



品牌食品饮料成为多数人的必需品

推荐维持

投资逻辑:

- 未来五年全民收入水平将继续提升,中产阶级崛起将使收入分配结构向纺锤型转变。借鉴美国等发达国家发展经验,随着收入水平的继续提升,个人护理保健、食品服务吧等档次型消费将逐步替代传统功能型消费,显示消费升级行为将迎来历史性发展机遇。
- 在标的选择方面,我们倾向于选择食品饮料中行业空间大、公司发展战略及竞争力或能抓住这一历史性发展机遇的企业。再结合不同的投资偏好,理出以下几条投资主线:
 - PE/G 极低的汤臣倍健、伊利股份、五粮液、贵州茅台;
 - 目前向后看 1 个月,选股方法为有股价催化剂和三季度表现优异的个股,排序顺序为伊利股份、酒鬼酒、古越龙山、金种子酒和汤臣倍健;
 - 向后看 6-12 个月,选股方法为安全边际强的成长股及布局明年业绩反转的个股,推荐排序为一线白酒贵州茅台、五粮液及汤臣倍健;三线白酒公司如酒鬼酒、金种子酒、好想你和古越龙山;

报告摘要:

- 白酒板块更看好 200-1000 价位区间的中档酒的发展机会:未来三年在白酒消费总额依然保持 20%以上增长的情况下,结构化差异增长将显现:200-1000 价格带的中档白酒增速将保持在 30%-50%,而高档白酒增速次之,平均增速接近 30%,而低档白酒的消费占比将呈现被替代的局面,增速将不会超过 15%。照此速度分化演绎的结果将是:中档酒销量占比未来五年将提升近 20 个百分点,而高档酒销量占比也将缓慢小幅提升,低端酒占比将低于 50%,白酒消费结构将由金字塔向纺锤形慢慢转变。
- 保健品行业复合增速 11%,非直销模式迎来黄金发展期:预计 2013 年保健品市场规模可达 1375 亿元,4 年间平均增速 11%,非直销模式未来增速 30%,远超直销模式 10%的增长速度。
- 黄酒行业成熟度和集中度双底,龙头可享受品牌集中和产品结构提升机会:古越龙山去年底进行了产品结构升级,至今年上半年,毛利率提升了将近 4 个点。未来随着产品结构的继续梳理,目标毛利率为 50%,升级后不仅提升了公司盈利能力,同时提振品牌形象,利于黄酒市场的进一步开拓。

食品饮料行业

联系人:

苏青青

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师:

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1《食品饮料(0818) 宏源证券行业报告 食品饮料行业月报:积极参与旺季+三季报行情苏青青》, 2011.9
- 2《食品饮料(0818) 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报:第九期:节前白酒二批价上涨食品饮料行业苏青青》, 2011.9
- 3《食品饮料(0818) 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报:第八期:短期关注肉制品板块食品饮料行业苏青青》, 2011.9
- 4《食品饮料(0818) 宏源证券行业报告 食品饮料行业深度报告:业绩总结:验证优异、继续优异食品饮料行业苏青青》, 2011.9

目录

引子	4
一、中产阶级崛起开启消费结构升级大时代.....	5
1、未来五年全民收入结构上提，上层中产阶级将迅速崛起	5
2、上层中产阶级崛起将迎来消费结构升级黄金期	6
3、借鉴美国消费经验，人均收入提高后，消费由功能型向档次型转型	7
二、从白酒品牌演化看结构性升级路径.....	8
1、过去五年伴随行业回暖，白酒发展迎来历史性机遇	8
2、白酒升级特点 1：收入结构晋级趋势与不同档次的规模增长趋势极为吻合	10
3、白酒升级特点 2：品牌不断升级，奢侈品牌和细分价格带逐渐形成	11
三、消费升级趋势下，更加看好行业空间广大的子板块.....	15
1、预计未来五年 200-1000 元价格带酒占总销量比重将提升 20 个百分点	15
2、保健品行业复合增速 11%，非直销模式迎来黄金发展期.....	16
2-1、预计 2013 年保健品市场规模可达 1375 亿元，4 年间平均增速 11%.....	16
2-2、非直销模式未来增速 30%，远超直销模式 10%的增长速度	18
2-3、蛋白粉在美国已经有过成功发展经验，国内有望复制这一发展趋势	18
3、黄酒行业成熟度和集中度双底，龙头可享受品牌集中和产品结构提升机会	18
4、乳制品行业：奶粉和液体乳升级趋势将十分明显	21
4-1、预计到 2015 年，配方奶粉行业的市场容量可翻番.....	21
4-2、高端奶粉发展速度有望超过行业平均增速，国产化市场份额有望触底反弹.....	21
四、选股策略及投资标的	22
1、选股逻辑：优选产品结构及竞争策略顺应时势者	22
2、估值便宜，加仓正当时	22
3、投资标的	23

插图

图 1: 食品饮料上市公司估值一览表 (2011-9-30)	4
图 2: 中国家庭年均收入结构变化图	5
图 3: 未来五年 5000-15000 占比提升幅度最大	5
图 4: 上层中产阶级及以上层次的家庭数量未来提升十分快	6
图 5: 麦肯锡对消费者抽样调查显示: 过去 1 年里, 将近 3/4 的消费者有消费升级行为	7
图 6: 过去十八年间, 保健和个人护理品、食品服务和饮吧的消费复合增长率靠前, 反映消费升级趋势	8
图 7: 白酒历史十年产量及增速分布图	9
图 8: 白酒十三家上市公司过去五年收入及经营利润增长对比表	9
图 9: 2005-12-31 到 2010-12-31 日间, 白酒十三家上市企业收入和市值增长倍数对比图	10
图 10: 过去五年比, 第二阵营企业相比第一阵营和第三、四阵营的规模增速快	10
图 11: 一线奢侈白酒品牌出厂价不断提升	11
图 12: 53 度飞天茅台酒出厂价今年年底有望再度上提	12
图 13: 各白酒厂家高档酒吨酒价格对比图 (万元/吨)	13
图 14: 各白酒厂家中档酒吨酒价格对比图 (万元/吨)	13
图 15: 2005 年开始, 在消费升级趋势带动下白酒品牌逐渐分化, 奢侈品牌和宽价格带格局的演化图	14
图 16: 白酒行业量价齐升驱动因素分解图	15
图 17: 消费者收入水平提升拉动白酒销量和收入增长因素分解图	15
图 18: 白酒消费结构变化图-中档酒销量占比将提升	16
图 19: 中国人均保健品消费量远低于美国和日本	16
图 20: 2009 年中国保健品市场已处世界第二	16
图 21: 人口增速、人均保健品消费量对保健品市场容量的敏感性分析表	17
图 22: 2010-2013 年保健品市场容量测算模型	17
图 23: 2010-2013 年保健品市场容量测算结果	18
图 24: 2009 和 2010 年黄酒生产企业市场份额变化对比: 古越龙山市场份额提升明显	19
图 25: 古越龙山增发项目表	19
图 26: 金枫酒业近年来重大收购事项一览表	19
图 27: 会稽山近年来重大收购事项一览表	20
图 28: 古越龙山历年产品提价一览表	20
图 29: EUROMONITOR 对国内婴幼儿奶粉市场总销量和增速的预测结果	21
图 30: 不同收入家庭购买奶粉时考虑因素分析显示, 质量、品牌和营养成分是决定消费者购物行为的首选因素	21
图 31: 白酒上市公司 2010 年估值变化区间	23
图 32: 截止 9-30, 食品饮料行业整体动态估值为 32.26X (PE/TTM)	23

图 1：食品饮料上市公司估值一览表（2011-9-30）

股票代码	公司名称	评级	盈利预测		11YOY	12YOY	PE		收盘价	2011-9-30		
			11E	12E			11PE	12PE		总市值	流通市值	换手率
000895.SZ	双汇发展	未评级	1.20	3.26	-33%	172%	54	20	65.0	393.9	393.8	2%
002330.SZ	得利斯	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	12.5	31.3	7.8	8%
002515.SZ	金字火腿	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	24.8	23.6	6.0	4%
000869.SZ	张裕A	买入	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	104.6	551.6	364.9	1%
002582.SZ	好想你*	买入	1.66	2.29	30%	38%	28	21	47.2	34.8	8.8	8%
002216.SZ	三全食品	未评级	0.82	1.09	24%	33%	44	33	35.9	72.1	44.1	0%
300146.SZ	汤臣倍健*	买入	1.56	2.47	85%	59%	44	28	68.0	74.3	18.6	7%
002481.SZ	双塔食品	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	24.5	29.4	14.2	2%
002507.SZ	涪陵榨菜	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	15.3	23.7	6.1	4%
002557.SZ	洽洽食品	未评级	0.73	0.99	-28%	36%	31	23	22.7	59.1	14.6	2%
002495.SZ	佳隆股份	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	11.5	21.5	5.4	47%
600298.SH	安琪酵母	未评级	1.09	1.45	12%	33%	29	22	31.7	104.5	86.0	1%
600305.SH	恒顺醋业	未评级	0.36	0.43	44%	20%	36	30	13.1	16.7	16.7	2%
002329.SZ	皇氏乳业	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	17.6	37.7	13.4	2%
002570.SZ	贝因美*	买入	1.09	1.53	10%	40%	25	18	27.1	115.2	11.6	10%
600597.SH	光明乳业	未评级	0.25	0.33	32%	32%	33	25	8.2	85.8	85.2	1%
600887.SH	伊利股份*	买入	0.90	1.08	86%	20%	20	17	18.3	292.6	290.5	2%
000568.SZ	泸州老窖	未评级	2.06	2.77	31%	34%	19	14	38.9	542.4	278.3	4%
000596.SZ	古井贡酒	未评级	2.40	4.11	79%	71%	36	21	85.7	215.7	149.9	1%
000799.SZ	酒鬼酒	买入	0.37	0.67	42%	79%	56	31	20.8	63.0	42.7	5%
000858.SZ	五粮液	买入	1.71	2.34	48%	37%	21	15	36.3	1377.9	1377.8	1%
002304.SZ	洋河股份	未评级	4.30	6.74	-12%	57%	32	20	136.0	1224.0	556.9	1%
600197.SH	伊力特	未评级	0.37	0.50	22%	35%	30	22	11.2	49.3	49.3	3%
600199.SH	金种子酒	买入	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	18.2	101.2	95.0	4%
600519.SH	贵州茅台	买入	7.73	10.65	44%	38%	25	18	190.6	1978.7	1978.7	1%
600559.SH	老白干酒	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	26.8	37.5	37.5	3%
600702.SH	沱牌舍得	未评级	0.36	0.59	60%	62%	51	31	18.3	61.7	61.7	5%
600779.SH	水井坊	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	21.9	107.0	64.7	5%
600809.SH	山西汾酒	未评级	2.08	3.28	82%	58%	35	22	72.2	312.7	312.7	2%
000729.SZ	燕京啤酒	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	14.7	178.2	142.4	1%
002461.SZ	珠江啤酒	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	13.1	88.8	18.2	2%
600090.SH	啤酒花	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	10.0	36.9	36.9	4%
600132.SH	重庆啤酒	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	62.8	303.9	303.9	1%
600573.SH	惠泉啤酒	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	8.4	21.0	12.9	3%
600600.SH	青岛啤酒	未评级	1.36	1.61	21%	19%	24	20	33.1	446.6	92.1	3%
600059.SH	古越龙山*	买入	0.27	0.39	40%	43%	38	26	10.4	65.9	62.7	3%
600616.SH	金枫酒业	中性	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	9.8	42.8	42.8	2%
000848.SZ	承德露露	未评级	0.61	0.86	4%	40%	26	19	15.9	58.2	58.2	2%
002387.SZ	黑牛食品	未评级	0.44	0.62	-34%	42%	35	24	15.1	36.2	9.1	15%
600300.SH	维维股份	未评级	0.00	0.00	-100%	#####	#####	#####	5.4	90.0	90.0	1%

注：带*的盈利预测来自宏源证券的盈利预测，其余来自于wind一致市场预期

资料来源：wind，宏源证券研究所

引子

众所周知，当前中国经济正处于转型期，即由过去十年的投资拉动型逐渐转为消费拉动型社会，而在此过程中，将伴随着人口老龄化、收入结构由贫富差距较大的哑铃型向中层逐渐崛起的橄榄形迈进。在这个大趋势下，消费需求将发生怎样的变化，这样的变化将如何指导制品饮料板块的投资机会，将是本篇报告阐述的重点。

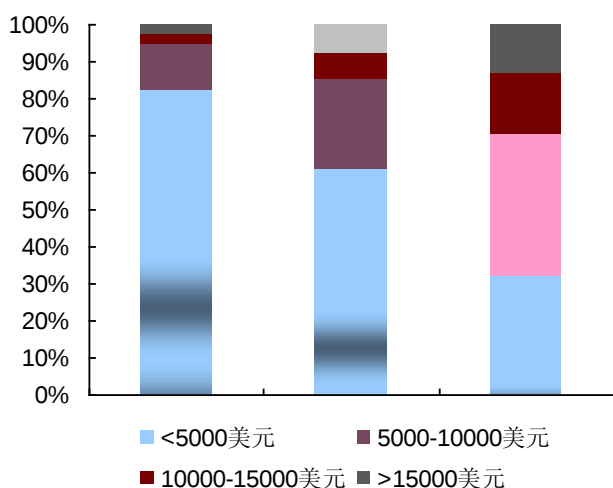
一、中产阶级崛起开启消费结构升级大时代

1、未来五年全民收入结构上提，上层中产阶级将迅速崛起

依据摩根斯坦利最新预测，未来五年大趋势将是年均收入低于 5000 元的家庭将逐渐迈向 5000-10000 的阵营中，而这部分家庭在收入水平提升以及我国调控房价大背景下，将成为中国社会最主要的消费群体：

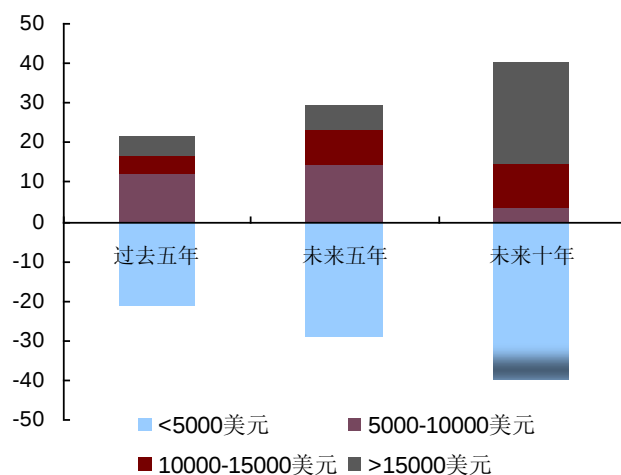
- ◆ 据调查，2010 年中国家庭收入结构中，高收入(>15000 美元)、中高收入(10000-15000 美元)、中等收入(5000-10000 美元)及低收入家庭(<5000 美元)占比分别为 7.4%、7.3%、24.2%和 61.1%，到 2015 年，高收入、中高收入、中等收入及低收入家庭占比将分别为 13.2%、16.3%、38.4%和 32.1%。
- ◆ 其中，高收入和中高收入家庭占比在未来五年中将分别提升 5.8%和 9%，而**年收入处于 5000-10000 美元层次的家庭占比提升最多，提升 14.2 个百分点**，家庭年收入低于 5000 美元的家庭占比将降低 29 个百分点。

图 2：中国家庭年均收入结构变化图



资料来源：欧睿资讯、摩根斯坦利；以美元年收入 5000、10000、15000 为三个分界点，将中国家庭划分为四类；宏源宏观策略组，宏源证券研究所

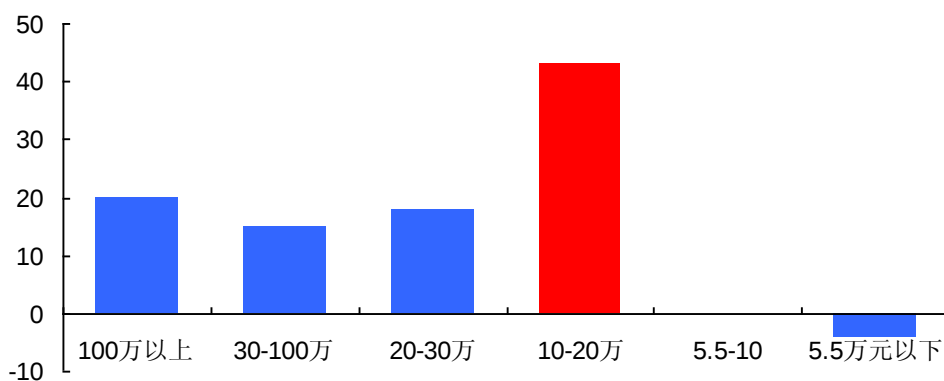
图 3：未来五年 5000-15000 占比提升幅度最大



资料来源：欧睿资讯、摩根斯坦利；以美元年收入 5000、10000、15000 为三个分界点，将中国家庭划分为四类；宏源宏观策略组，宏源证券研究所

图 4：上层中产阶级及以上层次的家庭数量未来提升十分快

阶级划分	收入水平	城市家庭占比		复合年增长率
		2010	2015E	
富裕	100 万以上	0.2	0.4	20%
	30-100 万	1.2	2	15%
大众富裕	20-30 万	0.7	1.2	18%
上层中产阶级	10-20 万	6	28	43%
下层中产阶级	5.5-10	54	43	0%
进取者	5.5 万元以下	38	25	-4%



资料来源：麦肯锡，宏源证券研究所

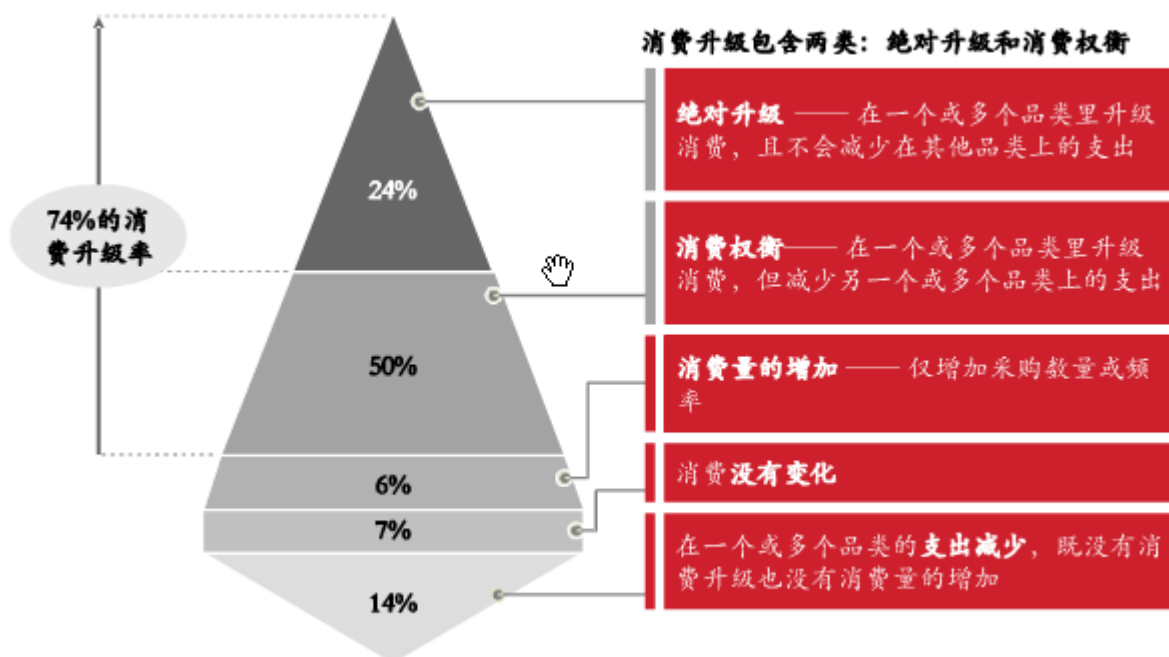
2、上层中产阶级崛起将迎来消费结构升级黄金期

下层向上层的跃迁使得上层以上中产阶级扩容，随着人们收入水平的提升，这部分人群的消费特点也将更加向高端化、品牌美誉度强的品牌或档次转移，因此我们认为未来五年对于“吃喝”这种必须消费品而言将迎来结构升级的黄金期：

上层中产阶级扩容带来产品结构性升级机会可以从白酒过去五年辉煌牛市中找到印证：

- ◆ 由图 2-3 可见，过去五年全民收入结构已经走在升级的路上，家庭年收入低于 5000 美元的占比萎缩 20 个百分点左右，而扩容最快的收入层次在 5000-10000 美元之间；
- ◆ 这种收入结构的晋级对应到白酒消费结构升级中，我们可以看到一个现象，那就是各个白酒生产商在不断上调产品价格，内在的原因就是：当固有的消费者选定了品牌之后，品牌商为了维护住已有的消费群体，就必须跟随者他们消费能力的上移而不断升级；
- ◆ 据《麦肯锡 2010 消费者调查报告》称，随着中国消费者收入不断提高，他们越来越希望购买更多、更好的商品。在调查中，发现有 3/4 的城市家庭声称他们已经升级了至少一个产品品类。而 2009 年全国消费增长中有一半多来自于这类消费升级。且调查显示，70% 的外出就餐和 50% 的酒类产品消费升级需求来自于男性白领，他们愿意削减个人护理产品和包装食品上的开支以增加与客户或同事的交际（图 5）。

图 5：麦肯锡对消费者抽样调查显示：过去 1 年里，将近 3/4 的消费者有消费升级行为
占受访者的比例



资料来源：麦肯锡“解读中国”——中国消费者年度调查（2010年）

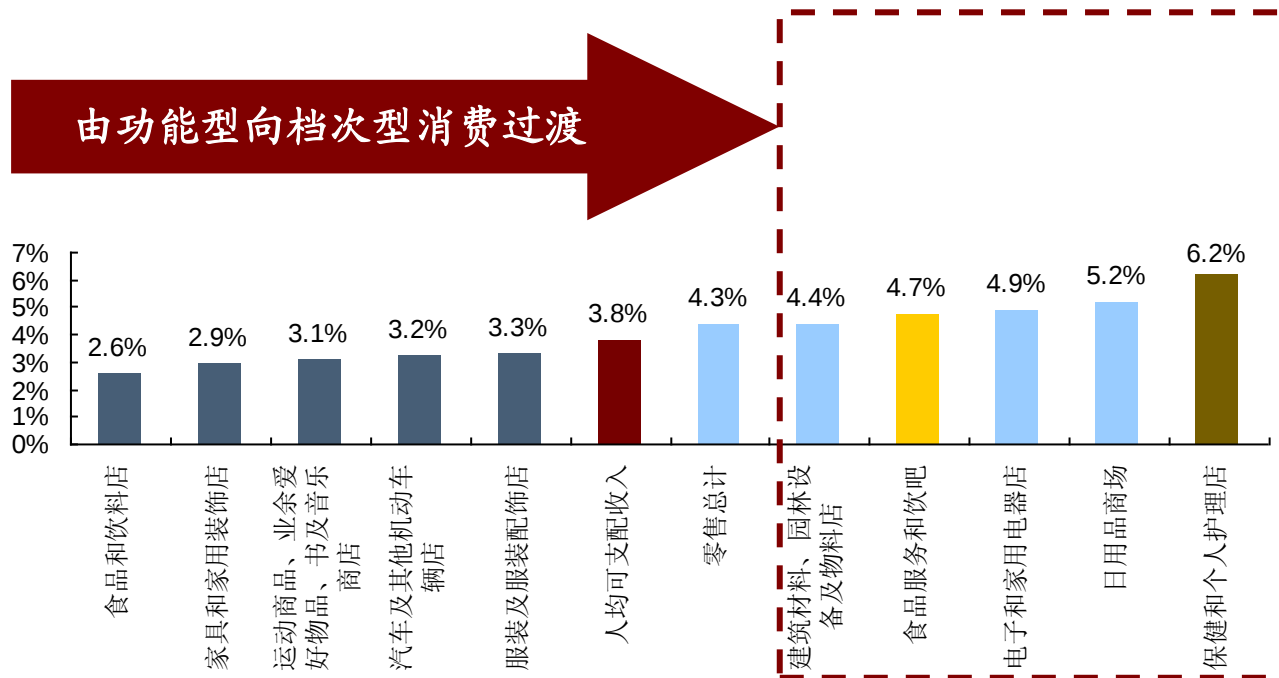
资料来源：《麦肯锡 2010 消费者调查报告》，宏源证券研究所

3、借鉴美国消费经验，人均收入提高后，消费由功能型向档次型转型

从美国消费历程看消费升级路径，发现人均收入提升后，消费由功能型向档次型转变：(图 6)：

- ◆ 1992 年到 2010 年十八年间，美国人均可支配收入年复合增速为 3.8%，人均可支配收入由 4140 美元提升至 36051 美元，零售增额复合增速为 4.3%；
- ◆ 而随着居民收入水平的提升，人们消费点逐渐由功能型消费转向享受型消费，最明显的体现在于：过去十八年间，保健和个人护理行业零售额复合增速为 6.2%，增速明显快于传统功能型消费，且消费环境和档次更高的食品服务和饮吧增速为 4.7%，明显高于食品和饮料店 2.6%的增速水平；
- ◆ 这些变化在马斯洛的人类需求五层次变化中找到了解释；

图 6：过去十八年间，保健和个人护理品、食品服务和饮吧的消费复合增长率靠前，反映消费升级趋势



资料来源：wind，宏源证券研究所

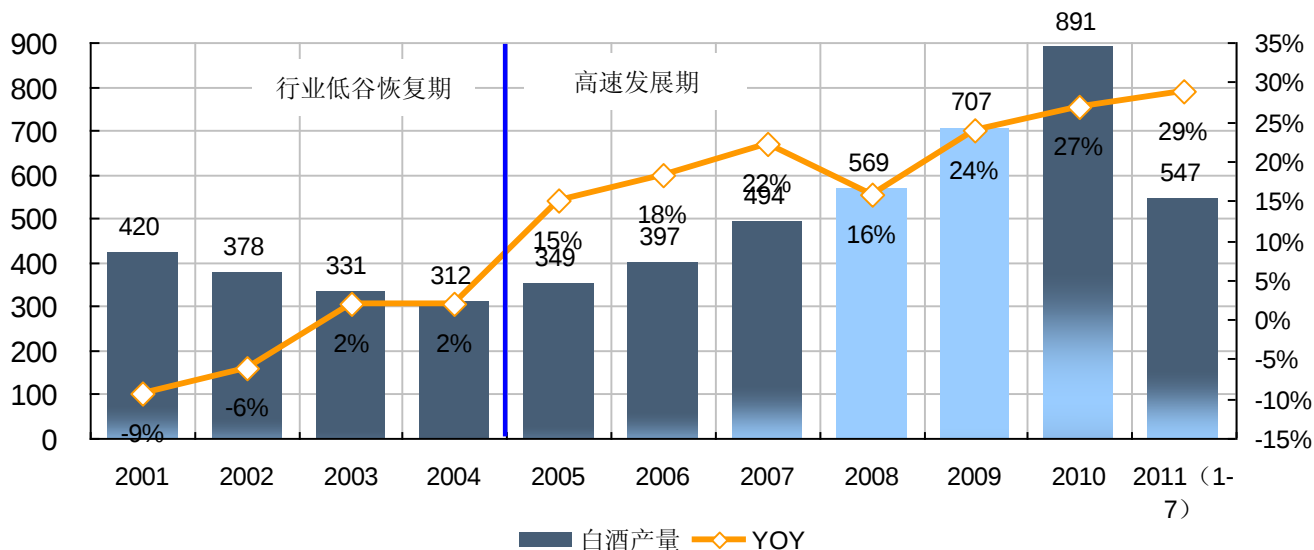
二、从白酒品牌演化看结构性升级路径

1、过去五年伴随行业回暖，白酒发展迎来历史性机遇

纵观白酒过去三十年发展史，总体而言，经过了以下几个大阶段：

- ◆ 上世纪 80 年代，在由计划经济转向市场经济的这十年中，白酒企业初次经历市场经济，行业处于萌芽发展期；
- ◆ 90 年代的十年，是白酒行业历史上第一个十年黄金发展周期，在这段时期，企业经营模式由坐商转为行商，广告拉动型增长成为主要商业模式，品牌知名度快速提升；
- ◆ 2000 年后，第二个黄金十年间，白酒行业在经历了“山西假酒案”等行业挫折后，随着厂家对产品及渠道管理力度的改善和加强、伴随着行业消费信心的逐步回暖，白酒迎来了低潮期之后的第一个黄金发展周期，且在 2005 年之后出现了量价齐升的高景气状态（图 7）。

图 7：白酒历史十年产量及增速分布图



资料来源：wind，宏源证券研究所

从上图可见，2005 年后，行业每年同比增速环比提升，行业总量不断增大。在行业扩容的黄金期中，一大批抓住历史性发展机遇的企业逐渐成长起来（图 8-9）：

- ◆ 我们按照 2010 年十三家白酒上市公司收入规模，将白酒企业分为四个阵营：五粮液和茅台 2010 年收入规模在 100 亿以上，归属于第一阵营；洋河、老窖和山西汾酒 2010 年收入规模在 50-100 亿之间，我们将其归为第二阵营；古井贡、水井坊、金种子、伊力特和老白干 2010 年年收入规模在 10-20 亿之间，归属于第三阵营；而沱牌、酒鬼酒和 ST 皇台 2010 年收入规模不足 10 亿，归属于第四阵营；
- ◆ 从市值增长与收入规模增长倍数对比角度看，在 2005 年开始的这波白酒行业景气周期中，十三家上市公司平均收入规模增长倍数基本在 4X，大于行业平均规模增长 3.4X。

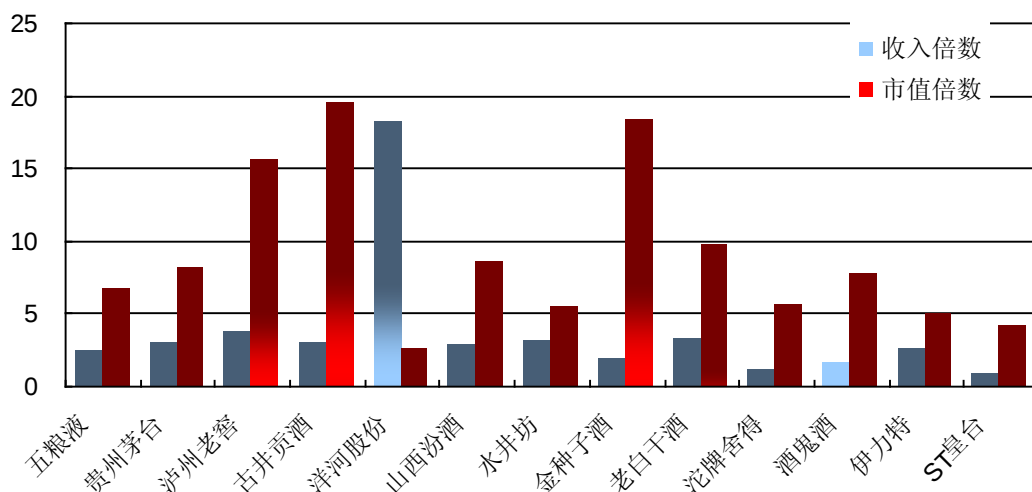
图 8：白酒十三家上市公司过去五年收入及经营利润增长对比表

划分	公司代码	公司名称	收入（百万元）			营业利润（百万元）		
			2005	2010	CAGR	2005	2010	CAGR
第一阵营	000858.SZ	五粮液	6,419	15,541	9%	1,196	6,070	18%
	600519.SH	贵州茅台	3,931	11,633	11%	1,920	7,162	14%
第二阵营	002304.SZ	洋河股份	417	7,619	34%	27	3,076	61%
	000568.SZ	泸州老窖	1,457	5,371	14%	118	2,919	38%
	600809.SH	山西汾酒	1,072	3,017	11%	274	867	12%
第三阵营	000596.SZ	古井贡酒	654	1,879	11%	17	409	38%
	600779.SH	水井坊	604	1,818	12%	167	400	9%
	600199.SH	金种子酒	758	1,380	6%	-34	197	#NUM!
	600559.SH	老白干酒	373	1,166	12%	21	60	11%
	600197.SH	伊力特	431	1,085	10%	10	223	36%
第四阵营	600702.SH	沱牌舍得	814	895	1%	23	97	15%
	000799.SZ	酒鬼酒	358	560	5%	-280	86	#NUM!
	000995.SZ	ST 皇台	83	64	-3%	8	-59	#NUM!

注：洋河股份财务数据是从 2004 年开始，其余公司都从 2000 年开始

资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 9: 2005-12-31 到 2010-12-31 日间, 白酒十三家上市企业收入和市值增长倍数对比图



注: 市值倍数中, 洋河股份是从各自上市起始日开始算起, 其余公司从 2005-12-31 为起始日期

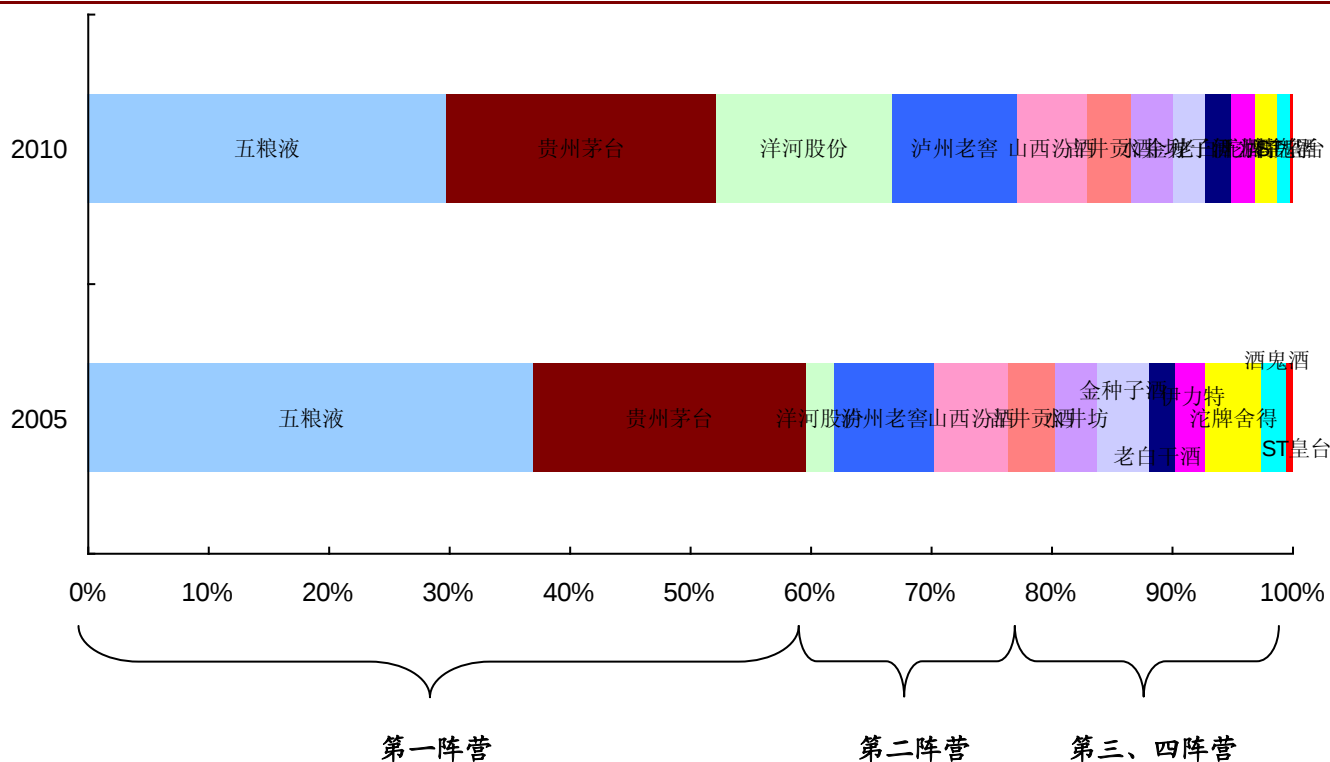
资料来源: wind, 宏源证券研究所

2、白酒升级特点 1: 收入结构晋级趋势与不同档次的规模增长趋势极为吻合

过去五年白酒为何白酒会出现量价齐升态势, 究其根本, 主要是抓住了自 2005 年起开始的一轮居民收入晋级潮:

- ◆ 白酒消费内在含义在于身份象征和面子工程, 因此这个产品一定具有随着消费者收入及消费能力的提升而进行升级的现象;
- ◆ 从图 1-2 可以看出, 从 2005-2010 年的这五年间, 收入规模容量膨胀最大的是收入家庭年收入在 5000-10000 美元这个档次, 而收入低于 5000 美元的家庭在全社会的占比萎缩极快, 年均收入高于 10000 美元的家庭占比略有提升;
- ◆ 我们将收入结构晋级对应到不同阵营白酒收入增速上, 就会发现第二阵营的白酒增长速度远比第一、三和四阵营的白酒企业规模增长速度快; 既然白酒消费是面子工程, 那么消费者在选择品牌和产品的时候一定会选择相对高于自己本身消费档次的酒水。收入增长最快的家庭对应的消费能力应该是相对第二阵营中的产品价格相对便宜, 但有足够品牌美誉度支持其“面子工程”的白酒企业(图 10)。

图 10: 过去五年比, 第二阵营企业相比第一阵营和第三、四阵营的规模增速快



注：市值倍数中，洋河股份是从各自上市起始日开始算起，其余公司从 2005-12-31 为起始日期

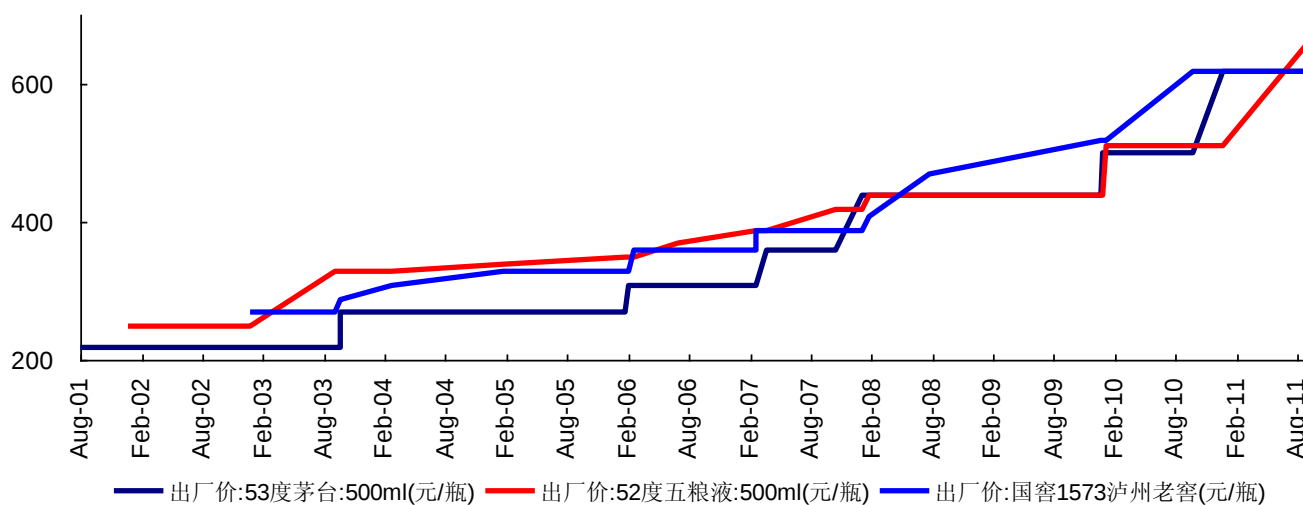
资料来源：wind，宏源证券研究所

3、白酒升级特点 2：品牌不断升级，奢侈品牌和细分价格带逐渐形成

过去五年白酒行业升级的第二个显著特点在于随着消费能力不断提升，酒水厂家为了维护已有消费人群通过开发新产品、新品牌或升级已有品牌三大手段进行结构性升级。而这一做法带来了两个最直接的现象，即产品价格不断上提带来行业扩容机会和升级带来白酒奢侈化品牌的形成：

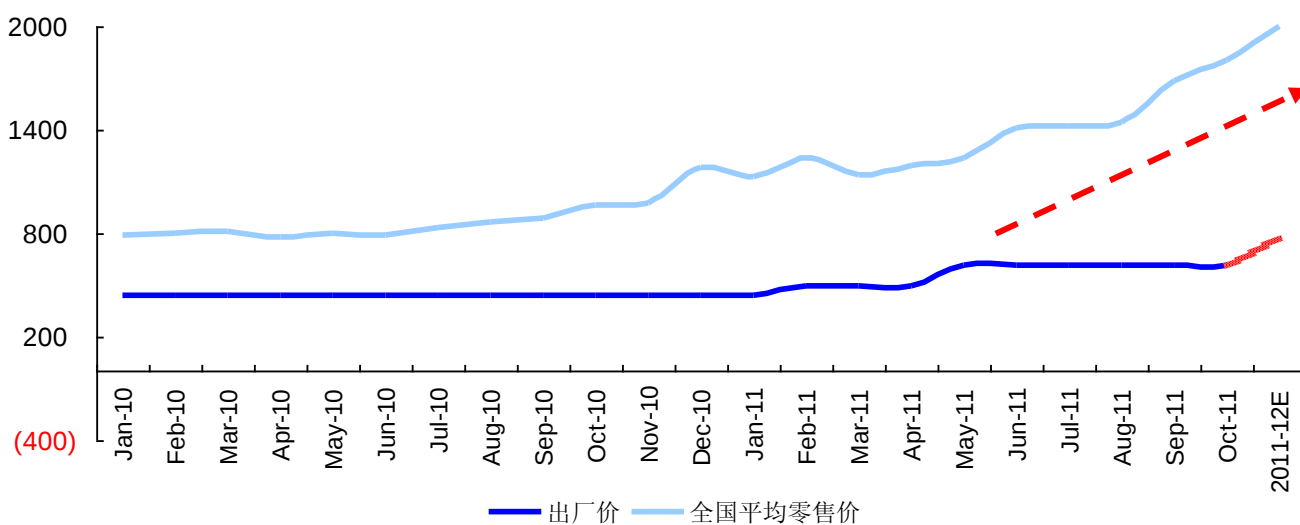
- ◆ 茅台抓住了高端白酒最具话语权的客户群体——高级官员和军队客户，通过产品价格上提满足消费者心理诉求，五年间提价数十次，预计今年圣诞前后还将提升出厂价，而其终端零售价目前已经高达 1600 元，和五年前不足 300 元相比，价格已经翻了 5X 多；

图 11：一线奢侈白酒品牌出厂价不断提升



资料来源：宏源证券研究所

图 12：53 度飞天茅台酒出厂价今年年底有望再度上提



资料来源：宏源证券研究所

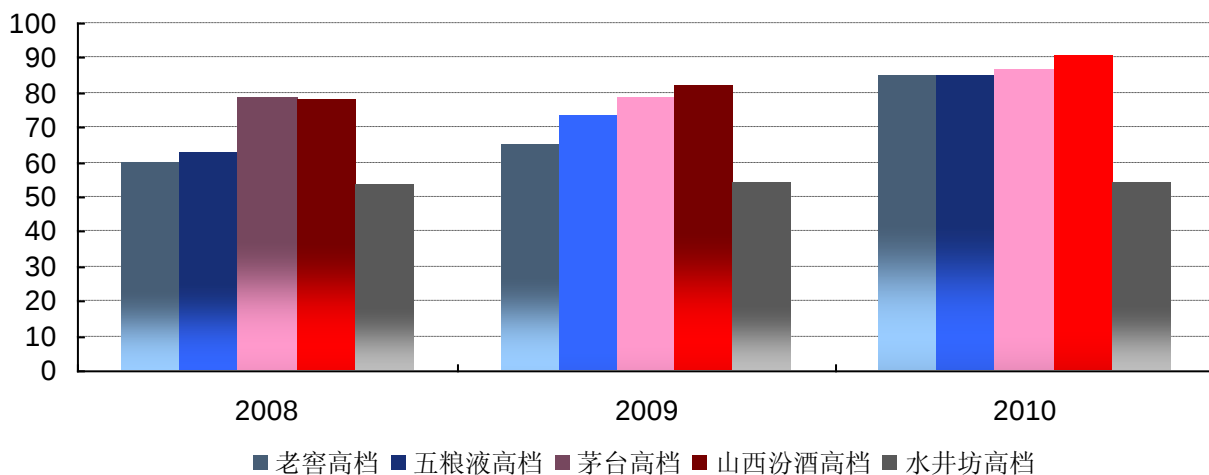
过去五年品牌分化历史看：高端白酒价格上提后，为了满足中国富人的消费需求，高端品牌中分化出奢侈品牌，收藏年份白酒已成为有钱人士的身份标榜：

- ◆ 最初全国市场上高端酒和低端酒的价格差距并不明显：高端酒以 52 度水井坊为代表，北京地区的终端零售价格也只有 448 元/瓶，相比几十块一瓶的低端酒而言，相差也不过 400 块；
- ◆ 然而随着五粮液期间犯错、茅台采用提价策略稳固住军队和高级官员这一消费群体后，白酒自 2007 年起正式开启品牌分化路径，而随着近年来白酒行业十分景气，商业活动的增加、居民消费能力的提升以及国家财政收入的不断上涨，导致老名酒企业纷纷

开始“品牌复兴”之路，通过各种营销手段纷纷进军高端酒水市场，试图分享这一行业蛋糕不断扩大下的暴利机会；

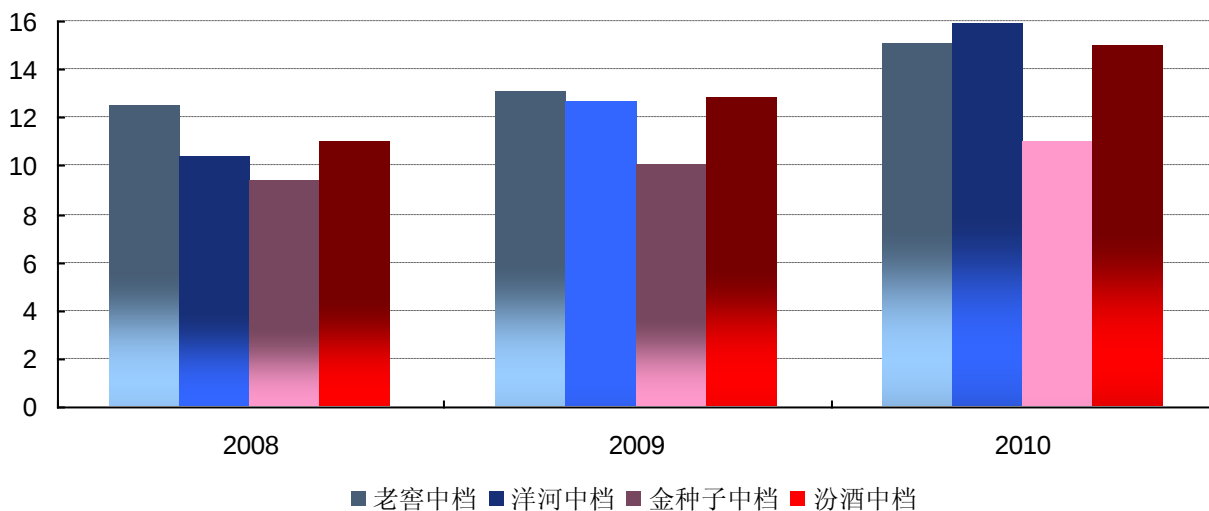
- ◆ 经过三年时间的分化演变，当前呈现在我们面前的则是个由“奢侈-高端-次高端-中档-中低档-低档”组成的品牌阵营图（图 15）。

图 13: 各白酒厂家高档酒吨酒价格对比图（万元/吨）



资料来源：宏源证券研究所

图 14: 各白酒厂家中档酒吨酒价格对比图（万元/吨）



资料来源：宏源证券研究所

图 15: 2005 年开始, 在消费升级趋势带动下白酒品牌逐渐分化, 奢侈品牌和宽价格带格局的演化图

2005 年 1 月前后北京市场	高端	中端	低端
1, 品牌力强; 2, 高中低三个品牌档次区分明显; 3, 高端与低端价格差窄	52 度水井坊	53 度茅台	53 度郎酒
	448	289	53.8
	52 度五粮液	38 度茅台	52 度小糊涂仙
	438	225	85
		52 度剑南春	53 度汾酒
		155	31
		54 度酒鬼	
		188	

2007 年底全国市场	高端	次高端	中端	中低端	低端
1, 品牌力强 2, 通过差异化和精准化营销抓住结构升级浪潮 3, 高端与低端价格差变宽, 但相比 2005 年变化不大	53 度茅台	52 度五粮液	52 度剑南春	泸州特曲	二星金六福
	570	484	221	118	26
	52 度国窖 1573	52 度水井坊	十五年红花郎	郎酒	汾酒
	520	493	211	113	56
					红星二锅头
					11

当前全国市场	奢侈	高端	次高端	中端	中低端	低端
1, 品牌力对企业成长的贡献作用递减	汾酒至尊和经典国藏	53 度飞天茅台	52 度国窖 1573	洋河蓝色经典天之蓝	泸州老窖特曲	金六福三星
	>7000	1440	901	497	205	64
2, 战略定位十分重要	茅台年份酒	国窖 1573 中国品味	52 度五粮液	52 度剑南春	郎酒	四特酒五年
3, 竞争激烈使得营销能力十分重要	>4000	1888	932	488	168	68
4, 档次分化, 价格带拉长, 一方面是竞争激烈导致厂家主动开拓价格蓝海, 另一方面顺应了消费升级趋势		40 年青花瓷	十五年红花郎	50 度酒鬼	五粮春	红星二锅头
		1200+	818	476	206	10
		梦之蓝	38 度飞天茅台	青花瓷 20 年	丰谷特曲	
		1058	712	500	188	
		26 年原浆	52 度水井坊	天曲系列	西凤十五年	
		1288	704	200-400	234	
		青花瓷 40 年	61 度水井坊	六和酒	郎酒	
		1400	880	300-400	168	
	舍得窖龄和年份酒	数字淡雅	8-16 年年份原浆			
	1500	600-900	260-520			
		舍得				
		600-900				

资料来源: 糖酒快讯, 宏源证券研究所

三、消费升级趋势下，更加看好行业空间广大的子板块

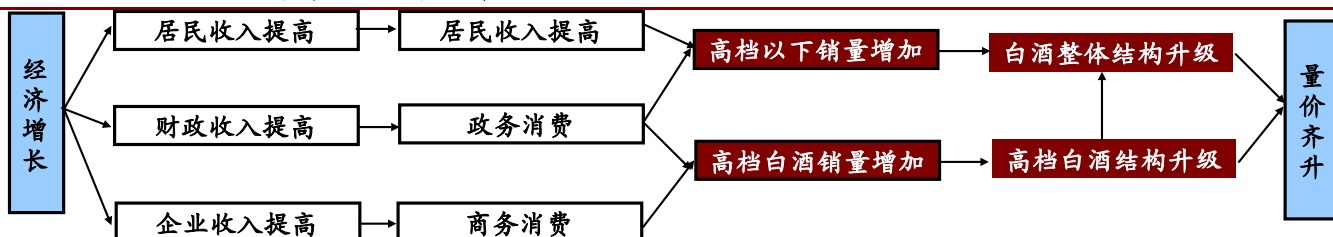
1、预计未来五年 200-1000 元价格带酒占总销量比重将提升 20 个百分点

为了图表表述的简单性，我们在算白酒消费结构时将 1000 元以上的白酒定义为高端酒，将 200-1000 元价位酒定义为中档酒，而将 200 元以下定义为低档酒，高于 1000 元的白酒定义为高档酒。

结合不同档次白酒消费增长的驱动力因素，我们认为未来三年在白酒消费总额依然保持 20% 以上增长的情况下，增长也将表现出结构化差异：200-1000 价格带的中档白酒增速将保持在 30%-50%，而高档白酒增速次之，平均增速接近 30%，而低档白酒的消费占比将呈现被替代的局面，增速将不会超过 15%。

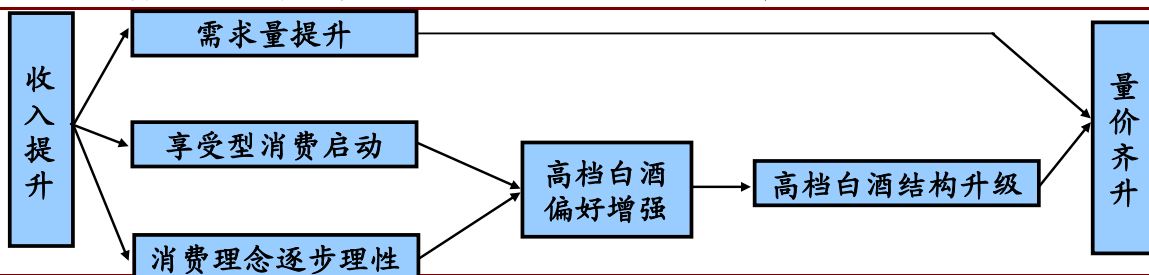
照此速度分化演绎的结果将是：中档酒销量占比未来五年将提升近 20 个百分点，而高档酒销量占比也将缓慢小幅提升，低端酒占比将低于 50%，白酒消费结构将由金字塔向纺锤形慢慢转变（图 18）。

图 16：白酒行业量价齐升驱动因素分解图



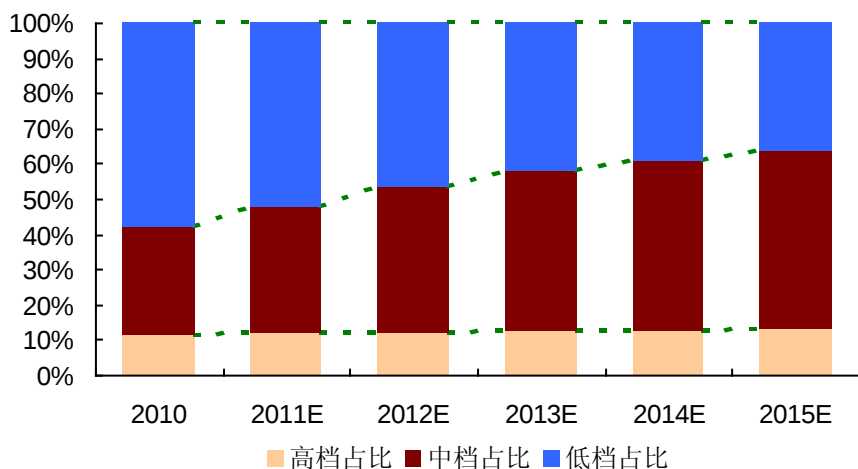
资料来源：宏源证券研究所

图 17：消费者收入水平提升拉动白酒销量和收入增长因素分解图



资料来源：宏源证券研究所

图 18: 白酒消费结构变化图-中档酒销量占比将提升



资料来源: 宏源证券研究所

2、保健品行业复合增速 11%，非直销模式迎来黄金发展期

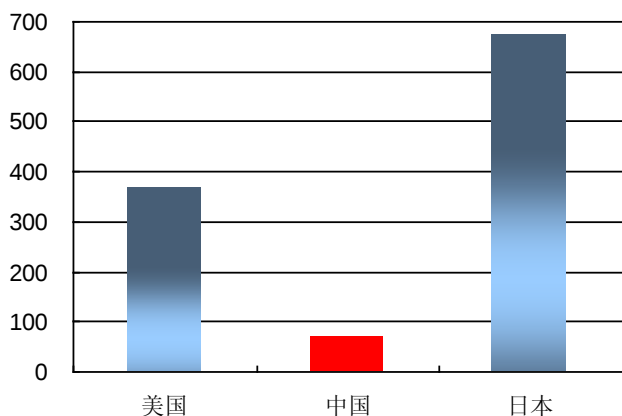
2-1、预计 2013 年保健品市场规模可达 1375 亿元，4 年间平均增速 11%

从行业成长角度看，中国保健品市场已经成为仅次于美国第二大保健品消费国，2009 年保健品总市场容量为 911 亿元，相比较 2000 年 500 亿的市场容量，9 年间行业复合增速为 7%（2000-2002 年受保健品信用危机影响，期间市场容量由 500 亿萎缩至 200 亿，若从 2002 年 200 亿市场容量算起，至 2009 年 911 亿市场容量，7 年间行业复合增速为 24%）。

动态测算未来行业增长性：

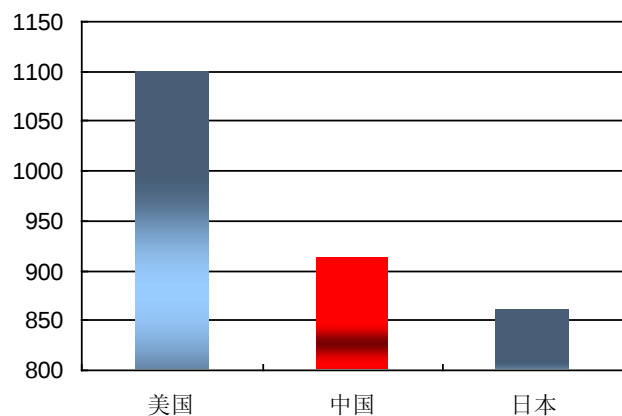
- ◆ 保健品市场总容量/社会总人口=人均每年消费量，2009 年中国这一指标为 68 元/人，而美国和日本分别为 367 元/人和 673 元/人，可见我国保健品市场还有很大发展空间（图 19-20）；

图 19: 中国人均保健品消费量远低于美国和日本



资料来源: 宏源证券研究所

图 20: 2009 年中国保健品市场已处世界第二



资料来源: 宏源证券研究所

- ◆ 为了进一步测算出行业未来市场容量，我们对人口增速和人均消费量对市场总容量进行敏感性分析测算（图表 21）；

图 21：人口增速、人均保健品消费量对保健品市场容量的敏感性分析表

	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
68	917	926	935	944	953	962	971	980	990	999
75	1011	1021	1031	1041	1051	1061	1071	1081	1091	1101
80	1079	1089	1100	1111	1121	1132	1143	1153	1164	1175
85	1146	1157	1169	1180	1191	1203	1214	1226	1237	1248
90	1214	1226	1238	1250	1262	1274	1286	1298	1310	1322
95	1281	1294	1306	1319	1332	1344	1357	1370	1382	1395
100	1348	1362	1375	1388	1402	1415	1428	1442	1455	1469
120	1618	1634	1650	1666	1682	1698	1714	1730	1746	1762
140	1888	1906	1925	1944	1962	1981	2000	2019	2037	2056
160	2157	2179	2200	2221	2243	2264	2286	2307	2328	2350
200	2697	2723	2750	2777	2804	2830	2857	2884	2910	2937
250	3371	3404	3438	3471	3504	3538	3571	3605	3638	3671
300	4045	4085	4125	4165	4205	4245	4285	4325	4365	4406
400	5393	5447	5500	5554	5607	5660	5714	5767	5821	5874
500	6742	6809	6875	6942	7009	7076	7142	7209	7276	7343
600	8090	8170	8250	8330	8411	8491	8571	8651	8731	8811

资料来源：wind，宏源证券研究所

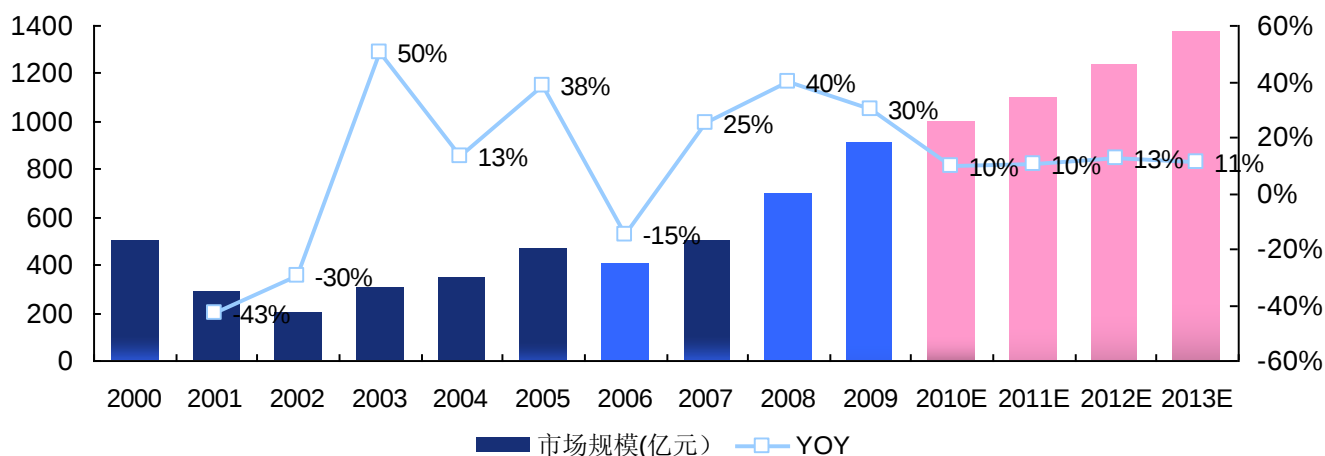
- ◆ 根据以上结果，我们预计 2010-2013 年保健品市场总容量分别为 1000 亿、1100 亿、1238 亿和 1375 亿元，同比增速分别为 10%、10%、13%和 11%（图 22-23）。

图 22：2010-2013 年保健品市场容量测算模型

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
市场规模(亿元)	500	285	200	300	340	470	400	500	700	911	1000	1100	1238	1375
YOY		-43%	-30%	50%	13%	38%	-15%	25%	40%	30%	10%	10%	13%	11%
城镇人口(亿元)	4.6	4.8	5.0	5.2	5.4	5.6	5.8	5.9	6.1	6.2	6.7	7.0	7.3	7.7
YOY		5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	7%	5%	5%	5%
城镇人均每年消费量	109	59	40	57	63	84	69	84	115	146	150	157	169	178
城镇人均每月消费量	9	5	3	5	5	7	6	7	10	12	13	13	14	15
总人口(亿元)	12.7	12.8	12.9	12.9	13.0	13.1	13.1	13.2	13.3	13.4	13.4	13.8	14.2	14.6
YOY		-46%	-33%	44%	9%	34%	-17%	21%	37%	27%	3%	3%	3%	3%
全国人均每年消费量	39	22	16	23	26	36	30	38	53	68	75	80	87	94
全国人均每月消费量	3	2	1	2	2	3	3	3	4	6	6	7	7	8

资料来源：wind，国家统计局，宏源证券研究所

图 23: 2010-2013 年保健品市场容量测算结果



资料来源：宏源证券研究所

2-2、非直销模式未来增速 30%，远超直销模式 10%的增长速度

现在中国保健品市场的空间很大，很多人也没有吃过这些产品，所以即便除去吃安利产品的人群，大家的发展空间也很大。消费者到一定程度不太愿意接受直销，因此直销占比会往下走，但还是会增长。这几年和安利不存在一个直接竞争。

保健协会预测膳食营养补充剂 2010 年在 700 亿左右，其中非直销模式每年有 30%的增长速度。

2-3、蛋白粉在美国已经有过成功发展经验，国内有望复制这一发展趋势

美国蛋白质粉卖的比维生素等产品好，因为蛋白质粉在美国是运动的补充。而中国是安利的直销模式起到了教育作用（安利的蛋白质粉销售额接近 50 个亿，占其总销售额的 40-50%），大家意识到蛋白质粉有助于提高免疫力。

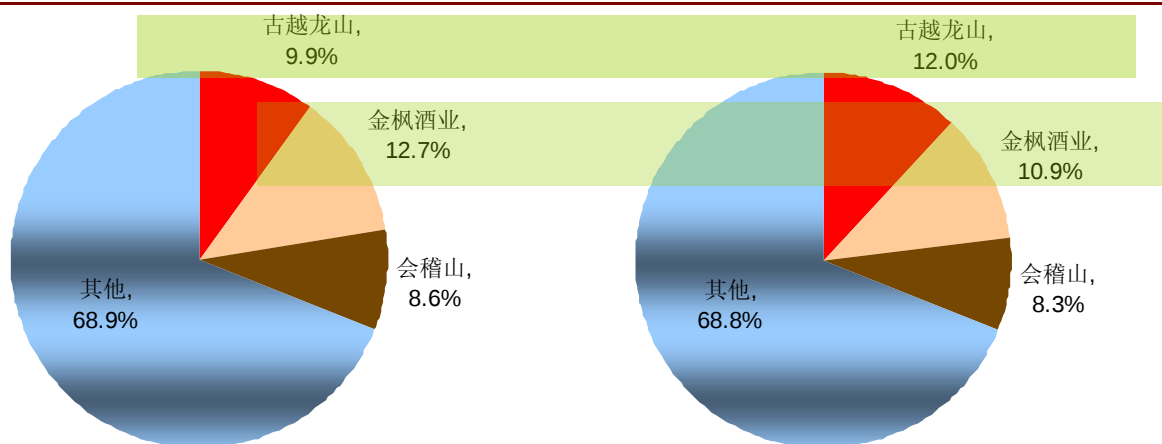
3、黄酒行业成熟度和集中度双底，龙头可享受品牌集中和产品结构提升机会

黄酒行业集中度较低：尽管黄酒生产集中于江浙沪，但黄酒规模化程度仍较低，市场规模化黄酒生产企业 700 家左右，大部分都是小作坊式的黄酒生产企业，仅有 1/4 的企业实现了机械化、半机械化的生产，千吨以下的企业占 80%，万吨以上的仅有 30 多家。

黄酒市场呈现三足鼎立格局，古越龙山一枝独秀市场份额持续提升（图 24）：

- ◆ 目前，黄酒行业的龙头企业主要有古越龙山、金枫酒业、会稽山三大公司，其中金枫位于上海，古越龙山、会稽山都位于浙江绍兴。三大企业的销售市场占有率 2009 年、2010 年分别都只有 31.2% 左右，而净利润占到了整个市场的 50% 以上；
- ◆ 从销售收入市场份额看，古越龙山 2010 年收入规模已经占到全行业的 12%，较 2009 年提升 2.1 个百分点，而金枫酒业和会稽山的市场份额提升幅度并没有这么显著。

图 24: 2009 和 2010 年黄酒生产企业市场份额变化对比: 古越龙山市场份额提升明显



资料来源: wind, 宏源证券研究所

未来几年, 古越龙山、金枫酒业、会稽山三大酒企仍将引领黄酒行业发展, 但其他地方也有一些黄酒企业正在发展, 如山东即墨黄酒、“苏派黄酒”、“闽派黄酒”, 但仍与三大酒企的“绍兴黄酒”“海派黄酒”存在一定差距, 也只属于区域性发展的阶段。

较低的集中度决定了行业集中整合是必然: 三大酒企在积极收购整合其他黄酒企业, 整合资源的同时壮大自己, 如古越龙山 2010 年收购了女儿红、第一食品 2008 年进行资产置换, 剥离出非酒类业务, 将华光酿酒置于金枫酒业旗下, 2010 年金枫酒业子公司石库门又吸收合并了华光酿酒, 而会稽山也在 2005 年底收购了嘉善酒厂, 目前会稽山正谋求上市 (图 25-27)。

图 25: 古越龙山增发项目表

项目	项目内容	拟投资金额
收购绍兴女儿红酿酒有限公司	收购女儿红 95%股权	16,200 万元
	增资女儿红扩建生产线	34,500 万元
	增资补充女儿红流动资金	11,300 万元
建立区域营销中心及拓展营销网络	建立五大区域营销中心	3,700 万元
	开设直营专卖店、店中店或专柜	1,200 万元
	补充流动资金	100 万元

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究

图 26: 金枫酒业近年来重大收购事项一览表

时间	项目	具体情况
2008-8-23	资产重组置换	换入: 上海冠生园华光酿酒药业有限公司 100%股权 换出: 上海市南浦食品有限公司 49%股权、上海第一食品连锁发展有限公司 90%股权等非酒类资产
2009-3-10	石库门酿酒公司年新增 10 万 KL 新型高品质黄酒技术改造	投资建设期: 18 个月

	配套项目	
2009-5-25	与台湾烟酒签定战略合作意向	台湾烟酒将拥有的红麴饼干系列产品及相关技术通过本公司进入中国大陆市场
2010-6-25	上海石库门酿酒有限公司吸收合并上海华光酿酒药业有限公司	公司同意将公司自有的“石库门”、“和酒”品牌黄酒系列产品及相关技术进入台湾地区
2011-3-22	意向受让上海隆樽酿酒 70% 的股权	2376.20 万元

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 27：会稽山近年来重大收购事项一览表

时间	项目	具体情况
2005-11-1	收购嘉善酒厂	当年产能由 6 万吨跃升至 12 万吨

资料来源：网络公开资料收集整理，宏源证券研究所

三大黄酒企业都在寻求新的改变，力图使产品线更清晰，产品档次不断上移：

- ◆ 古越龙山明确了以古越龙山主打中高端，沈永和、鉴湖主打低端，女儿红、状元红主打婚庆市场的发展战略，以古越龙山五年陈—十年陈为主打产品，产品线也从 2008 年开始逐渐全面提价，寻求产品逐渐高端化（图 28）。
- ◆ 金枫酒业明确了差异化和高品质的发展道路，确定了“石库门”、“和酒”的双品牌战略，适当培育高档产品，精简清理低端产品。2011 年 1 月 11 日推出高档新品“石库门一号”，主打“上海味道”且包装精美，有利于提升公司产品等级。
- ◆ 会稽山邀请“定位之父”特劳特为自己明确了“绍兴人爱喝的绍兴黄酒”的产品定位，着重产品梳理和提升，提出了“打造标准”的理念，重点打造“国标”和“纯正”系列，就是想做好黄酒的标准化，具体包括传播标准、产品标准、饮器标准、容量标准等。

图 28：古越龙山历年产品提价一览表

时间	提价品种	提价幅度
2008-3-8	白酒坛酒、桶装、瓶装	5%-13%
2008-3-16	绍兴酒、果酒、大灌酒	10%-14%
2008-4-21	沈永和	8%-14%
2008-5-1	青瓷廿年陈花雕、八年陈花雕、简装花雕酒、彩包装加饭	5%-10%
2008-5-16	五十年陈经典花雕酒	11%
2008-7-1	三十年陈百福浮雕酒、三十年陈百寿浮雕酒	12%-13%
2020-5-27	坛装酒	8-9%
2010-6-1	清醇系列、普通瓶装酒	6-9%
2010-10-1	八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）	10%
2010-10-9	2000 年—2009 年手工原酒	11%-17%

2010-10-26	专门酿制、由绍兴咸亨集团独家经销的太雕坛装酒	6%
2011-3-19	白酒	7%
2011-3-19	五十年陈	42%
2011-3-19	三十年陈	36%

资料来源：宏源证券研究所

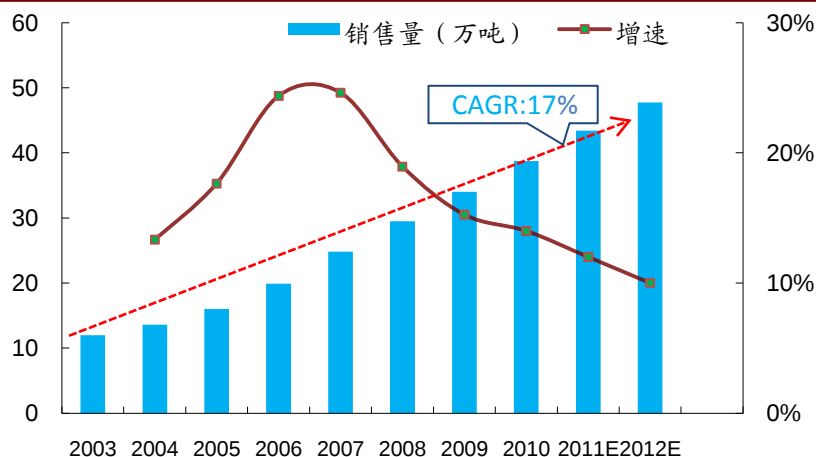
4、乳制品行业：奶粉和液体乳升级趋势将十分明显

4-1、预计到 2015 年，配方奶粉行业的市场容量可翻番

据 EUROMONITOR 研究数据显示，我国 2008 年婴幼儿配方奶粉的市场规模已达 250 亿元，2003 年-2008 年复合增长率为 22.67%；2010 年我国婴幼儿食品市场规模在 420 亿元，其中配方奶粉为 368 亿元，占比 87%，辅食为 53 亿元，占比 13%。

EUROMONITOR 预测，到 2015 年，我国婴幼儿食品市场规模可达 900 亿元，其中配方奶粉接近 800 亿元，辅食 100 亿元（图 29）。

图 29：EUROMONITOR 对国内婴幼儿奶粉市场总销量和增速的预测结果



资料来源：EUROMONITOR，宏源证券研究所

4-2、高端奶粉发展速度有望超过行业平均增速，国产化市场份额有望触底反弹

消费者多为 25-35 岁的白领女性，良好的教育背景以及一定的消费能力决定了这一消费群体在选择奶粉时主要对品牌、质量以及营养成分比较看重，而对于价格并不敏感（图 30）：

- ◆ 注重品牌决定了一旦选择了认可的品牌，不会轻易变换为其他品牌，品牌忠诚度较高；
- ◆ 价格不敏感，因为相比较价格，婴幼儿的父母更加关心营养成分宝宝的健康问题；

图 30：不同收入家庭购买奶粉时考虑因素分析显示，质量、品牌和营养成分是决定消费者购物行为的首选因素

	质量	品牌	营养成分	宝宝喜好	亲朋好友推荐	价格	包装	其他
2000元以下	86%	74%	69%	28%	27%	35%	9%	1%
2000-4000元	87%	77%	71%	30%	27%	31%	8%	1%
4000-6000元	86%	81%	69%	30%	30%	27%	8%	1%
6000-8000元	86%	78%	68%	28%	30%	23%	8%	1%
8000-10000元	86%	82%	67%	32%	31%	21%	8%	1%

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

由于消费者的上述消费习惯，导致了婴幼儿食品市场今年来呈现出高端化发展趋势，因为一般而言，好的品牌+值得信赖的婴幼儿产品一般而言价位都相对较高：

- ◆ 近年来高端婴幼儿奶粉市场年增长率超过 30%；
- ◆ 2005-2007 年，中高端婴幼儿奶粉销售额占总销售额的比重逐年上涨，据 AC 尼尔森数据显示，2008 年这一比例已经达到 56.7%。

从品牌格局上看，国产化品牌目前市场份额已经处于历史谷底（约为 30%），而在几年前，婴幼儿奶粉市场国产品牌市场份额曾经达到过 60-70%。由于近年来三聚氰胺等食品安全问题引发消费者对国产化品牌的认可度下降，因此给了外资品牌一个市场份额快速上升的机会，但我们认为随着厂家在产品品质方面的不断重视与提升、国家相关检测力度的加强、国产化品牌在产品宣传、渠道布局方面比外资品牌具有明显优势等原因，我们认为当前内资品牌的市场份额已经处于历史谷底，长期看将处于触底反弹态势。

四、选股策略及投资标的

1、选股逻辑：优选产品结构及竞争策略顺应时势者

总结以上分析，最终结论落实到一句话：未来五年将是随着居民收入水平的不断提升，吃喝产品将呈现出明显的升级特征，针对这一趋势，从长线投资角度讲，应倾向于竞争策略与能力能够顺应这一趋势的公司作为长线投资标的。我们概括出了以下几条选股逻辑：

- ◆ 品牌知名度和美誉度较好：品牌是一种身份和地位的象征，若是看好未来消费能力升级，那么拥有好的品牌的产品一定会被消费者优先选择且一直被选择；
- ◆ 产品更新速度快，能适应不断升级变化的消费者需求，要求公司团队有敏锐的判断力及较强的创新性，且产品结构要设计恰当；
- ◆ 有定价权优势的公司：定价权由所处产业链位置、行业竞争格局等多个因素共同决定。拥有定价权的企业我们认为其在业内竞争力一定不会弱，且拥有定价权表明了产品一定不会仅满足“平民化”需求，且有能力满足消费能力得到升级的消费者的“档次化”需求。

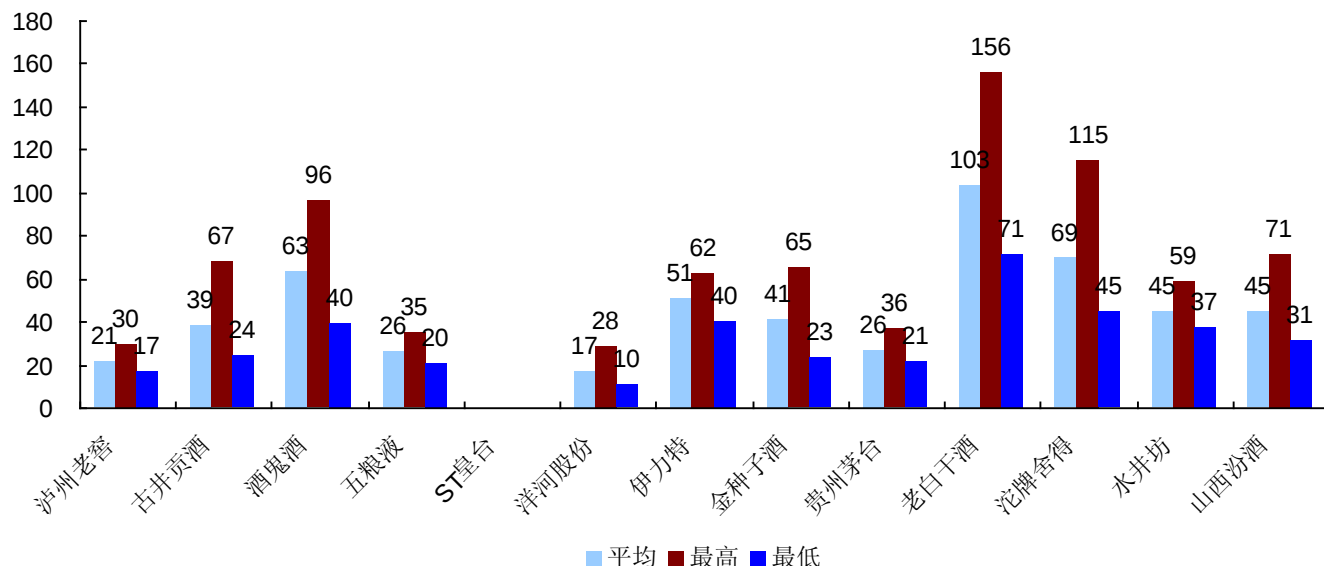
2、估值便宜，加仓正当时

上周除采掘板块外各版块普遍下跌，食品饮料板块小幅下跌 2.92%，跌幅相对较小。细分子板块来看，葡萄酒和白酒板块下跌较少。

动态估值角度看，食品饮料行业动态市盈率（PE/TTM）为 32.26，较上周末 33.18 有所下降。其中白酒子板块估值相对较低。

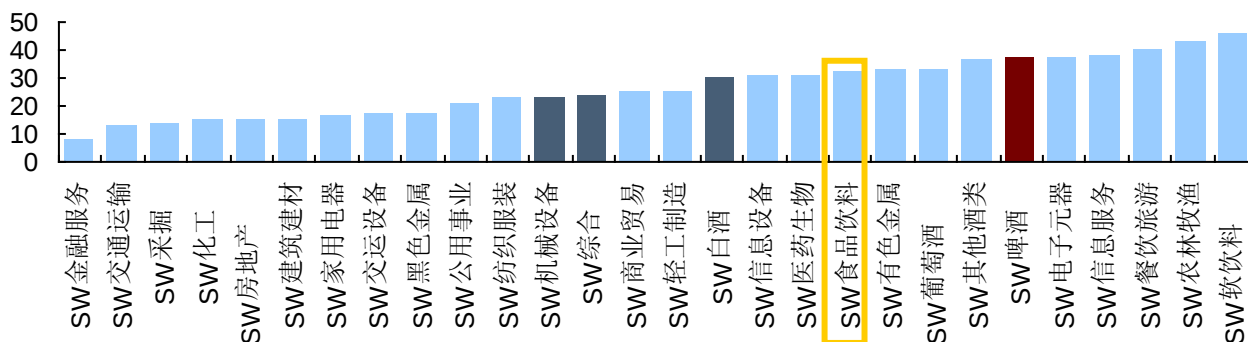
长线投资的加仓正当时：对比 2010 年白酒股票的估值变化区间（按 2010 年 EPS 计算），老窖、五粮液和茅台年内最低估值分别为 17X、20X 和 21X，而最高估值分别为 30X、35X 和 36X。而目前三家公司 2011 年 PE 分别为 20X、22X 和 26X，距离去年估值高点仍有近 40% 上涨空间（图 31-32）。

图 31：白酒上市公司 2010 年估值变化区间



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 32：截止 9-30，食品饮料行业整体动态估值为 32.26X（PE/TTM）



资料来源：wind，宏源证券研究所

3、投资标的

结合上述基本面分析及选股方法，我们提供三条投资主线：

- ◆ PE/G 极低的汤臣倍健、伊利股份、五粮液、贵州茅台；
- ◆ 目前向后看 1 个月，选股方法为有股价催化剂和三季度表现优异的个股，排序顺序为伊利股份、酒鬼酒、古越龙山、金种子酒和汤臣倍健；

◆ 向后看 6-12 个月，选股方法为安全边际强的成长股及布局明年业绩反转的个股，推荐排序为一线白酒贵州茅台、五粮液及汤臣倍健；三线白酒公司如酒鬼酒、金种子酒、好想你和古越龙山；

分析师简介:

苏青青：宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海交通大学材料学硕士，曾任职于国金证券，2010 年新财富团队成员，2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。