

行业研究/动态点评

2019年03月05日

行业评级:

食品饮料

增持 (维持)

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

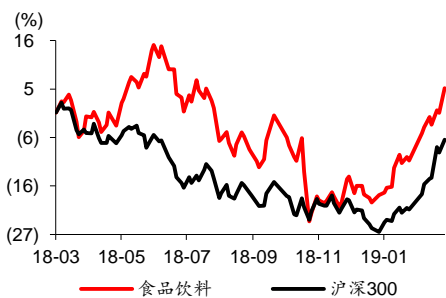
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 010-56793951
联系人 zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《汤臣倍健(300146,买入): 加大品牌投入, 大单品三箭齐发》2019.02
- 2 《泸州老窖(000568,买入): 升品牌扩市场, 力争实现品牌复兴》2019.02
- 3 《舍得酒业(600702,增持): 营销持续发力, Q4 低档酒明显改善》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

从确定性和弹性看增值税率影响

增值税率调整对食品饮料加工企业的影响

增值税是价外税, 预计税率下调的成果主要由企业享受

由于绝大多数食品饮料加工企业的客户是终端消费者, 而普通消费者是无法通过进项税实现增值税抵扣, 是增值税的实际承担者。因此增值税的税率下调后, 理论上减税的成果将由生产企业和消费者共同享受, 但是成果在二者之间的分配比例则由生产企业的定价能力决定, 考虑到个人消费者与生产企业相比处于相对弱势的地位, 我们认为整体而言生产企业将是此次增值税率下调的主要受益者。

从确定性看: 以贵州茅台为代表的强议价能力企业受益确定性相对较高

由于增值税率下调后生产企业之间存在博弈, 以份额优先为主要竞争策略的企业存在下调出厂价的可能性。因此竞争优势更加明显的企业受益的确定性相对较高。以贵州茅台为例, 由于飞天茅台当前仍处于供不应求的状态, 贵州茅台具有较高的可能性受益于本次增值税率的下调, 在飞天茅台 969 元的出厂价不变的假设下, 其中包含的增值税从 134 元 (按 16% 增值税率计算) 下降至 111 元 (按 13% 增值税率计算), 这意味着飞天茅台的收入确认价格从 835 元上升至 858 元, 税率下调等同于产品提价 3%。

从弹性看: 以青岛啤酒为代表的低净利率企业受益弹性更大

由于制造业的增值税率下调的幅度相同, 净利率水平更低的行业受益的弹性更大。在众多食品饮料细分领域当中, 以啤酒和速冻食品为代表的行业的净利率水平较低, 龙头企业 2013~2017 年平均净利率仅为 5.85% (青岛啤酒) 和 1.65% (三全食品)。在产品出厂价不调整的前提假设下, 这些低净利率行业受益的程度更大。

支撑我们判断的重要假设: 经销商在此次增值税调整中扮演中性角色

绝大多数的食品饮料加工企业依赖其庞大的经销商队伍将产品分销至各零售终端, 经销商的利润来自于终端零售价和产品出厂价之间的差额。如果经销商在产业链中话语权较强, 则可能在本次增值税率调整中出现产品出厂价下调而终端零售价不调整的情况, 在这种情况下, 增值税率下调的主要受益者则是经销商, 而非加工企业和消费者。因此支撑我们此前判断的一个重要假设是经销商只能将出厂价的变动等比例的传导至终端零售价。

风险提示: 行业竞争加剧; 食品安全问题。

重点推荐

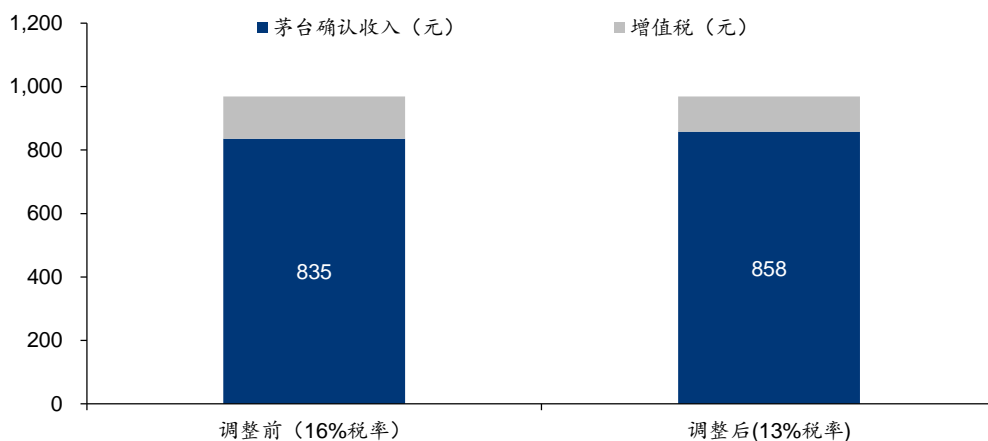
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	781.86	买入	21.56	26.90	30.91	36.19	36	29	25	22
600600	青岛啤酒	40.29	买入	0.93	1.17	1.46	1.77	43	34	28	23
002216	三全食品	7.89	买入	0.09	0.14	0.23	0.36	88	56	34	22

资料来源: 华泰证券研究所

确定性看白酒，弹性看啤酒和速冻食品

确定性看白酒。以茅台为例，在飞天茅台出厂价不调整的假设条件下，飞天茅台 969 元的出厂价中包含的增值税从 134 元（按 16% 增值税率计算）下降至 111 元（按 13% 增值税率计算），这意味着飞天茅台的收入确认价格从 835 元上升至 858 元，税率下调等同于产品提价 3%。

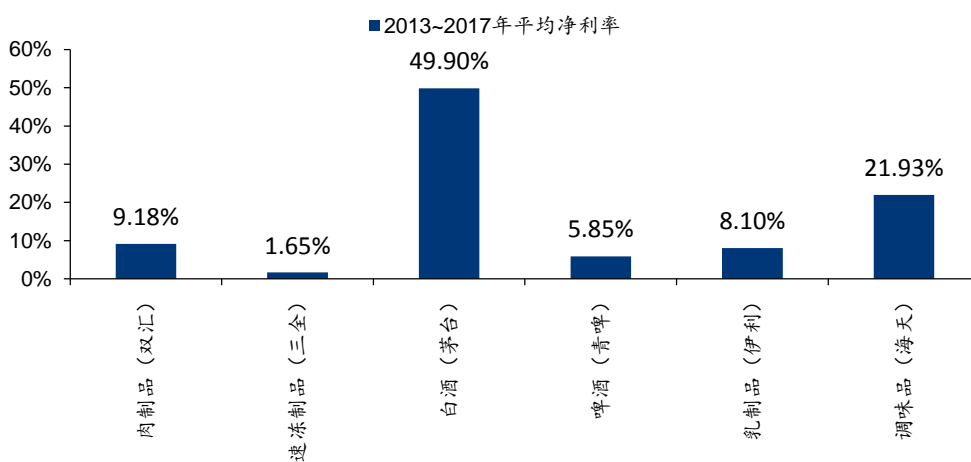
图表1：在出厂价不调整的假设下，增值税从 16% 下调至 13% 等同于飞天茅台提价 3%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

弹性看啤酒和速冻制品。在众多食品饮料细分领域当中，以啤酒和速冻食品为代表的行业的净利率水平较低，龙头企业 2013~2017 年平均净利率仅为 5.85%（青岛啤酒）和 1.65%（三全食品）。在产品出厂价不调整的前提假设下，这些低净利率行业受益的程度更大。

图表2：在出厂价不调整的假设下，净利率水平较低的速冻制品和啤酒受益弹性较大



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com