



信义如山 证见未来

食品饮料行业

食品饮料 2019 年度投资策略

维持评级

报告原因：策略研究

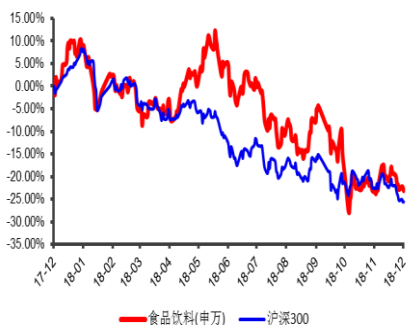
行业增速放缓，优选行业细分龙头

看好

2018 年 12 月 28 日

行业研究/策略研究

食品饮料板块近一年市场表现



分析师

曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

邮箱：caolingyan@sxzq.com

研究助理

和芳芳

邮箱：hefangfang@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ 主要观点：

2009 年以来，国内经济增速逐渐下行，2018 年，受去杠杆、中美贸易战影响，国内经济增速继续回落，同时，我国社会商品零售总额从多年的两位数增长变成了个位数增长，说明消费行业增速减缓是事实。但是，食品饮料行业具有较强的防御性，本轮食品饮料行业业绩的增长由需求端推动，因此具有较强的持续性，考虑到业绩增长的持续性和估值水平，在经济发展不确定下，食品饮料行业仍然是 2019 年投资者关注的行业。

- **白酒：白酒收入增速放缓，行业集中度不断提升。**虽然经济增速下行，2018 年前三季度白酒增速回落，但是，自从 2015 年白酒复苏以来，不管是营业收入还是利润的增速，白酒上市公司高于行业整体。从估值来看，估值从年初的 35 倍以上下移至目前的 20 倍，此轮调整主要是外部需求冲击，而非自身泡沫破灭。目前白酒公司管理层更加注重企业的长远发展，高端白酒加大对价格和渠道库存的调控，拉长行业周期。因此，未来在白酒行业整体容量难有提升的情况，预计品牌知名度低的被淘汰。
- **调味品：行业业绩稳健，龙头盈利能力持续增强。**消费行业整体增速减缓，由于调味品行业具有购买频次不高、产品单价不高和需求刚性等特点，与经济周期的关联程度相对较弱，调味品行业业绩仍稳健，酱醋龙头表现良好，建议关注调味发酵品酱醋龙头。
- **乳品：行业稳步增长，龙头乳企继续分割市场份额。**在乳制品行业需求回暖趋势下，国内乳企上市公司 17 年营业收入整体显现加速状态，2018 年前三季度营业收入继续保持高增长。对比韩国日本的人均液态乳消费量，我们认为我国液态乳市场还存在 50% 的上涨空间，并且在健康化和高端化的行业需求趋势下，伊利和蒙牛两大龙头凭借自身强大的研发能力走在消费升级前列，将加速分割市场。
- **其他：关注非洲猪瘟疫情+啤酒升级转型+龙头小食品。**非洲猪瘟疫情影响猪价，龙头双汇控制能力较强；啤酒行业 2018 年营收出现增长，未来关注产品结构升级，建议关注青岛啤酒、重庆啤酒等；休闲食品百花齐放，优选细分行业龙头，建议关注小食品龙头：绝味食品、安井食品等。
- **重点公司推荐：**山西汾酒、舍得酒业、绝味食品
- **风险提示：**宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

目录

1. 食品饮料行业 2018 年回顾	4
1.1 经济增速放缓，食品饮料防御性较强	4
1.2 行业增速放缓，白酒增速仍维持较高位	5
1.3 食品饮料股价跑赢大盘，调味发酵品一支独秀	6
1.4 估值水平：板块整体估值已在 10 年以来来均值以下	8
2 白酒：白酒收入增速放缓，行业集中度不断提升	9
2.1 白酒收入增速放缓，上市公司增速高于行业整体	9
2.2 行业集中度不断提升，知名酒企有望持续收割市场份额	10
2.3 景气度持续，继续看好白酒板块	12
3. 调味品：行业业绩稳健，龙头盈利能力持续增强	13
3.1 调味品行业业绩仍稳健，酱醋龙头表现良好	13
3.2 调味品行业集中度较低，龙头企业市占率持续提高	14
3.3 包装材料成本回调，龙头企业有望释放业绩弹性	15
4. 乳品：行业稳步增长，龙头乳企继续分割市场份额	16
4.1 行业稳步增长，龙头乳企依旧保持高增长	16
4.2 液态乳市场仍存在上涨空间，低线城市拉动需求增长	17
4.3 短期成本压力挤压利润空间，龙头乳企成本管控能力强	17
5. 其他：关注非洲猪瘟疫情+啤酒升级转型+龙头小食品	18
5.1 肉制品：非洲猪瘟疫情影响猪价，龙头双汇控制能力较强	18
5.2 啤酒：2018 年营收出现增长，未来关注产品结构升级	19
5.3 休闲食品：百花齐放，优选细分行业龙头	21
6. 投资策略：行业增速放缓，优选行业细分龙头	22
7. 重点公司推荐	24



8. 投资风险..... 25

1. 食品饮料行业 2018 年回顾

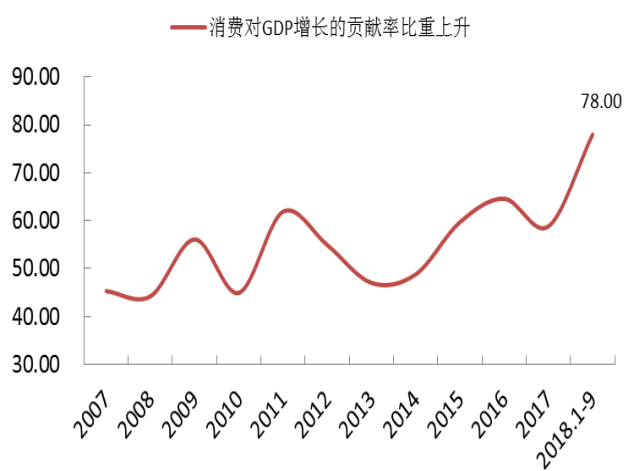
1.1 经济增速放缓，食品饮料防御性较强

2009 年以来，国内经济增速逐渐下行，2018 年，受去杠杆、中美贸易战影响，国内经济增速继续回落。但从消费方面来看，消费对 GDP 增长的贡献率比重持续上升，目前已经接近 80%，消费已经成为拉动经济增长的最主要动力。

图 1：2007 年以来全国 GDP 增速



图 2：消费对 GDP 增长贡献率



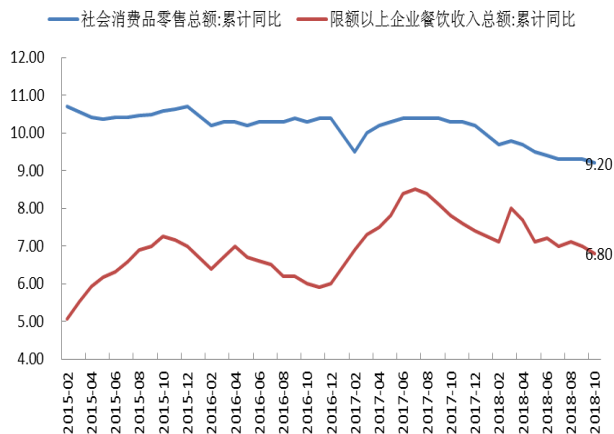
资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：wind、山西证券研究所

食品饮料行业仍具较强防御属性。我国社会商品零售总额从多年的两位数增长变成了个位数增长，说明消费行业增速减缓是事实。截止到 2018 年 10 月，限额以上企业餐饮收入总额累计同比增速回落到 6.8%；食品制造业收入累计同比增速自 2018 年二季度以来回落明显，累计同比增速为 7.5%；酒、饮料和精制茶制造业收入累计同比增速放缓到 8.1%。但是，在大消费板块里，与其他消费行业相比，食品饮料行业增速仍较为稳健，在前三季度业绩增速整体下滑的情况下，食品饮料板块业绩增速仅低于商贸和休闲服务行业，说明在宏观经济增速下行时，食品饮料板块具有较好的防御属性。

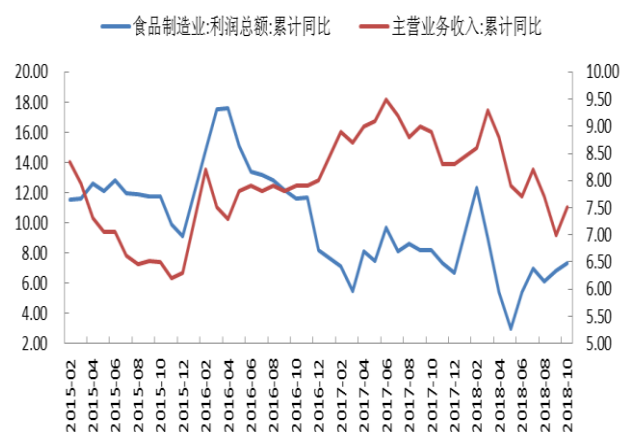


图 3：社零增速及全国限额以上餐饮行业增速回落



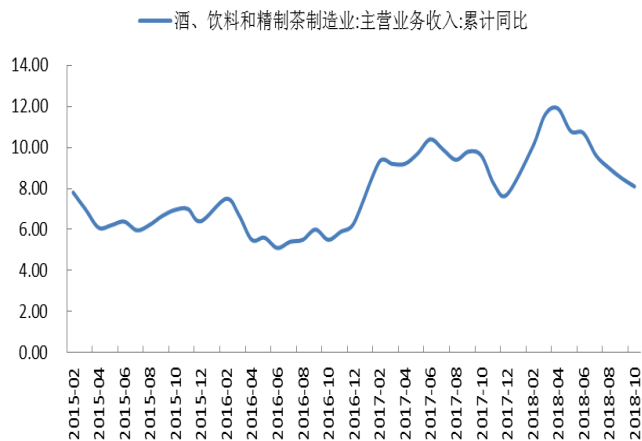
资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：食品制造行业二季度以来增速放缓



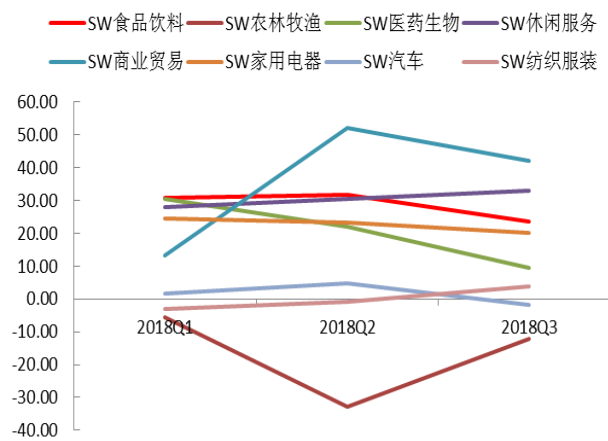
资料来源：wind、山西证券研究所

图 5：酒、饮料和精制茶制造业二季度以来增速放缓



资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：食品饮料行业业绩增速比较稳健



资料来源：wind、山西证券研究所

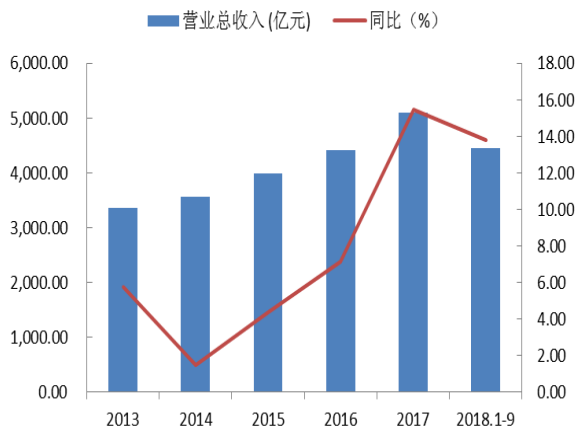
1.2 行业增速放缓，白酒增速仍维持较高位

受宏观经济下行影响，食品饮料行业景气度下降，营收和利润增速均放缓。2015、2016、2017、2018Q1-Q3 以及 2018Q3 申万食品饮料板块收入增速分别为 4.39%、7.15%、15.46%、13.78%、8.67%，归母净利润增速分别为 6.35%、10.15%、29.91%、23.44%、9.00%，2018Q3 收入和净利润增速均有所放缓。

从各细分子行业来看，白酒、调味品和食品综合维持高景气。(1) 2018 前三季度，收入增速相对较快的子板块包括白酒、食品综合和调

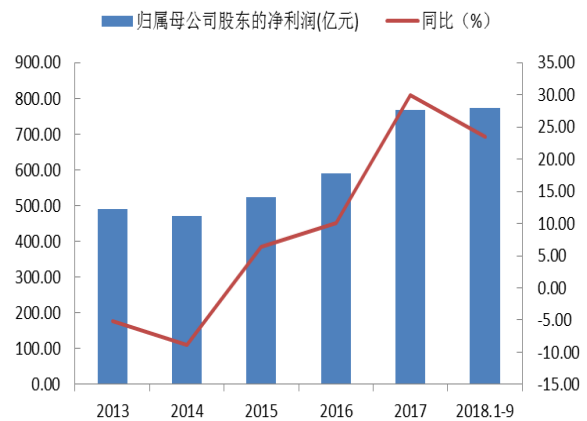
味发酵品，收入增速分别为 25.00%、13.89%和 13.58%。（2）2018 前三季度净利润增速较快的子板块包括白酒、调味发酵品以及食品综合，前三季度净利润增速分别为 30.01%、29.70 %和 22.37%。

图 7：食品饮料板块 2013-2018Q3 收入增速



资料来源：wind、山西证券研究所

图 8：食品饮料板块 2013-2018Q3 归母净利润增速



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：食品饮料子行业盈利能力变化

板块名称	2018. 1-9 营收 (亿元)	2018. 1-9 营收同比增长率 (%)	2018. 1-9 归母净利润 (亿元)	2018. 1-9 归母净利润同比增长率 (%)
SW 白酒	1563.26	25.00	512.93	30.01
SW 食品综合	605.66	13.89	54.05	22.37
SW 调味发酵品	215.75	13.58	41.07	29.70
SW 乳品	907.24	11.30	59.00	3.69
SW 软饮料	144.29	8.81	22.52	8.60
SW 肉制品	494.69	3.69	40.64	10.95
SW 葡萄酒	55.06	1.89	7.43	-7.67
SW 啤酒	412.74	1.60	34.02	13.17
SW 黄酒	26.36	0.77	2.43	-2.49
SW 其他酒类	21.53	-11.36	0.54	-76.42

资料来源：wind、山西证券研究所

1.3 食品饮料股价跑赢大盘，调味发酵品一支独秀

从股价方面来看，截止 2018 年 12 月 26 日，食品饮料板块下跌 23.69%，同期沪深 300 指数跌幅为 25.52%。在申万 28 个行业板块中，

1.4 估值水平：板块整体估值已在 10 年以来来均值以下

截止 12 月 26 日,从板块估值来看,食品饮料行业 PE(TTM) 为 21.99 倍左右,板块整体估值已在 10 年以来来均值以下。横向对比来看目前上证综指 PE 为 10.9 倍,食品饮料估值与大盘的差距比较大。但纵向对比来看,目前估值离 15 年高点 43.86 倍还有一定的空间。

子板块方面,截止 12 月 26 日,调味发酵品和啤酒估值最高,PE(TTM) 为 40.39 倍/36.85 倍;肉制品和软饮料估值最低,PE(TTM) 分别为 18.00 倍、16.37 倍。黄酒、食品综合、其他酒类、乳品、葡萄酒、白酒估值分别为 30.92 倍、25.78 倍、24.29 倍、24.07 倍、22.83 倍、19.78 倍,可以看出子板块估值仍然分化明显。

图 11: 食品饮料绝对 PE 走势

图 12: 食品饮料相对上证综指 PE 走势



资料来源: wind、山西证券研究所(截止 12.26)

表 4 食品饮料行业各子板块 PE(TTM) 以及相对上证综指溢价率

板块名称	PE(TTM)	相对于上证综指溢价率
SW 调味发酵品	40.39	332.17%
SW 啤酒	36.85	320.82%
SW 黄酒	30.92	224.68%
SW 食品综合	25.78	203.00%
SW 其他酒类	24.29	182.93%
SW 乳品	24.07	166.43%
SW 葡萄酒	22.83	158.52%

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明



SW 白酒	19.78	138.46%
SW 肉制品	18.00	93.61%
SW 软饮料	16.37	75.64%

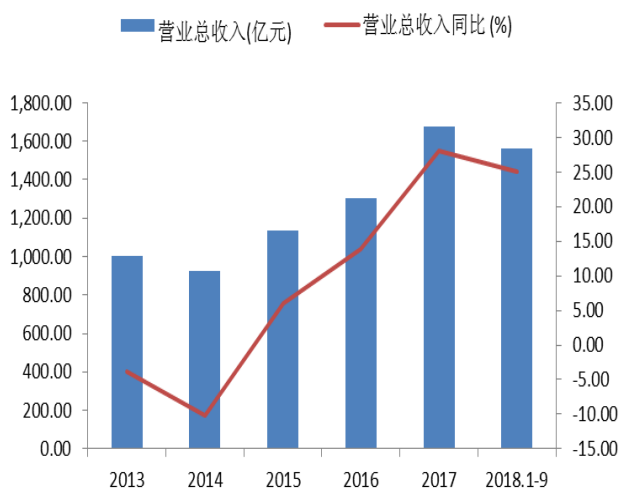
资料来源：wind，山西证券研究所（截止 2018 年 12 月 26 日）

2 白酒：白酒收入增速放缓，行业集中度不断提升

2.1 白酒收入增速放缓，上市公司增速高于行业整体

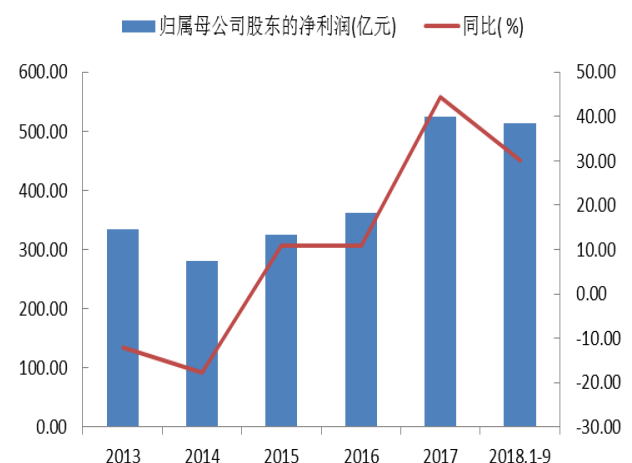
白酒行业 2012 年进入调整期，2015 年开始复苏，2017 年呈现加速增长趋势，国内 19 家白酒上市公司过去 5 年复合增长率为 13.73%，保持了快速增长。但是，2018 年受到茅台等公司三季度业绩增速下降的影响，板块整体前三季度增速相比去年前三季度有所下滑。2018 年前三季度，白酒板块上市公司（19 家，含顺鑫农业）实现营业总收入合计 1563 亿元，同比增长 25.00%，增速相比 2017 前三季度下降 4.84%；归母净利润合计 513 亿元，同比增长 30.01%，增速相比 2017 前三季度下降 12.59%。

图 13：白酒上市公司收入表现



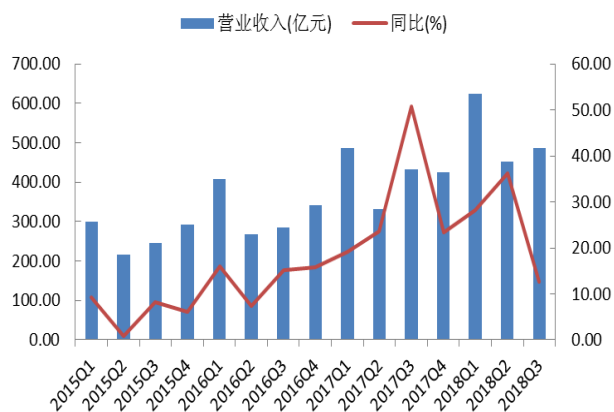
资料来源：wind、山西证券研究所

图 14：白酒上市公司盈利表现



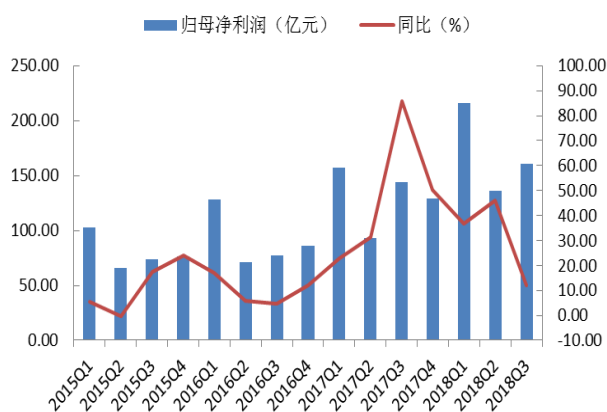
资料来源：wind、山西证券研究所

图 15: 白酒板块单季度营业总收入及同比增长率



资料来源: wind、山西证券研究所

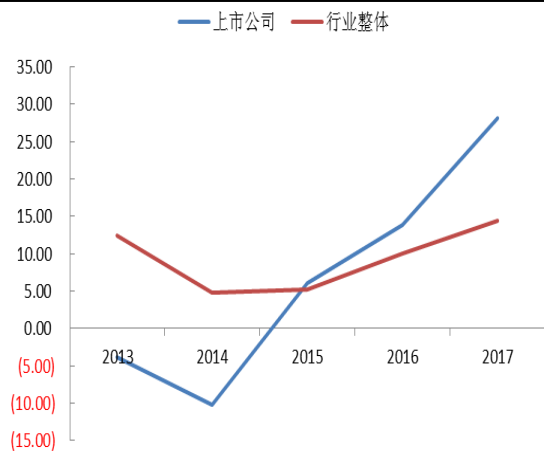
图 16: 白酒板块单季度归母净利润及同比



资料来源: wind、山西证券研究所

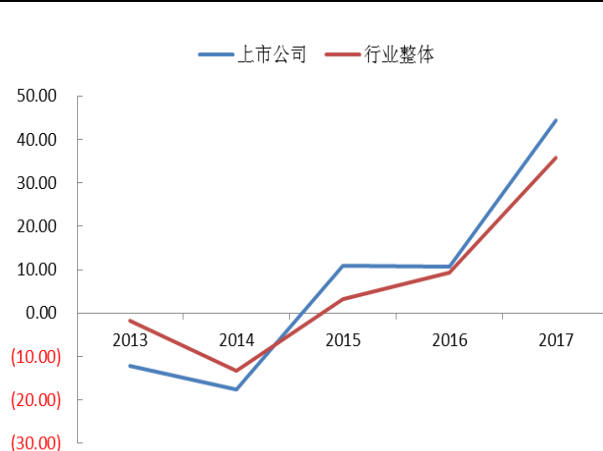
根据全国规模以上酒业企业统计口径及各上市酒企年报数据来看, 自从 2015 年白酒复苏以来, 不管是营业收入还是利润的增速, 白酒上市公司高于行业整体。

图 17: 上市公司营业收入增速高于行业整体



资料来源: 国家统计局、山西证券研究所

图 18: 上市公司利润增速高于行业整体



2.2 行业集中度不断提升, 知名酒企有望持续收割市场份额

白酒行业整体容量难有提升, 行业整体营收和利润增速趋缓。白酒制造业属于完全竞争性行业, 市场化程度高, 行业内参与主体众多, 整体竞争激烈。但是, 由于各档次白酒竞争环境差异较大, 所以竞争格局也不同。分档次来看: 高端白酒集中度最高, 以茅台,

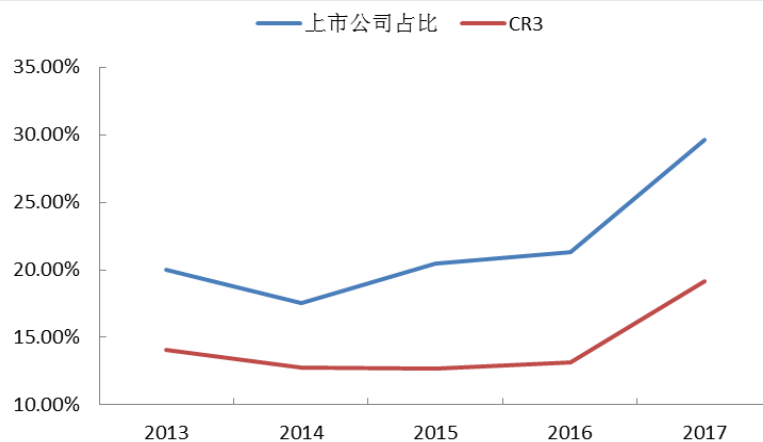
五粮液，国窖 1573 为主，处于寡头垄断格局，行业格局稳定，未来预计变化不大；次高端白酒十个左右品牌，竞争较为激烈，处于垄断竞争格局，伴随次高端扩容，各大品牌持续发力；中低端酒，销量占行业 70%，是众多地产酒的聚集地，处于完全竞争格局，预计未来品牌知名度低、渠道力弱的酒企将被淘汰，集中度逐步上升。可以看出，19 家上市酒企占行业总营收比例以及行业 CR3（茅台、五粮液、洋河）不断提高，也就是整个白酒行业也将走向品牌集中化。

表 5：白酒消费结构划分

细分品牌	价格带	代表品牌	收入规模（亿元）	市场份额占比（%）	竞争格局
高端	600 元以上	茅台、五粮液、国窖	750	13.27	寡头垄断格局，
次高端	300-600 元	剑南春、水井坊、红花郎、梦之蓝、青花系列	400	7.08	垄断竞争格局
中端	100-300 元	古井、口子窖、沱牌舍得	2300	40.71	完全竞争格局，
低端	100 元以下	金种子、牛栏山、老村长	2200	38.94	完全竞争格局，
合计			5,650	100%	

资料来源：京东商城、山西证券研究所

图 19：白酒行业集中度不断提升



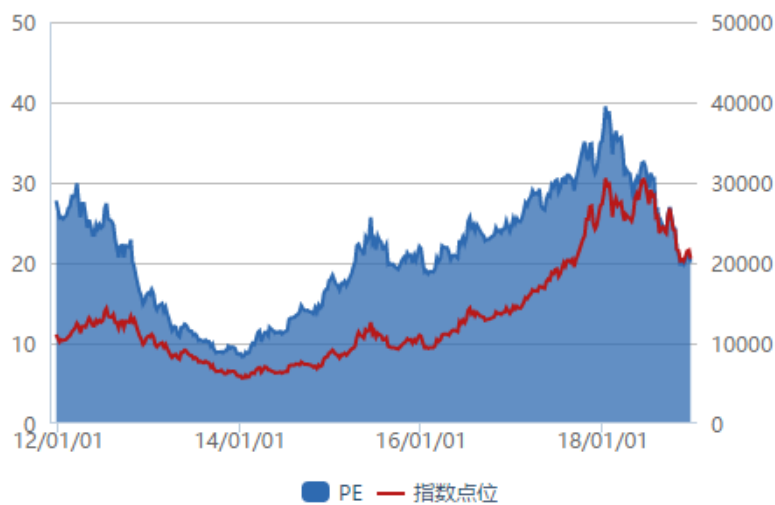
资料来源：中国酒业协会、山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

2.3 景气度持续，继续看好白酒板块

从估值来看，估值从年初的 35 倍以上移至目前的 20 倍，此轮调整主要是外部需求冲击，而非自身泡沫破灭。但是，目前白酒公司管理层更加注重企业的长远发展，加大对价格和渠道库存的调控，使得行业调整时间不会太长。

图 20：白酒行业估值历史估值情况



资料来源:wind、山西证券研究所

表 6：白酒行业可比公司估值

单位：元

代码	证券简称	最新收盘价 (原始币种)	每股收益			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
600519.SH	贵州茅台	567.41	21.56	27.51	32.28	26.32	20.62	17.58
002304.SZ	洋河股份	93.50	4.40	5.51	6.62	21.26	16.96	14.12
000858.SZ	五粮液	50.60	2.55	3.32	4.05	20.30	15.25	12.49
000596.SZ	古井贡酒	55.69	2.28	3.30	4.11	24.41	16.87	13.55
600809.SH	山西汾酒	36.60	1.09	1.73	2.29	33.57	21.12	15.96
603589.SH	口子窖	33.48	1.86	2.38	2.88	18.04	14.04	11.61
000568.SZ	泸州老窖	39.68	1.80	2.37	2.95	22.72	16.75	13.44
603198.SH	迎驾贡酒	14.16	0.83	0.94	1.08	16.99	15.00	13.12
600197.SH	伊力特	13.12	0.80	1.03	1.27	16.37	12.76	10.29
000860.SZ	顺鑫农业	33.96	0.77	1.42	2.01	44.20	23.86	16.93
603369.SH	今世缘	14.78	0.71	0.94	1.18	20.70	15.68	12.57
603919.SH	金徽酒	12.78	0.69	0.76	0.88	18.39	16.73	14.52

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

600779.SH	水井坊	31.28	0.69	1.27	1.80	45.55	24.56	17.37
000799.SZ	酒鬼酒	17.08	0.54	0.81	1.13	31.52	21.16	15.15
600702.SH	舍得酒业	24.65	0.43	1.15	1.72	57.91	21.46	14.33
600559.SH	老白干酒	13.30	0.37	0.68	1.00	54.17	19.51	13.33
600199.SH	金种子酒	4.77	0.01	--	--	323.70	--	--
000995.SZ	*ST 皇台	6.07	-1.06	--	--	-5.74	--	--

资料来源：wind、山西证券研究所（取得wind一致预测，数据更新于2018.12.21）

3. 调味品：行业业绩稳健，龙头盈利能力持续增强

3.1 调味品行业业绩仍稳健，酱醋龙头表现良好

由于调味品行业具有购买频次不高、产品单价不高和需求刚性等特点，与经济周期的关联程度相对较弱，因此，在众多消费品的需求增速放缓的背景下仍然维持了相对稳健的增长。

2018年前三季度调味品行业上市公司营业收入同比增加13.58%，归母净利润同比增加29.70%。其中酱醋细分龙头业绩稳健、榨菜表现良好，前三季度海天味业营业收入同比增加17.20%，归母净利润同比增加23.33%；恒顺醋业营业收入同比增加10.83%，归母净利润同比增加50.69%；涪陵榨菜营业收入同比增加25.94%，归母净利润同比增加72.16%。

图 21：调味品上市公司收入表现

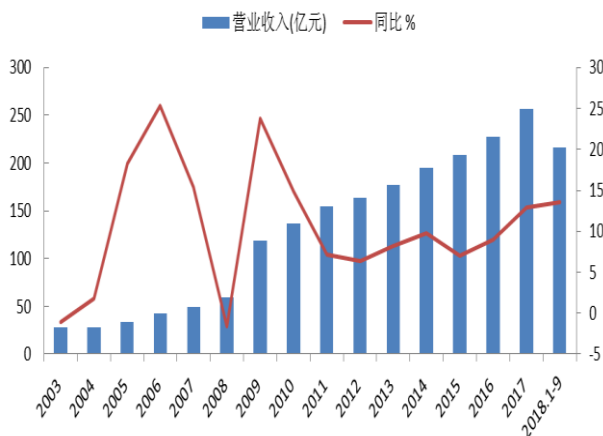
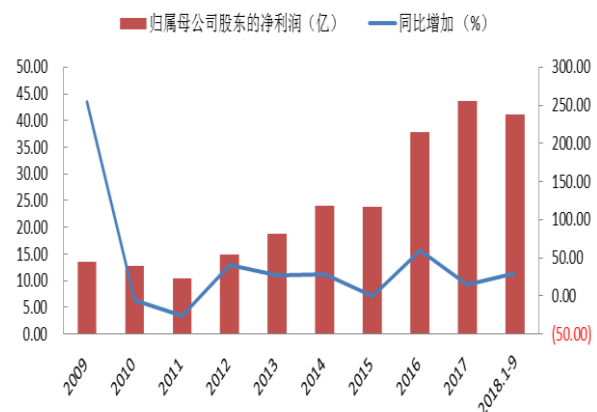


图 22：调味品上市公司盈利表现



资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：wind、山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

表 7: 2018 年 1-9 月份调味品上市公司的主要财务经营指标 (亿元)

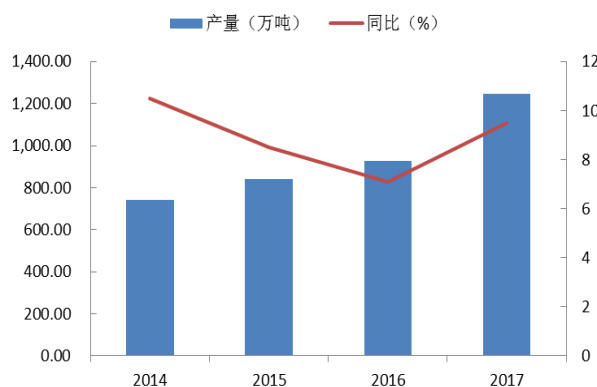
调味品	名称	营业收入	同比增长	归母净利润	同比增长	销售毛利率	同比增长
002507.SZ	涪陵榨菜	15.45	25.94	5.23	72.16	55.73	19.20%
603288.SH	海天味业	127.12	17.20	31.31	23.33	46.47	2.40%
002495.SZ	佳隆股份	2.33	10.78	0.31	42.31	45.07	9.15%
603027.SH	千禾味业	7.46	8.17	1.74	66.35	44.65	3.71%
600305.SH	恒顺醋业	12.36	10.83	2.18	50.69	41.45	0.85%
600872.SH	中炬高新	31.65	15.97	4.86	36.95	39.07	-2.00%
603696.SH	安记食品	2.31	27.14	0.31	16.14	30.70	-11.85%
002650.SZ	加加食品	13.12	(3.45)	1.03	(19.63)	26.67	-4.83%
600866.SH	星湖科技	6.43	33.61	0.32	172.04	25.37	48.13%
600186.SH	莲花健康	12.97	(6.20)	(0.99)	8.91	11.02	4.39%

资料来源: wind、山西证券研究所

3.2 调味品行业集中度较低, 龙头企业市占率持续提高

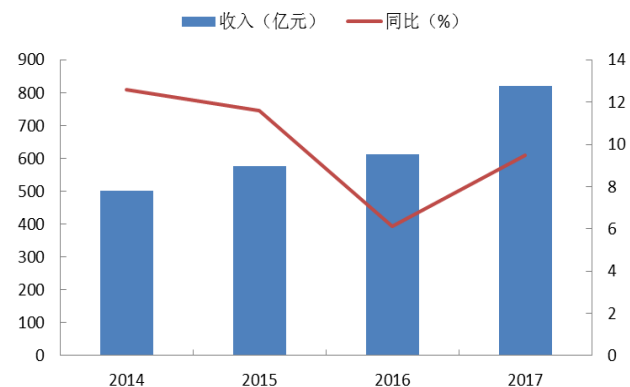
中国调味品著名品牌企业百强企业数据统计显示, 2015-2017 年参加统计的百强企业数量分别为 75 家、85 家和 94 家, 百强企业产量总额分别为 838.8 万吨、926.2 万吨和 1247.1 万吨; 百强企业销售总额分别为 575.1 亿元、612.3 亿元和 820.3 亿元。按照可比口径计算, 百强企业总产量和总销售收入都保持了逐年增长的趋势。但是, 国内百强调味品企业的收入在整个调味品发酵制品制造行业收入占比仅为 26%, 当前整个调味品行业的集中度仍然处于相对较低的状态。

图 23: 2017 年调味品百强企业产量同比增 9.4%



资料来源: 中国调味品协会、山西证券研究所

图 24: 2017 年调味品百强企业销售收入同比增 9.5%



资料来源: 中国调味品协会、山西证券研究所

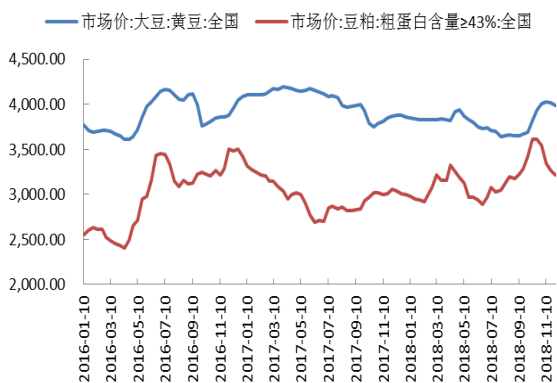
请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

我们认为较低的市场集中度对于龙头企业意味着广阔的市场整合空间。中小型企业生产层面和营销渠道层面不具有规模优势，在行业增速放缓或者负增长的背景下将面临明显的经营压力，出现逐步退出市场的情况，龙头企业的市场占有率在这一过程中会持续提高。

3.3 包装材料成本回调，龙头企业有望释放业绩弹性

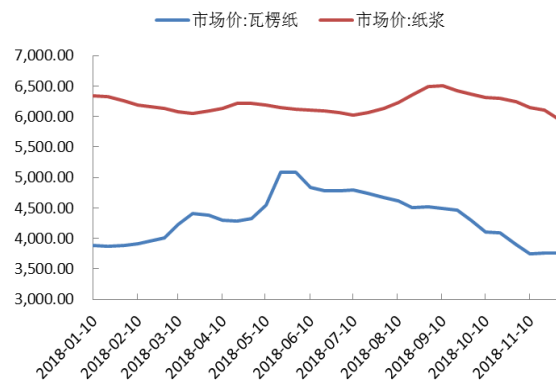
调味品的主要原料为大豆，自 2016 年以来呈现上涨的趋势，但是 2018 年黄豆价格较 2017 年上涨不明显。另外，2018 年调味品包材价格一直维持高位，其中，玻璃和塑料价格自 2017 年底以来居高不下，但 10 月份以来小幅回调；瓦楞纸价格也自 10 月份也开始回调。因此，包装材料成本小幅回调，龙头企业有望释放业绩弹性。

图 25：黄豆价格较 2017 年上涨不明显



资料来源：wind、山西证券研究所

图 26：瓦楞纸价格下半年来有所下降



资料来源：wind、山西证券研究所

图 27：玻璃价格指数自 10 月份开始小幅回调



资料来源：wind、山西证券研究所

图 28：塑料价格指数自 11 月份开始回调



资料来源：wind、山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

4. 乳品：行业稳步增长，龙头乳企继续分割市场份额

4.1 行业稳步增长，龙头乳企依旧保持高增长

在乳制品行业需求回暖趋势下，国内乳企上市公司 17 年营业收入整体显现加速状态，2018 年前三季度营业收入继续保持高增长，2018 前三季度乳制品行业上市公司营业收入同比增加 11.29%，归母净利润同比增加 3.69%。其中伊利、蒙牛凭借产品升级和渠道渗透，双寡头竞争优势继续突出。乳制品龙头伊利股份在高基数的基础上依旧保持高增长，前三季度营业收入 613.27 亿元，同比增加 16.88%，销售费用投放延续了二季度的高投放，归母净利润同比仅增加 2.24%。而其他区域性乳企同比也大多呈现出改善趋势，但分化现象同样存在，个别乳企上市公司仍存在收入下滑的现象。

图 29：乳品上市公司收入表现

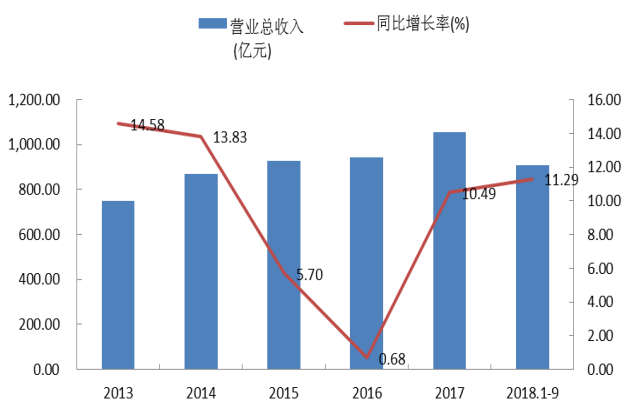
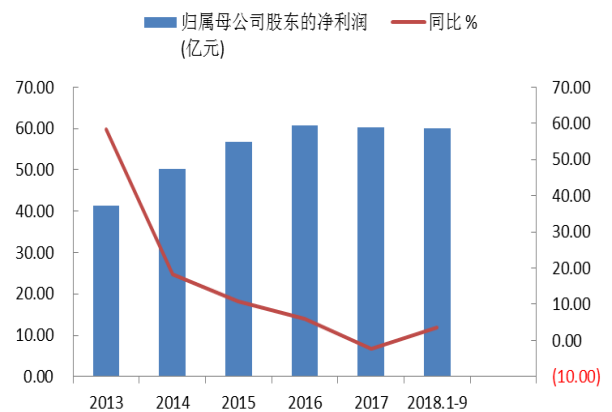


图 30：乳品上市公司盈利表现



资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：wind、山西证券研究所

表 8：2018 年 1-9 月份乳品上市公司的主要财务经营指标（亿元）

代码	名称	营业收入	同比	归母净利润	同比	销售毛利率	同比
600887.SH	伊利股份	613.27	16.88	50.48	2.24	37.67	-0.68%
600597.SH	光明乳业	155.64	-5.71	3.94	-25.53	33.53	-2.61%
600429.SH	三元股份	56.74	21.07	1.39	12.61	33.60	7.33%
002770.SZ	科迪乳业	9.71	6.81	1.08	4.70	24.81	-7.96%
600419.SH	天润乳业	11.05	21.25	1.04	20.83	27.67	-2.67%
002732.SZ	燕塘乳业	9.65	5.53	0.65	-38.97	32.67	-8.45%
002910.SZ	庄园牧场	4.65	-2.54	0.37	-31.84	34.49	-4.37%

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

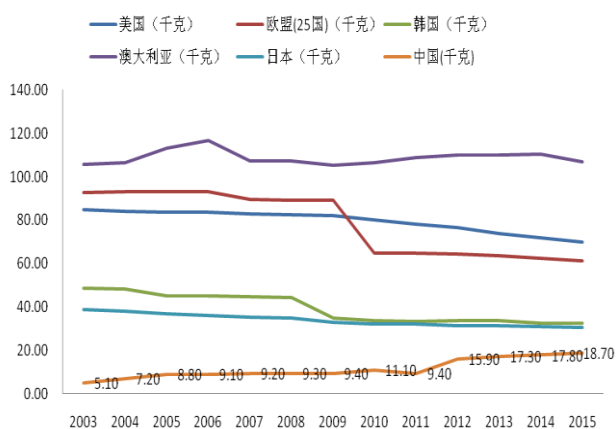
002570.SZ	*ST 因美	18.10	-9.81	0.28	107.30	53.09	-12.12%
002719.SZ	麦趣尔	4.60	10.20	0.26	10.03	39.48	-10.17%
600882.SH	广泽股份	1.89	10.02	-0.05	-49.14	25.76	16.85%
002329.SZ	皇氏集团	16.15	6.47	-0.44	-139.04	28.40	-12.33%

资料来源: wind、山西证券研究所

4.2 液态乳市场仍存在上涨空间，低线城市拉动需求增长

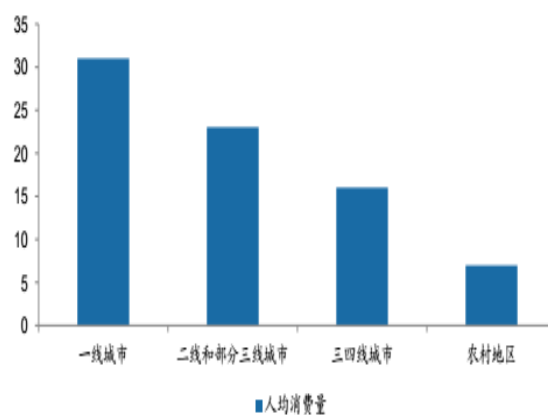
我们可以对比国外液态奶的人均消费量，目前我国仅为 18.70 千克，与英美发达国家相差甚远，韩国和日本饮食习惯与我国较为相似，近五年消费量趋于稳定，分别高于我国人均水平的 65%、47%。对比韩国日本的人均液态乳消费量，我们认为我国液态乳市场还存在 50% 的上涨空间，长期发展潜力巨大。而我国由于地区不同，人均液态奶消费量也不同，目前三四线城市人均消费量仅为一线城市一半左右，仍有较大提升空间，未来随着中产阶级需求日益崛起，三四线城市消费能力升级助推乳业未来整体向好。

图 31: 中国人均液态奶远不如发达国家



资料来源: wind、山西证券研究所

图 32: 中国各地区液态奶人均消费量 (千克)



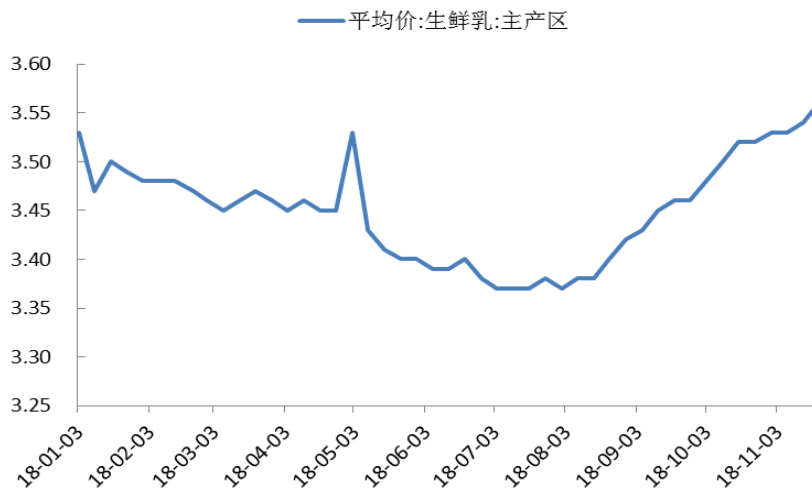
资料来源: wind、山西证券研究所

4.3 短期成本压力挤压利润空间，龙头乳企成本管控能力强

生鲜乳作为乳制品加工行业的重要生产要素，进入 2018 年三季度后，中国主产区的生鲜乳的价格呈现上升的趋势，也就是说行业所有公司都将面临成本上升压力。但是，大型乳企拥有较强的资金优势和成本管控能力，能有效减弱成本上涨带来的利润挤压。我

们认为，短期来看，成本上涨，短期利润有所挤压，中长期看，行业龙头继续借助品牌及渠道渗透优势抢占中小地方性品牌份额趋势不变，份额加速集中。

图 33：生鲜乳自三季度开始上涨



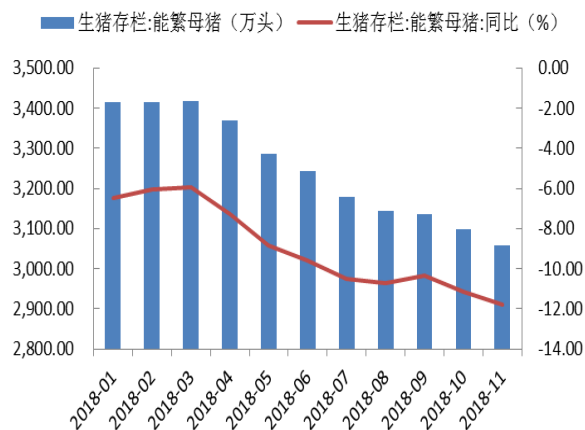
资料来源：wind、山西证券研究所

5. 其他：关注非洲猪瘟疫情+啤酒升级转型+龙头小食品

5.1 肉制品：非洲猪瘟疫情影响猪价，龙头双汇控制能力较强

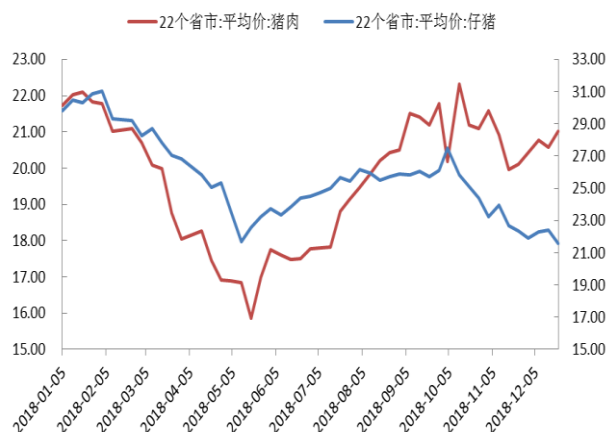
非洲猪瘟疫情。截至 12 月 14 日，全国共有 22 个省份发生 87 起家猪感染非洲猪瘟疫情、2 起野猪感染非洲猪瘟疫情，疫区扑杀以及调运限制被动“去产能”，养殖户积极性减弱，种猪、仔猪补栏以及生猪销售均出现困难，截 18 年 11 月能繁母猪存栏量同比下降 11.77%，截至 2018 年 12 月 21 日，22 个省仔猪均价（周）为 21.56 元/千克。因此，随着传统消费旺季即将来临，虽然生猪疫情会在一定程度上抑制需求回暖，但整体上需求向好仍将提升支撑猪价。

图 34: 能繁母猪存栏量同比减少



资料来源: wind、山西证券研究所

图 35: 22 省市仔猪及猪肉平均价格走势 (元/千克)



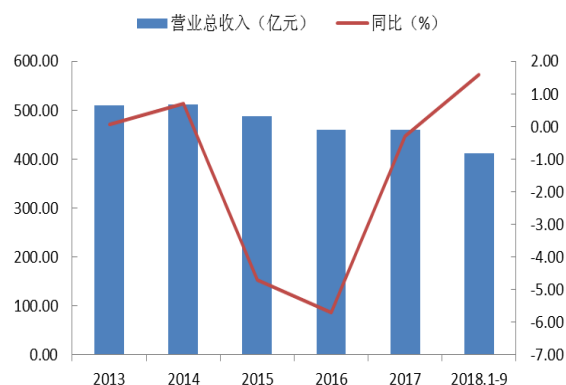
资料来源: wind、山西证券研究所

龙头双汇控制能力较强。非洲猪瘟自 8 月爆发以来，短期对肉制品企业造成负面影响，双汇属于我国肉制品龙头企业，三季度屠宰量、收入、利润等指标也不可避免都受到一定的影响。当前各省禁运生猪政策陆续出台背景下，各省间猪肉价格分化，但是，考虑到公司在全国有 19 家屠宰企业，分布于全国各地，可以平抑整体成本；同时，产品结构向中高档升级，带动吨利不断提升。

5.2 啤酒：2018 年营收出现增长，未来关注产品结构升级

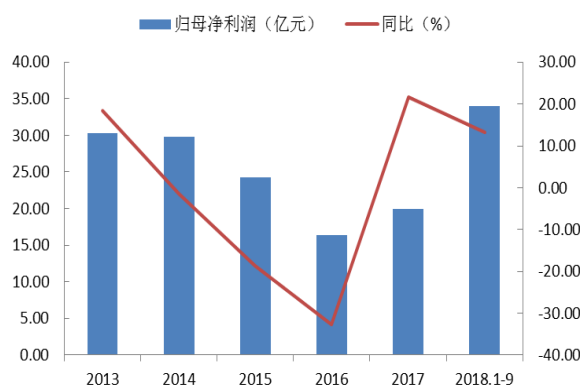
2018 年营收出现正增长。从 2000 年到 2014 年十四年间，啤酒行业经历了高速发展的一个时期。快速发展的行业总是招致各路资本的介入，2014 年以后，行业高速增长转变为低速增长，行业进入了相对良性省外竞争阶段，通过扩大产能、兼并市场、建立品牌价值和增加产品附加值，优势企业完成了从量增到质增、从规模到效益的锐变。在经历了 4 年的下滑期，我们于 2017 年看到了啤酒行业底部回升的迹象。2018 年，吨价提升，费用压缩，啤酒行业营业收入出现正的增长，2018 前三季度，营业总收入 412.74 亿元，同比增长 1.6%；归母净利润 34.02 亿元，同比增长 13.17%。

图 36：2018 啤酒行业营业收入出现正增长



资料来源：wind、山西证券研究所

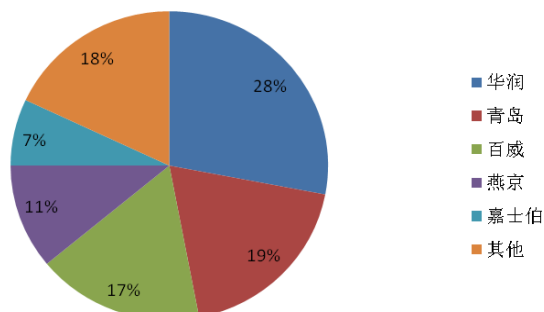
图 37：啤酒行业利润保持两位数增长



资料来源：wind、山西证券研究所

未来关注产品结构升级，带动吨价上行。我国啤酒行业区域化特征仍十分明显，各主要酒企有其传统强势区域。近年来包材价格上涨和激烈的竞争使中小企业步履维艰，行业集中度出现提升。同时，啤酒行业过去低质量和消耗资源的发展方式已经不适应，未来的发展是精细化的发展，更重要的是引领消费者潜在的需求。不过，精酿啤酒虽然作为中高端啤酒品类的代表，但目前在国内啤酒市场份额尚不足 1%，这对于啤酒行业来说，还有很大的发掘空间，而且在自身发展中也要面对国外高端啤酒的竞争，整体处于起步和尝试阶段。我们认为，国内啤酒行业的产能已经过剩，而需求则是稳定的，很难出现大幅增长，未来啤酒行业的逻辑是产品结构升级，带动啤酒吨价提升，进而带动净利率缓慢稳步的提升。

图 38：啤酒行业市场竞争格局



资料来源：Euromonitor、山西证券研究所

5.3 休闲食品：百花齐放，优选细分行业龙头

板块回暖。休闲食品主要包括休闲卤制品、膨化食品、面包蛋糕及糕点、饼干、糖果蜜饯、坚果炒货等。随着人均收入的提高，消费者对于食品需求由最初的温饱转为健康营养多元化，休闲食品受益于整个食品行业的升级，市场规模由2010年的401.4亿元上涨为2015年的735.5亿元，年复合增长率为12.9%，预计2020年行业将达到1297.7亿元。2018前三季度食品综合共实现营业总收入605.66亿元，同比增长13.89%；归母净利润54.05亿元，同比增长22.37%。

图 39：中国休闲食品行业的零售规模(亿元)

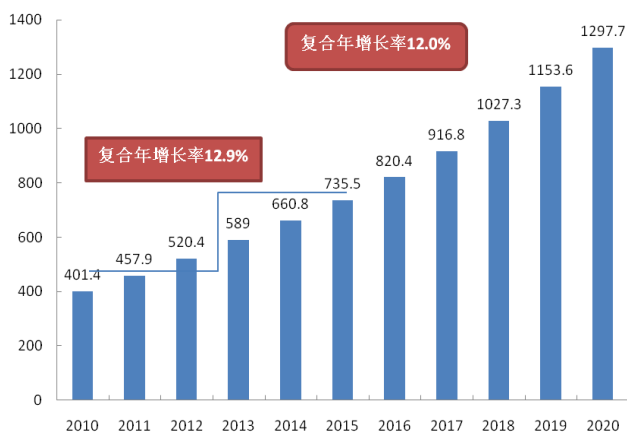
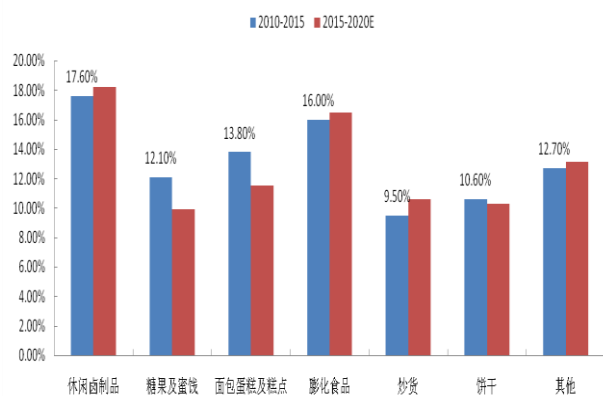


图 40：休闲食品中子板块增长率



资料来源：周黑鸭招股说明书、山西证券研究所

图 41：食品综合营收及增速表现

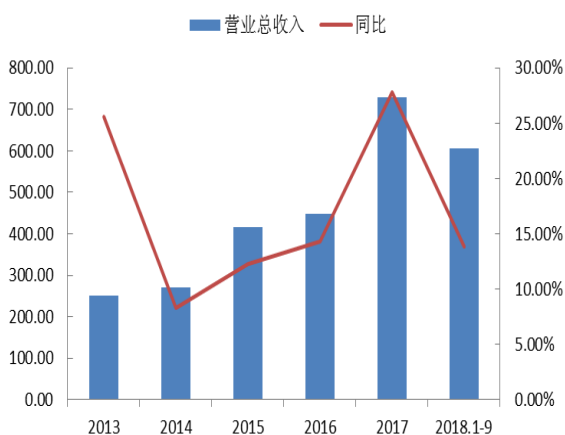
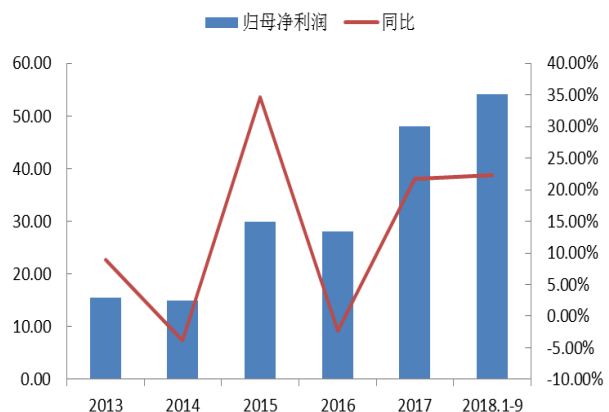


图 42：食品综合归母净利润及增速表现



资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：wind、山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明



表 9：2018 年 1-9 月份食品综合上市公司的主要财务经营指标（亿元）

名称	营业收入	同比	归母净利润	同比	销售净利率	同比	销售毛利率	同比	
002702.SZ	海欣食品	7.29	20.90%	0.27	206.43%	3.68%	-188.03%	32.13%	9.80%
002507.SZ	涪陵榨菜	15.45	25.94%	5.23	72.16%	33.86%	36.70%	55.73%	19.20%
002661.SZ	克明面业	19.99	25.08%	1.64	66.87%	8.15%	33.21%	24.39%	5.34%
603043.SH	广州酒家	20.14	19.15%	2.98	49.88%	14.81%	25.49%	54.93%	1.82%
603345.SH	安井食品	29.41	20.59%	1.96	41.22%	6.68%	17.11%	26.30%	1.70%
300146.SZ	汤臣倍健	34.21	45.58%	10.58	31.72%	29.01%	-17.62%	69.10%	3.50%
603866.SH	桃李面包	35.24	19.26%	4.63	29.27%	13.13%	8.39%	39.34%	5.36%
603517.SH	绝味食品	32.66	13.03%	4.87	29.03%	14.73%	13.43%	34.91%	-1.45%
002557.SZ	洽洽食品	29.10	15.92%	3.03	28.11%	10.57%	11.26%	31.34%	2.33%
603886.SH	元祖股份	16.32	16.47%	2.47	25.55%	15.15%	7.81%	64.69%	-1.06%
002582.SZ	好想你	35.62	26.80%	1.08	22.23%	2.68%	-8.35%	28.54%	-5.23%
002216.SZ	三全食品	41.92	7.90%	0.90	12.01%	2.14%	3.76%	34.20%	-0.95%
300741.SZ	华宝股份	14.68	1.14%	7.85	10.53%	54.47%	9.25%	77.66%	0.53%
002847.SZ	盐津铺子	7.54	38.16%	0.55	2.65%	7.38%	-24.59%	40.40%	-15.38%
600073.SH	上海梅林	167.84	-0.58%	3.02	0.82%	2.32%	-16.06%	12.76%	-2.87%
002820.SZ	桂发祥	3.83	-0.43%	0.71	-8.87%	18.51%	-8.47%	49.31%	-3.24%
002481.SZ	双塔食品	17.93	55.94%	0.50	-26.08%	2.78%	-52.50%	12.32%	-5.13%
603020.SH	爱普股份	18.69	5.99%	0.96	-27.32%	5.90%	-26.71%	17.41%	-13.38%

6. 投资策略：行业增速放缓，优选行业细分龙头

2009 年以来，国内经济增速逐渐下行，2018 年，受去杠杆、中美贸易战影响，国内经济增速继续回落，同时，我国社会商品零售总额从多年的两位数增长变成了个位数增长，说明消费行业增速减缓是事实。但是，食品饮料行业具有较强的防御性，本轮食品饮料行业业绩的增长由需求端推动，因此具有较强的持续性，考虑到业绩增长的持续性和估值水平，在经济发展不确定下，食品饮料行业仍然是 2019 年投资者关注的行业。

(1) 白酒板块：虽然经济增速下行，2018 年前三季度白酒增速回落，但是，自从 2015 年白酒复苏以来，不管是营业收入还是利润的增

速，白酒上市公司高于行业整体。从估值来看，估值从年初的 35 倍以上移至目前的 20 倍，此轮调整主要是外部需求冲击，而非自身泡沫破灭。目前白酒公司管理层更加注重企业的长远发展，高端白酒加大对价格和渠道库存的调控，拉长行业周期；同时，在消费升级带动良性需求增加以及高端酒价格上涨为次高端市场带来一定的空间，促进次高端白酒快速扩容；随着省内消费升级的进行，地产龙头产品结构提升，盈利能力增强，业绩进一步增长。所以，未来高端酒稳增，次高端持续扩容，中低端加速集中。因此，继续看好稳步增长的高端白酒，增长较快且估值合理的次高端和区域龙头白酒，建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、口子窖、今世缘、顺鑫农业等。

(2) 其他板块：首先，消费行业整体增速减缓，由于调味品行业具有购买频次不高、产品单价不高和需求刚性等特点，与经济周期的关联程度相对较弱，调味品行业业绩仍稳健，酱醋龙头表现良好，建议关注调味发酵品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、恒顺醋业；其次，行业稳步增长，龙头乳企继续分割市场份额，建议关注乳制品龙头伊利股份；再次，啤酒行业 2018 年营收出现增长，未来关注产品结构升级，建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒；非洲猪瘟疫情影响猪价，龙头双汇控制能力较强，建议关注肉制品龙头双汇发展；最后，休闲食品百花齐放，优选细分行业龙头，建议关注小食品龙头：绝味食品、桃李面包、安井食品、洽洽食品等。

表 10：建议关注公司估值表

单位：元

代码	证券简称	最新收盘价	每股收益			净利润同比增长率(%)			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
600809.SH	山西汾酒	35.03	1.09	1.73	2.29	56.02	58.93	32.31	32.13	20.22	15.28
600519.SH	贵州茅台	563.00	21.56	27.51	32.28	61.97	27.62	17.35	26.12	20.46	17.44
603156.SH	养元饮品	42.02	4.67	3.36	3.67	-15.72	9.44	9.44	13.70	12.52	11.44
002304.SZ	洋河股份	92.50	4.40	5.51	6.62	13.73	25.37	20.09	21.03	16.78	13.97

000858.SZ	五粮液	50.15	2.55	3.32	4.05	42.58	33.13	21.98	20.12	15.12	12.39
000596.SZ	古井贡酒	53.57	2.28	3.30	4.11	38.46	44.89	24.55	23.48	16.23	13.03
603589.SH	口子窖	34.34	1.86	2.38	2.88	42.15	28.46	20.90	18.50	14.40	11.91
000568.SZ	泸州老窖	40.10	1.80	2.37	2.95	32.69	35.53	24.59	22.96	16.94	13.60
603288.SH	海天味业	68.05	1.31	1.59	1.92	24.21	21.94	20.61	52.04	42.67	35.38
000895.SZ	双汇发展	23.89	1.31	1.50	1.64	-1.95	14.96	9.14	18.25	15.87	14.54
603517.SH	绝味食品	33.09	1.26	1.56	1.89	31.93	27.46	21.03	27.04	21.21	17.53
603866.SH	桃李面包	44.74	1.14	1.39	1.71	17.85	27.59	23.20	41.02	32.16	26.11
600887.SH	伊利股份	22.20	0.99	1.05	1.21	5.99	6.05	15.62	22.49	21.20	18.34
603345.SH	安井食品	36.90	0.98	1.27	1.62	14.11	35.27	27.72	39.38	29.11	22.79
600600.SH	青岛啤酒	35.05	0.94	1.11	1.28	21.04	18.37	15.64	37.49	31.67	27.39
000860.SZ	顺鑫农业	31.68	0.77	1.42	2.01	6.25	85.34	40.95	41.24	22.26	15.79
603369.SH	今世缘	14.42	0.71	0.94	1.18	18.79	32.03	24.68	20.19	15.30	12.27
600779.SH	水井坊	31.59	0.69	1.27	1.79	49.24	84.63	41.27	46.00	24.93	17.64
600132.SH	重庆啤酒	31.39	0.68	0.85	1.01	82.03	25.20	18.93	46.11	36.83	30.97
002557.SZ	洽洽食品	18.40	0.63	0.78	0.94	-9.75	24.11	19.76	29.22	23.55	19.66
600872.SH	中炬高新	29.07	0.57	0.78	0.94	25.08	36.52	21.55	51.09	37.42	30.79

资料来源：wind（截至 2018.12.27 一致预测）、山西证券研究所

7. 重点公司推荐

山西汾酒(600809.SH)：产品结构不断优化，省外市场加速增长。

产品结构方面；公司倾向于青花大单品的打造，目前青花表现较好，到 2020 年，汾酒集团产品结构方面，中高端产品销售占比要在目前 40% 的基础上，提高到 70% 以上。区域结构方面：大力拓展省外市场，省内省外市场结构中，2017 省内省外 6:4,2018 年 5:5,2019 年 3:7。我们认为山西汾酒会继续保持向上发展的趋势，考虑到其强大的品牌力，以及华润入股份酒将在管理层面和市场协同方面组成小组，提升汾酒的管理和运营水平等，真正发挥出 1+1>2 的战略合作优势各市场情况。预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.81 元、2.48 元、3.39 元，PE 分别为 27 倍、20 倍、14 倍。维持“买入”评级。。

舍得酒业(600702.SH)：聚焦次高端品位舍得，静待公司持续增长。

2017 年度，公司对产品体系进行重新梳理和大刀阔斧的改革，坚持以



舍得为核心、沱牌为重点的产品战略，打造“品味舍得”成为次高端明星产品。春糖期间公司推出定位 600 元的智慧舍得新品，向上延伸舍得系列产品线，并借助品味舍得渠道进行快速布局。智慧舍得从短期来看，智慧舍得销量不会成为主导，2018 年智慧舍得销量占到品味舍得 20%，通过 2-3 年的打造，智慧舍得销量可能会超过品味舍得。所以我们认为，随着公司优化产品结构以及营销变革，次高端舍得系列将驱动收入快速增长，公司盈利能力具备充足提升空间。预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.08 元、1.67 元、2.37 元，PE 分别为 32 倍、21 倍、15 倍。维持“买入”评级。

绝味食品 (603517.SH)：门店稳步扩张，公司持续增长。公司计划未来每年按照 800-1200 家新店速度扩张，公司对存量门店进行四代店升级，18 年将全面完成店面改造，店面升级对销量增长产生积极作用，预计四代店单店收入可提升 3%-5%左右，我们认为未来几年公司收入可维持在 10%-15%左右增速。预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.54 元、1.86 元、2.27 元，PE 分别为 24 倍、20 倍、16 倍。维持“买入”评级。

8. 投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明