

民生基础消费仍具有增长力

—食品饮料行业2019年投资策略

中原证券研究所 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

发布日期: 2018年12月13日

民生基础消费仍具有增长力

■ 导语

■ 选择行业

- 景气度
- 竞争度
- 现金流
- 存货周转
- 增长预期

■ 行业估值

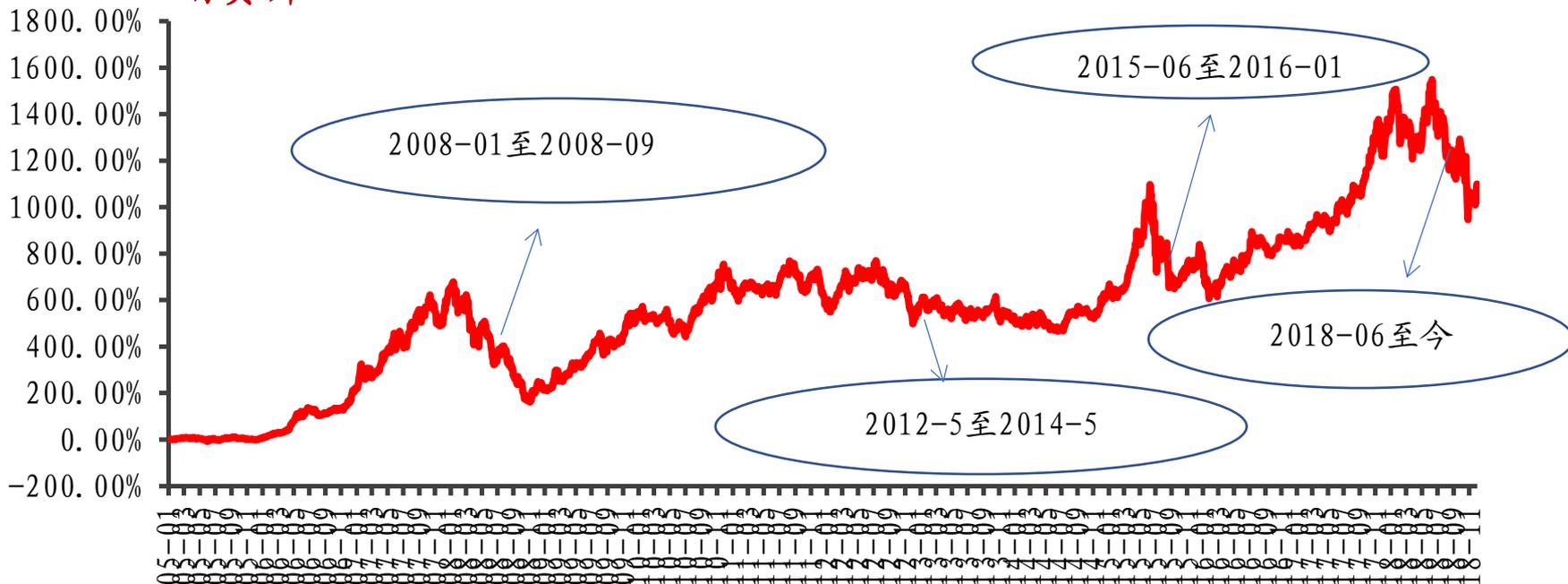
■ 投资建议和风险提示

■ 导语

➤ 食品饮料板块长期上涨的趋势不变。

➤ 消费扩容

➤ 消费升级

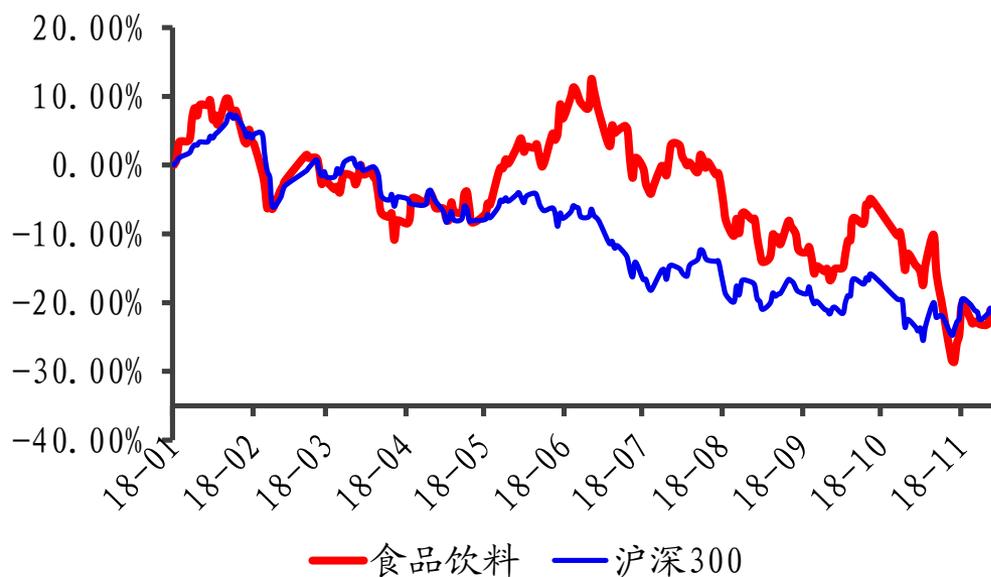


资料来源：中原证券 WIND

— 食品饮料

■ 导语

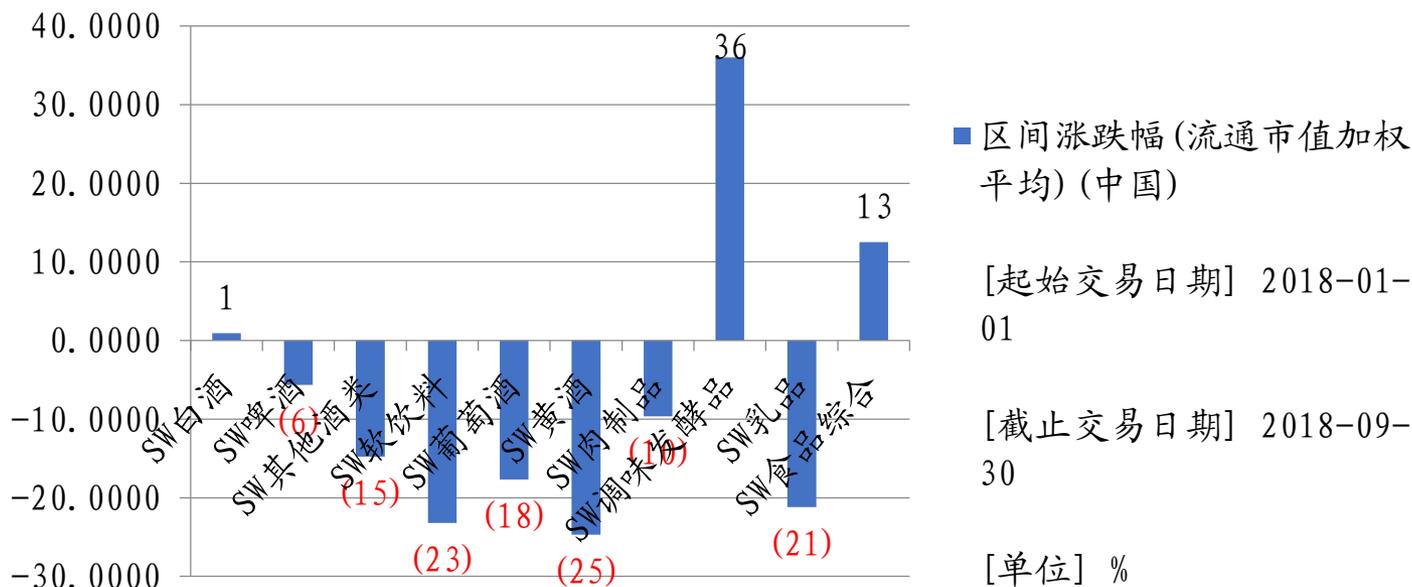
➤ 截至11月15日，食品饮料板块年内下跌逾20%。



资料来源：中原证券 WIND

■ 导语

- 白酒、食品综合和调味品板块年内**上涨**：涨幅分别为1%、13%和36%。
- 啤酒、其他酒类、软饮料、葡萄酒、黄酒、肉制品和乳制品板块均**下跌**。



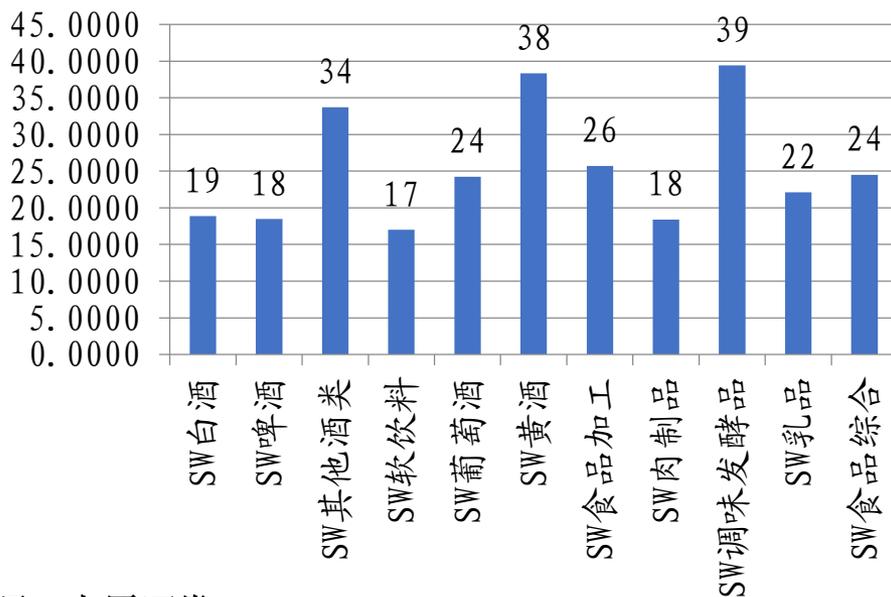
资料来源：中原证券 WIND

■ 导语

- 经过下跌，食品饮料板块的市盈率跌至22倍，其中软饮料、啤酒、肉制品、乳制品和白酒的市盈率相对较低。
- 行业估值优势显现。

民生基础消费仍具有增长力

■ 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。



■ 市盈率(整体法)

[交易日期] 最新收盘日

[财务数据匹配规则] 当年
 第三季 × 4/3

[剔除规则] 剔除负值

资料来源：中原证券 WIND

■ 导语

- 长期上涨的趋势及较低的估值仅是选择的标准之一。
- 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，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。

民生基础消费仍具有增长力

■ 导语

■ 选择行业

- 景气度
- 竞争度
- 现金流
- 存货周转
- 增长预期

■ 行业估值

■ 投资建议和风险提示

■ 行业景气度

➤ 我们用2008至2018年的长期维度，用以下几个指标指示食品饮料子行业的景气度，分别是：

- ◆ 净资产收益率（ROE）
- ◆ 销售毛利率
- ◆ 营业成本率
- ◆ 三项费用率

民生基础消费仍具有增长力

行业景气度矩阵

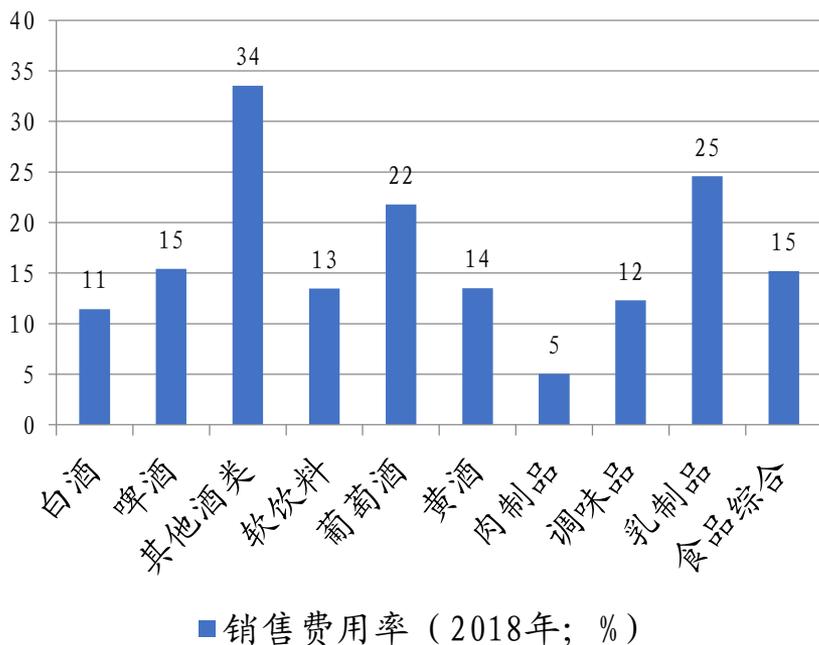
指标	长期向上	长期居高	长期向下	近期拐点
净资产收益率	调味品、食品综合		葡萄酒、黄酒和其他酒类	白酒、啤酒、软饮料、肉制品 拐点特征：高位回落后，再次回升。
销售毛利率	白酒、啤酒、软饮料、肉制品、调味品和食品综合		葡萄酒、黄酒和乳制品	
生产成本率	葡萄酒、黄酒和其他酒类		白酒、啤酒、软饮料、调味品、肉制品和食品综合	乳制品 拐点特征：2017年之后出现抬头反弹。
销售费用率		白酒、调味品、乳制品、食品综合、其他酒类	啤酒、软饮料、肉制品和黄酒	

资料来源：中原证券

食品饮料的各个子行业中，景气度相对较好的是：

- 白酒 景气指数 ***
- 调味品 景气指数 ***
- 肉制品 景气指数 ***
- 食品综合 景气指数 ***
- 啤酒 景气指数 **
- 软饮料 景气指数 **

■ 行业的竞争程度



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。
- ✓ 除了葡萄酒外，所有子行业的销售费用率均持续上升。

资料来源：中原证券 WIND

行业竞争程度比较

	异常竞争	一般竞争	相对垄断
销售费用/销售收入	超过20%	15%-20%	15%以下
行销特征	深度分销	分销+大经销商	大经销商
市场特征	市场进入门槛低，行业缺少“护城河”，市场上充斥假货，市场恶性竞争，销售投入巨大，但收入规模相对小。	市场仍处于高度竞争，参与者费用投入大，但是同时销售收入快速增长，市场份额不断获得集中，行业的“头部效应”初步显现。	销售规模扩大，但边际费用降低。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，市场出现垄断特征。
相关行业	其他酒类、乳制品、葡萄酒	啤酒、食品综合、软饮料	黄酒、白酒、调味品、肉制品

资料来源：中原证券

■ 行业的现金流

■ 为了观察行业现金能力的变化趋势，我们选取的相应指标：

- 销售商品和服务获得现金
- 经营性现金流净额

注意：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。

销售商品获得现金

放缓	白酒	葡萄酒			
改善	啤酒	调味品	乳制品	食品综合	其他酒类
大幅改善	啤酒	软饮料	食品综合		
持稳	肉制品	黄酒			

经营性现金流净额

大幅改善及 保持良好	白酒	啤酒	乳制品	肉制品	调味品	食品综合
相对恶化	软饮料	黄酒	葡萄酒			

资料来源：中原证券

■ 行业的存货周转

行业存货与行业需求

- 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。
- 行业库存长期上升：出于消费的持续较高增长。白酒、食品综合、软饮料、肉制品和葡萄酒属于这种情况，龙头企业的存货随行业上升。
- 行业库存持续下跌：行业需求不足，供需失衡。比如其他酒类。
- 行业库存持续下跌：出于行业自发的去产能、去存货，参与者被动出清，供给更加集中，比如啤酒属于这种情况。

- 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。
- 但是，行业自身周转率的提升有助于股东回报率的提升，是高景气度的标志。

存货周转率

长期提升	白酒	软饮料	乳制品	市场需求增长，动销较快。
居高，但2017年后回落	啤酒	葡萄酒	调味品	食品综合
长期下降	肉制品	黄酒	*：肉制品主要因为进口库存上涨，导致了存货周转率的下降。	

■ 行业的增长预期

■ 影响行业增长的几个因素

■ 宏观经济

■ 消费

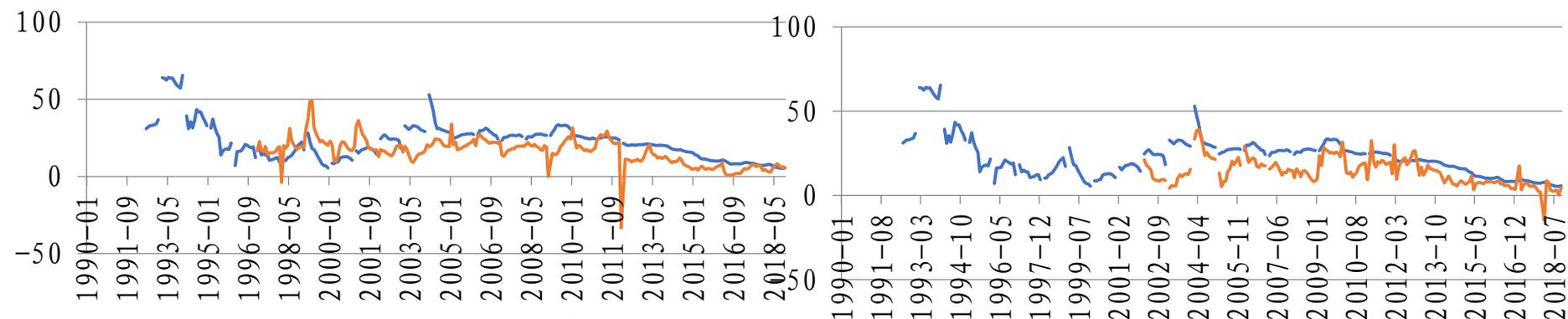
- 产品力

- 渠道

■ 宏观经济

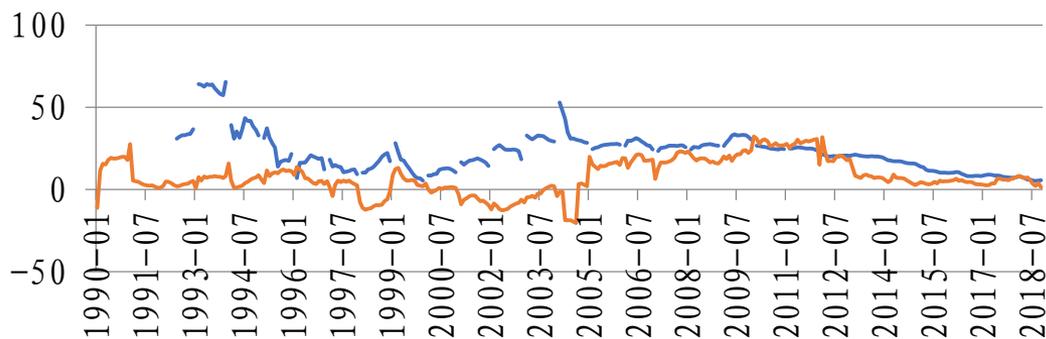
宏观经济要素	对行业的影响	2018 (1-10月)	2019年预判
固定资产投资	有影响	5.3	向上
			原因：基建、房地产和民间制造业增速具有向上的动能。
社会消费品 零售总额	有影响	9.2	向上
			原因：农村消费增长较快；城镇减税效果显现；通胀预期较低。

资料来源：中原证券



— 固定资产投资完成额: 累计同比
— 产量: 软饮料: 累计同比

— 固定资产投资完成额: 累计同比
— 产量: 食用植物油: 累计同比



— 固定资产投资完成额: 累计同比
— 产量: 白酒: 累计同比

■ 消费

- 产品力
- 渠道

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。

作为民生消费，白酒、肉制品、软饮料、乳制品和调味品的消费增长相对稳定。

- ✓ 在消费刚性的前提下，需要关注的是哪个行业的产品提价或升级空间更大。
- ✓ 此外，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。

收入增速	行业	量增	价增	备注
持续上升	白酒	是	是	
	肉制品	是	否	
	乳制品	是转否	是	
	软饮料	是	是	
	调味品	是 (仅龙头)	是	
	食品综合	是	是	
持续下降	葡萄酒	是	否	
	啤酒	否	是	
	黄酒	否	是	
	其他酒类	否	否	

资料来源：中原证券

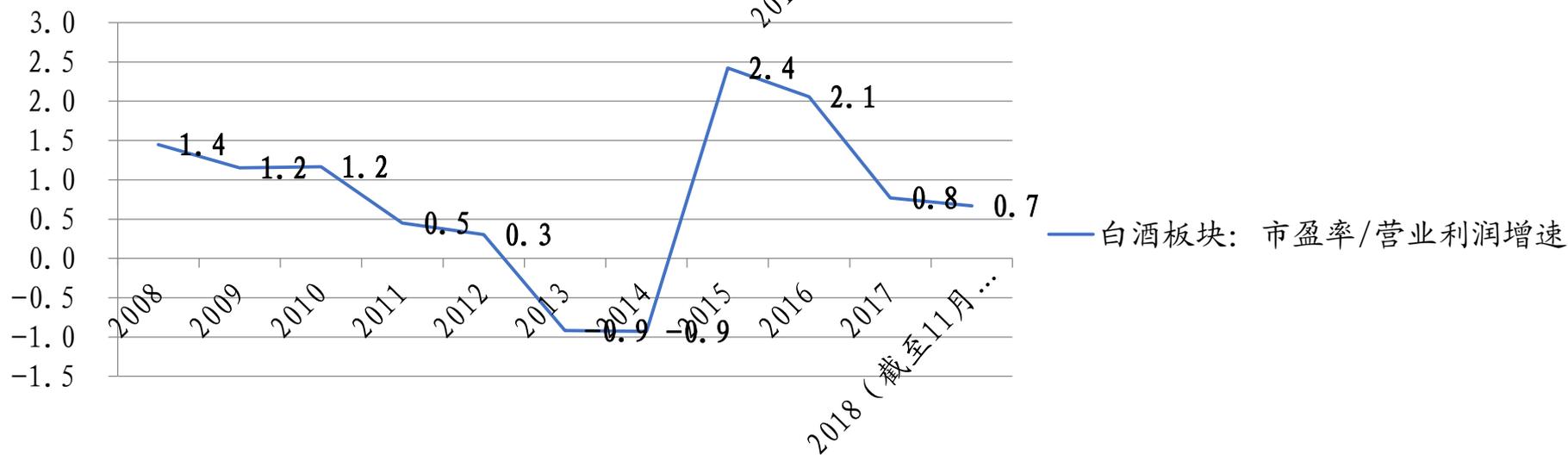
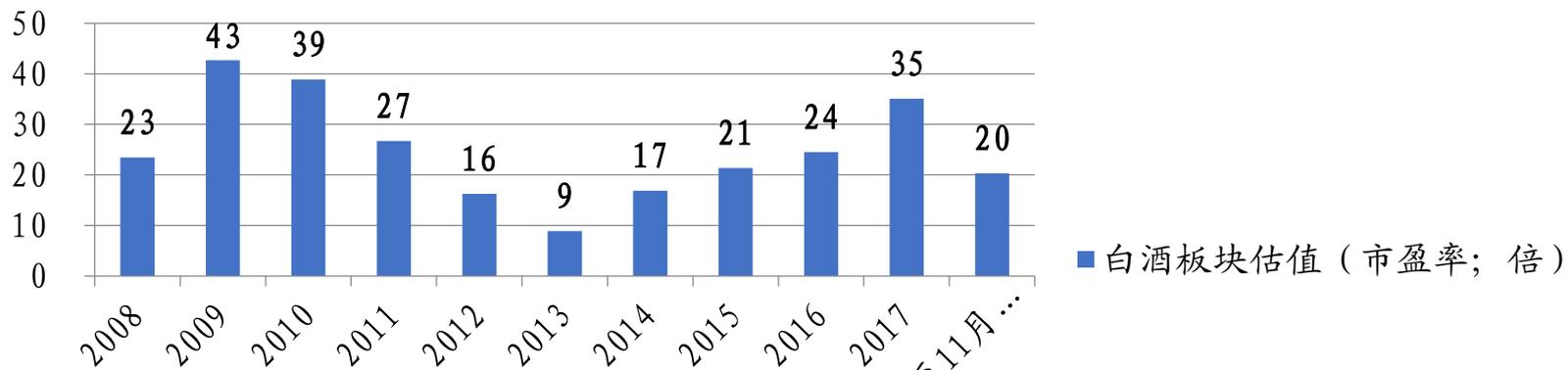
2019年推荐关注板块：

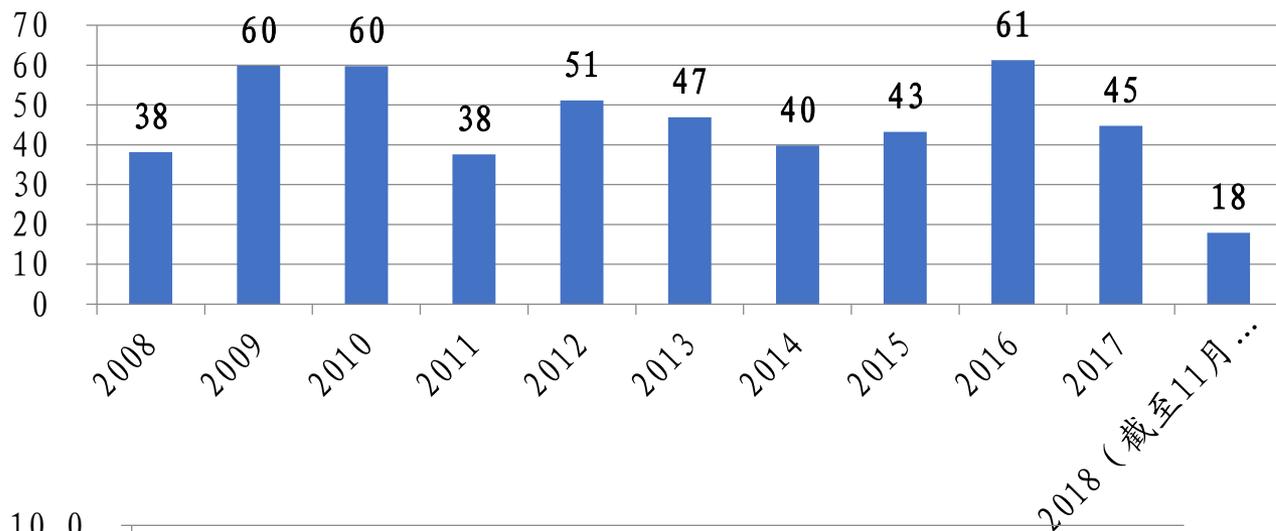
- 食品综合
- 软饮料
- 调味品
- 白酒
- 啤酒

- 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。
- 对于中长期投资，我们重点推荐的板块有白酒、啤酒、食品综合、软饮料和调味品，给予相关板块“强于大市”的投资评级。

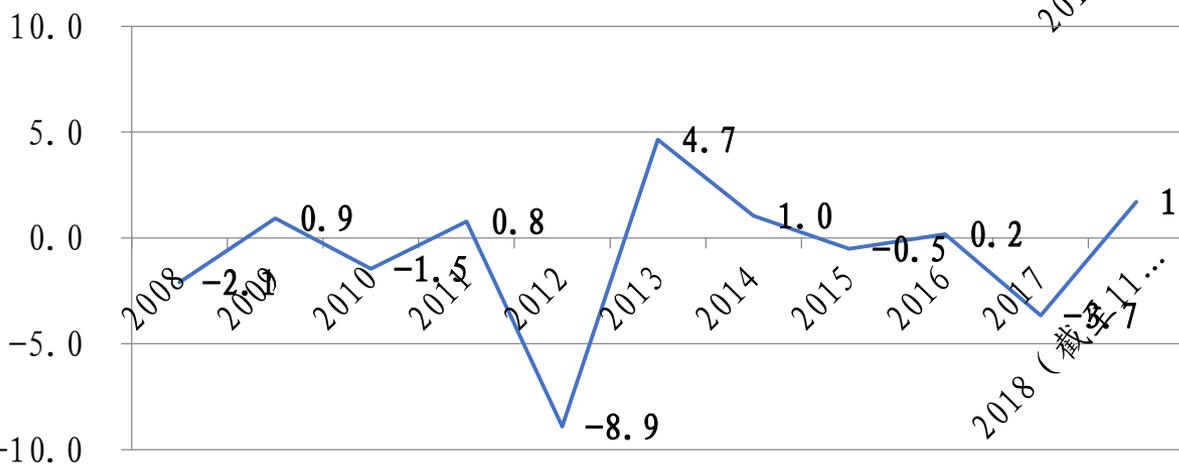
民生基础消费仍具有增长力

- 导语
- 选择行业
 - 景气度
 - 竞争度
 - 现金流
 - 存货周转
 - 增长预期
- 行业估值
- 投资建议和风险提示



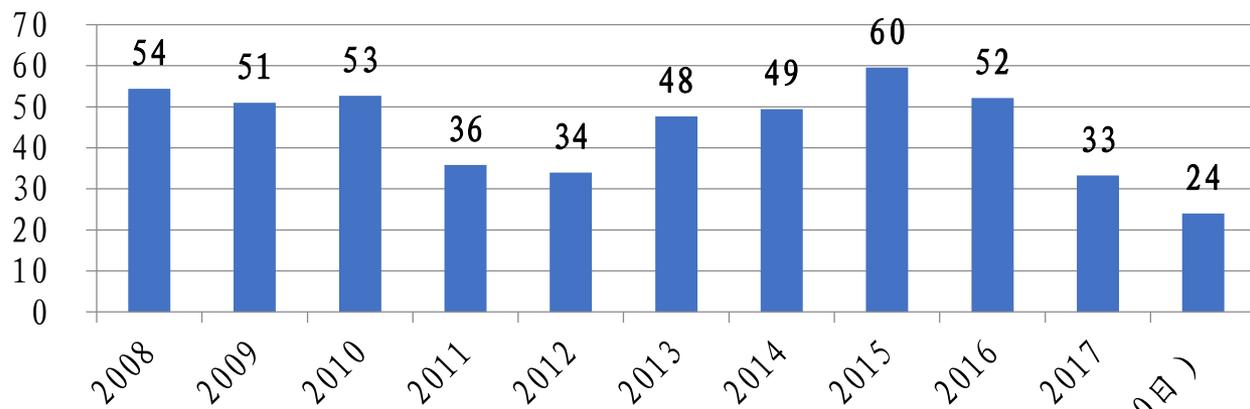


■ 软饮料板块估值 (市盈率; 倍)

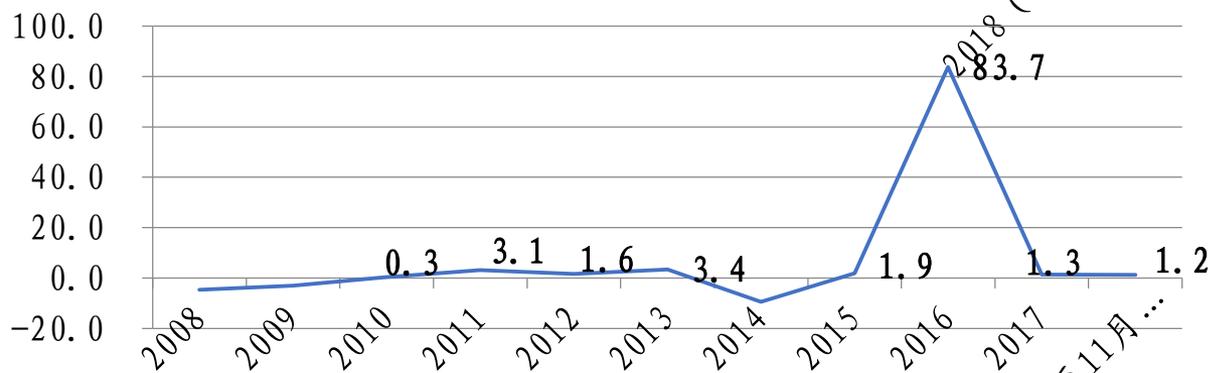


— 软饮料板块: 市盈率/营业利润增速

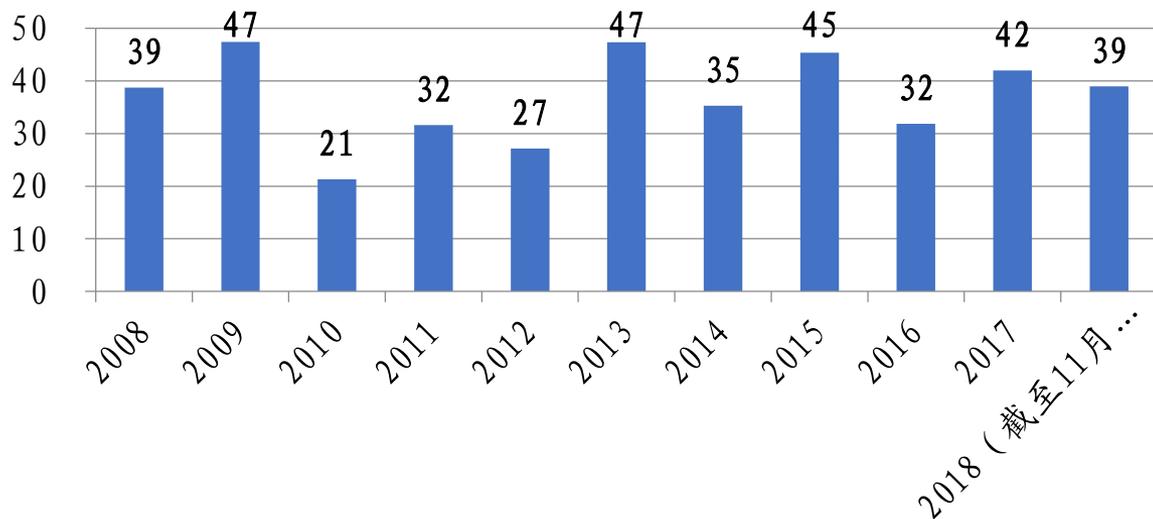
民生基础消费仍具有增长力



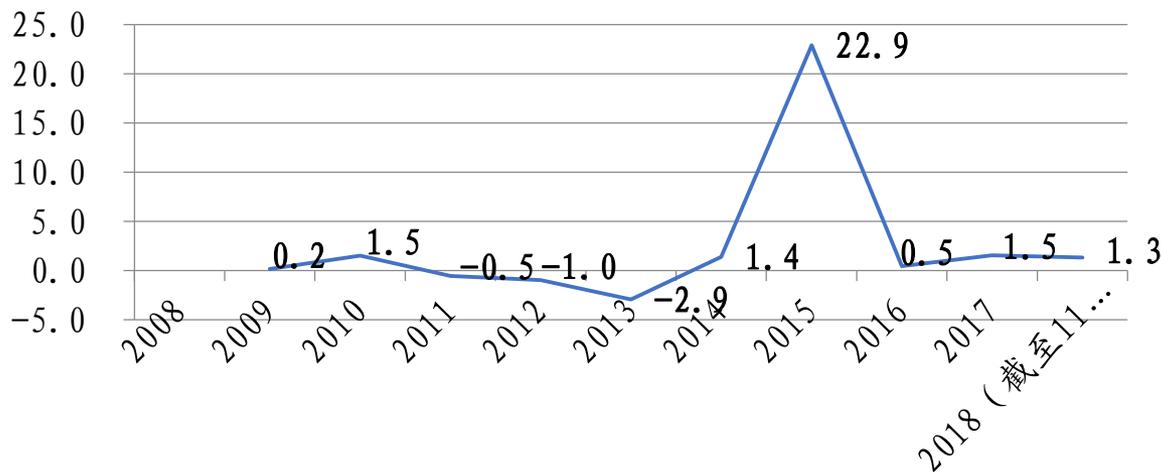
■ 食品综合板块估值 (市盈率; 倍)



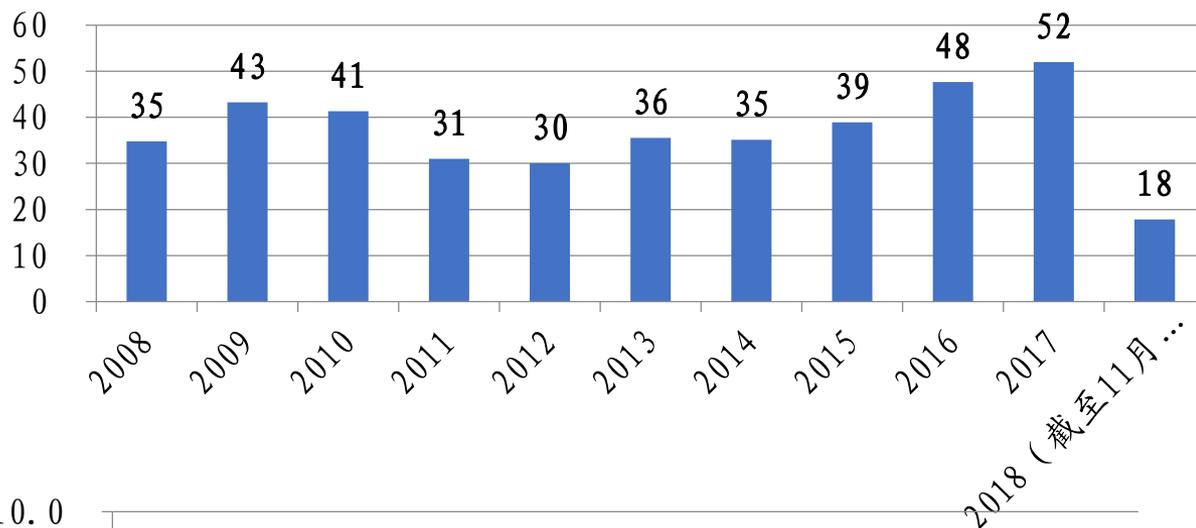
— 食品综合板块: 市盈率/营业利润增速



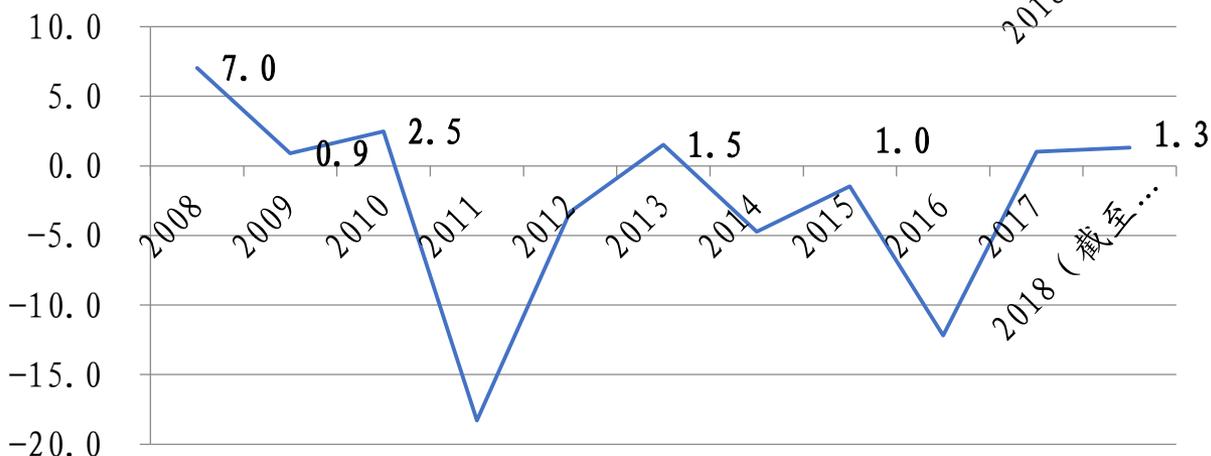
■ 调味品板块估值 (市盈率; 倍)



— 调味品板块: 市盈率/营业利润增速



■ 啤酒板块估值 (市盈率; 倍)



— 啤酒板块: 市盈率/营业利润增速

目 录

- 导语
- 子行业的盈利
- 子行业的现金流
- 子行业的存货周转
- 子行业的增长预期
- 行业估值
- 投资建议和风险提示

■ 对于2019年，我们推荐关注股票：

所属行业	公司	股票代码
白酒	泸州老窖	000568
白酒	水井坊	600779
白酒	山西汾酒	600809
白酒	古井贡酒	000596
啤酒	青岛啤酒	600600
饮料	承德露露	000848
饮料	香飘飘	603711
调味品	恒顺醋业	600305
调味品	涪陵榨菜	002507
调味品	安琪酵母	600298

■ 机构资金的持股情况

- 2018年3季度以来，基金对板块重仓股集中抛盘，持股数量锐减，导致了此轮板块的技术性回调。
 - 基金锁定年内的业绩。
 - 前期涨幅过大，重仓股的估值优势不复，泡沫风险累积。
- 预计2019年1季度，基金对板块重仓股的持股会重新回到正常水平，推动个股股价向上。
 - 一年伊始，基金的配置需求
 - 板块和个股的估值优势显著。

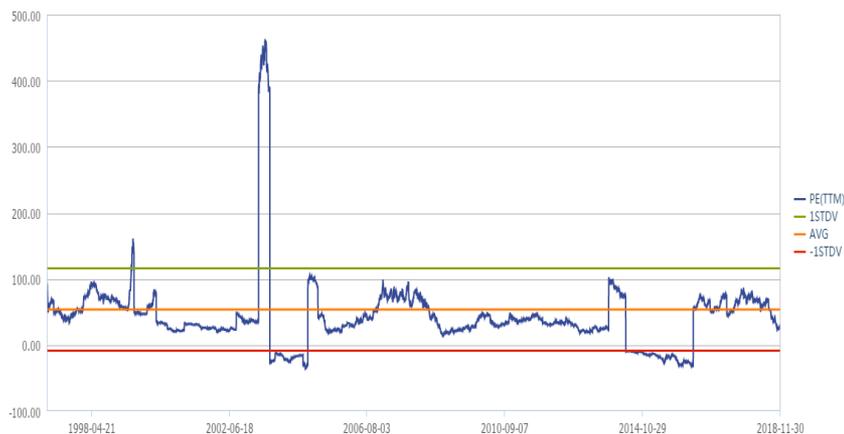
泸州老窖的估值



泸州老窖的机构持股数量



水井坊的估值



水井坊机构持股数量



山西汾酒的估值



山西汾酒的机构持股



古井贡酒的估值



古井贡酒的机构持股



青岛啤酒的估值



青岛啤酒的机构持股



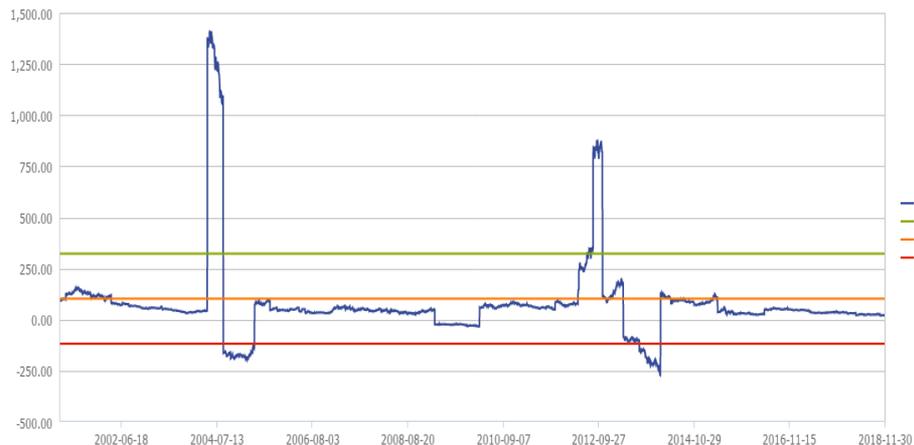
承德露露的估值



承德露露的机构持股



恒顺醋业的估值



恒顺醋业的机构持股



安琪酵母的估值



安琪酵母的机构持股



资料来源：中原证券
收盘价：2018年11月22日

涪陵榨菜的估值



涪陵榨菜的机构持股



资料来源：中原证券
收盘价：2018年11月22日

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
涪陵榨菜				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

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。

- 资料来源：中原证券、WIND 数据、贝格数据