

食品消费依然稳定，把握龙头投资机会

看好（维持）

⑤ 食品饮料 2018 年涨幅靠前，防御属性凸显

食品饮料行业 2018 年涨幅-20.37%，排名第 4 位，跑赢沪深 300 指数 4.94 个百分点。在宏观经济下行，市场低迷的背景下，防御性凸显。

⑤ 政策对冲经济下滑，消费依然稳定

经济下行将影响居民收入，从而影响消费，但 2019 年在个税改革等政策对冲下，消费有望保持稳定。2019 年食品类消费需求略微下降，但因食品具有必须消费品特征，预计行业增长相对稳定，部分护城河较宽、份额较大的龙头企业往往具有较强的抗周期性。

⑤ 白酒：步入平稳增长期，品牌分化依旧

白酒消费结构以大众消费和商务消费为主，两者又与宏观经济密切相关，因而具有一定的周期性。从周期角度看，白酒当前已进入下行周期，预计 2019 年白酒行业总体增速开始放缓。此外，白酒内部品牌分化依然延续，而具有品牌稀缺性、较宽护城河的标的抗周期性较强。

⑤ 乳制品：行业需求回暖，龙头优势明显

乳制品行业产量回升，龙头表现突出。2019 年原奶价格预计将下行，乳企有望受益于成本下行而改善利润；当前我国三四线城市乳制品人均消费量较低叠加消费升级，三四线城市仍有空间；奶粉注册制已落地，2019 年奶粉行业预计将边际改善。

⑤ 调味品：格局稳定，产品结构升级与渠道下沉打开空间

调味品行业格局稳定，受益于产品提价等因素，调味品公司业绩不断改善。我国调味品人均消费量较低，叠加渠道下沉、消费升级等因素，未来行业仍有空间。此外，品牌化趋势有利于龙头企业集中度的提升，提高定价能力。

⑤ 投资建议

2019 年经济下行预期下，我们看好食品饮料这一防御性板块的投资机会。自上而下看，我们建议选择弱周期性的板块，如调味品和乳制品。自下而上看，建议选择护城河较宽、业绩稳定、具有提价能力及品牌稀缺性等特征的标的。建议关注：海天味业（603288）、中炬高新（600872）、伊利股份（600887）、贵州茅台（600519）。

⑤ 风险提示：

宏观经济大幅下滑；市场系统性风险；食品安全事件等。

市场表现 截至 2019.01.29



分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-85556193

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

联系人：黄羽

电话：010-85556838

邮箱：huangyu@hrsec.com.cn

目录

一、2018 年食品饮料板块表现回顾.....	5
1、食品饮料在中信 29 个一级行业涨幅排名第四.....	5
2、2018 年前三季度收入和净利润增速略微放缓，表现平稳.....	7
3、调味品与休闲食品龙头企业领涨.....	8
4、板块市盈率均回调至历史均值以下.....	9
5、基金持仓比例仍处高位，食品饮料更受避险性资金偏爱.....	10
二、政策对冲经济下滑，消费依然稳定.....	12
1、宏观经济下行，消费面临下滑压力.....	12
2、个税改革等政策对冲经济下滑，提振短期消费.....	13
3、行业需求略有下降，部分龙头抗周期性较强.....	14
三、白酒：步入平稳增长期，品牌分化依旧.....	16
1、白酒板块二级市场表现回调较大.....	16
2、经济下行或将减少白酒需求.....	17
3、从周期看白酒：宏观周期与行业周期叠加，2019 年增速或将放缓.....	20
4、白酒品牌分化依旧延续，优质个股具有抗周期性.....	22
四、乳制品：行业回暖，龙头优势明显.....	25
1、乳制品行业收入利润增速回升，龙头表现突出.....	25
2、原奶价格呈下行趋势，乳企业绩有望持续改善.....	25
3、三四线城市乳制品消费仍有空间.....	27
4、奶粉配方注册制度落地，奶粉市场有望边际改善.....	27
五、调味品：格局稳定，产品结构升级与渠道下沉打开空间.....	28
1、人均消费量低叠加消费升级，未来行业仍有空间.....	28
2、品牌集中度提升，利好行业龙头.....	28
六、投资建议.....	29
七、风险提示.....	30
1、宏观经济大幅下滑.....	30
2、市场系统性风险.....	30
3、食品安全事件.....	30

图表目录

图表 1: 中信一级行业涨跌幅 (%)	5
图表 2: 2008-2018 年食品饮料行业与全部 A 股及沪深 300 的 PE (剔除负值)	6
图表 3: 2017-2018 年食品饮料子行业涨跌幅情况	6
图表 4: 2011-2018 年前三季度食品饮料及各个子行业营业收入同比增速情况 (%)	7
图表 5: 2011-2018 年前三季度食品饮料及各个子行业归属上市公司净利润同比增速情况 (%)	8
图表 6: 2018 年涨幅前 10 位的个股 (%)	8
图表 7: 2017 年跌幅前 10 位的个股 (%)	8
图表 8: 2003-2018 年食品饮料行业各版块 PE (TTM) 情况	9
图表 9: 食品饮料板块 PE 与历史均值	9
图表 10: 白酒板块 PE 与历史均值	9
图表 11: 乳制品料板块 PE 与历史均值	10
图表 12: 调味品板块 PE 与历史均值	10
图表 13: 2018Q3 各版块基金持股比例情况 (%)	10
图表 14: 食品饮料行业基金持股比例持续走高 (%)	11
图表 15: 2018Q3 度前十大基金重仓股食品饮料占三席	11
图表 16: 2018 年宏观经济下行, 居民收入水平随之下滑	12
图表 17: 居民消费支出随收入降低而下滑	13
图表 18: 社会消费品零售总额同样跟随收入下滑	13
图表 19: 历次个税改革均会提振短期消费	14
图表 20: 食品饮料行业收入与宏观经济密切相关	15
图表 21: 居民可支配收入是影响行业需求的重要因素	15
图表 22: 宏观趋势下行, 部分龙头企业抗周期性较强 (%)	16
图表 23: 2018 年食品饮料子行业涨跌幅情况 (%)	17
图表 24: 从个股涨幅看, 顺鑫农业一枝独秀 (%)	17
图表 25: 白酒增速与宏观经济周期密切相关	18
图表 26: 白酒需求结构发生巨大转变, 大众消费占比显著提高 (%)	19
图表 27: 白酒增速与居民可支配收入密切相关	19
图表 28: 白酒增速与工业生产高度一致	20
图表 29: 白酒产量增速难以直接观察到周期性	21
图表 30: HP 滤波分解后的长期趋势项与短期周期项	21
图表 31: 长期趋势项主要与宏观经济周期相关	21
图表 32: 短期周期项由行业供求规律决定, 目前经历了 5 轮行业周期	22
图表 33: 一线白酒收入与三线白酒明显分化	23
图表 34: 一线白酒利润与三线白酒明显分化	23
图表 35: 高档白酒和中低档白酒价格走势分化	24
图表 36: 贵州茅台业绩具有抗周期性	24
图表 37: 贵州茅台股价具有抗周期性	24
图表 38: 2018 年乳制品产量回暖	25
图表 39: 乳制品板块收入和利润增速同样回升	25

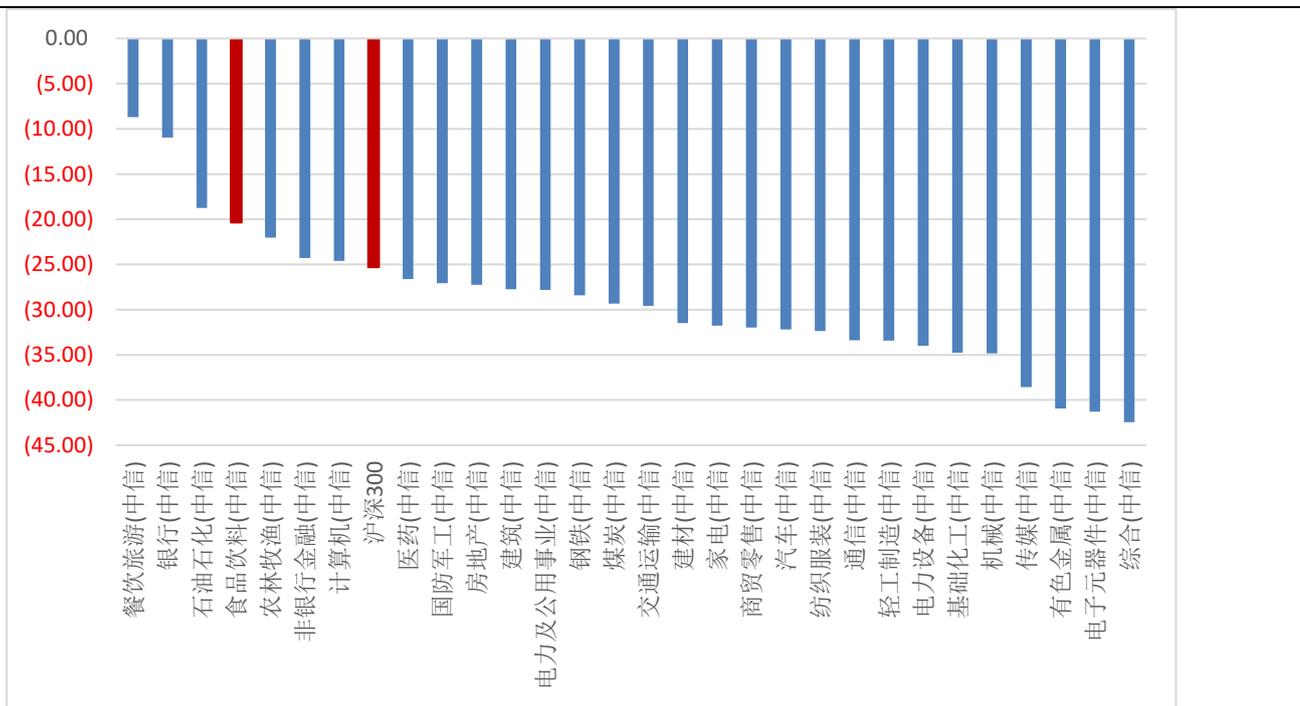
图表 40: 国际奶类价格指数开始下行.....	26
图表 41: 国际原奶价格步入下行区间.....	26
图表 42: 国内生鲜乳价格或见顶回落.....	26
图表 43: 牛奶和酸奶零售价格持续抬升.....	26
图表 44: 三四线城市人均饮奶量较低.....	27
图表 45: 乡村社零增速持续高于城市地区.....	27
图表 46: 调味品行业集中度逐步提升.....	29
图表 47: 2019 年重点推荐上市公司盈利预测情况.....	29

一、2018 年食品饮料板块表现回顾

1、食品饮料在中信 29 个一级行业涨幅排名第四

截至 2018 年 12 月 31 日收盘，中信 29 个一级行业指数中，食品饮料行业今年涨幅-20.37%，排名第 4 位，跑赢沪深 300 指数 4.94 个百分点。2018 年以来，在金融去杠杆、贸易战、供给侧改革等背景下，宏观经济下行，市场不确定性增加，全年所有行业涨幅均为负。投资者风险偏好度降低，对估值较低、业绩有较大确定性的板块更加青睐，消费领域的食品饮料与餐饮旅游防御属性较强，涨幅靠前。

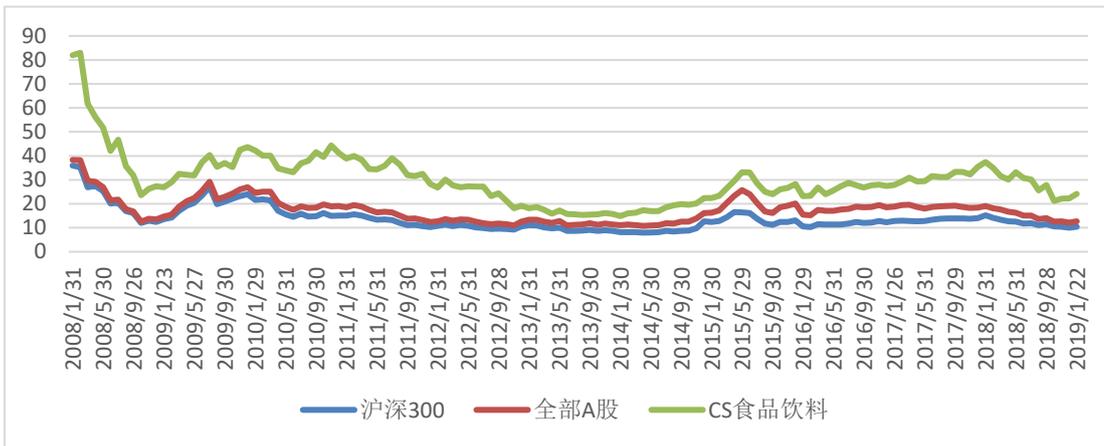
图表 1：中信一级行业涨跌幅 (%)



数据来源：WIND、华融证券整理

目前食品饮料行业 PE 为 24.09 倍，全部 A 股 PE 为 12.63 倍，相对 A 股溢价率为 90.74%；沪深 300 的 PE 为 10.45 倍。全部中信 29 个一级行业中，食品饮料估值水平排名中上游位置。

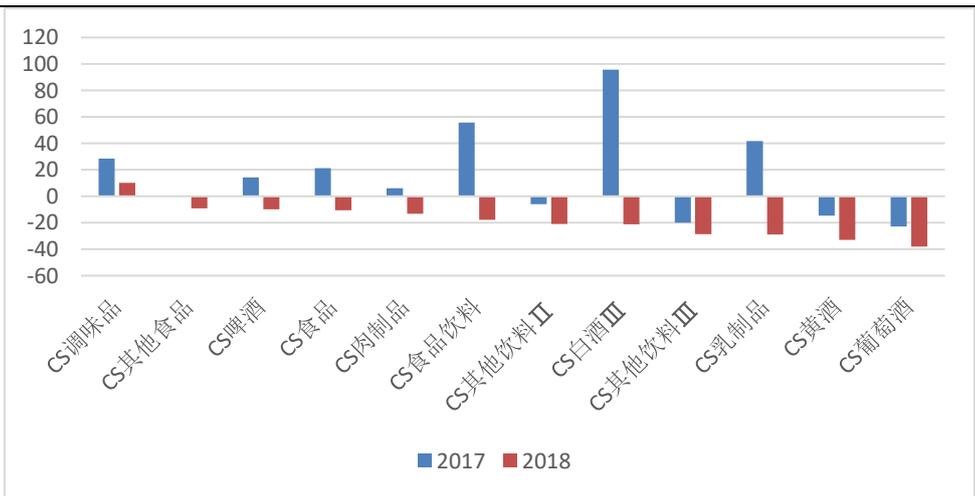
图表 2: 2008-2018 年食品饮料行业与全部 A 股及沪深 300 的 PE (剔除负值)



数据来源: WIND、华融证券整理

2018 年食品饮料细分子行业情况 (截至 2018 年 12 月 31 日): 食品饮料行业整体涨幅为-17.77%, 所有子行业中只有调味品板块涨幅为正, 达 10.23%, 其余板块涨幅均为负。啤酒、肉制品降幅相对较小, 而传统的白酒、乳制品、黄酒及葡萄酒板块跌幅较大。对比来看, 2017 年食品饮料大幅上涨的主要是白酒、乳制品和调味品这些大白马股为主的板块, 其余板块表现均较为平淡。反观 2018 年, 行业整体受宏观经济下行、信用收缩以及市场风格偏好等因素的共同影响, 调味品板块表现最佳, 这主要是由于调味品属于必需消费品, 防御属性最强。

图表 3: 2017-2018 年食品饮料子行业涨跌幅情况

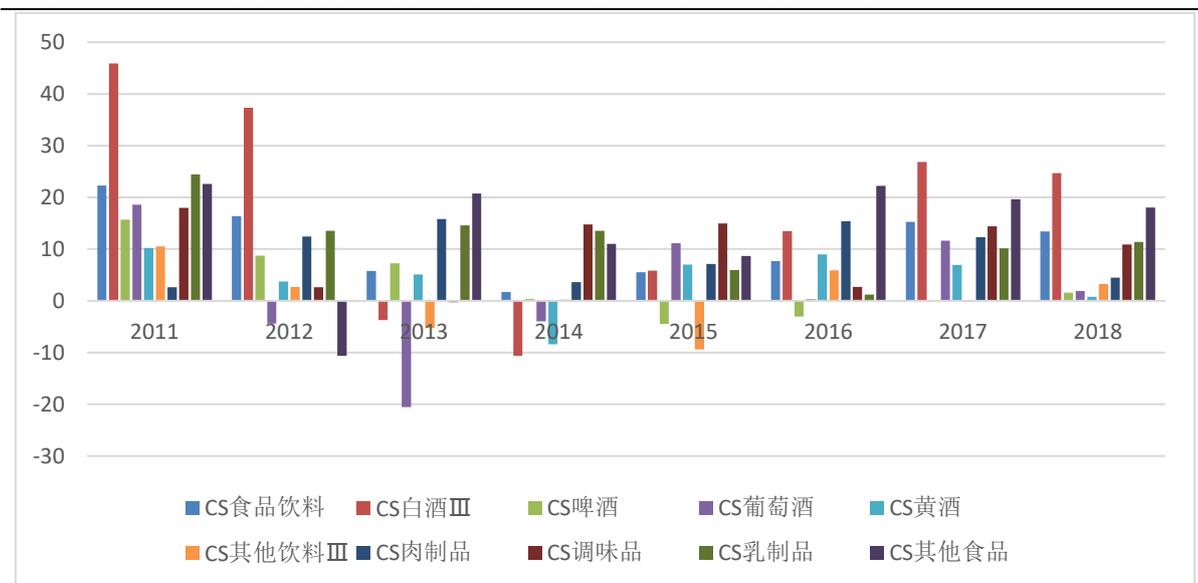


数据来源: WIND、华融证券整理

2、2018 年前三季度收入和净利润增速略微放缓，表现平稳

根据 2011 年至 2018 年前三季度食品饮料上市公司营业收入同比增速变化情况可以看到，2018 年前三季度中信一级行业指数食品饮料整体营业收入同比增速略有下滑，同比增长 13.43%。过去八年中，同比涨幅最大值为 2011 年的 22.32%，最小值为 2014 年 1.74%。具体情况如下图所示：

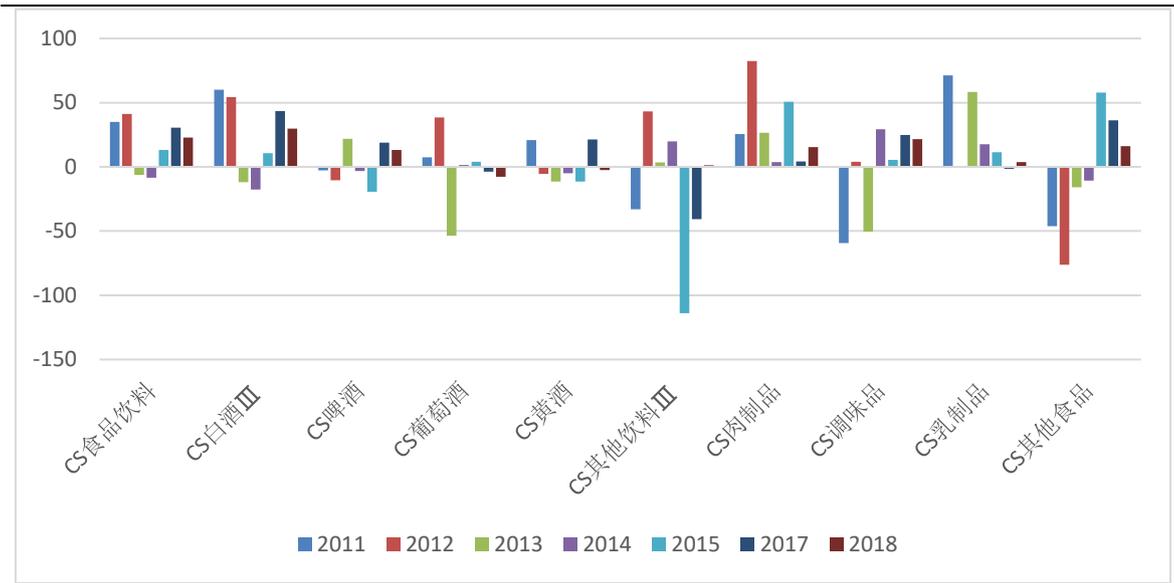
图表 4：2011-2018 年前三季度食品饮料及各个子行业营业收入同比增速情况 (%)



数据来源：WIND、华融证券整理

2011 年至 2018 年前三季度食品饮料上市公司归属上市公司净利润中，受宏观经济下行及限制三公消费的影响，2013、2014 年行业处于负增长阶段，2015 年起行业开始逐步回暖，2015、2016 年行业保持约 10%归母净利润增速，2017 年前三季度增速达到高点 29.90%，2018 年小幅下滑至 22.73%。2018 年白酒子版块增速依然最快，达到 29.87%，葡萄酒增速最低，为-7.67%。具体情况如下图所示：

图表 5: 2011-2018 年三季度食品饮料及各个子行业归属上市公司净利润同比增速情况 (%)

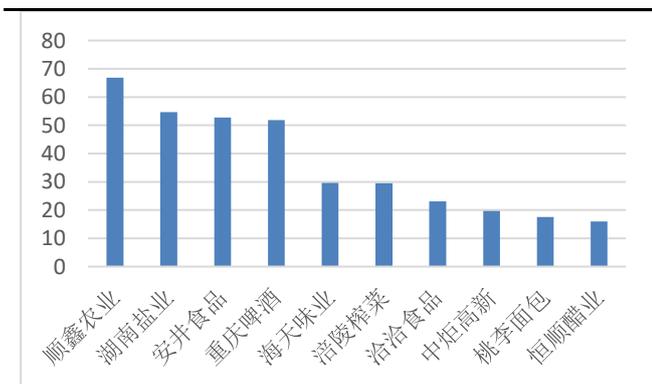


数据来源: WIND、华融证券整理

3、调味品与休闲食品龙头企业领涨

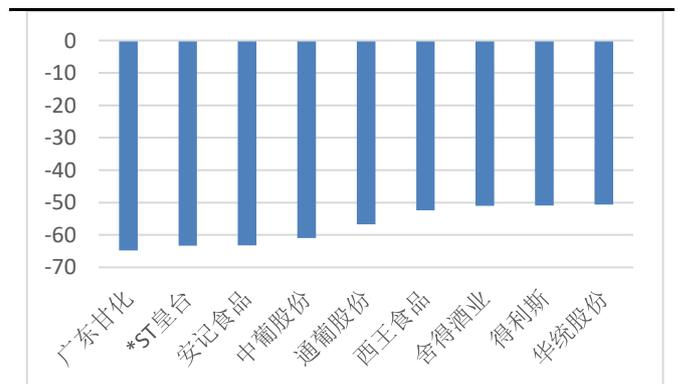
2018 年调味品和休闲食品表现较好。行业涨幅排名前 10 位的个股中, 除去新股湖南盐业及白酒股顺鑫农业, 涨幅前十的标的中有 7 个为调味品和休闲食品标的, 这充分体现了经济形势下滑背景下, 食品饮料行业的防御属性。跌幅靠前的主要为前期估值过高的白酒股、表现低迷的葡萄酒股以及前期经营不善的相关个股。具体如下图所示:

图表 6: 2018 年涨幅前 10 位的个股 (%)



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 7: 2017 年跌幅前 10 位的个股 (%)

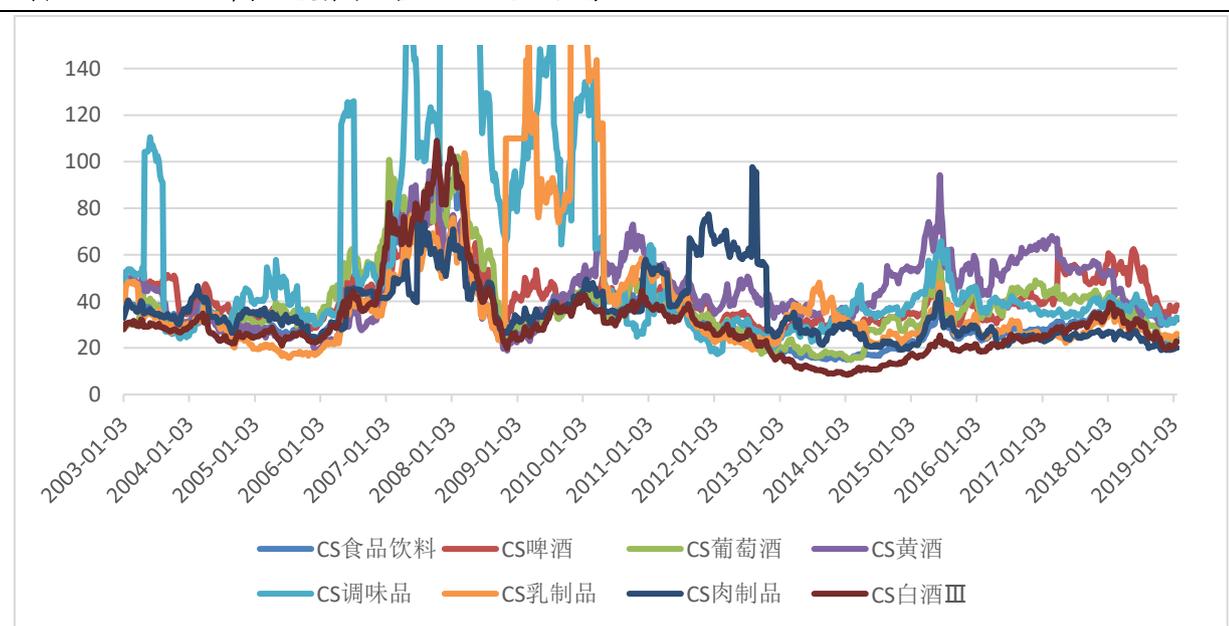


数据来源: WIND、华融证券整理

4、板块市盈率均回调至历史均值以下

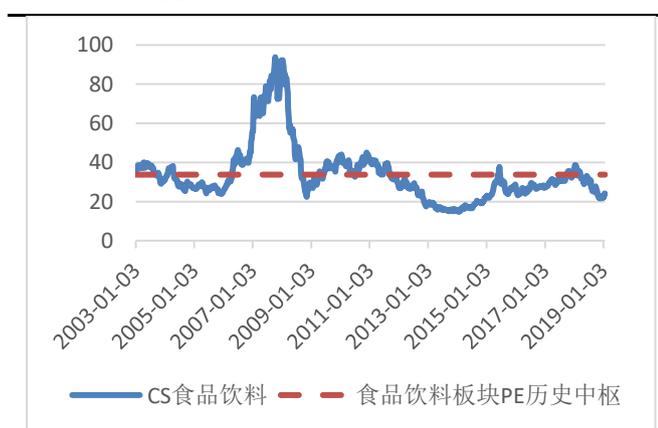
回顾近 15 年来板块估值变化，可以看到 2018 年以来受宏观经济形式及市场风格等因素影响，食品饮料行业及所有子板块的市盈率都出现了不同程度的回调，其中啤酒和调味品板块估值靠前，白酒和肉制品板块估值垫底。行业整体 PE 已回调至历史均值以下。从白酒、乳制品和调味品等几个主要的子版块来看，其 PE 也均已回调至历史均值以下，性价比开始逐渐显现。

图表 8：2003-2018 年食品饮料行业各版块 PE (TTM) 情况



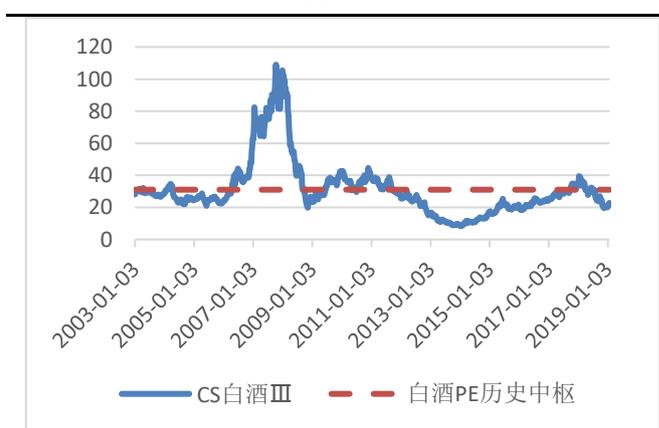
数据来源：WIND、华融证券整理

图表 9：食品饮料板块 PE 与历史均值



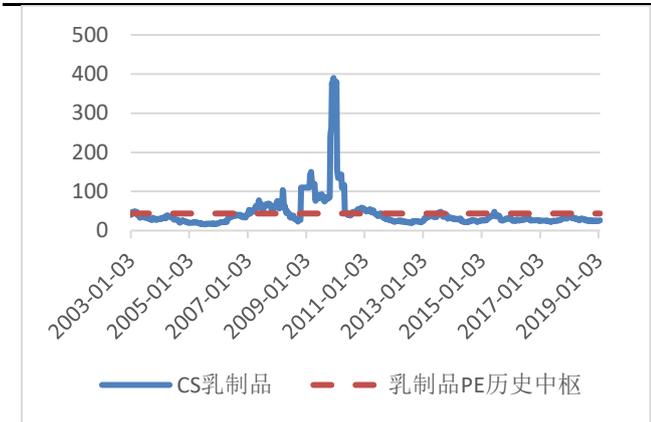
数据来源：WIND、华融证券整理

图表 10：白酒板块 PE 与历史均值



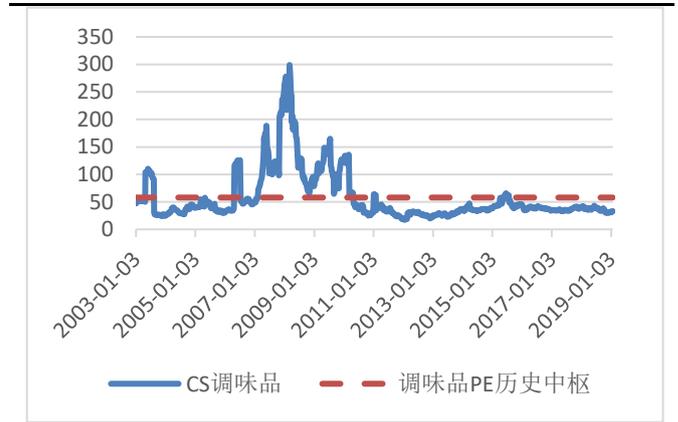
数据来源：WIND、华融证券整理

图表 11: 乳制品料板块 PE 与历史均值



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 12: 调味品板块 PE 与历史均值

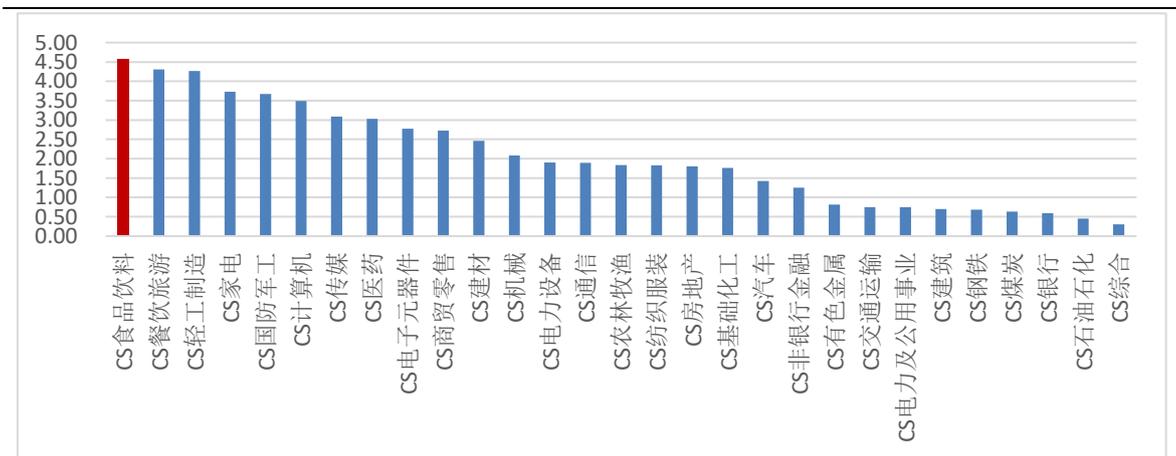


数据来源: WIND、华融证券整理

5、基金持仓比例仍处高位，食品饮料更受避险性资金偏爱

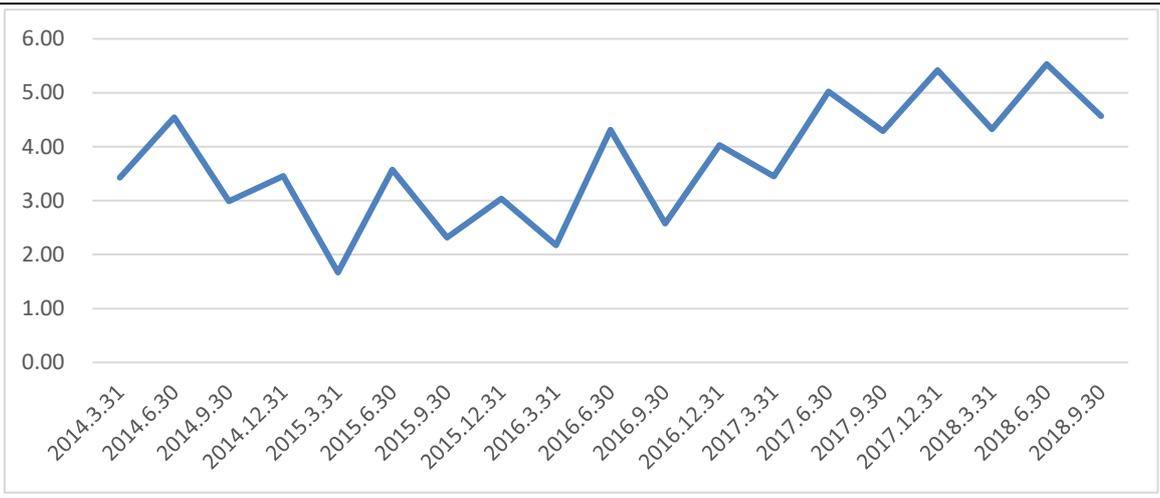
2018 年三季度食品饮料板块的基金持股数量为 25.31 亿股，持股比例达到 4.57%，在所有中信一级行业中排名第一。食品饮料、餐饮旅游及家电等消费类板块分别排第 1、2 和 4 位，不难发现机构仍然偏爱消费类防御板块。从历史来看，食品饮料行业的基金持仓占比自 2015 年以来不断提高，前十大基金重仓股中，食品饮料占三席，可见经济下滑背景下机构对消费白马依然偏爱。

图表 13: 2018Q3 各版块基金持股比例情况 (%)



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 14: 食品饮料行业基金持股比例持续走高 (%)



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 15: 2018Q3 度前十大基金重仓股食品饮料占三席

2018Q1		2018Q2		2018Q3	
股票简称	基金重仓比例	股票简称	基金重仓比例	股票简称	基金重仓比例
建设银行	5.94%	建设银行	4.69%	中国平安	6.43%
中国平安	4.50%	中国平安	2.64%	建设银行	6.19%
分众传媒	2.00%	分众传媒	1.69%	贵州茅台	2.64%
贵州茅台	1.96%	工业富联	1.60%	招商银行	2.12%
招商银行	1.64%	贵州茅台	1.46%	宁德时代	1.59%
美的集团	1.47%	韵达股份	1.24%	伊利股份	1.39%
伊利股份	1.39%	伊利股份	1.04%	分众传媒	1.38%
格力电器	1.38%	招商银行	1.03%	格力电器	1.20%
五粮液	1.08%	格力电器	1.02%	美的集团	0.96%
视源股份	0.88%	建设银行	1.00%	五粮液	0.94%

数据来源: WIND, 华融证券整理

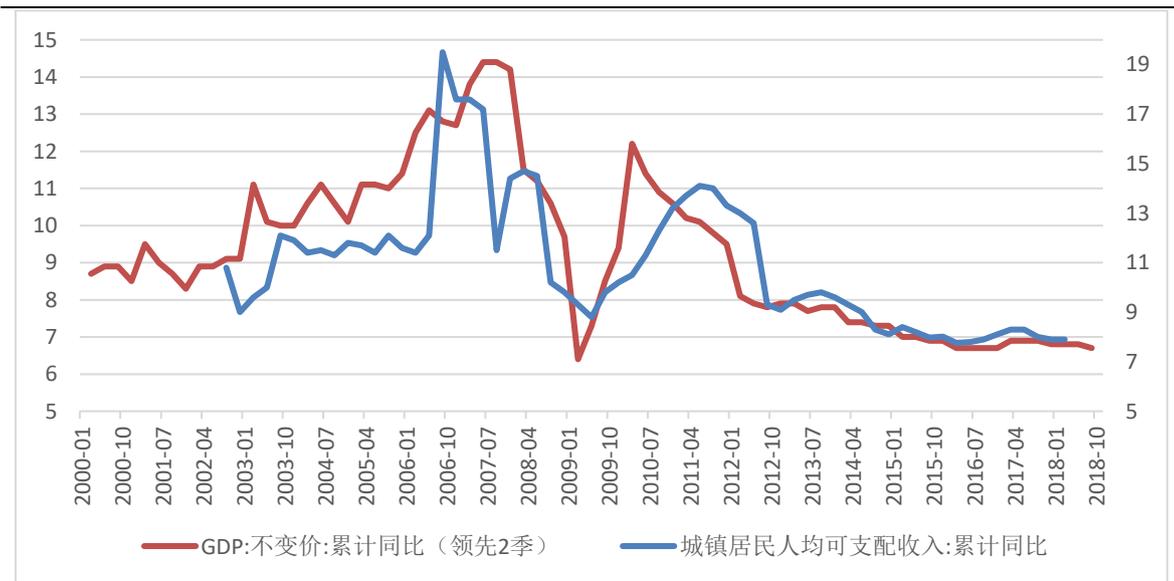
二、政策对冲经济下滑，消费依然稳定

我们预计 2019 年宏观经济下行仍将延续。经济下行将降低居民可支配收入，从而影响消费。但个税改革等对冲政策将提振短期消费，预计 2019 年消费整体依然平稳。食品类消费需求略微下降，但因食品具有必须消费品特征，预计 2019 年行业增长相对稳定，部分护城河较宽、份额较大的龙头企业具有较强的抗周期性。

1、宏观经济下行，消费面临下滑压力

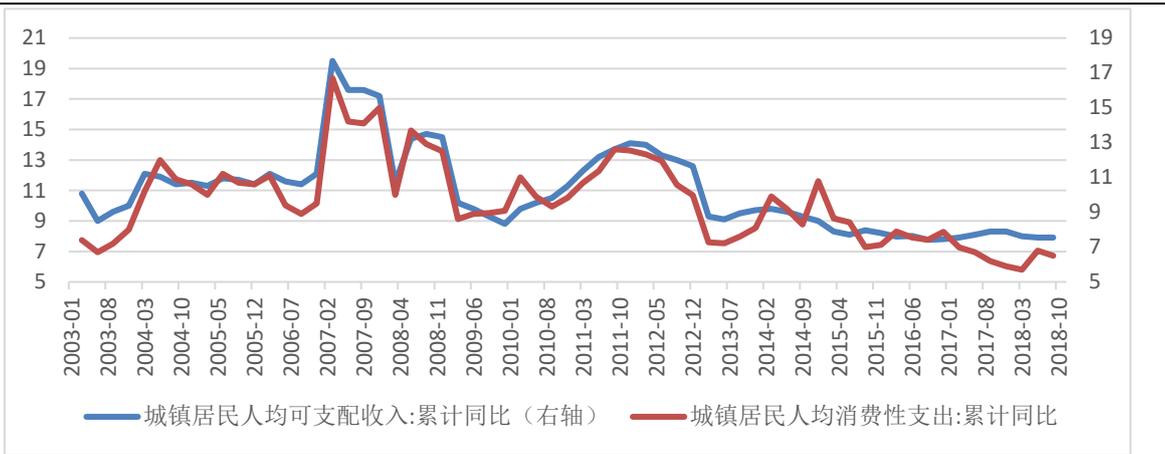
2018 年在金融去杠杆、贸易战、供给侧改革等背景下，宏观经济开始下行，四季度实际 GDP 下降至 6.4%。从总量的角度看，经济下行会导致居民收入降低，从而影响消费。下列图表显示：实际 GDP 领先居民消费约两个季度，2019 年居民收入预计仍将随着经济下行而下降。此外不论用居民消费支出还是社会消费品零售总额衡量消费，居民收入和消费对应良好，意味着 2019 年宏观经济下行仍将使消费面临下滑压力。

图表 16：2018 年宏观经济下行，居民收入水平随之下滑



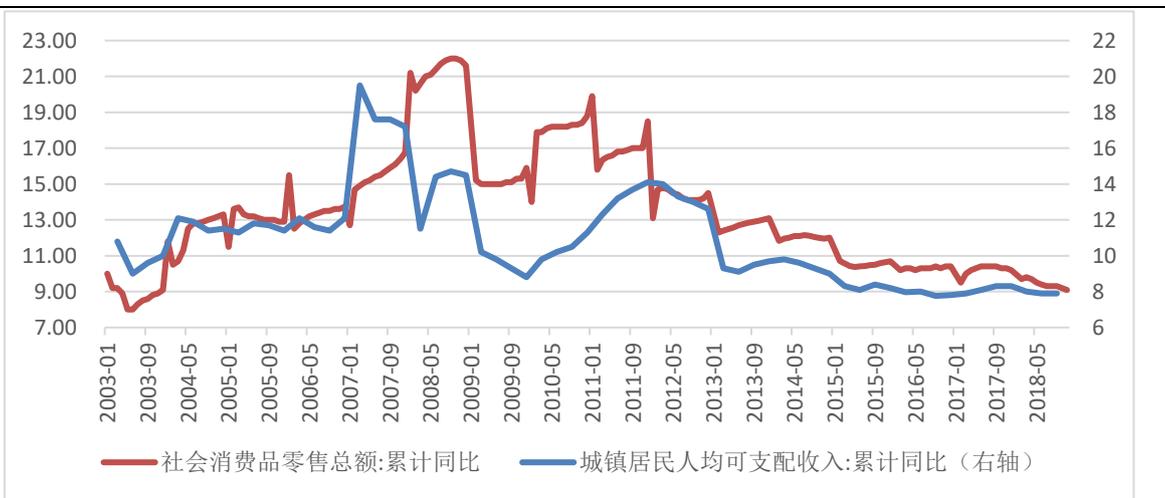
数据来源：WIND、华融证券整理

图表 17: 居民消费支出随收入降低而下滑



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 18: 社会消费品零售总额同样跟随收入下滑



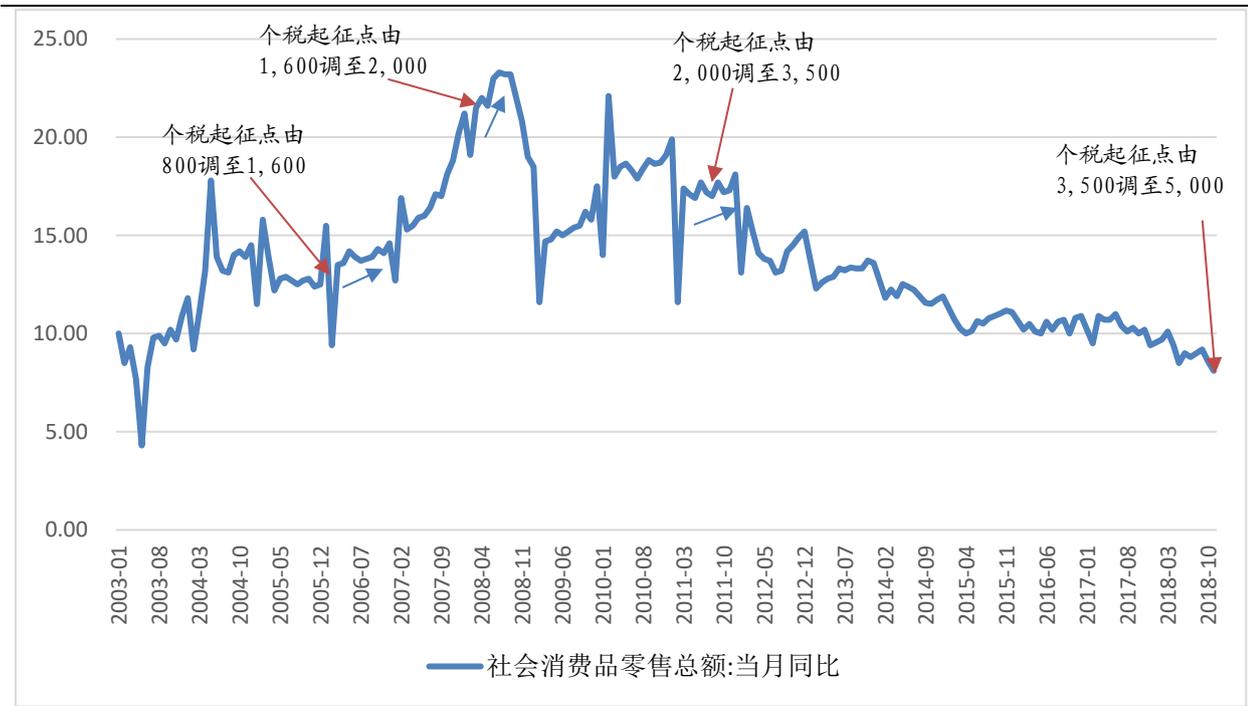
数据来源: WIND、华融证券整理

2、个税改革等政策对冲经济下滑，提振短期消费

在经济下行期，个税改革、积极的财政政策均能促进消费，其中前者对促进个人消费更有效，后者对促进政府消费更有效。个税改革由 2009 年 1 月起正式实施，个税起征点调至 5,000 元。我们认为此次个税起征点的上调及相关的个税改革措施将提高居民的可支配收入，并在短期内将提振居民消费。回顾历史上的三次个税改革：2006 年 1 月个税起征点由 800 元上调至 1,600 元，

2008年3月个税起征点由1,600元上调至2,000元,2011年9月个税起征点由2,000元上调至3,500元。可以发现历次个税上调后,社会消费品零售总额均出现了短期的回升。因而我们认为个税改革政策的实施后短期内会提振消费,预计2019年消费整体依然平稳。

图表 19: 历次个税改革均会提振短期消费



数据来源: WIND、华融证券整理

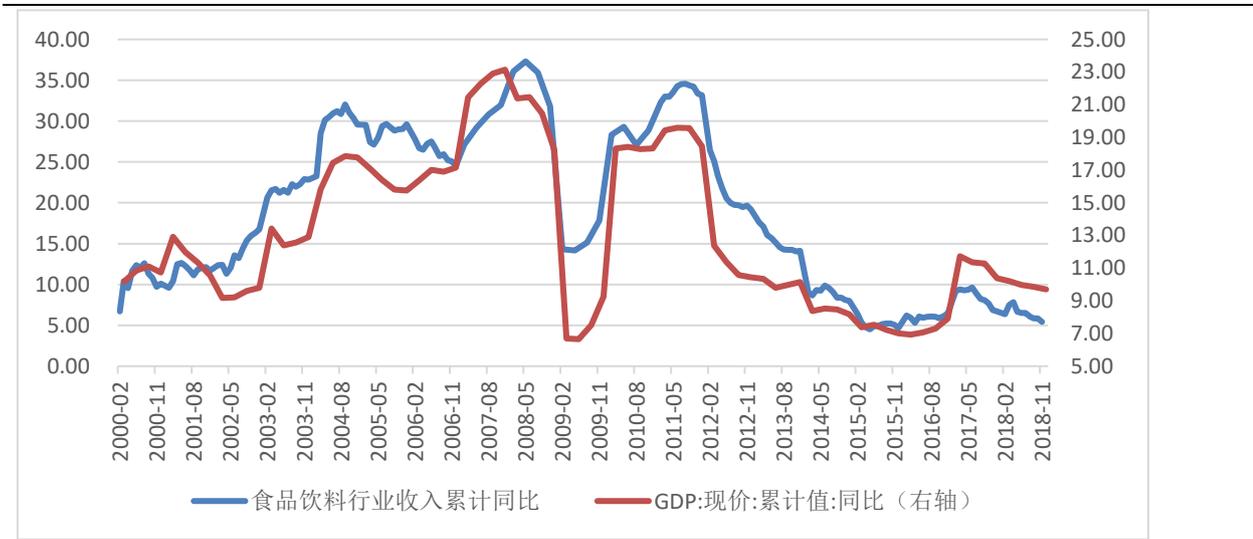
3、行业需求略有下降, 部分龙头抗周期性强

对于一般消费品而言,居民收入水平对其需求影响较大。食品饮料作为消费领域的重要行业,其行业需求也在一定程度上也受到居民收入影响。回顾历史数据,食品饮料行业收入的确与居民可支配收入、名义GDP等指标高度吻合。我们预计2019年宏观经济将继续下行,行业需求受此影响将有所下滑,但因食品饮料行业具有必需消费品的特征,下降幅度有限。

虽然宏观经济对行业需求有一定的影响,但从微观企业的角度看,一些具有较宽护城河、较高市场份额、或者品牌稀缺性的企业往往具有较强的抗周期性。以贵州茅台、伊利股份和海天味业为例,贵州茅台为高端白酒绝对龙头,具有品牌稀缺性;伊利股份为乳制品行业双子星之一,市场份额最高;海天味业为调味品行业绝对龙头,提价能力最强。自2010年以来,宏观经济持续下

行,但这三家公司的业绩与实际 GDP 走势并没有明显的相关性,甚至在 2016 年以来 GDP 持续下行的背景下,三家公司的业绩大幅增长。意味着这些龙头企业具有较强的抗周期性。

图表 20: 食品饮料行业收入与宏观经济密切相关



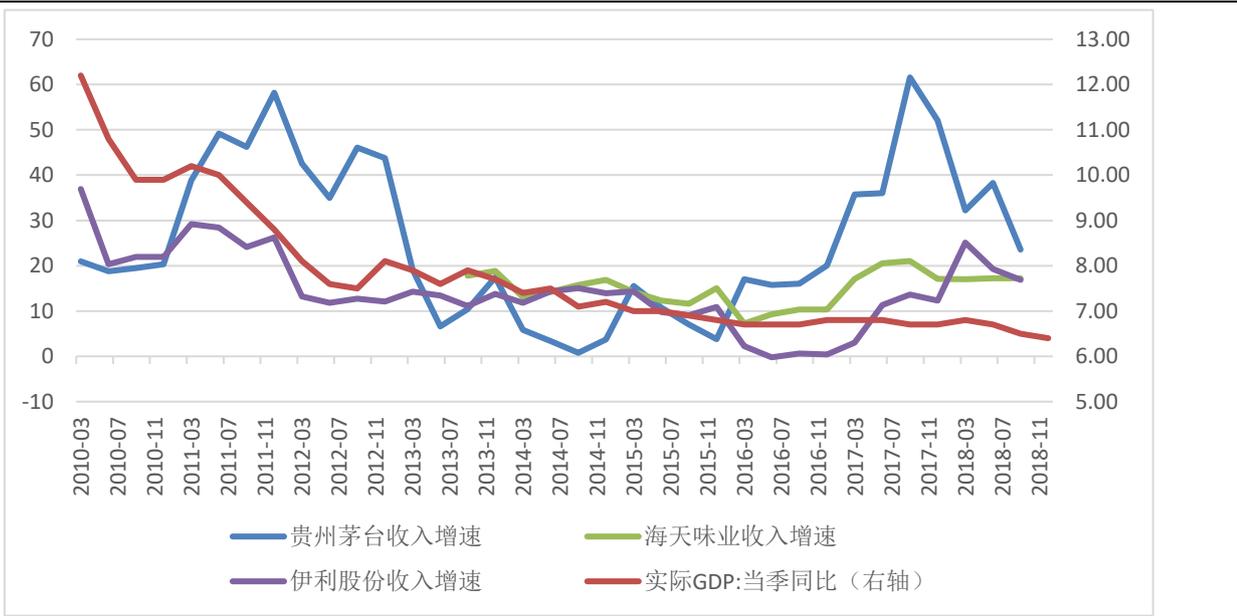
数据来源: WIND、华融证券整理 (注: 行业收入增速为农副食品加工业、食品制造以及酒、饮料和精制茶制造业的加权平均)

图表 21: 居民可支配收入是影响行业需求的重要因素



数据来源: WIND、华融证券整理 (注: 行业收入增速为农副食品加工业、食品制造以及酒、饮料和精制茶制造业的加权平均)

图表 22: 宏观趋势下行, 部分龙头企业抗周期性强 (%)



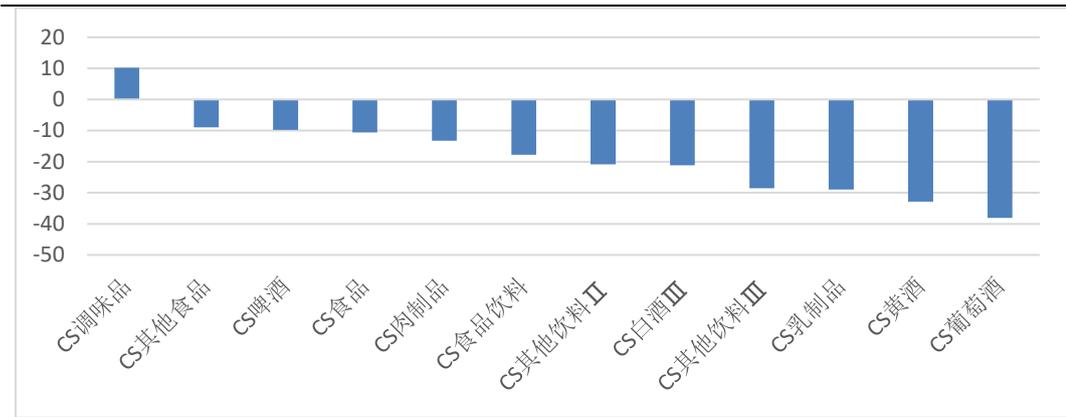
数据来源: WIND、华融证券整理

三、白酒: 步入平稳增长期, 品牌分化依旧

1、白酒板块二级市场表现回调较大

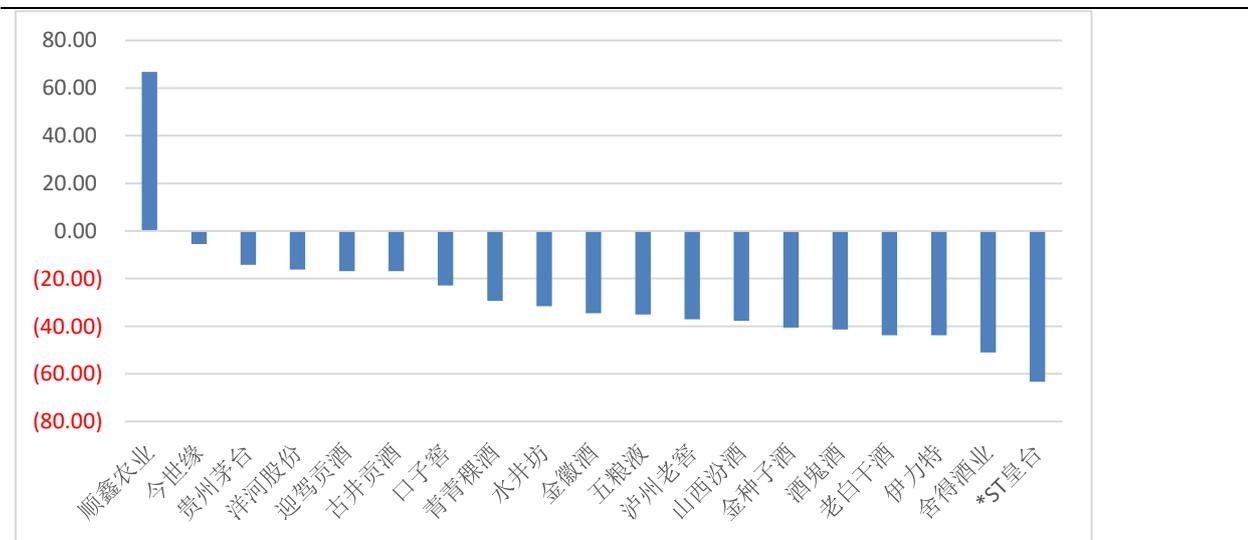
白酒板块 2017 年度表现靓丽, 涨幅达 55.98%, 而 2018 年受宏观经济及整体市场行情影响, 白酒板块回调较大, 涨幅为-21.15%, 仅有调味品板块涨幅为正。个股方面, 顺鑫农业一枝独秀 (涨幅 66.82%), 其余个股涨幅均为负。今世缘、贵州茅台、洋河股份跌幅较小, 伊力特、舍得酒业、ST 皇台跌幅居前。

图表 23: 2018 年食品饮料子行业涨跌幅情况 (%)



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 24: 从个股涨幅看, 顺鑫农业一枝独秀 (%)



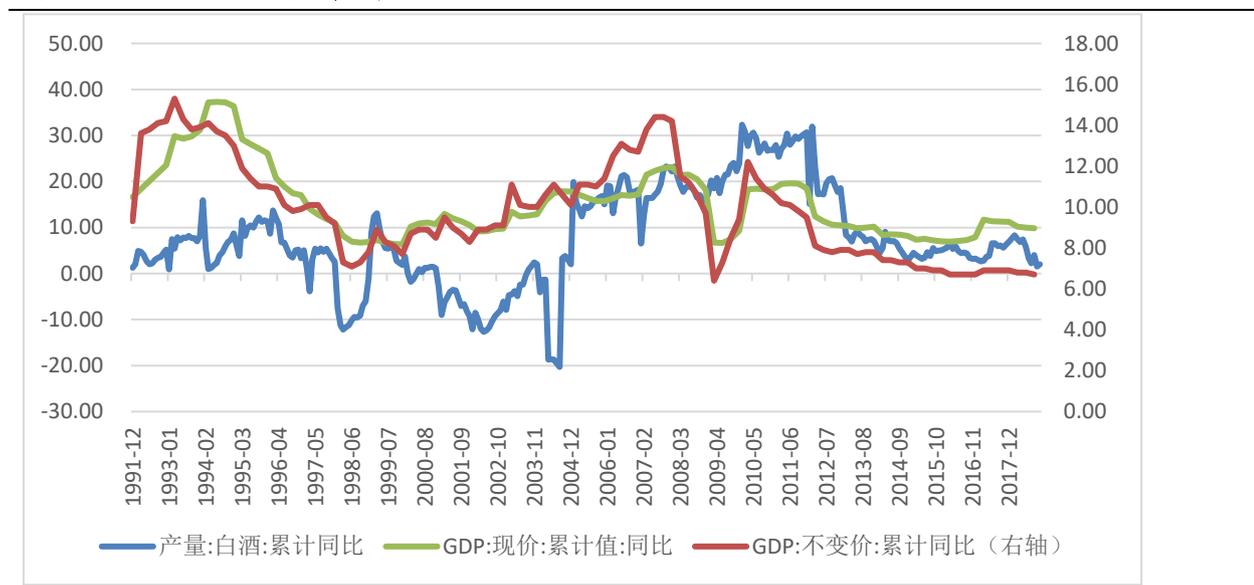
数据来源: WIND、华融证券整理

2、经济下行或将减少白酒需求

白酒属于可选消费品, 具有一定的周期性, 经济下行或将减少白酒行业需求。由于白酒价格较高, 且并不属于必须消费品, 因而其周期性强于食品饮料行业中的其他子行业。我们可以发现, 白酒的产量与名义 GDP 以及实际 GDP 均有良好的对应关系, 这意味着白酒产量受宏观经济周期影响显著。我们预计

2019 年宏观经济将继续下行，而这将使白酒行业需求下降。白酒行业自 2015 年复苏以来经历了 2016-2018 年上半年的超高速增长，预计自 2019 年开始，行业增速将开始小幅放缓。

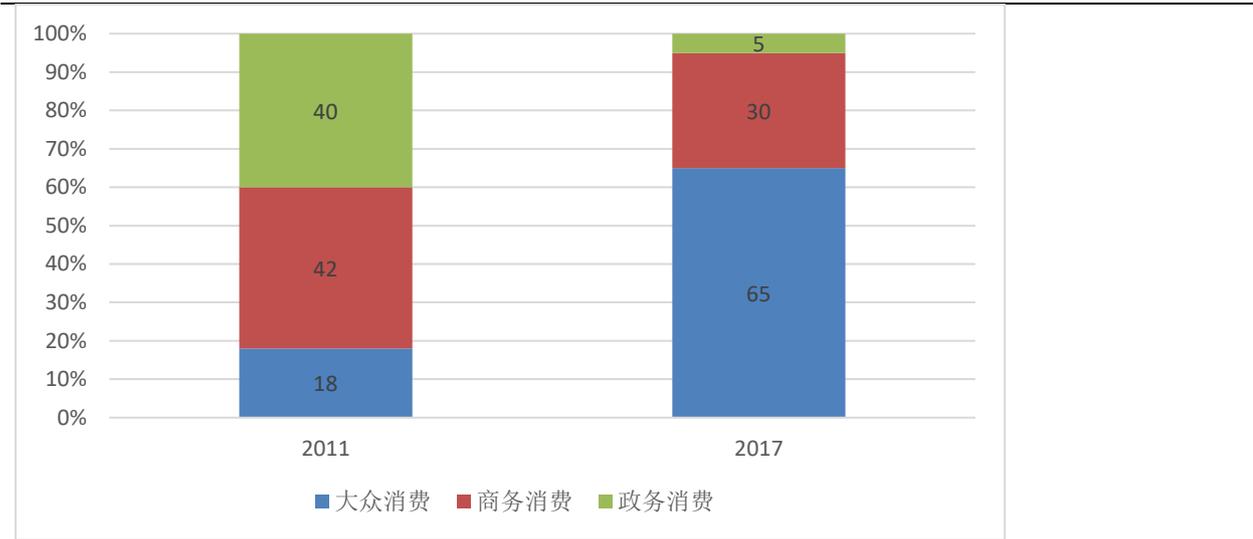
图表 25：白酒增速与宏观经济周期密切相关



数据来源：WIND、华融证券整理

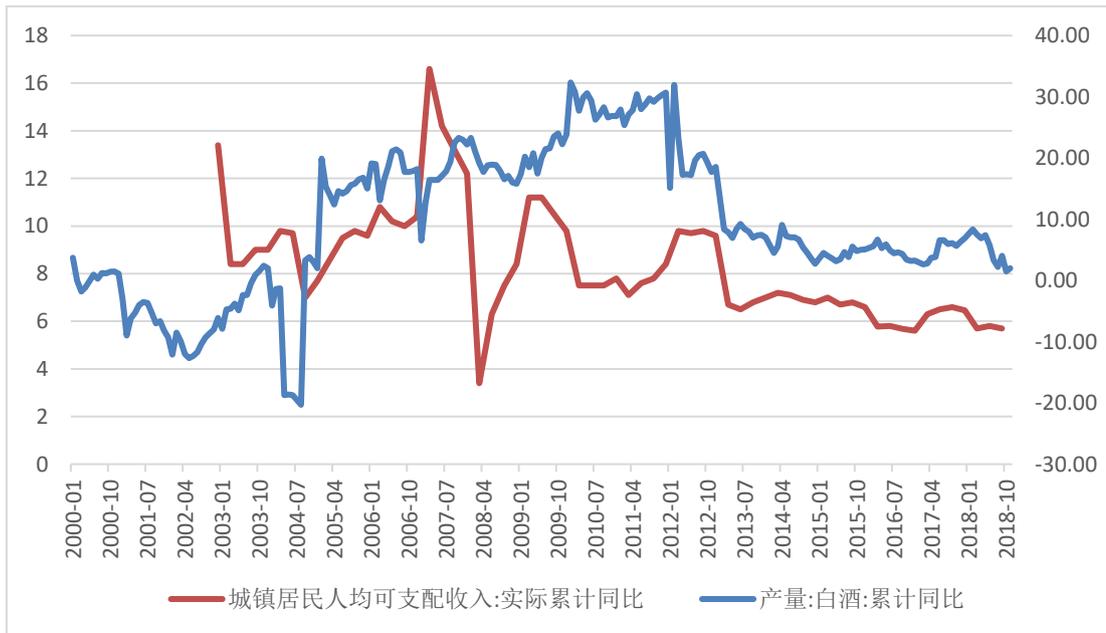
白酒与宏观经济周期同步的原因在于：自 2012 年限制“三公消费”以来，白酒的需求结构变化巨大，由政商主导转变为大众及商务消费主导。2011 年政务消费占比 40%，商务消费占比 42%，大众消费占比 18%；2017 年政务消费占比 5%，商务消费占比 30%，大众消费占比 65%。而大众消费及商务消费与宏观经济周期密切相关。一般而言，军政消费对价格并不敏感，而个人消费则和大多数消费品类类似，和可支配收入息息相关。我们可以发现，白酒产量的历史增速和居民的可支配收入增速十分吻合。此外，白酒的商务消费也和工业生产、投资等宏观经济指标密切相关。这也说明 2019 年宏观经济下行，居民收入下滑的预期下，白酒行业增速预计同样放缓。

图表 26: 白酒需求结构发生巨大转变, 大众消费占比显著提高 (%)



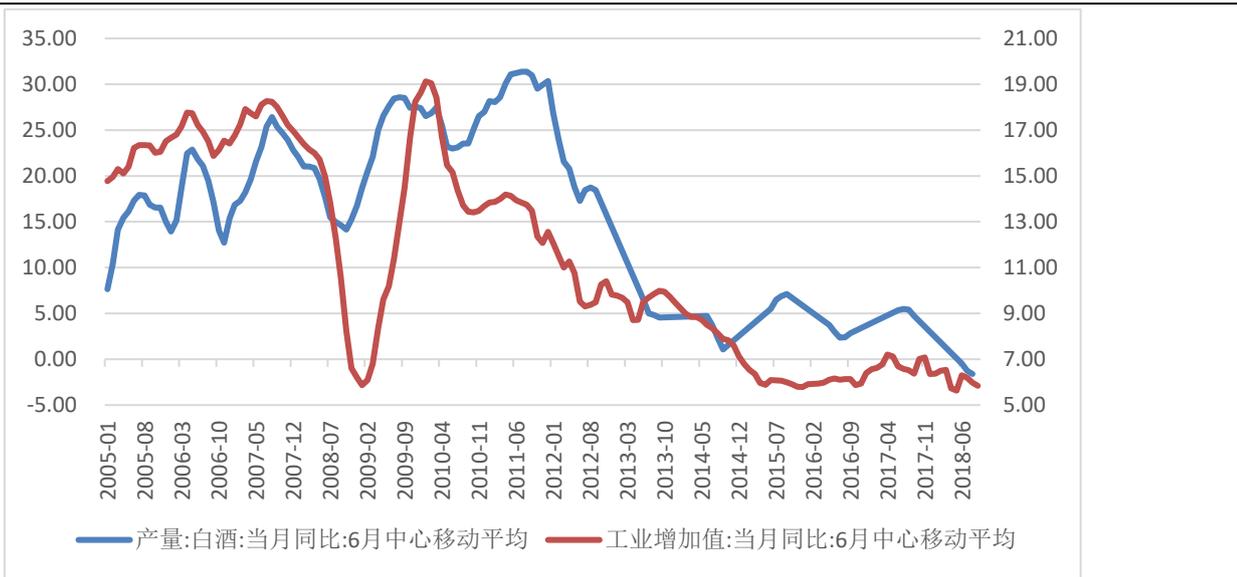
数据来源: 糖酒快讯、华融证券整理

图表 27: 白酒增速与居民可支配收入密切相关



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 28: 白酒增速与工业生产高度一致



数据来源: WIND、华融证券整理

3、从周期看白酒: 宏观周期与行业周期叠加, 2019 年增速或将放缓

白酒消费价格较高, 属于可选消费品, 在食品饮料行业中具有较强的周期性。但观察白酒产量的增速或者其他碎片化的数据较难直接观察到白酒的周期性及其内在的机理。因此, 我们使用了学术研究中处理时间序列数据常用的 HP 滤波法对白酒产量增速进行分解, 以分离白酒产量的长期趋势和短期波动。分解得到代表长期趋势的趋势项, 以及短期周期性波动的周期项。

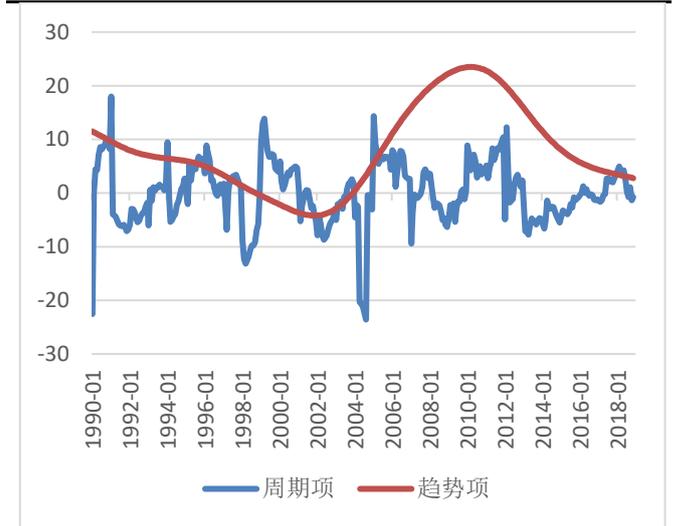
通过 HP 滤波分析, 我们认为白酒行业是周期性较强的行业, 其周期性是宏观经济周期与行业周期叠加的结果, 行业周期由行业供求规律决定。如下列图表所示: HP 滤波分解后的长期趋势项与 GDP 波动一致 (剔除 2008 年经济危机的扰动), 说明白酒行业的长期趋势由宏观经济周期决定。周期项反应了短期波动, 也即行业周期。行业周期主要由行业供求规律决定, 当白酒供不应求时, 价格上涨导致厂商扩大投资, 直到供过于求, 价格下降导致厂商利润下滑甚至破产退出, 产量减少, 于是形成了产量和价格的周期性波动。HP 滤波分解的周期项表明, 白酒大致经历了 5 次行业周期 (剔除经济危机、行业整顿等冲击的扰动), 每轮周期大约 5-6 年。而本轮周期起始于 2013 年, 目前已进入下行阶段。而 2019 年预计宏观经济下行仍将延续, 叠加行业周期步入下行阶段, 我们认为 2019 年白酒行业将告别超高速复苏增长时期, 进入平稳增长阶段。

图表 29: 白酒产量增速难以直接观察到周期性



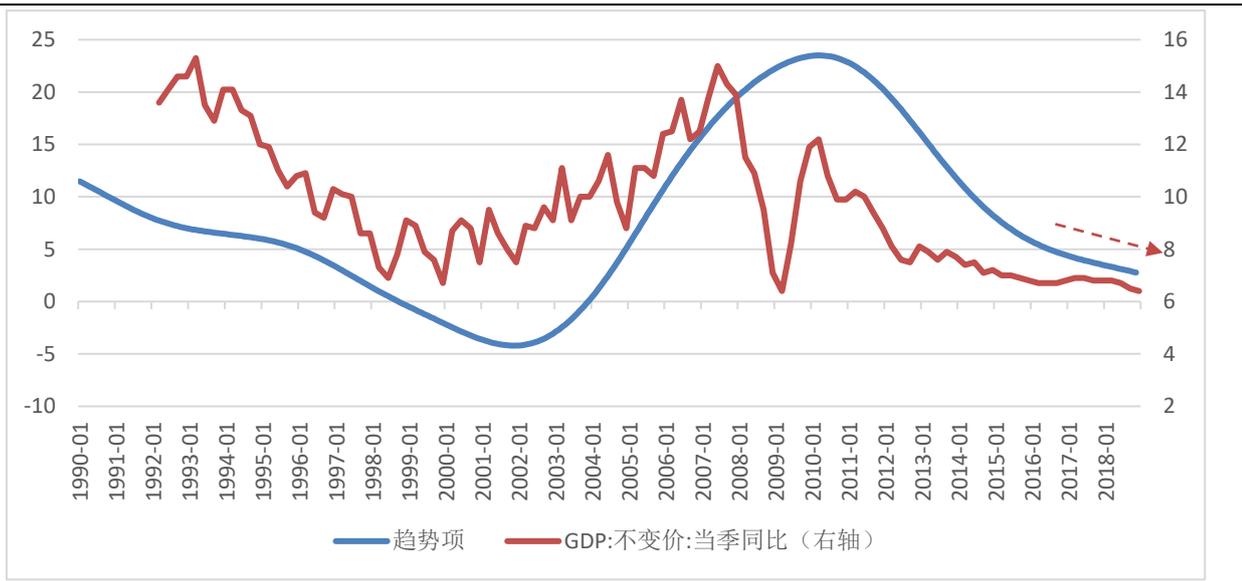
数据来源: WIND、华融证券整理

图表 30: HP 滤波分解后的长期趋势项与短期周期项



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 31: 长期趋势项主要与宏观经济周期相关



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 32: 短期周期项由行业供求规律决定, 目前经历了 5 轮行业周期



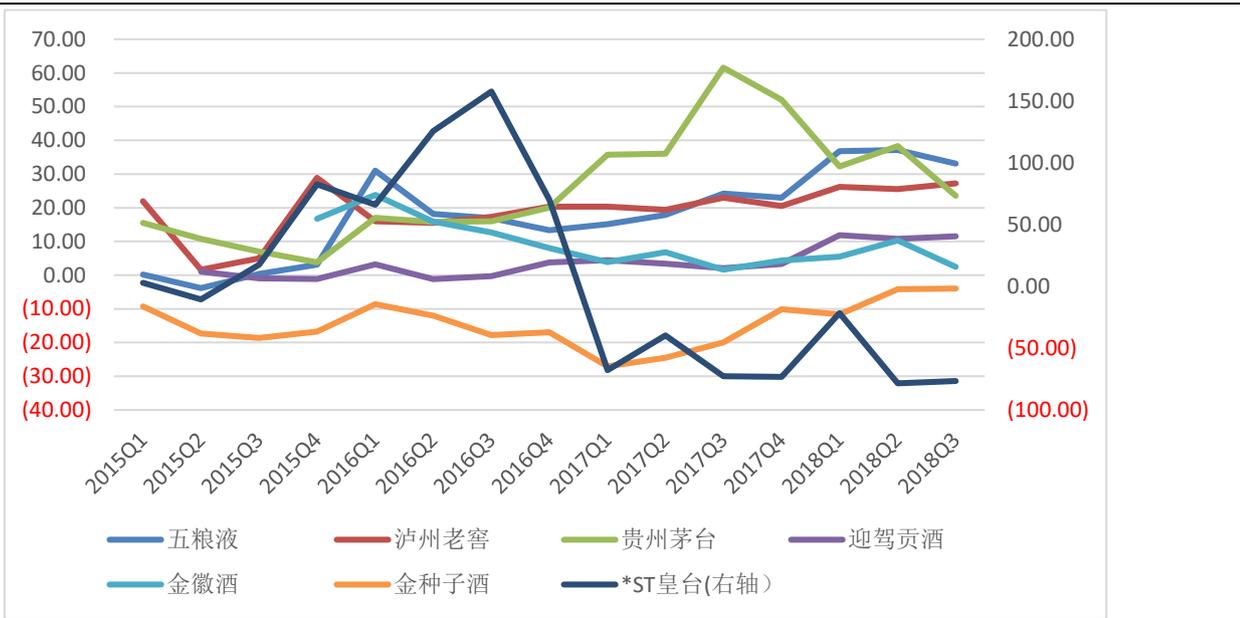
数据来源: WIND、华融证券整理

4、白酒品牌分化依旧延续, 优质个股具有抗周期性

随着居民收入水平和健康意识的不断提高, “少喝酒, 喝好酒” 的喝酒观念不断深入人心, 人们对品牌的诉求不断提高, 一线白酒品牌与三线白酒品牌的差距不断拉大, 预计 2019 年这一趋势仍将延续。一线白主要为茅、五、泸三家, 三线白酒主要是地方性的白酒品牌。从价格方面看, 中高档白酒需求旺盛, 52 度中高档白酒价格自 2015 年以来显著回升, 而低端白酒表现低迷, 52 度中低档白酒价格开始出现下滑, 说明中高端品牌白酒需求更大。从上市公司业绩对比看, 一线白酒企业茅台、五粮液、泸州老窖无论从收入增速还是利润增速都明显拉开了三线酒企, 品牌化趋势明显, 白酒行业内部品牌分化可见一斑, 2019 年预计仍将延续。

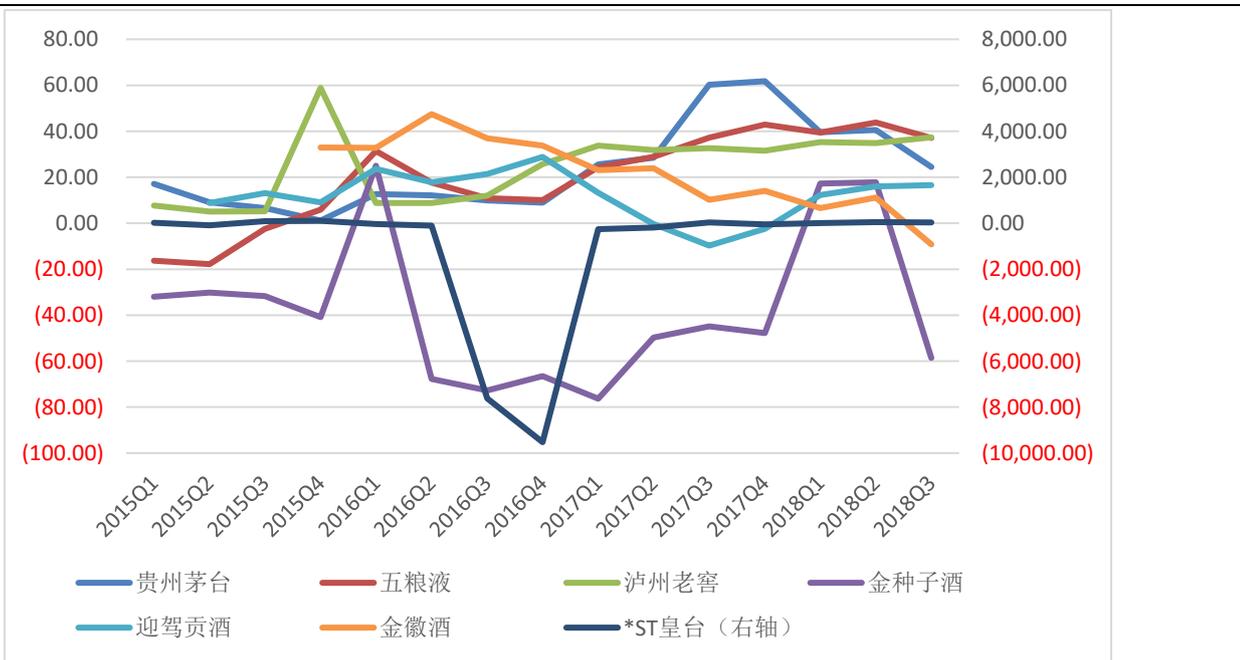
个股方面, 具有品牌稀缺性、较宽的护城河、一定的定价能力等特征的企业往往具有抗周期性。以贵州茅台为例, 贵州茅台入选历届品酒会名酒名录, 具有极强的品牌力和极宽的护城河, 是高端白酒的绝对龙头, 此外茅台酒具有投资属性, 这些因素使得茅台酒在经济下行时仍具有旺盛的需求, 表现为抗周期性。从历史数据看, 2010 年以来, 宏观经济持续下行, 贵州茅台业绩和股价均表现出了抗周期性, 这也印证了我们的判断。

图表 33: 一线白酒收入与三线白酒明显分化



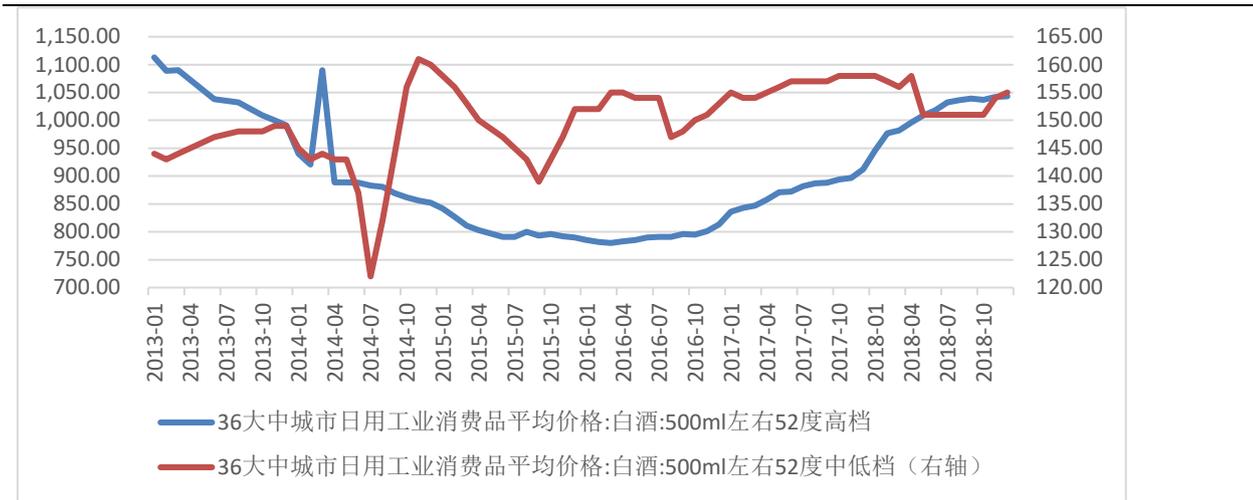
数据来源: WIND、华融证券整理 (注: 一线品牌包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 三线品牌包括迎驾贡酒、金徽酒、金种子酒以及 ST 皇台。)

图表 34: 一线白酒利润与三线白酒明显分化



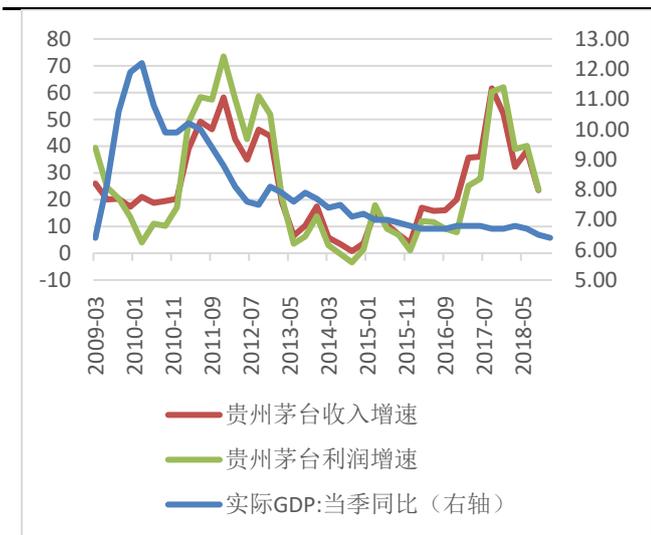
数据来源: WIND、华融证券整理 (注: 一线品牌包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 三线品牌包括迎驾贡酒、金徽酒、金种子酒以及 ST 皇台。)

图表 35: 高档白酒和中低档白酒价格走势分化



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 36: 贵州茅台业绩具有抗周期性



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 37: 贵州茅台股价具有抗周期性



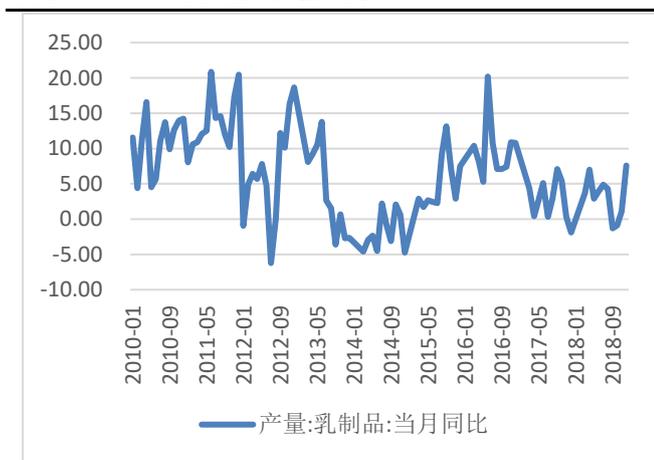
数据来源: WIND、华融证券整理

四、乳制品：行业回暖，龙头优势明显

1、乳制品行业收入利润增速回升，龙头表现突出

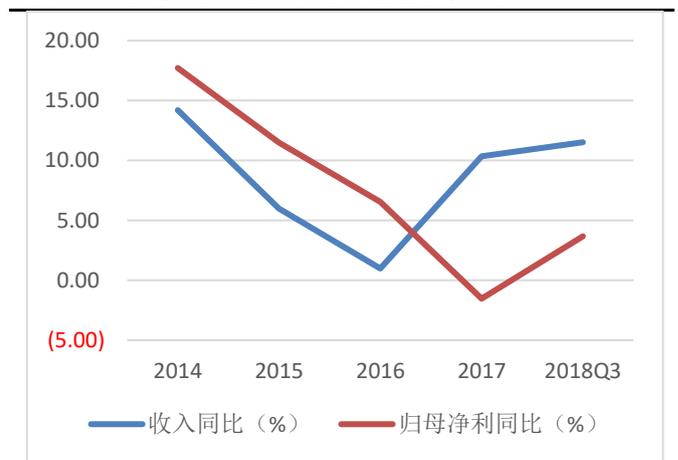
2018 年乳制品行业整体产量逐步回升，2018 年 12 月同比增速已回升至 7.6%，为近两年内新高。上市公司方面，2018 年前三季度，乳制品板块收入和利润增速均有所回升，增速分别为 11.52% 和 3.68%，分别较上年提升 1.18 和 5.21 个百分点。优质的龙头企业凭借品牌、产品和渠道优势，业绩表现突出，并有望继续保持良好的增长态势。其中，2018 年前三季度伊利股份实现营业总收入 613 亿元，同比增长 16.88%；归母净利润 50.48 亿元，同比增长 2.24%；扣非净利润 46.88 亿元，同比增长 2.74%。伊利收入增速显著高于行业，但由于推出新品等原因，费用投入增速高达 30%，影响利润。预计 2019 年公司费用率将降低，增厚利润。

图表 38：2018 年乳制品产量回暖



数据来源：WIND、华融证券整理

图表 39：乳制品板块收入和利润增速同样回升



数据来源：WIND、华融证券整理

2、原奶价格呈下行趋势，乳企业绩有望持续改善

从国外主要乳品价格指数来看，国际粮农组织奶类价格指数领先 GDT 鲜奶价格指数约 6 个月，国际粮农组织奶类价格在年中回升后出现拐头向下迹象，GDT 鲜奶价格指数年初以来持续温和上涨，根据领先滞后关系，2019 年或将步入下行周期。此外，美国牛奶价格、新西兰恒天然原奶价格均已现下行迹象。综合 GDT 价格指数、国际粮农组织奶类价格指数、恒天然原奶价格、美国牛奶

价格来看，国际奶价总体或处于周期顶部，明年国际原奶价格或将步入下行区间，利好国内乳企。从国内下游厂商情况看，乳企 2018 年营销力度较大，销售费用增长较快。而 2019 年奶价下行将利好乳企原料成本，叠加营销力度或有减缓，龙头企业又能进一步将成本端上行压力向下传导，并具有提价能力，明年业绩有望持续改善。

此外，受益于消费升级，市场对酸奶等高端奶制品需求也不断提升，因此也会带动乳企产品结构升级，改善企业利润。当前市场牛奶与酸奶的平均价均在平稳上升，原奶成本处于下行通道，乳企通过产品结构升级转移提高毛利，费用投放也逐步趋缓，业绩有望持续改善。

图表 40: 国际奶类价格指数开始下行



数据来源: WIND、GDT、华融证券整理

图表 41: 国际原奶价格步入下行区间



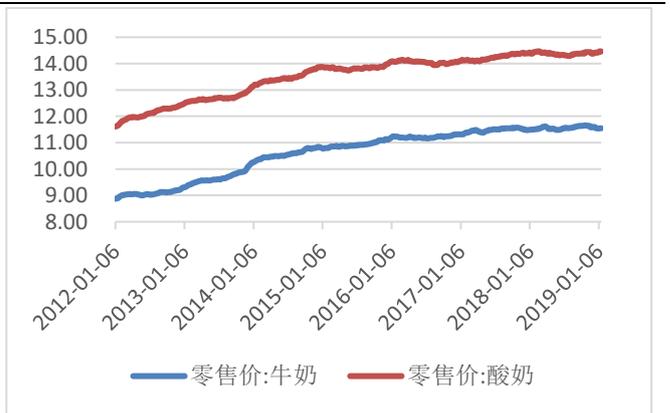
数据来源: WIND、GDT、华融证券整理

图表 42: 国内生鲜乳价格或见顶回落



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 43: 牛奶和酸奶零售价格持续抬升

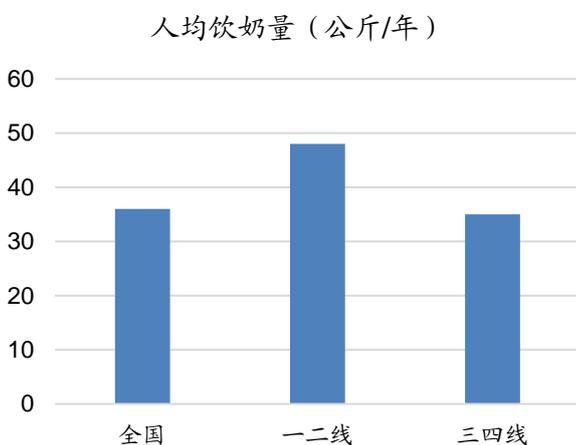


数据来源: WIND、华融证券整理

3、三四线城市乳制品消费仍有空间

根据乳制品工业协会的统计，2016年中国人均饮奶量为36公斤/年，其中一二线城市的人均饮奶量为48公斤/年，但是三四线城市的人均饮奶量仅有15公斤/年，明显低于全国平均水平，具有较大的上升空间。另外，随着我国城镇化水平的提升，农村地区的收入和消费水平均有显著的提升，农村地区社会零售品总额增速自2012年起持续超过城市地区，消费能力显著提高。虽然目前三四线城市常见牛奶、酸奶等乳制品已逐渐普及，但乳制品的种类，特别是高端产品方面仍有空间，例如低温奶等较高端的产品受制于冷链运输业的发展和保质期时长短等特点，在三四线城市尚未普及。

图表 44：三四线城市人均饮奶量较低



数据来源：乳制品工业协会、WIND、华融证券整理

图表 45：乡村社零增速持续高于城市地区



数据来源：乳制品工业协会、WIND、华融证券整理

4、奶粉配方注册制度落地，奶粉市场有望边际改善

根据行业内杂牌奶粉现存市场存量估算，奶粉注册制将淘汰市场上的中小杂牌奶粉企业，从而腾出150亿左右的市场空间，市场格局将更为良性。2018年作为奶粉注册制正式实施的第一年，行业开始逐渐步入正轨，2019年奶粉企业业绩有望边际改善。

五、调味品：格局稳定，产品结构升级与渠道下沉打开空间

1、人均消费量低叠加消费升级，未来行业仍有空间

以酱油为例，根据调味品行业协会的统计数据，我国酱油人年均消费约 3.7 公斤，仅及日本或其他习惯消费酱油的东方国家/地区的 30%-50%。随着人们生活水平的提高，对更高质量、更多元化种类的酱油需求也将增加，我国酱油未来仍有一定空间。近年来外卖等形式的餐饮行业开始兴起，而餐饮业对调味品需求一般大于家庭消费，未来也将增加调味品需求。此外，随着国家提升安全、质量、环保方面的要求和加大执法力度，一批质量不达标的企业将逐步被淘汰，为酱油品牌企业释放出一定空间，使其获得更大的市场份额。

调味品行业未来市场空间增量来还在于消费场景变化、渠道下沉以及消费升级。调味品应用场所为家庭消费、餐饮消费及食品加工，主要消费渠道为商超、直接供销与批发市场，随着餐饮外卖与外出就餐比重提升，调味品消费领域更多向餐饮领域转移，餐饮消费占比达 45%，超过家庭消费占比 30%；其次，城镇化加速与便利店快速发展，调味品销售渠道不断下沉，乡镇广阔的市场空间将被品牌化产品逐步被覆盖，调味品上市公司仍有空间；此外，消费升级也是行业的持续推动力，消费升级带动产品结构升级，有利于企业毛利率的持续提升。

2、品牌集中度提升，利好行业龙头

随着人们生活水平的提高，人们对健康的要求不断提高，品牌忠诚度也在提升。龙头企业品牌力更佳，食品健康的管控能力更强，从而也更易得到消费者信任，品牌集中度也不断提升。从 2018 年前三季度业绩端可以看出，上市公司延续去年优异的业绩。海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业分别达到 23.3%、36.95%、66.35%、50.69% 净利润增速，这些企业也正是各自细分领域的龙头企业。集中度的提升也使龙头企业有更高的定价权，在提价过程中有先发优势，企业应对措施积极，提价后对销量影响较小。而小企业受龙头提价影响较大，毛利空间压缩非常明显。数据显示，过去 7 年国内调味品单价 CAGR 约为 4.1%，高于香港地区 3.7%、美国 2.8%、英国 3.6% 及德国 0.8%。

通过行业前三大公司市占率比例变化，我们可以明显看到集中度的加速提升。行业 CR3 收入占比在 2011 年时为 5.4%，而截至 2016 年底占比已达到 7% 左右。全国品牌和区域优势品牌增长更快，使得调味品行业的市场份额逐渐

向龙头集中。

图表 46: 调味品行业集中度逐步提升



数据来源: 公开资料、华融证券整理

六、投资建议

自上而下看, 2019 年我们建议选择周期性较弱的调味品板块和乳制品板块。白酒板块周期性相对较强, 受周期性影响, 2019 年预计整体增速回落, 建议仅选择抗周期较强的个股进行配置。自下而上看, 应选择格局良好、业绩稳定、具有较宽护城河、具备一定提价能力或提价预期、具有品牌稀缺等特征的个股。建议关注: 海天味业、中炬高新、伊利股份、贵州茅台。

2019 年经济下行预期下, 食品饮料这样的必需消费品行业增长较为稳定, 防御性强, 且机构投资者对食品类消费白马依然偏爱, 因而我们维持行业“看好”评级。

图表 47: 2019 年重点推荐上市公司盈利预测情况

代码	简称	EPS (元/股)			PE			2019-01-29 收盘价	投资评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
603288	海天味业	1.61	1.95	2.23	45.1	37.2	32.6	72.59	推荐
600872	中炬高新	0.79	0.95	1.14	40.7	33.8	28.2	32.13	推荐
600887	伊利股份	1.06	1.20	1.37	22.9	20.2	17.7	24.30	推荐
600519	贵州茅台	27.60	32.67	37.89	24.8	21.0	18.1	685.00	推荐

数据来源: 华融证券整理

七、风险提示

1、宏观经济大幅下滑

食品饮料行业作为国民经济的一个生产部门，行业的发展与宏观经济走势息息相关。宏观经济下行将降低居民收入和消费，从而影响食品饮料行业发展。当宏观经济出现大幅下滑时，行业也会受到严重拖累，因而须注意风险。

2、市场系统性风险

食品饮料行业发展同样受到一系列系统性风险因素的影响，如政策风险、经济周期性波动风险、利率风险、购买力风险等。

3、食品安全事件

食品安全对食品饮料行业的重要性不言而喻，类似“三聚氰胺”等食品安全事件对食品饮料行业的影响是毁灭性的。但食品安全事件或多或少总是存在，很难根除，仍须注意风险。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

张科然，在此声明，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层（100020）

传真：010—85556198

网址：www.hrsec.com.cn