

行业研究/深度研究

2019年05月07日

行业评级:

食品饮料

增持 (维持)

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

**王楠** 执业证书编号: S0570516040004  
研究员 010-63211166  
wangnan2@htsc.com

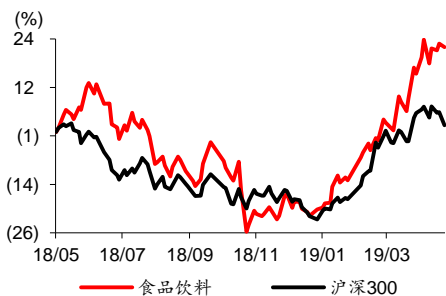
**李晴** 执业证书编号: S0570518110003  
研究员 021-28972093  
liqing3@htsc.com

**张晋溢** 010-56793951  
联系人 zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《青岛啤酒(600600,买入): 销量增长超预期, 高端增长强劲》2019.04
- 2 《华致酒行(300755,增持): 单店收入提升+ 前瞻性备货计划》2019.04
- 3 《中炬高新(600872,增持): 美味鲜利润超预期, 运营效率提升》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 龙头保持领先优势, 盈利能力提升

### 食品饮料 (除白酒) 18 年年报&19 年一季报总结

#### 收入稳健增长, 盈利能力继续提升

食品饮料行业(除白酒外)2018 年实现收入 4507 亿元, 同比增长 22.45%; 19Q1 单季实现收入 1236 亿元, 同比增长 17.5%, 增速较 18 年同期基本持平。自 17Q2 开始, 食品饮料 (除白酒外) 行业的净利润增速已经连续 8 个季度高于收入增速, 行业整体盈利能力处于持续上升状态。我们认为 19 年海天味业、中炬高新、重庆啤酒等公司将保持稳健的业绩增长和领先优势, 青岛啤酒在产品升级、产能优化方面有明显改善, 香飘飘受益于新品果汁茶推出、元祖股份受益于蛋糕提价、门店扩张, 继续维持重点推荐。

#### 啤酒: 19Q1 行业产量高增长, 结构提升盈利能力改善

根据 Wind 的统计, 7 家啤酒上市公司 18 年实现收入 469 亿元, 同比增长 2%; 实现净利润 19 亿元, 同比减少 4%。19Q1 啤酒上市公司实现净利润 10 亿元, 同比增长 22%。根据国家统计局数据, 19 年一季度啤酒行业产量实现较好增长, 产量同比增长 3%。啤酒企业通过升级产品组合和上调产品价格给公司盈利能力带来的弹性正在逐步显现。伴随着低效产能的关闭和产品的升级, 我们认为中国啤酒行业的盈利能力具有较大的改善潜力。

#### 调味品: 收入增长稳健, 龙头保持领先优势

调味品行业 18 年收入同比增长 11%, 净利润同比增长 12%; 19Q1 收入同比增长 9%, 净利润同比增长 17%。调味品的需求相对较为刚性, 与宏观经济波动的关联相对较弱, 19 年一季度主要调味品公司收入增长速度较为稳定。调味品行业集中度仍处于较低水平, 行业龙头公司海天味业、中炬高新等的领先优势也较为明显, 行业整体盈利能力持续提升。

#### 乳制品: 生鲜乳价格步入上行周期, 费用压力有所改善

根据 Wind 的统计, 乳制品行业 18 年实现收入 1226 亿元, 同比增长 12%; 19Q1 收入同比增长 15%, 收入增速环比提高 1.35 个百分点。乳制品行业 18 年实现净利润 69 亿元, 同比增长 8%; 19Q1 实现净利润 26 亿元, 同比增长 11%。我们认为起始于 18Q3 的生鲜乳价格的趋势性上升将对乳制品企业毛利率产生压力, 同时费用压力环比将有所下降, 综合来看盈利能力预计较 18 年边际有所改善。19Q1 伊利股份销售费用率为 24.07%, 与 18Q4 相比环比下降 0.78pct。

#### 肉制品: 非洲猪瘟负面影响有所缓解

根据 Wind 的统计, 12 家肉制品上市公司 18 年实现收入 1033 亿元, 同比增长 4%, 实现净利润 68 亿元, 同比增长 13%。肉制品行业 19Q1 实现收入 271 亿元, 同比增长 6%。19Q1 实现净利 19 亿元, 同比增长 16%, 相较 18Q4 环比提高 3pct。近期非洲猪瘟对行业有一定程度的影响, 行业进行结构调整, 未来猪瘟影响有望缓解。

风险提示: 食品饮料行业需求低于预期的风险; 行业竞争激烈程度高于预期的风险; 食品安全问题。

## 正文目录

食品饮料（除白酒）：18 年收入增长 23%，盈利能力持续提升.....	4
啤酒行业：行业产量高增长，结构提升盈利能力改善.....	8
调味品行业：收入增长稳健，龙头保持领先优势.....	9
乳制品行业：生鲜乳价格步入上行周期，费用压力有所改善.....	12
肉制品：非洲猪瘟存在一定程度影响.....	15
葡萄酒行业：产品和渠道端调整仍在持续.....	17
重要公司 18 年年报及 19 年一季报点评 .....	18
青岛啤酒：销量增长超预期，高端增长强劲 .....	18
重庆啤酒：盈利能力提升，主销区加速成长 .....	18
香飘飘：收入弹性和渠道协同开始显现.....	19
元祖股份：睡眠卡结转收入，年礼新品高增长.....	20
海天味业：业绩稳健增长，景气度持续.....	20
中炬高新：终端需求良好，机制有望改善.....	21
恒顺醋业：收入加速增长，运营效率提升 .....	22
晨光生物：坚持份额优先策略，短期承压 .....	23
光明乳业：竞争加剧负面影响收入增长和费用率 .....	24
汤臣倍健：一季度开门红，大单品增长强劲 .....	25
风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1： 17Q3~19Q1 食品饮料(除白酒外)收入及增速 .....	4
图表 2： 17Q3~19Q1 食品饮料(除白酒外)净利及增速 .....	4
图表 3： 16Q2-19Q1 食品饮料（除白酒外）行业单季度收入增速和利润增速情况 .....	4
图表 4： 各行业板块 2018 年涨跌幅（%） .....	5
图表 5： 2018 年食品饮料子板块股价涨幅情况.....	5
图表 6： 各行业板块 2019 年第一季度涨跌幅（%） .....	6
图表 7： 2019 年第一季度食品饮料子板块股价涨幅情况.....	6
图表 8： 2017 年第一季度至 2019 年第一季度各行业板块收入增速 .....	7
图表 9： 2017 年第一季度至 2019 年第一季度各行业板块净利增速 .....	7
图表 10： 啤酒行业 19Q1 收入增长 7%，净利润增长 22%.....	8
图表 11： 啤酒行业 18 年收入增长 2%，净利润同比-4%.....	8
图表 12： 2012-2019Q1 啤酒行业产量同比增速（%） .....	8
图表 13： 调味品行业单季度收入同比增速情况 .....	9
图表 14： 调味品行业单季度净利同比增速情况 .....	9
图表 15： 调味品行业 2018 年收入增长 11%，净利润增长 12% .....	9
图表 16： 调味品行业 19Q1 收入增长 9%，净利润增长 17%.....	10

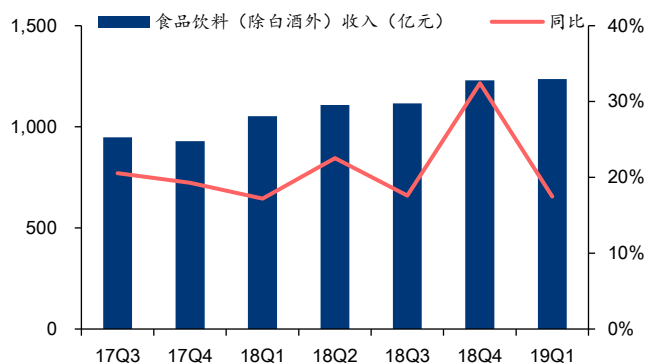
图表 17: 调味品、发酵制品行业收入.....	10
图表 18: 规模以上调味品企业数量 .....	10
图表 19: 2017 年调味品百强企业产量 1247.1 万吨.....	11
图表 20: 2017 年调味品百强企业销售收入 820.3 亿元.....	11
图表 21: 乳制品行业 18 年全年收入增长 12%，净利增长 8%.....	12
图表 22: 乳制品行业 19Q1 收入增长 15%，净利润增长 11%.....	12
图表 23: 2014~2017 年中国液态乳销售额增速情况 .....	13
图表 24: 2017 年中国人均饮乳量情况（分城市类别） .....	13
图表 25: 生鲜乳价格在进入 18Q3 后呈现上升趋势 .....	14
图表 26: 19Q1 伊利股份销售费用率环比下降 0.78pct.....	14
图表 27: 肉制品行业 18 年全年收入增长 4%，净利增长 13%.....	15
图表 28: 肉制品行业 19Q1 收入增长 6%，净利增长 16%.....	15
图表 29: 葡萄酒行业 18 年收入上升 3%，净利下降 6%.....	17
图表 30: 葡萄酒行业 19Q1 收入下降 8%，净利上升 1%.....	17
图表 31: 2007-2019Q1 青岛啤酒营业收入及增速（百万元） .....	18
图表 32: 2007-2019Q1 青岛啤酒归母净利润及增速（百万元） .....	18
图表 33: 2009-2019Q1 重庆啤酒营业收入及增速（百万元） .....	19
图表 34: 2009-2019Q1 重庆啤酒归母净利润及净利率（百万元） .....	19
图表 35: 2011-2019Q1 元祖股份营业收入及增速（百万元） .....	20
图表 36: 2011-2019Q1 元祖股份归母净利润及增速（百万元） .....	20
图表 37: 2013-2019Q1 海天味业营业收入及增速（百万元） .....	21
图表 38: 2013-2019Q1 海天味业毛利率走势.....	21
图表 39: 2011-2019Q1 中炬高新营业收入及增速（百万元） .....	22
图表 40: 2011-2019Q1 中炬高新毛利率走势.....	22
图表 41: 恒顺醋业单季收入情况 .....	23
图表 42: 恒顺醋业单季净利情况 .....	23
图表 43: 晨光生物单季收入及同比增速 .....	24
图表 44: 晨光生物单季净利及同比增速 .....	24
图表 45: 光明乳业单季收入情况 .....	24
图表 46: 光明乳业单季净利情况 .....	24
图表 47: 2012-2019Q1 汤臣倍健营业收入及增速（百万元） .....	25
图表 48: 2012-2019Q1 汤臣倍健归母净利润及增速（百万元） .....	25

## 食品饮料（除白酒）：18年收入增长23%，盈利能力继续提升

2018年第四季度食品饮料行业（除白酒外）整体实现高速增长，进入19Q1食品饮料行业（除白酒外）的收入增速有所回落。食品饮料行业（除白酒外）2018年实现收入4507亿元，同比增长22.45%；其中Q4单季实现收入1230亿元，同比增长32.41%，较17年同期提高13.1个百分点，相较18Q3单季17.6%的增速环比大幅提升；19Q1单季实现收入1236亿元，同比增长17.5%，增速较18年同期基本持平。

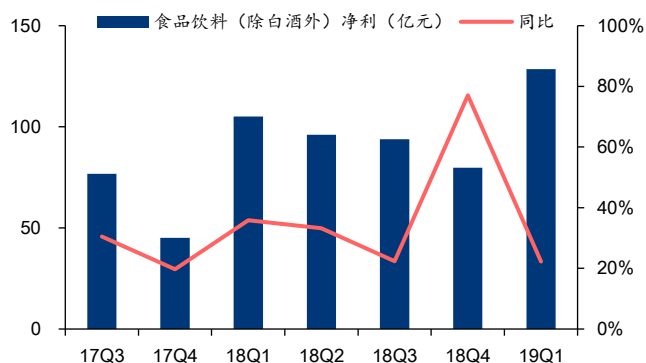
18年食品饮料行业盈利能力有所上升，利润增速明显高于同期的收入增速。食品饮料行业（除白酒外）2018年整体实现净利润375亿元，同比增长38.20%。其中Q4单季度实现净利润80亿元，同比增长77.04%。2019年第一季度同比增速为22.2%。

图表1：17Q3~19Q1 食品饮料(除白酒外)收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

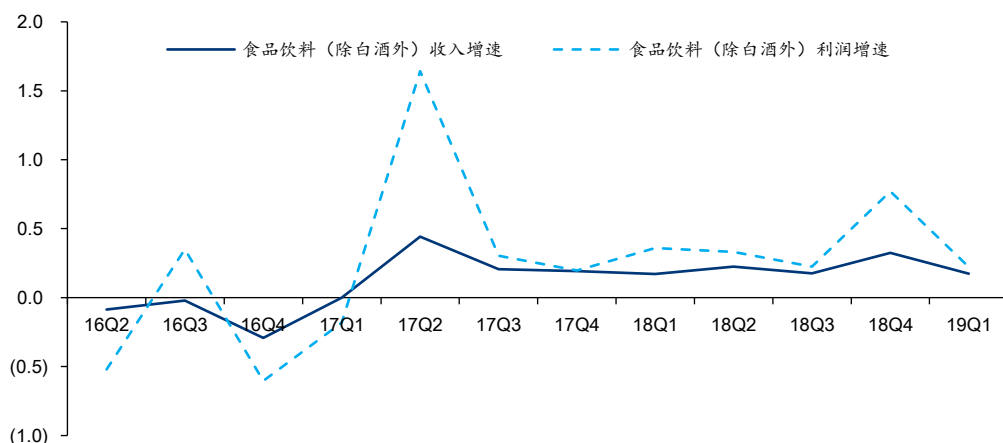
图表2：17Q3~19Q1 食品饮料(除白酒外)净利及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

自2017年2季度开始，食品饮料（除白酒外）行业的净利润增速已经连续8个季度高于收入增速，行业整体盈利能力处于持续上升状态。

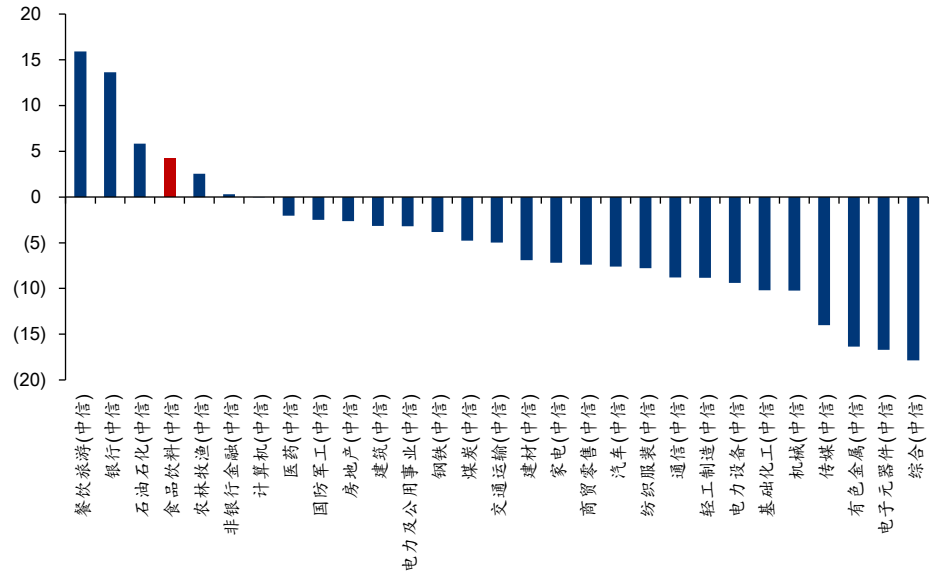
图表3：16Q2-19Q1 食品饮料（除白酒外）行业单季度收入增速和利润增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

按照中信行业分类，2018年全年食品饮料行业整体（含白酒）股价下跌20.37%，在市场整体萎靡的背景下，仍跑赢沪深300指数4.23个百分点，位列所有行业第四。其中调味品、食品综合和啤酒板块涨幅居前，分别跑赢大盘36.3、18.9和14.1个百分点。

图表4: 各行业板块 2018 年涨跌幅 (%)



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

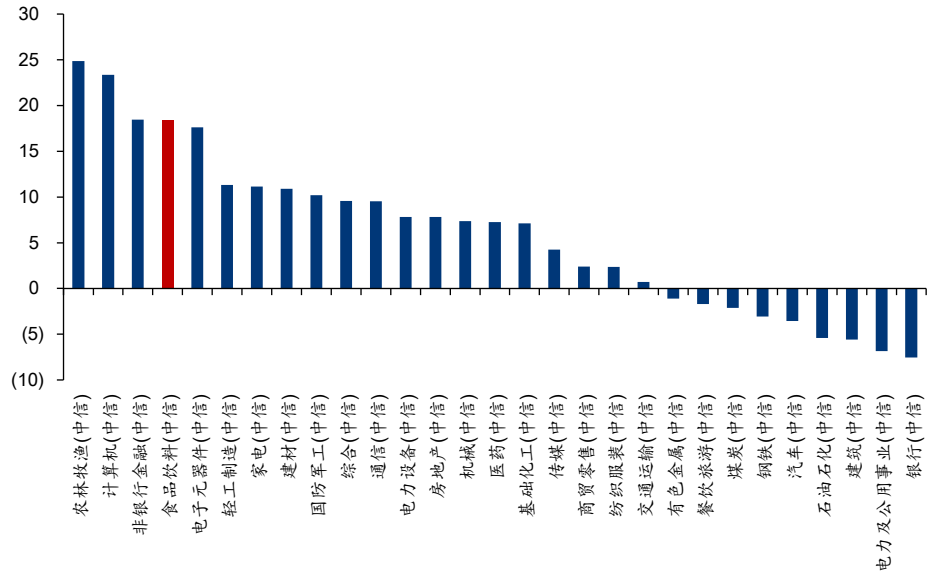
图表5: 2018 年食品饮料子板块股价涨幅情况

子行业	2018 年全年 (%)	2018 年跑赢沪深			
		300 指数 (pct)	PE (TTM)	PS (TTM)	第 4 季度涨跌幅 (%)
白酒	-23.4	1.9	20.8	6.7	-22.0
肉制品	-22.3	3.0	19.4	1.5	-9.2
软饮料	-35.3	-10.0	31.1	3.3	-12.4
葡萄酒	-45.1	-19.8	38.6	3.7	-22.7
乳品	-30.0	-4.7	24.1	1.6	-10.7
啤酒	-11.3	14.1	44.0	2.0	-4.1
黄酒	-35.2	-9.9	32.9	3.1	-11.2
其他酒类	-34.4	-9.1	65.8	3.5	-19.8
调味发酵品	11.0	36.3	39.9	8.3	-12.3
食品综合	-6.4	18.9	27.2	2.1	-10.6
食品饮料板块整体	-22.0	3.4	22.7	3.9	-17.7

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

按照中信行业分类, 2019 年第一季度食品饮料行业股价整体回升 43.36%, 跑赢沪深 300 指数 18.43 个百分点, 仍位列所有行业第四。其中其他酒类、白酒、食品综合涨幅居前, 分别跑赢大盘 29.4、27.2 和 3.8 个百分点。

图表6: 各行业板块 2019 年第一季度涨跌幅 (%)



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表7: 2019 第一季度食品饮料子板块股价涨幅情况

子行业 2019 第一季度 (%)	19Q1 跑赢沪深 300 指数 (pct)	PE (TTM)	PS (TTM)
白酒	55.8	27.2	10.0
肉制品	15.8	-12.8	1.7
软饮料	31.3	2.6	4.3
葡萄酒	20.7	-8.0	4.5
乳品	26.8	-1.8	2.0
啤酒	20.4	-8.2	2.4
黄酒	21.5	-7.1	3.7
其他酒类	58.0	29.4	5.2
调味发酵品	26.9	-1.8	10.3
食品综合	32.4	3.8	2.7
食品饮料板块整体	43.6	15.0	5.4

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2019 年第一季度食品饮料行业整体营业收入同比增长 18.8%，净利润同比增长 29%，盈利能力持续提升。分子板块来看，其他食品和其他饮料板块同比增速分别达到 42.8%和 40.4%，排名第一和第二；白酒收入同比增长 20.9%，排名第三，白酒净利同比增速达 32.3% 仅次于其他饮料板块。

图表8：2017年第一季度至2019年第一季度各行业板块收入增速

行业	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
CS 其他食品	105.7%	102.7%	99.9%	90.2%	27.0%	118.2%	72.1%	38.6%	42.8%
CS 其他饮料	-6.2%	-10.5%	16.0%	3.1%	128.7%	88.0%	68.1%	544.8%	40.4%
CS 白酒	20.2%	21.5%	50.1%	24.1%	28.0%	36.1%	12.6%	19.3%	20.9%
CS 乳制品	5.2%	16.8%	17.2%	16.2%	19.1%	14.6%	11.9%	23.1%	19.7%
CS 食品饮料	6.3%	37.3%	28.5%	20.8%	21.0%	26.2%	16.0%	28.3%	18.8%
CS 调味品	29.2%	24.5%	26.9%	17.5%	15.4%	22.5%	22.7%	33.5%	14.6%
CS 啤酒	-1.3%	-20.4%	-13.2%	-42.4%	5.1%	1.1%	2.8%	5.9%	7.1%
CS 肉制品	-29.7%	475.3%	32.5%	27.7%	8.8%	0.3%	4.7%	2.4%	6.4%
CS 葡萄酒	15.3%	-9.4%	-4.0%	7.5%	-0.4%	9.4%	-1.1%	6.2%	-8.0%
CS 黄酒	7.0%	5.9%	3.5%	9.4%	3.9%	-0.6%	-3.5%	-9.5%	-8.9%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表9：2017年第一季度至2019年第一季度各行业板块净利增速

行业	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
CS 其他饮料	0.4%	-175.5%	-15.2%	-90.8%	298.3%	-2952.4%	248.5%	9230.3%	39.7%
CS 白酒	22.9%	29.5%	85.0%	48.3%	37.5%	44.5%	12.0%	72.2%	32.3%
CS 啤酒	14.1%	0.4%	-13.4%	5.9%	17.5%	11.5%	14.5%	23.2%	30.2%
CS 食品饮料	5.6%	66.6%	61.5%	39.6%	37.0%	39.6%	15.6%	73.5%	29.0%
CS 肉制品	-71.9%	-179.7%	28.1%	28.6%	31.0%	19.0%	0.3%	19.1%	28.0%
CS 调味品	39.4%	42.0%	5.2%	26.0%	36.9%	38.7%	63.0%	35.7%	24.7%
CS 其他食品	185.4%	205.2%	186.9%	280.0%	52.6%	71.2%	34.8%	57.9%	20.5%
CS 乳制品	10.8%	-9.5%	47.0%	-34.3%	19.5%	-4.4%	1.4%	85.9%	15.5%
CS 葡萄酒	6.7%	4.7%	18.3%	-32.3%	-7.7%	10.3%	-25.5%	5.5%	1.9%
CS 黄酒	9.3%	342.4%	-2.5%	43.6%	6.8%	-53.0%	-36.1%	-76.9%	-17.8%

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

我们认为食品饮料（除白酒外）行业的收入增长和盈利能力上升主要系龙头企业集中度提升、产品组合持续优化和为应对原材料成本上涨直接提价引起。三四线城市消费群体购买力和消费意愿的提升，对食品饮料行业的需求产生正面影响。行业龙头企业主导的产品升级则显著的提升了企业的产品销售价格和整体盈利能力。

## 啤酒行业：行业产量高增长，结构提升盈利能力改善

根据 Wind 的统计，7 家啤酒上市公司 18 年实现收入 469 亿元，同比增长 2%；实现净利润 19 亿元，同比减少 4%。19Q1 啤酒上市公司实现净利润 10 亿元，同比增长 22%。根据国家统计局数据，19 年一季度啤酒行业产量实现较好增长，产量同比增长 3%。啤酒企业通过升级产品组合和上调产品价格给公司盈利能力带来的弹性正在逐步显现。伴随着低效产能的关闭和产品的升级，我们认为中国啤酒行业的盈利能力具有较大的改善潜力。

图表10：啤酒行业 19Q1 收入增长 7%，净利润增长 22%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比
600600.SH	青岛啤酒	72.5	79.5	10%	6.7	8.1	21%
000729.SZ	燕京啤酒	32.8	34.5	5%	0.5	0.6	9%
000929.SZ	兰州黄河	1.5	1.2	-22%	-0.1	0.3	-555%
002461.SZ	珠江啤酒	7.2	7.5	5%	0.2	0.3	66%
600132.SH	重庆啤酒	8.1	8.3	3%	0.8	0.9	13%
600573.SH	惠泉啤酒	1.2	1.3	7%	-0.1	-0.1	-41%
000752.SZ	西藏发展	0.9	0.7	-22%	0.0	-0.2	-752%
	<b>合计</b>	<b>124</b>	<b>133</b>	<b>7%</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>22%</b>

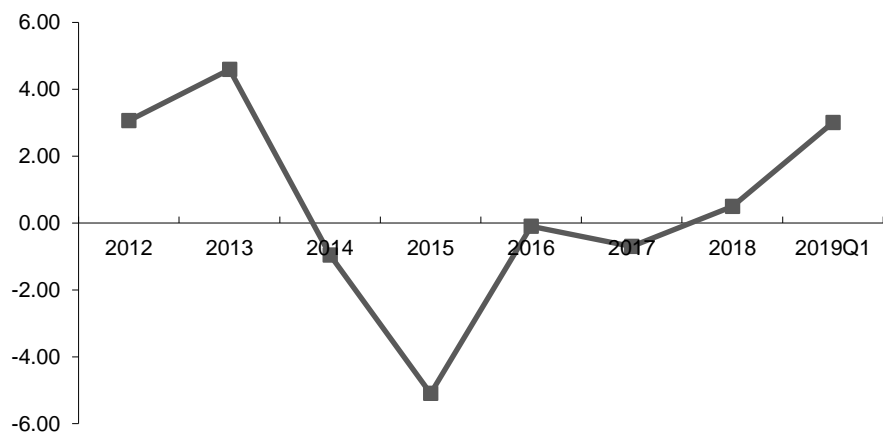
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：啤酒行业 18 年收入增长 2%，净利润同比-4%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		17 年报	18 年报	同比	17 年报	18 年报	同比
600600.SH	青岛啤酒	262.8	265.8	1%	12.6	14.2	13%
000729.SZ	燕京啤酒	112.0	113.4	1%	1.6	1.8	11%
000929.SZ	兰州黄河	6.0	5.1	-15%	0.2	-0.7	-516%
002461.SZ	珠江啤酒	37.6	40.4	7%	1.9	3.7	98%
600132.SH	重庆啤酒	31.8	34.7	9%	3.3	4.0	23%
600573.SH	惠泉啤酒	5.7	5.5	-3%	0.2	0.2	-24%
000752.SZ	西藏发展	3.6	3.2	-11%	0.1	-4.1	-4426%
	<b>合计</b>	<b>459</b>	<b>468</b>	<b>2%</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>-4%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：2012-2019Q1 啤酒行业产量同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

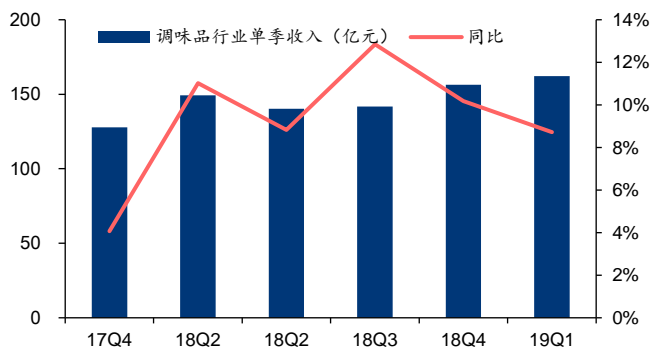


## 调味品行业：收入增长稳健，龙头保持领先优势

根据 Wind 统计，16 家调味品上市公司 2018 年全年实现收入 588 亿元，同比增长 11%；19Q1 实现收入 162 亿元，同比增长 9%。调味品行业需求相对较为刚性，与宏观经济波动的关联相对较弱，19 年一季度主要调味品公司收入增长速度较为稳定。

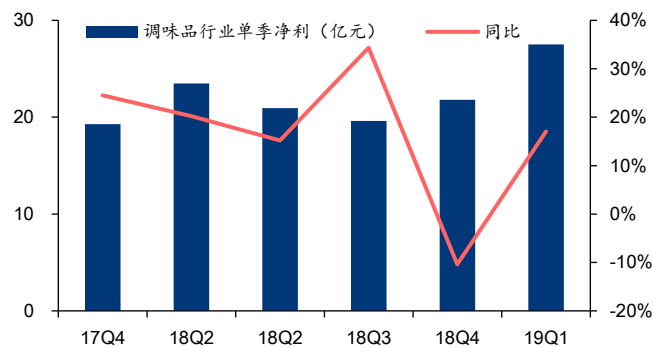
根据 Wind 的统计，调味品行业上市公司 2018 年实现净利润 86 亿元，同比增长 12%；19Q1 实现净利润 28 亿元，同比增长 17%。调味品行业集中度仍处于较低水平，行业龙头公司海天味业、中炬高新等的领先优势也较为明显，行业整体盈利能力持续提升，另外味精价格的回暖也有力的提升了梅花生物等公司的净利率水平。

图表13：调味品行业单季度收入同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：调味品行业单季度净利润同比增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15：调味品行业 2018 年收入增长 11%，净利润增长 12%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		17 年年报	18 年年报	同比	17 年年报	18 年年报	同比
000639.SZ	西王食品	56.2	58.5	4%	3.4	4.7	36%
002495.SZ	佳隆股份	2.9	3.2	11%	0.2	0.4	64%
002568.SZ	百润股份	11.7	12.3	5%	1.8	1.2	-32%
002650.SZ	加加食品	18.9	17.9	-5%	1.6	1.2	-28%
300138.SZ	晨光生物	27.7	30.6	11%	1.4	1.5	2%
300741.SZ	华宝股份	22.0	21.7	-1%	11.5	11.8	2%
600186.SH	莲花健康	18.5	17.3	-7%	-1.0	-3.3	221%
600305.SH	恒顺醋业	15.4	16.9	10%	2.8	3.0	8%
600866.SH	星湖科技	6.9	8.6	25%	-1.6	0.4	-127%
600872.SH	中炬高新	36.1	41.7	15%	4.5	6.1	34%
600873.SH	梅花生物	111.3	126.5	14%	11.7	10.0	-15%
600929.SH	湖南盐业	22.0	23.0	4%	1.6	1.4	-11%
603020.SH	爱普股份	23.2	25.0	8%	1.4	1.1	-24%
603027.SH	千禾味业	9.5	10.7	12%	1.4	2.4	67%
603288.SH	海天味业	145.8	170.3	17%	35.3	43.6	24%
603696.SH	安记食品	2.5	3.4	34%	0.4	0.4	-4%
	<b>合计</b>	<b>531</b>	<b>588</b>	<b>11%</b>	<b>77</b>	<b>86</b>	<b>12%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

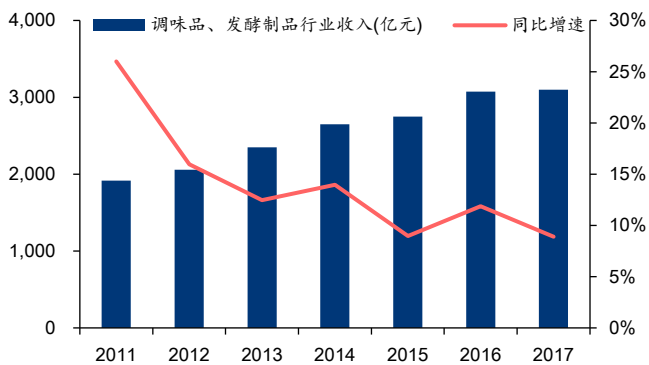
**图表16: 调味品行业 19Q1 收入增长 9%，净利润增长 17%**

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比
000639.SZ	西王食品	13.6	13.8	2%	0.8	0.9	9%
002495.SZ	佳隆股份	0.9	0.8	-7%	0.1	0.1	-26%
002568.SZ	百润股份	2.5	2.8	15%	0.3	0.4	66%
002650.SZ	加加食品	5.3	5.5	4%	0.5	0.6	2%
300138.SZ	晨光生物	6.4	7.1	12%	0.5	0.5	2%
300741.SZ	华宝股份	4.9	4.4	-10%	2.8	2.9	6%
600186.SH	莲花健康	4.3	3.8	-12%	-0.3	-0.4	37%
600305.SH	恒顺醋业	4.0	4.6	15%	0.6	0.7	22%
600866.SH	星湖科技	2.3	3.0	29%	0.1	0.4	367%
600872.SH	中炬高新	11.5	12.3	7%	1.7	1.9	12%
600873.SH	梅花生物	32.1	33.4	4%	2.5	3.4	38%
600929.SH	湖南盐业	5.0	5.4	9%	0.5	0.4	-9%
603020.SH	爱普股份	6.3	6.2	-2%	0.3	0.3	11%
603027.SH	千禾味业	2.5	2.9	18%	1.1	0.5	-54%
603288.SH	海天味业	46.9	54.9	17%	12.0	14.8	23%
603696.SH	安记食品	0.7	1.2	71%	0.1	0.1	22%
	<b>合计</b>	<b>149</b>	<b>162</b>	<b>9%</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>17%</b>

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

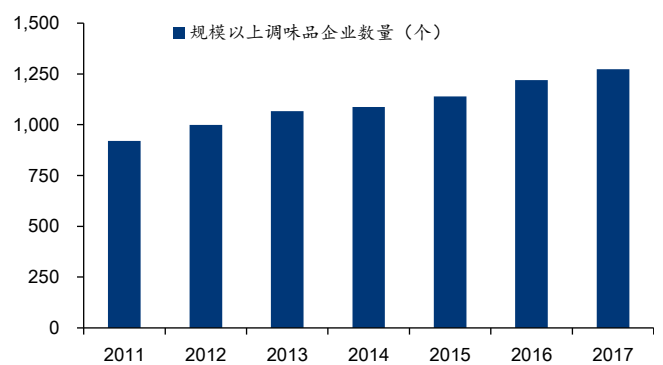
调味品行业仍然处在较快增长的发展态势中。根据国家统计局的已更新数据, 2017 年调味品、发酵制品行业(包括味精、酱醋行业和其他调味品及发酵制品)收入达到 3097.40 亿元, 同比增加 8.9%; 规模以上的调味品、发酵制品企业数量达到 1274 家, 同比增加 4%。调味品行业 2011~2017 年收入的复合增速约为 12%, 在食品饮料行业众多的细分领域中增速靠前。

**图表17: 调味品、发酵制品行业收入**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

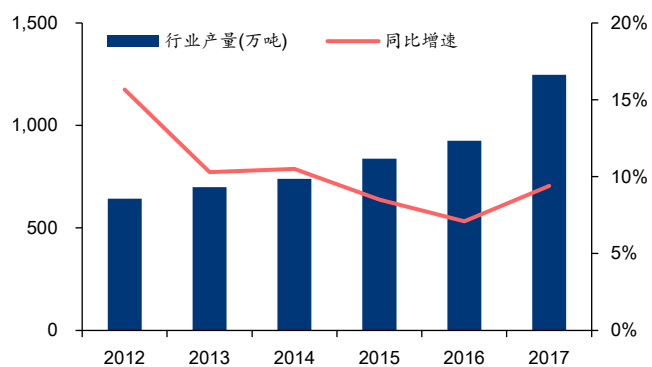
**图表18: 规模以上调味品企业数量**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

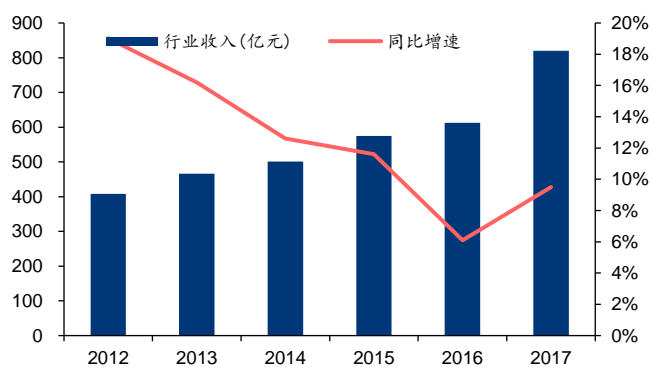
调味品行业集中度较低。2017 年调味品百强企业收入在全行业收入中占比为 26%, 行业集中度较低。根据中国调味品协会的统计数据, 2017 年调味品百强企业的总产量达到 1247.10 万吨, 同比增长 9.4%; 百强企业销售收入达到 820.30 亿元, 同比增长 9.5%。国内百强调味品企业的收入在整个调味品发酵制品制造行业收入占比仅为 26%。当前整个调味品行业的集中度仍然处于相对较低的状态。

**图表19: 2017年调味品百强企业产量1247.1万吨**



资料来源: 中国调味品协会, 华泰证券研究所

**图表20: 2017年调味品百强企业销售收入820.3亿元**



资料来源: 中国调味品协会, 华泰证券研究所

## 乳制品行业：生鲜乳价格步入上行周期，费用压力有所改善

根据 Wind 的统计，乳制品行业 18 年实现收入 1226 亿元，同比增长 12%；19Q1 收入同比增长 15%，收入增速环比提高 1.35 个百分点。

乳制品行业 18 年实现净利润 69 亿元，同比增长 8%；19Q1 实现净利润 26 亿元，同比增长 11%。乳制品行业主要公司中的光明乳业和三元股份的盈利状况在 18Q3 出现较大幅度的恶化，18Q4 及 19Q1 以来盈利情况有所好转。

图表21： 乳制品行业 18 年全年收入增长 12%，净利增长 8%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		17 年报	18 年报	同比	17 年报	18 年报	同比
600887.SH	伊利股份	680.6	795.5	17%	60.0	64.4	7%
600597.SH	光明乳业	216.7	209.9	-3%	6.2	3.4	-45%
600429.SH	三元股份	61.2	74.6	22%	0.8	1.8	137%
002570.SZ	*ST 因美	26.6	24.9	-6%	-10.6	0.4	-104%
002329.SZ	皇氏集团	23.7	23.4	-1%	0.6	-6.2	-1186%
002732.SZ	燕塘乳业	12.4	13.0	5%	1.2	0.4	-65%
600419.SH	天润乳业	12.4	14.6	18%	1.0	1.1	15%
002770.SZ	科迪乳业	12.4	12.9	4%	1.3	1.3	2%
002910.SZ	庄园牧场	6.3	6.6	5%	0.7	0.6	-7%
002719.SZ	麦趣尔	5.8	6.0	4%	0.2	-1.5	-918%
603711.SH	香飘飘	26.4	32.5	23%	2.7	3.1	18%
600882.SH	广泽股份	9.8	12.3	25%	0.0	0.1	149%
	<b>合计</b>	<b>1,094</b>	<b>1,226</b>	<b>12%</b>	<b>64</b>	<b>69</b>	<b>8%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

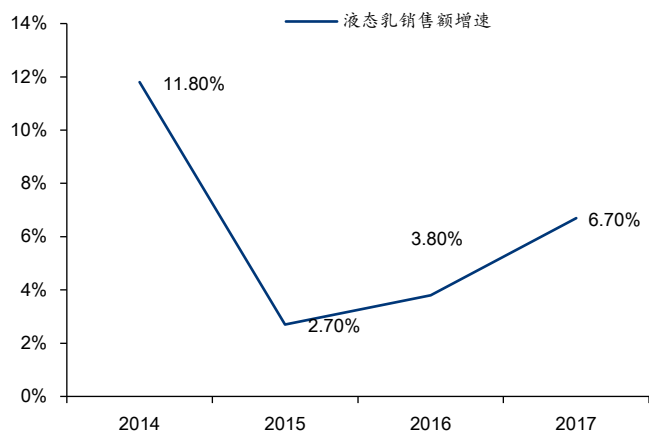
图表22： 乳制品行业 19Q1 收入增长 15%，净利润增长 11%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比
600887.SH	伊利股份	197.5	231.3	17%	21.0	22.8	8%
600597.SH	光明乳业	51.0	54.5	7%	1.3	1.4	6%
600429.SH	三元股份	17.5	19.4	11%	0.4	0.5	49%
002570.SZ	*ST 因美	5.4	6.3	16%	0.1	0.1	13%
002329.SZ	皇氏集团	4.5	4.7	4%	0.1	0.1	11%
002732.SZ	燕塘乳业	2.6	2.8	9%	0.1	0.1	15%
600419.SH	天润乳业	3.0	3.5	16%	0.3	0.3	10%
002770.SZ	科迪乳业	2.7	2.9	6%	0.2	0.3	28%
002910.SZ	庄园牧场	1.6	1.9	17%	0.2	0.2	4%
002719.SZ	麦趣尔	1.4	1.4	-1%	0.1	0.0	-62%
603711.SH	香飘飘	6.5	8.4	28%	0.3	0.5	84%
600882.SH	广泽股份	1.9	3.0	58%	-0.2	0.0	-102%
	<b>合计</b>	<b>296</b>	<b>340</b>	<b>15%</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>11%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

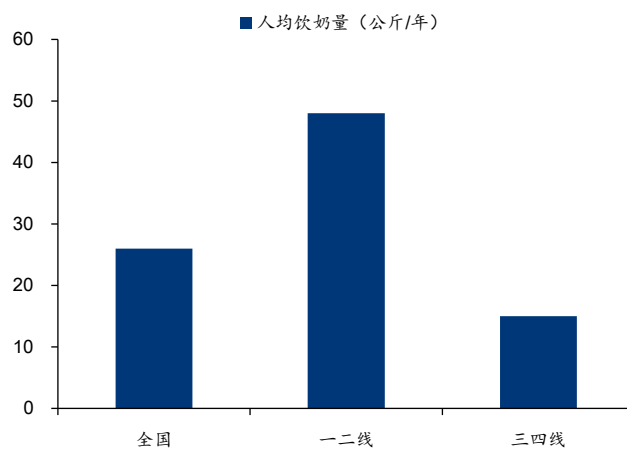
我们预计液态乳的市场需求仍然具有较大的上升空间。2017年中国液态乳销售额的增速为6.7%，与2016年的3.8%相比有较为明显的增长。我们认为本轮乳业消费主要由三四线城市的消费需求拉动，虽然2017年全国人均饮奶量为26公斤/人/年，但是区域之间的不平衡现象仍然存在，其中一二线城市的人均饮奶量为48公斤/人/年，但是三四线城市的人均饮奶量则仅为15公斤/人/年，仍然与平均水平有较大的距离。

图表23： 2014~2017年中国液态乳销售额增速情况



资料来源：尼尔森，华泰证券研究所

图表24： 2017年中国人均饮奶量情况（分城市类别）

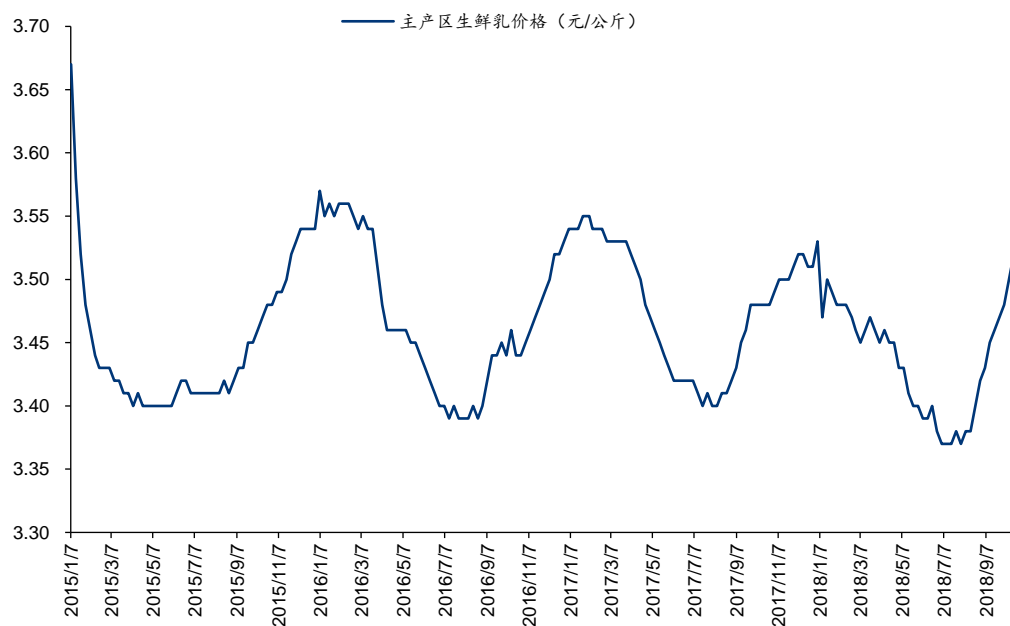


资料来源：乳制品工业协会，华泰证券研究所

生鲜乳价格步入上行周期，对乳制品企业毛利率产生压力，同时费用压力环比下降。由于上游原奶价格在低位徘徊多年，出于经济利益考虑部分奶农逐步退出奶牛养殖市场。与此同时，自2017年下半年开始严格的环保政策也对奶牛的存栏数量产生了负面的影响，国内的生鲜乳供给呈现出了持续收缩的态势。在需求稳定上升，供给收缩的背景下，生鲜乳价格开始出现较为明显的回升。生鲜乳作为乳制品加工企业重要的原材料，价格上涨将对乳制品加工企业的毛利率产生负面影响。进口大包粉的价格受到人民币汇率波动的影响同比也有较为明显的上升。

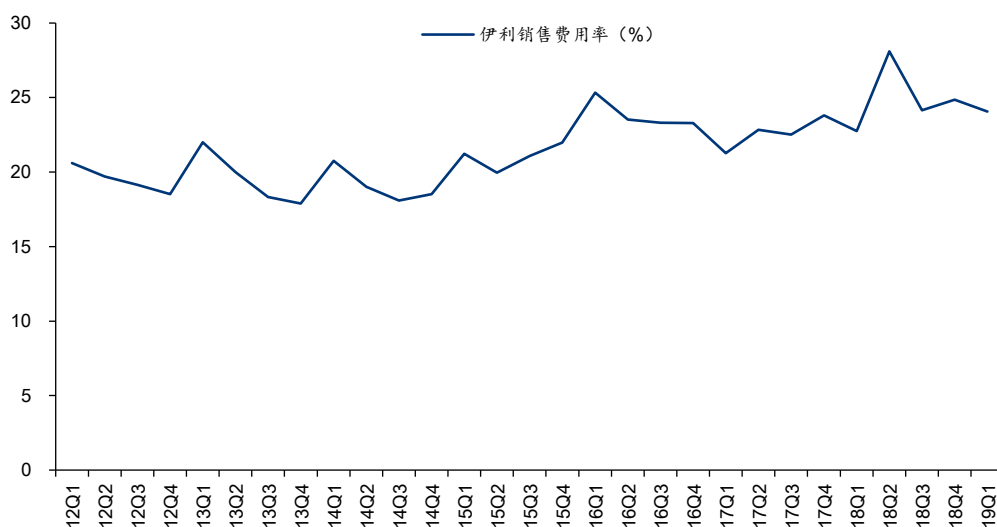
此外，19年主流乳企的费用压力与18年相比有所下降。由于18H1一方面蒙牛和伊利在线上终端加大产品的促销折扣力度，另一方面蒙牛赞助2018年世界杯加大了线上广告费用投放后伊利跟进，导致18H1费用压力有较大的增加。进入18Q3后有边际改善的趋势，19Q1伊利股份销售费用率为24.07%，与18Q4相比环比下降0.78pct。

**图表25： 生鲜乳价格在进入 18Q3 后呈现上升趋势**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表26： 19Q1 伊利股份销售费用率环比下降 0.78pct**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 肉制品：非洲猪瘟存在一定程度影响

根据 Wind 的统计，12 家肉制品上市公司 18 年实现收入 1033 亿元，同比增长 4%，实现净利润 68 亿元，同比增长 13%，成本红利开始显现。肉制品行业 19Q1 实现收入 271 亿元，同比增长 6%。19Q1 实现净利 19 亿元，同比增长 16%，相较 18Q4 环比提高 3pct。

图表27：肉制品行业 18 年全年收入增长 4%，净利增长 13%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		17 年报	18 年报	同比	17 年报	18 年报	同比
000895.SZ	双汇发展	506	489	-3%	43	49	14%
600073.SH	上海梅林	222	222	0%	3	3	9%
002726.SZ	龙大肉食	66	88	34%	2	2	-6%
002840.SZ	华统股份	47	51	9%	1	2	27%
603517.SH	绝味食品	39	44	13%	5	6	28%
603345.SH	安井食品	35	43	22%	2	3	34%
002696.SZ	百洋股份	24	31	31%	1	1	-50%
002695.SZ	煌上煌	15	19	28%	1	2	23%
002330.SZ	得利斯	16	20	25%	0	0	8%
002702.SZ	海欣食品	10	11	18%	0	0	-228%
603536.SH	惠发股份	9	10	11%	1	0	-25%
002515.SZ	金字火腿	4	4	15%	1	0	-108%
	<b>合计</b>	<b>992</b>	<b>1,033</b>	<b>4%</b>	<b>60</b>	<b>68</b>	<b>13%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28：肉制品行业 19Q1 收入增长 6%，净利增长 16%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比
000895.SZ	双汇发展	121	120	-1%	10.6	12.8	20%
600073.SH	上海梅林	62.6	65.1	4%	1.7	1.8	10%
002726.SZ	龙大肉食	18.4	27.3	49%	0.8	0.8	2%
002840.SZ	华统股份	12.7	13.4	6%	0.5	0.5	1%
603517.SH	绝味食品	9.6	11.5	20%	1.5	1.8	20%
603345.SH	安井食品	9.6	11.0	15%	0.5	0.6	20%
002696.SZ	百洋股份	5.1	5.5	9%	0.1	0.1	-46%
002695.SZ	煌上煌	4.1	5.0	20%	0.5	0.6	27%
002330.SZ	得利斯	5.7	6.5	15%	0.1	0.1	51%
002702.SZ	海欣食品	2.6	3.1	19%	0.1	0.1	6%
603536.SH	惠发股份	1.9	1.6	-17%	0.0	-0.2	-1296%
002515.SZ	金字火腿	1.4	0.9	-32%	0.2	0.3	69%
	<b>合计</b>	<b>254</b>	<b>271</b>	<b>6%</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>16%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

非洲猪瘟的直接影响：导致双汇郑州停产 6 周。根据公司公告（编号：2018-32，日期：2018/8/17），由于受到非洲猪瘟疫情的影响，2018 年 8 月 16 日郑州双汇食品有限公司屠宰场被郑州市政府划定为疫点并实施封锁，封锁时期为 6 周。双汇在郑州周边的屠宰和肉制品产能布局能够较好的承接郑州双汇的生产任务，因此本次屠宰场的封锁并没有对双汇的正常生产及供应产生重大的影响。

非洲猪瘟的间接影响：生猪的运输限制影响屠宰和肉制品业务。为了避免非洲猪瘟在地区之间的传播，农业农村部要求限制已经有疫情发生省份的生猪运输，因为中国各个省份之间的生猪的供给和需求存在不平衡的情况，因此全国布局屠宰和肉制品产能的双汇发展的正常经营受到了一定程度的影响。



## 葡萄酒行业：产品和渠道端调整仍在持续

根据 Wind 的统计，5 家葡萄酒上市公司 18 年实现收入 75 亿元，同比上升 3%。18 年实现净利润 10 亿元，同比下降 6%。葡萄酒行业 19Q1 实现收入 24 亿元，同比下降 8%；实现净利 5 亿元，同比上升 1%。我们认为进口葡萄酒对国产葡萄酒的冲击仍然在进行中，国产葡萄酒企业在产品端和渠道端的调整仍然在继续。

图表29：葡萄酒行业 18 年收入上升 3%，净利下降 6%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		17 年报	18 年报	同比	17 年报	18 年报	同比
000869.SZ	张裕 A	49	51	4%	10	10	1%
600084.SH	中葡股份	4	3	-15%	-1	-2	75%
600365.SH	通葡股份	9	10	9%	0	0	-31%
600543.SH	莫高股份	2	2	2%	0	0	13%
603779.SH	威龙股份	8	8	-5%	1	1	-19%
	<b>合计</b>	<b>73</b>	<b>75</b>	<b>3%</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>-6%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：葡萄酒行业 19Q1 收入下降 8%，净利上升 1%

股票代码	股票简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比
000869.SZ	张裕 A	18.0	16.7	-8%	4.8	4.6	-5%
600084.SH	中葡股份	1.0	0.6	-42%	-0.3	0.1	-122%
600365.SH	通葡股份	4.0	3.9	-2%	0.0	0.0	-51%
600543.SH	莫高股份	0.7	0.6	-17%	0.1	0.1	-14%
603779.SH	威龙股份	2.2	2.2	-4%	0.2	0.2	-17%
	<b>合计</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>-8%</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>1%</b>

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 重要公司 18 年年报及 19 年一季报点评

### 青岛啤酒：销量增长超预期，高端增长强劲

青岛啤酒发布 2019 年一季度报告，一季度公司实现营业收入 79.51 亿元，同比增长 11.38%；实现归母净利润 8.08 亿元，同比增长 21.04%；实现扣非后归母净利润 7.18 亿元，同比增长 26.73%，一季度公司收入实现超预期增长。

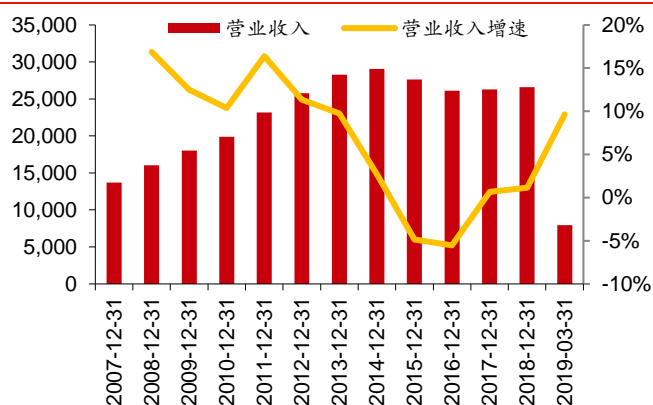
19 年公司经营计划提出将力争达成销量实现高于国内啤酒行业平均增长率的目标。根据国家统计局公布的数据，2019Q1 啤酒行业实现产量 846.7 万千升，同比增长 3%。19Q1 青岛啤酒销量增速达到 6.6%，圆满实现了高于行业增速的销量增长，一季度成为了 15 年以来公司单季销量增速最高的一个季度，销量增速超预期是使得公司收入增长超预期的主要原因之一。

一季度公司啤酒产品吨价受益于 18 年以来的直接提价以及产品结构的持续提升，较去年同期增长 4.38%，达到 3671 元。分产品来看，高端奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒实现销量 58.8 万千升，同比增长 10.5%；青岛经典等主品牌中档产品实现销量 58.7 万千升，同比增长 6.7%；崂山等其他低端产品实现销量 99.1 万千升，同比增长 4.3%。19Q1 高中低端产品销量分别占比 27.1%、27.1%和 46%，高端产品占比较 18 年末环比提升 5.57 个百分点，高端销量与中端基本相当，产品结构显著提升。

报告期公司净利率达到 10.2%，较去年同期提高 0.81 pct，盈利能力持续改善。2019Q1 公司毛利率为 39.66%，同比增加 0.51 pct，虽然由于包装材料价格上涨，Q1 单吨营业成本较去年同期提高 3.51%，但提价效应显现，毛利率仍有所提高。一季度公司加大品牌宣传力度，销售费用率为 17.5%，较去年同期提高 0.77 个百分点。

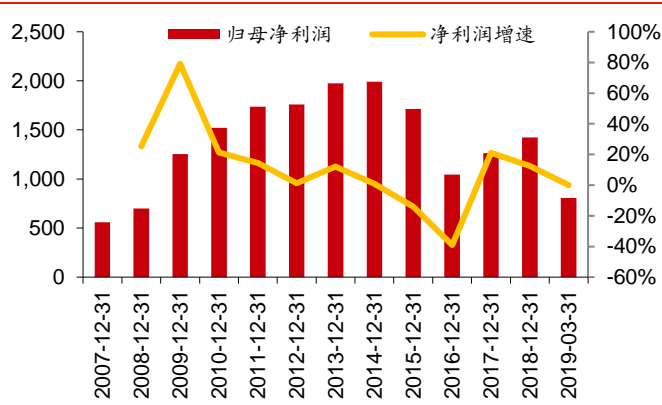
啤酒企业今年将有望受益于 4 月以来增值税降税措施的实施。青岛啤酒具备较强的品牌影响力，受益于行业产品结构加速升级，未来公司有望继续进行产能优化，提高盈利能力。

图表31： 2007-2019Q1 青岛啤酒营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32： 2007-2019Q1 青岛啤酒归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 重庆啤酒：盈利能力提升，主销区加速成长

重庆啤酒公布 2019 年一季度报告，报告期实现营业收入 8.33 亿元，同比增长 2.53%；实现归母净利润 8568 万元，同比增长 13.39%；实现扣非后归母净利润 8120 万元，同比增长 71.36%，经营业绩符合预期。

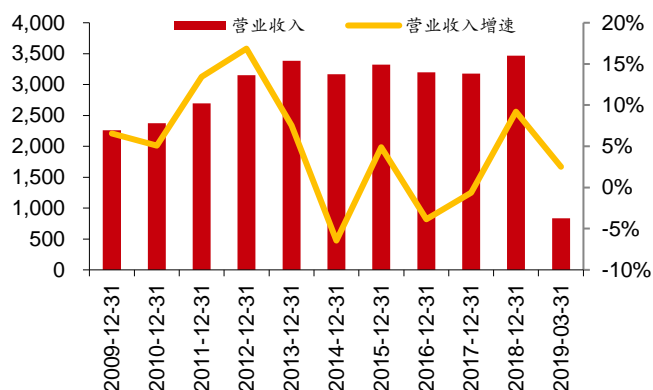
2019 年一季度公司实现销量 22.49 万千升，同比增加 5.04%，委托加工量与去年同期基本持平，主销区优势继续扩大。根据国家统计局公布的数据，2019Q1 啤酒行业实现产量 846.7 万千升，同比增长 3%。一季度行业销量增长较好，且重啤实现了高于行业增速的

销量增长。2019年公司计划实现啤酒产销量95.00万千升,实现税后净收入32.50亿元。在“扬帆22”战略指导下将继续瞄准重点大城市进行市场开拓,大城市试点在市场孕育期有望取得较好增长。

由于税务部门要求,2018Q1开始公司将已收取1年以上的包装物押金由应付账款结转为收入,18Q1该部分收入约为5000万元,19Q1约为300-400万元。剔除上述收入结转的影响,公司一季度啤酒吨价增长约4%。2019年公司核心工作仍是加速推进产品高端化战略,在继续保持嘉士伯、重庆纯生在餐饮渠道高速增长的同时,通过中高档的醇国宾上市,加速重庆品牌产品高端化进程。此外,公司将持续提升非现饮渠道听装产品关键品项铺市及陈列、生动化的执行,提高高档听装的分销覆盖。我们预计今年公司啤酒产品吨价仍将继续提升。

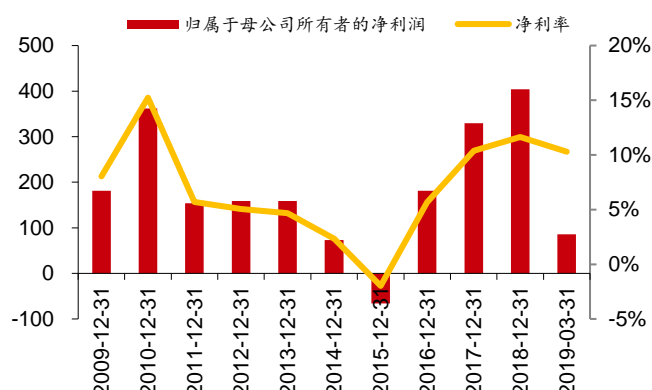
2019Q1公司净利率为10.3%,比去年同期提高0.98个百分点。一季度公司成本实现良好管控,吨酒成本为2320元,同比减少5.93%,且一季度产品结构继续提升,两者共同影响下Q1毛利率达到37.4%,同比提高2.36个百分点。一季度公司销售费用率为10.5%,同比减少0.26个百分点;管理费用率为6.2%,同比减少0.5个百分点,费用投放更加精益化、运营管理效率继续提升。Q1所得税税率为12.6%,较去年同期提高7.02 pct,主要系去年同期处置非流动资产,递延所得税资产得以抵扣,所得税税率基数较低所致。一季度公司新品铺市顺利进行,产品高端化有望继续为公司贡献业绩。

图表33: 2009-2019Q1 重庆啤酒营业收入及增速 (百万元)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表34: 2009-2019Q1 重庆啤酒归母净利润及净利率 (百万元)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

### 香飘飘: 收入弹性和渠道协同开始显现

香飘飘于4月19日公布2019年一季报。19Q1实现营业收入8.37亿元,同比增长28.26%。实现归属于上市公司股东的净利润0.52亿元,同比增长83.61%。实现归属于上市公司股东的扣非净利润0.50亿元,同比增长195.84%。公司的收入符合我们此前的预期,利润超过我们此前的预期。

被寄予厚望的新品果汁茶19Q1实现收入1.71亿元,季度环比增加18%。果汁茶自2018年7月份推出之后,在产能存在较大瓶颈的背景之下,18Q4和19Q1分别实现1.45亿元和1.71亿元的销售收入,表现优异。我们认为伴随2019年年内广东生产线和天津生产线的陆续投产,以及果汁茶消费旺季Q2和Q3的到来,果汁茶有望保持持续放量的发展态势,进而正面影响香飘飘2019年的销售收入和利润增速。

果汁茶的消费旺季和香飘飘传统的冲泡奶茶刚好相反,这有利于公司渠道网络的拓展和与经销商关系的深化。19Q1冲泡类产品实现6.23亿销售收入,同比增长6.56%。从价的维度看,公司在2018年5月份针对好料系列的产品提价给19Q1冲泡类产品的收入增长带来正面影响。从量的维度看,果汁茶与冲泡类产品的渠道协同拉动冲泡类产品的销量重回增长轨道。我们认为冲泡类产品将借助果汁茶的带动突破发展瓶颈期。

在新品果汁茶放量的阶段,我们认为香飘飘的核心问题是收入增速而非利润表现。由于冲

泡类产品的季节性明显，香飘飘历史上季度间的费用率水平和利润率水平差异相对较大，进入 19Q2 和 19Q3 后果汁茶进入旺季收入有望持续增长，但是考虑到当前公司对果汁茶的战略定位，相应的费用投放也有望加大。我们看好公司 19Q2 在低基数背景下的收入弹性。

### 元祖股份：睡眠卡结转收入，年礼新品高增长

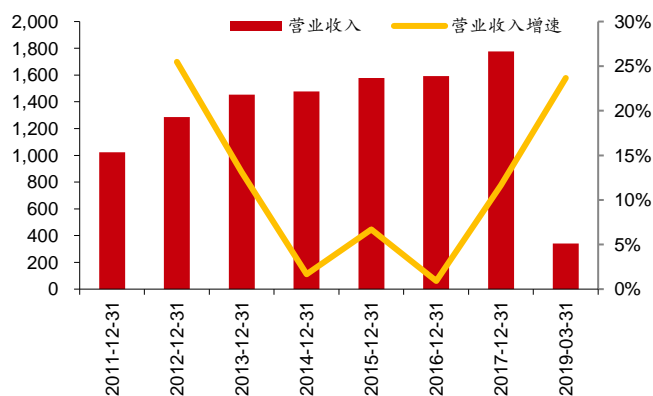
元祖股份 2019 年一季度实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 23.69%；实现归母净利润-682 万元，同比减亏 2067 万元。19Q1 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.14 亿元，同比增长 33.76%，一季度公司实现超预期增长。

自 2019 年 1 月 1 日，公司会计政策变更为：对于预付储值卡，在消费者未来行使提领权利的可能性极低时，公司将极可能最终不会被提领的相关预收账款部分由预收账款转入营业收入（原会计处理为列报在预收款中，不予结转）。变更后 19Q1/18 年/17 年/16 年及以前营业收入分别增加 2672 万元/1431 万元/1533 万元/2605 万元；净利润分别增加 2226 万元/1217 万元/1327 万元/2144 万元。若不考虑会计政策变更，公司 19Q1 营业收入增长 15.1%，归母净利润同比减亏 75 万元。

分产品来看，19Q1 公司蛋糕/中西糕点/水果分别实现营业收入 1.53 亿元/1.33 亿元/0.19 亿元，分别较上年增长 11.00%/20.26%/15.69%，合计实现收入 3.12 亿元，同比增长 15.02%。19 年春节期间公司推出 6-7 款年礼节令新品，Q1 中西糕点实现较高增长，表明年礼新品对收入增长有较为明显贡献。此外，由于公司蛋糕产品上轮提价时间在 2016 年，根据渠道调研，目前公司蛋糕产品定价已低于同类竞品，我们预计 2019 年公司有望对蛋糕产品进行 10-20%左右的提价，预计提价将对蛋糕产品收入增速有所贡献。

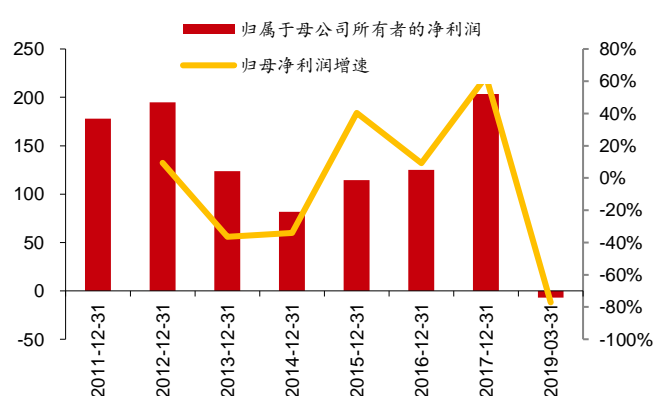
2019 年一季度，不考虑会计政策变更的影响，公司净利率为-9.26%，较去年同期提高 1.67 个百分点，净利率水平明显改善。其中，19Q1 毛利率为 62.3%，较去年同期提高 1.79 pct；销售费用率为 63.6%，同比提高 0.1 pct，主要是由于加大广告费用投放的力度及用人费用的增加所致；管理费用率为 8.1%，剔除研发费用单独列示的影响，同比下降 0.6pct；毛利率提高为净利率提升的主要原因。

图表 35：2011-2019Q1 元祖股份营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 36：2011-2019Q1 元祖股份归母净利润及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 海天味业：业绩稳健增长，景气度持续

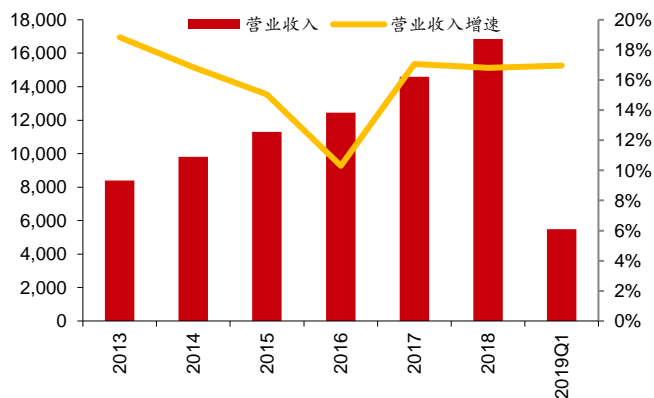
海天味业发布 2019 年一季报，2019Q1 公司实现营业收入 54.90 亿元，同比增长 16.95%；实现归母净利润 14.77 亿元，同比增长 22.8%；实现扣非后归母净利润 13.97 亿元，同比增长 21.46%，经营业绩符合预期。公司作为调味品龙头企业，经营保持稳健向好。

分产品来看，2019年一季度公司酱油收入32.93亿元，同比增长14.68%；蚝油收入9.24亿元，同比增长24.63%；调味酱收入7.20亿元，同比增长6.13%。报告期内，公司酱油产品继续保持稳健增长。对于蚝油产品，公司继续扩大蚝油领先优势，有效抓住蚝油全国化和居民消费的发展机会，成功扩展大单品品类集群。对于调味酱产品，公司为夯实酱类产品的后续发展基础，对其进行结构及规格的优化，加大力度对酱类市场渠道进行调整，为后续发展积蓄力量。

分渠道来看，2019Q1东部/南部/中部/北部/西部地区分别实现收入11.34亿元/10.95亿元/10.84亿元/13.68亿元/6.13亿元，分别同比增长17.11%/11.13%/20.16%/10.27%/26.39%。报告期内，公司共净新增182家经销商，其中东部/南部/中部/北部/西部地区分别净增加25家/28家/47家/45家/37家经销商。19Q1公司渠道扩张稳步推进，中西部地区由于基数较小发展速度较快，未来公司区域发展将更加均衡。

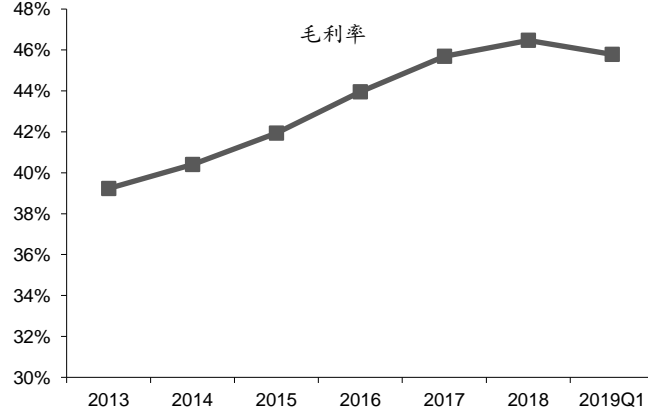
2019Q1公司净利率达到26.9%，较去年同期继续提升1.28个百分点；其中，毛利率为45.78%，同比略降0.93个百分点，销售费用率为12%，同比下降1.15个百分点，管理费用率为1.2%，剔除研发费用单独列示的影响，下降0.19个百分点，费用率下降是一季度净利率提升的主要原因。2019年全年我们预计公司仍将维持较大的市场营销投入，聚焦头部品牌资源投放，通过在主流卫视平台头部综艺及主流网综平台头部IP的赞助投放，持续推进品牌传播。

图表37：2013-2019Q1海天味业营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38：2013-2019Q1海天味业毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 中炬高新：终端需求良好，机制有望改善

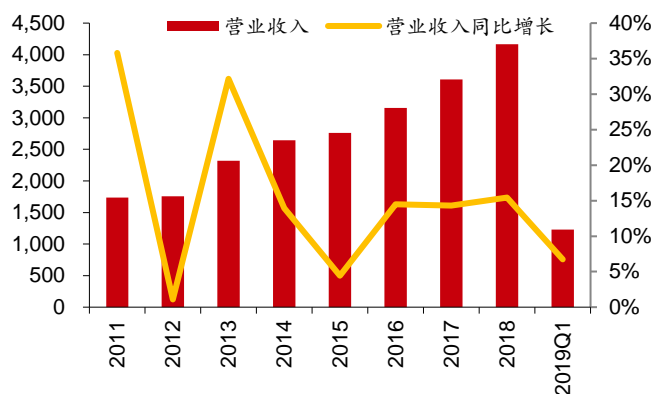
中炬高新公布2019年一季度报告，实现营业收入12.31亿元，同比增长6.72%；实现归母净利润1.89亿元，同比增长11.53%。2019Q1美味鲜实现收入11.67亿元，同比增长15.31%；实现归母净利润1.86亿元，同比增长33.93%，调味品收入增速符合预期，利润增速超预期。由于去年同期公司本部出售物业导致非调味品业务收入基数较高，一季度公司本部收入1725万元，同比减少1.02亿元。Q1中汇合创公司收入2362万元，同比增加2321万元。

一季度合并报表净利率达到15.4%，较去年同期提高0.66个百分点，其中美味鲜公司净利率达到15.9%，较去年同期提升2.21个百分点，有较为明显的提升。Q1美味鲜公司毛利率基本与去年同期持平，净利率提升主要由费用率下降贡献，期间费用率较去年同期下降2个百分点，销售费用率与管理费用率分别下降1个百分点。报告期公司本部及美味鲜薪酬支出减少使得管理费用金额较去年同期减少9.14%，费用投放更加精益化，运营效率持续提升。

分产品来看，2019Q1 公司酱油/鸡精鸡粉/酱类/蚝油/醋/料酒/腐乳/食用油分别实现营业收入 7.48 亿元/1.38 亿元/4240 万元/5297 万元/2154 万元/2509 万元/951 万元/1.15 亿元，较 2018 年一季度分别同比增长 10.03%/25.14%/12.66%/66.45%/19.09%/90.24%/-1.34%/16.09%。2019Q1 公司酱油保持稳健增长，蚝油产品是调味品行业发展最快的品类之一，中炬高新蚝油产品延续了 18 年以来的高增长态势，未来发展空间可期。

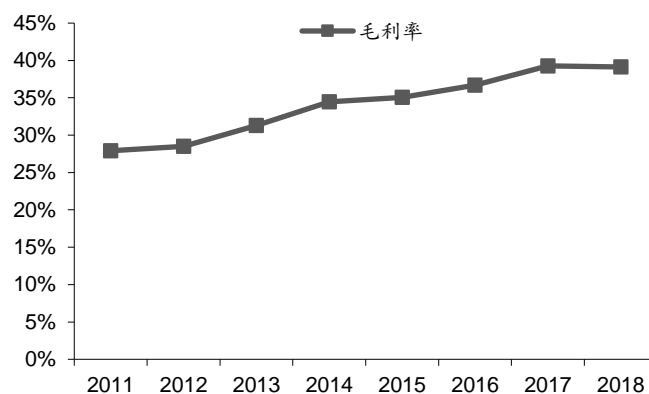
2018 年公司已开发 260 个地级市，拥有 864 个经销商，19 年计划经销商数量达到 1000 家。一季度末公司经销商数量为 907 个，报告期内净增加 44 个。其中东部/南部/中西部/北部地区经销商数量分别增加 3 个/2 个/22 个/17 个，营业收入分别同比增长 12.81%/11.30%/25.62%/19.46%，中西部及北部地区收入基数较小，发展速度较快，区域发展更加均衡。

图表39： 2011-2019Q1 中炬高新营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 2011-2019Q1 中炬高新毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 恒顺醋业：收入加速增长，运营效率提升

恒顺醋业发布 2019 年一季报。公司 19Q1 实现营业收入 4.60 亿元，同比增长 15.15%。实现归属于上市公司股东的净利润 0.72 亿元，同比增长 21.66%。实现归属于上市公司股东的扣非后净利润 0.62 亿元，同比增长 25.46%。

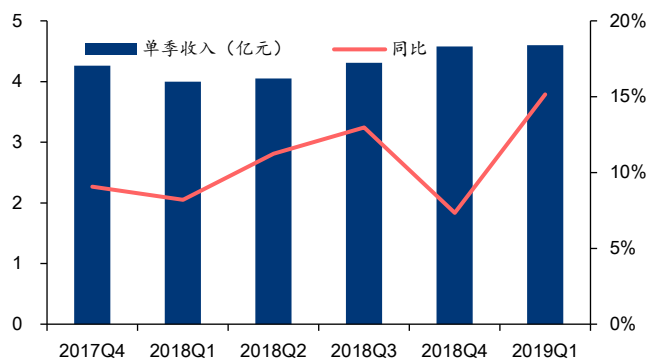
根据公司公告，恒顺醋业自 2019 年 1 月 1 日起对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等五个品种的产品进行出厂价格调整，涉及的产品 2018 年收入合计 2.36 亿元，调价的平均幅度为 12.96%。产品提价直接对 19Q1 的收入增长产生正面影响，恒顺醋业 19Q1 的收入增速为 15.15%，明显高于 2018 年的 9.87%。

恒顺醋业的料酒业务 19Q1 实现销售收入 6336.56 万元，在公司总收入中占比达到 14%，相较 2018 年的 11% 上升 3pct。我们认为料酒将有望成为公司继食醋之后的又一主力品类。料酒市场当前增长速度较快，但是市场集中度较低，恒顺当前采取的份额优先策略虽然给公司的短期毛利率带来一定的压力，但是有助于公司在较短时间内获得较高的市场份额，在细分领域占据主导地位，中长期提升了公司的发展潜力。

毛利率水平的上升是恒顺醋业净利增速快于收入增速的重要原因。恒顺醋业 19Q1 毛利率为 43.77%，同比上升 3.53pct，主要驱动力为核心产品提价和公司产品组合的优化。但是费用压力同比有所增加，19Q1 销售费用率为 16.36%，同比上升 1.27pct。管理+研发费用率为 9.30%，同比上升 1.29pct。

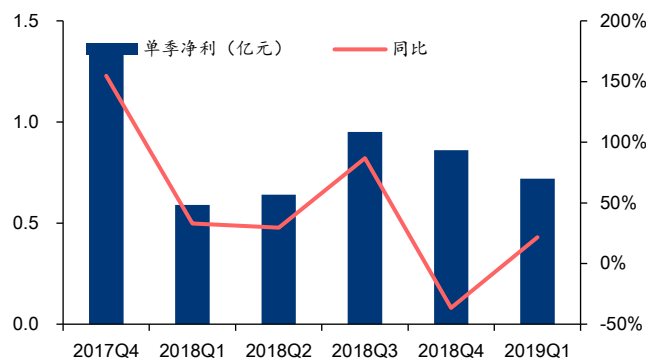
我们认为 2019 年初公司的产品提价以及产品组合的优化将给恒顺醋业带来较大的利润弹性。

图表41: 恒顺醋业单季收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表42: 恒顺醋业单季净利情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 晨光生物: 坚持份额优先策略, 短期承压

晨光生物3月26日发布年报, 2018年实现营业收入30.63亿元, 同比增加10.51%。实现归属于上市公司股东的净利润1.45亿元, 同比增加1.72%。归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润为1.21亿元, 同比增加5.34%。由于公司的费用压力加大, 公司2018年的业绩低于我们此前的预期。

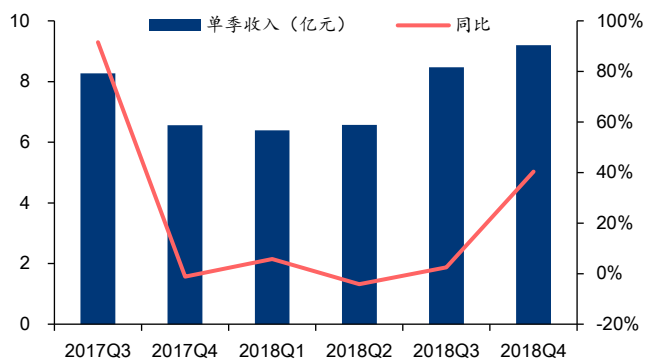
公司主导产品辣椒红的2018年销售量达到5500吨, 同比增长32%; 饲料级叶黄素销量达到3.2亿克, 同比增长34%, 市场份额进一步提升; 花椒提取物销售额达到1亿元, 同比增长67%。潜力品种的放量也较为明显, 番茄红素2018年的销量达到200万克, 同比增长280%。客户拓展方面, 公司2018年先后与广东仙乐、美国NBTY等知名终端用户达成了战略合作, 扩大了公司下游保健品生产商类型的客户群体。

公司2018年毛利率为14.29%, 同比上升1.46pct, 费用压力的加大是业绩低于预期的主要原因。2018年的销售费用同比增长48.26%, 管理费用同比增长37.80%, 财务费用同比增长32.61%, 均远高于收入增速。其中销售费用的增长主要是产品销量增长带来的发货费增长所致; 管理费用的增长则主要是公司推出的绩效考核薪酬机制所致; 财务费用的增长主要是贷款规模上升带来的利息支出增加所致。

以辣椒和万寿菊为代表的农副产品的价格波动会给公司的经营带来风险, 因此晨光持续加强原料种植基地建设。公司陆续在新疆喀什、云南腾冲和印度布局了原材料基地, 同时采购方式上也推陈出新, 在传统的采购方式之外实行“农户+政府+企业”模式进行原材料种植和收购, 并创新实施了按含量收购模式, 提升原材料品质的同时改善种植户的盈利能力。

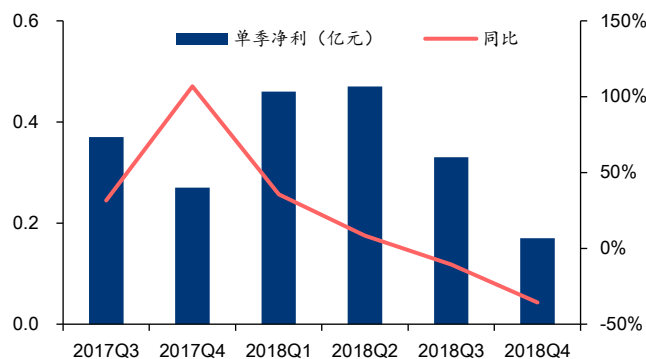
中长期看好晨光在植提行业中话语权的增强。就行业地位而言, 我们认为晨光当前的市场份额策略中长期将加强公司的份额和竞争优势。就产品而言, 在传统的辣椒红和叶黄素持续增长的情况下, 花椒提取物和番茄红素有望成为新的增长点。

图表43: 晨光生物单季收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表44: 晨光生物单季净利及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 光明乳业: 竞争加剧负面影响收入增长和费用率

光明乳业公布 2019 年一季报。公司 19Q1 实现营业收入 54.52 亿元, 同比增长 5.51%。实现归属于上市公司股东的净利润 1.41 亿元, 同比增长 4.03%。实现归属于上市公司股东的扣非后净利润 1.71 亿元, 同比增长 24.52%。公司业绩基本符合我们此前的预期。

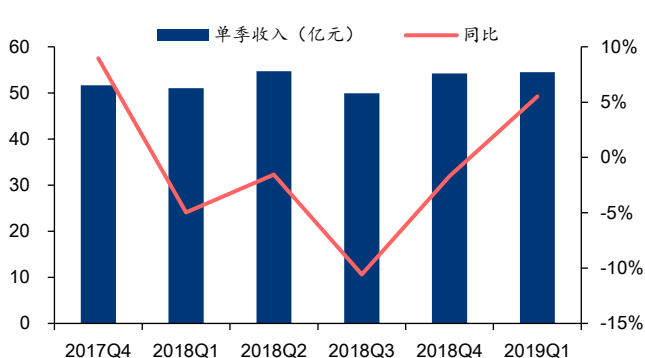
光明乳业 19Q1 液态奶实现收入 30.56 亿元, 同比增长 3.22%。2018 年公司营业收入同比下滑 4.71%, 从产品看液态奶同比下滑 9.66%, 是造成公司收入下滑的主要原因。我们认为公司液态奶的下滑压力在 19Q1 有所缓解, 莫斯利安销售情况的企稳是重要的原因。另外其他乳制品 19Q1 实现收入 17.16 亿元, 同比增长 19.42%。牧业产品 19Q1 实现收入 5.00 亿元, 同比下降 19.33%。

上海作为光明乳业的核心市场, 19Q1 实现收入 13.80 亿元, 同比增长 8.86%, 凸显了光明乳业在上海市场的优势地位。同时公司的低温产品在上海区域的销售占比较高, 上海地区的收入增长主要由低温产品的增长拉动。此外外地市场 19Q1 实现收入 28.66 亿元, 同比增长 2.76%。境外市场 19Q1 实现收入 11.70 亿元, 同比增长 7.99%。

由于成本压力上升, 光明乳业 19Q1 毛利率为 32.24%, 同比下降 2.06pct。但是费用投放效率有所提升, 19Q1 销售费用率为 20.92%, 同比下降 3.15pct。管理+研发费用率为 3.53%, 同比增加 0.5pct。我们认为在公司的主力产品液态奶收入企稳回升的背景下, 公司的费用投放效率具有较大的提升空间。

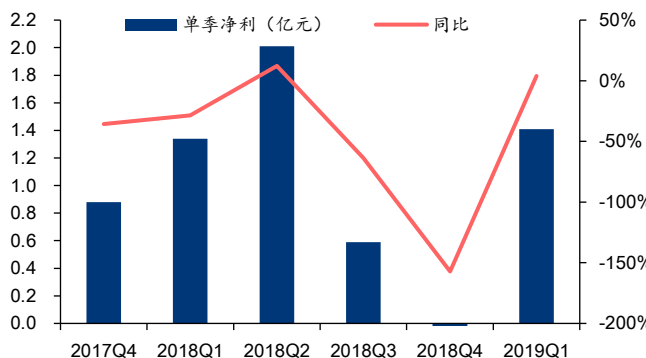
光明乳业持续在低温产品方面加大新品的推广力度, 在中长期看以有格高蛋白牛乳为代表的新品具有较强的满足消费者个性化诉求的能力, 但当前公司的收入和利润将面临一定压力。

图表45: 光明乳业单季收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表46: 光明乳业单季净利情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



## 汤臣倍健：一季度开门红，大单品增长强劲

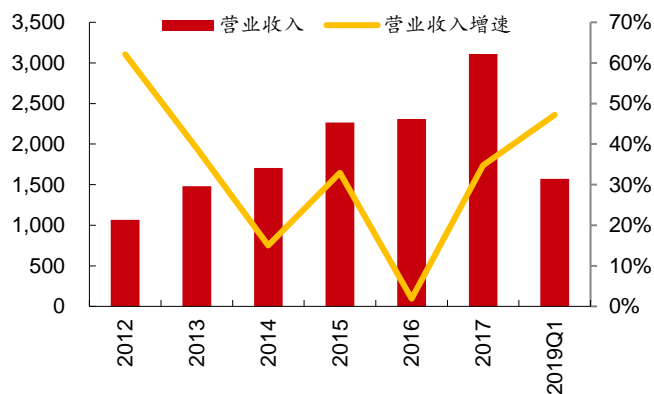
汤臣倍健 2019 年一季度实现营业收入 15.71 亿元，同比增长 47.17%；实现归母净利润 4.97 亿元，同比增长 33.69%；实现扣非后归母净利润 4.89 亿元，同比增长 32.65%，一季度净利润增速接近业绩预告增速上限，收入端实现超预期增长。我们维持对公司的“买入”评级，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.87 元、1.09 元和 1.33 元。

分品牌来看，一季度“汤臣倍健”主品牌营业收入较上年同期增长 29.84%，“健力多”品牌营业收入较上年同期增长 69.48%，19 年一季度健力多大单品及主品牌继续发力增长。Life-Space 作为公司第三个大单品，今年有望投放线下药店及母婴渠道。报告期内，由于《中华人民共和国电子商务法》的实施，部分面对中国消费者的澳洲零售客户受到一定冲击，但从面对澳洲本地销售的终端数据看，Life-Space 终端销售保持较好增长，在中国的主动销售亦呈现良好增长势头。

2018 年公司实施电商品牌化 2.0 战略，为公司赢得新的增长机会。19 年公司将开启电商品牌化 3.0 战略，电商专供品类将启动独立品牌代言体系，我们预计今年后续三个季度线上增速相对一季度有望改善。对于商超和母婴渠道，公司将进一步提升商超销售品种和网点数量，将利用天然博士、Penta-vite、Life-Space 等细分品牌深化母婴渠道布局，实现线上线下多渠道持续发展。

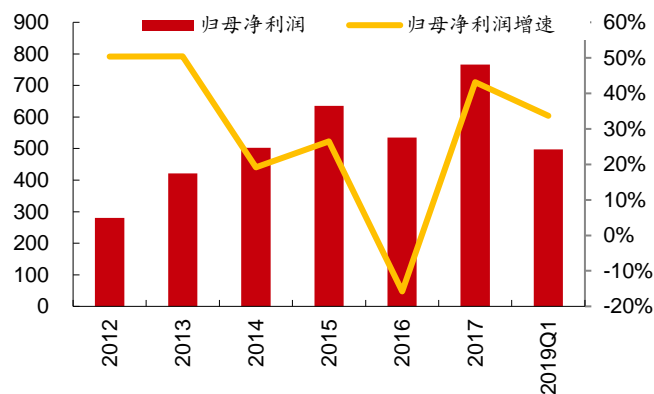
2019 年公司将采取适度激进的市场策略，启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略，稳固主品牌的增长态势。19Q1 公司销售费用率为 19.1%，同比提高 3.5pct，主要为品牌推广费的投入增加以及 LSG 并表影响所致。根据一季度健力多增长情况来看，公司适度加大品牌投入及市场推广力度，高度集中资源夯实品牌力的市场策略成果明显。19Q1 公司毛利率为 67.2%；净利率为 31.66%，同比下降 3.19pct。

图表47： 2012-2019Q1 汤臣倍健营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表48： 2012-2019Q1 汤臣倍健归母净利润及增速（百万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 风险提示

食品饮料行业需求低于预期的风险。如果宏观经济的活跃程度持续低于预期，消费者对未来的收入预期会发生改变，进而影响消费意愿，食品饮料行业的需求可能出现低于预期的风险。

行业竞争激烈程度高于预期的风险。在行业需求疲软的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。

食品安全问题。以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com