



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
伊利股份	600887.SH	30.14	买入
中炬高新	600872.SH	35.07	买入

资料来源：万得，中银国际证券

以2019年5月8日当地货币收市价为标准

非酒食品行业 2018 年报与 2019 年 1 季报综述

整体业绩符合预期，稳健前行

年报收官、季报伊始，非酒食品稳健前行。乳品，龙头延续强势表现，2018年下半年开始竞争趋缓逐步验证中。调味品，行业维持较高景气度，关注新区域拓展提速。肉类加工，低猪价推动2018年利润较快增长，1Q19猪价对利润端影响尚未显现。其他食品，2018年较快增长，1Q19有所放缓。投资建议：重点关注伊利股份，同时建议适当关注中炬高新。

主要观点与投资建议

- **年报收官、季报伊始，非酒食品稳健前行。**非酒食品上市公司稳健增长，2018年营收、净利分别增10%、13%，1Q19分别增10%、12%。
- **乳品，龙头延续强势表现，2018年下半年开始竞争趋缓逐步验证中。**(1) 2018年伊利和蒙牛营收增速继续快于行业水平。根据国家统计局，自2017年以来龙头优势愈发显著。2018年规模以上乳企营收增速10.7%，伊利营收增速16.9%，蒙牛营收增速14.7%。(2) 从毛销差角度看，2018年下半年开始，竞争趋缓逐步验证中。蒙牛2H18毛销差同比提升0.2pct、环比大幅改善，虽然伊利2H18毛销差同比仍降0.8pct，但降幅环比大幅收窄，1Q19伊利毛销差同比持平，显示费用投放未继续加码。
- **调味品，行业维持较高景气度，关注新区域拓展提速。**(1) 2018年行业维持较高景气度，1Q19实现开门红，海天业绩保持稳健较快增长，中炬、恒顺皆超我们预期。根据国家统计局，2018年调味发酵品行业营收、利润总额同比分别增8%、2%，2019年1-2月营收、利润总额同比分别增8%、27%。若剔除非调味品业务及相关一次性收益，根据我们测算，2018年调味品上市公司营收、净利分别增14%、20%，1Q19营收、净利分别增16%、23%。(2) 关注部分调味品企业新区域拓展提速，中炬高新旗下美味鲜1Q19无论是分区域收入，还是净增经销商数量，中西部、北部增长更快；恒顺醋业1Q19区域间表现均衡，皆实现较快增长，且华东以外区域增长更快；无论是2018年还是1Q19，外部区域和电商渠道依然是千禾收入较快增长的核心驱动力。
- **肉类加工，低猪价推动2018年利润较快增长，1Q19猪价对利润端影响尚未显现。**2018年虽然非洲猪瘟爆发，但猪价整体仍处于相对低位，受益于低猪价，2018年肉类加工上市公司归母净利润同比增16%。根据农业农村部，1Q19活猪收购均价13.3元/千克（同比降4%），其中1-2月12.9元/千克（同比降13%），3月14.4元/千克（同比涨21%）。2019年1-2月猪价仍在下降，3月猪价开始明显上行，故1Q19肉类加工公司利润端尚未受到明显影响。对于双汇，肉制品结构转型仍需持续观察，屠宰端，1Q19有效把握春节前猪价偏低及区域价差较大的时机，头均利润创新高，后续可能向常态回归，长期看，公司将受益于非洲猪瘟引发的屠宰集中度提升。
- **其他食品，2018年较快增长，1Q19有所放缓。**以小食品为主的其他食品2018年营收和利润实现较快增长，1Q19有所放缓。2018年其他食品上市公司营收、净利分别同比增16%、19%，营收和利润实现较快增长，1Q19营收、净利分别同比增10%、9%，剔除春节错位影响，联立4Q18和1Q19，营收、净利分别同比增10%、13%，皆显示增长有所放缓。18家上市公司中，联立4Q18和1Q19，营收增速超过20%有5家，分别为汤臣倍健、香飘飘、克明面业、黑芝麻、盐津铺子。
- **投资建议：重点关注伊利股份，同时建议适当关注中炬高新。伊利股份，**公司1Q19费用投放强度同比持平，进一步验证我们此前关于2019年乳品龙头竞争格局改善可期的判断，伊利竞争优势突出，收入可以保持较快增长，未来2年业绩有望持续上调，继续强烈推荐。**中炬高新，**2019年1季报来看，宝能入主之后，美味鲜中西、北部区域拓展加速，合并报表端开启费用挖潜，建议适当关注。
- **风险提示。**行业竞争加剧、原料成本大幅上涨。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者



目录

综述：整体业绩符合预期，稳健前行	5
乳品：2018 年龙头间竞争激烈，1Q19 竞争趋缓逐步验证	6
调味品：行业维持较高景气度，关注新区域拓展提速	11
肉类加工：2018 年利润较快增长，1Q19 猪价影响尚未显现	13
其他食品：2018 年较快增长，1Q19 有所放缓	17
投资建议	18
风险提示	19



图表目录

图表 1. 非酒食品板块营收净利增速	5
图表 2. 乳品上市公司业绩概览	6
图表 3. 线下常温液态奶市场份额	6
图表 4. 线下低温酸奶市场份额	6
图表 5. 乳品行业与上市公司收入增速对比	7
图表 6. 乳品行业与上市公司利润增速对比	7
图表 7. 17 年以来主产区生鲜乳平均价	7
图表 8. 17 年以来高强瓦楞纸市场价	7
图表 9. 2018 年乳品上市公司毛利率对比	8
图表 10. 1Q19 乳品上市公司毛利率对比	8
图表 11. 2018 年销售费用同比增量 (可比口径)	8
图表 12. 伊利与蒙牛在费用投放力度较强的年份利润总额合计占行业比例更高	9
图表 13. 蒙牛分半年度毛销差及同比变动	9
图表 14. 伊利分季度毛销差及同比变动	9
图表 15. 2018 年乳品上市公司销售费用率对比	10
图表 16. 1Q19 乳品上市公司销售费用率对比	10
图表 17. 调味品上市公司业绩概览	11
图表 18. 调味品行业与上市公司收入增速对比	11
图表 19. 调味品行业与上市公司利润增速对比	11
图表 20. 2018 年调味品上市公司毛利率对比	12
图表 21. 1Q19 调味品上市公司毛利率对比	12
图表 22. 2018 年调味品上市公司销售费用率对比	12
图表 23. 1Q19 调味品上市公司销售费用率对比	12
图表 24. 肉类加工上市公司业绩概览	13
图表 25. 2017 年以来国内生猪、仔猪、猪肉价格	13
图表 26. 2017 年以来国内猪粮比	14
图表 27. 肉类加工行业与上市公司收入增速对比	14
图表 28. 肉类加工行业与上市公司利润增速对比	14
图表 29. 2018 年肉类加工上市公司毛利率对比	14
图表 30. 1Q19 肉类加工上市公司毛利率对比	14
图表 31. 2018 年肉类加工上市公司销售费用率对比	15
图表 32. 1Q19 肉类加工上市公司销售费用率对比	15
图表 33. 双汇肉制品收入及同比增速	15



图表 34.1 双汇肉制品销量及同比增速.....	15
图表 35. 双汇单季度生猪屠宰量	16
图表 36. 双汇单季度头均利润.....	16
图表 37. 其他食品上市公司业绩概览	17
附录图表 38. 报告中提及上市公司估值表.....	20



综述：整体业绩符合预期，稳健前行

年报收官、季报伊始，稳健前行。非酒食品上市公司稳健增长，2018 年营收、净利分别增 10%、13%，1Q19 分别增 10%、12%。

乳品，龙头延续强势表现，2018 年下半年开始竞争趋缓逐步验证中。（1）2018 年伊利和蒙牛营收增速继续快于行业水平。根据国家统计局，自 2017 年以来龙头优势愈发显著。2018 年规模以上乳企营收增速 10.7%，伊利营收增速 16.9%，蒙牛营收增速 14.7%。（2）从毛销差角度看，2018 年下半年开始，竞争趋缓逐步验证中。蒙牛 2H18 毛销差同比提升 0.2pct、较 1H18（同比下降 1.1pct）大幅改善。虽然伊利 2H18 毛销差同比仍降 0.8pct，但降幅较 1H18（降 2.2pct）大幅收窄，且伊利 4Q18 毛销差同比提升 2.8pct、较 3Q18（同比下降 3.8pct）大幅改善；1Q19 伊利毛销差同比持平。

调味品，行业维持较高景气度，关注新区域拓展提速。（1）2018 年行业维持较高景气度，1Q19 实现开门红，海天业绩保持稳健较快增长，中炬、恒顺皆超我们预期。根据国家统计局，2018 年调味品行业营收、利润总额同比分别增 8%、2%，2019 年 1-2 月营收、利润总额同比分别增 8%、27%。若剔除非调味品业务及相关一次性收益，根据我们测算，2018 年调味品上市公司营收、净利分别增 14%、20%，1Q19 营收、净利分别增 16%、23%。（2）关注部分调味品企业新区域拓展提速，中炬高新旗下美味鲜 1Q19 无论是分区域收入，还是净增经销商数量，中西部、北部增长更快；恒顺醋业 1Q19 区域间表现均衡，皆实现较快增长，且华东以外区域增长更快；无论是 2018 年还是 1Q19，外部区域和电商渠道依然是千禾收入较快增长的核心驱动力。

肉类加工，低猪价推动 2018 年利润较快增长，1Q19 猪价对利润端影响尚未显现。2018 年虽然非洲猪瘟爆发，但猪价整体仍处于相对低位，受益于低猪价，2018 年肉类加工上市公司归母净利润同比增 16%。根据农业农村部，1Q19 活猪收购均价 13.3 元/千克（同比降 4%），其中 1-2 月 12.9 元/千克（同比降 13%），3 月 14.4 元/千克（同比涨 21%）。2019 年 1-2 月猪价仍在下降，3 月猪价开始明显上行，故 1Q19 肉类加工公司利润端尚未受到明显影响。对于双汇，肉制品结构转型仍需持续观察，屠宰端，1Q19 有效把握春节前猪价偏低及区域价差较大的时机，头均利润创新高，后续可能向常态回归，长期看，公司将受益于非洲猪瘟引发的屠宰集中度提升。

其他食品，2018 年较快增长，1Q19 有所放缓。以小食品为主的其他食品 2018 年营收和利润实现较快增长，1Q19 有所放缓。2018 年其他食品上市公司营收、净利分别同比增 16%、19%，营收和利润实现较快增长，1Q19 营收、净利分别同比增 10%、9%，剔除春节错位影响，联立 4Q18 和 1Q19，营收、净利分别同比增 10%、13%，皆显示增长有所放缓。18 家上市公司中，联立 4Q18 和 1Q19，营收增速超过 20% 有 5 家，分别为汤臣倍健、香飘飘、克明面业、黑芝麻、盐津铺子。

图表 1. 非酒食品板块营收净利增速

板块名称	收入增速				净利增速			
	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19
非酒食品	9.9	8.6	10.3	9.5	13.2	8.9	12.0	10.8
乳品	12.5	14.8	15.3	15.1	0.8	7.0	9.7	8.8
调味品	14.0	10.3	11.3	10.8	15.6	0.8	18.3	9.8
肉类加工	3.4	2.6	6.9	4.7	16.0	13.4	16.4	15.0
其他食品	16.0	11.5	9.5	10.5	18.8	18.5	8.6	12.7

资料来源：万得，中银国际证券

乳品：2018 年龙头间竞争激烈，1Q19 竞争趋缓逐步验证

业绩-龙头延续强势表现，伊利与蒙牛两强格局稳固

龙头乳企伊利、蒙牛不断收割市场份额。(1) 2018 年伊利和蒙牛分别在常温和低温领域明显收割市场份额。根据尼尔森，2018 年伊利线下常温液态奶市场份额达到 37.2%、同比提升 2.5pct，蒙牛为 28.0%，同比提升 0.2pct；2018 年蒙牛线下低温酸奶市场份额达到 33.2%、同比提升 0.9pct，伊利为 21.2%、同比微降 0.1pct。(2) 2018 年伊利和蒙牛营收增速继续快于行业水平。根据国家统计局，自 2017 年以来龙头优势愈发显著。2018 年规模以上乳企营收增速 10.7%，伊利营收增速 16.9%，蒙牛营收增速 14.7%。(3) 1Q19 伊利营收增速在 A 股上市公司中名列前茅。1Q19 伊利营收同比增 17.9%，在 A 股 10 家乳品上市公司中名列第 2，如果联立 4Q18 与 1Q19 来看，伊利营收同比增 17.7%，位居第 3。

2018 年伊利与蒙牛利润端同样快于行业水平。2018 年伊利利润总额增速 7.1%，蒙牛利润总额增速 46.8%，皆快于行业增速 (-1.4%)。

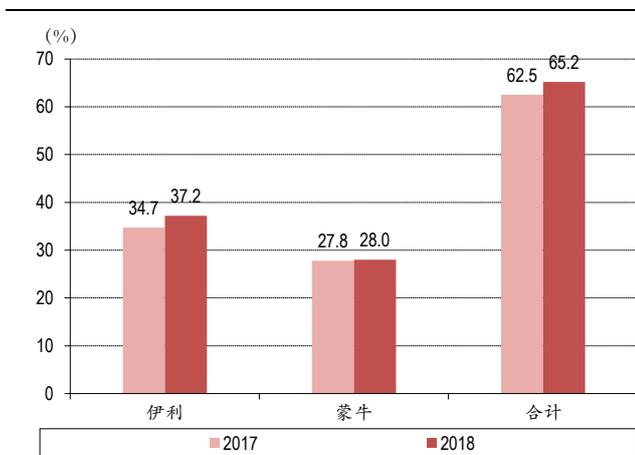
图表 2. 乳品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19
伊利股份	16.9	17.6	17.9	17.7	7.3	30.9	8.4	15.9
蒙牛乳业	14.7				48.6			
光明乳业	(3.2)	5.0	6.9	5.9	(44.6)	首亏	5.7	(59.9)
新乳业	12.4	11.0	13.5	12.2	9.2	12.7	3.6	10.2
三元股份	21.8	24.2	10.9	16.9	137.2	扭亏	48.6	扭亏
贝因美	(6.4)	4.2	16.4	9.7	扭亏	扭亏	12.7	扭亏
妙可蓝多	24.8	61.3	57.5	59.8	148.7	106.2	扭亏	扭亏
科迪乳业	3.7	(4.7)	6.2	0.2	1.9	(10.3)	28.1	8.9
天润乳业	17.9	8.6	16.0	12.1	15.2	(22.8)	10.2	(0.2)
燕塘乳业	4.7	2.3	8.8	5.2	(65.1)	首亏	15.1	首亏
庄园牧场	4.7	27.4	17.3	22.2	(7.0)	88.3	4.2	41.5
麦趣尔	3.6	(13.5)	(1.4)	(7.9)	首亏	续亏	(62.1)	首亏
上市公司总体	12.5	14.8	15.3	15.1	0.8	7.0	9.7	8.8

资料来源：万得，中银国际证券

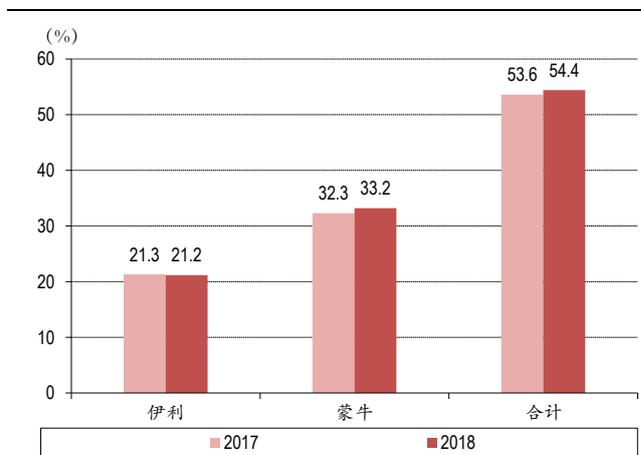
注：计算上市公司总体时，未纳入港股上市的蒙牛乳业和业绩波动较大的贝因美

图表 3. 线下常温液态奶市场份额



资料来源：尼尔森，中银国际证券

图表 4. 线下低温酸奶市场份额



资料来源：尼尔森，中银国际证券

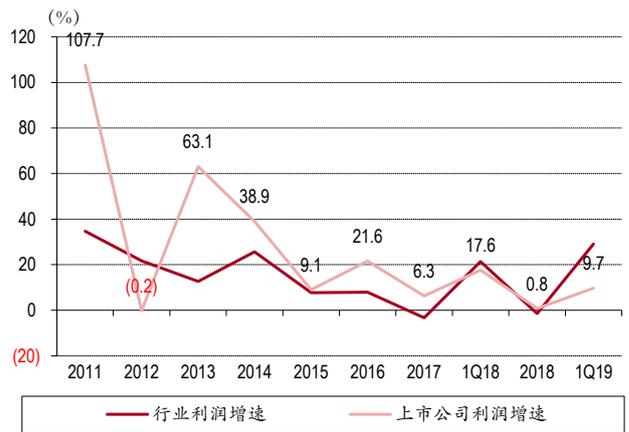
图表 5. 乳品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

注：1Q19 行业增速未公布，使用 2019 年 1-2 月数据代替

图表 6. 乳品行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

注：1Q19 行业增速未公布，使用 2019 年 1-2 月数据代替

成本-原奶成本温和上涨，包材价格高位震荡下行

原奶供需呈现偏紧态势，原奶成本温和上涨，包材价格高位震荡下行。2018 年主产区生鲜乳价格同比持平，但下半年供需已呈现偏紧态势，奶价抬头，1Q19 同比增 3.7%；2018 年高强瓦楞纸市场价同比增 5.5%，1Q19 同比降 6.5%。2018 年 A 股 10 家乳品上市公司，5 家毛利率同比下降，1Q19 2 家毛利率同比下降，成本压力犹在的情况下，我们判断可能是因原奶供需偏紧导致买赠促销减少，毛利率状况因而有所改善。

图表 7. 17 年以来主产区生鲜乳平均价



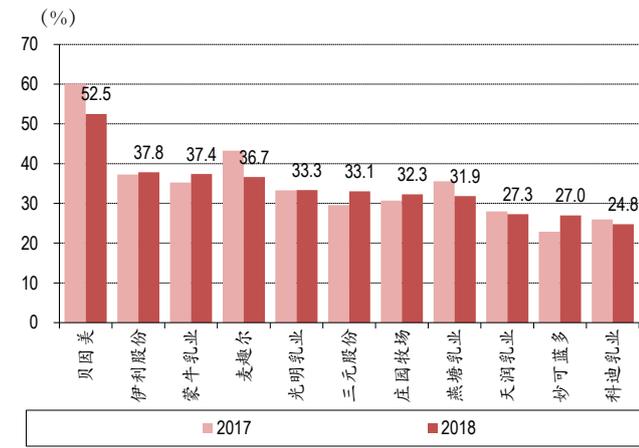
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 17 年以来高强瓦楞纸市场价



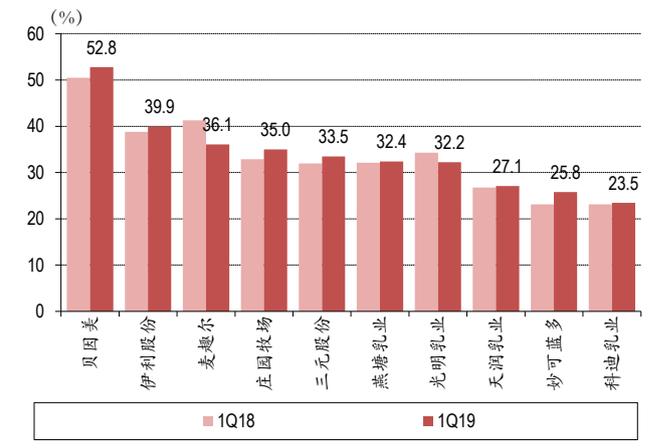
资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 2018 年乳品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 1Q19 乳品上市公司毛利率对比

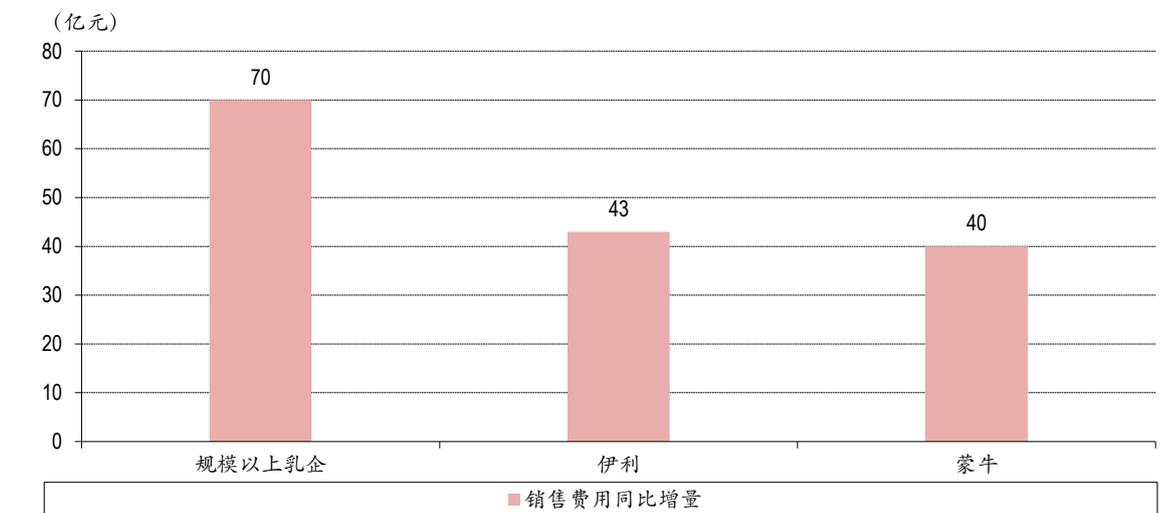


资料来源：万得，中银国际证券

营销-2018 年龙头间竞争激烈，2018 年下半年开始竞争趋缓逐步验证中

2018 年竞争加剧，但整体格局并未恶化，费用增量主要由龙头投放，挤压杂牌乳企利润空间。根据国家统计局，2018 年乳品行业整体销售费用为 475 亿，同比增 17%，同比增量 70 亿。2018 年伊利销售费用为 198 亿、同比增量为 43 亿，蒙牛销售费用为 188 亿、同比增量 40 亿。这意味着行业销售费用同比增量基本源于伊利和蒙牛，其他乳品公司销售费用整体看有所减少（部分奶粉企业销售费用投放增加），由此可以判断行业整体竞争格局并未恶化。

图表 11. 2018 年销售费用同比增量（可比口径）



资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券

历史上看，伊利与蒙牛较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间。龙头乳企较高强度费用投放虽然短期内会导致利润率承压，但有助于提升市占率、挤压杂牌利润空间。如图所示，伊利和蒙牛两者销售费用增量合计占行业增量比例较高的年份，通常两者利润总额合计占行业利润总额比例同样较高，即较高强度费用投放挤压杂牌乳企利润空间。

图表 12. 伊利与蒙牛在费用投放力度较强的年份利润总额合计占行业比例更高



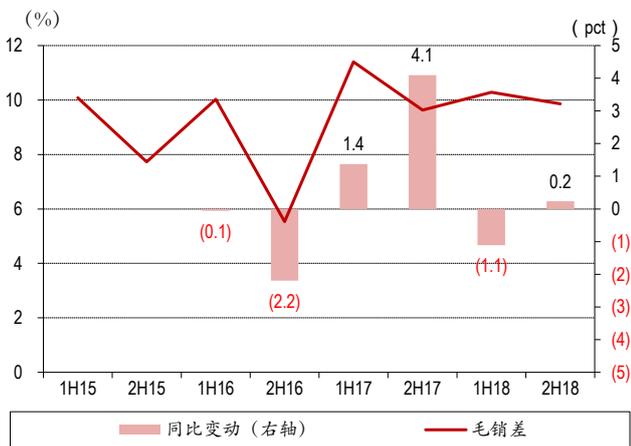
资料来源：国家统计局，万得，公司公告，中银国际证券

注：2008 年两者利润总额合计占行业利润总额比例为-73%，2014 年两者销售费用增量合计占行业增量比例为 42.9%

从毛销差角度看，2018 年下半年开始，竞争趋缓逐步验证中。蒙牛 2H18 毛销差同比提升 0.2pct、较 1H18（同比下降 1.1pct）大幅改善。虽然伊利 2H18 毛销差同比仍降 0.8pct，但降幅较 1H18（降 2.2pct）大幅收窄，且伊利 4Q18 毛销差同比提升 2.8pct、较 3Q18（同比下降 3.8pct）大幅改善；1Q19 伊利毛销差同比持平，显示费用投放未继续加码。

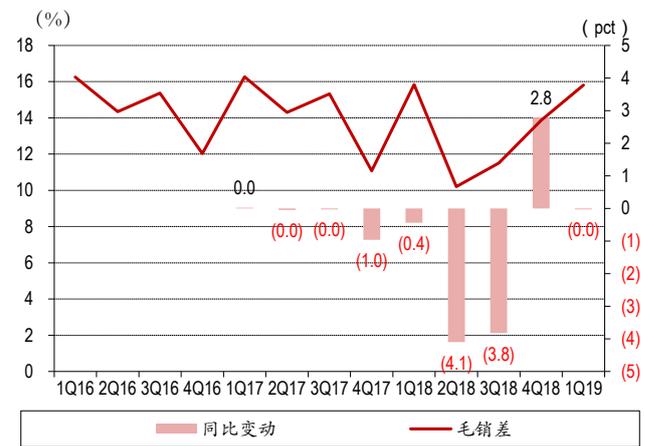
销售费用率角度，2018 年 10 家 A 股上市公司中 5 家销售费用率下降，1Q19 同样有 5 家销售费用率下降，行业整体竞争强度平稳。

图表 13. 蒙牛分半年度毛销差及同比变动



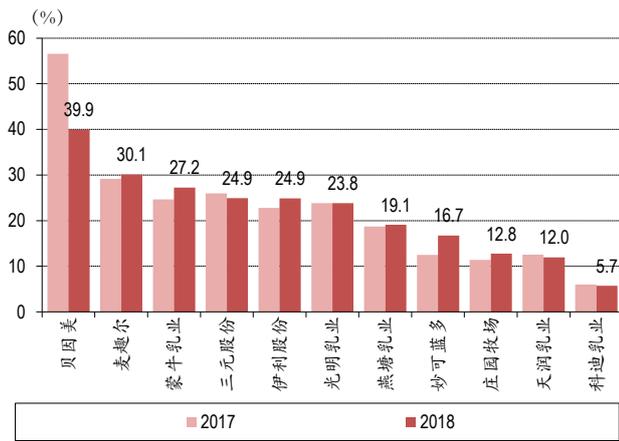
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 14. 伊利分季度毛销差及同比变动



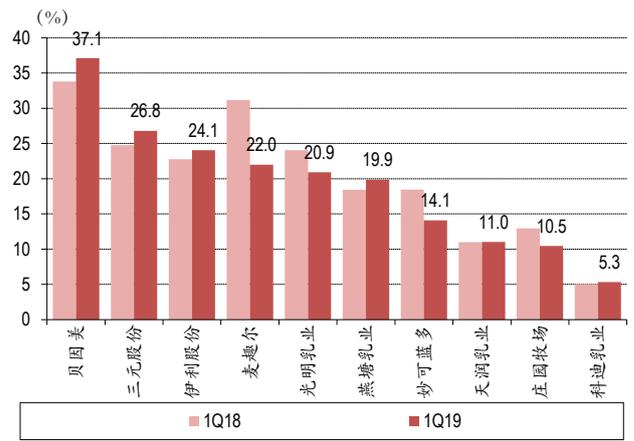
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 15. 2018 年乳品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 1Q19 乳品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银国际证券

调味品：行业维持较高景气度，关注新区域拓展提速

业绩-行业维持较高景气度，1Q19 业绩实现开门红

2018 年行业维持较高景气度，1Q19 实现开门红，海天业绩保持稳健较快增长，中炬、恒顺皆超我们预期。根据国家统计局，2018 年调味发酵品行业营收、利润总额同比分别增 8%、2%，2019 年 1-2 月营收、利润总额同比分别增 8%、27%。若剔除调味发酵品业务及相关一次性收益，根据我们测算，2018 年调味品上市公司营收、净利分别增 14%、20%，1Q19 营收、净利分别增 16%、23%。

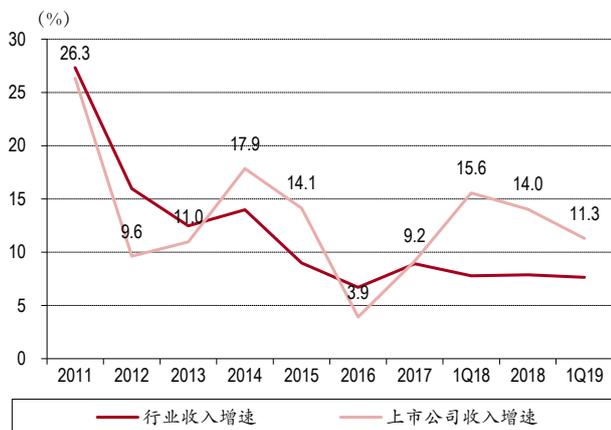
图表 17. 调味品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19
海天味业	16.8	15.6	17.0	16.4	23.6	24.3	22.8	23.5
中炬高新	15.4	13.8	6.7	9.8	34.0	23.4	11.5	15.9
梅花生物	13.6	4.9	4.1	4.5	(14.7)	(43.1)	37.8	(15.5)
恒顺醋业	9.9	7.3	15.2	11.1	8.4	(36.6)	21.7	(18.9)
千禾味业	12.4	23.6	18.5	21.1	66.6	67.3	(54.0)	(22.0)
加加食品	(5.4)	(10.5)	3.7	(3.4)	(27.6)	(61.1)	2.4	(20.4)
佳隆股份	11.1	12.1	(7.5)	1.7	64.3	扭亏	(26.1)	14.6
安记食品	33.6	49.9	70.7	60.2	(4.3)	(40.2)	22.1	(13.9)
*ST 莲花	(6.7)	(8.2)	(12.1)	(10.0)	续亏	首亏	续亏	续亏
上市公司总体	14.0	10.3	11.3	10.8	15.6	0.8	18.3	9.8

资料来源：万得，中银国际证券

注：计算上市公司总体时，未纳入业绩波动较大的*ST 莲花；若剔除调味发酵品业务及相关一次性收益，根据我们测算，2018 年上市公司营收、净利分别增 14%、20%，1Q19 营收、净利分别增 16%、23%。

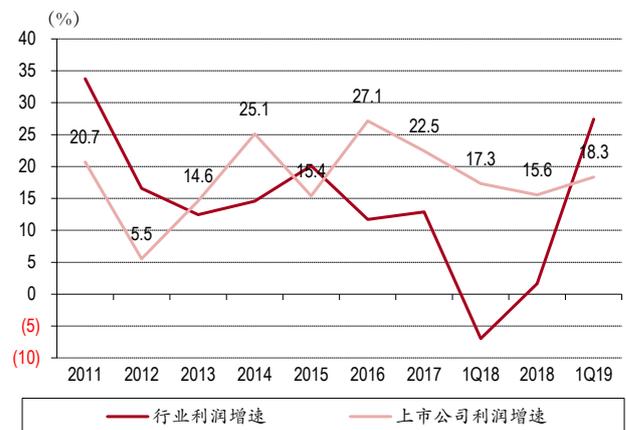
图表 18. 调味品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

注：1Q19 行业增速未公布，使用 2019 年 1-2 月数据代替

图表 19. 调味品行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

注：1Q19 行业增速未公布，使用 2019 年 1-2 月数据代替

成本-规模效应与产品结构升级助推领先企业毛利率提升

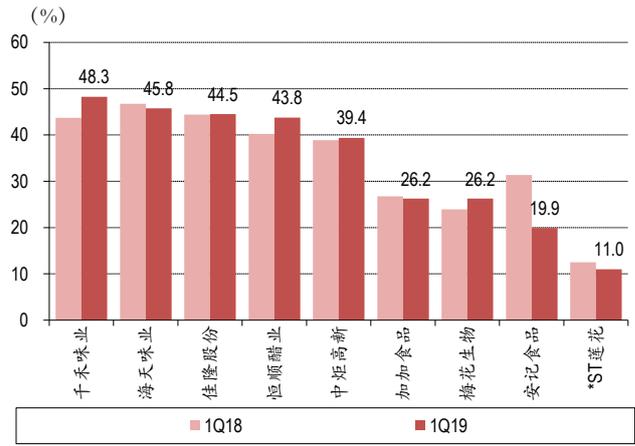
2018 年规模效应与产品结构升级助推海天、恒顺、千禾毛利率提升。根据国家统计局，2018 年黄豆价格同比降 5%、豆粕价格同比增 6%，1Q19 黄豆与豆粕价格同比基本持平。2018 年 A 股 9 家调味品上市公司中，4 家毛利率同比提升，包括海天、恒顺、千禾、佳隆，我们认为，规模效应与产品结构升级助推领先企业海天、恒顺、千禾同比提升，中炬旗下美味鲜调味品毛利率同比降 0.6pct，可能因新产能投放导致折旧增加。1Q19A 股 9 家调味品上市公司中，5 家毛利率同比提升，恒顺、千禾继续位列其中，中炬毛利率亦重回上升，海天成本端略有压力，毛利率略降。

图表 20. 2018 年调味品上市公司毛利率对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 1Q19 调味品上市公司毛利率对比

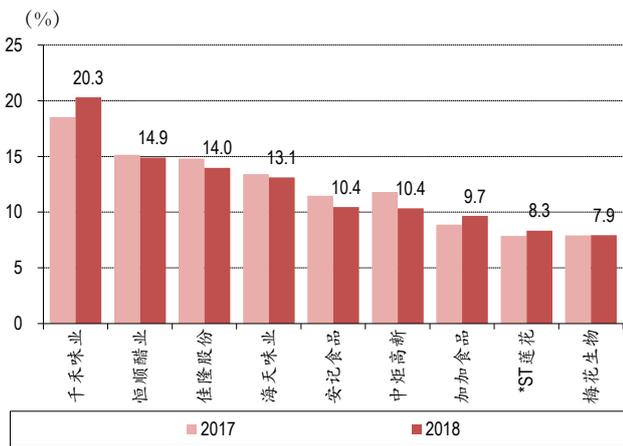


资料来源：万得，中银国际证券

营销-销售费用率继续维持常态，关注部分企业新区域拓展提速

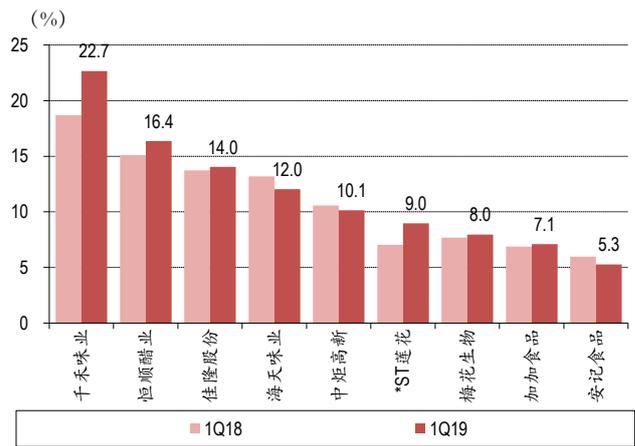
重点调味品企业销售费用率继续维持常态，关注中炬、恒顺、千禾新区域拓展提速。结合 2018 年与 1Q19 情况，我们认为重点调味品企业海天、中炬、恒顺费用投放强度继续维持常态，随着收入规模不断扩大，2018 年销售费用率有所下行，千禾 2018 年下半年开始，费用强度重新上升，重点推广零添加产品。中炬旗下美味鲜 1Q19 净增经销商 44 家、经销商数量环比+5%，其中东、南、中西、北部区域分别净增 3、2、22、17 家、经销商数量环比分别+1.5%、+1%、+10%、+6%，中西部、北部增速更高；恒顺 1Q19 公司华东、华南、华中、西部、华北大区营收占比分别为 50.6%、14.9%、16.9%、9.6%、8.1%，较 1H18 分别高 -2.4、0.2、0.7、0.2、1.2pct，由此我们认为区域间表现均衡，皆实现较快增长，且华东以外区域增长更快；无论是 2018 年还是 1Q19，外部区域和电商渠道依然是千禾收入较快增长的核心驱动力。

图表 22. 2018 年调味品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 1Q19 调味品上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银国际证券

肉类加工：2018 年利润较快增长，1Q19 猪价影响尚未显现

整体-低猪价推动 2018 年利润较快增长，1Q19 猪价对利润端影响尚未显现

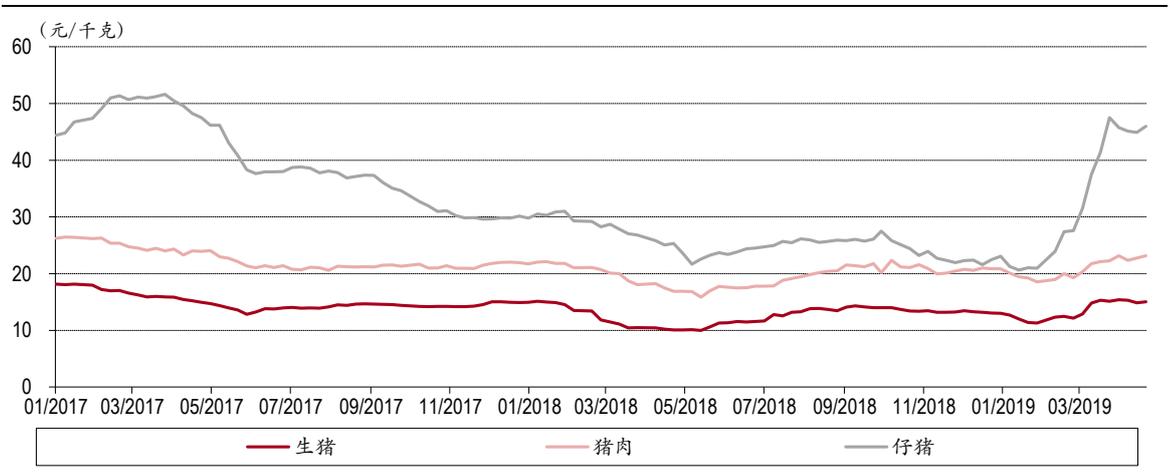
2018 年虽然非洲猪瘟爆发，但猪价整体仍处于相对低位，受益于低猪价，2018 年肉类加工上市公司归母净利润同比增 16%。根据农业农村部，1Q19 活猪收购均价 13.3 元/千克（同比降 4%），其中 1-2 月 12.9 元/千克（同比降 13%），3 月 14.4 元/千克（同比涨 21%）。2019 年 1-2 月猪价仍在下降，3 月猪价开始明显上行，故 1Q19 肉类加工公司利润端尚未受到明显影响。

图表 24. 肉类加工上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19
双汇发展	(3.3)	(7.0)	(0.3)	(3.8)	13.8	8.0	20.2	13.9
绝味食品	13.4	14.7	19.6	17.2	27.7	23.6	20.4	21.8
上海梅林	(0.2)	1.0	4.0	2.7	9.1	扭亏	10.1	27.1
安井食品	22.2	26.1	14.6	20.6	33.5	16.5	19.6	18.0
龙大肉食	33.6	42.2	48.5	45.2	(5.9)	116.1	1.9	27.7
煌上煌	28.4	28.3	20.4	24.0	22.7	(78.2)	26.7	(1.9)
华统股份	8.5	1.5	5.6	3.4	26.8	61.9	1.5	25.9
得利斯	25.5	11.4	14.6	13.1	7.8	(9.3)	51.3	37.7
海欣食品	18.2	13.8	19.2	16.1	扭亏	扭亏	6.2	107.4
惠发股份	11.0	9.7	(16.9)	0.3	(24.7)	(16.8)	首亏	(99.3)
上市公司总体	3.4	2.6	6.9	4.7	16.0	13.4	16.4	15.0

资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 2017 年以来国内生猪、仔猪、猪肉价格



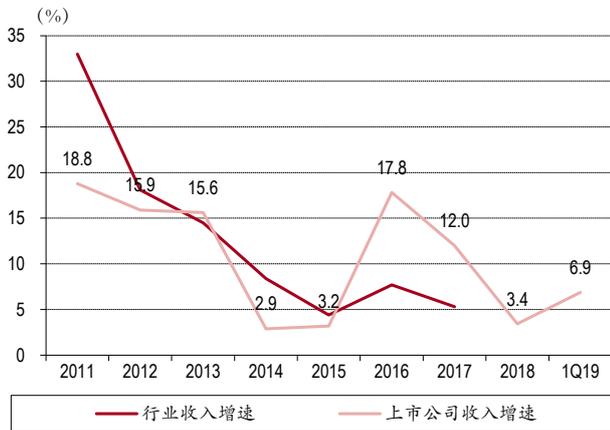
资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银国际证券

图表 26. 2017 年以来国内猪粮比



资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银国际证券

图表 27. 肉类加工行业与上市公司收入增速对比



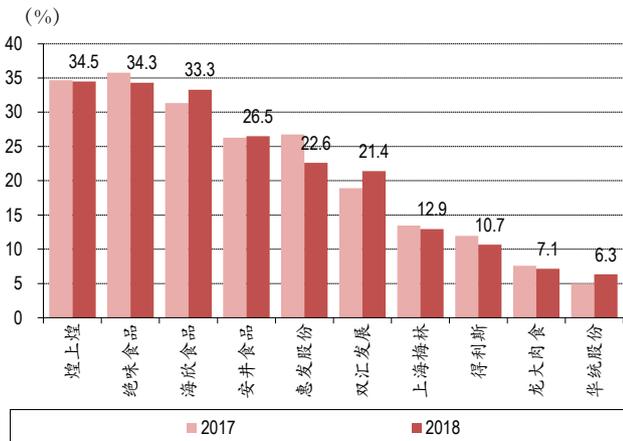
资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 28. 肉类加工行业与上市公司利润增速对比



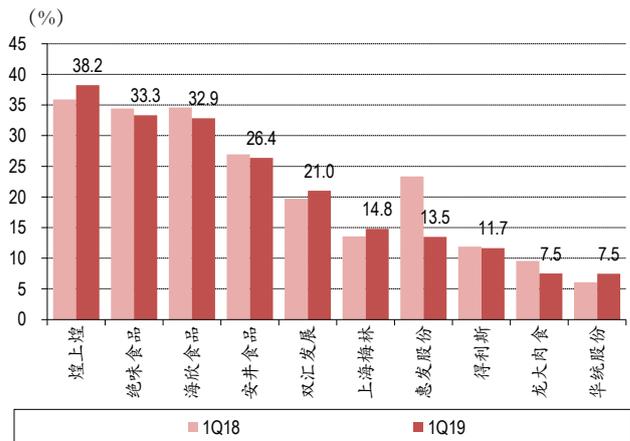
资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 29. 2018 年肉类加工上市公司毛利率对比



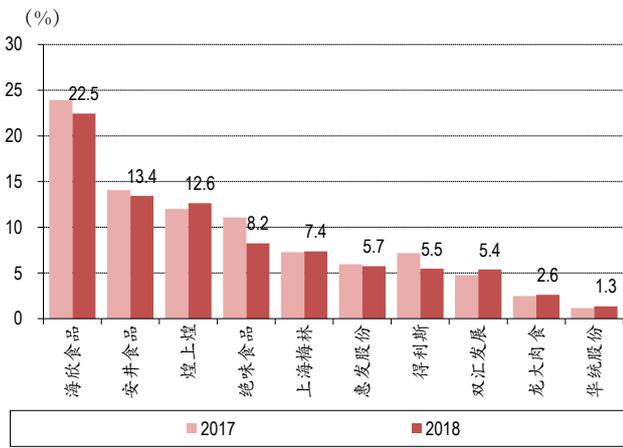
资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 1Q19 肉类加工上市公司毛利率对比



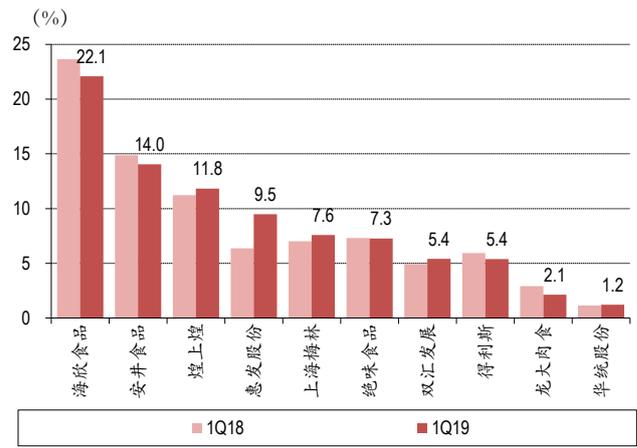
资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 2018 年肉类加工上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 32. 1Q19 肉类加工上市公司销售费用率对比



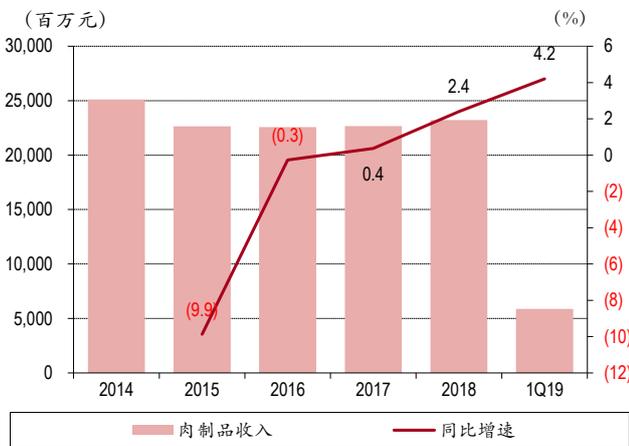
资料来源：万得，中银国际证券

双汇-屠宰头均利润创历史高位，肉制品结构转型仍需持续观察

肉制品：结构转型仍需持续观察

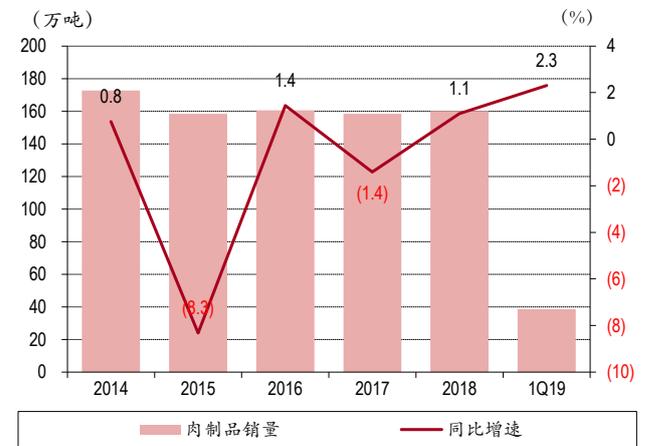
1Q19 肉制品营收同比增 4.2%，增速环比改善，拆分量价看，1Q19 量增 2.3%、价增 1.8%，年初提价效应初步显现。同时，营销费用明显增加，我们认为高端新品处于导入期，市场投入适当增加属于正常现象，期待后续产品结构优化成功。

图表 33. 双汇肉制品收入及同比增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 34.1 双汇肉制品销量及同比增速



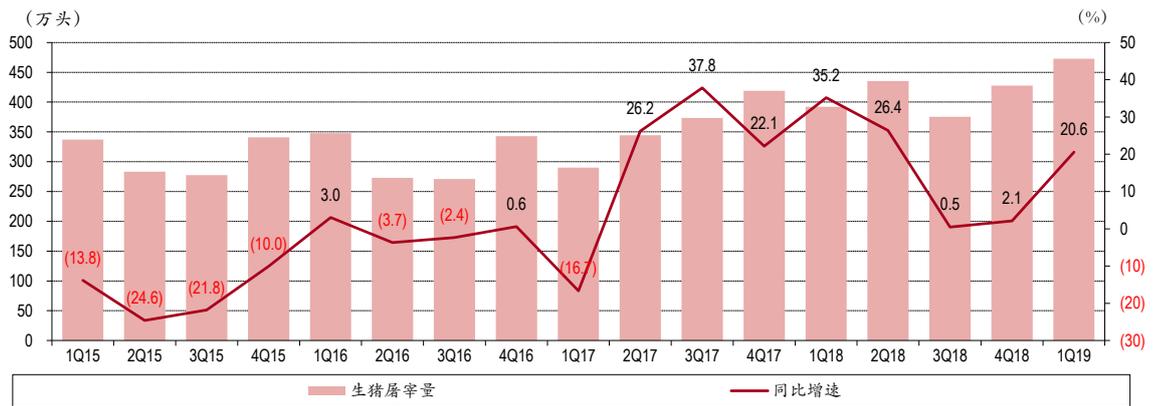
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

屠宰：有效把握春节前猪价偏低及区域价差较大的时机，头均利润创新高，后续可能向常态回归

公司有效把握春节前生猪价格偏低及区域价差较大的时机，运用屠宰产能布局优势，继续通过低价区域上量、高价区域限量的措施，实现屠宰放量和头均利润创历史新高，1Q19 生猪屠宰规模达 473 万头、同比增 21%，头均利润高达 113 元、同比增 92%。考虑到春节后猪价走高、区域间价差走低且维持较低水平，2019 年后续屠宰规模可能受到一定影响，暂不考虑未来可能的进口肉影响，头均利润将向常态逐步回归。长期看，公司将受益于非洲猪瘟引发的屠宰集中度提升。

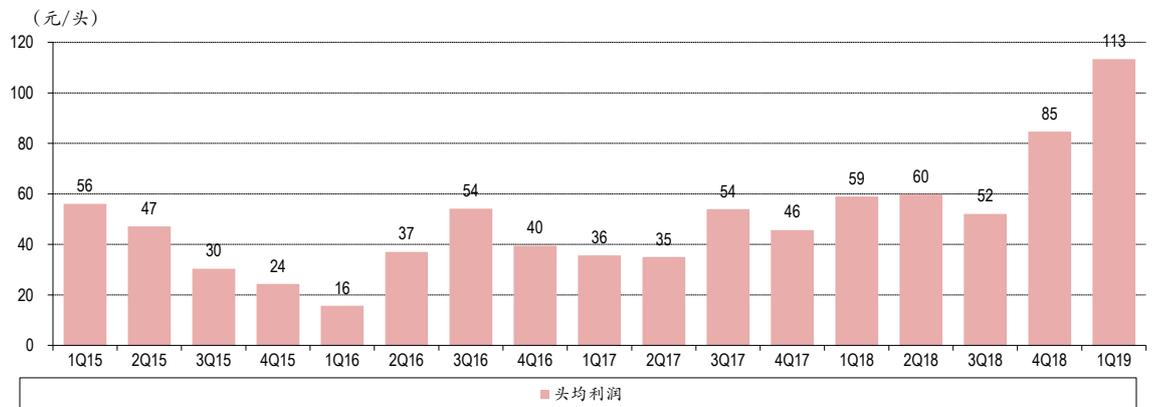


图表 35. 双汇单季度生猪屠宰量



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 36. 双汇单季度头均利润



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

其他食品：2018 年较快增长，1Q19 有所放缓

以小食品为主的其他食品 2018 年营收和利润实现较快增长，1Q19 有所放缓。2018 年其他食品上市公司营收、净利分别同比增 16%、19%，营收和利润实现较快增长，1Q19 营收、净利分别同比增 10%、9%，剔除春节错位影响，联立 4Q18 和 1Q19，营收、净利分别同比增 10%、13%，皆显示增长有所放缓。18 家上市公司中，联立 4Q18 和 1Q19，营收增速超过 20% 有 5 家，分别为汤臣倍健、香飘飘、克明面业、黑芝麻、盐津铺子。

图表 37. 其他食品上市公司业绩概览

公司简称	收入增速(%)				净利增速(%)			
	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19	2018	4Q18	1Q19	4Q18+1Q19
养元饮品	5.2	4.7	(12.5)	(4.9)	22.8	47.8	(8.6)	16.4
汤臣倍健	39.9	22.2	47.2	36.8	30.8	续亏	33.7	31.8
桃李面包	18.5	16.4	15.5	16.0	25.1	15.5	12.1	14.1
安琪酵母	15.8	12.2	11.6	11.9	1.1	(22.4)	(14.6)	(18.1)
涪陵榨菜	25.9	25.9	3.8	11.9	59.8	25.7	35.2	30.5
香飘飘	23.1	20.9	28.3	23.3	17.5	24.1	83.6	31.9
广州酒家	15.9	4.9	19.8	11.9	12.8	(39.2)	17.9	(27.0)
洽洽食品	16.5	17.8	1.3	9.8	35.6	56.9	35.7	46.2
承德露露	0.5	(18.8)	3.9	(4.7)	(0.1)	(33.5)	1.6	(9.0)
三全食品	5.4	(1.7)	5.0	2.1	41.5	扭亏	42.2	158.2
元祖股份	10.2	(13.2)	24.9	2.8	18.7	首亏	续亏	续亏
维维股份	8.3	6.0	0.3	2.9	(29.3)	续亏	87.1	75.0
好想你	21.6	10.0	7.3	8.4	21.2	16.4	10.4	11.2
克明面业	25.9	27.7	17.5	22.6	65.0	52.4	(17.3)	(5.8)
来伊份	7.0	(2.0)	(0.1)	(1.0)	(90.0)	首亏	53.2	41.4
黑芝麻	43.0	31.8	71.9	43.9	(46.1)	(47.7)	(40.1)	(44.8)
盐津铺子	46.8	69.5	43.9	55.8	7.3	27.8	5.5	12.4
桂发祥	(1.1)	(3.8)	0.7	(1.1)	(9.2)	(10.6)	(4.9)	(6.8)
上市公司总体	16.0	11.5	9.5	10.5	18.8	18.5	8.6	12.7

资料来源：万得，中银国际证券



投资建议

重点关注伊利股份，同时建议适当关注中炬高新。

(1) **伊利股份**：公司 1Q19 费用投放强度同比持平，进一步验证我们此前关于 2019 年乳品龙头竞争格局改善可期的判断，伊利竞争优势突出，收入可以保持较快增长，未来 2 年业绩有望持续上调，继续强烈推荐。

(2) **中炬高新**：2019 年 1 季报来看，宝能入主之后，美味鲜中西、北部区域拓展加速，合并报表端开启费用挖潜，建议适当关注。



风险提示

行业竞争加剧。行业整体竞争加剧，竞争格局恶化。

原料成本大幅上涨。贸易摩擦或行业性因素导致原料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。



附录图表 38. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600519.SH	贵州茅台	买入	884.4	11,110	28.02	35.20	31.6	25.1	89.8
000858.SZ	五粮液	买入	95.9	3,722	3.45	4.27	27.8	22.4	16.4
600809.SH	山西汾酒	买入	56.2	487	1.69	2.42	33.2	23.3	7.2
000568.SZ	泸州老窖	增持	71.2	1,043	2.35	2.86	30.3	24.9	11.6
000860.SZ	顺鑫农业	买入	55.7	318	1.30	2.10	42.7	26.5	11.8
600702.SH	舍得酒业	买入	26.7	90	1.01	1.20	26.4	22.2	7.5
600887.SH	伊利股份	买入	30.1	1,838	1.06	1.22	28.5	24.7	4.6
2319.HK	蒙牛乳业	增持	25.4	999	0.77	1.00	32.8	25.4	6.4
600597.SH	光明乳业	增持	9.9	122	0.28	0.44	35.6	22.8	4.4
600872.SH	中炬高新	买入	35.1	279	0.76	0.89	46.0	39.4	4.5
603288.SH	海天味业	增持	91.0	2,457	1.62	1.94	56.3	46.9	5.1
603027.SH	千禾味业	增持	23.4	76	0.74	0.66	31.8	35.4	3.8
600305.SH	恒顺醋业	增持	13.3	104	0.39	0.39	34.1	34.0	2.6

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截至 2019 年 5 月 8 日

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371