

推荐 (维持)

行业持续向好 优质龙头份额持续上升

风险评级：中风险

食品饮料行业 2019 年下半年投资策略

2019 年 6 月 17 日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

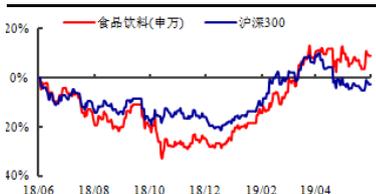
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

白酒	推荐
调味品	推荐
乳制品	推荐
肉制品	谨慎推荐
啤酒	谨慎推荐

### 行业指数走势



### 相关报告

- **2019年上半年市场表现：行业大幅跑赢指数。**2019年1-5月份，SW食品饮料行业指数上涨46.06%，涨幅在所有申万一级行业指数中居第二，跑赢同期沪深300指数25.5 PCT。所有细分板块均录得正收益，其中白酒板块领涨，上涨58.5%。行业内多数个股跑赢指数，龙头表现优异。
- **白酒：行业持续向好，头部企业集中度不断上升。**2019年1-4月，我国规模以上白酒总产量达到 268万千升，同比增长 1.1%，增速同比微幅下降。2019年1-3月，我国规模以上白酒企业白酒(折65度)总销量达到222.28万千升，产销率109.2%，产销率同比上升5.8PCT。头部企业市场集中度不断上升。2018年，17家白酒上市公司销售总收入占白酒行业规模以上企业销售收入总和的39.3%，占比同比提高10.6PCT；其中茅五洋销售占比约为26.4%，同比提高6.7PCT。2018年，17家白酒上市公司归母净利润总额占白酒行业规模以上企业利润总和的55.8%，占比同比提高4.7PCT；其中茅五洋净利润占比约为45%，同比提高约3PCT。头部企业长期增长的动力在于消费升级和市场集中度的提升。
- **大众品：持续关注优质成长性龙头。**调味品：行业增长潜力仍大，龙头增长稳健。产销量保持稳增，龙头表现更为稳健。2018年，我国规模以上酱油企业酱油总产量575.65万吨，同比增长4.3%。调味品上市公司除加加食品产销量持续下滑外，其他四家产销量均有不同程度的增长。未来调味行业增长的潜力在于餐饮业、家庭消费以及食品加工业的持续增长对调味品的需求增大。乳业产销量保持稳增，龙头经营稳健，中小乳企经营压力大；双寡头竞争格局稳定，龙头市场份额持续提升。其他细分龙头如卤制品龙头绝味食品仍处于销售渠道快速扩张期，未来将持续下沉渠道和扩充品类。坚果炒货龙头洽洽食品未来将立持续足于瓜子和坚果两大战略核心领域，逐步拓展休闲食品细分领域核心单品。香飘飘传统杯装奶茶有望稳增，果汁茶有望持续放量，业绩有望高增。
- **投资策略：维持对行业的推荐评级。**行业景气度延续，维持对行业的推荐评级；当前时点，建议从中期的角度布局优质龙头。白酒一线龙头经营更趋于稳健，持续关注贵州茅台、五粮液和泸州老窖；高端酒价格上调，次高端提价空间打开，关注市场预期较低的洋河股份；其他关注古井贡酒、今世缘、山西汾酒等。大众品关注估值合理兼具成长性的优质细分龙头伊利股份、海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、洽洽食品、绝味食品、涪陵榨菜、香飘飘等。
- **风险提示。**食品安全问题、原料成本上升、竞争加剧等。

## 目 录

1. 行业 2019 年上半年市场表现	4
1.1 整体录得较大正收益 跑赢沪深 300 指数	4
1.2 所有细分板块录得正收益 白酒板块涨幅最大	4
1.3 行业内多数个股录得正收益 龙头股价表现优异	4
1.4 估值修复至均值上方	5
2. 行业业绩保持稳增	5
3. 白酒：景气度持续向好 持续关注优势龙头	6
3.1 行业持续向好 头部企业集中度不断上升	6
3.2 上市公司业绩分化 强者恒强	8
4. 啤酒：景气度持续回升	10
5. 大众品板块：持续关注优质成长性龙头	12
5.1 调味品：行业增长潜力仍大 龙头增长稳健	12
5.2 乳制品：龙头市场份额持续提升	14
5.3 其他细分龙头	16
6. 投资策略	17
7. 风险提示	17

## 插图目录

图 1：2019 年 1-5 月申万一级行业涨跌幅 (%)	4
图 2：2019 年 1-5 月 SW 食品饮料行业三级子行业涨跌幅 (%)	4
图 3：SW 食品饮料行业 1-5 月涨幅榜个股 (%)	5
图 4：SW 食品饮料行业 1-5 月跌幅榜个股 (%)	5
图 5：SW 食品饮料 PE (TTM, 剔除负值, 倍)	5
图 6：SW 食品饮料相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍)	5
图 7：SW 食品饮料行业整体业绩 (亿元)	6
图 8：SW 食品饮料行业整体业绩同比增速 (%)	6
图 9：SW 食品饮料细分板块 2019Q1 营收增速 (%)	6
图 10：SW 食品饮料细分板块 2019Q1 归母净利润增速 (%)	6
图 11：我国规模以上白酒企业当月产量及同比增速	6
图 12：我国规模以上白酒企业累计产量及同比增速	6
图 13：我国规模以上白酒产销率 (%)	7
图 14：我国规模以上白酒 (折 65 度) 库存比年初增长 (%)	7
图 15：我国规模以上白酒企业销售收入及同比增速	7
图 16：我国规模以上白酒企业利润总额及同比增速	7
图 17：2017 年白酒上市公司销售收入占比 (%)	8
图 18：2018 年白酒上市公司销售收入占比 (%)	8
图 19：茅五洋销售收入占比不断提高	8
图 20：茅五洋利润总额占比不断提高	8
图 21：白酒板块营收和净利润 (亿元)	8
图 22：白酒板块业绩同比增速 (%)	8
图 23：茅五洋及白酒板块营收	9
图 24：白酒板块业绩同比增速 (%)	9
图 25：SW 白酒板块预收账款及其增速 (亿元, %)	10

图 26: 2018 年末白酒上市公司预收款项同比 (%)	10
图 27: 我国规模以上企业酱油当月产量及同比增速	12
图 28: 我国规模以上企业酱油累计产量及同比增速	12
图 29: 餐饮业收入及其增速 (亿元, %)	13
图 30: 限额以上餐饮企业收入及其增速 (亿元, %)	13
图 31: 城镇居民调味品人均年度消费支出及同比	14
图 32: 人均调味品销售额对比	14
图 33: 我国规模以上企业乳品累计产量及同比增速	14
图 34: 我国规模以上企业乳品累计销量及产销率	14
图 35: 乳制品板块营收和净利润 (亿元)	15
图 36: 乳制品板块业绩增速 (%)	15
图 37: 我国主产区生鲜乳价格 (元/公斤)	16
图 38: 恒天然原奶价格	16
图 39: 我国规模以上企业啤酒产量同比增速 (%)	10
图 40: 我国规模以上企业啤酒当月产量 (万千升)	10
图 41: 啤酒板块毛利率净利率 (%)	11
图 42: 啤酒板块期间费用率 (%)	11

## 表格目录

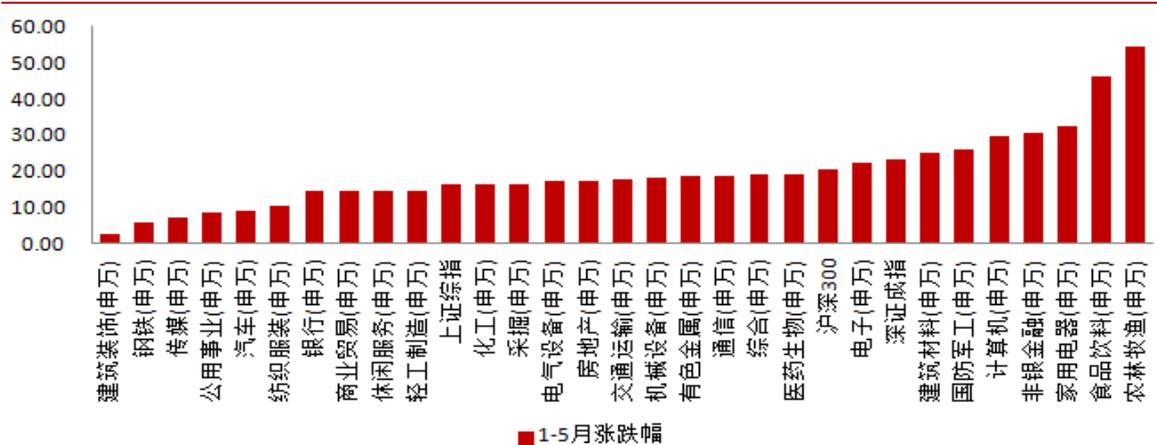
表 1: 2019 年 Q1 白酒板块上市公司业绩	9
表 2: 2019Q1 调味品板块上市公司业绩简况	13
表 3: 2019Q1 乳制品板块上市公司业绩简况	15
表 4: 啤酒板块上市公司销量	11
表 5: 2019Q1 啤酒板块上市公司业绩简况	11
表 6: 2019Q1 啤酒板块上市公司盈利能力	12
表 7: 2019Q1 食品饮料行业其他细分龙头业绩简况	16
表 8: 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/6/14)	17

## 1. 行业 2019 年上半年市场表现

### 1.1 整体录得较大正收益 跑赢沪深 300 指数

行业大幅跑赢指数。2019 年 1-5 月份，SW 食品饮料行业指数上涨 46.06%，其中一季度上涨 43.6%，4-5 月上涨 5.4%。前五个月 SW 食品饮料涨幅在所有申万一级行业指数中居第二，跑赢同期沪深 300 指数 25.5 个百分点。

图 1：2019 年 1-5 月申万一级行业涨跌幅（%）

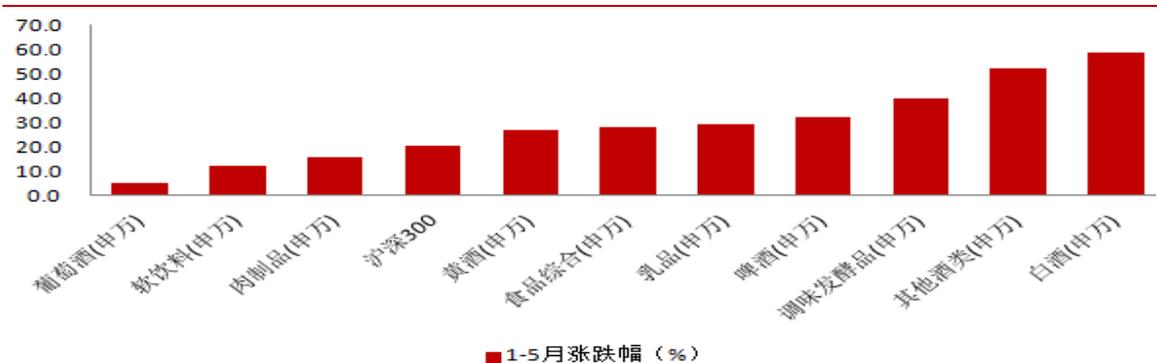


资料来源：东莞证券研究所，wind

### 1.2 所有细分板块录得正收益 白酒板块涨幅最大

白酒板块领涨。2019 年 1-5 月份，SW 食品饮料所有细分板块均录得正收益。其中白酒板块涨幅最大，上涨 58.5%；调味品、啤酒、乳品、黄酒、肉制品、软饮料板块分别上涨 40%、32%、29%、27%、16%和 12%；葡萄酒板块涨幅最小，上涨 5.2%。

图 2：2019 年 1-5 月 SW 食品饮料行业三级子行业涨跌幅（%）



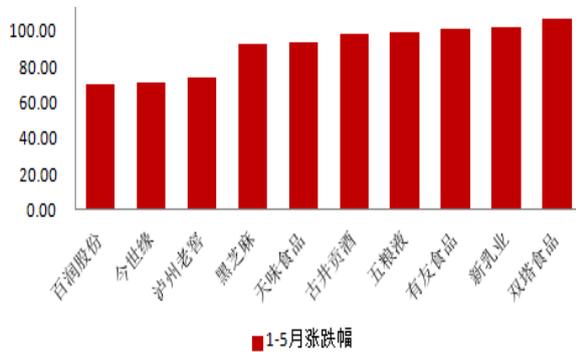
资料来源：东莞证券研究所，wind

### 1.3 行业内多数个股录得正收益 龙头股价表现优异

行业内多数个股跑赢指数，龙头表现优异。2019 年 1-5 月份，SW 食品饮料行业约 95% 的个股录得正收益，其中约有 21% 的个股涨幅大于 50%，约有 29% 的个股涨幅在 30%-50%，约有 19% 的个股涨幅在 20%-30%。涨幅榜居前的公司除了次新股外，双塔食品、五粮液、

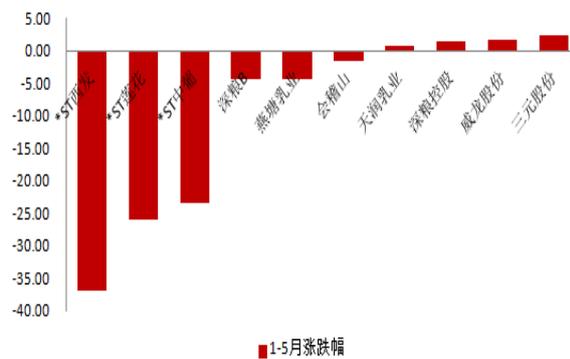
古井贡酒、黑芝麻、泸州老窖、今世缘、百润股份等涨幅居前，涨幅在 70%以上。龙头公司股价表现优异：白酒龙头贵州茅台上涨 50.8%，调味品龙头海天味业上涨 47.3%，乳品龙头伊利股份上涨 34.3%，啤酒龙头青岛啤酒上涨 39.4%，均显著跑赢沪深 300 指数。跌幅榜靠前的主要为基本面比较差的 ST 股。

图 3：SW 食品饮料行业 1-5 月涨幅榜个股 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 4：SW 食品饮料行业 1-5 月跌幅榜个股 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 1.4 估值修复至均值上方

行业整体估值于一季度持续回升，二季度有所回落。截至 2019 年 5 月 31 日，SW 食品饮料行业整体 PE (TTM, 整体法) 约 29 倍，高于行业 2012 年以来的均值 25 倍；行业相对沪深 300 PE (TTM, 整体法) 2.53 倍，高于 2012 年以来的均值 2.2 倍，均小于 2012 年以来的最大值。经过上半年反弹，行业估值已修复至行业均值上方。

图 5：SW 食品饮料 PE (TTM, 剔除负值, 倍)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 6：SW 食品饮料相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍)



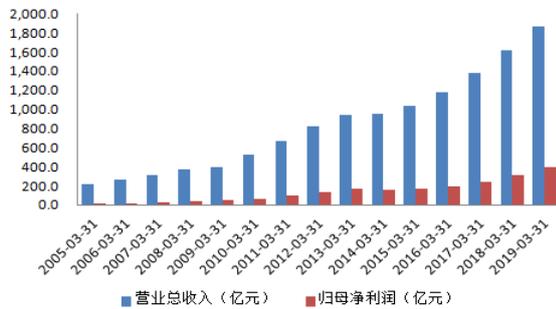
资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2. 行业业绩保持稳增

行业 2019 年一季度业绩总体保持稳增。2019Q1，食品饮料行业 (SW 食品饮料行业剔除 B 股及个别主业非食品饮料的公司，共 89 家样本公司) 实现营业总收入 1868.97 亿元，同比增长 13.97%，增速同比下降 1.38 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 389.58 亿元，同比增长 22.83%，增速同比下降 1.42 个百分点。细分板块中，白酒板块虽增速

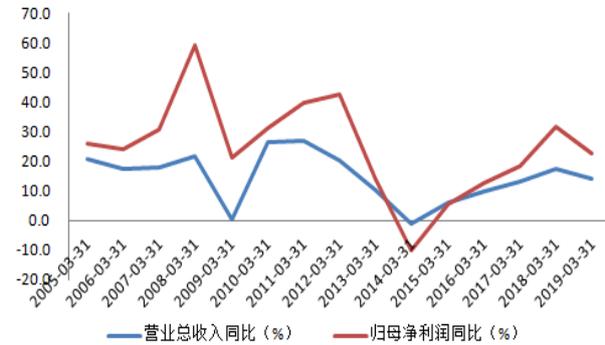
同比微幅下降，但增速依然居所有细分板块之首。调味品板块保持稳增。乳制品保持较快增长，但增速同比微幅下降。肉制品营收实现个位数水平增长，增速同比微幅回升；净利润实现两位数水平增长，增速同比微幅下降。啤酒业绩持续回升。卤制品保持快增。葡萄酒、黄酒、软饮料和香精收入有所下滑。

图 7：SW 食品饮料行业整体业绩（亿元）



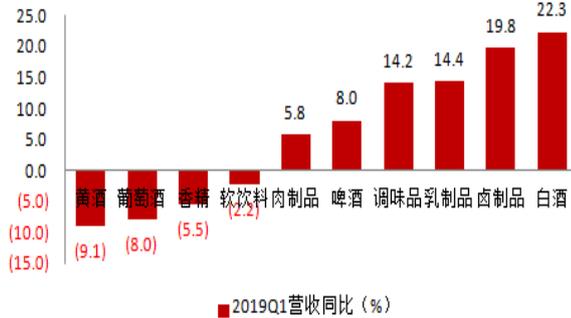
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 8：SW 食品饮料行业整体业绩同比增速（%）



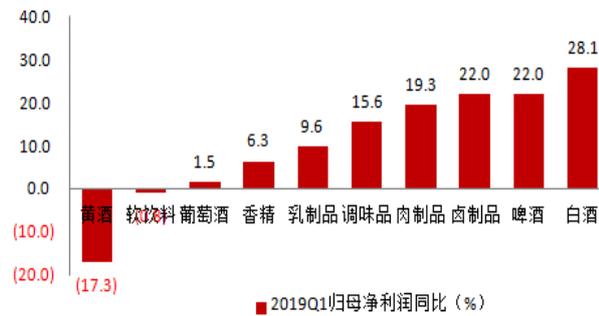
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 9：SW 食品饮料细分板块 2019Q1 营收增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 10：SW 食品饮料细分板块 2019Q1 归母净利润增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

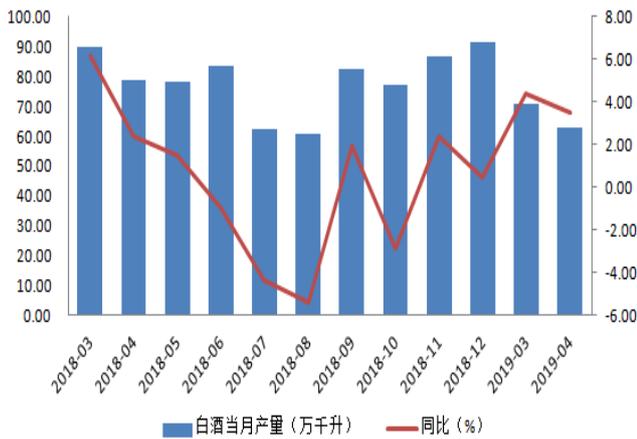
### 3. 白酒：景气度持续向好 持续关注优势龙头

#### 3.1 行业持续向好 头部企业集中度不断上升

产销量保持增长。2018 年，我国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 871.2 万千升，同比增长 3.14%。2019 年 1-4 月，我国规模以上白酒总产量达到 268 万千升，同比增长 1.1%，增速同比有所下降。2018 年，我国规模以上白酒企业白酒（折 65 度）总销量 854.65 万千升，产销率 99.3%。2019 年 1-3 月，我国规模以上白酒企业白酒（折 65 度）总销量达到 222.28 万千升，产销率 109.2%，产销率同比上升 5.8 个百分点。

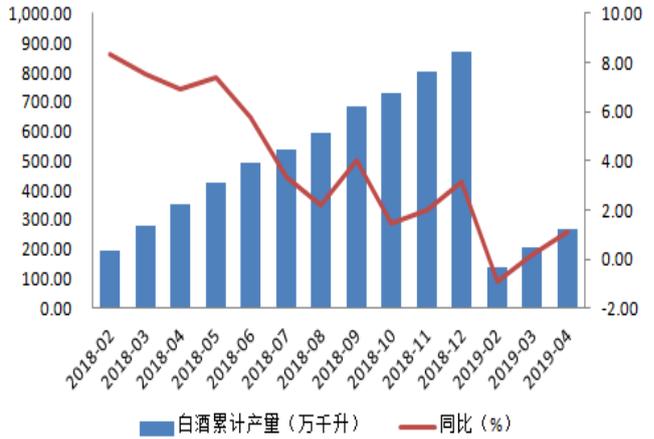
图 11：我国规模以上白酒企业当月产量及同比增速

图 12：我国规模以上白酒企业累计产量及同比增速



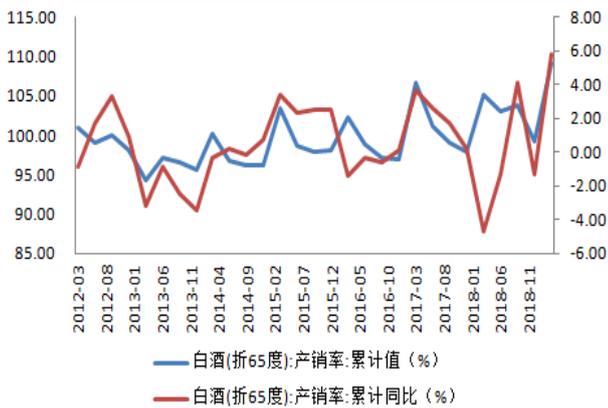
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 13: 我国规模以上白酒产销率 (%)

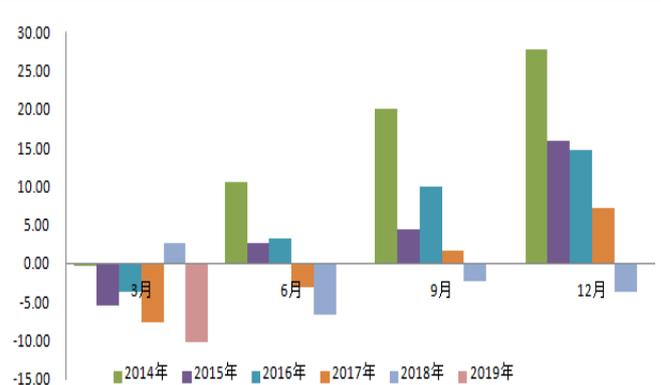


资料来源：东莞证券研究所，wind

图 14: 我国规模以上白酒(折 65 度)库存比年初增长 (%)



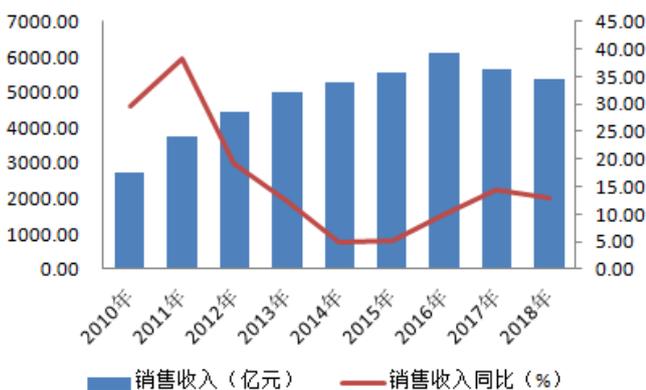
资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

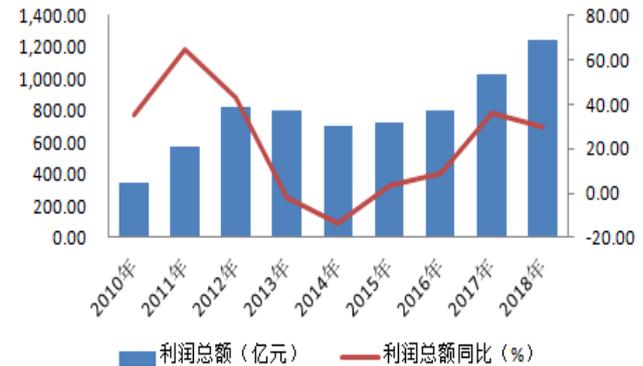
规模以上企业盈利规模保持较快增长。2018 年，全国规模以上白酒企业为 1445 家，实现销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.88%；累计实现利润总额 1250.5 亿元，同比增长 29.98，虽增速较上年小幅减缓，但依然保持较快增长。亏损企业 183 个，亏损额 11.03 亿元，较上年减亏 1.83%。2019 年 1-4 月，规模以上白酒企业累计完成销售收入 1990.71 亿元，同比增长 8.4%；累计实现利润总额 518.22 亿元，同比增长 25.5%；

图 15: 我国规模以上白酒企业销售收入及同比增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 16: 我国规模以上白酒企业利润总额及同比增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

头部企业市场集中度不断上升。2018 年，全国规模以上白酒企业 1445 家，同比减少 148

家，其中亏损企业 183 个。2019 年 1-4 月，规模以上白酒企业 1176 家，同比减少 274 家，其中亏损企业 136 个。规模以上企业数量在减少，但销售收入和利润保持较快增长，这说明市场份额不断向头部企业集中。2018 年，17 家白酒上市公司销售总收入占白酒行业规模以上企业销售收入总和的 39.3%，占比同比提高 10.6 个百分点；其中茅五洋 CR3 约为 26.4%，同比提高 6.7 个百分点。2018 年，17 家白酒上市公司归母净利润总额占白酒行业规模以上企业利润总和的 55.8%，占比同比提高 4.7 个百分点；其中茅五洋 CR3 占比约为 45%，同比提高约 3 个百分点。

图 17：2017 年白酒上市公司销售收入占比 (%)

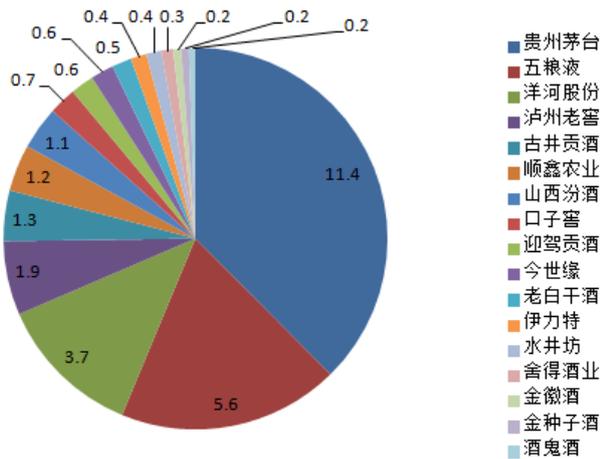
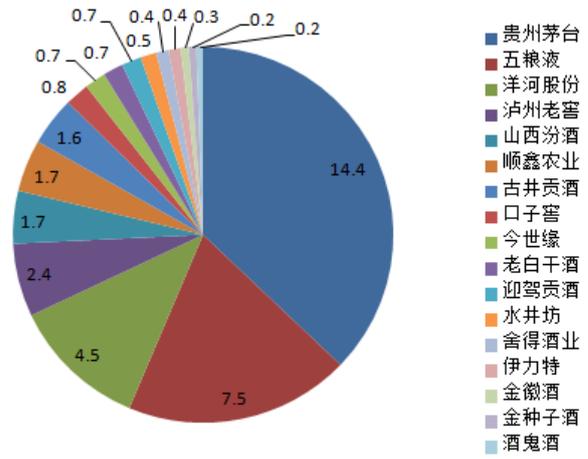


图 18：2018 年白酒上市公司销售收入占比 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

图 19：茅五洋销售收入占比不断提高

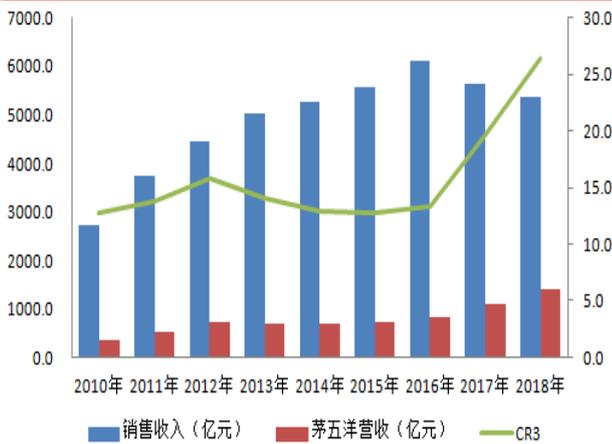


图 20：茅五洋利润总额占比不断提高



资料来源：东莞证券研究所，wind

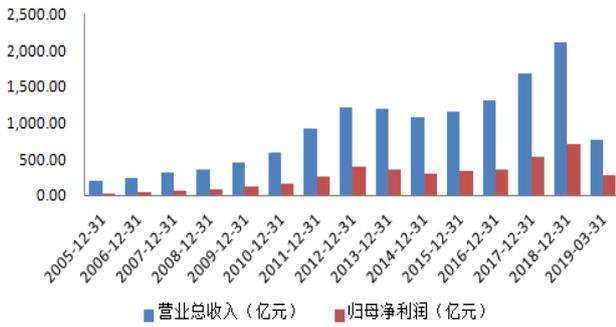
资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.2 上市公司业绩分化 强者恒强

白酒板块 2019Q1 业绩延续快增态势。2019 年 Q1，白酒板块实现营业总收入 765.42 亿元，同比增长 22.34%，增速同比下降 5.86 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 276.38 亿元，同比增长 28.07%，增速同比下降 8.79 个百分点。

图 21：白酒板块营收和净利润 (亿元)

图 22：白酒板块业绩同比增速 (%)



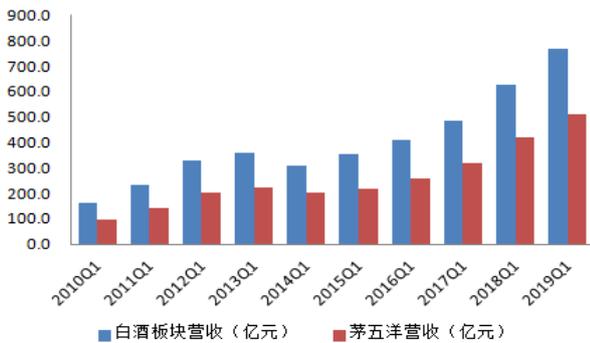
资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

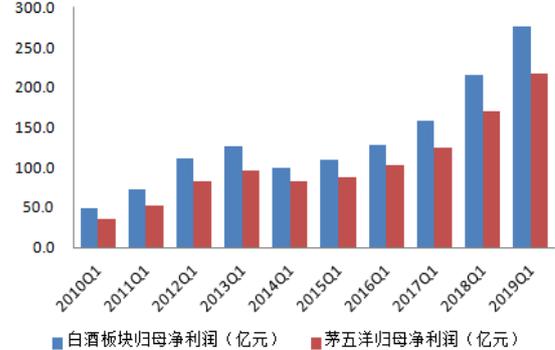
优质龙头强者恒强。白酒板块优势公司贵州茅台、五粮液和洋河股份业绩占整个板块的比重越来越高。2019Q1，茅五洋三强营收占比由 2010Q1 的 58%提高至 67%，归母净利润由 2010Q1 的 72%提高至 78.6%。成长性方面，2019Q1 高端白酒贵州茅台、五粮液和泸州老窖收入增速在 20%以上，净利润增速保持在 30%以上；次高端龙头洋河股份增速减缓至 15%左右；古井贡酒、水井坊、今世缘保持较快增长，口子窖增速有所减缓；舍得酒业收入加速增长，但净利润增速有所减缓。

图 23：茅五洋及白酒板块营收



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 24：白酒板块业绩同比增速 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 1：2019 年 Q1 白酒板块上市公司业绩

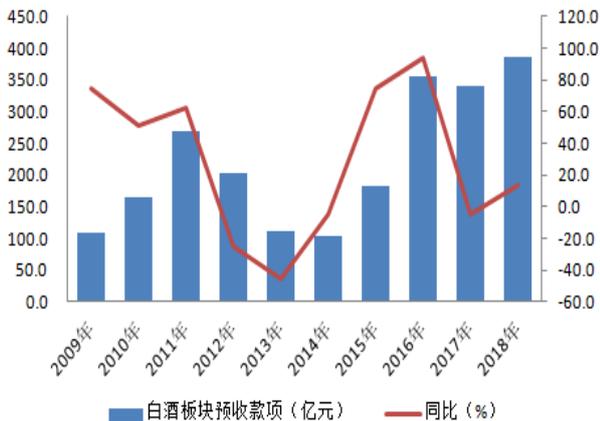
代码	名称	2019Q1 营业收入 (亿元)	2019Q1 归母净利润 (亿元)	2019Q1 营业收入同比 (%)	2019Q1 归母净利润同比 (%)	2018Q1 营业收入同比 (%)	2018Q1 归母净利润同比 (%)
600519.SH	贵州茅台	224.81	112.21	22.21	31.91	32.21	38.93
000858.SZ	五粮液	175.90	64.75	26.57	30.26	36.80	38.35
002304.SZ	洋河股份	108.90	40.21	14.18	15.70	25.68	26.69
000568.SZ	泸州老窖	41.69	15.15	23.72	43.08	26.20	32.74
600809.SH	山西汾酒	40.58	8.77	20.12	22.58	48.56	51.82
000596.SZ	古井贡酒	36.69	7.83	43.31	34.82	17.80	42.50
603369.SH	今世缘	19.55	6.41	31.07	26.00	31.10	31.79
603589.SH	口子窖	13.62	5.45	8.97	21.43	21.02	37.20
000860.SZ	顺鑫农业	47.65	4.29	19.95	17.17	3.37	94.61
603198.SH	迎驾贡酒	11.60	3.53	2.70	9.02	11.87	12.46
600779.SH	水井坊	9.30	2.19	24.25	41.16	87.73	68.01

600197.SH	伊力特	5.18	1.49	0.09	23.83	8.63	8.42
600559.SH	老白干酒	11.49	1.17	55.81	57.14	6.14	80.97
603919.SH	金徽酒	5.14	1.09	5.48	-9.92	5.44	6.63
600702.SH	舍得酒业	6.97	1.01	34.06	21.53	21.95	102.55
000799.SZ	酒鬼酒	3.46	0.73	30.46	16.18	46.12	68.88
600199.SH	金种子酒	2.89	0.09	-6.08	21.45	-11.64	17.13

资料来源：东莞证券研究所，wind

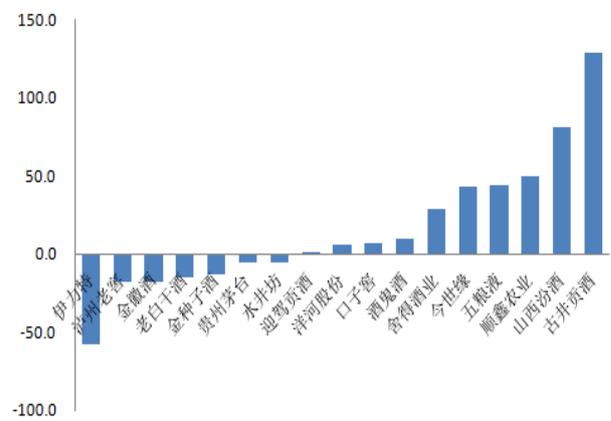
**预收账款保持稳增。**2018 年末白酒板块预收账款 387 亿元，同比增长 13.4%；其中优势白酒龙头贵州茅台预收款项 135.8 亿元，同比下降约 6%；五粮液预收款项 67.1 亿元，同比增长约 44%；洋河股份预收款项 44.7 亿元，同比增长 6.4%；泸州老窖预收款项 16 亿元，同比下降 18%。古井贡酒、山西汾酒、顺鑫农业、今世缘和舍得酒业预收款项保持较快增长。

图 25：SW 白酒板块预收账款及其增速（亿元，%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 26：2018 年末白酒上市公司预收款项同比（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

#### 4. 啤酒：景气度持续回升

**产销量有所回升。**2018 年，我国规模以上啤酒企业产量 3812.2 万千升，同比增长 0.5%，增速同比回升 1.2 个百分点。2019 年 1-4 月，我国规模以上啤酒企业产量 1128.8 万千升，同比增长 0.8%，保持温和回升。上市的啤酒公司青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒和珠江啤酒产销量均有所回升。

图 27：我国规模以上企业啤酒产量同比增速（%）

图 28：我国规模以上企业啤酒当月产量（万千升）



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 2：啤酒板块上市公司销量

证券代码	证券简称	2019Q1 销量 (万千升)	同比 (%)	2018 年销量 (万千升)	同比 (%)
600600.SH	青岛啤酒	216.6	6.6	803	0.8
600132.SH	重庆啤酒	22.49	5.04	94.43	6.4
002461.SZ	珠江啤酒	--	--	123.96 万吨	2.45
000729.SZ	燕京啤酒	118	3.31	392	-5.8
000929.SZ	兰州黄河	--	--	14.16	-13.14
600573.SH	惠泉啤酒	--	--	21.57	-8.19
000752.SZ	*ST 西发	--	--	6.92	-13.94

资料来源：公司公告，东莞证券研究所。“--”表示公司未公告。

**业绩持续回升。**2019 年 Q1，啤酒板块实现营业总收入 132.98 亿元，同比增长 8.03%，增速同比回升 4.48 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 9.8 亿元，同比增长 21.99%，增速同比回升 7.46 个百分点。上市公司中，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒业绩保持稳步回升，兰州黄河收入仍有所下滑，惠泉啤酒和西藏发展仍有所亏损。

表 3：2019Q1 啤酒板块上市公司业绩简况

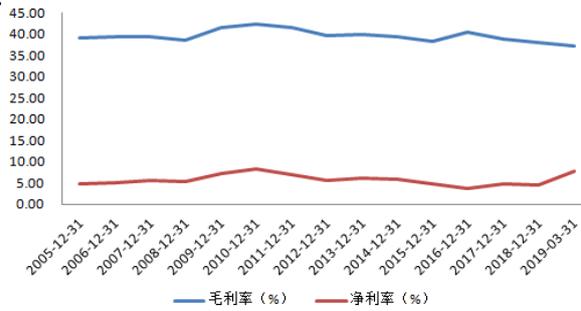
代码	名称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入同比 (%)	归母净利润同比增速 (%)
600600.SH	青岛啤酒	79.51	8.08	11.38	21.04
000729.SZ	燕京啤酒	34.48	0.59	5.13	8.66
600132.SH	重庆啤酒	8.33	0.86	2.53	13.39
002461.SZ	珠江啤酒	7.51	0.30	4.65	65.78
600573.SH	惠泉啤酒	1.25	-0.06	6.53	40.66
000929.SZ	兰州黄河	1.18	0.25	-22.02	555.43
000752.SZ	*ST 西发	0.71	-0.22	-21.86	-752.18

资料来源：东莞证券研究所，wind

**盈利能力有所回升。**2019Q1，啤酒板块毛利率同比回升 0.28 个百分点至 37.19%，主要受益于提价；期间费用率同比下降 0.6 个百分点至 19.45%，其中销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.2 个百分点和 0.59 个百分点，分别达到 14.88%和 5.74%；财务费用率同比提高 0.18 个百分点至-1.17%。净利率受益于毛利率回升和费用率下降同比提高 0.84 个百分点至 7.86%。

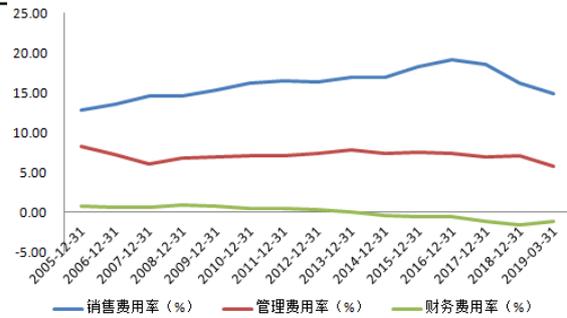
图 29：啤酒板块毛利率净利率 (%)

图 30：啤酒板块期间费用率 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

食品饮料行业 2019 年下半年投资策略



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 4：2019Q1 啤酒板块上市公司盈利能力

证券代码	证券简称	2019Q1 毛利率 (%)	2019Q1 净利率 (%)	2019Q1 期间费用率 (%)	2019Q1 毛利率同比 (%)	2019Q1 净利率同比 (%)	2019Q1 期间费用率同比 (%)
600600.SH	青岛啤酒	39.66	10.61	19.73	-0.44	0.90	-0.79
600132.SH	重庆啤酒	37.40	12.10	16.86	2.36	1.53	-0.97
002461.SZ	珠江啤酒	37.02	4.35	23.30	3.77	1.44	2.53
000729.SZ	燕京啤酒	32.48	2.01	20.09	0.31	0.05	0.36
000929.SZ	兰州黄河	29.93	20.98	22.43	-5.72	22.18	2.77
600573.SH	惠泉啤酒	25.91	-4.82	21.17	5.29	3.75	1.88
000752.SZ	*ST 西发	21.60	-27.37	40.86	-1.78	-37.65	30.34

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 5. 大众品板块：持续关注优质成长性龙头

### 5.1 调味品：行业增长潜力仍大 龙头增长稳健

产销量保持稳增，龙头表现更为稳健。2018 年，我国规模以上酱油企业酱油总产量 575.65 万吨，同比增长 4.3%。2018 年，调味品公司除加加食品产销量持续下滑外，其他四家公司产销量均有不同程度的增长。其中海天味业酱油、调味酱和蚝油销量分别同比增长 14.78%、2.98%和 24.65%，产量分别同比增长 15.37%、1.89%和 22.28%。中炬高新酱油和鸡精鸡粉销量分别同比增长 7.81%和 7.27%，产量分别同比增长 10.52%和 8.22%。恒顺醋业醋和料酒销量分别同比增长 8.83%和 33.42%，产量分别同比增长 10.21%和 36.8%。千禾味业酱油和食醋销量分别同比增长 16.92%和 7.78%，产量分别同比增长 18.59%和 7.27%。

图 31：我国规模以上企业酱油当月产量及同比增速

图 32：我国规模以上企业酱油累计产量及同比增速



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

**调味品上市龙头业绩保持稳增。**2019 年 Q1，调味品板块实现营业总收入 80.25 亿元，同比增长 14.22%，增速同比降低 0.36 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 18.45 亿元，同比增长 15.58%，增速同比下降 13.83 个百分点；净利润增速下降较多主要受上年同期资产处置收益基数较大，扣非后归母净利润同比增长 19.4%，增速同比下降 3.1 个百分点。龙头海天味业业绩保持稳增，酱油、调味酱、蚝油营收分别同比增长 14.68%、6.13%和 24.63%。中炬高新调味品业务保持快增，美味鲜子公司营收同比增长 15.31%，归母净利润同比增长 33.77%。恒顺醋业业绩保持快增，主要得益于提价及销量上升。千禾味业收入保持快增，净利润有所下滑主要受上年同期较大的资产处置，扣非净利润保持较快增长。

表 5：2019Q1 调味品板块上市公司业绩简况

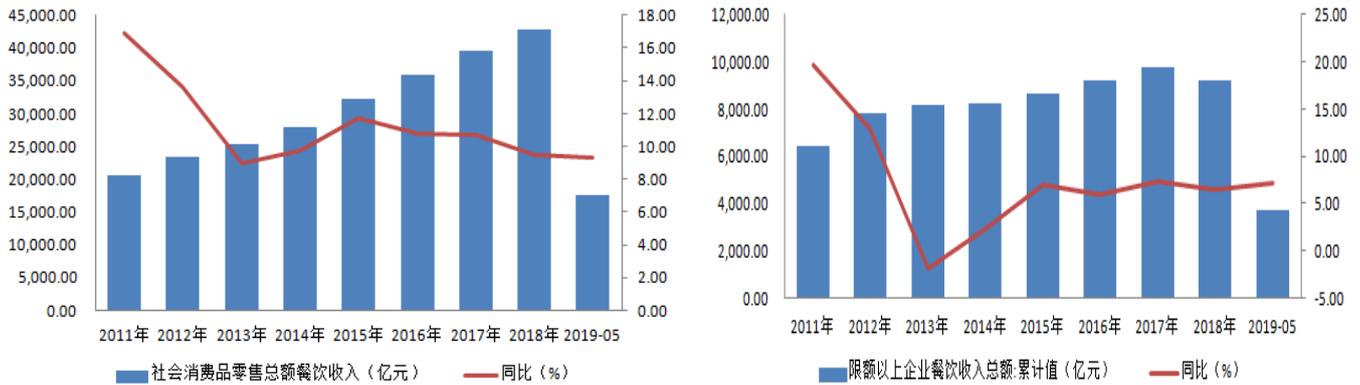
代码	名称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入同 比 (%)	归母净利润同 比 (%)	扣非归母净利 润同比 (%)
603288.SH	海天味业	54.90	14.77	16.95	22.81	21.46
600872.SH	中炬高新	12.31	1.89	6.72	11.53	8.63
002650.SZ	加加食品	5.53	0.56	3.75	2.42	2.58
600305.SH	恒顺醋业	4.60	0.72	15.15	21.66	25.46
603027.SH	千禾味业	2.91	0.51	18.46	-54.05	19.07

资料来源：东莞证券研究所，wind

**餐饮业持续增长，带动调味品需求上升。**调味品的市场需求大约有 40%来自家庭消费。2018 年，我国餐饮行业收入 4.27 万亿元，同比增长 9.47%；限额以上餐饮收入 9236.36 亿元，同比增长 6.43%。2019 年 1-5 月，我国餐饮业收入 1.76 万亿元，同比增长 9.3%；限餐饮收入 3702 亿元，同比增长 7.1%，增速与上年同期持平。近几年，我国调味品占餐饮业的比重逐年攀升，但目前仍不足 10%。未来随着餐饮业的持续增长、连锁化及特色化，餐饮业对调味品的需求巨大。

图 33：餐饮业收入及其增速（亿元，%）

图 34：限额以上餐饮企业收入及其增速（亿元，%）



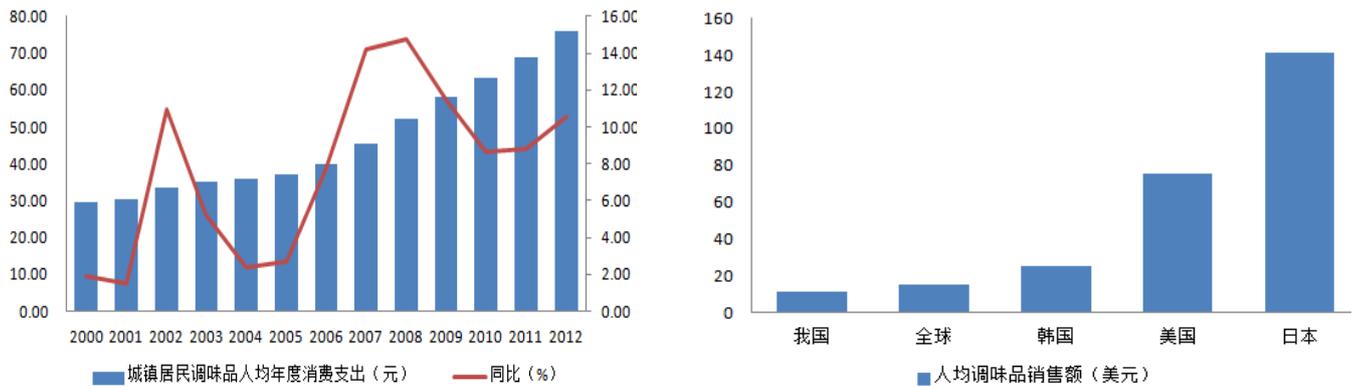
资料来源：东莞证券研究所, wind

资料来源：东莞证券研究所, wind

家庭消费还有较大增长空间。调味品的市场需求大约有 30%来自家庭消费。2010-2012 年我国城镇居民人均可支配收入年均复合增速约为 12%，城镇居民人均年度消费支出年均复合增速约为 11%，其中调味品人均年度消费支出年均复合增速约为 8%。根据统计局数据，2012 年我国城镇居民人均调味品支出仅 76 元，占当年城镇居民人均年度消费性支出仅 0.5%。随着人均收入的提高，人们对调味品的支出金额将持续提升。与日韩美及世界平均人均调味品消费额相比，我国居民调味品支出还有很大增长空间。

图 35：城镇居民调味品人均年度消费支出及同比

图 36：人均调味品销售额对比



资料来源：东莞证券研究所, wind

资料来源：东莞证券研究所, wind

## 5.2 乳制品：龙头市场份额持续提升

产销量保持稳增。2018 年，我国规模以上乳制品企业液态奶产量 2687 万吨，同比增长 4.4%，增速同比提高 0.2 个百分点。2019 年 1-4 月，我国规模以上乳制品企业产量 827.4 万吨，同比增长 5.4%，增速同比下降 2.8 个百分点。2018 年，我国规模以上乳制品企业总销量 2681.5 万吨，产销率 100%。2019 年 1-3 月，我国规模以上乳制品企业总销量达到 628.9 万吨，产销率 99.5%，产销率基本保持稳定。

图 37：我国规模以上企业乳品累计产量及同比增速

图 38：我国规模以上企业乳品累计销量及产销率



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

龙头经营稳健，中小乳企经营压力大。2019 年 Q1，乳制品板块（共 11 家样本公司，下同）实现营业总收入 331.75 亿元，同比增长 14.43%，增速同比下降 1.13 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 25.83 亿元，同比增长 9.63%，增速同比下降 5.49 个百分点。乳品龙头伊利股份营收和归母净利润分别为 231.3 亿元和 22.76 亿元，占整个乳品板块营收和归母净利润的比重分别约为 70%和 88%。光明乳业营收和归母净利润分别为 54.52 亿元和 1.41 亿元，占整个乳品板块营收和归母净利润的比重分别约为 16%和 5%。龙头伊利股份收入保持两位数增长，光明乳业业绩企稳回升。其他地方性中小乳品企业盈利规模较小，业绩增长较为乏力。

图 39：乳制品板块营收和净利润（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 40：乳制品板块业绩增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

表 6：2019Q1 乳制品板块上市公司业绩简况

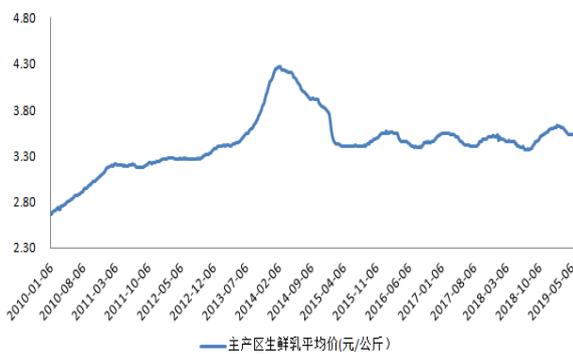
代码	名称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入同比 (%)	归母净利润同比增速 (%)
600887.SH	伊利股份	231.30	22.76	17.10	8.36
600597.SH	光明乳业	54.52	1.41	5.51	4.03
600429.SH	三元股份	19.43	0.53	10.89	48.60
002570.SZ	贝因美	6.33	0.09	16.37	12.67
002329.SZ	皇氏集团	4.67	0.11	4.04	10.87
600419.SH	天润乳业	3.48	0.31	15.97	10.19
600882.SH	妙可蓝多	2.98	0.00	57.52	101.91
002770.SZ	科迪乳业	2.90	0.30	6.22	28.13
002732.SZ	燕塘乳业	2.81	0.11	8.82	15.09
002910.SZ	庄园牧场	1.93	0.18	17.32	4.24
002719.SZ	麦趣尔	1.39	0.03	-1.35	-62.06

资料来源：东莞证券研究所，wind

双寡头竞争格局稳定，龙头市场份额持续提升。2017 年，伊利和蒙牛在国内常温液态奶市场占有率约为 61%。2018 年，根据尼尔森零研数据显示，伊利股份常温及低温液态奶业务的零售额市占份额为 36.8%和 16.6%，分别同比提高了 2.3 和 0.5 个百分点；婴幼儿配方奶粉的零售额市占份额为 5.8%，同比提高了 0.6 个百分点。

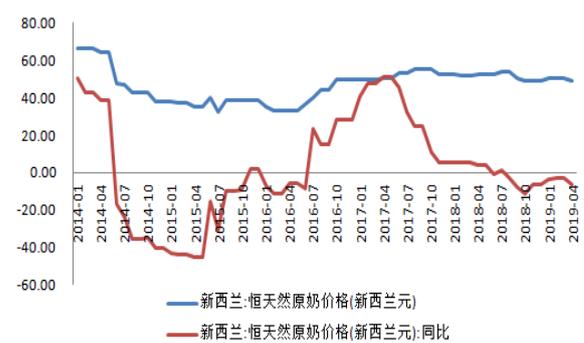
短期竞争有望趋缓。国内奶牛存栏量连续五年下降，2017 年国内奶牛存栏量 1340 万头，2018 年国内奶牛存栏量进一步下滑。全球主要乳制品出口国家和地区牛奶产量同比增速持续减缓，全球原奶供给将由过剩转向偏紧格局，原奶价格可能将触底反弹。国内原奶价格自 2018 年 8 月开始逐步回升。国际供给格局偏紧将支撑原奶价格温和复苏。成本压力的上升将促使下游乳企减轻促销力度，销售费用有望下降，净利率有望回升。

图 41：我国主产区生鲜乳价格（元/公斤）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 42：恒天然原奶价格



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 5.3 其他细分龙头

卤制品龙头绝味食品仍处于销售渠道快速扩张期，未来将持续下沉渠道和扩充品类，业绩有望保持快增。坚果炒货龙头洽洽食品未来将立持续足于瓜子和坚果两大战略核心领域，逐步拓展休闲食品细分领域核心单品，收入增速有望回升。香飘飘传统杯装奶茶有望稳增，果汁茶有望持续放量，业绩有望高增。

表 7：2019Q1 食品饮料行业其他细分龙头业绩简况

代码	名称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	营业收入同比（%）	归母净利润同比增速（%）
603517.SH	绝味食品	11.54	1.81	19.63	20.38
603156.SH	养元饮品	24.95	8.50	-12.53	-8.56
603711.SH	香飘飘	8.37	0.52	28.26	83.61
600298.SH	安琪酵母	18.20	2.37	11.61	-14.56
002507.SZ	涪陵榨菜	5.27	1.55	3.81	35.15
002557.SZ	洽洽食品	10.40	1.14	1.26	35.75
603866.SH	桃李面包	11.42	1.21	15.52	12.11
300146.SZ	汤臣倍健	15.71	4.97	47.17	33.69

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 6. 投资策略

行业景气度延续，维持对行业的推荐评级。白酒一线龙头经营更趋于稳健，当前茅台五粮液价格坚挺，茅台近两年提价可能性不大，2019 年量增较少，2020 年将达到 5.6 万吨基酒生产能力，之后几年估计不会再扩产。当前茅台挺价，多数酒企终端控货提价以梳理渠道，为三季度旺季做准备。今年茅台继续供不应求，利好五粮液和泸州老窖走量。高端酒价格上调，次高端提价空间打开，关注市场预期低点的洋河股份，其他关注古井贡酒、今世缘、山西汾酒等。大众品关注估值合理兼具成长性的细分优势龙头伊利股份、海天味业、千禾味业、中炬高新、恒顺醋业、洽洽食品、绝味食品、涪陵榨菜、香飘飘等。

## 7. 风险提示

食品安全问题、原料成本上升、竞争加剧等。

表 8：重点公司盈利预测及投资评级（2019/6/14）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
600519	贵州茅台	913.00	28.02	33.75	39.33	32.6	27.1	23.2	推荐	维持
000858	五粮液	104.96	3.45	4.36	5.22	30.4	24.1	20.1	推荐	维持
002304	洋河股份	113.85	5.39	6.19	7.06	21.1	18.4	16.1	推荐	维持
000568	泸州老窖	70.24	2.38	3.10	3.80	29.5	22.7	18.5	推荐	维持
600809	山西汾酒	58.68	1.68	2.10	2.57	34.9	27.9	22.9	推荐	维持
600887	伊利股份	31.78	1.06	1.16	1.30	30.1	27.4	24.4	推荐	维持
603288	海天味业	102.97	1.62	1.97	2.31	63.7	52.2	44.7	推荐	维持
600872	中炬高新	38.65	0.76	0.91	1.08	50.7	42.2	35.8	谨慎推荐	维持
600305	恒顺醋业	15.90	0.39	0.44	0.51	40.9	36.5	31.3	谨慎推荐	维持
603027	千禾味业	20.60	0.53	0.54	0.65	39.2	38.2	31.5	谨慎推荐	维持
000895	双汇发展	24.07	1.49	1.61	1.77	16.2	15.0	13.6	谨慎推荐	维持
600298	安琪酵母	30.62	1.04	1.14	1.26	29.5	26.8	24.3	推荐	维持
002507	涪陵榨菜	28.05	0.84	1.01	1.21	33.5	27.9	23.2	推荐	维持
603517	绝味食品	35.21	1.12	1.34	1.61	31.5	26.3	21.9	谨慎推荐	维持
603711	香飘飘	29.40	0.75	0.95	1.13	39.2	31.1	26.0	谨慎推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，wind

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn