

食品饮料

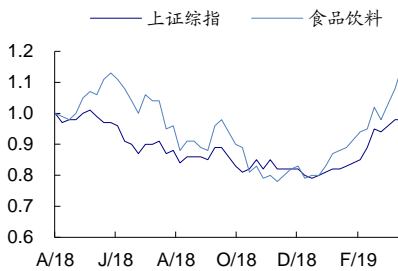
月度观点

超配

(维持评级)

2019年04月09日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

4月投资策略：茅台迎开门红，关注Q1业绩前瞻

相关研究报告：

《啤酒行业深度报告：量稳价增利好频现，空间广阔向阳而生》——2019-04-03
 《月度观点：3月投资策略：关注外资流入，期待春糖反馈》——2019-03-11
 《专题报告：理性升级，智慧转型——2018线上食品饮料消费白皮书》——2019-03-06
 《月度观点：2月投资策略暨2018年年报前瞻：北上资金推动，春节行情持续演绎》——2019-02-13
 《月度观点：1月投资策略：关注年货行情，优选品牌龙头》——2019-01-16

证券分析师：陈梦瑶

电话：18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517080001
 联系人：孙山山
 电话：13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

● 19Q1业绩前瞻偏积极，景气度仍可延续

名酒经营日趋稳健，行业景气度仍可延续。春糖期间五粮液正式发布第八代产品，19年普五整体配额1.5万吨，第七代（出厂价789元）已完成配额56%，收藏版（出厂价859元）占配额9%，第八代（出厂价879-889元）占配额35%，我们预计普五出厂价将提升4%-5%。酒鬼酒举行内参酒2019年品牌策略发布会，公司提出短/中/长期目标30、50、100亿。山西汾酒举办投资者交流会，公司18年保持较快增长，提出过长江、占上海、拓全国，通过华东来带动全国市场。

茅台业绩超预期，关注19年一季度反馈情况。通过对食品饮料进行一季度业绩前瞻，我们发现整体表现偏积极。茅台发布一季度业绩快报，公司营收约221亿（+20%），归母净利润111亿（+30%），超市场预期，公司如期实现开门红，进一步推动市场情绪，我们建议关注19年一季报的反馈情况，积极布局一季度预期表现积极且仍有估值修复空间的标的。茅台3月下旬经销商开始跨季度打4-6月货款，各地批价小幅提升至1900元左右。五粮液渠道库存良性，节后价格保持在820-830元。国窖1573批价715-725元。洋河股份南京地区M3一批价340-350元，M6一批价450-460元。今世缘南京地区对开一批价255-260元，四开一批价365-375元。

● 阿里线上数据：节后保健品正常回落，休闲龙头恢复正常

节后恢复正常，大众品优选龙头。3月保健品16.91亿（-13.6%），量减2.8%，价减11.1%，汤臣倍健1.14亿（+19%）；休闲食品43.15亿（+32.3%），量增22.8%，价增7.7%，三只松鼠4.17亿（+63%），百草味2.67亿（+53%），良品铺子2.34亿（+43%）。此外，增值税下调将对食品板块有积极影响，建议关注渠道兼优且有较强成本转嫁及定价优势的子行业龙头进行配置。

● 投资建议

3月重点推荐组合涨跌幅回顾：汤臣倍健（+9.23%）、伊利股份（+7.66%）、今世缘（+38.11%）、泸州老窖（+29.94%）、顺鑫农业（+43.54%）、贵州茅台（+13.11%）、千禾味业（+28.22%）、绝味食品（+18.69%），远远跑赢沪深300的5.53%，也高于中信食品饮料板块的15.80%。4月我们重点推荐：泸州老窖、贵州茅台、今世缘、酒鬼酒、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

● 风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600519	贵州茅台	买入	900.2	11307	28.02	33.56	32.13	26.82
000568	泸州老窖	买入	68.99	1011	2.45	3.07	28.16	22.47
000799	酒鬼酒	买入	28.08	91	0.69	0.89	40.70	31.55
603369	今世缘	买入	29.04	364	0.94	1.23	30.89	23.61
600132	重庆啤酒	买入	36.49	177	0.84	1.01	43.44	36.13
600600	青岛啤酒	买入	48.50	655	1.05	1.25	46.19	38.80
603517	绝味食品	买入	46.30	190	1.56	1.88	29.68	24.63
300146	汤臣倍健	买入	21.70	319	0.68	0.91	31.91	23.85
603027	千禾味业	买入	23.03	75	0.68	0.70	33.87	32.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

内容目录

行业观点.....	4
19Q1 业绩前瞻偏积极，景气度仍可延续.....	4
热点聚焦.....	4
一季报前瞻偏积极，整体板块偏稳健.....	4
公司动态.....	5
数据追踪.....	12
阿里线上数据：节后保健品正常回落，休闲龙头恢复正常.....	12
产销量：葡萄酒产量同比下跌，乳制品库存回升.....	14
零售价：啤酒、乳制品价格提升.....	15
成本：生鲜乳、生猪同比提升，包材同比下降.....	16
投资建议.....	18
风险提示.....	20
国信证券投资评级.....	21
分析师承诺.....	21
风险提示.....	21
证券投资咨询业务的说明.....	21

图表目录

图 1: 保健食品行业全网销售额及变化	12
图 2: 保健食品行业全网销量及销售均价	12
图 3: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额	13
图 4: 休闲食品行业全网销售额 (元)	13
图 5: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)	13
图 6: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额	14
图 7: 白酒京东价格变化	15
图 8: 啤酒一号店价格变化	15
图 9: 红酒价格指数变化	15
图 10: 牛奶零售价变化	16
图 11: 酸奶零售价变化	16
图 12: 婴幼儿奶粉变化	16
图 13: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)	17
图 14: 南宁糖蜜价格 (元/吨)	17
图 15: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)	17
图 16: 生鲜乳均价 (元/公斤) 及 yoy (%)	17
图 17: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)	17
图 18: 大豆现货价格走势 (元/吨)	17
图 19: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	18
图 20: 鸭苗价格走势	18
图 21: 中国玻璃价格指数走势	18
图 22: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	18
表 1: 2019Q1 主要食品饮料个股业绩前瞻	5
表 2: 各行业产量最新数据	14
表 3: 各行业库存及销量最新数据	15
表 4: 1 月策略组合受益情况一览	19
表 5: 食品饮料行业重点推荐公司估值表	19

行业观点

19Q1 业绩前瞻偏积极，景气度仍可延续

名酒经营日趋稳健，行业景气度仍可延续。春糖期间五粮液正式发布第八代产品，19 年经典五粮液整体配额 15000 吨，第七代（出厂价 789 元）已经完成配额的 56%，收藏版（出厂价 859 元）占配额的 9%，第八代（出厂价 879-889 元）占配额的 35%（即 5250 吨），我们预计普五出厂价将提升 4%-5%。酒鬼酒举行内参酒 2019 年品牌策略发布会，内参酒自 18 年底由 30 余位经销商成立销售公司，19 年制定目标翻番，公司提出短期看 30 亿，中期看 50 亿，长期看 100 亿。山西汾酒举办投资者交流会，从产品结构来看 18 年青花增长 60%，老白汾增长 27%，巴拿马金奖增长 27.5%，玻汾增长 36%。从渠道来看，18 年终端数量增长到 30 万家，19 年预计达到 50 万家左右。从区域来看，公司提出过长江、占上海、拓全国，通过华东来带动全国市场。

茅台业绩快报推动市场情绪，关注 19 年一季度反馈情况。行业整体近期动销和库存整体表现良性，年初至今白酒估值修复兑现，老窖、洋河、今世缘、古井贡酒等仍具修复空间。茅台发布一季度业绩快报，公司营收约 221 亿（+20%），归母净利润 111 亿（+30%），超市场预期，公司如期实现开门红，进一步推动市场情绪，我们建议关注 19 年一季报的反馈情况，积极布局一季度预期表现积极且仍有估值修复空间的标的。

白酒动销良性，茅台批价小幅提升。茅台 3 月下旬经销商开始跨季度打 4-6 月货款，各地批价小幅提升至 1900 元左右。五粮液渠道库存良性，节后价格保持在 820-830 元，表现稳定。泸州老窖落实控货提价政策，当前 1573 批价 715-725 元。洋河股份省内动销略有压力，省外保持良性增长，南京地区 M3 一批价在 340-350 元，M6 一批价在 450-460 元。今世缘动销情况良好，南京地区对开一批价 255-260 元，四开一批价 365-375 元。

关注增值税下调，大众食品板块优选品牌龙头。从已经披露的年报来看，食品龙头业绩整体表现稳健，产品升级及均价提升的贡献比预期更显著，在原材料成本压力下进一步关注产品结构升级、费用管控所带来的业绩改善影响。此外，4 月 1 日起，增值税税率从 16% 下调至 13%，我们认为将对食品板块有积极影响，增厚其利润空间，建议关注渠道兼优且有较强成本转嫁及定价优势的子行业龙头进行配置。

关注增值税下调对食品饮料带来的积极影响，结合动销表现及估值情况，重点推荐：泸州老窖、贵州茅台、今世缘、酒鬼酒、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

热点聚焦

一季报前瞻偏积极，整体板块偏稳健

随着 2018 年年报陆续发布，市场对食品饮料个股关注切换到 2019 年一季报。我们以 19Q1 归母净利润增速为维度，分为高增长（≥20%）、稳增长（0%-20%）及有一定增长压力（<0%）三种情况。我们发现白酒企业普遍保持稳增长乃至高增长，稳增长的如贵州茅台、洋河股份，高增长的如五粮液、泸州老窖、今世缘、古井贡酒、山西汾酒、水井坊、口子窖等。食品板块如洽洽食品、香飘飘、汤臣倍健、绝味食品等保持高增长，海天味业、伊利股份、恒顺醋业、安井食品等保持稳增长，养元饮品、安琪酵母及好想你有一定业绩压力。

表 1: 2019Q1 主要食品饮料个股业绩前瞻

增速情况	个股	2019Q1 营收增速 (%)	2019Q1 归母净利润增速 (%)
高增长	香飘飘	40-45	30-40
	酒鬼酒	25-30	30-35
	涪陵榨菜	25-30	30-35
	山西汾酒	25-30	30-35
	千禾味业	20-25	30-35
	今世缘	28-32	28-32
	泸州老窖	20-25	25-30
	五粮液	20-25	25-30
	古井贡酒	20-30	21-27
	汤臣倍健	35-40	20-30
	口子窖	15-20	20-25
	绝味食品	15-20	20-25
	水井坊	15-20	20-25
	洽洽食品	10-15	20-25
	贵州茅台	20	30
稳增长	舍得酒业	15-20	15-20
	海天味业	15-20	15-20
	安井食品	10-15	15-20
	恒顺醋业	10-15	15-20
	青岛啤酒	5-10	15-20
	重庆啤酒	5-10	15-20
	桃李面包	15-20	10-20
	洋河股份	10-15	10-15
	伊利股份	10-15	5-10
	元祖股份	10-15	0-5
	金徽酒	5-10	5-10
	燕京啤酒	3-4	0-5
有一定增长压力	好想你	10-20	(-15) -10
	安琪酵母	10-15	(-10) -0
	养元饮品	(-5) -5	(-10) -0

资料来源:国信证券经济研究所预测

注: 贵州茅台发布一季度业绩快报

公司动态

近期我们调研了千禾味业和汤臣倍健。此外，食品饮料行业部分重点公司陆续披露年报，对此我们跟踪点评如下：

汤臣倍健：公 2019 年公司面临的三重考验：LSG 澳洲的整合；线上的增长（阿里、京东的流量限制）；超级供应链（品牌变多之后，如何满足高效的供应链管理）。

健力多的规模展望。大单品成功与否的第一个标准就是回款超过 10 亿，市占率超过 60%，在含税零售额达到 100 亿之前都会保持比较快的增长，2019 年从 2018 年的健力多大单品会变成三箭齐发：健力多，LSG，健视佳（2 个试点城市到 6 个）LSG 今年作为一个战略的重点。

LSG 铺货和全年的营销举措。机遇和挑战并存，3 月份开始进入铺货，5 月底 3 万个，全年 5 万个终端（药线渠道），一旦非蓝帽子的产品能够打开局面的化，对后续产品的建立会非常积极。因为 LSG 视家族企业，新的电商法从 4 月份开始正式实施，对代购的影响还是比较多，比原来比较成熟的品牌的代购比例更高，当规模比较大之后才会加强对平台的投入，因为现在代购商家都在降库存，所以短期是有影响的，尤其是价格体系的稳定，4 月份开始和考拉合作。下一步会有一部分管理层调整，6 月底之前完成，另设置合格进入者计划，核心岗位、中层骨干，今年会陆续到位。

医保政策层面，目前全国并不是统一的政策，以往大多数地区也比较严格，以往宽松的地区目前也没有严格执行，目前来看 1-2 月份数据并没有受到影响，取得了不错的政策。未来会是趋严的态势，但是估计影响有限。

权健事件对行业的影响：短期对行业信心是一个打击，对于直销和会销类型的企业打击比较大。但长期来看，对规范企业是好事，公司抓住机遇引导消费者教育，正面引导宣传。重新推出膳食营养补充剂的概念，作为行业领军企业，推进消费者和立法层面的进程。在公司成立之初、上市时候就明确界定了膳食营养补充剂，与国际接轨，是科学的概念，包括立法，走进民众心中，希望行业健康发展，公司才能更加受益。未来也会继续沿着膳食营养补充剂的领域和范畴去推广和研发新品，联合行业协会去推广。

千禾味业：公司聚焦差异化的超高端酱油赛道，以零添加为战略方向，以高鲜产品为阶段性战术；所有资源主要投入到零添加。树立品牌形象，占据消费者心智，形成“千禾=零添加=高品质”的品类认知。

2019 年要新开拓 200 多家经销商（现有 1000 家），单家体量不低于 100 万，铺到全国人口大县、经济强县。严格筛选经销商，尽量选择认可品牌战略且有人货物资源优势的经销商，以便成功模式进行复制。今年陆续开始品牌投入，进行广告宣传，希望让品类蛋糕更快扩大。

贵州茅台：业绩超预期，预收款环增

公司 2018 实现总营收 771.99 亿元，同增 26.43%，归母净利润 352.04 亿元，同增 30%，业绩超预期预告（收入+23%，利润+25%）。其中 Q4 实现收入 222.3 亿元，同增 34.12%，归母净利润 104.70 亿元，同增 47.56%，环比明显提升，受提前打款确认、非标产品加大投放综合影响，期末预收账款 135.8 亿同增环比 Q3 末增加 24 亿。公司 2019 年目标实现营收增长 14% 左右。

提前打款积极投放，系列酒毛利率提升。2018 茅台酒收入 654.9 亿元同增 24.99%，销量 3.25 万吨/吨价 202 万元分别增长 7.5%/16.8%，毛利率 93.7% 同增 0.9pct，Q4 茅台酒收入 192.25 亿元同增 37.4% 环比明显提升，Q4 报表发货量约 9500 吨，春节提前且提前打款发货保证旺季供需稳定，非标产品投放拉动业绩弹性；系列酒营收 80.77 亿元同增 39.88%，销量 2.98 万吨/吨价 27.1 万元同比-0.43%/+40.6%，毛利率 71.05% 同增 8.3pct，价格体系明显上行。节后货源偏紧，一批价回升在 1800-1850 之间，渠道库存低，近期经销商 4-5 月计划已陆续打款，3 月底陆续到 4 月配额，随着直营占比提升和非标发货加大拉升吨价，提前打款确认节奏积极，一季报预期仍有稳健增长，

直营比例有望提升，渠道规范发展。随着公司对渠道进行管控调整，2018 直销渠道收入 43.7 亿元同减 30%，占比营收仅 6%，2018 年国内经销商增加 615 家主要为普香系列酒经销商，减少 607 家其中茅台酒经销商减少 437 家，前期收回额度预计后续将投入直营体系。近期经销商会强调文化茅台建设，强调价格要让消费者满意，而非厂商要求的价格。公司打款政策调整、发货量加大业绩环比提升，非标、直销占比有望提升拉动均价，产能稳定建设支撑长远发展。

五粮液：业绩符合预期，盈利能力持续强化

2018 年实现营收 400.3 亿元，同增 32.6%，归母净利润 133.8 亿元，同增 38.4%，其中 18Q4 实现收入 107.8 亿元，同增 31.3%，归母净利润 38.9 亿元，同增 43.6%，业绩符合预期，Q4 增速环比提升。期末预收款为 67 亿同增 44%，环增 42 亿，打款表现积极。公司 2019 年收入目标 500 亿元，计划保持 25% 左右增长。

新品推出提价有空间，动销积极有望开门红。公司持续产品结构升级，拉升价格体系，公司含税 120 元以上高价位酒销售占比 75.4%，同增 41.1%，中低价酒占比 18.9% 同增 12.9%。近期春糖反馈积极，2019 年普五配额 1.5 万吨（不含交杯、1618 等），其中第七代占比 56% 已完成打款，3 月推出 859 元收藏版五粮液占比 9%，第八代五粮液厂价 879-889 元占比配额的 35%，公司坚定产

品换装升级，新品推出配合新防伪技术、数字化、控盘分利策略有望梳理渠道盈利模式，产品聚焦 4+4 矩阵，严格清退高仿产品避免品牌力透支，渠道调研显示，五粮液批价从节前 790 回升至 820 元左右，在茅台价格高位引领下五粮液突显性价比，春节动销积极，渠道库存偏低，随新品推出批价上涨预期较强，积极打款进度为 Q1 开门红奠定基础。

营销体系改革，加大品牌口碑引导。公司聚集改革营销体系，7 大营销中心细分为 21 个营销战区，设置专访人员加强终端服务，对战略市场进行资源倾斜投放，目前已在全国 46 个重点城市建设了 7000 余家核心终端网点，并计划提升户外媒体覆盖率，通过高层走访打造高端商务消费群提升品牌口碑。

海天味业：业绩符合预期，2019 年目标积极

公司 18 年实现营收 170.34 亿元同增 16.8%，归母净利润 43.65 亿元同增 23.6%，扣非净利润同增 21.9%，Q4 单季营收 43.23 亿元同增 15.63%，归母净利润 12.34 亿元同增 24.29%，经营业绩保持稳健增长，符合预期。公司计划 2019 年实现收入 197.6 亿元（+16%），利润 52.38 亿元（+20%）。

品类均衡发展，产品结构优化。分产品看，公司酱油销售 102.4 亿元同增 15.85%，毛利率提升 1pct 至 50.55%，继续推进精品战略；蚝油销售 28.6 亿元同增 26.02%，毛利率提升 1.8pct 至 40.92%，两大品类高基数下持续快速扩容，表现超越行业、集中度进一步提升；酱类销售 20.9 亿元同增 2.55%，毛利率提升 2.4pct 至 47.8%，产品结构优化明显。醋/料酒业务同增约 10%/20%，凭借公司强大品牌及渠道势能推广，低基数下有望做大做强；公司产品线齐全，主流产品性价比高，覆盖高中低各价位段品类，新品升级打造功能型调味品如拌饭酱，迎合新消费需求，消费群体扩容。公司重视研发创新，研发费用率稳定提升，多品类均有新品储备择机推出。未来现有产品升级+新品类延拓，将打开长期业绩增长空间。

渠道壁垒深厚，新型品宣聚焦客群。分区域看，东/南/西/北/中部区域销售增速分别为 15.3%/13.6%/21.8%/13.6%/18.0%，均实现双位数增长。公司目前地级市覆盖率达 80-90%、县级 60%行业领先，未来继续向下线城市及乡镇终端布局，收割低线消费市场，拉大市场领先优势。公司持续通过广告和媒体营销获取潜在年轻消费群，《熟悉的味道》、《中餐厅 2》等热门餐饮类综艺深度植入更具优势。

养元饮品：业绩环比改善，分红率提升

公司 2018 年收入 81.44 亿（+5.21%），归母净利 26.78 亿（+15.92%），扣非净利 22.88 亿（+20.96%）；公司 18Q4 收入 23.88 亿（+4.72%）；归母净利 9.37 亿（+26.29%），业绩环比 Q3 明显改善。18 年 Q4 毛利率增加 3.3pcts 至 51.69%，产品结构提升明显，单 Q4 净利率增 6.7pcts 至 39.23%。

多渠道、多区域、多品类立体化布局，品牌营销强化。截止 2018，公司共有经销商 1800 余家，具备全国所有县级地区的覆盖能力，公司销售占比前四销售区域为华东/华中/西南/华北，销售占比分别为 32.34%/27.49%/18.08%/15.33%，销售增速分别为 4.22%/4.72%/14.08%/0.42%，另外东北、西北基数小增速较高分别为 10.10%/7.24%，华南地区竞争相对激烈，销售同比下滑 9.76%。公司持续巩固“分区域定渠道独家经销模式”，深度挖潜“冀鲁豫、苏浙皖、江西、川渝”区域市场；加快两湖、闽粤滇桂黔、东北、西北等区域市场成长。集中资源发力北上广深一二线城市，另线上电商渠道销售 1.2 亿同增 131.5%，未来有望加速拓张。

公司未来仍将聚集产品持续升级，推出更高附加值产品，同时积极强化品牌营

销，19年将依托媒介资源冠名益智类栏目，实现品牌力的传播渗透，以匹配新品区域布局节奏带来增量。

安琪酵母：产能调整、费用上升至业绩承压，现金流改善。

公司2018年实现营收66.86亿元同增15.75%，归母净利润8.57亿元同增1.12%，扣非利润同增2.72%，其中单Q4收入17.87亿元同增12.16%，归母净利润1.83亿元同减22.37%，业绩低于预期，业绩增速下滑主因：1.公司伊犁工厂产量下降，其他低毛利工厂产能替代提升成本，赤峰工厂Q4完成搬迁改造期较Q3有一定缓解，Q4毛利率38%同降2.3pcts，降幅环比Q3缩窄，全年毛利率36.32%同降1.3pct；受燃料价格上涨及营销费用上升影响，运输、广宣费用均提升，全年销售费用率11.31%同增0.4pct，管理费用+研发费用率共7.6%同降0.3pct；此外人民币汇率波动下出口增速下降、汇兑损失增加，财务费用率同增0.4pct至1.9%；全年净利率13.46%同减2pcts。预计公司将强化费用管控，伊犁工厂未来计划搬迁减少环保影响，预计后续盈利将逐渐改善。公司计划2019、2020、2021年均实现收入增长15%以上，实现2020年收入超85亿，2021年破百亿目标。

酵母主品类表现积极，国内国外增速稳健。分业务看，公司酵母业务期内收入54.73亿元占比81.9%同比增长24.2%表现积极，烘焙类、YE等业务持续、稳健增长，烘焙面食的调味品业务突破亿元；、微生物营养、植物营养、生物能源、酶制剂及宏裕包材外单收入增长均超过20%。国内销售46.9亿占比70%同增17.3%（线上线上分别占比35%/65%）海外业务恢复增长全年同增12.8%。随酵母营养品消费群体扩增、衍生品技术愈成熟，以保健品为首的衍生业务有望持续高增。

产能建设稳步推进，国际化战略有望深化。公司酵母发酵总产量达到23.7万吨，同比增加16%；安琪俄罗斯第一年运行，酵母产量超过设计产能；安琪赤峰1.6万吨搬迁改造项目建成投产，埃及1.2万吨YE项目产能有望H1落地；投资2.5亿元的营养健康食品数字化工厂稳步推进。目前俄罗斯及埃及工厂产能共计4.2万吨占比总产能约20%，成本优势下盈利能力强。随着国际化战略深化，安琪有望稳步进军南美、东南亚地区，实现全球布局。

金徽酒：业绩符合预期，金徽蓄势待发

公司2018年营收14.62亿（+9.72%），归母净利2.59亿（+2.24%）。18Q4营收4.97亿（+27.08%），归母净利润0.98亿（+28.73%），业绩符合预期。18年毛利率62.30%（-0.71pcts），净利率17.68%（-1.3pcts），主因销售费用率15.69%（+1.84pcts）及广告费用（+53.58%）等所致。销售商品、提供劳务等收到现金16.67亿（+22.94%），现金流得到改善。2019年目标：营收15.67亿（+7.15%），归母净利润2.72亿（+5.81%）。

高档酒保持稳健增长，产品结构不断优化。分产品来看，占比超36%高档酒（终端售价超100元）营收5.32亿（+31.87%），占比超60%的中档酒（终端售价在30元-100元）营收8.78亿（+1.96%），低档酒（终端售价在30元以下）因调整收入不断下降，产品结构不断优化。从区域来看，占比超30%的兰州及周边地区营收为4.49亿（+7.23%），省会示范效应已显现；占比近40%的甘肃东南部营收为5.76亿（+13.78%），公司大本营比较稳固；占比近14%的甘肃中部地区营收为2.02亿（-9.10%），占比超7%的甘肃西部地区营收为1.07亿（+38.09%），占比近9%的省外营收1.28亿（+18.80%），省外扩张保持良好态势。从渠道来看，占比超95%的经销营收13.94亿（+10.06%），CR5经销商18年营收2.09亿（占比14.28%）。18年公司共有391个经销商，其中省内239个，省外152个。

三大营销促发展，省外扩张有序开展。公司坚持金徽和陇南春双品牌战略，深化“金徽酒 正能量”品牌精神核心，实行三大营销策略：第一，省内市场坚持“不饱和”营销，加快“大兰州”市场、河西走廊市场建设，提升省内市占率；第二，省外市场坚持“不对称”营销，采取聚焦策略，深度开发陕西、宁夏市场，有序开拓新疆、内蒙等西北市场；第三，打造“万商联盟”体系，优化渠道客户价值分配，调动渠道积极性。此外，公司还吸收优秀经销商入股，绑定经销商，共建厂商利益共同体。

盈利预测与估值：我们看好产品结构持续优化及省外扩张有序开展，预测 19-21 年 EPS 0.82/0.93/1.06 元，对应 PE16/14/12，给予未来 6-12 个月目标区间 14.76 元-18.04 元，给予“增持”评级。

顺鑫农业：百亿目标已实现，牛栏山进入新时代

公司 2018 年营收 120.74 亿 (+2.9%)，归母净利润 7.44 亿 (+69.8%)；18Q4 营收 28.71 亿 (-0.5%)，归母净利润 2.08 亿 (+25.1%)，业绩符合预期，主因 18Q4 猪肉及房地产业务亏损等拖累所致。18 年毛利率 39.96% (+6.0pcts)，净利率 6.03% (+2.3pcts)，主因规模效应及管理费率下降等所致。预收款 56.54 亿 (+49.4%)，销售商品、提供劳务等收到现金 163.84 亿 (+5.0%)，经营性现金流净额 31.75 亿 (+28.5%)，现金流得到明显改善。

牛栏山实现百亿，猪肉预计后续好转。分行业来看，占比约 77% 的白酒营收 92.78 亿 (+43.82%)，占比约 20.5% 的猪肉营收 24.71 亿 (-23.13%)，占比约 1.2% 的房地产营收 1.45 亿 (-8.8%)，占比约 1% 的食品加工业营收 1.11 亿 (+18.1%)，纸业营收 0.3 亿 (-30.9%)；具体来看，屠宰肉制品加工 23.68 亿 (-20.2%)，种猪营收 1.03 亿 (-58.0%)，主因毛猪价格下跌及猪瘟事件等所致。草根调研显示，2018 年牛栏山销售额实现破百亿，牛栏山进入后百亿时代。从区域来看，占比超 38% 的北京地区营收 46.03 亿 (-27.36%)，占比近 62% 的外埠地区营收 74.72 亿 (+38.42%)。草根调研显示，18 年牛栏山亿元以上的省级市场（包括直辖市）达到 22 个，预计 18 年长三角地区营收 20 亿左右，珠三角地区营收 10 亿左右。2018 年 500 万以上销售额的经销商数量达 193 个，1000 万以上销售额经销商数量达 134 个，5000 万以上经销商数量达 36 个。

进入后百亿时代，深耕细作全国化。公司从最早的“一城两洲三区”到后来的“1+4+5”再到“2+6+2”布局，即以北京天津为核心，两山、两河、内蒙、辽宁六个省市为重点，长三角和珠三角两个地区为一条线，进行全国化布局。目前北京地区和外埠地区营收比重约 4:6，全国化指日可待。未来牛栏山将实现三大转变：第一，通过“深分销”实现从全国化扩张转向市场纵深发展；第二，通过“调结构”，实现从单一大单品转变到多个产品并进；第三，通过“树样板”，从深耕北京地区转变到同步打造外埠样板市场。

盈利预测与估值：我们看好牛栏山全国化布局，存在剥离房地产和猪肉业务预期，预测 19-21 年 EPS 2.01/2.64/3.43 元，对应 PE22/17/13，维持“买入”评级。

桃李面包：业绩符合预期，静待桃李满天下

公司 2018 年营收 48.33 亿 (+18.47%)，归母净利润 6.42 亿 (+25.11%)；18Q4 营收 13.09 亿 (+16.40%)，归母净利润 1.79 亿 (+15.51%)，18Q1、Q2、Q3、Q4 营收增速分别为 20.57%、18.30%、19.15%、16.40%，Q4 增速放缓主因中秋月饼销售错峰等所致。18 年毛利率 39.68% (+2.0pcts)，净利率 13.29% (+0.7pcts)，主因规模效应及管理费率下降等所致。销售商品、提供劳务等收到现金 54.10 亿 (+16.60%)，经营性现金流净额 8.03 亿

(+22.97%)，现金流得到改善。

成熟区域稳健增长，新兴区域较快增长。从具体业务来看，占比近 98%的面包及糕点营收 47.29 亿 (+18.08%)，毛利率 39.83% (+2.1pcts)；占比近 2%的月饼营收 0.95 亿 (+39.51%)，毛利率 31.27% (-5.8pcts)；粽子营收 0.1 亿 (+38.93%)，毛利率 46.89% (+3.6pcts)。从销售模式来看，占比约 63.7%的直营模式营收 30.78 亿 (+20.67%)，毛利率 40.59% (+2.1pcts)；占比约 36.3%的经销模式营收 17.56 亿 (+14.81%)，毛利率 38.07% (+1.7pcts)。2018 年全年，公司共有超 22 万个零售终端，预计未来公司在全国将有超 100 万个零售终端。从区域来看，成熟区域如华北地区 11.24 亿 (+24.97%)、东北地区 23.33 亿 (+17.60%) 等保持稳健增长；新兴区域如华东地区 9.74 亿 (+26.94%)、华南地区 3.09 亿 (+87.68%) 等保持较快增长。

产能稳步扩建，深耕细作全国化。公司采用“中央工厂+批发”模式进行生产和销售，目前全国范围内共有 17 个生产基地，预计 2023 年工厂将到 22-23 个。当前公司产能利用率 90%左右，各地工厂情况不同，如东莞地区 40%左右，成都地区 140%左右，青岛、济南地区 80%左右，上海地区 70%-80%。天津桃李已于 18 年 3 月投产，全年产能 0.83 万吨。预计 2019 年武汉桃李将投产，预计 2020 年山东桃李、江苏桃李将投产。公司以销定产，能做到日配，整体日配比例 40%，成熟区域如沈阳地区日配比例 70%-80%。

盈利预测与估值：我们看好公司作为短保面包龙头，规模效应下扩建产能，全国化扩张进程加快，预测 19-21 年 EPS 1.65/2.04/2.53 元，对应 PE34/28/23，维持“买入”评级。

涪陵榨菜：产品种类多元化，双品牌持续发力

公司 2018 年营收 19.14 亿 (+25.92%)，归母净利润 6.62 亿 (+59.78%)；18Q4 营收 3.69 亿 (+25.86%)，归母净利润 1.39 亿 (+25.66%)，18Q1、Q2、Q3、Q4 营收增速分别为 47.72%、23.71%、11.01%、25.86%，Q4 环比加速主因前值低基数及渠道库存消化良性等所致。18 年毛利率 55.76% (+7.54pcts)，净利率 34.57% (+7.33pcts)，主因规模效应及 18Q4 部分区域主力榨菜产品提价效应初现等所致。18 年销售费用率 14.68% (+0.21pcts)，主因 18 年上半年开展“大水漫灌”活动增加推广费用等所致。18 年销售商品、提供劳务等收到现金 21.42 亿 (+13.45%)，经营性现金流净额 5.59 亿 (+6.88%)，现金流得到改善。

主力产品稳健发力，新兴区域增长较快。从具体业务来看，占比超 85%的榨菜产品营收 16.28 亿 (+26.76%)，毛利率 57.44% (+8.65pcts)，保持稳健增长；占比超 7%的佐餐开胃菜(包括海带丝和萝卜产品)营收 1.34 亿 (+25.93%)，毛利率 49.58% (+3.14pcts)；占比近 7.7%的泡菜营收 1.47 亿 (+19.31%)，毛利率 44.34% (-1.72pcts)。从区域来看，成熟区域如占比 29.48%的华南地区 5.64 亿 (+14.28%)、占比 9.53%的西南地区 1.82 亿 (+14.16%) 等保持稳健增长；新兴区域如占华东地区、华北地区、东北地区、华中地区、西北地区及中原地区等保持 30%以上的增速，其中占比 4.15%的东北地区营收 0.79 亿 (+30.68%)，预计 19 年营收有望超亿。

产品种类多元化，三驾马车共前行。公司作为榨菜行业龙头，具备行业定价权。当前公司坚持产品三大战略—榨菜、泡菜、酱类，将产品分为主力产品(80g 榨菜)，重点产品(增速较快，未来有望成为主力产品)和新产品(如萝卜干、海带丝)等。18 年公司新开发 22g 小脆口榨菜量贩、400g 泡萝卜、泡白菜、泡竹笋等 4 支新品，其中泡萝卜、泡白菜及泡竹笋隶属于乌江泡菜，公司持续推动榨菜休闲化及泡菜独立发展。公司将持续渠道下沉，分区域开拓新零售终

端及扶持战略经销商做大，建立覆盖全国三四线城市销售网络。

盈利预测与估值：我们看好公司双品牌战略及推动榨菜休闲化，预测 2019-2021 年 EPS 1.01/1.23/1.50 元，对应 PE28/23/19，维持“买入”评级。

酒鬼酒：聚焦三大战略单品，内参、酒鬼双管齐下

公司 2018 年营收 11.87 亿 (+35.13%)，归母净利润 2.23 亿 (+26.45%)；18Q4 营收 4.27 亿 (+30.57%)，归母净利润 0.62 亿 (+3.25%)，18Q1、Q2、Q3、Q4 营收增速分别为 46.12%、36.60%、30.81%、30.57%，Q4 环比放缓主因前值高基数及行业竞争加剧等所致。18 年毛利率 78.83% (+0.89pcts)，主因产品结构不断优化及 18H2 对红坛、紫坛出厂价提价等所致。18 年净利率 18.76% (-1.07pcts)，主因销售费用率 29.15% (+5.8pcts) 特别是其中广告费用同增 325%、销售服务费同增 45% 等所致。18 年公司预收款 1.54 亿 (+10%)，销售商品、提供劳务等收到现金 11.52 亿 (+23.13%)，现金流得到改善。

内参、酒鬼稳扎稳打，华中占半壁江山。从产品来看，18 年占比近 20.6% 的内参系列营收 2.44 亿 (+38.41%)，毛利率 94.45% (+1.05pcts)；占比 66.4% 的酒鬼系列营收 7.88 亿 (+35.05%)，毛利率 81.45% (+2.10%)；占比近 9.2% 的湘泉系列营收 1.09 亿 (+30.64%)，占比近 3.7% 的其他系列营收 0.44 亿 (+33.39%)。从区域来看，占比超 60% 的华中地区营收 7.14 亿 (+39.13%)，占比超 24% 的华北地区营收 2.87 亿 (+42.75%)，占比超 4% 的华南地区营收 0.53 亿 (+10.01%)，占比超 7% 的华东地区营收 0.87 亿 (+21.57%)。

聚焦三大战略单品，三大品牌共前行。当前公司已形成“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌组合，其中“内参”要求稳价增量，“酒鬼”要求量价齐升，“湘泉”要求增品增量。公司突出战略单品，全力聚焦内参、红坛酒鬼酒、传承版酒鬼酒三大战略单品，重点资源倾斜。在此基础上，红坛酒鬼系列向上延伸推出“红坛 20”、“红坛 30”等新品，湘泉推出系列增品增量产品。当前公司将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，资源聚焦到湖南大本营（已下沉至所有县级市），集中到京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等战略市场，省外如河北、山东已实现地级市全覆盖。

盈利预测与估值：我们看好公司定位于次高端的酒鬼系列及中粮入主后的支持，预测 2019-2021 年 EPS 0.89/1.14/1.44 元，对应 PE27/21/17，维持“买入”评级。

香飘飘：产品矩阵成型，果汁茶表现亮眼

公司 2018 年营收 32.51 亿 (+23.13%)，归母净利润 3.15 亿 (+17.53%)；18Q4 营收 15.71 亿 (+20.85%)，归母净利润 2.31 亿 (+24.19%)，18Q1、Q2、Q3、Q4 营收增速分别为 111.14%、-13.43%、3.79%、20.85%，Q4 环比加速主因进入销售旺季及果汁茶销量超预期等所致。18 年毛利率 40.39% (+0.19pcts)，主因内部降本增效及 18H1 对美味系列进行提价等所致。18 年净利率 9.68% (-0.46pcts)，主因销售费用率 24.61% (+1.24pcts)、管理费用率 4% (+0.2pcts) 等所致。18 年公司预收款 2.48 亿 (+73.43%)，销售商品、提供劳务等收到现金 38.99 亿 (+33.44%)，经营现金流净额 6.13 亿 (+478.3%)，现金流得到明显改善。

冲泡奶茶稳增长，果汁茶成公司新增长点。从产品来看，占比 54.51% 的经典系列营收 17.72 亿 (+10.54%)，毛利率 42.18% (+0.19pcts)；占比 31.74% 的美味系列营收 10.32 亿 (+29.90%)，毛利率 43.45% (+1.90pcts)；占比 6.71% 的液体奶茶系列营收 2.18 亿 (+0.55%)，毛利率 31.53% (+3.47pcts)；占比 6.18% 的果汁茶营收 2.01 亿，毛利率 23.37%。公司 2018 年果汁茶销量

近 542 万箱，公司推动果汁茶经销商三专化进程，完善经销商销售体系。从区域来看，占比超 48% 的华东地区营收 15.62 亿 (+22.96%)，占比超 15% 的华中地区营收 4.97 亿 (+25.13%)，占比超 13% 的西南地区营收 4.29 亿 (+17.94%)，其余华南、西北和华北均实现超亿营收。

顺利完成 18 年考核目标，果汁茶增厚 19 年营收。公司目前形成固体奶茶系列（经典系列、美味系列）、果汁茶（三种口味，定位新一代茶饮）、液体奶茶（MECO 牛乳茶、兰芳园系列）产品矩阵。公司是杯装奶茶领域的领头羊，其市占率约 63%。公司顺利完成限制性股票激励计划中 18 年营收和归母净利润考核目标。19 年考核目标：营收 39.60 亿，归母净利润 3.62 亿，我们认为公司完成 19 年目标问题不大。公司前瞻性布局产能，目前湖州液体工厂已正常投产，广东液体工厂进入设备调试阶段，天津液体工厂主体厂房基本完工，成都液体工厂已开工建设。

盈利预测与估值：我们看好公司杯装奶茶行业龙头地位及新品果汁茶的未来发展空间，预测 19-21 年 EPS 0.88/1.07/1.34 元，对应 PE37/30/24，维持“买入”评级。

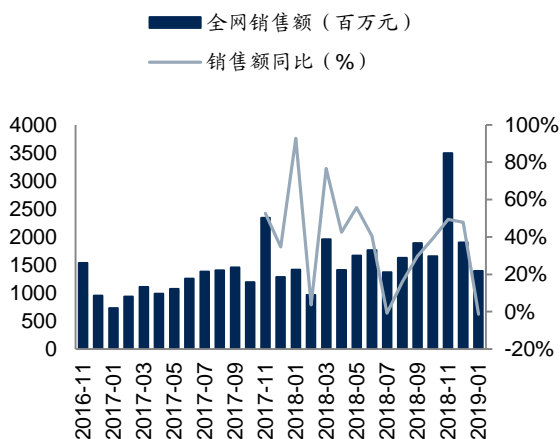
数据追踪

阿里线上数据：节后保健品正常回落，休闲龙头恢复正常

保健食品：节后正常回落，汤臣稳健增长

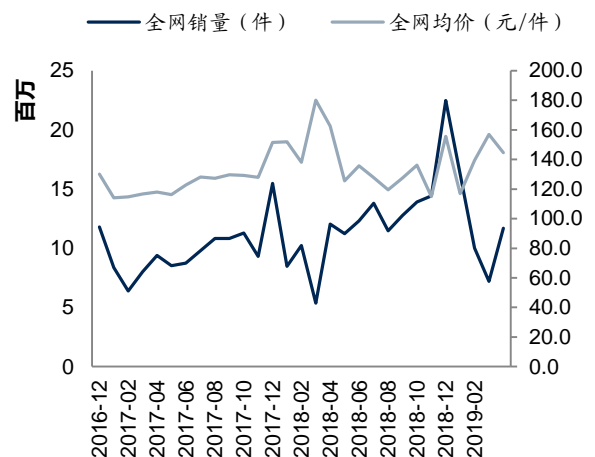
销售额：保健品行业 2019 年 1-3 月销售额 42.17 亿 (-2.8%)，其中 3 月销售额 16.91 亿元 (-13.6%)，其中销量减 2.8%，均价减 11.1%。量价齐跌。

图 1：保健食品行业全网销售额及变化



资料来源：阿里线上数据，国信证券经济研究所整理

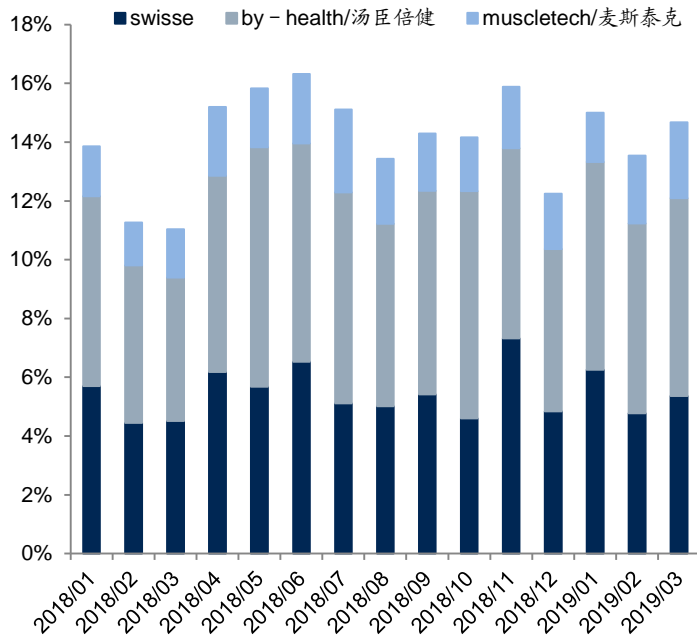
图 2：保健食品行业全网销量及销售均价



资料来源：阿里线上数据，国信证券经济研究所整理

品牌份额：2019 年 3 月汤臣倍健销售额 1.14 亿 (+19%)，份额占比 6.7% 同增 1.8pct；Swisse 销售额 0.91 亿 (+3%)，占比 5.4% 同增 0.9pct；Musletech 销售额 0.44 亿 (+35%)，占比 2.6% 同增 1pct。

图 3: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额

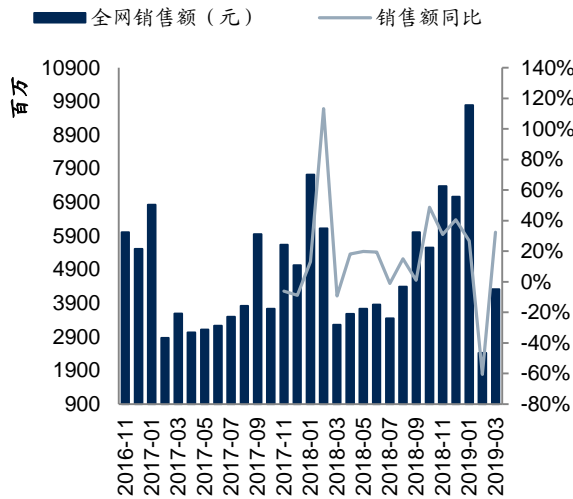


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

休闲食品: 3月量价齐升, 三只松鼠表现亮眼

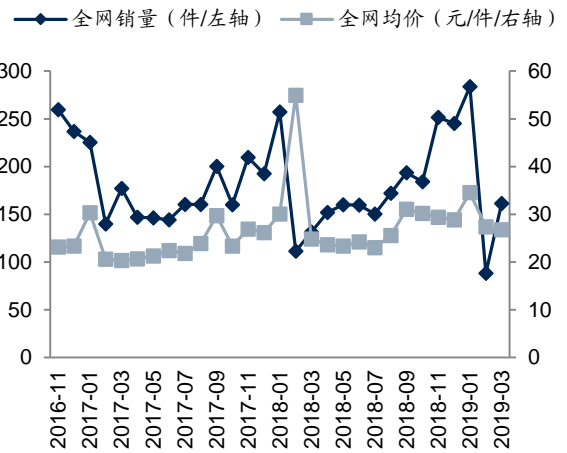
销售额: 2019年1-3月休闲食品销售额165.22亿(-3.4%), 其中3月休闲食品行业销售额43.15亿元, 同增32.3%, 其中量增22.8%, 价增7.7%, 量价齐升。

图 4: 休闲食品行业全网销售额 (元)



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 5: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)

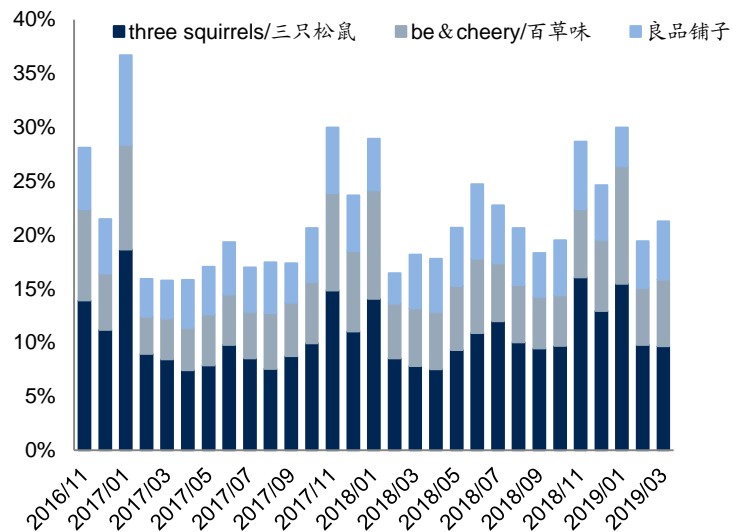


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

品牌份额: 2019年3月三只松鼠销售额4.17亿(+63%), 百草味销售额2.67亿(+53%), 良品铺子销售额2.34亿(+43%)。

市占率: 2018年3月→2019年3月市占率变化: 三只松鼠8%→10%, 百草味5%→6%, 良品铺子5%→5%。

图 6: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

产销量: 葡萄酒产量同比下跌, 乳制品库存回升

产量数据: 乳制品 2018 年 12 月产量 232.8 万吨 (+7.6%), 2018 年全年产量 2687.1 万吨 (+4.4%); 肉制品 12 月产量 260.3 万吨 (+4.9%), 2018 年全年产量 2729.3 万吨 (+1.3%); 白酒 12 月产量 91.50 万吨 (+0.5%), 2018 年全年产量 871.2 万吨 (+3.1%); 啤酒 12 月产量 208.9 万吨 (2.3%), 2018 年全年产量 3812.2 万吨 (+0.5%); 葡萄酒 12 月产量 9.6 万吨 (-7.7%), 2018 年全年产量 62.9 万吨 (-7.4%)。

表 2: 各行业产量最新数据

产量 (万吨)	2010	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017 年	2018 年 12 月	2018 年 1-12 月
乳制品	2159.4	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	232.8	2687.1
同比 (%)	11.2	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	7.6	4.4
肉制品	2116.8	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	260.3	2729.3
同比 (%)	24.7	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	4.9	1.3
啤酒	4483	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	208.9	3812.2
同比 (%)	6.3	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	2.3	0.5
白酒	890.8	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	91.50	871.2
同比 (%)	26.8	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	0.5	3.1
葡萄酒	108.9	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	9.6	62.9
同比 (%)	12.4	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.7	-7.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

库存及销量分析: 2018 年 12 月, 乳制品库存有所提升, 白酒及软饮料延续回落趋势, 白酒库存出清加快。销量方面, 乳制品、白酒、软饮料 12 月累计同比下降, 白酒下降幅度较大为 26.4%。

表 3: 各行业库存及销量最新数据

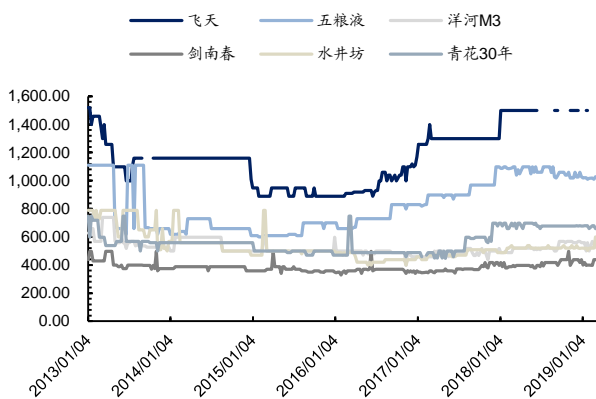
销量 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018年 3月	2018年 6月	2018年 9月	2018年 12月	同比 (%)
乳制品	2518.7	2672	2643.2	2738.9	2975.4	2905.1	585.7	1346.1	1978.6	2681.5	-7.7
库存比年初增长 (%)	46.1	30.9	25.6	3.3	11.1	31.9	2.8	4.7	-17.5	16	
白酒 (折 65 度)	1126.7	1166.2	1202.6	1278.8	1305.7	1161.7	283.4	501.9	700.8	854.7	-26.4
库存比年初增长 (%)	20.1	46.5	27.7	15.9	14.8	7.2	2.7	-6.6	-2.3	-3.6	
软饮料	12836	14358.7	16153.8	16920.5	17699.2	17629.5	3988.5	8417	12695.9	15634.8	-11.3
库存比年初增长 (%)	25	44.6	33.4	26.2	14.7	12.4	-2.2	-6.9	-6.3	-0.6	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 啤酒、乳制品价格提升

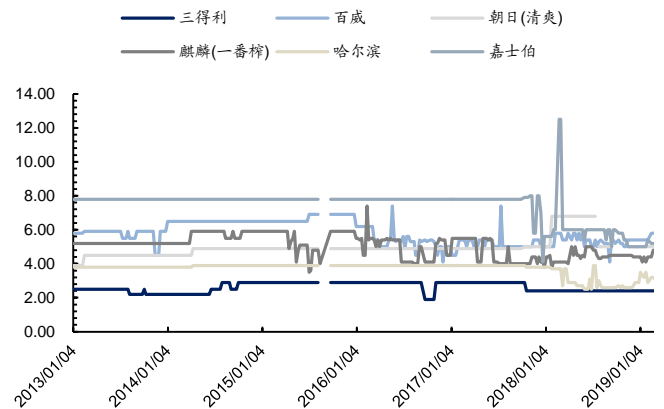
白酒端, 京东价格显示 2019 年 3 月 29 日, 五粮液 52 度价格 1029 元较上月上升 20 元; 洋河梦之蓝 M3 售价 559 元较上月上升 10 元, 剑南春 439 元较上月提升 40 元, 青花 30 价格回升至上月 679 元。一号店 3 月 29 日啤酒价格显示三得利、百威、朝日、麒麟、哈尔滨、嘉士伯 (330ml) 分别为 2.4/5.2/5.0/4.8/3.3/4.5 元, 哈尔滨售价均有所提升, 售价提升约 3%。2 月红酒价格指数同比下降 0.8%。

图 7: 白酒京东价格变化



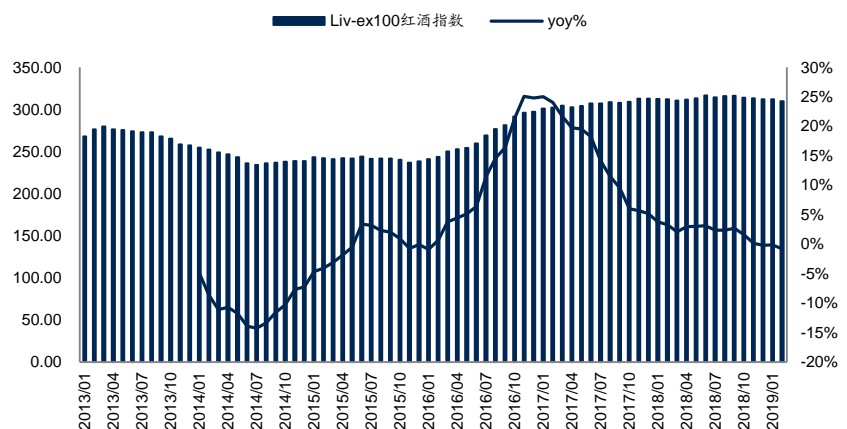
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 啤酒一号店价格变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乳制品: 2019 年 3 月 22 日牛奶零售价 11.67 元/公斤, 同比上升 0.4%。酸奶

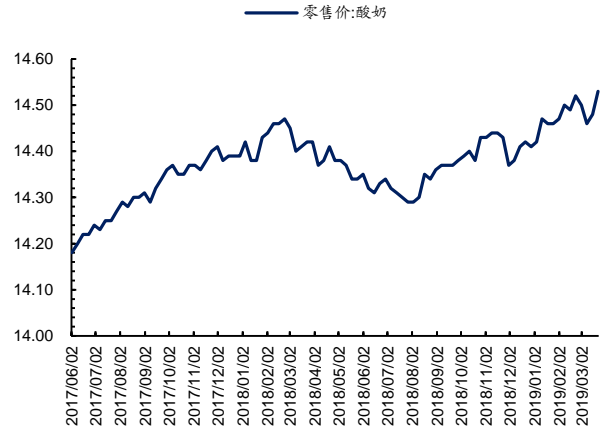
价格 14.53 元/公斤，同比上升 0.1%。奶粉：2019 年 3 月 22 日国产婴幼儿奶粉价格 187.56 元/公斤，同比上升 0.80%；国外婴幼儿奶粉价格 232.58 元/公斤，同比上升 0.22%。

图 10: 牛奶零售价变化



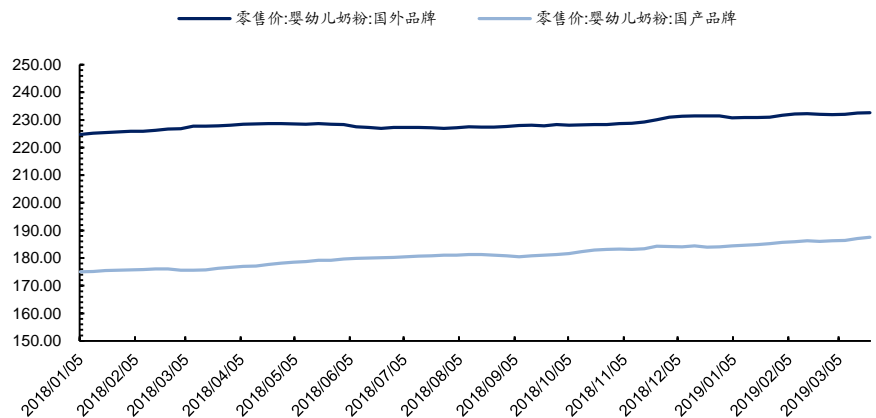
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 酸奶零售价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 婴幼儿奶粉变化

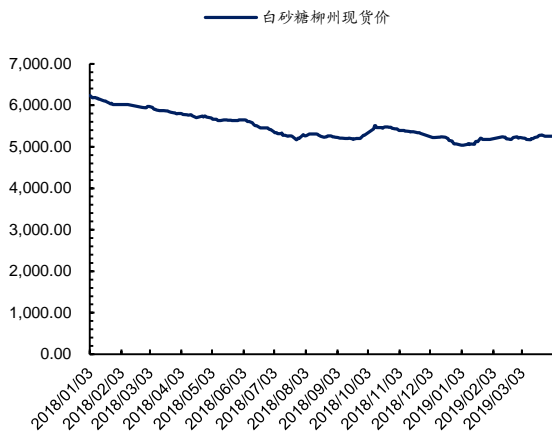


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 生鲜乳、生猪同比提升, 包材同比下降

白砂糖 4 月 1 日价格 5250 元/吨, 环比提升 30 元; 南宁糖蜜 4 月 1 日价格 790 元/吨环比提升 10 元; 生猪 3 月 29 日价格 15.14 元/千克, 同比上升 24.61%; 生鲜乳 3 月 20 日价格 3.58 元/公斤, 同比提升 3.2%, 环比下降 0.6%; 乳清粉 4 月 1 日价格 5256 元/吨, 同比下降 22.6%; 进口大麦 4 月 1 日平均价格 3475.8 元/吨, 同比下降 0.4%; 大豆 2019 年 3 月 8 日价格 3476 元/吨同比上升 0.1%; 包材来看, 中国玻璃指数 2019 年 4 月 1 日为 1122.2, 同比下降 2.4%; 瓦楞纸 2019 年 3 月 20 日价格 3793.5 元/吨, 同比下降 1.0%。

图 13: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



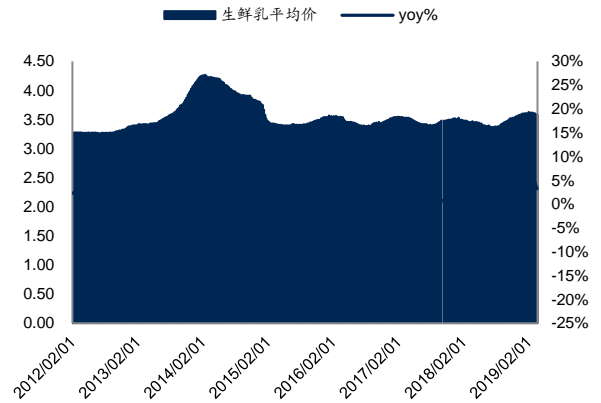
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 生鲜乳平均价 (元/公斤) 及 yoy (%)



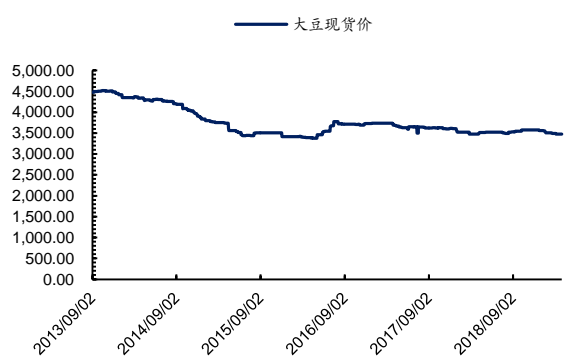
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)



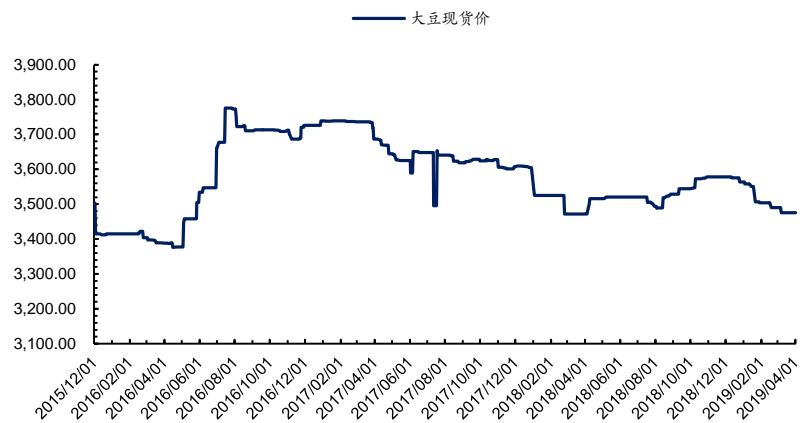
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 大豆现货价格走势 (元/吨)



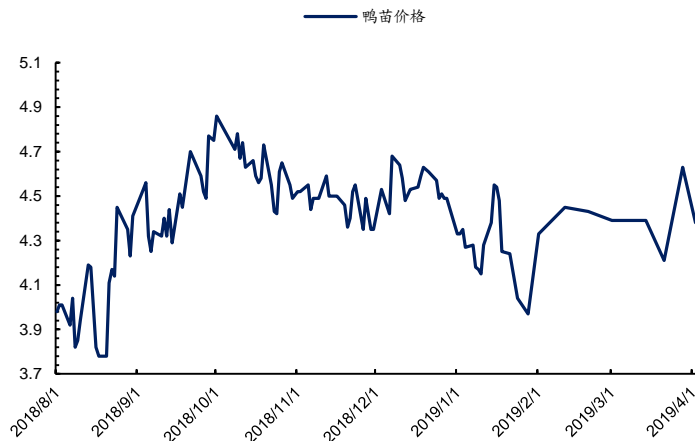
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 鸭苗价格走势



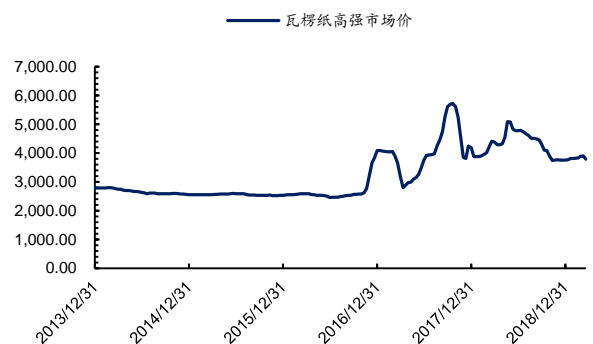
资料来源: 金投网, 国信证券经济研究所整理

图 21: 中国玻璃价格指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

白酒动销良性, 关注 19 年一季报反馈情况。行业整体近期动销和库存整体表现

良性，年初至今白酒估值修复兑现，老窖、洋河、今世缘、古井贡酒等仍具修复空间。我们建议关注 19 年一季报的反馈情况，积极布局一季度预期表现积极且仍有估值修复空间的标的。

关注增值税下调，大众食品板块优选品牌龙头，从已经披露的年报来看，食品龙头业绩整体表现稳健，产品升级及均价提升的贡献比预期更显著，在原材料成本压力下进一步关注产品结构升级、费用管控所带来的业绩改善影响。此外，4 月 1 日起，增值税税率从 16% 下调至 13%，我们认为将对食品板块有积极影响，增厚其利润空间，建议关注渠道兼优且有较强成本转嫁及定价优势的子行业龙头进行配置。

3 月重点推荐组合涨跌幅回顾：汤臣倍健 (+9.23%)、伊利股份 (+7.66%)、今世缘 (+38.11%)、泸州老窖 (+29.94%)、顺鑫农业 (+43.54%)、贵州茅台 (+13.11%)、千禾味业 (+28.22%)、绝味食品 (+18.69%)。

表 4: 1 月策略组合受益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	中信食品饮料板块收益率
2019 年 1 月	安井食品	-2.17%		
	海天味业	5.09%		
	重庆啤酒	-0.75%		
	泸州老窖	4.94%	6.34%	9.15%
	贵州茅台	16.88%		
	绝味食品	13.47%		
2019 年 2 月	好想你	6.25%		
	今世缘	19.63%		
	顺鑫农业	5.86%		
	千禾味业	2.72%	14.61%	12.64%
	贵州茅台	9.49%		
	汤臣倍健	22.34%		
2019 年 3 月	绝味食品	10.38%		
	汤臣倍健	9.23%		
	伊利股份	7.66%		
	今世缘	38.11%		
	泸州老窖	29.94%	5.53%	15.80%
	顺鑫农业	43.54%		
	贵州茅台	13.11%		
	千禾味业	28.22%		
	绝味食品	18.69%		

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

关注增值税下调对食品饮料带来的积极影响，结合动销表现及估值情况，重点推荐：泸州老窖、贵州茅台、今世缘、酒鬼酒、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

表 5: 食品饮料行业重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	4 月 8 日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600519	贵州茅台	买入	900.2	11307	28.02	33.56	32.13	26.82
000568	泸州老窖	买入	68.99	1011	2.45	3.07	28.16	22.47
000799	酒鬼酒	买入	28.08	91	0.69	0.89	40.70	31.55
603369	今世缘	买入	29.04	364	0.94	1.23	30.89	23.61
600132	重庆啤酒	买入	36.49	177	0.84	1.01	43.44	36.13
600600	青岛啤酒	买入	48.50	655	1.05	1.25	46.19	38.80
603517	绝味食品	买入	46.30	190	1.56	1.88	29.68	24.63
300146	汤臣倍健	买入	21.70	319	0.68	0.91	31.91	23.85
603027	千禾味业	买入	23.03	75	0.68	0.70	33.87	32.90

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 贵州茅台、酒鬼酒、青岛啤酒、汤臣倍健已披露 2018 年年报

风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032