

研究所

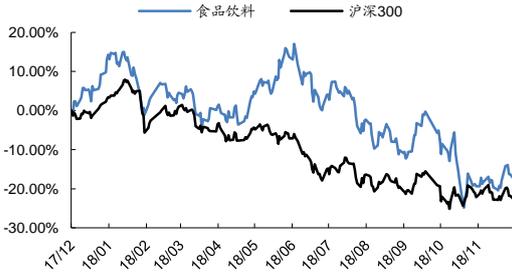
证券分析师:  
021-68591576  
联系人:  
13246620312

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn  
李鑫鑫 S0350117090009  
lix@ghzq.com.cn

## 白酒进入周期后半场，食品看好创新变化龙头

### ——食品饮料行业 2019 年度投资策略

#### 最近一年行业走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	2.3	-7.4	-14.7
沪深300	-0.2	-2.2	-21.1

#### 相关报告

- 《食品饮料行业周报：白酒进入周期后半场，食品建议关注成长子品类》——2018-12-09
- 《食品饮料行业周报：白酒进入周期后半场，乳品巨头布局东南亚市场》——2018-12-02
- 《食品饮料行业周报：白酒进入周期后半场，大众品龙头确定性增强》——2018-11-26
- 《食品饮料行业周报：白酒进入周期后半场，调味品景气度向好》——2018-11-18
- 《食品饮料行业周报：白酒增幅放缓，进入周期后半场》——2018-11-12

#### 投资要点：

- 食品饮料前高后低，总体表现与指数持平。**截至 2018/11/30，在申万 28 个行业中，食品饮料涨位居第 6，相较于指数食品饮料基本无超额收益，跑输沪深 300 指数 0.65pct，跑输上证综指 0.20pct。上半年受市场风格、资金抱团、A 股加入 MSCI 指数等因素的影响，食品饮料板块表现抢眼，随后受中美贸易战、中报及三季报业绩不及预期、秋糖会等因素影响，食品饮料板块被一路抛售。分子行业来看，调味品稳定性最强，截至 2018/11/30 涨幅为 5.12%，其他子行业涨幅均为负，其中肉制品下跌 22.93%，白酒下跌 23.76%，乳品下跌 27.21%。估值方面，由于市场风格转变，食品板块公司凭借较好的现金流依旧具有较高的估值溢价。
- 维持行业“推荐”评级。**从基本面来看，2019 年，白酒步入周期下行阶段，确定性可看两端；调味品抗周期属性强；乳制品龙头加剧收割市场份额；部分处于成长期的小食品抵御周期能力更强。从估值来看，主要龙头公司估值仍处于合理水平。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。
- 白酒：短期处于周期下行阶段，重点看好高端贵州茅台和低端顺鑫农业** 根据历史走势，白酒行业的上升周期约为三年。对于白酒行业自身周期而言，现处于下行阶段。从市场环境看，国家严控房地产价格政策，中美贸易战发展前景不明。预期 2019 年我国宏观经济进一步下滑，对白酒的销售有负面影响。因此，在下行阶段，看好弹性较小的品牌力极强的高端酒和高性价比的低端酒。重点推荐：贵州茅台（600519）、顺鑫农业（000860）。
- 大众品：看好创新变化龙头。**当前消费略有下行迹象，市场对 2019 年预期为经济下行、通胀小幅上行。（1）在经济下行周期下，优选与周期相关度小的必选消费子版块，以及处于品类/行业成长初期以及创新变化的龙头；（2）可适度关注投费用争夺中小企业份额的行业龙头。
- 调味品：追寻穿越周期的实力。**调味品增速与餐饮增速同步，但波动幅度较小。调味品增速略滞后于 GDP 增速，经济下滑期表现平稳。调味品家庭端消费频次低，餐饮端粘性强，企业具有较强的提价能力。公司上，建议关注具有强定价权的海天味业、预期机制改

善的中炬高新、恒顺醋业，重点推荐：中炬高新（600872）。

- **乳制品：龙头加速收割市场份额。**需求端，液态奶市场规模 3100 亿元，预计未来增速 5.6%。结构升级及低线城市城市崛起，将持续驱动乳制品行业发展。供给端，国际原奶供应由供给过剩转向偏紧，国内生鲜乳价格持续上行，我们预计 2019 年原奶价格将步入上行周期。格局上，随着中小乳企退出市场，两强市占率不断提升。公司上，两强提出 2020 年千亿目标口号，预期 2019 年将延续份额优先、高举高打路线，持续收割市场份额，适度关注：伊利股份（600887）。
- **食品综合：优选成长期子行业。**休闲食品年复合增速 12.7%，其中休闲卤制品、膨化食品未来增速较快。挂面必需属性强，增长较快，潜力依旧巨大。茶饮料不断推陈出新，新式茶饮有望成未来趋势。食品综合建议优选创新变化龙头，重点推荐：克明面业（002661）、香飘飘（603711）。
- **风险提示：**宏观经济低迷；行业竞争加剧；食品安全事件；推荐公司项目推进及业绩不达预期。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-12-11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	35.65	0.77	1.45	1.9	46.3	24.59	18.76	增持
002661.SZ	克明面业	12.95	0.34	0.55	0.8	38.09	23.55	16.19	买入
600519.SH	贵州茅台	582.99	21.56	30.21	38.83	27.04	19.3	15.01	买入
600872.SH	中炬高新	29.38	0.57	0.75	0.94	51.54	39.17	31.26	买入
603711.SH	香飘飘	21.6	0.59	0.7	0.83	36.61	30.86	26.02	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 内容目录

1、 市场回顾 .....	6
1.1、 板块涨幅与指数持平 .....	6
1.2、 调味品涨幅居前，板块享有一定溢价 .....	6
2、 维持行业“推荐”评级 .....	8
3、 白酒行业：短期处于周期下行阶段，重点看好高端贵州茅台和低端顺鑫农业 .....	8
3.1、 复盘我国白酒行业发展 .....	8
3.2、 影响白酒行业增长的重要因素已变迁 .....	10
3.3、 目前白酒行业正处于周期下行阶段 .....	11
3.4、 确定性看两头：贵州茅台和顺鑫农业 .....	13
4、 大众品：看好创新变化龙头 .....	14
4.1、 宏观及逻辑分析 .....	14
4.2、 大众品选股思路 .....	16
5、 调味品：追寻穿越周期的实力 .....	16
5.1、 必选属性强，可穿越周期 .....	16
5.2、 独特属性，定价能力强 .....	17
5.3、 重点推荐中炬高新 .....	17
6、 乳制品：龙头加速收割市场份额 .....	18
6.1、 乳制品需求稳步增长，原奶价格步入上行周期 .....	18
6.2、 龙头优势凸显，收割市场份额 .....	19
6.3、 适度关注伊利股份 .....	20
7、 食品综合：看好创新变化龙头 .....	20
7.1、 不同品类、精彩纷呈 .....	20
7.2、 重点推荐克明面业、香飘飘 .....	21
8、 重点推荐个股 .....	22
9、 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 截至 2018/11/30 食品饮料板块涨幅位列第六.....	6
图 2: 截至 2018/6/12 食品饮料板块涨幅位列第二.....	6
图 3: 食品饮料板块上半年防御性表现较强.....	6
图 4: 食品饮料板块下半年抛售明显.....	6
图 5: 截至 2018/11/30 调味品子行业实现正收益.....	7
图 6: 截至 2018/6/12, 白酒、啤酒、调味品收益明显.....	7
图 7: 截至 2018/11/30 食品饮料子行业走势.....	7
图 8: 截至 2018/11/30 子行业估值水平.....	7
图 9: 白酒行业产量及增长情况.....	9
图 10: 白酒行业收入及增长情况.....	9
图 11: 白酒行业利润总额及增长情况.....	9
图 12: 白酒行业吨价情况.....	9
图 13: 2003 年-2012 年, 白酒行业收入增速与固定资产投资增速高度相关.....	11
图 14: 工业企业利润总额同比增速.....	13
图 15: 城镇居民人均可支配收入增速.....	13
图 16: 食品板块收入与 GDP 相关度不大.....	15
图 17: 不同子行业对抗周期表现不同.....	15
图 18: 我国原奶价格步入上行周期.....	15
图 19: 猪价步入上行周期.....	15
图 20: 2017 年以来瓦楞纸价格上涨严重.....	15
图 21: 2017 年底以来玻璃价格维持高位.....	15
图 22: 调味品行业主营业务收入及增速.....	17
图 23: 调味品增速略滞后于 GDP 增速.....	17
图 24: 液态奶市场规模(亿).....	18
图 25: 2021 年各类别液态奶市场份额.....	18
图 26: 三四线城市奶制品需求可不断提升.....	19
图 27: 我国原奶价格步入上行周期.....	19
图 28: 全球主要乳制品出口国产量和 GDT 拍卖价格走势.....	19
图 29: 国内液态奶市场梯队层次情况.....	20
图 30: 中国常温乳制品 CR2 市场集中度提升.....	20
图 31: 我国休闲食品市场规模.....	21
图 32: 休闲食品细分行业及其市场规模(十亿元).....	21
图 33: 挂面行业销售额.....	21
图 34: 茶饮料未来发展趋势.....	21
表 1: 截至 2018/11/30 食品饮料行业涨幅为正的共有 12 家公司.....	8
表 2: 主要白酒上市公司单季度收入同比增速.....	12
表 3: 主要白酒上市公司单季度净利润同比增速.....	12
表 4: 调味品龙头企业提价, 进行成本转嫁能力强.....	17

# 1、市场回顾

## 1.1、板块涨幅与指数持平

全年来看，食品饮料表现与指数持平。分上、下半年来看，上半年受市场风格、资金抱团、A 股加入 MSCI 指数等因素的影响，食品饮料板块表现抢眼，截至 2018/6/12（食品饮料超额收益最高时点）食品饮料较年初增长 10.92%，跑赢上证综指 18.94%。随后受中美贸易战、中报及三季报业绩不及预期、秋糖会等影响，食品饮料板块被一路抛售。截至 2018/11/30，在申万 28 个行业中，食品饮料涨位居第 6，排名前五的为银行、社服、非银、医药，相较于指数食品饮料基本无超额收益，跑输沪深 300 指数 0.65pct，跑输上证综指 0.20pct。

图 1：截至 2018/11/30 食品饮料板块涨幅位列第六

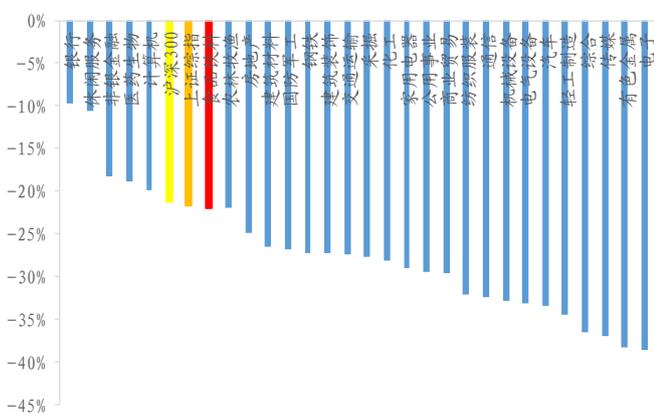
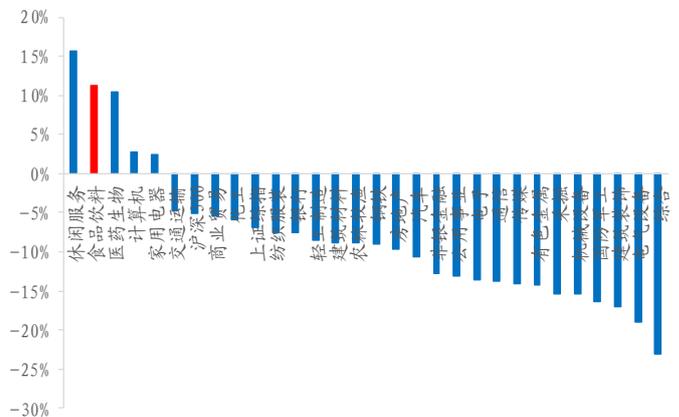


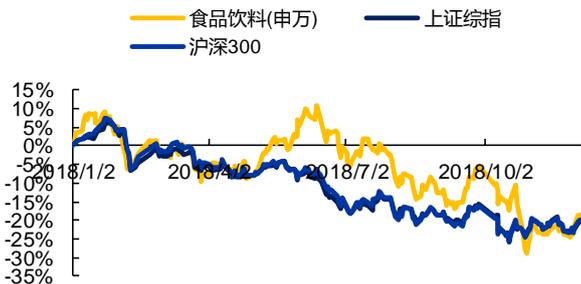
图 2：截至 2018/6/12 食品饮料板块涨幅位列第二



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：食品饮料板块上半年防御性表现较强



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：食品饮料板块下半年抛售明显



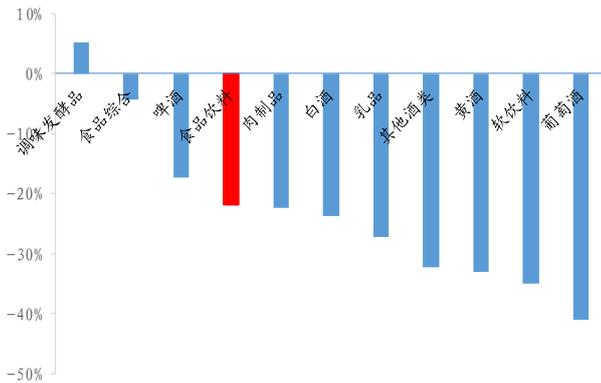
资料来源：Wind，国海证券研究所

## 1.2、调味品涨幅居前，板块享有一定溢价

子行业来看，调味品稳定性最强。从子行业来看，调味品稳定性最强，截至

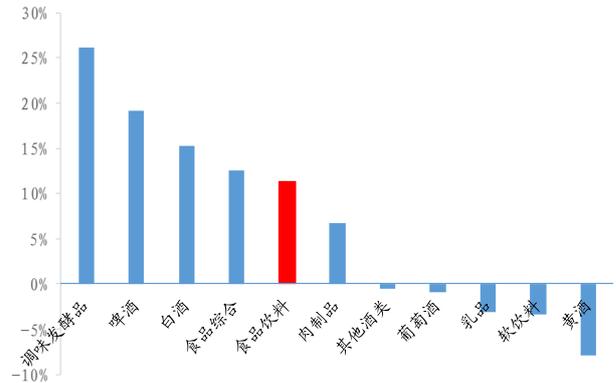
2018/11/30 调味品涨幅为 5.12%，其他子行业涨幅均为负，其中肉制品下跌 22.93%，白酒下跌 23.76%，乳品下跌 27.21%。全年以 2018/6/12（食品饮料超额收益最高时点）为界，行情可分为上下半场。上半场，白酒、啤酒、调味品上涨明显，白酒上涨 15.23%，啤酒上涨 19.19%，调味品上涨 26.22%。下半场白酒、啤酒下跌明显，分别下跌 38.99%、36.60%，截至 2018/11/30 分别实现收益-23.76%、-17.41%。其中调味品表现相对稳定，子板块上涨 5.12%。

图 5：截至 2018/11/30 调味品子行业实现正收益



资料来源：Wind，国海证券研究所

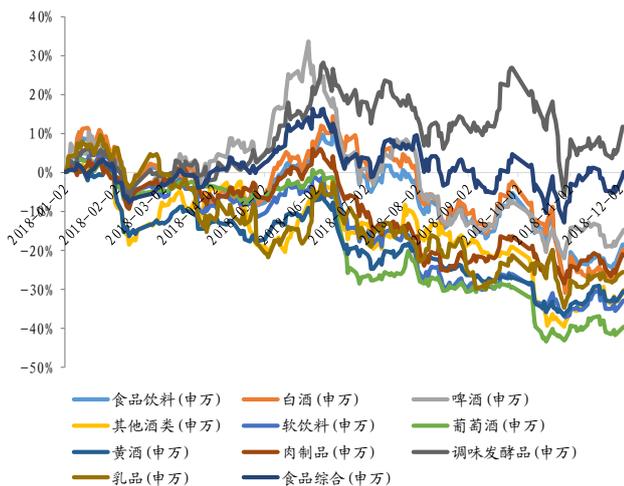
图 6：截至 2018/6/12，白酒、啤酒、调味品收益明显



资料来源：Wind，国海证券研究所

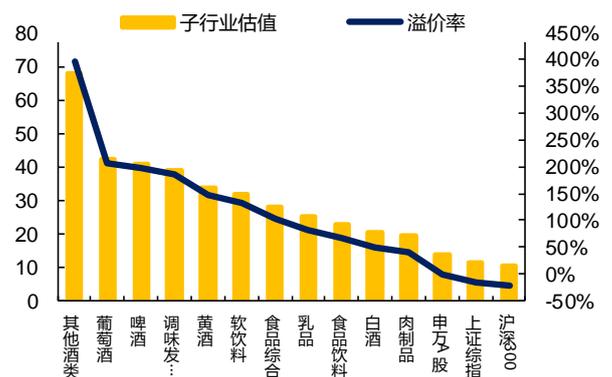
估值方面，由于市场风格转变，食品板块公司凭借较好的现金流依旧具有较高的估值溢价。截至到 2018 年 11 月 30 日，食品饮料行业市盈率 (TTM，整体法，剔除负值) 为 22.75X，较申万 A 股溢价 66.18%。从各子行业来看，肉制品、白酒、乳制品、调味发酵品市盈率分别为 19.36X、20.59X、25.07X、39.16X。相对来说，目前肉制品、白酒估值处于较低水平，乳品估值处于合理水平。

图 7：截至 2018/11/30 食品饮料子行业走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：截至 2018/11/30 子行业估值水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

个股来看，顺鑫涨幅最大，调味品、小食品涨幅居前。我们统计了截至 2018/11/30 食品饮料各个公司的涨幅（剔除 2018 年新股养元股份、华宝股份、香飘飘），涨幅为正的仅有 12 家，其中 2 家白酒企业（顺鑫农业、今世缘），3 家调味品企

业（海天味业、中炬高新、恒顺醋业），1家啤酒企业（重庆啤酒），6家小食品公司（安井食品、汤臣倍健、广州酒家、涪陵榨菜、桃李面包、洽洽食品）。市场行情从2017年的白酒、白马龙头单边行情向大众品扩散，下半年食品饮料补跌后，调味品、小食品公司因需求业绩较为稳定、短期利好等因素调整幅度不大。

表 1：截至 2018/11/30 食品饮料行业涨幅为正的共有 12 家公司

公司代码	股票名称	收盘价		2018 年 涨幅	所属子行业
		2017/12/31	2018/11/30		
000860.SZ	顺鑫农业	19.12	34.80	82.05%	白酒
603345.SH	安井食品	24.09	37.82	57.00%	食品综合
300146.SZ	汤臣倍健	14.73	19.99	35.73%	食品综合
600132.SH	重庆啤酒	20.24	25.99	28.39%	啤酒
603043.SH	广州酒家	19.30	24.50	26.93%	食品综合
002507.SZ	涪陵榨菜	16.68	21.08	26.40%	食品综合
603866.SH	桃李面包	38.40	47.75	24.33%	食品综合
603288.SH	海天味业	53.08	63.37	19.39%	调味发酵品
002557.SZ	洽洽食品	15.48	18.41	18.95%	食品综合
600872.SH	中炬高新	24.61	28.27	14.89%	调味发酵品
600305.SH	恒顺醋业	8.96	9.62	7.31%	调味发酵品
603369.SH	今世缘	15.32	15.50	1.15%	白酒

资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2、维持行业“推荐”评级

维持食品饮料行业“推荐”评级。从基本面来看，2019年，白酒步入周期下行阶段，确定性可看两端；调味品抗周期属性强；乳制品龙头加剧收割市场份额；部分处于成长期的小食品抵御周期能力更强。从估值来看，主要龙头公司估值仍处于合理水平。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。

## 3、白酒行业：短期处于周期下行阶段，重点看好高端贵州茅台和低端顺鑫农业

### 3.1、复盘我国白酒行业发展

我国白酒行业的发展既分享消费升级的利好，又略显周期性，其中2003年-2012年获得很好的增长，堪称黄金10年。从长期来看，虽然阶段性受各种因素影响，白酒销量出现回撤现象，但总体来看，随着我国经济的发展，白酒销量是持续增长的，尤其是吨酒价格持续上升。从数据上来看，近两年来吨酒价格有所下降，我们分析认为，随着消费者消费理性思考下，光瓶酒销量在加速增长，导致在利润总额仍然保持增长的情况下，吨价有所下降。

图 9: 白酒行业产量及增长情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 白酒行业收入及增长情况



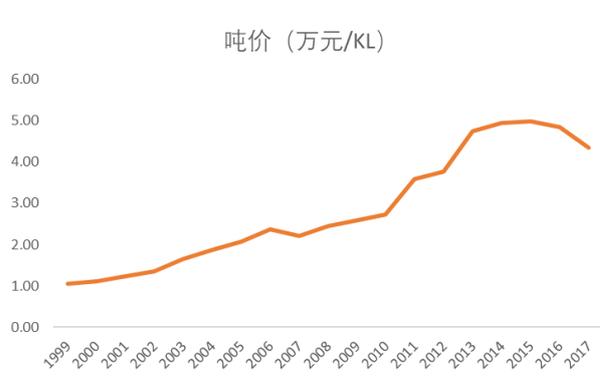
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 白酒行业利润总额及增长情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 白酒行业吨价情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

具体从而我国白酒行业行业发展历史来看,我国白酒行业发展又可分为以下几个阶段:

### (1) 1985-1989 年: 繁荣发展, 量价齐升

改革开放初期,国家经济发展取得一定成果,居民生活水平得到显著改善。该时期,白酒供不应求,国家放开白酒价格管制,五粮液等白酒企业通过多次提价塑造了高端白酒形象,白酒行业第一阵营初步形成。同时,在价格上涨仍供不应求的背景下,一批名酒企业实施了产能的改扩建工程,白酒行业实现了繁荣发展。

### (2) 1989-1992 年: 货币从紧, 初遇调整

为抑制 1988 年末逐渐开始显现的通货膨胀,国家从 1989 年开始对宏观经济进行“治理整顿”,实行适度从紧的的货币政策。这一时期,白酒行业产量依然保持较低增长,但增速明显下降,初次遇到调整。

### (3) 1992-1997 年: 快速发展, 广告酒兴起

1992年，邓小平同志的“南巡谈话”推动了新的改革发展热潮，白酒业进入新一轮快速发展期。全国性白酒品牌与区域优势白酒企业都得到了很好的发展。同时，白酒企业开始在竞争中着眼布局品牌形象和品牌价值，广告营销投入显著增加，市场上出现了诸如秦池等广告酒。

#### **(4) 1998-2003年：再遇调整，中低端受冲击**

1997年爆发的亚洲金融危机，使白酒行业在宏观环境上上面临较大的经营挑战。同时，国家在本时期出台了一系列白酒产业政策，如推出白酒生产许可证制度、从价和从量复合计征白酒消费税、白酒广告宣传费不予在税前扣除等，对以中低端产品为主的企业造成了较大冲击。为应对艰难局面，白酒企业主动开展生产经营模式创新。如五粮液集团在五粮醇买断经营模式基础上，推出多款买断产品，孕育出了五粮春、金六福、浏阳河、京酒等强势品牌；水井坊和国窖1573等超高档产品的出现，体现了白酒市场竞争中价格的重要性，也形成了白酒企业多品牌运作的先河。

#### **(5) 2003-2012年：地产投资带动政商消费，十年黄金发展期**

2003年至2012年，我国GDP从13.66万亿元增长至53.41万亿元，年复合增长率超过10%，这个时期，我国房地产业务得到快速发展，地产投资带动政商消费，白酒供不应求，尤其是高端白酒快速增长，很多区域品牌都推出高端超高端子品牌，白酒行业实现了十年的“黄金发”展期。

#### **(6) 2013年至2016年：三公控制，深度调整**

2012年白酒塑化剂风波引发行业动荡，同时国家相继推出“八项规定”、“六项禁令”等一系列限制“三公”消费的政策，严格禁止公款消费高档酒，后继政策更严，部分地方政府甚至严禁喝酒。商务消费和政务消费等消费场景受限，极大影响了高档白酒的销售，导致高档白酒产品的销量快速下降，价格体系受到较大冲击。消费需求在短期内快速下降，使得白酒行业存在的产能过剩矛盾凸显，行业进入深度调整期。这个时期白酒消费的主要力量已经转移到商务消费和大众消费。白酒企业为应对新局面，开始抢占中档白酒市场，导致中档白酒市场的竞争进一步加剧，区域优势白酒企业的发展正在面临更大挑战。

#### **(7) 2016年至今：复苏回暖，茅台一批价居高不下**

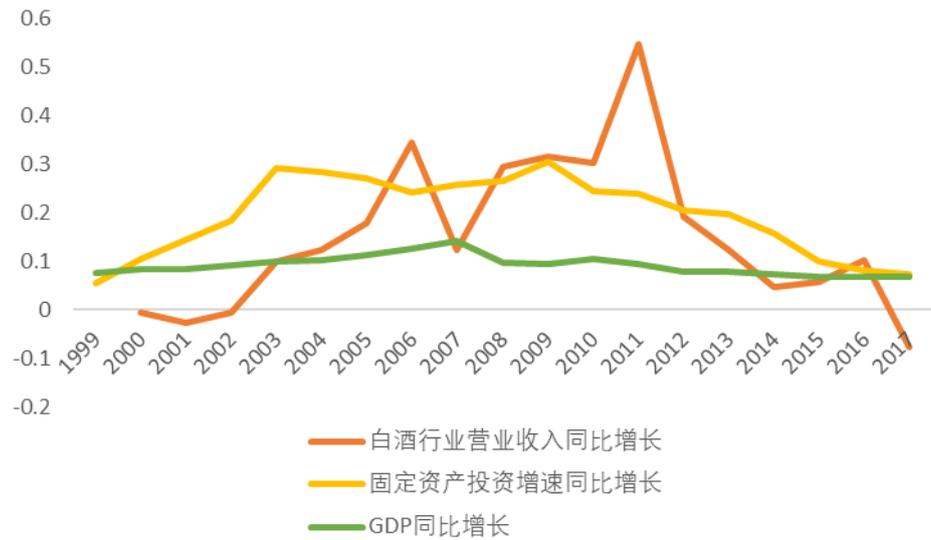
2016年下半年白酒行业开始复苏，终端用户白酒消费需求有所上升，带来白酒行业整体收入和利润有所增长。这个时期，大众市场消费观念的改变和消费档次的提升是白酒行业发展的主要推动力量。同时，在消费者理性消费观点下，性价比高的“牛栏山”等光瓶酒得到快速发展。

## **3.2、影响白酒行业增长的重要因素已变迁**

我们在对影响白酒行业增长的重要因素进行分析可知，在2003年之前，影响白酒行业增长的重要因素主要是社会经济发展下的政府财政收入提高、企业利润

增加和居民收入提高，体现在社会经济指标上主要是国家 GDP 的增长。2003 年-2012 年，得益于我国房地产行业的长足发展，政务和政商消费大幅兴起，白酒行业的增长与固定资产投资增速高度相关。2012 年后，政府反腐趋严，限制“三公”消费政策推行后，白酒的政务消费和政商消费都大幅减少，而主要集中在商务消费和民间大众消费上。因此，2012 年后，白酒消费的增长更多与企业单位利润增长，居民收入提高有关。

图 13: 2003 年-2012 年，白酒行业收入增速与固定资产投资增速高度相关



资料来源: wind, 国海证券研究所

### 3.3、目前白酒行业正处于周期下行阶段

白酒行业的周期性一方面受白酒行业自身的没有保质期这一特殊消费品属性带来的周期性影响，另一方面白酒作为可选消费品，又受整个经济周期的影响。

白酒是一种特殊的消费品，没有保质期，而且酒越存越香越值钱，尤其是茅台酒不仅具备作为饮用酒的消费品属性，还可以作为价值收藏的金融属性。由此，市场上体现的茅台的销量和价格并不能真实的体现供需关系。当茅台的社会库存消化完毕，这时社会开始处于加库存阶段，同时部分居民喜欢囤酒喝陈酒，害怕价格上涨，提前购买，以及部分投资客收藏茅台，三方面因素导致茅台短期内供不应求，价格上涨。而价格上涨又导致居民进一步害怕价格上涨，提前购买和囤酒，导致茅台酒价格进一步上涨。当价格上涨到很多居民库存酒已经较多和很多原本有真实需求的居民因为价格太高而放弃的时候，价格开始企稳，同时社会开始处于清库存阶段。这个时候如果遇到经济形势不好，市场真实需求下降的时候，茅台一批价有可能回撤。待社会库存开始消化完毕，再启动第二个周期。

受茅台酒的影响，其他档次白酒也同样存在周期性。由于茅台酒价格上涨，导致原本价位上存在真实需求的部分消费者无力购买，转而购买档次低一点的白酒品牌，导致该品牌短期内需求快速上涨，带来终端价提高。由于消费者怕该

品牌也和茅台一样提价，故提前采购加大库存，则导致终端进一步供不应求，价格上涨。终端也因为该品牌供不应求，同时害怕厂家提价，就提前采购增加库存，这进一步扩大需求，进一步推动渠道商（经销商）加大订单，经销商也害怕厂家提价，加大库存。由此，消费者、终端和经销商，三者前后都加大库存，三者增加的库存给市场的假象是消费一片繁荣，给厂家的信号是消费需求强劲，厂家除了提价之外，再进行扩产。待价格上涨到原本有真实需求的消费者不再接受和消费者、终端以及经销商库存加满的时候，开始价格企稳，消化库存。等库存消化完，再启动新一轮周期。

综上，白酒作为没有保质期的商品，尤其是茅台具备金融属性的特征，使得白酒具备一个闭环式周期。参考历史情况，一般一个上升周期为 3 年左右，目前白酒自 2016 年开始复苏以来，经历了 3 年多的繁荣期，从 2018 年三季度开始出现业绩增速向下的拐点。从白酒自身周期而言，处于下行阶段。

表 2: 主要白酒上市公司单季度收入同比增速

证券简称	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	证券简称	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3
泸州老窖	20	18	33	15	26	25	31	泸州老窖	35	31	34	23	33	36	45
古井贡酒	18	25	15	7	18	49	18	古井贡酒	19	62	64	42	43	121	46
酒鬼酒	9	53	26	48	46	37	31	酒鬼酒	31	336	26	39	69	14	38
五粮液	15	23	43	20	37	38	23	五粮液	24	40	64	61	38	55	20
洋河股份	11	18	20	21	26	27	20	洋河股份	12	20	18	6	27	31	22
贵州茅台	36	36	116	31	32	46	4	贵州茅台	25	31	138	67	39	42	3
水井坊	33	130	109	51	88	33	27	水井坊	18	74	122	22	68	404	52
山西汾酒	48	30	47	18	49	45	31	山西汾酒	59	109	121	-10	52	69	60
今世缘	21	12	13	13	31	30	35	今世缘	26	18	10	8	32	31	35
口子窖	16	20	14	79	21	28	8	口子窖	21	48	22	199	37	43	9

资料来源: wind, 国海证券研究所

表 3: 主要白酒上市公司单季度净利润同比增速

资料来源: wind, 国海证券研究所

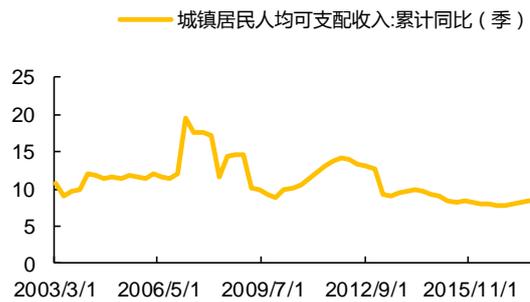
此外，白酒作为可选消费品，受宏观经济影响较大。当宏观经济形势好的情况下，商务活动增加，企业利润和居民收入增加，对白酒的消费量和消费档次也会调高。反之，则白酒的消费量和消费档次也会调低。目前，在地产的国家政策严格控制和中美贸易大战形势下，我国宏观经济增速放缓，2019 年有可能进一步下滑，对白酒的销售有负面影响。

图 14: 工业企业利润总额同比增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 城镇居民人均可支配收入增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

### 3.4、确定性看两头：贵州茅台和顺鑫农业

#### (1) 贵州茅台：长期看消费升级推动量价齐升，短期看厂批价差大有提价空间

茅台作为白酒行业的龙头品牌，具备极强的品牌效应，消费、投资、收藏属性兼备，是饮用或送礼佳品。随着经济发展，企业利润增加和居民收入提高，愿意和有能力消费茅台的人越来越多，伴随消费升级趋势下，长期来看，茅台量价齐升是必然趋势。

短期看，因为白酒作为没有保质期的消费品和茅台的金融属性，整个白酒行业存在一定的周期性。但目前飞天茅台的一批价仍在 1700 元左右，与公司 969 元的出厂价比仍有 700 多元的差距，渠道商利润非常丰厚，茅台厂家完全可以通过提价缩短渠道商利润差，增厚公司利润。此外，茅台厂家一直在强调提高直营和云商销售比例。云商保真，直营占比提升将使部分经销商利润转移至公司，借此实现公司利润增长。

#### (2) 顺鑫农业：牛栏山定位低端“民酒”受经济周期影响小，产品“性价比”突出竞争能力强

公司牛栏山白酒定位中低端，产品价格亲民，主要产品终端零售价在 50 元以下，消费场景以中低端收入者朋友聚会和自饮为主。从一定程度上来说，中低端酒类类似大众消费品属性，渠道运作方式上更接近快消品，销量增长主要在于人口和铺市率生，受宏观经济周期影响小。从公司白酒经营数据来看，从 2009 年到 2017 年，白酒收入年复合增长率 22.64%，销量年复合增长率 22.19%。即使在行业调整的 2013 年和 2014 年，五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、水井坊五家主要白酒上市公司的收入和净利润增速为负数，而顺鑫农业依然维持个位数的收入增长和超 50% 的净利润增长。

**牛栏山白酒“性价比”突出，产品竞争力强。**牛栏山采用的是固液法生产，且是“正宗二锅头”，相比其他低端酒液态法生产，品质要好。牛栏山“地道北京味”

代表着“北京文化”、“首都概念”，在消费者心中的知名度和美誉度较高。牛栏山的价格低，在同等光瓶酒中零售价是最低的。牛栏山之所以能做到品质好价格低，“性价比”如此突出，与公司大规模销量和严格的成本控制是息息相关的。牛栏山的销量规模在整个白酒上市公司中是最大的，即使与同档次光瓶酒品牌相比，也是数一数二。在成本控制方面，公司通过生产极简（生产基地贴近市场）、包装极简（全部采用光瓶模式）和销售极简（实行大商制），三方面来降低成本，从而使公司在成本竞争上构筑了核心竞争能力。

**牛栏山市场泛全国化正在进行中。**公司除北京基地市场，河北、山东和河南市场较为成熟外，其他环北京周边市场和长江三角洲、珠江三角洲、西南西北地区都处于发展期，未来仍有很大市场开拓空间，尤其是牛栏山高中低档全系列产品，可以在各类型渠道铺货，铺市率仍有很大提升空间。

## 4、大众品：看好创新变化龙头

### 4.1、宏观及逻辑分析

根据经济学中的厂商理论：

$$y = (p - c)q \rightarrow \frac{\Delta y}{y} = \frac{\Delta(p - c)}{p - c} + \frac{\Delta q}{q}$$

利润=销量和\*单位利润，利润变化与销量变化和利润变化正相关，其中 p 为单位售价，c 为单位成本（含费用），q 为销量。

我们从三个维度分析食品饮料行业公司的未来增速：

#### （1）销量变化：

整体来看，食品板块收入表现与名义 GDP 相关度不大，食品板块波动相对较小，但是不同子行业表现不尽相同，**经济下行周期，优选稳定的抗周期性子行业**，经济上行周期，优选弹性大的可选消费子行业；同时处于**成长初期的子行业以及创新变化的龙头也是较优选择**。

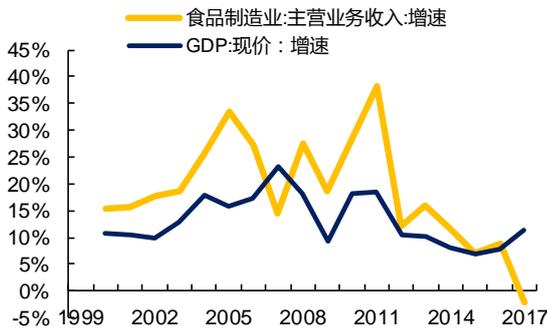
#### （2）经营利润（成本及费用）变化：

**A. 提价：**一般消费品定价具有菜单效应，不会根据成本变动实时提价，因此提价后对业绩贡献比较大，**可优选已提价或有提价预期，且提价对销量影响不大的标的；**

**B. 成本消化及份额收割：**面临上游成本上涨，下游消费企业表现一般可分为三个阶段：1) 小企业强撑，大企业通过调结构、降费用，消化成本上升，稳定利润；2) 小企业撑不住倒闭；3) 大企业变相提价，趁机加大费用投放，加速收割市场份额。一般来说，阶段 3 公司业绩不会太好，但阶段 3 结束将迎来 2-3 年的业

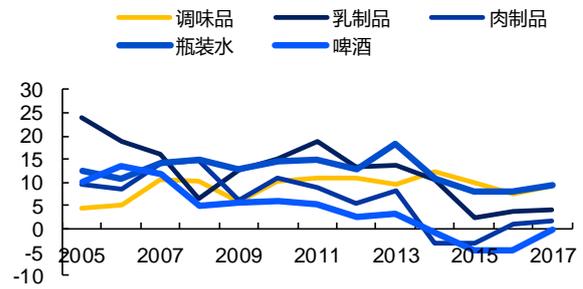
绩恢复爆发期，因此阶段3为比较好的布局时点。

图 16: 食品板块收入与 GDP 相关度不大



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 17: 不同子行业对抗周期表现不同



资料来源：欧睿、国海证券研究所

当前经济及消费已有下行迹象，市场对 2019 年预期为经济下行、通胀小幅上行：

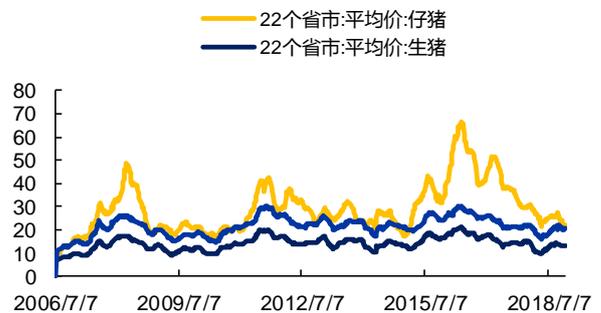
- 1) 2019 年 GDP 增速下行，一致预期下 GDP 增速为 6.3-6.4%；
- 2) 2019 年 CPI 小幅上行，一致预期下 CPI 为 2.3-2.6%，其中猪肉、原奶进入上行周期，瓦楞纸、玻璃等包材明年预期小幅回落；

图 18: 我国原奶价格步入上行周期



资料来源：农业部、国海证券研究所

图 19: 猪价步入上行周期



资料来源：中国畜牧业信息网、国海证券研究所

图 20: 2017 年以来瓦楞纸价格上涨严重



图 21: 2017 年底以来玻璃价格维持高位



资料来源：纸业联讯、国海证券研究所

资料来源：Wind、国海证券研究所

## 4.2、大众品选股思路

基于上节分析，2019 年我们对大众品选择思路如下：

**(1) 销量波动较小且经营利润变动较小：**在经济下行周期下，优选与周期相关度小的**必选消费子板块**，以及处于**品类/行业成长初期以及创新变化的龙头**；

→调味品、挂面等必选消费属性特别强的子板块，如海天、中炬、恒顺、克明、桃李等；

→品类成长初期，创新变化确定性强的龙头，如香飘飘（品类成长初期）、中炬高新（机制变化）等；

**(2) 销量波动较大（正向），单位经营利润波动较大（负向）：**行业龙头公司份额大幅提升公司（可适度关注，投资未来）

→成本上行，投放费用收割份额的行业龙头，如伊利股份等。

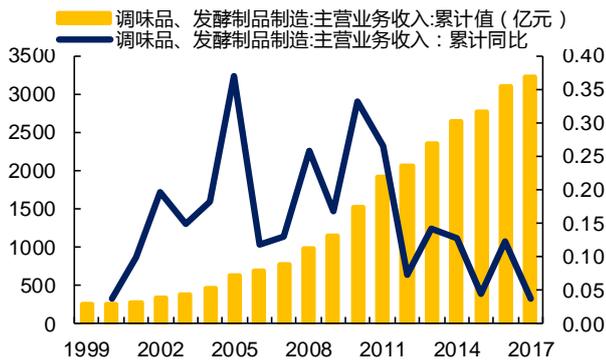
## 5、调味品：追寻穿越周期的实力

### 5.1、必选属性强，可穿越周期

**调味品增速与餐饮增速同步，但波动幅度较小。**调味品下游主要有：餐饮、家庭、工业制造，其中餐饮占比 60%，这决定了调味品行业增速与餐饮增速同步，但调味品作为家庭消费的必需品，刚需特性明显，家庭需求的平滑对调味品需求有一定缓冲作用。

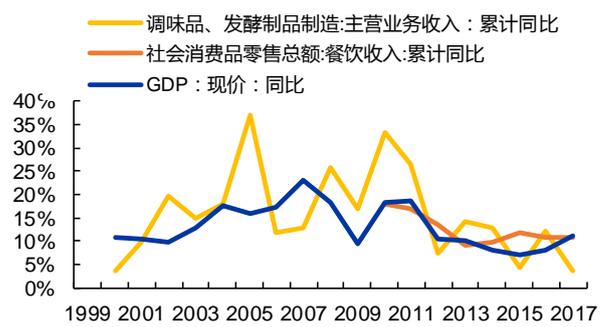
**调味品增速略滞后于 GDP 增速，经济下滑期表现平稳。**根据国家统计局数据，2012 年我国经济增速放缓时期，2012 年我国名义 GDP 由 18% 降至 10%，2013 年维持在 10%，而餐饮收入增速 2012 年由 17% 降至 14%，2013 年降至 9%，由此可见餐饮收入增速略滞后于 GDP 增速。同时，我们也可以看到调味品收入增速同样略滞后于 GDP 增速，体现了在经济下行周期调味品行业较高的稳定性。

图 22: 调味品行业主营业务收入及增速



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

图 23: 调味品增速略滞后于 GDP 增速



资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

## 5.2、独特属性，定价能力强

调味品家庭端消费频次低，餐饮端粘性强，企业具有较强的提价能力。调味品由于产品消费频次低，在家庭端价格敏感度相对较小，产品口味差异化明显，餐饮端粘性强，调味品龙头企业提价较容易。行业龙头一般每隔 2-3 年提一次价，以对抗通胀以及进行渠道理顺。

表 4: 调味品龙头企业提价，进行成本转嫁能力强

公司	提价时间	提价范围	提价幅度	原因
海天味业	2010 年底	酱油产品	约 4%	成本上涨
	2012 年底	60% 产品	约 4%	成本上涨
	2014 年底	大部分产品	约 5%	渠道理顺
	2016 年底	大部分产品	约 5%	成本上涨
中炬高新	2013 年 7 月	全线产品	5%	成本上升
	2017 年 3 月	全线产品	5-6%	成本上升
恒顺醋业	2014 年底	主力醋产品	9%	成本上升
	2016 年中	19 款主力产品	9%	成本上升
涪陵榨菜	2016/7/1	11 款产品	8-12%	成本上升
	2017/11	脆口及主力榨菜缩包装	10-17%	调整规格，变相提价
	2018/10/29	7 款产品	10%	渠道理顺

资料来源: 公司公告, 新浪财经, 每经网, 证券时报网等, 国海证券研究所整理

## 5.3、重点推荐中炬高新

中炬高新 (600872) 主要逻辑: (1) 产能建设稳步扩张。公司目前产能合计 50 万吨, 美味鲜公司 (单体) 产能 30 万吨, 厨邦公司最大产能 20 万吨。公司阳西生产基地 2018 年计划启动, 预计在 2019 年末可新增酱油产能 10 万吨。(2) 餐饮渠道占比提升。公司积极拓展餐饮渠道, 餐饮渠道 2017 年增速约 25% 左右, 增速高于公司平均增速, 2017 年末餐饮销售占比约 24% 左右, 同比 2016 年有一定提高。(3) 毛利率提升空间大。提升主要来自三方面: 产品结构升级、规模

优势、阳西基地生产效率高。公司积极推动信息化建设，管理费用率还有下降空间，毛利率上升和管理费用率下降共同推动盈利能力提升。(4) 机制改善，有望释放活力。随着宝能入局董事会，我们预期公司运营效率和管理效率将大幅提升，业绩有望加速。

## 6、乳制品：龙头加速收割市场份额

### 6.1、乳制品需求稳步增长，原奶价格步入上行周期

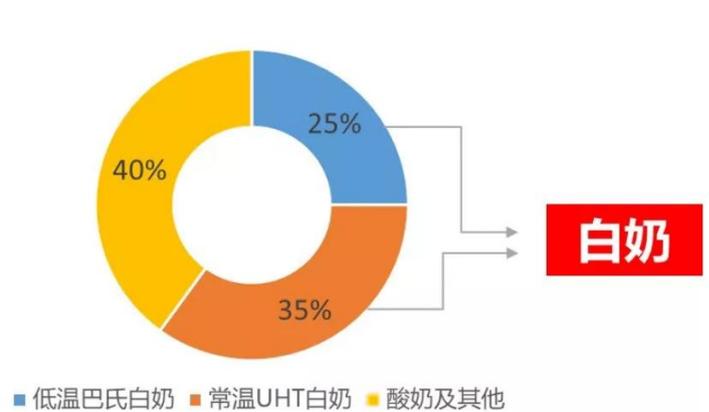
**液态奶市场规模 3100 亿元，预计未来增速 5.6%。**根据尼尔森&百度指数联合发布的《中国乳制品营销生态与趋势》，2017 年液态奶规模达 3100 亿元，未来五年年复合增长率达 5.6%，预计 2021 年市场规模达到 4076 亿元，增长空间巨大。预计到 2021 年，白奶仍将为市场主体，常温 UHT 白奶将继续占据主导地位。

**结构升级及低线城市崛起，将持续驱动乳制品行业发展。**根据尼尔森数据，我国白奶、酸奶关注度主要集中在中高线城市，三四五线城市提升空间依旧很大，对中国低线城市有望成为未发展的主要驱动力。另一方面，乳企的产品结构不断优化，也将驱动乳制品行业价的提升。

图 24：液态奶市场规模（亿）



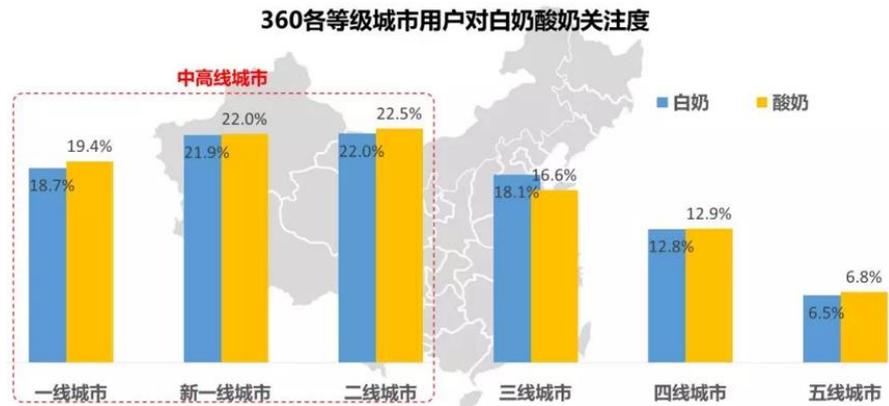
图 25：2021 年各类别液态奶市场份额



资料来源：尼尔森&百度指数、国海证券研究所

资料来源：尼尔森&百度指数、国海证券研究所

图 26: 三四线城市奶制品需求可不断提升



资料来源: 尼尔森&百度指数《中国乳制品营销生态与趋势》、国海证券研究所

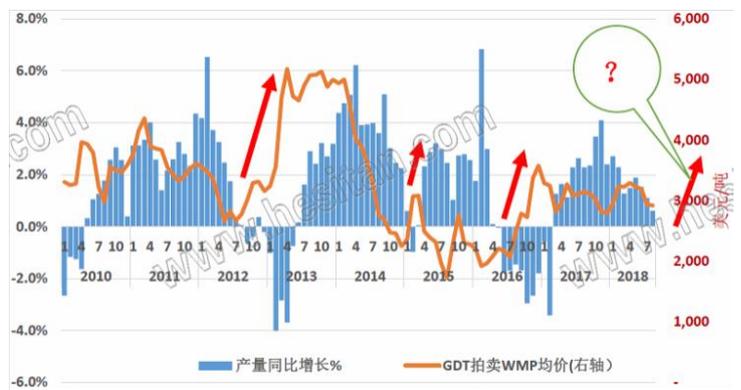
**原奶价格即将步入上行周期。**全球主要出口国牛奶产量和乳制品价格呈现明显的周期性特点, 2-3 年为一周期。(1) 国际: 国际原奶供应将由供给过剩转向偏紧, 国际原奶供应即将逆转。根据荷斯坦奶农俱乐部数据, 全球 7 个主要乳制品出口国合计原料奶产量同比增幅正逐步下降, 8 月份已降至 0.6%, 且这种下降趋势还在持续, 甚至出现负增长, 这预示在未来几个月内国际市场乳制品价格将触底反弹。(2) 国内生鲜乳价格今年持续攀升, 主要受环保因素(奶牛存栏不断下降)、成本推动(美国苜蓿、大豆加征 25% 关税, 导致上游价格上涨)等因素影响。综上, 我们认为 2019 年原奶价格将步入上行周期, 奶价缓慢上涨, 重心上移。

图 27: 我国原奶价格步入上行周期



资料来源: 农业部、国海证券研究所

图 28: 全球主要乳制品出口国产量和 GDT 拍卖价格走势



资料来源: 荷斯坦奶农俱乐部、国海证券研究所

## 6.2、龙头优势凸显，收割市场份额

随着中小乳企退出市场, 伊利蒙牛市占率不断提升。2011 年后, 伴随着竞争加剧、成本上升, 部分乳企难以盈利, 中国乳企数量从 828 家下降到如今的低点 638 家。在中小乳企逐渐退出市场后, 乳业双雄蒙牛伊利开始加速收割市场份额。从 2012 年至 2017 年, 中国常温乳制品 CR2 市场集中度从 53% 预计提升至 62.7%。我们预计未来随着竞争格局的逐步改善, 乳品行业集中度将进一步提升, 龙头伊利和蒙牛有望实现强者恒强。

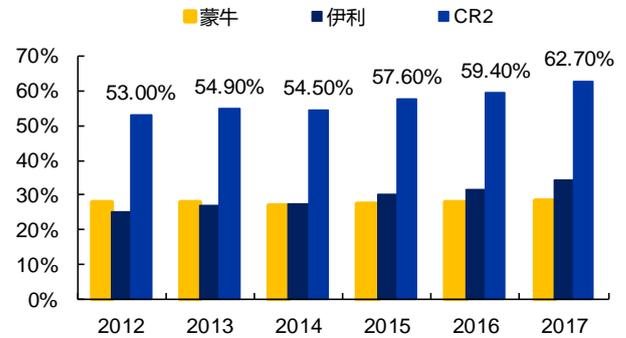
千亿收入目标，龙头加速收割市场份额。伊利、蒙牛销售目标冲击千亿。伊利、蒙牛均提出 2020 年实现千亿收入目标，对应未来两年收入增速均在 15%+，我们预计龙头公司 2019 年将延续份额优先、高举高打路线，不断收割中小企业份额，提高公司市占率。

图 29：国内液态奶市场梯队层次情况



资料来源：尼尔森&百度指数、国海证券研究所

图 30：中国常温乳制品 CR2 市场集中度提升



资料来源：尼尔森、国海证券研究所

### 6.3、适度关注伊利股份

伊利股份 (600887) 主要逻辑：(1) 公司持续收割市场份额，此轮乳品行业回暖主要驱动来自于三四线城市，公司渠道下沉完善，将最为受益；(2) 伊利的乳酸菌饮料高速增长进一步验证牛奶行业开始替代和整合其他软饮料市场，未来公司推出豆奶等其他产品更加值得期待；(3) 原奶价格步入上行周期，公司规模优势明显，且随着消费不断升级，产品结构的改善有望进一步提高公司毛利率；(4) 公司 2020 年千亿收入目标，将延续份额优先、高举高打路线，有望不断收割中小企业份额，提高公司市占率。

## 7、食品综合：看好创新变化龙头

### 7.1、不同品类、精彩纷呈

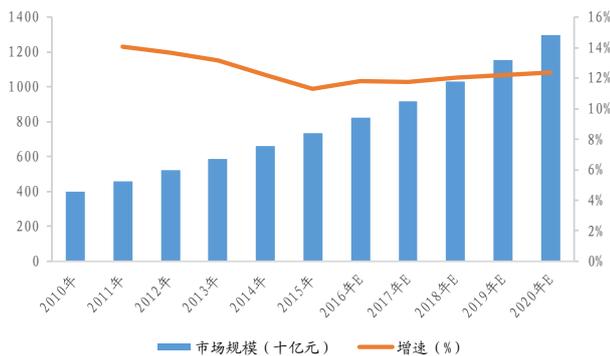
休闲食品年复合增速 12.7%，休闲卤制品、膨化食品未来增速快。据中商产业研究院数据，2010 年休闲食品市场规模 4014 亿元，2016 年 8224 亿元，CAGR 为 12.7%；同时预测 2020 年国内休闲零食市场有望突破 12984 亿元，CAGR 为 12.04%。细分行业来看，糖果蜜饯、面包蛋糕及糕点、膨化食品市场规模位居前三，休闲卤制品及膨化食品 2015-2020 年增速最快，CAGR 为 18.84%、16.62%。

挂面规模增长较快，潜力仍旧较大。根据中国产业信息网数据，2009-2015 年国内挂面市场规模从 144 亿元上涨至 462 亿元，保持较快增长，行业增长潜力依然较大，增长主要来源于：(1) 就营养价值来说，面粉要比大米高，多吃面食有益于身体健康，而且面食方便快捷，南方人吃面习惯改善，吃面频率增加；(2) 随着生活水平的提升，消费者对品牌越来越注重，加上环保、成本上涨等因素导

致小作坊加速退出，市场份额会逐步向克明等龙头企业集中；(3) 随着消费升级演进，高端产品及功能、口感创新产品将维持高增长。

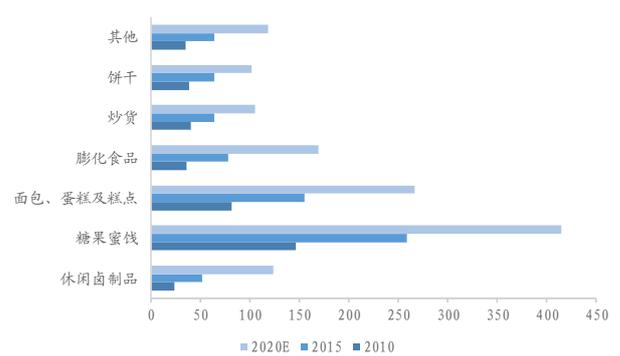
**茶饮料不断推陈出新，新式茶饮成未来趋势。**《2017 年度中国饮品冷饮产业报告》显示，现制饮品顺应新的消费场景而生，正在快速增长，其产品特点在于满足年轻消费者求新、求异的心理。根据中粮营养健康研究院消费者与市场中心分析，从茶饮料未来发展趋势来看，主要有以下几个趋势特征：健康化、功能化和情感化、年轻化。新式茶饮”的健康属性、所采用的杯装形式，也与现制饮品一脉相承，体现了茶饮料的迭代升级，有望成为未来趋势。

图 31：我国休闲食品市场规模



资料来源：中商产业研究院，国海证券研究所

图 32：休闲食品细分行业及其市场规模（十亿元）



资料来源：中商产业研究院，国海证券研究所

图 33：挂面行业销售额



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 34：茶饮料未来发展趋势



资料来源：中粮营养健康研究院消费者与市场中心，国海证券研究所

## 7.2、重点推荐克明面业、香飘飘

**克明面业 (002661)** 主要逻辑：(1) 成本降低：克明面业降低成本，主要可看三个方面：一是新技术提高生产效率，生产成本降低；二是自建面粉厂，节省的交易环节费用（如包装费、物流费、装卸费等），能较大幅度提高面条产品毛利率；三是小麦收储的季节性价差。(2) 品类延伸：品类延伸又分为纵横两个方向，纵向挂面业务，高端向进口小麦生产的华夏一面，以及苦荞面燕麦面和儿童面发展，低端主要向县级以下渠道铺货的产品；品类横向延伸，重点开发乌冬面、半

干面、生鲜面和方便面等业务。(3)渠道增加:公司目前的挂面业务主要是针对家庭消费的B2C销售,渠道主要是商超,连锁超市,便利店;开发的乌冬面、生鲜面主要是针对餐饮消费,目前乌冬面已经开启较好的销售,在渠道上为生鲜面做了铺垫。

香飘飘(603711)主要逻辑:(1)固体奶茶:市场开拓、渠道下沉仍可展望;(2)液态奶茶:产品上定位中高端;渠道上依托现有1300家经销商,同时挑选饮料类经销商进行渠道布局;市场上筛选136个城市布局,在写字楼和学生进行线下拓展。;(3)Meco果茶:Meco蜜谷·果汁茶具有以下三大卖点:纯正果汁+现萃茶底,真材实料更好喝;先进工艺、进口灌装设备,确保果汁茶口感;清新时尚的产品包装,深受年轻人喜爱。迎合健康饮食新时尚,渠道利润丰厚,产品动销良好,未来不断向三四线城市推广。

## 8、重点推荐个股

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-12-11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	35.65	0.77	1.45	1.9	46.3	24.59	18.76	增持
002661.SZ	克明面业	12.95	0.34	0.55	0.8	38.09	23.55	16.19	买入
600519.SH	贵州茅台	582.99	21.56	30.21	38.83	27.04	19.3	15.01	买入
600872.SH	中炬高新	29.38	0.57	0.75	0.94	51.54	39.17	31.26	买入
603711.SH	香飘飘	21.6	0.59	0.7	0.83	36.61	30.86	26.02	增持

资料来源:Wind资讯,国海证券研究所

## 9、风险提示

- 1) 宏观经济低迷;
- 2) 行业竞争加剧;
- 3) 食品安全事件;
- 4) 推荐公司项目推进及业绩不达预期;

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，9年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。