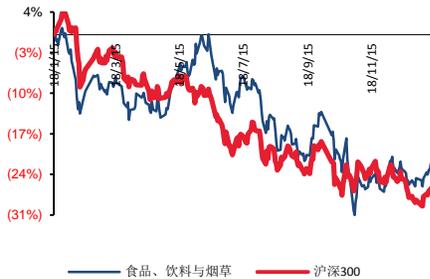




日常消费 食品、饮料与烟草

## 食品饮料 2019 年投资策略：回归传统，远离弹性

### ■ 走势对比



### ■ 子行业评级

食品	看好
饮料	看好

### 相关研究报告：

《恒顺醋业：价格带整体上移，盈利将显著提升》--2019/01/10

《上海梅林跟踪点评：聚焦主业发展，养殖业务弹性显现》--2019/01/05

《贵州茅台：吨价提升超预期，直营增加保障未来增长》--2019/01/02

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

### 证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

### 报告摘要

#### 白酒：从高景气到稳增长，仍有结构性机会

2018 年以来，随着白酒企业业绩基数提升以及行业景气度的回落，上市公司的业绩增速正常性回落。前期市场的悲观预期已经充分释放，经过几轮下跌后，目前主流白酒企业估值已经降至合理偏低的水平，行业已经完成了杀估值的阶段。

2019 年 1 月份的销售是决定方向的关键窗口期，只要验证动销、需求正常，19 年春节后的一季报，白酒会有估值修复的行情。龙头公司估值从 15 倍左右，恢复到 18-20 倍左右，体现正常消费品公司的估值水平。

2019 年白酒的投资机会仍是结构性的，我们选择市场和品牌基础好和估值绝对便宜的两条主线，主要涉及下面几类公司，品牌力足够强大的：贵州茅台，市场基础好的、估值低区域强势品牌：今世缘、口子窖，以及龙头优势越发突出的大公司：洋河股份、顺鑫农业。板块存在的唯一动态风险在于，若 2019 年白酒公司普遍出现业绩 10% 之上的负增长，可能白酒股继续有 10%-20% 的下跌空间，否则将是振荡上涨的走势，且外资的持仓比重继续增加，逐渐夺得定价权。

#### 大众消费品：成本下降支撑增长，一季报后各子行业分道扬镳

2017 年上半年提价效应，带来 2018 年量价齐升，食品公司净利润率快速提升，业绩持续超预期，出现了涨幅较大的食品龙头，而这种效应在 2019 年将逐步减弱。

我们判断 2019 年食品饮料行业景气度会也会逐渐回落，但是由于食品饮料在消费支出中更为刚性，且消费升级趋势仍在延续，我们认为行业保持低速增长仍可看到。由于去年一、二季度的高基数，今年一季报是考验，增速回落的公司调整压力大，业绩加速的公司有机会。

2019 年食品的关键是成本的下降，过去两年包材、玻璃等成本的大幅上涨，侵蚀了食品的毛利，但进入今年后，PPI 的大幅下滑，原来的负担转为成本下降的关键，有利于支撑盈利的增长。

**调味品：**行业继续保持较高的正增长，产品升级和提价助推净利润率提升到较高的水平，但行业和集中度提升仍有空间，醋的价格继续整体上移，调味品的添加剂开始量价齐升，中炬高新、恒顺醋业、

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010003

证券分析师: 孟斯硕

电话: 010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119011720015

梅花生物都将受益。

**肉制品:** 非洲猪瘟重塑生猪产业格局, 屠宰的集中度加速提升, 冷鲜肉的消费将迅速扩容, 肉制品仍会享受低价生猪的红利, 在三季度会有利润的爆发, 双汇发展、上海梅林是首选。

**乳制品:** 竞争有望改善, 行业预期保守, 安全边际高。成本小幅上升, 产品升级, 都有助于龙头公司市场份额继续提升和盈利改善, 伊利股份仍有较好的性价比。

**必选消费品:** 油脂行业经历多年的低谷有望复苏, 行业内的西王食品、道道全有改善空间。**其他食品:** 绝味食品和安井食品仍是细分行业的优质龙头。

### 2019 年整体的投资策略:

全年来看, 市场整体是震荡且波澜不惊、平淡无奇, 没有显著的大投资主线或明显的赚钱效应, 但结构性的、短期的机会此起彼伏, 不再是去年那种处处亏钱的市场。

整体来看, 食品饮料行业在 2019 年相对收益不明显, 绝对收益主要看结构性的机会, 分化会更严重, 因此要远离弹性品种, 规避已经在景气度高点的机构抱团品种, 看好传统行业的稳健个股, 以及行业景气有恢复的行业。

白酒板块呈整体震荡的格局, 上下都在 20% 的区间之内, 很难再出现去年的顺鑫和古井逆势上涨一倍的个股显现。一季报前后的个股会有较好的收益, 单二季度或三季度会出现一些公司业绩的同比下滑, 这也是这轮调整的低点, 四季度后白酒板块也会慢慢走出恢复。

食品板块就是要回归传统, 2018 年的明星股都面临着高景气后的后遗症, 一季报如果增速回落, 估值下滑进而导致调整的力度较大, 食品相对于白酒总是滞后的。包装物等成本的下降成为单纯提价增利之外支撑业绩的关键。另一方面肉制品、乳制品等传统的行业机会相对就会优于去年; 调味品的醋这个子行业也会略好于过去几年大放异彩的酱油; 为食品、调味品提供各类氨基酸、添加剂的传统大公司也会迎来业绩的拐点; 经历一年的大涨后, 今年估值在 20 倍之下, 增速较高的小食品公司越来越少, 部分充分调整后的这类公司成为稀缺品种; 景气度向上的子行业越来越少, 因此, 景气度相对稳定且有所改善的行业, 在弱市中也是不错的选择。

**重点推荐:** 贵州茅台、洋河股份、双汇发展、上海梅林、中炬高新、梅花生物、伊利股份、绝味食品。

**风险提示:** 宏观经济不景气, 销售环境恶化, 食品安全问题等。

## 目录

一、 白酒：从高景气到稳增长	6
1、 2015-2018 三年高景气周期结束，增速回归可持续发展区间	6
2、 估值调整阶段已结束，股价下行空间有限	7
3、 白酒未来投资思路：增长仍是关键	11
4、 重点推荐个股	12
1) 贵州茅台：直营增加回收利润，行业龙头必备之选	12
2) 洋河股份：快消品属性助力投资价值	12
二、 食品板块：升级换挡，回归传统	13
1、 2019 滞后的景气回落	13
2、 业绩超预期的关键，提价效应渐退	14
3、 成本下降支撑今年业绩增长	15
三、 调味品：持续穿越周期的优异品种	16
1、 行业持续保持正增长	16
2、 产品升级和提价助推净利润率达到高水平	16
3、 行业空间和集中度提升仍有空间	17
4、 重点推荐个股：	18
1) 中炬高新：成长空间大、边际变化明显的龙头公司	18
2) 梅花生物：低估值、高股息的调味品添加剂龙头	19
四、 肉制品：非瘟重塑行业格局，屠宰和冷鲜肉受益	19
1、 猪瘟蔓延，运输受限，主销区和主产区价格被拉大	19
2、 屠宰行业迎来变革，冷鲜肉运输成常态	21
3、 肉制品成本全年稳定有保障	22
4、 重点推荐个股：	22
1) 双汇发展：屠宰冷鲜肉放量，低成本提升盈利	22
2) 上海梅林：主业利润稳定支撑，养殖弹性巨大	23
五、 乳制品：竞争有望改善、安全边际高的传统行业	24
1、 成本小幅上升，产品持续升级，竞争有望改善	24
2、 重点推荐个股：	25
1) 伊利股份：市场份额持续提升，盈利能力有望改善	25
六、 必选消费业绩更稳定，休闲食品快速发展	26
1、 油脂等必选消费业绩更稳定	26
2、 速冻食品及火锅料成就安井食品的龙头优势	26
3、 休闲食品线上线下融合，将成就大公司	27
4、 绝味食品：全国化布局完成，持续增长动力十足	28

## 图表目录

图表 1、上市白酒企业年度收入增速.....	6
图表 2、白酒行业收入增速与固定资产投资增速、房地产投资增速表现出相关性及滞后性.....	6
图表 3、社会消费品零售总额当月同比增速放缓.....	7
图表 4、茅五泸单季度收入增速高点在 2017 年 Q3.....	7
图表 5、单季度收入增速高点在 2018 年 Q1 的公司.....	7
图表 6、单季度收入增速高点在 2018 年 Q2 的公司.....	7
图表 7、2018 年白酒下跌的四大诱因.....	8
图表 8、白酒指数和对应 PE 走势.....	9
图表 9、2018 年以来主流白酒公司今年以来预测市盈率走势.....	9
图表 10、上一轮白酒估值低点（2014 年初）和当前对比.....	9
图表 11、2014 年底估值情况和当前对比.....	9
图表 12、伊利股份历史估值.....	10
图表 13、伊利股份收入利润增速.....	10
图表 14、双汇发展历史估值.....	10
图表 15、双汇发展收入利润增速.....	10
图表 16、白酒公司 2012 之后的股价调整幅度.....	11
图表 17、白酒公司 2018 年股价调整幅度.....	11
图表 18、白酒公司 2012~2014 年收入增速%.....	11
图表 19、白酒公司 2012~2014 年归母净利润增速%.....	11
图表 20、居民消费支出和工业增加值对比.....	13
图表 21、将食品制造企业利润总额曲线平移三个季度.....	13
图表 22、2010 年以来，食品经历两次提价.....	14
图表 23、PPI 指数高位回落.....	15
图表 24、棕榈油、瓦楞纸价格.....	15
图表 25、调味发酵品板块的收入、利润走势（2010 至 2017 年）.....	16
图表 26、调味发酵品的销售毛利率走势.....	17
图表 27、调味品净利润率和 ROE 变化.....	17
图表 28、2016 年人均调味品消费金额对比（单位：美元）.....	18
图表 29、2018 年各国行业集中度对比.....	18
图表 30、海天、中炬收入变化（2010 至 2017 年：万元）.....	18
图表 31、海天、中炬净利润变化（2010 至 2017 年：万元）.....	18
图表 32、2017 年主要省份生猪出栏量占全国比重.....	20
图表 33、生猪养殖区域分布.....	20
图表 34、生猪出厂价在限运后，各地价差拉大.....	20
图表 35、屠宰固定资产投资额变化.....	21
图表 36、生猪定点屠宰量变化.....	21
图表 37、规模以上定点生猪屠宰场数量.....	21
图表 38、规模以上定点生猪屠宰厂屠宰量变化.....	21
图表 39、猪肉价格底部反弹.....	22
图表 40、鸡肉价格缓慢上涨.....	22
图表 41、主产区生鲜乳平均价格（单位：元/公斤）.....	24
图表 42、大包粉价格 2018 年开始走高（单位：美分/磅）.....	24
图表 43、国内牛奶和酸奶零售价格（单位：元/公斤）.....	25
图表 44、伊利股份 2009 年以来毛销差.....	25
图表 45、大豆油和原油价格走势.....	26

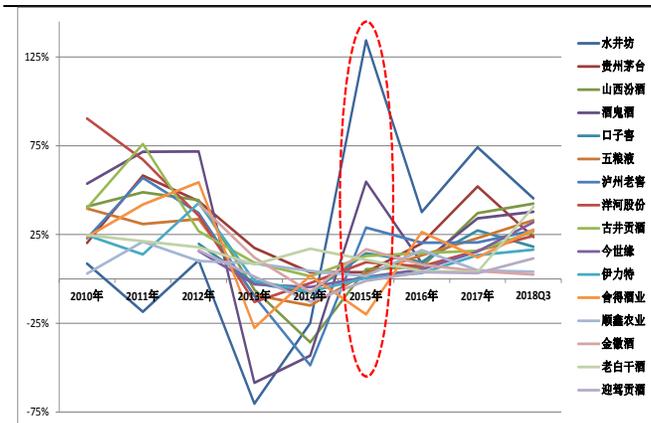
图表 46、2010 年以来油脂压榨行业上市公司盈利情况.....	26
图表 47、 预测 2020 年火锅市场有大幅增长.....	27
图表 48、便利店行业快速增长.....	27
图表 49、速冻食品行业市场集中度较分散.....	27
图表 50、国内速冻食品人均消费量有很大增长空间.....	27
表格 1、白酒公司 2019 年业绩下滑 20%悲观预期测算 PE.....	11
表格 3、 2017 年以来调味品企业调价时间.....	15
表格 4、食品饮料企业净利率达到新高 (%) .....	15
表格 5、调味品公司近几年的提价动作 .....	17
表格 6、道道全、西王食品经营情况对比 .....	26
表格 7、休闲食品各种不同渠道对比 .....	28

## 一、白酒：从高景气到稳增长

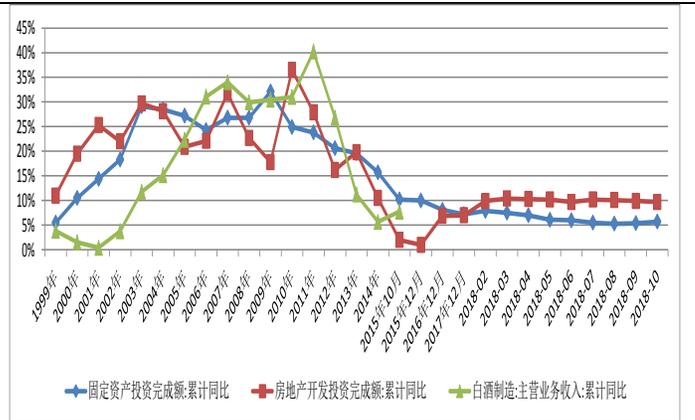
### 1、2015-2018 三年高景气周期结束，增速回归可持续发展区间

本轮白酒复苏从2015年开始，经历过行业需求泡沫和价格泡沫被戳破、渠道库存陆续出清、需求结构调整后，绝大多数上市白酒企业收入在2015年停止下滑、恢复增长，贵州茅台、古井贡酒、顺鑫农业三个公司在行业调整期间收入并未下滑、仅增速放缓，也均在15年增速有所回升。此后核心主流公司均保持了连续的较高的收入、利润增速。

图表 1、上市白酒企业年度收入增速



图表 2、白酒行业收入增速与固定资产投资增速、房地产投资增速表现出相关性及滞后性



资料来源：WIND、太平洋证券研究院，备注：统计局发布白酒行业收入数据截止到2015年10月

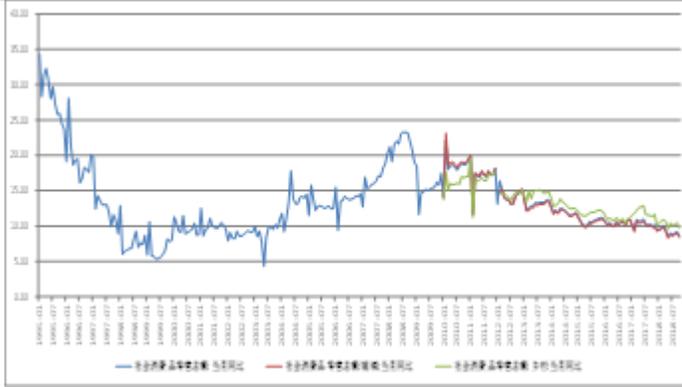
本轮名优白酒复苏的核心驱动因素为：一、民间和商务消费的崛起；二、居民可支配收入持续提升、中产及以上人群扩容，消费升级、观念改变，消费向品牌白酒集中；三、主流名优酒价格泡沫戳破后，居民实际购买力提升；四、白酒人均消费量稳定，增长主要源于结构升级和提价，名优酒企由于品质和品牌保障，更具备此优势；五、固定资产投资、包括房地产投资，房价上涨、棚改货币化安置带来的财富效应，进一步促进个人消费意愿以及商务消费的活跃度。

上述核心驱动因素中，因素一消费结构转化彻底，因素二三四均是长期、稳步的刺激因素，因素五随着固定资产投资增速回落、国家对于房地产行业整体谨慎的政策导向、棚改逐步回归实物化安置，这部分带来的白酒增量需求减少。

观察2018年白酒整体销售节奏上，多数酒企春节旺季表现继续亮眼，但二季度淡季明显感受到渠道库存压力，三季度增速进一步放缓。这既有17年维持全年的茅台涨价预期、白酒渠道整体进货意愿高涨，从而导致的高基数因素，也有上述因素五导致

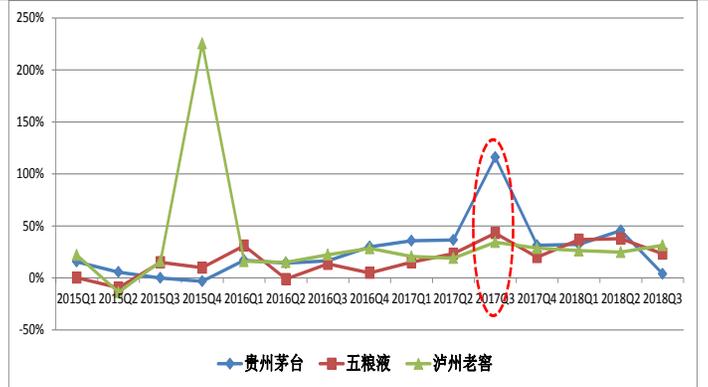
的部分需求减少，同时对于经济增长以及消费的悲观预期，进一步抑制了渠道进货、终端的购买意愿。

图表 3、社会消费品零售总额当月同比增速放缓



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

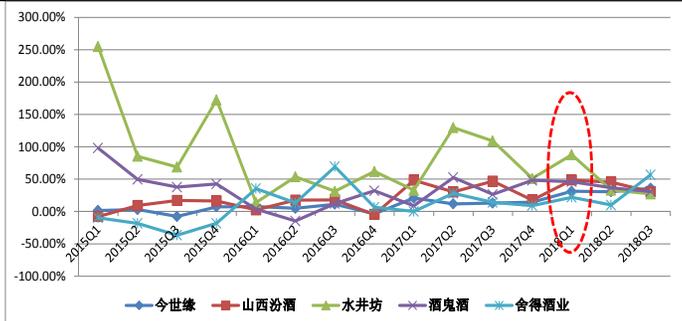
图表 4、茅五泸单季度收入增速高点在 2017 年 Q3



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

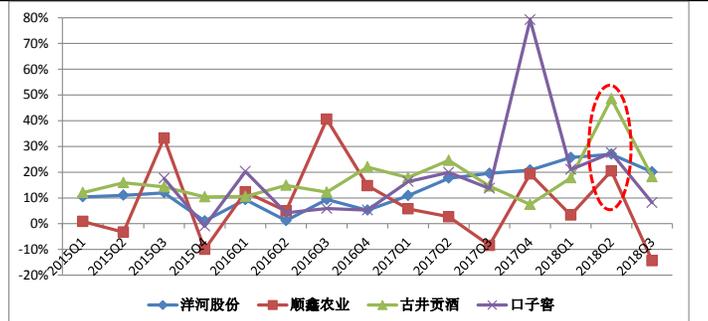
图4-6可以看出，茅五泸本轮收入增速高点在2017年三季度，其他多数酒企分别出现在18年的一季度或者二季度，预计18年四季度收入增速将进一步回落，但主流酒企四季度业绩下滑的可能性很小，也纷纷给出19年双位数的稳健增长目标，这也反映了从大众酒到高端酒连续2-3年高速增长后，回归真正的消费品属性，换挡到更具可持续发展的增速区间。

图表 5、单季度收入增速高点在 2018 年 Q1 的公司



资料来源：WIND、太平洋证券研究院，备注：舍得酒业由于收入会计准则调整的原因，实际上白酒现金回款增速 18Q1 达到最高

图表 6、单季度收入增速高点在 2018 年 Q2 的公司



考虑到2019年春节（2月5日大年初一）较2018年提前11天，18年一季报高基数，预计19Q1报表增速承压、下半年高基数因素消除，增速将有所回升。

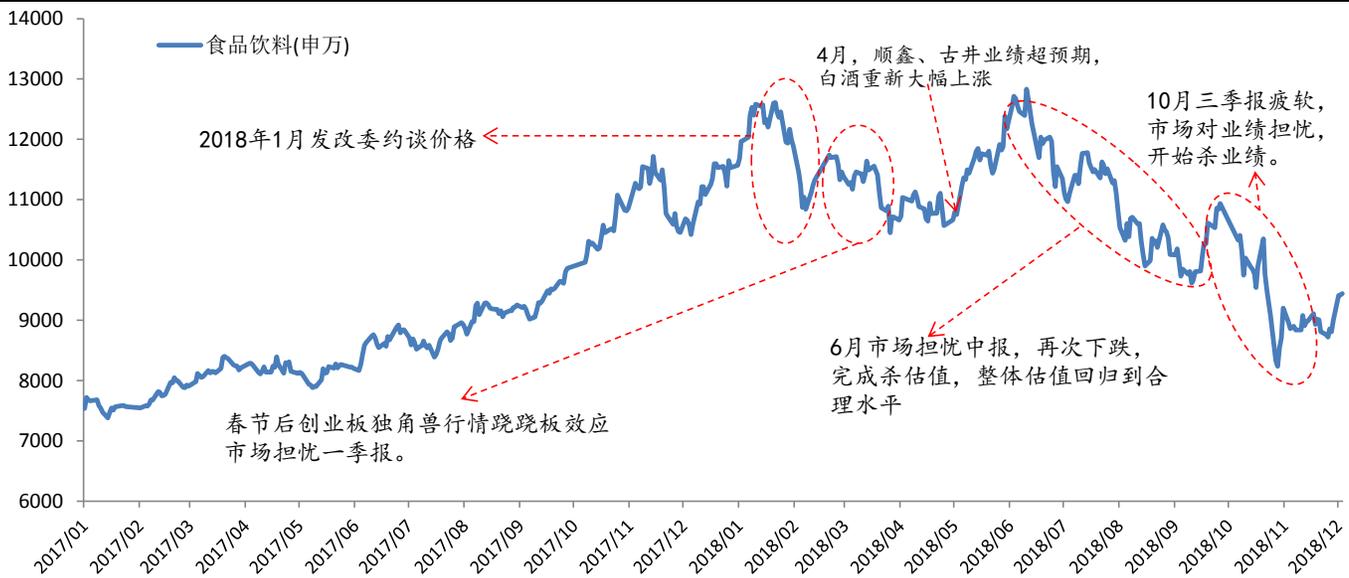
## 2、估值调整阶段已结束，股价下行空间有限

白酒板块伴随着本轮上市公司业绩增速的提高，股票估值也持续拉升。2018年以来，随着白酒业绩基数提升以及行业景气度的回落，上市公司的业绩增速正常性回落。但由于前期市场的预期过高，业绩增速放缓被部分投资者理解为需求低迷的结果，市

场逐渐出现恐慌情绪。

这种对需求的担忧导致板块出现回调的现象，在18年已出现过不止一次，先是在2月份，由于1月发改委约谈白酒企业、五粮液春节期间批价回落等负面消息，导致市场信心动摇，白酒板块出现回调。春节后创业板独角兽行情跷跷板效应以及市场对于白酒一季报的担忧导致3月份继续下跌。5、6月板块有所反弹，但主要是以古井、顺鑫等业绩超预期的区域性酒企为主。6月份下旬以来，受中美贸易战导致大盘下跌，以及市场对白酒中报、中秋旺季和行业长期需求的担忧影响，白酒板块再次出现回调，整体估值水平明显下降。10月三季报疲软，印证此前担忧，市场调整业绩预期，板块继续下行。

图表 7、2018 年白酒下跌的四大诱因



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

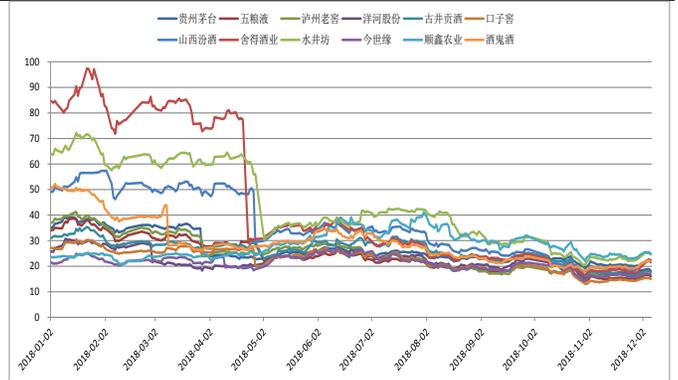
我们认为，经过前几轮下跌后，目前主流白酒企业估值已经降至合理偏低的水平。和上一轮白酒周期相比，上一轮白酒行业受政府限制三公消费的政策影响，板块在2014年初跌至低点，板块估值跌至最低点8.53倍，部分公司估值跌至10倍以下。但当时情况有其特殊性，首先是市场信心极度低迷，其次是行业需求严重萎缩，上市公司收入、业绩也出现超预期的下滑，不能代表行业的正常情况。

图表 8、白酒指数和对应 PE 走势



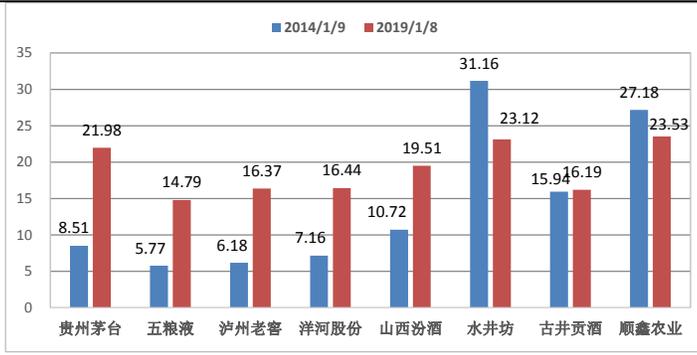
资料来源：WIND、太平洋证券研究院

图表 9、2018 年以来主流白酒公司今年以来预测市盈率走势

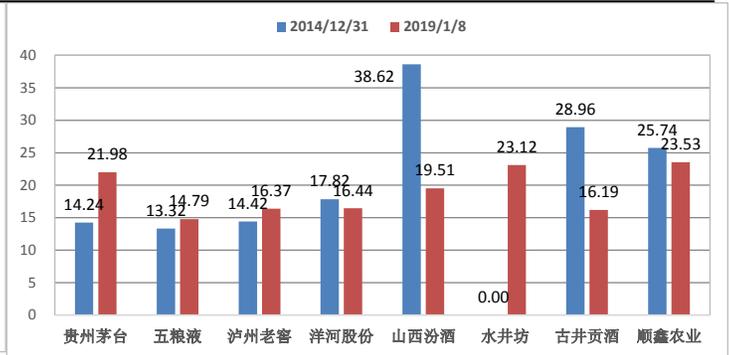


我们拿度过极端情况下的行业水平做比较可能更有参考意义。2014年底，行业虽然仍处于调整期，但是市场情绪已经稳定下来。对比来看，除了茅台以外，主流企业当前估值接近、有的公司甚至已经低于14年底水平。今明两年白酒行业相较于2014年底的时候要明显改善，说明目前行业已经完成了杀估值的阶段。

图表 10、上一轮白酒估值低点（2014 年初）和当前对比



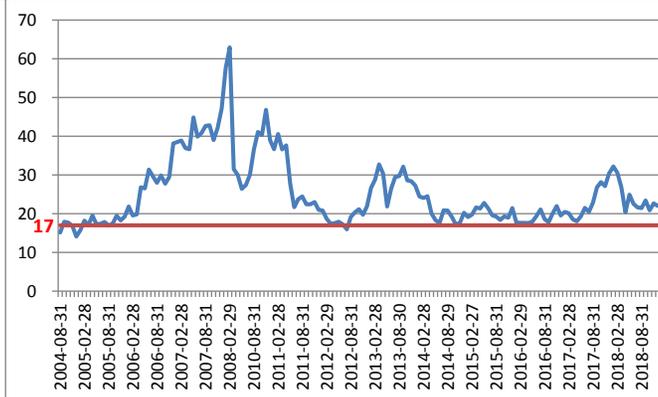
图表 11、2014 年底估值情况和当前对比



资料来源：WIND、太平洋证券研究院，备注：水井坊 2013、2014 年亏损

我们将白酒股估值和乳肉制品龙头伊利股份、双汇发展进行比较。伊利股份历史上当年预测市盈率低点在17倍左右，整体乳制品产量在多年的双位数增长后于2012年放缓、2014年首次出现下滑，此后稳定在个位数。原奶价格2014年初达到高点后快速下降、供给过剩、对于需求的担忧，市场竞争加剧。公司作为龙头公司、依靠产品升级带动收入增长，直至2016年收入才受到较大影响、仅0.41%的增速，尤其是2016年扣费后归母净利润仅实现低个位数增长，但当年预测市盈率低点也有17倍。而另一肉制品行业龙头双汇发展在2015Q1到2015Q4收入和净利润增速也降低至个位数，也有收入、利润双下滑的年份，其历史估值低点也基本处于13~14倍之间。

图表 12、伊利股份历史估值

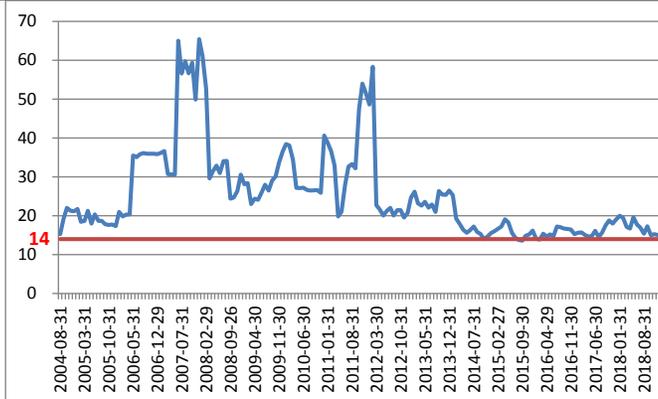


资料来源：WIND、太平洋证券研究院，备注：公司2007、2008年利润亏损，同比数据无意义，故而剔除

图表 13、伊利股份收入利润增速



图表 14、双汇发展历史估值



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

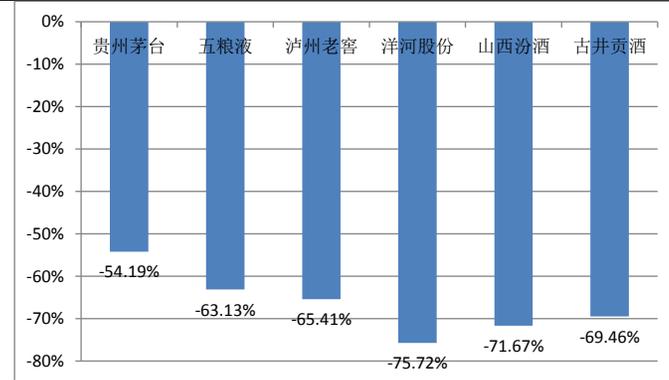
图表 15、双汇发展收入利润增速



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

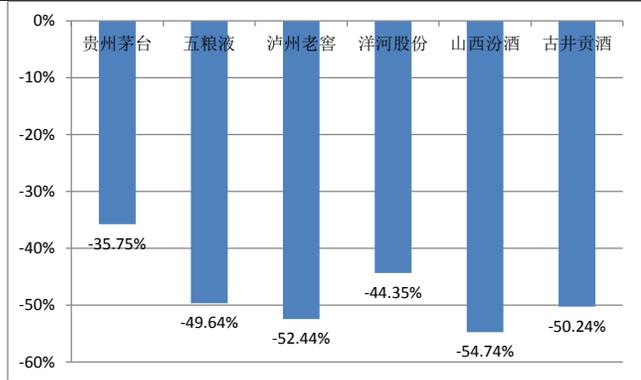
我们认为板块存在的唯一动态风险在于，若2019年白酒公司普遍出现业绩10%之上的负增长，可能白酒股继续有10%-20%的下跌空间，否则继续下跌空间有限。从历史演绎来看，2012年之后那一轮调整，很多白酒股下跌70%，即跌了50%之后，又跌了40%左右，核心原因是三公消费的限制，需求的暴跌萎缩，上市公司的净利润下跌50%之上。而2018年至今主流白酒公司股价跌幅除了茅台以外均达到50%左右，调整幅度非常充分，而当下经济的压力和需求的回落，不会导致上市公司业绩的大幅下跌。

图表 16、白酒公司 2012 之后的股价调整幅度



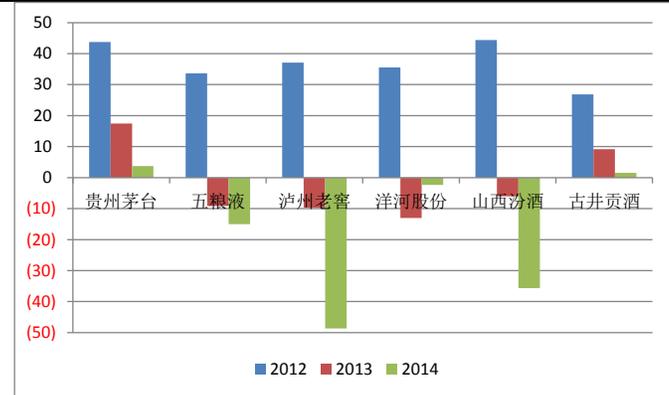
资料来源：WIND、太平洋证券研究院

图表 17、白酒公司 2018 年股价调整幅度



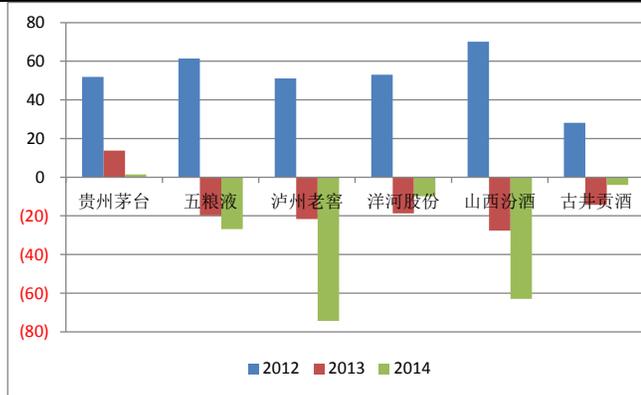
资料来源：WIND、太平洋证券研究院

图表 18、白酒公司 2012~2014 年收入增速%



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

图表 19、白酒公司 2012~2014 年归母净利润增速%



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

即便我们拿2019年业绩均下滑20%的极端悲观预期进行测算，当前股价对应19年下滑业绩后的估值，除茅台、汾酒以外均在20倍或20倍以下。

表格 1、白酒公司 2019 年业绩下滑 20%悲观预期测算 PE

	2018EPS (E)	2019EPS (E)	2019 年 EPS 下降 20%	2019 年 1 月 8 日最新收盘价	2019 年 PE	2019 年 EPS 下降 20%对应 PE
贵州茅台	27.17	32.39	21.74	604.79	18.67	27.82
五粮液	3.27	3.86	2.62	49.02	12.70	18.74
泸州老窖	2.37	2.95	1.90	38.77	13.14	20.45
洋河股份	5.53	6.62	4.42	90.85	13.72	20.54
山西汾酒	1.73	2.29	1.39	33.83	14.79	24.40
古井贡酒	3.31	4.13	2.65	53.52	12.96	20.21

资料来源：WIND、太平洋证券研究院

### 3、白酒未来投资思路：增长仍是关键

静态来看，当下的估值水平是合理偏低的，白酒股高点到前期低点基本是接近50%的下跌，调整充分。无论从估值、调整的时间与空间，还是机构持仓情况来看，当下

就是一个低点。

相对于2012年，这一轮行业显著的不同是酒的价格除了茅台较高外，其他白酒品牌价格都没有虚高；另外，现在的需求也不是由三公消费构成的。这次需求端的调整，是行业和宏观环境导致的，这也预示着这次景气度的回落不会像上轮一样断崖式下跌。

我们认为，1月份的销售是决定方向的关键窗口期，只要验证动销、需求正常，19年春节后的一季报，白酒会有估值修复的行情。龙头公司估值从15倍左右，恢复到18-20倍左右，也体现了正常消费品公司应有的估值水平。

2019年白酒的上半年机会大于下半年，整体板块下半年筑底，投资机会仍是结构性的，我们选择市场和品牌基础好和估值绝对便宜的两条主线，主要涉及下面几类公司，品牌力足够强大的：贵州茅台，市场基础好的、估值低区域强势品牌：今世缘、口子窖，以及龙头优势越发突出的大公司：洋河股份、顺鑫农业。将贵州茅台和洋河股份作为重点推荐的个股列出。

## 4、重点推荐个股

### 1) 贵州茅台：直营增加回收利润，行业龙头必备之选

2019年茅台酒销售计划为3.1万吨左右，销量有望再增3%以上，营业总收入增长14%，打消了茅台酒基酒量不足的担忧。19年有增量的同时回收部分渠道利润，确保19年业绩也能有较好的增长，利润增长有望接近20%，好于此前市场预期。

尽管存在宏观经济不景气的担心，但茅台酒作为白酒标杆，供需仍是紧平衡，批价和终端价居高不下。未来随着直营比例的提升，价格体系会更加健康，公司也能切割更大的渠道利润，市场保持良好的需求，业绩稳步增长是最大的可能。2020年来看的话，因为茅台酒还可能伴随着较大放量，收入、利润有望继续较高增长。

19年一季度春节投放量好于去年，计划投放7500吨茅台酒，大概占比全年计划约24.19%。产品结构更好，春节前投放30%的生肖酒，按照1600吨全年计划来算，大约480吨。尽管18年一季报基数较高，但是合理的较快的收入增长是可以预期的。

**盈利预测与评级：**我们预测公司2018-2020对应EPS分别为27.17、32.39、39.25元。2020年对应490亿以上的净利润，保守给20倍PE、合理给22倍PE，完全能够支撑1万亿左右的市值。考虑龙头溢价和业绩增长情况，并结合当前市场情绪，给予今年22倍PE，维持目标价700元不变，买入评级。

### 2) 洋河股份：快消品属性助力投资价值

公司是营销创新、激励到位、引领行业发展的白酒龙头，去年收入、利润加速增长，新江苏市场战略有效，省外拓展空白市场、保持快于省内的增长，全国化布局到位，全国化品牌逐步形成。

得益于消费升级及公司资源投放，蓝色经典系列收入占比持续提升，预计由2017年的70%提升至2018年的75%~80%，海之蓝、天之蓝恢复双位数增长，梦之蓝持续保持50%以上的高增长，梦之蓝在蓝色经典里收入占比由2017年的30%提升为2018年的36%。

由于公司所处的基地市场江苏人均收入、消费水平高、市场容量大（出厂口径400亿+），加上公司的渠道优势，即使行业增速放缓，洋河仍能保持较好的增长。2019年梦之蓝省内仍有挖潜空间，天之蓝和海之蓝在省内稳中有升。公司产品价格带布局完善，各个价位段的大单品规模在行业中排名靠前，全国化布局和品牌认知也让公司在经济及消费需求放缓阶段具备更强的抵御风险能力。

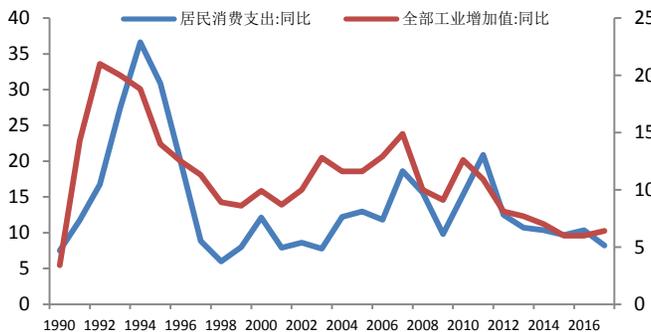
**盈利预测与评级：**2019年我们预测收入和利润增速15%和18%，EPS为6.4元/股，且未来业绩增速保持双位数，快消品属性明显，也备受外资青睐，给予当年20倍目标PE，目标价128元，维持买入。

## 二、食品板块：升级换挡，回归传统

### 1、2019 滞后的景气回落

从历史来看，消费具有经济后周期特征，一般会滞后经济2-3个季度左右。我们将食品制造企业利润总额同比增速曲线平移三个季度后，跟GDP走势有较好的拟合。

图表 20、居民消费支出和工业增加值对比



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 21、将食品制造企业利润总额曲线平移三个季度



资料来源 WIND，太平洋证券

本轮经济复苏从2015年四季度开始，2017年四季度见顶，至2018年四季度经济仍

在寻底过程中。而本轮食品饮料行业景气起点在2016年一季度，食品制造企业利润总额增速达到双位数增长，2018年一季度达到景气高点，随后增速开始回落。

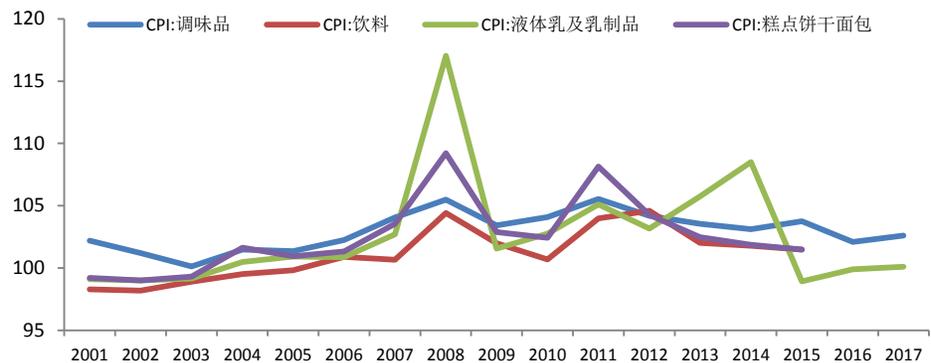
按照历史经验，我们判断2019年食品饮料行业景气度也会逐渐回落。但是由于食品饮料在消费支出中更为刚性，且消费升级趋势仍在延续，我们认为行业保持低速增长仍可看到。

## 2、业绩超预期的关键，提价效应渐退缓

2018年，食品众多子行业和主要公司业绩持续超预期的关键是，2017年上半年提价效应，带来2018年量价齐升，而这种效应在2019年将逐步消失。

从2010年以来，大众品集中进行了两次提价，分别是在2011年和2017年。上一轮消费品提价潮（2010-2011年）主要动力源自于城乡居民收入的大幅增长，以及粮食等大宗商品上涨推高了企业成本。当时除了日用消费品价格大幅上涨，基础消费品也呈现普涨态势，食盐、面粉这类商品也进行了提价。

图表 22、2010 年以来，食品经历两次提价



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

本轮涨价（2017-2018年）与上一轮涨价有相似之处，大宗产品价格的上涨推高了企业成本，而市场景气转好给提价带来了土壤，包括啤酒、饮料、调味品、休闲食品等价格均有上调，这其中也包含了很多年价格未提高的品类。

提高价格对食品企业净利率提升有很好贡献，对比企业2016年和2018年前三季度净利率来看，均有较大的提升。我们认为此轮涨价周期尽管步入尾声，但2019年部分企业仍会受益涨价红利，延续净利率提升，但效应在减弱。

表格 2、2017 年以来调味品企业调价时间

公司	调价时间	调价范围	调价幅度
海天味业	2017 年 1 月	酱油、耗油、调味酱	5%
恒顺醋业	2017 年 10 月	主力产品	10%
中炬高新	2017 年 3 月	整体	5-6%
涪陵榨菜	2016 年 7 月	11 个单品	8-12%
	2017 年 2 月	9 个产品	15-17%
	2017 年底	主力产品包装降重	10%

资料来源：公开信息，太平洋证券

表格 3、食品饮料企业净利率达到新高 (%)

	2016	2018Q3
海天味业	22.82	24.64
中炬高新	12.99	17.03
安琪酵母	11.88	14.3
涪陵榨菜	22.95	33.86
伊利股份	9.4	8.31
桃李面包	13.18	13.13

资料来源：公司公告，太平洋证券

### 3、成本下降支撑今年业绩增长

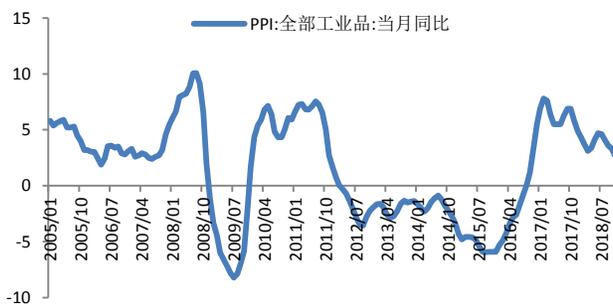
2019 年食品的关键是成本的下降，过去两年包材、玻璃等成本的大幅上涨，侵蚀了食品的毛利，但进入今年后，PPI 的大幅下滑，原来的负担转为成本下降的关键，有利于支撑盈利的增长。

#### ● 大宗商品价格或继续回落

2018 年供给侧改革与环保因素对 PPI 走势形成支撑，自 6 月以来高位震荡，螺纹钢、焦炭等黑色期货快速上行至 2012 年历史高点，胶合板、纤维板、PVC、聚丙烯等工业期货价格也轮番上涨。

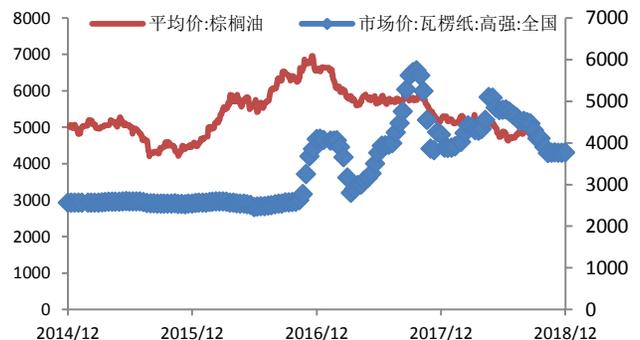
2019 年，国内总需求仍然偏弱、货币供应量低位增长、国际大宗商品涨幅放缓等大背景并未改变，预计供给侧改革和环保治理也会有所放松，PPI 指数会回落较多。

图表 23、PPI 指数高位回落



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 24、棕榈油、瓦楞纸价格



资料来源 WIND，太平洋证券

全年来看，食品价格温和通胀有助于食品制造企业通过提高价格的方式来转移成本上涨，工业原材料价格下行，有利于企业降低包装成本，食品制造业企业处于净利率扩张区间。

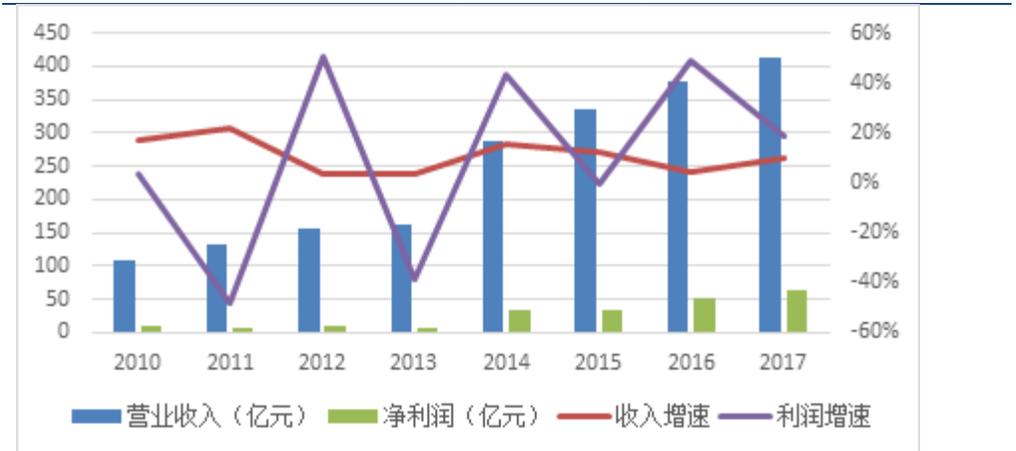
### 三、调味品：持续穿越周期的优异品种

#### 1、行业持续保持正增长

从需求层面来看，调味品的必选属性比较强，受宏观经济波动的影响相对更小；此外，受益于产品结构调整、生产毛利提高、行业集中度提升等自身逻辑，无论是细分行业还是龙头公司，都具有明确的成长空间，未来有望继续保持较好的景气度，也有望穿越周期，走出独立行情。

调味发酵品自2010年起收入连续保持正增长，CAGR≈10.88%；净利润CAGR≈3.04%。尽管净利润出现波动，但近几年慢慢转好，看趋势是向上的。

图表 25、调味发酵品板块的收入、利润走势（2010至2017年）



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

#### 2、产品升级和提价助推净利润率达到高水平

2013至2015年期间，国内消费需求并不好，CPI较低，属于典型的通缩。但调味发酵品板块销售毛利率却在2013年开始回升，并不断创新高。分析其原因：第一，受益于基础消费品消费升级和健康餐饮风潮，调味品产品结构不断调整，更健康、品质更好、毛利更高的产品占比提升。同时，调味品向多元品类发展，小品类、新品类、细分品类快速增长，附加值高的产品成规模以后，也能保证不错的毛利水平。第二，单瓶产品的价格在生活必需品中偏低，消费者对一定幅度的提价不敏感，原材料和生产成本提高后，品牌产品通过提价来转移成本压力。正常情况下，每隔两到三年，行业会有一轮基于通胀的合理提价，保证毛利率水平不会向下。

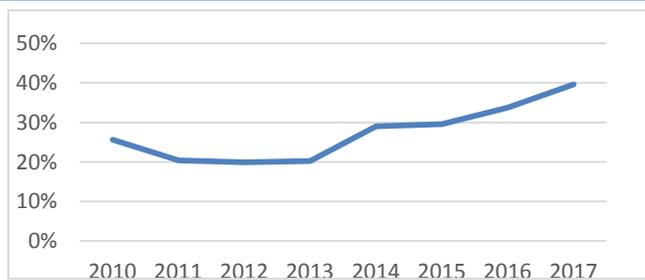
表格 4、调味品公司近几年的提价动作

时间	企业	提价事件
2016.04	恒顺醋业	对非醋类产品换包装后直接提价
2016.06	恒顺醋业	对 5 亿主力醋类产品直接提价，幅度约 9%
2016.12	海天味业	对 90%左右产品直接提价，幅度约 5%~6%
2017.02	涪陵榨菜	对 80g 和 88g 榨菜产品的到岸价格直接提价，幅度约 15%~20%
2017.03	中炬高新	对美味鲜及厨邦产品整体提价，幅度约 5%~6%
2017.04	千禾味业	对部分产品直接提价，幅度约 8%~10%
2017 Q4	涪陵榨菜	主力产品包装降重，幅度约为 10%
2017.11	涪陵榨菜	为统一全国流通价，提价约 10%
2018.06	涪陵榨菜	为拉平华南市场商超一直规格为 80g 的老产品与全国的价差，提价幅度估计在 10%左右
2018.09	涪陵榨菜	上调 80g 鲜脆菜丝等 7 个 80g 规格的主力单品的产品到岸价格，提价幅度约 10%
2019.01	恒顺醋业	五个产品系列提价，最高涨幅超 15%

资料来源：WIND，太平洋证券

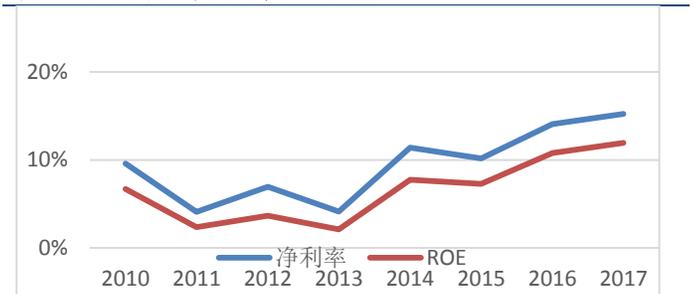
随着产品结构的升级和高价及更细分产品的推出，调味品的毛利率、净利率等盈利能力显著提升；另外，随着市场的推广和渠道渗透率的提升，销售费用也在增加，这也变相提高了后进入者的门槛。

图表 26、调味发酵品的销售毛利率走势



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 27、调味品净利率和 ROE 变化



资料来源 WIND，太平洋证券

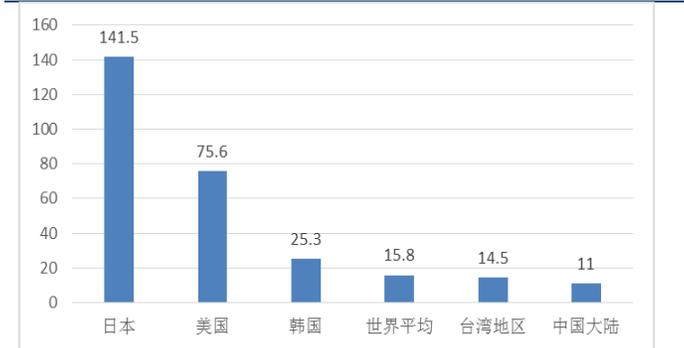
### 3、行业空间和集中度提升仍有空间

与日本相比，我国调味品人均消费量比较低。2016年日本调味品人均消费量为 25.8KG，我国仅为 9.3KG。但我国人均消费量的增长非常快，接近两位数，而同期日本几乎零增长。以美元计，我国居民 2016 年人均调味品消费金额远低于日本、美国、韩国，也低于世界平均水平。

因此综合来看，国内调味品在量和价上均存在不小提升空间。以酱油为例，目前生抽普及的进程还没有结束，生抽的销量占比大概六七成，还有一定的提升空间，而生抽的使用量一般是老抽的六到七倍左右。同时，特级以上、单价更高的中高端酱油的占比也在明显提升，带动产品均价持续提高。其他调味品，包括醋、调味酱、料酒

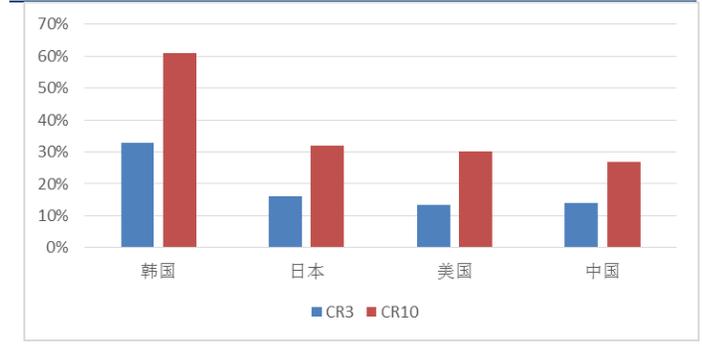
以及其他的小品类、新品类和细分品类，也同样具备量价齐升的空间。

图表 28、2016 年人均调味品消费金额对比 (单位: 美元)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 29、2018 年各国行业集中度对比

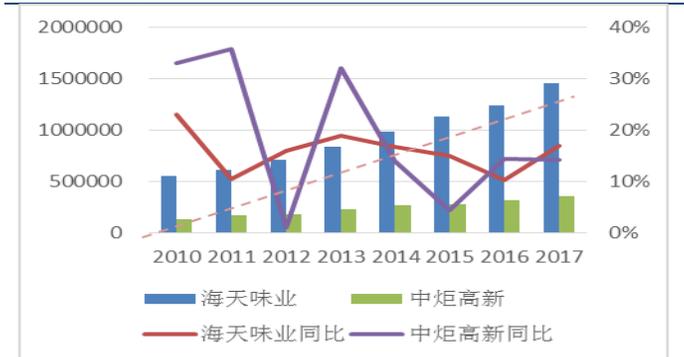


资料来源 WIND, 太平洋证券

我国调味品行业集中度慢慢在向成熟市场靠近, 国内排名前三的海天味业、美味鲜、李锦记, 所处的竞争格局甚至还要好于同阶段的日本、美国。目前这三家公司已经初具规模, 其中海天味业有望成为第一家实现全国化拓展的公司, 美味鲜在2019年也将完成对全国所有地级市的覆盖, 李锦记虽然目前落后, 但在南方区域的市场基础也很扎实。

目前, 国内调味品龙头公司的“赚钱效应”还在增强, 毛利率和净利率都在上行。未来有望形成一大一小双寡头的格局。国内调味品市场的容量, 完全有可能孕育出收入分别达到500亿、250亿, 利润分别达到125亿、50亿以上的两家龙头公司。当前是享受公司持续成长, 市值不断增加的黄金阶段。

图表 30、海天、中炬收入变化 (2010 至 2017 年: 万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 31、海天、中炬净利润变化 (2010 至 2017 年: 万元)



资料来源 WIND, 太平洋证券

#### 4、重点推荐个股:

##### 1) 中炬高新: 成长空间大、边际变化明显的龙头公司

推荐逻辑一: 未来几年美味鲜加速增长, 全国化拓展提升收入、利润体量

阳西厨邦新产能加速释放，阳西美味鲜其他品类产能也陆续释放，2019年完成全国地级市的全覆盖，新招商有望超过100个，全国经销商总数有望达到1000个，全国化拓展的进程有望加速。

推荐逻辑二：生产成本压力缓解，管理费用率预期改善，生产经营效率逐年提升。2019年生产成本的压力将会明显得到缓解，盈利能力边际改善，经营效率有望明显提升。目前中炬高新管理费用率比海天味业高出4-5个百分点，未来通过优化合理压缩管理费用，还原净利润，提高净利率。

**盈利预测和推荐评级：**2019年净利润有望达到7.58亿元，对应EPS为0.95。按35亿对地产业务进行估值；考虑成长性和估值溢价，对应2019年盈利预测给美味鲜35倍PE，对应265亿市值。公司2019年总市值有望达到300亿元，目标价39.50元，“买入”评级。

## 2) 梅花生物：低估值、高股息的调味品添加剂龙头

推荐逻辑一：主产品价格触底反弹，小品类盈利前景乐观，业绩有弹性

味精：市场库存偏低，价格从2018年10月开始上涨。目前吨价在8000元左右，开始扭亏为盈，未来价格还有望继续保持小幅上涨。公司拥有70万吨味精产能，在盈利的情况下能够贡献较多利润。而赖氨酸和苏氨酸的价格在历史低位，未来慢慢开启涨价通道，利润弹性比较大。呈味核苷酸和黄原胶价格大幅回暖成盈利关键。

推荐逻辑二：市盈率低估，安全边际显著；高分红高股息，投资优选品种

公司当前的TTM市盈率是11倍，处于历史低位，估值安全边际高。2017年公司的税前股息率高达7.89%，在全市场排名前十，未来有望保持。

**盈利预测和推荐评级：**从公司业务看，不是化工股而是典型的食品的添加剂和调味品的辅料。作为传统行业的龙头，盈利能力有望继续提升。2019年净利润有望达到13.5亿元。考虑公司明年业绩的成长性高分红，给予目标价5.70元，对应的PE为13.26倍，“买入”评级。

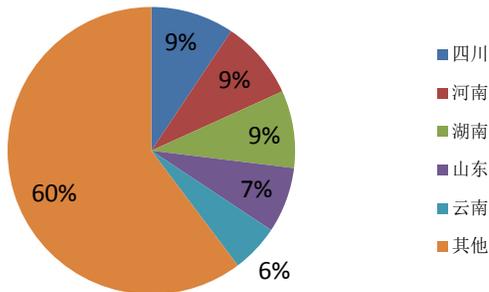
## 四、肉制品：非瘟重塑行业格局，屠宰和冷鲜肉受益

### 1、猪瘟蔓延，运输受限，主销区和主产区价格被拉大

我国生猪养殖分布比较广泛，但相对集中在粮食主产区。前5大主产省为：四川、

河南、湖南、山东、云南。2017年数据，前5大省份累计出栏2.9亿头，出栏量占全国总量的41%，消费量仅占30%。而上海、江苏、浙江、福建、广东等东南沿海区域，虽然生猪出栏量仅为全国总量的13%，却贡献了全国猪肉总消费量的27%。

图表 32、2017 年主要省份生猪出栏量占全国比重



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 33、生猪养殖区域分布

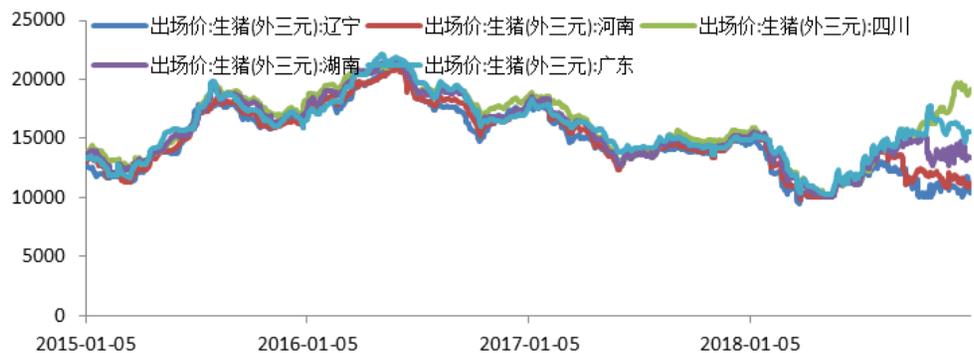


资料来源：网络图片，太平洋证券

但由于我国猪肉消费以生鲜猪肉为主，就导致屠宰布局接近消费地，屠宰产能也较分散。在疫情发生前，由于全国可以跨省调运，所以产区 and 销区的猪价较为均衡。非洲猪瘟疫情发生后，农业部要求与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省调运，并暂时关闭省内所有生猪交易市场。暂停时间从任一相邻省发生疫情至其全部相邻省疫情解除封锁前。同时，对于有2个及以上的市发生疫情的省份，如辽宁、吉林，不仅是生猪，连生猪产品也禁止外调。

这就导致产区和销区猪价差距拉大。截至到2018年11月底，生猪价格最高地区重庆，均价18.3元/kg，最低地区为内蒙，均价9.3元/kg，价差接近一倍。

图表 34、生猪出厂价在限运后，各地价差拉大



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

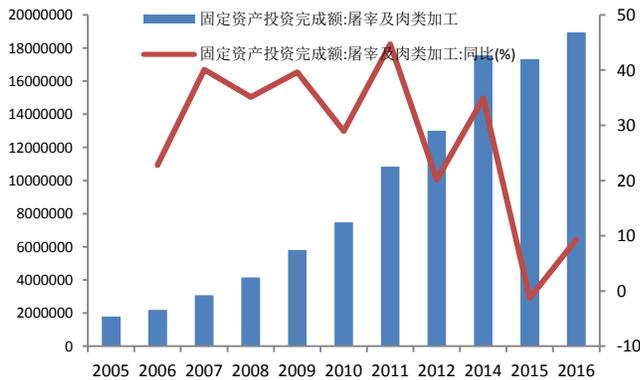
对于屠宰企业来说，主产区的生猪供给的增加，屠宰厂产能利用率较非洲猪瘟发生前有明显的提高，屠宰利润也有所增加。但对销区屠宰企业来说，由于无法外调，销区生猪供给不足，屠宰产能利用率下降，利润端受影响较大。

## 2、屠宰行业迎来变革，冷鲜肉运输成常态

从全球非洲猪瘟防控经验来看，行业规范化是控制的前提，特别是养殖和屠宰环节的规范是防控重点，规模化企业在这一方面更具备优势。而目前我国屠宰产能比较分散，以小厂为主，检疫检验能力也集中在大型屠宰厂，猪瘟对防疫检验的新要求会促进小企业退出，大企业迎来发展机会。

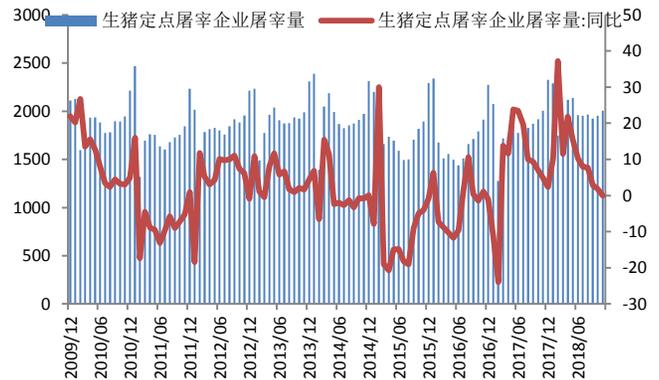
我国前三大生猪屠宰龙头企业双汇、雨润、金锣，2016年合计屠宰量在2600多万头左右，占行业总体屠宰规模的4%左右。由于屠宰行业分散、竞争较激烈，产能利用率也过低。2017年全国规模以上生猪定点屠宰企业共计屠宰生猪2.21亿头，按照定点屠宰企业的总屠宰能力8.5亿头计算，产能利用率仅26%。

图表 35、屠宰固定资产投资额变化



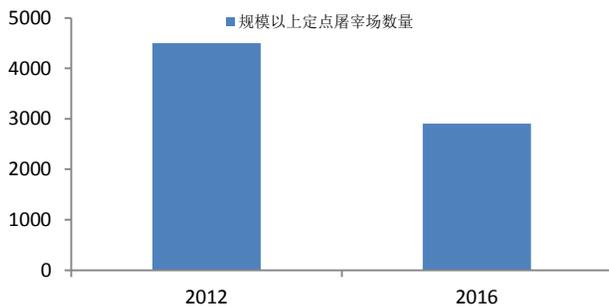
资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 36、生猪定点屠宰量变化



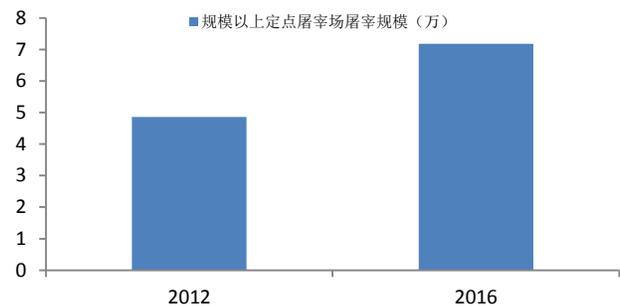
资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 37、规模以上定点生猪屠宰场数量



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 38、规模以上定点生猪屠宰厂屠宰量变化



资料来源: WIND, 太平洋证券

近几年屠宰大企业优势集中的趋势已经很明显，特别是随着上游养殖规模化提升，国家对环保的要求也越来越高，屠宰集中度在不断提升，定点屠宰场屠宰规模大幅增长。我们判断猪瘟疫情会加速小企业产能淘汰，屠宰行业进入洗牌期，龙头企业有望引领行业整合，提升市场占有率的进程有望加快。

### 3、肉制品成本全年稳定有保障

猪肉是肉制品原材料的重要组成，按照行业平均情况，原料肉占肉制品业务成本比例约为70%，其中猪肉成本约占原料肉成本比例70%，即猪肉成本占肉制品业务总成本比例约50%。原料肉中，鸡肉成本约占20%，企业会通过价格变动来调整猪肉和鸡肉的使用比例。由于终端产品价格很少进行调整，当猪肉价格上涨的时候，企业很难通过涨价将成本上涨传导下去，所以猪肉价格波动对肉制品企业成本影响较大。

从目前来看，猪肉价格整体还在较低的价格水平上，由于主产区和主销区猪肉价差较大，大型肉制品企业可以从主产区采购较低价格原材料，且企业原材料储备库存一般在半年以上，所以对于肉制品企业2019年猪肉原材料成本的稳定并不担心。但是祖代鸡引种量减少导致鸡肉价格从2018年6月份以来开始缓慢上涨，预测2019年鸡肉供给偏紧平衡，价格很难有大幅下降。所以整体判断2019年肉制品企业成本稳中有升，下半年成本压力增大，全年成本稳定可控。

图表 39、猪肉价格底部反弹



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 40、鸡肉价格缓慢上涨



资料来源: WIND, 太平洋证券

### 4、重点推荐个股:

#### 1) 双汇发展: 屠宰冷鲜肉放量, 低成本提升盈利

##### 1、跨省调运保证屠宰利润

双汇在全国17个省拥有19个屠宰基地，可以通过自身冷链运输优势，在价差区域间进行调度，提高屠宰利润。所以我们判断2019年双汇屠宰量有望接近到此前公司规

划的1700万头，加上盈利提升，屠宰的净利润弹性较大。

## 2、肉制品调结构，大力发展中式肉制品

公司按照“稳高温，上低温，中式产品工业化”的策略，高温肉制品要聚焦大单品、聚焦高档食材化的产品；低温肉制品要以史密斯菲尔德作为高端品牌，加大推广力度；中式肉制品，要将传统肉制品发扬，同时引进罗马尼亚烤肉等对接中国市场。肉制品高端化发展思路，有助于提升公司肉制品毛利，提升产品竞争力。

**盈利预测和推荐评级：**计2019年实现营业收入524亿元，同比增长5.3%；实现归母净利润57.5亿元，同比增长11%，实现EPS1.74元，对应估值13.8倍，目标估值16倍，对应股价27.84元，给予买入评级。

## 2) 上海梅林：主业利润稳定支撑，养殖弹性巨大

### 1、聚焦主业，资产清理近尾声

去年公司对荣成梅林和重庆梅林进行清理剥离，目前亏损的重庆梅林已经清理近尾声，荣成梅林还维持部分营销工作。随着公司逐步清理亏损业务，有望摆脱“包袱”，重新轻装上阵。2017年公司对闲置和停工的固定资产减值损失9610万元，2018年对亏损资产的计提将会大幅减少，业绩弹性将会体现出来。

### 2、猪价拐点或提前到来，养殖业绩弹性显现

公司目前生猪养殖出栏约100万头，2017年梅林畜牧+光明生猪实现销售收入14.55亿元，生猪头均收入约1455元，2019年如果猪价进入上行周期，未来两年养殖板块的收入和利润将有较大弹性。

目前下明猪场和河川猪场在改造，改造完达到年出栏量20万头，预计明年生猪出栏量将达到120万头。公司希望未来三年达到200万头生猪出栏规模，届时养殖成本也有望通过规模化而降低。

### 3、银蕨中国区业务布局或破冰，牛羊肉板块将受益

公司已经向银蕨建议对中国市场的渠道进行重新布局，明年预计能够成立银蕨中国公司，把中国销售渠道重新进行梳理；下一步尝试对接银蕨团队和苏食进行合作。银蕨盈利能力将会有很大的增强，同时梅林牛羊肉板块业务也将得到加强。

**盈利预测和推荐评级：**我们预计2019年公司收入实现229亿元，同比增长4.12%，归母净利润实现4.43亿元，同比增长48%，对应EPS 0.47元，对应当前估值为15倍。按照20

倍合理估值计算，目标价9.4元，给予“买入”评级。

## 五、乳制品：竞争有望改善、安全边际高的传统行业

### 1、成本小幅上升，产品持续升级，竞争有望改善

2015-2016年乳制品行业景气度低迷，2017年受益于液态奶的需求回暖以及销售环境改善，收入恢复两位数增长，利润明显改善。龙头公司基本面向好，增速领先于行业，并且净利率有提升的苗头，市场期待净利润提升的逻辑。但随着蒙牛完成了内部调整，双寡头格局下，伊利和蒙牛在2018年开始正面对抗，各自加大市场投入，抢夺市场份额。销售费用高企，则严重挤压了净利润。乳业双雄的收入都快速地提升，但净利率快速提升的逻辑暂时告破。

展望2019年，预计原奶会有一定幅度的涨价，供需格局有望改善；包材、白糖等价格可能企稳或略跌。总体来看，成本在可控范围内有所上涨，而产品的平均零售价将伴随着产品结构升级等继续上涨。

但目前判断，伊利和蒙牛2019年在市场投入方面的力度可能减轻，供需格局和销售环境的改善，可能使得买赠对成本的影响减少，毛利率有望向上。如果销售费用率同比下滑，毛销差相比2018年将会扩大，行业和龙头公司的盈利状况得以改善，市场也可能给更高的估值。我们长期看好目前市场份额领先、渠道布局更好、应对市场环境变化更自如、未来有望获得更好的产品定价权的伊利股份。

图表 41、主产区生鲜乳平均价格（单位：元/公斤）



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 42、大包粉价格 2018 年开始走高（单位：美分/磅）



资料来源 WIND，太平洋证券

成品奶的价格从2016年9月份开始持续涨价。一方面，乳制品消费升级提升了产品结构；另一方面，成本增加传导到终端，造成零售价的上涨。总体看，在终端需求，特别是液态奶需求回暖的情况下，终端价上涨，供需格局总体向好。

从2018年市场份额来看，伊利液奶市占率提升至37%以上，蒙牛与其差距拉大至10%

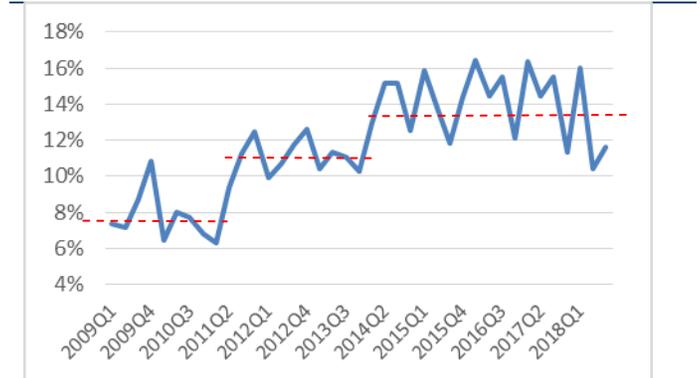
以上。其中，常温酸奶安慕希在细分品类独占鳌头，而金典奶和特仑苏的差距也在收窄。可以说，无论是行业整体增长空间，还是全品类的份额提升，亦或是细分品类格局上的突破，伊利的业务都没有达到饱和的阶段，这也奠定了市场对于公司2020年“千亿五强”和2030年全球第一乳企的信心。

图表 43、国内牛奶和酸奶零售价格（单位：元/公斤）



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 44、伊利股份 2009 年以来毛销差



资料来源 WIND，太平洋证券

## 2、重点推荐个股：

### 1) 伊利股份：市场份额持续提升，盈利能力有望改善

推荐逻辑一：2018年收入超预期，2019年继续高增长，2020年收入有望破千亿

2018年液奶增速高达18%以上，2019年有望延续增长势头，实现13%以上的增长，收入体量超过900亿。按照这个进度，2020年“千亿五强”的目标将会顺利达成。与此同时，伊利的市场份额将会持续提升，寡头地位将得以巩固，未来定价权和经营效益有望提升。

推荐逻辑二：原奶供需环比改善，短看2019年净利润改善，长看公司净利率和ROE提升

2019年原奶价格继续小幅提升，生产成本总体可控，但供需格局将会有明显改善。价格战、市场高投入等有望得到缓解，行业赚钱效应有望增强。公司长期的净利率和ROE均在持续地提升，2019年环比改善可能就是净利率和ROE再度上行的一个拐点。

可能的催化因素：继续进行国际化和多元化并购。公司近期收购泰国乔玛纳公司96%股权，拟向东南亚市场布局，预期公司的国际化、多元化发展步伐会加快。

**盈利预测和推荐评级：**2019年净利润有望达到78.30亿元，对应EPS为1.29，考虑公司的持续成长性和龙头溢价，目标价31.00元，“买入”评级。

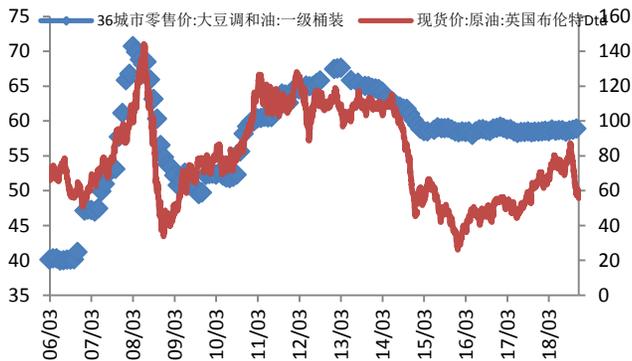
## 六、必选消费业绩更稳定，休闲食品快速发展

### 1、油脂等必选消费业绩更稳定

经济和需求的下滑，社会零售消费额的下降，对消费品确实有影响，可选消费品、高价消费品等居民收入敏感性的产品影响最大。但生活必需品、特别是日用品受宏观环境影响有限，这类行业和公司业绩的稳定性更好，其中油脂就属此类。

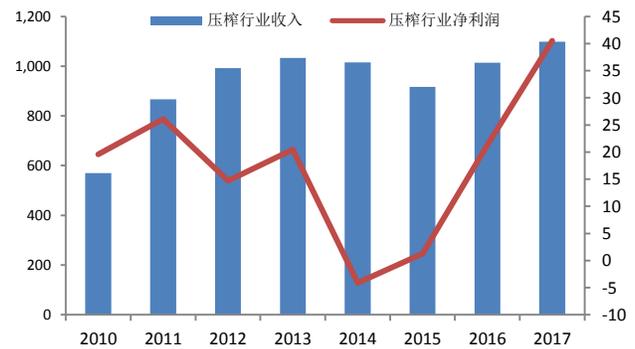
2019 年全球大豆供需总体宽松，上半年南美大豆可能迎来丰产，全球大豆价格预计仍将低位波动，贸易战对国内大豆影响有限。油脂压榨企业今年仍能享受较低的成本优势，油脂价格当前处在历史的低位区间，价格继续下滑得可能性很小，未来涨价的概率较大。

图表 45、大豆油和原油价格走势



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 46、2010 年以来油脂压榨行业上市公司盈利情况



资料来源 WIND，太平洋证券

即使未来大豆价格出现回升，油脂压榨行业也有较强的价格传导能力。从历史上来看，大豆价格上涨的周期里，压榨企业利润往往呈现同步增加。当前行业处在历史低位，只要供给端出现收缩或需求端出现恢复，行业的景气度都可能逆转。

油脂行业的主要标的是西王食品、道道全，这两家公司业绩稳定，估值便宜，只要行业景气度回暖，公司弹性较大，值得关注。

表格 5、道道全、西王食品经营情况对比

	2017 年收入：亿元	2017 年归母净利润：亿元	产量 (万吨)	主要产品	优势销区	EPS(2018): 元/股	PE
西王食品	56.18	3.43	22	玉米油	华北区域	0.59	11.2
道道全	33.02	1.91	30	菜籽油	湖南、安徽、江西、湖北	0.86	14.8

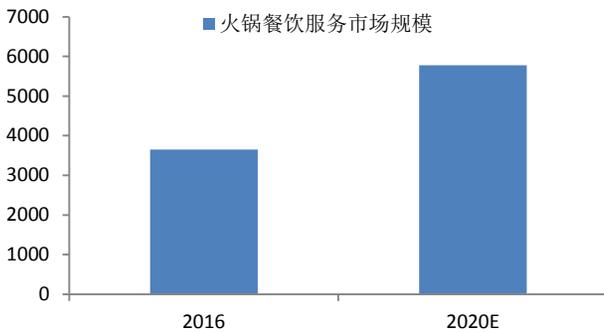
资料来源：WIND，太平洋证券

### 2、速冻食品及火锅料成就安井食品的龙头优势

我国速冻制品行业规模约1000亿元，其中速冻面食约600亿元，速冻火锅料制品约

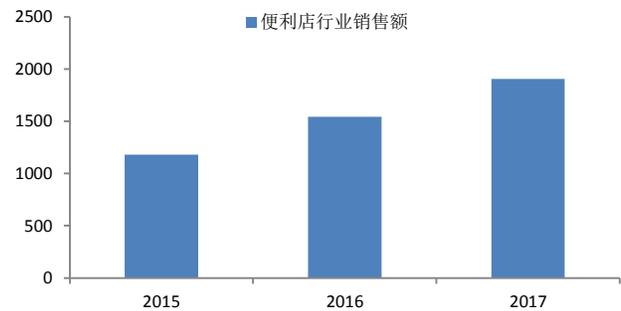
400亿元。速冻火锅料制品的增长仍有很大的空间，根据Frost&Sullivan预计，2022年我国火锅餐饮门店数量将从2017年的60.1万家扩张到89.6万家，2018-2022年我国火锅餐饮行业收入复合增速将达10%左右。麻辣烫、关东煮、烧烤等餐饮形式应用场景非常丰富，这些应用场景的发展带动了速冻食品需求增长，特别是近几年便利店的渗透，给速冻食品带来更广阔的市场。

图表 47、 预测 2020 年火锅市场有大幅增长



资料来源：WIND，太平洋证券

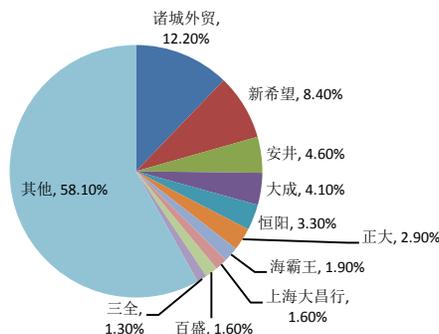
图表 48、 便利店行业快速增长



资料来源：互联网资料，太平洋证券

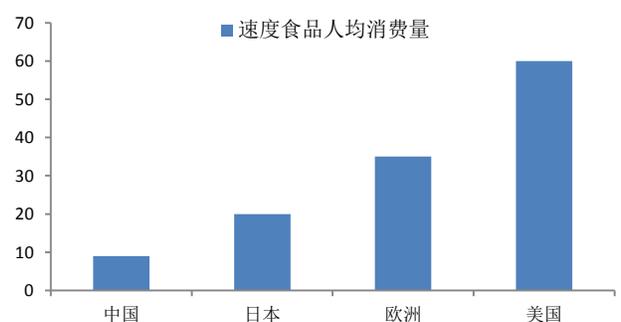
但是目前速冻食品行业市场集中度比较分散，前5大龙头企业市场占有率不足35%。安井食品是速冻鱼糜制品行业的NO.1，2017年在速冻食品市场占有率为4.6%，市场占有率逐年提高。安井作为速冻火锅料和发面类面米制品双龙头，规模效应下的成本优势、覆盖全国的营销网络和强执行力的营销团队构成了公司核心竞争力。近几年产能扩张对它市场扩张提供保障，2018年年底四川安井提前竣工投产，预计达产后年产速冻食品15万吨，年产值17.6亿元。目前公司现有产能35万吨，预计公司2019年总产能将突破40万吨。

图表 49、 速冻食品行业市场集中度较分散



资料来源：互联网资料，太平洋证券

图表 50、 国内速冻食品人均消费量有很大增长空间



资料来源：互联网资料，太平洋证券

### 3、休闲食品线上线下融合，将成就大公司

休闲食品近几年快速增长，根据相关数据统计，中国休闲食品市场规模从2011年的3205亿元增长至2016年4520亿元，年均复合增长率达到7%。休闲食品制造工艺相对简单、进入门槛较低，导致行业分散度较高。传统线下休闲食品渠道主要依赖于超市、个体经营店、便利店等。电商渠道作为新兴渠道，这两年快速发展起来。

表格 6、休闲食品各种不同渠道对比

经营模式	特点
个体门店	无品牌，无包装零售
超市卖场	规模大发展，管理规范，有利于大量铺货，方便营销活动开展，消费者信赖度高
连锁专卖店	采用统一采购，统一配送，让管理更有效率，品牌更突出
电商平台	电商渠道作为第三大销售通路，其扁平化和线上化特征在打造品牌影响力等方面具有很大优势

资料来源：WIND，太平洋证券

从前几年三只松鼠、百草味等纯线上品牌，到后来的绝味食品、好想你、周黑鸭、盐津铺子、来伊份等纯线下品牌，到当前的线上线下融合，随着产业资本的进入，连锁形式+互联网的新零售模式逐渐发展起来，或带来休闲食品行业新红利。在众多休闲食品领域，周黑鸭凭借优秀的渠道线下资源、完善的物流配送和信息网络以及所处的卤味食品行业，具有先天的优势。

#### 4、绝味食品：全国化布局完成，持续增长动力十足

绝味食品业绩核心推动力在同店增长和开店数量增加，同店增长有望保持：外卖与线下营销的联合，扩大了单店销售半径，利好加盟店同店增长；第四代店铺升级改造正在进行中，有望提升改造店铺的销售额；产品提价和丰富品类等销售手段仍有空间。公司目前门店主要集中在一二线城市，占比超过80%，未来三四线城市开店有很大发展空间；休闲卤制品消费的不断增长带来门店密度提升的可能。

**盈利预测与评级：**充分考虑绝味食品加盟店的开店节奏、公司规模优势所带来的成本转嫁能力以及不断强化的品牌力，我们预测2019年公司营业收入为50.48亿元；净利润为7.1亿元；EPS 为1.74元；当前股价对应估值为20倍，按照25倍合理估值计算目标价为43元，给予“买入”评级。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。