

推荐 (维持)

增速换挡 寻找确定性

风险评级：中风险

食品饮料行业 2019 年上半年投资策略

2018 年 12 月 3 日

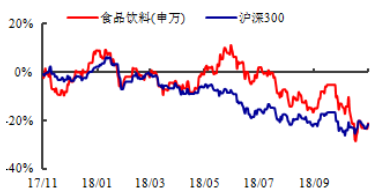
投资要点：

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

- **2018年市场表现：行业整体录得较大跌幅，略跑输沪深300指数。**2018年1-11月份，SW食品饮料行业指数下跌21.94%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第六，略跑输同期沪深300指数0.65个百分点。细分板块中仅SW调味品录得正收益，其他细分板块均录得负收益；行业内仅13%个股录得正收益。行业估值回落至近几年估值中枢下方。截至2018年11月30日，SW食品饮料行业整体PE（TTM，整体法）约22倍，相对沪深300 PE（TTM，整体法）2.14倍。
- **白酒板块：短期看估值修复，长期看市场集中度提升。**白酒板块自2015年开始复苏，业绩增速逐步回升；2017Q3业绩增速达到本轮复苏以来的高点，此后增速自高点有所回落。本轮增速回落与上轮逻辑不同。2012Q3达到高点后的增速回落主要受国家限制三公消费导致白酒政务消费大幅回落及行业景气度下降影响所致。目前白酒需求并未出现大的问题。短期可能受宏观经济下行预期的影响，白酒消费需求增速可能将有所下降，但优势白酒品牌仍可凭借销售区域扩张及产品结构升级提升市场集中度。因此，白酒板块增速可能将由此前的高速换挡至中低速增长。白酒板块估值已回落至近几年估值中枢下方，估值回落反应悲观预期，释放部分风险；临近春节消费旺季，白酒板块短期有望迎来估值修复。白酒板块中长期行情仍然要靠业绩驱动，而业绩增长的动力来自于消费升级和集中度的提升。
- **大众品：优选竞争格局好的细分龙头。**调味品：行业增长潜力及竞争格局是细分行业最优的；估值有所回落，但仍高于近几年均值。乳制品：2019年国际原奶价格可能将触底反弹，国内原奶价格自2018年8月开始逐步回升。国际供给格局偏紧将支撑原奶价格温和复苏。成本压力的上升将促使下游乳企减轻促销力度，销售费用有望下降，净利率有望回升。肉制品板块短期屠宰量增仍将受制于非洲猪瘟的影响。其他细分龙头如榨菜龙头增长的驱动力在于提价、产品结构升级及市场份额提升；卤制品龙头正处于销售渠道快速扩张期；保健品龙头汤臣倍健保持快增的动力在于持续推行大单品战略、线上线下保持快增。
- **投资策略：维持对行业的推荐评级。**目前行业估值已回落至中枢下方，前期股价下跌已反应悲观预期，风险得到一定程度的释放。在一季度消费旺季来临、贸易战缓和及行业政策真空期背景下，行业有望迎来估值修复，建议关注：基本面确定性向上、股价超跌的个股；市场增长潜力大、竞争格局优、估值有持续提升动力的个股；基本面可能迎来边际改善、估值合理的个股。建议关注五粮液、泸州老窖、古井贡酒、舍得酒业、伊利股份、海天味业、中炬高新、千禾味业、绝味食品、涪陵榨菜等。
- **风险提示。**食品安全问题、原料成本上升、竞争加剧等。

细分行业评级

行业指数走势



相关报告

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 行业 2018 年市场表现 | 4 |
| 1.1 整体录得较大跌幅 略跑输沪深 300 指数 | 4 |
| 1.2 多数细分板块录得较大负收益 仅调味品录得正收益 | 4 |
| 1.3 仅少数个股录得正收益 | 4 |
| 2. 行业业绩增速回落带动估值回落 | 5 |
| 3. 白酒板块：短期看估值修复 长期看市场集中度提升 | 6 |
| 3.1 业绩增速换挡 | 6 |
| 3.2 短期看估值修复 | 7 |
| 3.3 长期仍看消费升级和集中度的提升 | 8 |
| 3. 大众食品板块：优选竞争格局好的细分龙头 | 8 |
| 3.1 调味品板块：赛道依然最优 | 8 |
| 3.2 乳制品板块：竞争有望趋缓 费用率有望下降 | 10 |
| 3.3 肉制品板块：短期屠宰量增仍将受制于非洲猪瘟的影响 | 11 |
| 3.4 其他细分龙头 | 12 |
| 4. 投资策略 | 12 |
| 5. 风险提示 | 13 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1：2018 年 1-11 月申万一级行业涨跌幅（%） | 4 |
| 图 2：2018 年 1-11 月 SW 食品饮料行业三级子行业涨跌幅（%） | 4 |
| 图 3：SW 食品饮料行业 1-11 月涨幅榜个股（%） | 4 |
| 图 4：SW 食品饮料行业 1-11 月跌幅榜个股（%） | 4 |
| 图 5：食品饮料行业单季业绩同比增速（%） | 5 |
| 图 6：食品饮料细分板块近两年 Q3 单季营收增速（%） | 5 |
| 图 7：SW 食品饮料 PE（TTM，剔除负值，倍） | 5 |
| 图 8：SW 食品饮料相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍） | 5 |
| 图 9：白酒板块营收和净利润（亿元） | 6 |
| 图 10：白酒板块单季业绩增速（%） | 6 |
| 图 11：SW 白酒 PE（TTM，剔除负值，倍） | 7 |
| 图 12：SW 白酒相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍） | 7 |
| 图 13：我国限额以上白酒企业产量（万千升） | 8 |
| 图 14：我国白酒行业净利润及其增速 | 8 |
| 图 15：调味品板块营收和净利润（亿元） | 9 |
| 图 16：调味品板块业绩增速（%） | 9 |
| 图 17：餐饮业收入及其增速（亿元，%） | 9 |
| 图 18：限额以上餐饮企业收入及其增速（亿元，%） | 9 |
| 图 19：SW 调味品 PE（TTM，剔除负值，倍） | 10 |
| 图 20：SW 调味品相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍） | 10 |
| 图 21：乳制品板块营收和净利润（亿元） | 10 |
| 图 22：乳制品板块业绩增速（%） | 10 |
| 图 23：我国主产区生鲜乳价格（元/公斤） | 11 |
| 图 24：乳制品板块销售费用率及净利率（%） | 11 |
| 图 25：肉制品板块营收和净利润（亿元） | 11 |

图 26: 肉制品板块业绩增速 (%) 11

表格目录

表 1: 白酒板块上市公司单季业绩增速 (%) 6

表 2: 调味品板块上市公司单季业绩增速 (%) 9

表 3: 乳制品板块上市公司单季业绩增速 (%) 11

表 4: 肉制品板块上市公司单季业绩增速 (%) 12

表 5: 食品饮料行业其他细分龙头单季业绩增速 (%) 12

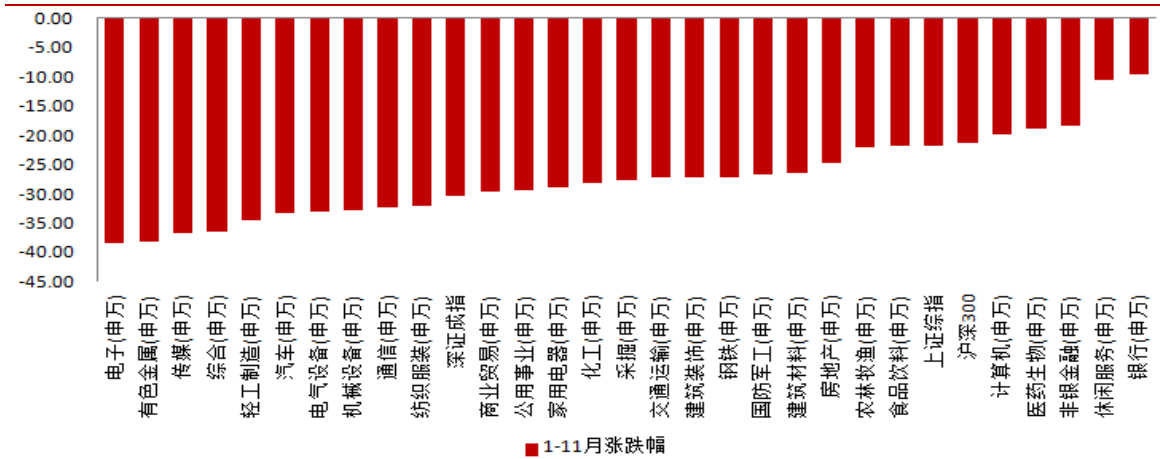
表 6: 重点公司盈利预测及投资评级 (2018/11/30) 13

1. 行业 2018 年市场表现

1.1 整体录得较大跌幅 略跑输沪深 300 指数

2018 年 1-11 月份，SW 食品饮料行业指数下跌 21.94%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第六，略跑输同期沪深 300 指数 0.65 个百分点。

图 1：2018 年 1-11 月申万一级行业涨跌幅（%）

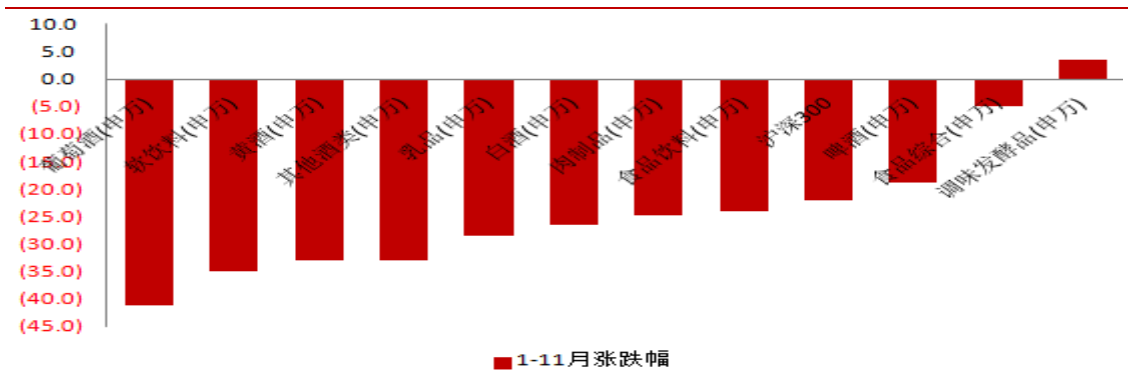


资料来源：东莞证券研究所，wind

1.2 多数细分板块录得较大负收益 仅调味品录得正收益

1-11 月份，SW 食品饮料细分板块中仅 SW 调味品录得正收益，上涨 5%，其他细分板块均录得负收益；其中 SW 葡萄酒跌幅最大，下跌 41%；SW 软饮料、SW 黄酒和 SW 其他酒类跌幅在 30%-40%，SW 乳品、SW 白酒和 SW 肉制品跌幅在 20%-30%，SW 啤酒下跌 17%，SW 食品综合下跌 4.3%。

图 2：2018 年 1-11 月 SW 食品饮料行业三级子行业涨跌幅（%）



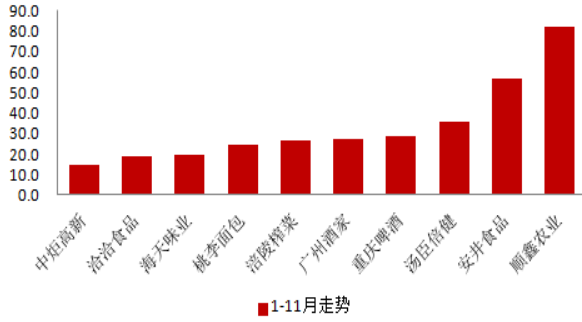
资料来源：东莞证券研究所，wind

1.3 仅少数个股录得正收益

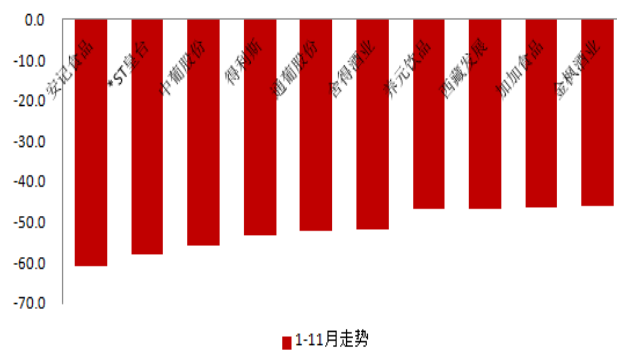
1-11 月份，行业内仅 13 个股录得正收益，其中顺鑫农业涨幅最大，上涨 82%。行业约 46% 的个股跌幅超过 30%，其中安记食品跌幅最大，下跌 61%。

图 3：SW 食品饮料行业 1-11 月涨幅榜个股（%）

图 4：SW 食品饮料行业 1-11 月跌幅榜个股（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

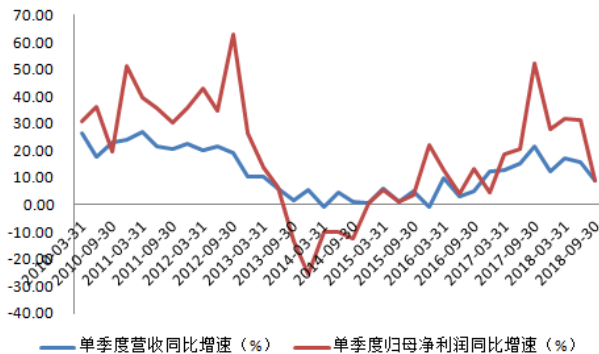


资料来源：东莞证券研究所，wind

2. 行业业绩增速回落带动估值回落

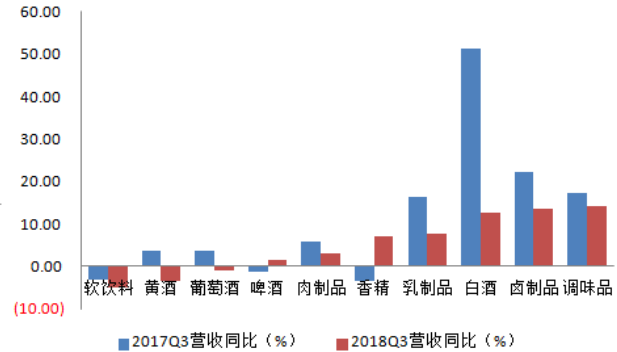
2018Q3，食品饮料行业（SW 食品饮料行业剔除 B 股及个别主业非食品饮料的公司，共 89 家样本公司）实现营业总收入和归母净利润分别为 1484.5 亿元和 247.6 亿元，分别同比增长 8.8% 和 8.9%，增速分别同比下降 12.6 个百分点和 43.1 个百分点。Q1 和 Q2，行业营收同比增速分别为 17.2% 和 15.6%，归母净利润同比增速分别为 31.5% 和 31.3%。2018Q3，细分板块中白酒、调味品、乳制品、肉制品等板块业绩增速均有所回落，葡萄酒、黄酒、软饮料等板块业绩有所下滑，啤酒业绩增速有所回升。

图 5：食品饮料行业单季业绩同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 6：食品饮料细分板块近两年 Q3 单季营收增速（%）

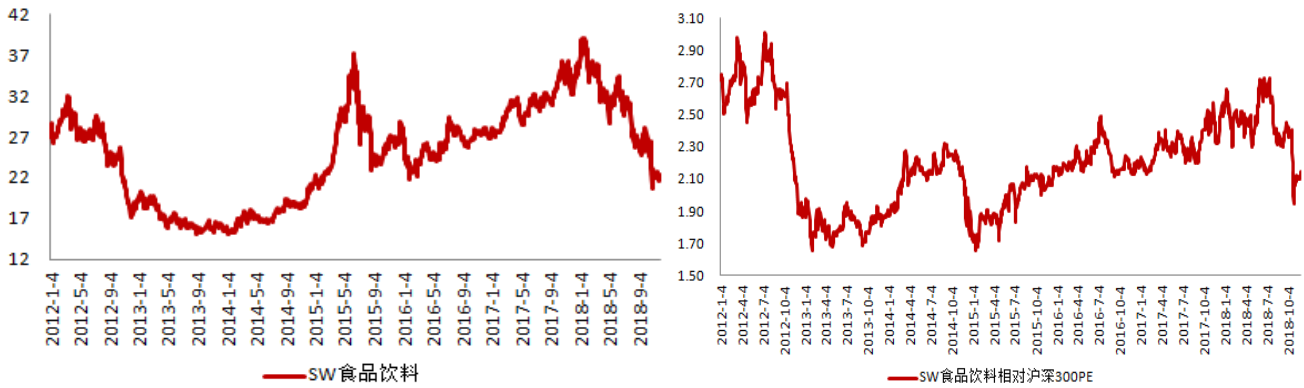


资料来源：东莞证券研究所，wind

估值回落至中枢下方。受 Q3 业绩增速回落等因素影响，食品饮料行业整体估值有所回落。截至 2018 年 11 月 30 日，SW 食品饮料行业整体 PE（TTM，整体法）约 22 倍，相对沪深 300 PE（TTM，整体法）2.14 倍，行业估值回落至近几年估值中枢下方。

图 7：SW 食品饮料 PE（TTM，剔除负值，倍）

图 8：SW 食品饮料相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）



资料来源：东莞证券研究所，wind

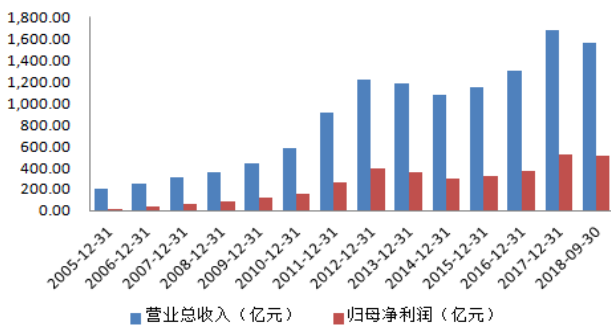
资料来源：东莞证券研究所，wind

3. 白酒板块：短期看估值修复 长期看市场集中度提升

3.1 业绩增速换挡

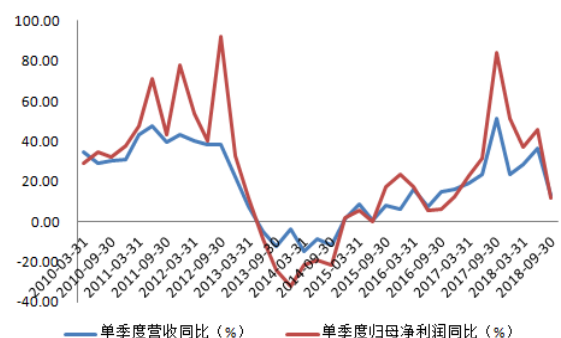
白酒板块自 2015 年开始复苏，业绩增速逐步回升；2017Q3 业绩增速达到本轮复苏以来的高点，此后增速自高点有所回落。2018Q3，白酒板块（共 17 家标的公司）实现营业总收入和归母净利润分别为 486.92 亿元和 161.2 亿元，分别同比增长 12.75%和 11.9%，增速分别同比下降 38.4 个百分点和 72.1 个百分点，业绩增速显著下降的主要原因在于上年同期基数高、终端需求受宏观经济下行影响而有所下降等。2018Q3，白酒板块中约 53%的公司业绩增速同比有所下降；其中龙头贵州茅台业绩增速回落至个位数水平；五粮液 Q3 业绩虽维持在两位数水平增长，但增速较上年同期也是显著回落；泸州老窖业绩保持快增，营收增速几乎与上年同期持平，净利润增速有所提高；次高端洋河股份业绩增速微幅提升。

图 9：白酒板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 10：白酒板块单季业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 1：白酒板块上市公司单季业绩增速（%）

| 代码 | 名称 | 2018Q3 营收同比 (%) | 2018Q2 营收同比 (%) | 2018Q1 营收同比 (%) | 2018Q3 归母净利润同比 (%) | 2018Q2 归母净利润同比 (%) | 2018Q1 归母净利润同比 (%) |
|-----------|------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 600519.SH | 贵州茅台 | 3.81 | 46.40 | 31.24 | 2.71 | 2.71 | 38.93 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 23.17 | 37.73 | 36.80 | 19.61 | 19.61 | 38.35 |

| | | | | | | | |
|-----------|------|--------|-------|--------|-----------|-----------|--------|
| 002304.SZ | 洋河股份 | 20.11 | 26.97 | 25.68 | 21.53 | 21.53 | 26.69 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 31.36 | 24.73 | 26.20 | 45.49 | 45.49 | 32.74 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 30.58 | 45.30 | 48.56 | 60.24 | 60.24 | 51.82 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 18.25 | 48.50 | 17.80 | 46.14 | 46.14 | 42.50 |
| 603589.SH | 口子窖 | 8.15 | 27.51 | 21.02 | 8.77 | 8.77 | 37.20 |
| 603369.SH | 今世缘 | 35.49 | 30.36 | 31.11 | 35.45 | 35.45 | 31.79 |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | -14.34 | 20.52 | 3.37 | 99.25 | 99.25 | 94.61 |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 13.50 | 8.88 | 11.87 | 18.04 | 18.04 | 12.46 |
| 600779.SH | 水井坊 | 27.21 | 33.03 | 87.73 | 51.56 | 51.56 | 68.01 |
| 600197.SH | 伊力特 | 9.47 | 36.30 | 8.63 | -21.83 | -21.83 | 8.42 |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 56.77 | 10.05 | 21.95 | 223.55 | 223.55 | 102.55 |
| 600559.SH | 老白干酒 | 56.22 | 75.05 | 6.14 | 41.42 | 41.42 | 80.97 |
| 000799.SZ | 酒鬼酒 | 30.81 | 36.60 | 46.12 | 38.46 | 38.46 | 68.88 |
| 603919.SH | 金徽酒 | -22.83 | 19.06 | 5.44 | -91.92 | -91.92 | 6.63 |
| 600199.SH | 金种子酒 | -3.44 | 7.30 | -11.64 | -3,912.87 | -3,912.87 | 17.13 |

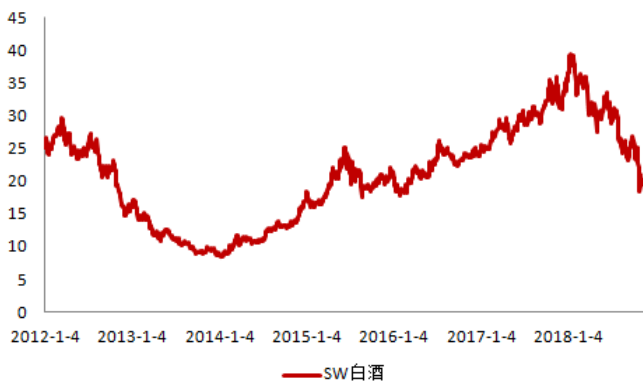
资料来源：东莞证券研究所，wind

本轮增速回落与上轮逻辑不同。2017Q3 达到高点之后的增速回落与 2012Q3 达到高点后的增速回落不同，后者主要受国家限制三公消费导致白酒政务消费大幅回落及行业景气度下降影响所致。目前从行业政策来看，并未出台影响行业景气度的重大利空政策。从行业运行情况来看，白酒需求并未出现断崖式下降。短期可能受宏观经济下行预期的影响，白酒消费需求增速可能将有所下降，但优势白酒品牌仍可凭借销售渠道的扩张及产品结构升级不断提升市场集中度，从而获得超越行业的增速增长。因此，白酒板块增速可能将由此前的高速换挡至中低速增长。

3.2 短期看估值修复

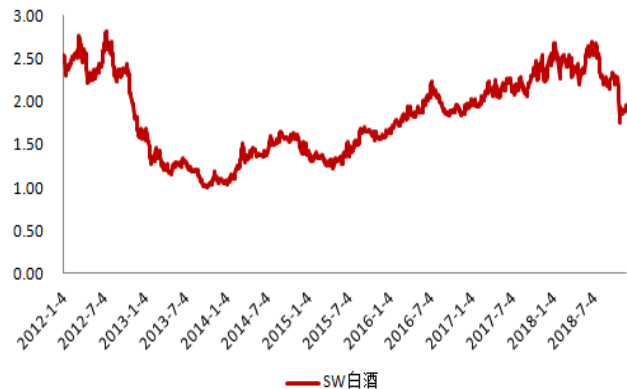
伴随业绩增速的回落，白酒板块估值明显回落。截至 2018 年 11 月 30 日，SW 白酒板块整体 PE (TTM, 整体法) 约 20 倍，略低于板块近几年估值均值；SW 白酒相对沪深 300 PE (TTM, 整体法) 约 1.95 倍，仍高于近几年均值。

图 11: SW 白酒 PE (TTM, 剔除负值, 倍)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 12: SW 白酒相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍)



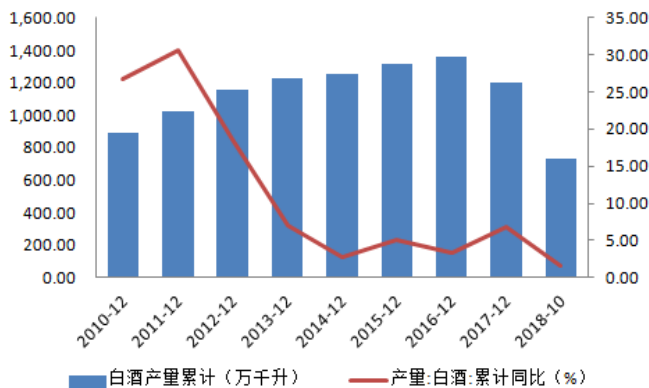
资料来源：东莞证券研究所，wind

估值回落反应悲观预期。业绩增速下滑引发市场对白酒板块明年增长的悲观预期，市场将白酒龙头 2019 年净利润增速预测普遍下调至 15% 左右的水平。目前白酒龙头贵州茅台 2019PE（预测值）已回落至 18 倍左右的水平，五粮液、泸州老窖和洋河股份已回落至 15 倍左右的水平。业绩增速下滑引发的悲观预期已得到部分释放。临近春节消费旺季，白酒板块短期有望迎来估值修复。

3.3 长期仍看消费升级和集中度的提升

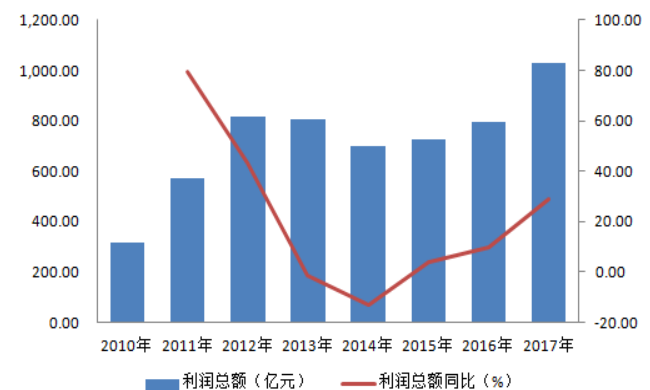
白酒板块中长期行情仍然要靠业绩驱动，而业绩增长的动力来自于消费升级和集中度的提升。我国白酒行业总产值超过 6000 亿元，未来增长可能将趋于稳定。2018 年 1-10 月份，规模以上白酒企业产量 727.9 万千升，同比增长 1.5%，增速同比下降 4.1 个百分点。行业市场集中度有所上升。2017 年，我国白酒行业前三强贵州茅台、五粮液和洋河股份销售收入占比合计约为 19.6%，所占市场份额同比提高约 6.3 个百分点；其中贵州茅台销售收入占比接近 11%，市场份额同比提升约 4 个百分点。与美国和日本烈性酒行业 CR5 均超过 50% 相比，我国白酒龙头未来市场集中度还有较大提升空间。白酒龙头未来将通过销售区域拓展、产品结构升级或者并购整合来提升市场集中度。

图 13：我国限额以上白酒企业产量（万千升）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 14：我国白酒行业净利润及其增速



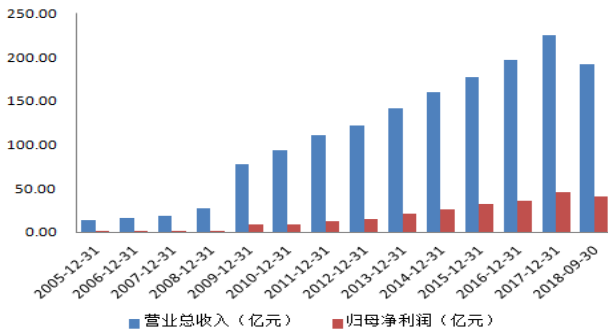
资料来源：东莞证券研究所，wind

3. 大众食品板块：优选竞争格局好的细分龙头

3.1 调味品板块：赛道依然最优

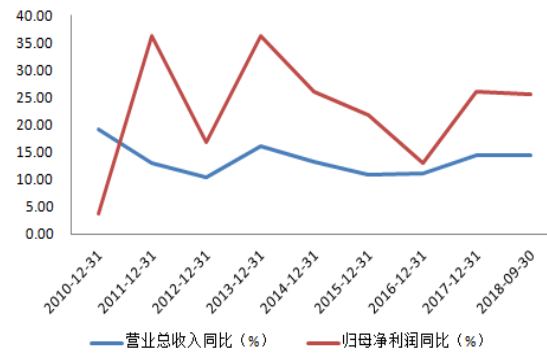
近几年调味品板块业绩保持较为稳健的增长。2015-2017 年调味品板块营收和归母净利润年均复合增速分别约为 12% 和 16%。2018Q3，调味品板块（共 5 家标的公司）实现营业总收入和归母净利润分别为 60.61 亿元和 11.86 亿元，分别同比增长 14.22% 和 22.34%，增速虽同比微幅下降，但仍然维持在两位数水平。调味品龙头海天味业业绩保持稳增，2015-2017 年营收和归母净利润年均复合增速分别约为 14% 和 19%，2018Q3 营收和归母净利润分别同比增长 17.12% 和 23.4%；未来业绩增长的驱动力主要来自于产品结构升级、销售渠道拓展和下沉、家庭消费收入占比的提升。中炬高新、千和味业未来增长的驱动力来自于产品结构的丰富、产能扩张及销售区域拓展。

图 15: 调味品板块营收和净利润 (亿元)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 16: 调味品板块业绩增速 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

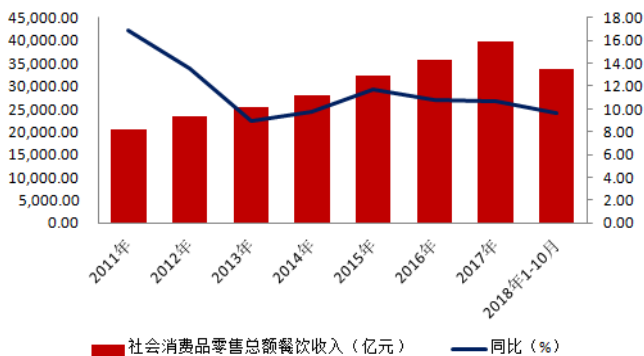
表 2: 调味品板块上市公司单季业绩增速 (%)

| 代码 | 名称 | 2018Q3 营收同比 (%) | 2018Q2 营收同比 (%) | 2018Q1 营收同比 (%) | 2018Q3 归母净利润同比 (%) | 2018Q2 归母净利润同比 (%) | 2018Q1 归母净利润同比 (%) |
|-----------|------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 603288.SH | 海天味业 | 17.12 | 17.48 | 17.04 | 23.40 | 23.40 | 23.11 |
| 600872.SH | 中炬高新 | 7.15 | 22.94 | 18.42 | 1.83 | 1.83 | 47.40 |
| 600305.SH | 恒顺醋业 | 12.98 | 11.24 | 8.21 | 86.69 | 86.69 | 32.96 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 27.68 | 2.64 | -3.01 | 31.67 | 31.67 | 193.18 |
| 002650.SZ | 加加食品 | -0.58 | -11.73 | 1.60 | -23.49 | -23.49 | -8.23 |

资料来源: 东莞证券研究所, wind

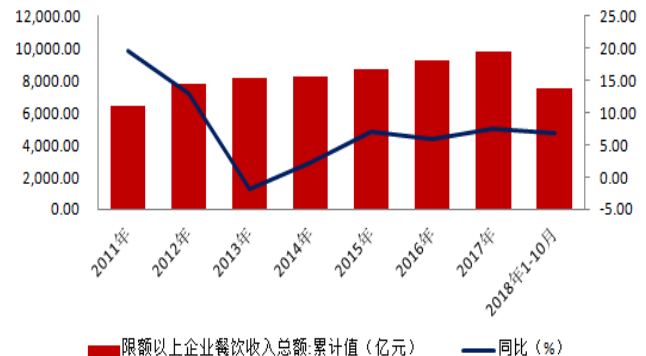
调味品行业未来增长的动力在于人均消费量的提升及餐饮业的持续增长。调味品的市场需求大约有 30%来自家庭消费，而我国调味品人均消费仍然较低。2016 年，我国调味品人均销售额约为 11 美元，而同期美国调味品人均销售额是我国的 7 倍，日本、韩国人均销售额分别是我国的 13 倍和 2 倍；全球人均销售额是我国的 1.4 倍。未来随着收入的提高和生活水平的提升，我国调味品人均消费将持续提高。调味品的市场需求有大约 40%来自餐饮行业。我国餐饮行业市场规模由 2011 年的 2.05 万亿元增长至 2017 年的 3.96 万亿元，CAGR 约为 11.6%。预计 2018 年将超过 4.3 万亿元，2022 年将超过 6.3 万亿元，2018-2022CAGR 将达到 10%。餐饮业持续增长将拉动调味品部分市场需求。

图 17: 餐饮业收入及其增速 (亿元, %)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 18: 限额以上餐饮企业收入及其增速 (亿元, %)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

调味品竞争格局较优。2016 年调味品板块 5 家标的公司营收占国内调味品行业比重合计约为 6.6%，其中龙头海天味业占比约为 4.2%。2017 年调味品板块 5 家标的公司营收占比合计约为 6.8%，其中龙头海天味业占比约为 4.4%，集中度同比有所上升。与日本酱油龙头龟甲万 30%以上的市场占有率相比，国内调味品龙头公司市场集中度还有很大的提升空间。

估值有所回落，但仍高于近几年均值。截至 2018 年 11 月 30 日，SW 调味品板块整体 PE（TTM，整体法）约 39 倍，略高于板块近几年估值均值；SW 调味品相对沪深 300 PE（TTM，整体法）约 3.78 倍，略高于近几年均值。

图 19：SW 调味品 PE（TTM，剔除负值，倍）



图 20：SW 调味品相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

3.2 乳制品板块：竞争有望趋缓 费用率有望下降

竞争加剧，业绩增速有所减缓。2015-2017 年 SW 乳品板块营收和归母净利润年均复合增速分别为 6.2%和 4.9%。2018Q1、Q2 和 Q3 乳品板块营收增速分别为 15.6%、11.5%和 7.5%，归母净利润分别同比增长 15.1%、1.7%和-6.4%，业绩增速下滑主要受竞争加剧影响所致。乳品龙头公司伊利股份自 2018Q2 开始增速明显回落，净利润增速回落至个位数主要受广告费用支出快速上升影响所致；光明乳业业绩持续下滑。

图 21：乳制品板块营收和净利润（亿元）

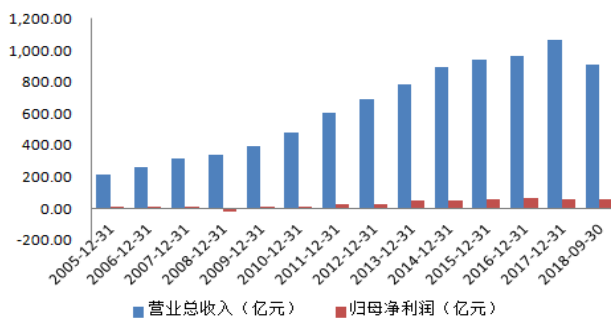
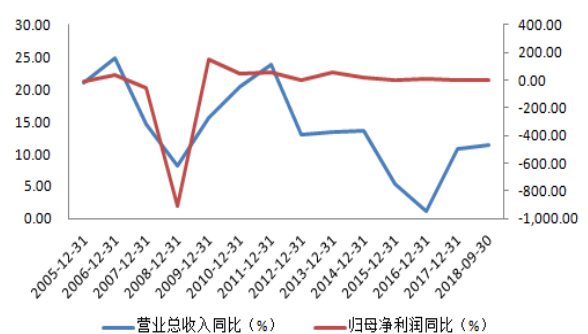


图 22：乳制品板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 3：乳制品板块上市公司单季业绩增速（%）

| 代码 | 名称 | 2018Q3 营收同比 (%) | 2018Q2 营收同比 (%) | 2018Q1 营收同比 (%) | 2018Q3 归母净利润同比 (%) | 2018Q2 归母净利润同比 (%) | 2018Q1 归母净利润同比 (%) |
|-----------|--------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 600887.SH | 伊利股份 | 12.68 | 13.80 | 24.56 | 1.83 | 1.83 | 21.15 |
| 600597.SH | 光明乳业 | -10.57 | -1.54 | -4.98 | -63.75 | -63.75 | -28.55 |
| 600429.SH | 三元股份 | 17.62 | 19.72 | 26.71 | -82.24 | -82.24 | 171.07 |
| 002570.SZ | *ST 因美 | -19.92 | 57.08 | -35.80 | 228.63 | 228.63 | -27.54 |
| 002329.SZ | 皇氏集团 | 16.76 | 2.75 | -1.06 | 18.59 | 18.59 | -42.90 |
| 002732.SZ | 燕塘乳业 | 3.09 | 5.46 | 9.14 | -51.19 | -51.19 | -21.02 |
| 600419.SH | 天润乳业 | 22.74 | 18.60 | 23.28 | 30.80 | 30.80 | 19.02 |
| 002770.SZ | 科迪乳业 | 2.98 | 0.98 | 21.15 | -3.44 | -3.44 | 3.64 |
| 002910.SZ | 庄园牧场 | -8.80 | -8.22 | 10.67 | -35.47 | -35.47 | -1.43 |
| 002719.SZ | 麦趣尔 | 19.92 | 23.05 | 3.97 | 9.42 | 9.42 | 194.38 |
| 600882.SH | 广泽股份 | 14.40 | 17.75 | -4.91 | -52.15 | -52.15 | -543.61 |
| 600887.SH | 伊利股份 | 12.68 | 13.80 | 24.56 | 1.83 | 1.83 | 21.15 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

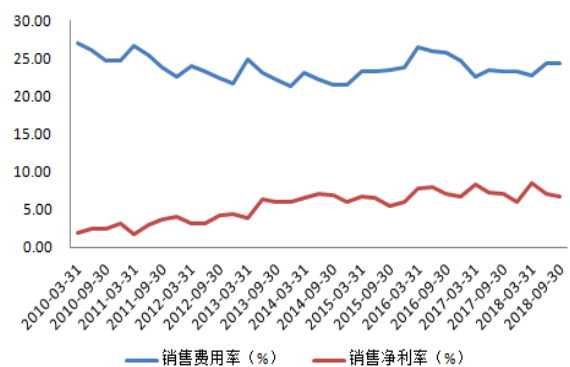
短期竞争有望趋缓。全球 7 个主要乳制品出口国家和地区牛奶产量同比增速持续减缓，全球原奶供给将由过剩转向偏紧格局，2019 年原奶价格可能将触底反弹。国内原奶价格自 2018 年 8 月开始逐步回升。国际供给格局偏紧将支撑原奶价格温和复苏。成本压力的上升将促使下游乳企减轻促销力度，销售费用有望下降，净利率有望回升。

图 23：我国主产区生鲜乳价格（元/公斤）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 24：乳制品板块销售费用率及净利率（%）



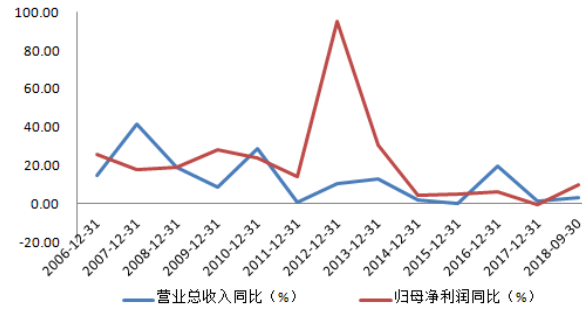
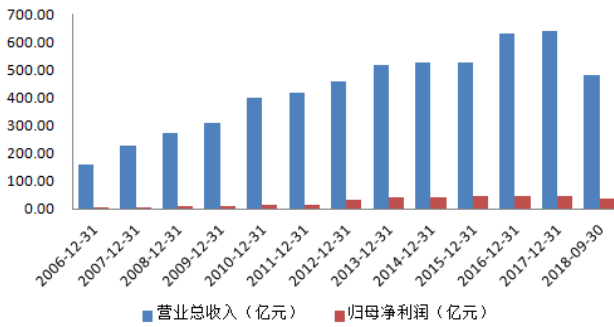
资料来源：东莞证券研究所，wind

3.3 肉制品板块：短期屠宰量增仍将受制于非洲猪瘟的影响

短期业绩增速仍将受制于非洲猪瘟的不利影响。2018Q3，肉制品板块（5 家标的公司）实现营业总收入 170.63 亿元，同比增长 3.17%，增速同比下降 2.65 个百分点；实现归母净利润 13.28 亿元，同比下降 6.72%，增速同比下降 22.45 个百分点。肉制品龙头双汇发展 2018Q3 营收和归母净利润同比增速分别为-2.77%和 1.6%，增速分别同比下降 6.36 个百分点和 9.18 个百分点，Q3 屠宰量增速受非洲猪瘟影响较 Q1 和 Q2 明显回落。非洲猪瘟的扩散还将影响猪肉消费和生猪出栏，从而可能将影响到肉制品的销售。

图 25：肉制品板块营收和净利润（亿元）

图 26：肉制品板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 4：肉制品板块上市公司单季业绩增速 (%)

| 代码 | 名称 | 2018Q3 营收同比 (%) | 2018Q2 营收同比 (%) | 2018Q1 营收同比 (%) | 2018Q3 归母净利润同比 (%) | 2018Q2 归母净利润同比 (%) | 2018Q1 归母净利润同比 (%) |
|-----------|------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 000895.SZ | 双汇发展 | -2.77 | -1.23 | -1.38 | 1.60 | 28.87 | 21.09 |
| 002726.SZ | 龙大肉食 | 38.45 | 24.74 | 24.73 | 26.98 | -85.68 | 1.89 |
| 002840.SZ | 华统股份 | 16.81 | 5.50 | 12.39 | -1.83 | 2.37 | 34.47 |
| 002515.SZ | 金字火腿 | 6.21 | 7.14 | 19.63 | -107.82 | -56.04 | 28.50 |
| 002330.SZ | 得利斯 | 17.53 | 38.48 | 41.58 | 14.75 | -27.14 | 27.57 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

3.4 其他细分龙头

榨菜龙头涪陵榨菜保持快增的驱动力在于提价、产品结构升级及市场份额提升。卤制品龙头绝味食品正处于销售渠道快速扩张期，业绩有望保持快增。保健品龙头汤臣倍健保持快增的动力在于持续推行大单品战略、线上线下保持快增。

表 5：食品饮料行业其他细分龙头单季业绩增速 (%)

| 代码 | 名称 | 2018Q3 营收同比 (%) | 2018Q2 营收同比 (%) | 2018Q1 营收同比 (%) | 2018Q3 归母净利润同比 (%) | 2018Q2 归母净利润同比 (%) | 2018Q1 归母净利润同比 (%) |
|-----------|------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 300146.SZ | 汤臣倍健 | 44.94 | 46.86 | 45.03 | 59.95 | 11.18 | 31.39 |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 11.01 | 23.71 | 47.72 | 65.18 | 75.87 | 80.33 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 13.76 | 14.87 | 10.11 | 23.05 | 33.74 | 31.26 |
| 603866.SH | 桃李面包 | 19.15 | 18.30 | 20.57 | 14.32 | 38.41 | 51.60 |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 13.78 | 5.86 | 28.44 | 48.87 | 23.42 | 8.82 |
| 603345.SH | 安井食品 | 24.61 | 18.36 | 18.93 | 52.37 | 50.37 | 20.53 |
| 002661.SZ | 克明面业 | 22.54 | 11.13 | 45.19 | 57.95 | 27.43 | 110.86 |

资料来源：东莞证券研究所，wind

4. 投资策略

维持对行业的推荐评级。目前行业估值已回落至中枢下方，前期股价下跌已反应悲观预

期, 风险得到一定程度的释放。在一季度消费旺季来临、贸易战缓和及行业政策真空期, 行业有望迎来估值修复, 建议关注: 基本面确定性向上、股价超跌的个股; 市场增长潜力大、竞争格局优、估值有持续提升动力的个股; 基本面可能迎来边际改善、估值合理的个股。建议关注五粮液 (000858)、泸州老窖 (000568)、古井贡酒 (000596)、舍得酒业 (600702)、伊利股份 (600887)、海天味业 (603288)、中炬高新 (600872)、千禾味业 (603027)、绝味食品 (603517)、涪陵榨菜 (002507) 等。

表 6: 重点公司盈利预测及投资评级 (2018/11/30)

| 股票代码 | 股票名称 | 股价(元) | EPS (元) | | | PE | | | 评级 | 评级变动 |
|--------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E | | |
| 600519 | 贵州茅台 | 565.00 | 21.56 | 26.7 | 31.01 | 26.21 | 21.16 | 18.22 | 推荐 | 维持 |
| 000858 | 五粮液 | 52.39 | 2.49 | 3.21 | 3.73 | 21.04 | 16.32 | 14.05 | 推荐 | 维持 |
| 002304 | 洋河股份 | 100.18 | 4.40 | 5.41 | 6.27 | 22.77 | 18.52 | 15.98 | 推荐 | 维持 |
| 000568 | 泸州老窖 | 41.00 | 1.75 | 2.31 | 2.67 | 23.43 | 17.75 | 15.36 | 推荐 | 维持 |
| 600809 | 山西汾酒 | 35.85 | 1.09 | 1.64 | 1.97 | 32.89 | 21.86 | 18.20 | 推荐 | 维持 |
| 000596 | 古井贡酒 | 56.97 | 2.28 | 3.19 | 3.83 | 25.0 | 17.9 | 14.9 | 推荐 | 维持 |
| 600702 | 舍得酒业 | 22.38 | 0.43 | 1.03 | 1.44 | 52.0 | 21.7 | 15.5 | 推荐 | 维持 |
| 600887 | 伊利股份 | 23.83 | 0.99 | 1.05 | 1.15 | 24.07 | 22.70 | 20.72 | 推荐 | 维持 |
| 603288 | 海天味业 | 63.37 | 1.31 | 1.59 | 1.92 | 48.37 | 39.86 | 33.01 | 推荐 | 维持 |
| 600872 | 中炬高新 | 28.27 | 0.57 | 0.78 | 0.96 | 49.60 | 36.24 | 29.45 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600305 | 恒顺醋业 | 9.62 | 0.36 | 0.36 | 0.42 | 26.72 | 26.72 | 22.90 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 603027 | 千禾味业 | 16.12 | 0.44 | 0.61 | 0.71 | 36.64 | 26.43 | 22.70 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 000895 | 双汇发展 | 22.90 | 1.31 | 1.51 | 1.68 | 17.48 | 15.17 | 13.63 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 603517 | 绝味食品 | 35.13 | 1.22 | 1.55 | 1.87 | 28.80 | 22.66 | 18.79 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 21.08 | 0.52 | 0.84 | 1.01 | 40.5 | 25.1 | 20.9 | 谨慎推荐 | 维持 |

资料来源: 东莞证券研究所, wind

5.风险提示

食品安全问题、原料成本上升、竞争加剧等。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| 风险等级评级 | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn