

**王见鹿 行业分析师**

 执业编号: S1500517100001  
 联系电话: +86 21 61678591  
 邮箱: wangjianlu@cindasc.com

**毕翘楚 研究助理**

 联系电话: +86 2161678587  
 邮箱: biqiaochu@cindasc.com

**产品提示:**

**【卓越推】**为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

**【卓越推】**行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

**【卓越推】**为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编: 100031

# 食品饮料行业

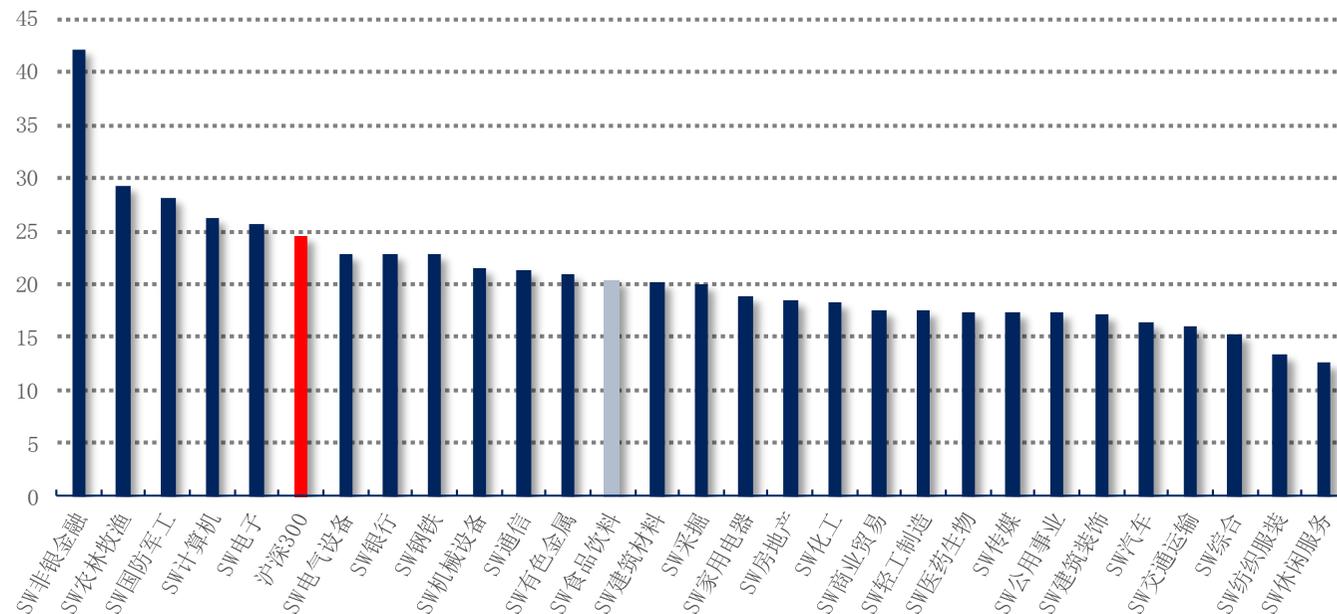
2019 年 3 月 4 日

◆ **本周行业观点:** 年报与季报披露季，各子板块及重点公司值得关注

**1、19 年开年，食品饮料板块总体表现平庸，但核心板块白酒及乳制品已强势反弹。**

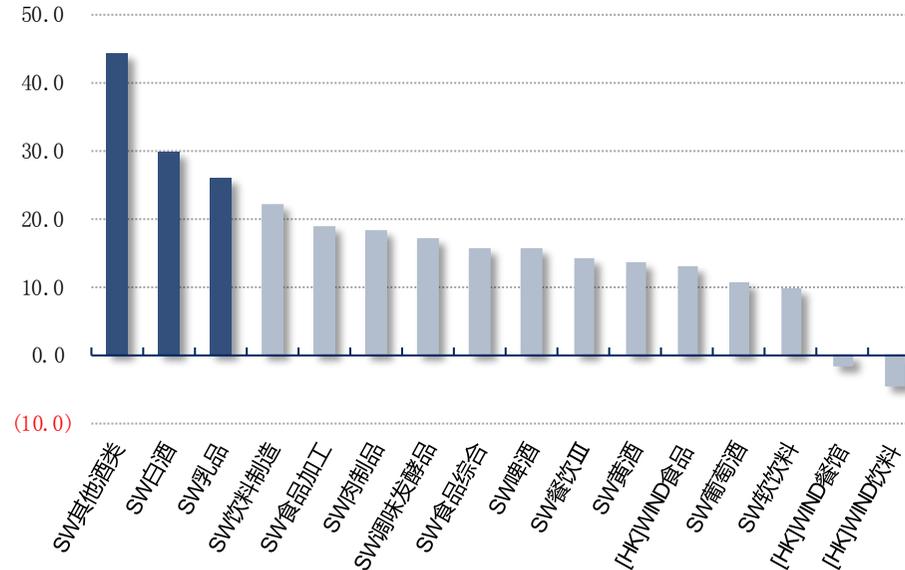
截止 2019 年 3 月 3 日，SW 食品饮料板块年初至今绝对涨幅 20.38%，同期沪深 300 指数涨幅为 24.60%，前者相对涨幅达-4.23%，尽管食品饮料板块自 2H18 的低点以来表现出了极强的反弹能力，仍跑输大盘。

图 1 SW 行业板块年初至今绝对涨跌幅 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心; 截止 2019 年 3 月 3 日

但从陆港两地子板块的区间涨跌幅可以看出, SW 其他酒类、SW 白酒和 SW 乳制品三个板块涨幅位居前三, 分别为 44.11%、29.67%和 25.94%, 其他均跑赢大盘。仅两大子板块出现跌幅, 分别为[HK]WIND 饮料和[HK]WIND 餐馆, 分别下跌-4.66%和-1.62%。

**图 2 陆港两地食品饮料子板块年初至今绝对涨跌幅 (%)**


资料来源：万得，信达证券研发中心；截止 2019 年 3 月 3 日

我们认为，食品饮料年初的走势主要受益于 A 股交易量的大幅扩大；同时，MSCI 扩容预期利好子版块龙头，板块整体估值低点反弹。

## 2、白酒板块增速放缓，遭遇估值下调

截止目前，白酒板块已通过年报或业绩快报披露 18 年全年业绩的企业共有 4 家，分别为酒鬼酒、伊力特、舍得酒业和洋河股份；收入增速和净利润增速见下表。

**表 1 白酒板块已公布 18 年增速预期的个股收入及净利润增速情况 (%)**

基准日	2019/3/4	总市值	流通股占比	营业收入增速(%)			预期净利润增速(%)		
序号	代码	(亿元)	%	2017	3Q18	2018	2017	3Q18	2018
000799.SZ	酒鬼酒	65.54	100%	34.1	37.8	35.1	47.8	58.3	27.9
600197.SH	伊力特	75.85	100%	13.3	16.5	18.0	32.6	3.6	24.9
600702.SH	舍得酒业	97.07	98%	12.1	27.8	35.0	73.0	163.4	138.1
002304.SZ	洋河股份	1,739.06	83%	15.9	24.2	21.1	13.5	23.3	22.3

资料来源：万得，信达证券研发中心；截止 2019 年 3 月 3 日

总体来看，已公布业绩个股的收入及净利润增速均快于 17 年同期；但酒鬼酒、洋河的 4Q 单季收入增速放缓；酒鬼酒、舍

得酒业和洋河股份的 4Q 单季净利润增速放缓。

结合三季度情况来看，截止 18 年 3 季度，白酒板块合计营业收入 1,535.94 亿元，增速 24.85%，较 17 年同期下降 4.08 个百分点；合计实现归母净利润 507.36 亿元，增速 30.01%，大幅下滑 12.59 个百分点。自 12 年以来的近 6 年间，白酒板块整体景气度呈加速反弹态势，营收及净利润增速在 14 年触底；但 3Q18 营业收入和归母净利润增速均较 17 年行业最好水平有所下降。

图 3 2012-2018Q3 白酒板块营业总收入与增速（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4 2012-2018Q3 白酒板块归母净利润与增速（亿元，%）

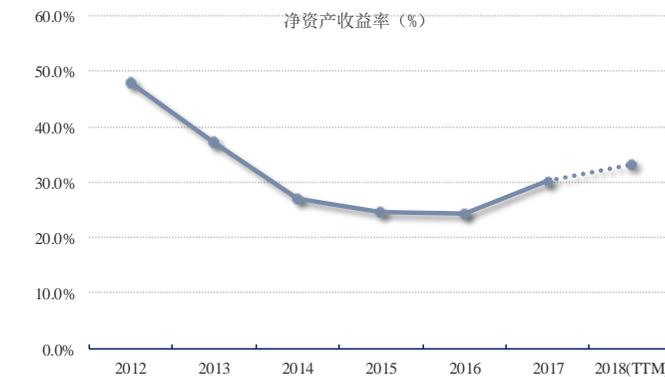


资料来源：万得，信达证券研发中心

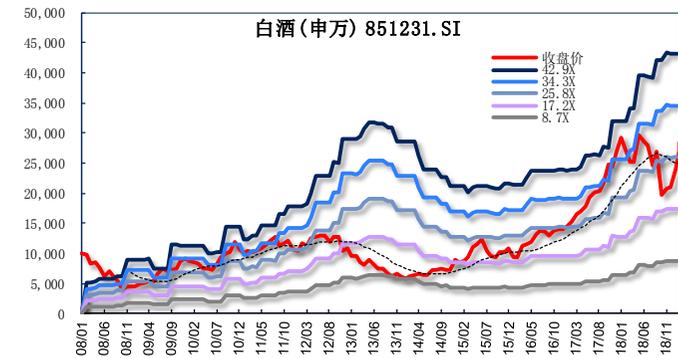
从投资回报率角度，白酒板块扣非后摊薄净资产收益率由 12 年高点时的 47.88% 快速下滑，2016 年仅为 24.34%；但随着 16-17 年白酒消费强势复苏，该指标已大幅回升，我们预计 2018 年小幅上扬。从估值角度，板块估值已从 18 年低点的 19.98x 大幅反弹至 26x 附近，突破行业均值中枢，但据前期 34x 高点仍有一定空间（截止 2019 年 3 月 3 日）。

图 5 2012-2018 (E) 白酒板块 ROE 变化情况 (%)

图 6 2008 至今 SW 白酒板块市值及估值（亿元，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心；注：预测数据为信达预测



资料来源：万得，信达证券研发中心

综上所述，我们认为 18 年 3Q 大概率为白酒板块的景气高点，进入 19 年，行业整体收入及利润增速将在高基数的影响下有所放缓；受行业整体降速影响，白酒板块的估值修复空间较小。

### 3、剔除白酒的食品饮料板块增速加快，估值触及历史低点

截止 18 年 3 季度，剔除白酒的食品饮料板块合计营业收入 2,877.12 亿元，增速 11.85%；合计实现归母净利润 235.65 亿元，增速 24.24%，两项指标均录得两位数增长，较 17 年全年增速加快。

图 7 2012-2018Q3 剔除白酒板块营业总收入与增速 (亿元, %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8 2012-2018Q3 剔除白酒板块归母净利润与增速 (亿元, %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

值得注意的是，该板块 ROE 较低，近年在 11.5%-13% 区间波动，但 18 年前 3 季度即已高于 17 年全年水平，我们预计全

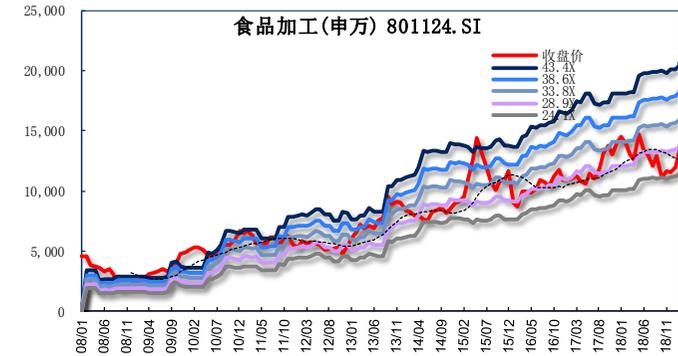
年 ROE 有望创近年新高达到近 14%。另外，从估值角度来看，SW 食品加工板块目前为 24.1x（截止 2019 年 3 月 3 日），较 18 年同期的 31.6x 有所下降，且已触及 1H14 以来的估值低点。我们因此判断，该板块仍应有估值提升空间。

图 9 2012-2018 (E) 剔除白酒板块 ROE 变化情况 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心；注：预测数据为信达预测

图 10 2008 至今 SW 食品加工板块市值及估值 (亿元, 倍)



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 4、行业运营成本进一步提高，板块内上市公司盈利能力凸显。

随着食品饮料工业化进程的加快、对物流升级需求的持续提升、以及环保、安全等要求趋严，整体来看，行业的固定资产投资有了更高的要求。但整体来看，食品饮料行业的固定资产投资增速自 2017 年以来便在低位徘徊，主要因为在金融去杠杆大背景下，部分中小企业以难以继续跟上升级进程，利润增速下降、亏损面进一步加大。

图 11 18 年饮料板块盈利能力优于食品加工，但趋势下滑 (%)

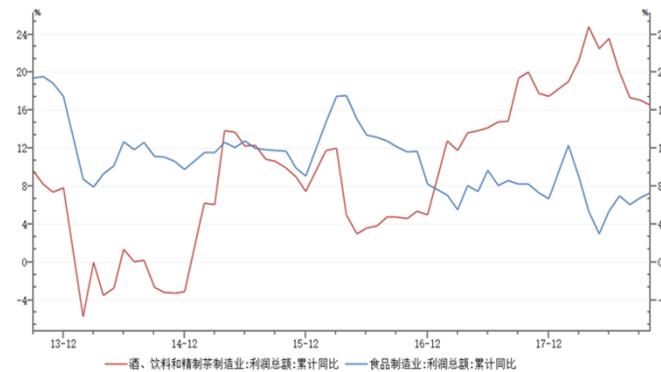
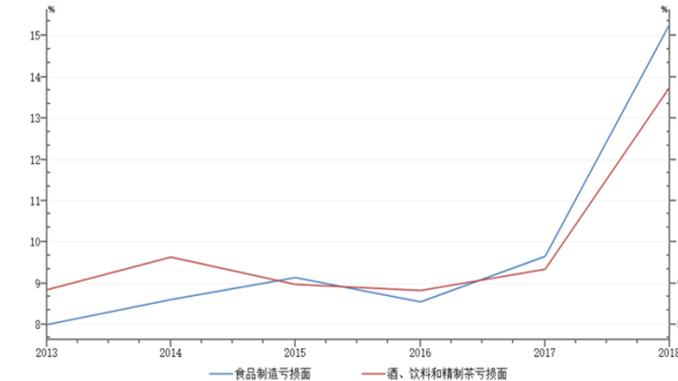


图 12 2018 年食品加工和饮料板块亏损面大幅增加 (%)

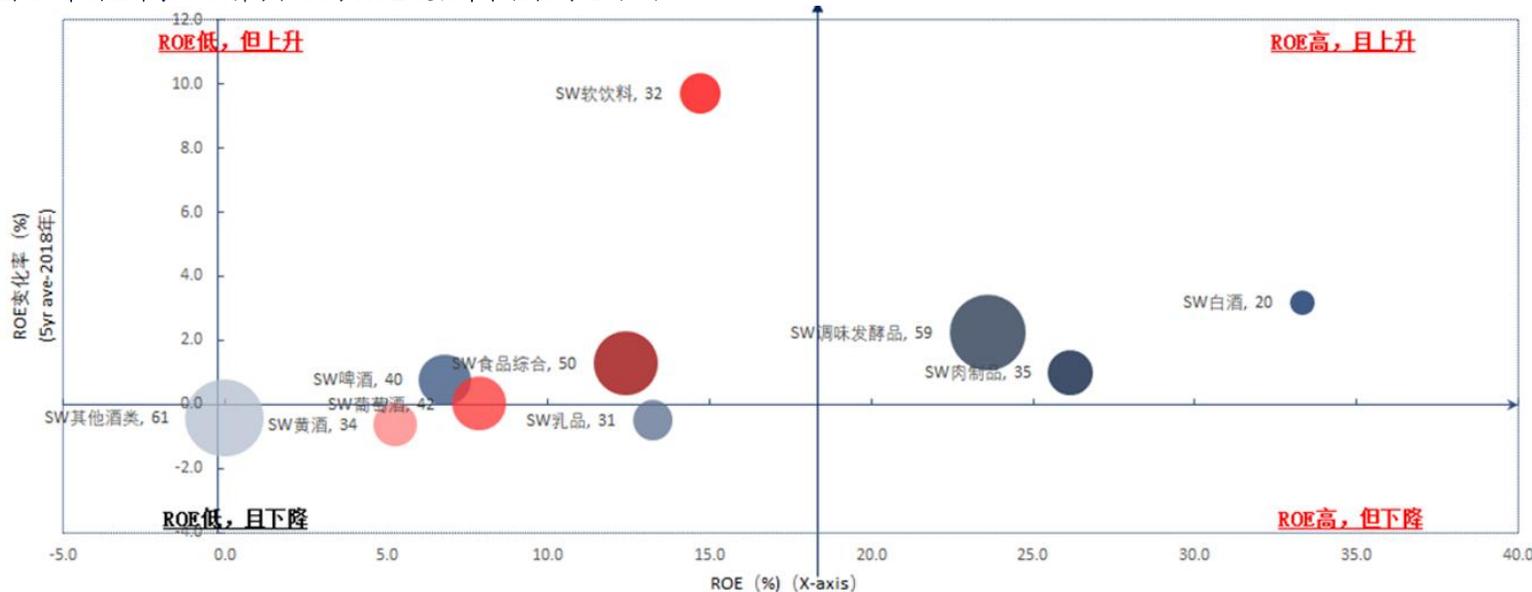


资料来源：万得，信达证券研发中心

资料来源：万得，信达证券研发中心

但根据 3Q18 的上市公司数据，除乳制品外，食品饮料各子板块的 ROE 均较 17 年同期有所提升。

图 13 中国上市食品饮料子板块的 ROE 变化率和估值对比 (%)



资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

其中软饮料子板块中，成分股承德露露、养元股份和香飘飘都呈现了良性的增长。而白酒、肉制品和调味发酵品等子品类 ROE 继续提升，很大程度上得益于行业的集中度提升带来的议价能力提升。

乳制品子板块今年 ROE 出现了小幅下滑，可能受营销费用增长的影响，但其估值较 18 年同期的 37x 下降至今年的 31x，如果 19 年进一步实施精细化管理，盈利能力仍有望企稳回升。乳业春节良好动销奠定 19 年开门红基础，全年稳增基调清晰。

图 14 2012-2018Q3 乳制品板块归母净利润与增速 (亿元, %)

图 15 2012-2018 (E) 乳制品板块 ROE 变化 (%)



资料来源：万得，信达证券研发中心



资料来源：万得，信达证券研发中心；注：预测数据为信达预测

**5、风险提示：**宏观经济下行：消费者对某品类需求转弱；公司产能投放不达预期；成本过高影响行业毛利率水平；政策抑制调价机制；食品安全问题爆发。

❖ **本期【卓越推】：**暂无推荐。

## 研究团队简介

**王见鹿，食品饮料行业分析师。**多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

**毕翹楚，研究助理，**复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。