

日常消费

渠道角度窥消费 - ‘Staple 焦点访谈’ 回顾 (6)¹

观点聚焦

投资建议

传统快消企业依靠“大单品+渠道扩张”成长的时代可能一去不复返。转型期，龙头公司渠道优势面临削弱风险，同时产品普遍老化。新兴渠道、进口商品、创新品类等恐将持续构成威胁。经销商利润近年来持续下滑资金吃紧，企业对其或已“压无可压”。投资人于是尤其热衷经销商们对快消品当下窘境的剖析以及对渠道未来演变的观点。

理由

越来越难的渠道生意：近年，节日团购市场及餐饮酒店等特通渠道萎缩明显，多数代理品牌无法实现增长。企业过去 5 年未增加渠道利差，但物流、人工、仓储等成本不断上升，挤压盈利。经销商对企业仍现款拿货，但下游分销商回款速度减慢，挤占资金。

渠道补库存动力并不足：经历两年的渠道去库存后，经销商认为未来一段时间渠道库存会处于一个相对稳定的水平。这可能是受制于较弱的需求和偏紧的资金链。

“产品老化”被多次提及：除宏观因素，缺乏“好的”、“新的”产品去满足某些子行业消费升级或新兴需求被多次拿来解释当前“消费疲软”（补充：我们观察到部分国内消费力“外溢”）。旺仔牛奶、康统方便面、营养快线均属于此。未来，没有创新的传统企业将越来越被动。综合乳企和海天味业被认为创新能力较强。

渠道的扁平化、整合及转型：企业愈发倾向绕开较大经销商而直接与更下游的渠道商合作，以节约费用。部分企业甚至直接放弃线下而专攻线上。另一方面，渠道整合力量正在兴起，整合者收购经营困难的经销商后，致力改善其经营效率及提升对企业的议价能力。部分传统经销商也已向电商渠道转型，提升配送服务。

盈利预测与估值

当前 A/H 股两地必选消费品企业平均交易在 23.7 倍/13.7 倍，投资人愿意为有创新能力及改革决心的企业支付溢价，只是我们的股票池中这样的企业凤毛麟角。

风险

快消品企业苟于现状或盲目创新。

陈阳

分析员

brad.chen@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513060002

SFC CE Ref: BBE952

袁霏阳

分析员

feiyang.yuan@cicc.com.cn

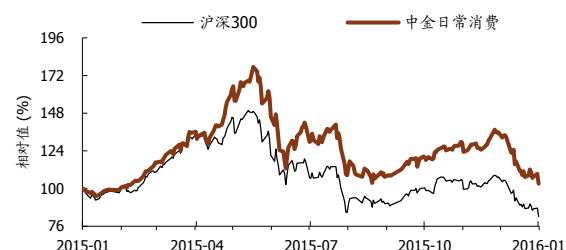
SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
贵州茅台-A	推荐	293.00	13.6	11.9
洋河股份-A	推荐	76.80	15.6	13.7
伊利-A	推荐	20.99	15.5	13.8
海天味业-A	推荐	34.27	25.8	22.2
双汇发展-A	推荐	31.46	12.1	11.3
光明乳业-A	推荐	20.06	17.3	13.7
山西汾酒-A	推荐	25.90	19.4	15.5
古井贡酒-A	推荐	38.47	18.7	16.0
安琪酵母-A	推荐	39.07	27.4	20.5
青岛啤酒-A	中性	31.30	21.4	19.0
泸州老窖-A	中性	29.30	17.1	14.3
张裕-A	中性	41.55	19.4	18.3
燕京啤酒-A	中性	8.00	26.2	25.1
贝因美-A	中性	13.71	226.3	84.8

中金一级行业

日常消费



相关研究报告

- 渠道变革之聚焦电商 - ‘Staple 焦点访谈’ 回顾 (5) (2016.01.27)
- 名酒超级大单品时代启动 - ‘Staple 焦点访谈’ 回顾 (4) (2016.01.27)
- 中国乳业：看好下游、寄望需求 - ‘Staple 焦点访谈’ 回顾 (3) (2016.01.26)
- 对话中国啤酒领头羊 - ‘Staple 焦点访谈’ 回顾 (2) (2016.01.26)
- 知品牌，识基因 - ‘Staple 焦点访谈’ 回顾 (1) (2016.01.26)
- 山西汾酒-A | 三大单品 2016 年正式开启高质量全国化扩张 (2016.01.26)

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

¹ ‘Staple 焦点访谈’是由中金必选消费组于 2011 年创设的品牌活动，每年 1 月我们会邀请投资人参加为期三天的调研，与重量级嘉宾对话最热门话题，并拜访市场最关注的消费品公司。本报告整理自 1 月 20 日于上海举行的“危机中的传统经销商生存之道专场”，席间我们邀请到北京朝批、达利经销商和维达经销商与投资者交流。



图表 1：估值表

	代码	当前股价		市值 亿元	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA			
		2016-1-26	目标价		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
白酒板块																				
贵州茅台	600519.SH	199.01	2500	16.3	15.3	13.8	4.7	3.9	3.2	28.7	25.2	23.3	2.0	2.1	2.4	9.5	9.0	7.8		
泸州老窖	000568.SZ	21.00	294	33.5	18.8	15.0	3.0	2.9	2.9	9.1	15.4	19.4	3.8	4.3	4.8	19.3	13.6	13.6		
洋河股份	002304.SZ	59.91	903	20.0	17.7	15.6	4.6	4.0	3.5	22.9	22.5	22.3	2.4	2.7	3.1	13.4	11.6	9.9		
山西汾酒	600809.SH	15.78	137	38.4	29.4	22.0	3.5	3.4	3.1	9.1	11.4	14.2	2.2	2.2	2.5	23.3	19.9	14.9		
古井贡酒	000596.SZ	28.75	145	24.3	21.7	18.7	3.5	3.1	2.7	14.3	14.3	14.7	1.2	1.2	1.2	17.1	15.6	12.9		
老白干酒	600559.SH	43.68	77	129.1	46.8	30.5	11.5	4.8	4.3	8.9	10.2	14.3	0.3	0.8	1.2	35.7	21.1	16.1		
*ST水井	600779.SH	9.43	46	-11.0	56.6	18.3	3.8	3.6	3.0	-34.7	6.3	16.4	0.0	0.0	0.0	-14.4	23.2	12.5		
白酒板块总体平均					33.2	27.7	18.3	4.6	3.5	3.1	9.1	14.9	17.4	1.8	2.0	2.3	14.0	15.3	11.8	
啤酒板块																				
青岛啤酒A	600600.SH	26.49	358	18.0	22.5	21.4	2.3	2.2	2.1	12.9	9.7	9.6	1.7	1.9	1.9	10.1	12.1	11.3		
燕京啤酒	000729.SZ	6.65	187	25.7	27.4	26.2	1.5	1.5	1.4	5.9	5.4	5.4	1.5	1.5	1.5	10.5	10.9	10.2		
啤酒板块总体平均					21.9	25.0	23.8	1.9	1.8	1.7	9.4	7.5	7.5	1.6	1.7	1.7	10.3	11.5	10.7	
葡萄酒板块																				
张裕A	000869.SZ	34.00	233	23.8	20.6	19.4	3.4	3.0	2.7	14.3	14.7	14.0	1.3	1.3	1.3	17.5	14.3	13.2		
葡萄酒板块总体平均					23.8	20.6	19.4	3.4	3.0	2.7	14.3	14.7	14.0	1.3	1.3	1.3	17.5	14.3	13.2	
肉制品板块																				
双汇发展	000895.SZ	16.51	545	13.5	13.1	12.2	3.5	3.3	3.2	26.1	25.4	26.0	5.7	6.1	6.6	9.2	9.0	8.3		
肉制品板块总体平均					13.5	13.1	12.2	3.5	3.3	3.2	26.1	25.4	26.0	5.7	6.1	6.6	9.2	9.0	8.3	
乳制品板块																				
伊利股份	600887.SH	12.98	787	19.2	18.2	15.5	4.3	3.9	3.4	22.2	21.3	22.3	3.1	3.3	3.8	13.3	11.6	8.6		
光明乳业	600597.SH	11.15	137	23.0	21.3	17.2	3.0	2.8	2.5	13.1	13.1	14.6	2.1	2.1	2.1	12.1	10.4	8.7		
贝因美	002570.SZ	10.21	104	151.5	-67.2	226.3	2.9	3.1	3.0	1.9	-4.6	1.3	0.0	0.0	0.0	59.7	-436.1	55.8		
乳制品板块总体平均					21.1	19.7	16.3	3.4	3.2	3.0	12.4	9.9	12.7	1.7	1.8	2.0	28.4	11.0	8.7	
调味品板块																				
海天味业	603288.SH	28.24	764	36.6	30.4	25.8	10.2	8.8	7.5	27.9	28.8	29.1	3.0	2.0	2.3	26.8	21.7	18.0		
中炬高新	600872.SH	11.15	89	31.0	38.3	30.9	3.8	3.5	3.2	12.2	9.2	10.5	0.7	0.7	0.7	19.6	17.1	14.3		
恒顺醋业	600305.SH	20.21	61	81.4	28.4	39.3	4.8	4.2	3.8	5.9	14.7	9.6	0.2	0.2	0.2	24.0	22.5	18.4		
安琪酵母	600298.SH	30.60	101	68.5	37.8	27.4	3.6	3.3	3.0	5.2	8.8	11.1	0.5	0.9	1.2	19.3	15.9	13.3		
加加食品	002650.SZ	5.83	67	51.0	42.1	36.4	3.9	3.6	3.4	7.6	8.6	9.3	0.7	0.8	1.0	35.4	30.7	25.9		
调味品板块总体平均					53.7	35.4	31.9	5.2	4.7	4.2	11.8	14.0	13.9	1.0	0.9	1.1	25.0	21.6	18.0	
综合食品板块																				
百润股份	002568.SZ	26.92	241	423.2	28.7	17.5	37.2	17.3	16.9	8.8	60.3	96.6	0.4	5.6	5.6	377.6	24.2	14.9		
承德露露	000848.SZ	12.14	91	20.6	19.4	17.9	7.0	5.7	4.9	33.7	29.2	27.4	1.9	2.8	3.1	13.1	12.1	10.9		
三全食品	002216.SZ	8.24	66	81.8	77.1	65.4	1.8	1.7	1.7	2.2	2.2	2.6	0.6	1.2	1.2	74.2	45.8	32.3		
洽洽食品	002557.SZ	15.50	79	26.8	21.2	19.0	2.9	2.7	2.5	10.8	12.6	13.3	2.2	3.1	3.4	18.1	14.4	13.2		
克明面业	002661.SZ	46.20	52	60.5	46.6	35.6	5.4	5.0	4.6	8.9	10.8	12.9	1.0	1.0	0.9	36.8	26.9	20.9		
涪陵榨菜	002507.SZ	15.10	50	36.9	30.9	27.7	4.3	3.9	3.5	11.6	12.5	12.7	4.3	3.2	3.6	26.8	20.5	18.2		
好想你	002582.SZ	15.62	23	42.9	51.2	44.3	1.6	1.6	1.6	3.8	3.2	3.5	1.7	1.7	1.7	19.1	19.5	15.8		
黑芝麻	000716.SZ	13.42	43	68.7	49.7	38.0	2.4	2.3	2.2	3.4	4.6	5.7	0.4	0.6	0.8	34.1	30.2	23.9		
综合食品板块总体平均					95.2	40.6	33.2	7.8	5.0	4.7	10.4	16.9	21.9	1.6	2.4	2.5	75.0	24.2	19.3	
公司 港股/B股	代码	股价 2016-1-26	目标价	市值 百万港元	评级	市盈率 (x)			市净率 (x)			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA (x)		
食品饮料																				
中国食品	0506.HK	2.47	6.50	6,909	确信买入	n.m	22.9	9.9	1.2	1.1	1.0	n.m	4.9	10.2	0.0	0.0	0.0	n.m	8.0	5.6
万洲国际	0288.HK	4.38	6.56	64,160	确信买入	10.8	11.4	10.4	1.5	1.3	1.2	14.1	11.8	11.8	0.0	2.6	2.9	6.0	7.2	6.4
康师傅控股	0322.HK	8.56	15.10	47,961	推荐	15.5	17.1	12.0	2.0	1.9	1.8	13.2	11.3	14.6	3.2	2.9	4.2	7.6	6.9	5.4
合生元	1112.HK	21.40	9.30	13,484	确信卖出	13.5	685.4	89.6	4.1	4.6	4.4	30.5	0.7	4.9	3.0	0.0	0.0	8.7	54.8	51.3
雅士利国际	1230.HK	1.68	2.80	7,973	确信买入	26.8	38.0	27.2	2.1	1.0	1.0	7.8	2.6	3.6	1.1	0.8	1.1	14.8	14.7	9.3
蒙牛乳业	2319.HK	10.66	18.10	41,795	推荐	14.8	12.9	11.7	0.8	0.7	0.7	5.5	5.7	5.7	3.1	3.8	4.2	6.3	10.5	11.5
现代牧业	1117.HK	1.40	2.60	7,427	推荐	5.1	7.7	5.8	1.0	0.9	0.8	18.6	11.5	13.9	0.0	0.0	0.0	5.6	6.9	6.1
中国圣牧	1432.HK	1.79	2.75	11,374	推荐	13.4	10.9	8.3	2.6	2.1	1.7	19.1	19.0	19.9	0.0	0.0	0.0	13.9	11.1	9.5
青岛啤酒股份	0168.HK	28.35	49.00	38,300	中性	16.1	16.0	15.5	2.1	1.9	1.8	12.9	11.9	11.4	1.9	2.1	2.1	9.0	8.4	7.6
张裕B	200869.SZ	24.20	41.00	23,526	推荐	14.2	12.3	11.5	2.0	1.8	1.6	14.3	14.7	14.0	2.2	2.2	2.2	10.6	8.7	8.1
中国旺旺	0151.HK	4.88	7.60	62,584	中性	13.4	13.4	12.6	4.1	3.5	3.0	30.3	26.4	23.8	3.8	3.9	4.1	9.0	8.5	7.5
统一企业中国	0220.HK	5.01	5.70	21,640	回避	63.3	22.4	20.1	1.7	1.6	1.5	2.6	7.0	7.3	0.3	0.9	1.0	12.5	8.7	7.8
平均						20.5	69.6	19.6	2.0	1.8	1.6	14.2	9.9	11.0	1.6	1.6	1.8	9.4	12.4	11.1

资料来源：万得资讯，公司数据，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

