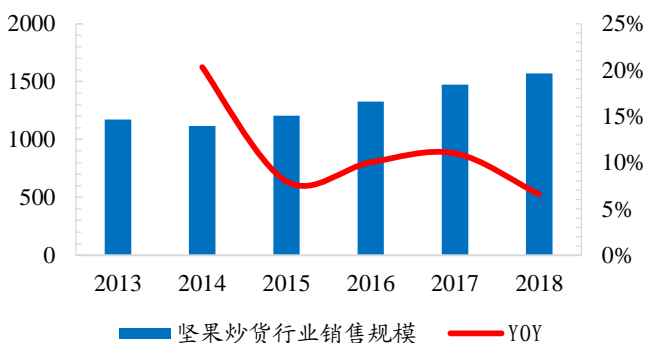
**坚果消费千亿市场崛起, 对比发达国家未来潜力大:** 坚果作为休闲食品中销售份额排名第二的零食, 由于其营养价值丰富, 深受人们的喜爱。根据中国食品工业协会数据, 2007 至 2018 年间, 坚果炒货行业年产值从 283.1 亿元迅速增长至 1385.0 亿元, 过去十年 CAGR 为 15.8%, 预计未来将继续保持双位增幅。中国人均坚果年消费量较美国、日本及全球平均水平差距较大, 未来坚果行业的多产品发展或将持续为行业增长赋能。

图52: 2018 年各公司坚果炒货业务市占率



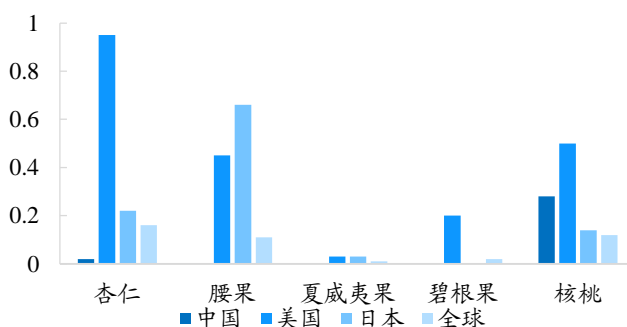
资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

图53: 我国坚果炒货行业销售规模及增速 (亿元)



资料来源: 坚果炒货专业委员会, 新时代证券研究所

图54: 2016 年各经济体人均坚果消费量对比 (千克每人每年)



资料来源: 坚果炒货专业委员会, 新时代证券研究所



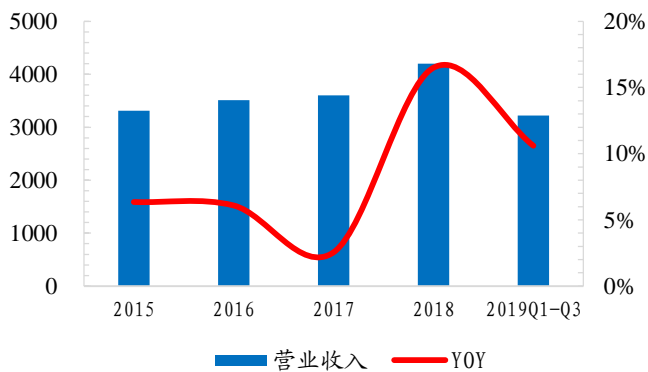
### 推荐标的-洽洽食品 (002557.SZ)

**瓜子龙头地位稳固，结构升级提振毛利率：**瓜子行业竞争格局稳固，公司龙头地位难以撼动。从产品上看，红袋瓜子质量升级；绿袋瓜子也完成原料升级，增速接力红袋；高端蓝袋瓜子保持 30% 高增长。

**转型坚果，二次创业再出发：**小黄袋每日坚果与分众传媒合作投放楼宇广告，三季度实现翻倍增长，19Q3 营收预计达 2 亿元左右。坚果与瓜子品类属性相似，公司具有相关多元化优势，预计未来保持快于行业的增速水平。

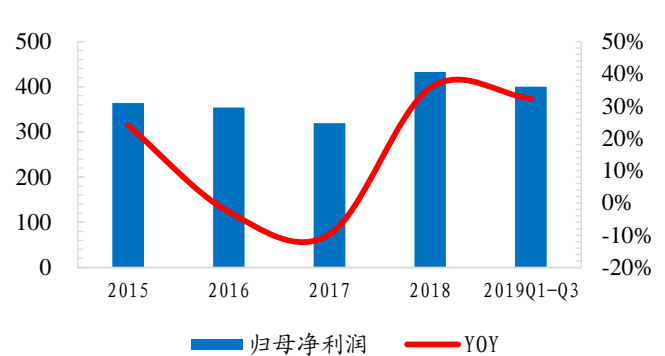
**线下渠道之王，发挥线下优势：**公司瓜子业务已打造出行业领先的线下经销商渠道，当前经销商超过 1000 家，终端数量 30 多万家。坚果品类推广可直接使用，资源利用率较高。此外，坚果线上市场竞争激烈，公司深耕同样广阔的线下市场，主打 KA 和流通渠道，有望快速获取线下市场份额。

图55: 公司近年营业收入及增速 (百万元)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图56: 公司近年归母净利润及增速 (百万元)



资料来源: wind, 新时代证券研究所

### 受益标的-三只松鼠 (300783.SZ)

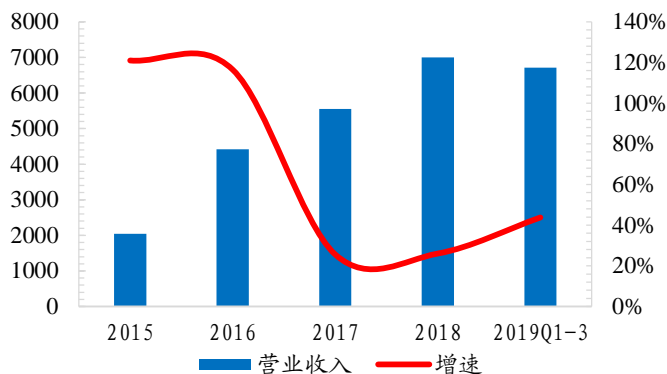
**产品端：**产品矩阵完整，涵盖六大品类，能全方位地满足消费者的多元化的需求，其成熟的研发及品控机制也能持续为产品保驾护航。零食营收 2014 年-2018 年四年 CAGR 为 308.21%，持续放量成为新增长点，预计比重提升至 35% 左右；2019H1 坚果比重降至 48.66%，但营收绝对值体量仍在。

**品牌端：**以创新的 IP 化品牌策略，与消费者建立文化联系，IP 化打造的品牌生态已成为公司的核心竞争力之一。

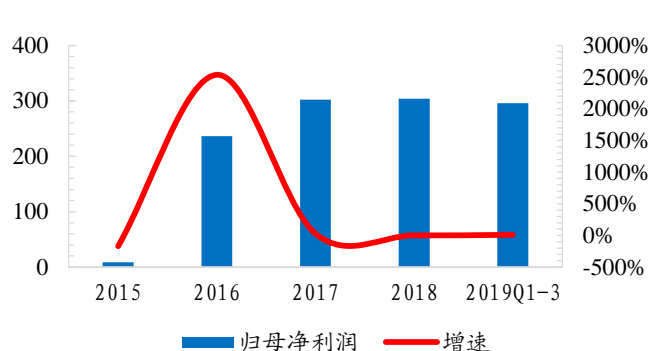
**渠道端：**目前已形成“一主两翼三侧”格局：以电商平台为主，线下松鼠投食店和松鼠联盟小店为两翼，社交电商、新分销和松鼠小镇（建设中）为三侧，实现对消费者深度覆盖。线上营收占比 90% 左右，目前发力线下新零售渠道，Q3 新增松鼠小店 66 家，9 月实现销售额超 2100 万元。

**供应链：**致力于打造重度垂直的经营模式，深度参与到从原材料采购到终端配送的多个环节，全过程保障品质。未来将通过数字化赋能，实现供应链前置。



**图57: 公司近年营业收入及增速 (百万元)**

资料来源: wind, 新时代证券研究所

**图58: 公司近年归母净利润及增速 (百万元)**

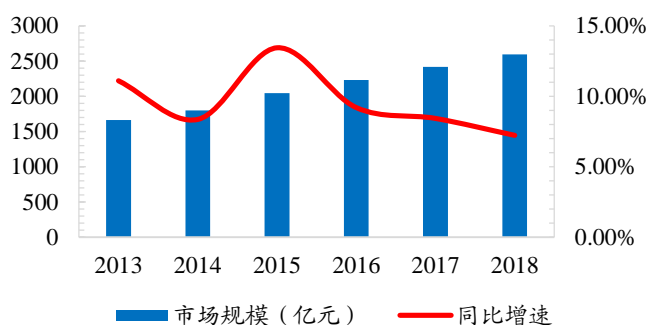
资料来源: wind, 新时代证券研究所

#### 4.5、卤制品: 行业成长性佳, 消费粘性好

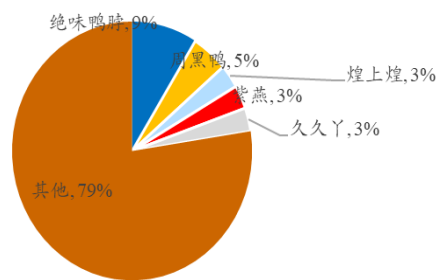
**市场规模有待发展:** 我国卤制食品行业还处在成长期, 市场规模还相对较小, 市场发展空间较大。到 2018 年我国休闲卤制食品的市场规模为 2594 亿元, 同比增速为 7.23%。

**卤制品行业仍处于初期阶段:** 由于卤制品行业主要以作坊式工厂为主, 行业集中度偏低, 即使在行业的大环境的压力下, 依然能够发展百余家的加盟商, 绝味作为销售规模最大的卤企, 市占率仍不足 10%。未来随着消费者对品牌意识的提升和对新鲜度要求的提高, 连锁品牌将推动卤制品行业不断突破跨区域销售壁垒, 连锁品牌企业间开展品牌竞争, 规模化生产效率高且门店供应链完善的企业市占率逐步提升, 开始步入成熟阶段。

**龙头企业优势明显:** 随着行业整合加速、集中度提高, 龙头企业占据着绝对的优势, 比如: 绝味食品、周黑鸭、煌上煌都是卤味行业的老字号, 具有很强的品牌优势, 而新兴创立的品牌如唐小卤、廖记等发展就相对不易。

**图59: 卤制品行业市场规模及增速 (亿元)**

资料来源: 中商产业研究院, 新时代证券研究所

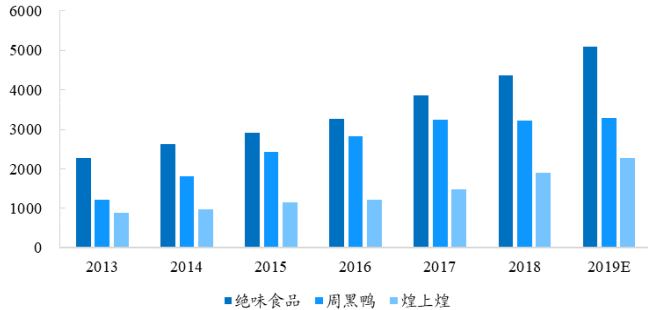
**图60: 卤制品行业各大公司市场份额**

资料来源: 中商产业研究院, 新时代证券研究所

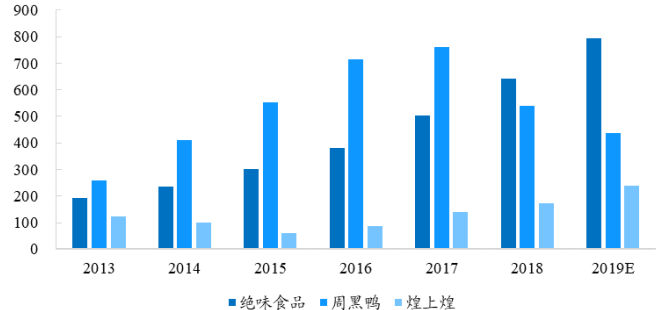
**卤制品为休闲食品行业中成长性最优:** 根据 Frost&Sullivan, 中国卤制品行业零售规模将由 2015 年的 52.1 亿元上升至 2020 年的 123.5 亿元, 年复合增长率为 18.8%, 是休闲食品所有细分子行业中增速最快的。休闲卤制品的发展潜力较其他休闲食品更大, 虽占比较低, 但行业整体处于快速成长阶段。

**技术支持扩展消费场景:** 卤制品保质周期较短, 而真空包装和冷链技术拓展了卤制品的消费场景。随着包装冷链技术的快速发展, 休闲卤制品有望实现高速增长。

**具备独特性，消费者粘性好：**卤制品包含休闲食品中少有的肉制品，在目前休闲食品多以糖果、面点、坚果、豆干为主的休闲零食市场中具有独特性。休闲卤制品口味以辣、咸为主，更符合中国人口味，更受消费者喜爱。而辣味有助于养成消费者粘性，提高产品复购率。

**图61： 卤制品行业主要上市公司营业收入（百万元）**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图62： 卤制品行业主要上市公司净利润（百万元）**


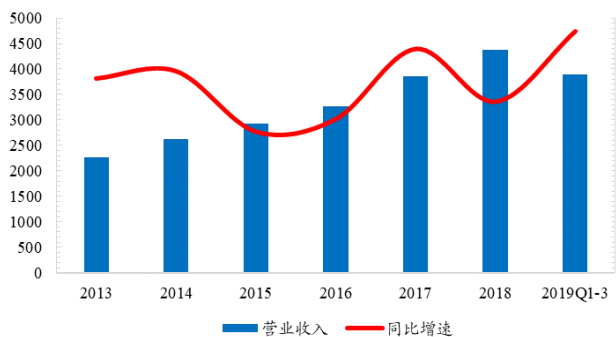
资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 推荐标的-绝味食品（603517.SH）

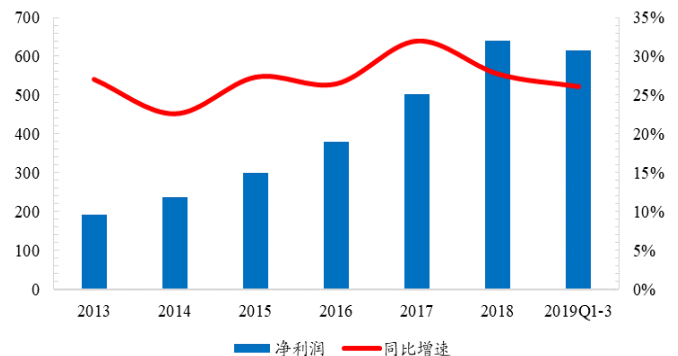
**渠道端：**绝味作为卤制品行业的龙头企业，规模效应显著，2018年底门店数量已达到 9915 家，远超同行业其他品牌门店数量，销售网络覆盖率和门店数量居全行业第一。公司 2019 年前三季度开店节奏良好，预计完成全年开店 800-1200 家目标无虞，同店增速亦维持高增长。公司凭借着加盟模式迅速扩张注重渠道下沉、提升品牌形象，将门店租赁和人工费转嫁给加盟商，降低自身费用投入。

**成本端：**采购量大且集中进一步有助于增强绝味的上游议价能力，较于其他公司具有很强的成本优势。同时，新建的山东 3 万吨仓储中心可转债项目将进一步提升公司的仓储容量，平滑采购成本波动。

**供应端：**产销地优势，拥有冷链生鲜日配到店能力。打造“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系，以 20 多家工厂覆盖半径 300 公里的门店，构建供应链体系护城河。

**图63： 公司近年营业收入及增速（百万元）**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

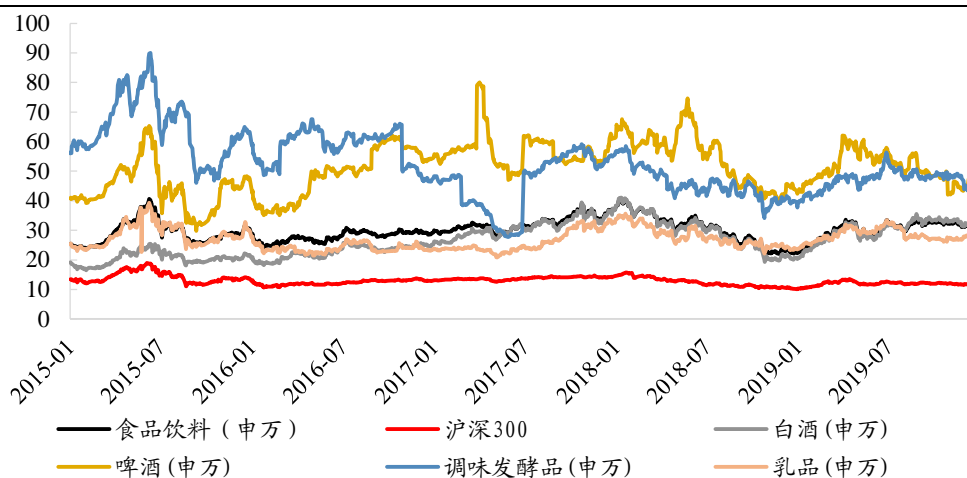
**图64： 公司近年净利润及增速（百万元）**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 5、重点公司估值

2019年12月24日食品饮料板块市盈率（TTM）处于中等偏上水平，其中食品饮料（32.85倍）、白酒（33.70倍）、乳品（27.07倍）。

图65: 食品饮料（申万）及子板块 PE（TTM）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表8: 重点白酒公司估值

档次	简称	市值 (亿元)	收入增速 (%)		利润增速 (%)		EPS		PE	
			2019E	2019E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
高端	贵州茅台	14421	17	21	18	34.47	42.99	33	27	
	五粮液	4996	25	30	19	4.47	5.31	29	24	
	泸州老窖	1202	25	32	26	3.14	3.96	26	21	
次高端	洋河股份	1639	2	2	10	5.40	5.97	20	18	
	山西汾酒	742	24	29	24	2.18	2.69	39	32	
	水井坊	253	25	30	27	1.54	1.97	34	26	
	酒鬼酒	116	30	33	31	0.88	1.18	41	30	
	舍得酒业	98	19	22	21	1.24	1.49	23	20	
中高端	古井贡酒	531	22	25	23	4.21	5.19	28	23	
	口子窖	312	16	20	18	3.06	3.60	18	15	
	今世缘	369	30	26	24	1.16	1.44	25	20	
	顺鑫农业	366	20	25	18	1.26	1.49	39	33	
	伊力特*	68	16	14	14	1.00	1.13	15	14	
	老白干酒*	99	19	29	25	0.47	0.57	24	20	
	迎驾贡酒*	153	8	13	7	1.11	1.19	17	16	

资料来源：Wind，新时代证券研究所，加\*为 Wind 一致预期。

## 6、风险提示

**白酒：**宏观持续下行抑制需求，茅台批价超预期下降，消费税改革不确定性风险，食品安全风险等。

**乳业：**行业竞争加剧盈利能力下降，乳制品需求下降，原奶价格持续上涨风险，

食品安全风险等。

**调味品：**原材料涨价风险，食品安全风险等。

**休闲食品：**原材料价格上涨风险，食品安全风险等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>