



食品消费

财富效应可能引发波动，短期因素出现边际改善，长期因素并未明显变化

短期消费韧性显现，长期较快增长趋势未被打破，粮油食品和餐饮韧性更强。财富效应可能引发波动，短期因素出现边际改善，长期因素人均收入与行业集中度提升并未明显变化。

我们的观点

短期消费韧性显现，长期较快增长趋势未被打破，粮油食品和餐饮韧性更强。

(1) 短期消费韧性显现。近期国家统计局公布 2018 年 8 月社零数据，普遍环比 7 月回升，8 月社会消费品零售总额同比增 9.0% (同比-1.1pct 环比+0.2pct)，并未出现此前市场担忧的消费失速情况。(2) 长期角度看，2018 年以来社零总额以及其中的食品饮料相关消费仍然实现 9% 左右的较快增长，同比增长放缓幅度亦在可控范围以内，较快增长趋势并未被打破。(3) 数据显示粮油食品和餐饮韧性更强，我们认为粮油食品因属于必选消费韧性更强；餐饮则自从整风运动后由高端餐饮向大众餐饮快速转型，叠加外卖行业兴起，同样表现出较强韧性。(4) 关于市场担忧的数据可靠性问题，历史上国家统计局也曾根据普查结果对往期社零总额进行调整，并非 2018 年独有。

财富效应可能引发波动，短期因素出现边际改善，长期因素人均可支配收入与行业集中度提升并未明显变化。

短期：(1) **财富效应：**4 月份至今 A 股跌幅较大，同时 18 年各地房价也表现相对低迷，历史上看房价涨跌产生的财富效应可能会在 2-4 个季度后对社零增速产生短期影响，此外 P2P 6-7 月 P2P 出现集中爆雷。根据我们近期的白酒渠道草根调研，有经销商反馈消费意愿减弱，我们判断财富效应可能是短期消费需求扰动因素。根据我们历史调研记录判断，财富效应对白酒短期需求的影响较大，如 15 年 6 月份、16 年 1 月份都表现较为明显。(2) **边际改善：**18 年 7-8 月 70 个大中城市住宅价格上涨 2.5%，涨幅环比同比皆有改善。18 年规范消费贷和严控消费贷流入房市的大背景下，7-8 月住户短期消费贷款同比增 9.0%，按季度看，18 年以来增速首次转正。可以展示高端消费局部情况的澳门幸运博彩收入增长 8 月有所回暖，8 月同比增 17%，高于彭博市场一致预期 (约+15%)。**长期：**(1) **人均可支配收入：**从历史数据看，居民人均可支配收入不断提升是居民消费增长的主要驱动力。1H18 全国居民人均可支配收入同比增 8.7% (同比降 0.1pct)，2Q18 同比增 8.6% (同比降 0.6pct)，维持稳健增长，并未出现明显下滑。(2) **集中度提升：**有投资者担忧如果经济增速放缓，可能打断食品饮料的上升势头，但对比行业与上市公司增速可以发现，经济复苏并非过去 2 年上市公司高增长的主因，集中度提升才是主因。食品饮料上市公司同时受益于行业增长与集中度提升，双轮驱动，即使行业增速小幅放缓，但集中度提升趋势不变，可以继续支撑上市公司相对较快增长。(3) 近期中央出台意见促进消费，人均收入增长与行业集中度提升等驱动因素获得进一步支撑。

风险提示：居民可支配收入增长大幅放缓、行业集中度提升不及预期、经济下滑对行业影响超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者



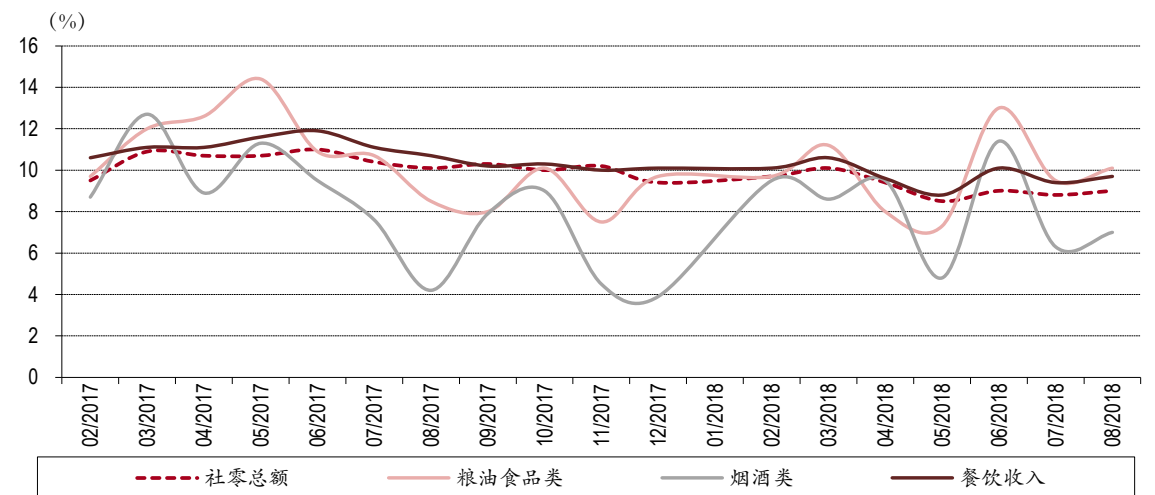
短期消费韧性显现，长期较快增长趋势未被打破，粮油食品和餐饮韧性更强

短期消费韧性显现。近期国家统计局公布 2018 年 8 月社零数据，普遍环比 7 月回升，8 月社会消费品零售总额同比增 9.0%（同比-1.1pct\环比+0.2pct），粮油食品类零售额同比增 10.1%（同比+1.6pct\环比+0.6pct），烟酒类零售额同比增 7.0%（同比+2.8pct\环比+0.7pct），餐饮收入同比增 9.7%（同比-1.0pct\环比+0.3pct），并未出现此前市场担忧的消费失速情况。

长期消费较快增长趋势未被打破。2018 年 1-8 月社会消费品零售总额同比增 9.3%（同比-1.1pct），粮油食品类零售额同比增 9.8%（同比-1.2pct），烟酒类零售额同比增 8.4%（同比-0.5pct），餐饮收入同比增 9.8%（-1.3pct）。长期角度看，2018 年以来社零总额以及其中的食品饮料相关消费仍然实现 9% 左右的较快增长，同比增长放缓幅度亦在可控范围以内，较快增长趋势并未被打破。

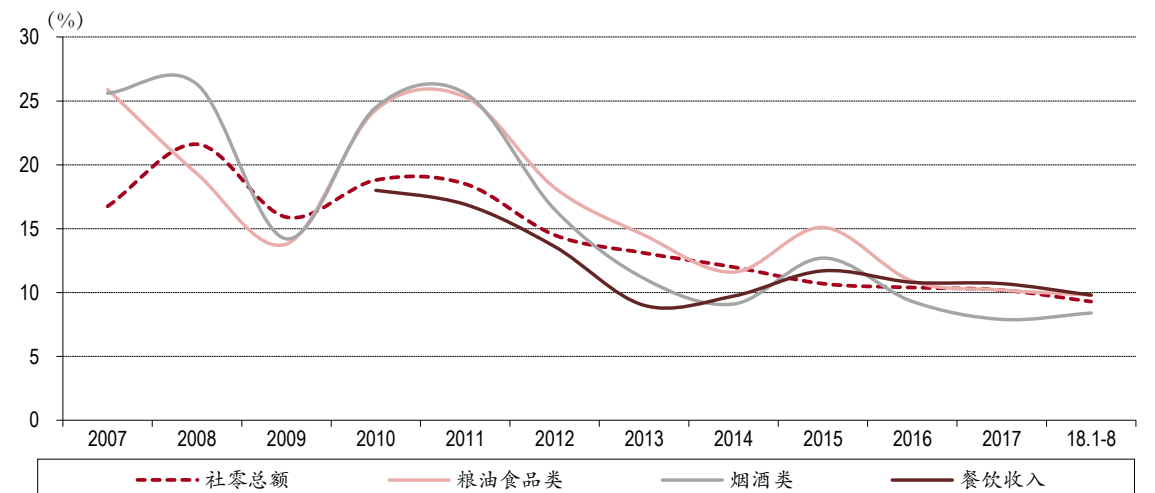
可选消费烟酒类波动相对更大，粮油食品和餐饮韧性更强。无论从短期月度数据，还是从长期年度数据来看，食品饮料相关消费中可选消费烟酒类零售额增速波动相对更大，粮油食品和餐饮表现更好，15 年至今零售额年度增速始终快于社零总额增速，且当月增速数据显示其韧性更强。我们认为粮油食品因属于必选消费韧性更强；餐饮则自从整风运动后由高端餐饮向大众餐饮快速转型，叠加外卖行业兴起，同样表现出较强韧性。

图表 1. 社零数据当月同比增速 (2017.2-2018.8)



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 2. 社零数据年度同比增速 (2007-2018.1-8)

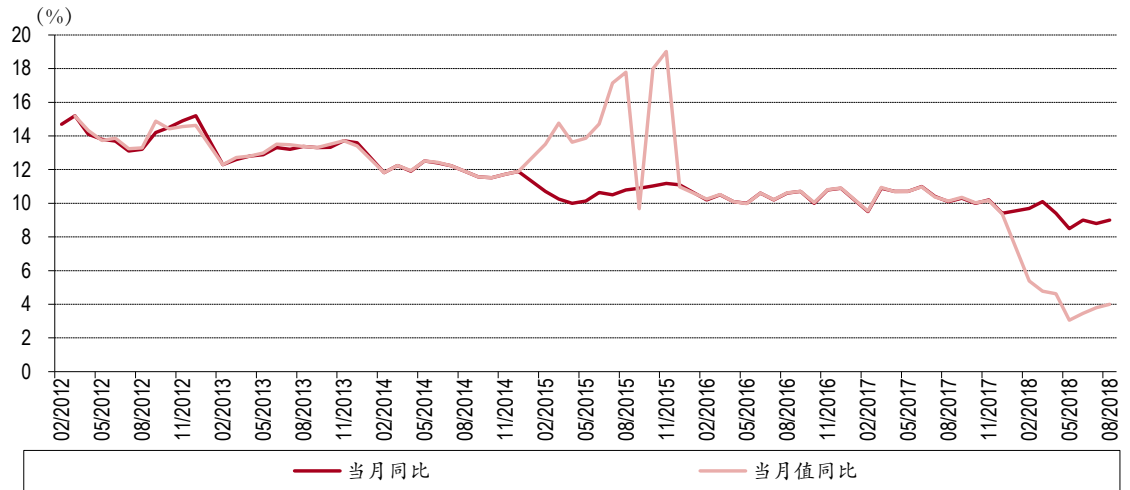


资料来源：国家统计局，万得，中银证券



历史上国家统计局也曾根据普查结果对往期社零总额进行调整，并非 2018 年独有。2018 年以来，因国家统计局公布的社零数据当月同比增速与通过当月值计算的同比增速存在较大差异，市场担忧社零数据可靠性下降。对于该较大差异，统计局的解释为：“上年同期社会消费品零售总额根据第三次全国农业普查结果及有关制度规定进行了修订，增速按照可比口径计算。”我们发现历史上该类较大差异也并非 2018 年独有，2015 年当月同比与当月值同比增速也存在较大差异，当年统计局公报中的解释与 2018 年相似，“根据第三次经济普查结果对 2013 年社会消费品零售总额数据进行了修订，2014 年社会消费品零售总额数据也相应进行了调整。”

图表 3. 社零总额当月同比与当月值增速对比 (2012.2-2018.8)



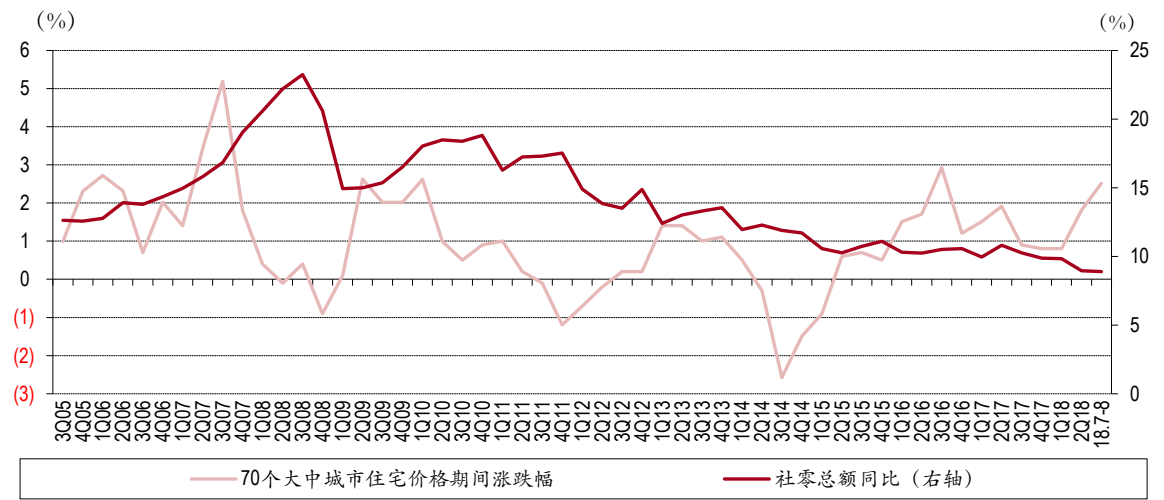
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

财富效应可能引发短期波动，但长期因素人均收入与行业集中度提升并未明显变化

财富效应可能引发短期波动。4 月份至今 A 股跌幅较大，同时 18 年各地房价也表现相对低迷，历史上看房价涨跌产生的财富效应可能会在 2-4 个季度后对社零增速产生短期影响。此外，P2P 6-7 月 P2P 出现集中爆雷，P2P 贷款余额出现下断崖式下跌，7 月环比下降 27%。根据社科院数据，2014 年房地产占居民总资产 54%，理财、信托、股票、基金、债券合计占 14.2%。

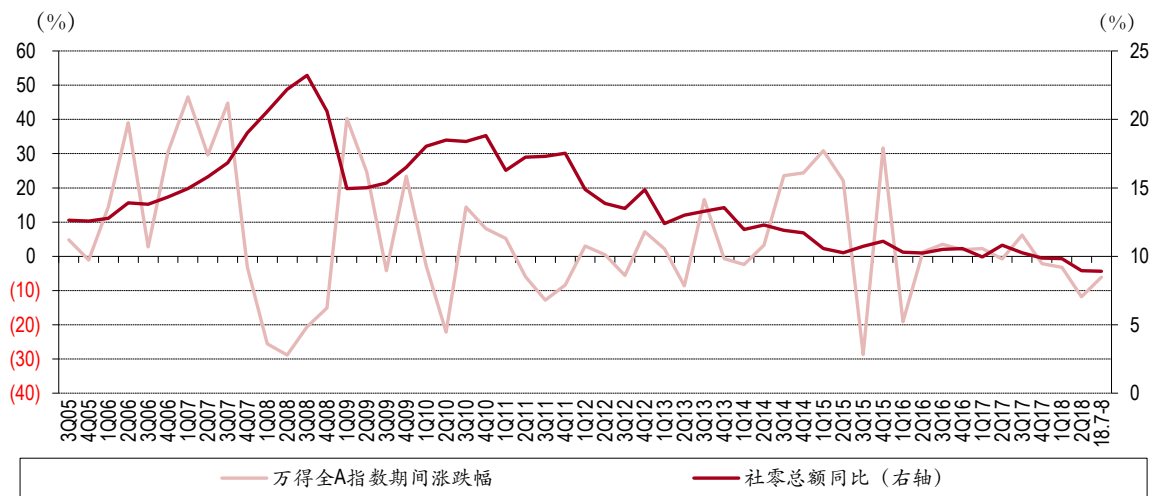
根据我们近期的白酒渠道草根调研，有经销商反馈消费意愿减弱，我们判断财富效应可能是短期消费需求扰动因素。根据我们历史调研记录判断，财富效应对白酒短期需求的影响较大，如 15 年 6 月份、16 年 1 月份都表现较为明显。

图表 4.70 个大中城市住宅价格季度内涨跌幅与社零总额同比增速对比



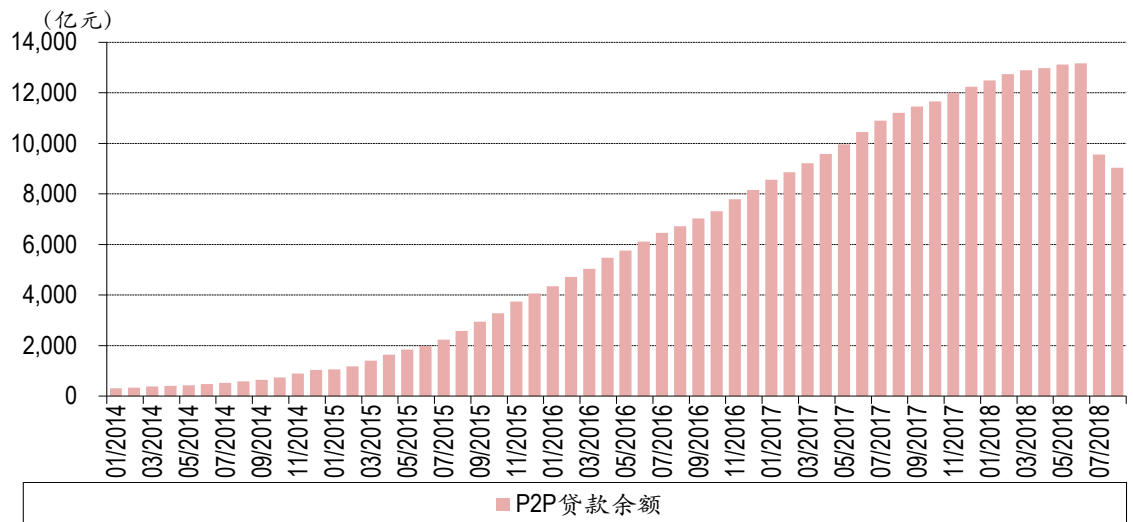
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 5. 万得全 A 指数季度内涨跌幅与社零总额同比增速对比



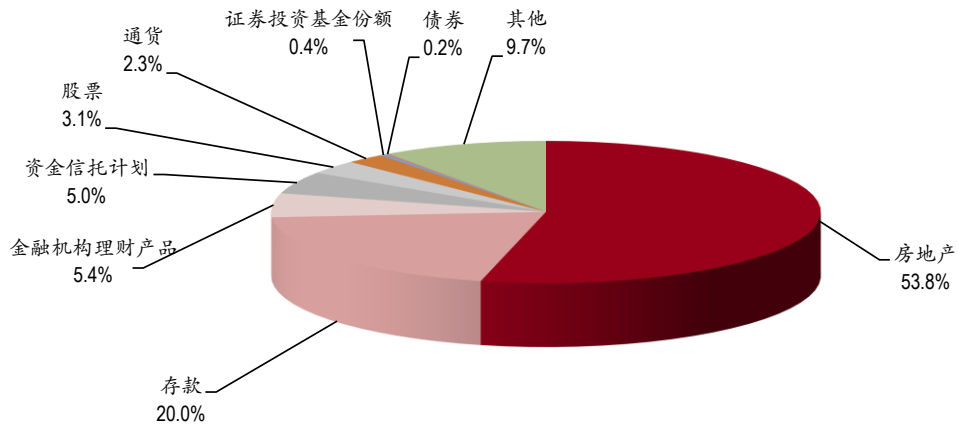
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 6. 2018 年 7 月 P2P 贷款余额出现断崖式下跌



资料来源：网贷之家，万得，中银证券

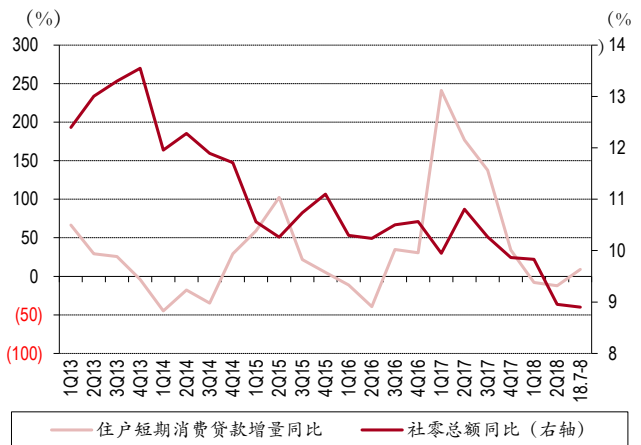
图表 7. 中国居民资产分布 (2014)



资料来源: 社科院, 万得, 中银证券

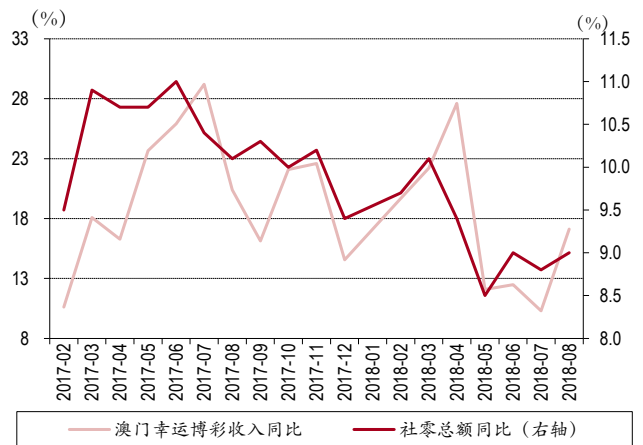
短期因素出现边际改善迹象。根据国家统计局, 18年7-8月70个大中城市住宅价格上涨2.5%, 涨幅环比同比皆有改善。18年规范消费贷和严控消费贷流入房市的大背景下, 根据中国人民银行, 1Q18住户短期消费贷款同比降8.1%, 2Q18同比降12.3%, 但7-8月住户短期消费贷款同比增9.0%, 按季度看, 18年以来增速首次转正。可以展示高端消费局部情况的澳门幸运博彩收入增长8月有所回暖, 根据澳门经济局, 8月幸运博彩收入同比增17%, 高于彭博市场一致预期(约+15%)。

图表 8. 季度住户短期消费贷款与社零总额同比增速对比



资料来源: 国家统计局, 中国人民银行, 万得, 中银证券

图表 9. 月度澳门幸运博彩收入与社零总额同比增速对比

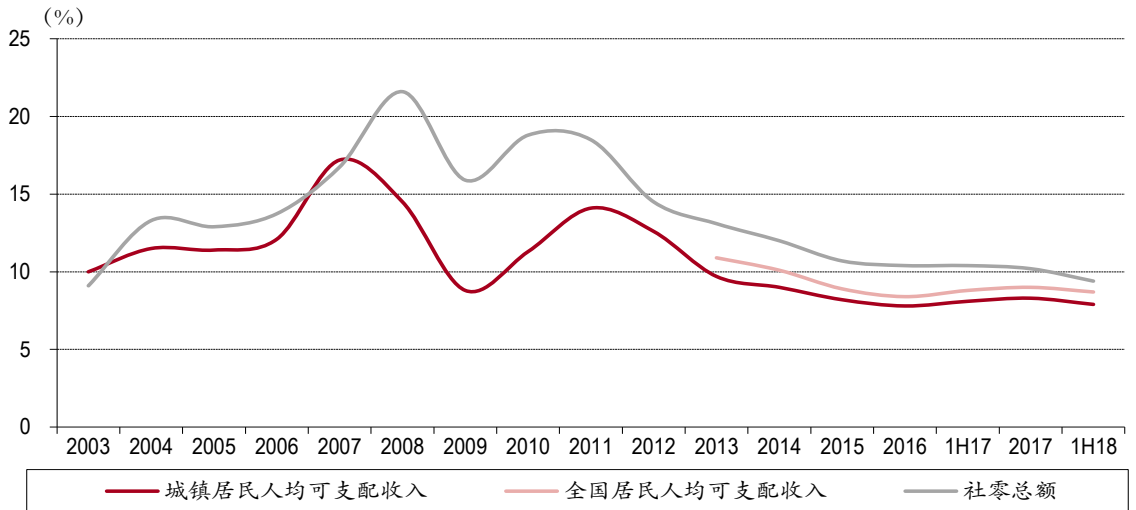


资料来源: 澳门经济局, 中银证券

长期因素人均收入与行业集中度提升并未明显变化:

(1) **消费增长的主要驱动力: 居民人均可支配收入稳健增长。**从历史数据看, 居民人均可支配收入不断提升是居民消费增长的主要驱动力。1H18全国居民人均可支配收入同比增8.7% (同比降0.1pct), 2Q18同比增8.6% (同比降0.6pct), 维持稳健增长, 并未出现明显下滑。

图表 10. 居民人均可支配收入同比增速与社零总额增速对比 (2013-1H18)



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

(2) 食品饮料上市公司同时受益于行业增长与集中度提升，双轮驱动，即使行业增速小幅放缓，但集中度提升趋势不变，可以继续支撑上市公司相对较快增长。

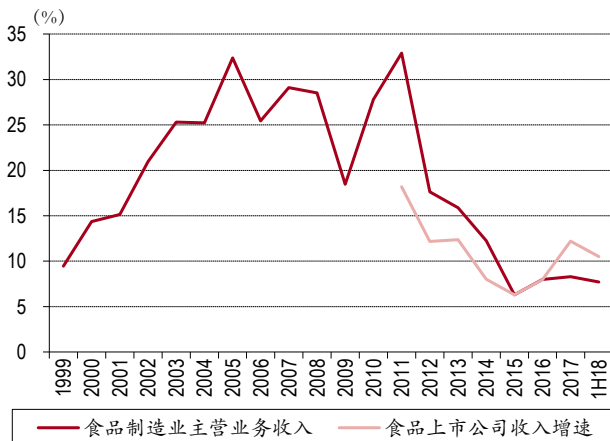
经济复苏并非过去 2 年上市公司高增长的主因。有投资者担忧如果经济增速放缓，可能打断食品饮料的上升势头。要理解这个问题，要回到问题产生的源头来看，过去两年经济复苏，伴随着食品饮料上市公司提速，容易造成一个错觉，就是本轮食品饮料的相对高景气是由于经济复苏所带来的。

首先，本轮食品饮料全行业仅是弱复苏，统计局公布的 16 年、17 年、18 年上半年非酒食品行业收入增速分别为 8.0%、8.3%、7.7%，白酒行业收入增速分别为 10.2%、14.4%、15.8%，我们判断这个数据体现了全行业真实的增速，远低于上市公司水平。

其次，16 年 GDP 增速降 0.2pct，17 年升 0.2pct，波动并不大，而 17 年非酒食品上市公司收入增速同比上升 4pct，白酒上市公司收入增速同比上升 14pct。无论是解释当期，还是后周期，用经济复苏来解释过去 2 年食品饮料上市公司的更快增长，都略显牵强，集中度提升才是主因，白酒还受益于渠道补库存。

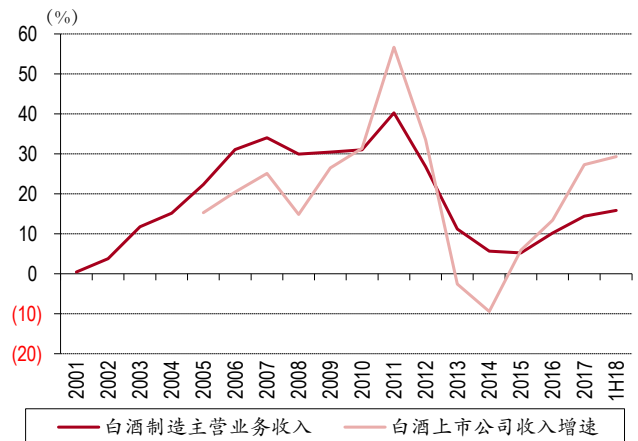
从 1H18 的情况来看，食品饮料行业集中度提升趋势不变。1H18 非酒食品上市公司收入同比增 10.5%（高于行业 2.8pct），白酒上市公司收入同比增 29.3%（高于行业 13.5pct）。

图表 11. 非酒食品行业收入与上市公司收入同比增速



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 12. 白酒行业收入与上市公司收入同比增速



资料来源：国家统计局，万得，中银证券



(3) 近期中央出台意见促进消费,人均收入增长与行业集中度提升等驱动因素获得进一步支撑。2018年9月20日中共中央、国务院印发《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》。《意见》提出以消费提质升级助推高质量发展,我们认为龙头品牌符合消费提质升级要求,行业集中度有望进一步提升。《意见》提出强化政策配套和宣传引导,改善居民消费能力和预期,上文已经提及,居民人均可支配收入不断提升是居民消费增长的主要驱动力,包括深化收入分配制度改革在内的政策配套将有效增加低收入群体收入,扩大中等收入群体,促进居民人均可支配收入持续提升。

风险提示

居民人均可支配收入增长大幅放缓。受制于棚改货币化安置规模下降、通胀抬升、经济下滑等因素影响,居民实际人均可支配收入增长大幅放缓。

行业集中度提升不及预期。随着行业增速放缓,竞争不断加剧,导致集中度提升不及预期。

经济下滑对行业影响超预期。经济下滑导致居民消费信心与消费意愿快速下降,对行业影响超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 2DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371