

证券分析师

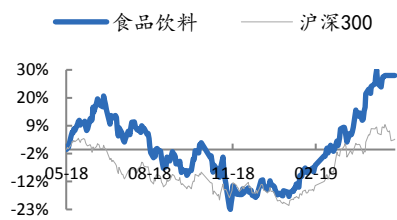
**张梦甜**

资格编号: S0120518060002

电话: 021-68761616-8610

邮箱: zhangmt@tebon.com.cn

市场表现



资料来源: 德邦研究

# 食品饮料行业 2018 年&2019Q1 综述

20190513

**投资要点:**

- 板块综述: 2018 年及 2019Q1 整体业绩靓丽。**食品饮料板块 2018 年及 2019Q1 收入及净利润整体维持较高速增长, 净利润增长快于收入增长。毛利率受益于产品结构升级呈持续提升趋势, 销售费用率稳中有降, 盈利能力持续提升。从各子行业来看, 白酒板块收入及净利润增维持在较快水平, 其中, 2019Q1 增速超预期, 2018Q3 增速低于预期; 调味发酵品龙头收入增长较为稳健; 乳制品受益于双寡头近两年费用高举高打, 收入增长维持高位; 软饮料 2019Q1 增长提速明显; 肉制品及啤酒收入增速回升; 食品综合增长有所放缓。
- 白酒板块: 景气度维持, 行业呈分化趋势。**2018 年, 白酒板块收入及利润维持较高增长; 2019Q1, 白酒行业整体向好, 迎来开门红。受益于消费升级, 白酒消费主流价格带提升趋势明显, 白酒板块毛利率呈提升趋势; 板块分化趋势明显。全国及地产名优酒表现较好, 强者恒强, 品牌力较弱的地产酒收入增长较慢甚至出现负增长, 行业集中度进一步向名优酒集中。次高端增速同比下降, 竞争有所加剧。从预收款来看, 19 年春节经销商打款积极, 2018 年底白酒预收款维持在较高水平, 行业景气度维持。
- 调味品板块: 整体增长稳健, 盈利能力持续提升。**调味品板块收入增长稳健。龙头企业具备较强的提价能力, 受益于直接提价及产品结构上移, 板块整体毛利率提升显著, 盈利能力稳步提升。龙头收入增长快于行业平均, 行业份额进一步向龙头集中。2018 年及 2019Q1, 海天收入增速分别为 16.8% 及 17.0%, 快于调味品板块整体收入增速 13.0% 及 13.5%。
- 乳制品板块: 龙头收入维持高增长, 销售费用率处于高位。**2018 年乳业龙头收入维持高增长, 市场集中度进一步向龙头集中。从 2018 年全年及 19Q1 数据来看, 伊利收入增速快于行业平均, 进一步收割小乳企市场份额。2018 年及 19Q1 乳制品行业销售费用率维持在高位, 两大龙头采取高举高打的费用投放策略, 现阶段仍以市场份额为重。
- 食品综合板块: 细分子行业龙头增长较好。**板块整体毛利率持续提升, 受益于毛利率的提升及有效的费用管控, 净利率提升幅度较大。细分龙头增长稳健, 优于行业。2018 年细分行业龙头涪陵榨菜、洽洽食品、桃李面包、好想你、汤臣倍健等表现较好, 收入增长快于行业平均。
- 投资建议:** 食品饮料一季报整体表现靓丽, 白酒业绩开门红。茅台集团公告成立销售公司备受市场关注, 旨在更好地管控价格, 使公司经营更加廉洁, 股份公司与集团之间直销量及价格如何厘定还未公布, 与市场之前预期有差别。五粮液抓住了茅台经销商调整带来的量紧价高的局势, 改革初显成效, 批价持续回升。白酒板块重点关注五粮液改革带来持续的业绩弹性; 乳制品、调味品及大众食品一季报龙头表现较好, 重点关注伊利股份、洽洽食品、绝味食品、安井食品、桃李面包等, 安琪酵母建议关注公司拐点。
- 风险提示:** 宏观经济增速放缓; 食品安全问题; 行业政策风险。

## 目 录

---

1. 2018 年及 2019Q1 食品饮料板块业绩靓丽 .....	4
2. 白酒景气度维持，行业呈分化趋势 .....	5
3. 调味品增长稳健，盈利能力持续提升 .....	7
4. 乳制品龙头收入维持高增长，销售费用率处于高位 .....	8
5. 食品综合细分子行业龙头增长较好 .....	9
6. 板块估值及投资建议 .....	10
7. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1 乳业双寡头销售费用率处于高位 (%)	8
图 2 国内原奶价格拐点将至 (元/公斤)	9
图 3 食品饮料板块 PE (TTM)	11
图 4 食品饮料子行业 PE (TTM)	11
表 1 食品饮料板块主要财务指标	4
表 2 食品饮料子版块收入同比增长情况 (%)	4
表 3 食品饮料子版块收入单季同比增长情况 (%)	4
表 4 食品饮料子版块净利润单季同比增长情况 (%)	5
表 5 白酒板块主要财务指标	5
表 6 白酒上市公司收入同比增长情况 (%)	5
表 7 次高端酒竞争加剧	6
表 8 白酒板块预收款情况 (亿元)	6
表 9 调味品板块财务指标	7
表 10 调味品上市公司近年提价情况	7
表 11 调味品上市公司收入同比增速 (%)	7
表 13 乳制品板块财务指标	8
表 14 A 股乳企上市公司收入同比增速 (%)	8
表 15 食品综合板块财务指标	9
表 16 食品综合上市公司财务指标	10

## 1. 2018 年及 2019Q1 食品饮料板块业绩靓丽

食品饮料板块 2018 年及 2019Q1 收入及净利润整体维持较高增长，净利润增长快于收入增长。毛利率受益于产品结构升级呈持续提升趋势，销售费用率稳中有降，盈利能力持续提升。

表 1 食品饮料板块主要财务指

	2016	2017	2018	2017Q1	2018Q1	2019Q1
收入同比增速	7.3	15.0	13.6	13.9	16.7	16.0
净利润同比增速	10.3	30.2	26.7	18.8	30.1	23.8
毛利率	43.9	45.9	48.3	46.0	50.1	51.4
销售费用率	15.4	14.9	14.4	13.5	13.2	13.2
净利率	13.9	15.8	17.7	17.8	20.4	21.7
ROE	15.2	17.9	20.4	5.5	6.3	7.1

资料来源：wind，德邦研究

2018 年及 2019Q1，白酒板块收入及净利润增维持在较快水平，其中，2019Q1 增速超预期，2018Q3 增速低于预期；调味发酵品收入增长较为稳健；乳制品受益于双寡头近两年费用高举高打，2018 年收入增长提速，2019Q1 收入维持较高增速；软饮料 2019Q1 增长提速明显；肉制品及啤酒收入增速回升；食品综合增长有所放缓。

表 2 食品饮料子版块收入同比增长情况 (%)

	2016	2017	2018	2017Q1	2018Q1	2019Q1
肉制品	16.1	0.4	2.8	-1.6	3.5	6.5
调味发酵品	3.0	12.9	13.0	11.2	15.4	13.5
白酒	13.6	27.2	25.5	18.5	27.9	23.1
食品综合	18.1	31.2	12.7	42.9	14.7	8.8
软饮料	0.7	-1.6	4.8	-8.2	11.0	39.8
乳品	0.9	10.0	11.3	5.1	15.3	15.2
啤酒	-3.1	-0.3	1.9	18.4	3.6	7.1
其他酒类	26.7	13.2	-9.6	-2.9	-0.5	-3.8
葡萄酒	-0.4	13.6	3.0	12.1	0.5	-8.0
黄酒	9.0	6.9	-2.6	7.0	3.9	-8.9

资料来源：wind，德邦研究

表 3 食品饮料子版块收入单季同比增长情况 (%)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
肉制品	-1.6	-5.9	6.4	2.6	3.5	3.8	3.3	0.7	6.5
调味发酵品	11.2	11.6	16.9	3.6	15.4	13.6	11.6	11.4	13.5
白酒	18.5	22.5	50.0	23.5	27.9	36.4	12.6	28.3	23.1
食品综合	42.9	48.0	28.3	19.5	14.7	9.7	17.6	8.7	8.8
软饮料	-8.2	-17.1	10.5	13.6	11.0	40.6	-0.2	337.7	39.8
乳品	5.1	16.3	16.8	2.1	15.3	11.3	7.6	13.7	15.2
啤酒	18.4	-5.2	-1.3	-7.1	3.6	-0.1	1.6	4.1	7.1
其他酒类	-2.9	27.8	5.8	4.5	-0.5	-4.7	-28.2	-6.0	-3.8
葡萄酒	12.1	13.9	6.8	22.8	0.5	12.1	-1.1	5.0	-8.0
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，德邦研究

表 4 食品饮料子版块净利润单季同比增长情况 (%)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
肉制品	-13.7	-5.4	15.9	3.2	21.0	23.0	-5.7	10.7	19.6
调味发酵品	25.0	26.3	20.5	5.0	35.0	26.6	26.5	8.8	16.7
白酒	22.6	31.2	86.0	51.0	36.9	46.2	11.9	42.6	28.2
食品综合	11.4	40.0	14.7	14.1	25.0	21.3	25.4	24.5	16.8
软饮料	-2.5	-176.4	-31.0	-19.8	-72.6	1300.4	-9.2	152.5	10.1
乳品	10.7	-9.9	47.0	-64.5	17.2	0.3	-6.7	59.0	9.7
啤酒	38.8	9.0	-6.8	13.9	14.5	12.5	13.0	-46.6	22.0
其他酒类	-30.3	234.3	7.5	-2903.0	-74.4	-58.3	-94.2	187.6	183.4
葡萄酒	6.0	24.7	28.1	-17.5	-5.8	20.4	-25.5	-2.3	1.5
黄酒	9.3	342.8	-2.6	43.6	6.8	-53.0	-36.1	-75.2	-17.3

资料来源: Wind, 德邦研究

## 2. 白酒景气度维持, 行业呈分化趋势

2018 年, 白酒板块收入及利润维持较高增长。2019Q1, 白酒行业景气度维持, 迎来开门红。整体收入增速 23%, 归母净利润增速 28%。受益于消费升级, 白酒消费主流价格带提升趋势明显, 板块毛利率呈提升趋势。行业集中度进一步向名优酒集中, 名酒品牌优势明显, 销售费用率有所下降。

表 5 白酒板块主要财务指标

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
收入同比增速	19	22	50	23	28	36	13	28	23
净利润同比增速	23	31	86	51	37	46	12	43	28
毛利率	72	71	77	77	76	75	79	78	77
销售费用率	12	13	10	13	10	14	12	9	10
净利率	34	30	36	33	37	32	35	36	38
ROE	7.57	4.41	6.69	5.62	8.72	5.39	6.33	6.79	9.38

资料来源: Wind, 德邦研究

2018 年及 2019Q1, 白酒板块分化趋势明显。全国及地产名优酒表现较好, 强者恒强, 品牌力较弱的地产酒收入增长较慢甚至出现负增长。2019Q1, 高端白酒增长超预期, 收入增速区间在 22-27%; 次高端白酒整体增速略高一些, 但同比 18 年增速有所放缓。洋河受省内渠道利润较薄及省内竞争加剧影响, 增长放慢; 地产酒收入增速分化明显, 古井、今世缘增长超预期。古井 18Q4 主动控货消化了渠道库存, 19Q1 动销良好, 经销商积极补库存。迎驾贡酒、金徽酒、青青稞等表现较弱。

表 6 白酒上市公司收入同比增长情况 (%)

		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2017	2018
高端	贵州茅台	36	36	116	31	32	46	4	34	22	52	26
	五粮液	15	23	43	20	37	38	23	31	27	23	33
	泸州老窖	20	18	33	15	26	25	31	22	24	20	26
	洋河股份	11	18	20	21	26	27	20	5	14	16	21
	山西汾酒	48	30	47	18	49	45	31	64	20	37	47
	水井坊	33	130	109	51	88	33	27	18	24	74	38
次高端	舍得酒业	0.04	28	14	9	22	10	57	58	34	12	35
	酒鬼酒	9	53	26	48	46	37	31	31	30	34	35

古井贡酒	18	25	15	7	18	49	18	18	43	16	25	
口子窖	16	20	14	79	21	28	8	20	9	27	18	
迎驾贡酒	4	2	-1	6	12	9	13	10	3	3	11	
今世缘	21	12	13	13	31	30	35	3	31	15	26	
老白干酒	3	13	2	3	6	75	56	43	56	4	41	
青青稞酒	-12	2	-13	-6	5	3	-5	4	-23	-8	2	
伊力特	9	-8	25	25	9	36	9	-1	0.09	13	11	
金种子酒	-27	-20	-8	16	-12	7	-3	12	-6	-10	2	
地产酒	金徽酒	4	13	-12	12	5	19	-23	27	5	4	10
大众酒	顺鑫农业	6	3	-8	19	3	21	-14	-0.49	20	5	3

资料来源: Wind, 德邦研究

次高端增速同比下降，竞争加剧。2018 年及 2019Q1，次高端白酒在高基数的情况下，整体收入及净利润增速均有所下降。除水井坊外，19Q1 销售费用率均有所上升，表明竞争有所加剧。

表 7 次高端酒竞争加剧

		19Q1		18Q1		19Q1	
		营业收入 YOY	净利润 YOY	营业收入 YOY	净利润 YOY	毛利率 (+/-)	销售费用率 (+/-)
002304.SZ	洋河股份	14	16	26	27	-2.5	0.1
600809.SH	山西汾酒	20	23	49	55	1.0	3.1
600779.SH	水井坊	24	41	88	68	1.8	-2.3
600702.SH	舍得酒业	34	25	22	111	5.3	2.9
000799.SZ	酒鬼酒	30	16	46	76	-3.3	0.6

资料来源: Wind, 德邦研究

19 年春节经销商打款积极，行业景气度维持。2018 年底白酒预收款维持在较高水平，五粮液、汾酒、水井坊、酒鬼酒 18Q4 环比上升较多，表明经销商信心较强，打款积极。

表 8 白酒板块预收款情况 (亿元)

	预收款额						同比增速		环比增速	
	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q4	2019Q1	2018Q4	2019Q1
贵州茅台	144	132	99	112	136	114	-6%	-14%	22%	-16%
五粮液	46	58	44	24	67	49	44%	-16%	175%	-28%
泸州老窖	20	14	11	14	16	13	-18%	-7%	14%	-20%
洋河股份	42	15	21	28	45	20	6%	34%	61%	-56%
山西汾酒	9	7	8	8	17	12	81%	67%	110%	-27%
水井坊	2	1	0.3	0.4	2	0.4	-5%	-41%	339%	-75%
舍得酒业	2	4	1	2	2	2	29%	-61%	38%	-39%
酒鬼酒	1	1	1	1	2	1	10%	-12%	171%	-22%
古井贡酒	5	13	8	11	11	11	128%	-13%	3%	-3%
口子窖	9	5	6	6	9	5	7%	1%	60%	-47%
迎驾贡酒	5	3	3	3	5	3	1%	-6%	61%	-41%
今世缘	8	2	2	6	12	3	43%	19%	96%	-75%
老白干酒	5	6	6	8	4	6	-15%	-12%	-47%	33%
顺鑫农业	38	37	34	31	57	52	49%	40%	83%	-9%

资料来源: Wind, 德邦研究

### 3. 调味品增长稳健，盈利能力持续提升

**调味品板块收入增长稳健。**2018年及2019Q1，调味品板块收入增速分别为13.0%及13.5%。2019Q1，板块收入增速相较于去年同期略有放缓，净利润增速放缓。

**调味品板块提价能力较强，盈利能力持续提升。**调味品龙头企业具备较强的提价能力，平均每两年对部分产品提一次价。虽然原材料及包材价格有波动，但受益于直接提价及产品结构上移，调味品头部企业可以成功地将成本转嫁出去，调味品板块整体毛利率提升显著；销售费用率略有下降，盈利能力稳步提升。

表9 调味品板块财务指标

	2016	2017	2018	2017Q1	2018Q1	2019Q1
收入同比增速	3	13	13	11	15	13
净利润同比增速	73	15	24	25	35	17
毛利率	33.7	39.6	40.9	36.5	40.9	41.4
销售费用率	10.2	12.5	12.3	11.1	11.9	11.5
净利率	14.4	17.1	18.8	16.2	20.5	21.1
ROE	17.38	20.39	22.53	5.07	6.81	7.05

资料来源：Wind，德邦研究

表10 调味品上市公司近年提价情况

	时间	提价范围及幅度
海天味业	2014年底	大部分产品提价5%
	2017年1月	大部分产品提价5%
中炬高新	2013年7月	厨邦及美味鲜提价5%
	2017年3月	厨邦及美味鲜提价6%
千禾味业	2017年3月	全部产品提价8%
恒顺醋业	2014年年初	主力醋产品提价9%
	2016年10月	19款主力产品提价9%
	2019年1月	五大系列产品提价6.5%-15%

资料来源：公司公告，德邦研究

**龙头收入增长快于行业平均，行业集中度进一步向龙头集中。**2018年及19Q1，海天收入增速分别为16.8%及17.0%，快于调味品板块整体收入增速13.0%及13.5%，进一步收割市场份额。

**恒顺醋业收入增长提速。**受益于营销及渠道管理改善，2018年公司实现收入增长9.9%，同比及环比均有所提高。受益于19年初对部分核心产品提价（对15%的产品提价6.5%-15%，预计对收入增长贡献约2%），经销商提前积极打款备货（18年底预收款同比+54.6%），公司提价后渠道动销良好，公司19Q1收入增速大幅提升至15.2%（18Q1为8.2%）。

表11 调味品上市公司收入同比增速（%）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	17YOY	18YOY
海天味业	17.1	24.9	22.1	6.9	17.0	17.5	17.1	15.6	17.0	17.0	16.8
中炬高新	30.9	11.3	14.7	2.2	18.4	22.9	7.1	13.8	6.7	14.3	15.4
千禾味业	38.0	32.0	8.1	16.6	-3.0	2.6	27.7	23.6	18.5	23.0	12.4
恒顺醋业	2.9	8.7	5.4	9.1	8.2	11.2	13.0	7.3	15.2	6.5	9.9
安记食品	0.7	-19.7	14.3	0.1	22.9	47.5	13.9	49.9	70.7	-1.9	33.6

资料来源：Wind，德邦研究

表 12 调味品上市公司利润同比增速 (%)

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	17YOY	18YOY
海天味业	20.5	25.2	29.4	23.6	23.3	23.6	23.4	24.3	22.8	24.2	23.6
中炬高新	76.3	23.7	30.3	-10.9	42.3	78.3	0.8	27.0	13.8	25.1	34.0
千禾味业	60.1	52.6	22.4	41.0	193.2	-32.5	31.7	67.3	-54.0	43.9	66.6
恒顺醋业	26.0	23.5	24.2	160.7	28.9	29.5	114.5	-45.6	23.7	64.8	8.4
安记食品	9.1	-29.8	-11.8	34.8	10.1	45.9	0.7	-40.2	22.1	1.1	-4.3

资料来源: Wind, 德邦研究

## 4. 乳制品龙头收入维持高增长, 销售费用率处于高位

**2018 年乳业龙头收入维持高增长。**2018 年, 乳制品板块收入维持较高增速, 净利润增速明显回升。19Q1 在高基数的基础上, 收入维持高速增长。

表 13 乳制品板块财务指标

	2016	2017	2018	2017Q1	2018Q1	2019Q1
收入同比增速	0.9	10.0	11.3	5.1	15.3	15.2
净利润同比增速	6.1	-1.9	7.3	10.7	17.2	9.7
毛利率	39.2	36.2	36.4	37.2	37.3	37.7
销售费用率	25.1	23.5	24.3	22.9	23.0	23.3
净利率	6.7	6.0	5.8	8.3	8.5	7.9
ROE	14.5	13.4	13.7	4.6	4.9	5.2

资料来源: Wind, 德邦研究

**市场集中度进一步向龙头集中。**从 2018 年全年及 19Q1 数据来看, 伊利收入增速快于行业平均, 进一步收割小乳企市场份额, 行业集中度提升。

**乳制品行业竞争格局清晰, 龙头优势明显。**以常温产品为主导的伊利和蒙牛依托渠道、品牌、规模、营销优势, 收入增速远高于以低温差异化产品为主导的地方及区域乳企, 龙头壁垒难以被撼动。

表 14 A 股乳企上市公司收入同比增速 (%)

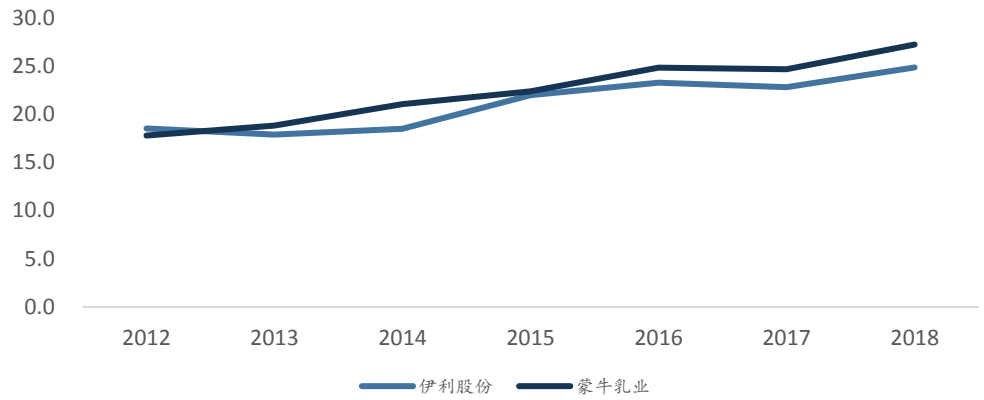
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	17YOY	18YOY
伊利股份	3.2	19.6	17.7	7.2	24.6	13.8	12.9	17.6	17.9	17.0	16.9
光明乳业	7.4	5.3	7.4	9.0	-5.0	-1.5	-10.6	-1.7	5.5	7.3	-4.7
三元股份	-0.2	16.4	7.8	-5.9	26.7	19.7	17.6	24.2	10.9	4.6	21.8
燕塘乳业	27.8	8.0	9.2	11.4	9.1	5.5	3.1	2.3	8.8	12.6	4.7
科迪乳业	57.2	46.2	55.6	57.4	21.1	1.0	3.0	-4.7	6.2	53.9	3.7
天润乳业	28.6	46.8	44.1	45.0	23.3	18.6	22.7	8.6	16.0	41.7	17.9

资料来源: Wind, 德邦研究

**销售费用率处于高位。**2018 年及 19Q1 乳制品行业销售费用率维持在高位。两大龙头采取高举高打的费用投放策略, 现阶段以市场份额为重。

图 1 乳业双寡头销售费用率处于高位 (%)

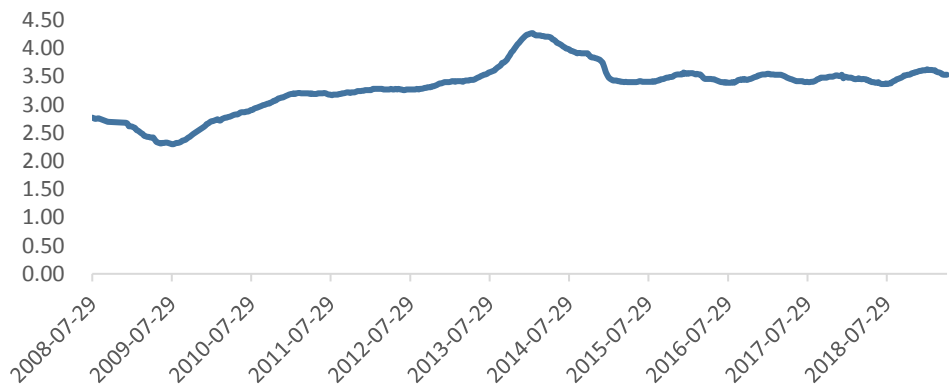




资料来源: Wind, 德邦研究

**原奶上涨周期将至，龙头更具优势。**国内原奶价格自2014年至今一直处于低位震荡，随着上游供给不断收缩，下游需求回暖，原奶供需关系有所好转。2018年底原奶价格出现小幅上涨，预计2019年全年将维持小幅上涨的趋势。龙头伊利和蒙牛凭借强大的综合实力，更有能力转嫁成本，行业地位将进一步巩固。

图2 国内原奶价格拐点将至 (元/公斤)



资料来源: Wind, 德邦研究

## 5. 食品综合细分子行业龙头增长较好

**食品综合收入增速有所放缓。**2018年及19Q1，食品综合板块整体收入增速有所放缓，2018年板块收入增速12.7%，19Q1板块收入增速8.8%；净利润增速维持在较高水平。

**产品结构升级，盈利能力持续提升。**板块整体毛利率持续提升。受益于毛利率的提升及费用管控，净利率提升幅度较大。

表 15 食品综合板块财务指标

	2016	2017	2018	2017Q1	2018Q1	2019Q1
收入同比增速	18.1	31.2	12.7	42.9	14.7	8.8
净利润同比增速	2	20	25	11	25	17
毛利率	29.0	29.0	31.1	28.3	30.0	31.3
销售费用率	15.6	15.6	15.8	14.7	14.8	15.5
净利率	6.7	6.9	8.0	7.5	8.9	9.4
ROE	8.98	11.25	12.72	3.11	3.39	3.65

资料来源: Wind, 德邦研究

**细分龙头增长稳健, 优于行业。**2018年, 细分行业龙头涪陵榨菜、洽洽食品、桃李面包、好想你、汤臣倍健等表现较好, 收入增长快于行业平均; 19Q1, 汤臣倍健、盐津铺子、绝味食品、安井食品、桃李面包等细分子行业龙头收入增长快于行业。

短保面包龙头桃李面包, 受益于近年来国内面包行业加速增长及公司快速全国化扩张, 收入取得了稳步增长, 未来随着新建产能逐步释放, 产能利用率提升, 规模效应提升, 业绩有望加速增长。

洽洽食品 2018 年受益于提价及新品放量, 取得了高速增长, 盈利能力提升。

**表 16 食品综合上市公司财务指标**

	2018						2019Q1	
	收入 YOY	净利润 YOY	毛利率	净利率	销售费用率	存货周转率	收入 YOY	净利润 YOY
黑芝麻	43	-46	20.6	0.6	12.7	7.8	72	-40
三全食品	5	41	35.5	1.8	28.6	3.5	5	42
双塔食品	15	149	14.8	3.9	5.7	4.2	-50	-37
安琪酵母	16	1.1	36.3	13.5	11.3	2.5	12	-15
涪陵榨菜	26	60	55.8	34.6	14.7	2.9	4	35
洽洽食品	16	36	31.2	10.5	13.6	2.5	1	36
好想你	22	21	28.5	2.2	20.6	3.0	7	10
克明面业	26	65	23.6	6.5	10.9	6.1	18	-17
海欣食品	18	228	33.3	3.0	22.5	3.5	19	6
桂发祥	-1	-9	48.4	17.5	21.8	5.7	1	-5
盐津铺子	47	7	39.1	6.4	26.0	3.4	44	6
汤臣倍健	40	31	67.7	20.9	29.4	2.6	47	34
华宝股份	-1	2	77.6	55.0	8.6	1.4	-10	6
上海梅林	-0.2	9	12.9	1.8	7.4	9.2	4	10
爱普股份	8	-24	17.6	5.1	5.6	5.8	-2	11
安井食品	22	34	26.5	6.3	13.4	3.2	15	20
绝味食品	13	28	34.3	14.4	8.2	5.6	20	20
有友食品	11	-6	33.0	16.2	9.6	6.0	-14	1
来伊份	7	-90	43.9	0.3	32.9	5.4	0	53
桃李面包	18	25	39.7	13.3	20.7	28.1	16	12
元祖股份	10	19	64.8	12.3	43.4	15.8	24	75

资料来源: Wind, 德邦研究

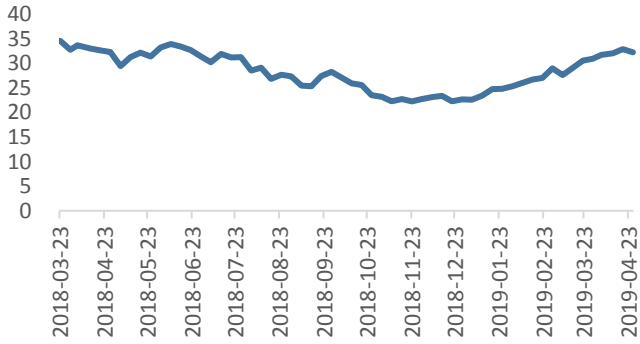
## 6. 板块估值及投资建议

食品饮料板块 2018 年下半年由于白酒业绩低于预期及受到市场对 19Q1 经济增长悲观预期的影响, PE (TTM) 估值一度回落至 22 倍; 随着宏观经济数据的逐步向好以及板块整体披露的一季度业绩较好, 2019 年初至今估值逐步回升至 32 倍。各子行业中, 目前调味品 PE (TTM) 估值最高, 达 48 倍, 其次是食品综合 (33 倍), 白酒 (31 倍) 及乳制品 (30 倍), 肉制品 PE (TTM) 估值最低, 为 23 倍。

食品饮料一季报整体表现靓丽, 白酒业绩开门红。茅台集团公告成立销售公司备受市场关注, 具体细节还未公布。五粮液抓住了茅台经销商调整带来的量紧价高的局势, 改革初显成效, 批价持续回升。白酒板块重点关注五粮液改革带来持续的业绩弹性; 乳制品、调味品及大众食品一季报龙头表现较好, 重点关注伊利股份、

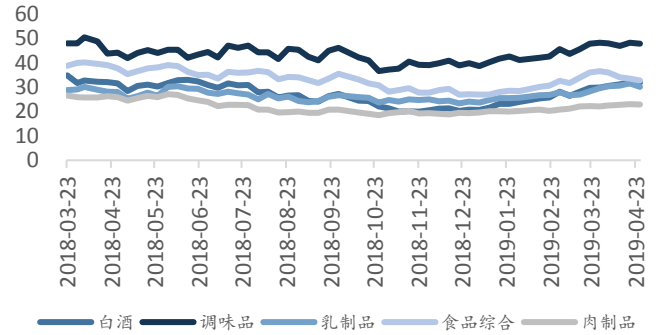
洽洽食品、绝味食品、安井食品、桃李面包等，安琪酵母建议关注公司拐点。

图3 食品饮料板块 PE (TTM)



资料来源: Wind, 德邦研究

图4 食品饮料子行业 PE (TTM)



资料来源: Wind, 德邦研究

## 7. 风险提示

宏观经济增速放缓;

食品安全问题;

行业政策风险。

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。