

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

心有猛虎，细嗅蔷薇

——食品饮料行业 2020 年度投资策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市（维持）

发布日期: 2019 年 11 月 22 日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
青岛啤酒	1.05	1.49	35.48	增持
安琪酵母	4.00	6.00	5.16	增持
贝因美	0.04	0.05	116.20	增持
恒顺醋业	0.39	0.48	29.92	增持
中炬高新	0.76	0.96	49.38	增持
伊利股份	1.06	1.16	25.13	增持
千禾味业	0.74	0.61	36.80	增持
重庆啤酒	0.60	1.03	50.23	增持

投资要点:

- 2020 年，食品饮料行业的收入仍有可能保持 10%至 20%的较高增长，其中量增较为稳定，而为对抗通胀和保证盈利，价格仍有提升的可能。考虑到社会需求较弱，提价的落实和幅度都有待商榷，故成本上升向零售端的传导有限，因而 2020 年上市公司的盈利水平仍有可能进一步回落。在趋弱的市场环境中，上市公司往往会加强费用控制，从而改善股东回报率，从今年的财报中已经看到了 ROE 大幅向上的趋势，该趋势在 2020 年仍会保持。
- 从历史上看，在通胀上升时期，食品饮料板块一贯地走出了上涨行情；在通胀下行阶段，板块也往往随之下跌。通胀上升一般是经济上升的表现，经济上升能够激发消费总量，并且给予企业更多的提价口实，由此二级市场行情上涨；但是，行至通胀的中后期，产业链上的成本不断上涨，侵蚀了企业的利润，而一般来看企业很难通过终端提价来完全地克服通胀，通胀后期往往伴随着企业盈利水平的下降，进而导致 CPI 见顶回落，以及二级市场行情走弱。我们认为，2020 年食品饮料板块大概率上将会结束 2019 年的上涨行情，转而进入调整阶段。但是，如果市场系统性风险陡增，不排除食品饮料板块的防御功能再次被市场重视，从而维持高涨的行情。
- 尽管对于 2020 年食品饮料板块的系统性行情我们并不乐观，但是我们依然看好行业内的结构性机会。我们认为，乳制品、调味品、米面肉制品和啤酒板块具有可持续的景气度。对于乳制品这样的寡头格局的行业，头部企业是最好的投资标的，推荐伊利股份（600887）。对于酱油行业，海天味业（603288）、中炬高新（600872）、千禾味业（603027）等投资标的仍是长期布局的最好组合，在板块估值回调后可以配置。持续推荐涪陵榨菜（002507）：公司经过 2019 年上半年的策略调整和市场布局，2020 年销售增长有望实现提升和突破。对于啤酒板块，我们推荐关注青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）和珠江啤酒（002461），三家公司的投资支出已经大幅减少，现金流增长很快，盈利能力和股东回报仍在上升区间。我们持续推荐恒顺醋业（600305），公司产品今年的量价情况好于其它调味品，显示出食醋市场的稳定性；公司正在布局全国市场，销售规模将会持续增长。面条、面包、火锅供应等细分行业目前处于高增长的阶段，行业中的潜在龙头企业分别是克明面业（002661）、桃李面包（603866）和安井食品（603345）。其中，克明面业（002661）的经营正在经历调整和布局，基本面相对清晰后可以介入；桃李面包（603866）和安井食品（603345）可以予以关注。

食品饮料相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《食品饮料行业月报(2019 年 1 月至 9 月): 景气度分化, 乳制品略胜》 2019-11-04
- 2 《白酒板块专题研究: 白酒板块与宏观经济的背离》 2019-10-17
- 3 《食品饮料行业 2019 年下半年投资策略: 三季度调整, 四季度行稳》 2019-06-04

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

风险提示: 食品安全等黑天鹅事件的发生; 社会消费增速进一步放缓会对销售和价格产生负面影响; 市场风险偏好上升利空防御板块。

1. 2019 年投资策略回顾

2018 年 11 月，针对 2019 年行业投资策略，我们重点推荐了白酒、啤酒、肉制品和软饮料等板块。回头检验所推荐板块的年内行情：截至 2019 年 11 月 21 日，白酒、啤酒、肉制品和软饮料板块的年内涨幅分别为 107.50%、46.32%、35.5%和 5.8%。

此外，我们针对 2019 年投资推荐了股票组合，包括：泸州老窖、水井坊、山西汾酒、老白干酒、古井贡酒、青岛啤酒、承德露露、恒顺醋业、安琪酵母。后续，在投资组合中，3 月份我们加入了千禾味业和舍得酒业，5 月份加入了涪陵榨菜和中炬高新，9 月份加入了贝因美和重庆啤酒。截至 2019 年 11 月 21 日，泸州老窖、水井坊、山西汾酒、老白干酒、古井贡酒、青岛啤酒、承德露露、恒顺醋业、安琪酵母、千禾味业、舍得酒业、涪陵榨菜、中炬高新、贝因美、重庆啤酒的年内涨幅分别为 119.07%、88.79%、183.88%、20.02%、112.78%、53.33%、-1.45%、39.03%、24.29%、68.23%、9.84%、-10.85%、32.25%、10.46%和 19.35%。

2. 2020 年行业基本面预判

2020 年，食品饮料行业的收入仍有可能保持 10%至 20%的较高增长，其中量增较为稳定，而为对抗通胀和保证盈利，价格仍有提升的可能。考虑到社会需求较弱，提价的落实和幅度都有待商榷，故成本上升向零售端的传导有限，因而 2020 年上市公司的盈利水平仍有可能进一步回落。在趋弱的市场环境中，上市公司往往会加强费用控制，从而改善股东回报率，从今年的财报中已经看到了 ROE 大幅向上的趋势，该趋势在 2020 年仍会保持。食品饮料板块的 ROE 持续向上包括两方面原因：一方面，多数子行业目前已经发展到较为温和的竞争阶段，对费用投入的要求相比前期减少；另一方面，如果上市公司执行提价策略，毛利率的情况可能会好于预期。

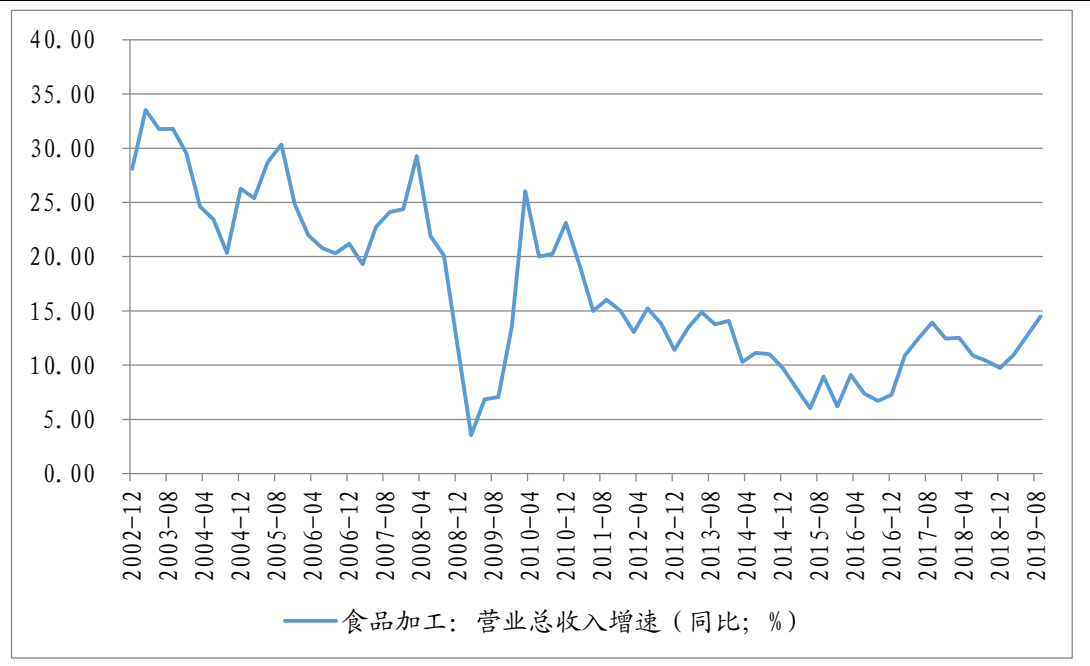
2.1. 收入增长维持较高水平

2019 年前三季度，食品制造业上市公司的收入保持在 10%至 20%的增长水平，其中，肉制品、调味品、乳制品和食品综合板块的收入增速分别为 14.5%、19.96%、15.24%、11.12%和 13.44%。食品制造业的收入增速已经于 2017、2018、2019 年连续保持较高增长。

2019 年前三季度，随着白酒提价动能减弱，白酒上市公司的收入增长明显放缓，增幅同比减少 8 个百分点；啤酒量价齐升，上市公司的收入增长加快，增幅同比增 2.2 个百分点。

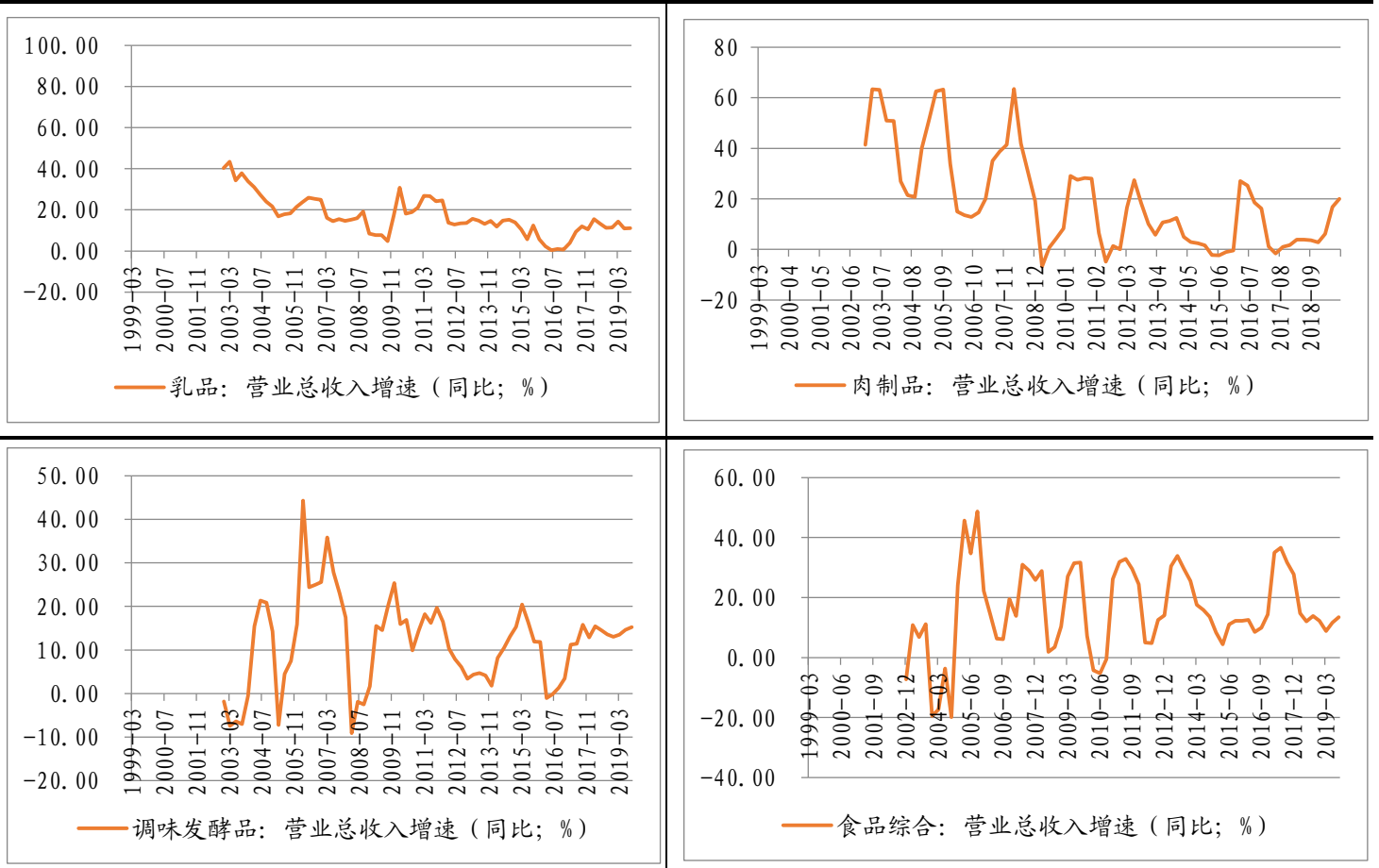
(注：“心有猛虎，细嗅蔷薇”是伟大的华语诗人余光中先生在翻译英国当代诗人萨松的诗句“*In me the tiger sniffs the rose.*”时写下的名句。本报告摘录名句作为题目，主要为了表达一种态度：食品饮料板块经过 2019 年的行情“盛宴”后，随着估值升高，我们对 2020 年走势预判的难度也大大增加，故需要动用极致的细心和观察力来从更微观的层面给出调查研究，此谓“细嗅蔷薇”。此外，我们坚定地看好中国消费升级的大趋势，以及它所能带来的消费板块大级别的行情，此谓“心有猛虎”。)

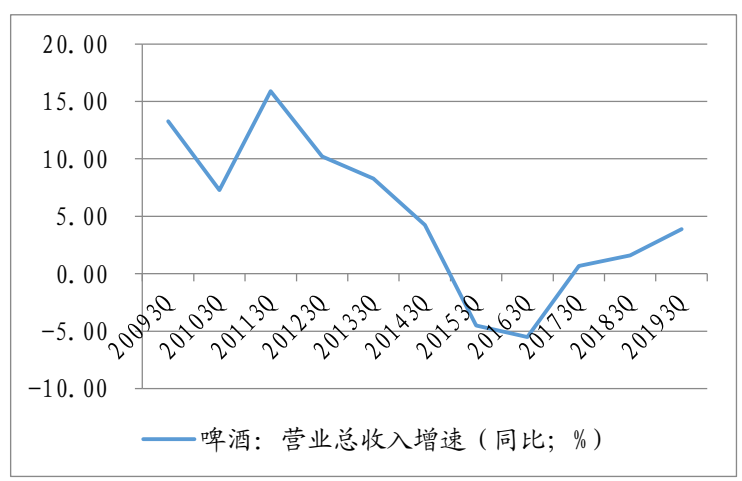
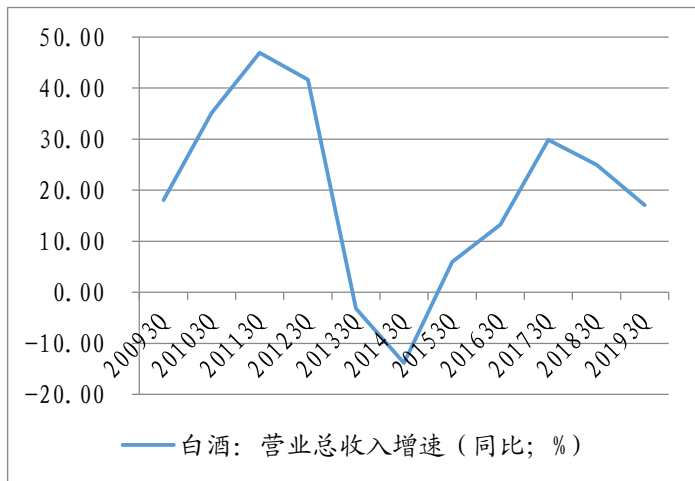
图 1: 食品加工业营收增速



资料来源: 中原证券 WIND

图 2: 食饮子行业营收增速





资料来源：中原证券 WIND

行业收入的增长有其内在的因素，这些因素包括：居民收入和需求增加，以及行业竞争格局更为优化等。食品饮料下的大部分子行业处于由成长向成熟的过渡阶段，收入增长的内在动能仍在，支持相应上市公司的收入增长较为稳定地维持在 10%至 20%水平。

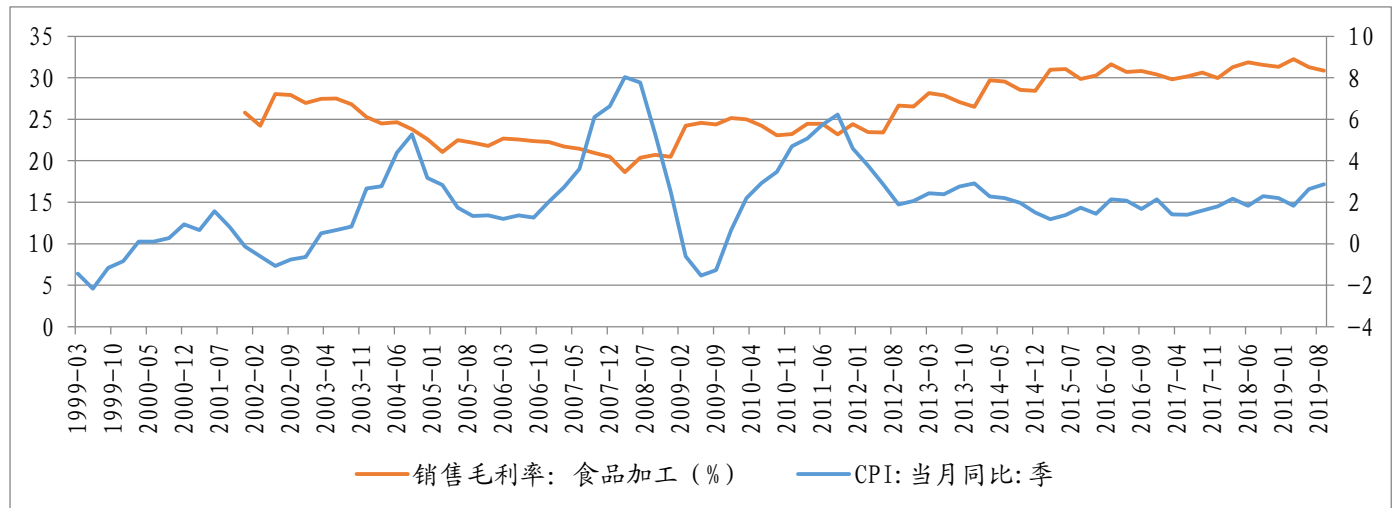
通过对 2019 年商超零售数据的分析，我们看到今年食品项下的各类价格都有所下滑，价格下降主要通过促销的方式实现。在零售价格同比回落的同时，上市公司的销售收入仍维持了较高增长水平，并且成品存货和应收账款维持在良好的状态（尽管截至三季度末略有上升），这是 2019 年全年“以价换量”的运营结果。由于 2016、2017、2018 年食品类零售价格提高过快，2019 年价格涨势放缓甚至回落，更像是前期价格上涨的吸收和消化，并非全部由消费市场的恶化所致。考虑到 2019 年 CPI 上行幅度较大，导致上市公司成本上升和盈利下滑，2020 年行业上市公司可能会重拾提价进程，以冲抵成本的上升。稳定的消费增长叠加涨价预期，我们判断：2020 年上市公司的收入增长仍维持在 10%至 20%的增长区间。

2.2 盈利回落，费用优化

不管收入增长如何，通胀行情带来的成本上涨，对食品制造业的盈利都会有负面影响。历史数据也显示，CPI 走势与板块毛利率呈背离形态。2019 年前三季度，随着通胀行情的演绎，食品上市公司的毛利率已经开始普遍下滑，商超端价格的大面积下降也佐证了盈利的下滑。尽管成本上升，企业在提价时仍要兼顾客情、市场、销量等多重因素，因而成本上涨不能完全被提价所冲抵，导致当期盈利水平下降。考虑到通胀位于较高水平，即使 2020 年见顶回落的概率较大，对上市公司的成本依然构成较大的压力；此外，考虑到需求端较弱，成本向零售价格的传导有限，故 2020 年上市公司的毛利率有可能会进一步回落。

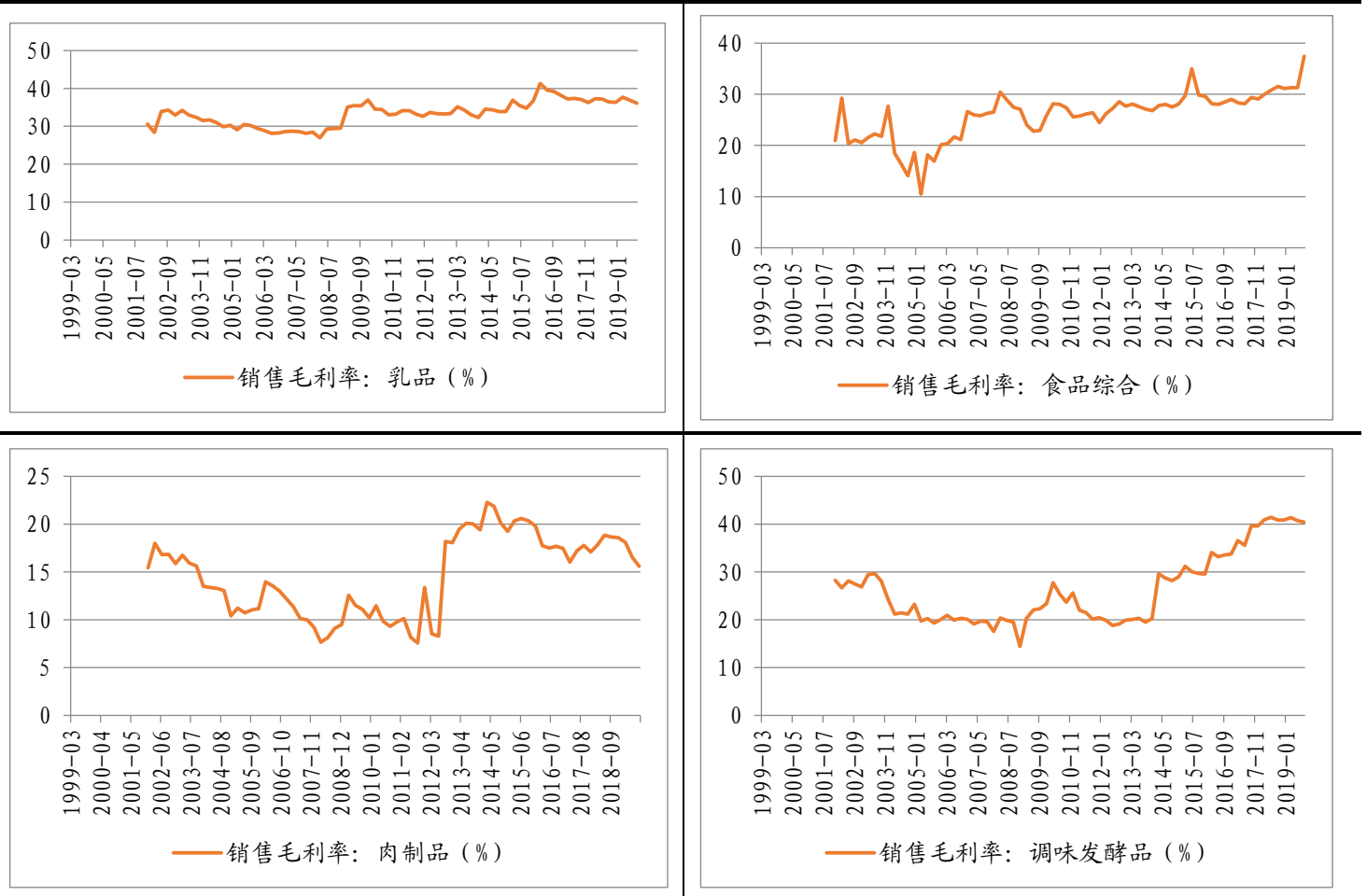
此外，需要注意的是，成本传导机制在针对餐饮和工业渠道时阻力较大，如果主要客户为餐饮和工业客户的话，由于对手方的议价能力强、供应商选择多，企业的收入增长和盈利水平可能会长期下降。

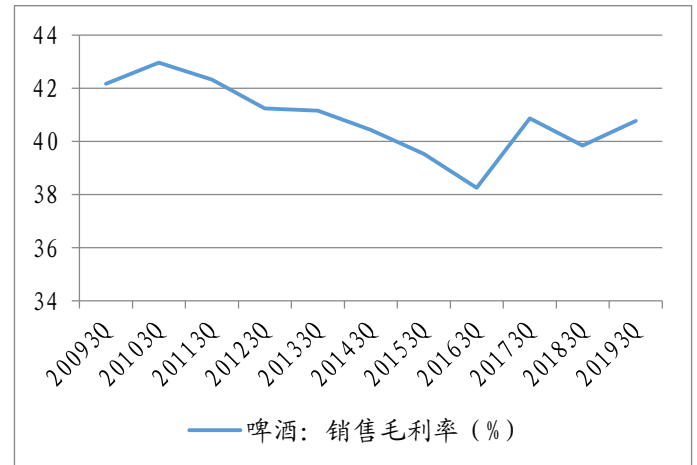
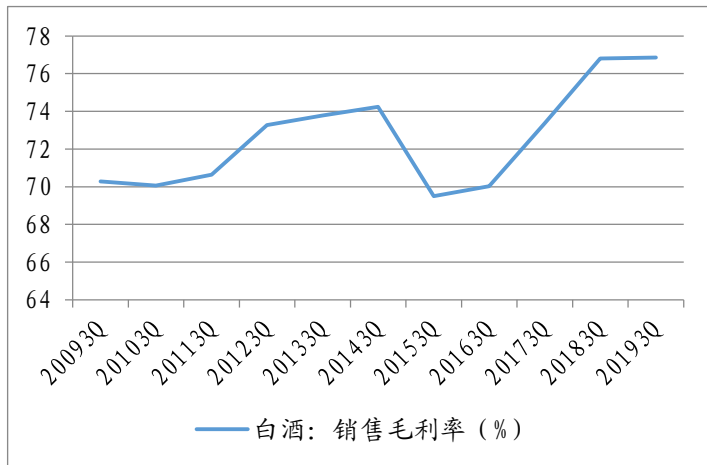
图 3: 食品加工毛利率与 CPI



资料来源: 中原证券 WIND

图 4: 食品饮料各子行业毛利率





资料来源：中原证券 WIND

在成本压力加大时，上市公司对费用的控制就会加强。今年前三季度来看，随着行业毛利率的下滑，上市公司的销售和管理投入也相对减少，推动费用率曲线向下。费控加强的效果比较明显：2019年，食品和饮料制造业的大多数板块的ROE上行，上市公司的股东回报率抬升，这也是今年板块行情上涨的内在基本面因素之一。

如果2020年行业毛利率持续回落，上市公司对费用的控制仍不会放松，费用率曲线仍将会向下。因此，2020年，食品饮料板块的ROE有望进一步抬升。

一方面，多数子行业已经进入了良性的行业竞争阶段，对费用投入的要求较前期减少，比如白酒、啤酒、酱油、乳品等市场的竞争格局基本稳定，上市公司的费用率将趋势性回落，股东回报率不断上升，因而相对应的板块仍有较大的投资价值。

另一方面为了应对成本上升，行业提价的必要性和空间再次出现。分行业来分析：

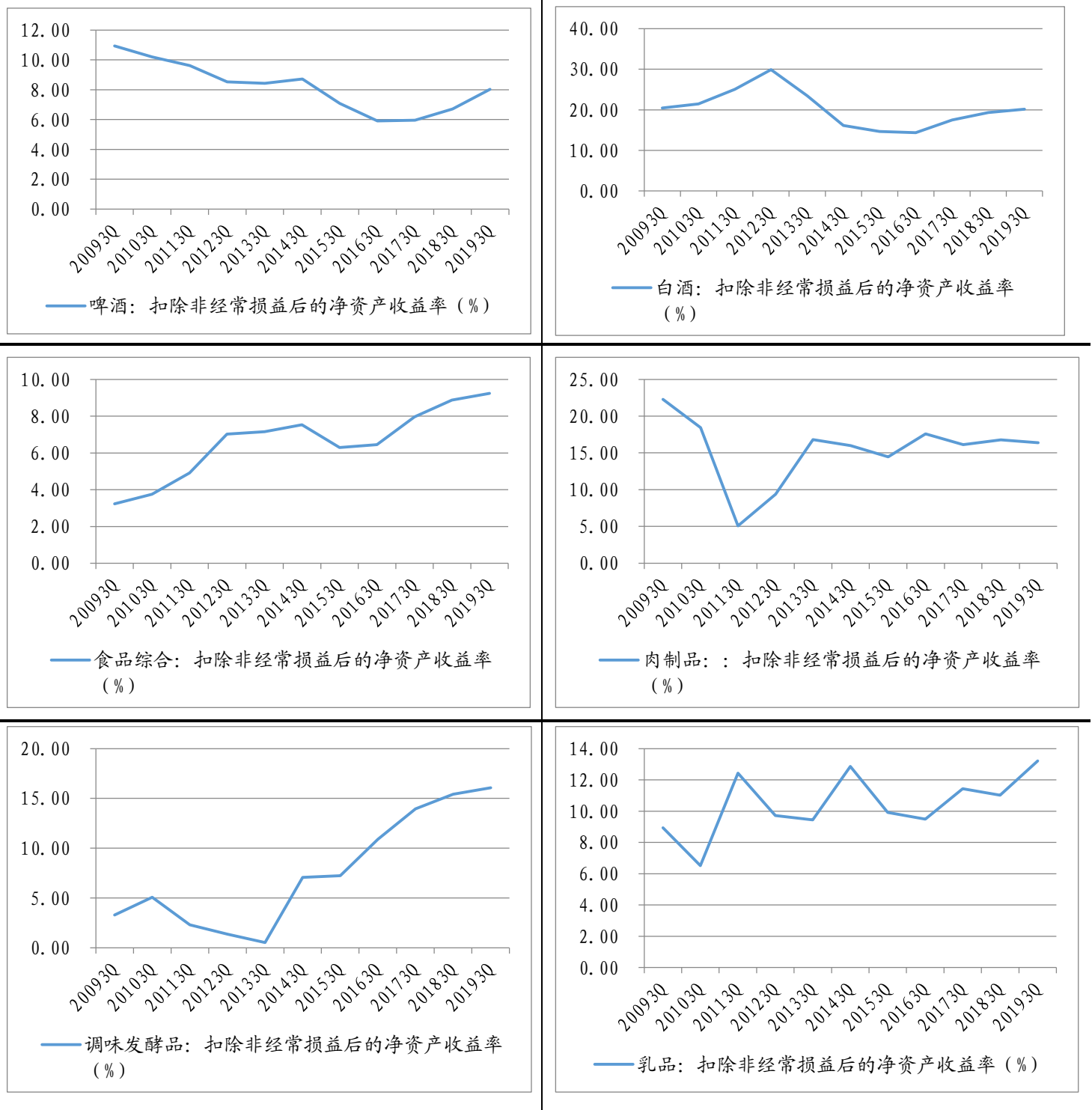
白酒提价的动能已经减弱，从今年白酒价格指数同比持平可以看出这一点，2020年白酒提价的动能也并不充足。近年来，白酒上市公司的收入高增长主要由提价所拉动，随着提价动能趋弱，预计白酒板块的收入增长在2020年将会进一步放缓。

啤酒、食醋长期提价的空间刚刚打开，景气度将持续上行。今年，在零售价格普遍促销降价的背景下，食醋和啤酒的终端价格仍小幅上涨，也正说明了这一点。啤酒和食醋的消费量较为稳定，在与餐饮的共振下会有小幅增长；在此背景下，如果产品的提价空间打开，对应上市公司的收入增长可能会提速。

乳制品提价空间已经不大，国内的乳制品零售均价与发达国家相比偏高，而人均消费量不及发达国家的一半。行业寡头格局业已形成，大企业对外原料基地的掌控力增强，能够有效地压低产业成本，同时对销售渠道和固定资产的投入将减少，成本降低和投入减少为大企业实施总成本战略提供条件，从而长期地提升产品结构的性价比。因此，尽管国内乳制品的提价空间不大，但是性价比会大幅提升，以此激发人均消费量，获取市场的消费增量。综上，乳制品上市公司的收入增长是长期稳健的，随着增量进场，增长水平维持在5%至10%区间。

2019 年休闲食品的高景气基本上依靠提价所拉动，提价大幅拉升了毛利率，但是费用率也同步提高，市场竞争仍旧相当激烈。考虑到休闲食品具有可选消费的特征，以及社会人均可支配收入的下降，我们不认为休闲食品有持续提价的市场依据。但是，休闲食品作为新型消费品，其市场空间相对大，在消费增量的拉动下，板块收入还是能够维持较高水平的增长。

图 5：食品饮料各子行业净资产收益率



资料来源：中原证券 WIND

3. 投资策略

3.1 板块的系统性上涨趋弱：二级市场行情与 CPI

从历史上看，食品饮料板块的走势与 CPI 有着较强的联系。

2006 至 2007 年，食品饮料板块经历了上涨行情，期间通胀大幅上行。

2008 年，食品饮料板块下跌，期间 CPI 跳水，其时背景是全球性金融危机爆发，世界经济受到连锁式冲击。

2009 至 2011 年中期，得益于货币宽松政策，通胀在经济政策的刺激下回升，期间食品饮料板块走出了被戏称为“水牛”的上涨行情。

2011 年中期至 2014 年中期，食品饮料板块下跌，结束了“水牛”行情；期间，2011 至 2012 年通胀回落，之后不断下行。货币宽松终不能解决经济中结构性的问题，也无法为经济增长输出核心动能。

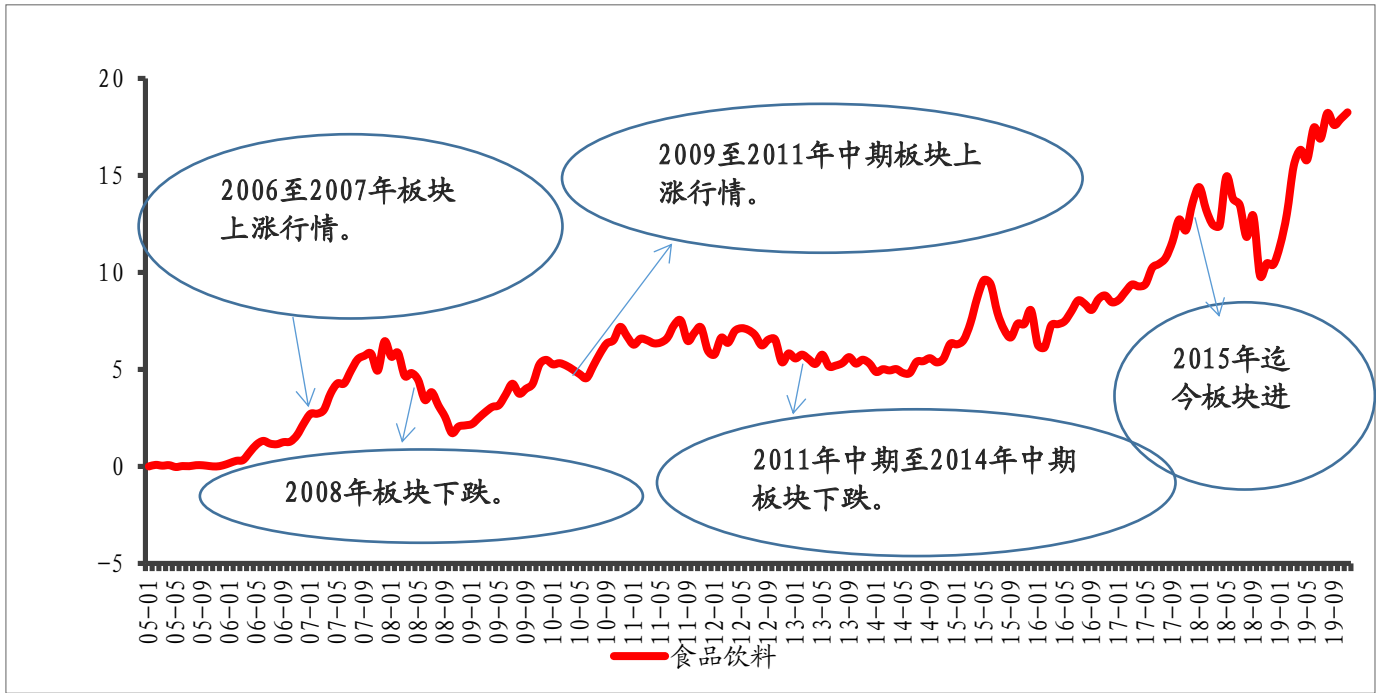
2015 年迄今，食品饮料进入了一轮历时较长的上涨行情。2015、2016 年在供给侧改革和财政政策的支持下，通胀温和回升。期间，2018 年，食品饮料板块经历了短期回调，而当期 CPI 从 2018 年 2 月的 2.9 降至 2019 年 2 月的 1.5，出现了震荡下行的态势，直至 2019 年 3 月才得以企稳。之后，CPI 从 2019 年 3 月的 2.3 升至 10 月份的 3.8，而食品饮料板块走出了上涨行情。

从历史上看，在通胀上升时期，食品饮料板块一贯地走出了上涨行情；在通胀下行阶段，板块也往往随之下跌。通胀上升一般是经济上升的表现，经济上升能够激发消费总量，并且给予企业更多的提价口实，由此二级市场行情上涨；但是，行至通胀的中后期，产业链上的成本不断上涨，侵蚀了企业的利润，而一般来看企业很难通过终端提价来完全地克服通胀，通胀后期往往伴随着企业盈利水平的下降，进而导致 CPI 见顶回落，以及二级市场行情看跌。

2019 年，CPI 持续上行，从 1 月的 1.7 涨至 10 月的 3.8，期间，食品饮料板块的涨幅为 79.44%（截至 11 月 18 日）。2019 年的通胀行情主要由猪肉价格所推动，猪肉价格拉动各项食品价格纷纷不同幅度地上行，从而使得 CPI 上行。但是，我们认为此轮猪价急涨急跌，不具备长期高位的基础。事实上，随着农业部和地方政府不断调整和落实生猪生产政策，以及加大进口和放储，猪肉价格进入 11 月后连续下降，下降之快、降幅之大都超出了预期。因而，我们预计 CPI 将在 2019 年年底见顶。

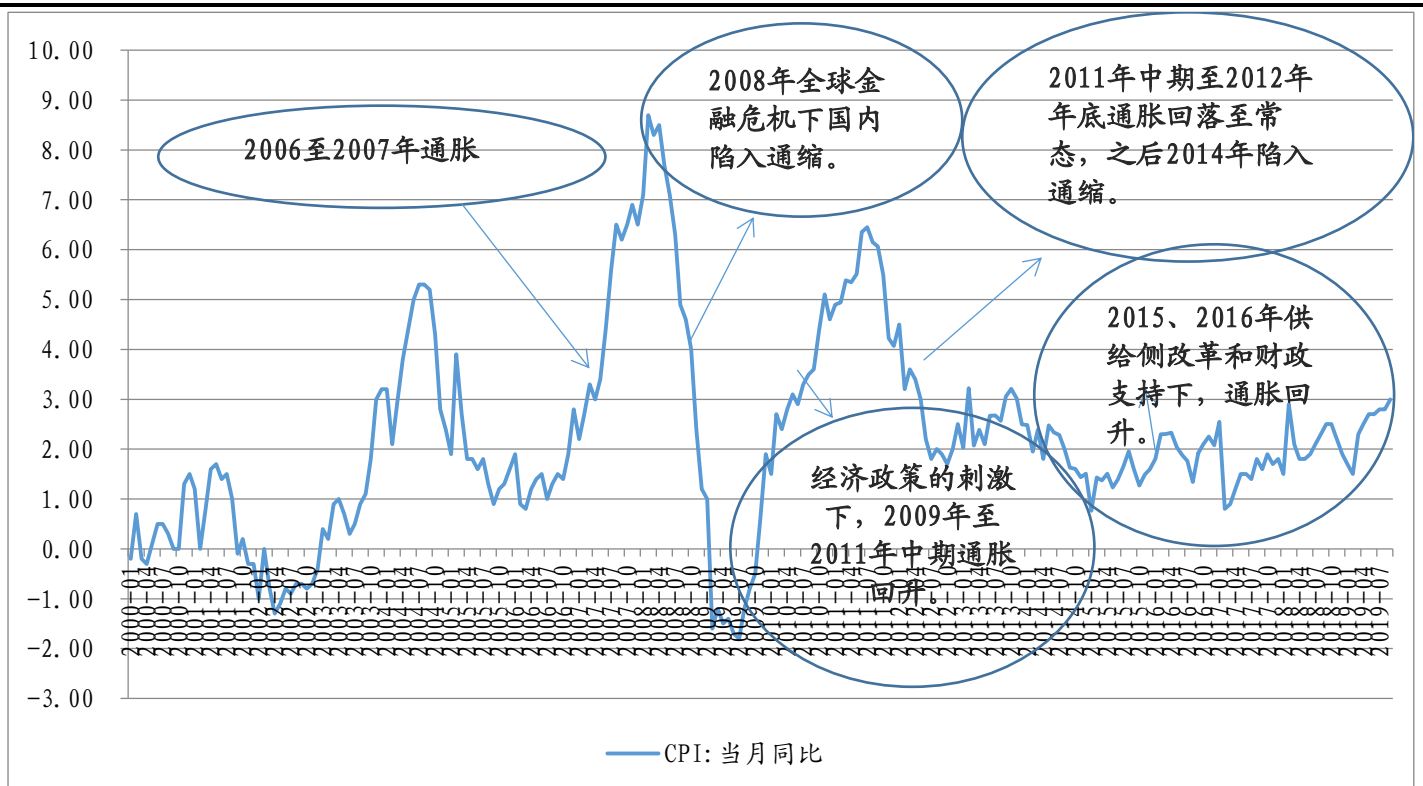
2020 年，CPI 或会持续不断地下降，毕竟当下保守的社会消费和谨慎的货币政策都不支持通胀的最终形成。综合上述考虑，我们认为，2020 年食品饮料板块大概率上将会结束 2019 年的上涨行情，转而进入调整阶段。但是，如果市场系统性风险陡增，不排除食品饮料板块的防御功能再次被市场重视，从而维持高涨的行情。

图 6: 食品饮料板块二级市场走势



资料来源: 中原证券 WIND

图 7: CPI 走势



资料来源: 中原证券 WIND

3.2 景气度相对高的子行业

尽管对于 2020 年食品饮料板块的系统性行情我们并不乐观，但是我们依然看好行业内的结构性机会，并秉持“自下而上”的选股原则，乐观地对待 2020 年的投资。此外，当“自下而上”选股时，我们的主要关照指标是净资产回报率（ROE），并兼顾收入增长指标。

我们认为，乳制品、调味品、米面小品类和啤酒板块具有可持续的景气度。我们从行业周期和执行战略的角度来梳理各子行业的投资逻辑。

3.2.1 成长—成熟转型期：总成本战略

乳制品、啤酒、酱油、榨菜三个行业目前处于由成长向成熟过渡的生命周期，行业特征表现为：

- 1, 行业竞争趋缓，竞争格局相对稳定，仍有潜力市场，竞品间的竞争相对温和，战略差异使得大公司之间错位竞争。
- 2, 品牌企业的渠道渗透率高，定价权上升，核心市场和核心产品的盈利贡献突出，利润增长快于收入，业绩持续释放。
- 3, 行业具备了执行总成本战略的条件，对投资和费用的控制加强，净资产回报率上升。
- 4, 在成熟后期，行业中仍会有企业陆续退出，留守企业享有更高的投资价值。
- 5, 尽管成长期已经过去，二级市场分享上市公司利润高增长的时期也远没有结束，目前离场为时过早。

乳制品

2019 年以来，乳制品行业出现了良好的增长迹象，从产量、库存、价格等维度来看，相较前些年份行业的景气度明显抬升。

2019 年 1 至 9 月，国内乳制品产量 2023.7 万吨，累计同比增 8.8%，乳制品产量增速回升。

2019 年 1 至 6 月，国内乳制品的产销率为 99.70%，维持较高水平，且二季度较一季度有所上升。

截至 2019 年 6 月，乳制品库存较年初下降 7.5%，处于良好的态势中。

截至 2019 年 10 月 18 日，国内牛奶零售价为 12.21 元/升，较年初增 5.9%，同比增 4.9%；国内酸奶零售价格为 15.29 元/公斤，较年初增 6.03%，同比增 5.89%。

2019年1-8月，国内进口婴幼儿奶粉累计23.2万吨，同比增15.32%。2019年之后，进口婴幼儿奶粉的增长速度整体放缓。截至10月底，国产婴幼儿奶粉零售均价193.66元/公斤，同比涨5.76%；进口婴幼儿奶粉零售均价240.28元/公斤，同比涨5.22%。国产品牌仍然保持较快的价格上涨水平。

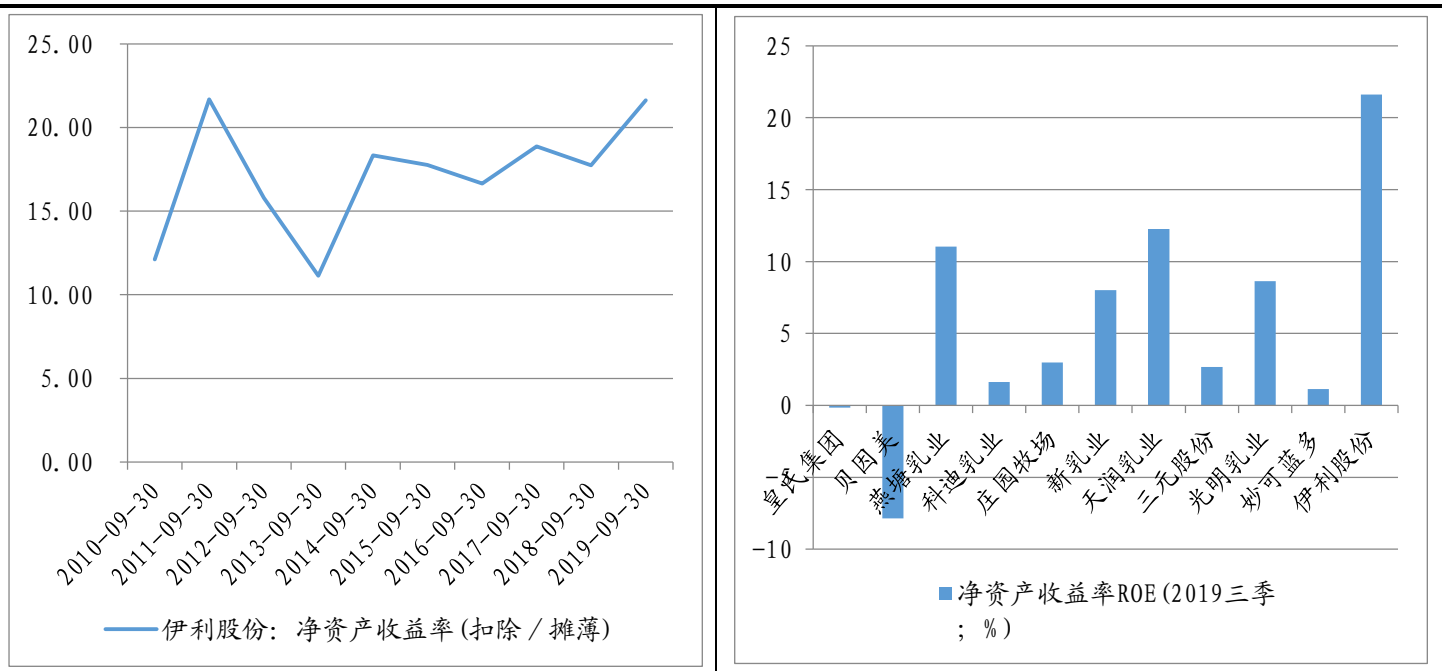
2019年1至8月，中国累计进口奶酪0.8亿千克，同比增25.24%，2019年全年的奶酪进口数量有望达到近年新高，国内对奶酪的进口维持在较高的增长水平，表达出国内消费市场对于奶酪产品的潜在需求。

乳制品行业的景气度抬升的原因，我们分析：一个是今年以来肉类价格上涨幅度过大，拉动了蛋白替代品的行情；另一个是，乳制品行业的寡头格局所释放出的规模效益，带动了行业的景气度指标。

我们认为，类似于啤酒行业在2018年的投资逻辑，乳制品行业经历了前期的激烈竞争，从而奠定和形成了如今的寡头格局，行业总量正在从负增长转为正增长，从价格竞争转向产品和服务的竞争，从投资和费用的高额支出转向成本控制，行业寡头的利润水平将不断上升。未来行业的增长将越来越集中地体现在寡头企业。从市场的口径来看，伊利股份(600887)目前在国内市场的占有率24%；从股东盈利来看，公司的净资产收益率21.62%，位居全球第一。伊利股份(600887)2017、2018、2019前三季度的营收增长分别为12.29%、16.89%和11.98%，扣非净利润增长12.66%、17.7%和10.32%，均保持了较高的增长水平，同时也带动了行业整体的景气度。

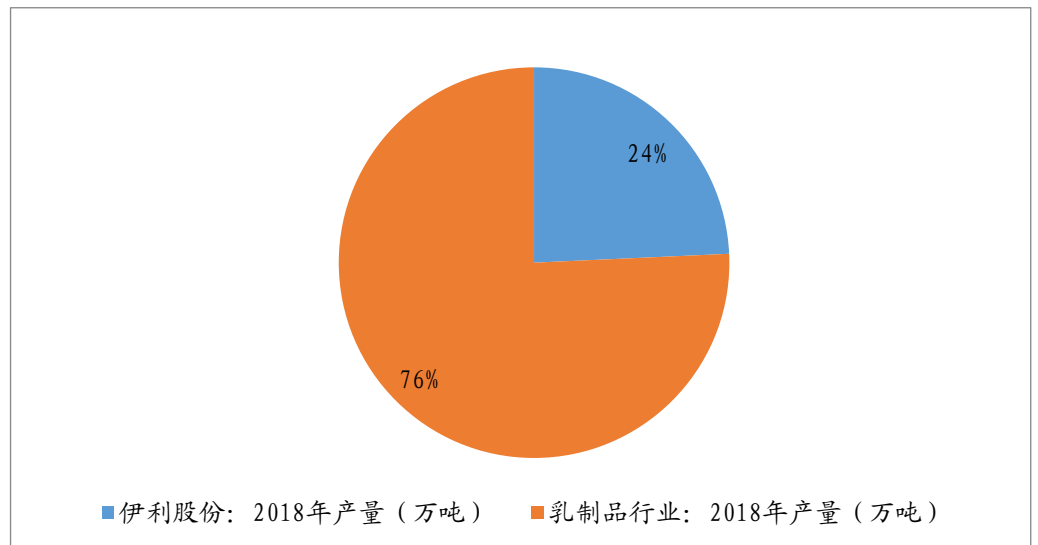
对于寡头格局的行业，头部企业是最好的投资标的，推荐伊利股份(600887)。

图8：乳制品板块的净资产收益率



资料来源：中原证券 WIND

图 9: 伊利产量在行业中的占比



资料来源: 中原证券 WIND

酱油

受益于市场集中和消费升级, 调味品行业近年来增长很快: 2017、2018、2019 前三季度上市公司营业收入的增速分别为 15.83%、13.58%和 15.24%; 同时, 股东回报率不断提升, 截至 2019 年三季度, 上市公司的净资产收益率为 17.01%, 较上年同期又提升 1.06 个百分点。

调味品中, 酱油市场的整合进程较快, 其中主要的上市公司包括海天味业 (603288)、中炬高新 (600872)、千禾味业 (603027) 和加加食品 (002650)。目前, 按照产量口径, 三者的市场占有率合计为 45.25%, 其中, 据推算, 海天的市占率是 32.62%、中炬 7.17%, 千禾 1.98%, 加加 3%至 3.5%。行业前四的市占率尚未超过 50%, 因而酱油市场仍有整合空间。目前, 酱油行业的竞争较前期有所缓和, 上市公司的收入仍有 15%上下的增长, 对成本的控制力增强, 费用支出进退有据, 参与企业有条件地施展战略, 根据自身定位从容发展, 而无须陷入价格和市场大战。

对于酱油行业, 海天味业 (603288)、中炬高新 (600872)、千禾味业 (603027) 等投资标的仍是长期布局的最好组合。酱油板块的估值目前偏高, 可在估值回调后予以配置。

榨菜

得益于原料和品牌等自然禀赋, 榨菜市场的集中度相当高, 涪陵榨菜 (002507) 的占有率超过 50%, 基本掌握了市场的定价权。公司前期大幅提价, 去年遭遇了市场的反击, 销量下滑严重, 股价也相应地回调。除了提价问题, 公司对二线以下的市场长期以来布局不足, 但是也因此保留下了增长点。2019 年以来, 公司放缓提价步伐, 着手布局三四线城市。从前第三季度的

商超数据来看，公司产品在商超端的销量增长超过 15%，策略调整的良好效果明显地反映在了市场业绩中。对于榨菜市场和涪陵榨菜而言，未来仍有增长空间，包括对全国市场的下沉；通过提升性价比挤出地方品牌；新品类的导入，等等。

持续推荐涪陵榨菜（002507）：公司经过 2019 年上半年的策略调整和市场布局，2020 年销售增长有望实现大幅的提升和突破。

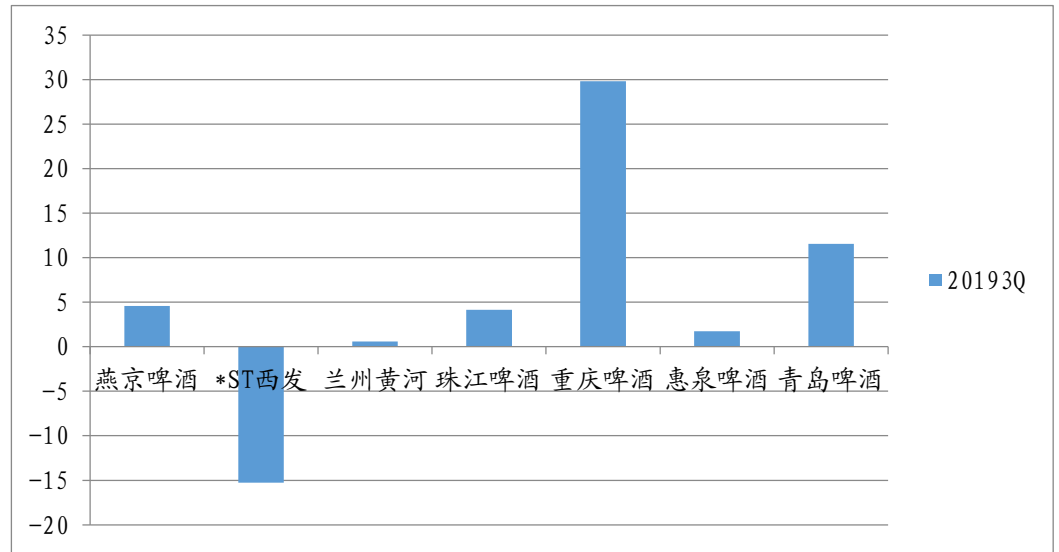
啤酒

2018 年以后，重要品牌的啤酒零售价格止跌企稳，36 大中城市瓶装啤酒均价甚至保持了持续的上涨，说明啤酒的需求端相对稳定良好。七十年代以来，美国、欧盟、韩国的啤酒价格始终上涨，迄今已经持续了半个世纪，其中美国啤酒的价格涨幅最大；日本的啤酒价格从七十年代上涨至 2000 年，之后上涨停滞。参照国外的情况，考虑到国内啤酒定价较低，以及消费升级的潜在空间，国内啤酒价格中长期上涨趋势是比较明确的，啤酒行业在中国还远远没有走到衰退期。

供给端持续减产优化：2015 年之后，国内啤酒新增产能每年大幅减少，2018 年仅增 34 万吨；此外，进口啤酒今年出现了大幅负增长，对国内市场的冲击减小，进口啤酒在消费中的占比稳定在了 2%，此前对进口问题的担忧基本化解。随着供给端的改善，啤酒企业的存货周转率和营收增速先后于 2016 和 2017 年触底回升，2019 年保持了良好的动销态势。

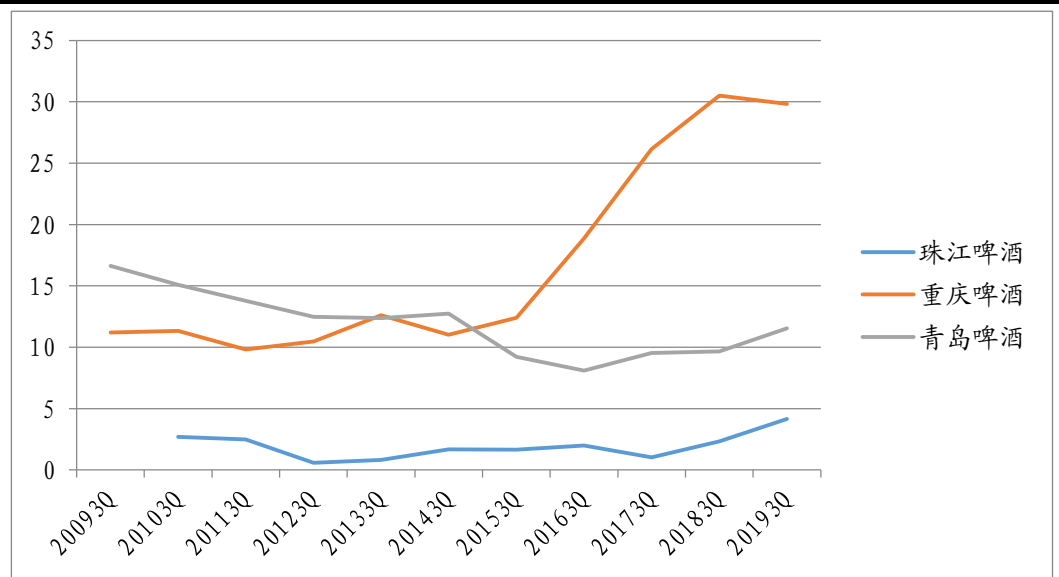
啤酒行业的投资逻辑与酱油和乳制品相类似，然而啤酒行业的投资拐点更为清晰。行业中的寡头企业开始进入利润“收割”阶段，相应上市公司的投资价值将会随利润释放而逐步凸显出来。啤酒上市公司中，青岛啤酒（600600）、珠江啤酒（002461）的净资产收益率近两年走出了“微笑曲线”，股东回报率通过底部后开始上扬；重庆啤酒（600132）的净资产收益率创下新高，显示了地方啤酒企业的卓越盈利能力。我们推荐关注青岛啤酒（600600）、重庆啤酒（600132）和珠江啤酒（002461），三家公司的投资支出已经大幅减少，现金流增长很快，盈利能力和股东回报仍在上升区间。

图 10: 啤酒上市公司净资产回报率 (2019 年三季度)



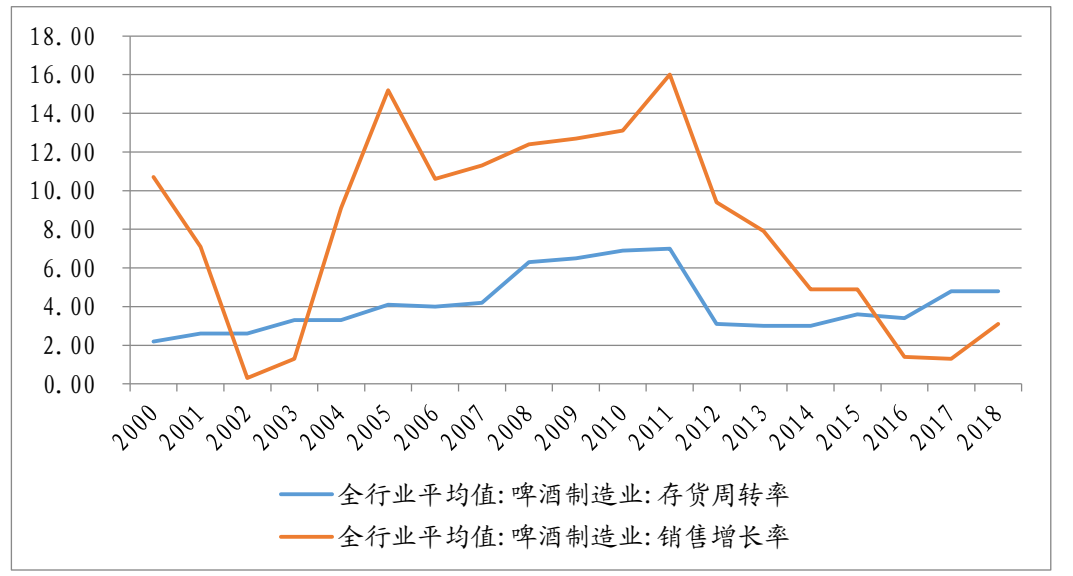
资料来源: 中原证券 WIND

图 12: 珠江啤酒、重庆啤酒和青岛啤酒的净资产回报率



资料来源: 中原证券 WIND

图 32: 啤酒制造业的存货周转率和营收增长率 (%)



资料来源: 中原证券 WIND

3.2.2 成长期——集中战略

相对而言,食醋、米面肉制品(如火锅供应)、面条、面包等行业仍然显示了相当分散的原生格局中,行业处于成长期的前段,参与者未来的变数和发展空间较其它行业更大。市场分散的原因包括:买方在地理上过于分散,买方需求有非标准化的特征;业内的低价竞争仍有利可图;市场准入门槛低。随着资金、土地和人工价格的长期上涨,以及环保标准的严格执行,各个行业的准入门槛都在大幅抬升,分散经营、非规模化经营和低价竞争逐步变得无利可图。市场集中经营、推行产品的标准化和品牌化,利用全国的经销商渠道,从而实现生产和销售的规模经济,是大部分行业的必经的途径。对于上市公司而言,分散的市场意味着潜在的市场份额和规模经济带来的利润增长。

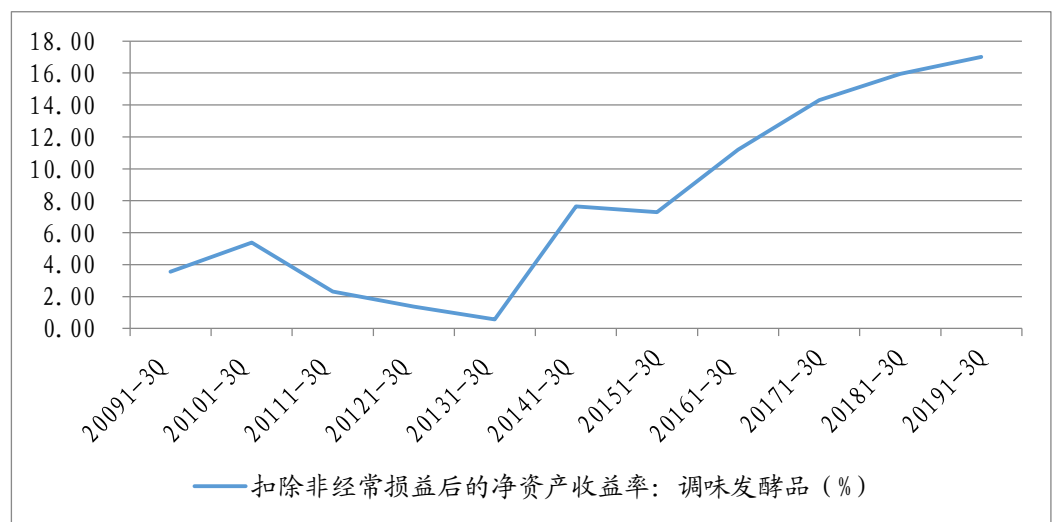
食醋

主营食醋的上市公司较少,代表企业是恒顺醋业(600305),而公司在食醋市场占比也仅有几个百分点,未来的增长空间可观。食醋局限于消费频次和场景,市场量级小于酱油,目前收入口径保持了10%上下的增长。此外,调味品中的小品类,如耗油、料酒、调味酱等,作为新兴调味品类,市场增长均超过50%,因而,调味品上市公司均对小品类有所布局,其增长已经反映在了公司整体的业绩中。为了争夺消费者心智,小品类目前定价都偏低,处于“增收不增利”的发展阶段。但是,对于销售渠道成熟的企业,小品类能够分摊前期的投资和固定成本。我们持续推荐恒顺醋业(600305),公司产品今年的量价情况好于其它调味品,显示出食醋市场的稳定性;公司正在布局全国市场,销售规模将会持续增长。

米面肉制品

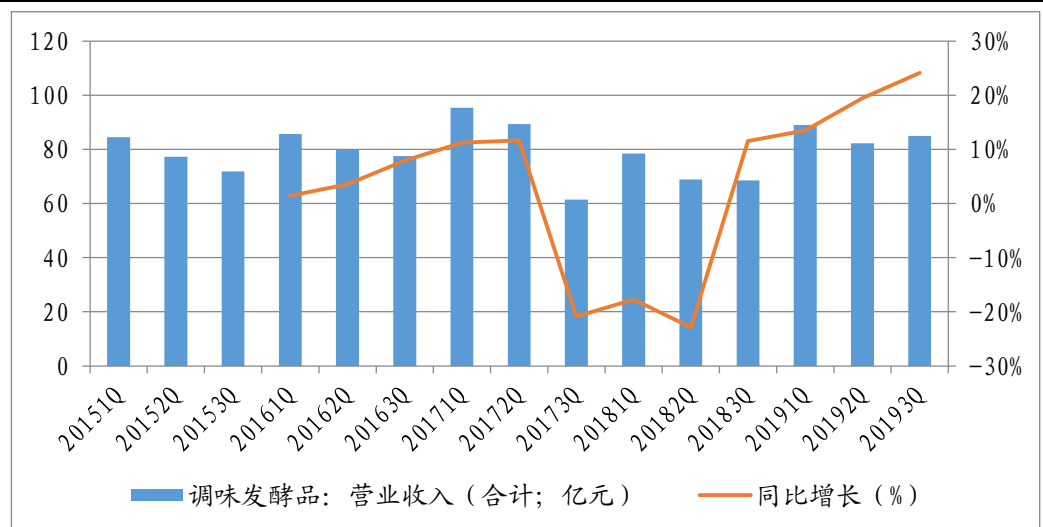
面条、面包、火锅供应等细分行业目前处于高增长的阶段，行业中的潜在龙头企业分别是克明面业（002661）、桃李面包（603866）和安井食品（603345）。类似于肉制品、调味品、白酒、啤酒等行业十年前的格局，面条、面包、火锅供应等品类市场仍处于发展的初期，市场特征表现为：参与者众多，品牌缺失，产品附加值低，而在这个时期，冠军企业更易于脱颖而出。随着三家公司近年来的崛起，细分行业的门槛不断提高，不被看好的行业可能会贡献出成长和逻辑都很清晰的优秀标的，推荐关注桃李面包（603866）、克明面业（002661）和安井食品（603345）。其中，克明面业（002661）的经营正在经历调整和布局，基本面相对清晰后可以介入；桃李面包（603866）和安井食品（603345）可以予以关注。

图 43: 调味品板块的净资产收益率



资料来源: 中原证券 WIND

图 54: 调味品板块的营收增速



资料来源: 中原证券 WIND

3.2.3 行业投资图鉴（总结）

我们依据营业收入增长指标，将饮食各子行业划入成长、成熟和衰退等不同的生命周期。具体地，营业收入增速趋势性下降的子行业被认为正在迈向衰退期；营业收入增速虽然回落，但仍保持在5%至10%的子行业被认为由成长期迈向成熟期；营业收入增速虽然波动较大，但是多数时间保持10%以上的子行业被认为仍处于成长周期。

需要说明的是，上市公司的投资价值与公司所处的行业生命周期并没有必然联系。比如，衰退期的行业中有许多优秀的投资标的，这些公司为股东提供了丰厚的回报；而成长期的许多上市公司目前并没有展现清晰的基本面或者很好的投资时机。

表1: 食品饮料各子行业的周期特征

行业	细分市场	行业周期	周期特征	优秀上市公司
调味品	酱油	成长——成熟	竞争格局相对稳定，仍有潜力市场，竞品间的竞争相对温和，战略差异使得大公司之间错位竞争，行业定价权和盈利上升。	中炬高新、海天味业、千禾味业
	食醋	成长	市场分散，参与者众多，低价低质的产品众多，价格战和地区保护是主要的竞争方式。大公司的产品定位和优质服务会遭遇市场阻力，但是同时市场整合的空间可观。行业增长很快，为整合市场，大公司的销售费用支出加大，作为回报，收入增长幅度大。	恒顺醋业
	耗油、酱、料酒	成长	(同食醋)	中炬高新、海天味业、千禾味业、恒顺醋业
	面条	成长	(同食醋)	克明面业
米面肉制品	面包	成长	市场参与者众多，不同于价格竞争，参与者利用消费者弱势实施非理性定价，弱化产品的性价比。大公司利用优秀的供应链和全国化的渠	桃李面包

道，降低成本和价格，提升产品的性价比，更好地满足了市场需求。

速冻	成长	行业产品迭代过快，行业利润对成本较为敏感，同时由于更多地面向餐饮和工业客户，企业议价能力有限，行业优势不明显。	安井食品、三全食品
休闲食品	成长	行业收入增长很快，竞争异常激烈，但是份额快速集中，品牌格局已经形成。但是，由于互联网渠道的流量费用和线下超市的进场费用居高，故企业的盈利水平偏低。利用加盟开店模式的企业，如绝味食品，其费用支出相对较小，盈利模式被时间验证。	三只松鼠、好想你、绝味食品
乳制品	成长——成熟	行业格局稳定，头部企业具备议价和定价能力，渠道渗透率超高，品牌突出，盈利水平不断提升，利润增长快于收入，业绩持续释放，股东回报稳定而丰厚。	伊利股份
啤酒	成长——成熟	竞争趋缓，市场格局变得稳定，大小啤酒企业错位竞争，在总成本战略的指导下，核心市场的盈利贡献更加突出。行业中仍会有企业陆续退出，留守企业享有更高的投资价值。	青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒
肉制品	成熟——衰退	消费基数巨大，增长缓慢，利润对成本敏感，盈利波动大。	双汇发展

资料来源：中原证券

3.3 风险提示

2020年，食品饮料板块投资面临的主要风险包括：

- 1， 食品安全等黑天鹅事件的发生；
- 2， 社会消费增速进一步放缓会对销售和价格产生负面影响；
- 3， 市场风险偏好上升利空防御板块。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。