

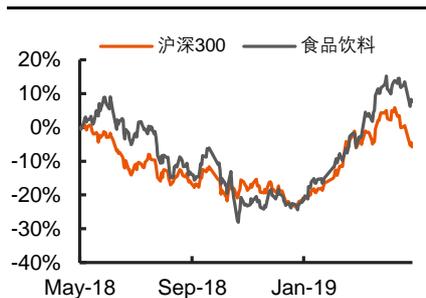
乳制品&肉制品 2018 年年报及 2019 年一季报业绩综述

行业加速演化，龙头价值日益凸显

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*食品饮料行业白酒2018年年报及2019年一季报业绩综述：18年行业加速升级，锁定龙头分享成长》 2019-05-08

《行业动态跟踪报告*食品饮料行业调味品2018年年报及2019年一季报业绩综述：调味品防御性凸显，龙头高基数下快增》 2019-05-06

《行业周报*食品饮料*消费韧性较强，市场偏好上升》 2019-05-05

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

■ **屠宰盈利大幅改善，肉制品成本压力凸显：**观察 A 股 9 家屠宰及肉制品公司，3Q18、4Q18、1Q19 收入增速较上年同期增速未有明显变化，环比出现向好趋势，得益于疫情防控导致区域价差扩大，行业扣非利润在猪价上涨阶段仍实现较好增长。屠宰方面，虽非洲猪瘟导致屠宰量增速回落，但猪价出现上涨趋势，综合作用下行业收入增速有所改善，A+H 11 家公司生鲜肉业务 2H18 收入同比+2.9%，增速在经历四个半年度负增长后首度回正。区域价差扩大抵消猪价上涨不利影响，生鲜肉业务毛利率继续保持高位，屠宰利润实现较好增长。肉制品方面，需求依然稳健，2H18 A+H14 家公司肉制品营收同比+5.2%，环比仅略有下降。非洲猪瘟导致动物蛋白整体联动上涨，肉制品毛利率为 31.4%，同比下滑 1.4 pcts。往后看，生猪调运或长期受限，区域间价差难以回到过往水平，这使得屠宰头均利润将长期保持较好水平，非洲猪瘟虽使得行业集中度短期提升速度放缓，但监管趋严下，龙头企业规模效应或将更为显著，行业中长期整合速度有望加速；肉制品需求整体稳健，超级猪周期到来或使行业长期面临成本上涨压力。

■ **乳品增速略放缓，常温奶单寡头趋势明显：**分析 A+H 14 家乳业公司，2H18 营收同比+12.0%，增速环比 1H18 下降 4.4 pcts，若剔除伊利、蒙牛，2H18 营收增速为 6.4%，环比 1H18 下降 2.8 pcts。行业景气度边际略回落，龙头企业增速继续领先行业，但二者增速差距有所缩小，这或说明行业缺奶导致集中度提升速度有所放缓。虽原奶价格出现上涨，但行业促销力度相应出现减缓，叠加奶粉高端化趋势，行业毛利率整体略有改善，伊利、蒙牛加大品牌宣传、基础建设等方面费用投放，从而拉高行业整体销售费用率水平，小乳企受高端产品占比低&成本上涨制约，仍在降低费用来保证利润。往后看，原奶未来 2-3 年均将处于供不应求阶段，旺季产品供给相对不足或使得龙头费用投放意愿减弱，行业竞争有望趋于缓和，全行业盈利能力有望改善。

■ **投资建议：**双汇作为全国化屠宰龙头，有望最大限度受益行业整合趋势，实现量利齐升，肉制品绝对龙头地位带来上下游强议价能力，有望较好平抑成本上涨冲击，且产品创新求变已取得一定效果，肉制品销量有望突破增长瓶颈。伊利系统性作战能力强于同业，竞争趋缓下利润弹性有望凸显，且坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，成为常温单寡头趋势清晰可见，长远格局转换必然带来利润率显著提升。

■ **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；4、市场系统性风险等。

正文目录

一、	屠宰盈利大幅改善，肉制品成本压力凸显	4
1.1	营收增速边际改善，盈利延续较好增长	4
1.2	屠宰：区域间套利提升盈利，集中度提升趋势暂放缓	4
1.3	肉制品：景气度未受影响，成本压力开始凸显	6
1.4	重点公司分析：双汇发展	7
二、	乳品增速略放缓，常温奶单寡头趋势明显	9
2.1	需求增速略放缓，乳企间分化减弱	9
2.2	减促销对冲原奶涨价，整体毛利率略有改善	10
2.3	龙头仍加大费用投放，行业销售费用率有所提升	11
2.4	常温奶格局演变趋势渐明显	12
2.5	重点公司分析：伊利股份	12
三、	投资建议	13
四、	风险提示	14

图表目录

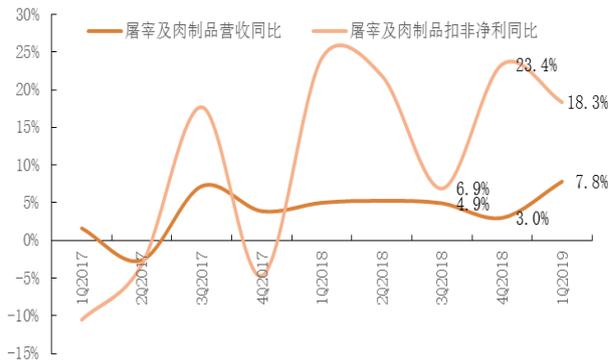
图表 1	3Q18-1Q19, 9 家公司扣非净利较好增长	4
图表 2	3Q18-1Q19, 9 家公司毛利率整体略提升	4
图表 3	2H18 定点企业屠宰量增长明显放缓	4
图表 4	2H18 猪肉产量增速大幅回落	4
图表 5	2H18 以来, 猪价呈上涨态势	5
图表 6	2H18 产销区间猪肉价差明显拉大	5
图表 7	2 H18 年生鲜肉营收恢复正增长	5
图表 8	2 H18 年生鲜肉毛利率仍在较好水平	5
图表 9	非洲猪瘟爆发后, 规模以上定点屠宰量/全国生猪出栏量的比值提升速度有所放缓	6
图表 10	2H18 肉制品营收增速平稳	6
图表 11	2H18 因成本上涨导致毛利率下跌	6
图表 12	2H18 白条鸡价格环比上涨	7
图表 13	2H18 猪肉价呈上涨态势	7
图表 14	双汇全国各地铺设蒸肠机	7
图表 15	双汇连锁熟食橱窗店展示	7
图表 16	2H18 高、低温肉制品收入分别同比+2%、-2% 单位: 百万元	8
图表 17	1Q19 肉制品销量同比+2.3%	8
图表 18	1Q19 肉制品吨利同比-11.2%	8
图表 19	18 年液体奶增速有所回落, 奶粉增速继续提升	9
图表 20	A 股 10 家乳品公司季度营收增速	9
图表 21	A+H 14 家乳企半年度营收增速	9
图表 22	2H18 A+H 10 家公司液奶增速保持较好水平	10
图表 23	2H18 A+H 9 家公司奶粉整体增速环比回落	10
图表 24	3Q18 以来, 行业毛利率呈提升趋势	10
图表 25	2H18 大型牧场原奶售价同比整体提升	10
图表 26	液奶毛利率同比持平	11
图表 27	奶粉毛利率同比提升	11
图表 28	2H18 行业销售费用率处于高位, 小乳企下降	11
图表 29	2H18 伊利、蒙牛销售费用率同比提升	11
图表 30	18 年伊利常温奶市占率继续快速提升	12
图表 31	2H18 液态奶、奶粉、冷饮收入分别同比+15%、+23%、-7% 单位: 百万元	13
图表 32	公司各品类市占率稳步提升	13
图表 33	2018 年公司各业务增长归因	13

一、屠宰盈利大幅改善，肉制品成本压力凸显

1.1 营收增速边际改善，盈利延续较好增长

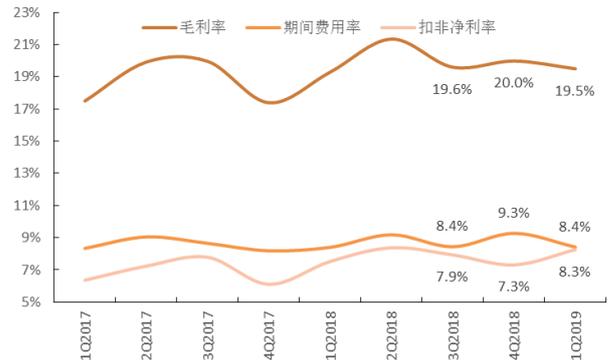
观察 A 股 9 家屠宰及肉制品公司业务情况,3Q18、4Q18、1Q19 收入分别同比+4.9%、+3.0%、+7.8%，较上年同期增速未有明显变化，环比出现向好趋势。疫情防控导致区域价差扩大，对冲猪价上涨带来的负面影响，3Q18、4Q18、1Q19 毛利率分别为 19.6%、20.0%、19.5%，整体同比略有提升。得益于收入增长及毛利率提升等因素，9 家屠宰及肉制品公司扣非净利润保持较好增长，3Q18、4Q18、1Q19 扣非净利分别同比+6.9%、+23.4%、+18.3%。

图表1 3Q18-1Q19，9家公司扣非净利较好增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 3Q18-1Q19，9家公司毛利率整体略提升

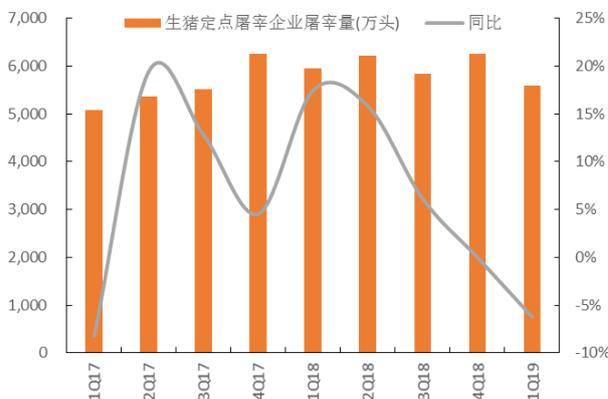


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 屠宰：区域间套利提升盈利，集中度提升趋势暂放缓

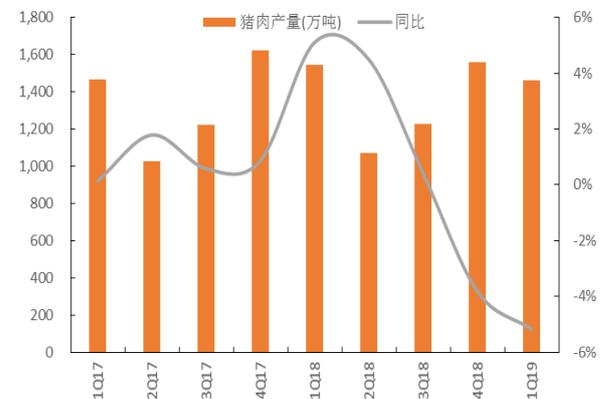
非洲猪瘟导致价涨量跌，区域价差扩大利好屠宰利润提升。自 18 年 8 月爆发非洲猪瘟以来，疫情蔓延及生猪调运受限导致全国生猪供给发生较大变化，猪肉产量增速从 3Q18 开始出现明显下滑，3Q18、4Q18、1Q19 分别同比+0.4%、-3.8%、-5.2%，同期定点企业屠宰量增速也大幅回落，3Q18、4Q18、1Q19 分别同比+6.1%、0%、-6.2%，较 1Q18、2Q18 15%以上增速明显下滑。伴随猪肉产量下滑及产销区供需失衡，整体猪价呈上涨趋势，但此次与以往不同，因生猪调运受限导致区域间价差大幅拉开，屠宰利润较以往猪周期下行阶段反而有所扩大。

图表3 2H18 定点企业屠宰量增长明显放缓



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 2H18 猪肉产量增速大幅回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

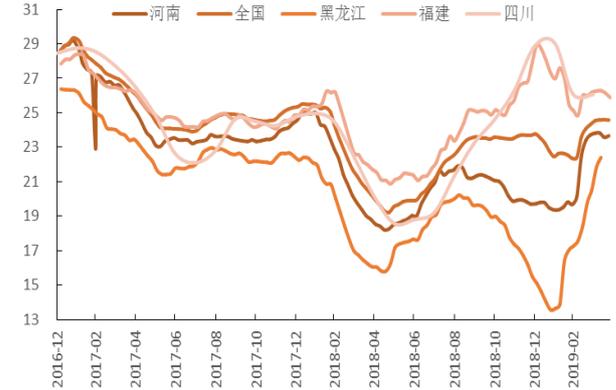
图表5 2H18 以来，猪价呈上涨态势



注：价差空间=(猪肉价-生猪价)/猪肉价

资料来源：wind，平安证券研究所

图表6 2H18 产销区间猪肉价差明显拉大



资料来源：wind，平安证券研究所

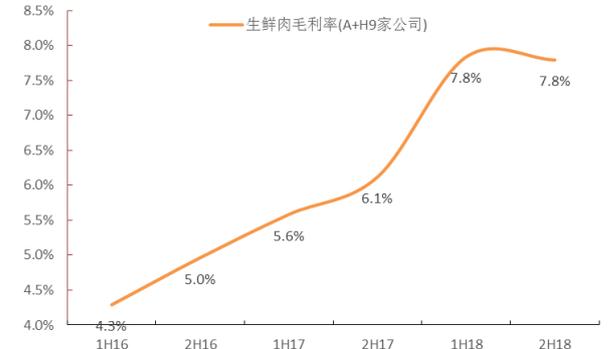
猪价上涨推动营收增长，区域套利实现较好盈利。虽行业屠宰量增速出现回落，但非洲猪瘟导致猪价同比降幅明显缩窄，观察 A+H 11 家公司生鲜肉业务情况，2H18 收入同比+2.9%，增速在经历四个半年度负增长后首度回正。区域价差扩大抵消猪价上涨不利影响，生鲜肉业务毛利率继续保持高位，2H18 毛利率为 7.8%，环比基本持平，同比提升 1.7 pct。考虑到屠宰业务销售费用、管理费用很少，毛利率可以在很大程度上代表各公司屠宰业务的盈利能力，这或说明行业盈利能力处于较好水平，从龙头双汇看，2H18 屠宰营业利润同比+42%也侧面印证行业盈利处于较好水平。

图表7 2 H18 年生鲜肉营收恢复正增长



资料来源：wind，平安证券研究所

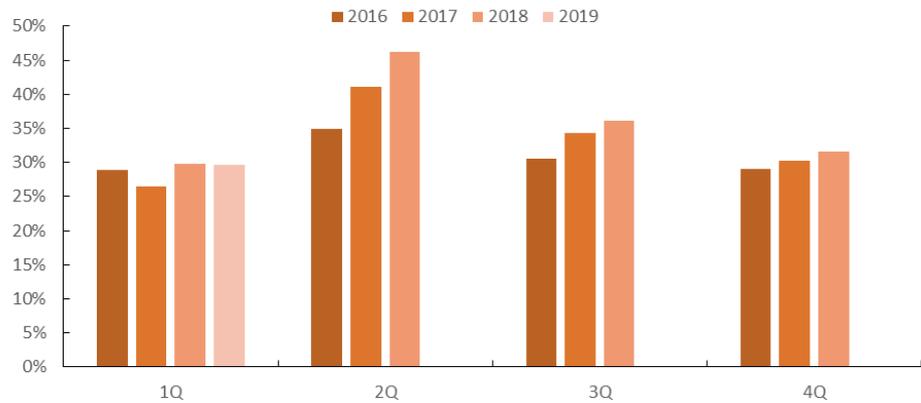
图表8 2 H18 年生鲜肉毛利率仍在较好水平



资料来源：wind，平安证券研究所

非洲猪瘟短期影响集中度提升，但长期逻辑或更为通顺。16 年以来，中央政府大力推动环保风暴& 扫黑除恶，这使得大量无法达到污染排放标准的小屠宰场关停并转，屠宰销售渠道受地方势力干预大幅减少。在政府强力监管的措施下，屠宰行业的集中度出现上升趋势，规模以上定点屠宰量/全国生猪出栏量的比值各季度均同比大幅提升。但随着非洲猪瘟蔓延全国，行业集中度提升趋势在 4Q18、1Q19 有所放缓，这一方面是由于政策不明朗导致规模屠宰场决策偏保守，另一方面则是因生猪产销区价格差扩大使得私屠滥宰有所抬头。往后看，非洲猪瘟在长远上将推动国内疫情防控体系完善，行业未来市场化&规范化的程度将大大提升，这有利于龙头持续快速整合行业，我们认为在渡过非洲猪瘟初期阶段后，行业集中度有望出现较 17-18 年更快的提升势头。

图表9 非洲猪瘟爆发后，规模以上定点屠宰量/全国生猪出栏量的比值提升速度有所放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 肉制品：景气度未受影响，成本压力开始凸显

整体需求依然平稳，成本上涨压制毛利率。即使 2H18 宏观经济承受较大下行压力，肉制品需求仍然保持稳健，彰显产品必选消费属性的韧性，2H18 A+H14 家公司肉制品营收同比+5.2%，环比仅略有下降。非洲猪瘟导致动物蛋白整体联动上涨，肉制品主要原材料猪肉、鸡肉价格环比上涨明显，A+H 股 12 家公司 2H18 肉制品业务毛利率为 31.4%，同比 2H17 下滑 1.4 pct。往后看，超级猪周期或即将开启，肉制品行业或将长期面临成本上涨压力。

图表10 2H18 肉制品营收增速平稳



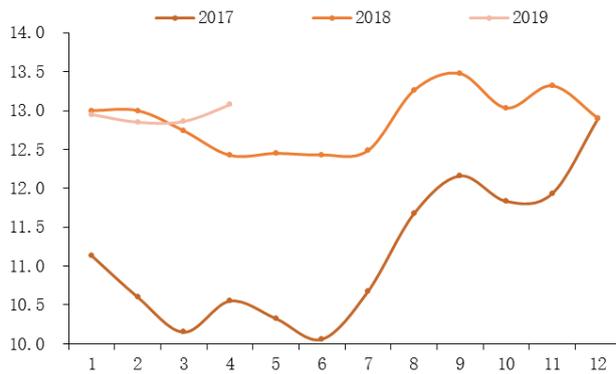
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 2H18 因成本上涨导致毛利率下跌



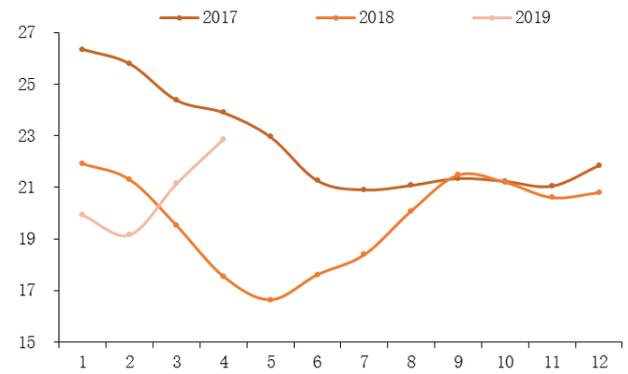
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 2H18 白条鸡价格环比上涨



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 2H18 猪肉价呈上涨态势



资料来源: wind, 平安证券研究所

结构转换&行业集中趋势并行，双汇肉制品转型探索取得一定成果。过去 3-5 年，肉制品行业并无明显增长趋势，更多的变化在于肉制品内部结构的转变及行业集中度提升，如绝味、周黑鸭等休闲卤味崛起正逐步替代长保休闲肉制品市场，如火锅料市场、餐桌卤味市场虽增长较缓慢但龙头整合行业趋势明显。双汇作为传统肉制品的绝对龙头，过去肉制品业务进展缓慢主要源于工厂思维较强，难以有效察觉消费者需求变化，但新管理层以更开拓的视野和更强的魄力推动产品创新及营销体系调整，新品更加契合消费者升级需求，较以往新品具备更强的成长性，且新渠道探索也有条不紊，熟食店 18 年底已有 100 多家，单店实现盈亏平衡，19 年 5000 家门店目标有望实现，此外公司 19 年计划投放 2 万台蒸锅开发蒸食渠道，目前市场反馈良好，也有望成为肉制品新增增长点。

图表14 双汇全国各地铺设蒸肠机



资料来源: 互联网, 平安证券研究所

图表15 双汇连锁熟食橱窗展示



资料来源: 互联网, 平安证券研究所

1.4 重点公司分析：双汇发展

屠宰区域套利推动业绩高增长。双汇 1Q19 实现营收 119.60 亿元(不含利息收入)，同比-0.3%；归母净利润 12.79 亿元，同比+20.2%；扣非净利 12.22 亿元，同比+20.9%。主因在于区域价差扩大使得屠宰利润大增。

肉制品销量恢复较好增长，多因素共振导致吨利下跌：公司 1Q19 肉制品销量同比+2.3%，在前期高基数下增速仍好于过往 3 个季度，主因或在于公司 4Q18 新品受到市场欢迎。公司 1Q19 吨价同比+1.8%，继续受益 18 年 12 月产品提价。公司 1Q19 吨利同比-11.2%，主要是受到猪鸡价格上涨、

市场投入增加、员工薪酬提升等多因素影响。往后看，非洲猪瘟或带动猪、鸡等主要动物蛋白价格在 2H19 大幅上涨，公司虽有产品提价、结构升级、增大进口肉使用量等多举措应对，但后续吨利或仍面临一定压力，且持续提价或对销量增长造成一定阻碍。

非洲猪瘟拖累生鲜品销量增长，头均利润处于历史较高水平：公司 1Q19 生鲜肉销量同比+0.7%，增速虽较前两季度有所改善，但仍处于较低水平，说明非洲猪瘟影响仍在延续。公司 1Q19 屠宰量 473 万头，同比+20.7%，与销量增速差异或主要来自增加库存储备及进口肉减少。公司 1Q19 屠宰头利高达 113 元，处于历史高位，主要原因或在于全国有效调度赚取区域间价差及猪价上涨导致库存冻品提取减值较少。展望未来，生猪调运仍有限制，销量增速仍会受影响，但区域高价差持续存在有望抵消猪价上涨的负面影响，头利或稳定在较好水平。

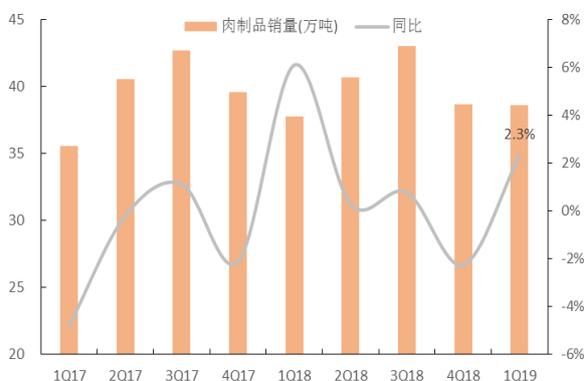
坚守长期价值，维持“强烈推荐”评级。非洲猪瘟酝酿超级猪周期，公司短期业绩将承受压力，但新管理层戮力进取，以全新思路推动肉制品结构调整，非洲猪瘟加速屠宰业整合，公司屠宰成长性正持续凸显，两大核心业务长期价值均得到提升。我们维持公司 19-21 年 EPS 分别为 1.49、1.54、1.70 元的预测，维持“强烈推荐”评级。

图表16 2H18 高、低温肉制品收入分别同比+2%、-2% 单位：百万元

	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18
生鲜冻肉收入	15,689	16,021	14,567	15,839	13,952	14,964
同比增长率	49%	15%	-7%	-1%	-4%	-6%
毛利率	5%	6%	7%	7%	10%	10%
同比变化	-4.0%	-0.1%	1.8%	1.3%	3.6%	2.2%
高温肉制品收入	6,848	7,196	6,822	7,320	7,231	7,464
同比增长率	-2%	-1%	0%	2%	6%	2%
毛利率	33%	30%	31%	31%	31%	32%
同比变化	3%	-3%	-2%	1%	1%	0%
低温肉制品收入	4,106	4,427	4,109	4,409	4,191	4,325
同比增长率	0%	3%	0%	0%	2%	-2%
毛利率	32%	30%	29%	30%	28%	28%
同比变化	3%	-3%	-2%	1%	-1%	-2%

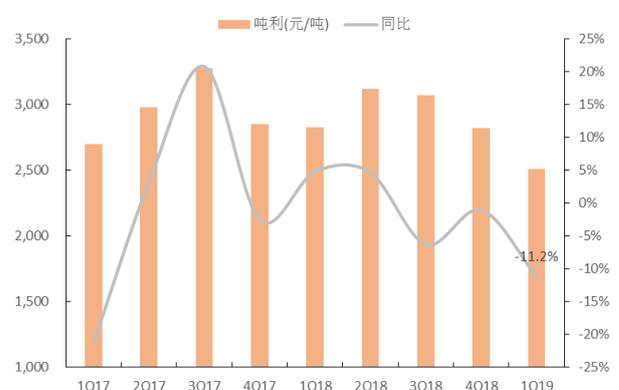
资料来源：公司公告，平安证券所

图表17 1Q19 肉制品销量同比+2.3%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表18 1Q19 肉制品吨利同比-11.2%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

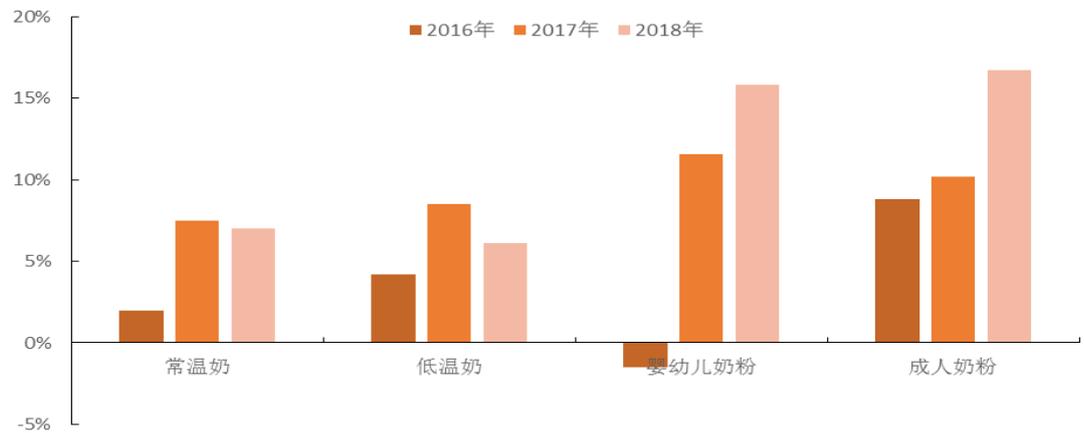
二、乳品增速略放缓，常温奶单寡头趋势明显

2.1 需求增速略放缓，乳企间分化减弱

乳品景气度略回落，龙头与行业增速差距略缩窄。乳品行业 18 年增速仍然处于较好水平，液态奶增速有所回落，常温奶略有回落，低温奶增速下滑更明显；奶粉增速有所提升，婴幼儿奶粉、成人奶粉均有不错表现。分析 A+H 14 家乳业公司经营情况，2H18 营收同比+12.0%，增速环比 1H18 下降 4.4 pct，若剔除伊利、蒙牛来看，2H18 营收增速为 6.4%，增速明显慢于整体，且环比 1H18 下降 2.8 pct。从 A 股 10 家乳品公司季度营收增速看，3Q18、4Q18、1Q19 营收增速分别为 7.5%、14.7%、15.4%，若剔除伊利则分别为-2.0%、10.1%、10.4%。

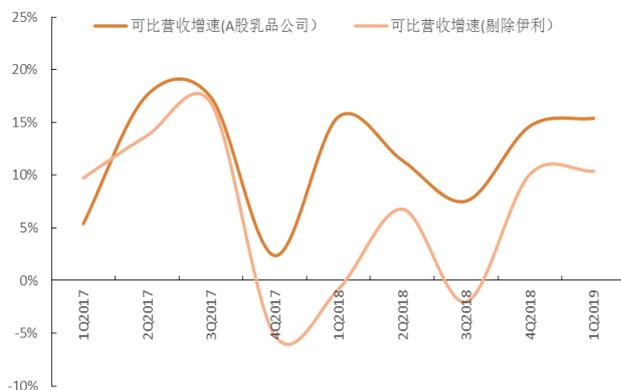
综合看，行业景气度边际略回落，龙头企业增速继续领先行业，但二者增速差距有所缩小，这或说明行业缺奶导致集中度提升速度有所放缓。展望未来，乳品具备健康、营养的属性，顺应消费升级趋势，且下线城市人均量提升空间仍广阔，有望延续较好增长。

图表19 18年液体奶增速有所回落，奶粉增速继续提升



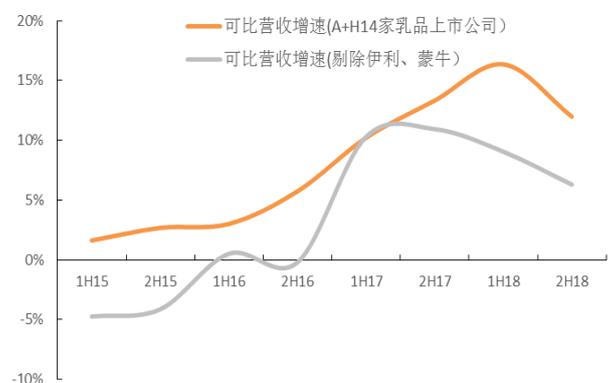
资料来源：尼尔森、平安证券研究所

图表20 A股10家乳品公司季度营收增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 A+H14家乳企半年度营收增速

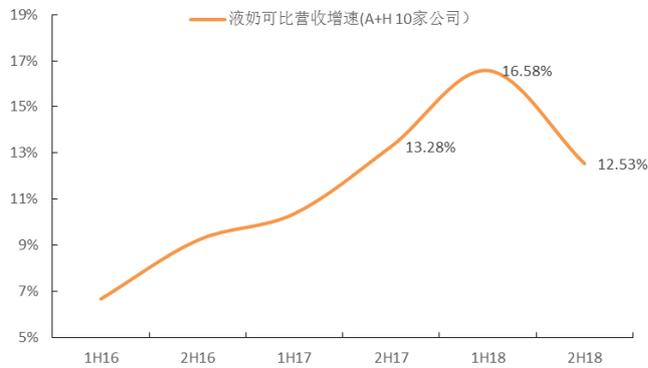


资料来源：Wind，平安证券研究所

2H18 液奶&奶粉增速均环比放缓，但仍保持较好增速。分品类看，观察 A+H 10 家公司液奶业务，2H18 营收同比+12.5%，增速环比 1H18 有所放缓，但仍保持较好增长势头。观察 A+H 9 家公司奶

粉业务，2H18 营收同比+22.0%，环比也有所放缓，这或是由于二胎效应减弱。

图表22 2H18 A+H 10 家公司液奶增速保持较好水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 2H18 A+H 9 家公司奶粉整体增速环比回落

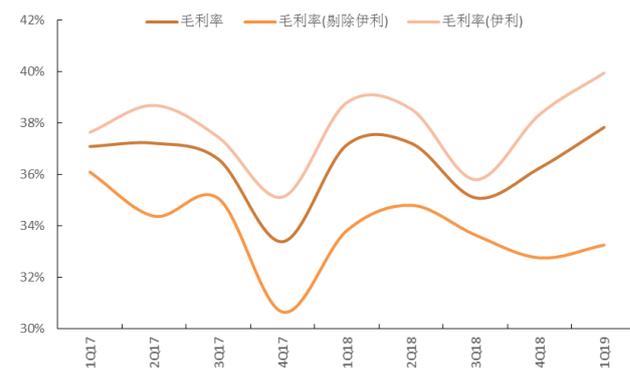


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 减促销对冲原奶涨价，整体毛利率略有改善

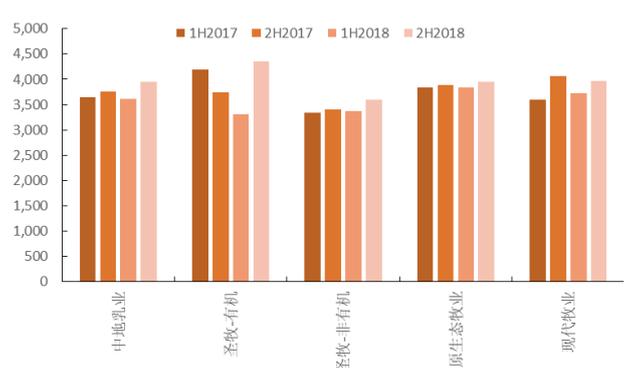
促销减缓抵消成本压力，行业毛利率稳中有升。在奶牛养殖行业连续 3 年去产能的背景下，原奶供给日趋紧张，2H18 行业再度出现抢奶现象，2H18 现代牧业、中国圣牧(非有机)、原生态牧业、中地乳业原奶售价分别同比-2.7%、+5.3%、+1.7%、+5.1%。虽原奶价格上涨对乳企造成成本端压力，但原奶供给不足下产品促销力度相应减缓，叠加奶粉高端化趋势，反而推动行业整体毛利率有所改善。3Q18、4Q18、1Q19 A 股 9 家乳企毛利率分别为 35.1%、36.3%、37.8%，分别较上年同期-1.5、+2.9、+0.7 pcts。

图表24 3Q18 以来，行业毛利率呈提升趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

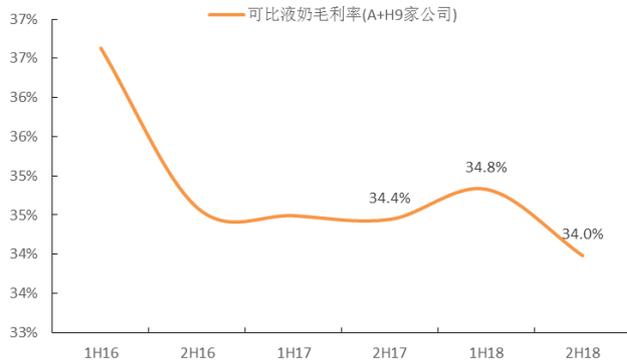
图表25 2H18 大型牧场原奶售价同比整体提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

液奶毛利率同比下降，奶粉毛利率有所提升。分品类看，A+H 9 家公司液奶业务 2H18 毛利率为 34.0%，较 18 年下降 0.4 pcts，主因在于原奶价格上涨；A+H 5 家公司奶粉业务 2H18 毛利率为 57.1%，较 18 年同期提升 2.6 pcts，主因或在于高端奶粉增速远快于行业整体。展望 19 年，奶牛存栏减少或导致 19 年旺季原奶供需缺口继续扩大，促销力度减缓有望使毛利率延续上行趋势。

图表26 液奶毛利率同比持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 奶粉毛利率同比提升



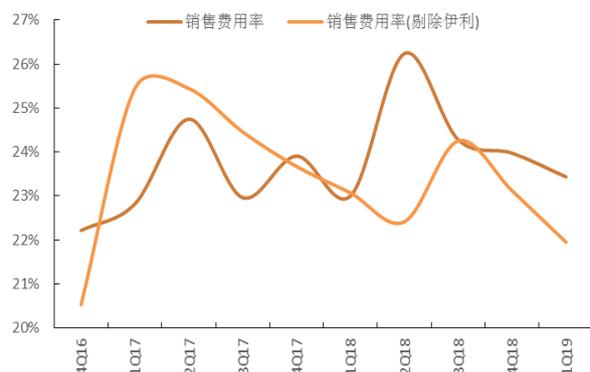
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 龙头仍加大费用投放, 行业销售费用率有所提升

龙头延续高强度费用投放, 小乳企费用投放减弱。从 A 股 10 家乳企销售费用率来看, 3Q18、4Q18、1Q19 销售费用率分别为 24.3%、24.0%、23.4%, 分别较上年同期+1.3、+0.1、+0.4 pcts, 行业费用投放有所增加。剔除伊利看, 3Q18、4Q18、1Q19 销售费用率分别为 24.3%、23.1%、21.9%, 较上年同期分别-0.2、-0.6、-1.1 pcts, 小乳企销售费用率继续呈同比下降趋势。总体看, 伊利、蒙牛加大品牌宣传、基础建设等方面费用投放, 从而拉高行业整体销售费用率水平, 小乳企受高端产品占比低&成本上涨制约, 仍在降低费用来保证利润。

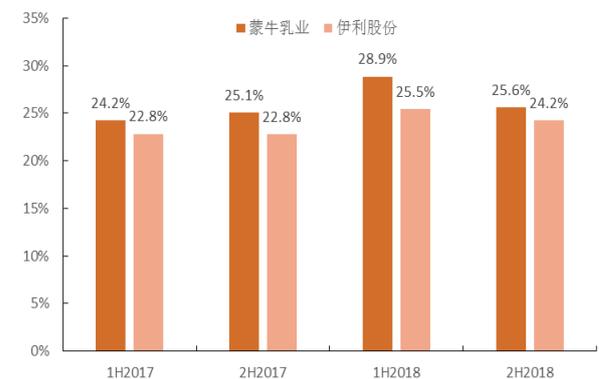
19 年行业费用投放或有减弱趋势。1) 原奶供给日趋紧张, 19 年消化过剩原奶而进行的低端产品被动促销或大幅削减; 2) 19 年无重大体育赛事, 广告投入产出效益相对降低, 叠加 18 年整体高基数, 行业广告投入力度有望下降。因此, 综合线上、线下两部分费用投入看, 19 年龙头费用投放的意愿或有所下降, 从而带动全行业费用率回落。

图表28 2H18 行业销售费用率处于高位, 小乳企下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 2H18 伊利、蒙牛销售费用率同比提升

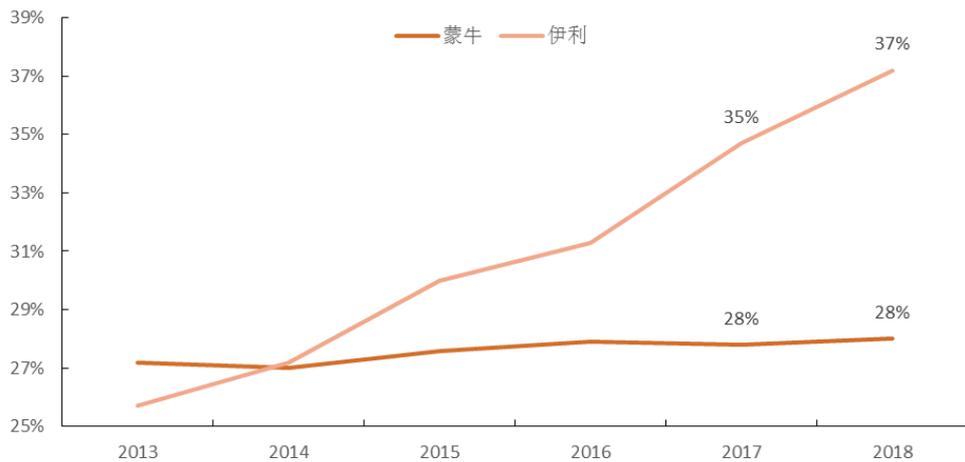


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 常温奶格局演变趋势渐明显

常温液奶格局加速优化，伊利单寡头趋势日益明显。过去 5 年，伊利凭借管理、供应链及渠道优势，持续在常温液奶领域开疆辟土，常温市占率在 14 年反超蒙牛后继续大幅拉开差距。18 年伊利继续快速收割市场份额，常温液态奶份额较上年同期提高 2.5 个 pct 至 37.2%，与蒙牛份额差距从 6.9 个 pct 扩大到 9.2 个 pct。在蒙牛经历改革优化后，伊利依然保持远快于蒙牛的速度收割市场份额，这或说明伊利体系经历十余年的持续打磨后，系统性竞争力已遥遥领先同业，未来常温奶格局向伊利单寡头演变的趋势已愈发明显。

图表30 18年伊利常温奶市占率继续快速提升



资料来源：平安证券研究所，尼尔森

2.5 重点公司分析：伊利股份

收入快速增长。公司 1Q19 实现营收 230.77 亿元(不含利息收入)，同比+17.9%；归母净利润 22.76 亿元，同比+8.4%；扣非净利 21.82 亿元，同比+9.2%。

高基数下高增长更显可贵，市占率继续快速提升：公司 1Q19 实现营收 230.77 亿元，其中液体乳、奶粉、冷饮分别实现营收 189.59、25.52、15.00 亿元。因 4Q17 为减少大日期产品而控货，公司 1Q18 形成收入高基数。但公司 1Q19 在前期高基数下仍实现高增长，或因良好消费需求及 12 月发货略有控制。从市占率看，公司常温奶、低温奶、婴幼儿奶粉市占率分别同比+3.0、-1.3、+0.5 pcts 至 38.8%、15.7%、6.3%，常温领先优势快速强化，低温因未参与行业价格战而导致份额下降，奶粉继续受益注册制而推动份额提升。

缺奶或致毛利率提升，费用投放整体平稳：草根调研 1 月伊利再次缺奶，程度接近 18 年 9 月，因基础产品费用投放力度减弱及产品结构升级，公司 1Q19 毛利率同比提升 1.1 pcts 至 39.9%。公司 1Q19 销售费用率为 24.1%，同比上升 1.1 pcts，或因上年同期基数偏低，管理费用率(加研发)为 4.5%，同比提升 0.6 pcts，因或是季度间波动导致。往后看，18 年因环保问题导致奶牛存栏出现明显下降，19 年原奶供给或更为紧张，公司 2H18 销售旺季期间促销力度有望减缓，且 19 年无重大体育赛事，龙头企业考虑广告投放效率或将控制相应投入，行业竞争整体趋于缓和有望推动龙头利润释放。

向好趋势不改，维持“强烈推荐”评级：原奶供给偏紧正推动行业竞争趋于缓和，19 年业绩加速释放值得期待，巨额股票回购或提振市场预期，常温格局逐渐向单寡头演变，且公司多品类运作能力

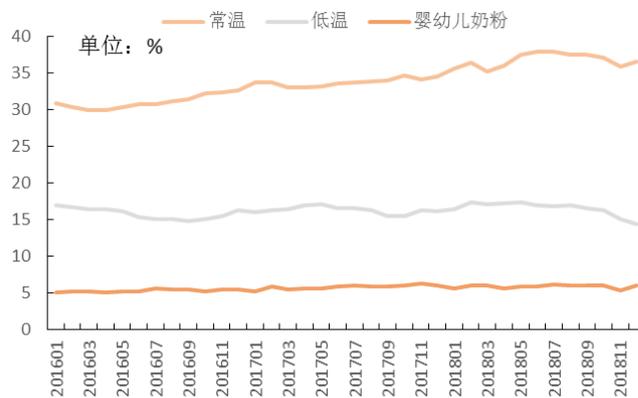
得到验证，长期成长空间更广阔。基于未来原奶供给持续紧张，我们维持公司 19-21 年 EPS 1.29、1.58、1.91 元的预测，维持“强烈推荐”评级！

图表31 2H18 液态奶、奶粉、冷饮收入分别同比+15%、+23%、-7% 单位：百万元

	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18
液体乳收入	23,495	26,028	26,490	29,276	31,921	33,758
HoH	5%	5%	13%	12%	21%	15%
毛利率	37%	35%	36%	34%	36%	35%
同比变化	4.2%	-0.5%	-1.3%	-0.4%	0.0%	0.0%
奶粉收入	2,534	2,922	3,039	3,390	3,867	4,177
HoH	-24%	-6%	20%	16%	27%	23%
毛利率	59%	54%	57%	51%	54%	56%
同比变化	6.5%	-6.1%	-1.8%	-2.7%	-3.1%	4.4%
冷饮收入	2,931	1,264	3,242	1,364	3,725	1,272
HoH	-2%	14%	11%	8%	15%	-7%
毛利率	44%	42%	44%	41%	46%	42%
同比变化	5.7%	10.0%	0.3%	-0.6%	2.2%	0.8%

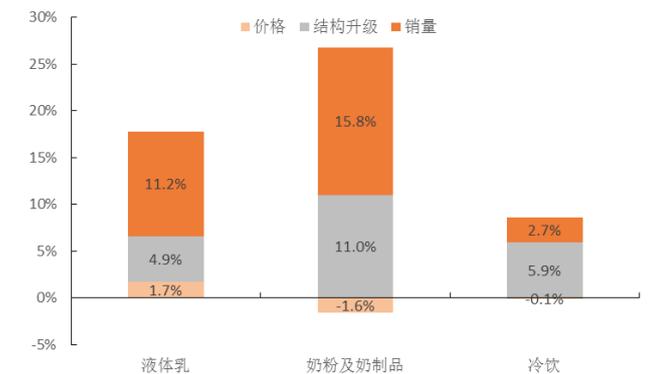
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表32 公司各品类市占率稳步提升



资料来源：AC 尼尔森，平安证券研究所

图表33 2018 年公司各业务增长归因



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、投资建议

因非洲猪瘟引起猪价大幅波动，屠宰及肉制品行业喜忧参半，屠宰业务受益于区域间价差扩大而获得较好盈利，但肉制品受困猪价上涨，成本压力逐渐凸显。往后看，生猪调运或长期受限，区域间价差难以回到过往水平，这使得屠宰头均利润将长期保持较好水平，非洲猪瘟虽使得行业集中度短期提升速度放缓，但监管趋严下，龙头企业规模效应将更为显著，行业中长期整合速度有望加速；肉制品需求整体稳健，超级猪周期到来或使行业长期面临成本上涨压力。综合看，双汇作为全国化屠宰龙头，有望最大限度受益行业整合趋势，实现量利齐升，肉制品绝对龙头地位带来上下游强议价能力，有望较好平抑成本上涨冲击，产品创新求变已取得一定效果，肉制品销量有望突破增长瓶颈。

乳业景气度略回落，液奶 & 奶粉增速均环比有所放缓。虽原奶供给偏紧推动行业促销力度减弱，毛利率出现提升趋势，但龙头带动下全行业费用投放强度仍大。往后看，原奶未来 2-3 年均将处于供不应求阶段，旺季产品供给相对不足或使得龙头费用投放意愿减弱，行业竞争有望趋于缓和，全行业盈利能力有望改善。伊利系统性作战能力强于同业，竞争趋缓下利润弹性有望凸显，且坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，成为常温单寡头趋势清晰可见，长远格局转换必然带来利润率显著提升。

四、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：当前市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；
- 3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期；
- 4、市场系统性风险等。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033