

食品饮料

 食品饮料行业核心公司二季报前瞻
 外界的起伏不改行业的稳健成长的趋势

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

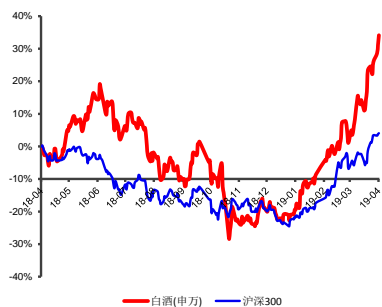
Email: gongxl@r.qizq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比

相关报告

- 1 《周观点 25：外资再度涌入高档酒，食品龙头攻守有度》2019.06.23
- 2 《周观点 24：茅台再现跨季度打款，五粮液大力推行改革》2019.06.16
- 3 《周观点 23：洋河控货挺价，口子省外加速》2019.06.09

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018A	2019E	2020E	2017	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	980	21.5	28.02	35.06	41.08	40.0	30.80	24.60	21.00	0.71	买入
五粮液	114	2.55	3.47	4.46	5.33	38.2	28.00	21.80	18.30	0.47	买入
口子窖	62.3	1.86	2.55	3.05	3.57	28.4	23.25	19.44	16.61	0.74	买入
中炬高新	41.8	0.57	0.76	0.91	1.17	42.7	45.76	38.34	29.82	0.83	买入
伊利 股份	32.8	0.99	1.06	1.20	1.37	31.5	28.55	25.22	22.09	0.87	买入
绝味食品	38.4	1.26	1.56	1.88	2.22	27.3	22.00	18.30	15.00	0.76	买入

备注：股价为 2019 年 6 月 26 日收盘价。

投资要点

- **截止到 6 月 26 日，2019 年申万食品饮料指数上涨 58.24%，涨幅位居行业第一。即便是外界的纷扰以及由经济增速下行的考验，我们认为食品饮料商业模式好、韧性强，结合我们二季度的前瞻，行业依旧保持稳健的增长。**
- **白酒：2019Q2 核心产品价格稳中向上，收入保持近 20% 的增长。二季度是白酒行业传统淡季，但今年淡季不淡，有两点积极变化值得重视：1) 价格趋势稳中向上。当前普飞、普五批价已分别上行至 2020 元、925 元左右，较季度初明显提升；今年 Q2 名酒提价频率显著高于往年，积极梳理价格体系的背后一方面为了抢占茅台为行业打开的价格空间，另一方面也彰显了行业稳健向上的信心；2) 核心公司销售增速近 20%，茅台跨季度打款提前锁定二季报业绩，二季报整体增速稳健。结合我们股东大会的交流以及渠道的反馈，我们认为二季度茅台/五粮液/老窖/古井/口子窖/水井坊/汾酒/顺鑫（白酒部分）有望实现 20% 以上增长，洋河增速近 15%。外加上产品结构升级和增值税下调带来的利好，二季度核心公司的业绩有望保持 20%（或以上）的增长。**
- **中长期分化逻辑延续，最看好高档酒的成长性。下半年来看，名酒提价为旺季放量做好了准备，中秋动销值得期待，考虑到低基数因素以及新中国成立 70 周年，我们对下半年名酒业绩增长依旧有信心；中长期来看，我们认为白酒行业分化成长成为主旋律，优质公司可穿越周期实现双位数以上的增长。考虑到富人越来越多和现有行业的竞争格局，最看好高档酒的成长性。白酒作为国内自主定价权最强的消费品行业，长期仍具备持续稳健回报的投资机会。我们继续重点推荐贵州茅台、五粮液、古井、口子窖、泸州老窖、顺鑫、洋河、汾酒等。**
- **大众品：大众消费品行业增长稳健，挖掘细分子行业龙头机会。**
- **啤酒：行业复苏趋势下预计量将保持稳定增长，结构升级+提价滞后+补提推动吨酒收入保持强劲增长，伴随原材料压力减缓及关厂提效节约成本，再叠加 19Q2 开始增值税税率下调，2019 年啤酒行业利润将迎来快速释放期。**
- **乳制品：常温液态奶伊利蒙牛集中度加速提升，低温液态奶区域乳企异军突起，呈现百花齐放局面；未来我们看好龙头伊利在渠道、品牌和成本议价能力的优势，关注细分低温奶龙头光明乳业、新乳业、奶酪行业龙头妙可蓝多的成长机会。**

- **调味品:** 餐饮业良好发展势头带动调味品行业稳健增长, 而结构升级持续推升产品吨价; 海天和中炬两大龙头, 不断推进品类多元化和全国化布局。新兴复合调味品行业高速增长, 对比成熟的美国和日本市场空间大; 其中火锅底料和川菜调料细分品类增长快、集中度提升空间足, 细分龙头天味食品成长值得期待。休闲卤制品龙头绝味主要发展稳健, 串串测试加速, 公司投资项目日渐成效, 中长期看好。
- **保健品:** 行业 CR5 市占率仅 19.8%, 2019 年是行业政策变动艰难时刻, 也是龙头抢占市场的机遇之年。人口老龄化+保健消费年轻化持续驱动行业高成长, 看好非直销龙头汤臣倍健大单品策略+电商药店母婴多渠道开拓优势。
- **烘焙:** 受益城镇化、消费升级驱动高成长, 关注细分行业龙头扩张带来的投资机会, 我们继续看好元祖股份; 桃李面包在短保面包供应链、高周转运营、区域扩张塑造的先发优势。
- **风险提示:** 三公消费限制力度加大、国内外经济增速的下行、食品安全风险、行业竞争加剧。

内容目录

1.白酒：淡季淡季梳理价格体系，二季度业绩有望再超预期	- 4 -
2.啤酒：销量短期承压，利润率持续提升	- 6 -
3.乳制品：二季度动销稳增长，龙头买赠略有加大	- 7 -
4.调味品：淡季不淡，龙头盈利能力持续提升	- 8 -
5.保健品：水大鱼多，顺者为王	- 9 -
6.烘焙：行业高成长、集中度低、细分龙头潜力大	- 9 -
7.其他行业个股	- 10 -

图表目录

图表 1：2019Q2 白酒行业提价频率显著高于往年	- 4 -
图表 2：2019 年重点白酒企业半年报前瞻	- 6 -
图表 3：2019 年大众消费食品企业半年报前瞻	- 11 -
图表 4：重点公司盈利预测表	- 12 -

1.白酒：淡季淡季梳理价格体系，二季度业绩有望再超预期

- **白酒：**二季度是白酒行业传统淡季，但今年淡季不淡，有两点积极变化值得重视：1) 茅五批价持续上行：当前普飞、普五批价已分别上行至2020元、925元左右，较季度初明显提升，茅台供不应求格局持续强化，五粮液新品提价引导批价上行；2) 名酒密集提价控货：今年Q2名酒提价频率显著高于往年，积极梳理价格体系的背后一方面为了抢占茅台为行业打开的价格空间，另一方面也彰显了行业稳健向上的信心，结合一季度完成情况以及减税降费带来的利好，二季度核心公司的业绩有望保持稳健增长。
- 下半年来看，名酒提价为旺季放量做好了准备，中秋动销值得期待，考虑到低基数因素以及新中国成立70周年，我们对下半年名酒业绩增长依旧有信心；
- 中长期来看，我们认为白酒行业分化成长成为主旋律，优质公司可穿越周期实现双位数以上的增长。考虑到分化的加剧和现有行业的竞争格局，最看好高档酒的成长性。白酒作为国内自主定价权最强的消费品行业，长期仍具备持续稳健回报的投资机会。

图表 1：2019Q2 白酒行业提价频率显著高于往年

公司	提价行为
五粮液	第七代普五终端供货价939元/瓶，零售价1099元/瓶；收藏版供货价969元/瓶，零售价1399元/瓶；第八代普五供货价959元/瓶，建议零售价1199元/瓶
洋河股份	洋河将大幅提高海之蓝、天之蓝、梦之蓝、双沟珍宝坊供货指导价，最高上涨幅度超20%
山西汾酒	5月和7月分两次提高价格体系，53°青花30汾酒开票价提高30元/瓶，终端供货价提高30元/瓶，终端建议零售价提高50元/瓶
郎酒	青花郎出厂价提升79元，未来目标零售价为1500元/瓶
古井贡酒	暂停接收古16产品订单，古20产品提价幅度不低于30元/瓶
泸州老窖	湖南、重庆、山东等地区将停货，同时终端配送价调至860元，建议终端团购价为919元
剑南春	水晶剑提价20元/瓶
今世缘	国缘四开零售价及团购价提价30元/瓶，对开提价20元/瓶

来源：wind、中泰证券研究所

- **贵州茅台：6月份发货加速，跨极度打款政策执行提前锁定二季度业绩。**二季度以来普飞价格不断上涨，目前一批价2020元左右，根据渠道反馈6月发货近期在加速，我们测算上半年计划发货量超1.6万吨。近期厂家要求经销商打下半年（三四季度）货款，我们认为核心目的在于管控市场价格过快上涨，通过提前打款策略促使经销商彻底出货来回笼足够多的资金，放量是引导价格回归的最有效手段。另一角度来看，公司要求传统经销商提前打款是为了提前锁定销售目标的完成。结合近期的发货数据和公司的打款政策的变化，我们预计2019Q2公司收入实现25%的增长，净利润实现28%的增长，继续重点推荐。
- **五粮液：营销改革加快推进，新品顺价可待。**目前普五一批价逐步上行至920元以上，下半年新品顺价销售值得期待，我们看好量价齐升带动公司全年收入实现25%增长的目标规划。公司近来进一步加大改革，将原三大系列酒公司合并为一家，我们认为此次合并将有助于改变过往系列酒品牌各自为政、分散作战、过度透支主品牌的问题，目前五粮液腰

部品牌较为缺失,我们看好新公司加大市场投入有利于形成腰部大单品。自 2017 年李董事长履新后,“二次创业”理念深入人心,公司价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善,今年 6 月提价策略的部署明显趋于精细化,反映内部营销改革正在加快进行,经销商信心明显增强。五粮液品牌优势突出,我们认为随着改革效果逐步体现,茅五龙头之间的估值折价有望逐步缩小。我们预计 2019Q2 公司收入和净利润均实现 25% 的增长,继续重点推荐。

- **泸州老窖: 业绩规划积极, 决胜年加速前进。**2019 年是公司十三五“战略三年冲刺期的决胜之年,规划收入增长 15%-25%,但是公司明确将力争做到 20% 以上的增长。根据目前渠道表现,国窖一批价持续回升,公司未来仍将采取跟随策略,公司将在确保自身渠道利润的情况下考虑跟随提价。我们认为公司延续了务实稳健的作风,产品上国窖-特曲-博大三驾马车同步发力,区域上华东华南市场延续高增,我们认为茅五价格上行为国窖放量增长提供有力基础,公司全年收入有望顺利实现 20% 以上增长。我们预计 2019Q2 公司收入实现 20% 的增长,净利润实现 25% 的增长,继续重点推荐。
- **洋河股份: 梦系列继续高增, 全国化空间仍足。**公司今年加大了对省内市场的重视,6 月起省内市场全面停货,结合 5 月提价计划,有利于全面梳理梳理价格和渠道体系,公司省内追求良性可持续增长。公司规划 2019 年实现营业收入同比增长 12% 以上,我们认为一季度库存充分消化后,二季度轻装上阵,省内核心产品价格体系开始回升,蓝色经典终端价小幅上行 5-10 元,预计二季度省内市场有望实现正增长,省外市场有望延续 20% 增长,全年目标料将顺利实现。我们认为品牌势能起来后的增长动力充足,护城河会越来越强,随着全国化加速推进,中长期成长的天花板充分打开,未来 3-5 年业绩仍旧有望实现稳健增长,我们建议以中长期视角配置优秀企业。我们预计 2019Q2 公司收入实现 15% 的增长,净利润实现 17% 的增长,继续重点推荐。
- **山西汾酒: 省外市场延续高增, 业绩考核完成值得期待。**2019 年是集团与国资委签订考核的收官之年,全年目标在确保 20% 增速的基础上,争取实现更快增长。从完成情况来看,公司省外市场继续保持高增长,前五个月增速超过 50% 的省份达 22 个,华东市场增长迅猛,江、浙、沪增速分别约为 90%、200% 和 150%。我们认为汾酒品牌优势在持续放大,省外市场加速增长,空白市场有待进一步开发,目前大力推行的品牌瘦身计划有利于主品牌势能进一步提升,未来发展潜力仍旧充足。在华润协同和内部股权激励等机制改善下,19 年考核目标有望顺利实现,完成业绩考核目标值得期待。我们预计 2019Q2 公司收入实现 22% 的增长,净利润实现 25% 的增长,继续重点推荐。
- **古井贡酒: 收入加速增长, 品牌势能显著提升。**19Q1 公司业绩超预期,产品结构升级和费用管控效率提升驱动利润实现更快增长。2018 年公司开始深度聚焦次高端产品,推出古井 20 年,费用投入亦高度倾斜,努力把握行业红利实现价格体系的跃迁,目前品牌战略效果逐步显现。我们认为公司是二线白酒中的成长路径非常清晰的企业,继续看好中长期良好成长潜力。相对于大部分地产酒,古井在省外扩张做的要更好,目前省外收入占比约 40%,长期成长的天花板相对较高,我们认为古井应享受一定估值溢价。我们预计 2019Q2 公司收入实现 20% 的增长,净利

润实现 22% 的增长，继续重点推荐。

- **口子窖：省内结构升级加速，省外发展步入正轨。**短期来看，今年口子窖将举办成立 70 周年庆典，70 年庆典纪念酒也将推出，两者都会促进经销商打款的积极性，结合我们对公司高层的调研，我们预计口子窖二季度收入有望超预期。公司省外发展步入正轨，深度聚焦到华东市场，增速开始超过省内，预计全年继续保持 20% 以上增长。中长期来看，口子窖产品、品牌、渠道协同发展，结合安徽当前经济发展的趋势以及公司现有的竞争力，未来 3-5 年收入保持 15% 以上的可持续增长。公司产品的产业链利润丰富，一批商利润率高，即使行业遇到调整，对报表影响有限。我们预计 2019Q2 公司收入实现 20% 的增长，净利润实现 22% 的增长，继续重点推荐。
- **顺鑫农业：牛栏山继续稳健增长，成长潜力仍足。**19Q1 公司整体业绩符合预期，白酒主业收入增速约 25%，渠道反馈省外最大的江浙沪市场继续保持 50% 左右的快速增长，库存水平合理，我们预计白酒产品结构上移推动净利率同比微升至 12% 左右。长期来看，公司未来有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额。随着公司主业逐步清晰，业绩弹性有望得到充分体现，公司市值仍被低估。根据我们的渠道走访，我们认为公司二季度白酒收入有望将实现 20% 以上的增长，公司二季度总具体实现 15% 的收入增长，净利润实现 30% 的增长，继续重点推荐。

图表 2：2019 年重点白酒企业二季报前瞻

板块	证券代码	证券简称	收入预测		利润预测	
			2019Q2 (亿元)	YOY	2019Q2 (亿元)	YOY
白酒	600519.SH	贵州茅台	210.7	25%	92.9	28%
	000858.SZ	五粮液	94.1	25%	26.7	25%
	000568.SZ	泸州老窖	36.6	20%	11.4	25%
	002304.SZ	洋河股份	57.6	15%	17.9	17%
	000596.SZ	古井贡酒	26.7	20%	3.8	22%
	600809.SH	山西汾酒	22.0	22%	2.8	25%
	603589.SH	口子窖	10.9	20%	3.5	22%
	600779.SH	水井坊	7.1	20%	1.4	25%
	000860.SZ	顺鑫农业	37.5	15%	1.5	30%

来源：wind、中泰证券研究所

2. 啤酒：销量短期承压，利润率持续提升

- **啤酒：2019 年 4、5 月啤酒行业产量分别下降 5.6% 和 3.3%，**主要系（1）消化一季度库存；（2）气温同比去年偏低，影响啤酒销量；（3）夜场关店。但 5 月产量下降幅度较 4 月的 5.6% 收窄，渠道调研反馈部分企业 6 月销量恢复正增长。
- **短期视角下，啤酒行业存在部分压制因素：**（1）今年 5 月气候同比偏低，降雨量较大，影响销量；（2）旺季来临新瓶短缺，旧瓶抢夺激烈，部分回瓶率较低的企业成本压力增加；（3）夜场整治关店，而夜场渠道兼具量与利润。
- **但中长期来看，啤酒行业将持续受益吨酒价格提升+内部产能优化+费用投放趋于理性，**同时外部存在整合预期，叠加增值税率下降红利，我们

仍看好行业持续改善。

- **青岛啤酒:预计 2019Q2 收入小个位数增长,成本压力同比改善。**(1) 销量:渠道调研反馈 4-5 月青岛啤酒销量出现下滑,6 月份恢复增长。(2) 价格:今年公司仍会大力度推进产品结构升级,并实现提价常态化。(3) 成本:由于青啤自身商业模式,旧瓶回收率对比同行偏低,今年公司通过经销商激励政策加大旧瓶回收力度以控制成本。我们预计全年玻瓶影响将增加成本约 4 亿,按玻璃瓶占成本的 35%估算,玻瓶涨幅约 7%,相比 2018 年两位数涨幅收窄。(4) 关厂:公司持续推进关厂提效动作,去年华东关闭 2 家工厂。今年仍推进关厂工作,目前已有一家关。(5) 增值税:2019 年 4 月起增值税税率从 16%下调到 13%,部分投放渠道进行支持,预计将增厚公司利润约 10%。我们预计 2019Q2 公司收入实现 1%的增长,净利润实现 15%的增长,考虑到二季度收入增速减速,我们建议战略性配置青岛啤酒。
- **重庆啤酒:吨酒收入强劲增长叠加吨酒成本压力减缓,盈利能力有望持续提升。**(1) 吨酒收入强劲增长:公司今年在重庆地区主推醇麦国宾,定位比国宾贵 2 元,草根调研反馈终端铺货情况良好,比去年推广的小麦白新品受众更广。2019Q1 公司 ASP 提升约 4%,全年 ASP 提升速度有望超过去年。年初在四川、湖南外阜市场有部分提价,结构升级仍是推动 ASP 提升的主要因素。(2) 成本压力趋缓:2019 年成本压力主要来自大麦,由于澳麦价格上涨,公司加大国内大麦采购比例。预计大麦涨幅 10%+,占成本比例 10%+,影响有限。公司采取押金制度,回瓶率相对较高,今年包材等成本基本稳定,成本端压力明显弱于去年。我们认为公司吨酒收入提升有望加速,吨酒成本压力明显减缓,毛利率将持续上升。(3) 销售费用平稳:公司为推广新品进行费用投放,整体趋势预计与去年接近。公司去年开始调整广告投放平台,从传统电视转向线上自媒体,提高了费用使用率。重庆啤酒在重庆市场份额优势明显,率先进行高端化、费用控制、关厂提效并取得显著成效,继续推荐。我们预计 2019Q2 公司收入实现 5%的增长,净利润实现 18%的增长。

3.乳制品:二季度动销稳增长,龙头买赠略有加大

- **上游原奶温和上涨,下游龙头强者恒强。**1) 上游原奶供给略紧。根据农业部奶站监测,2018 年生鲜乳产量 1934.46 万吨,同比增长 2.87%,奶牛单产提高,存栏减少。展望 2019 年,预计国内需求稳健增长,原奶供给略有不足,大包粉进口增加,生鲜乳价格温和上涨。2) 下游常温奶伊利集中度加速提升,蒙牛持平,买赠 4 月加强。根据我们渠道调研判断,4-5 月伊利、蒙牛常温液态奶收入增速均保持 10%以上增长,其中大单品安慕希、金典、特仑苏、纯甄增速继续强劲。两家买赠环比加大,蒙牛特仑苏降价至 99 元/两箱,高端产品买赠幅度空前,伊利金典略有降价,幅度较小;低端产品买赠加大。广告竞争略有加剧,长期理性看待费用投入。低温奶区域乳企崛起,城市牧场+冷库冷链配送半径形成区域市场进入壁垒,竞争格局百花齐放,光明乳业、新乳业、君乐宝亦有机会实现突破。奶酪市场的高成长延续,关注妙可蓝的成长。
- **伊利股份:市占率加速提升,看好二季度利润释放** 1) 大单品策略+品

牌、渠道壁垒加深维系收入高增长。19Q1 公司收入 231 亿，同比增长 18%超预期，常温市占率加速提升 3pct，其中安慕希、金典、金领冠高基数下，继续保持 30%、20%、30%的高增长。2) 我们预计原奶价格 2019 年温和上涨，全年买赠减弱趋势不变，季度之间略有波动。3) 19Q2 预计收入增速 13%-15%，假设销售费用率从 18Q2 世界杯影响造成的异常高 28.35%恢复到 25.5%正常较高值，毛利率持平、毛销差近 3%提升空间，4 月增值税下降又添利好，预计利润增速在 20%以上。4) 奥运赞助风波不改长期判断，大手笔回购彰显信心。伊利渠道和品牌壁垒随着时间推演在加固加强。未来业绩驱动一是持续推出新的爆款产品接力，二是随着市占率提升，龙头的议价能力增强，进入利润释放期。我们预计 2019Q2 公司收入实现 15%的增长，净利润实现 20%以上的增长，继续重点推荐。

4. 调味品：淡季不淡，龙头盈利能力持续提升

- **调味品：**4 月餐饮行业收入增速环比放缓至 8.5%，5 月回升至 9.4%的增长；限额以上餐饮收入增速 4 月下滑明显，仅 4.8%，5 月强势反弹增长 7.1%，整体看餐饮需求韧性较强。成本端，大豆期货价同比下降高个位数，柳糖现货价下降 5%左右，食盐零售价小幅上升，纸箱价格同比出现明显下降。我们预计调味品上市公司 2019Q2 收入将维持稳健增长趋势，同时受益于产品结构升级、生产效率提升、成本压力减弱等因素，龙头利润增速将高于收入增速。
- **海天味业：品类多元化可期，市场投入逐步增加。**公司成本控制能力强，短期无提价计划。分品类看，酱油稳健增长，蚝油高速增长；酱类 2019Q1 恢复至 6%增长，目前仍在恢复中；食醋收购镇江丹和醋业保证香醋原产地供货，作为公司第四大品类重视程度较高；公司看好复合调味料行业发展趋势，目前已有布局。渠道下沉空间仍然广阔，虽然目前地级市覆盖率已达 100%，但公司内部考核城市人均消费额指标，较高城市可达到 50-60 元，而较低的城市只有 10 元左右，仍有深耕空间。公司将持续加大销售费用投放力度，提升市场占有率。我们预计 2019Q2 公司收入实现 16%的增长，净利润实现 21%的增长。
- **中炬高新：产能与渠道建设齐发力，奠定五年双百基础。**2019 年作为双百计划第一年，美味鲜积极推进产能和渠道建设。(1) 2019 年酱油产量预计可达到 45 万吨，同时公司推动阳西 10 万吨酱油扩建，新产能 2020 年初投放、2021 年满产，届时酱油总产能将达到 60 万吨。2019 年小品类中蚝油进行 5.5 万吨扩产，黄豆酱 2 万吨扩产。目前小品类毛利率 20%+，受益阳西先进产能投产带动生产效率提升以及规模扩大对上游议价力增强，毛利率有望提升至 30%以上。(2) 渠道建设持续发力，瞄准餐饮开拓和区域扩张。2018 年餐饮占比 25%，未来力争提升至 40%，公司对经销商开拓将更注重专业化分工，精耕各个区域和渠道。区域市场上将重点开发北部和西南，一季度末经销商 907 家，全年规划达到 1000 家。我们预计 2019Q2 公司收入实现 15%的增长，净利润实现 25%的增长，继续重点推荐。
- **恒顺醋业：食醋龙头，稳健发展值得期待。**(1) 从行业看，食醋集中度低，且仍有大量配制醋在市场流通，相比酱油行业仍有较大的规范化空

间。恒顺产品力优势突显，符合消费者健康诉求。(2)从公司看，公司在华东将大力开拓餐饮市场，积极推进渠道下沉。华东以外市场空间广阔，华北、东北、华南等地区通过传统渠道铺货提升品牌知名度。公司目前销售人员 600 人，经销商 1200 多家，未来会加大招商力度，积极开拓市场。(3)目前主流产品价格带 5-10 元，受益产品结构升级及生产效率提升，毛利率有望持续上升。公司作为食醋龙头，增长稳健。我们预计 2019Q2 公司收入实现 13% 的增长，净利润实现 19% 的增长。

5. 保健品：水大鱼多，顺者为王

- **保健品：站在时代的风口，顺应老龄化+养生健身年轻化趋势。**根据欧睿数据统计 2018 年中国保健品行业规模 2576.65 亿元，10 年复合增速 10%。未来持续增长的驱动因素：一是人口老龄化，医保政策压力增大后提倡疾病预防为保健品 行业发展提供良好的社会环境。二是保健品年轻化趋势，体现在中青年健身文化、养生意识的提升，特别是对于经济预期悲观的人群更愿意为健康 养生买单。三是随着海外品牌依托跨境电商进入中国市场后，保健品企业更注重品牌塑造，广告宣传加大，消费者教育增强，行业整体在扩容。这是行业性的成长机会。对比美国保健品规模 696.4 亿美元（合计约 4665.8 亿元），中国人口数量 13 亿，但是目前保健行业规模是美国的 1/2。
- **保健品行业 2019 年受到政策影响较大，龙头风雨中成长方见彩虹，行业集中度提升大势所趋。**直销行业：权健事件影响恶劣，“百日行动”整顿乱象。药店行业：蓝帽子放松+医保政策收严趋势。电商行业：新电商法及跨境代购影响短期收入增长。
- **汤臣倍健：渠道多元化+大单品策略助力业绩稳健发展。**1)公司渠道端：**药店高壁垒、电商快速提升市占率、积极开拓母婴、商超等多元渠道。**药店行业受到百日行动+医保政策收严，部分地区业绩略有影响，但是整体稳健。根据 IMS19Q1 地级市以上药店系统数据，汤臣在药店市占率 32%，远高于第二名养生堂 5% 的市占率，未来药店行业会继续下沉和推动多品类。电商行业短期受到新电商法影响中小代购和 5 月阿里系全网最低价格政策短期影响增速放缓，全年看预计继续维持平稳增长。母婴和商超渠道积极开拓，基数小增速快。第三终端等其他渠道也在尝试可能性。2) **主品牌聚焦蛋白粉，大单品增强品牌拉力。**大单品目标为三年收入超过 10 亿元且在细分行业市占率达到 60% 以上，看好健力多、益生菌、健视佳的市场空间大，高成长。Life-Space 海外积极人员及渠道整合，目前维持收入正增长。3) **费用端：资源合理聚焦大单品+蛋白粉，费用率不会超过过去三年峰值。**预计消费费用率季度之间相对平稳，全年预计在 27.7%-31.3%。水大鱼多，激荡岁月，龙头强者恒强，继续看好汤臣倍健的业绩高成长。我们预计 2019Q2 公司收入实现 22% 的增长，净利润实现 30% 的增长，继续重点推荐。

6. 烘焙：行业高成长、集中度低、细分龙头潜力大

- **烘焙：城镇化+消费升级+渠道下沉推动烘焙行业高增长。**根据中国产业信息网发布的《2018-2023 年中国烘焙食品行业市场调查分析及发展前景预测研究报告》数据显示，中国的烘焙食品零售规模保持着稳步

增长，2012-2017 年年均复合增长率为 12.8%。国家统计局数据全国规模以上烘焙企业 1800 家，主营业务收入 3800 亿元，同比增长 9%，利润 360 亿元。在烘焙食品中，面包和糕点的销售额合计占 60%左右。面包行业增速较快，月饼、蛋糕、糕点市场较为稳健。

- 行业趋势一：消费升级驱动+烘焙文化多元化，消费群体扩容明显。行业趋势二：从消费场景看，西式早餐、下午茶文化兴起，人均消费量稳步提升。行业趋势三：消费者需求多样化且喜新厌旧感增加，产品创新能力要求高，生命周期短的网红产品兴起。行业趋势四：细分领域龙头投资机会凸显，区域扩张+渠道下沉成为主旋律。
- **元祖股份：门店扩张+提价+睡眠卡确认驱动业绩高增长。**门店开启新一轮扩张。19Q1 门店总计 643 家，比年初 631 家，净增长 12 家。全年规划净增长 30-50 家门店，贡献收入 5%-8%。新增门店过半分布江苏、四川优势市场三四线城市下沉，湖北、贵州有望发力。40%多产品提价幅度 10%以上，同时新品推动结构升级，驱动毛利率提升。估算平均提价幅度在 15%左右，收入占比 32%。水果礼盒提价至 198 元，幅度 17.9%，收入占比 4%，部分粽子新品和组合价格略有调整。睡眠卡确认可持续。账龄在四年以上，截至 2018 年底预收账款中的储值卡余额 5.17 亿元，2019 年 Q1-Q4 睡眠卡（预付储值卡）确认额度预计为 2672、471.6、799.5、210.8 万元。2019 年总计 4153.9 万元，预计直接扣税 16.7%后可确认的利润 3460.3 万元。考虑卡券追溯确认，我们预计 2019 年营收为 22.37 亿元，同比+13.4%，归母净利润 3.4 亿元，2019Q2 公司收入实现 13%的增长，净利润实现 30%的增长，对应 2019 年 PE 仅 18 倍，继续重点推荐。
- **桃李面包：区域扩张正当时，龙头业绩稳增长。**我们认为公司的竞争力优势明显，主要体现在：一是高周转+高配合，退货率低：短保质期 3-8 天+最佳运输半径 200-300 公里，全国 16 个生产基地。24 小时日配+供应链的高运转是关键优势，目前产品返货率仅个位数。二是产品推新，品质+大单品规模效应凸显产品性价比和品牌。三是优势市场渠道下沉+新市场开拓齐头并进，渠道+地面销售能力短期难以模仿和复制。终端网点数量超过 20 万家。短期竞争加剧，长期看好利润率提升。达利进军短保面包，造成区域竞争加剧，桃李促销及费用投入预计增多，看好未来随着区域拓长，网点密度增加，运输费用逐渐摊薄带来的利润释放。我们预计 2019Q2 公司收入实现 17%的增长，净利润实现 15%的增长。

7.其他行业个股

- **绝味食品：开店节奏靠前新店贡献更显著，椒椒有味有望进入快速扩张期。**公司上半年开店较快，2019Q1 开店 350 家左右，2019H1 开店预计超过 800-1200 家计划的一半，今年开店节奏整体靠前新店贡献更显著。一季度同店增长高个位数，二季度有所放缓，但预计仍保持 3-5%的区间，今年同店增长主要依靠门店生动化。成本端 2019Q1 环比 2018Q4 有所上升，但全年同比下降概率较大，目前鸭脖价格已进入下行通道。内部孵化项目椒椒有味目前门店 30+家，进入区域模型测试阶段，客单价及盈利能力均领先鸭脖主业，已对 A 类加盟商开放。今年预

计可开店 200 家左右。我们预计 2019Q2 公司收入实现 15% 的增长，净利润实现 21% 的增长，继续重点推荐。

- **安琪酵母：收入保持稳健，利润增速逐步回升。**公司盈利能力逐步改善：
 - (1) 2019Q1 伊犁工厂产能部分恢复，产能利用率从 60% 回升至接近 80%；
 - (2) 赤峰公司搬迁完成，2019 年可满负荷生产；
 - (3) 新榨季中国及埃及糖蜜价格下降 10%，俄罗斯略有上涨，从全球看糖蜜采购成本下降 6-7%；
 - (4) 国内糖价回升，库存白糖后期销售有望实现减亏或扭亏。我们预计 2019Q2 公司收入实现 12% 的增长，净利润实现 12% 的增长，继续重点推荐。

图表 3：2019 年大众消费食品企业二季度前瞻

板块	证券代码	证券简称	收入预测		利润预测	
			2019Q2 (亿元)	YOY	2019Q2 (亿元)	YOY
大众品	600887.SH	伊利股份	232.2	15%	16.6	23%
	603886.SH	元祖股份	5.0	13%	0.7	30%
	603866.SH	桃李面包	13.8	17%	1.8	15%
	000895.SZ	双汇发展	122.6	5%	15.6	18%
	300146.SZ	汤臣倍健	13.4	22%	4.3	30%
	600073.SH	上海梅林	59.9	8%	1.4	15%
	603517.SH	绝味食品	12.9	15%	2.0	21%
	600600.SH	青岛啤酒	79.8	1%	7.3	15%
	600132.SH	重庆啤酒	10.0	5%	1.6	18%
	600872.SH	中炬高新	11.8	15%	2.1	25%
	603288.SH	海天味业	46.7	16%	12.6	21%
	600298.SH	安琪酵母	19.1	12%	2.5	12%
	600305.SH	恒顺醋业	4.6	13%	0.8	19%

来源：wind、中泰证券研究所

图表 4: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	979.86	12307.0	28.02	35.06	41.08	34.97	27.95	23.85
五粮液	113.82	4320.6	3.47	4.46	5.33	32.76	25.52	21.35
泸州老窖	76.24	1068.9	2.38	3.11	3.88	32.03	24.51	19.65
洋河股份	120.89	1821.8	5.39	6.15	7.13	22.45	19.66	16.96
古井贡酒	112.30	566.0	3.37	4.42	5.57	33.32	25.41	20.16
山西汾酒	63.85	552.9	1.69	2.15	2.68	37.69	29.70	23.82
口子窖	62.30	373.8	2.55	3.05	3.57	24.43	20.43	17.45
水井坊	48.46	237.0	1.19	1.55	1.86	40.86	31.26	26.05
沱牌舍得	26.07	87.9	1.02	1.24	1.61	25.51	21.02	16.19
顺鑫农业	44.83	256.0	1.30	2.27	2.95	34.37	19.75	15.20
伊力特	18.36	81.0	0.97	1.22	1.40	18.92	15.05	13.11
迎驾贡酒	16.99	135.9	0.97	1.05	1.11	17.52	16.18	15.31
伊利股份	32.83	2012.2	1.06	1.20	1.37	30.97	27.36	23.96
绝味食品	38.35	157.2	1.56	1.88	2.22	24.58	20.40	17.27
元祖股份	26.73	64.2	1.01	1.44	1.72	26.47	18.56	15.54
青岛啤酒	47.81	645.4	1.05	1.37	1.76	45.40	34.90	27.16
重庆啤酒	46.45	224.8	0.83	1.05	1.23	55.96	44.24	37.76
中炬高新	41.77	332.9	0.76	0.91	1.17	54.78	45.90	35.70
海天味业	103.24	2793.7	1.62	1.94	2.33	63.73	53.22	44.31
安琪酵母	32.00	105.6	1.04	1.21	1.42	30.78	26.45	22.54
双汇发展	25.00	825.0	1.49	1.57	1.69	16.79	15.92	14.79
恒顺醋业	18.00	108.5	0.39	0.42	0.48	46.31	42.86	37.50

来源: 中泰证券研究所

- **风险提示:** 三公消费限制力度加大、国内外经济增速的下行、食品安全风险、行业竞争加剧。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。