

强强相争勇者胜

2009 年 12 月 8 日 星期二

卢媛媛
021-50586660-8635
lyy@longone.com.cn

徐玲玲
021-50586660-8634
xll@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

投资要点

- 整体来看, 食品饮料行业的走势较沪深 300 指数震荡较小, 比较平滑, 且上升势头更加强劲。行业上半年走势较为平缓, 随着经济情况好转和利空因素释放 8 月后行业指数开始有所表现, 主要原因一是估值水平回归, 二是上市公司基本面发生好转。
- 对今后农产品价格的判断, 我们认为世界经济复苏的步伐是更重要的考虑因素, 如经济恢复顺利, 则主要农产品价格不排除出现再次飙升的可能。从供需情况来看, 主要农产品基本处于供需平衡状态。部分农产品价格有回归中值的要求。
- 截止到 2009 年 11 月 30 日行业整体 PE 已经达到 36.44 倍, 可以看出食品饮料行业已经完成了估值的中值回归。我们认为明年行业整体净利润增长 20% 左右, 目前行业整体 PE 接近 02-04 年平均 PE 水平, 因此预计全年股价平均有 20% 左右的上升空间。
- 消费品行业由于其业绩较周期性行业平稳以及较高的分红率, 国内外行业均较指数有一定的溢价。预计明年周期性行业复苏, 企业业绩有所恢复, 明年大盘 PE 将有所下调, 从 09 年平均 PE 32.84 倍下调至 25 倍左右。食品饮料行业整体判断保持目前 36 倍左右的 PE 不变, 那么明年行业溢价将达到 1.44 倍, 较多年平均溢价 2.24 倍还有 55% 的涨幅。
- 2009 年食品饮料行业出现了一些新现象, 特别是 3 季度伊利单季度业绩大大超出业界的预期。主要原因除了原材料成本下降导致毛利率提升以外, 销售费用同比增幅大幅下降也起到一定的作用。快速消费品的利润弹性是业界普遍的共识, 2009 年是多年来上市公司通过缩减费用提升利润少见的一年。我国快速消费品行业确实已经度过了快速发展阶段, 由于中国特殊的国情, 市场深度仍然有较大空间。企业的行业地位也并非十分巩固, 因

此在目前阶段开始削减费用不是长久之计。

- 我们认为明年农产品价格将稳步回升，快速消费品行业毛利率将有所下滑，另外，企业营销费用下降的可能性较小，行业整体业绩存在一定的压力，估值偏高，仅部分个股存在事件性机会。明年我们更看好一线白酒股，特别是对中档价位白酒率先走入全国市场的企业。我们认为明年食品饮料行业首选个股是泸州老窖和五粮液，其次，我们看好估值相对较低的 ST 伊利和燕京啤酒。

11.30 价格	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	08PS	评级
五粮液	0.48	0.75	0.98	37.92	29.02	13.61	增持
泸州老窖	0.91	1.03	1.24	38.18	31.72	14.44	增持
张裕 A	1.7	2.07	2.45	33.94	28.67	10.73	增持
*ST 伊利	-2.3	0.85	1.02	32.58	27.15	1.02	增持
双汇发展	1.15	1.50	2.05	32.66	23.90	1.14	增持
燕京啤酒	0.42	0.55	0.64	31.84	27.36	2.57	增持

数据来源：东海证券研究所

目录

1. 2009 年回顾	5
1.1 行业整体情况	5
1.2 各子行业表现	6
1.3 主要原材料价格走势	7
1.4 各子行业重大事件	8
2. 目前估值及与历史估值比较	10
2.1 行业目前估值判断	10
2.2 行业估值相对大盘的溢价水平	11
3. 国内消费品行业费用与销售收入关系分析	12
3.1 行业发展阶段	13
3.2 行业竞争状态	16
3.3 企业营销效率分析	20
4. 投资策略	24

图形目录

图 1、食品饮料行业与沪深 300 走势	5
图 2、大米价格走势图	7
图 3、面粉价格走势图	7
图 4、豆油价格走势图	7
图 5、猪肉价格走势图	7
图 6、大白菜价格走势	7
图 7、白糖价格走势	7
图 8、加拿大 alberta 啤酒大麦期货走势	7
图 9、黄豆价格走势	7
图 10、豆粕、玉米及猪饲料价格走势	8
图 11、2009 年主产区（10 省）生鲜乳周平均价格曲线	8
图 12、历年行业 PE 水平走势	11
图 13、食品饮料行业相对大盘溢价率	12
图 14、青岛啤酒和伊利的销售费用同比增长率	13
图 15、日本饮食习惯改变趋势图	14
图 16、各子行业产量增速情况	15
图 17、日本人均奶制品消费量增速情况	15
图 18、日本啤酒市场的占有率情况	17
图 19、美国啤酒市场的占有率情况	18
图 20、朝日啤酒在日本的市场占有率情况	18
图 21、世界主要啤酒品牌的 2008 年销量情况	19
图 22、各品牌单位营销费用支持的销售收入趋势图	22
图 23、朝日啤酒单位费用对应的销售收入趋势图	23

图 24、朝日啤酒在日本的市场占有率	23
图 25、各国啤酒消费量	24

表格目录

表 1、食品饮料行业绝对涨幅与沪深 300 绝对涨幅的比较	5
表 2、各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较	6
表 3、乳制品与葡萄酒近一年产量情况	10
表 4、我国居民乳制品消费情况	15
表 5、各城市啤酒消费情况	16
表 6、啤酒企业销售情况	17
表 7、乳制品企业销售情况	17
表 8、各主要啤酒商的销售情况	19
表 9、单位营销费用支持的销售收入	20
表 10、各品牌单位营销费用支持的销售收入	21
表 11、各品牌单位营销费用支持的销售收入（续）	22
表 12、各子行业竞争力分析	25
表 13、个股估值情况	25

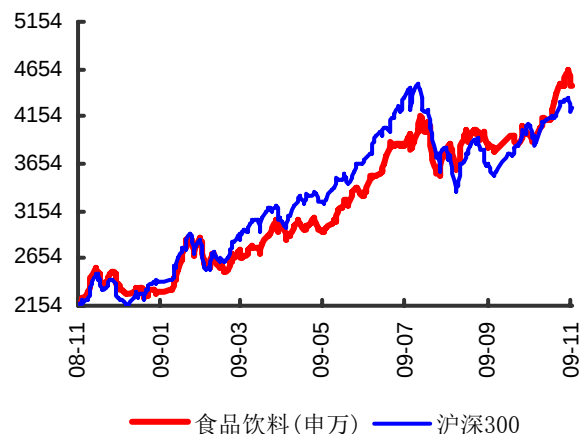
1. 2009 年回顾

2009 年大盘经历了强势反弹也经历了之后的深度回调，可谓大起大落。相比之下，食品饮料行业指数则是一路上扬的态势，较沪深 300 平滑较多。下面我们将分四个部分对 09 年做个归纳总结。

1.1 行业整体情况

整体来看，食品饮料行业的走势较沪深 300 指数震荡较小，比较平滑，且上升势头更加强劲。行业上半年走势较为平缓，随着经济情况好转和利空因素释放 8 月后行业指数开始有所表现，主要原因一是估值水平回归，二是上市公司基本面发生好转。

图 1、食品饮料行业与沪深 300 走势



数据来源：Wind 资讯、东海证券研究所

表 1、食品饮料行业绝对涨幅与沪深 300 绝对涨幅的比较

月份	食品饮料行业 绝对涨幅	沪深 300 绝对涨幅	食品饮料相对沪深 300 涨幅
1	1.63	11.83	-10.19
2	10.36	5.30	5.06
3	7.29	17.16	-9.87
4	6.08	4.59	1.49
5	2.36	5.22	-2.85
6	18.10	14.74	3.36
7	10.86	17.94	-7.08
8	-7.60	-24.22	16.61
9	5.76	6.17	-0.41
10	3.75	9.17	-5.42

数据来源：Wind 资讯、东海证券研究所

1.2 各子行业表现

各子行业自年初以来均出现较大的绝对涨幅，其中软饮料子行业和乳品子行业表现的最为突出。软饮料行业主要得益于承德露露，经过多年来企业经营治理和管理层的磨合，其经营状况有了明显的改善，市场看到了软饮料行业广阔的发展前景，其股价表现让人难忘。乳制品行业一方面走出三聚氰胺的阴霾，行业销售同比出现正增长，行业发展回归正常轨道，另一方面*ST 伊利企业价值得到市场认可，股价全年翻了 3 倍多。而肉制品行业即双汇发展表现最弱，主要是因为双汇发展在 08 年的跌幅并不太大，另外市场认为其业绩没有超预期表现以及对其公司治理的担忧，其股价表现非常温和。

值得注意的是，二线白酒行业上半年的整体表现较好远远超过其他子行业，主要原因在于经济危机造成一线地区酒店上座率急剧下降，一线白酒企业销售状况不甚理想，而二线城市、中西部城市的消费基本没有受到冲击，二线白酒企业市场正好对应区域市场，其主要产品价位符合当地消费水平，在经济下行状态下对一线品牌有替代作用，业绩没有受到经济下滑影响，反而大幅增长，另外，部分二线白酒企业迎来体制改革的契机，市场认为一旦体制改革成功其业绩将有爆发性增长。一线白酒企业股价表现在下半年开始好转，主要是估值的回归，另外随着消费税和禁酒令等利空逐渐兑现，企业的定价能力再一次得到市场的认可。

葡萄酒行业由于主要市场集中于沿海发达国家，上半年行业整体业绩急剧下滑，但下半年其业绩又迅速反弹，市场看好其广阔的市场发展空间，特别是张裕优良的管理能力，下半年行业估值回归。

表 2、各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较

子行业名称	自年初以来的绝对涨幅	沪深三百绝对涨幅	相对涨幅
白酒	88.49	99.68	-11.19
啤酒	76.60	99.68	-23.08
葡萄酒	94.53	99.68	-5.15
古越龙山	104.01	99.68	4.33
乳品	164.52	99.68	64.84
肉制品	43.77	99.68	-55.91
制糖	169.60	99.68	69.92
食品综合	129.34	99.68	29.66
调味发酵品	155.34	99.68	55.66
软饮料	171.86	99.68	72.18

数据来源：Wind 资讯、东海证券研究所

1.3 主要原材料价格走势

图 2、大米价格走势

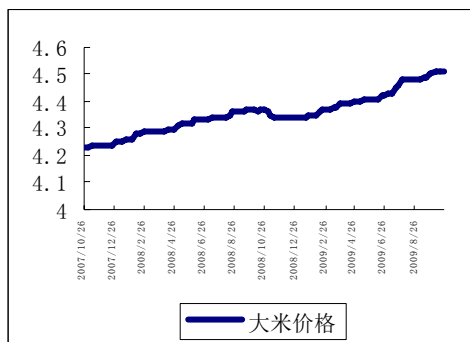


图 3、面粉价格走势

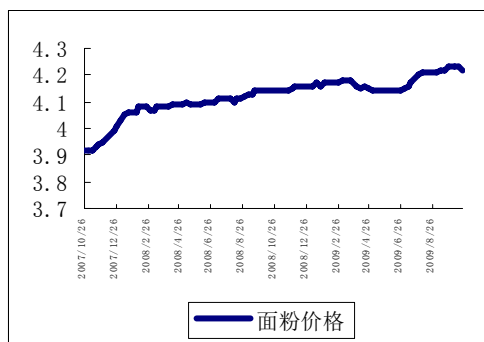


图 4、豆油价格走势

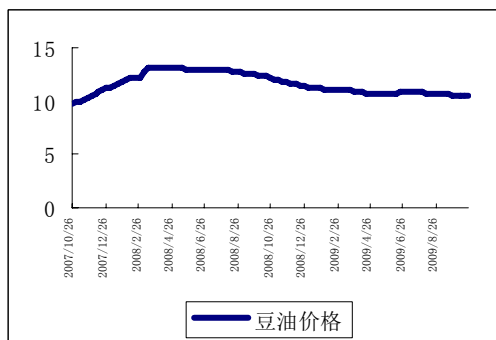


图 5、猪肉价格走势

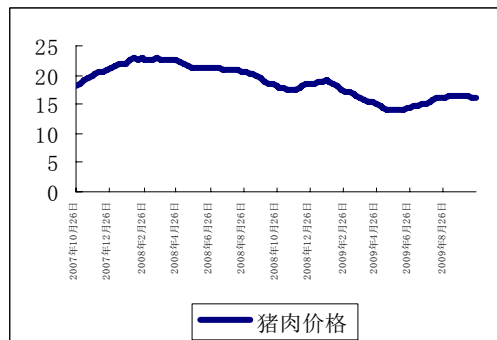


图 6、大白菜价格走势

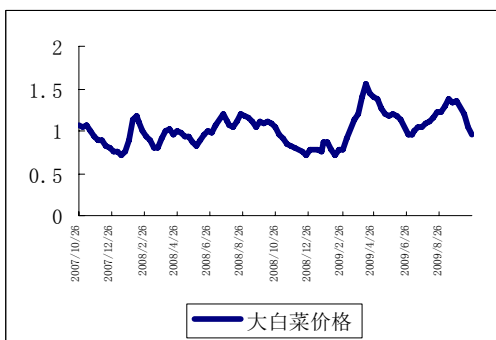


图 7、白糖价格走势



图 8、加拿大 alberta 啤酒大麦期货走势



图 9、黄豆价格走势

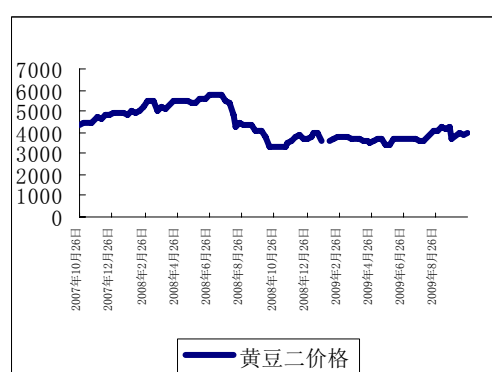


图 10、豆粕、玉米及猪饲料价格走势

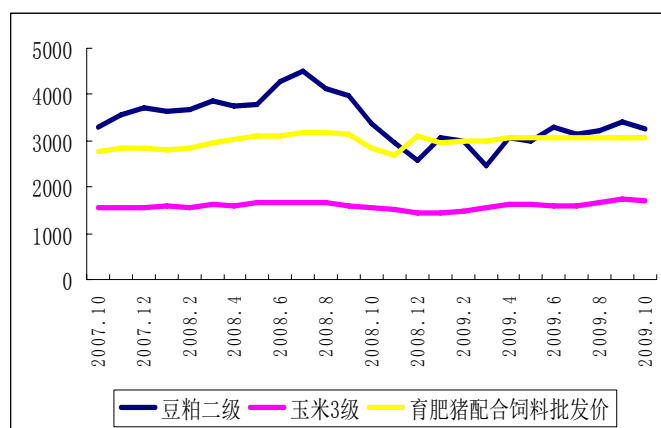
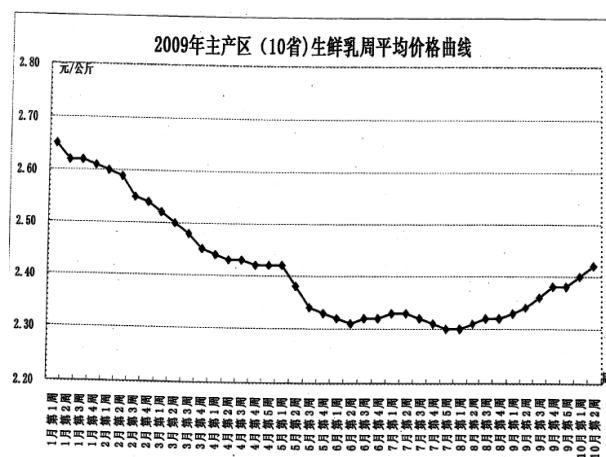


图 11、2009 年主产区（10 省）生鲜乳周平均价格曲线



数据来源：商务部、东海证券研究所

自 2008 年 7 月农产品价格开始下跌以来，价格于 2008 年年底触底。之后从 2009 年年初到 2009 年 3 季度农产品价格基本都在底部震荡。2009 年 3 季度后，世界经济逐步复苏，农产品价格开始有所回升。

对今后农产品价格的判断，我们认为世界经济复苏的步伐是更重要的考虑因素，如经济恢复顺利，则主要农产品价格不排除出现再次飙升的可能。从供需情况来看，主要农产品基本处于供需平衡状态。部分农产品价格有回归中值的要求，如猪肉、原奶等，但价格不足以重现 07 年年中开始的飙升状态。价格将回升到一个有利于各方利益的合理价格。因此，明年食品饮料行业的成本压力是明确存在的，毛利率将略有下降。

1.4 各子行业重大事件

◆ 白酒——消费税改革

国家税务总局 7 月 24 日表示，8 月 1 日起，白酒业消费税征管将执行新政。税务总局制定了《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》（简称《办法》），对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格。各地要集中力量做好白酒消费税最低计税价格核定工作，确保自 2009 年 8 月 1 日起，执行核定的白酒消费税最低计税价格。

但从股价上的反应可以看出白酒子行业较大盘有些弱势，但并没有预期的那么剧烈，我们认为白酒行业表现能优于预期一是因为很多酒企应声提价，将增加的税负向消费者转移，二是经过我们的测算，消费税改对酒企的影响比较有限，10%左右的提价幅度就可抵消新增税负。

◆ 啤酒——青啤保卫战

今年今年1月23日，英博AB与朝日啤酒株式会社签署了《股份买卖协议》，朝日啤酒以6.67亿美元获得英博旗下AB所持的青岛啤酒H股19.99%股权。此时英博还持有7.09%的青啤股权，若朝日成功购买英博的股权，则朝日的股份将达到27.08%，直逼青啤第一大股东青岛啤酒集团的30.89%。2009年5月7日英博将剩余的占青岛啤酒总股本7.01%股份转让给了陈发树先生，青岛啤酒的保卫战也告一段落。

◆ 葡萄酒——上半年产量萎缩严重，下半年逐渐放量

由于宏观经济环境的恶化，08年8月-09年6月份葡萄酒产量连续10个月同比减少，直到今年7月份才恢复同比正增长。今年前3季度我国进口葡萄酒1.3亿升，与去年同期相比下降4.4%；价值5.5亿美元，下降10.3%；进口平均价格每升为4.2美元，下跌6.2%。可见国内葡萄酒生产商和进口商都受到了不同程度的冲击。值得注意的是进口葡萄酒的均价出现下降，而我国低价位葡萄酒大部分市场归国产酒商所有，现可能面临大量低价进口葡萄酒的挤压。

另外，9月份葡萄酒进口量激增，9月份当月我国进口葡萄酒2442.4万升，同比增长86.3%，环比增长75.4%，进口量为2008年1月份以来最高值。我们认为国内酒商将一方面面临蛋糕不断扩大的发展机遇，另一方面也面临着国外成熟酒商的冲击。

从二级市场看来，张裕上半年的股价表现明显弱于大盘和行业，但近期表现不俗，市场对业内龙头信心十足。

◆ 乳品行业——走出三聚氰胺的阴霾

去年乳品行业因三聚氰胺事件受到重创，国内奶粉巨头三鹿集团应声倒地，三元股份竞买取得的山东三鹿95%的股权及其相关的一切权利及权益。伊利股份也因此利润受创，挂名*st，顿时整个行业哀鸿遍野。今年乳业面临的首要问题就是重振消费者信心。从乳制品产量上可以看出，从今年1月份开始逐渐有所趋暖，虽然6、7月份出现同比负增长，但复苏的趋势仍未改变。

表 3、乳制品与葡萄酒近一年产量情况

月份	乳制品		葡萄酒	
	产量: 万吨	当月同比: %	产量: 万吨	当月同比: %
2008/08	170.50	16.13	4.55	-4.34
2008/09	134.00	-12.76	5.61	-24.81
2008/10	120.08	-27.97	5.85	-4.29
2008/11	131.16	-22.80	6.34	-16.96
2008/12	146.92	-15.51	6.66	-23.44
2009/01	139.76	-3.29	6.83	-26.29
2009/02	145.10	5.60	5.68	-4.15
2009/03	149.78	0.17	6.90	-10.71
2009/04	154.36	4.11	6.39	-8.29
2009/05	164.03	4.32	7.02	-3.13
2009/06	142.23	-24.33	7.31	-17.85
2009/07	160.39	-4.54	6.11	33.28
2009/08	172.76	1.33	7.15	57.34
2009/09	173.61	29.56	8.59	53.17

数据来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

2. 目前估值及与历史估值比较

2.1 行业目前估值判断

2009 年上证综指总体涨幅从 1 月份的 1880 点上涨到最高 3478 点, 到目前 3300 点不到, 绝对涨幅 75% 以上, 大部分股票股价翻倍。指数整体估值已经超过 30 倍, 已处于历史高位。而食品饮料企业在经历了上半年的沉寂后, 在 2009 年下半年表现突出, 大部分企业股价创出年内新高。因此我们认为有必要对行业目前的估值水平做一检测, 由此对实际操作进行参考。

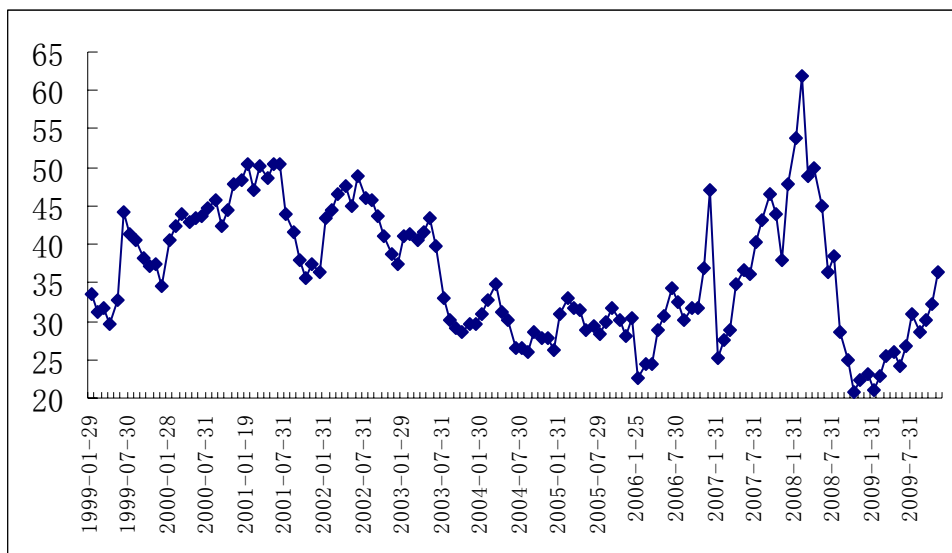
由于行业业绩差异较大, 我们仍然沿用了前几期策略的计算方法, 选取行业 15 只业绩相对优良的股票作为样本, 且 PE 计算以当期价格除以当期每股收益为准。我们选取的时间区间是 1999 年至今, 期间行业 PE 峰值为 61.81 倍, 最低值为 20.77 倍, 平均值 36.22 倍, 截止到 2009 年 11 月 30 日行业整体 PE 已经达到 36.44 倍, 可以看出食品饮料行业已经完成了估值的中值回归。

结合之前的研究成果, 我们认为食品饮料行业的操作选时十分重要。我们的基本结论是: 大部分公司在整个周期内是跑赢大盘的, 跑输大盘的企业多数为多元化经营和自身有问题的企业。另外, 在指数上升阶段大部分企业的超额收益为负, 在高位盘整阶段略超指数, 在下降阶段超额收益较高, 在低位盘整阶段和反弹阶段倾向于补跌, 在熊市后期大幅跑赢大盘。可以说, 食品饮料行

业股价和业绩特征都是比较温和的。在上升期，整体行业业绩不如周期性行业的弹性大，因此跑输大盘，在下降期由于业绩预期下降温和而跑赢大盘，在盘整期由于市场整体估值下移而补跌。因此对明年大盘趋势的判断十分重要。

对于明年大盘走势判断的理由我们在这里不再赘述，基本判断是震荡平衡市，也就是全年看平。这类似 2002-2004 年的情况，在此阶段行业最高、最低、平均 PE 分别为 48.9、26.1 和 36.3 倍，有上下浮动 30% 的空间。我们认为明年行业整体净利润增长 20% 左右，目前行业整体 PE 接近 02-04 年平均 PE 水平，因此预计全年股价平均至少有 20% 左右的上升空间。

图 12、历年行业 PE 水平走势

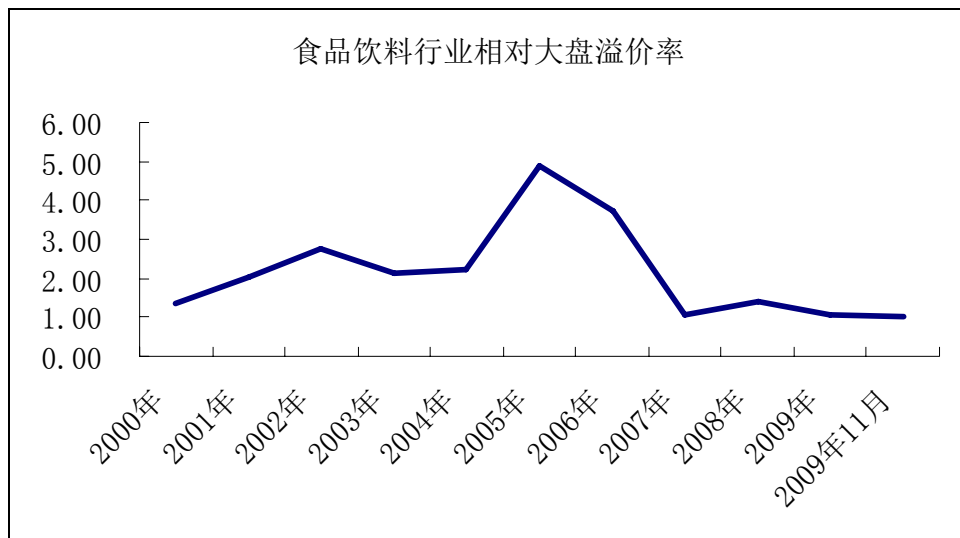


数据来源：东海证券研究所

2.2 行业估值相对大盘的溢价水平

消费品行业由于其业绩较周期性行业平稳以及较高的分红率，国内外行业均较指数有一定的溢价。我们选取了行业中质地相对优良的 15 家公司，并编制行业指数与申万 300 指数比较，我们发现 2000 年到 2009 年行业相对大盘的平均溢价为 2.24 倍，最高溢价 4.88 倍，最低溢价 0.84 倍。截至 2009 年 11 月 30 日行业相对大盘的溢价只有 0.92 倍处于历史低位，从下图也可以清晰直观地看出目前行业的估值状况。预计明年周期性行业复苏，企业业绩有所恢复，明年大盘 PE 将有所下调，从 09 年平均 PE 32.84 倍下调至 25 倍左右。明年食品饮料行业整体判断将保持目前 36 倍左右的 PE 不变，那么明年行业溢价将达到 1.44 倍，较多年平均溢价 2.24 倍还有 55% 的涨幅。

图 13、食品饮料行业相对大盘溢价率



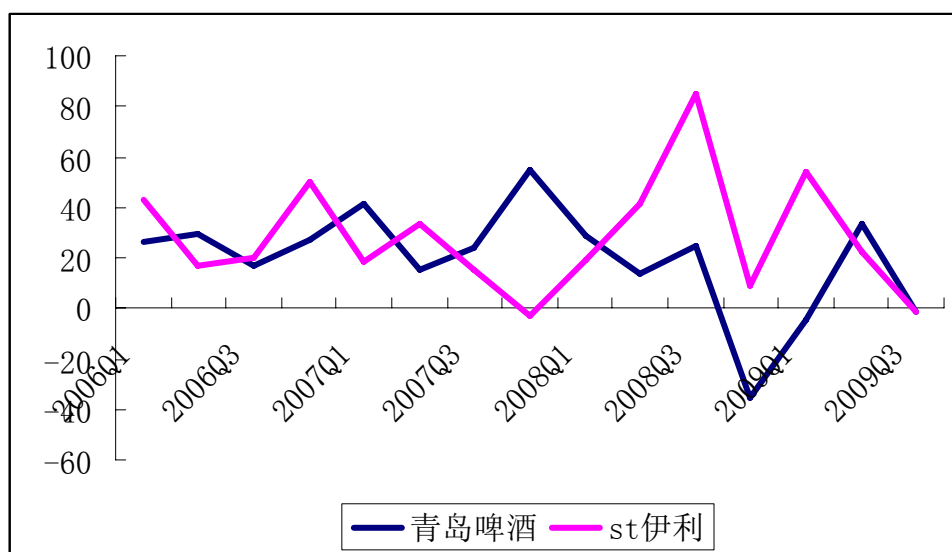
数据来源：东海证券研究所

综合以上两个方面，我们认为明年食品饮料行业股价是温和上涨的，其表现基本略微跑赢大盘。

3. 国内消费品行业费用与销售收入关系分析

2009 年食品饮料行业出现了一些新现象，特别是 3 季度伊利单季度业绩大大超出业界的预期。主要原因除了原材料成本下降导致毛利率提升以外，销售费用同比增幅大幅下降也起到一定的作用。另外，今年上半年蒙牛遭遇了“特仑苏”事件，在销售收入出现负增长的情况下，公司通过削减费用的手段保证了利润的增长。快速消费品的利润弹性是业界普遍的共识，2009 年是多年来上市公司通过缩减费用提升利润少见的一年。因此我们不禁思考，今年出现的现象是行业规律还是个别现象，会成为常态还是昙花一现的现象呢？我们希望本文能给读者一些启示。下文我们将通过行业发展阶段、行业竞争状态、企业营销效率以及成熟市场启示四个方面进行阐述。

图 14、青岛啤酒和伊利的销售费用同比增长率



数据来源：东海证券研究所

3.1 行业发展阶段

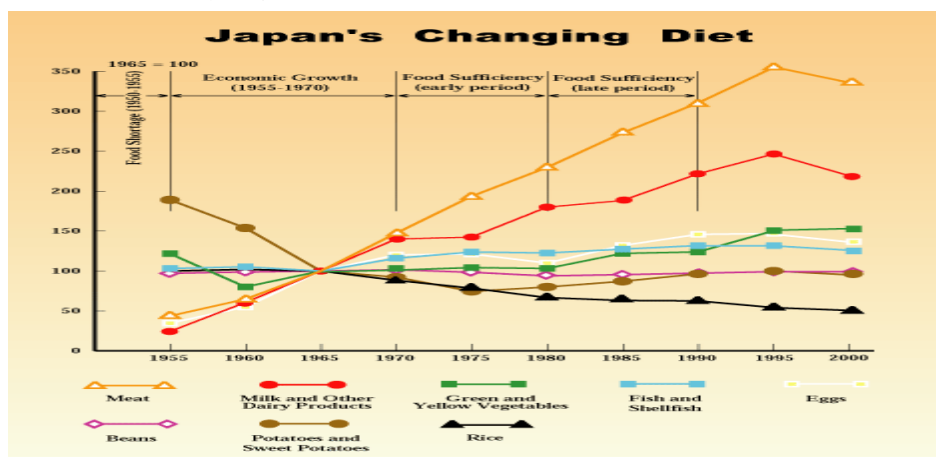
对于快速消费品我们以牛奶和啤酒两个子行为代表进行说明。从日本的经验来看，亚洲后起国家的饮食发展是随着经济发展和人民生活水平提高而逐步西化的，也就是饮食中蛋白质的摄入量逐渐提高，具体表现变量体现在牛奶和肉的消费量逐年增加。到上世纪 80 年代末，日本基本完成了饮食结构的调整，奶肉的消费量趋于稳定。具体来说，液体奶的人均年消费量稳定在 35-40 千克左右。根据奶业协会的统计我国城镇居民鲜奶购买量已经达到人均 17.75 千克。看似即使城镇居民液态奶人均消费量与日本仍有不小的差距，但是行业增速已经由 03-05 年 40%以上的行业高速增长迅速下降到目前的年 10%左右。对照日本人均乳制品消费量增速，可以说中国乳业用 3、5 年的时间走完了其他国家 20 年的发展历程。可以说行业增速放缓是必然。另外中国有特殊的国情，中国地域分布较广，各地区生活习惯各异，农村城市经济发展不平衡。从目前我国牛奶地域消费情况来看呈现的主要特征为北方消费量大于南方，东部消费量大于西部，发达地区消费量大于落后地区。如华北、华东、西北的液体奶人均消费量都在 20 千克以上，北京、上海 2007 年人均液体奶消费量分别为 29.19 千克和 25.26 千克。同时，中南、西南、东北和长江以南部分地区人均消费量还很低，如湖南、广东、海南、云南的人均液体奶消费量分别为 6.06 千克、7.99 千克、5.53 千克和 7.8 千克。农村和城市的差距就更大了 2007 年城市人均鲜乳消费量为 17.75 千克而农村仅有 1.62 千克，城乡差距有 10 倍之巨。

另外，除了液体乳之外的其他乳制品消费量中国与成熟市场的差距更大。日本除鲜奶外其他乳制品的消费量已经超过基本需求鲜奶的消费量，2005 年日

本人均年消费鲜奶 36.72 千克，人均年消费其他乳制品折合鲜奶 55.19 千克。而中国 2007 年城镇居民消费鲜奶 17.75 千克，人均消费酸奶 3.97 千克，人均消费奶粉仅 0.45 千克。因此非液态奶市场仍在萌芽状态，市场空间巨大。

我们认为从人均消费量的角度，我国奶业确实还与成熟市场存在差距，市场空间仍然比较巨大。但是，这并不代表未来行业仍能保持向 03-05 年那样 20% 以上的高增长。我们认为未来 5 年行业能够保持 10% 左右的增速已属不易。首先，奶牛养殖的客观条件的制约：我国主要奶牛品种是适应北方气候的荷斯坦奶牛，南方养牛导致产奶量和牛奶质量下降，另外平原地区有利于养牛场地建设，而南方多山地，不利于规模牛场的建立。其次，牛奶存在一定的销售半径，液体乳售价较低，长途运输不经济，牛奶的这种特性也制约了南方奶业的发展速度。再次酸奶、冷饮等奶制品对冷链要求较高，一般都就地采奶，南方奶源不足就限制了此类奶制品的发展。因此我国奶业不发达地区除了居民经济条件限制的原因外，主要原因还在于奶牛养殖的客观条件因素，而在南方建立大规模的奶牛基地绝非一朝一夕的事情，未来奶业发展自然不会像之前发展那样迅速。对于非鲜奶的其他乳制品的发展，由于此类产品属于可选消费，市场导入仍在初期，从产品生命周期来看还没有到达快速增长阶段，其口味和品牌建立仍需要漫长的消费者认知过程。综上所述，我们认为奶业的增速仍将保持 10% 左右的稳步发展趋势。

图 15、日本饮食习惯改变趋势图



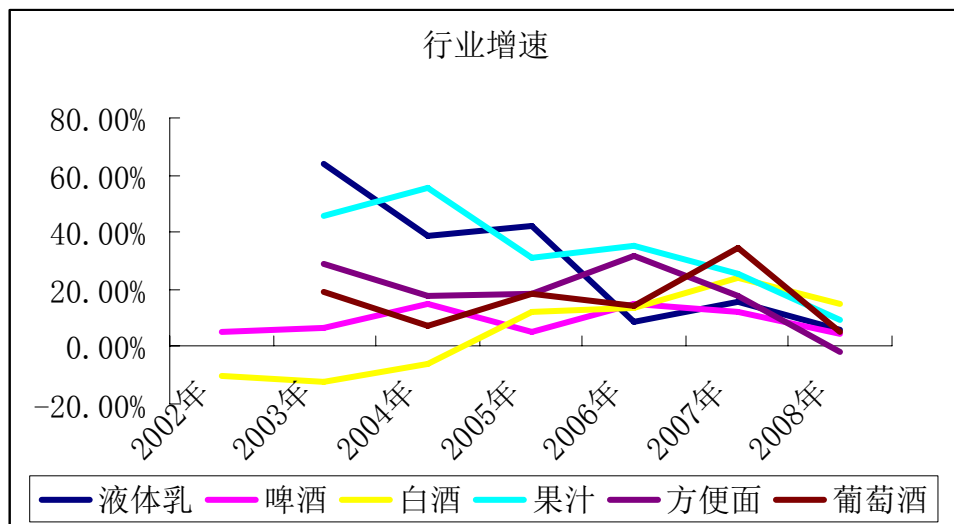
数据来源：日本奶业协会

表 4、我国居民乳制品消费情况

单位（元、千克）	2000	2005	2007	2008
城镇居民				
人均年乳制品消费支出	68.57	138.62	160.72	189.84
人均年鲜奶购买量	9.94	17.92	17.75	15.19
人均年酸奶购买量	1.12	3.23	3.97	3.54
人均年奶粉购买量	0.49	0.52	0.45	0.57
农村居民				
人均乳制品消费量	1.06	2.86	3.52	-
人均年鲜奶购买量	0.16	1.22	1.62	-

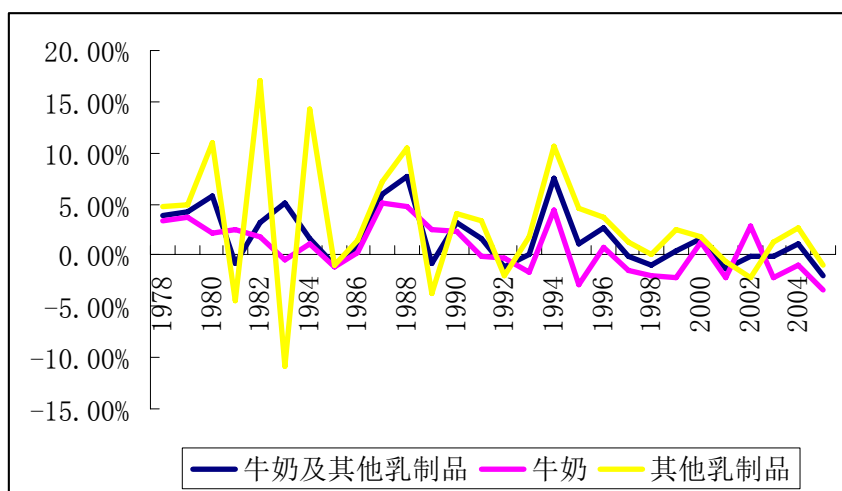
数据来源：奶业协会

图 16、各子行业产量增速情况



数据来源：东海证券研究所

图 17、日本人均奶制品消费量增速情况



数据来源：日本奶业协会

从行业成熟度来说，啤酒行业是比乳业更加成熟的行业。啤酒行业高速发展时期应在上世纪 80 年代中期，上世纪 90 年代中期各大企业开始打破地域局限行业并购行为频繁。21 世纪初，行业格局基本形成：第一梯队：华润、青啤、燕京；第二梯队：哈啤、重啤、珠江。目前整个啤酒行业年增速在 5% 左右波动，2002 年中国首次超过美国成为世界啤酒消费第一大国，2008 年人均消费量超过 40 升。虽然以啤酒总消费量计算我国已经是世界领先，但是啤酒与奶业有共通的地方，同样是地区发展不平衡，另外，啤酒行业的区域性属性仍然十分突出。虽然青啤、华润和燕京已经成为全国性企业，但是在区域层面，区域首选品牌仍是当地品牌。

表 5、各城市啤酒消费情况

序号	城市名称	品牌名称			序号	城市名称	品牌名称		
		1	2	3			1	2	3
1	20 城市	燕京	青岛	百威	12	西安	宝鸡	汉斯	青岛
2	北京	燕京	五星	青岛	13	昆明	大理	青岛	澜沧江
3	上海	力波	三得利	百威	14	重庆	山城	重庆	蓝剑
4	广州	珠江	生力	青岛	15	厦门	雪津	惠泉	银城王
5	成都	蓝剑	五星	红剑	16	深圳	金威	生力	青岛
6	天津	豪门	丽都	莱格	17	杭州	西湖	百威	中华
7	沈阳	雪花	绿牌	皇牌	18	郑州	奥克	金星	青岛
8	济南	趵突泉	青岛	北冰洋	19	青岛	青岛	崂山	百威
9	南京	金陵	百威	莱克	20	大连	棒槌岛	黑狮	凯龙
10	武汉	行吟阁	百威	金龙泉	21	哈尔滨	哈尔滨	三星	蓝带
11	神州	惠泉	雪津	榕城					

数据来源：《中国啤酒营销战》

综上所述，我国快速消费品行业确实已经度过了快速发展阶段，由于中国特殊的国情，市场深度仍然有较大空间。企业的行业地位也并非十分巩固，因此在目前阶段开始削减费用不是长久之计。

3.2 行业竞争状态

行业集中度是反映行业竞争状态的一个很好的指标，从啤酒行业和乳业的情况来看，我国快速消费品行业集中度逐年提高，2008 年四家主要啤酒生产商啤酒产量已经占全行业的 43.48%，前三大乳业生产企业的销售收入已经占全行业的 38.43%。但对比国外的行业发展历程我国快速消费品行业还有很长的路要走。2008 年日本前 4 大啤酒商市场份额竟然达到 99% 以上，美国同年前三大啤酒商市场份额也高达 81%。对比中国啤酒企业的市场占有率，2008 年排名第一

的华润雪花也仅仅有 20.43%的市场占有率，中国前四大啤酒生产商的市场占有率不及美国 A-B 公司和一家在美国的市场占有率。

表 6、啤酒企业销售情况

年份	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
行业产量（万千升）	2910	3062	3515	3931	4103
青岛啤酒	358	409	457	505	538
燕京啤酒	285	312	352	402	422
华润创业	310	395	531	694	726
重庆啤酒	62	74	96	101	98
四家主要厂商合计	1015	1190	1436	1702	1784
四家主要厂商占行业百分比	34.90%	38.86%	40.84%	43.30%	43.48%

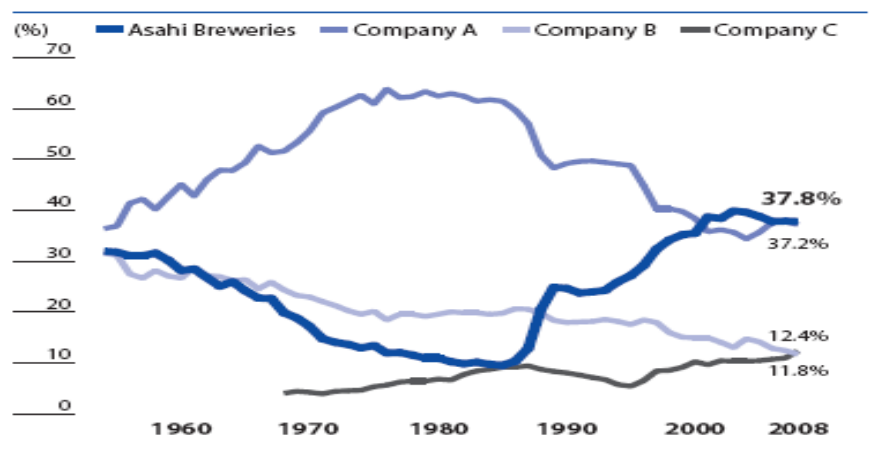
数据来源：东海证券研究所

表 7、乳制品企业销售情况

年份	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
行业销售收入（亿元）	625.19	862.57	1041.42	1292.11	1376
伊利股份	87.35	121.75	165.8	193.6	216.6
蒙牛乳业	72	108	162	213	238.65
光明乳业	67.86	69.04	74.43	82.06	73.58
三家主要厂商合计	227.21	298.79	402.23	488.66	528.83
三家主要厂商占行业百分比	36.34%	34.64%	38.62%	37.82%	38.43%

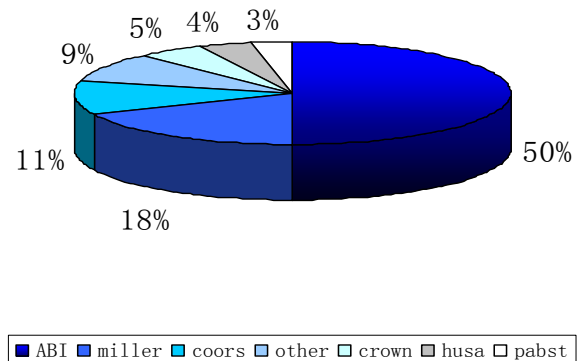
数据来源：东海证券研究所

图 18、日本啤酒市场的占有率情况



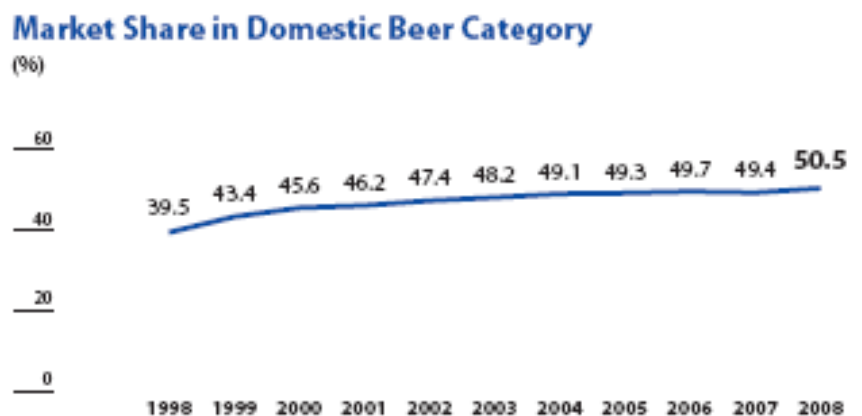
数据来源：朝日啤酒年报

图 19、美国啤酒市场的占有率情况



数据来源：美国啤酒协会

图 20、朝日啤酒在日本的市场占有率情况



数据来源：朝日啤酒年报

另外，除了关注厂家整体销量的市场占有率外，后面更高阶段的竞争在于品牌占有率的竞争。在市场并购完成后，对区域市场的整合成为必然，厂家必然弱化区域品牌的影响力，而突出主品牌的影响力。这一点从青啤、燕京和华润这些年的品牌战略非常清晰的表现出来。特别是华润，啤酒行业的后起之秀，没有任何品牌基础，涉入啤酒业之初其就考虑要建立自身品牌，这些年“雪花”品牌在总产销量中的比重逐年提高，品牌增速十分惊人，到 2009 年上半年“雪花”品牌已经占总销量的 85%，品牌在行业的市场占有率达到 17.45%，远远超过青岛啤酒和燕京啤酒的主品牌。抢占品牌市场占有率的好处不言而喻，有利于企业集中有限的营销资源，有利于品牌价值的积淀，有利于赢得消费者的认同感。从成熟市场的情况来看，2007 年日本朝日的 Asahi super dry 品牌占日

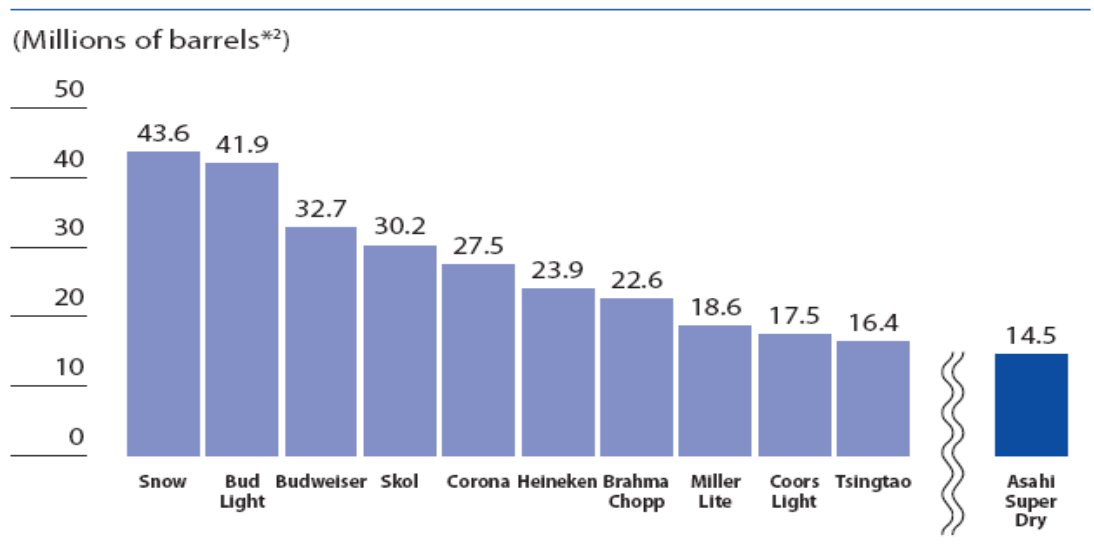
本啤酒销量的 27.15%，美国 A-B 公司的 Bud Light 品牌占美国啤酒销量的 20.43%，Budweiser 品牌占美国啤酒销量的 15.94%，二者合计占美国啤酒销量的 36.37%。

表 8、各主要啤酒商的销售情况

		2004	2005	2006	2007	2008	1H2009
行业	产量	2910	3062	3515	3931	4103	2051
	产销量	358	409	457	505	538	302
青岛啤酒	市场占有率	12.30%	13.36%	13.00%	12.85%	13.11%	14.72%
	主品牌销量	117	133	163	193	240	144
	主品牌市场占有率	4.02%	4.34%	4.64%	4.91%	5.85%	7.02%
燕京啤酒	产销量	285	312	352	402	422	234
	市场占有率	9.79%	10.19%	10.01%	10.23%	10.29%	11.41%
	主品牌销量						139
	主品牌市场占有率						6.78%
华润	产销量	310	395	531	694	726	419
	市场占有率	10.65%	12.90%	15.11%	17.65%	17.69%	20.43%
	主品牌销量	107	158	304	512	610	358
	主品牌市场占有率	3.68%	5.16%	8.65%	13.02%	14.87%	17.45%

数据来源：东海证券研究所

图 21、世界主要啤酒品牌的 2008 年销量情况



数据来源：朝日啤酒年报

综上所述，虽然目前我国快速消费品行业取得了较好的成绩，行业竞争格局基本形成。但是目前的竞争仍处于低水平竞争阶段，各企业的营销手段仍然略显粗糙，品牌竞争才刚刚开始。各大企业的行业竞争地位也并非那么牢固，对

所有企业来说都仍然处在“前有狼，后有虎”的境地，怎么能够放松警惕，至少应该居安思危才对。更何况历史上，因为产品创新和营销不对路，丧失大块市场份额的案例比比皆是。另外，中国市场较国外市场更加复杂，中国地域广阔，文化悠久，其区域性特征在一段时间内会给地方品牌一定的生存空间，因此对中国市场的争夺是比美国市场和日本市场更漫长和艰难的过程。因此，我们认为消费品企业没有理由在现在这个时刻削减费用。

3.3 企业营销效率分析

除了前文定性分析，我们采用了单位销售费用支持的销售收入的方法对国内各大企业做了一下定量的分析。所谓单位销售费用支持的销售收入，也就是对用销售收入的变化量除以销售费用的变化量。如果数值为正说明增加销售费用能够提高销售收入，如果数值为负则说明销售收入与销售费用没有直接正向关系，结合经济学原理来说也就是该企业生产产品有很强的垄断性和定价能力，我们对茅台的计算结果正说明了这一点。如果计算数值小于等于1则说明营销没有效率，企业支出大于收入，要么面临市场饱和的情况，企业没有必要增加营销力度，要么说明企业的营销策略失败。如果计算数值说明大于1，则说明营销有效率，销售费用支持了更多的销售收入。

表 9、单位营销费用支持的销售收入

单位	区间	说明	实际意义
营销费用支持的销售收入	$x < 0$	营销无意义	市场垄断，产品定价能力极强，如贵州茅台。或成为社会负担无用的产品
	$x > 0$	营销费用可以带来更多的销售收入	
	$0 < x \leq 1$	营销支出大于带来的销售收入，营销没效率	市场已经饱和或企业营销策略失败
	$x > 1$	营销支出带来更多的销售收入，营销有效率	市场还未饱和和企业营销策略成功

数据来源：东海证券研究所

我们依照以上方法对伊利股份、泸州老窖、五粮液、张裕、贵州茅台、蒙牛乳业和康师傅等公司做了定量的分析。

从下表和下图中我们总结了几点规律：

1、尽管啤酒企业市场占有率缓慢增加，但行业整体规模仍然不断扩大，另外各企业优势地区逐渐巩固，青岛啤酒和燕京啤酒的数据都表明二者的单位营销费用支持的销售收入都远大于1，说明其营销卓有成效，因此没有理由在

现在削减费用。

2、乳业的市场集中度是最高的，其单位营销费用支持的销售收入虽然大于1，但成逐年下降的趋势，特别是2008年发生三聚氰胺事件后。但我们认为，未来乳业的增长除了农村市场外，更重要的是依靠产品创新，前些年蒙牛的特仑苏高端奶和优酸乳都创造了不错的增长业绩。在细分市场上的突破是关键，因此乳品企业也没有理由在现在削减费用。从数值上我们也看到伊利的营销效率有待提高。

3、白酒行业的营销弹性是最大的，知名高端白酒企业已经形成绝对的行业垄断优势，特别是贵州茅台其单位营销费用支持的销售收入连续3年为负值而且数额较大。因此从这个角度说其他企业再想进入高端市场的壁垒是十分高的。

4、中低档白酒的行业竞争还属于初级阶段。中低档白酒特别是中档白酒的区域性特征要远胜于啤酒和奶业。由于中低档白酒的售价偏低其快速消费品行业特征也十分显著。因此，中档白酒能否出现全国性品牌的不确定性仍然很大。这个行业机会与风险并存，我们认为不排除未来有企业能够分享抢占全国市场带来的高速增长。那些资金雄厚、战略清晰、有先占优势的企业是首选。

5、康师傅在方便面、茶饮料方面都市场排名第一，这两个产品的市场占有率都在50%上下波动。但从单位营销费用支持的销售收入来看，其营销仍然是有效率的。这说明中国的消费品市场容量实在是巨大。我们将在下文对比日本朝日啤酒的情况，这个现象将非常显著的显现出来。

表 10、各品牌单位营销费用支持的销售收入

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
青岛啤酒	5.13	1.21	0.18	3.76	3.85	5.42	6.86	7.09
燕京啤酒	21.84	24.12	59.88	31.57	8.25	6.63	25.38	5.26
St 伊利	22.01	9.40	14.76	2.18	3.90	6.69	4.05	3.40
泸州老窖	Na	9.06	1.65	104.21	1.94	2.56	0.76	24.58
五粮液	Na	3.59	14.35	4.44	4.62	4.68	-3.26	6.65
贵州茅台	Na	Na	Na	Na	5.78	6.78	5.39	2.72
张裕	Na	Na	Na	Na	1.27	6.36	5.72	-11.87
蒙牛乳业	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
康师傅	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	4.51

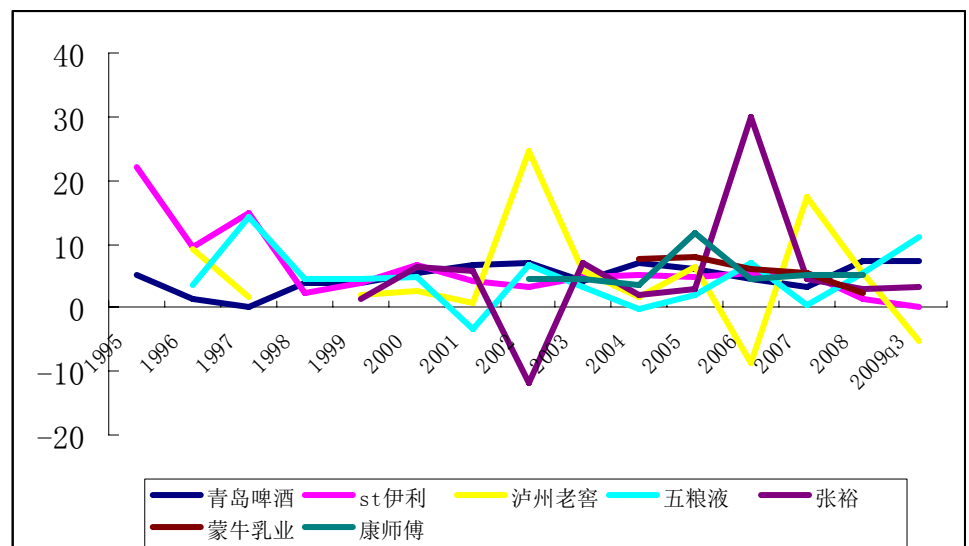
数据来源：东海证券研究所

表 11、各品牌单位营销费用支持的销售收入（续）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	3Q2009
青岛啤酒	4.20	7.04	6.06	4.55	3.14	7.22	7.24
燕京啤酒	7.72	10.68	7.66	7.73	8.17	12.68	5.58
st 伊利	4.70	5.11	4.72	5.57	5.30	1.42	0.22
泸州老窖	5.80	1.64	6.37	-8.62	17.25	5.43	-5.29
五粮液	3.09	-0.31	2.08	6.92	0.31	5.59	11.09
贵州茅台	9.92	54.04	9.26	8.93	-95.19	-35.41	-85.77
张裕	7.01	2.08	3.02	29.96	4.56	2.95	3.23
蒙牛乳业	Na	7.68	7.92	6.12	5.50	2.26	Na
康师傅	4.37	3.63	11.66	4.49	5.23	4.99	Na

数据来源：东海证券研究所

图 22、各品牌单位营销费用支持的销售收入趋势图

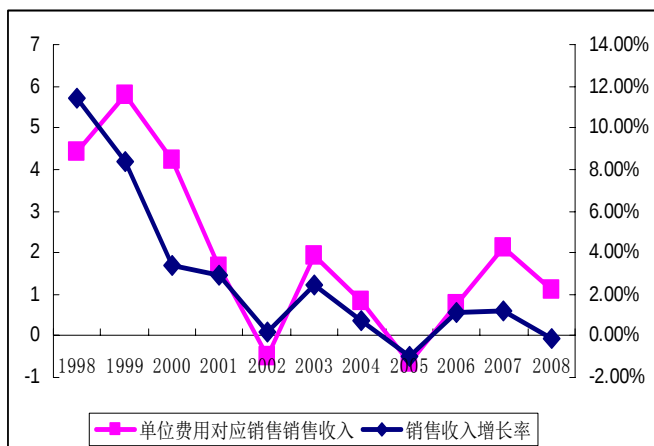


数据来源：东海证券研究所

1986 年朝日啤酒依靠“超清爽啤酒”迅速收复市场失地，其市场占有率从 1986 年的 10.5% 一下上升到 1989 年内的 24.8%，到 1998 年，朝日啤酒以 39.5% 的市场占有率超过维持位居第一长达 44 年的麒麟公司。之后朝日啤酒市场占有率逐年提高，到 2008 年其啤酒的市场占有率已经达到 50.5%。但是 1997 年以来其年销售收入增长一直在 -2%-2% 区间波动，费用增长几乎为零。单位费用支持的销售收入在 1 左右波动，也就是说其营销几乎是没效率的，但是其市场份额确是逐年上涨，这两个现象是矛盾的吗？分析原因我们认为，主要是日本市场在萎缩的缘故，日本市场 1995 年的消费量是 6080 万桶，而 2007 年的消费量只有 5340 万桶，市场容量缩小了 12.17%。而朝日凭借其对消费者口感偏

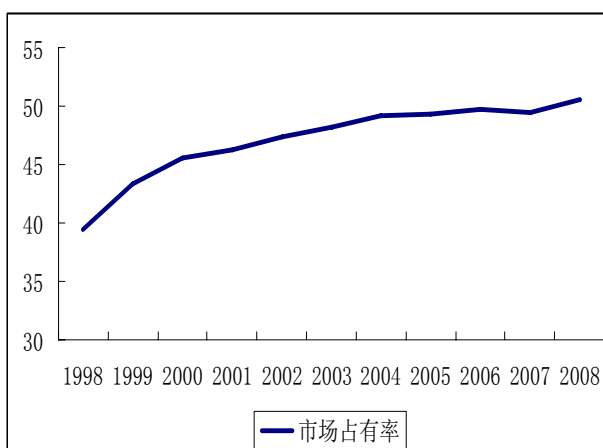
好的把握和营销策略的创新能够保持销量不下降，扩大市场份额实属不易。

图 23、朝日啤酒单位费用对应的销售收入趋势图



数据来源：东海证券研究所

图 24、朝日啤酒在日本的市场占有率



数据来源：东海证券研究所

图 25、各国啤酒消费量

	1995	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
(Millions of barrels)								
China	132.4	193.8	203.2	211.2	240.6	263.6	288.9	324.8
United States	185.9	196.3	198.1	198.1	199.7	200.0	202.7	205.1
Russia	16.8	52.0	57.2	63.1	70.1	74.3	81.8	93.8
Brazil	68.2	71.5	73.9	72.4	74.4	77.9	81.3	87.1
Germany	94.6	86.0	85.5	82.8	81.5	81.0	82.2	79.3
Japan^{*2}	60.8	60.7	59.1	56.1	56.4	53.9	54.0	53.4
Mexico	34.8	43.6	43.6	45.1	46.4	47.9	50.5	52.6
United Kingdom	50.4	49.6	50.6	51.4	50.4	48.1	47.4	45.3
Spain	23.0	26.5	26.2	28.5	29.4	29.5	29.8	30.4
Poland	12.9	20.7	22.8	24.2	24.9	26.2	27.7	29.7

^{*1} Excludes non-alcoholic brews.

^{*2} Includes happoshu and new genre.

Source: Impact Databank 2008 Edition

数据来源：朝日啤酒年报

4. 投资策略

由以上分析我们认为明年农产品价格将稳步回升，快速消费品行业毛利率将有所下滑，另外，企业营销费用下降的可能性较小，行业整体业绩存在一定的压力，估值偏高，仅部分个股存在事件性机会。明年我们更看好一线白酒股，特别是对中档价位白酒率先走入全国市场的企业。主要理由有：1、看好中档白酒的行业增长，其行业发展还处于培育的初级阶段，行业的全国整合刚刚开始；2、一线白酒企业其高档白酒产品可以为其提供稳定的利润来源，有效支持中档白酒产品在全国的扩张；3、二线白酒企业往往刚刚改制，企业资金实力弱，打开全国市场的最初阶段需要大量费用投入，因此明年业绩未必会有所体现；4、率先布局企业有全国市场经验，在渠道布局上有先发优势。

因此我们认为明年食品饮料行业首选个股是泸州老窖和五粮液，其次，我们看好估值相对较低的*ST 伊利和燕京啤酒。

表 12、各子行业竞争力分析

子行业	竞争力	概要	关注公司	评级
白酒	品牌	人们对经济的悲观预期使得高档白酒被严重低估	五粮液 泸州老窖	推荐
葡萄酒	品牌 管理	迎合“健康消费”理念，行业基数小，行业整体稳定增长。	张裕	推荐
啤酒	品牌 管理	快速消费品，行业进入激烈竞争阶段，局部地区发展空间大。	燕京啤酒	推荐
黄酒	品牌 管理	行业基数小，区域性特征明显，明年出现拐点的可能性较低	古越龙山	中性
乳业	品牌 管理	快速消费品，原料价格下跌，产业链长，产品升级，行业发展空间仍然较大。	*ST 伊利	推荐
肉类加工	品牌 管理	行业进入快速发展期，原料价格下跌，产品升级，行业发展空间很大	双汇发展	推荐

数据来源：东海证券研究所

表 13、个股估值情况

11.30 价格	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	08PS	评级
五粮液	0.48	0.75	0.98	37.92	29.02	13.61	增持
泸州老窖	0.91	1.03	1.24	38.18	31.72	14.44	增持
张裕 A	1.7	2.07	2.45	33.94	28.67	10.73	增持
*ST 伊利	-2.3	0.85	1.02	32.58	27.15	1.02	增持
双汇发展	1.15	1.50	2.05	32.66	23.90	1.14	增持
燕京啤酒	0.42	0.55	0.64	31.84	27.36	2.57	增持

数据来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

卢媛媛, 4 年从业经验, 同济大学金融学硕士。

徐玲玲, 上海财经大学经济学硕士。

重点跟踪公司: 泸州老窖、五粮液、伊利股份、双汇发展、三全食品、顺鑫农业、新希望、金枫酒业等。

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122