

行业研究/年度策略

2019年11月29日

行业评级:

食品饮料

增持(维持)

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

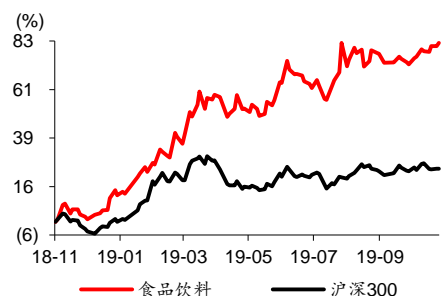
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《食品饮料: 行业周报(第四十六周)》
2019.11
- 2 《食品饮料: 被忽略的餐饮供应链——食材领域》
2019.11
- 3 《食品饮料: 行业周报(第四十五周)》
2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

把握低估值和提价弹性, 重视餐饮赛道

食品饮料行业 2020 年度策略

把握低估值/餐饮赛道, 重视提价弹性

2019年在强劲的基本面支撑下, 食品饮料行业在白酒板块的带领下明显跑赢上证指数。截止11月25日, 板块PE(TTM)较过去十年均值溢价8%。展望2020年, 食品板块是我们在食品饮料行业细分领域中的首选, 我们看好餐饮渠道的成长性, 肉制品、速冻食品等行业后周期提价弹性, 同时估值仍具备向上修复可能性。白酒: 不确定的外围环境中追求需求稳定性更高的高端白酒, 推荐贵州茅台/五粮液/泸州老窖。大众品: 优选低估值高弹性, 具备市占率提升潜力的肉制品龙头, 速冻品龙头安井食品/三全食品, 高端化加速推进的重庆啤酒, 机制改善/餐饮渠道维系高增长的中炬高新。

白酒行业展望: 不确定的外围环境中追求需求稳定性更高的高端白酒

白酒兼具消费品属性和周期属性, 在宏观经济活跃程度下降的背景下, 需要防范由于货币宽松格局走弱、不动产价格走弱对需求端的抑制风险, 我们相对更看好高端白酒的需求增长稳定性。估值视角看, 高端白酒处于消费升级红利期中, 供需仍处于紧平衡状态, 19年业绩增速有所放缓(前三季度收入/利润增速16%/22%), 2020年预计延续小幅降速态势, 但整体业绩增长确定性依然较强, 作为消费核心资产仍存在估值溢价空间。结构视角看, 高端白酒预收账款、渠道管控具有更好表现, 而未来区域性白酒主要增长方向只能是存量市场份额提升/产品结构优化。

大众品展望: 把握低估值, 看好餐饮赛道, 重视提价弹性

安全边际角度: 更看好低估值的肉制品板块(兼具盈利复苏弹性); 优选赛道角度: 餐饮需求有韧性, 看好面向B端餐饮渠道速冻食品的成长性。肉制品: 19年成本端不利因素(屠宰产能利用率下降/肉制品需求疲软)压制估值, 猪价后周期看存货价值重估+进口肉优势带来业绩弹性, 预计2020迎业绩拐点, 长期看龙头企业市占率提升, 且提价带来吨利周期跨越。啤酒: 产量维稳, 优选产品结构升级和利润率提升的啤酒龙头。乳制品: 行业增速放缓, 关注乳制品消费群体的扩大和高端乳制品的需求释放。调味品: 稳健成长(看好复合调味品在餐饮B端的成长性), 板块防御性突出。

投资建议: 推荐安井食品、三全食品

推荐安井食品: 1) 后周期提价开启, 顺价后利于后周期利润率提升; 2) 猪周期采购成本增加, 小型企业会加速淘汰, 利于安井市占率提升; 3) 看好安井产品力+成本优势+渠道拓展。推荐三全食品: 1) 速冻食品餐饮渠道高增长; 2) T-C端利润率改善: 着力推动直营商超减亏、经销扩张; 3) 目标任务导向改为损益结果考核, 激励重整。推荐重庆啤酒: 高端化战略加速推进, 2020年临近嘉士伯资产注入承诺期, 看好嘉士伯中国在高端及超高端价格带的品牌力。推荐中炬高新: 机制改善, 餐饮渠道维系高增长, 着力渠道下沉和品类拓张。

风险提示: 宏观经济大幅低于预期, 高端白酒价格不达预期, 大众食品的消费需求增长不达预期, 食品安全问题等。

正文目录

2019 年回顾：白酒带领食品饮料板块涨幅第一	5
行情回顾：白酒牵头，食品饮料涨幅第一	5
基本面回顾：消费者信心先扬后抑，上市公司业绩稳健增长	7
2020 年白酒展望：追求稳定性更高的高端白酒	9
估值视角：显著高于历史中枢，龙头享受溢价	9
结构视角：更看好行业高端白酒的增长稳定性	11
2020 年大众品展望：把握低估值，重视提价弹性	14
关注低估值品种及业绩改善机会	14
重视餐饮赛道，需求强劲，把握提价弹性	15
肉制品行业：19 年成本端不利因素压制估值，20 年有望迎业绩拐点	18
存货价值+进口肉优势：维持肉制品需求，缓解成本端波动	18
集中度提升：采购能力强/库存冻肉优势的龙头企业市占率有望提升	19
业绩拐点：猪价上涨后周期顺价，猪周期有望实现吨价/吨净利跨越	20
啤酒行业：关注产品结构升级和龙头利润率改善	22
行业估值水平已处于历史较高分位数	22
产量维稳，优选产品结构升级和利润率提升的啤酒龙头	22
乳制品行业：关注需求端的增长驱动力，成本短期承压，费用有所缩减	24
行业增速放缓，关注乳制品消费群体的扩大和高端乳制品的需求释放	24
成本整体可控，费用压力或将有所缓解	25
调味品行业：稳健成长，行业发展和企业盈利提升路径清晰	26
调味品的刚性需求特征尽显，增速稳定	26
投资建议：重点推荐安井食品/三全食品/重庆啤酒/中炬高新	28
安井食品：受益速冻食品餐饮渠道高增长，后周期提价显弹性	28
三全食品：商超减亏，经销扩张，餐饮高增长	28
重庆啤酒：高端化战略加速推进，2020 年临近嘉士伯资产注入承诺期	28
中炬高新：机制改善，餐饮渠道维系高增长，着力渠道下沉和品类拓张	28
风险提示	29

图表目录

图表 1：食品饮料行业区间内（20190101~20191125）上涨 69%	5
图表 2：食品饮料行业区间内（20190101~20191125）相对上证指数跑赢 52.37pct	5
图表 3：区间内（20190101~20191125）白酒表现最好，葡萄酒表现较差	6
图表 4：食品饮料板块从 2019 年 3 月中旬开始明显跑赢上证指数	6
图表 5：社会消费品零售同比增速在 19 年中开始大幅回落	7
图表 6：消费者信心指数在 19 年中开始大幅回落	7
图表 7：食品饮料行业单季收入及增长情况	7
图表 8：食品饮料行业单季净利及增长情况	7

图表 9: 白酒行业单季收入及增速	8
图表 10: 白酒行业单季净利及增速	8
图表 11: 啤酒行业单季收入及增速	8
图表 12: 啤酒行业单季净利及增速	8
图表 13: 肉制品行业单季收入及增速	8
图表 14: 肉制品行业单季净利及增速	8
图表 15: 2019 年 11 月 25 日白酒行业 PE (TTM) 较年初上升 55%	9
图表 16: 2019 年 11 月 25 日白酒行业 PB (LB) 较年初上升 67%	9
图表 17: 高档白酒 PE(TTM) 估值变动情况	10
图表 18: 次高端白酒 PE(TTM) 估值变动情况	10
图表 19: 部分区域龙头白酒 PE(TTM) 估值变动情况	10
图表 20: 高端白酒 PB(LF) 估值变动情况	10
图表 21: 次高端白酒 PB(LF) 估值变动情况	10
图表 22: 部分区域龙头白酒 PB(LF) 估值变动情况	10
图表 23: 高端和次高端白酒的收入增速明显快于中档白酒	11
图表 24: 城镇居民人均可支配收入累计同比 (季度)	11
图表 25: 一二三线城市新建住宅价格指数情况	11
图表 26: 茅台预收账款的变化	12
图表 27: 高端白酒预收账款的变化	12
图表 28: 次高端白酒预收账款的变化	12
图表 29: 部分区域龙头白酒预收账款的变化	12
图表 30: 飞天茅台 2019 年初京东价格维持 1499 元, 但存在缺货情况	12
图表 31: 普通五粮液 2019 年京东价格达到 1099 元	12
图表 32: 2018 年高端白酒市场主要公司的份额情况	13
图表 33: 食品饮料板块 PE (TTM) 情况	14
图表 34: 食品饮料板块 PB (LF) 情况	14
图表 35: 食品饮料板块细分板块 PE (TTM) 估值及历史分位数情况	14
图表 36: 食品饮料板细分板块当前 PE (TTM) 估值较年初变化情况	14
图表 37: 餐饮业收入仍然保持较高增速	15
图表 38: 2018 年餐饮行业额细分领域市场规模	15
图表 39: 2019 年餐饮收入维持平稳较快增速, 且高于消费品零售增速	15
图表 40: 2019 年限额以上企业餐饮收入增速高于消费品零售增速	15
图表 41: 2018 年中国餐饮业企业平均各项成本比例	16
图表 42: 调查企业关注的餐饮企业发展方向	16
图表 43: 餐饮供应链行业产业链条	16
图表 44: 餐饮供应链 B2B 企业成立时间及模式分布	16
图表 45: 餐饮供应链行业的主要参与者	16
图表 46: 速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速	17
图表 47: 中国火锅餐饮行业收入规模 14-18 年复合增速 11%	17
图表 48: 速冻火锅料市场 14-18 年复合增速 12%	17
图表 49: 2019 年 11 月 25 日肉制品行业 PE (TTM) 较年初上升 29%	18

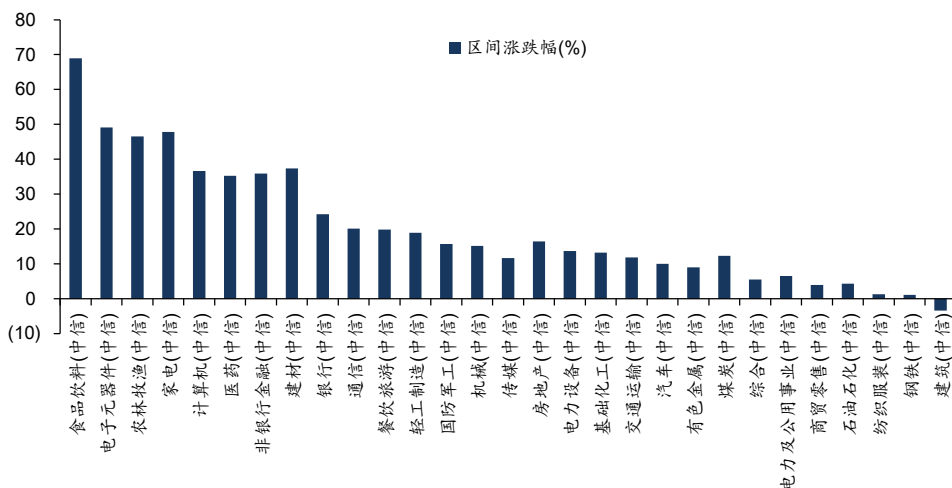
图表 50:	2019 年 11 月 25 日肉制品行业 PB (LB) 较年初上升 17%.....	18
图表 51:	双汇存货-原材料与白条肉出厂价基本方向相反.....	18
图表 52:	双汇存货-原材料占流动资产比例显著高于同行业肉制品公司.....	18
图表 53:	双汇 19Q3 存货处于历史最高点.....	19
图表 54:	双汇与罗特克斯关联交易额变化 (进口肉)	19
图表 55:	双汇屠宰量及市占率变化	19
图表 56:	屠宰行业高度分散化, 18 年 CR5 仅为 5%.....	19
图表 57:	肉制品市场集中度较屠宰业高, 但仍有提升空间 (2013 年)	20
图表 58:	双汇资产负债率维持较为合理水平.....	20
图表 59:	双汇肉制品吨净利在猪价后周期开始提升.....	21
图表 60:	双汇肉制品吨净利与白条肉出厂价格变化并无明显相关性.....	21
图表 61:	2019 年 11 月 25 日啤酒行业 PE (TTM) 较年初上升 24%.....	22
图表 62:	2019 年 11 月 25 日啤酒行业 PB (LB) 较年初上升 40%.....	22
图表 63:	2019 年前三季度中国啤酒产量同比增长 0.7%.....	22
图表 64:	华润啤酒吨酒价格情况.....	23
图表 65:	青岛啤酒吨酒价格情况.....	23
图表 66:	重庆啤酒吨酒价格情况.....	23
图表 67:	重庆啤酒产品结构 (销售额) 情况.....	23
图表 68:	重庆啤酒费用率逐年降低.....	23
图表 69:	重庆啤酒净利率自 15 年触底回升.....	23
图表 70:	2019 年 11 月 25 日乳制品行业 PE (TTM) 较年初上升 12%.....	24
图表 71:	2019 年 11 月 25 日乳制品行业 PB (LB) 较年初上升 34%.....	24
图表 72:	中国城镇和农村人口的饮奶量仍然具有较大的差距 (2018 年)	24
图表 73:	高端白奶代表产品特仑苏销售额情况.....	25
图表 74:	常温酸奶代表产品安慕希销售额情况.....	25
图表 75:	伊利和光明 19 年前三季度销售费用率同比均出现下滑.....	25
图表 76:	2019 年 11 月 25 日调味品行业 PE (TTM) 较年初上升 35%.....	26
图表 77:	2019 年 11 月 25 日调味品行业 PB (LB) 较年初上升 43%.....	26
图表 78:	2018 年调味品百强企业产量 1323 万吨.....	27
图表 79:	2018 年调味品百强企业销售收入 939 亿元.....	27
图表 80:	海天味业 18 年开始单季度收入增速维持在 16-17%的水平.....	27
图表 81:	海天味业利润率水平相对平稳.....	27
图表 82:	安井 2014-2018 年营收 CAGR 远高于同业.....	28
图表 83:	安井 2014-2018 年营收 CAGR 远高于同业.....	28
图表 84:	餐饮渠道快速增长, 且受益于行业高增长.....	28
图表 85:	餐饮高利润率及占比提升带动整体利润率改善.....	28

2019 年回顾：白酒带领食品饮料板块涨幅第一 行情回顾：白酒牵头，食品饮料涨幅第一

2019 年食品饮料板块的表现整体处于市场前列的水平。截止 2019 年 11 月 25 日，食品饮料行业年内的表现在 29 个中信一级行业中排名第 1。

- 1) 从绝对涨幅看，食品饮料行业 2019 年 1 月 1 日至 11 月 25 日期间上涨幅度为 69%，表现居各行业之首。

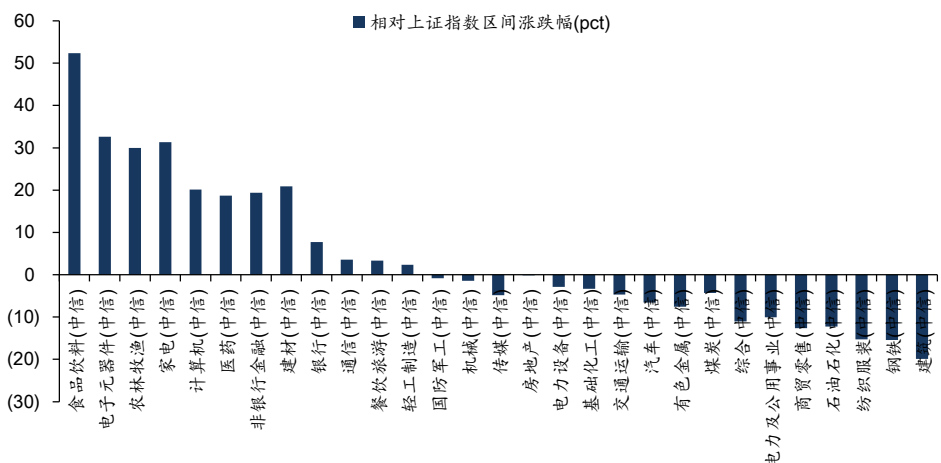
图表1：食品饮料行业区间内（20190101~20191125）上涨 69%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

- 2) 从相对涨幅看，食品饮料行业 2019 年 1 月 1 日至 11 月 25 日期间跑赢上证指数 52.37pct，表现明显优于大盘。

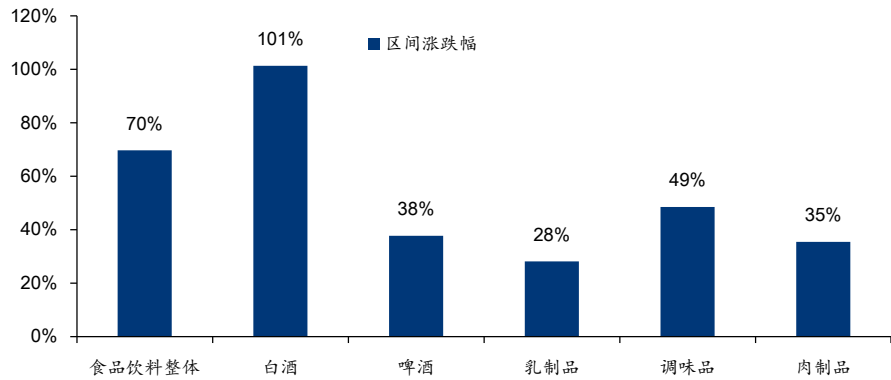
图表2：食品饮料行业区间内（20190101~20191125）相对上证指数跑赢 52.37pct



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从主要的细分板块来看，白酒的表现最好。截止 2019 年 11 月 25 日，2019 年年内白酒板块上涨 101%，在主要的细分板块中表现最好，跑赢食品饮料行业整体 32pct；调味品板块上涨 49%，跑输食品饮料行业整体 21pct，表现仅次于白酒；啤酒板块上涨 38%，跑输食品饮料行业整体 32pct；肉制品板块上涨 35%，跑输食品饮料行业整体 34pct；乳制品板块上涨 28%，跑输食品饮料行业整体 42pct。

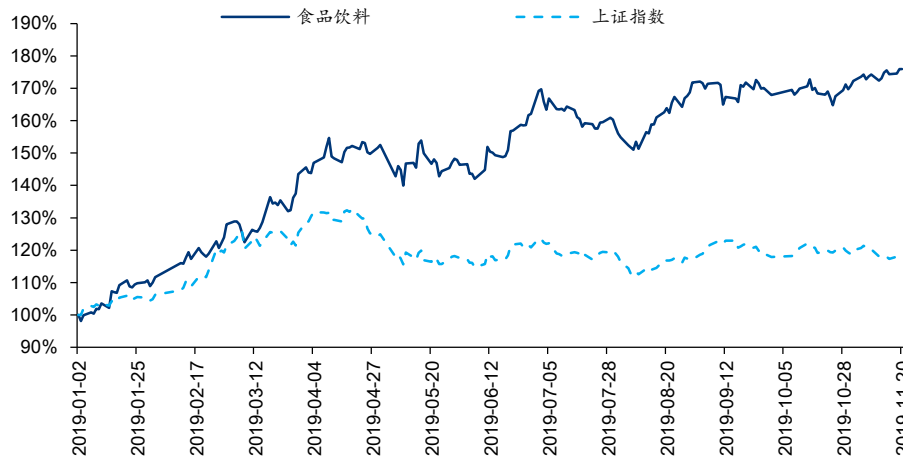
图表3： 区间内（20190101~20191125）白酒表现最好，葡萄酒表现较差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

预期扭转引领食品饮料板块大幅跑赢市场，市场需求和上市公司业绩得到持续验证。动态角度看，食品饮料板块自3月中旬开始明显跑赢上证指数的重要原因是市场对白酒行业的谨慎预期出现扭转，尤其在3月21~3月23日的糖酒会期间机构投资者通过与主要酒企、经销商的集中交流，开始逐步调整年初到3月份对于白酒相对谨慎的观点，上调了2018年四季度和2019年一季度的市场需求和上市公司业绩的预期。

图表4： 食品饮料板块从2019年3月中旬开始明显跑赢上证指数



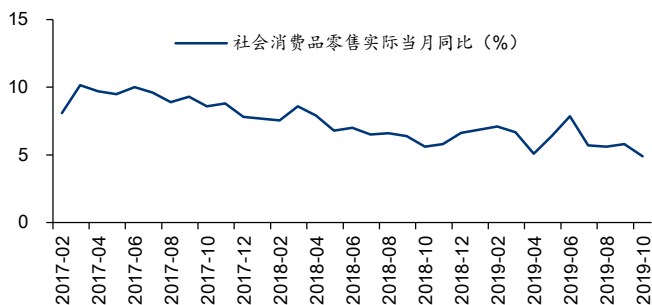
资料来源：Wind，华泰证券研究所

综上所述，白酒细分板块的预期修复是2019年食品饮料板块明显跑赢市场的重要原因。2018年投资者出于对白酒终端需求和库存压力的担忧，对白酒上市公司业绩的预期不断下降，然而这种悲观预期在2019年一季度见底回升，推动白酒细分板块取得了良好表现。

基本面回顾：消费者信心先扬后抑，上市公司业绩稳健增长

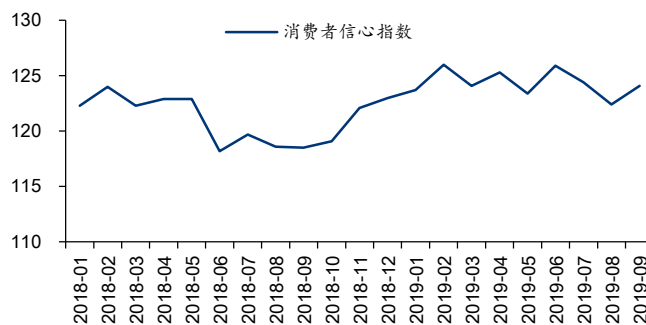
由于消费者对收入增长和财产增值的预期在 2018Q4 的悲观基础上有所好转，消费意愿对需求增长产生了边际上向好的推力。根据国家统计局的数据，进入 2019Q1 社会消费品零售的增长速度相较 2018Q4 有一定程度的改善，2019Q2 社会消费品零售同比增速持续好转，但进入 Q3，社零增速出现下滑，我们认为宏观经济活跃度的下降和不动产价格的走弱逐步抑制了消费者的购买行为。消费者信心指数经过 18Q3 的低点之后，并在 2019 年 2 月创下 2018 年以来的新高，但在 19 年中期与社零增速表现同步回落。

图表5：社会消费品零售同比增速在 19 年中开始大幅回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

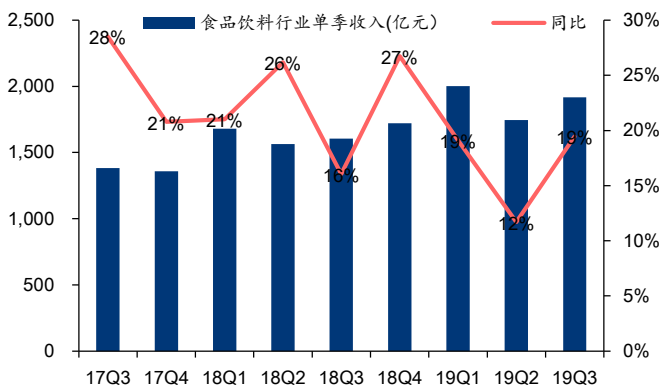
图表6：消费者信心指数在 19 年中开始大幅回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

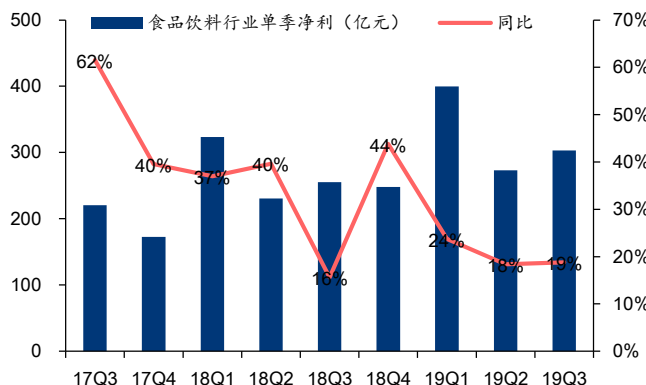
食品饮料行业上市公司 19 年前三季度的业绩稳健增长，从微观层面印证了消费的韧性。食品饮料行业 2019 年前三季度的收入同比增速 17%，净利润同比增速 21%，保持稳健增长，增速较 18 年前三季度有所回落，主要系白酒板块分化加剧，以及在基数在抬升背景下回落正常增长。且 19Q3 单季度营收/净利润增速均高于 18Q3，并未出现大幅下滑的情形，我们认为这从微观层面说明了消费需求的韧性。

图表7：食品饮料行业单季收入及增长情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：食品饮料行业单季净利及增长情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

板块分化加剧，股价反应业绩成长趋势。细分行业的股价涨幅有较为明显的差距，背后有基本面分化的支撑。虽然细分领域在 2019 年前三季度普遍上涨，但是食品饮料行业中的细分领域的基本面表现存在比较明显的分化，这与市场表现的分化具有较高的吻合度。

1) 白酒行业：业绩整体表现稳健增长，但分化加剧。根据 Wind 的统计，2019Q1-Q3 白酒行业上市公司实现收入 1843 亿元，同比增长 17%；同期实现净利 630 亿元，同比增长 23%。高端白酒：茅台批价理性回归，终端供需维系紧平衡状态，五粮液新品退出带来业绩弹性，第八代经典五粮液的成功推出，有助于公司重塑产品价格体系，提升五粮液的牌力。次高端和地产酒分化加剧，水井坊、山西汾酒、今世缘业绩表现亮眼，19Q3 营收同比分别+20%/+47%/+32%，净利润同比分别+53%/+55%/+28%，而口子窖、洋河股份业绩则出现下滑。

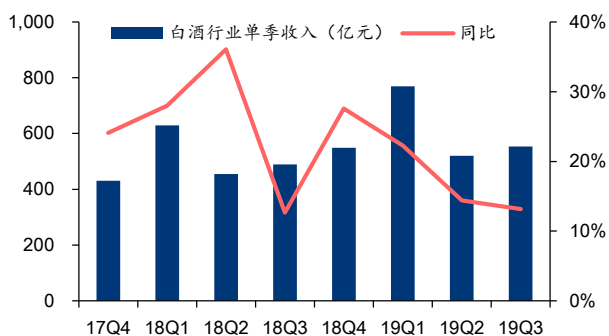
2) 乳制品行业：收入增速保持较快增长，利润率仍需观察费用投放节奏。2019 年前三季度利润率为 6.4%，同比-0.1pct，产品结构升级抵消部分成本上涨压力（根据农业部数据，我国原奶主产区 19Q3 生鲜乳平均收购价格同比+7%，较 Q2 的 3.6% 仍在提升），利润率的改善仍需观察费用率投放情况。

3) 啤酒行业：产品结构升级持续，利润加速提升。2019 年前三季度啤酒行业的收入处于上升通道，但增速明显放缓。2019 年前三季度实现利润率同比提升 1.7pct 达到 9.9%，利润率大幅改善主要受益于产品结构升级。

4) 肉制品行业：19Q2-Q3 营收保持快速增长，Q3 受益提价和低价冻肉库存释放引利润率水平提升。

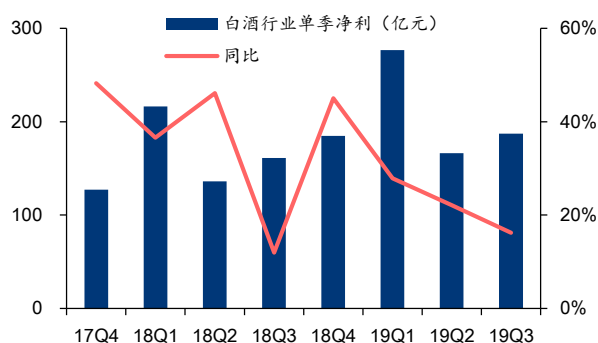
5) 调味品行业的收入增长稳健，与宏观环境的关联度较弱。

图表9：白酒行业单季收入及增速



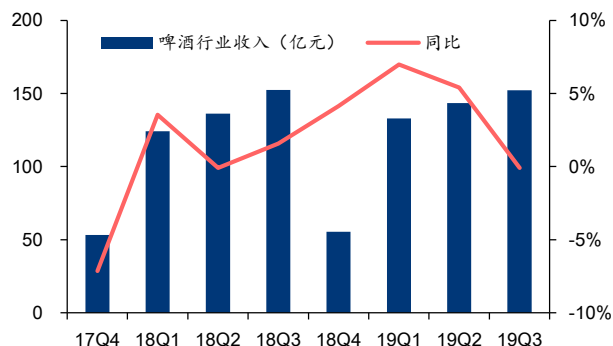
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：白酒行业单季净利及增速



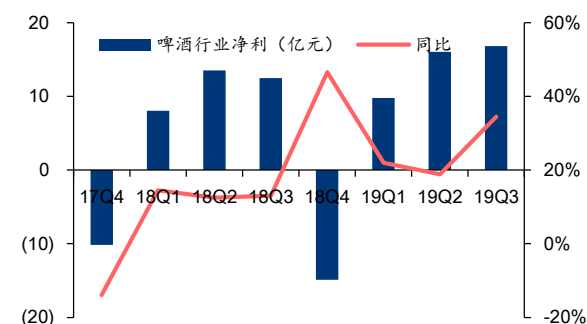
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：啤酒行业单季收入及增速



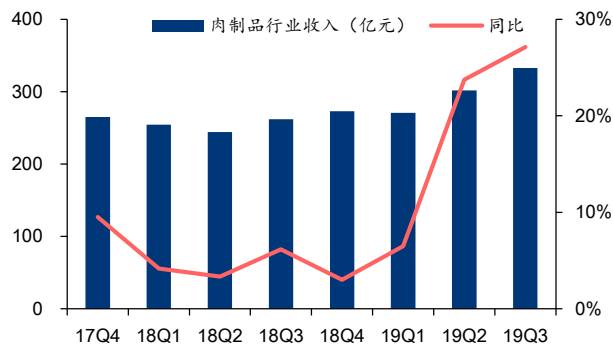
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：啤酒行业单季净利及增速



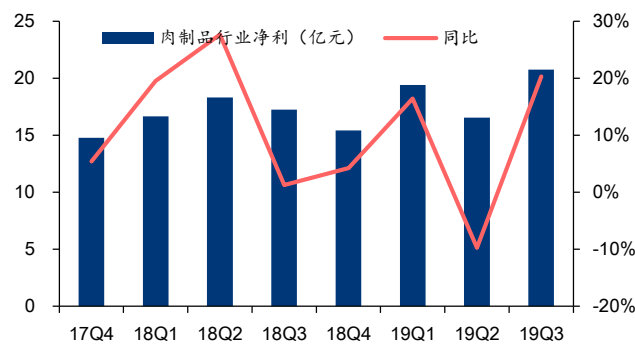
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：肉制品行业单季收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：肉制品行业单季净利及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

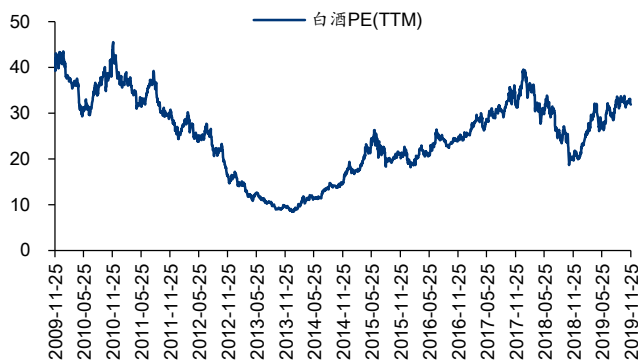
2020年白酒展望：追求稳定性更高的高端白酒

由于投资者普遍认为白酒行业除了具有消费品属性外，还具有一定的周期属性，消费属于明显的后周期品种。在宏观经济活跃程度下降的背景下，需要防范由于货币宽松格局走弱、不动产价格的走弱对需求端的抑制风险，我们的选股思路从不确定的外围环境出发，同时需紧密跟踪茅台批价等终端信息，我们相对更看好高端白酒的需求增长稳定性，优选业绩增长确定性更强、定价权更强的高端白酒品牌厂商，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

估值视角：显著高于历史中枢，龙头享受溢价

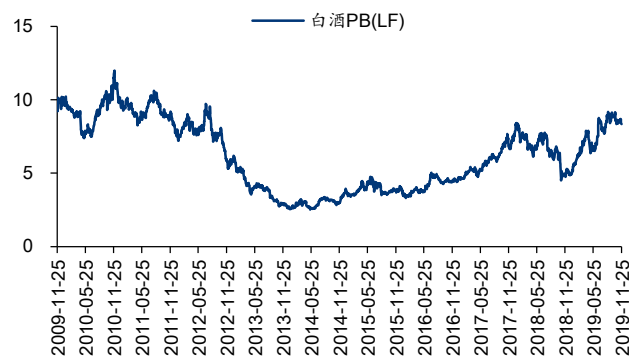
2019年白酒估值大幅向上修正，白酒板块当前估值水平明显高于行业历史估值中枢。根据Wind的统计，截止2019年11月25日，白酒行业的估值水平为31.87倍PE（TTM）和8.36倍PB（LF），相较过去10年的平均水平25.05倍PE（TTM）和6.16倍PB（LF）有27%和36%的溢价；较年初估值20.57倍PE（TTM）和5.00倍PB（LF）提升55%和67%，分别处于过去10年估值75%/75%的分位数水平。

图表15：2019年11月25日白酒行业PE（TTM）较年初上升55%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16：2019年11月25日白酒行业PB（LB）较年初上升67%

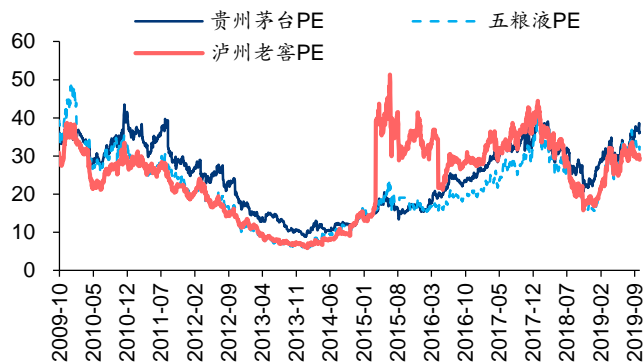


资料来源：Wind，华泰证券研究所

分档次看，各类白酒公司的估值水平均有明显抬升，高端白酒/次高端白酒的估值修复最为显著，其中次高端白酒的PE(TTM)估值水平比较高，波动幅度也相对比较大。由于次高端白酒企业普遍具有收入基数相对较低，收入和利润增长幅度较大的特点，因此市场的预期和估值的调整幅度也比较大。

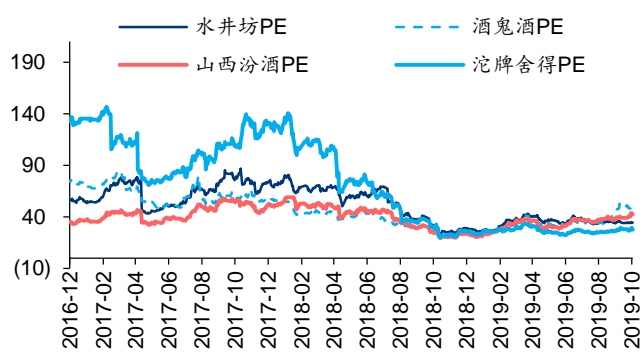
根据Wind的统计，截止2019年11月25日，高端白酒（贵州茅台/五粮液/泸州老窖）平均PE（TTM）估值水平32.6x，较年初提升71%，处于过去10年估值75%的分位数水平，其中五粮液估值修复最为显著（低基），较年初提升99%；次高端白酒（水井坊/酒鬼酒/山西汾酒/沱牌舍得）平均PE（TTM）估值水平39.8x，较年初提升67%，处于过去10年估值30%的分位数水平，其中山西汾酒估值修复最为显著（低基数），较年初提升115%；部分区域龙头白酒（洋河/古井贡酒/口子窖/今世缘）平均PE(TTM)估值水平23.0x，较年初提升43%，处于过去10年估值57.5%的分位数水平，其中今世缘估值修复最为显著，较年初提升78%。

图表17: 高档白酒 PE(TTM) 估值变动情况



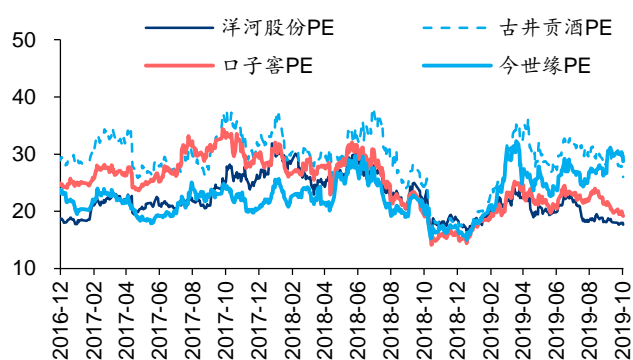
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 次高端白酒 PE(TTM)估值变动情况



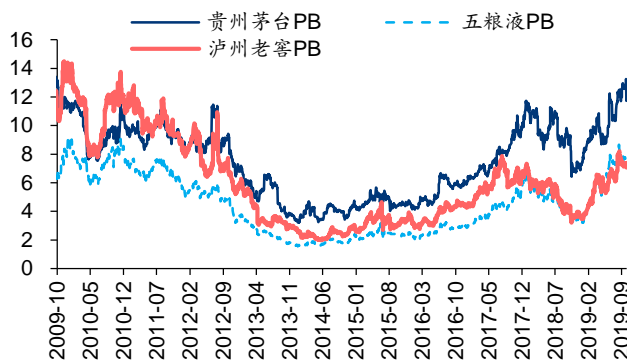
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 部分区域龙头白酒 PE(TTM) 估值变动情况



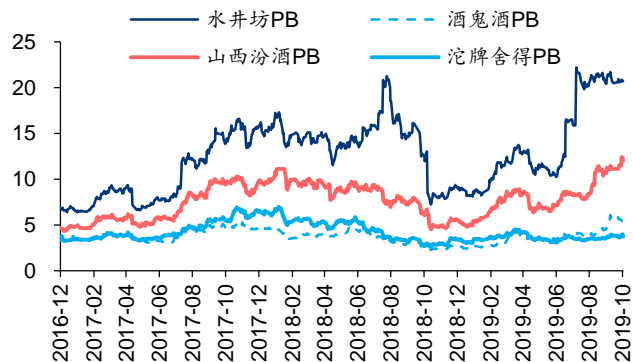
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 高端白酒 PB(LF)估值变动情况



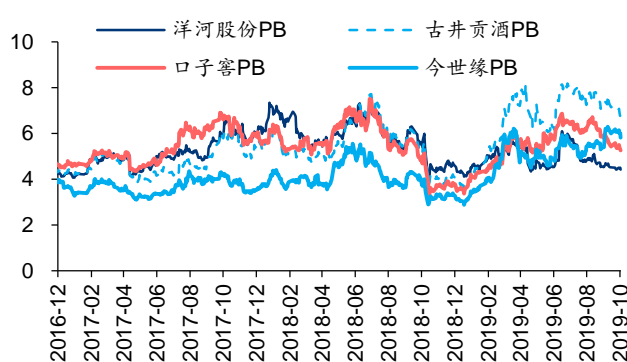
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 次高端白酒 PB(LF)估值变动情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 部分区域龙头白酒 PB(LF)估值变动情况



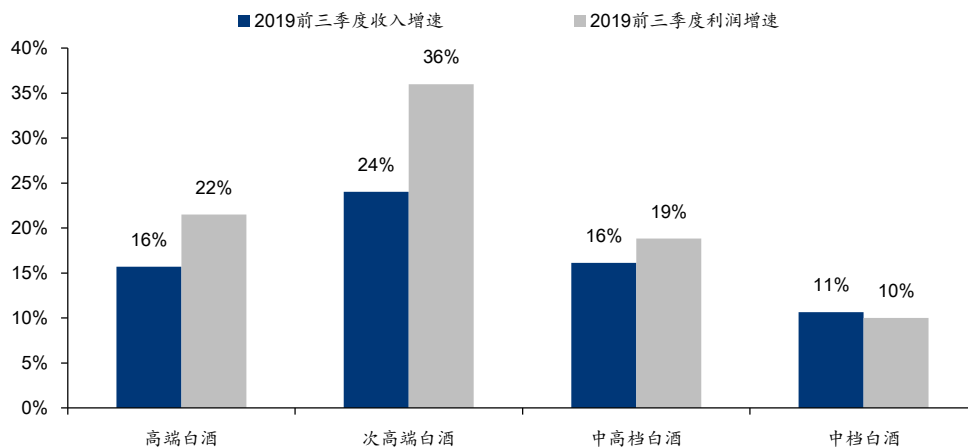
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

根据华泰固收观点,全球投资者受负利率影响转而追逐收益率和确定性,造成“核心资产”估值明显上行。投资者由于担心投资收益下滑而出现明显的“追逐收益率”(reach for yield)现象,加上贸易摩擦等不确定性和行业层面的头部现象,表现为相对龙头、确定性较高、偏防御性的资产受到追捧。从白酒行业来看,高端白酒处于消费升级红利期中,供需仍处于紧平衡状态,业绩确定性相对更强,且目前高端酒企渠道和终端库存在较低水平,2019年业绩增速有所放缓,2020年高端白酒预计延续降速态势,但整体业绩增长确定性强,作为消费核心资产仍存在估值溢价空间。

结构视角：更看好行业高端白酒的增长稳定性

与中低端白酒相比，高端、次高端白酒的收入增速更快。本轮白酒需求的一大特征是高端、次高端白酒消费增速较快，这体现在 800 元以上的高端白酒和 300~800 元的次高端白酒市场的快速扩容，相对低端的白酒市场的收入增长则趋于停滞。

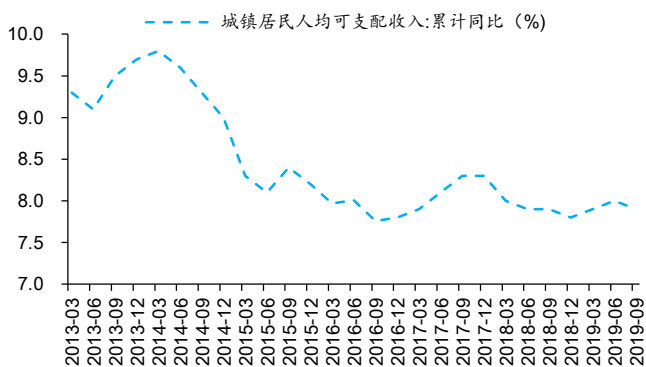
图表23： 高端和次高端白酒的收入增速明显快于中档白酒



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

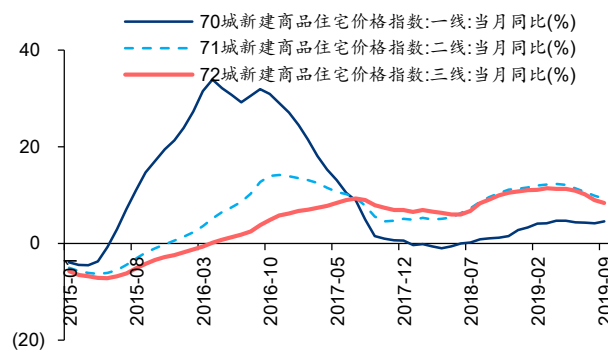
消费升级是中高档白酒稳定快速增长的主要推动力。白酒是中国消费者重要的“面子”消费，购买的时候更倾向于选择自己消费能力内价格更高的产品，因此中高档白酒明显的受益于本轮消费升级。消费者的可支配收入和财产性收入对购买行为会产生较大影响，2016-2017 年城镇居民的可支配收入保持较快的增速，在此之后增速有所放缓，同时二三线城市居民的财产性收入也有明显的增长，这都是影响中高档白酒消费需求的重要因素。

图表24： 城镇居民人均可支配收入累计同比（季度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

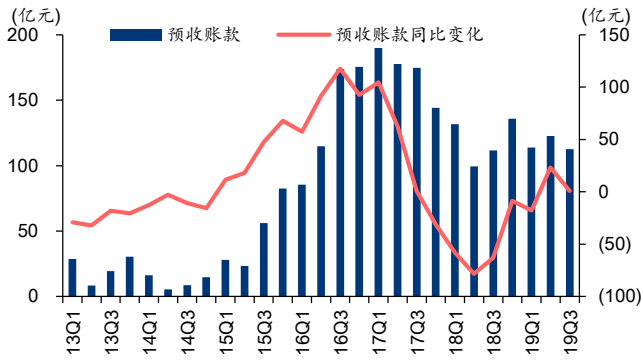
图表25： 一二三线城市新建住宅价格指数情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

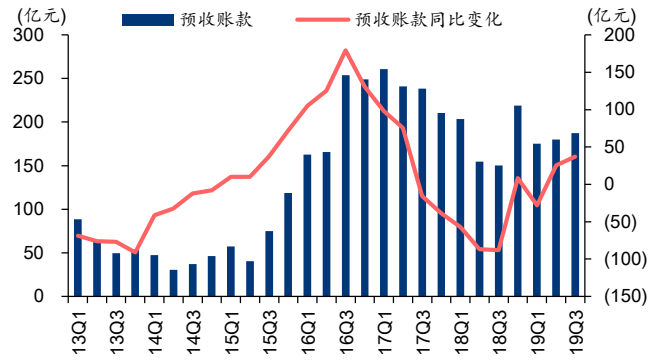
经济下行压力叠加高基数压力，可能对 2020 年行业需求增长带来一定压力，从预收款角度看，高端白酒和次高端仍有较好表现。高端白酒 19Q3 末预收账款为 187 亿，同比+25%/环比+4%（其中由于茅台主动调节，茅台 19Q3 预收款同比+1%/环比-8%）；次高端白酒 19Q3 末预收账款为 23 亿，同比+116%/环比+32%，表现亮眼；部分区域龙头白酒 19Q3 末预收账款为 39 亿，同比-22%/环比+26%。

图表26: 茅台预收账款的变化



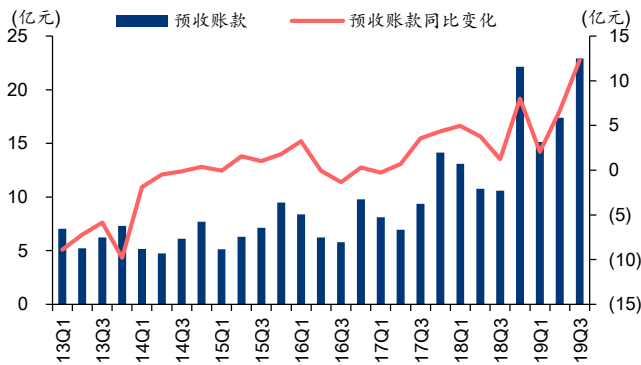
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 高端白酒预收账款的变化



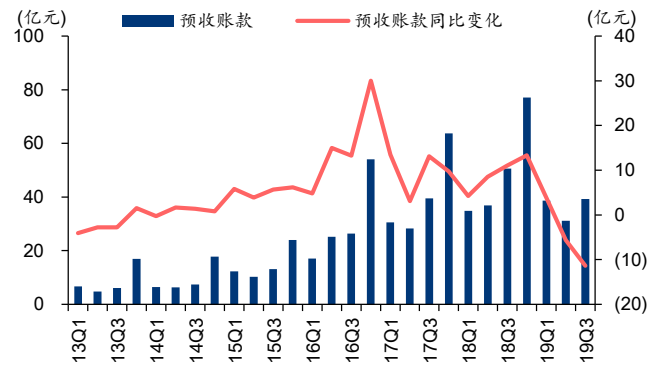
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 次高端白酒预收账款的变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

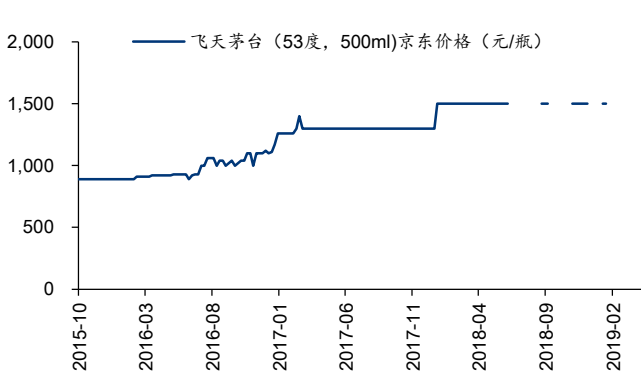
图表29: 部分区域龙头白酒预收账款的变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

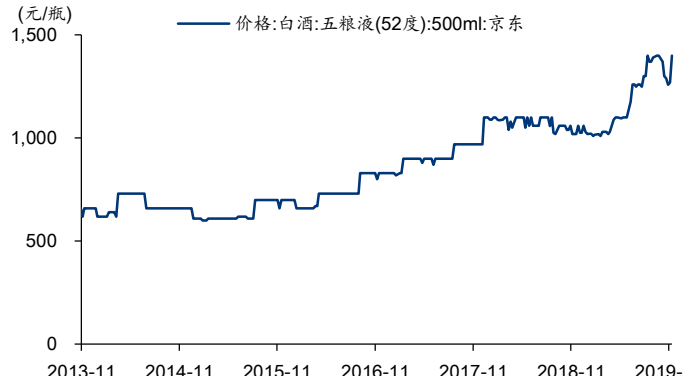
产品价格层面上, 茅台领跑, 优势尽显。根据京东商城的统计, 飞天茅台进入2019年后零售价格维持在1499元/瓶, 但是缺货的现象较为严重, 购买难度较大; 根据糖酒快讯, 2019年8月(中秋前夕)茅台批价达到2599元/瓶, 但是随后在节日前夕, 通过对重点市场进行精准投放, 使得茅台酒直接面对终端消费人群, 满足消费者节日消费需求, 控价稳市举措取得一定成效, 茅台一批价出现小幅度回落。普通五粮液进入2019年后零售价格达到1099元/瓶, 但仍与飞天茅台的价格存在明显的差距。2019年5月开始五粮液价格开始大幅上涨, 截至2019.11.15日, 已经达到1399元/瓶。

图表30: 飞天茅台2019年初京东价格维持1499元, 但存在缺货情况



资料来源: 京东商城, 华泰证券研究所

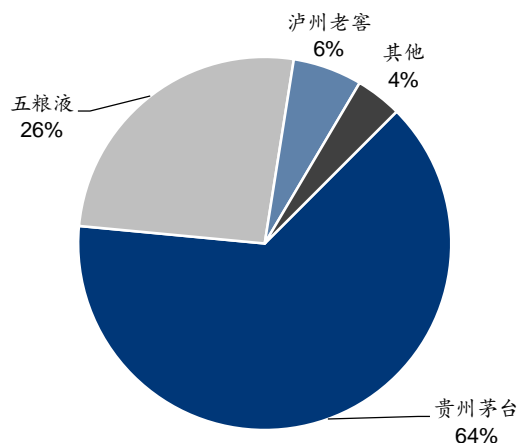
图表31: 普通五粮液2019年京东价格达到1099元



资料来源: 京东商城, 华泰证券研究所

竞争格局更加集中，高端白酒可能存在降速情况，但整体业绩增长确定性相对更强。由于高档白酒主要由品牌驱动，行业较高的进入壁垒决定了新进入者的出现是小概率事件。在高端白酒行业当中，产品和渠道的作用力相对较小，决定性的要素是品牌实力。白酒作为传统的行业，短期内出现新的高端品牌是小概率事件。高端白酒市场现在基本被贵州茅台、五粮液和泸州老窖三家白酒企业瓜分，其他次高端白酒品牌和区域性白酒品牌的品牌力不足以支撑其向存量的 3 家高端白酒企业发起挑战。

图表32： 2018 年高端白酒市场主要公司的份额情况



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

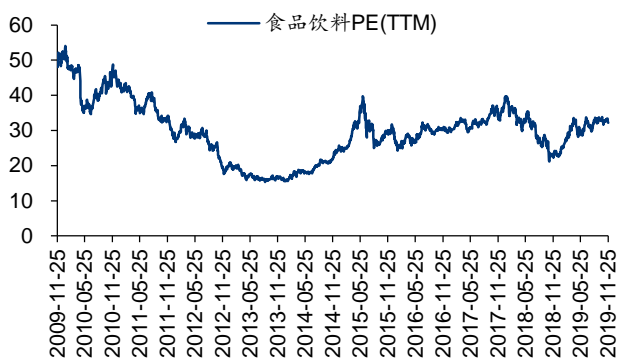
区域性白酒的全国化扩张的机遇期或已基本结束，增长更多是向存量的优势市场要效益。由于整个白酒行业已经处于成熟期，在整个市场需求保持稳定的情况下，市场份额向龙头企业开始集中。未来区域性白酒主要的增长方向是存量市场份额提升和产品结构的优化。

2020 年大众品展望：把握低估值，重视提价弹性 关注低估值品种及业绩改善机会

食品饮料板块整体在 2019 年内取得良好表现，相当程度上体现的是市场悲观情绪的扭转，以及由此推动的板块的估值水平的修复。我们认为经过 19 年的估值修复，当前食品饮料行业的估值水平已经恢复至历史估值中枢偏上分位。

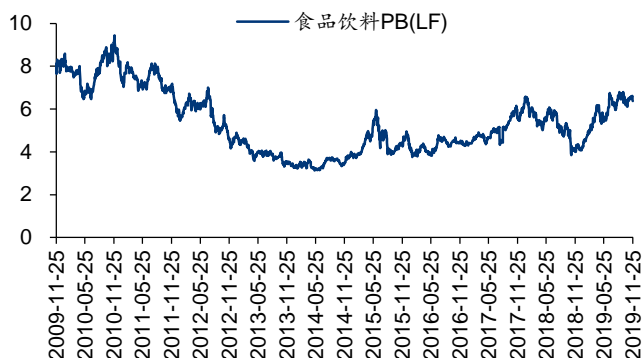
- 1) 从 PE (TTM) 的角度看，截止 2019 年 11 月 25 日，食品饮料板块的 PE (TTM) 为 32.21 倍，较年初估值提升 40%，相较过去 10 年平均水平溢价 8%，处于过去 10 年估值 72.5%分位数水平。
- 2) 从 PB 的角度看，截止 2019 年 11 月 25 日，食品饮料板块的 PB (LF) 为 6.42 倍，较年初估值提升 54%，相较过去 10 年平均水平溢价 20%，处于过去 10 年估值 74%分位数水平。

图表33： 食品饮料板块 PE (TTM) 情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

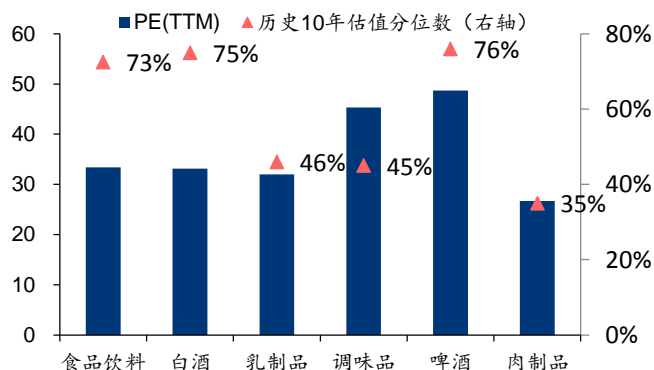
图表34： 食品饮料板块 PB (LF) 情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

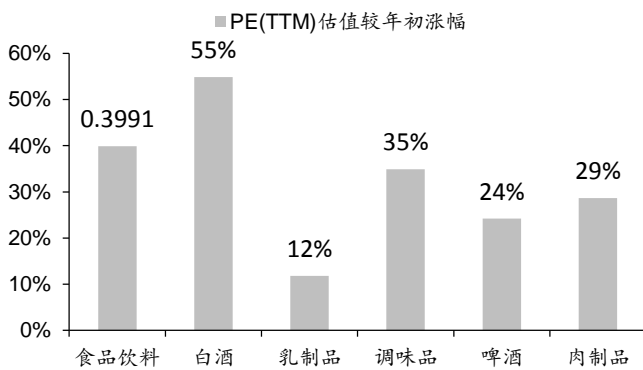
业绩高增抬升估值，大众品估值抬升幅度弱于白酒，大众品中调味品较年初估值抬升明显，关注仍处于低估值品种肉制品，且在猪价后周期存在业绩改善机会。2019 年下半年食品饮料板块业绩和估值双重抬升。业绩方面，由于消费者的谨慎情绪在宏观经济企稳的背景下有所缓解，这将对食品饮料需求产生正面影响，最终传导至上市公司的业绩层面。估值方面，在业绩增速回升的背景下，19 年食品饮料板块的估值水平在历史估值中枢附近的水平上持续抬升。

图表35： 食品饮料板块细分板块 PE (TTM) 估值及历史分位数情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36： 食品饮料板块细分板块当前 PE (TTM) 估值较年初变化情况

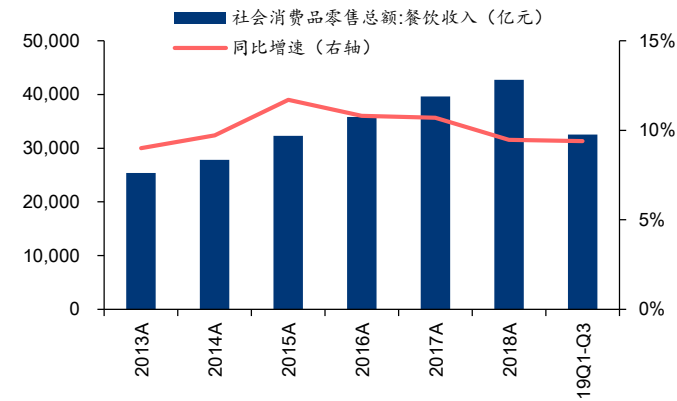


资料来源：Wind，华泰证券研究所

重视餐饮赛道，需求强劲，把握提价弹性

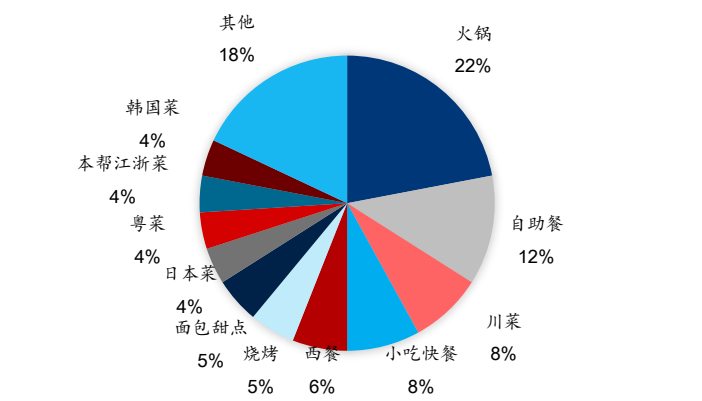
餐饮需求具备一定的刚性特征，2014-2018 年市场规模 CAGR 为 11%，火锅是第一大细分餐饮行业，占据 18 年餐饮市场 22% 的份额。根据国家统计局的数据，2018 年餐饮收入为 42716 亿元，同比增长 9.5%，2019 年前三季度实现餐饮收入 32565 亿元，同比增长 9.4%，略低于 13-18 年餐饮年均复合增速（10.9%），与 18 年增速基本持平，依然保持较快增长。

图表37： 餐饮业收入仍然保持较高增速



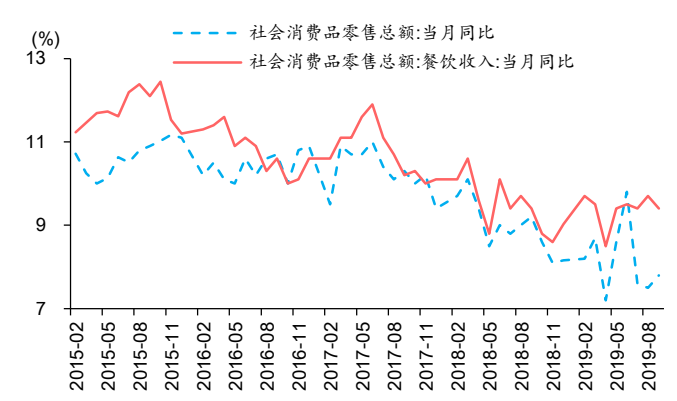
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表38： 2018 年餐饮行业细分领域市场规模



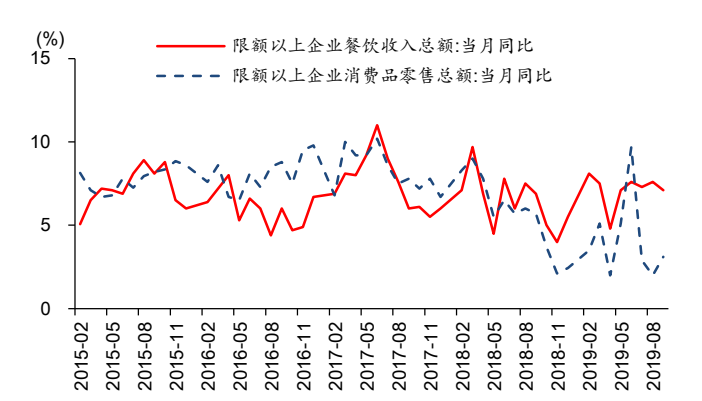
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表39： 2019 年餐饮收入维持平稳较快增速，且高于消费品零售增速



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表40： 2019 年限额以上企业餐饮收入增速高于消费品零售增速



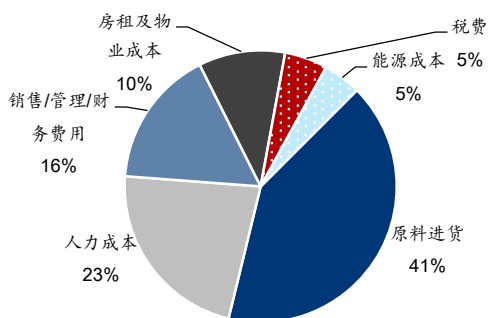
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

餐饮行业竞争格局：极度分散，CR100 为 5.6%。根据中国烹饪协会发布的《2018 年度中国餐饮企业百强和餐饮五百强门店分析报告》，2018 年中国餐饮百强企业总营业收入 2410.7 亿元，同比增速高达 12.2%，餐饮百强企业营业收入占到全国餐饮收入 5.6%，且所有品牌的市场份额均低于 0.5%。

餐饮对预制半成品、速冻食品的需求不断提升，主要系火锅、团餐、外卖、便利店鲜食快速发展带来对食材标准化需求的提升。在餐饮行业多元化、团餐及外卖、便利店鲜食等快速发展背景下，由于时效性、经济性考虑，对标准化食材的需求快速提升。

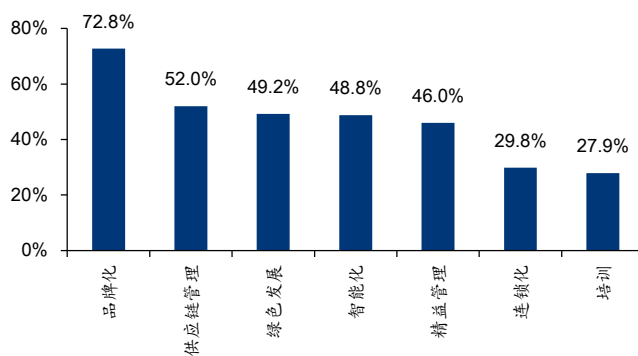
餐饮供应链：万亿市场，具备成长性。餐饮供应链供应的食材按照产品所属种类可以分为肉类、蔬菜类、粮油类、调味品类、饮料和酒类、卫生纸等耗材类；按照产品形态可分为生鲜类（比如在生鲜品类供应较强的美菜网等）、标品及冻品类（依托速冻食品的安井食品、三全食品等）。从行业规模来看，根据中国饭店协会《2019 中国餐饮业年度报告》，中国餐饮企业 2018 年各项成本比例中，原料进货占据 41%，则中国 4.3 万亿的餐饮业市场对应大概 1.76 万亿的餐饮原料供应链市场。且中国餐饮企业对供应链发展的重视程度提升，仅次于品牌化发展。

图表41: 2018年中国餐饮业企业平均各项成本比例



资料来源: 中物联, 《2019中国餐饮业年度报告》, 华泰证券研究所

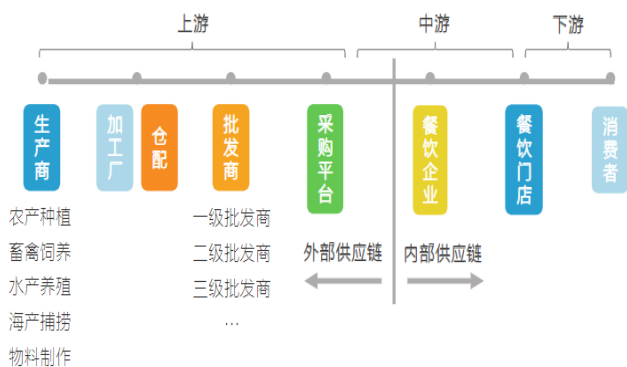
图表42: 调查企业关注的餐饮企业发展方向



资料来源: 中物联, 《2019中国餐饮业年度报告》, 华泰证券研究所

餐饮供应链的重心由中下游往上游转移。根据亿欧智库《2019 餐饮供应链 B2B 服务行业研究报告》, 2010 年前餐饮供应链主要集中在中下游(即从餐饮企业、餐饮门店至消费者的过程), 而在 2015 年后, 针对供应链上游提供服务的企业开始快速发展, 主要服务涉及生鲜品、半成品、冻品等。

图表43: 餐饮供应链行业产业链条



资料来源: 亿欧智库, 华泰证券研究所

图表44: 餐饮供应链 B2B 企业成立时间及模式分布



资料来源: 亿欧智库, 华泰证券研究所

餐饮供应链市场主要参与者包括四类: 1) 餐饮企业的关联公司, 以服务关联企业逐步面向全市场的蜀海为代表; 2) 独立生鲜电商平台, 以在生鲜品类供应较强的美菜网为代表等; 3) 互联网企业的关联公司, 凭借互联网平台粘性切入餐饮供应链的快驴进货等; 4) 预制品、半成品及冻品类食品加工企业, 以安井食品、三全食品等为代表。

图表45: 餐饮供应链行业的主要参与者

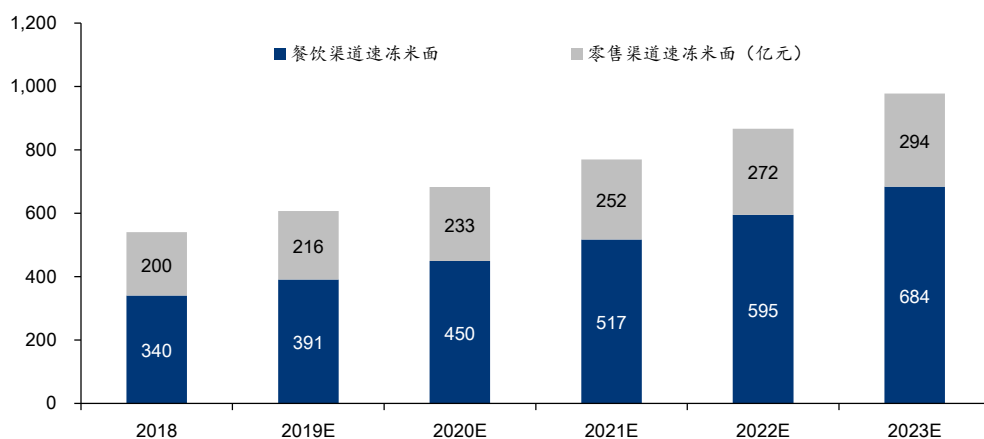


资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

看好餐饮供应链-食材领域的成长性，面向 B 端餐饮渠道的速冻火锅料、预制菜肴有望维系高增长。

速冻面米：速冻面米细分领域发展迅速（根据中国产业信息网，2011 年至 2018 年复合增长率达到 15%，且 2019-2024 年速冻面米市场规模复合增长率保持在 10%），但随着餐饮渠道的渗透率提升，我们预计速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速，成长性依然较快。根据中国饭店协会数据，2018 年速冻面米市场规模为 540 亿元，其中餐饮渠道 340 亿元，零售渠道 200 亿元。其中餐饮渠道：预计 2019~2023 年 CAGR=15%，到 2023 年规模达到 684 亿元；零售渠道：预计 2019~2023 年 CAGR=8%，到 2023 年规模达到 294 亿元。

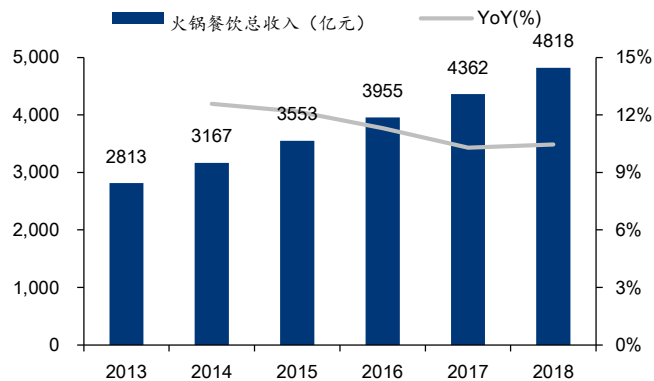
图表46：速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速



资料来源：中国饭店协会，华泰证券研究所

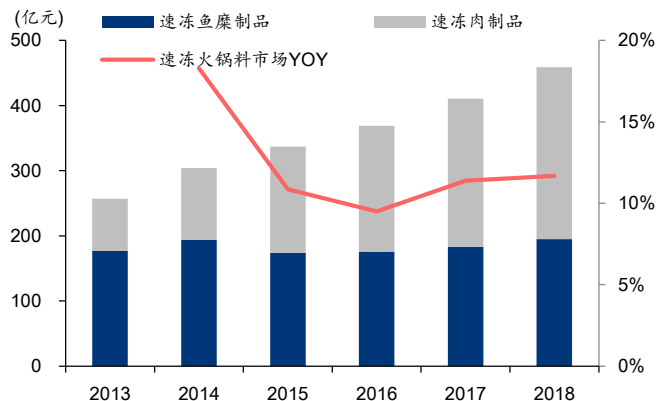
速冻火锅料制品市场 2018 年市场规模 460 亿，14-18 年复合增速 12%。2013-2018 年我国火锅餐饮行业收入由 2813 亿元增长至 4818 亿元，年均复合增速达 11%，在中国火锅餐饮行业需求的拉动下，我国速冻火锅料制品市场快速发展，根据中商产业研究院数据，我国速冻火锅料制品 2018 年市场规模 460 亿，13-18 年年均复合增速 12%。**速冻火锅料应用场景丰富，有望维系较快增长**。速冻火锅料除了借助传统优势赛道火锅行业的高增长外，同时在麻辣烫、关东煮、便利店等餐饮形式均有非常合适的应用场景。

图表47：中国火锅餐饮行业收入规模 14-18 年复合增速 11%



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表48：速冻火锅料市场 14-18 年复合增速 12%

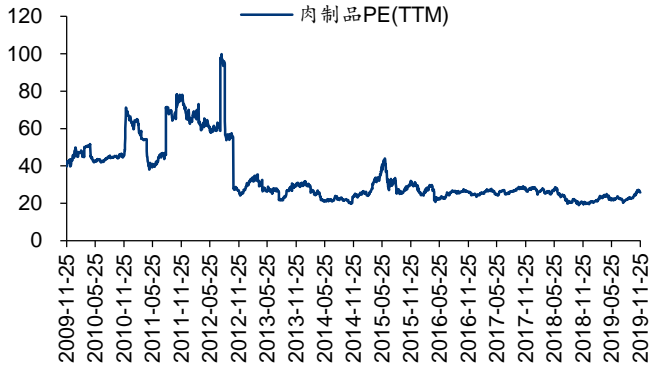


资料来源：中商产业研究院，华泰证券研究所

肉制品行业：19年成本端不利因素压制估值，20年有望迎业绩拐点

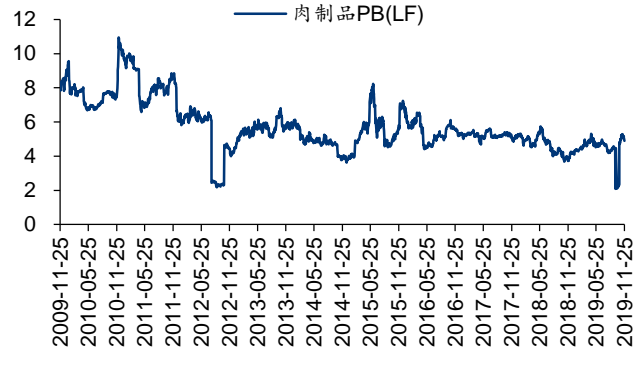
2019年肉制品板块相较于其他板块估值抬升有限，主要受猪价上涨等成本端不利因素影响，PE估值仍处于历史均值较低分位数水平。根据Wind的统计，截止2019年11月25日，肉制品行业的估值水平为25.8倍PE（TTM）和4.9倍PB（LF），相较过去10年的平均水平34.55倍PE（TTM）和5.73倍PB（LF）存在25%和14%的估值折价；较年初估值20.0倍PE（TTM）和4.20倍PB（LF）提升29%和17%，分别处于过去10年估值35%/32%的分位数水平。

图表49：2019年11月25日肉制品行业PE（TTM）较年初上升29%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50：2019年11月25日肉制品行业PB（LB）较年初上升17%



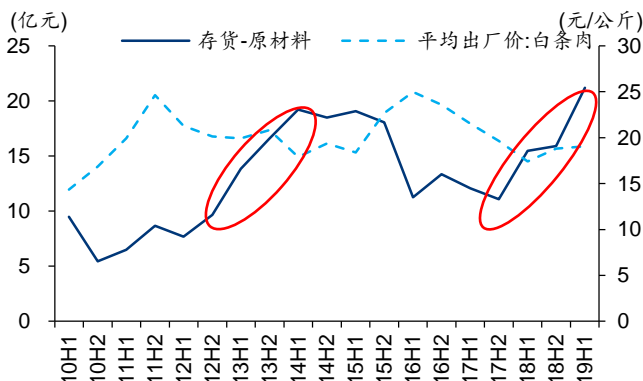
资料来源：Wind，华泰证券研究所

猪价后周期，提价开启：根据万州国际三季报电话会议，双汇发展19年内已提价5次，预计年内或迎第6次；根据安井调研，安井食品2019年9月提价3-5%，10月提价7%左右，预计年内可能持续提价。顺价能力较强：终端接受度高，销量保持稳健增长（双汇19Q3在提价背景下实现销量+1%）。收入保持快速增长：19Q3安井营收+17%，双汇+29%。猪价上涨后周期顺价，提价效果显现，利润增速快于收入增速：肉制品龙头双汇19Q3归母净利润同比+24%（其中肉制品吨利同比+10%），速冻龙头安井食品19Q3归母净利润同比+35%，业绩表现均超预期。

存货价值+进口肉优势：维持肉制品需求，缓解成本端波动

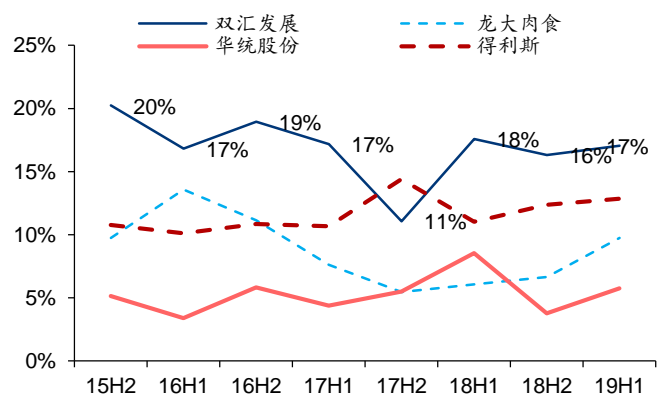
我们以肉制品龙头企业双汇发展的库存变化看肉制品企业在猪价周期的应对措施，双汇在猪价低点开始加强冻肉储存，有效应对猪价上涨周期。2019年再次面临猪价上行周期，公司采用稳步提价策略积极应对，同时公司在18年猪价低点时就开始加强存货储备，18H1末、18H2末、19H1末公司存货原材料价值分别为15.5、15.9、21.2亿元，同比分别+28%、44%、37%。

图表51：双汇存货-原材料与白条肉出厂价基本方向相反



资料来源：Wind，华泰证券研究所

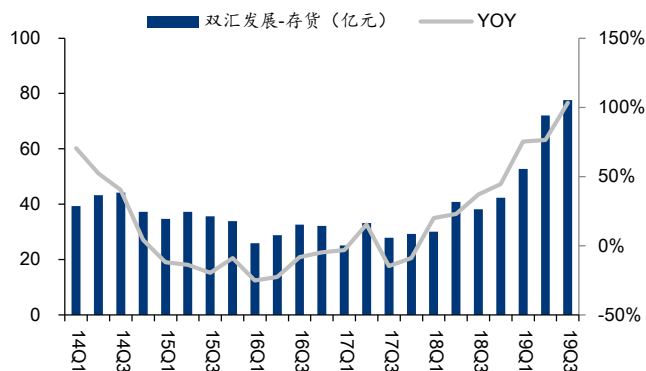
图表52：双汇存货-原材料占流动资产比例显著高于同行业肉制品公司



资料来源：Wind，华泰证券研究所

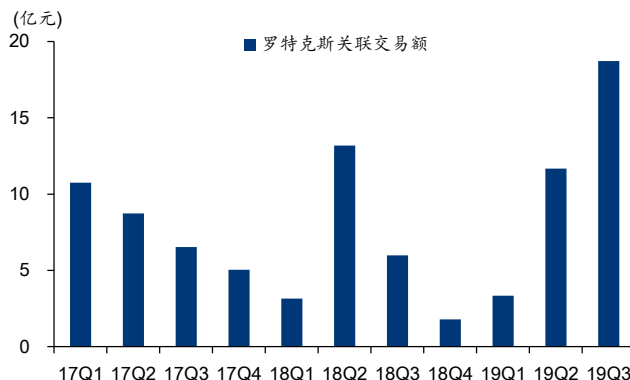
横向对比：行业龙头双汇存货-原材料（冻肉储存）显著高于同行业肉制品公司，占流动资产比例也同样领先于同业公司，使得其在猪价上涨周期里有能力维持肉制品市场需求和尽可能熨平成本端波动。截至 19H1 末，双汇存货-原材料价值 21.2 亿（远高于同期龙大肉食 3.6 亿/华统股份 0.5 亿/得利斯 0.8 亿），双汇存货-原材料价值占流动资产比例为 17%（远高于同期的龙大肉食 10%/华统股份 6%/得利斯 13%），表明双汇前期储备冻肉库存充足，明显领先全行业可比公司。

图表53： 双汇 19Q3 存货处于历史最高点



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表54： 双汇与罗特克斯关联交易额变化（进口肉）

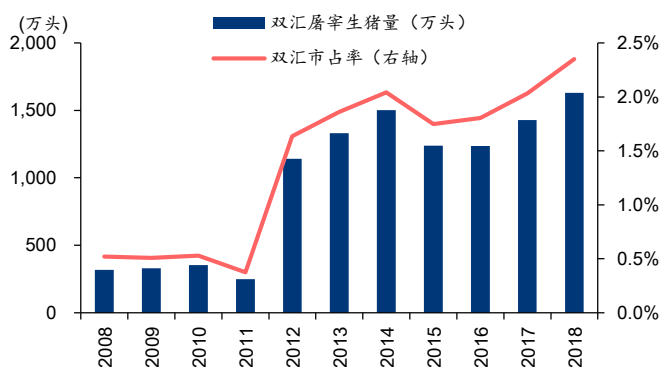


资料来源：Wind，华泰证券研究所

集中度提升：采购能力强/库存冻肉优势的龙头企业市占率有望提升

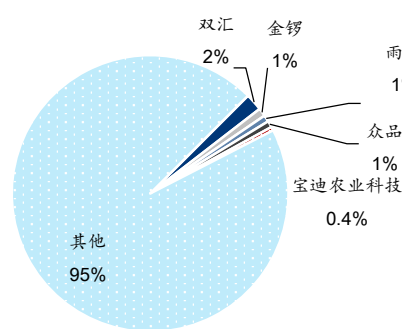
屠宰行业极其分散，关注猪价后周期屠宰行业格局重塑，市场份额提升：1) 非洲猪瘟利于提升消费者品牌意识，龙头品牌溢价能力更强，利于转嫁成本；2) 缓冲成本手段（进口猪肉占比、淡储旺销能力）带来优势；3) 规范化/安全化加强，小产能整顿开启，地方政府打击私屠滥宰，规模化屠宰份额望提升

图表55： 双汇屠宰量及市占率变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

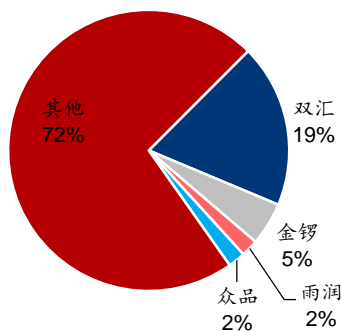
图表56： 屠宰行业高度分散化，18 年 CR5 仅为 5%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

肉制品行业集中度相对于屠宰更高，但仍具备大幅提升空间。根据万州国际招股说明书，2013 年肉制品行业 CR4 为 28%，双汇为绝对龙头。根据草根调研，国内肉制品的生熟转化率为 12%-13%；根据国家统计局数据，2018 年我国猪肉产量为 5404 万吨，测算 2018 年全国肉制品产量 675.5 万吨，行业龙头双汇 18 年肉制品产量为 162 万吨，双汇市占率为 24%。

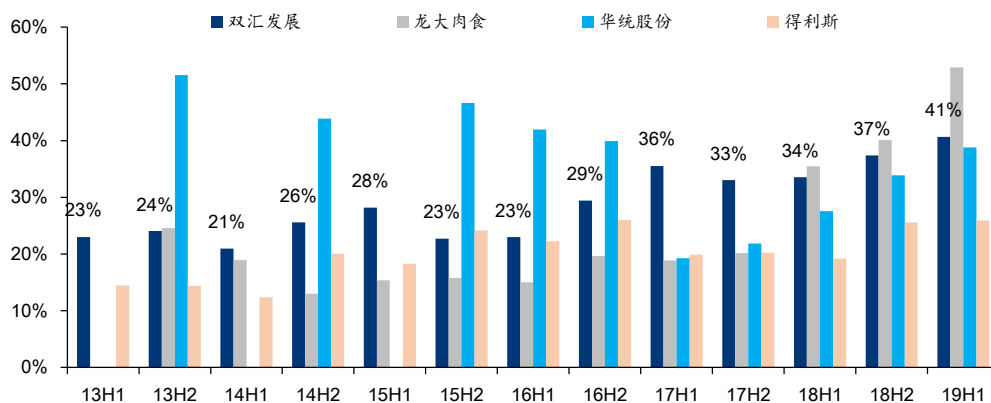
图表57：肉制品市场集中度较屠宰业高，但仍有提升空间（2013 年）



资料来源：万洲国际招股说明书、华泰证券研究所

龙头公司凭借成本优势（库存+进口肉）对同业肉制品公司实现产能挤出，且双汇资产负债结构稳健，利于提升市占率。原料短遭遇瓶颈可能导致其他无库存肉制品企业产能利用率下滑。双汇库存能支撑公司肉制品正常生产半年以上，凭借成本优势（库存+进口肉）对同业肉制品公司实现产能挤出，近期河南省第二大肉制品企业众品已经启动预重整，利于双汇抢占市场份额。

图表58：双汇资产负债率维持较为合理水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

行业洗牌已开始，资产负债结构稳健的肉制品企业有望获得市场份额提升。近期河南省第二大肉制品企业众品食品已经启动预重整，9月23日，众品食品公告（18众品 SCP001：河南众品食品有限公司关于预重整的公告）称，近日，公司及其子公司众品食业收到河南省长葛市人民法院（2019）豫1082破申（预）5号之一《决定书》、河南省长葛市人民法院（2019）豫1082破申（预）6号之一《决定书》。法院根据众品食品、众品食业的申请，于2019年8月29日登记立案债务人众品食品、众品食业重整一案，对该公司先行预重整，参照相关规定，指定以杨荫阁为组长的15人组成的众品公司预重整工作组为该案管理人，参照管理人管理规定进行预重整工作。

业绩拐点：猪价上涨后周期顺价，猪周期有望实现吨价/吨净利跨越

复盘行业龙头双汇发展历史：2011.7月-2013年7月，公司实现超额收益100%（vs 深证综指），行情启动与业绩拐点同步，业绩拐点时间点领先猪周期高点时间点4个月。

- 1) 猪价上升阶段：2010.6月-2011.10月，白条肉出厂价涨幅93%。
- 2) 存货重估-成本优势：2011年开始加大冻肉库存，2011存货-原材料为8.7亿元，较10年底增加69%。2012年提价后同时拥有成本优势（12H1消化库存，12存货-原材料为7.7亿元较10年底减少11%）

3) 盈利表现: 2012 年业绩表现亮眼, 2011-2013 年营收同比-1.3%/+10.8%/+13.2%, 2011-2013 年归母净利同比-15.1%/+116.3%/+33.7%。

4) 业绩拐点: 2011Q2 净利率见底 (-2.8%), 2011Q3 业绩拐点显现 (净利率 1.9%, 环比+4.7pct)。

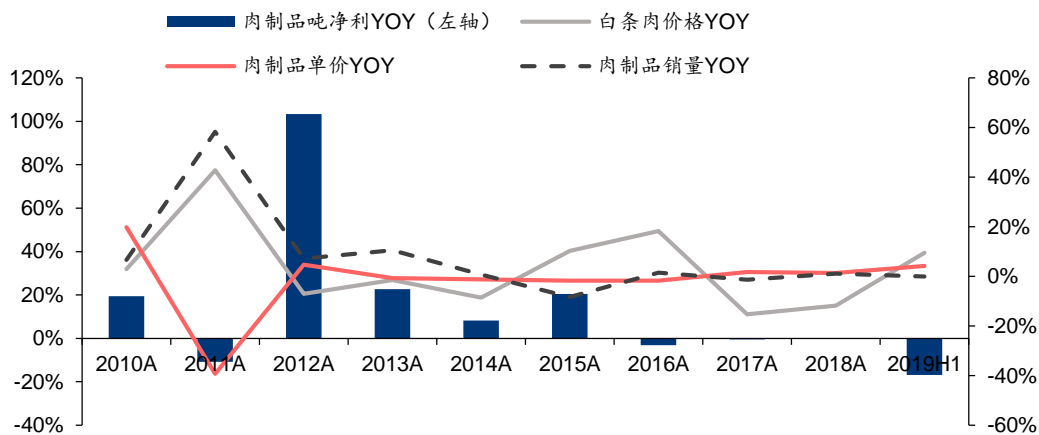
图表59: 双汇肉制品吨净利在猪价后周期开始提升



资料来源: 公司公告、商务部、华泰证券研究所

猪价是影响肉制品盈利的重要变量, 但并非决定变量。2010-2011 年猪价上升阶段 (白条肉出厂价 2010.6 月-2011.10 月涨幅 93%), 双汇提前囤货 (2011 年存货原材料较 10 年底增加 69%), 且在猪价后周期采用积极提价策略, 2011 年肉制品提价 14%。2012 年肉制品价格维持高位在 1.5 万元/吨, 使得 12 年吨净利同比大幅提升 3 倍达 1920 元/吨(2011 年受“315”瘦肉精事件发生, 产品市场遭遇冲击), 且提价后步入猪价下行周期, 13-15 年吨利步入持续提升通道。

图表60: 双汇肉制品吨净利与白条肉出厂价格变化并无明显相关性



资料来源: 公司公告、Wind、华泰证券研究所

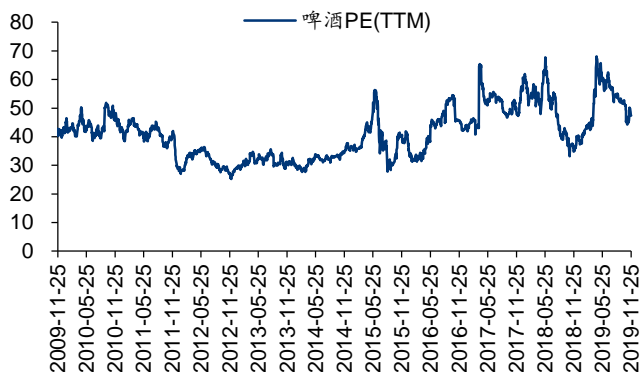
2020 年肉制品迎业绩拐点: 华泰农业认为, 2020 年 Q1-Q3 猪价可能持续高位运行, 而 2020Q4 价格如何演绎还需观察 19 年下半年母猪补栏的情况, 2020 年为猪价后周期, 我们预期 2020Q4 猪价下行状态下, 目前双汇冻肉库存可使用半年左右, 则双汇有可能在 2020Q1 末加大库存使用, 即 2020Q1 为成本端压力最大时间节点, 猪价上涨后周期顺价, 提价效果显现, 冻肉库存使用以及技术创新去消化部分成本压力, 利润率有望触底回升, 重新演绎 2012 年猪周期实现吨价/吨净利跨越的情景。

啤酒行业：关注产品结构升级和龙头利润率改善

行业估值水平已处于历史较高分位数

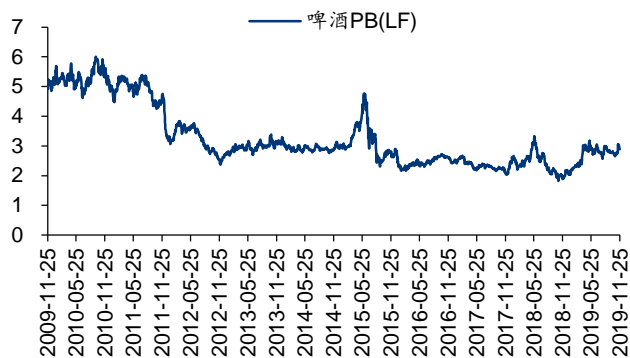
2019 年啤酒行业 PE 估值小幅向上修正。根据 Wind 的统计，截止 2019 年 11 月 25 日，啤酒行业的估值水平为 47.41 倍 PE (TTM) 和 2.89 倍 PB (LF)，PE 估值相较过去 10 年的平均水平 41.22 倍 PE (TTM) 有 15% 的溢价；较年初估值 38.17 倍 PE (TTM) 提升 24%，PE (TTM) 估值处于过去 10 年估值 76% 的分位数水平。

图表61： 2019 年 11 月 25 日啤酒行业 PE (TTM) 较年初上升 24%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表62： 2019 年 11 月 25 日啤酒行业 PB (LB) 较年初上升 40%

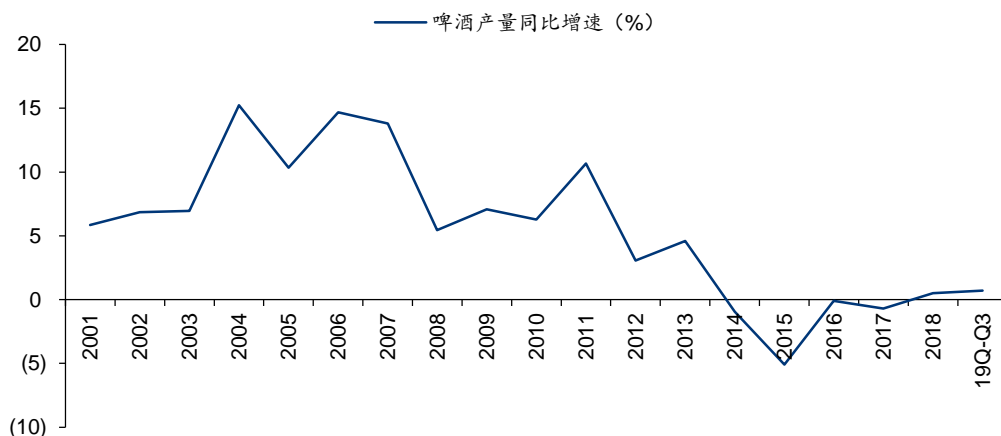


资料来源：Wind，华泰证券研究所

产量维稳，优选产品结构升级和利润率提升的啤酒龙头

中国啤酒行业产量经历 2014-2017 年的连续下滑之后开始企稳，19 年前三季度继续保持正增速。根据国家统计局的数据，2018 年中国啤酒产量为 3812 万千升，同比增长 0.5%，结束了行业自 2014 年开始的下滑趋势，2019 年前三季度啤酒产量 3119 万千升，同比增长 0.7%。

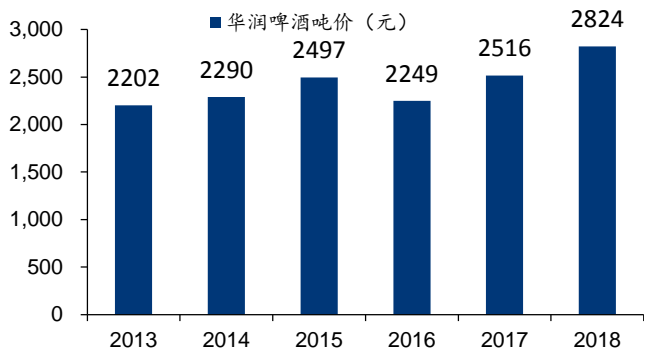
图表63： 2019 年前三季度中国啤酒产量同比增长 0.7%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

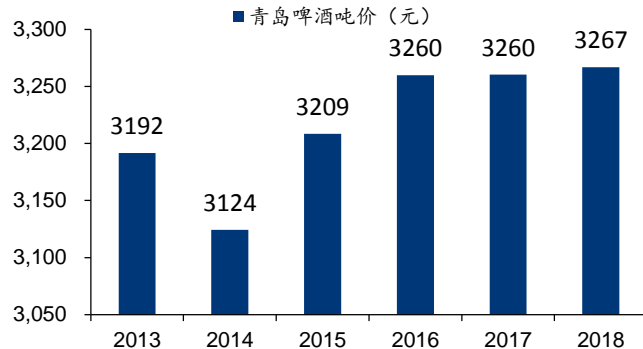
在量维持基本稳定的情况下，产品结构升级和价格提升是行业发展的主线。我们认为中国啤酒产品的价格仍然处在较低水平，在消费者可支配收入持续提升的背景下，主流啤酒价格带有望上升。包括华润啤酒、重庆啤酒在内的主流啤酒企业持续推进产品价格的提升。

图表64： 华润啤酒吨酒价格情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

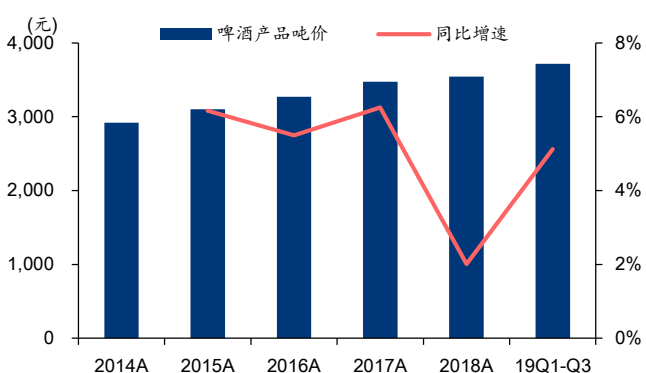
图表65： 青岛啤酒吨酒价格情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

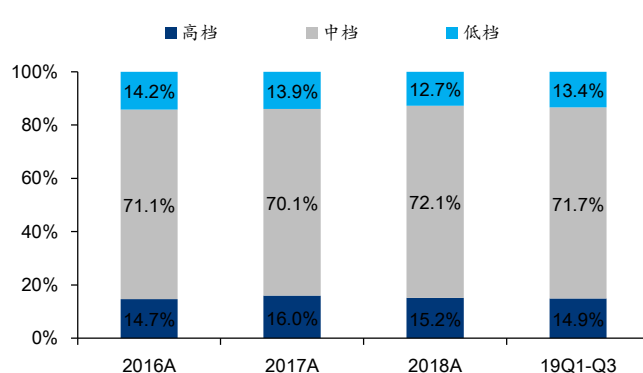
以重庆啤酒为例，加速推进产品高端化战略，毛利率持续改善。19 年前三季度重庆啤酒的啤酒产品吨价为 3718 元，同比+5.12%。其中，高、中、低档产品分别实现收入增长 5.41%、6.75%和 0.33%，年初上市的新品“醇国宾”补强了本地品牌在中高档次的产品结构，前三季度重庆纯生、特醇嘉士伯在现饮和非现饮渠道销量均大幅提升，中高端产品组合的持续丰富拉升了公司整体产品结构。前三季度毛利率为 41.8%，较去年同期提高 0.6 个百分点。

图表66： 重庆啤酒吨酒价格情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

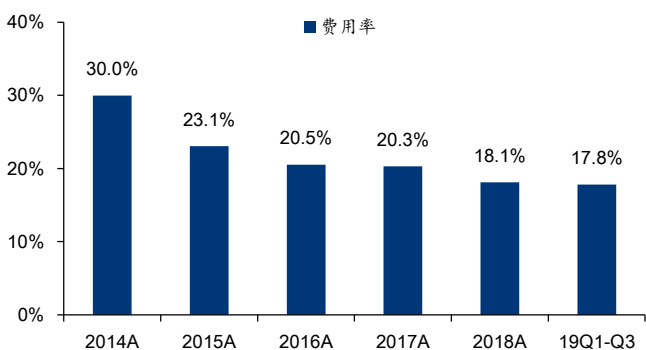
图表67： 重庆啤酒产品结构（销售额）情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

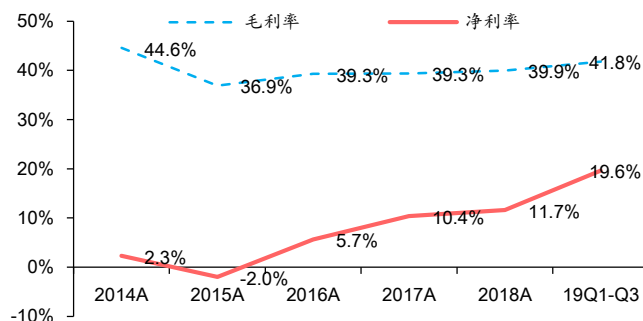
广告宣传精准投放，费用使用精益化，协同产能利用率回升带来利润率改善。Q3 单季销售费用率为 13.3%，与去年同期相比减少 1.38 个百分点，主要由于广告费用精准投放、运费及搬运装卸费用同比减少所致。

图表68： 重庆啤酒费用率逐年降低



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表69： 重庆啤酒净利率自 15 年触底回升



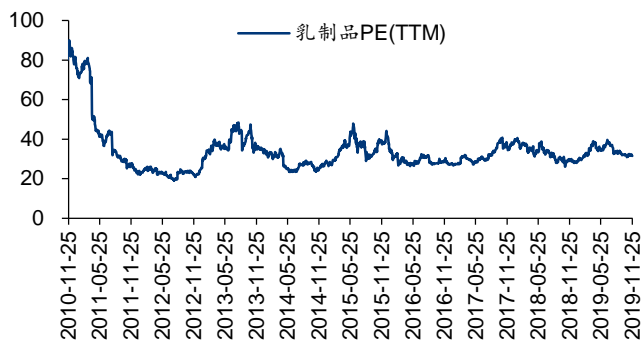
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

乳制品行业：关注需求端的增长驱动力，成本短期承压，费用有所缩减

2019年乳制品行业PE估值小幅向上修正，行业估值仍处于历史估值中枢下方。根据Wind的统计，截止2019年11月25日，乳制品行业的估值水平为31.59倍PE(TTM)和4.92倍PB(LF)，PE估值相较过去10年的平均水平35.82倍PE(TTM)有12%的折价；较年初估值28.25倍PE(TTM)提升12%，分别处于过去10年估值46%的分位数水平。

图表70：2019年11月25日乳制品行业PE(TTM)较年初上升12%

图表71：2019年11月25日乳制品行业PB(LB)较年初上升34%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

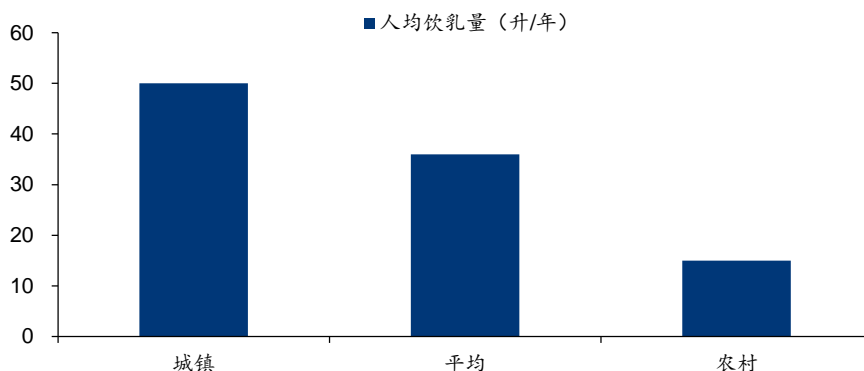


资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业增速放缓，关注乳制品消费群体的扩大和高端乳制品的需求释放

乳制品行业19年整体增速有所放缓。根据Nielsen的统计，19年前三季度液态奶销售规模同比+2%，常温同比+3%、低温同比-2.5%。但需要指出的是，中国的人均饮乳量仍然有提升空间，而且存在区域间的不均衡情况。根据乳制品工业协会的统计，2018年中国人均饮乳量为36升/人，其中城镇人口饮乳量50升/人，农村人口的饮乳量仅15升/人，城镇与农村之间的差异仍然较大，主要系可支配收入与消费习惯决定。

图表72：中国城镇和农村人口的饮奶量仍然具有较大的差距（2018年）

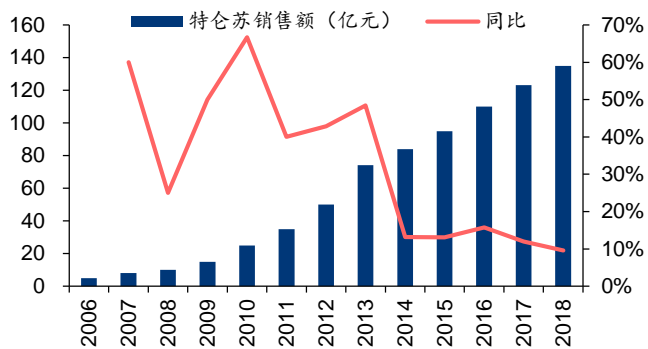


资料来源：中国奶业年鉴，华泰证券研究所

三四线城市和乡镇市场的消费需求将是未来乳制品消费增长的主要驱动力。由于一二线城市消费者液态乳的消费量已经相对较高，未来的增长主要来自以奶酪为代表的多元化的乳制品。而三四线城市和乡镇市场当前液态乳的消费量仍然相对较低，消费者对于牛奶的消费习惯还没有完全养成，未来的增长空间仍然较大。与此同时，当前在乡镇市场活跃程度较高的低端乳制品品牌未来将逐步受到大品牌渠道下沉的挤压，逐步退出市场，这意味着大品牌在三四线城市和乡镇市场的市场份额也具有提升空间。

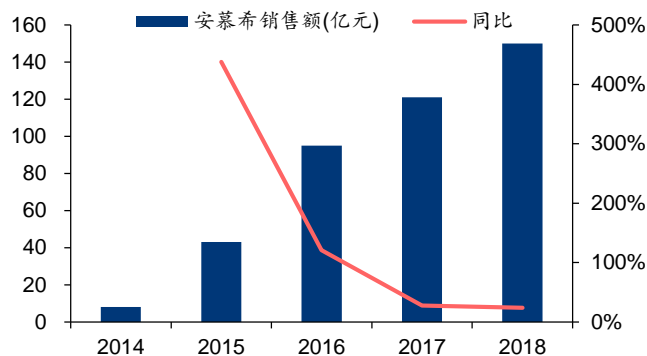
高端乳品需求旺盛，产品升级推动行业规模持续增长。以安慕希和特仑苏为代表的高端产品的快速增长推动龙头乳制品企业的产品结构改善。消费者对中高档乳品的需求增长较为迅速，使得以安慕希为代表的常温酸奶和以特仑苏为代表的高端白奶的销售规模快速增长。高端产品的售价更高，盈利能力也更高，高端产品的快速增长一方面提升了龙头乳制品企业的收入增速，另一方面也推动了盈利能力的改善。

图表73： 高端白奶代表产品特仑苏销售额情况



资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

图表74： 常温酸奶代表产品安慕希销售额情况

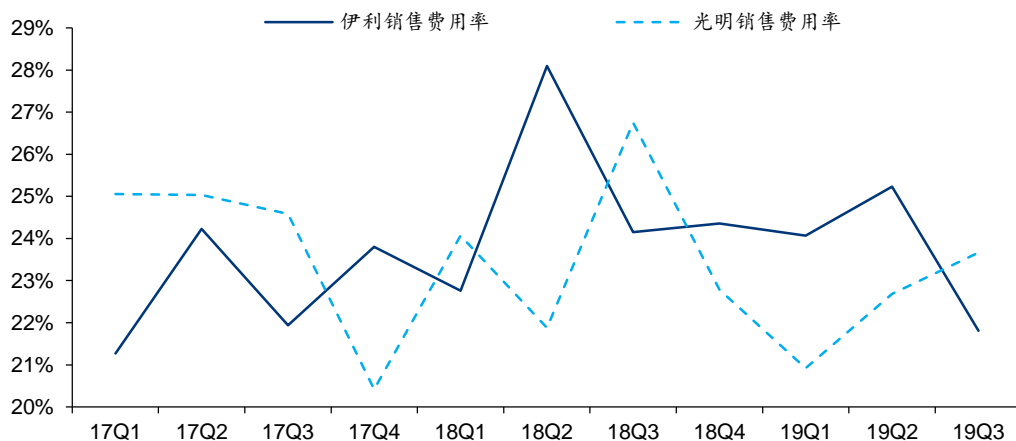


资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

成本整体可控，费用压力或将有所缓解

18 年高费用投入结束，19 年开始明显缩减。2018 年龙头乳制品企业费用投放压力较大，而且对盈利能力产生负面影响。由于 18 年生鲜乳的价格处于低位，乳制品企业的成本压力相对较小，同时蒙牛成为 18 年世界杯的赞助商，加大了费用投放力度。这直接导致两家大型乳制品企业的费用率出现较大幅度的增长，伊利股份的费用压力在 18Q2 达到阶段性的顶峰。伊利股份 18Q2 的销售费用率为 28.10%，同比增加 5.3pct，创下了自 2009Q2 以来的最高水平；随后见顶回落，19Q3 恢复至 18Q1 水平，19 年前三季度销售费用率为 28.5%，同比-0.3pct，而光明 19 前三季度销售费用率同比也下滑 1.7pct 至 26.5%。

图表75： 伊利和光明 19 年前三季度销售费用率同比均出现下滑



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

在生鲜乳价格上升周期，乳制品企业迫于盈利压力一般会在费用支出方面保持谨慎。生鲜乳作为乳制品加工企业的重要原材料之一，价格上涨将直接影响到企业的毛利率水平。在毛利率承压的背景下，乳制品企业倾向于通过收缩费用的投放来维持利润率的稳定，2019 年 1-11 月生鲜乳价格为 3.62 元/公斤，同比+4.6%，成本上涨幅度整体仍处于可控范围内，生鲜乳平均价格因此在生鲜乳价格上升周期，乳制品企业会主动控制销售费用率。

调味品行业：稳健成长，行业发展和企业盈利提升路径清晰

调味品的刚性需求特征尽显，增速稳定

调味品行业具有购买频次不高、产品单价不高和需求刚性等特点，与经济周期的关联程度相对较弱，因此在众多消费品需求增速放缓的背景下仍然维持了相对稳健的增长。相应的，市场也给予调味品行业上市公司相对较高的 PE 估值水平。

我们认为调味品是较为稀缺的相对独立于经济周期的品种，而且由于行业自身又处于较为快速的发展期，整合空间又比较大。无论是行业的发展还是龙头企业的成长的路径都较为清晰，因此板块具有较强的防御属性。如果宏观经济的活跃程度维持当前相对低迷的状态，调味品行业的比较优势有望持续。

2019 年调味品行业 PE 估值向上修正，当前估值处于历史估值中枢位置。根据 Wind 的统计，截止 2019 年 11 月 25 日，调味品行业的估值水平为 43.55 倍 PE (TTM) 和 7.57 倍 PB (LF)，PE 估值相较过去 10 年的平均水平 48.66 倍 PE (TTM) 有 11% 的折价；较年初估值 32.28 倍 PE (TTM) 提升 35%，处于过去 10 年估值 45% 的分位数水平。

图表76： 2019 年 11 月 25 日调味品行业 PE (TTM) 较年初上升 35%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

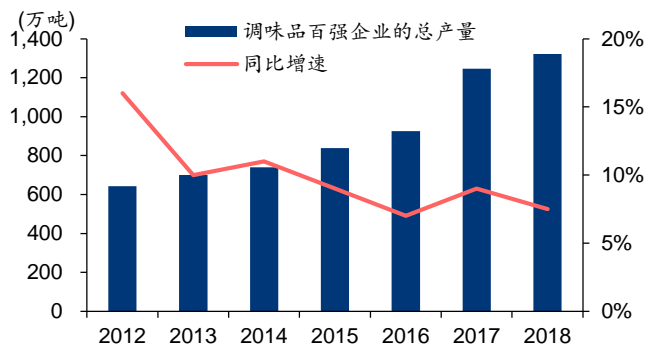
图表77： 2019 年 11 月 25 日调味品行业 PB (LB) 较年初上升 43%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

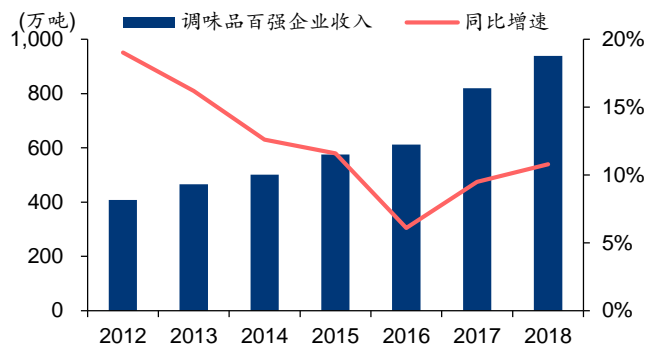
调味品行业仍然处在较快增长的发展态势中，**2012-2018 年复合增速为 8.5%**。根据国家统计局的数据，2018 年调味品、发酵制品行业（包括味精、酱醋行业和其他调味品及发酵制品）收入达到 3427.2 亿元，同比增长 10.6%；调味品行业 2012~2018 年收入的复合增速约为 8.5%。**量价齐升助力行业扩容。**根据中国调味品协会的统计数据，2018 年调味品百强企业生产总量为 1322.5 万吨，同比+7.5%；销售收入 938.8 亿元，同比增长率 +10.8%。销售收入增长高于产品产量增长 3.3 个百分点，量价齐升，说明调味品产业进入高质量增长新阶段。

图表78： 2018 年调味品百强企业产量 1323 万吨



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

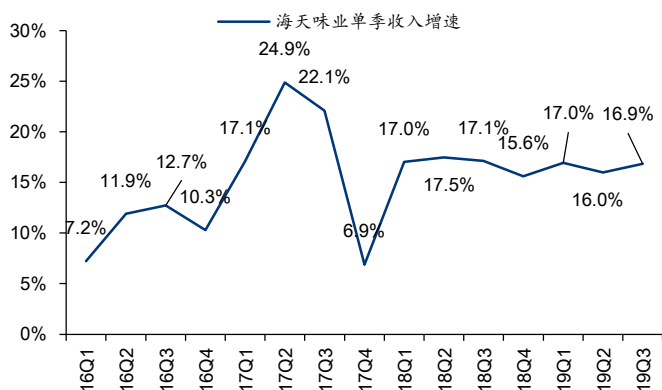
图表79： 2018 年调味品百强企业销售收入 939 亿元



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

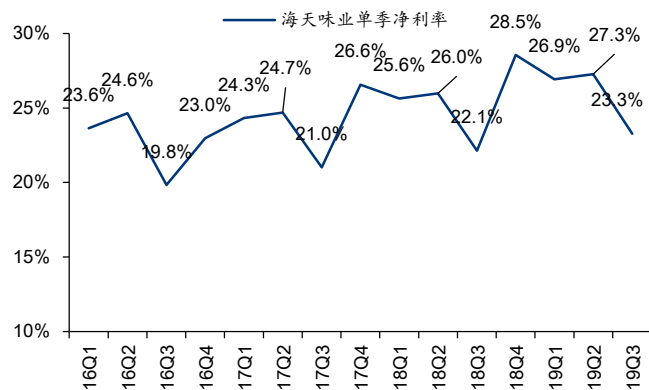
行业龙头海天味业的收入增长稳健，独立于社零数据增速变化趋势。调味品行业龙头海天味业 2019Q1/Q2/Q3 的收入端同比增速分别为 17%、16%和 17%。我们认为海天味业的稳健增长主要来自于酱油产品稳健增长；蚝油继续保持高速增长态势，成功扩展大单品品类集群；调味酱通过结构及规格优化、加大力度对市场渠道进行调整等策略。2019Q1/Q2/Q3 的净利率水平同比分别+1.3 pct/+1.3 pct/+1.1pct，盈利水平处于持续提升通道，毛利率受制原料成本上行压力，公司通过控费提升盈利。

图表80： 海天味业 18 年开始单季度收入增速维持在 16-17%的水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表81： 海天味业利润率水平相对平稳



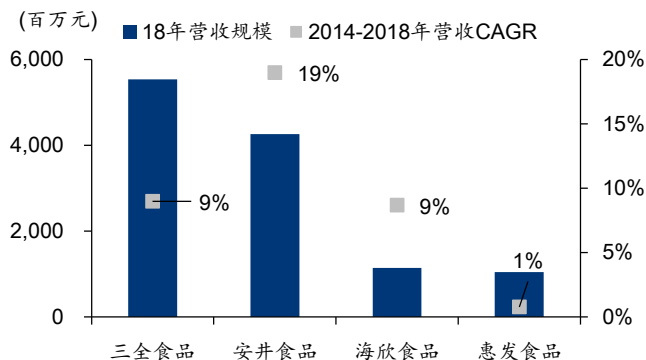
资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议：重点推荐安井食品/三全食品/重庆啤酒/中炬高新

安井食品：受益速冻食品餐饮渠道高增长，后周期提价显弹性

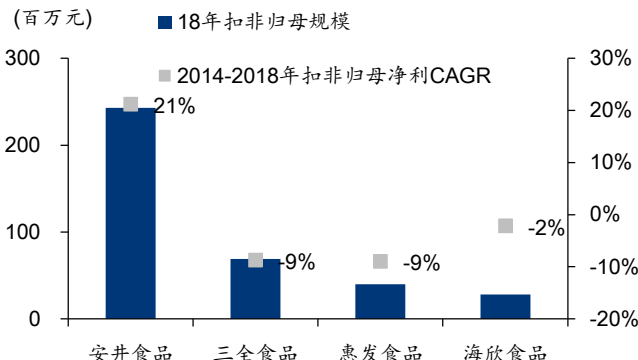
推荐安井食品：1) 后周期提价开启，顺价能力强，利于后周期利润率提升；2) 猪价周期采购成本增加，小型企业会加速淘汰，利于安井市占率提升；3) 看好产品力（品类优势）+成本优势+渠道拓展带动收入规模扩大的同时还具有盈利能力提升潜力。

图表82：安井 2014-2018 年营收 CAGR 远高于同业



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表83：安井 2014-2018 年扣非归母净利 CAGR 远高于同业

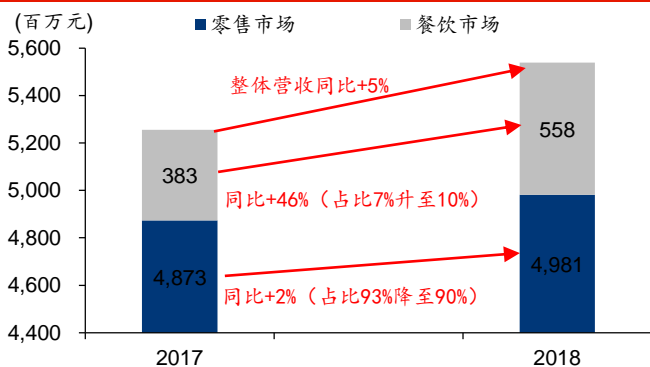


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三全食品：商超减亏，经销扩张，餐饮高增长

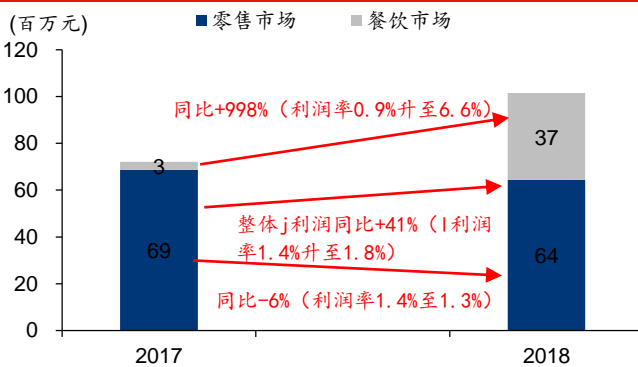
推荐三全食品：1) 速冻食品餐饮渠道行业增长加速，三全餐饮（绿标）板块有望维持高速增长；2) T-C 端（红标）业务板块利润率改善：主要着力推动直营商超减亏、经销扩张；3) 机制改善：事业部制改革，目标任务导向改为损益结果考核，激励重整。

图表84：餐饮渠道快速增长，且受益于行业高增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表85：餐饮高利润率及占比提升带动整体利润率改善



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

重庆啤酒：高端化战略加速推进，2020 年临近嘉士伯资产注入承诺期

推荐重庆啤酒：2020 年啤酒行业将继续进行产品结构高端化，重庆啤酒 2019 年初推出新品“醇国宾”补强了本地品牌在中高端的产品结构，前三季度重庆纯生、特醇嘉士伯在现饮和非现饮渠道销量均大幅上升，我们预计 2020 年重啤将继续加速推进产品高端化战略。2020 年临近嘉士伯资产注入承诺期，我们看好嘉士伯中国在高端及超高端价格带的品牌力，重点推荐。

中炬高新：机制改善，餐饮渠道维系高增长，着力渠道下沉和品类拓张

推荐中炬高新：公司实际控制人变更以来，激励制度积极改革，19 年公司推出《内部人才认定管理办法》，并提出具体的超额奖励奖金政策，预计 2020 年激励制度改革将有效提高员工积极性。2019 年公司加大餐饮渠道推广工作，上半年餐饮产品销售额同比增长 42%，预计 2020 年餐饮渠道将继续保持较高增速。我们认为公司在渠道下沉和品类拓张方面仍有较大发展空间，结合公司治理机制改善的实际情况，重点推荐中炬高新。

风险提示

宏观经济增长不达预期。如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。

高端白酒价格不达预期。如果高端白酒的价格不达预期，则会对其下方价格带的产品产生压制，影响产品销量。

大众食品的消费需求增长不达预期。如果扩大内需的配套政策力度低于预期，则大众食品的消费增长存在压力。

食品安全问题。食品安全问题将显著影响消费者的购买意愿。

免责声明

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

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

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

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

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

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

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

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

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

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

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

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

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

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

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

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com