

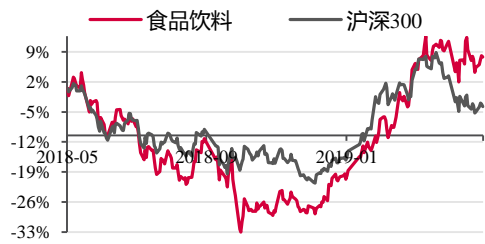
行业增速保持稳健，龙头配置价值凸显

2019年05月31日

评级 领先大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	-3.30	19.51	7.28
沪深300	-6.95	-0.77	-4.24

杨甫

执业证书编号: S0530517110001  
yangfu@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955776

研究助理

0731-84403358

相关报告

- 《食品饮料：食品饮料2019年4月行业跟踪：年报一季报表现稳健，龙头企业仍具增长动力》  
2019-05-09
- 《食品饮料：食品饮料2019年3月行业跟踪：春糖反馈叠加龙头业绩高增，板块估值持续提升》  
2019-04-02
- 《食品饮料：食品饮料2018年2月行业跟踪：外资持续推动板块回升，关注2018年报披露》  
2019-03-05

重点股票	2019A		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
贵州茅台	35.02	26.04	43.17	21.12	50.53	18.05	谨慎推荐
五粮液	3.45	30.30	4.43	23.60	5.54	18.87	推荐
洋河股份	6.23	18.74	7.25	16.12	8.35	13.99	推荐
伊利股份	1.06	28.23	1.13	26.48	1.28	23.38	谨慎推荐
双汇发展	1.49	16.95	1.01	25.00	0.72	35.07	推荐
洽洽食品	1.00	22.40	1.14	19.65	1.32	16.91	谨慎推荐
汤臣倍健	0.68	29.41	0.89	22.47	1.13	17.70	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 食品饮料年初以来涨幅居前。2019年初至2019年5月31日，沪深300指数涨16.77%，食品饮料板块上涨47.58%，跑赢沪深300指数30.81个百分点，在申万28个子行业中排名第二。
- 维持“领先大市”评级。食品饮料一直是消费品板块中市场资金避险的优选品种之一，随着外界环境和宏观经济的不确定性增强，板块的配置价值凸显，因此维持行业“领先大市”的评级。
- 白酒：市场向品牌集中，渠道与定价权是关键。行业内公司表现分化明显，品牌力强的酒企表现普遍优于行业平均水平。行业规模增速放缓的背景下，消费升级趋势仍在延续，市场逐渐向名酒、中高端白酒集中。行业未来的发展将以结构优化为主导，具有品牌力的酒企能通过提价、渠道调整、结构优化以及提升市场份额创造内生增长动力。推荐关注在品牌力和渠道管理方面优势明显、市场需求保持旺盛的高端龙头贵州茅台(600519.SH)；产品结构稳步提升、大力改革激发增长动能的五粮液(000858.SZ)；省内份额稳固、省外快速增长的次高端龙头洋河股份(002304.SZ)。
- 大众消费品：成本上行龙头受益，期待成长性细分行业表现。(1) CPI上行与需求紧缩给予竞争格局稳定的行业龙头提价升级、抢占市场份额的机会。龙头具有资金、渠道与品牌实力，可以拓宽经营范围、调整业务结构以及提升渠道覆盖率，通过内生增长创造盈利空间，持续改善业绩。(2) 近年来大众品的消费倾向逐渐走向高端化与多元化，不少细分行业不断涌现并且快速成长。处于成长期的行业受宏观经济波动的影响较小，行业扩容与市场拓展能为其提供强劲的业绩支撑。推荐行业格局稳定，受益于行业集中度提升的龙头企业伊利股份(600887.SH)、双汇发展(000895.SZ)；核心业务处于成长期，自身具有渠道优势的洽洽食品(002557.SZ)、汤臣倍健(300146.SZ)。
- 风险提示：宏观经济持续走弱风险；消费持续下行风险；行业竞争加剧风险；食品安全问题风险。

## 内容目录

<b>1 2019 年上半年概览：白酒延续高景气度，必选消费表现更优</b>	<b>4</b>
1.1 市场行情：涨幅居前，白酒领涨	4
1.2 宏观情况：消费复苏，通胀延续	6
1.3 2018 年以及 2019 年一季度业绩总结	7
1.3.1 行业整体情况	7
1.3.2 白酒：高端酒格局稳固，次高端竞争激烈，大众酒加速集中	9
1.3.3 调味发酵品：刚性消费表现稳健，市场向龙头集中	11
1.3.4 乳品：成本压力下竞争趋缓，产品结构优化支撑毛利	12
1.3.5 啤酒：去产能叠加结构升级，啤酒进入发展新阶段	12
1.3.6 肉制品：龙头屠宰业务放量，肉制品产品结构升级	13
1.3.7 食品综合：细分子行业龙头优势尽显	14
<b>2 2019 年下半年展望：避险价值凸显，品牌彰显确定性</b>	<b>15</b>
2.1 白酒：市场向强品牌集中，定价权铸造核心竞争力	15
2.1.1 高端白酒：渠道从严，提价升级	17
2.1.2 次高端白酒：构建品牌新形象，冲击高价位区间	18
2.1.3 重点推荐标的	19
2.2 大众消费品：成本上行龙头受益，期待成长性细分行业表现	22
2.2.1 CPI 与贸易战双重压力，刚需龙头彰显优势	22
2.2.2 新市场成长可期，具备内生成长性	25
2.3 重点推荐标的	27
<b>3 主要风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1：2019 年至 2019 年 5 月 15 日申万食品饮料板块涨跌幅（总市值加权平均）	4
图 2：2019 年初至 2019 年 5 月 15 日申万食品饮料行业子板块涨跌幅（总市值加权平均）	4
图 3：食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价	5
图 4：食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况	6
图 5：社会消费品零售总额数据	6
图 6：粮油食品、烟酒、饮料零售额当月同比增速	6
图 7：消费者信心指数情况	7
图 8：食品烟酒 CPI 当月同比数据	7
图 9：2014-2018 年食品饮料板块业绩情况	7
图 10：2014-2018 年食品饮料行业盈利能力变化	7
图 11：食品饮料行业 2019Q1 营收及利润增速情况	8
图 12：食品饮料行业 2019Q1 盈利能力情况	8
图 13：2014-2019Q1 白酒板块业绩变化	9
图 14：2014-2019Q1 白酒板块盈利能力变化	9
图 15：2014-2019Q1 调味发酵品板块业绩变化	11
图 16：2014-2019Q1 调味发酵品板块盈利能力变化	11
图 17：2014-2019Q1 乳品板块业绩变化	12
图 18：2014-2019Q1 乳品板块盈利能力变化	12

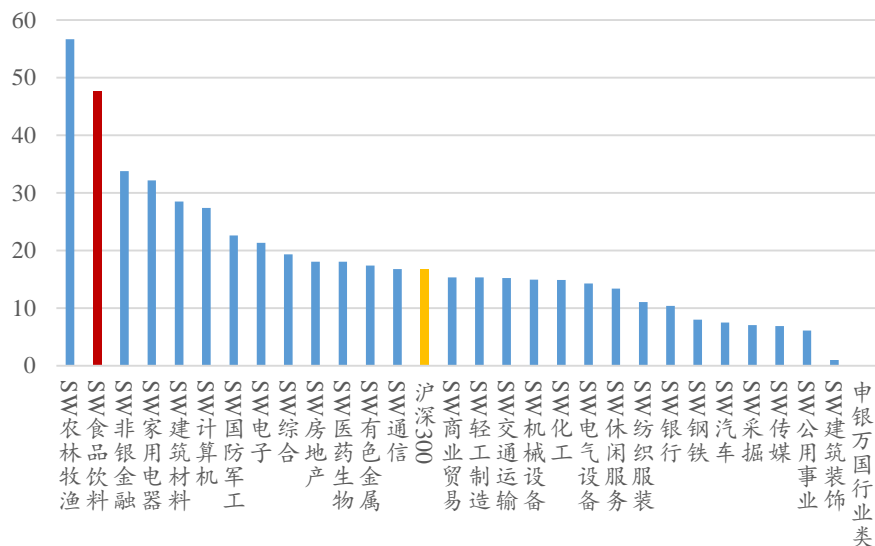
图 19: 2014-2019Q1 啤酒板块业绩变化.....	13
图 20: 2014-2019Q1 啤酒板块盈利能力变化.....	13
图 21: 2014-2019Q1 肉制品板块业绩变化.....	14
图 22: 2014-2019Q1 肉制品板块盈利能力变化.....	14
图 23: 2014-2019Q1 食品综合板块业绩变化.....	14
图 24: 2014-2019Q1 食品综合板块盈利能力变化.....	14
图 25: 近年来白酒新增产能 (万吨) .....	15
图 26: 白酒产量 (千升) 及累计同比增速 (%) .....	15
图 27: 53 度 500ml 飞天茅台价格走势 (元/瓶) .....	17
图 28: 52 度 500ml 五粮液价格走势 (元/瓶) .....	17
图 29: 部分次高端名酒一号店价格变化 (元/瓶) .....	18
图 30: 部分次高端白酒销售毛利率改善情况 (%) .....	18
图 31: 国内生鲜乳价格 (元/公斤) 以及同比增速 (%) .....	23
图 32: 我国近几年奶牛存栏数量 (万头) .....	23
图 33: 2013-2019 年 5 月主要猪价变化 (元/公斤) .....	24
图 34: 近年来生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头) .....	24
图 35: 鸡肉价格持续上行 (元/500g) .....	25
图 36: 鲜、冷藏肉产量 (万吨) 及其同比增速 (%) .....	25
图 37: 2012-2018 年我国休闲食品市场增长情况.....	26
图 38: 2018 年中国休闲食品市场结构.....	26
图 39: 老龄人口占比逐年提升 (%) .....	26
图 40: 近期线上保健品销售数据.....	26
表 1: 食品饮料子行业 2018-2019Q1 营收及归母净利润增速情况 (%) .....	8
表 2: 食品饮料子行业 2018-2019Q1 毛利率及净利率变化情况 (%) .....	8
表 3: 不同价格带白酒企业 2018-2019Q1 业绩情况.....	10
表 4: 不同价格档位白酒 2018-2019Q1 盈利能力表现情况.....	10
表 5: 食品综合板块内细分子行业龙头企业 2017-2019Q1 的业绩增速表现.....	15
表 6: 2019 年来白酒企业涨价情况汇总.....	16
表 7: 次高端白酒上市企业产品及地区营收结构、未来产品及市场战略一览 .....	19
表 8: 伊利与蒙牛 2018 年经营情况一览.....	23

## 1 2019 年上半年概览：白酒延续高景气度，必选消费表现更优

### 1.1 市场行情：涨幅居前，白酒领涨

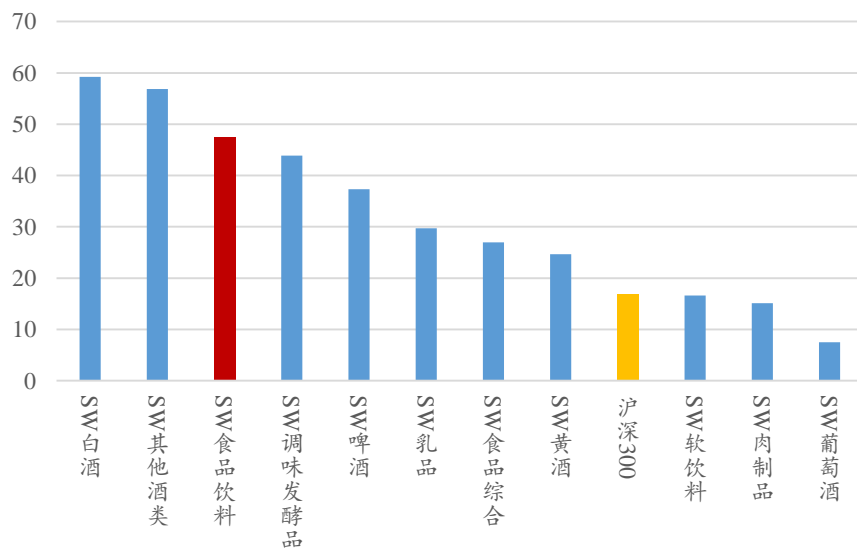
板块跑赢沪深 300 指数，涨幅行业排名第二。2019 年初至 2019 年 5 月 31 日，沪深 300 指数涨 16.77%，食品饮料板块上涨 47.58%，跑赢沪深 300 指数 30.81 个百分点，在申万 28 个子行业中排名第二。在子板块中，白酒板块自年初以来的表现最好，2019 年初至 2019 年 5 月 31 日累计上涨 59.21%；此外，其他酒类板块涨幅也在 50% 以上；调味发酵品和啤酒板块的涨幅在 30% 以上、50% 以内；乳品、食品综合、黄酒、软饮料和肉制品板块的涨幅相对较小，在 10% 以上、30% 以内；葡萄酒板块涨幅最小，涨 7.53%。

图 1：2019 年至 2019 年 5 月 31 日申万食品饮料板块涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

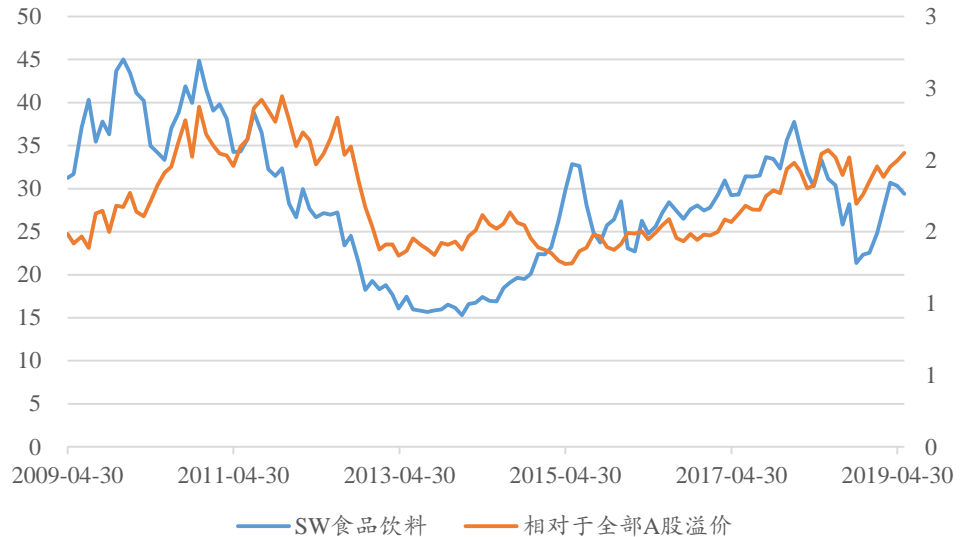
图 2：2019 年初至 2019 年 5 月 31 日申万食品饮料行业子板块涨跌幅（总市值加权平均）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

板块 PE 高出历史均值，目前食品饮料板块 PE（历史 TTM\_整体法）为 30 倍，较 4 月底有所回升，目前是全部 A 股的 2.05 倍。历史平均的食品饮料板块 PE 为 28 倍，相对全部 A 股的估值溢价为 72%。

图 3：食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价

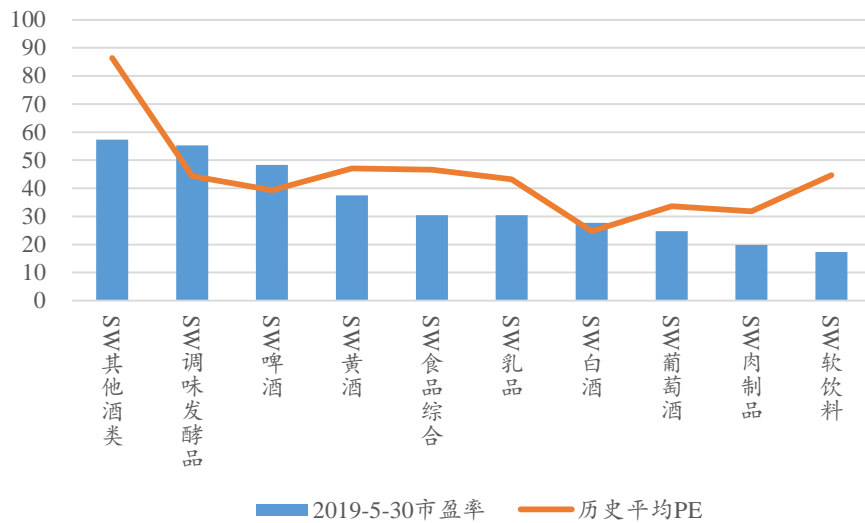


资料来源：WIND 数据库，财富证券

**白酒估值修复拉动板块回升，业绩兑现延续上涨行情。**食品饮料板块上涨主要由白酒板块的估值修复拉动。2018 年第三季度，多家白酒企业由于 2017 年高基数、需求收缩等原因，渠道反馈以及业绩情况普遍低于市场预期，引发市场对白酒行业的担忧，板块 2018 年 7 月-10 月的跌幅达到了 30%。而进入 2018 年末，据渠道反馈，春节临近白酒动销逐渐恢复，部分白酒企业 2018 年业绩预告好于预期，市场对白酒行业的信心逐渐回升；同时，由于基本面良好、业务盈利能力强，白酒颇受外资青睐。2019 年进入业绩期以来，大部分食品饮料企业业绩表现良好，板块上涨动力由估值修复转变为基本面的验证。中美贸易战导致宏观经济的不确定性加强，在此背景下，食品饮料作为避险板块值得关注。但估值修复与业绩兑现行情均已接近尾声，行业普涨的态势难以延续，市场资金将向确定性更强的品种偏移。

**食品饮料子板块估值情况：**子板块中，软饮料板块 PE 最低，为 17 倍；肉制品板块的 PE 也在 20 倍以内；葡萄酒和白酒板块的 PE 在 20 倍以上、30 倍以内；乳品、食品综合和黄酒板块的 PE 在 30 倍以上、40 倍以内；啤酒、调味发酵品和其他酒类板块的 PE 在 40 倍以上，其中其他酒类板块的 PE 最高，达到了 57 倍。调味发酵品、啤酒和白酒板块的 PE 高于历史均值，葡萄酒、肉制品、乳品、黄酒、食品综合、软饮料和其他酒类板块的 PE 低于历史均值，其中软饮料和其他酒类 PE 远低于历史均值。

图 4：食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况



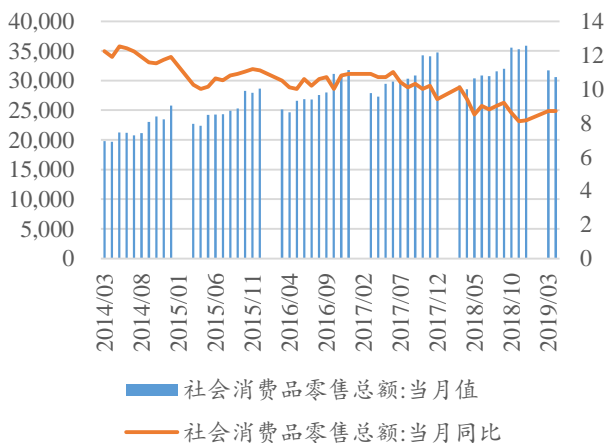
资料来源：WIND 数据库，财富证券

## 1.2 宏观情况：消费复苏，通胀延续

**社零加速，消费者信心回升，终端消费显示复苏迹象。**从 2018 年年底开始，社会消费品零售总额增速（当月同比）逐渐回升，2019 年 4 月全国社会消费品零售总额 30586 亿元，同比名义增长 7.2%；考虑假期因素影响实际同比增长 8.7%，与上月持平。2019 年 3 月粮油食品类/烟酒类/饮料类零售总额同比增长 11.8%/12.1%/9.5%，增速同比提升 0.6/0.8/0.9 个百分点。消费者信心指数自 2018 年 8 月以来持续环比回升，2019 年 4 月有小幅回调，但仍在 120 以上。第二季度是消费淡季，消费数据有小幅回调但同比改善的态势不变。

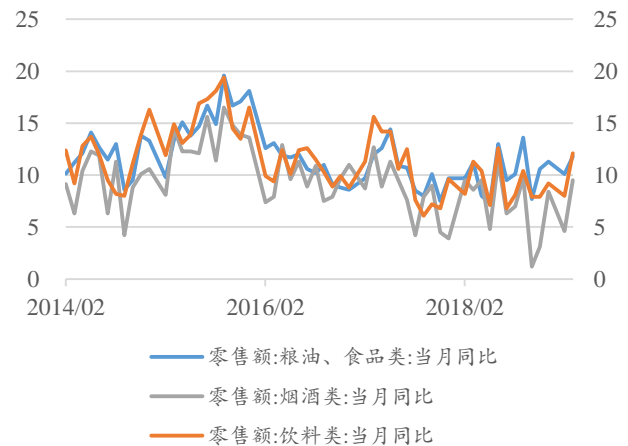
**CPI 持续上行。**2019 年 4 月食品烟酒 CPI 同比增速为 4.7%，较上月增速提升 1.2pct.，自 2019 年 2 月以来我国食品烟酒 CPI 环比提速上涨。

图 5：社会消费品零售总额数据



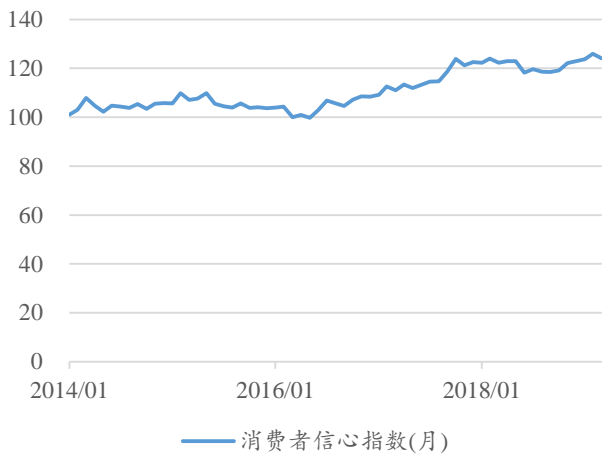
资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 6：粮油食品、烟酒、饮料零售额当月同比增速



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 7: 消费者信心指数情况



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

图 8: 食品烟酒 CPI 当月同比数据



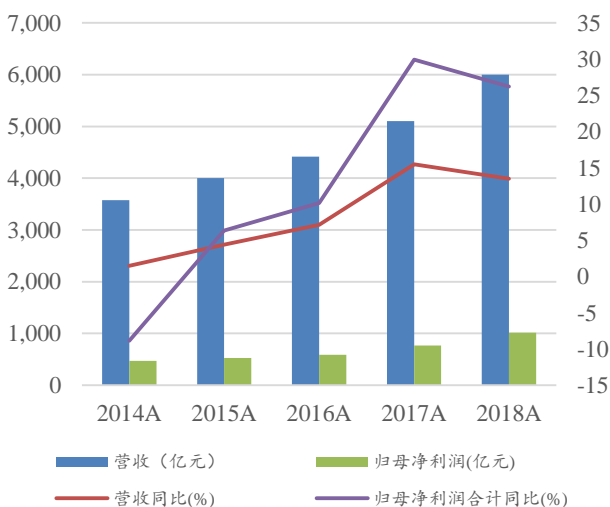
资料来源: WIND 数据库, 财富证券

### 1.3 2018 年以及 2019 年一季度业绩总结

#### 1.3.1 行业整体情况

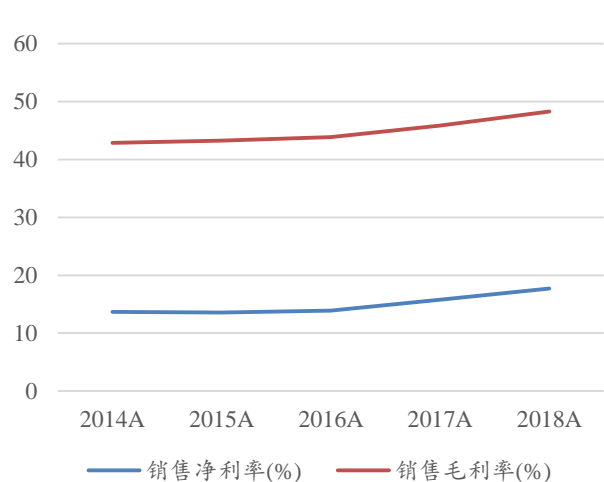
行业业绩保持稳增, 盈利能力持续改善。食品饮料板块 2018 年和 2019 年一季度分别实现营收 5996.91/1862.00 亿元, 同比增长 13.48%/13.99%, 增速同比降低 1.98/3.23 个百分点; 实现归母净利润 1012.19/387.43 亿元, 同比增长 26.21%/23.15%, 增速同比降低 3.71/7.68 个百分点。在盈利能力方面, 板块 2018 年与 2019Q1 销售毛利率 48.28%/51.37%, 同比提升 2.42/1.29 个百分点; 销售净利率 17.68%/21.73%, 同比提升 1.88/1.37 个百分点。从 2018 年至 2019 年一季度, 食品饮料行业的营收、归母净利润增速有所放缓, 但仍保持了两位数的增长, 同时盈利能力也在持续改善。

图 9: 2014-2018 年食品饮料板块业绩情况



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

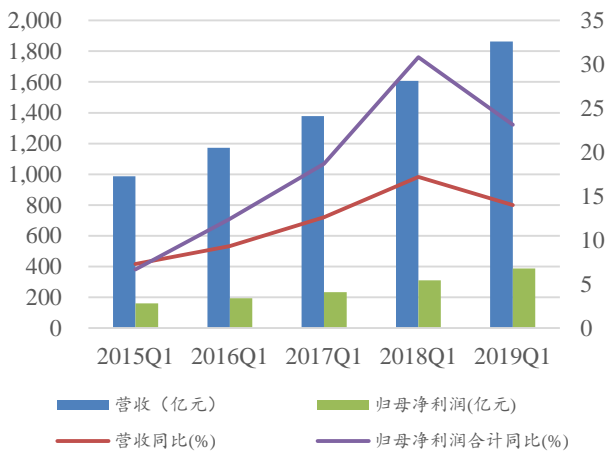
图 10: 2014-2018 年食品饮料行业盈利能力变化



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

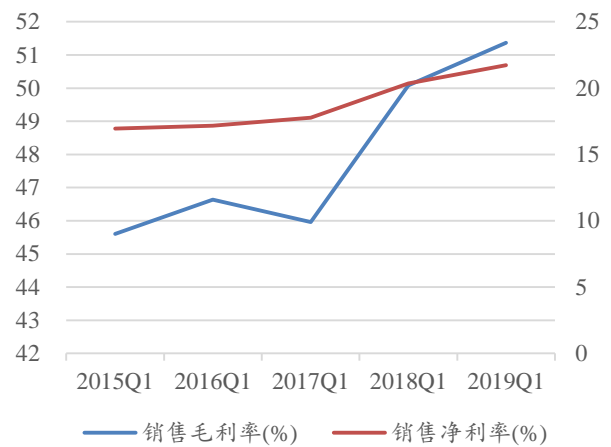


图 11: 食品饮料行业 2019Q1 营收及利润增速情况



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

图 12: 食品饮料行业 2019Q1 盈利能力情况



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

白酒业绩依然居首, 必选消费品种表现良好。分子行业来看, 食品饮料板块中白酒、调味发酵品、乳品、啤酒、肉制品和食品综合板块业绩表现较好。2018 年与 2019Q1 营收及利润同比增速最高的子行业是白酒, 同时白酒的毛利率与净利率排名也居前, 但 2019 年来白酒利润增速下滑; 调味发酵品板块在营收和利润方面也保持了两位数的增长, 毛利率与净利率也持续改善; 乳品、啤酒、肉制品板块的营收与利润提速增长。乳品板块的盈利能力稳步提升, 肉制品则保持稳定, 啤酒 2019 年毛利率承压, 但净利率有所改善; 食品综合板块的业绩增长稳健, 但 2019 年一季度的增速有所放缓, 盈利能力小幅提升。

表 1: 食品饮料子行业 2018-2019Q1 营收及归母净利润增速情况 (%)

子板块	营收增速 2018	营收增速 2019Q1	板块	归母净利润增速 2018	归母净利润增速 2019Q1
白酒	25.47	22.33	白酒	33.10	28.12
调味品	13.01	13.48	调味品	23.95	16.68
食品综合	12.29	8.79	食品综合	20.04	16.65
乳品	11.40	14.39	软饮料	14.41	-0.99
软饮料	4.93	0.11	肉制品	10.90	19.64
葡萄酒	3.01	-8.00	乳品	7.46	9.58
肉制品	2.83	6.14	啤酒	-3.91	21.99
啤酒	1.89	8.03	葡萄酒	-6.47	1.48
黄酒	-2.65	-9.06	黄酒	-30.00	-17.25

资料来源: WIND 数据库, 财富证券

表 2: 食品饮料子行业 2018-2019Q1 毛利率及净利率变化情况 (%)

子板块	销售毛利率 2018	销售毛利率 2019Q1	子板块	销售净利率 2018	销售净利率 2019Q1
白酒	77.24	77.03	白酒	35.33	36.66
葡萄酒	54.96	55.69	调味品	18.76	20.50
黄酒	41.98	44.26	软饮料	13.39	15.91
调味发酵品	40.89	41.36	葡萄酒	13.10	18.47



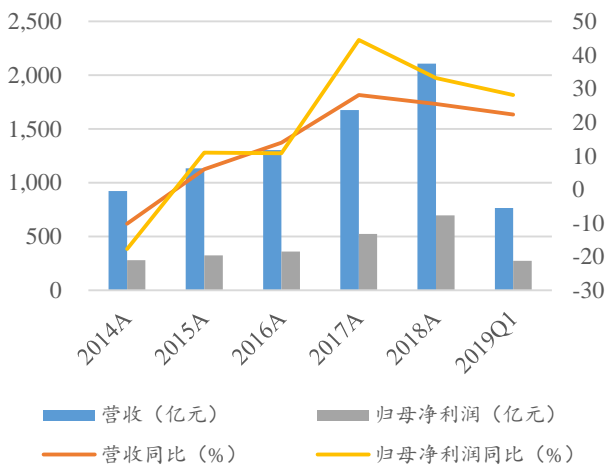
啤酒	38.02	37.19	肉制品	8.28	8.15
乳品	36.36	37.69	食品综合	8.05	8.92
食品综合	31.13	31.29	黄酒	7.31	16.26
软饮料	29.63	31.94	乳品	5.75	8.46
肉制品	18.57	18.09	啤酒	4.60	7.02

资料来源：WIND 数据库，财富证券

### 1.3.2 白酒：高端酒格局稳固，次高端竞争激烈，大众酒加速集中

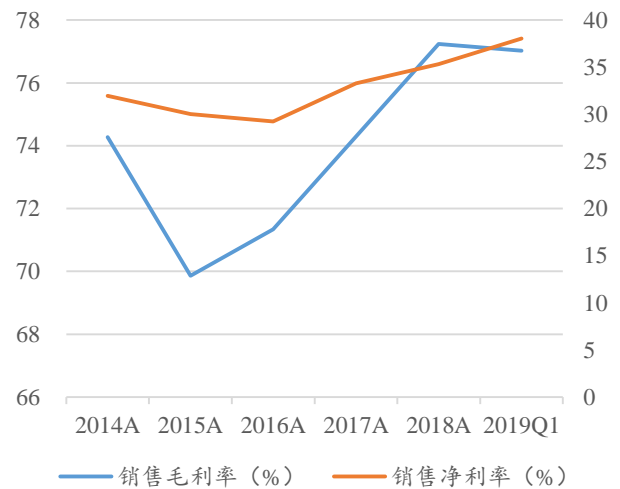
行业景气度延续，产品结构仍在优化。白酒行业 2018 年与 2019 年一季度分别实现营收 2108.14/765.49 亿元，同比增长 25.47%/22.33%，增速同比降低 2.66/5.85 个百分点；实现归母净利润 679.44/279.31 亿元，同比增长 33.10%/28.12%，增速同比降低 11.34/8.77 个百分点。在盈利能力方面，行业的 2018 年及 2019 年一季度的销售毛利率分别是 77.24%/77.03%，同比提升 2.95/0.68 个百分点；销售净利率分别是 35.33%/38.03%，同比提升 2.04/1.37 个百分点。历经了 2017 年的高速增长，由于宏观经济与终端需求收缩等原因，白酒行业营收与利润的增速降至一个相对稳健的水平。同时，2018 年各大酒企积极地进行提价、产品结构升级与渠道管控，缓解了宏观因素对行业的负面影响，整体业绩仍保持了较高的增速，业务盈利能力也稳步提升。

图 13：2014-2019Q1 白酒板块业绩变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 14：2014-2019Q1 白酒板块盈利能力变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

**高端酒业绩稳增，竞争格局稳定。**分价格带来看，由于 2018 年渠道控制得当且春节动销保持强劲，高端白酒的弱周期性充分体现，业绩依然保持快速增长。贵州茅台依然是品牌壁垒最高、渠道利润最大、渠道调控能力最强的白酒企业，并且市场需求保持旺盛，是行业集中度提升的最大受益者，2018 年至 2019Q1 依然保持了较高增速；同时，茅台提价控货为其余白酒品牌腾出增长空间，五粮液与泸州老窖也实现了业绩高增。

**次高端仍享扩容红利，市场竞争加剧。**次高端白酒继续享受行业扩容与产品结构升级的红利，所有公司营收和利润均保持着两位数的增长，毛利率与净利率稳步提升。但增速均有所回落，一方面原因是次高端白酒的消费刚性较弱，受终端需求收缩的影响较

大；另一方面是因为白酒企业集体进行产品结构升级，次高端白酒市场竞争加剧，各公司在广告、市场拓展方面的费用投入增加所致。

**中低端酒行业进入整合期。**中低端白酒同样具有一定的消费刚性，近年来受消费升级趋势影响，市场份额逐渐向头部企业集中，顺鑫农业、老白干等品牌力强的中低端白酒均表现良好，其中顺鑫农业 2019Q1 受生猪业务拖累毛利率有所下滑。

表 3：不同价格带白酒企业 2018-2019Q1 业绩情况

档次	股票代码	公司名称	营收 2018 (亿 元)	营收 2019Q1 (亿元)	营收同比 2018 (%)	营收同比 2019Q1 (%)	归母净利 2018 (亿元)	归母净利 2019Q1 (亿元)	归母净利 2018 (%)	归母净利 2019Q1 (%)
高端 白酒	600519.SH	贵州茅台	771.99	224.81	26.43	22.21	352.04	112.21	30.00	31.91
	000858.SZ	五粮液	400.30	175.90	32.61	26.57	133.84	64.75	38.36	30.26
	000568.SZ	泸州老窖	130.55	41.69	25.60	23.72	34.86	15.15	36.27	43.08
次高 端白 酒	002304.SZ	洋河股份	241.60	108.90	21.30	14.18	81.15	40.21	22.45	15.70
	600809.SH	山西汾酒	93.82	40.58	47.48	20.12	14.67	8.77	54.01	22.58
	000596.SZ	古井贡酒	86.86	36.69	24.65	43.31	16.95	7.83	47.57	34.82
	603369.SH	今世缘	37.41	19.55	26.49	31.07	11.51	6.41	28.45	26.00
	603589.SH	口子窖	42.69	13.62	18.50	8.97	15.33	5.45	37.62	21.43
	600779.SH	水井坊	28.19	9.30	37.62	24.25	5.79	2.19	72.72	41.16
	600702.SH	舍得酒业	22.12	6.97	35.02	34.06	3.42	1.01	138.05	21.53
	000799.SZ	酒鬼酒	11.87	3.46	35.13	30.46	2.23	0.73	26.45	16.18
中低 端白 酒	000860.SZ	顺鑫农业	120.74	47.65	2.90	19.95	7.44	4.29	69.78	17.17
	600559.SH	老白干酒	35.83	11.49	41.34	55.81	3.50	1.17	114.26	57.14
	600197.SH	伊力特	21.24	5.18	10.70	0.09	4.28	1.49	21.10	23.83
	603919.SH	金徽酒	14.62	5.14	9.72	5.48	2.59	1.09	2.24	-9.92
	600199.SH	金种子酒	13.15	2.89	1.89	-6.08	1.02	0.09	1144.09	21.45
	000995.SZ	*ST 皇台	0.25	0.07	-46.47	-7.73	-0.95	-0.06	49.11	50.53
	603198.SH	迎驾贡酒	34.89	11.60	11.17	2.70	7.79	3.53	16.81	9.02

资料来源：WIND 数据库，财富证券

表 4：不同价格档位白酒 2018-2019Q1 盈利能力表现情况

档次	股票代码	公司名称	销售毛利 率 2018 (%)	销售毛利 率 2019Q1 (%)	销售净利 率 2018 (%)	销售净利 率 2019Q1 (%)	销售费用 率 2018 (%)	销售费用 率 2019Q1 (%)	管理费用 率 2018 (%)	管理费用 率 2019Q1 (%)
高端 白酒	600519.SH	贵州茅台	91.14	92.11	51.37	55.05	3.33	3.88	6.93	6.52
	000858.SZ	五粮液	73.80	75.78	35.07	38.72	9.44	7.24	6.06	4.54
	000568.SZ	泸州老窖	77.53	79.15	26.89	37.28	25.99	16.93	6.01	3.90
次高 端白 酒	002304.SZ	洋河股份	73.70	72.29	33.59	36.96	10.60	6.40	7.17	5.03
	600809.SH	山西汾酒	66.21	71.94	16.63	23.25	17.34	20.74	6.83	3.96
	000596.SZ	古井贡酒	77.76	78.21	20.04	21.69	30.88	31.83	7.70	4.29
	603369.SH	今世缘	72.87	74.65	30.80	32.83	15.65	15.87	5.01	2.31
	603589.SH	口子窖	74.37	77.83	35.90	40.00	7.88	9.01	4.33	3.49

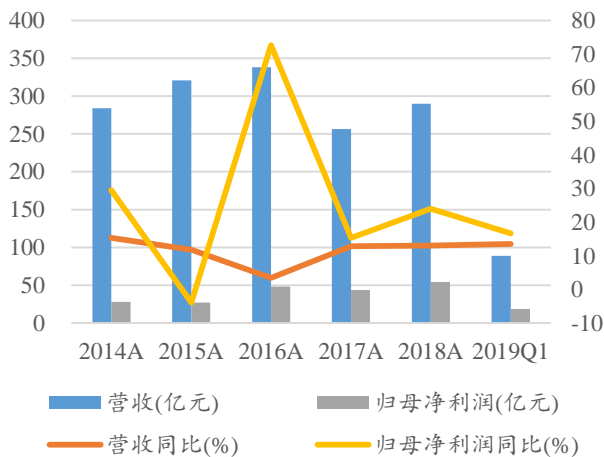
	600779.SH	水井坊	81.87	82.58	20.55	23.51	30.31	29.81	9.65	5.91
	600702.SH	舍得酒业	72.63	74.76	16.86	15.49	27.57	26.09	12.64	11.93
	000799.SZ	酒鬼酒	78.83	77.59	18.76	20.99	29.15	26.16	11.09	6.89
	000860.SZ	顺鑫农业	39.96	38.38	6.03	9.00	10.14	9.44	5.76	4.92
	600559.SH	老白干酒	61.15	60.91	9.78	10.22	26.91	24.83	8.64	9.44
中低	600197.SH	伊力特	49.01	52.81	20.42	28.84	4.89	4.27	6.16	2.45
端白	603919.SH	金徽酒	62.30	58.04	17.68	21.24	15.69	10.49	9.27	7.01
酒	600199.SH	金种子酒	51.25	45.57	7.82	3.24	23.89	21.15	8.85	12.33
	000995.SZ	*ST 皇台	24.07	46.99	-374.71	-91.45	15.62	12.94	133.44	63.56
	603198.SH	迎驾贡酒	60.92	67.16	22.34	30.50	12.93	9.22	5.11	4.05

资料来源：WIND 数据库，财富证券

### 1.3.3 调味发酵品：刚性消费表现稳健，市场向龙头集中

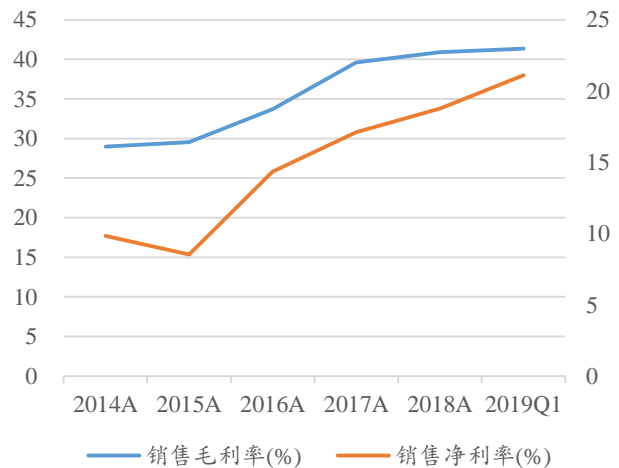
必选消费属性凸显，业绩平稳增长。调味发酵品板块 2018 年和 2019Q1 分别实现营业收入 289.94/89.01 亿元，同比增长 13.01%/13.48%，增速分别变化 0.12/-1.94 个百分点；实现归母净利润 54.17/18.63 亿元，同比增长 23.95%/16.68%，增速分别变化 8.61/-18.27 个百分点；销售毛利率分别同比提升 1.27/0.44 个百分点至 40.89%/41.37%，销售费用率分别同比降低 0.17/0.43 个百分点至 12.29%/11.51%，管理费用率分别同比降低 2.58/2.37 个百分点至 3.82%/3.16%，最终销售净利率分别同比提升 1.65/0.60 个百分点至 18.76%/21.10%。

图 15：2014-2019Q1 调味发酵品板块业绩变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 16：2014-2019Q1 调味发酵品板块盈利能力变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

提价升级改善毛利，行业集中龙头受益。调味发酵品属于必选消费品，受宏观经济的影响较小；同时下游餐饮行业的发展也为行业需求提供了有力支撑。行业整体表现稳健，同时盈利能力持续改善，产品结构优化，龙头企业规模效应体现。2018 年开始，调味发酵品市场有向龙头企业集中的趋势，2018 年-2019Q1，海天味业、中炬高新两家头部企业均保持了两位数的增长，其中海天的营收和利润增速均超行业整体增速；恒顺醋

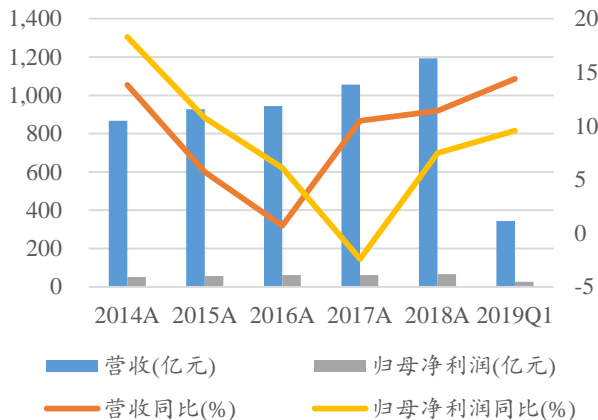
业 2019 年初提价后，2019Q1 的营收和归母净利润分别同比增长 15.15%/21.66%，增速环比 2018 年末提升 5.28/13.22 个百分点。进入 2018 年以来，调味发酵品的原材料以及玻璃瓶价格均在提升，具有议价力优势的龙头企业能够通过提价缓解成本压力，保证业务的盈利能力。

### 1.3.4 乳品：成本压力下竞争趋缓，产品结构优化支撑毛利

**业绩增速稳健，盈利能力改善。**乳品板块 2018 年和 2019Q1 分别实现营收 1193.49/343.97 亿元，同比增长 11.40%/14.39%，增速分别变化 0.91/-1.09 个百分点；实现归母净利润 65.92/26.06 亿元，同比增长 7.46%/9.58%，增速分别变化 9.89/-5.50 个百分点；销售毛利率分别同比提升 0.12/0.40 个百分点至 36.36%/37.69%，销售费用率分别同比提升 0.75/0.33 个百分点至 24.17%/23.22%，管理费用率分别同比降低 0.83/0.06 个百分点至 4.09%/4.29%，最终销售净利率分别同比降低 0.09/0.53 个百分点至 5.75%/7.93%。

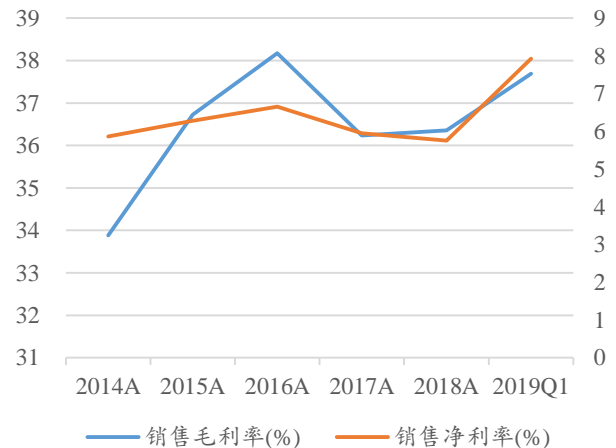
**成本压力下竞争趋缓，高端产品放量拉升毛利。**乳品行业整体表现稳健，龙头企业伊利股份拉动板块营收及利润提速增长。从 2018 年开始原奶价格开始缓慢上涨，成本压力迫使乳业双寡头减轻促销力度，市场加速向成本消化能力更强的头部乳企集中。伊利 2018 年市占率稳步提升，同时由于安慕希等高毛利单品高速增长、买赠力度减轻，成本上行压力有所缓解，毛利率小幅改善。销售净利率的下降主要原因是龙头公司面对激烈市场竞争，加大了在研发、广告、渠道布局方面的费用投放。

图 17：2014-2019Q1 乳品板块业绩变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 18：2014-2019Q1 乳品板块盈利能力变化



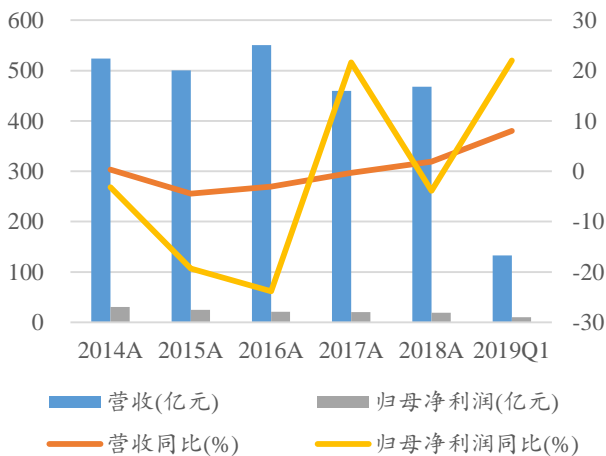
资料来源：WIND 数据库，财富证券

### 1.3.5 啤酒：去产能叠加结构升级，啤酒进入发展新阶段

**产品结构优化助力业绩显著改善。**啤酒板块 2018 年和 2019Q1 分别实现营收 468.09/132.98 亿元，同比增长 1.89%/8.03%，增速分别变化 2.14/4.48 个百分点；实现归母净利润 19.11/9.80 亿元，同比变化-3.91%/21.99%，增速分别变化-25.56/7.46 个百分点；销售毛利率分别同比变化-0.75/0.28 个百分点至 38.02%/37.19%，销售费用率分别同比降低 2.31/0.20 个百分点至 16.22%/14.88%，管理费用率分别同比变化 0.10/-0.59 个百分点至 7.10%/5.74%，最终销售净利率分别同比变化-0.10/0.84 个百分点至 4.60%/7.86%。

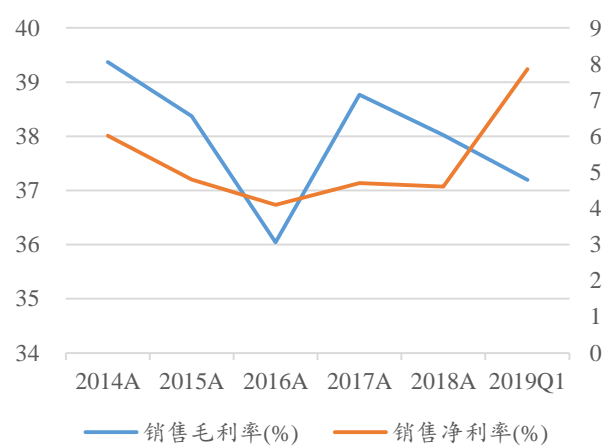
落后产能淘汰完毕，价量齐升的拐点临近。2018年起，啤酒行业的产能去化接近尾声，2019年1-3月的啤酒产量增速也有所回升；同时迫于大麦、玻瓶等原材料价格上涨的压力，龙头企业纷纷关厂淘汰落后产能，并通过提价、产品结构优化来提升毛利率。在消费升级趋势助力下，啤酒行业将进入价量齐升的新阶段。2018年-2019Q1，提价红利逐渐体现，板块业绩加速增长。2018年底由于多个龙头企业关厂，造成大额资产减值损失导致板块归母净利润增速下滑，但产品结构升级对业务盈利能力的改善仍在持续。另一方面，啤酒市场竞争趋缓叠加企业经营效率提升，行业费用率显著下行，同样利好行业整体净利率的提升。

图 19：2014-2019Q1 啤酒板块业绩变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 20：2014-2019Q1 啤酒板块盈利能力变化



资料来源：WIND 数据库，财富证券

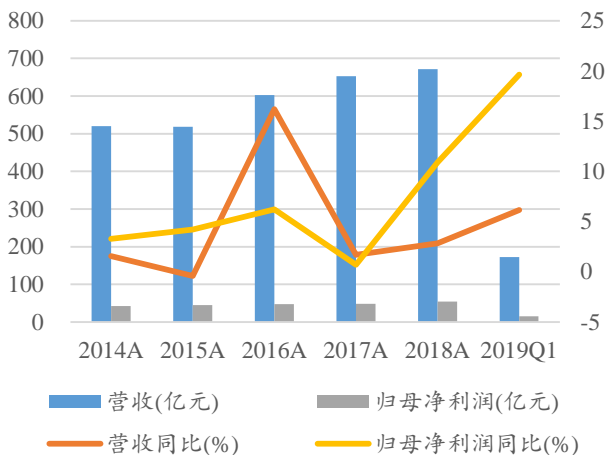
### 1.3.6 肉制品：龙头屠宰业务放量，肉制品产品结构升级

成本压力下板块业绩增速较低。肉制品板块 2018 年和 2019Q1 分别实现营收 671.71/172.86 亿元，同比增长 2.83%/6.14%，增速分别变化 1.14/2.29 个百分点；实现归母净利润 54.14/15.18 亿元，同比变化 10.90%/19.64%，增速分别变化 10.18/-1.36 个百分点；销售毛利率分别同比变化 1.49/0.25 个百分点至 18.57%/18.09%，销售费用率分别同比提高 0.41/0.08 个百分点至 4.99%/4.76%，管理费用率分别同比降低 0.05/0.26 个百分点至 2.50%/2.20%，最终销售净利率分别同比增加 0.46/1.08 个百分点至 8.28%/9.23%。

猪瘟疫情影响延续，龙头积极转嫁成本压力。2018 年，肉制品板块的营收和业绩的加速增长主要是由于龙头企业双汇发展的拉动。受中美贸易战、非洲猪瘟等问题的影响，2018 年初猪价下行。双汇具有全国产能布局以及冷链优势，可通过冷鲜肉在价高省份的调配提升屠宰业务利润，也能通过调节不同省份屠宰量来减轻猪价波动对屠宰业务利润的影响。同时，屠宰放量带来规模效应，使得业务单位成本下行。在肉制品业务方面，双汇推出多款高毛利新品，肉制品产品结构优化，进一步拉升整体毛利率。

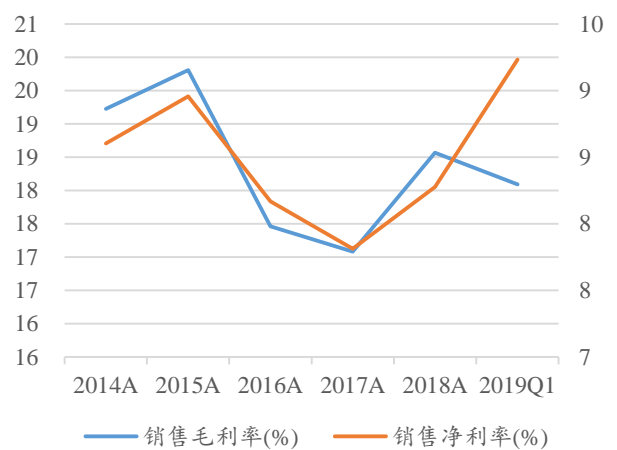


图 21: 2014-2019Q1 肉制品板块业绩变化



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

图 22: 2014-2019Q1 肉制品板块盈利能力变化

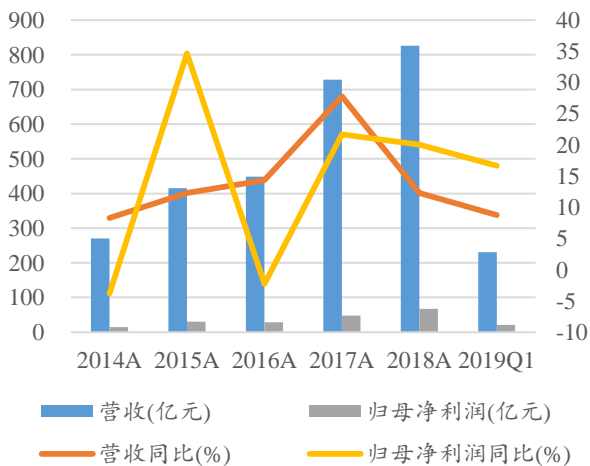


资料来源: WIND 数据库, 财富证券

### 1.3.7 食品综合: 细分子行业龙头优势尽显

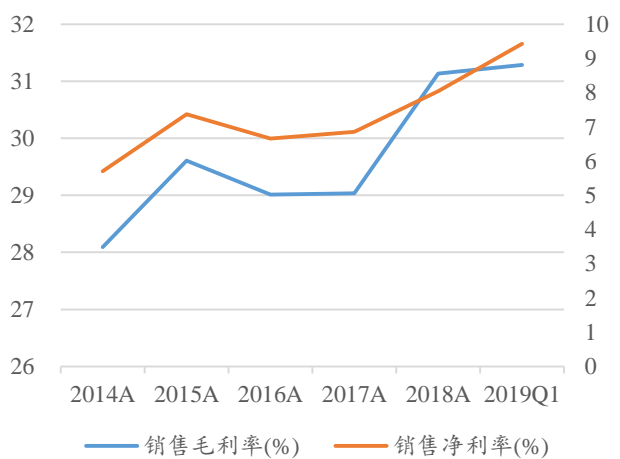
食品综合板块 2018 年和 2019Q1 分别实现营收 826.21/230.72 亿元, 同比增长 12.29%/8.79%, 增速分别降低 15.48/5.79 个百分点; 实现归母净利润 66.81/20.67 亿元, 同比变化 20.04%/16.65%, 增速分别降低 1.67/6.93 个百分点; 销售毛利率分别同比变化 2.10/1.30 个百分点至 31.13%/31.29%, 销售费用率分别同比提高 0.25/0.67 个百分点至 15.82%/15.46%, 管理费用率分别同比降低 0.29/0.64 个百分点至 4.67%/3.97%, 最终销售净利率分别同比增加 1.19/0.50 个百分点至 8.05%/9.42%。

图 23: 2014-2019Q1 食品综合板块业绩变化



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

图 24: 2014-2019Q1 食品综合板块盈利能力变化



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

**细分子行业龙头表现突出。**食品综合板块内包含不同细分子行业的企业, 因此公司间业绩的表现也呈现较大的差异, 但大部分细分子行业龙头 2018 年-2019Q1 的归母净利润均有亮眼表现, 且增速大于板块整体增速。食品饮料板块的子公司大部分都将面临成本上涨压力, 龙头企业在议价能力、研发能力、品牌力、渠道力、规模效应方面具有优势, 能够通过提价、产品结构优化、新渠道拓展、费用精细化管理等方式来保证业务的

盈利性。细分子行业龙头企业的市场集中度普遍不高，因此龙头也十分注重品牌力的提升，2018-2019Q1 持续加大广告和市场方面的投入，板块销售费用分别同比增长 15.20%/11.75%。

表 5：食品综合板块内细分子行业龙头企业 2017-2019Q1 的业绩增速表现

证券代码	证券简称	营收同比增速 (%)			归母净利润同比增速 (%)		
		2017A	2018A	2019Q1	2017A	2018A	2019Q1
002216.SZ	三全食品	9.93	5.39	5.04	82.45	41.49	42.22
002557.SZ	洽洽食品	2.55	16.50	1.26	-9.75	35.58	35.75
002507.SZ	涪陵榨菜	35.64	25.92	3.81	61.00	59.78	35.15
300146.SZ	汤臣倍健	34.72	39.86	47.17	43.17	30.79	33.69
603517.SH	绝味食品	17.59	13.45	19.63	31.93	27.69	20.38
603345.SH	安井食品	16.27	22.25	14.61	14.11	33.50	19.60
603866.SH	桃李面包	23.42	18.47	15.52	17.85	25.11	12.11
002582.SZ	好想你	96.47	21.59	7.33	172.19	21.21	10.42

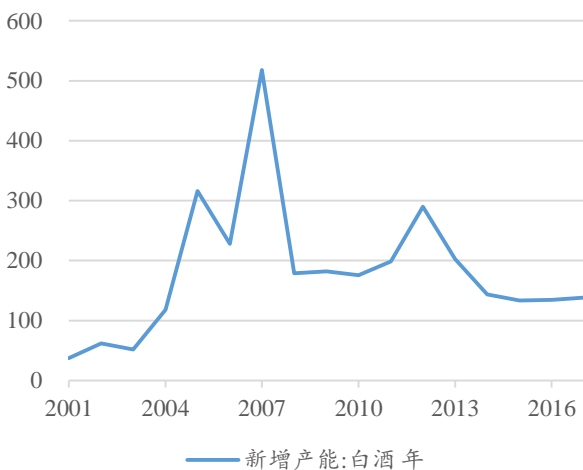
资料来源：WIND 数据库，财富证券

## 2 2019 年下半年展望：避险价值凸显，品牌彰显确定性

### 2.1 白酒：市场向强品牌集中，定价权铸造核心竞争力

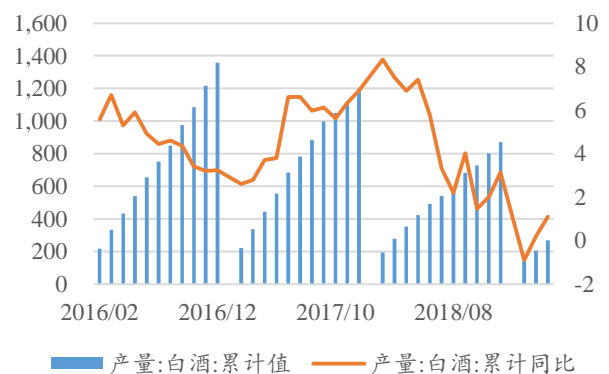
品牌酒企表现更优，名酒成为大势所趋。从年报数据可以看出，行业虽然仍保持着较高增速，行业内公司表现却分化明显，品牌力强的酒企表现普遍优于行业平均水平。行业规模增速放缓的背景下，消费升级趋势却仍在延续，市场逐渐向名酒、中高端白酒集中。行业未来的发展将以结构优化为主导，具有品牌力的酒企能通过提价、渠道调整、结构优化以及提升市场份额创造内生增长动力。

图 25：近年来白酒新增产能（万吨）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 26：白酒产量（千升）及累计同比增速 (%)



资料来源：WIND 数据库，财富证券



**高端酒腾出提价空间，酒企理顺渠道全力挺价。**去年以来茅台控价控量，终端价格持续走高，为其他品牌白酒空出了价格带空间。品牌酒企纷纷停货整顿渠道，并重新梳理产品价格体系，同时聚焦打造高端、中高端核心产品，意在快速、精准地抢占更高阶的价格带，实现产品体系的价值量齐升；今年进入淡季以来酒企提价行为也较为密集，此轮提价大部分是对终端价的上调，目的是通过改善渠道利润拉升经销商积极性、强化渠道力。行业竞争日趋激烈，酒企的定价权成为品牌升级、抢占市场的关键。

表 6：2019 年来白酒企业涨价情况汇总

档次	公司	产品	时间	价格	涨幅	具体调整
高端	五粮液	旧普五、旧普五 收藏版五粮液	2019-5-14	供货价、建 议零售价	2%	旧普五终端供货价 939 元/瓶，建议零售价 1099 元/瓶； 旧普五收藏版终端供货价 969 元/瓶，限量 2 件/店，建议零售价 1399 元/瓶。
		旧普五、旧普五 收藏版五粮液、 新普五	2019-6-1	出厂价、终 端价	新品出厂 价提升 12.67%；终 端价提升 20%	新普五出厂价 889 元，终端供货价为 959 元/瓶，终端建议零售价 1199 元/瓶； 旧普五终端建议供货价 969 元/瓶；终端建议零售价 1399 元/瓶； 旧普五收藏版终端建议供货价 999 元/瓶，终端建议零售价 1699 元/瓶。
	泸州老 窖	52 度国窖 1573	2019-5-25	终端、团购 价	终端价上 涨 13.42%	终端配送价至 860 元/瓶，建议团购价为 919 元/瓶
	窖龄酒 90 年	2019-5-10	终端价	零售、团购 价上调 50 元	终端配送价调至 640 元/瓶 52 度、43 度、38 度窖龄 90 度终端零售价上调至每瓶 478/468/458 元，团购价上调至每瓶 548/538/528 元。	
次高 端	洋河	海、天、梦 (M3/M6/M9) 双沟珍宝坊(君 坊、圣坊、帝坊)	2019-5-21	终端指导 价	最高涨幅 将超 20%	蓝色经典系列的海之蓝每箱涨价近百元，天之蓝，以及梦之蓝系列的梦三梦六，每箱涨价百元以上，梦九提价至每箱千元。
	山西汾 酒	48°、53°青花 30 汾酒	2019-5-17	开票价终 端指导价	3%-5%	48°、53°青花 30 汾酒(含升级版)开票价分别上调 35、25 元/瓶，48°、53°青花 30 汾酒(含升级版)终端建议零售价为 738 元/瓶；
		48°、53°青花 30 汾酒	2019-7-1	开票价、终 端供货价、 终端供货 指导价	4%-7% (终 端价)	48°青花 30 汾酒(含升级版)开票价上调 20 元/瓶，终端供货价上调 10 元/瓶，终端建议零售价格上涨 30 元/瓶达到 768 元/瓶； 53°青花 30 汾酒(含升级版)开票价上调 30 元/瓶，终端供货价上调 30 元/瓶，终端建议零售价上调 50 元/瓶达到 788 元/瓶。
	酒鬼酒	内参	2019-4-22	团购价、零 售指导价	零售价上 涨 7.84%	团购指导价调整为 1350 元/瓶，零售指导价调整为 1499 元/瓶
中低 端	古井贡 酒	年份原浆、古 5、 古 8、古 16	2019-5-10	终端零售 价	5%-20%不 等	年份原浆献礼版上调 20 元/箱，终端零售价 360 元/箱；古 5 上调 40 元/箱，零售价 500 元/箱；古 8 上调 80 元/箱，终端零售价 1000 元/箱；古 16

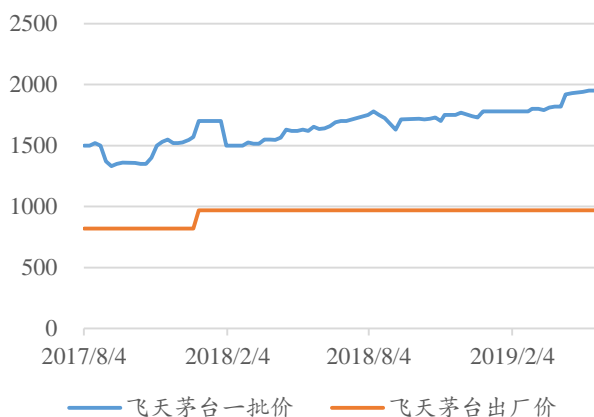
				上调 240 元/箱，终端零售价 2160 元/箱。
青花郎	2019-5-15	终端零售 价		青花郎未来的目标零售价为 1500 元/瓶，将在 3 年内分 6 次提价来实现此目标
郎酒	53 度、44.8 度、 29 度、53 度青花 郎	2019-6-1	出厂价	53 度青花郎 500ml*6 厂价单瓶上调 79 元；44.8 度青花郎 500ml*6 厂价单瓶上调 79 元；39 度青花郎 500ml*6 厂价单瓶上调 79 元；53 度大青花郎 3300ml*1 厂价单瓶上调 880 元。
牛栏山	小红牛、46/52/56 度大牛	2019-5-1	供货价	供货价上涨 6 元/箱
	42/56 度桶	2019-5-1	供货价	供价上涨 12 元/箱
	100ml56 度牛	2019-5-1	供货价	供价上涨 8 元/箱
	52 度精品、 200ml56 度牛	2019-5-1	供货价	供价上涨 18 元/箱

资料来源：公司公告，财富证券

### 2.1.1 高端白酒：渠道从严，提价升级

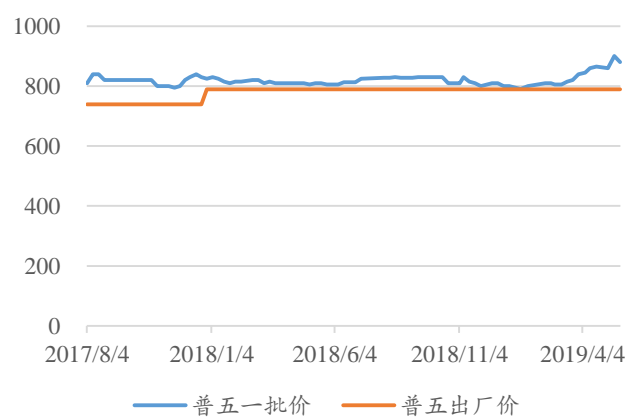
**提前调整库存，避免渠道囤货，高端酒呈现弱周期性。**宏观经济增长承压的背景下，高端白酒充分彰显其消费韧性，三家酒企的营收/归母净利润的增速均保持在 20%/30% 以上。一方面，三家头部品牌历经多年积淀，市场对其高端形象的认可度高并且可替代性弱，不仅能够充分享受消费升级红利，受宏观经济影响也较小；另一方面，在上一轮白酒周期中，政策打压及食品安全事件频发，白酒市场需求大幅下滑，多家酒企由于渠道库存较高业绩受损严重。因此本轮周期中，高端酒企均提前开始控制库存，去年下半年去库存就已逐渐完成，茅台、五粮液和泸州老窖年初至今库存维持低位，酒企对渠道保持掌控力。

图 27：53 度 500ml 飞天茅台价格走势（元/瓶）



资料来源：渠道调研，财富证券

图 28：52 度 500ml 五粮液价格走势（元/瓶）



资料来源：渠道调研，财富证券

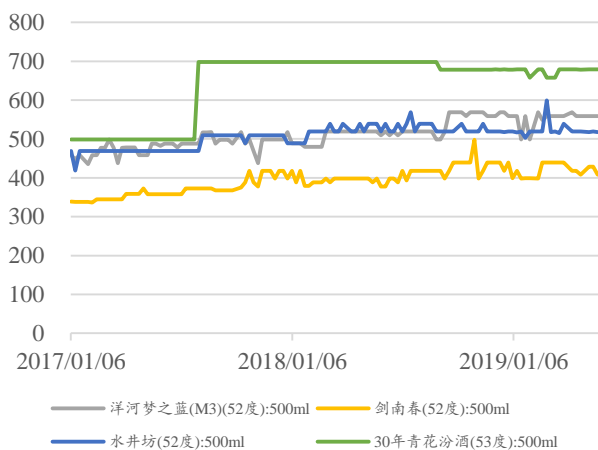
**高端酒市场格局稳定，结构升级与渠道调整注入新动能。**（1）贵州茅台依然是品牌力最强、渠道利润最高的白酒产品，市场需求旺盛，终端价格坚挺；同时，公司加快对经销商渠道的清理整顿，精选优选团购与商超渠道商，推进渠道扁平化，长期来看有利于公司对终端价格与实际需求的把控。直销渠道放量与产品结构升级将成为今年业绩的

有力支撑。同时茅台的提价控量，也为五粮液和泸州老窖打开成长空间。(2) 性价比凸显叠加营销到位，五粮液春节旺季动销表现出色并且批价逐渐回升，2018年和2019年一季度均实现超预期增长。公司此次改革决心坚定，新普五上市与产品结构梳理将改善毛利，控盘分利、扫码积分模式以及数字化管理体系的导入将进一步推进公司市场精耕，五粮液有望抓住白酒的结构性价机遇，抢占茅台空出的高端市场。(3) 泸州老窖去年以来营销力度加强，中高档产品均增速亮眼，产品结构显著优化；今年以来公司停货挺价，结构升级和全国化拓展仍有空间，同样也是茅台提价的受益者。

### 2.1.2 次高端白酒：构建品牌新形象，冲击高价位区间

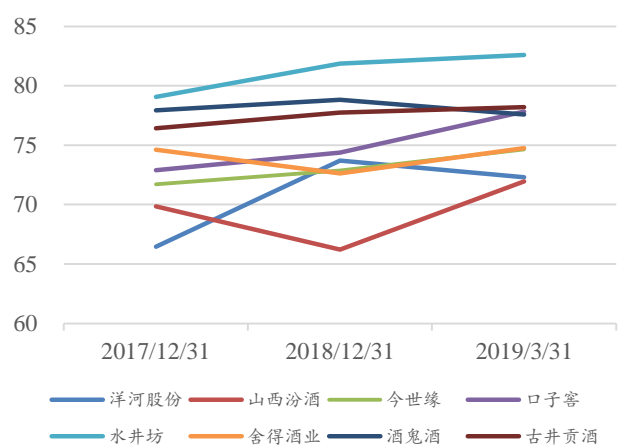
次高端市场仍在扩容期，品种繁多竞争日趋激烈。高端酒提价为次高端白酒带来发展机遇，并且市场扩容随着高端酒价格走高仍在持续。近年来不少名酒推出次高端新品，消费者偏理性且可选品种日益增多，市场竞争较为激烈。大部分次高端白酒从2018年开始提价，以抢占更高的价格带，截至2019年5月24日，次高端白酒的主流价格带由300-600/瓶的价格区间提升至400-700元/瓶，整体盈利能力持续改善。但直到去年年底，部分次高端白酒库存高企、价格倒挂现象严重，市场对提价的消化能力不一。

图 29：部分次高端名酒一号店价格变化（元/瓶）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 30：部分次高端白酒销售毛利率改善情况（%）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

持续优化产品体系，加快全国化步伐。目前除了剑南春的全局化进程相对较快，次高端市场仍未出现全国化的龙头白酒品牌。各公司也逐渐意识到，经历了扩容带来的总量高速增长阶段，次高端主要的业绩增长动能将从新市场扩张的销量增长，逐渐切换至结构优化与市场份额提升。而精准的产品定位、持续提升品牌价值以及市场营销能力，才是次高端白酒需要铸造的核心竞争力。次高端酒企大多做了如下规划：(1) 找定位推新品，精准抢占价格带；(2) 成熟市场精耕细作，并以成熟市场为基点向周围扩张，逐步推进全国化进程。未来次高端白酒表现会随着企业的战略结果逐渐分化，次高端白酒种类多并且消费刚性较弱，还要面对高端品牌向下延伸的压力，只有部分白酒企业能通过市场扩张与结构优化保证稳健的成长。

表 7：次高端白酒上市企业产品及地区营收结构、未来产品及市场战略一览

公司名称	产品结构 (2018 年)	省内外营收占比 (2018 年)	产品战略	市场与渠道
洋河股份	蓝色经典系列占比约 75%， 梦系列占比近 30%	江苏省与省外占比为 48.06%/47.91%	提升费用加大宣传投入；全线提升供货 指导价，提升渠道利润提升经销商信 心；积极研究布局新品；做强绵柔品质	坐稳江苏省内市场，辐射山东、河 南、安徽、浙江、河北等周边地区。 聚焦高端产品逐步提升品牌力，再 延伸品类优化结构。
山西汾酒	中高价白酒、低价白酒、配 置白酒占比为 61.17%/34.42%/2.61%	山西省与省外占比为 56.35%/42.86%	继续提升青花汾酒中高端系列的占比， 目标是打造 30 亿元大单品	与华润合作分享渠道资源，加大省 外市场投入，以山西市场为基点， “过长江、过华东、占上海”，深入 华东及华南市场。
今世缘	今世缘特 A+类 (300 元以 上)、今世缘特 A 类 (100-300 元)、今世缘 A 类 (50-100 元)、其他类营收占比 49.33%/33.77%/8.24%/8.66%	江苏省与省外白酒业 务占比为 93.99%/5.34%	围绕典藏系列，重点打造典藏 15，带 动其他典藏，力争快速提升。	省内 (苏南) 全面精耕，省外定山 东、浙江等地区为重点市场，积极 招商寻求突破。
口子窖	高/中/低档白酒占比分别为 95.1%/2.17%/1.63%	安徽省内与省外占比 为 83.38%/15.52%	完善产能	省内继续深耕同时升级产品结构， 提升省内市场份额；省外以京津为 形象，以苏、沪、豫、浙、鲁为重 点，全国化布局寻求突破。
水井坊	中高档酒和低档酒占比分别 为 98.96%/0.87%	四川省内与省外占比 为 90.67%/8.39%	持续发力 400-600 元的“次高端”价格 带，积极发布新品构建更密集、更精准 的产品矩阵；推新品臻酿八号禧庆版与 新井台定位宴席市场；	聚焦有业务发展优势的核心市场， 精耕细作；“蘑菇战略”，5+5+5 核 心市场稳步推进
舍得酒业	中高档酒和低档酒占比分别 为 80.89%/2.72%	四川省内与省外占比 为 98.96%/1.04%	坚持聚焦舍得 (中高端)，同时以沱牌 为重点，提升沱牌品牌地位，并坚持做 好吞之乎 (高端)、陶醉和沱小九等新 品培育工作。	聚焦烟酒店及团购渠道，拓展餐饮 及现代零售渠道、电商渠道，加速 全国化布局
酒鬼酒	内参系列 (高端)、酒鬼系列 (次高端)、中档产品的占比 分别为 66.38%/20.6%/12.89%	华中 (以湖南为主)、 华北、华东的占比为 60.19%/24.21%/7.36	继续聚焦“内参”、“红坛”、 “传承”三大战略单品，并向上延伸新品， 持续优化结构，同时提升品牌推广力 度。	构建厂商价值一体化营销模式，建 立湖南、北京、河北、广东等核心 市场，开启内参酒全国化进程。
古井贡酒	未披露	华中、华北、华南的 占比为 90.57%/5.03%/4.23%	献礼古 5 控量保价，古 8 古 16 占比提 升，新中高端单品古 20 积极卡位，引 领产品结构持续升级	省内渠道精耕下沉，同时推进全国 化进程，以山东、北京、伤害为核 心，进军河南、湖北、河北等市场。

资料来源：公司年报，财富证券

### 2.1.3 重点推荐标的

#### (1) 贵州茅台 (600519.SH)

**2018A 及 2019Q1 业绩：**2018 年营业收入 771.88 亿元 (+26.43%)，归母净利润 352.04 亿元 (+30.00%)；2019Q1 营业收入 224.81 亿元 (+22.21%)，归母净利润 112.21 亿元 (+31.19%)。受益于产品提价与非标产品放量，公司年初定下的目标顺利完成，盈利能力持续改善，全年业绩超预期增长；茅台酒毛利率稳升，系列酒也实现价量齐升。2019Q1

由于春节动销依然强劲，公司业绩实现开门红。公司 2019 年的经营目标是营业收入同比增长 14%，同时完成基本建设投资 27.52 亿元。

**投资要点一：直销渠道扩张。**在渠道方面，目前营收主要还是由经销商渠道贡献，但 2019 年公司计划提升直营渠道的营收占比，推进渠道扁平化发展，一方面增厚公司利润，另一方面也能加强公司对产品终端价格的把控。2019 年全部茅台酒的计划发货量为 3.1 万吨，而经销商渠道总量相比 2018 年不增不减仍定在 1.7 万吨左右。预计今年新增的发货量将用于扩张直营渠道。公司同时对经销商渠道进行整顿，严厉打击违规行为，以避免茅台终端价格泡沫。2018 年茅台国内经销商共减少 607 个，其中茅台酒经销商减少 437 家；2019Q1 减少经销商 533 家，其中系列酒减少 494 家，飞天茅台酒经销商减少 39 家。

**投资要点二：作为行业龙头充分受益于消费升级与行业集中。**贵州茅台目前仍是高端白酒龙头企业，行业地位稳固，目前渠道动销和批价保持稳定，短期公司可通过直营比例提升与结构改善保证业绩稳健增长；长期来看公司具有定价权且市场需求保持偏紧，是消费升级最稳定的受益者。

**盈利预测。**贵州茅台在本次白酒周期中，充分显示了其作为高端白酒龙头的品牌力与渠道调控力，业绩实现稳健增长。近期茅台上市公司收上交所问询函、原董事长袁仁国被开除党籍开除公职等一系列事件，引发市场对公司经营的担忧。但茅台 2019 年定下“扩大直销、稳定终端价”的发展基调，清理整顿经销商体系，重点发展直销渠道。如果渠道扁平化能顺利实现，茅台对市场的把控将进一步强化。另一方面，茅台的基本面以及酒的品质本身也并不存在问题。产品结构持续升级与下半年直销计划的落地，整体毛利改善值得期待。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 942.21/1130.66/1300.26 亿元，净利润分别为 439.93/542.34/634.73 亿元，对应 EPS 分别为 35.02/43.17/50.53 元。参考公司基本面情况以及未来业绩的增长空间，给予公司 2019 年 24-27 倍估值，合理区间为 840.49-945.54 元，目前公司股价已进入合理区间，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

**风险提示：食品安全风险；消费者需求下滑风险；白酒政策风险。**

## (2) 五粮液 (000858.SZ)

**2018A 及 2019Q1 业绩：**2018 年营业收入 400.30 亿元(+32.61%)，归母净利润 133.84 亿元(+38.36%)；2019Q1 营业收入 175.90 亿元(+26.57%)，归母净利润 64.75 亿元(+30.36%)。公司 2018 年业绩超预期，除了产品结构升级，竞品提价使得五粮液核心产品“普五”性价比凸显、春节动销放量也是原因之一。2018 年公司高价位酒（含税价格在 120 元及以上的酒类产品）和中低价位酒分别同比增长 41.11%/12.90%，高价位酒营收占比提升，拉动业务盈利能力持续改善，同时公司控费能力及经营效率也在改善。公司 2019 年一季度营收增速高于 2019 年全年增速目标，全年营收计划已完成 35.18%。

**投资要点一：以“普五”为核心五粮液品牌矩阵的重塑。**公司作为浓香酒第一品牌，过去品牌价值一直被品质良莠不齐的系列酒、中高仿品牌稀释。2018 年以来，公司围绕

“三性一度”——确保五粮液的纯正性、一致性、等级性、提高品牌的辨识度，重塑五粮液品牌矩阵。一方面，公司对核心产品普五进行升级换代。品质与包装全面升级、出厂价将近 900 元（高于第七代普五 100 元左右）的新普五上市，将持续改善公司产品结构。另一方面，公司打造“1+3”（“1”是指做精做细核心产品 52 度新五粮液，“3”是指从独特稀缺的高端系列、年轻时尚的低度系列、国际化系列三个维度延伸产品体系）与系列酒“4+4”（即：“五粮春、五粮醇、尖庄、五粮特头曲”4 款传统系列酒产品+“五粮人家、友酒、百家宴、火爆”4 款个性化系列酒产品）品牌战略体系，前者针对千元及以上的高端酒市场，后者依靠公司品牌力强势抢占中低端酒市场，全面覆盖白酒各个价格带。公司持续清退中高仿品牌及部分总经销产品，以维护五粮液酒的高端形象。

**投资要点二：导入控盘分利模式，渠道力提升值得期待。**五粮液导入控盘分利模式，并通过鼓励经销商和消费者扫码的形式，推动营销模式向数字化转型。该模式下公司能够实现渠道库存以及终端市场需求的掌控，经销商在扫码积分制度的激励下，其推广产品、拉动终端销售的意愿也更强。

**盈利预测。**竞品品牌近年来提价控货，为五粮液腾出了成长空间。公司抓住契机，加快改革步伐，挺价决心坚决。目前公司产品结构明晰，营销力度不断加大，“新普五”下半年的切入以及营销与渠道的变革将为公司业绩释放更多动力。我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 500.38/600.45/690.52 亿元，净利润为 172.05/215.13/244.08 亿元，EPS 为 4.43/5.54/6.29 元。结合公司业绩增长趋势，和同业估值水平，给予公司 2019 年 25-28 倍 PE，股价合理区间为 110.75-124.04 元，给予公司“推荐”评级。

**风险提示：新产品推广不及预期风险；模式落实不及预期风险；食品安全风险；市场竞争加剧风险。**

### （3）洋河股份（002304.SZ）

**2018A 及 2019Q1 业绩：**2018 年营业收入 241.60 亿元（+21.30%），归母净利润 81.15 亿元（+22.45%）；2019Q1 营业收入 108.09 亿元（+14.18%），归母净利润 40.21 亿元（+15.70%）。2018 年受省内竞争加剧的影响，洋河业绩增速放缓。但核心系列梦之蓝增速较快，产品结构仍在升级，省外多个战略市场快速成长，2019Q1 营收增长仍超预期。随着公司渠道政策调整落地，以及产品结构的持续优化，2019 年营收增长 12% 以上的目标不难完成。

**投资要点一：全线产品提价改善渠道利润，增强渠道推理。**公司目前的核心单品洋河梦之蓝定位高端，M3、M6、M9 和手工班 4 个常规产品覆盖了 400~1800 元价格带，是公司近年品牌营销的侧重点。梦之蓝系列 2018 年全年收入增长在 50% 以上，总销售额突破百亿，营收占比持续提升。公司计划一方面提升其终端价格抢占更高价格带，另一方面改善基酒品质，提升梦系列产品的消费体验，强化高端白酒的品牌形象。2019 年 5 月中旬洋河提高了海之蓝、天之蓝、梦之蓝（M3/M6/M9）、双沟珍宝坊（君坊、圣坊、帝坊）供货指导价，最高上涨幅度在 20% 以上。凭借公司优异的渠道管理能力，终端价有望顺利提升进而改善渠道利润，增强经销团队信心。



**投资要点二：省内渠道精细化管理，省外市场快速成长。**受需求收缩、省内竞争加剧因素的影响，2019年一季度业绩增速低于全年预期。虽然省内江苏市场相对成熟难有亮眼表现，但“新江苏市场”（河南、安徽、山东、浙江、上海为重点的省外市场）增长潜力较大。对于省内公司进行渠道精细化管理，同时采取措施增厚渠道利润，以增强经销售进货意愿、提升洋河渠道力。对于省外，2018年已有多个战略进入了产品放量期，而新市场的产品结构也有待改善，预期未来省外市场将成为公司业绩增长的主要动力。

**盈利预测。**洋河股份是A股市场销售规模最大的次高端白酒企业，受益于公司优秀的品牌推广策略及渠道管理能力，在江苏市场及其周边地区拥有较为稳定的消费群体，其品牌形象在国内的认可度较高。预计公司2019-2021年营业收入分别为275.90/306.34/336.97亿元，归母净利润分别为93.92/109.19/125.80亿元，EPS分别为6.23/7.25/8.35元。根据公司业绩增长情况与行业估值水平，给予公司2019年18-20倍PE，合理区间为112.14-124.6元，给予公司“推荐”评级。

**风险提示：行业竞争加剧风险；行业政策变化风险；新品推广不及预期风险。**

## 2.2 大众消费品：成本上行龙头受益，期待成长性细分行业表现

### 2.2.1 CPI与贸易战双重压力，刚需龙头彰显优势

进入2019年以来，中美贸易战使得宏观经济的不确定性增强，叠加CPI持续上行，部分企业面临需求端与成本端的双重压力。从需求的角度来说，大众消费品板块是市场资金避险的最优选之一，尤其是必选消费属性较强的消费品，除了这类企业成长多依靠内需驱动的原因外，也因为这类商品需求受宏观经济波动的影响较小。原材料上涨压力给予行业龙头，尤其是竞争格局稳定的行业龙头提价升级、抢占市场份额的机会。一方面，市场逐渐向差异化、高端化、品牌化集中，龙头有一定资金、渠道与品牌实力，拓宽经营范围、调整业务结构以及提升渠道覆盖率，通过内生增长创造盈利空间，持续改善业绩；另一方面，市场对龙头的认可度相对更高，龙头更容易通过提价转嫁成本上涨压力，保证业务的盈利性。

乳制品、肉制品以及调味品三个必选消费行业的龙头地位相对稳固，从2018年年报与2019年一季报情况来看，行业内的头部企业（伊利、双汇、海天等）均顺应上述逻辑，致力于结构升级与市场份额的提升，市场对其提价的敏感度不高，企业业绩稳健增长。目前食品饮料板块因避险属性较强受资金青睐，而乳制品与肉制品板块的行业估值均低于历史均值，配置价值凸显。

#### （1）乳制品行业：价格战缓解利好毛利，市场集中双寡头持续受益

液态奶、奶粉的刚性需求属性较强，近年来城市、乡镇消费升级与二胎政策红利是主要的需求动力；长期来看，《2018年中国人奶商指数调查报告》数据显示，我国人群主要消费的乳制品是牛奶和酸奶，类型单一；中国乳制品工业协会的公开信息显示，我国人均饮奶量已提高到36公斤，北、上、广等一线城市人均饮奶量已达40多公斤，但人

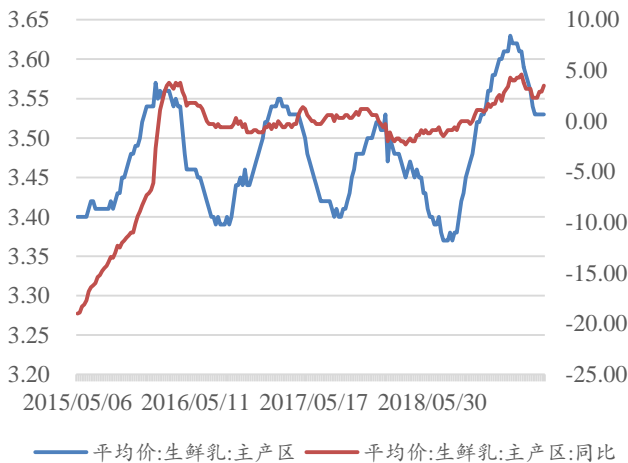


均饮奶量仍不足世界人均的三分之一，不足亚洲人均的二分之一。我国乳制品市场在总量与类型方面，仍有较大的发展空间。低线市场深耕与新品类的研发与引入，也是我国乳制品企业这两年来重要战略。

从上游来看，由于奶牛存栏量持续减少，国内原料奶供需缺口持续扩大，自 2018 年其价格温和上涨，2019 年 2 月主产区生鲜乳均价达到了 3.62 元/公斤，是 2015 年以来的最高值。而我国奶牛存栏数自 2015 年来持续下降，未见明显改善迹象，预计 2019 年下半年供需缺口仍将延续，原奶将保持上涨态势。乳制品业务的毛利率在食品饮料行业中本就处于较低的水平，行业龙头发展多年在品牌、渠道和技术方面壁垒较高，小型乳企切入市场较难。常温奶等普通乳制品的同质化程度高，多依赖渠道与营销来争取市场，成本上涨的压力将加速中小乳企的退出，而头部企业将争取到更多的市场份额。

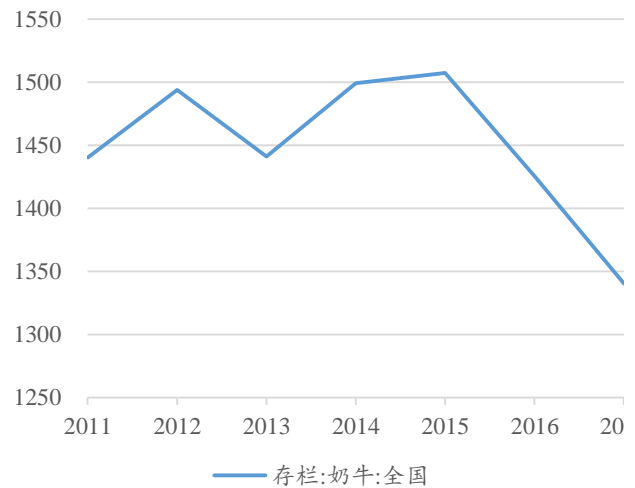
目前国内乳制品市场依然是双寡头格局。2018 年以前，原奶价格回落促使伊利蒙牛加大产品促销力度，展开“价格战”。原奶价格回升以来，乳企迫于经营压力减弱促销力度，价格战有所缓解；同时，乳企加大在广告营销与渠道铺货方面的投入，提升产品的市场渗透率，业绩盈利性逐渐回升。2018 年至 2019 年一季度，两家乳企业绩稳健增长，同时市占率均有所改善，伊利和蒙牛分别在常温奶与酸奶市场凸显优势。未来两家乳企将持续受益于市占率提升与产品结构优化，在发展战略方面，伊利加大产品研发投入，在年底推出了多个高毛利新品，计划通过开拓新品类来发掘利润增长点；蒙牛布局优质奶源夯实优势品类低温酸奶，同时加大营销力度增强品牌影响力，继续精耕渠道。

图 31: 国内生鲜乳价格 (元/公斤) 以及同比增速 (%)



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

图 32: 我国近几年奶牛存栏数量 (万头)



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

表 8: 伊利与蒙牛 2018 年经营情况一览

证券简称	伊利股份	蒙牛乳业
营收同比 (%)	16.9893(+4.77pct.)	14.7057(+3.24pct.)
归母净利润同比 (%)	7.3133(+1.33pct.)	48.5971(-324.03pct.)
销售毛利率 (%)	37.401(+0.59pct.)	37.38(+2.17pct.)
销售净利率 (%)	8.1648(-0.72pct.)	4.6318(+1.26pct.)
2018 年主要产品销售	液体乳 (低温+常温) 同比增 17.78%,	液态奶同比增 12%, 其中 UHT 奶增

情况及结构	占比 82.56% 奶粉及奶制品同比增 25.14%，占比 10.11% 冷饮产品同比增 8.49%，占比 6.28%	16%，酸奶增 13%，乳饮料增 1%； 奶粉同比增 48.9%； 新业务（鲜奶、奶酪）增长 45%，奶酪增 66%
产品市占率情况	常温奶市占率为 38.8% (+3.0pct.) 低温酸奶市占率 15.7% (-1.3pct.) 婴幼儿奶粉市占率 6.3% (+0.5pct.)	UHT 奶市占率 28% (+0.2pct.) 低温酸奶市占率 33.2%(+0.9pct.)
公司战略（年报）	1.夯实产业链的管理及风控体系； 2.渠道及管理创新，进军植物蛋白饮品、功能饮料等产业，并开拓海外市场； 3.推进公司数字化战略升级等；	1.集中优势资源，聚焦核心品类，做强核心产品； 2.加大对鲜奶业务的投入； 3.发力产品创新与升级，完善上下游资源布局

新品类开拓

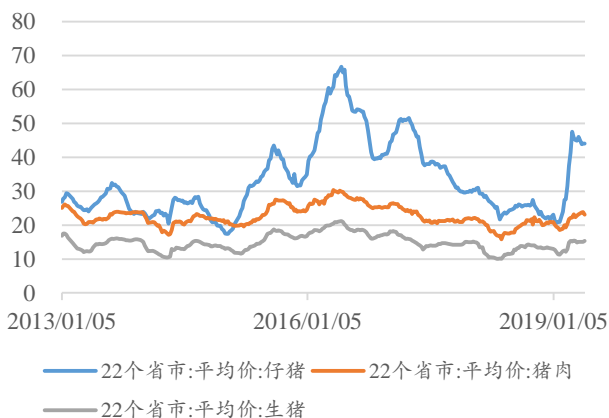


资料来源：公司公告，公司官网，财富证券

## （2）肉制品行业：成本持续上行，龙头迎行业整合机遇

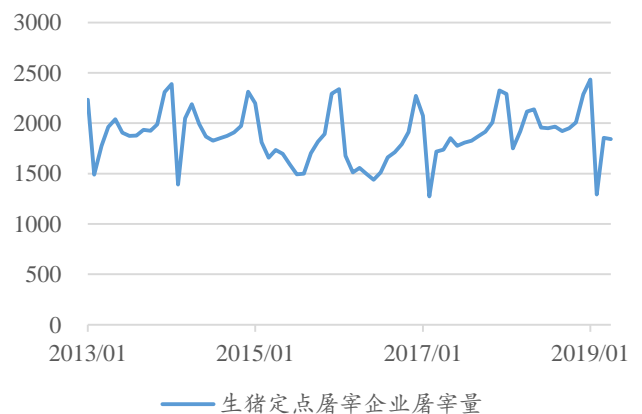
我国是猪肉消费大国，对肉制品的需求也相对稳定。猪瘟疫情的影响贯穿上下游产业链。对屠宰行业而言，随着非洲猪瘟疫情蔓延，政府对全国屠宰行业进行严厉管控，打击私屠滥宰行为，同时对屠宰场的卫生和防疫标准提出了更高的要求。生产标准趋严与生猪调运受限，使得许多不符合卫生标准、没有涉及养殖业务的小屠宰企业经营受阻，总屠宰量增长乏力，但也给了具有品牌力与产能布局优势的大企业争取市场份额的机会，未来屠宰业将进入行业整合期。而下游肉制品业务方面，我国生猪屠宰量持续下滑，猪价上涨趋势延续，鸡肉价格自年初以来也增幅明显，预期肉制品业务成本端也将继续承压。行业龙头能通过加大冻肉储存、加大进口、提升产品结构来平滑成本波动带来的影响，同样具备行业整合机遇。

图 33：2013-2019 年 5 月主要猪价变化（元/公斤）



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 34：近年来生猪定点屠宰企业屠宰量（万头）



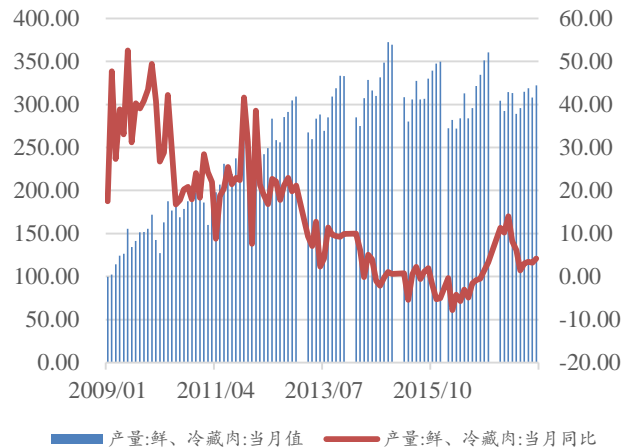
资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 35: 鸡肉价格持续上行 (元/500g)



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

图 36: 鲜、冷藏肉产量 (万吨) 及其同比增速 (%)



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

### 2.2.2 新市场成长可期, 具备内生增长性

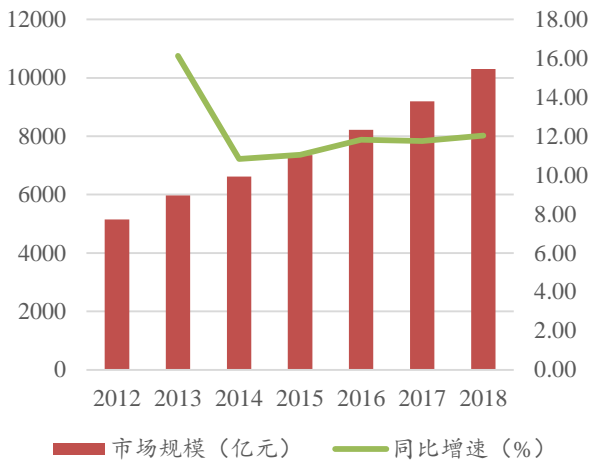
近年来, 消费习惯、消费场景、消费频次的变化以及电商渠道的兴起, 使得大众品的消费倾向逐渐走向高端化与多元化, 不少细分行业不断涌现并且快速成长, 比如休闲食品、保健品、火锅料、烘焙行业等。处于成长期的行业受宏观经济波动的影响较小, 企业能依靠行业扩容与市场拓展为业绩创造内生增长动力。细分子行业的头部企业具备长期配置价值, 由于具有先发优势, 能够率先建立起知名度与渠道体系, 一举夯实龙头地位, 在行业容量增速趋缓后, 继续享受行业向品牌化集中的红利。

#### (1) 休闲食品: 行业集中度低, 消费量仍有提升空间

**休闲食品行业增速快、市场集中度低。**休闲食品是一类快速消费品, 消费场景较多, 类型包括烘焙类、膨化类、糖果巧克力、坚果炒货、豆制品、肉干肉脯等。起初休闲食品一般在个体零售店和商超进行售卖, 近年来电商模式的兴起为休闲食品打开了增长空间。根据国际咨询机构 Frost&Sullivan 统计, 2011-2018 年我国休闲食品行业快速扩容, 年复合增长率达到 12.3%, 2018 年休闲食品行业市场规模达到 10297 亿元。但我国人均休闲食品消费量水平较低, 英国和美国休闲食品人均消费额分别是中国的 8.3 倍和 11.1 倍, 我国休闲食品行业未来仍有较大的成长空间。此外, 我国休闲食品行业的集中度较低, 2018 年底 CR3 仅为 19.3%。市场上大部分休闲零食企业仍处于提升知名度的阶段, 多依靠打造核心单品的模式支撑业绩, 行业内缺乏具有话语权的龙头。

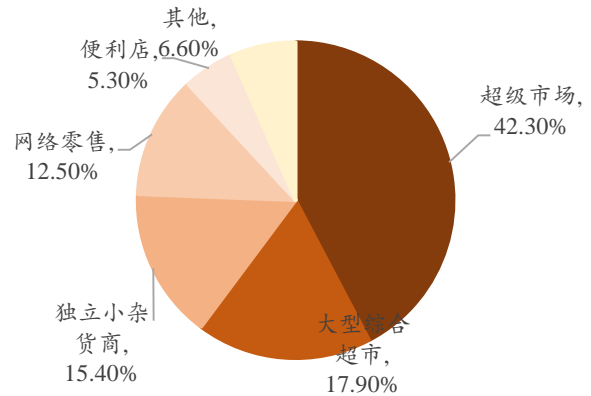
**休闲零食销售仍以线下为主, 多个新品类发展空间较大。**由于我国休闲食品同质化程度不高, 渠道力就成了企业核心竞争力的关键。电商渠道中三只松鼠、百草味和良品铺子的格局稳定且已形成一定壁垒, 其他品牌想要切入难度较大; 线下目前依然是休闲食品的主要销售渠道, 根据欧睿咨询统计, 2018 年我国休闲食品行业超市卖场销售比例达到了 60.2%, 线下渠道总销售比例为 86.8%。线下休闲食品品类丰富、品牌较多, 巧克力、糖果、膨化食品等基础类零食格局相对稳定, 而发展较快的短保烘焙、坚果、卤制品类食品仍处于发展期。

图 37：2012-2018 年我国休闲食品市场增长情况



资料来源：Euromonitor，财富证券

图 38：2018 年中国休闲食品市场结构

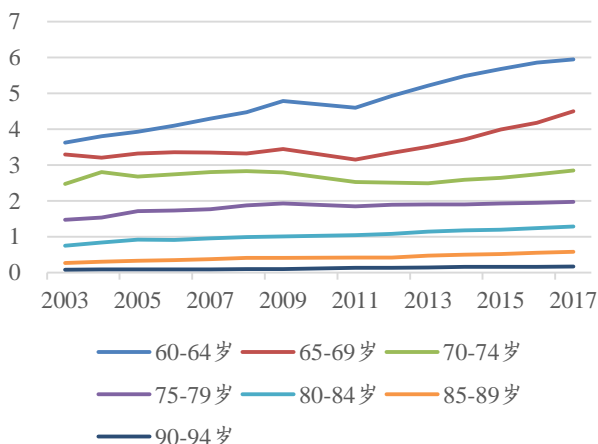


资料来源：Euromonitor，财富证券

### (2) 保健品：产品类型有待扩充，行业管制利好龙头

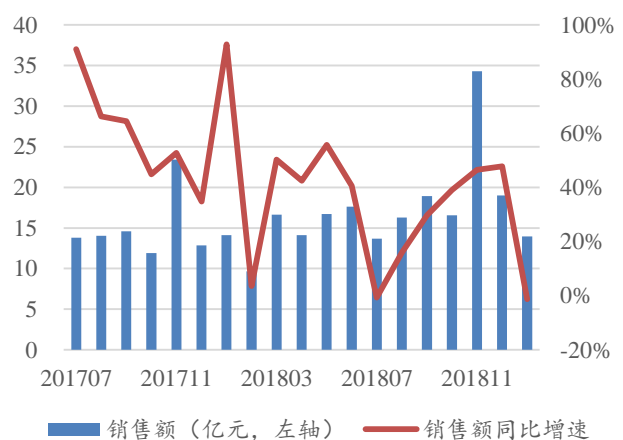
保健品消费量低、消费品种单一，行业仍在起步阶段。人均收入的增加、人口老龄化程度的加深，促使我国保健品行业兴起，而保健意识的提升使得相对年轻的人群也开始消费保健品。丰富的市场需求使得保健品的品类也不再局限于老年保健、膳食补充剂类的产品，益智类、体重管理类、健身辅助类的产品也开始进入消费者的视野，市场进入扩容期，市场格局仍未成型。据《中国营养保健品行业市场前瞻与投资规划分析报告》公布的数据显示，2018 年中国营养保健品市场销售收入接近 2900 亿元，预计 2024 年行业销售收入将超过 4500 亿元，年均增长率达到 7%。在渠道方面，直销渠道是保健品主流销售渠道之一，2017 年该渠道销售额占据中国保健品市场销售额的 31.2%，其中以连锁药店为主。近几年电商渠道的增速较快，电商销售模式销售环节相对精简费用较少，并且大数据平台又能够实现对市场需求的高效跟踪，不少保健品品牌都积极与电商平台的合作来切入线上市场。

图 39：老龄人口占比逐年提升 (%)



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 40：近期线上保健品销售数据



资料来源：阿里淘数据，财富证券

政府着手整治市场乱象，利好合规龙头企业。然而，目前我国保健品行业市场乱象较多，假冒伪劣商品以及损害消费者权益事件频出，失实宣传、传销产品、购买返利的营销模式缺乏管制，年初“权健”事件引发市场对保健品管理制度的声讨，今年年初，国家市场监管总局召开电视电话会议，决定在全国范围内集中开展为期 100 天的联合整治“保健”市场乱象百日行动，全力整顿保健品市场乱象。保健品市场不规范的主要诱因来自于监管的缺失，这次整顿将成为保健品市场的转折点，监管制度的建立将加速不符合标准的小企业退出市场，利好管理规范、产品合格、品牌力强的龙头企业。

## 2.3 重点推荐标的

### (1) 伊利股份 (600887.SH)

**2018A 及 2019Q1 业绩：**2018 年营业收入 795.53 亿元 (+16.89%)，归母净利润 64.40 亿元 (+7.31%)；2019Q1 营业收入 231.30 亿元 (+17.10%)，归母净利润 22.76 亿元 (+8.36%)。2018 年与 2019 年一季度业绩稳健增长，且高于行业整体增速。2018 年伊利产品总销量的增长、结构优化与单品价格提升分别贡献了 61.86%/31.24%/6.9% 的营收增量。2018 年公司加大了营销力度，受益于渠道渗透率提升与产品结构升级，毛利率在原材料价格上升压力下仍稳步提升。

**投资要点一：乳制品消费总量的增长。**随着国内城镇化进程的推进，消费升级仍是行业发展的长期逻辑，乳制品消费量以及细分品类仍有发展空间；其次，面对目前宏观经济的不确定性，乳制品消费刚性较强，预期消费量在未来仍能保持稳健增速；此外，国家近期出台一号文件号召“奶业振兴”，对奶源地、婴幼儿奶粉配方提出了更高要求，这将利好伊利等口碑良好的优质乳企的市场拓展。

**投资要点二：行业竞争趋缓与产品结构升级对毛利的改善。**在成本方面，原奶价格从 2018 年起持续上行，原奶的供给也逐渐紧缩，成本压力将迫使乳企减少促销行为，从而减少销售费用、推动净利上行。此外，伊利作为乳制品行业龙头，在上游优质奶源掌控方面具有优势，2019 年 1 月份开始就已逐渐加大原奶采购量，以平滑全年成本波动对毛利的影响。在产品方面，液态奶、奶粉和冷饮品类的核心单品战略将持续提升各项业务的盈利能力，伊利也在积极布局植物蛋白饮料、功能饮料、矿泉水等领域，为公司寻找新的利润增长点。

**投资要点三：市占率的稳步提升。**随着消费升级与人口结构老龄化，市场对乳制品的细分品类、奶源地、健康属性、营养成分提出了更高的要求。渠道与口碑一直以来都是伊利作为品牌乳企的优势，在公司的渠道战略引导下，2018 年公司常温奶、低温奶与婴幼儿配方奶粉的市占率分别同比提升 2.3/0.5/0.6 个百分点至 36.8%/16.6%/5.8%。低线市场的下沉、奶粉配方制和公司渠道力将继续助推其市占率稳步提升。

**盈利预测。**预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 899.39/1011.67/1111.29 亿元，归母净利润分别为 68.44/77.91/81.30 亿元，EPS 分别为 1.13/1.28/1.34 元。根据公司业绩增长情况与行业估值水平，给予公司 2019 年 25-30 倍 PE，合理区间为 28.25-33.9 元，目前

股价进入合理区间，给予“谨慎推荐”评级。

**风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。**

### (2)双汇发展 (000895.SZ)

**2018A 及 2019Q1 业绩：**2018 年营业收入 489.32 亿元 (-1.38%)，归母净利润 49.15 亿元(+13.78%);2019Q1 营业收入 119.74 亿元(-0.71%)，归母净利润 12.79 亿元(+20.25%)。受中美贸易战、非洲猪瘟等问题的影响，2018 年猪价下行，公司屠宰量增速放缓，最终公司的营收同比小幅下降，表现略低于预期；但受益于自身的全国产能布局优势，屠宰业务价量齐升，同时公司持续加大肉制品的市场投入，产品结构不断改善。公司整体毛利率显著提升，拉动全年利润超预期增长。

**投资要点一：屠宰业务盈利性改善，产能布局尽显优势。**部分省份生猪跨省调运被禁止，全国猪价走势分化。公司产能布局全国，可通过增加生猪价低地区的屠宰量，降低生猪价高地区的屠宰量，提升整体屠宰业务的利润。公司 2018 年共屠宰生猪 1630.56 万头，同比提升 14.27%，屠宰规模稳步扩张。同时疫情蔓延背景下，政府对屠宰的卫生及防疫标准提出了更高要求，加速屠宰行业整合，双汇作为龙头将受益于市场集中。

**投资要点二：提价叠加结构升级，肉制品营收稳健增长。**面对原材料价格的上升，公司一方面对部分产品进行 2-3%的提价，另一方面聚焦高端产品，通过产品结构升级来改善毛利。公司肉制品贡献了公司大部分的毛利，分产品来看高温肉制品毛利率显著提升，但低温肉制品由于原料升级、新品促销等原因，毛利率下降 1.61 个百分点至 28.08%。公司 2019 年计划通过继续提价、增加低价猪肉库存和进口国外低价猪肉等方式来缓解成本压力。同时，公司将继续研发与主推高端肉制品，并且积极建设熟食店、蒸食等新渠道。随着推广力度加强与新渠道建设，预计 2019 年内制品业务的盈利性将逐渐提高。

**盈利预测。**预计公司 2019-2021 年营收分别为 525.59/562.25 /598.17 亿元，净利润为 52.76/56.10/60.28 亿元，EPS 为 1.60/1.70/1.83 元，目前股价对应 PE 分别为 15.99/15.05/13.98 倍。根据公司业绩增长情况与行业估值水平，给予公司 2019 年 16-20 倍 PE，股价合理区间为 25.6-32 元，给予公司“推荐”评级。

**风险提示：食品安全风险；新品推广不及预期风险；成本波动风险。**

### (3)洽洽食品 (002557.SZ)

**2018A 及 2019Q1 业绩：**2018 年营业收入 41.97 亿元 (+16.50%)，归母净利润 4.33 亿元(+35.58%);2019Q1 营业收入 10.40 亿元(+1.26%)，归母净利润 1.14 亿元(+35.75%)。春节错峰因素导致 2019Q1 营收增速大幅放缓，但产品结构升级、包装自动化程度提升以及坚果产品放量，依然推动公司利润端快速增长。

**投资要点一：聚焦瓜子坚果双主业，蓝黄新品快速成长。**公司聚焦“瓜子+坚果”双主业，其中瓜子是公司的传统主业，坚果是公司近年来的重点发展业务，二者 2018 年上半年在总营收中的占比分别为 63.98%与 10.67%。在瓜子方面，差异化新品山核桃焦糖味



蓝袋瓜子毛利率在 40% 左右，近两年在放量期，传统红袋系列自 2018 年 7 月提价以来毛利率也有所提升。在坚果业务方面，洽洽的竞争优势主要体现在线下渠道。公司主推单品“小黄袋每日坚果”也是 2018 年中提价的产品之一，全年销量在 5 亿左右，顺利扭亏为盈，预计 2019 年该产品借力渠道优势仍能维持高速增长。坚果毛利率相对瓜子较低，对整体毛利有一定的拖累，但这一压力将随着坚果自给率提高有所缓解。推广新品山药脆片尚在培育期，也有望成为公司新的利润增长点。

**投资要点二：KA 渠道深度下沉，员工持股提升动能。**洽洽线下销售终端以 KA 卖场与便利店为主，拥有超过 40 万的线下终端、覆盖全国的销售网络，年销售额占比在 60% 左右。公司的营销队伍经验丰富，对经销商、KA 卖场等渠道的管控机制成熟，并且经销商体系扁平化程度高，大型城市的经销商数量为 1-2 家，大部分城市只选取一家经销商。公司未来计划实施渠道精耕战略，2019 年销售团队将以与商超合作或连锁店的形式，由省会或中心城市向周边城市、县乡逐步铺货，以迎合低线城市的消费升级趋势。此外，公司推出了第三期员工持股计划，拟于 2018 年至 2022 年的五年内，每年推行一批员工持股计划，以充分调动员工以及高管的积极性。

**盈利预测。**作为瓜子行业龙头，公司在线下渠道优势明显，蓝袋与黄袋的成功彰显公司卓越的新品培育能力，预计公司 2019-2021 年营收分别为 48.26/54.50/61.22 亿元，净利润为 5.05/5.75/6.68 亿元，EPS 为 1.00/1.14/1.32 元。基于公司业绩增长趋势，以及休闲食品行业的估值水平，给予公司 2019 年 20-25 倍 PE，股价合理区间为 20-25 元。目前股价已进入合理区间，给予公司“谨慎推荐”评级。

#### (4) 汤臣倍健 (300146.SZ)

**2018A 及 2019Q1 业绩：**2018 年营业收入 43.51 亿元 (+39.86%)，归母净利润 10.02 亿元 (+30.79%)；2019Q1 营业收入 15.71 亿元 (+47.17%)，归母净利润 4.97 亿元 (+33.69%)。受益于大单品高速增长与线上渠道的扩张，公司业绩表现符合市场预期。高毛利单品健力多放量，抵消低毛利益生菌业务并表的负面影响，盈利能力稳步提升。整体而言，公司制定的战略收效良好，首推的大单品业绩高增，母婴、商超等线下渠道、电商渠道也加速扩张。

**投资要点一：继续落实大单品战略，全力推广三大主力产品。**2019 年公司在产品方面将“三箭齐发”，全力推动健力多、life-space 益生菌、健视佳三大品牌的市场推广。健力多作为公司的首发单品，2019 年将继续保持高速增长，并且覆盖更多的消费人群。公司衡量“大单品战略”是否成功的标准之一是：单个大单品收入超过 10 亿元且在所属细分领域的市占率达到 60% 以上。以此为标准，健力多仍有较大的成长空间；Life-space 益生菌产品将于 2019 年 3 月进入线下渠道；对于首要目标人群为中老年人的健视佳，公司将扩大该产品的试点区域，2019 年预计将试点省份由两个扩张至 6 个，以实现更加精准的品牌定位。

**投资要点二：积极建设线下新渠道，线上业务维持高速增长。**公司在药店渠道优势较强，并能够通过消费者培育为品牌带来新的成长空间，预期新品以及低线城市渠道



下沉将成为药店渠道收入稳定增长的支撑。除了药店渠道外，公司线下渠道将会更加多元，母婴、商超等渠道也在逐渐渗透中：公司通过“Pentavite”儿童补充剂、“天然博士”系列、Life-space 产品组合拳布局母婴渠道，天然博士因其品类齐全、定位高端、零添加等优势在母婴渠道反响良好；商超同样是近几年公司重点建设的渠道之一，2018 年该渠道的营收同比增速在 50%以上，显著超出其他渠道。未来公司不仅会持续提升各区域商超渠道的覆盖率，还会针对商超渠道特性，推出更加适应在该渠道销售的产品，比如营养软糖等功能性食品，以此来加速商超渠道的扩张。

**盈利预测。**公司历经业务整合与结构性调整后，目前已经进入全力加速的发展期。预计三大单品放量、渠道下沉以及新渠道扩张将助力公司业绩持续提升，保健品市场规模的增长带来的行业增量也将利好公司经营。由于上述原因，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 56.56/70.70/86.25 亿元，归母净利润分别为 13.02/16.53/20.06 亿元，EPS 分别为 0.89/1.13/1.37 元，对应当前股价 PE 为 25/19/16 倍。根据公司业绩增长情况，给予公司 2019 年 26-30 倍 PE，股价的合理区间为 23.14-26.7 元，给予公司“推荐”评级。

### 3 主要风险提示

宏观经济持续走弱风险。

消费持续下行风险。

行业竞争加剧风险。

食品安全问题风险。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438