

# 资金流入支撑估值 标配龙头超配成长

## —— 食品饮料行业二季度投资策略

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019年03月15日

### 证券分析师

刘瑀  
022-23861670  
liuyu@bhzq.com

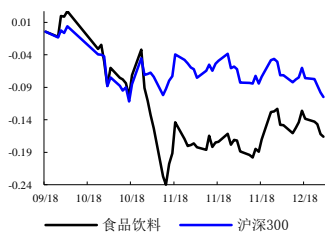
### 子行业评级

白酒	看好
其他饮料	中好
食品	看性

### 重点品种推荐

五粮液	增持
今世缘	增持
中炬高新	增持
重庆啤酒	增持
西王食品	增持

### 最近一季度行业相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点:

#### ● MSCI 增加 A 股权重，板块估值持续获得支撑

2019年3月1日, MSCI 宣布将于今年逐步增加 A 股权重由 5% 提高至 20%。扩容全部完成后, MSCI 新兴市场指数中将有 253 只中国大盘 A 股以及 168 只中国中盘 A 股, A 股在此指数中的权重将由 0.71% 升至 3.3%。

根据 MSCI 测算, 扩容完成后将有约 660 亿美元增量资金流入 A 股市场, 叠加 QFII 额度提升, A 股市场尤其是低估值蓝筹类白马龙头将更加获得外资的青睐。根据我们测算, 今年 1-2 月北向资金合计净流入资金达 1210.8 亿元, 约占 2018 年全年净流入资金的 41.15%。未来, 北向资金的持续流入将使得食品饮料板块估值获得支撑。

#### ● 白酒标配高端，超配区域

从板块整体看, 白酒处于历史估值中枢相对底部, 向上仍有估值修复空间。从配置上看来, 高端白酒依然价格稳健, 建议作为长期配置。此外, 建议关注业绩提速确定性较高的次高端区域性白酒作为超配。

高端白酒方面, 茅台近期发生较多变革, 但实际目的都是为品牌发展保驾护航, 这是茅台真实的护城河所在。从春节动销数据看, 并不存在市场所担忧的渠道库存过多、开瓶率低、社会资金炒作等问题。五粮液则坚守品牌高度, 在保证产品价格的大前提下尽力确保销量, 后期公司营销工作逐步推进将有望推动公司进一步发展。整体来看, 高端白酒仍然稳健, 具有长期配置价值。

次高端白酒前期存在过于乐观的问题, 导致库存较高, 价格下滑过快。但拉长长时间轴, 随着消费结构迁移, 次高端的真实需求将继续增长价格将继续提高, 次高端仍是发展空间最大的品种。次高端中, 我们更看好业绩提速确定性较高的区域性白酒品牌。

#### ● 大众品把握龙头，调味品最优

在大众品方面, 我们认为调味板块由于市场空间大、品牌优势强及周期性较弱等特点, 在各细分领域中的优势最为明显。从一季度动销来看, 龙头企业库存情况良好, 预计全年仍将保持 10% 以上高速增长。

啤酒子板块中, 包材成本中瓦楞纸价格高位回落, 但玻璃价格仍高位震荡且有进一步上升的趋势, 因此成本上行压力仍存。长期来看, 啤酒利润结构调整、高端进程加速以及产能优化将使得该板块存在长期投资机会。

乳业龙头企业仍然在进一步进行渠道下沉、优化产品结构, 耐心等耐必将有所收获。而休闲食品则需要关注品牌的进一步发展、渠道扩张及新品单品的

上市效果。

### ● 投资建议

今年以来（截至到 2010 年 3 月 13 日），食品饮料板块整体上涨 25.90%，沪深 300 指数上涨 22.85%，行业跑赢沪深 300 指数 3.05 个百分点，位列中信 29 个一级行业第 13 位。子板块中，白酒上涨 34.29%，其他饮料上涨 15.70%，食品上涨 15.43%。截至 3 月 13 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 29.2/5.29，板块近 10 年平均 PE 为 31.03，平均 PB5.38，目前板块整体估值仍然低于历史均值。长期来看，白酒仍然具有配置价值，建议继续优选提前应对行业变化趋势，品牌优势明显的龙头类个股。在大众品方面，建议长期关注基础消费品品牌化机遇，寻找各细分领域的成长龙头，优选市场规模大、品牌优势强、周期性较弱的调味板块，此外建议继续关注保健品和休闲食品相关公司积极变化。综上，我们推荐五粮液（000858）、今世缘（603369）、重庆啤酒（600132）、中炬高新（600872）以及西王食品（000639）。

### ● 风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

## 目 录

1.短看资金支撑估值，长看变革带来业绩.....	6
1.1 MSCI 增加 A 股权重，板块估值持续获得支撑.....	6
1.2 白酒标配高端，超配区域.....	7
1.3 大众品把握龙头，调味品最优.....	7
2.酒类价格稳定，成本环境良好.....	8
2.1 白酒.....	8
2.2 啤酒&葡萄酒.....	9
2.3 乳制品.....	11
2.4 肉制品.....	12
2.5 成本环境.....	13
3.年初至今涨幅居于中位，估值仍有向上空间.....	15
3.1 行情回顾.....	15
3.2 估值.....	16
3.3 北向资金跟踪.....	16
4.季度专题研究——香精产业.....	18
4.1 行业整体情况.....	18
4.2 细分领域之烟草用香精.....	20
4.3 相关公司.....	22
5.风险提示.....	22

## 图 目 录

图 1: 贵州茅台出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	8
图 2: 五粮液出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	8
图 3: 二线白酒价格走势 (单位: 元/瓶)	8
图 4: 二线白酒价格走势 (单位: 元/瓶)	8
图 5: 白酒 (折 65 度) 产量及其增速 (单位: 万千升)	9
图 6: 白酒 (折 65 度) 销量及产销率 (单位: 万千升)	9
图 7: 啤酒产量及其增速 (单位: 万千升)	9
图 8: 啤酒进口数量及其增速 (单位: 万千升)	9
图 9: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)	10
图 10: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)	10
图 11: 我国葡萄酒产量及同比情况 (单位: 万千升)	10
图 12: 我国普通酒进口量及同比情况 (单位: 万千升)	10
图 13: Liv-ex100 红酒指数	10
图 14: Liv-ex50 红酒指数	10
图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	11
图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	11
图 17: 主产区生鲜乳均价	11
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势	11
图 19: 牛奶及酸奶零售价走势	12
图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势	12
图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)	12
图 22: 22 省市猪粮比	12
图 23: 生猪存栏变动趋势	13
图 24: 鲜、冷藏肉产量及其变动趋势 (单位: 万吨)	13
图 25: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)	13
图 26: 22 省市猪粮比	13
图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)	14
图 28: 玻璃价格指数	14
图 29: 行业年初至今涨跌排行	15
图 30: 食品饮料板块估值走势	16
图 31: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	16
图 32: 北向资金流出流出情况 (单位: 亿元)	16
图 33: 2 月份北向资金对于 MSCI 成分股持股数量变动情况	16
图 34: 2008-2017 年全球香精香料市场规模 (单位: 亿美元)	18
图 35: 2018-2024 年全球香精香料规模预测 (单位: 亿美元)	18
图 36: 全球香精香料前十大公司市场占有率	18
图 37: 全球香精香料前十大公司市场份额	18
图 38: 全球香精香料市场构成	19
图 39: 食品用香精香料构成	19
图 40: 我国香精香料整体销售情况 (单位: 亿元)	20
图 41: 我国香精香料整体消费情况 (单位: 百万美元)	20

---

图 42: 2013-18 年我国卷烟年产量情况 (单位: 亿支) .....	21
图 43: 2013-18 年我国卷烟年销量情况 (单位: 亿支) .....	21
图 44: 一至五类卷烟消费比例 .....	21

## 表 目 录

表 1: 食品饮料板块 MSCI 成分股相关数据 (截至 3 月 13 日) .....	6
表 2: cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅 (截至 3 月 13 日) .....	15
表 3: 沪 (深) 股通标的北向资金持股数量变动情况 .....	17
表 4: 全球香精香料消费市场分布 (单位: 百万美元) .....	19
表 5: 2015 年中国控烟履约相关内容 .....	20

## 1. 短看资金支撑估值，长看变革带来业绩

### 1.1 MSCI 增加 A 股权重，板块估值持续获得支撑

2019 年 3 月 1 日，MSCI 宣布将于今年逐步增加 A 股权重由 5% 提高至 20%。扩容全部完成后，MSCI 新兴市场指数中将有 253 只中国大盘 A 股以及 168 只中国中盘 A 股，A 股在此指数中的权重将由 0.71% 升至 3.3%。

根据 MSCI 测算，扩容完成后将有约 660 亿美元增量资金流入 A 股市场，叠加 QFII 额度提升，A 股市场尤其是低估值蓝筹类白马龙头将更加获得外资的青睐。根据我们测算，今年 1-2 月北向资金合计净流入资金达 1210.8 亿元，约占 2018 年全年净流入资金的 41.15%。

根据公布名单，新增食品饮料行业纳入标的包括水井坊、今世缘、口子窖、古井贡酒、顺鑫农业、燕京啤酒、安琪酵母及中炬高新。未来，北向资金的持续流入将使得食品饮料板块估值获得支撑。

表 1: 食品饮料板块 MSCI 成分股相关数据 (截至 3 月 13 日)

证券代码	证券名称	北向资金持股占流通股 比例 (%)	2018 年前三季度净 利润增速 (%)	市盈率 PE(TTM)
600519.SH	贵州茅台	26.67	23.77	29.76
000858.SZ	五粮液	25.33	36.32	24.33
603288.SH	海天味业	23.82	23.33	47.86
002304.SZ	洋河股份	21.65	26.11	20.58
600298.SH	安琪酵母	18.36	10.17	24.31
600887.SH	伊利股份	16.45	2.24	24.89
600779.SH	水井坊	15.95	90.15	35.92
000860.SZ	顺鑫农业	11.16	97.03	37.25
000568.SZ	泸州老窖	7.87	37.73	22.31
600872.SH	中炬高新	5.30	36.95	40.19
600809.SH	山西汾酒	4.37	56.89	32.32
600600.SH	青岛啤酒	3.00	12.32	34.00
000729.SZ	燕京啤酒	2.91	0.09	111.94
603589.SH	口子窖	2.58	26.68	19.92
000596.SZ	古井贡酒	2.11	57.46	26.12
603369.SH	今世缘	0.93	32.19	25.38

资料来源: WIND, 渤海证券

## 1.2 白酒标配高端，超配区域

从板块整体看，历史估值中枢在 20-25 倍这一区间，目前估值尚处下限，叠加北上资金持续流入，白酒板块估值修复仍有一定空间。从配置上看来，高端白酒依然价格稳健，建议作为长期配置。此外，建议关注业绩提速确定性较高的次高端区域性白酒作为超配。

高端白酒方面，茅台近期发生较多变革，但实际目的都是为品牌发展保驾护航，这是茅台真实的护城河所在。从春节动销数据看，并不存在市场所担忧的渠道库存过多、开瓶率低、社会资金炒作等问题。五粮液则坚守品牌高度，在保证产品价格的大前提下尽力确保销量，后期公司营销工作逐步推进将有望推动公司进一步发展。泸州老窖则通过控制出货量保证价格，短期增速预期不高。整体来看，高端白酒仍然稳健，具有长期配置价值。

次高端白酒前期存在过于乐观的问题，导致库存较高，价格下滑过快。但拉长时间轴，随着消费结构迁移，次高端的真实需求将继续增长价格将继续提高，次高端仍是发展空间最大的品种。次高端中，我们更看好业绩提速确定性较高的区域性白酒品牌。

## 1.3 大众品把握龙头，调味品最优

在大众品方面，我们认为调味板块由于市场空间大、品牌优势强及周期性较弱等特点，在各细分领域中的优势最为明显。从一季度动销来看，龙头企业库存情况良好，预计全年仍将保持 10%以上高速增长。

啤酒子板块中，包材成本中瓦楞纸价格高位回落，但玻璃价格仍高位震荡且有进一步上升的趋势，因此成本上行压力仍存。长期来看，啤酒利润结构调整、高端进程加速以及产能优化将使得该板块存在长期投资机会。

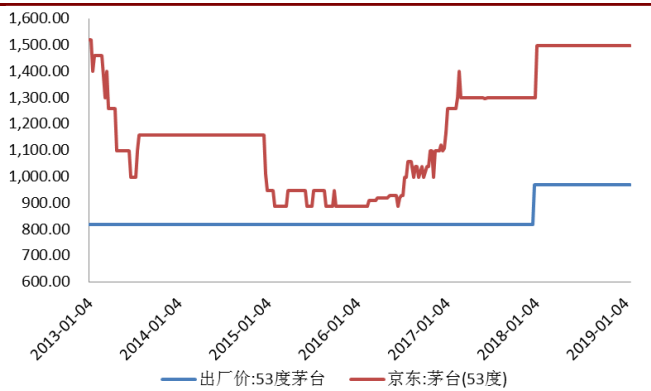
乳业龙头企业仍然在进一步进行渠道下沉、优化产品结构，耐心等耐必将有所收获。而休闲食品则需要关注品牌的进一步发展、渠道扩张及新品单品的上市效果。

## 2.酒类价格稳定，成本环境良好

### 2.1 白酒

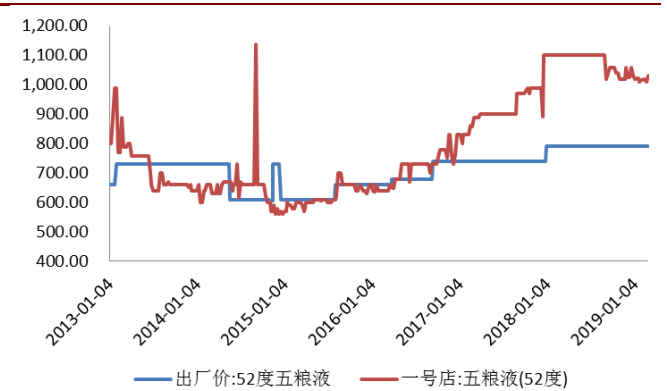
高端及次高端白酒价格总体保持稳定。高端白酒方面，2019年1月贵州茅台出厂价为969元/瓶，零售均价1499元/瓶；2019年2月五粮液出厂价789元/瓶，零售均价1015元/瓶，环比基本持平。次高端类白酒方面，2月洋河梦之蓝零售均价539元/瓶，环比下降5元；2月水井坊零售均价519元/瓶，环比增长5元。

图 1：贵州茅台出厂价及零售价（单位：元/瓶）



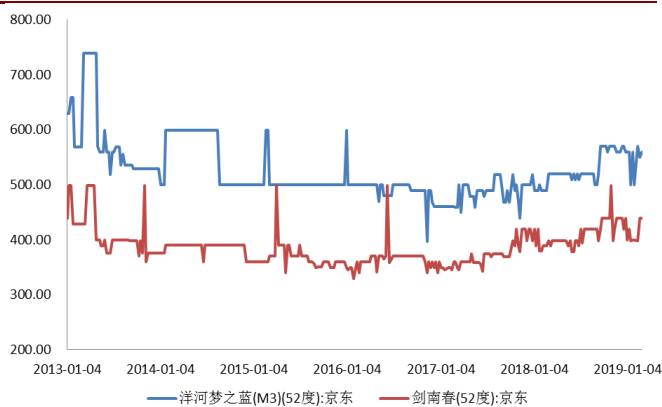
资料来源：Wind，渤海证券

图 2：五粮液出厂价及零售价（单位：元/瓶）



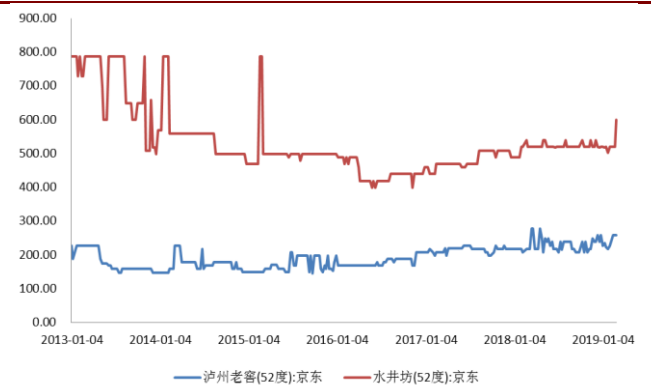
资料来源：Wind，渤海证券

图 3：二线白酒价格走势（单位：元/瓶）



资料来源：Wind，渤海证券

图 4：二线白酒价格走势（单位：元/瓶）

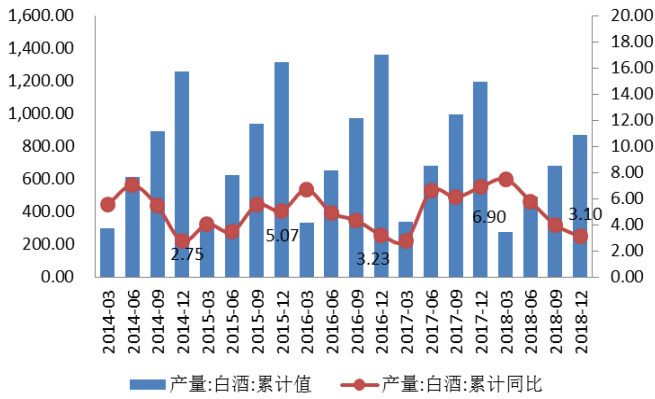


资料来源：Wind，渤海证券

白酒产量方面，2018年12月白酒（折65度）产量达到871.21万千升，同比增长3.1%；12月白酒（折65度）销量达到854.65万千升，产销率达99.3%，同比提高近1.5个百分点。

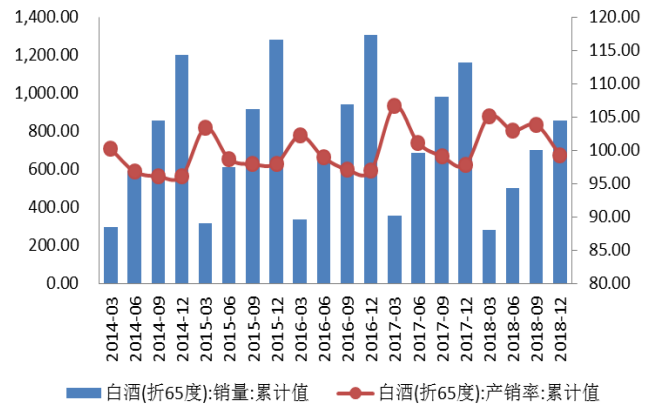


图 5: 白酒(折 65 度)产量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 白酒(折 65 度)销量及产销率(单位: 万千升)

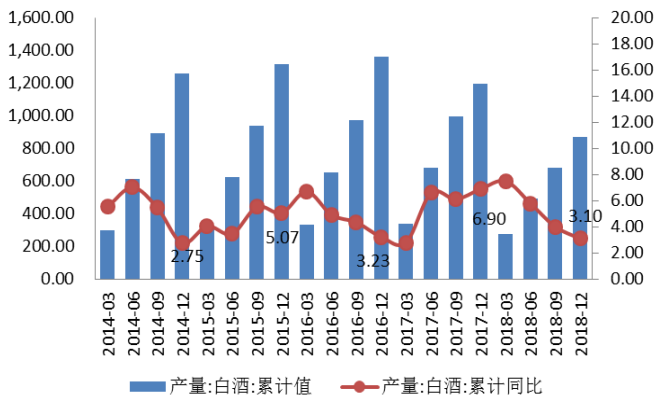


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.2 啤酒&葡萄酒

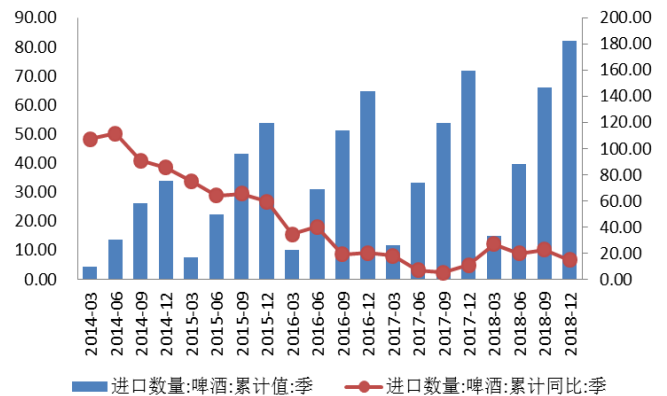
啤酒产量有所下滑, 2018 年第四季度我国啤酒产量达到 545.9 万千升, 同比下降 20.54%; 第四季度进口数量 16.15 万千升, 同比下降 8.91%。

图 7: 啤酒产量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

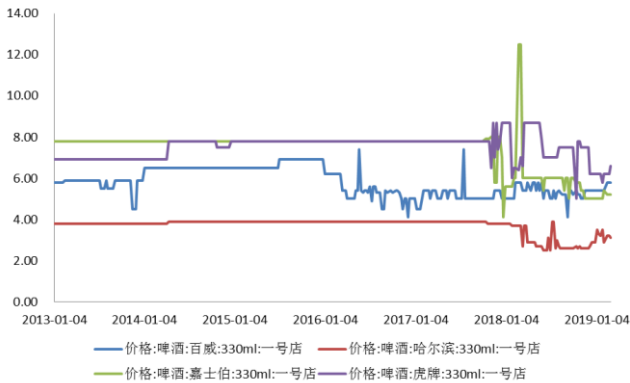
图 8: 啤酒进口数量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

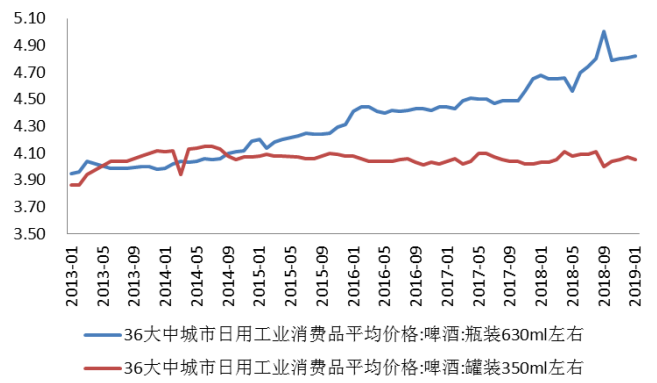
价格方面, 2019 年 2 月啤酒终端零售价格涨跌不一, 其中哈尔滨啤酒(330ml) 2 月价格环比上涨 4.94%, 同比上涨 2.53%。2019 年 1 月, 630ml 瓶装啤酒平均零售价格 4.82 元, 同比上涨 2.99%; 350ml 罐装啤酒平均零售价格 4.05 元, 同比上涨 0.5%。

图 9: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

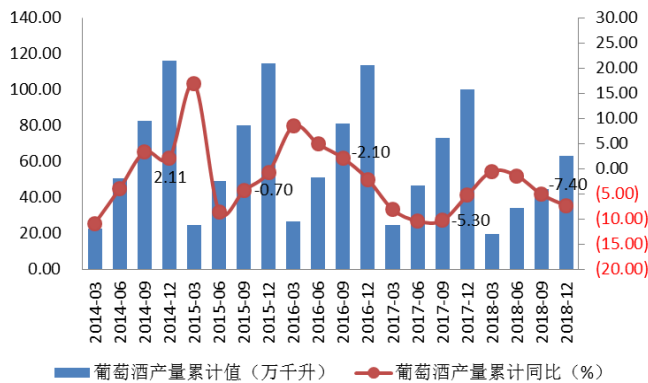
图 10: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

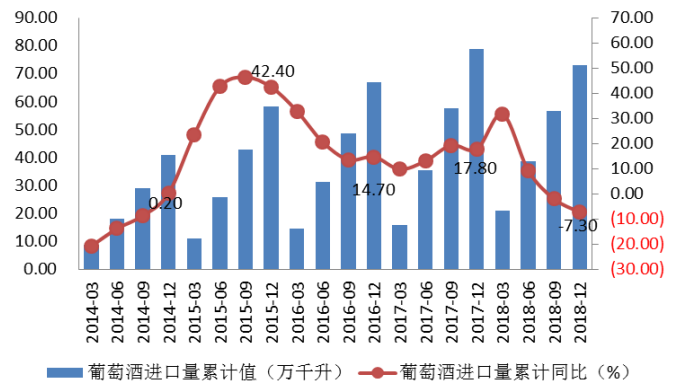
葡萄酒产量及进口数量整体仍然呈现下降趋势。产量方面，2018 年四季度我国葡萄酒产量为 18.3 万千升，同比下降 47.33%。进口数量方面，2019 年 1 月葡萄酒进口量达到 5.63 万千升，同比下降 5.48%。

图 11: 我国葡萄酒产量及同比情况 (单位: 万千升)



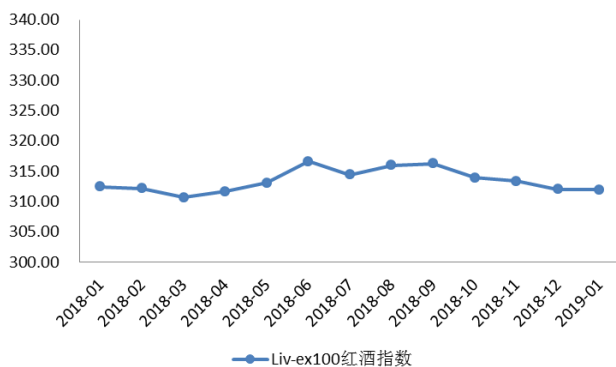
资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 我国普通酒进口量及同比情况 (单位: 万千升)



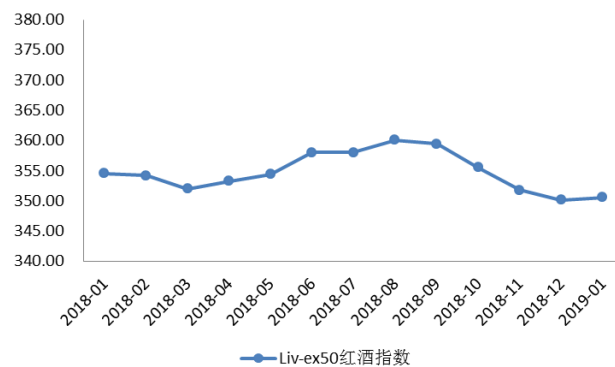
资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: Liv-ex100 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: Liv-ex50 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

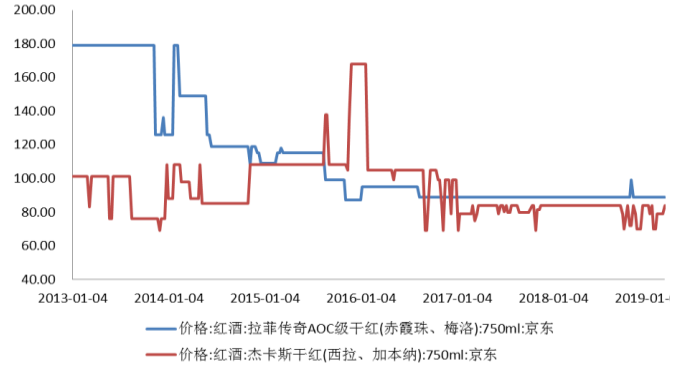
2月葡萄酒价格呈小幅波动。其中，张裕干红(赤霞珠)2月终端零售均价 29.1元，同比下降 7.01%；张裕干红(特选蛇龙珠)2月终端零售均价 91.93元，同比下降 6.19%。

图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)

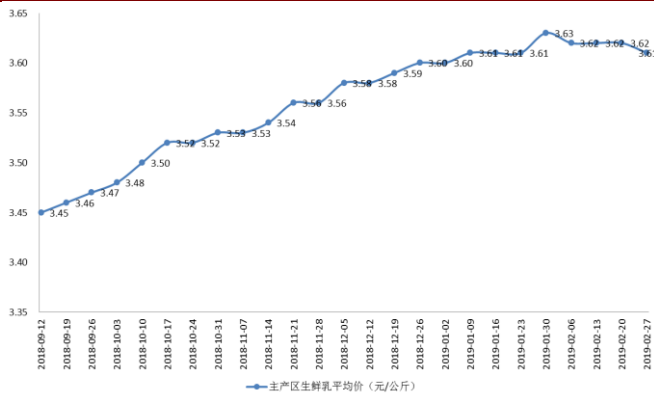


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.3 乳制品

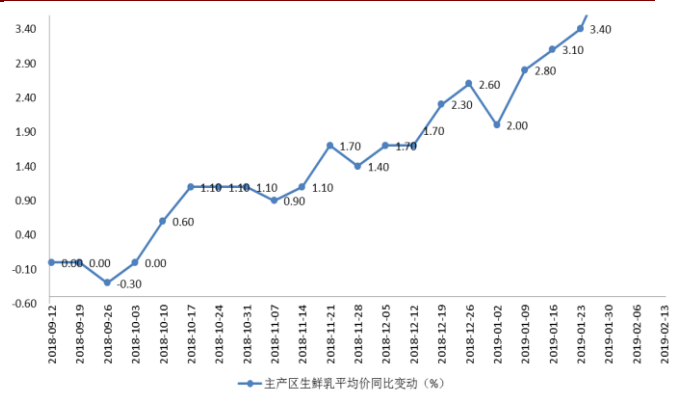
乳制品方面，生鲜乳价格小幅波动，整体呈现平稳趋势。2月份生鲜乳平均价格达到 3.47 元/公升，同比上升 4.25%。

图 17: 主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind, 渤海证券

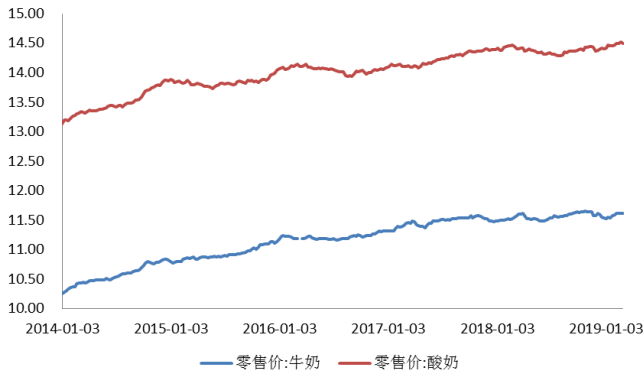
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

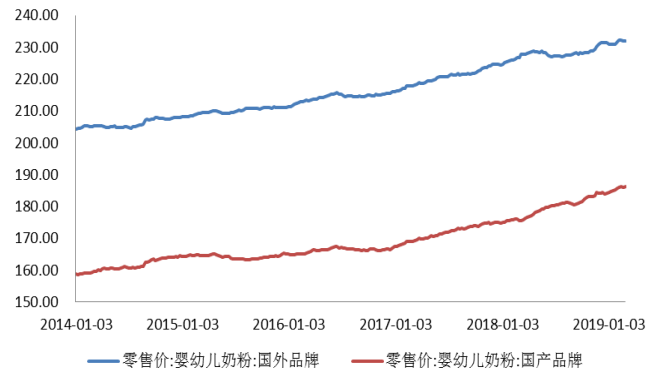
牛奶、酸奶及婴幼儿奶粉价格长期呈现缓慢上涨趋势。2月牛奶平均价格为 11.61 元/升，同比上涨 0.8%；酸奶平均价格为 14.5 元/升，同比上涨 0.26%。2019 年 2 月国产品牌婴幼儿奶粉零售价达到 185.96 元/升，同比上涨 5.71%；国外品牌婴幼儿奶粉零售价达到 232.06 元/升，同比上涨 2.59%。

图 19: 牛奶及酸奶零售价走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势

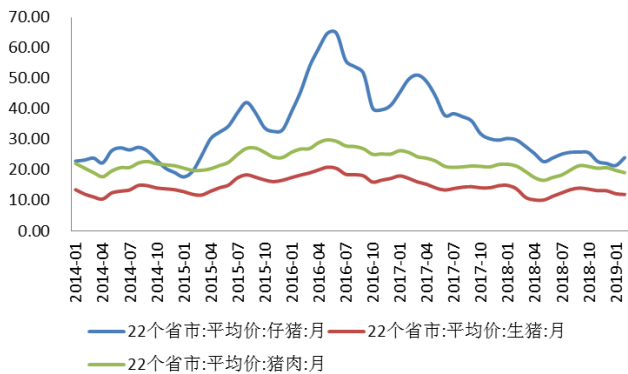


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.4 肉制品

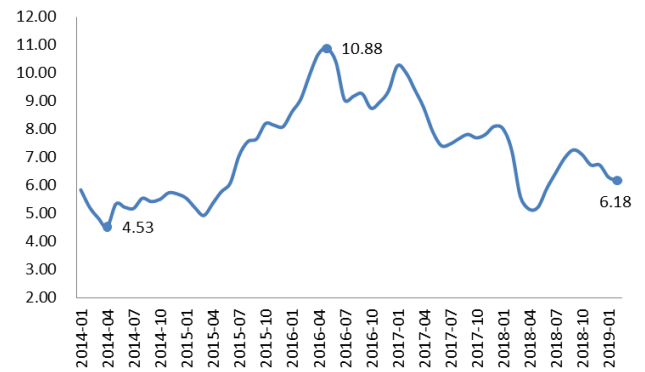
2 月猪肉价格整体仍然呈现下降趋势, 但生猪存栏量同比大幅下降。2019 年 2 月, 仔猪、生猪、猪肉平均价格达到 24.08 元/公斤、12.04 元/公斤以及 19.16 元/公斤, 分别同比下降 19.26%、12.86%以及 10.05%。2 月猪粮比平均达 6.18, 环比下降 1.87%, 同比下降 14.76%。

图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

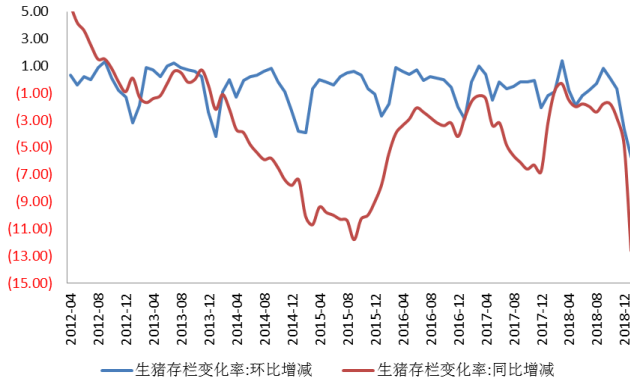
图 22: 22 省市猪粮比



资料来源: Wind, 渤海证券

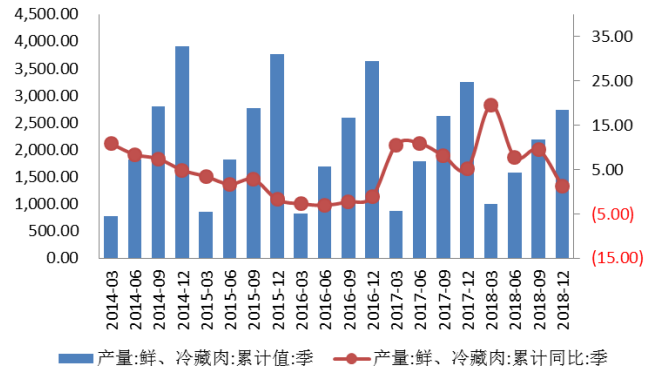
1月生猪存栏数量继续下滑,环比下降5.70个百分点,同比下降12.62个百分点。  
鲜、冷藏肉2018年度达到2729.3万吨,同比增长1.3%。

图 23: 生猪存栏变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 鲜、冷藏肉产量及其变动趋势(单位:万吨)

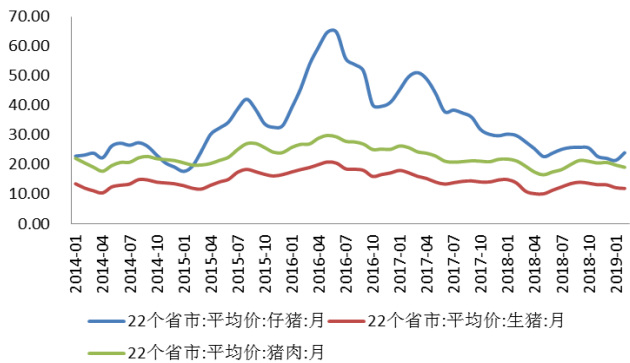


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.5 成本环境

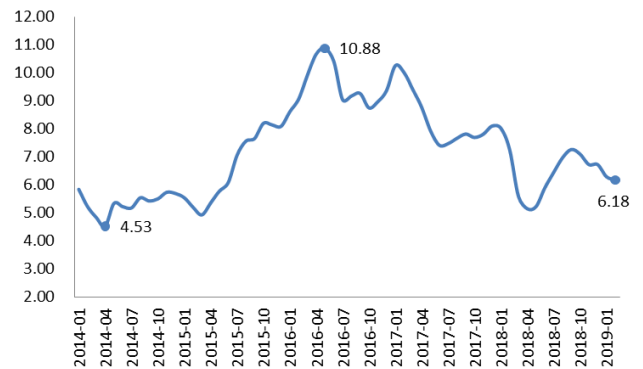
1月玉米及豆粕的价格基本稳定。1月玉米全国均价达到2.06元/公斤,环比下降0.53%,同比上升4.35%;1月豆粕全国均价达到3.35元/公斤,环比下降3.71%,同比上涨0.48%。

图 25: 仔猪、生猪、猪肉价格走势(单位:元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

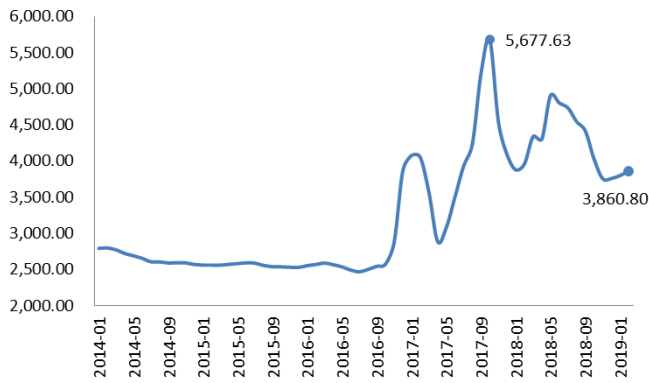
图 26: 22省市猪粮比



资料来源: Wind, 渤海证券

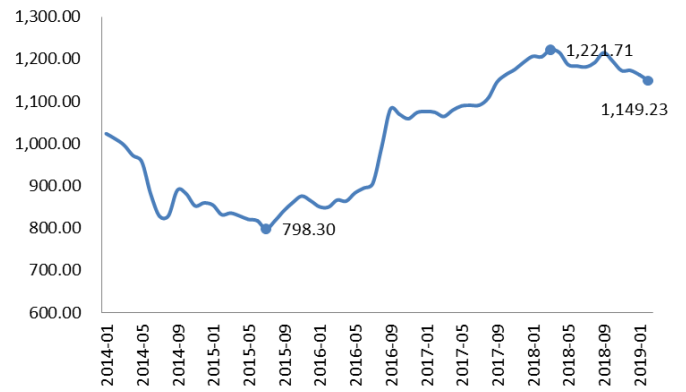
2月玻璃价格指数小幅下滑,但整体仍处于高位。2019年2月,玻璃价格平均指数环比下滑1.19%,同比下滑4.67%。2月瓦楞纸市场价达到3860.8元/吨,环比上涨1.64%,同比下降2.54%。

图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 28: 玻璃价格指数



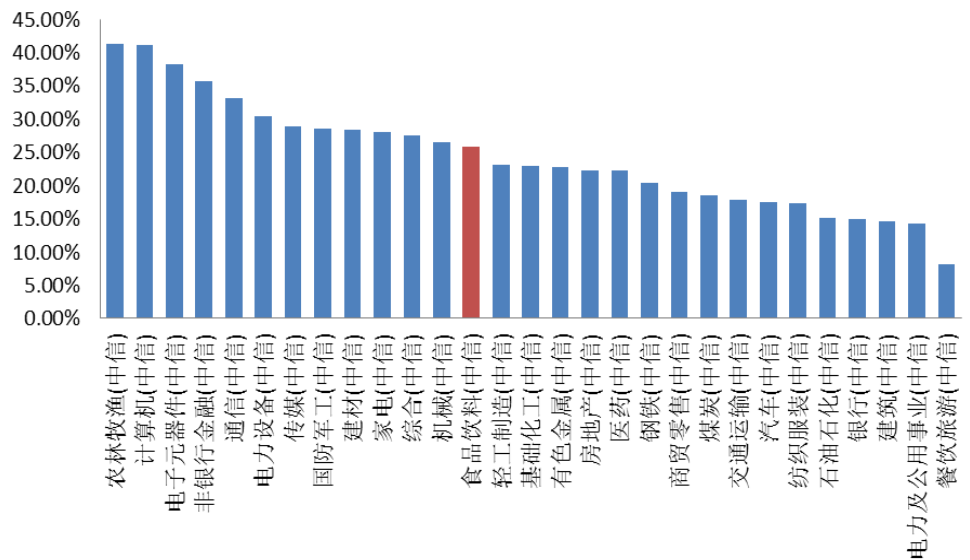
资料来源: Wind, 渤海证券

## 3.年初至今涨幅居于中位，估值仍有向上空间

### 3.1 行情回顾

今年以来（截至到 2010 年 3 月 13 日），食品饮料板块整体上涨 25.90%，沪深 300 指数上涨 22.85%，行业跑赢沪深 300 指数 3.05 个百分点，位列中信 29 个一级行业第 13 位。子板块中，白酒上涨 34.29%，其他饮料上涨 15.70%，食品上涨 15.43%。

图 29：行业年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，新乳液、\*ST 椰岛及今世缘涨幅居前，仅有\*ST 皇台以及安井食品下跌报收。

表 2：cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅（截至 3 月 13 日）

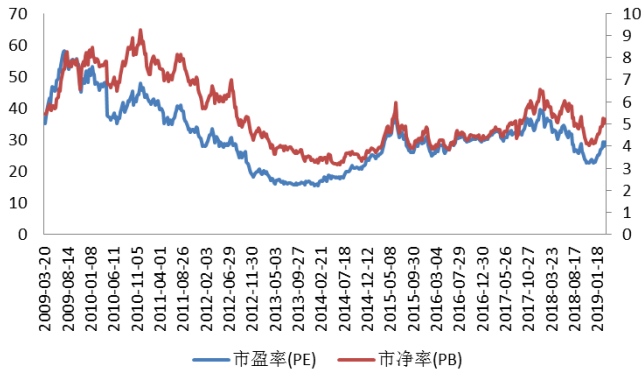
涨跌幅前五名	年初至今涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	年初至今涨跌幅 (%)
新乳液	148.28%	*ST 皇台	-17.75%
*ST 椰岛	106.77%	安井食品	-1.90%
今世缘	65.63%	三元食品	4.01%
古井贡酒	61.23%	三全食品	4.12%
山西汾酒	51.73%	莫高股份	4.29%

资料来源：Wind，渤海证券

### 3.2 估值

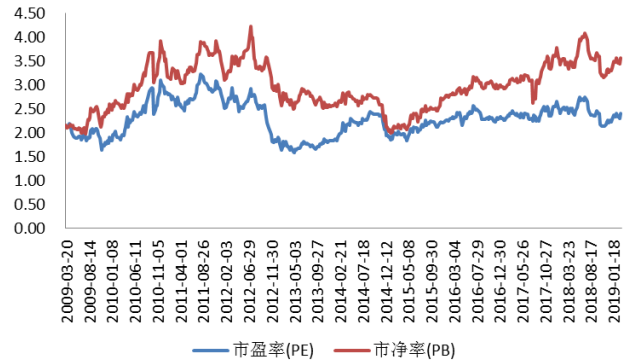
截至 3 月 13 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 29.2/5.29，相对沪深 300 估值溢价率为 2.39/3.67。板块近 10 年平均 PE 为 31.03，平均 PB5.38，目前板块整体估值仍然低于历史均值。

图 30: 食品饮料板块估值走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 31: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价

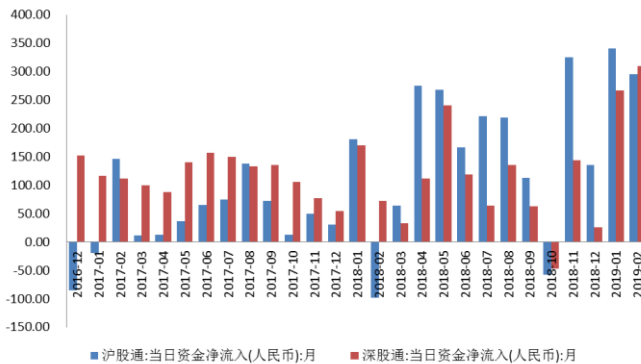


资料来源: Wind, 渤海证券

### 3.3 北向资金跟踪

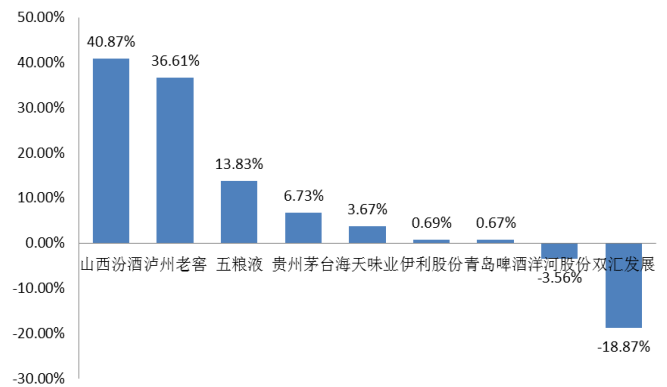
2 月沪（深）股通均实现净流入，2019 年 2 月沪股通净流入资金 294.66 亿元，深股通净流入资金 309.26 亿元。北向资金 2 月份对 MSCI 成分股当中的山西汾酒以及泸州老窖加仓幅度明显，但同时对双汇发展有明显的减持。

图 32: 北向资金流出流出情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 33: 2 月份北向资金对于 MSCI 成分股持股数量变动情况



资料来源: Wind, 渤海证券

上月，北向资金对陆股通标的增仓较明显的子板块依然是白酒，其中五粮液增持数量占流通股比例的 3.15%，泸州老窖增持数量占流通股比例 2.17%，涪陵榨菜亦有明显增持，而减持较为明显的仍为双汇发展。



表 3: 沪(深)股通标的北向资金持股数量变动情况

股票代码	股票名称	持股数量(万股)	占流通股比例(%)		占流通股比例变动情况
		2019-02-28	2019-01-31	2019-02-28	
600519.SH	贵州茅台	11,932.9702	24.87	26.54	1.67
000858.SZ	五粮液	43,185.0480	22.75	25.90	3.15
603288.SH	海天味业	14,510.2385	22.29	23.11	0.82
002304.SZ	洋河股份	10,660.7447	21.68	20.91	-0.77
600298.SH	安琪酵母	8,704.8133	18.85	19.43	0.58
600887.SH	伊利股份	91,776.4785	16.57	16.68	0.11
600779.SH	水井坊	4,852.7632	15.22	16.48	1.26
002507.SZ	涪陵榨菜	6,306.3788	12.07	14.79	2.72
000860.SZ	顺鑫农业	3,966.3044	10.32	11.29	0.98
000895.SZ	双汇发展	9,220.9431	12.89	10.45	-2.43
000848.SZ	承德露露	5,253.1201	8.70	9.05	0.35
000568.SZ	泸州老窖	5,783.9440	5.94	8.11	2.17
600872.SH	中炬高新	2,718.9499	4.93	5.30	0.37
603866.SH	桃李面包	599.7384	3.83	4.87	1.04
002557.SZ	洽洽食品	1,030.3988	3.18	4.33	1.14
600809.SH	山西汾酒	1,027.3416	2.87	4.04	1.17
600600.SH	青岛啤酒	967.7754	3.31	3.33	0.02
000729.SZ	燕京啤酒	3,719.9916	2.78	3.24	0.46
600305.SH	恒顺醋业	1,264.1778	3.53	2.91	-0.62
603589.SH	口子窖	989.4586	3.29	2.76	-0.53
300146.SZ	汤臣倍健	1,770.2775	2.24	2.52	0.29
603198.SH	迎驾贡酒	351.7780	3.08	2.18	-0.89
000596.SZ	古井贡酒	231.2880	3.46	2.06	-1.40
002461.SZ	珠江啤酒	595.0408	1.83	2.04	0.21
000869.SZ	张裕 A	164.1960	1.59	1.52	-0.07
002695.SZ	煌上煌	238.4916	0.04	1.33	1.28
600073.SH	上海梅林	751.9296	1.11	1.29	0.17
002570.SZ	*ST 因美	571.1942	1.19	1.19	0.00
603369.SH	今世缘	592.6993	1.31	1.02	-0.29
600197.SH	伊力特	245.6995	0.72	0.99	0.27
000639.SZ	西王食品	358.8205	0.74	0.95	0.21
600597.SH	光明乳业	534.4203	0.70	0.90	0.20
603517.SH	绝味食品	119.8228	0.77	0.86	0.08
600559.SH	老白干酒	352.4299	0.88	0.81	-0.07
600702.SH	舍得酒业	183.0319	0.22	0.80	0.58
600299.SH	安迪苏	207.2876	0.42	0.72	0.29
603156.SH	养元饮品	209.8020	1.99	0.68	-1.30
002910.SZ	庄园牧场	49.2868	0.12	0.67	0.55
002626.SZ	金达威	113.0693	0.17	0.51	0.33

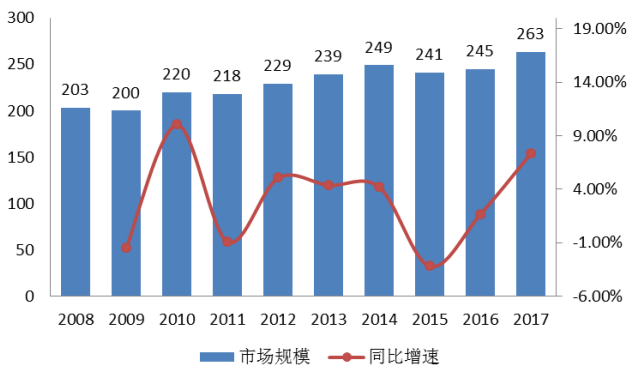
资料来源: Wind, 国家统计局

## 4. 季度专题研究——香精产业

### 4.1 行业整体情况

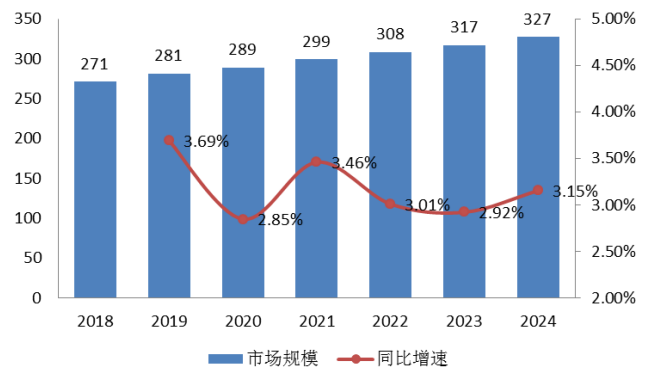
随着全球经济的不断发展以及消费水平的不断提高，使得居民对于食品以及日用品品质的要求愈来愈高，香精香料行业得以快速增长。近 20 年，国际香精香料销量持续增长，销售额在世界精细化工行业中仅次于医药行业位居第二。根据 Leffingwell&Associates 资料显示，2017 年全球香精香料行业销售额达 263 亿美元，近 10 年复合增长率达到 2.63%。

图 34: 2008-2017 年全球香精香料市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Leffingwell&Associates, 渤海证券

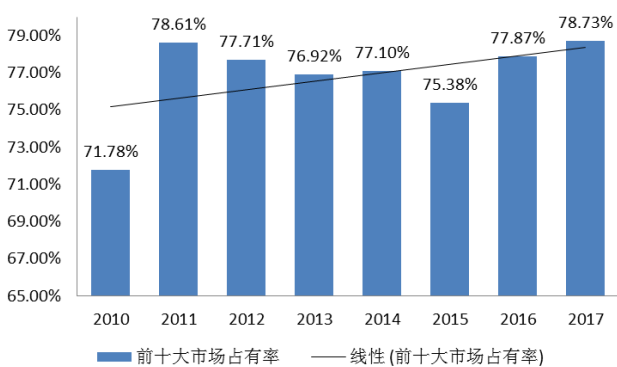
图 35: 2018-2024 年全球香精香料规模预测 (单位: 亿美元)



资料来源: Leffingwell&Associates, 渤海证券

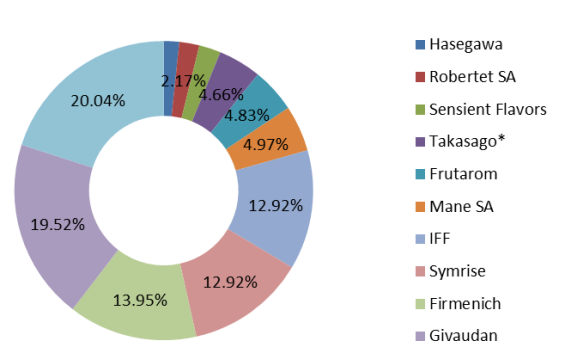
总体来看，全球香精香料产业呈现高度垄断格局，国际十大香精香料公司多集中于发达国家。20 世纪 90 年代以来，行业集中程度明显加速，核心生产企业日趋稳固，2017 年前十大生产企业市占率达 78.73%，头部公司华奇顿的全球市场份额就高达 20%。

图 36: 全球香精香料前十大公司市场占有率



资料来源: Leffingwell&Associates, 渤海证券

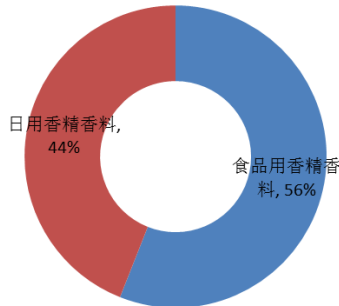
图 37: 全球香精香料前十大公司市场份额



资料来源: Leffingwell&Associates, 渤海证券

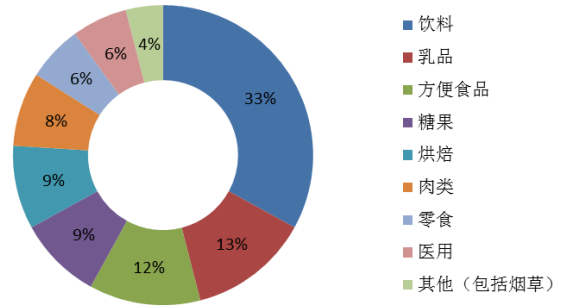
IAL Consultants 最新数据显示，全球香精香料市场 2017 年度销售额达 282 亿美元，同比增长 4.6%，并且未来将以每年 4.9% 的复合增速增长，至 2022 年该市场规模将达到 360 亿美元。而全球香精香料市场中，食品用香精香料占比为 56%，日用香精香料占比约为 44%。食品用香精又可以分为多个种类，其中规模占比最大的为饮料，约占食品用香精规模的 33%，而烟草用香精实际占比不足 4%。

图 38: 全球香精香料市场构成



资料来源: IAL Consultants, 渤海证券

图 39: 食品用香精香料构成



资料来源: IAL Consultants, 渤海证券

从全球范围看，香精香料市场最大的消费国当属亚洲，其消费额约占全球市场的 41.28%，紧随其后的是北美以及西欧。尽管西欧和北美市场已十分成熟，但随着消费者口味和偏好的不断变化，对香精香料的需求仍然有一定的增长潜力。而发展中国家比如中东欧、中东非以及亚太地区，尤其是非洲以及亚洲的部分地区，由于食品以及消费品的需求不断增长，导致对于香精香料的消费额仍将继续增长。预计亚太地区未来对于香精香料的需求将最为强劲。

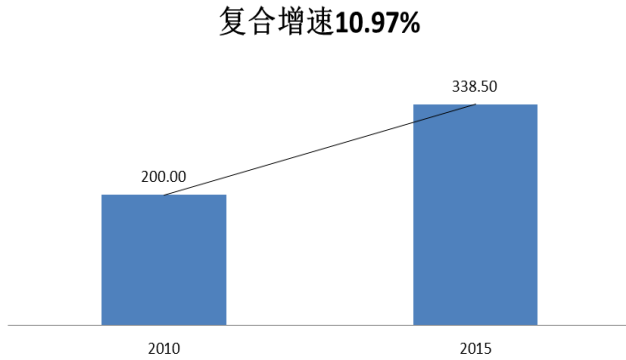
表 4: 全球香精香料消费市场分布 (单位: 百万美元)

国家	2017 年度	占比	2022 年度	占比	2017-2022 复合增速
非洲/中东	1509	5.35%	1928	5.38%	5.0%
亚洲	11646	41.28%	15846	44.19%	6.4%
中美洲和北美	6662	23.61%	7889	22.00%	3.4%
中欧/东欧	1661	5.89%	2078	5.79%	4.6%
南美洲	2116	7.50%	2636	7.35%	4.5%
西欧	4621	16.38%	5486	15.30%	3.5%

资料来源: IAL Consultants, 渤海证券

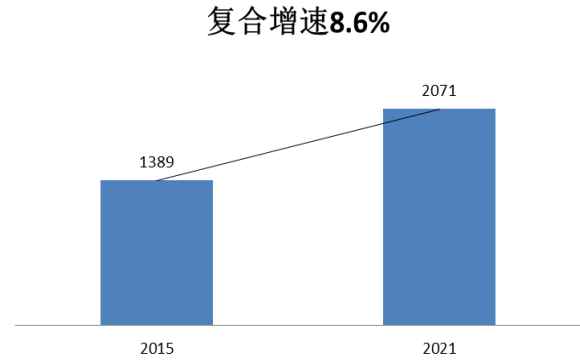
反观中国市场，无论从销售或者是消费均存在巨大的发展空间。公开资料显示，我国 2010 年香精香料市场销售额为 200.0 亿元，至 2015 年销售额达 338.5 亿元，年复合增速为 10.97%。2015 年，我国香精香料消费额为 13.89 亿美元，仅占全球总消费的 5.67%，增长空间巨大。

图 40: 我国香精香料整体销售情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 41: 我国香精香料整体消费情况 (单位: 百万美元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

## 4.2 细分领域之烟草用香精

作为世界第一烟草生产和消费国,我国吸烟人数达到 3.36 亿人,占全球吸烟人数的 30%以上。我国烟草产业曾保持迅猛的发展态势,至 2015 年达到顶峰。据国家统计局统计显示,2015 年我国共销售卷烟 26127.20 亿支。随后,由于宏观经济环境、国内控烟形式以及烟草行业提税顺价影响,行业发展受阻。尤其是 2015 年 5 月由财政部和国家税务总局联合下发的《关于调整卷烟消费税的通知》,明确将卷烟批发环节从价税税率由 5%提高至 11%,并按 0.005 元/支加征从量税,使得卷烟终端零售价格大幅提高,导致产销明显下滑。

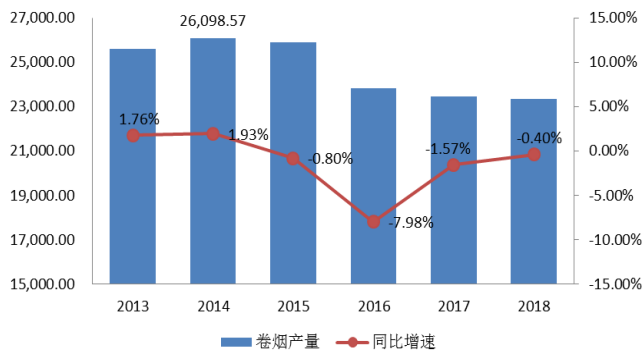
表 5: 2015 年中国控烟履约相关内容

法律法规及政策措施	相关部门	时间	具体内容
修订实施新《广告法》	全国人大常委会	2015 年 4 月	禁止在大众传播媒介或公共场所、公共交通工具、户外发布烟草广告,禁止向未成年人发送任何形式的烟草广告
下发《关于调整卷烟消费税的通知》	财政部 国家税务总局	2015 年 5 月	将卷烟批发环节从价税税率由 5%提高至 11%,并按 0.005 元/支加征从量税
出台《中华人民共和国境内卷烟包装标识的规定》	国家烟草专卖局 国家质检总局	2015 年 12 月	卷烟包装体上应使用中华人民共和国的规范汉字印刷警句,警句内容分三组;警句区应位于条、盒包装正面和背面,所占面积不应小于其所在面的 35%,底色可采用原商标的单底色

资料来源: 公开资料, 渤海证券

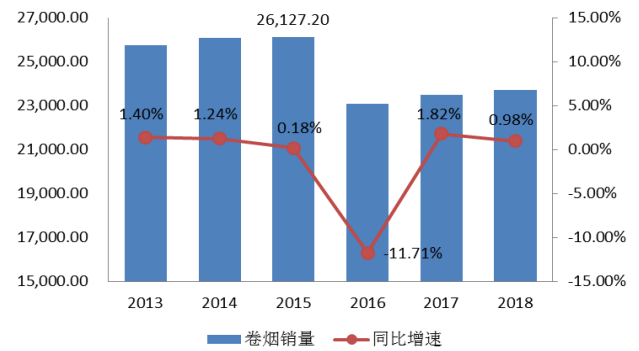
尽管如此,由于我国有着庞大的消费者群体,加之我国宏观经济形势依然长期向好,卷烟行业销量虽然在 2016 年出现明显下滑,但下游总需求仍对公司业务形成支撑。此外,行业自 2016 年触底之后开始复苏,根据烟草在线最新数据显示,今年 1-8 月我国卷烟产量累计同比增幅达到 4.3%,卷烟销量累计同比增长 2.17%,预计未来 3-5 年行业整体仍然将恢复性增长,相关公司必将收益。

图 42: 2013-18 年我国卷烟年产量情况 (单位: 亿支)



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

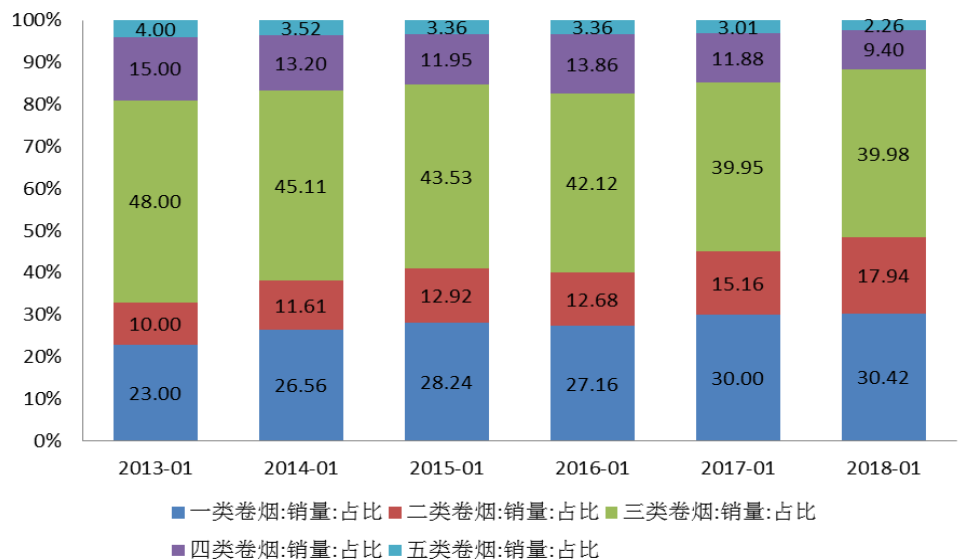
图 43: 2013-18 年我国卷烟年销量情况 (单位: 亿支)



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

此外, 虽然国内卷烟市场目前来看趋于饱和, 但其中的内部结构则在悄然发生改变。伴随着我国国民收入的持续增长, 消费者对于卷烟品质的要求也在日益提高。公开资料数据显示, 2013 年初卷烟消费市场一类卷烟的消费比例占全部消费的比重为 23%, 而五年后这一比例已上升至 30%, 二类卷烟消费比例也有相同程度提高, 三至五类则出现不同程度的下降。在消费升级的大环境下, 通过使用香精能够赋予品牌香烟独有的特征香气, 且有助于提升卷烟的等级。因此, 如何调整叶组配方、使用香精加香加料是各大卷烟生产企业的核心技术。由于独特的作用, 香精已成为卷烟生产过程中必不可少的辅料。

图 44: 一至五类卷烟消费比例



资料来源: Wind, 渤海证券

而从国家烟草专卖局的生产经营调度会中不难看出, 我国烟草行业仍然担负着艰巨的税利任务。11 月会议强调, 确保销售 4750 万箱目标任务, 确保完成全年税利目标任务, 争取实现税利总额超过历史最好水平。在国内消费市场基本稳定的大环境下, 如何在大众健康及烟草行业营收间平衡成了当务之急。我们认为, 解

决方案主要包括三个方面：其一，加快国内卷烟出口，开辟国外市场需求，我们认为这也是中烟国际在香港上市的主要诉求；其二，行业内部结构调整，通过低档卷烟高档化来提高价格，增加行业整体营收；其三，推进新型烟草在我国的发展，既能够减少吸烟对于身体健康的伤害，又能够给烟草行业发展注入新的生机，完成税利任务。

### 4.3 相关公司

华宝股份（300741）主要从事香精的研发、生产和销售，同时经营少量的食品配料业务。公司销售额在国内一直名列前茅，是中国香精行业的领先企业。近年来由于国家控烟政策的实施，公众对健康的关切程度不断提高，加之宏观经济遭遇全球经济乏力影响，导致国内烟草行业产品库存增加、发展空间缩小，行业整体面临需求拐点。但由于我国仍有庞大的烟草消费群体，对公司的香精业务仍能形成有效支撑。

公司高度重视技术研发工作，拥有香精行业内唯一的国家级企业技术中心，并且在境外设有研发中心。经过长期发展，公司已开发出大量具有自主知识产权的核心技术和香精配方。公司研发投入充足，2015-17年研发费用稳定在1.86亿元左右，约占营业收入的8.50%。

我国香精香料产业与发达国家相比仍存在巨大差距，随着消费机构的进一步调整，行业发展空间巨大。且伴随卷烟产业的库存高点已过，产能逐步恢复，叠加电子烟未来的发展需求，公司必将长期收益。

### 5.风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波  
+86 22 2845 1632  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振  
+86 22 2845 1605  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123  
李元玮  
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
李莘泰  
+86 22 2387 3122  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮  
+86 22 2845 1659



## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)