



## 食品饮料

# 【联讯食品】2019 年度策略：统筹全局，重在改善

2018 年 12 月 15 日

### 投资要点

中性(维持)

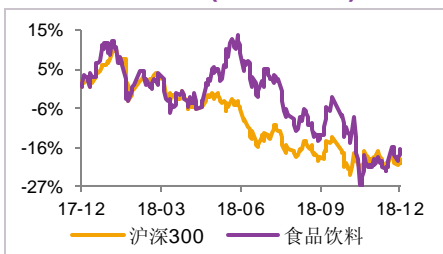
分析师：徐鸿飞

执业编号：S0300518090001

电话：010-66235689

邮箱：xuhongfei@lxsec.com

### 行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

### 相关研究

《【联讯食品饮料】周报：社零数据再降，板块龙头整体疲弱》2018-11-18

《【联讯食品饮料】周报：凸显防御静待转机》2018-11-25

《【联讯食品饮料】周报：白酒引领上涨，北上资金持续流入》2018-12-03

### ◇ 2019 年展望：喜忧参半，重在边际增量

担忧的一面，是消费需求将跟随经济周期的步伐放缓增长。尤其是可选消费受到的影响较大，无论从需求角度还是基数角度，都较难复制此前两年的高速增长，而增速的下滑也意味着估值的回落。

但担忧之余，更要注意到一些积极的变化正在发生。三四线及农村市场的快速增长，为企业渠道下沉式发展带来更多收益。宏观经济政策、财税政策的积极变化，为经济增长托底，平滑需求的周期波动。A 股加快国际化，被纳入更多国际重要指数，海外资金的增量配置都将给 2019 年的走势带来积极变化。

综上所述，周期向下是全行业面临的风险，下半年以来的调整与当前的估值已反映出市场对未来经济与行业形势的担忧；调整或将继续但很难持续全年，估值再向下的空间有限。应更多关注边际变量的改善，从行业与资金需求的本质出发。

### ◇ 2019 年三条投资主线：从资金增量出发统筹全局，抓住边际改善

一是资金的边际增量，考虑核心资产的配置需求，入选 MSCI 和陆股通的标的受益。这也是我们认为对 2019 年的食品饮料板块最有益的一面，从全局出发配置龙头标的。

二是考虑行业中的长尾效应，关注龙头公司产品线的拓展及跨赛道发展所带来的边际改善。

三是选择在渠道的推广与下沉上领先的公司，边际变化更大的公司。

推荐个股：核心资产——贵州茅台、伊利股份、海天味业、青岛啤酒；边际改善——中炬高新、恰恰食品、绝味食品。

### ◇ 子行业展望

白酒：需求仍处于调整中，但周期在政策托底下可能缩短。考虑到 2018-2019 年的行业增速，当前板块估值处于相对合理水平。我们更看重场外资金的再度进入与外资等增量资金入市后会带来估值的提升。

乳制品：乳制品企业液体乳毛利率仍将呈上涨趋势；伊利奶粉增速放缓，看后续市占率提升。行业双寡头格局稳定，销售费用率处于历史高位。2019 年，高费用投入可能延续，以核心资产看待伊利配置价值。

调味品：子行业内部一超多强，细分领域整合与跨品类的整合将是长期趋势。细分行业中，受益外卖需求增长，看好复合调味品的发展。调味品需求可能会受到餐饮收入增速放缓的影响，但预计龙头仍可以通过扩充品类以及全国



化布局，维持稳定较快的增速。

啤酒：行业周期见底，产品结构上移将继续拉动吨酒收入的提升，成本或稳中有降，盈利有望继续改善。吨酒市值应向上靠拢国外啤酒品牌。

#### ◇ 风险提示

食品安全风险；宏观经济波动，消费增长放缓，原材料价格波动；行业政策风险；行业竞争加剧；市场波动加剧。



## 目 录

一、食品饮料行业回顾与展望.....	6
(一) 2018 年行情回顾.....	6
1、市场行情：下半年表现差强人意.....	6
2、估值：回落至 2009 年以来偏低水平.....	7
(二) 2019 年展望：周期向下趋势相伴，在风险中寻求机遇.....	9
1、宏观经济增长放缓为行业带来压力，必选胜在抗周期性更强.....	9
2、政策托底：平滑周期.....	10
3、结构性变化：三四线与农村消费能力提升.....	11
4、外资配置增加：资金面的边际增量；看好核心资产标的.....	13
二、2019 年投资主线.....	15
三、子行业展望.....	16
(一) 白酒：业绩增长放缓，估值夯实.....	16
(二) 乳制品：以费用兑换市占率，关注费用投放拐点到来.....	19
(三) 调味品：复合调味受益外卖增长.....	22
(四) 啤酒：单吨收入上移，长期估值向国际品牌靠拢.....	24
(五) 肉制品及其他食品.....	27
四、风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1： 2018 年以来食品（申万）指数表现.....	6
图表 2： 申万 I 级行业年内涨跌幅.....	6
图表 3： 食品饮料 II 级子行业年内涨跌幅.....	6
图表 4： 2018Q1\Q2\Q3 基金配置情况（申万分类）.....	6
图表 5： 食品饮料行业占有所有行业市值比重.....	7
图表 6： 基金持有市值与食品饮料行业总市值比重（亿元）.....	7
图表 7： 食品饮料行业估值处于偏低水平.....	7
图表 8： 白酒（申万）PE/PB Band.....	8
图表 9： 乳品（申万）PE/PB Band.....	8
图表 10： 啤酒（申万）PE/PB Band.....	8
图表 11： 调味发酵品（申万）PE/PB Band.....	9
图表 12： GDP 现价与不变价当季增速.....	9
图表 13： 社零总额累计增速.....	9
图表 14： 粮油、食品（累计）社零增速.....	10
图表 15： 餐饮收入（累计）增速.....	10
图表 16： 烟酒（累计）社零增速.....	10
图表 17： 饮料（累计）社零增速.....	10
图表 18： 2018 年减税相关政策及预期政策效果.....	11



图表 19: 城镇居民人均收入与支出 (元) .....	11
图表 20: 农村居民人均收入与支出 (元) .....	11
图表 21: 全球主要国家城市化率 .....	12
图表 22: 我国城市化率 59.15%.....	12
图表 23: 各级别城市消费者都最看重品质保证 .....	13
图表 24: 国际指数纳入 A 股.....	13
图表 25: 2015 年各板块北上资金流入情况.....	14
图表 26: 外资偏好板块涨幅居前 .....	14
图表 27: 食品饮料 (申万) 陆股通持股市值.....	15
图表 28: 食品饮料 (申万) 陆股通持股比例.....	15
图表 29: 茅台系列酒占比在近两年内快速提升 .....	16
图表 30: 白酒板块营业收入增速 .....	17
图表 31: 白酒企业预收账款 (亿元) .....	17
图表 32: 白酒 (申万) 指数走势 .....	18
图表 33: 白酒板块总市值/预收账款.....	18
图表 34: 陆股通持股市值占白酒行业流通市值比重 .....	19
图表 35: 伊利股份营业收入 (亿元) .....	20
图表 36: 蒙牛乳业营业收入 (亿元) .....	20
图表 37: 主产区生鲜乳价格 (元/公斤) .....	20
图表 38: 牛奶、酸奶零售价 .....	20
图表 39: 伊利液体乳毛利率 .....	20
图表 40: 光明液体奶毛利率 .....	20
图表 41: 婴幼儿奶粉价格.....	21
图表 42: 伊利、蒙牛销售费用增速.....	21
图表 43: 伊利、蒙牛销售费 (亿元) 及销售费用率 (右) .....	21
图表 44: 调味品、发酵制品营业收入及增速 (亿元) .....	22
图表 45: 著名品牌 100 强企业销售额及增速 (亿元) .....	22
图表 46: 味精营业收入及增速 (亿元) .....	22
图表 47: 酱油、食醋及类似制品营业收入及增速 (亿元) .....	22
图表 48: 其他调味品发酵制品营业收入及增速 (亿元) .....	22
图表 49: 著名品牌 100 强企业细分品类产量增速 .....	22
图表 50: 酱油产量排名前 3 企业 (万吨) .....	23
图表 51: 食醋产量排名前 3 企业 (万吨) .....	23
图表 52: 调味酱产量排名前 3 企业 (万吨) .....	23
图表 53: 复合调味料产量排名前 3 企业 (万吨) .....	23
图表 54: 外卖 APP 月活人数 (万人) .....	24
图表 55: 复合调味料 (不含鸡精鸡粉) 企业数量.....	24
图表 56: 复合调味料 (不含鸡精鸡粉) 产量及增速 (万吨) .....	24



图表 57: 啤酒产量 (万千升) .....	25
图表 58: 啤酒新增产能 (万吨) .....	25
图表 59: 玻璃期货收盘价 (元/吨) .....	25
图表 60: 瓦楞纸 (高强) 全国均价 (元/吨) .....	25
图表 61: 大麦进口来源 .....	26
图表 62: 大麦进口平均单价 (美元/吨) .....	26
图表 63: 青岛啤酒酿酒业务主营成本构成 .....	26
图表 64: 青岛啤酒原料采购金额构成 (亿元) .....	26
图表 65: 国产啤酒吨酒收入 (元/千升) .....	27
图表 66: 百威英博吨酒收入 (元/千升) .....	27
图表 67: 国产啤酒吨酒市值 (元/升) .....	27
图表 68: 百威英博吨酒市值 (元/升) .....	27
图表 69: 生猪存栏量 (万头) .....	27
图表 70: 22 个省市仔猪、生猪、猪肉平均价 (元/千克) .....	27



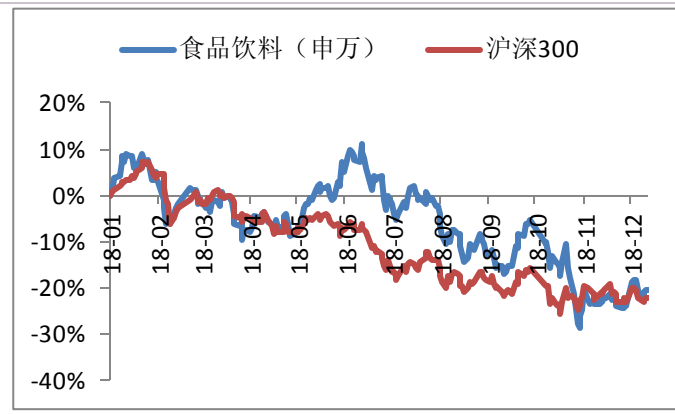
## 一、食品饮料行业回顾与展望

### (一) 2018 年行情回顾

#### 1、市场行情：下半年表现差强人意

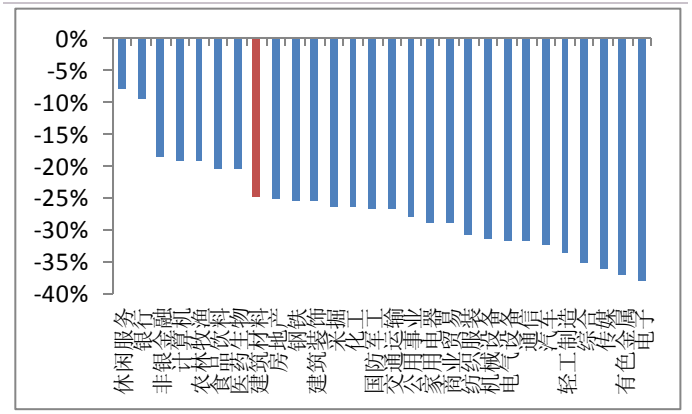
截至 2018/12/7，沪深 300 指数报收 3181.56，下跌 21.07%；食品饮料（申万）报收 9169.19，下跌 20.47%，跑赢沪深 300 指数 0.60pct。在申万 28 个 I 级行业中，排在第 6 位。

图表1： 2018 年以来食品（申万）指数表现



资料来源：联讯证券，Wind

图表2： 申万 I 级行业年内涨跌幅

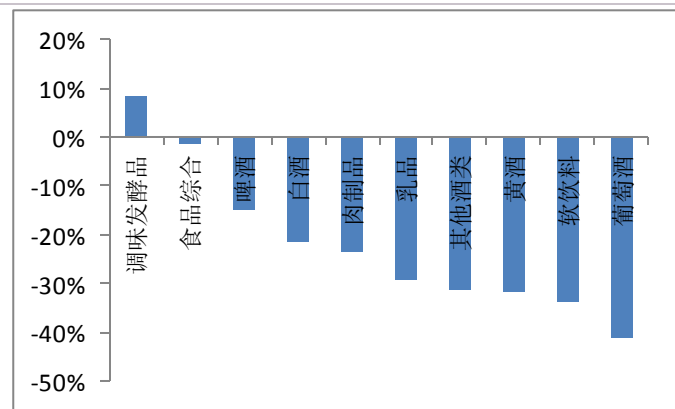


资料来源：联讯证券，Wind

食品饮料 II 级子行业中，表现最好的子行业是调味发酵品，上涨 8.59%；表现最差的子行业是葡萄酒，下跌 41.03%。

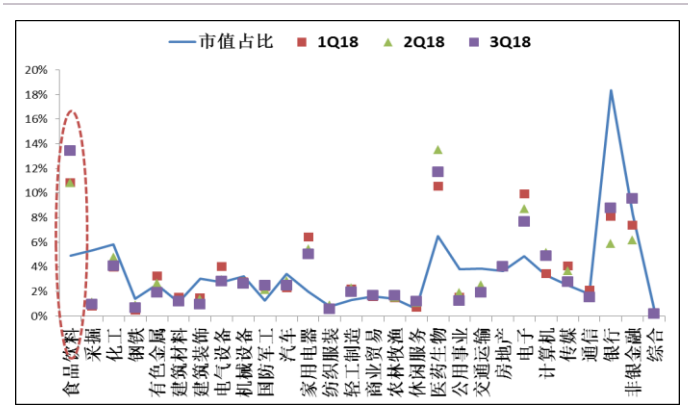
从配置来看，食品饮料板块始终是基金超配板块，尤其是在 2018 年行情下行风险上升的情况下，机构抱团食品饮料白马龙头，食品饮料占机构持仓金额的比重处于近十年的高位，而上一次高位正是白酒上一轮周期的顶点；食品饮料占全行业的流通市值和总市值比重在 3 季度都出现了下降。

图表3： 食品饮料 II 级子行业年内涨跌幅



资料来源：联讯证券，Wind

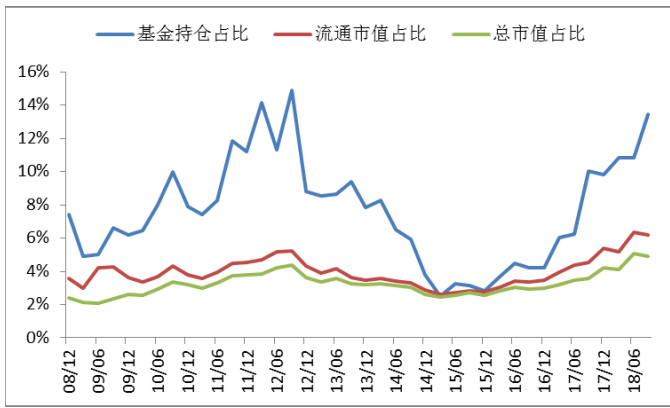
图表4： 2018Q1/Q2/Q3 基金配置情况（申万分类）



资料来源：联讯证券，Wind

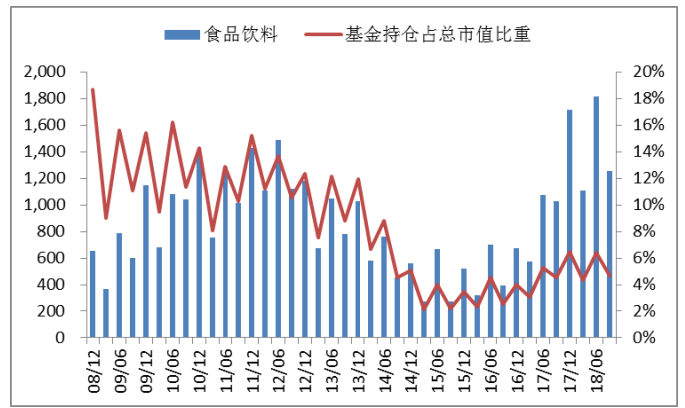


图表5： 食品饮料行业占有所有行业市值比重



资料来源：联讯证券，Wind

图表6： 基金持有市值与食品饮料行业总市值比重（亿元）

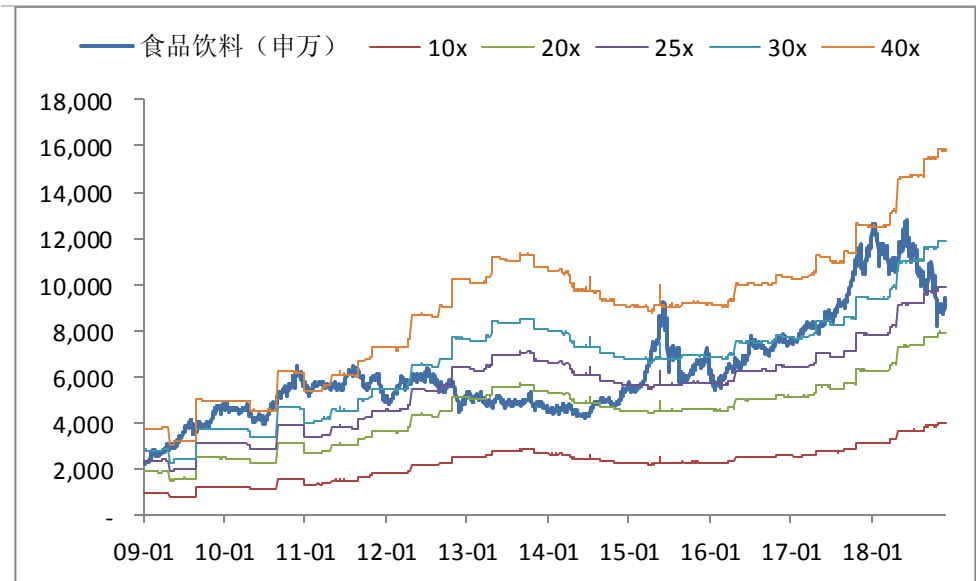


资料来源：联讯证券，Wind

## 2、估值：回落至 2009 年以来偏低水平

下半年的回调，主要源于市场对未来业绩增速放缓的担忧。截至 2018 年 12 月 7 日，食品饮料（申万）板块 PE(TTM)为 23.16x，处于自 2009 年以来 11.00%分位。

图表7： 食品饮料行业估值处于偏低水平

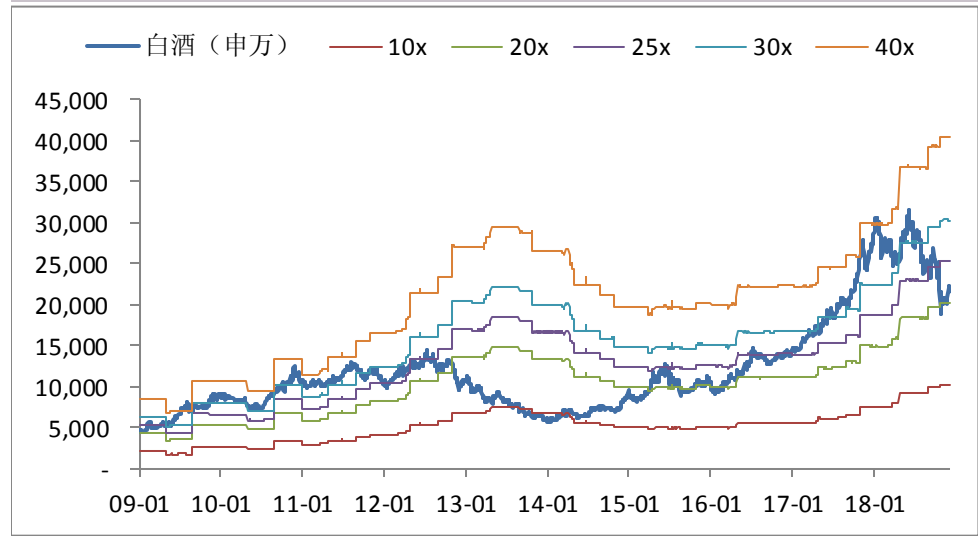


资料来源:联讯证券，Wind

经过下半年的调整，主要子行业的估值均已回归到 2009 年以来的较低水平。其中，白酒 PE(TTM)为 21.27x，处于 17.00%分位；乳制品 PE(TTM)为 24.29x，处于 31.00%分位；啤酒 PE(TTM)为 42.12x，处于 34.00%分位；调味品 PE(TTM)为 39.94x，处于 16.00%分位。

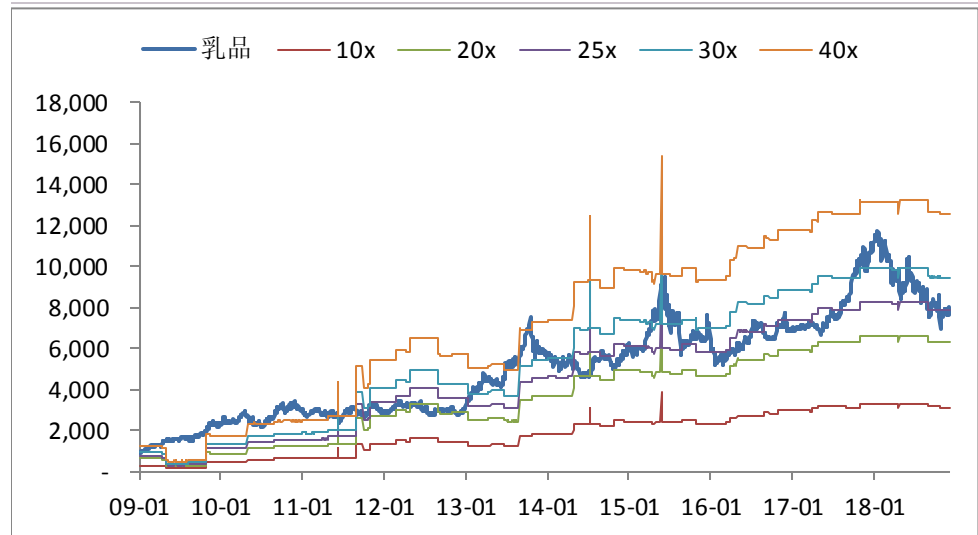


图表8: 白酒 (申万) PE/PB Band



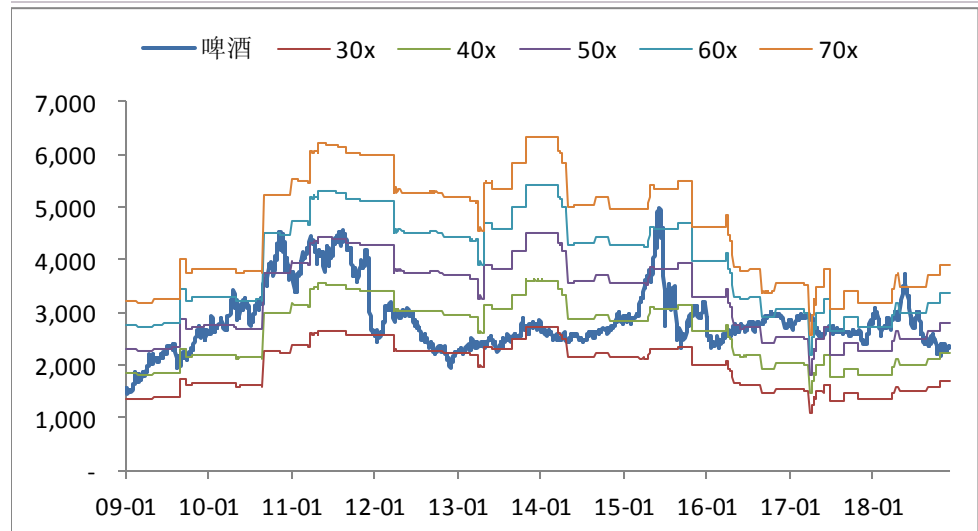
资料来源:联讯证券, Wind

图表9: 乳品 (申万) PE/PB Band



资料来源:联讯证券, Wind

图表10: 啤酒 (申万) PE/PB Band

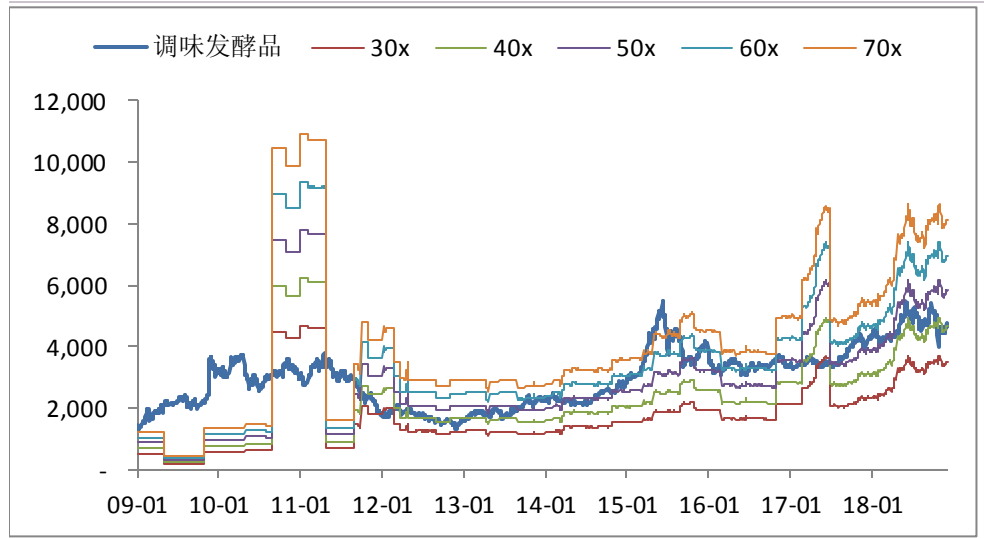






资料来源:联讯证券, Wind

图表11: 调味发酵品(申万) PE/PB Band



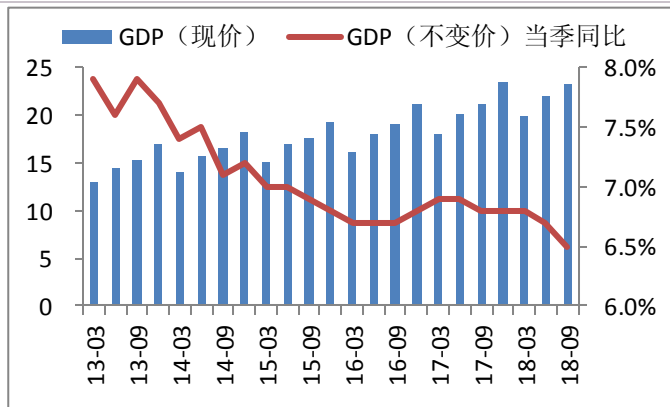
资料来源:联讯证券, Wind

(二) 2019年展望: 周期向下趋势相伴, 在风险中寻求机遇

1、宏观经济增长放缓为行业带来压力, 必选胜在抗周期性更强

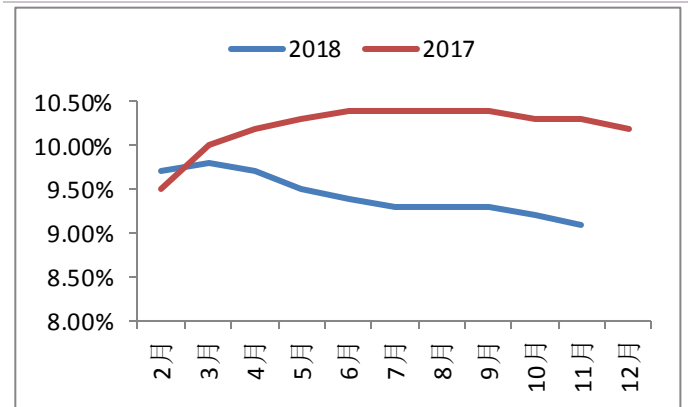
GDP 增速放缓, 消费增速放缓。市场担忧经济周期向下, 消费下滑趋势延续将影响到 2019 年消费板块整体的前景。

图表12: GDP 现价与不变价当季增速



资料来源: 联讯证券, Wind

图表13: 社零总额累计增速

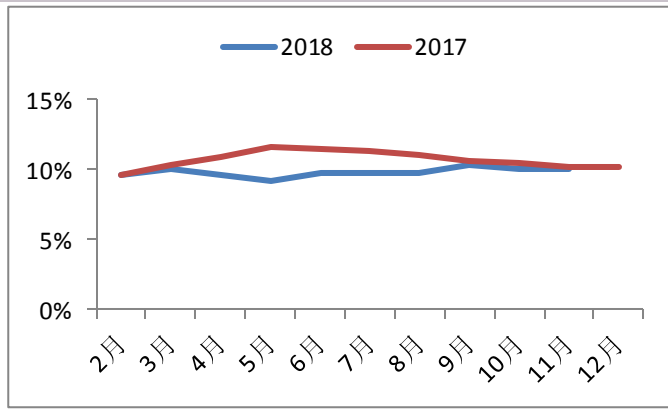


资料来源: 联讯证券, Wind

分品类看, 粮油食品等必需品消费需求虽出现波动, 但与 2018 年相比增速未出现明显下滑; 而烟酒、饮料、餐饮等可选消费增速则出现连续回落, 降幅较大。在当前的宏观经济环境下, 食品类由于其较强的抗周期性、抗通胀性, 越是在消费需求出现不利变化时, 越能体现其抗风险的能力。

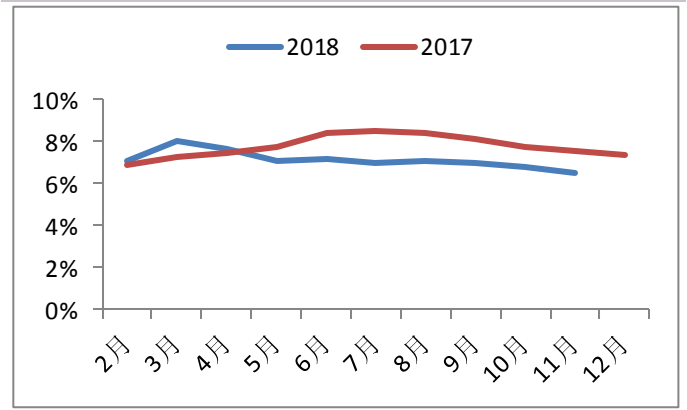


图表14: 粮油、食品（累计）社零增速



资料来源: 联讯证券, Wind

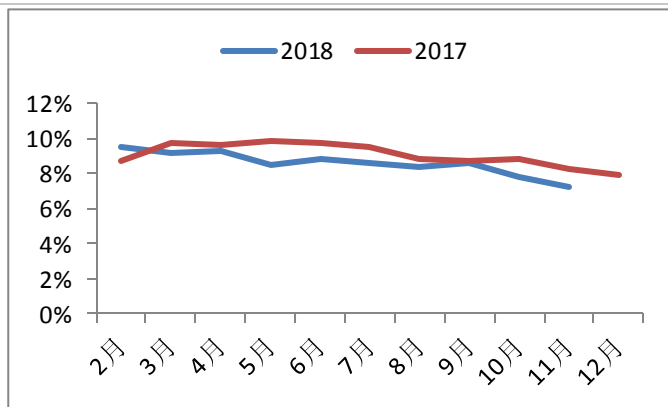
图表15: 餐饮收入（累计）增速



资料来源: 联讯证券, Wind

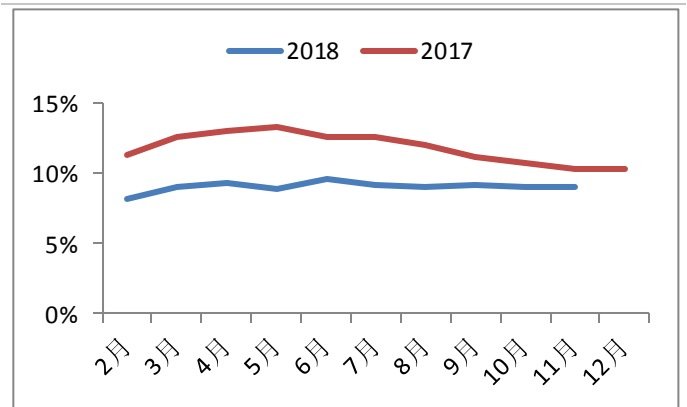
可选消费品 2019 年需求增长可能进一步放缓。认为，龙头高档品拥有品牌护城河，和相对固定的需求群体，低价商品则具有类似吉芬商品的特性，在行业整体需求下降时受到的冲击相对较小。而其他可选消费品，受到需求的挤压，竞争加剧，将面临剩者为王的局面。

图表16: 烟酒（累计）社零增速



资料来源: 联讯证券, Wind

图表17: 饮料（累计）社零增速



资料来源: 联讯证券, Wind

认为 2019 年，行业的整体基调是增速随经济周期放缓。行业内部，一是马太效应继续强化，龙头品牌虽然也受到宏观经济增长放缓的不利影响，品牌竞争力与抗风险能力更强，行业竞争格局改善将是长期方向。二是寻找新的需求增量，对企业来说，、渠道下沉、新市场的开发与新产品的推出都是缓解需求增长压力的方法。

## 2、政策托底：平滑周期

我们预计，2019 年社零增速不太可能出现如 2018 年明显回落的情况。2018 年，包括投资、基建房地产、信贷等多个数据恶化，政策层面为应对可能出现的风险，已逐步出台一些政策，防止经济快速下滑，出现更多系统性风险。

减税将对消费增速起到一定支撑作用，平滑经济周期的波动。已经执行新的增值税率，预计将减少税负 4000 亿以上；2018 年 10 月开始执行新的个税政策，2009 年 1 月开始实行专项抵扣，预计将减少个税规模约 4000 亿元。



图表18: 2018年减税相关政策及预期政策效果

时间	事件	减税效果
2018/5/1	一、将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%，预计全年可减税2400亿元。 二、统一增值税小规模纳税人标准。将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由50万元和80万元上调至500万元，并在一定期限内允许已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人，让更多企业享受按较低征收率计税的优惠。 三、对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。	全年将减轻市场主体税负超过4000亿元
2018/10/1	我国修改后的个人所得税法部分减税措施进入实施阶段	个税起征点调整到5000，预计减少3200亿元税收
2018/11/4	《个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)》征求意见截止	根据细则，若实施，从明年1月1日起，在提高起征点的基础上，每人每月还可以再扣除4600元。

资料来源: 联讯证券, 公开资料整理

在减税的作用下, 认为大众消费品将直接受益。减税政策落实到每个消费主体身上, 对大多数纳税人来说可能每月少缴的金额并不多, 却可以增加许多小额的消费行为。

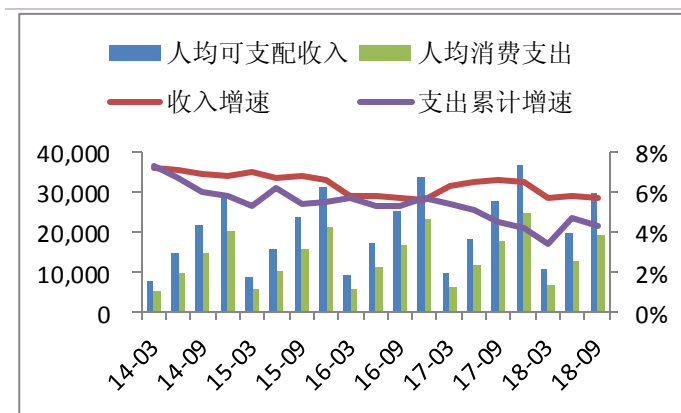
### 3、结构性变化: 三四线与农村消费能力提升

消费的基础在于居民收入的变化, 尽管舆论对消费升级和消费降级有诸多争论, 但可以肯定, 消费的结构变化确实是当下正在发生的事件。

2018年, 城镇居民人均收入与消费增速放缓, 但农村居民支出意愿依然强烈。城镇居民的人均可支配收入增速在经历2017年的增长提速后, 在2018年增速再次回落到6%以下; 消费支出累计增速出现波动, 低于收入增速。

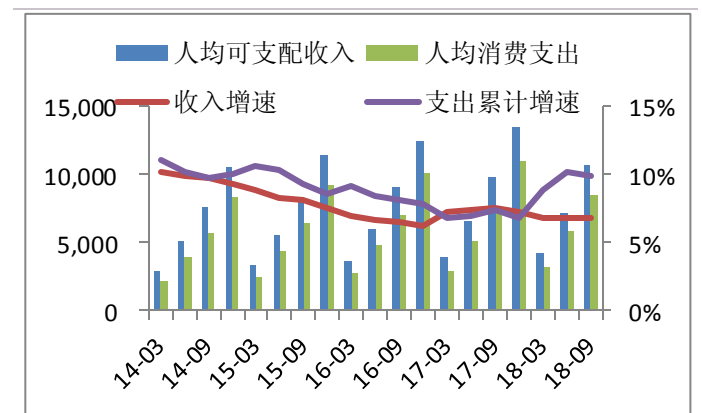
农村居民的收入增速虽然下滑, 但消费支出增速在18年出现快速上涨, 在上半年重新回到10%以上, 且人均消费支出高于收入增速。

图表19: 城镇居民人均收入与支出(元)



资料来源: 联讯证券, Wind

图表20: 农村居民人均收入与支出(元)



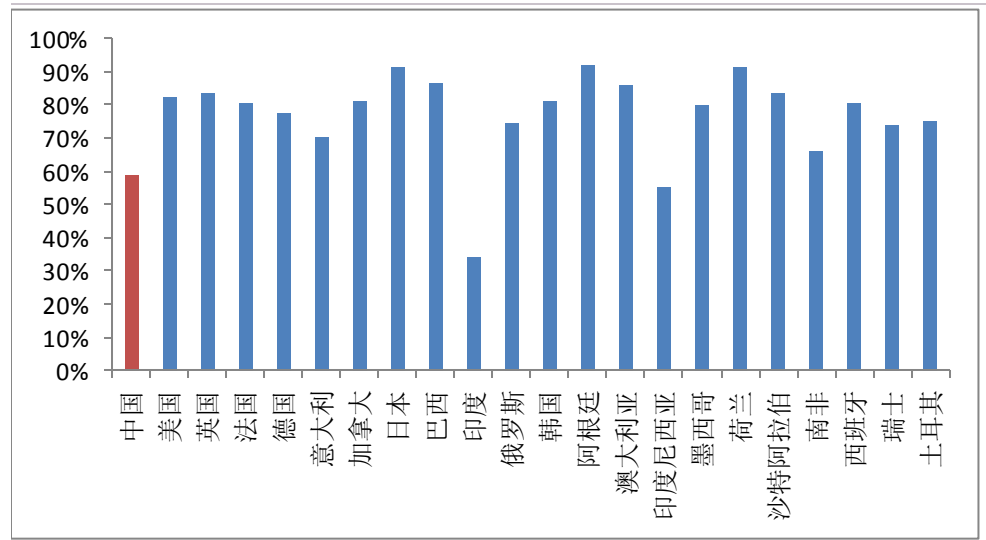
资料来源: 联讯证券, Wind

居民支出的结构性变化是今后一段时间内的重要趋势。我国目前仍处在城镇化进程中, 三四线和农村居民也向往拥有和享受同一二线城市居民同样的产品和服务。三四线



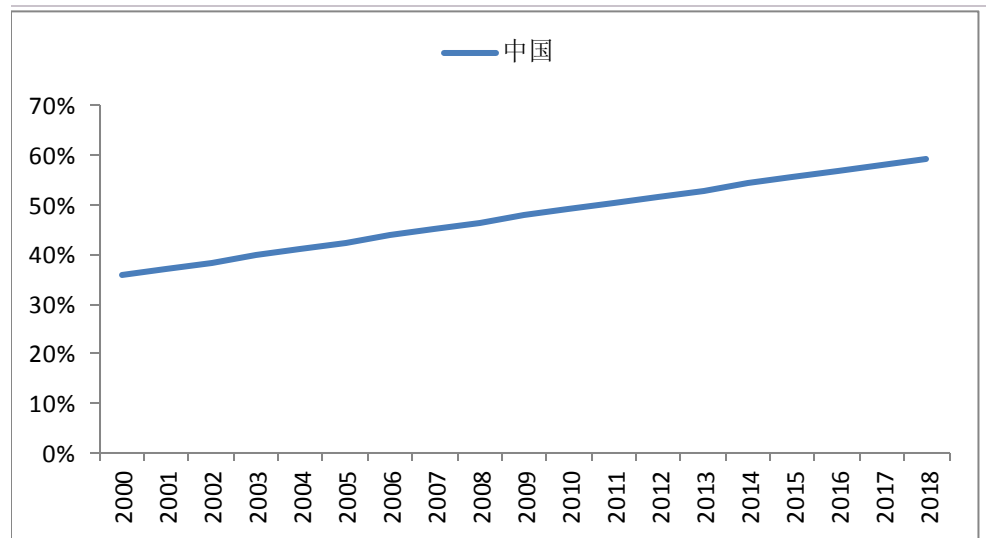
与农村市场是当前最重要的竞争市场，是全国性品牌向下铺市与区域性品牌的固有市场之争，也是区域龙头寻求突破，向外发展的重要动力。

图表21： 全球主要国家城市化率



资料来源:联讯证券, Wind

图表22： 我国城市化率 59.15%

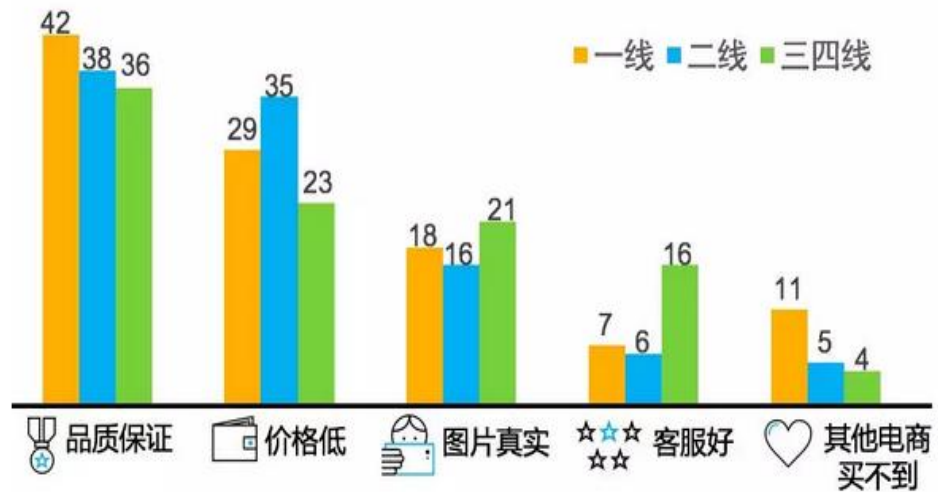


资料来源:联讯证券, Wind

2018年，舆论对消费升级和消费降级出现许多讨论，在一些线上渠道出现高仿品牌，似乎成为消费者一味追求价格，消费降级的佐证。认为，一些品牌高仿商品出现，恰恰表明消费者是在不断追求高品质、高认可度的商品；特别是当一些大众消费品出现高仿品时，说明消费者在品牌辨识能力上仍有待提升。电商的发展使得三四线与农村居民可以更方便的认识和接触到绝大多数品牌，而在众多品牌中，辨识度越强，获客能力也相应提升。龙头品牌重视线上推广，而他们的影响力将使得他们在区分度上天然优于其他竞品；我们也会看到像三只松鼠等许多商品，着力强化自身IP，进一步提升品牌辨识度。因此，我们强调，渠道下沉，品牌知名度将帮助其快速占领市场，率先享受三四线及农村居民消费增长的红利。



图表23: 各级别城市消费者都最看重品质保证



资料来源:联讯证券, 尼尔森

#### 4、外资配置增加: 资金面的边际增量; 看好核心资产标的

A 股国际化步伐加快, 进入多个重要的国际指数权重当中, 将吸引更多主动和被动配置资金进入 A 股。据联讯策略组保守估计, 2019 年, 外资净流入约 5000 亿元, 未来 5-8 年, 至少将有 2.5 万亿元被动资金流入, 外资净流入超 4 万亿元。如果再考虑到沪伦通的开通, 将吸引更多资金流入。

图表24: 国际指数纳入 A 股

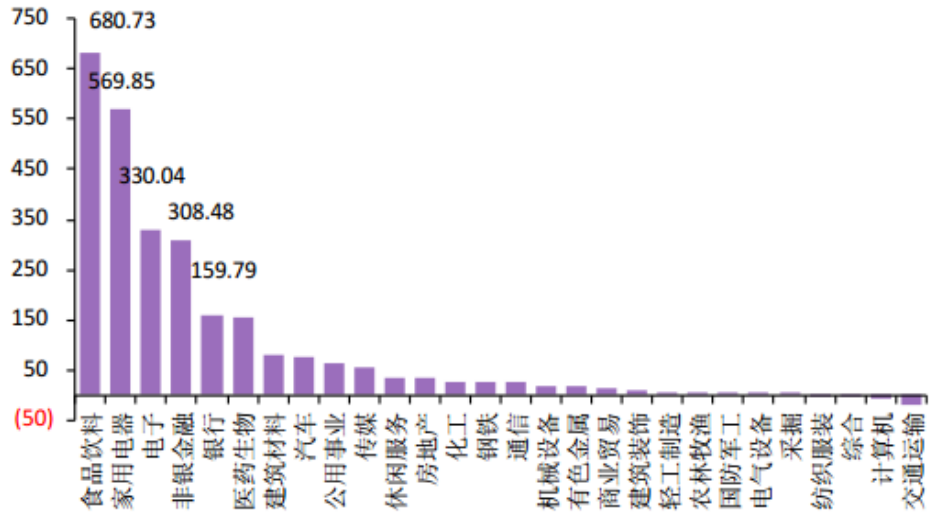
指数	事件	2019 年资金增量	涉及标的
MSCI	纳入因子由 2.5% 提升至 5% 考虑将 A 股纳入因子由 5% 提升至 20%。 提升将分为两个阶段, 2019 年 5 月半年度指数评估与 8 月季度指数评估。	被动资金 2500 亿元	贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、伊利股份、青岛啤酒、海天味业、双汇发展
富时罗素	9 月 27 日, A 股被纳入富时罗素国际指数。 第一阶段将赋予 A 股 25% 的初始纳入因子。2019 年 6 月实施 20%, 2019 年实施 40%, 2020 年 3 月实施 40%。 第一阶段初始纳入后 A 股占新兴市场指数比例为 5.5%, 占富时全球指数权重 0.57%。	被动资金 500 亿元	富时中国 A 股互联互通全盘指数将包括 1249 家中国上市公司, 食品饮料 61 家
包括道琼斯全球指数等 6 只指数	将通过沪港通、深港通机制进行交易的合格 A 股纳入其全球指数体系。纳入将从 2019 年 9 月 23 日市场开盘前生效, 分类为“新兴市场”。 纳入因子为具体 A 股标的可投资市值的 25%。		基于陆股通标的

资料来源: 联讯证券, 感谢联讯策略组的数据支持, 详见《联讯证券 2019 年 A 股年度策略展望》



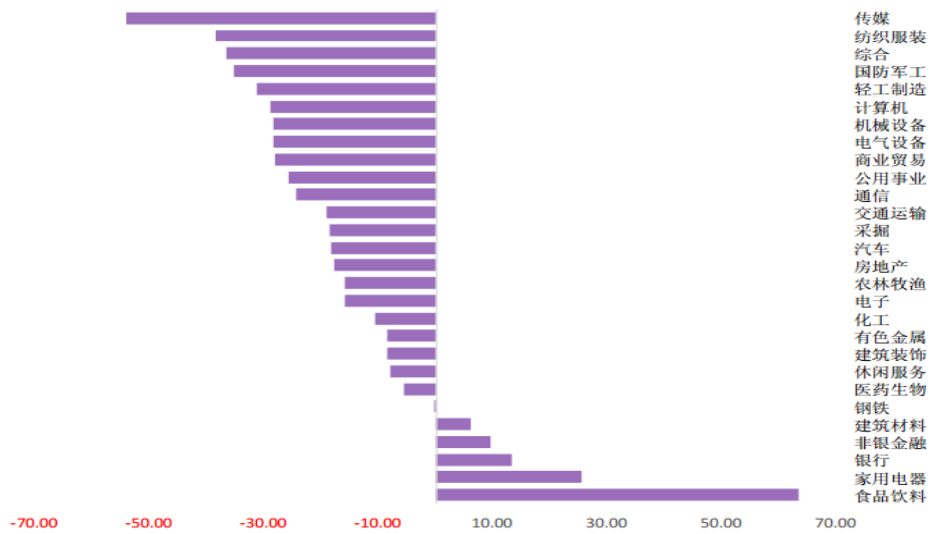
数据表明，外资偏好强的板块近年来的市场表现也明显强于其他板块。而食品饮料正是外资流入最多的板块。

图表25: 2015年各板块北上资金流入情况



资料来源:联讯证券策略组

图表26: 外资偏好板块涨幅居前

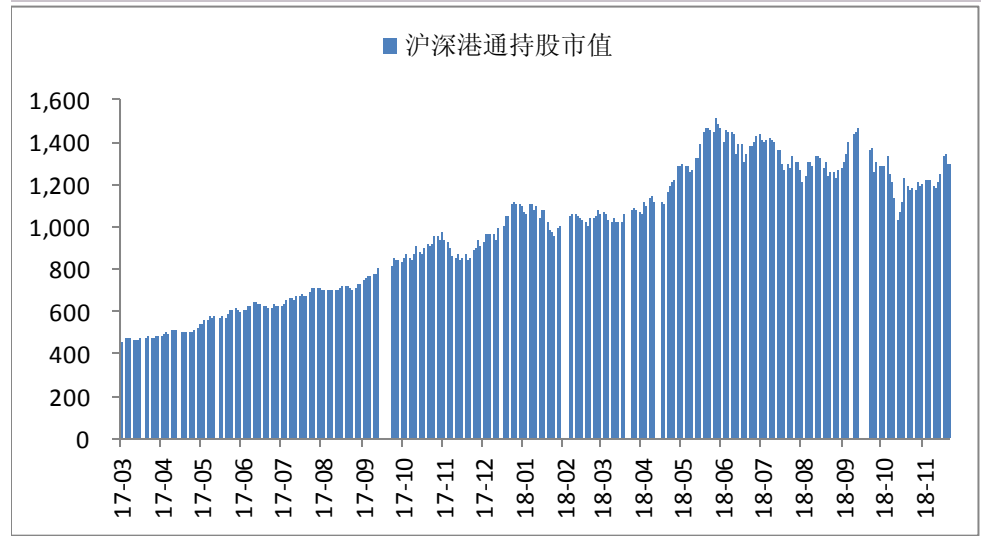


资料来源:联讯证券策略组

截至 2018 年 12 月 7 日，食品饮料（申万）板块标的陆股通持股比例合计 2.85%，持股总市值 1295.14 亿元，较年初分别增长 32.1%和 1.2pct。

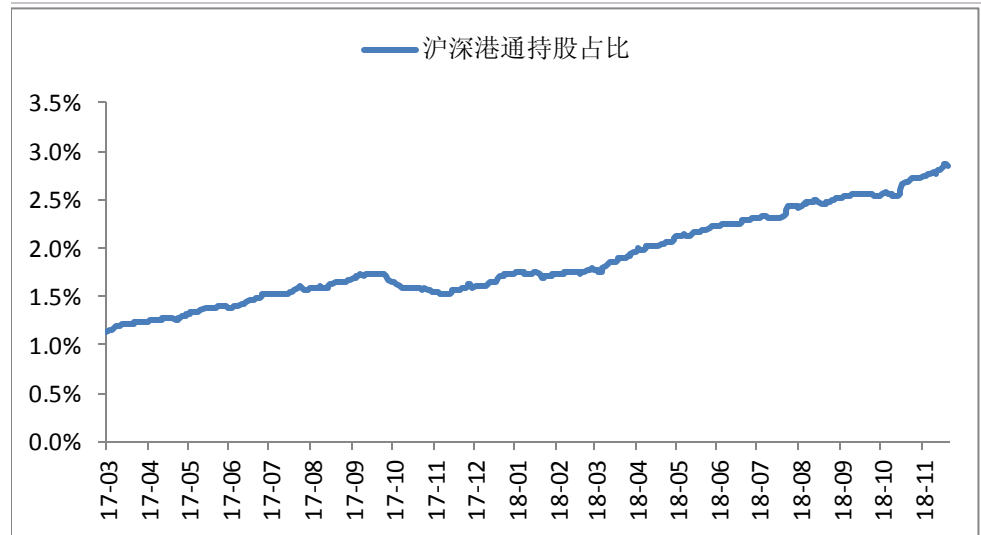


图表27： 食品饮料（申万）陆股通持股市值



资料来源:联讯证券, Wind

图表28： 食品饮料（申万）陆股通持股比例



资料来源:联讯证券, Wind

预计 2019 年，富时罗素和标普指数将带动更多被动和主动配置资金流入食品饮料行业，率先受益的将是已纳入陆股通标的的个股，具体标的可以参考当前 MSCI 食品饮料标的。

## 二、2019 年投资主线

综上，认为 2019 年食品饮料行业整体将受到宏观经济影响，需求增速波动下滑，必选消费表现好于可选消费。从政策面和资金面来看，食品饮料都是中长期配置的绝佳板块，在经历一轮调整后，更有利于资金的介入。

认为重点可以把握三条投资主线。一是核心资产的配置需求；二是渠道的推广与下沉；三是长尾效应，尤其关注龙头企业品类拓展与跨赛道发展。

这里我们解释一下“长尾效应”。长尾近年来越来越多的体现在食品饮料行业，尤其是快消品当中，一些爆款的网红产品就是“长尾”的典型代表。龙头企业在过去发展过

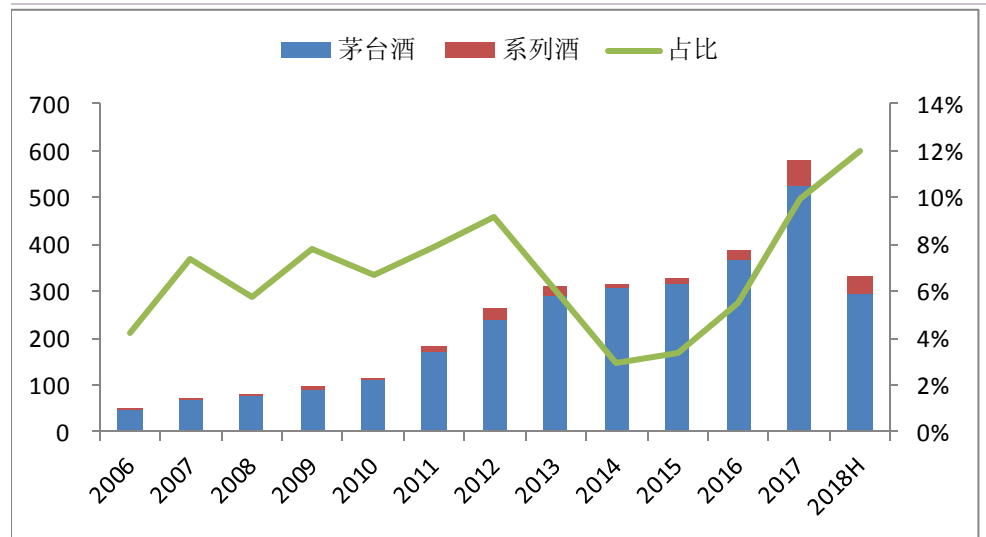


程中，更多的是占据了头部资源，精心打造大单品，我们也一直认为这是龙头企业优势地位的体现。但是，单一产品，尤其是在食品饮料行业，市场规模往往是存在天花板的；当市占率达到一定份额后，再向上提升，投入的成本和取得的收益需要做新的权衡；反映到企业的业绩上，就是增速的放缓。

近年来，龙头企业已经不再满足做大单一产品，许多龙头企业开始通过增加品类，甚至是跨赛道，试图填补更多细小的市场空间。利用品牌现有的知名度和影响力，可以相对容易的切入到其他品类当中，或者是快速推广一个新的产品（如常温酸奶），在与其他类似竞品竞争时，可以很好利用品牌优势，实现快速增长。

我们看到许多优秀的龙头食品饮料企业在尝试新的发展方向。恰恰在原有瓜子产品的基础上推出更多的休闲零食产品；安井食品根据市场偏好推出符合本地区餐饮习惯的特质产品；海天味业在继续巩固酱油、耗油、酱料的领先优势同时，加快培育和建立料酒、醋、复合酱等潜力品的发展；茅台丰富系列酒品类，进一步补齐其 1000 元以下价格带。

图表29：茅台系列酒占比在近两年内快速提升



资料来源:联讯证券, Wind

从总量来看，这种品类的扩充带来的收益体量在起步时是相对较小，但胜在边际改善。一旦获得市场认可，做大做强，将对企业的发展带来长久的收益。

因此，我们认为，当行业增速回落不可避免时，任何能提供边际改善的因素都应该得到重视。

### 三、子行业展望

#### (一) 白酒：业绩增长放缓，估值夯实

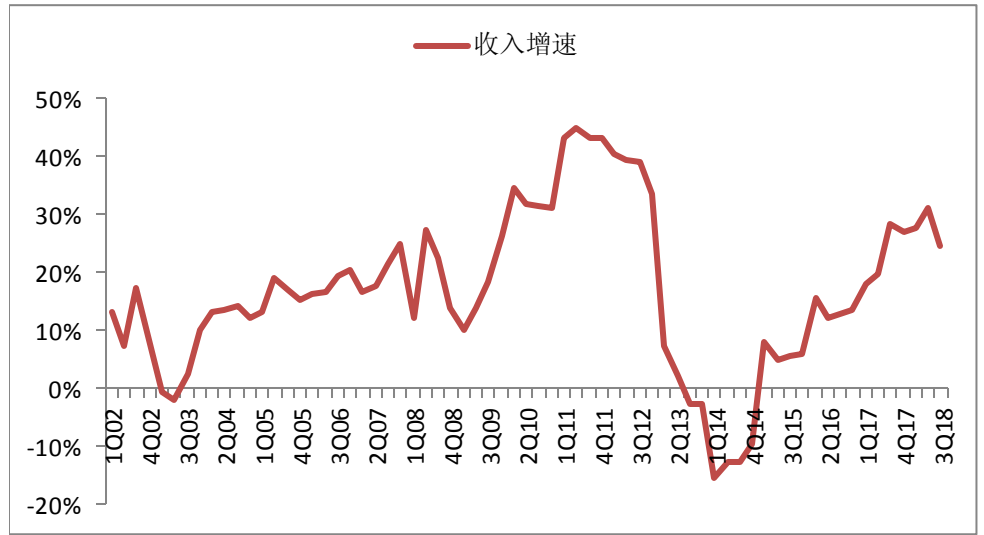
白酒是典型的周期行业，在经历 2017 年的快速增长期后，2018 年白酒行业渐入调整周期，预计 2019 年行业调整将延续。2018 年，白酒（申万）上半年高位盘整，下半年则出现回落；尤其是 3 季报公布后，白酒指数在贵州茅台价格回落影响下快速下探。





由于白酒的消费很大一部分来自于商务活动，商务活动的活跃程度又与经济发展周期息息相关；当前经济增速放缓，投资增速在 2018 年出现断崖式下滑，难免对白酒需求产生消极影响。

图表30：白酒板块营业收入增速

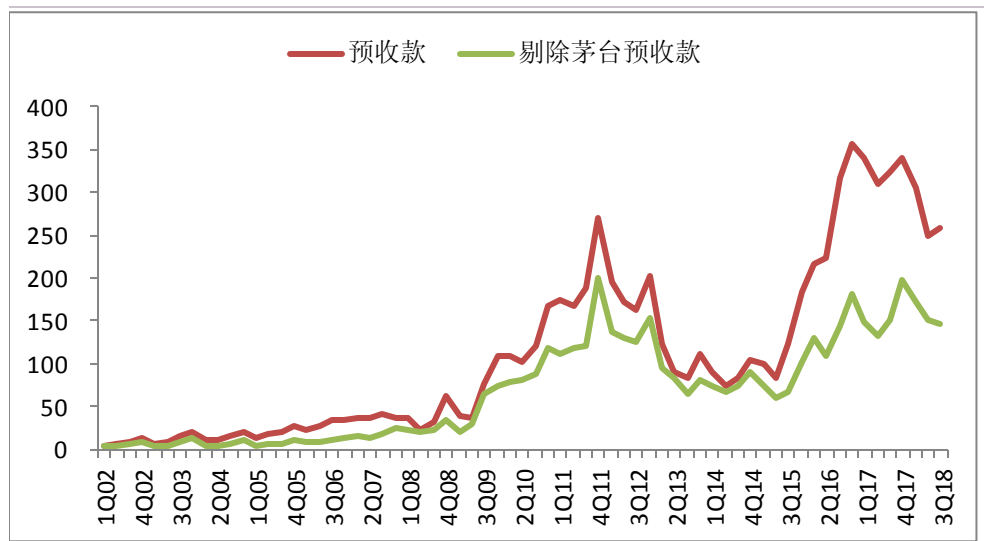


资料来源:联讯证券, Wind

供给方面，历经 17-18 年白酒需求的增长，众多白酒企业都进行了产品价格提升，产品结构上移，产量随需求增加而扩张。2019 年，行业标杆茅台将不再提价，行业价格提升空间被锁死，企业前期提价带来的效果将减弱或消失；更多将通过中高端产品放量增加，带动均价的上涨。因此，从收入角度来看，白酒企业收入增速放缓，毛利有望提升。

白酒的预收账款能够反映潜在需求情况。从有白酒（申万）的记录以来，预收款只有两次明显的波峰出现：一次是从 2009 年到 2012 年，一次是 2016 年至今。

图表31：白酒企业预收账款（亿元）



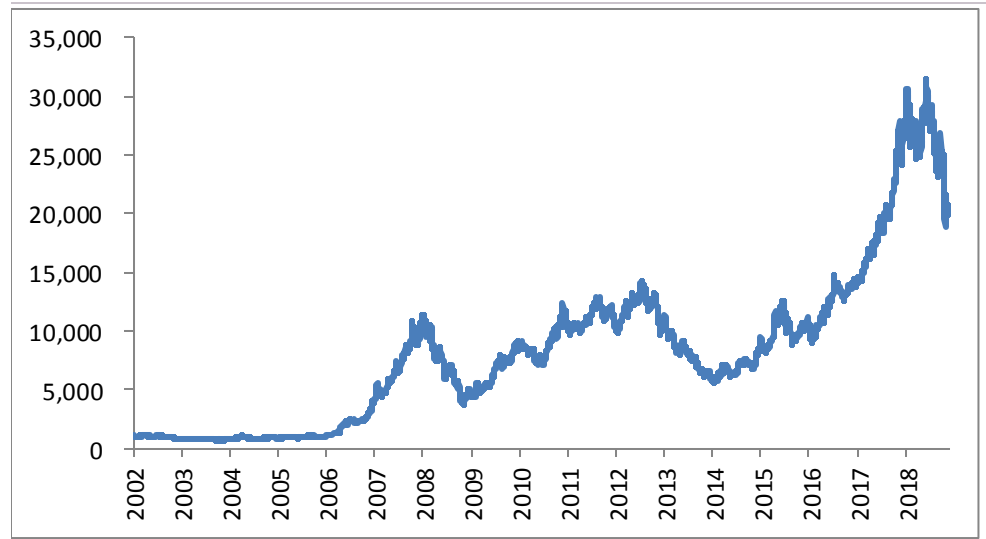
资料来源:联讯证券, Wind

白酒指数走势在 2009 年以后，也是两轮明显的走强：2009-2012 年上半年，以及 2015 年-2018 年上半年。两轮上涨前期都有叠加 A 股指数整体的上涨，后期则是相对独



立的行情。

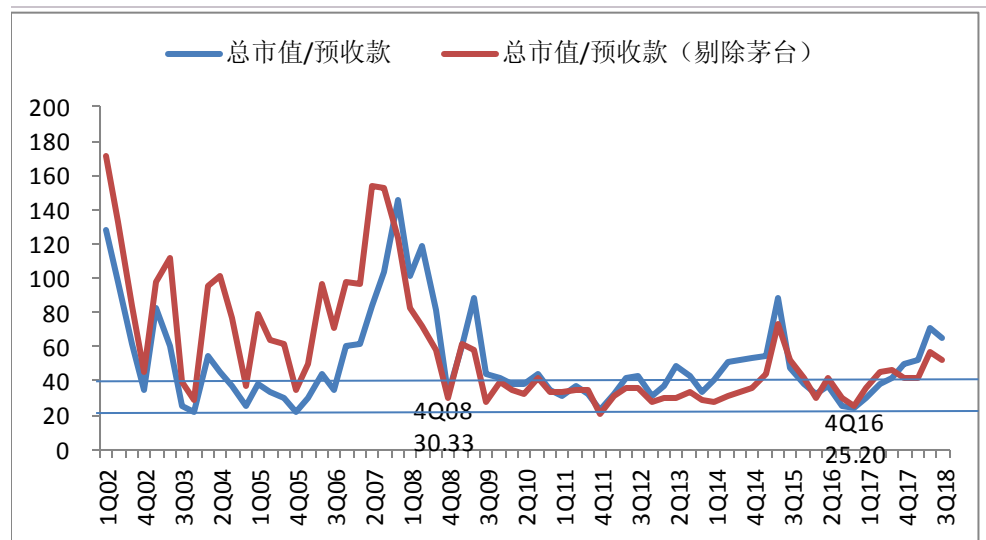
图表32: 白酒(申万)指数走势



资料来源:联讯证券, Wind

我们将总市值与预收款进行比较,发现自 2009 年以来,该值多数时间处于 20-40 之间,只有 3 次向上越过 40: 1) 2009 年 A 股走出一轮反弹行情,从 2009 年 1 月 1 日至 2009 年 6 月 30 日,沪深 300 指数上涨 74.20%,白酒(申万)指数上涨 49.50%; 2) 2015 年的牛市,从 2015 年 1 月 1 日至 2015 年 6 月 30 日,沪深 300 指数上涨 26.58%,白酒(申万)指数上涨 38.47%; 3) 2017 年以来白酒板块的独立上涨行情,自 2017 年 1 月 31 日至 2018 年 9 月 30 日,沪深 300 指数上涨 1.50%,白酒指数上涨 86.27%。

图表33: 白酒板块总市值/预收款



资料来源:联讯证券, Wind

认为,该值前两次(2009 年上半年和 2015 年上半年)越过 40,更多是受市场行情整体向好,进而带动板块整体估值跟随上涨,既估值因素推动板块指数上涨。因此,白酒指数的两轮上涨,前期都是由 A 股市场整体环境影响,估值提升推动指数上涨。不同的是,2009-2012 年的白酒牛市,后期完全由行业基本面带动,估值并未出现明显的提升。而从 2017 年这一轮行情,是前期也是自身业绩爆发,走出独立行情;但 17 年 4 季

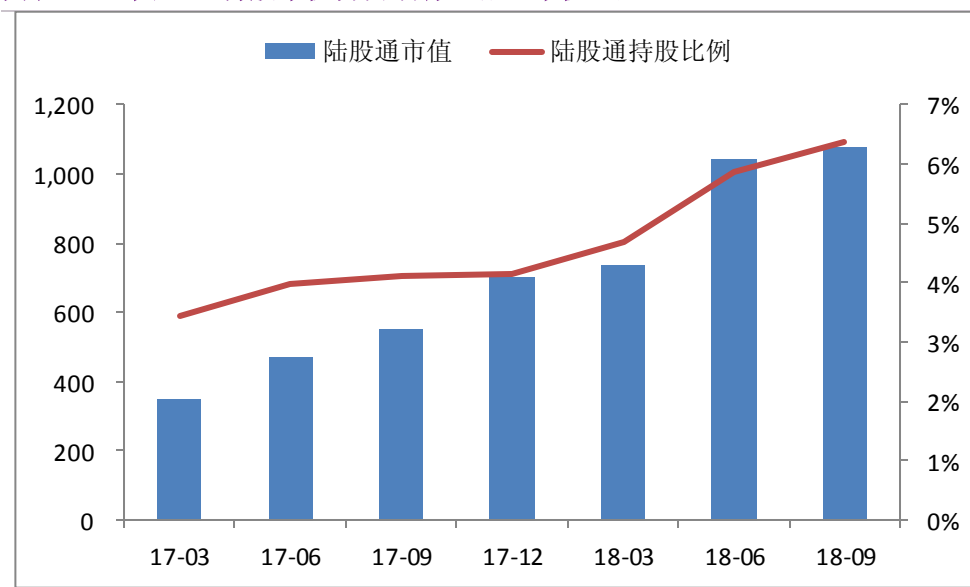


度以后，则是估值因素更多的推动影响指数上涨。认为，估值上涨，有两种可能原因。一是市场的追捧，高估了白酒板块的价值；二是估值中枢自此上移。

如果是高估，至 2018 年 2 季度，该值达到最高，3 季度开始回落，考虑到 4 季度以来白酒板块整体回调，那么该值可能回落到 40 附近甚至以下。按照 20-40 是合理水平来考虑，当前时点下，白酒的估值应已回到合理水平。

如果是中枢上移，可能是由于市场的参与主体发生了变化。从 Wind 有统计的数据可以看到，陆股通保持持续流入的状态，市值占比不断提高。预计，未来随着 A 股被主要指数纳入权重，加速国际化的大趋势下，外资加速入场，白酒作为 A 股独有的品类，核心资产价值凸显，估值提升应是水到渠成。

**图表 34： 陆股通持股市值占白酒行业流通市值比重**



资料来源:联讯证券, Wind

因此，从两种角度考虑，我们都认为，当前时点下，白酒板块都已回到合理估值区间甚至是偏低的水平，如果再考虑到 2019 年的增速，估值可能更低。

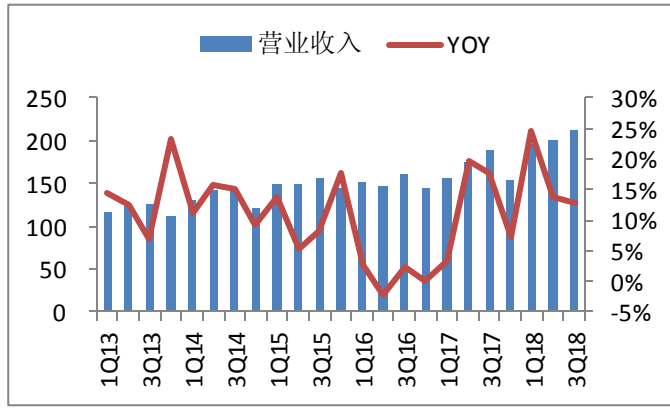
展望 2019 年，基本上，白酒的需求仍处于调整中，但周期在政策托底下可能缩短。当前板块估值处于合理水平，特别是在考虑到 2018-2019 年的行业增速时。我们更看重场外资金的再度进场与外资等增量资金入市后会带来估值的提升。认为当预收款出现向上拐点时，估值将重新提升，时间点建议关注 2019 年 Q2 时刻。个股方面，我们仍建议关注龙头贵州茅台的变化。

## （二）乳制品：以费用兑换市占率，关注费用投放拐点到来

双寡头市场格局下，伊利、蒙牛的市占率进一步提升，收入保持两位数的增长。伊利渠道下沉取得良好效果。

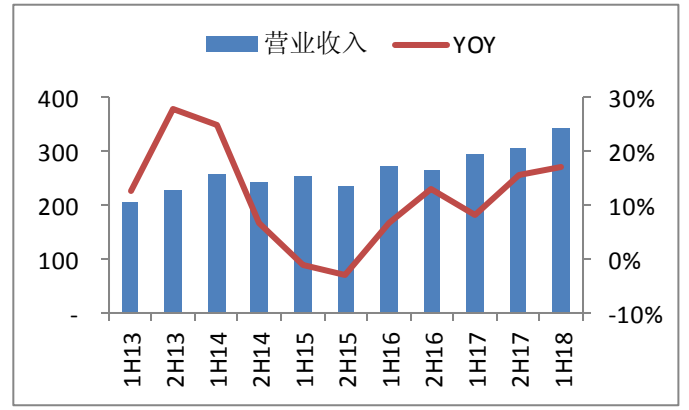


图表35: 伊利股份营业收入(亿元)



资料来源: 联讯证券, Wind

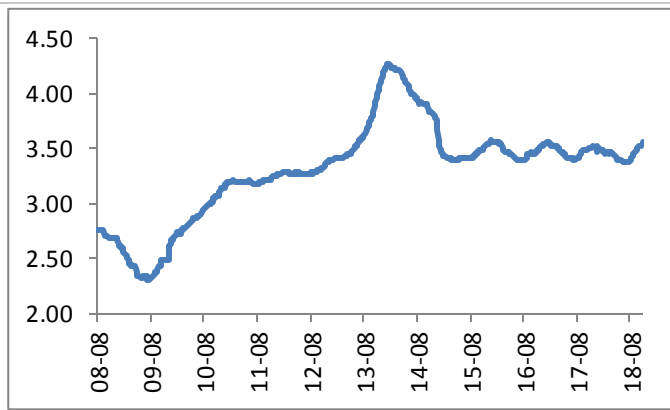
图表36: 蒙牛乳业营业收入(亿元)



资料来源: 联讯证券, Wind

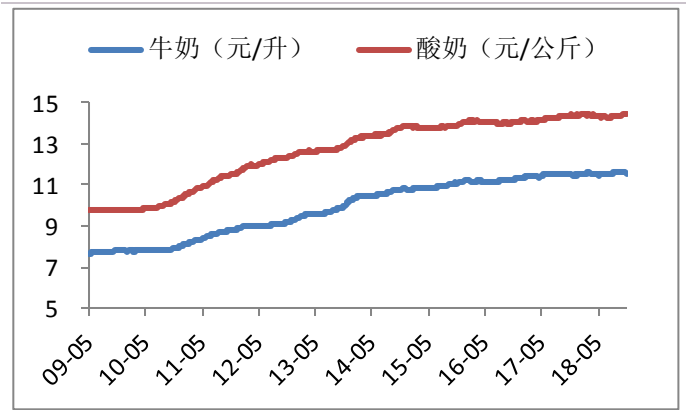
主要产区生鲜乳价格自 2015 年至今呈现震荡走势, 2018 年奶价出现一轮上涨; 4 季度, 下游需求旺盛, 导致鲜乳价格居高不下。对于乳制品生产企业来说, 原奶价格上涨会抬升成本, 但由于下游生产企业自身议价能力较强, 成本上涨的影响有限。

图表37: 主产区生鲜乳价格(元/公斤)



资料来源: 联讯证券, Wind

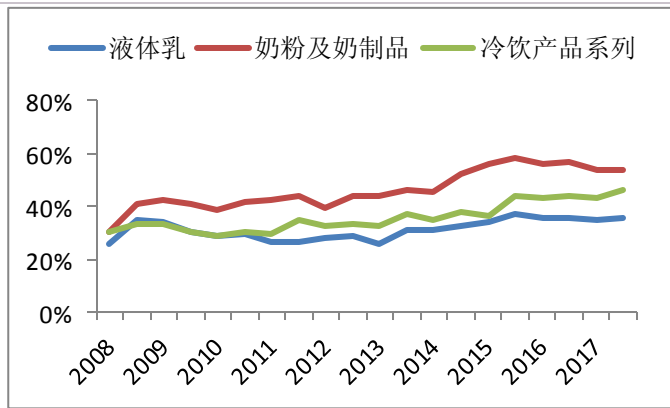
图表38: 牛奶、酸奶零售价



资料来源: 联讯证券, Wind

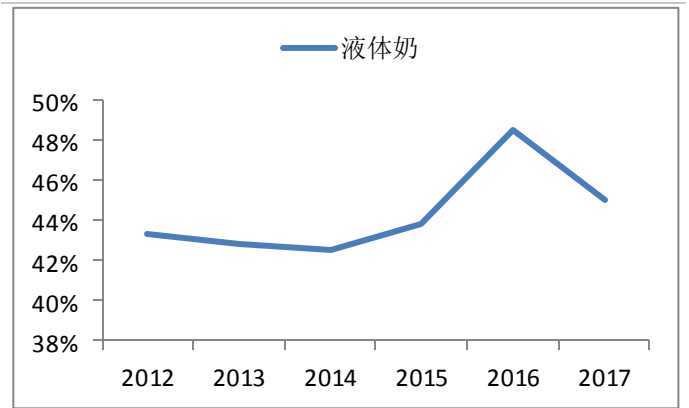
终端价格上, 牛奶、酸奶零售呈缓慢上涨趋势。龙头乳品企业也通过提价、提升产品结构等方式提升销售均价。因此, 综合来看, 乳制品企业液体乳毛利率仍将呈上涨趋势。

图表39: 伊利液体乳毛利率



资料来源: 联讯证券, Wind

图表40: 光明液体奶毛利率

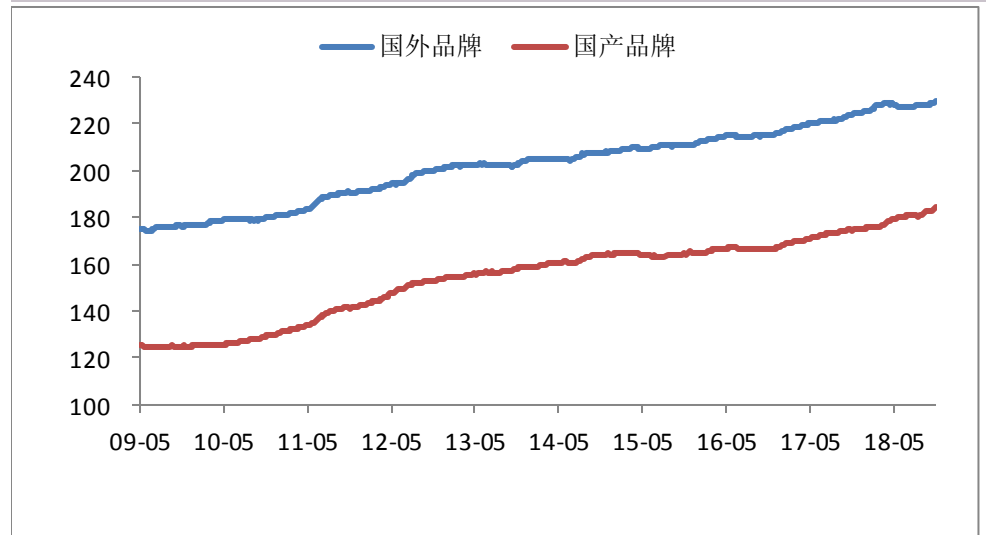


资料来源: 联讯证券, Wind



国内奶粉市场仍以国外品牌居多，国产品牌仅伊利市占率达到 5%以上。国外奶粉胜在品牌影响力上，国内品牌则价格更优。目前奶粉占伊利的收入份额较低，但从 2017 年开始，伊利的奶粉业务收入重新回到 10%以上的增速区间；2018 年上半年，奶粉及奶制品收入同比增长 27.25%；3 季度，奶粉收入由于前期二胎红利减弱而放缓，未来重心将放到市占率提升上。认为，奶粉市场空间巨大，伊利在国产竞品中占有品牌优势，伴随伊利渠道整体下沉的东风，奶粉业务将成为收入增长的重要边际增量。

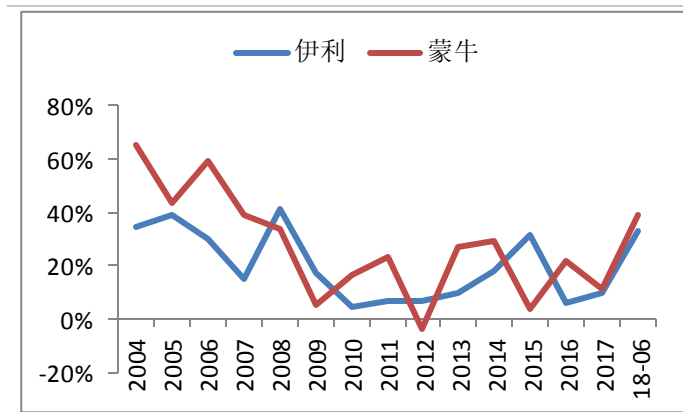
图表41： 婴幼儿奶粉价格



资料来源:联讯证券, Wind

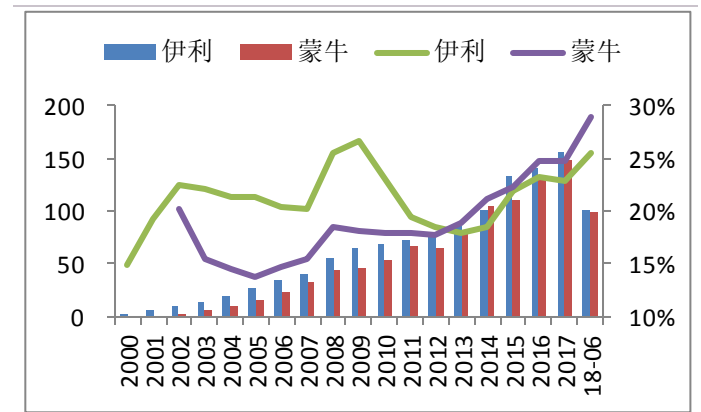
唯一的问题在于两家龙头公司销售费用的投放增加，以及由此带来的利润增速放缓。尤其对于伊利来说，在 2018 年大幅提升销售费用，是拖累伊利利润增长的重要因素。从历史上看，伊利当前销售费用率已接近历史最高水平，蒙牛则已创出历史新高。短期，有 2020 年冬奥会的影响，2019 年这一趋势可能会延续。但只要费用投入可以持续转化为市占率的提升，这一战略终将会兑现为利润的增长。考虑到核心资产标的的属性，我们仍建议重点关注伊利股份的战略配置价值。

图表42： 伊利、蒙牛销售费用增速



资料来源: 联讯证券, Wind

图表43： 伊利、蒙牛销售费（亿元）及销售费用率（右）



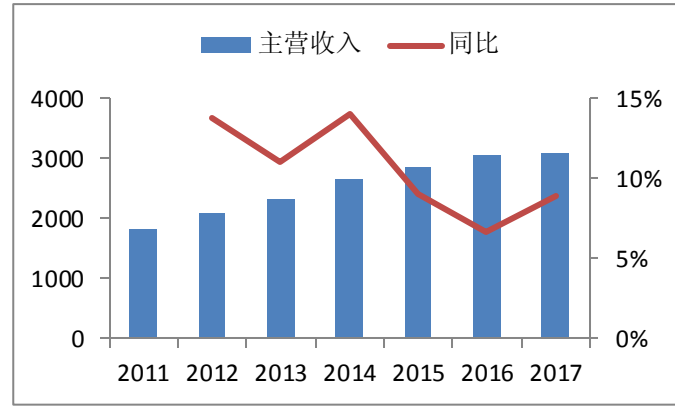
资料来源: 联讯证券, Wind



### （三）调味品：复合调味受益外卖增长

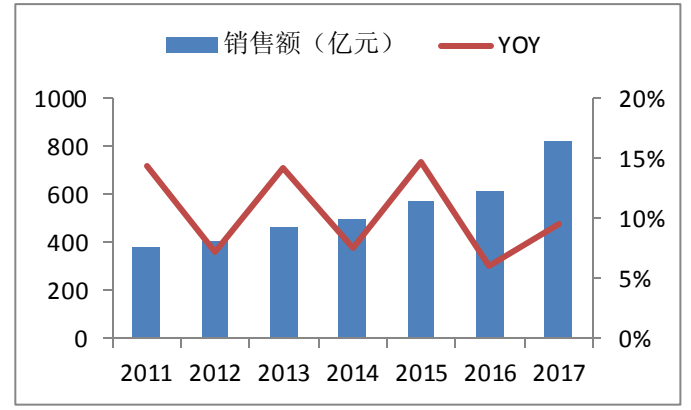
调味品在 2018 年有不俗的表现，在所有子行业中涨幅最高。本轮走强与调味品行业再次实现收入增速提升有非常紧密的关系。

图表44： 调味品、发酵制品营业收入及增速（亿元）



资料来源：联讯证券，国家统计局

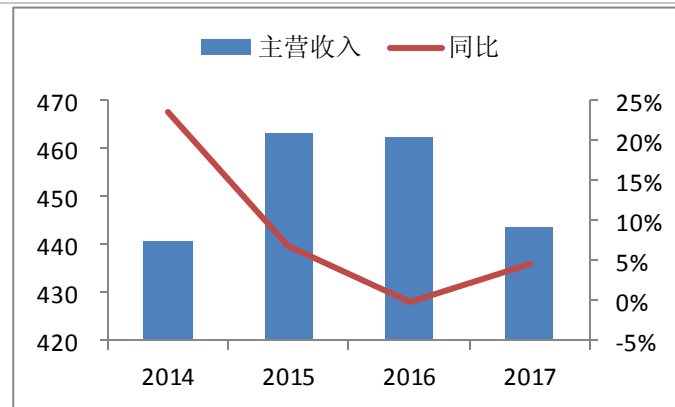
图表45： 著名品牌 100 强企业销售额及增速（亿元）



资料来源：联讯证券，调味品协会

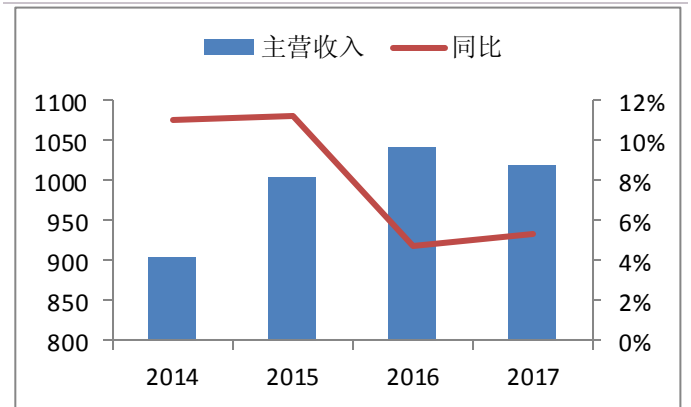
细分来看，酱油和食醋仍是规模最大，发展最好的品类，而复合调味料则呈现出极快的发展势头。

图表46： 味精营业收入及增速（亿元）



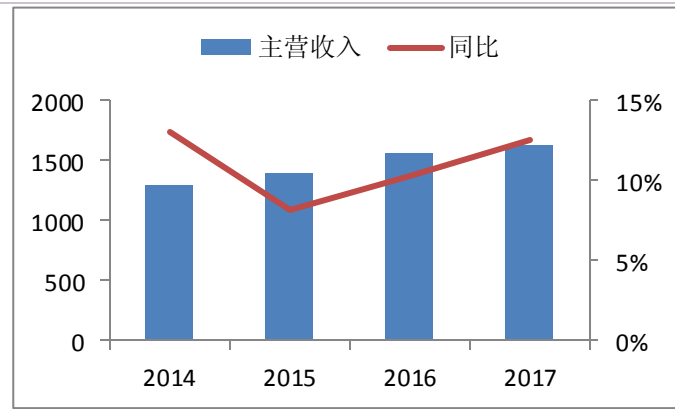
资料来源：联讯证券，国家统计局

图表47： 酱油、食醋及类似制品营业收入及增速（亿元）



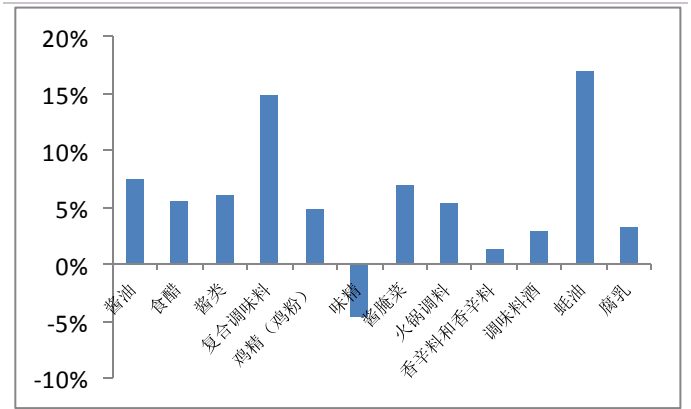
资料来源：联讯证券，国家统计局

图表48： 其他调味品发酵制品营业收入及增速（亿元）



资料来源：联讯证券，国家统计局

图表49： 著名品牌 100 强企业细分品类产量增速

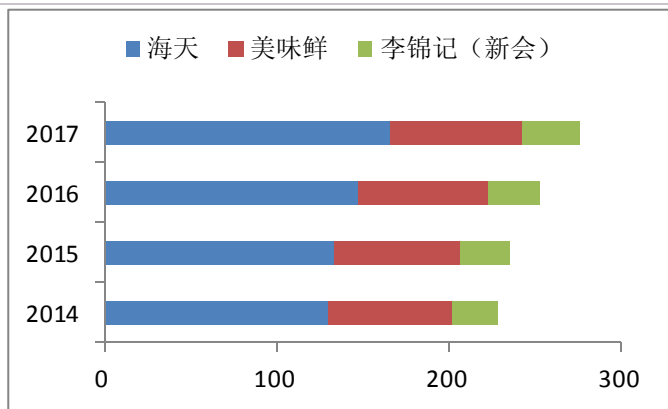


资料来源：联讯证券，调味品协会



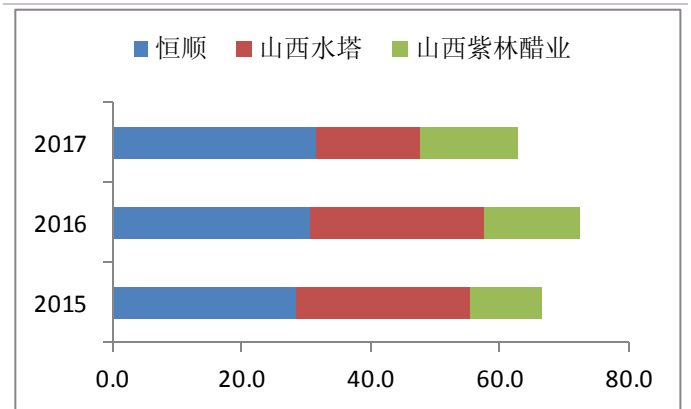
由于细分行业众多，调味品行业总体呈现垄断竞争的市场格局。着眼于细分领域，龙头企业，尤其是行业第一的企业在各自赛道已脱颖而出，与第二名差距正逐渐拉大。

图表50: 酱油产量排名前3企业(万吨)



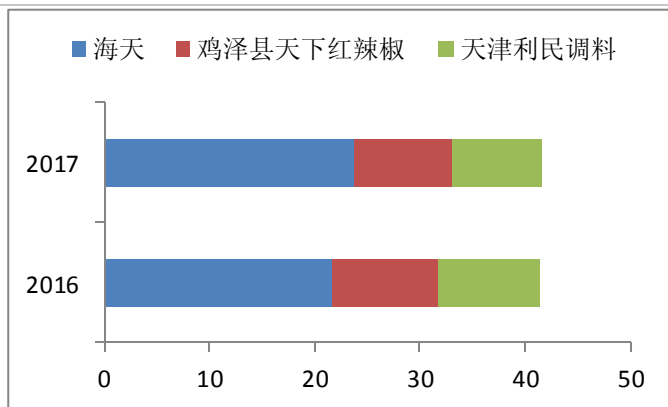
资料来源: 联讯证券, 调味品协会

图表51: 食醋产量排名前3企业(万吨)



资料来源: 联讯证券, 调味品协会

图表52: 调味酱产量排名前3企业(万吨)



资料来源: 联讯证券, 调味品协会

图表53: 复合调味料产量排名前3企业(万吨)

	2015	2016	2017
1	李锦记(新会)	李锦记(新会)	李锦记(新会)
产量	8.3	9	10.4
2	安徽强旺调味	安徽强旺调味	安徽强旺调味
产量	4.8	6	7.4
3	上海太太乐	上海味好美	鹤山市东古调味
产量	4.0	4	4.3

资料来源: 联讯证券, 调味品协会

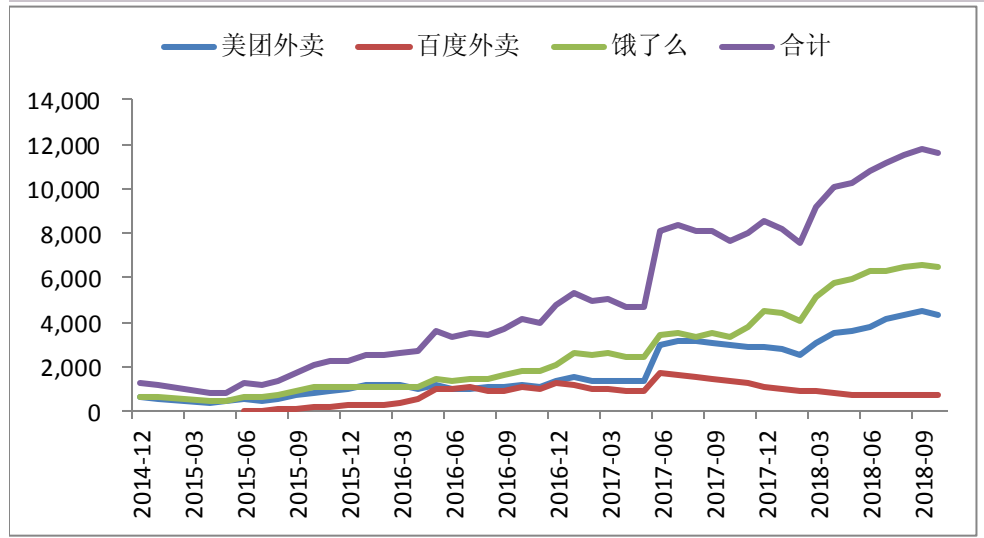
子行业内部集中度不断提升，主要子行业都形成了一超多强的竞争格局；细分领域的整合与跨品类的整合将是调味品行业发展的长期趋势。根据调味品协会数据显示，2017年我国调味品及发酵行业销售收入3097.4亿元，其中，百强品牌企业销售收入820.3亿元，占比26.5%。龙头上市公司多是从酱油、醋等大众调味品起家，未来除深耕已有市场外，更有机会丰富调味品品类。

展望2019年，调味品需求可能会受到餐饮收入增速放缓的影响，但预计龙头仍可以通过扩充品类以及全国化布局，维持稳定较快的增长。细分行业中，更看好复合调味品的发展。

餐饮外卖消费保持较快增长，加大对复合调味品的需求。外卖对时效要求极高，标准化、流水线式的生产模式对标准化的调味料需求也在增长。



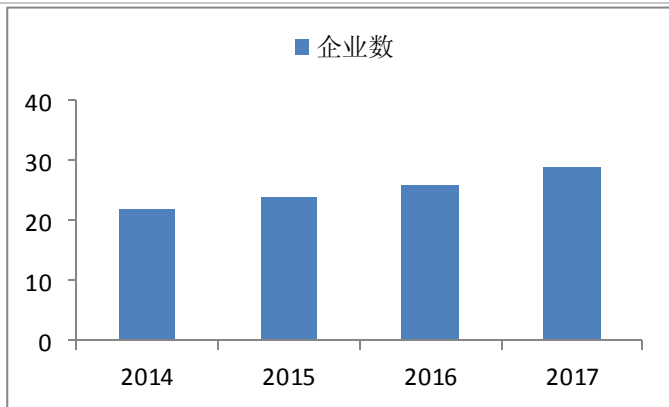
图表54: 外卖 APP 月活人数 (万人)



资料来源:联讯证券, Wind

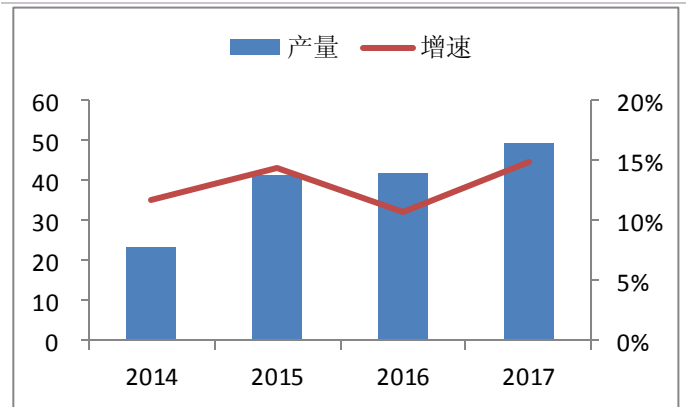
复合调味正好迎合餐饮定制化产品, 标准化流程的需要, 一些连锁餐饮店对健康、定制化的标配调料包需求较大, 提升对复合调味料的需求量。众多细分赛道中, 复合调味料在近年始终保持 10%+ 的增速, 且 2019 年仍将持续。

图表55: 复合调味料 (不含鸡精鸡粉) 企业数量



资料来源: 联讯证券, 调味品协会

图表56: 复合调味料 (不含鸡精鸡粉) 产量及增速 (万吨)



资料来源: 联讯证券, 调味品协会

个股方面, 海天味业、恒顺醋业龙头地位稳固, 不过短期估值向上空间有限; 考虑到未来外资的持续入场, 龙头公司保有核心资产价值, 当估值有所回调, 依然是很好的介入时机。此外, 我们看好完成董事换届, 未来有望实现全国化发展的中炬高新, 正符合我们“市场扩张+品类拓展”的投资主线。

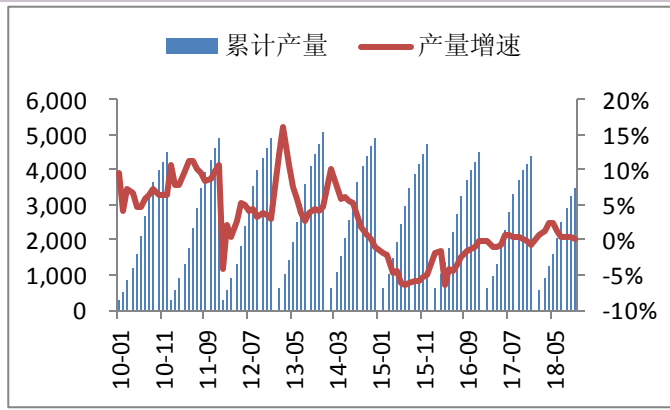
#### (四) 啤酒: 单吨收入上移, 长期估值向国际品牌靠拢

国内啤酒产量在 2013 年达到顶点后, 行业进入调整阶段, 新增产能下滑, 产量萎缩。2017 年下半年以来, 啤酒产量出现恢复性增长, 行业集中度 CR5 达到 80% 以上, 龙头华润、青岛、燕京等品牌提价, 预示行业周期见底。



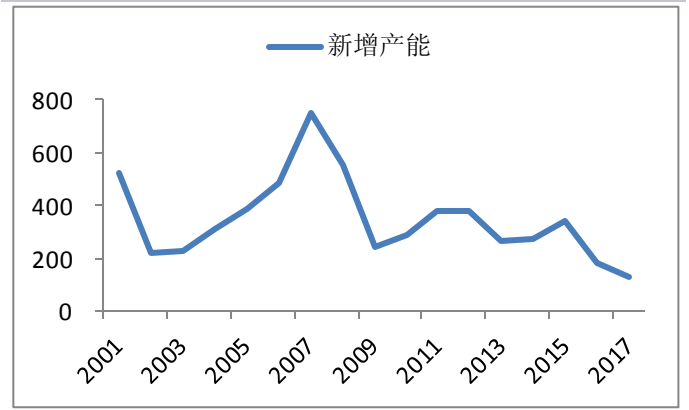


图表57: 啤酒产量(万千升)



资料来源: 联讯证券, Wind

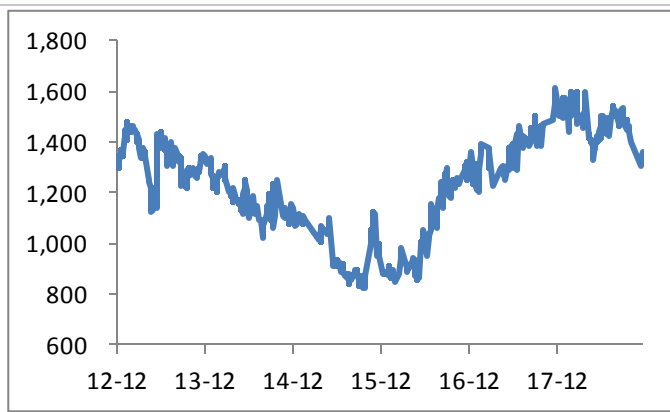
图表58: 啤酒新增产能(万吨)



资料来源: 联讯证券, Wind

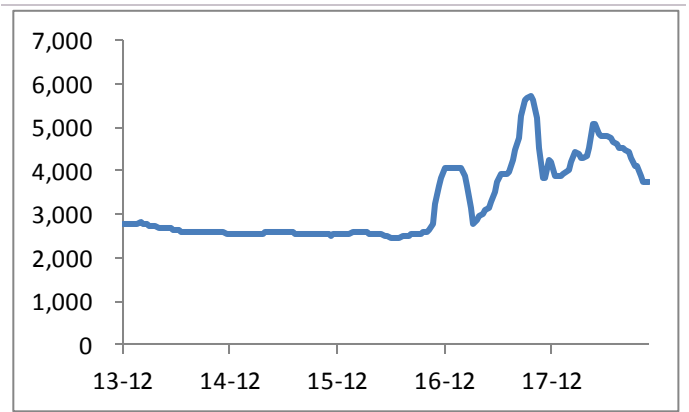
成本端, 啤酒原辅材料主要包括进口大麦以及玻璃、瓦楞纸包装材料等。玻璃、瓦楞纸等包装材料价格在 2019 年有望稳中回落。主要是供给端, 环保放松, 以及此前的高毛利, 都会加大供给量, 而需求侧, 并没有明确的提升。

图表59: 玻璃期货收盘价(元/吨)



资料来源: 联讯证券, Wind

图表60: 瓦楞纸(高强)全国均价(元/吨)

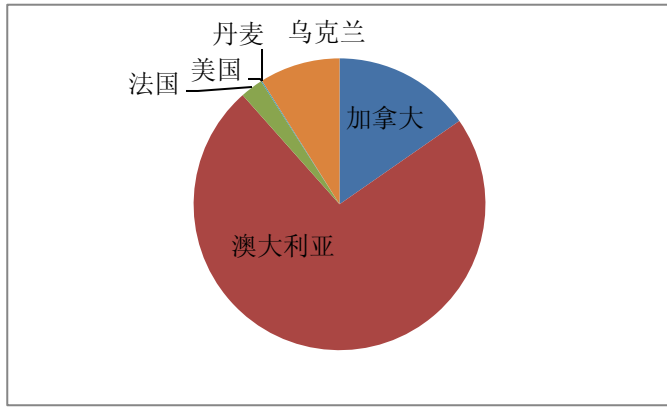


资料来源: 联讯证券, Wind

啤酒大麦主要依赖于进口, 其中, 澳大利亚是全球最大的大麦种植地, 也是我国主要的大麦进口国。此前, 商务部决定对原产于澳大利亚的进口大麦进行反倾销调查, 调查将在 2019 年 11 月 19 日前结束, 特殊情况可延长至 2020 年 5 月 19 日。根据规则, 在反倾销调查期间, 双方可以协定价格。预计 2019 年进口大麦的价格存在继续上涨的空间。

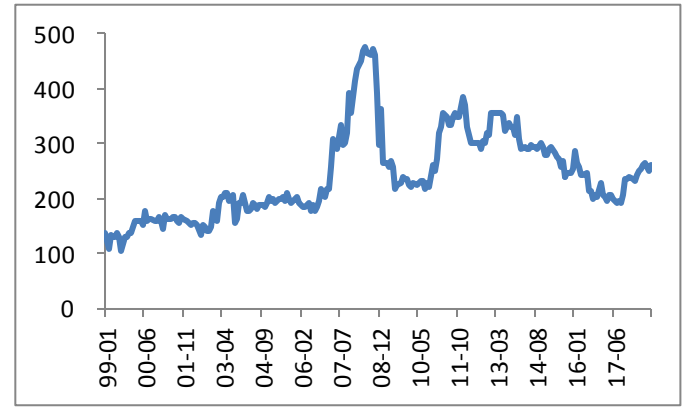


图表61： 大麦进口来源



资料来源：联讯证券，Wind

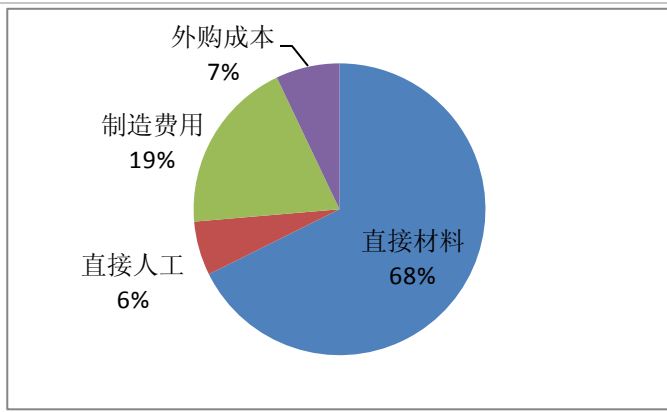
图表62： 大麦进口平均单价（美元/吨）



资料来源：联讯证券，Wind

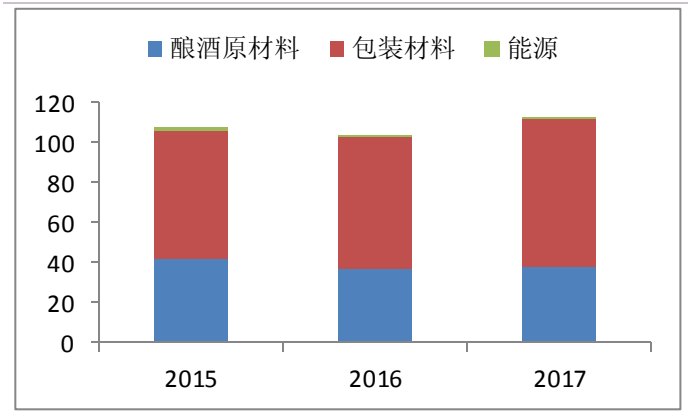
2019 年，啤酒生产成本变化取决于两者的综合变化。以青岛啤酒为例，包装材料成本占比更高，包装材料的价格下降对生产成本的影响更大，预计 2019 年，啤酒成本端压力存在不确定性，但下降概率较高。

图表63： 青岛啤酒酿酒业务主营成本构成



资料来源：联讯证券，公司公告

图表64： 青岛啤酒原料采购金额构成（亿元）



资料来源：联讯证券，公司公告

国内啤酒市场竞争是存量市场的博弈，竞争从价格竞争向产品结构竞争转型，龙头更加注重产品结构升级，加速在中高端产品布局。

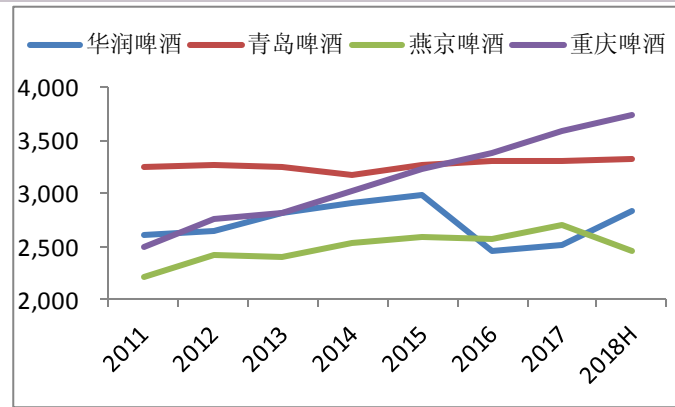
从效果来看，近年来，重庆啤酒在产品结构升级方面做的最好。嘉士伯入主重庆啤酒后，在产能出清，产品结构升级上，重庆啤酒都走在前列，单吨收入上提升最为明显。

2018 年，华润与喜力签订协议，华润拟收购喜力在大陆地区的 6 家子公司及香港部分股份，一旦完成华润与喜力将实现互相参股。这一合作，将帮助华润丰富其高端啤酒产品线，增强公司在高端啤酒市场的竞争力。预计高端啤酒市场将发生变化。

展望 2019 年，产品的结构性优化将继续拉动啤酒企业单吨收入的提升，成本或稳中有降，盈利有望继续改善。从估值来看，重庆啤酒、华润啤酒单吨酒市值居前，青岛啤酒 2017 年也开始提升。啤酒企业产品线上移是长期趋势，吨酒市值应向国外啤酒品牌靠拢。

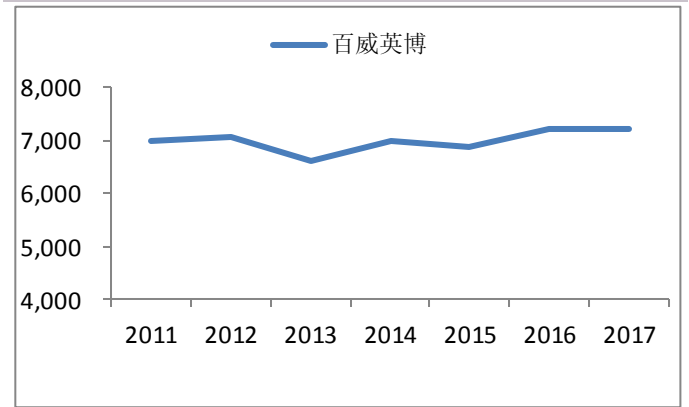


图表65: 国产啤酒吨酒收入(元/千升)



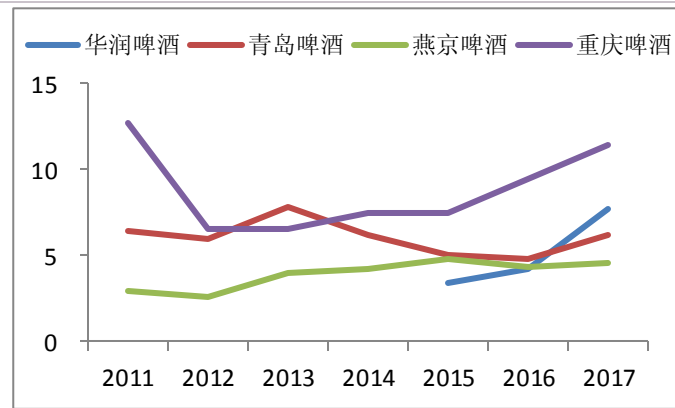
资料来源: 联讯证券, Wind; 华润啤酒2016年以前以港币计价, 2016年开始以人民币计价

图表66: 百威英博吨酒收入(元/千升)



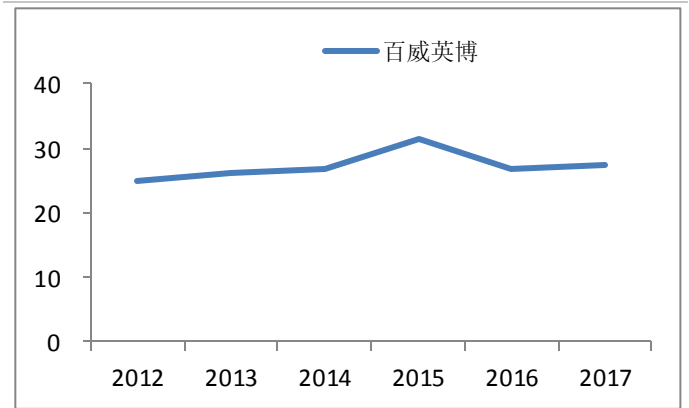
资料来源: 联讯证券, Wind; 按人民币兑美元期末汇率计算

图表67: 国产啤酒吨酒市值(元/升)



资料来源: 联讯证券, Wind; 华润2015年剥离除啤酒以外的其他业务

图表68: 百威英博吨酒市值(元/升)

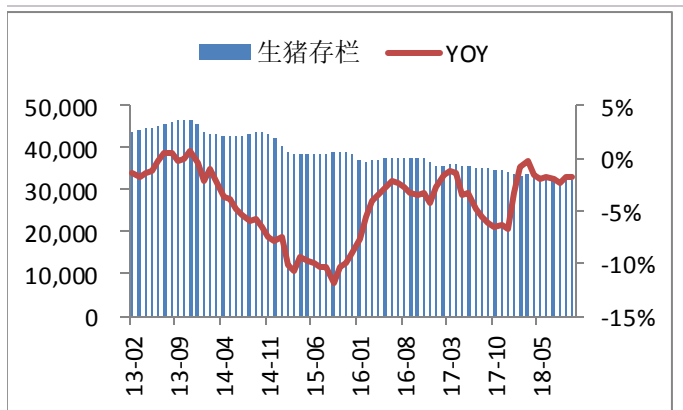


资料来源: 联讯证券, Wind; 按人民币兑美元期末汇率计算

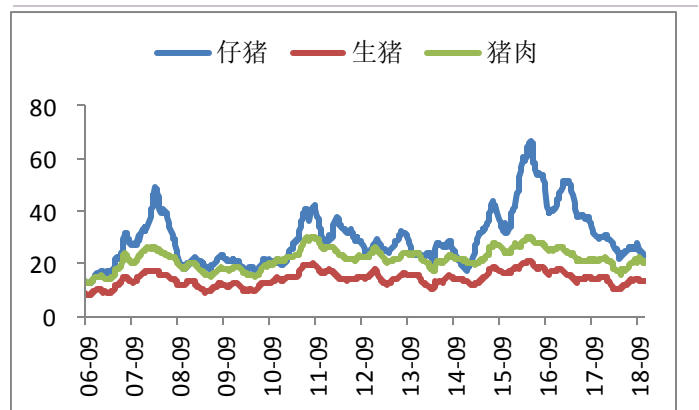
### (五) 肉制品及其他食品

受非洲猪瘟扩散影响, 目前有多个省份已限制生猪跨省调运, 地区间生猪价格差异扩大。非洲猪瘟的持续扩散给猪肉的需求带来不确定性。供给方面, 地区价格差异拉大, 生猪存栏数持续负增长, 预计在2019年会出现价格的拐点, 我们总体预计2019年生猪价格将呈现上涨态势。

图表69: 生猪存栏量(万头)



图表70: 22个省市仔猪、生猪、猪肉均价(元/千克)





资料来源：联讯证券，Wind

资料来源：联讯证券，Wind

其他食品当中，我们遵循投资主线，看好洽洽食品、绝味食品等细分领域龙头，叠加市场与品类同步扩张的企业。

#### 四、风险提示

食品安全风险；宏观经济波动，消费增长放缓，原材料价格波动；行业政策风险；行业竞争加剧；市场波动加剧。



## 分析师简介

徐鸿飞，中国人民大学本科，2016年7月加入联讯证券，现任食品饮料分析师，证书编号：S0300518090001。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)