

# 白酒增速仍处高位，啤酒基本面持续修复

## ——食品饮料行业 2018 年报梳理

深度研究报告/食品饮料行业

2019 年 05 月 07 日

### 报告摘要：

#### ● 白酒：增速略有回落，次高端以上市场向头部企业集中趋势明显

2018 年白酒板块收入 2122 亿/同比+25.53%，较 2017 年+28.06%增速有所回落，但与 2015 年+6.06%，2016 年+13.80%相比仍处于高位。2018 年白酒板块年净利润 699 亿/同比+33.57%，较 2017 年+43.45%有所下降，但和收入相同，与 2015 年+10.65%，2016 年+10.67%也提升显著。其中一线白酒收入同比+28.2%，净利润同比+32.5%。二/三/四线白酒收入分别同比+30.3%/+20.3%/+8.6%，净利润分别同比+30.4%/+32.8%/+140.1%。基于 18 年全年的高基数，预计 19 年白酒板块营收和利润增速将保持中速的稳健增长。此外，18 全年一二线白酒营收增速显著高于三四线白酒，显示次高端以上企业的市场集中程度在逐步提高，头部企业的成长性仍然值得期待。

#### ● 啤酒：量稳价升开启新篇章，盈利拐点已现

2018 年啤酒板块实现收入 468 亿元，同比+1.90%，自 14 年以来首次实现正增长，较 2016 年的-3.05%及 2017 年的-0.11%有大幅提升；实现归母净利润 19.11 亿元，同比-3.90%，增速较 17 年+18.84%大幅放缓。增速环比放缓。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

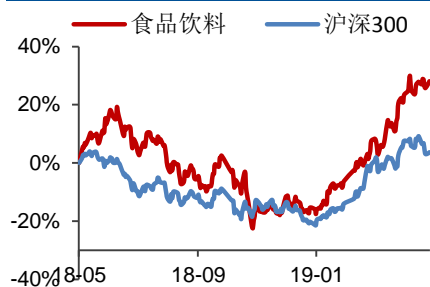
2018 年调味品板块实现收入 587.53 亿元，同比+10.69%，环比 17 年+14.42%略有放缓但相比 16 年+2.67%仍保持高增速；实现归母净利润 85.84 亿元，同比+12.11%，环比 17 年+24.86%，16 年+40.10%显著放缓。消费升级推动产品结构升级从而带动调味品单价提升，餐饮行业的持续发展带动调味品销量的提升，量价齐升，预计未来 5 年行业整体增速维持在 10%以上，调味品行业具备长期增长动能，但当前调味品整体估值达到 53 倍，既显著高于其他细分板块，又位于历史中枢以上，估值偏高。短期建议关注个股机会。

#### ● 乳制品：19 年两强竞争将略有降温，关注头部企业及地方优势乳企

2018 年乳制品板块收入 1276 亿/同比+12.1%，增速较 17 年+10.70%，16 年+2.66%有所提升，净利润 72 亿/同比+8%，增速较 17 年-0.67%显著提升，但不及 16 年+10.44%。19Q1 板块收入 352 亿/同比+15%，净利润 27 亿/同比+10.5%。乳制品两强争霸的局面依然延续，伊利股份在整个板块中占比仍然较大。18 年伊利营收完成情况较好导致板块整体营收/利润增速符合预期。18 年 10 月以后，生鲜乳收购价同比增速明显提高，说明未来乳品企业成本压力将逐步显现。从伊利上游的奶厂调研反馈看，两大乳企对上游奶源的控制力在逐步强化，预计生鲜乳价格上行带来的业绩压力仍将得到有效控制。对于中小型乳企来说，生鲜乳收购价格上行是一把双刃剑，对乳源控制力强的地方乳企受到的成本压力较为有限。

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：头部企业复苏明显，关注卤制品企业长期成长空间

2018年肉制品板块收入1033亿/同比+4.2%，增速较16年+17.59%、17年+12.41%下滑，净利润68亿/同比+12.6%，增速较16年+10.97%、17年+4.11%上涨。肉制品行业仍然维持双汇食品一家独大局面，2018年板块营收增速仍然较低，但是毛利率恢复较快，叠加费用控制良好导致净利润增速达到2位数，高于营收增速。19Q1板块净利润增速仍在提升，预计板块营收增速将略有恢复，利润增速将在10%左右。

### ● 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	37.00	1.02	1.20	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。

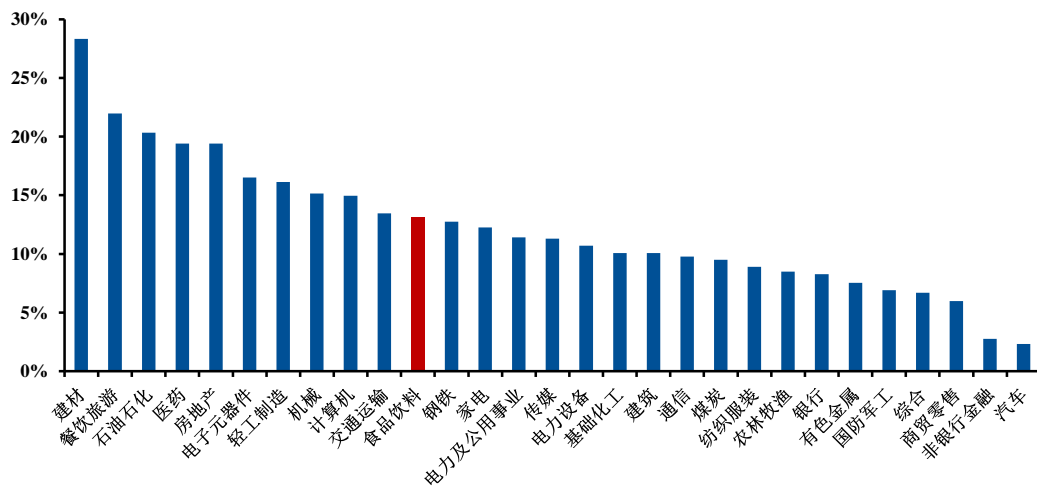
## 目录

一、行业整体：收入、利润增速略有回落.....	4
二、白酒：增速略有回落，次高端以上市场向头部企业集中趋势明显.....	5
（一）18年回顾：整体增长稳健，一二线酒企营收增速较快.....	5
（二）行业分析：持续稳健增长可期，次高端以上市场向头部企业集中趋势明显.....	7
（三）投资建议：重点推荐次高端以上头部企业.....	7
三、啤酒：量稳价升开启新篇章，盈利拐点已现.....	9
（一）18年回顾：营收4年来首次正增长，归母净利润增速放缓.....	9
（二）行业分析：盈利拐点已现，重点推荐青啤、重啤及燕啤.....	10
（三）投资建议：积极关注行业头部企业.....	11
四、调味品：建议核心关注个股机会.....	12
（一）18年回顾：营收及利润增速稳中略降.....	12
（二）行业分析：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
（三）投资建议.....	13
五、乳制品：19年两强竞争将略有降温，关注头部企业及地方优势乳企.....	14
（一）18年回顾：营收及利润增速符合预期.....	14
（二）投资建议：关注头部企业伊利股份及地方优质乳企.....	15
六、肉制品：头部企业复苏明显，关注卤制品企业长期成长空间.....	15
（一）18年回顾：营收总体平稳，利润增速恢复较快.....	15
（二）投资建议：关注卤制品企业高成长性.....	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）18年板块行情回顾：营收及利润增速略有下滑.....	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）18年回顾：营收及利润增速均有所提升.....	19
（二）投资建议：精选业绩确定性较强个股.....	20
九、风险提示.....	20
插图目录.....	21
表格目录.....	21

## 一、行业整体：收入、利润增速略有回落

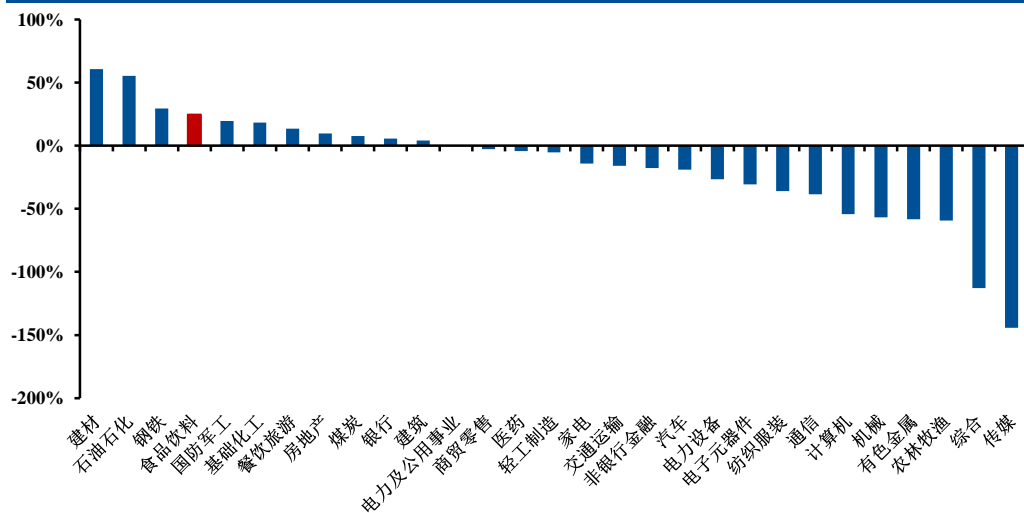
18年利润增速超20%，大部分板块收入、归母净利润增速均略有回落：食品饮料板块2018年整体收入同比+13.15%，同比2017年+15.63%的增速水平小幅下降。板块2018年整体归母净利润同比+24.60%，比2017年同比+30.42%的增速小幅下降。

图 1：2018 年食品饮料收入增速 13.15%



资料来源：wind，民生证券研究院

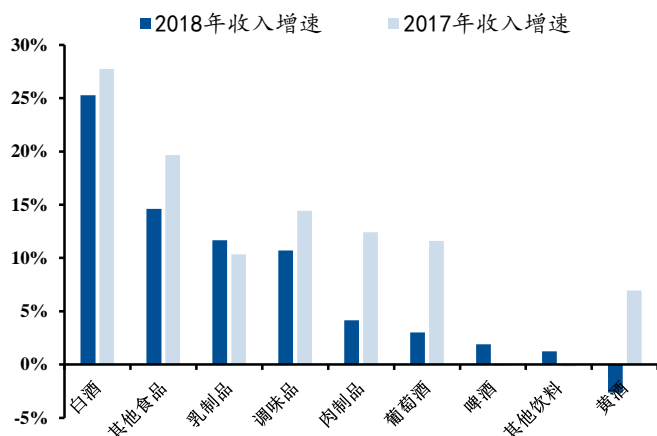
图 2：2018 年食品饮料归母净利润增速 24.60%



资料来源：wind，民生证券研究院

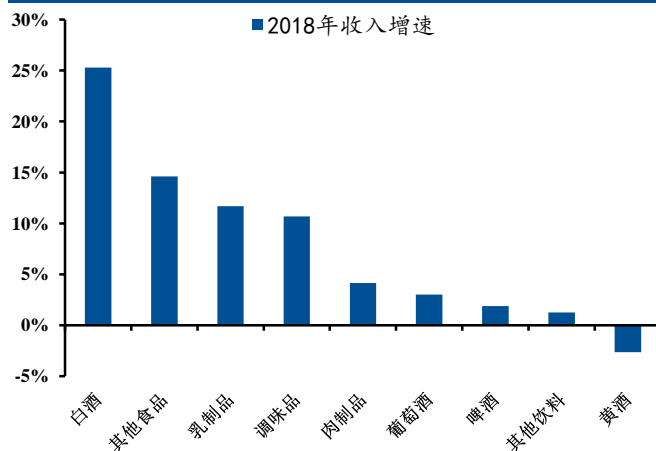
分板块来看，2018 年收入方面，增速排名前三的分别为白酒（25.29%）>其他食品（14.60%）>乳制品（11.68%）；18 年归母净利润方面，增速排名前三的分别为白酒（33.55%）>其他饮料（19.41%）>其他食品（13.39%）。

图 3: 18 年白酒板块收入增速小幅下降但仍领先其他板块



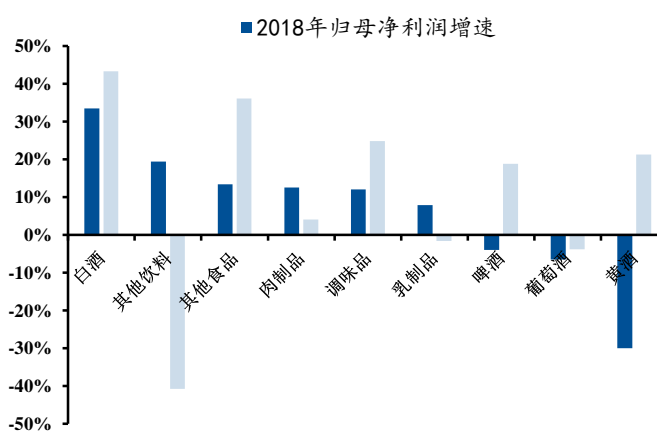
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 18 年白酒板块收入增速最高



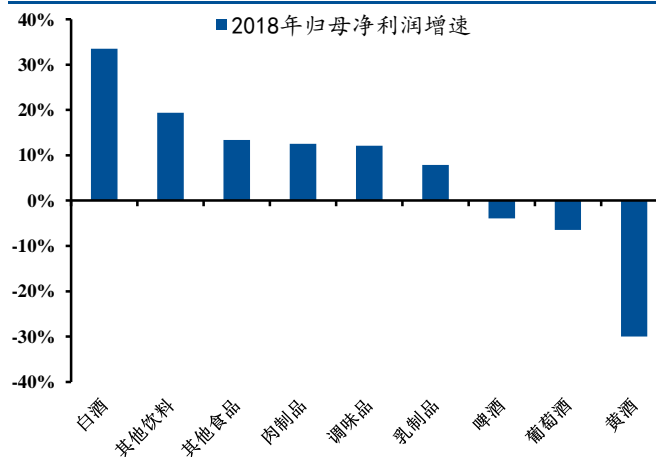
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 5: 18 年其他饮料净利润增速转正



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 18 年白酒板块利润增速最快



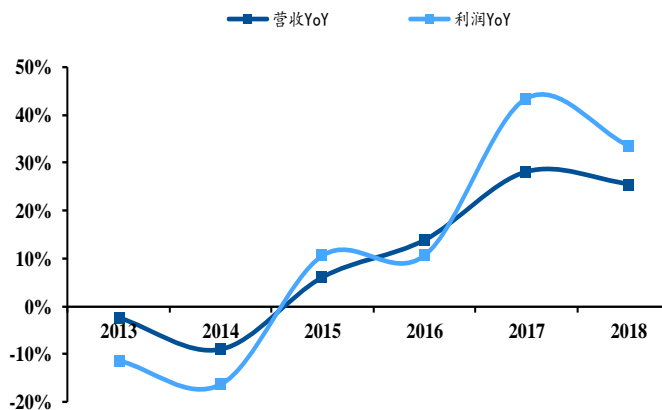
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 二、白酒：增速略有回落，次高端以上市场向头部企业集中趋势明显

### (一) 18 年回顾：整体增长稳健，一二线酒企营收增速较快

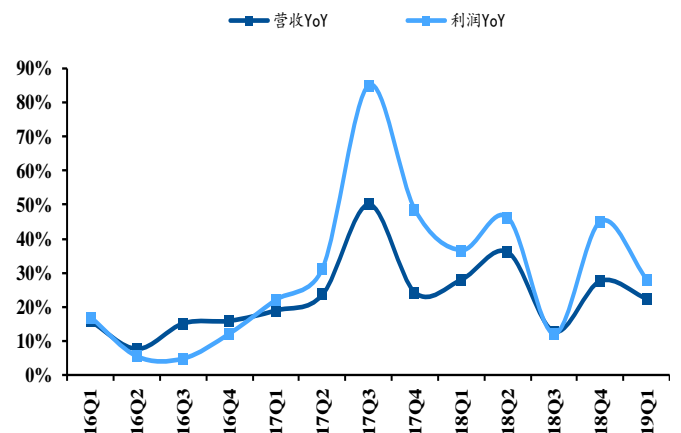
2018 年白酒板块收入 2122 亿/同比+25.53%，较 2017 年+28.06%有所回落，但与 2015 年的+6.06%，2016 的+13.80%相比仍处于较高位置，表明 18 年白酒板块景气度仍处于高位。2018 年白酒板块年净利润 699 亿/同比+33.57%，较 2017 年+43.45%有所下降，但和收入相同，与 2015 的+10.65%，2016 的+10.67%也提升显著。其中一线白酒收入同比+28.2%，净利润同比+32.5%。二/三/四线白酒收入分别同比+30.3%/+20.3%/+8.6%，净利润分别同比+30.4%/+32.8%/+140.1%。主要原因是（1）17 年营收/利润高基数导致 18 年增速略有下降；（2）一二线白酒行业集中度提高，头部企业份额提升导致营收增速稳定；（3）三四线受消费升级影响，量稳价增现象明显，利润增速远高于营收增速。

图 7：白酒板块年收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：白酒板块单季收入、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)	2018 年营收 (亿元)	YoY	2018 年净利 (亿元)	YoY	
一线	贵州茅台	12,235	772.0	26.43%	352.0	30.00%
	五粮液	3,973	400.3	32.61%	133.8	38.36%
	泸州老窖	1,141	130.6	25.60%	34.9	36.27%
	<b>合计</b>		<b>1302.9</b>	<b>28.18%</b>	<b>520.7</b>	<b>32.47%</b>
二线	水井坊	246	28.2	37.62%	5.8	72.72%
	洋河股份	1,773	241.6	21.30%	81.2	22.45%
	舍得酒业	99	22.1	35.02%	3.4	138.05%
	山西汾酒	497	93.8	55.39%	14.7	55.36%
	酒鬼酒	79	11.9	35.13%	2.2	26.45%
<b>合计</b>		<b>397.6</b>	<b>30.27%</b>	<b>107.3</b>	<b>30.38%</b>	
三线	古井贡酒	519	86.9	24.65%	17.0	47.57%
	口子窖	390	42.7	18.50%	15.3	37.62%
	今世缘	328	37.4	26.49%	11.5	28.45%
	迎驾贡酒	144	34.9	11.17%	7.8	16.81%
	金徽酒	53	14.6	9.72%	2.6	2.24%
<b>合计</b>		<b>216.5</b>	<b>20.26%</b>	<b>54.2</b>	<b>32.81%</b>	
四线	青青稞酒	54	13.5	2.29%	1.1	-214.24%
	金种子酒	45	13.1	1.89%	1.0	1144.09%
	*ST 皇台	13	0.3	-46.47%	-1.0	-49.11%
	顺鑫农业	331	120.7	2.90%	7.4	69.78%
	老白干酒	118	35.8	41.34%	3.5	114.26%
	伊力特	76	21.2	10.70%	4.3	21.10%
<b>合计</b>		<b>204.7</b>	<b>8.63%</b>	<b>16.36</b>	<b>140.09%</b>	

资料来源：wind，民生证券研究院

2018 年白酒板块预收账款余额 387 亿元，其中一线白酒 219 亿元，二三四线白酒 169 亿元。

**表 2：白酒板块 2018&19Q1 预收款**

		18 年预收账款 (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%
	<b>合计</b>	<b>219</b>	<b>4.07%</b>	<b>175</b>	<b>-22.00%</b>	<b>-19.94%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>67</b>	<b>19.05%</b>	<b>35</b>	<b>27.80%</b>	<b>-47.82%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>38</b>	<b>37.05%</b>	<b>24</b>	<b>16.30%</b>	<b>-38.69%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>63</b>	<b>35.07%</b>	<b>60</b>	<b>34.90%</b>	<b>-5.35%</b>

资料来源：wind，民生证券研究院

## （二）行业分析：持续稳健增长可期，次高端以上市场向头部企业集中趋势明显

18Q3 白酒行业单季度利润增速出现下滑，18Q4 利润得到快速修复，全年营收与利润增速仍然保持+25.53%/+33.57%的中速增长。基于 18 年全年的高基数，预计 19 年白酒板块营收和利润增速将保持中速的稳健增长。此外，18 年全年一二线白酒营收增速显著高于三四线白酒，显示次高端以上企业的市场集中程度在逐步提高，头部企业的成长性仍然值得期待。

## （三）投资建议：重点推荐次高端以上头部企业

### （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

2018 年，公司实现营业总收入/归母净利润 772/352 亿元，同比+26%/+30%，毛利率 91.14%，同比+1.35 个百分点。总体看，18 年全年业绩略超预期。从销售看，2018 年公司销售茅台酒 3.25 万吨，同比+7.5%，营收 655 亿元，同比+25.0%。茅台酒实际销量超 18 年 2.8 万吨销售计划及市场预期。按照 2019 年 3.1 万吨销售计划，预计销量将在 18 年基

础上增长 10%左右。系列酒销量 2.98 万吨，同比-0.4%，营收 81 亿元，同比+39.9%。系列酒销量稳定，营收增长主要来自于价格提升。19 年，公司将分别释放茅台酒基酒/系列酒基酒实际产能 1456/3520 吨，新增基酒产能显示 19 年放量空间仍然充足。从销售体系建设看，2018 年，公司经销商 3102 家，增加 827 家新商，减少 608 家老商，其中茅台酒经销商减少 437 家。2019 年，公司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。2018 年，公司直销渠道销售占比仅 5.9%，预计 2019 年这一比例将有大幅。2018 年集团公司全面停止包括茅台酒在内的各子公司定制、贴牌和未经审批产品业务，已停止定制酒、白金酒公司业务，预计未来公司品牌建设将更为聚焦。综上，我们仍将贵州茅台作为白酒类核心标的予以推荐。

## (2) 五粮液：八代普五挺价乐观，19 年产销两旺有望延续

2018 年，公司实现营收 400 亿元，高价位酒/中低价位酒营收分别为 302/76 亿元，同比+41%/+13%，高价酒表现亮眼；销售白酒 19 万吨，同比+6%。2018 年以来公司提出品牌瘦身计划，清理对五粮液品牌有害的总经销产品，逐步解决总经销产品与自营大单品的同业竞争问题。预计 19 年公司将强化大品牌建设，集中资源着力打造“1+3”“4+4”核心产品体系。预计 19 年春节五粮液系列产品发货量（含 1618、交杯、低度等）在 8000 吨左右，同比+15-20%，发货量好于市场预期，公司有望迎来开门红。19 年 6 月第八代普五将全面上市。考虑春节期间七代普五库存去化较理想，预计八代普五出厂价将大概率设在 889 元，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，预计下半年批价升至 850 元以上是大概率事件。19 年下半年 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，八代普五 19 年计划量为 5250 吨。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。公司估值安全性较高，维持“推荐”评级。

## (3) 泸州老窖：高端增长稳健，Q1 业绩表现亮眼

18 全年，高档酒实现营业收入 63.78 亿元，同比+37.21%，毛利率 91.85%，同比+0.62ppt。国窖 1573 在 2018 年整体表现亮眼，得益于控盘分利模式下渠道利润的较好维持以及华东等弱势市场的积极开拓，推动高档酒业务实现快速增长。中档酒实现营业收入 36.75 亿元，同比+27.83%，毛利率 79.71%，同比+7.29ppt；低档酒实现营业收入 28.07 亿元，同比+8.30%，毛利率 42.51%，同比+21.96%。中档酒及低档酒增速相较于 2017 年发生较大变化。依托于特曲系列多次提价以及持续费用支持和品牌投入，以特曲系列为核心的中档酒增速同比 2017 年（+3.02%）大增 24.8ppt。低档酒方面，伴随清理 sku 进程基本结束，2018 年底端酒收入结束下滑态势，小增 8.30%。依托于中低档酒毛利率的快速提升，公司整体毛利率达到 77.53%，同比+5.60ppt。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。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

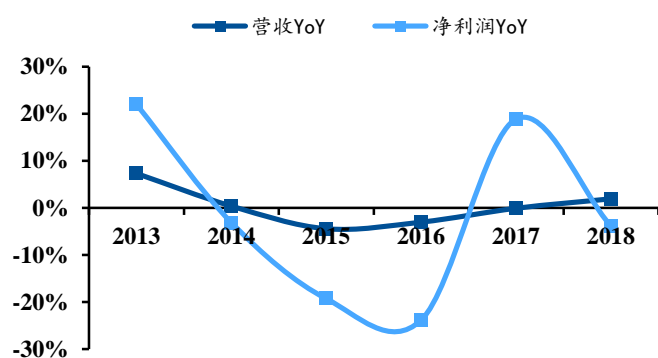
公司 18 年全年业绩表现总体平稳，期间费用率控制依然出色，销售费用率下降明显，保证整体利润表现。18 年公司白酒/红酒业务分别实现收入 229 亿元/2.7 亿元，同比分别 +19.4%/-4.4%；白酒/红酒分别销售 21.4/0.53 万吨，同比分别 -0.9%/+1.5%；白酒/红酒吨价分别为 10.7/5.2 万元，同比分别 +20.5%/-5.5%。白酒业务吨价提升明显，显示公司产品结构升级较为顺利，产品单价提升明显。18 年公司省外/省内销售占比分别为 49%/51%，其中省外销售占比提升 2.3 个百分点，省外战略成效显著。18 年，公司落实六好战略思想，强势推动梦之蓝高端品牌升级，并通过“万人品牌计划”等宣传项目加强品牌传播。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) 18 年回顾：营收 4 年来首次正增长，归母净利润增速放缓

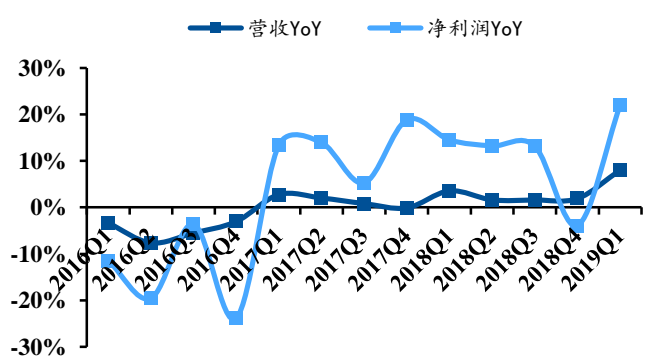
2018 年啤酒板块实现收入 468 亿元，同比 +1.90%，自 14 年以来首次实现正增长，较 2016 年的 -3.05% 及 2017 年的 -0.11% 有大幅提升；实现归母净利润 19.11 亿元，同比 -3.90%，增速较 17 年 +18.84% 大幅放缓，主要原因是（1）17 年底行业集中提价叠加产品结构升级迎合压缩费用导致 18 年行业整体净利润大幅提高，从而使得 19 年的基数较高；（2）受 ST 西发及兰州黄河亏损拖累（ST 西发/兰州黄河 18 年归母净利润分别为 -4.12/-0.68 亿元）。剔除两家公司后，板块归母净利润的增速为 21.19%。

图 9：啤酒板块年收入、利润增速

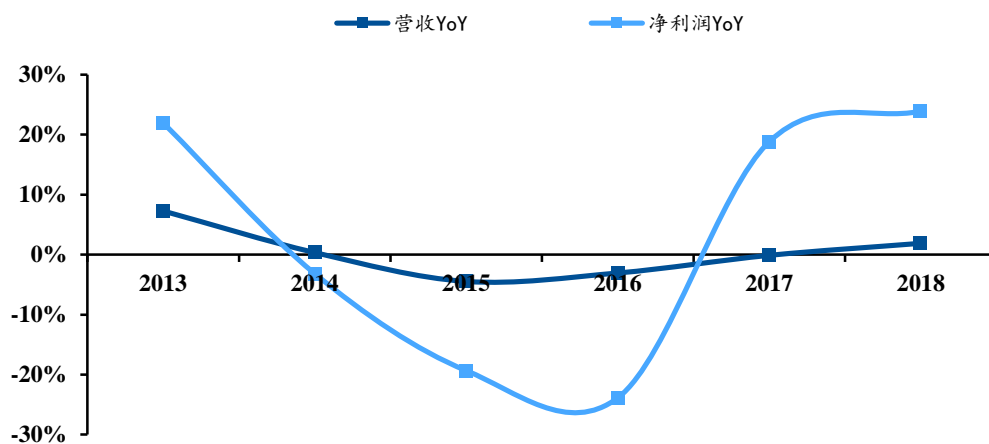


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：啤酒板块季度收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 11: 剔除两家亏损公司, 18 年啤酒板块归母净利润的增速达到 21.19%**


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	18 年营收	yoy	18 年净利润	yoy
青岛啤酒	635.89	265.75	1.13%	14.22	12.60%
燕京啤酒	208.01	113.44	1.32%	1.80	11.47%
重庆啤酒	179.07	34.67	9.19%	4.04	22.62%
珠江啤酒	152.50	40.39	7.33%	3.66	97.68%
惠泉啤酒	20.40	5.52	-3.06%	0.19	-23.51%
ST 西发	17.46	3.23	-10.63%	-4.12	-4425.71%
兰州黄河	15.20	5.09	-14.68%	-0.68	-516.05%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (二) 行业分析: 盈利拐点已现, 重点推荐青啤、重啤及燕啤

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、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。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：积极关注行业头部企业

#### （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；**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40X/33X/27X。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

2018年公司实现营收/归母净利润同比+7.3%/+98%。2018年公司销售啤酒124万吨，同比+2.5%，其中珠江纯生/珠江0度销量分别为43/60万吨，同比+6.7%/+1.1%，易拉罐销

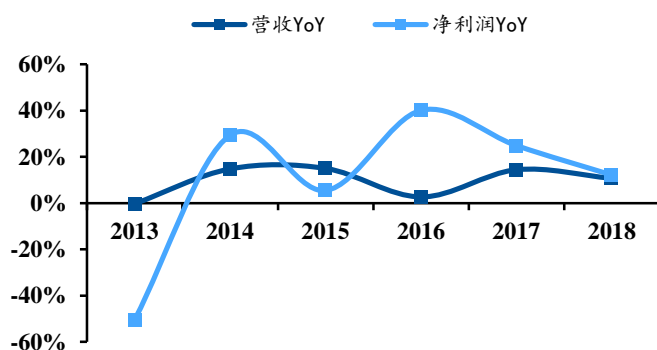
量34.9万吨，同比+8%。公司以珠江0度扩张规模；以珠江纯生为利润增长点，并拓展雪堡、精酿、原浆等高端产品，不断改善产品结构，2018年吨酒收入/吨酒毛利分别同比提升4.8%/8.5%。2018年公司广东市场占有率达32%，其中珠三角/佛山/东莞市场占有率分别为37%/54%/44%，较上年同期分别提升2.9/3.8/3.6个百分点。目前公司已完成南沙参观走廊项目建设，联动珠江-英博国际啤酒博物馆、珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区和南沙生产基地，打造广州文商旅精品。未来总部地块转变为商业用地后，公司将探索总部开发新模式，预计会与现有文商旅项目联动开发，有利于推动公司品牌建设并改善业绩表现。预计19-21年公司实现营业收入43/47/50亿元，同比+7%/+8%/+8%；预计19-21年公司归母净利润为4.3/4.7/5.1亿元，同比+16%/+10%/+9%，按照最新股本对应EPS为0.19/0.21/0.23元，目前股价对应PE为36/33/30倍。给予“推荐”评级。

## 四、调味品：建议核心关注个股机会

### （一）18年回顾：营收及利润增速稳中略降

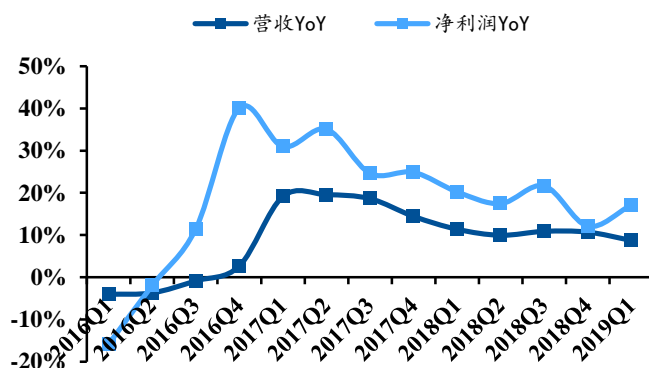
2018年调味品板块实现收入587.53亿元，同比+10.69%，环比17年+14.42%略有放缓但相比16年+2.67%仍保持高增速；实现归母净利润85.84亿元，同比+12.11%，环比17年+24.86%，16年40.10%显著放缓，主要原因是（1）18年大豆、包材等原材料价格上涨；（2）17年行业集中提价导致净利润显著提升，从而使得18年基数较大。

图 12：调味品板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：调味品板块季度收入、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	18年营收	yoy	18年净利润	yoy
海天味业	2,410.89	170.34	16.80%	43.65	23.60%
中炬高新	287.19	41.66	15.43%	6.07	34.01%
华宝股份	206.87	21.69	-1.30%	11.76	2.41%
梅花生物	160.38	126.48	13.62%	10.02	-14.66%
天味食品	152.08	14.13	32.56%	2.67	45.05%
恒顺醋业	102.88	16.94	9.87%	3.05	8.44%
百润股份	88.89	12.30	4.95%	1.24	-32.24%
千禾味业	75.57	10.65	12.37%	2.40	66.61%

湖南盐业	75.53	23.03	4.49%	1.42	-6.28%
西王食品	69.16	58.45	4.04%	4.68	36.47%
加加食品	44.24	17.88	-5.44%	1.15	-27.58%
星湖科技	39.91	8.59	25.06%	0.42	126.71%
晨光生物	34.57	30.63	10.51%	1.45	1.72%
佳隆股份	32.09	3.19	11.12%	0.35	64.35%
爱普股份	27.30	25.00	7.52%	1.10	-23.59%
安记食品	21.59	3.39	33.58%	0.39	-4.26%
*ST 莲花	21.45	17.29	-6.70%	-3.33	-221.49%

资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）行业分析：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，重点推荐机制松绑激发活力的中炬高新、营销端大刀阔斧进行改革的恒顺醋业。

## （三）投资建议

### （1）中炬高新：机制松绑激发活力

公司 2018 年实现收入 41.66 亿元，同比+15.43%；实现归属上市公司净利润 6.07 亿元，同比+34.01%。总体来看，中炬高新 18 财年实际完成全年考核任务率为 108.24%，符合前期我们完成率落于 100-110% 的预期。同时，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 40/32/27 倍。维持“推荐”评级。

### （2）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。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。我们预计 19-21

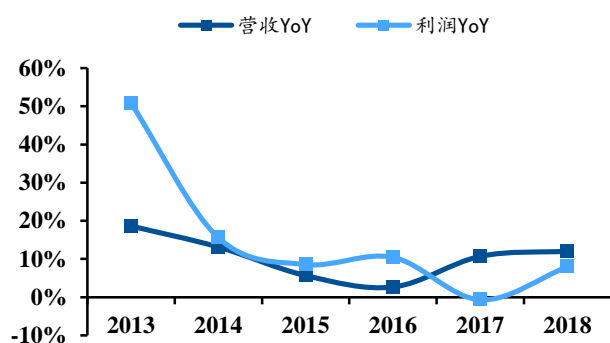
年公司实现营业收入为 19.21 亿元/21.59 亿元/24.29 亿元，同比 +13.4%/12.4%/12.5%；实现归属上市公司净利润为 3.53 亿元/4.07 亿元/4.61 亿元，同比+16.1%/15.1%/13.4%，折合 EPS 为 0.45 元/0.52 元/0.59 元，对应 PE 为 29/25/22 倍。维持“推荐”评级。

## 五、乳制品：19 年两强竞争将略有降温，关注头部企业及地方优势乳企

### （一）18 年回顾：营收及利润增速符合预期

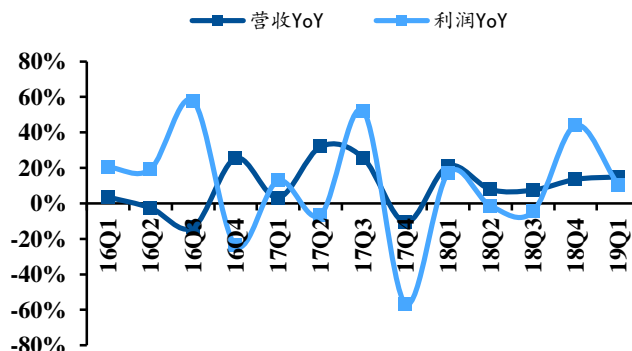
2018 年乳制品板块收入 1276 亿/同比+12.1%，增速较 17 年+10.70%，16 年+2.66%有所提升，净利润 72 亿/同比+8%，增速较 17 年-0.67%显著提升，但不及 16 年+10.44%。19Q1 板块收入 352 亿/同比+15%，净利润 27 亿/同比+10.5%。乳制品两强争霸的局面依然延续，伊利股份在整个行业中占比仍然较大。18 年伊利营收完成情况较好导致板块整体营收/利润增速符合预期。

图 14：乳制品板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：乳制品板块单季收入、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

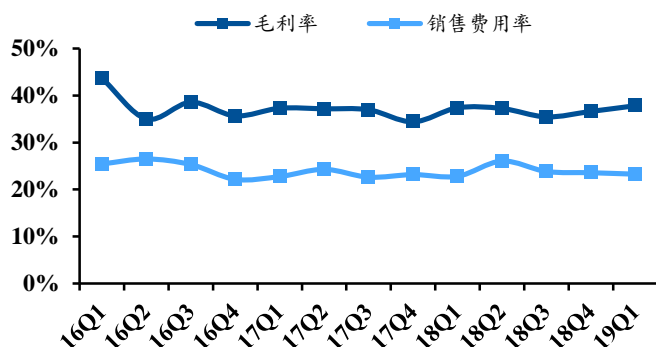
	市值 (亿元)	2018 年营收 (亿元)	YoY	2018 年净利 (亿元)	YoY
伊利股份	1,890	795.5	17.77%	64.4	7.33%
光明乳业	129	209.9	-3.16%	3.4	-58.32%
三元股份	85	74.6	21.83%	1.8	125.44%
贝因美	64	24.9	-6.36%	0.4	-103.88%
皇氏集团	37	23.4	-1.44%	-6.2	-980.28%
麦趣尔	20	6.0	3.48%	-1.5	-870.65%
燕塘乳业	27	13.0	4.61%	0.4	-64.83%
天润乳业	30	14.6	17.91%	1.1	3.80%
科迪乳业	37	12.9	3.63%	1.3	-0.67%
庄园牧场	24	6.6	4.40%	0.6	-9.24%

资料来源：wind，民生证券研究院

18 年 10 月以后，生鲜乳收购价同比增速明显提高，说明未来乳品企业成本压力将逐步显现。从伊利上游的奶厂调研反馈看，两大乳企对上游奶源的控制力在逐步强化，预计

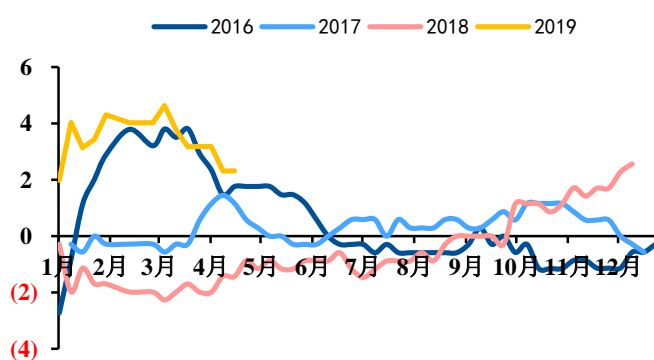
生鲜乳价格上行带来的业绩压力仍将得到有效控制。对于中小型乳企来说，生鲜乳收购价格上行是一把双刃剑，对乳源控制力强的地方乳企受到的成本压力较为有限。18Q2 以来，乳企销售费用率略有下降，显示营销竞争的热度有所下降。

图 16：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 17：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：关注头部企业伊利股份及地方优质乳企

### (1) 伊利股份：18业绩略超预期，19年行业竞争有望小幅降温

2018 年公司营收/利润增速分别为+16.9%/+7.5%。从产品结构看，18 年液体乳/奶粉乳制品业务增速为 17.8%/25.1%，均高于 2017 年增速；冷饮系列增速 8.5%，略低于 2017 年增速。2018 年 11 月，公司收购泰国本土最大冰淇淋企业 THE CHOMTHANA COMPANY。通过收购，公司将直接获得目标公司成熟的物流体系与本土市场资源。此外，公司“Joy Day”冰淇淋在印尼多个城市也成功上市，预计 19 年公司国际化步伐有望不断加快。公司 19 年收入目标为 900 亿元，同比+13.1%，基本符合 2020 年千亿目标远期规划节奏；利润方面，19 年利润总额目标为 76 亿元，同比基本持平。在两强均 20 年剑指千亿收入的大背景下，加上两强均加快了进军上游的步伐，预计 19 年整体行业竞争格局难以大幅降温。结合经济增长降速带来的乳制品行业增长降速，叠加考虑原奶成本上行压力，我们认为行业竞争将有望走出边际下行、小幅降温的态势。预计 19-21 年公司实现营业收入 899/1007/1123 亿元，同比+13%/+12%/+12%；预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 70/79/88 亿元，同比+9%/+13%/+12%，对应 EPS 为 1.15/1.30/1.45 元，对应 PE 为 27/24/21 倍。考虑到未来公司具备国际化扩张潜力、营收仍将保持平稳增长，维持“推荐”评级。

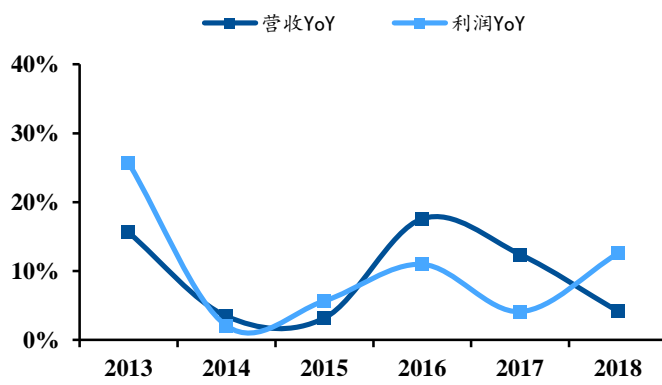
## 六、肉制品：头部企业复苏明显，关注卤制品企业长期成长空间

### (一) 18 年回顾：营收总体平稳，利润增速恢复较快

2018 年肉制品板块收入 1033 亿/同比+4.2%，增速较 16 年+17.59%、17 年+12.41%下滑，净利润 68 亿/同比+12.6%，增速较 16 年+10.97%、17 年+4.11%上涨。肉制品行业仍

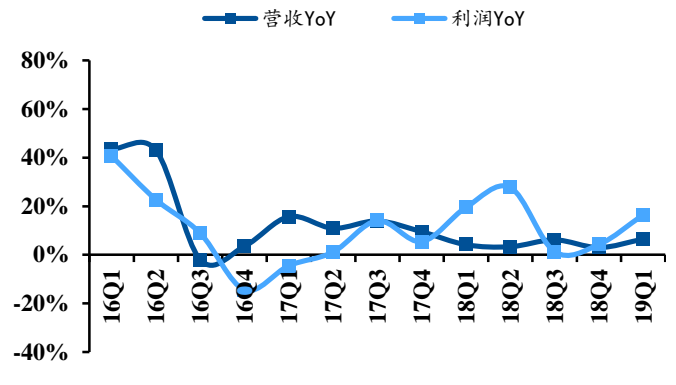
然维持双汇食品一家独大局，2018 年板块营收增速仍然较低，但是毛利率恢复较快，叠加费用控制良好，净利润增速高于营收增速。19Q1 板块净利润增速仍在提升。

图 18：肉制品板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：肉制品板块单季收入、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)	2018 年营收 (亿元)	YoY	2018 年净利 (亿元)	YoY
双汇发展	918	489.3	-3.26%	49.1	14%
绝味食品	190	43.7	13.45%	6.4	28%
华统股份	53	51.2	8.43%	1.5	25%
龙大肉食	86	87.8	33.61%	1.8	-7%
金字火腿	63	4.3	15.25%	-0.1	-108%
煌上煌	73	19.0	28.21%	1.7	24%
安井食品	98	42.6	22.39%	2.7	35%
上海梅林	100	221.8	-0.18%	3.1	9%
百洋股份	28	31.3	31.11%	0.6	-48%
得利斯	40	20.2	25.37%	0.1	-20%
海欣食品	24	11.4	17.99%	0.3	-216%

资料来源：wind，民生证券研究院

## (二) 投资建议：关注卤制品企业高成长性

### (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、



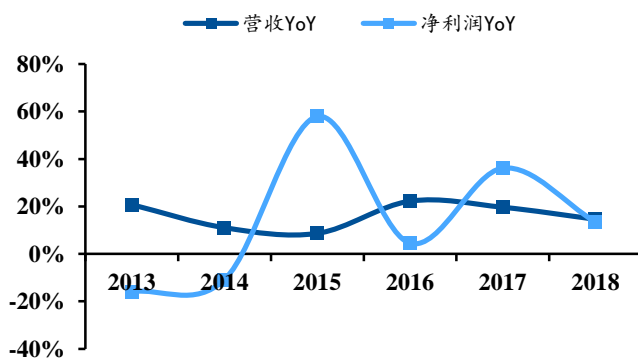
华南、海外市场仍将保持较快增速。18 年公司在黑龙江/贵州/江西/四川分别按计划推进 0.8/0.5/1.4/1.7 万吨酱卤食品加工项目，达产后将增加 4.4 万吨产能；18 年 3 月，公司可转债顺利发行，继续加码食品加工项目，预计天津/江苏/武汉/海南将分别增加产能 3.73/3.0/0.6/0.6 万吨，达产后共增加 7.93 万吨产能。此外，公司持续推进线上 O2O 业务，18 年底已累计注册会员达到 4000 多万，较 17 年底 2000 多万水平增长近 100%。预计 19-21 年公司实现营业收入 49/55/61 亿元，同比+13%/+12%/+10%；实现归母净利润 7.5/8.7/9.8 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) 18 年板块行情回顾：营收及利润增速略有下滑

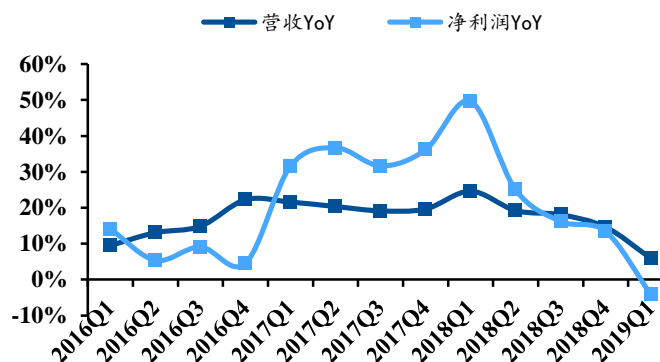
2018 年其他食品板块实现收入 754.60 亿元，同比+14.60%，增速较 16 年+22.24%、17 年+19.66%小幅下滑；实现归母净利润 67.43 亿元，同比+13.39%，增速较 17 年+36.95%大幅下滑，但好于 16 年+4.53%、；总体而言，18 年其他食品板块营收及利润增速环比 17 年均略有下滑。

图 20：其他食品板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：其他食品板块季度收入、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	18 年营收	yoy	18 年净利润	yoy
安迪苏	331.21	114.18	9.81%	9.26	-30.01%
汤臣倍健	318.59	43.51	39.86%	10.02	30.79%
桃李面包	247.08	48.33	18.47%	6.42	25.11%
安琪酵母	229.92	66.86	15.75%	8.57	1.12%
涪陵榨菜	226.47	19.14	25.92%	6.62	59.78%
洽洽食品	114.13	41.97	16.50%	4.33	35.58%
金达威	89.70	28.73	37.80%	6.87	44.97%
三全食品	63.36	55.39	5.39%	1.02	41.49%
元祖股份	58.32	19.58	10.18%	2.42	18.74%
好想你	50.43	49.49	21.59%	1.30	21.21%
双塔食品	48.49	23.79	15.06%	0.92	149.02%

克明面业	47.80	28.56	25.86%	1.86	65.00%
来伊份	45.97	38.91	7.01%	0.10	-90.03%
广弘控股	44.84	24.99	8.36%	1.67	7.62%
广东甘化	44.24	4.09	-13.85%	0.98	134.65%
黑芝麻	41.13	39.64	43.03%	0.60	-46.06%
盐津铺子	39.56	11.08	46.81%	0.71	7.27%
青海春天	39.10	3.33	-29.31%	0.68	-77.96%
京粮控股	38.40	74.09	-6.42%	1.68	29.59%
中宠股份	32.45	14.12	39.09%	0.56	-23.39%
桂发祥	27.36	4.81	-1.12%	0.84	-9.15%

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

归功于高毛利蓝袋瓜子及每日坚果新品放量叠加直接提价迎和剥离亏损资产推动 18 年公司实现收入及利润双丰收，公司 18 年实现营业收入 41.91 亿元，同比+16.34%；实现归母净利润 4.33 亿元，同比+35.58%。同时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，洽洽食品基本面边际改善且估值安全边际较高，我们预计 19-21 年公司营收分别为 49.60/57.50/65.53 亿元，同比增速分别为 18.2%/15.9%/14.0%；归母净利润分别为 5.15/5.78/6.68 亿元，同比增速分别为 19.1%/12.1%/15.7%；EPS 分别为 1.02/1.14/1.32 元，对应 PE 为 22/20/17 倍，维持“推荐”评级。

### （2）安井食品：经营业绩整体稳健，19 年成本上行压力可控

18 年公司市场开拓顺利，高质中高价产品定价模式接受度高，规模优势逐步显现，因此全年营收增速为近 3 年来最高，利润增速大幅高于去年同期，业绩表现亮眼。预计 19 年公司营收增速仍将稳健；受猪肉采购价格上升影响，利润增速承压；财务费用支出仍将保持高位。18 年公司销售各类产品 41.3 万吨，均价约 1.03 万元/吨，同比+1.3%。分产品看，面米产品、肉制品、鱼糜制品仍然是主要收入来源，收入合计占比达 91%，菜肴制品增速 48%，同比实现较快增长，但收入占比仅 9.2%。18Q4 受非洲猪瘟事件影响，公司猪肉转用进口产品，成本提高约 2000 元/吨，预计 19 年国内猪价将有所上升，若公司仍大范围采用进口猪肉，则吨均成本将在国内肉价基础上将再增加 10%左右。我们预计公司将在 19 年以降低猪肉使用量的方式缓解成本上行压力，因此上升幅度总体仍然可控。18 年公司整体产能利用率达到 116%，19 年预计技改能够挖潜 2%左右产能。此外，随着泰州和四川工厂新增产能释放，预计将新增产能 5 万吨左右，产能瓶颈问题将得到一定程度

度缓解。18年公司电商渠道实现营收728万元，随着电商渠道拓展力度的加大，未来有望成为餐饮流通渠道的重要补充。预计19-21年公司实现营业收入52/61/75亿元，同比+21%/+19%/+22%；实现归母净利润3.3/4.2/5.1亿元，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。结合公司未来成长的高确定性，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

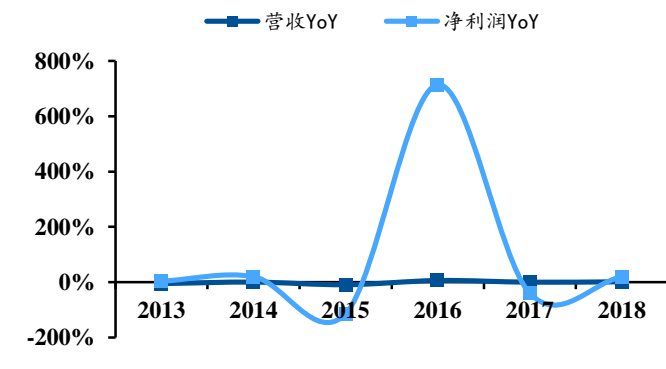
2018年公司营收/利润同比增速分别为+18%/+25%，整体经营质量持续改善，全年毛利率39.68%，同比+1.98个百分点，公司各季度营收、利润释放较为平稳。2018年公司加快战略性区域销售网络建设，大力拓展华东、华南等新市场；加快东北、华北成熟市场销售网络细化和下移。产品方面，公司推出豆小方起酥面包、脏面包等新品满足消费者多样化需求。产能方面，2018年公司生产各类面包和糕点26.9万吨，同比+16%，天津桃李新建产能0.87万吨，各地方分公司在建产能共12.9万吨，新建项目达产后将有力保证公司长期成长性。2018年，公司各分部营收构成与2017年基本一致，东北/华北/华东市场为主要营收来源，合计占比78%（考虑分部间抵消后）。营收增速方面，除华中地区外，各分部营收均保持增长，其中华南/华东市场营收增速分别为+88%/+27%，快于公司整体增速，显示新市场成长性良好。毛利率方面，华南/华中/华北市场同比分别提高7.5/6.8/3.1个百分点，产品竞争力提高明显。预计19-21年公司实现营业收入57.3/68.1/82.5亿元，同比+19%/+19%/+21%；实现归母净利润8.2/9.9/12.5亿元，同比+28%/+21%/+26%，对应EPS为1.75/2.11/2.66元，目前股价对应PE为30/26/20倍。维持“推荐”评级。

## 八、其他饮料：精选业绩确定性较强个股

### (一) 18年回顾：营收及利润增速均有所提升

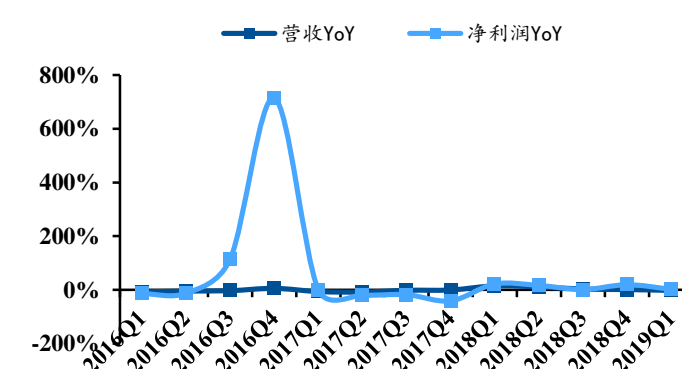
2018年其他饮料板块实现收入267.64亿元，同比+1.24%，增速环比-0.17%略有提升，但较16年+5.92%小幅下滑；实现归母净利润36.64亿元，同比+19.41%，增速环比-40.76%显著提升，但远不及16年+714.33%。

图 22：其他饮料板块年收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：其他饮料板块季度收入、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	18 年营收	yoy	18 年净利润	yoy
养元饮品	400.36	81.44	5.21%	28.37	22.82%
香飘飘	134.19	32.51	23.13%	3.15	17.53%
深粮控股	84.38	107.59	-0.32%	3.08	-14.16%
承德露露	82.98	21.22	0.48%	4.13	-0.13%
维维股份	55.34	50.33	8.32%	0.65	-29.28%
ST 椰岛	40.11	7.06	-38.23%	0.41	138.16%

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。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: 2018 年食品饮料收入增速 13.15%.....	4
图 2: 2018 年食品饮料归母净利润增速 24.60%.....	4
图 3: 18 年白酒板块收入增速小幅下降但仍领先其他板块.....	5
图 4: 18 年白酒板块收入增速最高.....	5
图 5: 18 年其他饮料净利润增速转正.....	5
图 6: 18 年白酒板块利润增速最快.....	5
图 7: 白酒板块年收入、利润增速.....	6
图 8: 白酒板块单季收入、利润增速.....	6
图 9: 啤酒板块年收入、利润增速.....	9
图 10: 啤酒板块季度收入、利润增速.....	9
图 11: 剔除两家亏损公司, 18 年啤酒板块归母净利润的增速达到 21.19%.....	10
图 12: 调味品板块年收入、利润增速.....	12
图 13: 调味品板块季度收入、利润增速.....	12
图 14: 乳制品板块年收入、利润增速.....	14
图 15: 乳制品板块单季收入、利润增速.....	14
图 16: 乳制品板块单季度毛利率、销售费用率.....	15
图 17: 国内生鲜乳收购价同比 YoY.....	15
图 18: 肉制品板块年收入、利润增速.....	16
图 19: 肉制品板块单季收入、利润增速.....	16
图 20: 其他食品板块年收入、利润增速.....	17
图 21: 其他食品板块季度收入、利润增速.....	17
图 22: 其他饮料板块年收入、利润增速.....	19
图 23: 其他饮料板块季度收入、利润增速.....	19

## 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).....	19

## 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。