

寻找不确定性当中的确定性

——食品饮料行业 2020 年度投资策略报告

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019 年 12 月 11 日

证券分析师

刘瑀
022-23861670
liuyu@bhzq.com

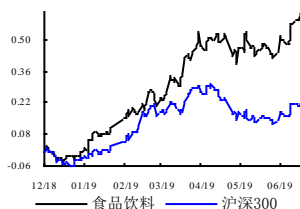
子行业评级

白酒	看好
其他饮料	看好
食品	中性

重点品种推荐

贵州茅台	增持
伊利股份	增持
涪陵榨菜	增持
重庆啤酒	增持

最近一季度行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 板块全年领跑，涨幅位居第一

今年以来，食品饮料板块整体上涨 68.57%，沪深 300 指数上涨 29.55%，行业跑赢沪深 300 指数 39.02 个百分点，位列中信 29 个一级行业首位。子板块中，白酒上涨 99.19%，其他饮料上涨 17.35%，食品上涨 34.13%。截至 12 月 10 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 31.97/6.33，相对沪深 300 估值溢价率为 2.71/4.46。板块近 10 年 PE 中位数 30.23，PB 中位数 4.93，目前板块整体估值略高于中位数，处于 62.77%分位。根据统计，以基金为代表的机构投资者对 CS 食品饮料的持股比例在 2019Q2 创下新高之后有所回落，截至三季度持股比例为 4.38%，环比下降 1.43 个百分点。

● 成长性确定的子行业——调味品

展望明年，我们认为在宏观经济增速仍然承压的环境之下，优选确定性较强的细分子行业不失为明智之举。从逻辑上看，调味品行业最为清晰。首先，我们预计未来 5 年行业将受益于消费升级、城镇化率提升以及餐饮业的持续发展保持 7%以上自然增速。其次，从调味品全品类看目前行业 CR5 市场占有率约为 20%，龙头海天味业市场占有率也仅为 7%，行业的集中度亟待提高。再次，互联网对餐饮行业不断渗透，消费者的消费习惯被动改造，外卖行业规模持续增长，餐饮连锁化率不断提高，饮食习惯的变迁催生了调味品子品类——复合调味料的高成长性。

● 升级趋势确立的子行业——啤酒

与调味品行业不尽相同的是，啤酒行业目前已经进入存量竞争格局。但是从确定性方面来讲，我们认为啤酒行业的结构性升级趋势已经确立。基于目前啤酒行业已转向以利润为企业导向的良性竞争格局，叠加目前我国整体啤酒消费水平仍然偏低，从中长期来看结构性升级趋势将延续。此外，行业产能收缩、淡季提价预期也将促使啤酒板块景气度进一步提升。

● 投资建议

从行业比较角度看，食品饮料行业一直由于不可比拟的确定性获得估值溢价。而在经济增速换挡的大环境之下，确定性则显得更为重要，这也是来年我们认为需要考虑的首要因素。围绕着确定性，除上述两个子行业之外，高端白酒将继续受益于未被充分满足的需求而保持景气。个股层面，我们建议优选估值合理或者由于短期经营瑕疵估值处于阶段性底部的细分领域龙头。综上，我们仍给予行业“看好”的投资评级，推荐贵州茅台（600519）、伊利股份（600887）、涪陵榨菜（002507）以及重庆啤酒（600132）。

● 风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

目 录

1.板块全年领跑，涨幅位居第一	6
2.成长性确定的子行业——调味品	10
2.1 行业仍有上涨空间.....	10
2.2 饮食习惯变迁催生高成长性赛道.....	13
2.3 集中度仍有待提高.....	15
3.升级趋势明显的子行业——啤酒	17
3.1 销量总体稳定，消费中档偏低.....	17
3.2 产品日趋高端，带动吨酒价格提升.....	20
4.投资建议	22
5.风险提示	23

图 目 录

图 1: 行业年初至今涨跌排行	6
图 2: 食品饮料板块估值走势	7
图 3: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	7
图 4: 北向资金单月净流入情况 (单位: 亿元)	7
图 5: 北向资金累计净流入情况 (单位: 亿元)	7
图 6: 2015Q1-2019Q3 基金持股比例统计	9
图 7: 2015Q1-2019Q3 食品饮料各细分子板块基金持股比例统计	9
图 8: 调味品行业规模以上工业销售产值 (单位: 亿元)	10
图 9: 调味品行业规模以上主营业务收入 (单位: 亿元)	10
图 10: 预计至 2023 年我国调味品市场规模将破图 5000 亿元 (单位: 亿元)	11
图 11: 我国城镇人口未来仍将继续增长 (单位: 亿人)	11
图 12: 调味品消费渠道情况	12
图 13: 不同就餐方式调味品人均摄入量	12
图 14: 我国餐饮收入持续增长	13
图 15: 预计未来我国中式餐饮仍将保持可观增速	13
图 16: 餐饮连锁化率持续提升	14
图 17: 我国餐饮连锁化程度仍偏低	14
图 18: 互联网餐饮外卖市场交易规模持续增长	14
图 19: 预期外卖市场收入仍将持续增加	14
图 20: 我国复合调味品市场规模将持续扩大 (单位: 十亿元)	15
图 41: 全国调味品百强企业市占率	15
图 22: 2018 年头部公司零售市场份额统计	15
图 53: 2018 年百强前十销售收入 (单位: 亿元)	16
图 24: 2018 年百强前十市占率 (行业规模采用协会口径)	16
图 65: 2018 年酱油市场行业格局	16
图 26: 2018 年食醋市场行业格局	16
图 27: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升)	17
图 28: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)	18
图 29: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别	19
图 30: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家	19
图 31: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型	20
图 32: 2018 年主要啤酒品牌吨酒价格对比	20
图 33: 2018 年主要啤酒品牌毛利率对比	20
图 34: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升)	21
图 35: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)	21
图 36: 2018 年我国高端啤酒品牌市场份额	21
图 37: 我国高端啤酒市场主要品牌市场份额变动情况	21
图 38: 重庆啤酒低端产品占比显著降低	22
图 39: 青岛啤酒高端产品销量占比逐年提升	22
图 40: 2014-2018 年青岛啤酒吨酒价格变动情况	22
图 41: 2014-2018 年重庆啤酒吨酒价格变动情况	22

表 目 录

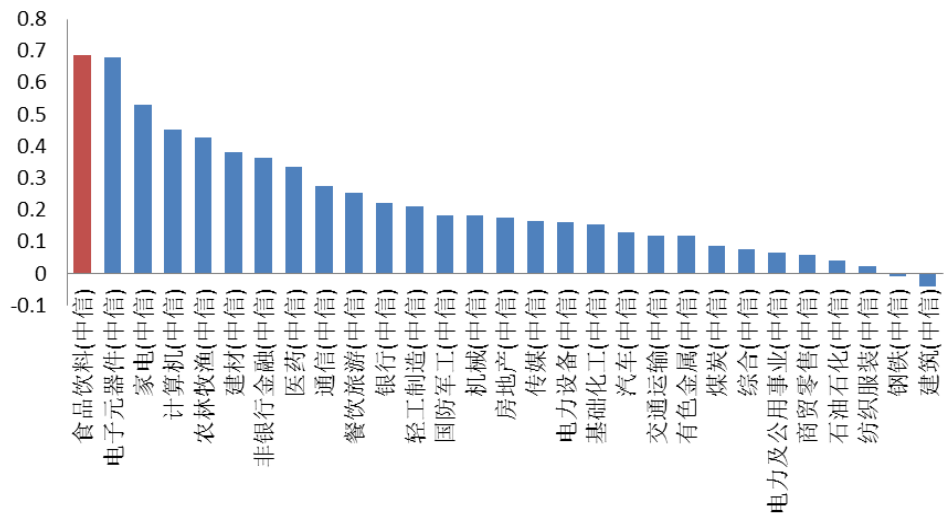
表 1: cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅 (截至 12 月 10 日)	6
表 2: 陆通标的北向资金持股数量变动情况 (仅列示持股数量占流通股比例 5%以上的个股)	8
表 3: 经过调整后的对于调味品行业规模的估算	12
表 4: 啤酒产品全分类	19

1. 板块全年领跑，涨幅位居第一

1.1 年初至今涨幅居首

今年以来（截至到 2019 年 12 月 10 日），食品饮料板块整体上涨 68.57%，沪深 300 指数上涨 29.55%，行业跑赢沪深 300 指数 39.02 个百分点，位列中信 29 个一级行业首位。子板块中，白酒上涨 99.19%，其他饮料上涨 17.35%，食品上涨 34.13%。

图 1：行业年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，百润股份、双塔食品及五粮液涨幅居前，*ST 西发、ST 威龙以及百洋股份跌幅居前。

表 1：cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅（截至 12 月 10 日）

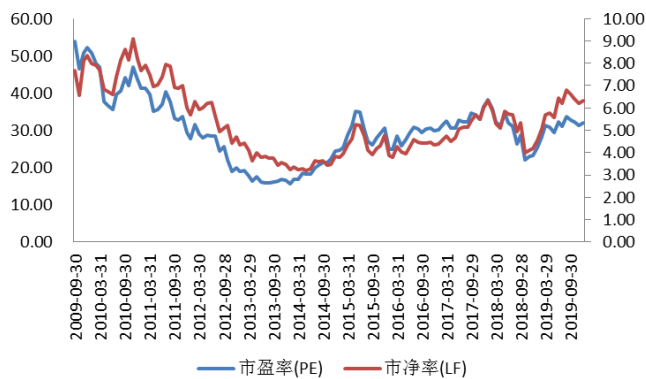
涨跌幅前五名	年初至今涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	年初至今涨跌幅 (%)
百润股份	171.95%	*ST 西发	-44.96%
双塔食品	169.64%	ST 威龙	-40.42%
五粮液	161.68%	百洋股份	-39.17%
山西汾酒	153.84%	湖南盐业	-22.25%
酒鬼酒	140.36%	深粮控股	-16.22%

资料来源：Wind，渤海证券

1.2 估值略高于中位数

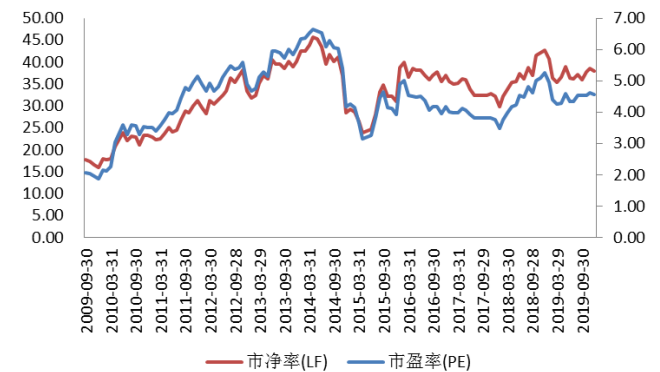
截至 12 月 10 日,食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 31.97/6.33,相对沪深 300 估值溢价率为 2.71/4.46。板块近 10 年 PE 中位数 30.23, PB 中位数 4.93,目前板块整体估值略高于中位数,处于 62.77%分位。

图 2: 食品饮料板块估值走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 3: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价

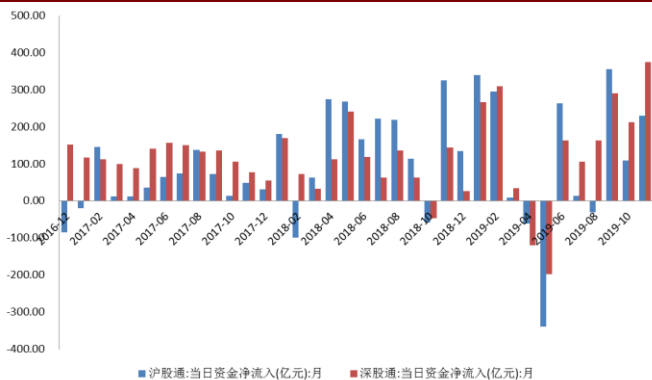


资料来源: Wind, 渤海证券

1.3 北向资金持续流入

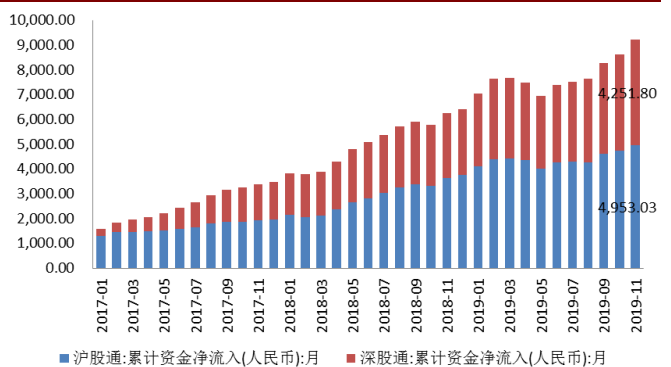
今年以来,除去 4-5 月北向资金净流出外,其余月份资金均净流入。9-11 月份,北向资金净流入分别为 646.62 亿元、320.50 亿元、604.38 亿元。截至 2019 年 11 月,北向资金累计净流入达 9204.83 亿元,创资金净流入新高。

图 4: 北向资金单月净流入情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 5: 北向资金累计净流入情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

年初至今，北向资金对陆股通标的增仓幅度较大的为恰恰食品，增持数量占流通股比例达到 17.03%，其次为中炬高新和安琪酵母，而减持较明显的为顺鑫农业，减持数量占流通股比例达到 4.83%。

表 2: 陆通标的北向资金持股数量变动情况 (仅列示持股数量占流通股比例 5%以上的个股)

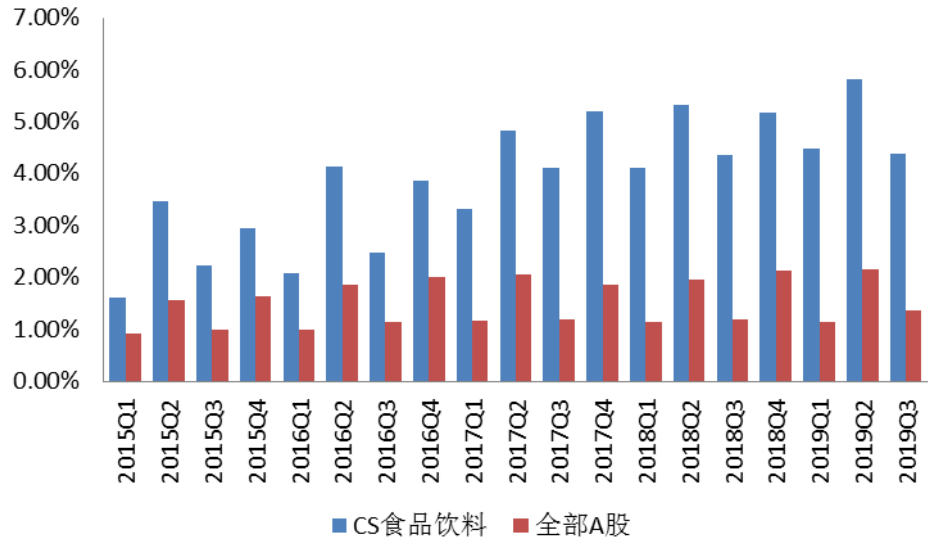
股票代码	股票名称	持股数量 (万股)	占流通股比例 (%)		占流通股比例变动情况
		2019-02-28	2019-01-31	2019-02-28	
600298.SH	安琪酵母	126,436,718.0000	18.5305	28.2220	9.6915
603288.SH	海天味业	159,023,179.0000	20.0334	23.3467	3.3133
600779.SH	水井坊	41,511,248.0000	21.7912	23.0827	1.2915
600519.SH	贵州茅台	99,695,087.0000	22.3619	22.1735	-0.1884
002304.SZ	洋河股份	109,706,314.0000	19.0047	21.3140	2.3093
000858.SZ	五粮液	334,834,043.0000	20.2381	20.0812	-0.1569
002557.SZ	洽洽食品	42,150,870.0000	0.3172	17.0289	16.7117
600872.SH	中炬高新	77,435,196.0000	4.7284	15.1037	10.3753
600887.SH	伊利股份	731,041,497.0000	16.4687	13.6184	-2.8503
002507.SZ	涪陵榨菜	61,600,653.0000	10.2866	13.2608	2.9742
600809.SH	山西汾酒	25,123,229.0000	3.0756	9.8877	6.8121
000895.SZ	双汇发展	85,989,998.0000	13.6796	9.7433	-3.9363
000596.SZ	古井贡酒	10,123,965.0000	3.6943	9.0235	5.3292
603589.SH	口子窖	30,288,878.0000	3.7614	8.5991	4.8377
002568.SZ	百润股份	19,261,880.0000	0.9389	8.4145	7.4756
603027.SH	千禾味业	15,731,628.0000		8.1534	8.1534
600600.SH	青岛啤酒	22,749,906.0000	3.7506	7.8237	4.0731
000848.SZ	承德露露	37,802,421.0000	8.3763	6.5150	-1.8613
603711.SH	香飘飘	2,858,881.0000	0.3354	6.1750	5.8396
603369.SH	今世缘	35,579,882.0000	1.7596	5.7612	4.0016
000568.SZ	泸州老窖	40,107,129.0000	6.6631	5.6248	-1.0383
600132.SH	重庆啤酒	10,873,075.0000	0.0029	5.6166	5.6137
000860.SZ	顺鑫农业	23,858,579.0000	10.0553	5.2258	-4.8295

资料来源: Wind, 渤海证券

1.4 基金持股小幅下降

根据统计，以基金为代表的机构投资者对 CS 食品饮料的持股比例在 2019Q2 创下新高之后有所回落，截至三季度持股比例为 4.38%，环比下降 1.43 个百分点。而基金对全部 A 股的持股比例为 1.37%，显示机构对于食品饮料板块仍然超配。

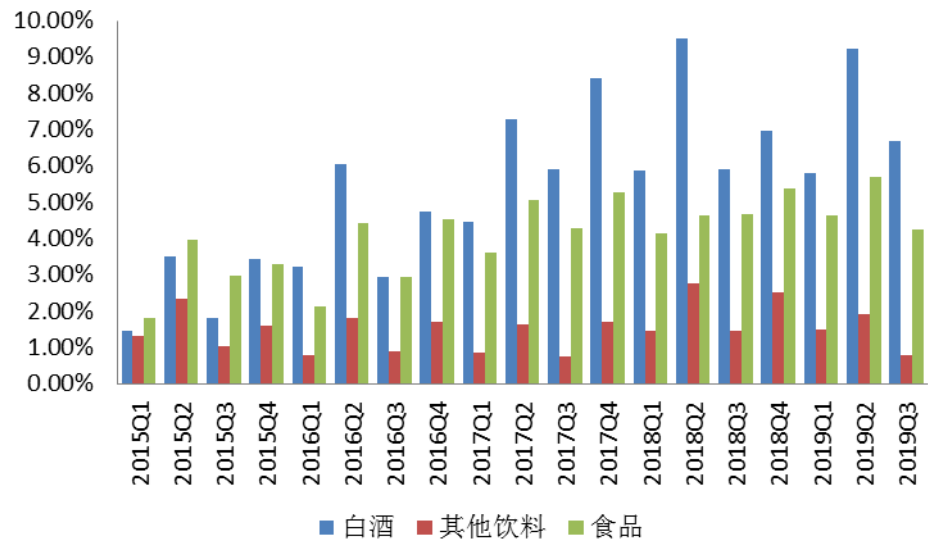
图 6: 2015Q1-2019Q3 基金持股比例统计



资料来源: Wind, 渤海证券

从细分子板块来看, 基金持股比例最高的依然为白酒, 达到 6.67%, 但是环比减少 2.57 个百分点, 不排除机构对白酒板块开始产生分歧, 而其他细分子行业未见明显变化。

图 7: 2015Q1-2019Q3 食品饮料各细分子板块基金持股比例统计



资料来源: Wind, 渤海证券

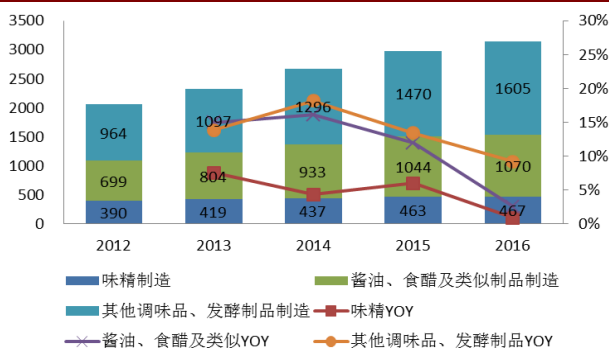
2.成长性确定的子行业——调味品

展望明年，我们认为在宏观经济增速仍然承压的环境之下，优选确定性较强的细分子行业不失为明智之举。从逻辑上看，调味品行业最为清晰。首先，我们预计未来5年行业将受益于消费升级、城镇化率提升以及餐饮业的持续发展保持7%以上自然增速。其次，从调味品全品类看目前行业CR5市场占有率约为20%，龙头海天味业市场占有率也仅为7%，行业的集中度亟待提高。再次，互联网对餐饮行业不断渗透，消费者的消费习惯被动改造，外卖行业规模持续增长，餐饮连锁化率不断提高，饮食习惯的变迁催生了调味品子品类——复合调味料的高成长性。

2.1 行业仍有上涨空间

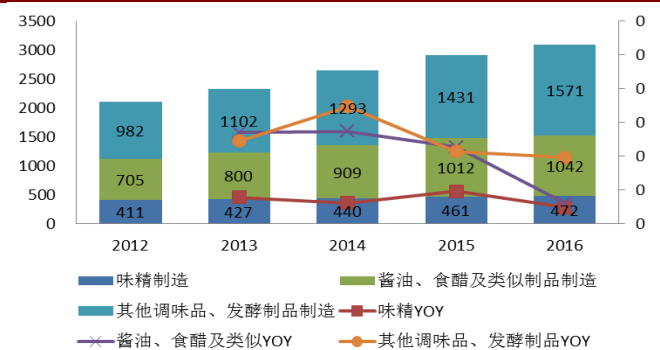
根据国家统计局发布的中国工业统计年鉴，以工业销售产值为计算口径，调味品行业规模以上企业2012-2016年复合增速达11.23%，产值突破3000亿元。从结构上来看，味精制造占比最低达到15.3%并且增长乏力，酱油、食醋以及类似制品制造占比次之达到33.8%增速亦有下滑趋势，其他调味品、发酵制品制造占比最高达50.9%，增速虽然略有降低但仍然保持可观的增速。

图8：调味品行业规模以上工业销售产值（单位：亿元）



资料来源：《中国工业统计年鉴》，渤海证券

图9：调味品行业规模以上主营业务收入（单位：亿元）



资料来源：《中国工业统计年鉴》，渤海证券

我国调味品市场的终端需求主要来源于食品制造业、家庭消费（零售）和餐饮业三方面。据国际第三方咨询机构欧睿数据显示，基于我国居民饮食习惯正在发生变化（尤其是年轻人），考虑价格及其他因素的自然上涨，预计未来五年调味品零售额年复合增速大约为7.08%。以家庭消费占调味品行业总规模32%的比例估算，预计至2023年调味品行业总规模将突破5000亿大关。

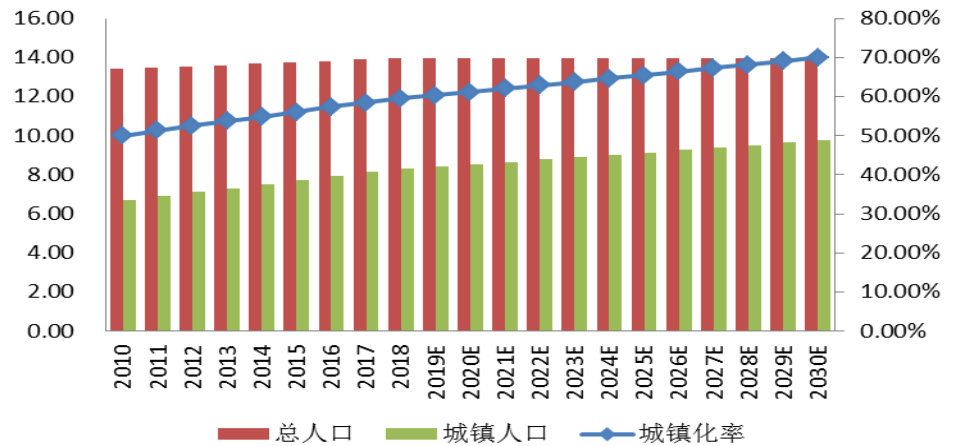
图 10: 预计至 2023 年我国调味品市场规模将破图 5000 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

家庭消费方面, 城镇化率不断提升是促使调味品行业空间持续性扩大的其中一个因素。步入 21 世纪以来, 我国城镇化率由本世纪初的 51.27% 提升到 59.58%, 城镇人口年复合增长率达 2.67%。我国社科院对于城镇化率给出的预计是在 2030 年达到 70%, 年复合增速为 1.36%, 在未来人口总数保持不变的前提之下, 预计至 2030 年城镇人口将达 9.78 亿人。

图 11: 我国城镇人口未来仍将继续增长 (单位: 亿人)



资料来源: Wind, 渤海证券

此处结合欧睿发布的 2012 年中国调味品零售额 693.61 亿元及国家统计局发布的 2012 年城镇居民人均年度调味品消费支出 76.10 元, 估算当年农村居民人均年度调味品消费支出大约为 23.64 元, 与城镇居民的消费水平相去甚远。考虑未来城镇化率继续提升, 保守估计未来由于城镇化率所带来的调味品零售额增量大概在 200 亿左右。

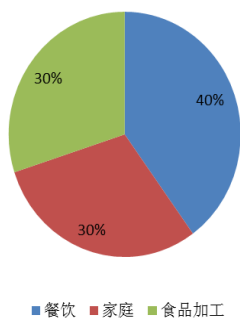
表 3: 经过调整后的对于调味品行业规模的估算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
欧睿调味品行业零售总额 (亿元)	694	758	852	935	1005	1094	1188	1282	1376	1473	1573	1673
人口 (亿人)	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
人均调味品消费支出 (元)	51	56	62	68	73	79	85	92	99	106	113	120
城镇化率 (%)	53	54	55	56	57	59	60	60	61	62	63	64
城镇人口 (亿人)	7	7	7	8	8	8	8	8	9	9	9	9
农村人口 (亿人)	6	6	6	6	6	6	6	6	5	5	5	5
城镇人均调味品消费支出 (元)	76	83	93	101	108	117	126	136	147	157	167	178
农村人均调味品消费支出 (元)	24	26	29	31	34	36	39	42	46	49	52	55
城镇人口调味品总支出 (亿元)	542	605	694	779	856	951	1052	1150	1251	1358	1469	1584
农村人口调味品总支出 (亿元)	152	162	178	189	198	209	222	234	246	258	269	280
由于城镇化率调整后的行业零售总额 (亿元)	694	767	872	969	1054	1161	1273	1384	1498	1616	1738	1864
按照家庭消费占比估算的行业总规模 (亿元)	2167	2398	2723	3027	3294	3628	3979	4325	4680	5049	5433	5825

资料来源: Euromonitor, 渤海证券

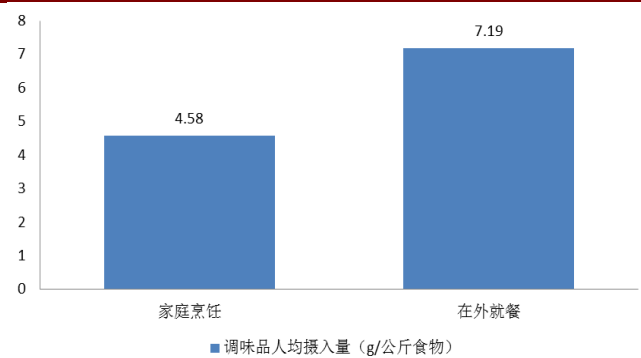
除了家庭消费的增长外, 刺激终端需求的另一个重要因素是餐饮行业的持续发展所带来的对于调味品需求的增加。据中国调味品协会会长透露, 目前我国调味品消费结构中, 餐饮占比位列第一达到 40%。此外, 由于餐饮行业对于调味品的人均使用量远大于家庭消费 (在外用餐的人均调味品摄入量约是家庭烹饪的 1.6 倍) 以及餐饮行业对于调味品的粘性更高 (以追求味道的稳定), 因此餐饮渠道相较家庭消费对调味品行业来说可能更为重要。

图 12: 调味品消费渠道情况



资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: 不同就餐方式调味品人均摄入量



资料来源: 公开资料, 渤海证券

目前, 在经济稳定发展的基础之上 (所带来的城镇化率提升、居民可支配收入的继续上涨), 生活节奏的加快、人口结构的变迁, 导致饮食习惯有所改变, 居民外出就餐频率增加 (包括外卖在内)。因此, 餐饮行业的自然增长成为了打开调味品行业空间的推手。2018 年, 我国社会消费品零售总额餐饮收入达 42715.85 亿元, 同比增长 9.47%, 近五年复合增长率达到 11.28%。而第三方咨询机构 Frost&Sullivan 数据显示, 2017 年我国中式餐饮营业收入达 3192 亿元, 预计未

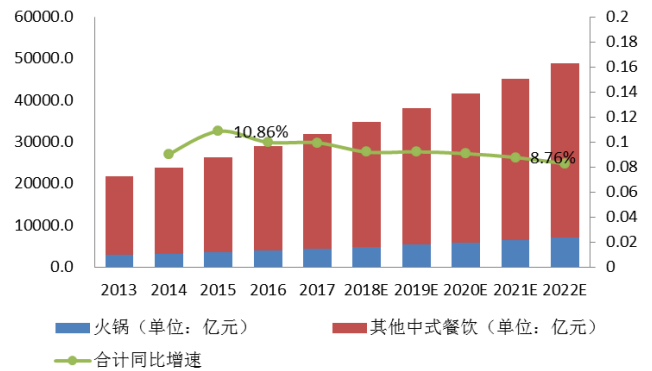
未来五年中式餐饮市场规模仍有大个位数增长。

图 14: 我国餐饮收入持续增长



资料来源: Wind, 渤海证券

图 15: 预计未来我国中式餐饮仍将保持可观增速



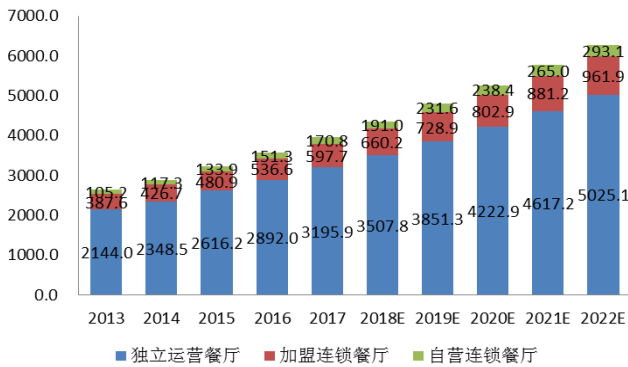
资料来源: Frost&Sullivan, 渤海证券

2.2 饮食习惯变迁催生高成长性赛道

而进一步考虑，从目前餐饮行业的发展趋势来看，一方面是餐饮业的连锁化率仍有一定发展空间，另一方面则是外卖的渗透率还将继续提升。前者追求味道的一致性，后者追求操作的便捷性，这就催生出调味品行业具有更高成长性的细分行业——复合调味品。

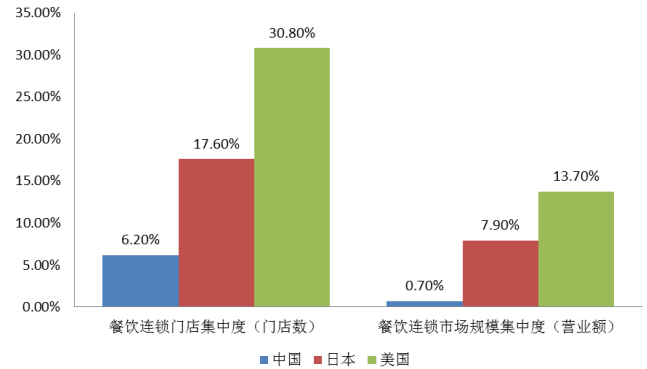
近十年来，我国餐饮行业受到限制三公消费影响，餐饮格局发生重大变化，高端餐饮失速，但由于经济的稳健增长、居民可支配收入的持续提高，大众餐饮取而代之。随着消费者对品牌、食品安全、食物及服务的质量愈发看重，餐饮行业连锁化率将进一步提高。据 Frost&Sullivan 预计，自营连锁餐厅将以高于加盟连锁餐厅及独立运营餐厅的增速发展，预计 2017 年至 2022 年间，这一复合增速将达 11.4%。而国内咨询机构亿欧则通过统计对比中国、日本、美国餐饮连锁企业门店数量及营业额，认为我国餐饮行业的连锁化程度还远低于上述发达国家。餐饮经营模式连锁化尤其以“中央厨房+门店”的经营模式最为普遍。“中央厨房+门店”的经营模式为复合调味料企业，特别是具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的企业创造了新的盈利增长点。复合调味料企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用于某款菜品烹饪的调味料，不仅大大简化了厨师工作，更让餐饮企业的特色化、标准化以及规模化成为可能。

图 16: 餐饮连锁化率持续提升



资料来源: Frost&Sullivan, 渤海证券

图 17: 我国餐饮连锁化程度仍偏低



资料来源: 亿欧, 渤海证券

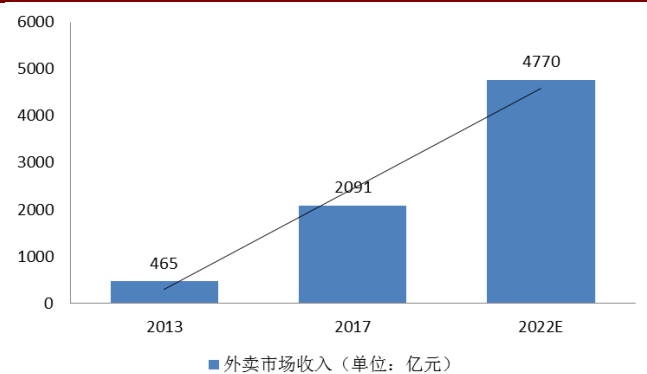
互联网对餐饮行业不断渗透, 消费者的消费习惯被动改造, 使得餐饮这一传统行业经历巨大改变, 大部分餐饮企业尤其是快餐餐饮企业均加入到外卖行列。快餐餐饮企业对标准化、快速化的程度要求较高, 对复合调味料需求量大, 因此复合调味料市场也受益于外卖规模的快速增长。根据易观所统计的数据显示, 自 2015 年起我国外卖市场交易规模开始进入高速增长, 2019 年 Q3 中国互联网餐饮外卖市场交易规模预计将达到 1952.9 亿人民币, 环比上涨 11.0%, 同比上涨 34.8%, 预计未来行业规模仍将稳定扩大。而 Frost&Sullivan 同样对外卖市场的发展给予了一定的肯定, 根据该机构的测算, 2013-2017 年外卖市场年复合增速达到 45.6%, 预期 2022 年外卖市场总营收将增至 4770 亿元, 年复合增速为 17.9%。

图 18: 互联网餐饮外卖市场交易规模持续增长



资料来源: 易观, 渤海证券

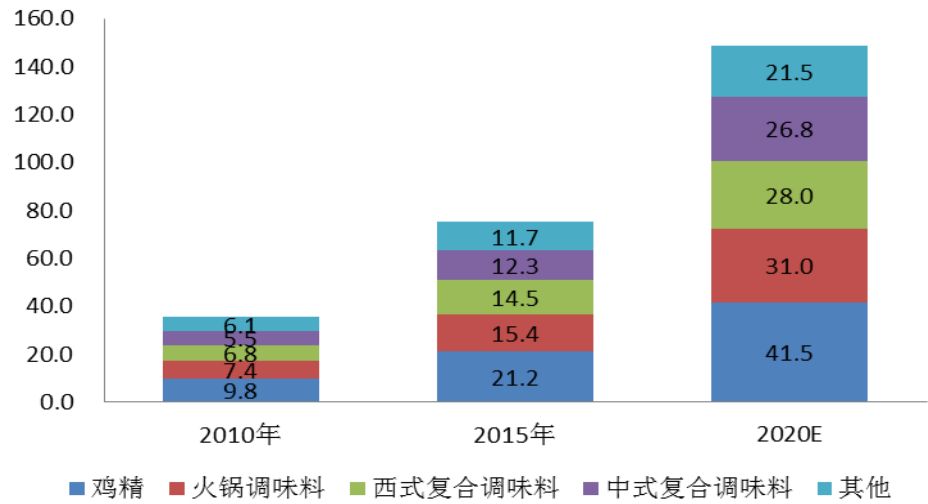
图 19: 预期外卖市场收入仍将持续增加



资料来源: Frost&Sullivan, 渤海证券

据 Frost&Sullivan 数据显示, 2015 年我国复合调味品市场规模为 751 亿元, 占我国调味品市场总规模的 18.2%。而基于上述因素的影响, 预计复合调味品市场规模自 2015 年起复合增长率将达到 14.7%, 至 2020 年复合调味品市场规模将达到 1488 亿元, 占调味品市场总规模的 22.1%。

图 20: 我国复合调味品市场规模将持续扩大 (单位: 十亿元)

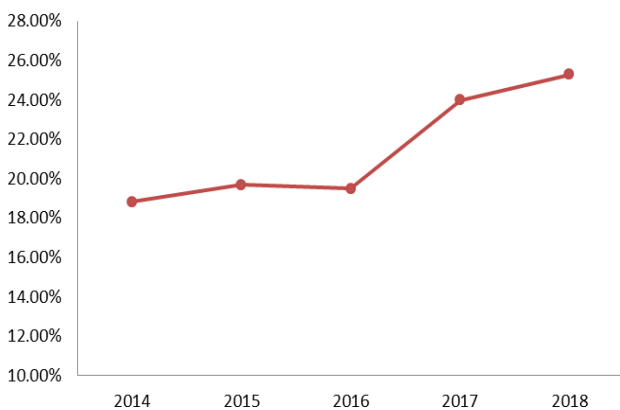


资料来源: Frost&Sullivan, 渤海证券

2.3 集中度仍有待提高

尽管在调味品行业当中, 已经涌现出很多的优秀企业。但由于调味品行业所包括的种类繁复, 并且我国饮食呈现出地域性特征, 从全行业格局来看, 尚未出现绝对龙头, 市场集中度的提升还有很大空间。根据调味品协会的数据显示, 2018年全国百强调味品企业销售总额为 938.8 亿, 占全行业营业收入不足 30%。而欧睿的数据显示, 2018 年我国调味品行业零售额 CR10 的行业集中度为 26.6%, CR5 为 20%, 行业龙头海天味业的市占率也仅为 7.1%。如若按照包括餐饮业及食品加工的全行业口径来测算, 则行业集中度更低。

图 41: 全国调味品百强企业市占率



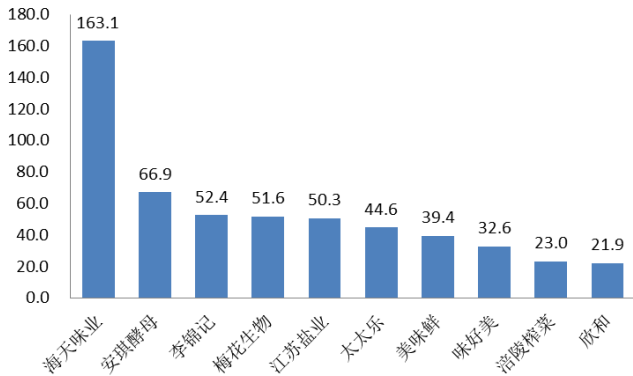
资料来源: 中国调味品协会, 渤海证券

图 22: 2018 年头部公司零售市场份额统计



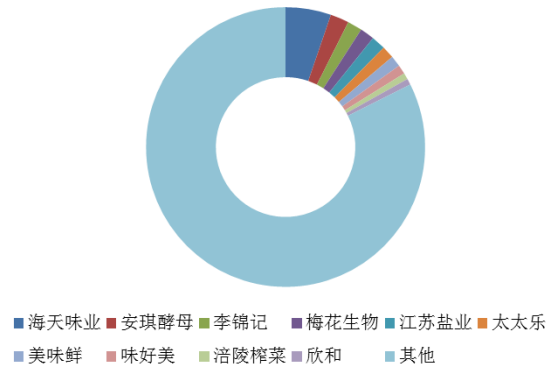
资料来源: Euromonitor, 渤海证券

图 53: 2018 年百强前十销售收入 (单位: 亿元)



资料来源: 易观, 渤海证券

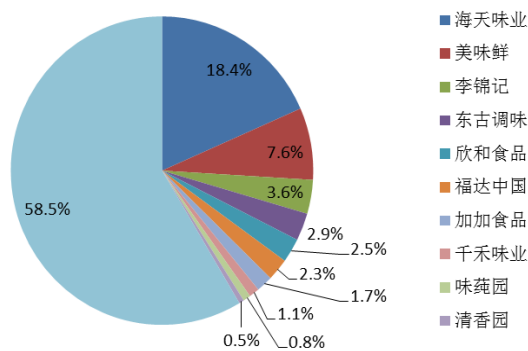
图 24: 2018 年百强前十市占率 (行业规模采用协会口径)



资料来源: Frost&Sullivan, 渤海证券

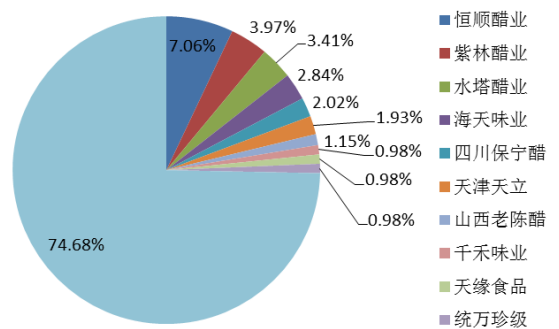
如若从各细分子领域看, 不同行业赛道的集中度则呈现明显的差异。其中, 发展较为成熟且集中度相对较高的是酱油品类。根据调味品协会给出的百强前十酱油企业产量及酱油全市场产量规模, 可测算出目前酱油品类 CR3/CR5 集中度分别为 29.5%/34.9%, 龙头海天味业市占率达 18.4%, 客观来讲行业集中度已趋近成熟, 未来的行业集中度需要通过渠道的进一步深耕、中小企业进一步出清来获得提高。食醋品类的行业集中度则远低于酱油, 通过调味品协会给出的百强前十食醋企业产量及食醋全市场产量规模 (渤海估算), 可得目前食醋品类 CR3/CR5 集中度分别为 14.4%/19.3%, 龙头恒顺醋业市占率仅 7.06%, 从数据上来看行业集中度有很大提升空间。尽管食醋品类由于地域特征口味差异明显, 但消费习惯也会受到市场培育的影响, 因此行业发展机会犹存。整体上看, 除去酱油品类目前竞争格局基本已成定局以外, 其他品类均无绝对龙头出现。

图 65: 2018 年酱油市场行业格局



资料来源: 调味品协会, 渤海证券

图 26: 2018 年食醋市场行业格局



资料来源: 调味品协会, 渤海证券

3. 升级趋势明显的子行业——啤酒

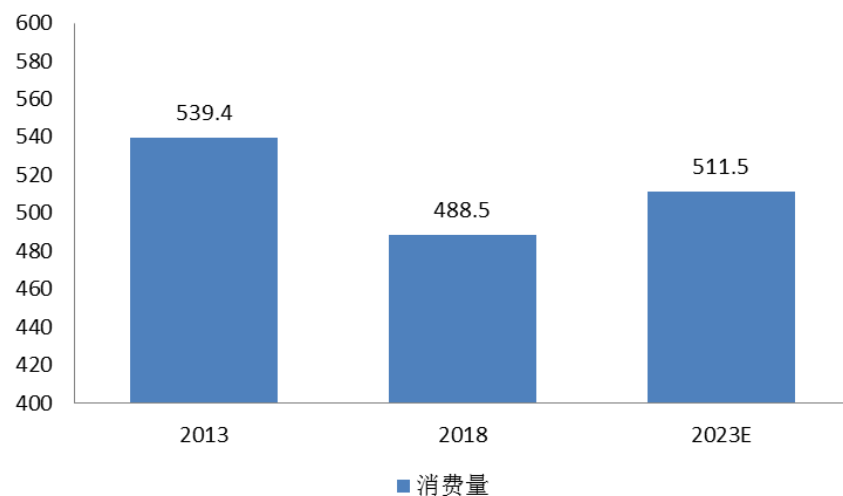
与调味品行业不尽相同的是，啤酒行业目前已经进入存量竞争格局。但是从确定性方面来讲，我们认为啤酒行业的结构性升级趋势已经确立。基于目前啤酒行业已转向以利润为企业导向的良性竞争格局，叠加目前我国整体啤酒消费水平仍然偏低，从中长期来看结构性升级趋势将延续。此外，行业产能收缩、淡季提价预期也将促使啤酒板块景气度进一步提升。

3.1 销量总体稳定，消费中档偏低

啤酒是以大麦和其他谷物为原料，并添加少量啤酒花，通过制麦芽、糖化、发酵等特定工艺酿制而成，是由外国传入我国的饮料酒。自 1900 年俄国人在哈尔滨建立第一个啤酒厂到解放前夕的近 50 年间，我国啤酒工业发展速度缓慢，1949 年全国啤酒产量不足万吨。建国后国家对啤酒行业采取了扶持性政策，新建了一批啤酒厂。

我国啤酒行业经过多年高速发展，从产销量数据来看目前已经步入成熟阶段。据 GlobalData 数据显示，我国啤酒市场总消费量在 2013 年见顶达到 539.4 亿升，随后开始下滑，至 2018 年我国啤酒市场总消费量降至 488 亿升（包括大量小型区域性啤酒酿造商），但是仍然占全球啤酒总消费量的四分之一，是全球第一大啤酒消费市场。

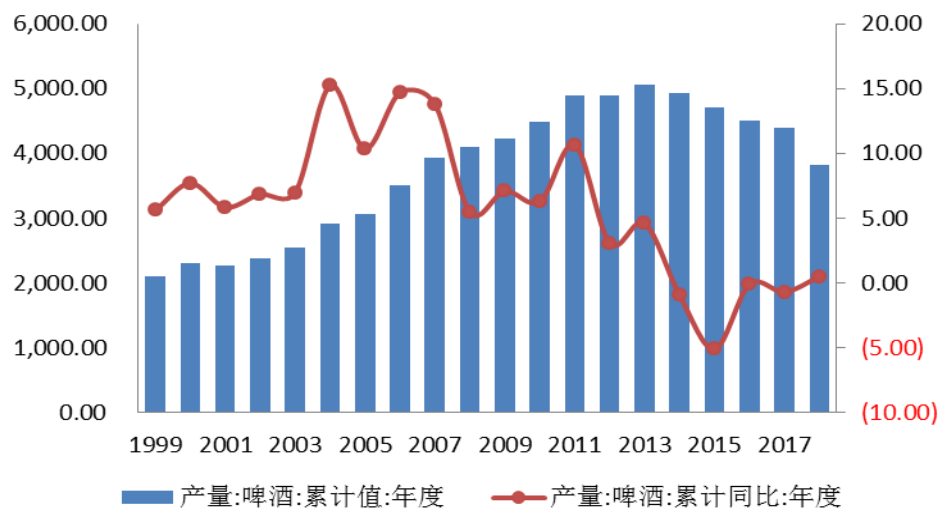
图 27：中国啤酒市场消费量（单位：亿升）



资料来源：GlobalData，渤海证券

啤酒产量方面，1980 至 1987 年，全国啤酒行业的年均增长率达到 35%，1988 至 1997 年，我国啤酒年平均增长速度仍高达 13.6%。1999 年，全国啤酒产量突破 2000 万吨。随后 15 年间，增速近 6%。我国啤酒生产在连续多年增长后至 2014 年产量首次现负增长，一方面与当年经济环境、气候环境有关，另一方面也与行业发展规律密切联系。自 2014 年啤酒产量连续下滑，今年以来出现边际改善迹象。预计未来我国啤酒总产销量将呈现小幅上涨的趋势，行业竞争格局将以存量市场竞争为主。

图 28: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

啤酒是以麦芽、啤酒花和水为主要原料，经酵母发酵作用酿制而成的饱和二氧化碳的低酒精饮料。啤酒根据麦汁浓度、生产方式、色泽等可分为多个种类，根据所采用的的酵母不同，又可分为拉格啤酒（也即工业啤酒）以及艾尔啤酒（也即精酿啤酒），而精酿啤酒又因为酿造方法的差异而分为多个种类（包括波特、世涛、酸艾尔、拉比克等等）。

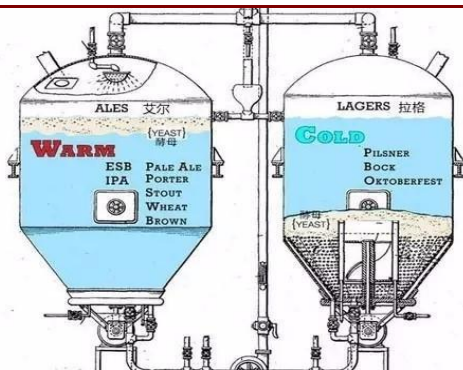
表 4: 啤酒产品全分类

分类依据	具体分类	释义
按照是否杀菌分类	鲜啤酒	不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的新鲜啤酒，存放时间较短
	熟啤酒	经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的啤酒，口味稍差，保质期长
	纯生啤酒	采用物理方法进行无菌过滤，产品稳定性好，保质期可长达半年以上
按照酵母不同分类	艾尔啤酒（精酿啤酒）	采用“上面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁顶端进行发酵，发酵时间较长
	拉格啤酒（工业啤酒）	采用“下面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁低端进行发酵，发酵时间较短
按照麦汁浓度分类	低浓度	原麦芽汁浓度为 6-8°P，酒精含量为 2%左右
	中浓度	原麦芽汁浓度为 10-12°P，酒精含量为 3.5%左右
	高浓度	原麦芽汁浓度为 14-20°P，酒精含量为 4.9%-5.6%左右
按照颜色分类	淡色啤酒	淡黄、金黄或棕黄色，淡黄清透明亮、金黄香气突出、棕黄略带焦香
	浓色啤酒	红棕或红褐色，麦芽香味突出，口味醇厚
	黑色啤酒	深红褐色或黑褐色，口味浓醇，泡沫细腻
根据包装容器分类	瓶装啤酒	材料多为玻璃，多数为熟啤酒
	罐装啤酒	材料多为铝合金或者马口铁，多数为熟啤酒，罐装啤酒体轻、携带方便
	桶装啤酒	木桶、铝桶、塑料桶等多种类型，有时也称“扎啤”，多为不杀菌或瞬时杀菌的生啤酒

资料来源：公开资料，渤海证券

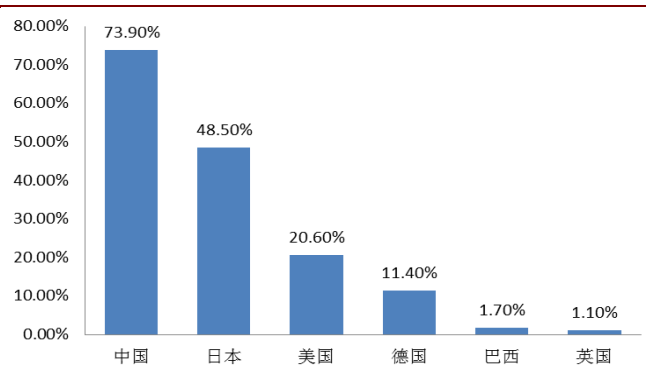
由于啤酒在我国属于舶来品，长期以来形成了低价消费品的属性和基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格（经济型）、深色拉格（中档）及博客（高档）。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区，这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

图 29: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别



资料来源：公开资料，渤海证券

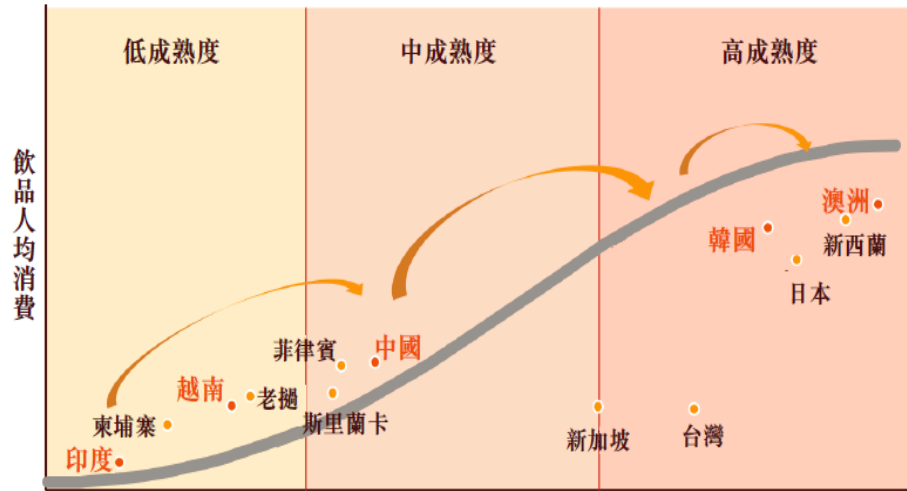
图 30: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



资料来源：Euromonitor，渤海证券

据百威英博（亚太）最新招股说明书显示，在依照亚太地区各国家经济发展程度、对酒类的限制及人均酒精消费量等因素制定的啤酒市场成熟度模型中，中国位于中档偏低水平，距离啤酒消费发展成熟的市场和国家仍然有明显的差距。

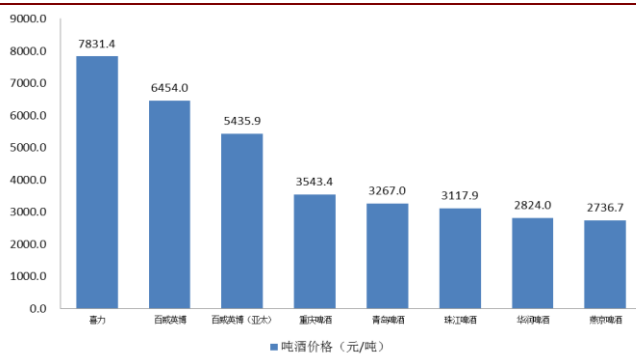
图 31: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型



资料来源: 百威英博(亚太)招股说明书, 渤海证券

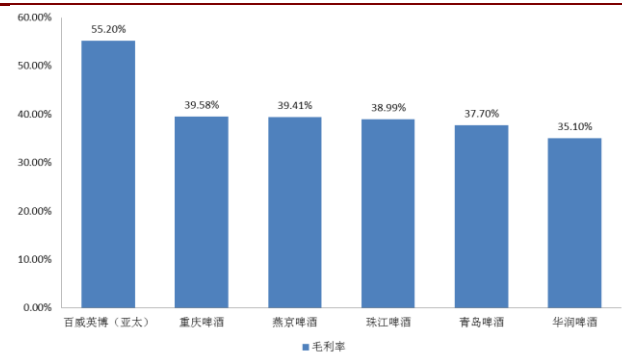
从吨酒价格看, 我国主要啤酒品牌相较国际品牌也具有明显的差距。进口品牌喜力、百威英博吨价价格相对较高, 其中喜力吨酒价格高达 7831.4 元/吨, 相当于重庆啤酒(国产品牌吨酒价格之首)的 2.2 倍。而百威英博(亚太)的毛利率与百威英博相比也有一定差距, 显示中国本土市场确实在吨酒价格上与全球水平有一定差距。吨酒价格偏低导致本土啤酒品牌企业的毛利率偏低, 国内啤酒企业毛利率基本在 40% 以下, 其中重庆啤酒相对较高, 而华润啤酒则相对较低。

图 32: 2018 年主要啤酒品牌吨酒价格对比



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 33: 2018 年主要啤酒品牌毛利率对比



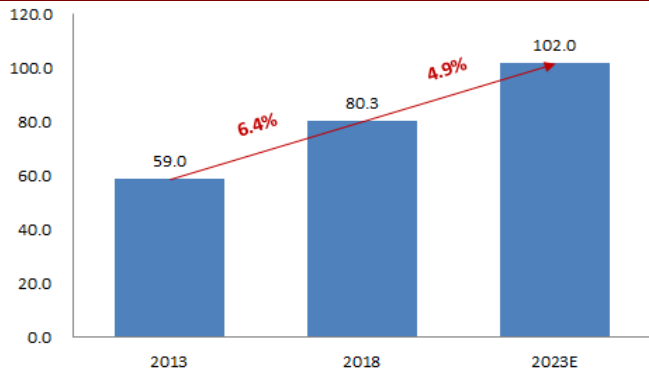
资料来源: 公开资料, 渤海证券

3.2 产品日趋高端, 带动吨酒价格提升

基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征, 叠加我国消费结构多层次化的特性, 啤酒消费的结构升级必然存在发展空间。据 GlobalData 数据显示, 中国啤酒市场高端及超高端类别的消费量占比已由 2013 年的 10.9% 升至 2018 年的 16.4%, 且预期该趋势将会持续。尽管当前增长强劲, 但高端及

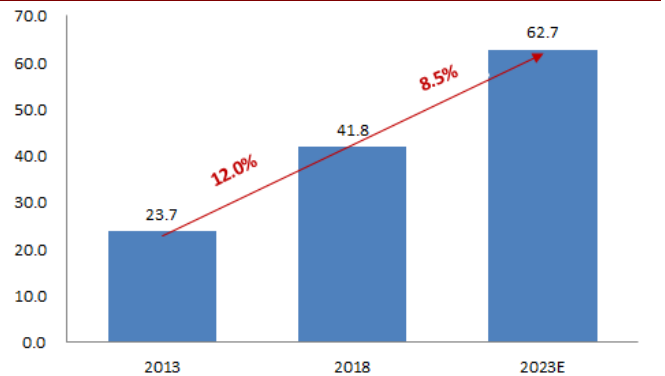
超高端类别的占比仍然大幅低于成熟啤酒市场（美国该比例为 42.1%），表明伴随经济持续发展高端及超高端类别啤酒消费市场增长空间巨大（注：高端及超高端根据 GlobalData 自建指标体系定义）。

图 34：中国高端及超高端啤酒消费趋势（单位：亿升）



资料来源：GlobalData，渤海证券

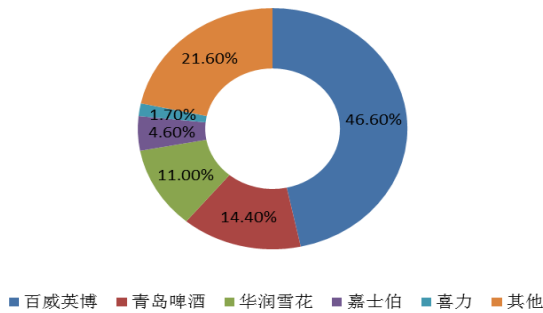
图 35：中国高端及超高端啤酒消费趋势（单位：十亿美元）



资料来源：GlobalData，渤海证券

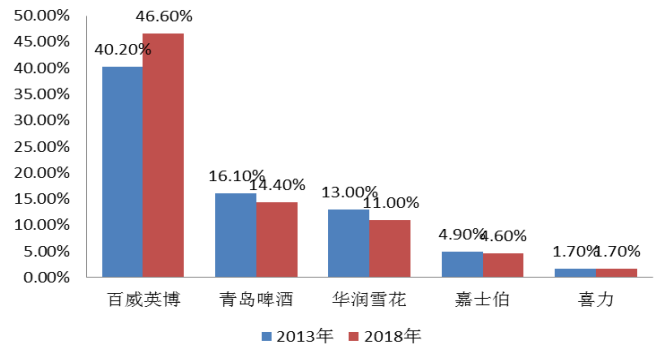
而在我国高端啤酒市场，2018 年前五大高端啤酒品牌市占率达 70.4%，较 2013 年提升近 5.2 个百分点。其中，国外品牌占据重要地位，以百威为首的进口品牌占据高端啤酒市占率超 40%，紧随其后的为青岛啤酒，华润雪花次之，但从体量来看目前都与进口品牌有一定的差距。

图 36：2018 年我国高端啤酒品牌市场份额



资料来源：GlobalData，渤海证券

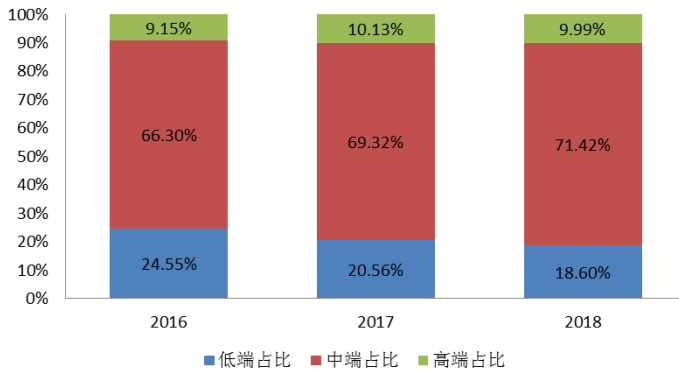
图 37：我国高端啤酒市场主要品牌市场份额变动情况



资料来源：GlobalData，渤海证券

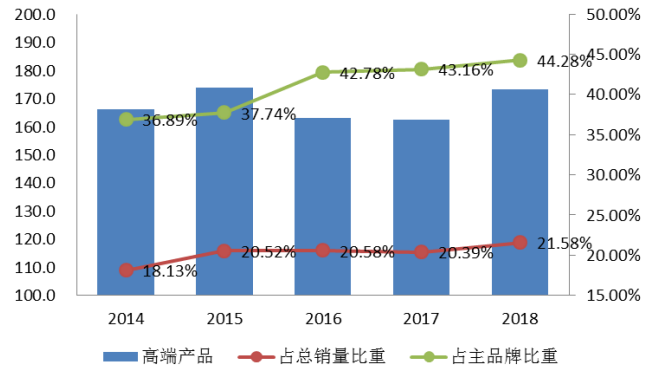
虽然在高端化的进程中国产品牌基因不如进口品牌，但在渠道、消费市场等方面却略胜一筹。在国内啤酒行业尚不能拥有主动定价权的环境之下，优化产品结构、提升高端产品销售比例，成为当下全行业的发展方向。重庆啤酒 2016-18 年低端产品比例下降 5.95 个百分点，中端产品比例提升明显。青岛啤酒高端产品销量占总销量比例逐年提升，2014-18 年占主品牌比重提升 7.39 个百分点。

图 38: 重庆啤酒低端产品占比显著降低



资料来源: 公司公告, 渤海证券

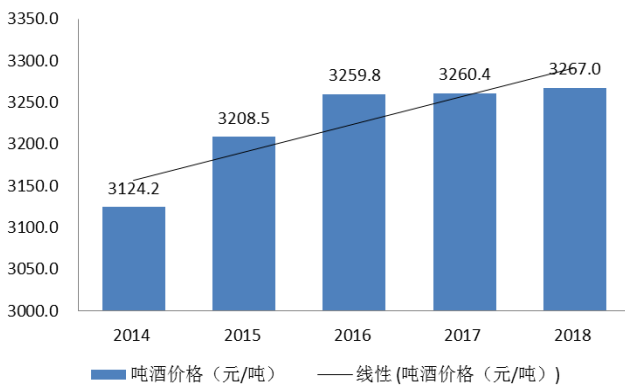
图 39: 青岛啤酒高端产品销量占比逐年提升



资料来源: 公司公告, 渤海证券

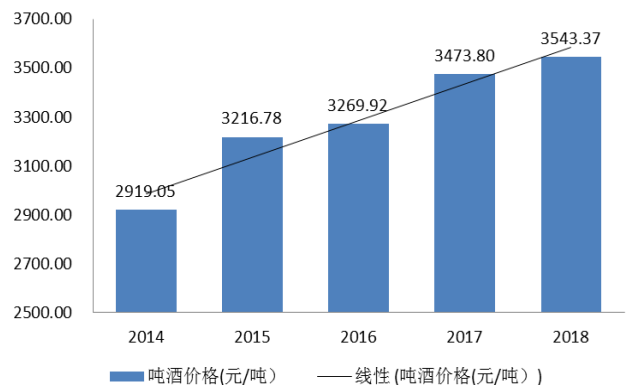
高端化产品比例的提升以及部分产品被动调价(由于成本原因),使得企业吨酒价格提升成为一致性的现象表现。2014-18年,青岛啤酒吨酒价格从3124.2元/吨提升至3267.0元/吨,增幅4.57%;重庆啤酒吨酒价格从2919.05元/吨提升至3543.37元/吨,提升比例达到17.62%。

图 40: 2014-2018 年青岛啤酒吨酒价格变动情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 41: 2014-2018 年重庆啤酒吨酒价格变动情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.投资建议

从行业比较角度看,食品饮料行业一直由于不可比拟的确定性获得估值溢价。而在经济增速换挡的大环境之下,确定性则显得更为重要,这也是来年我们认为需要考虑的首要因素。围绕着确定性,除上述两个子行业之外,高端白酒将继续受益于未被充分满足的需求而保持景气。个股层面,我们建议优选估值合理或者由于短期经营瑕疵估值处于阶段性底部的细分领域龙头。综上,我们仍给予行业“看好”的投资评级,推荐贵州茅台(600519)、伊利股份(600887)、涪陵榨菜(002507)以及重庆啤酒(600132)。

5.风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

投资评级说明

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

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

请务必阅读正文之后的免责声明

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

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

汽车行业研究小组

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

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
滕飞
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
朱林宁
+86 22 2387 3123
张婧怡
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
马丽娜
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

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

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

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

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608

博士后工作站

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

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn