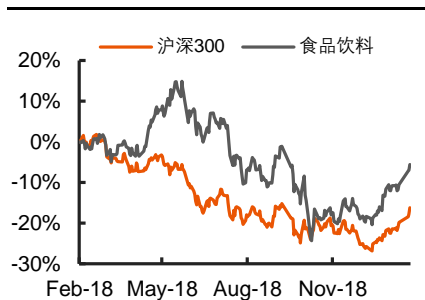


# 食品饮料行业 2018 年报业绩前瞻

## 4Q18 业务增速稳定，关注绝对龙头和超跌估值修复

### 强于大市（维持）

行情走势图



#### 相关研究报告

《行业周报\*食品饮料\*春节旺季助推预期修复，年季报窗口优选确定性》  
2019-02-11

《行业周报\*食品饮料\*12月消费数据略有改善，绝对龙头有望穿越周期》  
2019-01-27

《行业周报\*食品饮料\*春节备货旺季窗口，关注龙头及超跌品种》  
2019-01-20

《行业周报\*食品饮料\*18年奶牛存栏预计仍下降，原奶供不应求或驱动竞争放缓》  
2019-01-13

《行业周报\*食品饮料\*恒顺提价彰显定价权，短期需观察渠道库存》  
2019-01-06

#### 证券分析师

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

**刘彪** 投资咨询资格编号  
S1060518070002  
0755-33547353  
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**蒋寅秋** 一般从业资格编号  
S1060117110064  
0755-33547523  
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

**何沛滨** 一般从业资格编号  
S1060118100014  
0755-33547894  
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

■ **摘要：**4Q18 营收增速稳定，白酒报表端压力或逐步显现，19 年经济承压下份额有望加速向龙头集中。基于 4Q18 预测和 19 年业务前瞻，建议关注两类品种：1、经济承压下更有望靠渠道、品牌力收份额的细分龙头，全年看业务较为确定的如茅台、洋河、伊利、双汇、海天、绝味、元祖，短期看业务基础扎实且增速暂稳定、超跌后预期改善推动估值修复的五粮液。2、因管理机制优化，或业务线条重构，或不利因素有望逐步消除，存较大改善空间的品种，如中炬、三全&大北农、安琪。

■ **4Q18 预测净利增速由高至低分别为，白酒：**老白干酒（+134%）、山西汾酒（+112%）、五粮液（+45%）、泸州老窖（+31%）、贵州茅台（+31%）、水井坊（+27%）、洋河股份（+27%）、酒鬼酒（+8%）。**大众品：**三全食品（+226%）、克明面业（+70%）、伊利股份（+30~40%）、绝味食品（+24%）、海天味业（+20%）、桃李面包（+16%）、养元饮品（+5~10%）、双汇发展（+5%）、安琪酵母（-3%）、元祖股份（-250~-150%）。

■ **白酒预计 4Q18 营收增速稳定，报表端数据压力或逐步显现。**因 19 年春节提前，部分销售体现在 18 年 12 月份，而 18 年春节销售主要体现在 18 年 1 月份，故 4Q18 营收增速不能完全体现实际业务趋势。合并考虑春节提前和草根调研 19 年春节需求增速继续放缓两因素，预计 1Q19 开始报表营收增速下降压力将明显加大，且很可能延续 2019 全年。

■ **4Q18 大众品平稳收官，19 年份额加速向龙头集中。**1、**乳制品** 2H18 行业景气度略回落，小乳企减速明显，19 年增速中枢或下滑。2、**屠宰及肉制品：**非洲猪瘟影响屠宰增速，肉制品需求略有放缓，低基数下 19 年有望加速。猪肉&鸡肉价格或继续同步上涨，压制 19 年行业盈利提升。3、**调味品：**4Q18 平稳收官，19 年竞争加剧、份额加速集中可期。19 年行业在宏观经济压力未减叠加龙头高增诉求下竞争或将加剧，龙头在优势渠道大流通餐饮上更快的横向挤压小厂份额，纵向下沉渗透，在商超渠道份额上也继续跟其他品牌拉开差距。

■ **基于 4Q18 预测和 19 年业务前瞻，建议关注两类品种：**1、经济承压下更有望靠渠道、品牌力收份额的细分龙头，全年看业务较为确定的如茅台、洋河、伊利、双汇、海天、绝味、元祖，短期看业务基础扎实且增速暂稳定、超跌后预期改善推动估值修复的五粮液。2、因管理机制优化，或业务线条重构，或不利因素有望逐步消除，存较大改善空间的品种，如中炬、三全&大北农、安琪。

■ **风险提示：**1、**宏观经济疲软的风险：**经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、**业绩不达预期的风险：**当前行业处于报表空窗期和悲观预期后的修复阶段，若 18 年报及 19 年一季报报表数据不达预期或将再次引起业绩、估值双杀的风险；3、**重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点，且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

股票名称	最新收盘价 (2019.02.13)	EPS (元/股)			P/E			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
贵州茅台	735.25	21.56	27.08	31.66	34.1	27.2	23.2	推荐
五粮液	66.07	2.49	3.43	3.74	26.5	19.3	17.6	推荐
洋河股份	103.75	4.40	5.55	6.47	23.6	18.7	16.0	推荐
泸州老窖	47.71	1.75	2.37	2.59	27.3	20.1	18.4	中性
<b>均值</b>					<b>27.9</b>	<b>21.3</b>	<b>18.8</b>	
老白干酒	14.15	0.25	0.53	0.73	57.6	26.6	19.3	推荐
山西汾酒	43.94	1.09	1.80	2.07	40.3	24.4	21.2	推荐
酒鬼酒	18.25	0.54	0.69	0.82	33.7	26.3	22.3	中性
水井坊	32.42	0.69	1.19	1.25	47.2	27.3	26.0	中性
<b>均值</b>					<b>44.7</b>	<b>26.2</b>	<b>22.2</b>	
伊利股份	25.50	0.99	1.04	1.22	25.8	24.4	20.8	强烈推荐
<b>均值</b>					<b>25.8</b>	<b>24.4</b>	<b>20.8</b>	
双汇发展	25.40	1.31	1.48	1.50	19.4	17.2	17.0	强烈推荐
<b>均值</b>					<b>19.4</b>	<b>17.2</b>	<b>17.0</b>	
海天味业	76.57	1.31	1.57	1.89	58.6	48.9	40.6	推荐
安琪酵母	26.40	1.03	1.12	1.29	25.7	23.5	20.5	推荐
<b>均值</b>					<b>42.1</b>	<b>36.2</b>	<b>30.6</b>	
桃李面包	50.73	1.09	1.37	1.60	46.5	37.1	31.7	强烈推荐
绝味食品	38.30	1.22	1.52	1.70	31.3	25.2	22.5	推荐
克明面业	13.49	0.34	0.57	0.68	39.7	23.8	19.9	推荐
元祖股份	20.59	0.85	1.02	1.20	24.3	20.1	17.1	推荐
三全食品	7.72	0.09	0.12	0.14	86.8	63.1	53.4	推荐
大北农	3.52	0.30	0.09	0.17	11.8	37.2	21.3	中性
<b>均值</b>					<b>40.1</b>	<b>34.4</b>	<b>27.6</b>	

## 正文目录

一、	4Q18 业绩增速平稳，确定性、预期反转选股.....	5
二、	白酒：预计 4Q18 营收增速稳定，报表端数据压力或逐步显现 .....	7
三、	4Q18 大众品平稳收官，19 份额加速向龙头集中.....	12
3.1	乳制品：行业景气度略回落，龙头延续快增长 .....	12
3.2	屠宰及肉制品：成本压力逐渐凸显，双汇酝酿新变化 .....	13
3.3	调味品：4Q18 平稳收官，19 年竞争加剧、份额加速可期.....	15
3.4	其他：三全食品、桃李面包、克明面业、绝味食品、养元饮品、元祖股份 .....	17
四、	风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1	重点食品饮料公司 2018 业绩前瞻 (单位:元)	5
图表 2	已发布业绩预告食品饮料公司 2018 业绩概览	6
图表 3	17 家白酒公司 3Q18 营收增 14.1%	8
图表 4	扣茅、五后 15 家公司 3Q18 营收增速降至 22.9%	8
图表 5	贵州茅台预计 4Q18 营收、净利同比+21%、+31%	8
图表 6	五粮液预计 4Q18 营收、净利同比+32%、+45%	9
图表 7	预计洋河股份 4Q18 营收、净利同比+11%、+27%	9
图表 8	预计泸州老窖 4Q18 营收、净利同比+21%、+31%	10
图表 9	水井坊预计 4Q18 营收、净利同比+18%、+27%	10
图表 10	酒鬼酒预计 4Q18 营收、净利同比+31%、+8%	11
图表 11	山西汾酒预计 4Q18 营收、净利同比+73%、+112%	11
图表 12	老白干酒预计 4Q18 营收、净利同比+40%、+134%	12
图表 13	A 股 9 家乳品公司季度营收增速	12
图表 14	A+H 14 家乳企半年度营收增速	12
图表 15	中国奶牛存栏尚无回升迹象	13
图表 16	部分伊利/蒙牛供奶牧场 8-9 月奶价同比上升	13
图表 17	预计伊利 4Q18 营收、净利同比分别增 12%~15%、30%~40%	13
图表 18	9-10 月定点屠宰量增速明显回落	14
图表 19	龙头双汇 3Q18 肉制品量同比+0.8%	14
图表 20	猪肉价格自 6 月以来持续上涨	14
图表 21	白条鸡价格自 8 月以来加速上涨	14
图表 22	预计双汇发展 4Q18 营收、净利同比分别-1%、+5%	15
图表 23	3Q18 营收增速海天 17.1%、中炬(美味鲜) 6.4%、千禾 27.7%	15
图表 24	商超渠道销量增速同比 17 年有所放缓	16
图表 25	海天和中炬商超份额差距继续拉大	16
图表 26	根据中炬、千禾业绩快报测算 4Q18 美味鲜、千禾收入约增 10%、25%	16
图表 27	预计海天味业 4Q18 营收同比+14%、净利增速 20%	17
图表 28	预计安琪酵母 4Q18 营收+10%、净利增速区间为-3%	17
图表 29	预计三全食品 4Q18 营收、净利同比+8%、+226%	18
图表 30	桃李面包 4Q18 营收、净利分别+16%、+16%	18
图表 31	克明面业 4Q18 营收、净利分别+28%、+70%	19
图表 32	绝味食品 4Q18 营收、净利分别增 15%、24%	19
图表 33	预计养元饮品 4Q18 营收、净利分别增 0%~5%、5%~10%	19
图表 34	预计元祖股份 4Q18 营收、净利分别-8%、-250%~-150%	20

## 一、4Q18 业绩增速平稳，确定性、预期反转选股

基于我们的估计与测算，我们汇总重点跟踪食品饮料公司 2018 净利增长初步预期如下：

白酒重点公司中，4Q18 预测净利增速由高至低分别为：老白干酒（+134%）、山西汾酒（+112%）、五粮液（+45%）、泸州老窖（+31%）、贵州茅台（+31%）、水井坊（+27%）、洋河股份（+27%）、酒鬼酒（+8%）。

其余重点公司中，4Q18 预测净利增速由高至低分别为：三全食品（+226%）、克明面业（+70%）、伊利股份（+30~40%）、绝味食品（+24%）、海天味业（+20%）、桃李面包（+16%）、养元饮品（+5~10%）、双汇发展（+5%）、安琪酵母（-3%）、元祖股份（-250~-150%）。

基于 4Q18 预测和 19 年业务前瞻，建议关注两类品种：1、经济承压下更有望靠渠道、品牌力收份额的细分龙头，全年看业务较为确定的如茅台、洋河、伊利、双汇、海天、绝味、元祖，短期看业务基础扎实且增速暂稳定、超跌后预期改善推动估值修复的五粮液。2、因管理机制优化，或业务线条重构，或不利因素有望逐步消除，存较大改善空间的品种，如中炬、三全&大北农、安琪。

图表1 重点食品饮料公司 2018 业绩前瞻（单位：元）

	营收增速				净利增速			
	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18E	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18E
<b>一线白酒</b>								
贵州茅台	32%	46%	4%	21%	39%	42%	3%	31%
五粮液	37%	38%	23%	32%	38%	55%	20%	45%
洋河股份	26%	27%	20%	11%	27%	31%	22%	27%
泸州老窖	26%	25%	31%	21%	33%	36%	45%	31%
<b>非一线白酒</b>								
水井坊	88%	33%	27%	18%	68%	404%	52%	27%
酒鬼酒	46%	37%	31%	31%	69%	14%	38%	8%
山西汾酒	49%	45%	31%	73%	52%	69%	60%	112%
老白干酒	6%	75%	56%	40%	81%	1059%	41%	134%
<b>乳制品</b>								
伊利股份	25%	14%	13%	12~15%	21%	-17%	2%	30~40%
<b>肉制品</b>								
双汇发展	-2%	-1%	-3%	-1%	21%	29%	2%	5%
<b>调味品</b>								
海天味业	17%	17%	17%	14%	23%	24%	23%	20%
安琪酵母	15%	14%	24%	10%	30%	8%	-10%	-3%
<b>其它食品</b>								
桃李面包	21%	18%	19%	16%	52%	38%	14%	16%
克明面业	45%	11%	23%	28%	111%	27%	58%	70%
元祖股份	2%	13%	24%	-8%	57%	127%	17%	-250~ -150%
绝味食品	10%	15%	14%	15%	31%	34%	23%	24%
三全食品	8%	9%	7%	8%	6%	17%	4%	226%
大北农	16%	1%	3%	7%	-6%	-123%	7%	-45%
养元饮品	20%	1%	-11%	0~5%	80%	-22%	-24%	5~10%

资料来源：Wind，平安证券研究所

**图表2 已发布业绩预告食品饮料公司 2018 业绩概览**

公司名称	预计 2018 净利		预计 2018 净利增速		测算 4Q18 净利		测算 4Q18 净利增速		预告日期
	下限 (百万元)	上限 (百万元)	下限	上限	下限 (百万元)	上限 (百万元)	下限	上限	
<b>白酒</b>									
金种子酒	114	120	1294%	1368%	113	119	3408%	3595%	2019/1/31
青青稞酒	95	120	201%	227%	8	33	104%	116%	2019/1/31
舍得酒业	330	360	130%	151%	57	87	18%	81%	2019/1/29
老白干酒	349	349	113%	113%	104	104	123%	123%	2019/1/31
顺鑫农业	701	833	60%	90%	165	297	-1%	78%	2019/1/25
水井坊	579	579	73%	73%	117	117	27%	27%	2019/1/29
*ST 皇台	-90	-70	52%	63%	-48	-28	60%	77%	2019/1/22
山西汾酒	1416	1510	50%	60%	152	246	10%	78%	2019/1/29
古井贡酒	1608	1723	40%	50%	353	467	0%	33%	2019/1/30
五粮液	13291	13517	37%	40%	3796	4023	40%	48%	2019/1/31
洋河股份	7953	8615	20%	30%	914	1577	-13%	51%	2018/10/27
今世缘	1075	1165	20%	30%	46	136	-62%	13%	2019/1/8
酒鬼酒	225	225	28%	28%	64	64	8%	8%	2019/1/26
贵州茅台	34000	34000	25%	25%	9266	9266	31%	31%	2019/1/2
伊力特	441	441	25%	25%	152	152	57%	57%	2019/1/25
<b>黄酒</b>									
金枫酒业	-75	-62	-236%	-212%	-102	-89	-1650%	-1452%	2019/1/31
<b>葡萄酒</b>									
中葡股份	-165	-150	-84%	-67%	-81	-66	-379%	-290%	2019/1/30
<b>啤酒</b>									
珠江啤酒	315	408	70%	120%	-2	91	-112%	547%	2018/10/23
兰州黄河	-68	-68	-516%	-516%	-34	-34	-550%	-550%	2019/2/1
西藏发展	-360	-240	-3880%	-2620%	-359	-239	-214886%	-143116%	2019/1/31
<b>乳制品</b>									
三元股份	153	183	101%	141%	14	44	129%	193%	2019/1/31
*ST 因美	28	78	103%	107%	0	50	100%	107%	2018/10/25
麦趣尔	19	28	0%	50%	-7	2	-51%	152%	2018/10/30
科迪乳业	139	165	10%	30%	31	57	33%	142%	2018/10/25
庄园牧场	41	58	-40%	-15%	4	21	-71%	50%	2018/10/26
燕塘乳业	36	72	-70%	-40%	-28	8	-293%	-47%	2019/1/26
皇氏集团	-650	-570	-1246%	-1105%	-606	-526	-974%	-833%	2019/1/30
<b>调味品</b>									
星湖科技	41	41	126%	126%	9	9	108%	108%	2019/1/22
佳隆股份	31	41	45%	90%	0	10	75%	2027%	2018/10/29
西王食品	445	465	30%	35%	115	135	-18%	-4%	2018/12/20
中炬高新	607	607	34%	34%	121	121	23%	23%	2019/1/15
百润股份	183	237	0%	30%	52	107	-21%	63%	2018/10/19
晨光生物	143	165	0%	16%	15	37	-44%	37%	2019/1/8
华宝股份	1091	1263	-5%	10%	306	478	-30%	9%	2019/1/19
千禾味业	0	0	0%	0%	-174	-174	-540%	-540%	2018/10/27
加加食品	111	143	-30%	-10%	8	40	-74%	31%	2019/1/31
莲花健康	-370	-310	-258%	-200%	-271	-211	-4815%	-3770%	2019/1/30
<b>肉制品</b>									

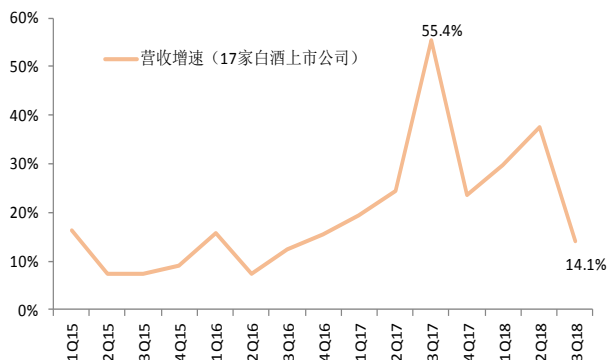
公司名称	预计 2018 净利		预计 2018 净利增速		测算 4Q18 净利		测算 4Q18 净利增速		预告日期
	下限 (百万元)	上限 (百万元)	下限	上限	下限 (百万元)	上限 (百万元)	下限	上限	
海欣食品	15	50	155%	283%	-12	23	-460%	1202%	2018/10/25
煌上煌	162	204	15%	45%	-7	36	-136%	88%	2018/10/27
华统股份	140	166	18%	40%	41	67	29%	111%	2019/1/31
绝味食品	642	642	28%	28%	154	154	24%	24%	2019/1/24
得利斯	7	9	0%	20%	2	4	-30%	22%	2018/10/23
龙大肉食	160	179	-15%	-5%	33	51	42%	123%	2018/10/26
百洋股份	30	80	-74%	-29%	-100	-50	-258%	-179%	2019/1/31
金字火腿	-38	10	-135%	-91%	-49	-1	-94%	94%	2019/1/30
<b>其他</b>									
双塔食品	89	107	140%	190%	38	57	224%	284%	2019/1/24
维信诺	33	40	112%	161%	185	192	142%	152%	2019/1/30
*ST 椰岛	40	56	138%	153%	203	219	285%	300%	2019/1/31
广东甘化	80	120	128%	142%	118	158	147%	163%	2019/1/29
克明面业	189	189	67%	67%	25	25	70%	70%	2019/2/12
涪陵榨菜	601	725	45%	75%	77	202	-30%	83%	2018/10/25
三全食品	94	115	30%	60%	4	26	152%	426%	2018/10/20
好想你	118	171	10%	60%	10	63	-47%	237%	2018/10/25
金达威	650	700	37%	48%	-1	49	-100%	-79%	2019/1/31
汤臣倍健	920	1073	20%	40%	-139	15	-275%	140%	2018/12/28
洽洽食品	351	447	10%	40%	48	144	-42%	74%	2018/10/30
桃李面包	643	643	25%	25%	180	180	16%	16%	2019/1/28
元祖股份	224	244	10%	20%	-23	-3	-455%	-146%	2019/1/29
盐津铺子	66	78	0%	19%	11	23	-10%	90%	2019/1/31
桂发祥	83	102	-10%	10%	12	31	-16%	110%	2018/10/30
深深宝 A	280	392	-22%	9%	310	422	1219%	1623%	2019/1/31
中宠股份	44	66	-40%	-10%	2	24	-85%	70%	2018/10/23
星普医科	40	76	-67%	-38%	-28	8	-689%	335%	2019/1/31
青海春天	70	86	-78%	-72%	5	21	-96%	-83%	2019/1/31
来伊份	10	13	-90%	-87%	-3	0	-382%	-134%	2019/1/31

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、白酒：预计 4Q18 营收增速稳定，报表端数据压力或逐步显现

预计 4Q18 营收增速整体稳定、报表端数据压力或逐步显现。3Q18, 17 家白酒公司营收同比增 14.1%，剔除茅台、五粮液后，15 家公司营收同比增约 23%，环比 2Q18 的 30.7% 有所下降。结合业绩预告和我们的预测，8 家重点跟踪白酒公司中，茅台、五粮液、汾酒预计 4Q18 营收增速环比 3Q18 明显回升，酒鬼酒基本稳定，预计洋河、泸州老窖、水井坊等增速有所下降。因 19 年春节提前，部分销售体现在 18 年 12 月份，而 18 年春节销售主要体现在 18 年 1 月份，故 4Q18 营收增速不能完全体现实际业务趋势。合并考虑春节提前和草根调研 19 年春节需求增速继续放缓两因素，预计 1Q19 开始报表营收增速下降压力将明显加大，且很可能延续 2019 全年。

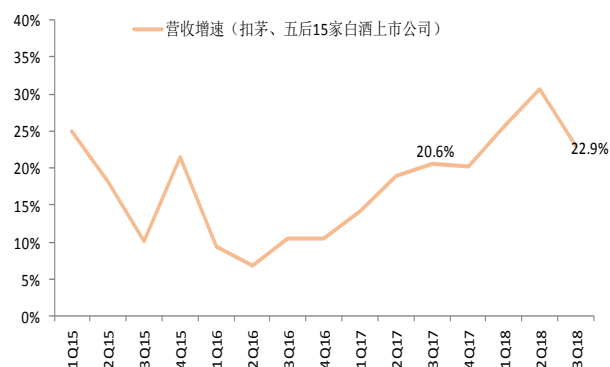
图表3 17家白酒公司3Q18营收增14.1%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表4 扣茅、五后15家公司3Q18营收增速降至22.9%

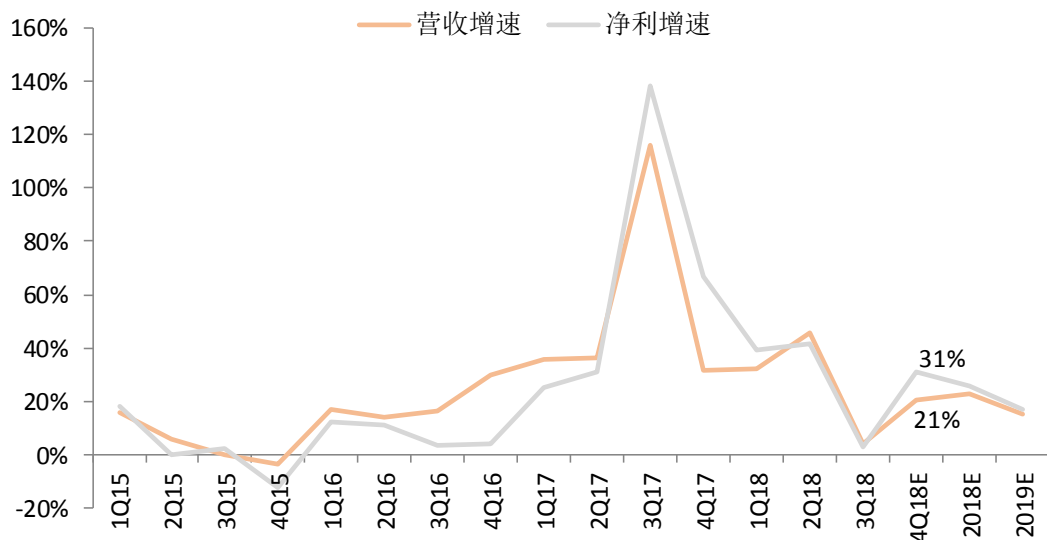


备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

**贵州茅台：预计4Q18营收、净利同比+21%、+31%。**4Q18营收增速环比3Q18明显回升，一方面是因3Q17基数异常高导致3Q18营收同比增速很低；另一方面草根调研显示，酒厂4Q18实际出货量同比应是下降的，但精品、狗年生肖酒等高端产品占比明显上升提高了均价，同时我们估计公司释放了部分预收款。展望1Q19，因为直营占比暂未提升，收入增速大概率放缓，但应能达到酒厂14%的全年营收计划增速。

图表5 贵州茅台预计4Q18营收、净利同比+21%、+31%

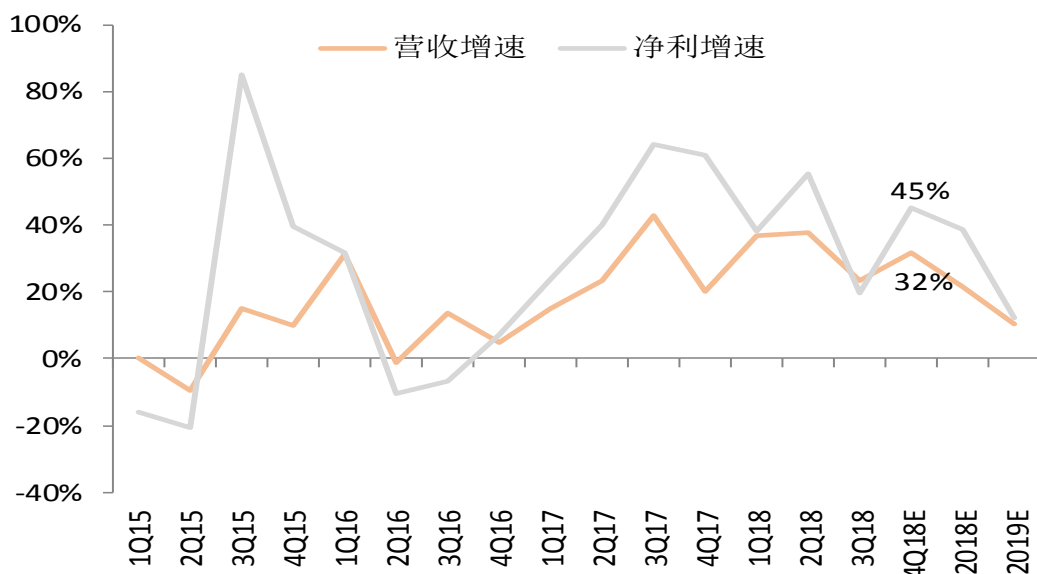


资料来源：平安证券研究所、Wind

**五粮液：预计4Q18营收、净利同比+32%、+45%。**五粮液18年9月结束了对水晶瓶五粮液（普五）的控货，鼓励经销商参加货物分流活动和提前执行19年计划，推动了4Q18出货量同比上升。我们估算，4Q18报表端确认五粮液酒或达6000吨上下，同比增幅超20%。迭加涨价，推动了4Q18营收、净利高增长。展望1Q19，五粮液维持了普五快速大量出货的策略，1618、低度则继续大力度促销，销售计划完成率进度良好，迭加1618、低度出厂价格上涨，五粮液酒营收有望实现双位数增长，但仍需观察2、3月份实际出货情况。



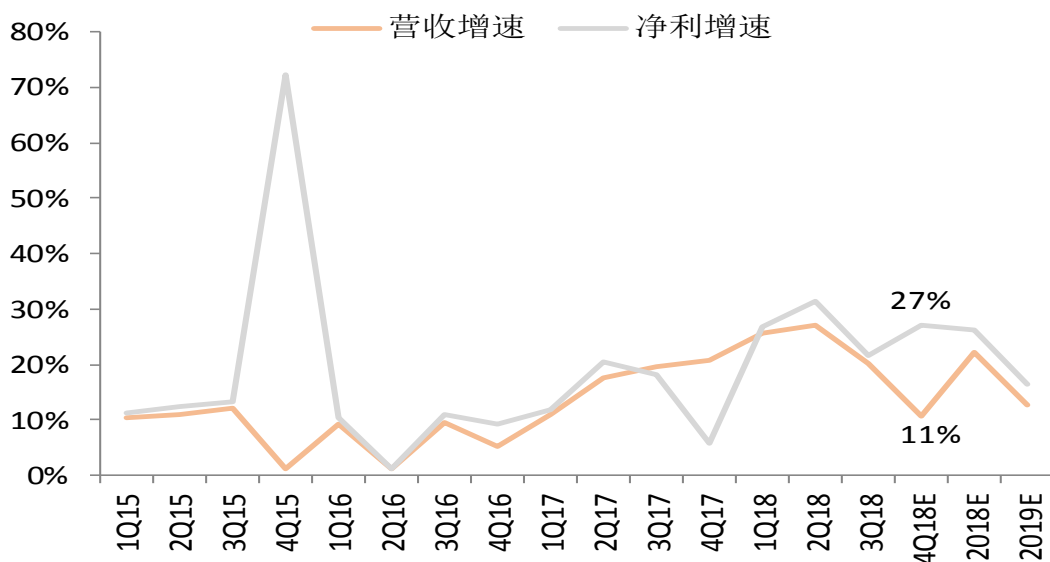
图表6 五粮液预计 4Q18 营收、净利同比+32%、+45%



资料来源：平安证券研究所、Wind

**洋河股份：预计 4Q18 营收、净利分别同比+11%、+27%。**中秋旺季开始，洋河增速有所放缓，酒厂也从 3Q18 开始主动调节销售节奏。即使考虑 19 年春节提前，我们估计酒厂 4Q18 报表营收增速仍会放缓。展望 1Q19，预计酒厂仍需控制销售节奏以适应市场趋势，但受益于次高端价格带产品梦之蓝拉动，及新江苏战略继续推动全国扩张，预计营收仍有望实现双位数增长。

图表7 预计洋河股份 4Q18 营收、净利同比+11%、+27%

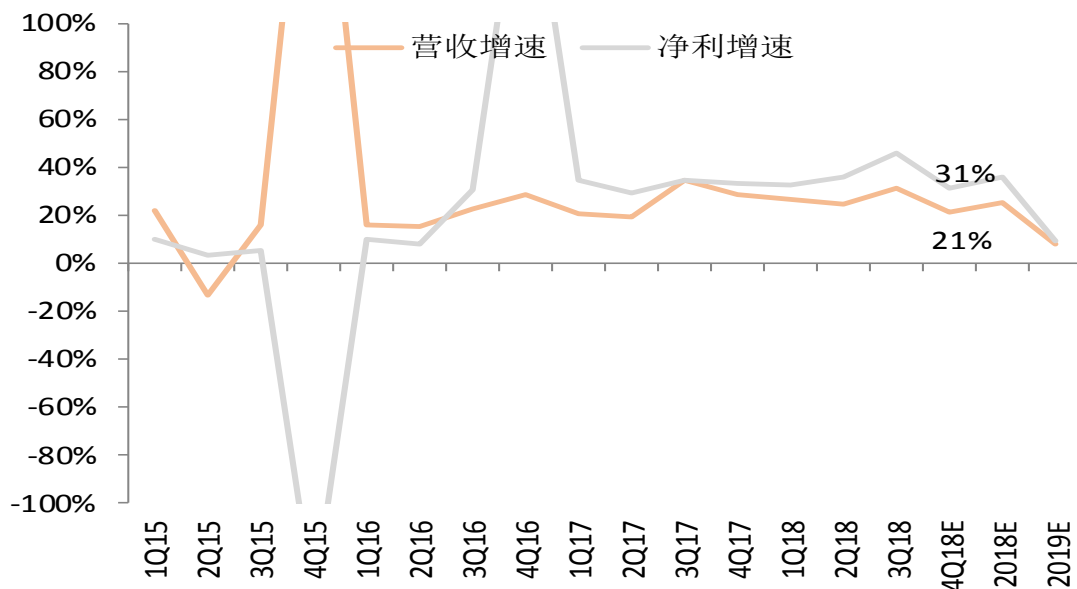


资料来源：平安证券研究所、Wind

**泸州老窖：预计 4Q18 营收、净利分别同比+21%、+31%。**因整体需求增速放缓、主竞品五粮液普五放量且 1618 和低度促销抢份额，估计国窖 1573 回款增速会继续放缓，并逐步体现在报表上。随着次高端价格带全行业增速放缓，及终端竞争明显加剧，泸州老窖对应的中档酒压力也在增大。另外，公司低档酒整体上都还在调整过程中。综合，预计 4Q18 营收、归母净利增速环比 3Q18 会有

所放缓。预计销量放缓趋势会延续至 1Q19 甚至 2019 全年，但国窖开票价上涨和货折减少会推升均价。

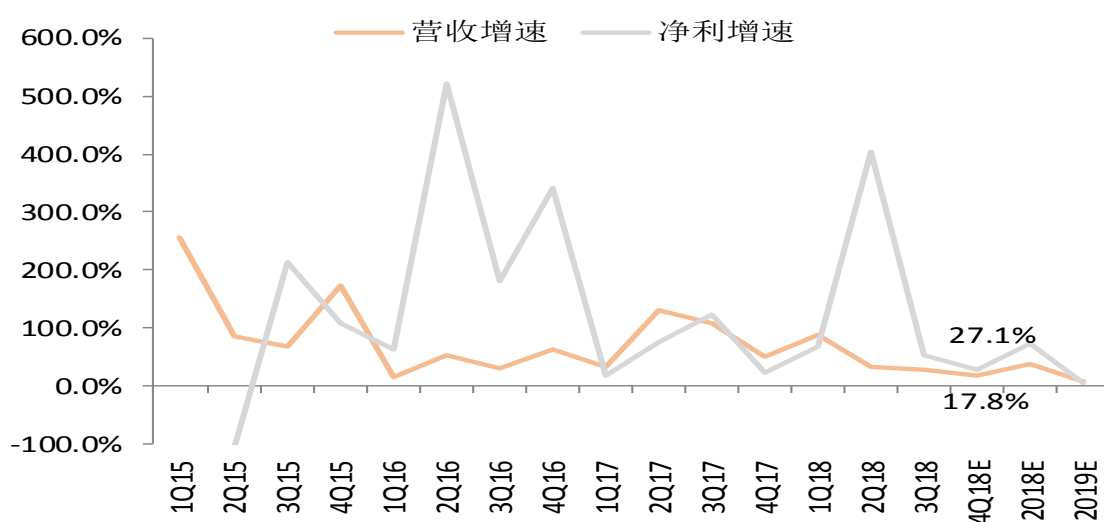
图表8 预计泸州老窖 4Q18 营收、净利同比+21%、+31%



资料来源：平安证券研究所、Wind

水井坊：预计 4Q18 营收、净利同增 18%、27%。随着行业增速放缓和销售终端竞争加剧，水井坊增长压力持续上升。即使受益于春节提前，但 4Q18 营收增速仍环比显著下降。同时，随着竞争压力上升，费用率也将居高难小，甚至可能不降反升。展望 1Q19，因 1Q18 基数高、行业增速继续放缓、竞争加剧，水井坊报表增长所受的压力将尤其明显。

图表9 水井坊预计 4Q18 营收、净利同比+18%、+27%

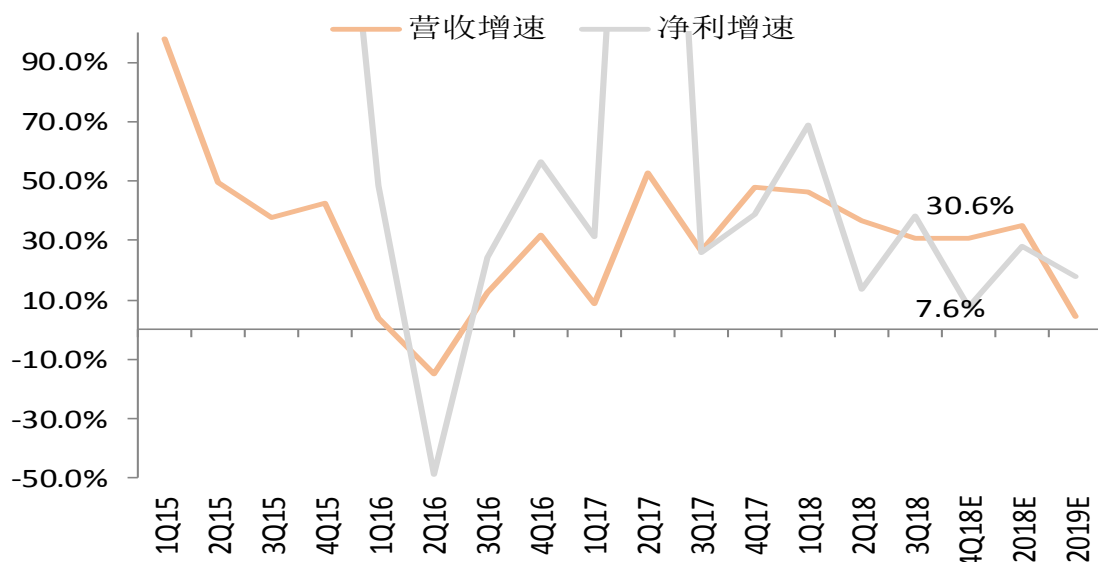


资料来源：平安证券研究所、Wind

酒鬼酒：预计 4Q18 营收、净利同增 31%、8%。酒鬼酒预计 4Q18 营收增速环比大体稳定，这或许有春节提前因素影响，但利润增速则大幅下滑，或因费用投放增加。展望 1Q19，酒厂推动了内参销

售模式改革，并设定了较高销售目标，但考虑行业环境，预计营收增速大概率放缓，实际效果需观察。

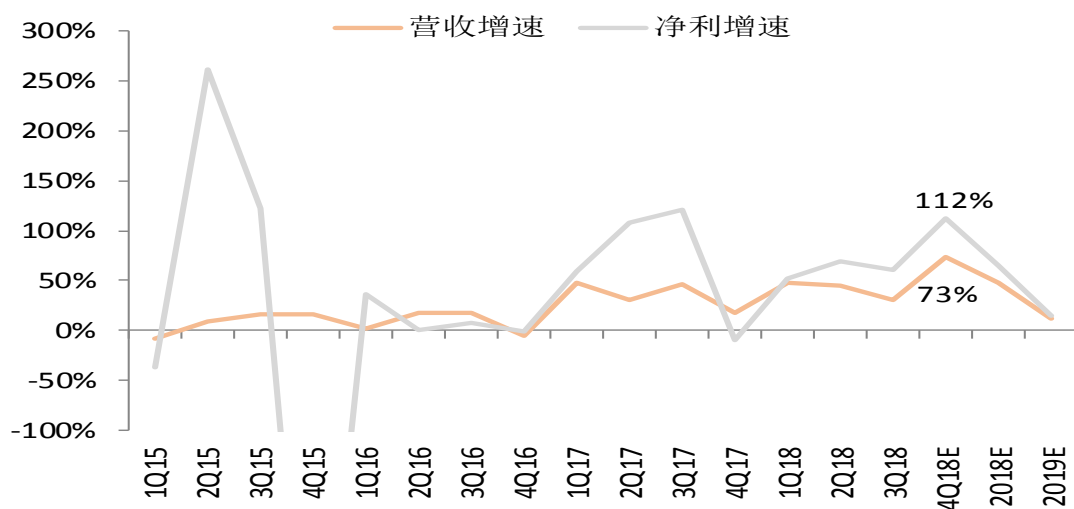
图表10 酒鬼酒预计 4Q18 营收、净利同比+31%、+8%



资料来源：平安证券研究所、Wind

**山西汾酒：预计 4Q18 营收、净利分别同比+73%、+112%。**受益于 4Q17 相对低基数及集团白酒业务以关联交易模式并表，汾酒预计 4Q18 营收增速环比大幅上升，利润因基数原因同比增速更高。展望 1Q19，通过青花汾酒、玻汾、巴拿马系列、集团白酒业务并表合力推动，汾酒仍有望实现较快增长。

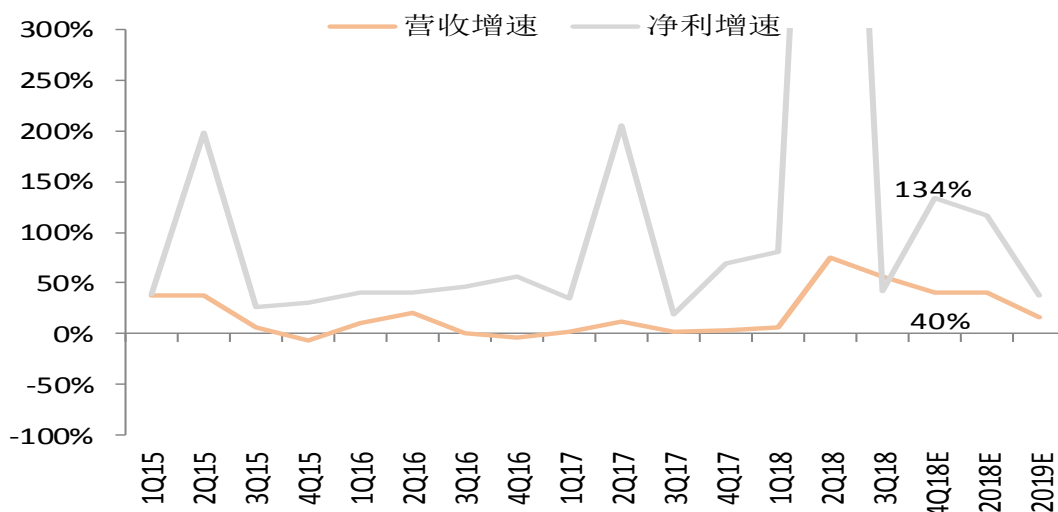
图表11 山西汾酒预计 4Q18 营收、净利同比+73%、+112%



资料来源：平安证券研究所、Wind

**老白干酒：预计 4Q18 营收、净利同比+40%、+134%。**受益于丰联酒业并表，及十八酒坊 15、20 年为代表的次高端产品快速增长，预计公司 4Q18 营收、净利率能维持高增长。虽行业增速放缓也会影响公司，但丰联酒业资产并表始于 2Q18，故预计 1Q19 报表端营收、净利仍能维持高增速。

图表12 老白干酒预计 4Q18 营收、净利同比+40%、+134%



资料来源：平安证券研究所、Wind

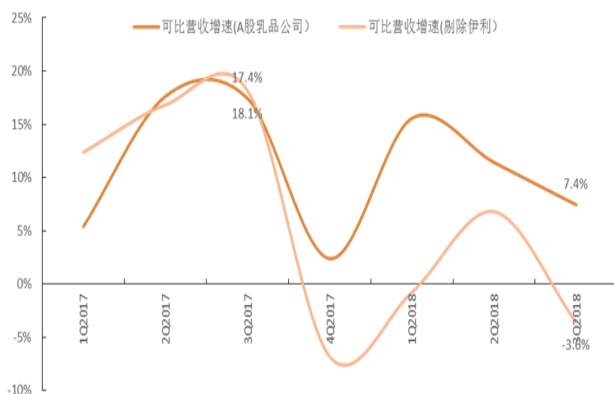
### 三、 4Q18 大众品平稳收官，19 年份额加速向龙头集中

#### 3.1 乳制品：行业景气度略回落，龙头延续快增长

2H18 行业景气度略回落，小乳企减速明显，19 年增速中枢或下滑。18 年行业景气度整体仍在高位，但受宏观经济影响，呈现前高后低的走势。具体看，1H18 乳品行业增速较 17 年仍在加快，常温奶继续快增长，低温奶增速有所回落，婴幼儿奶粉增速大幅提升，但 7 月份以来，增速出现边际放缓趋势，液奶受更严重的季节性缺奶影响，销售受到负面影响，二胎红利消退也导致婴幼儿奶粉增速回落。分析 A 股 9 家乳品公司，3Q18 营收增速为 7.4%，环比 2Q18 下降 4.0 pcts，若剔除龙头伊利，3Q18 营收增速为-3.6%，增速环比 2Q18 下降 10.4 pcts，说明小乳企增速出现大幅放缓，市场增量空间乃至小乳企存量市场均在被龙头挤占。

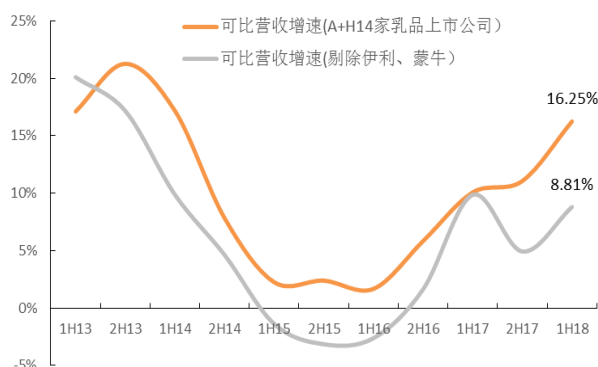
展望 19 年，因乳品具有一定可选消费属性，受宏观经济影响较其他大众品或更明显，增速中枢大概率较 18 年有所回落，但考虑人均潜在提升空间仍广阔，仍有望保持中个位数或高个位数增长。

图表13 A 股 9 家乳品公司季度营收增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

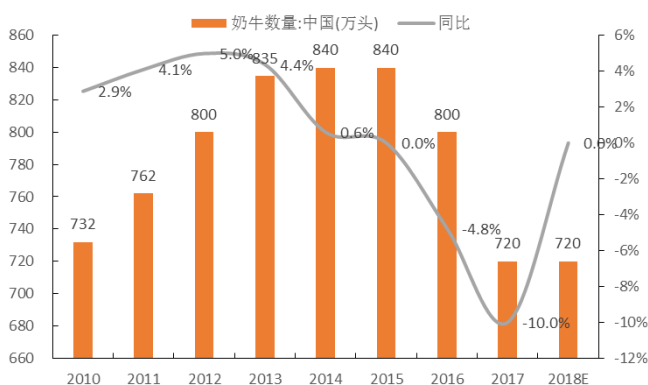
图表14 A+H 14 家乳企半年度营收增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

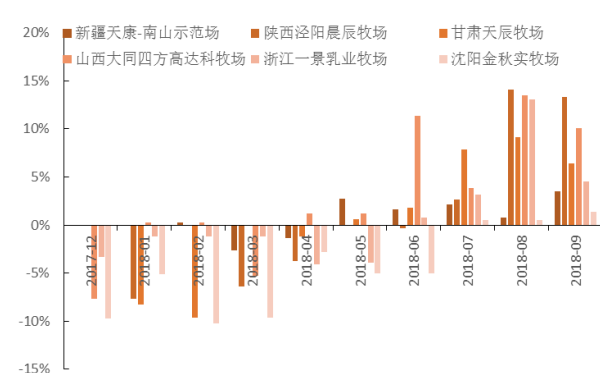
原奶进入上涨周期，促销力度有望减弱。随着国内奶牛存栏持续缩减，生鲜乳供给日益紧俏，3Q18 进入消费旺季，原奶供不应求的情形开始出现，原奶价格也出现较明显的上涨。龙头伊利作为国内最大的生鲜乳采购商，估算收购量约占全国生鲜乳总量的 20%，3Q18 原奶采购成本同比+5%，4Q18 延续上涨态势。从上游伊利/蒙牛供奶牧场的跟踪数据看，6 月以来奶价恢复正增长，在 8-9 月出现较大涨幅。考虑奶牛存栏仍无增长且新生牛需 2 年生长期，19 年原奶供需较 18 年将更紧张，原奶价格有望继续温和上涨。由于原奶进入供不应求阶段，为消化过剩原奶而进行的低端产品被动促销或逐渐削减，而奶价上涨也压制乳企主动促销意愿，市场竞争有望趋于缓和。

图表15 中国奶牛存栏尚无回升迹象



资料来源: USDA, 平安证券研究所

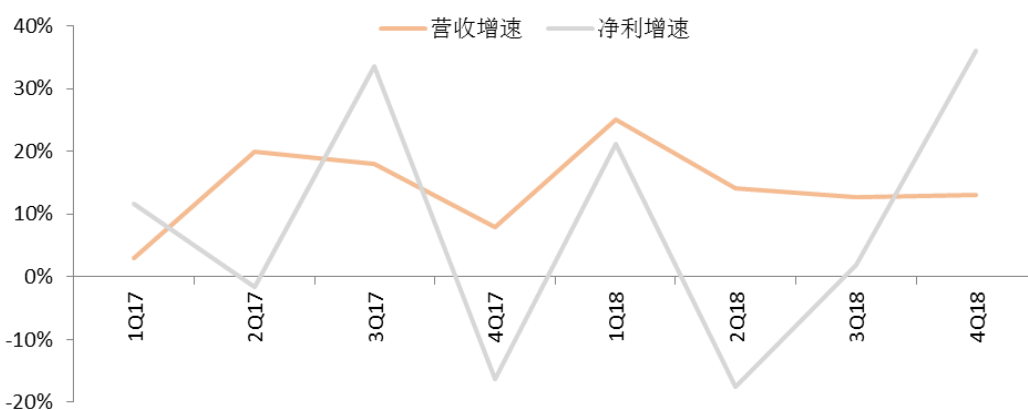
图表16 部分伊利/蒙牛供奶牧场 8-9 月奶价同比上升



资料来源: 东方戴瑞, 平安证券研究所

伊利股份：预计 4Q18 营收、净利同比分别增 12%~15%、30%~40%。乳品景气度略有回落，但伊利收割份额的趋势依然明显，在 4Q17 低基数的背景下，收入有望继续保持较快增速。观察主要原材料，生鲜乳价格同比仍上涨，但包材、白糖市场价已有所回落，预计成本端压力仍可控，考虑冬奥会费用摊销的基数影响消除及原奶供给偏紧或导致基础产品费用投放力度减弱，公司利润弹性有望凸显，全年扣非净利或能达到股权激励目标。

图表17 预计伊利 4Q18 营收、净利同比分别增 12%~15%、30%~40%



资料来源: 平安证券研究所、Wind

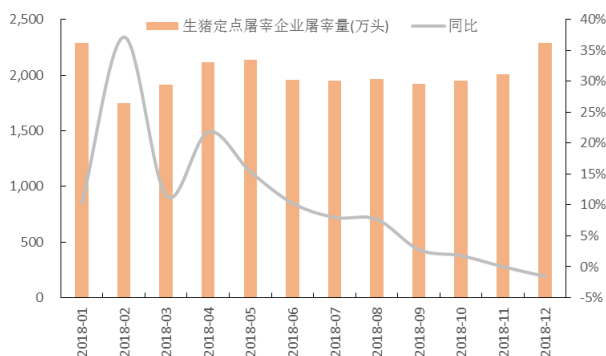
### 3.2 屠宰及肉制品：成本压力逐渐凸显，双汇酝酿新变化

非洲猪瘟影响屠宰增速，肉制品需求略有放缓，低基数下 19 年有望加速。非洲猪瘟逐步蔓延全国，

生猪调运受限导致疫区影响省份供给过剩但需求不足，未受疫情影响省份猪源紧缺，屠宰开工率处于低位。从生猪定点企业屠宰量增速看，9-12月已降至低个位数，增速出现大幅放缓。肉制品受宏观经济影响，需求环比有所放缓，且部分品类竞争有所加剧，行业绝对龙头双汇肉制品销量增速持续维持低位，3Q18同比仅+0.8%。

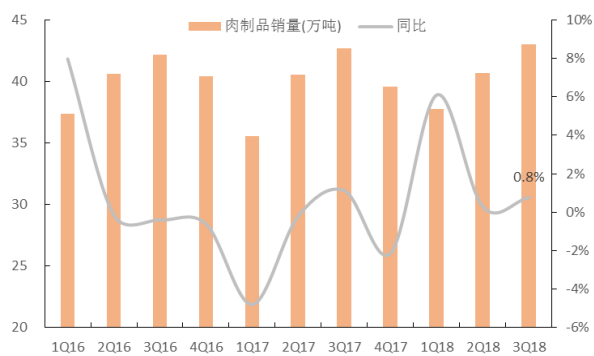
展望19年，疫区生猪调运有望陆续解禁，屠宰量增速有望在18年低基数下恢复较好增长，且行业加速去产能下猪价有望提前进入上涨周期，屠宰有望实现量价齐升，肉制品需求基本稳定，有望继续保持低个位数增长。综合屠宰、肉制品两方面看，行业19年增速中枢有望上移。

图表18 9-10月定点屠宰量增速明显回落



资料来源：Wind、平安证券研究所

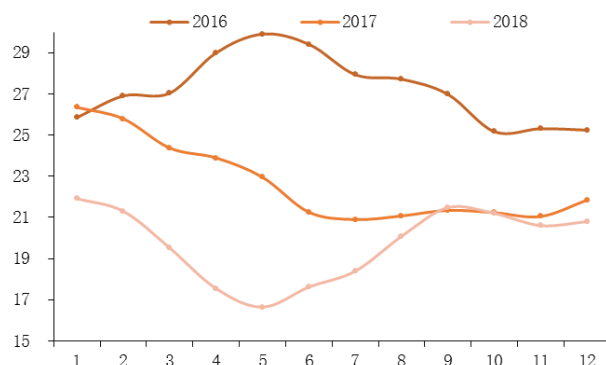
图表19 龙头双汇3Q18肉制品量同比+0.8%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

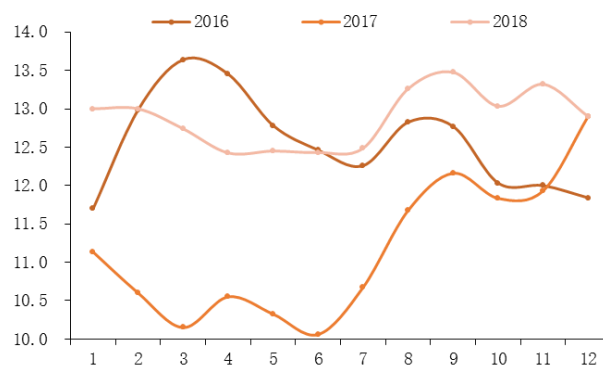
**猪肉&鸡肉价格或继续同步上涨，压制19年行业盈利提升。**非洲猪瘟全国蔓延加快猪周期演变，部分中小养殖场加速退出行业，而大养殖企业也调整产能布局。猪肉价格年内已出现较快上升势头，从5月17元/公斤提升至11月21元/公斤，价格回升至17年同期水平，未来受供需关系影响，19年猪价或继续上涨。鸡肉价格受上游产能缩减及鸡猪替代效应，价格也有所上涨，高于16、17年同期水平，19年或延续上涨态势。因屠宰头均利润与猪价走势强相关，猪价上涨将压缩屠宰企业头均利润，而肉制品主要原材料为猪肉、鸡肉，二者价格上涨使得肉制品成本压力开始凸显，压制19年行业盈利提升。

图表20 猪肉价格自6月以来持续上涨



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表21 白条鸡价格自8月以来加速上涨

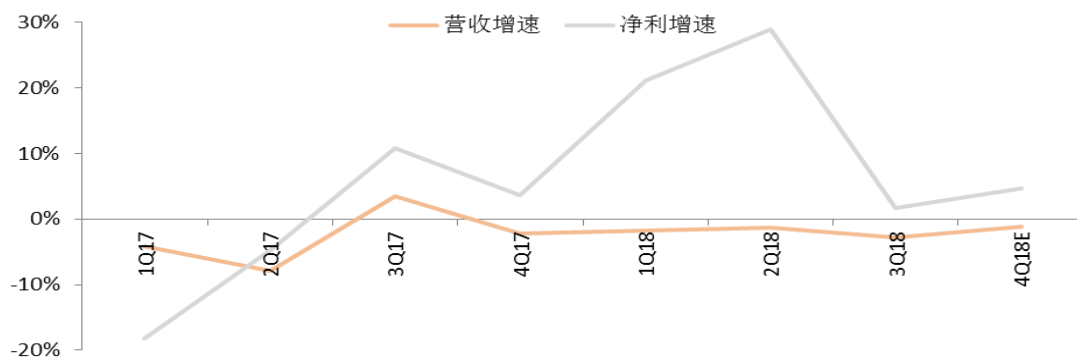


资料来源：Wind、平安证券研究所

**双汇发展：预计4Q18营收、净利同比分别-1%、+5%。**肉制品方面，公司正推动业务全面调整，发展前景愈发光明，但销量增速明显改善或仍需时间，期待19年中式熟食新思路取得新突破；猪价、鸡价自非洲猪瘟后均波动上行，但考虑4Q17吨利基数较低，整体吨利或仍大体保持稳定。非洲猪

瘟蔓延全国，生猪调运受限继续影响屠宰业务，预计屠宰量增速仍处于低位，4Q18 受影响程度或略好于 3Q18，得益于区域价差拉大，头均盈利或好于 3Q18。

图表22 预计双汇发展 4Q18 营收、净利同比分别-1%、+5%

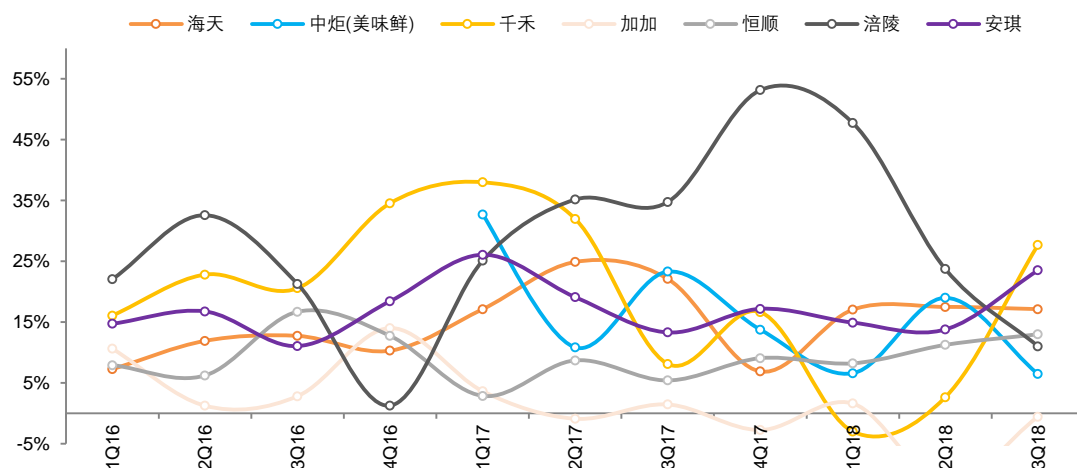


资料来源：平安证券研究所，Wind

### 3.3 调味品：4Q18 平稳收官，19 年竞争加剧、份额加速可期

回顾 3Q18：行业收入增速持平 17 年，利润增速有所放缓。1-3Q18 调味品可比上市公司营收增 15%，增速相比 2017 全年的 14.7%略提升 0.3pct；酱醋调味品上市公司 1-3Q18 收入增 14.5%，与 17 全年增速持平。1-3Q18 调味品可比上市公司归母净利增 25.2%，较 17 全年增速降低 3.7pct，酱醋 1-3Q18 归母净利增 25.7%，较 17 全年略降 0.3pct。

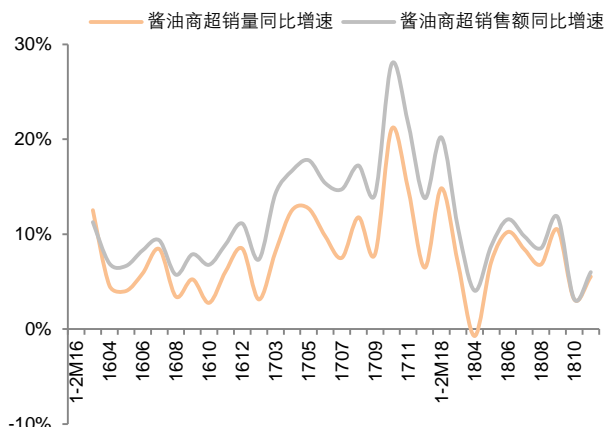
图表23 3Q18 营收增速海天 17.1%、中炬（美味鲜）6.4%、千禾 27.7%



资料来源：WIND、平安证券研究所  
备注：中炬高新在此仅考虑其主业子公司美味鲜收入

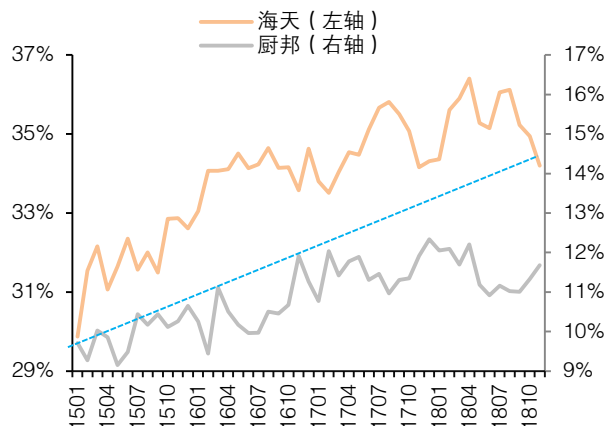
**分渠道看：1、商超销量略放缓或因渠道结构逐渐演化：**酱油 18 年前 11 月销售额增速约 8%，同比 17 年同期增速下降 1.9pct。商超端主要是 C 端消费者，而调味品/酱油刚需属性强，宏观经济因素影响较小，另一方面，我们猜测销量增速放缓或主因渠道结构逐渐演化，即由过去 KA 逐渐向 B、C 类店转变。**2、餐饮端增速恶化尚未对主流企业造成严重影响：**受宏观经济后周期影响，餐饮 18 年增速大幅放缓，规模以上高端餐饮尤为严重，而中低端餐饮韧性较强，且调味品使用量更大、匹配主流产品结构，因此当前看餐饮收入增速恶化尚未对调味品主流企业收入增速造成严重影响。

图表24 商超渠道销量增速同比 17 年有所放缓



资料来源: Wind、平安证券研究所

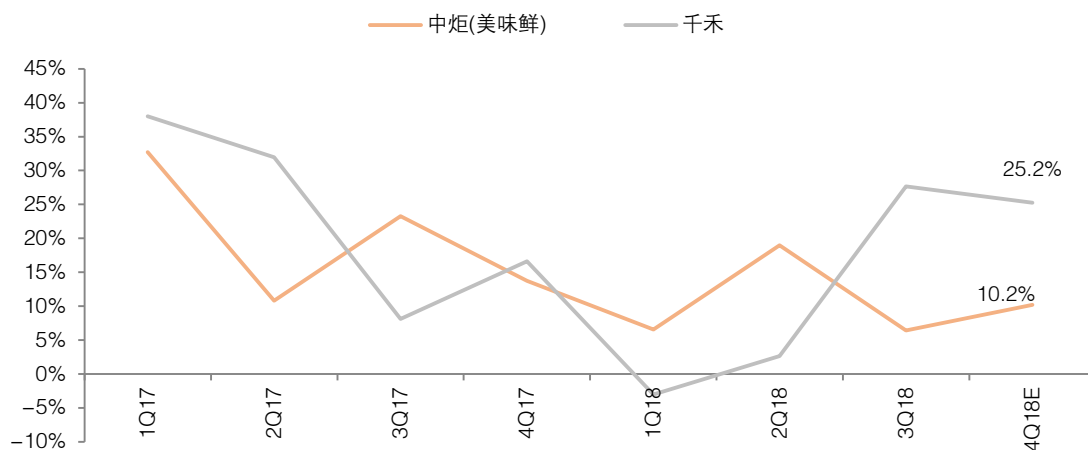
图表25 海天和中炬商超份额差距继续拉大



资料来源: Wind、平安证券研究所

**4Q18 平稳收官，19 年竞争加剧、份额加速可期。**根据中炬、千禾业绩快报测算 4Q18 美味鲜、千禾收入约增 10%、25%，此外根据渠道反馈和春节草根调研，海天 18 年目标应顺利达成，一季度开门红应无忧，或完成全年目标 30%。**展望 19 年，竞争或将加剧，份额加速向头部集中。**海天“三五”开局之年，在基数庞大的基础上依然维持 15% 较快增速目标；中炬在宝能入主后经营节奏料将加快，19 年美味鲜增速或达 14%；千禾自 2H18 确立“聚焦零添加+高鲜抢量”双轨战略，等待“零添加”概念爆发享受消费升级红利，19 年有望延续 3-4Q18 高增态势。我们认为 19 年调味品行业在宏观经济压力未减叠加龙头高增诉求下竞争或将加剧，维护经销商毛利和信心以及渠道稳定性要求海天、中炬费用率或将不同程度上行 1-3 pct。另一方面，龙头在优势渠道大流通餐饮上更快的横向挤压小厂份额，纵向下沉渗透，在商超渠道份额上也继续跟其他品牌拉开差距。

图表26 根据中炬、千禾业绩快报测算 4Q18 美味鲜、千禾收入约增 10%、25%

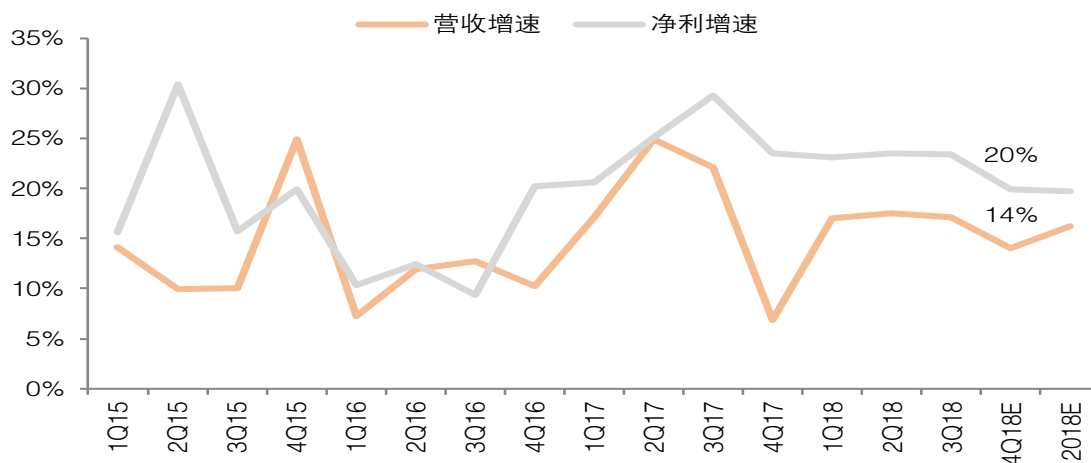


资料来源: 平安证券研究所、Wind

**海天味业：预计 4Q18 营收、净利分别同比+14%、20%。**根据渠道反馈和春节草根调研，海天 18 年目标顺利达成，判断 4Q18 收入增速或较前三季度略降，而 19 一季报开门红应无忧，完成率或达全年 30%。由于目标提前达成，估计 4Q18 费用率下降。综合估计净利增速为 20%。



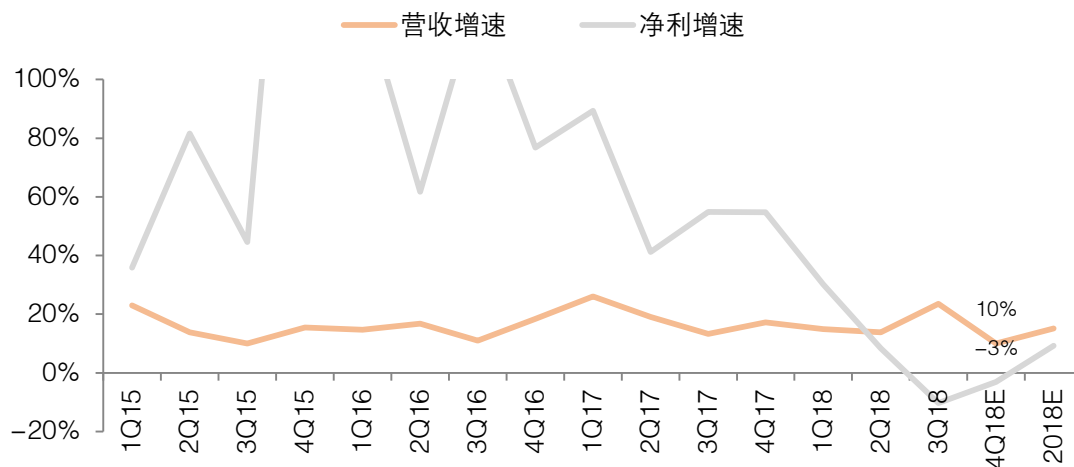
图表27 预计海天味业 4Q18 营收同比+14%、净利增速 20%



资料来源：平安证券研究所、Wind

**安琪酵母：预计 4Q18 营收、净利分别同比+10%、-3%。**公司 18 年收入目标达成无忧，预计超 66 亿元，公司于 10 月上旬对国内酵母 60% 的产品提厂价 3-4%，测算此次提价有望提高 18-19 年收入增速 0.4、1.1pct。公司作为国内酵母行业龙头拥有定价权，且产能一直处于偏紧状态，有望通过本次提价转嫁部分成本上升压力。成本端，进入 18/19 新榨季以来，北方糖蜜采购价较 17/18 榨季降约 10%，而南方糖产量提升+下游小厂退出需求减弱，糖蜜价格仍存下行空间。短期看利润端压力仍较大，判断基数因素下利润端不利因素或将于 2Q19 逐渐消除。综合，预计 4Q18 收入+10%、净利增速-3%。

图表28 预计安琪酵母 4Q18 营收+10%、净利增速区间为-3%



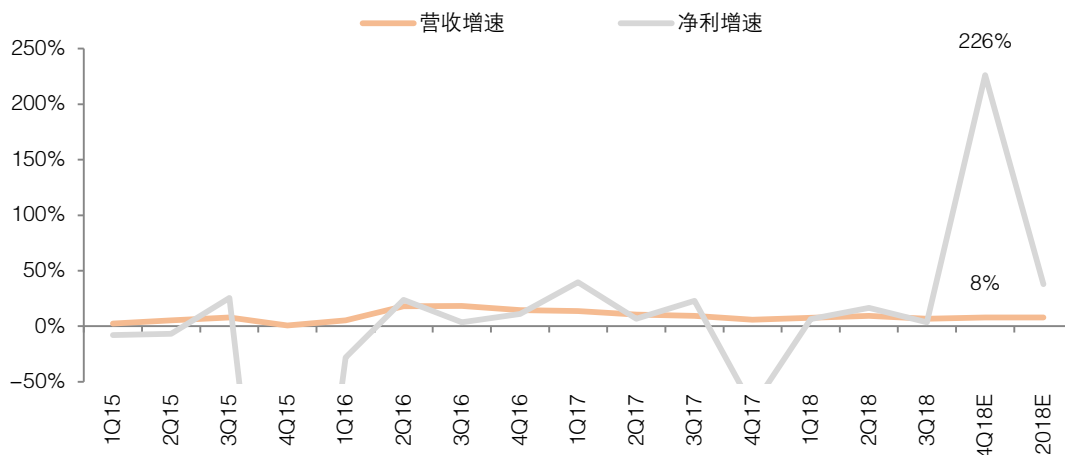
资料来源：平安证券研究所、wind

### 3.4 其他：三全食品、桃李面包、克明面业、绝味食品、养元饮品、元祖股份

**三全食品：预计 4Q18 营收、净利分别同比+8%、+226%。**公司 C 端竞争仍较激烈，且面临商超增速下行的压力，但 ToB 端业务短期成效已现，预计收入 4Q18 增 8%。成本端猪价 2H18 虽有回暖，

但整体同比 17 年同期仍偏低，且包材价格在环保限产放松下自 2H18 持续下降，均对毛利率有正向影响。由于公司 4Q17 净利润为-789 万弹性较大，预计 4Q18 利润同比或增 226%。

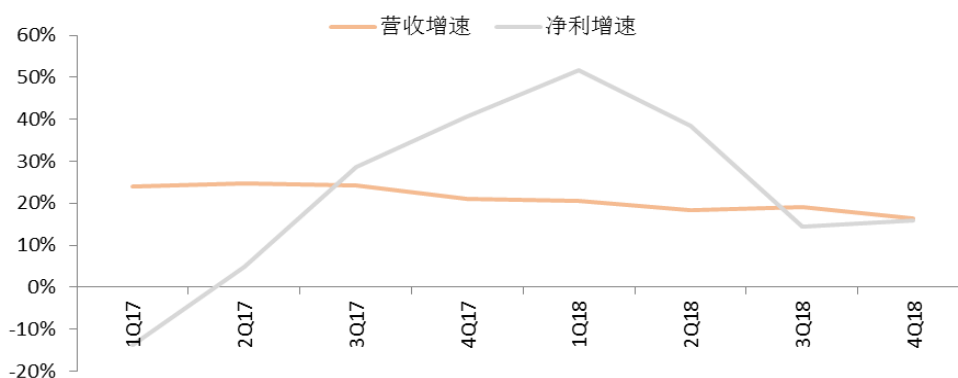
图表29 预计三全食品 4Q18 营收、净利同比+8%、+226%



资料来源：平安证券研究所、wind

**桃李面包：**公司发布 18 年度业绩快报，18 年实现营收 48.33 亿元，同比+18.5%，实现归母净利 6.43 亿元，同比+25.2%。单四季度，公司实现营收 13.09 亿元，同比+16.4%，实现归母净利 1.80 亿元，同比+15.8%，扣非净利 1.73 亿元，同比+12.4%。月饼收入确认时点差异导致 4Q18 在前期高基数下增速放缓。若从 2H18 整体收入来看，同比+17.8%，增速仍处较好水平，且根据草根调研，公司核心品类面包 4Q18 收入增速或较 3Q18 更快，说明公司增长动力仍然良好。公司 4Q18 扣非净利同比+12.4%，增速慢于收入，我们推测原因或是公司持续开拓新市场及逐渐提升日配比例，运输、人工等刚性费用或持续快于收入增长。

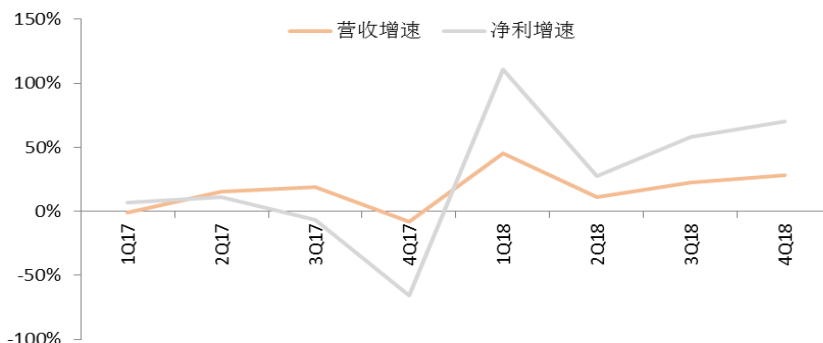
图表30 桃李面包 4Q18 营收、净利分别+16%、+16%



资料来源：平安证券研究所、wind

**克明面业：**公司发布 18 年度业绩快报，18 年实现营收 28.56 亿元，同比+25.85%，实现归母净利 1.89 亿元，同比+67.32%。单四季度，公司实现营收 8.57 亿元，同比+27.67%，实现归母净利 0.25 亿元，同比+70.34%。公司业务调整成效逐步显现，中高端挂面恢复较好增长，低端挂面布局顺利推进，收入增速延续快速增长趋势。得益于自供面粉比例提升，成本端较去年同期或有所改善，叠加 4Q17 五谷道场商誉减值导致当期利润低基数，4Q18 净利实现较高增长。

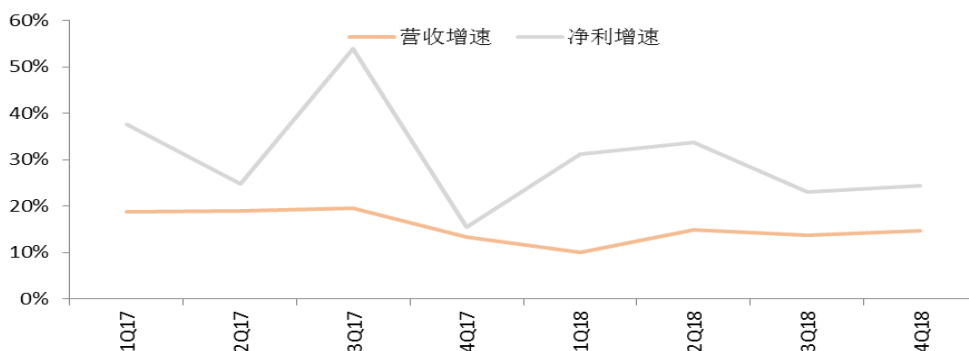
图表31 克明面业 4Q18 营收、净利分别+28%、+70%



资料来源：平安证券研究所、wind

**绝味食品：**公司公布 18 年度业绩快报，全年实现营收 43.68 亿元，同比+13.46%，实现归母净利润 6.42 亿元，同比+27.87%；单四季度实现营收 11.03 亿元，同比+14.75%，实现归母净利润 1.54 亿元，同比+24.34%。公司前三季度净开店 657 家，4Q18 继续保持稳健开店步伐，叠加单店收入稳步提升，带动收入继续实现平稳增长。受需求增长及环保去产能影响，18 年鸭副价格总体呈波动上涨态势，虽 11 月鸭副价格开始逐渐回落，但考虑库存周期，公司 4Q18 或仍有一定成本压力。公司 18 年费用投放较为稳健，4Q18 销售费用率或同比有所下降。

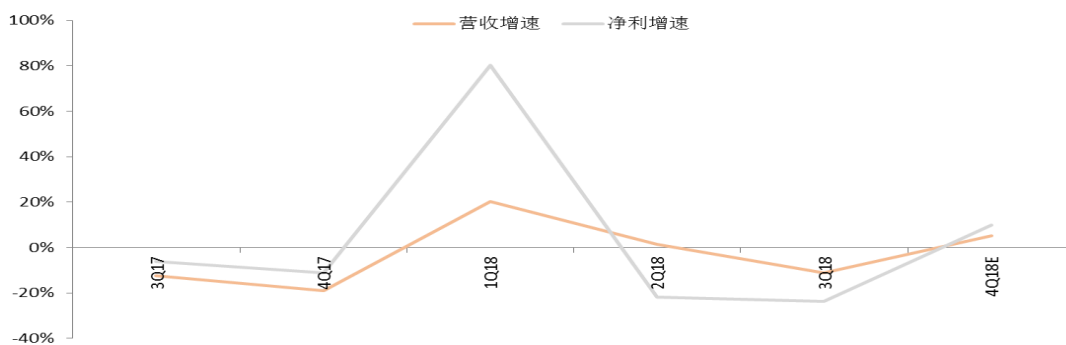
图表32 绝味食品 4Q18 营收、净利分别增 15%、24%



资料来源：平安证券研究所、wind

**养元饮品：**预计 4Q18 营收、净利分别增 0%~5%、5%~10%。得益于春节前移、市场环境改善，公司 4Q18 收入增速有望环比改善。易拉罐、核桃市场价均同比有所回落，毛利率较上年同期或有提升潜力，国家品牌计划投入季度分摊或导致销售费用率同比提升，整体看毛利率改善有望抵消费用率提升的影响，单季净利恢复增长。

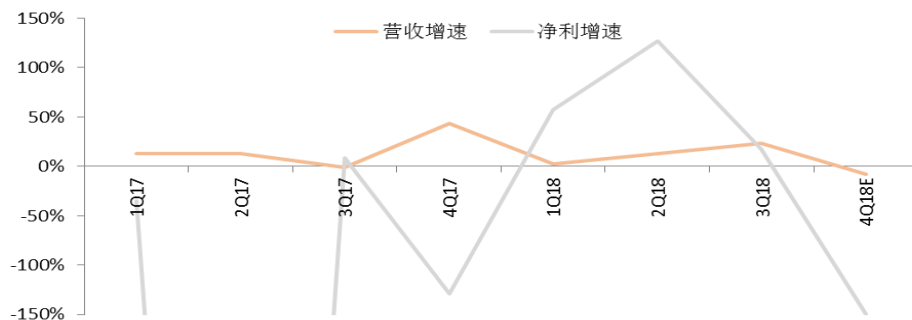
图表33 预计养元饮品 4Q18 营收、净利分别增 0%~5%、5%~10%



资料来源：Wind，平安证券研究所

**元祖股份:** 预计 4Q18 营收、净利分别-8%、-25%~-150%。公司预告 18 年营业收入增加 8%~12%，净利润约 2.24 亿元~2.44 亿元，增长 10%~20%。4Q18 为公司销售淡季，虽同店收入有望延续较好增长，但因 4Q17 存在部分月饼收入垫高基数，收入增长或表现乏力。公司 18 年在 3Q 计提销售人员奖金，4Q18 费用额压力或较往年有所减轻，叠加月饼报废损失减少，4Q18 经营继续向好，但因前期基数高，增速波动或明显。

图表34 预计元祖股份 4Q18 营收、净利分别-8%、-25%~-150%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 四、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：当前行业处于报表空窗期和悲观预期后的修复阶段，若 18 年报及 19 年一季报报表数据不达预期或将再次引起业绩、估值双杀的风险；
- 3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2019 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033