

## 食品饮料行业 2018 年中期投资策略

## 酒中有趣世不识，食里滋味邀君尝

推荐（维持）

## □ 白酒：周期成长向稳健成长思维转变

白酒景气仍在延续，高端次高端主动限制增速泡沫，区域龙头增长加速刚开始。1) 一线白酒：稳健增长，上涨仍具潜力。茅台控价策略得当，业绩高位后基本面保持稳定，五粮液保持高增长，泸州和洋河增速加快。看一年价值明显。2) 次高端白酒：延续高增势头。水井、汾酒、舍得、酒鬼业绩基本符合预期，水井有超预期表现。一季度或为次高端业绩高峰，但消费升级和行业扩容红利将继续助推次高端白酒业绩高增，年底估值切换时都会很有吸引力。3) 部分区域强势品牌白酒：业绩全面加速，短期迎来估值业绩双升。古井、口子、今世缘、老白干等区域强势品牌白酒，由于结构升级加速，业绩增速加快，迎来估值业绩双升，短期具有较好投资机会。

**投资建议：**看白酒需要从周期成长思维转变为稳健成长思维，周期成长思维的特点在于估值业绩齐升见顶后估值业绩双杀，虽然年初股价演绎了周期思维，但基本面却转为了稳健成长路径。稳健成长思维特点在于增速放缓但可持续正增长，不存在周期性负增长，因此现金流不断增长，价值不断提升，估值稳定。目前优先古井、口子、今世缘，中线重点推荐茅台、五粮液、老窖、洋河、水井、汾酒、舍得。

## □ 大众品：成长思维向格局思维转变

行业格局是未来估值定价的核心因素，今年的主题为寻找品类代名词。消费者对低端消费价格敏感性的降低，互联网信息的快速渗透，加上零售餐饮连锁化业态的大发展，助推了品牌公司产品的货架扩张，传统大众品类里具有代名词性质的品牌迎来最好时代。我们不应囿于过去仅仅从利润增速简单给予估值的思维，而应更考虑格局对估值的影响。龙头公司获取市场份额的能力更强，未来现金流更为持续稳定，从 DCF 估值的角度考虑可以给予更高估值。

**投资建议：**调味板块和啤酒板块已呈现一家独大格局，继续推荐乳业板块和休闲食品板块：1) 调味品及食品配料板块：长期受益于消费升级、餐饮回暖和品牌集中度提升，细分子行业龙头业绩具备持续稳健增长的基础，**重点推荐：**海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜，**推荐：**安井食品；2) 啤酒板块：板块大底已出，格局持续改善，催化剂频繁，**重点关注：**重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。3) 乳制品板块：行业继续复苏向好，公司经营质量和市场份额持续提升，**重点推荐：**伊利股份；4) 休闲食品板块：细分行业龙头受益销售提升业绩快速增长，**重点推荐：**绝味食品，**推荐：**好想你、洽洽食品。5) 肉类板块：双汇屠宰业务持续放量，低温产品快速增长，**重点推荐：**双汇发展。

## □ 风险提示：宏观经济下行，食品安全风险。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
贵州茅台	739.32	28.94	34.18	39.29	25.55	21.63	18.82	10.16	强推
五粮液	77.59	3.36	4.28	5.39	23.09	18.13	14.4	5.65	强推
泸州老窖	65.95	2.46	3.13	3.92	26.81	21.07	16.82	6.37	强推
山西汾酒	59.5	1.79	2.44	3.03	33.24	24.39	19.64	9.84	强推
水井坊	48.99	1.38	2.16	3.09	35.5	22.68	15.85	15.15	强推
舍得酒业	41.33	1.16	1.64	2.38	35.63	25.2	17.37	5.61	推荐
酒鬼酒	25.05	0.82	1.17	1.65	30.55	21.41	15.18	4.06	推荐
洋河股份	129.51	5.53	6.83	8.25	23.42	18.96	15.7	6.61	强推
古井贡酒	77.91	3.02	3.84	5.43	25.8	20.29	14.35	6.07	强推
口子窖	58.68	2.26	2.7	3.11	25.96	21.73	18.87	6.92	强推
伊利股份	27.48	1.24	1.48	1.7	22.16	18.57	16.16	6.65	强推
重庆啤酒	29.91	0.86	1.0	1.18	34.78	29.91	25.35	12.44	推荐
青岛啤酒	51.86	1.12	1.33	1.56	46.3	38.99	33.24	4.09	推荐
海天味业	68.71	1.58	2.0	2.45	43.49	34.36	28.04	15.79	强推
涪陵榨菜	25.29	0.74	0.96	1.2	34.18	26.34	21.08	10.35	强推
安琪酵母	37.13	1.33	1.69	2.01	27.92	21.97	18.47	7.96	强推
绝味食品	46.03	1.55	1.86	2.21	29.7	24.75	20.83	7.34	强推
双汇发展	27.33	1.49	1.64	1.83	18.34	16.66	14.93	6.17	强推
安井食品	33.84	1.18	1.48	1.77	28.68	22.86	19.12	4.32	推荐
洽洽食品	17.46	0.72	0.85	1.01	24.25	20.54	17.29	2.89	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2018 年 05 月 18 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

## 联系人：龚源月

电话：021-20572554

邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

## 联系人：张燕

电话：021-20572507

邮箱：zhangyan1@hcyjs.com

## 证券分析师：曹岩

电话：010-63214652

邮箱：caoyan@hcyjs.com

执业编号：S0360517060002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	91	2.59
总市值(亿元)	28,832.65	4.67
流通市值(亿元)	24,111.36	5.48

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	3.66	5.49	54.11	
相对表现	0.59	11.72	40.8	



## 相关研究报告

《电商渠道草根调研系列报告-四月：古井贡酒维持高增，苏泊尔稳老板最优》 2018-05-06

《看食品饮料，你该换个思维了》 2018-05-08

《华创食品饮料周报 20180513：短期优先加速二线品牌，继续强推大众品小龙头》 2018-05-13

# 目 录

<b>一、白酒板块：从周期成长向稳健成长思维转变</b>	<b>6</b>
（一）核心观点：周期成长向稳健成长转变	6
（二）一线白酒：稳健增长，上涨仍具潜力	8
（三）次高端白酒：延续高增势头	10
（四）区域龙头：增长加速，估值业绩双升	12
<b>二、大众品板块：从成长思维向格局思维转变</b>	<b>14</b>
（一）核心观点：从成长思维向格局思维转变	14
（二）乳制品：行业集中度提升，高端产品强劲增长	17
1、三四线城市增速更快，市场份额向龙头集中	17
2、高端产品增速领先，费用投放力度不减	18
（三）啤酒：格局改善，提价催化	19
1、行业成长期结束，龙头业绩见底	19
2、竞争格局改善，华润啤酒领先优势扩大	20
3、企业积极调整，提价催化行情	20
（四）调味品：受益集中度提升，龙头持续稳健增长	22
1、收入持续稳健增长来源于行业集中度提升	22
2、业绩持续稳健增长来源于毛利率提升	23
3、格局思维下享受龙头海天高稳定性	25
（五）休闲食品：集中度持续提升，龙头业绩保持快速增长	25
1、卤制品行业：行业快速增长，龙头份额提升	25
2、肉制品行业：低温产品持续发力，集中度持续提升	27
3、坚果行业：线上格局稳固，客单价稳步提升	28
（六）速冻食品行业：面米制品三足鼎立，火锅料龙头快速崛起	29
<b>三、风险提示</b>	<b>31</b>
<b>附录：食品饮料入摩公司与境外上市巨头对比</b>	<b>31</b>

# 图表目录

图表 1	高端零售价格走势	6
图表 2	高端一批价走势图	6
图表 3	2009-2012 年茅台五粮液预收款走势	6
图表 4	舍得酒业的盈利率指标走势	7
图表 5	古井贡酒收入和盈利率指标走势	7
图表 6	白酒企业 2018Q1 利润率与历史高点比较 (%)	7
图表 7	茅台酒 2015 年基酒减产 16.94%	8
图表 8	茅台酒 2020 年前供需持续紧张	8
图表 9	茅台历史提价情况一览表	8
图表 10	茅台出厂价、一批价和终端价走势图	9
图表 11	五粮液出厂价、一批价走势图	9
图表 12	2004 年至今申万白酒指数	9
图表 13	白酒板块估值有所回落	9
图表 14	茅台一系列稳价措施	9
图表 15	次高端白酒净利率水平与历史高点还有较大差距	11
图表 16	各次高端白酒企业净利水平未达到历史高点	11
图表 17	次高端白酒整体净利增速图	11
图表 18	各次高端白酒企业净利增速图	11
图表 19	次高端全国化单品占比一览表	12
图表 20	全国人均可支配收入持续增加	12
图表 21	区域酒企省内收入增速	13
图表 22	区域酒企省外收入增速	13
图表 23	口子、古井省内竞争环境趋好	13
图表 24	安徽省内各主流白酒企业 17 年收入规模 (亿元)	14
图表 25	安徽省内各白酒企业省内市占率	14
图表 26	城镇居民人均可支配收入及增速 (元)	15
图表 27	城镇居民家庭恩格尔系数	15
图表 28	连锁超市和大型超市网点数量 (个)	15
图表 29	智能手机出货量 (万部)	15
图表 30	大众消费品公司毛利率回顾	16
图表 31	大众消费品公司费用率回顾	16
图表 32	大众品龙头的市场份额及相对第二名的规模倍数	17

图表 33	海天味业、华润啤酒、桃李面包、安琪酵母、涪陵榨菜、安井食品 PE 走势图.....	17
图表 34	2017 年液奶零售额增速.....	18
图表 35	人均液态奶消费量测算（公斤/年）.....	18
图表 36	伊利常温、低温产品市占率.....	18
图表 37	伊利婴幼儿奶粉市占率.....	18
图表 38	伊利高端产品销售额及占比（亿元）.....	19
图表 39	伊利与蒙牛销售费用率.....	19
图表 40	伊利赞助北京冬奥会，蒙牛冠名世界杯.....	19
图表 41	啤酒历年产量及增速（万吨）.....	20
图表 42	啤酒年新增产能（万吨）.....	20
图表 43	国内啤酒行业集中度（销售口径）.....	20
图表 44	华润啤酒市场份额.....	20
图表 45	重庆啤酒关停工厂情况.....	21
图表 46	华润啤酒产品结构.....	21
图表 47	青岛啤酒产品结构.....	21
图表 48	重庆啤酒产品结构.....	21
图表 49	燕京啤酒产品结构.....	21
图表 50	啤酒提价情况.....	22
图表 51	我国调味品集中度相比国外依然较低.....	22
图表 52	我国调味品市场格局分散.....	22
图表 53	龙头公司品类覆盖情况.....	23
图表 54	龙头销售费用率略有上涨或保持高位（%）.....	23
图表 55	价格周期上涨，目前处于提价第五周期.....	23
图表 56	各龙头企业纷纷推出高端新品进行转型升级.....	24
图表 57	各龙头企业毛利率均持续走高（%）.....	24
图表 58	我国酱油集中度偏低.....	25
图表 59	日本酱油集中度显著高于我国.....	25
图表 60	海天和龟甲万主要指标对比（%）.....	25
图表 61	海天与龟甲万收入规模比较.....	25
图表 62	休闲食品细分品类零售额及增速（十亿元）.....	26
图表 63	品牌休闲卤制品与非品牌收入增速对比（十亿元）.....	26
图表 64	主要休闲卤制品企业市场份额.....	26
图表 65	休闲卤制品企业市场集中度.....	26
图表 66	双汇发展屠宰量及市场份额（万头）.....	27

图表 67	美国屠宰制品市场份额.....	27
图表 68	国内肉制品消费占比.....	27
图表 69	美国肉制品消费占比.....	27
图表 70	国内肉制品市场份额.....	28
图表 71	美国肉制品市场份额.....	28
图表 72	坚果炒货行业产值及增速（亿元）.....	28
图表 73	坚果炒货渠道分布.....	28
图表 74	阿里渠道前三名销售额（亿元）.....	29
图表 75	三只松鼠布局线下门店.....	29
图表 76	速冻面米行业年产量（万吨）.....	29
图表 77	三全食品市场占有率.....	29
图表 78	中式餐饮市场收入结构.....	30
图表 79	中式餐饮行业分品类收入（亿元）.....	30
图表 80	实体零售行业分渠道增速.....	30
图表 81	美宜佳、全家、7-11 的关东煮产品.....	30
图表 82	2017 年行业市场占有率.....	31
图表 83	安井、海欣历年市场份额.....	31
图表 84	食品饮料入摩公司与境外上市巨头主要财务指标对比（亿元，CNY）.....	31
图表 85	重点覆盖公司指标（亿元）.....	32



## 一、白酒板块：从周期成长向稳健成长思维转变

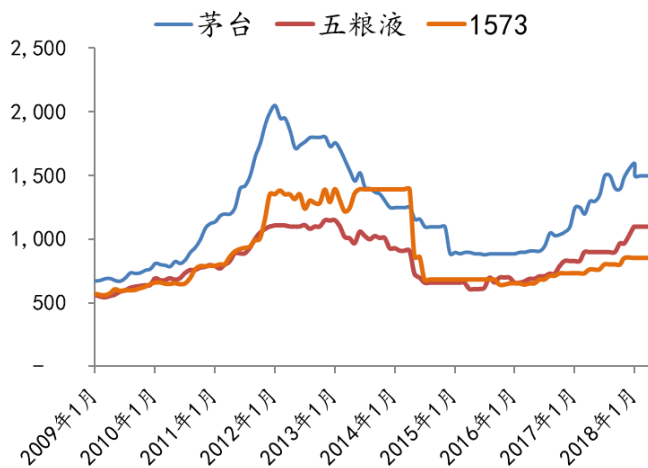
### （一）核心观点：周期成长向稳健成长转变

我们认为看白酒需要从周期成长思维转变为稳健成长思维，周期成长思维的特点在于估值业绩齐升见顶后估值业绩双杀，年初股价大涨大跌是周期思维演绎遭遇基本面转向稳健的结果。稳健成长思维特点在于增速放缓但可持续正增长，因此现金流不断增长，价值不断提升，估值稳定。

为什么可以认为是从周期成长转变为稳健成长？

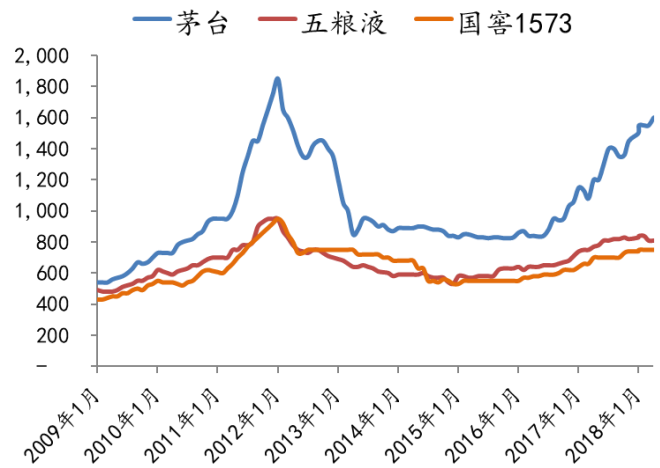
- 1、高端白酒在 18 年 1 月底强行限价，并加强渠道管控，茅台引领打击囤货投机和价格泡沫化，使白酒在价格和市场库存上不再重复前面几轮出现的价格虚高和库存奇高的问题，保留了消费实力。

图表 1 高端零售价格走势



资料来源：Wind、华创证券

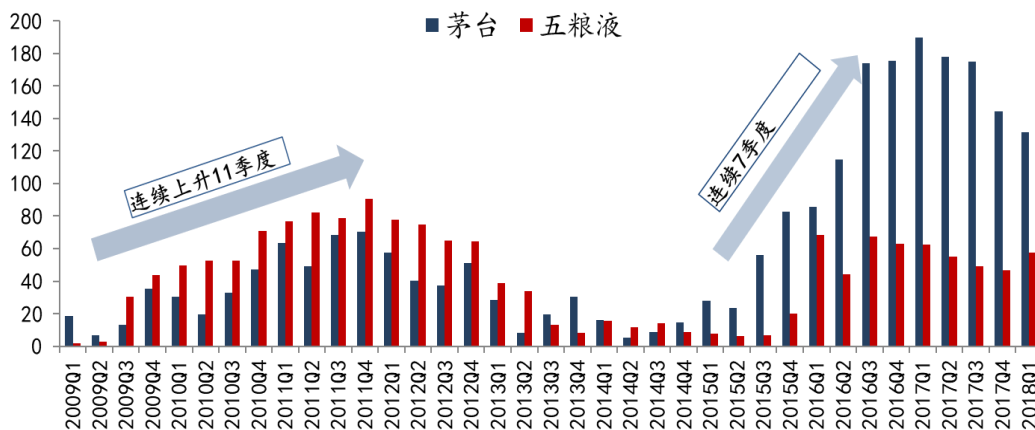
图表 2 高端一批价走势



资料来源：Wind、华创证券

- 2、高端白酒预收款下降在周期波动背景下都在批发价见顶回落开始下降，比如 09-12 年预收款伴随批发价一路上行，直到 2011 年底批发价见顶回落，预收款也随之回落。但此轮茅台预收款回落在 2017 年 1 季度后，而此后茅台批发价仍在上行，说明预收款是茅台经营政策的调整控制；五粮液的预收款走势也与批发价走势不同，显示非周期化特征。

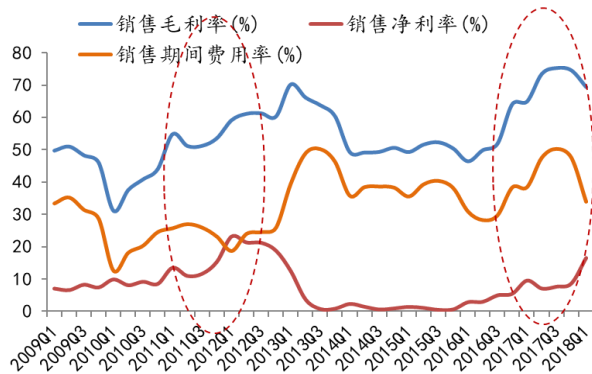
图表 3 2009-2012 年茅台五粮液预收款走势



资料来源：Wind、华创证券

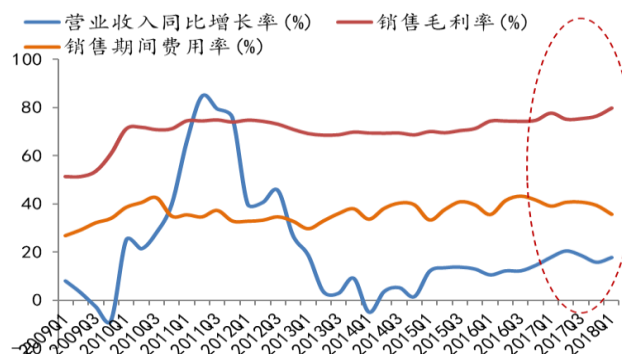
3、即使按照周期成长来论，这一轮其实也还没走完，首先高端增速高位稳定并未明显放缓，其次，次高端全国化白酒与之前周期不同，本轮都在全力投入费用做市场，如舍得酒业上一轮毛利大涨而不见费用投入提升，这一轮费用率伴随毛利率同步提升）；区域龙头看，利润扩张刚刚加速，如古井贡酒，营收增速刚抬头，毛利率向上和费用率向下的势头刚刚展现。

图表 4 舍得酒业的盈利率指标走势



资料来源: Wind、华创证券

图表 5 古井贡酒收入和盈利率指标走势



资料来源: Wind、华创证券

4、如果本轮周期加速，品牌白酒应有较前几轮更强的利润率呈现，毕竟其产品结构已经更加高端化，但我们比较目前利润率和他们的历史高点利润率，仍都有很大距离，说明白酒企业并未完全释放其盈利潜力，仍有余力持续增长，或者说公司们更希望长远市场份额而非短期暴利。

图表 6 白酒企业 2018Q1 利润率与历史高点比较 (%)

	时间	历史最高值	2018Q1	离高点距离
贵州茅台	2012Q2	58.21	52.28	-5.94
五粮液	2012Q3	47.27	37.52	-9.75
洋河股份	2012Q4	40.48	36.44	-4.04
泸州老窖	2010Q1	47.76	37.50	-10.27
山西汾酒	2008Q3	33.08	23.57	-9.51
古井贡酒	2010Q4	26.98	23.13	-3.85
口子窖	2017Q3	38.70	35.90	-2.80
今世缘	2017Q2	39.51	34.16	-5.35
水井坊	2009Q1	35.84	20.69	-15.15
顺鑫农业	2011Q2	10.90	9.19	-1.71
迎驾贡酒	2018Q1	28.70	28.70	0.00
舍得酒业	2012Q1	23.27	16.60	-6.66
老白干酒	2011Q4	11.80	10.14	-1.67
伊力特	2014Q3	35.47	23.32	-12.15
酒鬼酒	2007Q3	53.10	23.57	-29.52
金徽酒	2013Q1	24.87	24.87	0.00
金种子酒	2018Q1	28.66	2.49	-26.17

资料来源: Wind、华创证券

结论：白酒景气虽走完一半但仍在延续，高端次高端主动限制增速泡沫，区域龙头增长加速刚开始，白酒们在以长期稳健成长思维替代短期暴力成长思维。

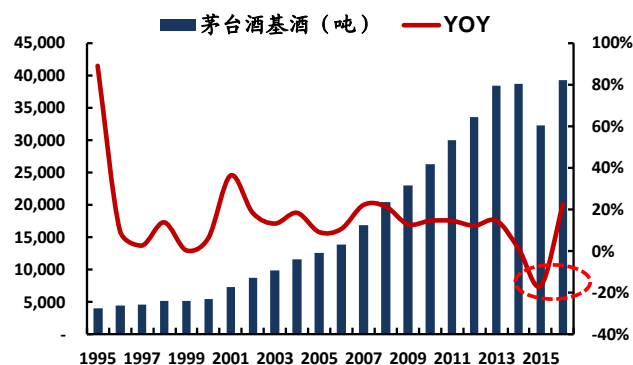
- **一线白酒：基本面良好，具备中期投资价值。**茅台控价策略得当，业绩高位后基本面继续保持强劲，五粮液保持高增长，泸州和洋河增速加快。看一年价值明显。
- **次高端白酒：延续高增势头，静待估值切换。**水井、汾酒、舍得、酒鬼业绩基本符合预期，水井有超预期表现。一季度或为次高端业绩高峰，但消费升级和行业扩容红利将继续助推次高端白酒继续业绩高增。当前 30 倍出头的估值到年底展望时，PEG 会很有吸引力。
- **部分区域强势品牌白酒：业绩加速，短期维持估值业绩双升。**古井、口子、今世缘、老白干等区域强势品牌白酒，由于结构升级加速，业绩增速加快，迎来估值业绩双升，目前仍具有较好投资机会。优先推荐古井贡酒。

## （二）一线白酒：稳健增长，上涨仍具潜力

### 1、茅台产能瓶颈，2020 年前供需紧张，供给紧张呈新常态

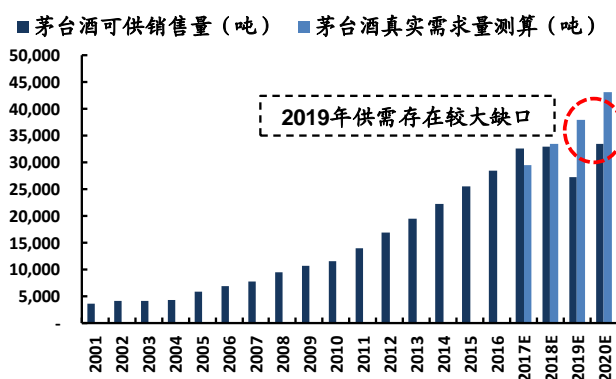
茅台未来 2 年供需仍然持续紧张，量价政策预计与 2017 年逻辑不同。根据公司历年公告披露，公司在 2014、2015 和 2016 年的基酒产量分别是 38745 吨、32180 吨和 39313 吨，按 85% 的出酒率计算，对应 2018 年、2019 年和 2020 年可供销售茅台成品酒分别是 32933.25 吨、27353 吨和 33415.65 吨。2015 年基酒同比减量 16.94%，可能导致 2019 年前后可供销售成品酒存在明显的供给缺口。而 2018 年和 2020 年可供销售成品酒量基本持平，相比 2017 年只有微弱量增，2020 年前茅台酒的供给整体处于偏紧状态。需求端 2017 年公司实际销售茅台酒 30205.52 吨，随着高净值人群数量持续增长，到 2019 年茅台酒需求预计可能达到 3.8 万吨，供需始终存在较大缺口。公司于今年初进行 5 年来的首次提价，平均提价幅度达 18% 以上。从提价幅度上看，我们认为 2017 年市场对茅台的量价政策预估要进行调整，即调整为茅台 2018 年提价高于预期，而放量低于预期，2019 年放量高于预期而提价小于预期。尽管销量有望平稳增长，但 2020 年前茅台供给仍将持续紧张，批发零售价格几无下降可能。

图表 7 茅台酒 2015 年基酒减产 16.94%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 茅台酒 2020 年前供需持续紧张



资料来源：公司公告，华创证券估算

图表 9 茅台历史提价情况一览表

提价时间	提价前（元）	提价后（元）	提价幅度（元）	提价率	提价区间幅度
2003.01	218	268	50	22.94%	42.53%
2006.02	268	308	40	14.93%	
2007.04	308	358	50	16.23%	
2008.01	358	439	81	22.63%	



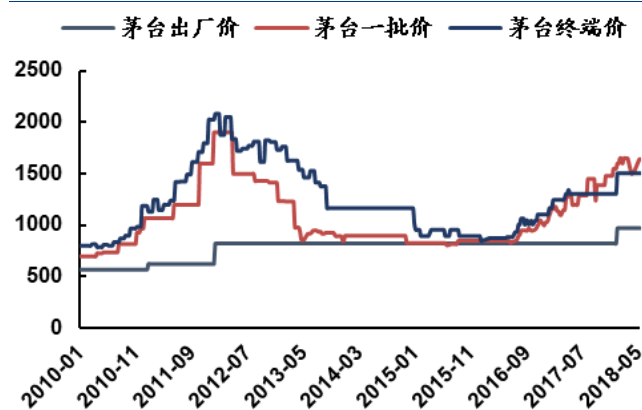
提价时间	提价前 (元)	提价后 (元)	提价幅度 (元)	提价率	提价区间幅度
2010.01	439	499	60	13.67%	64.13%
2011.01	499	619	120	24.05%	
2012.09	619	819	200	32.31%	
2018.01	819	969	150	18.32%	

资料来源: Wind, 华创证券

## 2、公司强力稳价避免短期泡沫，拉长景气周期

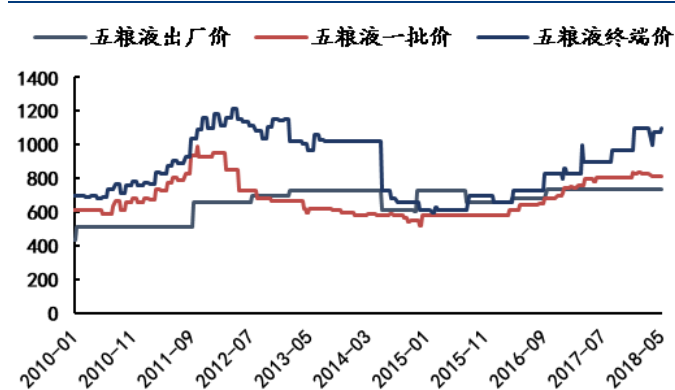
茅台供需紧张批价上行，公司强力稳价。因茅台供需紧张，从去年开始价格持续上涨，带动其他高端酒价格上涨，渠道囤积现象有所抬头。白酒如果泡沫化加速，必然会导致囤货投机的大幅上涨，公司如果不控制预收款订单，发货量将远高于真实的开瓶量，导致后续价格泡沫破裂和周期的下行。公司采取各项措施强力控价，要求按照 1499 元/瓶的标价销售飞天茅台，调整零售渠道和经销网络的发货节奏，控制单个买家的买货量等。

图表 10 茅台出厂价、一批价和终端价走势图



资料来源: Wind, 草根调研, 华创证券

图表 11 五粮液出厂价、一批价走势图



资料来源: Wind, 草根调研, 华创证券

图表 12 2004 年至今申万白酒指数



资料来源: Wind, 草根调研, 华创证券

图表 13 白酒板块估值有所回落



资料来源: Wind, 草根调研, 华创证券

图表 14 茅台一系列稳价措施

时间	事件
1 月 8 日	贵州茅台酒股份有限公司专门对外发布公告，要求公司各级子公司、集团公司各级子公司，按照 1499 元/瓶的标价销售飞天 53 度 500ml 茅台酒，不助推价格，以保持零售价格的稳定。建议销售商酌情参照，不囤货捂售，不捆绑搭售。
1 月 11 日	茅台集团公司召开的 2018 年度工作会，集团公司在春节前计划投放不少于 7000 吨茅台酒、6000 吨系列酒，分别达

时间	事件
	到全年计划的 25%、20%。
1 月 17 日	茅台要求经销商在云商的出货量由此前的 30% 增至 40%；此外，且推单只能 1 对 1 推最多 10 箱给客户，推单的不计入云商任务量。
1 月 31 日	国家发改委价监局召开白酒行业价格法规政策提醒告诫会。
2 月 2 日	茅台要求所有经销商必须把库存的茅台酒全部投放到市场，市场投放率不低于 90%。茅台销售公司要在春节前保证 7000 吨以上茅台酒供应。还将强化巡查问责，加强市场维护，加强对经销商销售渠道的研判，严厉追究违约经销商。另外，消费者在电商平台购酒，单次购买不能超过 6 瓶，线下购买单次不能超过 12 瓶。

资料来源：糖酒快讯，华创证券

**稳价效果明显，行业景气周期拉长并被放缓。**在上一轮白酒牛市中，茅台于 11 年开始限价 1599 元，并于 5 月、6 月放开限价后价格开始不断泡沫化，导致周期缩短。这一轮我们认为公司强力稳价措施得当，诱发了两个变化：1) 短期的囤货速度和投机速度放缓，从而使厂家的出货量不像之前周期成长那样加速增长；2) 价格没有出现泡沫化，发货量和真实的开瓶量接近，今年和明年的消费潜力得以保留，削峰填谷，保证了今年和明年业绩的稳定增长。五粮液和老窖也做了相应的调整。公司的强力稳价使行业的景气周期得以拉长并放缓。

### 3、其他高端酒有望持续增长

**五粮液持续控货后期待旺季批价回升。**普五等高端产品 17 年放量增长，预计销量增长约 15%，价格增长约 7%。公司二次创业稳步推进，定增终落地，深度绑定管理层、员工和经销商，内部动力足。去年大量招商，今年全年增量基本确定，尽管短期批价尚不够理想，但我们判断经过持续控量，我们预计旺季时批价有望上升。五粮液利润率潜力仍在，我们认为业绩至少可达 130 亿以上，目前估值仍是白酒中最低。

**老窖高端继续高速增长，腰部产品增速加快。**国窖 1573 继续保持高速增长，预计销量增速 30%，仍是增长最大贡献。特曲等中档产品从去年下半年开始发力，今年一季度增速加快，预计增速达 30% 以上。低档酒持续清理 SKU 中，收入已企稳实现正增长。公司产品结构持续升级，腰部产品增速加快。18/19 年公司放手做市场，今年一季度已有明显趋势。腰部产品特曲 60 精准卡位次高端，有望充分受益于次高端行业扩展红利，加速放量，贡献业绩。

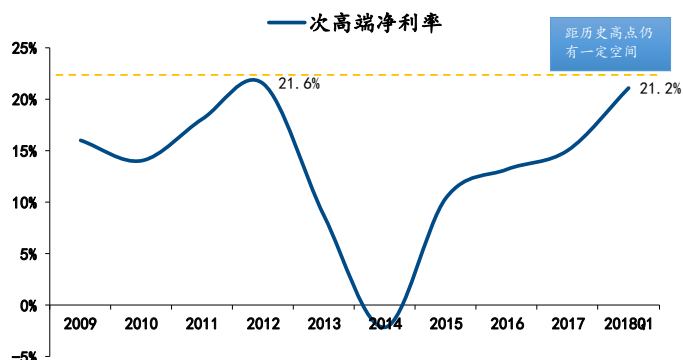
**洋河高端产品迅猛，拉动整体增长加速。**公司产品结构升级明显，蓝色经典系列占比 80% 以上，其中海天梦在蓝色经典系列中的占比分别为 4:3:3，梦之蓝 17 年至今销售额增速持续超 50%，今年一季度更是加速，梦之蓝占比提升加高速增长，拉动了公司整体增速从过去 2 年的 10%+ 进入了 20%+ 时期。

#### (三) 次高端白酒：延续高增势头

**次高端年报季报符合预期，延续高增势头。**剔除春节错峰影响，17Q4+18Q1 结合来看，汾酒、水井坊、舍得酒业和酒鬼酒业绩增速分别为 38%、47%、98%、53%，延续高增势头，基本符合预期。我们认为次高端和高端白酒存在较大价差，随着消费持续升级，未来还有继续扩容空间。

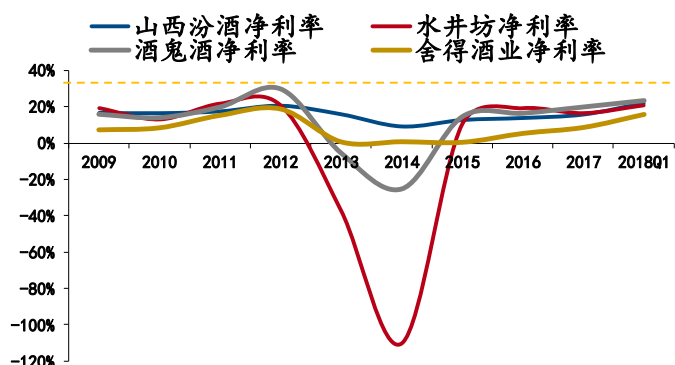
**本轮与上轮周期的区别：不再追求短期净利暴涨，更加追求长期消费容量。**本轮次高端白酒公司与上一轮次高端白酒公司最明显的差异是业绩增速没有上一轮那么快。上一轮白酒牛市中，次高端白酒短期内业绩增速呈爆发式增长态势，部分公司业绩达到了 100-200% 的增长，显示出了超高景气状态。在短短 2-3 年时间内，收入大幅增长，利润率快速提升，部分公司如酒鬼酒净利率快速达到了 30% 以上。我们认为这些现象的出现主要是因上一轮白酒牛市中企业只管发货，而忽视了对终端动销和库存的管控，导致产品结构升级叠加不投费用，毛利率大幅上涨，费用率大幅下降，利润率大幅释放，一旦加速发货，业绩成倍增长。

图表 15 次高端白酒净利率水平与历史高点还有较大差距



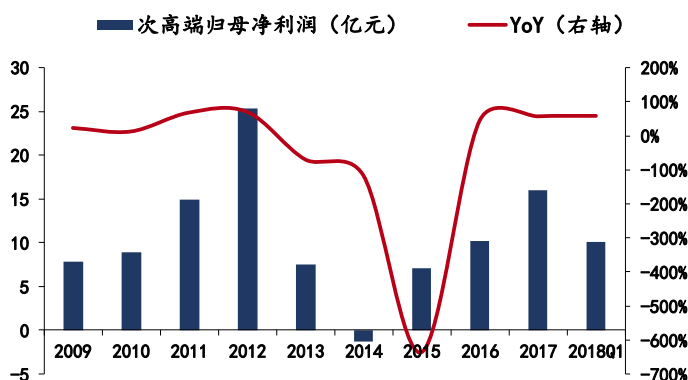
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 各次高端白酒企业净利水平未达到历史高点



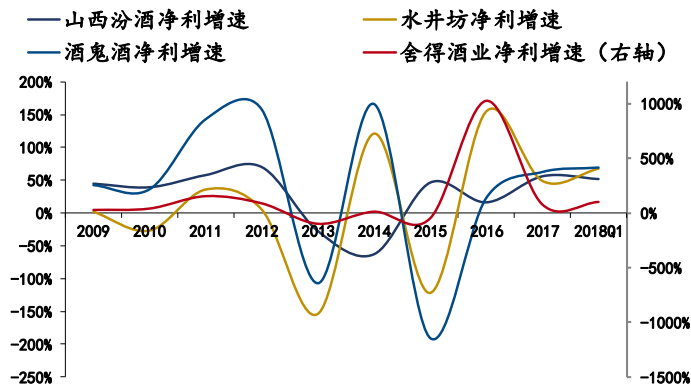
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 次高端白酒整体净利增速图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 各次高端白酒企业净利增速图



资料来源: Wind, 华创证券

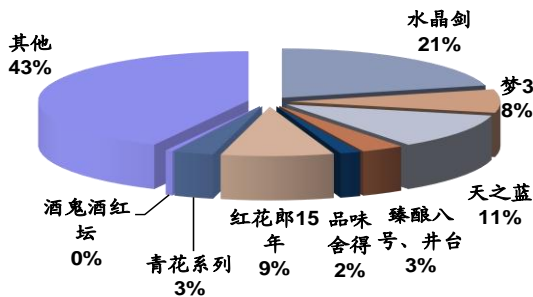
**酒企回归理性，节奏放缓周期拉长。**目前次高端白酒并没有像上一轮那样出现业绩短期爆发式上涨，主要系：1) 各家酒企充分吸取上一波跌经验，注重终端动销和库存监控，不再追求短期业绩的爆发式增长，而是追求更持续稳健的增长；2) 管理层和体制都有积极改善。自行业回暖以来，次高端酒企进行了大刀阔斧的改革。沱牌和酒鬼酒都进行了体制方面的改革，沱牌天洋入驻变为民营企业，然后大力招商，进行渠道的扁平化。酒鬼酒中粮入驻，变为中央企业，在做好湖南大本营的同时进行全国化布局。水井坊新任管理层到位，结束管理层更替频繁局面，专注次高端，推行新总代制，渠道得以有效快速恢复并大幅进行全国化扩张。汾酒国改持续推进，国资委下放八项权利，管理层签订军令状，在业绩目标指引下，压力与动力并举，推动企业各项变革，业绩得到持续快速增长。我们认为这一波次高端的节奏明显放缓，周期明显拉长，可看更持久。

**高端白酒批价上行叠加消费升级，次高端白酒市场有望持续扩容。**今年年初随着茅台强力稳健等政策的出台，批价有所回落并维持了相对稳定，尽管继续上行空间暂时得以抑制，但高端批价与次高端还存在较大价格差，次高端性价比优势依旧明显，市场容量具有较大提升空间。同时，随着人们生活水平的持续提升，大众消费持续升级，并呈跨级升级状态，部分中档白酒消费群体将逐步升级到次高端价格带。我们认为随着高档白酒批价的上行和消费的持续升级，次高端白酒的市场容量有望进一步扩大。我们认为白酒行业 04-07 年主要是高端白酒价格段的成长，09-12 年是 100 元左右的地方性中档酒的成长，这一轮增长性最快的是 200-500 元次高端价格段的成长，这部分的成长主



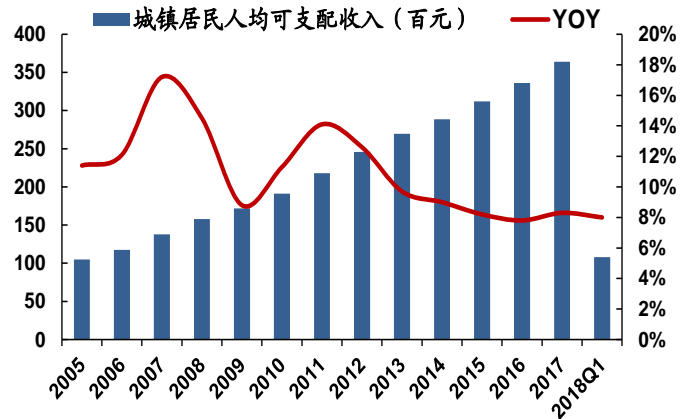
要来自于过去近 6-7 年来消费升级和商务消费扩大的影响，加上原来基数低，所以持续性会更好。上一轮行业景气阶段，次高端白酒的市场容量接近 600 多亿。我们预计这一轮行业回暖期，次高端白酒的市场容量有望超过上一轮。

图表 19 次高端全国化单品占比一览表



资料来源：公司公告，草根调研，华创证券估算

图表 20 全国人均可支配收入持续增加



资料来源：国家统计局，华创证券

**投资趋势预判：下半年仍具有估值优势，坚定看好次高端。**今年一季度以来次高端估值有所回落，我们认为是一个比较合理的底部。从一年投资周期角度来讲价值已经开始出现，新的预期和逻辑已经开始形成。尽管当前不少公司估值在 30 倍以上，但这些公司业绩都在持续增长，到下半年看，估值切换到明年，PEG 会很有吸引力。**建议投资者重点关注汾酒、水井、舍得和酒鬼酒。**

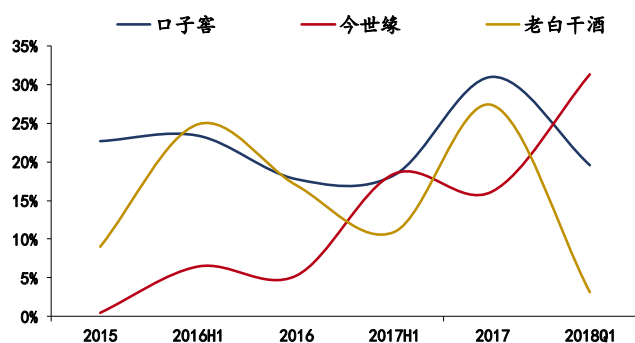
#### （四）区域龙头：增长加速，估值业绩双升

**区域白酒总体格局：存量竞争，优胜劣汰。**区域白酒龙头基本以当地大本营市场为收入主要来源地，价格带基本稳定在大本营市场消费可接受水平，300 元以下产品居多。从目前情况来看，区域白酒具有较大基数消费群体，总体市场容量相对较大，但整体继续扩容空间有限，基本是存量竞争，加上大小酒企众多，竞争十分激烈，优胜劣汰。

**我们认为未来区域白酒里的部分强势品牌白酒有望胜出：**1) 这些白酒在其大本营市场具有最好的品牌影响力，产品性价比高，加上地产情节，消费者粘性高；2) 区域强势品牌白酒产品结构较好，充分受益于消费升级，一旦大本营市场消费升级，品牌白酒将抢占先机，强势放量；3) 区域强势品牌白酒具备一定的资质进行省外布局，行业景气时可以向周边省份拓展。

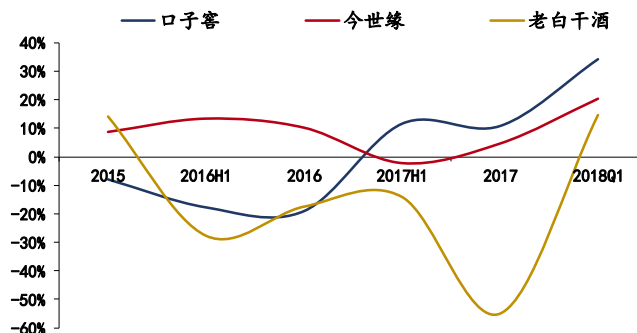
**部分区域强势品牌业绩全面加速，短期迎来估值业绩双升，预计中报仍将继续。**古井、口子、今世缘等区域强势品牌白酒，由于结构升级加速，业绩增速加快，迎来估值业绩双升，短期具有较好投资机会。口子和古井是安徽市场强势品牌，呈双寡头垄断格局。主销产品精准卡位省内消费升级主流价格带，充分受益于省内消费升级红利，呈共荣状态。口子县级及以下市场渠道尚未做透，伴随公司在该市场渠道的深度下沉和该市场消费的持续升级，省内空间进一步打开。省外公司经过前期调整渠道已得以充分优化，17 年回归正增长，18 年一季度业绩加速增长，未来公司将继续保持加速增长势头。古井贡酒近年毛利率持续上升，但净利率一直远低于同行，近期古井发布涨价通知，因人工成本、运费上涨等原因，公司自 2018 年 5 月 8 日起针对献礼版、古 5、古 8、古 16 进行终端价格调整，每箱分别上调 20 元、40 元、80 元和 240 元，18 年公司产品继续升级和费用精细化管理，收入和业绩弹性加速确定性较高。今世缘是江苏强势品牌，主销产品精准卡位次高端，充分受益省内消费升级，国缘增速较快，预计今年将继续保持高速增长，带动公司业绩加速。老白干酒目前收入增速仍处低位，需要其高增长的中高端产品占比继续增加，再带动公司整体的加速，值得关注。

图表 21 区域酒企省内收入增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 22 区域酒企省外收入增速



资料来源: Wind、华创证券

未来趋势预判: 1) 地方酒高度分化, 地方强势品牌白酒相对更有成长性, 其中安徽和江苏地方强势品牌白酒更有竞争力; 2) 大众白酒细分子板块中龙头企业充分受益, 看好顺鑫在光瓶酒细分领域的成长空间。

#### 1) 安徽: 省内竞争激烈, 古井和口子双寡头垄断。

受益消费升级, 省内分化格局明显, 口子和古井领跑。安徽省经济基础较好, 人民生活水平较高, 消费持续升级。口子和古井主销产品定位 80-200 元价位档, 精准卡位消费升级价位档, 占据绝对优势, 享受消费升级红利。同时, 200-400 元价位档的口子和古井 10 年和 20 年、古井的 8 年和 16 年增速都在持续加快, 竞争优势十分明显, 未来有望充分受益于消费升级趋势, 成为两家公司收入新的增长点。而迎驾和金种子因产品结构调整较晚, 主销产品档次低于口子和古井, 没有很好享受消费升级红利, 反而受口子和古井挤压。而位于第三梯队的文王贡、金坛子等省内其他白酒因主销产品档次更低, 受省内其他强势品牌挤压更加严重, 差距将进一步拉大, 我们认为短期内很难有较大改善。总之, 我们认为未来安徽市场将会呈现出挤压式增长态势, 口子和古井贡酒将凭借较强品牌影响力进一步挤压省内其他品牌影响力相对弱的企业的市场份额, 两家公司的市占率料将会进一步提升, 未来有望从现在的 31% 提升到 45% 左右。

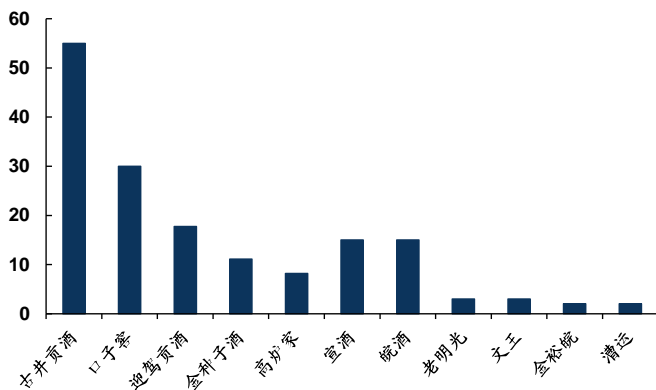
图表 23 口子、古井省内竞争环境趋好

	代表品牌	主销产品价位	销售区域	核心优势	消费升级情况
第一阵营	口子窖、古井贡酒	80-200 元	覆盖全省	省内品牌力强, 产品品质好, 粘性消费群体多, 渠道掌控能力强	充分受益于消费升级
第二阵营	迎驾、金种子、高炉家、宣酒等	40-80 元价位	部分市县	长期深耕省内, 具有一定基础; 费用投放灵活; 产品与一线错位竞争	部分受益于消费升级
第三阵营	文王贡、金坛子、店小二等	40 元以下	县级市场	价格具有一定优势, 有一定的消费群体	部分企业被第一、第二阵营挤压, 生存艰难

资料来源: 华创证券整理

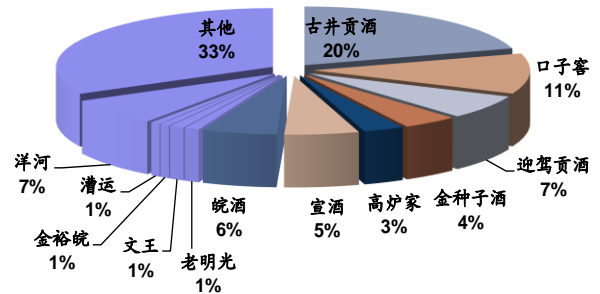


图表 24 安徽省内各主流白酒企业 17 年收入规模(亿)



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 25 安徽省内各白酒企业省内市占率



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

## 2) 大众白酒市场空间大, 光瓶酒未来有望成为主流消费产品

光瓶酒在低端市场具有广阔市场空间。白酒行业 50 元以下主要以低端的地产酒和散酒为主, 预计有千亿市场规模。这一价格带具有较大基数的消费群体, 饮用频次高, 需求稳定, 且以自饮为主, 追求包装简单, 性价比高。光瓶酒很好满足了这一需求, 未来有望成为这一价格带的主流消费产品。我们认为未来大众细分品类里格局好、消费者基础广阔, 能够一家独大的甚至可以代表行业品类的行业龙头具有较好发展前景。

牛栏山有望成为光瓶酒细分领域龙头。牛栏山以光瓶酒为主, 主打民酒路线, 产品品质高, 性价比优势明显, 在光瓶酒细分品类里已具有绝对优势, 我们预计未来牛栏山将进一步挤占其他区域地方酒的市场份额, 加速推进泛全国化布局。公司目前采用“强经销商垄断终端资源+核心产品拉动+低成本保证利润空间”的方式, 泛全国化布局加速推进, 外埠市场收入占比稳步提升。公司已在河北、内蒙等 18 个省级区域形成亿元级市场, 福建、新疆等新兴市场收入同比增 50% 以上, 长三角增幅达 70% 以上, 全国化布局收效显著。我们预计北京大本营市场收入保持小幅稳定增长, 泛全国化区域市场增速加快, 牛栏山有望提前实现百亿目标。

## 二、大众品板块: 从成长思维向格局思维转变

### (一) 核心观点: 从成长思维向格局思维转变

我们认为大众品的估值思维要从成长思维更多向格局思维转变。对于大众品龙头公司, 我们不应囿于过去仅仅从利润增速简单给予 PE 估值的惯性, 而更应当从行业格局的维度来重新思考估值体系。这是基于近两年基本面及资本市场两个重要的变化: 1) 大众品整体增速已经在近两年明显放缓甚至低于 GDP 增速, 但龙头公司的增速普遍高于行业, 说明正在加速获得份额, 格局变得越来越重要。2) 以海天味业为代表的部分行业龙头公司, 股价近两年突破传统 PEG 估值模式, 走出了很多投资者无法理解的上涨态势。我们理解, 竞争格局好的公司决定未来成长的预估会非常清晰和确定, 从 DCF 估值角度看, 这些公司变得越来越可预测。随着 A 股的投资者越来越国际化, 格局优势带来的稳健性对估值的作用不断加强。

为什么大众品龙头正在加速获取份额, 格局对估值越发重要?

### 1、需求端: 大众消费需求持续升级, 本质是寻找更高性价比的品牌, 这种条件正在加速实现

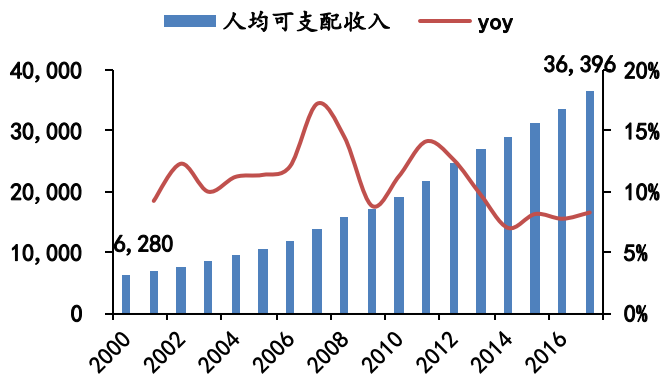
我们认为消费升级包含三个层次, 一是消费价格的升级, 体现为消费更高价的产品; 二是物质消费向精神消费的升级, 体现为文化娱乐服务业的成长; 三是同价位段品牌化集中, 体现为消费者性价比的提升, 这三者都是向美好生活的升级。大众消费品生产壁垒不高, 产品差异化不足, 消费者在可选范围内自然倾向追求性价比。我们认为, 影

响大众消费者追求性价比的需求因素主要包括:

- 1) 普通大众对价格的敏感性较高, 导致低价低质产品拥有市场优势;
- 2) 过去大众产品销售渠道相对封闭、落后, 在三四线市场甚至相对区域垄断, 导致区域性杂牌产品始终拥有货架优势;
- 3) 消费者品牌意识的薄弱, 尤其下线市场消费者对基本生活品品牌意识相对薄弱, 导致品牌企业向下渗透成本较大。

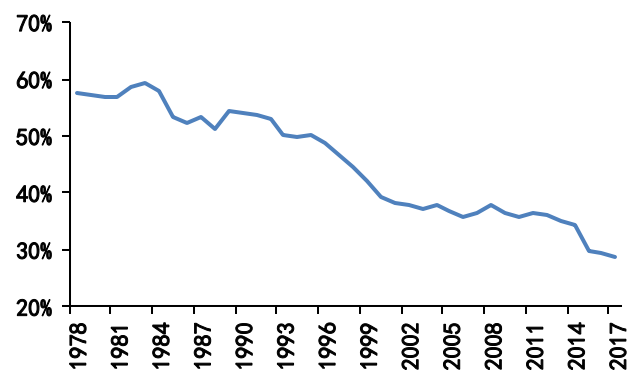
但是上述制约正在被加速打破, 随着消费者收入水平的持续提升, 恩格尔系数降低, 基本生活消费的价格敏感度持续降低; 电商在过去 5 年的大发展则打破了渠道的边界, 卖场超市的连锁化持续向下线市场渗透, 品牌企业的曝光和货架大幅增长, 个性化的长尾产品也得到成长, 挤压的是无品牌、无特色而仅仅依赖于线下渠道优势的产品; 而互联网和智能手机的普及, 大幅提高了信息传播速度和范围, 叠加城镇化生活方式的普及, 使消费者的品牌意识加速觉醒, 品牌企业的营销效率显著提升。

图表 26 城镇居民人均可支配收入及增速 (元)



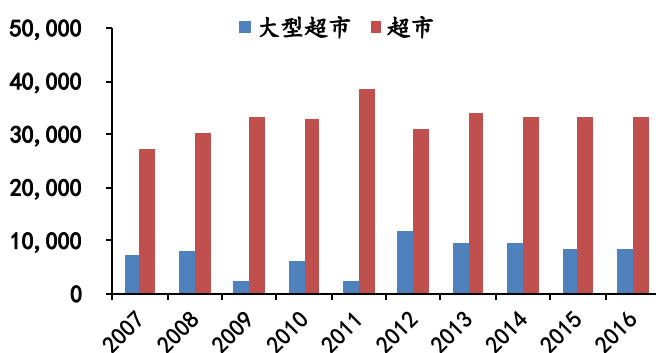
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 27 城镇居民家庭恩格尔系数



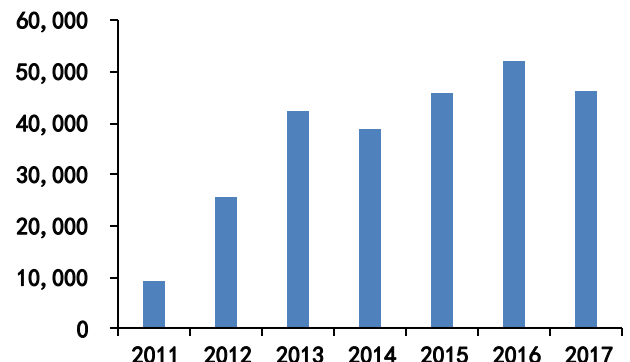
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 28 连锁超市和大型超市网点数量 (个)



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 29 智能手机出货量 (万部)



资料来源: 工业和信息化部, 华创证券

## 2、供给端: 行业竞争门槛不断抬高, 使得聚焦主业并且具有规模优势的行业龙头优势持续加强

包材上涨抬高行业成本, 龙头企业通过产品结构升级维持毛利率优势。2017 年包材价格上涨使得大众消费品公司成本压力增加, 龙头公司通过产品结构持续优化, 提升高端产品占比消化成本压力, 调味品、啤酒龙头公司凭借产业链优势地位直接提价推动毛利率进一步改善, 但竞争激烈的行业中小企业, 前几年受需求不佳导致激烈的价格战冲击, 如今又受快速上涨的成本冲击, 生存环境持续恶化。

图表 30 大众消费品公司毛利率回顾

	17 毛利率	同比 (pct)	18Q1 毛利率	同比 (pct)
伊利股份	37%	-0.7	39%	1.2
海天味业	46%	1.7	47%	2.0
安琪酵母	38%	5.0	37%	1.6
涪陵榨菜	48%	2.4	51%	7.0
中炬高新	39%	2.6	39%	-0.7
千禾味业	43%	2.4	44%	2.7
双汇发展	19%	0.8	20%	2.8
绝味食品	36%	3.9	34%	-0.2
重庆啤酒	39%	0.0	35%	-1.1
青岛啤酒	41%	-1.0	40%	-0.9
桃李面包	38%	1.6	39%	4.2
好想你	29%	-4.7	30%	0.2
洽洽食品	30%	-1.2	29%	-1.8
安井食品	26%	-0.9	27%	-0.5

资料来源: Wind、华创证券

大企业维持销售费用率改善管理费用率，唯啤酒和部分小食品龙头有所降低。大众消费品市场竞争仍然激烈，乳业肉类调味品等大企业持续费用投放抢占市场，提升市场份额。啤酒公司在销量增速放缓的背景下主动控制费用投放提升盈利水平。另一方面，龙头公司在费用持续投放的基础上不断提升管理水平，从 17 年和 18Q1 的数据来看，龙头公司管理费用率均有不同程度的下降，一方面源于收入强劲增长的带动，一方面是公司管理水平提升的直接体现，使得龙头企业的竞争优势继续扩大。

图表 31 大众消费品公司费用率回顾

	17 销售费用率	同比 (pct)	18Q1 销售费用率	同比 (pct)	17 管理费用率	同比 (pct)	18Q1 管理费用率	同比 (pct)
伊利股份	23%	-0.5	23%	1.5	5%	-0.8	4%	0.0
海天味业	13%	0.9	13%	0.9	4%	0.0	4%	-0.4
安琪酵母	11%	-0.6	9%	-1.6	8%	0.7	6%	0.5
涪陵榨菜	14%	-1.4	23%	3.7	3%	-1.5	3%	-0.4
中炬高新	12%	3.1	11%	-2.5	10%	-1.4	9%	0.4
千禾味业	19%	-1.7	19%	0.5	7%	1.6	5%	0.1
双汇发展	5%	0.4	5%	0.4	2%	-0.1	2%	-0.1
绝味食品	11%	3.0	7%	-2.2	7%	0.8	6%	-0.6
重庆啤酒	15%	0.7	11%	-1.6	5%	-0.8	7%	-1.2
青岛啤酒	22%	-1.1	18%	-0.1	5%	-0.4	4%	0.1
桃李面包	19%	1.9	22%	2.0	2%	0	3%	-0.1
好想你	21%	-5.1	18%	-0.8	5%	-2.2	3%	-0.1
洽洽食品	14%	0.7	14%	-0.2	6%	0.1	5%	-1.1

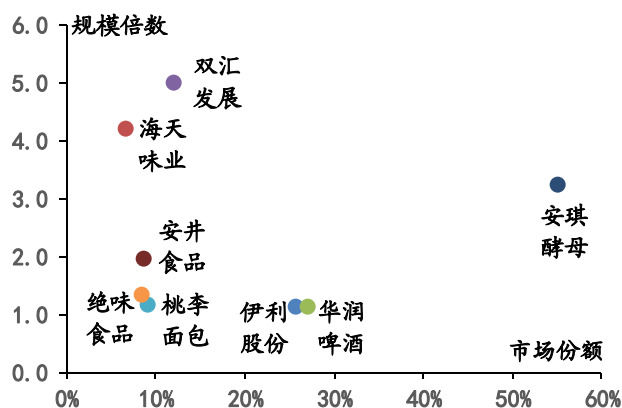
	17 销售费用率	同比 (pct)	18Q1 销售费用率	同比 (pct)	17 管理费用率	同比 (pct)	18Q1 管理费用率	同比 (pct)
安井食品	14%	-0.1	15%	-0.6	4%	-0.5	4%	0.4

资料来源: Wind, 华创证券

### 3、从海天味业开始，格局对估值的影响已经不断加强

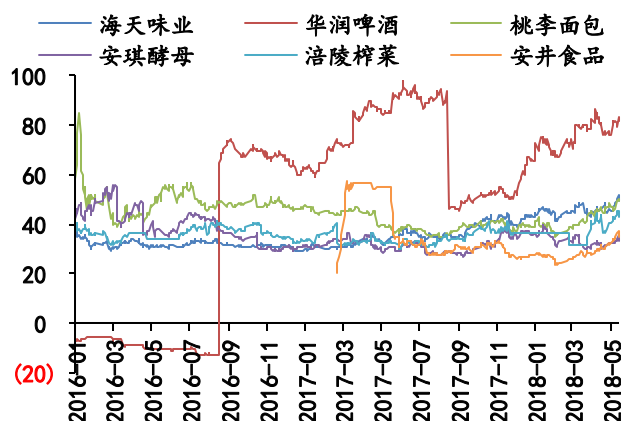
很多国内投资者无法理解，海天味业从当年 27 倍左右的估值开始上涨，何以在平均增速只有 20% 出头的条件下，出现翻倍上涨且几乎没有调整？而进入 2018 年，桃李面包、安琪酵母等，都呈现类似特征，港股的华润啤酒也呈现出估值不断抬升的趋势。上述公司的共同特点是中速持续成长，但行业竞争格局都是一家独大，未来经营稳定性较好，吸引外资持股不断增加。为什么其他某些增速类似的大众品领域没有出现类似表现？我们认为核心差异正是在于竞争格局。享有最好的竞争格局（龙头较核心对手的领先幅度）及最大的份额提升空间的公司，从 DCF 估值的角度，自然享有最佳的估值溢价能力。

图表 32 大众品龙头的市场份额及相对第二名的规模倍数



资料来源: 公司公告, 华创证券 注: 双汇发展包含上游屠宰业务; 海天味业相比较于厨邦; 安井相比较于海霸王; 桃李相比较于达利面包; 安琪酵母相比较于乐思福; 绝味相比较于周黑鸭; 华润相比较于青岛啤酒; 伊利比较于蒙牛

图表 33 海天味业、华润啤酒、桃李面包、安琪酵母、涪陵榨菜、安井食品 PE 走势图



资料来源: Wind, 华创证券

**结论: 寻找品类代名词, 投资细分行业龙头。**根据上述分析, 大众消费品虽然公司众多, 但近年正在加速集中, 强者越强, 传统大众品类里具有代名词性质的品牌迎来最好时代。我们认为行业格局是未来估值定价的核心因素, 今年的主题为寻找品类代名词。从行业比较看, 调味品板块是最具备估值溢价的板块（重点关注海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、安井食品），其次为烘焙产业链（重点关注安琪酵母、桃李面包），啤酒行业（重点关注华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒），乳业龙头两家寡头垄断（伊利股份、蒙牛乳业），休闲食品产业巨大但内部替代性强，则更多要基于景气成长（重点关注绝味食品、好想你、洽洽食品）。

## （二）乳制品：行业集中度提升，高端产品强劲增长

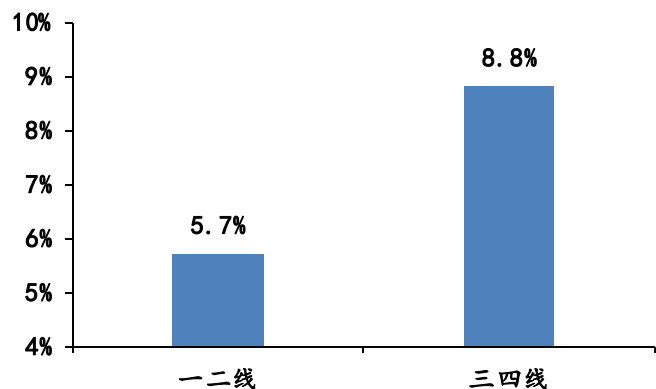
### 1、三四线城市增速更快，市场份额向龙头集中

三四线城市增速更快，人均消费量提升空间大。尼尔森零研数据显示，2017 年三四线城市及农村市场液态奶零售额同比增长 8.8%，明显高于一二线城市 5.7% 的增速，成为拉动乳品消费规模增长的新引擎。目前我国液态奶人均消费



量约为世界平均水平的 1/3，其中一二线城市人均消费量约为 32 公斤，三四线城市只有 14 公斤左右，通过测算，当三四线城市人均消费量达到一二线城市消费量的 50%、70%、80% 的时候，整体消费量增长空间可以高达 46%。

图表 34 2017 年液奶零售额增速



资料来源: Wind, 华创证券

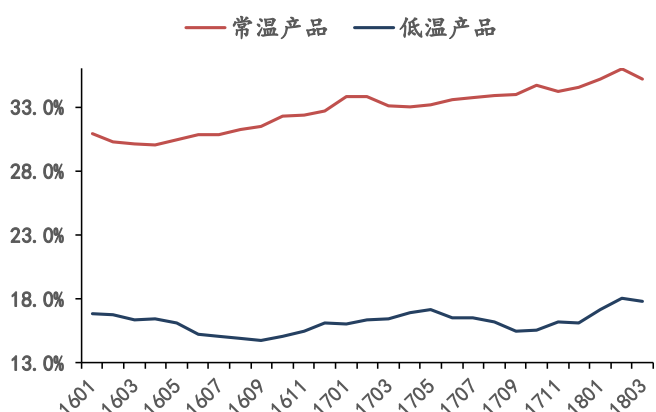
图表 35 人均液态奶消费量测算 (公斤/年)

	一二线城市	三四线及以下	50%	70%	80%
人均消费量	32	14.2	16	22.4	25.6
人口占比	25%	75%	75%	75%	75%
整体人均消费量		18.7	20.0	24.8	27.2
整体增速			7%	33%	46%

资料来源: Wind, 华创证券

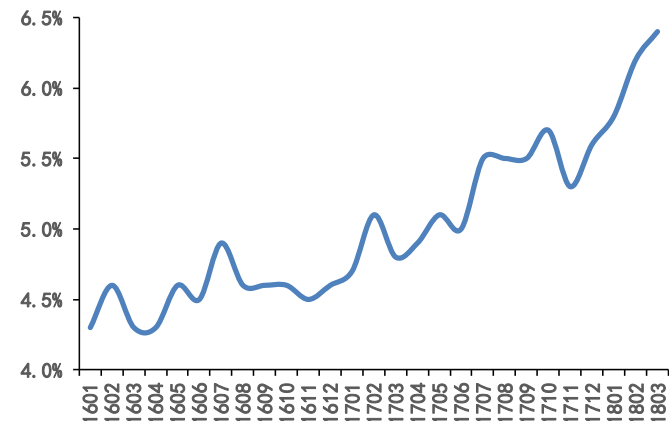
行业集中度提高，龙头市场份额提升。龙头伊利抓住三四线市场机会，2017 年三四线及农村市场销售额同比增长 17.6%。截止年底常温液奶渗透率 80.1%，同比提升 3pct，直控村级网点数同比提升 54%，在潜力市场上引领行业发展。17 年公司营业收入同比增长 12%，剔除春节因素影响，17Q4 与 18Q1 两个季度合并看收入同比增长 16.2%，远高于行业增速。分渠道来看，公司液奶在便利店渠道零售额同比增长 19.2%，在电商渠道零售额同比增长 130%，婴配粉在母婴渠道零售额同比增长 38.9%，亦高于行业增速。乳品行业集中度进一步提高，市场份额向龙头企业聚集。2017 年伊利常温产品、低温产品、婴幼儿奶粉市场份额分别为 33.8%、16.2%、5.2%，同比分别提升了 2.7、0.6、0.7pct。

图表 36 伊利常温、低温产品市占率



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 37 伊利婴幼儿奶粉市占率



资料来源: 公司公告, 华创证券

## 2、高端产品增速领先，费用投放力度不减

尼尔森数据显示，高端产品需求回暖，高端产品增速领先行业平均增速。2017 年高端 UHT 奶零售额同比增长 9%，常温酸奶同比增长 27%，常温乳酸菌饮料同比增长 22.5%。龙头伊利产品结构持续优化，2017 年金典零售额同比增长 23.1%，常温酸奶安慕希同比增长 55.9%，常温乳酸菌饮料畅意 100% 同比增长 124.3%，低温液态奶畅轻同比增长



21.8%，婴儿配方奶粉金领冠同比增长 37%，公司在各细分市场持续引领行业升级。

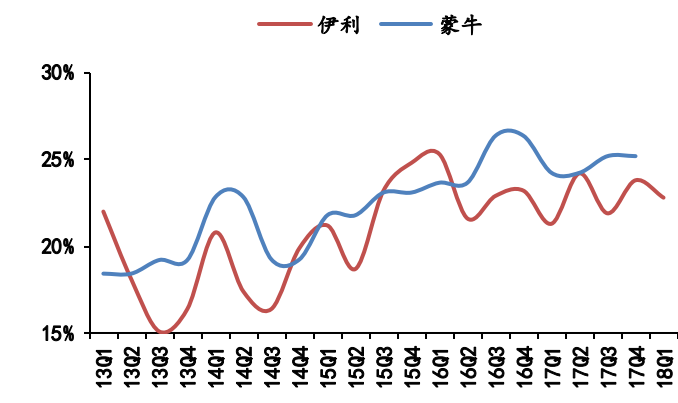
图表 38 伊利高端产品销售额及占比（亿元）

产品	2013	2014	2015	2016	2017E
安慕希	-	7	38	79	107
YOY	-	-	439%	110%	35.0%
金典	32	45	57	65	75
YOY	-	38%	27%	15%	15.0%
畅轻	3	6	8	10	12.0
YOY	-	122%	33%	25%	20.0%
合计	35	58	102	154	194
在液奶中占比	9.4%	13.6%	21.7%	31.2%	34.8%

资料来源：公司公告、华创证券

行业竞争仍然较为激烈，特别是伊利、蒙牛对市场份额的争夺仍在进行。伊利借助赞助北京冬奥会的契机加大线上营销投入，自 17 年 9 月起至 2024 年冬奥会权益相关支出将计入销售费用，同时配合冬奥会营销公司在线下相关投入也将加大。蒙牛通过冠名世界杯的方式加强体育营销，蒙牛集团宣布世界杯营销投入将超过 20 亿元，世界杯主题包装产品 120 亿，2018 年蒙牛集团四大品类 27 个品牌将全部使用世界杯 IP。费用的持续投放使得利润率将短期承压，但市场份额加速向龙头集中，市场格局持续优化对龙头来说是盈利能力长期持续提升的关键因素。

图表 39 伊利与蒙牛销售费用率



资料来源：公司公告、华创证券

图表 40 伊利赞助北京冬奥会，蒙牛冠名世界杯



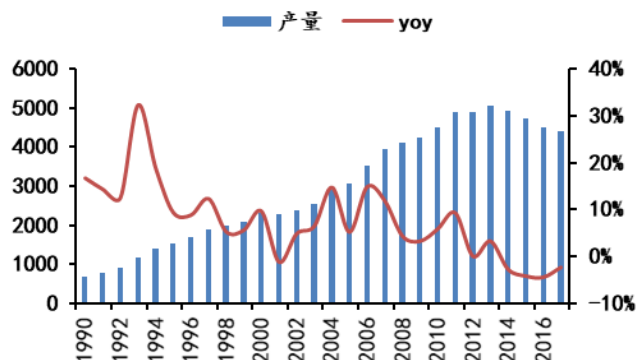
资料来源：公司官网

### （三）啤酒：格局改善，提价催化

#### 1、行业成长期结束，龙头业绩见底

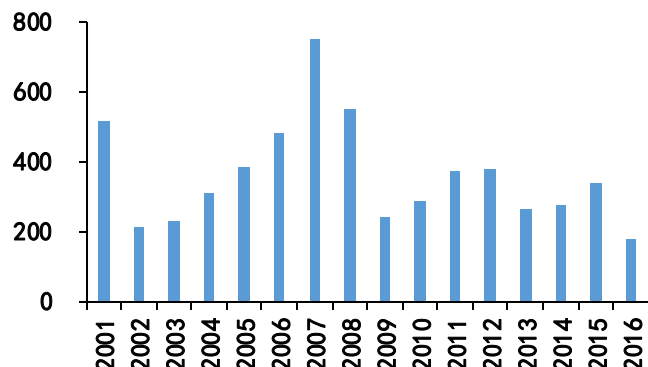
1990-1995 是啤酒行业的导入期，行业快速发展，年均复合增速达到 17%；1995-2005 年行业呈现“大吃小”的竞争格局，大型企业通过并购方式迅速扩大规模，年均复合增速达到 7%；2005 年之后行业呈现“大吃大”的竞争格局，竞争加剧，各大企业纷纷融资扩产抢占市场份额，降成本打价格战，大型企业之间互相兼并重组，市场集中度进一步提升，2005 年龙头华润的市场份额为 13%，2014 年达到 24%。2014 年以来随着经济回落，行业产能严重过剩，产能利用率大幅下降，啤酒产量连续 4 年下滑，行业进入调整期。经过两年收入和业绩下滑，去年龙头公司收入业绩已见底。

图表 41 啤酒历年产量及增速（万吨）



资料来源：巴特哈斯基团，华创证券

图表 42 啤酒年新增产能（万吨）

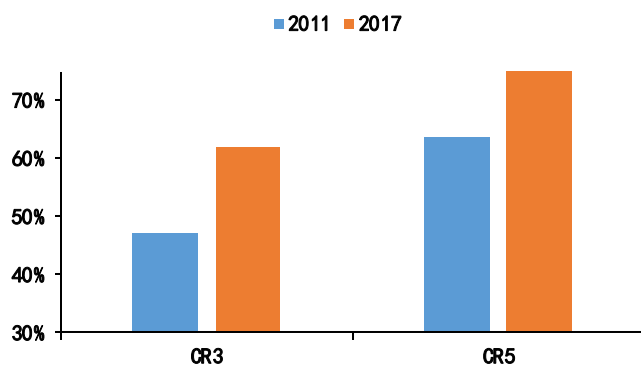


资料来源：国家统计局，华创证券

## 2、竞争格局改善，华润啤酒领先优势扩大

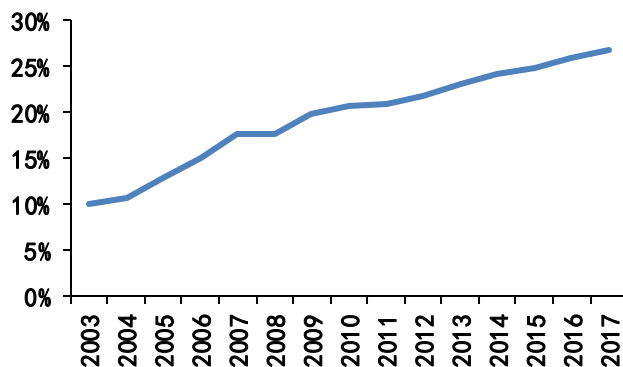
2000 年 400 余家有独立法人的企业中，年产量 20 万吨以上的企业仅 18 家，占全国啤酒总产量的 30% 左右，2017 年华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯市占率合计达到 77%，集中度仍在提升。与发达国家比较，我国啤酒行业集中度还有上升空间，韩国、日本、美国等国家 CR3 均在 70% 以上，我国 CR3 只有 62%。但从龙头市占率来看，华润啤酒优势在扩大，份额从 03 年的 10% 提升到 17 年的 27%，从落后青岛啤酒 3 个百分点到反超 9 个百分点，行业格局在持续改善。

图表 43 国内啤酒行业集中度（销售口径）



资料来源：公司公告，华创证券 注：2011 年 CR5 数据包含重庆啤酒

图表 44 华润啤酒市场份额



资料来源：公司公告，华创证券

## 3、企业积极调整，提价催化行情

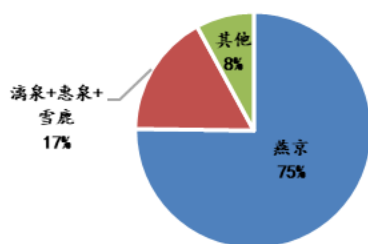
优化产能布局，关闭低效工厂。作为外资控股的公司，重庆啤酒机制更加灵活，15 年率先开启关厂大幕，当年关停六家工厂，16 年关停安徽亳州工厂，并在 18 年一季度完成股权和债权的处置。华润啤酒作为龙头公司也在持续进行产能优化，虽然作为国企对于关厂相对谨慎，但公司旗下工厂数量也从 16 年的 98 家下降到 17 年的 91 家。

**图表 45 重庆啤酒关停工厂情况**

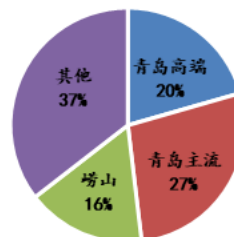
时间	工厂关停处置情况
2015	关停重庆嘉酿綦江分公司、广西柳州、安徽九华山、永川分公司、黔江分公司、贵州六盘水啤酒等 6 家分子公司，计提资产减值准备 2.0 亿元。
2016	对新增关停安徽亳州公司计提资产减值准备 6067 万元，对持续亏损子公司重庆嘉酿石柱分公司、湖南重庆啤酒国人永州分公司计提资产减值准备 7795 万元，共计计提资产减值准备 1.4 亿元。
2017	年内未计提工厂相关资产减值准备，2018 年一季度公司转让安徽亳州 100% 股权及全部债权，永川、綦江、黔江、柳州等公司未来视情况继续进行处置。

资料来源：公司公告，华创证券

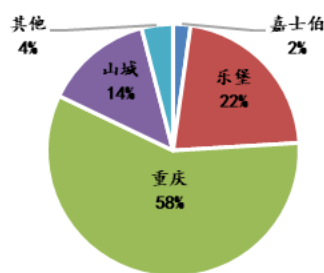
**优化产品结构，高端产品占比提升。**龙头公司持续进行产品结构优化，高端产品占比持续提升，在消化包材等成本上涨压力的同时，未来将推动毛利率水平持续提升。龙头公司积极进行产品结构升级效果显著，2017 年华润啤酒中高档产品销量占比接近 40%，同比增长 10%+，主流产品出现低个位数下滑；青岛啤酒包括“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”在内的高端产品在主品牌中的占比也有提升；重庆啤酒“嘉士伯+乐堡+重庆”品牌的销量占比提升至 82%，同比增长 8.5pct。

**图表 46 华润啤酒产品结构**


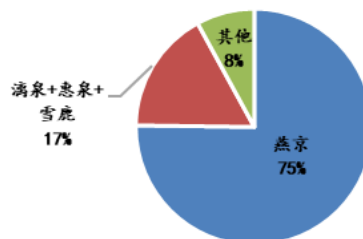
资料来源：公司公告，华创证券

**图表 47 青岛啤酒产品结构**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 48 重庆啤酒产品结构**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 49 燕京啤酒产品结构**


资料来源：公司公告，华创证券

**提价周期预计延续 5-6 年，龙头业绩弹性逐渐显现。**本轮提价虽是在成本上涨的背景下提价，但关键的不同在于酒企利润诉求大大超过以前，从我们草根调研了解的情况看，本轮各酒企提价的幅度要高于上一轮，加上伴随消费升级酒企持续进行产品结构优化，吨酒价格上升带来的业绩弹性更为明显。目前巨头提价集中在核心区域的中高端产品，对业绩的增厚效果有限，我们判断行业格局逐渐清晰、龙头华润市场份额逐步提升的背景下，提价周期有可能将延续 5-6 年，后续提价幅度和提价范围将进一步扩大，业绩弹性逐渐显现。

图表 50 啤酒提价情况

2008 年	提价时间	提价情况
燕京啤酒	2007 年 12 月	76 款产品中，针对 5 款产品提价，包括在北京市场占有率最高的 10 度清爽型以及纯生系列。主打产品 10 度清爽型的出产地从 32 元/箱提高到 34 元/箱，提价幅度约 6%
青岛啤酒	2008 年 1 月	在全线产品中，青岛纯厚在京每箱提价两元，出厂价从 34 元/箱提高到 36 元/箱
	2008 年 2 月	调整华东地区熟啤、纯生两个品类中部分啤酒价格，上调幅度在 5% 左右
金威啤酒	2008 年 4 月	深圳地区每箱啤酒上调 2-3 元
珠江啤酒	2008 年 5 月	广东地区提价 5% 左右
2018 年	提价时间	提价情况
燕京啤酒	2017 年 12 月	北京地区，燕京清爽听装、瓶装，出厂价提价 10%-20%
	2018 年 2-3 月	内蒙古燕京品牌、广西漓泉品牌，提价 10% 左右
青岛啤酒	2018 年 1-3 月	拟涨价部分产品，平均涨价幅度不超过 5%
华润啤酒	2018 年 1 月	勇闯天涯听装、雪花纯生听装，出厂价提价双位数
重庆啤酒	2018 年 1 月	重庆纯生、易拉罐产品提价，幅度在 5% 左右
百威啤酒	2018 年 4 月	全系列提价，低端幅度在 5% 左右，高端幅度在 10% 左右。

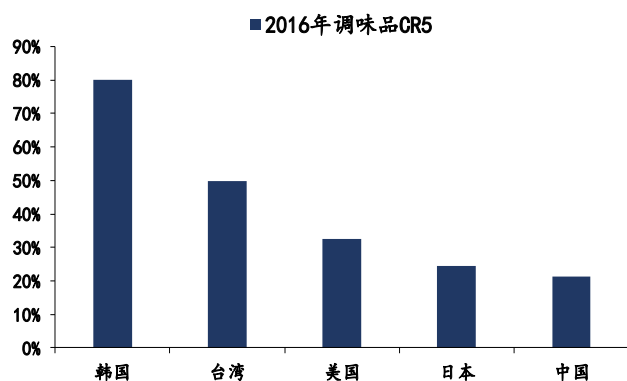
资料来源：华创证券整理

#### （四）调味品：受益集中度提升，龙头持续稳健增长

##### 1、收入持续稳健增长来源于行业集中度提升

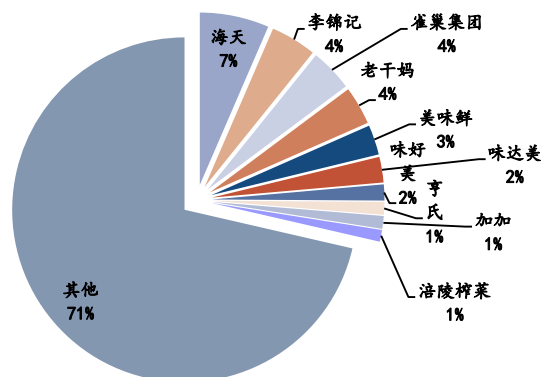
市场竞争格局分散，龙头企业有望凭借渠道优势持续突围。从竞争格局来看，海天市占率在总体调味品市场中仅占 7%，二、三、四位竞争激烈。同时，对比其他主流调味品消费国家和地区，2016 年中国调味品 CR5 仅为 21%，仍处于低位水平，上升空间巨大。在集中度上升的过程中，龙头公司渠道优势明显，KA 渠道高进入门槛，更容易的抢占货架资源；餐饮渠道采购惯性大，易守难攻，更容易保住销售通路；传统渠道中，与经销商议价时可获取优势，上游先货后款，下游先款后货。

图表 51 我国调味品集中度相比国外依然较低



资料来源：智研咨询、华创证券

图表 52 我国调味品市场格局分散



资料来源：智研咨询、华创证券

行业渠道重叠性较强，龙头品类拓展大有可为。2017 年上半年各家公司均通过新建产能进行品类拓张，1 月海天通过子公司并购镇江丹和醋业有限公司 70% 的股权，发力醋产业，并完成小调味品区产能改造；4 月，中炬高新发布阳西美味鲜食品生产项目的投资计划，项目达产后将新增年产 30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋及 5 万吨料

酒的产能，助力其全品类拓展。涪陵榨菜推出泡青菜、泡豇豆、泡白菜三只泡菜新品，渠道动销良好。安琪酵母迅速布局 YE 和保健品市场，未来需求空间巨大。

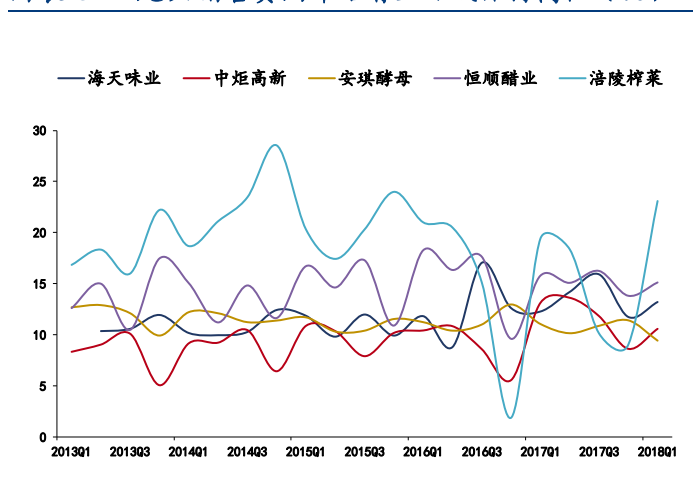
行业集中度较低，龙头区域扩张进展迅速。目前，海天已基本完成全国区域覆盖，渠道持续深化中；中炬高新驻扎东南地区，优先发展沿海、重点发展中部东北、加速推进西南西北；千禾味业集中于西南地区，以华东为第一站，采取优先聚焦一线及省会城市，周边辐射扩张的策略；安琪酵母布局全球，在埃及、俄罗斯新建产能，跨区域最优配置。报表端与扩张策略相对应，各家龙头公司的销售费用率均维持高位抑或小幅上涨，龙头加速抢占空白市场，渠道深度下沉。

图表 53 龙头公司品类覆盖情况

品类	海天味业	中炬高新	千禾味业	恒顺醋业	涪陵榨菜
酱油	✓	✓	✓	✓	
食醋	✓	✓	✓	✓	
料酒	✓	✓	✓	✓	
蚝油	✓	✓			
食用油		✓		✓	
味精/鸡粉	✓	✓			
调味酱	✓	✓			
酱菜				✓	✓

资料来源：华创证券整理

图表 54 龙头销售费用率略有上涨或保持高位（%）



资料来源：Wind、华创证券

## 2、业绩持续稳健增长来源于毛利率提升

两年为期，价格周期上涨。追溯行业涨价历史可知，海天率先提价从而带动调味品行业的全面提价，涨价周期一般为 2-3 年。分别经历了 2008-2010 年、2010-2012 年、2012-2014 年 11 月、2014 年 11 月-2017 年 1 月四个周期，目前正处于第五个周期，预计 2018 年末至 2019 年将有新一轮提价，有望推动业绩稳健增长。

图表 55 价格周期上涨，目前处于提价第五周期

时间	海天味业	中炬高新	恒顺醋业	涪陵榨菜	千禾味业
2008 年	金标酱油提价 0.5 元， 提价幅度 10%				
2010 年	部分产品提价				
2011 年		部分产品提价		主力产品提价 10%	
2012 年	部分产品提价			主力产品提价 50%	
2013 年				主力产品提价 16.8%	
2014 年 5 月			平均涨幅约为 5%		



2014 年 11 月	60% 产品平均提价 4%				
2014 年 12 月		终端产品提价			
2016 年 7 月				11 个单品进行 8%-12% 提价	
2016 年 10 月			19 个单品价格平均上涨 9%		
2017 年 1 月	90% 产品提价 6%，均			对流通渠道产品提价	
2017 年 2 月	价提升约 5.4%			15-17%	
2017 年 3 月		美味鲜和丽邦产品提价 5%-6%			
2017 年 4 月					对主力产品进行提价，平均提价幅度 5%-8%

资料来源: Wind、华创证券

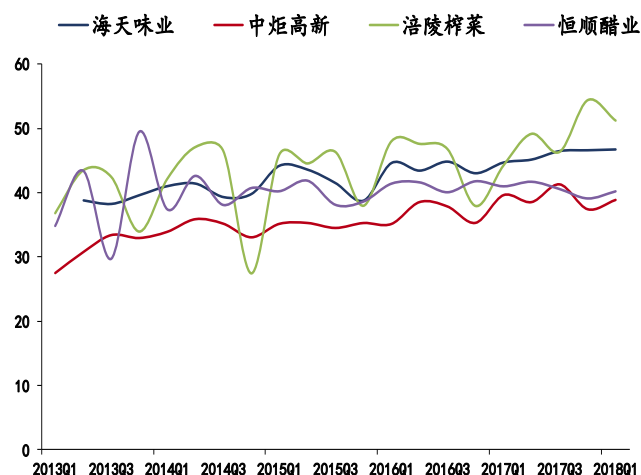
**各品牌转型升级，产品不断定位高端。**酱油板块中，各品牌纷纷推动产品升级，主打零添加系列，千禾、海天分别推出相应推出有机酱油，中炬高新推出纯酿系列。食醋板块中，恒顺主打 3 年陈、6 年陈高端产品，毛利率高达 50% 并保持高速增长。酱类板块中，各品牌均推出高端产品，如海天推出 XO 酱（58 元/85g），李锦记推出 XO 酱（43.8 元/80g）。

图表 56 各龙头企业纷纷推出高端新品进行转型升级

公司	产品升级表现
千禾味业	公司推出有机酱油，49.8 元/500ml；古法窖醋，49.8 元/500ml。
海天味业	公司推出高端产品零添加头道酱油 22.8 元/480ml；356 高鲜头道酱油 22.8 元/480ml；有机酱油 25 元/250ml。
中炬高新	公司纯酿清蒸酱油，16.9 元/500ml；纯酿酱油，17.8 元/500ml。
李锦记	公司特色功能酱油：煲仔饭酱油，12.8 元/207ml；零添加醇味鲜，22.8 元/500ml。
加加食品	公司特色功能酱油：特级面条鲜 12.8 元/500ml；面条鲜 12.9 元/500ml；特级寿司酱油 12.8 元/280ml。

资料来源: 华创证券整理

图表 57 各龙头企业毛利率均持续走高（%）

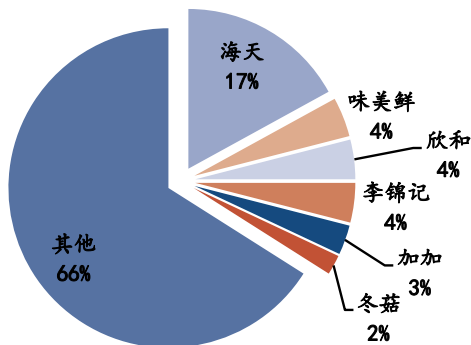


资料来源: Wind、华创证券

### 3、格局思维下享受龙头海天高稳定性

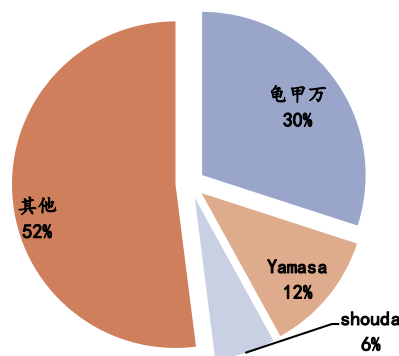
海天作为行业龙头，有极强的稳定性。公司在渠道优势和规模优势下，每年维持 15%-25% 的稳健业绩增速，稳定性极强。对标海外标的龟甲万公司，海天在国内酱油市场的市占率仅为 17%，远远低于龟甲万 30% 的水平。未来，随着公司于 2017 年底启动高明 220 万吨调味品扩建项目，产能拓张助力有望市占率加速提高；此外，海天有着极强的成本管控能力，销售层面上更是给予地方更大的自主权，费用投放效率不断提高。

图表 58 我国酱油集中度偏低



资料来源：智研咨询、华创证券

图表 59 日本酱油集中度显著高于我国



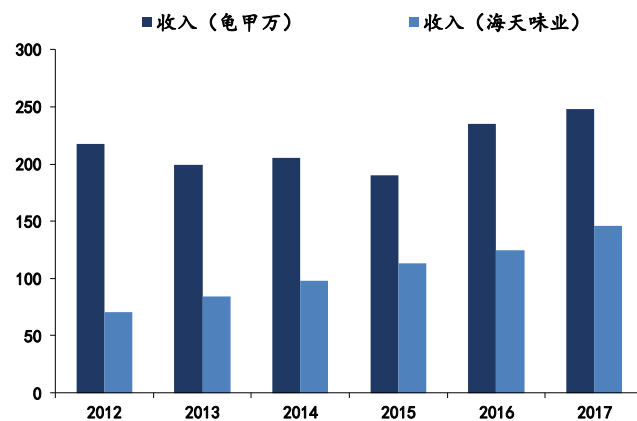
资料来源：智研咨询、华创证券

图表 60 海天和龟甲万主要指标对比 (%)

指标	名称	2013	2014	2015	2016	2017
收入 YoY	龟甲万	6.0	14.3	8.2	10.0	-1.5
	海天	18.8	16.8	15.0	10.3	17.1
净利 YoY	龟甲万	22.6	14.1	22.5	29.8	19.3
	海天	33.0	30.1	20.1	13.3	24.2
毛利率	龟甲万	41.0	40.3	39.3	39.2	39.7
	海天	39.2	40.4	41.9	44.0	45.7
净利率	龟甲万	4.1	4.2	4.2	5.0	7.1
	海天	19.1	21.3	22.2	22.8	24.2

资料来源：Wind、Bloomberg、华创证券

图表 61 海天与龟甲万收入规模比较



资料来源：Wind、Bloomberg、华创证券

### (五) 休闲食品：集中度持续提升，龙头业绩保持快速增长

#### 1、卤制品行业：行业快速增长，龙头份额提升

休闲食品细分领域中增速最快，占比持续提升。根据咨询机构 Frost & Sullivan 数据，2015 年休闲卤制品零售额约为 521 亿元，在整个休闲食品市场占比 7%，2010 年-2015 年复合增速为 18%，在细分品类中增速最快。预计到 2020 年零售额将达到 1235 亿元，2015 年-2020 年复合增速接近 20%，占比将提升至 10%。

图表 62 休闲食品细分品类零售额及增速（十亿元）

	2010	2015	2020E	2015 占比	2020E 占比	2010-2015 年复合增速	2015-2020E 复合增速预计
休闲卤制品	23.2	52.1	123.5	7%	10%	18%	19%
糖果蜜饯	146.4	258.5	414.8	35%	32%	12%	10%
糕点	81.6	155.5	266.3	21%	21%	14%	11%
膨化食品	36.2	78.3	168.9	11%	13%	17%	17%
炒货	40.5	63.6	105.3	9%	8%	10%	11%
饼干	38.5	63.8	101.7	9%	8%	11%	10%
其他	35	63.7	117.9	9%	9%	13%	13%

资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

**品牌休闲卤制品的增速明显高于非品牌的增速，品牌厂商强势崛起。**2010-2015 年品牌休闲卤制品销售收入由 59 亿元提升至 241 亿元，年复合增长率 33%，而同期非品牌休闲卤制品收入年复合增长率仅为 10%。休闲卤制品行业市场份额向品牌厂商集中已是大势所趋，同样作为休闲食品，糖果行业发展已经进入成熟期，行业龙头市场份额达到 19%，CR3 达到 32%，相比而言休闲卤制品品牌厂商的份额至少还有一倍空间。

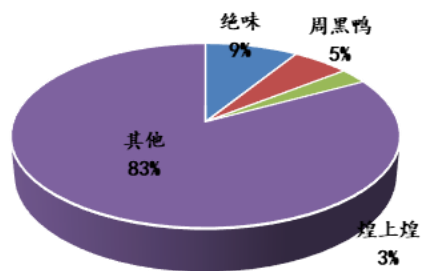
图表 63 品牌休闲卤制品与非品牌收入增速对比（十亿元）

	2010	2015	2020E	2010-2015 复合增速	2015-2020E 复合增速预计
品牌休闲卤制品	5.9	24.1	85.5	33%	29%
非品牌休闲卤制品	17.3	28.1	38	10%	6%

资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

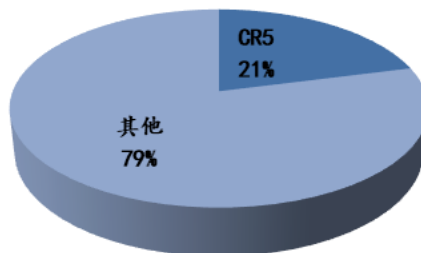
**行业集中度有望大幅提升。**休闲卤制品行业集中度较低，2016 年绝味食品、周黑鸭、煌上煌三家上市公司按照零售额统计市场份额合计仅为 17%，龙头企业绝味食品市场份额仅为 9%，CR5 只有 21%，原因在于：1）休闲卤制品生产企业有上万家，作坊式仍然是行业内的主要经营模式；2）我国地域广阔，风味多样，能达到规模以上生产水平的企业数量较少。**未来市场份额将向品牌厂商集中：**1）**食品安全。**食品行业负面新闻不断，卤制品由于制作工艺的原因，难以从颜色、味道等方面判断产品的好坏，加之众多销售卤制品的小店普遍卫生条件较差，对于消费者而言做容易操作的方式就是购买品牌产品；2）**产品标准化。**品牌产品更容易通过营销实现品牌认知度的提升，外地扩张更容易实现，从而形成更加标准化的产品和服务；3）**成本、环保上涨压力导致中小企业退出市场。**上游原材料、包材等成本普遍上涨，加之环保力度日趋严格，中小企业逐渐退出市场。

图表 64 主要休闲卤制品企业市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

图表 65 休闲卤制品企业市场集中度

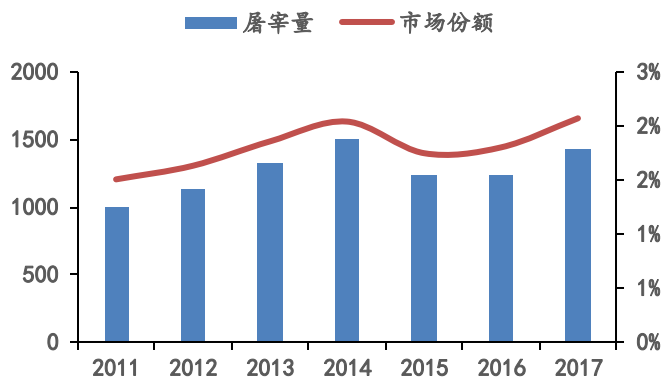


资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

## 2、肉制品行业：低温产品持续发力，集中度持续提升

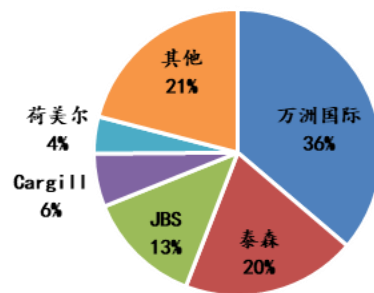
**屠宰行业：**目前区域竞争依然激烈，行业龙头优势明显。屠宰是微利保本的行业，由于产能严重过剩，即使是大规模屠宰企业，屠宰开工率也较低，约在 30%-50%。龙头双汇发展市场份额仅 2%，CR5 仅有 8%。相比而言万洲国际在美国市占率高达 36%，CR5 接近 80%。目前区域的竞争依然激烈，大型屠宰企业依靠规模化的生产优势、全国范围的产品调配能力、更高的质量控制能力与品牌优势，尤其是在严厉的环保政策下小型企业逐步退出，龙头公司市场集中度将不断提升。

图表 66 双汇发展屠宰量及市场份额（万头）



资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

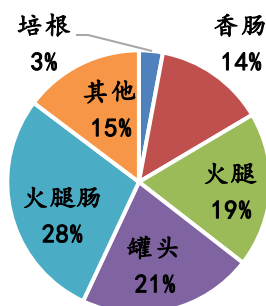
图表 67 美国屠宰制品市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

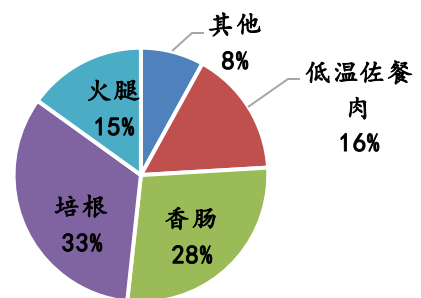
**肉制品行业：**消费习惯改变，低温产品潜力巨大。由于中国人的饮食习惯不断受到西方文化所影响，培根、香肠、火腿的消费量稳步增长，2008-2013 年年均复合增速达到 13%、8%、9%。根据 Frost & Sullivan 预计，2017 年我国肉制品消费量将突破 1600 万吨，同比增长 7%。消费结构中，火腿肠等常温肉制品仍是销量最大的产品，占比达到 28%。美国消费占比最大的是培根、香肠、火腿等低温产品。随着消费习惯的改变，以及对口味、食品安全要求的提高，低温产品增速将明显高于常温产品。国内肉制品龙头双汇发展大力发展低温业务，西式产品 18Q1 实现两位数增长。

图表 68 国内肉制品消费占比



资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

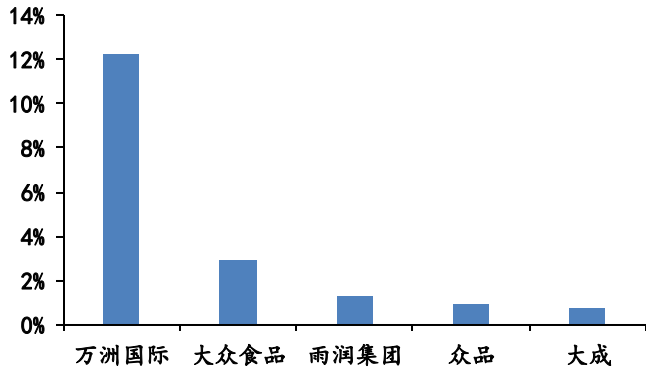
图表 69 美国肉制品消费占比



资料来源：Frost & Sullivan，华创证券

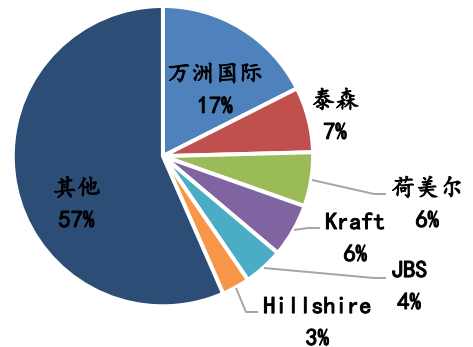
**市场份额将向行业龙头集中。**肉制品行业集中度也较低，龙头万洲国际市占率为 12%，CR5 为 18%。相比而言万洲国际在美国市占率为 17%，CR5 达到 40%。传统的高温肉制品面临产品老化，需求不足的问题，而低温肉制品保持快速增长，尤其是万洲国际等龙头公司加大了低温产品的开发与市场拓展，弥补了高温产品增长放缓的影响。依靠强大的品牌优势与研发能力，肉制品龙头公司的市场份额仍有较大的提升空间。

图表 70 国内肉制品市场份额



资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券

图表 71 美国肉制品市场份额

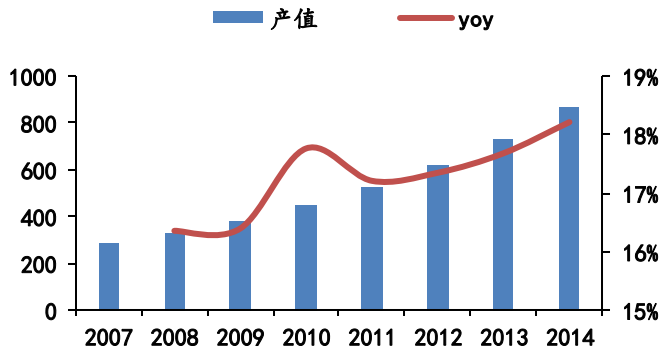


资料来源: Frost & Sullivan, 华创证券, 万洲国际为 Smithfield

### 3、坚果行业：线上格局稳固，客单价稳步提升

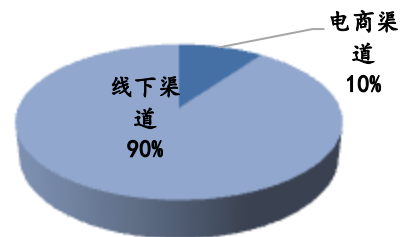
坚果行业保持稳定增长，经历三次渠道变革。根据中国食品工业协会数据，2007-2014 年坚果炒货行业产值从 283 亿元增长到 864 亿元，年均复合增速达到 17.3%。英敏特数据显示，坚果瓜子类零食市场的销售额在 2016 年达到 2637 亿元，2020 年或达 3456 亿元，2015-2020 年年均增速超过 10%。坚果炒货行业发展经历了洽洽模式（传统经销渠道）、来伊份模式（连锁专营）、零食电商模式（线上电商）三个阶段，传统线下渠道竞争分散，而渠道变革成为 2010 年以来坚果市场高速增长的主要推动力之一，目前电商渠道占比约为 10%。

图表 72 坚果炒货行业产值及增速（亿元）



资料来源: 中国食品工业协会, 华创证券

图表 73 坚果炒货渠道分布

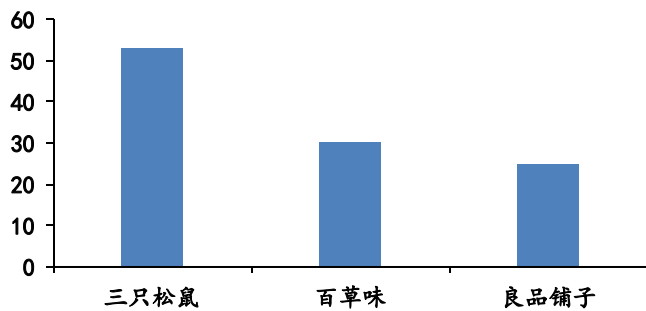


资料来源: 华创证券整理

**强者恒强格局清晰，客单价稳步提升。**在前几年电商大规模烧钱、跑马圈地的背景下，市场前三格局已经较明确。三只松鼠领先优势比较明显，数据显示，2017 年三只松鼠在阿里渠道的销售额约 53 亿，百草味在阿里渠道的销售额约 30 亿，良品铺子在阿里渠道的销售额约 25 亿，是百草味、良品铺子（线上）的两倍左右。4-10 位变动较大，但绝对额较小。市场格局稳定后行业竞争趋缓，领先品牌的价格水平逐渐上移，根据我们草根调研显示，17 年三只松鼠、百草味、良品铺子在阿里渠道的客单价提升幅度均在 5% 左右，18 年 3 月百草味在阿里渠道平均客单价同比提升 14%，在三强中表现最优。**线上线下协同发展。**三只松鼠在先发优势下在三强中抢得先机，但良品铺子拥有线下门店优势，近年也致力发展全渠道商业模式，百草味重回线下并牵手好想你布局新的线上线下协同发展的商业模式，两者在商业模式上的创新成为追赶的看点，同时三只松鼠也开设了线下门店。



图表 74 阿里渠道前三名销售额 (亿元)



资料来源: 淘数据, 华创证券

图表 75 三只松鼠布局线下门店



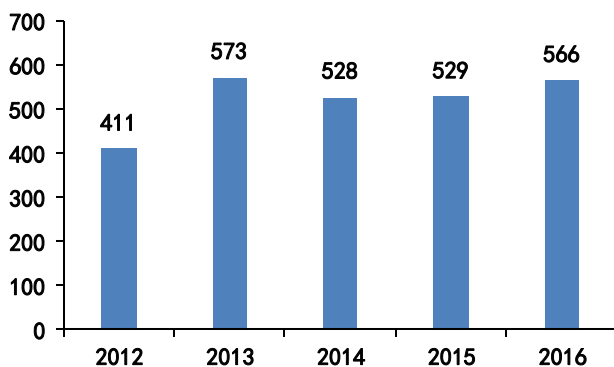
资料来源: 公司官网

#### (六) 速冻食品行业: 面米制品三足鼎立, 火锅料龙头快速崛起

**速冻食品行业增速保持稳定。**速冻食品分为速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等, 其中速冻鱼糜制品、速冻肉制品以及部分速冻其他制品俗称“火锅料制品”, 火锅料制品和速冻面米制品是我国最主要的速冻食品品种。我国速冻食品起步于上世纪 70 年代, 90 年代后随着流通、消费冷链逐步形成, 国内速冻食品才进入了快速增长阶段。2003 年规模以上企业收入为 41 亿元, 2014 年达到 782 亿元, CAGR 为 31%。近几年速冻食品行业告别快速增长, 2015-2017 年 CAGR 为 10%, 主要是以汤圆、水饺为主的速冻面米产品进入增长瓶颈期。

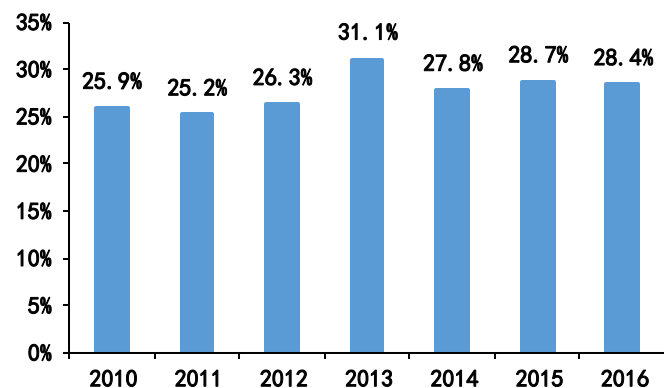
**速冻面米行业发展相对成熟, 三足鼎立格局稳定。**我国速冻面米行业近年来增速相对稳定, 近几年产量有所下滑, 行业从增量发展向存量博弈转变。竞争格局相对稳定, 三全、思念、湾仔码头成三足鼎立的局面, CR3 约为 65%, 其中三全 (含龙凤) 市场份额约 28%, 排名行业第一。

图表 76 速冻面米行业年产量 (万吨)



资料来源: 华创证券整理

图表 77 三全食品市场占有率

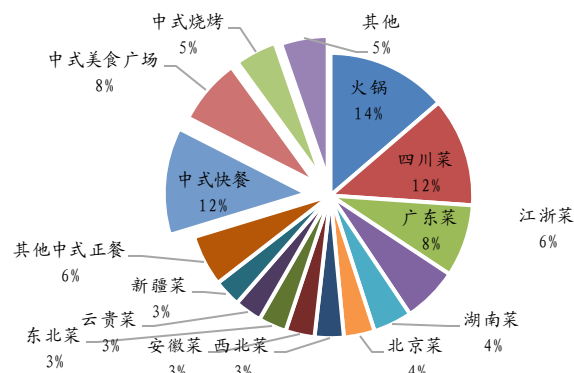


资料来源: 三全食品公司官网, 华创证券

**火锅料行业: 行业逐渐进入品牌竞争阶段。**随着消费冷链的进一步普及, 我国经济的进一步发展, 火锅料制品的全国化通道逐渐打开, 价格水平也逐渐大众化。欧睿数据显示, 2017 年火锅料市场规模超过 270 亿元, 近五年 CAGR 为 5%, 长期的价格战使得行业增速放缓, 行业逐渐进入品牌竞争阶段。

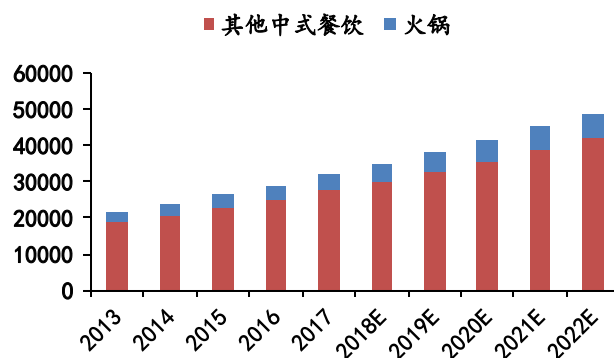
**火锅市场火爆, 火锅料制品乘风而起。**由于口味的普适性和自带的社交属性, 火锅火遍大疆南北。数据显示, 2013 年火锅餐厅行业收入为 2813 亿元, 2017 年增长到 4362 亿元, 年均复合增速达到 11.6%, 同期中式餐饮整体收入年均复合增速为 9.9%。预计 2017-2022 年火锅餐厅行业收入年均复合增速将保持在 10% 左右。火锅料制品则背靠火锅这一消费市场, 销量有望跟随火锅产业的发展不断提升。

图表 78 中式餐饮市场收入结构



资料来源：弗若斯特·沙利文，华创证券

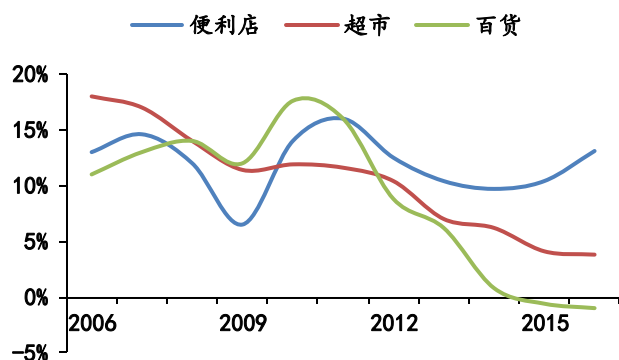
图表 79 中式餐饮行业分品类收入（亿元）



资料来源：弗若斯特·沙利文，华创证券

**便利店渠道兴起带来需求扩张。**数据显示，2016 年便利店行业同比增长 13%，在实体零售渠道中保持领先，市场规模超过 1300 亿元，其中便利店门店数量达到 9.8 万家，同比增长 9%，石油系以外的连锁便利店中，美宜佳门店数量已经超过 13000 家，全家超过 2000 家，7-11 超过 2300 家。在各大连锁便利店中，关东煮（好炖）已经成为门店标配。随着便利店的快速扩张，火锅料制品的需求也将受此带动持续提升。

图表 80 实体零售行业分渠道增速



资料来源：中国产业信息网，华创证券

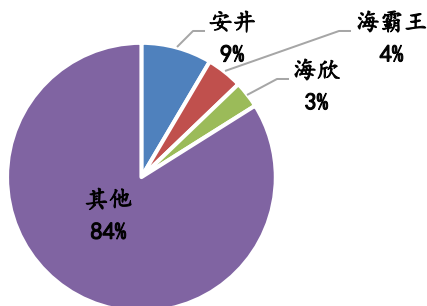
图表 81 美宜佳、全家、7-11 的关东煮产品



资料来源：公司官网，华创证券

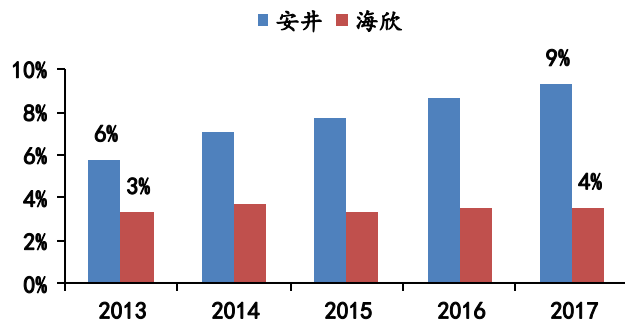
**品牌企业市场份额持续提升，安井一骑绝尘。**火锅料行业内企业众多，大部分企业规模较小，收入 30 亿以上只有安井食品一家，10 亿收入左右的只有海霸王、海欣两家，行业相对分散。欧睿数据显示，2017 年行业前三位安井、海霸王、海欣三家市场份额分别为 9%、4%、3%，龙头市场份额与面米行业龙头三全相比增长空间依然巨大。在消费升级背景下大众消费品品牌化趋势加速，同时受成本、税收、环保压力的影响，小型企业相继退出市场，市场份额将加速向品牌龙头集中，2013 年安井市场份额为 6%，2017 年提升至 9%，海欣市场份额则从 3% 提升至 4%。未来这一趋势有望持续进行，CR3 或将超过 50%，前三家格局或将长期呈现安井领先，海欣、海霸王持平的局面。

图表 82 2017 年行业市场占有率



资料来源：草根调研，华创证券

图表 83 安井、海欣历年市场份额



资料来源：Euromonitor，华创证券

### 三、风险提示

宏观经济下行，食品安全风险。

### 附录：食品饮料入摩公司与境外上市巨头对比

图表 84 食品饮料入摩公司与境外上市巨头主要财务指标对比（亿元，CNY）

	市值	收入			收入 YoY ( % )			净利润			净利润 YoY ( % )			PE	PS
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017		
白酒															
帝亚吉欧	5773	1043	935	1062	5.4	-3.0	14.9	230	200	235	5.9	-5.8	18.6	28.9	6.4
贵州茅台	9287	334	402	611	3.8	20.1	52.1	155	167	271	1.0	7.8	62.0	31.5	14.2
五粮液	3012	217	245	302	3.1	13.3	23	62	68	97	5.9	9.9	42.6	27.3	8.9
洋河股份	1952	161	172	199	9.4	7.0	15.9	54	58	66	19.0	8.6	13.7	26.5	8.9
泸州老窖	966	69	83	104	28.9	20.3	20.5	15	19	26	67.4	30.9	30.7	32.5	8.7
山西汾酒	515	41	44	60	5.4	6.7	37.1	5	6	9	46.3	16.2	56.0	43.4	7.3
啤酒															
百威英博	12160	2831	3158	3688	-7.4	4.4	24.0	537	86	522	-10.2	-85.0	544.3	22.8	3.2
青岛啤酒	615	276	261	263	-4.9	-5.5	0.7	17	10	13	-13.9	-39.1	21.0	51.9	2.6
调味品															
龟甲万	557	190	235	248	8.2	10.0	-1.5	8	11	15	22.5	29.8	19.3	40.1	2.4
海天	1856	113	125	146	15.1	10.3	17.1	25	28	35	20.1	13.3	24.2	49.4	12.2

味业															
乳制品															
蒙牛乳业	871	491	541	603	-2.1	10.1	11.5	24	-8	20	0.7	-131.7	372.6	43.3	1.5
伊利股份	1670	604	606	681	10.9	0.4	12.3	46	57	60	11.8	22.2	6.0	26.2	2.3
肉制品															
万洲国际	1014	1380	1497	1466	-4.6	1.5	4.0	51	72	74	2.6	31.8	9.4	13.9	0.7
双汇发展	902	447	518	506	-2.2	16.0	-2.4	43	44	43	5.3	3.5	-2.0	20	1.8

资料来源: Wind、Bloomberg、华创证券

图表 85 重点覆盖公司指标 (亿元)

	2018Q1				2017			
股票名称	货币现金 (亿元)	有息资产负债率	ROE	销售收现比	货币现金 (亿元)	有息资产负债率	ROE	销售收现比
贵州茅台	872.1	6.4%	8.9%	1.1	878.7	7.8%	33.0%	1.1
五粮液	428.4	0.7%	8.9%	0.7	405.9	0.9%	19.3%	1.2
伊利股份	194.7	12.8%	8.0%	1.1	218.2	16.6%	24.9%	1.1
青岛啤酒	119.1	1.7%	3.8%	1.1	98.1	1.9%	7.5%	1.1
泸州老窖	87.2	0.0%	7.7%	1.1	84.5	0.0%	19.5%	1.2
双汇发展	59.1	12.9%	7.0%	1.1	61.6	14.8%	30.0%	1.1
海天味业	57.9	0.2%	9.7%	0.8	56.1	0.0%	32.4%	1.2
顺鑫农业	49.3	32.1%	5.0%	1.2	51.0	35.5%	6.3%	1.3
光明乳业	34.7	20.2%	2.4%	1.2	34.1	21.5%	11.9%	1.1
洋河股份	30.8	0.0%	11.1%	0.9	17.5	0.0%	23.9%	1.2
汤臣倍健	28.5	7.7%	7.4%	0.9	26.5	0.1%	15.7%	1.1
古井贡酒	17.5	0.6%	8.6%	0.9	14.8	2.0%	19.1%	1.0
伊力特	15.6	0.1%	5.4%	1.4	14.0	0.1%	17.3%	1.3
燕京啤酒	14.9	2.9%	0.4%	1.2	19.4	3.1%	1.3%	1.2
桃李面包	14.7	0.0%	3.4%	1.2	13.6	0.0%	19.7%	1.1
西王食品	13.5	20.6%	2.7%	1.2	2.0	32.6%	16.4%	1.1
山西汾酒	13.4	4.7%	12.7%	0.7	12.2	4.9%	18.9%	1.0
舍得酒业	10.8	14.2%	3.3%	1.7	11.4	18.8%	6.0%	1.2
绝味食品	9.7	0.2%	5.7%	1.2	10.7	0.2%	24.9%	1.2
水井坊	9.1	6.9%	9.3%	1.0	10.3	5.2%	22.0%	1.2
中炬高新	5.2	18.0%	5.3%	1.0	2.4	19.2%	15.3%	1.2
安井食品	5.0	9.4%	3.2%	1.5	5.2	10.0%	15.0%	1.2
重庆啤酒	3.1	0.2%	6.3%	1.0	6.9	0.1%	27.5%	1.2

	2018Q1				2017			
安琪酵母	2.5	32.9%	7.0%	1.0	4.2	32.1%	23.9%	1.1
涪陵榨菜	1.3	0.0%	5.8%	1.0	1.4	0.0%	23.7%	1.2
中宠股份	1.2	9.8%	1.8%	0.9	2.0	5.2%	14.5%	1.0
千禾味业	0.9	7.0%	9.8%	1.2	0.8	0.0%	14.7%	1.1

资料来源: Wind、华创证券, 销售收现比=销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



## 食品饮料组团队介绍

### 高级研究员：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张燕

上海社会科学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理分析师：曹岩

对外经济贸易大学经济学硕士。曾任职于中粮集团。2014 年加入华创证券研究所。

### 研究所所长，首席分析师：董广阳

上海财经大学硕士。曾任职于招商证券。2018 年加入华创证券研究所。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖食品饮料行业最佳分析师第一名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息, 准确表述了分析师的个人观点; 分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利, 未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500