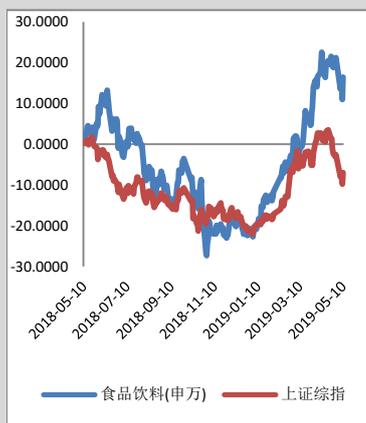


食品饮料 (801120)

2019年05月14日

投资评级：看好



结构升级逐步成为增长主基调 整体保持稳健增长

● 行业业绩综述

18年整个板块营收5953.85亿元，增速13.42%，高于全部A股1.93pct；净利润1012.19亿元，增速26.21%，同期全部A股净利增速-1.90%；毛利率回升2.42pct至48.28%，好于市场28.39pct；净利率回升1.88pct至17.68%，好于市场9.52pct；ROE20.46%，比全部A股高10.71pct。19年一季度，虽然市场对国内经济增速存在悲观预期，但食品板块整体承压较小，依旧保持较高的景气度。板块延续18年走势，营收净利稳步增长，19年Q1营收1853.95亿元，增速14.26%，高于全部A股3.32pct；净利润402.90亿元，增速23.15%，显著高于A股13.76pct；毛利率回升1.29pct至51.37%，好于市场31.80pct；净利率回升1.38pct至21.73%，好于市场11.87pct；ROE7.10%，比全部A股高4.29pct。

● 重点公司业绩综述

★伊利股份归母净利同比增长7.31% 拟10股派7元现金红利★桃李面包归母净利同增25.11% 拟10转4派10★涪陵榨菜2018年净利润同比增长59.78%★安琪酵母2018年年报净利同增1.12%★泸州老窖18年归母净利同增36.27% 一季报净利大增43.08%★海天味业2018年净利润同比增长23.60%★重庆啤酒18年归母净利同比增长22.62%★山西汾酒18年净利同增54.01% 19Q1同增22.58%

● 板块业绩表现及投资策略

从18年年报及19年一季报的情况来看，食品板块依旧保持一个良好的增长态势，三级子板块表现分化。白酒板块财务表现依旧处于领先地位，茅五泸表现好于之前市场预期，结构升级、国内文化等因素推动白酒板块继续处于良好景气度区间。茅台、五粮液对营销渠道的梳理以及老窖停货控价等措施继续奠定好扩大高端白酒消费空间的基础，次高端白酒在整体消费中枢的提升下，价位带上移，为汾酒等次高端白酒打开市场。费用率整体下降，毛利率和ROE稳步提升，行业仍旧是食品板块中比较优质的子板块。茅台、老窖资本开支保持在行业前列，主要是对目前产能的一个扩张，为以后业绩提速提供产能保证。调味品板块营收净利保持稳定增长，作为美食大国，健康、多样化的调味品产品需求存在合理性。以海天、中炬高新、千禾味业等为主要梯队的调味品板块也具备一个稳定增长的良好预期。整体来看，虽然国内酱油市场渗透率较高，但对比饮食习惯相近的日韩台湾等地区，国内人均消费量还存在很大的提升空间。此外龙头效应将更加明显，对标日本等国，市场高度集中是大趋势，从这个角度讲，我国龙头企业份额提升的空间还是比较大的。啤酒板块营收有所改善，但毛利率、ROE改善不明显，啤酒板块增量空间相对有限，主要受益于产品升级带来的增量收益，因此，板块中产品结构较好的青岛啤酒、重庆啤酒等未来或有更好表现。此外，增值税下调税率对啤酒板块盈利贡献效果明显，19年税率下调对啤酒板块的业绩增厚效果将逐步体现。乳品营收保持稳健增长，乳品企业两极分化明显，市场加速向伊利蒙牛双寡头集中。业绩的增长更取决于结构升级和品类拓展，以及三四线城市产品升级带来的快速启动。行业毛利率基本处于一个稳定区间窄幅波动，销售费用率拉长周期来看较为平稳，但从18年Q2开始整体销售费用率有所下降，未来还需持续观察费用的下降能否转化为良性竞争格局。乳品国内市场容量空间有限，伊利也开始不断拓展海外业务，以及开始涉水非乳领域。在乳品领域，消费升级及多样化对业绩的贡献将成为业绩增长的主要因素，渠道下沉较深的龙头企业如伊利仍然是乳品板块关注的重点。对其他板块来说，一季度肉制品、其他酒类、食品综合营收出现拐点向上趋势，但整体盈利能力及其他财务指标没有出现非常明确的拐点迹象。未来行业的看点还在于行业集中度提升以及消费升级带来的结构化改善上，重点仍然需要关注细分行业龙头。未来投资主线可参照：(1) 估值较低，业绩相对稳定的龙头企业，(2) 标的相对稀缺的细分行业龙头，(3) 国企改革相关概念。建议关注海天味业、伊利股份、安琪酵母、涪陵榨菜、桃李面包、泸州老窖、山西汾酒、重庆啤酒。

● 风险提示：宏观经济下行，食品安全问题，政策风险

分析师：张月慧

SAC 执业证书编号：

S0790514100001

联系电话：029-88447618

Email: zhangyuehui@kysec.cn

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1

号都市之门B座5层

http://www.kysec.cn

目录

一、食品饮料 18 年及 19 年 Q1 业绩综述	1
二、重点公司业绩综述	5
三、18 年综述：结构升级成为主基调 白酒、调味品景气度较高	7
白酒：毛利稳步提高 盈利预期较强	7
啤酒：产品升级推动盈利改善 降税增厚业绩预期明显	9
调味品：稳定增长 毛利保持向上趋势	11
乳品：保持低速增长 关注费用率情况	14
其他板块：子行业表现不一 一季度销售趋缓 ROE 整体提升	16
四、投资策略	18

图表目录

图 1：食品饮料板块营收盈利增速	2
图 2：食品饮料毛利率稳步走高	2
图 3：食品饮料板块销售费用率稳中有降	2
图 4：食品饮料 ROE 稳步提升	2
图 5：18 年食品饮料财务数据	4
图 6：19 年 Q1 食品饮料财务数据	4
图 7：18 年食品饮料 ROE 表现	4
图 8：19 年 Q1 食品饮料 ROE 表现	4
图 9：18 年食品饮料盈利能力表现	4
图 10：19 年 Q1 食品饮料盈利能力表现	4
图 11：白酒板块保持高速增长	7
图 12 白酒毛利稳步提高	7
图 13：白酒板块销售费用率整体缩减	7
图 14 白酒板块 ROE 稳步提高	7
图 15：18 年白酒上市公司财务表现	8
图 16 19 年 Q1 白酒上市公司财务表现	8

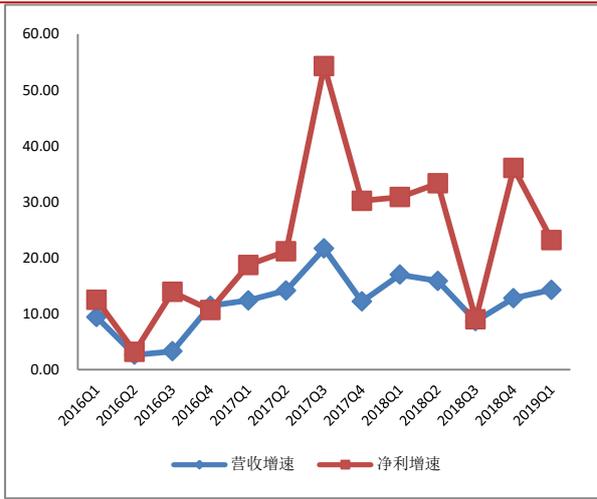
图 17: 18 年白酒板块毛利净利水平	8
图 18: 19 年 Q1 白酒板块毛利净利水平	8
图 19: 18 年白酒板块净资产收益率	9
图 20: 19 年 Q1 白酒板块净资产收益率	8
图 21: 18 年白酒板块资本开支	9
图 22: 19 年 Q1 白酒板块资本开支	9
图 23: 啤酒板块盈利改善	9
图 24 啤酒毛利相对稳定	9
图 25: 啤酒板块销售费用率中枢稳定	10
图 26 啤酒板块单季 ROE 波动加大	10
图 27: 18 年啤酒上市公司财务表现	10
图 28 19 年 Q1 啤酒上市公司财务表现	10
图 29: 18 年啤酒板块毛利净利水平	11
图 30: 19 年 Q1 啤酒板块毛利净利水平	10
图 31: 18 年啤酒板块净资产收益率	11
图 32: 19 年 Q1 啤酒板块净资产收益率	11
图 33: 18 年啤酒板块资本开支	12
图 34: 19 年 Q1 啤酒板块资本开支	11
图 35: 调味品板块营收保持稳定增长	12
图 36 调味品毛利率保持向上趋势	12
图 37: 调味品板块销售费用率整体回升	13
图 38 调味品板块 ROE 中枢向上	12
图 39: 18 年调味品上市公司财务表现	13
图 40 19 年 Q1 调味品上市公司财务表现	12
图 41: 18 年调味品板块毛利净利水平	13
图 42: 19 年 Q1 调味品板块毛利净利水平	13
图 43: 18 年调味品板块净资产收益率	14
图 44: 19 年 Q1 调味品板块净资产收益率	13
图 45: 18 年调味品板块资本开支	14

图 46: 19 年 Q1 调味品板块资本开支	13
图 47: 乳品板块营收保持稳定增长	15
图 48 乳品毛利率波动相对稳定	14
图 49: 乳品板块销售费用率出现下行趋势	15
图 50 乳品板块 19 年 Q1ROE 反弹明显	14
图 51: 18 年乳品上市公司财务表现	15
图 52 19 年 Q1 乳品上市公司财务表现	14
图 53: 18 年乳品板块毛利净利水平	16
图 54: 19 年 Q1 乳品板块毛利净利水平	15
图 55: 18 年乳品板块净资产收益率	16
图 56: 19 年 Q1 乳品板块净资产收益率	15
图 57: 18 年乳品板块资本开支	16
图 58: 19 年 Q1 乳品板块资本开支	15
图 59: 其他板块单季度营收增速表现	16
图 60: 其他板块单季度净利增速表现	16
图 61: 其他板块单季度毛利率表现	17
图 62: 其他板块单季度销售费用率表现	17
图 63: 其他板块单季度 ROE 表现	17

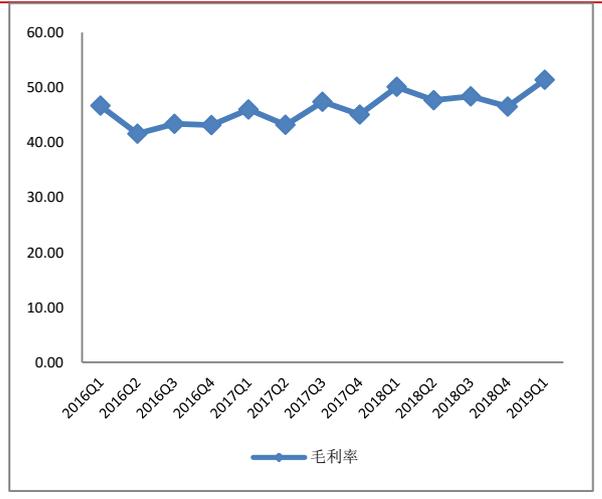
一、食品饮料 18 年及 19 年 Q1 业绩综述

18 年及 19 年第一季度，在国民收入稳步回升的大环境下，居民对食品饮料的支出持续增长，18 年整个板块营收 5953.85 亿元，增速 13.42%，高于全部 A 股 1.93pct；净利润 1012.19 亿元，增速 26.21%，同期全部 A 股净利增速-1.90%；毛利率回升 2.42pct 至 48.28%，好于市场 28.39pct；净利率回升 1.88pct 至 17.68%，好于市场 9.52pct；ROE20.46%，比全部 A 股高 10.71pct。19 年一季度，虽然市场对国内经济增速存在悲观预期，但食品板块整体承压较小，依旧保持较高的景气度。板块延续 18 年走势，营收净利稳步增长，19 年 Q1 营收 1853.95 亿元，增速 14.26%，高于全部 A 股 3.32pct；净利润 402.90 亿元，增速 23.15%，显著高于 A 股 13.76pct；毛利率回升 1.29pct 至 51.37%，好于市场 31.80pct；净利率回升 1.38pct 至 21.73%，好于市场 11.87pct；ROE7.10%，比全部 A 股高 4.29pct。

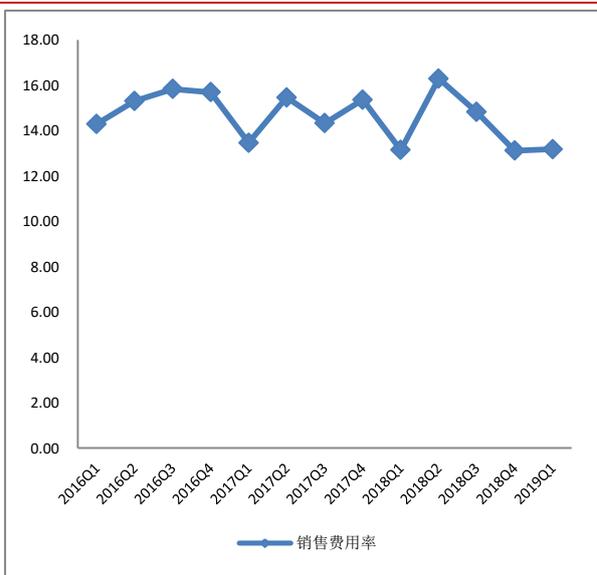
从单季度表现来看，近年来食品饮料增速虽有波动，但整体保持两位数的增幅，继续保持一个较高的行业景气度。随着国民可支配收入的增加，对食品健康性、多样化提出了更高的要求，整个行业也在不断顺应消费趋势，对产品结构进行调整和升级，产品结构升级带动整个行业的毛利率不断提升。费用率方面，销售费用的投放并未缩减，但由于营收保持较高增速，费用率反而呈现一个稳中略降的走势。净资产收益率也整体呈现一个波动中趋势向上的格局，行业整体表现依旧处于良性增长阶段。

图 1：食品饮料板块营收盈利增速


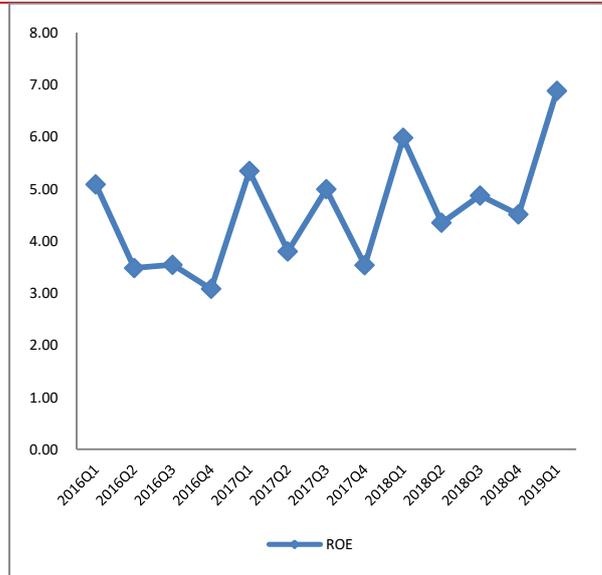
数据来源：wind，开源证券研究所

图 2：食品饮料毛利率稳步走高


数据来源：wind，开源证券研究所

图 3：食品饮料板块销售费用率稳中有降


数据来源：wind，开源证券研究所

图 4：食品饮料 ROE 稳步提升


数据来源：wind，开源证券研究所

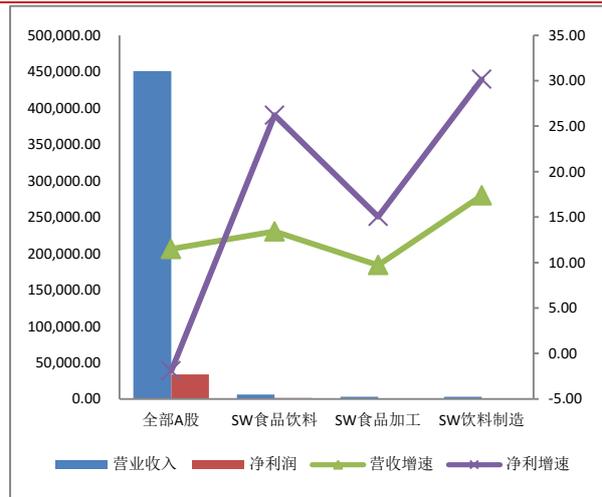
分板块来看，18 年食品加工实现营业收入 2973.94 亿元，增速 9.72%；归母净利润 241.05 亿元，增长 15.04%；毛利率上涨 1.38pct 至 31.34%，净利率上涨 0.51pct 至 8.23%；ROE16.49%。饮料制造板块实现营业收入 2979.91 亿元，增速 17.37%；归母净利润 771.15 亿元，增长 30.15%；毛利率回升 1.35pct 至 165.19%，净利率回升 2.18pct 至 27.12%；ROE22.12%。19 年 Q1 食品加工实现营业收入 835.89 亿元，增速 11.21%；归母净利润 83.70 亿元，增长

14.80%；毛利率上涨 0.97pct 至 32.26%，净利率上涨 0.21pct 至 10.01%；ROE5.19%。饮料制造板块实现营业收入 1018.06 亿元，增速 16.88%；归母净利润 319.19 亿元，增长 25.55%；毛利率上涨 0.68pct 至 67.05%，净利率上涨 1.84pct 至 31.35%；ROE7.85%。

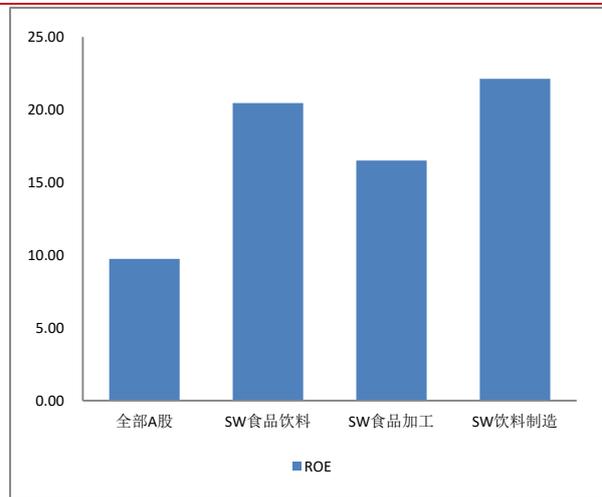
申万分类 77 家上市公司中 65 家实现盈利，仅有 9 家公司亏损，需要注意的是 9 家亏损的上市公司中，*ST 皇台已经被深交所暂停上市，*ST 中葡、*ST 莲花均为连续两年亏损，*ST 莲花一季度依旧亏损，*ST 中葡一季度虽有微利但仍保证全年业绩，提醒投资者注意规避风险。伊利股份、贵州茅台、双汇发展、五粮液、依旧稳固占据营收指标前列，净利润方面，贵州茅台、五粮液、洋河股份等白酒企业盈利能力较强。19 年一季度，各子行业龙头依旧稳居盈利能力前列，保持稳定增长。从业绩增速来看，18 年山西汾酒、黑芝麻、老白干酒、汤臣倍健、水井坊等企业营收增速居前，金种子酒、海欣食品、青青稞酒、舍得酒业、双塔食品等利润增速较快。19 年一季黑芝麻、安记食品、老白干酒、龙大肉食营业收入增长更快。净利润则受基期、非经常性损益等其他因素扰动与营收增速表现不一，兰州黄河、星湖科技、三元股份、金字火腿等上市公司增速较快。整体来看，18 年营收增速超过 20%的有 22 家，10-20%的有 17 家；净利增速超过 20%的 39 家，10-20%之间的仅有 5 家，负增长的 25 家。19 年 Q1 营收增速超过 20%的下降至 17 家，10-20%的下降至 15 家，负增长的 12 家；净利增速保持在 20%以上的有 37 家，与 18 年相对持平，10-20%之间的 13 家，明显好于 18 年，负增长的 19 家，略高于 18 年整体水平。

图 5：18 年食品饮料财务数据

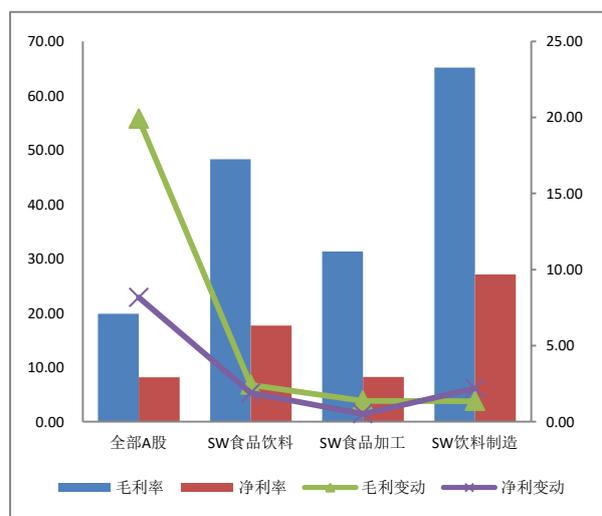
财务数据



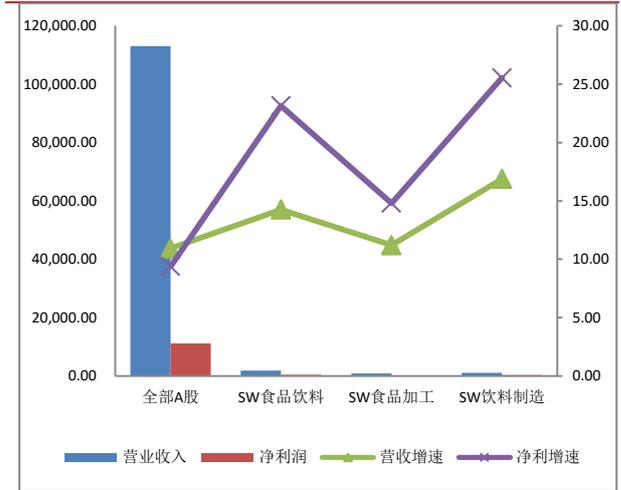
数据来源：wind，开源证券研究所

图 7：18 年食品饮料 ROE 表现


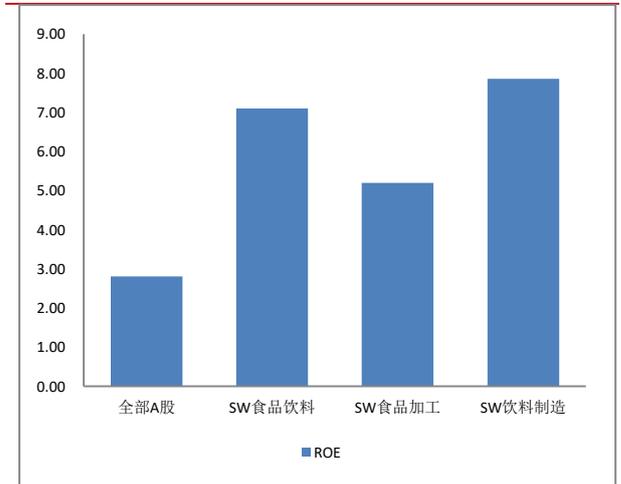
数据来源：wind，开源证券研究所

图 9：18 年食品饮料盈利能力表现


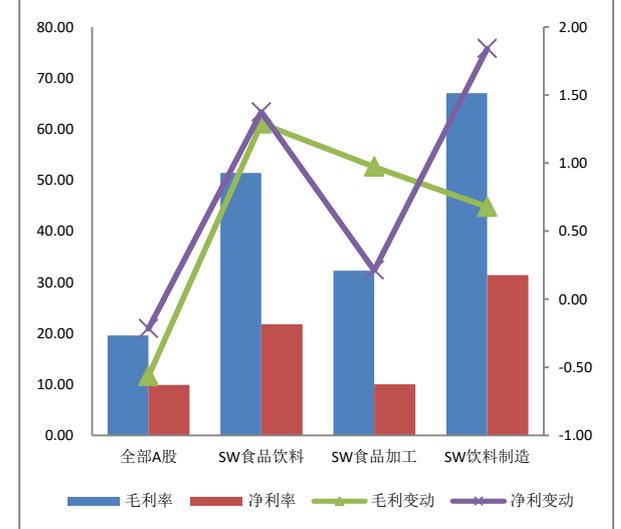
数据来源：wind，开源证券研究所

图 6：19 年 Q1 食品饮料


数据来源：wind，开源证券研究所

图 8：19 年 Q1 食品饮料 ROE 表现


数据来源：wind，开源证券研究所

图 10：19 年 Q1 食品饮料盈利能力表现


数据来源：wind，开源证券研究所

二、重点公司业绩综述

- **【伊利股份归母净利同比增长 7.31% 拟 10 股派 7 元现金红利】**

伊利股份(600887) 27 日晚间公布 2018 年年报, 报告期内实现营业收入 795.53 亿元, 同比增长 16.89%; 归属于母公司股东净利润 64.4 亿元, 同比增长 7.31%; 基本每股收益为 1.06 元, 加权平均净资产收益率 24.33%。第四季度公司实现营业收入 182.26 亿元, 同比增长 16.93%, 归属于母公司股东净利润 13.92 亿元, 同比增长 30.87%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.00 元(含税)。

- **【桃李面包归母净利同增 25.11% 拟 10 转 4 派 10】**

桃李面包(603866) 3 月 21 日晚间发布 2018 年年报, 报告期内公司实现营业收入 48.33 亿元, 较上年同期增长 18.47%; 归属于母公司所有者的净利润 6.42 亿元, 较上年同期增长 25.11%; 基本每股收益为 1.36 元; 加权平均净资产收益率 19.71%。第四季度实现营业收入 13.09 亿元, 较上年同期增长 16.40%; 归属于母公司所有者的净利润 1.79 亿元, 较上年同期增长 15.51%。拟每 10 股转增 4 股并派发现金红利 10 元(含税)。

- **【涪陵榨菜 2018 年净利润同比增长 59.78%】**

涪陵榨菜(002507) 21 日晚间公布 2018 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 19.14 亿元, 同比增长 25.92%; 实现归属于母公司股东净利润 6.62 亿元, 同比增长 59.78%; 基本每股收益 0.84 元; 加权平均净资产收益率 30.08%。从单季度来看, 第四季度公司实现营业收入 3.69 亿元, 同比增长 25.86%; 归属于上市公司股东的净利润为 1.39 亿元, 同比增长 25.66%。向全体股东每 10 股派发现金红利 2.60 元(含税)。

- **【安琪酵母 2018 年年报净利同增 1.12%】**

安琪酵母(600298) 22 日公布 2018 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 66.86 亿元, 同比增长 15.75%; 归属于母公司净利润 8.57 亿元, 同比增长 1.12%; 每股收益 1.04 元; 加权平均净资产收益率 21.06%。第四季度, 公司实现营业收入 17.87 亿元, 同比增长 12.16%; 归属于母公司股东净利润 1.83 亿元, 同比下降 22.37%。拟每 10 股分配现金股利 3.5 元(含税)。

- **【泸州老窖 18 年归母净利同增 36.27% 一季报净利大增 43.08%】**

泸州老窖(000568) 25 日晚间发布了 2018 年年报, 报告期内公司实现营业总

收入 130.55 亿元，同比增长 25.60%；实现归属于母公司股东净利润 34.86 亿元，同比增长 36.27%；扣非净利实现 34.83 亿元，同比增长 37.15%；基本每股收益为 2.38 元，加权平均净资产收益率 21.81%。同时公布的一季报显示，一季度营业收入 41.69 亿元，同比增长 23.72%；归属于母公司股东净利润 15.15 亿元，同比增长 43.08%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 15.50 元（含税）。

● **【海天味业 2018 年净利润同比增长 23.60%】**

海天味业(603288)25 日公布了 2018 年年报，报告期内实现营业收入 170.34 亿元，同比增长 16.80%；归属于上市公司股东的净利润 43.65 亿元，同比增长 23.60%；扣非净利 41.24 亿元，同比增长 21.88%；基本每股收益 1.62 元；加权平均净资产收益率 32.66%。第四季度公司实现营业收入 43.23 亿元，同比增长 15.63%；归属于上市公司股东净利润 12.34 亿元，同比增长 24.29%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 9.80 元（含税）。

● **【重庆啤酒 18 年归母净利同比增长 22.62%】**

重庆啤酒（600132）13 日晚间发布了 2018 年年报，报告期内公司实现营业收入 34.67 亿元，同比上 9.19%；实现归属于上市公司股东净利润 4.04 亿元，同比增长 22.62%；扣非净利 3.54 亿元，同比增长 14.84%；基本每股收益为 0.83 元，加权平均净资产收益率 36%。第四季度公司实现营业收入 5.44 亿元，同比上涨 5.44%；归属于母公司股东净利润 0.19 亿元，同比增长 0.19%。拟每 10 股分配现金红利 8 元（含税）。

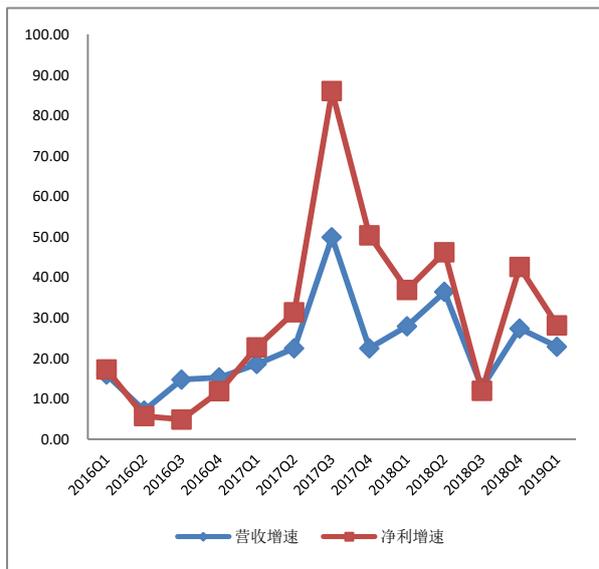
● **【山西汾酒 18 年净利同增 54.01% 19Q1 同增 22.58%】**

山西汾酒（600809）4 月 26 日晚间发布 2018 年年报，报告期内公司实现营业收入 93.82 亿元，较上年同期增长 47.48%；归属于母公司所有者的净利润 14.67 亿元，较上年同期增长 54.01%；基本每股收益为 1.694 元；加权平均净资产收益率 25.08%。同日公布的 2019 年一季度显示，一季度公司实现营业收入 40.58 亿元，同比增长 20.12%，归属于母公司股东净利润 8.77 亿元，同比增长 22.58%。公司拟对全体股东每 10 股派发现金股利 7.5 元（含税）。

三、18年综述：结构升级成为主基调 白酒、调味品景气度较高

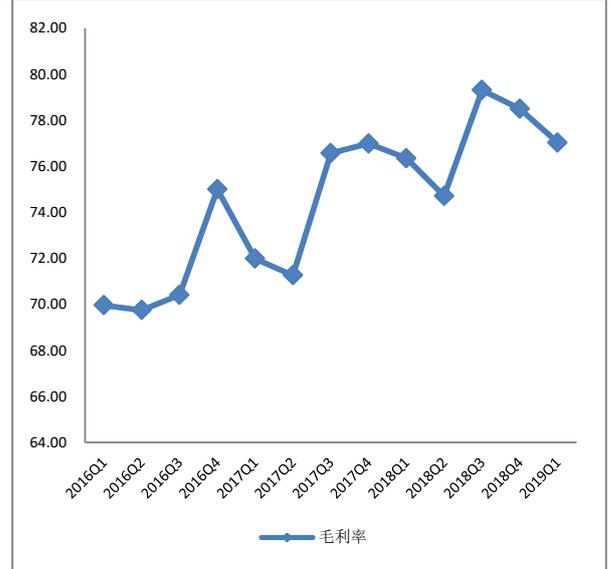
白酒：毛利稳步提高 盈利预期较强

图 11：白酒板块保持高速增长



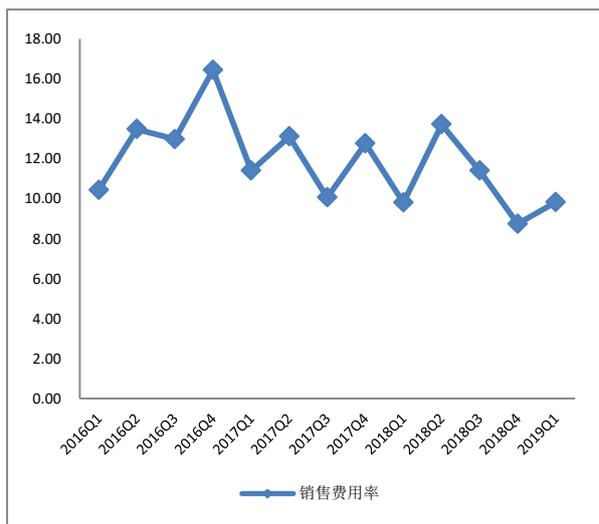
数据来源：wind，开源证券研究所

图 12 白酒毛利稳步提高



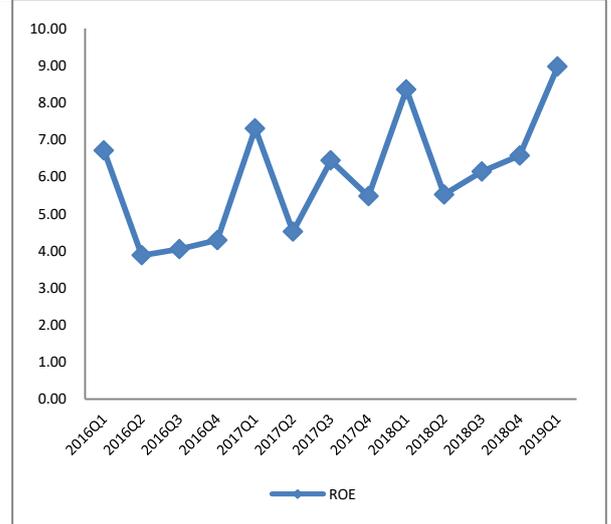
数据来源：wind，开源证券研究所

图 13：白酒板块销售费用率整体缩减



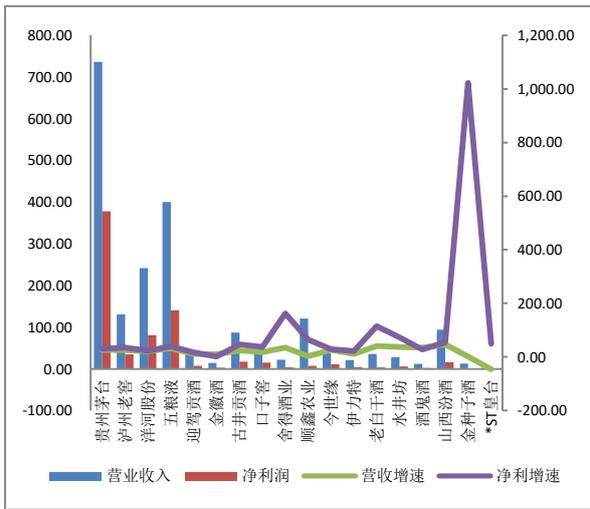
数据来源：wind，开源证券研究所

图 14 白酒板块 ROE 稳步提高



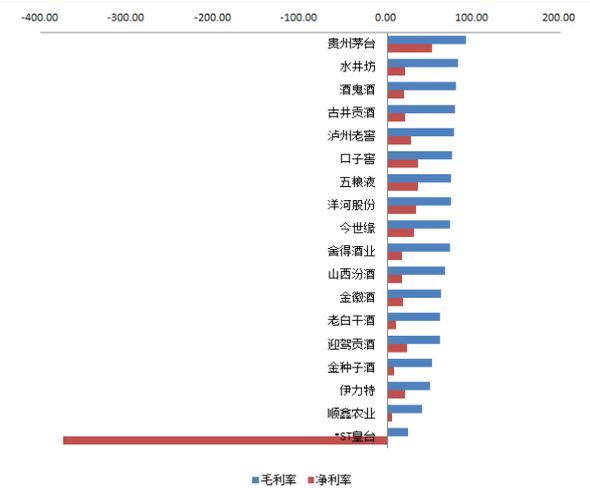
数据来源：wind，开源证券研究所

图 15: 18 年白酒上市公司财务表现



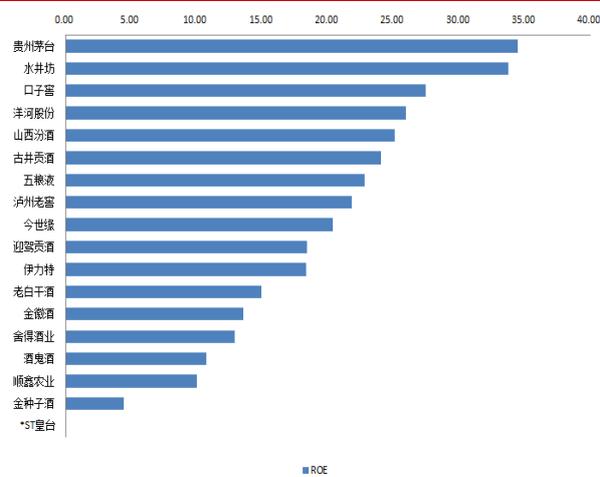
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 17: 18 年白酒板块毛利净利水平



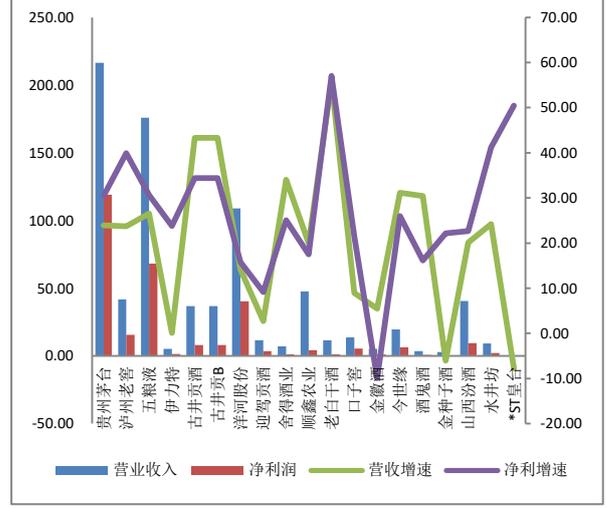
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 19: 18 年白酒板块净资产收益率



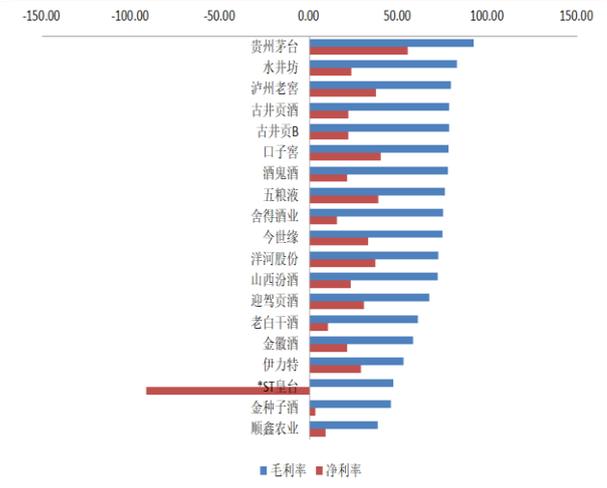
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 16 19 年 Q1 白酒上市公司财务表现



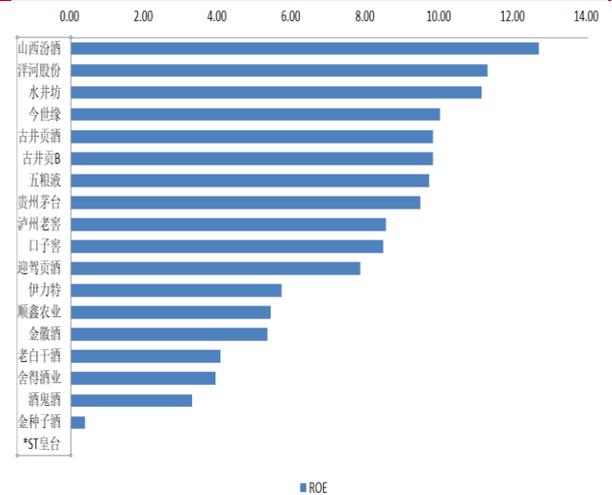
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 18: 19 年 Q1 白酒板块毛利净利水平



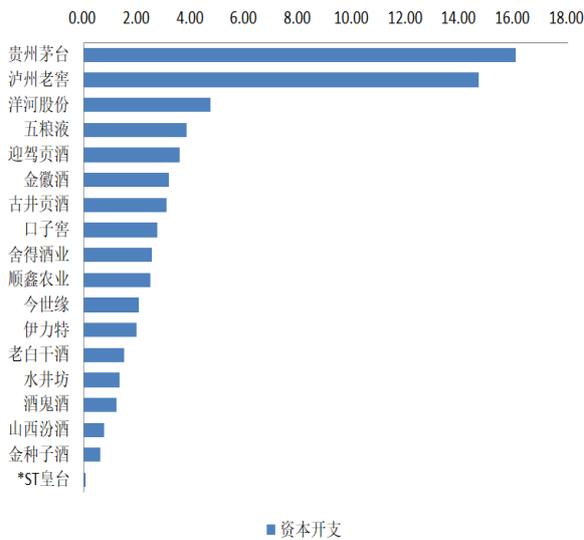
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 20: 19 年 Q1 白酒板块净资产收益率



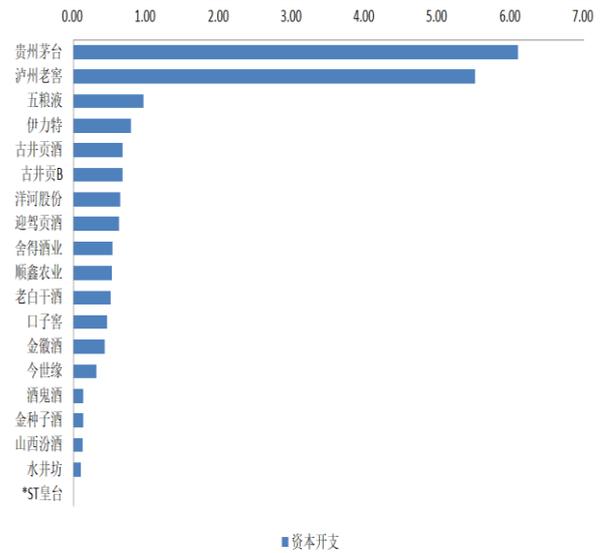
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 21: 18 年白酒板块资本开支



数据来源: wind, 开源证券研究所

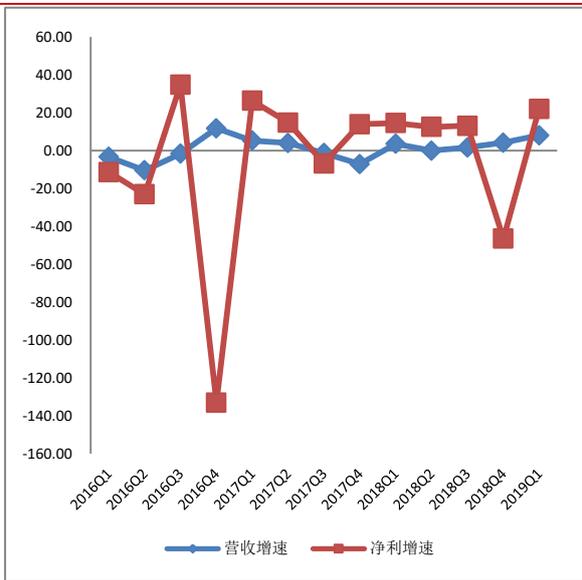
图 22: 19 年 Q1 白酒板块资本开支



数据来源: wind, 开源证券研究所

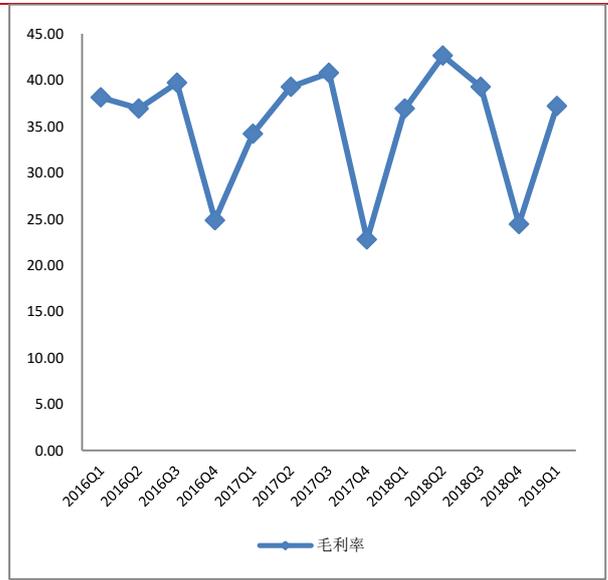
啤酒: 产品升级推动盈利改善 降税增厚业绩预期明显

图 23: 啤酒板块盈利改善

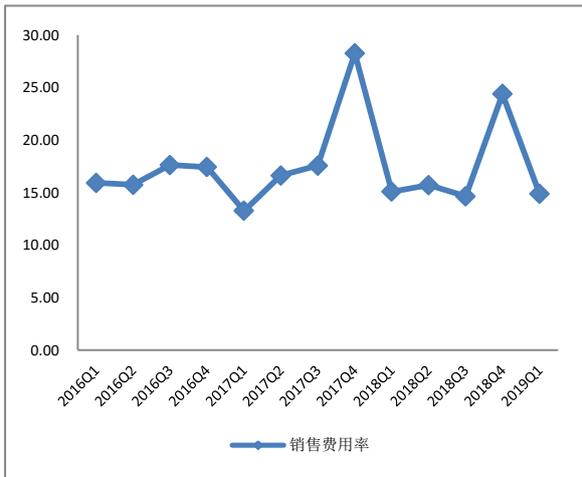


数据来源: wind, 开源证券研究所

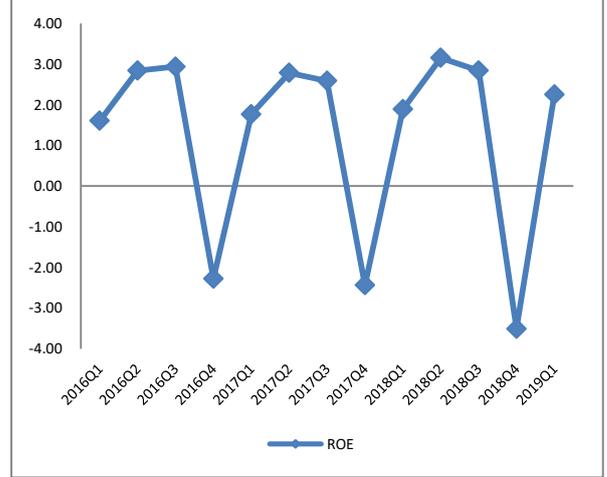
图 24 啤酒毛利相对稳定



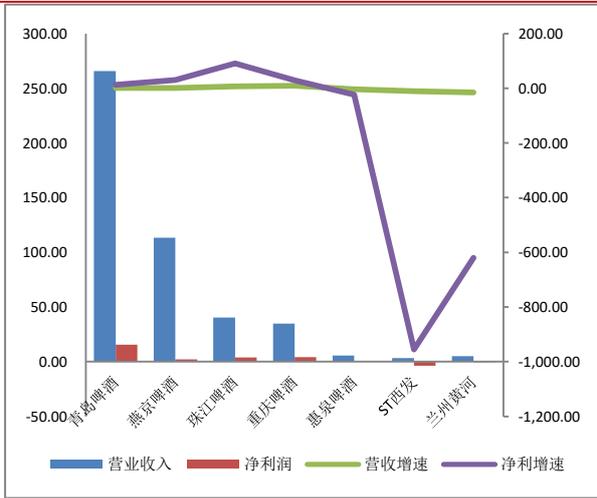
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 25: 啤酒板块销售费用率中枢稳定


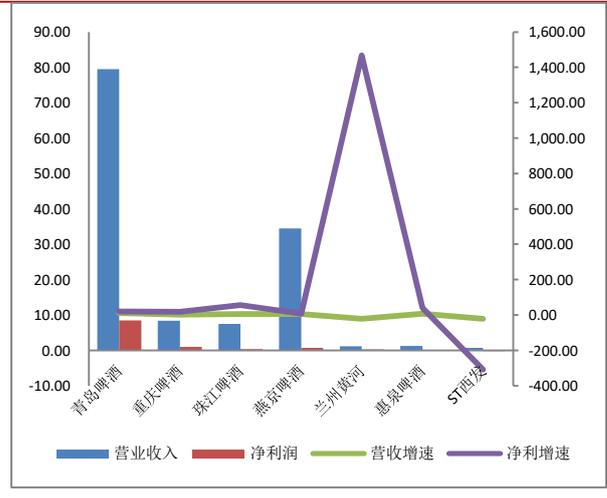
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 26 啤酒板块单季 ROE 波动加大


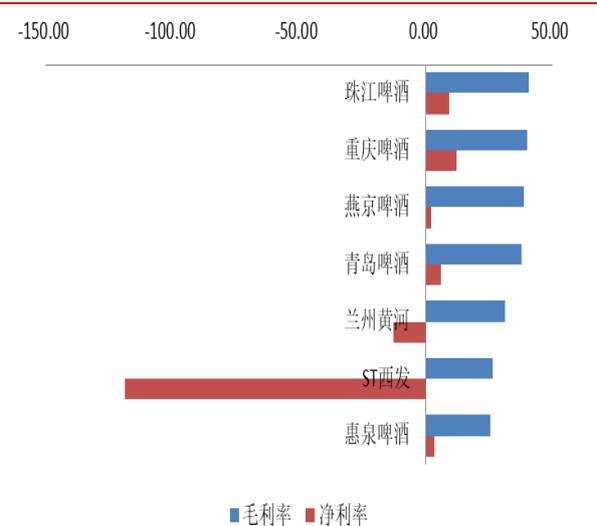
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 27: 18 年啤酒上市公司财务表现


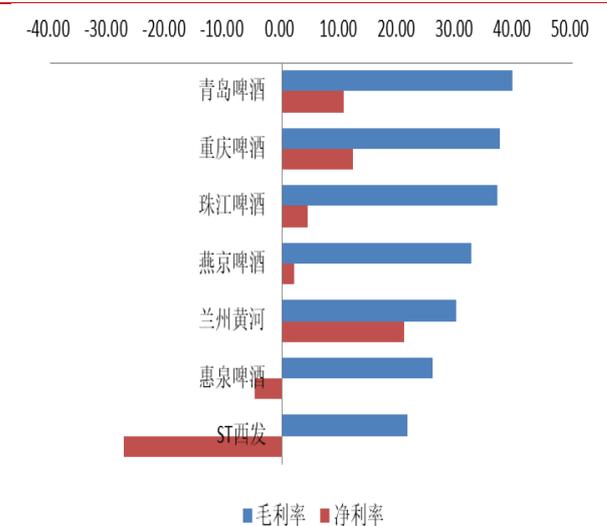
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 28 19 年 Q1 啤酒上市公司财务表现


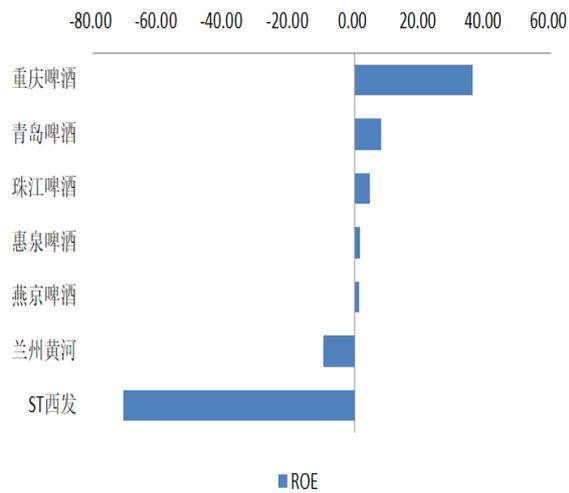
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 29: 18 年啤酒板块毛利净利水平


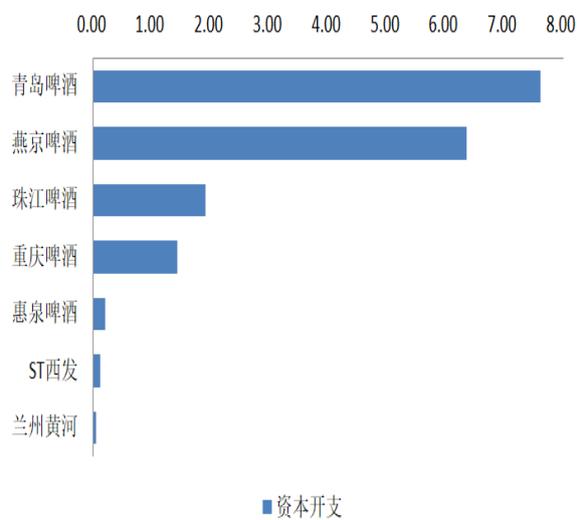
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 30: 19 年 Q1 啤酒板块毛利净利水平


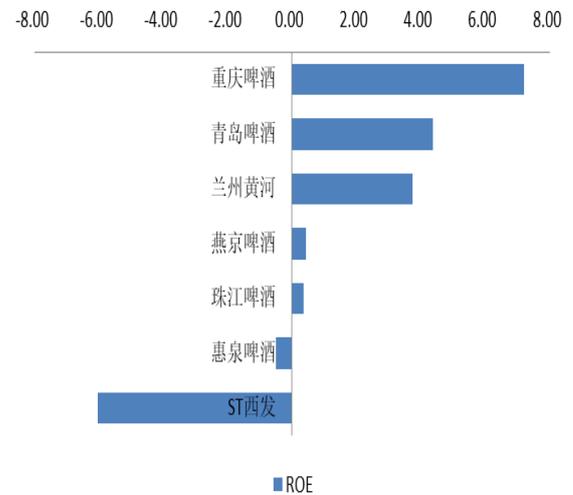
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 31：18 年啤酒板块净资产收益率


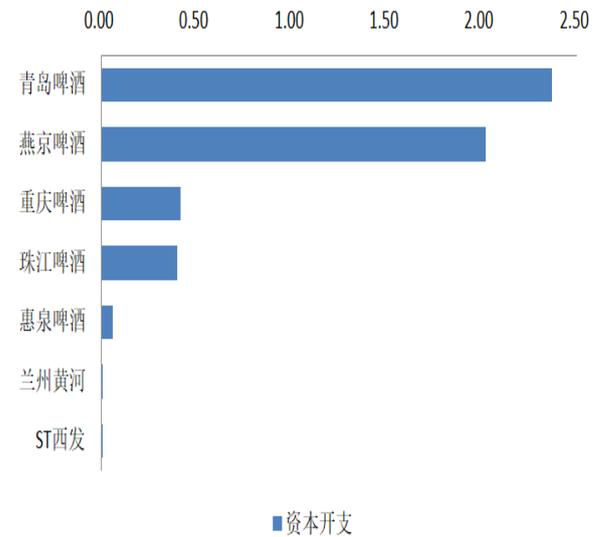
数据来源：wind，开源证券研究所

图 33：18 年啤酒板块资本开支


数据来源：wind，开源证券研究所

图 32：19 年 Q1 啤酒板块净资产收益率


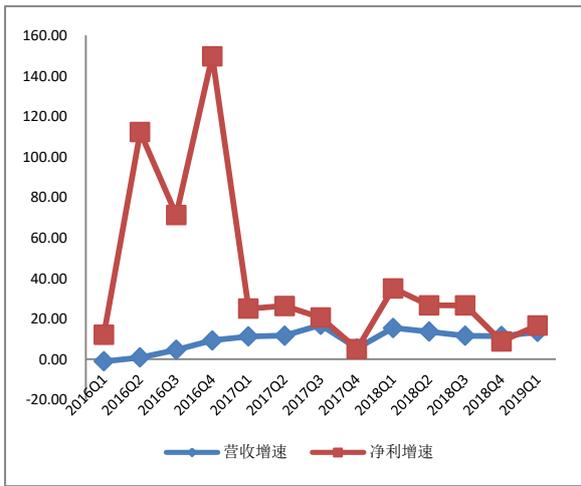
数据来源：wind，开源证券研究所

图 34：19 年 Q1 啤酒板块资本开支


数据来源：wind，开源证券研究所

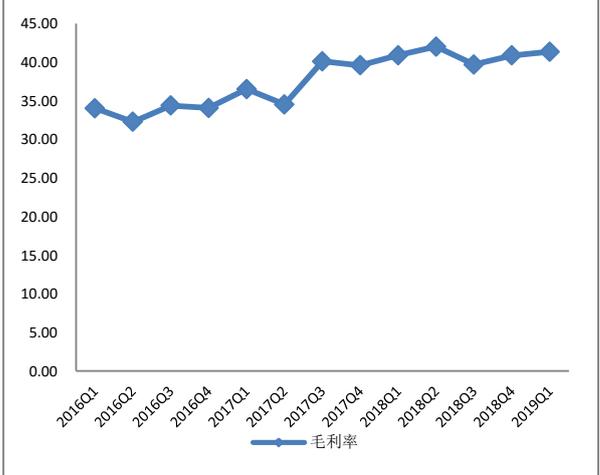
调味品：稳定增长 毛利保持向上趋势

图 35: 调味品板块营收保持稳定增长



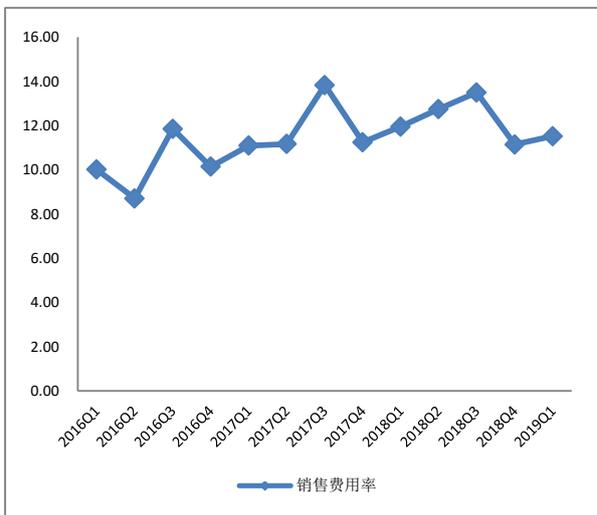
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 36 调味品毛利率保持向上趋势



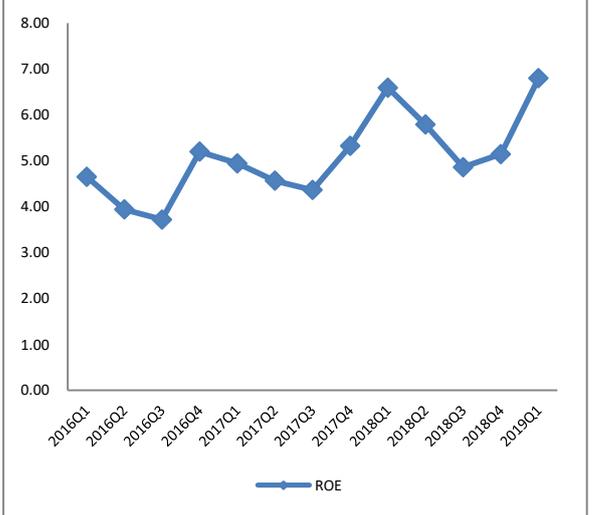
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 37: 调味品板块销售费用率整体回升



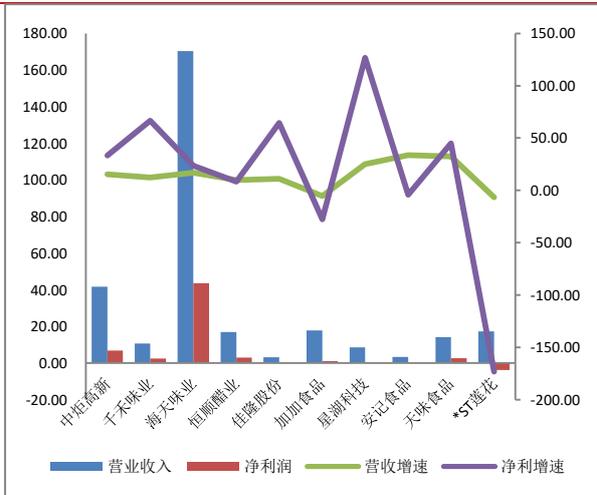
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 38 调味品板块 ROE 中枢向上



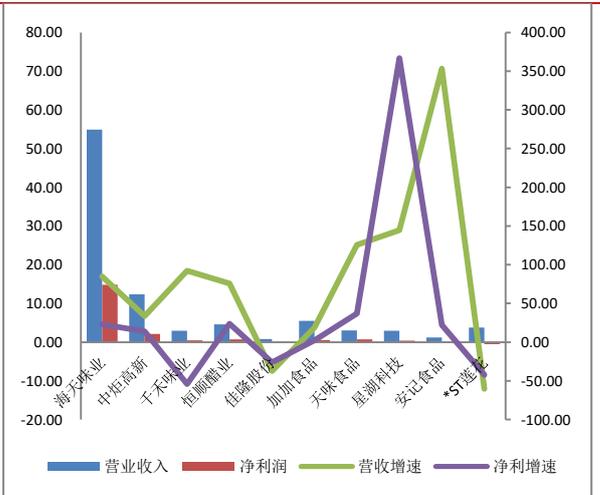
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 39: 18 年调味品上市公司财务表现



数据来源: wind, 开源证券研究所

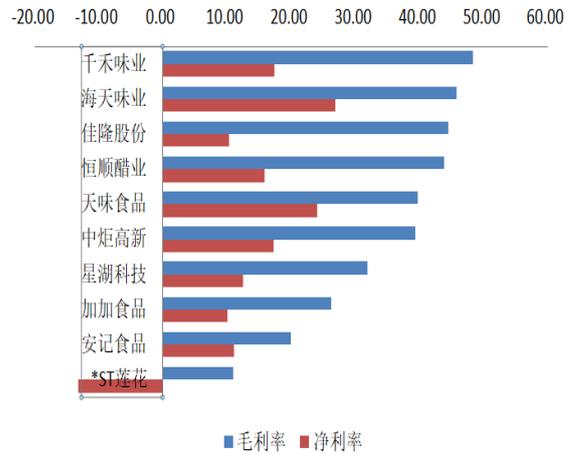
图 40 19 年 Q1 调味品上市公司财务表现



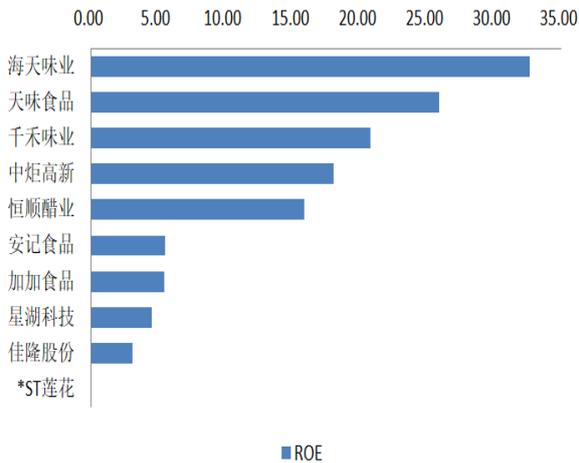
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 41：18 年调味品板块毛利净利水平

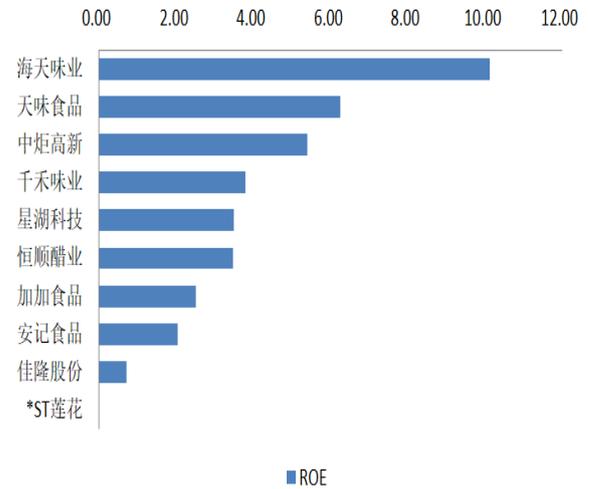

数据来源：wind，开源证券研究所

图 42：19 年 Q1 调味品板块毛利净利水平


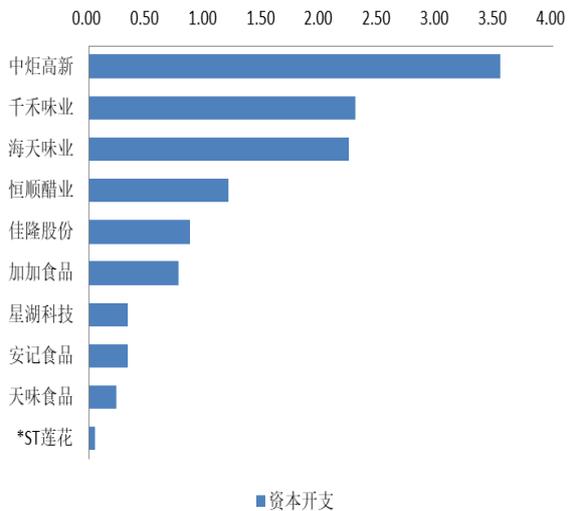
数据来源：wind，开源证券研究所

图 43：18 年调味品板块净资产收益率


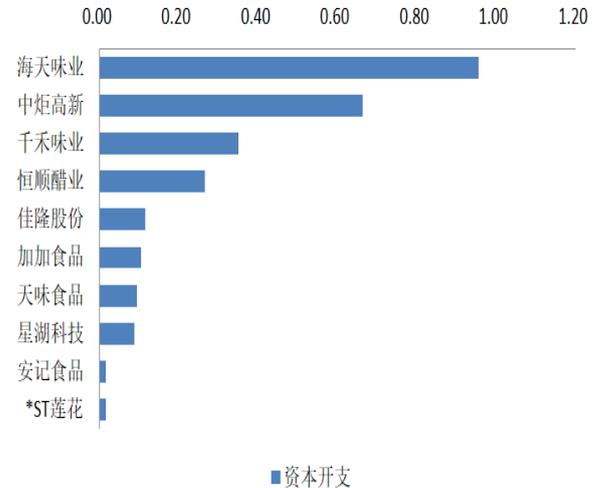
数据来源：wind，开源证券研究所

图 44：19 年 Q1 调味品板块净资产收益率


数据来源：wind，开源证券研究所

图 45：18 年调味品板块资本开支


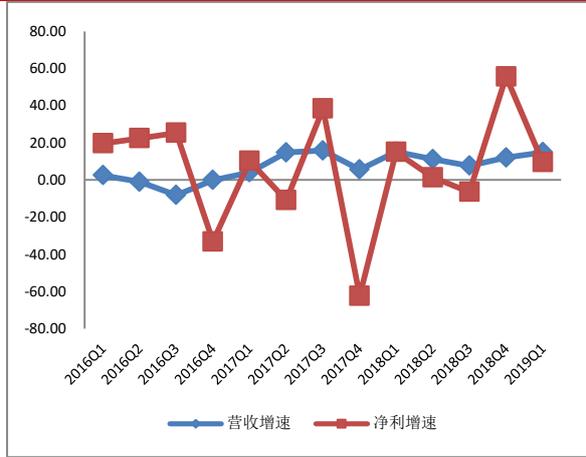
数据来源：wind，开源证券研究所

图 46：19 年 Q1 调味品板块资本开支


数据来源：wind，开源证券研究所

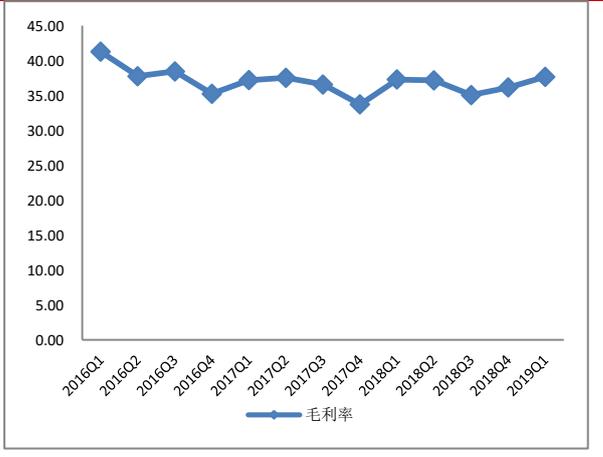
乳品：保持低速增长 关注费用率情况

图 47：乳品板块营收保持稳定增长



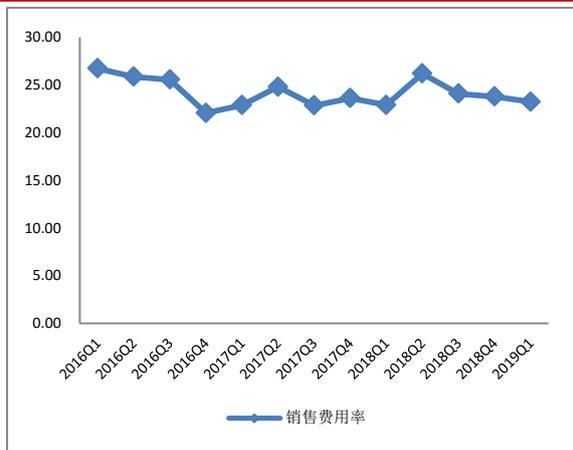
数据来源：wind，开源证券研究所

图 48 乳品毛利率波动相对稳定



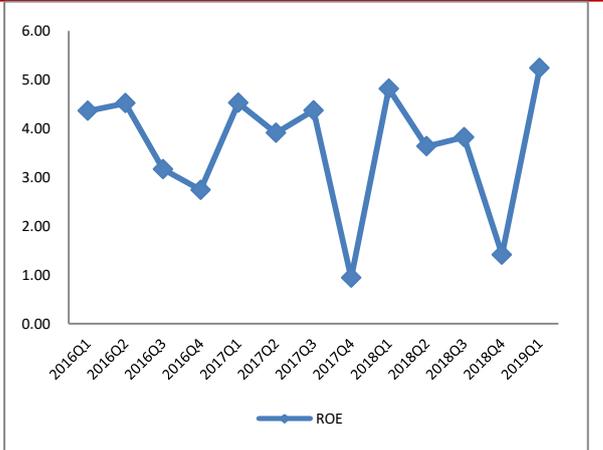
数据来源：wind，开源证券研究所

图 49：乳品板块销售费用率出现下行趋势



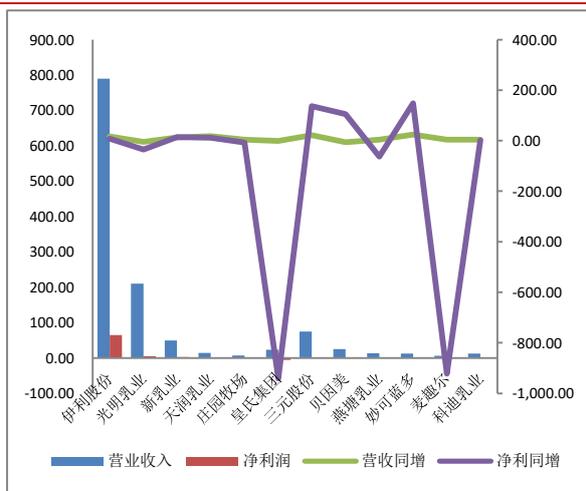
数据来源：wind，开源证券研究所

图 50 乳品板块 19 年 Q1ROE 反弹明显



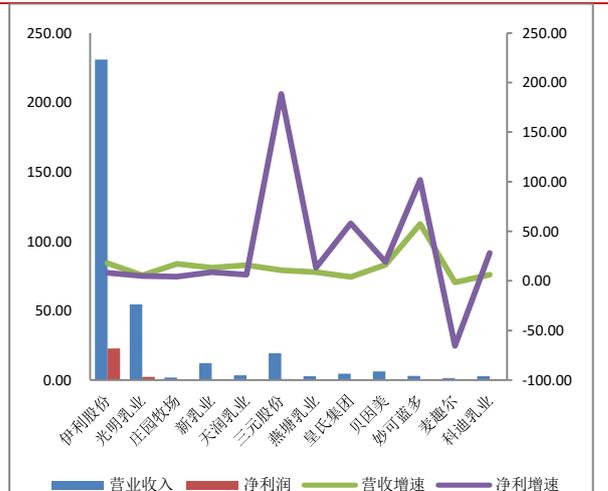
数据来源：wind，开源证券研究所

图 51：18 年乳品上市公司财务表现

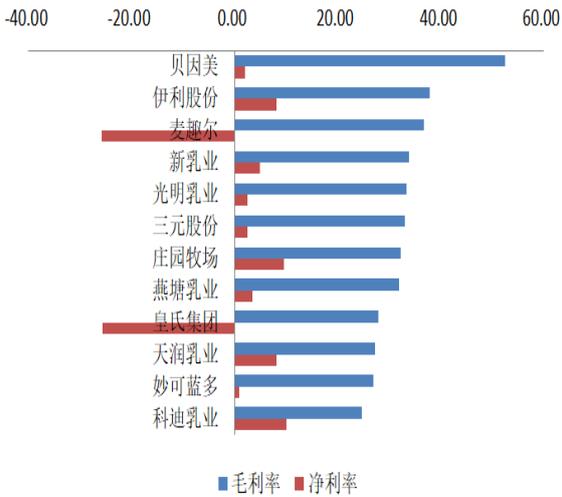


数据来源：wind，开源证券研究所

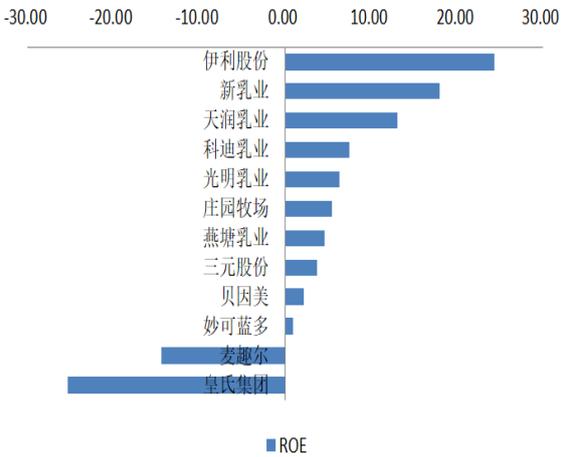
图 52 19 年 Q1 乳品上市公司财务表现



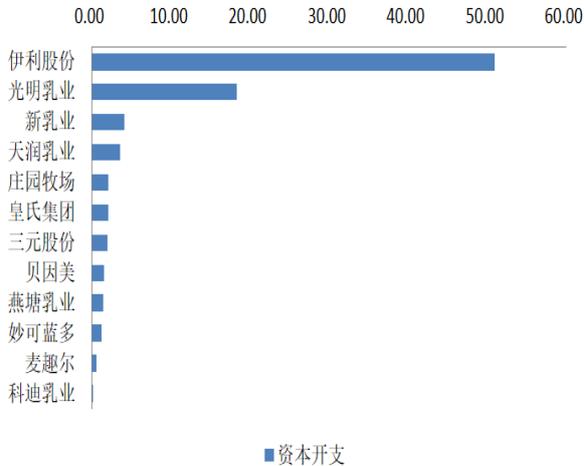
数据来源：wind，开源证券研究所

图 53: 18 年乳品板块毛利净利水平


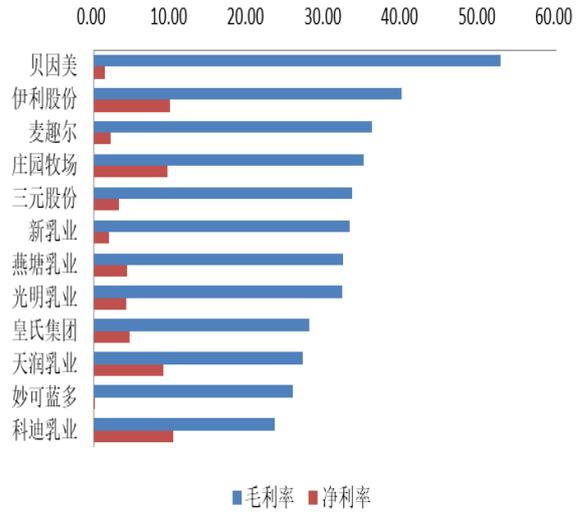
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 55: 18 年乳品板块净资产收益率


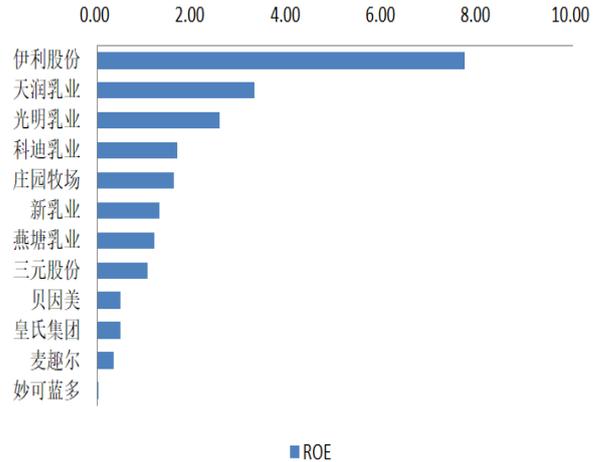
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 57: 18 年乳品板块资本开支


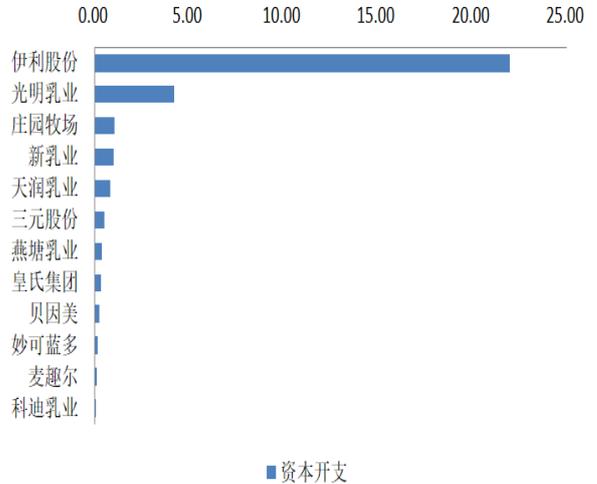
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 54: 19 年 Q1 乳品板块毛利净利水平


数据来源: wind, 开源证券研究所

图 56: 19 年 Q1 乳品板块净资产收益率


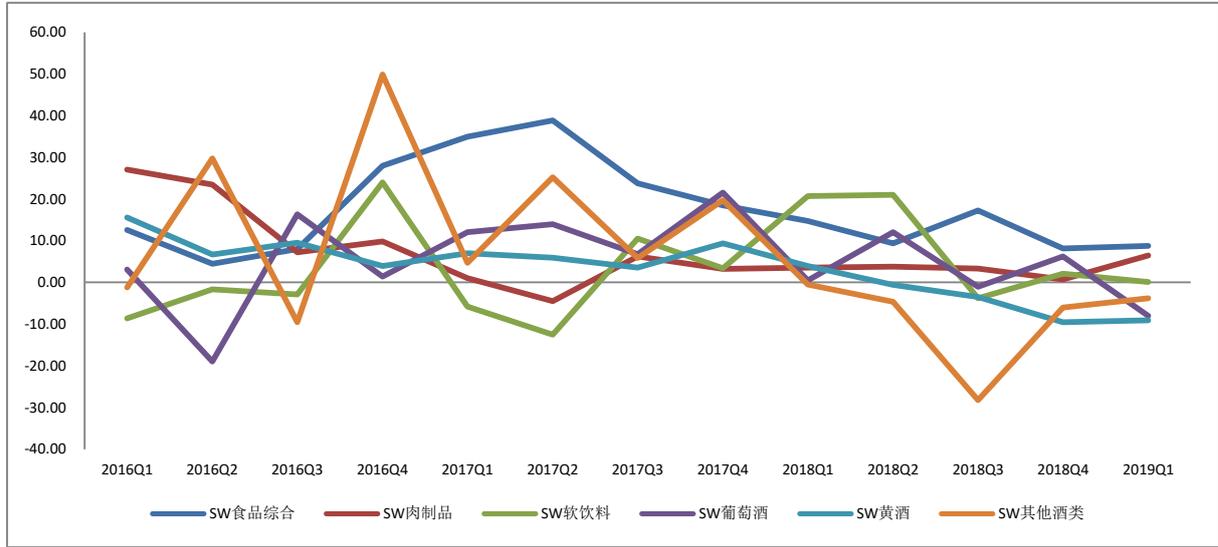
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 58: 19 年 Q1 乳品板块资本开支


数据来源: wind, 开源证券研究所

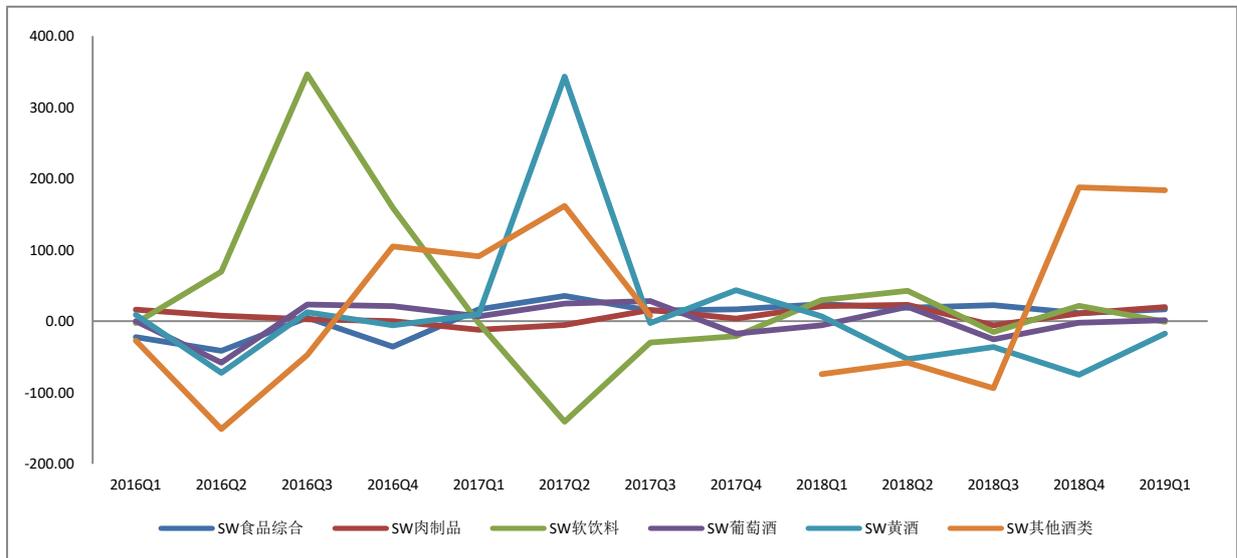
其他板块：子行业表现不一 一季度销售趋缓 ROE 整体提升

图 59：其他板块单季度营收增速表现

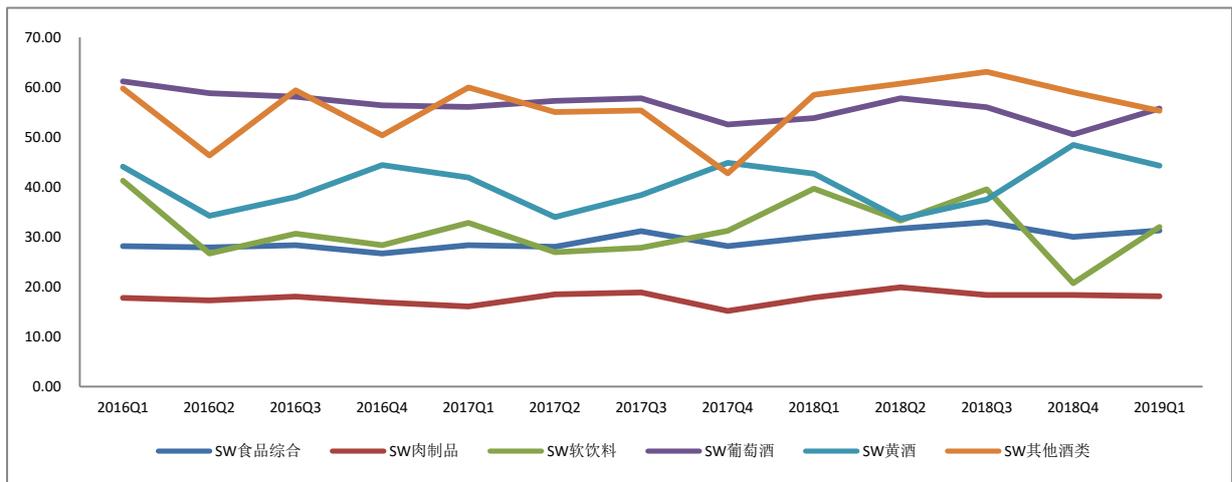


数据来源：wind，开源证券研究所

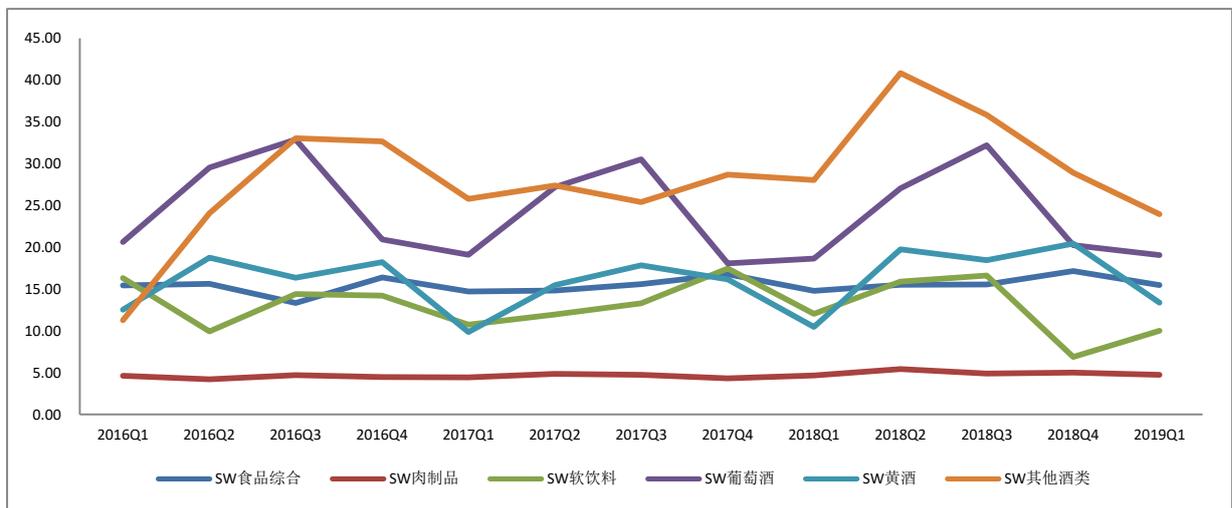
图 60：其他板块单季度净利增速表现



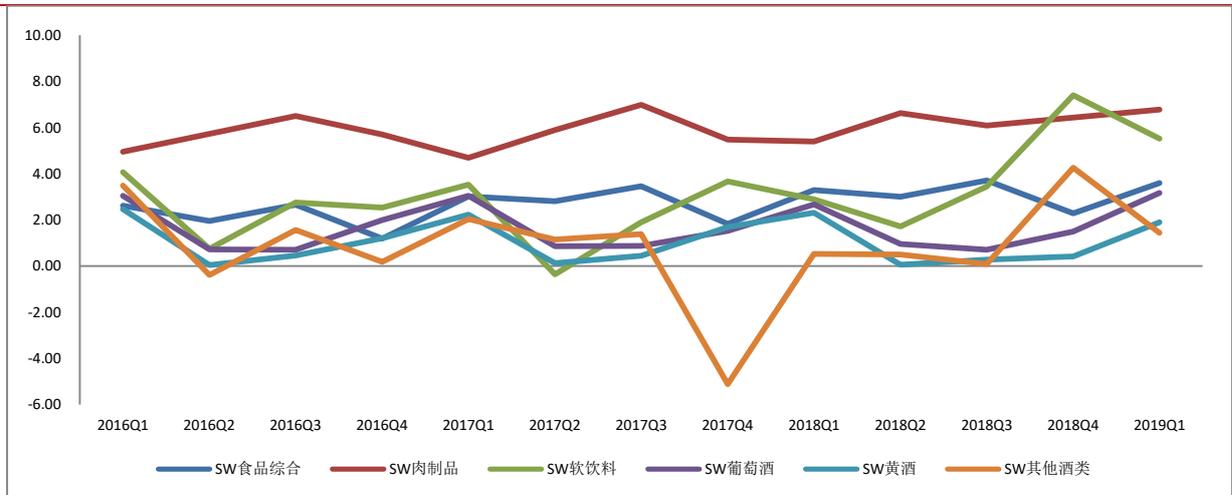
数据来源：wind，开源证券研究所

图 61：其他板块单季度毛利率表现


数据来源：wind，开源证券研究所

图 62：其他板块单季度销售费用率表现


数据来源：wind，开源证券研究所

图 63：其他板块单季度 ROE 表现


数据来源：wind，开源证券研究所

四、投资策略

从 18 年年报及 19 年一季报的情况来看，食品板块依旧保持一个良好的增长态势，三级子板块表现分化。**白酒**板块财务表现依旧处于领先地位，茅五泸表现好于之前市场预期，结构升级、国内文化等因素推动白酒板块继续处于良好景气度区间。茅台、五粮液对营销渠道的梳理以及老窖停货控价等措施继续奠定好扩大高端白酒消费空间的基础，次高端白酒在整体消费中枢的提升下，价位带上移，为汾酒等次高端白酒打开市场。费用率整体下降，毛利率和 ROE 稳步提升，行业仍旧是食品板块中比较优质的子板块。茅台、老窖资本开支保持在行业前列，主要是对目前产能的一个扩张，为以后业绩提速提供产能保证。**调味品**板块营收净利保持稳定增长，作为美食大国，健康、多样化的调味品产品需求存在合理性。以海天、中炬高新、千禾味业等为主要梯队的调味品板块也具备一个稳定增长的良好预期。整体来看，虽然国内酱油市场渗透率较高，但对比饮食习惯相近的日韩台湾等地区，国内人均消费量还存在很大的提升空间。此外龙头效应将更加明显，对标日本等国，市场高度集中是大趋势，从这个角度讲，我国龙头企业份额提升的空间还是比较大的。**啤酒**板块营收有所改善，但毛利率、ROE 改善不明显，啤酒板块增量空间相对有限，主要受益于产品升级带来的增量收益，因此，板块中产品结构较好的青岛啤酒、重庆啤酒等未来或有更好表现。此外，增值税下调税率对啤酒板块盈利贡献效果明显，19 年税率下调对啤酒板块的业绩增厚效果将逐步体现。**乳品**营收保持稳健增长，乳品企业两极分化明显，市场加速向伊利蒙牛双寡头集中。业绩的增长更取决于结构升级和品类拓展，以及三四线城市产品升级带来的快速启动。行业毛利率基本处于一个稳定区间窄幅波动，销售费用率拉长周期来看较为平稳，但从 18 年 Q2 开始整体销售费用率有所下降，未来还需持续观察费用的下降能否转化为良性竞争格局。乳品国内市场容量空间有限，伊利也开始不断拓展海外业务，以及开始涉水非乳领域。在乳品领域，消费升级及多样化对业绩的贡献将成为业绩增长的主要因素，渠道下沉较深的龙头企业如伊利仍然是乳品板块关注的重点。对其他板块来说，一季度肉制品、其他酒类、食品综合营收出现拐头向上趋势，

但整体盈利能力及其他财务指标没有出现非常明确的拐点迹象。未来行业的看点还在于行业集中度提升以及消费升级带来的结构化改善上，重点仍然需要关注细分行业龙头。未来投资主线可参照：（1）估值较低，业绩相对稳定的龙头企业，（2）标的相对稀缺的细分行业龙头，（3）国企改革相关概念。建议关注海天味业、伊利股份、安琪酵母、涪陵榨菜、桃李面包、泸州老窖、山西汾酒、重庆啤酒。

分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供开源证券股份有限公司（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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

公司简介

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 22.3 亿元，公司的经营范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券；约定购回；股票质押式回购；证券承销；证券投资基金销售。

业务简介：

- 代理买卖证券业务：我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。
- 证券投资咨询业务：我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；
- 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。
- 证券自营业务：我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。
- 资产管理业务：我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。
- 融资融券业务：融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务。

分支机构

深圳分公司	地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 4 号楼 18 层	电话：0755-82703813
上海分公司	地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号环球金融中心 62 层	电话：021-68779208
北京分公司	地址：北京市西城区锦什坊街 35 号院 1 号楼 2 层	电话：010-58080588
福建分公司	地址：福建省厦门市思明区七星西路 178 号七星大厦 17 层 02 单元	电话：0592-5360180
珠海分公司	地址：珠海市香洲区九州大道西 2023 号富华里 B 座 2902	电话：0756-8686588
江苏分公司	地址：建邺区河西大街 198 号同进大厦 4 单元 901 室	电话：025-86573878
云南分公司	地址：云南省昆明市度假区滇池路 918 号摩根道五栋 B 区楼	电话：0871-64630002
湖南分公司	地址：湖南省长沙市岳麓区潇湘北路三段 1088 号渔人商业广场 16 栋 3 楼	电话：0731-85133976
河南分公司	地址：郑州市郑东新区金水东路 33 号美盛中心 808 号	电话：0371-61778510
海南分公司	地址：海南省海口市龙华区金贸西路 1 号富丽花园文景阁 308 室	电话：0898-36608886
吉林分公司	地址：长春市南关区解放大路 65 号金碧阁大厦 203 室	电话：0431-81888388
深圳第一分公司	地址：深圳市南山区沙河西路 2009 号尚美科技大厦 902 房	电话：0755-86660408
上海第二分公司	地址：上海市世纪大道 1239 号世纪大都会 2 号楼 13 层 02B 室	电话：021-58391058
北京第二分公司	地址：北京市西城区太平街 6 号 6 层 D-715	电话：010-85660036
四川分公司	地址：成都市高新区天府大道北段 28 号 1 幢 1 单元 20 层 2003-2004	电话：028-65193979
重庆分公司	地址：重庆市渝北区新南路 166 号 2 幢 1 单元 21-4	电话：023-63560036
咸阳分公司	地址：陕西省西咸新区沣西新城世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
山东分公司	地址：山东省济南市市中区旅游路 28666 号国华东方美郡 109 号楼 1 层	电话：0531-82666773
北京第三分公司	地址：北京市丰台区榴乡路 88 号院 18 号楼 6 层 601 室	电话：010-83570606
江西分公司	地址：江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 988 号绿地中央广场 A1#办公楼-1501 室	电话：0791-83820859

电话：025-86421886

广东分公司	地址：广州市越秀区中山六路 248 号 1401 号房	电话：020-38939190
新疆分公司	地址：乌鲁木齐市经开区喀纳斯湖北路 455 号创智大厦 B 座 23 楼 2302 室	电话：0991-5277045
苏州分公司	地址：苏州市高新区华佗路 99 号金融谷商务中心 15 幢	电话：0512-69582166
榆林分公司	地址：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
湖北分公司	地址：湖北省武汉市江岸区大智路银泰大智嘉园 A 栋 A-2-9-A2-14	电话：027-82285368
辽宁分公司	地址：辽宁省沈阳市大东区大北街 52 号 7 号楼 4 楼	电话：024-31281728
宁夏分公司	地址：石嘴山市大武口区科技金融广场 K 号楼 3 楼	电话：0952-2095288
常州分公司	地址：常州市新北区太湖中路 8 号锦湖创新中心 A 座 5 层	电话：0519-88668558

营业部

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛民主路证券营业部：陕西省商洛市商州区城关镇民主路 5 号融城国际商铺 4F-4-21 号	电话：0914-2987503
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-68765786
佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
汉中劳动西路证券营业部：陕西省汉中市汉台区劳动西路丰辉铭座商住楼主楼二层东区	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666
锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 幢 1 单元 10505 室	电话：029-88447531
宝鸡清姜路证券营业部：宝鸡市胜利桥南清姜路西铁五处综合楼商铺 3 楼	电话：0917-3138308
安康花园大道证券营业部：陕西省安康市高新技术产业开发区花园大道居尚社区 2-2002	电话：0915-8889006
延安中心街营业部：延安市宝塔区中心街治平大厦 7 楼 712 室	电话：0911-8015880
重庆财富大道营业部 重庆市北部新区财富大道 2 号 3-4	电话：023-63560036
厦门莲前西路证券营业部 地址：福建省厦门市思明区莲前西路 209 号 13 层 C 单元	电话：0592-5360897
西安太华路营业部：西安未央区太华北路大明宫万达广场三号甲写 1703	电话：029-89242249
西安曲江池西路证券营业部：西安曲江新区曲江池西路 8 号鸿基紫韵小区 44 号楼 1 单元 10301 号	电话：029-81208830
顺德新桂中路证券营业部：佛山市顺德区大良新桂中路海悦新城 93A 号	电话：0757-22222562
深圳南新路证券营业部：深圳市南山区南山街道南新路阳光科创中心二期 A 座 508-	电话：0755-82371868
西安凤城一路证券营业部：西安市经济技术开发区凤城一路 6 号利君 V 时代 A 座 1903 室	电话：029-65663069
上海中山南路证券营业部：上海市黄浦区中山南路 969 号 1103 室	电话：021-63023551
北京西直门外大街证券营业部：北京市西城区西直门外大街 18 号金贸大厦 G2 座 908	电话：010-88335008
杭州丰潭路证券营业部：杭州市拱墅区丰潭路 380 号银泰城 8 幢 801 室-4	电话：0571-88066202
鞍山南五道街证券营业部：鞍山市铁东区南五道街 20 栋 1-2 层	电话：0412-7489333
西安太白南路证券营业部：西安市雁塔区太白南路 109 号岭南郡 10101 号	电话：029-89281966
济南新冻大街证券营业部：济南市高新区新冻大街康桥颐东 2 栋 2 单元 106	电话：0531-66620999
咸阳渭阳中路证券营业部：咸阳市秦都区渭阳中路副 6 号政协综合楼 4 楼	电话：029-33273111
西安临潼华清路证券营业部：西安市临潼区华清路 4 号楼独栋 4-（1-2）04 一层	电话：029-83817435
铜川红旗街营业部：陕西省铜川市王益区红旗街 3 号汽配公司大楼四层	电话：0919-2185123
咸阳人民西路营业部：咸阳市秦都区人民西路 37 号 117 幢 1 层商铺	电话：029-33612955
汉中兴汉路证券营业部：陕西省汉中市汉台区陈家营什字东侧兴汉路一楼营业房	电话：0916-8887897

电话:029-81666678

天津霞光道证券营业部:天津市南开区霞光道花园别墅 42、43 号楼及地下室的房屋的 1 幢宁泰广场写字楼 19 层 05 及 06 单元

电话: 022-58282662

咸阳玉泉路证券营业部:咸阳玉泉路丽彩广场综合楼 1 单元 14 层 1403 号

电话: 029-38035092

宝鸡金台大道证券营业部:陕西省宝鸡市金台区金台大道 6 号

电话: 0917-3138009

北京振兴路证券营业部:北京市昌平区科技园区振兴路 28 号绿创科技大厦 6 层 B614\615

电话: 010-60716667

汉中东大街证券营业部:陕西省汉中市汉台区东大街莲湖城市花苑一层

电话: 0916—8860108

宝鸡中山路营业部:陕西省宝鸡市中山路 72 号 1 层

电话: 0917-3679876

安庆湖心北路证券营业部:安徽省安庆市开发区湖心北路 1 号

电话: 0556-5509208

淮安翔宇大道证券营业部:江苏省淮安市淮安区翔宇大道北侧、经六路西侧(华夏商务中心 102 室)

电话: 0517-85899551

绍兴胜利东路证券营业部:绍兴市越城区元城大厦 1201-1 室

电话: 0575-88618079

安康汉阴北城街证券营业部:陕西省安康市汉阴县城关镇北城街 100 号

电话: 0915-2113599

黄石杭州西路证券营业部:黄石市下陆区杭州西路 182 号

电话: 0714-6355756

惠州文明一路营业部:惠州市惠城区江北文明一路 9 号富绅大厦 14 层 01 号 05、06 单元

电话: 020-37853900

十堰朝阳中路证券营业部:十堰市茅箭区朝阳中路 8 号 1 幢 13-1

电话: 0719-8697829