



## 穿越风雨，龙头先行

2019.01.14

## 强烈推荐

	王亮 (分析师)	王永健 (研究助理)	卢周伟 (研究助理)
电话:	020-37392941	020-37392937	020-37392937
邮箱:	wangle_a@gzgzhs.com.cn	wang.yongjian@gzgzhs.com.cn	lu.zhouwei@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310514080002	A1310117080002	A1310118080005

### ● 2018 年全年跑赢大盘，2019 年防御性板块更具配置价值：

2018 年食品饮料板块下跌 21.95%，跑赢沪深 300 指数 3.36 个百分点，位列子行业第三，大盘整体下行背景下食品饮料防御属性凸显。行业估值降至 22.71 倍，相较于年初下调 38.3%，处于近三年低位，估值溢价逐渐消解。机构持仓总市值 1.7 万亿，其中基金持仓 3025 亿，偏爱白酒和业绩确定性高的行业龙头。2019 年经济环境不确定性增强、贸易战纷争悬而未决，市场波动较大的背景下防御性板块更具投资价值；食品饮料受经济环境影响较小，业绩确定性高，估值正处低位，具有更优的投资和配置价值。

### ● 白酒行业：居民收入增速下滑与白酒消费升级之间的矛盾有望在 3 季度得到缓释

2018 年居民收入增速下行导致白酒需求放缓，进入第三轮调整期，但与前两轮不同的是，本轮酒企明显吸取教训，注重对经销商库存管控，2018 年 Q3 开始进入社会库存消化期，当前社会库存中性，复制上一轮大幅长期调整的概率不高。2019 年随着货币向信贷传导的逐渐打通，预计 3 季度起伴随库存消化和旺季效应，白酒业绩增速回升，迎来估值修复行情。重点推荐业绩确定性较强，渠道管控制力较好的标的：贵州茅台 (600519)、洋河股份 (002304)、古井贡酒 (000596)。

### ● 调味品：量价齐升动力足，优选行业龙头和细分赛道领先企业

行业内 11 家上市公司 18 年 Q1-Q3 收入和归母净利润分别同比增长 15% 和 30%，是业绩最为稳健的板块，行业指数也在逆势上涨 11%，表现亮眼。

酱油替代盐和味精、复合调味酱替代单一调味酱等促进人均消费量提升，健康化、功能化调味品受追捧推动主流价格带上移，量价齐升给予行业规模持续扩张的动力。下游餐饮行业受大众餐饮替代高端餐饮，外卖规模持续扩张推动餐饮行业维持 10% 左右增长，带来调味品需求提升。我们沿两条主线重点看好以下标的：1) 集中度提升是大趋势，龙头企业具备品牌和渠道优势更易在行业扩张进程中攻城略地，并不断承接小企业出清后的市场份额，重点推荐行业绝对龙头海天味业 (603288) 和成长中的龙头中炬高新 (600872)；2) 细分赛道企业专注特定领域，消费者品牌意识强，形成一定的竞争壁垒，重点推荐细分赛道领先企业恒顺醋业 (600305)、安琪酵母 (600298)，推荐关注涪陵榨菜 (002507)

### ● 大众食品：消费升级持续，精选优质赛道的行业龙头

消费升级大趋势不可逆，食品饮料产品主流消费人群向 90/00 后转移，新一代消费需求更偏向多元化、健康化，处于优质赛道的企业更具投资价值。

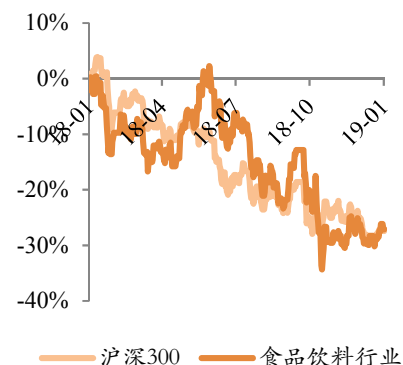
**乳品：**原奶进入上行周期+年内无重大营销事件，预计 19 年竞争性费用投放将减少，对利润的压制有望缓解。双寡头格局将持续，长期看好龙头凭借差异化优势共同推动行业发展，重点推荐行业龙头伊利股份 (600887)。

**坚果：**坚果满足消费者好吃又健康的需求，人均消费量增加至 3.53Kg/人，但相较于膳食宝塔建议仍有百万吨的缺口，未来行业线上线下融合、打破渠道区隔是新趋势，看好线下龙头洽洽食品 (002557) 每日坚果发力和线上渠道放量。

**新式茶饮：**茶饮料的消费由重量向重质转型，茶饮料市场更加细分，消费者给茶饮料赋予更多功能性和个性化的要求，也更加青睐健康天然的产品。重点推荐从杯装奶茶向新式茶饮延伸的香飘飘 (603711)。

### ● 风险提示：宏观经济持续低迷、大盘震荡风险、政策风险

### 行业指数走势



### 股价表现

	涨跌(%)	1M	3M	6M
食品饮料行业	-12.3	13.3	-22.4	
沪深 300	-1.3	-7.1	-22.3	
相对变化	-3.1	-1.1	-12.2	

### 行业估值走势



### 行业估值

当期估值	23.09
平均估值	36.1
历史最高	100.9
历史最低	16.5

### 相关报告

广证恒生-香飘飘 (603711) 深度报告：固体升级+液体爆发，开启增长新阶段-20181213

广证恒生-洽洽食品 (002557) 深度报告：内部改革焕新机，瓜子坚果携手成长-20181216

广证恒生-恒顺醋业 (600305) 深度报告：食醋龙头企业，向全品类全国化进军-20181231



## 目录

目录	2
图表目录	3
<b>1. 市场行情回顾</b>	<b>6</b>
1.1 板块强于大盘，估值回落至近三年低位	6
1.2 调味发酵品领涨，子行业估值回落	8
1.3 收入利润增速双放缓，行业分化明显	8
1.4 机构持仓排名靠前，基金持仓占主导	9
<b>2. 白酒行业：2019 年三季度有望迎来业绩修复行情</b>	<b>13</b>
2.1 居民收入增速下滑导致白酒需求端萎缩	13
2.2 本轮白酒下行周期中渠道和库存风险较小，2019 年有望迎来估值修复行情	14
2.3 推荐关注：贵州茅台、洋河股份、古井贡酒	19
<b>3. 调味品行业：赛道优质，成长确定性高</b>	<b>20</b>
3.1 行业回顾：业绩持续增长，上游原材料价格上涨压力趋缓	20
3.1.1 业绩变化：收入利润增速加快，行业龙头表现稳健	20
3.1.2 原材料：价格震荡下行，成本压力减小	21
3.1.3 下游：餐饮收入全年有望突破 4 万亿，商超端海天市占率稳步提升	21
3.2 量价齐升，健康化、高端化是趋势	23
3.2.1 人均消费量仍有提升空间	23
3.2.2 健康饮食意识加强，功能化产品需求提升	23
3.2.3 大众餐饮扩张+外卖行业崛起带动调味品需求上升	24
3.3 优选行业龙头和细分领域领先企业	26
3.3.1 行业集中度提升是大趋势，行业龙头海天味业、中炬高新受益	26
3.3.2 细分赛道竞争壁垒高，关注领先企业涪陵榨菜、安琪酵母、恒顺醋业	28
<b>4. 大众食品：消费升级持续，精选细分行业领军企业</b>	<b>30</b>
4.1 乳品行业：费用投放压力有望趋缓，伊利股份龙头版图扩张	30
4.2 坚果行业：健康消费方兴未艾，洽洽食品瓜子坚果携手成长	31
4.3 新式茶饮：年轻化、健康化是趋势，香飘飘携新品突围	35
<b>5. 投资逻辑</b>	<b>37</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>38</b>



## 图表目录

图表 1. 近三年食品饮料强于大盘走势 .....	6
图表 2. 2018 年食品饮料行业下跌 21.95% .....	6
图表 3. 2018 年食品饮料板块涨幅位列第三 .....	7
图表 4. 食品饮料行业估值处于近三年低位 (PE-TTM) .....	7
图表 5. 食品饮料行业估值居于市场中上游位置 .....	7
图表 6. 调味品表现亮眼 .....	8
图表 7. 子行业估值整体下调 .....	8
图表 8. 食品饮料行业营业收入增长情况 .....	8
图表 9. 食品饮料行业归母净利润增长情况 .....	8
图表 10. 白酒行业收入增长情况 .....	9
图表 11. 白酒行业利润增长情况 .....	9
图表 12. 大众食品板块收入增长情况 .....	9
图表 13. 大众食品板块净利润增长情况 .....	9
图表 14. 截至 2018Q3 主要类型机构持仓各行业情况 (亿元) .....	10
图表 15. 机构持有食品饮料企业总市值变化情况 (亿元) .....	10
图表 16. 2018Q3 主要类型机构持仓食品饮料行业情况 .....	11
图表 17. 基金持仓食品饮料行业情况 (亿元) .....	11
图表 18. 其他主要机构持仓情况 (亿元) .....	11
图表 19. 2018Q3 机构持仓市值前十个股 .....	11
图表 20. 机构持仓前十大个股市值占比 85% .....	11
图表 21. 2018Q3 基金持仓市值前十个股 .....	12
图表 22. 基金持仓前十大个股市值占比 84% .....	12
图表 23. 2018Q3 机构加仓分布情况 .....	12
图表 24. 2018Q3 机构减仓情况 .....	12
图表 25. 我国 GDP 增速 .....	13
图表 26. 工业企业景气扩散指数: 宏观经济热度 .....	13
图表 27. 中国 PMI .....	13
图表 28. 社会消费品零售总额同比 .....	13
图表 29. 我国 GDP 增速与白酒营业收入增速 .....	14
图表 30. 房地产生产值与白酒营业收入增速 .....	14
图表 31. 白酒 (折 65 度): 库存比年初增长% .....	14
图表 32. 主要白酒品牌库存 (月) .....	14
图表 33. 白酒各年份新增产能 (万吨/年) .....	15
图表 34. 白酒行业毛利率 .....	15
图表 35. 白酒行业净利率 .....	15
图表 36. 白酒销售费用和营业收入增长率 .....	16
图表 37. 白酒行业营业总收入 (亿元) .....	16
图表 38. 高端白酒营业总收入均值 (亿元) .....	16
图表 39. 次高端白酒营业总收入 (亿元) .....	16
图表 40. 中低端白酒营业总收入均值 (亿元) .....	16
图表 41. 各品类白酒预收账款比较分析 .....	17
图表 42. 2018 年 1 月至今白酒板块 PE(TTM) .....	17
图表 43. 2018 年 1 月至今白酒板块 PB(LF) .....	17
图表 44. 2018 年 1 月至今高端白酒 PE (TTM) .....	17



图表 45. 2018 年 1 月至今次高端白酒 PE (TTM)	17
图表 46. 2018 年 1 月至今地方龙头白酒 PE (TTM)	18
图表 47. 2018 年 1 月至今中低端白酒 PE (TTM)	18
图表 48. 2018 年 1 月至今高端白酒 PB (LF)	18
图表 49. 2018 年 1 月至今次高端白酒 PB (LF)	18
图表 50. 2018 年 1 月至今地方龙头白酒 PB (LF)	18
图表 51. 2018 年 1 月至今中低端白酒 PB (LF)	18
图表 52. 调味发酵品行业收入持续增长	20
图表 53. 2018Q3 归母净利润同比增长 30%	20
图表 54. 调味品企业营收增速同比变化情况	20
图表 55. 调味品企业归母净利润同比变化情况	20
图表 56. 黄豆价格低于 2017 年水平	21
图表 57. 白糖和糯米价格持续下降	21
图表 58. 包材价格 2018 年持续下降	21
图表 59. 玻璃价格较年初下跌 10%	21
图表 60. 前 11 个月餐饮行业收入合计 3.96 万亿	22
图表 61. 2018 年餐饮行业月度收入	22
图表 62. 调味品子品类结构	22
图表 63. 商超端酱油品类收入情况	22
图表 64. 截止 2018/10/31 酱油市场结构	22
图表 65. 海天市占率逐步上升	22
图表 66. 我国人均调味品销售额提升至 11.7 美元	23
图表 67. 人均消费额与发达国家存在较大差距 (美元)	23
图表 68. 我国每日人均摄盐量超标	23
图表 69. 高血压患病人数高达 2.7 亿	23
图表 70. 高端酱油消费和渗透率增长快于全行业	24
图表 71. 高端酱油市场占比达到 25%	24
图表 73. 星级饭店餐饮收入比重下降	25
图表 74. 高档餐饮收入同比变化	25
图表 75. 高档餐饮向大众餐饮转档	25
图表 76. 城市居民在外用餐次数高于农村居民	25
图表 77. 外卖市场规模超过 2000 亿	25
图表 78. 外卖用户超过 3 亿	25
图表 79. 2017 年我国调味品竞争格局极其分散	26
图表 80. 我国调味品市场集中度低	26
图表 82. 公司营业收入稳健增长	27
图表 83. 公司利润规模持续扩大	27
图表 85. 公司三轮项目资金扩产投入持续增加	27
图表 86. 公司的五级市场渠道	27
图表 87. 涪陵榨菜提价情况	28
图表 88. 我国人均榨/腌菜消费量较低	28
图表 89. 安琪酵母近期产能布局	28
图表 90. YE 产品应用领域	29
图表 91. 恒顺醋业收入增长情况	29
图表 92. 恒顺醋业净利润增长情况	29
图表 93. 生鲜乳价格进入上行周期	30





图表 94. 蒙牛是世界杯赞助商 .....	30
图表 95. 2018 年销售费用率处于高位 .....	30
图表 96. 伊利的饮料类产品植选 .....	31
图表 97. 蒙牛新增四大新业务单元 .....	31
图表 98. 伊利股份业绩变化情况 .....	31
图表 99. 公司净利率受到压制 .....	31
图表 100. 我国休闲食品市场规模 .....	32
图表 101. 休闲食品各品类占比 .....	32
图表 102. 我国坚果炒货行业年度总产值 .....	32
图表 103. 人均坚果消费量提升至 3.53kg .....	32
图表 104. 坚果营养价值高 .....	32
图表 105. 膳食宝塔建议每日摄入大豆及坚果类 25-35g .....	33
图表 106. 人均摄入量敏缺口感性分析 .....	33
图表 107. 三只松鼠发展历程 .....	33
图表 108. 食品电商发展历程 .....	33
图表 109. 三只松鼠已经在全国开设 45 家投食店 .....	34
图表 110. 洽洽多维度发力电商 .....	34
图表 111. 洽洽食品产品结构 .....	34
图表 112. 公司 2018Q3 归母净利润同比增长 28.1% .....	34
图表 113. 茶饮料销售额（亿） .....	35
图表 114. 人均茶饮料饮用量（升/人） .....	35
图表 115. 各大产商新推出的水果茶产品 .....	35
图表 116. 公司旗下主要产品体系 .....	36
图表 117. 重点推荐公司估值表 .....	37

# 1. 市场行情回顾

## 1.1 板块强于大盘，估值回落至近三年低位

总体来看，近三年食品饮料板块强于大盘，连续两年上涨后在下半年开始走弱。从2016年年初开始，食品饮料板块一路上行，表现亮眼，特别是2017年全年食品饮料指数上涨53.85%，跑赢大盘并居申万子行业之首；进入2018年后板块开始震荡并在下半年明显走弱，全年食品饮料行业指数下跌21.95%，

**2018年全年行业指数下跌21.95%位列第三，防御性板块价值显现：**聚焦2018年，前5个月食品饮料板块走势与大盘基本一致，5月开始受A股纳入MSCI、资金抱团等影响，板块走出独立的上涨行情，截至6月12日(食品饮料指数最高点)食品饮料较年初增长11.31%，跑赢沪深300指数16.39个百分点。但随后受中美贸易战、美国连续加息、三季报业绩不及预期等影响，食品饮料板块一路下行，11月开始，随着中美贸易战缓和，外资持续流入A股，食品饮料有所回暖。整体来看，2018年全年食品饮料指数下跌21.95%，位列申万28个子行业第三位，整体跑赢上证综指和沪深300，在大盘波动性较大，整体下行的背景下食品饮料仍有较强的防御性。

图表1. 近三年食品饮料强于大盘走势



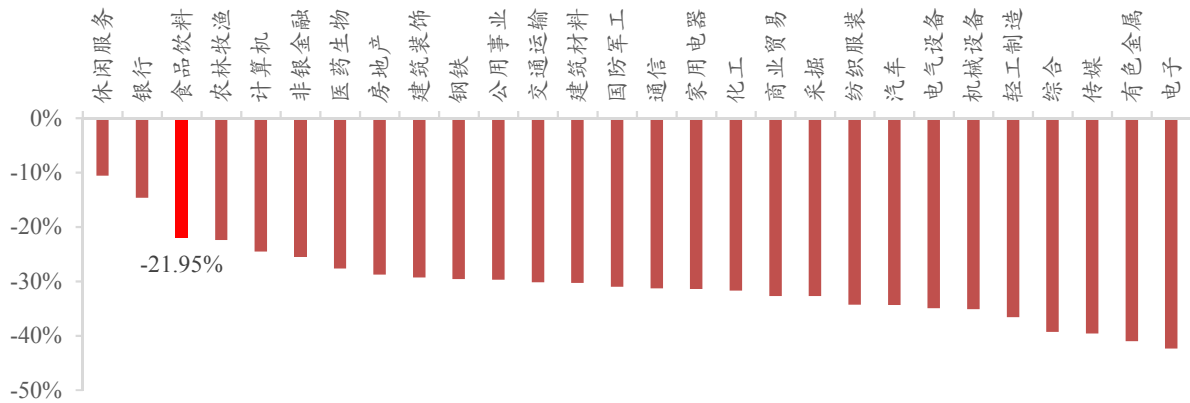
资料来源：Wind、广证恒生

图表2. 2018年食品饮料行业下跌21.95%



资料来源：Wind、广证恒生

图表3. 2018 年食品饮料板块涨幅位列第三



资料来源：Wind、广证恒生

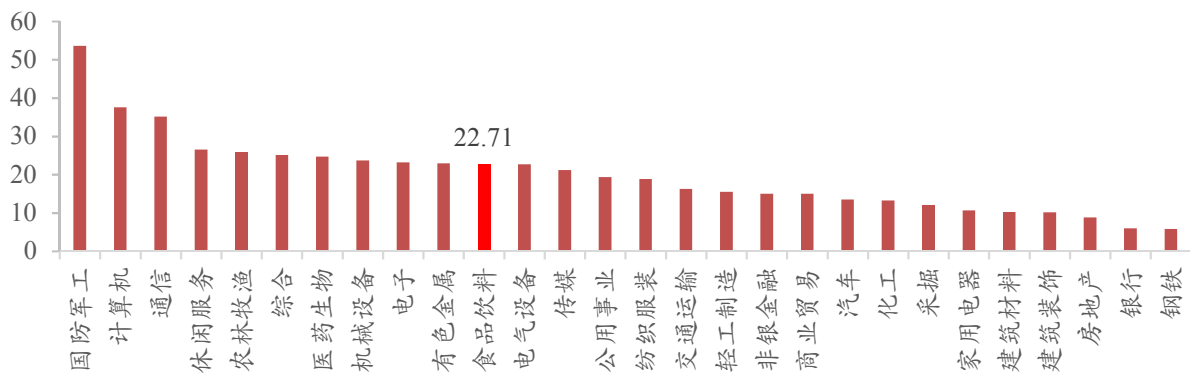
**全年估值下调 38.3%，回归近三年低位：**截止 12 月 31 日，食品饮料动态估值 (PE-TTM) 约为 22.71 倍，相较于年初的 36.79 倍下调 38.3%。纵向来看，食品饮料自 2014 年 7 月开始受益于行业结构调整和大盘整体向好，市盈率逐步提升，2015 年 6 月 12 日达到峰值 40.67X，随后随着市场下跌市盈率回落至 25 倍。2015Q3 至 2018 年初，行业内公司业绩提升带动市盈率新一轮上行，于 2018 年 1 月 23 日达 40.32X，随后受宏观环境和市场悲观情绪影响持续下跌，当前板块估值已经位于近三年来的较低水平。横向对比来看，行业估值处于 28 个子行业中第 11 位，位居申万子行业估值中上游位置。

图表4. 食品饮料行业估值处于近三年低位 (PE-TTM)



资料来源：Wind、广证恒生

图表5. 食品饮料行业估值居于市场中上游位置



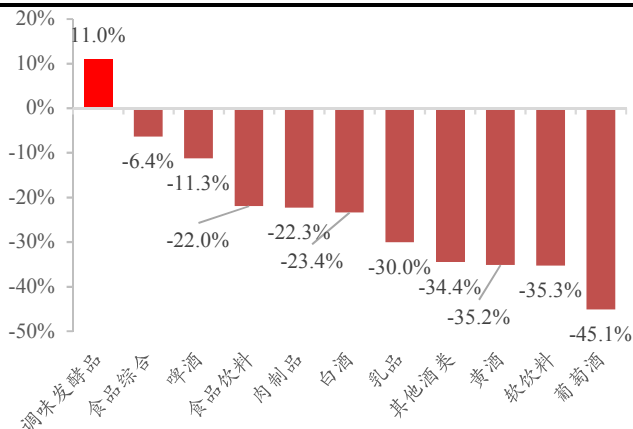
资料来源：Wind、广证恒生

## 1.2 调味发酵品领涨，子行业估值回落

**年内多数子行业下跌：**子行业来看，调味发酵品表现出色；截至 12 月 31 日，调味发酵品上涨 11%，是唯一上涨子行业，其余子行业均下跌，且多数子行业跌幅超过 15%，其中葡萄酒下跌 45.1% 为最高，另有白酒下跌 23.4%、肉制品下跌 22.3%、乳品下跌 30%，均有不同程度的下跌。

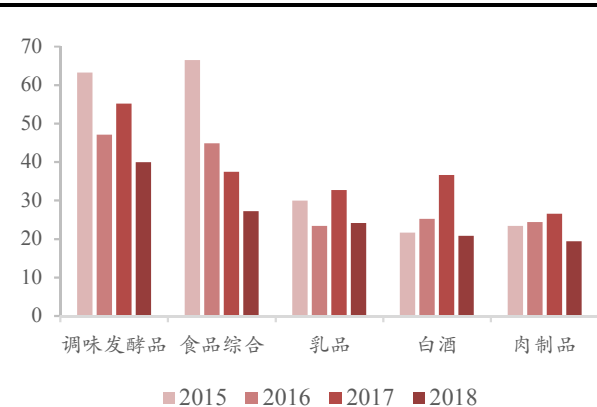
**子行业估值整体下调：**纵观子行业估值变化情况，当前各子行业估值均位于 2015 年以来较低水平。截止 12 月 31 日，肉制品、白酒、乳制品、食品综合、调味发酵品市盈率分别为 19.39X、20.77X、24.09X、27.16X 和 39.94X，均低于年初水平，子行业估值整体下调。

图表6. 调味品表现亮眼



资料来源：Wind、广证恒生

图表7. 子行业估值整体下调

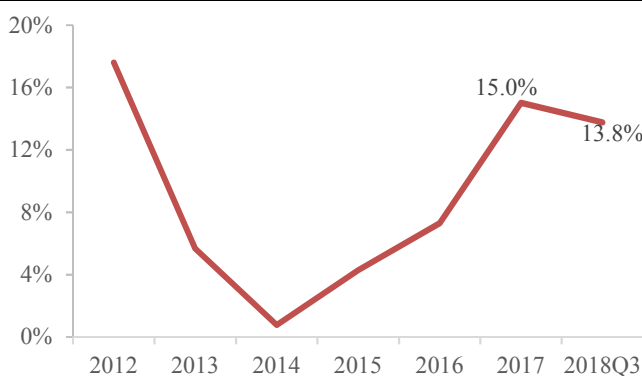


资料来源：Wind、广证恒生

## 1.3 收入利润增速双放缓，行业分化明显

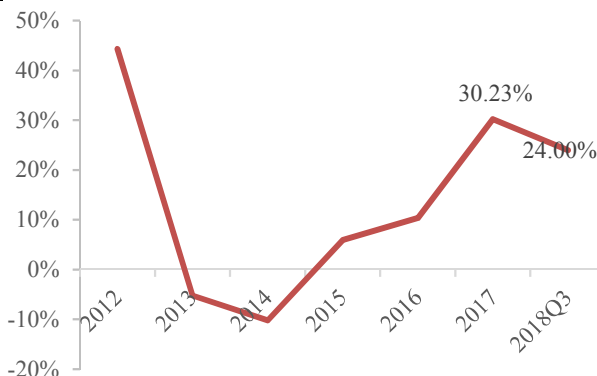
**行业整体收入利润增长放缓：**2017 年食品饮料板块整体高增长，收入增长 15%，归母净利润增长超过 30%；对比来看，2018Q3 收入增长 13.8%，归母净利润增长 24%，增速同比略有下滑。2018 年是 2014 年以来的收入利润首次增速放缓，高基数+下半年消费疲软是主要原因。业绩增长放缓叠加宏观市场不稳定，使得市场悲观情绪延续，也使得食品饮料估值回落，行情走弱。

图表8. 食品饮料行业营业收入增长情况



资料来源：Wind、广证恒生

图表9. 食品饮料行业归母净利润增长情况



资料来源：Wind、广证恒生

**高端白酒中茅台增速放缓，次高端和中端白酒仍维持高增长：**白酒行业 2018 年前三季度营收 1535.94 亿元，同比上升 24.85%，净利润 512.93 亿，同比上升 30.02%。具体来看，高端白酒相对受影响较大，其中茅台增速放缓效应最为显著，2017 年收入增长率和利润增长率分别为 50% 和 62%，2018Q3 仅为 23% 和 24%，增速放缓一方面由于宏观经济下行需求下滑，另一方面也是由于前期基数较大。其他价格段白酒企业收入利润增速仍有上升，总体表现良好。



**图表10. 白酒行业收入增长情况**

分类	证券简称	2015	2016	2017	2018Q3
超高端	贵州茅台	3%	19%	50%	23%
	泸州老窖	29%	20%	25%	27%
	五粮液	3%	13%	23%	33%
高端	洋河股份	9%	7%	16%	24%
	舍得酒业	-20%	26%	12%	28%
	酒鬼酒	55%	9%	34%	38%
中端	古井贡酒	13%	15%	16%	27%
	口子窖	14%	10%	27%	18%
	老白干酒	1%	4%	4%	41%
	山西汾酒	5%	7%	37%	42%
	今世缘	1%	5%	16%	32%
低端	金种子酒	-17%	-17%	-10%	-4%
	金徽酒	17%	8%	4%	3%
	*ST皇台	83%	70%	-73%	-77%
	顺鑫农业	2%	16%	5%	4%

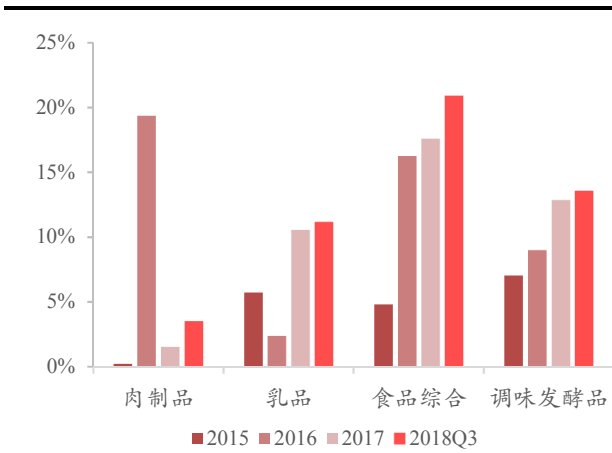
资料来源：Wind、广证恒生

**图表11. 白酒行业利润增长情况**

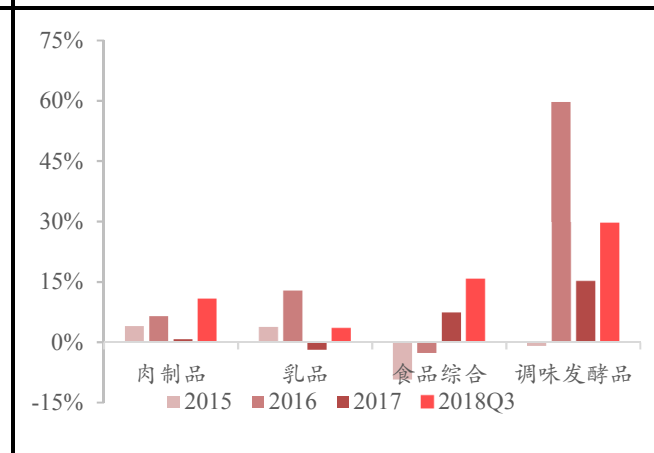
分类	证券简称	2015	2016	2017	2018Q3
超高端	贵州茅台	1%	8%	62%	24%
	泸州老窖	67%	31%	33%	38%
	五粮液	6%	10%	43%	36%
高端	洋河股份	19%	9%	14%	26%
	舍得酒业	-47%	1025%	79%	186%
	酒鬼酒	-	23%	62%	38%
中端	古井贡酒	20%	16%	38%	57%
	口子窖	43%	29%	42%	27%
	老白干酒	27%	48%	48%	109%
	山西汾酒	46%	16%	56%	57%
	今世缘	6%	10%	19%	33%
低端	金种子酒	-41%	-67%	-52%	-67%
	金徽酒	33%	34%	14%	9%
	*ST皇台	-	-	-	-
	顺鑫农业	5%	10%	6%	97%

资料来源：Wind、广证恒生

**大众食品板块整体向好：**2018Q3 大众食品板块中肉制品、乳品、食品综合、调味发酵品净利润分别同比增长 3.54%、11.18%、20.92%和 13.58%，大众食品板块整体向好。从归母净利润来看，2018 年前三季度各子行业的归母净利润均有所增长，其中调味品归母净利润同比增长 29.7%最为亮眼。对比来看，近年来收入利润最为稳定的子行业为调味发酵品，营收稳步提速，2018Q3 达 13.58%；归母净利润增速因受原材料价格波动等影响略有波动，但均确保了净利润的持续提升。

**图表12. 大众食品板块收入增长情况**


资料来源：Wind、广证恒生

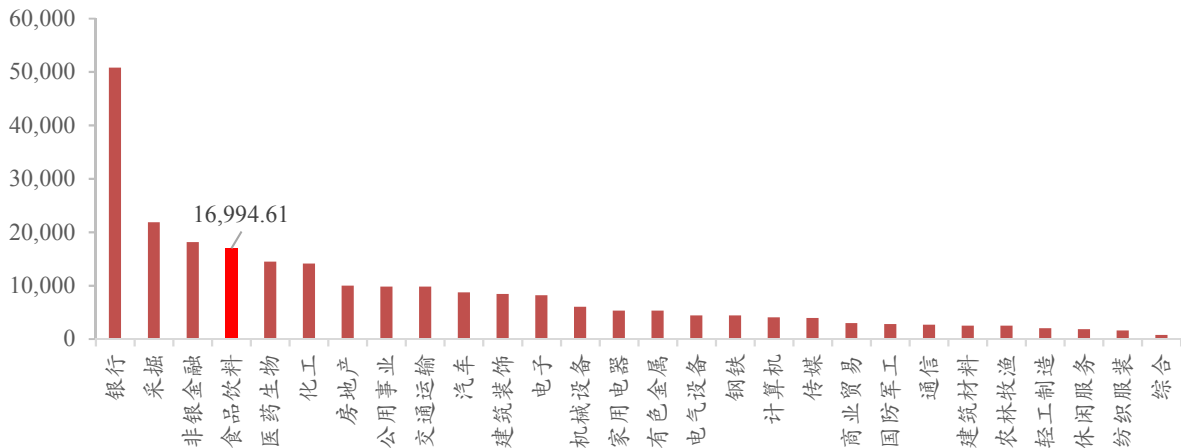
**图表13. 大众食品板块净利润增长情况**


资料来源：Wind、广证恒生

## 1.4 机构持仓排名靠前，基金持仓占主导

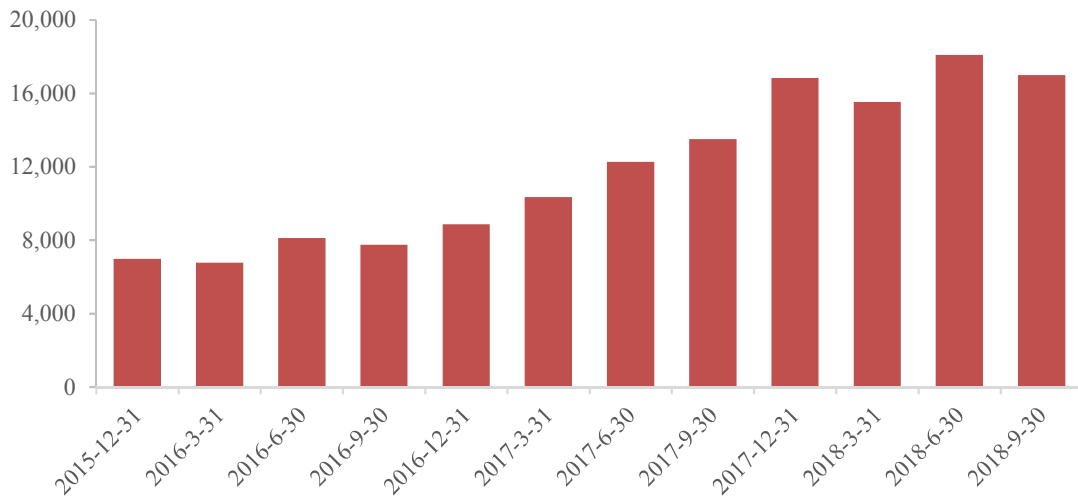
**机构持股总市值接近 1.7 万亿，位列第四：**截至 2018 年 3 季度末，食品饮料行业 88 只股票均有机构持有，持仓市值总计 16994.61 亿，占板块内流通市值的 55.43%，是机构重点关注和持有的板块，持股市值位列申万 28 个子行业第四位。食品饮料行业机构持股总市值从 2015 年的 6978.01 亿增加到 2018Q3 的 16994.61 亿，年复合增长超过 35%，机构关注度不断提升；受披露影响，2018 年第三季度机构持仓较二季度略有下滑，但相较于一季度增长 10%，相较于去年同期上涨 26%，机构持仓仍处于高位。

图表14. 截至 2018Q3 主要类型机构持仓各行业情况 (亿元)



资料来源: Wind、广证恒生

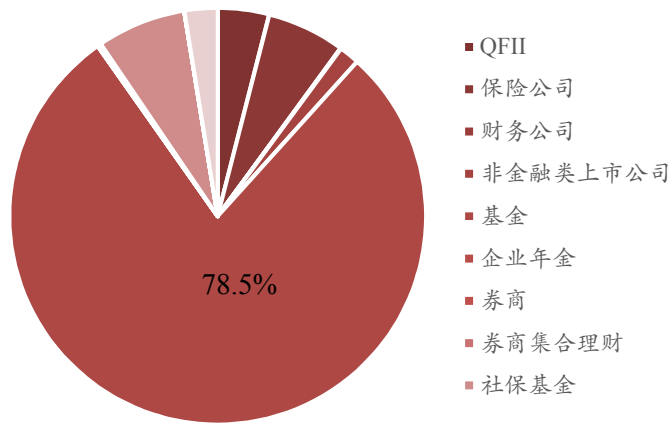
图表15. 机构持有食品饮料企业总市值变化情况 (亿元)



资料来源: Wind、广证恒生

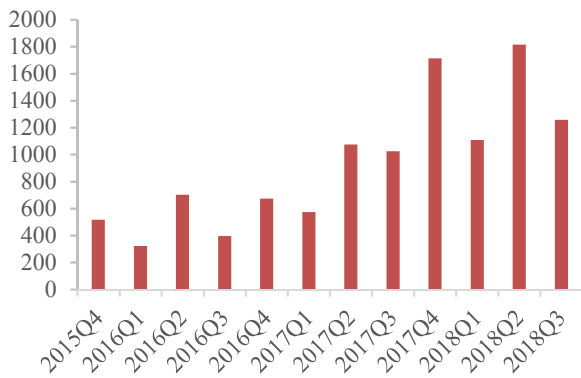
**基金持仓占主导, 机构持仓主要为各细分领域龙头企业:** 不含一般法人在内, 2018Q3 主要类型机构持股市值约为 3025.41 亿元, 较 2018Q1 增长 28%, 增长主要来自基金及社保基金。**市场资金来源中,** 基金公司持股仍占主导地位, 持股总市值高达 1256.13 亿元, 占比 78.5%。其余机构中, 社保基金持股 110.68 亿元, 保险公司持股 97.19 亿元, QFII 持股 63.69 亿元, 阳光私募持股 41.05 亿元, 非金融类上市公司持股 25.36 亿元, 券商集合理财持股 2.55 亿元, 券商持股 2 亿元。**2018Q3 与 2018Q1 比较来看,** QFII 和保险持股同比下降较大, 分别下降 55%和 30%; 基金、社保基金持股上升明显, 基金机构增持 149 亿, 社保基金增持 46.88 亿; 其余机构持股略有下降。总体来看, 近一年以来基金公司持仓食品饮料市值偏于稳定并有上行趋势。

图表16. 2018Q3 主要类型机构持仓食品饮料行业情况



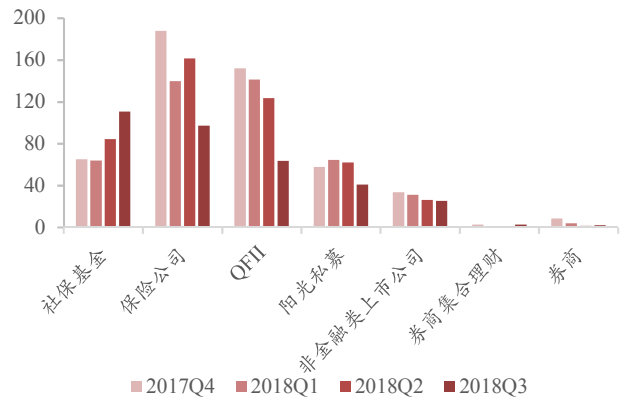
资料来源：Wind、广证恒生

图表17. 基金持仓食品饮料行业情况 (亿元)



资料来源：Wind、广证恒生

图表18. 其他主要机构持仓情况 (亿元)



资料来源：Wind、广证恒生

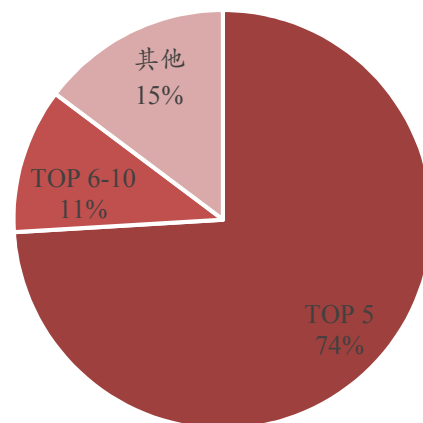
机构持仓集中度高，偏好白酒和细分龙头：具体来看，机构持仓筹码集中度高，前五大公司占据总筹码的 74%，前十大标的占据 85%的筹码；机构主要重仓茅五泸、汾酒、古井等优质白酒企业和海天、伊利、双汇等细分领域的龙头企业，整体偏爱业绩稳健的白马企业。

图表19. 2018Q3 机构持仓市值前十个股

名称	持股市值 (亿元)	持股数量 (亿股)
贵州茅台	7260.50	9.95
五粮液	1898.55	27.94
海天味业	1394.36	17.61
洋河股份	1294.55	10.11
双汇发展	732.34	28.01
伊利股份	656.28	25.56
泸州老窖	487.07	10.25
山西汾酒	324.39	6.86
古井贡酒	261.77	3.15
青岛啤酒	176.70	5.08

资料来源：Wind、广证恒生

图表20. 机构持仓前十大个股市值占比 85%



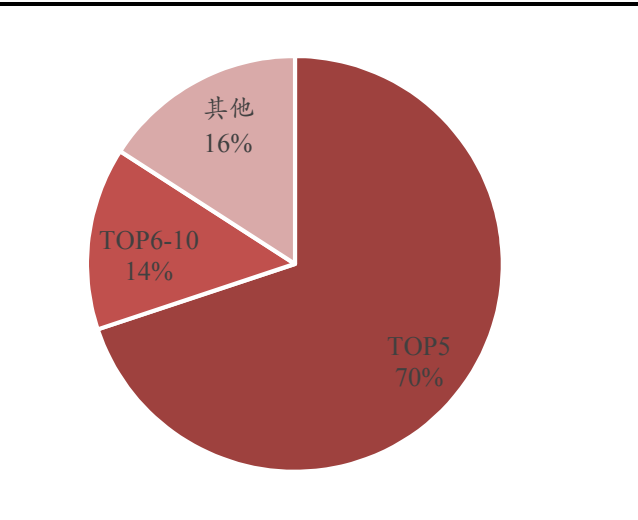
资料来源：Wind、广证恒生

**基金持仓扎堆，顺鑫农业、口子窖、中炬高新进入前十大：**基金公司 2018Q3 持仓规模为 1255.54 亿元，前十大持仓个股（贵州茅台、伊利股份、五粮液、泸州老窖、洋河股份、顺鑫农业、口子窖、中炬高新、古井贡酒、双汇发展）市值规模达到近 1056 亿元，占基金持仓食品饮料总规模的 84%，其中前五大持仓个股占基金持仓食品饮料总规模的 70%，与机构持仓前十大个股相比新增顺鑫农业、口子窖和中炬高新，成长性较高的上市公司同样受到基金公司青睐。

**图表21. 2018Q3 基金持仓市值前十个股**

名称	持仓市值 (亿元)	持股数量 (亿股)
贵州茅台	377.92	0.52
伊利股份	197.12	7.68
五粮液	130.97	1.93
泸州老窖	86.94	1.83
洋河股份	84.56	0.66
顺鑫农业	45.06	0.99
口子窖	38.44	0.75
中炬高新	36.98	1.13
古井贡酒	30.44	0.37
双汇发展	27.73	1.06

资料来源：Wind、广证恒生

**图表22. 基金持仓前十大个股市值占比 84%**


资料来源：Wind、广证恒生

**减仓白酒加仓业绩超预期标的：**从机构资金流动来看，机构减仓标的多为原持仓市值较高的白酒公司，加仓标的多为调味品和肉制品龙头以及香飘飘、汤臣倍健、广州酒家等经营业绩超预期的公司。

**图表23. 2018Q3 机构加仓分布情况**

基金加仓	社保加仓	阳光私募加仓	财务加仓
汤臣倍健	中炬高新	会稽山	克明面业
顺鑫农业	好想你	科迪乳业	
盐津铺子	双汇发展	金徽酒	<b>保险加仓</b>
香飘飘	老白干酒	舍得酒业	养元饮品
华宝股份	广州酒家	金字火腿	香飘飘
惠泉啤酒	顺鑫农业	千禾味业	
	古越龙山	麦趣尔	<b>QFII 加仓</b>
	重庆啤酒	三全食品	重庆啤酒
	水井坊	绝味食品	燕京啤酒
	养元饮品	华宝股份	桃李面包
	绝味食品	佳隆股份	

资料来源：Wind、广证恒生

**图表24. 2018Q3 机构减仓情况**

基金减仓	社保减仓	保险减仓	券商减仓
伊利股份	恒顺醋业	五粮液	安井食品
五粮液	涪陵榨菜	光明乳业	
今世缘		顺鑫农业	<b>QFII 减仓</b>
燕京啤酒	<b>阳光私募减仓</b>	元祖股份	水井坊
双汇发展	广泽股份	伊力特	洋河股份
山西汾酒	香飘飘	双汇发展	五粮液
舍得酒业	海欣食品	桃李面包	
口子窖			
涪陵榨菜			
青岛啤酒			

资料来源：Wind、广证恒生

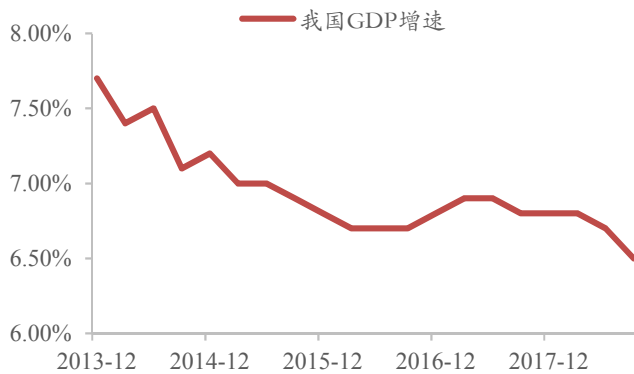


## 2.白酒行业：2019 年三季度有望迎来业绩修复行情

### 2.1 居民收入增速下滑导致白酒需求端萎缩

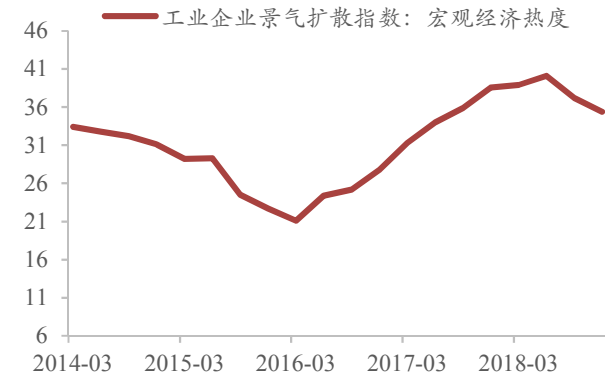
居民消费增速下行与白酒的消费升级产生冲突。2018 年，在经济去杠杆和中美贸易战严峻形势的宏观经济下行背景下，我国第三季度 GDP 累计同比增长 6.7%，较去年同期下滑 0.2%，经济整体增速放缓。同时，我国工业企业景气扩散指数与 PMI 指数在 2018 年均呈现出明显的下降趋势，这体现了我国目前的宏观经济热度下行，行业景气度消极。作为经济的同步指标，宏观景气度下行直接导致居民收入增速下行，2018 年 3 季度，城镇居民收入增速较 2017 年底下滑 0.4 个百分点，而作为收入的后验指标，消费增速也出现明显放缓。2017 年开始，白酒行业的增长逻辑主要是“消费升级、集中度提升和高端需求回暖”，而 2018 年以来的经济形势趋于下行，消费升级与收入增速放缓之间形成冲突，2018 年 3 季度以茅台为代表的高端和进行了产品升级的中端酒企收入增速与预收账款均出现不同程度放缓。由于前期白酒价格带已上移，2019 年企业将持续享受白酒结构升级所带来的红利。同时由于需求量下降，虽有价格红利的推动，预计白酒行业在 2019 年上半年依旧面临压力，股价可能进一步探底，春节销售成绩如果利好，市场预期不再悲观，股价有望触底修复。

图表25. 我国 GDP 增速



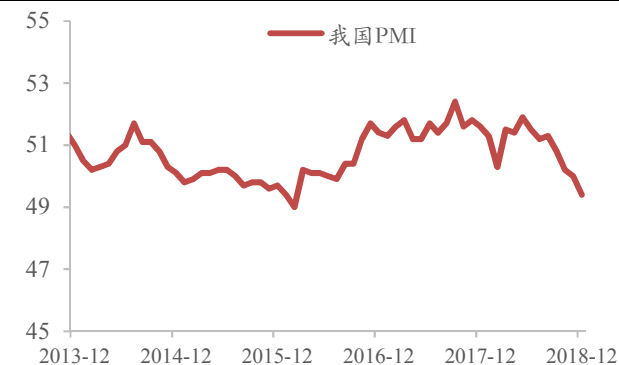
资料来源：wind、广证恒生

图表26. 工业企业景气扩散指数：宏观经济热度



资料来源：wind、广证恒生

图表27. 中国 PMI



资料来源：国家统计局、广证恒生

图表28. 社会消费品零售总额同比



资料来源：国家统计局、广证恒生

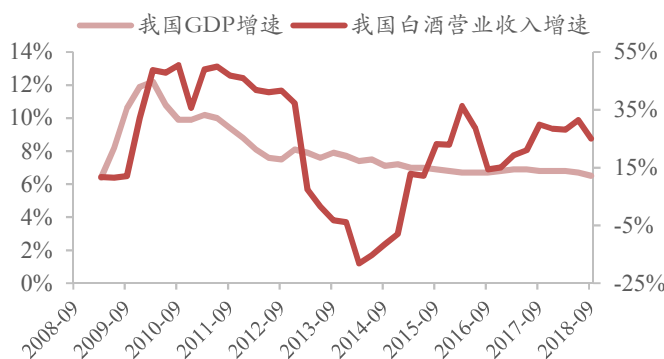
2019 年上半年货币继续宽松，但信用扩张受阻，经济将进一步探底。2018 年的四次定向降准并未取得明显成效，主因信用层面扩张受阻，房地产和政府债务在房住不炒和去杠杆之间腾挪空间较小。2019 年，人民币汇率贬值压力有望随着美联储放缓加息步伐和中美贸易谈判协商而得到降低；其次，我国金融去杠



杆已取得一定成效，部分强行去杠杆政策有望转为稳杠杆而得到放松；同时，外围市场的不利冲击可能在前两个季度体现明显，预计我国 2019 年货币政策整体上较上一年将更为宽松，以进一步强化其逆周期调节功能，但最终成效仍需要观察房地产和政府债务扩张的步伐。

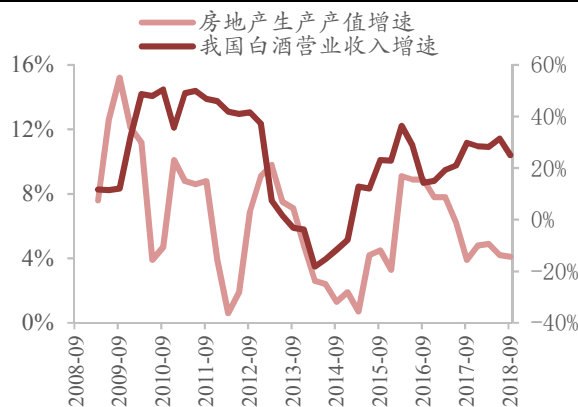
进入下半年，货币向实体经济的传导有望取得成效。经验规律显示货币向社融的传导大致延迟半年左右，而社融规模扩张向实体经济的传导一般在半年左右。2018 年底，中国社融增速虽然继续下行，但表外融资规模的降幅已较年中明显收窄，是 2019 年下半年基建扩张的基础。同时，各地房地产政策已有松动迹象，成为信用进一步扩张的核心。预计我国 2019 年三四季度经济增长较前两季度将有所改善。基于此，我国居民人均可支配收入有望得到提升，伴随 2018 年 3 季度开始的渠道去库存，2019 年下半年白酒消费需求有望扩张。

图表29. 我国 GDP 增速与白酒营业收入增速



资料来源: Wind、广证恒生

图表30. 房地产生产产值与白酒营业收入增速



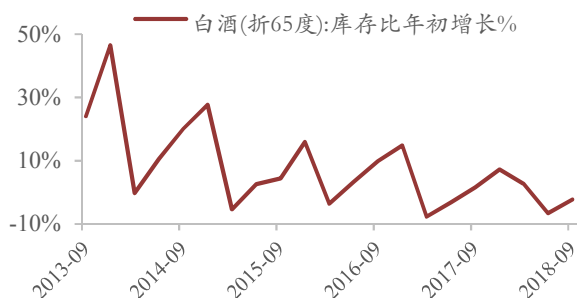
资料来源: Wind、广证恒生

结合市场层面，受到宏观经济下行影响，预计白酒板块股价在一二季度呈悲观态势，进一步向下探底，这也意味着整个行业面临一个更低的估值。因此我们预测在三四季度货币政策宽松化的影响下，白酒板块股价在三、四季度将迎来估值修复。

## 2.2 本轮白酒下行周期中渠道和库存风险较小，2019 年有望迎来估值修复行情

库存状况良好，风险可控。自 2015 年白酒行业逐渐复苏以来，白酒库存整体相对平稳，增速呈下行趋势。2017 年我国白酒消费状况好，这使得白酒企业在 2018 年年初制定了较高的年度目标，业内年初对白酒信心良好，各白酒企业上半年出货速度快。但市场终端需求放缓，导致白酒前两季度库存升高。接着，随着宏观经济环境改变与白酒企业可能面临的库存问题，白酒企业对渠道进行有效管理，控制发货速度、消化库存。目前，我国各白酒企业库存较为合理，价格也相对稳定，风险可控。

图表31. 白酒（折 65 度）：库存比年初增长%



资料来源: wind、广证恒生

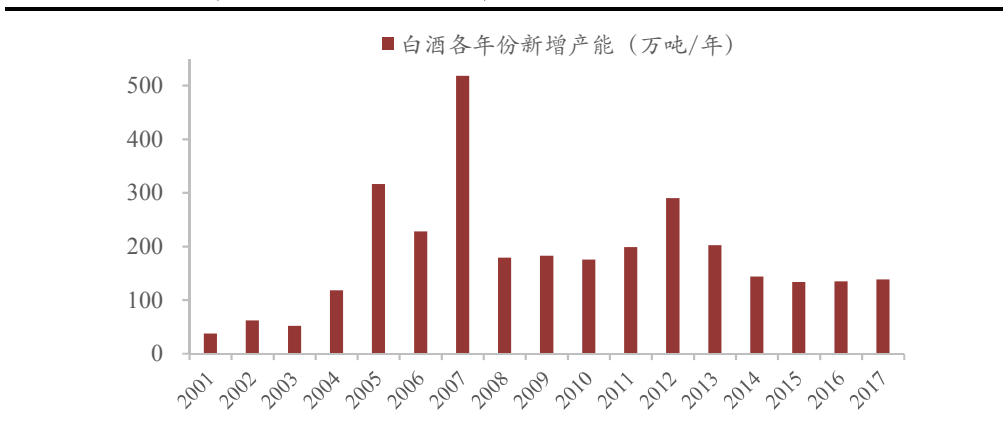
图表32. 主要白酒品牌库存（月）

白酒品牌	库存 (月)	白酒品牌	库存 (月)
飞天茅台	0.5	普五	1
国窖 1573	1.5	水井坊	1-2
洋河蓝色经典	1-1.5	汾酒青花系列	1-2
古井贡酒	3		

资料来源: Wind、广证恒生

**产能供给稳定。**我国白酒产能在 21 世纪初期经历一个迅猛的提高，曾连续多年实现了 20% 以上的增长速度，在三公消费政策出台后进入深度调整期，2013 年和 2014 年经历较大幅度减少后开始维持稳定低速增长的态势，目前产能供给稳定，不存在大幅去产能的风险。

图表33. 白酒各年份新增产能（万吨/年）

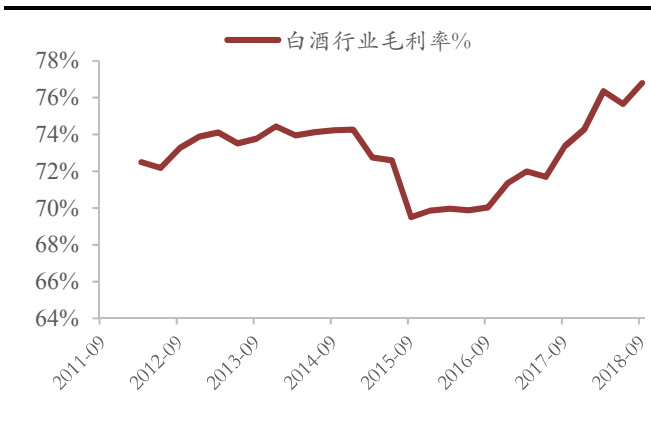


资料来源：Wind，广证恒生

截止 2018 年 Q3，白酒板块上市公司营业总收入合计 1563.26 亿元，同比增长 25%，对比 2017 年增速下滑 3.46%；营业总成本同比增长 21.22%，毛利率为 76.80%，相比去年同期上升 3.43%，净利率为 35.05%，相比去年同期上升 1.51%。总成本增加的主要来源是销售费用的增多，当期白酒板块上市公司销售费用合计 178.73 亿元，同比增长 25.44%，销售费用占比已达 65%。

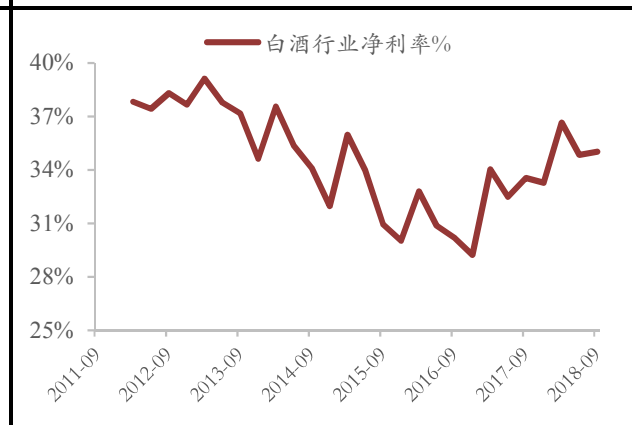
销售费用比重大，主要源于白酒消费结构逐渐提升，品牌效应逐渐扩大，逐步趋向于高档消费品，因而白酒企业需要大量投入在品牌、渠道等方面的建设。当前，白酒行业的销售费用对于拉动营收是有较明显成效的，营业收入增长高于销售费用增长，但 2018 年 Q3 营收增长率下滑，销售费用率上升，可能导致白酒行业盈利能力下降。同时，高销售费用将使行业竞争愈发激烈，对酒企的品牌力和渠道力有更高要求，许多中小型酒企由于承担不起高昂的销售费用而被迫淡出市场，行业不断挤压和并购，带动行业集中度提升。

图表34. 白酒行业毛利率



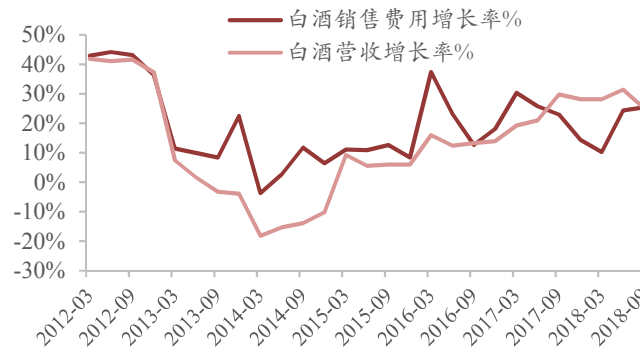
资料来源：Wind，广证恒生

图表35. 白酒行业净利率



资料来源：Wind，广证恒生

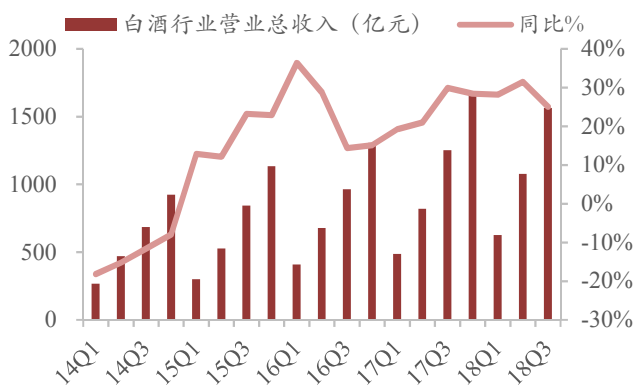
图表36. 白酒销售费用和营业收入增长率



资料来源: Wind, 广证恒生

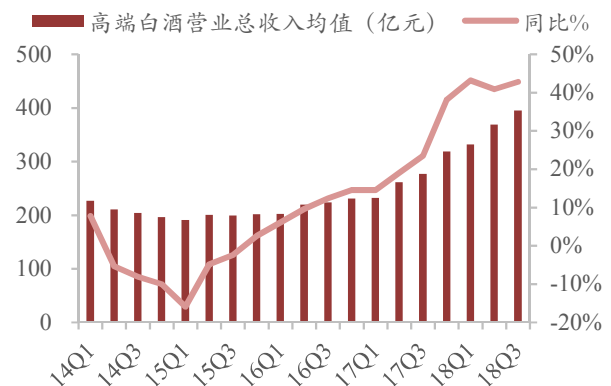
受到宏观经济形势、经济去杠杆等影响,白酒板块2018年在上一一年营收增速高达28.46%的强势上涨之后逐渐走向调整周期,截至2018年Q3,高端白酒主营业务收入均值为395.02亿元,同比增长42.83%,较去年同期增速提高19.31%;次高端白酒主营业务收入均值为67.91亿元,同比增长27.78%,较去年同期增长11.3%;中低端白酒主营业务收入均值为25.69亿元,同比增长10.62%,较去年同期增长8.61%。从各品类白酒营收情况看,高端白酒营收增速及上升幅度>次高端白酒营收增速及上升幅度>中低端白酒营收增速及上升幅度。可见,在面对宏观经济下行压力增大的情况下,高端白酒由于在渠道管控上经验足、产品质量高并形成了良好的品牌效应,具有更好的抗风险能力。

图表37. 白酒行业营业总收入 (亿元)



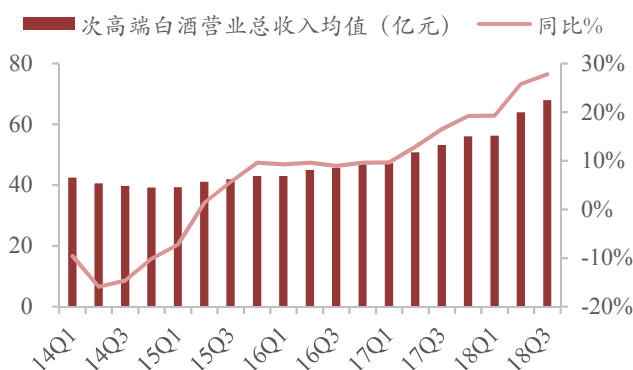
资料来源: wind、广证恒生

图表38. 高端白酒营业总收入均值 (亿元)



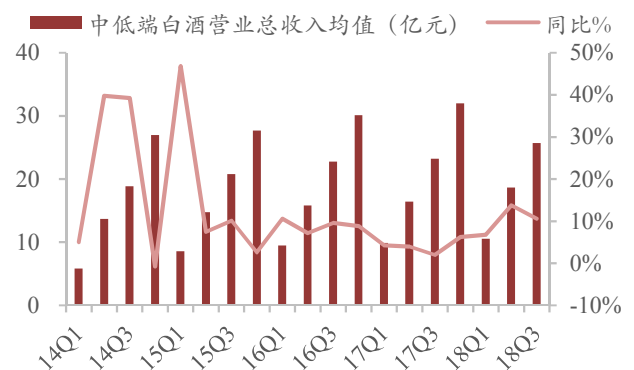
资料来源: wind、广证恒生

图表39. 次高端白酒营业总收入 (亿元)



资料来源: Wind、广证恒生

图表40. 中低端白酒营业总收入均值 (亿元)

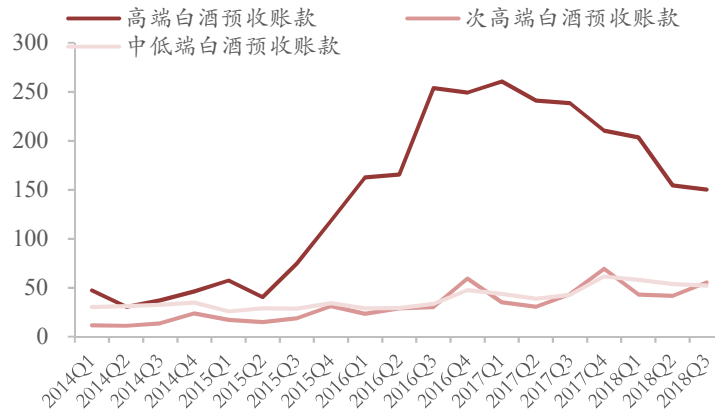


资料来源: Wind、广证恒生



2018 年白酒板块营业收入仍然实现了增长，但增长幅度明显有所放缓。结合目前宏观经济形势及白酒企业营收基数较高的现实，预计白酒板块整体业绩在 2019 年将继续放缓。

图表41. 各品类白酒预收账款比较分析



资料来源：Wind、广证恒生

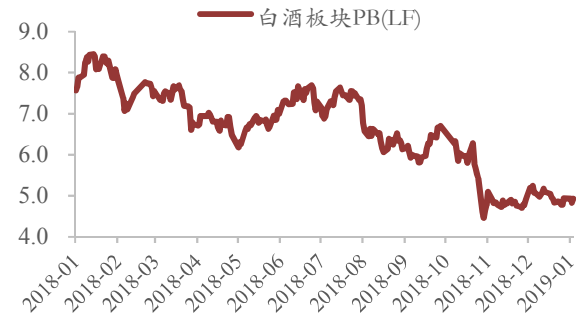
白酒企业的预收款是其现金流的蓄水池，能反应市场潜在的需求状况，尤其是在外部环境变动时反映明显。分类别的看，我国 2018 年高端白酒市场潜在需求自 2015 年开始快速复苏到达波峰后于 2017 年开始下行，高端白酒很大一部分是商务消费，受宏观经济形势影响较大，2018 年预收款下降明显。次高端白酒 2018 年进行产品结构调整、渠道建设及管理体制完善，虽然宏观下行压力增大，但 2018 年三季度预收款同比增速为 27.76%，市场潜在消费需求扩大。主要布局于大众消费中低端白酒 2018 年预收款则相对稳定。

图表42. 2018 年 1 月至今白酒板块 PE(TTM)



资料来源：Wind、广证恒生

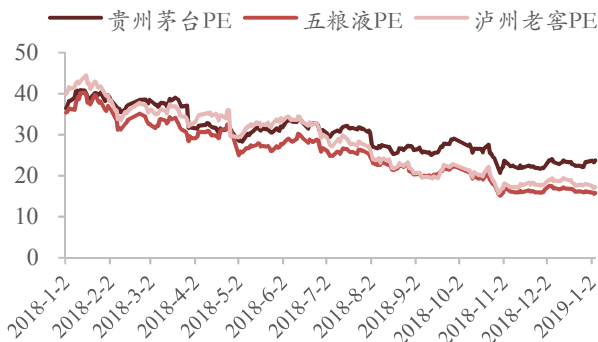
图表43. 2018 年 1 月至今白酒板块 PB(LF)



资料来源：Wind、广证恒生

截止 2019 年 1 月 4 日，白酒板块 PE (TTM) 水平从 2018 年 1 月的高位 40.83 倍降至 20.73 倍，降幅约 49.23%；同期白酒板块 PB(LF)从 2018 年年初的高点 8.39 倍跌至 4.83 倍，降幅约 42.43%

图表44. 2018 年 1 月至今高端白酒 PE (TTM)



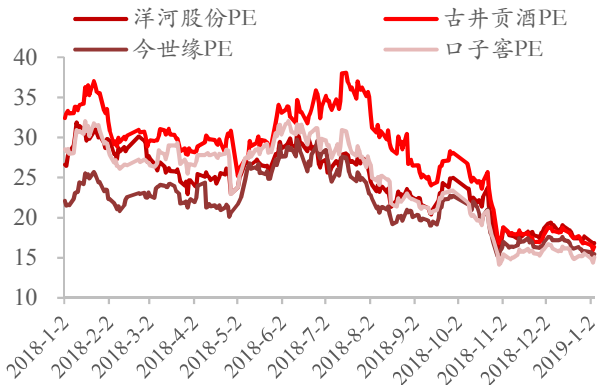
资料来源：Wind、广证恒生

图表45. 2018 年 1 月至今次高端白酒 PE (TTM)



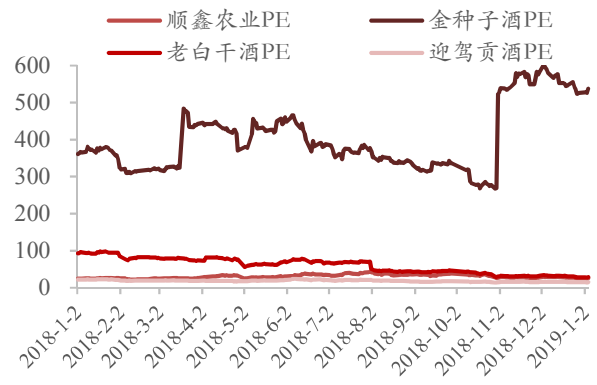
资料来源：Wind、广证恒生

图表46. 2018年1月至今地方龙头白酒 PE (TTM)



资料来源: Wind、广证恒生

图表47. 2018年1月至今中低端白酒 PE (TTM)



资料来源: Wind、广证恒生

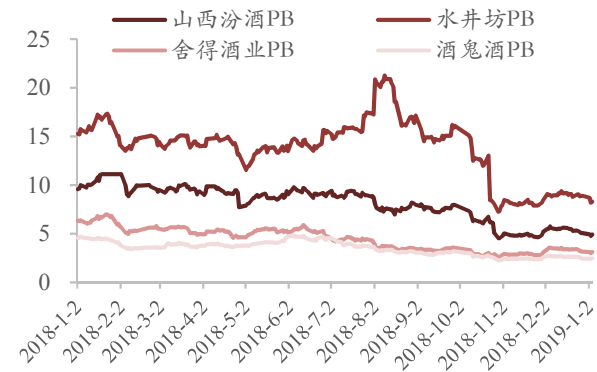
分不同档次来看,除金种子酒的估值超高之外,各类白酒公司的估值水平都有明显下降趋势,其中次高端白酒企业的估值水平偏高,其中年初舍得酒业的估值较高,后期回落至 24 倍左右;地方龙头酒企的估值波动较大。次高端和中低端酒企普遍收入基数相对较低,增幅变动较大,市场预期增长幅度也更大,因此估值水平也较高,随着实际增速放缓,当前的估值调整幅度也较大。

图表48. 2018年1月至今高端白酒 PB (LF)



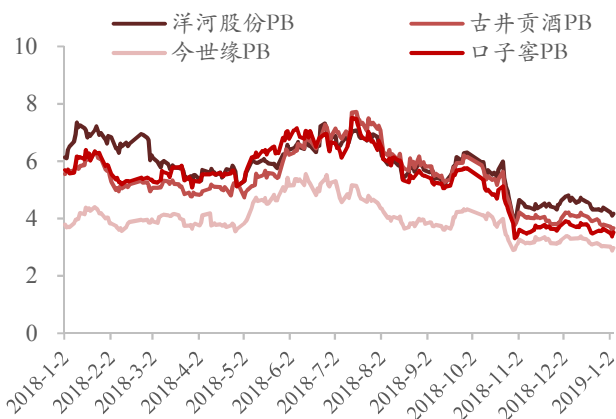
资料来源: Wind、广证恒生

图表49. 2018年1月至今次高端白酒 PB (LF)



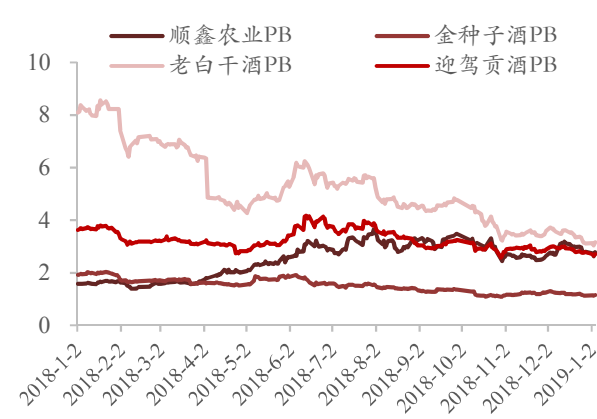
资料来源: Wind、广证恒生

图表50. 2018年1月至今地方龙头白酒 PB (LF)



资料来源: Wind、广证恒生

图表51. 2018年1月至今中低端白酒 PB (LF)



资料来源: Wind、广证恒生



高端酒企 2019 年上半年预计较为稳定，严格控价限量，需求和批价短时间内预计趋于平稳，但由于当前估值水平处于低位，仍然有较大的机会。目前预计茅台 2019 年批价上行空间较为有限，因此其余高端酒企（五粮液、泸州老窖等）的上行空间也随之压缩，这主要是由于短期的宏观经济影响，长期发展仍保持量价齐升的逻辑。

次高端酒企 2019 年预计会面临一定的压力，可能将面临渠道去库存、消费者需求弱、价格难以顺价等阻碍，因此可能会面临分化，品牌力和渠道力较强的企业有望率先抢占市场份额，例如洋河、水井坊、山西汾酒等，舍得酒业和酒鬼酒等品牌力较强但机制改善尚未发挥的酒企也有潜力突破压力。中低端酒企 2019 年整体逻辑弱于高端和次高端，若产品结构升级、抓住区域竞争优势、把握低估值个股，将有望收获估值回报。

## 2.3 推荐关注：贵州茅台、洋河股份、古井贡酒

**贵州茅台 (600519)：业绩增长放缓但供需格局仍较为稳定。**2018 年 3 季度虽然有提价和系列酒增厚报表，但茅台业绩增速仍大幅低于预期。19 年基酒量偏紧，茅台供需格局在供给端收窄的情况下维持稳定，业绩主要由价格提升来贡献。

**洋河股份 (002304)：渠道结构改善，库存压力较轻。**随着梦之蓝在销售收入占比中的不断提升，公司渠道利润逐渐改善。去年提前完成全年销售任务后，公司在年底主动控货，渠道库存压力较轻，2019 年业绩释放稳健。

**古井贡酒 (000596)：安徽地区消费升级趋势不减，公司核心竞争力突出，将继续享受行业集中度提升的红利。**与洋河类似的，公司提前完成全年销售任务，4 季度停货梳理渠道库存，2019 年轻装上阵。安徽地区白酒消费升级的趋势未变，古井贡酒作为区域品牌力最强的企业将继续享受消费升级和行业集中度提升的红利。

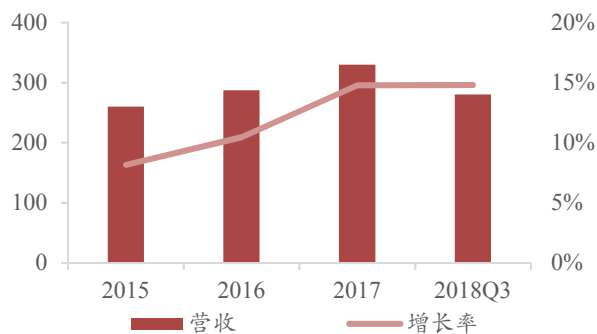
### 3. 调味品行业：赛道优质，成长确定性高

#### 3.1 行业回顾：业绩持续增长，上游原材料价格上涨压力趋缓

##### 3.1.1 业绩变化：收入利润增速加快，行业龙头表现稳健

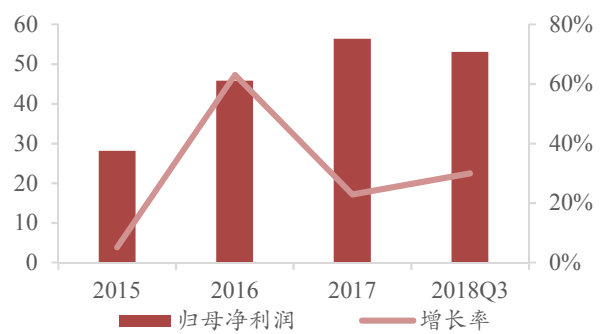
**板块业绩稳健增长：**我们以 A 股 11 家调味品上市公司（海天味业、中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜、恒顺醋业、加加食品、安记食品、莲花健康、佳隆股份、安琪酵母、星湖科技）为基准计算调味品行业业绩变化情况。调味品行业营业总收入从 15 年开始持续增长，17 年收入同比增长 15%，18 年前三季度取得 280 亿的收入，同比增长 15%。归母净利润从 15 年的 28.1 亿增加到 17 年的 56.3 亿，两年间行业内企业合计归母净利润翻番，2018 年前三季度实现归母净利润 53 亿，同比增长 30%，继续维持高速增长。调味品是难得的业绩持续增长的优质赛道。

图表52. 调味发酵品行业收入持续增长



资料来源：Wind、广证恒生

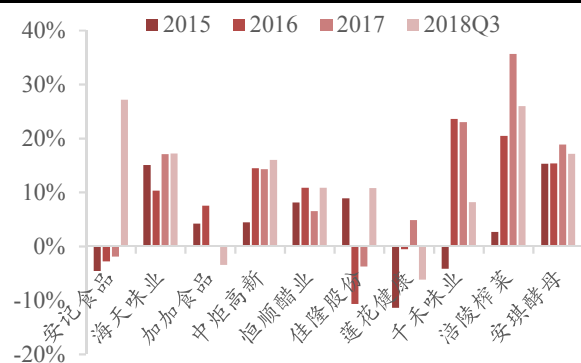
图表53. 2018Q3 归母净利润同比增长 30%



资料来源：Wind、广证恒生

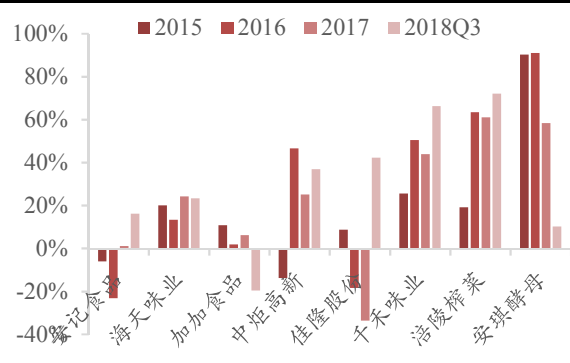
**海天业绩稳定性高，小企业生存难度加大：**具体看各公司情况，受宏观经济和包材成本影响，行业内企业业绩分化明显，部分企业下行。综合型企业中行业龙头海天因地位稳固、产品性价比高、流通渠道需求稳健等因素，应对外部市场波动能力较强，前三季度保持 17%和 24%的收入和归母净利润的稳定增长。中炬高新因管理层变动，经营受波及影响较大，业绩增速有所下滑。对于非综合型企业来说，恒顺醋业表现亮眼，前三季度增速稳健上行，2018Q3 收入和净利润增速分别为 13%和 87%。涪陵榨菜总体表现稳定，受益于提价，2018Q3 净利润增速维持在 65%。加加食品、佳隆股份和莲花健康等小体量公司业绩增速下滑，小企业生存难度不断加大。

图表54. 调味品企业营收增速同比变化情况



资料来源：Wind、广证恒生

图表55. 调味品企业归母净利润同比变化情况



资料来源：Wind、广证恒生

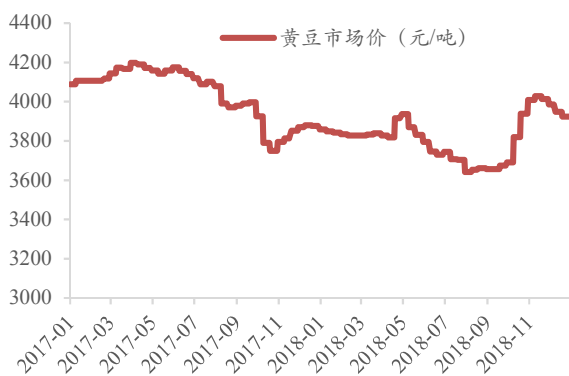


### 3.1.2 原材料：价格震荡下行，成本压力减小

**食材价格整体下行：**相较于 2017 年，2018 年黄豆、白糖和糯米等食材价格整体下行，其中白糖和糯米价格全年持续下跌，黄豆价格前期稳定、中期持续下降、10-11 月急升后年底回落。截止 2018 年年底，黄豆、白砂糖、糯米等吨价分别为 3923.3 元、5100 元和 6060 元，除黄豆价格相较于年初略上涨 1.7% 外（全年整体低于 2017 年水平），白糖和糯米价格均同比下滑 20.3% 和 3.5%，2018 年原材料价格上涨对成本压制的压力较小。

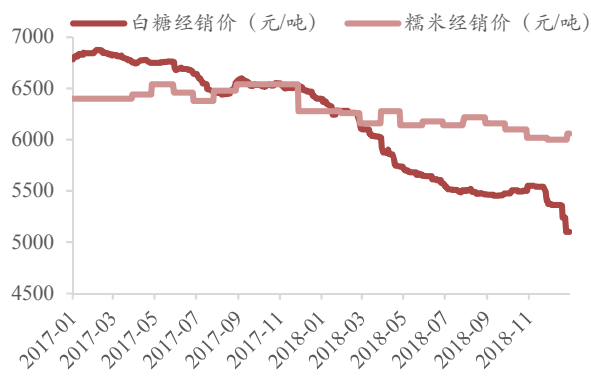
**包材成本压力进一步缓解：**2017 年包装材料上涨对成本的压制较为明显，全年瓦楞纸和箱纸板价格分别上涨 28.8% 和 20.4%，玻璃价格上涨 14.4%；进入 2018 年后，包材价格持续下降，瓦楞纸和箱纸板价格分别下跌 12.2% 和 13.9%，玻璃价格也回调了 10%。包材价格回调也使得包装材料对原材料的压制进一步缓解，为企业经营利润留出更多增长空间。

**图表56. 黄豆价格低于 2017 年水平**



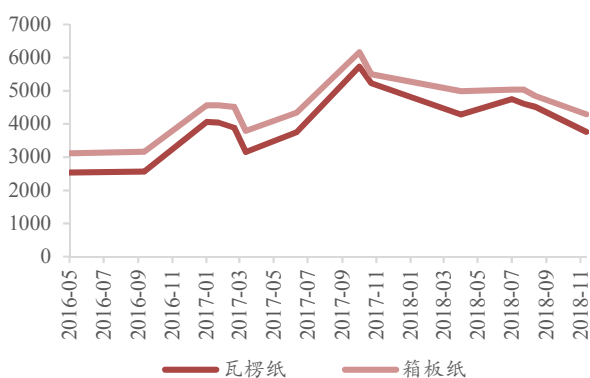
资料来源：Wind、广证恒生

**图表57. 白糖和糯米价格持续下降**



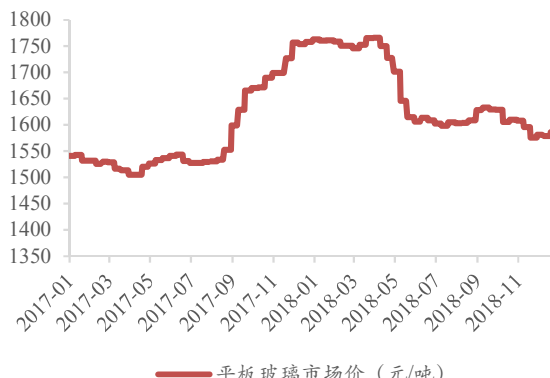
资料来源：Wind、广证恒生

**图表58. 包材价格 2018 年持续下降**



资料来源：Wind、广证恒生

**图表59. 玻璃价格较年初下跌 10%**

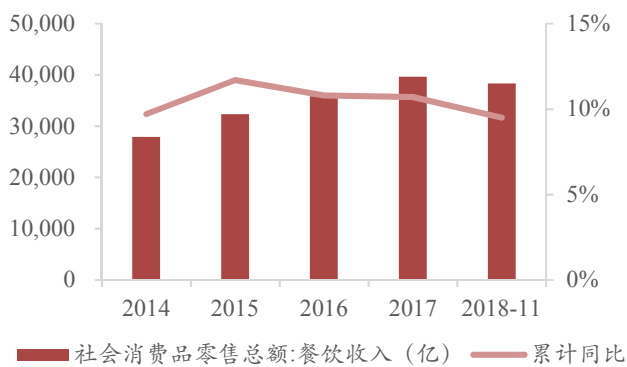


资料来源：Wind、广证恒生

### 3.1.3 下游：餐饮收入全年有望突破 4 万亿，商超端海天市占率稳步提升

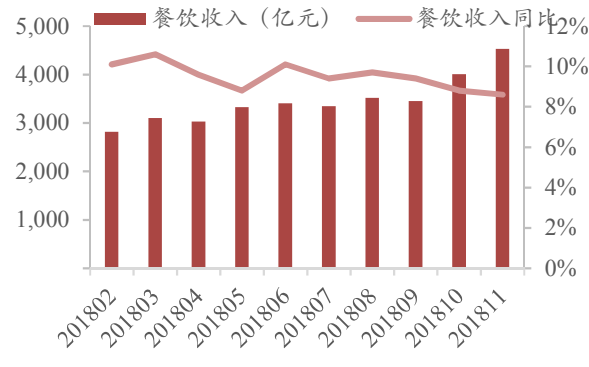
**餐饮行业前 11 个月收入同比增长 9.5%，全年有望超过 4 万亿：**餐饮行业受上一轮八项规定整治后 15 年开始重回两位数增长，2017 年餐饮收入合计 3.96 万亿，同比增长 10.7%。2018 年餐饮行业收入上半年依旧维持 10% 以上的增长，下半年受宏观环境波动和居民消费意愿下滑等影响，增速略有下滑，但整体波动不大；前 11 个月餐饮行业收入合计 3.83 万亿，同比增长 9.5%，全年收入有望超过 4 万亿。调味品占餐饮行业支出的 5% 左右，餐饮行业增长直接带给调味品市场增量空间。

图表60. 前 11 个月餐饮行业收入合计 3.96 万亿



资料来源: Wind、广证恒生

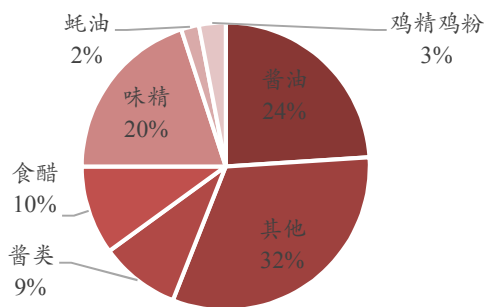
图表61. 2018 年餐饮行业月度收入



资料来源: Wind、广证恒生

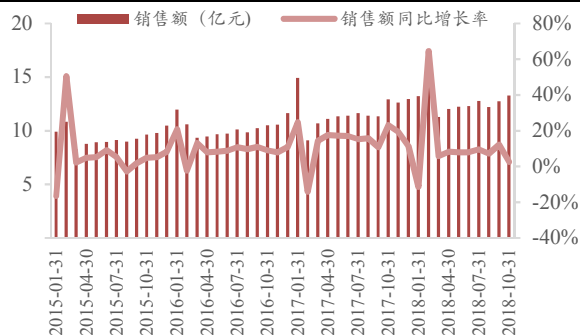
**商超端收入总体维持 8% 的稳定增长:** 商超端酱油是销售主力, 酱油品类占总调味品品类的 24%, 近 5 年复合增长率为 22.43%, 酱油的销售收入和结构一定程度上可以反映行业总体的情况。2018 年前 11 个月, 商超端酱油收入同比增速除二月份因过年急升至 64.6% 之外, 其余时间段均维持在 8% 左右, 总体维持稳定增长。

图表62. 调味品子品类结构



资料来源: Wind、广证恒生

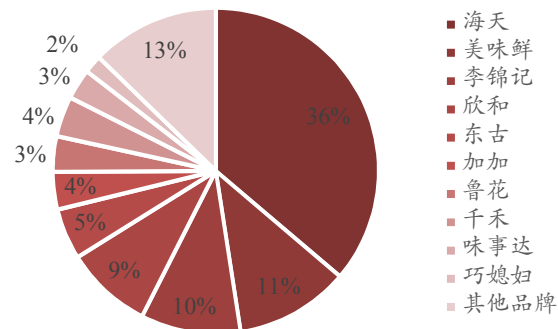
图表63. 商超端酱油品类收入情况



资料来源: Wind、广证恒生

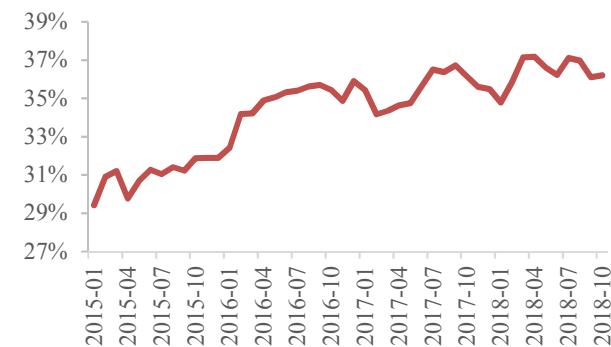
**海天味业商超端市占率远超其他品牌:** 截止 10 月 31 日, 海天味业商超端酱油市占率为 36%, 中炬高新的品牌美味鲜、李锦记、欣和市占率分别为 11%、10% 和 9%, 海天味业在酱油行业绝对领先。从 2015 年年初至 2018 年 10 月末, 海天味业市占率从 29% 增长至 36%, 年均复合增长率为 7%, 龙头的资源集聚效应愈发明显, 2018 年海天市占率提升一个百分点。

图表64. 截止 2018/10/31 酱油市场结构



资料来源: Wind、广证恒生

图表65. 海天市占率逐步上升



资料来源: Wind、广证恒生

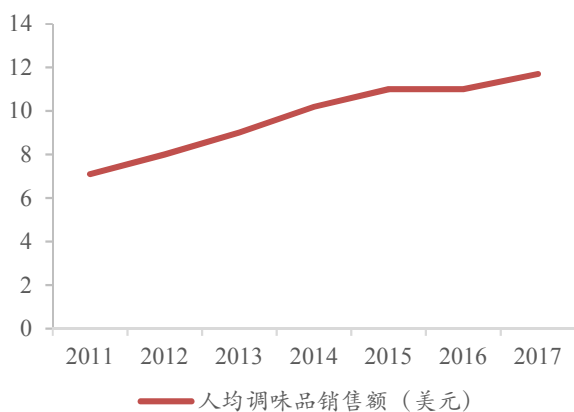
## 3.2 量价齐升，健康化、高端化是趋势

### 3.2.1 人均消费量仍有提升空间

**我国人均调味品销售额提升至 11.7 美元:**参考统计局数据，城镇居民人均年度调味品消费支出已于 2012 年达 76.1 元；另有研究表明，我国调味品人均销售额从 11 年的 7.1 美元增加到 17 年的 11.7 美元，居民的消费意愿和消费能力明显提升。

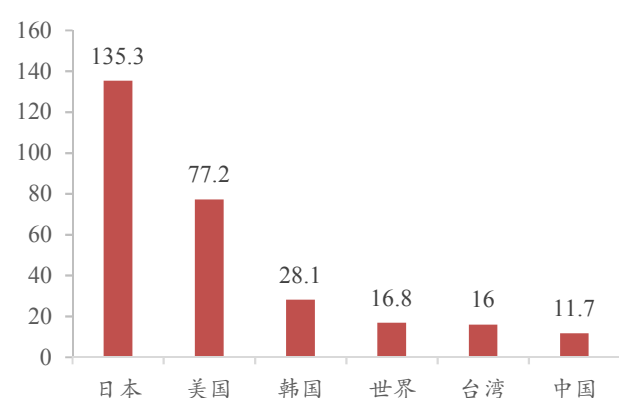
**占食品支出不足 1.5%，与世界平均水平仍存差距，消费能力提升空间巨大:**虽然居民调味品支出随着收入和食品支出的增加同比增加，但调味品支出增长较慢，并且调味品支出占总支出比例不足 1.5%，仍是消费者支出较少的部分。相较于全球平均水平（16.8 美元）和发达国家（日本 135.3 美元、美国 77.2 美元），我国居民人均调味品销售额处于较低水平，消费者对调味品价格敏感度较低，有较大的提价空间。

图表66. 我国人均调味品销售额提升至 11.7 美元



资料来源：统计局、广证恒生

图表67. 人均消费额与发达国家存在较大差距 (美元)

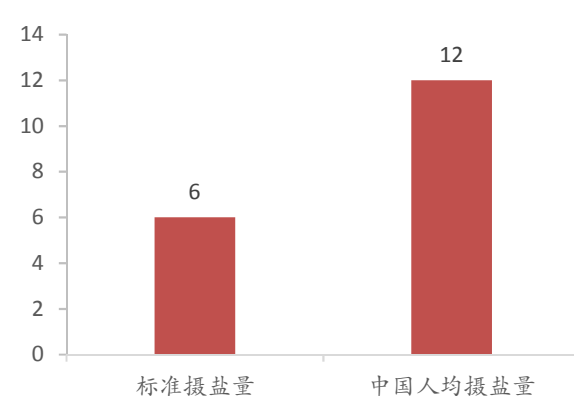


资料来源：Wind、广证恒生

### 3.2.2 健康饮食意识加强，功能化产品需求提升

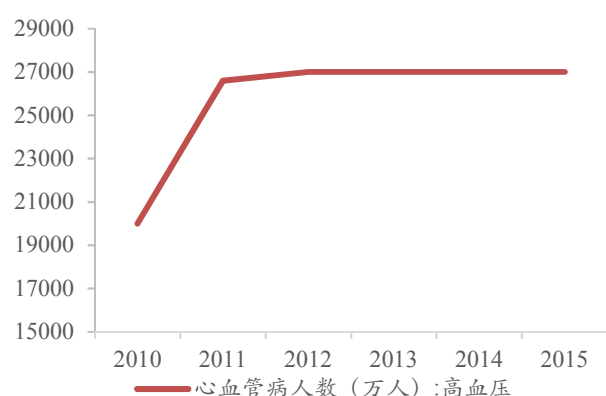
**人均摄盐超标导致并发症增多，居民健康饮食观念加强:**据统计，我国人均摄盐量高达 12 克，远远超过中国营养学会推荐标准的 6 克，接近七成的家庭人均食盐摄入量超标。高盐饮食会使得血液中的钠离子增加，血浆渗透压增加，血压升高。据《中国居民营养与慢性病状况报告》显示，2012 年我国 18 岁及以上成人高血压患病率为 25.2%，较 2002 年 18.8% 上升 6.4 个百分点，呈上升趋势；高血压易引发脑血管疾病等并发症。近年来，随着居民健康饮食的观念不断增强，减盐、薄盐等饮食习惯也逐渐被消费者认可。

图表68. 我国每日人均摄盐量超标



资料来源：欧睿国际、广证恒生

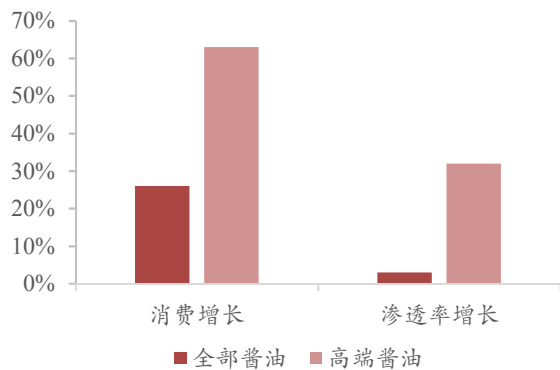
图表69. 高血压患病人数高达 2.7 亿



资料来源：Wind、广证恒生

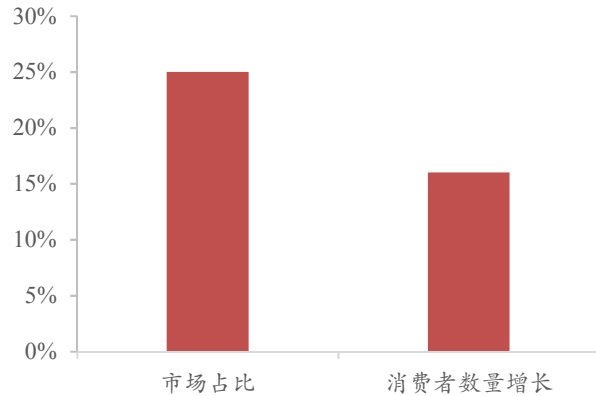
**健康饮食推动高端酱油市场增长，产品均价提升：**随着居民对健康饮食的需求不断增强，薄盐、少盐产品受到大众喜爱。各大酱油厂商纷纷推出“无添加”、“有机”、“纯酿”“薄盐”等酱油，抢占 10 元以上的高端酱油市场。高端酱油的消费增长和渗透率提升也远高于行业水平，市场占有率接近 25%。高端市场逐渐被打开，促使整个调味品行业平均价格提升，量价提升提高酱油市场的总体规模。

图表70. 高端酱油消费和渗透率增长快于全行业



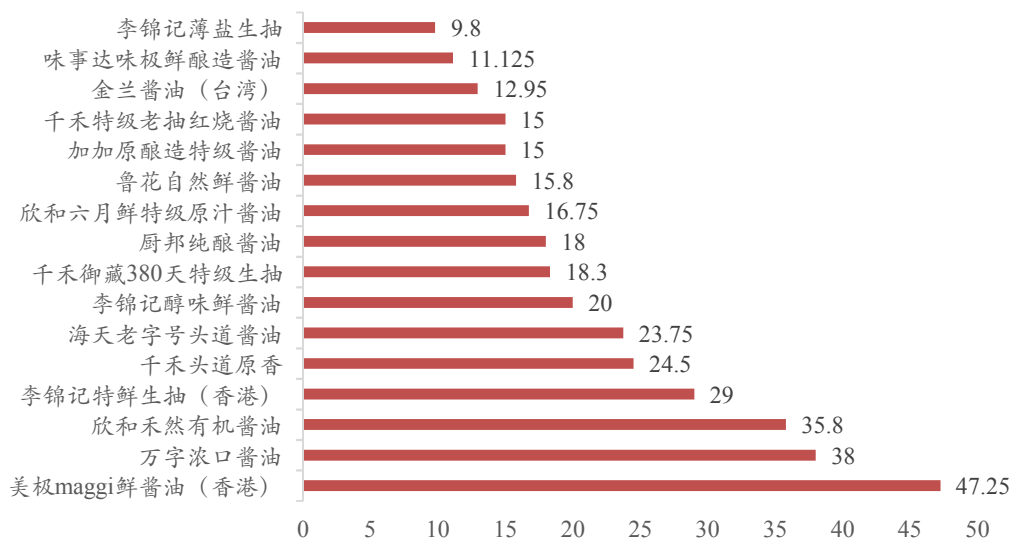
资料来源：欧睿国际、广证恒生

图表71. 高端酱油市场占比达到 25%



资料来源：Wind、广证恒生

图表72. 各家企业纷纷布局高端酱油

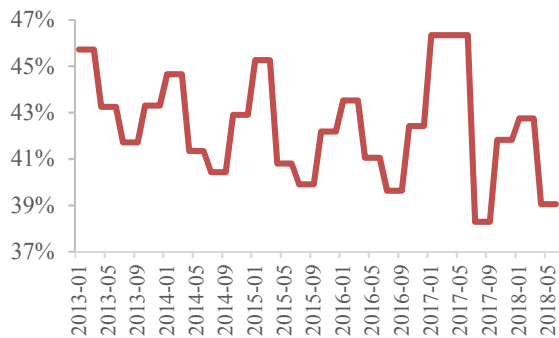


资料来源：Wind、广证恒生

### 3.2.3 大众餐饮扩张+外卖行业崛起带动调味品需求上升

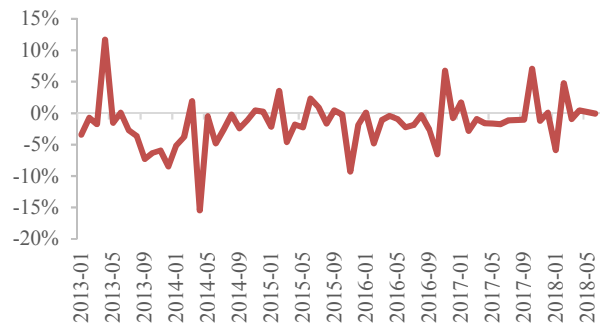
**高档餐饮增长放缓，占餐饮收入比重降低：**受八项规定影响，公务消费明显降低，高档餐饮也因此受到影响。以星级饭店餐饮来衡量高档餐饮变化，星级饭店餐饮收入比重从 2013 年开始呈现波动性下滑趋势，截止 2018H1 仅占 39.05%，较去年同期下降 7.29 个百分点；与此同时高档餐饮也陷入长期的低迷，增速长期为负。由于未来限制公务消费是长期的政策导向，预计高档餐饮增长将持续受到影响。

图表73. 星级饭店餐饮收入比重下降



资料来源: Wind、广证恒生

图表74. 高档餐饮收入同比变化

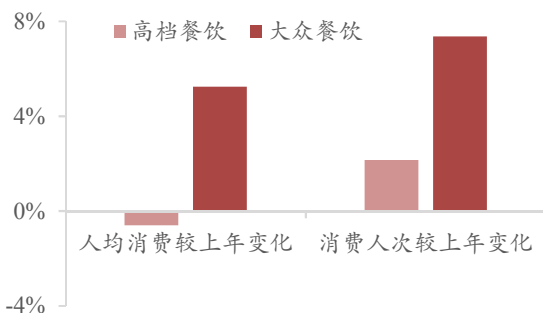


资料来源: Wind、广证恒生

**高档餐饮向大众餐饮转档, 消费频次增加促使调味品使用量增加:** 高档餐饮增速放缓的同时大众餐饮持续增长, 市场规模扩大; 2017 年大众消费的消费人次和人均消费额分别较上年增加了 7.35% 和 5.24%, 高档餐饮向大众餐饮转化趋势明显。高档餐饮消费者转向大众餐饮消费后消费频次有望增加, 消费频次增加也将加大调味品的使用, 推动调味品在餐饮端市场的扩张。

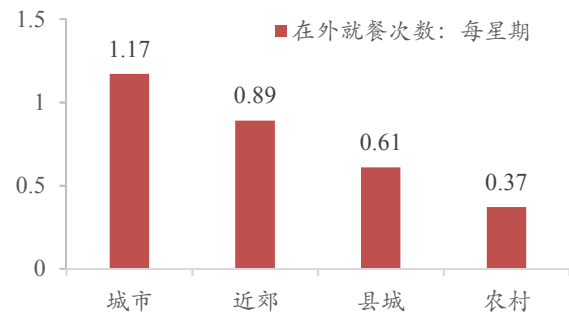
**城镇化推进, 居民外出就餐次数提高带动行业增长:** 我国每年新增 1000 万以上的城市人口, 城市人口每周外出就餐次数远高于农村及县城等人群, 城镇化过程中新城市人对于外出就餐的接受度也将提升。并且外出就餐的调味品使用量更大, 有数据显示同样的菜品外出就餐时使用调味品的量是家庭烹饪的 1.5 倍。外出就餐次数增加进一步带动调味品的需求增加。

图表75. 高档餐饮向大众餐饮转档



资料来源: Wind、2017 中国餐饮业年度报告、广证恒生

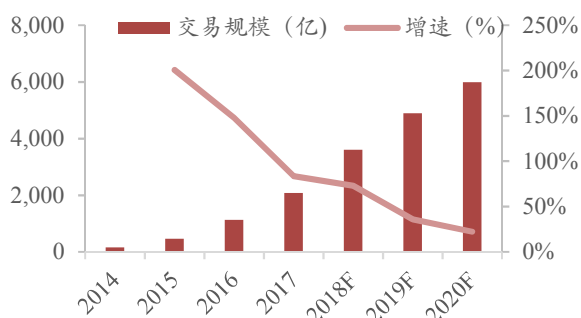
图表76. 城市居民在外用餐次数高于农村居民



资料来源: Wind、广证恒生

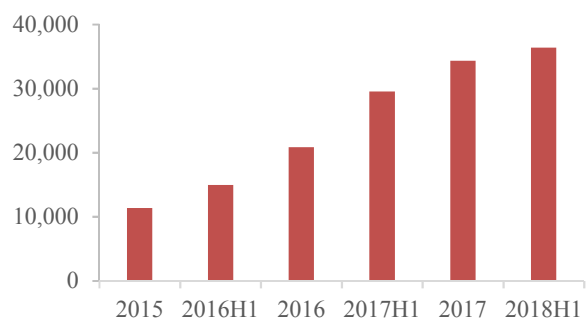
**外卖成为新的生活方式, 推动餐饮行业新增长:** 外卖自 2012 年出现之后迎来快速发展, 成为发展最快的餐饮业分支, 2017 年外卖行业交易规模达到 2078 亿, 2020 年市场交易规模有望突破 5000 亿, 外卖已逐渐成为居民日常餐饮的重要选择, 将部分选择在家做饭的用户转化为外卖用户, 2018H1 外卖用户达到 3.6 亿, 外卖行业发展带动餐饮行业扩容的同时提升对调味品的需求。

图表77. 外卖市场规模超过 2000 亿



资料来源: Wind、广证恒生

图表78. 外卖用户超过 3 亿



资料来源: Wind、广证恒生



### 3.3 优选行业龙头和细分领域领先企业

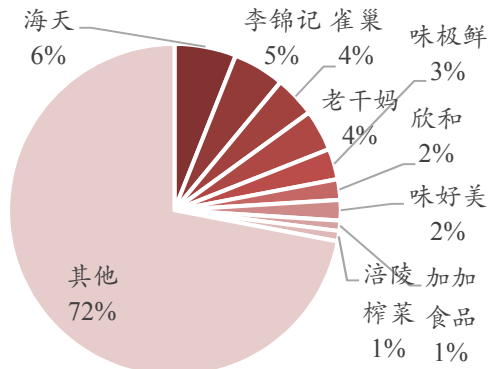
#### 3.3.1 行业集中度提升是大趋势，行业龙头海天味业、中炬高新受益

**行业集中度不高：**由于调味品地域分裂明显，行业集中度较低，行业排名前十的公司占比仅为 29%，且除第一梯队海天占比超过 5%以外，其余占比均不高。对比同期其他国家和地区的市场集中度，韩国高达 79.4%，台湾、美国、日本分别为 53.4%、34%和 26.2%，我国调味品集中度显著偏低。

**行业小公司生存环境严峻，释放市场份额：**随着国家对调味品行业的环保要求、监管要求和规范化标准提升，加上原材料价格较前几年明显提升，小企业生存难度加大，严峻形势倒逼无法满足要求的小企业退出。而行业龙头受益于品牌优势和渠道建设，一方面通过渠道下沉和丰富品类提升销售规模，另一方面更易占据小企业所释放出的市场份额，有望进一步提高市占率。

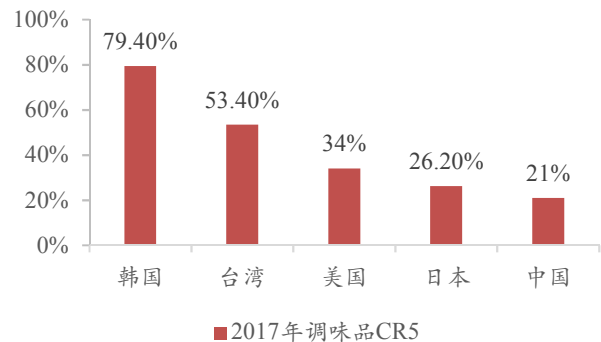
**集中度不断提升，龙头规模效应凸显：**随着国家政策趋严，龙头企业优势凸显，行业集中度进一步提高；调味品行业 CR5 从 2011 年 18.3%提升至 2017 年 21.0%，行业“强者恒强”的马太效应显著。

图表79. 2017 年我国调味品竞争格局极其分散



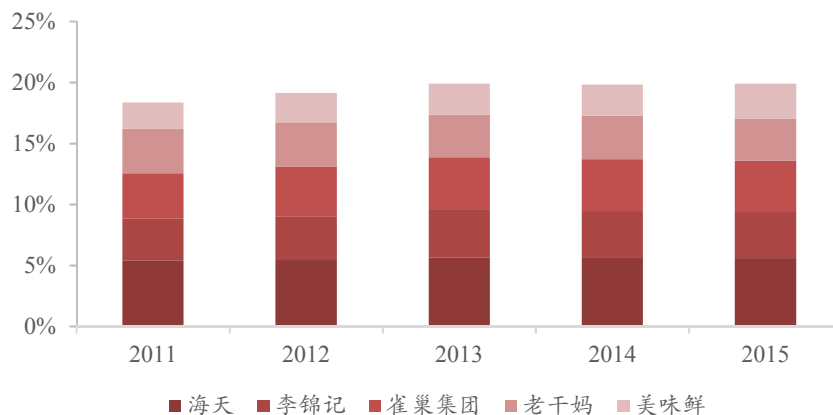
资料来源：Wind、广证恒生

图表80. 我国调味品市场集中度低



资料来源：Wind、广证恒生

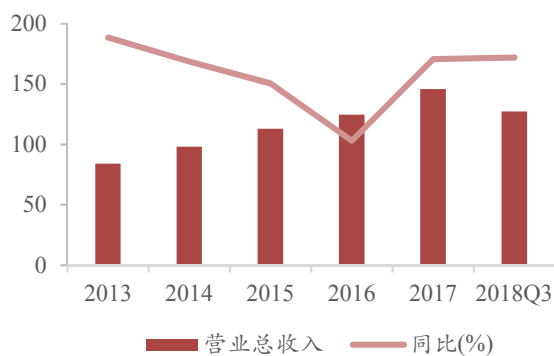
图表81. 调味品行业 CR5 占比逐年提升



资料来源：Wind、广证恒生

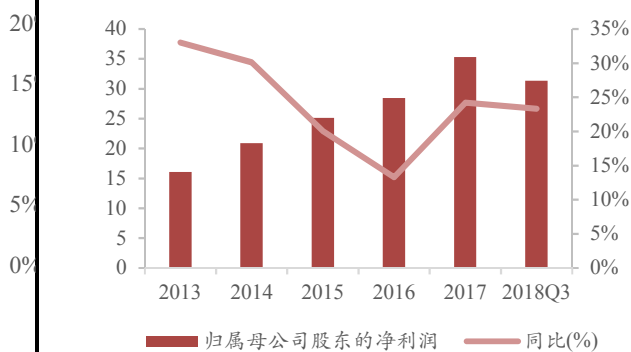
**海天味业 (603288)：三大品类绝对领先，扩充产品品类提升业绩天花板。**海天味业是调味品行业绝对龙头，市占率超过 7%，其酱油、酱类和蚝油三大品类均做到行业第一，酱油市占率接近 16%。公司业绩良好，收入连续十年两位数增长，利润近五年复合增长达 22%，鲜酱油和蚝油增速较快。业绩规模不断扩张，源于其渠道铺设、产能扩张和品牌营销。未来随着小企业退出，行业集中度提升，海天龙头优势将进一步凸显。公司加大对其他小品类调味品投入，加大其他调味品产能投入并收购丹和醋业和广中皇腐乳，内生+外延积极推进多品类业务，提升业绩增长天花板，2017 年其他调味品收入 9.61 亿，占比达 6.6%。

图表82. 公司营业收入稳健增长



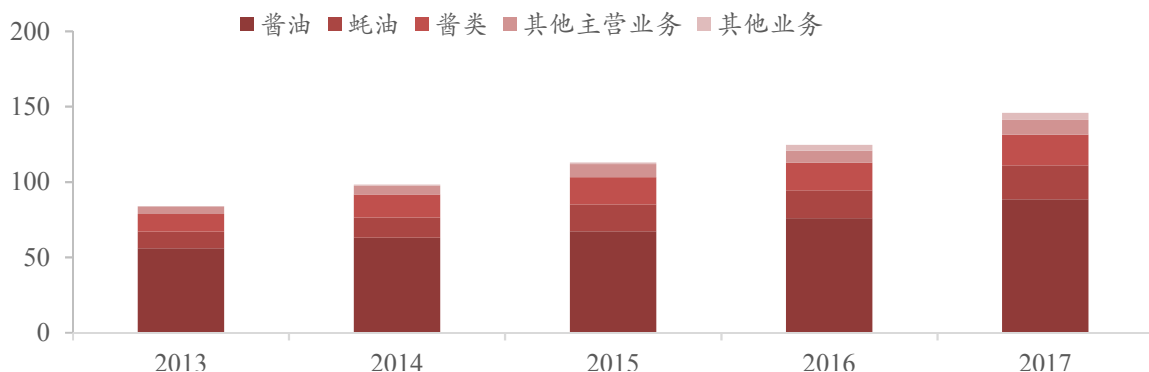
资料来源: Wind、广证恒生

图表83. 公司利润规模持续扩大



资料来源: Wind、广证恒生

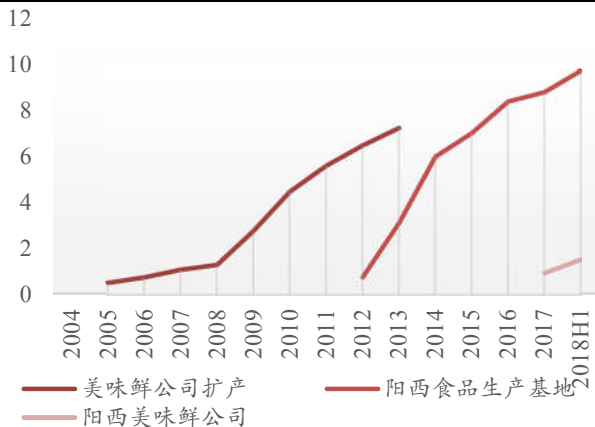
图表84. 公司收入结构变化情况



资料来源: Wind、广证恒生

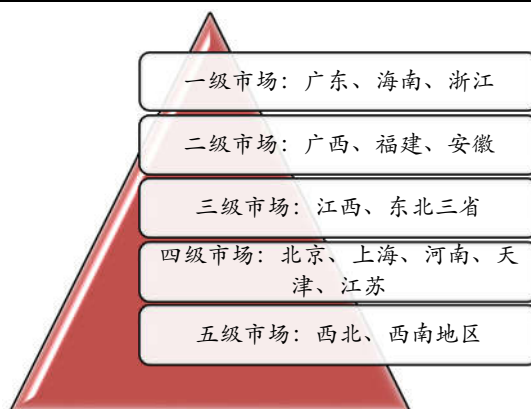
**中炬高新 (600872): 组织结构优化, 餐饮渠道打开新的成长空间。**内部组织结构方面, 宝能进驻管理层, 参与公司管理经营, 有望进一步释放股权激励、员工持股等激励措施, 提升管理层的经营积极性, 进而持续降低生产成本、提升生产效率, 强化公司的竞争优势。**产能方面**, 公司自 2004 年开始连续进行三次产能扩张, 合计投资接近 20 亿, 建成 47.3 万吨酱油产线。未来随着新增产能达产, 公司整体产销量有望双提升, 提升市场占有率和竞争力。**渠道端方面**, 公司设立五级市场战略, 建设有层次的全国化推广, 目前已经覆盖了全国 70% 的地级市, 预计未来三年实现全覆盖。近几年公司通过针对性的产品研发+专业性的经销团队建设+开办顶级厨师俱乐部等措施提升在餐饮端的销售, 餐饮渠道端占公司的收入比重从 5% 提升至 24%, 餐饮端高壁垒, 高粘性, 高用量等特点也确保了公司后续餐饮端收入增长的可持续性。

图表85. 公司三轮项目资金扩产投入持续增加



资料来源: Wind、广证恒生

图表86. 公司的五级市场渠道



资料来源: Wind、广证恒生

### 3.3.2 细分赛道竞争壁垒高，关注领先企业涪陵榨菜、安琪酵母、恒顺醋业

**细分赛道竞争壁垒高，领先企业优势凸显：**相对于综合型企业来说，细分赛道企业专注于特定子行业，虽然总体市场规模相对较小但行业分化程度较高，消费者品牌意识强。行业领先企业有较大话语权，外部企业进入的难度较高，行业竞争壁垒大，未来随着消费升级趋势进一步加强，细分赛道行业领先企业优势进一步凸显。

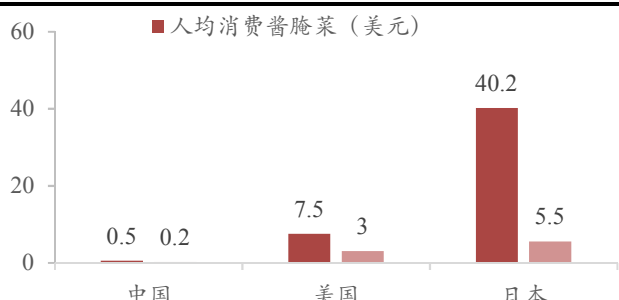
**涪陵榨菜(002507)：原材料优势明显，未来仍有提价空间。**榨菜的主要原材料为青菜头，其保质期短，采取外购加工则运输成本高昂，当地企业直接进行生产加工具备比较优势，形成了行业天然壁垒。我国青菜头种植主要集中在重庆和浙江（其中：重庆产量占全国比例预计 60%-70%），而涪陵榨菜正是位于重庆市涪陵区，地域和原材料优势明显。公司上游端采用“公司+基地+农户”模式，与原料加工户建立紧密联系，进一步降低青菜头价格波动影响、强化成本优势。由于榨菜单价较低，占总消费支出占比不高，消费者对其价格提升相对不敏感，涪陵榨菜又是榨菜行业唯一全国性品牌，品牌溢价显著，消费者不会轻易更换品牌，所以公司的议价能力较强。2016 年以来涪陵榨菜进行三次提价，提价渠道顺畅，2018 年 Q1 到 Q3 净利润同比增长率均在 70% 以上，2018Q3 净利润达 5.23 亿元。与其他国家对比来看，我国人均酱腌菜消费金额仍偏低，这既与各国的饮食文化、消费习惯有关，也显示出我国相应基数偏低而存在较大的提升空间。

图表87. 涪陵榨菜提价情况

公告日期	提价范围	提价产品
2016/7/9	8%-11%	11 个单品
2017/2/15	15%-17%	80g 和 88g 榨菜 9 个主力单品
2018/11/2	10%	80g 鲜脆菜丝、菜片等 7 个单品

资料来源：Wind、广证恒生

图表88. 我国人均榨/腌菜消费量较低



资料来源：Wind、广证恒生

**安琪酵母(600298) 全球产能布局，产品向应用领域广的 YE 衍生。**安琪酵母是亚洲第一、世界第三大酵母生产企业，国内市占率接近 70%，国际市占率接近 15%。近年来，安琪酵母在埃及和俄罗斯布局产能，积极开拓海外市场，埃及 YE 项目投产后主要面向欧洲地区销售。而从全球酵母消费来看，欧洲地区占 33.02% 市场份额，靠近销地建厂降低运输和管理成本，推进海外产能布局有利于提升海外市场份额，提高总体销售量。目前拥有 YE 产能 4.6 万吨，居世界第一，未来两年仍有新增产能释放出来，届时总产能将达 7 万吨，YE 产能优势明显。安琪酵母 YE 产品丰富，应用领域广泛（包括休闲食品、肉制品、方便面、酱油等），未来随着应用领域进一步扩展，有利于提高细分需求。同时，受益于其较高价格，YE 毛利率较高，公司将产品重心逐渐转移至 YE 将有利于提高综合毛利率，提高企业净利润。

图表89. 安琪酵母近期产能布局

公告时间	项目	达产时间
2015.3	安琪柳州年产 1.5 万吨 YE 扩建项目	2017.12
2015.7	俄罗斯年产 2 万吨酵母项目	2017.8
2016.10	安琪赤峰酵母搬迁扩建年产 2.5 万吨	2018.6
2016.10	安琪德宏扩建 4000 吨酵母生产线	2017.5
2017.3	安琪赤峰制糖生产线提升改造项目	2017.10
2017.3	埃及年产 1.2 万 YE 项目	2019.3
2017.10	安琪德宏扩建年产 6 万吨有机肥料生产线项目	2018.8

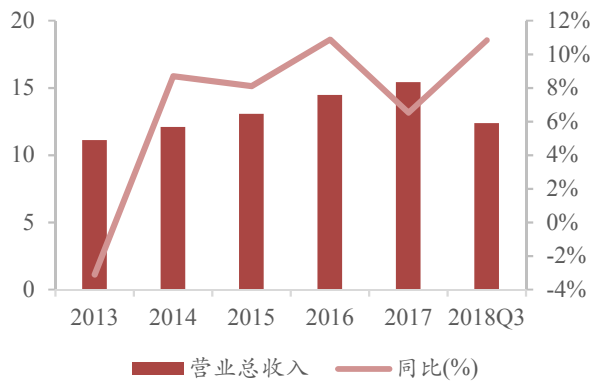
资料来源：Wind、欧睿数据、广证恒生

**图表90. YE 产品应用领域**

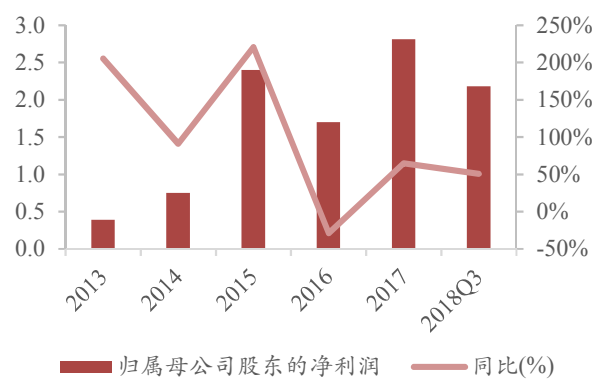
应用领域	应用特点
食醋	缓和醋酸直冲感，增强厚味，辅助提升食醋指标。
酱油	增强产品鲜味，淡化咸味，还能较好的抑制酱油的酸涩味。
调味酱	提升调味酱的鲜味强度和持续性；同时协调特色风味的口感。
餐饮	以酵母抽提物为基料，配合各种香辛料、肉类提取物精制而成的复合调味料。应用于麻辣烫、火锅、卤菜、炒菜、调汤、包子馅料等。
海产品	适用于鱼罐头、海带、裙带菜、烤（煮）鱿鱼、海参、鲍鱼等调味，可协同增鲜、增强醇厚味，掩盖鱼腥味。
坚果炒货	适用于瓜子、麻辣花生、青豆等调味，可增鲜增味、降盐淡咸、平衡异味，耐受性强等特点。
速冻食品	添加 YE 后能较好的改善肉制品腥味、涩味，并提升香味，厚味
麻辣熟食	添加 YE 后改善麻辣熟食的不愉快风味，增加产品回味，加强产品滋味的持续性。
酱腌菜	添加 YE 能补充酱腌菜在脱盐脱水中损失的呈味氨基酸，从而提升酱腌菜风味
酱卤制品	添加 YE 能增鲜抑腥，同时带来诱人的颜色
火锅底料	能协调火锅底料各种原料的风味，同时使鲜味在不断的高温煮制中更加容易存留，保证味道的稳定性。
饼干	安琪酵母抽提物中含有参与美拉德反应的前提物质，在烘烤过程中起增色和增香的作用，同时能让味道更为丰富和持久

资料来源：Wind、欧睿数据、广证恒生

**恒顺醋业 (600305) 内部产品结构调整，布局大调味品集团。** 公司从 2013 年开始着手剥离地产业务，2016 年调味品业务占比提升至 90%，恒顺醋业成为专业的调味品公司。之后公司精耕调味品行业，重点打造“恒顺+北固山”双品牌，丰富产品品类，同时精简 SKU 培育大单品，提高资源投放的集中度。公司 2013-2018 年间毛利率从 38.5% 提升至 41.5%，伴随规模扩张和成本控制能力提升同步增长。净利率随着房地产业务剥离大幅上涨，主要系财务费用减少，并且通过公司控费提效管理费用率也有明显的下降，整体净利率从 3.8% 提升至 18.6%，盈利能力不断增强。公司目前处于单品类增长的后期阶段，除保证食醋稳定增长外寻求第二、第三大品类发展机会，其中料酒已经发展成为明星产品，17 年料酒收入超过 1.5 亿，并且新建了 10 万吨的料酒产能。公司已经形成了覆盖食醋、料酒、酱油、麻油、酱菜、黄酒、沙司等十二个品类的调味品矩阵，为未来“大调味品”业务提前布局，增强业绩增长潜力。

**图表91. 恒顺醋业收入增长情况**


资料来源：Wind、广证恒生

**图表92. 恒顺醋业净利润增长情况**


资料来源：Wind、广证恒生

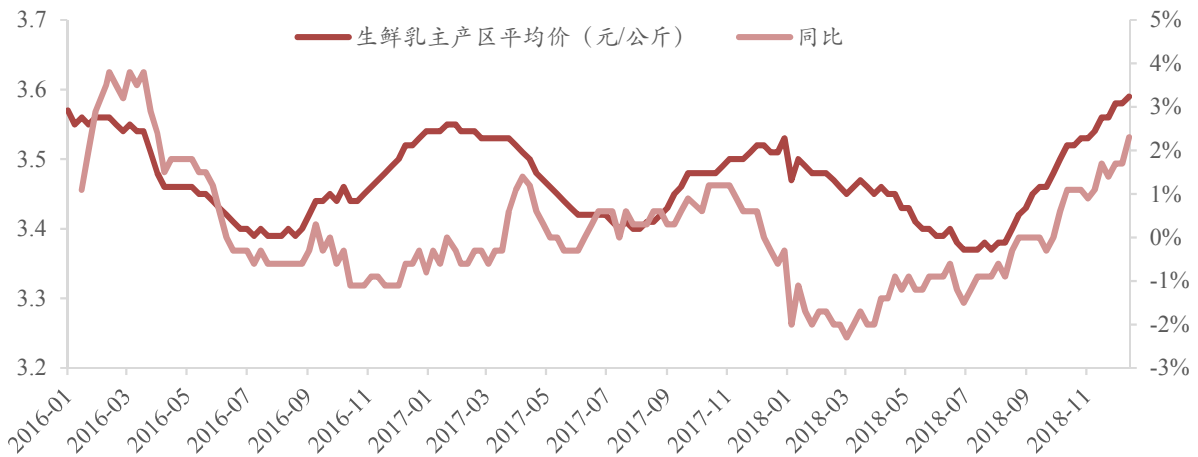


## 4. 大众食品：消费升级持续，精选细分行业领军企业

### 4.1 乳品行业：费用投放压力有望趋缓，伊利股份龙头版图扩张

**原奶价格进入上行周期，预计将缩减费用投放控制成本：**从 2018 年 8 月份开始，我国主产区生鲜乳的平均价格进入上行周期，从 3.37 元/公斤涨至 3.59 元/公斤。生鲜乳是乳制品重要的上游原材料，生鲜乳价格上涨对下游乳企成本端形成一定的压制。预计进入 2019 年后，奶牛总数下降和饲料价格上涨等因素使得生鲜乳处于供不应求的状态，价格仍会处于一定的上行周期。在原材料投入加大的背景下，一方面乳企会逐渐削减买赠促销等活动，市场竞争有望趋缓；另一方面乳企会通过缩减费用来控制整体的成本支出，以确保盈利的稳定性，销售费用率有望下降，缓解市场担忧。

图表93. 生鲜乳价格进入上行周期



资料来源：Wind、欧睿数据、广证恒生

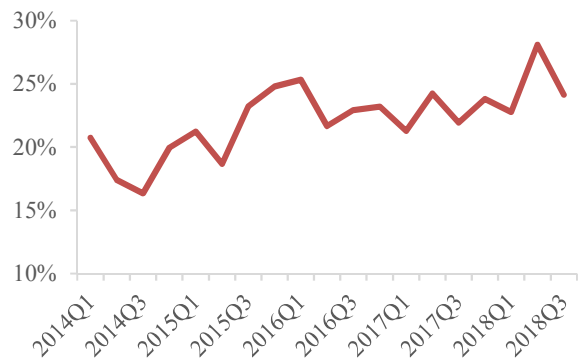
**年内无重大营销事件，费用投放压力将有所缓解：**由于蒙牛是世界杯赞助商，所以在 18 年前两个季度加大了线上线下广告和促销的投放力度，紧抓热点事件扩大市场影响力和市场份额，但这同时也带动了整个乳业行业销售费用投放力度，行业内费用投放竞争激烈；伊利二季度单季度销售费用投入 56.7 亿，销售费率达到 28.1% 的高位。随着世界杯的结束和上游原材料价格上涨压制，乳企在三季度的费用投放出现明显的环比下降。目前来看，2019 年内无较大的全国性营销事件，乳企广告投放也将更加趋于理性，竞争性费用投放压力有望进一步趋缓，高费用投放对利润的压制也将进一步缓解。

图表94. 蒙牛是世界杯赞助商



资料来源：百度、广证恒生

图表95. 2018 年销售费用率处于高位



资料来源：Wind、广证恒生

**双寡头格局将持续，龙头差异化优势共同推动行业发展：**两大龙头均已形成了全国化的渠道和多元化的产品结构。在产品和渠道布局端两者略有差异，伊利渠道下沉优势更为明显，更适合于常温乳制品和饮



料类产品的渠道铺货，18 年又加码饮用水领域，未来有望增加渠道的客单价。蒙牛依赖一二线 KA、商超等渠道推广其低温产品，研发更多细分品类产品满足消费者需求。长期来看，两大龙头必将基于自身的相对优势逐渐推进差异化竞争，避免直接的竞争性销售，挖掘行业更多增长点，共同推动行业发展。

图表96. 伊利的饮料类产品植选



资料来源：公司公告、广证恒生

图表97. 蒙牛新增四大新业务单元

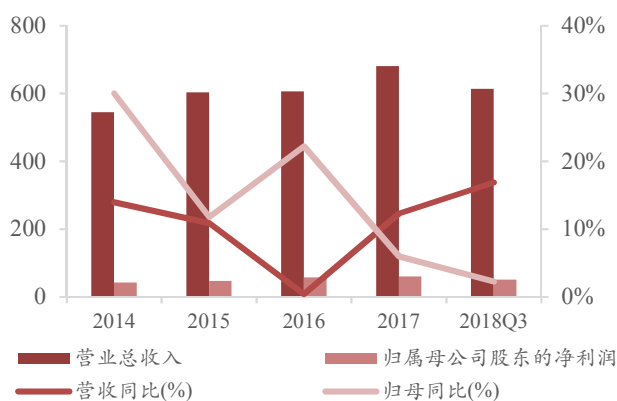


资料来源：公司公告、广证恒生

**伊利股份 (600887) 费用投放高企压力有望小幅缓解。**公司 18 年前三季度实现归母净利润 50.47 亿，同比增长 2.24%，利润低个位数增长一方面源于下半年原奶价格上行和部分地区短暂性缺奶拉高营业成本，另一方面源于世界杯等重大赛事费用投放较大，使得销售费用率较高。公司前三季度毛利率和净利率分别为 37.67% 和 8.31%，相较于去年毛利率略有提升，而净利率下降明显，销售费用投放对利润的影响更为明显。19 年无费用投放较大的重大营销事件，并且上游原奶进入上行周期预计将压制费用的投放，我们预计公司全年销售费用率相较于 18 年将有所下降，费用投放对利润的影响也有望小幅缓解。

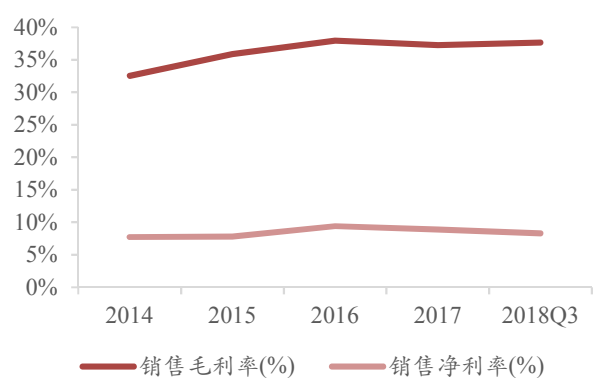
**发力多品类和国际化，增量业绩成看点：**在巩固常温 and 低温乳品优势基础上，公司不断挖掘健康饮品和奶酪等业务的发展机会，成立健康饮料和奶酪事业部，特别关注健康饮品，公司未来将在健康饮品领域建设独立的工厂、物流和销售体系，推动新产品的渠道推广和产品销售，植选、唤醒源和核桃乳等产品已加大铺货力度。海外布局方面，公司通过收购泰国冰激凌企业等方式布局全球化，以饮食习惯和文化相似的东南亚为突破口，全球化布局持续推进，有望形成新的业绩增长点。

图表98. 伊利股份业绩变化情况



资料来源：Wind、广证恒生

图表99. 公司净利率受到压制



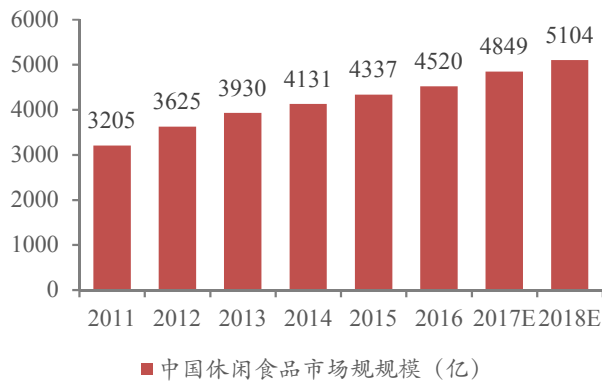
资料来源：Wind、广证恒生

## 4.2 坚果行业：健康消费方兴未艾，洽洽食品瓜子坚果携手成长

**坚果炒货市场规模超千亿，人均消费量增加至 3.53kg/人：**休闲食品消费是伴随着国民经济发展和居民消费水平提升共同成长的，现已经发展成为规模近 5 千亿的消费市场。根据中商产业研究院的预测，我国休闲食品市场规模从 2011 年的 3205 亿增长到 2016 年的 4520 亿，年复合增长 7%，到 2018 年总市场规模

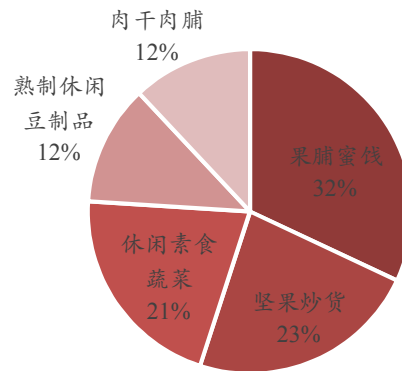
预计突破五千亿，维持稳定增长。分品类来看，休闲食品中果脯蜜饯占比 32% 为最高，坚果炒货占比约为 23%，为第二大品类。坚果炒货市场规模从 2008 年的 329 亿增加到 1214 亿，主要受居民健康消费观念的不断提升和碧根果等外来坚果消费增加的拉动。坚果市场规模提升增加的同时，我国居民人均坚果消费量也明显提升，2013-2017 年间，我国居民人均坚果消费量从 2.96Kg 增加到 3.53kg，其中城镇居民和农村居民人均消费量分别从 3.41kg、2.46kg 增加至 4.27kg 和 2.63kg。

图表100. 我国休闲食品市场规模



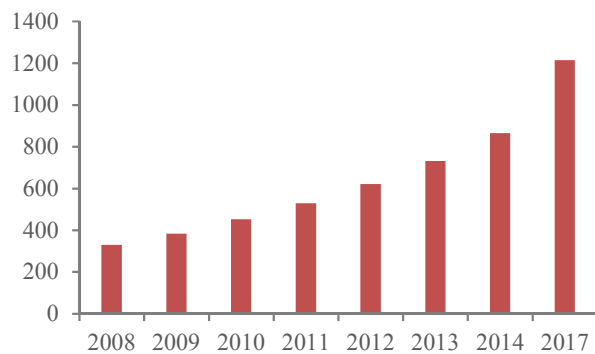
资料来源：Wind、广证恒生

图表101. 休闲食品各品类占比



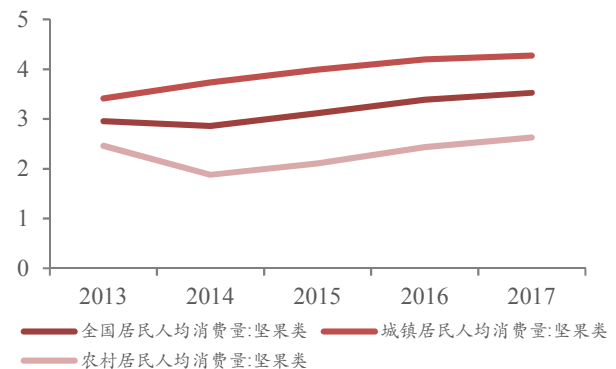
资料来源：Wind、广证恒生

图表102. 我国坚果炒货行业年度总产值



资料来源：Wind、广证恒生

图表103. 人均坚果消费量提升至 3.53kg



资料来源：Wind、广证恒生

**坚果营养价值高，膳食宝塔建议每日摄入至少 25 克大豆及坚果：**坚果相较于日常水果、蔬菜，除基础的饱腹外还有抗衰老、抗氧化、补肾健脑等功能，主要系其中含有不饱和脂肪酸、维生素 E、花青素等营养成分，对于人体有更多的附加效用。《中国居民膳食指南》建议我国居民每日摄入大豆及坚果 25-35 克，坚果被指定为每日必须摄入的食品品种。我们以《膳食指南》规定的人均摄入量为基准，计算其与目前我国实际人均摄入量的差值，以此判断对应的坚果行业缺口，以低于建议值下限的 10g 和 13g 为缺口计算全国总需求缺口，分别为 16.8 万吨和 170.1 万吨；若以建议的上下限 25g 和 35g 计算，总缺口达到 783.3 万吨和 1294.3 万吨，总体来看缺口巨大，留给行业较大的发展空间。

图表104. 坚果营养价值高

坚果	功效	营养成分
核桃	健脑益智、抗衰老、防便秘、降血糖	不饱和脂肪酸、维生素 E
碧根果	补肾健脑、补中益气	不饱和脂肪酸、蛋白质、维生素 E
开心果	治痘症、保护视力、预防衰老	油酸、亚油酸、维生素 E、花青素、精氨酸

榛子	开胃、缓解衰老、防治动脉硬化	胡萝卜素、维生素 B1、维生素 E
腰果	补充体力、消除疲劳、抗氧化	维生素 A、脂肪、油脂、磷元素、钠元素

资料来源：百度百科、广证恒生

图表105. 膳食宝塔建议每日摄入大豆及坚果类 25-35g



资料来源：卫生计生委、广证恒生

图表106. 人均摄入量敏缺口感性分析

日均摄入量 (克/人)	年均摄入量 (克/人)	年均摄入量差值 (克/人)	摄入量缺口 (亿千克)
10	3650	120	1.68
13	4745	1215	17.01
25	9125	5595	78.33
35	12775	9245	129.43

资料来源：卫生计生委、广证恒生

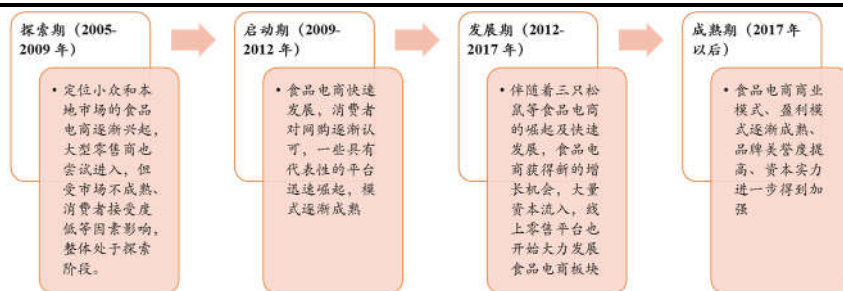
**坚果电商企业崛起带动消费者需求觉醒：**国内坚果行业发展一定程度上得益于以三只松鼠为代表的坚果电商的推动。三只松鼠自 2012 年创业以来，6 年间快速成长为收入规模超 50 亿，利润规模超 2 亿的互联网电商品牌，2018 年双十一全品类日销额达到 6.82 亿，天猫单店销售额 4.51 亿，位列食品品牌销量之首。与三只松鼠共同成长的，还有百草味、良品铺子、楼兰蜜语等品牌，共同将坚果做成互联网食品第一大品类。在坚果电商出现之前，消费者的坚果消费主要集中在核桃、瓜子、开心果等原产地在中国的坚果品类，各大坚果电商将碧根果、夏威夷果等国外坚果品类引进，既满足了坚果摄入需求又扩充消费者可消费品类。并且坚果单次消费价格高、重量大、可选品类多、便于运输等属性与网购契合性高，两者结合实现坚果品类在互联网领域的快速成长，伴随着网购发展也使得消费者对坚果的购买频次增加和消费金额提升。目前正处以坚果电商为代表的食品电商的成熟期，各企业商业模式、盈利模式逐渐清晰，品牌美誉度提高，资本实力进一步得到加强。

图表107. 三只松鼠发展历程



资料来源：三只松鼠官网、广证恒生

图表108. 食品电商发展历程



资料来源：公司公告、广证恒生



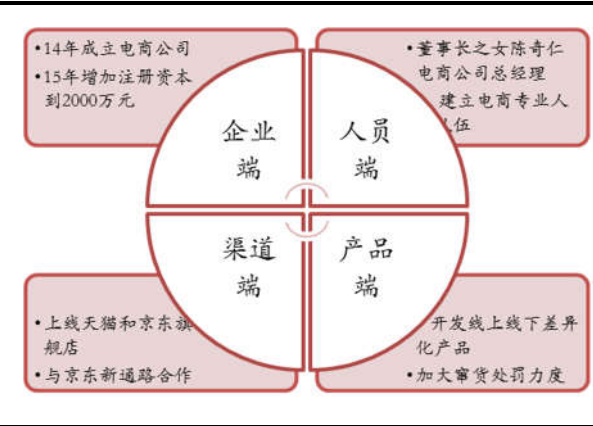
三只松鼠开设线下投食店恰恰发力线上，打破渠道区隔新零售是新趋势：纯线上销售的三只松鼠销售额已超过 50 亿，随着互联网红利不断消退，线上获客的成本增加，边际效用减小。2016 年三只松鼠便开始线下试水，通过投食店将品牌和产品引入线下，已在全国开设 45 家投食店，主要分布在武汉、南京等新一线城市，并在 8 月与苏宁展开合作，未来通过经销和店中店的模式合作，与苏宁形成品牌联动，从而实现差异化经营。线下坚果炒货龙头洽洽也从 2014 年开始推动电商业务发展，成立子公司，投入资金建立线上渠道和引入人才，并自建物流园和坚果分厂，既解决了电商产业整体协调问题，又形成产品差异化。线上渠道广覆盖、拥有大量的消费数据，线下直达消费者、市场规模更大；但各自均有其弊端，单个渠道的龙头企业难以实现品牌价值最大化，实现线上线下有效互动，打破两者间隔，以新零售的理念推动产品销售是坚果企业发展的新趋势。

图表109. 三只松鼠已经在全国开设 45 家投食店



资料来源：百度、广证恒生

图表110. 洽洽多维度发力电商



资料来源：公司公告、广证恒生

**洽洽食品 (002557) 机制改革+合作里斯，内外合力促改革。**公司内部通过事业部改制贯彻落实阿米巴管理模式，以 BU 业绩考核+双月 PK 激发员工对市场和消费者的快速反应，并且通过员工持股绑定核心员工利益，共同享受公司成长红利。外部与里斯合作，将公司战略定位为“全球领先的坚果企业”，聚焦主业提升核心竞争力。目前公司内部组织结构调整初见成效，战略定位逐步清晰。

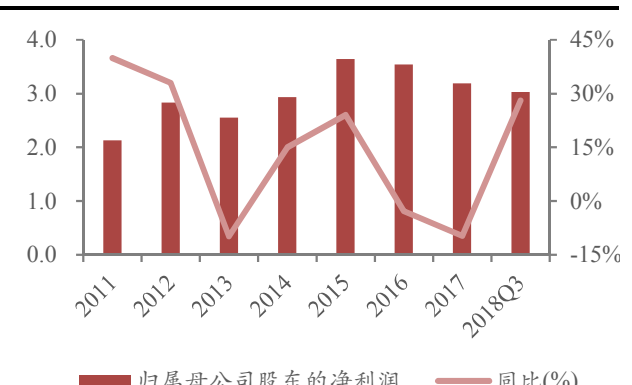
**瓜子看新品类推广，坚果受益行业成长：**公司在包装瓜子领域市占率超过 40%，是绝对龙头；在行业空间和公司发展共同遭遇瓶颈的阶段，公司一方面提升原材料品质，另一方面推出蓝袋新品顺应消费者需求变化，蓝袋销售总额超 12 亿，仍在市场推广期，预计将持续增长。坚果业务战略调整后聚焦于“每日坚果”细分品类，受居民健康饮食和坚果品类丰富拉动，坚果炒货市场规模达到 1214 亿，相较于《膳食指南》的指导摄入量，坚果行业每年仍有超过百万吨的缺口，其中每日坚果以丰富的品类和复合的营养价值受到消费者追捧，公司黄袋每日坚果系列 17 年一经推出便录得 1.6 亿收入，18 年前三季度销售超 3 亿，未来有望借助渠道优势，伴随行业共同成长。

图表111. 洽洽食品产品结构



资料来源：公司公告、广证恒生

图表112. 公司 2018Q3 归母净利润同比增长 28.1%

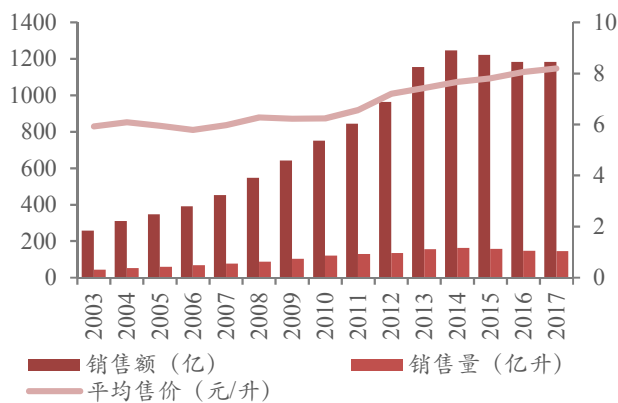


资料来源：公司公告、广证恒生

### 4.3 新式茶饮：年轻化、健康化是趋势，香飘飘携新品突围

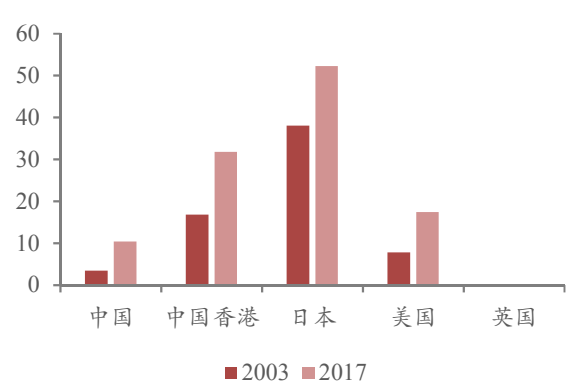
**茶饮料消费由重量向重质转型：**2017 年我国茶饮料市场总销售额 1246 亿，总销售量 144.23 亿。2003 到 2010 年行业零售额增长主要依赖销售量的增长拉动，消费者对茶饮料的接受度和消费量逐年提升，从 2010 年开始价格端增幅明显，其中 2010 年到 2014 年量价齐升拉动消费额增长，2014 年开始销售量增长放缓甚至下降，市场的拉动主要依赖销售价格提升。茶饮料的消费由重量向重质转型，茶饮料市场更加细分，消费者给茶饮料赋予更多功能性和个性化的要求，也更加青睐健康天然的产品。虽然行业增速放缓，但我国人均消费量相较于发达国家仍有一定的差距，根据欧睿的统计来看，2017 年我国人均茶饮料销售量为 10.4L，相较于 2003 年提升三倍还多，但相较于日本、中国香港和美国地区仍有一定的差距，行业仍有成长的空间，但需要更多符合核心消费人群的产品激活消费需求。

图表113. 茶饮料销售额（亿）



资料来源：欧睿、广证恒生

图表114. 人均茶饮料饮用量（升/人）



资料来源：欧睿、广证恒生

**健康化、年轻化是趋势：**茶所具有的抗氧化、降血压、提高免疫力等功效使得茶饮料天然的被划分为健康饮品，茶饮料的趋势也在不断向更加健康的无糖、天然、零添加等方向转变，茶饮料消费也从调味茶饮料向健康茶饮料转变。另一方面，年轻人消费茶饮料的比例越来越高，在众多选择和产品中能抓住年轻人的喜好更易突围，年轻消费者更加追求个性化、多元化，创新多元的产品更符合年轻人的消费习惯。我们认为在行业增速放缓的发展新阶段，既能符合消费核心力量年轻人的选择偏好，又能满足健康功能化的产品是未来茶饮料的发展趋势。近几年各大饮料企业也纷纷推出全新果茶饮品，顺应消费者对年轻化健康饮品需求。

图表115. 各大产商新推出的水果茶产品

名称	价格	容量 (ml)	口味
香飘飘	6.00	400	泰式青柠、桃桃红柚、金桔柠檬
元气森林	5.00	500	石榴绿茶、柠檬绿茶、百香果绿茶
	5.00	500	桃香乌龙茶
脉动	4.50	480	玫瑰柚子、缤纷莓果味
哇哈哈	4	500	柠檬
	3.5	500	百香红茶、蜜桃乌龙
农夫山泉	4.5	500	柚子绿茶、柠檬红茶、西柚茉莉花茶、蜜桃乌龙茶

资料来源：京东、广证恒生

**香飘飘 (603711) 布局新式茶饮，开启增长新阶段。**公司是杯装奶茶的创造者，在发展的过程中核心铸就了渠道和品牌壁垒，液体+固体的产品结构实现更广的渠道和消费人群覆盖，固体产品从椰果系列向





美味系列升级，液体产品仍在市场推广期，有望迎来爆发式增长。公司借助果汁茶产品进军新式茶饮行业，蜜谷果汁茶产品既保留了茶的清香又有水果的甘甜，口味上更受年轻人喜欢，符合年轻化健康产品的需求。一经推出单季便实现 5600 万销售收入，目前主要在一线城市销售，并且营销端还未发力，未来有望受益于区域扩张和营销推广持续爆发。

图表116. 公司旗下主要产品体系

产品分类	产品系列	口味
固体奶茶	椰果系列	原味、香芋、麦香、草莓、巧克力、咖啡
	美味系列	红豆、蓝莓、芒果布丁、芝士燕麦、雪糯椰浆、焦糖仙草、抹茶青豆、芝士Q麦
	其他产品	桂圆红枣奶茶、蒙古奶茶、原汁奶茶
液体奶茶	兰芳园系列	-
	MECO 系列	-
果汁茶	果汁茶系列	金桔柠檬、桃桃红柚、泰式青柠

资料来源：公司公告、广证恒生



## 5. 投资逻辑

**2018 年全年跑赢大盘，2019 年防御性板块更具配置价值：**2018 年食品饮料板块下跌 21.95%，跑赢沪深 300 指数 3.36 个百分点，位列子行业第三，大盘整体下行背景下食品饮料防御属性凸显。行业估值降至 22.71 倍，相较于年初下调 38.3%，处于近三年低位，估值溢价逐渐消解。机构持仓总市值 1.7 万亿，其中基金持仓 3025 亿，偏爱白酒和业绩确定性高的行业龙头。2019 年经济环境不确定性增强、贸易纷争悬而未决，市场波动较大的背景下防御性板块更具投资价值；食品饮料受经济环境影响较小，业绩确定性高，估值正处低位，具有更优的投资和配置价值。

**白酒行业：居民收入增速下滑与白酒消费升级之间的矛盾有望在 3 季度得到缓释。**2018 年居民收入增速下行导致白酒需求放缓，进入第三轮调整期，但与前两轮不同的是，本轮酒企明显吸取教训，注重对经销商库存管控，2018 年 Q3 开始进入社会库存消化期，当前社会库存中性，复制上一轮大幅长期调整的概率不高。2019 年随着货币向信贷传导的逐渐打通，预计 3 季度起伴随库存消化和旺季效应，白酒业绩增速回升，迎来估值修复行情。重点推荐业绩确定性较强，渠道管控力较好的标的：贵州茅台（600519）、洋河股份（002304）、古井贡酒（000596）。

**调味品：量价齐升动力足，优选行业龙头和细分赛道领先企业。**行业内 11 家上市公司 18 年 Q1-Q3 收入和归母净利润分别同比增长 15% 和 30%，是业绩最为稳健的板块，行业指数也在逆势上涨 11%，表现亮眼。

酱油替代盐和味精、复合调味酱替代单一调味酱等促进人均消费量提升，健康化、功能化调味品受追捧推动主流价格带上移，量价齐升给予行业规模持续扩张的动力。下游餐饮行业受大众餐饮替代高端餐饮，外卖规模持续扩张推动餐饮行业维持 10% 左右增长，带来调味品需求提升。我们沿两条主线重点看好以下标的：1) 集中度提升是大趋势，龙头企业具备品牌和渠道优势更易在行业扩张进程中攻城略地，并不断承接小企业出清后的市场份额，重点推荐行业绝对龙头海天味业（603288）和成长中的龙头中炬高新（600872）；2) 细分赛道企业专注特定领域，消费者品牌意识强，形成一定的竞争壁垒，重点推荐细分赛道领先企业恒顺醋业（600305）、安琪酵母（600298），推荐关注涪陵榨菜（002507）

**大众食品：消费升级持续，精选优质赛道的行业龙头。**消费升级大趋势不可逆，食品饮料产品主流消费人群向 90/00 后转移，新一代消费需求更偏向多元化、健康化，处于优质赛道的企业更具投资价值。

**乳品：**原奶进入上行周期+年内无重大营销事件，预计 19 年竞争性费用投放将减少，对利润的压制有望缓解。双寡头格局将持续，长期看好龙头凭借差异化优势共同推动行业发展，重点推荐行业龙头伊利股份（600887）。

**坚果：**坚果满足消费者好吃又健康的需求，人均消费量增加至 3.53Kg/人，但相较于膳食宝塔建议仍有百万吨的缺口，未来行业线上线下融合、打破渠道区隔是新趋势，看好线下龙头洽洽食品（002557）每日坚果发力和线上渠道放量。

**新式茶饮：**茶饮料的消费由重量向重质转型，茶饮料市场更加细分，消费者给茶饮料赋予更多功能性和个性化的要求，也更加青睐健康天然的产品。重点推荐从杯装奶茶向新式茶饮延伸的香飘飘（603711）。

图表117. 重点推荐公司估值表

代码	标的	子行业	EPS				PE				投资评级
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
002304	洋河股份	白酒	4.4	5.5	6.4	7.5	26.38	16.89	14.52	12.39	强烈推荐
600519	贵州茅台	白酒	21.56	27.4	18	17.1	36.15	22.80	34.70	36.53	强烈推荐
000596	古井贡酒	白酒	2.28	3.55	4.56	5.6	31.66	15.61	12.15	9.89	强烈推荐



603288	海天味业	调味发酵品	1.31	1.55	1.94	2.32	43.48	43.18	34.50	28.85	强烈推荐
600872	中炬高新	调味发酵品	0.57	0.77	0.96	1.18	42.78	36.71	29.45	23.96	强烈推荐
600305	恒顺醋业	调味发酵品	0.36	0.37	0.43	0.53	35.84	28.86	24.84	20.15	强烈推荐
600298	安琪酵母	调味发酵品	1.03	1.17	1.43	1.63	35.3	19.80	16.20	14.21	强烈推荐
002507	涪陵榨菜	食品综合	0.52	0.81	1.01	1.21	36.39	25.78	20.67	17.26	强烈推荐
600887	伊利股份	乳品	0.99	1.05	1.22	1.38	31.51	22.09	19.01	16.80	强烈推荐
002557	洽洽食品	食品综合	0.63	0.77	0.87	1.07	25.18	25.16	22.26	18.10	强烈推荐
603711	香飘飘	软饮料	0.67	0.83	1.03	1.21	39.94	23.94	19.29	16.42	强烈推荐

资料来源：公司公告、广证恒生

## 6. 风险提示

宏观经济持续低迷  
大盘震荡风险  
政策风险



### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。