



Research and
Development Center

中西碰撞——新挑战，新机遇

食品饮料行业 2019 年投资策略

2018 年 12 月 10 日

王见鹿 食品饮料行业分析师

毕翹楚 研究助理

中西碰撞——新挑战、新机遇

2019 年投资策略

2018 年 12 月 10 日

本期内容提要:

- ◆ **拨开迷雾看真相，食品饮料消费数据强于预期。** 季度居民消费支出数据则显示，18 年中国居民人均可支配收入进一步提升，截止 3Q18，人均消费支出增速为 6.3%，远高于 17 年水平。凯度城镇居民快消品数据也显示，在遭遇了去年底至今年年初的增速放缓后。城镇购物者的快速消费品总支出于 3Q18 增长了 6.3%，创下年内新高，也是 2017 年以来的第二高季度增速，其中包装食品和饮料板块增速明显企稳反弹，由年初低点的 1.4% 上升至 3.5% 左右。我们判断，食品饮料需求端的大环境相较去年同期更为良性。
- ◆ **西风东渐 vs. 中西碰撞，国内企业迎来挑战和机遇。** 由于中美贸易摩擦愈演愈烈，很大程度上给食品饮料板块的供给端带来了前所未有的不确定性。这一方面是由于我国的食品饮料企业主要集中在全球食品加工链上的中间或下游环节，上游原材料供给的波动很容易形成成本压力；但另一方面，我国新一代消费者对舶来饮食文化越来越接受，且持续降低的关税也使进口食品渗透率提高；一旦某些终端商品进口量下降，是国内企业抢占市场份额难能可贵的机会。
- ◆ **从三大维度寻找高增速子版块。** 我们根据“市场空间（产量复合增速）持续增长”、“进口增速变化”和“盈利能力持续增强（ROE 高），但板块估值较低”三项指标筛选出宠物食品、豆奶（软饮料-植物蛋白饮料）、葡萄酒、烘焙食品 and 高端乳制品 5 个值得关注的子品类。其中“进口增速变化”为新增指标，用以衡量中美贸易摩擦影响下，部分商品进口量同比大幅下滑带来的需求缺口。
- ◆ **2019 年年度策略：** 2018 年是中西碰撞，有挑战也有机遇的一年。展望 2019，在食品饮料行业整体增速企稳反弹的大背景下，我们看好供给端变化对部分新兴子板块带来的需求拉动机会，并继续维持食品饮料行业整体“看好”投资评级。需要提示的是，食品饮料板块的子板块间增速出现明显分化，部分企业也有可能面临原材料上涨或管理不善导致盈利能力退化的情况。因此，19 年的投资策略仍然应是优选高速发展的子板块及个股。我们维持食品饮料行业整体“看好”投资评级；建议关注可能受益需求增长和进口替代概念的中宠股份、佩蒂股份、维他奶、达利食品、养元股份、承德露露、张裕 A、百润股份、伊利股份和蒙牛乳业，重点推荐：广州酒家。
- ◆ **风险因素：** 贸易摩擦、美元持续升值等因素导致原材料成本进一步上行；宏观经济下行造成需求疲软；政策抑制调价机制；行业内企业税赋进一步加重；食品安全问题爆发等。

证券研究报告

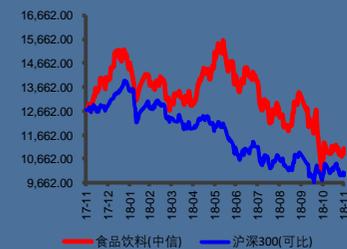
行业研究——投资策略

食品饮料行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级：看好，2017.12.15

食品饮料行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

行业规模及信达覆盖

股票家数（只）	100
总市值（亿元）	22776
流通市值（亿元）	20592
信达覆盖家（只）	4
覆盖流通市值（亿元）	454.7

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

王见鹿 行业分析师

执业编号：S1500517100001

联系电话：+86 21 61678591

邮箱：wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话：+86 21 61678587

邮箱：biqiaochu@cindasc.com

相关研究

《20180313 广州酒家（603043.SH）：餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发》
2018.03.13

《20180320 广州酒家（603043）利口福公司两地扩产，速冻食品获市场认可》
2018.03.20

《20180417 广州酒家（603043）17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》
2018.04.17

《20180604 食品饮料行业卓越推》
2018.06.04

《20180830 广州酒家（603043）食品板块突破产能瓶颈，提速增效；还待股权激励落地进一步激发潜能》
2018.08.30

《20180910 食品饮料行业卓越推：广州酒家、中炬高新》
2018.09.10

《20181102 广州酒家（603043）月饼销售良好，盈利超预期；股权激励有望进一步激发潜能》
2018.11.02

《20181203 食品饮料行业卓越推：广州酒家》
2018.12.03

《20181203 食品饮料行业卓越推：广州酒家》
2018.12.03

《20181203 食品饮料行业卓越推：广州酒家》
2018.12.03

《20181203 食品饮料行业卓越推：广州酒家》
2018.12.03

目录

投资聚焦	2
食品饮料行业投资逻辑：中西碰撞下，需求端和供给端的新变化	9
需求端：拨开迷雾看真相，食品饮料消费数据强于预期	9
需求端增长的三大趋势	12
供给端：西风东渐 vs. 中西碰撞，国内企业迎来挑战和机遇	17
供给端变化的三大趋势	17
三大维度寻找高增速子品类	22
重点子品类推荐	27
事件驱动：并购推动业绩增长	51
行业评级及投资建议	55
行业评级及投资建议	55
重点推荐	56
风险因素	57

表目录

表格 1 餐饮板块成分股（百万元，倍）	7
表格 2 2017 年起关税调整正式覆盖食品饮料板块	18
表格 3 涉及中国报复性关税的美国主要出口产品金额及其占比（按 2017 年全年金额核算，千美元，%）	19
表格 4 年轻人最爱的酒水品牌	47

图目录

图 1 SW 行业板块年初至今绝对涨跌幅（%）	3
图 2 SW 行业板块下半年至今绝对涨跌幅（%）	3
图 3 陆港两地食品饮料子板块年初至今绝对涨跌幅（%）	4
图 4 2012-2018Q3 白酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	5
图 5 2012-2018Q3 白酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	5
图 6 2012-2018（E）白酒板块 ROE 变化情况（%）	5
图 7 2008 至今 SW 白酒板块市值及 PE（亿元，倍）	5
图 8 2012-2018Q3 剔除白酒板块营业总收入与增速（亿元，%）	6
图 9 2012-2018Q3 剔除白酒板块归母净利润与增速（亿元，%）	6
图 10 2012-2018（E）剔除白酒的食品饮料板块 ROE 变化情况（%）	6
图 11 2008 至今 SW 食品加工板块市值及 PE（亿元，倍）	6
图 12 2012-2018Q3 餐饮板块营业总收入与增速（亿元，%）	8
图 13 2012-2018Q3 餐饮板块归母净利润与增速（亿元，%）	8
图 14 2018（E）餐饮板块个股 ROIC 分布情况（%）	8
图 15 2015 至今餐饮板块估值（倍）	8
图 16 餐饮板块 14 家（含 Sysco）的 ROIC 和 PE 对比（%）	9
图 17 15 年至今社销零售数据累计同比增速（%）	10
图 18 15 年至今汽车类零售额累计同比增速（%）	10
图 19 17 年初至今季度居民人均消费支出季度累计增速（%）	10
图 20 居民人均消费支出构成（元，%）	10
图 21 16-18（E）食品饮料零售额累计值及增速（亿元，%）	11
图 22 15 年至今人均食品研究消费支出累计值及增速（元，%）	11
图 23 中国快速消费品城镇购物者总支出年度增长率（%）	11
图 24 2012-3Q2018 食品饮料板块销售收入增速（%）	12
图 25 2012-3Q2018 食品饮料板块销量增速（%）	12
图 26 2012-3Q2018 食品饮料板块单价变化（%）	12
图 27 2015-3Q2018 食品烟酒板块 CPI 变化情况（%）	12
图 28 13 年至今烟酒零售额累计值及增速（亿元，%）	13
图 29 13 年至今酒板块 CPI 变化情况（元，%）	13
图 30 15 年至今全国农村居民人均食品烟酒消费支出增速（%）	13
图 31 15 年至今全国城镇居民人均食品烟酒消费支出增速（%）	13
图 32 2017 年一至四线城市互联网渗透率（%）	14
图 33 2017 年一至四线城市消费者网购/海淘频率（%）	14
图 34 电商渗透率（%）	15
图 35 拼多多 GMV 及佣金转化率（亿元，%）	15
图 36 2013-2020(E)年各大零售渠道销售额增速（%）	16
图 37 2015-2017 年便利店销售额增速（%）	16
图 38 2015-2017 年便利店门店增速（%）	16
图 39 2015-2017 年便利店平均单店收入增速（%）	16
图 40 2016 年一、二线消费者在食品饮料方面的花费占比（亿元，%）	17
图 41 我国 2015 年以来的历次关税调整	18
图 42 过去 36 个月大豆采购成本（元/吨%）	20

图 85 2012-2017 年中国葡萄酒消费量变化 (亿升, %)	40	图 43 2015 年至今高粱采购成本指数	20
图 86 不同地区人均葡萄酒消费量 (升/年/人)	40	图 44 葡萄酒进口量增速由正转负 (%)	20
图 87 14 年至 1H18, 我国葡萄酒进口量及依存度变化 (亿千升, %)	40	图 45 啤酒进口量增速大幅放缓	20
图 88 2017 年我国葡萄酒销售渠道市占率 (%)	41	图 46 2013-2017 年宠物食品进口金额及增速 (千美元, %)	21
图 89 2018 (E) 我国葡萄酒品牌市占率 (%)	42	图 47 食品加工板块固定资产投资增速低迷 (%)	21
图 90 13 年至今我国葡萄酒产量增速 (%)	43	图 48 饮料板块固定资产投资增速弱于 2017 年 (%)	21
图 91 餐饮收入及葡萄酒销售收入增速对比 (%)	44	图 49 18 年饮料板块盈利能力优于食品加工, 但趋势下滑 (%)	22
图 92 酒企产销率变化情况 (%)	45	图 50 2018 年食品加工和饮料板块亏损面大幅增加 (%)	22
图 93 16 年 vs 17 年不同酒类分渠道销售额增速对比 (%)	46	图 51 中国食品饮料板块 25 个子品类的销量复合增速及增速变化率 (%)	23
图 94 MAT2018 不同年龄段各品类消费金额占比 (%)	47	图 52 中国食品饮料板块 25 个子品类的销量增速变化 (%)	24
图 95 2013 年至今我国乳制品月累计产量增速对比 (%)	48	图 53 中国食品饮料板块 6 个进口相关子品类的 17 年增速 vs 18 年增速变化 (%)	24
图 96 2015-2017 年国内外原料奶和奶制品月度价格走势	48	图 54 中国上市食品饮料子板块的 ROE 变化率和 PE 对比 (%)	26
图 97 17 年婴幼儿配方奶粉市场占有率 (%)	50	图 55 2012-2018Q3 乳制品板块归母净利润与增速 (亿元, %)	26
图 98 17 年奶酪市场占有率 (%)	50	图 56 2012-2018Q3 乳制品板块 ROE 变化 (%)	26
图 99 1Q13-3Q18 中国食品饮料及相关板块并购重组规模及笔数 (百万元, 笔, %)	52	图 57 2002-2017 年我国人口出生率 (‰)	27
图 100 2013-2017 年食品饮料行业投资者人数变化 (家)	53	图 58 2002-2017 年我国各年龄段人口指数对比 (2002=100)	27
图 101 1Q13-3Q18 美国食品饮料及相关板块并购重组规模及笔数 (百万元, 笔, %)	54	图 59 2010-2020 (E) 中国宠物产业市场规模 (亿元, %)	28
图 102 广州酒家营收、净利润与增速 (亿元, %)	57	图 60 2018 年狗饲主的开支分类占比 (%)	28
图 103 年初至今广州酒家相对大盘涨跌幅 (%)	57	图 61 2018 年猫饲主的开支分类占比 (%)	28
		图 62 日本粗出生率 (‰)	29
		图 63 2002-2017 年日本各年龄段人口指数对比 (2002=100)	29
		图 64 2010-2016 年日本宠物用品市场规模 (十亿美元, %)	30
		图 65 1996-2018 (E) 美国宠物产业市场规模 (十亿美元)	31
		图 66 美国及英国人均牛奶年消费量下降 (升/年)	31
		图 67 06-16 年 10 年间牛奶与植物蛋白替代饮料比例 (%)	31
		图 68 植物蛋白饮料生产厂商 2016 年区域市场及全球市场份额 (%)	32
		图 69 非乳制品饮料替代加速 (%)	33
		图 70 中国植物蛋白饮料渗透率变化 (%)	34
		图 71 植物蛋白饮料全额增长率 (%)	34
		图 72 15-18H1 植物蛋白饮料收入 (亿元)	34
		图 73 15-18H1 植物蛋白饮料收入增速 (%)	34
		图 74 维他奶 FY13 至今的营收、净利润及对应增速 (%)	34
		图 75 维他奶 FY13 至今的 ROE (%)	34
		图 76 MAT2018 各品类人群渗透率	35
		图 77 90 后及 95 后相比其他年龄段更加偏好进口酒	36
		图 78 线上酒类品牌数	37
		图 79 线上酒类 TOP10 品牌消费金额占比	37
		图 80 不同品类酒水消费金额占比	37
		图 81 张裕葡萄酒产品线消费金额趋势	38
		图 82 MAT2018 张裕甜葡萄酒产品 vs 整体品牌消费增速	38
		图 83 2000-2016 年全球葡萄酒交易量 (亿升, %)	39
		图 84 2000-2016 年全球葡萄酒交易额 (亿升, %)	39

投资聚焦

关键假设点

截止 18 年 10 月，我国食品饮料行业粮油食品、饮料烟酒类零售额累积至 6 个月移动平均增速恢复至 10.2%。展望 2019 年，食品饮料行业已进入“低速增长”的“新常态”，这也意味着行业内企业的生存环境更为严苛。因此，选取表现优异的子品类和个股成为投资的重中之重。

有别于大众的认识

有别于一般认识，食品饮料需求端的大环境相较去年同期更为良性。三大趋势：1) 虽然舆论上一直在讨论消费升级的趋势是否已停止，但从数据来看，价格对于销售额的推动作用依然明显。有别于 2017 年的情况，今年食品相关 CPI 自 2 月高居不下，通胀影响略强于产品升级影响。2) 食品饮料板块增速出现分化：饮料板块在 2018 年经历双杀，销量明显负增长，而销售价格增速也弱于 17 年同期。相对的，包装食品板块整体呈现了更强劲的价格上涨趋势。饮料板块也包含了酒板块，该板块在 16-17 年表现强劲，主要受高端白酒触底反弹的影响。但最新的烟酒类零售数据显示，烟酒类消费额增速放缓，累计增速创 18 个月以来新低，且酒类 CPI 由高转低，酒板块或将进入减速通道。3) 渠道进一步延伸，关注农村消费崛起和“到家+商超”对食品饮料企业带来的消费客群和消费频次红利。

推荐逻辑

供给端来看，由于中美贸易摩擦愈演愈烈，很大程度上给食品饮料板块的供给端带来了前所未有的不确定性。这一方面是由于我国的食品饮料企业主要集中在全球食品加工链上的中间或下游环节，上游原材料供给的波动很容易形成成本压力；但另一方面，我国新一代消费者对舶来饮食文化越来越接受，且持续降低的关税也使进口食品渗透率提高（如宠物主粮、坚果及果干、高端乳制品等）；一旦某些终端产品进口量下降，是国内企业抢占市场份额难能可贵的机会。但 18 年不论食品还是饮料板块，行业盈利情况均出现退化，行业将继续出清落后产能，唯有管理能力卓越的企业方能提升市占率。

市场表现催化剂

中美贸易摩擦带来供给缺口，国内优势企业有望实现进口替代；上市公司通过并购重组实现战略布局和业绩增长。

行业评级与投资建议

我们维持食品饮料行业整体“看好”投资评级；建议关注可能受益需求增长和进口替代概念的中宠股份、佩蒂股份、维他奶、达利食品、养元股份、承德露露、张裕 A、百润股份、伊利股份和蒙牛乳业，重点推荐：广州酒家。

风险因素

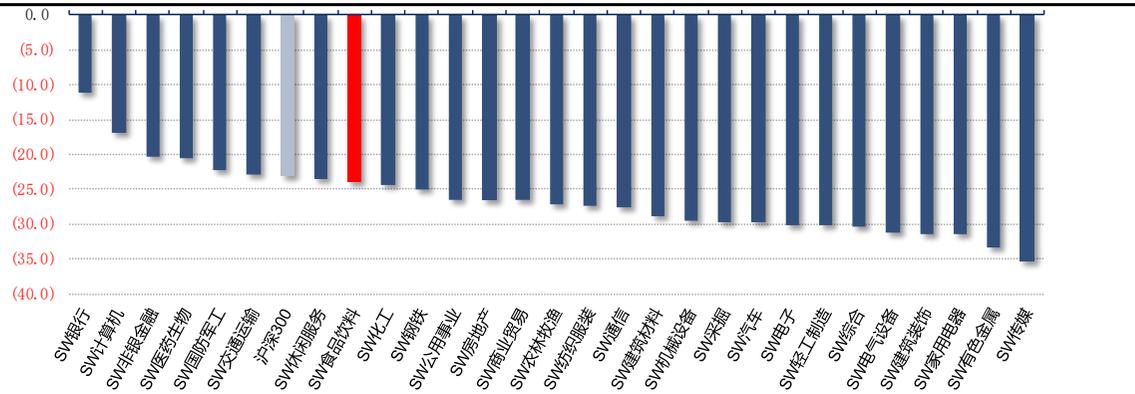
贸易摩擦、美元持续升值等因素导致原材料成本进一步上行；宏观经济下行造成需求疲软；政策抑制调价机制；行业内企业税赋进一步加重；食品安全问题爆发等。

食品饮料板块 18 年下半年表现低迷

板块表现转差，白酒表现不再一骑绝尘

截止 2018 年 11 月 26 日，SW 食品饮料板块年初至今涨幅-24.02%，同期沪深 300 指数涨幅为-23.08%，前者相对涨幅达-0.94%，尽管所有板块均下跌，但食品饮料表现并不出色。

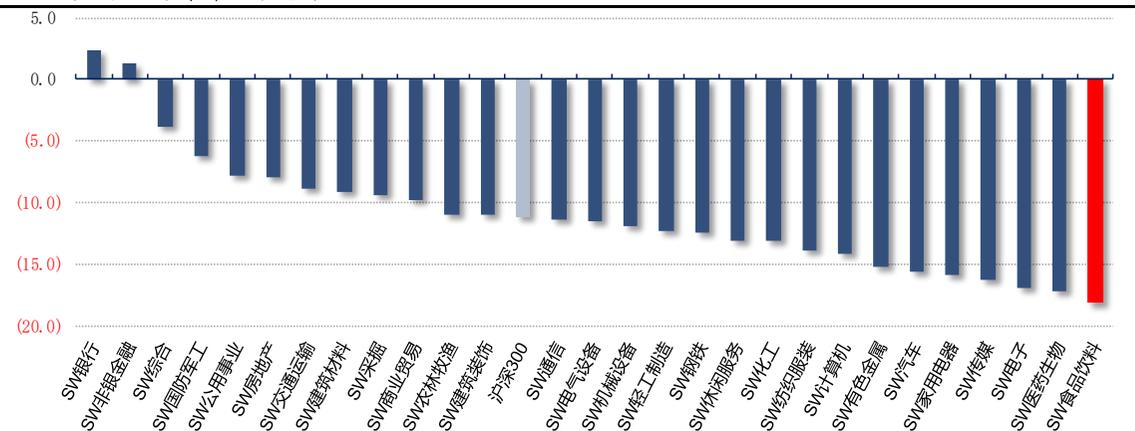
图 1 SW 行业板块年初至今绝对涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心；截止 2018 年 11 月 26 日

值得注意的是，SW 板块从下半年至今 SW 食品饮料领跌，涨跌幅高达-18.07%，同期沪深 300 指数涨幅为-11.06%，前者相对涨幅达-7.01%，和 2016、2017 年领跑其他行业板块形成鲜明对比。

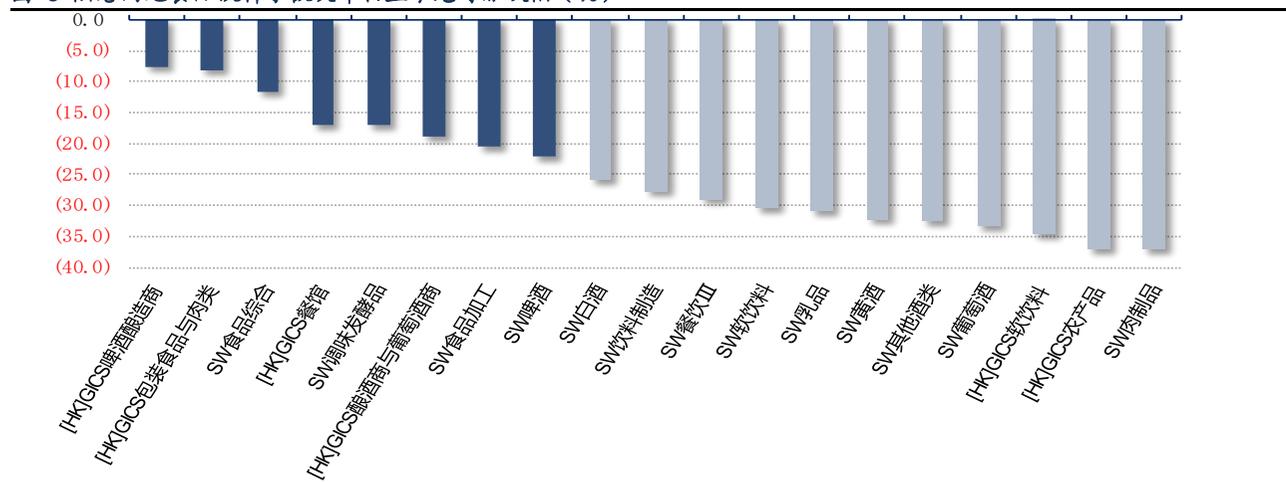
图 2 SW 行业板块下半年至今绝对涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心；截止 2018 年 11 月 26 日

从子版块区间涨跌幅可以看出，无涨幅板块；跌幅最小的三个板块为[HK]GICS 啤酒酿造商、[HK]GICS 包装食品与肉类和 SW 食品综合；白酒板块已不再是最大亮点，且跑输大盘 2.76 个百分点。跌幅最高的三个板块为 SW 肉制品、[HK]GICS 农产品和[HK]GICS 软饮料，分别下跌-37.11%、-37.02%和-34.72%；有十一个板块跑输大盘。

图 3 陆港两地食品饮料子板块年初至今绝对涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 截止 2018 年 11 月 26 日

鉴于食品饮料板块中白酒板块的营业收入、净利润及市值占比分别高达 34.80%、68.28%和 59.23%，且其前五大成分股贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖和山西汾酒具备很强的可选消费品属性，而其他板块中企业的快消品属性明显，因此我们尝试分别分析白酒板块（含 19 家企业）及剔除白酒的食品饮料板块（含 73 家企业）。

白酒板块增速放缓，遭遇估值下调

截止 18 年 3 季度，白酒板块合计营业收入 1,535.94 亿元，增速 22.82%，较去年同期下降 7.02 个百分点；合计实现归母净利润 507.36 亿元，增速 29.69%，大幅下滑 12.91 个百分点。自 12 年以来的近 6 年间，白酒板块整体景气度呈加速反弹态势，营收及净利润增速在 14 年触底；但 3Q18 营业收入和归母净利润增速均较 17 年行业最好水平有所下降。

图 4 2012-2018Q3 白酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从投资回报率角度,白酒板块扣非后摊薄净资产收益率由 12 年高点时的 47.88% 快速下滑,2016 年仅为 24.34%;但随着 16-17 年白酒消费强势复苏,该指标已大幅回升,我们预计 2018 全年小幅上扬。从估值角度,板块 PE 已从 2017 年高位的 33x 大幅下降,录得 19.98x (截止 2018 年 11 月 26 日)。

图 6 2012-2018 (E) 白酒板块 ROE 变化情况 (%)

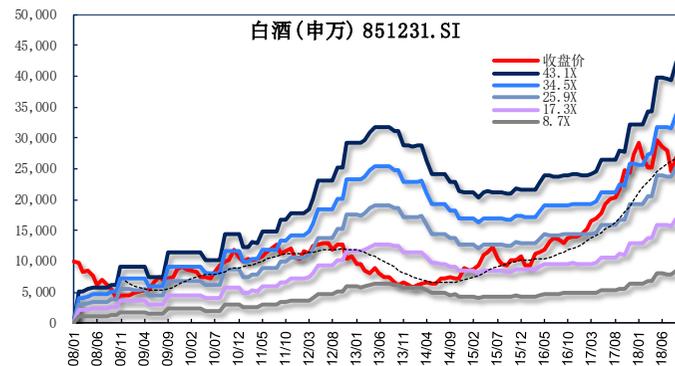

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

剔除白酒的食品饮料板块增速加快,估值触及历史低点

截止 18 年 3 季度,剔除白酒的食品饮料板块合计营业收入 2,877.12 亿元,增速 10.89%;合计实现归母净利润 235.65 亿元,

图 5 2012-2018Q3 白酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7 2008 至今 SW 白酒板块市值及 PE (亿元, 倍)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

增速 23.62%，两项指标均录得两位数增长，较去年全年增速加快。

图 8 2012-2018Q3 剔除白酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

值得注意的是, 该板块 ROE 较低, 近年在 11.5%-13% 区间波动, 但 18 年前 3 季度即已高于 17 年全年水平, 我们预计全年 ROE 有望创近年新高达到近 14%。另外, 从估值角度来看, SW 食品加工板块目前 PE 为 25.4x (截止 2018 年 11 月 30 日), 较去年同期的 31.6x 有所下降, 且已触及 1H14 以来的估值低点。我们因此判断, 该板块仍应有估值提升空间。

图 10 2012-2018 (E) 剔除白酒的食品饮料板块 ROE 变化情况



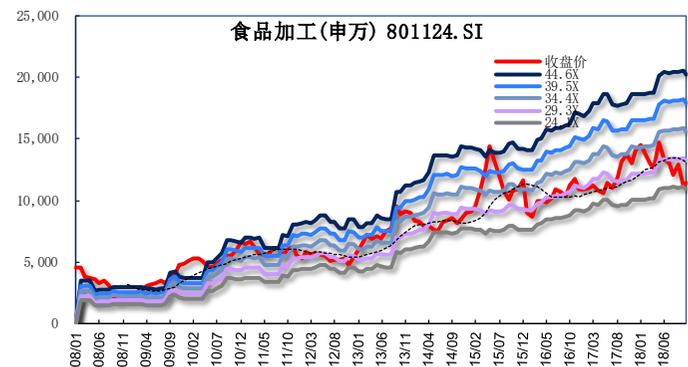
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9 2012-2018Q3 剔除白酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11 2008 至今 SW 食品加工板块市值及 PE (亿元, 倍)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

餐饮板块企稳反弹，海底捞上市推高板块热度

餐饮板块方面，由于港股是我国餐饮企业主要的上市地点，故我们根据市值规模选取了排名前 13 的港股及 A 股上市公司进行跟踪，具体情况见下表。

表格 1 餐饮板块成分股（百万元，倍）

排名	证券简称	代码	最新收盘价 (元)	总市值 (百万元)	净利润 (百万元)			市盈率 PE			EV/EBITDA			市净率 PB	CAGR3	PEG
					LTM	2018	2019	LTM	2018	2019	LTM	2018	2019			
1	海底捞	SEHK:6862	15.51	82,221	1,358	1,766	2,664	57.6	46.6	30.9	35.1	29.3	17.9	62.2		
2	颐海国际	SEHK:1579	18.90	19,790	401	490	619	48.4	40.4	32.0	36.1	29.6	21.1	11.0	48.8	0.8
3	呷哺呷哺	SEHK:520	9.74	10,382	432	489	643	22.9	21.2	16.2	11.7	10.9	8.7	4.7	24.8	0.9
4	大家乐	SEHK:341	17.16	9,960	431	450	496	22.5	22.1	20.1	11.0	10.5	9.8	3.5	16.4	1.4
5	广州酒家	SHSE:603043	24.20	9,777	439	418	503	22.5	23.4	19.4	16.9	15.2	11.3	5.3	17.7	1.3
6	安井食品	SHSE:603345	37.28	8,054	259	270	344	31.3	29.8	23.4	20.7	18.6	14.8	4.1	27.5	1.1
7	三全食品	SZSE:002216	5.90	4,793	82	97	138	57.9	49.2	34.7	21.1	16.1	13.3	2.3	37.4	1.3
8	全聚德	SZSE:002186	11.81	3,643	131	-	-	27.7	-	-	15.0	-	-	2.3	-	-
9	大快活	SEHK:52	23.96	3,070	173	228	257	17.6	13.5	12.0	8.4	7.1	6.3	4.7	22.5	0.6
10	味千(中国)	SEHK:538	2.19	2,393	-480	221	227	NM	10.8	10.5	2.8	3.4	3.0	0.8	-	-
11	稻香控股	SEHK:573	1.21	1,227	84	-	-	13.9	-	-	2.7	-	-	0.8	-	-
12	唐宫	SEHK:1181	1.08	1,157	122	118	128	9.0	9.8	9.0	2.1		3.3	2.3	-1.4	-
13	翠华	SEHK:1314	0.65	914	41	84	116	12.8	10.9	7.9	3.2		3.0	0.8	34.4	0.3

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心 注: 最新收盘价、总市值、净利润单位为人民币, 且收盘价、总市值、PE、EV/EBITDA、PB、PEG 均对应 11.30 日收盘

截止 18 年 3 季度，跟踪板块可比口径公司 18 年全年我们预计营业收入 994.08 亿元，增速 7.30%，增速较 17 年有所下降，符合餐饮行业自 18 年下半年以来遭遇的增速放缓；但预计实现归母净利润增速高达 12.1% 至 31.39 亿元，终止去年的大幅下滑态势，可见上市的核心企业盈利能力进一步修复。

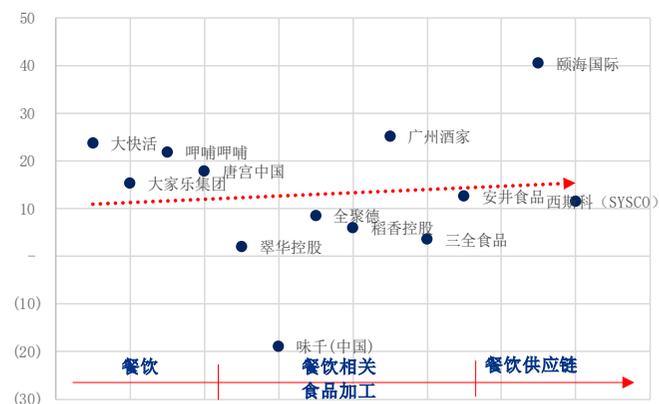
图 12 2012-2018Q3 餐饮板块营业总收入与增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

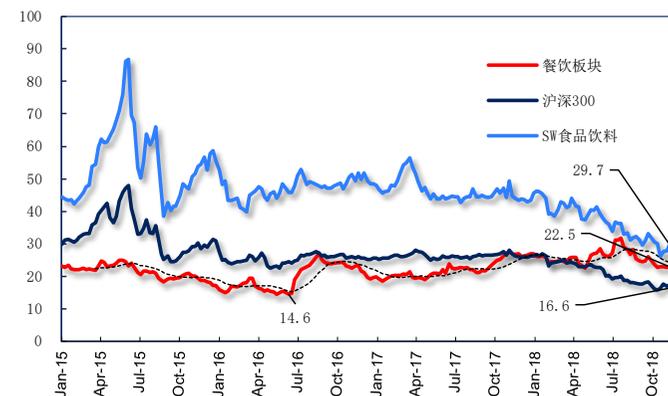
图 13 2012-2018Q3 餐饮板块归母净利润与增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

随着海底捞于 18 年 9 月 26 日上市，餐饮板块在其上市之前便一改以往的“低调”属性，成为投资热点。7 月以来，餐饮板块 PE 水平与沪深 300 及食品饮料板块出现背离，由 16 年低点时的 14.6x 上升至 31.8x，当前估值在 22.5x 附近（截止 2018 年 11 月 30 日）。尽管板块估值已略高于 3 年平均水平的 22.2x，但考虑到板块整体于 17 年进入复苏期，且 18 年可比口径公司的盈利水平进一步修复，我们建议继续关注该板块高 ROIC 的稳健经营个股。

图 14 2018 (E) 餐饮板块个股 ROIC 分布情况 (%)


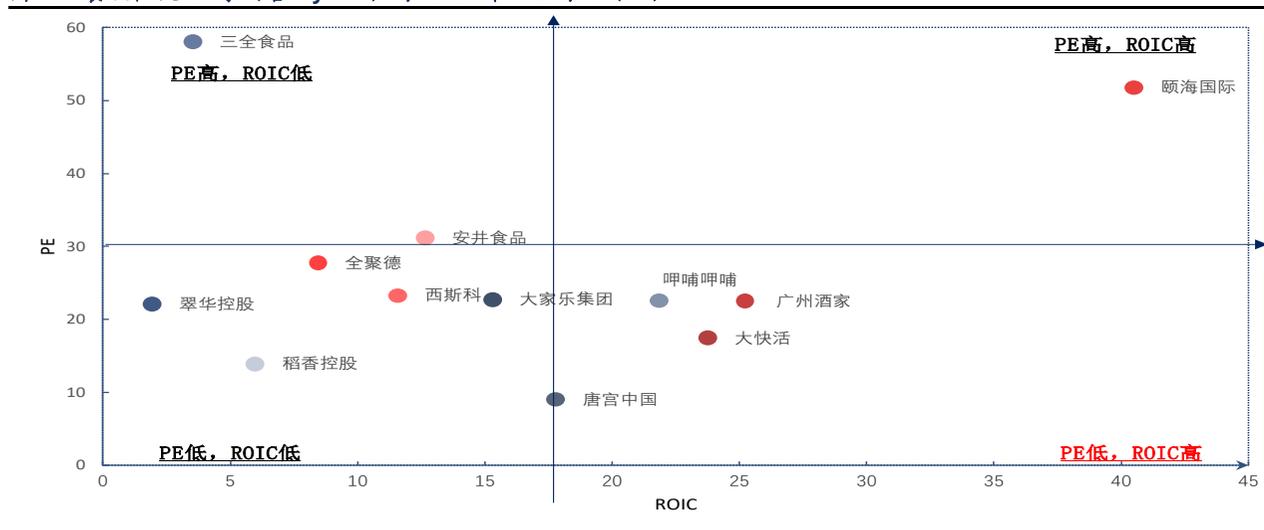
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15 2015 至今餐饮板块估值 (倍)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 数据截止 2018 年 11 月 30 日

下图为餐饮板块成分股的 ROIC 及其估值情况，我们更推荐估值较低但 ROIC 保持高位的右下象限内个股。

图 16 餐饮板块 14 家（含 Sysco）的 ROIC 和 PE 对比 (%)



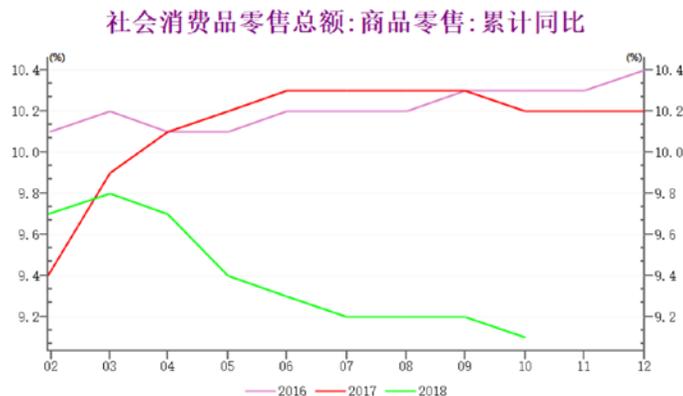
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 数据截止 2018 年 11 月 30 日

食品饮料行业投资逻辑：中西碰撞下，需求端和供给端的新变化

需求端：拨开迷雾看真相，食品饮料消费数据强于预期

提到中西碰撞，首先闯入脑海的便是自 18 年 3 月开始的中美贸易战。财经界广泛流传的观点是，中国经济增长正在放缓，北京领导层别无选择，只能在与美国的关税战争中投降以避免经济进一步放缓。实际情况却是，中国经济情况尚未到迫在眉睫之时，至少从消费层面，可靠的证据表明中国的消费数据增速强于预期。

的确，国家统计局公布的月度社销零售数据很低迷，但这主要是由于占比接近 30% 的汽车板块增速由正转负造成的。

图 17 15 年至今社销零售数据累计同比增速 (%)


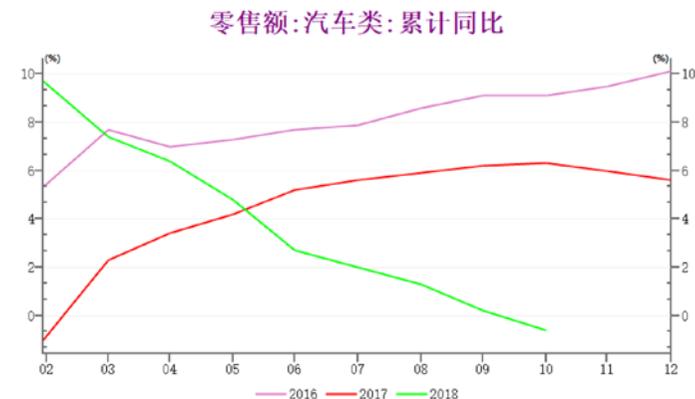
资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

更可靠的季度居民消费支出数据则显示, 18 年中国居民人均可支配收入进一步提升, 截止 3Q18, 人均消费支出增速为 6.3%, 远高于 17 年水平。

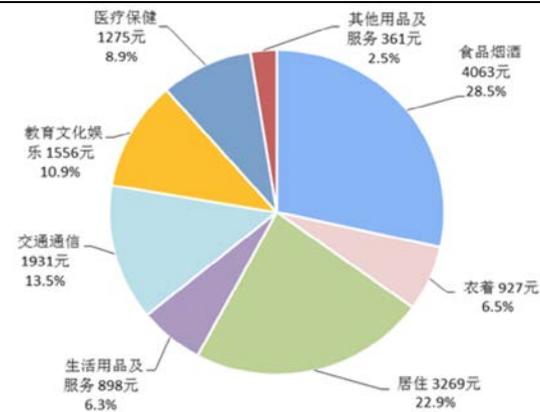
图 19 17 年初至今季度居民人均消费支出季度累计增速 (%)


资料来源: Wind, PPIE, 国家统计局, 信达证券研发中心

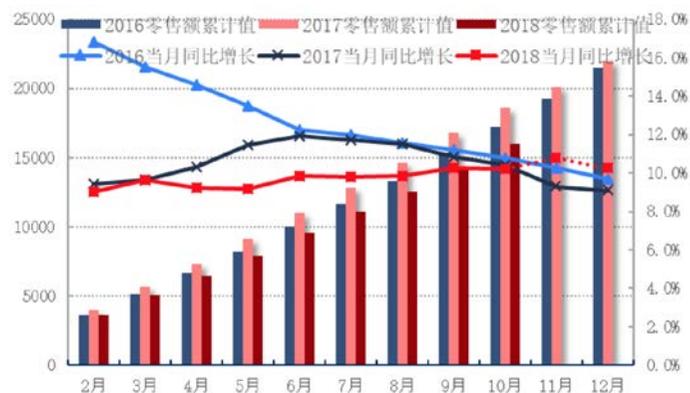
食品饮料方面, 月度零售额累计增速略低于前两年, 但自 2Q18 以来, 增速呈稳中有升态势。居民在食品烟酒方面持续的消费收入增长情况也证明了该观点。

图 18 15 年至今汽车类零售额累计同比增速 (%)


资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

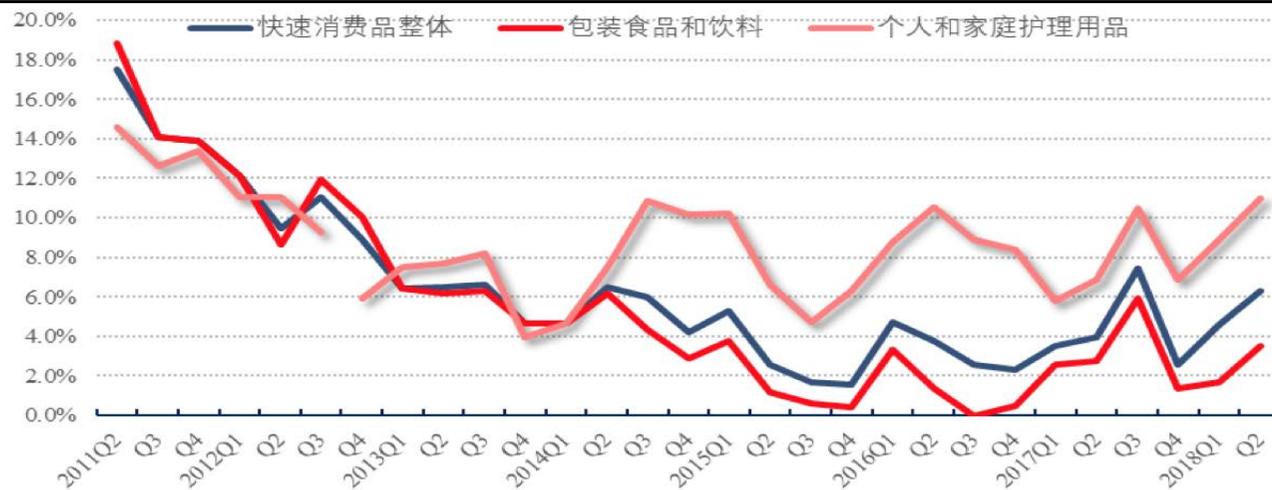
图 20 居民人均消费支出构成 (元, %)


资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 21 16-18 (E) 食品饮料零售额累计值及增速 (亿元, %)


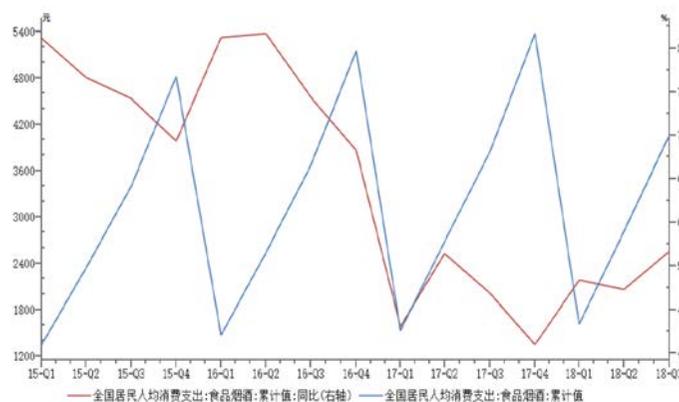
资料来源: Wind, PIIE, 国家统计局, 信达证券研发中心

经季度调整的凯度¹城镇居民快消品数据也显示, 在遭遇了去年底至今年年初的增速放缓后, 城镇购物者的快速消费品总支出于 1H18 增长了 6.3%, 创下年内新高, 也是 2017 年以来的第二高季度增速, 其中包装食品和饮料板块增速明显企稳反弹, 由年初低点的 1.4% 上升至 3.5% 左右。我们因此判断, 食品饮料需求端的大环境相较去年同期更为良性。

图 23 中国快速消费品城镇购物者总支出年度增长率 (%)


资料来源: Kantar WorldPanel, Bain, 国家统计局, 信达证券研发中心

¹ 统计局数据包含出厂情况, 而凯度数据更多是终端数据, 两者之间约有 1 个季度的延时; 为了方便对比, 我们对凯度数据进行了季调。

图 22 15 年至今人均食品研究消费支出累计值及增速 (元, %)


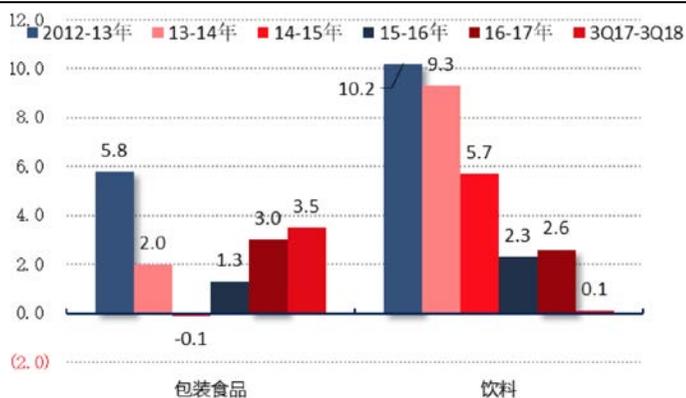
资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

需求端增长的三大趋势

趋势一：消费量下降但平均售价的上升

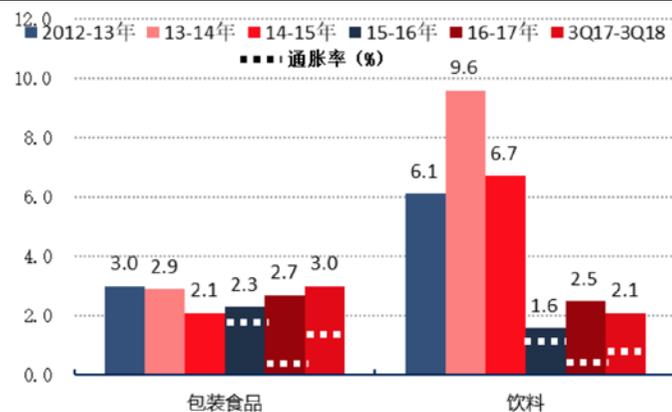
虽然舆论上一直在讨论消费升级的趋势是否已停止，但从数据来看，价格对于销售额的推动作用依然明显。根据凯度数据，与去年同期相比，3Q 食品板块增长 3.5%²，饮料板块仅增长 0.1%，但销量分别仅上升 0.5%和下降 1.9%，因此平均售价分别贡献了 3.0%和 2.1%的增速。有别于 2017 年的情况，今年食品相关 CPI 自 2 月高居不下，通胀影响略强于产品升级影响。

图 24 2012-3Q2018 食品饮料板块销售收入增速 (%)



资料来源：Kantar WorldPanel, Bain, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 26 2012-3Q2018 食品饮料板块单价变化 (%)



资料来源：Kantar WorldPanel, Bain, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 25 2012-3Q2018 食品饮料板块销量增速 (%)



资料来源：Kantar WorldPanel, Bain, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 27 2015-3Q2018 食品烟酒板块 CPI 变化情况 (%)



资料来源：Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

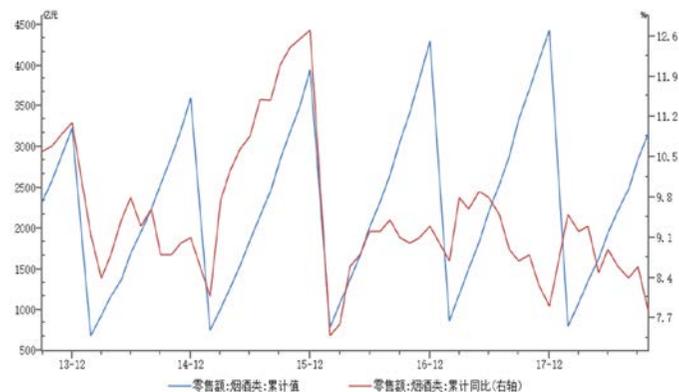
² 由于凯度将烟草品类从快消品中剔除，并对 17 年所有品类的数据进行了微调，因此其 1H18 数据与往年相比会存在出入。

趋势二：食品和饮料板块增速出现分化

由上图可见，饮料板块在 2018 年经历双杀，销量明显负增长，而销售价格增速也弱于 17 年同期。相对的，包装食品板块整体呈现了更强劲的价格上涨趋势。

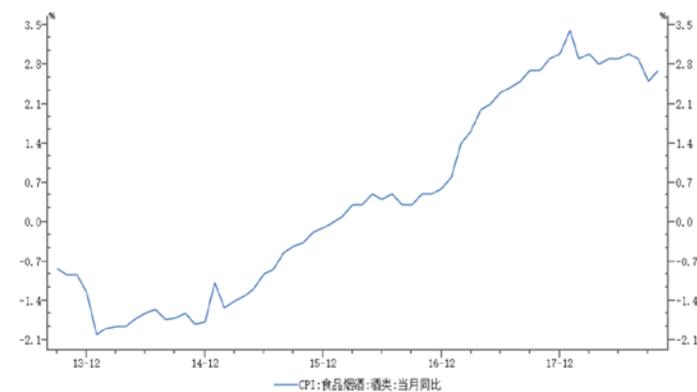
饮料板块也包含了酒板块，该板块在 16-17 年表现强劲，主要受高端白酒触底反弹的影响。但最新的烟酒类零售数据显示，烟酒类消费额增速放缓，累计增速创 18 个月以来新低，且酒类 CPI 由高转低，酒板块或将进入减速通道。

图 28 13 年至今烟酒零售额累计值及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图 29 13 年至今酒板块 CPI 变化情况（元，%）



资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

趋势三：销售通路进一步延伸

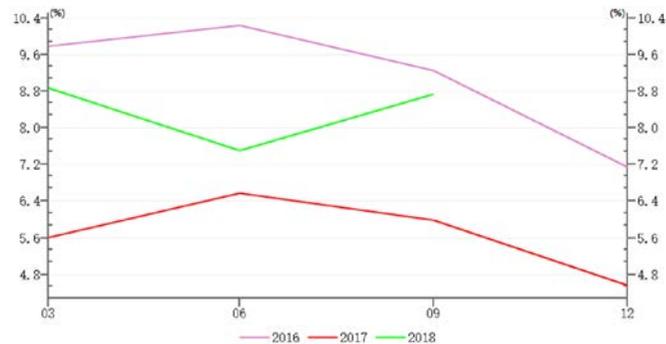
中国统计局公布的零售数据可能无法完全捕捉到食品饮料的消费趋势，因为中国庞大且仍在增长的超 10 亿手机用户正将其收入中越来越多的部分花在官方尚无法监控的新兴互联网零售通路。

1. 低线及乡村消费品市场正迅速由线下转向线上。

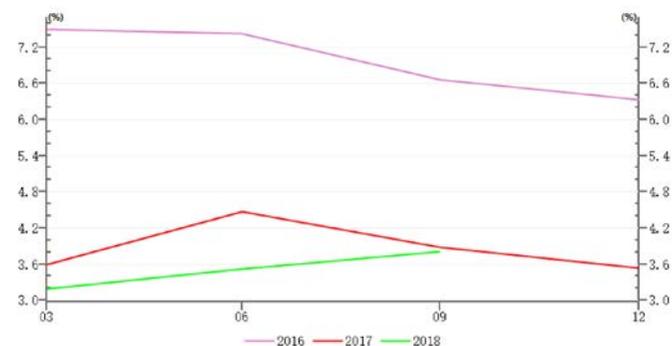
发改委对此的解读是，“随着农村地区交通、物流、通信等消费基础设施进一步完善和电子商务不断向农村地区延伸覆盖，乡村消费品零售总额的增速增长很快，乡村市场比重逐步提高”。

图 30 15 年至今全国农村居民人均食品烟酒消费支出增速（%）

图 31 15 年至今全国城镇居民人均食品烟酒消费支出增速（%）

全国农村居民人均消费支出:食品烟酒:累计值:同比


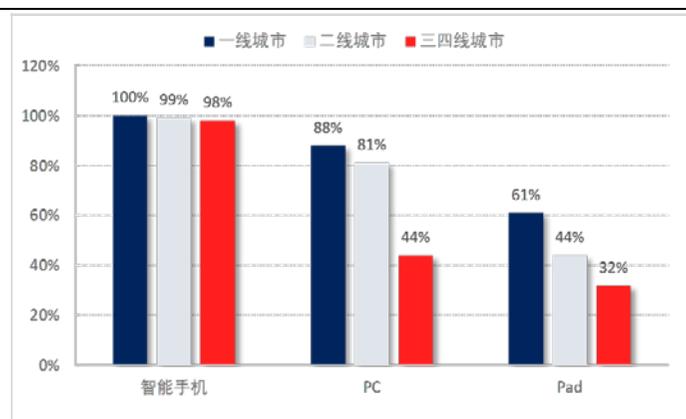
资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

全国城镇居民人均消费支出:食品烟酒:累计值:同比


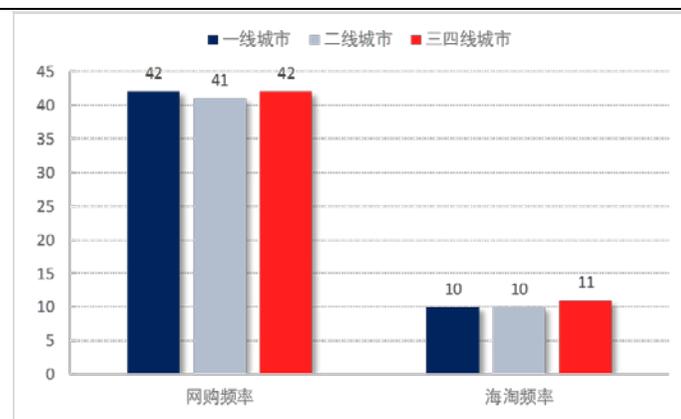
资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

而根据群邑智库 (Group M), 由红米、Oppo、Vivo 等为代表的低价智能手机普及, 快速让三到六线用户上了网, 乡村互联网的渗透率提升。2017 年, 36% 的乡村人口已经成为了网民。当年 12 月, 微信的用户量达到了十亿, 这意味着所有人基本上都是网民, 紧接着微信支付开通了, 支付问题得以解决。十几年电商发展, 使得不需要到付, 物流节点到镇的单位几乎已经可以满足所有村的购买需求。

且无论是网购频率还是海淘频率, 由于线上物品价格更加便宜, 收入相对较低、更价格敏感的三四线城市居民在线上购物的频率还都略胜一筹。这也就是说, 原来乡村市场无法被统计到的“隐形”消费正持续转向线上, 并体现在电商平台的销量增长上。

图 32 2017 年一至四线城市互联网渗透率 (%)


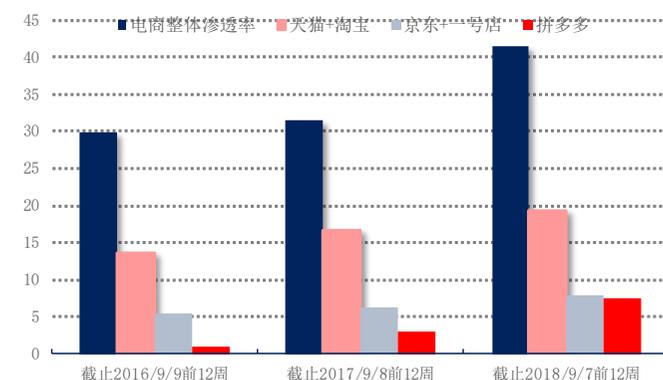
资料来源: Wind, PIIE, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 33 2017 年一至四线城市消费者网购/海淘频率 (%)


资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

捕捉这一趋势的电商平台中，18年7月26日上市的拼多多（NASDAQ: PDD）是行业佼佼者——从其细分客群来看，近四成来自四线及以下城市，远高于阿里和京东两大平台。截止3Q18，拼多多平台活跃用户 GMV 达 3448 亿人民币，同比增长 386%，其中食品饮料是拼多多销售额最大的一级类目，占比约达 25%。

图 34 电商渗透率 (%)



资料来源：凯度、拼多多招股说明书、Trustdata，信达证券研发中心整理

图 35 拼多多 GMV 及佣金转化率 (亿元, %)



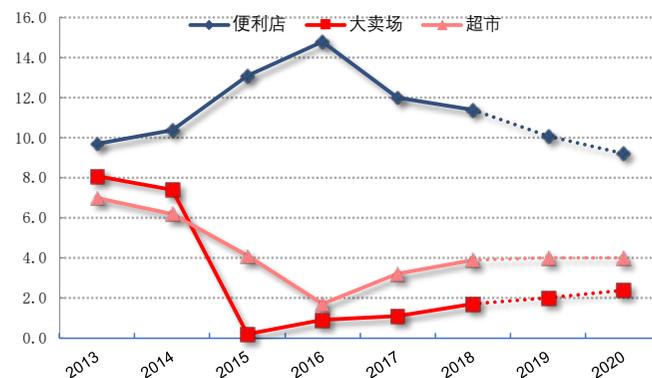
资料来源：拼多多招股说明书、信达证券研发中心整理

2019 年将是商务部和国家邮政局联合发布“快递下乡”工程以来的第四个年头，有望提前实现“乡乡有网点，村村通快递”的五年计划愿景，将进一步释放来自于乡村市场的食品饮料需求红利。食品饮料企业通过拼多多等电商平台触及 5.8 亿乡村人口，将有望在消费者的品牌观形成初期对其产生深远影响。

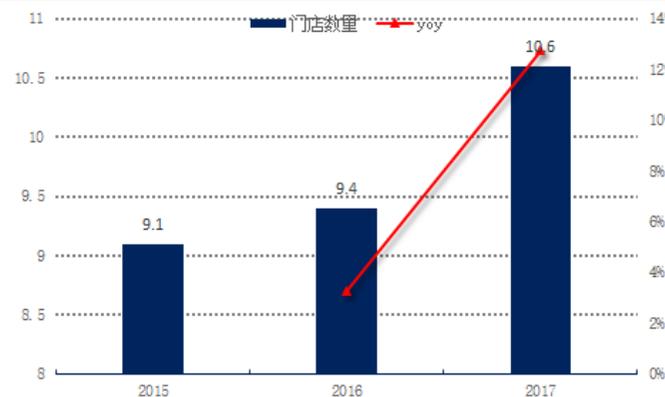
2. “超市+到家”业态进一步加快食品饮料消费频次。

我们在报告《20171215 食品饮料行业 2018 年投资策略：逆水行舟，不进则退》中指出，近几年我国实体零售业增速放缓，大型零售商失去活力，而便利店却是少有的保持着高增速的线下业态。但是 18 年以来，受益于“超市+到家”业态的蓬勃发展，大卖场和超市的增速均逆势提升。截止 3Q18，欧睿数据统计的现代通路（包括大卖场、超市和便利店）销售额增幅明显，销售额增长 3.6%，而去年同期仅为 3.1%。

便利店的增速势头虽然较 17 年有所下降，但整体仍然保持了双位数增长。根据中国连锁经营协会与波士顿咨询公司联合发布的《2018 中国便利店发展报告》，截止 2017 年，我国便利店（含石油系）销售额 1907 亿元，同比增速 23%；门店增速达到 13%，但单店销售收入增速仅为 10%，略逊去年同期。

图 36 2013-2020(E)年各大零售渠道销售额增速 (%)


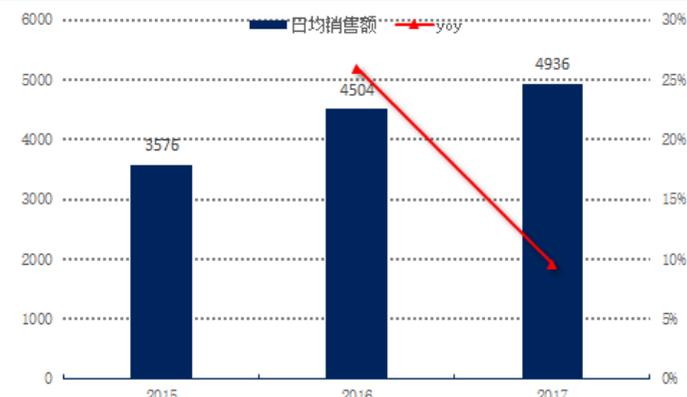
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 38 2015-2017 年便利店门店增速 (%)


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 37 2015-2017 年便利店销售额增速 (%)


资料来源: 中国连锁经营协会, BCG, 信达证券研发中心

图 39 2015-2017 年便利店平均单店收入增速 (%)


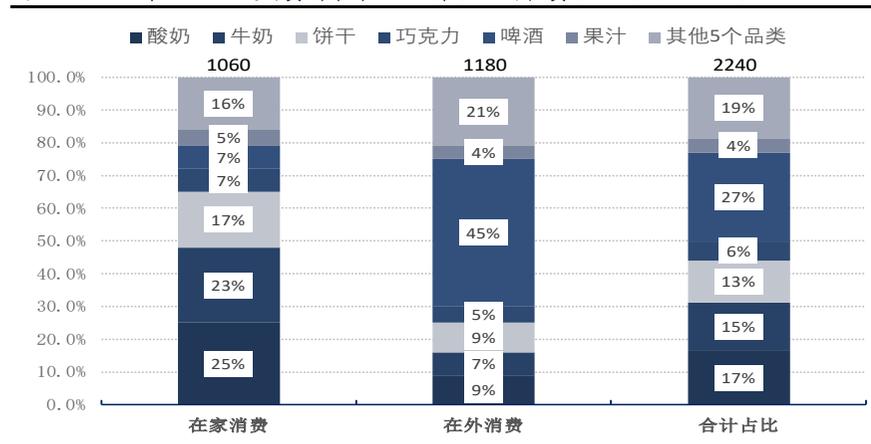
资料来源: 中国连锁经营协会, BCG, 信达证券研发中心

在线上、线下加速融合的 2018 年, 现代通路实现逆袭, 一方面在于产品价格拉动下, 另一方面和很多零售商积极实施数字化转型, 利用新兴电商平台如美团闪购、京东到家和天猫超市等的到家服务提升客群消费频次有关。

3Q18 腾讯入股的美团点评于 2018 年 9 月上市, 业务将进一步渗透消费者生活的方方面面。阿里整合饿了么与口碑网也表明本地生活服务对于消费者触达将无所不在, 生活服务超级平台的出现将对便利性进行革命性的重新定义。因此, 我们继续推

荐和高频消费相关，且有持续产品升级趋势的啤酒（45%³）、乳制品（16%）、软饮料（4%）、休闲烘焙食品（9%）等板块。

图 40 2016 年一、二线消费者在食品饮料方面的花费占比（亿元，%）



资料来源: Kantar WorldPanel, Bain, 信达证券研发中心整理

供给端：西风东渐 vs. 中西碰撞，国内企业迎来挑战和机遇

由于中美贸易摩擦愈演愈烈，很大程度上给食品饮料板块的供给端带来了前所未有的不确定性。这一方面是由于我国食品饮料企业主要集中在全球食品加工链上的中间或下游环节，上游原材料供给的波动很容易形成成本压力；但另一方面，我国新一代消费者对舶来饮食文化越来越接受，且持续降低的关税也使进口食品渗透率提高（如宠物主粮、坚果及果干、高端乳制品等）；一旦某些终端产品进口量下降，是国内企业抢占市场份额难能可贵的机会。

随着 G20 峰会在 11 月 30 日召开，中美两国元首会晤洽谈，延缓中国 2,000 亿出口产品加征更多关税。尽管我们对会晤结果保持乐观预期，即美方对中国商品的关税有可能在 19 年继续维持 10% 甚至取消，但也判断今年以来的贸易摩擦对双边进出口关系的负面影响不会短期恢复。这意味着对食品饮料板块的投资也需要有应对供给端变化的中期机制。

供给端变化的三大趋势

西风东渐，17 年以来密集关税调整带动进口食品渗透率提升

自 2015 年以来，为满足居民消费升级需要，合理增加与人民生活密切相关的一般消费品进口，我国已陆续降低了部分服装、箱包、鞋靴、特色食品和药品等消费品的进口关税，以刺激内需。

³ 为凯度统计的对应品类消费者支出占在外消费总支出的比例，用于衡量其是否更受益消费者即时消费次数的提升。

图 41 我国 2015 年以来的历次关税调整


资料来源：国家统计局，Kantar WorldPanel，Bain，信达证券研发中心整理

从上图可以看出，2017年起关税调整正式覆盖食品饮料板块，且范围覆盖了近年来在市场中越来越常见的进口食品。

表格 2 2017 年起关税调整正式覆盖食品饮料板块

次数	时间	事件
1	2017年1月	下调金枪鱼等海鲜（12%↓6%）、坚果及果干（24%-25%↓10%-20%）、酱油（28%↓15%）、婴儿包装食品（15%↓5%）和婴儿配方奶粉（15%↓5%）的关税
2	2017年12月	下调乳酪（12%↓8%）、坚果和果干（24%-25%↓7%-15%）、矿泉水（20%↓10%）、婴儿包装食品（5%↓2%）和婴儿配方奶粉（5%↓0%）的关税
3	2018年7月	下调烘焙食品（20%-15%↓10%）、矿泉水（10%↓5%）、其他酱料及调味品（15%-21%↓12%）、酱油（15%↓12%）的关税
4	2018年11月	下调罗非鱼及金枪鱼（10.5%↓7%）、果汁（30%↓10%）、碳酸饮料浓缩汁（35%↓12%）和预调酒复合酒精（20%↓12%）的关税

资料来源：财政部关税司，信达证券研发中心

尽管降税在高价进口商品上体现得更突出，进口食品的价格虽有所下降，但幅度都不大；但这也意味着中国的食品行业更加开放，会有更多的进口食品丰富国人的选择。我们在下一节量化指标分析中会发现，不少曾经的“舶来”品，如坚果、宠物食品等在 18 年都在中国市场获得了销量的持续增长，而 A 股也有了对应的新兴子板块。

中西碰撞，中美贸易摩擦影响部分原材料成本，但也创造了市场缺口

美国在今年试图通过单边的贸易协定来获得利于美国的贸易筹码，并对中国出口施以高关税。这一举措主要影响到了我国的外向型加工企业，（除以出口为主的宠物食品加工板块以外，）对满足内需的食品饮料板块影响甚微。但中国对美国的“232 措施”、“301 调查”加征的报复性关税则可能影响我国自美进口的如谷物、大豆、禽肉、奶酪、乳清粉等主要原材料成本。

表格 3 涉及中国报复性关税的美国主要出口产品金额及其占比（按 2017 年全年金额核算，千美元，%）

产品	中国		美国出口份额占比 (%)	美国对世界出口份额
	301 条	232 条		
猪肉	1,159,490	1,159,490	40.39	5,741,581
鱼和甲壳类	1,315,211	-	26.51	4,961,239
奶酪	60,235	-	4.14	1,455,235
苹果	45,483	45,483	9.33	975,245
咖啡	-	-	-	657,045
高粱	956,179	-	93.13	1,026,675
大豆	13,934,014	-	64.54	21,591,012
酱汁	-	-	-	1,670,744
葡萄酒	-	74,794	5.04	1,482,662
威士忌	8,934	-	0.68	1,318,025
化妆品	-	-	-	1,454,871
纸巾	-	-	-	807,859
钢	-	115,226	0.58	19,997,521
铝	-	833,565	9.31	8,957,762
汽车及零部件	12,941,830	-	19.72	65,616,249
摩托车	-	-	-	1,100,784
摩托艇和游艇	-	-	-	1,530,684
小计	30,421,376	2,228,558	23.26	140,345,193

资料来源：PIIE, Trademap.org, Eurostat, 信达证券研发中心整理

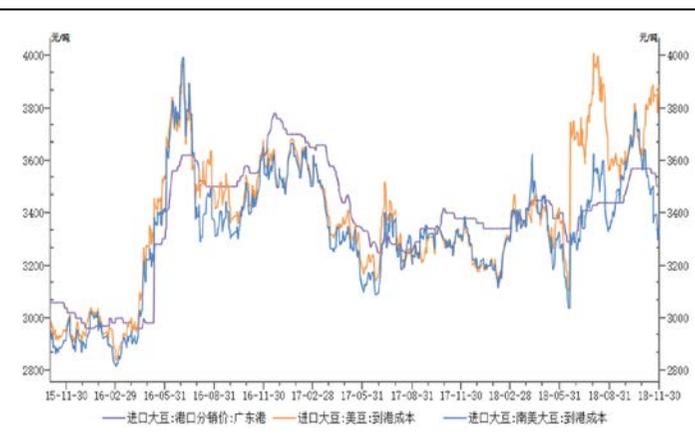
由上表可见，2017 年，中国购买了美国 65% 的大豆、93% 的谷物高粱、27% 的海鲜以及 20% 的汽车和零部件出口。而这些品类目前都征收 25% 的额外关税，使得国内企业的采购成本激增。

以对调味品企业的成本影响为例，核心酱油企业的大豆占总生产成本的比例约在 16%-26%。由于我国大豆产值效率较低，而进口大豆成本优势明显，国内消费的大豆中近 90% 来源于进口。1H18 以来，美豆的到港成本由约 3400 元/吨跃升至接近 4000 元/吨，增速达 17.6%；近期小幅下降至 3800 元/吨。尽管中国企业试图转而通过采购南美大豆降低成本，但是港口到岸价仍呈上行趋势，达到 3500 元/吨，月采购均价相比去年同期增长约 5%。

另一重要谷物高粱是饲料和酿酒的主要原材料。2017 年中国高粱需求量 890 万吨，其中 506 万吨来自进口，进口依存度约为 57%，其中进口量的 94% 来自美国。1H18 以来，高粱的进口价格指数由 108.2 上升至当前的约 152.2，增速达 44%。月采购均价相较去年同期增长约 46%。由于白酒行业盈利能力较强，高粱成本小幅度上升对其利润影响极其有限，所以我们认为对白酒上市公司的影响不大。另外，高粱还是饲料的原材料。饲料将会由于成本上升增加替代品玉米的需求，但因玉米消费（2.2

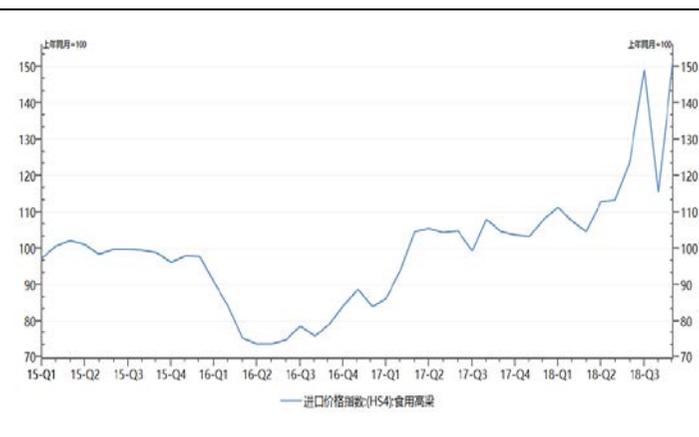
亿吨), 相对高粱 (890 万吨) 体量大, 所以此数量级别的替代对玉米行业影响有限, 于是, 玉米价格波动小且饲料价格也将影响有限。

图 42 过去 36 个月大豆采购成本 (元/吨%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 43 2015 年至今高粱采购成本指数



资料来源: 中国连锁经营协会, BCG, 信达证券研发中心

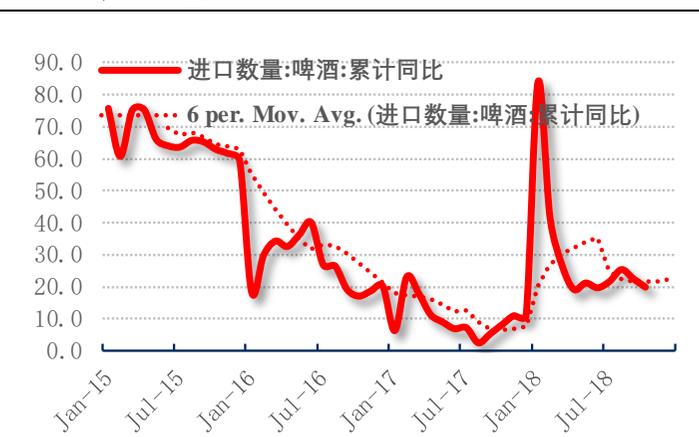
贸易摩擦也带来了部分进口缺口, 如进口葡萄酒、进口婴幼儿奶粉和进口宠物食品等。前两大品类可以从海关数据直接监控到进口量增速自 18 年下半年急速下挫, 有悖此前的上行趋势, 我们判断增长缺口可能与产自美国商品份额大幅下降有关。

图 44 葡萄酒进口量增速由正转负 (%)



资料来源: 中国海关, Wind, 信达证券研发中心

图 45 啤酒进口量增速大幅放缓



资料来源: 中国海关, Wind, 信达证券研发中心

进口宠物食品则是通过农业部和海关总署发布的《宠物饲料管理办法》(农业农村部 2018 年 20 号公告) 予以管控。办法明确, 进口宠物食品 (尤其是来自于美国的动物源性宠物食品) 需要取得进口饲料登记证方可在国内销售, 范围涵盖宠物配合饲料、

宠物添加剂预混合饲料和宠物零食。办法还要求，向中国境内出口的宠物饲料，需要符合农业部（MOA）和海关总署（GACC）的各项监管和备案要求，完整流程约需近 1 年时间。

根据海关总署目前公布的准入名单，符合资质要求的仅有 17 个国家 89 家企业，占在售企业总数的仅约 10%。这一门槛无疑更利于本土宠物食品生产商发展和扩张。

自 2013 年以来，美国就是我国宠物食品进口的最大来源国，截止 2017 年，我国宠物食品进口额达到 3.53 亿美元，同比增速 20.8%；其中来自美国的进口额达到 1.15 亿美元，同比增速 33.8%，占比 32.6%。

图 46 2013-2017 年宠物食品进口金额及增速（千美元,%）



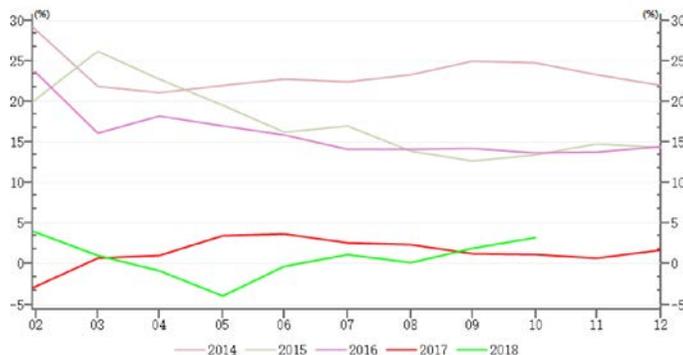
资料来源：中国海关，Trademap.Org，信达证券研发中心整理

行业运营成本进一步提高，企业盈利能力退化

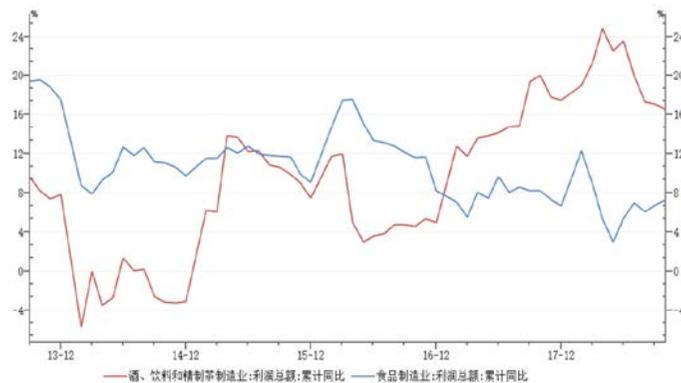
随着食品饮料工业化进程的加快、对物流升级需求的持续提升、以及环保、安全等要求趋严，整体来看，行业的固定资产投资有了更高的要求。但整体来看，食品饮料行业的固定资产投资增速自 2017 年以来便在低位徘徊，主要因为在金融去杠杆大背景下，部分中小企业难以继续跟上升级进程，利润增速下降、亏损面进一步加大。

图 47 食品加工板块固定资产投资增速低迷（%）

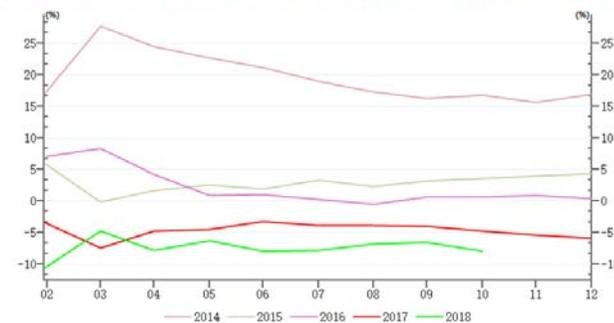
图 48 饮料板块固定资产投资增速弱于 2017 年（%）

固定资产投资完成额:制造业:食品制造业:累计同比


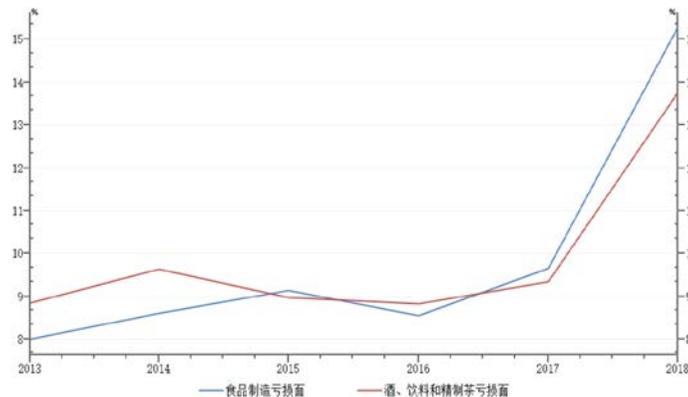
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 49 18 年饮料板块盈利能力优于食品加工, 但趋势下滑 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

固定资产投资完成额:制造业:酒、饮料和精制茶制造业:累计同比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 50 2018 年食品加工和饮料板块亏损面大幅增加 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

量化指标分析—三大维度寻找高增速子品类

在我们报告《20171215 食品饮料行业 2018 年投资策略: 逆水行舟, 不进则退》中, 我们根据“市场空间复合增速”和“渗透率变化”和“盈利能力 vs 估值”三项量化指标, 推荐了**速冻米面**、**酸奶**和**肉制品** 3 个值得关注的子品类。

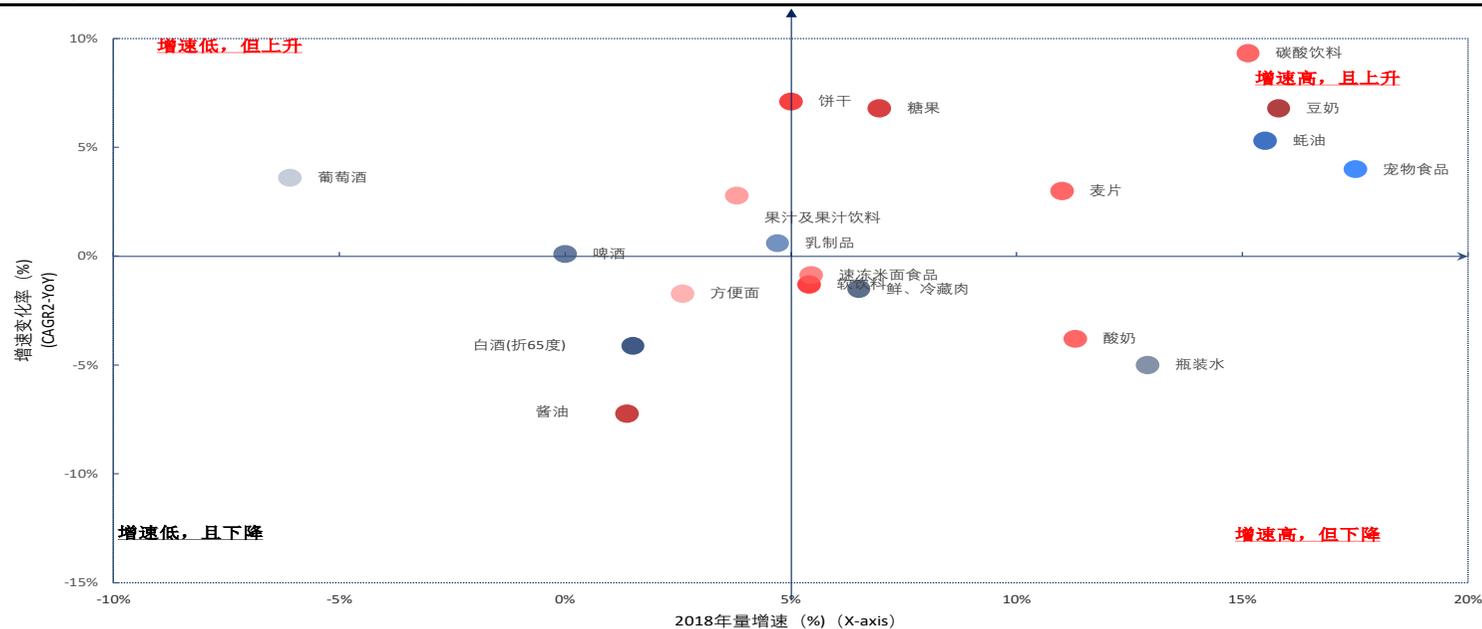
在本篇中, 我们结合外部数据库, 进一步完善量化指标系统, 从以下三个维度对食品饮料各子品类的景气度进行判断:

指标一：市场空间持续增长

市场空间=人均销量 X 平均售价 X 消费群体总人数，假设消费群体总人数保持约 0.5%的稳定增长，则市场空间增速≈销量复合增速 X 平均售价复合增速。

如销量复合增速上升，则板块市场空间仍很大，是典型的新兴/复兴行业；如销量复合增速下降，则板块市场空间接近饱和，但后者仍可以通过“高端化”——即提升产品品质，同时提高平均售价的方式驱动市场空间的增长。

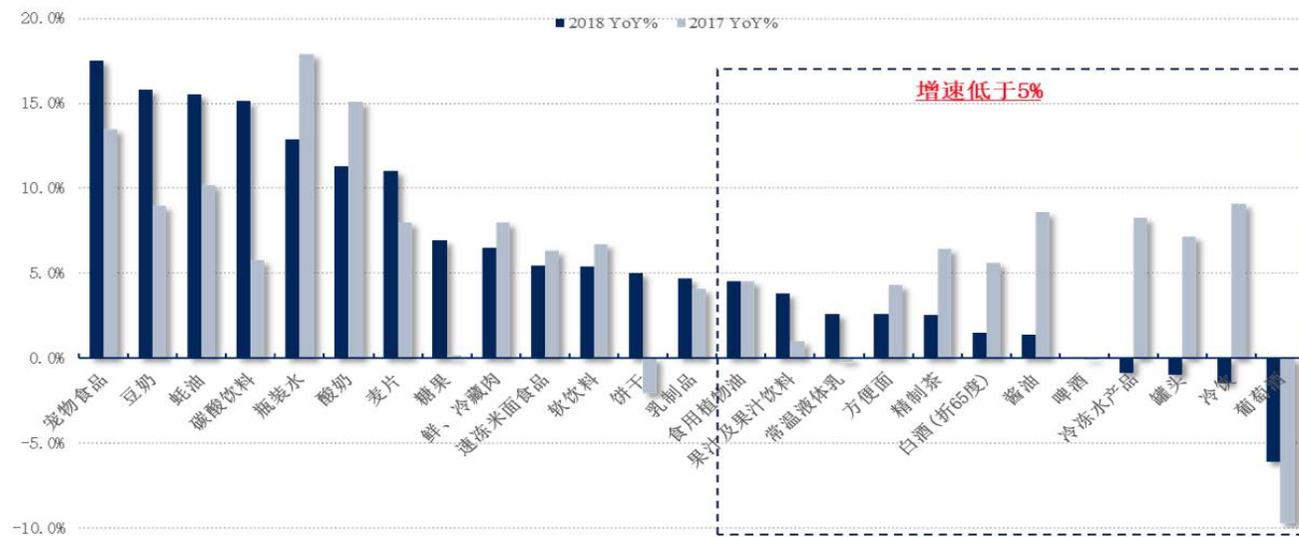
图 51 中国食品饮料板块 25 个子品类的销量复合增速及增速变化率 (%)



资料来源：国家统计局，Kantar WorldPanel，Bain，信达证券研发中心整理

我们监控了 25 个子品类，其中销量增速低且呈下降趋势的有**酱油、白酒和方便面**，前两者恰恰是 17 年增速较快的两大明星品类，可见其下游需求由强转弱，可能面临渠道去库存的压力。

17 年的另三大明星品类，**瓶装水、酸奶和速冻食品**在 18 年仍保持较高增速，我们认为其仍将受益大众化、高端化的概念。另有**宠物食品、豆奶、碳酸饮料和饼干**（烘焙）等及大子品类销量增速较高且增速持续上升，其中碳酸饮料的增速驱动主要来自于苏打水过去一年的爆发式增长，而其他三个品类则呼应了舶来饮食和生活文化渗透率持续的主题。

图 52 中国食品饮料板块 25 个子品类的销量增速变化 (%)


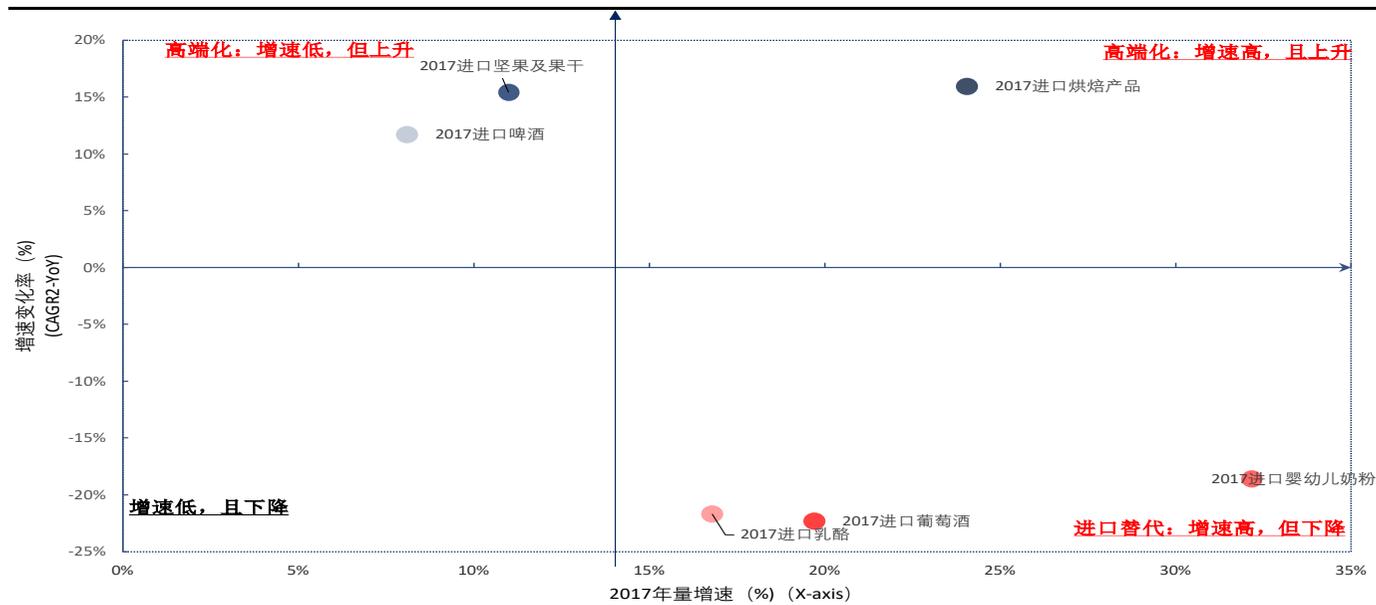
资料来源：国家统计局，Kantar WorldPanel，Bain，信达证券研发中心整理

指标二：进口增速变化情况

正如我们在前文中论述的，18 年的供给端由于中美贸易摩擦的影响而造成了部分产品的进口量下降，为国内产品实现进口替代提供了机会窗口。

另一方面，通过观察 17-18 年进口增速的变化情况，也可以发现进口量增速持续加快的子品类，意味着国内需求旺盛，体现了产品高端化的需求。

图 53 中国食品饮料板块 6 个进口相关子品类的 17 年增速 vs18 年增速变化 (%)



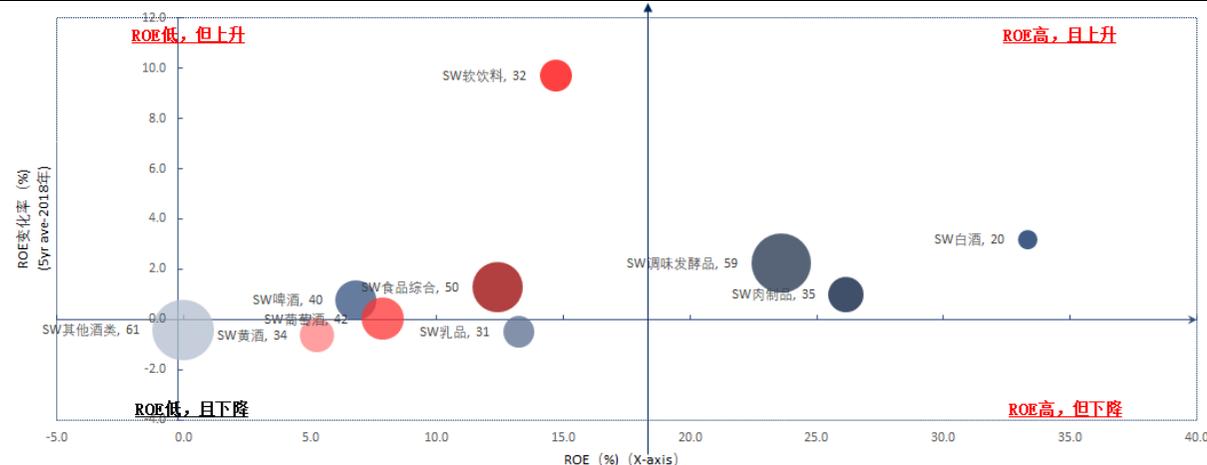
资料来源：国家统计局，Kantar WorldPanel，Bain，信达证券研发中心整理

从上表可以看到，2018年，进口烘焙产品、坚果及果干和进口啤酒三个子品类的进口量增速变化率持续提高，体现了国内旺盛的消费需求；而婴幼儿奶粉、进口葡萄酒和进口乳酪在17年录得较高增速，进入18年却增速反转，我们认为这代表了因贸易战影响出现的供给缺口，因此，相关板块内企业值得关注。

需要提示的是，进口葡萄酒的替代品国产葡萄酒，是自我们16年进行维度选股以来，首次出现产量降幅收窄，该板块的后续表现值得关注。

指标三：盈利能力持续增强，但板块估值较低

净资产收益率（ROE）很大程度上体现了板块中企业的定价能力和综合管理效率。ROE不断改善的子品类更容易获得资本市场的青睐，从而享受估值和业绩增长的双重收益。

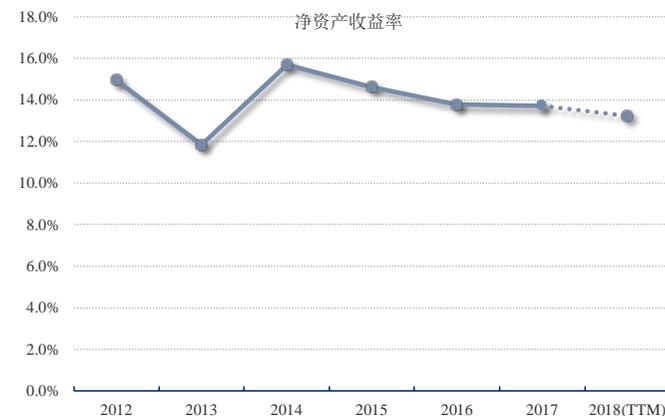
图 54 中国上市食品饮料子板块的 ROE 变化率和 PE 对比 (%)


资料来源：国家统计局，Wind，信达证券研发中心整理

根据 3Q18 的上市公司数据，啤酒、葡萄酒、食品综合和软饮料 4 大子板块的 ROE 虽然较低，但较去年同期有所提升，其中软饮料子板块中，成分股承德露露、养元股份和香飘飘都呈现了良性的增长。而白酒、肉制品和调味发酵品等子品类 ROE 继续提升，很大程度上得益于行业的集中度提升带来的议价能力提升。乳制品子板块今年 ROE 出现了小幅下滑，可能受营销费用增长的影响，但其 PE 较去年同期的 37x 下降至今年的 31x，如果 19 年进一步实施精细化管理，盈利能力仍有望企稳回升。

图 55 2012-2018Q3 乳制品板块归母净利润与增速 (亿元, %)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 56 2012-2018Q3 乳制品板块 ROE 变化 (%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从板块估值来看，截止 2018 年 11 月，白酒、软饮料是估值较低且兼具成长性的子板块；啤酒和葡萄酒的估值则较去年同期明显下降；而调味发酵品和食品综合子板块则较去年同期估值过高，板块存在过热迹象。

综上所述，我们结合三项指标筛选，得出**宠物食品、豆奶（软饮料-植物蛋白饮料）、葡萄酒、烘焙食品**和**高端乳制品** 5 个值得关注的子品类，均可对应上市板块及公司。

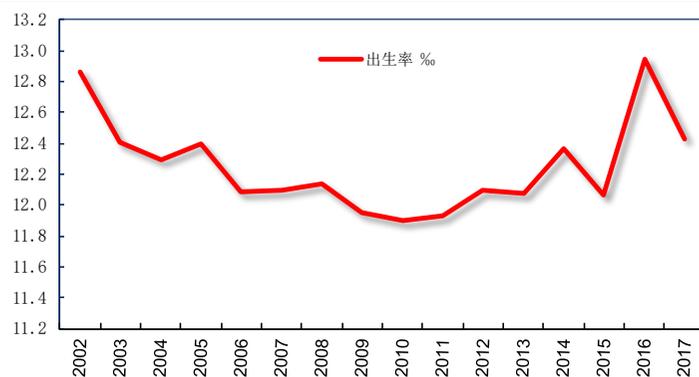
重点子品类推荐

宠物食品

1、人口出生率下降，引发中国人口少子化担忧。

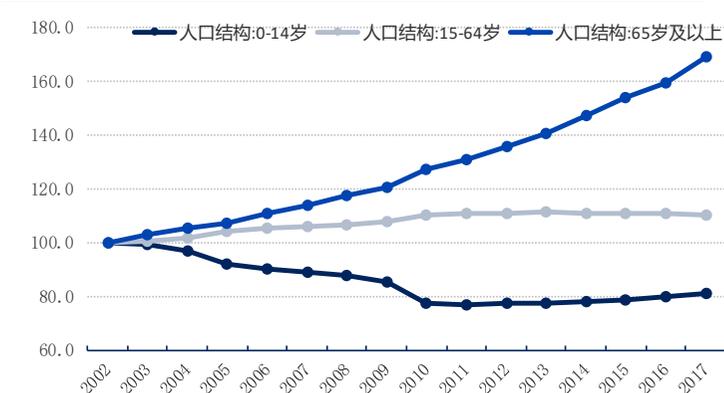
18 年初公布的《2017 年国民经济和社会发展统计公报》，显示了中国人口结构的新变化：出生率由 16 年的 12.95‰下降至 12.43‰，全年出生人口 1723 万人，低于 16 年的 1786 万人，远低于国家卫计委此前 2261 万人的预期；另一方面，15-59 岁的劳动人口（同时也是生育年龄人口）连续第六年下降，去年 15-59 岁人口总量为 90199 万人，比上年减少了 600 万人，自 2012 年以来减少总量已经达到 2500 万人。作为全面二孩政策实施的第二年，新生儿人数下降，且其中二孩占比 51% 高于一孩，再加上生育人口数量的急速老龄化，不免让许多人担忧我国人口少子化问题的严重性。

图 57 2002-2017 年我国人口出生率（‰）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 58 2002-2017 年我国各年龄段人口指数对比（2002=100）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

2、与之相对的，宠物经济却在近两年大放异彩。

根据佩蒂股份招股说明书披露，中国人口结构的改变，空巢青年、空巢老人、丁克家庭等群体均为中国宠物市场提供了较大

增长空间，市场规模有望迎来快速发展期。根据狗民网发布的《2018年中国宠物行业白皮书》，宠物市场规模已由2010年的140亿元上升至2018年的1708亿元，平均复合增速达43.0%；其中18年的市场规模较17年同比增长27%，增速较17年同期的9.8%显著加快。我们预计至2020年，宠物市场整体规模将达到2247亿元，复合增速为36.1%。《白皮书》还披露，2018年中国饲养宠物人数为7366万人，城镇家庭渗透率为17%；其中饲养狗的人数为3390万人，猫则为2258万人；饲养狗、猫的人数占总饲养人群的78.8%，可见宠物已经越发融入城镇居民的生活。

图 59 2010-2020 (E) 中国宠物产业市场规模 (亿元, %)

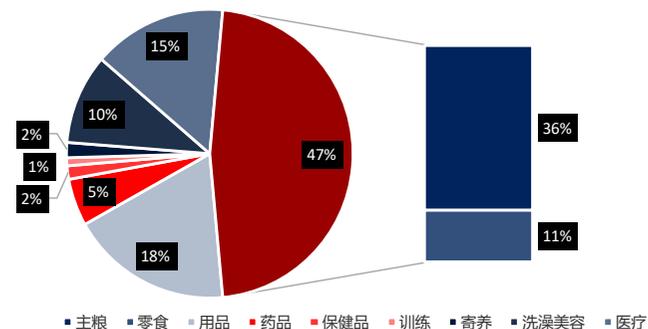


资料来源：2018年宠物行业白皮书，信达证券研发中心；

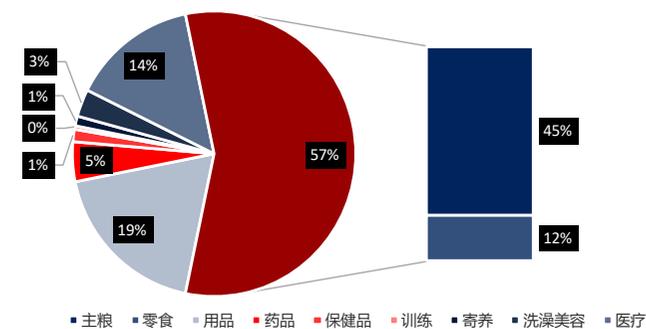
分类来看，狗宠物市场的规模为1056亿元，猫则为652亿元，主要因人均客单价差异所致（前者为5580元/只/年；后者为4311元/只/年。宠物食品（含主粮及零食）是宠物饲主最大的开支，狗和猫的比例分别为47.1%和56.5%。对比美国，截止2017年，美国宠物用品协会（APPA）统计的宠物食品市场规模为270亿美元，占总市场规模的38.6%；因此，我们判断，随着我国宠物市场的深度发展，非食品板块的增速将会更快，从而使宠物食品的占比规模更接近发达国家水平。

图 60 2018 年狗饲主的开支分类占比 (%)

图 61 2018 年猫饲主的开支分类占比 (%)



资料来源：2018年宠物行业白皮书，信达证券研发中心

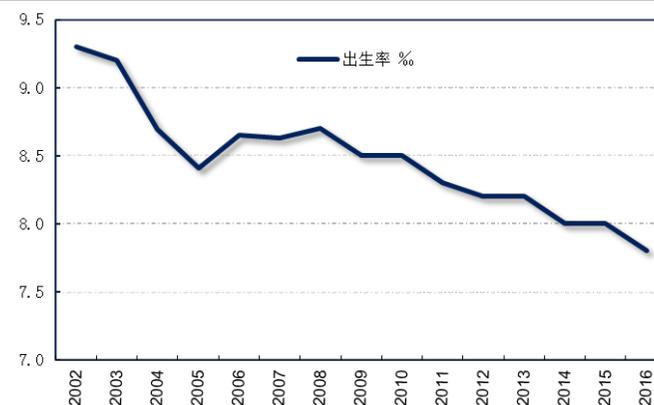


资料来源：2018年宠物行业白皮书，信达证券研发中心

3、邻国日本的案例或许可以证明，宠物行业将持续受益人口结构变化。

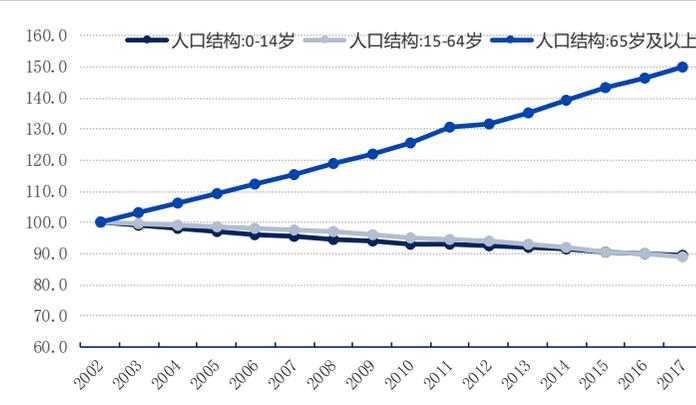
根据世界银行数据，日本截止 16 年的粗出生率为 7.8‰，在 OECD 的 34 国中敬陪末座，0-14 岁的幼年人口减少至 1639 万人，创历史新低；15-64 岁的劳动人口也大幅缩减至 7683 万人，造成的情况便是经济前景暗淡。

图 62 日本粗出生率（‰）



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

图 63 2002-2017 年日本各年龄段人口指数对比（2002=100）



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

但同期，日本宠物市场却持续欣欣向荣。根据日本宠物食物协会《2017 年全国犬猫饲育实态调查》，目前日本宠饲养狗的数量达到 892 万只，猫则为 952.6 万只，合计近 1845 万只宠物，甚至比日本的幼年人口还要多，宠物的渗透率达到 22.55%；截止 16 年，矢野经济统计的日本宠物市场规模总额达到 14889 亿日元（折合约 869 亿元），同比增长 1.1%；其中，宠物主

食 4735 亿日元，同比增长 2.8%；宠物用品 502 亿日元，同比增长 0.1%，主要受产品均价下降影响；宠物服务市场 7480 亿日元，同比增长 1.2%。

图 64 2010-2016 年日本宠物用品市场规模（十亿美元，%）



资料来源：矢野经济研究所，信达证券研发中心

对于日本人来说，随着人口结构的变化，核心家庭的单位已经从“双亲加两个孩子的四人家庭”，转变为“双亲加一个孩子及宠物的大家庭”。因此，视宠物为家中成员之一的商品与服务将带来商机，随之而来的便是以下商品或服务市场的扩大：如可带宠物同行的餐厅、饭店、旅馆；宠物专用营养补充剂；可和宠物一起盖的棉被；宠物医疗用扫描仪和宠物紧急医疗服务；宠物专用健身房及专属健身教练；可以和宠物葬在同一处的墓园、宠物葬礼与仪式；主人外出时的宠物旅馆和宠物保姆；使用网路摄影机观察宠物等。另一大趋势则是结合互联网资讯优势和电商便捷性的宠物食品/用品定制服务，已占据海外市场龙头份额的 Ollie 和 Farmer's Dog 均在日本展开服务，电商亚马逊则在 17 年底启用“爱宠档案”功能，用户会被导向爱宠的主页，页面上有产品推荐、deal、以及设置宠物主页的专属优惠券等，从而更精准的满足和掌控宠物主的需求。

需要提示的是，有别于日本 0-14 岁幼年人口的逐年下降趋势，我国自 2013 年以来幼年人口的数量便企稳回升；再加上消费升级创造了许多此前没有的婴童相关子品类，如儿童辅食、儿童奶酪等，因此，判断我国婴儿食品及儿童用品的市场规模如日本般陷入萎缩仍言之过早。

4、我国宠物市场的空间。

除了日本的数据，美国的数据也可供参考。根据美国宠物用品协会（APPA）的数据，从 96 年开始至 17 年止，美国宠物用品市场规模由 210 亿美元增长至 659.1 亿美元（折合约 4220.6 亿人民币），年均增速为 14.9%；饲养宠物的家庭渗透率高达 68%，约为 8460 万户；户均宠物消费量约在 779 美元（折合约 4989 元人民币）/户；APPA 还预计，至 2018 年，该市场规模将上

升至 721.4 亿美元，同比增长 3.8%，形成了一个巨大的市场。中国的市场与服务在一定程度上追随日、美两国的脚步，如此想来，中国宠物用品行业今后也将越来越兴盛。

图 65 1996-2018 (E) 美国宠物产业市场规模 (十亿美元)



资料来源: APPA, 信达证券研发中心

软饮料——豆奶

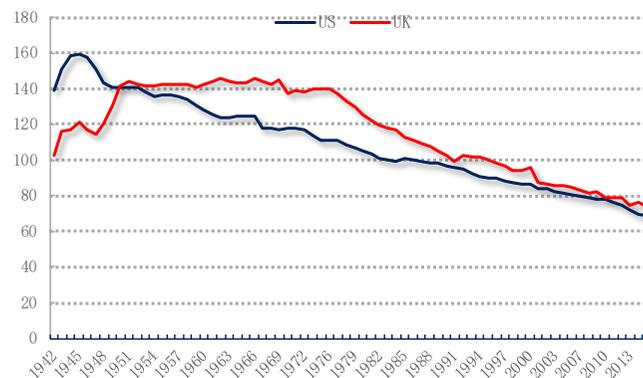
1、植物蛋白饮料是乳制品消费的显著替代品。

植物蛋白饮料包括豆浆、豆奶、谷物饮料、椰汁、杏仁露、核桃露等，由于我国乳糖不耐受人群较多，同时植物蛋白饮料主打“天然”及“健康”概念，因此，越来越多的消费者愿意购买植物蛋白饮料产品。

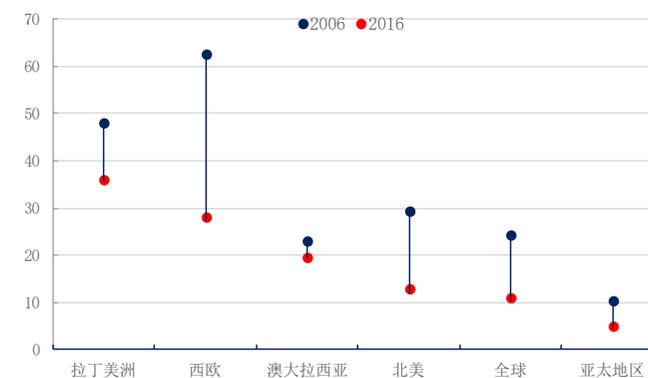
从海外的发展经历来看，1955 年牛奶消费量在美国达到顶峰，但随后 60 多年中，美国、欧洲及英国的消费者平均牛奶消费量已下降近一半。一些国家，包括以牛奶养殖闻名的瑞士，其人均牛奶消费量已低于政府的日均建议摄入量。替代性植物蛋白饮料的兴起是牛奶消费量减少的主因，前者目前市场规模约 160 亿美元，过去十年的复合增速达到 12%。欧睿预计到 2021 年，植物蛋白销售收入占乳制品销售收入的比例将由 2002 年的 5% 上升至 20%。

图 66 美国及英国人均牛奶年消费量下降 (升/年)

图 67 06-16 年 10 年间牛奶与植物蛋白替代饮料比例 (%)



资料来源: USDA, 信达证券研发中心

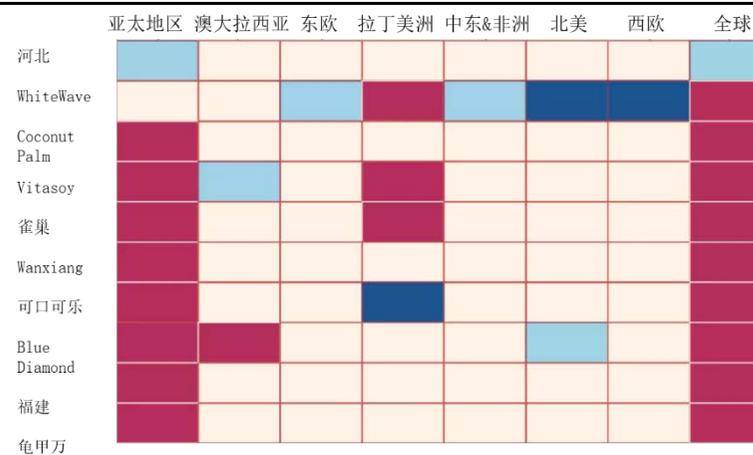


资料来源: Bernstein, 信达证券研发中心

2、我国植物蛋白饮料增长迅速。

中国显然走在了植物蛋白饮料发展的前端，160 亿美元的市场份额中 50%都来自中国，主要因为中国人大多乳糖不耐受。目前世界排名第一的植物蛋白饮料生产商是河北养元集团，其产品六个核桃是核桃乳制品。根据凯度&英敏特数据，自 2010 年以来，中国植物蛋白饮料整体市场稳步发展，销售额和销量的年均复合增长率分别为 24.4%和 21.3%。英敏特预计，从 2015 年到 2020 年，中国植物蛋白饮料市场总销量将由 58.43 亿升增长至 107.97 亿升。

图 68 植物蛋白饮料生产厂商 2016 年区域市场及全球市场份额 (%)



资料来源: Bernstein, 信达证券研发中心; 注: 其中红色代表 <10%; 浅蓝色代表 10%~<30%; 深蓝色代表 ≥30%。

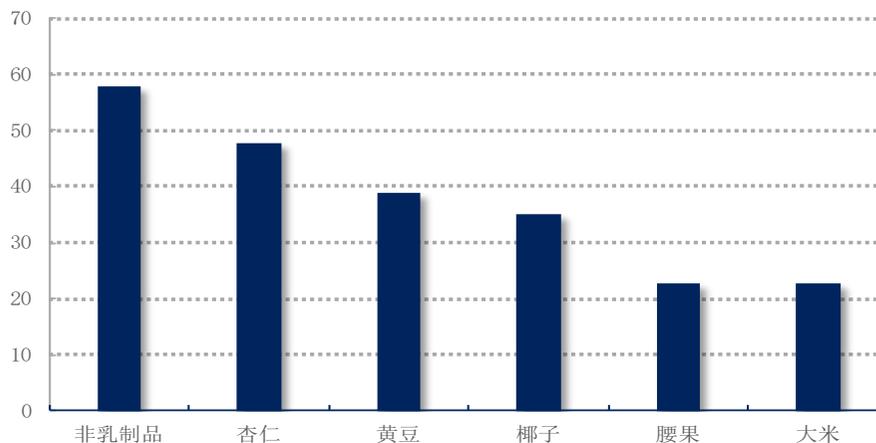
以豆奶制品为例，豆奶较牛奶在营养上有不少优势，包括不含乳糖、不含胆固醇、蛋白质为植物蛋白等，因此近年我国豆奶销售增长相当迅速，由 2011 年的 50.8 亿元人民币，增至 2017 年的 90 亿元人民币，同时成为全球最大的豆奶市场。

3、植物蛋白饮料行业分散，行业巨头加速并购。

从我国的豆奶企业市占率来看，市场高度分散，港股上市的维他奶在我国豆奶市场是行业龙头，达利豆本豆和伊利植选、祖名和白玉等亦占据一定市场份额。但其他较不知名的品牌市占率仍超过五成，行业整合势在必行。

全球食品巨头也在积极布局植物蛋白饮料行业。达能 2016 年花费 125 亿美元收购了全球第二大的植物蛋白饮料企业 WhiteWave，其下属品牌包括 Silk 和 Alpro；可口可乐今年完成了从联合利华手中收购拉丁美洲最大的豆奶饮料 Ades 的交易；迪恩食品收购了美国的亚麻籽饮料生产商 good karma；华润维麟健康投资有限公司对瑞典知名的燕麦奶商 OATLY 进行了收购；雀巢 2011 年买了世界第五大植物蛋白饮料银鹭食品 60% 的股份；可口可乐则全资收购了厦门粗粮王饮品科技有限公司；咨询机构 Berstein 认为虽然植物蛋白饮料的销售增速放缓，但未来行业并购速度将加快，特别是尚有很多地域性空白的消费市场等待行业前几名去填补。

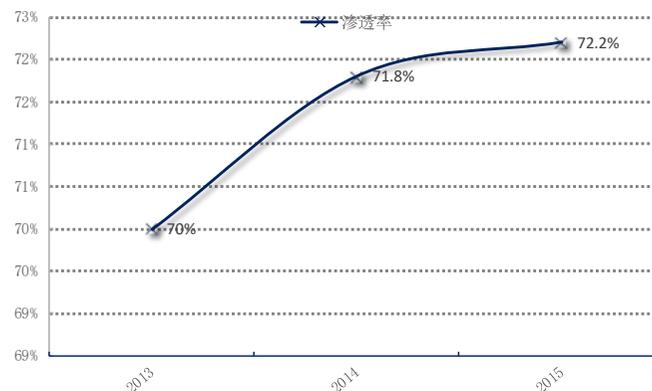
图 69 非乳制品饮料替代加速 (%)



资料来源：英敏特，信达证券研发中心

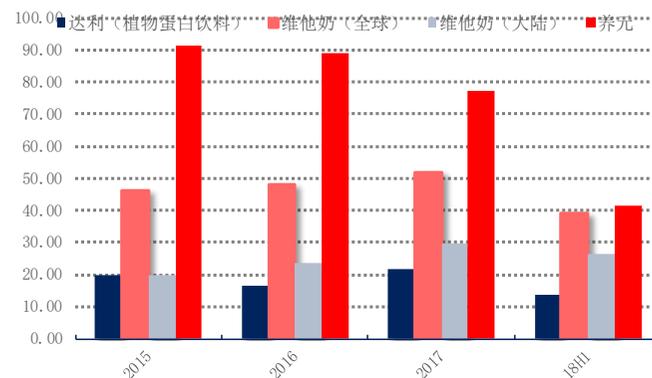
4、植物蛋白饮料的市场空间

根据凯度咨询，中国植物蛋白饮料渗透率逐年上升，2015 年达到 72.2%；2015 年全国全额增长率达到 6.3%，其中上线城市（四重点+省级城市）全额增长率 6.8%，下线城市（地级市+县级市+县城）为 6.2%。

图 70 中国植物蛋白饮料渗透率变化 (%)


资料来源：凯度咨询，信达证券研发中心

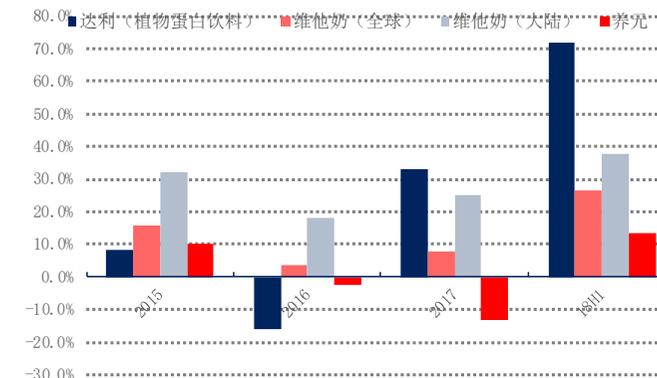
对比 A 股、港股上市公司植物蛋白业务，达利植物蛋白饮料在 18H1 爆发时发展，增速高达 72%，2017 全年增速为 32.9%；维他奶的大陆业务紧随其后，18H1 收入 26.33 亿元，增速为 37.6%，2017 增速 25.3%。后者得益于其近年来稳定的收入增速和 ROE 水平，其年初至今股价已实现 42.8% 的涨幅。我们因此建议积极关注植物蛋白饮料子品类的投资机会。

图 72 15-18H1 植物蛋白饮料收入 (亿元)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 74 维他奶 FY13 至今的营收、净利润及对应增速 (%)
图 71 植物蛋白饮料全额增长率 (%)


资料来源：凯度咨询，信达证券研发中心

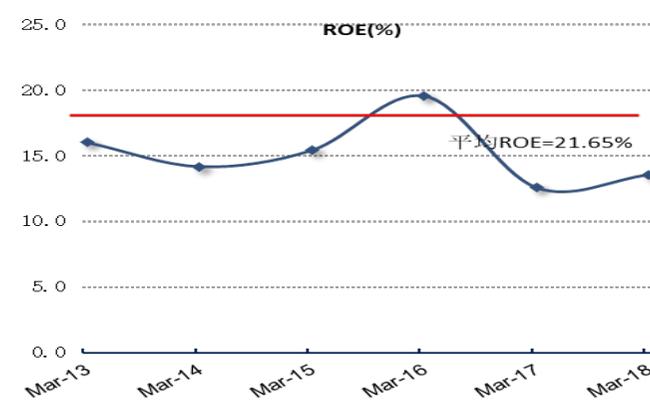
图 73 15-18H1 植物蛋白饮料收入增速 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 75 维他奶 FY13 至今的 ROE (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心



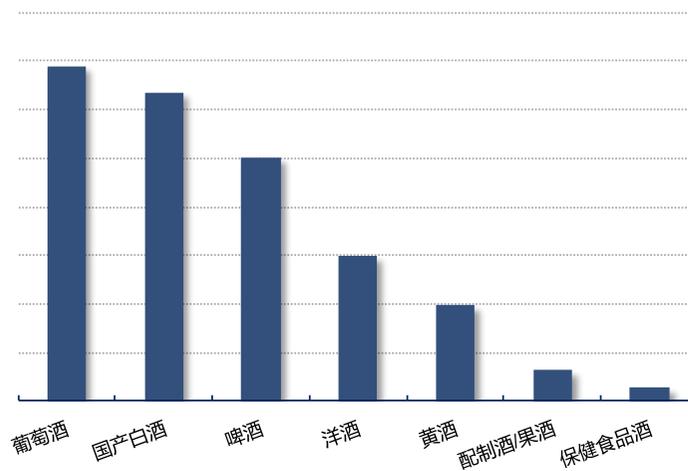
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

葡萄酒

1、我国葡萄酒消费情况。

根据 CBNDATA 消费大数据, 白酒、葡萄酒及啤酒是我国酒类消费金额占比前三大品类; 从渗透率来看, 葡萄酒受众相对更广, 其次是白酒及啤酒。

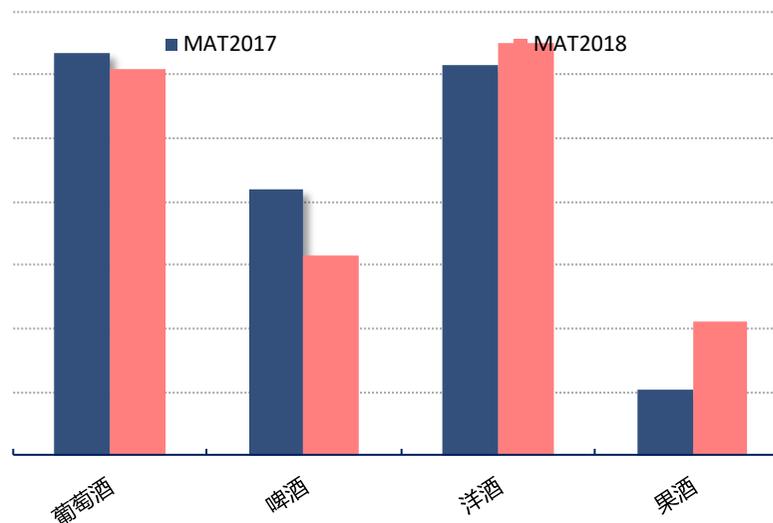
图 76 MAT2018 各品类人群渗透率



资料来源: 2018 天猫酒水线上消费数据报告, CBNDATA 消费大数据, 信达证券研发中心

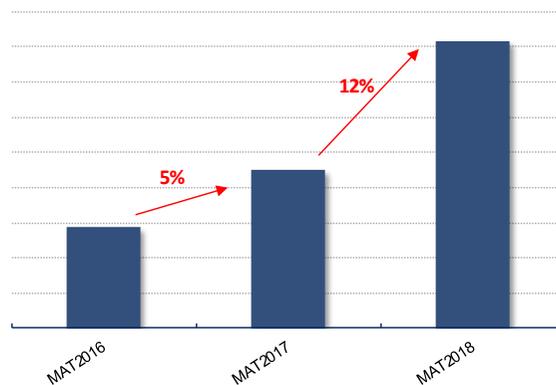
从金额占比来看，葡萄酒和啤酒的国产产品金额占比 18 年不断增加，而洋酒和果酒此种小品类快速增长的同时，进口产品更近受到推崇。

图 77 90 后及 95 后相比其他年龄段更加偏好进口酒

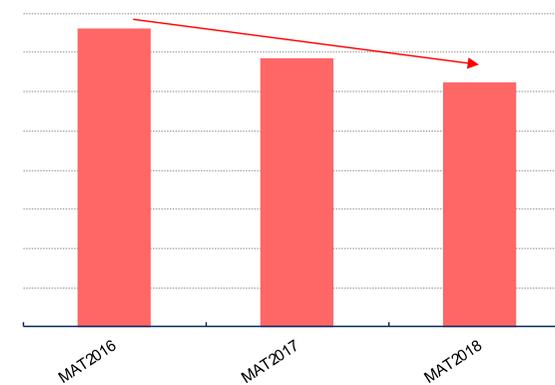


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，CBNData 消费大数据，信达证券研发中心

消费者在酒类的消费上追求个性化多元化，在品牌选择更加多元：线上酒类品牌数 18 年较 17 年增长了 12%，TOP 10 品牌消费占比也逐年降低。许多新兴品牌通过差异化特征以及营销手段吸引消费者，近年来品牌消费金额占比更为分散，长尾品牌有了更多成长空间。

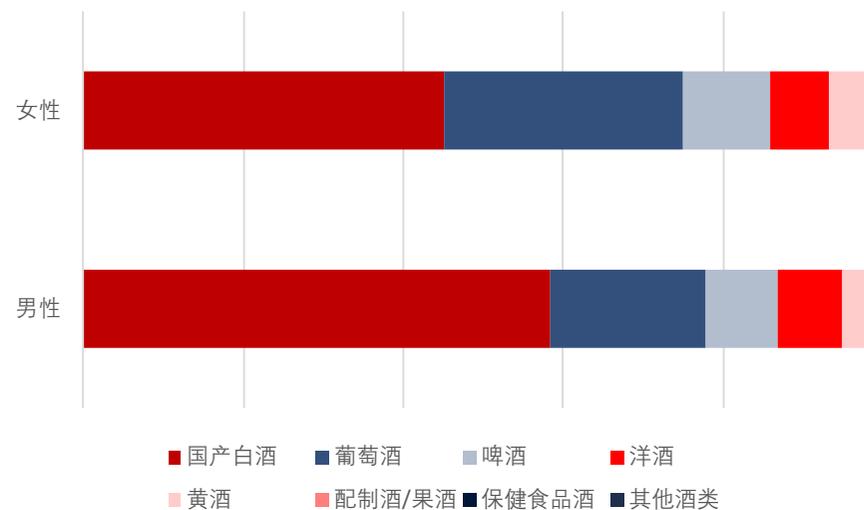
图 78 线上酒类品牌数


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，信达证券研发中心

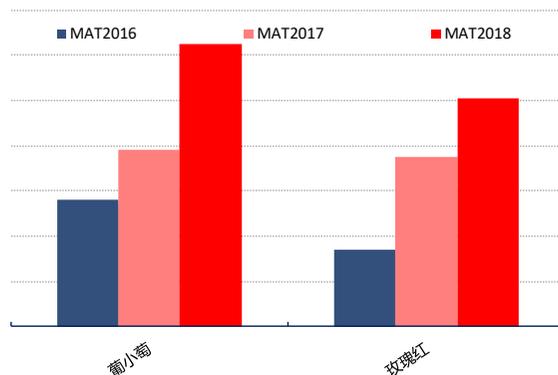
图 79 线上酒类 TOP10 品牌消费金额占比


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，信达证券研发中心

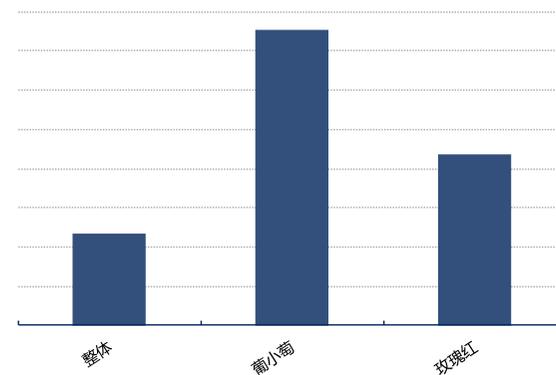
不能忽视的是，女性群体消费酒水也呈明显上升趋势，且消费葡萄酒占比显著高于男性，很多葡萄酒品牌会根据女性审美推出定位女性的产品线。以张裕为例，葡小萄玫瑰红葡萄酒强调果香以及清新甘甜的口感，并且可以自己添加水果混合饮用，增加口感及趣味性。

图 80 不同品类酒水消费金额占比


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，CBNData 消费大数据，信达证券研发中心

图 81 张裕葡萄酒产品线消费金额趋势


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，信达证券研发中心

图 82 MAT2018 张裕甜葡萄酒产品 vs 整体品牌消费增速


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，信达证券研发中心

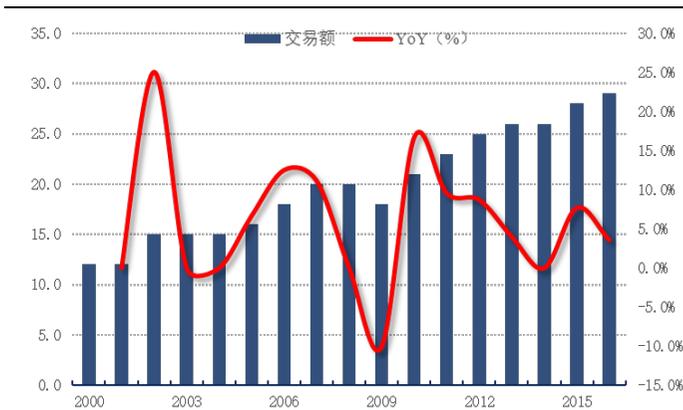
2、对于全球葡萄酒产业，中国市场是个吸引人却又难以掌握的市场。

上一波全球葡萄酒产业的增长浪潮便由中国推动：2006 年中国政府在 WTO 框架下对最惠国葡萄酒关税由 180% 下降至 20%，使得原本单价较高的进口葡萄酒对消费者有了更强的吸引力，中国开启了葡萄酒消费的快速增长。

根据葡萄酒与葡萄酒组织（OIV），金融危机后的 09 年至 12 年，传统葡萄酒消费国家葡萄酒消费呈现整体下降（或停滞）趋势，但受益于来自中国的强劲需求，全球葡萄酒交易量由 88 百万千升上升至 104 百万千升，3 年复合增速（CAGR3）达到 5.7%；交易额由 180 亿欧元上升至 250 亿欧元，CAGR3 为 11.6%。

图 83 2000-2016 年全球葡萄酒交易量 (亿升, %)

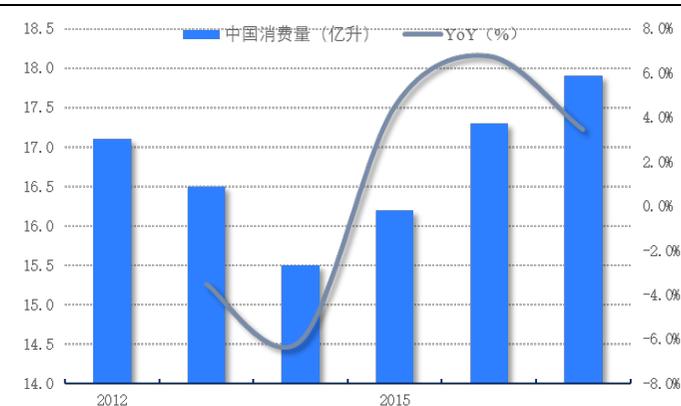

资料来源: OIV, 信达证券研发中心整理

图 84 2000-2016 年全球葡萄酒交易额 (亿升, %)


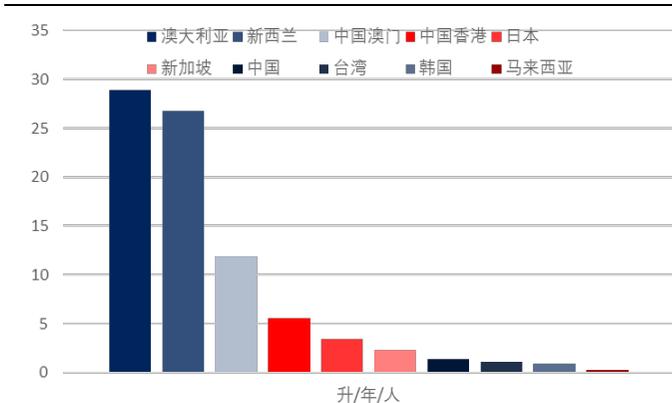
资料来源: OIV, 信达证券研发中心整理

根据 vinexpo 的统计, 在 2007 年至 2013 年间, 中国的红酒消费量增长了 2.75 倍。而同一时期, 意大利和法国的红酒消费量则分别下降了 5.8% 和 18%。

然而 13 年以来, 主要受公务宴请数量降低的影响, 我国葡萄酒消费量出现了大幅下滑, 13-14 年消费量增速分别下降了 3.5% 和 6.1%。但 15 年行业消费量即触底反弹, 且增速保持在 3.5%-6.8%, 体现了我国葡萄酒消费群体的持续热情。根据 IWSR 国际葡萄酒及烈酒研究, 我国人均葡萄酒消费量仅为 1.4 升/年/人, 远低于香港的 5.6 升和日本的 3.4 升/年/人。我们预计到 2021 年, 中国葡萄酒消费量将较 17 年增长约 40%, 至 25.06 亿升, 届时人均消费量将达到 1.6 升。

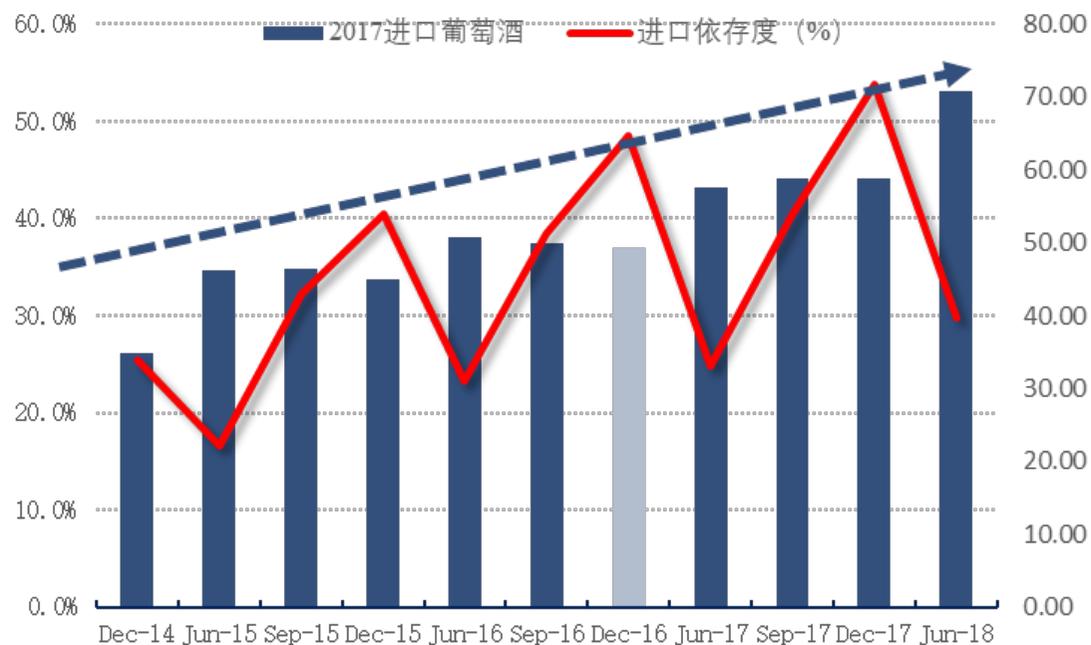
图 85 2012-2017 年中国葡萄酒消费量变化 (亿升, %)


资料来源: Vinexpo, 信达证券研发中心整理

图 86 不同地区人均葡萄酒消费量 (升/年/人)


资料来源: Vinexpo, IESR, 信达证券研发中心整理

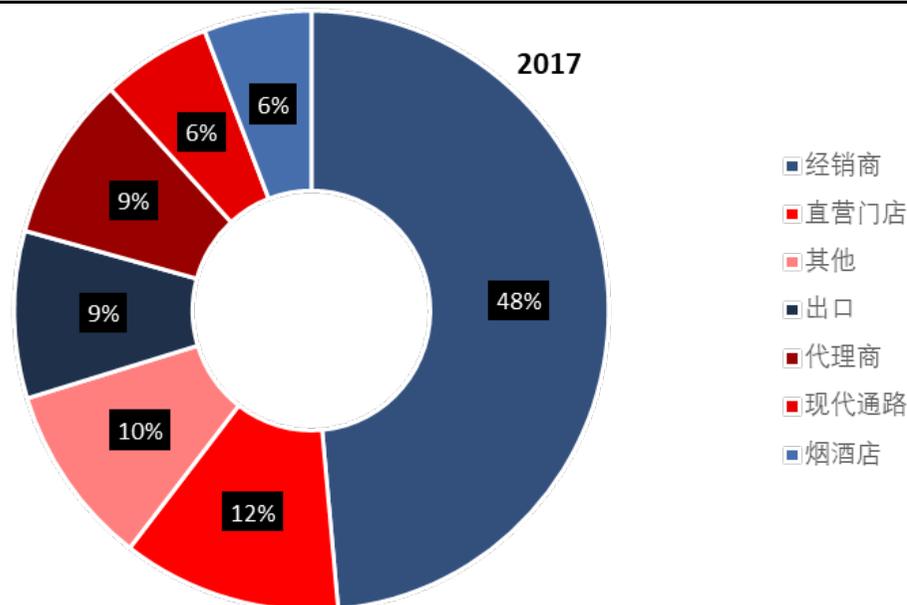
15 年以来, 随着我国与部分葡萄酒生产国如智利和澳大利亚相继建立了自由贸易协定, 对进口葡萄酒的依存度也越来越高。

图 87 14 年至 1H18, 我国葡萄酒进口量及依存度变化 (亿千升, %)


资料来源: 中国海关, Vinexpo, 信达证券研发中心整理

根据中国海关数据，从 2013 到 2017 年，中国进口葡萄酒总量由 3.77 亿升增长到 7.46 亿升，五年翻了一番；15 年末，进口葡萄酒占消费量比重约为 32%，到了 1H18 年已达到约 53%。对于海外酒企，尽管增速可期，但中国市场的隐形门槛很高。首先，中国幅员辽阔，葡萄酒的零售渠道及其分散，且渠道层级很多，由下图可见，除经销商渠道外，剩余超过 50% 的销售通路的占比区别并不大。这意味着如果酒企希望践行自上而下的策略，需要进行全渠道覆盖；如果要进行渠道下沉，还需层层疏通每一个销售链环节。庞大的市场费用和水土不服使得大部分海外酒企不得不将中国市场交给代理商和经销商打理，后者的话语权也就越来越重，对品牌的忠诚度越来越低。事实上，和白酒以及啤酒最大的不同在于，葡萄酒企业对渠道掌控力极其薄弱，国内的代理商和经销商几乎不会只代理一家酒企的品牌，这极大的削弱了酒企的品牌营销策略。

图 88 2017 年我国葡萄酒销售渠道市占率 (%)

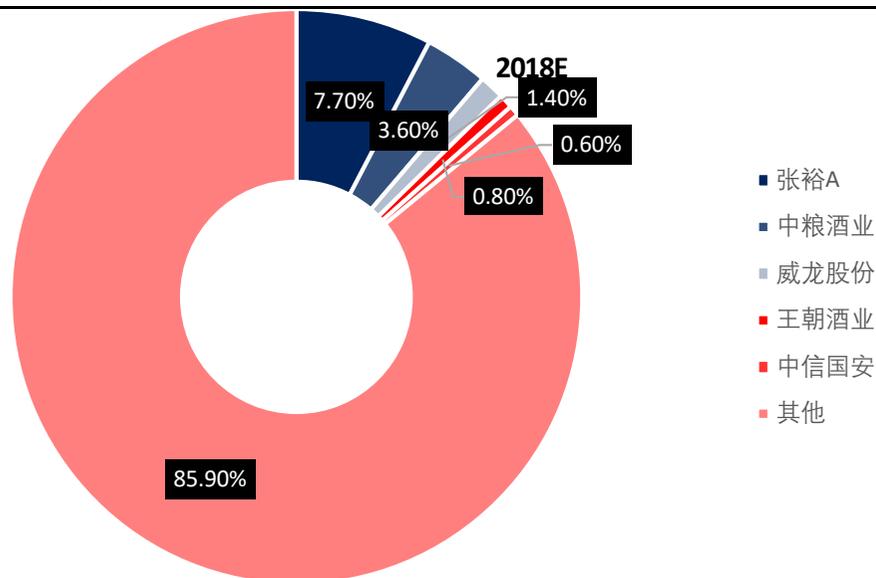


资料来源: IBIS, 信达证券研发中心整理

其次，进口葡萄酒需要缴纳的费用包括 5%-20% 不等的关税、在此之上再征收 10% 的消费税，随后还要再缴纳高达 16% 的增值税，税赋成本约为售价的 48.2%；近年来，电商带动的灰色清关导致走私葡萄酒几乎没有纳税成本，低价酒造成行业价格体系被破坏。

因此，尽管进口葡萄酒对我国消费者早已不是陌生的新鲜事物，我国还是没有主流的进口葡萄酒品牌，甚至整个行业仍没有市占率超过 10% 的核心企业。

图 89 2018 (E) 我国葡萄酒品牌市占率 (%)

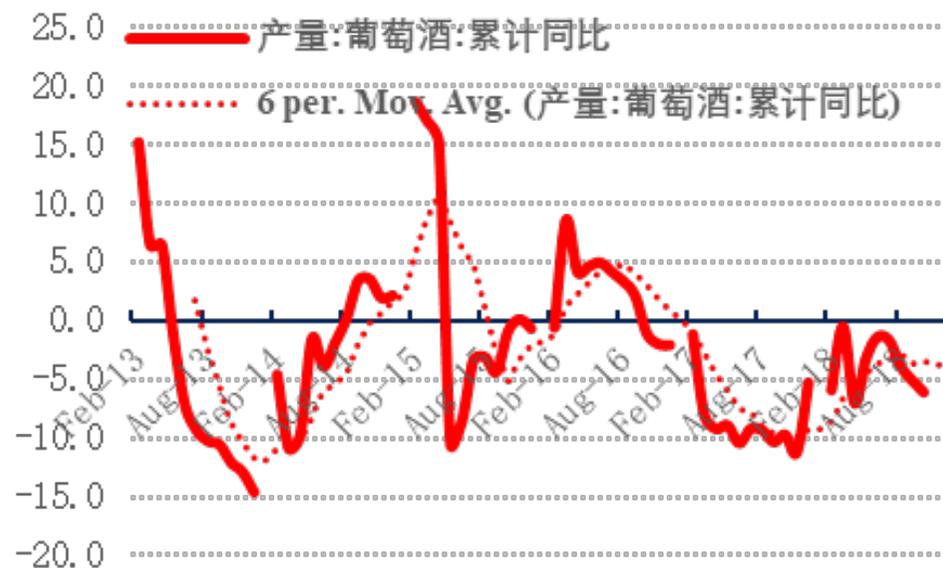


资料来源: IBIS, 信达证券研发中心整理

3、国产葡萄酒举步维艰，走出去和品类升级成为核心策略。

如果说进口葡萄酒所面对的门槛尚能克服，原本便没有太多规模经济效应的国产葡萄酒便更为艰难。受主流消费者消费习惯转变、海外直采比重增加和“零关税”政策（只对两个国家零关税：15年开始对智利进口葡萄酒零关税；19年开始对澳大利亚进口葡萄酒实施零关税）等因素影响，进口葡萄酒继续快速蚕食国产葡萄酒市场份额。据国家统计局发布的数据，2017年中国葡萄酒产量达100.1万千升，比2016年减少13.6万千升，同比下滑5.3%，这是继2013年以来连续五年产量下滑。截止18年10月，我国葡萄酒产量50.6万千升，同比下降6.1%，较去年同期数值-9.7%略有好转。

图 90 13 年至今我国葡萄酒产量增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

盈利能力方面, 受供给侧结构改革等因素影响, 国内经济增速放缓, 2017 年葡萄酒销售收入增速也出现下降, 规模以上葡萄酒企业甚至出现负增长。我们预计未来仍有下降趋势。

图 91 餐饮收入及葡萄酒销售收入增速对比 (%)

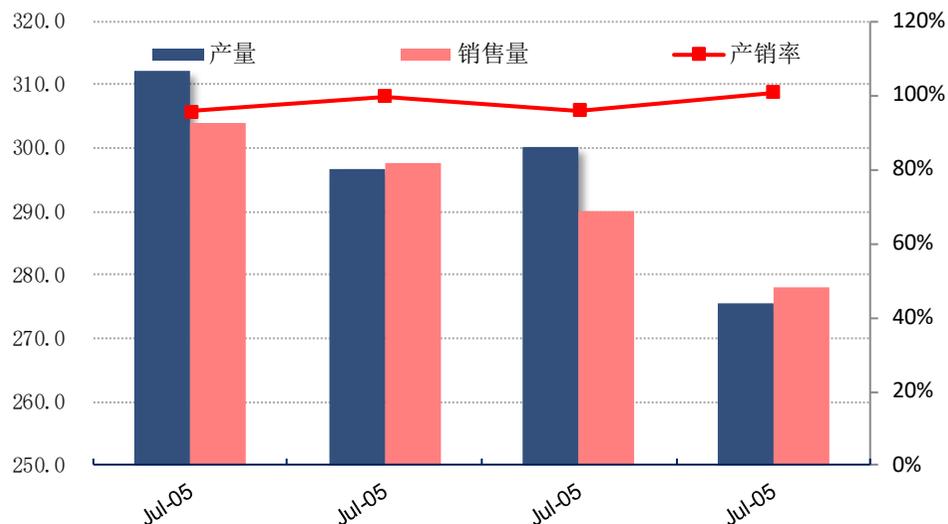

资料来源：中酒协葡萄酒分会，信达证券研发中心整理

但经过长达 6 年的洗牌期，国内葡萄酒产业的趋势已逐步向好：1) **行业发展向头部集中趋势明显**

根据中酒协对全国排名前列的受调查国产葡萄酒企业数据显示，从生产、销售额及利润情况来看，头部企业张裕、长城、威龙都稳居前三。其中，张裕远超其他企业。对比 2016 年数据，2017 年销售额 TOP10 企业合计市场占比提升 4.53 个百分点，利润合计占比超过 90%，行业发展向头部集中趋势明显，出现了长尾效应。

2) **产销率达最佳平衡点**

自 2014 年以来，国产葡萄酒企产销率维持在 95% 以上，基本能实现产销平衡。2017 年葡萄酒的产量和销量双双降至近年来的最低值，但产销率为 100.73%，为近几年最佳平衡点。

图 92 酒企产销率变化情况 (%)


资料来源：中酒协葡萄酒分会，信达证券研发中心整理

3) 龙头企业纷纷发力海外

张裕、威龙、长城等龙头企业，则分别通过收购海外品牌、在海外建厂或产品出口的方式布局海外市场，从而降低成本，提高产品结构。

从 2013 年起，张裕就从全球各葡萄酒主产国逐一进行海外并购，先后获得了法国富郎多公司、法国蜜合花酒庄、西班牙爱欧公司、澳大利亚歌农酒庄和智利魔狮公司的高比例股权。根据公司 3Q18 财报，进口酒中爱欧公爵，同比增长 3 倍，销售收入达到 3000 多万；智利官方媒体也报道，智利魔狮被并购后在中国的销量达到 8 万箱，同比增长了 400%。

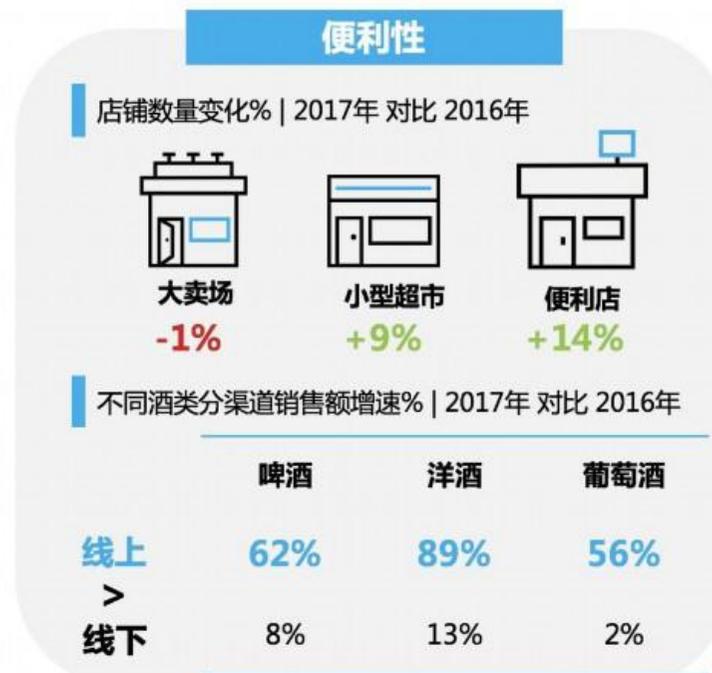
另一家上市酒企威龙股份则拟通过增发实施澳大利亚 6 万吨优质葡萄原酒加工项目。通过此次非公开，公司拟采用世界领先水平的酿造工艺和现代化酿酒设备，在澳大利亚维多利亚州米尔杜拉市建设 6 万吨优质葡萄原酒生产基地，进一步拓展了公司优质葡萄酒的酿造规模，满足当前中国消费升级的需要和消费者对高品质葡萄酒的需求，提升公司核心竞争力。

4、葡萄酒产业新机遇。

我们认为，互联网新零售渠道的兴起，有望颠覆此前经销商和代理商对酒企的强势地位，利于酒企通过自建线上渠道等方式

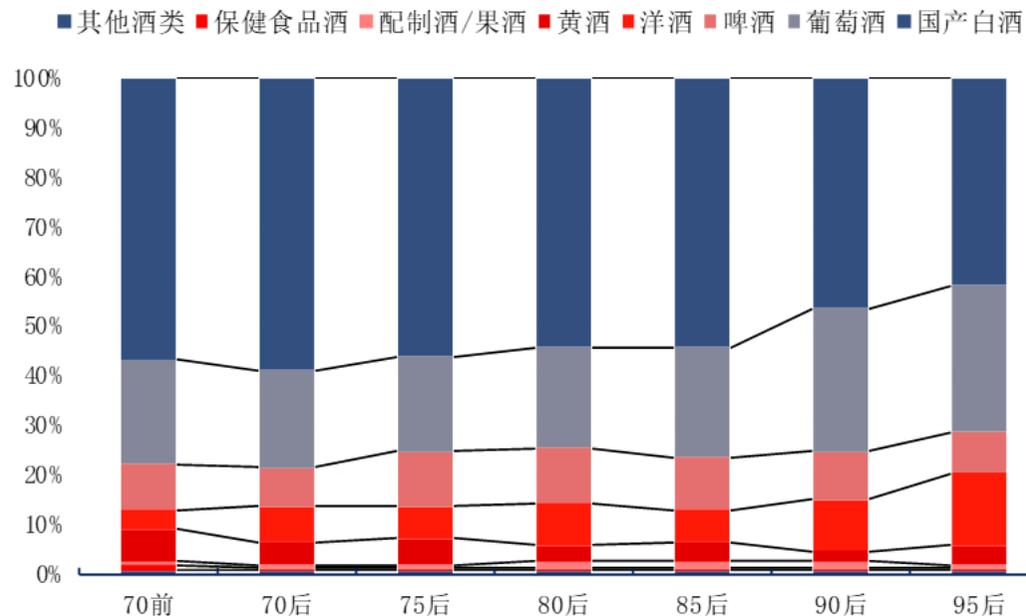
获取以年轻人为代表的消费增量。根据尼尔森的统计，在线上进行的葡萄酒增速高达 56%，远高于线下的 2%。

图 93 16 年 vs 17 年不同酒类分渠道销售额增速对比 (%)



资料来源：尼尔森数据，信达证券研发中心整理

同时，天猫酒水线上消费报告也显示，年轻人（90、95 后）更多的购买葡萄酒、洋酒，购买金额大约是 80 后的 1.5 倍。随着中美贸易战的升级，关税对进口葡萄酒具有一定打击，给了国内酒企赶超国外的机会，我们因此建议未来更加关注国内葡萄酒生产企业否极泰来。

图 94 MAT2018 不同年龄段各品类消费金额占比 (%)


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，CBNData 消费大数据，信达证券研发中心整理

表格 4 年轻人最爱的酒水品牌

1	张裕
2	长城
3	拉菲
4	罗莎
5	梦陇酒庄

资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，信达证券研发中心

高端乳制品

1、奶业振兴政策密集出台，但需正视愈发国际化的竞争氛围：

18年5月23日，国务院常务会议审议通过了《关于加快推进奶业振兴和保障乳品质量安全的意见》，围绕奶源基地建设、乳制品加工流通、国产婴幼儿配方乳粉质量安全监管以及消费引导等方面做出全面部署，是指导今后一个时期我国乳制品行业发展的纲领性文件。这也是继《全国奶业发展规划（2016—2020年）》发布后，国家层面对奶业发展的再一次集中发力。但同时需意识到，随着我国逐渐开放进口市场，乳制品行业也面临着海外竞争对手更直接的竞争。17年12月1日进行的关税调整直接将多种配方特殊幼儿奶粉税率从20%降到0，袋装婴儿食品的关税也从15%降到2%；中澳自贸协定则规定于19年实现婴幼儿配方乳粉关税降为0%；中新自贸协定则规定在触发特殊保障措施之前，原料奶粉、液态奶（指常温奶和巴氏奶，不包括酸奶）、黄油和奶酪享受0%-0.8%的协定税率。（但由于协定签署时间较早，仅2008年从新西兰进口的原料奶粉数量没有达到触发水平，其余年份都达到了触发水平，触发时间逐年提前，因此，此协定并未大幅拉低乳制品原料价格水平。

2、我国乳制品行业的对外依存度持续提升，高端产品进口激增：

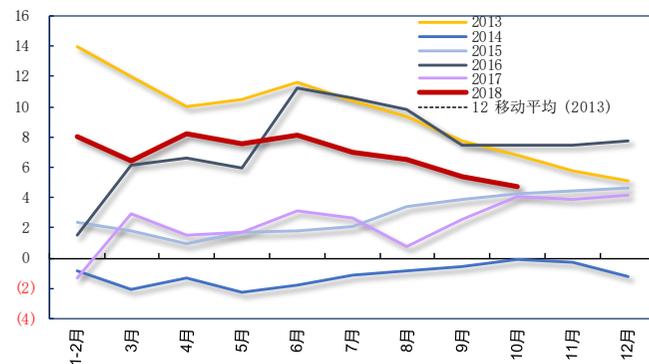
据奶业协会统计，17年，全国奶类和乳制品产量分别达到3655万吨和2935万吨，总体规模仅次于印度和美国，居世界第三位，增速分别为-1.5%和4.5%；但我国乳制品的对外依存度也越来越高。据海关数据，我国乳制品17年的进口量为247.1万吨（折合生鲜乳1437万吨），同比增13.5%，约占国内产量的39.3%，占消费量的28.3%，该比例较16年上升1.3个百分点。

3、进入2018年，受益原奶价格温和上涨及消费品质升级，乳制品行业有望迎来量价齐升。

根据统计局数据，18年1-10月全国乳制品产量2189.4万吨，同比增长4.7%，增速较17年同期的4.1%上升0.6个百分点，全年增速均在17年之上，呈明显上升势头。另一方面，乳品巨头新西兰恒天然公司5月23日宣布，再次上调2017/18产季牛奶收购价格20美分至6.75新元每公斤乳固体，折合约2.686元/公斤；下一产季2018/19产季的牛奶收购价格预测将提高至7新元每公斤乳固体，折合约2.785元/公斤，有望全面带动国际原料奶收购价。本轮周期，国际市场先于国内市场启动，而国内生鲜乳价格迟迟未上涨，呈季节性小幅波动，后续有望迎来一轮上涨，利好乳制品产业链上企业。

图 95 2013 年至今我国乳制品月累计产量增速对比 (%)

图 96 2015-2017 年国内外原料奶和奶制品月度价格走势



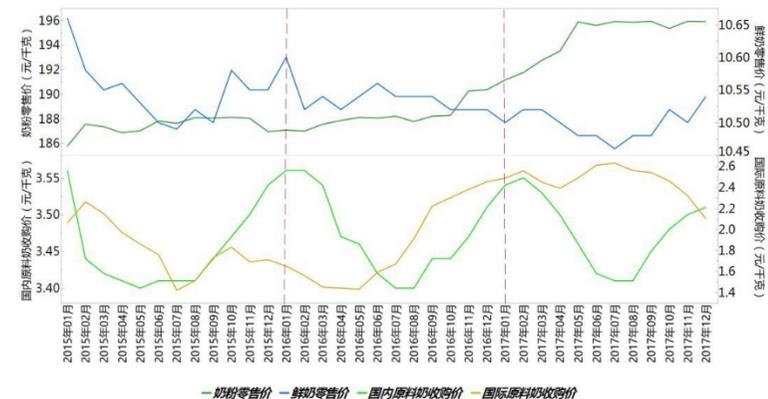
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

根据各国乳制品消费的发展历程，可将乳品消费归纳为三个发展阶段：奶粉-液态奶-奶酪和黄油。第一阶段，由于保鲜技术不发达、运输渠道也不够先进，企业只能将牛奶制成奶粉或者炼乳后再运往各地销售；第二阶段，随着技术发展，企业可以将灭菌处理后的乳制品送往各地销售；第三阶段，技术的进步及消费者消费能力的提升，对乳制品需求提升，人们更多的倾向于消费高端乳制产品，奶酪等消费量将高速增长。在量价齐升的大背景下，建议关注我国高端乳制品板块，如婴幼儿配方奶粉、低温酸奶和奶酪等板块。

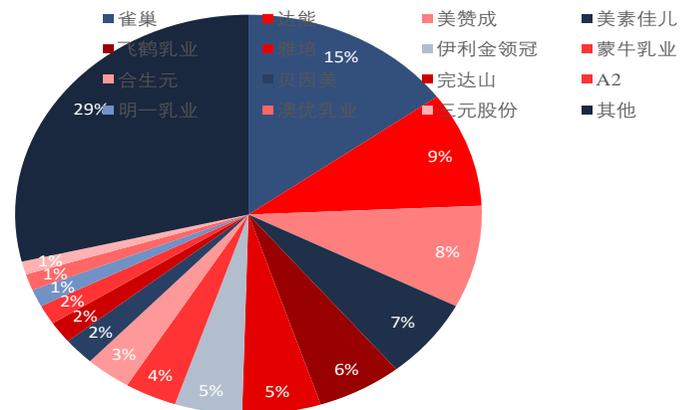
4、国产乳制品企业占据渠道优势，但产品力方面仍有待提升。

在高端乳制品板块，除低温酸奶已被国内三大品牌，即蒙牛、伊利和光明占据主要市场份额，婴幼儿配方奶粉和奶酪等板块仍然是海外品牌占据上风。

根据欧睿国际，截止 17 年末，在婴幼儿配方奶粉销售额方面，雀巢惠氏（17.0%）、达能纽迪希亚（10.6%）、利洁时美赞臣（9.4%）、美素佳儿（7.4%）和雅培（6.2%）合计占据我国 50.6% 的市场份额，较 16 年上升 3.2 个百分点；而国产前五大品牌品牌飞鹤（6.7%）、伊利（5.3%）、蒙牛（4.1%）、合生元（3.6%）和贝因美（2.5%）合计占比则为 22.2%，下降 0.3 个百分点。

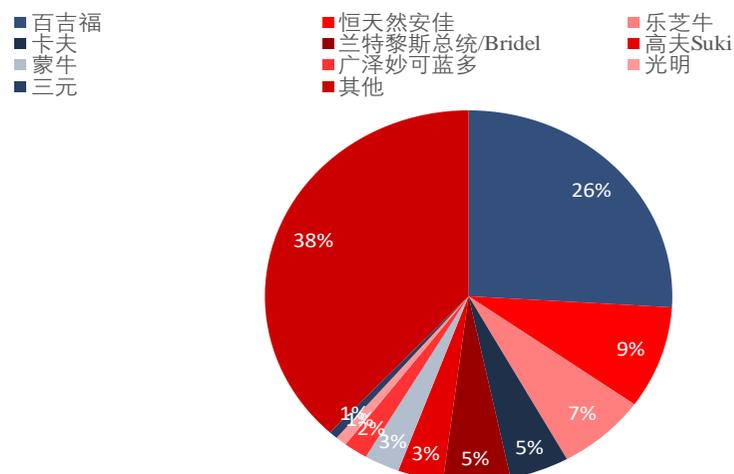


资料来源：农业部畜牧司，信达证券研发中心

图 97 17 年婴幼儿配方奶粉市场占有率 (%)


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

国内奶酪市场国外品牌处于较强势的地位，市场占有率排名前四的均为海外公司，合计 CR5 为 51.9%，较上年同期提升 2.4 个百分点。其中法国保健然公司旗下的百吉福市占率超过 25%，为行业目前龙头。国内企业占据 6-10 名，其中上海高夫 SUKI 的市占率为 3.6% 排名第一，蒙牛 (2.8%) 和广泽妙可蓝多 (1.9%) 分列二、三位。独立的奶酪生产商以妙可蓝多和上海高夫为代表，但是两者的经营模式有很大的区别，妙可蓝多是自主生产、自主经营、拥有自主品牌，而上海高夫以贴牌经营为主，主要代理品牌为美味鲜等。

图 98 17 年奶酪市场占有率 (%)


资料来源：欧睿国际，信达证券研发中心

和液态奶等其他乳制品业务相似，国外品牌的优势在于技术储备以及品牌认知度，而国内生产商在渠道和市场推广上占有较大的优势。同时国内的生产商更熟悉中国消费者的饮食习惯，若能够在高端乳制品的生产技术上有所储备，提高产品的持续创新能力，国内生产企业仍有望突出重围，占据中国乳制品市场的一席之地。参考同样奶酪是舶来品的日本和韩国的市场占有率结构可以发现，国产的奶酪生产商占比绝对主导地位。日本最大的雪印市占率接近 30%，韩国前四大奶酪生产商都是国内企业，合计市占率水平超过 75%。

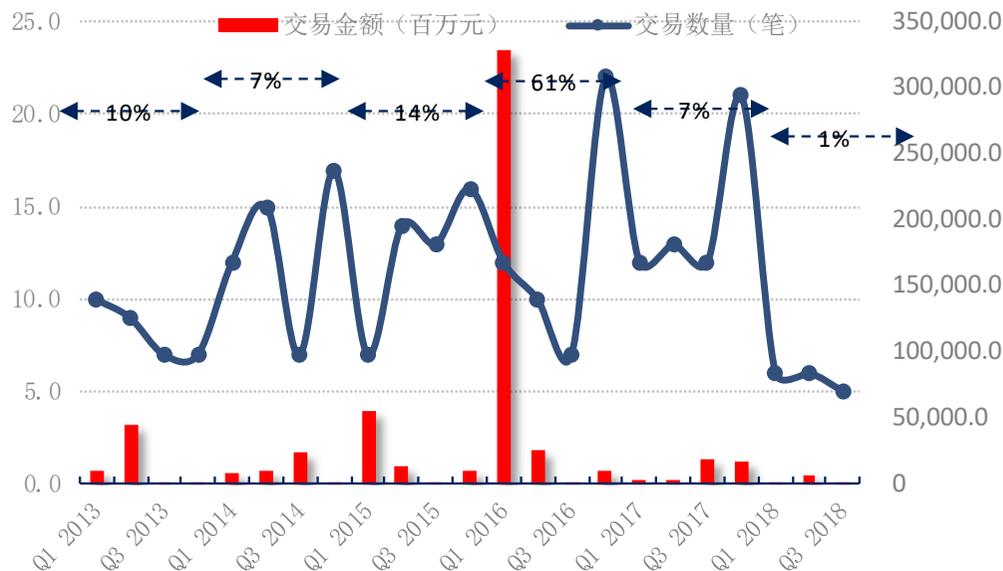
事件驱动：并购推动业绩增长

1、我国食品饮料板块近年来并购并不活跃。

波士顿咨询公司（BCG）与阿里研究院联合发布的《中国消费新趋势》报告中认为，中国是全球增速最快的消费品市场之一，预计到 2021 年，中国消费市场将达到 6.1 万亿美元的规模，其中，食品饮料行业的发展将大幅度影响我国消费升级的进程。

更为重要的是，科技创新的浪潮和消费者需求的变化也在持续改善食品饮料板块的消费格局。随着“新中产阶级”、“千禧一代”逐渐成为消费主力群体，我国食品饮料行业的创新趋势不容小觑，行业内空白点、增长点、突破点正在被逐渐发掘并发扬光大——无论是植物基食品饮料的持续增长，新式茶饮的异军突起，或是正逐渐成为饮料界新宠的气泡水，迅速崛起的新品类和新品牌都表现出了极强劲的生命力。新品类的崛起也意味着其将持续挑战传统行业巨头的市场地位。以休闲食品板块为例，部分出现品牌老化的企业，如中国旺旺（00151.HK）和香飘飘（603711.SH），其市场份额持续被具备互联网基因的初创企业所瓜分，营业收入增长步履维艰。

从企业经营的角度来说，产业发生新旧业态交替之时，便是并购重组愈发活跃之日。但是这一情况却并不适用于中国的食品饮料板块。我们通过 Capital IQ 统计了 2013 年至 3Q2018 间买家为中国企业、且并购发生在包装食品、动物食品、餐饮及食品零售领域的并购数量及金额，发现虽然总并购规模达到近 6000 亿元，但自 16 年迎来高点后，随后两年的并购市场急速萎缩。18 年 1-3Q，行业并购规模仅为 80.9 亿元，占同级区间成交规模的比例仅为 1%；交易数量仅 17 笔。

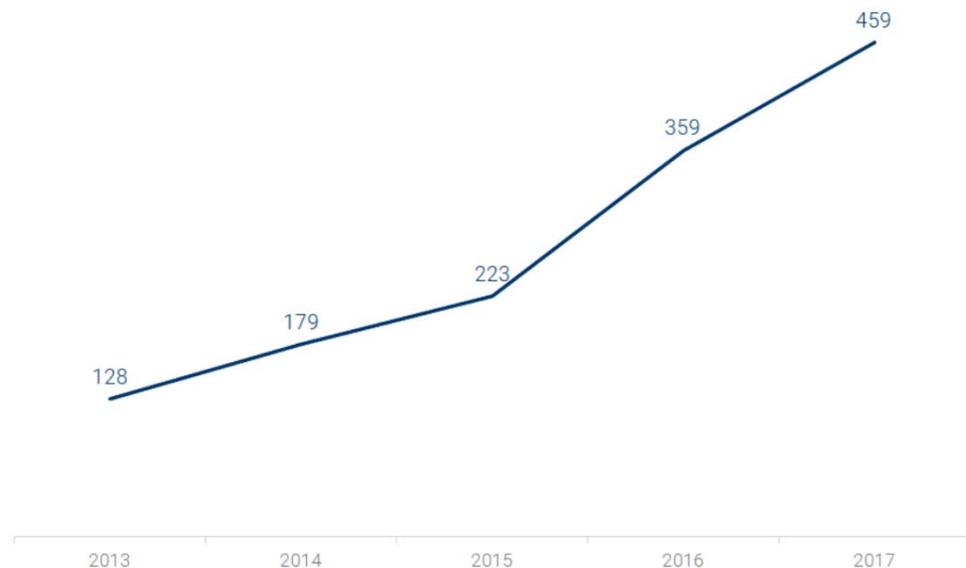
图 99 1Q13-3Q18 中国食品饮料及相关板块并购重组规模及笔数 (百万元, 笔, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

2、但在海外，包装食品的投资数量和规模均呈大幅增长趋势。

但在海外，新增并购交易的不断涌现，却是包装食品板块增长的主要驱动力之一。根据 CB Insights，自 2013 年以来，其统计的全球参与包装食品 (CPG) 板块的投资者家数已经由 128 上升至 459 家,增长了超过 3 倍。其中促使并购数量大增的原因和中国类似——海外消费者追求更健康 and 更营养的产品，导致中小型包装食品企业获得了强大的市场支持。

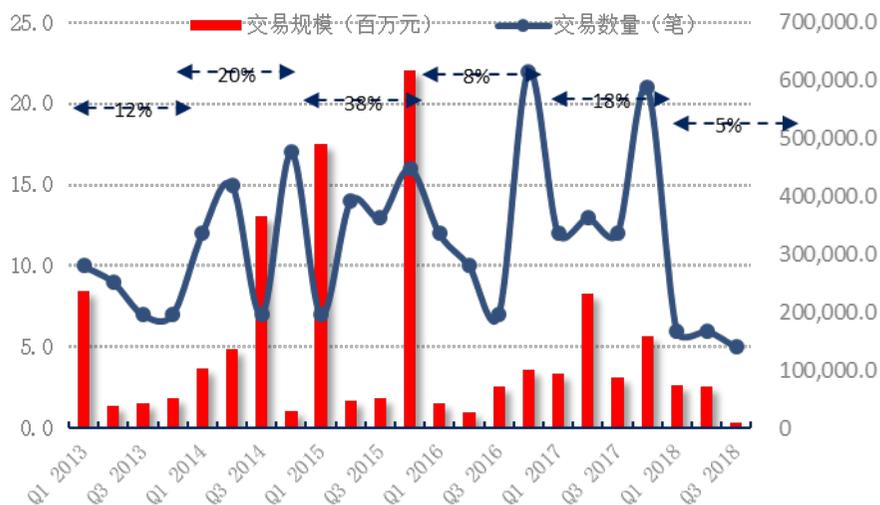
图 100 2013-2017 年食品饮料行业投资者人数变化 (家)



资料来源: CB Insights, 信达证券研发中心

根据 BCG 在 2015 年和 Information Resource, Inc. (IRI) 进行的统计, 全美国包装食品行业当年的营业收入增速达到 3.1%, 其中收入规模小于 50 亿美元的中小型企业市场占有率由 2011 年的 43.7% 上升 2.7 个百分点达到 2015 年的 46.4%, 持续抢占大型食品企业如家乐氏、通用磨坊等的份额。在其中, 能量棒企业 Quest Nutrition, 牛奶企业 Fairlife, 抗氧化饮料 Bai, 椰子水饮料维他可可, 奶酪零食公司 Sargento Foods 等是增速领先的佼佼者。

我们根据 Capital IQ 整理的数据显示, 自 2013 年至今, 美国的包装食品板块并购总规模达到 3.18 万亿人民币, 约是中国的 5.3 倍。尽管 2018 年前三季度的并购规模也同比有所下降, 但并购市场总体仍较活跃。18 年 1-3Q, 行业并购规模为 1548 亿元, 占同级区间成交规模的比例为 5%; 交易数量为 273 笔。

图 101 1Q13-3Q18 美国食品饮料及相关板块并购重组规模及笔数 (百万元, 笔, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

3、包装食品并购的三大趋势。

首先,越来越多的食品巨头,都开始推出风投基金和孵化器项目。巨头对收购初创企业的兴趣也加强了整个生态系统,为更多初创企业和投资者开辟了额外的退出机会。达能投资公司便向纽约的一家食品风投公司 AccelFoods 注资 1500 万美元,家乐氏、泰森、金宝汤和百威英博等也都陆续组建了自己的创投公司。大粮商嘉吉则选择了直接投资初创型企业,3Q17,公司参与了人造肉初创公司 MemphisMeats1700 万美元的 A 轮融资。

其次,部分早期项目的并购金额越来越高,吸引了更多参与者。自 2015 年以来,对食品初创企业的大规模收购出现了大幅激增。绿山澎泉思蓝宝(KDP.US)在 2016 年底以 17 亿美元现金收购饮料公司 BAI,而在此之前的上一轮融资,BAI 只筹得 3800 万美元。与此同时,百事(PEP.US)在 16Q4 以 2 亿美元收购了康普茶(红茶菌)饮料创业企业 KeVita;雀巢(NSRGY.US)在 17Q3 收购了 5 亿美元的精品咖啡 BlueBottle68%的股份;3Q18,可口可乐宣布从澳洲公司 Organic & Raw 旗下收购 MOJO 康普茶。食品收购规模的不断增长也促使食品公司在早期初创企业中进行较小的投资,以便在不支付高收购价格的情况下建立联系。

最后,电子商务和社交媒体称为初创企业创造了销售的前沿市场。食品初创企业可以通过多种方式在网上分发产品,而不是通过传统渠道,从而能够更高效地接触客户,并获得更跨越地理位置限制的品牌影响力。此外,食品和饮料产品的包装吸引力,使该行业很适合有效的社会媒体的营销。相比之下,大多数大型公司的增长都是由现有零售渠道的升级类产品所驱动的,自然

在销售通路方面会受到初创型企业的夹击。

4、伊利并购破冰，行业或开启新一轮增长

伊利股份 18 年 11 月 30 日公告，其全资子公司香港金港商贸控股有限公司(简称“金港控股”)收购泰国本地最大的 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED(简称“标的公司”)96.46%的股权，交易初始对价为 8,056 万美元，折合约 5.56 亿元人民币。截至 1H18，CHOMTHANA 公司营业收入 1824 万美元，净利润 90 万美元，扣非后净利为 94 万美元；该公司 2017 年营收 3438 万美元，净利润 323 万美元，资产净额为 2039 万美元；以 17 年数据匡算，交易并购估值约为 25xPE 和 4xPB。印尼和泰国分列东南亚第一、二大冰淇淋市场，在布局泰国冰淇淋市场前，伊利旗下 11 款 Joyday 冰淇淋已于 2018 年 10 正式进入印度尼西亚市场，并在今年年底有望覆盖当地 20 多个城市。伊利破冰食品饮料板块久违的对外收购，意味着食品饮料行业内企业，特别是由大型食品巨头主导的并购重组有望重新带动板块增长。我们认为，随着食品饮料板块在科技的浪潮下进入“新旧切换”的新周期，并购重组将是食品饮料企业开启新一轮增长的重要驱动因素之一。

行业评级及投资建议

行业评级及投资建议

2018 年是中西碰撞，有挑战也有机遇的一年。展望 2019，在食品饮料行业整体增速企稳反弹的大背景下，我们看好供给端变化对部分新兴子板块带来的需求拉动机会，继续维持食品饮料行业整体“看好”投资评级。但需要提示的是，食品饮料板块的子板块间增速出现明显分化，部分企业也有可能面临原材料上涨或管理不善导致盈利能力退化的情况。因此，19 年的投资策略仍然应是优选高速发展的子板块及个股。

结合上述逻辑及三大维度的量化分析，我们主推**宠物食品、豆奶(软饮料-植物蛋白饮料)、葡萄酒、烘焙食品和高端乳制品**5 个值得关注的子品类，维持食品饮料行业整体“看好”投资评级；建议关注可能受益需求增长和进口替代概念的中宠股份、佩蒂股份、维他奶、达利食品、养元股份、承德露露、张裕 A、百润股份、伊利股份和蒙牛乳业，重点推荐：广州酒家 (SHSE:603043)。

重点推荐

广州酒家（603043）

➤ 核心推荐理由：

- 1、**公司持续发力食品制造板块，五年内产能有望实现双倍增长。**据我们测算，公司当前食品制造产能约 3.0 万吨，而到 2023 年的未来 5 年内，其产能将至少达 8.9 万吨，平均复合增速 20.0%——其中，上市募投项目总投资 2.78 亿元，对应新增产能合计 2.55 万吨；此次两起对外投资项目则合计贡献至少 3.6 万吨。速冻是公司扩产最快的子品类，待完全达产后产能对应 5 万吨，主营广式速冻蒸点，实质上是广州酒家餐饮场景的延伸，和其他传统速冻品牌形成差异化竞争，当前产品供不应求。我们认为，随着公司产能提升，其有望成为速冻蒸点新龙头的有力竞争者。根据欧睿，2017 年我国速冻蒸点销量增速约为 1%，较 2016 年的-2.9%有所反弹，整体销售规模约 55 万吨，公司 5 万吨产能如充分利用，将在行业中拥有一定话语权和定价权。
- 2、**有别于其他盲目扩张企业，公司扩产有备而来。**从产业链的角度来看，公司是我国湘潭寸三莲的主要采购企业，在湘潭已有莲子采购基地。14-16 年，其莲子采购量均超过 1000 吨，增速由 9.6% 上升至 12.2%，主要用于公司的月饼、速冻等产品。因此，公司本轮选择在湘潭设厂扩产，投向之一是 6000 吨/年的馅料产品，一方面是基于其对产地的熟悉，另一方面是出于整合产业链、就近采购、平滑成本的考虑，有望进一步提升其下游产品毛利率。异地扩张也是公司逐步实施产地地销的路径之一。从公司运营的角度来看，在 17-18 年这一轮密集投产之前，公司账面现金流充裕，甚至维持了较为保守的发展策略。13-17 年 9 月末公司剔除募资后的货币资金由 5.27 亿增长至 11.43 亿元，而考察公司持续投资能力的净营运资本（剔除超额现金）持续为负，仅在 2017 年 6 月才转正。我们因此判断公司此轮扩张是经过谨慎思考的，且将有充足的现金作为保障。

➤ **投资评级：**维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 产能受限；2) 跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；5) 员工激励机制有待加强；6) 食品安全风险；7) 募投项目达产不及预期；8) 解禁风险。

➤ **相关研究：**《20180313 广州酒家（603043）餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发》，《20180320 广州酒家（603043）利口福公司两地扩产，产能有望实现双倍增长》，《20180417 广州酒家（603043）17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》，《20180830 广州酒家（603043）食品板块突破产能瓶颈，增速提效；还待股权激励落地进一步激发潜能》，《20181102 广州酒家（603043）月饼销售良好，盈利超预期；股权激励有望进一步激发潜能》。

图 102 广州酒家营收、净利润与增速 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 103 年初至今广州酒家相对大盘涨跌幅 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 截止2018年11月30日

风险因素

宏观经济下行: 消费者对某品类需求转弱: 公司产能投放不达预期: 成本过高影响行业毛利率水平: 政策抑制调价机制: 食品安全问题爆发。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。