

食品饮料

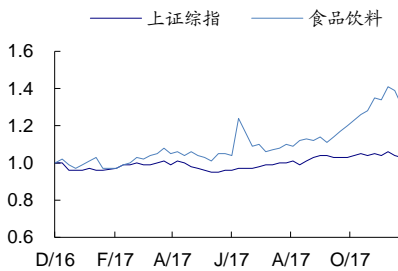
2019年下半年投资策略

超配

(维持评级)

2019年06月20日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《月度观点: 5月投资策略: 业绩开门红, 关注外资纳入窗口》——2019-05-08

《月度观点: 4月投资策略: 茅台迎开门红, 关注Q1业绩前瞻》——2019-04-09

《啤酒行业深度报告: 量稳价增利好频现, 空间广阔向阳而生》——2019-04-03

《月度观点: 3月投资策略: 关注外资流入, 期待春糖反馈》——2019-03-11

《专题报告: 理性升级, 智慧转型——2018线上餐饮消费白皮书》——2019-03-06

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

联系人: 孙山山

电话: 13751048798
E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业策略

寻找确定龙头显优势, 下半年投资三主线

● 在不确定中寻找确定性

从宏观经济背景来看, 市场不确定性和避险情绪由于5月以来再趋紧张的中美贸易战影响再度攀升, 双边摩擦的升级加大市场波动, 对相关企业后续盈利情况产生更大的不确定性, 食品饮料行业必选消费的防御属性以及历史上较高的盈利稳定性, 成为资金很好的避风港。食品饮料作为行业中具有稳定高ROE的代表, 表明行业内企业具有更强的竞争力和盈利力, 而持续高ROE的企业通常也需要稳定较高的成长来实现, 这种稳定性在当下也有望获得更高的估值溢价。

● 日本贸易战启示录

回顾日本与美贸易战期间, 外部环境及经济压力加剧, 国内投资增加对消费有所挤出, 但食品饮料零售销售额在市场波动最剧烈的阶段依然保持了4-6%的增长, 90年代市场剧烈波动的背景下食品饮料支出占家庭总支出比例稳定保持约25%。必选消费行业的刚性需求特征显露无疑, 食品饮料行业整体显现了很强的韧性。随后十年日本的消费结构和习惯迎来了健康化、品牌化、便捷化的升级过程, 日经指数市值占比中消费和医疗保健板块提升最明显, 其中消费服务(必选消费)和医疗保健行业分别提升5.7pcts、4.6pcts至9.5%、7.5%, 贸易战后食品饮料类龙头如龟甲万、麒麟、朝日、明治经过洗礼, 亦逐渐成长为行业龙头, 不断跑赢市场指数。

● 投资三主线: 确定性、成长性、低估值

Q1业绩整体表现积极, Q2以来动销稳健, 高端白酒集中度提升、对渠道掌控能力提升, 次高端酒虽然增速自高位回稳, 但在产品升级和区域布局上仍能积极匹配市场需求。大众品龙头优势明显, Q2以来部分行业虽阶段性增速有所回落, 但行业内部结构性升级及龙头在通胀背景下的定价权和成本转移优势更加凸显。当前背景下, 下半年投资策略可遵循三主线: 1. **优选确定性:** 高渗透率背景下的存量竞争, 龙头有望持续享受竞争红利、构建壁垒, 享受估值溢价; 2. **优选成长性:** 选择人均消费、行业规模空间仍有较大空间、景气度立稳朝上的成长性行业比如保健品、小食品等; 3. **优选低估值:** 考虑资金配置成本及抗跌防御属性, 可以优选低估值中具备业绩边际改善潜力的公司优先配置。

● 投资建议

食品饮料作为各板块中具有稳定高ROE的代表, 在当前宏观经济波动和外部环境不确定性加大的背景下, 具备很好的配置机会。结合行业基本面、市场表现及估值分析, 重点推荐五粮液、泸州老窖、贵州茅台、伊利股份、汤臣倍健、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、千禾味业、安琪酵母。 **风险因素:** 宏观经济波动风险; 成本波动风险; 食品安全风险

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | PE | |
|--------|------|------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 600519 | 贵州茅台 | 买入 | 932.01 | 11,708 | 33.56 | 38.82 | 25.69 | 22.21 |
| 000858 | 五粮液 | 买入 | 105.90 | 4,111 | 4.35 | 5.28 | 22.37 | 18.43 |
| 600887 | 伊利股份 | 买入 | 31.75 | 1,936 | 1.25 | 1.48 | 24.00 | 20.27 |
| 000568 | 泸州老窖 | 买入 | 71.00 | 1,040 | 3.14 | 3.98 | 21.27 | 16.78 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 买入 | 47.19 | 604 | 1.29 | 1.54 | 34.96 | 29.29 |
| 300146 | 汤臣倍健 | 买入 | 18.05 | 265 | 0.91 | 1.15 | 19.84 | 15.70 |
| 603517 | 绝味食品 | 买入 | 35.38 | 203 | 1.88 | 2.26 | 18.29 | 15.21 |
| 600132 | 重庆啤酒 | 买入 | 43.80 | 212 | 1.01 | 1.18 | 42.47 | 36.35 |
| 603027 | 千禾味业 | 买入 | 20.08 | 92 | 0.70 | 0.91 | 25.49 | 19.60 |
| 600298 | 安琪酵母 | 买入 | 30.76 | 253 | 1.22 | 1.44 | 25.21 | 21.36 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 在不确定中寻找确定性..... | 4 |
| 日本贸易战启示录..... | 5 |
| 行业增速趋缓，龙头优势彰显..... | 7 |
| 白酒类：估值基本修复到位，头部效应日趋明显 | 7 |
| 大众品龙头优势凸显，子板块表现分化 | 9 |
| 线上5月保健品有所回落，休闲龙头量价齐升 | 10 |
| 投资三主线：确定性、成长性、低估值 | 13 |
| 优选确定性：加速集中，龙头溢价 | 14 |
| 优选成长性：爆品放量，收入攀升 | 22 |
| 优选低估值：业绩稳健，以攻为守 | 26 |
| 重点公司推荐..... | 27 |
| 投资建议..... | 31 |
| 风险提示..... | 31 |
| 宏观经济波动..... | 31 |
| 行业竞争风险..... | 31 |
| 食品安全风险..... | 31 |
| 国信证券投资评级..... | 32 |
| 分析师承诺 | 32 |
| 风险提示 | 32 |
| 证券投资咨询业务的说明..... | 32 |

图表目录

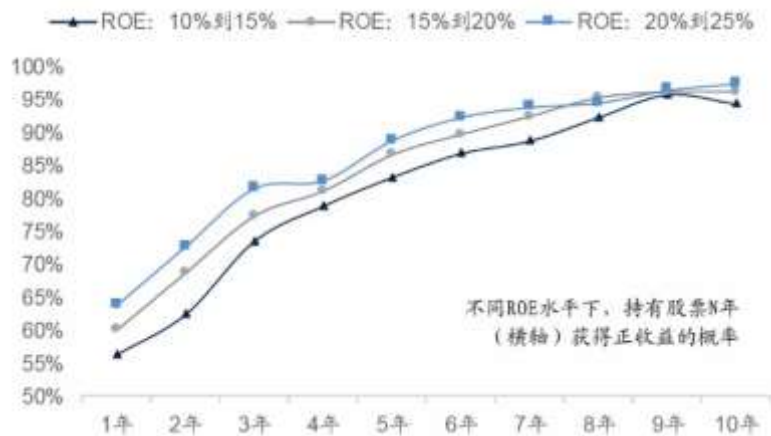
| | |
|--|----|
| 图 1: 高 ROE 组合获正收益概率随持有年限增加 | 4 |
| 图 2: 申万一级行业 ROE 均值与波动性对比 | 4 |
| 图 3: 日经 225 指数贸易战期间波动较明显 | 5 |
| 图 4: 贸易战影响期间食品饮料销售额保持增长 | 6 |
| 图 5: 日经 225 一级行业市值占比变化 | 6 |
| 图 6: 龟甲万股价贸易战后相对受益跑赢大盘 | 7 |
| 图 7: 2016Q1-2019Q1 白酒板块营收增速一览 | 8 |
| 图 8: 2016Q1-2019Q1 白酒板块归母净利润增速一览 | 8 |
| 图 9: 2019 年以来白酒 PE (TTM-整体法) 估值变化一览 | 9 |
| 图 10: 2016Q1-2019Q1 白酒板块市占率一览 | 9 |
| 图 11: 2015A-2018A 白酒板块市占率一览 | 9 |
| 图 12: 保健食品行业全网销售额及变化 | 11 |
| 图 13: 保健食品行业全网销量及销售均价 | 11 |
| 图 14: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额 | 11 |
| 图 15: 休闲食品行业全网销售额 (元) | 12 |
| 图 16: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件) | 12 |
| 图 17: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额 | 12 |
| 图 18: 食品饮料行业分版块 PE | 13 |
| 图 19: 食品饮料板块估值低于历史均值 | 13 |
| 图 20: 食品制造业收入利润增速与食品 CPI 同比历史比较 | 14 |
| 图 21: 近期白酒 PE (TTM-整体法) 估值变化一览 | 15 |
| 图 22: 对比其他品类调味品 CR10 偏低较低 | 16 |
| 图 23: 各国调味品 CR10 对比 | 16 |
| 图 24: 调味品子品类集中度差异大 | 16 |
| 图 25: 调味品各品牌净利率比较 | 17 |
| 图 26: 伊利、蒙牛常温产品市场份额 | 17 |
| 图 27: 伊利、蒙牛低温产品市场份额 | 17 |
| 图 28: 2002-2018 年中国新出生人口数量 (万人) | 18 |
| 图 29: 2012-2020 年中国婴童消费市场规模及增速 (亿元) | 18 |
| 图 30: 2018 年中国婴幼儿用品月均消费金额 | 19 |
| 图 31: 2013-2019 年中国牛奶产品销售额 (亿元) | 19 |
| 图 32: 2010-2017 年液态奶线上销售占比 | 19 |
| 图 33: 啤酒行业产能利用率低, 龙头产能利用率仅能维持在 70% | 21 |
| 图 34: 国内外主要啤酒公司毛利率 (2008~2017) | 21 |
| 图 35: 国内外主要啤酒公司 EBITDA 利润率 (2008~2017) | 21 |
| 图 36: 海外龙头与国内品牌吨酒市值存在明显差距 | 22 |
| 图 37: 18Q3-19Q1 果汁茶销量 (万箱) 一览 | 23 |
| 图 38: 2013A-2018A 盐津铺子营收 (亿) 及 yoy (%) 一览 | 23 |
| 图 39: 2018A-2021E 营收 (亿) 及 yoy (%) 一览 | 24 |
| 图 40: 2018A-2021E 归母净利润 (亿) 及 yoy (%) 一览 | 24 |
| 图 41: 2018~2022 年中国保健品行业规模预测 | 24 |
| 图 42: 2016 年主要国家及地区膳食营养补充剂行业 CR5 情况 | 25 |
| 图 43: 我国益生菌市场规模及预测 | 26 |
| 图 44: 我国益生菌市场需求结构 | 26 |
| 图 45: 安琪酵母历史估值波动区间 | 27 |
| | |
| 表 1: 2019Q1 上市酒企个股营收 (亿)、归母净利润 (亿) 及 yoy (%) | 8 |
| 表 2: 食品分子板块收入增速表现 | 10 |
| 表 3: 食品分子板块利润增速表现 | 10 |
| 表 4: 2018 年初至今白酒个股涨跌幅前十名一览 | 15 |
| 表 5: 伊利近两年来收购事件梳理 | 18 |
| 表 6: 五大啤酒龙头企业产品分类 | 20 |
| 表 7: 各地区保健品份额前五企业梳理 | 25 |
| 表 8: 低估值前 20 名公司 | 26 |
| 表 9: 食品饮料行业重点推荐公司估值表 | 31 |

在不确定中寻找确定性

中美贸易战升级，不确定性下食品饮料成为较好的避风港。从宏观经济背景来看，市场不确定性和避险情绪由于5月以来再趋紧张的中美贸易战影响再度攀升，双边摩擦的升级加大市场波动，对相关企业后续盈利情况产生更大的不确定性，这个时点下资金更倾向于寻找具有一定盈利稳定性以及行业供需整体比较稳定的板块进行配置，食品饮料行业必选消费的防御属性以及历史上较高的盈利稳定性，成为资金很好的避风港。

高确定性带来更高估值溢价。从确定性来看，市场对企业盈利稳定性给予更多的估值溢价，高ROE不仅表明企业更强的竞争力和盈利力，而持续高ROE的企业通常也需要稳定较高的成长来实现，因此也通常获市场更多认可。国信策略组通过回溯历史数据发现，企业能够拥有持续、稳定、较高的ROE时，股价上涨概率很高，甚至可以忽略估值的影响，也是在避险情绪中中最能够把握住的“确定性”。较高的ROE会影响上市公司股价的平均收益率，而ROE的稳定则会影响股价获得正收益的概率。

图 1: 高 ROE 组合获正收益概率随持有年限增加



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所策略组整理

食品饮料作为各板块中具有稳定高ROE的代表,在当前宏观经济波动和外部环境不确定性加大的背景下,具备很好的配置机会,而这种稳定性也有望获得更高的估值溢价。

图 2: 申万一级行业 ROE 均值与波动性对比



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所策略组整理

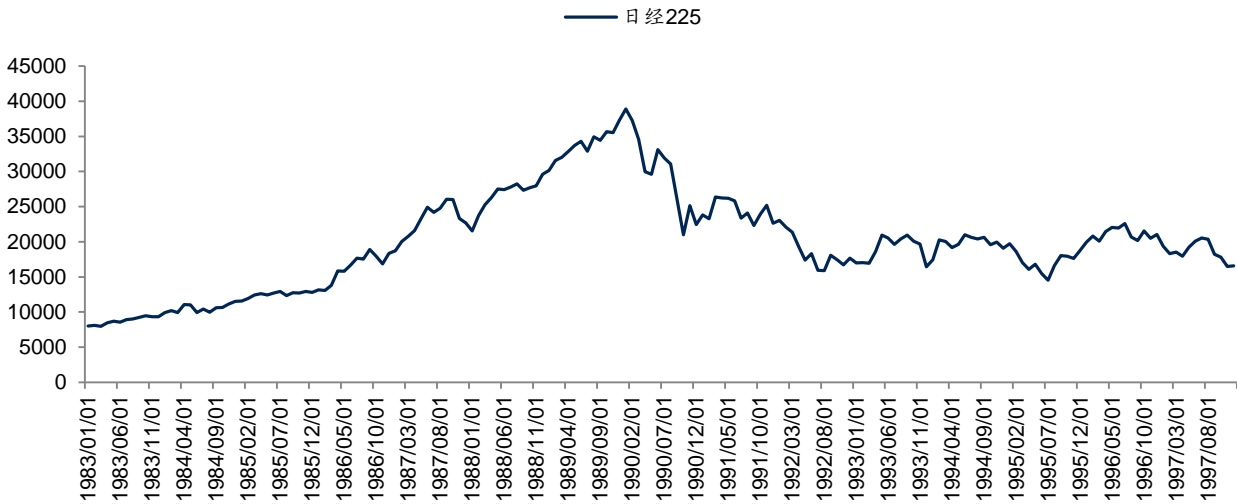
日本贸易战启示录

在当前局势下，为了更好理解中美贸易战对资本市场的影响以及更好掌握在这个阶段的市场规律，我们尝试通过借鉴分析历史上日本与美国在贸易战期间及随后的市场表现，为当下投资决策提供参考。

1980s-1990s 日美贸易战迎来最激烈的阶段，随后日本泡沫破裂。 广义来说，日本与美国的贸易战从上世纪 1960s 延续到 90s 年代，其中涵盖的行业范围较广，包括了 60 年代的纺织品行业、70 年代的钢铁及家电行业以及 80 年代的汽车及电子行业，但其中最为激烈的当属 1985 年广场协议后的阶段，日本开始了举债式的公共投资，当时日元升值导致贸易顺差减少，经济通胀双双下行，为了提振内需对冲贸易战，日本采取了宽松货币政策和积极财政政策，1989 年后日本短时间内连续 5 次加息，进而推动了股票市场和楼市的过热投机，泡沫随之破裂。

首先从市场表现来看，必选消费行业防御属性较强。泡沫形成阶段 1985-1990 日经指数从 15000 点增长至 37000 点，泡沫破灭后的 1990 年-1991 年期间，日经指数从 37000 跌至 22000 点，跌幅达 41%。从子行业来看，1990 年-1991 年日经指数下跌期间，消费品类中的医药、食品饮料表现显著优于日经指数，其中食品饮料行业指数跌幅为 35%，市场排名第 5，仅次于金融(-29%)、医药(-31%)、建筑(-31%)、银行(-33%)，必选消费行业体现较强的抗跌防御属性。

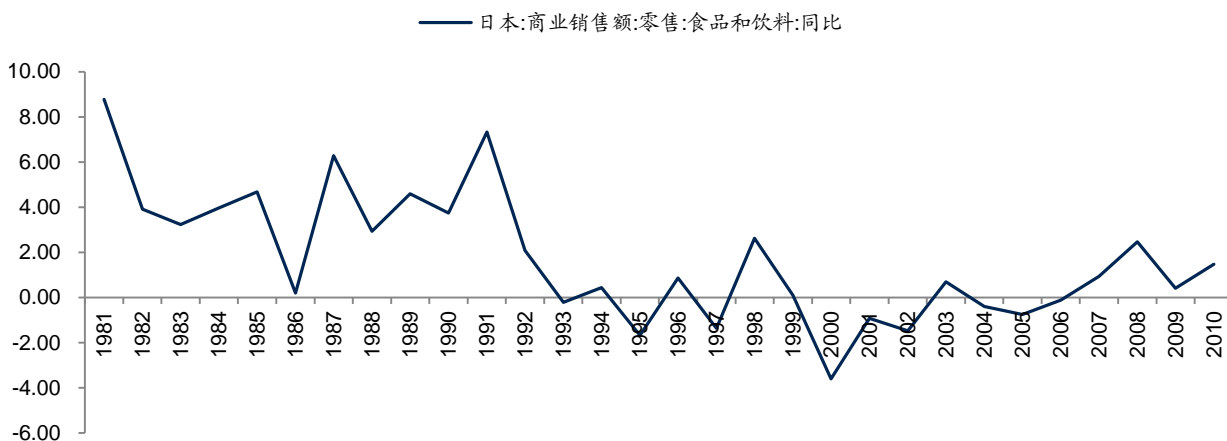
图 3：日经 225 指数贸易战期间波动较明显



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

从子行业基本面来看，虽然外部环境及经济压力加剧，外贸受挫，国内投资增加对消费有所挤出，但食品饮料零售销售额在市场波动最剧烈的阶段依然保持了 4-6% 的增长，90 年代市场剧烈波动的背景下食品饮料支出占家庭总支出比例稳定保持约 25%。尽管在随后的十年食品饮料增速有所放缓，日本的消费结构和习惯迎来了健康化、品牌化、便捷化的升级过程，但从贸易战导致市场波动最明显的阶段来看，必选消费行业的刚性需求特征显露无疑，食品饮料行业整体显现了很强的韧性。

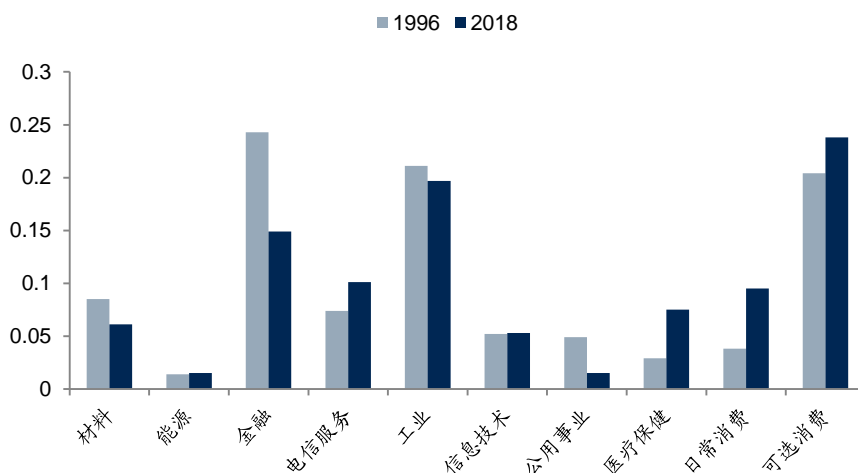
图 4: 贸易战影响期间食品饮料销售额保持增长



资料来源:日本财务省,国信证券经济研究所整理

必选消费及医疗保健随后市值占比提升。从贸易战随后的市场表现来分析,日经 225 指数一级行业结构变迁过程显示,自 1996 至 2018 年的 22 年间,金融、工业、基础材料行业的市值占比下降,其中金融行业的占比下降最快,从 24.3% 下降至 14.9%。消费服务(必选消费)、消费产品(可选消费)、医疗保健市值占比提升,其中消费服务(必选消费)和医疗保健行业的占比提升最快,分别提升 5.7pcts、4.6pcts 至 9.5%、7.5%。

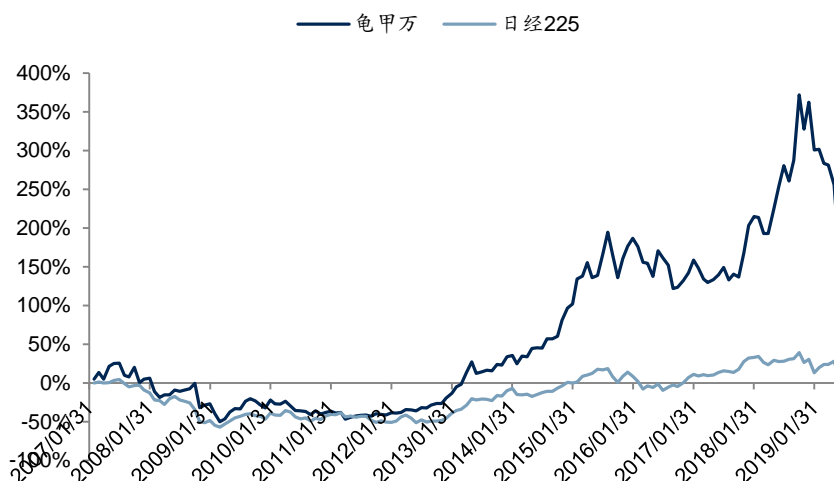
图 5: 日经 225 一级行业市值占比变化



资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

从重点公司来看,贸易战期间调味品龙头龟甲万的股价较日经指数要更为坚挺,且随着时间推进不断跑赢指数。1980 年-1999 年期间,食品加工分类中冷冻食品、软饮、调味品销售额分别增长 210%、180%、65%,引领了行业的增长,把握住机遇的优秀企业如啤酒行业的麒麟及朝日、调味品行业龟甲万及味之素、饮料业明治等获得迅速增长,截止 2018 年,上述 5 家企业市值均破万亿日元。从消费龙头分布行业看,汽车、零售和食品饮料等行业涌现龙头更多,消费升级过程中,上述行业逐渐集中化、品牌化延伸,龙头资源聚集效应明显,更容易快速成长为明星企业,如调味品行业的龟甲万正突破了本国行业经济放缓期,实现了稳定的成长。

图 6: 龟甲万股价贸易战后相对受益跑赢大盘



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

行业增速趋缓，龙头优势彰显

业绩 Q1 开门红，Q2 量稳价增景气较高。从业绩来看，白酒 2018 年报和 2019 年 Q1 业绩整体表现积极，老窖、茅台、五粮液、古井、口子等白酒业绩更有超预期表现，部分次高端白酒由于季度费用投放，季报利润有所回调，但仍呈现产品结构不断提升，高端产品量价齐升良好态势，打消了市场对白酒去年 H2 以来过度消极的担忧，业绩增长普遍在 20%-30% 以上，顺利实现开门红。调研显示春节白酒消费热度超预期，进入 Q2 淡季以来动销稳健，高端白酒集中度提升、对渠道掌控能力提升，次高端酒虽然增速自高位回稳，但在产品升级和区域布局上仍能积极匹配市场需求，受宏观经济波动影响有限，长远看白酒行业预计仍能保持稳健增长，年初以来估值修复明显，可进一步寻求业绩稳健兑现、估值性价比较高的标的进行配置。

白酒类：估值基本修复到位，头部效应日趋明显

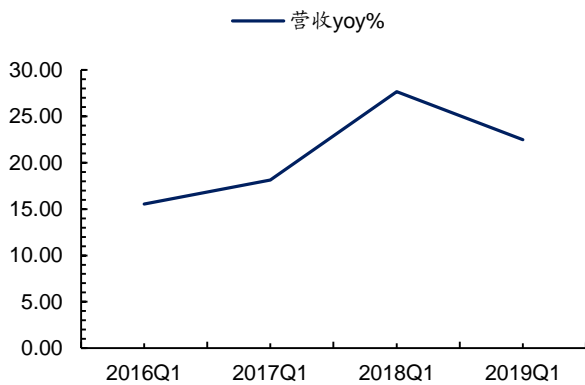
18Q1 是阶段性高点，高基数维持稳健增长不易。近四个季度白酒板块营收及归母净利润增速在 2018Q1 为阶段性高点，板块营收增速为 27.65%，归母净利润增速为 36.56%。2019Q1 相对 2018Q1 高基数下仍保持稳定增长，板块营收增速为 22.47%，归母净利润增速为 27.84%，同比增速有所放缓主要有以下几个原因：第一，春节错峰因素所致；第二，行业竞争加剧，进入存量博弈，部分中小酒企加速退出白酒市场；第三，中美贸易战等外围环境所致。

表 1: 2019Q1 上市酒企个股营收 (亿)、归母净利润 (亿) 及 yoy (%)

| 个股名称 | 营收 (亿) | yoy% | 归母净利润 (亿) | 归母净利润 yoy% |
|--------|--------|--------|-----------|------------|
| 贵州茅台 | 224.81 | 22.21 | 112.21 | 31.91 |
| 五粮液 | 175.90 | 26.57 | 64.75 | 30.26 |
| 泸州老窖 | 41.69 | 23.72 | 15.15 | 43.08 |
| 洋河股份 | 108.90 | 14.18 | 40.21 | 15.70 |
| 山西汾酒 | 40.58 | 20.12 | 8.77 | 22.58 |
| 水井坊 | 9.30 | 24.25 | 2.19 | 41.16 |
| 酒鬼酒 | 3.46 | 30.46 | 0.73 | 16.18 |
| 舍得酒业 | 6.97 | 34.06 | 1.01 | 21.53 |
| 今世缘 | 19.55 | 31.07 | 6.41 | 26.00 |
| 古井贡酒 | 36.69 | 43.31 | 7.83 | 34.82 |
| 口子窖 | 13.62 | 8.97 | 5.45 | 21.43 |
| 迎驾贡酒 | 11.60 | 2.70 | 3.53 | 9.02 |
| 金种子酒 | 2.89 | -6.08 | 0.09 | 21.45 |
| 老白干 | 11.49 | 55.81 | 1.17 | 57.14 |
| 顺鑫农业 | 47.65 | 19.95 | 4.29 | 17.17 |
| 金徽酒 | 5.14 | 5.48 | 1.09 | -9.92 |
| 青青稞酒 | 3.66 | -23.05 | 0.50 | -41.84 |
| 伊力特 | 5.18 | 0.09 | 1.49 | 23.83 |
| *ST 皇台 | 0.07 | -7.73 | -0.06 | 50.53 |

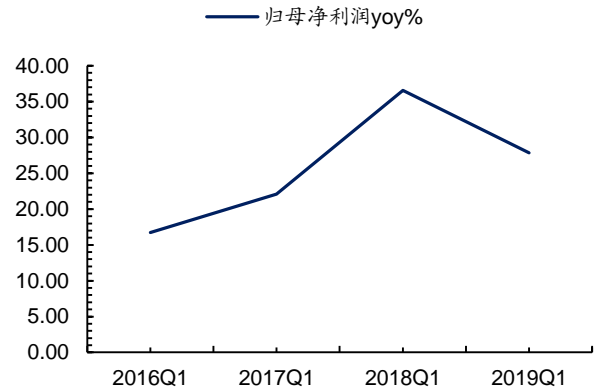
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2016Q1-2019Q1 白酒板块营收增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

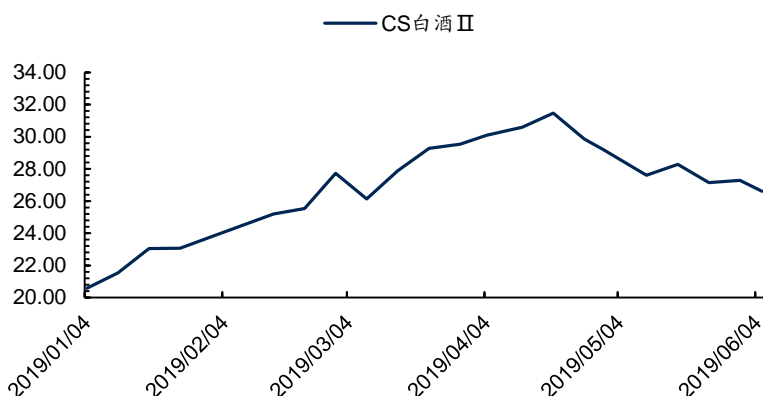
图 8: 2016Q1-2019Q1 白酒板块归母净利润增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

市场情绪已恢复, 估值基本修复到位。19 年春节前后, 因外资抢筹内资被动上车及渠道反馈超预期, 估值回升至 3 月底 29.54 倍, 涨幅前三个股分别为古井贡酒 (+99.22%)、今世缘 (+98.07%)、顺鑫农业 (+90.12%); 19 年 4 月至今, 因酒企陆续发布 18 年年报及 19 年一季度, 酒企普遍表现良好, 但市场因担忧中美贸易战, 估值回落至今 26.61 倍, 涨幅前三个股分别为五粮液 (+4.20%)、口子窖 (+1.18%)、贵州茅台 (+0.95%)。

图 9: 2019 年以来白酒 PE (TTM-整体法) 估值变化一览

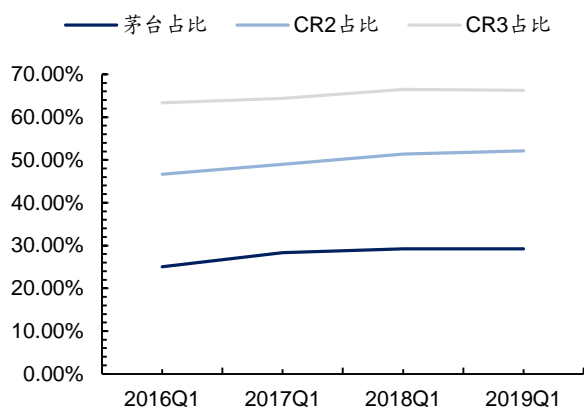


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理
注: 最新日期截止 2019 年 6 月 5 日

头部效应日趋明显，茅台一骑绝尘。自 2015 年白酒复苏以来，白酒竞争由此前的扩容（黄金时代）向存量市场（白银时代）过渡，强者恒强，头部效应日趋明显。我们通过统计发现，近四年茅台占上市公司营收比重从 2015 年的 29.14% 提升至 2018 年的 36.39%，CR2（茅五，下同）占比从 2015 年的 48% 提升至 2018 年的 55.25%，CR3（茅五洋，下同）占比从 2015 年的 61.99% 提升至 2018 年的 66.64%。

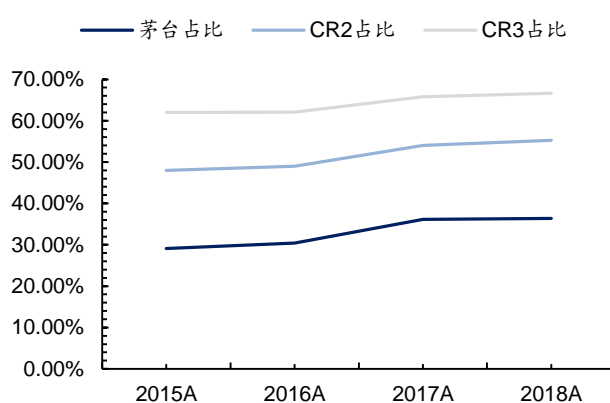
分季度来看，近四个季度茅台占上市公司营收比重从 2016Q1 的 37.92% 提升至 2019Q1 的 40.54%，CR2 占比从 2016Q1 的 46.63% 提升至 2019Q1 的 52.10%，CR3 占比从 2016Q1 的 63.36% 提升至 2019Q1 的 66.26%。行业集中度不断提升，茅台一枝独秀领衔白酒板块，主要酒企如五粮液、洋河股份、山西汾酒等百花齐放。

图 10: 2016Q1-2019Q1 白酒板块市占率一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: CR2 指的是茅五, CR3 指的是茅五洋

图 11: 2015A-2018A 白酒板块市占率一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: CR2 指的是茅五, CR3 指的是茅五洋

大众品龙头优势凸显，子板块表现分化

行业增速放缓，食品龙头凸显优势。从 19Q1 的情况来看，食品饮料行业营业收入同比增长 12.9%，环比 2018 年下降 0.2pct，归母净利润同比增长 21.4%，环比下降 3.2pcts，行业收入、利润环比去年均有放缓，其中既有春节错期带来的同期高基数效应影响，也有经济波动下竞争加剧、费用投入提升导致业绩增速降幅大于收入降幅。但从具体龙头业绩来看，品牌集中度提升趋势明显，龙头业绩稳定性与确定性优势明显。其中，乳制品龙头伊利及保健品龙头汤臣倍

健 Q1 业绩均超预期，受益于节庆旺盛需求销售线上线下表现积极，通过产品结构提升和提价等动作有效缓解原材料上涨的压力，彰显龙头公司经营优势，Q2 以来因基数原因保健行业线上增速有所回调，但龙头的市场份额仍稳步提升，彰显品牌集中度优势。啤酒 3、4 月度涨幅领衔，实际 Q1 业绩表现也十分喜人，重啤、青啤双双超预期，销量优于预期，高端产品持续拉升均价，企业趋利控费提升利润，Q2 临旺季整体行业销量增速略慢于 Q1，但结合去年同期世界杯基数效应理解，并考虑到持续的结构升级带来稳定的价格体系上扬以及趋利控费的企业经营策略，整体依然看好啤酒 H1 表现。

食品子类表现分化，啤酒、调味品业绩表现优。从 19Q1 分板块表现看，食品类表现相对平稳，乳制品、肉制品、啤酒收入增速上扬，表明需求仍维持较高景气、未出现剧烈波动，其他食品、调味品增速稳中有升，保持稳定。从业绩端看，乳制品、调味品、啤酒、肉制品 19Q1 环比均有上涨，其中啤酒涨幅明显，其他食品 Q1 增速回落或与基数有关，竞争格局激烈、费用压力依然较大。

表 2：食品分子板块收入增速表现

| 板块收入增速 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 其他食品 | 14.9 | 22.2 | 21.6 | 20.3 | 19.1 | 19.7 | 24.6 | 19.2 | 18.1 | 14.6 | 6.0 |
| 乳制品 | 1.3 | 1.0 | 4.1 | 9.7 | 11.8 | 10.3 | 16.9 | 13.9 | 11.5 | 11.7 | 14.7 |
| 调味品 | -0.8 | 2.7 | 19.1 | 19.6 | 18.6 | 14.4 | 11.4 | 9.9 | 10.9 | 10.7 | 8.7 |
| 肉制品 | 16.1 | 15.4 | 14.8 | 13.2 | 13.5 | 12.4 | 4.2 | 3.8 | 4.6 | 4.2 | 6.5 |
| 软饮 | -2.9 | 5.9 | -6.2 | -8.0 | -1.4 | -0.2 | 15.1 | 11.1 | 3.2 | 1.2 | -1.7 |
| 葡萄酒 | -0.1 | 0.3 | 9.4 | 9.8 | 8.1 | 11.6 | -0.4 | 3.0 | 1.9 | 2.7 | -8.0 |
| 啤酒 | -5.5 | -3.1 | 2.8 | 2.0 | 0.8 | -0.1 | 3.6 | 1.6 | 1.6 | 1.9 | 8.0 |
| 黄酒 | 11.6 | 9.0 | 7.0 | 6.6 | 5.8 | 6.9 | 3.9 | 2.4 | 0.8 | -2.6 | -9.1 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3：食品分子板块利润增速表现

| 板块利润增速 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 调味品 | 11.5 | 40.1 | 31.0 | 35.1 | 24.6 | 24.9 | 20.2 | 17.5 | 21.6 | 12.1 | 17.1 |
| 其他食品 | 9.1 | 4.5 | 31.6 | 36.7 | 31.7 | 36.1 | 49.6 | 25.0 | 16.2 | 13.4 | -4.0 |
| 肉制品 | 13.9 | 9.1 | -7.6 | -3.4 | 3.7 | 4.1 | 19.5 | 23.7 | 15.3 | 12.6 | 16.4 |
| 啤酒 | -3.6 | -23.9 | 13.4 | 13.9 | 5.3 | 18.8 | 14.5 | 13.2 | 13.2 | -3.9 | 21.9 |
| 乳制品 | 23.7 | 6.5 | 10.4 | -0.1 | 12.1 | -1.5 | 16.6 | 8.5 | 3.7 | 7.9 | 10.4 |
| 软饮 | 114.2 | 714.3 | 0.4 | -19.2 | -17.7 | -40.8 | 22.1 | 16.7 | 1.3 | 19.4 | 2.4 |
| 黄酒 | 6.2 | 2.0 | 9.3 | 13.8 | 10.9 | 21.3 | 6.8 | 3.7 | -2.5 | -30.0 | -17.2 |
| 葡萄酒 | -15.9 | -7.0 | -0.4 | -2.9 | -0.3 | -3.8 | -7.7 | -3.9 | -7.7 | -6.5 | 1.4 |

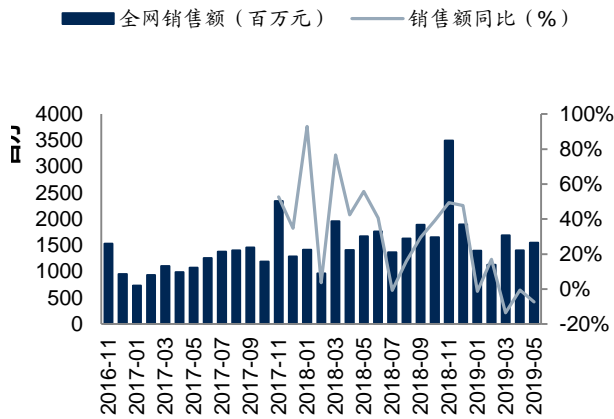
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

线上 5 月保健品有所回落，休闲龙头量价齐升

从线上跟踪的阿里平台数据显示，各行业进入 5 月以来表现有所分化，乳品、酒类、休闲食品等行业销售保持增长，乳品进入新品拓展、渠道争夺期爆发较明显，白酒增速回升明显。量价来看，啤酒、纯奶、酸奶、休闲食品量价齐升，保健品、休闲食品、奶粉以价增为主，白酒由销量增长拉动。以保健品及休闲食品两类线上销售占比较大的行业数据来看，保健品 5 月高基数下销售增速有所回落，但龙头份额保持上行，休闲食品量价齐升，龙头景气度较高。

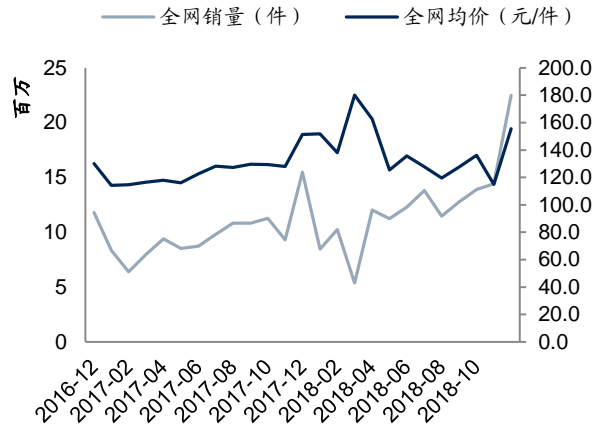
保健品行业 2019 年 1-5 月销售额 71.69 亿 (-3.4%)，其中 5 月销售额 15.48 亿元 (-7.3%)，降幅较 4 月扩增 6.8pcts。或因促销力度加大。

图 12: 保健食品行业全网销售额及变化



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

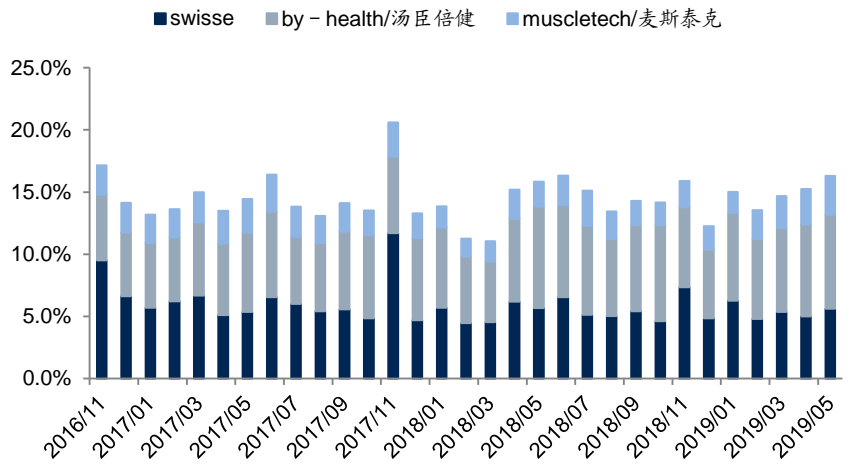
图 13: 保健食品行业全网销量及销售均价



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

从保健品行业份额来看, 龙头依然呈现上行的趋势。汤臣倍健 2019 年 5 月销售额 1.17 亿同减 13.9%, 去年同期增速快基数较高, 5 月市场份额占比 7.6% 同减 0.6pct、环增 0.2pct; Swisse5 月销售额 0.87 亿同减 8.4%, 占比 5.6% 同减 0.1pct、环增 0.6pct; Musletech5 月销售额 0.48 亿同增 44%, 占比 3.1% 同增 1.1pct。

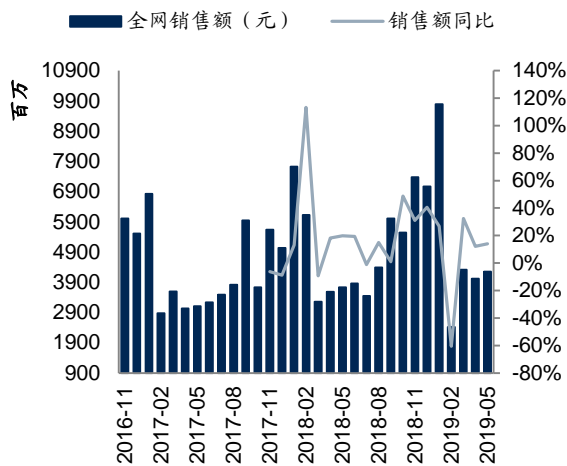
图 14: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

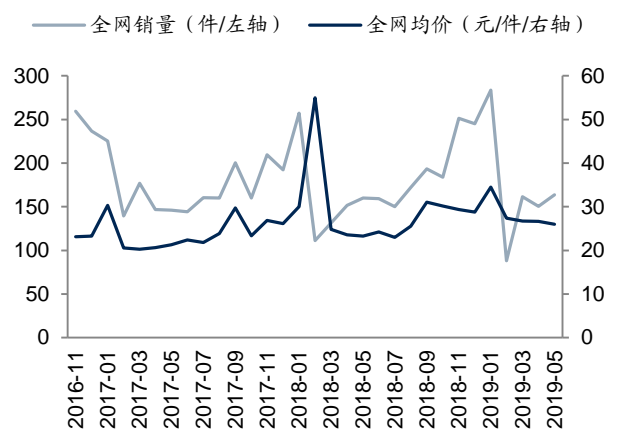
休闲食品: 2019 年 1-5 月休闲食品销售额 247.97 亿 (+1.5%), 其中 5 月休闲食品行业销售额 42.54 亿 (+14.0%), 其中量升 2.2%, 价增 11.6%, 量价齐升。

图 15: 休闲食品行业全网销售额 (元)



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

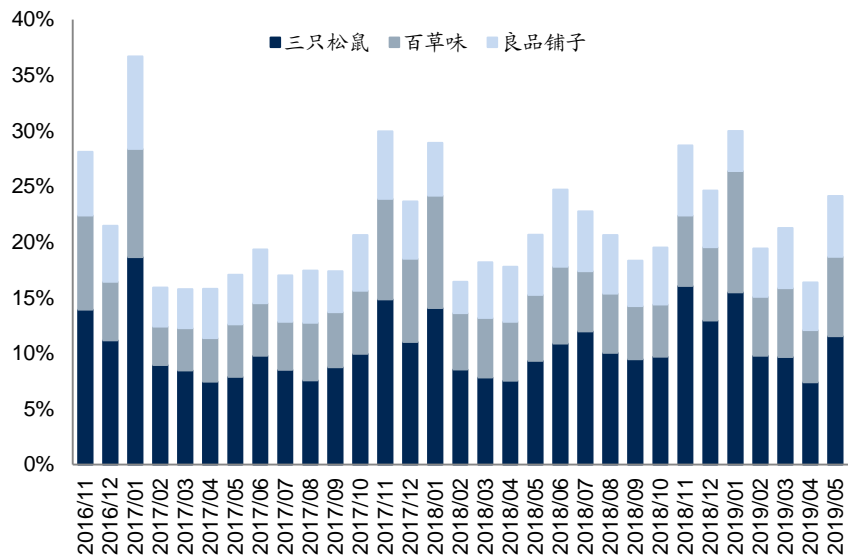
图 16: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

品牌份额: 2019 年 5 月三只松鼠销售额 4.91 亿 (+41%), 百草味销售额 3.03 亿 (+37%), 良品铺子销售额 2.33 亿 (+15%)。市占率: 2018 年 5 月→2019 年 5 月: 三只松鼠 9%→12%, 百草味 6%→7%, 良品铺子 5%→5%。

图 17: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额

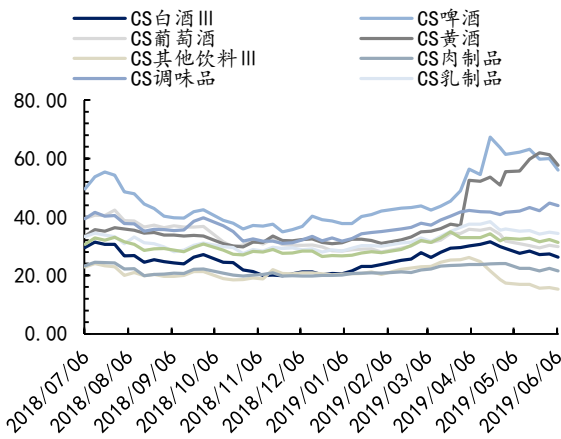


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

板块估值比较: 处于历史均值水平, 近期调味品板块表现稳健

从估值来看, 截止 6 月 6 日, 上证综指动态 PE12.7x, 沪深 300 动态 PE11.6x, 食品饮料板块 28.5x, 分版块估值: 白酒 26.3x, 啤酒 56.0x, 黄酒 57.7x, 葡萄酒 29.9x, 乳制品 34.3x, 调味品 43.9x, 其他食品 31.3x。受经济波动及贸易战不确定影响, 近期除确定性及盈利稳定性较高的调味品板块估值小幅上扬外, 其余板块均有不同程度的下滑。纵向看历史, 目前食品饮料板块 PE (TTM) 估值水平 28.5 接近 10 年来均值。

图 18: 食品饮料行业分版块 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 食品饮料板块估值低于历史均值



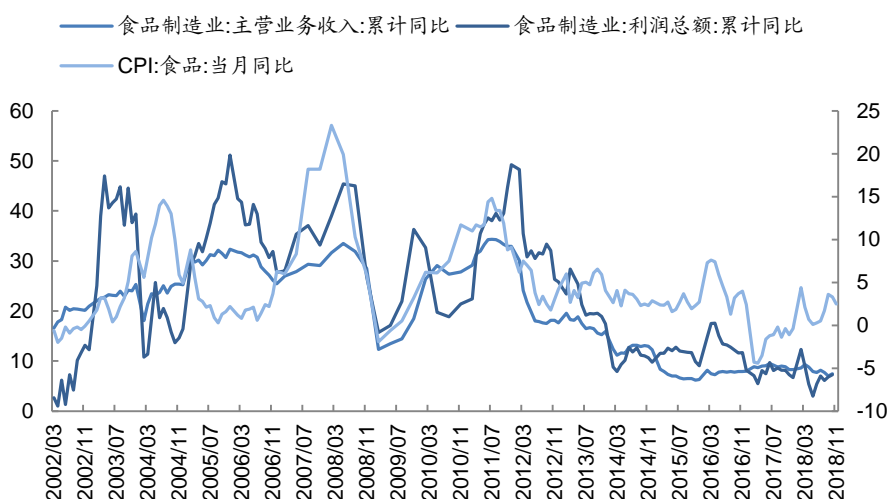
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

当前行业子板块基本面增长仍相对稳健，关注龙头优势表现。 尽管市场波动中饮食板块难以独善其身，但回顾历史不同饮食子行业的表现存在差异，必选消费属性强的板块（如调味品、乳制品等）表现更为稳健。从上一轮调整过程来看，白酒业绩从 13Q1 明显回落至 14Q4 有所恢复，白酒估值 14Q2 领先企稳，但总体机构持仓比例仍以业绩确定性反映后在 2015Q1 逐渐回升，板块内部表现看，市场波动期间乳制品肉制品相对靠前企稳，调味品、其他食品接续上涨。从持仓看，历史调整中大众食品和白酒呈现此消彼长的比例调整。当前白酒 19Q1 迎来超预期表现，Q2 量稳价增，高端龙头集中度提升优势显著，大众品仓位偏低有回升空间，白酒前期估值修复、迎来旺季放量及业绩兑现期，优质龙头企业具备结构改善及业绩释放潜力。

投资三主线：确定性、成长性、低估值

当前在经济波动背景下，食品板块突显刚需防御属性，整体波动相对较小，仍维持相对稳健的增长态势。从估值和资金持仓来看，当前比例处于历史均线以下，具备较好的配置空间。但若未来社零消费持续回落、餐饮走弱、成本上涨，对大众品整体业绩指标仍会产生压力。而另一个潜在影响因素来自通胀方面：今年以来虽然纸箱成本回落，但原材料、玻瓶等成本维持高位，由于外部贸易战以及猪价上行等影响，未来国内 CPI 增速同比仍有上行压力。从历史上看，以 2007 年为分界点，之前 CPI 与食品业利润增速存在负向相关性，也即成本压力较直接使业绩承压，但之后随着规模性企业对于成本转嫁能力（包括直接提价、产品创新等措施）提升，CPI 的上涨往往伴随着利润增速的提升，并未导致业绩承压。

图 20: 食品制造行业收入利润增速与食品 CPI 同比历史比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合上述背景, 我们认为 2019 年下半年食品饮料投资可遵循三条投资主线:

- 1. 优选确定性:** 在经济下行、市场弱势期抱团龙头, 选择市场份额稳中提升、集中化发展下规模优势突显的行业, 行业内龙头抗风险能力较强, 无论是通过市场被动淘汰还是主动并购整合, 具备很强的抢占其他小企业份额的能力, 在外部环境走弱中仍显现很强的集中化优势。当前市场已逐渐走向高渗透率背景下的存量竞争, 消费者品牌意识的提升和消费升级等都使得小企业更为艰难, 龙头有望持续享受竞争红利、构建壁垒, 享受估值溢价。
- 2. 优选成长性:** 选择人均消费、行业规模空间仍有较大空间、景气度立稳朝上的成长性行业比如保健品、小食品等。这些行业产品品类多元, 消费升级持续维持量价齐升的高成长, 渠道渗透仍有较大空间, 具有内生增长的动力及活力。从中挑选赛道优势突出、品牌壁垒强、经营规范、管理能力突出的公司标的, 以抵消快速成长中的不确定性。
- 3. 优选低估值:** 考虑资金配置成本及抗跌防御属性, 可以优选低估值中具备业绩边际改善潜力的公司优先配置。

优选确定性: 加速集中, 龙头溢价

(1) 高端白酒龙头

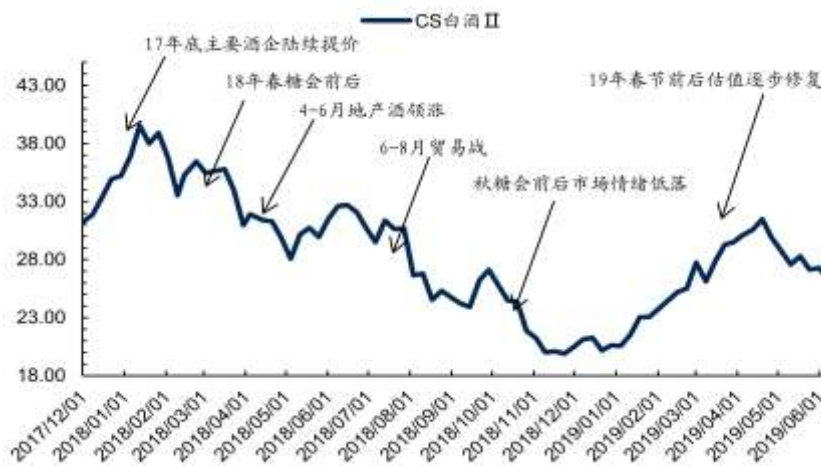
估值起起伏伏, 目前基本修复到位。过去一年多, 白酒估值起起伏伏。17 年底因主要酒企提价, 白酒板块 PE(TTM-整体法, 下称“估值”)从 17 年底 31.27 倍上升至 18 年 2 月底 36.46 倍, 涨幅前三个股分别为: 贵州茅台(+15.00%)、山西汾酒(+13.91%)、洋河股份(+13.48%); 18 年春糖会反馈一般, 估值回落至阶段低点 30.96 倍, 涨幅前三个股分别为: 酒鬼酒(+7.99%)、顺鑫农业(+5.93%)、青青稞酒(+1.34%)。

18 年 4-6 月因渠道库存良性, 地产酒领涨白酒板块, 估值回升至 6 月初的 32.61 倍, 涨幅前三个股分别为: 顺鑫农业(+65.58%)、今世缘(+51.92%)、古井贡酒(+50.80%); 18 年 6-8 月因中美贸易战影响, A 股整体下行, 估值从高点 32.70 倍回落至阶段性低点 24.54 倍, 涨幅前三个股分别为顺鑫农业(+40.47%)、伊力特(+10.96%)、水井坊(+9.90%)。

18 年秋糖会前后, 因渠道反馈悲观及酒企领导对行业未来悲观, 估值进一步回

落至阶段性低点 19.90 倍，跌幅前三个股分别为伊力特 (-48.92%)、水井坊 (-48.60%)、山西汾酒 (-46.28%)；19 年春节前后，因外资抢筹内资被动上车及渠道反馈超预期，估值回升至 3 月底 29.54 倍，涨幅前三个股分别为古井贡酒 (+99.22%)、今世缘 (+98.07%)、顺鑫农业 (+90.12%)；19 年 4 月至今，因酒企陆续发布 18 年年报及 19 年一季度，酒企普遍表现良好，但市场因担忧中美贸易战，估值回落至今 26.61 倍，涨幅前三个股分别为五粮液 (+4.20%)、口子窖 (+1.18%)、贵州茅台 (+0.95%)。

图 21：近期白酒 PE (TTM-整体法) 估值变化一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

个股虽阶段性调整，但整体表现优异。通过梳理近期白酒调整，我们发现基本面优异的个股如贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、古井贡酒、今世缘等，近期股价创历史新高。虽阶段性有调整，但拉长时间来看，表现仍旧优异。

我们将时间拉长，从 2018 年年初至今（截止 2019 年 6 月 5 日）进行计算，大盘这一时期下跌 14.54%，而同期顺鑫农业上涨 163.19%、古井贡酒上涨 55.23%、今世缘上涨 52.19%、五粮液上涨 26.24%、贵州茅台上 25.36%，涨跌幅第十名的水井坊也仅下跌 4.62%，大幅跑赢大盘指数。

表 4：2018 年初至今白酒个股涨跌幅前十名一览

| 个股 | 涨跌幅 |
|------|---------|
| 顺鑫农业 | 163.19% |
| 古井贡酒 | 55.23% |
| 今世缘 | 52.91% |
| 五粮液 | 26.24% |
| 贵州茅台 | 25.36% |
| 口子窖 | 21.01% |
| 泸州老窖 | 3.35% |
| 洋河股份 | -1.11% |
| 山西汾酒 | -4.24% |
| 水井坊 | -4.62% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 最新时间截止至 2019 年 6 月 5 日

(2) 大众品龙头

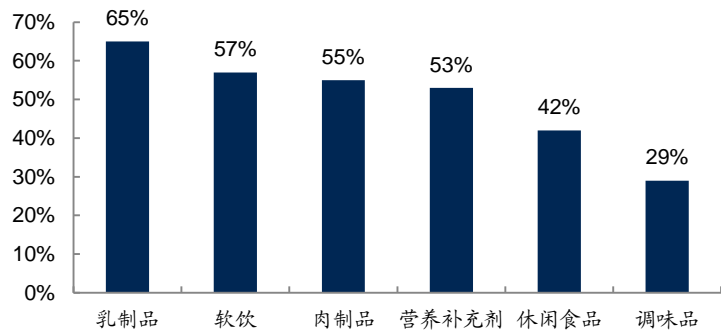
在经济下行、市场弱势期选择市场份额稳中提升、行业集中化下规模优势突显的大众品行业龙头，通过利用龙头优势获取规模发展壁垒，比如稳健的资金能力、较强的渠道粘性、优秀的团队执行力，有利于抵御外部风险，甚至在市场转暖时借助外延机会迅速做大做强，占据长期发展主动权，重点关注调味品、乳制品、保健品等，上述行业内龙头经营架构成熟、抗风险能力强，无论是利

用市场被动淘汰还是主动并购整合，具备很强的抢占其他小企业份额的能力，在外部环境走弱中，即使部分企业短期受到一定的连带影响，但中长期看仍显现较强的集中规模优势，收入增长确定性高，估值合理时布局价值高。

调味品：品牌集中度低，龙头盈利优势明显

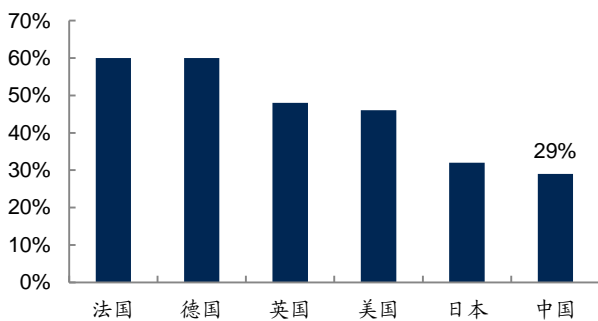
目前国内调味品行业竞争格局分散，整体及主要子品类集中度偏低，未来具备提升空间，从三个层面看：1) Euromonitor 数据显示调味品零售市场 CR10 仅为 28.7%，远低于其他品类 CR10 如乳制品(65%)、软饮(57%)、肉制品(55%)、营养补充剂(53%)、休闲食品(42%)，在消费品子行业中较分散；调味品内部各子类集中度差异大，鸡精鸡粉、食用油较高，而缺乏平台型企业的醋、料酒等子类市场集中度较低。2) 国际对标看，国内调味品行业 CR10 较欧美有近 20pcts 的差距，较饮食习惯接近的日本亦有约 5pcts 的空间，集中度处于明显低位；3) 分类上看，酱油醋等子类的市场集中度较低，CR5 分别为 27%/20%，而在日本酱油 CR3 达 50%，龙头龟甲万一家 30% 份额已超过国内酱油 CR5 的份额；国内食醋企业集中度较低，龙头恒顺仅占 4.8% 份额，市场还存在大量区域性小生产作坊，据统计食醋生产企业超过 5000 家，面临整合契机；而酱类中由于品类细分度高、专业化强，品牌上相对较集中。随着龙头品牌基于已有技术及渠道优势驱动规模扩容，行业集中度具备提升空间。

图 22: 对比其他品类调味品 CR10 偏低较低



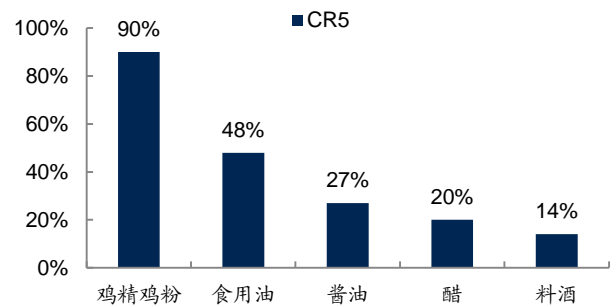
资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

图 23: 各国调味品 CR10 对比



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 24: 调味品子品类集中度差异大

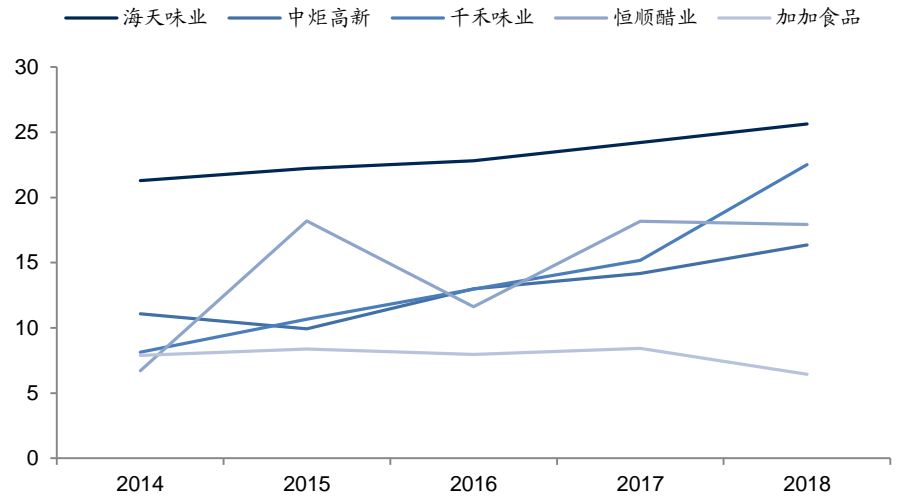


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

一超多强格局决定龙头企业具备定价权，盈利能力持续优于对手。作为国内调味品龙头，海天味业净利率高于其他调味品品牌，ROE 在整个食品饮料行业能入三甲，海天之于酱油行业与涪陵榨菜之于腌菜行业、茅台之于白酒行业相似，彰显龙头对于行业的定价权。未来有望通过内延外扩逐步形成多品类的平台型

企业。海天之所以较高的净利率及高 ROE，工艺技术、产能规模与上下游议价能力和成本优势、品牌力以及龙头企业的定价能力均有贡献，具备长期的估值溢价潜力。

图 25: 调味品各品牌净利率比较



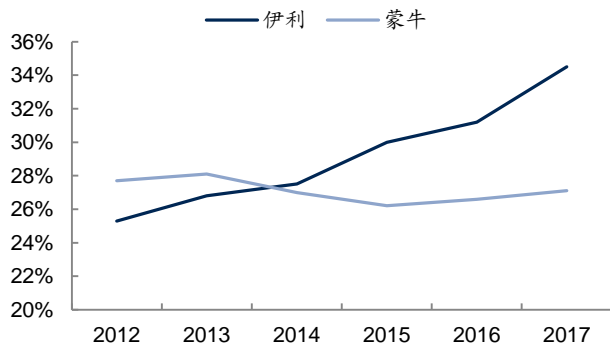
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乳业: 双寡头格局稳定, 追求份额空间广阔

目前国内乳业格局相对稳定, 双寡头实力突出。伊利股份、蒙牛乳业公司为代表的全国性乳制品企业占据第一梯队, 销售网络覆盖全国, 收入水平和市场占有率处于领先地位, 两大巨头渠道和品牌优势明显, 随着国内奶牛存栏持续缩减, 生鲜乳供给日益紧俏, 2019 年原奶供需较 18 年将更紧张, 价格有望继续温和上涨, 相关原奶企业盈利效率有望改善, 而成本上扬背景下也将让龙头采购规模优势及定价权有更直接的体现。考虑到伊利、蒙牛双寡头格局下, 龙头对市场终端的主动竞争及份额抢占势头仍将激烈。

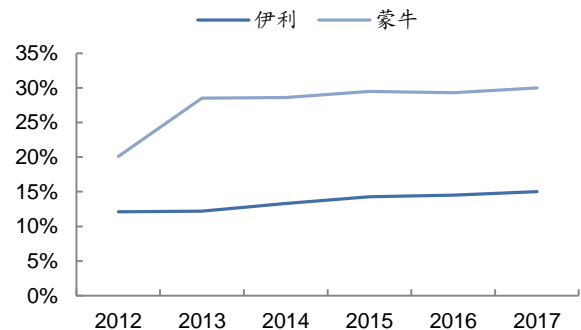
追求份额持续提升, 收入持续增长。双寡头积极加大市场投入力度, 市场份额获持续攀升。未来原奶存在一定上行压力, 但考虑到伊利蒙牛仍积极费用投入获取份额, 争取完成 2020 年千亿收入目标, 行业短期竞争仍旧较激烈, 盈利能力有所承压, 但收入仍能保持较快增长。

图 26: 伊利、蒙牛常温产品市场份额



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理

图 27: 伊利、蒙牛低温产品市场份额



资料来源: 尼尔森, 国信证券经济研究所整理; 注: 蒙牛低温产品市场份额包括蒙牛、达能和君乐宝

外延性发展亦具看点。伊利自 2014 年报中首次提出外延并购策略, 同时公司计划 2020 年收入达千亿进入全球五强, 我们预计公司通过内生长之外还有

望看到外延并购带动收入增长，目前伊利并购动作启动多次，前期已投资 7.44 亿元进军长白山矿泉水饮品项目，再次表明彰显龙头跨界发展的决心，未来公司将推动实质性并购项目落地，值得持续关注。

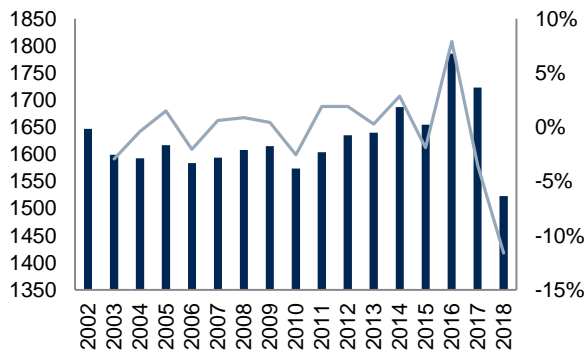
表 5: 伊利近两年来收购事件梳理

| 时间 | 事件 | 拟被购公司业务介绍 |
|-------------|--|--|
| 2015 年 6 月 | 伊利股份发布公告称，公司正在与贵州省贵阳市洽谈关于贵阳三联乳业有限责任公司的重组合作事宜 | 三联乳业是贵州当地家喻户晓的乳制品品牌，区域常温液态奶和低温奶的生产以及终端销售具有较强竞争力。 |
| 2016 年 10 月 | 伊利拟定增并收购中国圣牧 37% 股权 | 圣牧是中国最大的有机乳品公司，旗下全程有机奶战略定位日益明晰，2016 年有机业务占比再创新高，营业收入占比由 76.4% 增加至 81.9%，毛利占比由 81.3% 增加至 87.3%。 |
| 2017 年 5 月 | 伊利拟 8.5 亿美元收购达能集团旗下美国公司 Stonyfield 全部股权 | 创立于 1983 年的 Stonyfield 是美国有机酸奶第一品牌，于 2001 年被法国达能购入股份并逐步控股，Stonyfield 2016 年营业额约为 3.7 亿美元，净利润 5000 万美元。 |
| 2017 年 9 月 | 伊利拟收购澳洲最大乳制品企业 Murray Goulburn | 迈高成立于 1950 年，是澳洲最为著名的乳业品集团，也是全球最大食品原料供应商之一，奶粉是其核心业务，旗下德运奶粉是备受代购们推崇的网红奶粉。 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

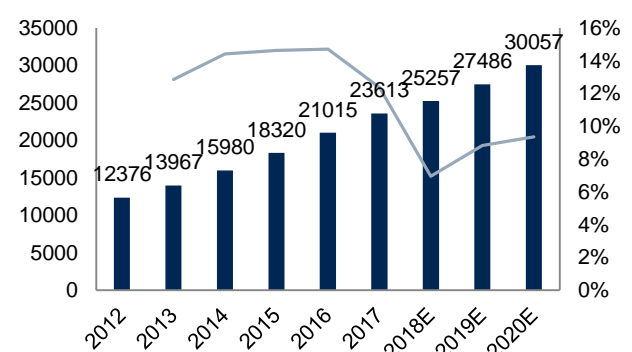
母婴市场空间广阔。2016 年“二胎政策”实施元年给我国新出生人口带来了增长红利，与婴童相关的产业也受益。2017、2018 年随着全面两孩政策累积势能释放逐渐趋缓，人口增长趋势逐渐趋缓进入常态，并最终将进入负增长。但根据 CBME 报告显示，出生率的降低对于现阶段我国母婴消费市场并未造成巨大冲击，相关产品销量都在稳步提升，中国未来母婴消费市场规模空间广阔。

图 28: 2002-2018 年中国新出生人口数量 (万人)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

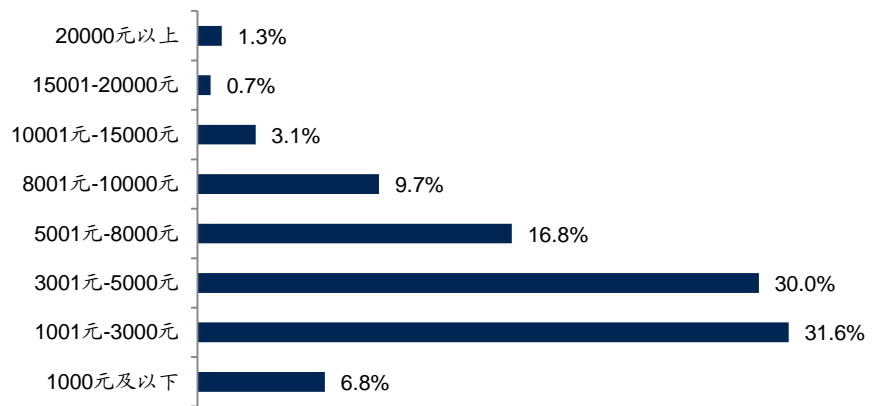
图 29: 2012-2020 年中国婴童消费市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

根据艾瑞咨询统计数据，2018 年父母投资在婴幼儿用品上的月均消费金额集中在 1000-8000 元之间，而奶粉喂养占据约 50% 的喂养方式，因此奶粉乳制品作为婴幼儿用品支出的大头，每月每个家庭支出金额不低。

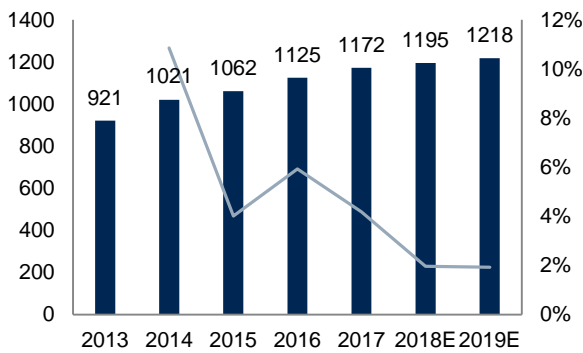
图 30: 2018 年中国婴幼儿用品月均消费金额



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

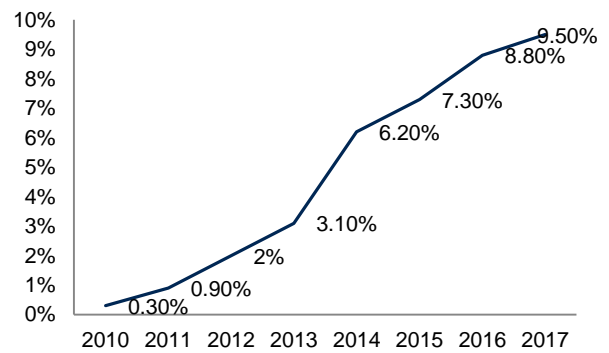
线上渠道快速发展。根据《中国奶业质量报告》: 2011 至 2015 年, 中国乳制品消费量从 2481 万吨增至 2958 万吨, 年复合增长率为 4.5%。2015 年, 中国人均乳制品折合鲜乳消费量 36kg, 约为世界平均水平的 1/3。2016 年, 中国全年进口乳制品 195.6 万吨, 同比增长 21.4%。2013 至 2017 年, 中国牛奶(包括牛奶、鲜牛奶、脱脂牛奶等)销售量从 890 万吨增至 979 万吨, 年复合增长率为 3%; 中国牛奶销售额从 921 亿元增长至 1172 亿元, 年复合增长率为 7%, 销售量呈现稳步增长的趋势。随着近年来电商行业爆发, 乳制品线上销售快速放量, 液态奶线上销售占比从 2010 年的 0.3% 快速提升到 2017 年 9.4%, 线上消费持续高增拉动乳制品行业放量。

图 31: 2013-2019 年中国牛奶产品销售额 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2010-2017 年液态奶线上销售占比



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

中国奶粉行业自 17 年来正改变“小而散”格局, 国产品牌跟随龙头飞鹤、伊利与外资大牌正面竞争, 逐步收复失地。展望 19 年, 注册制前生产的老产品渠道甩货结束, 格局加速演变, 国产龙头有望重夺市场话语权。乳品在同质化严重的市场中, 企业通过产品升级、换新口味、品类多样化发展满足消费者不同的场景下的消费需求, 将会形成更稳定的消费增长。重点推荐乳业龙头地位显著、产品持续创新升级、品类多元外延化发展的伊利股份。

啤酒: 龙头具备中长期投资机会

啤酒重点公司 2018 年价格提升幅度一定程度覆盖成本上升的影响, 成本趋稳, 剪刀差下毛利上行, 近期行业数据显示啤酒产量增速表现稳定, 重点啤酒企业 2018 销售费用率并未出现大幅波动, 全年维持平稳的费用投放节奏, 对销量及

费用无需过度悲观，结构升级、提价滞后效应以及控费减税效应有望带来 19 年利润弹性。中长期看，我们认为啤酒行业面临确定的拐点性投资机会，部分企业已经提前完成或正在践行新品高端化、消费群年轻化以及产能提效优化，其中很多措施已经得到业绩和市场的印证，随着啤酒消费均价提升以及企业经营改良、区域竞争格局边际改善引导利润率回归良性，国内啤酒行业仍存较大投资配置机会。尽管当前国内啤酒行业整体估值偏高，但与海外均价、利润率、吨酒市值相比仍有较大空间，毛利率低 15-20pcts, EBITDA 利润率有成倍差距，燕京、青啤及华润吨酒市值较海外平均 1.7 万元亦有成倍提升空间，未来国内啤酒企业可以通过多类产品升级、提质提价、关厂提效控本等方式提升盈利能力，并且通过合作收购的方式集中优质资源发展，改善区域竞争格局减缓费用投入，打开中长期业绩成长空间。

消费价格敏感度降低，国内啤酒品牌加码布局高端。随着消费升级推动，消费者愿意为喝好啤酒支付溢价，中高端产品将提升品牌价值增长空间。伴随消费需求结构性升级带来的提价环境改善，国内啤酒企业纷纷以内功或外力（如重啤借助嘉士伯、华润借助喜力）打造中高端产品，优化产品种类和品种结构，啤酒结构性提价长期将成为必然。以龙头品牌华润为例，华润啤酒将在 2019 年 5 月份推出一款新产品“马尔斯绿”，该新产品价格定位在“匠心营造”15 元以下，在 SuperX 的 8 元之上，终端价格定位为 12 元，借此形成酒四大主力产品：Super X、马尔斯绿、匠心营造、脸谱，分别对应 8-9 元，12 元，15 元，20 元四个终端价位段。其中 Super X 针对年轻群体，马尔斯绿针对潮流时尚阶层，匠心营造主打餐饮终端美食主题，脸谱以中国文化为根陆续改造换包装计划实现出口。通过不同高端产品针对不同的群体将实现中高端群体啤酒消费需求最大化的满足。其余龙头企业也在中高端品类上持续推新，重啤新品基本处于 10 元以上价位，而青啤则着力打造 1903、奥古特、纯生等核心产品。

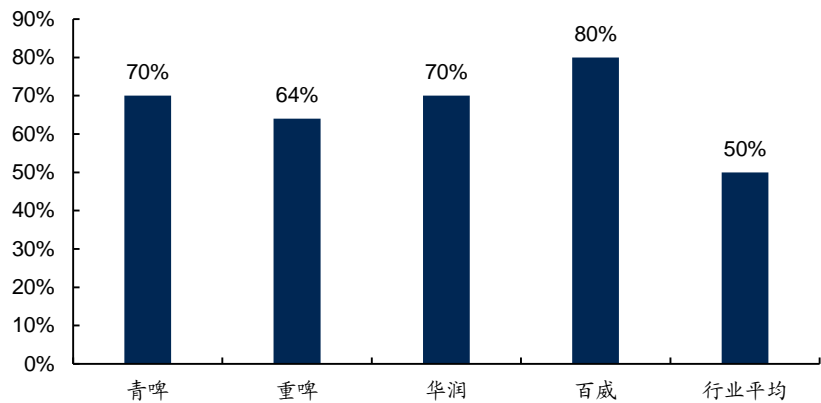
表 6: 五大啤酒龙头企业产品分类

| 企业 | 高端啤酒(>10 元/500ml) | 中档啤酒(6-10 元/500ml) | 经济啤酒(<6 元/500ml) |
|---------------|---------------------------------|--------------------|------------------|
| 华润雪花 | 雪花脸谱、雪花黑啤、匠心营造 | 雪花纯生、SuperX | 勇闯天涯、冰酷、清爽 |
| 青岛啤酒 | 精酿 1903、青岛黑啤、皮尔森全麦 | 奥古特、全麦白啤、青岛纯生 | 淡爽欢动、崂山 |
| 百威英博 | 科罗娜、福佳、时代啤酒、乐飞啤酒 | 百威啤酒 | 哈尔滨啤酒、雪津啤酒 |
| 燕京啤酒 | 燕京白啤 | 燕京黑啤、燕京纯生、帝道 | 鲜啤、燕京无醇系列、燕京特色系列 |
| 重庆啤酒 (嘉士伯) | 重庆纯生、克伦堡 1664 大师嘉选系列、自然泡苹果汽水 | 嘉士伯、怡乐仙地、重庆国宾系列、乐堡 | 山城 |

资料来源：京东商城、国信证券经济研究所整理

关闭低效工厂，提升产能利用率。当前啤酒行业整体产能利用率低，国内龙头产能利用率也仅能维持在 60-70% 左右。关闭盈利能力低下的工厂，短期可以减少费用开支，提升利润；长期可以减少公司折旧，提升产能利用率，轻装上阵利润率加速回归。从企业厂能动态来看，外资关厂更坚决，而国企由于在扩张建厂时获得政府税收、土地等政策、资源优惠，实际关厂比建厂难度还大，处理关厂带来的遗留问题更是需要漫长周期。而几家龙头企业的关厂策略更坚决，除了前几年已基本完成产能调整的重庆啤酒外，从已经披露的 2018 年报可以看到，华润啤酒持续推动优化产能布局，去除低效产能，2018 年内已停止营运 13 间啤酒厂，预计 2019 年还将进一步落实关厂策略。截至 2018 年年底，华润啤酒在国内共营运 78 间啤酒厂，年产能约 2100 万千升；青岛啤酒 2018 年加速关厂，关闭了上海、芜湖 2 家工厂。尽管关厂短期带来减值压力，但长期有望提升产能效率、减少无效支出，从而拉升利润率。

图 33: 啤酒行业产能利用率低, 龙头产能利用率仅能维持在 70%

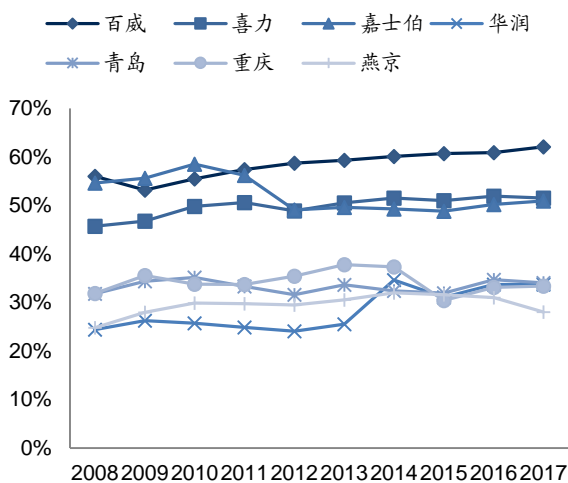


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

理性竞争, 企业经营重心向利润倾斜。五大龙头企业在近几年都经历了不同程度的业务重组收购, 管理层更迭, 高层经营思路发生转变, 利润指标也纳入了对管理层业绩的考核中。总体而言, 各家都意识到在过去抢低端市场份额中恶性投费用、扩产能带来的非健康增长难以持续, 未来龙头利润优先战略都更坚定。2018 年 1 月华润雪花 CEO 侯孝海提出在 2018 年公司 will 拉开行业竞争“大决战”的序幕, 表示将用三到五年时间, 实现“双翻番”的目标: 利润翻番、市值翻番, 意味着公司在坐稳中国啤酒老大的地位上转向更高质量、高价值的稳定发展, 有赖于品牌形象、盈利能力、行业地位等护城河的全面构筑, 随后 8 月份华润收购喜力中国业务, 已表明其切入高端市场的利润诉求。

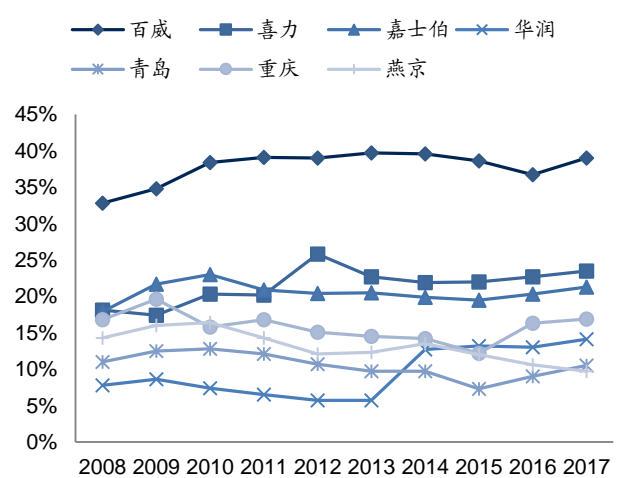
国内啤酒企业盈利增长空间巨大。国内啤酒企业盈利能力远低于国际啤酒巨头。行业龙头百威英博毛利率超过 60%, 喜力和嘉士伯毛利率都达到 50%, 国内啤酒企业毛利率仅为约 35-40%, 远低于国际啤酒企业。百威英博 EBITDA 利润率接近 40%, 喜力和嘉士伯 EBITDA 利润率均超过 20%, 但国内几家啤酒企业数据为 10%-17%。从净利率来看, 百威净利率达到 15-20%, 摩森康胜和喜力也约 10%, 而国内净利率最高的重啤仅 10%, 华润、青啤、燕京均不到 5% 的净利率。对标海外企业, 中国啤酒行业上市公司的盈利能力还有很大提升空间。

图 34: 国内外主要啤酒公司毛利率 (2008~2017)



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

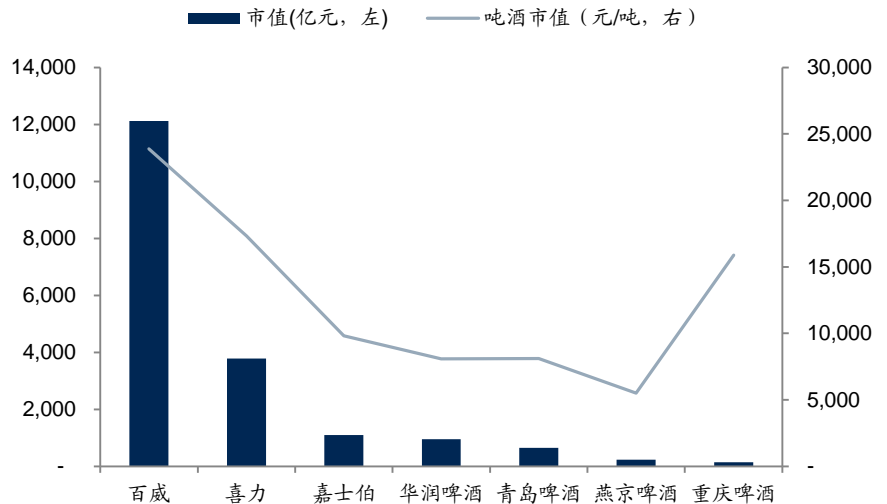
图 35: 国内外主要啤酒公司 EBITDA 利润率 (2008~2017)



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

燕京、青啤、华润的吨酒市值仍有成倍提升空间。从吨酒市值来看，百威最新市值对应 2017 年啤酒销量得到吨酒市值近 2.4 万元，喜力、嘉士伯分别的吨酒市值为 1.7 及 1 万元，海外龙头品牌吨酒市值平均 1.7 万元较华润、青岛约 8000 元水平仍有近翻倍空间，较国内最低的燕京啤酒有 3 倍空间，结合当前国内啤酒较高估值，未来均价及利润率仍有较大的提升空间，吨酒价值面临重估的可能。

图 36: 海外龙头与国内品牌吨酒市值存在明显差距



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

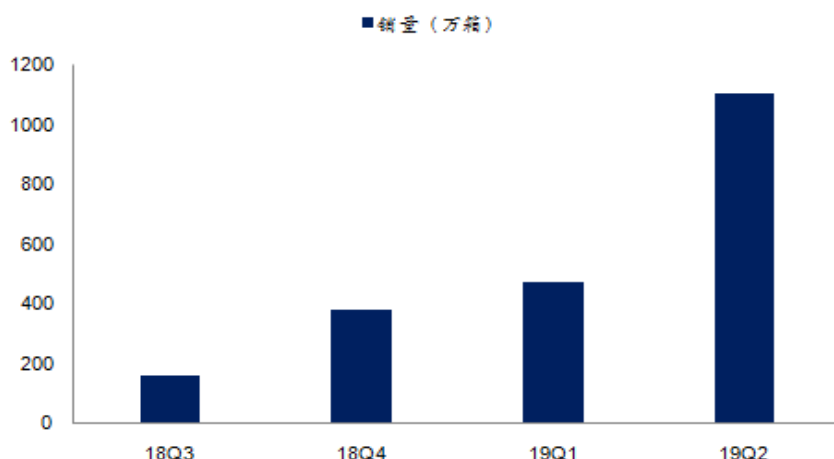
优选成长性: 爆品放量, 收入攀升

优选赛道处于快速发展期，国内人均消费、规模空间相比海外仍有较大空间，或者渠道渗透仍有潜力的行业，在这些行业中产品升级支撑消费需求质量和溢价力的良性提升，低线城市扩容、多元渠道共建的渗透率空间则意味着消费者基数潜力，一旦有爆品成功打入空白市场，快速获得消费者认可，往往能引爆市场眼球，快速拉动公司业绩。近些年食品饮料板块也出现不少个股依靠大单品完成业绩的快速增长，例如香飘飘的果汁茶、盐津铺子的放量增长、汤臣倍健的健力多等等。

推出果汁茶，增厚香飘飘业绩。果汁茶于 2018 年 7 月推出，有三种口味，市场定价 5-6 元，一经推出受到市场认可，2018 年 7-12 月销量近 542 万箱，营收 2.01 亿。2019Q1 销量 450-500 万箱，营收 1.71 亿。预计 19Q2 以后果汁茶每月生产 350-400 万箱果汁茶，产能仍处于爬坡阶段。

2019 年果汁茶目标是 7 亿销售额。我们认为果汁茶凭借精准的定位人群、拥有较强壁垒的包装技术、适中的定价标准及开拓新品类先河等优势，未来几年有望放量成至少十亿级大单品。

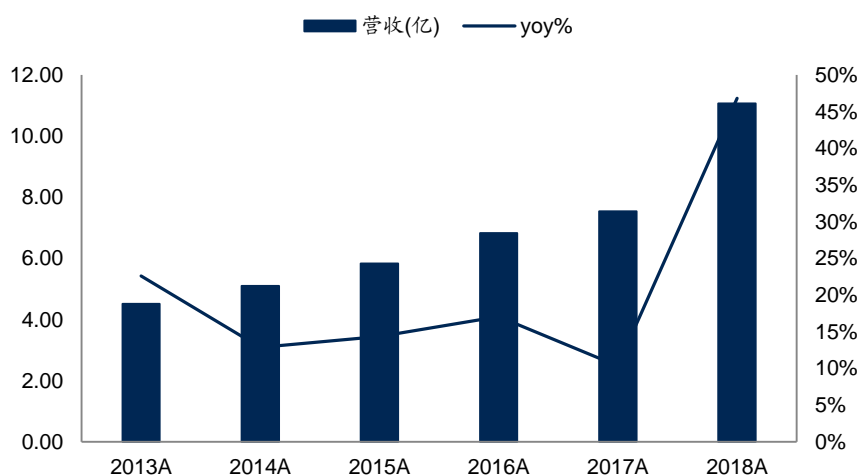
图 37: 18Q3-19Q1 果汁茶销量(万箱)一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

推出股权激励计划, 盐津铺子有望再腾飞。公司位于湖南省长沙市的浏阳市, 于 2017 年 2 月在深交所上市。营收从 2013 年 4.52 亿增至 2018 年 11.08 亿, 5 年 CAGR 为 19.62%。

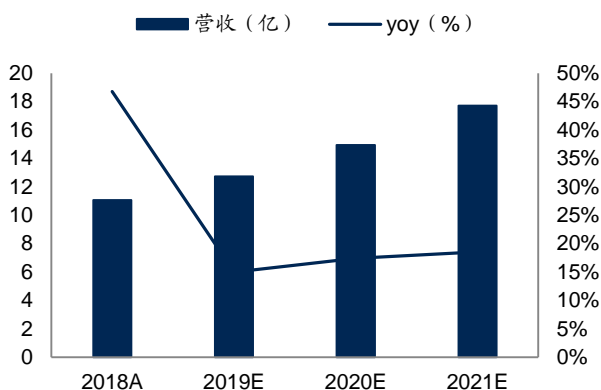
图 38: 2013A-2018A 盐津铺子营收(亿)及 yoy (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

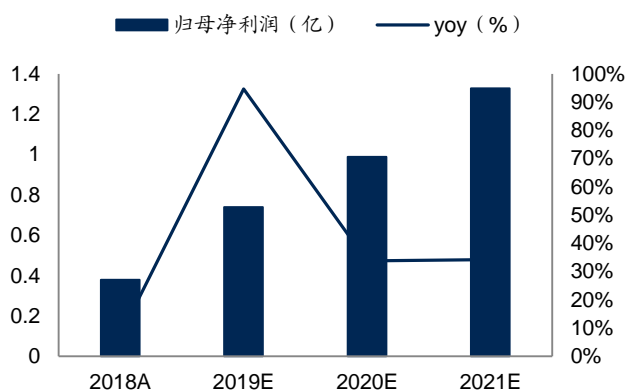
公司于 2019 年 3 月下旬发布股权激励机会方案, 拟授予限制性股票 550 万股。业绩考核目标: 以 2018 年营收 11.08 亿, 扣非净利润 0.38 亿为基准, 未来三年(2019 年-2021 年)营收分别不低于 12.74 亿(+14.98%)、14.96 亿(+17.43%)、17.73 亿(+18.52%), 且净利润分别不低于 0.74 亿(+94.74%)、0.99 亿(+33.78%)、1.33 亿(+34.34%)。我们认为公司股权激励目标问题不大, 股权激励计划有望助力公司高增长。

图 39: 2018A-2021E 营收 (亿) 及 yoy (%) 一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2018A-2021E 归母净利润 (亿) 及 yoy (%) 一览

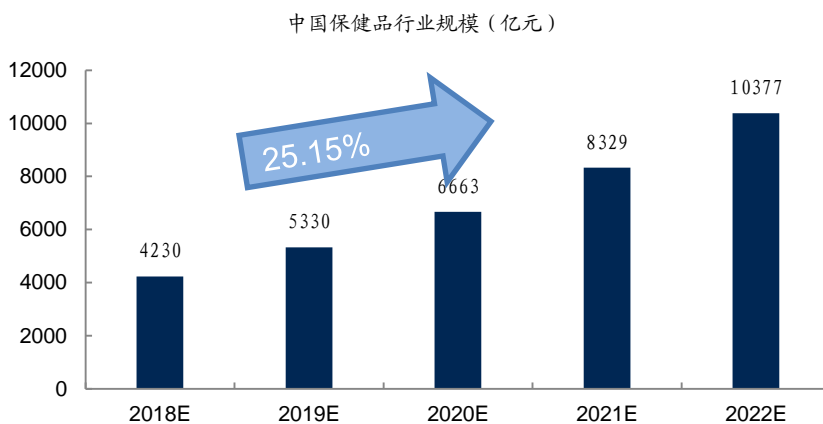


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

保健品: 规模扩增, 品类快速渗透

目前我国已成为全球第二大保健品消费市场, 并且消费规模逐年升高, 但我国的保健品市场仍处于发展初期, 随着经济水平的不断提高和保健品消费意识、习惯的养成, 消费者购买保健品的种类、频次将大幅增加, 未来我国保健品产业发展空间巨大。2017年, 我国保健品行业规模达到了 2,644 亿元, 我们预计 2018 年我国保健品行业规模将达到 4,230 亿元, 2022 年达到 10,377 亿元, 未来五年 (2018 ~ 2022 年) 年均复合增长约为 25.15%。

图 41: 2018~2022 年中国保健品行业规模预测

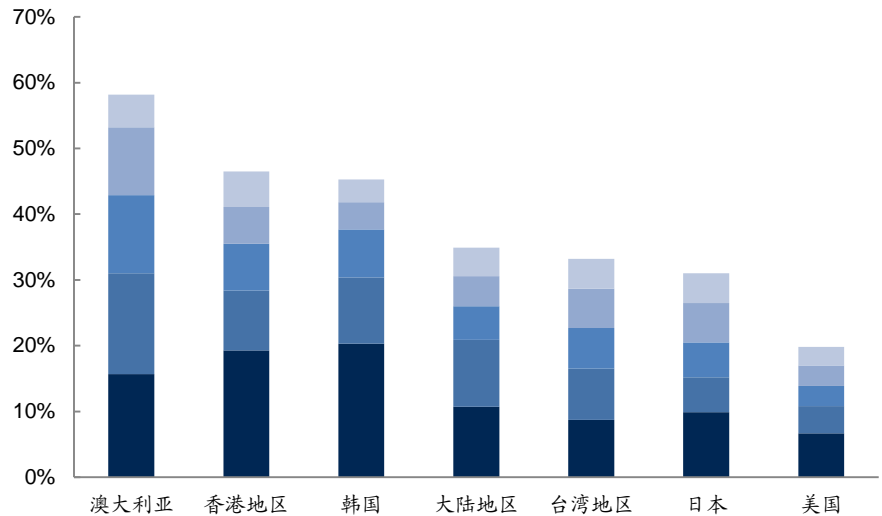


资料来源: 中投顾问产业研究中心, 国信证券经济研究所整理

目前中国保健品市场前五强的总市场占有率约为 34%, 前二十名约占近 60% 的市场份额, 市场份额前十名中直销企业超过半数, 在末端则聚集了众多品牌薄弱、品类较少的小型地方企业。根据 Euromonitor 的数据显示, 全球各国维生素及膳食营养补充剂行业竞争普遍激烈, 行业集中度较低, 其中仅澳大利亚 CR5 超 50%; 而对比国外 CR5, 我国维生素/膳食营养补充剂集中度超日本、台湾地区、美国, 但低于澳大利亚、香港地区以及韩国市场, 与成熟市场相比行业集中度仍有一定差距。国内保健品市场集中度较低, 行业毛利率较高, 消费者价格敏感度低, 行业品牌效应明显, 受政策影响较大。随着“大健康”上升为国家战略, 保健品备案制的引入, 年初百日行动后直销企业的规范和出清, 政策环境虽短期对行业有所冲击, 但随着行业逐步走向规范发展将有利于品牌化龙头。汤臣作为国内非直销的行业龙头近年来快速崛起, 线上已经从去年下半年起超越 SWISSE 成为第一, 随着多个大单品布局拓张和多元渠道加速渗透,

市场份额预计将稳步向上，获得确定性增长的概率很高。

图 42: 2016 年主要国家及地区膳食营养补充剂行业 CR5 情况



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

表 7: 各地区保健品份额前五企业梳理

| | 澳大利亚 | 香港 | 韩国 | 中国 | 台湾 | 日本 | 美国 |
|------|--------------|----------------|--------|------|----|----------------|-------------------|
| 第一份额 | Swisse | 如新 | 韩国人参公社 | 无限极 | 安利 | 安利 | NBTY |
| 第二份额 | Blackmores | GNC | 芦荟组合 | 安利 | 葡众 | Naturally Plus | 大家控股 |
| 第三份额 | Healthy Care | 维特健灵健康产品有限公司 | 大祥群山工厂 | 汤臣倍健 | 如新 | 如新 | 辉瑞 |
| 第四份额 | Nature's Way | 康宝莱 | 南洋 | 天狮 | 八马 | 日健总本社 | Living Essentials |
| 第五份额 | Ostelin | 美国国家得路天然健康有限公司 | 日真制药 | 康宝莱 | 美安 | Natural Care | 金纳多 |

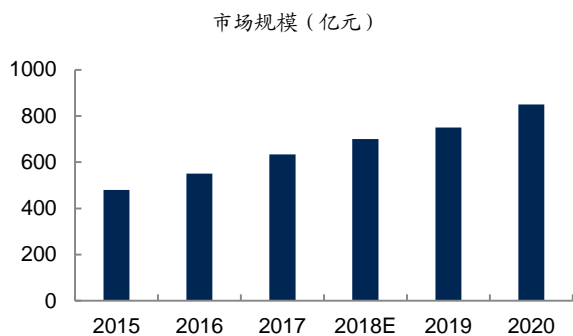
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

看好龙头汤臣稳定增长，受益大单品政策发力及渠道加速渗透。 受益行业政策放宽打开市场发展天花板，品类扩容及渠道发展将迎实质性利好，我们看好行业龙头汤臣倍健未来凭借大单品发展模式，借助线上品牌及线下药店渠道资源，业绩获持续增长动力。2012 年，汤臣倍健设立全资子公司广东佰嘉药业有限公司，探索膳食营养补充剂 单品项目。通过发展专业性品牌，以不同品牌产品的有效组合来进行细分市场的竞争，目前广东佰嘉已成为具有高成长性的营养品细分领域专业公司。广州佰嘉药业的单品项目是有别于主品牌“汤臣倍健”的一种全新营销模式的试点。旗下两大主力品牌为健力多和无限能。作为大单品战略的第一个品种，健力多氨糖产品集中了汤臣倍健的优势资源，产品主打补钙更补软骨，加强关节养护，45 天见效快，复购率达 60%，在短时间内形成新的价值生态链，2017 年实现超 160% 的增长终端零售额达到 10 亿元，2018 销售额同比增长超过 120%，终端收入超 20 亿，成为拉动公司业绩的重要推力。未来视大单品“健视加”以及未来心脑血管相关的单品，也有望开启新的市场增长点。

汤臣收购 LSG 打开空间广袤的益生菌市场。 欧睿数据显示，2017 年全球益生菌产品市场规模已经达到 360 亿美元，每年增速约 15%~20%；中国的益生菌市场发展速度也极快，平均每年增速约 15%，预计 2022 年将增长到 896 亿元。作为增速最快的细分领域之一，益生菌市场已成为下一个健康风口。2017 年我国益生菌市场容量达到 633 亿元，平均增长率约 17%，预计至 2020 年国内益

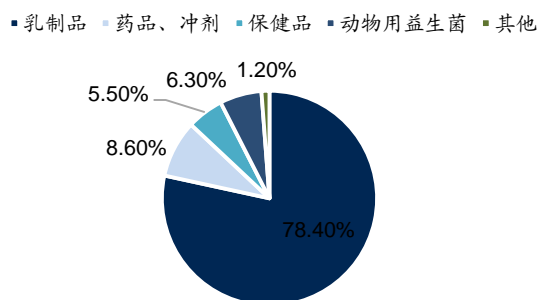
益生菌市场消费规模可达到 850 亿元。益生菌产品主要可分为乳制品、药品冲剂和保健品三大类，分别占比 78.40%、8.6%、5.50%。在益生菌食品领域，目前主要以乳制品为主，酸奶类产品占比高达 46.6%。当前收购进展顺利推进，去年 9 月份起实现并表，LSG 海外及跨境电商业务将继续由原有团队开拓，预计今年婴幼儿、孕妇、成人等益生菌产品将在国内率先以 QS 食品形式进行线下推广，将进一步丰富公司产品结构和渠道构成，未来有望成为新的盈利增长点。

图 43: 我国益生菌市场规模及预测



资料来源: 中商产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 44: 我国益生菌市场需求结构



资料来源: 中商产业研究院、国信证券经济研究所整理

优选低估值: 业绩稳健, 以攻为守

考虑资金配置成本及抗跌防御属性, 可以优选低估值中具备业绩边际改善潜力的公司优先配置。一方面, 从板块中估值在 25 倍以下标的中的前 10 名中可以看到, 养元饮品、洋河股份及汤臣倍健作为各自行业内龙头型企业, 尽管短期内分别因为种种因素 (如新品推广欠佳、省内增速放缓、线上增速放缓及行业政策调整等) 增速存在回落预期, 市场估值受到一定压制, 但考虑龙头企业公司积极应对措施, 若未来压制因素有所改善, 则估值存在上修的空间。

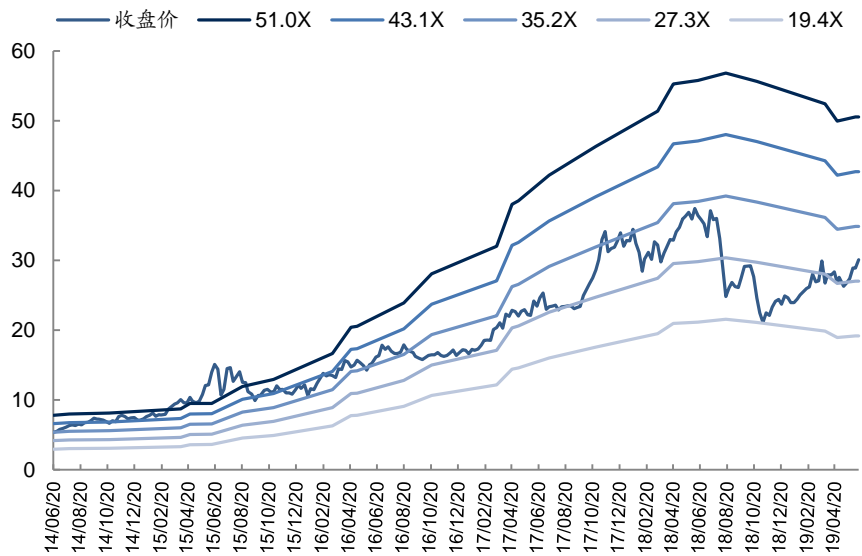
表 8: 低估值前 20 名公司

| 1-10 名 | 证券简称 | 预测 2019PE | 11-20 名 | 证券简称 | 预测 2019PE |
|--------|------|-----------|---------|------|-----------|
| 1 | 金达威 | 10.55 | 11 | 承德露露 | 18.84 |
| 2 | 西王食品 | 11.92 | 12 | 张裕 A | 18.94 |
| 3 | 养元饮品 | 12.53 | 13 | 元祖股份 | 19.14 |
| 4 | 伊力特 | 14.27 | 14 | 克明面业 | 19.21 |
| 5 | 迎驾贡酒 | 15.16 | 15 | 金徽酒 | 19.29 |
| 6 | 双汇发展 | 15.39 | 16 | 上海梅林 | 19.94 |
| 7 | 华宝股份 | 15.79 | 17 | 汤臣倍健 | 20.47 |
| 8 | 洋河股份 | 18.18 | 18 | 天润乳业 | 21.16 |
| 9 | 舍得酒业 | 18.28 | 19 | 今世缘 | 21.46 |
| 10 | 口子窖 | 18.69 | 20 | 老白干酒 | 21.56 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 采用 Wind 一致预期

另一方面从历史纵向估值来看, 以安琪酵母为代表, 对比公司历史估值区间, 当前的估值位置处在相对低位, 结合基本面来看, 公司产能逐渐好转、成本下行等因素驱动业绩逐季向好的确定性较高, 未来估值上修的概率及空间较大。

图 45: 安琪酵母历史估值波动区间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

重点公司推荐

贵州茅台: 从季报来看, 贵州茅台 2019 年一季度实现营收 224.81 亿元, 同增 22.21%, 归母净利润 112.21 亿元, 同增 31.91%, 业绩略超前期指引水平, 收入业绩顺利实现开门红, 提前打款确认、非标产品加大投放对业绩增长贡献明显, 期末预收账款 114 亿环比 Q4 末下降 22 亿, 3 月底收 Q2 部分款项并积极确认存量, Q1 毛利率 92.1% 同比提升 0.8pct。2019Q1 茅台酒收入 195 亿元同增 23.7%, 实际发货量增长有限, 非标产品投放及预收确认拉动业绩增长; 系列酒营收 21.3 亿元同增 26.3%, 该部分渠道在整顿期, 期内系列酒经销商减少 494 家, 未来在价格体系和销售考核端有望优化。近期公司公布了团购商超公开招商规则, 以 600 吨额度首批试水, 在全国及贵州本地选择优质商家作为团购对象分别供应 400 吨及 200 吨, 预计直营店、商超及大中型客户仍是前期调整额度主要的释放渠道, 当前淡季货源偏紧, 一批价近 2000 元维持高位, 随着直营方案加速推进, 直营价格红利和后续量能将有保障。

近期各地一批价在 1950-2000 元维持高位, 整体供应偏紧, 最新货的生产日期 5 月 20 日, 基本从生产到销售日期在一周左右, 市场供需偏紧, 6 月 12 日保芳书记强调 6 月以内将再发 2000 吨产品, 下半年发 1.6 万吨保证全年 3 万吨供应量, 预计随着货源放量落地后有望满足市场部分需求。从 4、5 月来看发货同比有所增加, 淡季不淡。股东大会调研反映 2019H1 一定会时间过半、任务过半, Q1 业绩很好, Q2、Q3、Q4 也不会松劲。直营店的量已从 500 吨增加到 1600 吨, 都属于股份公司。未来在高铁和机场还会进一步布局。公司强调营销公司这边大股东不会与中小股东争利, 最终的方案和结果一定是守法的、符合反腐要求的, 一定是保障股东权益的。其具体运作模式会与各方沟通, 征得各家赞同, 尽早提交临时股东大会审议。另外, 公司拟建设两个库房项目, 保证生产节奏稳定, 熨平经济周期影响。

五粮液: 2019Q1 实现营收 175.9 亿元, 同增 26.6%, 归母净利润 64.8 亿元, 同增 30.3%, 增速高于全年目标, 业绩符合预期。期内毛利率 75.8% 同增 2.6pcts, 交杯、1618 等高端产品投放积极, 产品结构上移叠加提价贡献, 预计后续仍有提升空间。公司持续产品结构升级, 拉升价格体系, 近期调研反馈积极, 2019 年普五配额 1.5 万吨 (不含交杯、1618 等), 其中第七代占比 56% 已完成打款, 3 月推出 859 元收藏版五粮液占比 9%, 第八代五粮液厂价 879-889 元占比配额的 35%, 公司坚定产品换装升级, 新品推出配合新防伪技术、数字化、控盘

分利策略有望梳理渠道盈利模式，产品聚焦 4+4 矩阵，严格清退高仿产品避免品牌力透支，渠道调研显示，五粮液批价已提升至 850 元左右，渠道开票价已近 900，动销积极，渠道库存偏低，随新品推出批价上涨预期较强，关注后续公司新品推广进程及发货节奏。

泸州老窖：公司 2018 年实现营收 130.55 亿元 (+25.6%)，归母净利润 34.86 亿元 (+36.27%) 19 年一季度收入 41.69 亿元 (+23.72%)，归母净利润 15.15 亿元 (+43.08%)，19Q1 利润显著超预期，单季度收入及利润较 18Q4 环比提升 2pcts/12pcts。随着国窖 1573 等高档酒收入高增叠加中低档酒技改成本下降，盈利能力持续提升。公司通过聚焦重点单品、成立品牌事业部，推动国窖和老窖双品牌快速发展：18 年酒类收入 128.6 亿元同增 27.14%，其中以国窖 1573 为代表的高档酒收入 63.8 亿 (+37.2%，占比 49%)，调研显示 19Q1 回款维持 30%+ 高增，终端动销积极，前期控量挺价，目前与五粮液批价拉开超百元，未来价格势能充分；中档酒收入 36.7 亿 (+27.8%，占比 28%)，19Q1 预计维持了 20%+ 增长，其中特曲 60 表现突出，承接了 400 元价位带重点发力，同时自 18Q3 起窖龄酒在市场投入增大后动销回款亦有恢复，公司亦侧重发展 200 元价位特曲系列，目前中低档酒通过技改和清理毛利率已有明显提升，但特曲价位偏低未达公司目标，前期已对特曲 60、窖龄 90 等产品指导价上浮近 20-30 元，价格小幅提升测试市场反应，亦更好梳理经销商利益提升渠道活力。调研显示全年回款目标积极，近期动销加快，库存维持 2 个月左右良性水平，预计中高档酒增长仍将持续，价格弹性的有望提升盈利。

汤臣倍健：2019 年一季度实现营收 15.71 亿元 (+47.17%)，归母净利润 4.97 亿元 (+33.69%)，收入业绩均超市场预期，业绩靠近预告上限，收入高增主因健力多及主品牌维持高增且旺季销售情况积极，LSG 并表亦有贡献。2019Q1 毛利率 67.22% 同减 0.4pct，主因并表产品毛利偏低，公司自身产品受益于大单品战略、结构继续优化，销售费用率 19.2% 同增 3.5pcts，主因广告费投入较高及并表影响，部分广告费提前确认，预计后续广告投入回稳，一季度广告费确认较多，全年趋均衡，整体不超过 2017 年峰值。公司主品牌和大单品齐头并进，主品牌“汤臣倍健”营业收入同增 29.84%，较去年增速提升 5.5pcts；“健力多”品牌营收同比增长 69.48%，继去年翻倍增长后继续保持高增，势头强劲。2019 年公司面临的三重考验：LSG 澳洲的整合；线上的增长（阿里、京东的流量限制），线上增长维持全年 50% 增速目标；；超级供应链（品牌变多之后，如何满足高效的供应链管理）。

LSG 铺货和全年的营销举措。机遇和挑战并存，3 月份开始进入铺货，5 月底 3 万个，全年 5 万个终端（药线渠道），一旦非蓝帽子的产品能够打开局面的化，对后续产品的建立会非常积极。因为 LSG 视家族企业，新的电商法从 4 月份开始正式实施，对代购的影响还是比较多，比原来比较成熟的品牌的代购比例更高，当规模比较大之后才会加强对平台的投入，因为现在代购商家都在降库存，所以短期是有影响的，尤其是价格体系的稳定，预计 LSG 后续受新电商法影响预计回落，4 月份开始和考拉合作，下一步会有一部分管理层调整，6 月底之前完成，另设置合格进入者计划，核心岗位、中层骨干，今年会陆续到位。

权健事件对行业的影响：短期对行业信心是一个打击，对于直销和会销类型的企业打击比较大。但长期来看，对规范企业是好事，公司抓住机遇引导消费者教育，正面引导宣传。重新推出膳食营养补充剂的概念，作为行业领军企业，推进消费者和立法层面的进程。在公司成立之初、上市时候就明确界定了膳食营养补充剂，与国际接轨，是科学的概念，包括立法，走进民众心中，希望行业健康发展，公司才能更加受益。未来也会继续沿着膳食营养补充剂的领域和范畴去推广和研发新品，联合行业协会去推广。

伊利股份：公司 19 年一季度实现总营收 231.3 亿元同增 17.1%，归母净利润 22.76 亿元同增 8.36%，扣非净利润 21.82 亿元同增 9.20%，收入利润均超过

公司全年目标指引增速，业绩高基数下仍稳定增长顺利实现开门红，略超市场预期，18Q4+19Q1 收入/归母净利润分别同增 17%/16%，排除春节错位因素增长积极。盈利能力上，2019Q1 毛利率 40.0%同增 1.2pct，较 18 年提升 2.1pcts，产品结构升级及折扣力度降低较好弥补原奶成本上涨压力，近一月生鲜乳价格同比增速已从 2 月份同增 4%+回落至 3%以下，公司亦通过加大原奶采购量提前锁价平抑成本波动。Q1 销售费用率 24.1%同增 1.3 pcts，新品推广阶段营销费用有适度提升，匹配公司对于市场份额提升的要求。分业务看，Q1 液体乳业务收入 189.6 亿元，占比营收 82%，其中安慕希销售额达 47.1 亿元，占比液奶的 24.8%，同增超 30%；奶粉及奶制品业务实现收入 25.5 亿元，占比 11%较去年提升 0.9pct，其中金领冠增长超 30%，期内湖南台冠名综艺热播，市场曝光度提升；冷饮业务实现收入 15.0 亿元，占比 6.5%。公司持续创新促品类升级，植选 PET、安慕希柳橙凤梨、金典娟姗牛、伊然乳矿、焕醒源等多款新品贡献增量。新成立健康饮品事业部及奶酪事业部，未来有望持续拓宽品类。凯度数据显示公司 Q1 市场渗透率 64.3%远超行业水平，综合市场占有率达 25.6%位列亚洲第一，其中常温酸、高端白奶及奶粉份额持续提升。公司持续通过渠道下沉提升终端掌控力，此前公告以 35 元通过一年回购 2.5-5%股份用于激励，有利于激发内部经营活力。公司坚持产品升级、渠道深耕，奶源掌控有利于减缓原奶上行压力。内生外延发展迈向五强千亿目标，价值空间广阔。

安琪酵母：公司 2019 年一季度实现营收 18.20 亿元同增 11.61%，归母净利润 2.37 亿元同减 14.56%，高基数下增长回落，业绩符合预期。收入增长低于 15%年度目标，主因年初糖价较低，公司采取惜售策略导致糖业收入下降，若剔除此因素收入增长达 15%以上。Q4 毛利率 36.43%同降 0.3pct，降幅环比持续缩窄，虽伊犁工厂限产仍有影响，但其产能利用率已从 60%逐步回升至近 80%，影响趋缓，赤峰工厂搬迁完成亦有好转。

分业务看，公司酵母业务期内收入 14.7 亿元占比 82.5%，其中出口业务增长约 13%，YE 增长超 20%表现积极，增速回升，动物营养、保健品收入近 30%，酿酒业务增速超 40%，整体衍生品业务表现积极。随酵母营养品消费群体扩增、衍生品技术愈成熟，埃及二期产能本月投产后 YE 海外出口空间很大，国内以动物营养、保健品、生物能源为首的衍生业务有望持续高增，有望推动公司收入及盈利能力提升。公司 2018 年酵母发酵总产量达到 23.7 万吨，同比增加 16%；安琪俄罗斯第一年运行，酵母产量超过设计产能，未来计划新建 1.2 万吨产能明年中投产；安琪赤峰 1.6 万吨搬迁改造项目去年建成投产，埃及 1.2 万吨 YE 项目产能本月落地，投资 2.5 亿元的营养健康食品数字化工厂稳步推进。随着国际化战略深化，安琪有望进军南美、东南亚地区，实现全球布局。近期管理层换届保持原班人马经营稳定，仍在积极寻求提升内部激励、发挥管理层活力的方式，公司长期基于酵母生物技术优势形成多品类良性发展。公司力争完成 2021 年百亿收入目标，收入年复合增长 15%，其中衍生品业务高增，向生物技术专业化转型；伊犁产能限产情况优化，海外扩产仍将持续；糖蜜价格下降，盈利能力提升，公司仍将积极寻求内部激励。

重庆啤酒：公司 2019 年 Q1 实现营业收入 8.33 亿元，同增 2.53%，归母净利润 8568 万元，同增 13.39%，扣非净利润 8120 万元，同增 71.36%，去年非经常性损益较大主因亳州工厂的资产处置及其所得税节约，考虑同期回瓶收入较高，Q1 啤酒收入增长预计近 9%，利润高增略超预期，淡季不淡。盈利能力上，19Q1 毛利率 37.40%同增 2.4pct，主因产品结构升级、成本回稳。2019 年 Q1 实现啤酒销量为 22.49 万千升，同增 5.04%，淡季销量积极，产品结构升级及直接提价覆盖成本压力带动均价提升，预计 Q1 均价同比提升 3%，未来仍有价增空间。近期国际品牌换装升级，强化“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品组合，打造嘉士伯、乐堡、K1664、重庆纯生等中高端产品持续增长，餐

饮渠道铺市率提高。

青岛啤酒：公司 2019 年 Q1 实现营业收入 79.51 亿元，同增 11.38%，归母净利润 8.08 亿元，同增 21.04%，扣非净利润 7.18 亿元，同增 26.73%，收入业绩略超市场预期，产品销量增加以及产品结构优化贡献明显。盈利能力上，19Q1 毛利率 39.66%同增 0.5pct，主因高端产品提升较快拉动均价上行。费用端，销售费用率 17.5%同增 0.8pct，期内公司加大品牌宣传力度，管理费用率 3.55%同减 0.3pct，公司积极管控费用投入，费效比提升。2019 年第一季度公司啤酒销量 216.6 万千升，同增 6.6%，吨均价 3671 元同增 2.9%，实现量价齐升。其中主品牌“青岛啤酒”实现销量 117.5 万千升，同增 8.5%，“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和 纯生啤酒”等高端产品实现销量 58.8 万千升，同增 10.5%，高档啤酒持续发力扩增盈利。公司聚焦“1+1”青岛+崂山双品牌战略，聚焦主力中高端产品市场，在竞争格局的边际改变的背景下，公司在保证市场占有率稳定的基础上，积极调整产品结构提升价格、趋利控费，有望获高质量发展。

消费升级背景下拉动产品结构，啤酒行业持续向好，公司发挥品牌优势，利用青岛品牌开发更好产品满足需求，不断扩大大众市场规模。Q1 销量增速积极，Q2 有所放缓，增量更多来自结构提升。成本端大麦和玻璃瓶价格上扬，公司目前设计产能 1400 万，未来 5 年关闭 10 家工厂，提高单产规模。重视规模经济。在营销端，进一步改进市场营销，与经销商、销售人员提出增量分享计划，调动人员的积极性。未来仍将注重体育营销、音乐营销。

千禾味业：公司 2019 年 Q1 营收 2.91 亿元 (+18.46%)，归母净利润 0.51 亿元 (-54.05%)，扣非归母净利润 0.46 亿元 (+19.07%)，去年同期转让子公司 100%股权获转让收益 6910 万元致非经常性损益较大，扣非业绩维持双位数增长，增速阶段放缓主因费用集中投入。Q1 毛利率 48.3% (+4.5cts) 主因零添加等高端产品增长拉动结构升级，零添加产品占比超四成 Q1 增长达到 45%超额达成目标，品牌聚焦效果积极；Q1 销售费用率 22.7% (+4pcts) 主因期内广告费用 1000 余万元集中体现，费用投放以强势地区为主匹配公司超高端战略，管理+研发费用率 6.5% (+1.3pct)，股权激励费用有确认，预计一季度为全年费用高点，后续费效比提升。综合影响下，Q1 扣非净利率 15.7% (+0.1pct)，公司由 18H2 以来连续三季度维持收入双位数增长，广告费压力短期释放后利润回弹动力依然充分。分品类看，调味品业务 Q1 营收 2.4 亿元同增 28%，其中酱油 1.74 亿 (+32.23%，占比 59.8%)，增长进一步提升，零添加产品去年 11 月份换新装以来聚焦效果积极，同增达 45%；醋 0.45 亿 (+7.7%，占比 15.6%)，2 月换装以来仍处推广期，捆绑销售下收入未完全确认，料酒业务基数小同增约超 30%。看好公司高端调味品企业定位和差异化赛道发展空间，从区域龙头向省外快速渗透扩张，多渠道运作贡献增量，营销强化品牌力持续提升。

今世缘：2019 年目标：收入 30%、利润 25%。公司与竞品属于竞合关系，两者省内市占率超 50%。产品结构方面，公司坚持持续做大老开系，全力培育新 V 系，强化补充新开系、整合精简国缘雅系。在推广 V 系列方面，第一梯队是南京大区，第二梯队是苏南大区，第三是苏北、苏中；省外市场，公司采取 1+2+4+N 策略，1 指的是山东大区，作为省外优先级的拓展区域，将山东营销中心升级为山东大区，在人员配置、组织架构上进行重点安排，山东地区打造样板市场，山东地区 19 年 1.5 亿目标。

好想你：2019 年目标：收入 56 亿，利润 1.6 亿，其中百草味收入 45 亿、利润 1.5 亿。2019 年清菲菲目标 1.5 亿，每日坚果 3 亿。19Q1 礼盒 6.7 亿，礼盒主力价格在 100 元左右。融合方式：第一，渠道方面：本部电商运营层面搬到杭州，慢慢融入百草味框架里，杭州对互联网人才招聘有利。第二，百草味产品要进入全国 800 家专卖店，目前在郑州 10 家直营门店试点；试运营第一个月，一个门店来自百草味产品（目前进入的主要是果干类产品，每日坚果暂不进入）的收入超 7000 元，占这个门店 6%，百草味自己的线下渠道也会同步开展，19

年线下目标 6-8 亿。第三，供应链物流方面：让百草味更多进入母公司里面，例如百草味仓储物流，郑州本部会给他提供物流基地，利用本部资源免去一些费用。第四，资产方面：好想你旗下有很多子公司，今年百草味视情况将好想你效率低下的子公司进行整合，例如新疆阿克苏子公司交给百草味，该子公司每年亏损 300-500 万，今年目标是扭亏为盈。

香飘飘：19 年目标：营收 39.60 亿，归母净利润 3.4 亿目标（扣除股权激励费用）。产能逐步释放，目前有五条生产线，预计二季度以后果汁茶每个月每条线 80 万箱。19 年果汁茶 6-7 亿目标，市场预期 19 年果汁茶 10 亿以上销售额。预计 19Q4 天津新添一条生产线，19 年底近 500 万箱。19 年将推出轻奶茶，主打健康、时尚，类似于芝士口味，定价 5-6 元。

投资建议

食品饮料作为各板块中具有稳定高 ROE 的代表，在当前宏观经济波动和外部环境不确定性加大的背景下，具备很好的配置机会，而这种稳定性也有望获得更高的估值溢价，借鉴日本历史上贸易战期间的经验，食品饮料必选防御属性依然有望在外部摩擦加剧中获资本青睐。行业基本面看，Q1 业绩整体稳健，龙头优势明显，Q2 以来部分行业虽阶段性增速有所回落，但行业内部结构性升级及龙头在通胀背景下的定价权和成本转移优势更加凸显。结合行业基本面、市场表现及估值分析，我们认为下半年投资可遵循三条投资主线：买入确定性；买入成长性；买入低估值，重点推荐五粮液、泸州老窖、贵州茅台、伊利股份、汤臣倍健、安琪酵母、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、千禾味业。

表 9：食品饮料行业重点推荐公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 6 月 19 日收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | PE | |
|-----------|------|------|----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 买入 | 932.01 | 11,708 | 33.56 | 38.82 | 27.77 | 24.01 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 买入 | 105.90 | 4,111 | 4.35 | 5.28 | 24.34 | 20.06 |
| 600887.SH | 伊利股份 | 买入 | 31.75 | 1,936 | 1.25 | 1.48 | 25.40 | 21.45 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 买入 | 71.00 | 1,040 | 3.14 | 3.98 | 22.61 | 17.84 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 买入 | 47.19 | 604 | 1.29 | 1.54 | 36.58 | 30.64 |
| 300146.SZ | 汤臣倍健 | 买入 | 18.05 | 265 | 0.91 | 1.15 | 19.84 | 15.70 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 买入 | 35.38 | 203 | 1.88 | 2.26 | 18.82 | 15.65 |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 买入 | 43.80 | 212 | 1.01 | 1.18 | 43.37 | 37.12 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 买入 | 20.08 | 92 | 0.70 | 0.91 | 28.69 | 22.07 |
| 600298.SH | 安琪酵母 | 买入 | 30.76 | 253 | 1.22 | 1.44 | 25.21 | 21.36 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济波动

由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性，若经济增长信心回落，消费需求存在下降风险。

行业竞争风险

当前大部分线上食品饮料行业集中度仍较分散，若在扩大线上份额的过程中出现恶性价格战将对线下销售带来冲击，不利于行业良性发展。

食品安全风险

受猪瘟、监管等因素采购和生产环节可能受到冲击，不利于产品供应的稳定性。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032