

羽化成蝶，蓄势待发

2018年12月06日

【投资要点】

- ◆ 我们认为，食品饮料具备一定必选属性，抗经济波动能力较强。同时，随我国经济增速换挡，品牌化、高端化、个性化仍是趋势，食品饮料行业潜力依旧较大。行业短期调整后，估值逐步合理，未来蓄势待发。
- ◆ **白酒行业：**在目前时点下，白酒需求并没有出现板块丢失，主要企业的渠道库存也没有发生大的高企。白酒行业经过了前期大幅估值调整，整体PE从年中30倍下调至目前的20倍左右，已处于合理区间。2019年，随商务活动逐步回暖及国家降税减费等政策下，我国白酒消费有望逐步回暖。
- ◆ **乳制品行业：**生鲜乳均价预计温和提升，乳制品企业销售费用将同步降低，价格战趋缓。各乳企有望将自身的份额提升往利润传导。未来，龙头企业凭借品牌及渠道优势，市场份额将继续增长，包括龙头在内的各乳企盈利能力也有望获得提升。
- ◆ **啤酒行业：**啤酒总消费量增长有限，新生饮用场景增量值得关注。在此类消费场景下，消费者重产品及品牌，对啤酒价格并不敏感。有较多高端啤酒品牌储备及具有相关新消费场景渠道力的企业具备优势。
- ◆ **调味品行业：**调味品行业受益于餐饮扩容和产品升级，行业保持较高增长。同时，调味品必选属性强，总体需求稳健。目前，我国酱油行业集中度趋于提升，海天有望脱颖而出。此外，复合调味品增速较快，是未来发展方向之一。
- ◆ **综合食品行业：**综合食品建议关注细分领域龙头。休闲零食方面，休闲零食行业增长空间巨大，线上线下融合的新零售受较多关注。休闲卤制品方面，鲜货类卤制品目前已经形成寡占型格局，龙头企业具有规模优势。同时，行业包装率、品牌化的逐年提升，带动了量价的持续增长。

【配置建议】

- ◆ 投资方面，看好：伊利股份（600887）、五粮液（000858）、重庆啤酒（600132）、安井食品（603345），谨慎看好：贵州茅台（600519）、洋河股份（002304）、海天味业（603288）、中炬高新（600872）。

【风险提示】

- ◆ 国家政策风险；食品安全风险；宏观经济风险。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：沈旸

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《白酒板块估值合理，商务消费有望逐步复苏》

2018.12.03

《多酒企入选国家品牌计划》

2018.11.26

《白酒估值处于历史低位，建议关注》

2018.11.20

《进博会乳业受较多关注》

2018.11.12

《季报回顾：调味品、食品细分龙头高景气》

2018.11.06

正文目录

1. 2018 年回顾.....	5
1.1. 行情回顾：估值逐步回落，北向资金增持.....	5
1.2. 基本面回顾：2018H2 业绩增速下滑.....	7
2. 未来行业展望.....	9
2.1. 白酒：估值已处于合理区间.....	9
2.2. 乳制品：龙头份额持续增长.....	12
2.3. 啤酒：关注新消费场景兴起.....	14
2.4. 调味品：高景气度的优质赛道.....	16
2.5. 综合食品：关注细分领域龙头.....	20
3. 行业重点关注个股.....	25
3.1. 贵州茅台：结构升级增量可观.....	25
3.2. 五粮液：择机导入控盘分利政策.....	25
3.3. 洋河股份：产品结构提升，省外拓展推进.....	25
3.4. 伊利股份：市占率提升，海外拓展稳步推进.....	25
3.5. 重庆啤酒：已进入整合窗口期，期待协同效应.....	26
3.6. 海天味业：调味品行业的绝对龙头.....	26
3.7. 中炬高新：将持续受益于酱油消费升级.....	26
3.8. 安井食品：速冻火锅料第一品牌.....	26
4. 风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 今年以来食品饮料及各指数累计涨跌幅	5
图表 2: 今年以来食品饮料各板块累计涨跌幅	5
图表 3: 今年以来 A 股各行业涨跌幅 (%)	5
图表 4: 今年以来食品饮料及各指数单月涨跌幅	6
图表 5: 今年以来食品饮料各板块单月涨跌幅	6
图表 6: 十年以来食品饮料行业与沪深 300 估值水平走势图 (TTM 整体法)	6
图表 7: 贵州茅台北向资金持股数	7
图表 8: 伊利股份北向资金持股数	7
图表 9: 过去一年食品饮料单季度营收	7
图表 10: 过去一年食品饮料单季度归母净利润	7
图表 11: 白酒行业单季度业绩	8
图表 12: 啤酒行业单季度业绩	8
图表 13: 乳制品行业单季度业绩	8
图表 14: 调味品行业单季度业绩	8
图表 15: 肉制品行业单季度业绩	8
图表 16: 食品综合单季度业绩	8
图表 17: 邻国对我国消费的参考	9
图表 18: 食品饮料主要板块 PE (一致盈利预测、截至 2018-12-04)	9
图表 19: 白酒行业 PEPS	9
图表 20: 高端酒 PE	9
图表 21: 区域名酒 PE	10
图表 22: 大众酒 PE	10
图表 23: 白酒各类型消费占比	10
图表 24: 白酒集中度较低 (营收计)	10
图表 25: PMI 走势	11
图表 26: 固定资产投资完成额累计增速	11
图表 27: 茅五批价走势	11
图表 28: 茅台出货量预测	11
图表 29: 白酒各价格带市场规模占比	12
图表 30: 白酒行业预收账款总额	12
图表 31: 乳制品行业 PEPS	12
图表 32: 伊利蒙牛光明营收比较	12
图表 33: GDT 乳粉拍卖价格	13
图表 34: 生鲜乳均价及 IFCN 全球牛奶价格	13
图表 35: 伊利蒙牛费用率情况	13
图表 36: 近年来伊利净利率情况	13
图表 37: 居民人均可支配收入	13
图表 38: 我国城乡人均液乳消费量	13
图表 39: 液奶渗透率	14
图表 40: 我国历年人口出生率	14
图表 41: 历年国内奶粉进口量	14
图表 42: 啤酒行业 PEPS	14
图表 43: 近年来啤酒累计产量	14
图表 44: 啤酒成本结构	15
图表 45: 国内瓦楞纸价格	15
图表 46: 上海金属市场铝平均价	15
图表 47: 中国玻璃价格指数	15
图表 48: 我国历年啤酒产量	15

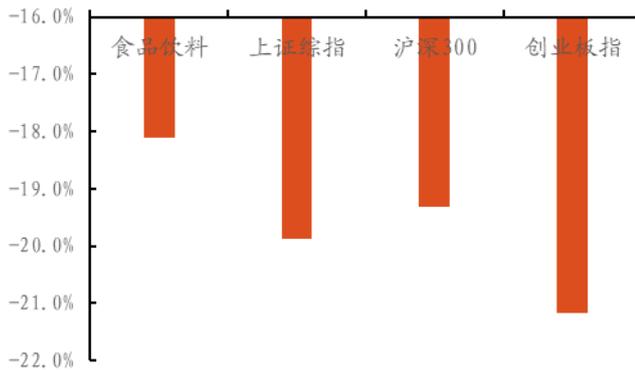
图表 49: 我国高端啤酒销量	15
图表 50: 我国历年酒吧数量	16
图表 51: 我国酒吧行业市场规模	16
图表 52: 调味品行业 PEPS	16
图表 53: 2006-2017E 调味品行业销售收入	16
图表 54: 我国餐饮收入快速增长	17
图表 55: 外卖市场发展(亿元)	17
图表 56: 2006 年-2018 年 10 月 CPI-PPI 变化情况	17
图表 57: 2006-2017E 调味品行业税前利润率	17
图表 58: 瓦楞纸市场价走势	17
图表 59: 大豆及豆粕平均价	17
图表 60: 调味品行业提价情况	18
图表 61: 我国调味品人均销售额逐年增长(美元)	18
图表 62: 人均消费额与发达国家差距大(美元)	18
图表 63: 酱油行业一超多强(2015 年)	19
图表 64: 日本酱油集中度 CR3 48%	19
图表 65: 酱油的消费升级	19
图表 66: 中国复合调味料市场规模(十亿元)	20
图表 67: 火锅底料及火锅蘸料市场规模(十亿元)	20
图表 68: 综合食品行业 PEPS	20
图表 69: 休闲食品品类占比(2016 年)	20
图表 70: 坚果炒货年产值(亿元)	21
图表 71: 休闲食品行业主要品牌线上销售额占比	21
图表 72: 休闲食品行业主要公司	21
图表 73: 我国休闲卤制品行业零售额(亿元)	22
图表 74: 休闲卤制品市场份额占比(零售口径)	22
图表 75: 休闲卤制品包装化率提升	22
图表 76: 休闲卤制品品牌产品占比提升	22
图表 77: 休闲卤制品行业主要品牌连锁公司	22
图表 78: 2010-2017 年速冻食品销售额(亿元)	23
图表 79: 2017 年主要国家速冻食品人均消费量(kg)	23
图表 80: 速冻面米行业集中度	24
图表 81: 速冻火锅料行业集中度	24
图表 82: 速冻火锅料仍处于品牌形成期	24
图表 83: 主要子行业一致盈利预测(截至 2018-12-04)	27
图表 84: 行业重点关注公司列表(截至 2018-12-04)	27

1. 2018 年回顾

1.1. 行情回顾：估值逐步回落，北向资金增持

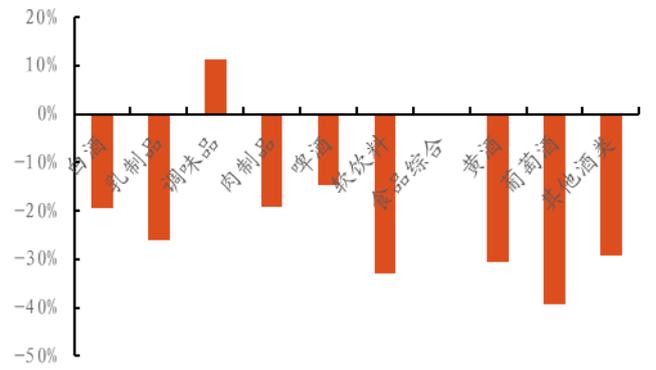
2018 年初至今，A 股食品饮料行业下跌 18.11%。同期，上证综指下跌 19.88%，沪深 300 下跌 19.32%，创业板指下跌 21.16%。食品饮料在申万 28 个一级行业涨幅排行榜中排第 7 位。

图表 1：今年以来食品饮料及各指数累计涨跌幅



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

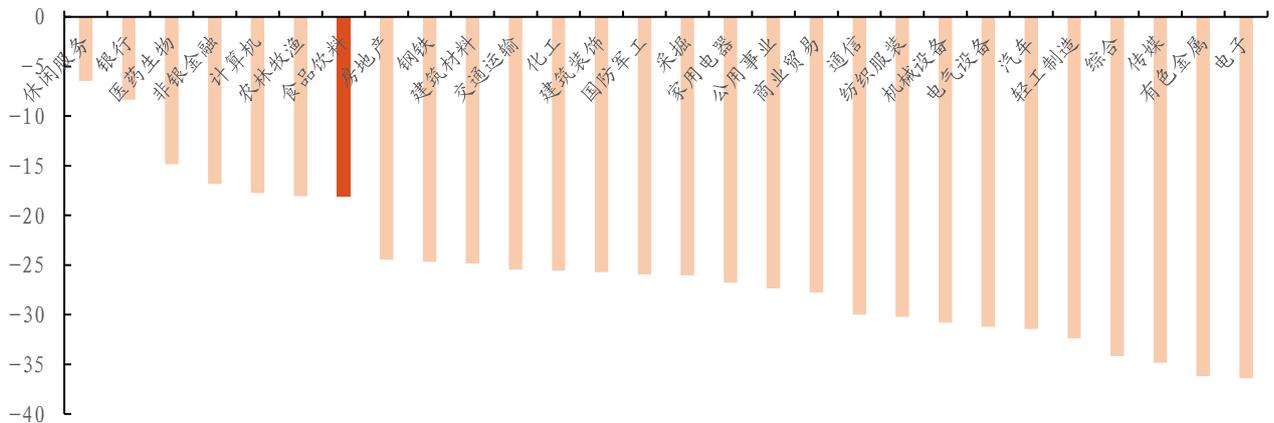
图表 2：今年以来食品饮料各板块累计涨跌幅



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从细分板块来看，今年以来，在食品饮料行业各三级子行业中，白酒、乳制品、调味品、肉制品、啤酒、软饮料和食品综合分别涨跌了-19.47、-26.06、11.33、-19.29、-14.72、-32.97 和 0.05 个百分点。调味品表现强势，跑赢食品饮料行业整体 29 个 pct。食品综合跑赢食品饮料行业整体 18 个 pct。啤酒跑赢食品饮料行业整体 3 个 pct。白酒跑输食品饮料行业整体 1 个 pct；乳制品跑输食品饮料行业整体 8 个 pct。

图表 3：今年以来 A 股各行业涨跌幅 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

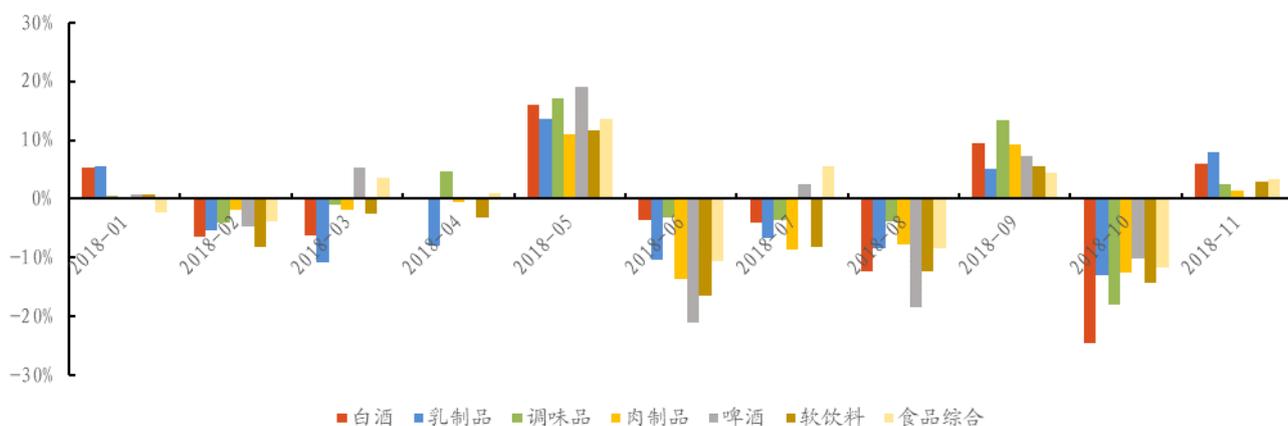
食品饮料行业在年中表现强势，五月大幅跑赢大盘，随后盘整，表现出较好防御性。至 10 月，受宏观经济波动影响，白酒板块出现大幅下跌，带动食品饮料行业大幅回调，从全年来看，食品饮料行业涨跌幅与上证指数基本持平。

图表 4：今年以来食品饮料及各指数单月涨跌幅



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

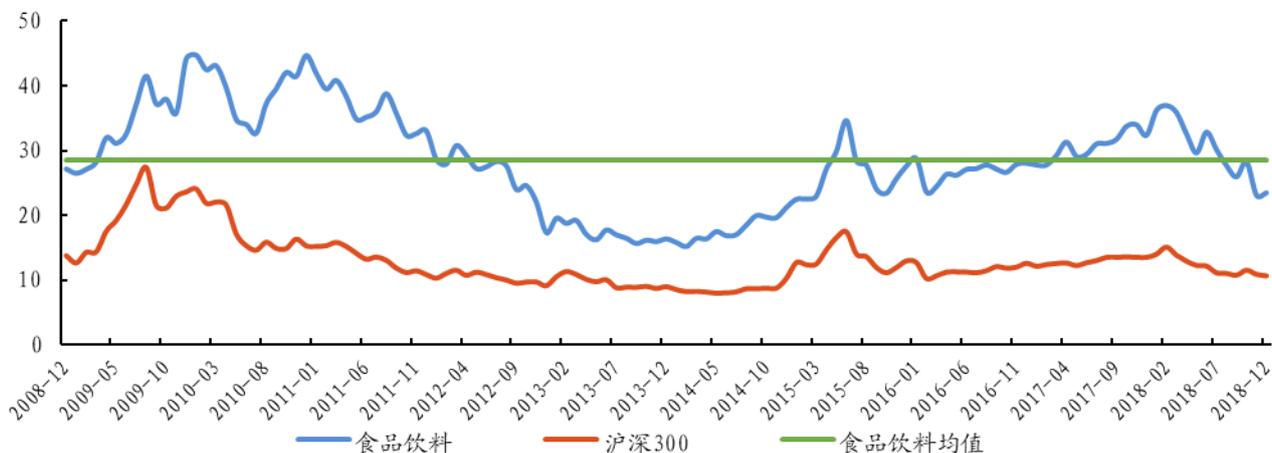
图表 5：今年以来食品饮料各板块单月涨跌幅



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

年中，食品饮料行业 PE (TTM) 接近 36 倍，随后市场对各细分子行业的增速预期分歧加大，板块的估值进入下行通道，至 12 月下滑至 23 倍。目前，行业估值已处于 2015 年以来最低值。

图表 6：十年以来食品饮料行业与沪深 300 估值水平走势图 (TTM 整体法)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

年内，北向资金持续加仓食品饮料，其中重点加仓白酒、乳制品相关龙头个股，外资定价权不断提升。

图表 7：贵州茅台北向资金持股数



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 8：伊利股份北向资金持股数

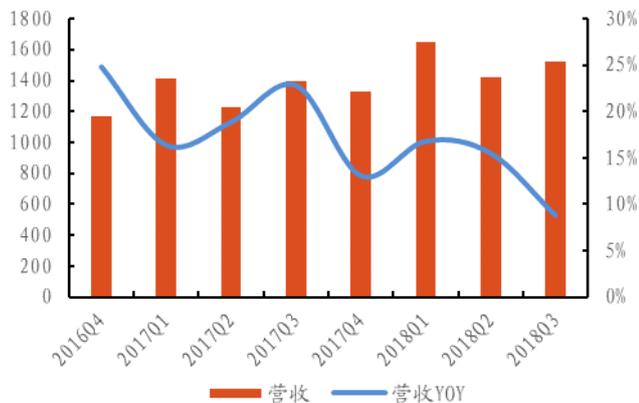


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 基本面回顾：2018H2 业绩增速下滑

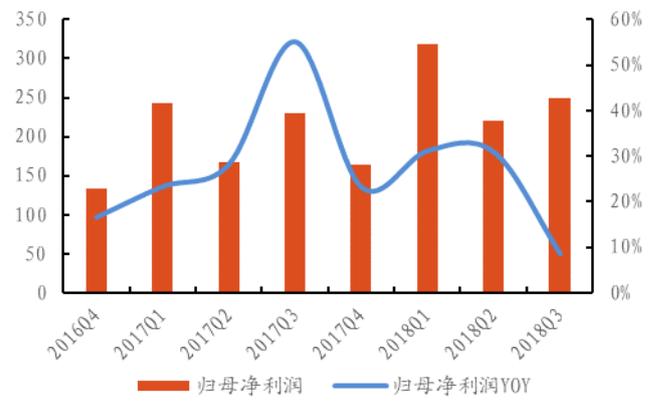
食品饮料行业基本面呈现前高后低走势，第三季度行业收入和归母净利润的增速分别同比增长 8.79%、8.50%，相较 2018Q1 和 2018Q2 均有所下滑。

图表 9：过去一年食品饮料单季度营收



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

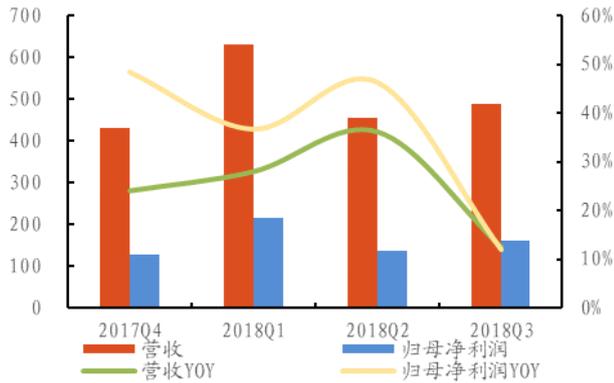
图表 10：过去一年食品饮料单季度归母净利润



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

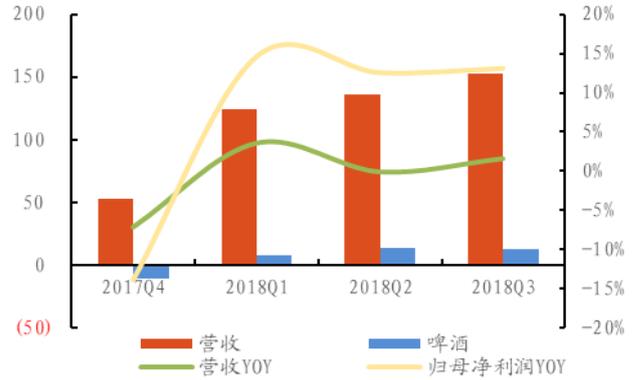
从各细分子行业看，食品饮料行业基本面表现与市场表现基本同步，基本面稳定向好的子行业，市场表现也较好。其中，调味品板块是唯一上涨的三级子行业，其全年业绩稳定上行，2018 前三季度每季度归母净利润增长都保持在 20%以上；啤酒板块业绩改善，单季度归母净利润增速均保持在 10%以上。白酒板块 2018Q1 和 2018Q2 收入和净利保持强劲增长，但在宏观经济波动影响下，白酒 Q3 业绩增速因此出现较大幅度下滑，板块也在 10 月出现了大幅回调；乳制品板块从 Q2 开始竞争加剧，费用率高企压低归母净利润。

图表 11: 白酒行业单季度业绩



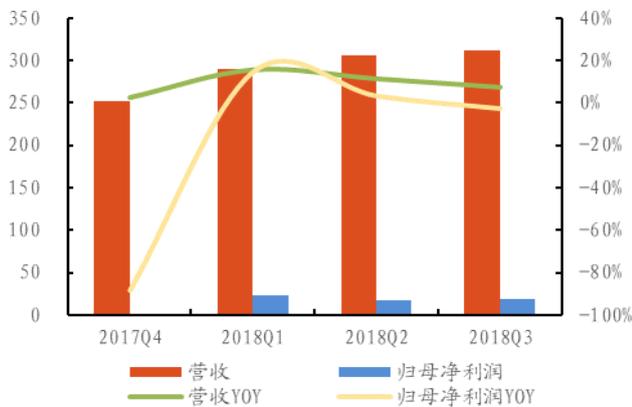
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 啤酒行业单季度业绩



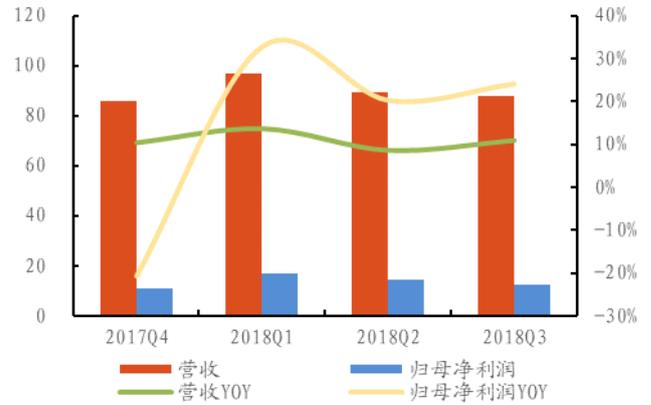
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 乳制品行业单季度业绩



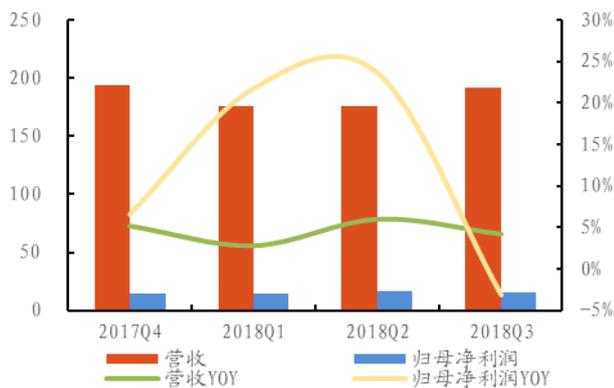
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 调味品行业单季度业绩



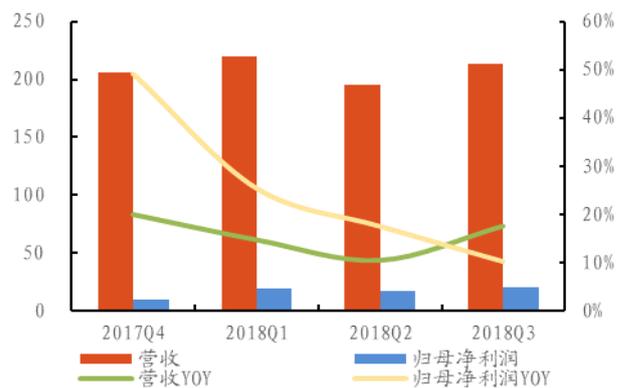
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 肉制品行业单季度业绩



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 食品综合单季度业绩



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 未来行业展望

我们认为，食品饮料具备一定必选属性，抗经济波动能力较强。同时，随着我国经济增速换挡，品牌化、高端化、个性化仍是趋势，食品饮料行业潜力依旧较大。行业短期调整后，估值逐步合理，未来蓄势待发。

图表 17: 邻国对我国消费的参考

子行业	日本		中国
	1960-1973	1974-1990	1990-2011
消费倾向	同质化、普及化	品牌化、高端化	同质化、普及化
社会现象	家电下乡、婴儿潮	高级轿车受欢迎、人口红利逐步消失	婴儿潮
GDP 平均增速	16.6%	8.44%	10.15%

资料来源：东方财富证券研究所

图表 18: 食品饮料主要板块 PE (一致盈利预测、截至 2018-12-05)

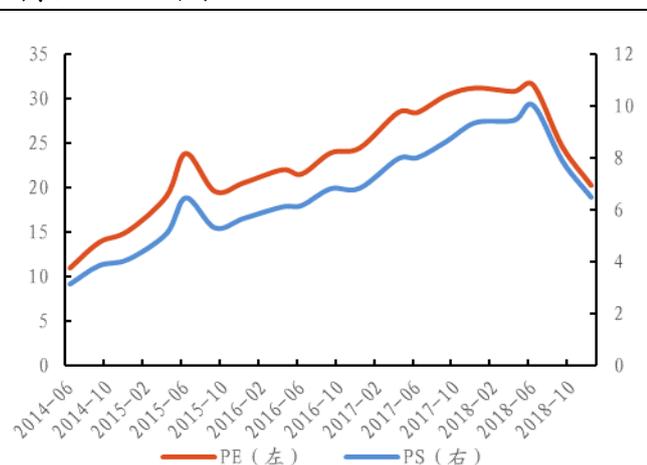
子行业	2017A	2018E	2019E	2020E
白酒	26.48	20.20	16.77	14.03
啤酒	41.21	33.12	28.39	22.79
乳制品	23.96	22.69	19.37	16.63
调味品	52.94	40.71	33.43	27.97
肉制品	19.01	17.27	15.87	14.08
食品综合	32.00	25.41	20.96	18.37

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.1. 白酒：估值已处于合理区间

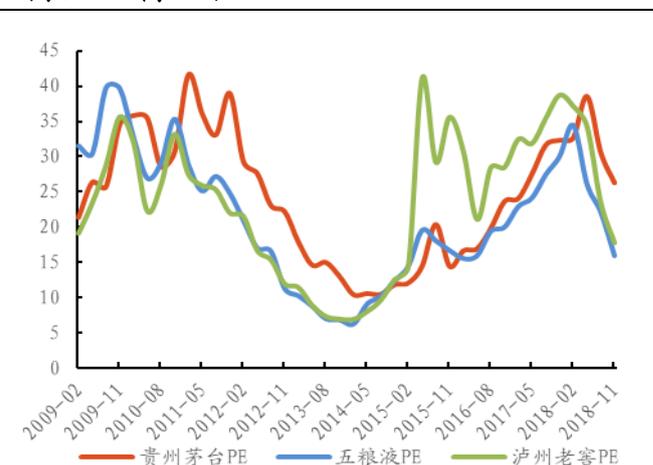
我们认为，2019 年，随商务活动逐步回暖及国家降税减费等政策下，我国白酒消费有望逐步回暖。而白酒板块经过了近一年的估值调整，绝大部分公司 PE 在 15-20 倍之间，已处于合理区间。

图表 19: 白酒行业 PEPS



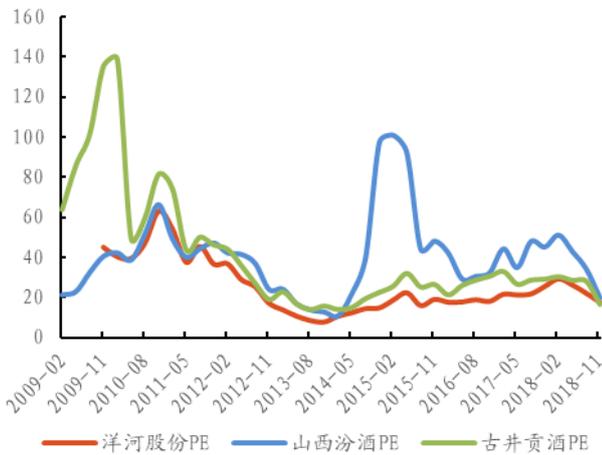
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 20: 高端酒 PE



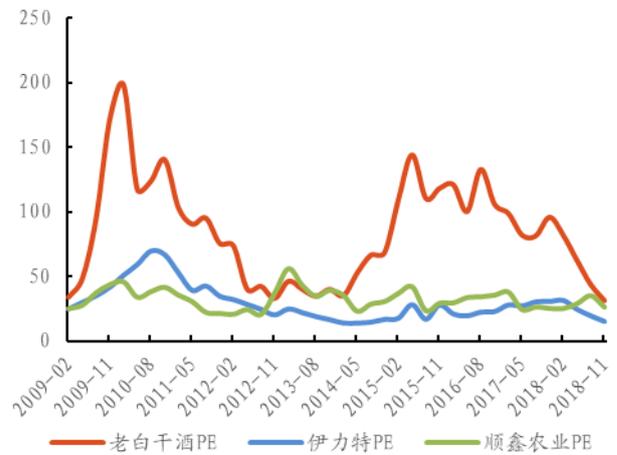
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 21: 区域名酒 PE



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 22: 大众酒 PE



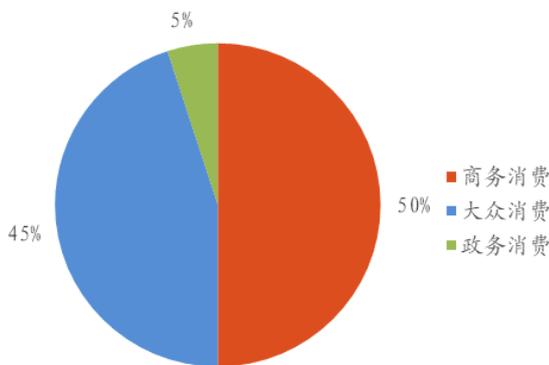
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

白酒需求并没有出现板块丢失。不同于 2012 年白酒行业消费结构的深度调整和转型,目前白酒消费结构并未发生变化,主要仍以商务及大众消费为主,政务消费已下滑至 5%左右。

商务消费主要包括了企业招待宴请,和国内商务活动密切相关,所以在 9-10 月,当宏观环境波动影响逐步扩大时,白酒需求便出现了下滑。该部分需求与 PMI 及固定资产投资完成额具有较高相关性。目前,国内固定资产投资完成额增速已开始逐步回升,而随我国加大对外开放,对企业降税减费,贸易战的影响在未来也有望呈现边际递减趋势。国内商务活动逐步复苏是大概率事件,而随之伴生的高端次高端白酒需求也有望逐步回暖。

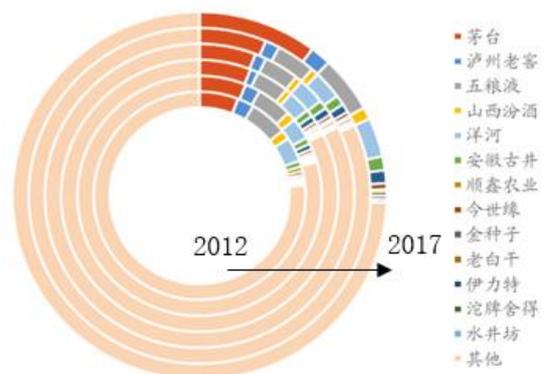
大众消费需求相对稳定,主要包括了自饮、聚会宴请、礼品及收藏等多方面,该部分消费与国民人均收入水平及个人财富具有较高相关性。随着我国长期稳定的发展,该需求可保持稳定增长。与此同时,随着喝少酒喝好酒观念的普及,大众消费白酒有望逐步往知名品牌集中。特别是当白酒整体增速放缓时,知名品牌将大幅收割地方小酒企份额。地方小酒企或抱团取暖,或被知名酒企并购,将推升市场集中度。

图表 23: 白酒各类型消费占比



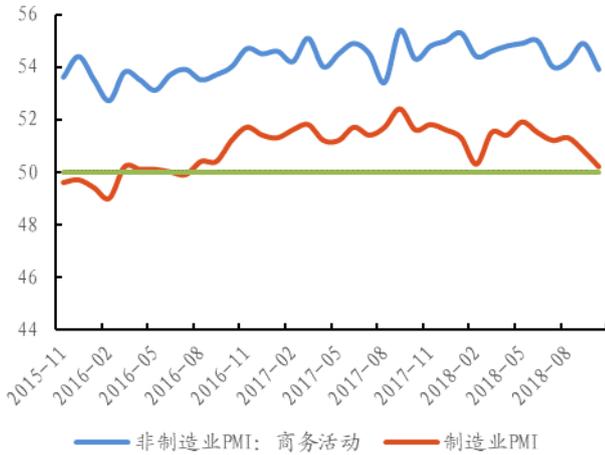
资料来源: 东方财富证券研究所

图表 24: 白酒集中度较低 (营收计)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 25: PMI 走势



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 26: 固定资产投资完成额累计增速

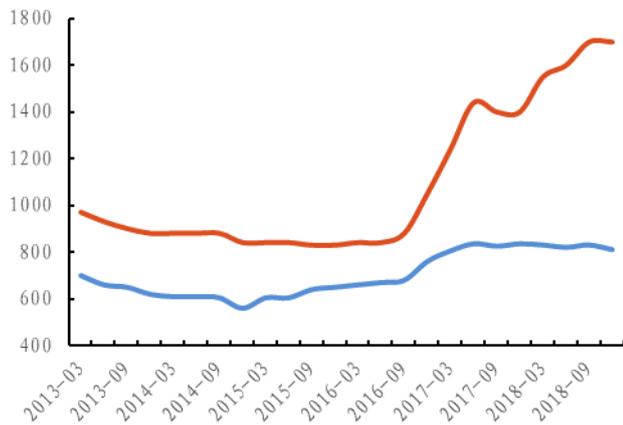


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

主要企业的渠道库存没有发生大的高企。近年来,名酒企业逐步开展渠道扁平化,不断增加经销商数量,较为扁平的渠道不但加大的企业对经销商的话语权,也使企业对终端需求情况更敏感。企业可及时了解到市场需求和经销商库存的变化,从而采取应对措施,减少了一味向渠道压货。

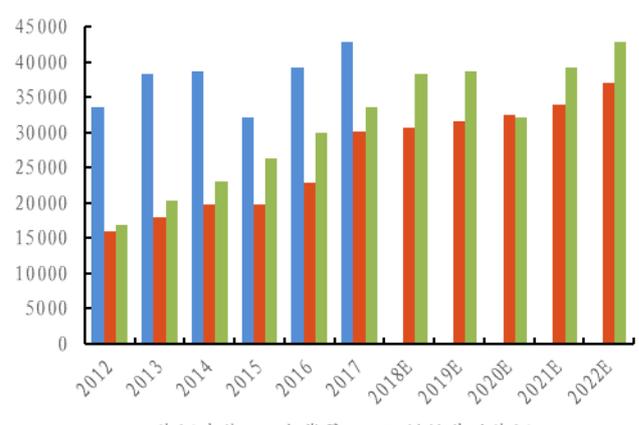
目前主要白酒企业库存保持低位。茅台约半月库存,五粮液略高于1个月,国窖在两月左右。茅台批价处于1700元左右,飞天茅台在2020年之前出货量有限,库存也处于低位,供需缺口仍在,预计批价将保持坚挺。

图表 27: 茅五批价走势



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

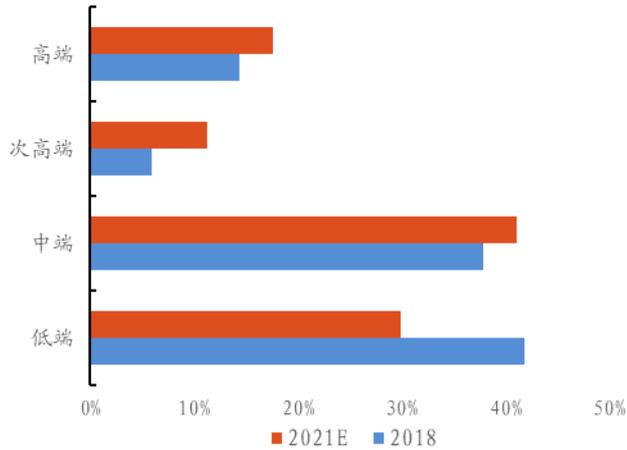
图表 28: 茅台出货量预测



资料来源: 茅台基酒产能指引, 东方财富证券研究所

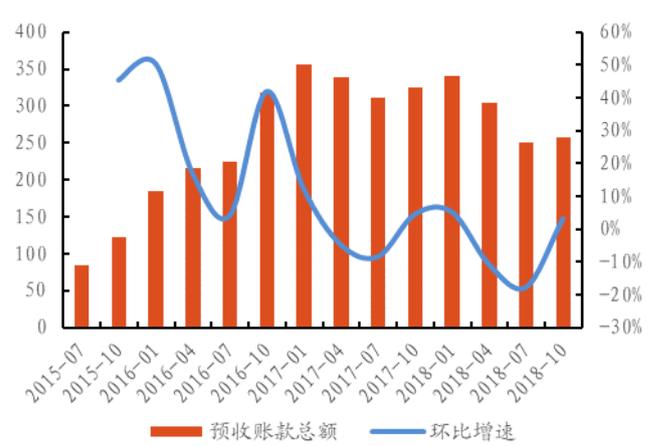
2019年,预计高端白酒由于18年上半年较高的基数,增速放缓,次高端市场空间大,增速保持较高增长,而低端则继续往中端升级。白酒市场结构有望逐步向纺锤形转型,关注低端以上白酒市场增量以及名酒对市场的收割。

图表 29: 白酒各价格带市场规模占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 30: 白酒行业预收账款总额



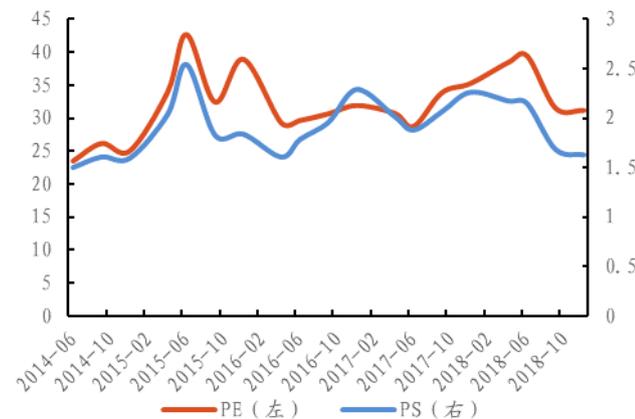
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 乳制品: 龙头份额持续增长

2018 年 H1 乳制品行业运行稳健,但在下半年由于伊利蒙牛加大市场竞争,出现估值与业绩双杀。双寡头营收增速领先行业,而以光明为代表的部分地方乳企在伊利蒙牛持续的市场费用投放下,经营压力较大。同时,乳业也面临外部竞争,国外巨头纷纷看到国内的巨大空间,欲加大中国市场的布局。

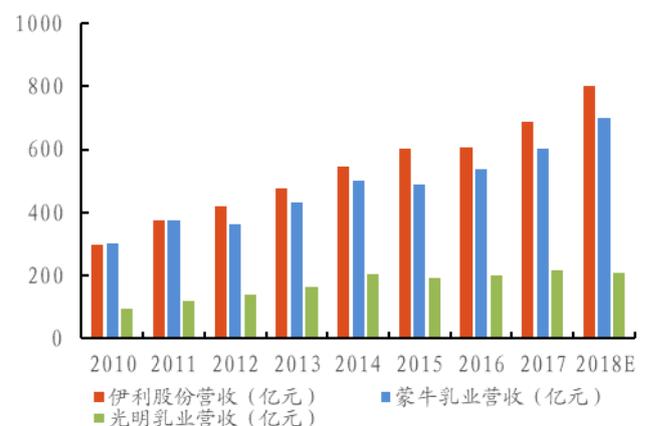
龙头市场份额持续增长,各乳企盈利能力有望提升。针对液奶来说,进口液奶在产品新鲜度上有先天软肋,并不会对国产液奶产品造成较大影响。而一般随着生鲜乳均价的提升,乳制品企业销售费用率同步降低,预计价格战将逐步缓解。各乳企有望将自身的份额提升往利润传导。未来,龙头企业凭借品牌及渠道优势,市场份额将继续增长,同时随着市场竞争的逐步缓解,包括龙头在内的各乳企盈利能力也有望获得提升。

图表 31: 乳制品行业 PEPS



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 32: 伊利蒙牛光明营收比较



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

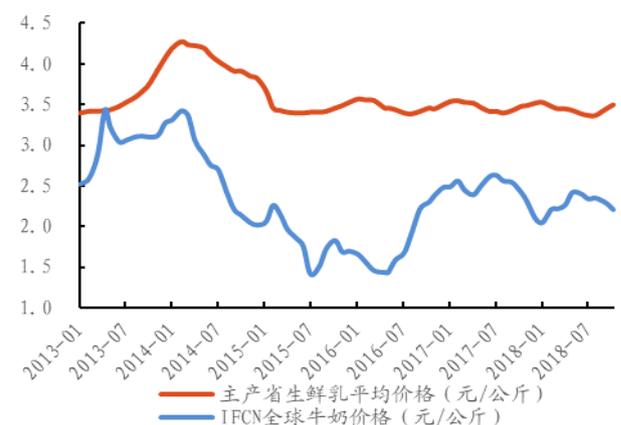
从 2018 年下半年开始,新西兰乳粉拍卖价格从 3300 美元/吨下滑至 2600 美元/吨左右,而国内生鲜乳价格在 8 月开始跳涨,从 7 月份的 3.37 元/公斤上涨至 3.56 元/公斤,国内外原奶价差扩大。

图表 33: GDT 乳粉拍卖价格



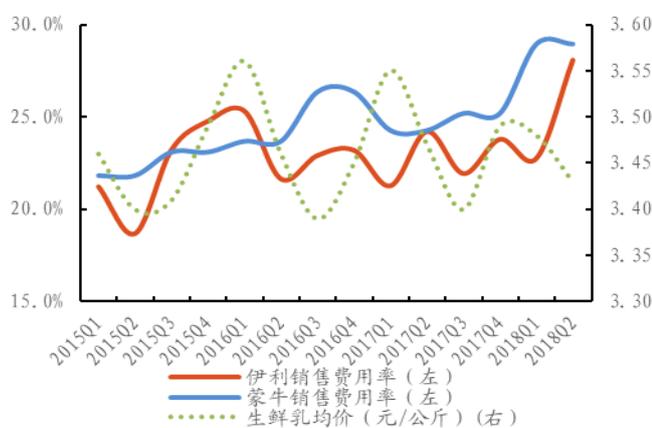
资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 34: 生鲜乳均价及 IFCN 全球牛奶价格



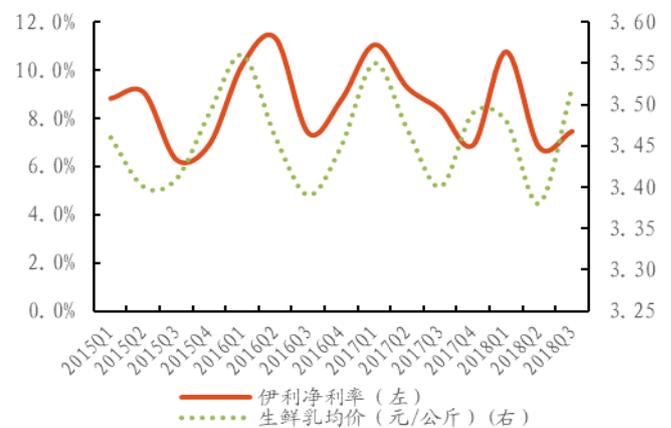
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 35: 伊利蒙牛费用率情况



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 36: 近年来伊利净利率情况

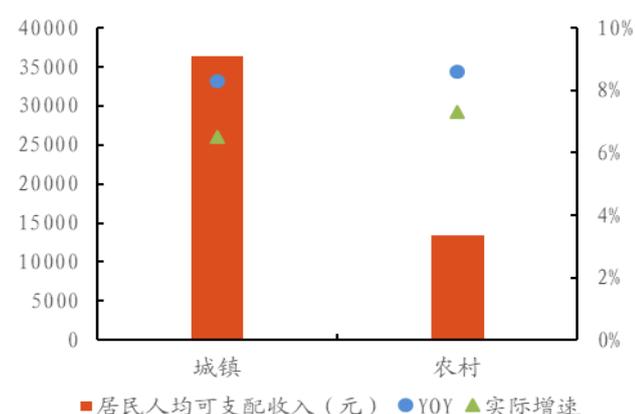


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

国内乳业主要关注三四线及农村市场增量。分地区来看, 液乳消费量与当地人均可支配收入水平密切相关。据 Euromonitor 数据, 2016 年我国城镇地区液乳消费量为 23kg/年, 大于全国平均和农村地区。

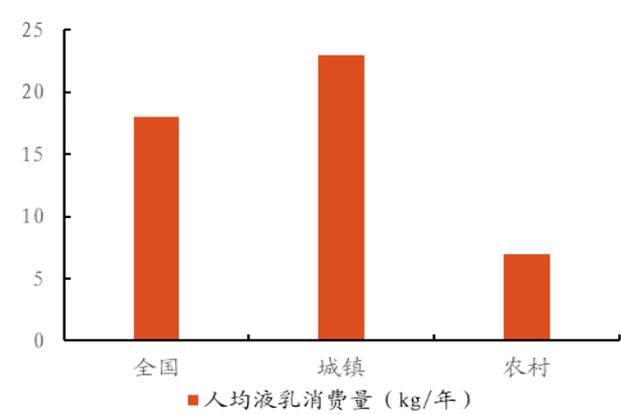
同时, 我国一二线城市液奶渗透率较高, 三四线城市和农村地区渗透率相对不足。随着城镇化进程和乡镇农村地区收入水平的提高, 我国未来乳制品增长空间将主要来自于三四线城市以及农村地区。渠道力强的企业具有较大优势。

图表 37: 居民人均可支配收入



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 38: 我国城乡人均液乳消费量



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

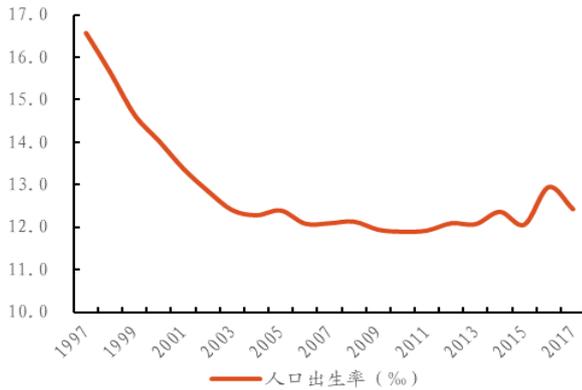
图表 39: 液奶渗透率

	一线城市	二线、部分三线城市	三四线城市	农村市场
液奶渗透率	>90%	>70%	≈50%	≈20%

资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

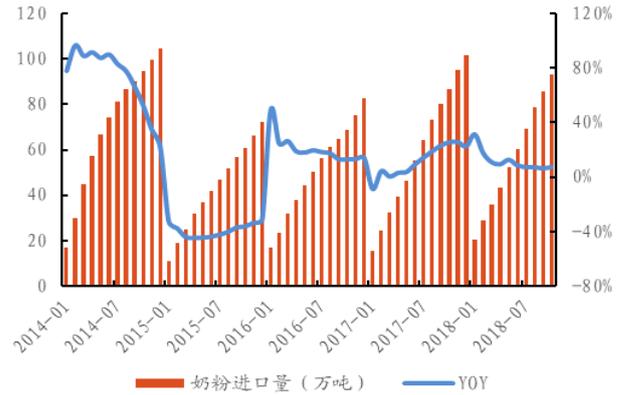
乳粉注册制出清效果逐步降低, 行业集中度提升。目前, 我国虽全面放开二胎, 人口出生率依旧不佳。而 2019 年, 随着乳粉注册制对杂牌的出清效果逐步降低, 行业集中度有望获得提升。

图表 40: 我国历年人口出生率



资料来源: 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 41: 历年国内奶粉进口量



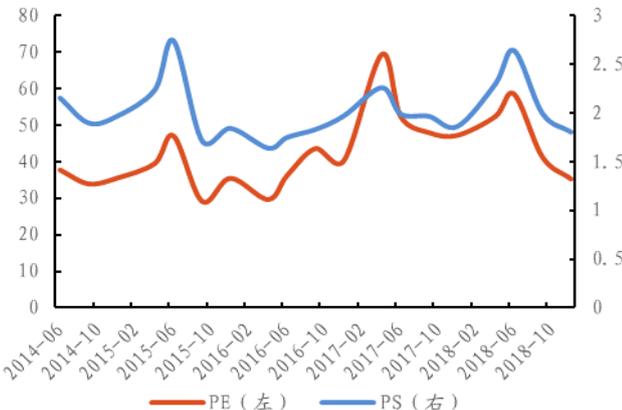
资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

据中国婴童网数据, 国内乳粉市场销售额前 5 大企业分别为雀巢、达能、飞鹤、美赞臣和美素佳儿, 国外乳粉占据优势。而据凯度消费者指数研究, 外资婴幼儿奶粉在一、二线城市的市场份额达到 80%, 并且越来越多的外资企业在加速渠道下沉。乳粉行业主打消费升级, 随未来的行业集中度提升, 品牌力较强的企业发展潜力大。

2.3. 啤酒: 关注新消费场景兴起

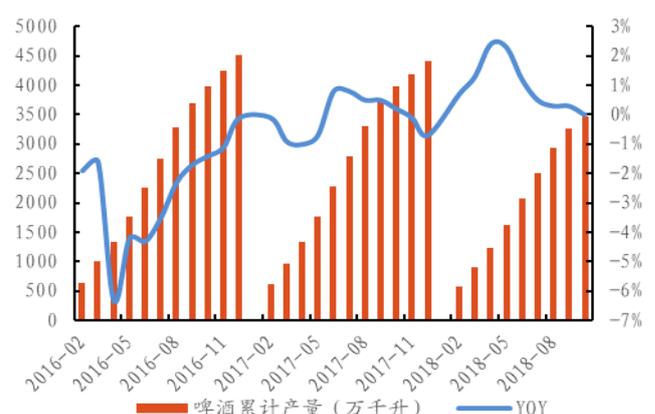
今年全国啤酒产量前高后低, 六月的世界杯是很大的催化剂。世界杯后, 由于国内部分地区天气因素, 啤酒消费增速下滑, 至 10 月份, 啤酒行业累计产量与去年持平。啤酒行业估值也从年中高点逐步下滑, 目前行业平均估值 PE 为 35 倍, PS 为 1.8 倍, 处于历年低位。

图表 42: 啤酒行业 PEPS



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

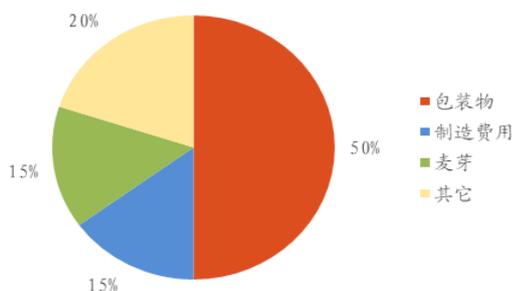
图表 43: 近年来啤酒累计产量



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

年初，为应对包材价格的大幅上涨，各酒企开启一轮提价，目前青岛销量持平，重啤销量增长 5%左右，珠江销量增长 6.6%左右，提价过程较平稳。同时，吨酒价格提升效果有效传导至利润端，青啤、重啤、珠江净利率提升。目前的包材价格平稳并略低于去年同期，未来有望反映至报表端。

图表 44: 啤酒成本结构



资料来源: 东方财富证券研究所

图表 46: 上海金属市场铝平均价



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 国内瓦楞纸价格



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

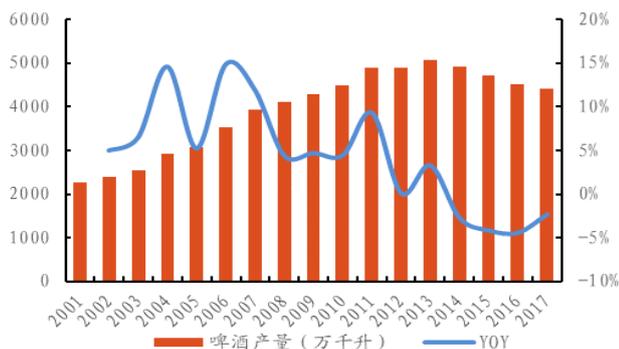
图表 47: 中国玻璃价格指数



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

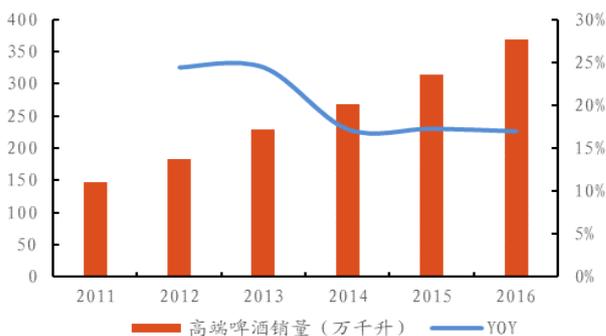
总消费量增长有限，新消费场景增量值得关注。定位中青年的啤酒消费人群逐步萎缩，叠加替代品冲击，预计未来啤酒行业总消费量增长有限。而在过去经济高速发展大环境下，依托餐饮门店铺货实现销量快速增长的模式已不再，酒吧、KTV、夜店等新生啤酒饮用场景份额扩大。在此类消费场景下，消费者重产品及品牌，对啤酒价格并不敏感，因此高端啤酒销量保持高速稳定增长。有较多高端啤酒品牌储备及具有相关新消费场景渠道力的企业具备优势。

图表 48: 我国历年啤酒产量



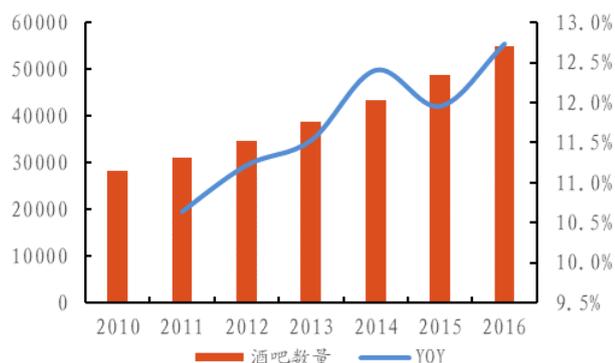
资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 49: 我国高端啤酒销量



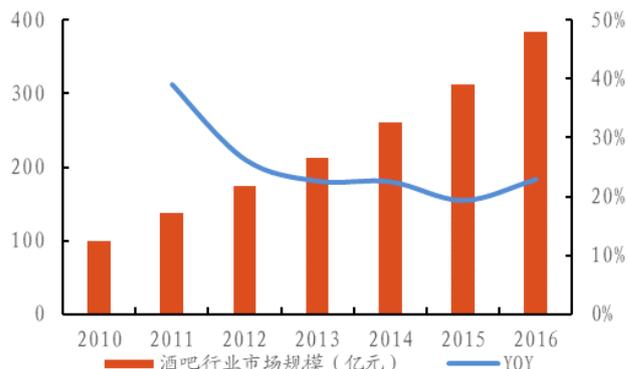
资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 50: 我国历年酒吧数量



资料来源: 智研咨询, 东方财富证券研究所

图表 51: 我国酒吧行业市场规模

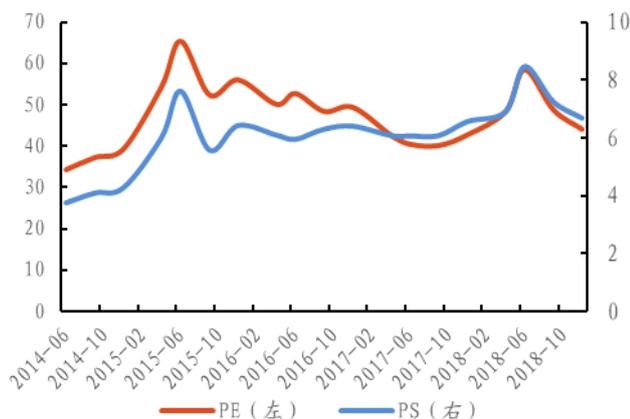


资料来源: 智研咨询, 东方财富证券研究所

2.4. 调味品: 高景气度的优质赛道

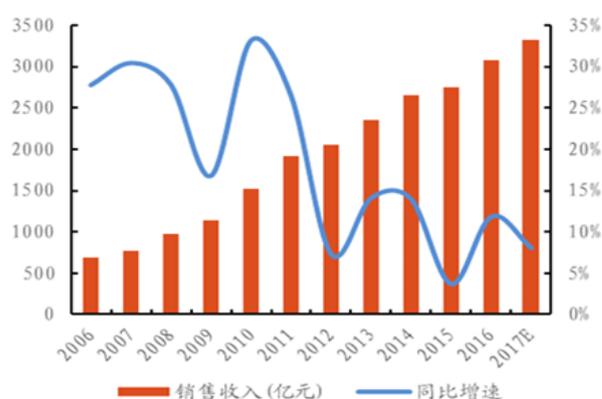
宏观经济波动影响较小, 总体需求保持稳健增长。调味品属于必选消费品, 经济下行阶段会出现增速下移但修复较快, 相对其他大众品增长稳健。

图表 52: 调味品行业 PEPS



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 2006-2017E 调味品行业销售收入

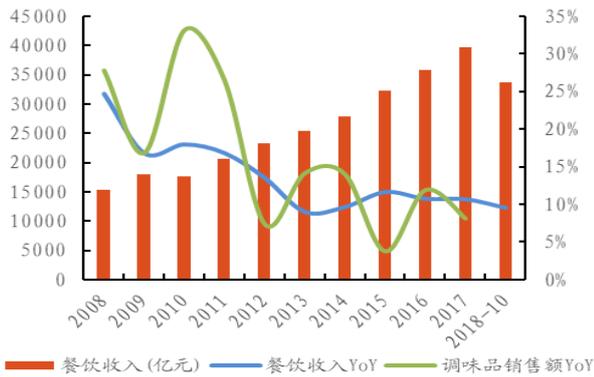


资料来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

从2016年以来, 调味品行业收入增速逐季提升, 2018Q3仍保持高景气。调味品板块自2016年逐渐回暖, 今年三季度在白酒、乳品、软饮料等板块收入明显放缓的同时, 调味品板块仍保持11.6%的增长。维持高景气度可能的原因是调味品行业海天、中炬等头部企业受益于酱油结构升级、2017年中提价、行业集中度提升。

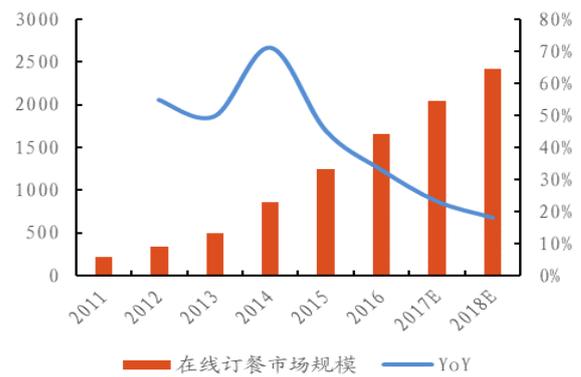
调味品行业直接受益于餐饮收入扩容。2017年我国调味品行业渠道结构中, 餐饮端占45%, 家庭端占30%, 食品加工占25%。2017年我国餐饮行业收入规模接近4万亿, 2011-2017年餐饮收入增长的CAGR为11.6%, 预计未来仍能保持10%左右的增速。而随着生活水平的提高, 中国消费者在餐饮外卖、到店餐饮及食品零售的消费也越来越多。根据美团点评研究院发布的《2017年中国外卖发展研究报告》, 中国在线外卖市场2017年市场规模约为2046亿元, 较上一年增长23%, 2018年预计达到2414亿元。在线订餐用户规模预计达到3亿人, 同比增长18%。市场规模和用户的增长率仍高于餐饮收入整体增速。

图表 54: 我国餐饮收入快速增长



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 55: 外卖市场发展(亿元)



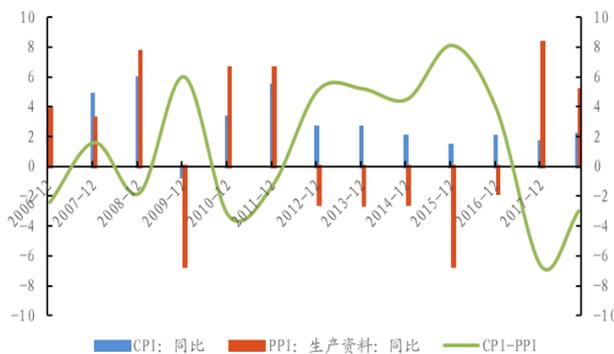
资料来源: 美团点评研究院, 东方财富证券研究所

据调味品协会数据, 调味品成本在餐饮收入的比重约为10% (高端酒楼餐饮调味品成本占比超过10%, 大众饭店也占到3%-5%)。餐饮业的调味品使用量约是家庭2-3倍, 餐饮行业扩容为调味品销售收入的量、价增长提供空间。

预计CPI-PPI剪刀差扩大, 盈利能力有望提升。历史上, 在2009年、2011-12年、2015年以及今年, CPI-PPI差变大的时候, 调味品行业利润率水平相应提升。调味品公司的成本中大豆、白砂糖两种原料占比20%左右, 包材占比接近40%, 而2016-2017年环保限产原因导致上游成本提升较快, 影响公司盈利能力。

国际货币基金组织 (IMF) 2018年年中预测我国2019年的通货膨胀率将逐步上升至2.5%, 叠加2018年下半年以来上游包材成本基本回落趋稳, 原材料成本小幅上升。综合看, 行业盈利能力有望获得提升。

图表 56: 2006 年-2018 年 10 月 CPI-PPI 变化情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 58: 瓦楞纸市场价走势



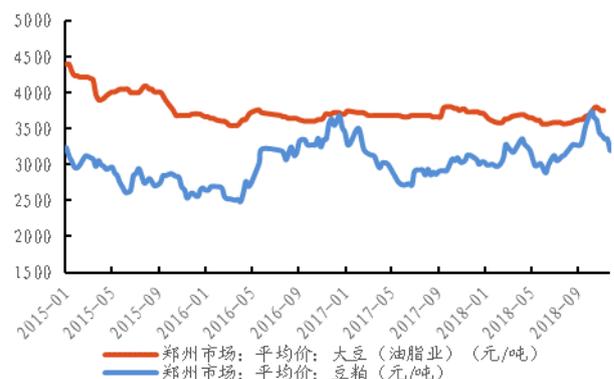
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 57: 2006-2017E 调味品行业税前利润率



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 59: 大豆及豆粕平均价



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

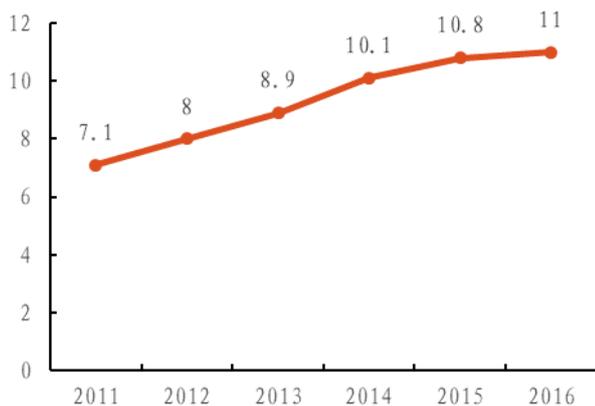
图表 60: 调味品行业提价情况

时间	公司	产品	提价幅度
2016 年 7 月	涪陵榨菜	11 个单品	8-12%
2016 年 12 月	海天味业	收入占 70%-80%的产品	4-5%
2017 年 2 月	涪陵榨菜	主力 9 个单品	15-17%
2017 年 3 月	中炬高新	全线产品	6%左右
2017 年 4 月	千禾味业	全线产品	8%左右
2018 年 10 月	涪陵榨菜	7 个单品	10%

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

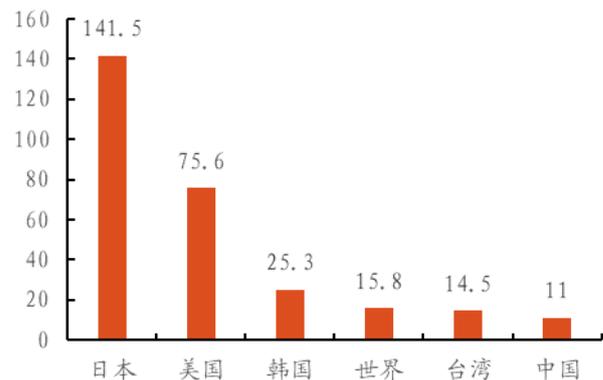
我国调味品人均销售额仍有上升空间。我国调味品人均销售额从2011年的7.1美元上升至2016年的11美元, 但是距离世界平均水平人均15.8美元还有一定差距。调味品行业中长期仍受益于我国人口基数大、经济增长较快带来的红利。

图表 61: 我国调味品人均销售额逐年增长(美元)



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 62: 人均消费额与发达国家差距大(美元)

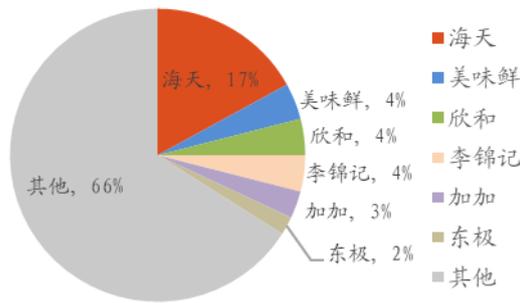


资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

国内调味品市场集中度趋于提升。2017年, 调味品市场CR3仅14.4%。酱油行业相对集中, 竞争格局呈现一超多强, CR5集中度为32%。海天龙头地位稳固, 市占率约为 17%; 第二梯队有美味鲜(中炬高新厨邦)、欣和六月鲜和李锦记; 第三梯队品牌包括加加、东古、千禾等。海天定位大众消费, 在餐饮端市占率高, 具有较强的壁垒。厨邦美味鲜差异化竞争, 主打中高端鲜酱油, 份额仅次于海天。横向比较来看, 日本酱油行业CR3的集中度达到 48%, 龙头企业龟甲万市占率约30%。未来我国酱油行业集中度趋于提升, 龙头企业海天有望成为中国的龟甲万。

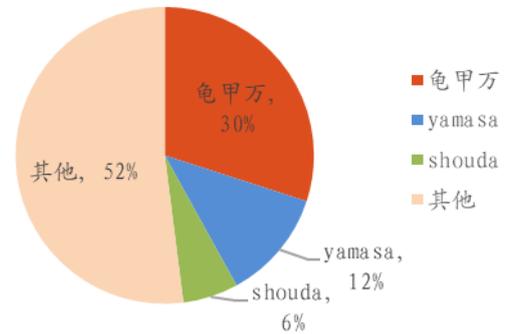
我们认为调味品市场集中度趋于提升的原因如下: 1) 餐饮端注重性价比, 龙头企业具有成本优势并且质量更为稳定; 2) 原料、包材成本上行, 中小企业和区域品牌受到挤压; 3) 调味品口味粘性强, 以及消费者健康安全、品牌意识逐步提升, 龙头品牌具有优势。

图表 63: 酱油行业一超多强 (2015 年)



资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

图表 64: 日本酱油集中度 CR3 48%



资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

调味品产品升级趋向于口感提升和健康安全。随着消费者收入增长, 在选择调味品时, 对于产品的口感和健康安全的关注度不断提升。调味品的发展越来越趋向于口感提升和健康安全高品质的属性, 也伴随价格带的提升。以渗透率达到99%的酱油为例, 传统酱油生抽、老抽价格在5元左右, 近两年逐步向鲜酱油过渡(海天的味极鲜、厨邦美味鲜), 7-15元成为酱油消费的主流价格带。高线城市以主打零添加/原酿造/头抽的高品质酱油受到部分消费者欢迎, 价格突破15元, 高端有机酱油价格超过30元。

图表 65: 酱油的消费升级

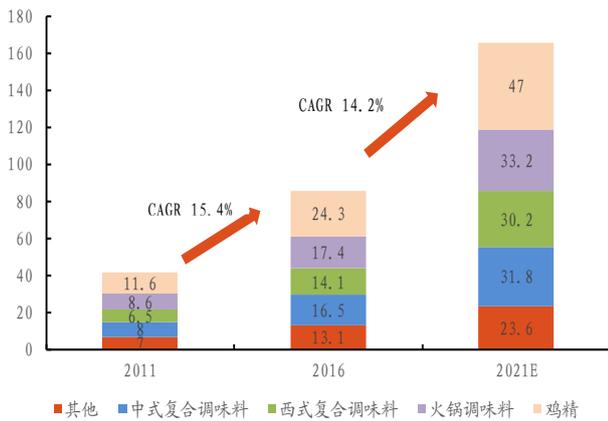


资料来源: 天猫超市, 京东, 东方财富证券研究所

复合调味品增速高于行业整体。据中国调味品协会百强企业统计, 2017年调味食品总产量达到1247.10万吨, 同比增长9.4%; 销售收入820.30亿元, 同比增长9.5%。其中, 增长率超过10%的调味品有四类: 蚝油类水产调味品为16.88%, 食品配料15.97%, 复合调味料(不含鸡精和鸡粉)为14.89%, 骨汤类调味食品配料为14.33%。

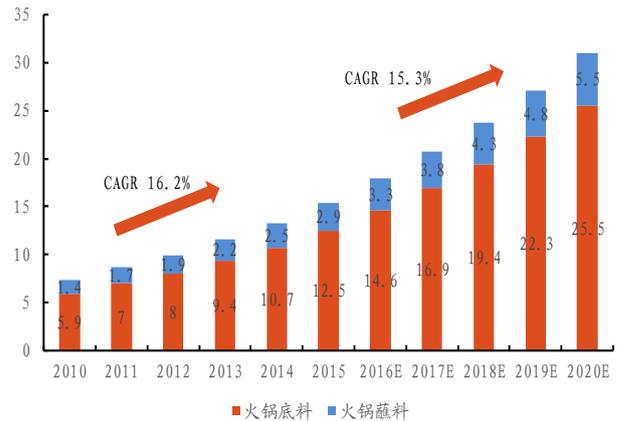
根据弗若斯特沙利文调查数据, 复合调味料市场2011-2016年营收增长的CAGR为15.4%, 预计未来五年的CAGR为14.2%。其中中式复合调味料、火锅调味料合计占比近40%。而火锅调味料中底料占比81.2%, 增速也保持在15%以上。公司所处赛道均实现高于行业的增长, 成长空间大。

图表 66: 中国复合调味料市场规模(十亿元)



资料来源: 圣伦食品招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 67: 火锅底料及火锅蘸料市场规模(十亿元)



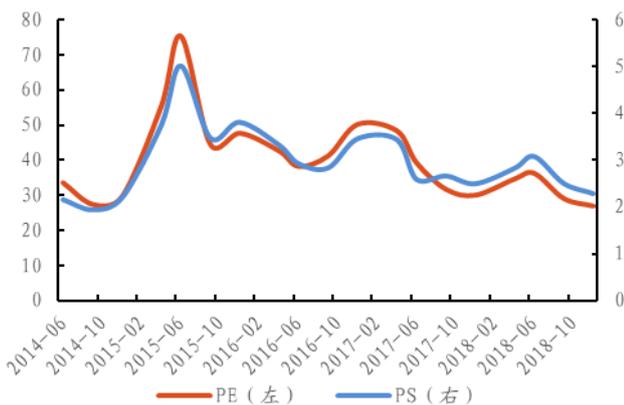
资料来源: 颐海国际招股说明书, 东方财富证券研究所

2.5. 综合食品: 关注细分领域龙头

休闲食品万亿市场, 受益消费升级。根据中国食品工业协会的统计数据, 我国休闲食品行业年产值由2004 年的1931.38 亿元增长至2014 年的9050.18 亿元, 年均复合增长率达到16.7%, 小品类休闲食品行业年均复合增长率为22%。预计2015-2019 年仍将保持高速增长, 年均复合增长率超过17%, 2020年将突破2万亿。随着经济增长、居民可支配收入提升以及休闲食品主要消费群体的不断崛起, 未来休闲食品行业增长空间巨大。

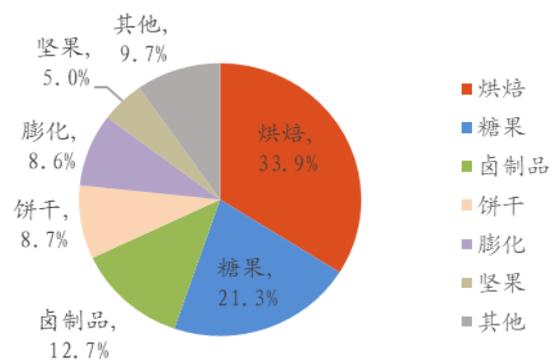
休闲零食主要消费场景是一日三餐之外, 供人们在闲暇、休息时所食用, 主要品类包括烘焙(33.9%)、糖果(21.3%)、卤制品(12.7%)、饼干(8.7%)等。

图表 68: 综合食品行业 PEPS



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 69: 休闲食品品类占比(2016 年)

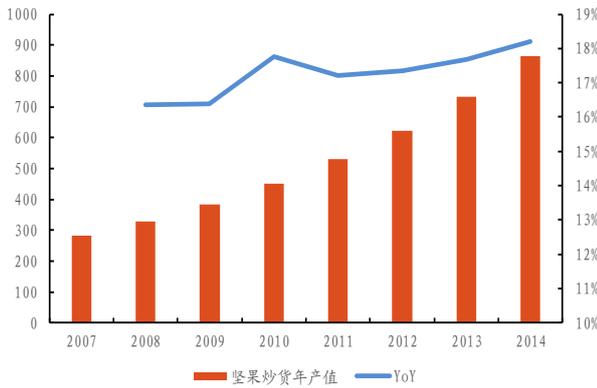


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

休闲食品线上零售集中度更高。目前线上休闲零食规模预计在不到 200 亿元, 线上化率仅约 5%, 远低于2018上半年网上零售额/社会消费品总额 17% 的比例。依靠电商平台的发展, 得益于互联网爆款思维及品牌效应, 涌现出三只松鼠、百草味、良品铺子等互联网零食品牌。

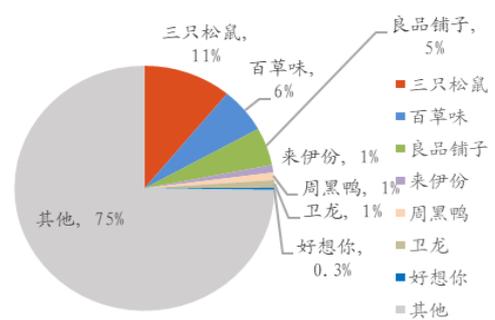
线上休闲零食销售额CR 10占比约25%, 集中度高于线下。以较为标准化的坚果炒货为例, 其全渠道市场集中度仅为6%, 但是该品类在线上已经形成以三只松鼠、百草味、良品铺子为主的寡头竞争局面。

图表 70: 坚果炒货年产值(亿元)



资料来源: 三只松鼠招股书, 东方财富证券研究所

图表 71: 休闲食品行业主要品牌线上销售额占比



资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

线下品牌更注重渠道铺设能力。线下渠道目前以专卖店、经销网络为主, 良品铺子全渠道运营, 2017年线上销售占比40%左右, 直营店、加盟店合计共2063家, 销售规模全渠道第一。其次是洽洽食品, 通过经销商模式成为全国品牌, 广泛铺设终端, 营收规模位列第二。而以来伊份为代表的线下休闲食品零售商受制于门店以及供应链覆盖区域, 销售规模在10亿左右。

线上线下融合是休闲食品的新零售趋势。随着线上红利逐步下滑, 线下实体价值重新获得重视, 品牌休闲零食的线下渠道优势将进一步扩大。三只松鼠目前开了45家实体门店, 并宣称未来一年将进入线下高速扩张期, 预计全国门店将增至150家。三只松鼠创始人章燎原认为, “可以将线下扩张划分为三个方向: 第一, 以线下直营连锁为主的三只松鼠投食店; 第二, 以阿里巴巴零售通为主的2B分销渠道; 第三, 类似加盟店形式的松鼠小店。”三只松鼠已经建立了全国性品牌形象, 线下扩张门店更贴近消费者, 将抢占线下食品零售市场份额。

图表 72: 休闲食品行业主要公司

代码	渠道	销售额(亿元, 2016)	线上占比	线下门店(2017)
三只松鼠	电商	30.9	100%	--
百草味	电商	15.0	100%	--
良品铺子	直营+加盟+电商	42.3	40%	2063家
洽洽食品	经销商网络	39.2	5.50%	KA、商超等
好想你	直营+加盟+电商	20.7	80%(含百草味)	800家左右
来伊份	直营+加盟	11.5	10%	2460家

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

休闲卤制品市场规模超500亿, 预计到2020年达到1235亿元。近年来休闲卤制品市场一直保持超过15%的增速, 2010-15年行业零售额增长的CAGR为17.6%, 2016-2020年的CAGR约为18.8%。休闲卤制品2010年以来的快速增长主要由短保鲜货贡献, 伴随着绝味、周黑鸭等品牌连锁门店的快速扩张。从零售口径的市占率来看, 绝味食品占8.9%位列第一, 周黑鸭占比5.5%, CR 5集中度为21%。

行业包装率、品牌化逐年提升, 带动量价增长。我国居民消费水平、城镇化率的提升, 使得消费者对食品卫生安全更加重视, 家庭小作坊的卤制品门店逐步退出, 品牌化连锁门店取而代之。例如绝味的鲜货产品均为当天配送, 规

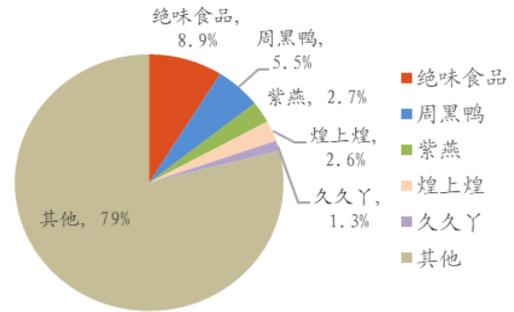
模化生产以及有效率的供应链能够保证产品的口味稳定、品质安全。2010-2015年，休闲卤制品的包装化率提升7个百分点，预计到2020年达到29.94%。品牌化趋势则更为明显，2010-2015年品牌化占比提升21.64个百分点，预计到2020年品牌化占比接近70%。

图表 73: 我国休闲卤制品行业零售额(亿元)



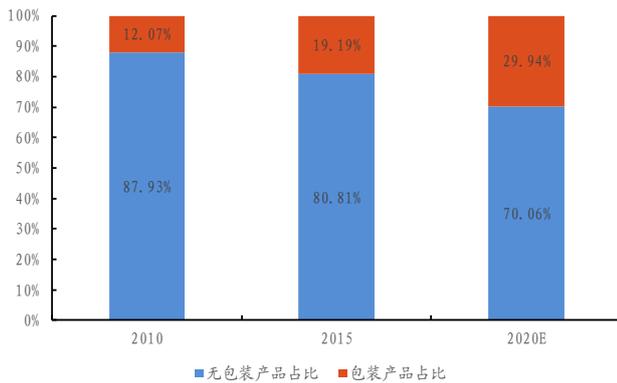
资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

图表 74: 休闲卤制品市场份额占比(零售口径)



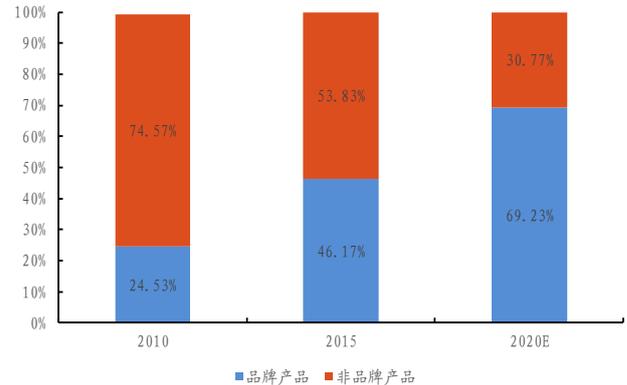
资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

图表 75: 休闲卤制品包装化率提升



资料来源: Frost&Sullivan, 东方财富证券研究所

图表 76: 休闲卤制品品牌产品占比提升



资料来源: Frost&Sullivan, 东方财富证券研究所

鲜货类卤制品目前已经形成寡占型格局，龙头企业具有规模优势。绝味食品以加盟为主、直营为辅的模式快速扩张，2018年三季度已经有9600-9700家门店，主要位于华东、华中地区。从区域向全国扩张的前提条件是完善的工厂和供应链体系，区域规模优势确立后易守难攻。当前龙头企业已经具备规模优势，正处于提升供应链效率的阶段，竞争格局较为稳定，强者恒强。

图表 77: 休闲卤制品行业主要品牌连锁公司

代码	渠道模式	销售额(亿元, 2017)	门店数量	优势区域
绝味食品	加盟为主, 直营为辅	38.5	9600-9700	华东、华中占比超 51%
煌上煌	加盟+直营	11(鲜货类)	2560	江西、浙江、广东
周黑鸭	直营	32.5	1200	华中、华南

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

速冻食品市场规模已达千亿，增速换挡。1997年我国速冻食品行业处于发

展初期，销售额仅20亿元，2003年速冻食品的销售额已增长至41亿元，随着流通、消费冷链逐步形成，国内速冻食品进入了快速成长阶段。2012年速冻食品销售额达到584亿，2006-2012年销售额CAGR达到25.1%。2012年之后速冻食品销售额增速放缓，至2017年达到1040亿元，CAGR 11.1%。

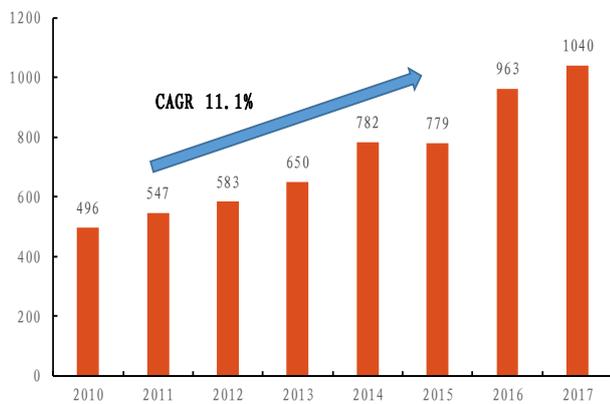
增速阶段性放缓的主要原因包括：1) 从产品周期角度看，以水饺、汤圆为主的速冻面米市场趋于成熟，消费者渗透率已高，而速冻火锅料起步晚仍处于消费者培育阶段；2) 从渠道红利来看，作为速冻面米主要零售渠道的大型卖场、连锁超市开店数目接近饱和，国家统计局数据显示2012年全国超市门店总数为31016个，较2011年减少7538个，2013年后稳定在33000多个。

我国人均年速冻食品消费量10.6kg接近于日本1990年水平，未来仍有较大上升空间。全球速冻食品市场产量逐年增加，2017年全球速冻食品市场规模达1601亿美元。

从国际经验上看，经济越发达、生活节奏越快、社会分工越细，对营养方便的速冻食品的需求就越旺盛。日本是世界上速冻食品的第三大消费市场，也是亚洲第一大消费市场，2017年产量达160.1万吨，消费量285.53万吨，品种3000多种，仅烹饪调制食品就有2400多种。日本冷冻食品协会数据显示，日本1968年速冻食品人均消费量仅0.8千克，1990年达到人均10.8千克，2017年人均年消费量为22.5千克。

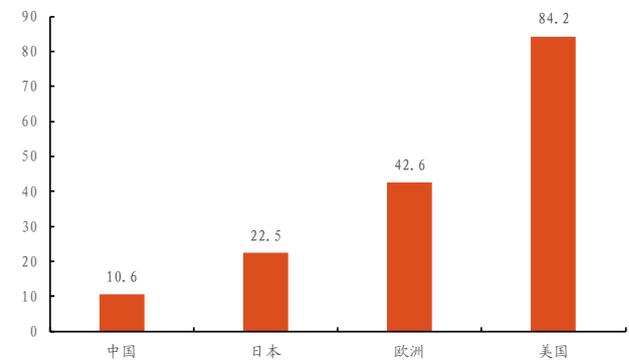
从我国速冻食品结构来看，速冻面米制品、速冻火锅料制品的销售规模占比约为3: 1。2017年速冻面米制品行业的产值约801.7亿元，而火锅料制品的市场销售规模由2010年160亿元提升到2017年近273亿。

图表 78: 2010-2017 年速冻食品销售额(亿元)



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

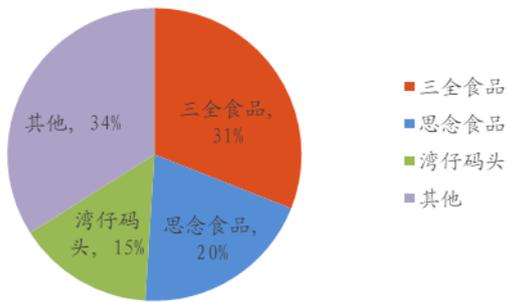
图表 79: 2017 年主要国家速冻食品人均消费量(kg)



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

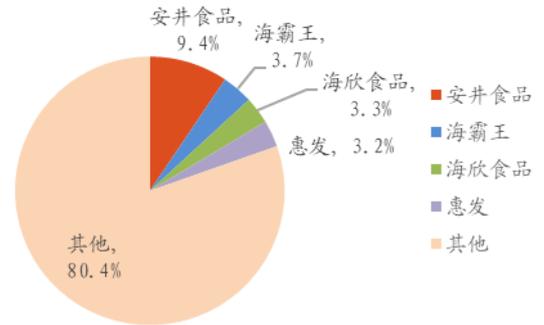
竞争格局良性，速冻面米集中度高，速冻火锅料正处于品牌形成期。速冻面米行业由于发展起步较早，行业成熟度较高，三全、思念、湾仔码头这些行业内代表企业具备规模经济、产品价格、营销优势，逐渐占据行业领导地位，市占率达到65.1%。相比之下，速冻火锅料市场仍处于资本竞争和品牌形成期，行业内中小型企业较多且集中在福建、山东地区，逐步扩展销售区域向内地渗透。速冻火锅料CR 4市占率不到20%，公司2017年市占率约9.4%，领跑行业。

图表 80: 速冻面米行业集中度



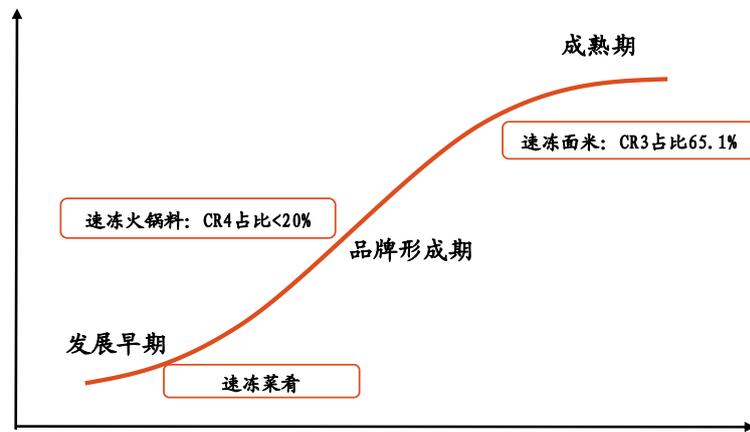
资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 81: 速冻火锅料行业集中度



资料来源: 前瞻产业研究院, 东方财富证券研究所

图表 82: 速冻火锅料仍处于品牌形成期



资料来源: 东方财富证券研究所

3. 行业重点关注个股

3.1. 贵州茅台：结构升级增量可观

因去年第三季度投放量大幅增加，抬高基数。2018 年前三季度贵州茅台营收及净利润增速放缓。我们预估今年茅台酒全年出货略高于 30000 吨，明后两年保持小幅上升。与此同时，公司品牌力强，产品结构升级空间可观。茅台酒方面，未来预计往生肖、定制及精品茅台倾斜，该系列茅台出厂价远高于飞天，将对业绩形成良好支撑。系列酒方面，公司计划投资建设 3 万吨系列酒技改项目，提升系列酒产能，使之最终与茅台酒形成 1:1 生产能力，将成为公司又一增长极。公司新推出的汉酱 135BC，占位 800-1000 元价格带。未来系列酒将不断冲击高端次高端阵营，吨价有望提升。

3.2. 五粮液：择机导入控盘分利政策

我们预估，2019 年五粮液酒方面发货量相对今年继续提升。系列酒方面，随着大单品战略推进，公司重点产品的高速增长有望保持。公司批价持续有效的上行是公司未来业绩持续增长的保证。目前，公司批价基本在 810 元左右，库存略高于 1 个月。公司 2019 年既定方针是拟在上半年导入升级版五粮液酒和控盘分利政策，以五粮液改换新包装为契机，产品上改善五粮液酒酒体，渠道上依托公司的数字化供应链平台，掌握终端信息，合理分配资源，提升渠道利润，激发渠道活力，从而给予五粮液更多提价空间。此外，公司 2019 年将对经销商使用银行承兑汇票做进一步规范，整体将大幅缩减票据使用额度。

3.3. 洋河股份：产品结构提升，省外拓展推进

公司为白酒行业内渠道力最强企业，扁平化经销叠加深度分销，未来增长稳定性高。在宏观经济大幅波动下，公司第三季度预收账款持续提升，经销商信心高涨。分产品看，梦系列产品占比预计将持续提升，卡位次高端。分区域看，公司持续区域拓展，省外增速继续快于省内，未来争取省内外比例调整至 3: 7。2018 年 10 月 1 日起，洋河蓝色经典系列、双沟珍宝坊系列全面停货，渠道库存处于低位。低库存叠加公司 2018 年 7 月 1 日的小幅提升出厂价，明年初消费旺季收入增长确定性较高。未来，公司将持续进行小步快跑的提价政策，进一步理顺蓝色经典系列价格体系，提高公司品牌形象和知名度。

3.4. 伊利股份：市占率提升，海外拓展稳步推进

公司内生外延双轮驱动发展。内生上，伊利目标市占率，2018 年至今，公司主力产品金典、安慕希增速预计达 20%和 40%，其他产品也保持较高增长。与此同时，公司产品新鲜度良好，渠道库存较低。未来随原奶价格缓步上行，公司销售费用率预计逐步降低，推升利润提升。外延上，公司拟收购泰国冰淇淋龙头企业。该公司在泰国具有完善的冷链布局，并且产品已开始出口邻国，便于公司快速占领泰国市场以及拓展东南亚其他市场。公司印尼市场冰淇淋业务也已开始运营，目前主要依靠出口模式，预计未来公司也将在印尼设厂。

3.5. 重庆啤酒：已进入整合窗口期，期待协同效应

目前，中国啤酒行业已开始消费升级，高端啤酒受关注。公司自上而下嘉士伯、乐堡、重庆的品牌体系完整，满足了消费者对高端品质化啤酒的需求。同时，重啤母公司嘉士伯集团品牌组合丰富，产品品质优异。重啤在其主导下，实施增质提效，大幅去产能。目前关厂已入尾声，未来轻装上阵。公司主要市场一川渝湘三地，酒文化底子较好，并且三地用于外出餐饮的费用比重高于全国其他地区，消费者对啤酒的价格也并不敏感，各类啤酒单价较其他省市高。四川、湖南两地 GDP 增速也远高于全国平均水平，经济持续的高速发展也可推升当地的啤酒消费。目前，公司三地渠道建设正稳步推进，经销商数量提升。嘉士伯承诺并不断重申会将重啤作为其在中国的资产整合平台，现已进入资产整合窗口期，未来协同效应值得期待。

3.6. 海天味业：调味品行业的绝对龙头

公司是调味品行业的绝对龙头，产销量及收入规模连续多年稳居行业第一。公司在酱油领域市占率超17%，行业一超多强的格局稳固。规模优势使公司对上下游具有话语权，采购成本和生产成本均低于同行业竞争对手。公司在餐饮渠道市占率第一，竞争壁垒稳固，在家庭消费端品牌力强，产品具有提价能力。未来业绩增长驱动力包括：1) 公司产能利用率及中高档产品占比提升，带动毛利率上行；2) 公司横向品类延伸至蚝油、调味酱类，蚝油增速高于酱油品类，市场渗透率有较大上升空间；3) 渠道持续加密下沉，覆盖乡镇市场。

3.7. 中炬高新：将持续受益于酱油消费升级

公司调味品业务美味鲜收入和利润近年来保持高速增长，目前市占率仅次于海天。公司中长期将持续受益于酱油产品结构升级，短期则看产能持续扩张，规模效应带来毛利率提升，激励机制完善带来的业绩增速加快。销售上，公司计划每年经销商增长10%，至2020年到达1000家，从而完成全国全面布局。美味鲜有望从沿海走向全国，成为下一个全国性品牌。产能上，公司阳西厨邦项目预计19年将先期正式投产10万吨酱油产能，2020年全面投产后将提供33万吨酱油，14万吨其它调味品产能，助推公司业绩更长远的增长。此外，公司2018年11月完成董事会换届，未来将继续聚焦调味品主业，优化经营治理。

3.8. 安井食品：速冻火锅料第一品牌

公司是速冻火锅料第一品牌，龙头优势明显。公司竞争优势主要体现在：1) 产品线丰富，产品力强。公司深耕火锅料行业，面米制品差异化竞争，爆款频现，多样化产品组合共同开拓终端渠道。2) 上游供货稳定，下游渠道支持力度大。公司把控湖北洪湖优质淡水鱼资源，对上游具有一定话语权。公司“贴身支持”经销商，促进销售快速增长。3) 注重长期品牌塑造。公司2016年转变营销侧重点，注重品牌宣传，眼光长远。4) 产能全国化布局，持续扩张。“销地产”模式提高物流运输效率，产能扩张短期催化业绩高增长。公司内在的增长逻辑：1) 短期看成本推动减小促销力度，2019-20年产能逐步释放

催化销售业绩。2) 中长期看规模、品牌优势铸就后市场集中度逐步提升, 提价空间大。

图表 83: 主要子行业一致盈利预测 (截至 2018-12-05)

行业	项目	2018E	2019E	2020E
白酒	营业收入增长率	24.94%	17.98%	17.14%
	归母净利润增长率	31.06%	20.50%	19.48%
	预测市盈率 (P/E)	20.20	16.77	14.03
啤酒	营业收入增长率	3.74%	4.59%	4.73%
	归母净利润增长率	19.76%	16.70%	17.46%
	预测市盈率 (P/E)	33.12	28.39	22.79
乳制品	营业收入增长率	12.98%	12.88%	11.72%
	归母净利润增长率	5.62%	17.12%	16.49%
	预测市盈率 (P/E)	22.69	19.37	16.63
调味品	营业收入增长率	17.07%	16.70%	15.60%
	归母净利润增长率	30.08%	21.78%	19.50%
	预测市盈率 (P/E)	40.71	33.43	27.97
肉制品	营业收入增长率	0.49%	13.37%	16.99%
	归母净利润增长率	10.05%	8.84%	12.71%
	预测市盈率 (P/E)	17.27	15.87	14.08
食品综合	营业收入增长率	19.21%	18.46%	7.69%
	归母净利润增长率	25.94%	21.21%	18.37%
	预测市盈率 (P/E)	25.41	20.96	18.37

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 84: 行业重点关注公司列表 (截至 2018-12-05)

代码	简称	总市值 (亿元)	一致盈利预测				股价 (元)	评级
			2018 归母净 利润增速	2019 归母净 利润增速	2018 PE	2019 PE		
600519	贵州茅台	7664.06	27.08%	16.81%	22.27	19.07	610.10	增持
000858	五粮液	2131.39	33.06%	22.66%	16.56	13.50	54.91	买入
002304	洋河股份	1567.42	25.69%	20.43%	18.82	15.63	104.01	增持
600887	伊利股份	1446.59	5.94%	15.56%	22.76	19.69	23.80	买入
600132	重庆啤酒	130.72	25.15%	18.78%	31.70	26.69	27.01	买入
603288	海天味业	1831.69	21.66%	20.65%	42.63	35.34	67.81	增持
600872	中炬高新	236.20	37.04%	21.11%	38.03	31.40	29.65	增持
603345	安井食品	82.96	34.34%	27.91%	30.51	23.85	38.40	买入

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

4. 风险提示

国家政策风险:

国家如针对某一子行业实行限制措施或加征税收, 可能使该行业需求承压。

食品安全风险:

食品安全是食品饮料行业的基础, 某一行业如发生食品安全事件, 短期投资风险较高。

宏观经济风险:

食品饮料虽有较好防御性, 但当宏观经济长期大幅下滑时, 经济波动影响将传导到行业。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。