

食品饮料行业跟踪周报

茅台推进改革伊利加码奶源，MSCI 纳入比例落地

增持（维持）

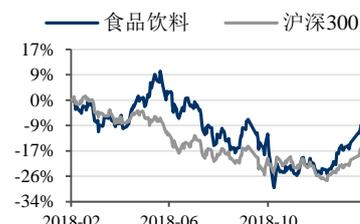
2019年03月02日

证券分析师 杨默曦
 执业证号：S0600518110001
 021-60199793
 yangmx@dwzq.com.cn

投资要点

- **推荐组合：**贵州茅台、顺鑫农业、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、水井坊、汤臣倍健、伊利股份、绝味食品、双汇发展、中炬高新、洽洽食品。
- **本周行情回顾：**上周沪深300上涨6.52%，食品饮料行业上涨7.77%，相对沪深300指数超额收益1.24%，在SW行业分类下各行业总排名第5。子板块中，白酒涨幅最大，上涨9.07%；软饮料涨幅最小，上涨2.24%。截至2019年3月1日，食品饮料指数市盈率为29.03，环比上涨1.97个百分点，低于历史均值2.53个百分点；食品饮料的估值溢价率为132.2%，高于历史均值10.3pct。
- **周观点：**北向资金上周继续大幅净流入，食品饮料板块单周净流入金额为37.86亿元，平均日均净流入7.57亿元。目前北向资金持股占流通A股比例超过5%的标的有食品板块-伊利/安琪/榨菜/露露/海天；白酒板块-五粮液/茅台/洋河/顺鑫/水井坊。3月1日，MSCI宣布，增加中国A股在MSCI指数中的权重，并通过三步把中国A股的纳入因子从5%增加至20%，A股占MSCI新兴市场指数的权重将提高到3.3%，占MSCI全球指数的权重将提高到0.4%，预计增量资金仍会持续流入食品饮料板块。一方面，我们认为北向资金呈扩散效应，由大市值蓝筹逐渐向细分龙头扩散，因此持仓比例仍低的细分龙头值得重视，例如山西汾酒，同时建议关注古井及今世缘；另一方面，由于板块行情更多是边际资金重塑估值体系，因此淡季白酒动销更应关注。本周我们跟踪节后高端酒茅五泸州库存均处于低位，批价稳中有升，茅台经销商普遍执行完一季度计划，五粮液部分经销商申请执行一季度剩余计划，老窖则根据市场库存情况部分区域恢复发货。批价方面，茅台批价维持1740-1800，部分区域如合肥五粮液批价回升至820，国窖1573批价710-730。
- **茅台集团于上周召开干部大会。**2月27日，茅台集团召开干部大会，深入分析“定位、定向、瘦身、规范、改革”这五个关键词。具体工作上是一是聚焦主业，做强主业；二是扎实推进改革创新，提高发展效益。同时，会上李保芳书记强调茅台最现实、最迫切的任务就是“开门红”和“作表率”。要按照既定安排，全力抓好工作落实，千方百计实现“开门红”，为完成全年目标任务奠定良好基础；班子成员和各级领导干部，要切实担起责任、增强本领，坚持亲力亲为抓工作，提高落实质量和水平。
- **伊利加码奶源。**18年全年伊利液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别增长17.8%/25.1%/8.5%，根据尼尔森数据，公司常温液奶/低温液奶/婴幼儿奶粉业务市占率分别为36.8%/16.6%/5.8%，同比提升2.3pct/0.5pct/0.6pct。渠道调研显示2019年1月液态奶市占率依旧加速向伊利集中，我们认为除了产品创新升级外，上游对奶源的加码建设和下游渠道的持续开拓为伊利持续收割市占率提供保证。1)自18年Q3原奶供应偏紧周期开启，伊利通过上游加码奶源，通过产业链金融和大型基地嵌入式的技术服务管理，探索以“核心企业承担实质性风险责任”为特色的产融结合模式，针对奶农的实际发展需求，分别推出了“青贮保”、“牧场保”以及“种植保”等金融产品，截至18年6月，伊利已为近4000户产业链上下游合作伙伴，累计提供了206亿元的金融支持，有效解决了奶农融资需求；同时通过服务管理和上游牧场加深长期合作，保证奶源供应。2)下游扩展渠道，截至18年底，线下液态奶终端网点数量达到175万家，同比+23.2%，其中直控村级网点近60.8万家，同比+14.7%。凯度数据显示2018年伊利常温液态类乳品市场渗透率82.3%，同比提升2.2pct。
- **风险提示：**宏观经济发展不及预期，食品安全，白酒需求不达预期，行业竞争加剧。

行业走势



相关研究

- 1、《食品饮料行业跟踪周报：外资入场支撑估值，密切关注节后动销》2019-02-18
- 2、《【东吴食品】2019年年度策略：薄雾中穿行，曲折中前进190104》2019-01-06
- 3、《食品饮料行业跟踪周报：减税利好消费，精选品牌龙头》2018-10-22

内容目录

1. 本周行情回顾	4
2. 近期重点推荐个股	8
3. 近期重点报告与点评	9
3.1. 【深度报告】绝味食品：固本培元，卤味一绝	9
3.2. 【点评】洋河股份：稳健收官，放眼长远	10
3.3. 【点评】伊利股份：业绩符合预期，净利率环比改善	11
3.4. 【点评】汤臣倍健：18 年靓丽答卷，19 年动力不减	12
4. 原奶行业周变化	13
5. 酒类行业数据跟踪	14
6. 乳业草根调研追踪	15
7. 重要行业新闻	18
8. 重大事项提醒	20
9. 近期股东大会	21
10. 风险提示	22

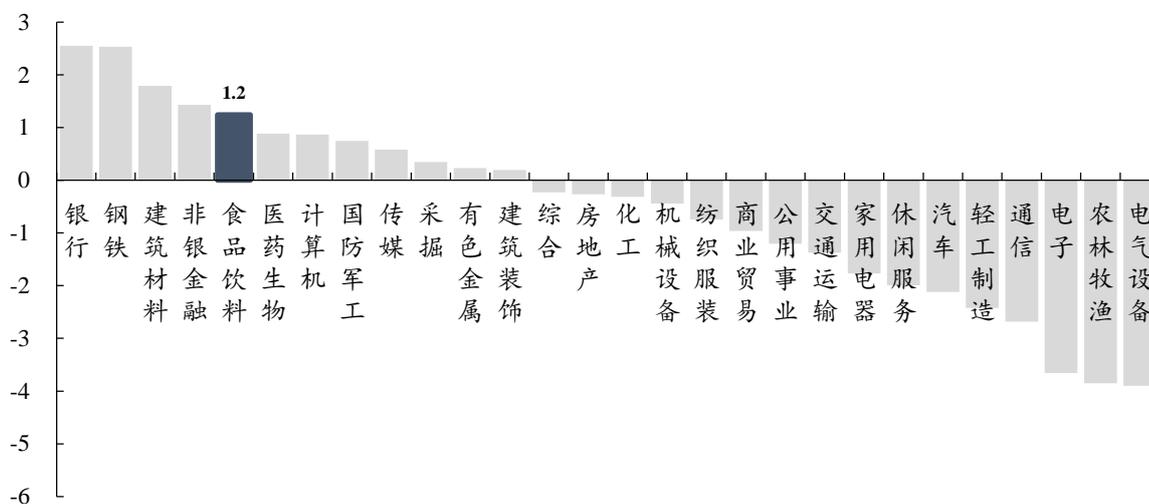
图表目录

图 1: 本周 SW 行业分类下各行业相对沪深 300 指数超额收益 (%)	4
图 2: 本月 SW 行业分类下各行业相对沪深 300 指数超额收益 (%)	4
图 3: 本周食品子行业相对沪深 300 指数超额收益 (%)	5
图 4: 本周食品饮料指数估值及相对沪深 300 指数溢价率 (%)	5
图 5: 国内生鲜乳价格 (元/千克)	13
图 6: 国际原奶价格 (美元/100 千克)	13
图 7: 进口奶粉单价及国际现货价格	14
图 8: 脱脂/全脂奶粉拍卖价 (美元/吨)	14
图 9: 伊利乳制品促销	15
图 10: 蒙牛乳制品促销	16
表 1: 食品饮料个股涨跌幅排行 (单位: %)	6
表 2: 重点公司沪深港通持股占流通 A 股比例	7
表 3: 重点公司估值表	8
表 4: 啤酒龙头企业主力产品零售价格 (元/瓶)	14
表 5: 白酒电商价格 (元/瓶)	15
表 6: 上海/北京大型商超乳制品促销情况	17
表 7: 上市公司 2018 年年报披露时间表 (括号内为业绩预告中归母净利增速)	20
表 8: 近期股东大会	21

1. 本周行情回顾

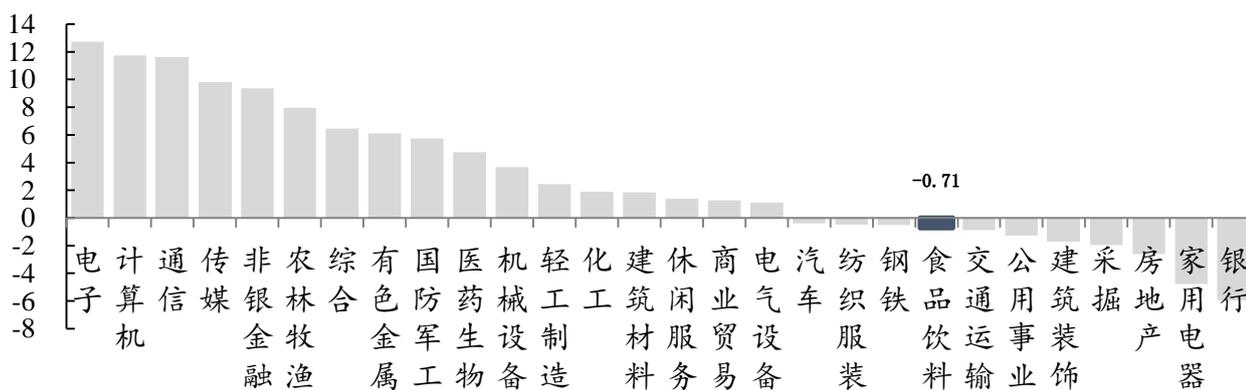
上周沪深 300 上涨 6.52%，食品饮料行业上涨 7.77%，相对沪深 300 指数超额收益 1.24%，在 SW 行业分类下各行业总排名第 5。子板块中，白酒涨幅最大，上涨 9.07%；软饮料涨幅最小，上涨 2.24%。截至 2019 年 3 月 1 日，食品饮料指数市盈率为 29.03，环比上涨 1.97 个单位，低于历史均值 2.53 个单位；食品饮料的估值溢价率为 132.2%，高于历史均值 10.3pct。上周个股方面，涨幅排名居前的有广东甘化、今世缘、安记食品、金字火腿、水井坊等，涨幅排名居后的有广弘控股、重庆啤酒、上海梅林、桃李面包、好想你等。

图 1：本周 SW 行业分类下各行业相对沪深 300 指数超额收益 (%)



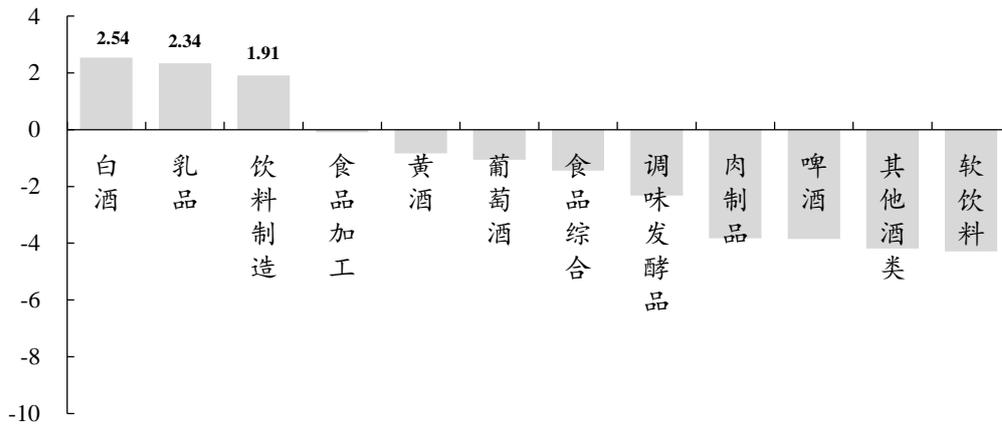
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：本月 SW 行业分类下各行业相对沪深 300 指数超额收益 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：本周食品子行业相对沪深 300 指数超额收益 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：本周食品饮料指数估值及相对沪深 300 指数溢价率 (%)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：食品饮料个股涨跌幅排行（单位：%）

公司名称	周涨幅 前 20 名	公司名称	周涨幅 后 20 名	公司名称	月涨幅 前 20 名	公司名称	月涨幅 后 20 名
广东甘化	18.87	广弘控股	-6.89	百润股份	45.27	安井食品	-3.25
今世缘	17.19	重庆啤酒	-1.85	水井坊	42.73	双汇发展	-2.84
安记食品	14.66	上海梅林	-1.52	安记食品	36.95	青岛啤酒	3.98
金字火腿	14.38	桃李面包	-0.91	广弘控股	35.81	安迪苏	4.42
水井坊	13.71	好想你	-0.56	皇氏集团	32.79	威龙股份	4.88
华统股份	12.45	养元饮品	0.26	山西汾酒	31.47	桃李面包	5.78
皇氏集团	12.05	安井食品	0.52	科迪乳业	31.43	海天味业	7.28
山西汾酒	11.72	百润股份	0.54	华统股份	31.38	三全食品	8.41
酒鬼酒	11.50	龙大肉食	0.60	中葡股份	31.25	顺鑫农业	8.45
五粮液	10.80	双汇发展	0.70	广东甘化	30.17	燕京啤酒	8.57
老白干酒	10.59	*ST 椰岛	0.72	得利斯	30.10	广泽股份	8.99
中宠股份	10.27	元祖股份	1.22	麦趣尔	29.78	中炬高新	9.21
湖南盐业	9.86	京粮控股	1.63	莲花健康	29.27	千禾味业	9.54
千禾味业	9.84	桂发祥	2.20	*ST 椰岛	27.83	恒顺醋业	9.62
绝味食品	9.68	海天味业	2.21	煌上煌	27.13	重庆啤酒	9.74
光明乳业	9.60	来伊份	2.37	加加食品	26.67	桂发祥	10.66
舍得酒业	9.60	承德露露	2.82	西藏发展	26.51	晨光生物	10.82
涪陵榨菜	9.37	梅花生物	3.15	今世缘	25.96	会稽山	10.91
*ST 因美	9.37	西王食品	3.41	五粮液	25.87	绝味食品	10.94
伊利股份	9.06	金达威	3.43	泸州老窖	25.36	龙大肉食	11.08

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：重点公司沪深港通持股占流通 A 股比例

股票代码	股票名称	沪（深）港通持股数占流通 A 股比例(%)		
		2019/3/1	2019/2/25	周环比 (单位: pct)
600887.SH	伊利股份	15.3%	15.0%	0.31
000858.SZ	五粮液	11.4%	11.2%	0.22
600298.SH	安琪酵母	10.5%	10.5%	-0.03
600779.SH	水井坊	9.8%	10.0%	-0.29
600519.SH	贵州茅台	9.5%	9.4%	0.16
002304.SZ	洋河股份	8.6%	8.6%	0.06
002507.SZ	涪陵榨菜	8.2%	7.8%	0.40
000860.SZ	顺鑫农业	7.0%	6.8%	0.12
000848.SZ	承德露露	5.4%	5.3%	0.09
603288.SH	海天味业	5.4%	5.4%	0.02
000568.SZ	泸州老窖	4.0%	3.8%	0.19
600872.SH	中炬高新	3.4%	3.5%	-0.01
000895.SZ	双汇发展	2.8%	2.9%	-0.04
300146.SZ	汤臣倍健	2.2%	2.0%	0.16
002557.SZ	洽洽食品	2.1%	1.7%	0.38
603589.SH	口子窖	1.6%	1.7%	-0.06
600305.SH	恒顺醋业	1.6%	1.9%	-0.30
000729.SZ	燕京啤酒	1.5%	1.5%	-0.02
600600.SH	青岛啤酒	1.4%	1.5%	-0.06
603866.SH	桃李面包	1.3%	1.2%	0.10
600809.SH	山西汾酒	1.3%	1.0%	0.24
600073.SH	上海梅林	0.8%	0.7%	0.14
603517.SH	绝味食品	0.8%	0.7%	0.02
000596.SZ	古井贡酒	0.6%	0.7%	-0.05
603369.SH	今世缘	0.6%	0.5%	0.09
600197.SH	伊力特	0.6%	0.6%	-0.03
600559.SH	老白干酒	0.6%	0.6%	-0.04
002570.SZ	*ST 因美	0.6%	0.6%	0
600702.SH	舍得酒业	0.5%	0.4%	0.14
002695.SZ	煌上煌	0.5%	0.3%	0.24
603043.SH	广州酒家	0.5%	0.6%	-0.09
002461.SZ	珠江啤酒	0.5%	0.5%	-0.00
603198.SH	迎驾贡酒	0.4%	0.6%	-0.14
603156.SH	养元饮品	0.4%	0.5%	-0.06

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 近期重点推荐个股

核心推荐贵州茅台、顺鑫农业、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、水井坊、汤臣倍健、伊利股份、绝味食品、双汇发展、中炬高新、洽洽食品。

表 3: 重点公司估值表

股票代码	股票名称	股价 (元)	PE (倍)			EPS(元/股)		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
600887	伊利股份	27.81	28.1	21.60	23.57	0.99	1.06	1.18
600779	水井坊	42.29	61.6	32.53	22.03	0.69	1.30	1.92
600519	贵州茅台	789.30	36.6	28.40	22.75	21.56	27.79	34.70
000858	五粮液	75.90	29.8	22.52	17.90	2.55	3.37	4.24
000568	泸州老窖	53.49	30.6	22.01	17.95	1.75	2.43	2.98
000895	双汇发展	24.29	18.6	16.09	14.54	1.31	1.51	1.67
600872	中炬高新	33.67	59.2	44.30	35.82	0.57	0.76	0.94
600809	山西汾酒	52.51	48.2	29.34	23.34	1.09	1.79	2.25
002304	洋河股份	115.40	26.2	21.45	18.61	4.40	5.38	6.20
000860	顺鑫农业	43.27	56.3	28.10	21.11	0.77	1.54	2.05
002557	洽洽食品	22.50	35.7	26.47	23.68	0.63	0.85	0.95
300146	汤臣倍健	21.18	40.7	24.90	23.27	0.52	0.68	0.91
002507	涪陵榨菜*	26.61	51.2	31.68	26.09	0.52	0.84	1.02
600199	金种子酒*	5.64	564.0	--	--	0.01	--	--
600597	光明乳业*	9.70	19.4	22.35	19.04	0.50	0.43	0.51
000596	古井贡酒*	80.33	35.2	24.19	19.91	2.28	3.32	4.04
000799	酒鬼酒*	20.17	37.2	29.09	20.37	0.54	0.69	0.99
600059	古越龙山*	7.56	37.8	33.41	29.53	0.20	0.23	0.26
600197	伊力特*	17.20	21.5	17.18	16.34	0.80	1.00	1.05
600559	老白干酒*	15.87	42.9	21.74	15.92	0.37	0.73	1.00
600600	青岛啤酒*	39.23	42.0	35.80	30.42	0.94	1.10	1.29
601579	会稽山*	9.76	26.4	25.42	22.27	0.37	0.38	0.44
600332	白云山*	37.64	29.7	15.09	17.30	1.27	2.49	2.18
600305	恒顺醋业*	12.31	26.4	32.12	28.73	0.47	0.38	0.43
002582	好想你*	8.92	42.5	35.68	21.05	0.21	0.25	0.42
000639	西王食品*	8.48	11.2	14.23	12.64	0.76	0.60	0.67
600702	舍得酒业*	28.78	67.6	22.52	19.01	0.43	1.01	1.51
600298	安琪酵母*	28.40	27.6	24.85	20.99	1.03	1.14	1.35
603027	千禾味业*	20.10	44.7	27.30	31.14	0.45	0.74	0.65
603288	海天味业*	77.56	59.2	48.58	40.29	1.31	1.60	1.92
603866	桃李面包	52.50	48.2	38.32	31.25	1.09	1.37	1.68

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

注: 带*的个股 EPS 数据来源为万得一致预测

3. 近期重点报告与点评

3.1. 【深度报告】绝味食品：固本培元，卤味一绝

- **迎万店，再远航，卤味龙头正出发。**绝味食品成立于 2008 年，以综合信息系统、供应链整合体系为基础，采取“以销定产”生产模式，专注于休闲卤制食品的开发、生产和销售，力图打造国内休闲卤制食品连锁企业品牌。门店开拓上，公司采取“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的组合模式，截至 18H1 在全国共有门店 9459 家，覆盖 30 个省市区，销售网络覆盖率和门店数量居于行业第一。
- **行业空间大+成长快，双子星格局已现。**我国休闲卤制品行业发展迅速，17 年行业规模 767 亿元，同增+20.4%，五年 CAGR 达 19.2%；行业 CR2 约为 14%，以绝味&周黑鸭为首的行业竞争格局清晰。**绝味的竞争优势体现在 1) 生产端：**绝味全国范围内布局 20 多家生产基地，实现冷链生鲜、日配到店，部分核心工厂已满足柔性供应链基础要求；**2) 产品端：**通过丰富口味、开发 SKU、创新包装等方式，提升产品效能，卤制蔬菜等产品创收能力喜人；**3) 渠道端：**整合约 9500 多个终端资源，利用后仓空间、优化前店软硬件、融合线上线下等方式，全方位提升空间效能，我们测算得出 17 年绝味单店收入 45.4 万元，同增+4.6%。
- **绝味可持续成长逻辑清晰。1) 开店空间广阔。**我们测算，绝味全国门店容量预计达 23191 家，按目前每年 800-1200 家新增门店的开店节奏，成长确定性较高；**2) 渠道利润优秀。**根据草根调研，绝味加盟店启动资金约 10 万元，投资回收期约在 12-18 个月。综合来看，渠道利润水平与可持续性高于同类食品加工零售店，普适性广泛、三四线城市易下沉，加盟绝味是门好生意。**3) 平台化零售模式可复制。**18 年推出串串品牌“椒椒有味”，门店效益匹敌卤制品，多元化发展提高绝味天花板。
- **积蓄高势能，看龙头穿越周期。1) 业务延伸：跨品系经营，玩转“辣”艺术。**多维度辣味产品，突破消费者对辣味的地域性偏好；多品类经营，突破单品生命周期；**2) 单店提升：探索门店升级，线上赋能线下。**在线下，公司已初步进军交通枢纽地带，同时推进高势能门店形象升级，加强对客流的深度获取；在线上，通过 O2O 官方平台引流线下，打通“最后一公里”，提升单店收入；**3) 管理提效：优化加盟商、战略人才管理体系。**设立四级加盟管理委员会，施行加盟商间组织管理；开办绝味管理学院，体内培育+体外转化为公司不断输送优质人才，围绕“基层战区化，中层片区化，总部精简化”改革，持续提升运作效率。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 18-20 年，绝味营收 43.7/50.3/57.1 亿元，同

比增速 13.5/15.2/13.6%；归母净利 6.4/7.8/9.4 亿元，同比增速 27.9/22.0/20.1%，对应 EPS 分别为 1.56/1.91/2.29 元。当前股价对应 18-20 年 PE 为 24X、20X、17X，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动风险，动物疫情或自然灾害风险，市场竞争加剧，加盟模式管理风险，大股东减持风险。

3.2. 【点评】洋河股份：稳健收官，放眼长远

事件

公司发布 18 年业绩快报。18 年实现总营收 241.2 亿元，同比+21.1%；归母净利润 81.1 亿元，同比+22.3%。其中 18Q4 单季实现营收 31.56 亿元，同比+3.8%；归母净利润 10.66 亿元，同比+2.0%。

投资要点

- **收入端：Q4 控货备战来年，清库存拉价格。**报告期内，公司 18Q4 实现营收 31.56 亿元，同比+3.8%，符合预期。分产品看 1) 梦之蓝 Q4 预计依旧亮眼。渠道调研显示梦之蓝向上势能强劲，且梦之蓝系列内部结构升级明确，M9 增速最高，其次是 M6/M3，主因持续品牌投入拉升品牌力叠加省内消费升级价格带换档。自 2000 年以来，江苏大众消费价格带经历 4-5 轮跃迁，目前主流价格带为 M3 及以上，苏南部分区域婚宴起步价格带已跃升至 M6。此外，17 年梦之蓝多次提价亦驱动高增。预计 2019 年梦之蓝体量有望突破百亿。2) 海之蓝&天之蓝 Q4 增速回落，主因消化旺季前提价影响。根据名酒观察消息，10 月初海/天之蓝供货价分别上调 10/15 元/瓶，为顺利拉升渠道价格，公司 Q4 控货提价，预计 Q4 省内海天发货口径放缓。历时 2 年，公司逐步拉升省内海/天之蓝供货价/终端价，防止省内外窜货乱价，战略布局已经完成。因此不必拘泥于季度间增速，放眼长远布局良性增长。分区域看，省外新江苏市场开拓顺利，渠道调研显示山东、河南等市场增长较快。
- **利润端：Q4 归母净利润 10.66 亿元，同比+2.0%，符合预期，消费税计税价格核定调整仍有影响。**从费用端来看，销售费用率预计平稳略降，主因 1) 厂方对销售终端的直接精细化控制和管理；2) 部分产品如梦之蓝以减少市场费用的方式变相提价。消费税方面，18 年 Q3 税务局再次核定消费税计税价格，比上次核定基础略有提高，并于 Q3 补缴 18H1 消费税差额，Q4 核定税费基础提高仍拖累公司盈利水平。预计伴随产品结构提升，消费税影响逐渐消化，净利率仍有提升空间。
- **盈利预测与投资评级：**预计 18-20 年公司收入分别为 241/276/310 亿元，同

增 21/14/12%；归母净利润分别为 81/93/106 亿元，同比 22/15/14%；对应 PE 为 20/18/16X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**次高端白酒需求回落，白酒竞争加剧，省外扩张不达预期。

3.3. 【点评】伊利股份：业绩符合预期，净利率环比改善

事件

伊利股份公布 18 年年报：全年营业总收入 795.5 亿元，同比+16.9%；归母净利润 64.4 亿，同比+7.3%；扣非净利 58.8 亿元，同比+10.3%。18Q4 总营收营业总收入 182.3 亿元，同比+16.9%；归母净利润 13.9 亿，同比+30.9%；扣非净利 11.9 亿元，同比+55.5%。

投资要点

- **收入端：收入符合预期，份额继续提升。**Q4 营业总收入 182.3 亿，同比 +16.9%，考虑到 19 年春节与去年存在一定错期效应，Q4 收入增速符合预期。全年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮分别增长 17.8%/25.1%/8.5%。拆分量价来看，液体乳业务 ASP/结构升级/销量分别贡献 1.7%/4.9%/11.2% 收入增长。ASP 提升主因原奶价格温和上涨带动乳制品价格回升；全年“金典”/“安慕希”/“金领冠”/“畅轻”等产品营收分别同增 20%/+30%/+40%/+20%+，重点产品销售收入同比+34.3%，贡献结构升级；截至 18 年底，线下液态奶终端网点数量达到 175 万家，同比+23.2%，其中直控村级网点近 60.8 万家，同比+14.7%，渠道渗透率提升贡献量增。公司市占率仍稳步提升，根据尼尔森数据，公司常温液奶/低温液奶/婴幼儿奶粉业务市占率分别为 36.8%/16.6%/5.8%，同比提升 2.3pct/0.5pct/0.6pct。公司全年存货周转天数 37.2 天，较去年同期下降 0.9 天，主因原奶端供给偏紧+营运能力持续提升。
- **利润端：费用率环比持续改善。**公司 Q4 归母净利 13.9 亿，同比+30.9%，扣非净利 11.9 亿，同比+55.5%，环比持续改善。毛利端：成本上涨对冲结构优化。公司液体乳及乳制品毛利率 37.8%，同比+0.32pct，其中液体乳毛利率 35.2%，同比基本持平。下半年原奶逐步进入供小于求周期，预计全年收奶价同比+3-5%，成本上涨对冲结构优化带来的毛利率提升。费率端：持续高投入铸就高壁垒。公司销售费用率 24.9%，同比 +2.0pct，全年广告营销费 109.6 亿，费率 13.8%，同比+27.5 亿。其中单 Q4 销售费用率 24.35%，同比+0.55pct，由于 17 年 Q4 一次性计提当年冬奥会赞助费用高基数，18Q4 销售费用率增幅回落，三费率环比基本持平。公司全年管理+研发费用率 4.28%，同比 -0.59pct。总体来看，全年净利率 8.1%，同比-0.7pct，单 Q4 净利率 7.6%，同比+0.8pct。公告对内蒙古伊利公益基金无偿捐赠累计不超过 3.5 亿元，周期 2020 年-2022 年，按捐赠上限均摊到每年测算，预计每年影响净利率约

0.1pct。

- **盈利预测与投资评级：**行业前景依旧看好，公司主动投放广宣费拉升品牌力，市占率稳步提升。业绩虽短期承压，但长期盈利能力提升空间打开。预计19-21年收入分别为901/998/1091亿，同比+13.3%/10.8%/9.3%；归母净利润分别为72/79/85亿，同比+11.2%/9.7%/8.4%；PE为23/21/19X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧，原材料价格波动风险。

3.4. 【点评】汤臣倍健：18年靓丽答卷，19年动力不减

事件

汤臣倍健公布18年年报：公司18年全年实现营业收入43.51亿元，同比+39.86%；归母净利润10.02亿元，同比+30.79%；扣非归母净利润9.14亿元，同比+41.89%。18Q4单季实现营业收入9.29亿元，同比+22.2%；归母净利润-0.56亿元，同比-51.07%；扣非归母净利润-0.99亿元，同比-107.3%

投资要点

- **收入端：**Q4稳健收官，LSG并表贡献增量。考虑到LSG于2018.8.31-2018.12.31并表，并表营业收入2.73亿元，剔除并表影响后H2收入19.1亿，同比+17.5%。Q4增速略有放缓，主因多数经销商11月即完成全年任务，主动控制、布局来年。公司同时Q1业绩预增15%-35%，Q1动销开门红。分品类看：主品牌汤臣倍健实现营业收入29.82亿元，同比增长24.39%；大单品“健力多”实现营业收入8.09亿元，同比增长128.80%，收入占比18.6%，18H2健力多在高基数叠加下半年完成任务后主动控货的背景下，依旧实现50%以上增长。分渠道看：线上增速领跑，线下环比加速。18年线下渠道收入约34.8亿，占比接近80%，同比+35%；电商渠道约8.7亿，占比20%，扣除健之宝清算影响同比+45%。自公司2017年12月在线上取得龙头地位后，马太效应明显，增速领跑行业及主要竞品。18Q3末部分产品提价，但占比较低，预计对2019年业绩贡献不明显。公司18年7月推出YEP系列聚焦年轻化，阿里数据显示动销良好，其中胶原蛋白粉连续多月为线上保健品热销前三名。
- **利润端：**产品结构持续优化，费用扩张接近尾声。毛利端：18年毛利率67.66%，同比+0.59pct。费率端：18年销售费用率29.42%，公司17年H2开始加大广宣费投放，19年费用边际增速有望放缓；管理+研发费用率11.59%，同比+1.76pct，18H2管理+研发费用率17.1%，同比+6pct，主因购买LSG中介费 and 无形资产摊销增加。公司计提资产减值损失0.89亿，主因健之宝清算及蓝

海之略计提减值准备。综上，18 年净利率 20.9%，全年受 LSG 无形资产摊销及财务费用等影响净利润-3157.75 万元。

- **大单品+电商品牌化成效显著，股权激励利益协同。**公司是非直销膳食营养补充剂 药店+线上双龙头，自 16 年结构调整后开启新一轮成长期，目前大单品和电商品牌化战略表现亮眼。19 年大单品三管齐下，“健力多”扩大渗透率，“健视佳”聚焦中老年人；Life-Space 投放资源开拓药店、母婴店等线下销售渠道。电商渠道 19 年启动线上专业年轻品牌 YEP、IWOW 等系列产品，打造线上大单品。公司 19 年股权激励发布，激励对象包括公司高管、核心技术（业务）人员共计 45 人。其中公司高管人均 130 万股，中层人员人均 35.42 万股，激励力度较高。根据公司行权条件测算，20/21/22 年公司营收增长率为 9.0%/10.3%/9.4%，由于行权条件设置意在绑定核心团队的利益，充分激发企业活力，因此公司层面增速目标设定不高但个人绩效考核层面条件设置较为严格，预计将充分激发活力。
- **盈利预测：**公司是非直销膳食营养补充剂行业药店+线上双渠道龙头，通过大单品战略+电商品牌化战略拉开新一轮增长空间。预计 19-21 年收入分别为 58/71/81 亿，同比+33/23/14%；归母净利润分别为 13/17/21 亿，同比+33/28/22%；PE 为 23/18/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**大单品增速放缓，渠道扩张低于预期，收购 LSG 带来的商誉减值。

4. 原奶行业周变化

2 月中旬国内主产区生鲜乳平均价为 3.62 元/kg，同比上涨 4%，环比上涨+0.3%；1 月全球原奶价格为 33.6 美元/100kg，同比上涨 5.3%。

国际：18 年国际奶价波动下跌，19 年 1 月原奶价格回升，涨幅上升 8.4pct，我们预计 19 年上半年反弹，长期看涨。IFCN 数据显示，受经济、气候、结构变动等影响，2018 年末脱离“Z”字波动的区间。19 年 1 月，国际平均牛奶生产成本同比增加 1.4%，预计在养殖成本推动下，19 年奶价大概率上升。IFCN 预计 19 年国际奶价温和上涨，涨幅在 11%—21%。

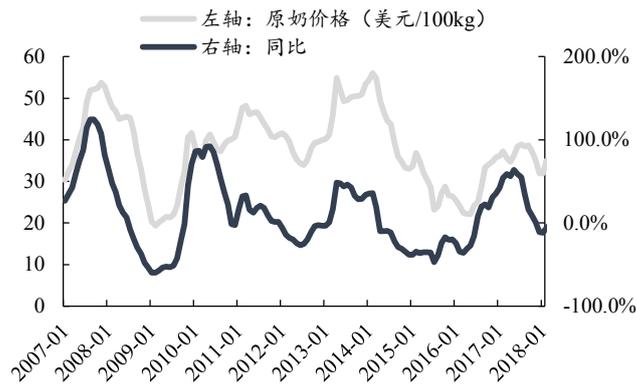
国内：上游生鲜乳产量温和上涨，乳业需求复苏，18 年原奶价格温和上涨，我们预计 19 年将继续保持这一趋势。伊利龙头议价能力较强，成本的小幅增压可通过结构升级+促销改善抵消，毛利率还有小幅提升空间。供给减少下行业竞争减缓，利润弹性更大。

图 5：国内生鲜乳价格（元/千克）

图 6：国际原奶价格（美元/100 千克）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



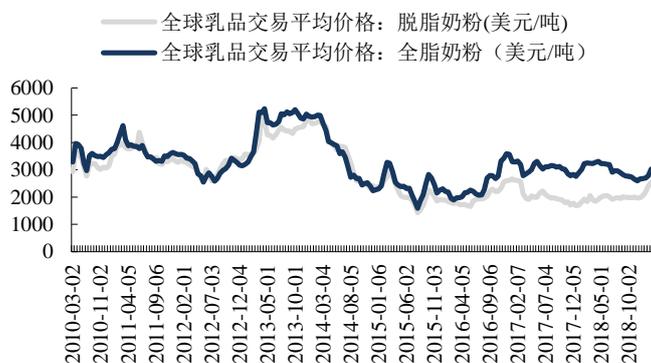
数据来源: IFCN, 东吴证券研究所

图 7: 进口奶粉单价及国际现货价格



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 脱脂/全脂奶粉拍卖价 (美元/吨)



数据来源: GlobalDairyTrade, 东吴证券研究所

5. 酒类行业数据跟踪

表 4: 啤酒龙头企业主力产品零售价格 (元/瓶)

啤酒主力产品	3月1日价格 (元/瓶)		2月22日价格 (元/瓶)		均价周环比
	京东	天猫	京东	天猫	
青啤					
青岛经典 10 度 (500ml*12)	58	58	58	58	0.00%
青岛经典 11 度 (330ml*24)	99	99	99	99	0.00%
奥古特 (500ml*12)	105	105	105	105	0.00%
奥古特 (330ml*24)	119	119	119	119	0.00%
青岛纯生 (500ml*12)	68	68	68	68	0.00%
青岛冰醇 (500ml*12)	48	43	48	43	0.00%
雪花					
雪花勇闯天涯 (500ml*12)	53.9	54	53.6	56	-1.55%
雪花勇闯天涯 (330ml*24)	85.9	87	85.9	87	0.00%
雪花清爽 (500ml*12)	39.9	40	39.8	40	0.13%
雪花清爽 (330ml*24)	53.9	54	53.6	56	-1.55%

雪花纯生 (500ml*12)	85.9	87	85.9	87	0.00%
雪花纯生 (330ml*24)	129	130	129	130	0.00%
雪花脸谱 (500ml*12)	159	180	159	180	0.00%
英博					
百威啤酒 (330ml*24)	139	129	139	129	0.00%
百威啤酒 (500ml*18)	114	114	109	109	4.59%
百威啤酒瓶装(460ml*12)	69	69	69	69	0.00%
百威纯生 (330ml*24)	139	129	139	129	0.00%
百威金尊啤酒(500ml*12)	158	168	158	168	0.00%

资料来源：天猫，京东，东吴证券研究所

表 5：白酒电商价格（元/瓶）

产品	3月1日价格（元/瓶）			2月22日价格（元/瓶）			线上均价周环比		
	京东	酒仙网	1919	京东	酒仙网	1919	2019/3/1	2019/2/22	周环比
贵州茅台									
十五年茅台(500ml)	4997	4899	5278	5188	4899	5278	5058	5122	-1.2%
53度飞天茅台 2017 出厂(500ml)	2288	2159	2199	2288	2099	2199	2215	2195	0.9%
五粮液									
52度五粮液 (500ml)	1029	1099	969	1009	1099	969	1032	1026	0.6%
泸州老窖									
52度 1573 (500ml)	969	969	1078	969	969	1078	1005	1005	0.0%
52度泸州老窖特曲 (500ml)	258	258	262	258	258	262	259	259	0.0%
水井坊									
52度水井坊井台装	599	519	519	519	519	519	546	519	5.1%
52度水井坊臻酿八号	459	359	359	359	359	359	392	359	9.3%
山西汾酒									
53度青花汾酒 30年	658	688	--	679	678	--	673	679	-0.8%
53度青花汾酒 20年 (500ml)	418	428	--	438	428	--	423	433	-2.3%
洋河股份									
52度梦之蓝 M3	559	509	681	549	509	681	583	580	0.6%
52度天之蓝 (480ml)	379	349	466	381	349	466	398	399	-0.2%
古井贡酒									
50度古井年份原浆 5年	178	178	--	158	178	--	178	168	6.0%
50度古井年份原浆献礼	128	128	--	105	128	--	128	117	9.9%
顺鑫农业									
36度牛栏山百年陈酿 (400ml)	118	99	152	98	99	152	123	116	5.7%

资料来源：京东、酒仙网、1919，东吴证券研究所

6. 乳业草根调研追踪

图 9：伊利乳制品促销



数据来源：沃尔玛，家乐福，东吴证券研究所

图 10：蒙牛乳制品促销



数据来源：沃尔玛，家乐福，东吴证券研究所

表 6：上海/北京大型商超乳制品促销情况

	品牌	产品	净含量	原价 (元/件)	促销活动	折扣系数
上海沃 尔玛	伊利	金典纯牛奶	250ml*12	53	49.5 元/箱	93%
	伊利	金典低脂纯牛奶	250ml*10	62.5	49.5 元/箱	79%
	伊利	安慕希希腊风味酸奶	205g*12	78	66 元/箱	85%
	伊利	安慕希希腊风味酸奶香草口味	205g*12	62.5	49.5 元/箱	79%
	伊利	伊利畅轻风味发酵乳	250g	8	任意两件 8 折	80%
	蒙牛	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	送 4 瓶 silk 豆奶	85%
	蒙牛	特仑苏低脂纯牛奶	250ml*12	68	送一箱 silk 豆奶	68%
	蒙牛	蒙牛纯甄酸牛奶	200g*12	48.8	48.8 元/箱,送一箱 silk 豆奶	55%
北京家 乐福	伊利	金典低脂纯牛奶	250ml*12	67.2	49.5 元/箱	74%
	伊利	金典纯牛奶	250ml*12	66	54 元/箱	82%
	伊利	安慕希希腊风味酸奶香草口味	205g*12	66	54 元/箱	82%
	蒙牛	纯甄酸牛奶 (原味)	200g*12	66	双提 99 元	75%
	蒙牛	纯甄酸牛奶 (香草口味)	200g*12	66	48.8 元/箱	74%
	蒙牛	纯甄酸牛奶 (草莓果粒、蓝莓果粒)	200g*10	66	每满 50 元减 10 元	85%

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

7. 重要行业新闻

1) 贵州白酒企业谋求竞合发展——与其竞争，不如竞合（2月28日）

2018 贵州白酒企业发展圆桌会议近日在茅台集团召开。今年圆桌会议的主题是“接力贵州酒业共识 续写竞合发展篇章”。统计显示，2017 年，贵州白酒以占全国 3.8% 的产量实现了占全国 14.6% 的销售收入、41% 的利润总额、65% 的出口创汇额，利润总额和出口创汇均排在全国第一位。“圆桌会议的最大价值是竞合理念成为行业发展共识，引领行业共生共荣。”贵州省工业和信息化厅党组成员汪家强表示，竞合是一种更高层次的竞争，最终的目的是共赢。茅台方面表示，要做大做强中国白酒产业，只靠几家大企业是不够的，必须依托市场、紧跟需求，加强全产业链建设。唯有通过行业竞合构建更加开放的贵州白酒产业格局，才能推进贵州酒业高质量发展。

（新闻来源：经济日报）

2) 2019 年 1 月中国啤酒出口量同比增长 12.8%（2月28日）

据中商产业研究院数据库显示，2013 年-2018 年中国啤酒出口量逐渐增长，增长幅度逐渐加大，共增长 13630 万升。2017 年中国啤酒出口量为 36095 万升，同比增长 23.8%;2018 年中国啤酒出口量为 38571 万升，同比增长 6.8%。2018 年中国啤酒出口量维持增长趋势，但增长幅度有所减缓;2019 年 1 月中国啤酒出口量为 3404 万升，同比增长 12.8%。从我国啤酒出口的发展趋势来看，2019 年我国啤酒出口量增长突破需要紧抓两个重点：避免企业之间严重同质化，以及从产品外销到文化输出。

（新闻来源：佳酿网）

3) 中国消费者对猪肉热情减退?得利斯提速开辟牛肉市场（3月1日）

面对猪肉市场利润下滑，得利斯在 2018 年加速在牛肉领域的布局。2018 年 11 月 1 日，得利斯百万头牛肉加工及贸易物流项目已完成 2 万平方米钢筋混凝土结构厂房的建设，目前正在办理相关证照手续并进行设备安装，按照计划，该项目今年上半年将实现正式投产。据介绍，该项目将搭建全球牛肉供应链体系，得利斯目前已经与澳大利亚、新西兰等国家的二十多家企业进行了深入洽谈，并达成合作意向。得利斯肉牛加工项目产品目前已形成了 119 个 sku 的产品矩阵。随着即将投产的肉牛加工项目上线，得利斯同步铺设营销渠道，公司方面介绍，得利斯牛肉加工项目将依托电商、流通餐饮、贸易、超市四大渠道开展牛肉项目的营销业务。在热议消费升级的当下，牛肉市场未来的增长空间大。数据显示，目前，我国是全球第三大牛肉消费国，仅次于美国、巴西。但是中国居民牛肉消费不足世界平均水平一半，远低于欧美发达国家及部分东亚国家。2016 年中国牛肉人均消费 5.6 千克，仅为日本的 58%，美国的 15.6%。

（新闻来源：华夏时报）

4) 全民焕新节 伊利高层揭秘苏宁小店奶卡爆红之路 (2月26日)

“开始售卖一个月，苏宁小店伊利卡的销售总额已超过1000万元。”伊利集团总裁助理晁德文分享道。早在今年1月25日，伊利团队就到访苏宁总部，并敲定了2019年10亿，3年40亿的全渠道销售目标，围绕新品、联合IP、社群、社团、拼团、联名卡、内容运营等方面进行深度合作。从2018年期间的年货节、818、双十一等重大促销节点的销售表现来看，伊利都稳居苏宁平台在售的中国乳制品行业榜首，双方联手成绩斐然。其中，苏宁小店与伊利合作推出的产品——联名奶卡，可谓是产品领域创新的代表作。在使用便捷性、消费优惠力度、O2O玩法打通、品牌品质背书上，开创了日销品？零售的新玩法，并在去年年底春节消费节点推出之后，成功打入了社区居民春节消费场景。

(新闻来源：大众证券报)

8. 重大事项提醒

表 7: 上市公司 2018 年年报披露时间表 (括号内为业绩预告中归母净利增速)

	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日	
3 月	4 日	5 日	6 日	7 日	8 日	9 日	10 日	
			云图控股			盐津铺子 (+7.27%)		
	11 日	12 日	13 日	14 日	15 日	16 日	17 日	
			惠发股份	梅花生物	顺鑫农业	双汇发展 承德露露 桂发祥 (-9.16%)		
	18 日	19 日	20 日	21 日	22 日	23 日	24 日	
		金禾实业	桃李面包 (+25.19%) 海欣食品 (+224.90%)		涪陵榨菜 (59.78%)	安琪酵母 燕塘乳业 (-65.20%)		
	25 日	26 日	27 日	28 日	29 日	30 日	31 日	
		海天味业 养元饮品 光明乳业 晨光生物 星湖科技		五粮液 天润乳业	贵州茅台 青岛啤酒 酒鬼酒 (+27.94%) 煌上煌 (+22.72%)	中炬高新 (+33.83%) 珠江啤酒 (98.39%) 福成股份 (+7.45%) 上海梅林 *ST 因美 (+103.87%) 京粮控股 科迪乳业 (+2.05%) 广弘控股 金枫酒业		
	4 月	1 日	2 日	3 日	4 日	5 日	6 日	7 日
				古越龙山 安记食品	爱普股份			
8 日		9 日	10 日	11 日	12 日	13 日	14 日	
		合力泰	三全食品 (53.76%) 佩蒂股份		洽洽食品 (+35.58%)	今世缘 重庆啤酒 通葡股份		
15 日		16 日	17 日	18 日	19 日	20 日	21 日	

	绝味食品 (+27.87%) 恒顺醋业 大康农业 双塔食品 (160.23%)	会稽山	口子窖 中宠股份 (-16.94%)	千禾味业 (+66.6%) 好想你 (20.09%) 克明面业 (67.32%) 青海春天	张裕 A 张裕 B 香飘飘 得利斯 (+11.03%)	
22 日	23 日	24 日	25 日	26 日	27 日	28 日
安井食品	华统股份 (28.47%) *ST 椰岛	同济堂 百润股份 (-32.20%)	广州酒家 青青稞酒 (+216.01%) 中葡股份 麦趣尔 (-969%) 惠泉啤酒 安德利 *ST 皇台	泸州老窖 伊力特 (+24.94%) 金字火腿 (-109.2%) 加加食品 (-24.65%) 来伊份 百洋股份 威龙股份 皇氏集团 (-1193%) 莲花健康	山西汾酒 古井贡酒 燕京啤酒 水井坊 老白干酒 深深宝 A 三元股份 龙大肉食 (-7.38%) 西王食品 维维股份 深深宝 B 佳隆股份 (+77%) 莫高股份	
29 日	30 日					
维信诺 元祖股份	洋河股份 (+22.30%) 迎驾贡酒 湖南盐业 天广中茂 金徽酒 金种子酒 西藏发展					

数据来源：Wind，东吴证券研究所

9. 近期股东大会

表 8：近期股东大会

序号	代码	名称	会议日期	会议类型
1	300146.SZ	汤臣倍健	2019/3/22	股东大会
2	600887.SH	伊利股份	2019/3/21	股东大会
3	002661.SZ	克明面业	2019/3/15	临时股东大会

4	601579.SH	会稽山	2019/3/13	临时股东大会
5	002719.SZ	麦趣尔	2019/3/11	临时股东大会

数据来源：Wind，东吴证券研究所

10. 风险提示

宏观经济发展不及预期，食品安全风险，白酒需求不达预期，行业竞争加剧。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

