

2019 年 06 月 14 日

疾风知劲草，分化抱龙头 增持（维持）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

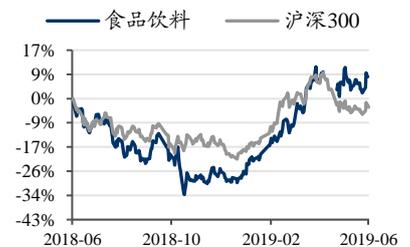
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

投资要点

- **A 股纳入 MSCI 权重持续扩容，国际消费品估值有望重塑 A 股食品饮料估值体系。**19 年 5 月，MSCI 宣布将把现有 A 股的纳入因子从 5% 提高至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入创业板大盘 A 股。预计 19 年 8 月，MSCI 将再次上调指数中所有 A 股的纳入因子从 10% 提高至 15%，有望再次带来 1000 亿人民币被动指数增量资金。参考国际消费品估值，帝亚吉欧/人头马/雀巢/达能目前估值分别为 28.4/37.9/30.2/19.8X，A 股食品饮料核心标的估值体系有望受外资影响重塑。
- **白酒：紧握三条主线，守望价值龙头。**白酒从增量竞争走向存量竞争，进入消费升级阶段，份额向头部企业集中。**主线一：高端消费偏刚性，自主定价权最强。**茅五沪增速持续领跑行业，背后的逻辑是需求刚性且持续扩容、供给格局稳定、企业内生变革激发活力带。**主线二：地产酒受益消费升级，底盘扎实。**高端白酒打开价格空间，地产酒受益消费升级。以安徽、江苏两省为例。江苏、安徽饮酒量大频高、地产酒渗透强势，婚宴消费价格带呈阶梯式上升，上升幅度与跃迁频次取决于人均 GDP 水平和增速，目前仍处于主流消费价格带切换阶段，增长稳健。**主线三：低端酒进入牛二时代，市占率加速提升。**牛栏山凭借渠道、品牌、产品优势挤占低端杂牌酒空间。在包材、环保税、消费税等成本大幅上升的情况下，预计未来小型酒企未达规模效应挤压利润空间，将逐渐退出市场，未来顺鑫农业凭借牛栏山二锅头可有效收割地产酒市场份额。
- **大众品：以确定性给溢价，寻找大行业小龙头。****(1) 乳制品：把握原奶周期，关注费率变化。**伊利加速收割市占率，19Q1 市占率同比增长 1.7pct 至 38.4%，高端品势头强劲驱动伊利 ASP 不断提升。成本端来看，原奶温和上涨期已至。19Q1 以来国际原奶价格呈上升趋势，国内奶粉价格受进口大包粉影响联动；国内原奶供需存在淡旺季，6-9 月供给较低需求较高。费用端来看，近年伊利费效比领先蒙牛；费用结构上，伊利侧重广告费用投放打响品牌，18 年广宣费率达到历史高点 13.9%，下行空间大。伊利此次回购力度大，回购股份将用于股权激励，预期中高层深度利益绑定，激发活力。**(2) 肉制品：迎接机遇年，行稳方致远。**屠宰：猪瘟加速屠宰行业整合，19Q1 双汇屠宰量 472.7 万头，同比+20.7%，相比之下，屠宰行业同比-6.3%，双汇抢占行业先机。肉制品：核心团队在研发、渠道、激励进行调整，提价+结构升级化解成本压力，18 年底及 19 年 4 月两次提价拉动渠道利润空间，渠道利润恢复形成正循环，后续仍有提价可能。**(3) 啤酒：格局整合末期，结构升级初期。**19Q1 主流厂商提价+结构升级驱动行业毛利率同比提升 0.28pct。我们认为格局方面，多数厂商弱势区域净利率低于基地市场 8pct+，弱势区关厂后公司利润提升将是行业格局整合进程中重要看点，格局整合可期。结构方面，高端啤酒增速自 2013 年起持续领跑，伴随华润联姻喜力等龙头继续加码高端，青岛华润关厂步伐延续，中长期内行业结构有望转变为类似美国的 2: 4: 4 格局。**(4) 寻找大行业小龙头。“格局较分散的大行业+竞争优势明显的小龙头”**是食品综合板块一批表现出众的个股的共同特征。龙头凭借产品、渠道、供应链优势，收入增速领跑行业，不断提升市占率，进一步运用自身充沛的现金流打造品牌力，良性循环持续。且伴随收入规模不断提升，对上下游议价权增强，利润率亦将不断抬升，重点推荐洽洽食品、汤臣倍健、绝味食品。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险，政策变化风险，行业竞争加剧风险，产能投放不达预期，原材料价格波动风险。

行业走势



相关研究

- 1、《食品饮料行业跟踪周报：名酒提价卡位，食品坚守格局》2019-06-09
- 2、《食品饮料行业跟踪周报：名酒提价卡位，分化抱紧龙头》2019-05-19
- 3、《食品饮料行业跟踪周报：茅台直营启动，五粮液挺价顺利》2019-04-21

内容目录

1. 回顾 19H1：外资抢筹+业绩超预期，催化行情	6
2. 展望 19H2：疾风知劲草，分化抱龙头	9
2.1. 品牌时代延续结构性繁荣	9
2.2. 企业减税提振盈利，居民减税激发活力	11
2.3. 机制有望引活水，国改主线可期待	13
3. 白酒：紧握三条主线，守望价值龙头	15
3.1. 主线一：高端消费偏刚性，自主定价权最强	15
3.2. 主线二：地产酒受益消费升级，底盘扎实	18
3.3. 主线三：低端酒进入牛二时代，市占率加速提升	19
4. 大众品：以确定性给溢价，寻找大行业小龙头	20
4.1. 乳制品：把握原奶周期，关注费率变化	20
4.2. 肉制品：迎接机遇年，行稳方致远	25
4.3. 啤酒：格局整合末期，结构升级初期	27
4.4. 食品：寻找大行业小龙头	29
5. 投资建议及推荐标的	32
6. 风险提示	40

图表目录

图 1: 沪深 300、食品饮料板块指数走势	6
图 2: 19 年年初至今 SW 各行业及沪深 300 涨跌幅(%)	6
图 3: 2019 年初起 SW 食品饮料板块反弹	6
图 4: SW 食品饮料板块估值溢价率	6
图 5: 食品饮料基金重仓持仓比例变动	7
图 6: 食品饮料外资持股前 15 大个股	7
图 7: 19Q1 SW 一级行业基金重仓比例及加仓变动	8
图 8: 19Q1 末 SW 三级行业基金重仓比例及环比变动	8
图 9: 帝亚吉欧 PE-BAND (美元)	9
图 10: 人头马 PE-BAND (美元)	9
图 11: 雀巢 PE-BAND (美元)	9
图 12: 达能 PE-BAND (美元)	9
图 13: 规模以上工业增加值同比增速	9
图 14: PMI 变动	9
图 15: 社会消费品月度零售总额及当月同比	10
图 16: 18Q4 起消费者信心指数回升	10
图 17: 各子板块社零数据营收增速 (%)	10
图 18: 全国现代商超主要酒品类 18 年销售增速	11
图 19: 18 年细分乳品增速	11
图 20: 个人所得税减税对各收入阶层人群的边际贡献	13
图 21: 基于制造业收入利润的增值税减税规模测算	13
图 22: 白酒企业管理费用率对比	14
图 23: 白酒行业及上市白酒企业收入及增速	15
图 24: 白酒行业产量与上市酒企产量增速	15
图 25: 高端白酒企业季度收入增速领跑	16
图 26: 高端白酒企业利润增速领跑	16
图 27: 高收入户收入增速持续上升	16
图 28: 招行零售业务客户结构	16
图 29: 城镇居民家庭人均可支配收入	17
图 30: 城镇单位月薪/飞天茅台零售价 (瓶)	17
图 31: 高净值人群白酒消费场景	17
图 32: 茅台、五粮液、国窖 1573 一批价走势 (元)	17
图 33: 茅台、五粮液、泸州老窖营收及增速	17
图 34: 地产酒龙头收入高增长	19
图 35: 地产酒龙头毛利率对比	19
图 36: 江苏人均 GDP、江苏省内婚宴主力价格带	19
图 37: 安徽人均 GDP、安徽省内婚宴主力价格带	19
图 38: 顺鑫农业白酒销售收入及同比增速	20
图 39: 顺鑫农业 18 年收入结构	20
图 40: 18 年白酒销量结构	20
图 41: 18 年白酒销售收入结构	20
图 42: SW 乳制品子行业单季收入及同比	20

图 43: SW 乳制品子行业归母净利润及同比	20
图 44: SW 乳制品子行业毛利率	21
图 45: 伊利、蒙牛毛销差	21
图 46: 伊利月度乳制品市占率	21
图 47: 伊利产品 ASP 不断提升	21
图 48: IFCN 原奶价格走势	22
图 49: 国内原奶供需存在淡旺季, 6-9 月为淡季 (元/千克)	22
图 50: 奶牛存栏 2014 年起连续 5 年下滑	22
图 51: 国内乳制品自给率下滑	22
图 52: 伊利蒙牛销售费用率对比	23
图 53: 伊利、蒙牛新增主营收入/新增销售费用	23
图 54: 伊利蒙牛广告宣传费用率对比	23
图 55: 18 年中国快速消费品品牌前十	23
图 56: 大盘表现不佳时伊利超额收益明显	25
图 57: 双汇屠宰厂布局	25
图 58: 双汇单季屠宰生猪数量及增速	26
图 59: 生猪价格+双汇肉制品毛利率	26
图 60: 2013-2019Q1 SW 啤酒子行业收入及同比	27
图 61: 2013-2019Q1 年 SW 啤酒子行业净利润及同比	27
图 62: 啤酒企业全国竞争格局	28
图 63: TOP5 厂商 13-18 年吨价变化 (元/吨)	28
图 64: 百威、青岛、华润 13-18 年 EBITDA 率变化 (%)	28
图 65: 国内啤酒行业均价及毛利率预测	29
图 66: 成本有望下行	29
图 67: 坚果炒货规模多年保持较高增长	29
图 68: 混合坚果产品系列	29
图 69: 保健品行业规模预测	30
图 70: 线上渠道保健品销售额增速	30
图 71: 汤臣倍健销售及广宣费率变化趋势	31
图 72: 我国休闲食品行业规模及预测	31
图 73: 我国休闲卤制品行业规模	31
图 74: 2016 年卤制品行业集中度	32
图 75: 绝味食品营收拆分	32
表 1: 19Q1 食品饮料前十重仓股 (按市值) 及持仓变动	8
表 2: 19Q1 基金全行业前十大重仓股及持仓变动	8
表 3: 食品饮料板块对下游议价能力	12
表 4: 18 年中至今国改改革相关政策/动作	13
表 5: 调味品企业人均薪酬与业绩对比统计	14
表 6: 白酒企业国改动作	14
表 7: 五粮液新任管理层及简介	18
表 8: 19 年伊利蒙牛部分新品	22
表 9: 伊利股权激励	24

表 10: 双汇新任管理层及简介	26
表 11: 休闲卤制品细分赛道规模及预测 (单位: 亿元)	32
表 12: 重点公司估值	39

1. 回顾 19H1: 外资抢筹+业绩超预期, 催化行情

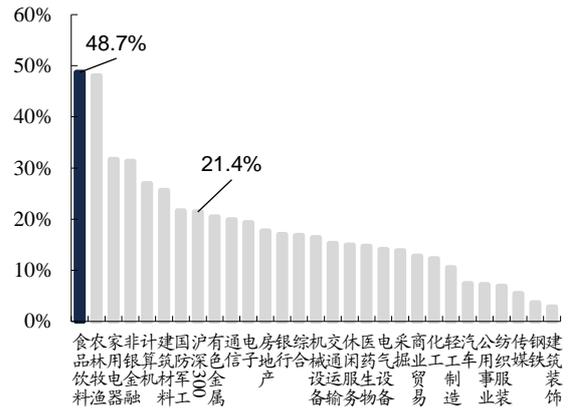
截至 6 月 14 日, 食品饮料板块 19 年累计上涨 48.7%, 在申万 28 个子版块中排名第 1, 较沪深 300 指数超额收益为 27.3%。19 年初至 4 月, MSCI 扩容外资抢筹核心资产催化行情, 酒企旺季开门红验证行业结构性繁荣逻辑, 年报一季报催化下板块超额收益明显; 4-5 月受贸易战反复、外资流出影响板块有所波动。

图 1: 沪深 300、食品饮料板块指数走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 19 年年初至今 SW 各行业及沪深 300 涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于外资持续流入重塑估值体系, 我们认为估值仍有上行空间。截至 6 月 14 日, 从估值水平看, 板块 PE 为 29.4X, 处于历史均值偏低水平 (历史平均水平 31.5X), 较年初 23.6X 较高; 相对大盘来看, 申万食品饮料相对沪深 300 估值溢价率为 147%, 高于历史估值溢价均值 (122%)。

分季度看, 18Q1/18Q2/18Q3/18Q4/19Q1 板块 EPS (剔除 18、19 年上市新股影响) 分别同比提升 24.4%/28.2%/5.9%/34.4%/20.2%, 18Q4 起板块盈利性明显回升, 背后逻辑是行业集中度提升、中小消费企业加速出清, 上市企业的盈利扩张确定性高。

图 3: 2019 年初起 SW 食品饮料板块反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: SW 食品饮料板块估值溢价率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

持仓分析：可选仓位回归，外资话语权渐强。

可选仓位回归。18Q4 受市场信心波动影响，食品饮料基金重仓持仓比例 11%，环比下降 2.8pct；19Q1 重仓持仓比例环比增长 3.3pct 至 14.3%，持仓比例达到近五年高点。其中白酒为加仓幅度最大的子板块，19Q1 基金重仓持仓比例 10.4%，环比增加 4.1pct，食品综合/啤酒/调味发酵品/肉制品持仓 0.9/0.2/0.8/0.3%，分别环比下降 0.2/0.3/0.2/0.1pct。

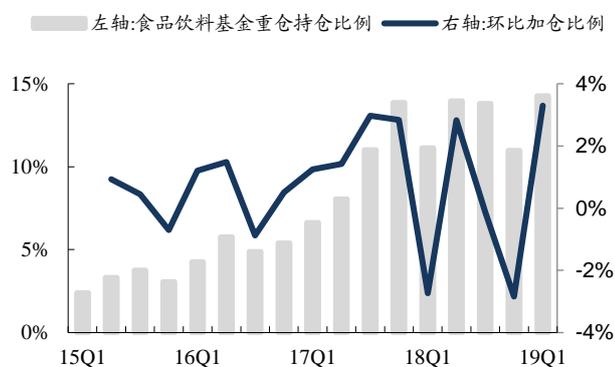
从个股来看，19Q1 基金全行业前十大重仓股中有四家食品饮料公司，分别是贵州茅台/五粮液/伊利股份/泸州老窖，重仓持股占流通股比例分别为 2.2/4.4/6.4/11.1%，分别环比增长 0.5/2.1/0.3/1.6pct。在食品饮料板块基金前十大重仓股中，古井贡酒/顺鑫农业/五粮液/山西汾酒/泸州老窖重仓持股占流通股比例分别为 9.8/10.7/4.4/5.3/11.1%，环比增长 7/2.5/2.1/1.9/1.6pct，而洋河股份/中炬高新重仓持股比例分别为 2.0/10.2%，环比下滑 1/3.1pct。

外资话语权渐强。截至 6 月 13 日，食品饮料板块外资持股比例前五的白酒个股分别为贵州茅台/洋河股份/水井坊/五粮液/顺鑫农业，持仓比例分别为 9.8/9.7/8.8/7.5/4.8%；外资持股比例前五的非白酒个股分别为伊利股份/重庆啤酒/涪陵榨菜/中炬高新/海天味业，持仓比例分别为 13.4/11.7/9.7/7.1/5.8%；伊利股份/贵州茅台个股外资持股比例为 13.4/9.8%，而公募基金重仓持股比例则分别为 6.4/2.2%，外资话语权不断增强。

19 年 1 月，合格境外机构投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元。同年 5 月，MSCI 宣布将把现有 A 股的纳入因子从 5%提高至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入创业板大盘 A 股。预计 19 年 8 月，MSCI 将再次上调指数中所有 A 股的纳入因子从 10%提高至 15%，有望再次带来 1000 亿人民币左右被动指数增量资金。

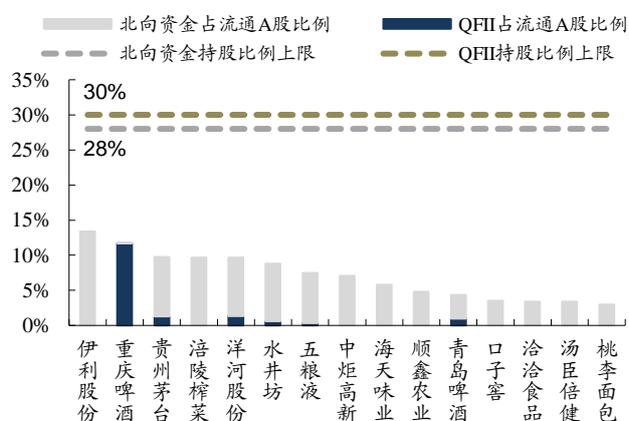
参考国际消费品估值，帝亚吉欧/人头马/雀巢/达能目前估值分别为 28.4/37.9/30.2/19.8X，A 股食品饮料核心标的估值体系有望重塑。

图 5：食品饮料基金重仓持仓比例变动



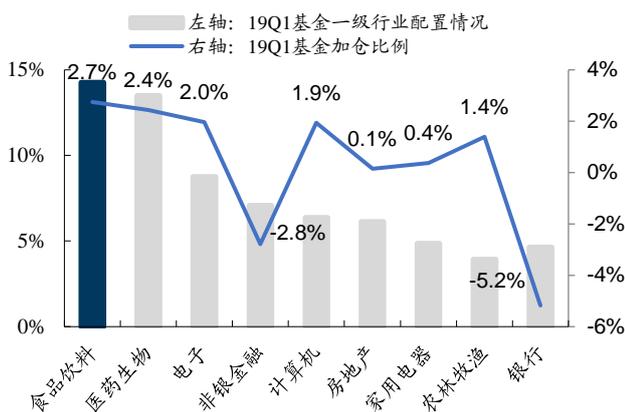
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：食品饮料外资持股前 15 大个股



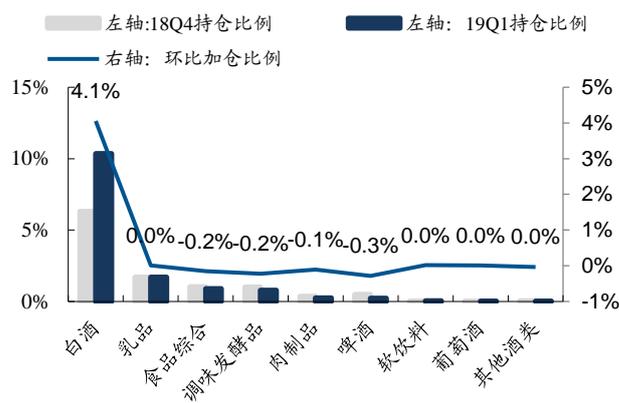
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 19Q1 SW 一级行业基金重仓比例及加仓变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 19Q1 末 SW 三级行业基金重仓比例及环比变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 19Q1 食品饮料前十重仓股 (按市值) 及持仓变动

股票名称	持有基金数	持股总市值(亿元)	重仓持仓比例变动
贵州茅台	478	239.73	0.5%
五粮液	319	159.76	2.1%
伊利股份	260	113.39	0.3%
泸州老窖	152	107.31	1.6%
古井贡酒	46	40.38	7.0%
顺鑫农业	54	37.18	2.5%
洋河股份	87	31.93	-1.0%
中炬高新	60	29.67	-3.1%
山西汾酒	64	27.71	1.9%
口子窖	52	25.18	0.2%

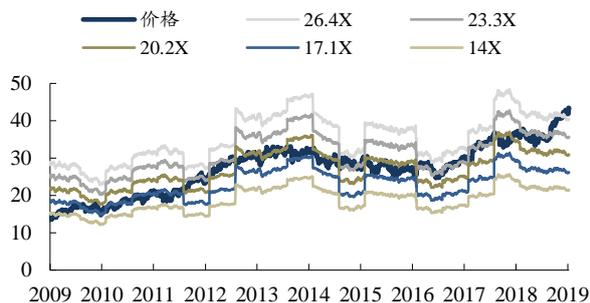
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 19Q1 基金全行业前十大重仓股及持仓变动

股票名称	持有基金数	持股总市值(亿元)	重仓持仓比例变动
中国平安	552	276.52	0.6%
贵州茅台	478	239.73	0.5%
五粮液	319	159.76	2.1%
招商银行	274	131.14	0.2%
长春高新	331	122.49	3.1%
格力电器	271	118.52	0.2%
立讯精密	197	113.42	1.9%
伊利股份	260	113.39	0.3%
泸州老窖	152	107.31	1.6%
海康威视	149	101.10	-0.1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 帝亚吉欧 PE-BAND (美元)



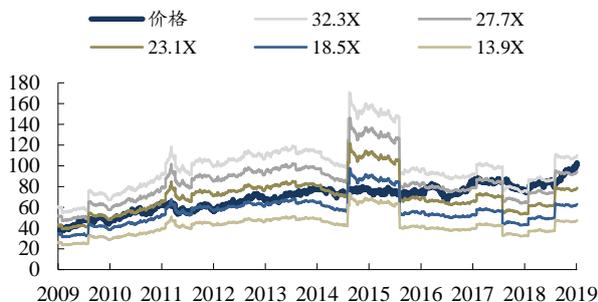
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图 10: 人头马 PE-BAND (美元)



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图 11: 雀巢 PE-BAND (美元)



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图 12: 达能 PE-BAND (美元)



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

2. 展望 19H2: 疾风知劲草, 分化抱龙头

2.1. 品牌时代延续结构性繁荣

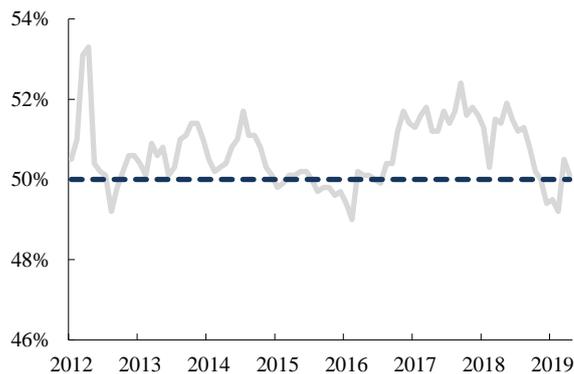
一季度规模以上工业增长稳定, 3、4 月 PMI 有所回暖。一季度规模以上工业增加值同比增速 6.5%, 增速环比提升 0.8pct, 4 月回落至 5.4%, 主要是受需求回升, 春节提前开工较早以及增值税改的驱动。3 月 PMI 自 18 年年底以来首次回归至荣枯线以上, 4 月仍保持在 50.1, 虽外因仍有波动, 内生经济表现相对稳健。

图 13: 规模以上工业增加值同比增速

图 14: PMI 变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

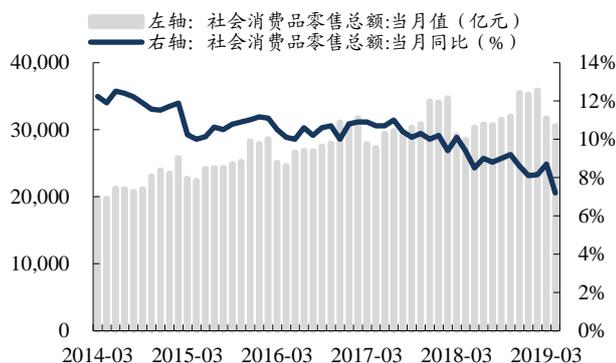


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

社零数据增速放缓，消费者信心指数回升。18年5月份起社零总额增速持续放缓，增速从10%档位切换至8%左右，19年4月当月社零总额3.06万亿元，同比增速7.2%。19年1-4月受假期错位影响，社零总额累计同比增长8.04%，如剔除汽车因素影响，19年1-4月社零总额累计同比增长9.23%。消费者信心指数方面，18Q4起消费者信心指数回升，由18年10月的119.1回升至19年3月124.1。

图 15: 社会消费品月度零售总额及当月同比

图 16: 18Q4 起消费者信心指数回升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

拆结构看，必选品韧性较强，可选品波动较大。4月粮油食品类、日用品类等整体同比增速较为稳定；烟酒、珠宝、通讯器材等可选品4月同比增速波动明显，汽车自18年5月以来保持营收下滑态势。

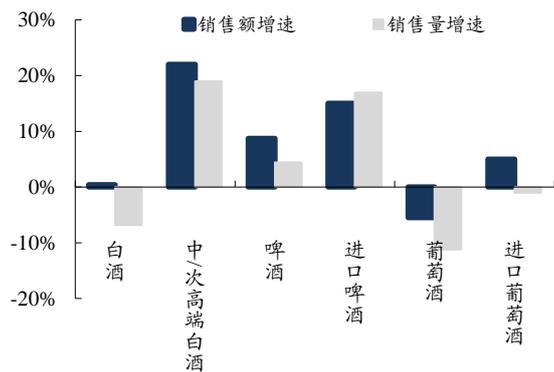
图 17: 各子板块社零数据营收增速 (%)

	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01+02	2019-03	2019-04
餐饮收入	9.6	8.8	10.1	9.4	9.7	9.4	8.8	8.6	9.0	9.7	9.5	8.5
商品零售	9.4	8.4	8.9	8.7	8.9	9.2	8.5	8.0	8.0	8.0	8.6	7.0
其中：粮油、食品类	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3
饮料	10.4	7.1	12.6	6.8	8.1	10.4	7.9	7.9	9.2	8.0	12.1	9.7
烟酒	9.5	4.8	11.4	6.3	7.0	9.8	1.2	3.1	8.4	4.6	9.5	3.3
服装鞋帽针纺织品	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6	-1.1
化妆品	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7
金银珠宝	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4	-1.2	0.4
日用品	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16.0	16.8	15.9	16.6	12.6
家用电器和音像器材	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2
中西药品	8.2	8.0	8.5	9.9	7.4	8.9	11.5	9.3	10.6	10.3	11.8	11.5
文化办公用品	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3	-0.4	-4.0	8.8	-4.0	3.6
家具类	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	8.0	12.7	0.7	12.8	4.2
通讯器材类	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	-5.9	-0.9	8.2	13.8	2.1
石油及制品	13.3	14.0	16.5	18.4	19.6	19.2	17.1	8.5	5.8	2.5	7.1	0.1
建筑及装潢材料	11.4	6.5	7.2	5.4	7.9	8.4	8.5	9.8	8.6	6.6	10.8	-0.3
汽车	3.5	-1.0	-7.0	-2.0	-3.2	-7.1	-6.4	-10.0	-8.5	-2.8	-4.4	-2.1

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

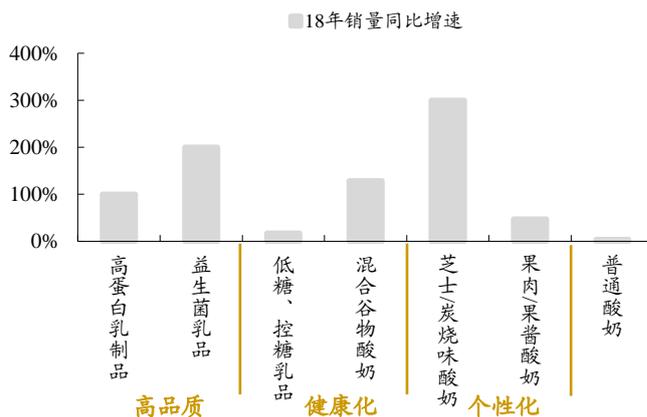
品牌时代持续，结构性繁荣可期，行业消费升级和集中度提升仍是主旋律。在白酒、啤酒等销量饱和和市场中，消费升级驱动行业加速向中高端龙头产品集中。在全国现代商超渠道中，18年白酒/啤酒/葡萄酒的中高端产品销售额增速分别为22/15/5%，分别领先行业整体销售额增速21.6/6.3/10.5pct；以白酒为例，18年现代商超渠道白酒行业整体销售量增速-6.8%，销售额增速0.4%，在150元以下价位段白酒销售量不断减少的情况下，性价比突出的中/次高端白酒（150-300元/300-800元）18年销售量同比增速达19%，增速远高于行业销售量增速-6.8%。在乳制品市场，拥有个性化、健康化以及高品质标签的酸奶制品相较普通酸奶同比增速更高，健康化个性化成为消费趋势，消费者对高品质的需求有望带来高溢价。

图 18：全国现代商超主要酒品类 18 年销售增速



数据来源：糖酒快讯，东吴证券研究所

图 19：18 年细分乳品增速



数据来源：中国乳业科技大会，东吴证券研究所

2.2. 企业减税提振盈利，居民减税激发活力

增值税税改提振盈利，白酒议价能力最强，啤酒减税弹性最大。我们测算了板块各

公司减税对盈利的利好。以贵州茅台为例，制造业税率由 16% 调整为 13%，农产品增值税率不变。将经营成本中的直接材料拆解为农产品和其他材料（若年报中未披露相应比例则采用行业平均值代替），根据各自对应税率变动计算出调整前后的增值税率，贵州茅台调整前后直接材料税率分别为 13.5/11.7%。将直接材料、直接人工、制造费用等税率加权后，得出贵州茅台调整前后营业成本增值税率分别为 9.9/8.5%。

毛利润增加额：假设企业含税售价和采购材料标价不变，下调后含税营业收入等于下调前含税收入（=原报表收入*(1+16%)），然后将其除以 1.13 得到下调后报表营业收入（不含税）；同理可得，下调后含税营业成本=下调前含税营业成本/(1+8.5%）。计算得到下调前后的报表毛利润差即为毛利润增加值。

附加税减少额：增值税率变动前后缴纳增值税额下降导致附加税减少 18.72 亿元，由此得到：附加税减少额为 2.25 亿元（=增值税减少额*附加税税率）。

净利润增加额=（毛利润增加额+附加税减少额）*(1-25%），经计算，增值税率下调可增厚贵州茅台净利润 15.73 亿元。计算业绩弹性=净利润增加额/原报表净利润，降税给贵州茅台带来的利润弹性为 4.5%。

从公司议价能力来看，对上下游溢价能力强的公司，增值税降低带来的利好更显著。按行业公司对上下游议价权的强势程度，白酒板块议价权最强，啤酒板块弹性最大。

表 3：食品饮料板块对下游议价能力

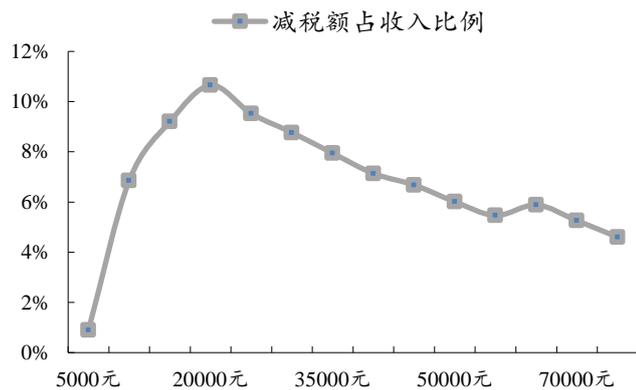
公司	增厚净利润（亿元）	利润弹性	下游议价能力
饮料制造			
贵州茅台	15.73	4.47%	下游含税售价不变
五粮液	7.81	5.83%	下游含税售价不变
泸州老窖	2.60	7.53%	下游含税售价不变
洋河股份	4.71	5.91%	下游含税售价不变
山西汾酒	1.75	11.97%	下游含税售价不变
水井坊	0.57	9.91%	下游含税售价不变
顺鑫农业	1.92	25.79%	下游含税售价不变
青岛啤酒	4.55	32.71%	下游含税售价不变
食品加工			
双汇发展	7.70	15.66%	下游含税售价不变
绝味食品	0.74	11.39%	下游含税售价不变
安井食品	0.69	25.55%	下游含税售价不变，根据竞争对手决定投入
伊利股份	13.54	19.67%	下游含税售价不变，根据竞争对手决定投入
海天味业	3.04	7.01%	下游含税售价不变，进行渠道、技改投入
中炬高新	0.72	11.83%	下游含税售价不变
洽洽食品	0.70	15.87%	下游含税售价不变

汤臣倍健 0.85 8.94% 下游含税售价不变

数据来源：东吴证券研究所测算

居民减税激发消费活力。我们测算所得税减税效应对边际消费倾向较高的人群利好明显。其中月收入1万-5万元的“消费生力军”利好力度最大，减税额占月收入比重超过6%。例如月收入为2万元的员工，个人所得税降税后每月少缴税2140元，占到月收入比例的10.7%。

图 20：个人所得税减税对各收入阶层人群的边际贡献



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 21：基于制造业收入利润的增值税减税规模测算

	成本费用中可抵扣增值税比例				
	20%	40%	60%	80%	100%
上游成本中	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6
16%税率占	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
比(其余税率	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
率为10%)	2.0	1.8	1.5	1.2	1.0
	1.9	1.6	1.2	0.9	0.6
	1.9	1.4	1.0	0.6	0.1

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.3. 机制有望引活水，国改主线可期待

期待国改持续推进为企业引入活水，激发经营活力。18年8月国务院国企改革领导小组部署双百行动，19年4月印发《改革国有资本授权经营体制方案》鼓励股权激励，机制盘活进程有望加速。食品饮料龙头多为国企业体制，体制变革有望驱动内生增长加速。

表 4：18 年中至今国改改革相关政策/动作

时间	相关部门、单位	事件
2018年8月	国务院国企改革领导小组，国资委	提出双百行动，要在2018-2020年对404家企业开展改革，其中央企/地方国企200家左右
2019年3月	国资委	发布《中央企业负责人经营业绩考核办法》，明确央企负责人经营业绩考核需遵循原则
2019年4月	国务院	印发《改革国有资本授权经营体制方案》，改革主要举措包括：优化出资人代表机构履职方式；分类开展授权放权；加强企业行权能力建设；完善监督监管体系
2019年4月	国务院国资委改革办支持设立，中国国新牵头发起成立	600亿市场化基金“基金”落地
2019年5月	发改委	第四批国企混改名单审批通过，试点企业共160家，其中中央企业系统107家，地方企业53家，资产总量超过2.5万亿元

数据来源：国资委，新华网，东吴证券研究所

表 5: 调味品企业人均薪酬与业绩对比统计

公司	高管平均薪酬 (万元)	董监高人均持股 (亿股)	普通员工人均薪酬 (万元/年)	18 年调味品营收 (亿元)	09-18 年 调味品营收 GACR	企业性质
海天味业	205.3	1.13	17.1	163.1	15.50%	民营
中炬高新	190.3	0	10.4	38.9	18.60%	民营
加加食品	47	0.68	8.9	17.9	4.50%	民营
恒顺醋业	30	0	9.2	13.6	11.60%	地方国有
千禾味业	32.1	0.24	7.1	9.7	7.70%	民营

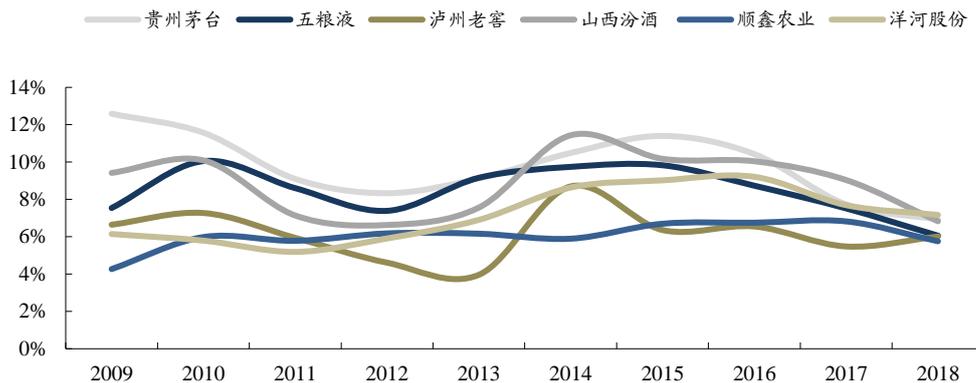
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 6: 白酒企业国改动作

公司	改革举措
五粮液	2018 年 4 月通过定增,引入员工及经销商持股,其中员工持股计划认购 2369.6 万股,经销商认购 1941.4 万股。 提出 19 年加快推进公司组织机构改革和薪酬改革机制。
山西汾酒	汾酒自 14 年开始通过经销商持股营销公司试水改革,逐步推进至 17 年的经营自主权、管理层薪酬管理权等重要权力的下放,18 年华润持股后派驻管理层,推出股权激励计划。
泸州老窖	06 年定增 3000 万股,其中 8 名经销商占 1310 万股,涵盖华东、华南、华北区域。09 年员工股权激励方案通过,授予 11 名高管 485 万股及 132 名骨干员工 859 万股股票期权,成为第一家实施股权激励的白酒企业。
洋河股份	2002 年洋河集团联合上海海烟物流、上海捷强烟草糖酒(集团)等 6 家法人股东和 14 名自然人股份共同发起成立江苏洋河酒厂,集团持股 51%,以求突破机制僵硬、规模扩张难的境地,后推出“蓝色经典”成本重要单品。2006 年公司向管理层、业务和技术骨干增资扩股,次年收入增长超过 60%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22: 白酒企业管理费用率对比



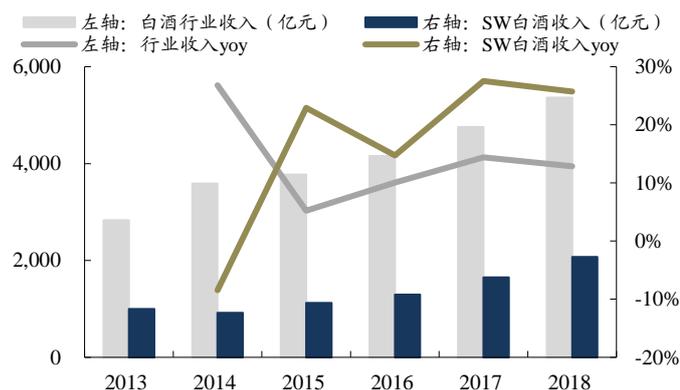
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 白酒：紧握三条主线，守望价值龙头

白酒从增量竞争走向存量竞争，份额向头部企业集中。2015年起上市白酒企业产量增速领先行业，18年上市白酒企业行业收入占行业比达到39%，同比增加4pct。18年行业收入/利润分别同增13/30%，上市白酒企业收入/利润增速分别为26/33%。

在外因波动的大背景下，白酒行业具备悠久的消费历史和社交属性，难以被替代品冲击。行业存量竞争时代，名优酒企收割份额能力强，二季度开始增值税降税利好逐渐兑现，目前主流酒企19年估值在20-28X区间，结合白酒资产的优质和稀缺性，外资进入逐步重构估值体系，抬升估值中枢可期。

图 23: 白酒行业及上市白酒企业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24: 白酒行业产量与上市酒企产量增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

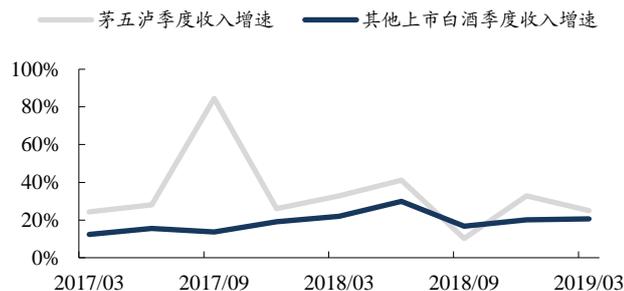
3.1. 主线一：高端消费偏刚性，自主定价权最强

我们认为高端增速持续领跑行业背后的核心逻辑是 1) 需求刚性且持续扩容; 2) 供

给格局稳定；3）企业内生变革激发活力。

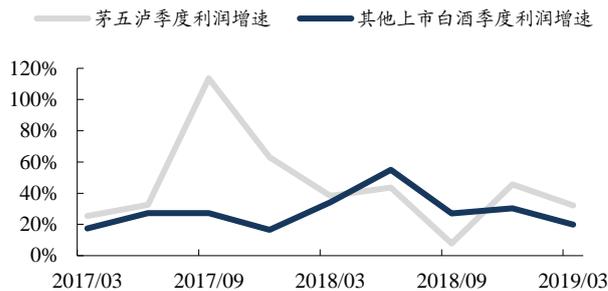
18Q1/18Q2/18Q3/18Q4/19Q1 高端白酒（茅五泸）单季度收入增长分别为 33/41/10/33/25%，单季度利润增长分别为 38/44/8/46/32%，持续领跑行业。同期，除茅五泸外其他上市白酒企业收入增速分别低于高端酒增速 11/11/-6/13/4pct，利润增速分别低于高端酒增速 4/-11/-20/15/12pct。

图 25: 高端白酒企业季度收入增速领跑



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

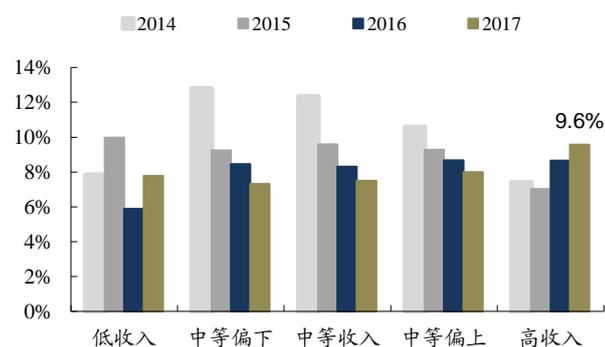
图 26: 高端白酒企业利润增速领跑



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

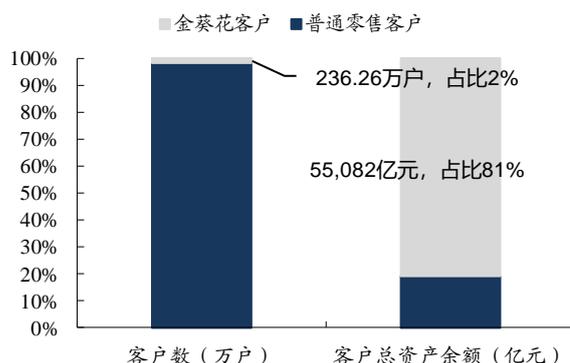
高端白酒需求刚性且持续扩容。高端白酒消费人群扩容，高收入人群收入增速最快，头部人群资产受经济影响波动较小，高端消费底盘坚实。18 年招行零售业务中 2%的金葵花客户资产规模占比 81%，金葵花用户户均资产达到 233 万元。我国人均可支配收入与中位数差额持续扩大，差额由 13 年的 2679 元扩大到 18 年的 3892 元；高收入户收入增速持续上升，17 年增速达 9.6%，超过同期其他收入段收入增速。

图 27: 高收入户收入增速持续上升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

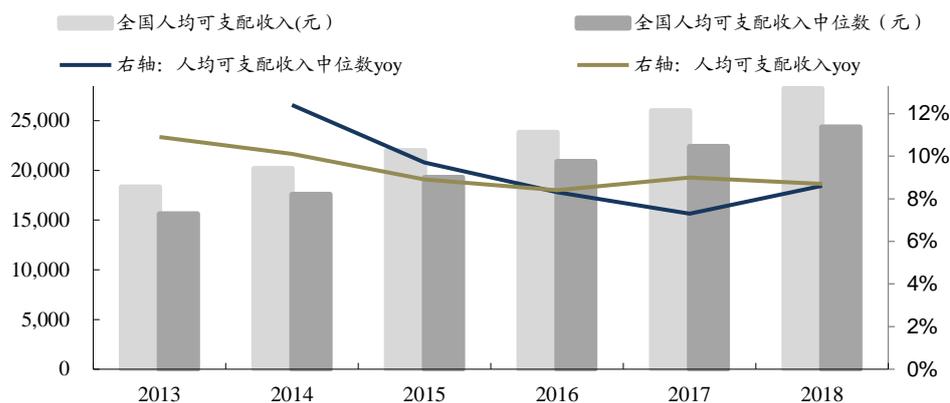
图 28: 招行零售业务客户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：金葵花客户指在月日均总资产在 50 万元及以上的零售客户

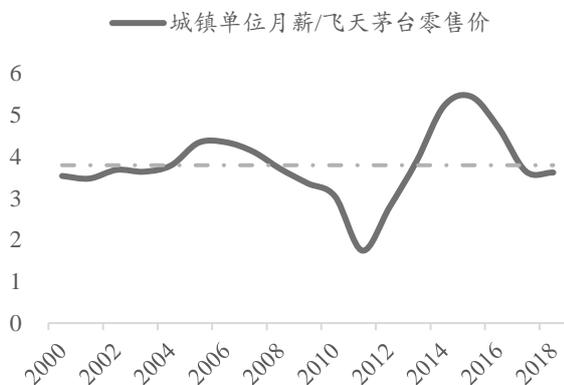
图 29: 城镇居民家庭人均可支配收入



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

居民相对购买力提升。根据草根调研及国家统计局的数据, 2011 年底茅台价格达到高点, 城镇人口月薪仅能购买 1.7 瓶飞天茅台, 茅台价格自 2012 年高点回落, 目前尚未恢复至历史高点, 18 年底城镇人口月薪可购买 3.6 瓶飞天茅台, 大众消费力相较白酒价格提升明显。**社交属性助力消费刚性。**高净值人群白酒消费场景中宴请及送礼的社交需求占比约 74%, 这两类消费场景频率相对固定, 超高端白酒消费需求随经济波动影响较低。

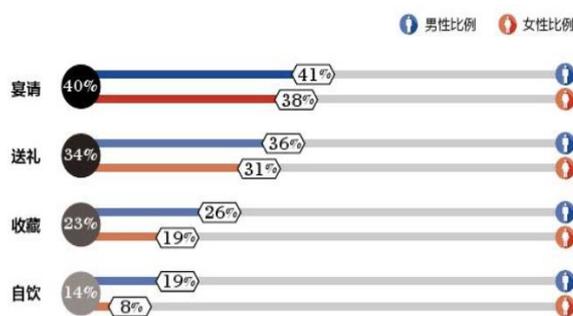
图 30: 城镇单位月薪/飞天茅台零售价 (瓶)



数据来源: 草根调研, 国家统计局, 东吴证券研究所

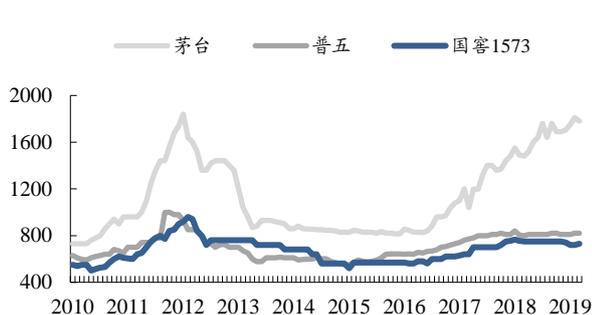
图 32: 茅台、五粮液、国窖 1573 一批价走势 (元)

图 31: 高净值人群白酒消费场景

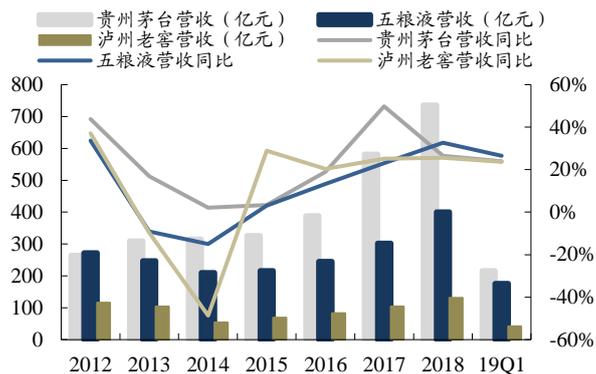


数据来源: 胡润财富, 东吴证券研究所

图 33: 茅台、五粮液、泸州老窖营收及增速



数据来源：草根调研，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

高端酒内生改革动力强。18年李保芳接任茅台集团及股份公司董事长，启动渠道、生产等多维度变革；17年初原四川省经信委党组副书记、副主任李曙光接任五粮液集团董事长，五粮液开启“曙光时代”；15年泸州老窖管理层大幅变动，新的领导层多次调整产品价格，力推品牌专营模式，扭转14年的业绩大幅下滑。

表 7：五粮液新任管理层及简介

姓名	职务	任职日期	年龄	履历
李曙光	董事	2017/4/21	57	曾任四川省经济和信息化委员会总经济师，四川省政府国有企业监事会主席，现任五粮液集团董事长，五粮液股份公司董事
邹涛	董事	2018/11/13	41	曾任四川省纪委第四纪检监察室副主任，第二纪检监察室主任，现任五粮液集团副董事长，五粮液股份公司董事
赵东	副总经理 副总工程师	2018/7/20	55	曾任五粮液酒厂 607 车间主任，五粮液集团技术研究中心主任，现任股份公司副总工程师，副总经理
蒋文格	董事	2019/5/10	53	曾任四川省发改委农村经济处处长，以工代赈办公室副主任，现任五粮液集团副总经理，董事，五粮液股份公司董事候选人

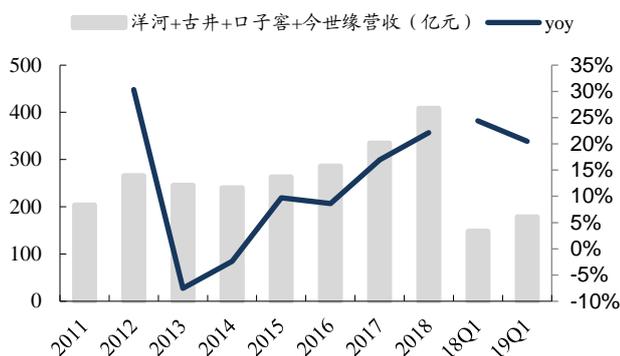
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 主线二：地产酒受益消费升级，底盘扎实

打开价格天花板：以茅台为龙头的高端白酒逐渐打开白酒消费天花板，留给地产酒空间更大。**虹吸低端酒容量：**低端酒价格带的行业容量约 3000 亿，随着居民可支配收入提升，其下价格带向上升级弹性大。

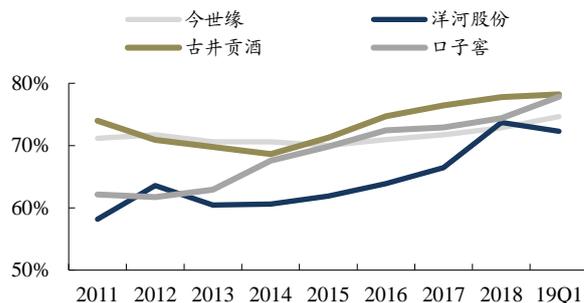
地产酒价格呈阶梯式上升，上升幅度与跃迁频次取决于人均 GDP 水平和增速。江苏省和安徽省是较典型的两个市场，均具备饮酒大量高频、地产酒强势等特征，安徽省 2018 年人均 GDP 仅相当于江苏 2010 年水平，落后江苏 8 年，婚宴消费价格带也为江苏的一半，婚宴白酒消费价格带跃迁发展一致。江苏从 2000 年的 100 元价格带，提升至 2018 年的 500 元价格带，价格经历 3 次跃迁；安徽从 2000 年的 40 元价格带，提升至 2018 年的 250 元价格带，经历过 4 次明显的跃迁。

图 34: 地产酒龙头收入高增长



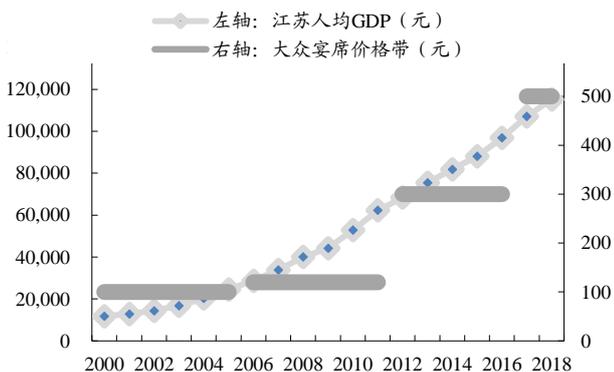
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 35: 地产酒龙头毛利率对比



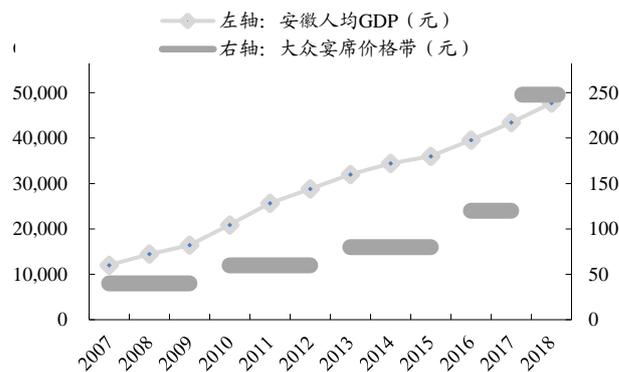
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 36: 江苏人均 GDP、江苏省内婚宴主力价格带



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 37: 安徽人均 GDP、安徽省内婚宴主力价格带



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 主线三: 低端酒进入牛二时代, 市占率加速提升

从行业规模看, 国家统计局数据显示 2018 年全国规模以上白酒企业酿酒总产量 871.2 万千升, 同比+3.1%, 完成销售收入 5364 亿元, 同比+12.9%。白酒行业销量呈现明显的金字塔形状, 其中低端酒销售收入占比最高, 销量最大, 我们估计销量占比接近整个行业销量的 60%。

100 元以下低端酒是白酒市场容量最大的价格带, 估计规模 3000 亿左右, 按照终端价 20 元以下的低端大众酒占整个行业销售收入 10% 估算, 2018 年 20 元以下价格带行业容量为 536 亿元左右, 销量规模约为 350 万吨。该价格带市场集中度明显低于其他价格带, 以光瓶酒、区域白酒为主。全国性知名品牌较少, 只有牛栏山二锅头陈酿、老村长、汾酒玻汾、衡水老白干绿标等知名品牌, 估算牛栏山二锅头在 0-20 元价格带市占率达 10%, 是当之无愧的低端酒之王。

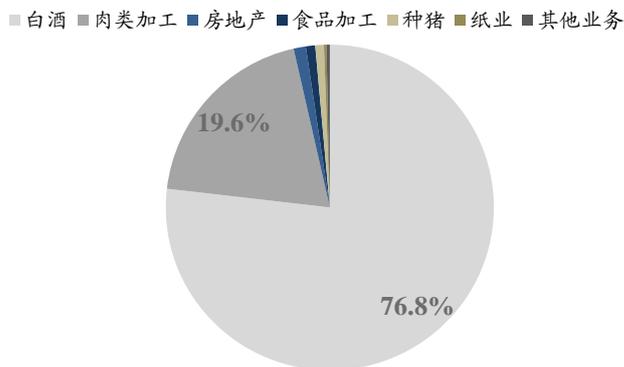
从这个价格带竞争格局来看，上市酒企凭借渠道、品牌、产品优势在低档白酒市场挤占杂牌酒空间较为容易。尤其是 17-18 年间，包材、环保税、消费税等成本大幅上升，预计未来小型酒企未达规模效应挤压利润空间，将逐渐退出市场，未来牛栏山二锅头将继续收割地产酒市场份额。

图 38: 顺鑫农业白酒销售收入及同比增速



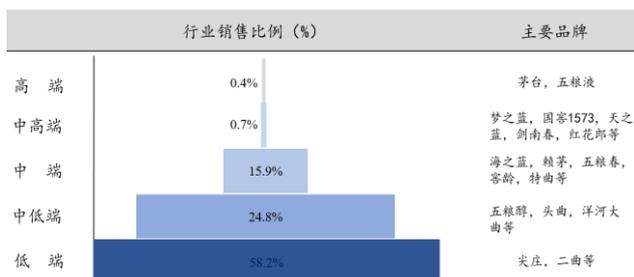
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 39: 顺鑫农业 18 年收入结构



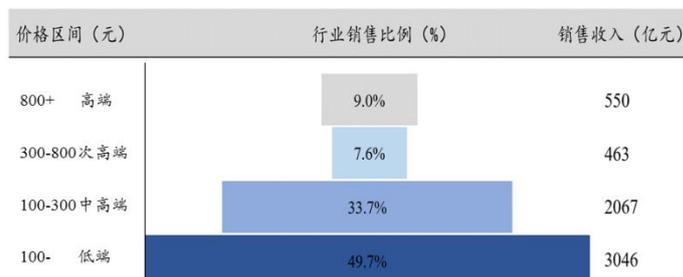
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 40: 18 年白酒销量结构



数据来源: 东吴证券研究所测算

图 41: 18 年白酒销售收入结构



数据来源: 东吴证券研究所测算

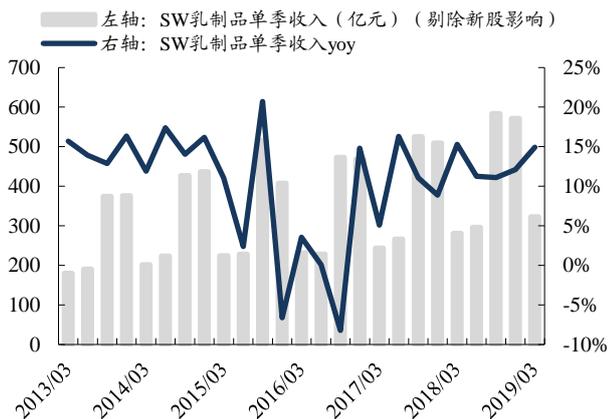
4. 大众品: 以确定性给溢价, 寻找大行业小龙头

4.1. 乳制品: 把握原奶周期, 关注费率变化

18Q1/18Q2/18Q3/18Q4/19Q1SW 乳制品单季收入分别为 281/296/583/571/323 亿元, 同比增长 15/11/11/12/15%, 归母净利润分别为 23/16/42/23/25 亿元, 同比增长 17/0/5/12/9%。

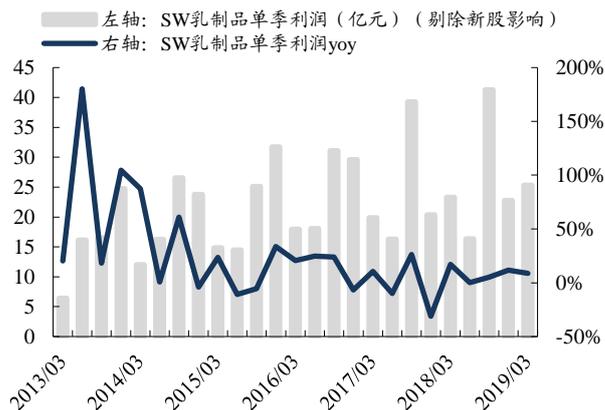
图 42: SW 乳制品子行业单季收入及同比

图 43: SW 乳制品子行业归母净利润及同比



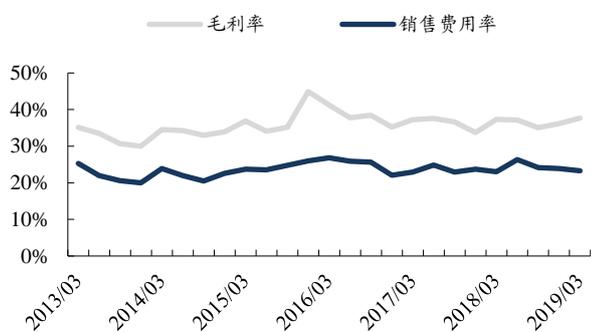
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 44: SW 乳制品子行业毛利率



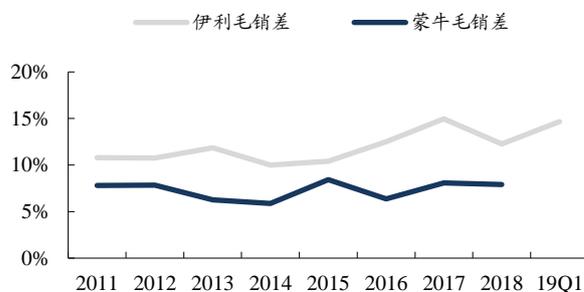
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 45: 伊利、蒙牛毛销差



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

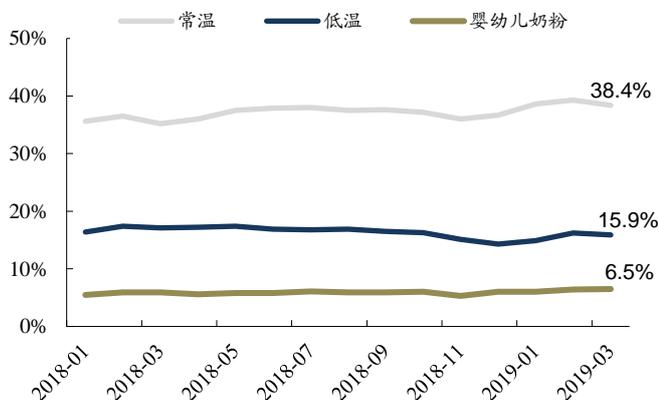
图 46: 伊利月度乳制品市占率



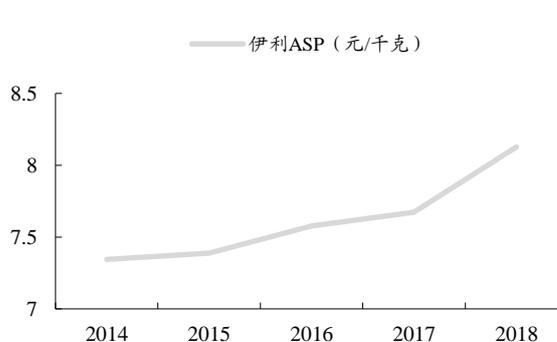
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 47: 伊利产品 ASP 不断提升

消费端：伊利加速收割市占率，高端品势头强劲。乳业双子星格局清晰但策略各有侧重，伊利巩固常温 + 多元发展，蒙牛持续低温推广。19Q1 伊利常温市占率加速提升，展现龙头对行业份额抢占的强能力，19Q1 末常温市占率同比增长 1.7pct 至 38.4%。且伴随两强逐步引领行业高端化，结构升级驱动伊利 ASP 不断提升。



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

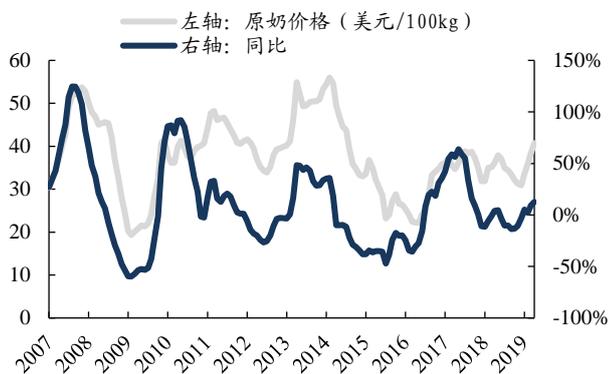
表 8: 19 年伊利蒙牛部分新品

19 年部分新品		特点
蒙牛	特仑苏低脂 16 钻包	高端升级版, 品质更优
	恬醒葛根酸牛奶	解酒酸奶
伊利	安慕希果肉系列	口味创新
	味可滋芝士莓果牛奶	口味创新
	植选畅饮型浓香豆乳	健康理念, 包装创新
	QQ 星营养果浆酸奶	进口概念, 高端定位
	伊利优酸乳芒桃蜜语	口味创新

数据来源: 天猫, 东吴证券研究所整理

成本端: 原奶紧缺周期开启。 外因: 受饲养价格和气候影响, 19Q1 以来国际原奶价格呈上涨趋势, 18 年国内乳制品自给率约在 83%, 我国奶粉价格受进口大包粉影响联动。内需: 环保政策趋严, 中小牧场去产能节奏不减, 奶牛存栏持续下滑, 17 年同比减少 6%; 原奶供需存在淡旺季, 6-9 月供给较低需求较高, 不平衡状态或加剧。

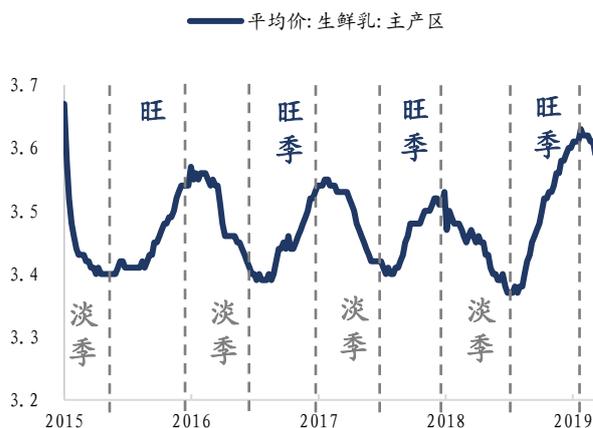
图 48: IFCN 原奶价格走势



数据来源: IFCN, 东吴证券研究所

图 50: 奶牛存栏 2014 年起连续 5 年下滑

图 49: 国内原奶供需存在淡旺季, 6-9 月为淡季 (元/千克)

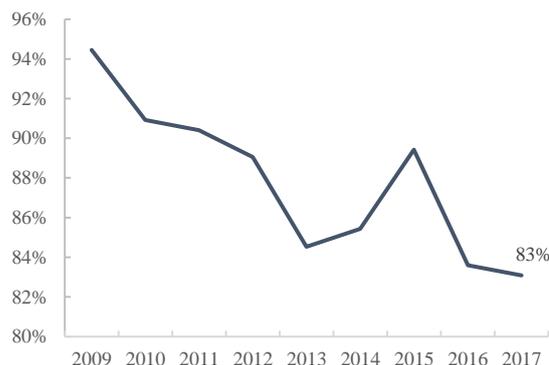


数据来源: 农业部, 东吴证券研究所

图 51: 国内乳制品自给率下滑



数据来源：中国奶业年鉴，东吴证券研究所



数据来源：海关总署，国家统计局，东吴证券研究所

费用端：伊利费效比领先，广宣费率下行空间大。从19Q1趋势看，伊利销售费用投放力度不减，费用率同比提升1.1pct，且18年起费效比领先蒙牛。费用结构上，伊利侧重广告费用投放打响品牌，蒙牛则注重终端折扣促销。18年国内快消品牌名中伊利名列首位，市场渗透率领先蒙牛2.4pct，19Q1伊利综合市场占有率25.6%，位列亚洲第一。根据调研，19年伊利仍采取份额优先战略，而蒙牛则采取利润优先，预计战略分化将推动竞争格局进一步优化。18年伊利广宣费率达到历史高点13.9%，绝对额达109.6亿，下行空间大。

图 52：伊利蒙牛销售费用率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

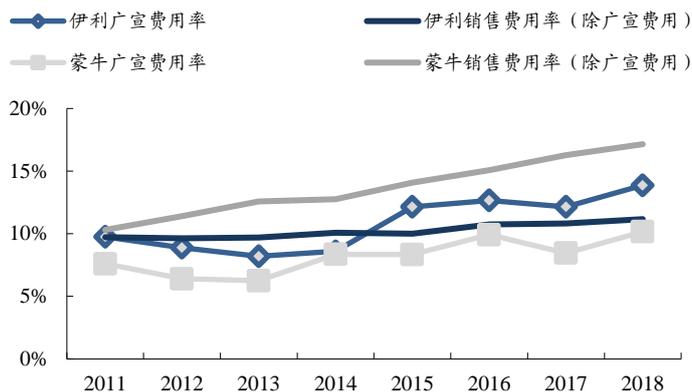
图 54：伊利蒙牛广告宣传费用率对比

图 53：伊利、蒙牛新增主营收入/新增销售费用



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 55：18年中国快速消费品品牌前十



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2018排名	排名变动	品牌	消费者触及数(亿)	渗透率%	购买频次	消费者触及数增长%
1	↔	伊利	12.18	89.6	7.9	6
2	↔	蒙牛	10.43	87.2	6.9	0
3	↔	康师傅	9.16	82.6	6.4	0
4	↑	海天	4.99	71.4	4.1	6
5	↓	旺旺	4.75	65.8	4.2	-9
6	↑	双汇	4.29	59.1	4.2	-4
7	↓	光明	4.28	40.9	6.1	-9

数据来源：凯度，东吴证券研究所

伊利回购力度大，中高层深度利益绑定，激发活力。19年4月8日，伊利股份决议使用自有资金，以不超过35.00元/股的价格回购公司A股股份，拟回购股份1.52~3.04亿股，回购期限为2019.4.8~2020.4.8，回购价上限较目前股价溢价率为16.7%。

截至2019年5月31日，公司已累计回购公司股份66,344,323股，已完成本次回购上限的21.8%，占公司总股本的比例为1.09%，成交的均价为29.91元/股。历史上，伊利多次实施股权激励，注重管理层动力和企业活力。1) 期权激励：06年开始实行期权激励，总激励期为八年，激励对象以高管为主，累计股数为5000万股，均为定向增发。2) 员工持股：14年公布2014-2023共十期的员工持股计划，每期独立存续24个月，其中锁定期为12个月；首期员工持股总金额1.43亿元，主要高管份额占31%。3) 期权+股票：16年披露新一期激励计划，期权、限制性股票各4260/1420万股，涉及人员为核心业务、技术人员277/276人。

截至18年末，六位高管（潘刚、赵成霞、刘春海、胡利平、王晓刚、闫俊荣）合计持股4.84亿股，占公司总股本7.96%，利益深度绑定，叠加基层技术骨干的股权激励及员工持股计划，公司上下一心，动力充足。

表9：伊利股权激励

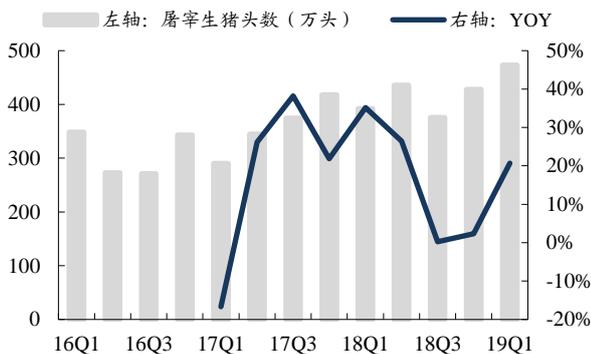
激励/计划公告时间	激励方式	激励对象	获授股票数量(万份)	占授予时总股本比例
2006年	股票期权	潘刚，胡利平，赵成霞，刘春海等	5000	9.68%
2014年	员工持股计划	潘刚、刘春海、赵成霞、胡利平、王瑞生、 王晓刚、李建强、张文共8人	4426	2.17%
		其他员工共309人	9963	4.88%
2016年	股票期权	核心业务、技术人员277人	4260	0.70%
	限制性股票激励	核心业务、技术人员276人	1420	0.23%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

肉制品：新任总裁带动生鲜品营收快速增长。2017年12月27日，公司换帅，聘任马相杰先生为公司总裁。马总年富力强，锐意进取，于2012年成为双汇生鲜品事业部的总经理，2012-2017年生鲜事业部高歌猛进，2017年双汇生鲜品营收达304亿，12-17年GACR=9.1%，营收占比超60%。2018年底公司完成核心团队在研发、渠道、激励进行的调整，肉制品中长期发展可期。

提价周期开启，渠道利润增厚开启正循环，年轻管理层完成交接。为应对猪瘟疫情带来的成本上涨，公司18年底已对旗下1/3产品提价，19年4月份执行第二次提价，结合渠道反馈，提价后渠道利润空间拉升，动力愈发积极，后续仍有提价继续推进可能。回顾公司历史，成本端压力公司可通过结构升级+原料调整+进口猪肉+库存调整化解，对成本端的掌控能力强于市场认知，因此我们认为市场无需过多担忧成本压力，公司调整能力较强。马相杰先生上任公司总裁之后，公司先后上任10名高管，平均年龄不到47岁，通过对内部管理的调整，预计公司将实现业务突破，改善公司业绩。

图 58：双汇单季屠宰生猪数量及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图 59：生猪价格+双汇肉制品毛利率



数据来源：中国畜牧业信息网，东吴证券研究所

表 10：双汇新任管理层及简介

姓名	职务	任职日期	年龄	履历
马相杰	总裁	2017/12/25	47	曾任漯河双汇食品销售有限公司董事总经理,生鲜品事业部总经理,公司副总裁,现任公司总裁,董事
刘松涛	常务副总裁	2017/12/25	43	曾任双汇集团财务中心主任,公司财务总监,现任河南城建地产集团有限公司董事,公司常务副总裁兼财务总监.
张立文	副总裁	2017/9/13	49	曾任杜邦双汇漯河蛋白有限公司,杜邦双汇漯河食品有限公司副总经理,总经理,公司董事会秘书.现任公司副总裁兼董事会秘书
宁洪伟	副总裁	2018/1/8	42	曾任生鲜品事业部销售副总经理.现任公司副总裁.
李凯	副总裁	2018/8/27	48	曾任百事可乐公司市场部经理,伊利集团液态奶市场部副总监,农夫山泉股份有限公司市场总监,华润怡宝饮料有限公司市场总监,公司品牌顾问.现任公司副总裁.

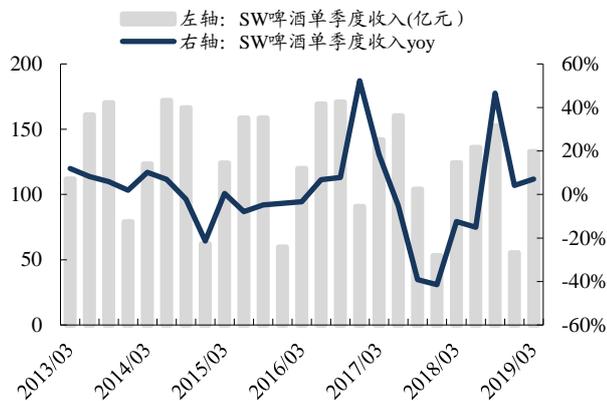
孟少华	副总裁	2018/8/27	44	曾任公司技术中心研发员,低温研究所所长,副主任,总部研发中心主任,高温研发中心主任.现任公司副总裁.
赵国宝	副总裁	2018/8/27	44	曾任公司技术中心技术员,漯河双汇生物工程技术有限公司项目经理,公司综合事业部总经理.现任公司副总裁.
贺建民	副总裁	2019/2/22	45	曾任生鲜品事业部采购副总经理,绵阳双汇项目经理,陕西双汇项目经理.现任公司副总裁.
焦永丽	副总裁	2019/2/22	44	曾任股份肉制品分厂二车间主任,企业管理中心副主任,企业管理中心主任.现任公司副总裁.
赛俊选	副总裁	2019/2/22	48	曾任上海双汇设备安全管理副经理,动力公司项目经理.现任公司副总裁.
周霄	副总裁	2019/2/22	47	曾任漯河双汇食品销售有限公司市场监察部长,综合管理部长,销售部长,公共关系中心主任.现任公司副总裁.
王玉芬	总工程师	2018/8/27	52	曾任食品研究所所长,双汇集团技术中心主任,董事,总工程师,双汇集团总工程师,公司副总裁,现任公司总工程师.

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

4.3. 啤酒: 格局整合末期, 结构升级初期

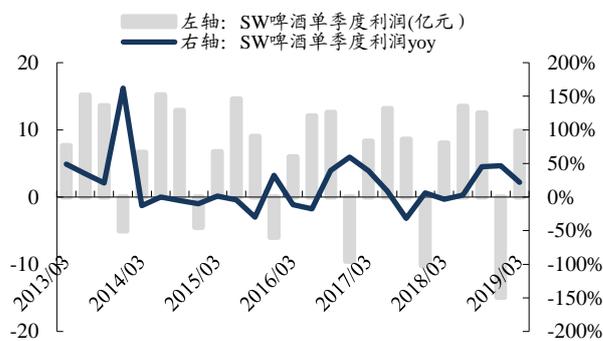
19Q1 啤酒行业 A 股上市公司收入 133 亿元, 整体同增 7%, 主流厂商提价+结构升级驱动毛利率同比提升 0.28pct, 19Q1 归母净利润同增 22%。

图 60: 2013-2019Q1 SW 啤酒子行业收入及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

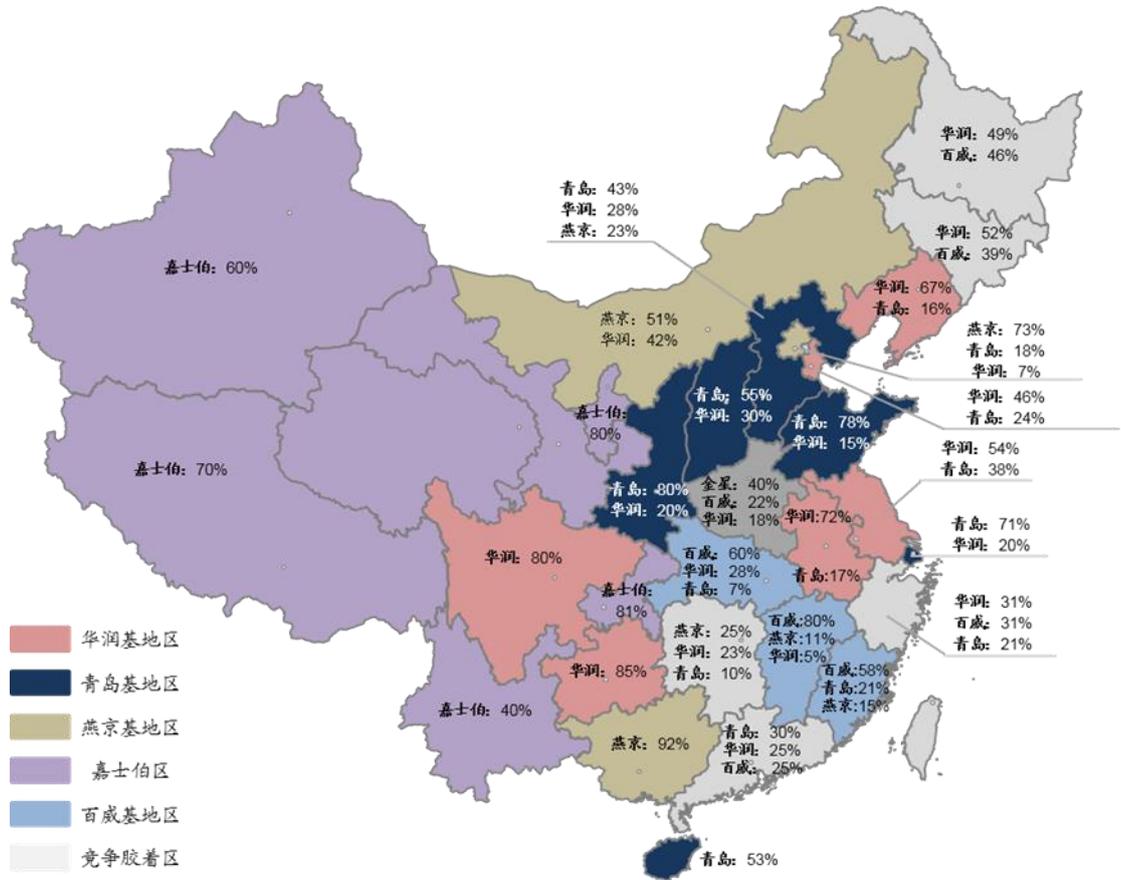
图 61: 2013-2019Q1 年 SW 啤酒子行业净利润及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

啤酒行业格局整合末期, 关厂提效未来收益可期。目前虽然行业 CR5 > 75%, 但分区域华东区和华南区仍是整合末期需重点关注市场; 由于厂商弱势区域净利率低于基地市场 8pct+, 弱势区关厂后公司利润提升将是行业格局整合进程中重要看点。2018 年华润关厂 13 家, 青啤关厂 2 家, 燕京关厂 1 家, 均彰显整合末期龙头趋于理性, 格局整合可期。重庆啤酒关厂节省折旧、工资约 3.5 亿元, 参考重啤, 龙头冗余产能关闭后贡献效益可期。

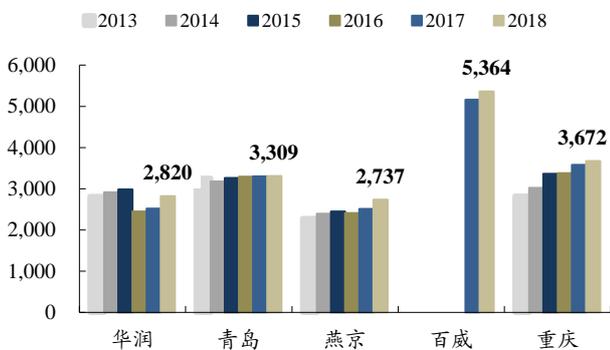
图 62: 啤酒企业全国竞争格局



数据来源: 澄泓研究, 东吴证券研究所

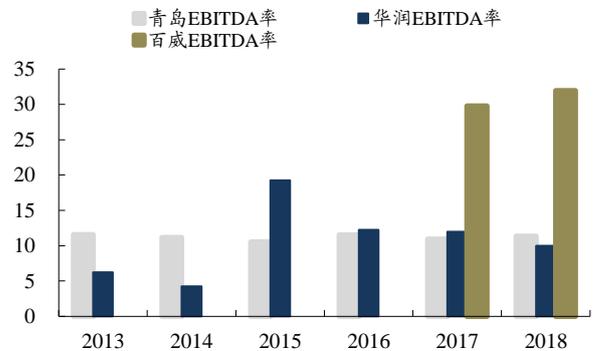
结构升级初期, 龙头加码高端。行业高端产品增速自 2013 年起持续领跑, 伴随华润、燕京、嘉士伯等龙头继续加码高端, 中长期内行业结构有望从低: 中: 高 \approx 5.5:3.5:1 转变为类似美国的 2: 4: 4 格局。成本有望下行。啤酒成本中大麦和玻璃瓶占比约 50%, 大麦、玻璃瓶、瓦楞纸在 18 年经历上涨后已处于历史高位, 有望下行。

图 63: TOP5 厂商 13-18 年吨价变化 (元/吨)



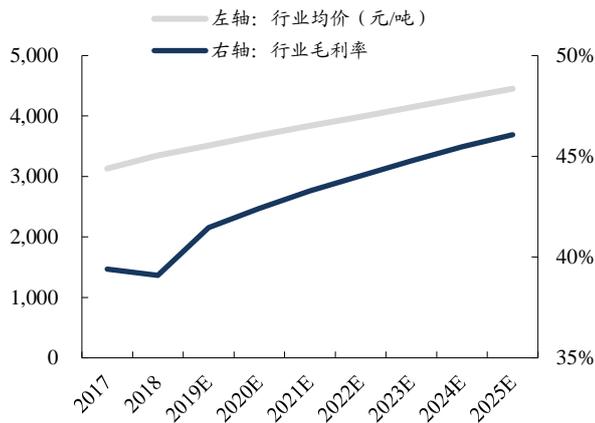
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 64: 百威、青岛、华润 13-18 年 EBITDA 率变化 (%)



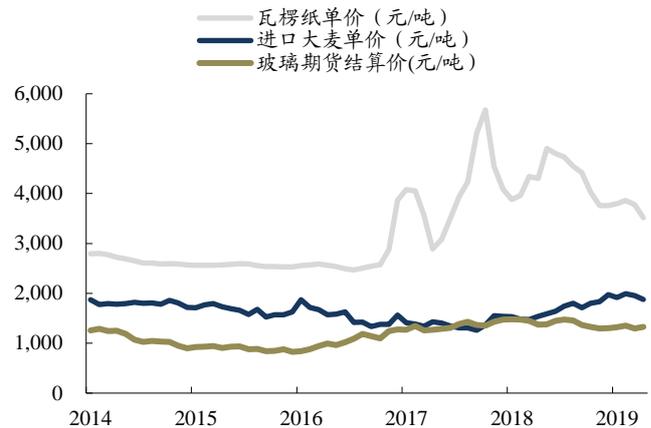
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 65: 国内啤酒行业均价及毛利率预测



数据来源: BCG, 东吴证券研究所

图 66: 成本有望下行



数据来源: 国家统计局, 郑州商品交易所, 东吴证券研究所

4.4. 食品: 寻找大行业小龙头

我们认为,“格局较分散的大行业+竞争优势明显的小龙头”是食品板块一批表现出众的个股的共同特征。龙头凭借产品、渠道、供应链优势,收入增速领跑行业,不断提升市占率,进一步运用自身充沛的现金流打造品牌力,良性循环持续。且伴随收入规模不断提升,对上下游议价权增强,利润率亦将不断抬升。

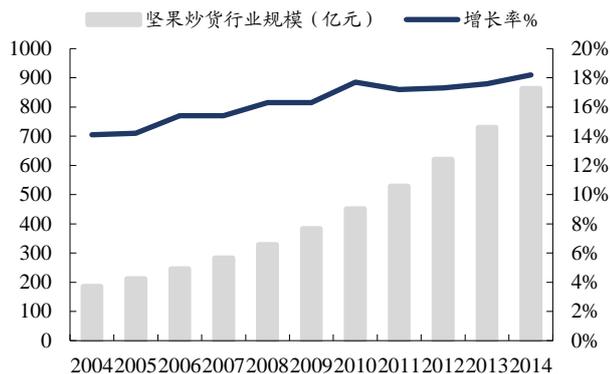
洽洽食品: 品牌+产品+渠道多方面领先,奠定瓜子行业绝对龙头地位,市占率超过50%。品牌: 公司是唯一全国布局的瓜子企业,在包装瓜子领域具有领先地位,市占率超50%,在前十大品牌中的市占率超40%,销售规模是位列第二的金鸽近4倍。产品: 公司产品品类最为丰富,拥有传统红袋、蓝袋、葵珍、皇葵等针对不同消费者的产品系列。渠道: 洽洽食品、真心瓜子、正林瓜子均通过电商平台进行线上销售,但公司还拥有30万家终端渠道和覆盖全国市场的生产基地,渠道最为完善。

坚果炒货行业千亿市场,十年CAGR达16.65%。目前中国已成为全球最大的坚果炒货食品生产与消费国,同时也是增幅最快的国家。坚果炒货行业规模增长迅猛,自2004年的185亿元增长到2014年的863亿元,增幅近5倍,年复合增长率达16.65%。

发力坚果品类,有望实现跨越式发展。公司于2017年5月正式推出“每日坚果”黄袋系列,2018年销售突破5亿元,带动坚果产品实现营收5.02亿元(同比+103.2%),坚果产品占总营收的比重自2016年的3.07%提升至11.97%。目前每日坚果成为公司坚果销售的主力,未来还会推出孕妇款、老人款以及儿童款等细分品类,切入近千亿坚果赛道,有望凭借自身渠道优势抢占市场。

图 67: 坚果炒货规模多年保持较高增长

图 68: 混合坚果产品系列



数据来源：中国食品安全网，东吴证券研究所

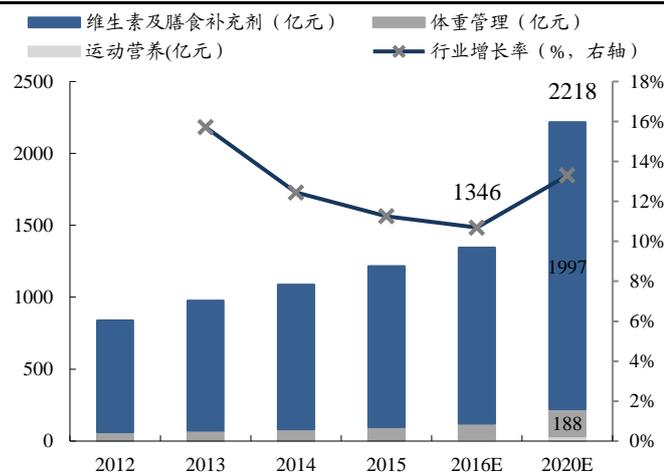


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

汤臣倍健：健康行业空间可期。目前中国城镇居民人均可支配收入处于美国 70 年代水平，当时正值美国保健品行业爆发的起始期，伴随居民健康意识提升，我们预计保健品行业 2020 年规模可达 2218 亿元，复合增速 13%+。

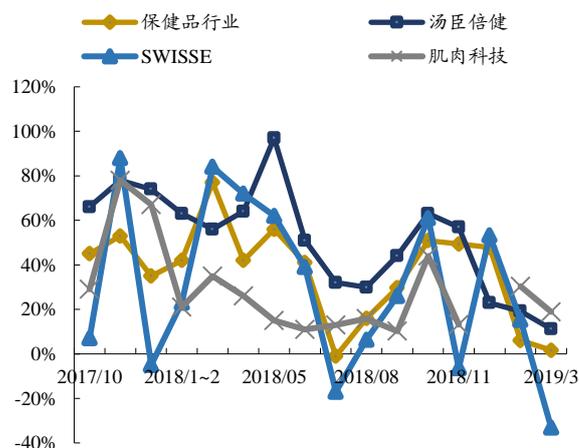
线下药店高壁垒，线上电商猛发力，全渠道布局引领企业高速增长。公司深耕线下非直销渠道，多年市占率保持第一，线下竞争壁垒高。截至 2014 年，公司线下已布局 96 家百强药店和 50 余家百强商超。2017 年，在线上渠道挤占线下份额的趋势下，仍能借助健力多单品拉动药店渠道较高增长，未来线下渠道仍具看点。对于线上渠道，公司从 2015 年布局线上业务以来，采取多项战略措施抢占市场份额。2018 年，公司提出“电商品牌化 2.0”战略，复制线下的差异化竞争优势到线上，通过加大线上渠道费用投放和推出电商渠道专供产品发力主品牌，不断扩大“汤臣倍健”品牌在电商保健食品类目的领先优势。目前汤臣倍健线下药店市占率超过 30%，电商渠道增速持续领跑行业，并购 LSG 后有望发挥协同。

图 69: 保健品行业规模预测



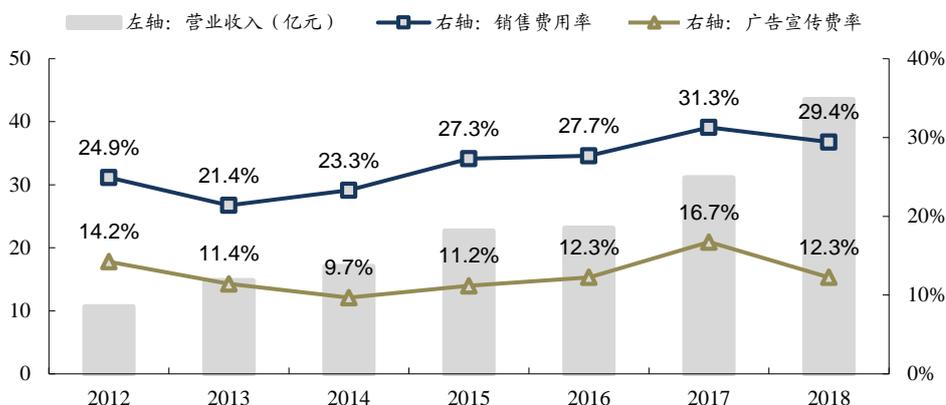
数据来源：罗兰贝格（不含 2020E 预测），东吴证券研究所

图 70: 线上渠道保健品销售额增速



数据来源：天猫，东吴证券研究所

图 71: 汤臣倍健销售及广宣费率变化趋势



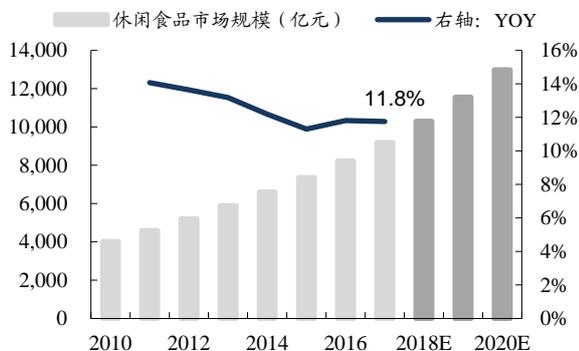
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

绝味食品: 休闲食品行业是朝阳产业。Frost&Sullivan 数据显示, 我国休闲食品行业市场规模 2017 年达 9191 亿元, 5 年 CAGR 达 12.0%, 并预计未来 3 年行业将以 12.2% 的复合增速增长, 至 2020 年达到 12984 亿元规模。

休闲卤制品是休闲食品行业中成长性优良的子板块。卤制品虽然在休闲食品行业中占比尚低仅 7%, 但增速领先于其他子板块, 据 Frost&Sullivan 预计, 2015-2020 年我国休闲卤制品行业规模复合增速将达 18.8%。

禽类卤制品是休闲卤制品中成长性优良的细分赛道。据 F&S 预计, 到 2020 年家禽类卤品在休闲卤制品行业中占比能接近 50%、红绕肉卤品&蔬菜类卤品各约 20%、豆腐类卤品约 10%, 预计 15-20 年家禽类卤品赛道规模 CAGR 能达到 21.6%, 成长性为板块第一。

图 72: 我国休闲食品行业规模及预测



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 73: 我国休闲卤制品行业规模



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

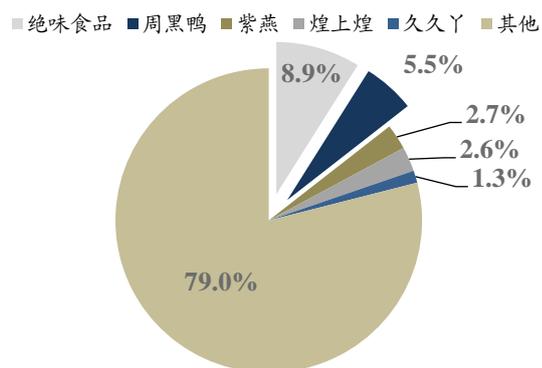
表 11: 休闲卤制品细分赛道规模及预测 (单位: 亿元)

品类	2010	2015	2020E	品类	2010	2015	2020E
(1) 家禽类卤品	88	226	600	(2) 蔬菜类卤品	56	112	239
占比	38%	43%	49%	占比	24%	21%	19%
5年 CAGR	-	20.8%	21.6%	5年 CAGR	-	14.9%	16.4%
(3) 红烧肉卤品	59	124	273	(4) 豆腐卤品等	29	60	123
占比	25%	24%	22%	占比	13%	11%	10%
5年 CAGR	-	16.0%	17.1%	5年 CAGR	-	15.7%	15.4%

数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

我国卤制品行业“双子星”的竞争格局明显, 龙头集中度尚低。目前卤制品行业的经营模式主要有三种: 小作坊 (数量占 90%)、区域性、全国连锁经营模式, 行业尚未经历大规模洗牌阶段, 格局较为分散; 截至 2016 年中, 卤制品行业 CR2=14.4%, 绝味、周黑鸭处于卤制品行业的第一梯队, 市占率分别为 8.9/5.5%。

图 74: 2016 年卤制品行业集中度



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 75: 绝味食品营收拆分

绝味食品(603517.SH)		2016	2017	2018	
营业收入 (亿元)		32.7	38.5	43.7	
YOY		12.1%	17.6%	13.5%	
休闲卤制品	禽类(鸭产品)	收入	26.3	30.7	34.1
	YOY	39.0%	16.9%	10.94%	
	占比	80.2%	79.7%	78.0%	
	毛利率	32.0%	36.5%	34.4%	
	畜类、蔬菜等卤制品	收入	5.1	6.3	8.0
	YOY	-45.1%	22.9%	27.0%	
占比	16.3%	17.0%	18.3%		
毛利率	24.9%	26.5%	29.7%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 投资建议及推荐标的

贵州茅台: 19 年规划积极, 渠道变革助增长。公司规划 19 年年度营业总收入增长 14%, 茅台酒投放量 3.1 万吨左右。收入增长主要来自: 1) 渠道变革。2018 年减少经销商 437 家, 预计 2019 年还会继续取缔经销商配额, 取缔的经销商配额将通过集团营销公司、直营渠道等多渠道释放。直营渠道的占比提升将为公司提供市场价格引导、文化茅台宣传、服务消费者标杆, 利好长远。2) 参考 17、18 年两年计划和实际完成情况, 投放量有超预期可能。

盈利预测与投资评级: 综合直营渠道跟踪情况, 我们预计公司 19-21 年收入为

898/1033/1163 亿，同比增长 16%/15%/13%；归母净利润为 431/501/570 亿，同比增长 22%/16%/14%，对应 EPS 分别为 34.3/39.9/45.4 元，当前股价对应 PE 分别为 26.6/22.9/20.1X，维持“买入”评级。

风险提示：高端酒需求回落风险，产能投放不达预期，食品安全风险，系列酒增长不达预期。

顺鑫农业：展望 2019，白酒收入净利率有提升空间，地产猪肉有望触底回升。 具体来看，白酒板块-公司外埠市场进入发力期，华东长三角区域预计保持 60%左右增速，截至 2018 年底体量近 20 亿；华南珠三角市场亦进入高增期。2018 年底，公司拥有省级亿元市场 22 个，同比增加 4 个，5-10 亿元级别市场估计达到 5 个以上，全国化继续推进，收入有望保持稳健高增。估算 18 年白酒业务贡献净利润 11-11.5 亿，对应净利率 11.86%-12.39%，公司伴随规模效应，公司白酒净利率拾级而上，参考同类型消费品公司盈利水平及公司扩张速度，我们认为未来仍有提升空间；地产板块 2018 年利息支出 1.9 亿，环比较为稳定，由于 2018 年房地产市场表现平淡，期末账面计提资产减值 0.4 亿，推算应是地产业务导致，预计伴随 2019 年北京项目开售后逐渐回款，财务包袱有望减轻，且在公司坚持酒肉主业背景下，不排除进一步剥离减负可能；猪肉板块，由于 2018 年受到猪瘟影响，养殖板块预计亏损 1 亿以上，盈利水平位于历史低位，由于公司冷鲜肉和肉制品在北京市场占有率高达 50%，2019 年生猪价格上涨供需偏紧，参考历史盈利水平，利好猪肉板块盈利能力回升。此外，我们根据增值税税率下调对公司进行测算，虽然公司成本端农产品占比较高，但公司对下游强溢价权仍将助力减税利好纳入体内，净利率有较大改善空间。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营收为 148/170/190 亿元，增速为 23/15/12%；归母净利润为 12/14/16 亿元，增速为 59/20/13%；对应 EPS 为 2.1/2.5/2.8 元。当前股价对应 PE 分别为 19.6/16.3/14.5X。考虑到公司全国化进行时，市占率+净利率进入双升通道，公司作为低端酒中龙头，白酒业务估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

风险提示：低端酒竞争加剧风险，外埠扩张不达预期，假酒侵权风险，生猪疫情风险，宏观经济消费需求疲软

五粮液：19 年更上层楼。 2019 年公司力争实现收入 500 亿元，同比+25%，目标积极。自李曙光总 2017 年 3 月担任集团董事长，公司体制逐渐理顺，营销改革持续落地。2019 年工作的重心是补短板、拉长板、升级新动力。补短板意在引入控盘分利和数字化系统增强对渠道的控制力，改善经销商的盈利能力。2019 年第一步为第七代普五低库存、拉价格；第二步为第七代普五收藏版限量、提价；第三步为第八代普五提价、控盘分利

及数字化赋能，期待关键步骤持续落地为渠道赋能。拉长板意在拉升产品矩阵，19 春糖发布重磅“501 五粮液·明池酿造”和“501 五粮液·清池酿造”两款新品。公司从产品体系、品质、现代营销体系、品牌传播四大方面强化品牌大建设，实现品牌价值强势回归，目前第八代普五导入工作推进顺利，渠道盈利回升。

盈利预测与投资评级：我们预计 19-21 年收入分别为 485/582/694 亿，同比+21/20/19%；归母净利润分别为 174/213/261 亿，同比+30/23/22%；对应 EPS 为 4.5/5.5/6.7 元，当前股价对应 PE 分别为 23.4/19.1/15.6X，维持“买入”评级。

风险提示：需求回落风险，白酒竞争加剧风险，宏观经济增长不达预期。

泸州老窖：国窖引擎继续发力，品牌复兴步伐坚定。19Q1 良性增长，4 月挺价节奏不减：提价驱动老窖 19Q1 毛利率同比 4.49pct 至 79.2%，Q1 销/管费用率分别同降 1.3/0.3pct，综上提价缩费驱动 19Q1 净利率提升 4.3pct。根据草根调研，为稳定价盘，公司自 19 年 1 月起陆续对西南、甘青、海南等地停货，国窖 1573 挺价，零售价进入千元价格带，国窖 1573 春节期间在众多中高端品牌中价盘稳定。公司在渠道良性程度上表现突出，渠道价格逐步理顺。2 月起陆续恢复发货，部分市场仍暂缓接单，体现公司根据市场情况巩固价盘的决心。4 月控货挺价仍为主旋律，国窖 1573 批价回升，库存较低，公司连续发文宣布上调窖龄 90 年产品、特曲产品各度数结算价；特曲 60 版 19H1 计划配额已提前执行完，4 月 25 日，公司发文暂停特曲 60 版订单接收及发运。公司提价节奏与五粮液相辅相成，品牌形象打造意愿坚定。伴随公司积极挺价，全年业绩确定性较强。

技改扩大规模。18 年末在建工程期末余额较期初余额增加 14.33 亿元，增幅 91.45%，酿酒工程技改项目按计划有序推进，工程投入逐年增多。公司公告拟发行债券募集资金 40 亿元，扣除发行费用后，拟投资 40.7 亿元于酿酒工程技改（二期），7.2 亿元于信息系统智能化升级，3.8 亿元于黄舣酿酒基地项目。公司 16 年启动技改项目，原计划 74 亿元技改项目在 2020 年完成一期项目，2025 年完成二期，投产后基地产能包括优质基酒 10 万吨，曲药 10 万吨，储酒 30 万吨的。一期项目投入约 33.4 亿元，目前累计投入 23.6 亿元，一期工程进度约 71%，乐观来看，19 年有望投产。二期募集资金在即，技改项目推进整体符合预期，为公司产能扩充提供充足后方保障。

盈利预测与投资评级：预计 19-21 年收入分别为 161/188/211 亿，同比+23/17/12%；归母净利润分别为 45/54/63 亿，同比+30/20/16%；当前股价对应 PE 为 22.7/19.0/16.4X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动，中高端酒需求回落风险，技改扩张不达预期。

山西汾酒：白酒国改兑现标的，19年开年余力十足。公司是清香型品类唯一龙头，自17年签订国改责任状以来，持续兑现国改红利。2017-2018年公司两年完成三年目标，2019开启新征程。除自身营销改革将持续推进外，将与华润开启协同，通过华润渠道和资源打开汾酒弱势区域市场。公司于18年推出股权激励计划，对395名公司高级管理人员、中层管理人员及骨干授予568万股股权的激励，进一步激发了核心员工长期干事创业的积极性。按照股权激励计划和集团注入酒类业务基数测算，19-21年收入目标增速分别为22.3%/15.8%/13.6%。成长路径清晰，可实现程度高。

盈利预测与投资评级：预计19-21年公司营收为114.7/132.9/150.9亿，同比+22.3/15.8/13.6%；归母净利为18.4/21.7/25.0亿，同比+25.2/18.2/15.1%，当前股价对应PE为27.7/23.4/20.3X，维持“买入”评级。

风险提示：白酒竞争加剧，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

洋河股份：19年调整中进取。历时2年，公司逐步拉升省内海/天之蓝供货价/终端价，防止省内外窜货乱价，战略布局已经完成。因此不必拘泥于季度间增速，放眼长远布局良性增长。分产品看，渠道调研显示梦之蓝向上势能强劲，且梦之蓝系列内部结构升级明确，M9增速最高，其次是M6/M3，主因持续品牌投入拉升品牌力叠加省内消费升级价格带换档。自2000年以来，江苏大众消费价格带经历4-5轮跃迁，目前主流价格带为M3及以上，苏南部分地区婚宴起步价格带已跃升至M6。省外新江苏市场开拓顺利，渠道调研显示山东、河南等市场增长较快。分红率稳步上行，2018年现金分红比例59.42%（+1.43pct），公司自2009年上市，2010年分红率20.4%，10-19年分红率提升39pct，彰显长期价值。

盈利预测与投资评级：产品端梦之蓝持续发力，产品结构逐步提升；渠道端渠道力强劲，全国化进程可期。预计19-21年公司收入分别为276/310/346亿元，同比+14/12/12%；归母净利润分别为95/106/118亿元，同比+17/12/12%；对应PE为18.1/16.2/14.5X，维持“买入”评级。

风险提示：次高端白酒需求回落，白酒竞争加剧，省外扩张不达预期。

水井坊：稳健增长，看好长期潜力，静待调整落地。公司卡位次高端价格带，采取核心门店模式和“5+5+5”扩张战略，渠道力坚实且分销网络扩张速度快，看好全国化扩张进程，虽伴随300-600元价格带扩容迅速，酒企纷纷加码渠道精耕，扩大门店投入，水井坊的发展模式依旧稳健可持续。公司坚守老酒坊遗址+600年酿造技艺“双遗产”，不断加强品牌力建设，持续推动产品结构高端化，长期稳健增长可期。19年规划积极，收入/利润增速指引分别为20/30%，预计销售网络横向将持续织网，纵向将做透市场。伴随着高端五粮液国窖+次高端整体控费控货，预计渠道利润空间有望恢复，重拾增长动

力。伴随行业和公司自身锐意进去，期待各项调整落地，仍看好行业和公司自身模式的长期潜力。

盈利预测与投资评级：预计 19-21 年收入为 35.2/42.4/50.9 亿元，分别同比+25/20/20%，归母净利 7.55/9.43/11.78 亿元，分别同比+30/25/25%，对应当前股价 PE 分别为 28.9/23.1/18.5X，维持“买入”投资评级。

风险提示：白酒需求回落，行业竞争加剧。

汤臣倍健：展望 19 年，主品牌提升+渠道加码+大单品战略齐发力。公司是非直销膳食营养补充剂药店+线上双龙头，自 16 年结构调整后开启新一轮成长期，目前大单品和电商品牌化战略表现亮眼。2019 年，公司围绕既定的发展战略重点做好以下几方面的工作：1) 品牌端：启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略；2) 产品端：重点培育健力多+Life-Space+健视佳三款产品，三箭齐发，夯实大单品战略，巩固 Life-Space 品牌；3) 渠道端：开启电商品牌化 3.0 战略，加速商超渠道建设，深化母婴渠道。此外公司注重研发实力和人才梯队建设，19 年股票期权激励计划已审核通过，激励对象包括公司高管、核心技术（业务）人员共计 45 人。其中公司高管人均 130 万股，中层人员人均 35.42 万股，行权价 19.30 元/股（分红调整后），激励力度较高，利益绑定进一步激发动力。

盈利预测：公司是非直销膳食营养补充剂行业药店+线上双渠道龙头，通过大单品战略+电商品牌化战略拉开新一轮增长空间。预计 19-21 年收入分别为 58/71/81 亿，同比+33/23/14%；归母净利润分别为 13/17/21 亿，同比+33/27/23%；对应当前股价 PE 分别为 20.1/15.9/12.9X，维持“买入”评级。

风险提示：大单品增速放缓，渠道扩张低预期，并购整合不利

伊利股份：Q1 收入超预期，品牌建设如期加码。19Q1 营业收入 231 亿元，同比增加 17.1%。19Q1 毛利率同增 1.15pct 至 39.95%，主要是高毛利率的非液态乳收入占比提高 1pct。在 18 年销售费用高基数下，19Q1 销售费用率仍同增 1.3pct，公司继续加大费用投入，全年广告投入不减，预付广告营销款和材料款增加促使预付账款增加 7.4 亿元。19 年为品牌建设加速年，预计公司有望通过广宣投入提升品牌形象、优化竞争格局。管理费用率（含研发）4.48%(+0.67%)，主要是因为公司调试新品，研发费用同增 0.66 亿元。

员工分享公司发展红利，动力充足。公司公告 16 年股权激励股份将上市流通，涉及行权人数 237 人，本次上市流通数 1852.9 万股，行权价 14.47 元/股，为当前股价的 47.5%，员工切实享受到公司发展带来的红利。截至 18 年末，主要高管持股总数约占公

司总股股本 8%，中层员工骨干亦通过员工持股计划分享红利，公司上下利益深度绑定。4 月公司公告拟使用自有资金，以不超过 35 元/股回购股份，回购金额上限 106 亿元，回购股份用于股权激励，继续贯彻员工与公司同步发展的路线。

盈利预测与投资评级：看好伊利渠道下沉+产品结构升级打开空间，19 年为公司实现 2020 年千亿目标的关键一步，内部管理层激励保持高效，外部全方位发力上下游，加强奶源掌控力，扩规模、增份额。海外加码，有序布局新西兰、东南亚。看好公司长期盈利能力提升，预计 19-21 年收入分别为 901/998/1091 亿，同比+13/11/9%；归母净利润分别为 70/80/92 亿，同比+8.2/15.1/14.7%；对应当前股价 PE 分别为 27.6/24.1/21.0X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，原材料价格波动风险

绝味食品：收入符合预期，开店环比加速，成本控制得当。截至 18 年底内地门店共 9915 家，全年新开店 862 家；19 年开店节奏不减，Q1 提价提振单店营收，椒椒有味逐步推进，效能预计持续改善。

成本控制得当，预计 Q2 压力不大：19Q1 毛利率 33.31% (-1.1pct)，公司提前布局原料，于 18 年底鸭副产品价格下行期进行储备，年底存货中原材料 5.8 亿元 (+47%)，约为 2-3 个月用量，19Q1 期末存货较 18 年底下降 1.44 亿元，预计原材料成本管控得当对毛利率波动已有所平滑。19Q1 预付款项 2.15 亿元，较年初+0.99 亿，意在锁定上游原料成本，结合存货情况测算，预计 Q2 原料成本压力亦可控。

盈利预测与投资评级：看好绝味品类扩张，打造美食生态圈，预计 19-21 年，绝味营收 50/56/63 亿元，同比增长 15/12/11%；归母净利 7.7/9.2/10.4 亿元，同比增长 20/20/13%，对应 EPS 分别为 1.9/2.2/2.5 元。对应当前股价 PE 分别为 18.8/15.7/13.9X，维持“买入”评级。

风险提示：成本波动风险，疫情风险，市场竞争加剧，加盟管理风险。

双汇发展：屠宰受益猪瘟，肉制品提价+推新屠宰毛利改善，肉制品提价进行时。18 年公司屠宰生猪 1630.56 万头 (+14.27%)，销售生鲜冻品 153.2 万吨 (+0.8%)，吨价 1.89 万元/吨 (-5.7%)；单 Q4 屠宰生猪 428 万头 (+2.3%)，猪瘟爆发后河南东北等地集中出栏，利好公司通过冷链调运模式供给生鲜肉。公司期末生鲜冻品存货数 12.27 万吨，同比增加 42.51%，公司在猪肉低价期间备货充分，预计将成为后期效益提升的基石。此外，疫情后河南、河北、山东等地屠宰厂均在加速整顿，市场有望打破地方垄断和不规范局面，加速龙头整合。展望 2019，受非洲猪瘟影响，供需变化引起国内猪价上涨，进口猪肉量预计走高，一方面平滑肉制品成本，一方面通过中美价差增厚利润。(2) 肉制

品业务: 公司积极推出中高端新品, 19 年体量能达到 5000 吨/年的新品预计 10 个以上。双汇熟食渠道今年亦有望布局达 5000 家。

盈利预测与投资评级: 我们认为猪瘟疫情对公司既是挑战也是机遇。屠宰方面, 由于调运模式转变, 利好全国布局的龙头企业短期增厚利润和长期整合产业; 美国进口猪肉的优势 2019 年国内生猪价格上涨的大环境下亦将凸显。肉制品方面, 自公司先后在研发、销售等方面调整以来, 推陈出新已见端倪, 期待提价落地增厚利润。预计 19-21 年收入分别为 539/593/628 亿元, 同比+10.6/10.0/5.9%; 归母净利润分别为 53/59/63 亿元, 同比+8.8/9.6/7.9%; 对应当前股价 PE 分别为 14.9/13.5/12.5X, 维持“买入”评级。

风险提示: 生猪价格回升不达预期, 高端产品市场推广不及预期, 渠道开拓不达预期, 鸡肉等原材料价格上涨风险。生猪价格回升不达预期, 高端产品市场推广不及预期, 渠道开拓不达预期, 鸡肉等原材料价格上涨风险。

中炬高新: 美味鲜表现亮眼, 蓄势待发起宏图。我们认为 2019 年是整合开局之年, 1) 渠道继续扩张, 2018 年末经销商数量 864 家, 预计到 2019 年末可达到 1000 家 (同比+15.7%); 销售区域已覆盖近 80%以上地级城市; 2) 品类进一步丰富, 食用油、蚝油、酱类、食醋等产品产能持续扩张; 3) 区域层面, 确定了“稳步发展东南沿海, 重点提升中北部地区, 加速开拓西南区域, 逐步推进西北市场”的市场发展战略, 针对不同市场精细化分级; 4) 2019 年少数股东权益有望收回, 测算增厚归母净利润 10%。公司同时发布五年规划, 即从 2019 年到 2023 年, 按照三步走发展战略, 以内生式发展为主, 发展壮大调味品主业, 以外延式发展为辅, 开展兼并收购, 通过内外并举的措施, 实现健康食品产业年营业收入过百亿, 年产销量过百万吨的双百目标。我们预计百亿目标酱油占比 50%以上, 鸡精鸡粉、蚝油、食用油等有达到 10 亿以上体量, 若干小品类达 5 亿以上。我们测算不考虑外延的话, 2019-2023 年公司产销量复合增速约 13%, 收入复合增速约 19%, 小步快跑可期。

盈利预测与投资评级: 预计 19-21 年公司营收分别为 49/58/67 亿, 同比+17/18/16%; 归母净利为 7.6/9.7/11.7 亿, 同比+25/27/21%, 对应当前股价 PE 分别为 40.7/31.9/26.3X, 维持“买入”评级。

风险提示: 产能扩张、渠道拓展不达预期, 原材料价格波动风险。

洽洽食品: 提价反馈积极, 新品表现亮眼, 公司上下动力充足。18 年收入增长 16.5%, 主要是销量/吨价分别提升 9.5/6.4%。18 年中多品类提价, 其中香瓜子、小而香西瓜子等八个传统品类的出厂价调高 6%-14.5%, 黄袋出厂价调高 8-10%。18 年坚果行业规模约 290 亿元, 十年 CAGR=9%, 预计将在消费健康化趋势下保持稳健增长。公司迈入坚果市场, 每日坚果依托原有渠道, 叠加品牌运营和电商发力, 边际收益显著提高, 未来规

模扩大后毛利率有望进一步提升。内部管理上，公司在 15 年事业部改革基础上，进一步划分业务单元（BU），权利下放，并展开内部竞争，激发员工活力。18 年第三期员工持股计划完成第一批购买，买入价 17.99 元/股，利益绑定，动力充足。

盈利预测与投资评级：公司线下渠道管控有较高行业壁垒，且品牌优势显著。依托原有渠道，打造出每日坚果、山药脆片等爆款产品，有望成为休闲食品平台公司，叠加提价效益兑现，19 年增长可期。预计 19-21 年公司收入分别为 49/56/63 亿元，同比+16/14/13%；归母净利润分别为 5.1/5.9/6.7 亿元，同比+18/16/14%；对应当前股价 PE 分别为 22.0/19.0/16.8X，维持“买入”评级。

风险提示：产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，坚果种植存在自然风险。

安井食品：收入端：产能扩张带来量增，提价缩费+高端新品推广迎来价增。1) 火锅料产能持续扩张，速冻菜肴制品带来增量。安井近 5 年产能利用率处于 95-116%饱和状态，上市募资新建 16 万吨、扩建 4.5 万吨产能，19-20 年产能预计每年+19%，产能瓶颈缓解助力营收增长。2) 提价缩费+高端品循序推广。19 年猪瘟导致猪肉成本上涨，预计公司通过提价缩费化解部分压力。持续推广“丸之尊”系列高端产品，有望带动均价提升。

利润端：原材料成本上升短期承压长期可控，“销地产”模式费用率有望下行。1) 17 年公司参股主要为公司提供淡水鱼糜的新宏业水产食品，此次参股打通上游产业有助对冲鱼糜价格上行压力。19 年受猪瘟影响，公司预计使用进口猪肉替代国产猪肉，短期预计成本承压，但长期公司对上游掌控力较好。2) 公司采取“销地产”模式，规模效应和壁垒明显，伴随当地产能利用率释放费率有下行空间。

盈利预测与投资评级：公司是速冻火锅料绝对龙头，我们预计 19-21 年公司营业收入 51/61/73 亿元，同比 20/20/20%；归母净利 3.1/3.7/4.5 亿元，同比 15/20/20%，对应 EPS 为 1.4/1.7/2.1 元。对应当前股价 PE 分别为 33.0/27.4X/22.8X，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行消费需求疲软，新品投放市场反应不佳，原材料价格上涨，食品安全风险，产能投放不及预期，库存减值风险。

表 12: 重点公司估值

代码	公司	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600519	贵州茅台	913.00	34.3	39.9	45.4	26.6	22.9	20.1	买入
000860	顺鑫农业	40.85	2.1	2.5	2.8	19.6	16.3	14.5	买入
000858	五粮液	104.96	4.5	5.5	6.7	23.4	19.1	15.6	买入
000568	泸州老窖	70.24	3.1	3.7	4.3	22.7	19.0	16.4	买入

600809	山西汾酒	58.68	2.1	2.5	2.9	27.7	23.4	20.3	买入
002304	洋河股份	113.85	6.3	7.0	7.9	18.1	16.2	14.5	买入
600779	水井坊	44.51	1.5	1.9	2.4	28.9	23.1	18.5	买入
300146	汤臣倍健	18.07	0.9	1.1	1.4	20.1	15.9	12.9	买入
600887	伊利股份	31.78	1.2	1.3	1.5	27.6	24.1	21.0	买入
603517	绝味食品	35.21	1.9	2.2	2.5	18.8	15.7	13.9	买入
000895	双汇发展	24.07	1.6	1.8	1.9	14.9	13.5	12.5	买入
600872	中炬高新	38.65	1.0	1.2	1.5	40.7	31.9	26.3	买入
002557	洽洽食品	22.18	1.0	1.2	1.3	22.0	19.0	16.8	买入
603345	安井食品	47.47	1.4	1.7	2.1	33.0	27.4	22.8	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期，高端酒需求不足风险。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创，如 2008 年“三聚氰胺”事件造成中国乳制品行业多年低迷，2012 年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期间存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响，在食品饮料板块存在生猪价格回升不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

