

# 白酒持续高增，大众食品龙头优势明显

## 食品饮料行业 2018 年报及 2019 年一季报点评

投资建议： 中性

上次建议： 中性

### 投资要点：

- **子板块普遍向好，营收增速提升。**食品饮料板块2018年实现营业收入5953.85亿元，同比增长13.48%；实现归母净利润1012.19亿元，同比增长26.21%。板块整体全年收入增速在A股所有行业排名处于中上游水平，利润增速位列所有行业前列。白酒行业业绩持续向好带动饮料制造行业收入、利润分别同比增长17.45%和30.15%。食品加工公司受益于龙头份额提升以及产品结构优化，2018年收入、利润分别同比增长9.73%和15.04%。
- **白酒：消费能力提升下名酒复苏加速。**2018年白酒板块实现收入2108.14亿元，同比增长25.7%，其中2018Q4实现营业收入544.88亿元，同比增长27.8%，弥补了2018Q3的增速下滑，全年保持稳定增速。2019Q1延续了18年收入增速：全国性次高端白酒（26.3%）>高端白酒（24.1%）>区域次高端白酒（22.1%）>区域三四线白酒（1.6%）的趋势。在消费能力提升的背景下高端白酒率先复苏，次高端白酒市场扩容且增速较快，从年报中可以看出，高端白酒和次高端白酒均呈现量价齐升的现象，而部分酒企业的中低端产品则呈现下滑趋势。
- **调味品：需求增长稳健，经营效率持续改善。**调味发酵品板块2018年行业收入289.94亿元，同比增长13%，实现归母净利润54.17亿元，同比增长23.95%。2019Q1行业实现收入89.01亿元，同比增长13.48%，实现归母净利润18.62亿元，同比增长16.68%。
- **乳制品：原料成本承压，中小乳企竞争趋缓。**板块共实现营业收入1243.21亿元，同比增长11.79%；实现归母净利68.35亿元，同比增长7.57%。成本端产品结构升级对冲原奶价格上涨，整体毛利率上涨0.17%至36.09%；费用端受龙头伊利18年积极投放广告的影响，销售费用上涨至24.85%，而剔除龙头企业，中小乳企为应对上游涨价销售费用下降明显。
- **食品综合：细分龙头竞争格局向好。**食综板块共实现596.28亿元，同比增长17.32%；实现归母净利58.92亿元，同比增长16.41%；2019Q1板块实现营收162.71亿元，同比增长10.58%；归母净利为17.73亿元，同比增长15.66%。食品综合多为各个细分板块的行业龙头，由于各细分子行业的特殊性所导致各个公司收入端跟利润端表现分化。
- **投资建议：1) 调味品：**生产效率的提升对冲原材料价格上涨，重点推荐中炬高新（600872.SH）；**2) 乳制品：**产品结构持续优化+渠道扩张，推荐伊利股份（600887.SH）。
- **风险提示：**食品安全问题、增速不及预期、宏观经济低迷。

### 一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《五粮液改革信心强动力足》  
《食品饮料》
- 2、《白酒业绩表现靓丽，基金持仓回升》  
《食品饮料》
- 3、《茅台直营招商，把握业绩催化》  
《食品饮料》

## 正文目录

1.	行业概述：食品饮料收入、利润增速提升 .....	3
1.1.	板块排名名列前茅 .....	3
1.2.	高端化提升板块毛利，控费加强利好净利水平 .....	4
2.	白酒：短期调整无忧，长期景气向上 .....	5
2.1.	业绩总结：高增长趋势延续，产业自调节能力强 .....	5
2.2.	产品结构升级持续，毛利率改善同时费用率下滑 .....	7
2.3.	经销商打款积极，酒企现金流充足 .....	8
3.	大众食品行业：下游消费需求旺盛，品牌与渠道深耕下收入加速 .....	10
3.1.	调味品：需求增长稳健，经营效率持续改善 .....	10
3.2.	啤酒：收入小幅增长，利润弹性释放 .....	12
3.3.	乳制品行业：结构升级对冲原奶上涨，中小乳企竞争趋缓 .....	14
3.4.	食品综合：细分龙头竞争格局持续向好 .....	17
4.	投资建议 .....	19
5.	风险提示 .....	20

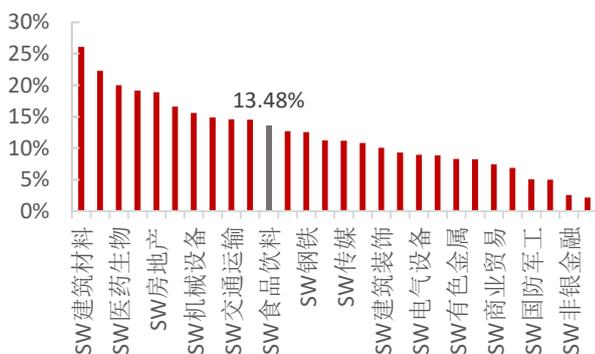
## 1. 行业概述：食品饮料收入、利润增速提升

### 1.1. 板块排名名列前茅

食品饮料板块 2018 年实现营业收入 5953.85 亿元，同比增长 13.48%；实现归母净利润 1012.19 亿元，同比增长 26.21%。板块整体全年收入增速在 A 股所有行业排名处于中上游水平，利润增速位列所有行业前列，其中 2019 年一季度实现收入、利润分别为 1862.99 亿元、387.43 亿元，同比增长 13.99%、23.15%。

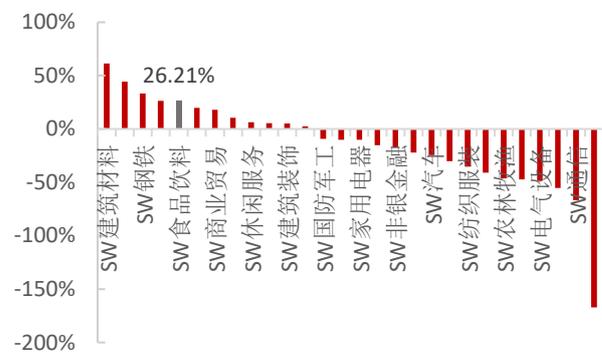
分子板块来看，2018 年收入增速排名前三的分别是白酒（25.48%）>调味发酵品（13.02%）>食品综合（12.29%）；18 年归母净利增速排名前三的是其他酒类（1638.2%）>白酒（33.1%）>调味发酵品（23.95%）。

图表 1：2018 年食品饮料收入增速排名居前



来源：wind，国联证券研究所

图表 2：2018 年食品饮料归母净利增速名列前茅



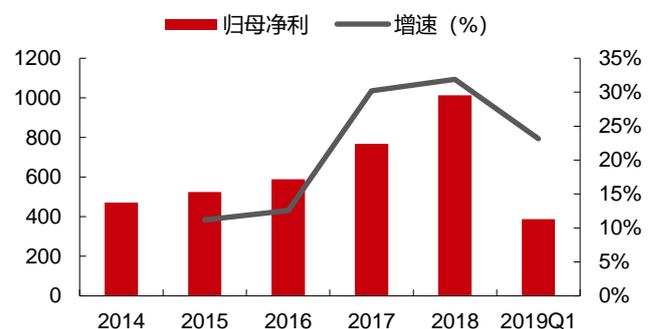
来源：wind，国联证券研究所

图表 3：2018 年及 2019Q1 板块营收表现 (亿元)



来源：wind，国联证券研究所

图表 4：2018 年及 2019Q1 板块利润表现 (亿元)



来源：wind，国联证券研究所

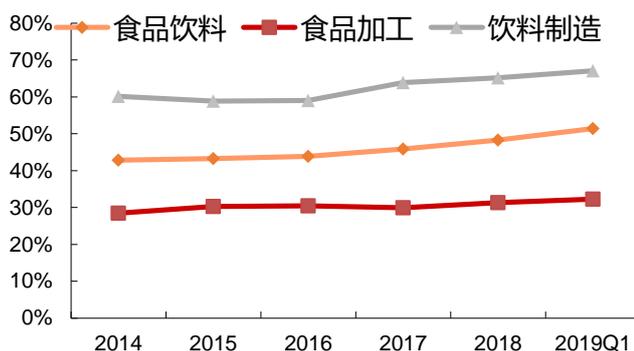
白酒高增长趋势延续，啤酒利润弹性释放。2018 年饮料制造行业收入、利润分别同比增长 17.45%和 30.15%。白酒板块收入和利润增速较去年同期略微放缓，但依旧保持较高的双位数增长。收入、利润分别同比增长 25.7%、33.1%；其中次高端白酒接力高端白酒 17 年的高增趋势，实现了 47.1%的高增长。啤酒行业利润增速高于收入增速，19Q1 营收增速同比上升 7.05%，归母净利增速同比增长 21.99%。

**调味品需求增长稳健，食综表现亮眼。**2018年食品加工行业收入、利润分别同比增长9.73%和15.04%。其中，调味品的提价红利逐渐消失，利润增速有所放缓，但由于行业需求较为刚性，收入利润增速依旧可观，2018年营收同比增长13%，利润增长23.95%。乳制品行业龙头企业集中度继续提升，板块在伊利收入的带动下，营收同比增长11.79%，但由于麦趣尔和皇氏集团的业绩拖累，利润端增速明显低于收入端。食综板块延续了17年细分龙头业绩的高增态势，分别实现营收、利润增速17.32%和16.21%，板块表现在食品饮料中名列前茅。

## 1.2. 高端化提升板块毛利，控费加强利好净利水平

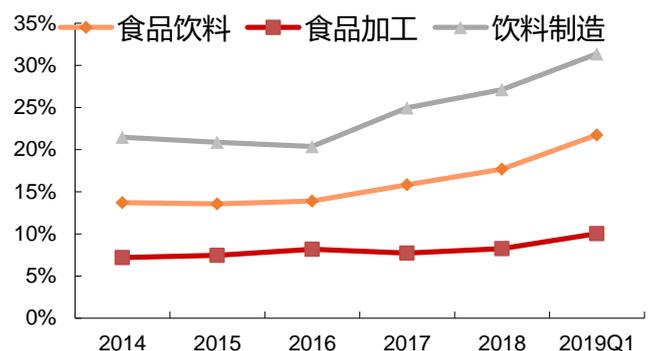
2018年食品饮料行业毛利率为48.28%，相比2017年上涨2.42%，其中，饮料制造在白酒和啤酒高端化的带动下，毛利率同比上涨1.35%至65.19%；食品加工在提价效应和产品结构升级的影响下，上涨1.38%至31.34%。2019年一季度板块毛利率增长1.29%至51.37%。

图表 5：行业整体毛利上升，食品加工略降



来源：wind，国联证券研究所

图表 6：一季度整体盈利能力向好

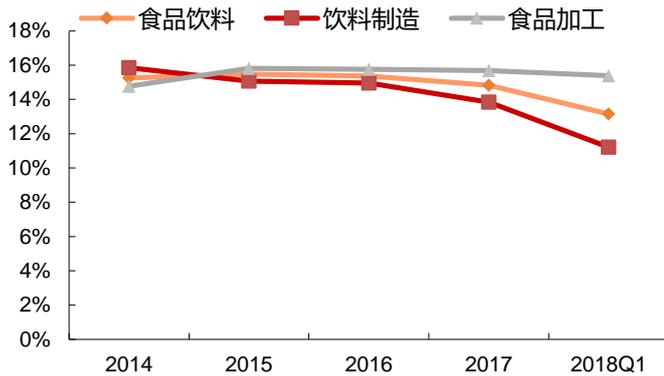


来源：wind，国联证券研究所

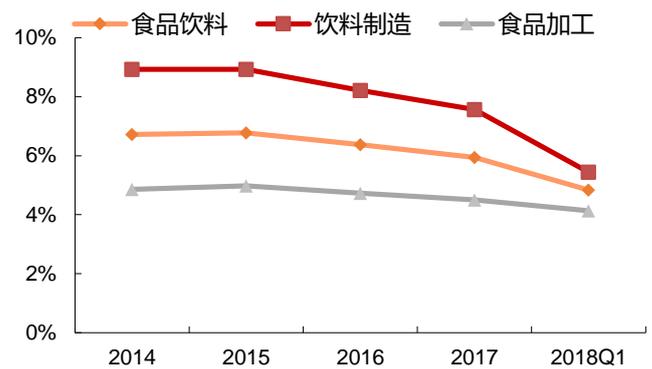
期间费用率由2017年的19.28%下降至2018年的17.94%，其中销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为14.28%、3.86%和-0.21%，较2017同期减少0.54%、0.64%及0.17%。饮料制造行业2018年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为12.21%、5.14%及-0.65%，同比分别减少1.63%、0.35%及0.19%；食品加工行业2017年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为15.69%、4.5%和0.23%，同比减少0.69%、1.16%及0.11%。2019Q1整个板块销售费用率上升0.02%至13.18%；管理费用率下降1.19%至3.65%；财务费用率下降0.18%至-0.25%。在毛利率上涨和费用率下降的催化下，2018年及2019Q1净利率水平同分别提升至17.68%和21.73%，盈利能力提升。

图表 7：2018 年及 2019Q1 销售费用率下降明显

图表 8：2018 年及 2019Q1 管理费用变化

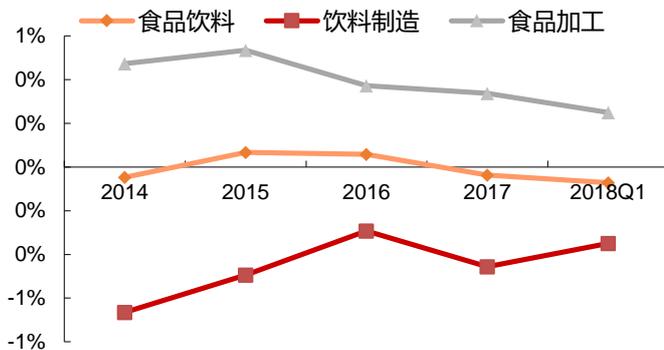


来源: wind, 国联证券研究所



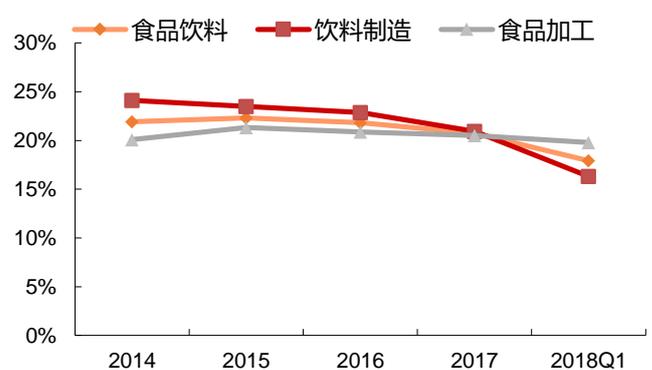
来源: wind, 国联证券研究所

图表 9: 2018 年及 2019Q1 财务费用变化



来源: wind, 国联证券研究所

图表 10: 2018 年及 2019Q1 期间费用率下降



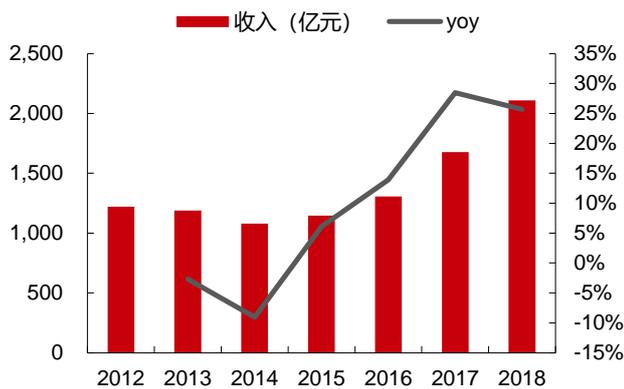
来源: wind, 国联证券研究所

## 2. 白酒: 短期调整无忧, 长期景气向上

### 2.1. 业绩总结: 高增长趋势延续, 产业自调节能力强

从收入端来看, 2018 年 A 股市场白酒板块实现收入 2108.14 亿元, 同比增长 25.7%, 其中 2018Q4 实现营业收入 544.88 亿元, 同比增长 27.8%, 弥补了 2018Q3 的增速下滑, 全年保持稳定增速。同时 2019Q1 实现收入 765.49 亿元, 同比增长 22.6%, 2019 年春节动销良性, 贡献业绩增速。分类型来看, 高端白酒 (贵州茅台、五粮液、泸州老窖) 2018 年实现收入 1302.85 亿元, 增速为 28.2%; 全国性次高端白酒 2018 年实现收入 156 亿元, 增速为 47.1%; 区域次高端白酒 2018 年收入 444.39 亿元, 增速 23.5%; 区域三四线白酒收入 84.15 亿元, 增速 8.9%。2019Q1 延续了 18 年收入增速: 全国性次高端白酒 > 高端白酒 > 区域次高端白酒 > 区域三四线白酒的趋势, 高端白酒收入增速 24.1%, 全国性次高端白酒收入增速 26.3%, 区域次高端白酒收入增速 22.1%, 区域三四线白酒收入增速 1.6%。

图表 11: 白酒行业板块收入及增速



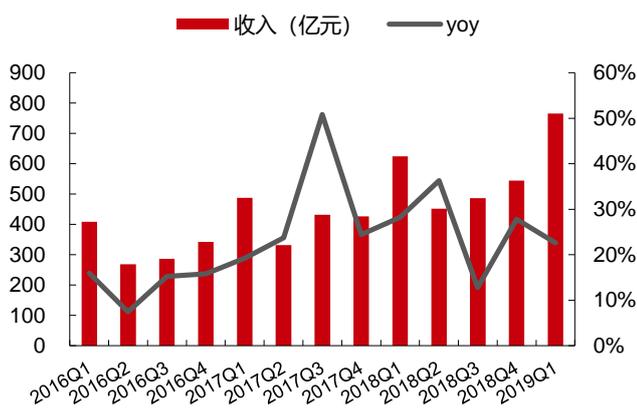
来源: wind, 国联证券研究所

图表 12: 分类型白酒板块收入增速



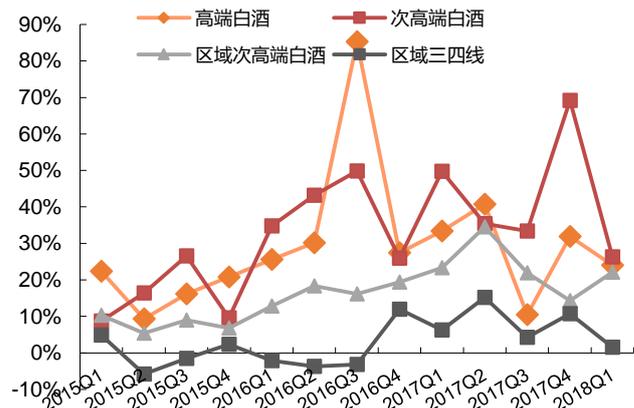
来源: wind, 国联证券研究所

图表 13: 分季度白酒行业收入和增速



来源: wind, 国联证券研究所

图表 14: 分季度高端/次高端/区域白酒收入和增速



来源: wind, 国联证券研究所

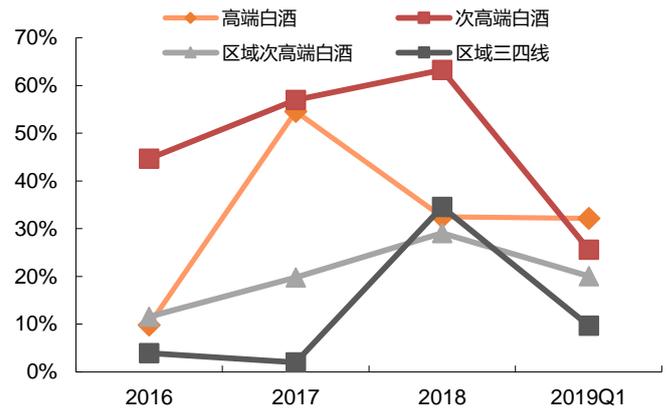
从利润端来看, 2018 年 A 股市场白酒板块实现归母净利润 697.44 亿元, 同比增长 33.1%。其中 2018Q4 实现归母净利润 184.51 亿元, 同比增长 42.6%。而 2019Q1 实现归母净利润 276.31 亿元, 同比增长 28.2%。分类型来看, 2018 年归母净利润增速全国性次高端白酒 > 高端白酒 > 区域次高端白酒, 高端白酒实现归母净利润 520.74 亿元, 同比增长 32.5%, 全国性次高端白酒实现归母净利润 26.11 亿元, 同比增长 63.2%, 区域次高端白酒实现归母净利润 128.44 亿元, 同比增长 29.1%。

图表 15: 白酒板块归母净利润及增速

图表 16: 分类型白酒归母净利润增速



来源: wind, 国联证券研究所



来源: wind, 国联证券研究所

图表 17: 白酒行业 2018 与 2019Q1 收入和归母净利润情况

	收入 (亿元)		收入增速		归母净利润 (亿元)		归母净利润增速	
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1
贵州茅台	772.0	224.8	26%	22%	352.0	112.2	30%	32%
五粮液	400.3	175.9	33%	27%	133.8	64.8	38%	30%
泸州老窖	130.6	41.7	26%	24%	34.9	15.1	36%	43%
洋河股份	241.6	108.9	21%	14%	81.2	40.2	22%	16%
古井贡酒	86.9	36.7	25%	43%	17.0	7.8	48%	35%
山西汾酒	93.8	40.6	55%	25%	14.7	8.8	55%	24%
水井坊	28.2	9.3	38%	24%	5.8	2.2	73%	41%
酒鬼酒	11.9	3.5	35%	30%	2.2	0.7	26%	16%
老白干酒	35.8	11.5	41%	56%	3.5	1.2	114%	57%
舍得酒业	22.1	7.0	35%	34%	3.4	1.0	138%	22%
口子窖	42.7	13.6	18%	9%	15.3	5.4	38%	21%
今世缘	37.4	19.5	26%	31%	11.5	6.4	28%	26%
迎驾贡酒	34.9	11.6	11%	3%	7.8	3.5	17%	9%
顺鑫农业	120.7	47.7	3%	20%	7.4	4.3	70%	17%
金徽酒	14.6	5.1	10%	5%	2.6	1.1	2%	-10%
伊力特	21.2	5.2	11%	0%	4.3	1.5	21%	24%
金种子酒	13.1	2.9	2%	-6%	1.0	0.1	1144%	21%
*ST 皇台	0.3	0.1	-46%	-8%	-1.0	-0.1	-49%	-51%

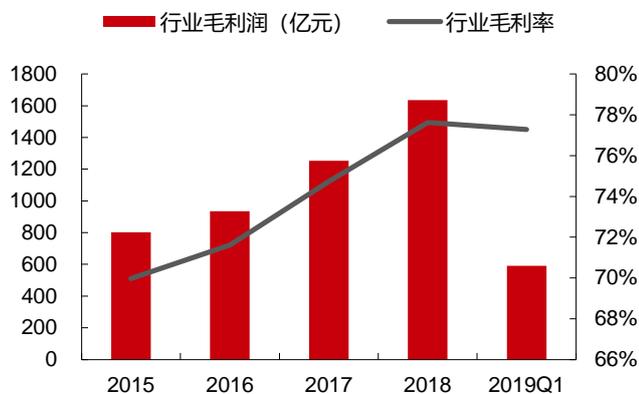
来源: wind, 国联证券研究所

## 2.2. 产品结构升级持续, 毛利率改善同时费用率下滑

2018 年白酒行业消费升级趋势不改, 量价齐升的同时产品结构持续升级。2018 年白酒行业毛利率为 77.6%, 同比提高 2.9pct, 2019Q1 白酒行业毛利率为 77.3%, 同比提高 0.6pct。2018 年高端白酒毛利率 84.7%, 同比提高 1.7pct; 次高端白酒毛利率 70.9%, 同比下降 2.1pct, 区域次高端白酒毛利率 73.5%, 同比提高 4.3pct。

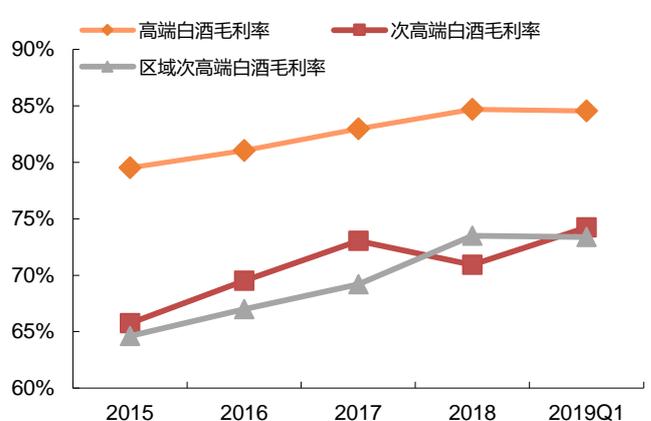
2019Q1 高端白酒毛利率 84.5%，同比提高 1.6pct；次高端白酒毛利率 74.2%，同比提高 1.3pct；区域次高端白酒毛利率 73.4%。

图表 18：白酒行业毛利润及毛利率



来源：wind，国联证券研究所

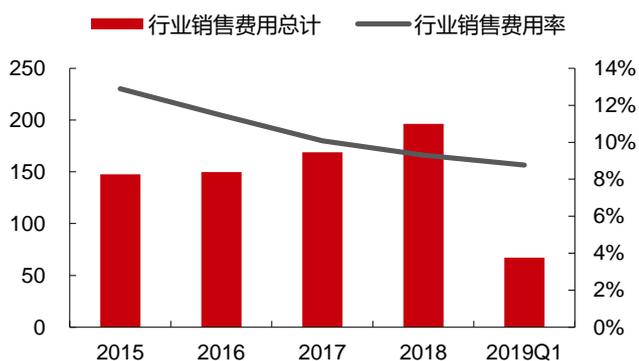
图表 19：分类型白酒毛利率水平



来源：wind，国联证券研究所

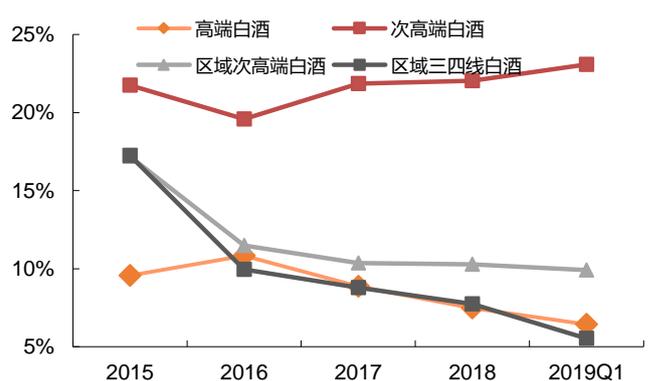
2018 年白酒行业销售费用率为 9.3pct，同比下降 0.8pct；2019Q1 白酒行业销售费用率为 8.8pct，同比下降 1pct。其中 2018 年高端白酒销售费用率 7.5pct，同比下降 1.4pct；次高端白酒销售费用率 22%，同比提高 0.2pct；区域性次高端白酒销售费用率 10.3%，同比下降 0.1pct；区域三四线白酒销售费用率 7.7%，同比下降 1.1pct。2019Q1 高端白酒销售费用率 6.4%，次高端白酒销售费用率 23.1%，区域次高端白酒销售费用率 9.9%，区域三四线白酒销售费用率 5.5%。

图表 20：白酒行业销售费用 (亿元) 及销售费用率



来源：wind，国联证券研究所

图表 21：分类型白酒销售费用率



来源：wind，国联证券研究所

### 2.3. 经销商打款积极，酒企现金流充足

2018 年白酒行业预收账款 387.01 亿元，同比增长 13.42%；2019Q1 白酒行业预收账款 304.37 亿元，同比下降 3.65%。高端白酒中 2018 年贵州茅台和泸州老窖预收账款有所下滑，同比分别下滑 5.91%和 18.03%，五粮液预收账款同比提高 44.36%；次高端白酒大部分酒企实现预收账款正增长，除水井坊和老白干酒预收账款有所下滑。2019Q1 高端白酒中贵州茅台、五粮液、泸州老窖的预收账款同比下滑

13.6%、15.9%和 7.4%。茅台在一季度确认了第二季度的打款，五粮液 2018 年底经销商执行了集中打款，酒企回款状态较为良好。

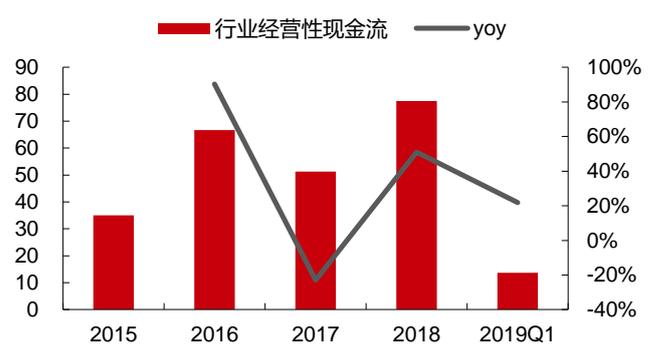
2018 年白酒行业经营性现金流为 77.49 亿元，同比增长 50.98%；2019Q1 白酒行业经营性现金流为 13.64 亿元，同比增长 21.90%。2018 年高端白酒的经营性现金流有良好的增长，次高端白酒中除水井坊和酒鬼酒外有不同程度的增长，区域性名酒分化明显。2019Q1 高端白酒除贵州茅台经营性现金流有所下降外，五粮液的经营性现金流增长较快，泸州老窖维持良好的趋势。

图表 22：白酒行业预收账款（亿元）及增速



来源：wind，国联证券研究所

图表 23：白酒行业经营性现金流（亿元及增速）



来源：wind，国联证券研究所

图表 24：白酒企业预收账款（亿元）

	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
贵州茅台	144.29	135.77	-5.91%	131.72	113.85	-13.6%
五粮液	46.46	67.07	44.36%	57.72	48.53	-15.9%
泸州老窖	19.57	16.04	-18.03%	13.88	12.86	-7.4%
山西汾酒	9.12	16.53	81.23%	7.19	12.03	67.3%
水井坊	1.69	1.60	-5.20%	0.69	0.41	-40.9%
酒鬼酒	1.40	1.54	9.70%	1.37	1.20	-12.4%
舍得酒业	1.92	2.47	28.51%	3.84	1.50	-60.9%
洋河股份	42.00	44.68	6.39%	14.68	19.74	34.4%
古井贡酒	5.03	11.49	128.42%	12.86	11.15	-13.2%
老白干酒	5.04	4.29	-14.90%	6.48	5.69	-12.2%
口子窖	8.56	9.18	7.20%	4.84	4.89	0.9%
今世缘	8.15	11.68	43.42%	2.45	2.92	19.2%
迎驾贡酒	4.79	4.83	0.96%	3.05	2.87	-5.6%
金徽酒	1.53	1.26	-17.42%	1.55	1.74	11.9%
伊力特	2.78	1.17	-57.73%	3.80	1.19	-68.6%
金种子酒	0.96	0.83	-13.32%	1.13	1.01	-11.2%
*ST 皇台	0.07	0.02	-71.20%	0.11	0.02	-82.0%
顺鑫农业	37.85	56.54	49.37%	37.01	51.66	39.6%

来源：wind，国联证券研究所

**图表 25：白酒企业经营性现金流（亿元）**

	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
贵州茅台	22.15	41.39	86.8%	4.94	1.19	-76%
五粮液	9.77	12.32	26.1%	2.40	7.93	231%
泸州老窖	3.69	4.30	16.4%	0.35	0.56	61%
山西汾酒	0.90	0.97	7.7%	0.24	2.51	926%
水井坊	0.61	0.43	-29.5%	-0.09	0.25	-365%
酒鬼酒	0.23	0.21	-5.7%	0.00	-0.01	534%
舍得酒业	0.43	0.44	4.1%	0.25	-0.01	-104%
洋河股份	6.88	9.06	31.6%	1.89	0.12	-93%
古井贡酒	0.93	1.44	54.8%	0.19	1.01	421%
老白干酒	-0.15	0.45	-390.3%	0.09	-0.06	-167%
口子窖	1.57	1.12	-28.6%	-0.16	0.06	-141%
今世缘	1.00	1.12	12.0%	0.15	-0.05	-136%
迎驾贡酒	0.68	0.89	31.1%	0.00	-0.17	-10093%
金徽酒	0.11	0.09	-19.5%	0.08	0.16	102%
伊力特	0.34	0.29	-15.6%	0.17	0.07	-58%
金种子酒	-0.25	-0.18	-25.8%	-0.18	-0.17	-9%
*ST 皇台	-0.03	0.00	-88.5%	0.00	0.00	-201%
顺鑫农业	2.47	3.18	28.5%	0.87	0.24	-73%

来源：wind，国联证券研究所

### 3. 大众食品行业：下游消费需求旺盛，品牌与渠道深耕下收入加速

#### 3.1. 调味品：需求增长稳健，经营效率持续改善

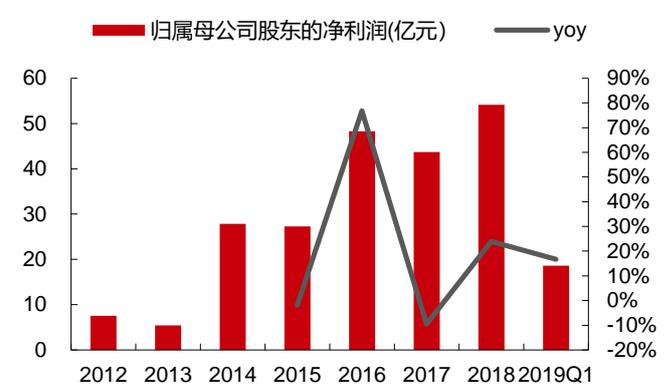
根据申万行业分类，SW 调味发酵品板块 2018 年行业收入 289.94 亿元，同比增长 13%，实现归母净利润 54.17 亿元，同比增长 23.95%。SW 调味发酵品板块 2019Q1 行业收入 89.01 亿元，同比增长 13.48%，实现归母净利润 18.62 亿元，同比增长 16.68%。其中海天味业/中炬高新/恒顺醋业/涪陵榨菜等企业保持收入的稳健增长，2019Q1 延续稳增长趋势，盈利能力不断提升。

从毛利率端来看，SW 调味发酵品板块 2018 年毛利率为 40.89%，同比提高 1.28pct，2019Q1 毛利率为 41.36%，同比提高 0.44pct。其中涪陵榨菜在提价与成本红利的影响下 2018 年毛利率同比提高 7.54pct，2019Q1 毛利率同比提高 6.97pct。中炬高新 2018 年重点围绕酱油、鸡精粉两大核心品类进行产品结构优化，加之厨邦智造的推进，生产效率的提升对冲原材料价格上涨。千禾味业的零添加产品接受度高但产品诉求不清晰，过往为开发华东市场重推东坡红酿系列，公司 2018 年下半年开始确定了以零添加系列产品为核心的品类战略，巩固并提升品牌形象，并聘请专业品

牌咨询公司对其品牌定位再梳理、再塑造，公司 2018 年毛利率同比提高 2.41pct，2019Q1 毛利率提升 4.55pct。

**图表 26: SW 调味发酵品板块收入及增速**


来源: wind, 国联证券研究所

**图表 27: SW 调味发酵品板块归母净利润及增速**


来源: wind, 国联证券研究所

**图表 28: 调味品行业公司收入 (亿元) 及增速**

	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
海天味业	145.84	170.3	17%	46.9	54.9	17%
中炬高新	36.09	41.7	15%	11.5	12.3	7%
恒顺醋业	15.42	16.9	10%	4.0	4.6	15%
千禾味业	9.48	10.7	12%	2.5	2.9	18%
加加食品	18.91	17.9	-5%	5.3	5.5	4%
安记食品	2.54	3.4	34%	0.7	1.2	71%
佳隆股份	2.87	3.2	11%	0.9	0.8	-7%
莲花健康	18.53	17.3	-7%	4.3	3.8	-12%
星湖科技	6.87	8.6	25%	2.3	3.0	29%
涪陵榨菜	15.20	19.1	26%	5.1	5.3	4%
天味食品	10.66	14.1	33%	2.4	3.1	25%

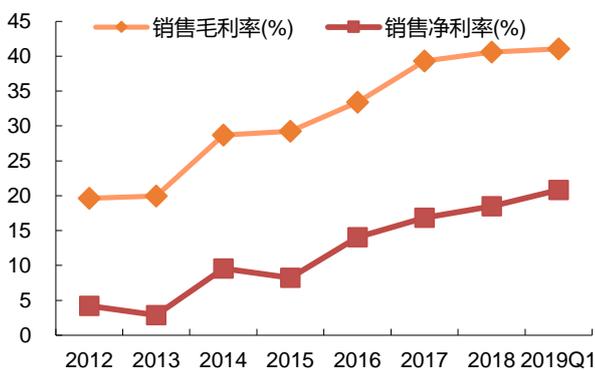
来源: wind, 国联证券研究所

**图表 29：调味品行业公司归母净利润（亿元）及增速**

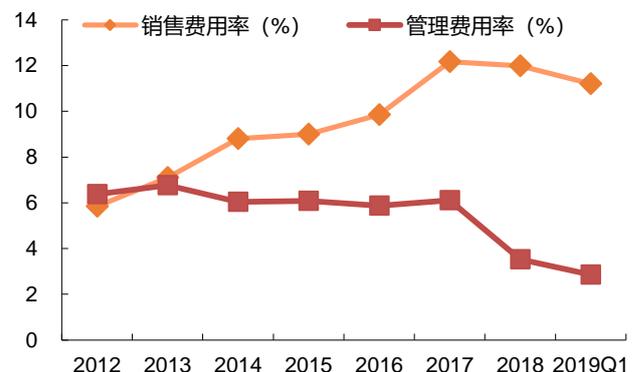
	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
海天味业	35.31	43.6	24%	12.0	14.8	23%
中炬高新	4.53	6.1	34%	1.7	1.9	12%
恒顺醋业	2.81	3.0	8%	0.6	0.7	22%
千禾味业	1.44	2.4	67%	1.1	0.5	-54%
加加食品	1.59	1.2	-28%	0.5	0.6	2%
安记食品	0.41	0.4	-4%	0.1	0.1	22%
佳隆股份	0.21	0.4	64%	0.1	0.1	-26%
莲花健康	-1.03	-3.3	221%	-0.3	-0.4	37%
星湖科技	-1.58	0.4	-127%	0.1	0.4	367%
涪陵榨菜	4.14	6.6	60%	1.1	1.6	35%
天味食品	1.84	2.7	45%	0.5	0.7	37%

来源：wind，国联证券研究所

从费用端来看，SW 调味发酵品板块 2018 年销售费用率为 12.29%，同比下降 0.18pct，2019Q1 销售费用率为 21.10%，同比提高 0.6pct。SW 调味发酵品板块 2018 年管理费用率为 3.82%，同比下降 2.58pct，2019Q1 管理费用率为 3.16%，同比下降 2.37pct。其中海天味业/中炬高新/恒顺醋业的销售费用率 2018 年分别同比下降 0.29/1.46/0.26ppct，而千禾味业 2018 和 2019Q1 销售费用率同比提高 1.78pct 和 3.98pct，主要原因在于公司加强了品牌定位树立和终端活动，并且公司 2019 年不会缩减品牌建设和广告投放的费用，预计 2019 年销售费用率维持在 20%以上的范围。同时为加强市场开拓，2019 年公司预计在终端渠道增加导购 2500 人，增加推广人员 350 人。

**图表 30：SW 调味发酵品板块毛利率和净利率**


来源：wind，国联证券研究所

**图表 31：SW 调味发酵品板块销售费用率/管理费用**


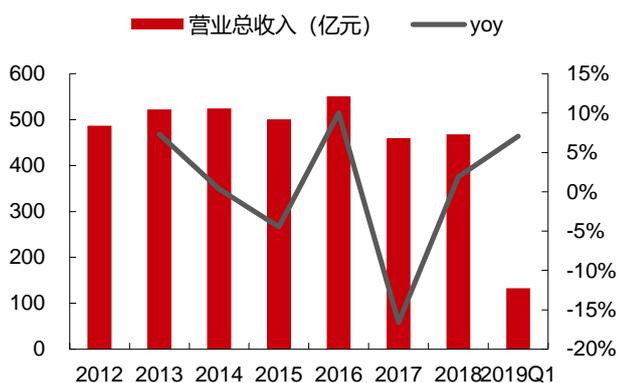
来源：wind，国联证券研究所

### 3.2. 啤酒：收入小幅增长，利润弹性释放

根据申万行业分类，SW 啤酒板块 2018 年行业收入 468.09 亿元，同比增长

1.89%，实现归母净利润 19.11 亿元，同比下降 3.91%。SW 啤酒品板块 2019Q1 行业收入 132.98 亿元，同比增长 7.05%，实现归母净利润 9.80 亿元，同比增长 21.99%。其中 2018 年青岛啤酒和燕京啤酒在收入端小幅增长，青岛啤酒因为会计准则的处理，收入端实际增长更快一些，重庆啤酒在四川、重庆和湖南地区的产品结构持续升级，收入增速较快，而惠泉啤酒、西藏发展、兰州黄河则呈现收入下滑。从利润端来看，啤酒行业普遍存在利润增速高于收入增速的现象，青岛/燕京/重庆/珠江啤酒均实现 10% 以上的归母净利润增速，重庆啤酒归母净利润增速达到 22.62%，珠江啤酒归母净利润增速达到 97.68%。2019Q1 啤酒行业的收入增速快于 2018 年，青岛啤酒实现 9.65% 的收入增速和 21.04% 的归母净利润增速，燕京啤酒实现 5.13% 的收入增速和 8.66% 的归母净利润增速，重庆啤酒实现 2.53% 的收入增速和 13.39% 的归母净利润增速，珠江啤酒实现 4.65% 的收入增速和 65.78% 的归母净利润增速，啤酒行业的利润弹性得到体现。

图表 32: SW 啤酒板块行业收入及增速



来源: wind, 国联证券研究所

图表 33: SW 啤酒板块行业归母净利润及增速



来源: wind, 国联证券研究所

图表 34: 啤酒行业公司收入 (亿元) 及同比增速

	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
青岛啤酒	262.77	265.75	1.13%	72.52	79.51	9.65%
燕京啤酒	111.96	113.44	1.32%	32.80	34.48	5.13%
重庆啤酒	31.76	34.67	9.19%	8.13	8.33	2.53%
珠江啤酒	37.64	40.39	7.33%	7.17	7.51	4.65%
惠泉啤酒	5.69	5.52	-3.06%	1.17	1.25	6.53%
西藏发展	3.62	3.23	-10.63%	0.91	0.71	-21.86%
兰州黄河	5.96	5.09	-14.68%	1.52	1.18	-22.02%

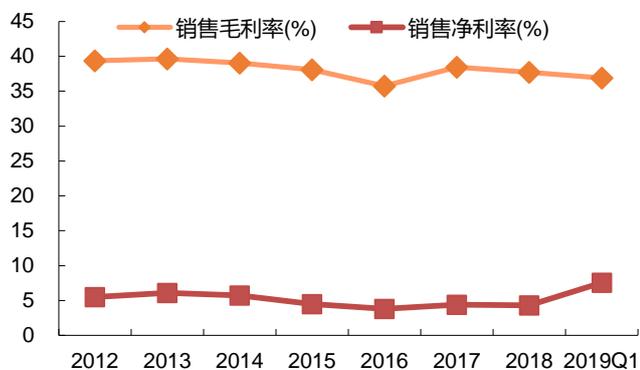
来源: wind, 国联证券研究所

**图表 35：啤酒行业公司归母净利润（亿元）及同比增速**

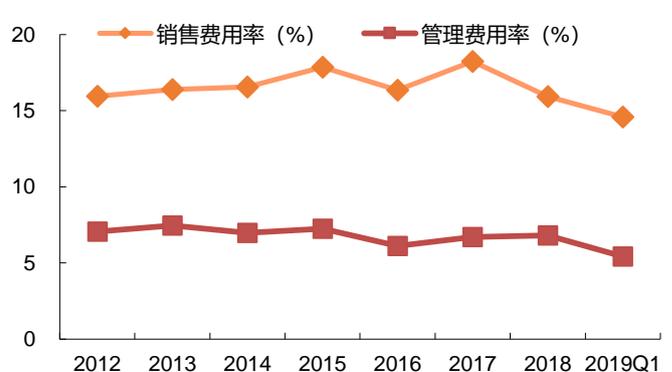
	2017	2018	同比	2018Q1	2019Q1	同比
青岛啤酒	12.63	14.22	12.60%	6.67	8.08	21.04%
燕京啤酒	1.61	1.80	11.47%	0.54	0.59	8.66%
重庆啤酒	3.29	4.04	22.62%	0.76	0.86	13.39%
珠江啤酒	1.85	3.66	97.68%	0.18	0.30	65.78%
惠泉啤酒	0.24	0.18	-23.51%	-0.10	-0.06	—
西藏发展	0.10	-4.12	—	0.03	-0.22	—
兰州黄河	0.16	-0.68	—	-0.06	0.25	—

来源：wind，国联证券研究所

SW 啤酒板块 2018 年销售毛利率为 38.02%，同比下降 0.75pct，销售净利率为 4.60%，同比下降 0.1pct；2019Q1 销售毛利率为 37.19%，同比提高 0.27pct，销售净利率为 7.86%，同比提高 0.84pct。2018 年燕京/重庆/珠江啤酒的毛利率提升明显，青岛啤酒和西藏发展毛利率有所下滑，但青岛/燕京/重庆/珠江啤酒的净利率分别有不同程度的上升，主要原因在于期间费用率的下降。2018 年青啤酒的销售费用率下降 3.63pct，重庆啤酒销售费用率下降 1.52pct，燕京啤酒销售费用率下降 0.47pct。2019Q1 燕京/重庆/珠江啤酒的毛利率持续提高，带动净利率水平提高。

**图表 36：SW 啤酒板块销售毛利率和净利率**


来源：wind，国联证券研究所

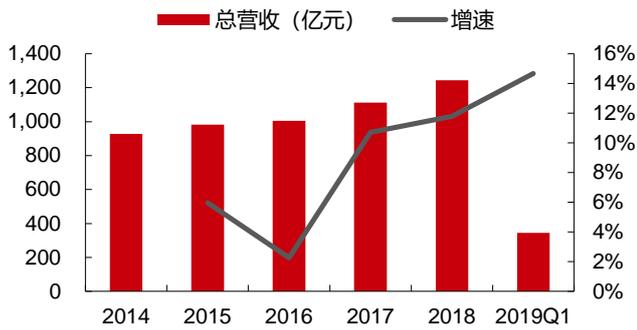
**图表 37：SW 啤酒板块销售费用率和管理费用率**


来源：wind，国联证券研究所

### 3.3. 乳制品行业：结构升级对冲原奶上涨，中小乳企竞争趋缓

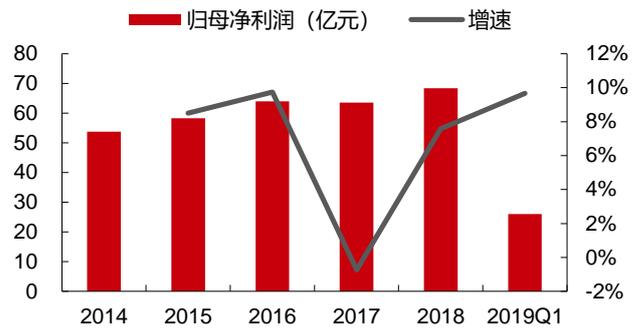
2018 年乳制品板块 12 家上市公司共实现营业收入 1243.21 亿元，同比增长 11.79%；实现归母净利 68.35 亿元，同比增长 7.57%，收入增速继续保持双位数的增长主要因为伊利妙可蓝多和新乳业的收入贡献；而受皇氏集团和麦趣尔业绩拖累，板块净利增速低于收入增速。2019 年一季度板块实现利润 343.97 亿元，同比增长 14.65%；归母净利 26.06 亿元，同比增长 9.67%，收入、利润端增幅低于去年同期主要因为春节延后，供销旺季集中在 18 年四季度和 19 年 1 月。

图表 38: 2014-2019Q1 乳制品板块营收及增速



来源: wind, 国联证券研究所

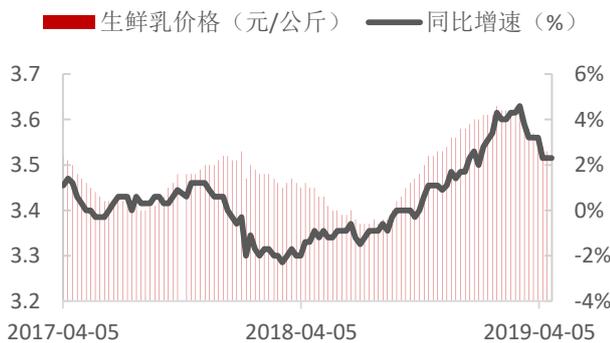
图表 39: 2014-2019Q1 乳制品板块归母净利润及增速



来源: wind, 国联证券研究所

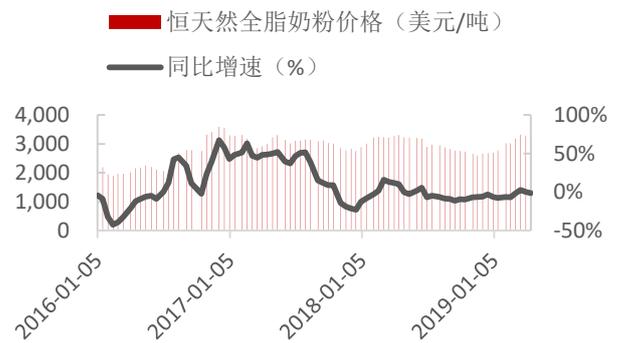
成本端, 2018 年生鲜乳价格较 17 年同期有所上涨, 大包粉价格相对去年同期有所下降; 另外包材以及白糖等原材料在经历 17 年高点后价格进入了相对低点。同时为应对原奶价格的持续上涨, 乳制品企业继续对产品结构进行优化, 使得板块毛利率在原奶上涨期间仍小幅上涨 0.17%至 36.09%。

图表 40: 国内生鲜乳价格变化趋势 (元/公斤)



来源: wind, 国联证券研究所

图表 41: 恒天然全脂奶粉价格 (美元/吨)



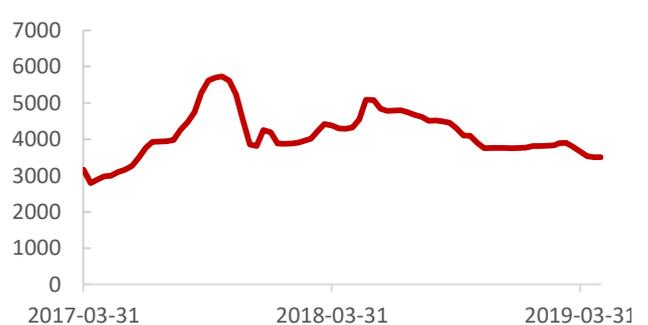
来源: GDT, 国联证券研究所

图表 42: 白糖价格变化趋势 (元/吨)



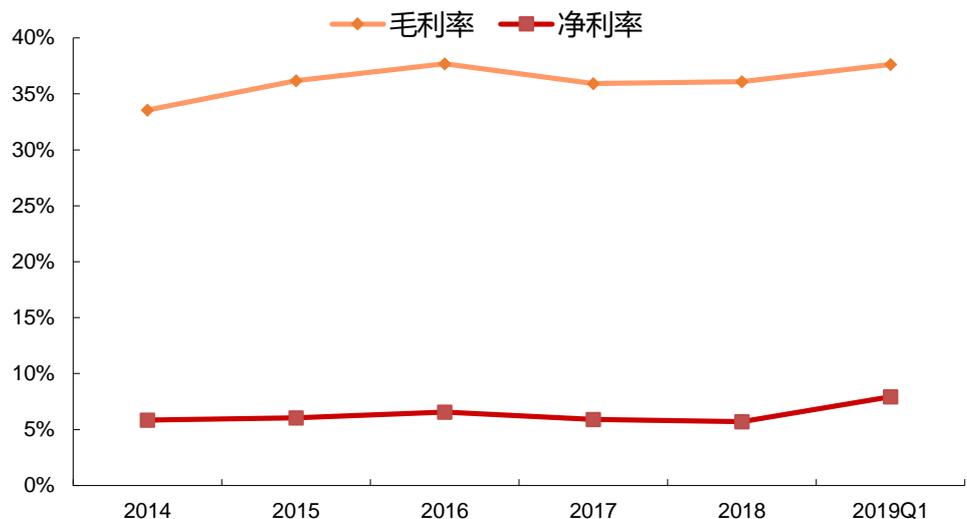
来源: wind, 国联证券研究所

图表 43: 瓦楞纸价格变化趋势 (元/吨)



来源: wind, 国联证券研究所

图表 44：乳制品板块毛利率和净利率水平



来源：wind, 国联证券研究所

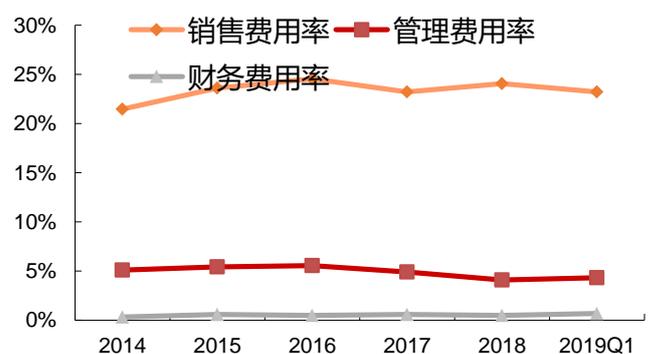
销售费用方面，整个板块主要随龙头伊利的费用波动（占比大于60%），其中伊利受18年上半年世界杯营销活动的影响以及低线城市和高端市场份额的抢夺，销售费用率从17年的22.81%上涨至18年的24.85%，带动整个板块上涨0.85%至24.07%。若剔除光明、伊利来看，中小型乳企销售费用率下滑则较为明显，从16年的25.16%下降至18年的21.67%，主要因为中小乳企在成本上涨的背景下为确保利润主动降低了销售费用。而龙头之间为争夺高端市场份额，仍保持较高的费用投放，从而抬升了整体销售费用率。板块管理费用率为4.09%，同比下降0.83%；财务费用率0.51%，同比下降0.09%。由于受销售费用率的影响，微降0.22%至5.69%。2019年一季度由于受原奶价格上涨影响终端折扣买赠活动减弱，毛利率较上年同期有所增加，为37.63%。市场销售费用投入仍比较积极，销售费用率从22.72%上涨至23.22%；管理费用率较去年持平，为4.34%。财务费用率上升0.6%至0.68%。在各项费用的增加下，净利率水平下降0.27%至7.92%。

图表 45：中小乳企销售费用率下降明显



来源：wind, 国联证券研究所

图表 46：乳制品板块各项费用率情况 (%)



来源：wind, 国联证券研究所

图表 47：乳制品板块 2018 年和 2019Q1 营收、利润情况

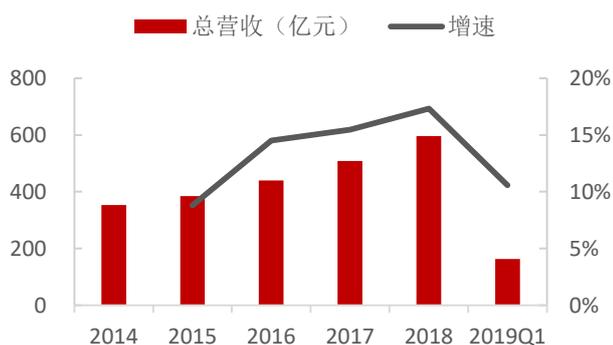
	市值	2018				2019Q1	
		营收 (亿元)	YOY	利润 (亿元)	YOY	营收 YOY	利润 YOY
皇氏集团	34.93	23.36	-1.30%	-6.16	-1186.01%	4.04%	10.87%
贝因美	59.82	24.91	-6.38%	0.41	103.89%	16.37%	12.67%
麦趣尔	20.67	6.00	3.56%	-1.54	-918.29%	-1.35%	-62.06%
燕塘乳业	27.19	12.97	4.68%	0.42	-65.06%	8.82%	15.09%
科迪乳业	36.90	12.85	3.74%	1.29	1.92%	6.22%	28.13%
庄园牧场	26.94	6.58	4.67%	0.64	-7.05%	17.32%	4.24%
新乳业	127.63	49.72	12.44%	2.43	9.22%	13.50%	3.64%
天润乳业	29.00	14.62	17.89%	1.14	15.19%	15.97%	10.19%
三元股份	82.81	74.56	21.80%	1.80	137.25%	10.89%	48.60%
光明乳业	120.24	209.86	-4.71%	3.42	-44.87%	5.51%	4.03%
妙可蓝多	43.53	12.26	24.82%	0.11	148.69%	57.52%	101.91%
伊利股份	1,779.00	795.53	16.89%	64.40	7.31%	17.10%	8.36%
总计	2,388.66	1,243.21	11.79%	68.35	7.57%	14.65%	9.67%

来源：wind，国联证券研究所

### 3.4. 食品综合：细分龙头竞争格局持续向好

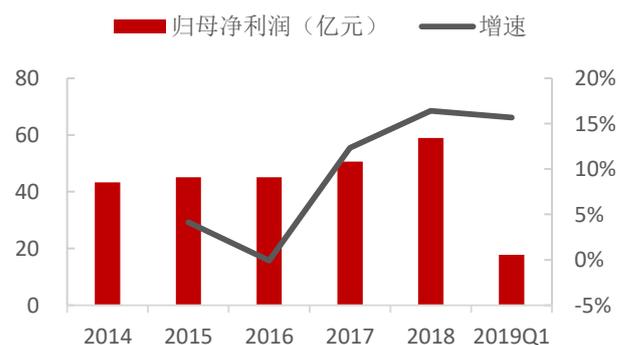
2018 年食品综合板块实现营业收入 596.28 亿元，同比增长 17.32%；实现归母净利润 58.92 亿元，同比增长 16.41%。收入和利润端得到进一步改善，增速相比 2017 年同期分别增长 1.85%和 4.08%。食品综合多为各个细分板块的行业龙头，但由于各个细分子行业的特殊性和差异性，各个公司收入端跟利润端表现出现分化。其中，盐津铺子受益于烘焙和素食业务产能释放以及电商业务发力，营收和归母净利润分别同比增长 46.81%和 43.91%；汤臣倍健在大单品持续高增以及渠道加速扩建至高超和母婴渠道的驱使下，营收、利润同比增长 39.86%和 30.79%。2019Q1 由于春节延后，经销商备货集中于去年年底，板块实现营收 162.71 亿元，同比增长 10.58%；归母净利润为 17.73 亿元，同比增长 15.66%。其中来伊份、洽洽食品利润表现亮眼。

图表 48：2014-2019Q1 食品综合板块营收及增速



来源：wind，国联证券研究所

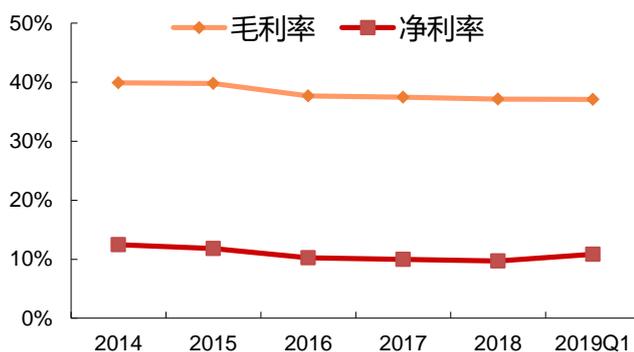
图表 49：2014-2019Q1 食综板块归母净利润及增速



来源：wind，国联证券研究所

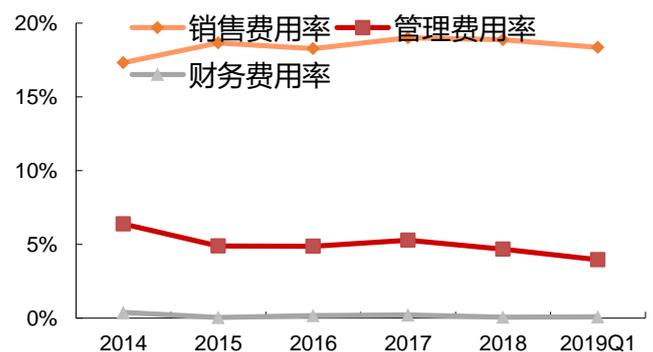
食综板块毛利率相对比较平稳，2018 年为 37.49%，较 17 年同期下降 0.34%；18Q1 毛利率为 37.1%，同增 0.54%。其中，洽洽食品 18 年和 19Q1 毛利率分别为 31.16 (+1.27%) 和 30.38 (+1.45%)，主要因为部分产品提价以及毛利较高的蓝袋瓜子放量；盐津铺子 18 年和 19Q1 毛利率分别为 39.13% (-7.7%) 和 39.11% (-6.99%)，主要受原材料价格上涨的影响和新品培育期出现的暂时性亏损；桃李面包受益于产品结构升级 18 年及 19Q1 毛利率同比提升 1.98% 和 0.47%；安井食品受非洲猪瘟影响，采用进口替代 19Q1 毛利率下降 0.59% 至 26.51%。板块 18 年市场费用投放力度依旧积极，销售费用率与去年同期几乎持平，为 18.89%，部分企业由于收入端的大幅增长从而降低了销售费用率，如盐津铺子销售费用率较 17 年同期下降 4.65%。板块管理费用率 4.68%，同比下降 0.6%；财务费用率 0.07%，同比下降 0.16%。在毛利率下降，费用率持平的情况下，净利率同比下调 0.29% 至 9.69%。2019Q1 受春节旺季促销活动的影响，销售费用率增加 0.39% 至 18.37%；管理费用率以及财务费用率分别同比 -0.65%/+0.18%，净利率在毛利率上涨的带动下，同比微增 0.28% 至 10.86%。

图表 50：食综板块毛利率和净利率水平 (%)



来源：wind，国联证券研究所

图表 51：食综板块各项费用率情况 (%)



来源：wind，国联证券研究所

图表 52：食品综合板块 2018 年和 2019Q1 营收、利润情况

	市值	2017				2018Q1	
		营收 (亿元)	YOY	利润 (亿元)	YOY	营收 YOY	利润 YOY
黑芝麻	44.49	39.64	43.03%	0.60	-46.06%	71.87%	-40.06%
三全食品	66.89	55.39	5.39%	1.02	41.49%	5.04%	42.22%
双塔食品	78.08	23.79	15.06%	0.92	149.02%	-49.89%	-36.86%
洽洽食品	109.92	41.97	16.50%	4.33	35.58%	1.26%	35.75%
好想你	47.34	49.49	21.59%	1.30	21.21%	7.33%	10.42%
克明面业	48.96	28.56	25.86%	1.86	65.00%	17.52%	-17.31%
海欣食品	27.50	11.45	18.24%	0.35	227.90%	19.18%	6.20%
桂发祥	26.56	4.81	-1.12%	0.84	-9.15%	0.69%	-4.89%
盐津铺子	41.42	11.08	46.81%	0.71	7.27%	43.91%	5.55%
汤臣倍健	317.85	43.51	39.86%	10.02	30.79%	47.17%	33.69%
华宝股份	206.26	21.69	-1.30%	11.76	2.41%	-10.26%	5.87%

爱普股份	28.64	25.00	7.52%	1.10	-23.59%	-1.77%	11.34%
广州酒家	114.29	25.37	15.89%	3.84	12.79%	19.79%	17.94%
安井食品	101.32	42.59	22.25%	2.70	33.50%	14.61%	19.60%
绝味食品	186.80	43.68	13.45%	6.41	27.69%	19.63%	20.38%
惠发股份	16.33	10.42	11.00%	0.45	-24.71%	-16.87%	-1296.27%
有友食品	41.75	11.01	11.24%	1.78	-6.38%	-13.59%	0.53%
来伊份	52.61	38.91	7.01%	0.10	-90.03%	-0.07%	53.19%
合计	245.10	48.33	18.47%	6.42	25.11%	15.52%	12.11%

来源: wind, 国联证券研究所

## 4. 投资建议

### 中炬高新

公司 2018Q3 由于台风天气原因导致发货量较少, 2018Q4 收入增速环比提高, 全年业绩稳健。美味鲜公司 2018 年整体生产量约 54 万吨, 营业收入 38.52 亿元 (+10.34%), 其中酱油的销售额占业务总收入的 67.8%, 鸡精鸡粉占比 11.6%, 食用油占比 8.4%, 其他调味品占比 12.2%。2018 年重点围绕酱油、鸡精粉两大核心品类进行产品结构优化, 2018 年公司酱油产品实现营业收入 25.90 亿元 (+9.12%), 毛利率为 44.14% (-0.66pct), 酱油产品吨价提升 2.3%。鸡精鸡粉收入 4.43 亿元 (+7.24%), 毛利率 40.72% (-1.38pct)。除此之外, 公司推进厨邦智造, 生产效率的提升对冲原材料价格上涨。公司体制改革落地, 换届选举完成后, 业务目标和激励有望提高。2019 年在产能释放生产规模提升以及厨邦智造的基础上, 上游原材料成本控制趋好, 毛利率有望得到提升, 未来公司有望收购子公司少数股东权益增厚归母净利润。

### 伊利股份

公司 2018 年实现营收 789.76 亿元, 同比增长 16.92%。分产品来看, 公司液体乳营收 656.79 亿元, 同比+17.78%, 其中销售量+11.18%, 价格+5.6%; 奶粉及乳制品营收 80.45 亿元, 同比+25.14%, 销售量+15.78%, 价格+7.4%, 受益于后奶粉注册制时代, 增速相对较快; 冷饮产品营收 49.97 亿元, 同比+8.49%, 销售量+2.7%, 价格+5.3%。公司通过产品创新升级使高端化持续, 其中“金典”“安慕希”“金领冠”等大单品的销售收入同比+34.3%, 新品销售收入占比较同期+5.6%。公司同时加快了国际化进程, 旗下“Joy Day”冰淇淋进入印尼市场; 2018 年 11 月, 公司收购泰国本土最大冰淇淋企业 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED。

渠道方面, 公司通过渠道拓展、开发空白网点及强化现有网点维护, 进一步加强对终端的管控, 提升市占率。其中, 电商业务收入较上年+61%; 母婴渠道+32%; 在便利店渠道, 公司常温液态奶市占率+3.7%。同时, 根据凯度调研, 截至 2018 年 12 月, 公司常温液态类乳品的市场渗透率为 82.3%, 同比+2.2%, 液态奶终端网点达到 175 万家, 同比+23.2%; 直控村级网点近 60.8 万家, 较上年提升了 14.7%。市占率方面, 常温、低温及婴幼儿零售额市占分别为 36.8%、16.6%和 5.8%, 较去年同期分别

+2.3%、0.5%及0.6%。费用方面，短期内并无较大的营销事件，蒙牛也不加大费用投放，行业竞争回归常态，费用率预计维持目前水平。后期凭着伊利对上游牧场强大的议价能力以及产品结构升级，原奶价格的上涨对伊利的影晌较小，千亿目标指日可待。

## 5. 风险提示

食品安全问题、增速不及预期、宏观经济低迷。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810