

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

三季度调整, 四季度行稳

——食品饮料行业 2019 年下半年投资策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市 (调降)

盈利预测和投资评级

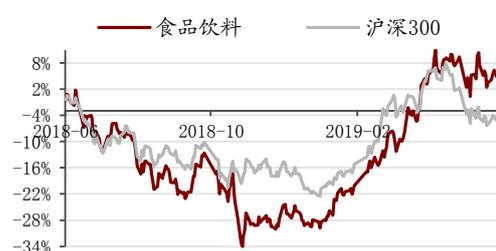
发布日期: 2019 年 06 月 04 日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
中炬高新	0.76	1.00	38.73	增持
贝因美	0.04	0.15	38.80	买入
水井坊	0.69	1.15	40.86	增持
恒顺醋业	0.36	0.28	52.11	买入
山西汾酒	1.09	1.52	37.18	增持
五粮液	3.45	3.79	26.72	增持
涪陵榨菜	0.84	1.01	28.41	买入
安琪酵母	1.04	1.18	24.81	买入
泸州老窖	1.75	2.34	30.18	增持
青岛啤酒	0.93	1.09	44.60	买入

投资要点:

- 本轮行业周期经历了 2015、2016、2017 年的上行后, 上市公司的营收增速于 2017 年见顶。尽管在假期因素的影响下, 一季度营收延续了 2018 年的增长势头, 但是从周期来看, 2019 年上市公司的营收增长大概率会进一步下滑。
 - 2017、2018 年, 行业上市公司在相关产业中的市场占有率迅速拉升, 印证了我们有关行业集中度提升的判断。
 - 行业盈利在 2013 年后经历了向下调整, 2015、2016 年行业销售逐步复苏, 2017 年行业盈利重拾升势, 截至 2019 年一季度, 行业上市公司的销售毛利率达到 51.37% 的新高。可以说, 2017、2018 年是行业盈利中枢快速提升的两年。
 - 2019 年之后 PPI 急速下行, 在需求偏弱的基本面下, 工业品价格不具备持续走高的条件。我们判断, 随着近期能源、大宗商品等价格的下行, 下半年行业营业成本的上涨将会放缓, 利好于公司盈利改善。
 - 综上所述, 我们调低行业上市公司的收入增长预期, 但是考虑到: 上半年部分产品提价的效果, 下半年行业营业成本增速回落, 企业增值税率下调对收入利润率的增厚, 以及上市公司费用率下降等成本端因素, 我们认为行业上市公司的利润增长仍然可观。
 - 截至 2019 年 5 月 22 日, 食品饮料板块的二级市场估值为 29 倍, 较上年同期的 31 倍估值略低。无论从总趋势还是周期来看, 目前, 食品饮料板块的估值都有待下降。支持这个观点的指标还包括上市公司的估值-利润增速比 (市盈率/利润增速)。不同于上年年底, 当时我们能看到明显的低估值板块, 并给予推荐。目前, 食品饮料各个板块的估值都比较高, 看不到明显的低估值板块。
 - 从操作层面看, 由于上半年二级市场涨幅过大, 我们认为食品饮料板块第三季度仍会延续 5 月下旬的跌势; 但是, 随着上市公司第三、四季度业绩的出炉, 以及板块估值的降低, 预计四季度中下旬食品饮料板块将会走出向上行情, 推荐关注板块包括白酒、啤酒和调味品。
- 风险提示: 中美贸易摩擦对经济增长和就业的负面影响不容忽视, 并会导致二级市场波动加大; 社会消费乏力的现状将会导致上市公司提价受阻, 从而影响业绩增速。**

食品饮料相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《食品饮料行业点评报告: 哪些标的在被北向资金持续加持?》 2019-03-26
- 2 《肉制品行业分析报告: 猪价会不会趋势性上涨?》 2019-02-25
- 3 《食品饮料行业 2019 年 1 月月报: 产量增速放缓, 价格普遍延续跌势》 2019-02-22

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

1. 最坏的时候，最好的时候：宏观经济的复杂性

2019年是宏观环境较为复杂的一年。上半年，固定投资、出口和消费三大宏观要素的增速均大幅下行探底，并有可能长时间地底部整固；同期，贸易争端进入更深化阶段，进一步影响经济增速，并且导致人民币贬值幅度较大；此外，在个别食品价格的带动下，居民消费价格指数出现急速上行的苗头。上半年，货币政策的运用从一季度的稳健偏宽松，到二季度的稳健偏紧，暗示政策运用受到汇率和通胀的掣肘，也显示了货币当局“不走大水漫灌老路”的决心。上半年，财政政策持续发力，一季度地方政府发债数据可观，基建投资对经济又一次托底。

股票二级市场是经济反转的先行指标。进入2019年，市场对货币和财政政策的预期极为乐观，在做多情绪指导下，上证综指从年初最低点2442，一路涨至4月初的3288点，涨幅达35%；之后进入回调，至5月23日收盘，指数回落了13%，回吐出前期涨幅的近4成。此次股票市场回调的内在原因一是市场过早发动，而经济尚未企稳，经济引擎交接指标不明确，市场需要回调和冷静；二是年初预期中的积极政策，由于贸易争端和通胀苗头有被中断甚至掉头的可能。

2019年也将是中国经济增速换挡、经济结构优化升级，科创生产力加速壮大的历史转折阶段。同时，2019年也是中国城镇化进程不断深化的年份之一，城镇化率由超过50%向发达国家的80%行进。具体到中观层面，中国经济的优化升级表现为：行业在整合中获得高效，市场更加集中，成本不断降低，产品的品质品类得到提升和扩容，为消费者提供更高的价值，行业中的部分优秀品牌脱颖而出、品牌力增强。中国的城镇化进程为消费行业带来了巨大的增量市场，品牌企业将会着力服务于三四线市场，为城镇居民的消费升级和对美好生活的享有做出贡献。

2. 行业新情况：收入放缓，盈利却好

2.1 于情理中：行业收入增速放缓

截至2019年4月，社会商品零售总额累计增速降至7.9%。2015至2017年期间，该指标维系在10%之上，2018年之后直线走低，呈现不可遏制的下滑态势。食品饮料上市公司的营收增速也印证了社会消费增速大幅下滑的事实：尽管上市公司营收增速具有周期性，但是长期看上市公司的营收增速趋势性下滑，每一次周期低点都较上一次更低。

本轮行业周期经历了2015、2016、2017年的上行后，上市公司的营收增速于2017年见顶。2018年，食品饮料上市公司的营收增速13.48%，较上年下滑近2个百分点。2019年一季度，行业上市公司的营收增速13.98%，尽管在假期因素的影响下，一季度营收延续了2018年的增长势头，但是从周期来看，2019年上市公司的营收增长大概率会进一步下滑。

观察行业上市公司的营收增长周期，我们发现：食品饮料上市公司的营业收入增速三年上升、三年下降，形成六年的完整周期。2004-2006上升，2007-2009下降；2009-2011上升，

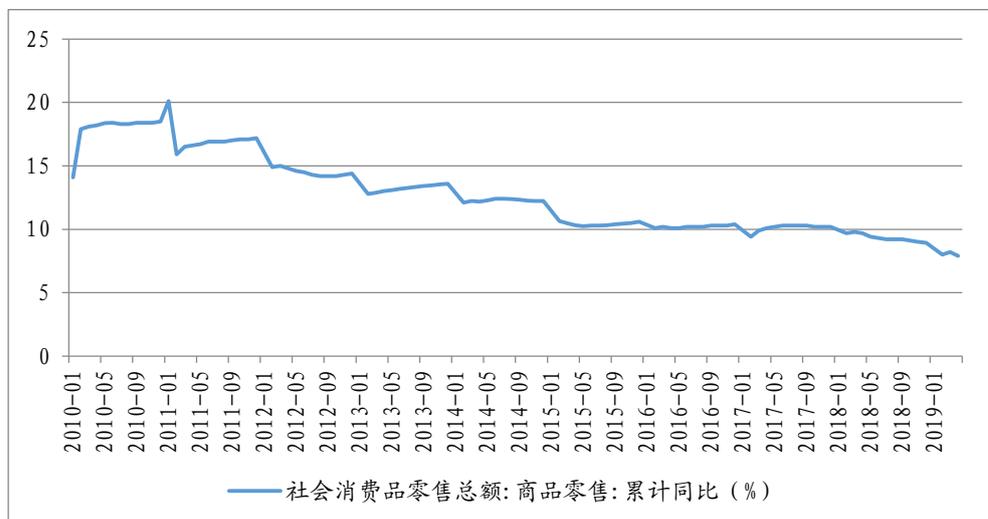
2012-2014 下降；2015-2018 年上升。最近一轮收入增长周期长至四年，2017 年见顶，预计 2019、2020、2021 年食品饮料上市公司的营收增速将会持续下滑。由于营收增速包含了价格因素，如果剔除价格，行业营收中量增的成分更加微不足道，比如，2019 年消费量的增长预计在 5% 以下。（注：2008 年小反弹与当期的宏观和货币政策有关。）

行业上市公司的营收增速与存货增速在图形上呈反向关系：营收增长下滑，企业存货上升；营收增长快，企业存货下降。2018 年食品饮料上市公司的存货同比增 12.9%，同期营收增速下滑 2 个百分点。2019 年，配合营收增长周期，行业上市公司的存货增速大概率也会上行。

此外，结合经营性现金流数据，我们也能看到：进入 2019 年后，行业上市公司的经营性现金流增速回落，印证了收入增长的放缓。

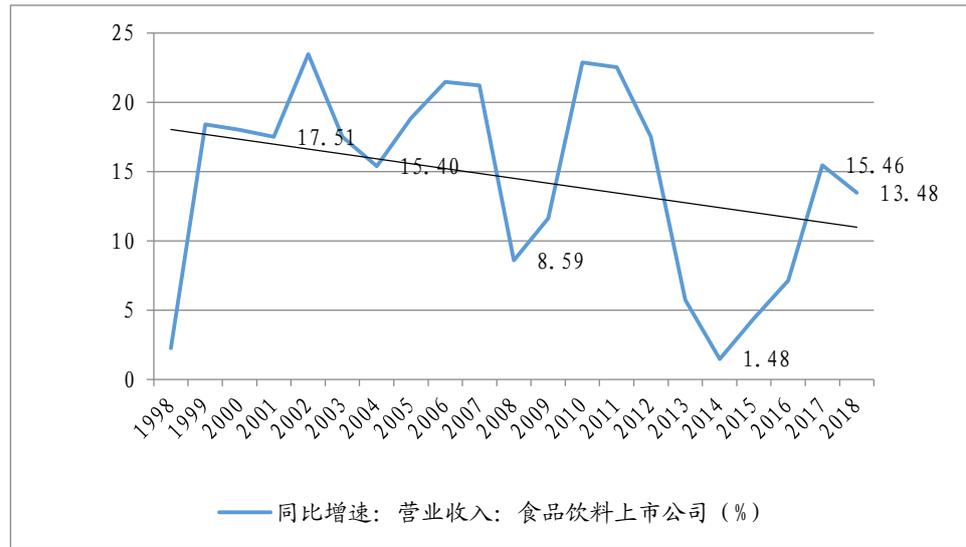
社会消费经过三十年的高速发展，基数庞大，增长放缓是情理中的事。行业上市公司的收入增长放缓，一个原因是服从于庞大的基数和自身的周期波动，另一个原因是居民杠杆长期居高，偿债需求限制了消费的增长，并且杠杆对消费的限制是长期问题。因而，包括食品饮料在内的消费品未来都会面临收入增速下滑的问题。但是，行业收入增长放缓并不意味着消费升级的停滞。事实上，消费升级是长期不可逆转的趋势，消费品供给将会以更高品质、更个性化、更强大的性价比不断地问世。在上市公司的利润表中，消费升级在现阶段表现为产品价格和毛利率的提高，以及利润增长超过收入增长。

图 1：社会商品零售总额增速



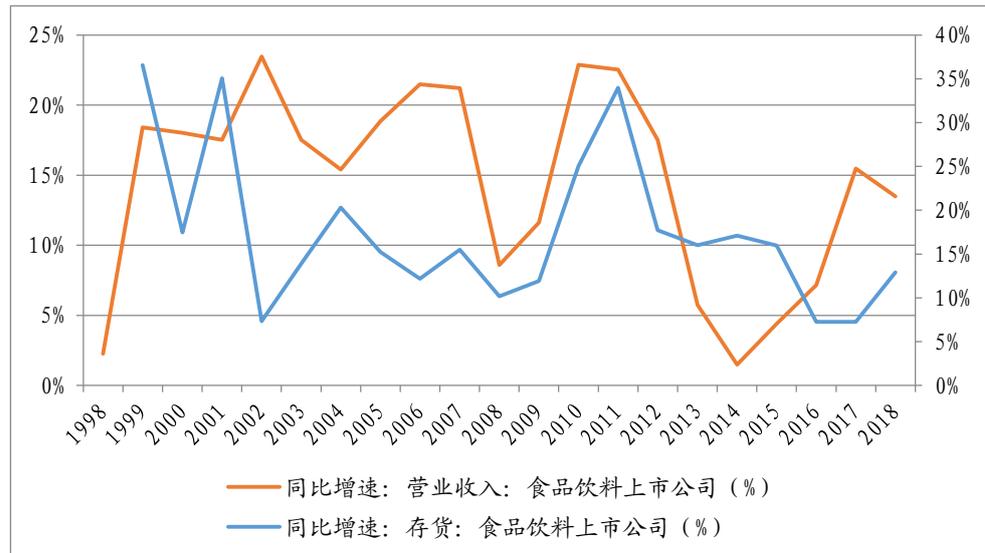
资料来源：中原证券 WIND

图 2: 行业上市公司的营收增速



资料来源: 中原证券 WIND

图 3: 行业上市公司的营收和存货增速



资料来源: 中原证券 WIND

图 4：行业上市公司的经营性现金流增速回落



资料来源：中原证券 WIND

2.2 加速整合：上市公司市占率拉升

2017、2018 年，行业上市公司在相关产业中的市场占有率迅速拉升，印证了我们有关行业集中度提升的判断。2007 至 2017 年，上市公司的市场占有率长期下降，反映了行业无序竞争、品牌芜杂、准入门槛低的混乱经营特征，这在企业发展史中是必然经历的阶段。经历了长期的出清和整理，在竞争机制的主导下，优秀的企业脱颖而出，2017、2018 年期间，食品制造和饮料制造上市公司在各自产业中的市占率分别达到 16.25%和 19.72%，较 2016 年分别提高了 6.37 和 8.4 个百分点，短短两年间，行业集中度实现了较大的突破。此外，2017 年之后，食品制造业和饮料制造业的企业数量显著地减少，也印证了期间行业过剩产能出清的论证。

我们的结论：截至目前，食品制造业中上市公司的市占率仅 16.25%，饮料制造业中上市公司的市占率仅 19.72%，在全国市场中均不足两成。2018 年，美股中食品饮料上市公司的营收总计为 44522.87 亿元，同期 A 股食品饮料上市公司的营收总计 5996.91 亿元，后者仅是前者的 13.5%。相比之下，食品饮料上市公司的营收规模和市占率仍有扩展空间。

图 5: 食品制造上市公司的市占率

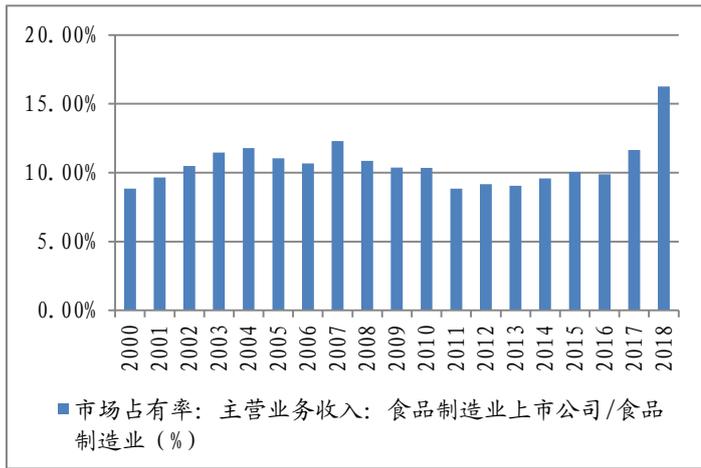
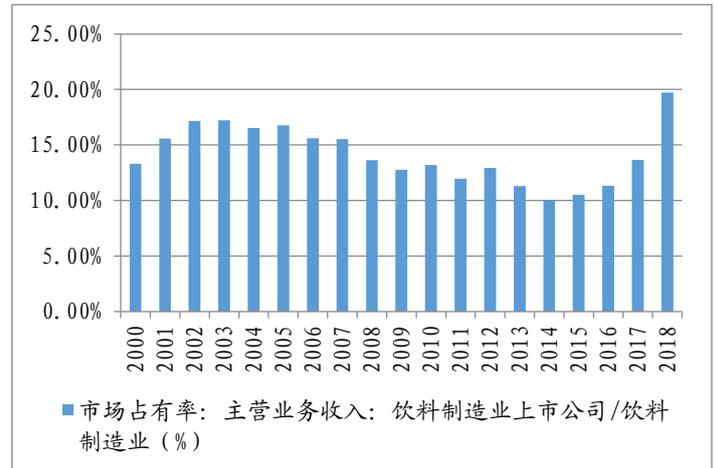
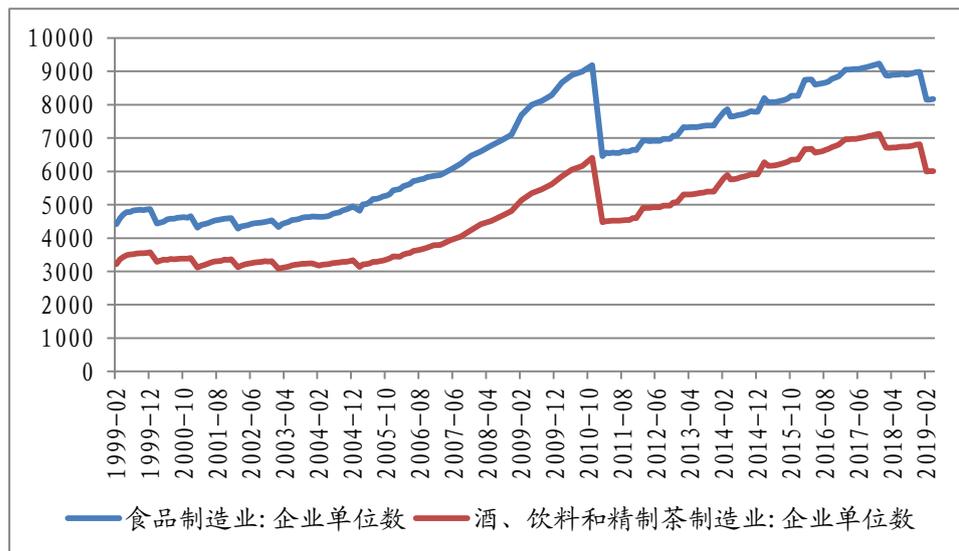


图 6: 饮料制造上市公司的市占率



资料来源: 中原证券 WIND

图 7: 食品和饮料制造业的企业数量减少



资料来源: 中原证券 WIND

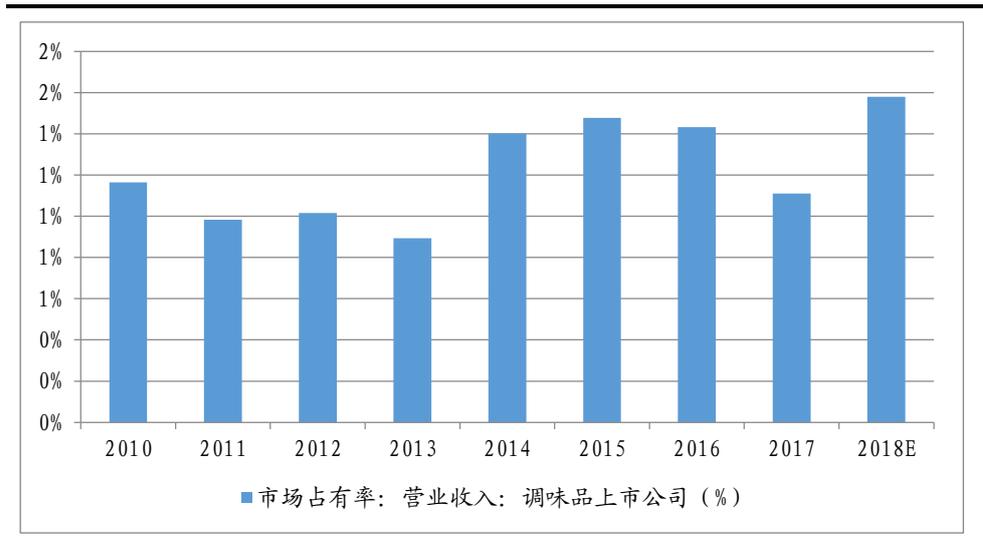
注: 2011 年与之前的统计口径不同, 导致 2010-2011 交接期间的数据出现异常。

图 8: 白酒上市公司的市场占有率



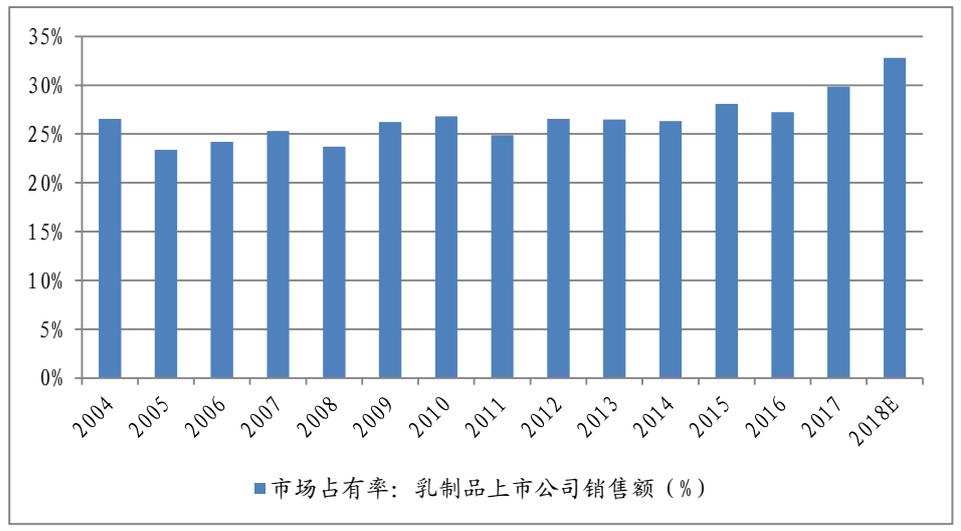
资料来源: 中原证券 WIND

图 9: 调味品上市公司的市场占有率



资料来源: 中原证券 WIND

图 10: 乳制品上市公司的市场占有率



资料来源: 中原证券 WIND

2.3 超出预期: 上市公司盈利提升

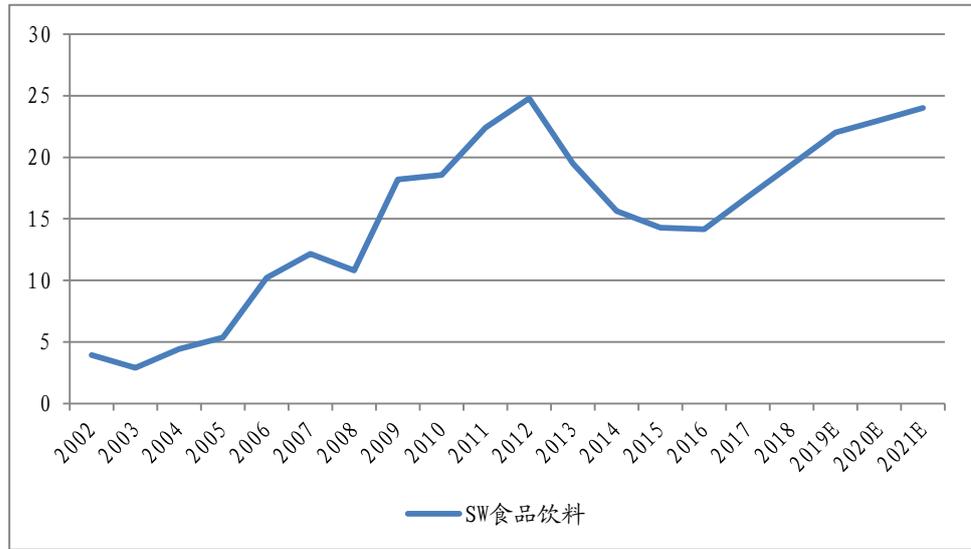
行业盈利在 2013 年后经历了向下调整, 2015、2016 年行业销售逐步复苏, 2017 年行业盈利重拾升势, 截至 2019 年一季度, 行业上市公司的销售毛利率达到 51.37% 的新高。可以说, 2017、2018 年是行业盈利中枢快速提升的两年。

图 11: 行业上市公司的产品毛利率



资料来源: 中原证券 WIND

图 12: 行业上市公司的 ROE (%)

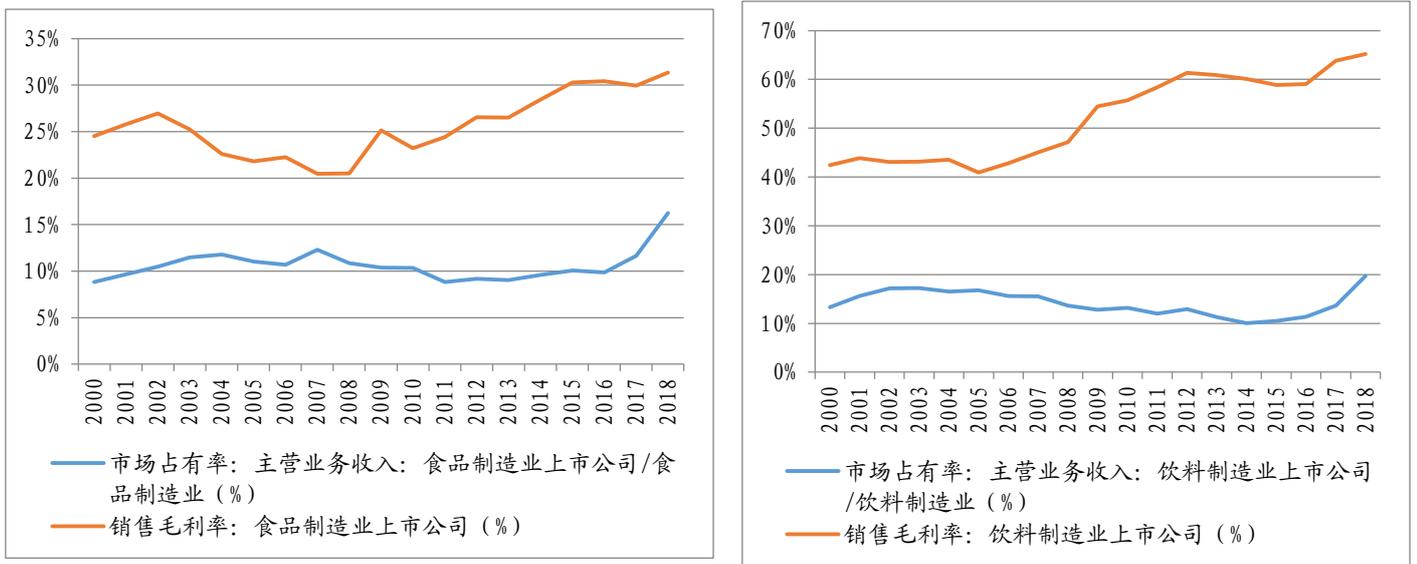


资料来源：中原证券 WIND

行业盈利提升主要由产品提价和产品升级带动。2017、2018 年期间，行业各个市场和领域，包括大众和小众消费品、低档和高档消费品，均大幅提升了出厂至终端的价格。行业普遍大幅地提价一部分是由成本推动，比如食品制造业；一部分是企业为了抢滩消费升级市场和品牌制高点，比如饮料制造业。在友好的竞争环境，公司提价往往带来好的效果：增厚企业利润，拔高品牌高度，并且不会引发业内价格战。从近三年的业绩来看，这种提价效应良好地反映在了食品饮料上市公司的利润表中。

我们试图证明：近两年来，随着行业上市公司的市场占有率提升，公司的市场定价权得到巩固，改善的竞争环境使得公司提价阻力减小，从而盈利能力提升很快。从图形上看，2017 年之后，上市公司的市占率与毛利率呈现一致走势，市场集中度对盈利的拉升作用显现出来。以 2017 年为界，之前行业基数庞大，许多非上市产能一直在运营，稀释了上市公司的市占率，但是尽管如此，上市公司仍享有溢价和较高盈利；2017 年之后，二者出现一致性，其中可能的原因是：在供给侧改革（2015 年至今）的指引下，行业过剩产能出清，使得分母下降，上市公司的市场份额更加突出。此外，近些年来，行业中的优秀公司上市的步伐加快，上市数量增多也对上市公司的市占率有所贡献。总之，2017 年之后，行业的市场集中度明显提升，上市公司的定价权也随之增强，盈利提高幅度很大，并且由于优秀产能的市场占有率仍不足两成，我们认为这一趋势将会延续。

图 13: 上市公司的市场占有率及其销售毛利率

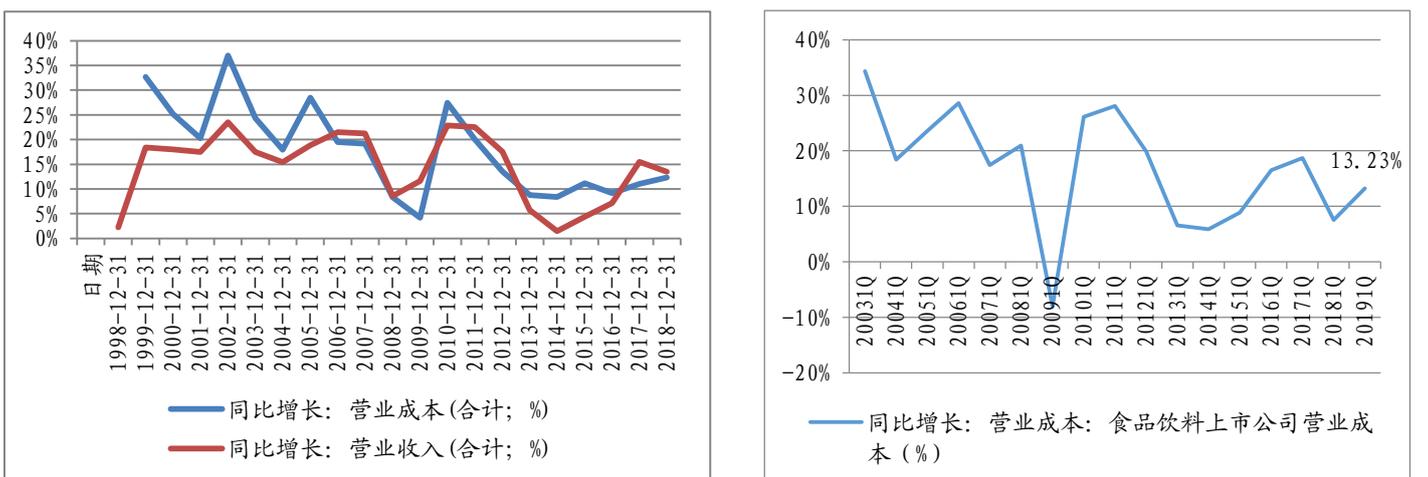


资料来源: 中原证券 WIND

2.4 边际改善之一: 上市公司的营业成本有望回落

2017、2018 年期间, 工业品价格和行业营业成本位于较高水平, 成本推动下, 行业提价似乎顺水推舟, 故, 营业成本增加也是行业普遍提价的原因之一。2018 年, 行业上市公司的营业成本增速达到 12.3%, 创下 2013 年以来最高涨幅; 2019 年一季度, 上市公司的营业成本延续了 2018 年的涨势, 涨幅走阔至 13.23%。2019 年上半年, 行业营业成本的上涨大概率会超过收入增长。

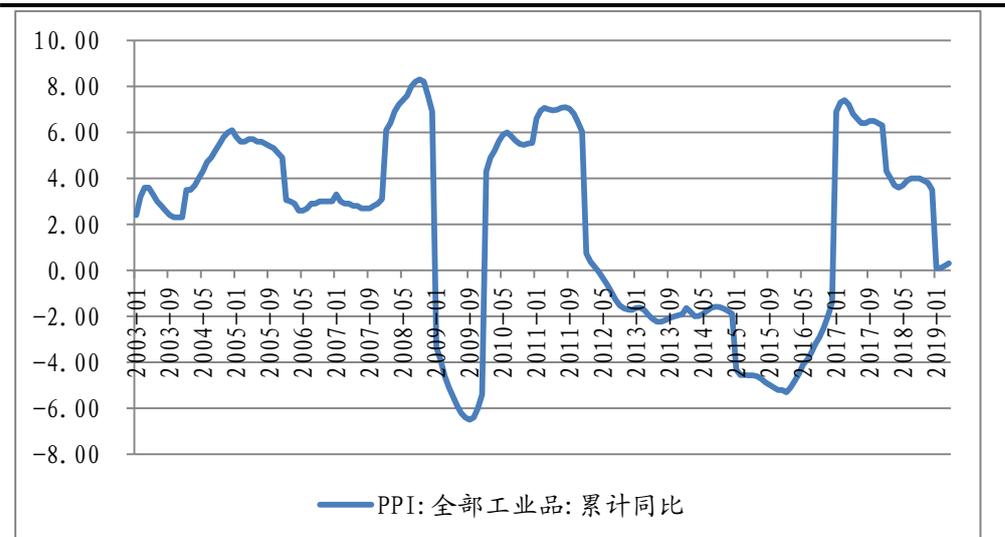
图 14: 2017 年以来行业营业成本上涨



资料来源: 中原证券 WIND

但是, 2019 年之后 PPI 急速下行, 在需求偏弱的基本面下, 工业品价格不具备持续走高的条件。我们判断, 随着近期能源、大宗商品等价格的下行, 下半年行业营业成本的上涨将会放缓, 利好于公司盈利改善。

图 15: PPI 下行



资料来源: 中原证券 WIND

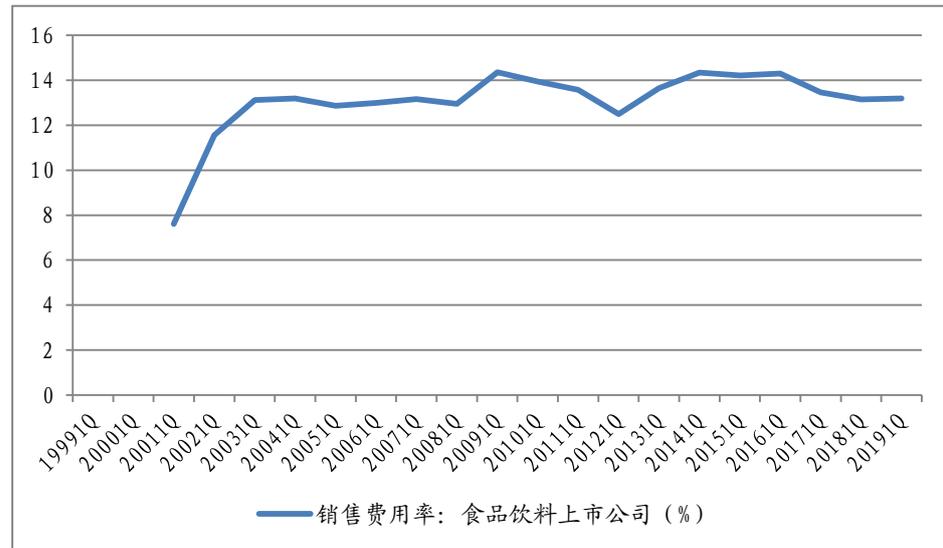
2.5 边际改善之二: 上市公司的费用率长期下降

2015 年之后, 行业上市公司的费用率下降很快, 目前上市公司普遍进入了较好的盈利阶段。我们分析其中的原因: 1999 至 2012 年, 行业上市公司的销售收入年均增长 18%, 持续高增长近二十年, 上市公司的销售规模扩大, 即分母扩大; 2012 年之后, 行业上市公司的增长放缓, 为适应新的市场平衡, 公司为保证盈利普遍压缩了销售和管理费用。此外, 2012 年之后, 行业上市公司的财务费用率进入财务净收入区间, 主要因为上市公司多数从成长阶段迈向成熟阶段, 积累了充沛的自由现金。

行业上市公司的销售高增长往往由大量的广宣投入所拉动, 多年来上市公司的广宣费用增幅大于收入增长, 这在上市公司兼并市场、树立品牌的历史发展阶段是其必然的选择。20 年期间, 上市公司的销售费用投入巨大, 从 1999 年的 15.26 亿元, 到 2018 年的 856.58 亿元, 销售费用年投入增长了 57 倍。并且, 对于大部分时间, 上市公司销售费用的增长都高出收入增长, 前者对后者的拉动作用显而易见。我们假设: 由于上市公司对市场长期的投入, 当市占率达到一定水平后, 销售费用率将会持续下降。从图形上看, 饮料制造业, 2017 年以来, 其销售费用率随着市占率提升而显著下降, 二者走出了反向关系; 但是, 对于食品制造业, 销售费用的投入仍是拉动销售的重要因素。

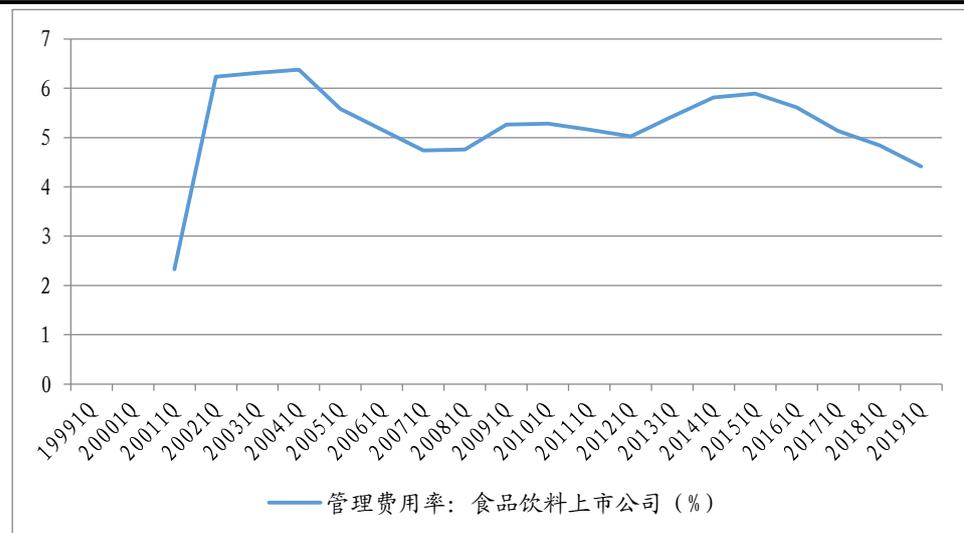
由于消费品的市场集中度还没有达到较高水平, 此后几年, 上市公司的广宣费用投入仍然会很大, 从而拉动公司销售和市场的扩大。尽管速度放缓, 上市公司的销售规模不断扩大是一个较为明确的长期趋势, 在分母长期扩大的条件下, 如果没有极端情况出现, 上市公司的费用率长期看仍有下降空间。

图 16: 行业上市公司的销售费用率下行



资料来源: 中原证券 WIND

图 17: 行业上市公司的管理费用率下行



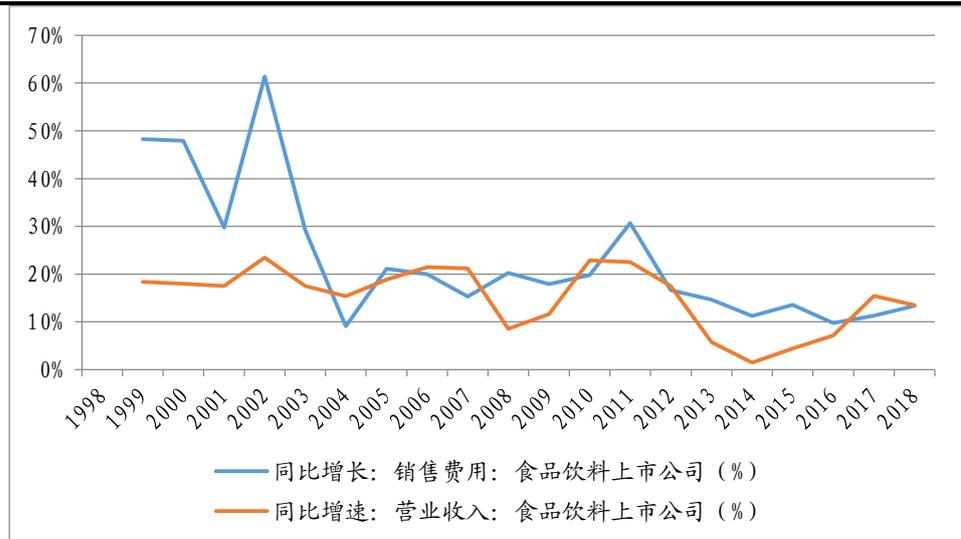
资料来源: 中原证券 WIND

图 18: 行业上市公司的财务费用率下行



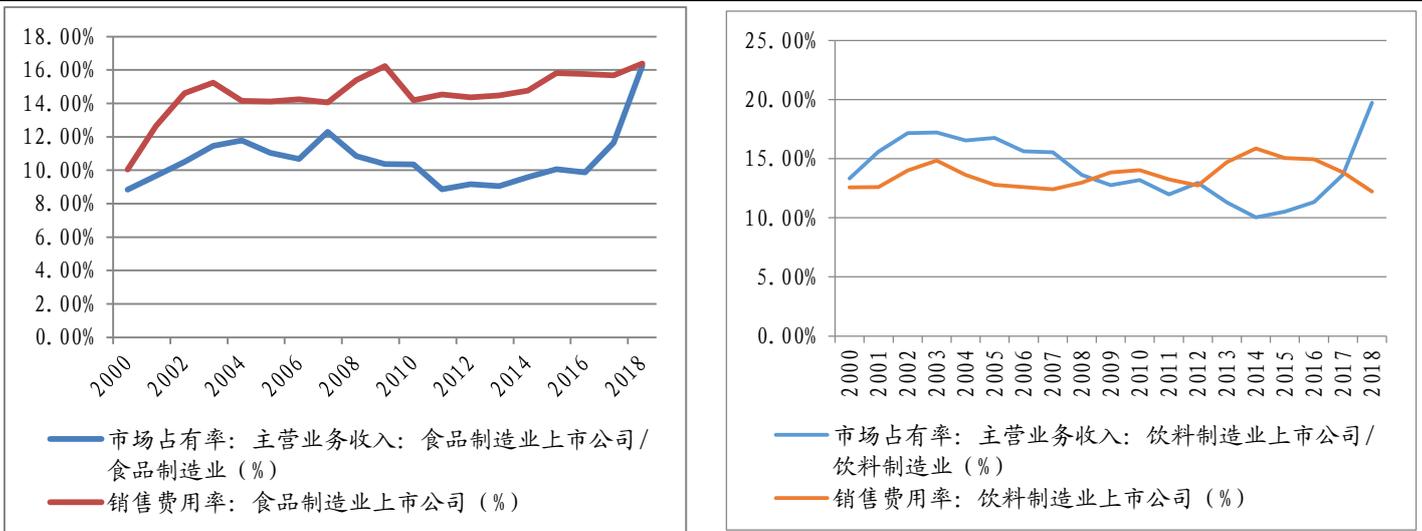
资料来源: 中原证券 WIND

图 19: 上市公司的销售费用及其收入增长



资料来源: 中原证券 WIND

图 20: 上市公司的市场占有率及其销售费用率

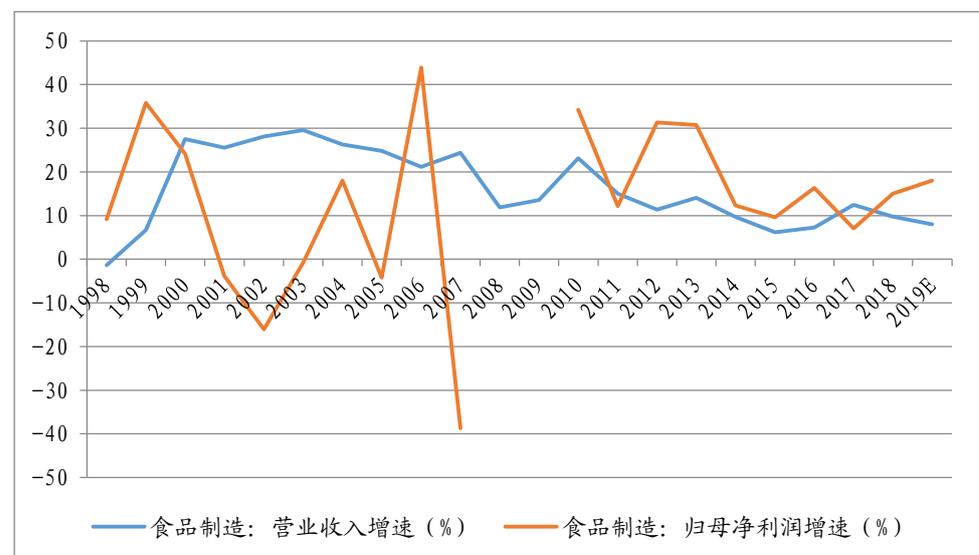


资料来源: 中原证券 WIND

2.6 2019 年: 上市公司的业绩增长区间

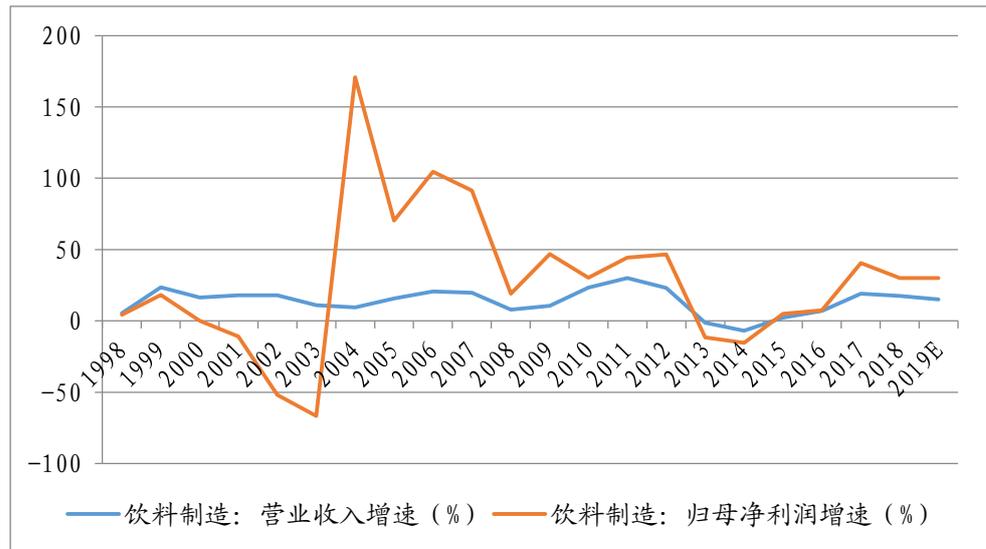
综上所述, 我们调低行业上市公司的收入增长预期, 但是考虑到: 上半年部分产品提价的效果, 下半年行业营业成本增速回落, 企业增值税率下调对收入利润率的增厚, 以及上市公司费用率下降等成本端因素, 我们认为行业上市公司的利润增长仍然可观, 利润增幅将会远大于收入, 预计饮料板块 2019 年净利润增长达到 25%至 30%, 食品板块达到 15%至 18%。

图 21 : 食品上市公司的业绩增速



资料来源: 中原证券 WIND

图 22: 饮料上市公司的业绩增速

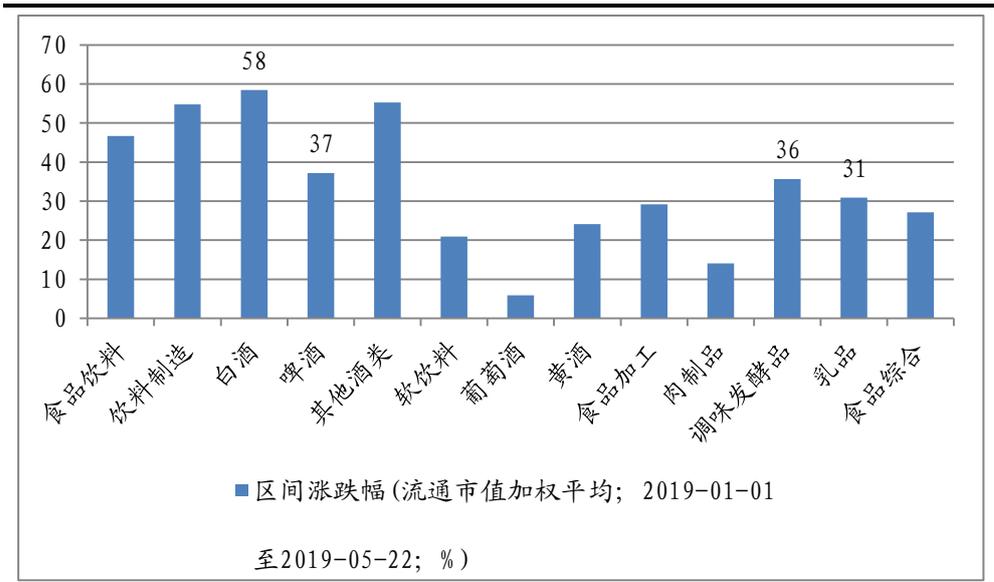


资料来源: 中原证券 WIND

3. 板块估值: 出离中枢, 有必要下调

2019年1月1日至5月22日, 食品饮料二级市场涨幅为46.71%, 其中白酒、啤酒和调味品板块涨幅居前, 分别上涨了58%、37%和36%, 行情基本符合我们去年年底关于2019年上半年的投资判断。

图 23: 食品饮料板块上半年涨跌幅



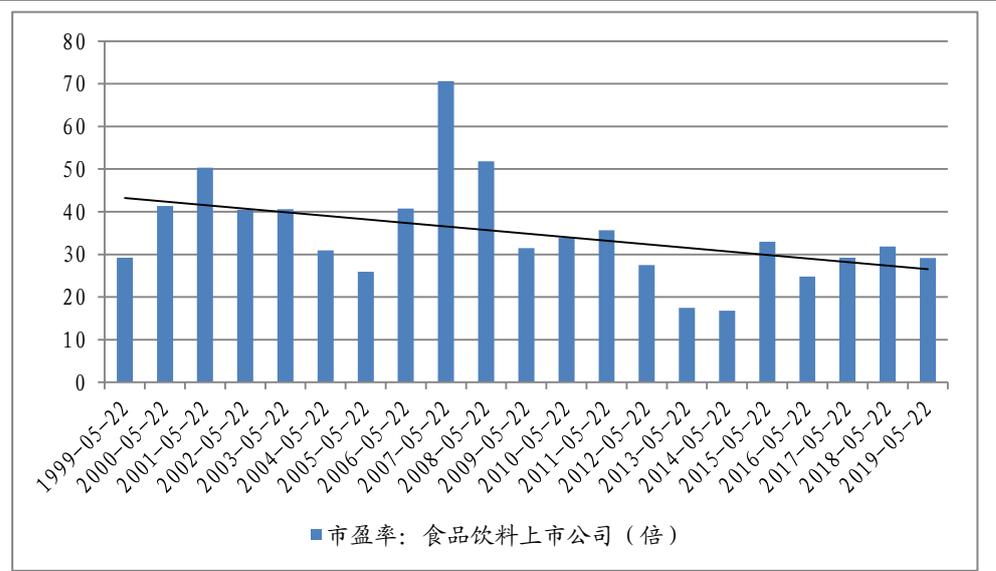
资料来源: 中原证券 WIND

截至 2019 年 5 月 22 日，食品饮料板块的二级市场估值为 29 倍，较上年同期的 31 倍估值略低；随着行业三季度业绩的释放，下半年板块估值有继续下降的空间。二级市场的估值回落，一个是由上市公司业绩增长所驱动，一个是通过二级市场股价的下跌实现。

我们看到，二十年来，食品饮料板块的估值中枢呈现出长期下沉的趋势，说明市场对于上市公司的定价逐步趋于理性。此外，在长期下沉的总趋势中包含了若干估值小周期，大体看，估值上升的年份为三年，估值下降的年份较长且不确定。无论从总趋势还是周期来看，目前，食品饮料板块的估值都有待下降。支持这个观点的指标还包括上市公司的估值-利润增速比（市盈率/利润增速）：该指标目前为 1.26 倍，进入 2019 年以来已经大幅抬升，有回归 1 倍中枢的内在驱动。

不同于上年年底，当时我们能看到明显的低估值板块，并给予推荐。目前，食品饮料各个板块的估值都比较高，看不到明显的低估板块。比如，截至 5 月 22 日，白酒、啤酒、调味品、乳品、食品综合板块的市盈率分别是 28、49、52、31 和 30 倍，包括软饮料（18 倍）和肉制品（20 倍）板块的估值也没有前期的优势。

图 24：食品饮料板块的历年估值



资料来源：中原证券 WIND

图 25: 食品饮料板块历年的估值/利润增速比



资料来源：中原证券 WIND

4. 投资策略

我们看好食品饮料板块的长期表现，相关上市公司在各自市场中的优势才刚刚显现，未来仍大有作为。行业未来的投资逻辑也比较清晰：上市公司的收入规模将会长期增长，但是增速阶段性放缓，其中包含了消费环境和基数庞大等负面原因。但是，由于上市公司的市占率、品牌力和定价权在 2017 年之后得到了跨越式提升，公司的盈利水平将会由此长期受益，表现为毛利率的提升和费用率的下降。

从操作层面看，由于上半年二级市场涨幅过大，我们认为食品饮料板块第三季度仍会延续 5 月下旬的跌势；但是，随着上市公司第三、四季度业绩的出炉，以及板块估值的降低，预计四季度中下旬食品饮料板块将会走出向上行情，推荐关注板块包括白酒、啤酒和调味品。下半年投资组合如下：

表 1: 中原证券食品饮料行业投资组合

股票简称	区间涨跌幅 (2019.1.1 至	估值 (5月31日收盘价)	净利润增长预测:	
	2019.5.30)		2019	2020
五粮液	99%	26.24		
泸州老窖	73.71%	26.26	30%-40%	30%-40%
山西汾酒	61.26%	30.22		
水井坊	48.37%	34.00		
安琪酵母	16.05%	30.81	10%	16%
中炬高新	31.47%	52.65	24%	22%
恒顺醋业	40.29%	49.28	3%	18%
涪陵榨菜	32.82%	33.38	20%	18%
贝因美	17.34%	-34.41	169%	229%
青岛啤酒	39.44%	54.5	7.5%	15%

资料来源: 中原证券

5. 风险提示

中美贸易摩擦对国内经济增长和就业的负面影响不容忽视,二级市场除了内因驱使的调整,也将会受到该事件的长期影响,从而加大波动幅度。从基本面看,中美贸易摩擦对食品饮料上市公司的原料采购以及产品销售的影响有限,一是因为上市公司大都是内需型企业,二是涉及原料主要是大豆、大麦等粮食产品,在国别替代和扩大产量的预期下,目前也并没有成本价格大幅上涨的迹象。

社会商品零售总额的增长大幅放缓,这与高档白酒价格的飙升形成反差,反映了社会消费中两极分化的进一步拉大。考虑到需求整体偏弱,除了高档白酒,大众消费品的普遍提价可能会比较困难。而且事实上,根据草根观察,通过促销降价来刺激消费正在超市中悄悄地发生。社会消费乏力导致提价困难将会影响上市公司的业绩增长。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

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

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

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。