



Research and  
Development Center

# 平庸或伟大——差异化企业的成功之道

食品饮料行业 2019 年中期策略

2019 年 07 月 01 日

王见鹿 食品饮料行业分析师

毕翹楚 研究助理

# 平庸或伟大——从差异化角度寻找好企业

## 2019 年中期策略

2019 年 07 月 01 日

### 本期内容提要:

- ◆ **食品饮料板块避险价值凸显。** 季度居民消费支出数据显示，18 年中国居民人均可支配收入进一步提升，截止 3Q18，人均消费支出增速为 6.3%，远高于 17 年水平。凯度城镇居民快消品数据也显示，在遭遇了 17 年底至 18 年初的增速放缓后，城镇购物者的快速消费品总支出于 3Q18 增长了 6.3%，创下年内新高，也是 2017 年以来的第二高季度增速。其中包装食品和饮料板块增速明显企稳反弹，由年初低点的 1.4% 上升至 3.5% 左右。我们判断，食品饮料需求端的大环境相较 18 年同期有一定程度的改善。
- ◆ **分板块情况来看：** 1) 白酒板块盈利能力指标仍同比提升。茅台集团此次将营销公司置于集团而非上市公司，该调整大概率长期削弱上市公司对下游渠道的管控能力，恐影响贵州茅台上市公司的估值。2) 餐饮产业链收入及利润增速普遍放缓，行业盈利情况稳中有升。3) 啤酒及其他酒类盈利能力提升，主要受产业链整体提价效用显现。市场普遍预期啤酒板块具备高利润弹性。我们判断减税对于啤酒板块的影响仅为一次性，并不改变其板块竞争格局。4) 宠物食品以境内收入扩张为导向，上游鸡胸肉成本上涨叠加国内渠道扩张投放，导致盈利能力转弱。5) 肉制品企业增速及盈利能力均持续提升，仅资金使用效率略有下滑。受非洲猪瘟对后期猪肉价格的影响，我们判断行业内企业大概率对上游猪肉制品原材料进行一定的囤货，因此影响库存周转率。6) 软饮料增速仍较缓慢，但香飘飘受益果汁茶爆款影响，一骑绝尘。7) 调味发酵品板块呈现较强势增长，马太效应有所体现。但估值处于近 6 年高点。8) 乳制品板块呈现较明显的板块分化，区域乳企尚处调整期。9) 食品综合板块业绩增速较去年同期略有下降，但仍维持高位。食品综合板块的估值仍较合理，建议关注板块内具有高渠道管理能力的桃李面包。
- ◆ **2019 年中期策略：** 展望 2019 年下半年，人均可支配收入的增长以及各类消费刺激政策的出台，叠加减税影响，将带来的居民消费支出的增长。但是，在资产配置中偏防御性的非白酒食品饮料板块往往在消费者信心恢复时难以获得超额收益，反而在宏观环境不明朗时更易获得资金青睐。因此，唯有市场份额、净利润增速和净资产回报率水平可以匹配其估值的板块和个股才有望持续跑赢大盘。鉴于板块整体估值水平处于高位，我们下调食品饮料行业投资评级至“中性”。
- ◆ **风险因素：** 1) 经济环境不明朗，人均消费支出增速并未如期反弹的风险；2) 渠道价格战持续时间过长，劣币驱逐良币的风险；3) 食品安全的风险；4) 产品同质化程度过高的风险；5) 关税上升导致购买力下降的风险；6) 继续投资食品饮料板块的机会成本过高的风险。

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 证券研究报告

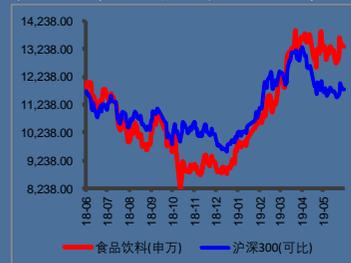
## 行业研究——投资策略

## 食品饮料行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级：看好，2018.12.10

### 食品饮料行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

**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 21 61678587

邮箱：biqiaochu@cindasc.com

### 相关研究

《食品饮料行业 2018 年投资策略：逆水行舟，不进则退》2017.12.15

《食品饮料行业 2019 年投资策略：中西碰撞》2018.12.10

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

## 目录

投资聚焦	3
一、食品饮料板块 19 年上半年表现亮眼	4
二、食品饮料板块的投资价值	7
三、食品饮料各子板块投资策略	14
(一) 白酒板块仍处高速增长通道	14
(二) 餐饮产业链收入及利润增速普遍放缓，行业盈利情况基本稳中有升	16
(三) 啤酒及其他酒类盈利能力提升，主要受产业链整体提价效用显现影响	18
(四) 宠物食品板块以境内收入扩张为导向，上游成本及短期期间费用率影响其整体盈利水平	20
(五) 肉制品企业增速及盈利能力均持续提升，仅资金使用效率略有下滑	22
(六) 软饮料板块增速仍较缓慢，但香飘飘受益果汁茶爆款影响，一骑绝尘	24
(七) 调味发酵品板块呈现较强势增长，马太效应有所体现	27
(八) 乳制品板块分化明显，行业龙头处业绩上升通道，但区域乳企仍在调整期	29
(九) 食品综合板块业绩增速较去年同期略有下降，但仍维持高位	31
四、平庸或伟大——从差异化角度寻找好企业	33
(一) 啤酒板块：百威亚太——以高端化规避廉价商品化竞争的陷阱	33
(二) 宠物板块：蓝馐 (Blue Buffalo) ——差异化突破巨头垄断	40
五、行业评级及投资建议	45
六、风险因素	46

## 表目录

表 1 重点监测白酒企业的财务指标汇总情况 (%)	14
表 2 重点监测餐饮企业的财务指标汇总情况 (%)	16
表 3 重点监测啤酒及其他酒类企业的财务指标汇总情况 (%)	18
表 4 重点监测宠物食品企业的财务指标汇总情况 (%)	20
表 5 重点监测肉制品企业的财务指标汇总情况 (%)	22
表 6 重点监测软饮料企业的财务指标汇总情况 (%)	24
表 7 重点监测调味发酵品企业的财务指标汇总情况 (%)	27
表 8 重点监测乳制品企业的财务指标汇总情况 (%)	29
表 9 重点监测食品综合企业的财务指标汇总情况 (%)	31

## 图目录

图 1 SW 行业板块年初至今绝对涨跌幅 (%)	4
图 2 陆港两地食品饮料子板块年初至今绝对涨跌幅 (%)	5
图 3 SW 行业板块 5.6 日至今绝对涨跌幅 (%)	6
图 4 陆港两地食品饮料子板块 5.6 日至今绝对涨跌幅 (%)	6
图 5 2014 年至今居民人均可支配收入与支出累计增速对比 (%)	7
图 6 1Q2019 年人均消费支出构成 (元, %)	7
图 7 食品饮料板块 15 年至今相对沪深 300 涨幅及居民人均消费支出增速变化 (%，百分比)	8
图 8 CPI 创 15 个月新高 (%)	8
图 9 2016-2018 年食品 CPI 对比 (%)	8
图 10 1999 年至今的食品相关 CPI、PPI 及两者之差的变化情况 (%)	9
图 11 我国大豆总消费量 vs 产量缺口 (千吨)	10
图 12 我国玉米总消费量 vs 产量缺口 (千吨)	10
图 13 过去 36 个月大豆采购成本 (元/吨)	10
图 14 过去 36 个月玉米到岸完税价格 (元/吨)	10
图 15 食品加工板块固定资产投资增速 (%)	11
图 16 饮料板块固定资产投资增速 (%)	11
图 17 重点监控的食品饮料子板块 19 年 vs 18 年 PE 情况 (倍)	12
图 18 中国上市食品饮料子板块的 ROE 变化率和估值对比 (%)	12
图 19 2017 年至今社消零售子板块 1-5M、1-6M 累计增速对比之一 (%)	13
图 20 2017 年至今社消零售子板块 1-5M、1-6M 累计增速对比之二 (%)	13
图 21 板块营业收入及增速 (亿元, %)	14
图 22 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	14
图 23 毛利率及其变化情况 (%)	15
图 24 周转天数及其变化情况 (天, %)	15
图 25 ROE 及其变化情况 (%)	16
图 26 2008 至今 SW 白酒板块市值及 PE (亿元, 倍)	16
图 27 板块营业收入及增速 (亿元, %)	17
图 28 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	17
图 29 毛利率及其变化情况 (%)	17
图 30 周转天数及其变化情况 (天, %)	17
图 31 ROE 及其变化情况 (%)	18
图 32 2008 至今 SW 餐饮 III 板块市值及 PE (亿元, 倍)	18
图 33 板块营业收入及增速 (亿元, %)	19
图 34 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	19
图 35 毛利率及其变化情况 (%)	19
图 36 周转天数及其变化情况 (天, %)	19
图 37 ROE 及其变化情况 (%)	20
图 38 2008 至今 SW 啤酒板块市值及 PE (亿元, 倍)	20
图 39 板块营业收入及增速 (亿元, %)	21
图 40 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	21
图 41 毛利率及其变化情况 (%)	21

图 42 周转天数及其变化情况 (天, %)	21
图 43 ROE 及其变化情况 (%)	22
图 44 2008 至今 SW 饲料 III 板块市值及 PE (亿元, 倍)	22
图 45 板块营业收入及增速 (亿元, %)	23
图 46 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	23
图 47 毛利率及其变化情况 (%)	23
图 48 周转天数及其变化情况 (天, %)	23
图 49 ROE 及其变化情况 (%)	24
图 50 2008 至今 SW 肉制品板块市值及 PE (亿元, 倍)	24
图 51 板块营业收入及增速 (亿元, %)	25
图 52 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	25
图 53 毛利率及其变化情况 (%)	25
图 54 周转天数及其变化情况 (天, %)	25
图 55 ROE 及其变化情况 (%)	26
图 56 2008 至今 SW 软饮料板块市值及 PE (亿元, 倍)	26
图 57 香飘飘液体茶饮料的连锁商超端销售额变化情况 (百万元)	26
图 58 板块营业收入及增速 (亿元, %)	27
图 59 板块利润及增速 (亿元, %)	27
图 60 毛利率及其变化情况 (%)	28
图 61 周转天数及其变化情况 (天, %)	28
图 62 ROE 及其变化情况 (%)	28
图 63 2008 至今 SW 调味发酵品板块市值及 PE (亿元, 倍)	28
图 64 板块营业收入及增速 (亿元, %)	29
图 65 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	29
图 66 毛利率及其变化情况 (%)	30
图 67 周转天数及其变化情况 (天, %)	30
图 68 ROE 及其变化情况 (%)	30
图 69 2008 至今 SW 乳品板块市值及 PE (亿元, 倍)	30
图 70 板块营业收入及增速 (亿元, %)	31
图 71 板块利润及增速 (亿元, %)	31
图 72 毛利率及其变化情况 (%)	32
图 73 周转天数及其变化情况 (天, %)	32
图 74 ROE 及其变化情况 (%)	32
图 75 2008 至今 SW 食品综合板块市值及 PE (亿元, 倍)	32
图 76 百威亚太地区市场成熟度模型和人均饮品消费量 (升/年/人)	35
图 77 2017 年全球主要国家人均酒精饮品消费量	36
图 78 我国整体啤酒市场销量规模 (亿升)	37
图 79 我国整体啤酒市场收入规模 (十亿美元)	37
图 80 中日美啤酒单价对照 (元/吨)	37
图 81 我国高端啤酒市场销量规模 (亿升)	38
图 82 我国高端啤酒市场收入规模 (十亿美元)	38
图 83 2018 中国啤酒行业 CR5 销量占比对比 (%)	38
图 84 2018 中日美啤酒行业 CR5 对比	38

图 85 2018 中国啤酒行业高端及超高端子板块 CR5 销量占比对比 (%) .....	39
图 86 2005 年-2017 年财年蓝爵的营业收入和营业利润对比 (百万美元) .....	41
图 87 美国宠物食品板块规模及增速 (百万美元。%) .....	41
图 88 2001 年美国宠物食品市场份额分布 (%) .....	42
图 89 2002 年美国宠物食品渠道分布情况 (%) .....	42
图 90 蓝爵价值链体系 .....	45

## 投资聚焦

### 关键假设点

四大原因推动了食品饮料板块的涨幅：1) 投资者避险心理；2) 历史经验来看，当人均消费支出增速放缓，意味着消费者信心弱化，投资人会为了确定性而放弃更具成长性的板块；3) 食品价格带动 CPI 持续上行，板块具备涨价预期；4) 减税提振消费者的消费热情，抵消关税上涨带来的不良影响。

### 有别于大众的认识

展望 2019 年下半年，我们预期人均可支配收入的增长以及各类消费刺激政策的出台，叠加减税影响，将带来的居民消费支出的增长。但是，在资产配置中偏“防御性”的非白酒食品饮料板块往往在消费者信心恢复时难以获得超额收益，反而在宏观环境不明朗时更易获得资金青睐。因此，我们应在当下挖掘更具成长性和差异化发展的板块和个股，唯有市场份额、净利润增速和净资产回报率水平可以匹配其估值的板块和个股才有望持续跑赢大盘。

### 推荐逻辑

食品饮料板块已呈现一定程度的确定性溢价泡沫，我们认为接下来的板块选股难度加大。

总结我们上半年对企业的调研和对成功企业的经验，从平庸到伟大的路径有许多种，并不是拥有渠道一定致胜或者拥有产品力就可以获得超预期增长。但是，优秀的企业相较平庸者往往有很明显的综合优势，而驱动企业筑起深护城河的重要因素之一便是其差异化的能力。

需要提示的是，企业的“差异化”并不单单是产品、渠道、市场、物流某一环节的差异，更重要的是以差异化为原点，在各个生产经营环节构筑可持续的盈利闭环；无法实现盈利闭环的企业终将因护城河不够深而陷入恶性竞争的境地。

### 市场表现催化剂

板块整体估值回调；渠道议价力较强企业仍具提价预期；企业差异化后形成可持续的盈利闭环。

### 行业评级与投资建议

鉴于板块整体估值水平处于高位，我们下调食品饮料行业投资评级至“中性”。

### 风险因素

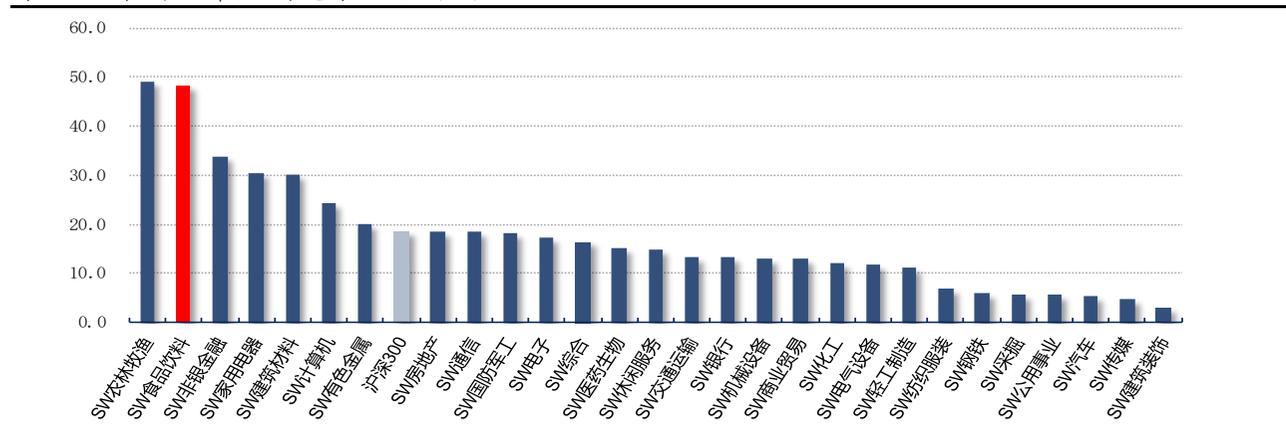
1) 经济环境不明朗，人均消费支出增速并未如期反弹的风险；2) 渠道价格战持续时间过长，劣币驱逐良币的风险；3) 食品安全的风险；4) 产品同质化程度过高的风险；5) 关税上升导致购买力下降的风险；6) 继续投资食品饮料板块的机会成本过高的风险。

## 一、食品饮料板块 19 年上半年表现亮眼

特朗普逆全球化政策后，板块受到青睐

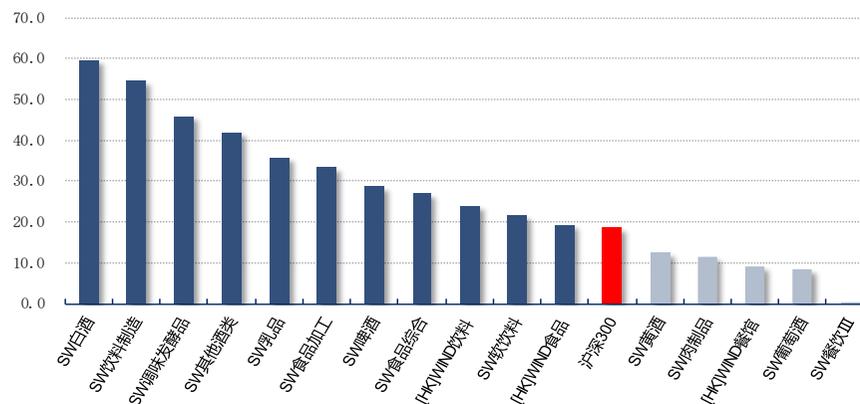
截止 2019 年 6 月 17 日，SW 食品饮料板块年初至今涨幅 48.09%，同期沪深 300 指数涨幅为 18.55%，前者相对涨幅达 29.54%；19 上半年所有板块均上涨，食品饮料继农林牧渔（涨幅 48.93%）后涨幅最高。

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 6 月 17 日

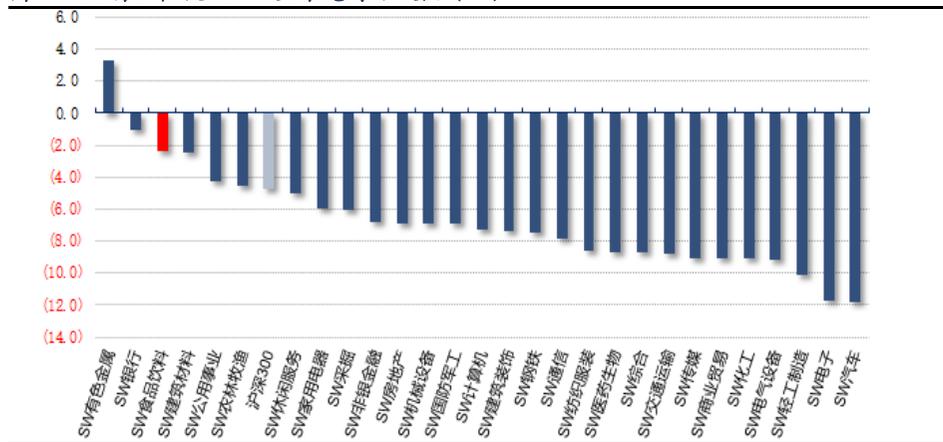
分子板块来看，虽然白酒仍然领涨，但各子板块表现的分化程度趋弱。从子板块区间涨跌幅可以看出，均上涨，无下降板块；白酒涨幅最高，达到 59.72%；排名二三的分别为饮料制造和调味发酵品，涨幅分别为 54.49%和 45.83%。陆港两地食品饮料子板块中有 11 个子板块跑赢沪深 300，仅有 5 个板块跑输大盘，涨幅最低的为 SW 餐饮。

**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 6 月 17 日

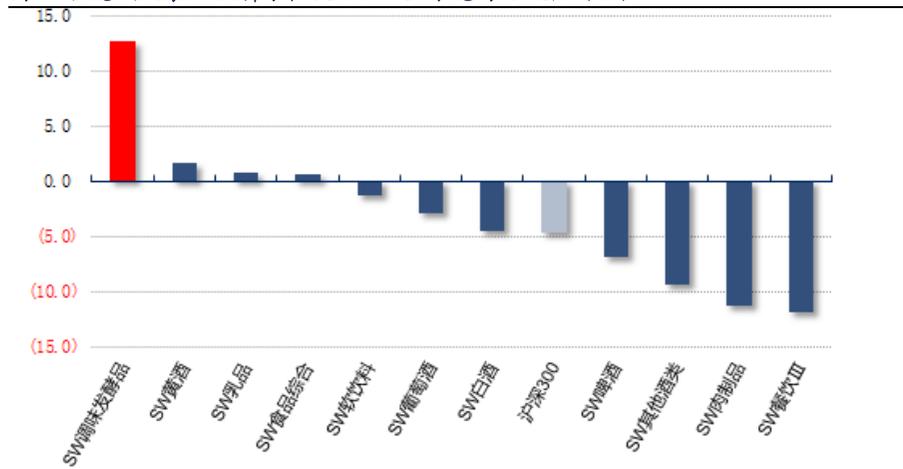
但值得注意的是，正当全球预期中美有望于 5 月末达成贸易协议之际，美国总统特朗普突然于北京时间 5 月 5 日深夜突然通过社交媒体推特投下重磅炸弹，宣布将全面升级对中国输美产品加征关税的税率；谈判走势的突然转向引发了各行各业对贸易战的担忧。

从 5 月 6 日至今，仅有有色金属 1 个板块仍上涨；其余板块均下降，汽车板块降幅最大达到 11.86%。沪深 300 涨跌幅为 4.72%，食品饮料相对跑赢大盘 2.31 个百分点。

**图 3 SW 行业板块 5.6 日至今绝对涨跌幅 (%)**


资料来源：万得，信达证券研发中心； 2019年5月6日至6月17日

分子板块来看，兼具必选消费和高毛利属性的调味发酵品板块明显跑赢大盘。这也意味着随着美国贸易政策的转向，投资者的避险情绪高涨。

**图 4 陆港两地食品饮料子板块 5.6 日至今绝对涨跌幅 (%)**


资料来源：万得，信达证券研发中心； 2019年5月6日-6月17日

## 二、食品饮料板块的投资价值

### 回顾上半年：食品饮料板块的避险价值凸显

2019年上半年，全球经济仍笼罩在巨大的不确定性之下，全球化的突然转向使许多企业的经营模式面临巨大转变，其中又以制造业的冲击最大。在这股逆全球化的潮流下，作为必选消费的食品饮料板块却获得了极大的投资热情。我们认为上半年至少有四大原因推动了板块的涨幅。

#### 1) 投资者心理

在股市整体盘整时，投资者出于避险心理，更倾向于收入和价格不敏感的板块，看重确定性且高估复购率，因此对有品牌附加值的消费品愿意给予高度溢价。

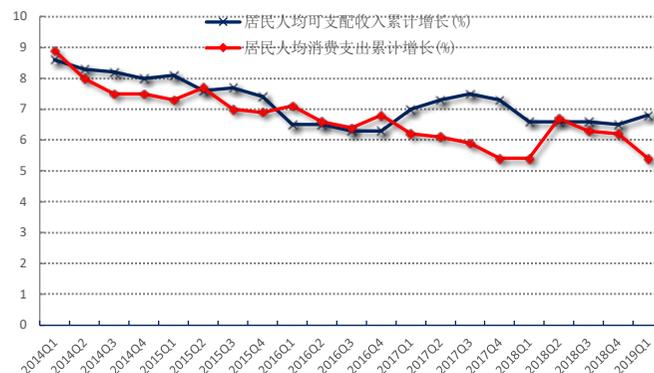
而在牛市时，投资人更倾向收入和价格敏感的板块，看重盈利能力和成长性；相对的，持有确定性高但低增长的个股的机会成本大增。

#### 2) 当人均消费支出增速放缓，食品饮料板块的投资价值凸显

1Q2019，中国居民人均可支配收入累计增速为 6.8%，高于 2018 年全年；但人均消费支出增速为 5.4%，是近年来低点。

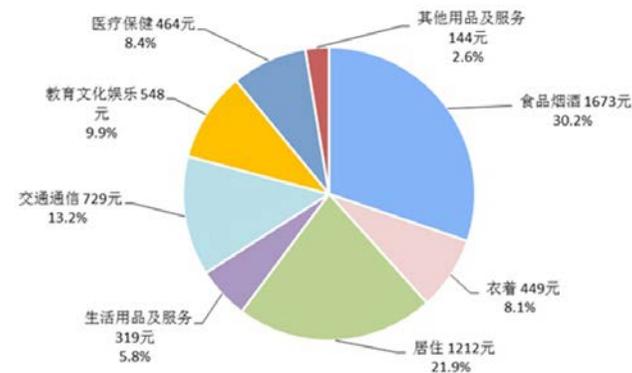
从历史经验来看，具有必选消费品属性的食品饮料板块往往和消费支出增速呈负相关性。由下图可见，食品饮料板块在消费者信心恢复阶段较难获得相对大盘的超额收益，反而在宏观环境不明朗时更易获得资金的青睐。

图 5 2014 年至今居民人均可支配收入与支出累计增速对比 (%)

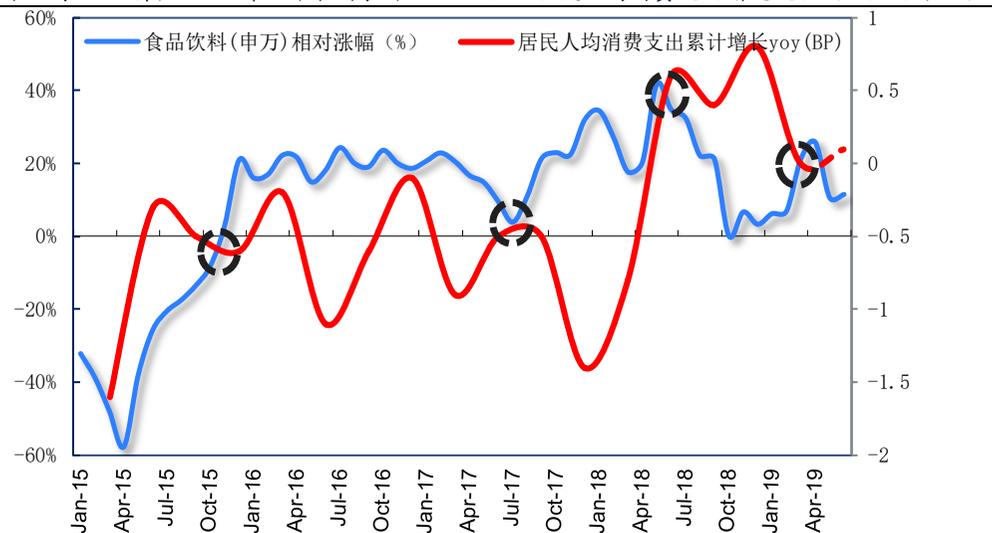


资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

图 6 1Q2019 年人均消费支出构成 (元, %)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

**图 7 食品饮料板块 15 年至今相对沪深 300 涨幅及居民人均消费支出增速变化 (%，百分比)**


资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

### 3) 食品价格带动 CPI 持续上行，板块具备涨价预期

今年 4-5 月，通胀增速持续加快，5 月 CPI=2.7%创近 15 个月新高，增速上行。

**图 8 CPI 创 15 个月新高 (%)**

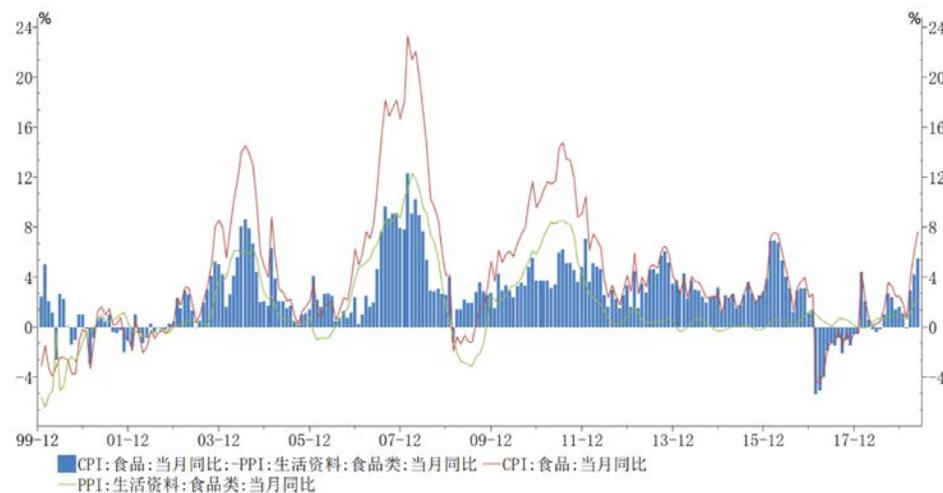

资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

**图 9 2016-2018 年食品 CPI 对比 (%)**


资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

需要注意的是，5月当月食品CPI=7.7%，超2016年上半年水平。我们通过对过往“食品CPI”和“生活资料：食品类PPI”之差的研究，认为当两者出现剪刀差时，即为终端售价增速小于产品出厂价之时，也意味着对渠道利润的挤压和分销商的重新洗牌。

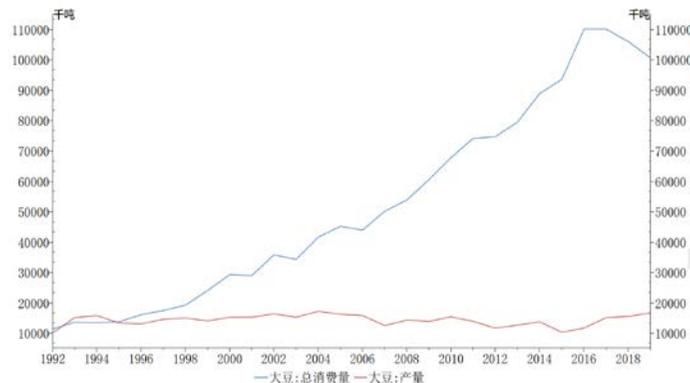
图 10 1999 年至今的食品相关 CPI、PPI 及两者之差的变化情况 (%)



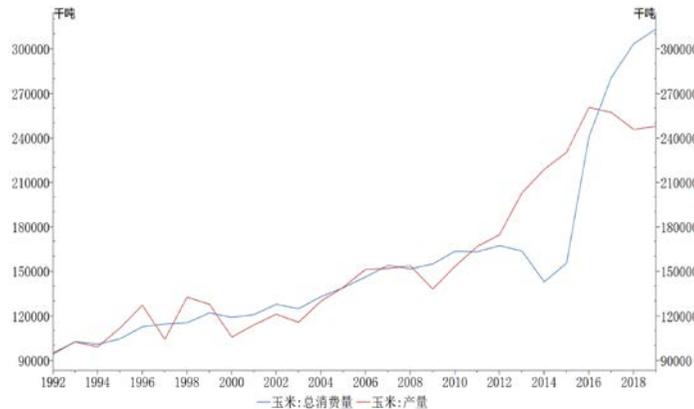
资料来源：万得，信达证券研发中心

2017 年全年，食品相关 CPI 自 2008 年来首次为负，CPI 和 PPI 出现逆差。从历史经验来看，渠道利润被压缩后随之而来的是长达 1-2 年的利益链条重新分配，体现为渠道利润增厚带来的食品饮料终端价格抬升。

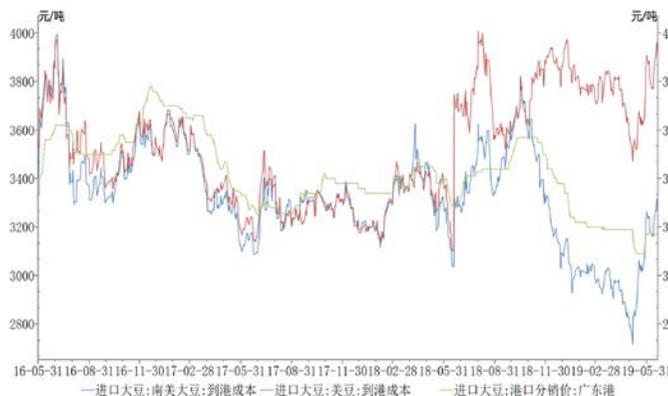
食品 CPI 的上行，也和中美贸易摩擦导致的上游农产品急剧波动有密切关系。当保护主义抬头，关税会影响农产品的最终成交价格，并侵蚀进口依存度高的食品饮料子板块的利润空间。尽管国家统计局不单独公布食品类生产资料的 PPI 数据，但我们判断，原材料涨价将一趋势尚将持续一段时间。

**图 11 我国大豆总消费量 vs 产量缺口 (千吨)**


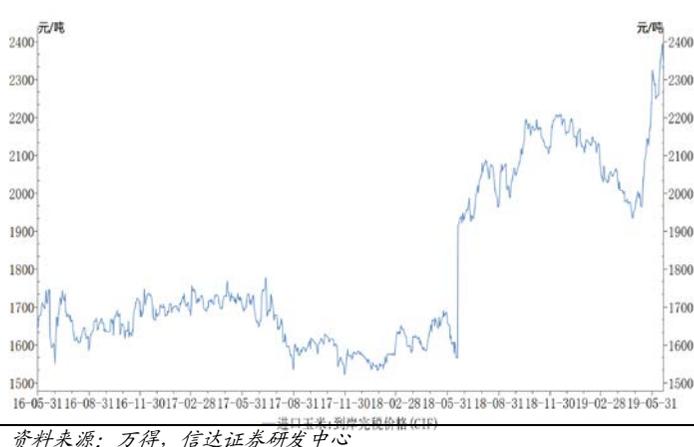
资料来源: 万得, 中国汇易, 信达证券研发中心

**图 12 我国玉米总消费量 vs 产量缺口 (千吨)**


资料来源: 万得, 中国汇易, 信达证券研发中心

**图 13 过去 36 个月大豆采购成本 (元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 14 过去 36 个月玉米到岸完税价格 (元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

相对可选消费及其他耐用品, 食品饮料的必选消费属性意味着消费者对其价格变化的敏感度很低。这一逻辑, 从 2018-2019 年的快消品频繁提升终端指导价便可见端倪: 直接提价或者产品升级, 消费者最终都将承担上游涨价压力。

#### 4) 减税提振消费者的消费热情, 抵消关税上涨带来的不良影响

2019 年个税减税总规模可能超过 3000 亿元。2018 年 10 月 1 日起个税起征点从每月 3500 元上调至 5000 元, 我们估算其

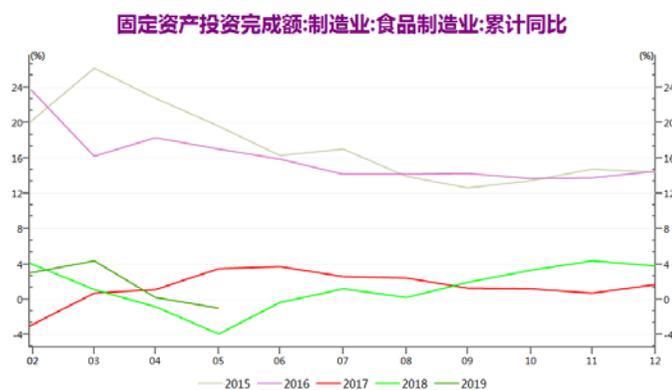
年化减税规模为 3200 亿元，其中 2019 年生效 2200 亿左右。

增值税减税也应有助于提振消费。从 2019 年 4 月 1 日起，制造业行业增值税税率从 16% 下调至 13%，交通运输业、建筑业增值税税率从 10% 下调至 9%。我们估算此次增值税税率下调的减税规模为 8000-9000 亿元，另外此前 2018 年 5 月增值税税率下调 1 个百分点也会为 2019 年带来 1500 亿元左右减税。

对于食品饮料这类集中度较低、竞争较为激烈的行业。增值税减税会传导至产品降价、并利好最终消费者。此外，部分商品的进口关税和进口增值税税率也有所下调（包括对跨境电商零售进口增值税税率），有助于降低消费者购买相关商品的价格。

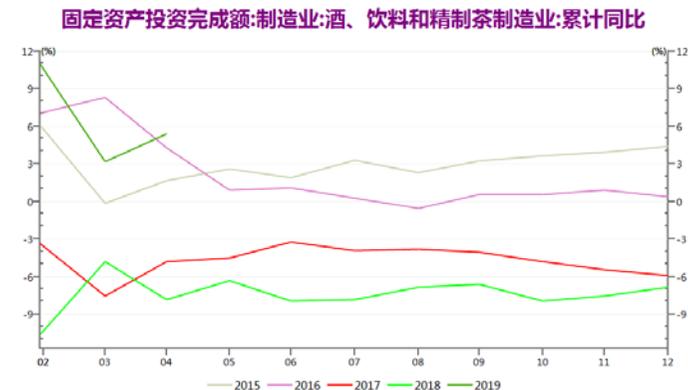
对部分中游企业来说，减税释放其现金流和资本支出空间，带来的是对外投资的空间。2019 年上半年，食品饮料板块的固定资产投资增速明显较 2018 年企稳反弹。

图 15 食品加工板块固定资产投资增速 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

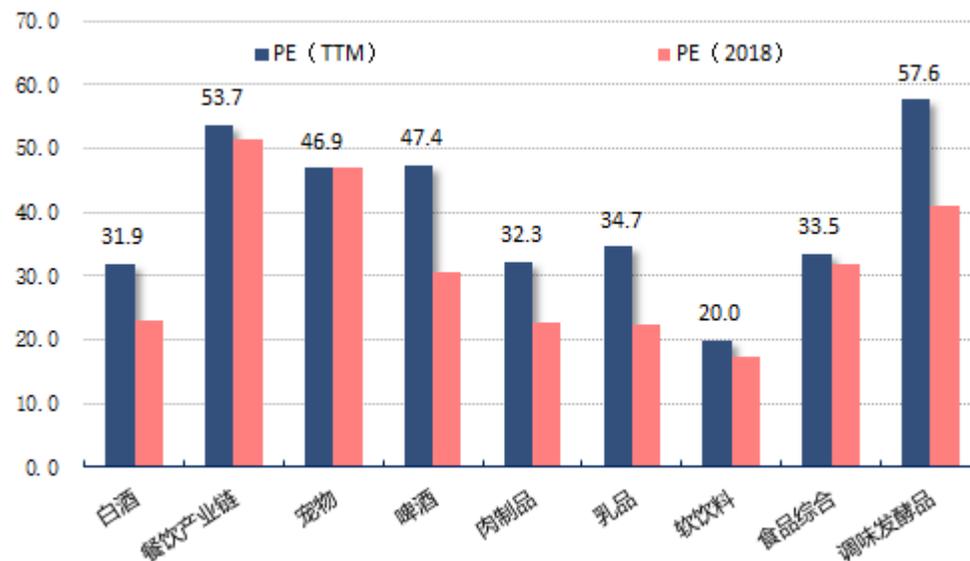
图 16 饮料板块固定资产投资增速 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

整体来看，上述四大因素带来了食品饮料板块上半年估值的水涨船高。其中白酒、啤酒、乳品、调味发酵品等的板块估值均大幅攀升。

图 17 重点监控的食品饮料子板块 19 年 vs 18 年 PE 情况 (倍)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18 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, 信达证券研发中心整理

## 展望下半年：消费增速向好是大概率事件

### 5-6 月迎来社消零售小高潮

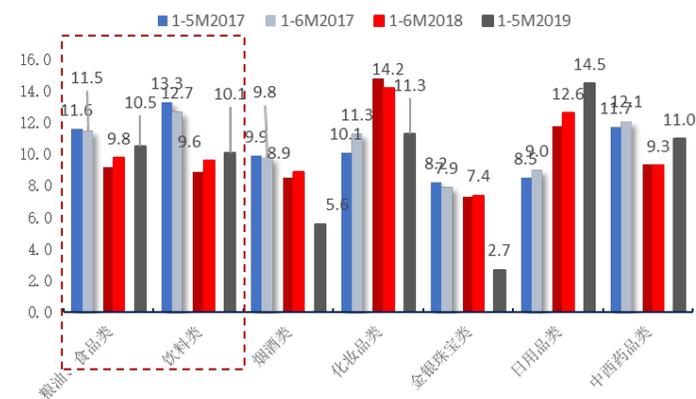
我们对可比板块的 1-5 月累计增速情况进行了统计，可以看出除餐饮、网上商品和烟酒类的社消零售增速略有放缓外，和食品饮料相关的其他子板块累积增速在 2019 年前 5 个月同比回升。另外，代表必选消费的日用品和中西药品增速也高于去年同期。

图 19 2017 年至今社消零售子板块 1-5M、1-6M 累计增速对比之一 (%)



资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

图 20 2017 年至今社消零售子板块 1-5M、1-6M 累计增速对比之二 (%)



资料来源：国家统计局，万得，信达证券研发中心

进入 6 月，汽车清库存力度持续加大，端午节引爆节庆食品消费，再叠加上半年唯一的全渠道营销节“618”的因素，消费增速维持高位是大概率事件。

综上所述，我们预计 5-6 月的消费品增速将较年初提升，体现为人均可支配收入的增长带来的居民消费支出的增长。但是，从下图可见，在资产配置中偏“防御性”的非白酒食品饮料板块往往在消费者信心恢复时难以获得超额收益，反而在宏观环境不明朗时更易获得资金青睐。

因此，我们应在当下挖掘更具成长性和差异化发展的板块和个股，唯有净利润增速和净资产回报率水平可以匹配其估值的板块和个股才有望持续跑赢大盘。

### 三、食品饮料各子板块投资策略

我们对重点监测的食品饮料子板块及对应个股的表现情况进行了梳理及展望，以供投资人参考。重点监测个股的选择主要根据：1) 企业的营业收入（不含其他营业收入）及归母净利润增速的持续增长能力；2) 企业盈利能力的持续提升，一定程度上体现其品牌效应及产品结构升级能力；3) 营运周期持续缩短，体现企业良好的资金使用效率。

#### (一) 白酒板块仍处高速增长通道。

信达食品饮料重点监测的白酒企业如表 1 所示：

表 1 重点监测白酒企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6005	贵州茅台	49.8%	26.5%	31.2%	23.9%	7.8%	62.0%	38.9%	31.9%	33.74	35.45	36.31	38.64	1,267	1,230	1,251	1,207
SZSE:0008	五粮液	23.0%	32.6%	36.8%	26.6%	9.9%	42.6%	38.3%	30.3%	19.61	23.44	36.41	39.92	438	401	247	245
SHSE:6008	山西汾酒	44.4%	47.5%	54.9%	20.1%	16.2%	57.4%	53.0%	22.6%	19.41	25.86	52.65	54.25	324	305	136	233
SHSE:6007	水井坊	74.1%	37.6%	87.7%	24.2%	155.5%	49.2%	68.0%	41.2%	22.00	33.72	37.36	44.47	429	639	569	539
SZSE:0007	酒鬼酒	34.1%	35.1%	46.1%	30.5%	22.6%	62.2%	68.9%	16.2%	9.02	10.64	12.43	13.26	1,225	979	1,354	930
SZSE:0005	泸州老窖	20.5%	25.6%	26.2%	23.7%	32.9%	30.7%	32.7%	43.1%	19.70	21.64	27.89	34.66	346	335	300	255
SZSE:0008	顺鑫农业	4.8%	2.9%	3.4%	19.9%	9.6%	6.3%	94.6%	17.2%	6.34	9.80	19.99	23.04	336	396	298	239
SHSE:6007	舍得酒业	12.1%	35.0%	22.0%	34.1%	1025.1%	79.0%	102.5%	21.5%	5.71	13.89	12.81	15.65	1,726	1,227	1,154	1,102
SHSE:6031	迎驾贡酒	3.3%	11.2%	11.9%	2.7%	28.8%	-2.4%	12.5%	9.0%	16.55	18.40	30.25	31.30	468	475	371	441
	合计																
	yoy (%)	32.6%	26.7%	30.9%	23.7%	11.4%	52.4%	39.7%	30.9%	4.16	2.23		4.41	-61.79	37.10		69.86
	中位数	23.0%	32.6%	31.2%	23.9%	22.6%	49.2%	53.0%	22.6%	19.41	21.64	30.25	34.66	438	475	371	441

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

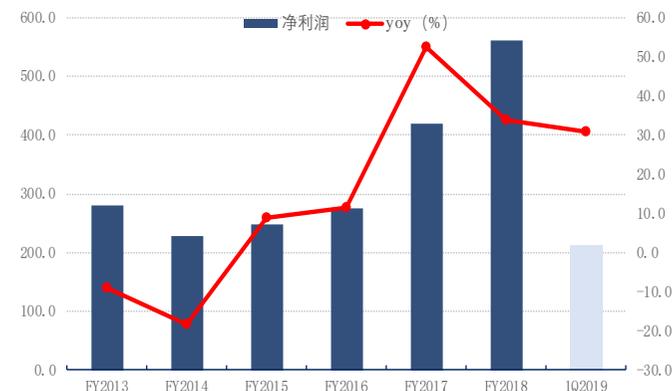
截止 1Q2019, 重点监测的白酒板块合计营业收入 553.6 亿元, 增速 23.71%, 较去年同期下降 7.21 个百分点; 合计实现归母净利润 212.62 亿元, 增速 30.91%, 同比下降 8.78 个百分点。自 2012 年以来的近 7 年间, 白酒板块整体景气度自 2014 年迎来加速反弹态势, 带动重点监测的白酒企业合计营收及净利润增速在 2017 年达到高点。尽管 1Q2019 板块营业收入和归母净利润增速均较 2017-18 年行业最好水平有所下降, 但仍处历史高位。

图 21 板块营业收入及增速 (亿元, %)

图 22 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

从毛利率来看, 从 2014 年起, 核心白酒毛利率中位数持续提升, 1Q2019 最高达到 75.78%, 比上年同期提升了 2.59 个百分点。从营运能力来看, 核心白酒板块周转天数 2018 年和 1Q2019 均有不同程度的提升, 分别同比增加了 42.92 和 25.44 天, 周转效率下降。

图 23 毛利率及其变化情况 (%)



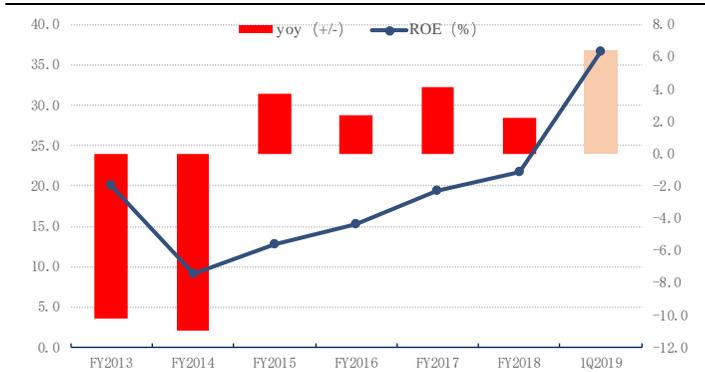
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 24 周转天数及其变化情况 (天, %)

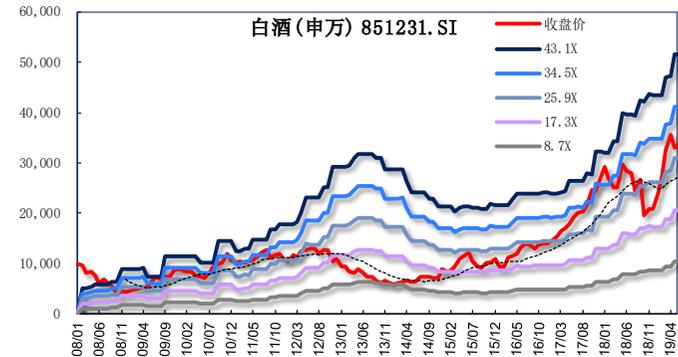


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

从投资回报率角度, 核心白酒板块净资产收益率从 14 年起持续提升, 在 19Q1 达到最高 36.65%, 比上年同期提升了 6.39 个百分点。从估值角度来看, SW 白酒板块目前 PE 为 34.5x (截止 2019 年 6 月 17 日), 已从 2017 年高位下降。

**图 25 ROE 及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

**图 26 2008 至今 SW 白酒板块市值及 PE (亿元, 倍)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

整体来看, 白酒板块表现仍然亮眼。茅台集团此次将营销公司置于集团而非上市公司, 该调整大概率长期削弱上市公司对下游渠道的管控能力, 恐影响贵州茅台上市公司的估值, 进而影响板块整体估值水平。

## (二) 餐饮产业链收入及利润增速普遍放缓, 行业盈利情况基本稳中有升

信达食品饮料重点监测的餐饮产业链企业如表 2 所示:

**表 2 重点监测餐饮企业的财务指标汇总情况 (%)**

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SZSE:0022	三全食品	9.9%	5.4%	7.7%	5.0%	82.5%	41.5%	6.4%	42.2%	3.68	4.99	5.60	7.76	18	9	-31	-19
SHSE:6030	广州酒家	13.1%	15.9%	15.5%	19.8%	27.6%	12.8%	43.7%	17.9%	25.66	20.68	9.03	8.92	14	15	12	12
SHSE:6033	安井食品	16.3%	22.2%	18.9%	14.6%	14.1%	33.5%	20.5%	19.6%	15.01	14.45	12.61	12.40	17	35	43	56
SZSE:0027	海欣食品	4.7%	18.2%	42.9%	19.2%	-308.7%	-227.9%	-409.0%	6.2%	-3.51	4.43	6.35	6.45	55	56	13	24
SEHK:6862	海底捞	36.2%	59.5%	54.4%		39.8%	60.2%	52.2%		110.45	33.92	-	-	-7	-6	-	-
	合计																
	yoy (%)	11.8%	13.3%	13.7%	10.6%	18.3%	34.6%	41.3%	22.7%	-1.38	0.38		0.65	-1	7		6
	中位数	16.3%	22.2%	30.9%	19.5%	22.6%	41.5%	39.7%	21.1%	9.34	9.72	7.69	8.34	18	25	12	18

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

餐饮产业链板块核心公司 1Q2019 的可比收入达到 38.51 亿元, 同比增长 10.62%, 增速略有放缓; 合计实现归母净利润 1.64 亿元, 同比增长 22.67%, 比上年同期下降 19.01 个百分点, 主要因 1Q2018 成分股中的海欣食品 1Q2018 实现扭亏为盈, 故

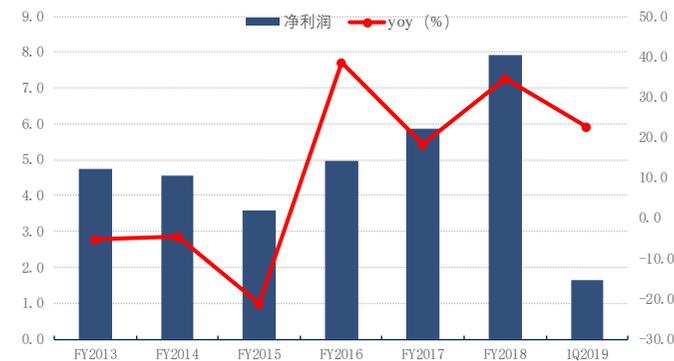
1Q2019 的同比增长幅度放缓。

图 27 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 28 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

从毛利率来看，毛利率波动基本体现了行业的景气程度。2016 年，餐饮上游的速冻食品板块整体产能过剩，陷入价格战的困境，因此导致 2016 年全年毛利率中位数大幅下滑。1Q2019 的毛利率中位数为 33.52%，同比下降 0.74 个百分点。从营运能力来看，板块周转天数中位数 18.28 天，同比增加 5.83 天，主要由于影响中位值的广州酒家、海欣食品周转天数增加，营运能力下降。

图 29 毛利率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

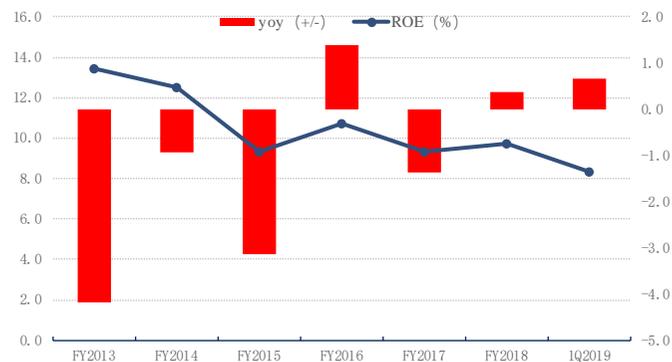
图 30 周转天数及其变化情况 (天, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

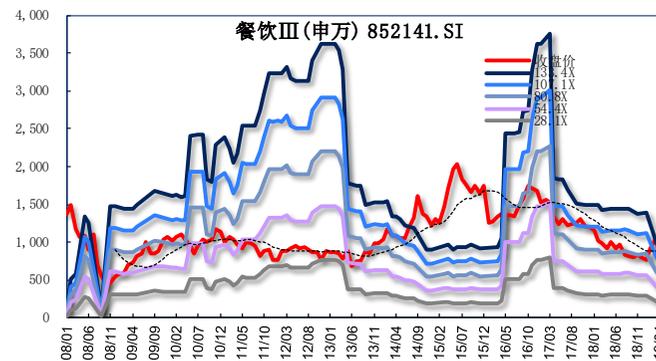
从投资回报率角度，核心餐饮板块净资产收益率 13-17 年呈下降趋势，18 年小幅提升，19Q1 ROE 中位值为 8.34%，比上年同期提升了 0.65 个百分点。从估值角度来看，SW 餐饮 III 板块目前 PE 为 133.4x（截止 2019 年 6 月 17 日），达到历史估值高点。

图 31 ROE 及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 32 2008 至今 SW 餐饮 III 板块市值及 PE (亿元, 倍)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

### (三) 啤酒及其他酒类盈利能力提升，主要受产业链整体提价效用显现影响

信达食品饮料重点监测的啤酒及其他酒类企业如表 3 所示:

表 3 重点监测啤酒及其他酒类企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SZSE:0025	百润股份	26.6%	5.0%	-9.7%	14.6%	-224.2%	-32.2%	25.1%	65.7%	10.80	6.68	5.57	8.76	-73	-70	-64	-79
SHSE:6001	重庆啤酒	-0.6%	9.2%	10.4%	2.5%	82.0%	22.6%	56.9%	13.4%	27.09	36.20	28.46	33.28	78	19	37	-6
SHSE:6006	青岛啤酒	0.7%	1.1%	1.4%	11.4%	21.0%	12.6%	15.2%	21.0%	7.98	8.56	15.53	17.66	4	5	-14	-12
SZSE:0024	珠江啤酒	6.2%	7.3%	7.8%	4.6%	62.8%	97.7%	47.2%	65.8%	3.42	4.66	1.04	1.58	-40	-34	-47	-22
SEHK:291	华润啤酒	0.7%	1.1%	11.4%		86.8%	-16.9%	28.9%		6.56	5.27	15.84	-	88	69	56	-
	合计																
	yoy (%)	1.8%	2.7%	2.3%	10.1%	64.6%	18.2%	19.1%	22.8%	4.23	-1.77		2.66	10	4		14
	中位数	3.4%	6.1%	9.1%	11.4%	41.9%	17.6%	34.3%	21.0%	9.39	7.62	10.55	13.21	-18	-14	-31	-17

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

啤酒及其他酒板块核心股票实现营业总收入 98.19 亿元，同比大幅增加，增长 10.12%；归母净利润达到 9.65 亿，增速加快，同比增加 22.78%，主要受产业链整体提价效用显现影响。

**图 33 板块营业收入及增速 (亿元, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

啤酒及其他毛利率从 2016 年起下滑, 18 年小幅回升, 19Q1 为 38.53%, 同比增长了 1.43 个百分点。周转天数-17.1 天, 同比增长 14 天。从 2015 年起, 该板块周转天数主要为负数, 说明啤酒及其他公司占用供应商资金的能力强, 且应收账款和存货的管理能力较强, 现金流运用效率较高。

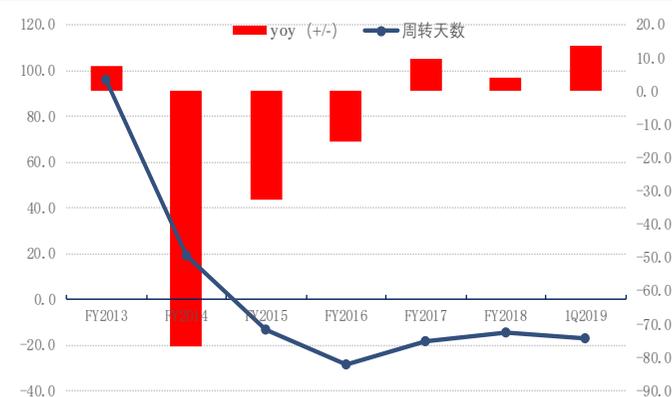
**图 35 毛利率及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

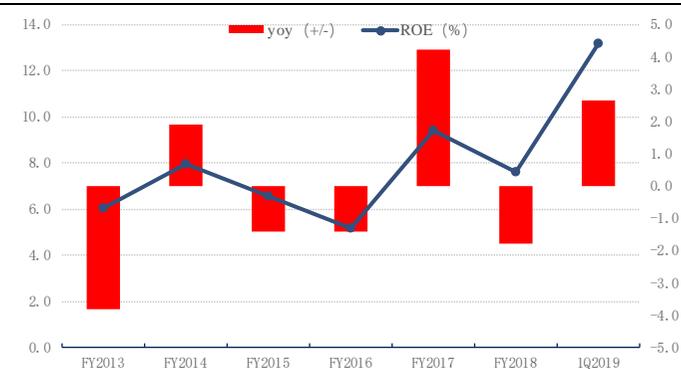
从投资回报角度, 19Q1 ROE 达到 13.21%, 同比增加 2.66 个百分点, 创历史新高。从估值角度来看, SW 啤酒板块目前 PE 为 53.0x (截止 2019 年 6 月 17 日), 估值仍较高。

**图 34 板块归母净利润及增速 (亿元, %)**

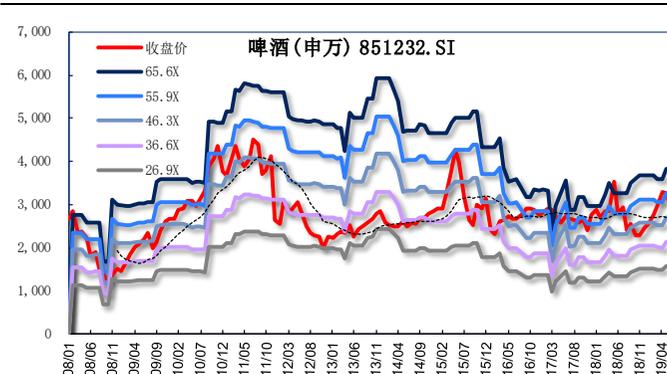

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

**图 36 周转天数及其变化情况 (天, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

**图 37 ROE 及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

**图 38 2008 至今 SW 啤酒板块市值及 PE (亿元, 倍)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

随着 4 月 1 日起制造业税率下调, 市场普遍预期净利润率及 ROE 水平较低的啤酒板块具备高利润弹性。但是我们判断, 减税对于啤酒板块的影响仅为一次性的, 并不改变其板块竞争格局, 啤酒企业仍需通过树立品牌, 积极推进高端市场, 方能避免陷入“廉价商品化”的陷阱。

#### (四) 宠物食品板块以境内收入扩张为导向, 上游成本及短期期间费用率影响其整体盈利水平

信达食品饮料重点监测的宠物食品企业如表 4 所示:

**表 4 重点监测宠物食品企业的财务指标汇总情况 (%)**

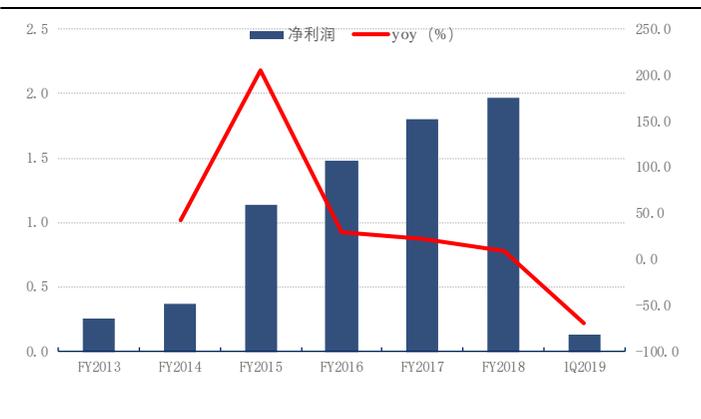
2019-05-01 cny		营业收入		归母净利润		ROE (%)				现金周转周期 (天)							
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
Szse:30067	佩蒂股份	14.8%	37.6%	50.1%	0.9%	38.0%	32.8%	120.1%	-79.5%	17.14	15.44	13.75	2.93	47	84	86	164
szse:00289	中宠股份	28.4%	39.1%	27.8%	37.5%	20.8%	9.5%	-43.0%	-45.7%	14.48	7.67	8.39	4.82	86	69	79	80
	合计																
	yoy (%)	22.8%	38.5%	35.2%	24.0%	22.2%	9.0%	19.1%	-69.5%	-5.99	-4.25		-7.19	14	11		39
	中位数	16.3%	22.2%	30.9%	16.9%	20.8%	33.5%	39.7%	12.9%	15.81	11.56	11.07	3.88	66	77	83	122

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

宠物食品两家上市公司佩蒂股份和中宠股份 2019 一季度合计实现营业收入 5.43 亿元, 同比增长 24.04%; 实现归母净利润 0.13 亿元, 同比下降 69.50%。主要原因原材料价格上涨压缩利润空间和客户对未来贸易政策预期的影响, 部分订单被延后发出或延后执行 (佩蒂股份)。

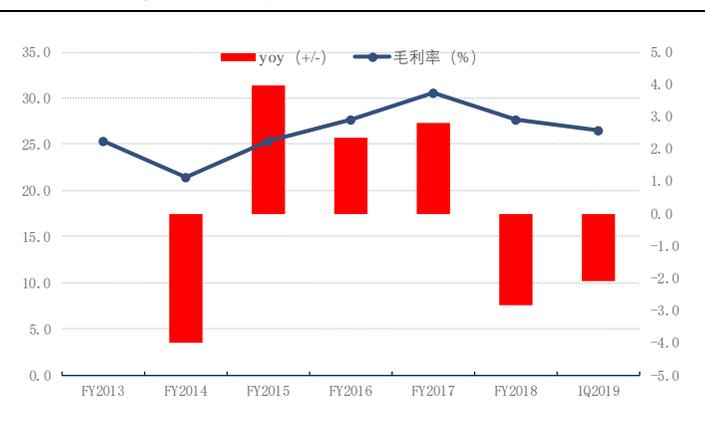
**图 39 板块营业收入及增速 (亿元, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

**图 40 板块归母净利润及增速 (亿元, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

宠物食品上市公司 19Q1 毛利率为 26.57%，同比下降 2.09 个百分点，主要受原材料如鸡肉价格以及美元兑人民币汇率影响。周转天数创历史新高，中位数达到 121.86 天，同比增加了 39.31 天，周转效率大幅下降。

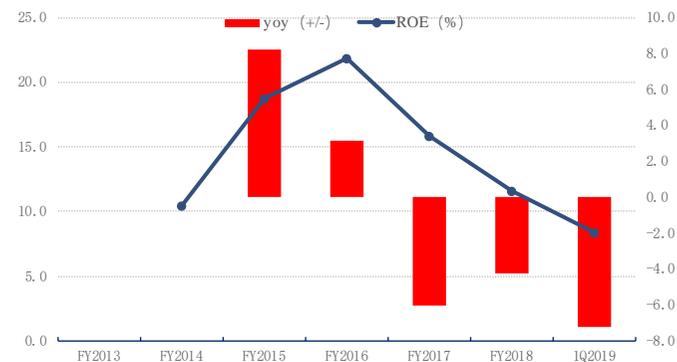
**图 41 毛利率及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

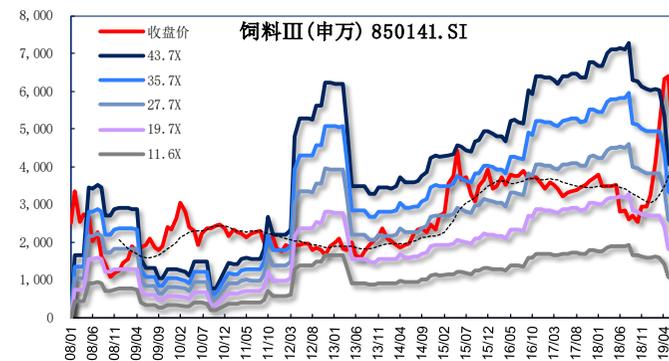
**图 42 周转天数及其变化情况 (天, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

净资产收益率下降了 7.19 个百分点，达到历史新低 3.88%。从估值角度来看，SW 饲料 III 板块目前 PE 为 60.9x（截止 2019 年 6 月 17 日），估值上升。板块仍需等待业绩反转。

**图 43 ROE 及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

**图 44 2008 至今 SW 饲料 III 板块市值及 PE (亿元, 倍)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

### (五) 肉制品企业增速及盈利能力均持续提升, 仅资金使用效率略有下滑

信达食品饮料重点监测的肉制品企业如表 5 所示:

**表 5 重点监测肉制品企业的财务指标汇总情况 (%)**

2019-05-01.cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6035	绝味食品	17.6%	13.4%	10.1%	19.6%	31.9%	27.7%	31.3%	20.4%	24.62	22.51	22.60	22.70	30	38	25	36
SZSE:0026	煌上煌	21.3%	28.4%	23.4%	20.4%	59.8%	22.7%	42.9%	26.7%	8.72	9.76	11.18	12.86	145	134	109	111
SZSE:0008	双汇发展	-2.5%	-3.2%	-1.4%	-0.7%	-1.9%	13.8%	21.1%	20.2%	29.54	34.46	27.77	36.22	10	18	13	29
SZSE:0005	广弘控股	11.5%	8.4%	-38.9%	39.9%	47.0%	7.6%	10.9%	14.1%	11.57	12.69	4.28	7.21	-2	-11	-22	25
SHSE:6000	上海梅林	60.6%	-0.2%	-0.8%	4.0%	9.3%	9.1%	-9.9%	10.1%	8.75	6.92	17.08	20.03	36	43	32	41
SEHK:1458	周黑鸭	15.4%	-1.2%	-1.3%	-	6.4%	-29.1%	-17.3%	-	20.05	13.29	16.35	-	44	61	47	-
	合计																
	yoy (%)	11.2%	-0.7%	-1.3%	2.9%	3.1%	14.9%	17.8%	19.2%	1.08	1.12		2.95	-7	8		11
	中位数	13.4%	4.4%	0.8%	11.4%	36.9%	15.7%	20.1%	20.4%	11.57	12.69	17.08	20.03	30	38	25	36

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

得益于板块内企业的亮眼表现, 肉制品核心公司共实现营业收入 206.14 亿元, 同比增长 2.87%, 比上年同期增加 4.18 个百分点; 归母净利润 17.37 亿元, 同比增加 19.21%, 比上年同期增加 1.37 个百分点。

**图 45 板块营业收入及增速 (亿元, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

**图 46 板块归母净利润及增速 (亿元, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

毛利率为 21.09%，同比增加 0.93 个百分点。但周转天数比上年同期增加了 11.3 天，达到 36.47 天。

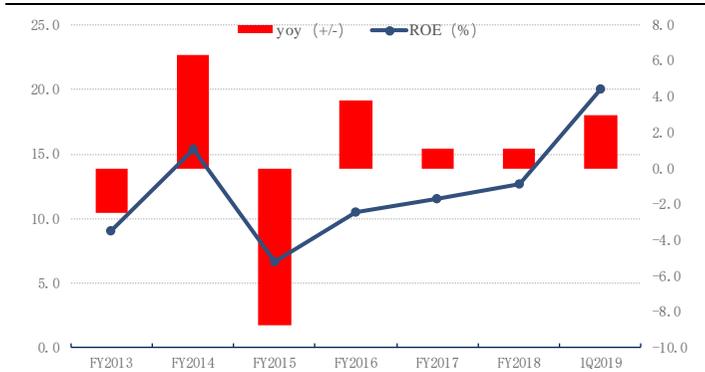
**图 47 毛利率及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

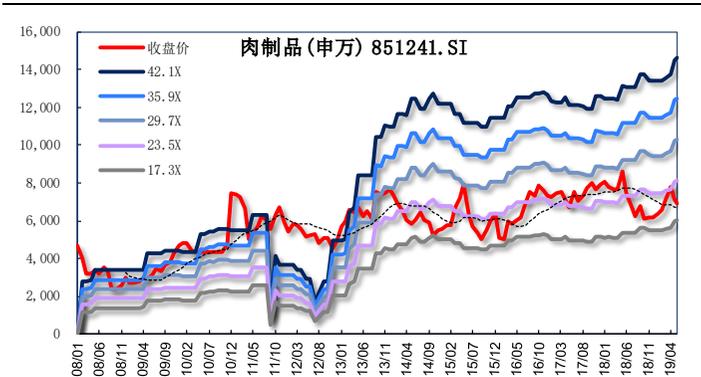
**图 48 周转天数及其变化情况 (天, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

净资产收益率达到 20.03%，同比增加 2.95 个百分点。

**图 49 ROE 及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

**图 50 2008 至今 SW 肉制品板块市值及 PE (亿元, 倍)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

上述表现符合行业当前正经历的“产业集中度提升、龙头议价能力逐年增强”的行业趋势。同时,受非洲猪瘟对后期猪肉价格的影响,我们判断行业内企业大概率对上游猪肉制品原材料进行一定的囤货,因此影响库存周转率。在板块中,我们更看好以加盟店形式进行拓展的,同时兼具成长性和强盈利能力的煌上煌和绝味食品。

## (六) 软饮料板块增速仍较缓慢,但香飘飘受益果汁茶爆款影响,一骑绝尘。

信达食品饮料重点监测的软饮料企业如表 6 所示:

**表 6 重点监测软饮料企业的财务指标汇总情况 (%)**

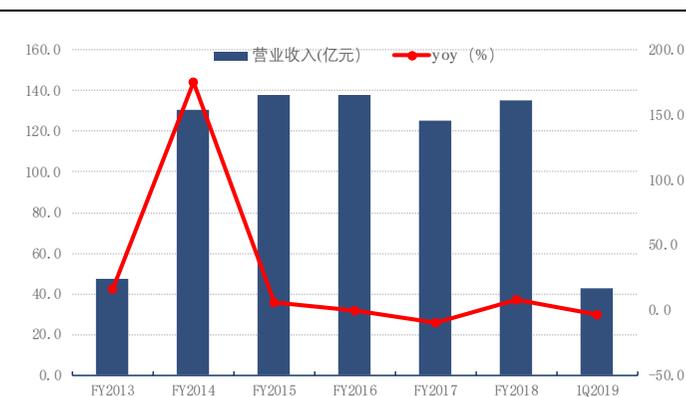
2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6031	养元饮品	-13.0%	5.2%	20.1%	-12.5%	-15.7%	22.8%	80.3%	-8.6%	34.71	29.39	39.40	27.43	19	29	-9	-2
SHSE:6037	香飘飘	10.5%	23.1%	111.4%	28.3%	0.6%	17.5%	35.0%	83.6%	16.78	15.19	5.83	9.22	-66	-38	-37	-54
SZSE:00084	承德露露	-16.2%	0.5%	13.2%	3.9%	-8.2%	-0.1%	11.0%	1.6%	20.70	20.69	40.81	43.10	5	43	6	23
SEHK:906	中粮包装	14.5%	10.3%	16.9%		5.6%	-17.9%	-14.8%		6.16	5.03	5.51	-	99	88	93	-
	合计																
	yoy (%)	-9.5%	8.2%	26.6%	-3.1%	-13.5%	19.2%	60.4%	-4.5%	-5.32	-0.80		4.82	14	24		-0
	中位数	11.3%	10.3%	16.9%	14.7%	2.0%	17.5%	13.0%	9.1%	18.74	17.94	22.61	27.43	12	36	-2	-2

资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

软饮料三家 A 股上市公司养元饮品、香飘飘和承德露露, 1Q2019 合计实现营业收入 42.62 亿元, 同比下降 3.13%, 主要由

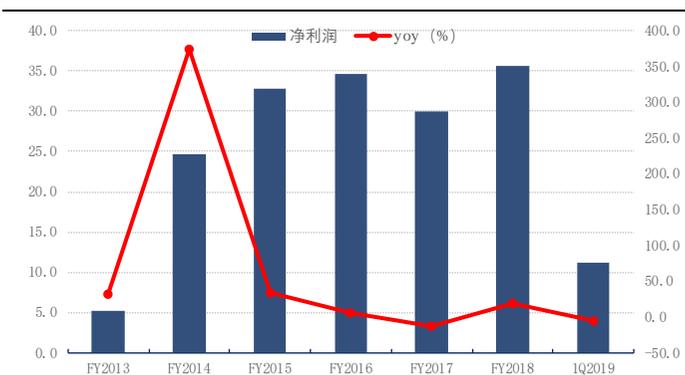
于体量较大的养元饮品营收下降 12.5%，规模较小的香飘飘和承德露露的增幅难以抵消前者降幅。1Q2019 板块归母净利润实现 11.25 亿元，同比下降 4.45%，仍然因养元饮品单季度降幅较大所致。

图 51 板块营业收入及增速 (亿元, %)



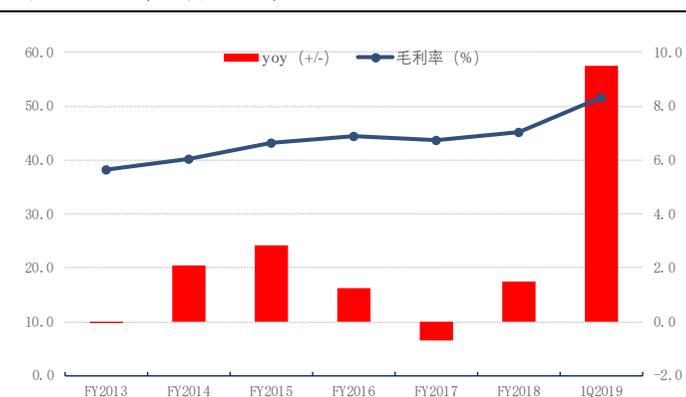
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 52 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



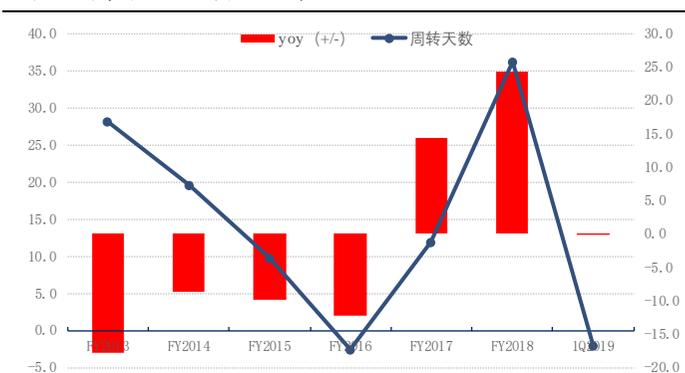
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 53 毛利率及其变化情况 (%)



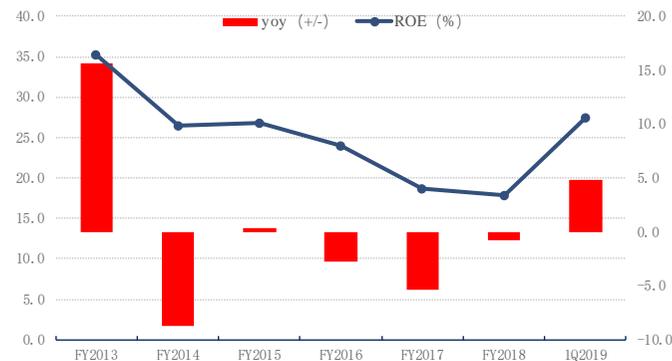
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 54 周转天数及其变化情况 (天, %)

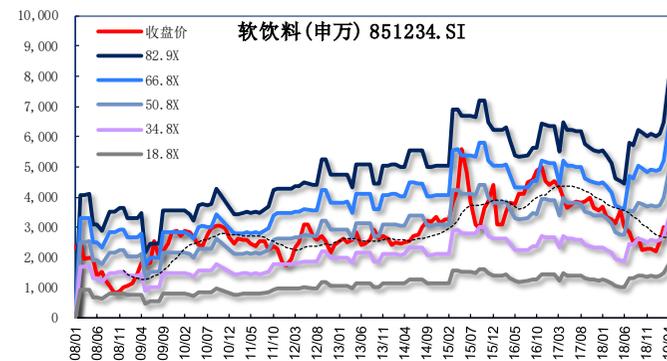


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

受板块内企业盈利能力增强影响，1Q2019 毛利率中位值由 48.86 上升 51.69，上升 2.83 个百分点。净资产收益率同比增加 4.82 个百分点，达到 27.43%。从估值角度来看，SW 软饮料板块目前 PE 为 25.3x（截止 2019 年 6 月 17 日），与去年同期持平，主要因板块内企业香飘飘的茶饮产品规模扩大，收入增长。

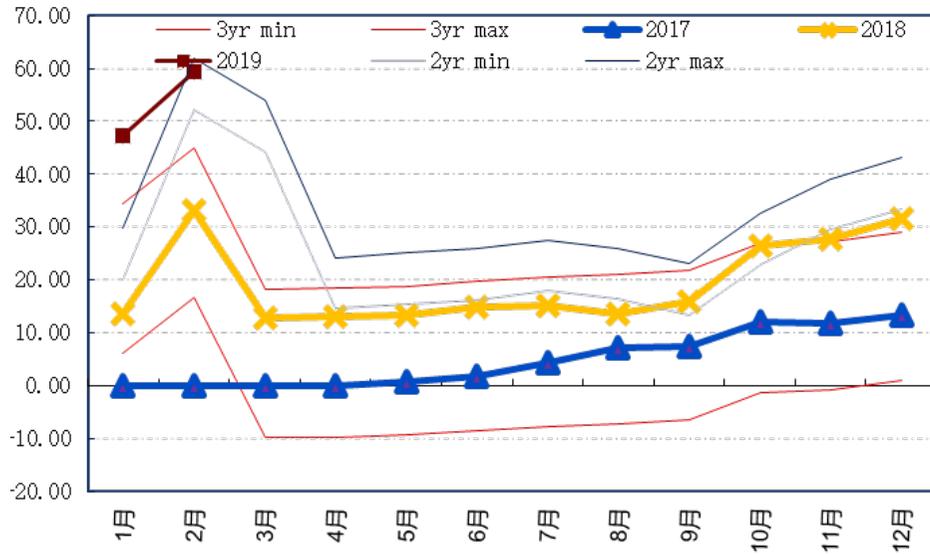
**图 55 ROE 及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

**图 56 2008 至今 SW 软饮料板块市值及 PE (亿元, 倍)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

板块内企业香飘飘 1Q2019 保持了强劲的收入及归母净利润增速，主要因其 18 年下半年推出的新品，MECO 果汁茶销量增幅明显，且企业规模效应带来的经营杠杆初现。从连锁商超端的数据来看，我们判断香飘飘这一增速趋势将有一定持续性。

**图 57 香飘飘液体茶饮料的连锁商超端销售额变化情况 (百万元)**


资料来源: 超市连锁信息网, 信达证券研发中心整理

## (七) 调味发酵品板块呈现较强势增长，马太效应有所体现

信达食品饮料重点监测的调味发酵品企业如表 7 所示：

表 7 重点监测调味发酵品企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6002	安琪酵母	18.8%	15.8%	14.9%	11.6%	91.0%	58.3%	30.2%	-14.6%	23.52	20.81	26.92	20.94	105	105	108	115
SHSE:6003	恒顺醋业	6.5%	9.9%	8.2%	15.2%	-28.9%	64.8%	33.0%	21.7%	15.85	15.18	12.34	13.47	85	77	84	61
SHSE:6008	中炬高新	14.3%	15.4%	18.4%	6.7%	46.5%	25.1%	47.4%	11.5%	15.64	18.42	21.09	21.81	187	172	145	125
SHSE:6030	千禾味业	23.0%	12.4%	-3.0%	18.5%	50.4%	43.9%	193.2%	-54.0%	14.75	20.26	39.34	15.17	143	140	155	133
SHSE:6032	海天味业	17.1%	16.8%	17.0%	17.0%	13.5%	24.2%	23.1%	22.8%	32.43	34.05	38.92	40.41	-	19	2	9
SHSE:6033	天味食品	8.3%	32.6%	-	25.1%	42.8%	-9.6%	-	37.0%	19.59	25.77	-	-	-3	10	-	-
SHSE:6034	安记食品	-1.9%	33.6%	22.9%	70.7%	-23.3%	1.1%	10.1%	22.1%	5.81	5.78	6.03	8.18	85	53	68	33
SEHK:1579	颐海国际	51.3%	62.9%	59.1%	-	49.9%	39.6%	163.0%	-	18.84	30.91	24.05	-	35	37	46	-
	合计																
	yoy (%)	14.4%	13.7%	17.3%	22.5%	20.4%	28.8%	34.8%	12.2%	1.11	4.41	-	-5.95	-4	-18	-	-8
	中位数	15.7%	16.3%	17.0%	16.4%	44.7%	25.1%	33.0%	19.9%	15.85	20.26	24.00	18.05	95	77	96	88

资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心；注：1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

调味发酵品板块改善幅度明显，共实现收入 97.18 亿元，同比增长 22.45%，比上年同期增加了 5.19 个百分点。利润增速下降 22.66 个百分点至 12.17%，但仍保持双位数增长。归母净利润达到 21.13 亿元。

图 58 板块营业收入及增速 (亿元, %)



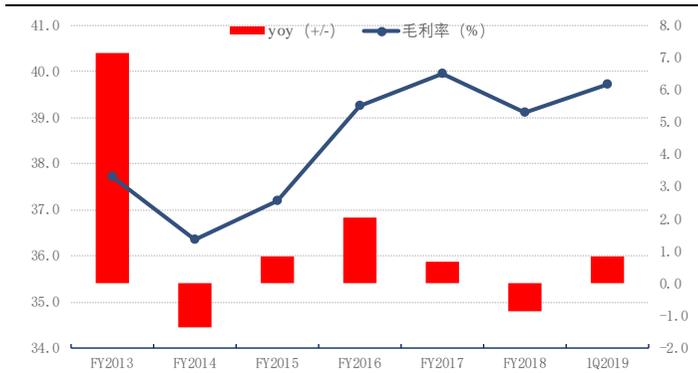
资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心

图 59 板块利润及增速 (亿元, %)



资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心

毛利率增加 0.85 个百分点，达到 39.73%。周转天数为 87.89 天，减少了 8.16 天，周转效率提升。

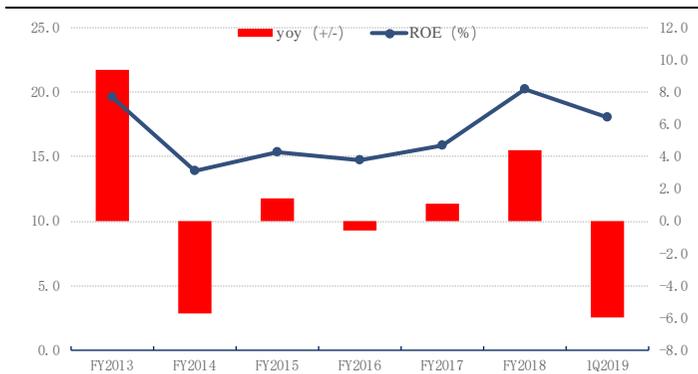
**图 60 毛利率及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

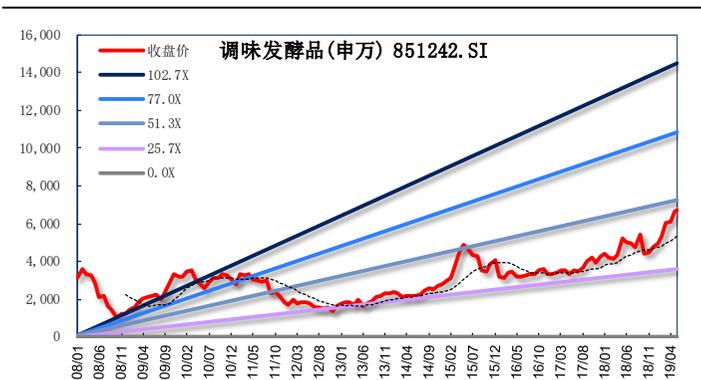
**图 61 周转天数及其变化情况 (天, %)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

净资产收益率下降 5.95 个百分点, 为 18.05%。从估值角度来看, SW 调味品板块目前 PE 为 47.6x (截止 2019 年 6 月 17 日), 处于近 6 年估值高点。

**图 62 ROE 及其变化情况 (%)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

**图 63 2008 至今 SW 调味发酵品板块市值及 PE (亿元, 倍)**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

### (八) 乳制品板块分化明显，行业龙头处业绩上升通道，但区域乳企仍在调整期

信达食品饮料重点监测的乳制品企业如表 8 所示：

表 8 重点监测乳制品企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01.cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
	中位数	13.4%	4.4%	0.8%	11.4%	36.9%	15.7%	20.1%	20.4%	11.57	12.69	17.08	20.03	30	38	25	36
SHSE:6005	光明乳业	9.0%	-4.7%	-3.7%	5.5%	10.1%	-44.9%	-27.4%	4.0%	12.67	7.77	12.69	13.23	25	28	25	31
SHSE:6004	天润乳业	41.7%	17.9%	23.3%	16.0%	26.6%	15.2%	19.0%	10.2%	12.26	11.73	12.50	11.51	-4	-40	-25	-65
SZSE:0027	燕塘乳业	12.6%	4.7%	9.1%	8.8%	13.8%	-65.1%	-21.0%	15.1%	13.52	4.81	4.41	5.27	-11	-15	-4	12
SHSE:6008	妙可蓝多	92.0%	24.8%	-4.9%	57.5%	-86.7%	148.7%	-543.6%	-101.9%	0.37	0.89	-6.89	0.13	26	43	65	52
SZSE:0025	贝因美	-3.8%	-6.4%	-35.8%	16.4%	35.4%	-103.9%	-27.5%	12.7%	-44.25	2.71	1.67	2.03	220	127	95	41
SZSE:0029	新乳业	-3.8%	-6.4%	3.3%	13.5%	48.0%	9.2%	-55.9%	3.6%	18.15	17.29	6.61	5.36	2	12	-	16
SHSE:6008	伊利股份	12.3%	16.9%	25.1%	17.1%	6.0%	7.3%	21.1%	8.4%	24.77	24.22	32.06	33.49	4	7	-10	-9
SEHK:2319	蒙牛乳业	11.9%	14.7%	17.0%		扭亏	48.6%	38.5%		7.72	11.13	12.01	12.01	-8	-8	-9	-
	合计																
	yoy (%)	11.3%	10.8%	15.0%	14.9%	3.4%	20.3%	13.0%	9.1%	0.81	-3.01		-0.87	-3	6		21
	中位数	12.3%	4.7%	3.3%	14.7%	20.2%	9.2%	-21.0%	9.3%	12.46	9.45	9.31	8.44	3	10	-4	16

资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心；注：1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

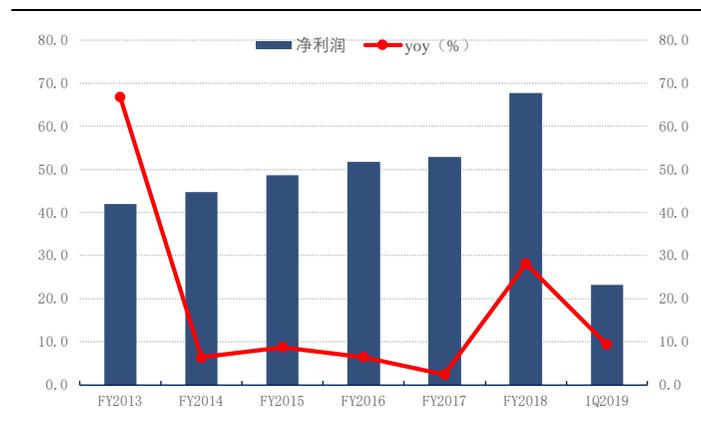
乳制品核心公司共实现营业收入 301.42 亿元，同比增加 14.99%，继续保持双位数增长。归母净利润达到 24.68 亿元，同比增加 9.15%。

图 64 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心

图 65 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心

毛利率中位数下降了 1.42 个百分点，为 32.37%。板块周转天数中位数同比增加 16.32 天，达到 20.64 天。

图 66 毛利率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

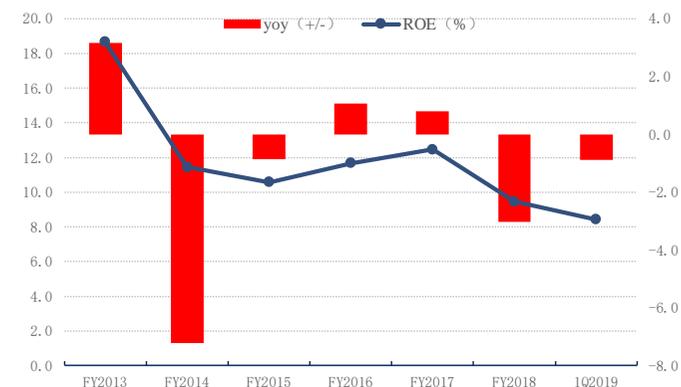
图 67 周转天数及其变化情况 (天, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

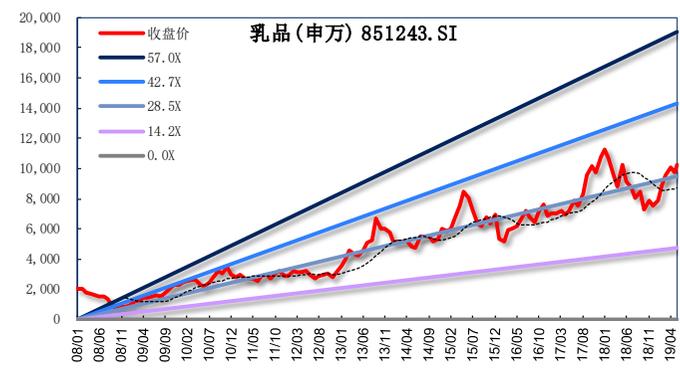
净资产收益率中位数较去年同期略下滑 0.87 个百分点至 8.44%。从估值角度来看, SW 乳品板块目前 PE 为 30.6x (截止 2019 年 6 月 17 日), 估值中枢逐步抬升。

图 68 ROE 及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 69 2008 至今 SW 乳品板块市值及 PE (亿元, 倍)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

乳制品板块呈现了较明显的板块分化, 其中全国性乳企伊利和蒙牛均持续录得收入及归母净利润增长, 且两者的盈利能力持续提升, 现金周转天数维持低位。但其余的区域性乳企尚处调整期, 尚待进一步观察其业绩企稳反弹的持续性。

### (九) 食品综合板块业绩增速较去年同期略有下降，但仍维持高位

信达食品饮料重点监测的食品综合企业如表 9 所示：

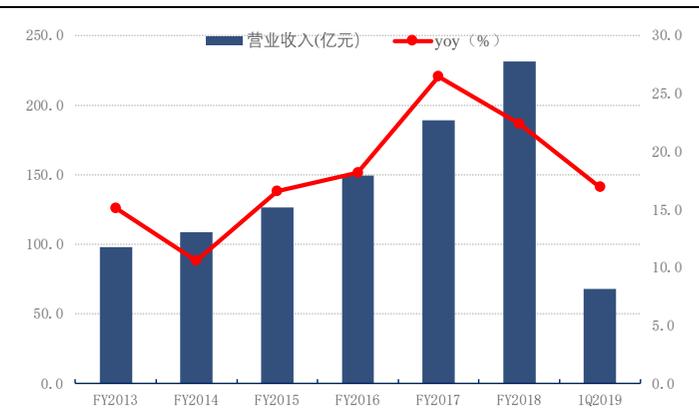
表 9 重点监测食品综合企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SZSE:00251	洽洽食品	2.6%	16.5%	28.4%	1.3%	-9.8%	35.6%	8.8%	35.7%	10.44	13.61	10.85	13.60	118	103	91	66
SHSE:6038	元祖股份	11.7%	10.2%	3.5%	23.7%	62.9%	18.7%	44.9%	-75.2%	17.78	18.79	-9.10	-1.99	-10	-8	-12	-7
SZSE:00251	好想你	96.5%	21.6%	37.7%	7.3%	172.2%	21.2%	102.0%	10.4%	3.01	3.29	14.06	15.63	109	80	37	-15
SZSE:30011	汤臣倍健	34.7%	39.9%	45.0%	47.2%	42.5%	31.0%	31.4%	33.7%	15.59	15.12	30.01	28.08	74	91	55	69
SHSE:6038	桃李面包	23.4%	18.5%	20.6%	15.5%	17.8%	25.1%	51.6%	12.1%	19.69	19.53	13.47	13.92	11	9	9	9
SZSE:00261	克明面业	4.9%	25.9%	45.2%	17.5%	-17.8%	65.0%	110.9%	-17.3%	5.27	8.41	13.65	10.78	76	62	54	29
SEHK:3799	达利食品	11.0%	5.4%	11.4%		9.5%	8.3%	12.3%		24.84	25.46	27.73	-	21	24	19	-
SEHK:220	统一企业	-0.8%	4.6%	6.0%		44.6%	17.2%	25.4%		7.07	7.91	11.11	-	8	6	-2	-
SEHK:322	康师傅控	6.1%	2.9%	5.9%		56.6%	35.4%	64.3%		9.72	11.89	12.54	-	-29	-29	-34	-
SEHK:345	VITASOY I	-2.6%	19.6%	17.8%		16.5%	-5.3%	19.3%		25.61	21.92	13.55	-	60	55	65	-
	合计																
	yoy (%)	26.5%	22.4%	32.7%	16.9%	24.2%	30.4%	44.1%	25.8%	13.02	1.34		0.25	5	-0		-9
	中位数	11.0%	18.5%	17.8%	17.5%	42.5%	21.2%	44.9%	10.4%	13.02	14.36	13.51	13.76	40	40	28	19

资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心；注：1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

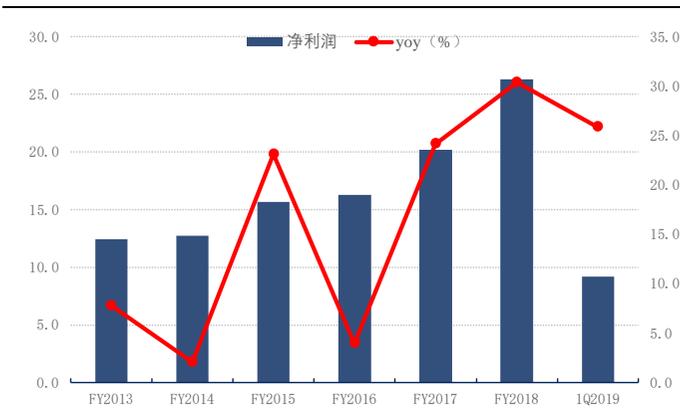
由于港股企业尚未披露日历年 1Q 的业绩，故下文仅测算 A 股食品综合核心公司的业绩增速情况。信达监测的板块内 A 股上市公司 1Q2019 实现营业收入 68.02 亿元，同比增长 16.91%，比上年同期下降了 15.84 个百分点。归母净利润实现 9.20 亿元，同比增长 25.84%，比上年同期下降了 18.24 个百分点。

图 70 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心

图 71 板块利润及增速 (亿元, %)



资料来源：Capital IQ，信达证券研发中心

毛利率中位值为 35.35%，同比下降 0.79 个百分点。周转天数为 19.21 天，下降了 8.53 天，周转效率大幅提升。

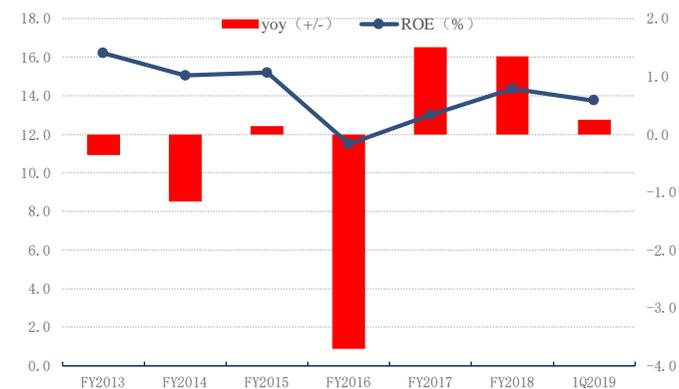
图 72 毛利率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

净资产收益率维持稳定, 达到 13.76%。从估值角度来看, SW 食品综合板块目前 PE 为 30.5x (截止 2019 年 6 月 17 日), 较去年同期的 36.4x 有所下降。

图 74 ROE 及其变化情况 (%)



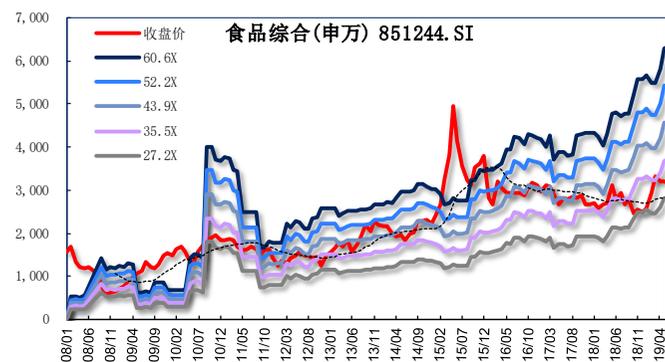
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 73 周转天数及其变化情况 (天, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 75 2008 至今 SW 食品综合板块市值及 PE (亿元, 倍)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

## 四、平庸或伟大——从差异化角度寻找好企业

鉴于我们在前文中提示食品饮料板块已呈现一定程度的确定性溢价泡沫，我们认为接下来的板块选股难度加大。

总结我们上半年对企业的调研和对成功企业的经验，从平庸到伟大的路径有许多种，并不是拥有渠道一定致胜或者拥有产品力就可以获得超预期增长。但是，优秀的企业相较平庸者往往有很明显的综合优势，而驱动企业筑起深护城河的重要因素之一便是其差异化的能力。

需要提示的是，企业的“差异化”并不单单是产品、渠道、市场、物流某一环节的差异，更重要的是以差异化为原点，在各个生产经营环节构筑可持续的盈利闭环；无法实现盈利闭环的企业终将因护城河不够深而陷入恶性竞争的境地。我们将通过下述几个海外案例提示食品饮料板块内企业进行“差异化”的重要性。

### (一) 啤酒板块：百威亚太——以高端化规避廉价商品化竞争的陷阱

#### 1) 百威亚太拟分拆上市，估值取巧。

作为全球最大的啤酒生产企业，百威英博拟分拆百威亚太控股（Buweiser Brewing Company APAC Ltd.）在中国香港上市，并于5月10日在港交所上载初步招股文件，融资至少50亿美元，对应估值区间为400-500亿美元。

招股书显示，百威亚太2017年、2018年收入分别为77.9亿美元及84.59亿美元；毛利分别43.39亿美元及46.67亿美元；毛利率分别为55.7%及55.2%；期内盈利分别为10.77亿美元及14.09亿美元，2018年净利润对应PE区间为28x-35x。

假设百威亚太最终上市时估值为450亿美元，则公司与行业内企业的估值对比情况如表1所示：

表1 百威亚太与行业竞争对手的估值对比情况（百万元人民币，倍）

排名	证券简称	代码	最新收盘价(元)	总市值(百万元)	净利润(百万元)			市盈率PE			EV/EBITDA		市净率PB	CAGR3	LTM-FY(%)	PEG	
					LTM	2019	2020 LTM	2019	2020 LTM	2019	2020						
3	百威亚太			311,100	9,725	11,183.75	12,302	32.0	27.8	25.3	16.1	14.4	13.1	2.7	10.0	-15.6	2.8
	最大值		911.19	392,946	15,821	22,298	23,071	113.0	61.3	51.4	39.1	28.1	24.0	16.7	81.7	22.7	3.5
	中位值		41.39	78,174	1,268	1,817	2,362	37.5	28.7	24.5	18.1	14.4	13.4	2.8	16.5	-0.7	1.6
	平均值		214.32	119,874	4,390	5,400	5,834	50.7	29.8	25.1	21.7	14.8	13.0	4.3	31.1	1.0	1.6
13	重庆啤酒	SHSE:600	41.39	20,032	411	502	588	49.9	39.9	34.1	29.5	28.1	24.0	16.7	21.0	-0.2	1.9
10	青岛啤酒	sehk:168	42.83	57,862	1,563	1,644	1,784	36.8	35.2	32.4	19.5	16.9	15.4	3.1	12.0	-2.5	2.9
8	华润啤酒	SEHK:291	30.36	98,486	973	1,990	2,941	104.4	49.5	33.5	24.3	20.4	16.3	5.4	73.8	22.7	0.7
4	珠江啤酒	SZSE:002	6.56	14,519	388	-	-	38.1	-	-	39.1	-	-	1.8	-	11.2	-
12	燕京啤酒	SZSE:000	7.25	20,434	186	333	398	113.0	61.3	51.4	16.7	11.2	13.7	1.6	48.5	-3.4	1.3
14	百润股份	SZSE:002	15.66	8,124	123	275	342	68.8	29.5	23.7	37.9	19.8	16.3	4.5	81.7	5.5	0.4
2	百威英博	ENXTBR:A	573.64	392,946	15,821	22,298	23,071	24.2	17.6	17.0	12.7	11.9	11.4	2.5	50.2	-1.2	0.4
6	嘉士伯	CPSE:CAF	911.19	137,836	5,537	6,105	6,669	25.4	22.6	20.7	11.6	10.8	10.3	3.0	9.7	0.8	2.3
7	朝日啤酒	TSE:2502	299.95	137,402	9,177	9,669	10,247	14.3	14.2	13.4	9.9	9.3	1.9	4.0	-7.0	3.5	
11	Royal Unib	CPSE:rBR	511.94	25,469	1,052	1,125	1,183	23.6	22.6	21.5	16.0	15.7	15.4	8.2	4.6	-2.9	4.9
9	莫森酷儿	NYSE:TAF	405.79	87,778	6,634	6,990	7,235	12.8	12.6	12.1	9.6	9.6	9.4	0.9	-2.8	14.3	-4.4
5	星座酒业	NYSE:STZ	1,416.68	269,452	22,358	11,258	12,378	11.7	23.9	21.8	10.4	17.7	17.4	3.1	-25.6	8.5	-0.9
4	绿山彭泉	NYSE:KDF	202.41	284,731	5,431	11,845	13,623	50.9	24.0	20.9	21.9	16.9	15.6	1.8	63.0	-79.8	0.4
1	喜力啤酒	ENXTAM:I	751.84	515,008	18,004	23,962	25,902	29.2	21.5	19.9	13.7	12.3	11.8	3.9	19.9	1.6	1.1

As Of: 2019/5/20

资料来源: Capital IQ, 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心;注: 取2019-05-17收盘价

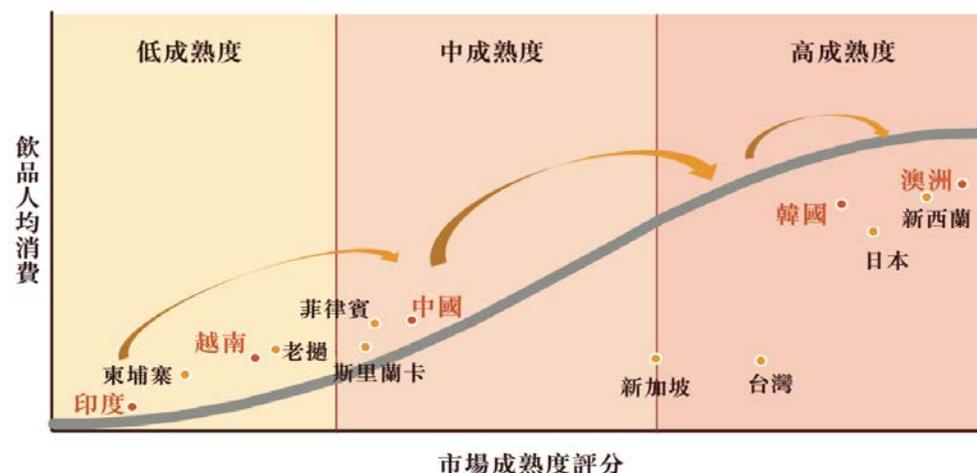
总体来看, 啤酒及其他酒类的海外企业估值倍数显著低于 A 股及港股上市企业, 原因一方面在于境内酒企此前的净利润率普遍较薄(见表 2, 仅重庆啤酒和百润股份的近十二个月净利润率水平高于行业平均), 市场预期 2019 年 4 月制造业增值税税率从 16% 降到 13%, 将明显提振境内企业的盈利能力, 故给予净利润增速溢价; 另一方面, 中国乃至亚洲拥有全世界最大的发展中经济体规模, 不论中国、印度还是越南, 人均啤酒消费额远未达到全球平均水平, 因此投资者看好该区域每千升啤酒的持续提价能力(见图 1)。

表 2 百威亚太与行业竞争对手的盈利能力对比情况(百万元人民币, %)

排名	证券简称	代码	最新收盘价(元)	总市值	营业收入(百万)	LTM净利润率(%)	LTM毛利率(%)	资本支出(CAPEX)	LTM EBIT(%)	LTM ROE(%)	LTM ROA(%)	LTM ROIC(%)	现金周转周期
3	百威亚太			311,100	58,518	16.6	55.2	-3,797	23.2	8.3	7.9	-	-
	最大值		1,417	515,008	375,653	42.3	54.9	-144	39.5	34.7	424.7	29.7	173.6
	中位值		251	93,132	41,525	8.9	39.6	-1,439	20.0	8.1	3.7	6.3	27.5
	平均值		373	147,863	72,659	11.0	41.6	-5,327	20.4	13.5	36.7	9.3	39.4
13	重庆啤酒	SHSE:600132	41.39	20,032	3,467	11.9	39.7	-143.7	19.0	34.7	8.6	20.0	-9.7
10	青岛啤酒	sehk:168	42.83	57,862	26,575	5.7	37.8	-761.8	9.1	8.9	2.6	4.6	-19.4
8	华润啤酒	SEHK:291	30.36	98,486	31,867	3.1	35.1	-1,641.0	13.0	5.3	3.9	7.5	69.2
4	珠江啤酒	SZSE:002461	6.56	14,519	4,039	9.3	40.3	-191.6	8.5	4.8	0.4	0.6	-21.8
12	燕京啤酒	SZSE:000729	7.25	20,434	11,344	1.6	38.5	-636.5	10.5	1.7	1.3	1.6	149.1
14	百润股份	SZSE:002568	15.66	8,124	1,230	11.1	35.0	-169.8	16.7	7.3	3.6	4.2	120.0
2	百威英博	ENXTBR:ABI	573.64	392,946	375,653	12.8	30.4	-34,980.0	39.5	-	-	5.8	152.0
6	嘉士伯	CPSE:CARL E	911.19	137,836	65,934	8.5	49.9	-4,248.0	21.1	12.6	4.9	7.8	-93.3
7	朝日啤酒	TSE:2502	299.95	137,402	132,915	7.2	38.6	-4,945.4	15.4	29.7	424.7	29.7	54.9
11	Royal Un	CPSE:rBREW	511.94	25,469	7,699	14.3	52.5	-338.5	23.2	29.7	48.9	29.7	54.9
9	莫森酷儿	NYSE:TAP	405.79	87,778	74,070	9.2	39.9	-4,482.2	22.4	7.3	3.3	4.0	-71.3
5	星座酒业	NYSE:STZ	1,416.68	269,452	54,299	42.3	50.5	-5,929.7	36.4	33.2	6.6	7.4	173.6
4	绿山澎泉	NYSE:KDP	202.41	284,731	51,184	8.1	54.9	-1,238.0	29.0	-	-	-	-
1	喜力啤酒	ENXTAM:HEI	751.84	515,008	176,951	8.5	39.5	-14,867.3	21.3	13.9	5.0	6.9	-6.8

资料来源: Capital IQ, 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心;注: 取2019-05-17收盘价, 取过去十二个月(LTM)数值

图 76 百威亚太地区市场成熟度模型和人均饮品消费量(升/年/人)



资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

上述同业对比情况显示, 百威亚太此番选择在中国香港上市, 将获得相较其他发达市场同行更有利的估值。同时, 百威亚太的盈利能力显著高于大部分国内市场同业, 其估值优势仍十分明显。

## 2) 我国啤酒行业的市场空间来自于产品高端化。

根据 GlobalData，我国 2018 年的酒精饮品消费总量约为 681 亿升，其中啤酒消费量 488 亿升（统计局规模以上企业总消费量为 381 亿升），占比超过 70%。根据联合国卫生组织（WHO），我国是全球最大的市场，占全球消费总量的 25%。

尽管市场规模庞大，且我国折纯酒精消费量已略超国际平均水平，但我国的低度酒消费量水平和女性饮酒水平均低于其他基准市场。

图 77 2017 年全球主要国家人均酒精饮品消费量



资料来源：柳叶刀，Statist，信达证券研发中心

根据百威亚太招股说明书，中国人均啤酒消费量水平至 2018 年仅为 35 升，而美国、巴西和墨西哥分别为 71 升、60 升和 74 升，可见我国啤酒消费量潜力巨大。柳叶刀的数据也显示，截止 2017 年，中国女性平均饮酒水平为 3 升，男性则为 11 升，两者间的差异也有望通过低度酒消费来缩小。

**图 78 我国整体啤酒市场销量规模 (亿升)**

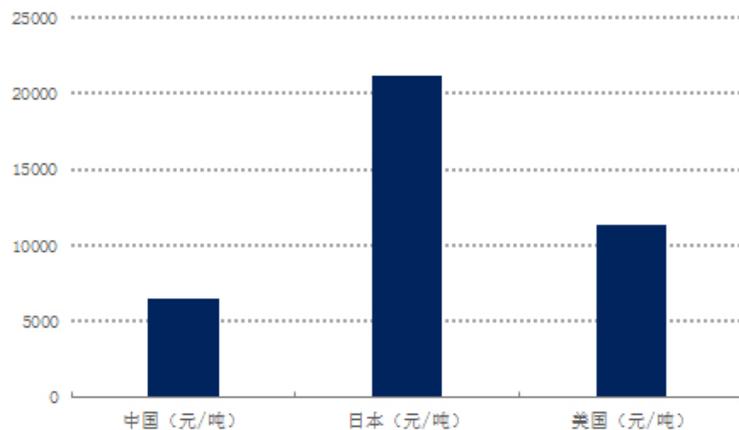

资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

**图 79 我国整体啤酒市场收入规模 (十亿美元)**


资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

根据 GlobalData, 我国的每升啤酒均价自 2013 年以来保持快速增长, 至 2018 年上升了近 28.5%; GlobalData 预计未来 5 年仍有合计约 20.4% 的增速。

参照美日发达市场的平均水平, 我国啤酒的出厂单价与二者还存在一定的差距。原因可能有两点: 一是我国啤酒产品整体位于中低端档次, 本身成本偏低从而无法进行大幅度提价; 二是我国啤酒行业前期竞争激烈, 大部分厂商采取牺牲利润抢占市场份额的长远战略, 导致啤酒吨价被进一步压缩。

**图 80 中日美啤酒单价对照 (元/吨)**


资料来源: 百威亚太招股说明书, Capital IQ, 信达证券研发中心

百威亚太认为，中国啤酒市场的高端化趋势体现为高端及超高端类别的消费量占比于 2013 年的 10.9% 上升至 2018 年的 16.4%，且该趋势到 2023 年将占比 20%。侧面印证了消费者在啤酒领域的消费偏好由经济型消费转变为品质型消费。相较于成熟啤酒市场高端及超高端占比达到约 42.1%，我国的啤酒高端化趋势仍将带动啤酒板块的收入及盈利能力改善进程。

图 81 我国高端啤酒市场销量规模 (亿升)



资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

图 82 我国高端啤酒市场收入规模 (十亿美元)



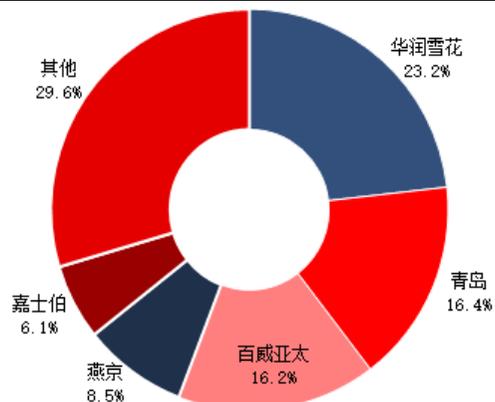
资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

### 3) 行业竞争格局已较稳定, 行业恶性竞争概率极低。

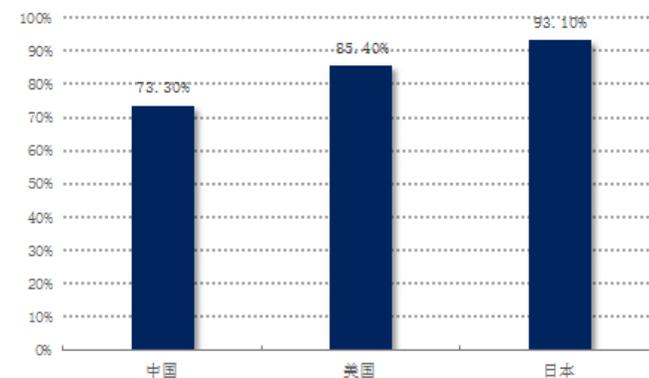
2018 年我国啤酒行业集中度进一步提升, CR3 达 55.8% (较 2013 年同期 48.7% 提升 7.1 个百分点), CR5 达 73.3 (较 2013 年提高 5.2 个百分点)。中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对稳定的市场格局, 行业的竞争模式由全面价格战向多品类、差异化转变。

图 83 2018 中国啤酒行业 CR5 销量占比对比 (%)

图 84 2018 中日美啤酒行业 CR5 对比



资料来源：百威亚太招股说明书，信达证券研发中心

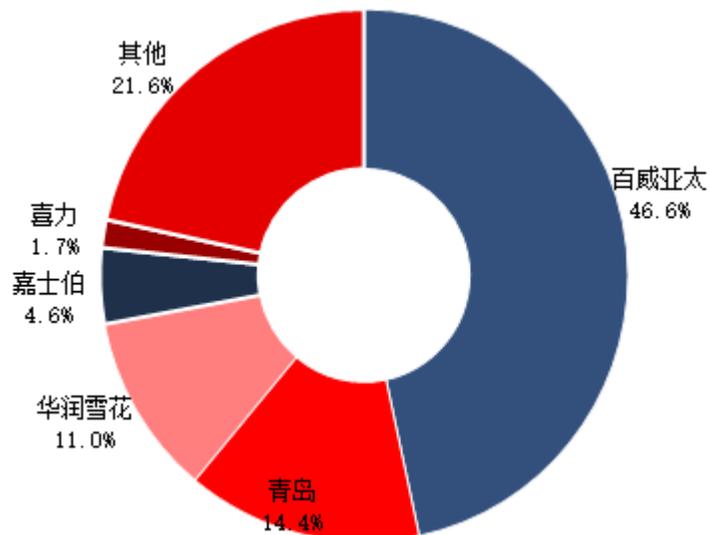


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

但对比发达国家,美国前三大品牌占比达 78.4%,前五大品牌占比达 85.4%;日本啤酒行业 CR3 和 CR5 分别为 81.6% 和 93.1%。相比于美日发达市场,我国啤酒行业集中度或许有进一步提升的可能。集中度提升助推行业提价,长期来看仍会使龙头企业受益。

目前,百威亚太生产、进口、分销及出售超过 50 个啤酒品牌,包括全球品牌百威、时代及科罗娜及多个地方品牌。在中国啤酒市场,百威通过一系列收购目前已经拥有了哈尔滨、雪津两个全国子品牌,此外还拥有数十个地方子品牌。自 2013 年以来,象征高端的百威、科罗纳(特许经营)、时代和福佳白等标志性品牌组合帮助公司在高端及超高端领域获得超过 6% 的市场份额增长,使其在高端和超高端子板块中享有了约 46.6% 的市场份额

图 85 2018 中国啤酒行业高端及超高端子板块 CR5 销量占比对比 (%)



资料来源：百威亚太招股说明书，信达证券研发中心

#### 4) 百威英博案例小结

总体来看，随着我国啤酒龙头企业市场份额的逐渐稳固，板块已走出低价无序竞争期，而将逐渐步入差异化竞争时代。对于产品布局高端的百威亚太，其拥有较明显的品牌组合优势；而国内企业仍需要在提升产品品质、降低单位折旧成本以及拓展分销渠道方面有所突破，才能真正享受啤酒行业升级带来的行业红利。

#### (二) 宠物板块：蓝骥（Blue Buffalo）——差异化突破巨头垄断

宠物食品是美国最大的快消品子板块之一。但在我国，其仍处于行业快速发展期。

海外的宠物食品市场近年呈现纺锤形的行业格局：一方面，四大巨头雀巢、玛氏、JM Smucker 和高露洁棕榄占据了 50% 以上的市场份额；另一方面，几家初创型上市公司也吸引了较多的投资人关注，18 年出现首支宠物服务 ETF。

相对的，我国的宠物食品板块的主要市场份额仍由外资企业掌控，两家上市公司市值规模仍较小，但有望在接下来的 5 年时间里，借鉴海外优势企业的经验，实现由小做大。

我们通过行业的先进案例，来了解企业由小到大的可行路径。

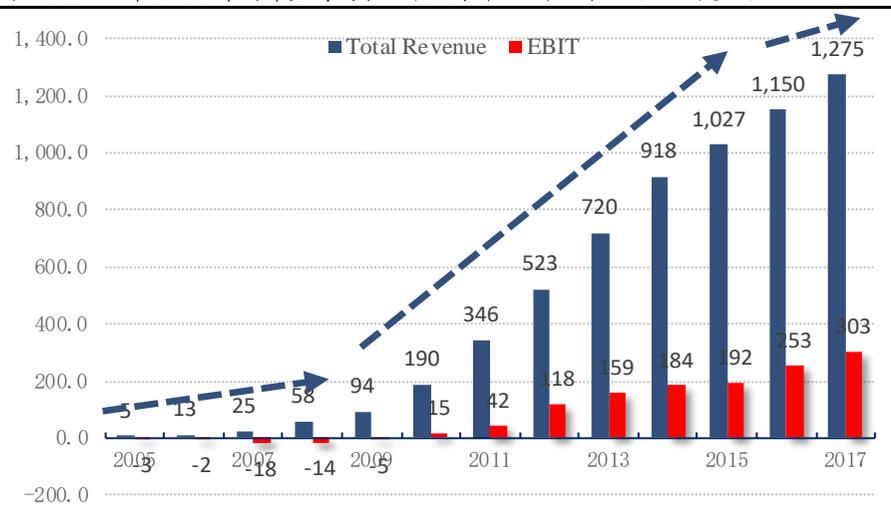
##### 1) 蓝爵的差异化竞争

蓝爵的创始人，Bishop 家族发现消费者的新需求并未被满足——越来越多的消费者将宠物看作自己的家人，而非所有物；但

他们并不知道市面上的宠物食品有多么货不对板。因此，蓝爵致力于提升宠物食品行业的信息透明度，并推出了强调配方品质的宠物食品。

蓝爵成立于2002年；从2005年到2015年的10年间，它的营业收入由500万美元上升至10.27亿美元，翻了205x。2010年到2015年期间是公司规模与利润双双高速增长阶段。市场占有率由微乎其微上升至6%。其营业收入由1.9亿美元上升至10.27亿美元，复合增速40%；营业利润由1500万美元上升至1.6亿美元，复合增速61%；净利润则由2.3亿上升至8.9亿元，复合增速31%。

图 86 2005 年-2017 年财年蓝爵的营业收入和营业利润对比 (百万美元)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心整理

根据 euromonitor 的测算，美国的宠物食品板块同一时期的复合平均增速仅约为 5%。

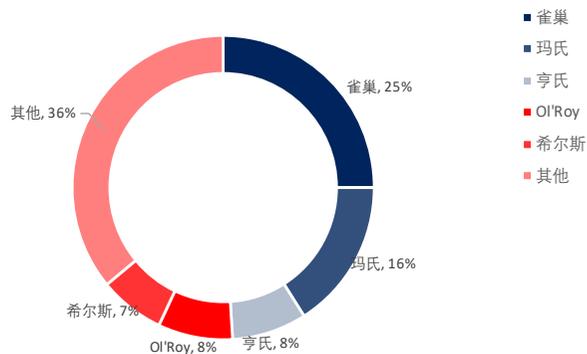
图 87 美国宠物食品板块规模及增速 (百万美元。%)



资料来源: Euromonitor, APPA, 信达证券研发中心整理

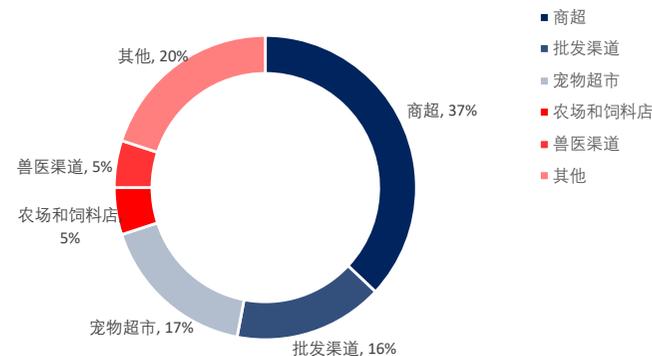
在公司 2002 年成立之初时,美国宠物食品行业就已有 100 多个品牌相互竞争。但其中雀巢、玛氏、亨氏、沃尔玛旗下的 OI'Roy 和希尔斯五家公司占据 2/3 的市场份额。同期,一站式消费的大型宠物连锁中心如 PetSmart 和 Petco 发展迅猛,并依赖快消品公司不断推出的细分新品来吸引消费者。尽管已有少部分初创企业意识到快消品公司的宠物食品并不像其宣传的那么健康(以下简称加工宠食),试图提供差异化且更高端的配方,但往往碍于资金限制,无法走出邻里中心。大型快消品公司和全国性零售商的强强联合看似坚不可摧。

图 88 2001 年美国宠物食品市场份额分布 (%)



资料来源: Mintel, 信达证券研发中心整理

图 89 2002 年美国宠物食品渠道分布情况 (%)



资料来源: Mintel, 信达证券研发中心整理

## 2) 一个痛点

蓝爵的成功在于发现了宠物食品价值链上的脱节，用流行的词汇来说，他们发现了一个“痛点”。消费者希望他们的宠物家人能吃上有营养的食品，但大型快消品公司推出的加工宠食尽管包装精美，配方却是低廉的鸡肉副产品、玉米、麦麸和豆粕等。蓝爵因此推出了强调“全天然”配方的宠物食品，并以“宠物营养”为主题，多方位的进行消费者教育。

其中尤为被人津津乐道的便是“宠物侦探”计划，兼职的宠物侦探们活跃在全美及加拿大的大型宠物连锁中心，为消费者免费提供关于宠物营养的咨询，但并不会主动推荐蓝爵品牌的产品。出于对宠物的喜爱，蓝爵聚集了一批与其信念相同的志愿者侦探，也为其品牌宣传增添了人性化的一面。

尽管大型快消品公司也意识到了“全天然”宠食的机会，但其在消费者心目中“大批量生产”的印象根深蒂固、供应链也存在较大差异，因此竞争力反而被削弱。

## 3) 一个品牌

纵观近二十年成功的初创型消费品企业，有鲜明的企业愿景是其加分项：Chipotle 的愿景是“良心食品”(“Food with Integrity”)；Chobani 的远景则是“更多更好”(“Better Food for More People”)；Shake Shack 作为一个从街边摊发展起来的公司，愿景是“坚持美好”(“stand for something good”)。蓝爵的则是“待宠如家人”(“Love them like family. Feed them like family.”)。公司的企业文化也与之呼应，公司是“牧群”，员工则是牧群中的“野牛”(蓝爵的直译英文名是蓝野牛，小蓝也是创始人家族去世的梗犬的名字)。

相对的，很多大型快消品公司在子品牌塑造上并不用心。

蓝爵进一步利用伞型品牌策略，持续强化母品牌 BLUE 始终如一的“全天然”诉求，利用消费者的同理心，很快从一众宠食品牌中脱颖而出。

为了巩固和强化品牌形象，自 2003 年以来，蓝爵为品牌投入了超过 5 亿美元的市场营销费用；公司还全资拥有一间广告创意公司，把本应交给外部广告商的宣发工作都内置化了，从而使公司的销售策略和推广活动无缝衔接。尽管短期来看，经营一间广告公司的成本远高于接受第三方服务；但从结果衡量，公司的品牌维护更有的放矢，节省了不必要的宣传成本。

## 4) 有效渠道

有别于许多快消品公司，蓝爵在成立之后的第十五年的 2017 年才成为真正意义上的“全渠道”公司，向大型仓储超市(FDM)供货。与其将诸多精力消耗在打破大型快消品和分销商数十年积淀而成的强力联盟上，还不如另辟蹊径，寻找更有效的渠道。

蓝爵抓住了电商零售兴起的时机，同时也利用专业渠道(包括宠物医院)全国化发展的势头，结合其独树一帜的线下“宠物

侦探”策略，在上述两大渠道聚集了越来越多消费者。截止 2018 年 6 月，蓝爵品牌是全美电商渠道和宠物专业渠道销量最大的宠食品牌，也是全美最大的“纯天然”宠粮企业，占整个宠物食品板块的销售收入为 6%。

稳固了其他渠道优势之后，蓝爵进入大型超市分销渠道显得水到渠成。但它仅优选了 4 家企业进行合作，我们判断或许出于品牌形象维护的考量，也体现了蓝爵希望保持对各类渠道的强控制力。这一策略的结果是，仅仅在与塔吉特合作开始的几周后，蓝爵便成为了后者销量最高的宠物食品品牌；进入超市渠道驱动蓝爵的当季销售规模同比增长了 25%，市场份额提升 40BP。

根据蓝爵披露，目前在超市、电商和专业渠道的销售占比约为 6%：25%：69%；但其潜在市场空间还很大，全美仅有约 3% 的宠物猫狗是蓝爵的消费者，未来可转化的市场份额还很多。

### 5) 资本的力量

直到 2005 年，蓝爵还是一间销售额只有约 500 万美元的小型家族企业，如果没有资本力量的加持，它或许无法实施其既定的商业策略。风投基金 Invus 于 2006 年的加入使公司得以 1) 建设规模化的宠食加工中心及物流配送体系，2) 为专业渠道推出全系列 SKU 产品，3) 并持续在品牌建设方面进行投资。

我们认为，上述三方面的投资使蓝爵在品牌竞争力之上形成了更多元的护城河，使其商业模式很难被后来者或竞争对手抄袭和复制。其盈利能力也越发稳健，2017 年末，它的 ROIC 为 81%，远高于行业平均水平。

作为蓝爵最大的股东，Invus 也为蓝爵提供了从创业融资（2006）、资本重组（2012）、上市募资（2015）到并购退市（2018）的一系列金融支持。2018 年，Invus 与董事会其他成员和顾问合作，指导蓝爵以每股 40 美元的价格出售给通用磨坊，将每股 20 美元的 ipo 价格提高一倍，并达到 81 亿美元的企业价值，估值达到 6xPS，这是一个食品饮料企业可被并购的极高倍数，反映了蓝爵强大的品牌资产和竞争实力。

蓝爵公司优异的表现也使得投资人回报颇丰。Invus 前后在蓝爵合计投资了 5,900 万美元，在 12 年的时间里实现了 50 亿美元的实现价值，回报为 84x。

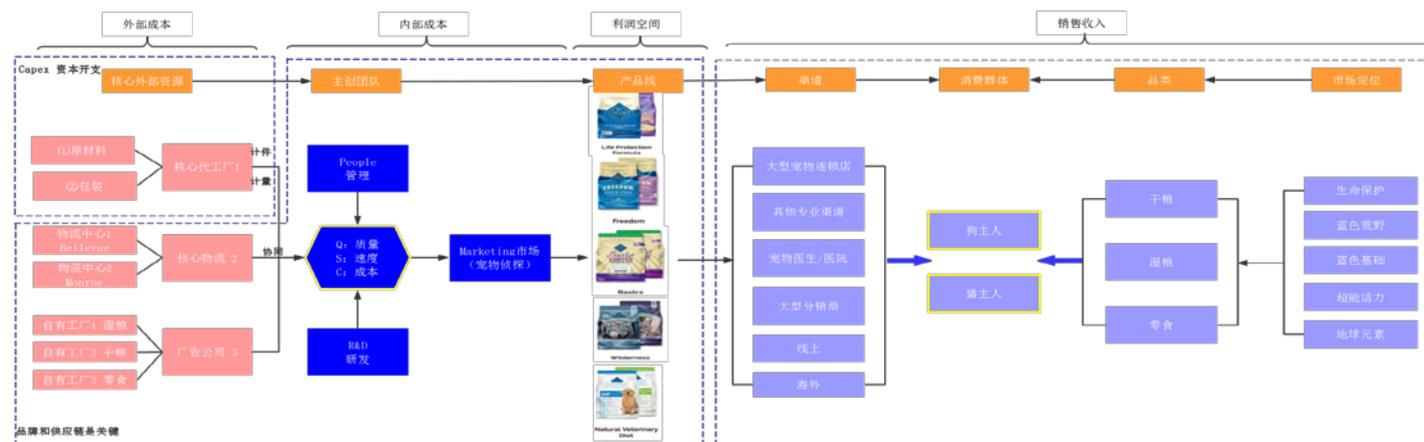
### 6) 蓝爵案例小结：

从蓝爵案例可以看出，宠物食品行业的最主要门槛来自于分销网络和品牌忠诚度，当两方都被传统巨头所把控时，新进入者很难在夹缝中生存。但是，随着行业的发展演进，分销网络和品牌的联盟并不是永远密不可分，消费者新的需求无法很好被满足时，便是新进入者的机会。

我国的宠物食品行业尚处早期，头部消费者对外资或合资品牌更为青睐；同时，下游分销网络已涌现出不少实力企业，如电商平台天猫、京东和 e 宠、如宠物医院渠道的瑞鹏和瑞派。新近内资品牌想成功突围，也需要像蓝爵当年那样找好“痛点”。

但蓝爵的故事也告诉我们，“差异化”的产品和品牌仅是成功的第一步；想要占领主流市场份额，需要的是专业的研发、雄厚的资金和卓越的产业链协同能力。我们在下图中拆解了蓝爵的价值链体系，公司在每一个环节都力求做到极致，因而才成为了最终的“突围者”。

图 90 蓝爵价值链体系



资料来源：信达证券研发中心整理

## 五、行业评级及投资建议

2019 年上半年，食品饮料板块表现强势，充分体现了在全球贸易政策突然转向带来的不确定性下，板块所具备的避险价值，各子板块的估值也水涨船高。特别是调味发酵品、啤酒和乳制品板块的估值，均较去年底有大幅增长。

展望 2019 年下半年，我们预期人均可支配收入的增长以及各类消费刺激政策的出台，叠加减税影响，将带来的居民消费支出的增长。但是，在资产配置中偏“防御性”的非白酒食品饮料板块往往在消费者信心恢复时难以获得超额收益，反而在宏观环境不明朗时更易获得资金青睐。因此，我们应在当下挖掘更具成长性和差异化发展的板块和个股，唯有市场份额、净利润增速和净资产回报率水平可以匹配其估值的板块和个股才有望持续跑赢大盘。鉴于板块整体估值水平处于高位，我们下调食品饮料行业投资评级至“中性”。

## 六、风险因素

1) 经济环境不明朗, 人均消费支出增速并未如期反弹的风险; 2) 渠道价格战持续时间过长, 劣币驱逐良币的风险; 3) 食品安全的风险; 4) 产品同质化程度过高的风险; 5) 关税上升导致购买力下降的风险; 6) 继续投资食品饮料板块的机会成本过高的风险。

## 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。