

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

民生基础消费仍具旺盛的增长力

——2019 年食品饮料行业投资策略

证券研究报告-年度策略

投资评级: 强于大市

个股预测和评级

股票简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
泸州老窖	1.9	2.3	17.96	买入
水井坊	1.2	1.9	15.27	买入
山西汾酒	1.5	2.1	15.93	买入
老白干酒	0.7	0.8	17.55	买入
古井贡酒	2.5	3.0	18.6	买入
青岛啤酒	1.1	1.2	25.71	买入
承德露露	0.6	0.7	11.54	买入
恒顺醋业	0.3	0.4	24	买入
安琪酵母	1.2	1.5	15.15	买入

资料来源: 中原证券

收盘价: 2018 年 11 月 22 日

相关研究

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

发布日期: 2018 年 11 月 22 日

- 食品饮料的各个子行业中,景气度相对较好的是:白酒、调味品、啤酒、软饮料、肉制品和食品综合。2008 至 2018 年,扣非 ROE 持续下降的行业有:葡萄酒、黄酒和其他酒类。同期,扣非 ROE 持续上升的行业有:调味发酵品和食品综合;触底回升的有:白酒、啤酒、软饮料和肉制品。从发展阶段上看,乳制品、食品综合、调味品和白酒共同的特征是:市场仍处于高度竞争,参与者费用投入大,但是同时收入快速增长,市场份额不断获得集中。啤酒、软饮料、肉制品和黄酒的特征是:市场经历了长期竞争之后,份额趋稳、剩余企业开始向市场要利润和效益。
- 2008 至 2018 年,销售商品流入现金出现放缓迹象的行业有白酒、葡萄酒;持稳的行业有黄酒和肉制品;正在或持续改善的行业有:啤酒、调味品、乳制品、综合食品和其他酒类,改善幅度较大的有啤酒、软饮料和食品综合。截至 2018 年上半年,经营性现金流净额保持良好的行业有:白酒、啤酒、乳制品、食品综合调味品和肉制品。
- 2008 至 2018 年,存货大幅增加的行业有白酒、食品综合、软饮料和葡萄酒;存货稳步增加的行业有:肉制品、黄酒和其他酒类;存货下降的行业有:乳制品、啤酒和调味品。长期来看,存货周转率改善的行业有白酒、软饮料和乳制品,是相关市场需求增长、动销加速所致;存货周转率下降的行业有黄酒和肉制品,其中对于肉制品主要原因是进口库存大幅上升,导致了存货周转率的下降。存货周转率始终居高,但是 2017 年后回落的行业有:啤酒、葡萄酒、调味品和食品综合。
- 行业的收入增长受到销量和价格的影响。大体来看,2016、2017 年以来,收入呈现触底反弹的行业有:白酒、肉制品、软饮料、乳制品和调味品,其中既有量增,也有价增。作为民生消费的基础,白酒、肉制品、软饮料、乳制品和调味品的消费增长还是相对稳定的,未来需要关注的是哪个行业的产品提价或升级空间更大。相对而言,收入增速持续下降的行业有:葡萄酒、啤酒、黄酒、其他酒类和食品综合,其中啤酒和黄酒于 2017、2018 年纷纷提价,即便如此行业收入仍然下降。相比基础消费,可选的食品和饮料消费增长不太稳定,行业有较大的变数。
- 截至 2018 年 11 月 8 日,估值具有吸引力的板块有:白酒、啤酒、软饮料、肉制品、乳制品和食品综合,对应的市盈率分别为 19、18、17、18、22 和 24 倍,我们重点推荐的板块有白酒、啤酒、肉制品和软饮料。我们建议资金上半年在场外继续观望,至板块向上的行情确立时再予以介入。

风险提示: 市场风险偏好和热点的急速改变将会推动防御型板块持续性下跌,时间和幅度超出预期;对于成本需要进口和产品需要出口的上市公司,贸易战和汇率波动将会对其有较大的负面影响;行业中发生食品安全事件,对板块形成主推压力。

导语

截至 11 月 15 日，食品饮料板块年内下跌逾 20%，板块市盈率 22 倍、市净率 4.5 倍。站在新旧年度之交，我们回顾过往十年，以长期的视角梳理了食品饮料下的各个子行业，采用“自上而下”的方法，试图发现有基本面支撑、有可靠增长动力的板块和标的，希望能够为 2019 年的投资给予指导。

我们从行业盈利、行业现金流、行业周转和行业成长等四个维度切入，以 2008 至 2018 年期间的相关数据为支撑，对于各个子行业的发展脉络、阶段和趋势给予总结和展望，并结合当前的板块估值给予 2019 年的投资建议。

1. 行业盈利

我们用以下几个指标指示食品饮料子行业的景气度，分别是：扣非（扣除非经常性损益）净资产收益率（ROE）、销售毛利率、营业成本率和费用率。其中，由于消费行业的费用投入主要集中在销售领域，故对于三大费用我们重点参考销售费用。

1.1 扣非后净资产收益率

净资产收益率是上市公司的在销售扣除生产成本、各项费用和税之后的股东回报率，扣非则是从利润中继而又扣除了非经常性损益项目的主营利润。

纵观 2008 至 2018 年的长期数据，我们发现，扣非 ROE 持续下降的行业有：葡萄酒、黄酒和其他酒类（主要指低度饮料酒）。同期，扣非 ROE 持续上升的行业有：调味发酵品和食品综合；触底回升的有：白酒、啤酒、软饮料和肉制品。

1.2. 销售毛利率

影响上市公司销售毛利率的是销售价格和营业成本，由于行业的销售价格和营业成本趋同，故销售毛利率指示了行业特征，使得行业内的上市公司彼此具有可比性。

概览 2008 至 2018 年，销售毛利率下降的行业有：葡萄酒、黄酒和乳制品。

其中，葡萄酒的销售毛利率从 2012 年开始持续下降，主要原因是行业受到进口葡萄酒的很大冲击，质优价廉的国际葡萄酒推动国内葡萄酒价格不断下沉，而国内的葡萄种植成本却居高不下，导致行业毛利率的持续下降。

黄酒毛利率的下滑始于 2009 年。黄酒的受众群稳定，价格变动较小，因而影响行业毛利率的主要是各项生产成本。2008 年之后，包括工人工资、能源费用、土地成本等成本的不断上升，而黄酒的定价和利润率偏低，导致黄酒的毛利率下滑。今年黄酒厂商提高了产品出厂价，预计黄酒盈利下滑的态势会得到一定地遏制。

乳制品的毛利率受到成本和价格的双头夹击：原奶价格居高且波动大，而制品的终端价格

在激烈的市场竞争下受到压制，长期看乳制品的毛利率仍将走低。大型乳制品企业通过在海外收购奶牛养殖产能有效地降低了生产成本，因此在国内成本居高的市场环境中将会胜出。

2008至2018年，销售毛利率呈现上升趋势的行业有：白酒、啤酒、软饮料、肉制品、调味品、食品综合和其他酒类。其中，白酒和啤酒的毛利率在2016年之后低位回升，而其他行业呈长期持续上升的态势。

白酒在2013至2015年期间经历了行业整体向下周期，该轮调整是政策导向和宏观经济所导致；而白酒本身是高毛利行业，名酒的定价权较大，上市公司的提价行为频繁，目前板块盈利触底回升的幅度已经比较大，基本回到了前期的盈利水平。

啤酒的盈利下行始于2014年，主要因为市场竞争过于激烈，促销行为导致产品价格疲软，而同时生产成本却无法因为价格下降而减少，行业整体陷入了长达四年的盈利下行。经过长期的产能和市场的扩张，啤酒上市公司的盈利水平于2018年触底回升，行业的规模效益开始显现出来。

软饮料、肉制品、调味品三个子行业的盈利中枢常年持续抬升。其中：软饮料的情况与啤酒相同，二者都是受困于前期市场的激烈竞争，导致盈利波动大，但是后期随着市场参与者减少和竞争减缓，行业盈利进入上升期。肉制品的盈利主要由生猪成本决定，随着生猪进口规模加大，行业成本不断降低，从而促进了企业的盈利。调味品本身的毛利率较高，随着近年产品升级和定价的推升，行业盈利持续快速提高。

1.3. 成本率

纵观2008至2018年，营业总成本率总体呈现升势的行业有：其他酒类、葡萄酒、黄酒和乳制品，其中乳制品的成本经过长期下降后于2017年开始抬头反弹。

营业总成本率整体呈现降势的行业有：白酒、啤酒、软饮料、调味品、肉制品和食品综合。营业总成本主要包括生产成本、税金、销售费用、管理费用和财务费用，其中影响子行业成本的主要是销售费用和包括能源、人工和包材在内的生产成本。此外，影响营业成本率的重要因素除了成本还有销售规模。

1.3.1. 销售费用

由于销售费用很大程度上影响了行业成本，并且销售费用是企业所在市场竞争程度的重要指标，故在各项成本中应着重关注一下行业的销售费用。

截至2018年上半年，销售费用率超过30%的行业有：其他酒类；20%至25%的行业有：乳制品和葡萄酒；15%至20%的行业有：啤酒和食品综合；10%至15%的行业有：黄酒、软饮料、调味品和白酒；10%以下的行业有：肉制品。如果用该指标描述市场竞争程度的话，市场竞争由激烈向缓和依次是：其他酒类、乳制品、葡萄酒、啤酒、食品综合、黄酒、软饮料、调味品、白酒和肉制品。其中，乳制品和白酒行业的销售费用中更多地包含了广告宣传费用，两个行业在广宣方面的投入远远高于其他行业。

纵观 2008 至 2018 年，除了葡萄酒外，所有子行业的销售费用率均持续上升。销售费用率畸高的行业有：其他酒类；销售费用率居高不下，销售投入随销售规模同步扩大的行业有：乳制品、食品综合、调味品和白酒；销售费用率长期下降的行业有：啤酒、软饮料、肉制品和黄酒。从发展阶段上看，乳制品、食品综合、调味品和白酒共同的特征是：市场仍处于高度竞争，参与者费用投入大，但是同时收入快速增长，市场份额不断获得集中。啤酒、软饮料、肉制品和黄酒的特征是：市场经历了长期竞争之后，份额趋稳、剩余企业开始向市场要利润和效益。

综上，食品饮料的各个子行业中，景气度相对较好的是：白酒、调味品、啤酒、软饮料、肉制品和食品综合。

2. 行业现金流

为了观察行业现金能力的变化趋势，我们选取的相应指标是销售商品和服务获得现金、经营性现金流净额。

2.1 销售商品和服务获得现金

纵观 2008 至 2018 年期间数据，销售商品流入现金出现放缓迹象的行业有白酒、葡萄酒；持稳的行业有黄酒和肉制品；正在或持续改善的行业有：啤酒、调味品、乳制品、综合食品和其他酒类，改善幅度较大的有啤酒、软饮料和食品综合。

2.2 经营性现金流净额

截至 2018 年上半年，经营性现金流净额保持良好的行业有：白酒、啤酒、乳制品、食品综合调味品和肉制品。

相比 2008 年同期，经营性现金流净额大幅改善的行业有：白酒、啤酒、肉制品、调味品、乳制品和食品综合，分别增长 6.79、3.89、16.83、13.32、5.06 和 0.18 倍，而软饮料、黄酒、葡萄酒的经营性现金流均较彼时相对地恶化。

由于各个子行业的经营特征不同，现金生成能力不同，因而彼此没有太大的可比性。截至 2018 年第三季度末，经营性现金流净额从高到低依次为：白酒、啤酒、乳制品、食品综合、调味品、肉制品、软饮料、葡萄酒、其他酒类和黄酒。可见，白酒和啤酒仍然是最大的“现金奶牛”，调味品和肉制品的现金情况也不错，而食品综合——作为高增长的新兴消费——有些超出预期。

3. 行业运营效率

3.1 存货

2008 至 2018 年，存货大幅增加的行业有白酒、食品综合、软饮料和葡萄酒；存货稳步增加的行业有：肉制品、黄酒和其他酒类；存货下降的行业有：乳制品、啤酒和调味品。

行业存货持续增加，可能是因为市场容量持续萎缩，导致了行业存货积压；行业存货持续增加，也可能是由市场消费量持续增长、产品不断升级等原因所推动。对于消费品而言技术取代的威胁较小，因而品类市场的容量不至于萎缩；此外，存货积压会招致去库存，存货呈现周期性。我们认为，存货持续增加的动力来自于行业需求的持续增长，正如我们看到，白酒、食品综合、软饮料和葡萄酒均是蕴含着巨大潜力的新兴消费领域。

行业存货持续下降的原因之一是行业自发的供给侧改革。通过供给侧改革，行业参与者的数量减少、供给更加集中，由此市场挤出推动了市场存货的下降，比如啤酒行业。但是，还有另外一种情况：行业库存长期降低，而龙头企业的库存却持续上升，比如海天味业之于调味品行业、伊利股份之于乳制品行业。在这种情况下，行业的龙头企业已经独享了市场的大部分份额，行业的头部效应尤为明显，预示未来相关市场的竞争将会趋于温和。

由存货的情况，我们是否可以得出结论：消费较高增长的行业有白酒、葡萄酒、软饮料和食品综合；而市场愈发集中、龙头愈发受益的行业是调味品、啤酒和乳制品。

3.2 存货周转率

行业之间的存货周转率没有可比性，因为不同行业的消费特性不同，从而导致了运营周期的不同。比如，肉制品、乳制品和调味品的存货周转较快，啤酒和软饮料的周转水平居中并且彼此相当，而白酒、葡萄酒的周转较慢。

长期来看，存货周转率改善的行业有白酒、软饮料和乳制品，是相关市场需求增长、动销加速所致；存货周转率下降的行业有黄酒和肉制品，其中对于肉制品主要原因是进口库存大幅上升，导致了存货周转率的下降。存货周转率始终居高，但是 2017 年后回落的行业有：啤酒、葡萄酒、调味品和食品综合。

4. 行业增长预期

影响行业增长的几个因素，一是行业盈利能力，或者景气度；二是行业收入增速。关于行业景气度，我们以上已经阐述过，行业的收入增速和持续性仍需要思考。

行业的收入增长受到销量和价格的影响。大体来看，2016、2017 年以来，收入呈现触底反弹的行业有：白酒、肉制品、软饮料、乳制品和调味品，其中既有量增，也有价增。作为民生消费的基础，白酒、肉制品、软饮料、乳制品和调味品的消费增长还是相对稳定的，未来需要关注的是哪个行业的产品提价或升级空间更大。理论上，产品和品牌天然上本土化，成本不受国际制约的行业，更容易地对产品升级或提价，比如白酒、调味品和软饮料行业。

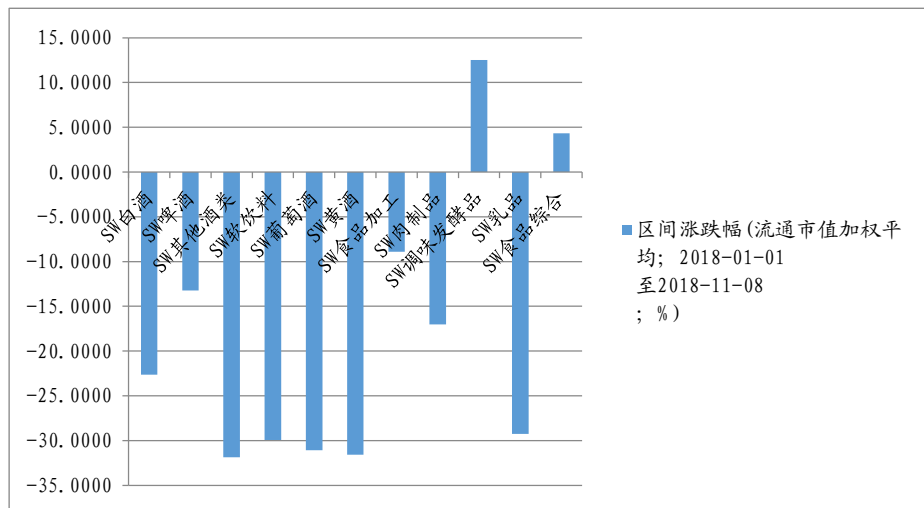
相对而言，收入增速持续下降的行业有：葡萄酒、啤酒、黄酒、其他酒类和食品综合，其中啤酒和黄酒于 2017、2018 年纷纷提价，即便如此行业收入仍然下降。相比基础消费，可选的食品和饮料消费增长不太稳定，行业有较大的变数。

综上，就销售增长性而言，目前较好的行业有白酒、调味品、肉制品、乳制品和软饮料。

5. 估值

2018 年 1 月 1 日至 11 月 8 日，在二级市场实现正增长的板块仅有调味品和食品综合，其余板块均有不同程度的下跌。2018 年板块的全体下跌为 2019 年的市场投资创造了参与的机会，因为板块的估值已经相比 2018、2017 年低了很多，板块估值有了一定的吸引力。

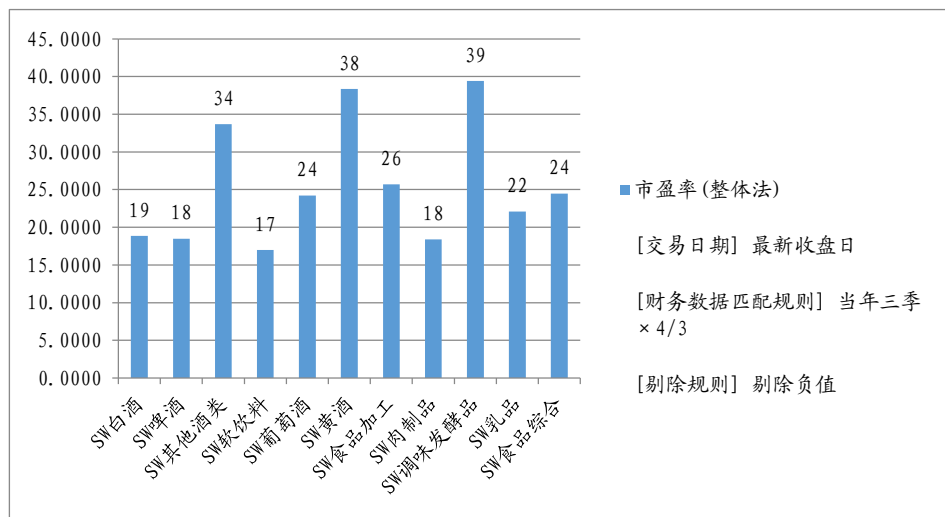
图表 1：食品饮料行业年内涨跌幅



资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 11 月 8 日，估值具有吸引力的板块有：白酒、啤酒、软饮料、肉制品、乳制品和食品综合，对应的市盈率分别为 19、18、17、18、22 和 24 倍。结合上市公司的收入和利润增长，一些板块的 PEG 值已经低于 1 倍，比如白酒、肉制品等。

图表 2: 食品饮料行业估值



6. 投资建议和风险提示

结合行业的增长和估值，对于中长期投资，我们重点推荐的板块有白酒、啤酒、肉制品和软饮料，给予相关板块“强于大市”的投资评级。民生基础消费未来仍会有不俗的增长，是二级市场重要的中长期投资标的。

预计 2019 年市场的整体风格将会向战略新兴行业转移，资金对于大消费的热衷降低；这种情况下，食品饮料板块的估值仍将进一步降低。但是，作为资产配置的一部分，当板块估值出现明显“洼地”时，板块新一轮的上涨必然会发生，我们需要在时点上予以准确地把握。

我们建议资金上半年在场外继续观望，至板块向上的行情确立时再予以介入。对于 2019 年板块投资，我们推荐的股票包括：泸州老窖、水井坊、山西汾酒、老白干酒、古井贡酒、青岛啤酒、承德露露、恒顺醋业和安琪酵母。

风险提示：市场风险偏好和热点的急遽改变将会推动防御型板块持续性下跌，时间和幅度超出预期；对于成本需要进口和产品需要出口的上市公司，贸易战和汇率波动将会对其有较大的负面影响；行业中发生食品安全事件，对板块形成主推压力。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。