

食品饮料行业

白酒高景气度延续，大众品龙头业绩稳健

2018 年和 2019Q1 申万食品饮料板块收入分别增长 13.60% 和 14.26%，净利润分别增长 26.68% 和 23.18%，行业高景气度延续。

● 白酒：行业高景气度延续，高端、次高端龙头业绩稳定增长

2018 年和 2019Q1 申万白酒行业收入增长 25.48% 和 22.82%、净利润增长 33.10% 和 28.12%，依然维持高速增长。白酒行业现金流良好，19Q1 白酒行业销售商品、提供劳务收到的现金增长 27.80%，预收账款小幅下降 3.59%，经营性净现金流增长 21.72%。1) 高端酒：收入和利润均高速增长。19Q1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖收入增长 22.21%、26.57% 和 23.72%；净利润（本篇报告公司净利润均采用归母净利润口径）增长 31.91%、30.26% 和 43.08%。2) 次高端：在渠道加库存红利边际减弱的背景下，龙头进入稳健增长阶段。19Q1 山西汾酒、水井坊、洋河股份收入增长 20.12%、24.25% 和 14.18%，净利润增长 22.58%、41.16% 和 15.70%，收入和净利润增速均维持相对稳健增长。3) 区域龙头：19Q1 古井贡酒、口子窖、今世缘收入增长 43.31%、8.97%、31.07%，净利润增长 34.82%、21.43%、26.00%。

● 大众品：抗周期能力强，细分行业龙头业绩稳健

1) 调味品：调味品行业集中度持续提升，行业龙头表现亮眼。海天味业、中炬高新、涪陵榨菜收入同比增长 16.95%、6.72%、3.81%，净利润分别同比增长 22.81%、11.53%、35.15%，中炬高新和涪陵榨菜利润表现超预期。2) 乳制品：双寡头竞争差异化，常温奶领域伊利较蒙牛竞争优势持续扩大。2019Q1 伊利股份收入和净利润同比增长 17.10%、8.36%，略超预期。3) 肉制品行业单寡头垄断，双汇业绩稳健增长。2019Q1 双汇发展收入和净利润同比增长-0.71%、20.25%，利润超预期。4) 食品综合：细分行业龙头增长稳健，确定性强。2019Q1 绝味食品、安井食品、汤臣倍健收入同比增长 19.63%、14.61%、47.17%，净利润同比增长 20.38%、19.60%、33.69%。5) 啤酒：行业拐点已至，产品结构升级和关厂将推动盈利回升。2019Q1 青岛啤酒和重庆啤酒收入同比增长 11.38%、2.53%，净利润同比增长 21.04%、13.39%。

● 个股推荐

推荐白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖；调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头绝味食品、安井食品、汤臣倍健。

● 风险提示

(1) 宏观经济不及预期：宏观经济不达预期或影响白酒行业景气度；(2) 食品安全问题。

行业评级

买入

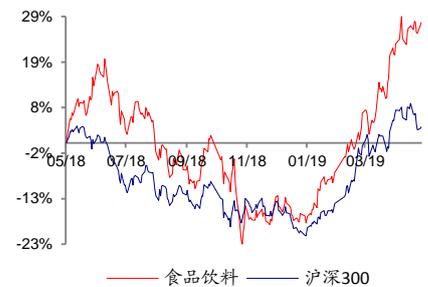
前次评级

买入

报告日期

2019-05-06

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



01059136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

食品饮料行业：以预收款和现金流判断白酒行业拐点，以 ROE 判断公司竞争力 2019-04-06

食品饮料行业：江苏省次高端持续扩容，两大苏酒龙头有望受益

食品饮料行业：Q4 公募食品饮料仓位回落，白酒持仓占比大幅下降 2019-03-20

食品饮料行业：Q4 公募食品饮料仓位回落，白酒持仓占比大幅下降 2019-01-24

食品饮料行业：Q4 公募食品饮料仓位回落，白酒持仓占比大幅下降 2019-01-24

食品饮料行业：Q4 公募食品饮料仓位回落，白酒持仓占比大幅下降

联系人：

刘景瑜 010-59136617

gfliujingyu@gf.com.cn

联系人：

陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519.SH	CNY	974.00	2019-04-25	买入	1,039.00	34.64	43.54	28	22	17.03	13.06	31.4	31.6
五粮液	000858.SZ	CNY	102.36	2019-04-29	买入	112.25	4.49	5.53	23	19	14.55	11.31	23.3	24.0
泸州老窖	000568.SZ	CNY	77.88	2019-04-26	买入	77.50	3.10	3.79	25	21	17.28	13.88	24.7	27.9
洋河股份	002304.SZ	CNY	117.66	2019-04-29	买入	135.00	6.14	7.20	19	16	13.75	11.31	23.7	24.2
水井坊	600779.SH	CNY	50.39	2019-04-28	买入	48.30	1.61	2.06	31	24	22.75	17.61	36.6	41.2
山西汾酒	600809.SH	CNY	57.43	2019-04-28	买入	60.00	2.10	2.44	27	24	16.48	13.90	25.0	25.2
今世缘	603369.SH	CNY	26.12	2019-04-23	买入	30.00	1.15	1.49	23	18	17.35	13.24	20.9	23.4
古井贡酒	000596.SZ	CNY	117.55	2019-04-28	买入	118.53	4.39	5.63	27	21	18.19	13.73	24.3	25.5
口子窖	603589.SH	CNY	64.99	2019-04-18	买入	60.20	3.01	3.45	22	19	14.50	12.13	25.5	25.7
海天味业	603288.SH	CNY	89.28	2019-04-26	买入	90.00	1.96	2.39	46	37	40.22	31.95	27.6	25.2
中炬高新	600872.SH	CNY	36.05	2019-04-29	买入	39.00	0.89	1.16	41	31	29.82	22.31	16.5	17.6
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	28.69	2019-04-21	买入	35.00	1.01	1.20	28	24	24.56	20.20	24.5	22.4
伊利股份	600887.SH	CNY	31.00	2019-04-26	买入	34.50	1.15	1.30	27	24	19.61	16.78	22.9	23.7
双汇发展	000895.SZ	CNY	27.83	2019-04-30	买入	31.60	1.58	1.73	18	16	12.70	11.15	35	33.8
绝味食品	603517.SH	CNY	46.46	2019-04-28	买入	53.00	1.89	2.28	25	20	16.72	13.50	21.8	22.3
安井食品	603345.SH	CNY	45.46	2019-04-26	买入	47.00	1.47	1.80	31	25	18.96	15.03	13.9	15.2
汤臣倍健	300146.SZ	CNY	21.69	2019-04-26	买入	24.60	0.82	1.05	26	21	20.15	15.84	15.6	18.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019 年 4 月 30 日收盘价计算

目录索引

一、19Q1 食品饮料行业景气度回升，收入显著提速	6
二、白酒：受益结构升级，高端、次高端龙头稳健增长	7
1. 业绩回顾：宏观经济放缓导致白酒行业增速放缓，龙头业绩增长依然稳健	7
2. 收入：白酒行业迎来开门红，各价位段龙头增长稳健	8
3. 现金流：销售商品提供劳务收到的现金稳定增长，现金流良好	10
4. 净利润：产品结构升级+提价，龙头盈利能力持续提升	13
三、大众品：抗周期能力强，细分行业龙头业绩稳健	17
1. 调味品：龙头收入稳健增长，盈利能力持续提升	18
2. 乳制品：双寡头竞争差异化，乳制品 CR2 有望提升至 65%+	20
3. 肉制品：肉制品行业单寡头垄断，双汇业绩稳健增长	21
4. 食品综合：细分行业龙头增长稳健，确定性强	22
5. 啤酒：行业拐点已至，产品结构升级和关厂将推动盈利回升	23
四、个股推荐	24
1. 白酒：预计 19 年高端、次高端及区域龙头收入和业绩保持稳健增长	24
2. 调味品：看好细分行业龙头海天味业、中炬高新和涪陵榨菜	26
3. 乳制品：伊利核心单品维持高增速，公司业绩有望持续稳定增长	27
4. 肉制品：猪肉价格上涨导致肉制品行业成本压力提升，双汇龙头效应凸显	27
5. 食品综合：休闲卤制品、火锅料、保健品行业龙头业绩稳健增长	28

图表索引

图 1: 2018 年白酒制造业收入同比增长 12.88%.....	7
图 2: 18 年高端、次高端和区域龙头多数实现了 20%+的收入增长, 行业集中度提升	7
图 3: 18 年以来我国 GDP 增速逐季度放缓	8
图 4: 茅台、五粮液、泸州老窖收入高增长持续	9
图 5: 次高端收入进入稳健成长期	9
图 6: 地产酒收入增速持续提升	10
图 7: 次高端大单品收入增速高	10
图 8: 茅五泸净利润增速高于收入增速, 19Q1 净利增速 31.91%/30.26%/43.08%	14
图 9: 19Q1 茅五泸净利率分别提升至 59.36%/45.00%/42.14%	14
图 10: 19Q1 茅五泸毛利率分别提升至 92.11%/75.78%/79.15%	14
图 11: 19Q1 茅五泸期间费用率分别下降至 10.80%/9.78%/19.61%	14
图 12: 次高端白酒净利润增速均有所放缓	15
图 13: 次高端净利率稳步提升	15
图 14: 19Q1 洋河加大货折力度导致毛利率略有下降, 汾酒、水井坊受益结构升级, 毛利率持续提升	16
图 15: 洋河、水井坊受益规模效应, 费用率下降, 汾酒加大费用投放, 19Q1 费用率提升	16
图 16: 区域龙头净利增速仍然远快于收入增速	16
图 17: 区域龙头净利率持续提升	16
图 18: 地产酒毛利率持续提升	17
图 19: 地产酒期间费用率持续下降	17
图 20: 黄大豆价格维持稳定	19
图 21: 纸箱板价格维持稳定	19
图 22: 3 月份以来我国猪肉价格明显提升	21
图 23: 绝味收入增速基本由门店数量增速驱动	29
图 24: 绝味食品净利增速基本高于收入增速	29
图 25: 提价对冲原材料价格上升, 毛利率基本稳定	29
图 26: 受益强费用管控, 费用率逐渐下降	29
图 27: 销量持续高增长推动安井收入增速维持高位	30
图 28: 安井费用管控强, 净利增速略高于收入增速	30
图 29: 17 年安井开始提价, 毛利率提升滞后至 18 年, 19Q1 受 1 月份猪瘟影响采购进口猪肉, 成本上升	30
图 30: 受益强费用管控能力, 公司费用率持续下降	30
图 31: 健力多高增长带来交叉销售, 公司收入持续高增长	31
图 32: 汤臣倍健净利润持续高增长, 但增速低于收入增速, 主要系大单品均在开拓市场, 费用较高	31
图 33: 提价及结构升级推动公司毛利率持续提升, 19Q1 LSG 并表导致毛利率略有	

下降.....	32
图 34: 大单品积极开拓市场, 费用率持续提升, 19Q1 费用率较低主要系历史上 Q1 费用投放都不高	32
表 1: 申万食品饮料各板块 2016-2019Q1 收入增速情况, 2019Q1 食品饮料板块收入加速增长	6
表 2: 申万食品饮料各板块 2016-2019Q1 利润增速情况, 2019Q1 食品饮料板块利润略有放缓	6
表 3: 白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总 (亿元), 19Q1 白酒行业增长 27.80%	10
表 4: 白酒企业经营性净现金流数据汇总 (亿元), 19Q1 白酒行业增长 21.72%	11
表 5: 白酒企业预收款数据汇总 (亿元), 19Q1 白酒企业下降 3.59%	12
表 6: 白酒企业应收数据汇总 (亿元), 19Q1 白酒企业下降 3.07%	13
表 7: 调味品板块估值略高于其他大众品板块	17
表 8: 调味品板块: 龙头业绩稳健 (亿元)	18
表 9: 调味品板块: 龙头盈利能力持续提升	19
表 10: 乳制品板块: 伊利竞争优势持续加固	20
表 11: 乳制品板块: 伊利盈利能力短期承压	20
表 12: 肉制品板块: 双汇发展业绩改善	21
表 13: 肉制品板块: 2019Q1 双汇发展盈利能力同比提升	22
表 14: 食品综合个股业绩额数据汇总	22
表 15: 啤酒行业业绩额数据汇总, 19Q1 啤酒行业收入和净利润明显回暖	23

一、19Q1 食品饮料行业景气度回升，收入显著提速

2019Q1食品饮料行业高景气度持续，收入和利润均维持高增长。2016、2017、2018、2019Q1申万食品饮料板块收入增速分别为7.31%、15.03%、13.6%、14.26%；净利润增速分别为10.34%、30.23%、26.68%、23.18%，2019Q1收入加速增长，净利润维持较高增长。

2018年及2019Q1饮料制造行业收入和业绩增速均高于食品加工行业。饮料制造板块2018年、2019Q1收入增速分别为17.75%、16.88%，食品加工板块分别为9.77%、11.16%。饮料制造2018年、2019Q1净利润增速分别为30.45%、25.55%，食品加工板块分别为15.78%、14.85%。饮料制造行业收入和业绩增速均高于食品加工行业。

从各细分子行业来看，白酒、调味品维持高景气。（1）2018年及2019Q1收入增速较快的子板块包括白酒、调味品、乳制品、食品综合，18年收入增速分别为25.48%、13.02%、11.31%、12.71%。19Q1收入增速分别为22.82%、13.48%、14.94%、8.79%。（2）2018年净利润增速较快的子板块包括白酒、调味品、综合食品，18年净利增速分别为33.1%、23.95%、24.62%；19Q1净利润增速较快的子板块包括白酒、啤酒、肉制品、调味品、食品综合，净利增速分别为28.12%、21.99%、19.64%、16.68%、16.65%。

表 1：申万食品饮料各板块 2016-2019Q1收入增速情况，2019Q1食品饮料板块收入加速增长

	2016 年收入增速	2017 年收入增速	2018 年收入增速	2019Q1 收入增速
SW 食品饮料	7.31%	15.03%	13.60%	14.26%
SW 饮料制造	7.65%	18.45%	17.75%	16.88%
SW 白酒	13.61%	27.22%	25.48%	22.82%
SW 啤酒	-3.05%	-0.29%	1.90%	8.03%
SW 其他酒类	26.69%	13.22%	-9.60%	-3.79%
SW 软饮料	0.74%	-1.63%	4.82%	0.11%
SW 葡萄酒	-0.39%	13.63%	3.01%	-8.00%
SW 黄酒	8.97%	6.94%	-2.65%	-9.06%
SW 食品加工	7.75%	11.97%	9.77%	11.16%
SW 肉制品	16.14%	0.42%	2.79%	6.49%
SW 调味发酵品	3.04%	12.89%	13.02%	13.48%
SW 乳品	0.90%	9.97%	11.31%	14.94%
SW 食品综合	18.12%	31.18%	12.71%	8.79%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 2：申万食品饮料各板块 2016-2019Q1利润增速情况，2019Q1食品饮料板块利润略有放缓

	2016 年净利润增速	2017 年净利润增速	2018 年净利润增速	2019Q1 净利润增速
SW 食品饮料	10.34%	30.23%	26.68%	23.18%
SW 饮料制造	9.25%	40.82%	30.45%	25.55%

SW 白酒	10.67%	44.44%	33.10%	28.12%
SW 啤酒	-23.86%	21.66%	-3.91%	21.99%
SW 其他酒类	-25.91%	-152.21%	1638.20%	183.44%
SW 软饮料	673.88%	-26.69%	-2.76%	-0.99%
SW 葡萄酒	-8.76%	3.48%	-6.47%	1.48%
SW 黄酒	1.95%	21.33%	-30.00%	-17.25%
SW 食品加工	17.58%	5.90%	15.78%	14.85%
SW 肉制品	6.21%	0.18%	10.90%	19.64%
SW 调味发酵品	73.20%	15.34%	23.95%	16.68%
SW 乳品	6.11%	-1.89%	7.34%	9.62%
SW 食品综合	2.08%	19.75%	24.62%	16.65%

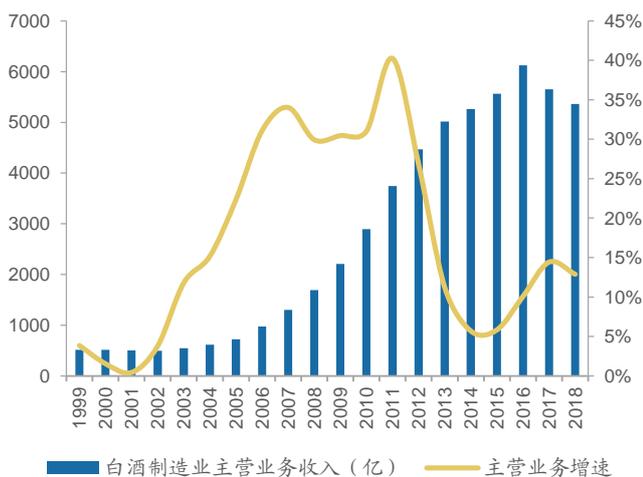
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、白酒: 受益结构升级, 高端、次高端龙头稳健增长

1. 业绩回顾: 宏观经济放缓导致白酒行业增速放缓, 龙头业绩增长依然稳健

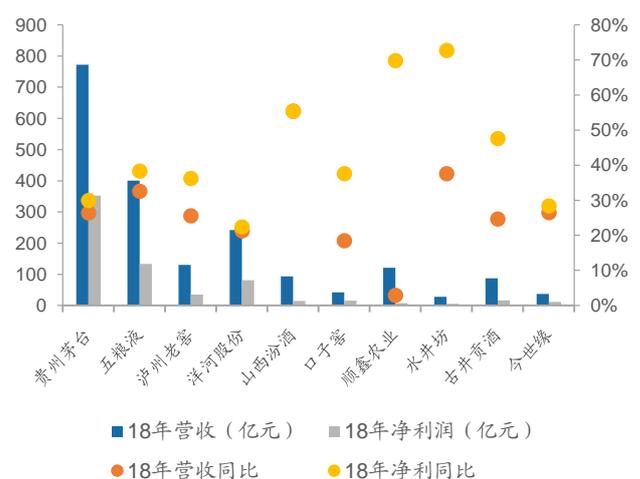
经济增速承压, 白酒板块收入增速放缓, 行业集中度提升。我国18年宏观经济整体承受压力, GDP增速逐季放缓。受宏观经济影响, 据国家统计局, 2018年白酒制造业主营收入5363.83亿元, 同比增长12.88%, 较17年14.42%的增速放缓明显。主要的高端、次高端以及区域龙头收入普遍保持着高于行业整体的增速, 2018年9家白酒龙头收入增速基本在20%及20%以上, 均高于白酒整体增长, 行业集中度持续提升。

图 1: 2018年白酒制造业收入同比增长12.88%



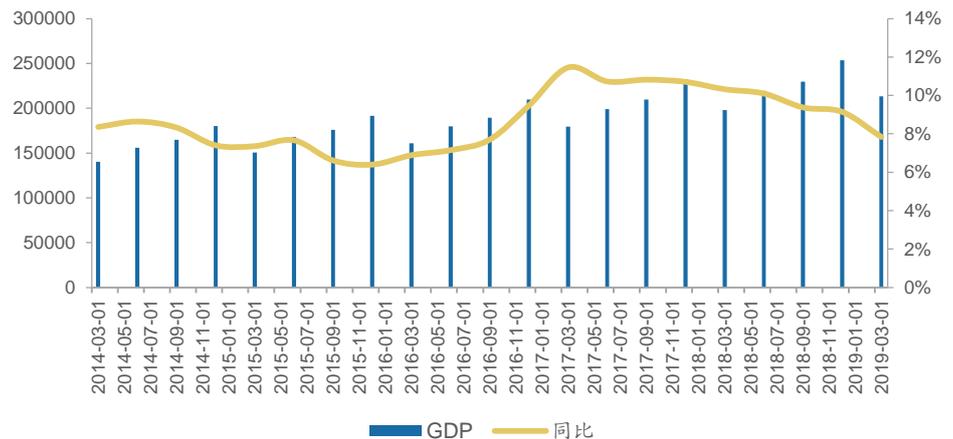
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 18年高端、次高端和区域龙头多数实现了20%+的收入增长, 行业集中度提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 18年以来我国GDP增速逐季度放缓 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 收入: 白酒行业迎来开门红, 各价位段龙头增长稳健

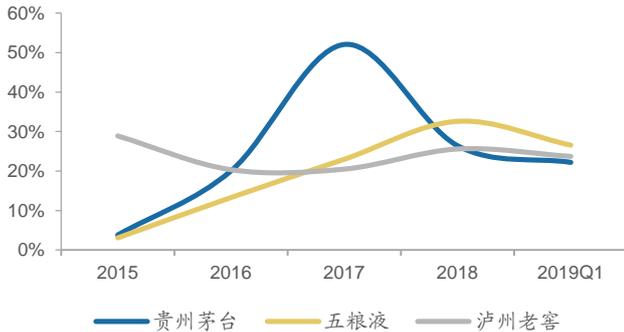
从2018年年报及2019年Q1财报数据来看, 高端、次高端以及区域白酒上市企业收入增速持续放缓, 但仍然维持较高增速:

高端酒: 19Q1迎来开门红, 茅五泸收入均高增长。2019年一季度茅台、五粮液、泸州老窖收入同比增长22.21%、26.57%和23.72%。**贵州茅台:** 一季度收入增长22.21%, 超出了年度经营目标, 我们认为主要是三方面的原因: 1) 据公司18年底经销商大会, 公司未来将不再增加1.7万吨的经销商计划, 茅台酒增量用于扩展直销渠道和调增高附加值产品占比。因此我们认为公司19Q1有可能加大了非标产品的投放, 推动了茅台酒均价的提升。2) 18Q1公司预收款环比下降了12.57亿元, 因公司17年底预收账款主要以每瓶819元为主, 我们认为18Q1收入中未全面体现提价效应, 该部分提价效应在19Q1体现。3) 公司19Q1预收款113.85亿元, 环比下降了21.92亿元, 同比下降了13.57%, 我们认为有可能是公司对于经销政策的调整所致。**五粮液:** 一季度收入增长26.57%, 预计高端五粮液收入增长25%以上, 主要源于普五放量增长, 另外公司对于部分高端酒产品和总经销品牌提价也贡献了收入。系列酒方面, 系列酒继续聚焦"4+4"核心品牌, 预计收入增长20%以上, 主要源于在大单品的带动下销量增长以及部分品牌提价。**泸州老窖:** 一季度收入增长23.72%, 中高档产品继续维持了较高的增长, 国窖增长25%以上, 中档酒20%以上, 低档酒保持了恢复性正增长的态势。根据微酒披露, 公司2019Q1上调国窖1573结算价40元/瓶, 我们估算提价贡献高档酒收入增幅5%以上。

次高端: 次高端龙头收入保持较稳健的增长。在18年宏观经济放缓及渠道加库存红利边际减弱的背景下, 次高端龙头依然维持稳健增长。18年山西汾酒、水井坊、洋河股份收入分别同比增长47.48%、37.62%、21.30%。18年上半年次高端均实现较高增速, 但自18年下半年来, 次高端白酒进入增量与存量竞争共存的下半场, 行业增速普遍放缓, 导致18年全年增速较为平滑。但19Q1次高端龙头酒企收入增速仍保持较为稳健的增长, 19Q1山西汾酒、水井坊、洋河股份分别实现收入同比增长20.12%、24.25%、14.18%。其中, 洋河收入增长主要由次高端梦之蓝系

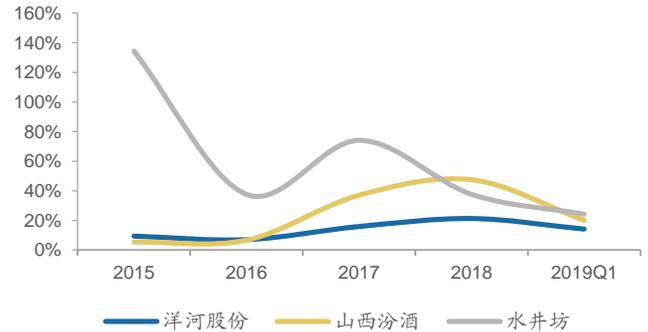
列带动，预计18年梦之蓝增速达到45%；同时得益于省外新江苏市场的培育，18年公司省外增长快于省内，省外营收占比提升2.35个PCT至48.98%。山西汾酒18年继续加大全国化布局，18年省外收入实现64%的高速增长，营收占比提升4.2个PCT至43.2%；但由于公司19Q1对部分市场的青花控货挺价拖累了收入增速，导致19Q1收入增速较18年略有放缓。水井坊收入增长主要由高档产品驱动，18年高档酒（臻酿八号、井台、典藏和菁翠）收入同比增长41.66%至27.26亿元，销量同比增长31.26%。

图 4：茅台、五粮液、泸州老窖收入高增长持续



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

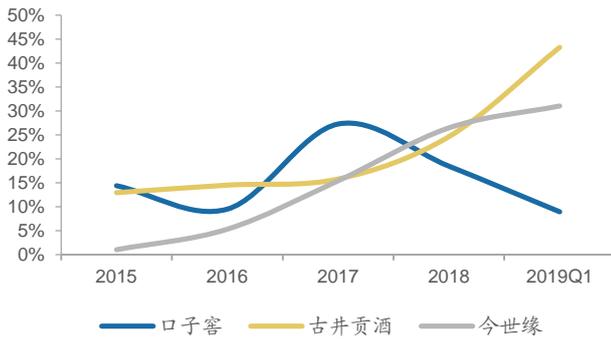
图 5：次高端收入进入稳健成长期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

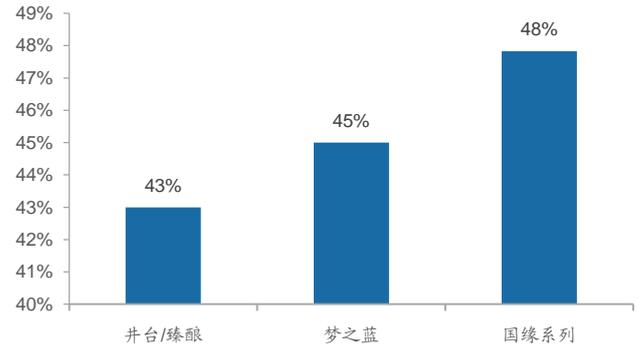
区域龙头：19Q1古井贡酒、今世缘收入增速持续提升。2018年古井贡酒、今世缘及口子窖收入同比增长24.65%、26.49%、18.5%。19Q1古井贡酒、今世缘及口子窖收入同比增长43.31%、31.07%、8.97%。**今世缘：**受益渠道扩张以及高端酒国缘系列的放量，18年特A+类（出厂价含税300+，国缘次高端系列）收入同比增长42.7%至18.45亿元，销量增长40.97%；特A类（出厂价含税100-300，中端酒）收入同比增长20.58%；19Q1特A+类收入增长44.86%，占比酒类营收达52.69%，特A类收入增长22.47%，占比酒类营收33.49%，国缘系列持续放量带动公司收入实现高增长。**古井贡酒：**18年收入快速增长一方面得益于公司加大高端酒（G7/G8/G20）的推广力度，受益安徽省内消费升级高端酒持续放量；另一方面由于公司18年加快省外渠道扩张，河南、河北、湖北等地收入增速较快，18年华中区域收入增速25.47%，湖北地区的黄鹤楼收入增长25.74%至8.66亿元。**口子窖：**18年收入增长主要由高档产品推动，18年高档酒（口子窖5年及以上）收入同增21.67%至40.6亿元，19Q1收入大幅放缓主要是由于公司将春节发货多数计入18Q4，导致19Q1收入增速不足10%。

图 6: 地产酒收入增速持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 次高端大单品收入增速高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. 现金流: 销售商品提供劳务收到的现金稳定增长, 现金流良好

18年和19Q1白酒企业销售商品提供劳务收到的现金合计分别为2382.03亿元和759.68亿元, 分别同比增长25.12%和27.80%。19Q1五粮液销售商品、提供劳务收到的现金176.98亿元, 同比增长69.94%, 主要系应收票据减少。由于18年票据逐渐到期收现且公司今年减弱了对于经销商的支持, 19Q1应收票据环比下降2.44亿至158.91亿元, 同比下降7.59%, 而18Q1应收票据环比增长60.08亿至173.49亿元。山西汾酒19Q1销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长163.24%, 主要系19Q1预收同比高增67.26%, 且应收同比下降41.42%, 我们认为应收大幅下降主要和青花控货有关。洋河19Q1销售商品、提供劳务收到的现金同比降低3.09%, 主要系应收大幅增长176.77%, 抵消了预收34.41%的同比增长。舍得酒业19Q1销售商品、提供劳务收到的现金同比下降8.56%, 主要系预收大幅下降60.88%。口子窖19Q1销售商品、提供劳务收到的现金同比下降1.72%, 主要系预收低增长, 19Q1同比仅增长0.88%, 同时应收同比增长36.94%。

表 3: 白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总 (亿元), 19Q1白酒行业增长27.80%

证券简称	2016	2017	2018	2019Q1	19Q1 同比
贵州茅台	610.13	644.21	842.69	227.58	17.52%
五粮液	330.45	357.54	460.31	176.98	69.94%
泸州老窖	78.95	124.21	148.28	41.58	16.20%
水井坊	12.93	24.89	31.66	10.09	31.51%
山西汾酒	44.59	59.69	86.94	56.63	163.24%
洋河股份	228.70	237.12	281.05	82.30	-3.09%
舍得酒业	15.19	20.36	27.28	8.05	-8.56%
酒鬼酒	7.25	9.36	11.52	3.61	31.69%
口子窖	30.18	37.92	43.35	12.21	-1.72%
古井贡酒	70.32	70.42	91.58	32.83	41.63%
迎驾贡酒	32.73	33.87	39.05	10.15	-2.22%
今世缘	30.48	35.42	45.54	13.11	11.69%
老白干酒	31.01	23.74	38.10	11.66	47.57%

伊力特	21.99	24.78	23.32	6.81	-6.82%
青青稞酒	17.32	15.11	15.91	4.48	-18.41%
金种子酒	16.73	14.92	14.70	3.21	5.95%
金徽酒	16.44	13.56	16.67	6.14	7.62%
*ST 皇台	1.93	0.59	0.26	0.03	-81.44%
合计	1735.02	1903.79	2382.03	759.68	27.80%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白酒企业18年和19Q1经营性净现金流合计分别为776.01亿元和136.3亿元, 分别同比增长51.11%和21.72%。贵州茅台: 19Q1经营活动产生的现金流量净额11.89亿元, 同比下降75.91%, 一方面是因为存放中央银行和同业款项净增加额增加, 导致经营活动现金流出(金融类)同比大幅增长81.04%; 另外一方面是因为支付的税费同比增长23.12%, 略快于收入增速。除此之外, 预收款的下降也对经营现金流净额产生了一定的影响。五粮液: 经营活动产生的现金流量净额为79.27亿元, 同比大幅增长230.55%, 主要是因营收增长以及票据收现带来的现金流入大幅增长所致。19Q1应收票据环比下降2.44亿至158.91亿元, 同比下降7.59%, 而18Q1应收票据环比增长60.08亿至173.49亿元, 票据减少我们认为主要是因为去年票据逐渐到期收现且公司今年减弱了对于经销商的支持。泸州老窖: 18年经营活动产生的现金流量净额42.98亿元, 同比增长16.04%, 19Q1为5.61亿元, 同比大幅增长60.99%, 主要因去年同期支付了较多税费所致, 19Q1支付的各项税费仅微幅增长5.75%。同时, 18年应收票据23.88亿元, 同比下降4.19%; 19Q1为27.48亿元, 同比增长20.33%, 而19Q1经营性现金流净额增幅较大, 因此我们认为泸州老窖实际经营性现金流情况好于报表数据。

表 4: 白酒企业经营性净现金流数据汇总(亿元), 19Q1白酒行业增长21.72%

证券简称	2016	2017	2018	2019Q1	19Q1 同比
贵州茅台	374.51	221.53	413.85	11.89	-76%
五粮液	116.97	97.66	123.17	79.27	231%
泸州老窖	26.25	36.93	42.98	5.61	61%
水井坊	3.82	6.11	4.31	2.46	-365%
山西汾酒	5.86	8.96	9.66	25.05	926%
洋河股份	74.05	68.83	90.57	1.23	-93%
舍得酒业	2.30	4.26	4.43	-0.11	-104%
酒鬼酒	2.19	2.25	2.12	-0.06	534%
口子窖	6.40	15.69	11.20	0.65	-141%
古井贡酒	11.83	9.31	14.41	10.11	421%
迎驾贡酒	7.04	6.80	8.92	-1.67	-10093%
今世缘	9.25	10.01	11.21	-0.54	-136%
老白干酒	7.97	-1.55	4.49	-0.58	-167%
伊力特	5.86	3.42	2.89	0.71	-58%
青青稞酒	3.26	0.28	1.06	-0.06	-106%
金种子酒	-1.82	-2.48	-1.84	-1.68	-9%
金徽酒	3.90	1.07	0.86	1.65	102%

*ST 皇台	0.18	-0.26	-0.03	0.00	-201%
合计	669.90	513.53	776.01	136.3	21.72%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白酒企业18年和19Q1预收账款合计分别为387.44亿元和293.58亿元, 分别同比增长13.50%和-3.59%。贵州茅台: 新任管理层上任后放松了打款政策, 改为按月打款, 预收款同比下降, 我们认为这一政策改变使得预收款对于茅台未来业绩的指引意义已不大。泸州老窖: 预收账款指引意义减弱, 19Q1预收款因季节性因素环比下降至12.86亿元, 同比微幅下降7.37%, 公司17Q1、16Q1预收款均出现过同比下降, 我们认为自公司渠道模式改革, 减少向下游占款, 以促进销售, 因此预收账款指引意义减弱。五粮液: 扩大经销商群体, 且18年10月允许提前打款19年的额度, 导致18年预收维持高位, 19Q1预收账款环比减少18.54亿至48.53亿元, 同比下降15.91%, 我们认为主要与逐渐确认春节回款有关; 另外公司即将推出新品停止了接收打款, 预计后续会与经销商重新签订合同。其他次高端和区域龙头18年预收账均有所上升, 19Q1不同企业预收款分化。

表 5: 白酒企业预收款数据汇总 (亿元), 19Q1白酒企业下降3.59%

证券简称	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q1 同比
贵州茅台	175.41	144.29	135.77	113.85	-13.57%
五粮液	62.99	46.46	67.07	48.53	-15.91%
泸州老窖	10.71	19.57	16.04	12.86	-7.37%
水井坊	0.89	1.69	1.60	0.41	-40.93%
山西汾酒	5.38	9.12	16.53	12.03	67.26%
洋河股份	38.47	42.00	44.68	19.74	34.41%
舍得酒业	1.98	1.92	2.47	1.50	-60.88%
酒鬼酒	1.54	1.40	1.54	1.20	-12.40%
口子窖	4.44	8.56	9.18	4.89	0.88%
古井贡酒	6.24	5.03	11.49	11.15	-13.25%
迎驾贡酒	4.79	4.79	4.83	2.87	-5.63%
今世缘	4.86	8.15	11.68	2.92	19.20%
老白干酒	8.41	5.04	4.29	5.69	-12.20%
伊力特	3.41	2.78	1.17	1.19	-68.55%
青青稞酒	0.63	0.15	0.43	0.33	149.13%
金种子酒	1.63	0.96	0.83	1.01	-11.19%
金徽酒	3.55	1.53	1.26	1.74	11.92%
*ST 皇台	0.10	0.07	0.02	0.02	-81.96%
合计	356.85	341.37	387.44	293.58	-3.59%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 白酒企业应收数据汇总 (亿元), 19Q1白酒企业下降3.07%

证券简称	2016	2017	2018	2019Q1	19Q1 较 18 年末增长
贵州茅台	8.18	12.22	5.64	5.20	-7.80%
五粮液	96.87	112.98	162.62	162.15	-0.29%
泸州老窖	19.56	25.01	23.99	27.58	14.98%
水井坊	0.17	0.88	0.34	0.16	-53.20%
山西汾酒	15.17	21.99	37.06	19.72	-46.79%
洋河股份	1.62	2.21	2.48	6.99	181.73%
舍得酒业	0.83	1.76	2.82	2.29	-18.54%
酒鬼酒	0.54	1.13	2.46	2.16	-11.99%
口子窖	3.36	7.24	8.47	5.99	-29.30%
古井贡酒	5.47	7.43	13.77	18.42	33.75%
迎驾贡酒	1.42	1.81	1.35	0.80	-40.81%
今世缘	0.52	0.47	0.59	0.88	47.71%
老白干酒	0.89	1.53	1.37	2.93	113.86%
伊力特	2.33	1.92	2.79	2.17	-22.16%
青青稞酒	0.11	0.16	0.45	0.30	-33.73%
金种子酒	1.97	2.58	2.77	2.46	-11.31%
金徽酒	0.10	0.11	0.11	0.18	59.76%
*ST 皇台	0.06	0.01	0.01	0.02	41.39%
合计	162.62	205.5	272.07	263.72	-3.07%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4. 净利润: 产品结构升级+提价, 龙头盈利能力持续提升

受益提价+结构升级以及费用率下降, 18年和19Q1白酒企业净利润增速仍然较高, 19Q1部分企业净利润增速超预期。从板块数据来看, 16-18年及19Q1白酒行业整体收入增速分别为13.61%、27.22%、25.48%及22.82%, 净利润增速分别为10.67%、44.44%、33.1%及28.12%, 18年和19Q1净利润增速均超过收入增速, 主要系提价及结构升级带来的毛利率水平提高以及规模效应带来的费用率水平降低。

高端酒: 受益毛利率提升, 茅五泸净利润增速快于收入增长。19年一季度茅台、五粮液和泸州老窖归母净利润同比增长31.91%、30.26%和43.08%, 利润增速均快于收入增长, 主要得益于产品结构升级+提价, 产品毛利率提升带来净利率提升。

1) 贵州茅台: 茅台酒产品均价提升和系列酒结构升级, 公司19Q1毛利率同比提升0.8个PCT至92.11%。公司19Q1期间费用率同比下降1.49个PCT至10.8%, 其中销售费用率同比下降1.26个PCT至3.88%, 我们认为主要是因为公司减少了对于系列酒的费用投放, 管理费用率因规模效应同比下降0.03个PCT至6.52%。19Q1公司营业税金及附加占比收入下降3.02个PCT至10.71%, 我们认为这可能是因为预收款确认导致消费税缴税与收入确认节奏不一致, 参考历史正常情况, 我们认为该比例未来将稳定在15%上下。

2) 五粮液: 五粮液19Q1毛利率提升2.59个PCT至75.78%，因一季度高端酒收入增速快于系列酒，同时公司对于系列酒逐渐清理品牌聚焦“4+4”核心产品，公司产品结构不断提升；另外，19年初公司也对部分系列酒品牌和部分高端品牌提价。销售费用率微幅上升0.02个PCT至7.24，我们认为可能主要与公司营销改革扩张销售人员有关；管理费用率微幅上升0.13个PCT至4.41%。

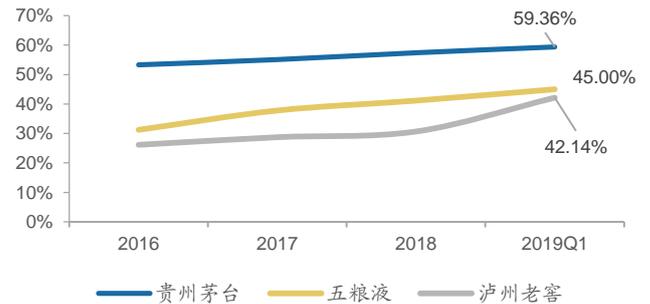
3) 泸州老窖: 泸州老窖19Q1净利润增速明显加快主要因国窖提价、产品结构升级以及销售费用率下降。公司19Q1毛利率同比大幅提升4.48个PCT至79.15%，我们认为一方面是因为19Q1中高档产品收入保持较快增长提升了产品结构，另外一方面是因国窖于1月提出厂价40元/瓶。公司19Q1期间费用率同比下降1.28个PCT，其中销售费用率同比下降1.27个PCT至16.93%，我们认为可能是因为部分费用在18Q4支出，18Q4销售费用率同比大幅提升4.06个PCT达到了34.54%；管理费用率因规模效应同比下降0.26个PCT至3.9%。19Q1公司营业税金及附加占比收入提升1.33个PCT至11.53%，主要由于18年5月税务部门对公司消费税计税价格进行重新核算，上调了计税价格。

图 8: 茅五泸净利润增速高于收入增速，19Q1净利增速31.91%/30.26%/43.08%



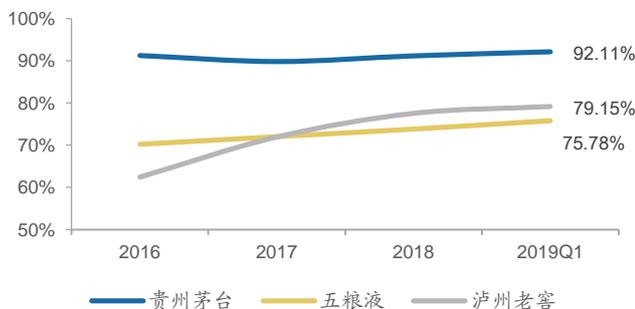
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 19Q1茅五泸净利率分别提升至59.36%/45.00%/42.14%



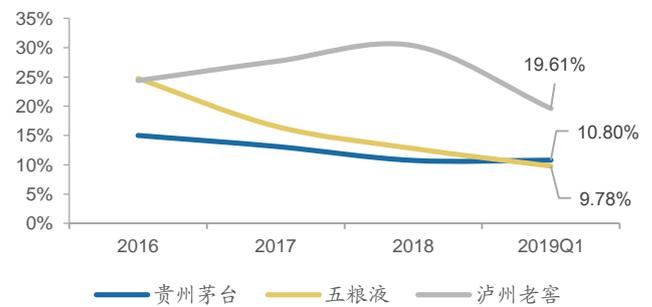
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 19Q1茅五泸毛利率分别提升至92.11%/75.78%/79.15%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 19Q1茅五泸期间费用率分别下降至10.80%/9.78%/19.61%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

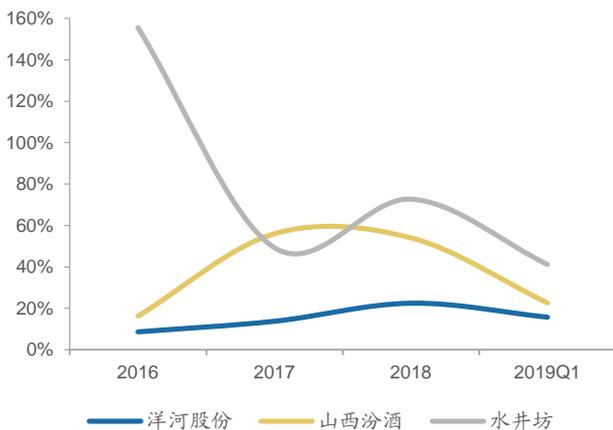
全国性次高端：19Q1净利润增速均有不同程度放缓。 18年洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长22.45%、54.01%和72.72%，19Q1洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长15.7%、22.58%和41.16%，较18年均有所不同程度放缓。

1) 洋河股份：19Q1净利润增速略快于收入增长，主要系税金及附加占比以及期间费用率下降。19Q1毛利率下降2.5个PCT至72.29%，我们认为主要是因为春节期间公司加大了货物折扣力度；同时19Q1期间费用率下降较为明显，但往年1季度期间费用率均较低，同比18Q1微幅下降0.2个PCT；税金及附加占比同比下降1.96个PCT至14.25%，我们认为可能是因税费缴纳时点原因造成去年同期较高所致，因此税金占比收入比率下降是洋河19Q1净利润增速高于收入增速的主要原因。

2) 山西汾酒：19Q1汾酒净利润增速为22.58%，较收入增速略高，主要系毛利率提升较少且期间费用率上升较多。汾酒19Q1毛利率仅微幅上升0.99个PCT至71.94%，主要由于中高价位酒收入增速放缓，我们认为18Q4青花控量挺价结束后，未来青花持续放量，毛利率有望继续提升。19Q1汾酒期间费用率提升4.99个PCT，主要系全国化进程中，加大费用投放有利于提升品牌力，导致销售费用率提升3.06个PCT；管理费用率同比提升0.25个PCT至3.96%，主要因产能增加生产维修费增加及工资性费用支出增加；财务费用率同比提升1.69个PCT至1.58%，主要因票据贴现利息支出增加所致。

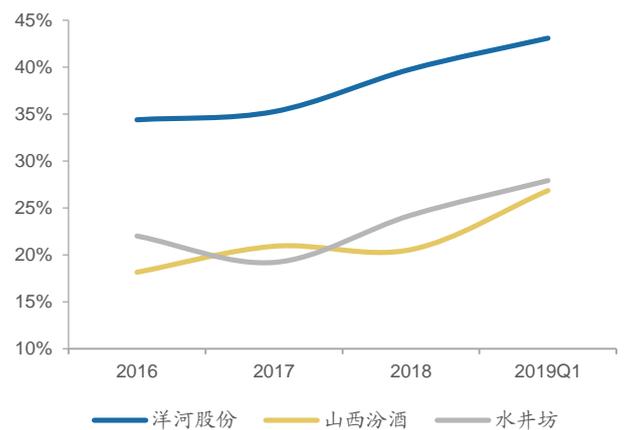
3) 水井坊：水井坊19Q1归母净利润2.19亿元，同比增长41.16%，主要受益于产品结构升级带来的吨价提升，19Q1毛利率同比提升1.79个PCT至82.58%。且19Q1期间费用率受益规模效应同比下降4个PCT，其中销售费用率同比下降2.31个PCT至29.81%；管理费用率同比下降1.65个PCT至5.91%。19Q1公司营业税金及附加占比收入提升1.39个PCT至15.82%，主要由于18年5月税务部门对公司消费税计税价格进行重新核算，上调了计税价格。

图 12: 次高端白酒净利润增速均有所放缓



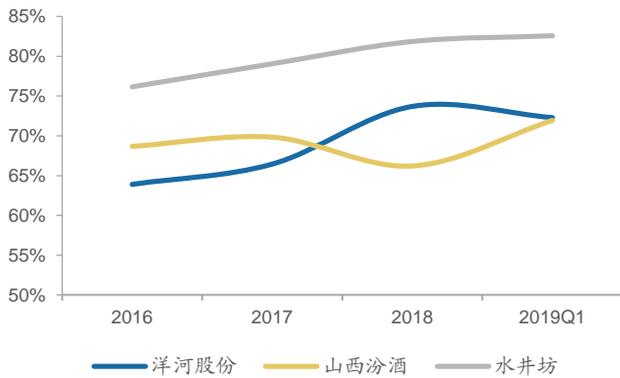
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13: 次高端净利率稳步提升



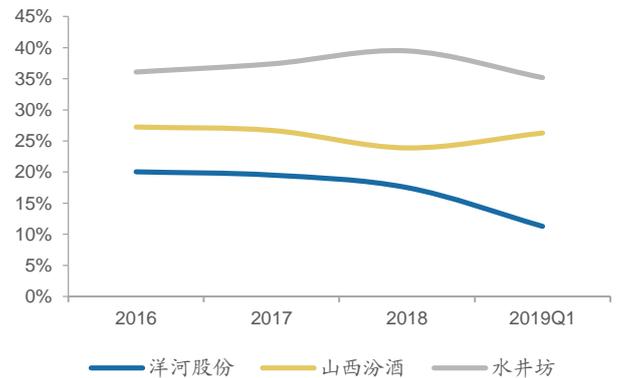
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14: 19Q1洋河加大货折力度导致毛利率略有下降, 汾酒、水井坊受益结构升级, 毛利率持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

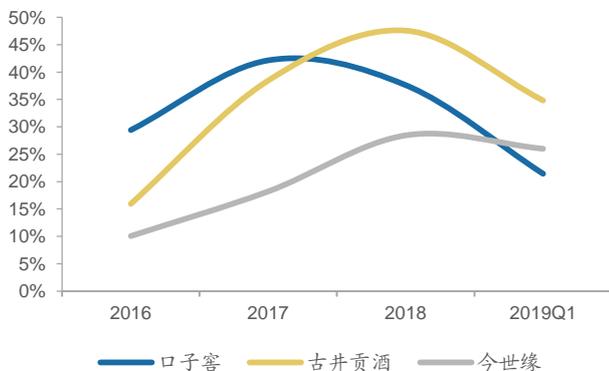
图 15: 洋河、水井坊受益规模效应, 费用率下降, 汾酒加大费用投放, 19Q1费用率提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

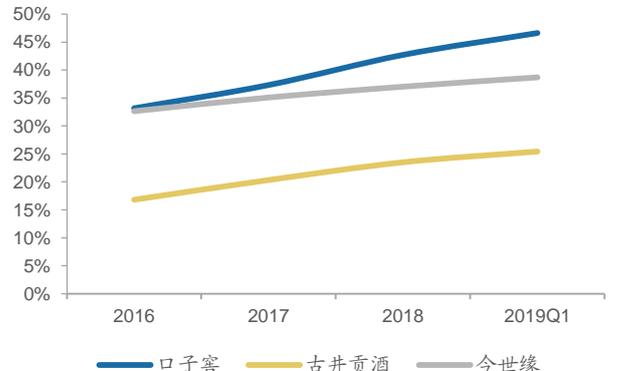
区域龙头: 受益省内消费升级+产品结构优化, 地产龙头酒企盈利能力持续提升。2018年古井、口子、今世缘归母净利润同比增长47.57%、37.62%、28.45%; 19Q1古井、口子、今世缘归母净利润同比增长34.82%、21.43%、26.00%。主要地产龙头受益于省内消费升级和产品结构升级, 毛利率有所提升。
口子窖: 19Q1净利润增速远快于收入主要因产品结构升级大幅提高毛利率, 19Q1毛利率同比提升3.09个PCT至77.83%, 净利率同比提升4.11个pct至40%, 公司整体盈利能力有所提升。今世缘由于19Q1加大费用投放以及税金及附加增长过快, 导致一季度净利润增速慢于收入, 得益于产品结构升级, 公司19Q1毛利率同比提升0.3个pct至74.65%。
古井贡酒: 19Q1毛利率同比下降1.52个pct至78.21%, 主要由于公司对于新经销商首轮打款加大了促销力度, 抵消了产品升级的作用, 预计后续促销力度减弱后毛利率会有所回升。19Q1古井贡酒、口子窖、今世缘期间费用率分别变动了0.32个pct、-0.07个pct、0.51个pct和-1.6个pct。古井贡酒、今世缘为抢占省内市场份额和省外扩张, 短期加大市场费用投放导致19Q1销售费用率略有提升, 我们认为公司加大品宣力度有助于品牌力提升和市场抢占。

图 16: 区域龙头净利增速仍然远快于收入增速



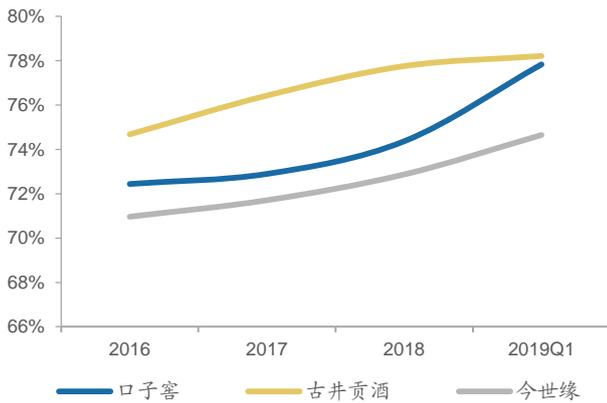
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 区域龙头净利率持续提升



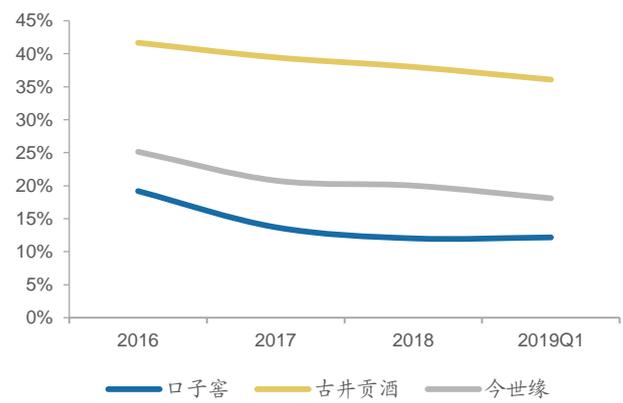
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 地产酒毛利率持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 地产酒期间费用率持续下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、大众品: 抗周期能力强, 细分行业龙头业绩稳健

大众品板块2018年底平稳收官, 2019年一季度业绩持续稳定增长。(1) 细分行业优质龙头表现亮眼, 部分龙头业绩超预期。各细分子行业优质龙头如海天味业、伊利股份、双汇发展、绝味食品、汤臣倍健等企业, 收入端持续享受行业集中度提升的趋势, 且定价能力相对较强, 能够推动盈利能力持续提升。(2) 啤酒龙头和千禾味业有望边际改善。

从估值角度来看, 啤酒、调味品、乳制品、休闲食品、肉制品板块2019年PE估值分别为37X、37X、27X、25X、18X。调味品板块估值最高, 我们认为调味品行业属性有望支撑其高估值——调味品行业持续稳定向上发展且集中度提升空间大, 调味品龙头业绩确定性高, 因而能够享受较高的估值溢价。我们预计乳制品、肉制品、啤酒板块估值中枢有望上移——乳制品行业双寡头竞争有望趋缓; 肉制品龙头双汇单寡头地位稳固, 有望通过直接提价或产品结构升级方式提升肉制品盈利能力, 推动业绩持续稳健增长; 啤酒行业价格战趋缓、价格提升且中高端产品放量, 企业盈利能力有望持续提升。

表 7: 调味品板块估值略高于其他大众品板块 (采用2019年4月30日股价)

行业	公司	收入增速		净利润增速		EPS (元/股)		PE		股价 (元)
		2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	
调味品	海天味业	16.80%	17.10%	23.60%	21.10%	1.62	1.96	42	46	89.28
	中炬高新	15.43%	11.10%	34.01%	16.50%	0.76	0.89	39	41	36.05
	涪陵榨菜	25.92%	19.60%	59.78%	21.10%	0.84	1.01	26	28	28.69
	千禾味业	12.37%	23.10%	66.61%	-10.50%	0.74	0.66	21	35	23.17
	恒顺醋业	9.87%	11.30%	8.44%	-0.70%	0.39	0.39	27	34	13.13
	均值							31	37	
乳制品	伊利股份	16.89%	13.10%	7.31%	8.20%	1.06	1.15	21	27	31.00
	光明乳业	-4.71%	3.67%	-44.87%	43.06%	0.28	0.40	30	26	10.50
	均值							25	27	

肉制品	双汇发展	-3.25%	15.10%	13.78%	5.80%	1.49	1.58	16	18	27.83
休闲食品	绝味食品	13.45%	14.52%	27.69%	20.85%	1.56	1.89	21	25	46.46
	安井食品	22.25%	17.65%	33.50%	17.29%	1.25	1.47	29	31	45.46
	汤臣倍健	39.86%	37.88%	30.79%	30.08%	0.69	0.82	24	26	21.69
	桃李面包	18.47%	18.22%	25.11%	17.59%	1.36	1.15	23	33	37.50
	养元饮品	5.21%	3.24%	22.82%	9.28%	3.80	4.12	11	13	53.15
	均值							22	25	
啤酒	青岛啤酒	1.13%	5.55%	12.60%	23.63%	1.05	1.30	33	39	51.00
	重庆啤酒	9.19%	7.39%	22.62%	24.06%	0.83	1.04	37	36	37.00
	均值							35	37	

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：青岛啤酒、重庆啤酒、光明乳业采用wind一致预测，其他为广发预测

1. 调味品：龙头收入稳健增长，盈利能力持续提升

调味品行业集中度持续提升，行业龙头表现亮眼。调味品大行业中，酱油行业是最好的赛道——（1）酱油行业空间大，且行业规模持续稳健增长，2010-2018年酱油行业收入复合增长11.31%，2018年达597亿元；（2）行业格局清晰，且龙头份额提升空间大，一超多强，且2018年海天市占率仅为17.15%，较日本龟甲万目前市占率33.20%仍有较大的提升空间。

根据wind数据，2018年酱油行业收入597亿元，同比增长5.27%。酱油龙头海天味业和中炬高新调味品2018年收入分别同比增长16.80%、10.34%，明显高于行业整体增速，加加食品出现负增长。2019Q1海天和中炬高新调味品收入持续稳健增长，收入分别同比增长16.95%、15.31%。龙头公司收入增速明显高于竞争对手，主要源于龙头公司渠道占有率高，且其渠道力持续加强——海天持续招商推动渠道细化，挖掘渠道潜力，2019Q1公司经销商数量4989家，较2018年末增加182家；中炬高新持续招商推动全国化布局，2019Q1公司经销商数量907家，较2018年末增加44家。千禾味业实行差异化竞争战略，定位零添加进行全国化，2019年开始公司区域扩张加速，招商力度增加、加大对销售人员激励和对渠道的专业培训，2019Q1收入明显加速，同比增长18.46%。

榨菜行业近两年无明显增长，涪陵榨菜作为行业龙头，无明显竞争对手，市占率持续提升。2018年涪陵榨菜平稳收官，收入同比增长25.92%，明显高于榨菜行业整体增速；2019Q1涪陵榨菜收入同比增长3.81%，放缓明显，主要系2018Q1基数大、现有渠道发展成熟增速放缓以及2019Q1去库存所致。

表 8：调味品板块：龙头业绩稳健（亿元）

公司	2018 年				2019Q1			
	收入	增速	净利润	增速	收入	增速	净利润	增速
海天味业	170.34	16.80%	43.65	23.60%	54.90	16.95%	14.77	22.81%
中炬高新	41.66	15.43%	6.07	34.01%	12.31	6.72%	1.89	11.53%
涪陵榨菜	19.14	25.92%	6.62	59.78%	5.27	3.81%	1.55	35.15%
千禾味业	10.65	12.37%	2.40	66.61%	2.91	18.46%	0.51	-54.05%

恒顺醋业	16.94	9.87%	3.05	8.44%	4.60	15.15%	0.72	21.66%
安记食品	3.39	33.58%	0.39	-4.26%	1.21	70.67%	0.13	22.09%
星湖科技	8.59	25.06%	0.42	126.71%	2.98	28.89%	0.37	367.05%
梅花生物	126.48	13.62%	10.02	-14.66%	33.38	4.11%	3.42	37.84%
加加食品	17.88	-5.44%	1.15	-27.58%	5.53	3.75%	0.56	2.42%
佳隆股份	3.19	11.12%	0.35	64.35%	0.80	-7.46%	0.08	-26.15%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

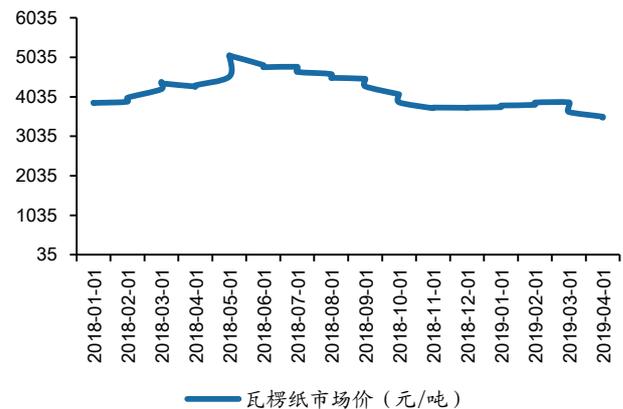
2019Q1调味品行业成本维持稳定, 龙头企业盈利能力持续提升。2019年以来调味品行业主要成本价格维持稳定——酱油行业主要原材料黄大豆价格和纸箱板价格较稳定; 榨菜行业青菜头收购价格780-800元/吨, 略低于2018年收购价格。

从公司单季度盈利能力来看, 酱油行业龙头海天味业和中炬高新毛利率同比基本持平, 受益于费用率下降, 其净利率同比持续提升。2019Q1海天味业和中炬高新毛利率分别为45.78%、39.38%, 净利率分别为26.91%、27.27%, 较2018Q1提升1.28和1.08个PCT。榨菜行业龙头涪陵榨菜2019Q1毛利率58.14%, 较2018Q1提升6.96个PCT, 主要系2019Q1所用青菜头收购价明显低于2018Q1、以及2018年10月份提价所致。

图 20: 黄大豆价格维持稳定



图 21: 纸箱板价格维持稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 调味品板块: 龙头盈利能力持续提升

公司	毛利率					净利率				
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
海天味业	46.70%	47.59%	45.08%	46.45%	45.78%	25.63%	25.97%	22.14%	28.55%	26.91%
中炬高新	38.88%	41.16%	37.12%	39.27%	39.38%	16.19%	18.48%	16.53%	14.19%	17.27%
涪陵榨菜	51.18%	58.55%	57.26%	55.90%	58.14%	22.64%	34.23%	45.24%	37.53%	29.48%
千禾味业	43.71%	43.51%	46.50%	48.31%	48.26%	44.81%	10.94%	14.40%	20.69%	17.38%
恒顺醋业	40.24%	43.44%	40.71%	44.20%	43.77%	14.73%	15.66%	25.07%	16.05%	15.82%
安记食品	31.33%	29.71%	31.15%	31.21%	19.91%	15.48%	12.30%	12.13%	8.31%	11.07%
星湖科技	18.81%	27.05%	31.21%	27.23%	31.94%	3.43%	4.06%	7.74%	4.77%	12.43%

梅花生物	23.95%	23.97%	25.87%	25.80%	26.24%	7.90%	7.40%	8.71%	8.26%	10.37%
加加食品	26.73%	27.11%	26.12%	25.02%	26.24%	10.19%	6.68%	5.93%	2.50%	10.06%
佳隆股份	44.38%	45.75%	45.10%	45.86%	44.51%	12.98%	15.63%	10.80%	4.67%	10.36%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2. 乳制品: 双寡头竞争差异化, 乳制品 CR2 有望提升至 65%+

常温奶领域伊利较蒙牛竞争优势持续扩大。彭博数据显示, 2018年乳制品行业(不含婴幼儿奶粉, 该数据为大部分终端零售网点统计所得)收入3991亿元, CR2达46.0%, 其中伊利和蒙牛市占率分别为23.6%和22.4%, 第三名光明市占率4.2%。我们预计乳制品行业CR2有望持续提升, 达65%以上——我国乳制品两大品类中的常温奶无冷链限制, 预计CR2水平可对标美国软饮料提升至75%左右; 低温奶受限于冷链技术, 龙头抢占份额较缓慢, 给予地方乳企生存空间, 预计CR2水平相对较低, 可达55%左右。

2018年开始伊利股份竞争战略为加大费用投放、加固较竞争对手的竞争优势, 效果明显——根据彭博数据, 2018年我国乳制品行业收入同比增长6.33%, 伊利股份和蒙牛乳业2018年收入分别同比增长16.89%、14.71%, 明显高于行业整体增速, 行业份额持续向双寡头集中。2019Q1伊利股份收入同比增长17.10%, 收入增长略加速, 加速抢占市场份额, 主要受益于核心大单品拉动, 我们推测安慕希和金典同比增长20%+。

表 10: 乳制品板块: 伊利竞争优势持续加固

公司	2018 收入 (亿)	YOY	2018 净利润 (亿)	YOY	19Q1 收入 (亿)	YOY	19Q1 净利润 (亿)	YOY
伊利股份	795.53	16.89%	64.40	7%	231.30	17.10%	22.76	8%
蒙牛乳业	691.68	14.71%	30.43	49%				
光明乳业	209.86	-3.17%	3.42	-45%	54.52	6.92%	1.41	6%
三元股份	74.56	21.80%	1.80	137%	19.43	10.89%	0.53	49%
燕塘乳业	12.97	4.68%	0.42	-65%	2.81	8.82%	0.11	15%
科迪乳业	12.85	3.74%	1.29	2%	2.90	6.22%	0.30	28%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

高费用投放导致伊利盈利能力短期承压。2018Q2以来伊利净利率水平下降, 主要源于销售费用率提升——投放广告费用和渠道建设费用, 助力抢占市场份额。2019Q1公司成本压力提升, 原奶收购价格同比提升3-5%, 但毛利率仍较2018Q1提升1.15个PCT, 主要源于产品结构升级和促销减缓。2019Q1净利率较2018Q1下降0.88个PCT, 主要源于销售费用率提升, 2019Q1销售费用率较2018Q1提升1.31个PCT。

表 11: 乳制品板块: 伊利盈利能力短期承压

	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
伊利股份	38.80	38.54	35.80	38.34	39.95	10.76	6.81	7.47	7.70	9.88
光明乳业	34.30	32.71	33.65	32.71	32.24	4.23	4.36	1.36	0.09	4.20

三元股份	31.96	36.15	32.34	31.34	33.49	1.25	4.40	0.74	3.40	3.26
燕塘乳业	32.10	34.65	31.09	29.47	32.37	4.14	9.50	6.45	-6.57	4.32
科迪乳业	23.13	26.34	24.78	24.63	23.46	8.57	13.52	11.06	6.68	10.34

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3. 肉制品: 肉制品行业单寡头垄断, 双汇业绩稳健增长

双汇发展是肉制品行业单寡头企业, 收入稳健。2019Q1双汇收入增速较2018年略改善。(1)肉制品业务同比增长4.16%, 根据公司业绩说明会, 2018年12月公司对部分肉制品提价, 推动2019Q1肉制品均价提升2%+, 叠加高端新品放量推动的产品结构升级, 有望推动2019Q1肉制品均价同比增长3%左右。(2)屠宰业务同比下降0.62%。2019Q1公司屠宰生猪472.7万头, 同比增长20.71%, 主要源于2019年1-2月份低猪价利于屠宰上量。

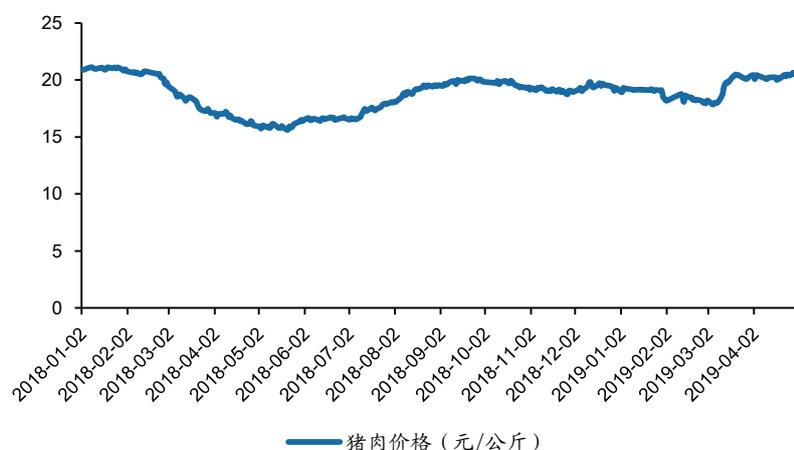
表 12: 肉制品板块: 双汇发展业绩改善 (亿元)

	2018 年收入		2018 年净利润		2019Q1 收入		2019Q1 净利润	
	收入	增速	净利润	增速	收入	增速	净利润	增速
双汇发展	489.32	-3.25%	49.15	13.78%	119.74	-0.71%	12.79	20.25%
得利斯	20.19	25.48%	0.08	7.79%	6.49	14.58%	0.15	51.32%
金字火腿	4.26	14.58%	-0.08	-107.81%	0.94	-32.30%	0.32	68.86%
煌上煌	18.98	28.41%	1.73	22.72%	4.99	20.36%	0.64	26.70%
龙大肉食	87.78	33.56%	1.77	-5.88%	27.34	48.51%	0.80	1.90%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

双汇发展盈利能力受猪肉价格影响较大: 猪价下行, 公司盈利能力提升——屠宰业务成本端价格弹性高于消费端, 猪价下行提升屠宰业务盈利能力; 且猪肉价格下降降低肉制品业务成本, 推动肉制品盈利能力提升。反之, 猪价上行, 公司盈利能力下降。

图 22: 3月份以来我国猪肉价格明显提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2019Q1公司净利率11.11%，较2018Q1提升1.83个PCT。其中肉制品业务营业利润率16.52%，较2018Q1下降2.42个PCT，主要源于以下三方面：（1）公司加大市场投入；（2）员工薪酬增加；（3）部分原材料成本提升。2019Q1公司屠宰头均利润高达113元，同比增长92.09%。非洲猪瘟导致生猪跨省调运受限，区域间价格差异拉大，根据公司业绩说明会，公司较好把握了产能布局优势和一季度猪价低位（2019年1-2月份猪价下行）的机遇。

表 13: 肉制品板块: 2019Q1双汇发展盈利能力同比提升

	毛利率					净利率				
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
双汇发展	19.72%	23.05%	21.14%	21.82%	21.00%	9.28%	11.58%	10.20%	10.63%	11.11%
得利斯	11.89%	8.79%	10.60%	10.88%	11.65%	1.71%	-2.09%	0.77%	0.54%	2.32%
金字火腿	43.25%	37.09%	61.92%	23.29%	44.93%	9.39%	-1.41%	-26.31%	-79.99%	33.96%
煌上煌	35.92%	33.92%	34.99%	33.39%	38.23%	11.99%	11.40%	13.17%	0.93%	12.68%
龙大肉食	9.57%	5.50%	6.17%	7.34%	7.50%	4.69%	0.53%	2.15%	2.12%	3.53%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

4. 食品综合: 细分行业龙头增长稳健, 确定性强

食品综合子品类众多, 收入增速分化; 龙头定价能力与控费能力强, 利润增速普遍高于收入增速。食品综合企业收入增长较为分化。1) 休闲食品、保健品、火锅制品处于成长期, 增速较好, 上市公司普遍实现10%以上收入增长, 龙头收入增速普遍接近甚至超过20%。2) 米面制品处于成熟期, 行业增速低, 其中速冻米面格局稳定, 龙头三全食品18年、19Q1收入增速均略超5%; 挂面格局分散, 依靠产能投放, 龙头克明面业实现18年、19Q1收入增速分别达26%、19%。3) 肉制品处于衰退期, 个股收入增速普遍零增长, 龙头双汇发展18年、19Q1收入增速分别为-3.3%、-0.7%, 利润端表现良好, 18年、19Q1双汇发展净利润增速分别为14%、20%。4) 膳食补充剂龙头汤臣倍健受益大单品战略, 18年和19Q1收入均维持40%左右的高速增长。

表 14: 食品综合个股业绩数据汇总

公司	2018 收入 (亿元)	YOY	2018 净利 润 (亿元)	YOY	19Q1 收入 (亿元)	YOY	19Q1 净利 润 (亿元)	YOY
桃李面包	48.33	18.47%	6.42	25%	11.42	15.52%	1.21	12%
绝味食品	43.68	13.45%	6.41	28%	11.54	19.63%	1.81	20%
安井食品	42.59	22.25%	2.70	34%	10.96	14.61%	0.65	20%
汤臣倍健	43.51	39.86%	10.02	31%	15.71	47.17%	4.97	34%
双汇发展	489.32	-3.26%	49.15	14%	119.74	-0.71%	12.79	20%
克明面业	28.56	25.86%	1.86	65%	7.85	17.52%	0.61	-17%
三全食品	55.39	5.39%	1.02	41%	19.09	5.04%	0.40	42%
洽洽食品	41.97	16.50%	4.33	36%	10.40	1.26%	1.14	36%
上海梅林	221.79	-0.19%	3.06	9%	65.13	4.03%	1.83	10%
黑芝麻	39.64	43.03%	0.00	-100%	9.51	71.87%	0.08	-40%

好想你	49.49	21.59%	1.30	21%	19.22	7.33%	1.33	10%
加加食品	17.88	-5.44%	1.15	-28%	5.53	3.75%	0.56	2%
元祖股份	19.58	10.18%	2.42	19%	3.41	24.90%	-0.07	-77%
双塔食品	23.79	15.06%	0.92	149%	3.61	-49.89%	0.37	-37%
海欣食品	11.45	18.24%	0.35	-228%	3.14	19.18%	0.13	6%
桂发祥	4.81	-1.12%	0.84	-9%	1.56	0.69%	0.28	-5%
盐津铺子	11.08	46.81%	0.71	7%	3.43	43.91%	0.28	6%
爱普股份	25.00	7.52%	1.10	-24%	6.16	-1.77%	0.29	11%
来伊份	38.91	7.01%	0.10	-90%	11.94	-0.07%	0.65	53%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

5. 啤酒: 行业拐点已至, 产品结构升级和关厂将推动盈利回升

19Q1啤酒行业收入和净利润明显回暖。根据啤酒企业年报和一季度报, 18年和19Q1啤酒公司合计收入分别为464.86亿元和132.26亿元, 分别同比增长1.99%和8.26%, 19Q1增速回升明显。其中青岛啤酒一季度量价齐升, 收入增长11.28%, 其中啤酒销量216.6万千升, 同比增长6.6%, 吨均价3671元, 同比增长2.9%。18年和19Q1啤酒公司合计净利润分别为23.22亿元和10.02亿元, 分别同比增长17.34%和22.89%, 19Q1加速增长, 主要由于啤酒行业提价、产品结构升级以及关厂带来盈利能力提升。

表 15: 啤酒行业业绩数据汇总, 19Q1啤酒行业收入和净利润明显回暖

公司	2018 收入 (亿元)	YOY	19Q1 收入 (亿元)	YOY	2018 净利 润 (亿元)	YOY	19Q1 净利 润 (亿元)	YOY
重庆啤酒	34.67	9.19%	8.33	2.53%	4.04	22.62%	0.86	13.39%
青岛啤酒	265.75	1.13%	79.51	11.38%	14.22	12.60%	8.08	21.04%
惠泉啤酒	5.52	-3.06%	1.25	6.53%	0.18	-23.51%	-0.06	40.66%
燕京啤酒	113.44	1.32%	34.48	5.13%	1.80	11.47%	0.59	8.66%
珠江啤酒	40.39	7.33%	7.51	4.65%	3.66	97.68%	0.30	65.78%
兰州黄河	5.09	-14.68%	1.18	-22.02%	-0.68	-516.05%	0.25	555.43%
合计	464.86	1.99%	132.26	8.26%	23.22	17.34%	10.02	22.89%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

啤酒行业竞争进入下半场, 行业均价提升、关厂, 利润率有望持续提升。啤酒行业处于成熟期, 行业收入增速不足5%, 主要系主流消费人群人数下降及消费者健康化需求, 导致行业消费量持续下降, 行业收入增长主要系均价提升推动。同时, 行业竞争进入下半场, 我国70%以上省份啤酒竞争格局已定, 龙头各自聚焦优势市场, 战略放弃劣势市场, 行业集中度将持续提升。利润端, 中高端产品(7元以上)占比提升明显, 未来产品结构仍将持续优化; 且行业逐步脱离“低价抢份额”阶段, 直接提价的贡献度将逐步提升, 未来产品结构升级+提价有望推动毛利率持续提升。另一方面, 行业产能利用率较低, 各企业积极关停无效产能, 未来资产减值影响边际减弱, 叠加行业脱离高费用竞争阶段, 预计净利润率有望提升

四、个股推荐

1. 白酒：预计 19 年高端、次高端及区域龙头收入和业绩保持稳健增长

(1) 贵州茅台：渠道结构优化推动均价提升，预计19年茅台酒收入有望实现15%以上的增长。据公司公告，19年茅台酒销量计划3.1万吨左右，公司收入目标增长14%左右。但根据公司历史公告，我们认为该目标均为较保守目标，公司有能力强通过跨期调配等方式对成品酒产量在一定范围内进行调整，因此我们预计19年度茅台酒实际销量有望略高于计划量，较18年持平或略有增长。公司目前已经公开招商，首批直供商超600吨/年，我们预计19年公司直销战略将逐步落地，我们预计19年直销占比有望提升至20%以上（18年直销营收占比仅6%，19Q1仅为5%左右），估算将推动公司净利润增长18%左右（考虑增值税率下调）。据茅台时空，茅台计划用“茅酒之源”车间开发一款顶级文化酒，我们预计公司未来有望继续提高高附加值产品占比，有望增厚公司利润。我们认为在销量增幅有限的前提下，公司提高直销占比将显著提升产品均价，19年茅台酒收入有望实现15%以上的增长。系列酒19年调整结构突出大单品，收入有望增长15%以上。据公司18年底的经销商大会，系列酒19年销量目标3万吨左右，收入目标为100亿元（含税），我们认为在不增量的情况下，公司将进一步调整优化产品结构以突出大单品，我们预计19年系列酒收入有望同比增长15%以上。

(2) 五粮液：公司渠道和产品体系改革逐渐落地，收入有望保持较快增长。据搜狐网，公司在19年3月的经销商大会上提出，19年6月将上市新普五（出厂价879-889元），同时配合新品上市公司一系列渠道改革措施将落地：1）新品上市后采用控盘分利的方式销售，同时导入扫码系统。2）18年公司与合作建设数字化营销体系，将以新品上市为契机推进营销体系的改革，加强对于终端的管控，升级营销方式，从传统分销升级为以终端为场所的精准营销。在产品体系方面，公司一方面清理高仿系列酒品牌，另外一方面对于高端酒总经销品牌进行梳理和整顿，并要求总经销五粮液产品出厂价高于同一时期普五的市场建议零售价，全面为普五让路，目前普五批价已逐渐上行至860元/瓶以上。我们认为19年公司在管理、产品和渠道上均会出现明显改善，释放体制改革红利将保持稳健的收入增长。新品提价叠加增值税率下调，盈利能力有望进一步提升。据搜狐网，公司19年普五计划共1.5万吨，其中老普五（出厂价789元）占比56%，珍藏版普五（出厂价859元）占比9%，新普五占比35%，估算提价幅度约4.8%，其余高端产品也会同步提价。据新浪网，19年4月1号起增值税率从16%下调至13%，名酒企业议价权强能保持含税卖价不变，相当于变相提价2.3%。公司今年推出了超高端战略新品501五粮液，包括明池酿造和清池酿造两款，充分挖掘了公司深厚历史底蕴，提升了公司的产品结构。叠加系列酒聚焦核心大单品并对部分产品提价，我们预计19年公司整体吨价提升幅度在8%以上。我们预计公司毛利率有望进一步上升。但考虑到公司正在进行营销改革可能增大费用投放，因此19年销售费用率可能维持不变或略有上升，毛利率提升将带动公司盈利能力提升。

(3) 泸州老窖：公司近几年来加大了全国化进程，对于空白市场的开拓，公司在部分市场采取直营子公司的模式，直接由子公司对接品牌专营公司并进行市场运作，在另外一部分市场则采用厂商1+1模式，厂家直接参与对终端的管控。该种

模式下公司对于渠道的掌控力度大幅增强，符合行业的发展趋势，目前来看成效显著。同时，在市场投入上逐渐向终端和消费者转移，继终端国窖荟后，我们预计公司未来加快建设消费者国窖荟，提升公司在核心消费群体中的影响力，以推动渠道的下沉和开拓。渠道扩张将驱动公司收入保持稳健增长，但考虑到公司的渠道运作模式仍需要投放大量费用，预计费用率下降幅度有限。根据微酒，国窖于19年1月已经上调了结算价40元/瓶，预计19年国窖受益渠道扩张和下沉有望实现量价齐升。除此之外，据微酒，为推进特曲的价值回归，老字号特曲将于19年5月1号起提升结算价10元/瓶。公司毛利率有望进一步提升。据糖酒快讯近期报道，公司原计划于2020年投产的酿酒工程技改项目已经开始投粮，全部建成后将形成年产优质白酒10万吨、曲药10万吨和储酒30万吨的能力。技改项目的提前投产将保障公司高端基酒的供应，有利于公司收入的稳健增长。

(4) 洋河股份：据公司18年年报，公司19年收入增速目标12%+，洋河渠道管控能力为白酒业内最强，受益于江苏省内消费升级及省外扩张新江苏市场，我们认为有望实现经营目标。19年已确定为洋河调整年，但公司积极对省内组织架构进行细化调整，成立淮安大区，苏南大区裂变成苏通和苏南，进一步深耕省内，省外则持续推进新江苏市场建设，洋河渠道推力强，竞争对手渠道运作能力极难对洋河形成系统性威胁，19年调整后洋河有望重新实现高增长。同时，省内省外继续主动培育，并推动消费者向梦之蓝升级，天之蓝、海之蓝做足品质保证，未来梦之蓝持续高增将推动毛利率继续提升，增厚公司业绩。

(5) 山西汾酒：据中国网，2019年汾酒将继续加大力度深化改革：（1）动力的变革，包括三项制度、干部人才和股权激励三个层面，未来将建立岗位的优胜劣汰机制，优化干部人才考核机制，进一步探索股权激励制度。我们认为完善销售人员激励制度，给予销售人员职业上升空间，有利于公司推进全国化扩张。（2）效率的变革，一方面未来要落实与华润的战略协同，提升管理和营销水平；另一方面是要通过上线ERP等信息化系统为企业赋能。我们认为华润集团具有丰富的渠道资源，目前公司在部分市场已经试点将产品导入华润渠道，未来有望在全国范围内铺开。囿于国企体制，公司第一期股权激励力度相对较小，我们认为在完成目标后不排除后续进行第二期激励。根据18年年报披露，2019年收入增长目标为20%。根据股权激励的要求，2019年收入为115亿元左右，相较于18年增长23%（因为18年并表后基数变大，因此增速目标低于之前计算的27%）。我们认为随着公司改革继续深化进一步释放红利，大概率完成股权激励目标。我们认为公司仍处在全国化扩张的进程之中，费用率下降幅度有限，但增值税率下调相当于提价2.3%，将增厚公司利润。

(6) 水井坊：据公司18年年报，19年公司收入增长目标为20%左右，净利润增长目标为30%左右。我们预计公司受益所处次高端行业增长以及自身渠道拓展有望实现收入目标：1）公司继续践行“蘑菇”战略，在五大核心市场进一步下沉深耕，对次核心和新兴市场扩张核心门店。2）次高端行业仍旧是白酒板块增长最快的价位段，公司两大单品聚焦次高端。同时，公司加大对门店的支持力度，核心门店制度不断升级，聚焦资源拉动门店动销，我们预计全年公司能够保持10%以上的同店增长。产品持续高端化有望推动盈利能力继续提升。公司未来将加大对井台的投入，同时持续推广新推出的典藏和菁翠，产品持续高端化不断提升毛利率。叠加规模效应带来的费用率的下降以及增值税率下调带来的提价效应，预计盈利能力有

望继续提升。

(7) 今世缘：据我们发布的《江苏省次高端持续扩容，两大苏酒龙头有望受益》深度报告，江苏省次高端市场增长迅速，预计未来3年收入CAGR在25%左右。公司核心产品国缘定位次高端，产品性价比高，利润率高，渠道推力足，预计下半年国缘系列有望持续近两年的高增长，推动今世缘省内市场份额持续提升。省外市场实行部分省份聚焦+大商制，低基数下将实现较快增长。同时，受增值税下调影响，公司毛利率有望继续提升，但由于公司仍处在成长期，预计销售费用率仍会有所上升，未来规模效应将推动期间费用率边际下降。

(8) 古井贡酒：公司在省内渠道强势，市占率较高，有望持续受益省内消费升级。公司近几年加大全国化布局，河南市场调整完毕，预计19年继续恢复性增长。据公司18年年报，公司19年收入增长目标为17.74%，利润总额增长目标为6.19%，我们认为公司目标较为保守（18年收入增长目标14.31%，利润总额增长目标20.3%），同时G8、G16为首的年份原浆系列持续放量，利润增速有望实现较高增长。由于公司全国化过程中仍需要大量费用投入，预计费用率下降幅度有限，导致公司净利润增速看似较低。同时，增值税下调有利于丰厚公司利润。

(9) 口子窖：我们预计19年公司收入有望保持10%以上增长：1）公司作为徽酒双龙头之一，将持续受益安徽省内消费升级，高档产品将保持稳健增长，同时产品结构不断上移，推动毛利率持续上升。2）公司在省内渠道向乡镇进一步下沉，在省外则派出省内大商运作，效果逐渐显现，18年省外收入增速开始明显超过省内。3）公司经营一向稳健，厂商一体的模式使得公司保持了较低的费用率，我们预计费用率未来也会保持平稳。毛利率提升将使得公司净利润增速明显快于收入增速。

2. 调味品：看好细分行业龙头海天味业、中炬高新和涪陵榨菜

(1) 海天味业：受益产品结构升级和渠道扩张，公司收入有望持续稳定增长。公司2019年收入目标197.6亿元，同比增长16%，净利润目标52.38亿元，同比增长20%，我们认为大概率能实现。（1）特级酱油和味极鲜高增长有望推动酱油产品结构持续升级，且公司不断进行渠道细化推动酱油放量。我们预计未来3年酱油收入复合增长10%+。（2）公司将蚝油作为重点发展品类，2018年单独设立蚝油公司，通过免费试用等方式培育消费者使用习惯，推动蚝油放量。我们预计未来3年蚝油收入复合增长20%左右。（3）酱类业务调整效果预计2019年中开始显现，有望加大收入贡献，推动公司收入稳增长。（4）2018年底醋团队重组完成，有望推动醋品类放量。同时，我们预计2019年公司毛利率有望维持稳定：酱油和蚝油产品结构将持续升级，有望覆盖采购成本上升影响。2019年预计公司保证产品性价比、助力市场份额抢占，销售费用率有望小幅下降。毛利率维持稳定叠加费用率下降，我们预计公司净利率有望小幅提升。

(2) 中炬高新：公司机制改善，调味品收入有望稳定增长。公司实际控制人目前已经由中山火炬高技术产业开发区管理委员会变更为宝能姚振华先生，核心人员激励水平有望提升。受益渠道扩张和多品类放量，我们预计2019年调味品收入有

望同比增长15%左右，主要源于销量增长。（1）公司将持续招商，加快空白地级市和三级市场区县的开发力度，初步实现全国性布局。根据公司年报披露，预计2019年末经销商数量可达1000家左右，同比增加15%左右。（2）公司积极开拓餐饮渠道，其收入占比有望持续提升。（3）公司积极发展蚝油作为第二重点品类、食用油为第三重点品类，新品放量有望推动收入稳定增长。

（3）涪陵榨菜：受益渠道扩张，公司收入有望持续稳定增长。价格上，根据历史经验，公司每年都会通过换包装提价，且2018年开始公司重点发展瓶装产品推动产品结构升级，19年均价有望受益。销量上，公司19年将裂变办事处机构，扩大销售及管理团队，推动渠道扩张，在一线发达市场开拓餐饮、航空等特殊渠道；在二线市场扶持战略经销商做大，深挖渠道；在下线城市持续招商，增加县级市场覆盖率，推动多品类下沉。利润上，19年青菜头收购价格较18年略有下降，叠加提价和产品结构升级，公司毛利率有望进一步提升，公司公告预算2019年毛利率57.87%，我们认为有望实现，但考虑公司19年将加大市场支持力度，销售费用率提升，公司净利率有望维持稳定。

3. 乳制品：伊利核心单品维持高增速，公司业绩有望持续稳定增长

伊利股份：产品结构升级和渠道扩张有望推动公司业绩稳定增长。受益产品结构升级和渠道扩张，公司2020年千亿目标有望实现，19年公司收入计划900亿元，同比增长13%左右，我们认为大概率能实现。1）安慕希、金典收入维持20%以上高增速，拉动整体收入增长，同时针对金典和安慕希不断推出新产品，推动产品结构升级，金典推出进口娟姗牛（零售价118元/箱），安慕希推出PET柳橙凤梨（零售价88元/箱）等高端品；（2）持续推动渠道扩张，维持传统渠道和现代渠道竞争优势的同时，加速布局新零售、便利社区、特通渠道；推动渠道向县、乡镇市场下沉；推动渠道精细化。另外，公司健康饮品有望持续放量，推动收入稳定增长。利润端考虑市场竞争、渠道开拓和成本上涨影响，我们预计2019年公司净利率略有下降，主要系1）19年原奶价格温和上涨，公司产品结构升级加速有望减小成本上涨影响，但公司为抢占市场份额，可能加大终端买赠促销力度，预计19年公司毛利率维持稳定或小幅承压；2）近几年公司会继续培育核心竞争力，在优势产品、品牌建设上和竞争企业拉开差距，19年开拓新消费场景，预计费用投放增加。因此，我们预计2019年公司销售费用率有望维持稳定略有提升，净利率略有下降。

4. 肉制品：猪肉价格上涨导致肉制品行业成本压力提升，双汇龙头效应凸显

双汇发展：肉制品提价和产品结构升级缓和成本压力，公司业绩有望稳定增长。我们预计公司肉制品收入有望同比增长5%+。（1）公司肉制品进入提价通道。根据公司业绩说明会，公司2018年12月和2019年4月初对部分肉制品进行提价，下半年猪价上升提升成本压力，公司有望继续提价。叠加高端肉制品放量带来的产品结构升级，我们预计2019年肉制品吨价有望同比增长5%+。（2）提价增厚经销商利润，渠道积极性提高。且公司将继续推动渠道网络建设，有望推动肉制品销量稳定增长。

我们预计下半年猪肉价格将明显提升。公司肉制品业务成本压力提升，有望通过直接提价和产品结构升级对冲成本上涨压力，我们预计2019年肉制品盈利能力略低于2018年水平。

公司屠宰业务收入有望同增20%左右。（1）2019年3月份以来猪肉价格进入上行周期，推动屠宰业务收入提升；（2）屠宰量有望维持稳定。私屠滥宰逐渐退出，行业集中度提升有望对冲非洲猪瘟负面影响。另外，公司屠宰业务成本端价格弹性较下游消费端高，猪价上涨预计将降低头头盈利，但公司有望通过进口冻肉平滑成本影响，我们预计2019年屠宰盈利能力较2018年有望维持稳定。

5. 食品综合：休闲卤制品、火锅料、保健品行业龙头业绩稳健增长

（1）绝味食品：2018年收入43.68亿元，同比增长13.45%；归母净利润6.41亿元，同比增长27.69%。2019年一季度收入11.54亿元，同比增长19.63%；归母净利润1.81亿元，同比增长20.38%。**公司收入增长主要由开店驱动。**18年底国内门店数量9915家，同比增长9.52%；19Q1因18Q1净增加门店基数小，公司又鼓励原有加盟商开店并给予加盟优惠，预计19Q1门店数量同比增长15%以上，推动公司收入稳定增长。**绝味净利润增速高于收入增速主要系强费用管控能力。**受益于公司强费用管控能力，18年销售费用率8.23%，同比下降2.84个PCT；18年管理费用率5.97%，同比下降0.9个PCT；19Q1销售费用率7.27%，同比18Q1下降0.04个PCT；19Q1管理费用率5.48%，同比下降0.49个PCT。19Q1净利润增速下降，基本略高于收入增速，主要系原材料成本上升，19Q1毛利率33.31%，较18Q1同比下降1.11个PCT，较18年全年下降0.99个PCT。

未来展望：1) **绝味门店稳健扩张，串串店等新业务逐渐贡献增量。**销量方面，预计19年净增门店数1000家左右，门店数量有望维持10%左右增长；同时，公司成功发行可转债募集资金用于天津、江苏、武汉、海南共计7.93万吨卤制品产能建设，投产后有望提升公司在京津冀、长三角等地区的辐射能力，助力门店加密和下沉。价格方面，19年2月收入占比个位数的部分产品提价7%-11%，未来持续针对性提价；推动产品结构升级；门店持续迭代升级，有望推动单店收入提升，19年预计提升3%左右。另外，18年底推出“椒椒有味”串串店，目前公司通过直营模式在长沙、武汉和南昌等地区进行开店测试，下半年有望开放加盟向全国进行推广，预计19年串串店和绝味鲜货店达200家左右，有望成为公司新增长点。2) **新建仓储中心有望提升成本控制能力。**公司在主要原材料采购地山东建设3万吨大型仓储中心，有望提升公司原材料储存能力，有助于公司在合适时间囤货来平滑成本波动，提升成本控制能力。18年四季度公司在鸭副价格下跌时积极囤货，有望缓解19年上半年成本压力。我们预计19年原材料成本将在18年高位基础上维持平稳或者略有下降，叠加高势能门店占比提升带来的均价提升以及规模优势带来的费用率下降，19年公司盈利能力有望提升。

图 23: 绝味收入增速基本由门店数量增速驱动



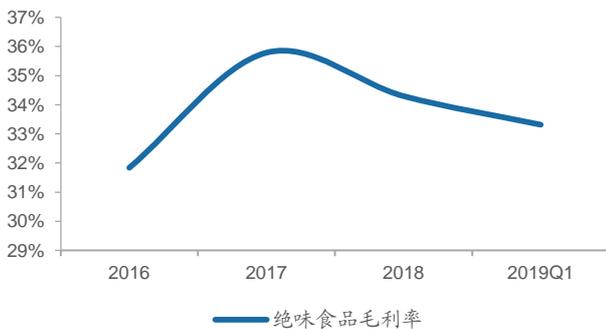
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 绝味食品净利增速基本高于收入增速



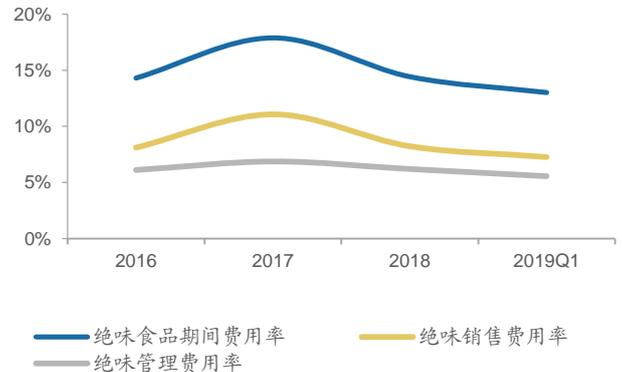
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 提价对冲原材料价格上升, 毛利率基本稳定



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 受益强费用管控, 费用率逐渐下降

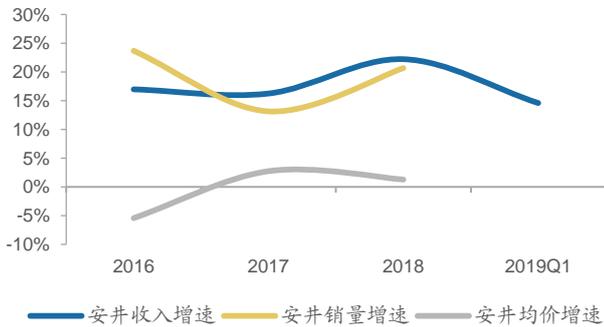


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(2) 安井食品: 2018年收入42.59亿元, 同比增长22.25%; 归母净利润2.70亿元, 同比增长33.50%。2019年一季度收入10.96亿元, 同比增长14.61%; 归母净利润0.65亿元, 同比增长19.60%。公司收入增长主要系销量推动, 18年总销量41.34万吨, 增长20.70%; 均价1.03万元/吨, 增长1.29%。19Q1收入增速14.61%, 环比放缓, 主要系19年春节较早, 部分春节发货计入18Q4, 且19年1月份猪瘟事件, 导致公司肉制品收入增速放缓, 19Q1肉制品收入2.90亿元, 降低4.29%。18年公司毛利率26.51%, 同比提升0.24个PCT, 主要系17年提价滞后影响及生产规模效益。受益强费用管控能力, 18年期间费用率18.21%, 同比下降0.3个PCT, 其中销售费用率受益规模效应降低0.64个PCT, 管理费用率提升0.04个PCT, 财务费用率提升0.3个PCT。19年公司因1月份猪瘟事件, 采用进口猪肉替代国产猪肉, 但毛利率仅下降0.59个PCT, 主要系1) 18年10、12月公司两次提价, 基本覆盖公司所有产品, 提价幅度约3%; 2) 部分产品用鸡肉替代, 降低总成本。19Q1期间费用率降低0.85个PCT, 其中销售费用率降低0.84个PCT; 管理费用率降低0.38个PCT; 财务费用率提升0.37

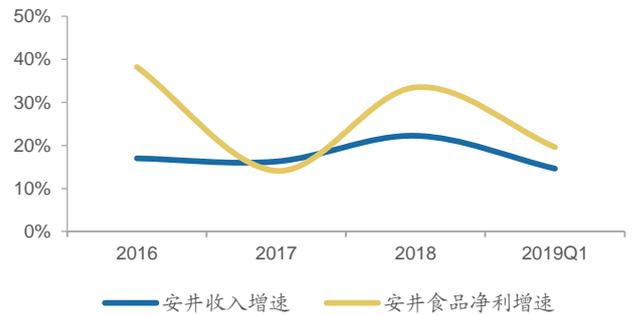
个PCT。

图 27: 销量持续高增长推动安井收入增速维持高位



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 安井费用管控强, 净利增速略高于收入增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 17年安井开始提价, 毛利率提升滞后至18年, 19Q1受1月份猪瘟影响采购进口猪肉, 成本上升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 受益强费用管控能力, 公司费用率持续下降



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

未来展望: 产能释放有望推动19年收入稳定增长。公司18年产能为37万吨, 产能利用率高达116%, 公司连续4年产能利用率均在100%以上。我们认为公司19年收入有望维持稳定增长, 主要由于: 1) 19年四川工厂拟增加2万吨产能, 同时泰州工厂二期、辽宁工厂二车间也将通过增加设备、技术改造等方式提高产能, 预计19年公司产能提升15%左右; 2) 随着四川工厂投产, 公司将加大西南地区渠道下沉, 18年西南地区经销商数量为53家, 同比增长32.5%, 一季度又净增2家, 有望推动19年西南地区收入高速增长; 3) 公司通过火锅料制品、米面制品和菜肴制品相结合的方式开拓餐饮渠道, 并通过代工模式推出“冻品先生”品牌, 开发餐饮市场潜力新品, 有望推动餐饮渠道较快增长; 4) 公司18年10月和12月两度提价, 整体均价提升约3%, 有望覆盖鱼糜成本的微幅上涨及猪肉、鸡肉的价格抬升。若未来猪肉、鸡肉等原材料价格大幅上涨, 公司仍可通过1) 继续提价; 2) 产品结构升级; 3) 降低促销; 4) 调整产品配方中的猪肉和鸡肉比例 (占公司总成本30%左右) 四种方式实现对原材料

料价格上涨的对冲，我们预计19年公司毛利率小幅下滑。费用端受益规模效应，公司费用率有望呈下降趋势，且19年4月1日起增值税率从16%降低至13%，公司净利率较低有望受益。

(3) 汤臣倍健：2018年收入43.51亿元，同比增长39.86%；归母净利润10.02亿元，同比增长30.79%；2019年一季度收入15.71亿元，同比增长47.17%；归母净利润4.97亿元，同比增长33.69%。汤臣倍健收入增长主要系大单品收入高增及大单品带动主品牌交叉销售，带来收入稳定增长。18年主品牌“汤臣倍健”收入29.82亿元，同比增长24.39%，19Q1同比增长29.84%；18年健力多收入8.09亿元，同比增长128.80%，19Q1同比增长69.48%；18年LSG并表收入2.73亿元。18年公司毛利率同比提升0.58个PCT至67.66%，主要系18年9月部分产品提价；19Q1毛利率同比下降0.39个PCT，主要系LSG毛利率低于公司毛利率，并表后对公司毛利率略有拉低。公司净利润增速低于收入增速主要系费用高投放，支持大单品收入高增。18年公司期间费用率提升0.89个PCT达40.53%，其中广告费同比增长33.01%达5.33亿元；19Q1期间费用率为25.68%，提升6.64个PCT，其中销售费用率提升3.51个PCT，主要由于品牌推广费的投入增加以及并表影响。

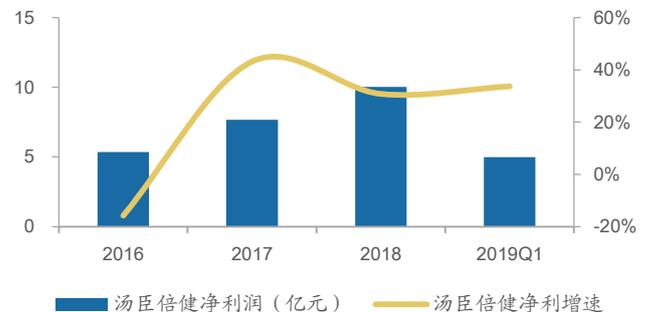
未来展望：大单品持续发力，推动业绩延续高增。公司19年将持续推进大单品战略，1) 健力多19年加速渠道下沉，提升铺货率，同时推出消炎版氨糖等产品，推动结构升级；2) 健视佳19年试点省份由2个提升至6个，有望实现翻倍增长；3) LSG益生菌19年将借助汤臣倍健主品牌渠道进行铺货，联合penta-vite、天然博士拓展母婴渠道，有望实现该品类超预期增长；4) 主品牌旗下蛋白粉19年以大单品模式运作，因蛋白粉在公司收入占比超过10%，具备较好的消费基础，19年加大蛋白粉广告投入，有望通过蛋白粉带动主品牌稳定增长。5) 19年启动电商品牌化3.0战略，电商专供产品将启动独立品牌代言体系，成立专门研发团队，打造线上大单品和爆品模式，电商渠道有望延续高增长。

图 31：健力多高增长带来交叉销售，公司收入持续高增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 32：汤臣倍健净利润持续高增长，但增速低于收入增速，主要系大单品均在开拓市场，费用较高



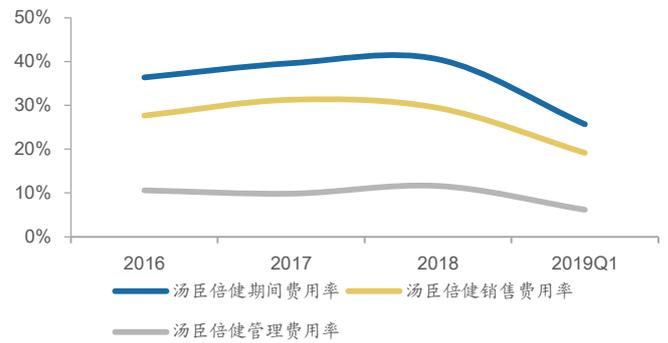
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 33: 提价及结构升级推动公司毛利率持续提升, 19Q1 LSG 并表导致毛利率略有下降



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 34: 大单品积极开拓市场, 费用率持续提升, 19Q1 费用率较低主要系历史上 Q1 费用投放都不高



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

(1) 宏观经济不及预期: 宏观经济不达预期或影响白酒行业景气度; (2) 食品安全问题。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。