

食品饮料行业

行业研究/深度报告

19Q1 白酒基本面显著好于预期，啤酒持续改善

——食品饮料行业 2019 一季报梳理

深度研究报告/食品饮料行业

2019 年 05 月 07 日

报告摘要：

● 白酒：一线酒企Q1开门红，全年增长确定性提高

19Q1 板块收入 769.1 亿/同比+22.3%，较 18Q1+28.8%有所回落，但与 16Q1+15.7%，17Q1+18.9%相比上升趋势明显，环比 18 全年收入+25.53%增速略有回落。19Q1 板块净利润 276.8 亿/同比+27.9%，较 2018Q1+36.6%有所回落，但和收入趋势相同，与 16Q1+16.8%，17Q1+22.1%相比上升趋势明显，环比 18 全年利润+33.57%小幅回落。19Q1 一线白酒收入同比+24.1%，净利润同比+32.2%。而二/三/四线白酒收入分别同比+18.2%/+25.2%/+17.9%，净利润分别同比+17.9%/+22.6%/+47.5%。19Q1，一线白酒营收增速高于二三四线酒企营收增速；净利润增速仅低于四线白酒。其中茅台/五粮液/泸州老窖 Q1 营收增速分别为+22.2%/+26.56%/+23.72%；净利润增速分别为+31.91%/+30.26%/+43.08%。一线头部企业迎来开门红。预计 19 全年一线白酒企业增长确定性较 18 年底更高。

● 啤酒：量稳价升开启新篇章，盈利拐点已现

19Q1 啤酒板块实现收入 133 亿元，同比+8.03%，增速较 18Q1+3.55%，17Q1+2.75%有较大幅度提升，环比 18 全年收入+1.09%有大幅提升；实现归母净利润 9.80 亿元，同比+21.99%，增速较 18Q1+14.52%，17Q1+13.41%也有大幅提升，环比 18 全年利润-3.9%实现正增长且涨幅较大。总体来说 19Q1 啤酒板块营收及利润增速同比、环比均大幅提升。销量趋稳、ASP 提升、费用投放稳健、增值税率下调带来利润弹性等多因子共振，导致板块盈利拐点显现：量稳价升叠加费用投放稳健迎合增值税率下调带来利润弹性，从而导致啤酒板块盈利拐点出现。

● 调味品：短期建议关注个股机会

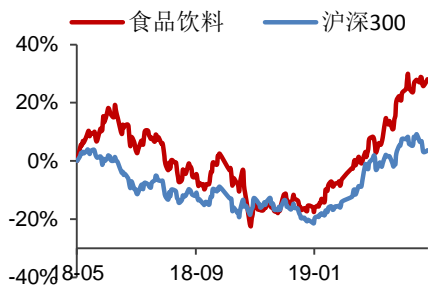
19Q1 调味品板块实现收入 162.21 亿元，同比+8.73%，增速较 18Q1+11.37%，17Q1+19.14%有所下滑，环比 18 全年收入+10.69%略有回落；实现归母净利润 27.50 亿元，同比+17.10%，增速较 18Q1+20.23%，17Q1+30.96%也有较大幅度回落，环比 18 全年净利润+12.11%出现小幅提升。消费升级推动产品结构升级从而带动调味品单价提升，餐饮行业的持续发展带动调味品销量的提升，预计未来 5 年行业整体增速维持在 10%以上，调味品行业具备长期增长动能，当前调味品整体估值达到 53 倍，显著高于其他细分板块，长期看位于历史中枢以上，估值偏高。短期建议关注个股机会。

● 乳制品：两大乳企竞争小幅降温，成本压力仍存，板块利润增速仍将维持低位

19Q1 板块收入 352 亿/同比+15%，高于 16Q1+3.57%、17Q1+3.16%增速，环比 18 全年收入+12.1%小幅提升；净利润 27 亿/同比+10.5%，较 17Q1+12.80%、18Q1+17.02%增速小幅下滑，环比 18 全年净利润+8%小幅提升。显示行业成本压力和营销费用压力仍然较大，制约净利润增速。19Q1 乳企板块毛利率环比有所提高，销售费用环比、同比均小幅下降，显示乳企竞争小幅降温。从 19Q1 电视广告投放数据看，蒙牛电视广告投放时长同比大幅下降，伊利仅小幅提高，显示乳企两强对利润要求更高。此外，19Q1 生鲜乳采购价格同比仍小幅提高，显示未来乳企成本压力仍大。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

● 肉制品：盈利增速恢复，关注卤制品核心标的

19Q1板块收入271亿/同比+6.5%，较18Q1+4.16%增速上涨，但不及17Q1+15.70%，环比18全年收入+4.2%出现小幅上升；净利润19亿/同比+16.5%，较17Q1-4.48%增速上涨，但不及18Q1+19.53%，环比18全年+12.6%出现小幅提升。双汇发展营收规模仍然大幅领先板块内其他公司。19Q1板块营收增速仍然维持较低水平，但受毛利率恢复、费用控制良好等因素影响，净利润增速恢复，超过15%水平。建议关注卤制品核心标的高成长确定性。

● 投资建议

白酒板块核心推荐【贵州茅台】、【五粮液】、【泸州老窖】、【洋河股份】。

啤酒板块核心推荐【青岛啤酒】、【重庆啤酒】、【珠江啤酒】。

调味品板块核心推荐【中炬高新】、【恒顺醋业】。

乳制品板块核心推荐【伊利股份】。

肉制品板块核心推荐【绝味食品】。

其他食品板块核心推荐【洽洽食品】、【安井食品】、【桃李面包】。

其他饮料板块核心推荐【香飘飘】。

● 风险提示

宏观经济疲软/业绩不达预期/政治风险/市场系统性风险等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600519	贵州茅台	974.00	33.03	39.48	46.78	29	25	21	推荐
000858	五粮液	102.36	4.38	5.2	6.13	23	20	17	推荐
000568	泸州老窖	77.88	2.98	3.57	4.21	26	22	18	推荐
002304	洋河股份	117.66	6.28	7.27	8.41	19	16	14	推荐
600600	青岛啤酒	51.00	1.29	1.56	1.86	40	33	27	推荐
600132	重庆啤酒	37	1.02	1.2	1.38	36	31	27	推荐
002461	珠江啤酒	6.89	0.19	0.21	0.23	36	33	30	推荐
600872	中炬高新	36.05	0.91	1.11	1.35	40	32	27	推荐
600305	恒顺醋业	13.13	0.45	0.52	0.59	29	25	22	推荐
600887	伊利股份	31.00	1.15	1.29	1.45	27	24	21	推荐
603517	绝味食品	46.46	1.84	2.12	2.39	25	22	19	推荐
002557	洽洽食品	22.51	1.02	1.14	1.32	22	20	17	推荐
603345	安井食品	45.46	1.55	1.92	2.34	29	24	19	推荐
603866	桃李面包	37.50	1.16	1.42	1.76	32	26	21	推荐
603711	香飘飘	32.00	0.86	1.13	1.37	37	28	23	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院。

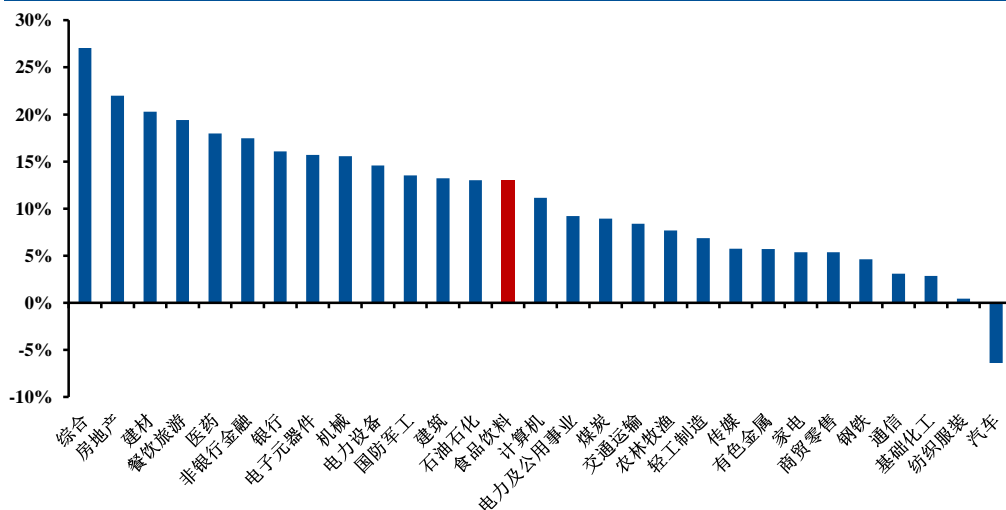
目录

一、行业整体：收入和归母净利润增速均下滑.....	4
二、白酒：一线酒企 Q1 开门红，全年增长确定性提高	5
(一) 19Q1 回顾：营收及利润增速同比、环比均大幅提升	5
(二) 行业分析：一线白酒 Q1 开门红，增长确定性持续提高	7
(三) 投资建议：一线酒企 Q1 业绩亮眼，予以重点推荐	7
三、啤酒：量稳价升开启新篇章，盈利拐点已现.....	9
(一) 19Q1 回顾：营收及利润增速同比、环比均大幅提升	9
(二) 行业分析：多因子共振，板块盈利拐点已现	10
(三) 投资建议：重点推荐青啤、重啤、珠啤	10
四、调味品：短期建议关注个股机会.....	12
(一) 19Q1 回顾：营收及利润增速略有下滑	12
(二) 投资建议：具备长期增长动能，但当前估值偏高，短期建议关注个股机会	13
五、乳制品：两大乳企竞争小幅降温，成本压力仍存，板块利润增速仍将维持低位.....	14
(一) 19Q1 回顾：营收增速恢复，利润增速仍在低位	14
(二) 投资建议：伊利股份成长确定性较高	15
六、肉制品：盈利增速恢复，关注卤制品企业核心标的.....	15
(一) 19Q1 回顾：营收增速恢复，利润增速仍在低位	15
(二) 投资建议.....	16
七、其他食品：精选基本面企稳、估值安全边际较高个股.....	17
(一) 19Q1 板块行情回顾：营收及利润增速显著下滑	17
(二) 投资建议：精选基本面企稳、估值安全边际较高个股	18
八、其他饮料：精选业绩确定性较强个股.....	19
(一) 19Q1 板块行情回顾：营收及利润增速均显著下滑	19
(二) 投资建议：精选业绩确定性较强个股	20
九、风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

一、行业整体：收入和归母净利润增速均下滑

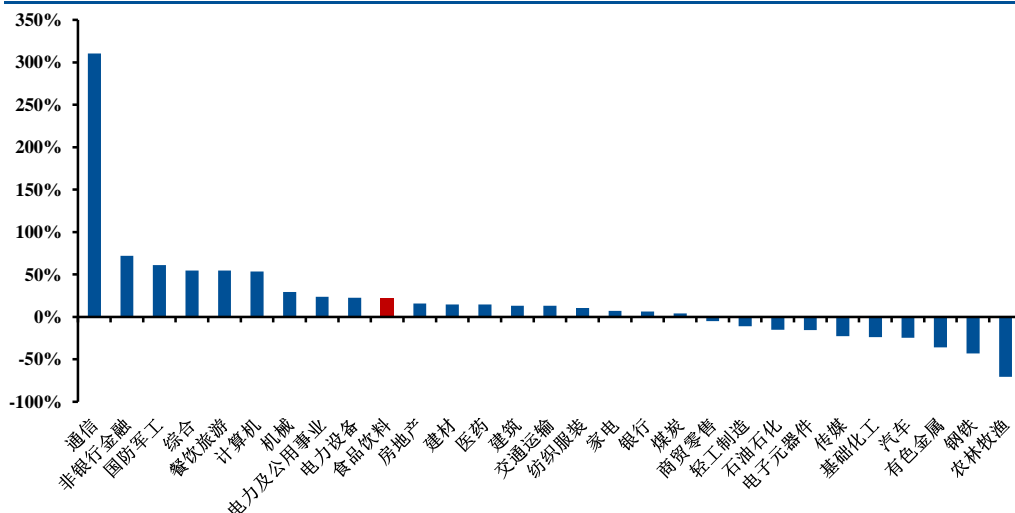
19Q1 食品饮料行业整体在收入和归母净利润增速均小幅下降。19Q1 食品饮料板块收入同比+12.97%，增速较 18Q1 的+17.03%有所下滑。板块归母净利润同比+21.39%，较 18Q1 同比+31.00%的增速有所下降。环比 18 年全年收入增速+13.15%和全年利润增速+24.60%来看略有下降。

图 1：19Q1 食品饮料收入增速 12.97%



资料来源：wind，民生证券研究院

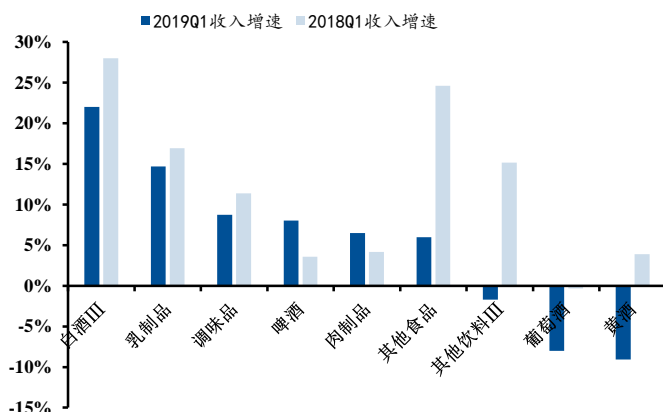
图 2：19Q1 食品饮料归母净利润增速 21.39%



资料来源：wind，民生证券研究院

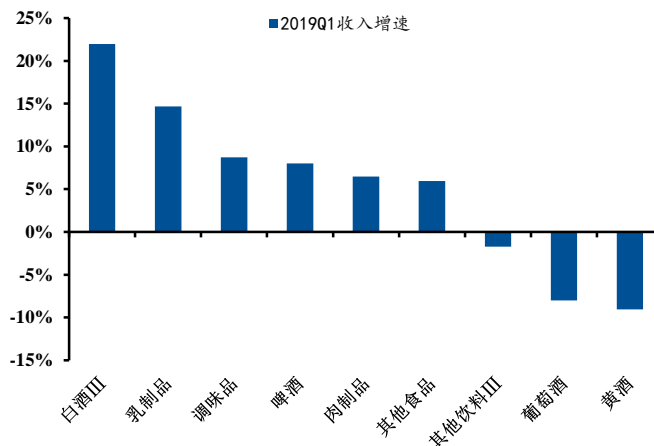
分板块来看，除啤酒和肉制品外其他板块收入增速均下降，除啤酒和葡萄酒外其他板块归母净利润增速均下降。收入方面：白酒(+21.99%)>乳制品(+14.69%)>调味品(+8.73%)；归母净利润方面，白酒(+27.84%)>啤酒(+21.99%)>调味品(+17.10%)。

图 3: 19Q1 大部分板块收入增速下降



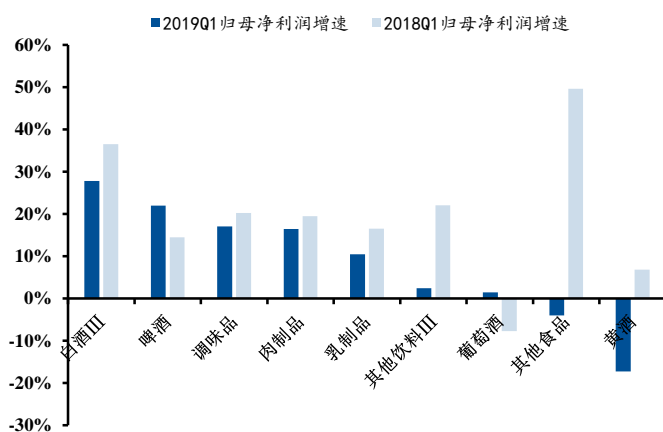
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 19Q1 各板块收入增速



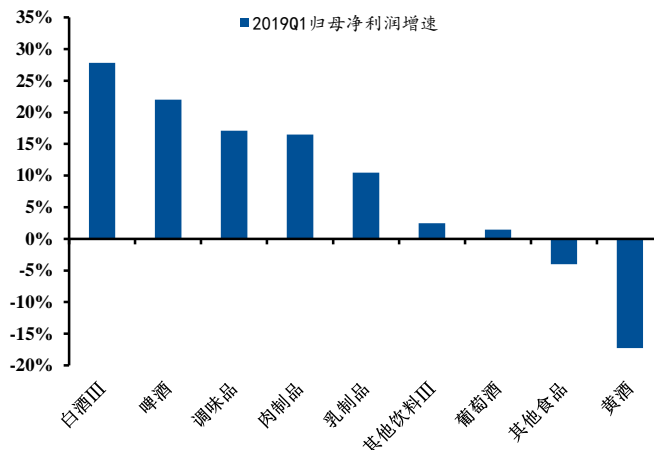
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 5: 19Q1 大部分板块归母净利润增速下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 19Q1 各板块归母净利润增速



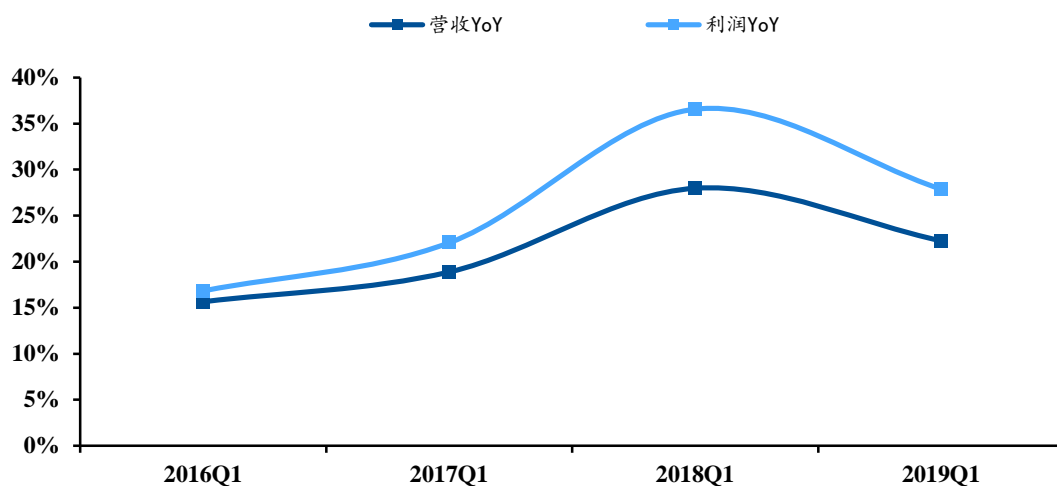
资料来源: wind, 民生证券研究院

二、白酒：一线酒企 Q1 开门红，全年增长确定性提高

(一) 19Q1 回顾：营收及利润增速同比、环比均大幅提升

19Q1 板块收入 769.1 亿/同比+22.3%，较 18Q1+28.8%有所回落，但与 16Q1+15.7%，17Q1+18.9%相比上升趋势明显，环比 18 全年收入+25.53%增速略有回落。19Q1 板块净利润 276.8 亿/同比+27.9%，较 2018Q1+36.6%有所回落，但和收入趋势相同，与 16Q1+16.8%，17Q1+22.1%相比上升趋势明显，环比 18 全年利润+33.57%小幅回落。19Q1 一线白酒收入同比+24.1%，净利润同比+32.2%。而二/三/四线白酒收入分别同比+18.2%/+25.2%/+17.9%，净利润分别同比+17.9%/+22.6%/+47.5%。总体看，行业营收/净利润仍保持中速增长，其中一线白酒营收增速为行业最高，利润增速仅低于四线白酒，仍高于二三线白酒。

图 7: 白酒板块 19Q1 收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 1: 白酒板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19Q1 营收 (亿元)	YoY	19Q1 净利 (亿元)	YoY	
一线	贵州茅台	12,235	224.8	22.21%	112.2	31.91%
	五粮液	3,973	175.9	26.57%	64.8	30.26%
	泸州老窖	1,141	41.7	23.72%	15.1	43.08%
	合计		442.4	24.05%	192.1	32.16%
二线	水井坊	246	9.3	24.25%	2.2	41.16%
	洋河股份	1,773	108.9	14.18%	40.2	15.70%
	舍得酒业	99	7.0	34.06%	1.0	21.53%
	山西汾酒	497	40.6	25.24%	8.8	23.57%
	酒鬼酒	79	3.5	30.46%	0.7	16.18%
	合计		169.2	18.23%	52.9	17.94%
三线	古井贡酒	519	36.7	43.31%	7.8	34.82%
	口子窖	390	13.6	8.97%	5.4	21.43%
	今世缘	328	19.5	31.07%	6.4	26.00%
	迎驾贡酒	144	11.6	2.70%	3.5	9.02%
	金徽酒	53	5.1	5.48%	1.1	-9.92%
	合计		86.6	25.17%	24.3	22.58%
四线	青青稞酒	54	3.7	-23.05%	0.5	-41.84%
	金种子酒	45	2.9	-6.08%	0.1	21.45%
	*ST 皇台	13	0.1	-7.73%	-0.1	-50.53%
	顺鑫农业	331	47.7	19.95%	4.3	17.17%
	老白干酒	118	11.5	55.81%	1.2	57.14%
	伊力特	76	5.2	0.09%	1.5	23.83%
	合计		70.9	17.88%	7.5	16.52%

资料来源: wind, 民生证券研究院

19Q1 预收账款达 294 亿元, 整体相比 18Q1 减少 11 亿元, 环比-93 亿元。其中一线白酒 175 亿元, 二三线白酒 118 亿元。

表 2：白酒板块 2018&19Q1 预收款

		18 预收账款 (亿元)	同比增长	19Q1 预收账款 (亿元)	同比增长	环比增长
一线	贵州茅台	136	-5.91%	114	-30.60%	-16.15%
	五粮液	67	44.36%	49	-7.50%	-27.63%
	泸州老窖	16	-18.03%	13	66.50%	-19.87%
	合计	219	4.07%	175	-22.00%	-19.94%
二线	水井坊	2	-5.20%	0	-32.10%	-74.70%
	洋河股份	45	6.39%	20	7.90%	-55.83%
	舍得酒业	2	28.51%	2	82.60%	-39.21%
	山西汾酒	17	81.23%	12	86.50%	-27.23%
	酒鬼酒	2	9.70%	1	19.00%	-22.29%
合计	67	19.05%	35	27.80%	-47.82%	
三线	古井贡酒	11	128.42%	11	5.00%	-2.93%
	口子窖	9	7.20%	5	34.40%	-46.76%
	今世缘	12	43.42%	3	117.80%	-75.03%
	迎驾贡酒	5	0.96%	3	10.60%	-40.52%
	金徽酒	1	-17.42%	2	0.20%	37.80%
合计	38	37.05%	24	16.30%	-38.69%	
四线	青青稞酒	0	192.15%	0	-29.60%	-23.19%
	金种子酒	1	-13.32%	1	-28.10%	20.80%
	*ST 皇台	0	-71.20%	0	-5.10%	-5.68%
	顺鑫农业	57	49.37%	52	54.00%	-8.62%
	老白干酒	4	-14.90%	6	-24.70%	32.53%
	伊力特	1	-57.73%	1	144.00%	1.59%
合计	63	35.07%	60	34.90%	-5.35%	

资料来源：wind，民生证券研究院

（二）行业分析：一线白酒 Q1 开门红，增长确定性持续提高

19Q1，一线白酒营收同比+24.1%，高于二三四线酒企营收增速；净利润同比+32.2%，仅低于四线白酒。其中茅台/五粮液/泸州老窖 Q1 营收增速分别为+22.2%/+26.56%/+23.72%；净利润增速分别为+31.91%/+30.26%/+43.08%。头部企业迎来开门红。预计 19 全年一线白酒企业增长确定性较 18 年底更高。我们在 2018 年报梳理中提出次高端以上市场向头部企业集中趋势明显的判断得到数据上的支持。

（三）投资建议：一线酒企 Q1 业绩亮眼，予以重点推荐

（1）贵州茅台：茅台酒/系列酒放量与经销商体系完善共同保证 19 年增速

19Q1 公司实现营业总收入/营业收入同比分别+22.21%/+23.92%。其中，茅台酒实现收入 194.98 亿元，同比+23.67%；系列酒实现收入 21.32 亿元，同比+26.29%。经销商数量方面，19Q1 经销商减少 533 家，其中 494 家为系列酒经销商，主要意图为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力；39 家为茅台酒经销商，预计茅台酒经销商清理工作已进入尾声。以 19Q1 茅台酒报表收入估算，预计 Q1 公司确认茅台酒销量 9500-9600

吨左右，预计同比+约 20%，预计高于 19Q1 实际发货量约 1500 吨上下，实际发货口径同比微增。公司此前宣布未来一段时间将不再增加总经销、专卖店、特约经销商，并通过自营店、线上渠道建设，加强与商超、知名电商合作等方式增加直销比例。公司近期已通过招标方式开启直供商超供货，同时预计也将加大直营店放量，因此我们判断公司直销渠道梳理工作大概率将于 Q2 内完成，Q2/Q3 直销渠道放量预计将是拉动茅台实际发货增长的最大推手。预计 19-21 年公司实现营业收入 896/1057/1247 亿元，同比+16%/+18%/+18%；实现归母净利润 415/496/588 亿元，同比+18%/+20%/+19%，对应 EPS 为 33.03/39.48/46.78 元，目前股价对应 PE 为 29/25/21 倍。维持“推荐”评级。

(2) 五粮液：八代普五挺价乐观，19 年产销两旺有望延续

19Q1 五粮液实现营业收入 175.9 亿元，同比+26.57%，收入增速为一线白酒三强中最快。收入的快速增速来自于春节期间五粮液主品牌动销的加速。得益于茅台供给的短缺，五粮液在 19Q1 实现了量价齐升的良好势头，渠道库存实现有效去化、渠道利差得到显著恢复，我们认为当前五粮液基本面已处于本轮白酒周期复苏以来的最佳状态。19Q1 五粮液延续了 18 年以来的趋势，高价位酒尤其是五粮液主品牌产品增速显著高于低价位酒。我们预计今年春节五粮液主品牌产品发货量同比+20%或以上，预计显著高于低价位产品。今年 6 月，第八代五粮液将全面上市，预计八代普五出厂价将大概率设在 889 元。考虑春节期间七代普五库存去化较理想，按目前分配比例（56%七代、9%纪念版、35%八代），经销商全年成本在 830 元附近，目前渠道一批价已升至 840-850 元一线，我们判断下半年批价有望向 860-880 元持续逼近。我们认为，下半年 1618 及低度五粮液有望成为拉动高端销量增长的核心驱动力，而八代普五计划量年内仅 5250 吨，因此其核心任务是持续挺价以修复经销商利润空间。伴随近期批价持续向好，渠道信心持续回暖，我们认为 19 年年底前后八代普五实现名义顺价的可能性在逐渐升高。预计 19-21 年公司实现营业收入 500/590/691 亿元，同比+25%/+18%/+17%；实现归母净利润 170/202/238 亿元，同比+27%/+19%/+18%，对应 EPS 为 4.38/5.20/6.13 元，目前股价对应 PE 为 23/20/17 倍。维持“推荐”评级。

(3) 泸州老窖：高端增长稳健，Q1 业绩表现亮眼

2019 年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，根据公司董事会审议通过的《2019 年生产经营大纲》，公司将力争实现营业收入同比增长 15%-25%，增长中枢落于 20% 一线。19Q1 公司实现营业收入同比+23.72%；归母净利润同比+43.08%。收入、利润迎来开门红，报表表现好于市场预期，尤其是利润端表现尤为亮眼。净利润表现亮眼的核心原因在于毛利率和费用率的双重提振，其中毛利率贡献居功至伟。19Q1 毛利率为 79.15%，同比提升 4.48ppt，环比小幅提升 0.16ppt，据此判断 19Q1 产品结构与 18Q4 较为接近，相较于去年上半年（毛利率 75% 左右）改善明显。收入端增长维持在 20% 以上，一方面与我们判断 18Q4 公司有部分延迟确认至 19 年的可能，另一方面也与 19Q1 茅台供给短缺、价格快速上涨导致部分需求下移有较大关系。预计 2019-2021 年的营业收入为 157.3 亿元/183.3 亿元/210.8 亿元，同比分别增长 20%/17%/15%。实现归属上市公司净利润为 43.6

亿元/52.3 亿元/61.70 亿元，同比分别增长 25%/20%/18%，折合 EPS 分别为 2.98 元/3.57 元/4.21 元，对应 PE 分别为 24/20/17 倍。给予“推荐”评级。

(4) 洋河股份：产品升级与省外战略推进效果显著

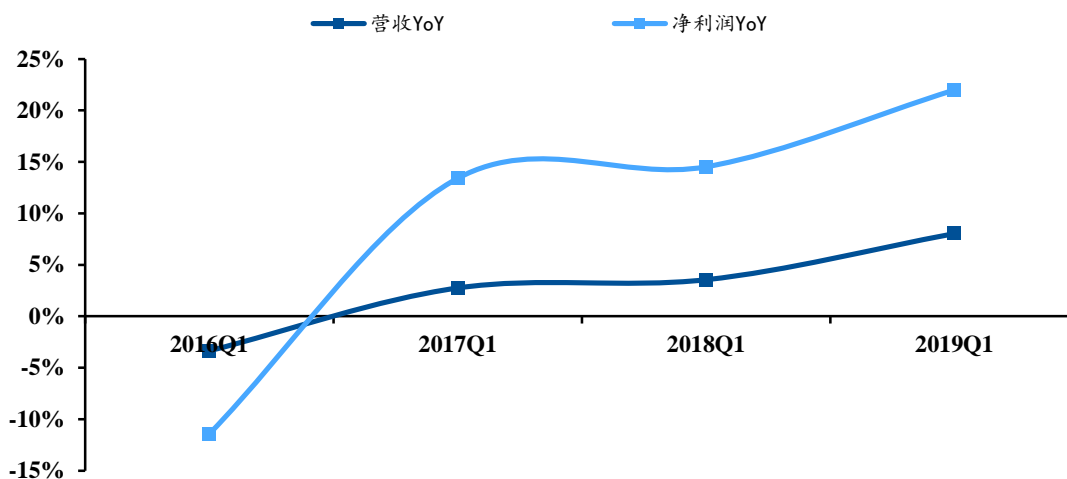
19Q1 公司营收/归母净利润分别为 108.9 亿元/40.21 亿元，同比+14.18%/+15.7%，基本符合市场预期；毛利率 72.29%，同比-2.5 个百分点。期间费用率 11.27%，同比-0.2 个百分点，其中销售费用率 6.4%，同比+0.09 个百分点；管理费用率 5.03%，同比+0.08 个百分点；财务费用率-0.16%，同比-0.37 个百分点。预收账款 19.74 亿元，同比+5.05 亿元。总体上看，19Q1 开局稳健，营收增速+14.18%，略超全年增速目标（+12%）；期间费用率小幅下降，其中销售费用率略有增加，财务费用率下降明显；预收账款同比+5.05 亿元，结合公司历年 Q1 放量的销售习惯，未来三个季度营收占比相对不高，预收账款增加提高了营收确定性。19 年公司计划全面实施“1246 工程”，顺应品牌成长周期规律，结合消费升级、行业分化等发展机遇，坚持提升产品力，并着力构建产品生态圈，从而打造更高质量的发展。预计 19-21 年公司实现营业收入 279.8/320.37/365.22 亿元，同比+16%/+15%/+14%；预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 94.64/109.5/126.7 亿元，同比+17%/+16%/+16%，按照最新股本对应 EPS 为 6.28/7.27/8.41 元，目前股价对应 PE 为 19/16/14 倍。预计未来公司将保持平稳增长。维持“推荐”评级。

三、啤酒：量稳价升开启新篇章，盈利拐点已现

(一) 19Q1 回顾：营收及利润增速同比、环比均大幅提升

19Q1 啤酒板块实现收入 133 亿元，同比+8.03%，增速较 18Q1+3.55%，17Q1+2.75% 有较大幅度提升，环比 18 全年收入+1.09% 有大幅提升；实现归母净利润 9.80 亿元，同比+21.99%，增速较 18Q1+14.52%，17Q1+13.41% 也有大幅提升，环比 18 全年利润-3.9% 实现正增长且涨幅较大。总体来说 19Q1 啤酒板块营收及利润增速同比、环比均大幅提升。

图 8：啤酒板块 19Q1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 3：啤酒板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q1 营收	yoy	19Q1 净利润	yoy
青岛啤酒	635.89	79.51	11.38%	8.08	21.04%
燕京啤酒	208.01	34.48	5.13%	0.59	8.66%
重庆啤酒	179.07	8.33	2.53%	0.86	13.39%
珠江啤酒	152.50	7.51	4.65%	0.30	65.78%
惠泉啤酒	20.40	1.25	6.53%	-0.06	40.66%
ST 西发	17.46	0.71	-21.86%	-0.22	-752.18%
兰州黄河	15.20	1.18	-22.02%	0.25	555.43%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）行业分析：多因子共振，板块盈利拐点已现

量稳价升叠加费用投放稳健迎合增值税率下调带来利润弹性，我们认为啤酒板块盈利拐点已显现，我们重点推荐青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。

- **销量趋稳：**2018 年全国啤酒产量达到 3812 万千升，同比+0.5%，实现了 14 年以来首次正增长；同时从 19Q1 数据来看，青啤/重啤/珠江啤酒等主要啤酒厂商均实现了销量正增长，分别同比+6.6/5.0/3.3/4.0 个百分点。表明行业已经跨过缩量期，销量逐渐趋稳；同时，受厄尔尼诺现象影响，我们认为今年全国夏季气温将比去年同期高，也有助于 19Q2-Q3 啤酒行业销量的持续回暖。
- **ASP 提升：**结构升级演化进程持续推动 ASP 的提升。成本端压力仍然客观存在，大麦及包材成本仍处于上行通道，因此结构升级持续推进以对冲成本压力是必然之路，因此在过剩产能去化的背景下，ASP 提升路径仍然畅通；
- **费用投放稳健：**在巨头各自拥有牢固基地市场的背景下，各大巨头想通过激进措施撬动对方强势市场成本高且难度大，同时历经前几年的亏损，各大巨头均淡化对于收入的考核、加强对于盈利的诉求，因此我们预计费用整体下滑趋势将大概率维持；
- **增值税率下调带来利润弹性：**增值税率下调对盈利薄弱的啤酒行业弹性巨大。尽管净利润端的提振可能不会向市场最乐观的预期兑现，但对于净利率较低的啤酒行业仍然具备较大的助力弹性，我们预计增值税率的下调对各公司有约 1 个百分点净利率的提升贡献，预计能够给上市公司带来 8-50% 不等的盈利端提振。

（三）投资建议：重点推荐青啤、重啤、珠啤

（1）青岛啤酒：产品、渠道、费用三方位突围，改革措施积极

1. 产品方面：公司致力主品牌“青岛”高端化，弥补超高端空白，且去年起在全国范围对部分产品提价，以提升吨价和毛利率。对于副牌，公司梳理各个品牌的定位和差异化特性，合理分配资源，规划协同发展。从最新财报来看，公司产品高端化策略成果显著：19Q1 公司啤酒吨价同比+5%上下，延续上升趋势；19Q1 青岛品牌占比同比提升了 0.95

个百分点，其中高端产品占比同比提升 0.96 个百分点；**2.渠道方面：**青啤提出深化市场销售网络，提高对终端客户的掌控能力，并不断提升区域市场分销能力，努力弱化大客户对于渠道深度分销的影响，除稳固山东、陕西市场外，拓展部分格局尚未明确的区域。**3.费用方面：**青啤销售费用率略高于同行业，促销费用占比远高于竞争对手，2017 年青啤明确提出优化费用投入，严格管控费用使用、核销及兑付流程，强化市场核查力度，提升了促销费用有效性管理和营销效率，17/18 年促销费用占比分别减少 1.8/0.83 个百分点，降费效果显著，但和同行业其他企业相比仍有下降空间。预计 19-21 年公司实现营业收入为 273.95 亿元/285.40 亿元/298.87 亿元，同比+3.1%/4.2%/4.7%；实现归属上市公司净利润为 17.40 亿元/21.08 亿元/25.08 亿元，同比+22.3%/21.2%/19.0%，折合 EPS 为 1.29 元/1.56 元/1.86 元，对应 PE 为 40/33/27 倍。维持“推荐”评级。

(2) 重庆啤酒：盈利能力引领行业，与嘉士伯强强联合公司未来可期

归功于公司深耕优势市场推进产品结构升级叠加产能优化步伐行业领先，重庆啤酒成为 A 股啤酒板块盈利能力最强的标的，18 年重庆啤酒净利率 12.15%，在全行业遥遥领先。在啤酒行业中高端化进程愈演愈烈的情况下，重庆啤酒有望发展成为中国高端啤酒市场的领军者之一。2013 年，重庆啤酒成为嘉士伯集团成员，根据当时嘉士伯的避免潜在同业竞争承诺，嘉士伯要在 2020 年 12 月之前将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒。嘉士伯在云南、新疆、西藏、宁夏、青海等地发展良好，盈利能力强于重庆啤酒，因此未来随着嘉士伯与公司实现强强联合，公司盈利能力及市场份额有望进一步提高。在不考虑嘉士伯资产注入预期的前提下，预计 19-21 年公司实现营业收入为 37.23 亿元/40.35 亿元/43.41 亿元，同比+7.4%/8.4%/7.6%；实现归属上市公司净利润为 4.92 亿元/5.81 亿元/6.67 亿元，同比+21.9%/18.0%/14.8%，折合 EPS 为 1.02 元/1.20 元/1.38 元，对应 PE 为 36/31/27 倍。维持“推荐”评级。

(3) 珠江啤酒：产品结构改善明显，区域优势地位强化

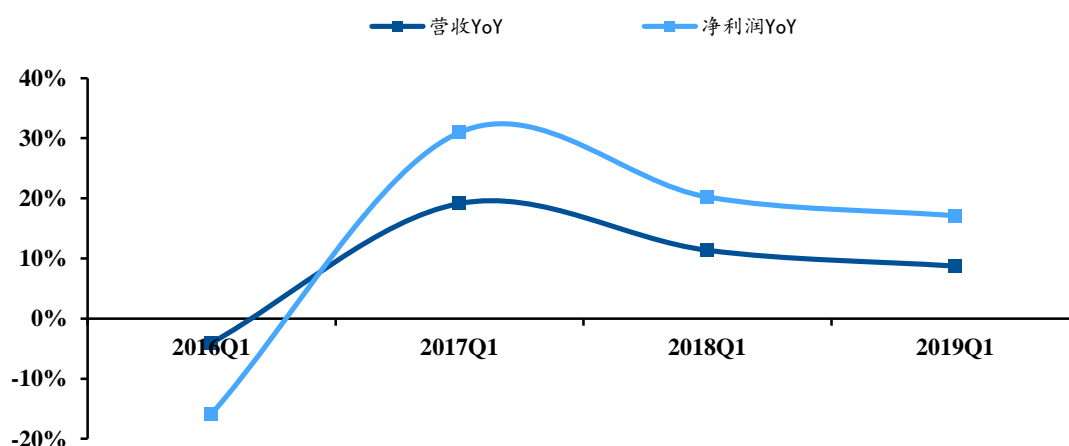
19Q1 公司实现收入/归母净利润分别为 7.5/0.3 亿元，同比+4.7%/+66%；实现扣非净利润-0.08 亿元，淡季基本实现盈亏平衡。收入增速方面，基本符合我们此前 5% 的中性预期；而受 18Q1 业绩低基数、19Q1 毛利率上升等因素影响，19Q1 净利润增速表现亮眼，高于我们前期预测(+50%)、接近业绩预告范围(+20-70%) 的上限。19Q1 公司销售毛利率 37.02%，同比+3.8 个百分点，环比+2.6 个百分点，毛利率改善明显，判断公司毛利率改善核心原因是 18 年以来产品高端化战略持续推进、推动 ASP 持续提升。预计 19 年高毛利纯生啤酒销售占比将进一步提高，低毛利零度啤酒占比下降，全年整体毛利率水平将高于去年。公司 19 年将继续攻坚广西、湖南、湖北等省外薄弱市场，具体措施包括给与省外市场管理层更多自主权，以产品升级带动省外销量提升，砍掉低毛利及净利润贡献较低的产品线。预计 19 年省外市场增速仍将显著高于省内市场，同时我们判断省外市场对整体经营业绩拖累将有所降低，利好全年业绩表现。预计 19-21 年公司实现营业收入 43/46/49 亿元，同比+7%/+7%/+8%；归母净利润为 4.0/4.4/4.8 亿元，同比+9%/+10%/+9%，对应 EPS 为 0.18/0.20/0.22 元，目前股价对应 PE 为 36/33/30 倍。维持“推荐”评级。

四、调味品：短期建议关注个股机会

(一) 19Q1 回顾：营收及利润增速略有下滑

19Q1 调味品板块实现收入 162.21 亿元，同比+8.73%，增速较 18Q1+11.37%，17Q1+19.14%有所下滑，环比 18 全年收入+10.69%略有回落；实现归母净利润 27.50 亿元，同比+17.10%，增速较 18Q1+20.23%，17Q1+30.96%也有较大幅度回落，环比 18 全年净利润+12.11%出现小幅提升。总体而言，19Q1 调味品板块营收及利润增速同比 18Q1 略有下滑但仍保持较高增速。

图 9：调味品板块 19Q1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：调味品板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q1 营收	yoy	19Q1 净利润	yoy
海天味业	2,410.89	54.90	16.95%	14.77	22.81%
中炬高新	287.19	12.31	6.72%	1.89	11.53%
华宝股份	206.87	4.44	-10.26%	2.93	5.87%
梅花生物	160.38	33.38	4.11%	3.42	37.84%
天味食品	152.08	3.06	25.14%	0.73	37.01%
恒顺醋业	102.88	4.60	15.15%	0.72	21.66%
百润股份	88.89	2.84	14.62%	0.43	65.65%
千禾味业	75.57	2.91	18.46%	0.51	-54.05%
湖南盐业	75.53	5.42	8.52%	0.42	-7.34%
西王食品	69.16	13.83	1.52%	0.92	9.47%
加加食品	44.24	5.53	3.75%	0.56	2.42%
星湖科技	39.91	2.98	28.89%	0.37	367.05%
晨光生物	34.57	7.14	11.81%	0.48	2.04%
佳隆股份	32.09	0.80	-7.46%	0.08	-26.15%
爱普股份	27.30	6.16	-1.77%	0.29	11.34%
安记食品	21.59	1.21	70.67%	0.13	22.09%
*ST 莲花	21.45	3.77	-12.11%	-0.41	-36.71%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资建议：具备长期增长动能，但目前估值偏高，短期建议关注个股机会

消费升级推动产品结构升级从而带动调味品单价提升，餐饮行业的持续发展带动调味品销量的提升，量价齐升，预计未来5年行业整体增速维持在10%以上，调味品行业具备长期增长动能，但目前调味品整体估值达到53倍，横向看显著高于其他细分板块，纵向看位于历史中枢以上，估值明显偏高。因此短期建议关注个股机会，我们重点推荐机制松绑激发活力的中炬高新及营销端大刀阔斧进行改革的恒顺醋业。

（1）中炬高新：机制松绑激发活力

19Q1公司调味品业务实现营收11.67亿元，同比+15.31%，实现归母净利润1.86亿元，同比+33.93%，表现亮眼。2019年3月21日晚间，中炬高新发布关于变更实际控制人的公告，公司实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会变更为姚振华，此举意味着中炬高新正式实现国企体制的松绑。体制的松绑有助于公司经营效率尤其是管理费用效率的进一步提升，从而改善整体盈利能力，同时我们期待管理层激励机制落地，将有望未来给公司带来更高的业绩弹性，有望助力公司“2019-2023年实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标”的实现。预计19-21年公司实现营业收入为46.18亿元/53.93亿元/62.32亿元，同比+10.8%/16.8%/15.6%；实现归属上市公司净利润为7.23亿元/8.84亿元/10.77亿元，同比+19.1%/22.2%/21.8%，折合EPS为0.91元/1.11元/1.35元，对应PE为40X/32X/27X。维持“推荐”评级。

（3）恒顺醋业：营销端改革带动终端动销显著好转，完成19年经营目标难度不大

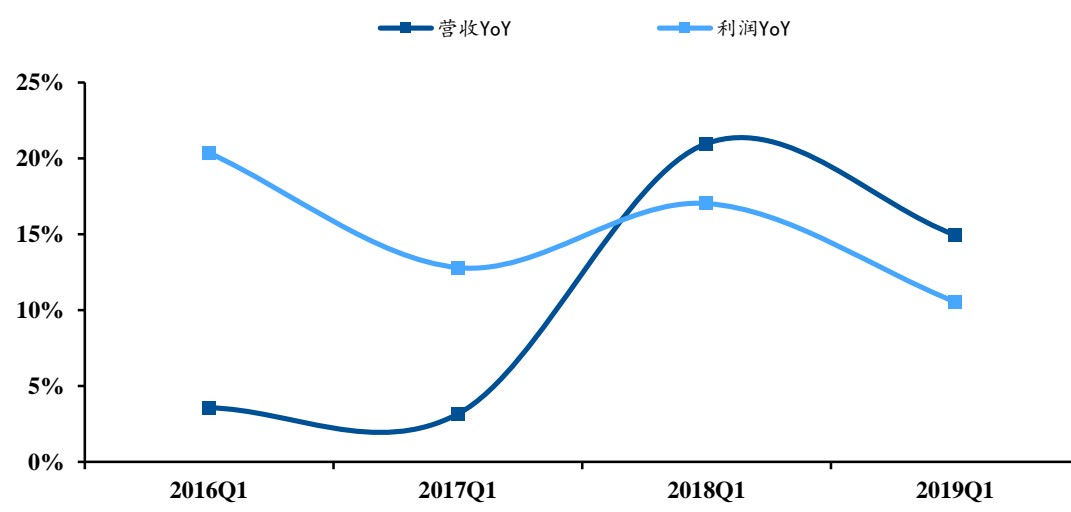
受公司在提价前主动对渠道库存进行控制所累，公司18年业绩小幅低于预期。另一方面，正是由于公司对渠道库存的控制，19Q1部分产品提价后，在三个月过渡期内渠道主动加库存的能力和动力均处于高位，助力公司实现19Q1营收同比+15.15%、扣非净利润同比+25.46%的开门红。同时从去年开始，公司市场费用支持重心由“空中转地面”，加强恒顺品牌影响力落地并真正促进销售。过去基础工作的失位使得恒顺市场推广短板处处显现，去年公司推进营销端改革之后地推、铺市力度明显加强，带动终端动销显著好转。预计19年公司完成调味品营收同比+12%、扣非后归属上市公司股东净利润同比+15%的目标难度不大。预计19-21年公司实现营业收入为19.21亿元/21.59亿元/24.29亿元，同比+13.4%/12.4%/12.5%；实现归属上市公司净利润为3.53亿元/4.07亿元/4.61亿元，同比+16.1%/15.1%/13.4%，折合EPS为0.45元/0.52元/0.59元，对应PE为29X/25X/22X。维持“推荐”评级。

五、乳制品：两大乳企竞争小幅降温，成本压力仍存，板块利润增速仍将维持低位

（一）19Q1 回顾：营收增速恢复，利润增速仍在低位

19Q1 板块收入 352 亿/同比+15%，高于 16Q1+3.57%、17Q1+3.16% 增速，环比 18 全年收入+12.1% 小幅提升；净利润 27 亿/同比+10.5%，较 17Q1+12.80%、18Q1+17.02% 增速小幅下滑，环比 18 全年净利润+8% 小幅提升。显示行业成本压力和营销费用压力仍然较大，制约净利润增速。

图 10：乳制品板块 19Q1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

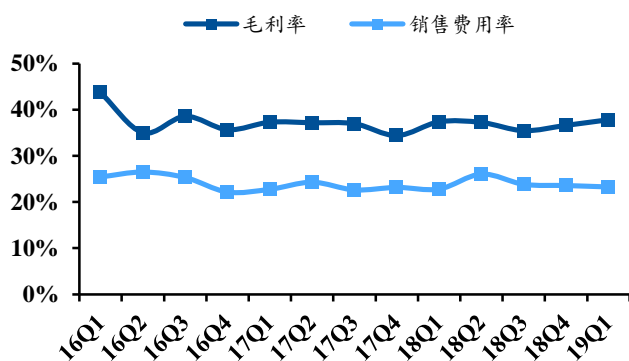
表 5：乳制品板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19Q1 营收 (亿元)	YoY	19Q1 净利 (亿元)	YoY
伊利股份	1,890	231.3	17.10%	22.8	8.36%
光明乳业	129	54.5	6.92%	1.4	5.68%
三元股份	85	19.4	10.89%	0.5	48.60%
贝因美	64	6.3	16.37%	0.1	12.67%
皇氏集团	37	4.7	4.04%	0.1	10.87%
麦趣尔	20	1.4	-1.35%	0.0	-62.06%
燕塘乳业	27	2.8	8.82%	0.1	15.09%
天润乳业	30	3.5	15.97%	0.3	10.19%
科迪乳业	37	2.9	6.22%	0.3	28.13%
庄园牧场	24	1.9	17.32%	0.2	4.24%

资料来源：wind，民生证券研究院

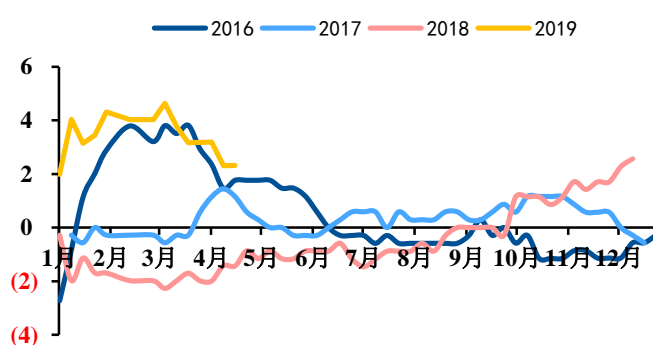
19Q1 乳企板块毛利率环比有所提高，销售费用环比、同比均小幅下降，显示乳企竞争小幅降温。从 19Q1 电视广告投放数据看，蒙牛电视广告投放时长同比大幅下降，伊利仅小幅提高，显示乳企两强对利润要求更高。此外，19Q1 生鲜乳采购价格同比仍小幅提高，显示未来乳企成本压力仍大。

图 11: 乳制品板块单季度毛利率、销售费用率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 12: 国内生鲜乳收购价同比 YoY



资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 投资建议: 伊利股份成长确定性较高

(1) 伊利股份: 18业绩略超预期, 19年行业竞争有望小幅降温

2019Q1 公司营收 231.3 亿元, 同比+17.89%, 收入略超市场+13%-15%的一致预期。其中液体乳收入 189.58 亿元、奶粉及奶制品收入 25.52 亿元、冷饮产品收入 15 亿元; 实现归母净利润 22.76 亿元, 同比+8.36%; 整体毛利率 39.95%, 同比+1.15 个百分点, 反映 19Q1 成本端压力不大, 符合前期我们的乐观判断, 同时我们判断整个上半年成本端压力亦无需过分担忧。19Q1 营销投入加大导致销售费用率和整体期间费用率同比略有上升; 受利息收入上升影响, 财务费用率略有改善。总体看, Q1 收入端实现开门红, 预计今年营收目标(+13%)完成概率较高; 利润方面, 19 年公司实现盈利高个位数增长的概率仍然较大。19 年 3 月, 公司通过香港子公司收购收购新西兰乳业公司 Westland Co-Operative Dairy Company Limited 的 100% 股权, 该收购完成后, 公司将拥有新西兰优质奶源供应, 一方面将有助于推出更高定位的优质产品, 另一方面能够完善公司现有上游布局, 多样化奶源供应并抚平奶价波动对公司生产成本的不利影响。结合近年来公司多宗跨境并购事件, 预计未来公司仍将通过并购等方式完善上游奶源布局与下游市场开发, 外延式发展可期。19 年 4 月, 公司发布股份回购方案, 计划动用不超过 106 亿元回购 1.51~3.03 亿股用于实施股权激励, 股权激励方案提出将有效绑定公司股东和核心管理团队的利益。预计 19-21 年公司实现营业收入 898.95/1006.83/1122.61 亿元, 同比+13%/+12%/+12%; 预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 69.83/78.43/88.3 亿元, 同比+8%/+12%/+13%按照最新股本对应 EPS 为 1.15/1.29/1.45 元, 目前股价对应 PE 为 27/24/21 倍。维持“推荐”评级。

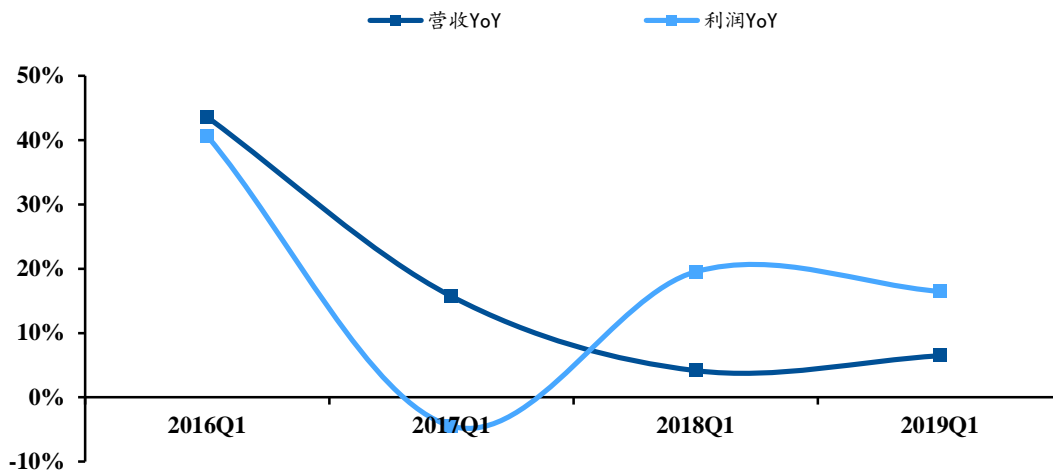
六、肉制品: 盈利增速恢复, 关注卤制品企业核心标的

(一) 19Q1 回顾: 营收增速恢复, 利润增速仍在低位

19Q1 板块收入 271 亿/同比+6.5%, 较 18Q1+4.16% 增速上涨, 但不及 17Q1+15.70%, 环比 18 全年收入+4.2% 出现小幅上升; 净利润 19 亿/同比+16.5%, 较 17Q1-4.48% 增速上涨, 但不及 18Q1+19.53%, 环比 18 全年+12.6% 出现小幅提升。双汇发展营收规模仍然大

幅领先板块内其他公司。19Q1 板块营收增速仍然维持较低水平，但受毛利率恢复、费用控制良好等因素影响，净利润增速恢复，超过 15% 水平。

图 13: 肉制品板块 19Q1 收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 6: 肉制品板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19Q1 营收 (亿元)	YoY	19Q1 净利 (亿元)	YoY
双汇发展	918	119.7	-1%	12.8	20%
绝味食品	190	11.5	20%	1.8	20%
华统股份	53	13.4	6%	0.5	1%
龙大肉食	86	27.3	49%	0.8	2%
金字火腿	63	0.9	-32%	0.3	69%
煌上煌	73	5.0	20%	0.6	27%
安井食品	98	11.0	15%	0.6	20%
上海梅林	100	65.1	4%	1.8	10%
百洋股份	28	5.5	9%	0.1	-46%
得利斯	40	6.5	15%	0.1	51%
海欣食品	24	3.1	19%	0.1	6%

资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 投资建议

(1) 绝味食品: 业绩增速稳健, 门店优化产能扩张保证成长性

公司 18 年营收/净利润增速稳健, 毛利率略有下滑, 费用率控制出色。18 年公司拥有门店 9915 家, 同比+9.5%, 店均销售额 42 万元, 同比+3.6%; 公司鲜货类产品共销售 11.2 万吨, 实现营收 42 亿元, 均价 3.7 万元/吨, 同比+8.5%。预计 19 年公司将继续以门店扩张为核心增长动力, 门店数量/店均销售额增速将分别保持 6%/4% 左右水平; 同时鲜货类产品销售均价仍有小幅提高空间。从产品构成看, 18 年销售禽类制品 34 亿元, 同比+11%; 销售畜类制品 0.3 亿元, 同比-24%; 销售蔬菜类制品 4.4 亿元, 同比+16%。从销售地区看,

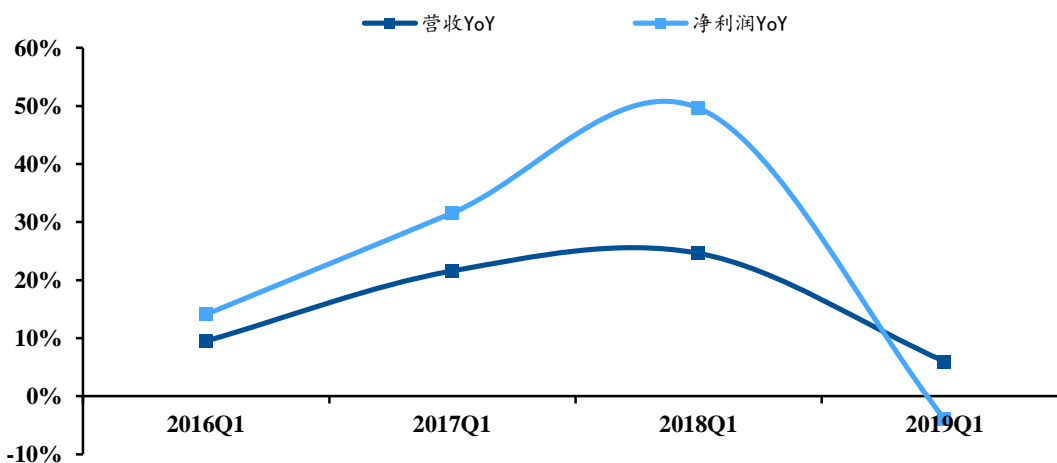
华中/华东地区仍为最大收入来源地，分别实现收入 11.4/11.2 亿元，同比+12%/+12%；西北/华南地区增长较快，分别实现营收 0.7/7.4 亿元，同比+79%/+17%，预计 19 年西北、华南、海外市场仍将保持较快增速。18 年公司在黑龙江/贵州/江西/四川分别按计划推进 0.8/0.5/1.4/1.7 万吨酱卤食品加工项目，达产后将增加 4.4 万吨产能；18 年 3 月，公司可转债顺利发行，继续加码食品加工项目，预计天津/江苏/武汉/海南将分别增加产能 3.73/3/0.6/0.6 万吨，达产后共增加 7.93 万吨产能。此外，公司持续推进线上 O2O 业务，18 年底已累计注册会员达到 4000 多万，较 17 年底 2000 多万水平增长近 100%。预计 19-21 年公司实现营业收入 49/55/61 亿元，同比+13%/+12%/+10%；实现归母净利润 7.5/8.7/9.8 亿元，同比+18%/+15%/+13%，对应 EPS 为 1.82/2.12/2.39 元，目前股价对应 PE 为 26/22/19 倍。公司未来成长确定性较高，维持“推荐”评级。

七、其他食品：精选基本面企稳、估值安全边际较高个股

（一）19Q1 板块行情回顾：营收及利润增速显著下滑

19Q1 其他食品板块实现收入 201.99 亿元，同比+5.97%，增速较 17Q1+21.59%、18Q1+24.61% 大幅下滑；实现归母净利润 20.40 亿元，同比-4.02%，增速较 17Q1+31.85%、18Q1+46.93% 同样大幅下滑；总体而言，19Q1 年其他食品板块营收及利润增速同比 18Q1 年均显著下滑。

图 14：其他食品板块 19Q1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7：其他食品板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q1 营收	yoy	19Q1 净利润	yoy
安迪苏	331.21	27.33	-9.32%	2.96	-15.87%
汤臣倍健	318.59	15.71	47.17%	4.97	33.69%
桃李面包	247.08	11.42	15.52%	1.21	12.11%
安琪酵母	229.92	18.20	11.61%	2.37	-14.56%
涪陵榨菜	226.47	5.27	3.81%	1.55	35.15%

洽洽食品	114.13	10.40	1.26%	1.14	35.75%
金达威	89.70	6.72	-11.03%	1.31	-61.21%
三全食品	63.36	19.09	5.04%	0.40	42.22%
元祖股份	58.32	3.41	23.69%	-0.07	75.18%
好想你	50.43	19.22	7.33%	1.33	10.42%
双塔食品	48.49	3.61	-49.89%	0.37	-36.86%
克明面业	47.80	7.85	17.52%	0.61	-17.31%
来伊份	45.97	11.94	-0.07%	0.65	53.19%
广弘控股	44.84	4.73	39.92%	0.29	14.06%
广东甘化	44.24	0.99	29.01%	0.25	1553.57%
黑芝麻	41.13	9.51	71.87%	0.08	-40.06%
盐津铺子	39.56	3.43	43.91%	0.28	5.55%
青海春天	39.10	0.72	-27.77%	0.08	-81.90%
京粮控股	38.40	17.08	-8.52%	0.26	-15.24%
中宠股份	32.45	3.81	37.45%	0.07	-45.75%
桂发祥	27.36	1.56	0.69%	0.28	-4.89%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资建议：精选基本面企稳、估值安全边际较高个股

（1）洽洽食品：基本面边际改善且估值安全边际较高

受累于（1）今年春节早于去年导致春节囤货之后的销售淡季影响大于去年；（2）18年Q1蓝袋及小黄袋新品放量致使18Q1营收基数较大；（3）华葵贸易业务及调味品业务剥离等因素，19Q1洽洽食品营收同比仅+1.26%，增速大幅放缓。另一方面，公司经过前两年业绩下滑之后理清思路，不断梳理拖累业绩的品类并剥离盈利性较差资产，于2018年8月、10月分别出售三家子公司，明确聚焦瓜子+坚果双主业。公司内部结构亦逐步推进，公司将组织改革为产品与销售事业部，使得各事业部权责明确，加强激励考核并充分调动各部门的主观能动性。同时公司推出员工持股计划，将公司利益与高层深度绑定，进一步提升高管及核心业务人员的积极性。管理结构改革叠加激励措施到位有望进一步释放活力。从估值角度看，当前公司估值纵向处于历史估值中枢下方，横向低于其他食品板块平均估值，因此估值安全边际较高。综上，在洽洽食品基本面边际改善同时估值安全边际较高的背景下，一季报预期低位正是绝佳买点。

（2）安井食品：经营业绩整体稳健，19年成本上行压力可控

19Q1公司营收/归母净利润同比+14.61%/19.60%。总体看，受非洲猪瘟病毒阳性事件影响，公司Q1肉制品发货降低，营收和利润增速略有下降，预计Q2肉制品发货将有所恢复，整体业绩增速存改善空间。19Q1，公司肉制品营收2.9亿元，同比-4.29%。公司肉制品收入出现下滑主要受年初“撒尿牛丸”检出疑似非洲猪瘟病毒核酸呈阳性事件影响。事件发生后公司对生产线进行彻底消毒，影响春节期间发货。预计Q2肉制品发货恢复，该分部收入将重新恢复增长。下半年猪肉、鸡肉等原材料价格将大概率上涨，预计通过改良产品配方等方式，猪肉投料量将同比下降，成本压力整体可控。19Q1公司米面业务实现营收3.02亿元，同比+34.43%，高于18全年18.64%增速，米面业务的高增长有望弥补

肉制品业务的经营压力；鱼糜制品营收 4.11 亿元，同比+16.11%，与整体增速一致；菜肴制品营收 0.91 亿元，同比+22.41%，高于整体增速。19Q1 经销商渠道实现营收 8.39 亿元，同比+10.87%，期末营销商 620 家，较期初增加 2 家，经销商渠道仍然是公司销货主要渠道，经营稳定。19Q1 特通/电商渠道分别实现营收 0.26/0.05 亿元，同比+40.02%/+65043%。特通和电商渠道营收占比仍然较低，但发展较为迅速，未来有望成为经销商渠道的重要补充。预计 19-21 年公司实现营业收入 51.53/61.33/74.82 亿元，同比+21%/+19%/+22%；实现归母净利润 3.34/4.15/5.06 亿元，同比+24%/+24%/+22%，对应 EPS 为 1.55/1.92/2.34 元，目前股价对应 PE 为 29/24/19 倍。维持“推荐”评级。

(3) 桃李面包：经营质量提升明显，新市场快速扩张

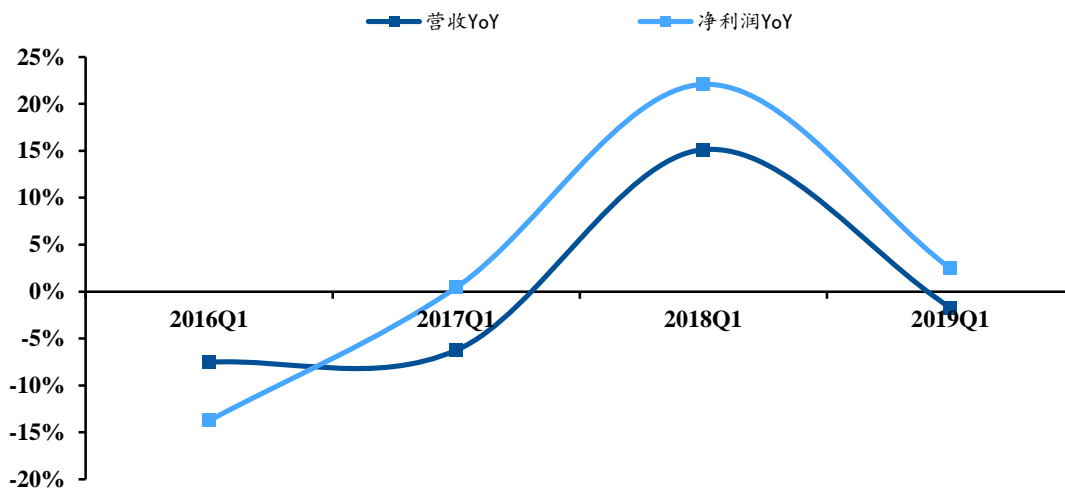
2019Q1 公司营收/归母净利润同比分别+15.52%/+12.11%；毛利率 39.28%。总体看，2019Q1 营收与利润增速均低于我们前期预测；整体毛利率同比略有上升，显示产品竞争力仍然较强。受新市场前期开发投入加大影响，公司销售费用率上升明显，拖累业绩表现。预计未来新市场放量将有效摊薄前期费用投入，后三个季度营收、利润增速将有所恢复，全年业绩表现仍然可期。2019Q1，华北/东北/华东市场分别实现营收 2.59/5.31/2.35 亿元，营收占比分别为 23%/46%/21%，同比分别提高 3/5/3 个百分点，上述市场营收合计占比同比提高，核心市场地位强化。Q1 华南市场实现营收 0.81 亿元，占比 7%，同比+2 个百分点，增速仍然强劲。预计未来随着新市场逐步成熟，新建工厂产能释放，全年增速仍将保持较高水平，并将有效摊薄前期费用投入。2019Q1，公司拥有经销商 627 家，相比 18 年年末增加 77 家，区域扩张态势持续。具体看，Q1 华东地区增加 46 家经销商，增加数量为最多；华南地区从 18 年年末的 2 家增加至 14 家经销商，仅有华北地区经销商数量有所减少，显示华东和华南市场为公司除根据地东北市场外渠道建设的核心发力方向。此外，公司通过强化营销渠道、提高配送服务质量以增加单点销售、增加销售终端等措施持续发力渠道端建设。预计 19-21 年公司实现营业收入 57.26/68.14/82.45 亿元，同比+19%/+19%/+21%；实现归属上市公司净利润 7.64/9.38/11.57 亿元，同比+19%/+23%/+23%，对应 EPS 为 1.16/1.42/1.76 元，目前股价对应 PE 为 32/26/21 倍。维持“推荐”评级。

八、其他饮料：精选业绩确定性较强个股

(一) 19Q1 板块行情回顾：营收及利润增速均显著下滑

19Q1 其他饮料板块实现收入 77.28 亿元，同比-1.72%，增速较 18Q1+15.13%大幅下滑，但好于 17Q1-6.25%；实现归母净利润 12.67 亿元，同比+2.45%，增速较 18Q1+22.09%大幅下滑，但好于 17Q1+0.44%。总体而言，19Q1 其他饮料板块营收及利润增速均显著下滑，主要受春节因素影响。

图 15: 其他饮料板块 19Q1 收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 8: 其他饮料板块公司收入、利润 (单位: 亿元)

	市值	19Q1 营收	yoy	19Q1 净利润	yoy
养元饮品	400.36	24.95	-12.53%	8.50	-8.56%
香飘飘	134.19	8.37	28.26%	0.52	83.61%
深粮控股	84.38	25.71	5.88%	1.21	-3.05%
承德露露	82.98	9.31	3.94%	2.22	1.60%
维维股份	55.34	15.33	0.29%	0.92	87.12%
ST 椰岛	40.11	1.99	24.98%	-0.19	77.95%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 投资建议: 精选业绩确定性较强个股

(1) 香飘飘: 果汁茶业务持续放量, 公司成长性可期

受益于公司推进杯装奶茶产品高端化进程叠加外延开拓果汁茶业务, 香飘飘 18 年实现营收同比+23.1%、净利润同比+17.5%的佳绩, 超额完成股权激励考核目标。同时, 主要归功于果汁茶新品的快速放量, 19Q1 公司实现收入利润双丰收, 收入同比+28.26%, 归母净利润同比+83.61%, 显著超出股权激励考核目标。随着经济结构调整和消费升级的推进, 作为杯装奶茶行业的领军者, 香飘飘深刻洞察消费市场新动态, 迅速顺应时代实施转型升级: 一方面, 在冲泡产品上不断研发新口味, 同时在包装上推陈出新, 拓宽消费场景; 另一方面, 加码即饮业务, 平滑季节性销售痛点的同时, 成功开拓了以 Meco 果汁茶为代表的非奶茶类饮品市场机会, 并迅速成长为全新爆款产品。目前公司已经形成“冲泡+即饮”的双引擎格局, 产品结构更加合理。气温相对较高的第 2、3 季度是果汁茶的销售旺季, 因此随着天气逐渐转暖, 我们持续看好果汁茶的快速放量从而带动公司收入利润双丰收。预计 19-21 年公司实现营业收入为 39.61 亿元/47.60 亿元/56.78 亿元, 同比+21.8%/20.2%/19.3%; 实现归属上市公司净利润为 3.62 亿元/4.75 亿元/5.76 亿元, 同比+14.9%/31.3%/21.3%, 折合 EPS 为 0.86 元/1.13 元/1.37 元, 对应 PE 为 37X/28X/23X。维

持“推荐”评级。

九、风险提示

宏观经济疲软/业绩不达预期/政治风险/市场系统性风险等。

插图目录

图 1: 19Q1 食品饮料收入增速 12.97%.....	4
图 2: 19Q1 食品饮料归母净利润增速 21.39%.....	4
图 3: 19Q1 大部分板块收入增速下降.....	5
图 4: 19Q1 各板块收入增速.....	5
图 5: 19Q1 大部分板块归母净利润增速下滑.....	5
图 6: 19Q1 各板块归母净利润增速.....	5
图 7: 白酒板块 19Q1 收入、利润增速.....	6
图 8: 啤酒板块 19Q1 收入、利润增速.....	9
图 9: 调味品板块 19Q1 收入、利润增速.....	12
图 10: 乳制品板块 19Q1 收入、利润增速.....	14
图 11: 乳制品板块单季度毛利率、销售费用率.....	15
图 12: 国内生鲜乳收购价同比 YoY.....	15
图 13: 肉制品板块 19Q1 收入、利润增速.....	16
图 14: 其他食品板块 19Q1 收入、利润增速.....	17
图 15: 其他饮料板块 19Q1 收入、利润增速.....	20

表格目录

表 1: 白酒板块公司收入、利润.....	6
表 2: 白酒板块 2018&19Q1 预收款.....	7
表 3: 啤酒板块公司收入、利润 (单位: 亿元).....	10
表 4: 调味品板块公司收入、利润 (单位: 亿元).....	12
表 5: 乳制品板块公司收入、利润.....	14
表 6: 肉制品板块公司收入、利润.....	16
表 7: 其他食品板块公司收入、利润 (单位: 亿元).....	17
表 8: 其他饮料板块公司收入、利润 (单位: 亿元).....	20

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。