

食品饮料行业框架与研究方法



吕若晨

中金公司研究部

SAC:S0080514080002

2015年8月

目录

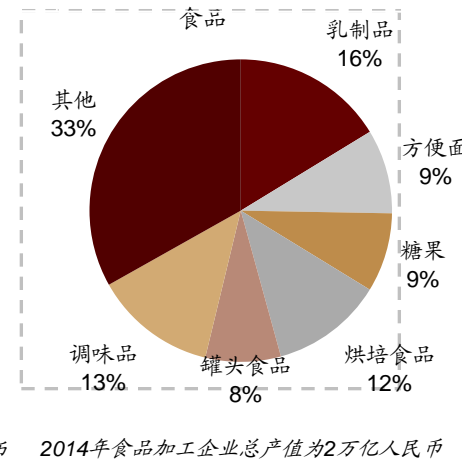
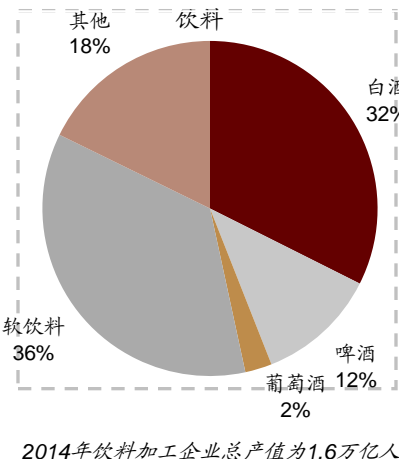
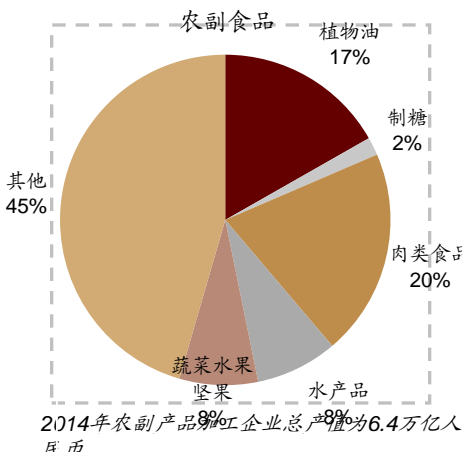
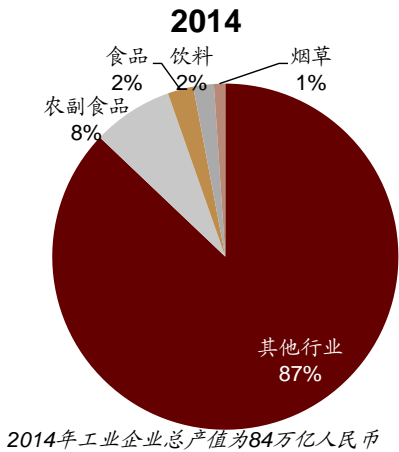
第一部分	行业范围	-----	2
第二部分	研究框架与方法	-----	5
	终端需求研究	-----	7
	产品与竞争研究	-----	27
	产能与成本研究	-----	42
	估值体系探讨	-----	46

第一部分

行业范围

中国食品饮料产业分类

食品饮料行业在工业总产值中的地位



食品饮料行业四数五率

四数指标（2014）

行业	总资产 (百万人民币)	总负债 (百万人民币)	收入 (百万人民币)	净利润 (百万人民币)
食品饮料行业	6,578,966.34	3,013,298.58	10,893,293.37	758,146.34
农副产品加工	3,048,098.14	1,588,779.99	6,353,317.96	306,994.77
食品制造	1,292,935.05	598,328.66	2,026,167.21	169,261.31
饮料制造	1,401,089.94	637,550.06	1,623,201.30	160,310.29
烟草制品	836,843.21	188,639.87	890,606.91	121,579.96

五率指标（2014）

行业	ROA	ROE	净利率	资产周转率	资产负债率
食品饮料行业	11.5%	21.3%	7.0%	165.6%	45.8%
农副产品加工	10.1%	21.0%	4.8%	208.4%	52.1%
食品制造	13.1%	24.4%	8.4%	156.7%	46.3%
饮料制造	115.9%	21.0%	9.9%	115.9%	45.5%
烟草制品	106.4%	18.8%	13.7%	106.4%	22.5%

数据来源：国家统计局，中金研究

附注：1）其他行业包括煤炭开采、石油天然气开采、纺织业、纺织服装鞋帽制造业、造纸及纸制品业、电力热力的生产和制造业、通信设备及其他电子设备制造业、交通运输设备制造业、专用设备制造业、通用设备制造业、金属制品业、有色金属冶炼及延压加工业、黑色金属冶炼及延压加工业、非金属矿物制品业、塑料制品业、电器机械及器材制造业、医药制造业、化学原料及化学制品制造业、石油加工炼焦及核燃料加工业等；2）谷物磨制、饲料加工、淀粉及淀粉制品制造、豆制品制造、蛋品制造等；3）酒精制造、黄酒制造、精制茶加工等；4）米面制品制造、速冻食品制造、营养保健食品制造、食品及饲料添加剂制造等；

代表性上市公司及市值分布

上市公司一览

食品行业三级分类	中金覆盖的公司和所属资本市场		上市公司行业代表性
	国内A股	港股和B股	
屠宰及肉类加工	双汇发展	万洲国际	强
方便食品制造	三全食品	康师傅、统一	较强
液体乳及乳制品	伊利股份、光明乳业、贝因美	蒙牛、雅士利、合生元、现代牧业	强
酒的制造	贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、古井贡酒、老白干酒、青青稞酒、青岛啤酒A、燕京啤酒、张裕A、古越龙山、金枫酒业、百润股份	华润、青岛啤酒H、张裕B	强
软饮料制造	承德露露	中国食品、康师傅、统一、中国旺旺	较强
调味品	海天味业、中炬高新、恒顺醋业		较强
中小食品	洽洽食品、克明面业、涪陵榨菜、好想你、黑芝麻		较弱

A股市值分布

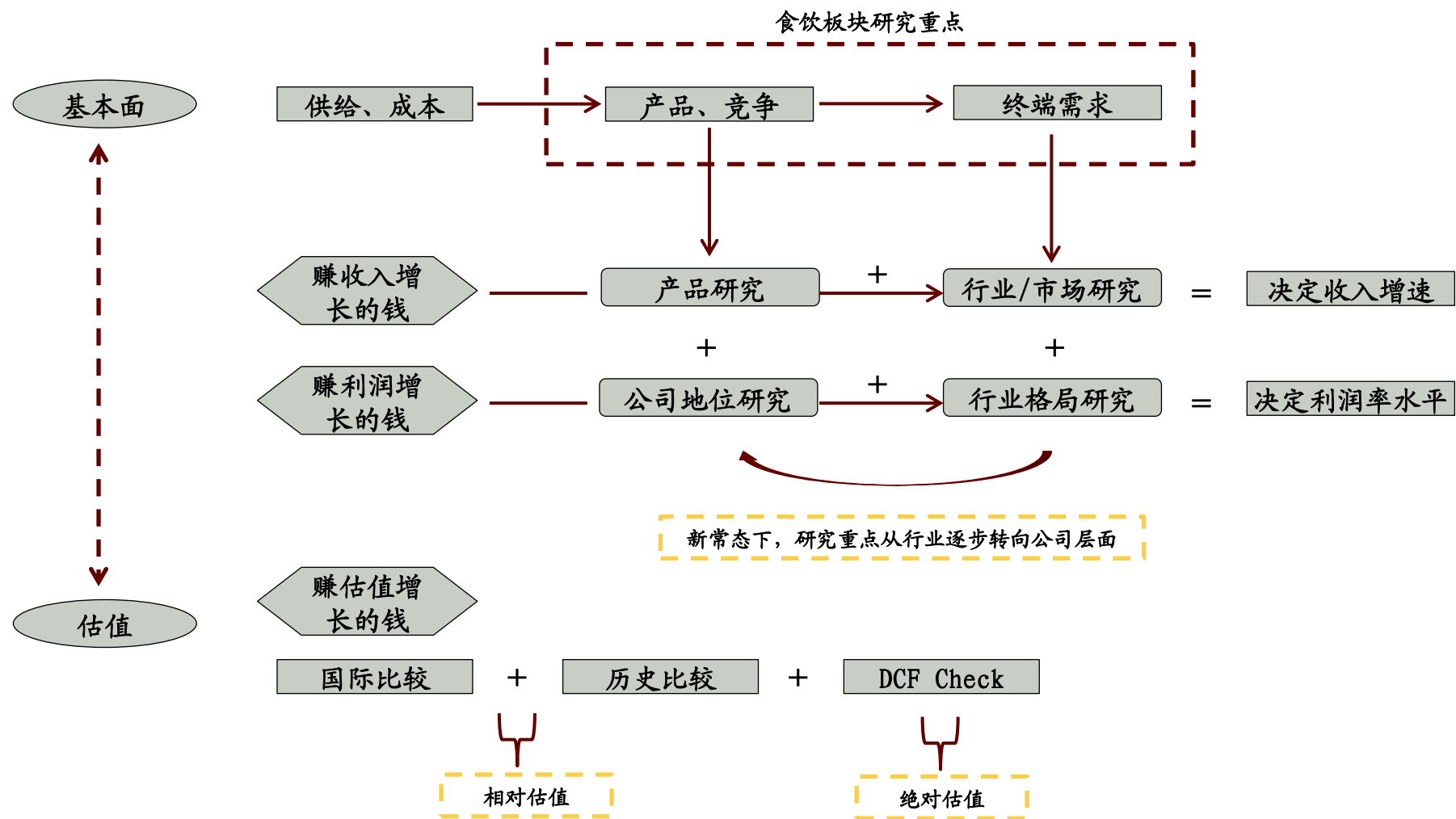
2014	亿元	占全市场%
A股总市值	279,182	
食品饮料	9,005	3.2%
		占食品饮料%
白酒	3,750	42%
啤酒	966	11%
葡萄酒	284	3%
乳品	1,149	13%
肉制品	886	10%
调味品	910	10%
黄酒	103	1%
软饮料	226	3%
其他	731	8%

- A股的食品饮料上市公司较多，所处行业较为分散，其中白酒的市值权重最高，不过已经由2013年初的60%占比下降至目前的42%；快消品的市值占比在提升
- 2013年以前，在基金持仓数据披露时，国内基金公司的行业配置中，食品饮料权重普遍在8-10%，当时主要以配置白酒为主，目前主要是乳品及部分白酒，行业内分化明显。
- 港股的食品饮料主要为快消品大龙头；港股有一定的流动性溢价现象

第二部分

研究框架

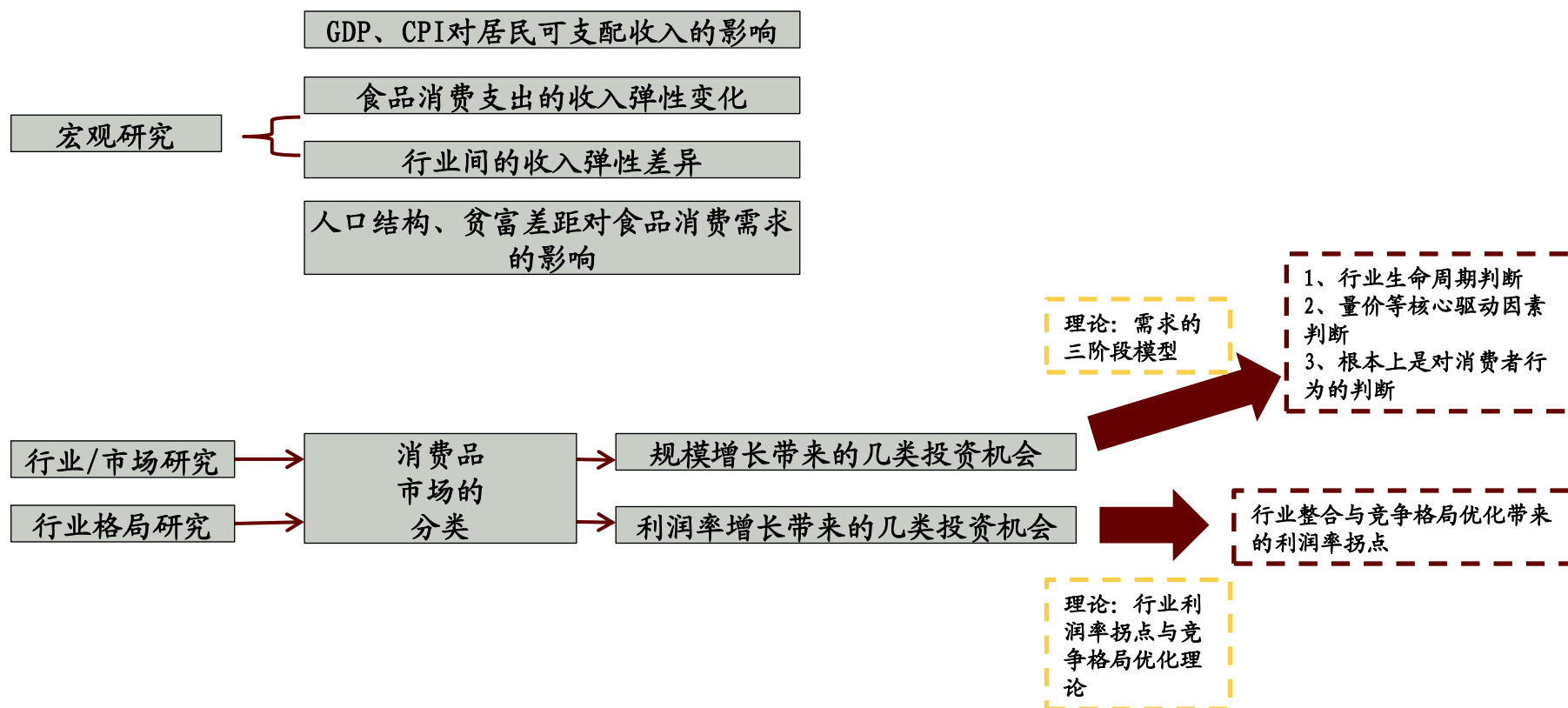
行业研究框架



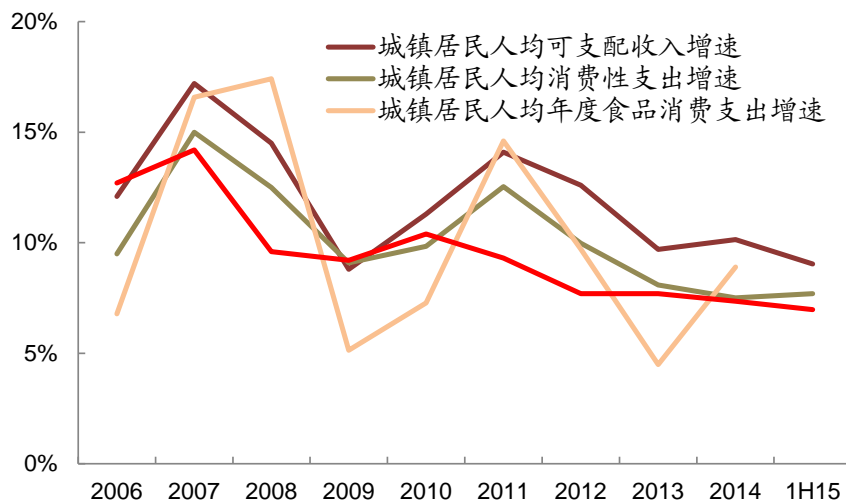
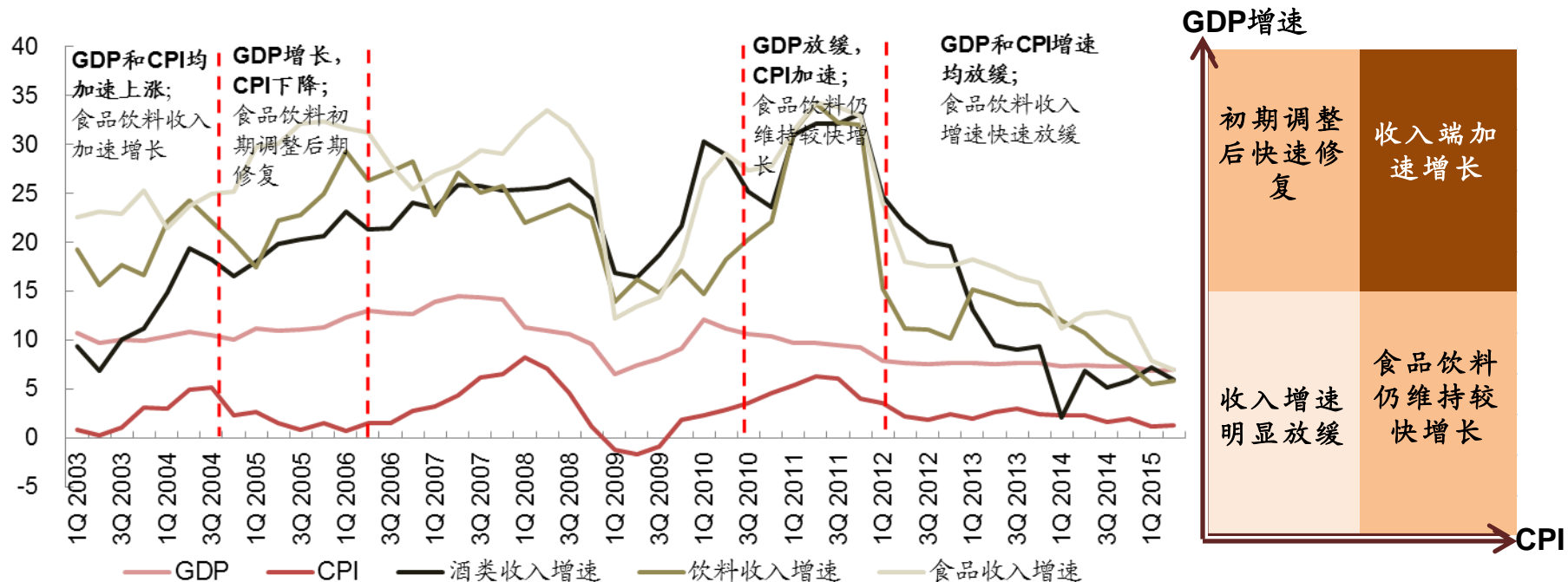
第二部分

终端需求研究

终端需求研究框架



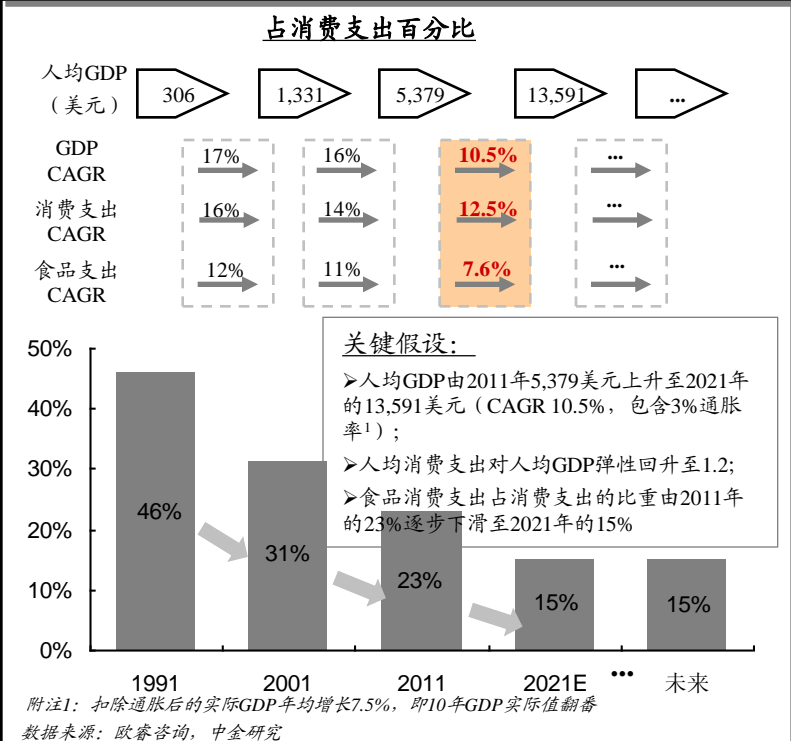
宏观研究 - 宏观经济对食品消费支出的影响



- 宏观经济对食品消费支出有重要影响
- GDP和CPI与食品饮料消费增速有很强相关性：
 - 当GDP增速放缓时，居民可支配收入增速随之放缓，消费者对未来收入的预期下降，从而影响消费意愿与支出。
 - CPI从侧面反映需求强弱，低通胀/通缩可能引发价格战，从而影响行业收入/利润水平。
 - 实证表明，2012年以后，GDP与CPI增速双双放缓，食品饮料行业增速亦出现明显下降。

宏观研究：食品消费支出的收入弹性变化预测

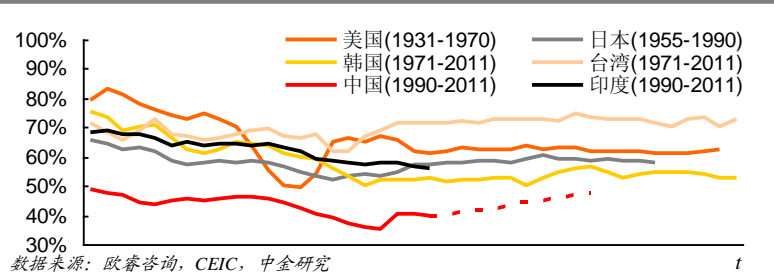
食品消费支出比重温和下降...



对未来10年的判断:

- 食品支出占消费支出的比重缓慢下滑至15%;
- 人均消费支出对人均GDP弹性由过去10年的小于1.0上升至1.2, 体现未来10年消费对经济增长贡献提升;
- 未来10年整体消费支出年均增速为12.5% (vs. 2001-11CAGR:14%);
- 未来10年整体食品支出年均增速为7.6% (vs. 2001-11CAGR:11%)。

消费支出占比国际经验-微笑曲线



- 许多国家在高速工业化进程中伴随大规模投资和快速资本累积, 期间消费支出占GDP比重下降以及消费支出收入弹性出现暂时性钝化 (如美国31-45年, 韩国71-88年及日本55-70年) ...
- 但在微笑曲线突破底部区间后, 消费支出占GDP比重逐步提升, 消费支出收入弹性亦明显高于前期...

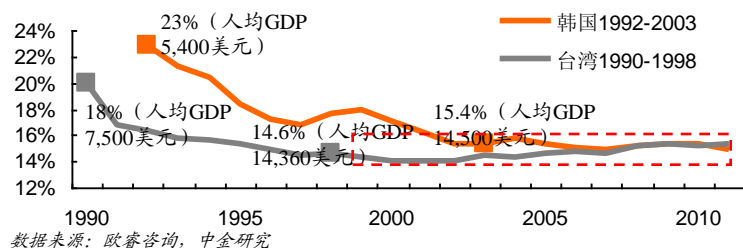
人均消费支出对人均GDP弹性上升...



- 根据韩国和台湾的经验, 在人均GDP从5,400美元左右增长至14,000美元左右的过程中, 人均消费支出对人均GDP的弹性在1.0-1.3, 均值为1.2...
- 我们判断过去10年为中国微笑曲线的底部阶段, 未来10年消费支出对GDP贡献将逐步提升, 人均消费支出对人均GDP弹性亦将升至1.0以上...

食品消费占比国际研究

国际比较: 韩国和台湾



- 根据韩国和台湾的经验:
- 人均GDP在超过5,000美元上升至14,400美元的过程中, 食品消费占消费支出的比重缓慢由20%下滑至15%左右, 这一过程大约历时10年左右...
- 人均GDP从14,400美元左右继续增长至21,000美元的过程中, 食品消费占消费支出的比重仍维持在15%左右...

宏观研究：产品间收入弹性差异 - 总支出稳定增长背后的零和游戏

产品需求收入弹性逐步下降...

过去10年的收入弹性曲线

子行业	2002-11	2002	2011	
蔬菜水果坚果	0.16	0.80	0.16	大宗类食品
水产品	0.37	1.19	0.33	
肉类产品	0.84	1.15	0.91	
糖	1.25	1.54	1.13	
植物油	1.15	2.57	0.94	
调味品	0.35	0.25	0.64	中间类食品
罐头食品	0.53	0.23	0.64	
乳制品	1.03	1.90	1.04	
啤酒	0.69	0.56	0.72	
方便面	0.67	0.86	0.87	
烘焙食品	0.50	0.81	0.94	情绪类食品
糖果	0.48	0.87	0.69	
白酒	0.62	n.m ¹	0.84	
葡萄酒	1.31	0.93	1.96	
软饮料	0.94	1.40	1.18	
食品饮料	0.72	0.73	0.89	

数据来源：欧睿咨询，国家统计局，彭博咨询，商务部，中金研究

附注：1) 由于政策及宏观经济因素，白酒消费于2002-03延续自1996年开始的整体下滑；2) 收入弹性是基于人均GDP

大宗类食品：

(蔬菜水果坚果、水产品、肉类、糖、植物油、...)

✓过去10年，除了肉类产品外，收入弹性均大幅下滑；

✓未来10年，预计收入弹性继续钝化，可能是由于多为功能性食品，摄入量会有上限，而且产品差异化与升级空间相对较小。

中间类食品：

(调味品、罐头食品、乳制品、啤酒、方便面...)

✓过去10年，除乳制品外所有子行业收入弹性呈回升趋势；

✓未来10年，除乳制品外所有子行业收入弹性仍有望稳中再升，动力来自于消费升级趋势下产品属性有移向情绪类食品的机会。

情绪类食品：

(烘焙食品、糖果、白酒、葡萄酒、软饮料...)

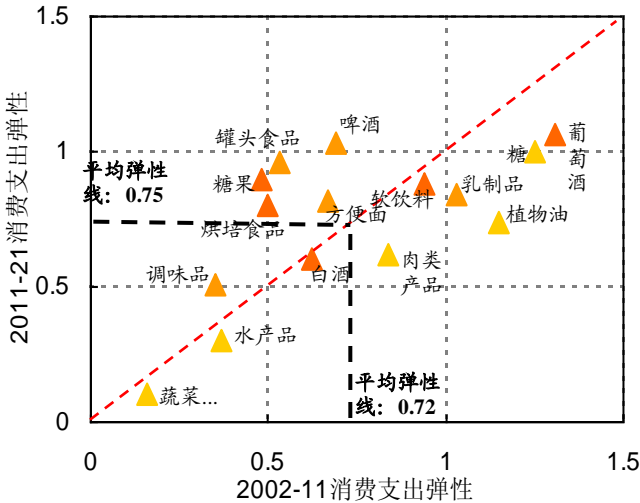
✓软饮料和葡萄酒收入弹性将逐步降低，但仍为高弹性品种；

✓烘焙食品收入弹性还有提升空间；

✓糖果短期收入弹性降低，但有望在未来10年小幅回升

...但产品间弹性差异与变化趋势各异

过去vs.未来10年的收入弹性曲线



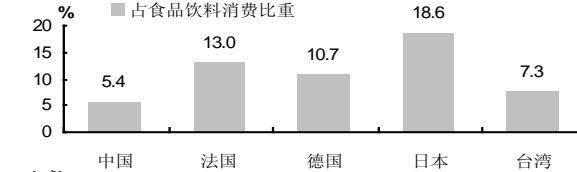
规律总结：

- 大宗类食品弹性下降速度快，中间与情绪类食品产品下降速度慢；
- 中间类食品弹性回升是受升级趋势推动有向情绪类食品靠拢的机会；
- 平均弹性线外或对角线以上子行业更具相对增长潜力。

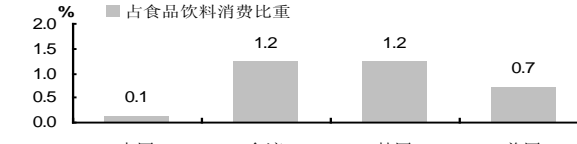
...还需关注新产品机会

➢ 随着人均GDP的上升，存在新兴子行业出现的可能...我们检索了发达国家食品饮料消费支出各品类的比重，发现部分产品在中国的比重较低且也相对符合中国饮食习惯...

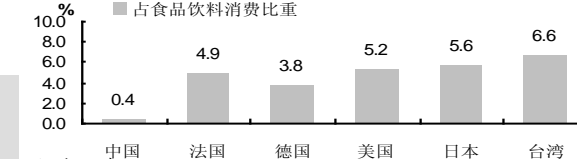
冷鲜加工食品(Chilled processed food)



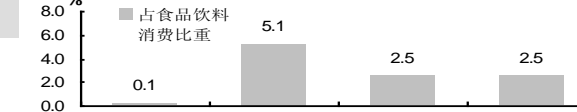
代餐(Meal replacement)*



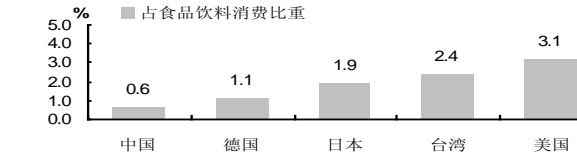
便餐(Ready meals)



即饮咖啡(RTD coffee)

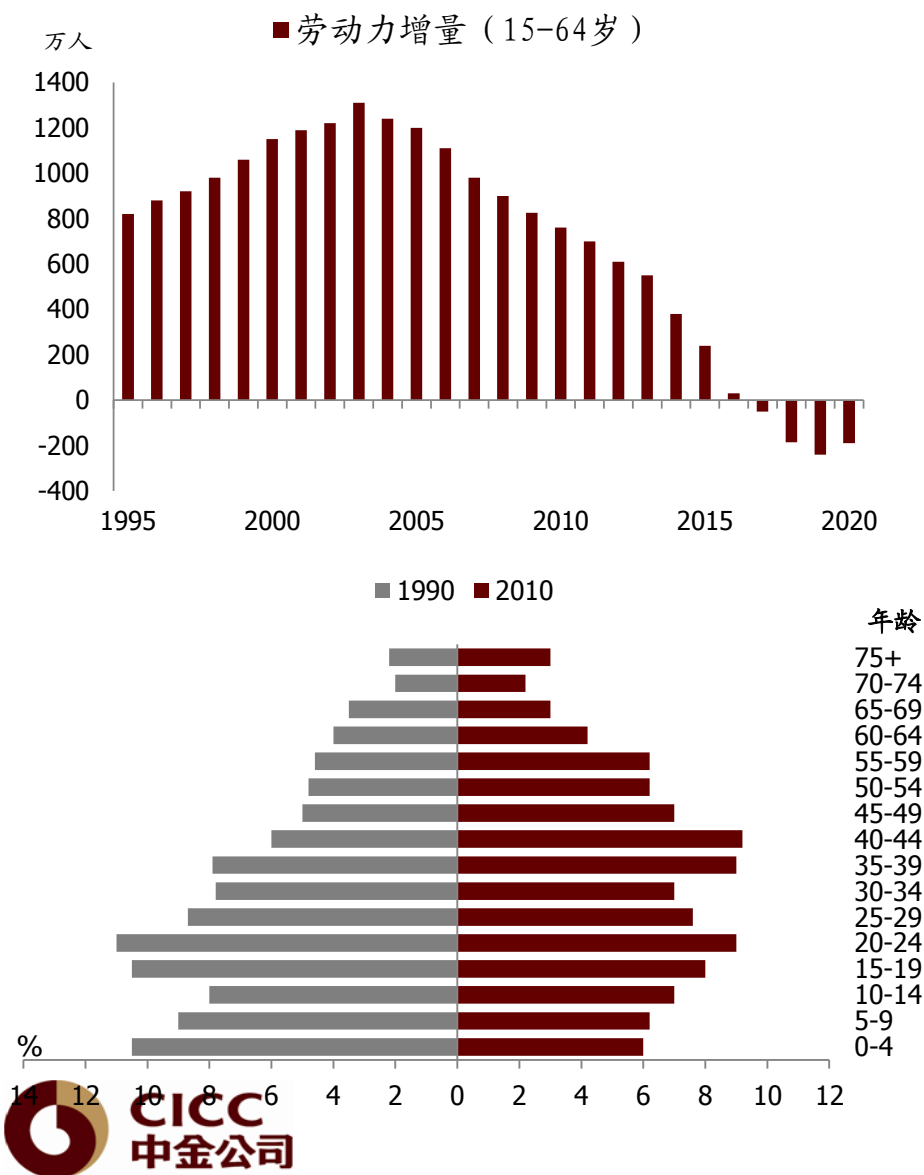


功能及运动型饮料(Sports & energy drinks)



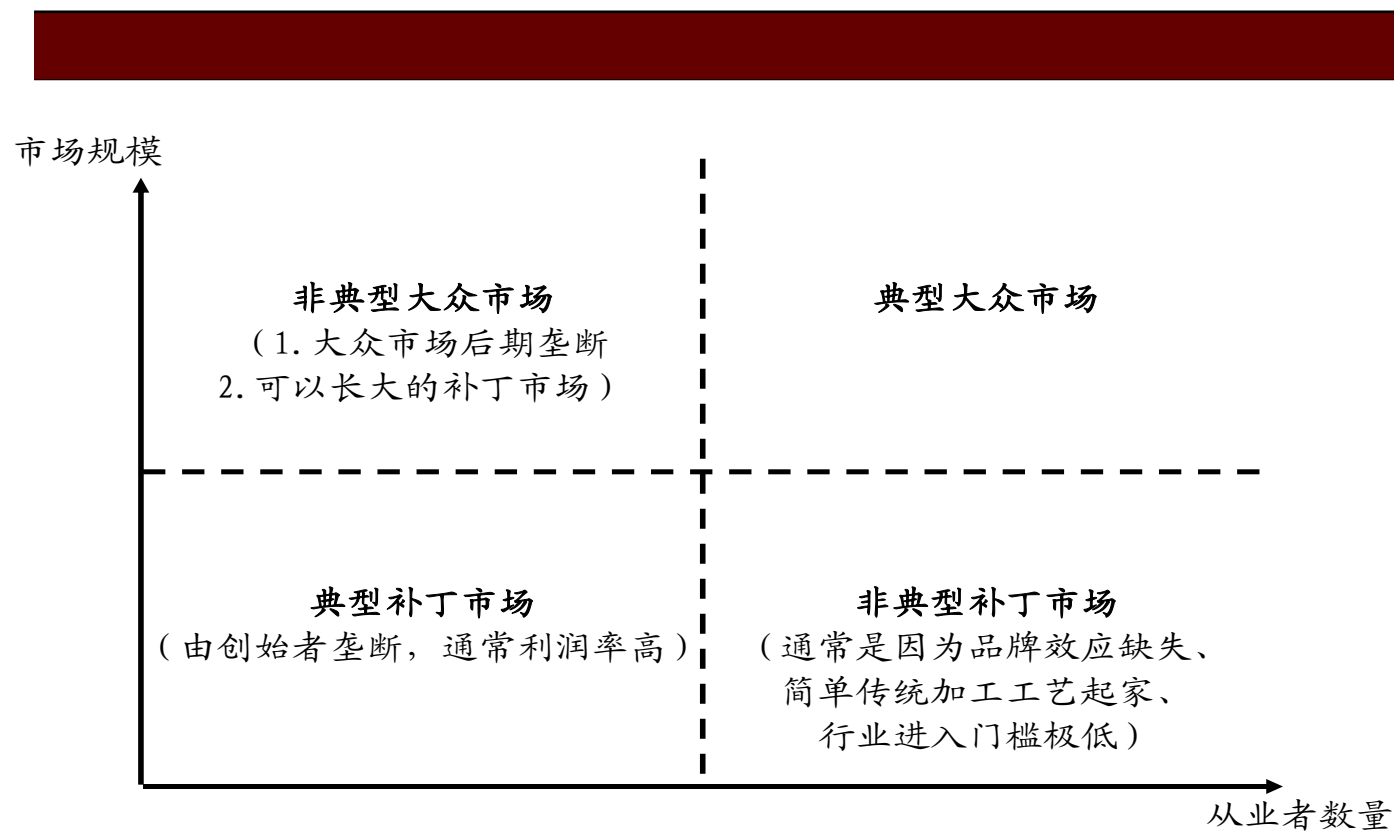
附注：*功能性餐食，面向减肥者、心血管疾病患者以及有基础营养需求的消费者等

宏观研究：人口结构、贫富差距对食品消费需求的影响



- 近几年食品饮料各子行业收入增速明显放缓，除宏观经济影响外，人口结构和贫富差距变化也成为可能的解释
- 人口结构：近年来劳动力人口下降明显，拖累需求与供给；人口老龄化影响总体需求，尤其影响啤酒、饮料、肉制品等子行业
- 贫富差距：中国贫富差距仍然较大，富裕人口的食品边际消费增量不足，贫困人口消费升级速度有限

行业与市场研究：消费品市场的分类

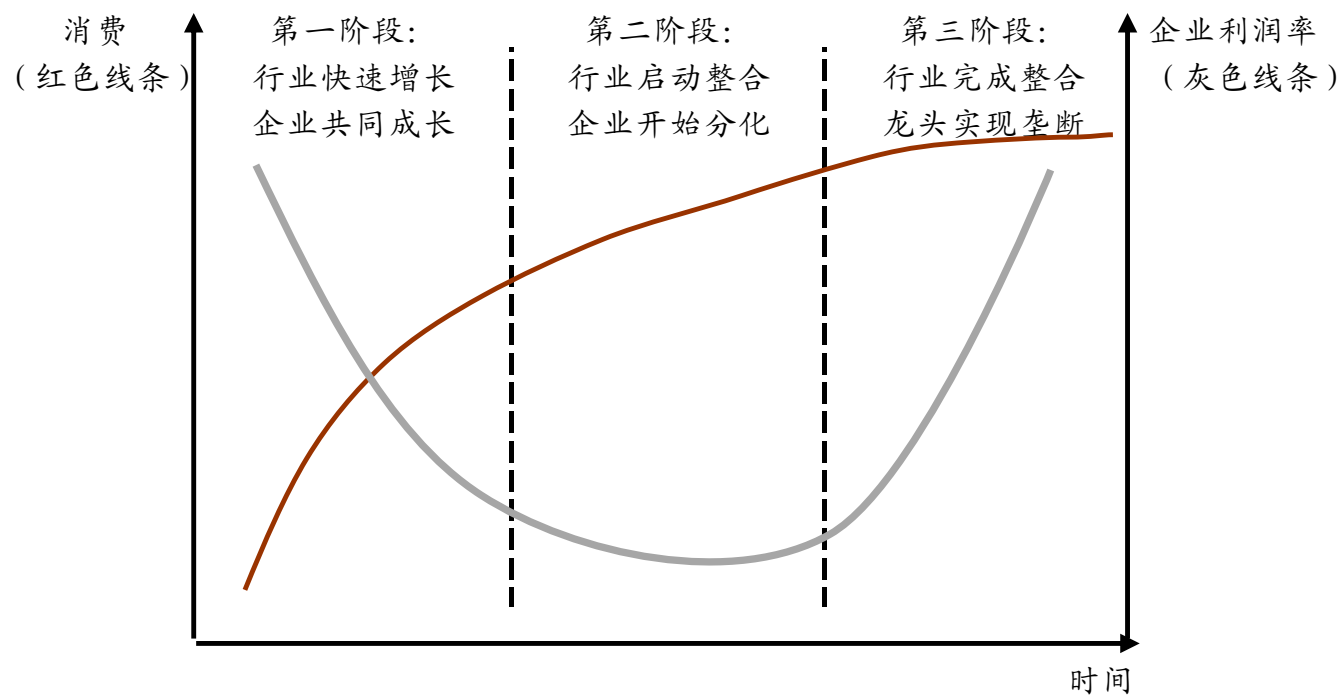


行业与市场研究：快消品行业的典型与非典型投资机会

	典型性机会	非典型性机会
(规模) 成长	<div>(1) 早期需求快速增长带来的行业性机会</div> <div>(2) 中期整合带来的优势企业胜出机会</div>	<div>(1) 行业性机会出现在竞争格局稳定之后</div> <div>(2) 成功开发一个新的补丁市场</div>
利润率拐点	<div>(1) 行业整合与竞争格局优化带来的龙头企业利润率拐点</div>	<div>(1) 与典型补丁市场特征不匹配的低利润率水平</div> <div>(2) 非典型补丁市场上的崛起者</div>

行业与市场研究：需求的三阶段模型 - 行业的生命周期

需求的三阶段模型：分清需求与利润率经验曲线下的行业与企业研究侧重点



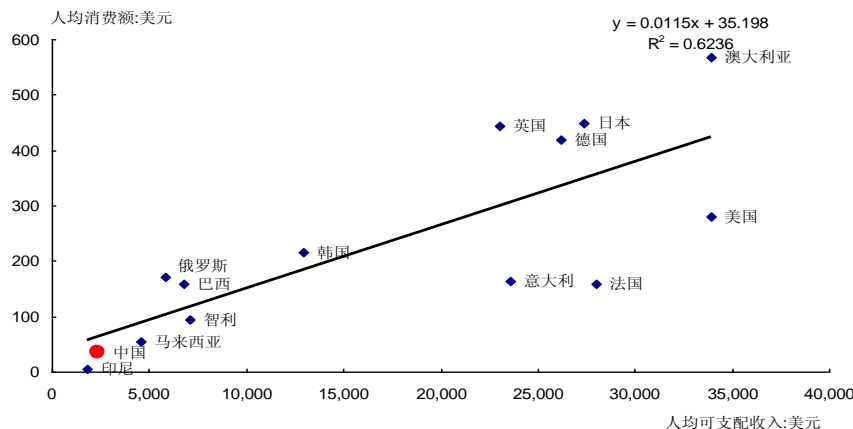
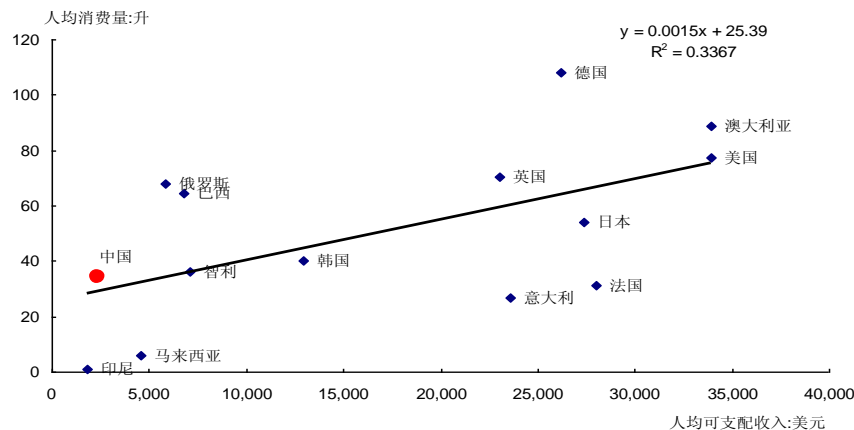
行业与市场研究：食品饮料各子行业所处的发展阶段

行业名称	发展阶段	06~14年产值CAGR	行业集中度
啤酒	III	10.6%	
白酒	II / III	23.9%	一线白酒处于III阶段，二三线白酒处于II阶段
葡萄酒	III	16.1%	
黄酒	II	13.7%	
软饮料	II / III	18.6%	全行业处于II阶段，部分子行业(如:碳酸饮料等)处于III阶段
方便面	III	19.0%	
速冻米面食品	III	23.0%	
屠宰及肉类加工	II	21.4%	
液体乳及乳制品	II / III	15.1%	全行业处于II阶段，液态奶行业处于III阶段
调味品	I	18.4%	

行业与市场研究：寻找核心驱动因素 - 是量还是价格游戏？

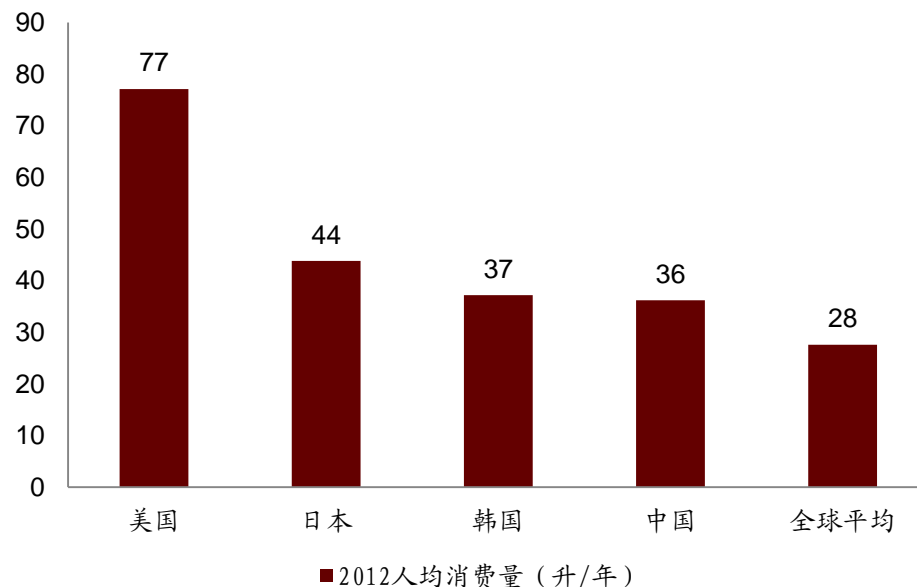
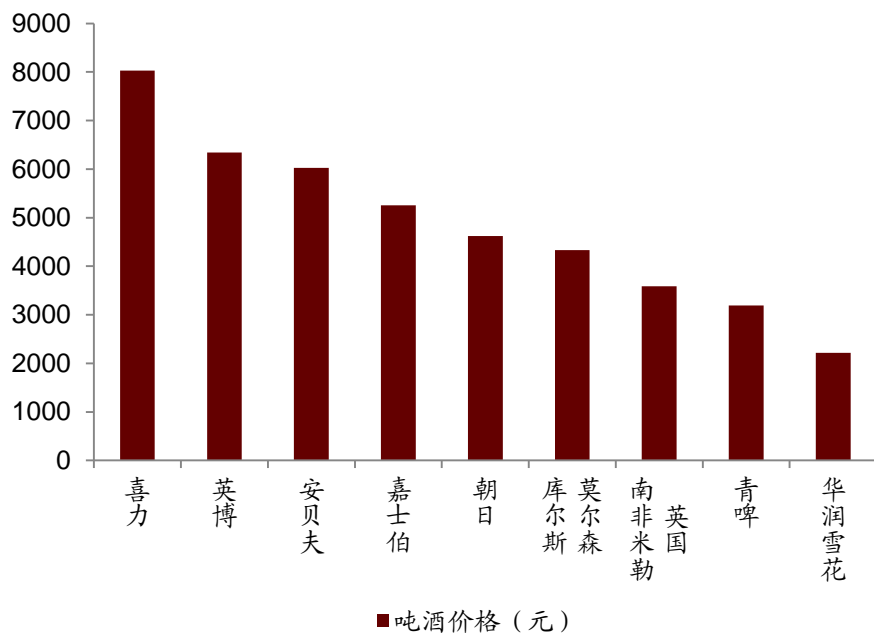
案例：中国啤酒行业空间来自量增还是价增？

- 回归分析是一种简单的定量分析法
- 如果以日本为参照(约25年收入差距)：人均支出金额成长空间15倍，其中价格解释10倍空间，销量解释5倍空间，未来增长的核心驱动因素来自人均消费金额的增加
- 如果以韩国为参照(约10年收入差距)：人均支出金额成长空间7倍，其中价格解释6倍空间，销量解释1倍空间，未来增长的核心驱动因素来自人均消费金额的增加



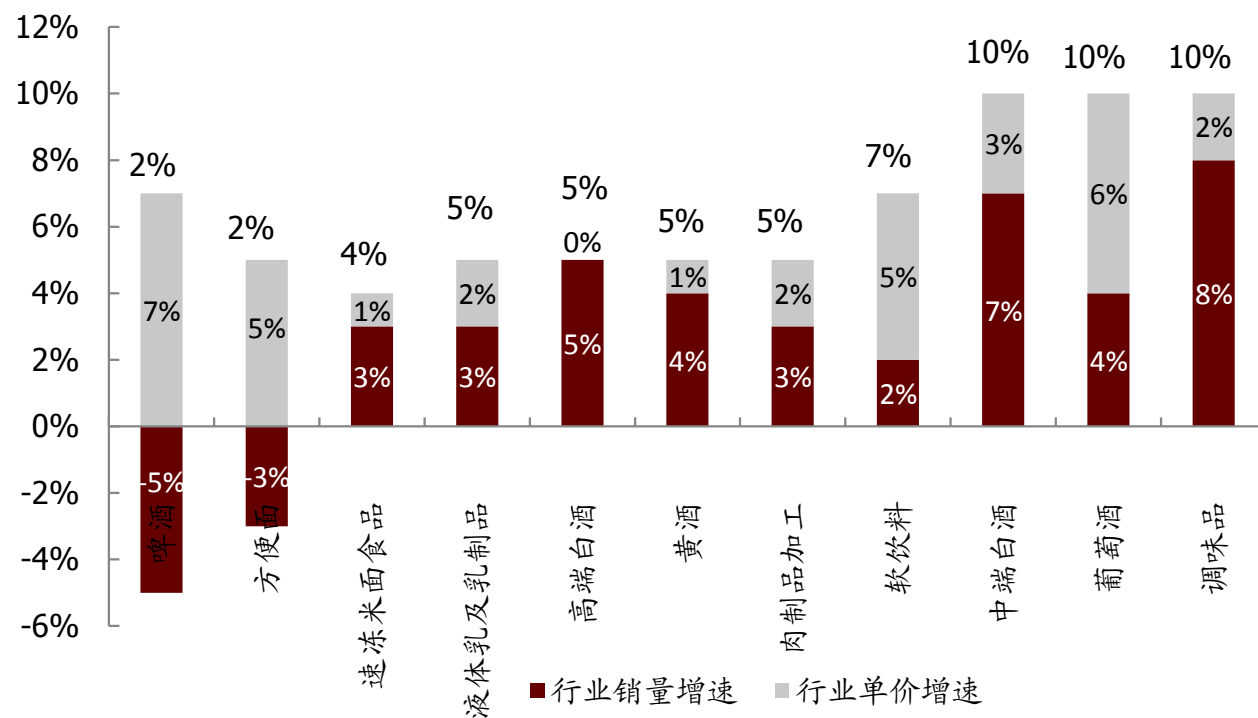
行业与市场研究：寻找核心驱动因素 - 是量还是价格游戏？

- 案例：中国啤酒行业空间来自量增还是价增？
- 通过简单的定性比较（国际间人均啤酒消费量和吨酒价格差异），亦可看出行业未来的主要驱动因素价增



行业与市场研究：寻找核心驱动因素 - 是量还是价格游戏？

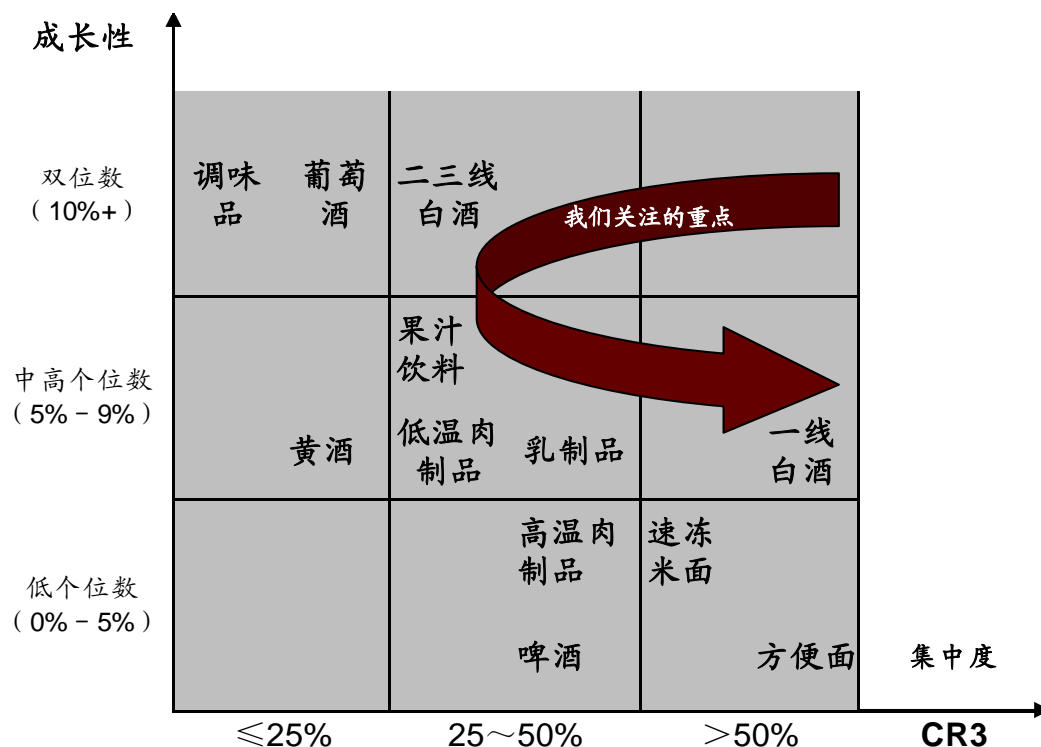
食品饮料各子行业未来量价驱动因素分解



*柱体上方数字为行业收入增速预测

行业格局研究：利润率拐点与竞争格局优化

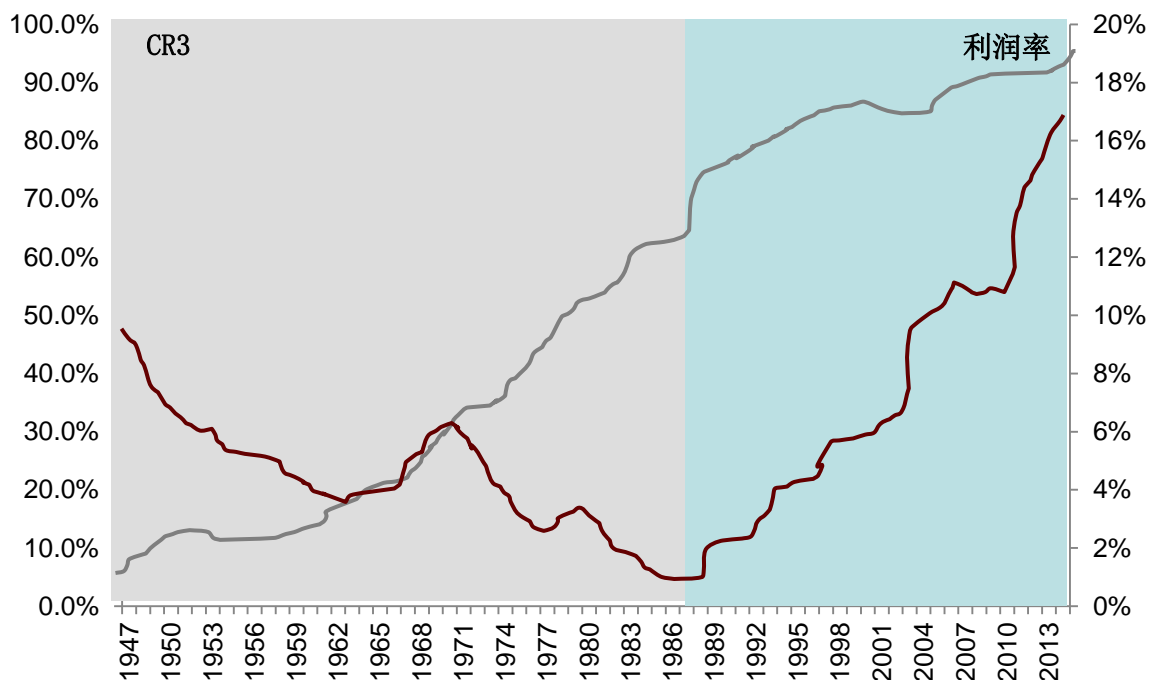
- 行业利润率拐点与竞争格局优化理论
 - 行业利润率拐点发生时点： $CR3 \in [25\%, 50\%]$
 - 理想的竞争格局： $CR3 \geq 50\%$, $CR1 \geq CR2 + CR3$
- 长线投资者更关注成长质量
 - 没有利润率风险的成长是有质量的成长
 - 通常利润率拐点出现在集中度中段



行业格局研究：利润率拐点常见于CR3 25 - 50 % 阶段

案例：美国啤酒行业集中度与利润率变化

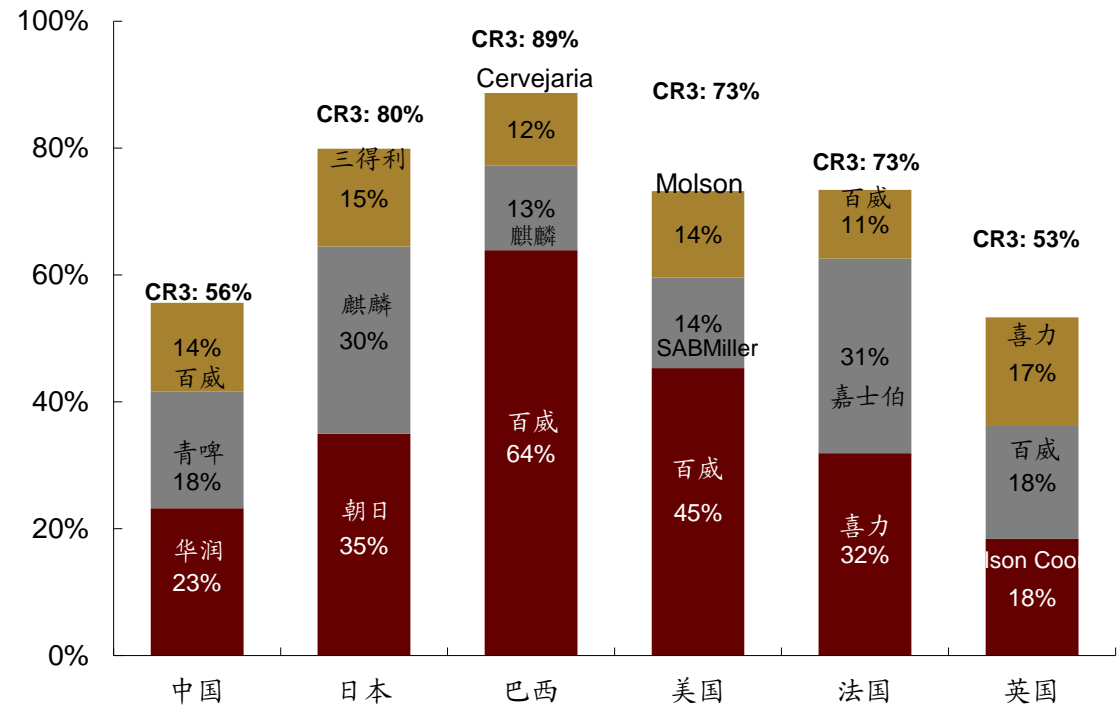
- 阶段一：1950 - 1985, CR3=9%-45%, 行业利润率从50%下降至2%。期间美国啤酒行业从集中度低, 地域性强走向竞争加剧和价格战, 兼并整合加快, 前三大啤酒厂产能大幅增加
- 阶段二：1986 - 2014, CR3=45%-73%, 行业利润率从2%上升至17%。行业格局基本稳定, 利润率水平显著提升



行业格局研究：案例－啤酒行业的整合空间

- 啤酒行业
- 中国啤酒市场整合空间明显
- 巴西、美国市场竞争格局最为合理
- 英国、法国与日本市场竞争格局均有缺陷

啤酒行业前三强市场份额比较



行业格局研究：整合与利润率

各国啤酒行业集中度与息税前利润率比较

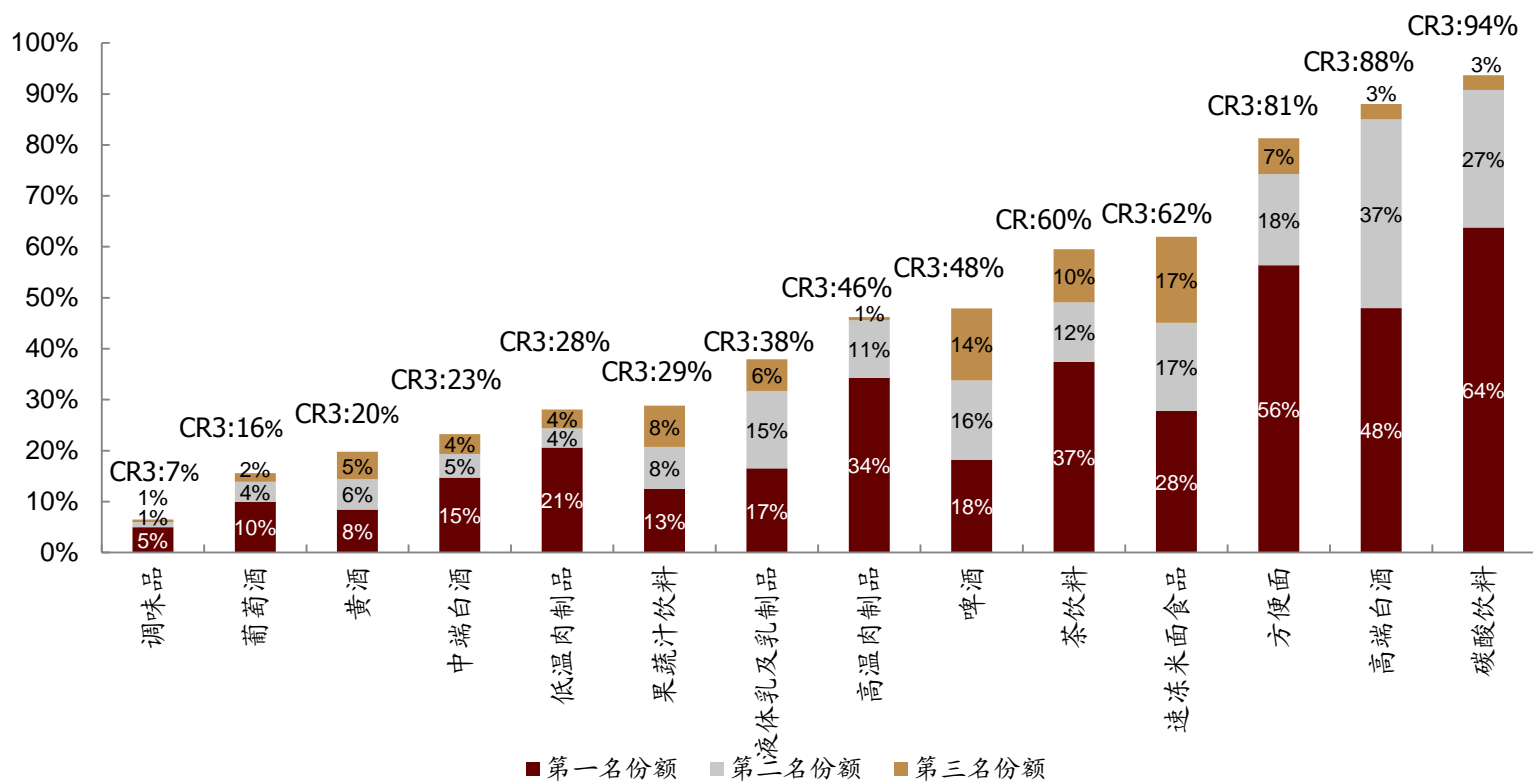
- 啤酒行业
 - 啤酒市场整合带来效益
 - 竞争格局稳定有利于利润率提升（美国、巴西）
 - 中国市场利润率提升空间明显

国家	CR3		EBIT margin
中国	56%	(23%+18%+14%)	9%
日本	80%	(35%+30%+15%)	7%
*巴西	89%	(64%+13%+12%)	20%
*美国	73%	(45%+14%+14%)	22%
法国	73%	(32%+31%+11%)	15%
英国	53%	(18%+18%+17%)	15%

行业格局研究：利润率拐点与竞争格局关系

■ 什么是稳定的竞争格局：CR3 ≥ 50%，且头名市占率 ≥ 后两名之和

国内啤酒、饮料与乳品行业税前利润率历年变化

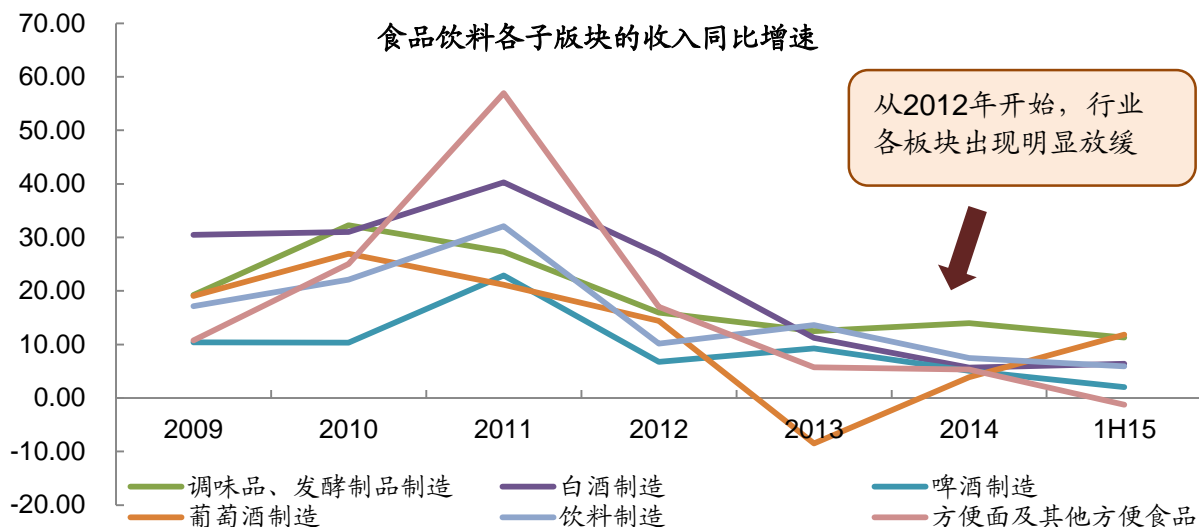


终端需求研究总结：难点与方法

难点	方法	例证
判断早期需求 (S曲线的前端)	宏观视野，国际比较	速冻米面食品
判断行业需求拐点 (避免简单的线性外推)	草根调研，终端与渠道跟踪	高端白酒
认识整合的必然与偶然 (影响规模效应形成的症结所在)	国际比较与中国国情相结合	屠宰、调味品
行业合理利润率的判断 (大众与补丁市场均会面临的问题)	国际比较，国内跨行业比较	啤酒、植物蛋白饮料
非典型市场上的先行者与先行者优势 (细分行业/需求挖掘)	纯粹的公司层面研究与公司间比较	中小食品(挂面、榨菜、粉丝、瓜籽...)

终端需求研究：新常态下的几条结论

食品饮料行业增速步入趋势性放缓的“新常态”

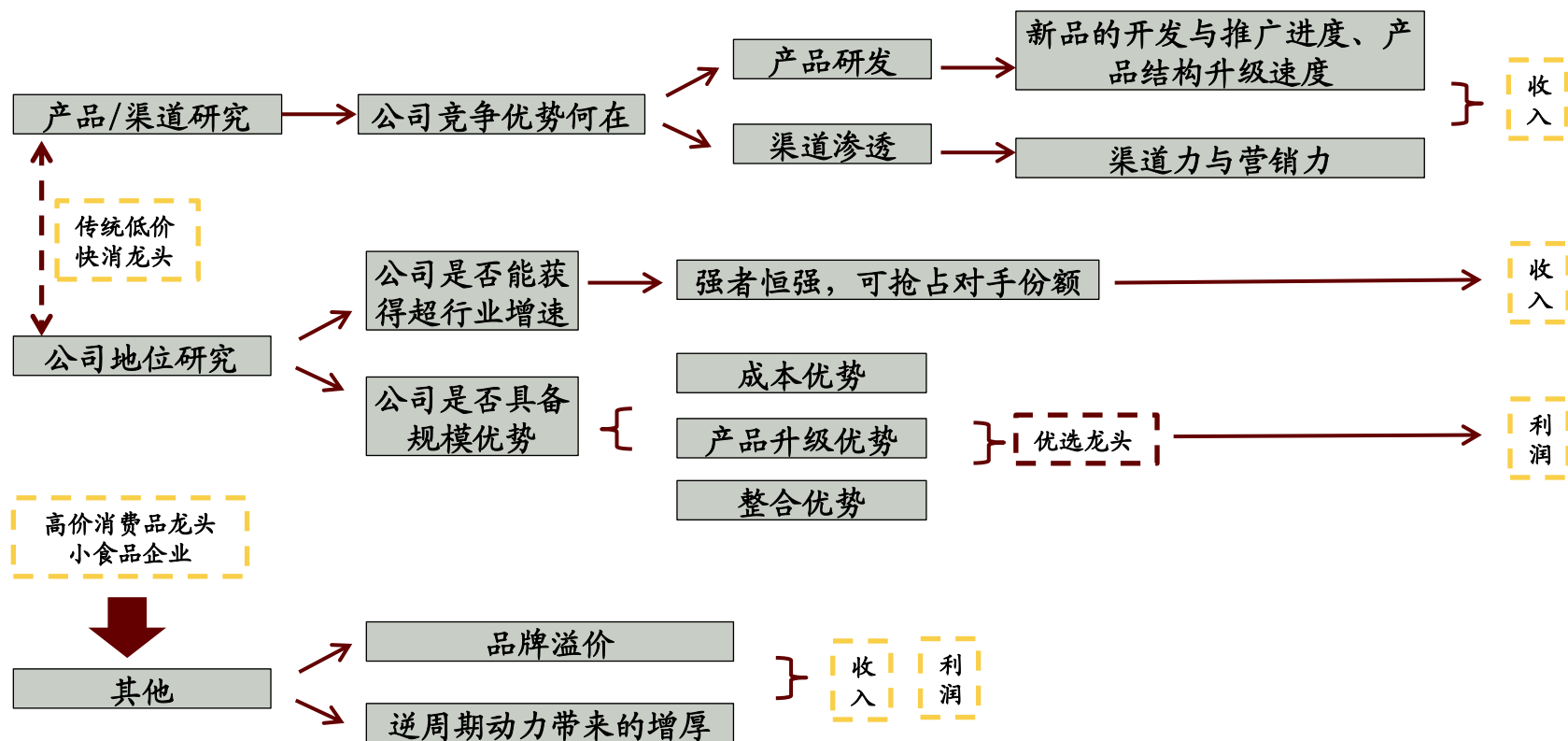


- 选择好行业（顺水推舟）强于选择好公司（逆流而上）：增速高、格局优的行业作为首选
- 投资进入择股阶段：多数子行业已经步入成熟阶段，增速至低个位数趋同，格局稳定，行业内公司齐上齐下阶段结束，分化加剧
- 此时行业研究的价值将更多体现在：
 - 对行业生命周期的高点判断（提示风险）；
 - 对行业进入成熟期后，竞争格局量变到质变的时点判断（考虑资金的时间成本时，何时投资能够赚到利润率提升的钱）。

第二部分

产品与竞争研究

产品与竞争研究框架



公司研究：寻找什么样的投资标的？

- 理解低价消费品龙头的长线配置价值
- 寻找具备品牌壁垒的高价消费品龙头
- 发掘小食品企业的逆周期成长动力

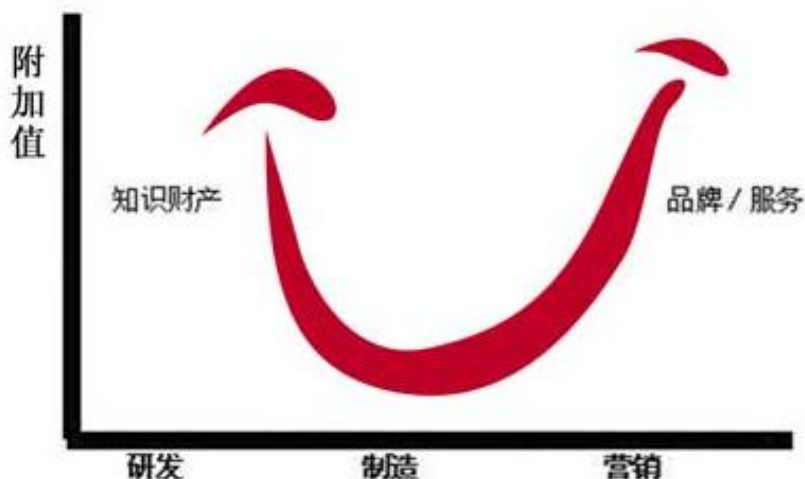
公司研究：理解低价消费品龙头的长线配置价值

■消费品公司的核心竞争力

- 必须同时具备微笑曲线的两端的能力（产品力+渠道力）
- 良好的公司治理是必要条件

■适用子行业：

- 二线白酒、乳品、啤酒、葡萄酒、饮料、方便面、调味品等接近快消品属性子行业



公司研究：理解低价消费品龙头的长线配置价值

- 判断产品力：研发费用占收入比例（经验值3%以上）、新品占收入比例（经验值10%以上）、大单品规模（经验值10亿以上）
- 判断渠道力：销售人员数量、一级经销商数目、终端网点数目，收入的分地域来源、渠道下沉情况、广告宣传费/市场服务费占收入比例等。（渠道为王，中国快消品企业偏向微笑曲线右侧）
- 参考：康师傅销售人员超过2万人，一级经销商超过5000家，经销商总数超过3万家，直营零售商超过11万家，终端网点数目约300万个。
- 判断公司治理（股权结构、激励机制、考核机制等）

公司研究：理解低价消费品龙头的长线配置价值

主要低价消费品龙头的诊断结果

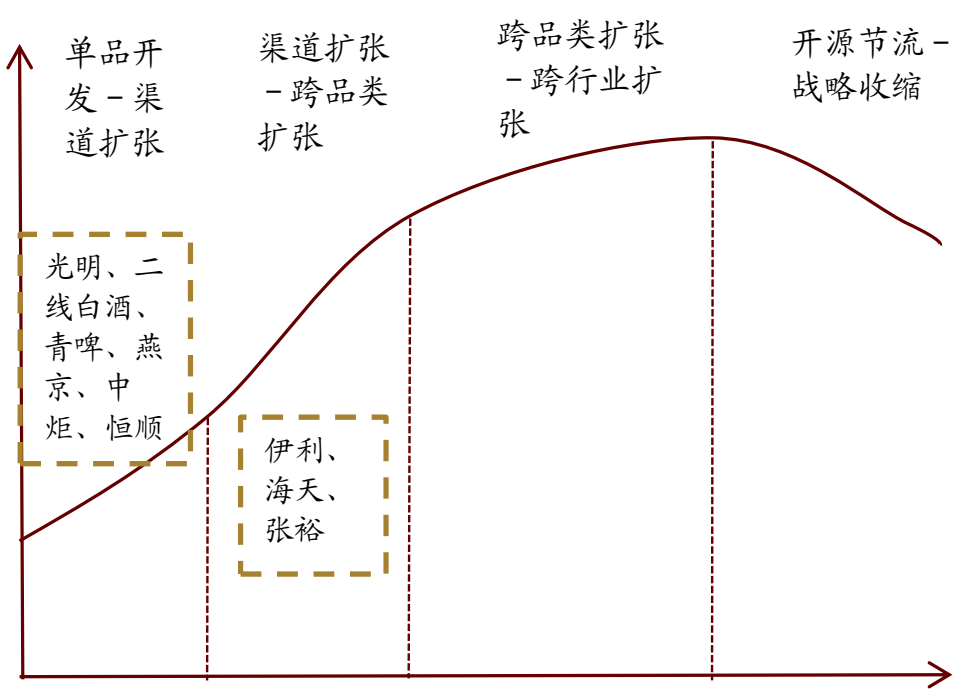
	产品力	渠道力	公司治理	综合得分
乳制品				
伊利股份	4	5	5	14
光明乳业	5	3	4	12
二线白酒				
洋河股份	4	5	5	14
古井贡酒	4	4	4	12
老白干酒	4	4	5	13
山西汾酒	4	3	3	10
金种子酒	3	4	3	10
啤酒				
青岛啤酒	4	4	5	13
燕京啤酒	4	3	4	11
葡萄酒				
张裕	3	5	4	12
肉制品				
双汇发展	4	4	5	13
调味品				
海天味业	4	5	5	14
中炬高新	5	4	4	13
恒顺醋业	4	3	3	10

公司研究：理解低价消费品龙头的长线配置价值

案例：雀巢的四阶段成长路径

阶段	时间	事项
阶段一：单品开发 - 渠道扩张（1867 - 1925）	1867	在瑞士开办炼乳生产
	1905	与竞争对手英瑞炼乳公司合并，进行行业整合。
	1918	一战期间收购多家乳品工厂，渠道伸向美国
阶段二：渠道扩张 - 跨品类扩张（1925 - 2000）	1925	收购瑞士彼得卡耶克勒公司，进入巧克力领域
	1938	创立Nescafé，进入咖啡领域
	1940	创立Nestea，进入茶饮料领域
	1945-2000	通过自主研发和兼并收购进入调味品、速冻食品、矿泉水、罐头食品、果汁等领域，被收购公司遍及五个大洲
阶段三：跨品类扩张 - 跨行业扩张（1974 - 2000）	1974	收购L'Oréal，进入食品之外的化妆品领域
	1977	收购爱尔康医药，进入制药领域
	1989	收购百特公司，进入保健品领域
阶段四：节能增效，战略收缩（2000 - 今）	1997-2007	组织变革：管理体制由分散改为集中，制定减少行政与制造费用的计划
	2000-今	剥离多项非核心业务，以专注于规模更大，利润更高的业务

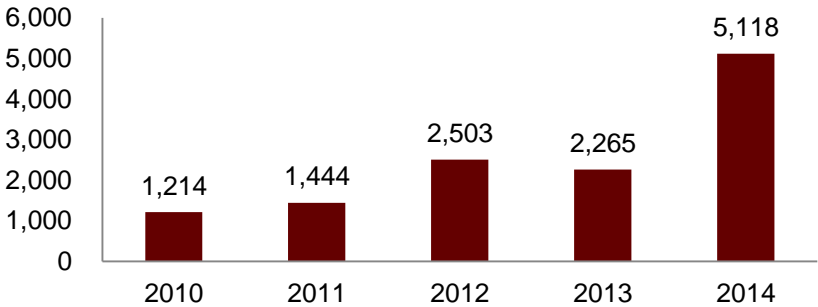
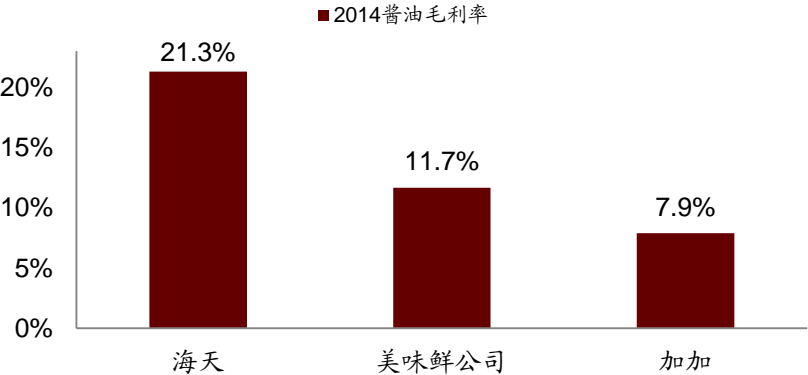
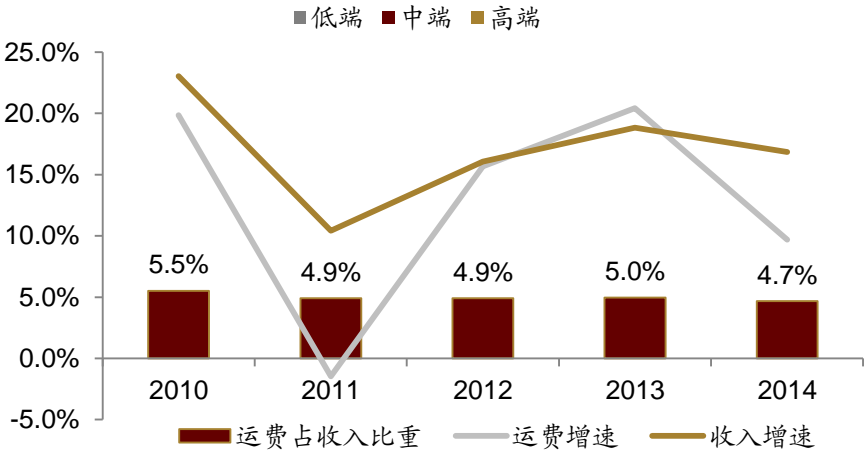
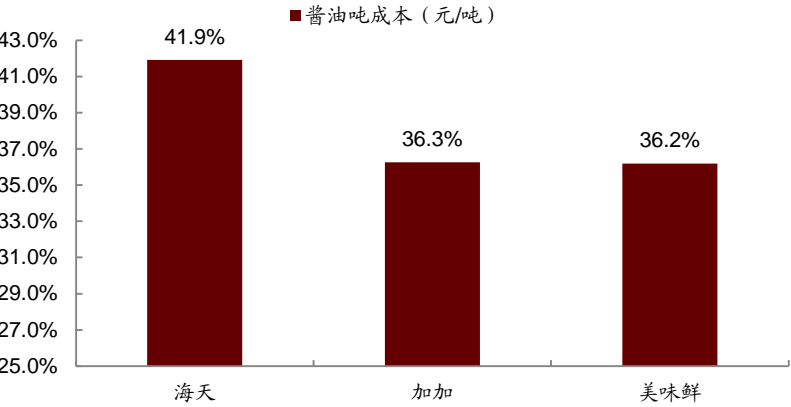
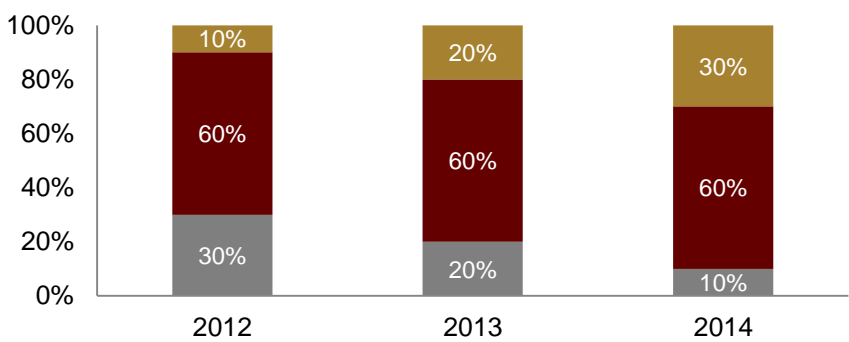
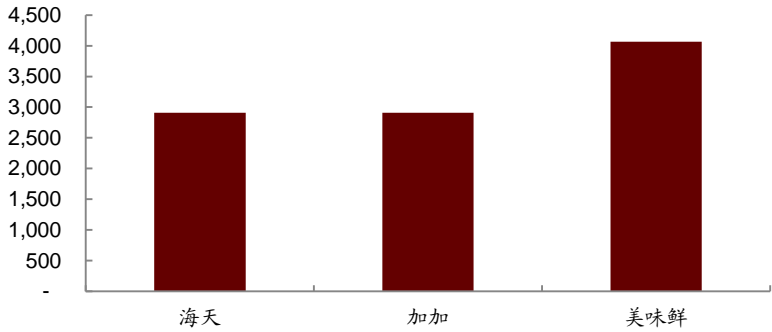
我国主要低价消费品龙头所处阶段



公司研究：理解低价消费品龙头的长线配置价值

- 为什么投资龙头：低价快消品市场特征（1）规模致胜、龙头游戏
- 龙头企业规模优势主要体现在：
 - 成本优势：原料成本（采购的规模效应）、产能布局与分销成本（全国化产能布局、运费占收入比例递减）、营销成本（线上费用占收入比例递减）
 - 产品组合优势：高毛利率是保证高净利润率的重要前提；从跑量产品（volume product）到盈利产品（margin product），龙头的品类扩张大多拥有现金牛产品作为支撑、地域扩张大多拥有利基市场作为支撑。
 - 整合优势：财务资源、价值链管理能力、收购与兼并实力

公司研究：理解低价消费品龙头的长线配置价值（案例－海天味业的规模效应）



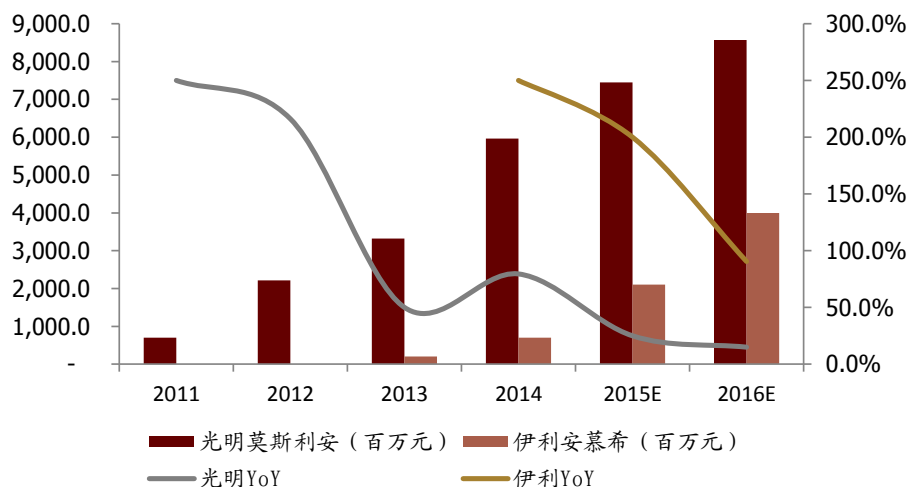
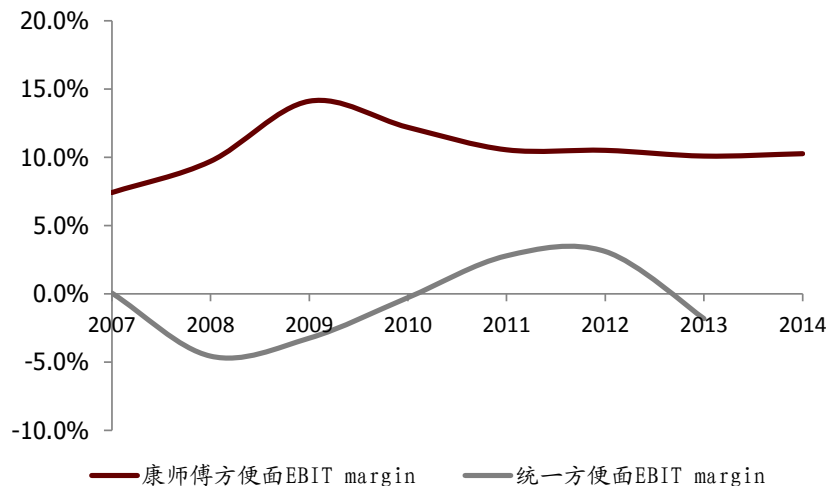
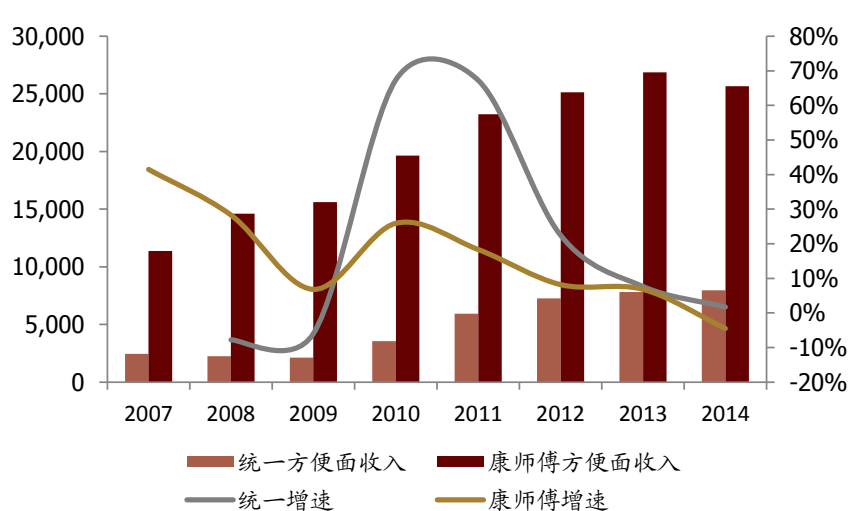
■ 2014 净利润率

资料来源：公司公告、中金公司研究部

■ 海天货币资金（百万元）

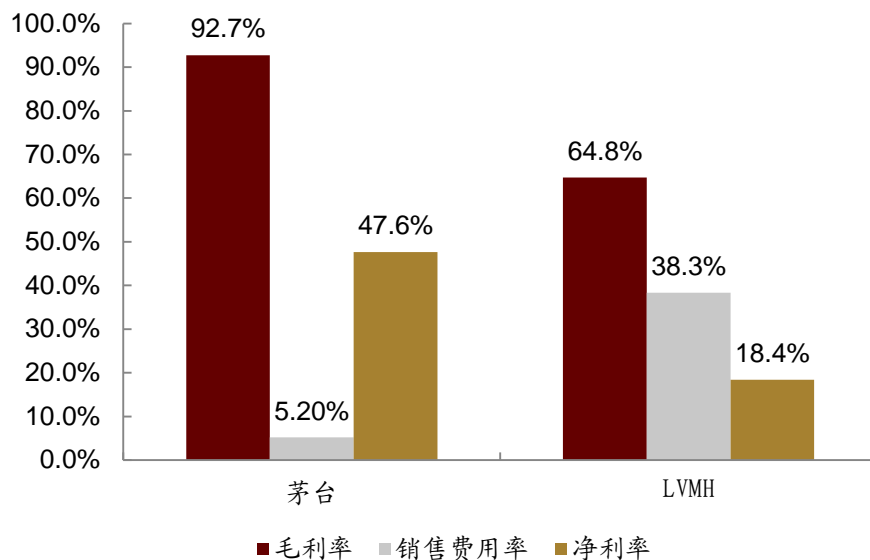
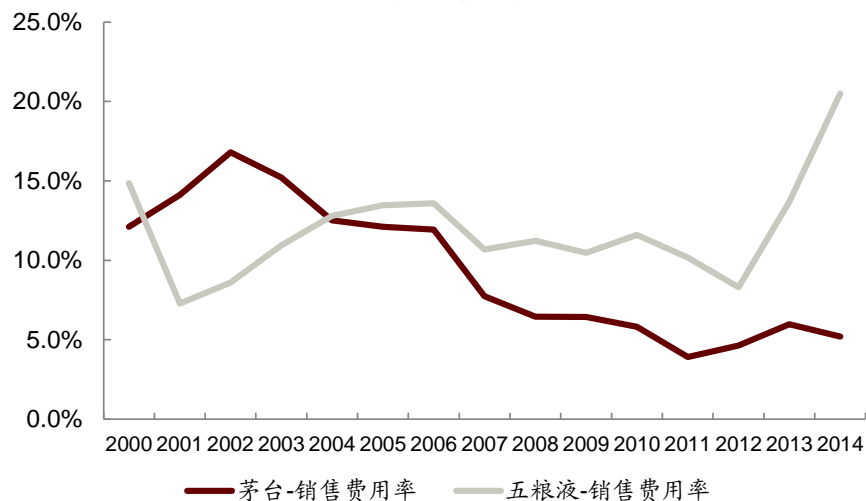
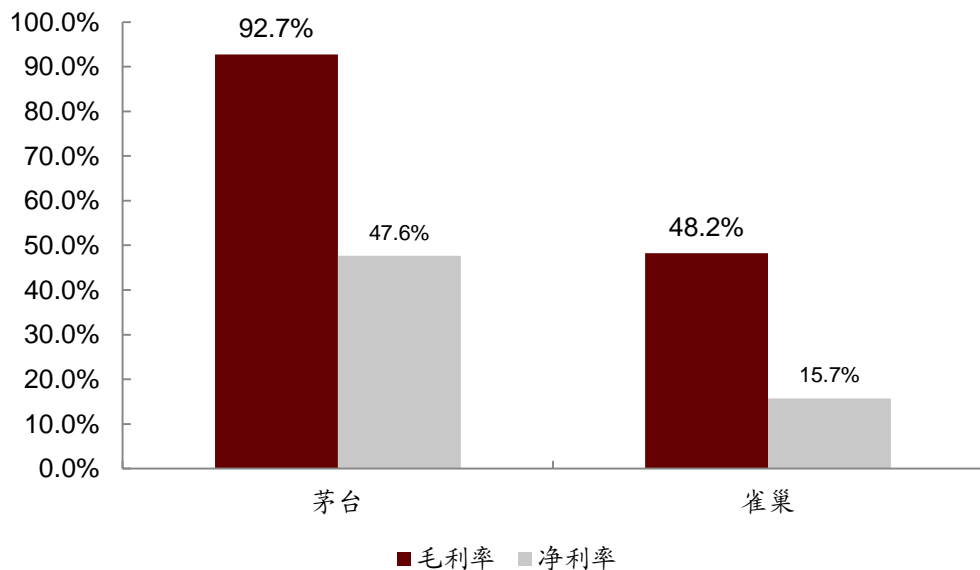
公司研究：理解低价消费品龙头的长线配置价值

为什么投资龙头：低价快消品市场特征（2）产品缺乏壁垒，渠道为王



- 品牌意识的缺失使得中国低价快消品缺乏产品壁垒，依靠研发优势取胜的产品容易被模仿和超越。
- 行业龙头多是依靠渠道力取胜，相比行业第二渠道优势明显。因此龙头的竞争策略往往是等待对手进行新品研发和期初培育，待看到确定性机会后再利用渠道优势迅速进入并赶超，该策略屡试不爽
- 行业第二则以“脉冲式”成长为主，收入和利润波动伴随新品的推出，但成长周期都较短。

公司研究：寻找具备品牌壁垒的高价消费品龙头（案例：茅台）



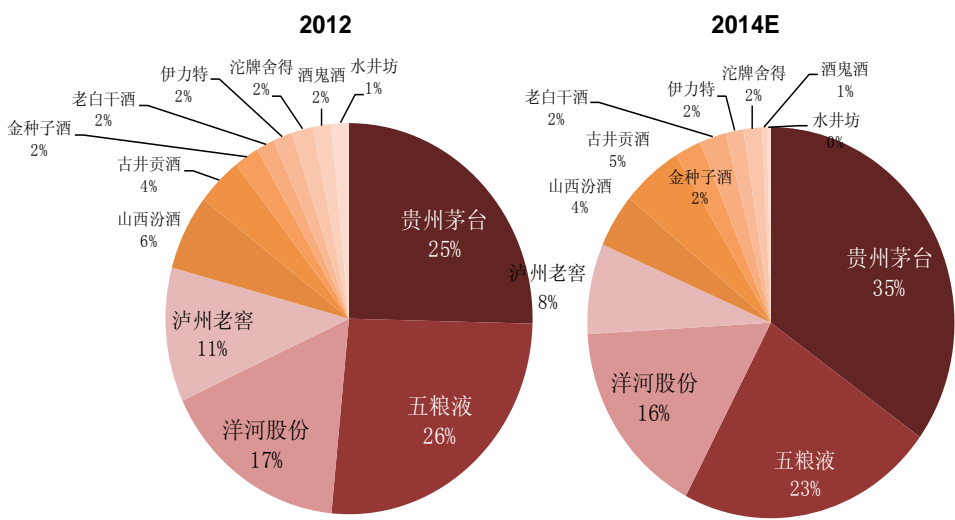
■对于高价消费品（类似奢侈品），品牌力是最具壁垒的护城河，品牌溢价是高毛利率的有效保证。

■案例：茅台 - 承载了独特的中国白酒文化，具备无可比拟的强大品牌背书，使其毛利率显著高于雀巢等低价消费品龙头，同时销售费用率显著低于LVMH等国际奢侈品龙头，净利润率较高；

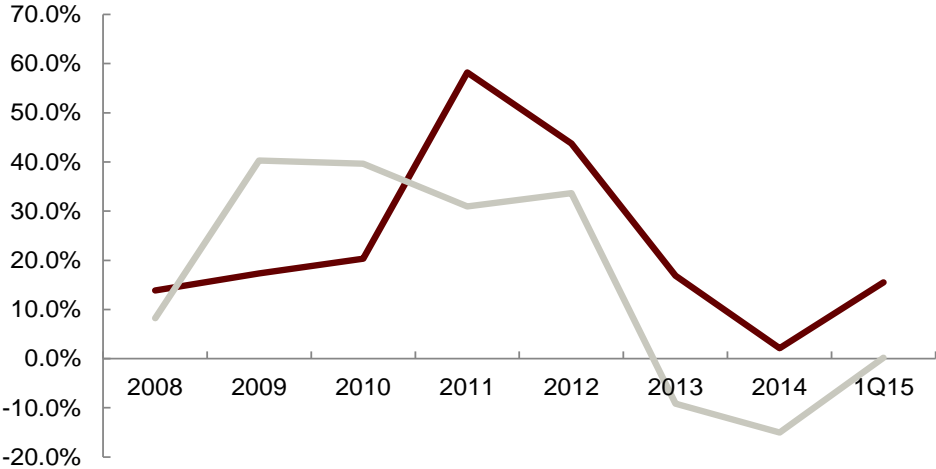
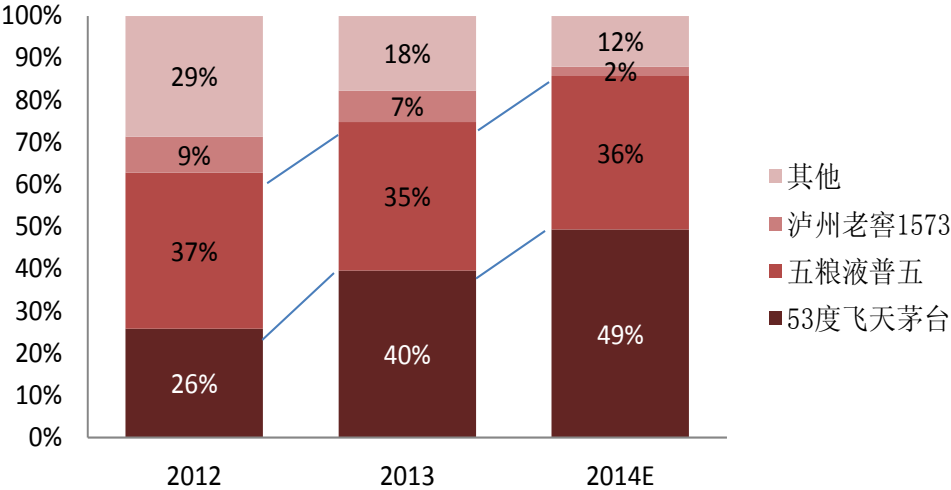
■2006年-2012年，茅台与五粮液差距拉开后，飞天茅台的终端价格不断攀升，而茅台的售费用率却逐步走低，充分反映出茅台的品牌溢价及其可持续性（品牌壁垒是有效的护城河）

公司研究：寻找具备品牌壁垒的高价消费品龙头（案例：茅台）

在所有白酒上市公司中茅台收入占比从25%提升到35%



高端酒市场份额（按销量计算）



■ 茅台在2012年起白酒行业需求结构发生巨大变化、行业深度调整时，仍然是行业内最能挤占对手份额的公司；

■ 原因在于强大品牌力背书下对定价权的掌控力：茅台不会轻易降价，如果降价则必然放量，性价比提升之后，亦能抢占对手份额。是行业内最具主动性的公司。这也使得茅台先于其他白酒公司企稳。

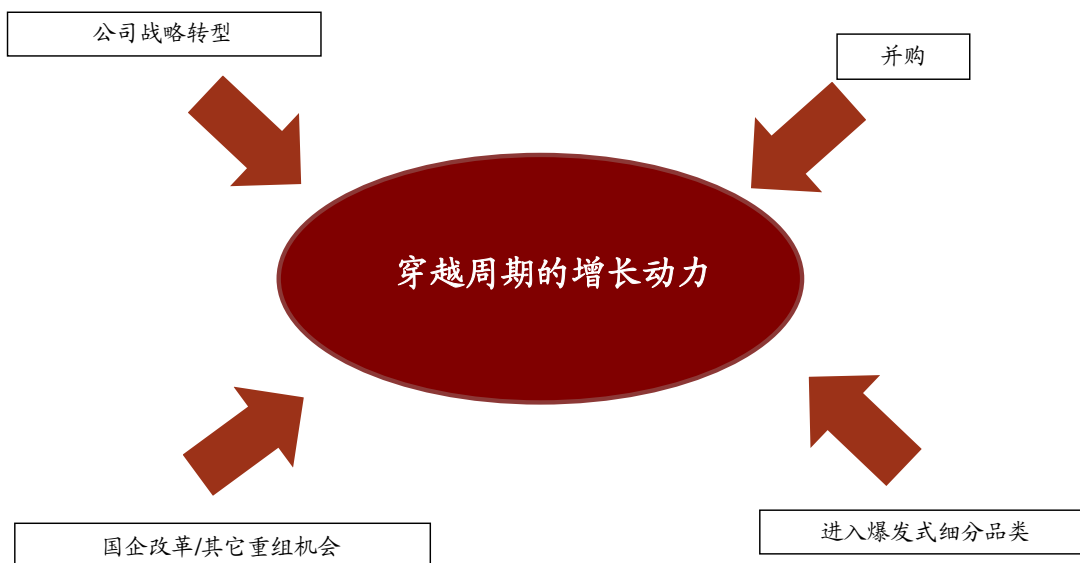
■ 2014年三公消费基本被挤出，白酒行业回到商务及私人消费之后，茅台的销售费用率仍然下降，而五粮液的销售费用率却大幅提升。



公司研究：挖掘小食品企业的逆周期成长动力

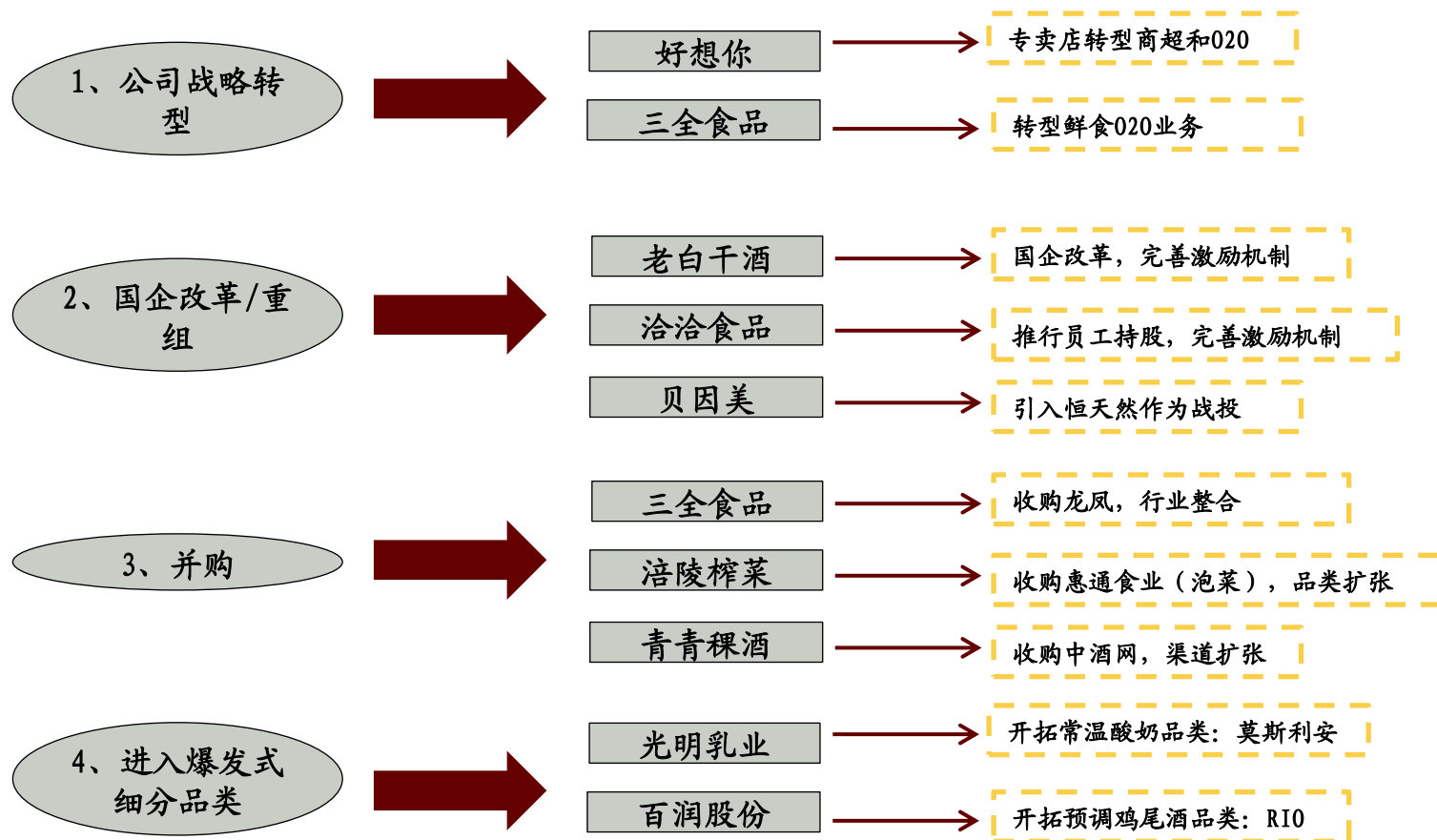
- 经济转型压力抑制日常消费企业内生成长动力，估值瓶颈不言而喻，唯有反周期成长动力才能支持企业估值走出溢价。
- 四种穿越周期的成长动力：
 - 公司战略转型：含管理层MBO、其他激励机制和战投等的引入
 - 内/外力驱使下出现如国企改革或业务重组机会
 - 同业及跨界并购活动
 - 进入爆发式细分品类

四种穿越周期的成长动力



公司研究：挖掘小食品企业的逆周期成长动力

■案例：中小市值公司的逆周期成长逻辑



公司研究：挖掘小食品企业的逆周期成长动力

■ 风险和难点：

- 潜伏需求的早期成长可遇而不可求
- 完全的自下而上选股策略，个体甄别永远难于行业
- 拐点背后的治理风险永远难于基本面风险

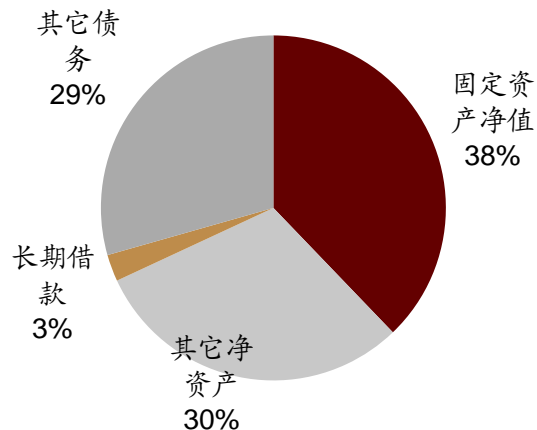
第二部分

产能与成本研究

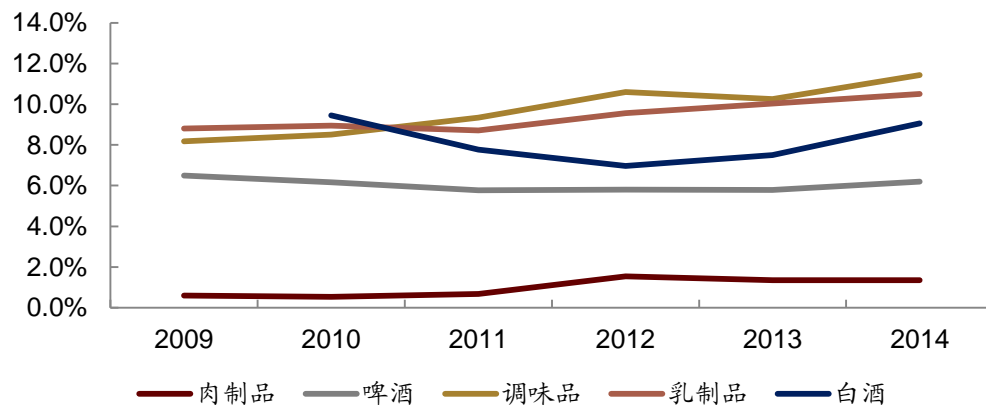
产能研究：供给影响短期，需求决定长期

- 食品饮料多数子行业以中下游轻资产业务为主，行业负债率低、长期借款少、现金流好、折旧占收入比重不高、新产能的投资建设期短（通常0.5-2年）
- 多数子行业以销定产，供需基本平衡，产能瓶颈只会造成短期影响，长期上销售完全由需求决定；
- 警惕长期讲“产能不足”故事的公司。

行业负债比例较低



行业折旧/收入比例不高



成本研究：通胀传导及其变化趋势

情绪类食品毛利率波动性较小...

2002-11 子行业	毛利率 波动率*	vs.	毛利率 均值	
蔬菜水果坚果	0.052		14.4%	大宗类食品
水产品	0.109		10.9%	
肉类产品	0.095		13.8%	
糖	0.213		19.1%	
植物油	0.184		8.2%	
调味品	0.048		18.9%	中间类食品
罐头食品	0.053		14.6%	
乳制品	0.061		24.0%	
啤酒	0.076		24.4%	
方便面	0.070		18.5%	情绪类食品
烘焙食品	0.053		20.9%	
糖果	0.071		27.3%	
白酒	0.051		27.4%	
葡萄酒	0.080		30.4%	
软饮料	0.119		25.8%	

注：*波动率=标准差/均值
数据来源：国家统计局，中金研究

- ✓ 大宗类食品毛利率较低且毛利率稳定性亦较差，体现抗通胀能力较弱，原因在于原料成本占比大，企业控制成本能力弱，传导原料价格波动存在滞后性等等；
- ✓ 情绪类食品毛利率高且毛利率波动性较小，体现强于大宗类食品的抗通胀力，原因在于原料成本占比小，企业原料替代弹性大，通过提价或者产品差异化努力摆脱成本压力的空间大

...产品价格涨幅 vs. 原材料价格涨幅

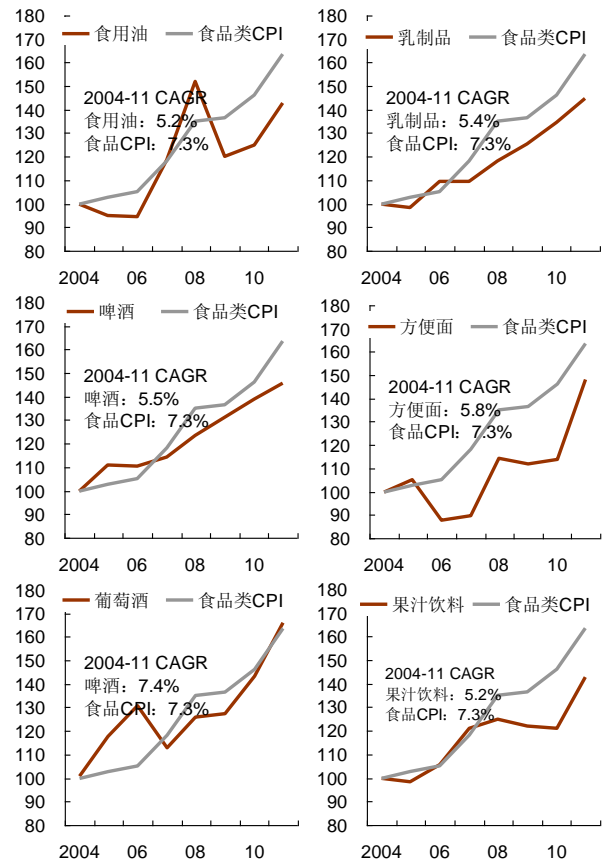
部分子行业产品与原料价格涨幅（2004-11CAGR）

产品价格	原材料价格	成本占比
饲料（猪）：7.1%	玉米：6.8%	50%
	豆粕：0.9%	30%
	麦麸：5.5%	5%
鲜猪肉：9.2%	生猪：10.2%	90%
小包装油：5.5%	大豆：2.3%	90%
啤酒：5.5%	澳麦：8.6%	15%
	原奶：6.9%	50%
乳制品：5.4%	进口奶粉：8.9%	25%
	面粉：5.6%	15%
方便面：5.8%	棕榈油：12.9%	13%
	稻谷：8.1%	10%
果汁饮料：5.2%	糖：14.6%	8%
	浓缩果汁：13.5%	10%
	瓶片：1.9%	50%

✓ 长时段看，大宗类食品传导通胀的能力并不差，抗通胀能力相对弱势主要表现在原材料成本占比过大与价格调整滞后所带来的毛利率大幅波动上。

...产品价格涨幅 vs. 食品通胀率

部分子行业产品价格涨幅（2004=100）



数据来源：国家统计局，商务部，中金研究

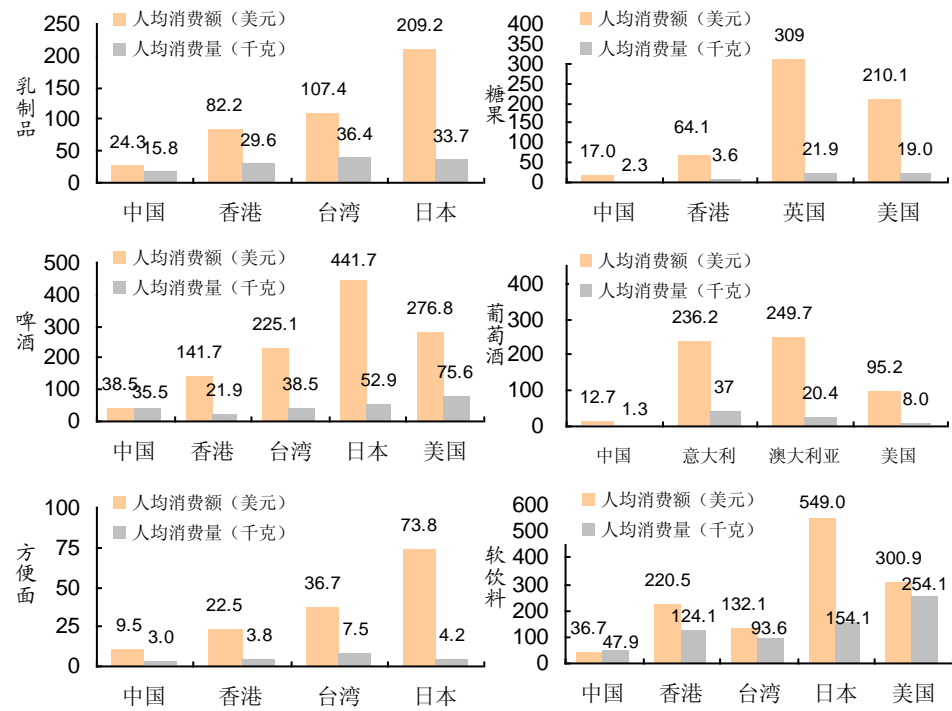
- ✓ 中间类食品与情绪类食品近年来摆脱通胀压力的能力出现回升（方便面、葡萄酒和果汁饮料），这与集中度和产品结构提升均有关系



成本研究：供应链管理降低运营成本

中国食品企业启动与整合市场多以价格与成本领先策略起步

人均消费国际比较（2011）

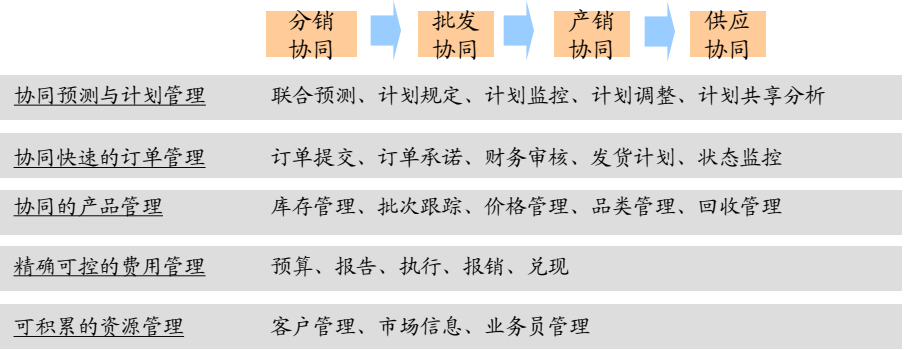


数据来源：欧睿咨询，中金研究

✓ 食品子行业尤其是中间类食品在国际比较中，价格空间明显大于量的上升空间，表明：1）中国企业主要靠低价策略（即更加依赖成本领先）启动市场；2）未来发展方向可能更加侧重价格/产品结构提升（即差异化和利润率提升）

供应链管理降低运营成本

►供应链管理对成本管控有明显提升作用：通过流程的优化与ERP系统的结合，实现订单管理流程优化，费用流程优化，计划管理流程优化，全程库存透明化...



►案例研究：青岛啤酒在供应链管理上的努力，体现在：1）应收账款天数由2001年的12天下滑至2011年的3天；2）存货天数由2001年的119天下滑至2011年的73天... 以下是青岛啤酒2004对华南区供应链进行的改进，具体指标如下表：

绩效类型	供应链指标	实施前	实施后
供应链可靠性	即时发货率	82.7%	94.0%
	订单完成率	90.0%	94.5%
	无差错订单实现率	95.0%	100.0%
	各环节订单生成时间	1-2天	1-2小时
	与客户每次对账时间	1-2天	2分钟
供应链反应性	订单完成前置时间		缩短2天
供应链资产利用率	运输车辆利用率	40.0%	45.0%
	库存天数	30天	28天
客户服务水平	客户查询回复时间	1-2天	1-2小时
	窜货控制	一般	有改进
	客户投诉处理时间	几天甚至更长	1-2天
	客户信息透明度	交差	较好

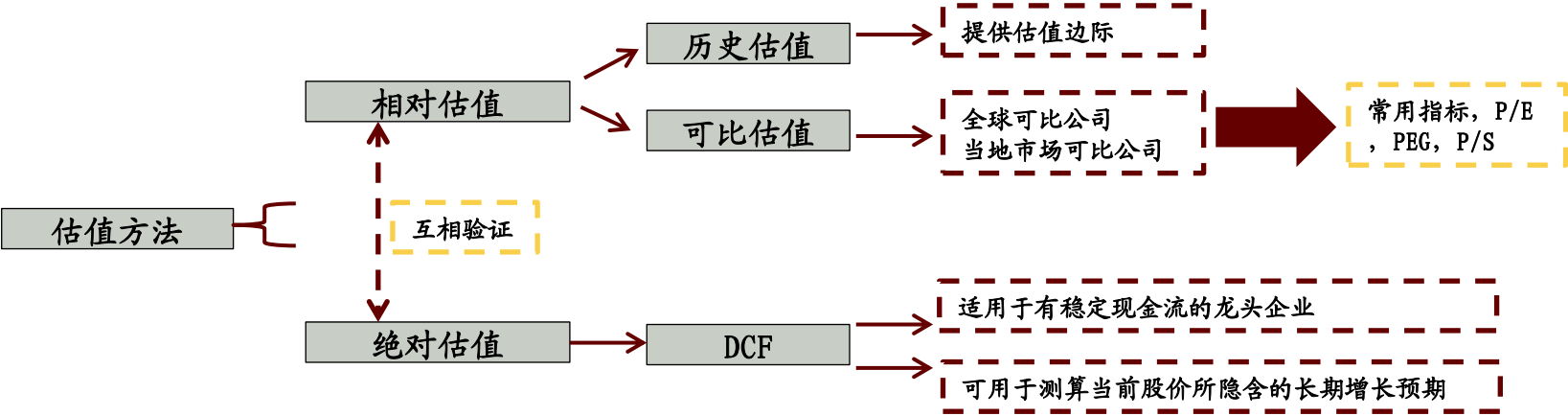
数据来源：中金研究



第二部分

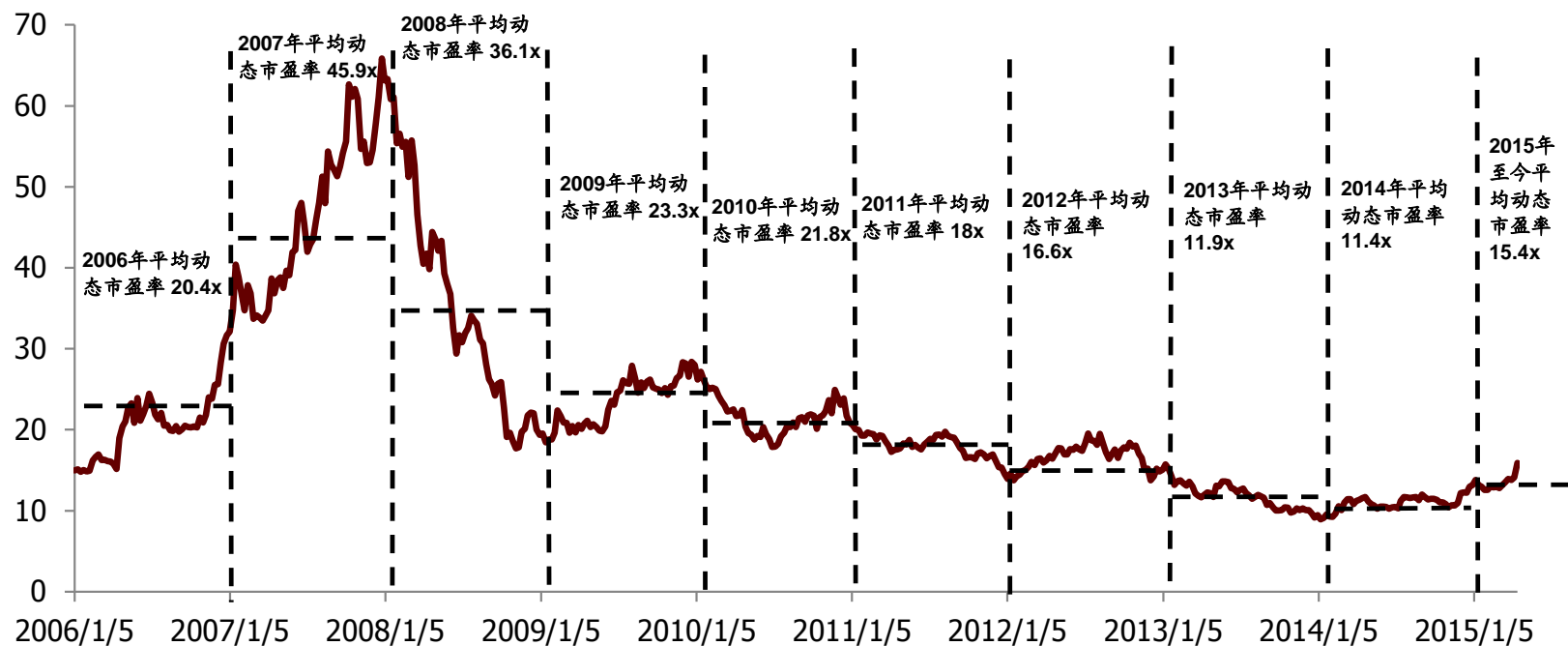
估值体系探讨

估值体系研究框架



- 股价的驱动因素分解：估值or盈利？
- 估值驱动为主的行业：小食品、调味品、肉制品、葡萄酒
- 盈利驱动为主的行业：啤酒、乳制品、白酒

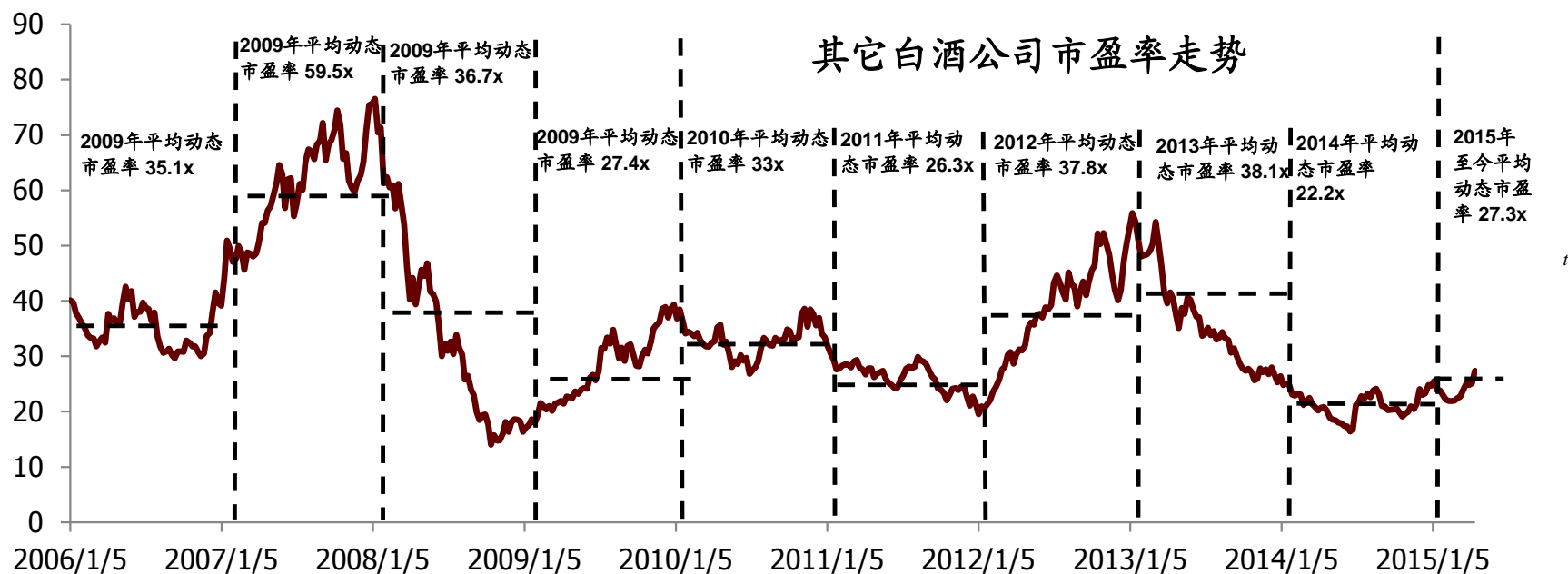
相对估值研究：一线白酒的历史估值



注：市盈率按照未来一年的盈利预测计算，2015年盈利预测采用市场一致预期； 一线白酒：茅、五、洋、泸

- 历史估值的起伏较大，如今基本平稳：发展阶段、政策压制、行业自我调整都是原因
- 2014年白酒估值或多或少已隐含负增长预期，因此静态的10倍市盈率左右基本是底部区域。
- 未来增长预期：一线白酒15-20倍市盈率基本为合理水平（现金流好、派息率高）
- 沪港通的稀缺标的之一，对估值有正面效应

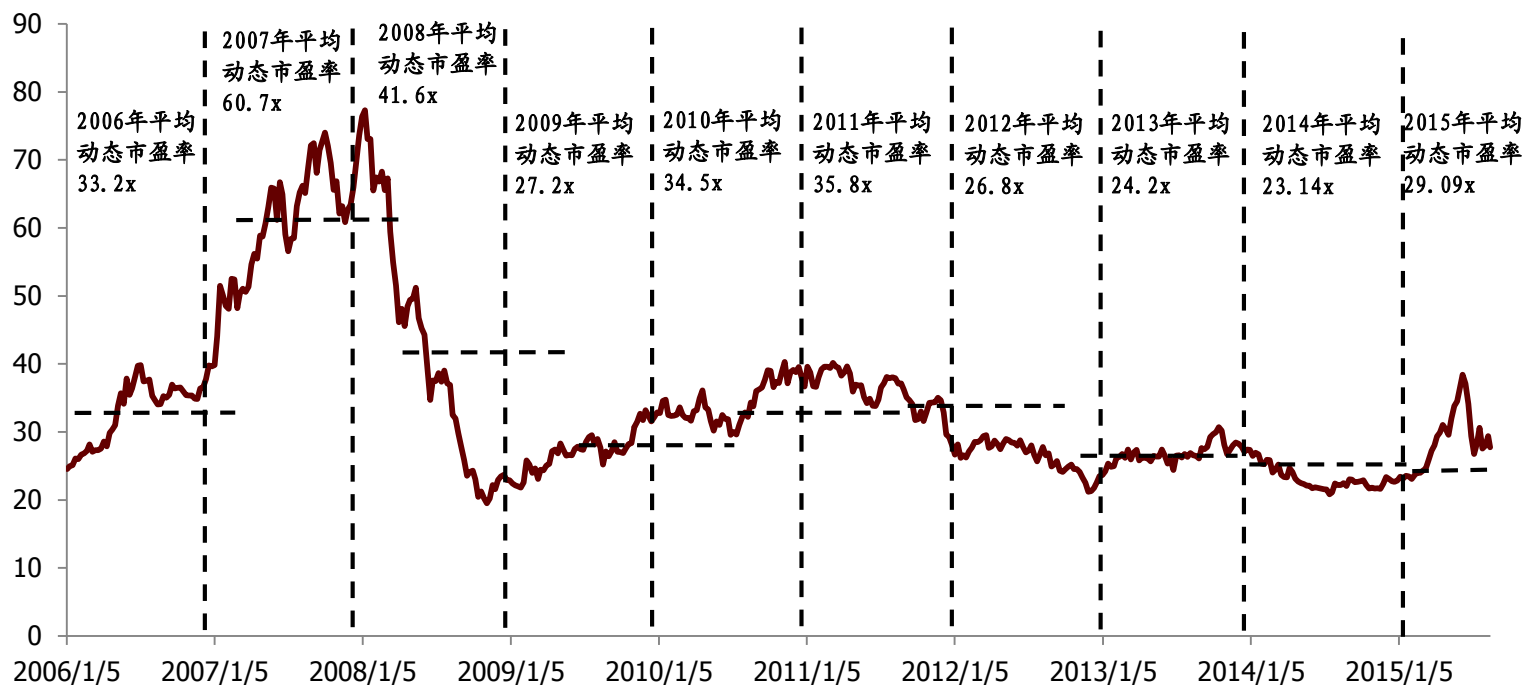
相对估值研究：二三线白酒的历史估值



注：市盈率按照未来一年的盈利预测计算，2015年盈利预测采用市场一致预期

- 估值弹性大于一线白酒：市值小、业绩弹性大是主要原因
- 二三线白酒的估值底部尚未探明，因基本面触底会晚于一线白酒
- 个股分化是未来2-3年的主基调，因此估值差异会较大
- 沪港通并非直接受益，但会受到板块带动影响；深港通有望部分受益

相对估值研究：快消品的历史估值



注：市盈率按照未来一年的盈利预测计算，2015年盈利预测采用市场一致预期

- 估值相对较稳：业绩弹性小、增长预期较稳是原因
- 20-30倍是较为常态的估值区间：近5年大部分公司的盈利增速也基本在20%-30%之间，PEG有参照意义
- 其中小市值公司：估值体系另当别论，基本面拐点和市值空间的方法较为常用

相对估值研究：烈性酒的国际估值的横向比较

	代码	当前股价	市值	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)		
		2015/8/19	亿元	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
一线白酒															
贵州茅台	600519.SH	201.62	2526	16.5	14.7	13.4	4.7	3.9	3.3	28.7	26.2	24.6	2.0	3.0	3.0
五粮液	000858.SZ	25.73	977	16.7	16.5	14.2	2.5	2.3	2.0	14.8	13.7	14.5	2.3	2.3	2.3
泸州老窖	000568.SZ	25.90	352	41.3	21.5	19.5	3.7	3.5	3.5	9.1	16.5	18.1	3.1	3.1	3.1
洋河股份	002304.SZ	61.30	905	20.5	17.8	15.8	4.7	4.1	3.5	22.9	22.8	22.1	2.3	2.3	2.3
其它白酒															
山西汾酒	600809.SH	18.76	159	45.7	40.5	34.7	4.2	4.1	3.8	9.1	10.1	10.9	1.9	1.1	1.1
古井贡酒	000596.SZ	37.03	182	33.5	30.4	26.2	4.5	4.1	3.7	13.5	13.5	13.9	0.9	0.9	0.9
沱牌舍得	600702.SH	26.09	88	455.3	145.3	132.1	3.9	3.9	3.5	0.8	1.6	1.5	0.1	0.1	0.1
老白干酒	600559.SH	63.87	86	188.8	68.4	44.6	16.7	7.1	6.5	8.9	10.4	14.5	0.2	0.8	0.8
青青稞酒	002646.SZ	26.33	110	41.1	38.5	36.6	5.3	4.8	4.4	12.9	12.5	12.0	0.8	0.8	0.8
金种子酒*	600199.SH	10.61	59	60.4	36.2	32.9	2.7	2.5	2.3	4.4	6.9	6.3	0.6	0.9	1.2
今世缘*	603369.SH	30.18	151	N.M.	22.0	20.0	N.M.	N.M.	N.M.	0.0	17.7	16.1	0.0	0.0	0.0
口子窖*	603589.SH	39.23	235	N.M.	49.5	45.0	N.M.	6.5	5.8	0.0	14.8	13.5	0.0	0.4	0.4
迎驾贡酒*	603198.SH	35.70	286	N.M.	54.6	49.6	N.M.	8.3	7.3	0.0	16.4	14.9	0.0	0.8	0.8
国际烈性酒															
DIAGEO PLC	英国		5023	19.7	17.6	16.4	6.5	5.2	4.6	33.0	29.4	28.2	2.9	3.1	3.4
PERNOD-RICARD SA	法国		2125	23.4	18.1	16.5	2.1	1.9	1.8	8.9	10.6	10.8	1.8	2.0	2.2
UNITED SPIRITS LTD	印度		394	142.5	66.3	37.7	4.5	4.3	4.0	3.2	6.5	10.6	0.1	0.2	0.2
REMY COINTREAU	法国		261	47.4	32.6	28.0	2.9	2.7	2.5	6.1	8.4	8.9	2.1	2.0	2.3
LAURENT-PERRIER	法国		37	19.0	17.1	15.4	1.3	1.2	1.1	6.7	7.0	7.3	1.4	1.6	1.8

资料来源：万德资讯，彭博，中金公司研究部

- 海外两家巨头，增长慢，估值不低，因此PEG=1并不完全适用于白酒。
- 国内一线白酒的现金流、ROE、分红收益率不比海外巨头差，基本面企稳的时间仍存不确定性。

相对估值研究：快消品的A/H估值的横向比较

	代码	当前股价 2015/8/19	市值 亿元	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
啤酒板块																		
青岛啤酒A	600600.SH	36.96	494	25.1	25.0	24.2	3.2	3.0	2.7	12.9	11.9	11.4	1.2	1.4	1.4	14.8	14.5	13.6
燕京啤酒	000729.SZ	9.18	250	35.5	35.2	33.4	2.1	2.0	1.9	5.9	5.7	5.8	1.1	1.1	1.1	14.4	14.3	13.4
青岛啤酒H	0168.HK	34.71	567	21.0	20.9	20.2	2.7	2.5	2.3	12.9	11.9	11.4	1.5	1.6	1.6	12.4	11.7	10.9
华润创业	0291.HK	23.55	589	-352.5	2,024.5	178.3	1.2	1.2	1.2	-0.3	0.1	0.7	1.1	1.1	1.1	13.1	12.7	11.7
葡萄酒板块																		
张裕A	000869.SZ	40.57	269	28.4	24.6	23.2	4.1	3.6	3.2	14.3	14.7	14.0	1.1	1.1	1.1	20.7	17.0	15.6
张裕B	200869.SZ	24.69	142	13.3	11.6	10.9	1.9	1.7	1.5	14.3	14.7	14.0	2.3	2.3	2.3	10.0	8.3	7.7
中国食品	0506.HK	3.73	111	n.m	34.9	15.0	1.8	1.7	1.5	n.m	4.8	10.1	0.0	0.0	0.0	n.m	10.7	7.5
乳制品板块																		
伊利股份	600887.SH	17.34	1044	25.6	20.5	15.8	5.7	5.6	4.6	22.2	27.4	29.2	4.6	4.9	6.3	17.7	14.1	10.8
光明乳业	600597.SH	20.71	248	42.8	29.3	19.4	5.6	4.9	m.n	13.1	16.9	m.n	1.1	1.1	m.n	20.3	13.9	m.n
贝因美	002570.SZ	15.18	150	225.3	49.9	26.3	4.4	4.4	4.1	1.9	8.7	15.5	2.7	3.3	3.3	64.7	26.7	15.6
蒙牛乳业	2319.HK	31.30	656	20.1	16.9	13.9	2.2	2.0	1.8	10.9	11.8	12.9	1.2	1.5	1.8	13.8	10.5	11.5
合生元	1112.HK	14.12	85	8.2	7.6	6.9	2.5	2.1	1.9	30.5	27.1	27.1	4.9	9.2	10.2	5.0	4.3	3.6
雅士利	1230.HK	1.93	101	28.4	27.0	19.2	2.2	1.0	1.0	7.8	3.9	5.2	1.1	1.1	1.6	16.0	5.4	4.1
现代牧业	1117.HK	2.20	124	7.4	8.6	6.5	1.3	1.1	1.0	16.9	13.1	15.3	0.0	0.0	0.0	6.7	7.3	6.0
中国圣牧	1432.HK	1.71	112	11.8	9.6	6.8	2.3	1.8	1.4	19.1	19.1	21.1	0.0	0.0	0.0	12.8	10.0	8.3
综合食品板块																		
百润股份	002568.SZ	109.99	453	864.5	39.6	21.8	75.9	27.4	13.0	8.8	69.2	59.6	0.2	0.5	0.5	779.0	33.6	18.6
承德露露	000848.SZ	16.41	120	27.9	23.4	20.3	9.4	7.4	6.2	33.7	31.7	30.7	1.4	2.3	2.7	11.5	9.6	8.0
三全食品	002216.SZ	13.33	105	132.3	105.2	82.3	5.8	5.5	5.4	4.4	5.3	6.6	0.4	0.8	0.8	98.3	46.3	39.3
洽洽食品	002557.SZ	16.38	83	28.3	22.9	20.6	3.0	2.8	2.7	10.8	12.4	13.1	2.0	2.8	3.2	19.2	15.6	14.4
克明面业	002661.SZ	42.92	35	56.0	46.9	39.0	5.0	4.7	4.4	8.9	10.0	11.2	1.1	1.1	0.9	34.2	24.6	20.7
涪陵榨菜	002507.SZ	20.70	67	50.6	39.1	32.8	5.9	5.3	4.7	11.6	13.4	14.3	3.2	4.1	4.9	37.8	27.1	22.7
好想你	002582.SZ	22.35	32	61.4	73.2	63.4	2.4	2.3	2.2	3.8	3.2	3.5	1.2	1.2	1.2	28.6	29.1	23.5
黑芝麻	000716.SZ	16.71	51	83.8	41.0	29.6	2.3	2.1	1.9	2.7	5.2	6.6	0.3	0.5	0.0	32.7	24.7	16.5
康师傅控股	0322.HK	14.54	866	26.2	21.6	16.7	3.5	3.2	2.8	13.2	14.6	16.9	1.9	2.3	3.0	11.4	8.7	7.0
中国旺旺	0151.HK	6.99	945	19.1	17.9	16.6	5.8	5.0	4.2	30.3	27.7	25.4	2.7	2.9	3.1	12.9	11.7	10.5
统一企业中国	0220.HK	7.34	324	85.6	29.1	26.0	2.3	2.1	2.0	2.6	7.2	7.6	0.2	0.7	0.8	16.1	10.9	9.7

- A/H两地市场快消品龙头估值已基本接轨

相对估值研究：快消品的国际估值的横向比较

公司	国家/地区	市值 US\$ mn	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA			2013-2015	PEG
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	CARG	
乳品																			
MEAD JOHNSON	美国	16,971	23.6	22.7	20.8	22.4	17.4	12.7	95.1	76.4	60.7	1.8	1.9	2.2	15.8	15.0	13.9	6%	3.25
SAPUTO INC	加拿大	9,185	19.7	20.1	17.9	3.3	3.1	2.8	16.9	15.3	15.7	1.7	1.7	1.9	12.6	12.3	11.3	5%	3.62
PARMALAT SPA	意大利	4,680	20.8	20.6	17.8	1.3	1.2	1.2	6.1	6.1	6.7	0.7	1.1	1.2	7.9	7.5	6.7	8%	2.19
啤酒																			
ANHEUSER-BUSCH INBEV NV	比利时	186,796	20.6	21.7	20.6	3.9	3.6	3.4	19.1	16.4	16.6	2.2	3.0	3.3	13.9	14.5	13.6	0%	n.a
CARLSBERG AS-B	丹麦	13,488	20.4	17.6	15.5	1.6	1.6	1.4	7.9	9.1	9.3	1.5	1.6	1.7	10.6	10.3	9.6	15%	1.06
GRUPO MODELO S.A.B.-SER C	墨西哥	36,922	69.8	31.1	n.m.	3.9	6.8	n.a.	5.5	21.8	n.m.	n.a.	3.7	n.a.	49.2	11.5	n.a.	n.a	n.a
HEINEKEN NV	荷兰	48,222	28.7	21.9	19.8	3.2	3.3	3.0	11.2	14.9	15.1	1.5	1.6	1.8	13.1	11.7	11.1	20%	0.97
SABMILLER PLC	英国	83,390	25.1	21.7	20.3	3.6	3.3	3.0	14.3	15.1	15.0	0.0	0.0	0.0	25.3	24.6	23.1	11%	1.80
葡萄酒																			
BROWN-FORMAN CORP-CLASS B	美国	23,292	33.5	30.9	28.0	11.9	10.9	9.0	35.4	35.1	32.1	1.1	1.2	1.4	22.4	21.2	19.5	9%	3.02
GREEN MOUNTAIN COFFEE ROASTE	美国	7,740	13.2	14.8	14.3	2.8	2.7	2.6	20.9	18.4	18.2	2.0	2.3	2.2	6.6	7.3	7.3	-4%	-3.62
CONSTELLATION BRANDS INC-A	美国	25,335	29.8	26.2	22.9	4.3	3.9	3.6	14.3	14.8	15.9	0.0	0.8	1.0	19.0	16.1	14.5	14%	1.62
综合快消																			
PEPSICO INC	美国	146,561	23.1	21.9	20.3	9.0	9.0	9.0	38.9	40.8	44.4	2.5	2.8	3.0	13.8	13.5	12.8	7%	3.00
COCA-COLA CO/THE	美国	179,655	25.5	20.5	19.4	6.3	6.3	6.4	24.8	31.0	32.8	3.0	3.2	3.4	17.4	16.5	15.7	15%	1.33
MONSTER BEVERAGE CORP	美国	30,735	52.1	47.7	37.6	6.4	8.7	9.4	12.2	18.2	25.0	0.0	0.0	0.0	36.0	29.0	23.2	18%	2.13
GENERAL MILLS INC	美国	35,290	29.2	19.8	18.4	6.1	6.1	5.6	20.9	30.8	30.2	2.8	3.0	3.3	16.7	12.8	12.2	26%	0.71
MONDELEZ INTERNATIONAL INC-A	美国	74,362	35.8	26.1	22.5	3.0	2.8	2.7	8.4	10.8	12.1	1.3	1.3	1.5	21.4	18.5	16.8	26%	0.86
KELLOGG CO	美国	24,503	39.4	19.7	18.4	9.2	8.0	7.5	23.4	40.6	40.9	2.7	2.8	2.9	20.8	12.9	12.4	46%	0.40
UNILEVER PLC	英国	129,949	21.7	21.4	19.9	7.3	7.6	6.5	33.9	35.5	32.7	0.0	0.0	0.0	21.8	19.9	18.7	4%	4.69
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	英国	40,638	33.9	33.3	31.5	4.2	3.8	3.5	12.3	11.5	11.2	0.0	0.0	0.0	17.2	18.0	17.0	4%	8.26
UNI-PRESIDENT ENTERPRISES CO	台湾	10,233	29.8	22.5	20.0	3.7	2.9	2.6	12.2	13.1	13.2	2.3	2.7	3.1	12.4	10.6	9.7	22%	0.90
NESTLE SA-REG	瑞士	244,646	16.5	22.3	20.8	3.9	3.3	3.1	23.6	14.9	15.1	2.9	3.0	3.1	15.8	14.9	14.1	-11%	-1.90
NISSIN FOODS HOLDINGS CO LTD	日本	5,850	36.9	31.5	30.3	1.8	1.9	1.8	5.0	6.0	6.0	1.2	1.3	1.3	16.0	14.5	14.1	10%	2.96
MEIJI HOLDINGS CO LTD	日本	12,376	48.0	29.9	33.7	3.8	3.6	3.4	7.9	12.1	10.1	0.5	0.6	0.8	18.3	16.5	15.3	19%	1.74
DANONE	法国	43,502	32.0	20.6	18.8	3.1	2.9	2.7	9.7	14.1	14.3	2.5	2.6	2.8	15.4	12.9	11.9	30%	0.62

- 乳品、啤酒、葡萄酒A股和国际公司的估值基本接轨，葡萄酒B股估值低于国际公司主因流动性问题
- A股小市值的综合食品公司，估值略高于国际综合食品公司水平，因A股标的少且有题材炒作等因素，同时市场在预期一部分公司的基本面拐点

绝对估值研究：当前股价隐含的长期增速预期

案例－五粮液当前股价是否被低估？

人民币：百万元	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
息税前利润	7,477	7,589	7,703	7,818	7,936	8,055	8,175	8,298	8,423	8,549
同比变化(%)		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
自由现金流	5,071	4,665	4,792	4,881	4,972	5,058	5,145	5,233	5,322	5,413
同比变化(%)		-8.0%	2.7%	1.9%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
期末增长率	1.5%									
加权资本成本	9.3%									
税后债务成本率	4.5%									
股本成本率	10.5%									
无风险回报率	3.5%									
风险补偿率	7.0%									
Beta 系数	1.0									
最优资本结构	20.0%									
							自由现金流贴现值		36,947	
							期末价值折现金额		32,175	
							企业价值		69,121	
							净现金(债务)		26,562	
							权益价值		96,825	
							每股价值		25.51	
							当前股价		25.73	

- DCF模型除可作为现金流稳定企业的定价模型外，也可用于测算当前股价所隐含的长期增长预期。
- 以五粮液为例，当前股价隐含的长期增长率不足2%，若我们对五粮液长期增速的预期为5%，则当前股价被低估。
- 绝对估值和相对估值法可做交叉验证