

食品饮料行业 2018 年报及 2019 年一季报总结

推荐 (维持)

白酒如期迎来开门红, 大众品龙头增长稳健

- **白酒板块: 名酒龙头稳健成长, 盈利能力稳步提升。**整体来看白酒行业稳健增长, 迎来开门红。**高端白酒: 茅台定海神针, 稳健性凸显。**茅台 19Q1 如期实现开门红, Q1 直销收入同降 21.6%, 占比下降 3pcts, Q1 直销方案并未落地放开, 但 4 月后公司直销已如期推进, 后续有望加快放量节奏, 保驾护航确定性较快增长, 关注集团营销公司进展。五粮液年初以来营销动作不断, 节前受益于茅台价高货紧以及自身加大促销力度使得动销表现超预期, 公司改革力度空前, 敢于动刀的决心明确, 为下半年新品上市及控盘分利理顺价格体系打下良好基础。老窖 Q1 业绩超预期, 春节销售情况良好, 在 1 月初主动控货提价之后, 2 月放开打款发货, 库存低于去年同期。**次高端白酒: 竞争有所加剧, 全国化扩张仍积极。**汾酒水井坊等品牌继续积极全国化扩张, 汾酒 18 年国改目标顺利完成, 省外收入同增 63.6%, 19Q1 收入增长 20%, 有部分追溯调整因素, 整体看次高端品牌仍继续提升产品结构。**区域及大众白酒: 古井今世缘经营势能逐步释放。**以古井贡酒、今世缘为代表的区域强势品牌势能释放, 古 20 在省内增长势头强劲春节动销突出, 古 7/古 8 省外表现亮眼; 今世缘 19Q1 收入同增 31%, 顺利实现开门红, 省外市场收入提速, 周边省份加快招商布局; 顺鑫外埠市场继续保持较快增长势头。**从预收账款来看,**春节备货经销商打款好于预期, 五粮液、部分次高端及区域强势品牌表现较好, 水井坊/酒鬼酒/汾酒 2018 年末预收账款环比高增。**从现金流量及回款来看,**白酒板块整体回款情况较好, 现金流表现有所分化, 其中一线白酒、部分区域强势品牌表现良好, 如五粮液 18/19Q1 经营性现金流净额同增 26.1%/230.5%, 古井贡酒 18/19Q1 同增 54.8%/421.1%。**盈利能力方面,**以次高端价格带为例, 销售费用率有所上升, 但受益于产品结构升级, 毛利率继续提升, 整体净利率仍有所提升。
- **大众品板块: 龙头保持稳健增长, 规模优势逐步显现。乳制品: 18 年及 19Q1 乳制品行业延续良好趋势,**行业收入增速在高个位数水平, 龙头伊利蒙牛收入维持稳健增长, 18 年收入分别增长 16.9%/14.7%, 伊利 19Q1 收入同增 17.1%。19 年成本端温和上涨, 竞争预计有所放缓, 行业龙头继续借助品牌及渠道渗透优势抢占中小地方性品牌份额趋势不变, 份额加速集中。**调味品: 19Q1 调味品龙头公司业绩保持稳健,**其中海天 19Q1 收入同增 17.0%, 中炬美味鲜 19Q1 营收同增 15.3%, 蚝油、料酒品类积极拓展, 恒顺收入同增 15.2%, 受益于年初提价后经销商积极备货致渠道动销良好。虽成本有所提升, 但龙头公司凭借良好费用控制, 盈利能力稳步提升。**肉制品: 屠宰业务方面,**双汇把握春节前猪价偏低的时机积极上量, 19Q1 头均利润再创新高; Q1 肉制品销量增长低个位数, 聚焦提价及新品推动吨价提升。**啤酒: 2018/2019Q1 龙头收入业绩有所改善,**行业量稳价增趋势不变, 净利率有所提升, 整体竞争格局持续向好, 19Q1 啤酒产量同增 3.0%, 板块有望逐步迎来格局拐点和业绩逐步兑现; **保健品: 龙头汤臣倍健线上电商及线下药店持续增长,**收入延续高增表现, 西王保健品业务逐步改善, 加快国内线下渠道布局; **烘焙面包: 短保龙头桃李产能逐步释放,**收入业绩增长平稳。**卤制品: 绝味仍处门店扩张期,**收入稳步提升, 费用控制良好, 规模优势显现。**速冻食品: 安井产能稳步释放,**积极应对成本上行, 规模效应持续显现, Q1 业绩超预期。**休闲食品: 行业线上增速有所趋缓,**洽洽 Q1 收入略低预期, 后续凭借线下优势及蓝袋黄袋高增仍有望保持收入稳增, 提价有望带来 19H1 业绩弹性。
- **投资建议: 守望价值高回报, 咬定龙头不放松。**白酒方面, 继续把握板块从周期成长转向稳健成长思维, 名酒龙头经营更趋稳健, 年初以来板块开门红预期良好, 进一步印证龙头业绩稳健性, 中线基于板块稳健成长, 在外资流入带来估值体系重构之下, 估值中枢仍有望稳步提升, 长线板块结构性繁荣, 品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面, 核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等, 此外低估值品种关注洋河股份、口子窖等。大众品方面, 必选消费需求稳健, 消费升级及定价权决定了龙头份额继续提升, 从而龙头业绩保持稳健, 乳品龙头份额提升确定, 调味品板块仍是优质赛道, 持续推荐伊利股份、中炬高新、恒顺醋业等; 继续深挖基础消费品牌化机遇, 积极把握成为细分行业成长冠军品种, 推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等; 低估值且业绩改善标的方面, 推荐双汇发展、安琪酵母、上海梅林、西王食品等; 啤酒行业格局改善趋于积极, 战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。
- **风险提示: 经济下行风险, 行业竞争加剧的风险。**

华创证券研究所

证券分析师: 方振

邮箱: fangzhen@hcyjs.com
执业编号: S0360518090003

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598
邮箱: dongguangyang@hcyjs.com
执业编号: S0360518040001

证券分析师: 张燕

电话: 021-20572507
邮箱: zhangyan1@hcyjs.com
执业编号: S0360518120001

联系人: 于芝欢

邮箱: yuzhizhuan@hcyjs.com

联系人: 杨传忻

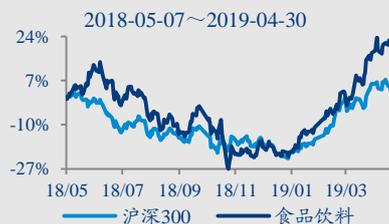
电话: 021-20572505
邮箱: yangchuanxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	90	2.49
总市值(亿元)	33,845.0	5.47
流通市值(亿元)	31,278.5	6.91

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	3.96	49.33	35.82	35.82
相对表现	7.63	30.39	32.15	32.15



相关研究报告

《食品饮料行业周报(20190415-20190421): 茅台加快直销布局, 板块开门红预期不改》

2019-04-21

《食品饮料 19Q1 基金持仓分析: 板块整体环比加仓, 白酒持仓显著回升》

2019-04-24

《食品饮料行业 2019 年中期投资策略: 守望价值高回报, 咬定龙头不放松》

2019-05-05

目录

一、白酒板块总结：名酒稳健成长，盈利能力稳步提升.....	5
（一）收入分析：行业稳健增长，迎来开门红.....	5
（二）预收账款分析：春节备货经销商打款好于预期，次高端及区域强势品牌表现良好.....	7
（三）现金流分析：整体回款情况较好，现金流表现有所分化.....	8
（四）盈利能力分析：产品结构持续升级，盈利能力有所提升.....	9
二、大众品板块总结：龙头稳健增长，规模优势逐步显现.....	12
（一）乳制品板块：龙头市占率提升，短期费用率维持高位.....	12
（二）调味品板块：龙头收入表现相对稳健，盈利能力有所提升.....	14
（三）啤酒板块：龙头量稳价增，收入业绩有所改善.....	15
（四）肉制品板块：双汇屠宰持续上量，肉制品聚焦提价及新品.....	17
（五）其他食品板块：龙头保持稳健增长.....	18
1、保健品：线上增速平稳，线下维持高增.....	18
2、烘焙面包：行业稳步增长，龙头产能逐步释放.....	19
3、卤制品：龙头处门店扩张期，规模效应逐步显现.....	21
4、速冻食品：积极应对成本上行，龙头规模优势显现.....	22
5、休闲食品：洽洽新品放量增长，提价效应持续显现.....	22

图表目录

图表 1	白酒板块收入及增速 (亿元, %)	5
图表 2	白酒净利润及增速 (亿元, %)	5
图表 3	白酒上市公司单季度收入及增速表 (亿元)	6
图表 4	白酒上市公司单季度归母净利润及增速表 (亿元)	7
图表 5	白酒上市公司预收账款 (亿元)	8
图表 6	白酒上市公司经营活动现金净流量一览表	8
图表 7	上市公司毛利率一览表	9
图表 8	白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)	10
图表 9	白酒板块毛利率表现趋势 (%)	11
图表 10	白酒板块净利率表现趋势 (%)	11
图表 11	各上市公司净利率一览表	11
图表 12	伊利常温及奶粉市场份额持续上升	12
图表 13	蒙牛低温市场份额保持领先	12
图表 14	伊利营业收入及增速 (亿元/%)	12
图表 15	蒙牛营业收入及增速 (亿元/%)	12
图表 16	伊利单季度毛利率 (%)	13
图表 17	原奶收购价走势 (元)	13
图表 18	伊利单季度销售费用率 (%)	13
图表 19	伊利单季度净利率 (%)	13
图表 20	乳制品板块上市公司 18 年及 19Q1 财务数据盘点 (亿元)	13
图表 21	调味品上市公司及龙头单季度收入及增速 (亿元, %)	14
图表 22	主要调味品公司毛利率同比情况 (%)	15
图表 23	主要调味品公司费用率同比情况 (%)	15
图表 24	调味品板块上市公司 18 和 19Q1 财务数据盘点 (亿元, %)	15
图表 25	啤酒行业新增产能 (万吨/年, %)	16
图表 26	啤酒行业月度产量 (万千升, %)	16
图表 27	主要啤酒公司吨价增速 (%)	16
图表 28	主要啤酒公司销量增速 (%)	16
图表 29	主要啤酒公司 2018 年毛利率变化	16
图表 30	主要啤酒公司 2018 年销售费用率变化	16
图表 31	主要啤酒公司 2018 年管理费用率变化 (%)	17
图表 32	主要啤酒公司 2018 年扣非净利率变化 (%)	17

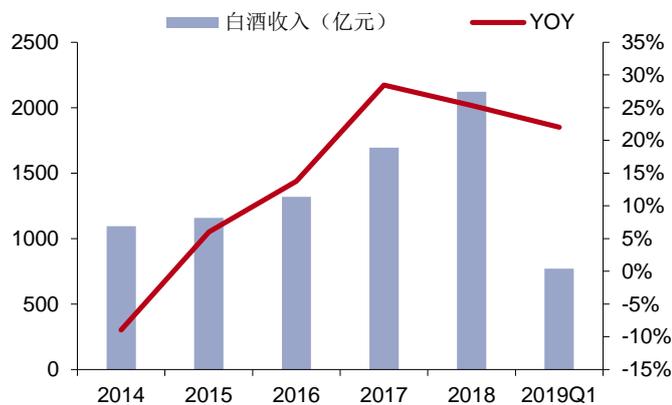
图表 33	啤酒板块上市公司 18 及 19Q1 财务数据一览 (亿元)	17
图表 34	行业定点生猪屠宰量及增速 (万头)	18
图表 35	猪价和生猪价格走势 (元/公斤)	18
图表 36	双汇单季屠宰量 (万头)	18
图表 37	双汇单季肉制品销量 (万吨)	18
图表 38	阿里平台保健品行业销售额	19
图表 39	2018 全年线上保健品行业格局	19
图表 40	公司收入情况 (亿元, %)	19
图表 41	公司归母净利润情况 (亿元, %)	19
图表 42	中国面包行业零售额及增速 (亿元)	20
图表 43	达利园及桃李烘焙产品市场份额 (%)	20
图表 44	桃李面包营业收入及增速 (亿元, %)	20
图表 45	桃李面包归母净利润及增速 (亿元, %)	20
图表 46	部分桃李面包产能布局	21
图表 47	桃李面包面包及糕点产量 (千吨)	21
图表 48	绝味食品与周黑鸭门店数量对比	21
图表 49	绝味食品收入及增速 (亿元, %)	21
图表 50	绝味食品业绩及增速	22
图表 51	绝味食品与周黑鸭盈利能力对比	22
图表 52	安井营收及增速 (亿元, %)	22
图表 53	安井归母净利及增速 (亿元, %)	22
图表 54	休闲食品龙头收入增速对比	23
图表 55	洽洽食品收入及增速 (亿元)	23
图表 56	洽洽不断推出创新品类	23
图表 57	洽洽小黄袋销售额快速增长	23
图表 58	洽洽食品归母净利润及增速 (亿元)	24
图表 59	洽洽食品销售毛利率及销售净利率 (%)	24
图表 60	其他食品板块上市公司 18 年及 19Q1 财务数据 (亿元, %)	24

一、白酒板块总结：名酒稳健成长，盈利能力稳步提升

（一）收入分析：行业稳健增长，迎来开门红

收入业绩稳健增长，19Q1 迎来开门红。2018 与 2019Q1 上市白酒企业实现收入分别为 2121.37/769.08 亿元，同增 25.3%/22.0%，单季度来看，2018Q4 白酒上市企业实现收入 548.99 亿元，同增 26.6%；考虑到不同年份春节时间点不同带来的影响，2018Q4 与 2019Q1 合计实现收入 1317.77 亿元，同增 23.9%；2018 与 2019Q1 上市白酒企业实现归母净利润分别为 699.47/276.88 亿元，同增 33.3%/27.8%，其中 2018Q4 实现归母净利润 185.26 亿元，同增 44.0%，2018Q4 与 2019Q1 合计实现归母净利润 462.14 亿元，同增 33.8%。

图表 1 白酒板块收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

图表 2 白酒净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

一线白酒：茅台定海神针，稳健性凸显。贵州茅台：公司 2018/2019Q1 实现收入 771.99/224.81 亿元，同增 26.4%/22.2%，归母净利润 352.04/112.21 亿元，同增 30.0%/31.9%。公司从去年下半年以来经销商持续优化，在此背景下，业绩节奏保持极强的调整能力，Q1 如期实现开门红，营销体系正平稳转型。公司 Q1 直销收入 10.9 亿元，同比下降 21.6%，直销占比 5.0%，下降 3pcts，说明 Q1 公司直销方案并未落地放开，但 4 月以来公司直销已如期加快，股份公司下属销售公司主导团购商超渠道招商布局。此外，公司为加快终端渠道体系建设，公布关于收集优质团购、商超卖场资源的部署要求。预计团购和商超将成为股份公司直销放量的主力渠道，后续直销放量节奏有望加快，保驾业绩确定性较快增长。

五粮液：改革力度空前，主动求变迎改善。公司 2018/2019Q1 实现收入 400.30/175.90 亿元，同增 32.6%/26.6%，归母净利润 133.85/64.75 亿元，同增 38.4%/30.3%。公司年初以来动作频繁，节前受益于茅台价高货紧以及自身加大促销力度使得动销表现超预期，2 月召开营销改革会议落地多项方案，推进营销架构扁平化转为省级战区，3 月品牌营销会议上市升级版普五、披露数字化管理及控盘分利政策细则，上市超高端 501 新品继续拉升品牌价值，4 月召开二季度市场工作调度会，明确五粮液总经销商品牌梳理，并明确月底流通渠道开票要求挺至 919 元。公司改革力度空前，敢于动刀的决心明确，为下半年新品上市及控盘分利理顺价格体系打下良好基础。

泸州老窖：春节销售好于预期，Q1 业绩超预期。公司 2018/2019Q1 实现收入 130.55/41.69 亿元，同增 25.6%/23.7%，归母净利润 34.86/15.15 亿元，同增 22.5%/15.7%。公司春节销售好于预期，在 1 月初主动控货挺价之后，2 月放开打款发货，库存低于去年同期。公司销售考核重视终端动销，严控渠道，库存较低。年前控货市场担心增速不高，控货带来批价回升，实际回款增速较好，略超预期。2018 年高档酒类实现收入 63.78 亿元（+37.21%），中档酒类收入 36.75 亿元（+27.83%），低档酒类收入 28.08 亿元（+8.30%）。同时，根据渠道调研显示，Q1 国窖 1573 继续保持较好增速，特曲继续发力。

次高端白酒：竞争有所加剧，全国化扩张仍积极。其中，**汾酒：**公司 18Q4 实现收入 24.66 亿元，同增 63.83%，环比 Q3 (+30.58%) 明显加速，19Q1 增速有所回落 (+20.12%)，主要系 12 月集团杏花村品牌并入股份公司，进行了追溯调整，导致 18Q1 基数较高。分产品看，2018 年中高价白酒实现收入 57.39 亿元，同增 47.44%，其中青花系列增速预计在 60% 以上，老白汾 27% 左右，巴拿马 27% 左右。低价白酒实现收入 32.30 亿元，同增 47.59%。配制酒实现收入 3.39 亿元，同增 51.14%，实现销量 5159.19 吨，同增 31.35%。其中玻汾同比增长约 36%。19Q1 青花和玻汾系列增速较快，一季度任务完成较好。分区域看，2018 年省内实现收入 52.87 亿元，同增 37.44%；省外实现收入 40.21 亿元，同增 63.56%，收入占比为 42.86%，同增 2.95pct。**舍得：**公司 2019Q1 收入同增 34.06%。酒类实现收入 5.93 亿元，同增 35.37%。考虑到 2019 年与 2018 年会计政策口径趋于一致，19Q1 酒类收入增速环比 18Q4 (+28.06%) 加速。其中，中高端酒实现收入 5.77 亿元，同增 36.01%，环比 18Q4 (+28.63%) 增 7.38pcts，收入占酒类收入比为 97.33%，同比提升 0.45pct；低档酒实现收入 0.16 亿元，同增 15.78%。

区域性白酒：古井今世缘经营势能逐步释放。古井贡酒：19Q1 公司实现收入 36.69 亿元，同增 43.31%，环比 18Q4 (+18.43%) 大幅改善。根据渠道调研显示，公司在四季度主动控货，渠道库存得以较好消耗，一季度终端动销较好，经销商补库存意愿强烈，打款积极性高，春节回款超额完成既定目标。节后终端备货意愿依旧较高，部分经销商依旧在积极补库存。同时，公司产品结构持续优化，公司自 2018 年 7 月战略性提出古井贡酒与黄鹤楼酒双名酒品牌复兴工程，持续推进古 7、古 8、古 16 和古 20 产品布局，抢占 200-400 元次高端价格带。目前古 20 在省内显示强劲增长势头，春节动销突出，增速很快，收入占比持续提升。古 7 和古 8 在省外表现抢眼，打破前期市场对地方酒在次高端发力困难预期，全国化布局持续推进。年份原浆献礼版和 5 年充分受益于省内消费升级红利，在县级及以下市场放量，增速维持稳健增长势头。

今世缘：公司 18Q4 实现收入 5.78 亿元，同增 3.10%，环比 Q3 (+35.49%) 放缓；19Q1 实现收入 19.55 亿元，同增 31.07%，顺利实现开门红。分产品看，特 A+类产品整体表现抢眼，19Q1 收入同增 44.86%，环比 18Q4 (+24.46%) 增速加快，收入占比为 52.57%，环比提升 2.91pcts；特 A 类产品 19Q1 收入同增 22.47%，环比 18Q4 (-9.22%) 增速亦有明显加快，收入占比为 33.41%，环比提升 1.23pcts。同时，公司省内格局进一步趋好。19Q1 省外收入 1.13 亿元，同增 72.21%，较 2018 年增速明显加快，省外经销商数量 Q1 末已达 301 家。公司积极进行全国化布局，省外扩张聚焦 2+5 重点省份市场，重点突破山东市场，打造第二个江苏市场，并以北京上海为示范市场，同时扩张河南、安徽、江西、浙江等环江苏市场，省外市场有望实现持续突破。

顺鑫农业：公司 2018 年白酒业务实现收入 92.78 亿元，同增 43.82%，占比 76.84%。公司核心大单品陈酿系列具有较高性价比，目前占比已达 70%，作为外埠市场先导产品具备较强竞争优势，目前仍保持较好增长势头，预计未来还会持续放量。我们认为公司定位清晰，主打大众酒的名酒，深度卡位 50 元以内大众酒市场。产品结构布局持续完善，核心单品陈酿系列具备高性价比优势，外埠市场拓展顺利，成效显著，牛栏山百亿目标可期。

图表 3 白酒上市公司单季度收入及增速表 (亿元)

	2018Q4	YoY	2019Q1	YoY	2018Q4+2019Q1	YoY
贵州茅台	222.30	34.1%	224.81	22.2%	447.11	27.9%
五粮液	107.80	31.3%	175.90	26.6%	283.70	28.3%
泸州老窖	37.93	21.8%	41.69	23.7%	79.62	22.8%
洋河股份	31.94	5.1%	108.90	14.2%	140.84	12.0%
山西汾酒	24.66	63.8%	40.58	20.1%	65.24	33.6%
水井坊	6.80	17.9%	9.30	24.2%	16.10	21.5%
舍得酒业	6.23	57.7%	6.97	34.1%	13.21	44.3%
酒鬼酒	4.27	30.6%	3.46	30.5%	7.73	30.5%
古井贡酒	19.24	18.4%	36.69	43.3%	55.93	33.6%

	2018Q4	YoY	2019Q1	YoY	2018Q4+2019Q1	YoY
口子窖	10.61	19.6%	13.62	9.0%	24.23	13.4%
今世缘	5.78	2.4%	19.55	31.1%	25.33	23.2%
老白干酒	11.52	43.0%	11.49	55.8%	23.02	49.1%
顺鑫农业	28.71	-0.5%	47.65	19.9%	76.36	11.4%
伊力特	6.26	-1.1%	5.18	0.1%	11.44	-0.6%
迎驾贡酒	10.52	10.2%	11.60	2.7%	22.12	6.1%
金徽酒	4.97	27.1%	5.14	5.5%	10.11	15.1%
金种子酒	5.17	12.5%	2.89	-6.1%	8.05	5.0%
青青稞酒	3.97	3.6%	3.66	-23.0%	7.63	-11.1%
合计	548.69	26.6%	769.08	22.0%	1,317.77	23.9%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

图表 4 白酒上市公司单季度归母净利润及增速表 (亿元)

	2018Q4	YoY	2019Q1	YoY	2018Q4+2019Q1	YoY
贵州茅台	104.70	47.6%	112.21	31.9%	216.92	39.0%
五粮液	38.90	43.6%	64.75	30.3%	103.65	35.0%
泸州老窖	7.35	31.1%	15.15	43.1%	22.49	38.9%
洋河股份	10.76	3.0%	40.21	15.7%	50.97	12.8%
山西汾酒	2.03	38.2%	8.77	22.6%	10.80	25.2%
水井坊	1.17	26.7%	2.19	41.2%	3.35	35.8%
舍得酒业	0.69	42.9%	1.01	21.5%	1.69	29.4%
酒鬼酒	0.62	3.3%	0.73	16.2%	1.34	9.9%
古井贡酒	4.40	25.1%	7.83	34.8%	12.23	31.2%
口子窖	3.91	84.0%	5.45	21.4%	9.36	41.6%
今世缘	1.22	1.4%	6.41	26.0%	7.63	21.3%
老白干酒	1.06	126.8%	1.17	57.1%	2.24	84.0%
顺鑫农业	2.08	25.1%	4.29	17.2%	6.37	19.7%
伊力特	1.38	42.8%	1.49	23.8%	2.88	32.3%
迎驾贡酒	2.81	17.5%	3.53	9.0%	6.34	12.6%
金徽酒	0.98	28.7%	1.09	-9.9%	2.07	5.0%
金种子酒	1.00	3024.3%	0.09	21.5%	1.09	930.2%
青青稞酒	0.21	-110.2%	0.50	-41.8%	0.71	-160.6%
合计	185.26	44.0%	276.88	27.8%	462.14	33.8%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

(二) 预收账款分析: 春节备货经销商打款好于预期, 次高端及区域强势品牌表现良好

高端白酒方面: 茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份预收款表现良好, 2018 年末预收账款环比均有所增长, 经销商打款积极, 其中五粮液 2018 年末预收款环比大增 174.9%, 主要系 18Q4 末经销商提前执行 19 年计划进行打款, 春

节旺季渠道发货及动销表现强劲所致。2019Q1 末贵州茅台预收款环比下降 16.1%，主要系 3 月经销商已经执行 4-6 月计划，预收款部分确认收入影响。

次高端白酒：2018 年末汾酒、水井坊、酒鬼预收账款表现亮眼。水井坊、酒鬼酒、汾酒 2018 年末预收账款环比高增，增速分别为 338.8%/170.8%/110.1%，春节备货旺季经销商打款积极性强。

区域强势品牌白酒：口子窖、今世缘等区域强势品牌白酒预收账款 2018 年末环比大幅增加，其中今世缘预收账款为 11.68 亿元，环增 95.5%，顺鑫农业母公司预收账款为 46.68 亿元，环增 107.3%，均创历史新高，Q1 末仍处高位。

图表 5 白酒上市公司预收账款（亿元）

	预收款					YoY		QoQ	
	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	18Q4	19Q1	18Q4	19Q1
贵州茅台	131.72	99.40	111.68	135.77	113.85	-5.9%	-13.6%	21.6%	-16.1%
五粮液	57.72	44.19	24.40	67.07	48.53	44.4%	-15.9%	174.9%	-27.6%
泸州老窖	13.88	10.94	14.12	16.04	12.86	-18.0%	-7.4%	13.6%	-19.9%
洋河股份	14.68	20.58	27.72	44.68	19.74	6.4%	34.4%	61.2%	-55.8%
山西汾酒	7.19	8.20	7.87	16.53	12.03	81.2%	67.3%	110.1%	-27.2%
水井坊	0.69	0.33	0.37	1.60	0.41	-5.2%	-40.9%	338.8%	-74.7%
舍得酒业	3.84	1.32	1.79	2.47	1.50	28.5%	-60.9%	37.9%	-39.2%
酒鬼酒	1.37	0.91	0.57	1.54	1.20	9.7%	-12.4%	170.8%	-22.3%
古井贡酒	12.86	8.03	11.14	11.49	11.15	128.4%	-13.2%	3.2%	-2.9%
口子窖	4.84	5.86	5.72	9.18	4.89	7.2%	0.9%	60.4%	-46.8%
今世缘	2.45	2.37	5.98	11.68	2.92	43.4%	19.2%	95.5%	-75.0%
老白干酒	6.48	6.33	8.08	4.29	5.69	-14.9%	-12.2%	-46.9%	32.5%
顺鑫农业	37.01	34.41	30.96	56.54	51.66	49.4%	39.6%	82.6%	-8.6%
伊力特	3.80	1.53	1.72	1.17	1.19	-57.7%	-68.6%	-31.5%	1.6%
迎驾贡酒	3.05	2.99	3.00	4.83	2.87	1.0%	-5.6%	61.1%	-40.5%
金徽酒	1.55	1.60	1.62	1.26	1.74	-17.4%	11.9%	-22.0%	37.8%
金种子酒	1.13	0.96	0.91	0.83	1.01	-13.3%	-11.2%	-8.5%	20.8%
青青稞酒	0.13	0.23	0.35	0.43	0.33	192.2%	149.1%	23.4%	-23.2%

资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

（三）现金流分析：整体回款情况较好，现金流表现有所分化

白酒板块整体回款情况较好，洋河因春节促销政策因素一季度回款略降，预计后续将有所调整。经营活动现金净流量来看，板块有所分化，其中一线白酒、部分区域强势品牌表现良好。其中，五粮液 2018/2019Q1 经营性现金流净额同增 26.1%/230.5%，古井贡酒 2018/2019Q1 经营性现金流净额同增 54.8%/421.1%。

图表 6 白酒上市公司经营活动现金净流量一览表（亿元）

	回款		YOY		现金净流量		YOY	
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1
贵州茅台	842.69	227.58	30.8%	17.5%	413.85	11.89	86.8%	-75.9%

	回款		YOY		现金净流量		YOY	
五粮液	460.31	176.98	28.7%	69.9%	123.17	79.27	26.1%	230.5%
泸州老窖	148.28	41.58	19.4%	16.2%	42.98	5.61	16.4%	61.0%
洋河股份	281.05	82.30	18.5%	-3.1%	90.57	1.23	31.6%	-93.5%
山西汾酒	86.94	56.63	45.7%	163.2%	9.66	25.05	-1.0%	843.0%
水井坊	31.66	10.09	27.2%	31.5%	4.31	2.46	-29.5%	-
舍得酒业	27.28	8.05	34.0%	-8.6%	4.43	-0.11	4.1%	-
酒鬼酒	11.52	3.61	23.1%	31.7%	2.12	-0.06	-5.7%	-
古井贡酒	91.58	32.83	30.1%	41.6%	14.41	10.11	54.8%	421.1%
口子窖	43.35	12.21	14.3%	-1.7%	11.20	0.65	-28.6%	-
今世缘	45.54	13.11	28.6%	11.7%	11.21	-0.54	12.0%	-
老白干酒	38.10	11.66	60.5%	47.6%	4.49	-0.58	-	-
顺鑫农业	163.84	52.22	5.0%	9.1%	31.75	2.37	28.5%	-72.9%
伊力特	23.32	6.81	-5.9%	-6.8%	2.89	0.71	-15.6%	-58.4%
迎驾贡酒	39.05	10.15	15.3%	-2.2%	8.92	-1.67	31.1%	-
金徽酒	16.67	6.14	22.9%	7.6%	0.86	1.65	-19.5%	101.9%
金种子酒	14.70	3.21	-1.5%	5.9%	-1.84	-1.68	-	-
青青稞酒	15.91	4.48	5.3%	-18.4%	1.06	-0.06	275.6%	-

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

(四) 盈利能力分析: 产品结构持续升级, 盈利能力有所提升

产品结构持续升级, 毛利率持续提升。2018/2019Q1 白酒板块整体毛利率为 77.2%/77.0%, 同比提升 3.0/0.8pcts, 产品结构升级拉动明显。白酒上市公司, 尤其是次高端和区域龙头公司为进一步提升自身品牌力, 持续加大了中高端产品的投入, 产品结构持续升级。其中山西汾酒 2018 年毛利率降低 1.1pcts, 主要系 18 年初集团个性化品牌并入股份公司, 该系列产品基本以中低档酒为主, 拉低了整体毛利率, 公司中高价白酒 2018 年毛利率 75.2%, 同比提升 0.5pct; 舍得毛利率下滑主要系玻璃业务全年并表, 拖累整体毛利率, 公司 2018 年酒业毛利率 80.0%, 同比提升 3.2pcts; 顺鑫农业 2019Q1 毛利率大幅下降主要系猪价回落导致屠宰业务成本显著上升所致。

图表 7 上市公司毛利率一览表 (%)

	2018	同增 (pcts)	2019Q1	同增 (pcts)
贵州茅台	91.1%	1.3	92.1%	0.8
五粮液	73.8%	1.8	75.8%	2.6
泸州老窖	77.5%	5.6	79.2%	4.5
洋河股份	73.7%	7.2	72.3%	-2.5
山西汾酒	66.2%	-1.1	71.9%	3.2
水井坊	81.9%	2.8	82.6%	1.8
舍得酒业	72.6%	-2.0	74.8%	5.3
酒鬼酒	78.8%	0.9	77.6%	-3.3
古井贡酒	77.8%	1.3	78.2%	-1.5

	2018	同增 (pcts)	2019Q1	同增 (pcts)
口子窖	74.4%	1.5	77.8%	3.1
今世缘	72.9%	1.2	74.6%	0.3
老白干酒	61.2%	-1.3	60.9%	-1.0
顺鑫农业	40.0%	6.0	38.4%	-4.8
伊力特	49.0%	1.3	52.8%	2.8
迎驾贡酒	60.9%	0.3	67.2%	1.8
金徽酒	62.3%	-0.7	58.0%	-4.0
金种子酒	51.2%	-1.5	45.6%	-5.2
青青稞酒	66.6%	0.9	64.9%	-2.7

资料来源: Wind、华创证券 注: 剔除皇台酒业

费用率分析: 次高端竞争加剧, 销售费用率有所提升。销售费用率: 16-17 年白酒行业景气度持续改善, 各上市公司纷纷加大对费用的投入, 进行渠道拓展, 扩大市场占有率。随着收入规模的持续扩大, 规模效应逐渐凸显, 部分上市公司费用对费用投放精细化管理, 费用有所下降。但部分次高端和区域强势品牌因竞争激励, 2019Q1 销售费用率有所提升, 其中山西汾酒 2019Q1 销售费用率同比提升 3.2pcts, 舍得酒业销售费用率提升 2.9pcts, 今世缘省外扩张动力较强, 2018Q4/2019Q1 费用率同比提升 1.2/1.3pcts; 此外, 伊力特于 2018 年推出新品并在全国积极招商, 销售费用率同比提升 1.2/1.1pcts。**管理费用率:** 考虑到研发费用单列的影响, 按照可比口径, 酒企加强费用精细化管理, 多数企业均有所下降。

图表 8 白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)

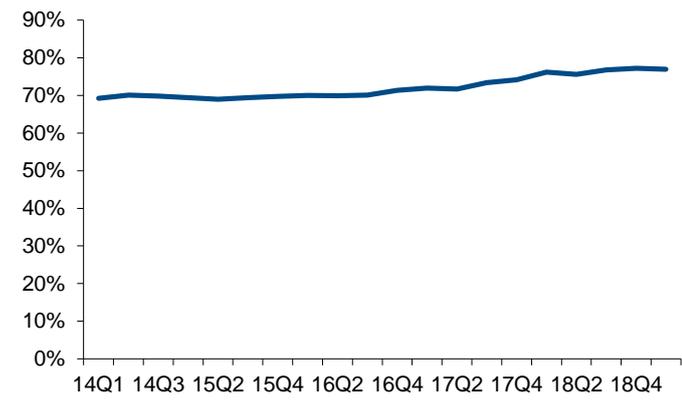
	销售费用率				管理费用率			
	2018	2019Q1	同增 (pct)		2018	2019Q1	同增 (pct)	
贵州茅台	3.5%	4.0%	-1.6	-1.4	7.3%	6.8%	-0.8	-0.1
五粮液	9.4%	7.2%	-2.6	0.0	6.1%	4.5%	-1.5	0.3
泸州老窖	26.0%	16.9%	2.8	-1.3	6.0%	3.9%	0.5	-0.3
洋河股份	10.6%	6.4%	-1.4	0.1	7.2%	5.0%	-0.5	0.1
山西汾酒	17.3%	20.7%	-0.6	3.2	6.8%	4.0%	-1.6	0.3
水井坊	30.3%	29.8%	3.4	-2.3	9.7%	5.9%	-1.4	-1.7
舍得酒业	27.6%	26.1%	-1.7	2.9	12.6%	11.9%	-5.6	1.1
酒鬼酒	29.1%	26.2%	5.8	0.6	11.1%	6.9%	-2.4	-1.9
古井贡酒	30.9%	31.8%	-0.3	0.8	7.7%	4.3%	-1.0	-0.7
口子窖	7.9%	9.0%	-1.0	0.1	4.3%	3.5%	-0.8	0.0
今世缘	15.7%	15.9%	1.2	1.3	5.0%	2.3%	-1.6	-0.8
老白干酒	26.9%	24.8%	-5.1	-2.6	8.6%	9.4%	2.4	2.1
顺鑫农业	10.1%	9.4%	0.3	0.2	5.8%	4.9%	-1.1	-1.5
伊力特	4.9%	4.3%	1.2	1.1	6.2%	2.4%	2.4	0.1
迎驾贡酒	12.9%	9.2%	0.0	0.4	5.1%	4.1%	0.1	0.4
金徽酒	15.7%	10.5%	1.8	-0.1	9.3%	7.0%	-1.5	1.7
金种子酒	23.9%	21.1%	-7.4	-10.8	8.9%	12.3%	0.1	3.5

	销售费用率				管理费用率			
	2018	2019Q1	变化	同比	2018	2019Q1	变化	同比
青青稞酒	27.1%	22.1%	-2.8	6.3	11.9%	9.8%	-1.0	1.9

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

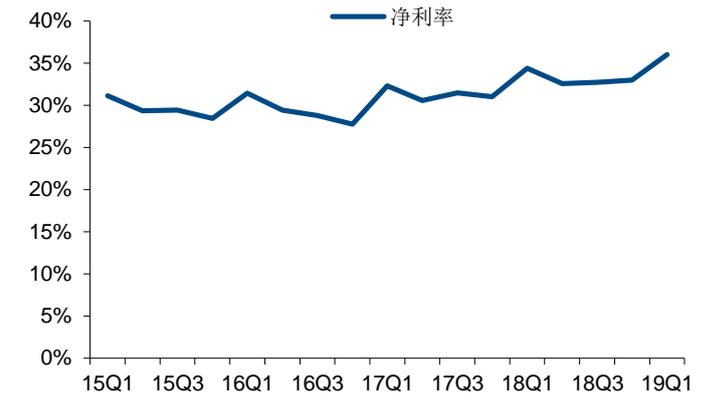
毛利率提升叠加费用率平稳表现, 净利率仍稳步提升。综上受毛利率和费用率影响, 2018/2019Q1 白酒板块净利率分别为 33.0%/36.0%, 同比提升 2.0/1.6pcts。

图表 9 白酒板块毛利率表现趋势 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 白酒板块净利率表现趋势 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 各白酒上市公司净利率一览表

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
贵州茅台	46.2%	44.7%	45.0%	45.6%	49.9%
五粮液	35.8%	33.2%	32.5%	33.4%	36.8%
泸州老窖	31.4%	30.6%	29.7%	26.7%	36.3%
洋河股份	36.4%	34.4%	33.6%	33.6%	36.9%
山西汾酒	21.2%	18.6%	18.3%	15.6%	21.6%
水井坊	20.7%	20.0%	21.6%	20.6%	23.5%
舍得酒业	15.9%	16.3%	17.2%	15.4%	14.4%
酒鬼酒	23.6%	21.9%	21.2%	18.8%	21.0%
古井贡酒	22.7%	18.7%	18.6%	19.5%	21.4%
口子窖	35.9%	34.0%	35.6%	35.9%	40.0%
今世缘	34.1%	36.2%	32.5%	30.8%	32.8%
老白干酒	10.1%	10.0%	10.0%	9.8%	10.2%
顺鑫农业	9.2%	6.7%	5.8%	6.2%	9.0%
伊力特	23.3%	21.6%	19.3%	20.1%	28.8%
迎驾贡酒	28.7%	22.0%	20.4%	22.3%	30.5%
金徽酒	24.9%	19.9%	16.6%	17.7%	21.2%
金种子酒	2.4%	1.1%	0.2%	7.8%	3.1%
青青稞酒	18.3%	12.6%	9.1%	8.0%	13.8%

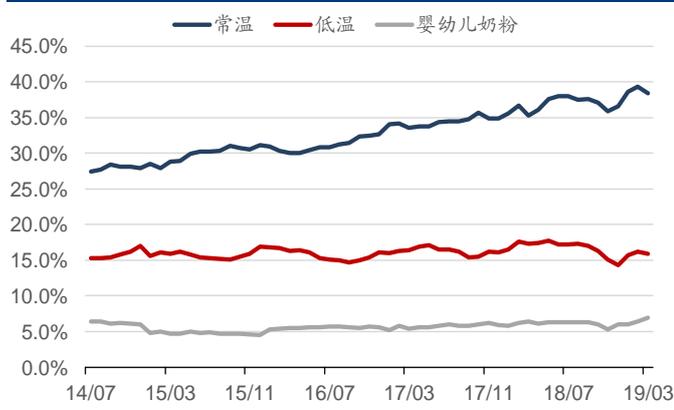
资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

二、大众品板块总结：龙头稳健增长，规模优势逐步显现

（一）乳制品板块：龙头市占率提升，短期费用率维持高位

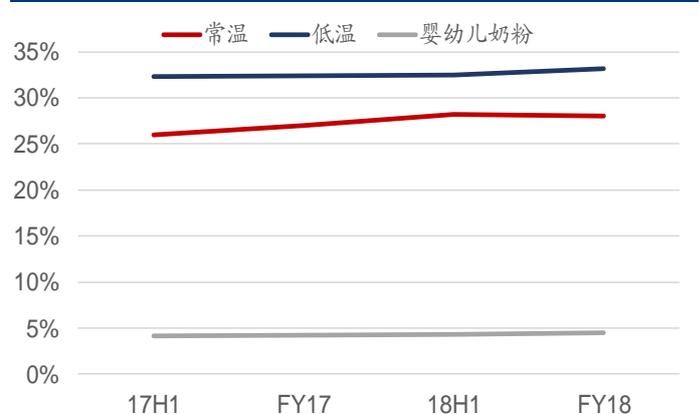
收入端：龙头收入增长稳健，份额持续提升。18 年及 19Q1 乳制品行业延续良好趋势，行业收入增速在高个位数水平，龙头伊利蒙牛收入维持稳健增长，18 年分别实现收入 795.5 亿元、691.7 亿元，同增 16.9%、14.7%，伊利 19Q1 收入 231.3 亿元，同增 17.1%。此外，龙头份额持续扩大趋势不改，尼尔森数据显示，18 年龙头加大费用主动投放，不断提升市场份额，伊利 18 年常温、低温市占率分别达 36.8% 和 16.6%，分别同比+1.9/0.5pcts，常温份额持续提升，低温竞争激烈市占率提升相对较慢。蒙牛常温、低温及婴幼儿奶粉市占率分别达 33.2%、28.0% 和 4.5%，分别同比+0.8/1.0/0.3pct。

图表 12 伊利常温及奶粉市场份额持续上升



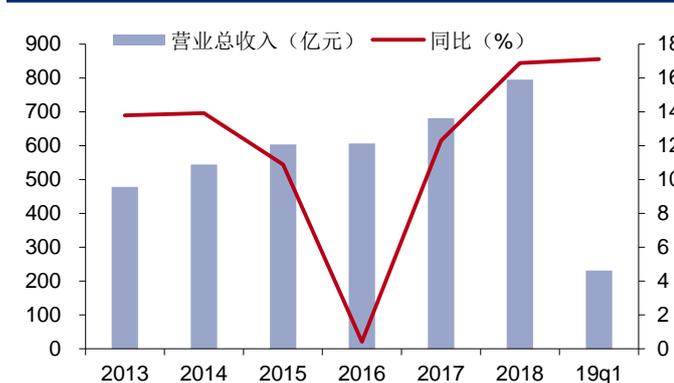
资料来源：AC 尼尔森，华创证券

图表 13 蒙牛低温市场份额保持领先



资料来源：AC 尼尔森，华创证券

图表 14 伊利营业收入及增速 (亿元/%)



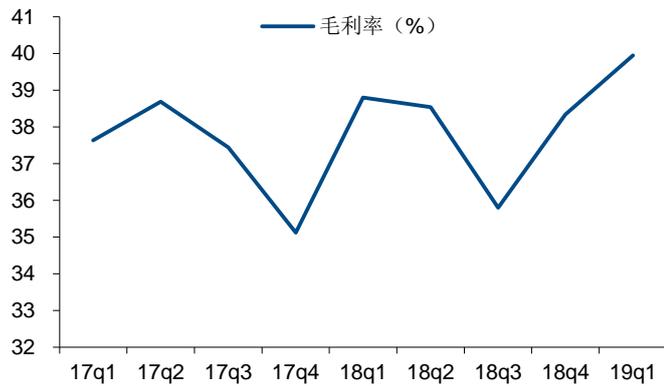
资料来源：Wind，华创证券

图表 15 蒙牛营业收入及增速 (亿元/%)



资料来源：Wind，华创证券

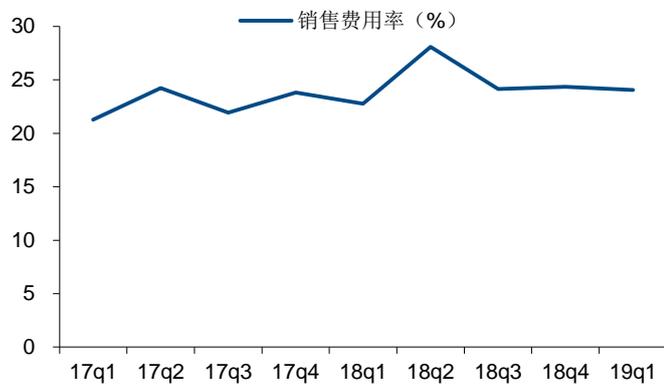
利润端：伊利毛利率稳步提升，费用投放有所加强。毛利率方面，伊利 18 年全年毛利率 37.8%，同增 0.5pcts。19Q1 单季度毛利率 40.0%，同增 1.2pcts，主要系原奶温和上涨致买赠力度减少，以及产品结构提升所致。费用率方面，18 年全年销售费用率 24.9%，同增 2.0pcts；19Q1 销售费用率 24.1%，同增 1.3pcts，主要系伊利加大费用主动投放，不断提升市场份额所致。我们认为，19 年成本端温和上涨，竞争放缓，行业龙头继续借助品牌及渠道渗透优势抢占中小地方性品牌份额趋势不变，份额加速集中。

图表 16 伊利单季度毛利率 (%)


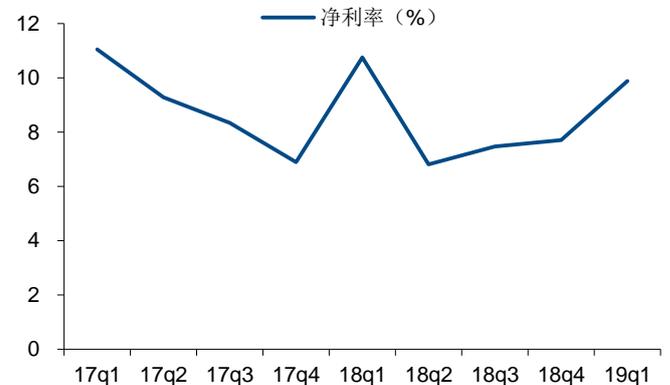
资料来源: Wind、华创证券

图表 17 原奶收购价走势 (元)


资料来源: Wind、华创证券

图表 18 伊利单季度销售费用率 (%)


资料来源: Wind、华创证券

图表 19 伊利单季度净利率 (%)


资料来源: Wind、华创证券

图表 20 乳制品板块上市公司 18 年及 19Q1 财务数据盘点 (亿元)

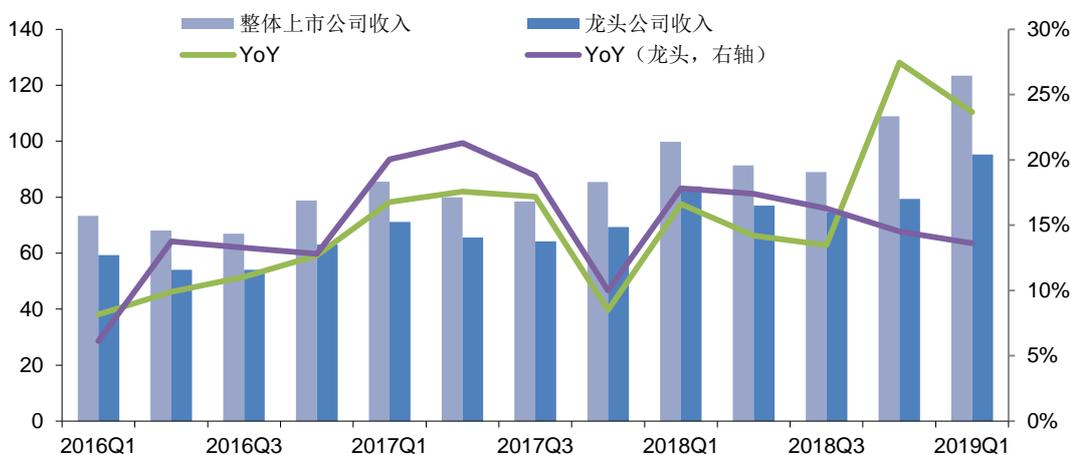
	营业总收入				归母净利润			
	2018A	YoY	19Q1	YoY	2018A	YoY	19Q1	YoY
伊利股份	795.5	16.9	231.3	17.1	64.4	7.3	22.8	8.4
蒙牛乳业	691.7	14.7	-	-	30.4	48.6	-	-
光明乳业	209.9	-4.7	54.5	5.5	3.4	-44.9	1.4	4.0
皇氏集团	23.4	-1.3	4.7	4.0	-6.2	-1,186.0	0.1	10.9
贝因美	24.9	-6.4	6.3	16.4	0.4	103.9	0.1	12.7
麦趣尔	6.0	3.6	1.4	-1.4	-1.5	-918.3	0.0	-62.1
燕塘乳业	13.0	4.7	2.8	8.8	0.4	-65.1	0.1	15.1
科迪乳业	12.9	3.7	2.9	6.2	1.3	1.9	0.3	28.1
庄园牧场	6.6	4.7	1.9	17.3	0.6	-7.0	0.2	4.2
新乳业	49.7	12.4	12.2	13.5	2.4	9.2	0.2	3.6
天润乳业	14.6	17.9	3.5	16.0	1.1	15.2	0.3	10.2
三元股份	74.6	21.8	19.4	10.9	1.8	137.2	0.5	48.6

资料来源: 华创证券整理

(二) 调味品板块：龙头收入表现相对稳健，盈利能力有所提升

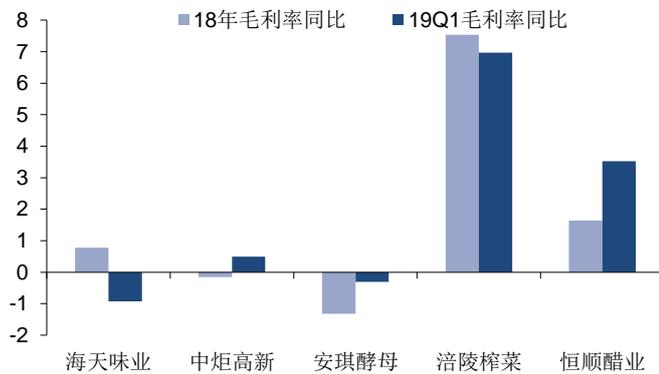
收入端：龙头收入保持稳健。2018 年海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的收入分别为 170.34/41.66/66.86/19.14/16.94 亿元，同比+16.8/+15.4/+15.8/+25.9/+9.9pcts，19Q1 调味品龙头公司业绩保持稳健，实现开门红。其中，海天味业 19Q1 收入同增+16.95%，酱油/蚝油/酱分别同比+14.68%/24.63%/6.13%，其中酱油、蚝油实现由销量驱动的稳健增长，18 年底公司对酱类市场渠道梳理基本完毕，19Q1 酱类增速逐步改善。中炬高新的美味鲜 19Q1 营收 11.67 亿元，同比+15.31%，其中酱油和酱稳健增长，蚝油、料酒因行业增长及积极拓展显著增长，食用油和醋实现高双位数较快增长。恒顺实现营收 4.60 亿元，同比+15.15%，主营调味品的母公司营收 4.10 亿元，同比+15.51%，收入增速良好主要受益于年初提价后经销商积极备货致渠道动销良好。

图表 21 调味品上市公司及龙头单季度收入及增速（亿元，%）

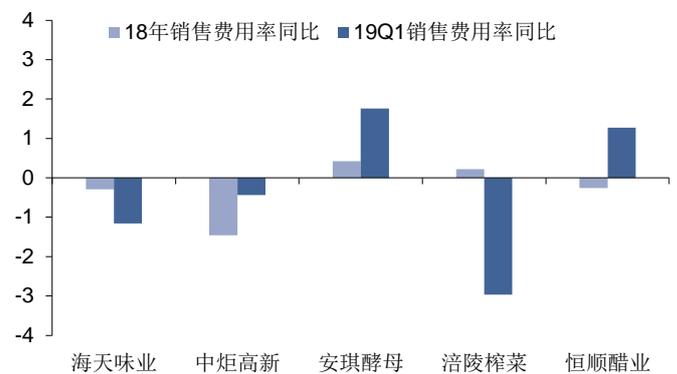


资料来源：Wind、华创证券；注调味品上市公司为申万分类调味发酵品和安琪酵母，涪陵榨菜；龙头公司为市值前 5 名的海天味业、中炬高新、安琪酵母、涪陵榨菜、恒顺醋业。

利润端：费用控制良好，龙头盈利能力稳步提升。毛利率方面，18 年海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的毛利率分别为 46.5%/39.1%/36.3%/55.8%/42.2%，同比+0.78/-0.16/-1.32/+7.54/+1.63pcts；19Q1 海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的毛利率分别为 45.8%/39.4%/36.4%/58.1%/43.8%，同比-0.93/+0.50/-0.30/+6.97/+3.53pcts。**费用率方面**，18 年海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的销售费用率分别为 13.1%/10.4%/11.3%/14.7%/14.9%，同比-0.3/-1.5/+0.4/+0.2/-0.3pcts。虽原料包材价格有提升，但龙头公司凭借精益的费用控制提升效率，盈利能力稳步提升，净利率方面，18 年涪陵榨菜+7.3pcts，中炬高新+2.2pcts，海天味业+1.4pcts；19Q1 涪陵榨菜+6.8pcts，中炬高新+1.1pcts，海天味业+1.3pcts。

图表 22 主要调味品公司毛利率同比情况 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 主要调味品公司费用率同比情况 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 调味品板块上市公司 18 和 19Q1 财务数据盘点 (亿元, %)

	营业总收入				归母净利润			
	2018A	YoY	19Q1	YoY	2018A	YoY	19Q1	YoY
海天味业	170.3	16.8	54.9	17.0	43.6	23.6	14.8	22.8
中炬高新	41.7	15.4	12.3	6.7	6.1	34.0	1.9	11.5
安琪酵母	66.9	15.8	18.2	11.6	8.6	1.1	2.4	-14.6
涪陵榨菜	19.1	25.9	5.3	3.8	6.6	59.8	1.6	35.2
恒顺醋业	16.9	9.9	4.6	15.2	3.0	8.4	0.7	21.7
天味食品	14.1	32.6	3.1	25.1	2.7	45.0	0.7	37.0
安记食品	3.4	33.6	1.2	70.7	0.4	-4.3	0.1	22.1
千禾味业	10.7	12.4	2.9	18.5	2.4	66.6	0.5	-54.0
星湖科技	8.6	25.1	3.0	28.9	0.4	126.7	0.4	367.0
佳隆股份	3.2	11.1	0.8	-7.5	0.4	64.3	0.1	-26.1
加加食品	17.9	-5.4	-	-	1.2	-27.6	-	-
*ST 莲花	17.3	-6.7	3.8	-12.1	-3.3	-221.5	-0.4	-36.7

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 啤酒板块: 龙头量稳价增, 收入业绩有所改善

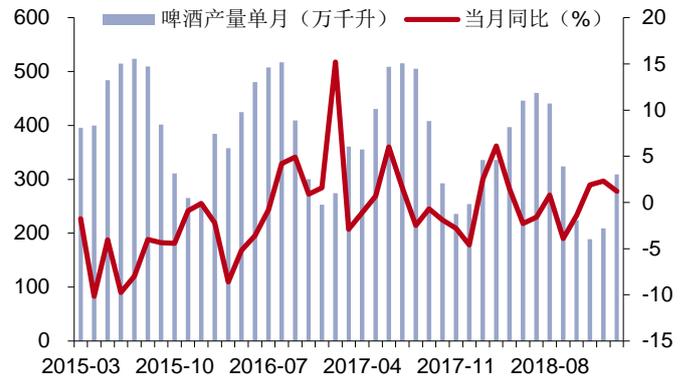
收入端: 行业产量增速回升, 龙头延续量稳价增。量: 行业产量方面, 2019Q1 啤酒行业累计产量 847 万千升, 同比增长 3.0%, 其中 1-2 月产量为 539 万千升, 同增 4.2%, 3 月产量为 309 万千升, 同增 1.2%, 产量增速较前期有所回升。龙头公司销量来看, 华润/青啤/燕京/重啤/珠江销量分别为 1129/803/392/94/124 万千升, 分别同增 -4.5%/+0.8%/+6.4%/+2.5%。**价:** 主要公司自 2018 年初开始通过提价和产品高端化的方式提升均价, 华润/青啤/燕京/重啤/珠江吨价分别为 2822/3441/2737/3672/3118 元, 分别同增 12.2%/5.5%/9.0%/5.7%/4.2%。**收入:** 2018 年各主要啤酒公司收入稳中有增, 华润/青啤/燕京/重啤/珠江啤酒收入分别为 325/276/113/35/40 亿元, 分别同增 7.4%/5.1%/1.3%/9.2%/7.3%, 19Q1 青啤/燕京/重啤/珠江啤酒收入分别为 79.5/34.5/8.3/7.5 亿元, 分别同增 11.4%/5.1%/2.5%/4.7%。

图表 25 啤酒行业新增产能 (万吨/年, %)



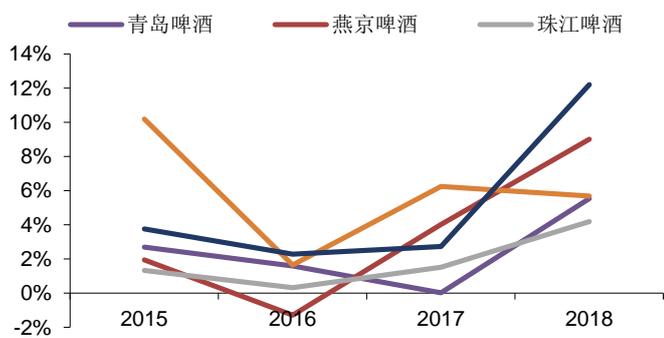
资料来源: Wind、华创证券

图表 26 啤酒行业月度产量 (万千升, %)



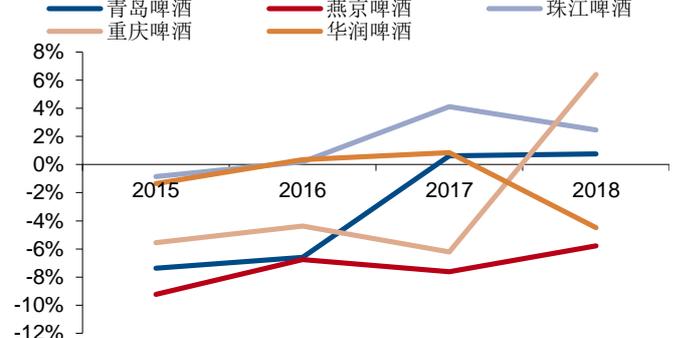
资料来源: Wind、华创证券

图表 27 主要啤酒公司吨价增速 (%)



资料来源: 公司公告、华创证券

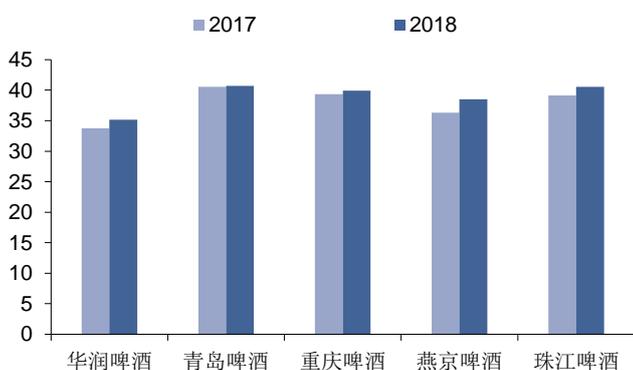
图表 28 主要啤酒公司销量增速 (%)



资料来源: 公司公告、华创证券

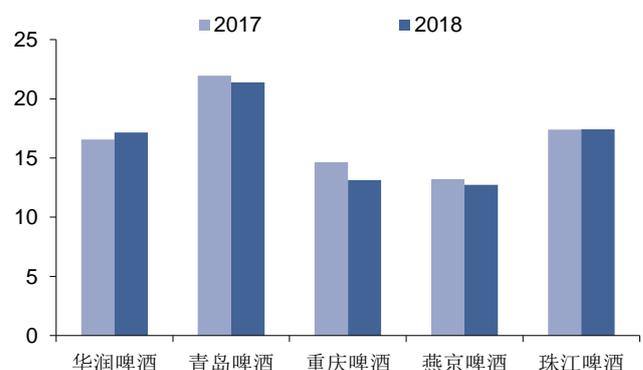
结构升级费用优化, 盈利能力均有所提升。2018 年各主要啤酒公司毛利率均同比提升, 华润/青啤/燕京/重啤/珠江啤酒毛利率分别为 35.1%/40.7%/38.5%/39.9%/40.6%, 分别同比提升 1.4/0.2/2.2/0.6/1.4pcts。费用率方面, 主要啤酒厂商均提升费用投放效率, 费用率有所控制, 2018 年华润/青啤/燕京/重啤/珠江啤酒的销售费用率分别为 17.2%/21.4%/12.8%/13.1%/17.4%, 其中青啤/燕京/重啤同比下降 0.6/0.5/1.5pcts。总体来看, 受益于毛利率提升和费用投放的改善, 各啤酒公司盈利能力均逐步改善, 考虑到关厂等带来的费用及减值损失影响, 实际盈利能力改善更为明显。

图表 29 主要啤酒公司 2018 年毛利率变化

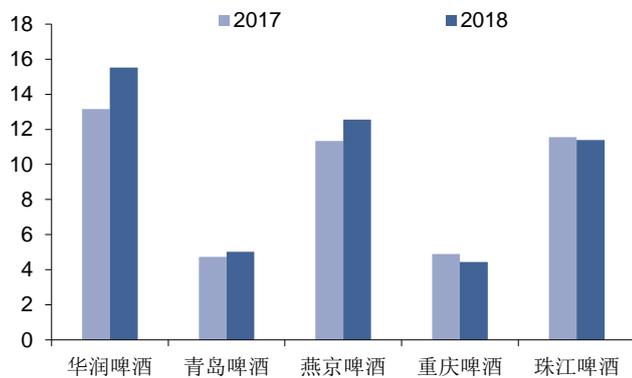


资料来源: 公司公告、华创证券 注: 青岛啤酒采用同比口径

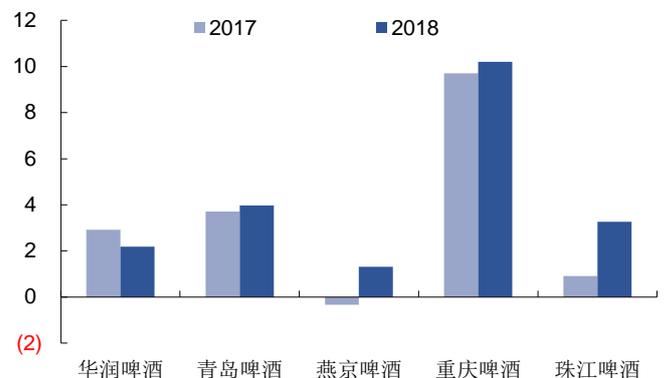
图表 30 主要啤酒公司 2018 年销售费用率变化



资料来源: Wind、华创证券 注: 青岛啤酒采用同比口径

图表 31 主要啤酒公司 2018 年管理费用率变化 (%)


资料来源: Wind、华创证券 注: 青岛啤酒采用同比口径

图表 32 主要啤酒公司 2018 年扣非净利率变化 (%)


资料来源: Wind、华创证券 注: 青岛啤酒采用同比口径

图表 33 啤酒板块上市公司 18 及 19Q1 财务数据一览 (亿元)

	营业总收入				归母净利润			
	2018A	YoY	19Q1	YoY	2018A	YoY	19Q1	YoY
燕京啤酒	113.4	1.3	34.5	5.1	1.8	11.5	0.6	8.7
ST 西发	3.2	-10.6	0.7	-21.9	-4.1	-4,425.7	-0.2	-752.2
兰州黄河	5.1	-14.7	1.2	-22.0	-0.7	-516.1	0.3	555.4
珠江啤酒	40.4	7.3	7.5	4.6	3.7	97.7	0.3	65.8
华润啤酒	324.6	7.4	-	-	9.8	-16.9	-	-
重庆啤酒	34.7	9.2	8.3	2.5	4.0	22.6	0.9	13.4
惠泉啤酒	5.5	-3.1	1.3	6.5	0.2	-23.5	-0.1	40.7
青岛啤酒	276.3	5.1	79.5	11.4	14.2	12.6	8.1	21.0

资料来源: Wind、华创证券 注: 青岛啤酒采用同比口径

(四) 肉制品板块: 双汇屠宰持续上量, 肉制品聚焦提价及新品

屠宰业务: 屠宰持续上量, 19Q1 头均利润再创新高。双汇 18 年屠宰业务全年收入 289.2 亿元, 同比-4.9%, 其中生猪屠宰量 1631 万头 (同比+2.3%), 18 年行业生猪定点屠宰量 2.4 亿头, 同比+9.3%, 公司增速高于行业, 规模优势显著。19Q1 屠宰分部实现收入 70.07 亿元, 同比-0.6%, 其中屠宰量 472.7 万头 (同比+20.7%), 自非洲猪瘟爆发以来首次重回两位数增速, 相比之下, 19Q1 行业生猪定点屠宰量 5582 万头, 同比-6.3%。Q1 屠宰头均利润为 113.4 元/头, 同比+92.3%, 再创新高, 公司屠宰量增速、头均净利逆势增长源于全国布局及规模化优势, 公司亦把握春节前生猪价格偏低的时机积极上量, 同时政策对私屠滥宰的加严亦是利好规模化屠宰场的助推剂。一季度生鲜肉销量 36.8 万吨, 同比+0.7%, 消费端短期仍受制于猪瘟及猪价上涨。18 年全年经营净利率 3.6%, 19Q1 屠宰经营利润率提升至 7.7%, 同比+4.4pcts。同时, Q1 末公司存货同比+24.7%, 下半年猪价上涨预期下公司持续加大冻肉库存。进口猪肉方面, 公司 19 年计划从万洲及罗特克斯进口猪肉金额达 57 亿元, 同比 18 年计划金额+56.3%。

肉制品业务: 双汇销量增长低个位数, 聚焦提价及新品推动。双汇肉制品业务 18 年全年收入 232.1 亿元, 同比+2.4%, 销量 160.1 万吨, 同比+1.1%, 19Q1 双汇肉制品收入 58.6 亿元, 同比+4.2%, 销量 38.6 万吨, 同比+2.3%, 吨价 1.5 万元, 同比+1.8%, 收入增长均主要源于产品结构升级及涨价带来的价格提升。其中 19Q1 经营利润率为 16.5%, 创历史新低, 主要系一季度加大市场投入、员工工资提升及鸡肉等原料成本上升等, 后续公司将通过涨价、进口猪肉、把握税收政策、优化产品结构、提效控费等方式应对成本上涨压力, 预计后期肉制品业务盈利能力有望回升, 但成

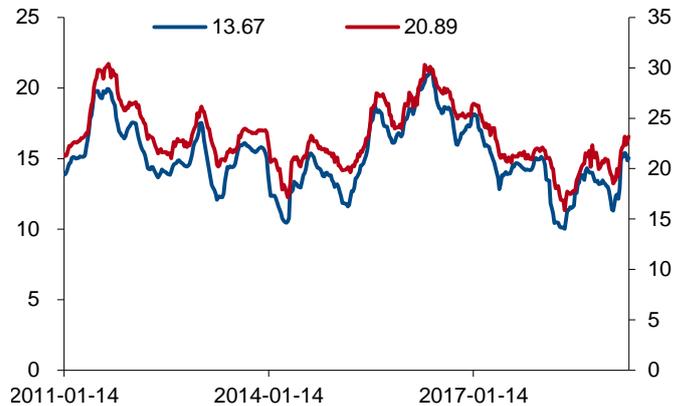
本上涨背景下预计达到前期的 20% 利润率尚有压力，我们认为 19Q1 肉制品业务经营利润率较低体现公司加大市场投入的决心和执行力，同时，为应对成本上涨，公司通过产品提价以理顺产品价格体系，改善渠道利润，春节及四月已实施两次提价，下半年仍有提价计划，我们认为龙头积极提价反映经营思路积极转变，关注提价及高价新品推出带动吨价提升，中长期看营销发力及渠道改善带动肉制品业务量价良性增长。

图表 34 行业定点生猪屠宰量及增速（万头）



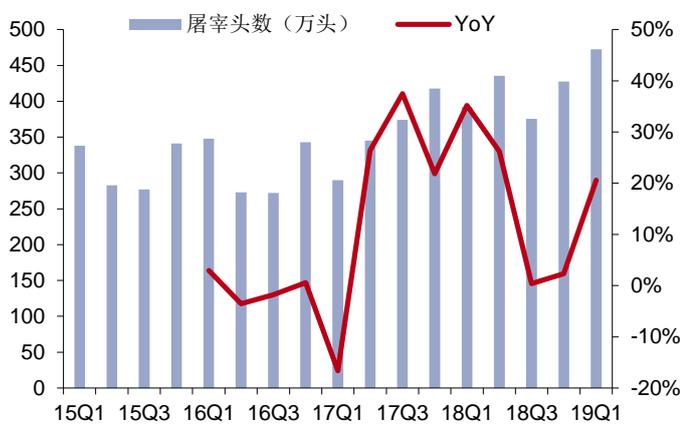
资料来源：Wind，华创证券

图表 35 猪价和生猪价格走势（元/公斤）



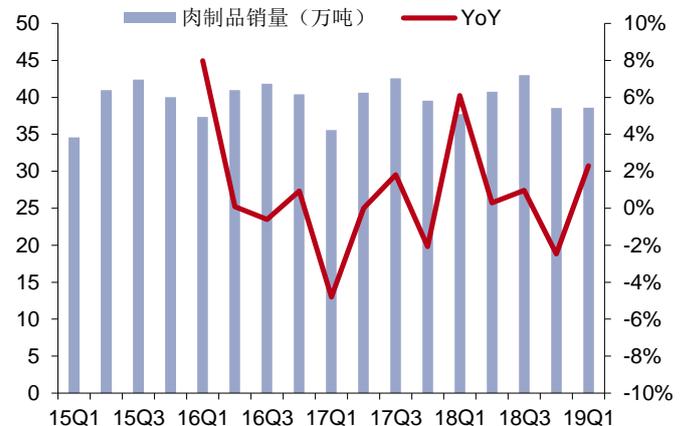
资料来源：Wind，华创证券

图表 36 双汇单季屠宰量（万头）



资料来源：Wind，华创证券

图表 37 双汇单季肉制品销量（万吨）



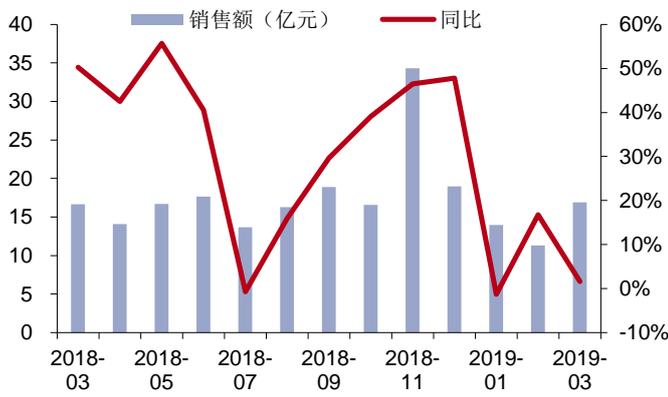
资料来源：Wind，华创证券

（五）其他食品板块：龙头保持稳健增长

1、保健品：线上增速平稳，线下维持高增

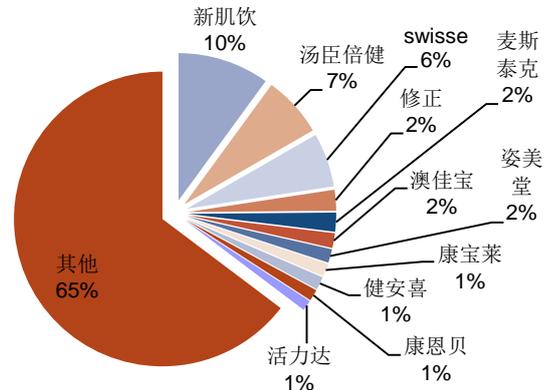
线上渠道增速平稳，汤臣、Swisse 优势明显。阿里平台数据显示，2018 年全年线上保健品销售额 207.6 亿元，同增 37%，19 年以来由于权健事件波及及线上红利衰退，保健品行业增速有所下滑，但长期来看线下转线上趋势不改。此外，19 年跨境电商政策落地，海外品牌有望受益，或进一步推动整体线上销售。分品牌来看，2018 年线上膳食补充剂销售中汤臣倍健及 H&H 旗下品牌 Swisse 占比最大，分别为 7%、6%，大幅高于其竞争对手，头部品牌优势明显。2018 年汤臣倍健线上销售扣除健之宝业务后同增超 45%，19Q1 阿里系平台增速在 15%-20% 之间。

图表 38 阿里平台保健品行业销售额



资料来源：阿里平台数据，华创证券

图表 39 2018 全年线上保健品行业格局



资料来源：阿里平台数据，华创证券

汤臣倍健线下业务维持高增。2018 年公司实现收入 43.5 亿元，同增 39.9%，归母净利润 10.0 亿元，同增 30.8%，其中线下渠道销售同增超 35%；19Q1 公司实现收入 15.71 亿元，同增 47.2%，归母净利润 4.97 亿元，同增 33.7%，继续维持高增，主要在线下渠道销售的汤臣主品牌及健力多大单品分别同增 30%/70%。公司今年药店渠道在下线城市持续下沉，母婴、商超渠道快速扩张，大单品健力多仍能保持较快增长，主品牌仍有双位增速，健视佳扩大试点范围后有望实现翻倍增长，在公司加强单店考核及多款大单品带动下，预计线下渠道收入有望保持双位数增长。

图表 40 公司收入情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，华创证券

图表 41 公司归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，华创证券

2、烘焙面包：行业稳步增长，龙头产能逐步释放

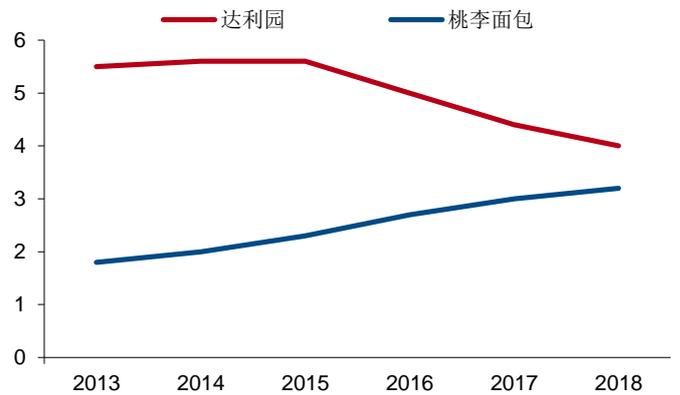
面包行业稳步增长，桃李面包快速扩张。Euromonitor 数据显示，国内面包行业快速增长，销售额从 2013 年的 219.95 亿元增长到 2018 年 378.67 亿元，CAGR 为 11.5%。近年来面包行业加速增长，增速从 2015 年的 8.1% 提升至 2018 年的 14.5%，一方面产品结构升级及提价推动行业零售额增长，另一方面饮食西式化、便捷化亦贡献部分增量。2018 年烘焙产品市场中，龙头达利园市场份额为 4.0%，桃李面包排名第二，市场份额为 3.2%。近年来以短保为主业桃李面包正快速全国化扩张，2013-2018 年间其市占率从 1.8% 提升至 3.2%，而以长保面包主业的达利园份额从 5.5% 下降到 4.0%。

图表 42 中国面包行业零售额及增速 (亿元)



资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 不包含面包房

图表 43 达利园及桃李烘焙产品市场份额 (%)



资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 烘焙类产品包含面包, 蛋糕, 混合甜点, 冷冻烘焙品, 糕点等

短保龙头产能逐步释放, 收入业绩稳步增长。短保龙头桃李面包 18 年产能逐步释放, 新项目天津桃李 18 年 3 月投产亦贡献部分产能, 华南东莞工厂产能利用率有所提升, 在公司渠道持续下沉和网络细化下, 收入业绩快速增长, 2011-2018 年公司收入从 11.96 亿元增长至 48.33 亿元, CAGR 为 22.08%, 18 年收入同增 18.5%, 归母净利润从 1.46 亿元增长至 6.42 亿元, CAGR 为 23.56%, 18 年利润同增 15.5%。19Q1 公司实现收入 11.42 亿元, 同增 15.5%, 归母净利润 1.21 亿元, 同增 12.1%, 仍保持稳步增长。近期公司筹划江苏、四川、青岛、浙江项目, 江苏、武汉、山东、沈阳等产线仍在建设中, 公司东莞工厂实施改造, 产能利用率有望提升。中长期来看, 公司多地工厂陆续建设投产, 全国化布局持续推进, 规模效应有望逐步显现。

图表 44 桃李面包营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 45 桃李面包归母净利润及增速 (亿元, %)



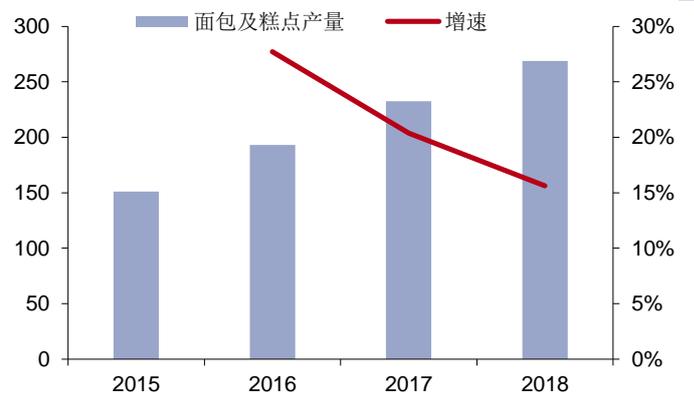
资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 部分桃李面包产能布局



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 47 桃李面包面包及糕点产量 (千吨)

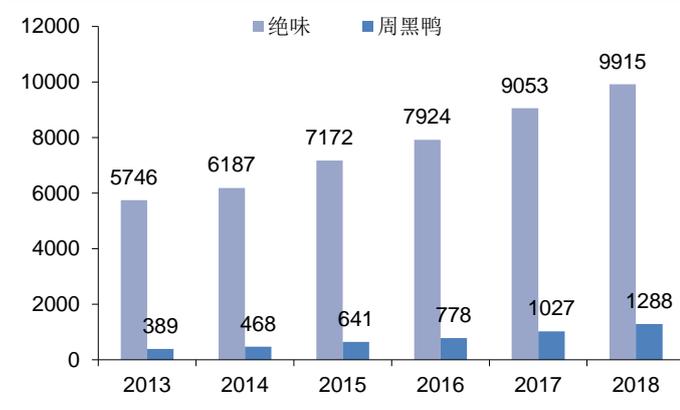


资料来源: 公司公告, 华创证券

3、卤制品: 龙头处门店扩张期, 规模效应逐步显现

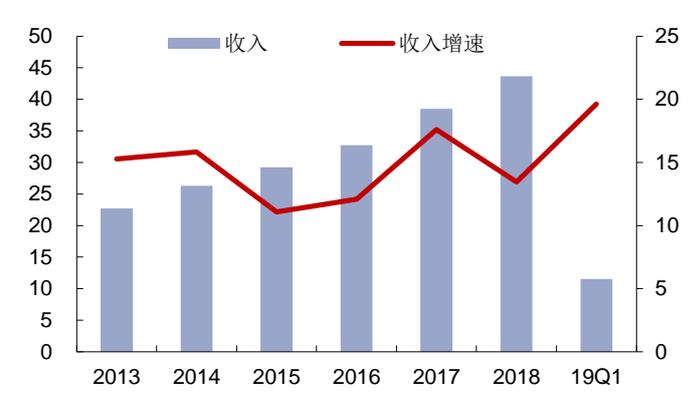
龙头处于门店扩张期, 绝味收入稳步提升。2013-2018 年, 绝味食品门店数从 5746 家增至 9915 家, CAGR 为 11.53%, 周黑鸭门店数从 2013 年的 389 家增至 2018 年的 1288 家, CAGR 为 27.06%。受益于门店快速扩张, 绝味食品收入稳步提升, 2018 年全年实现收入 43.68 亿元, 同增 13.45%, 19Q1 公司实现收入 11.54 亿元, 同增 19.6%。19 年公司规划新开店 800-1200 家, 今年 3 月发行可转债 10 亿元用于建设天津、江苏、武汉、海南合计 7.93 万吨产能的生产基地项目, 加码京津、长三角发达地区产能布局, 助力该区域门店扩张。

图表 48 绝味食品与周黑鸭门店数量对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 49 绝味食品收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

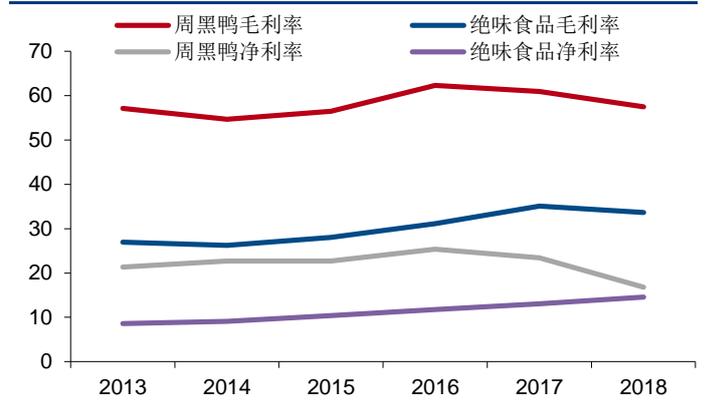
绝味费用控制良好, 规模优势显现。18 年公司归母净利润为 6.41 亿元, 同增 27.69%, 19Q1 归母净利润 1.81 亿元, 同增 20.4%, 保持较快增长。费用率方面, 公司 18 年销售费用率为 8.23%, 同降 2.84pcts, 19Q1 销售费用率为 7.3%, 同降 0.04pcts, 销售费用控制良好, 门店持续扩张下规模效应逐步显现。中长期看, 公司具备产能及供应链管理优势, 在进一步加大渠道下沉和产能加码过程中, 规模效应有望逐渐强化。

图表 50 绝味食品业绩及增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 51 绝味食品与周黑鸭盈利能力对比



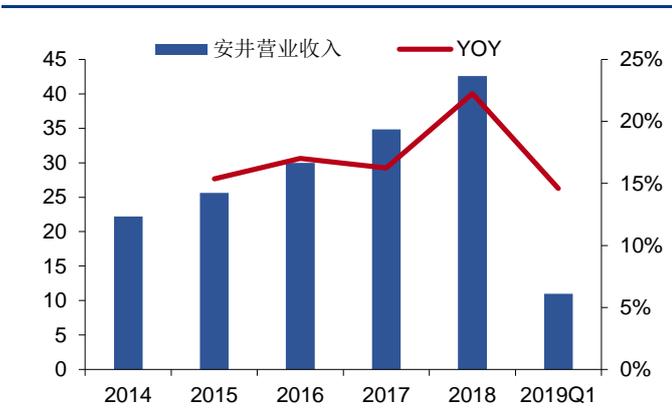
资料来源: Wind、华创证券

4、速冻食品：积极应对成本上行，龙头规模优势显现

产能布局稳步推进，面米制品及菜肴新品有望发力。公司 2019 年稳步推进产能扩张，四川工厂预计新增产能 2 万吨，泰州及辽宁工厂技改增量，同时，公司变更可转债募投项目，新增无锡民生 7 万吨速冻食品项目，无锡工厂面米产能紧张，扩产以面米制品为主，预计 2020 年初逐步投产。公司 2018 年面点制品受产能限制，收入增速略低于整体营收，今年将积极发力米面制品，推出桂花糕、小油条等餐饮产品，做大红糖发糕、流沙包、核桃包等次新大单品。公司丸之尊高端品牌商超渠道试水效果良好，今年将继续重点推广，有望放量增长，同时，成立冻品先生事业部，聚焦餐饮潜力新品。此外，增值税率降低有望提升公司流通渠道产品盈利水平。

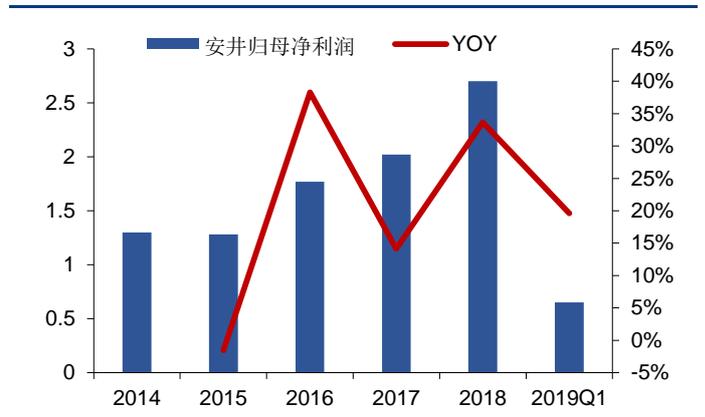
有效应对成本压力，盈利能力稳中有升。2019Q1 公司毛利率 26.4%，同比下降 0.6pct。毛利率下降主要系非洲猪瘟事件后公司于 2018 年 11 月起全部采购进口猪肉所致。但公司针对猪肉成本上涨趋势，改善配方，调节产能结构，叠加公司分别于 9 月和 12 月对部分产品进行提价减促，平均幅度约 2-3%，部分覆盖了肉制品成本上涨压力，毛利率表现优于市场预期，预计公司后续仍有望通过提价、调结构等方式有效应对，毛利率有望逐季改善。费用率方面，2019Q1 销售费用率 14.0%，同降 0.8pct，规模效应持续显现。综合来看，2019Q1 公司净利率 5.9%，同增 0.2pct，规模优势强化下盈利能力稳步提升。

图表 52 安井营收及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 53 安井归母净利润及增速 (亿元, %)



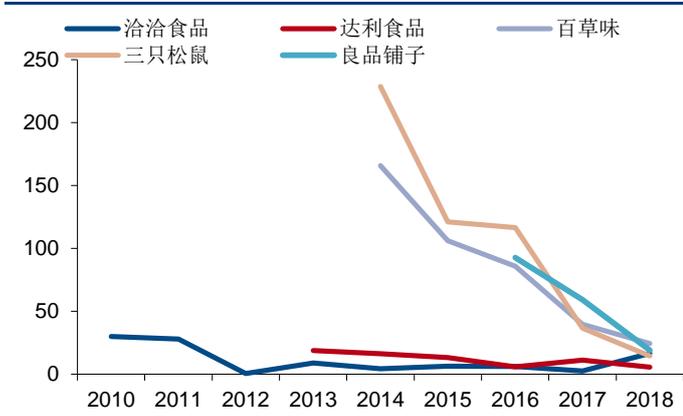
资料来源: 公司年报, 华创证券

5、休闲食品：洽洽新品放量增长，提价效应持续显现

线上红利逐渐消失，洽洽新品放量增长。在当下行业中，线上红利逐步消退，原先拥有线上优势的公司如三只松鼠

等收入增速放缓，而拥有线下门店优势的企业如洽洽食品收入稳步提升。洽洽食品 2018 年实现营业总收入 42.0 亿元，同增 16.5%，19Q1 实现营业总收入 10.40 亿元，同增 1.26%，主要系春节错峰及出售子公司带来的并表收入减少。其中坚果业务 18 年收入为 5.0 亿元，同增 103.2%，其中每日坚果收入超 4.3 亿元（含税口径超 5 亿元），19Q1 每日坚果小黄袋销售额约 1.8 亿元（含税），同增超 30%，保持快速放量态势。

图表 54 休闲食品龙头收入增速对比



资料来源：Wind、公司招股说明书、华创证券

图表 55 洽洽食品收入及增速（亿元）



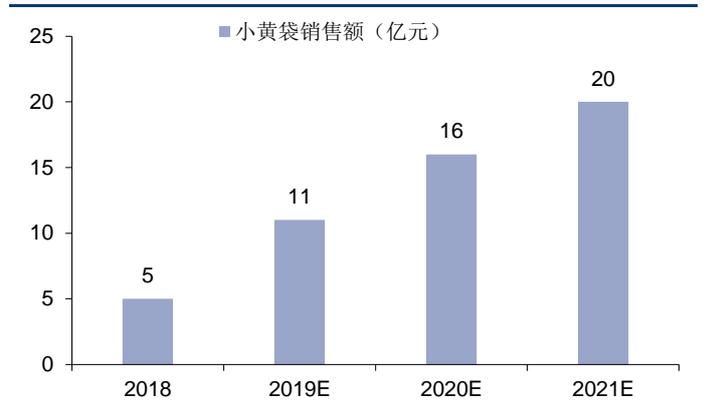
资料来源：Wind、公司招股说明书、华创证券

图表 56 洽洽不断推出创新品类



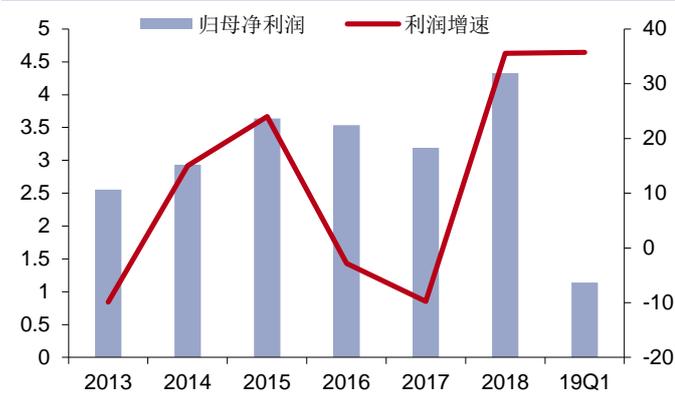
资料来源：公司官网、京东、华创证券

图表 57 洽洽小黄袋销售额快速增长

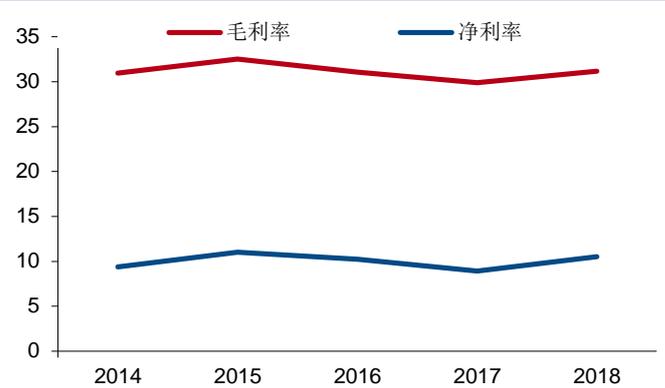


资料来源：公司调研、华创证券

提价效应带动盈利能力提升。2018 年公司归母净利润 4.3 亿元，同增 35.6%，19Q1 毛利率 31.2%，同比提升 1.3pcts，19Q1 公司归母净利润 1.14 亿元，同增 35.75%，保持高速增长。毛利率方面，18 年公司毛利率为 30.38%，同比提升 1.45pcts，毛利率提升主要系产品提价和每日坚果包装自动化程度提升。公司分别于 2018 年 6 月底和 7 月底对每日坚果和红袋产品出厂价进行提价，后续随着提价效应和规模优势，红袋系列和每日坚果系列毛利率仍有望持续提升。在提价效应及所得税率减少的共同促进下，公司 18 年净利率为 10.5%，同比提升 1.6pcts，19Q1 年净利率为 11.11%，同比提升 2.72pcts。

图表 58 洽洽食品归母净利润及增速（亿元）


资料来源: Wind, 华创证券

图表 59 洽洽食品销售毛利率及销售净利率 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 60 其他食品板块上市公司 18 年及 19Q1 财务数据（亿元，%）

	营业总收入				归母净利润			
	2018A	YoY	19Q1	YoY	2018A	YoY	19Q1	YoY
汤臣倍健	43.5	39.9	15.7	47.2	10.0	30.8	5.0	33.7
桃李面包	48.3	18.5	11.4	15.5	6.4	25.1	1.2	12.1
绝味食品	43.7	13.4	11.5	19.6	6.4	27.7	1.8	20.4
广州酒家	25.4	15.9	5.3	19.8	3.8	12.8	0.5	17.9
洽洽食品	42.0	16.5	10.4	1.3	4.3	35.6	1.1	35.7
好想你	49.5	21.6	19.2	7.3	1.3	21.2	1.3	10.4
克明面业	28.6	25.9	7.9	17.5	1.9	65.0	0.6	-17.3
元祖股份	19.6	10.2	3.4	23.7	2.4	18.7	-0.1	75.2
来伊份	38.9	7.0	11.9	-0.1	0.1	-90.0	0.6	53.2
盐津铺子	11.1	46.8	3.4	43.9	0.7	7.3	0.3	5.5
黑芝麻	39.6	43.0	9.5	71.9	0.6	-46.1	0.1	-40.1

资料来源: Wind, 华创证券

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：张燕

上海社会科学院硕士，2 年食品饮料研究经验，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台(600519), 根据上市公司公告, 贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16% 的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500