

# 食品饮料行业2019年中期策略报告——聚焦核心资产 挖掘成长机会

2019年06月28日



## 行业评级

强于大市（维持）

## 证券分析师

文献 投资咨询资格编号：S1060511010014 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号：S1060518070002 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号：S1060117110064 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号：S1060118100014 HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

## 投资要点：预计19年行业增5-15%，选股聚焦核心资产

➤ 行业展望：宏观经济增速持续下行，或导致行业增速略放缓，但增速仍在5-15%区间。

子行业展望		行业营收增速趋势		2019行业利润率趋势		
		2018年	2019年	毛利率	费用率	净利率
白酒	茅、五挺价抬升行业价格天花板，消费升级驱动次高端及以上快速增长	15-25%	10-20%	↑	↑	↑
乳制品	原奶价格底部向上，助推行业费用率缓步下行，利润率有望改善	10-15%	10-15%	→	↓	↑
屠宰&肉制品	非洲猪瘟或推动屠宰、肉制品行业加速变革	-5%-5%	5-15%	↓	→	↓
调味品	高基数下持续快增，成长前景依然乐观	10-15%	10-15%	→	→	→
保健品	政策监管从严推动行业健康持续发展，利好龙头企业持续提升份额	10-20%	10-20%	↑	↑	→

➤ 选股思路：

1) 聚焦核心资产：伊利、茅台、五粮液、洋河、海天、汤臣、安琪、绝味。受益于经济增长、消费升级、集中度提升，成长天花板仍然高；行业格局清晰，公司护城河越来越深，持续增长确定性高。

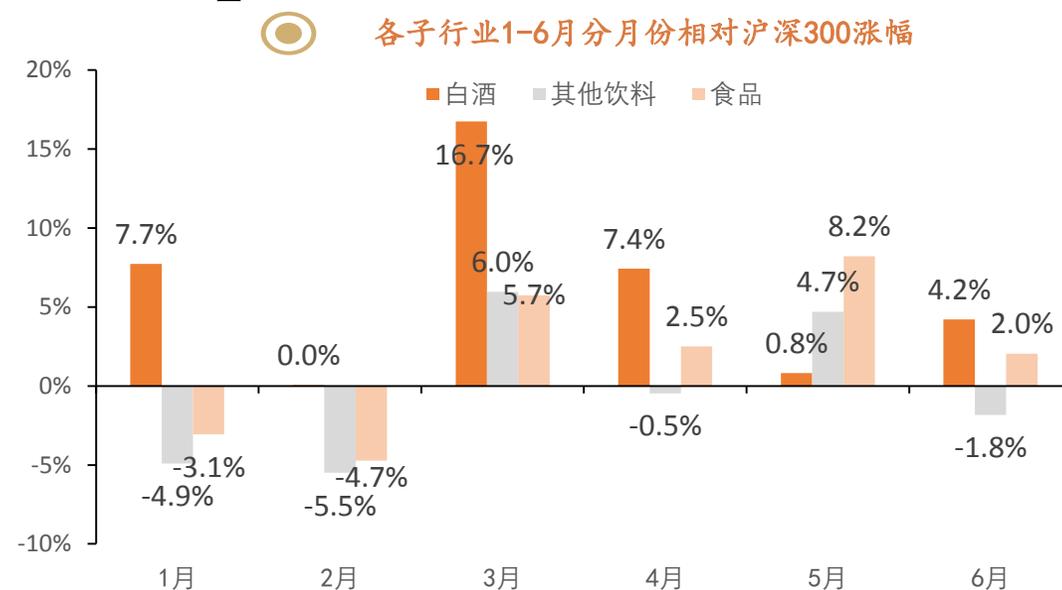
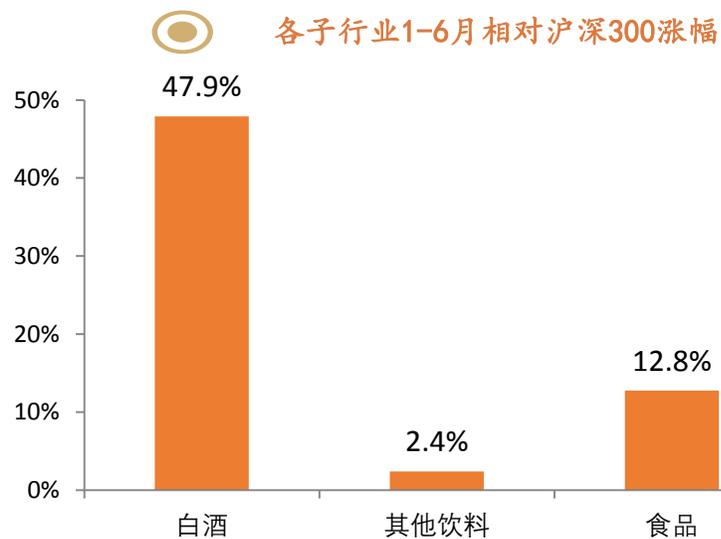
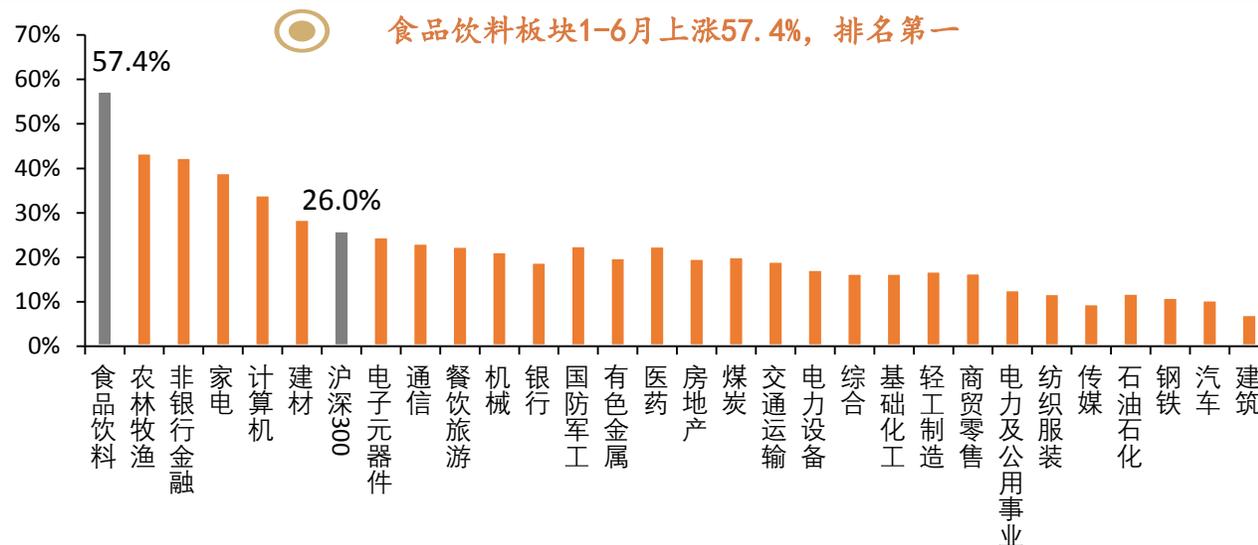
2) 挖掘成长机会：双汇、克明、大北农。受益于市场结构转变、公司进入新市场，或迎来新一轮成长机会。

➤ 风险提示：宏观经济疲软的风险；业绩不达预期的风险；重大食品安全事件的风险。

## 目录 CONTENTS

- ① 市场回顾：板块涨幅排名第一，估值修复助推股价大涨
- ② 行业展望：需求1H19略回升，有望趋稳，成本压力整体不大
- ③ 子行业分析：白酒升级趋势良好，大众品成长韧劲仍足
- ④ 重点公司：茅台、五粮液、洋河、伊利、双汇、海天、汤臣等

# 市场回顾：食品饮料板块涨幅排名第一，白酒大幅跑赢大盘



注：行情数据截止至19年6月26日  
资料来源：Wind，平安证券研究所

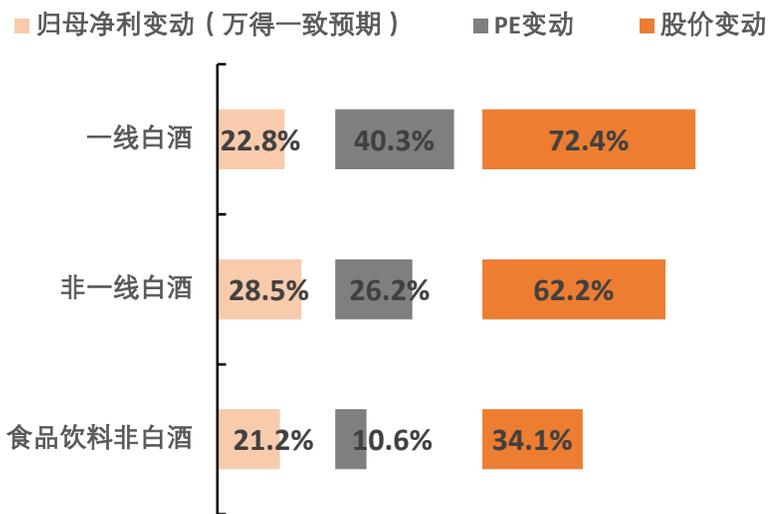
# 涨幅分解：预期净利高增+估值修复，助推1H19板块股价上涨

➤ 食品饮料板块股价变动自17年以来经历了三个不同阶段：

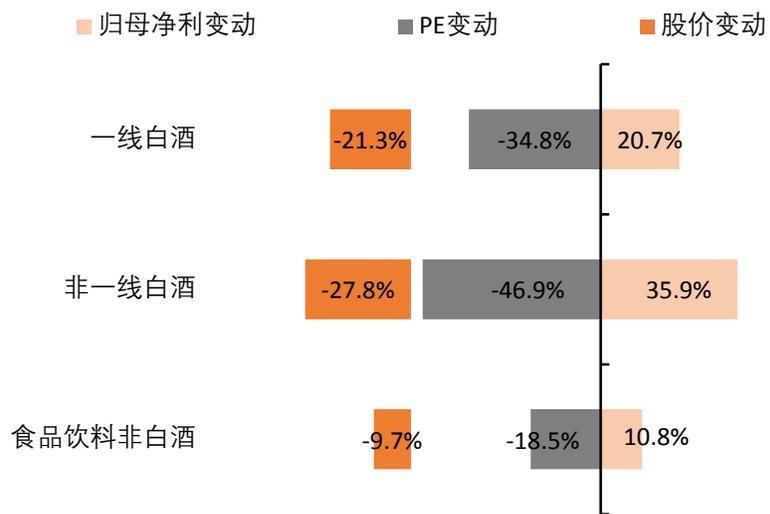
- 1) 17年业绩出色导致股价上涨；
- 2) 18年净利同比继续正增长，但市场悲观情绪导致2H18股价大幅下跌；
- 3) 19年1-6月板块股价整体再次大幅上涨，一方面因市场对19年板块净利的增速预期仍较高，另一方面也因市场信心于1H19大幅提升，板块估值得到明显修复。

➤ 从业绩看，预期一线白酒19年净利增22.8%，非一线白酒净利增28.5%，非白酒食品饮料净利增速为21.2%。

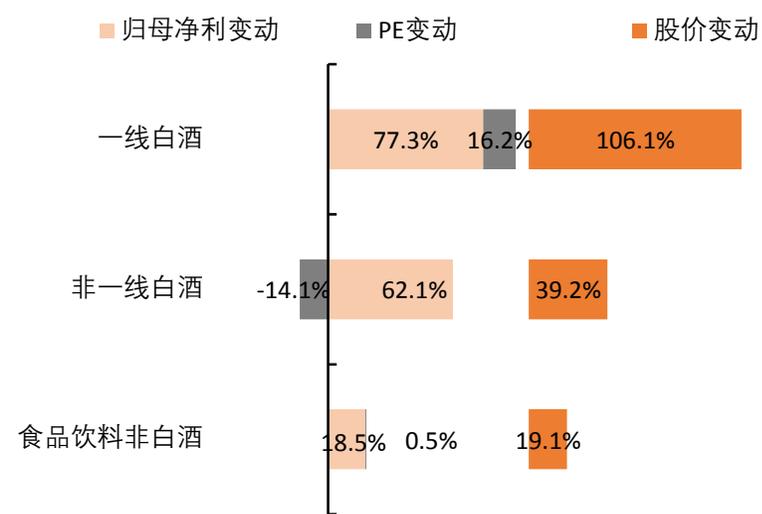
1H19行业股价变动拆分



对比18年行业股价变动拆分



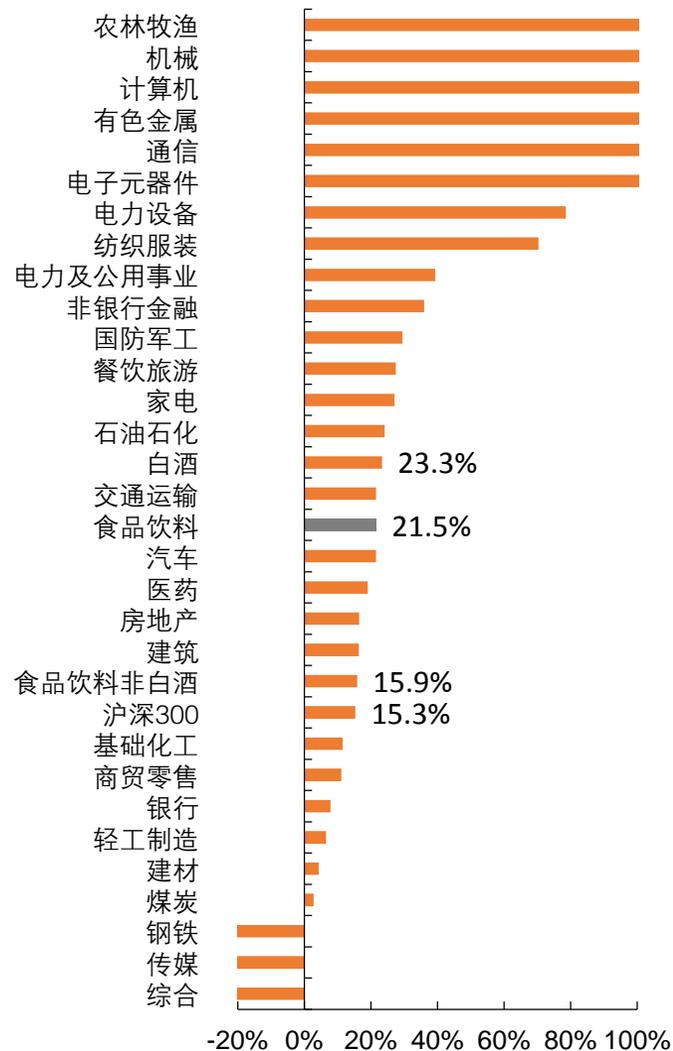
对比17年行业股价变动拆分



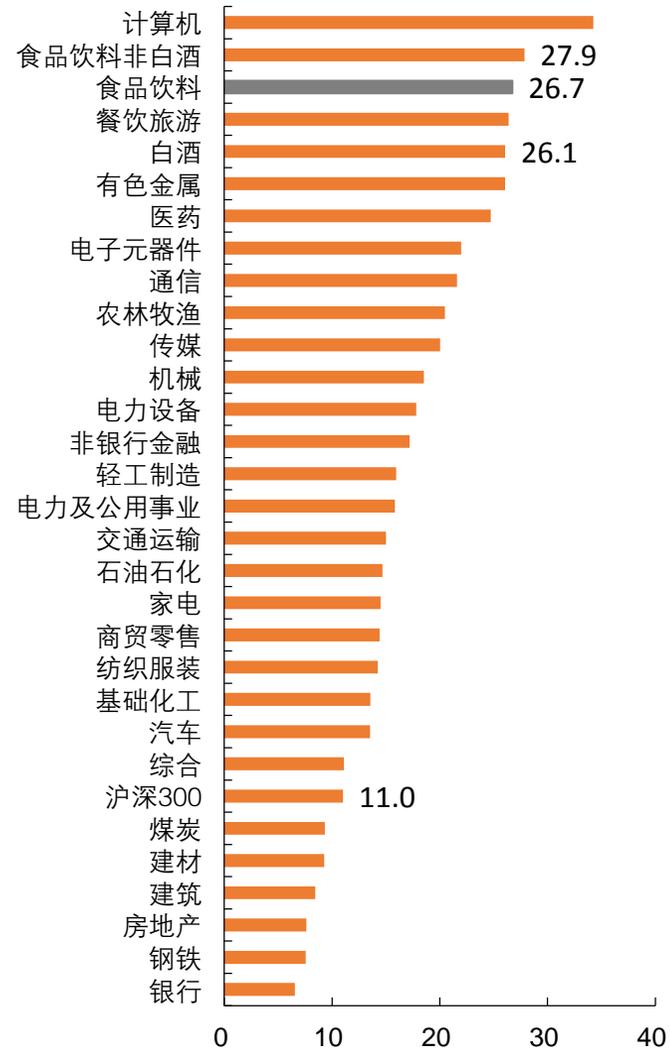
注：行情数据截止至19年6月26日  
资料来源：Wind，平安证券研究所

# 19年净利增速位于市场中位，PE排名位于市场前列

2019年预测净利润增速



2019年预测PE



资料来源：Wind一致预期，平安证券研究所

## 目录 CONTENTS

① 市场回顾：板块涨幅排名第一，估值修复助推股价大涨

② 行业展望：需求1H19略回升，有望趋稳，成本压力整体不大

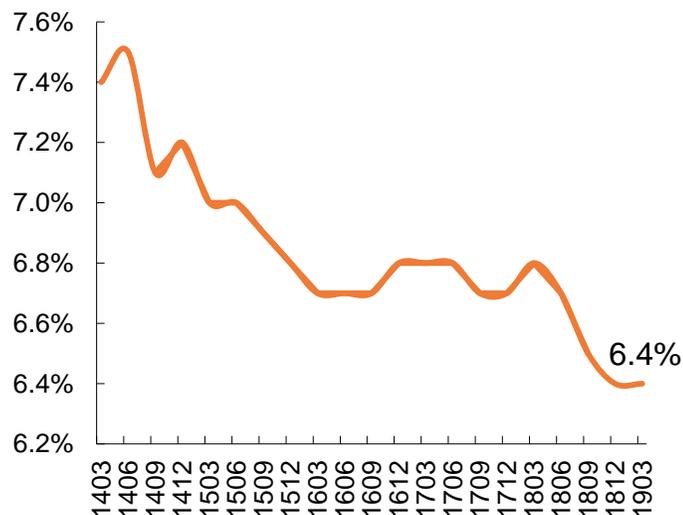
③ 子行业分析：白酒升级趋势良好，大众品成长韧劲仍足

④ 重点公司：茅台、五粮液、洋河、伊利、双汇、海天、汤臣等

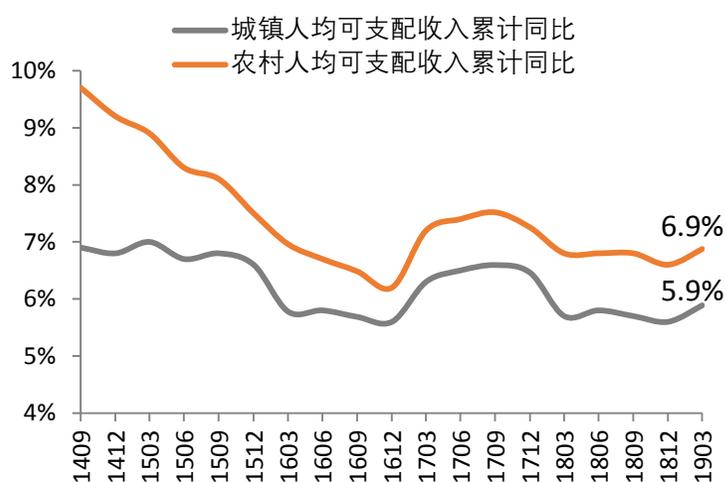
# 1Q19经济增速继续下行，但收入增速&消费信心均有回升

- 1Q19GDP增速为6.4%，继续下行
- 1Q19城镇人均可支配收入同比+5.9%，农村+6.9%，与18年相比略回升，或受益于减个税
- 1Q19消费者信心指数为124.6、就业预期指数为130.1、消费意愿指数为115.3，均于3Q18后持续回升

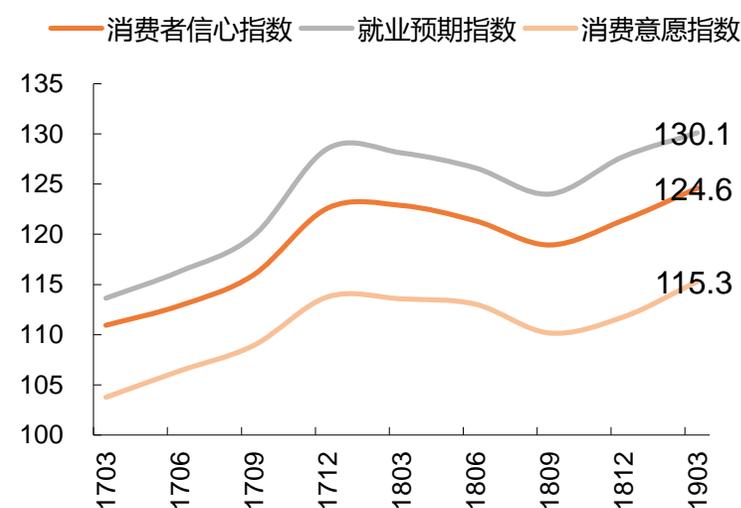
1Q19GDP同比增速仍在低位



1Q19城镇&农村实际收入增速略有回升



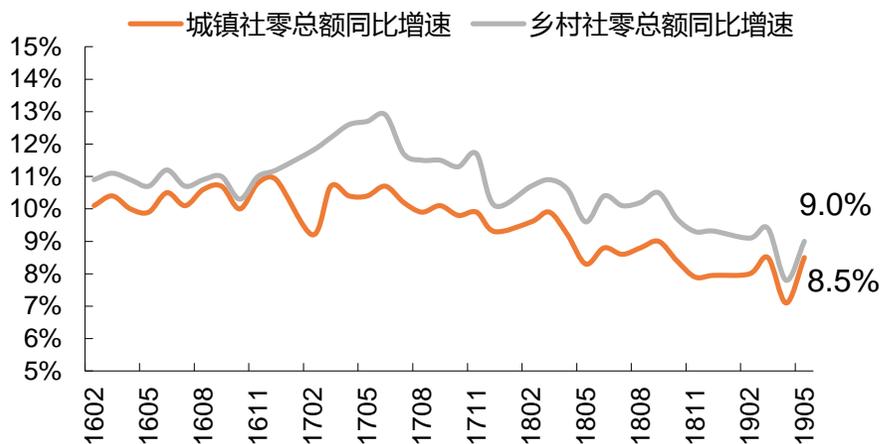
消费者信心指数自3Q18起开始回升



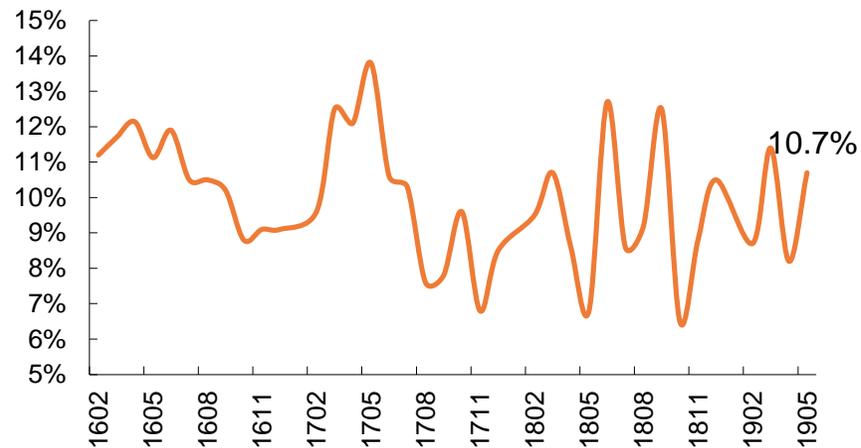
资料来源: Wind, 平安证券研究所

# 社零&餐饮消费增速略有回升，下半年有望稳定

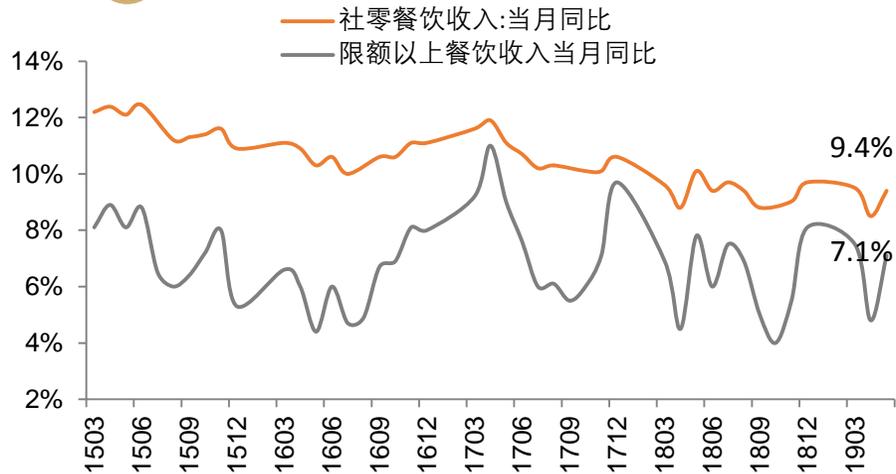
19年5月城镇社零同比+8.5%，乡村社零同比+9%



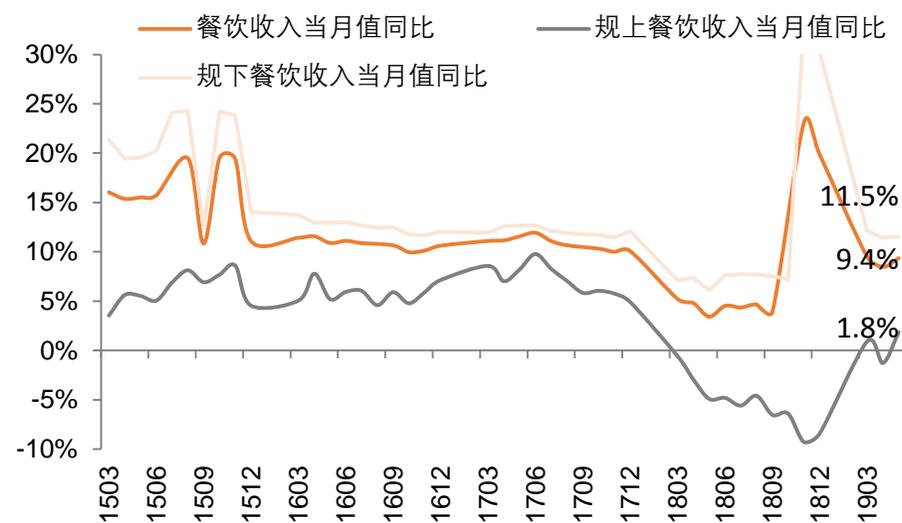
19年5月粮油、食品、饮料&烟酒批发&零售业零售额同比+10.7%



19年5月餐饮收入同比+9.4%，限额以上同比+7.1%



19年5月修正后餐饮收入同比+9.4%，限额以上同比+1.8%

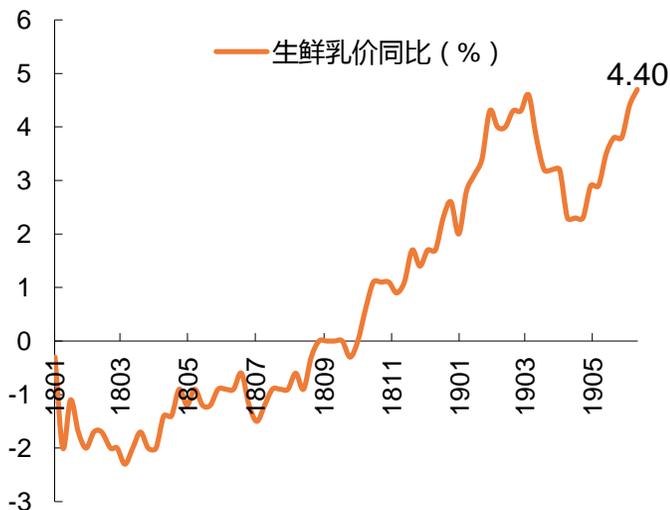


资料来源: Wind, 平安证券研究所

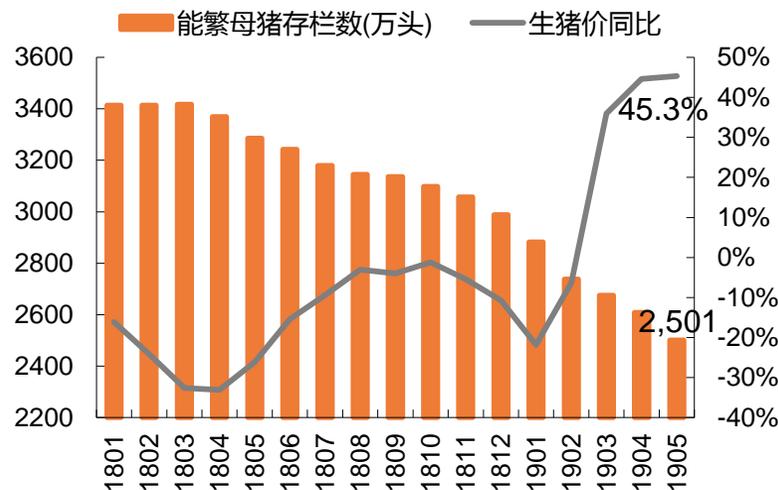
# 乳、肉价格上涨，玉米、糖、包材等下行，成本压力整体不大

- 19年原奶继续供不应求，奶价持续温和上涨，随着下游消费进入中秋旺季，供需缺口将更为凸显，2H19原奶价或有更明显上涨。
- 因非洲猪瘟蔓延，1H19能繁母猪数大幅下滑、生猪价加速上涨，预计猪价于2H19突破历史高位的可能性很大。猪价快速上涨也将带动其他畜肉类原料价格提升，预计白条鸡&毛鸭等价格将继续走高。
- 1H19大豆、豆粕、玉米&白糖等农产品价格均同比下跌，纸、玻璃等包材价格持续走低，或能缓解乳类&肉类价格上涨带来的一部分成本压力。

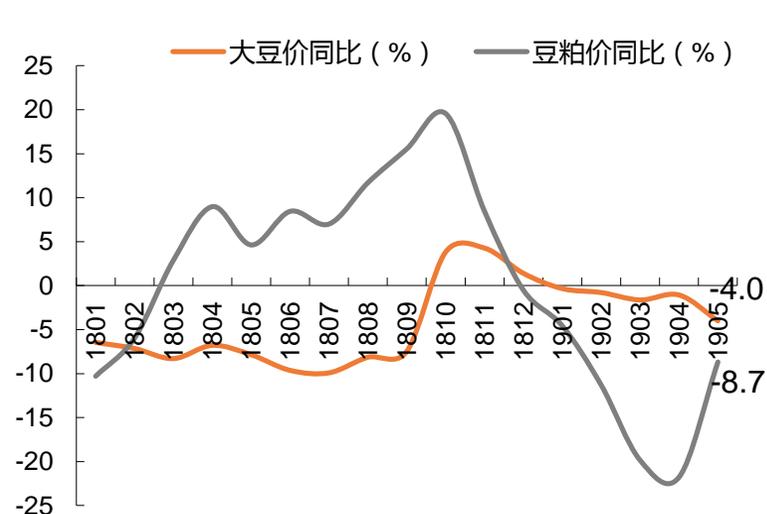
1H19原奶价格温和上涨



1H19能繁母猪数大幅下滑，生猪价加速上涨



1H19大豆&豆粕价均向下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所



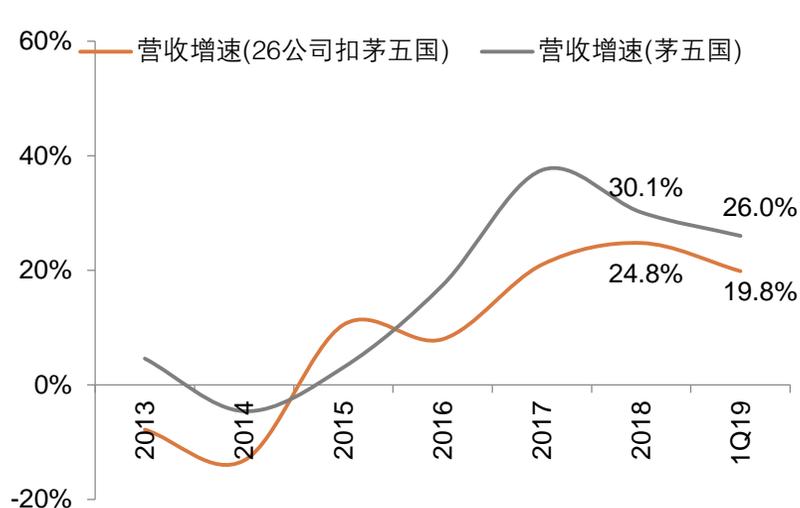
## 目录CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名第一，估值修复助推股价大涨
- 行业展望：需求1H19略回升，有望趋稳，成本压力整体不大
- 子行业分析：白酒升级趋势良好，大众品成长韧劲仍足
- 重点公司：茅台、五粮液、洋河、伊利、双汇、海天、汤臣等

# 1.1 白酒：消费升级驱动成长，当前趋势良好

- 4Q18、1Q19，17家白酒上市公司（不含顺鑫、ST皇台）营收分别增30.2%、22.9%，扣茅台、五粮液后，15家公司营收分别增23.8%、20.4%，增速仍较快。
- 营收快速增长主要由均价大涨驱动，有可比数据的17家公司（剔除茅台、五粮液、国窖1573三款产品后）18年均价上涨22%，高于17年的18.7%。有可比数据的20家公司2018年销量同比增长13.9%，但进一步扣除专注低端酒的顺鑫农业后，19家公司销量同比仅增1.3%，进一步剔除茅台、五粮液、国窖1573三款高端产品，增速低于1%。

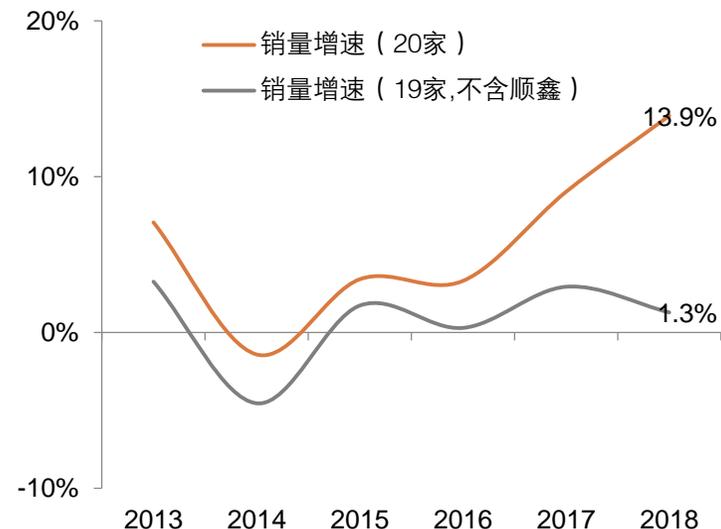
18年26家公司（扣茅、五、国三产品）营收增24.8%



扣顺、茅、五、国后17家公司18年均价涨22%



18年20家公司销量增约13.9%



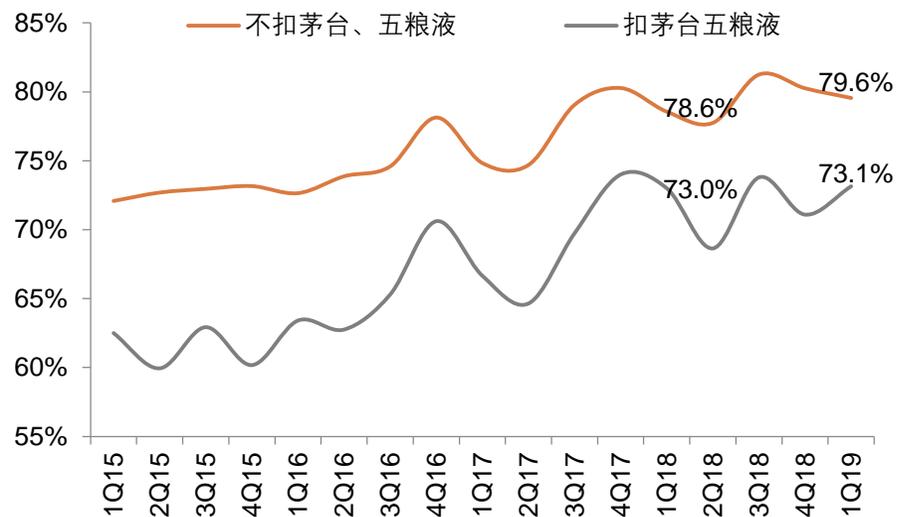
备注：年度数据为26家公司，19家独立上市公司加习酒、西凤、白云边、枝江、章贡、黄山头、刘伶醉；1Q19为17家上市公司；销量统计20家白酒公司，含独立上市19家和枝江酒业

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

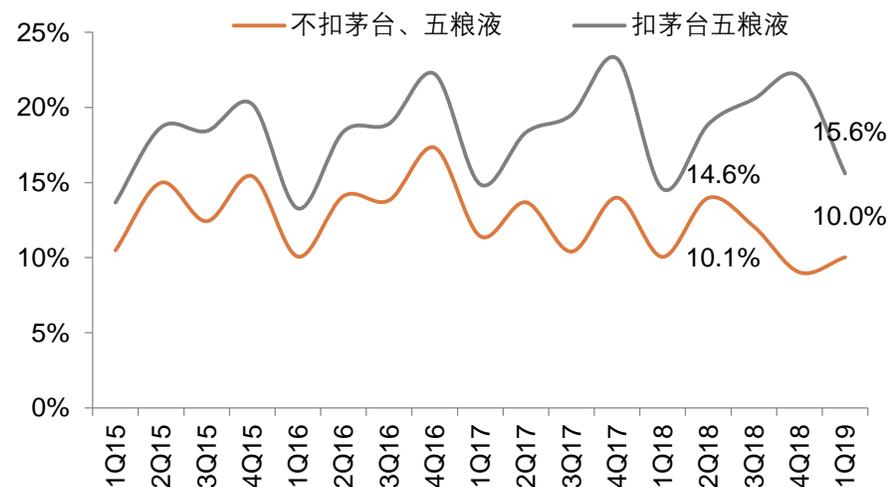
## 1.2 白酒：竞争有所加剧

- 扣除茅台、五粮液后，1Q19毛利率同比基本持平。在产品结构快速升级背景下，很可能的原因是，企业加大了费用投放，部分费用的财务处理方式会拉低毛利率，典型如酒鬼酒提高了内参酒对外销售的价格折扣，从这个角度看，费用竞争显然在加剧。
- 17家白酒公司4Q18、1Q19销售费用率为9%、10%，同比降5 Pct、0.1Pct，但主要是茅台、五粮液带来的影响；扣除两者后，15家公司销售费用率分别为22.1%、15.6%，4Q18同比降1.2Pct，1Q19同比升1Pct。年末更易受全年费用结算影响，1Q19费用率上升更具代表性，再参考毛利率情况，表明行业费用竞争在加剧。

茅、五外公司1Q19毛利率微升0.1Pct至73.1%



茅、五外公司1Q19销售费用率同比升1Pct至15.6%

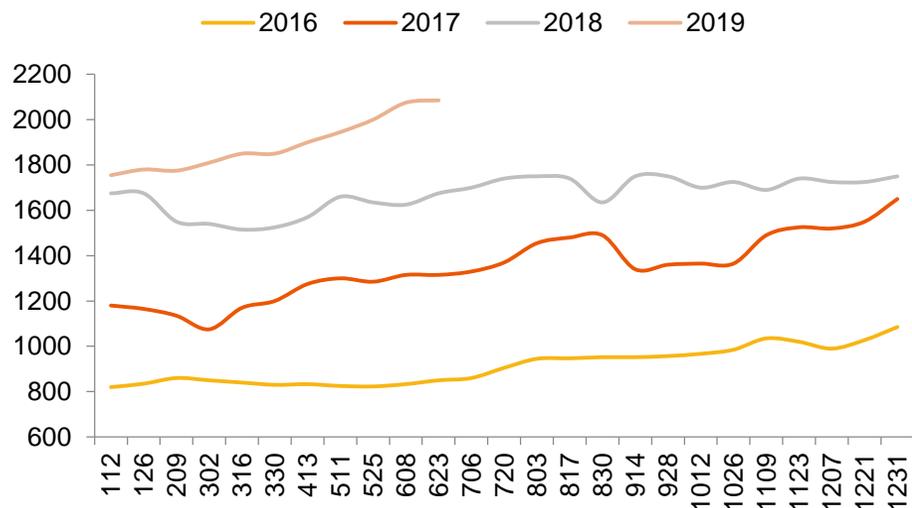


备注：17家公司不含鑫农业、ST皇台  
资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

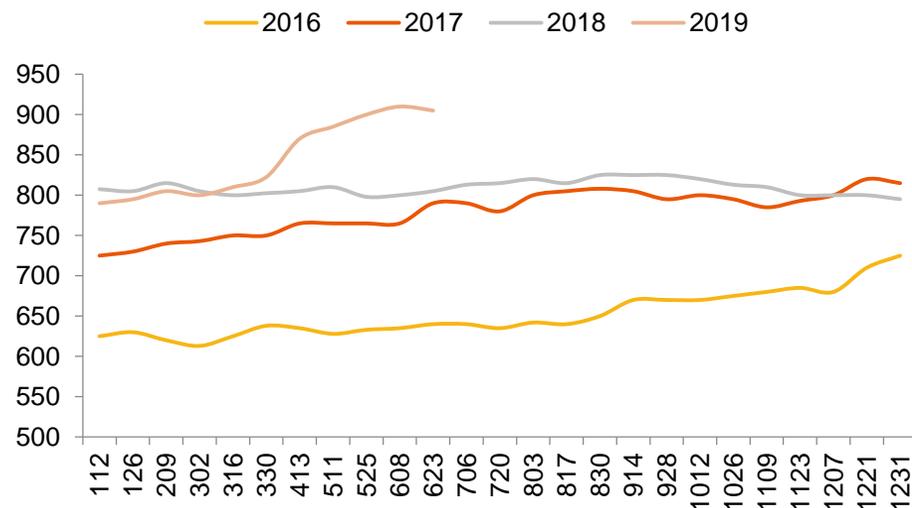
## 1.3 白酒：茅、五价盘坚挺，行业价格天花板继续抬升

- 茅、五上半年持续挺价，一批价均坚挺，行业价格天花板继续抬升。
- 五粮液出厂价6月开始涨至889元，次高端价格带天花板抬升且稳固，消费升级增长动能仍强劲。

茅台批价19年坚挺（元）



五粮液批价3月以来快速上升（元）



## 1.4 白酒：消费升级继续驱动次高端及以上快速增长

### 2018：瓶口变细，颈变长且变粗

1900+，2.9万吨：高度茅台，18年量持平

700-900，2.6万吨：52度五粮液+酒鬼内参等，18年量增20%

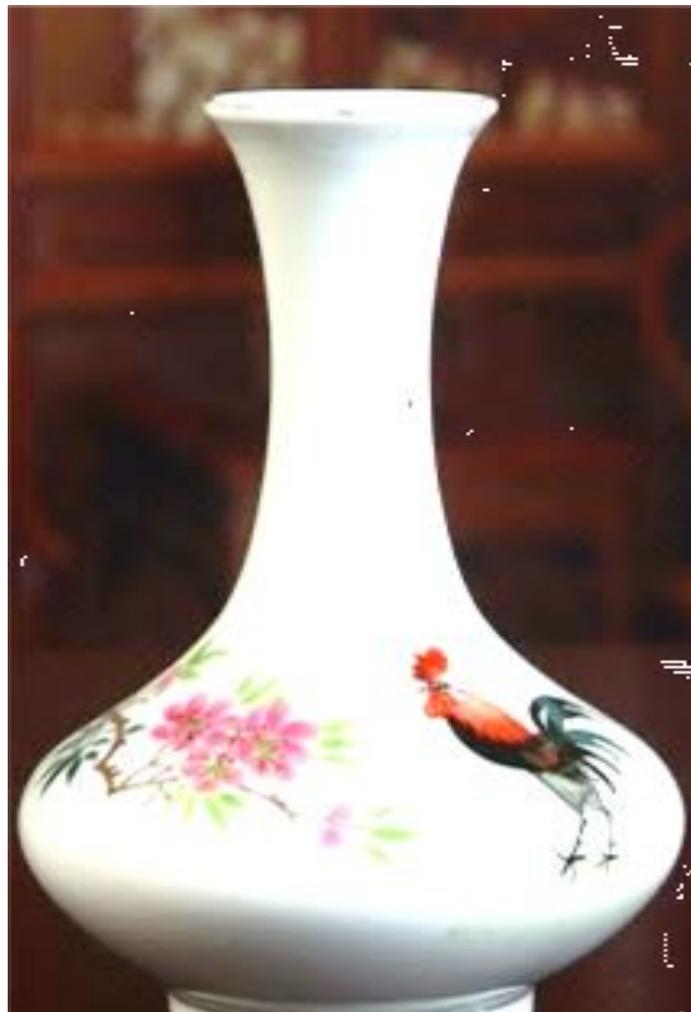
400-700，1.5万吨：低度五粮液+低度1573+梦6+43度茅台等，18年量增50%

300-400，5.0万吨：普剑+梦3+井台+舍得+国缘特A+等，18年量增25%

200-300，7.0万吨：天之蓝+水井坊8号+国缘特A+汾酒20年等，18年量增20%

100-200，25-30万吨：海之蓝+年份原浆5年+地方名酒主力产品，18年量增个位数

100元以下，400-500万吨，18年量降中个位数



### 2019：瓶颈增速仍最快

2000+：10%-15%

700-1000：10-20%

400-700：10-20%

300-400：20%

200-300：20%

100-200：0-10%

100元以下：降

## 1.5 白酒投资思路：享受消费升级趋势，优选绝对龙头

➤ 消费升级趋势良好，行业景气度有望维持。

➤ 优选绝对龙头，聚焦核心资产：

**茅台：**1000元以上价格带绝对龙头，价量齐升成长空间仍大，穿越周期品种。

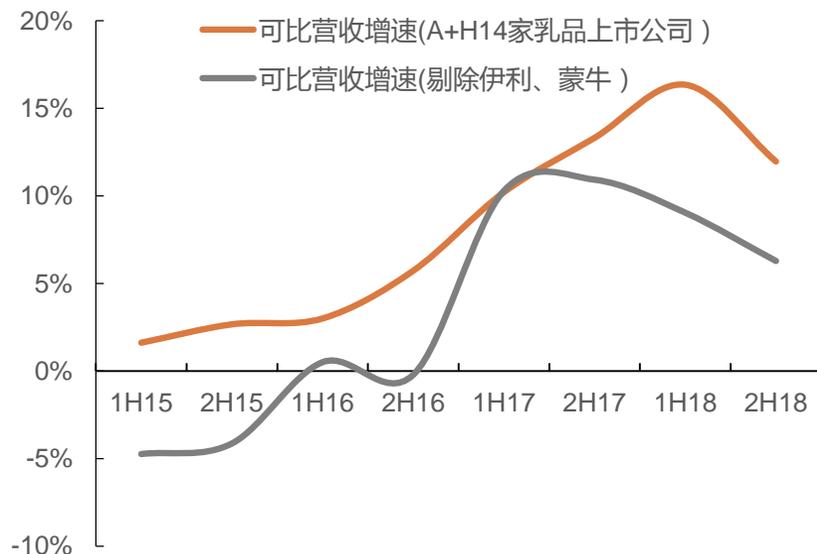
**五粮液：**受益于茅台控量挺价，改革加速推动量价齐升。

**洋河：**细长颈次高端价格带快速增长最大受益者，分享行业持续消费升级和集中度提升优质标的。

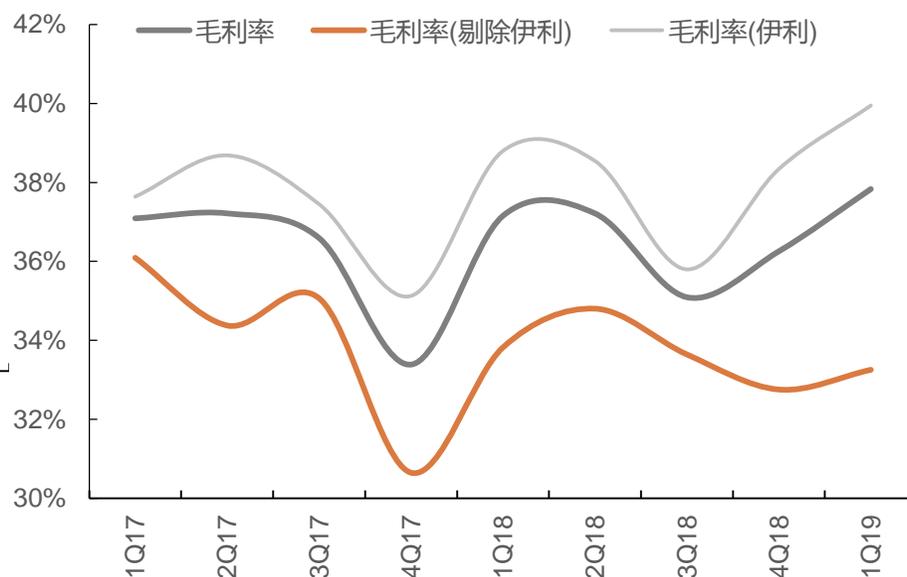
## 2.1 乳制品：需求增速略放缓，竞争强度有所收敛

- 行业景气度边际略回落，常温奶增速仍偏平稳，低温奶增速回落明显，龙头增速继续领先行业，但二者增速差距有所缩小，这或说明行业缺奶导致集中度提升速度有所放缓。
- 竞争环境出现好转趋势：1) 促销力度减弱，因原奶供给紧张，春节旺季产品出现缺货情况，基础产品促销费用投入减少，1Q19行业毛利率在抵消成本压力后同比提升。2) 广告投放减少，龙头企业多出现减投情形，据CTR统计，液奶&酸奶品类电视广告花费均出现双位数下滑。

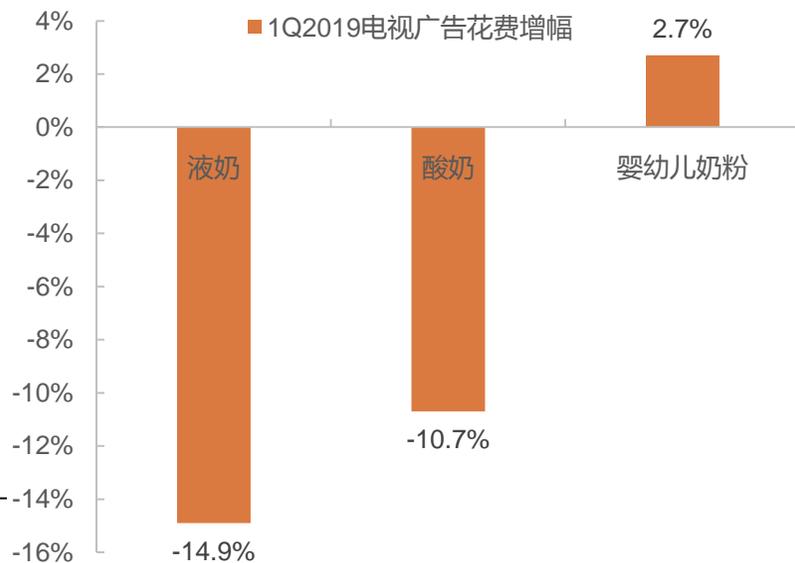
● A+H 14家乳企半年度营收增速2H18环比放缓



● 3Q18以来，行业毛利率呈提升趋势



● 1Q19行业液奶&酸奶电视广告花费同比下降

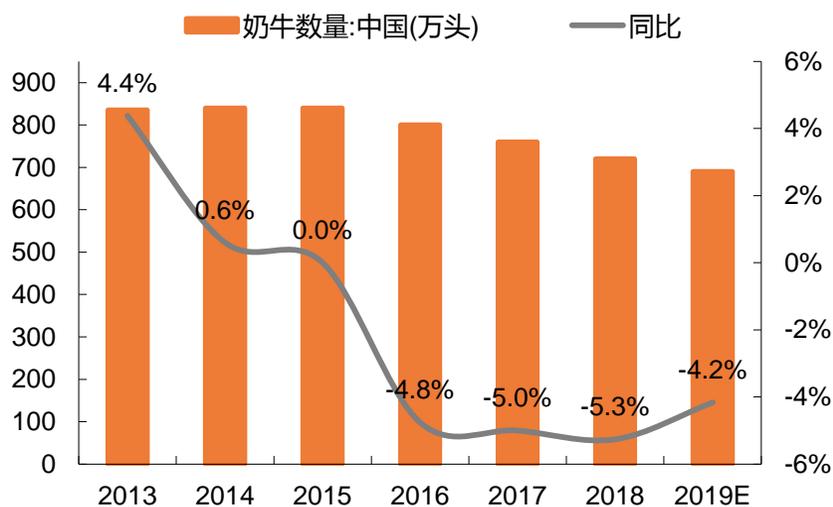


资料来源：Wind, CTR, 平安证券研究所

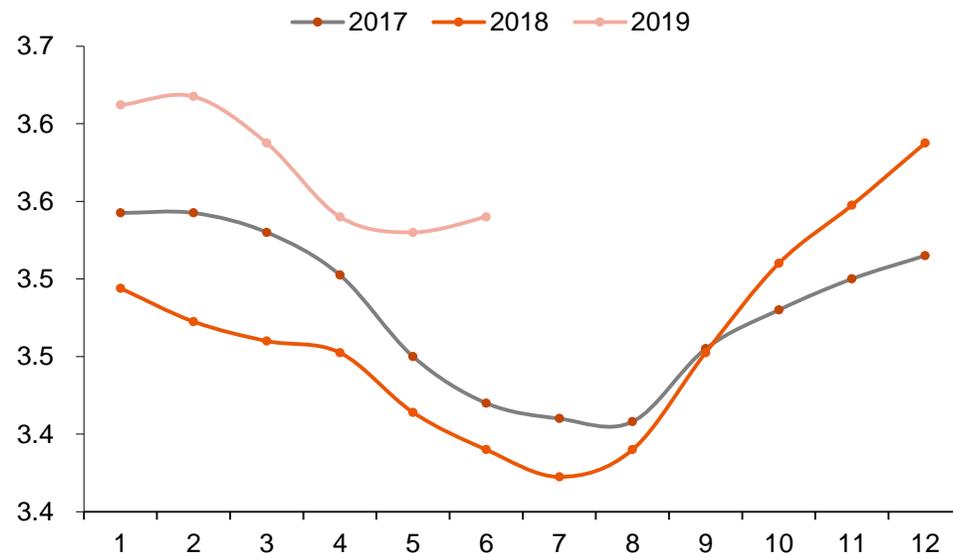
## 2.2 乳制品：19年原奶供需缺口持续扩大，龙头利润释放值得期待

- **2H18原奶价拐点已现，19年缺口有望继续扩大：**伴随需求增长、存栏下降，宏观+微观数据均验证奶价在2H18出现上涨趋势。往后看，原奶供给受奶牛2年生长周期及环保趋严因素影响，短期产量或保持低个位数增长，而下游需求或延续中个位数增长，原奶未来2-3年均将处于供不应求阶段。
- **旺季液奶竞争有望减缓，龙头盈利能力或改善：**春节后下游消费进入淡季，奶源季节性过剩导致伊利、蒙牛等乳企大规模喷粉，消化产品库存及过剩奶源背景下，促销力度同比没有明显减弱，但随着中秋旺季到来，较往年更紧缺的原奶供应或推动低端产品促销力度同比下降，且广告投入产出效益相对降低利于相关投入收敛，龙头毛利率、销售费用率均有改善潜力，利润释放值得期待。

全国奶牛存栏已连续3年下滑



主产区生鲜乳价格自18年10月恢复正增长 (元/千克)



资料来源：USDA，东方戴瑞，平安证券研究所

## 2.3 乳制品：常温格局加速演变，龙头向快消平台进化

■ 伊利常温单寡头趋势日益明显，利润率潜在提升空间广阔。

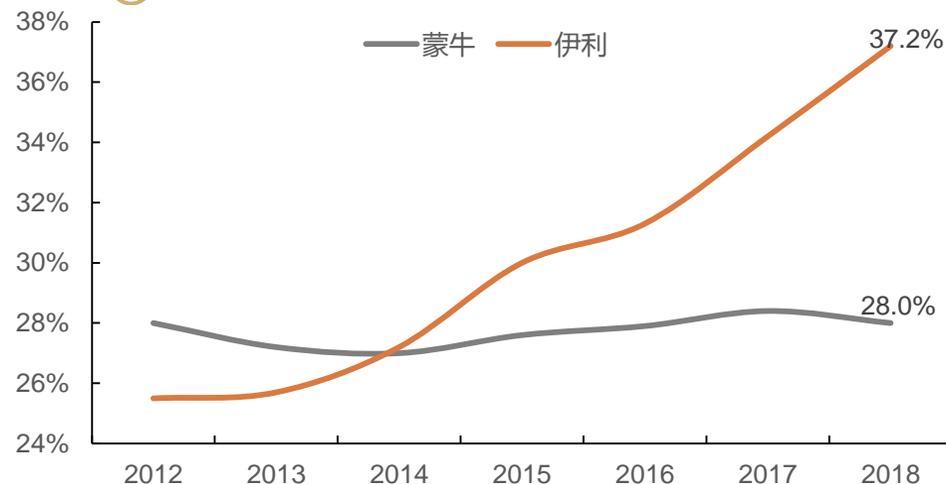
- 过去5年，伊利保持远快于竞品的速度收割市场份额，且这一趋势在竞品经历改革优化后仍未改变，或说明伊利体系经历十余年的持续打磨后，系统性竞争力已遥遥领先同业，常温奶格局或向伊利单寡头演变；
- 常温奶为液奶龙头收入主要来源，随着竞争格局逐步奠定，行业竞争强度有望持续缓慢下降，领跑者得益于强大规模效应或受益最为明显。

■ 具备快消平台潜质，品类多元化提升市场空间。

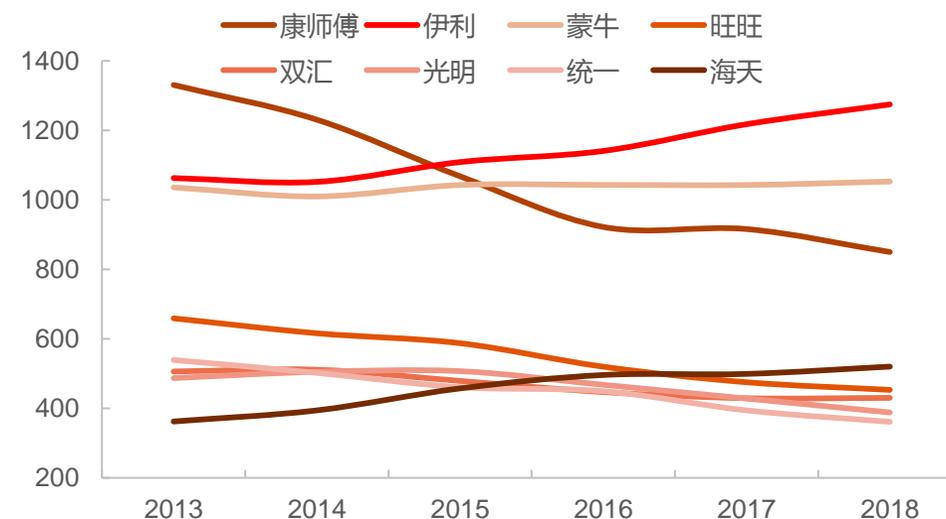
- 乳制品具有健康、营养的属性，消费群体普适性强，领跑企业具备广泛的渠道网络和品牌知名度，消费者触及数位居食品饮料行业前位，传统优势为企业品类多元化提供助力；
- 行业增长平缓，格局初步奠定，龙头企业逐渐有精力进行品类扩张尝试，如伊利备战饮料，先后布局核桃乳、豆奶、功能饮料、矿泉水等非乳品类。

资料来源：尼尔森，凯度，平安证券研究所

18年伊利常温奶市占率继续快速提升



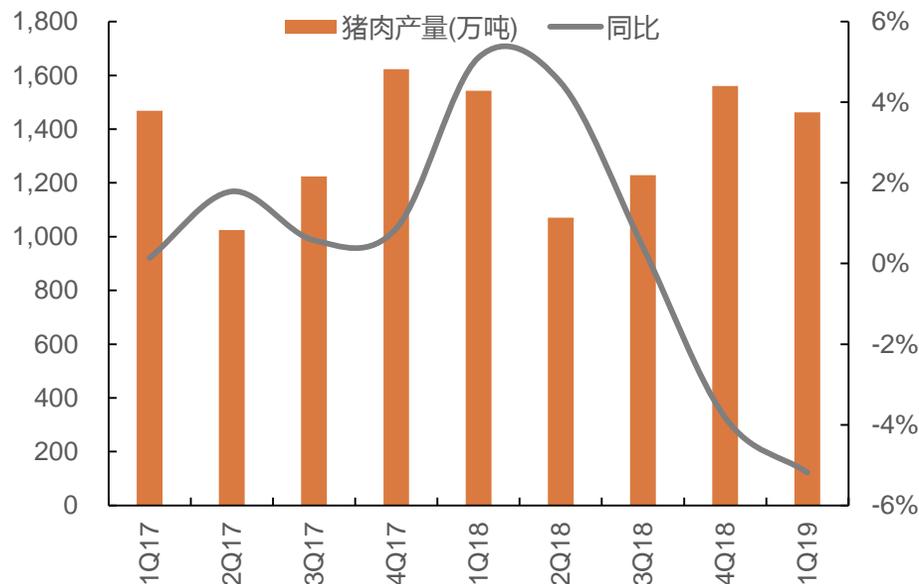
伊利、蒙牛消费者触及数持续提升且位居食品饮料行业前列（百万人次）



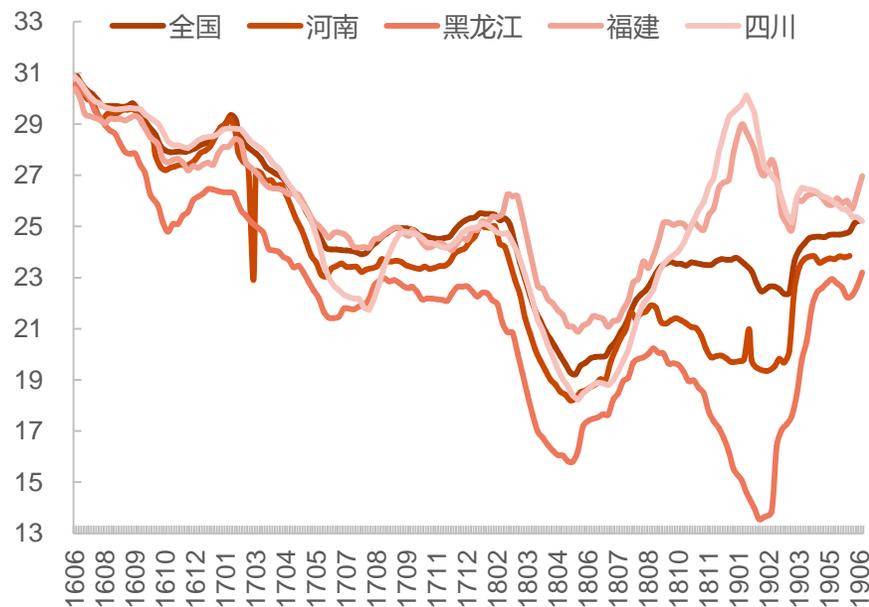
## 3.1 屠宰：非洲猪瘟导致价涨量跌，区域价差扩大利好利润提升

- **量减：**自18年8月爆发非洲猪瘟以来，疫情蔓延及生猪调运受限导致全国生猪供给发生较大变化，猪肉产量增速从3Q18开始出现明显下滑，同期定点企业屠宰量增速也大幅回落。往后看，猪瘟或导致生猪供给水平持续大幅下滑，生猪屠宰量将同步下降。
- **利增：**虽整体猪价呈上涨趋势，但因生猪调运受限导致区域间价差大幅拉开，屠宰利润较以往猪周期下行阶段反而有所扩大。展望未来，随着政策放松或致区域价差收窄，但可预期生猪调运难度仍将较猪瘟前提升，长期存在的区域较高价差有望使屠宰头利保持较高水平。

3Q18以来，猪肉产量增速大幅回落



产销区间猪肉价差较以往明显拉大 (元/千克)

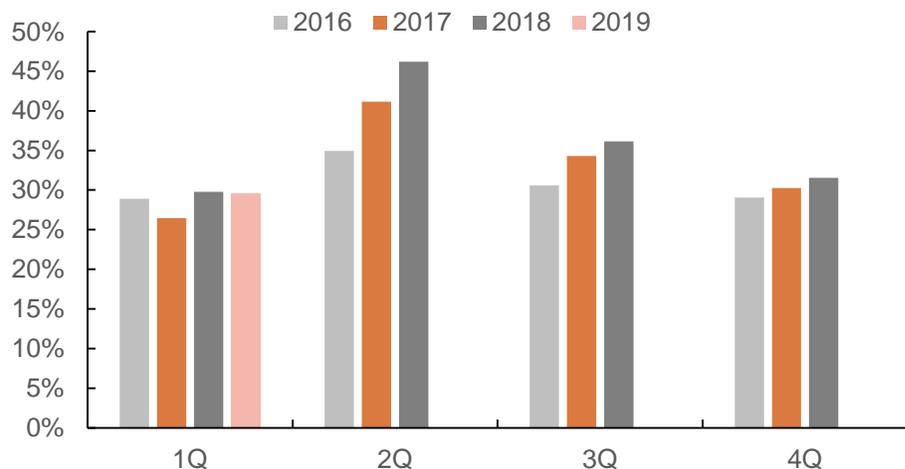


资料来源：Wind，平安证券研究所

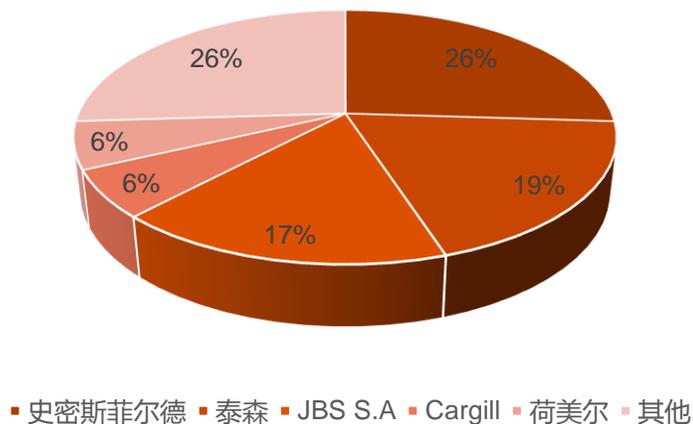
## 3.2 屠宰：猪瘟短期影响集中度提升，但长期逻辑或更为通顺

- **疫情防控短期影响行业集中度提升**：16年以来，政府大力推动环保风暴&扫黑除恶，屠宰行业的集中度出现上升趋势。但随着非洲猪瘟蔓延全国，集中度提升趋势在4Q18、1Q19有所放缓，这一方面是由于政策不明朗导致规模屠宰场决策偏保守，另一方面则是因生猪产销区价格差扩大使得私屠滥宰有所抬头。
- **监管趋严长期利好行业加速整合，龙头有望持续量利齐升**：非洲猪瘟在长远上将推动国内疫情防控体系完善，行业未来市场化&规范化的程度将大大提升，加速私屠滥宰及小屠宰场退出市场，提升不规范的大中型屠宰场的环保&检疫成本，这有利于龙头持续快速整合行业。目前，国内屠宰行业份额极其分散，龙头双汇市占率仅2.4%，远低于美国第一龙头26%的水平，政策助力下龙头企业成长潜力加速释放，且领先屠宰场产能利用率有望得到改善，将带动屠宰头利逐步上台阶。

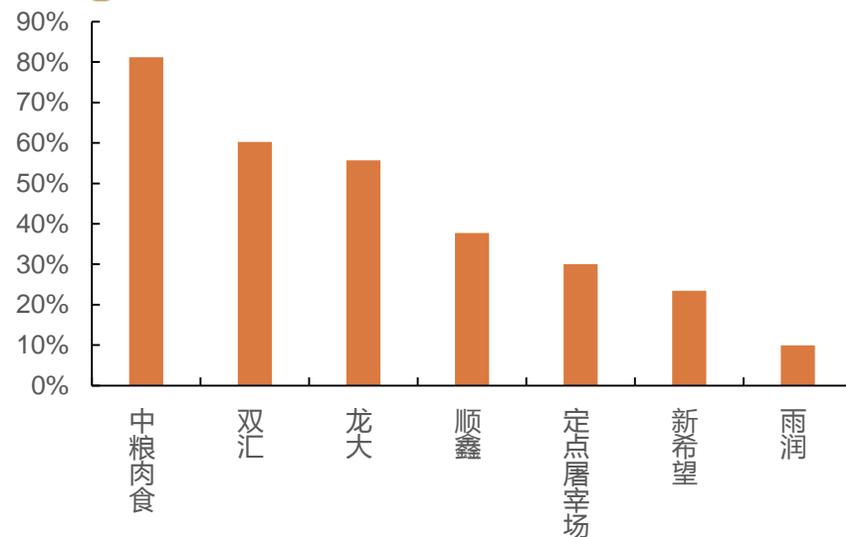
● 猪瘟爆发后，规模以上定点屠宰量/全国生猪出栏量的比值提升速度有所放缓



● 美国生猪屠宰龙头史密斯菲尔德市占率高达26% (2017)



● 中国领先屠宰企业产能利用率偏低



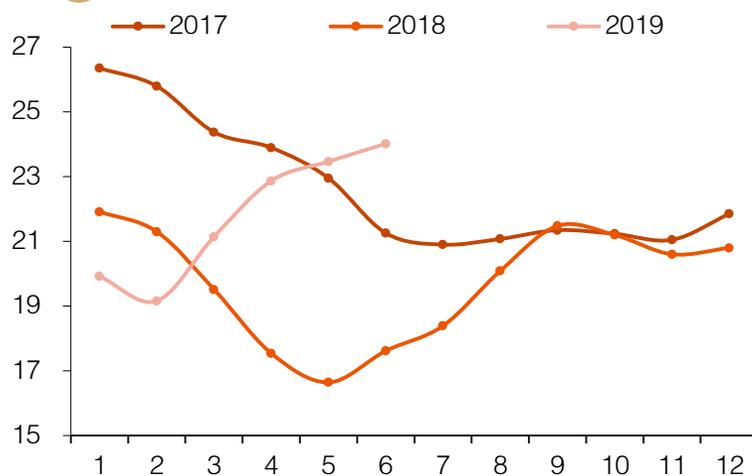
资料来源：Wind, Successful Farming, National Hog Farmer; IRI, 平安证券研究所

注：双汇、雨润、顺鑫、中粮肉食为2017年数据，龙大为2016年数据，新希望为2015年数据，定点屠宰场为2016年数据

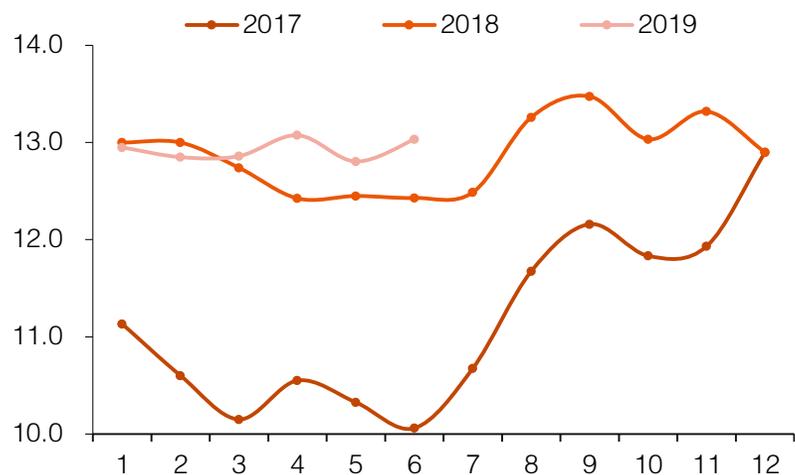
### 3.3 肉制品：景气度未受影响，成本压力开始凸显

- 需求依然平稳，提价应对成本冲击。
  - 即使宏观经济承受较大下行压力，肉制品需求仍然保持稳健，彰显产品必选消费属性的韧性；
  - 猪肉、鸡肉等主要原材料价格上涨背景下，龙头企业进行持续提价动作，意图转嫁成本压力。
- 超级猪周期持续推高成本，行业盈利面临较大挑战。
  - 非洲猪瘟仍无有效疫苗，或导致国内生猪养殖规模在中长期内持续萎缩，酝酿超级猪周期，且猪肉作为国人主要动物蛋白来源，供给短缺或导致其他肉类价格联动上涨，肉制品行业或将长期面临成本上涨压力。
- 结构转换&行业集中趋势并行。
  - 休闲卤味崛起正逐步替代长保休闲肉制品市场；
  - 火锅料市场、餐桌卤味市场虽增长较缓慢但龙头整合行业趋势明显。

1H19猪肉价较上年同期大幅上涨（元/千克）



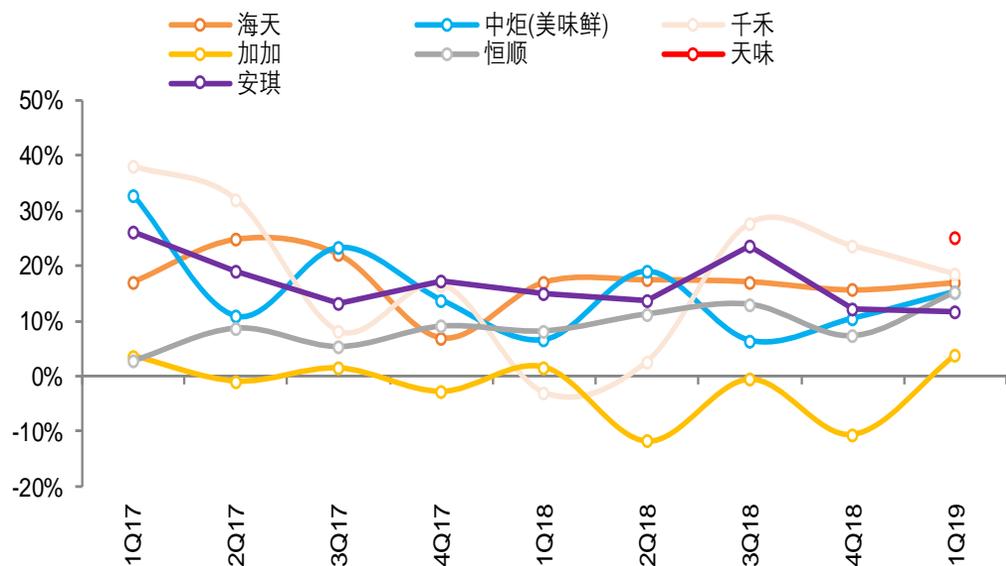
1H19白条鸡价同比略有上涨（元/千克）



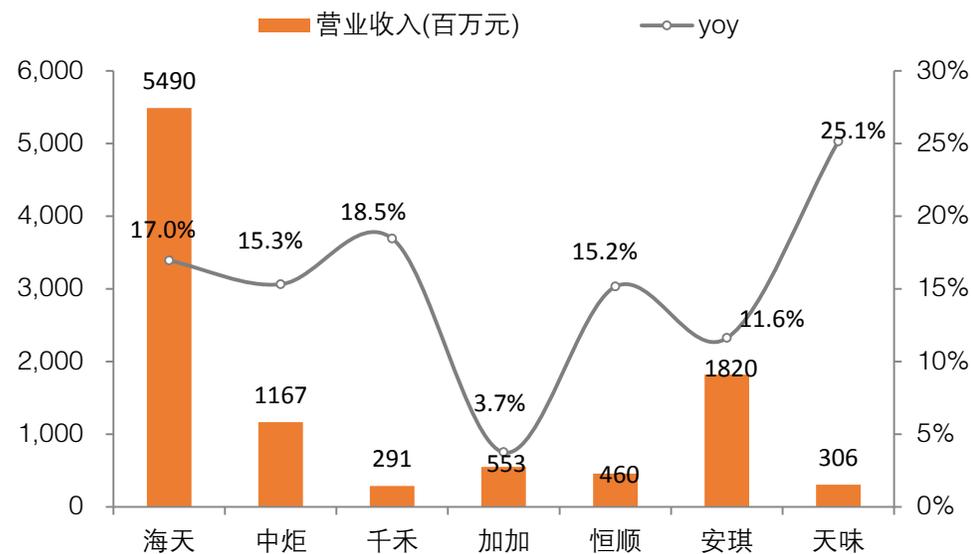
## 4.1 调味品：防御属性凸显，龙头高基数下快增

- ▶ 调味品因刚需属性，在宏观经济承压下防御性较强；
- ▶ 龙头海天高基数下维持15%左右增长，依靠其渠道+品牌的绝对优势在存量市场上收割份额；
- ▶ 千禾自4Q18确立主打零添加+高鲜抢量的双轨战略，酱油业务重回高增态势；
- ▶ 复合调味料公司天味食品1Q19收入增25%，火锅调料、复合调味料现处于成长培育期，未来增长潜力较大。

调味品稳定增长，防御属性凸显



龙头强者恒强，高基数下仍维持17%增长

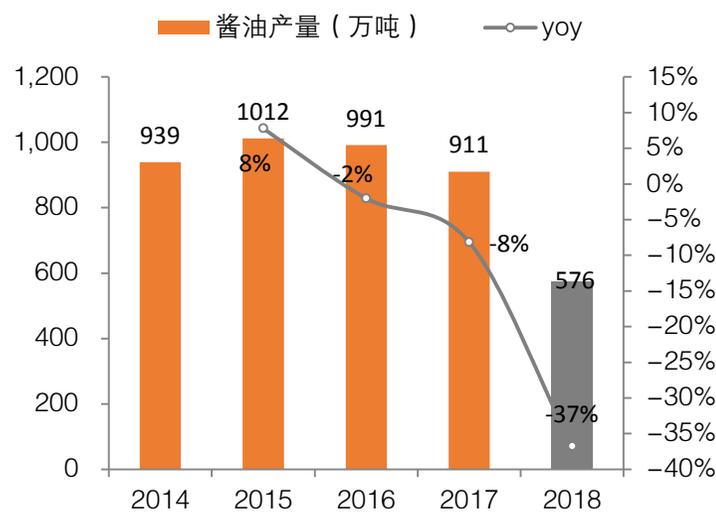


资料来源：Wind，平安证券研究所

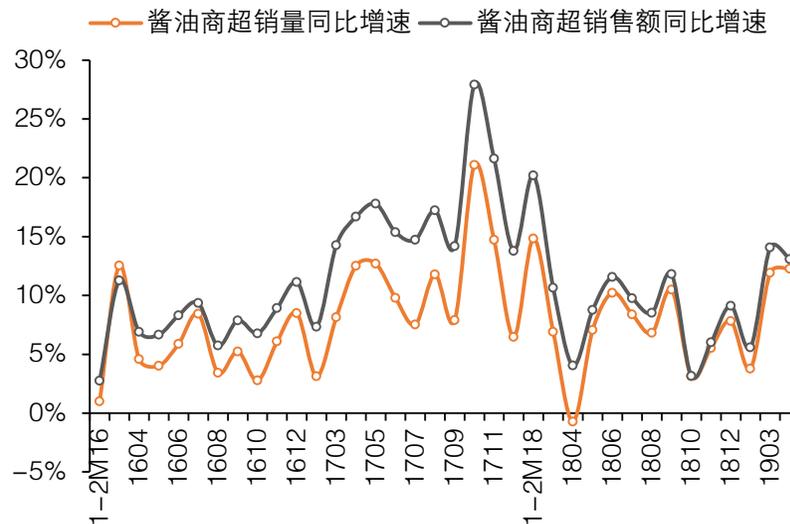
## 4.2 调味品：酱油销量增速趋缓，头部厂商收割存量市场

- **酱油增速放缓，18年产量口径调整：**根据最新统计局公布数据，2018年中国酱油产量576万吨，继16、17年同比降2%、8%后，再降37%；
- **龙头市占率已高，未来增长主要源于收割存量市场：**测算海天市占率已5然不低，为33%。未来龙头公司酱油增长主要来自于：1) 继续收割主竞品份额推动量增；2) 由生/老抽到高鲜价格带的产品结构提高推动价升；
- **商超增速继续放缓，餐饮收入略有回暖：**19年1-4月商超销量累计增7.5%，较18年同期-1.8pct；餐饮端增速有所回暖，同比+4.6pct。

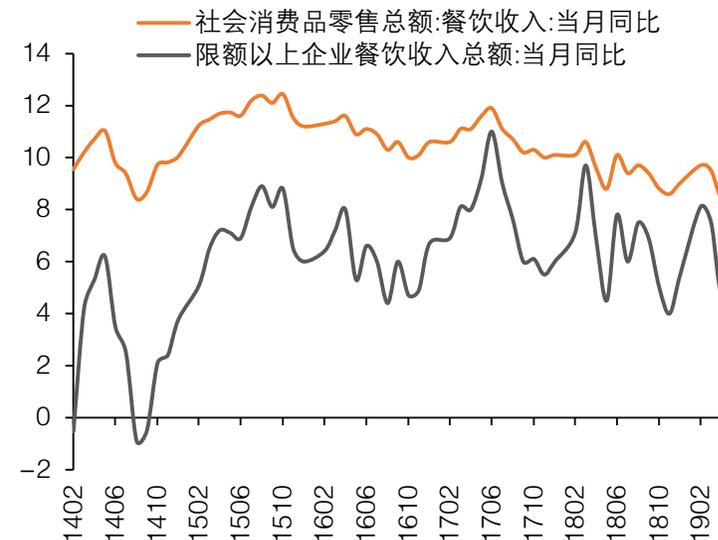
18年中国年酱油产量576万吨



酱油商超增速放缓



消费&餐饮增速有所回暖

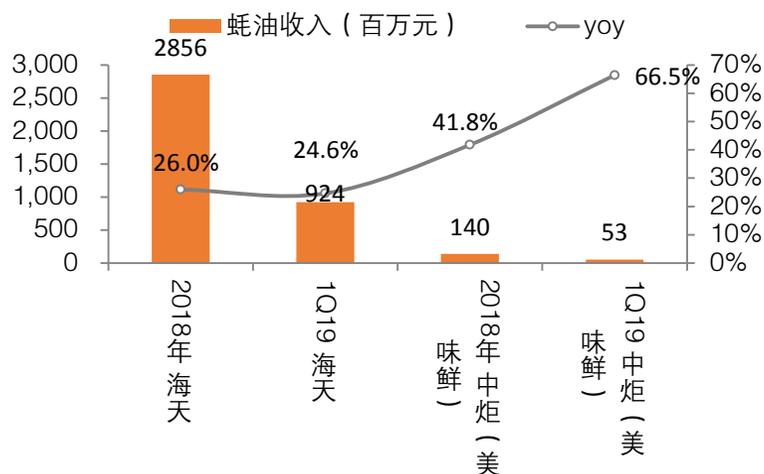


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.3 调味品：蚝油或成新增长引擎，复合调料孕育新机会

- **蚝油或成新增长引擎，渗透率提升+产品结构提升：**海天18年、1Q19蚝油收入分别为28.6、9.2亿元，同比增26%、24.6%，中炬18年、1Q19蚝油收入分别为1.4亿元、0.5亿元，同比增41.8%、66.5%。相较于醋的口味地域性限制及料酒的导入期，蚝油培育已较为成熟，成调味品龙头的新增长引擎。对比海天酱油50%毛利率，蚝油毛利率仍低，主因产品结构以中低价格带为主，未来随着产品结构持续提升，蚝油料将实现量价快速提升。
- **复合调味料空间大、集中度低，品类爆发正值风口：**复合调料（400亿，其中火锅调料、中式复合调料分别约200亿）相较于传统、基础调味品更加便捷、标准化，符合C端快节奏+消费升级趋势。空间大+集中度低+品类延伸更顺畅，具备孕育下一个调味品巨头的条件。

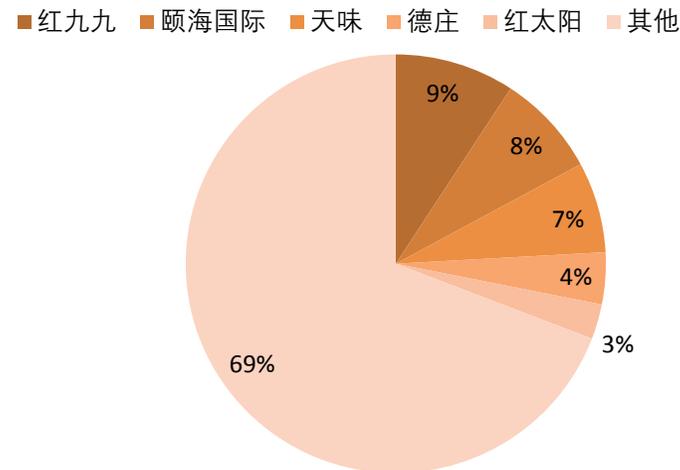
蚝油已成龙头新增长引擎



火锅调料市场空间足够大，增速较快



火锅调料行业集中度较低

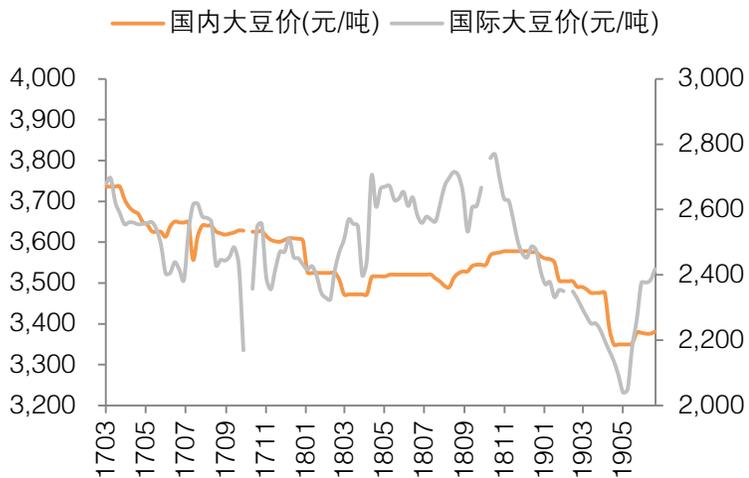


资料来源：Wind，平安证券研究所

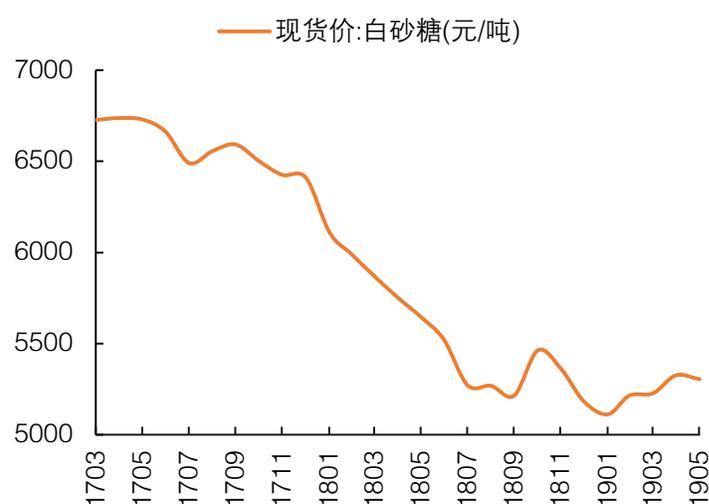
## 4.4 调味品：成本端压力不大，19年底或开启新一轮提价周期

- 成本端总体压力不大：19年大豆价格下降；白糖价格维持低位，2H19-2020或迎拐点；包材价格整体下行。
- 19年底或开启新一轮提价：行业上一轮提价是在16年底，至今已两年半，若成本明显抬升，行业有望提价转嫁成本上涨压力。

自4Q18大豆价格降幅明显



白砂糖价格仍在低位



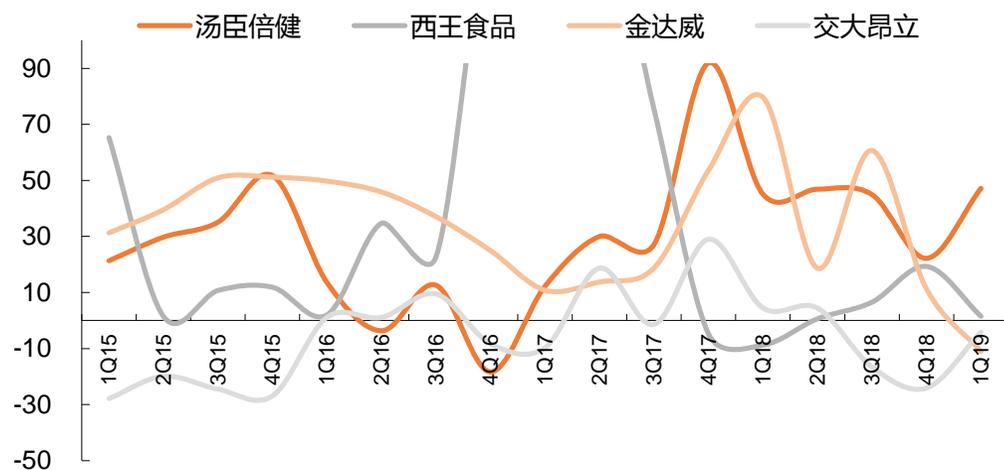
包材价格较平稳



## 5.1 保健食品：政策&监管变化短期冲击，长期增长逻辑不变

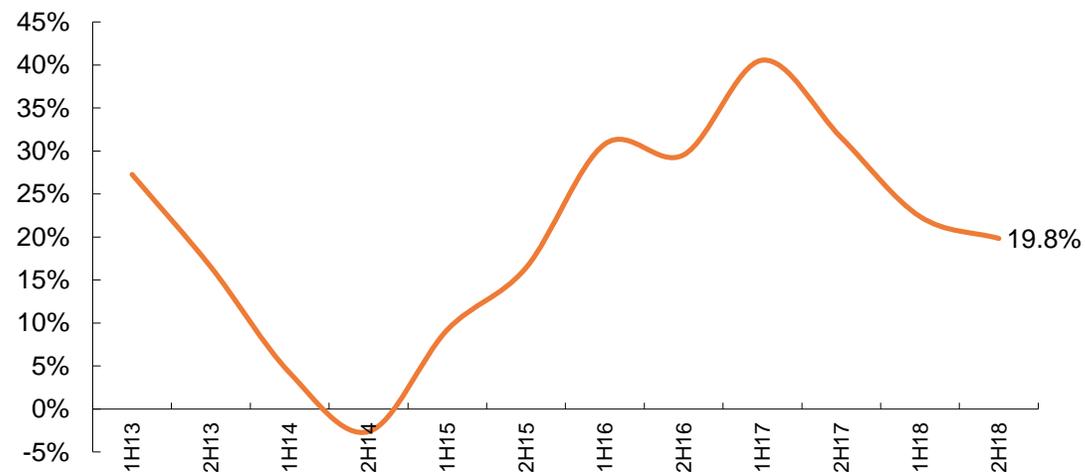
- 行业4Q18-1Q19营收增速回落，或与18年底以来权健事件、电商和医保政策变化的冲击有关，对行业内公司的业绩和估值造成了短期的负面影响。
- 从长期看行业增长逻辑仍通畅：消费群体和人均消费额增加空间仍大，保健食品行业成长天花板仍高。

● A股4家保健食品上市公司营收增速 (%)



注：4Q16-3Q17西王食品营收高增主因16年11月并购Kerr公司后营收接近翻倍

● A+H 6家保健食品上市公司2H18总营收+19.8%

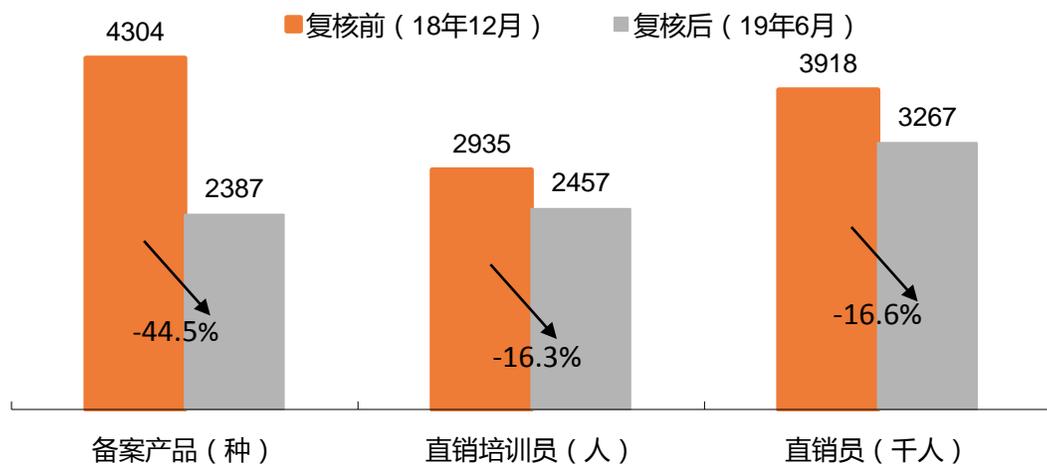


注：H股保健食品公司包括H&H健合 (1112.HK) 和澳至尊 (2031.HK)

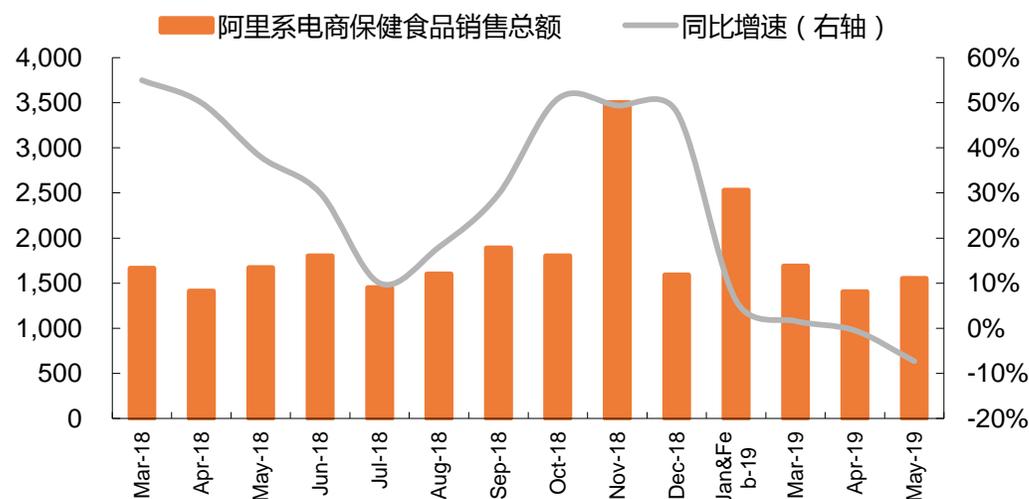
## 5.2 保健食品：权健事件、新电商法&医保改革造成短期冲击

- **直销**：权健事件后国家13个部委联合实施“百日行动”清查直销领域情况，导致可直销的产品和直销从业人数均大幅下降。
- **电商**：新电商法于19年初开始实行，规定所有电商从业者都需办理登记、获得营业执照并依法纳税，或导致了各平台上的小网店数量的减少和电商整体增速的下滑。小网店和个人代购的减少或是1H19保健食品在电商渠道上增速降低的主因。
- **药店**：渠道调研显示，10-20%的保健食品销售使用了医保个人账户。目前医保政策正处于变革期，居民医保个人账户已确定将取消，而改进职工医保个人账户的政策文件将于19年底前出台，对行业的影响暂不明晰。

1H19商务部复核直销资格前后变化



1H19保健食品电商渠道增速下滑明显 (百万元)

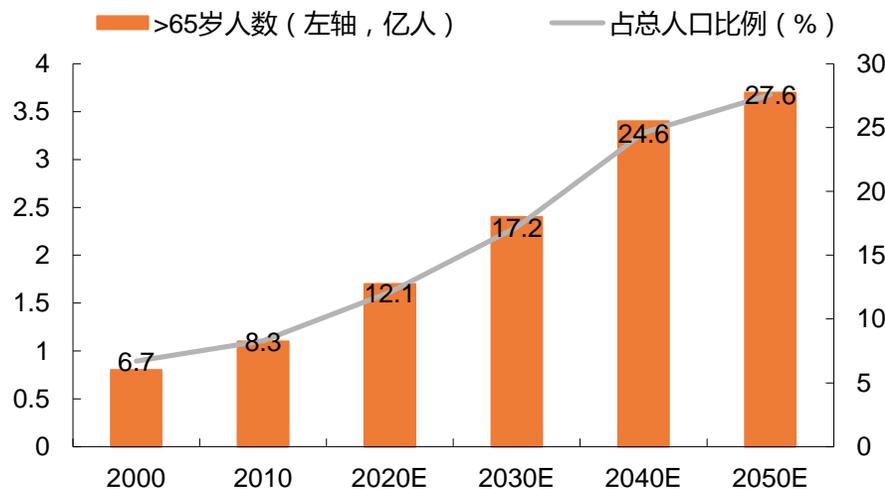


资料来源：庶正康讯，阿里电商平台数据，平安证券研究所

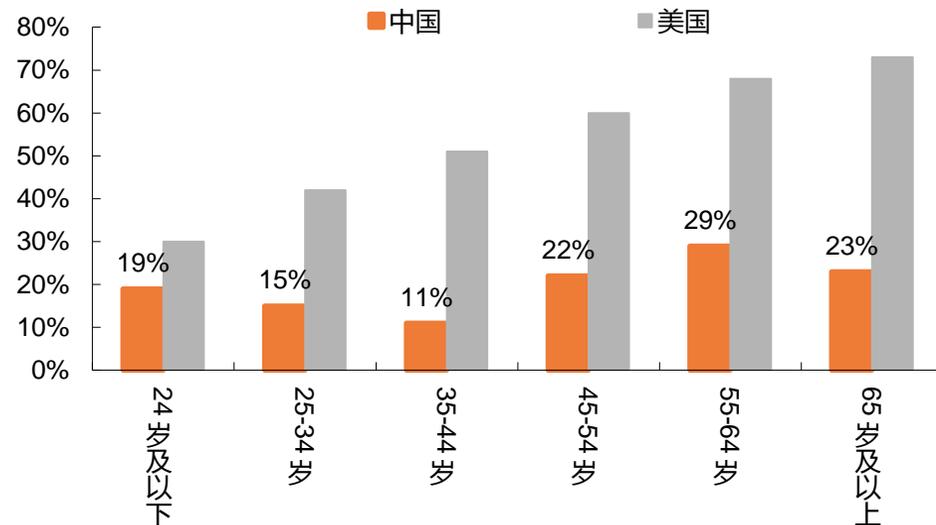
## 5.3 保健食品：聚焦龙头

- 权健事件或导致直销份额将向药店、电商等渠道转移；新电商法利于渠道集中度和龙头公司份额的提升；职工医保的个人账户牵涉较广，在近一两年内完全取消的可能性较低，因此近期无需担心医保政策的改革对药店渠道造成严重影响。
- 从长期看，考虑到人口老龄化、城市人口亚健康化的趋势，以及人均医保支出的不断增加，保健食品的消费群体和人均消费水平都将持续提升，保健食品行业仍是一条好赛道。但随着法规和监管的规范化，市场份额将持续向行业龙头集中。
- 建议关注：药店&电商双渠道龙头的汤臣倍健。

我国65岁及以上人数（亿人）统计&预测



我国各年龄层的保健食品渗透率仍远低于美国



资料来源：联合国人口展望，IQVIA，平安证券研究所

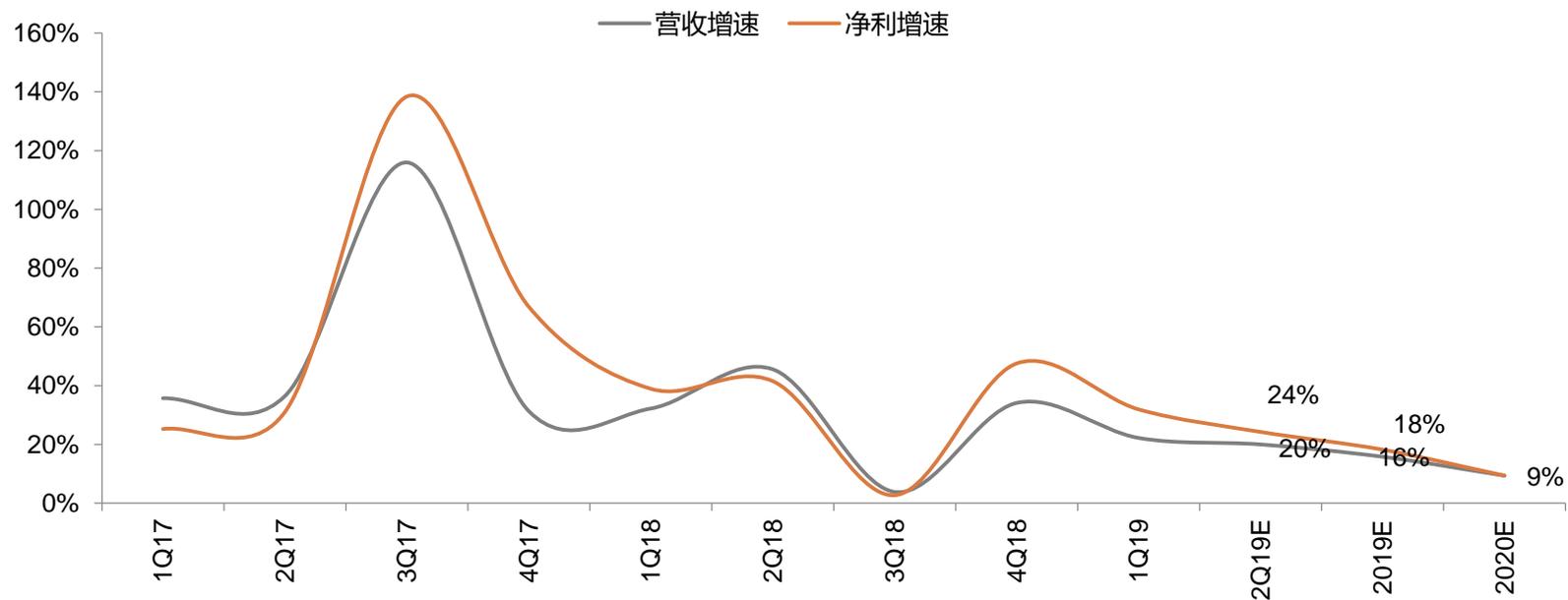
## 目录 CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名第一，估值修复助推股价大涨
- 行业展望：需求1H19略回升，有望趋稳，成本压力整体不大
- 子行业分析：白酒升级趋势良好，大众品成长韧劲仍足
- 重点公司：茅台、五粮液、洋河、伊利、双汇、海天、汤臣等

## 贵州茅台：成长空间仍大，但增速短期或有放缓

- 当前批价约2100，较出厂价高100%+，渠道利差收窄、消费升级抢量，足以支持价、量翻倍。
- 19、20年增速大概率放缓，但2021年有望再次回升，预计19-21年EPS 33.13、36.24、39.74元，维持“推荐”评级！

预计茅台2Q19营收、净利分别同比+20%、+24%

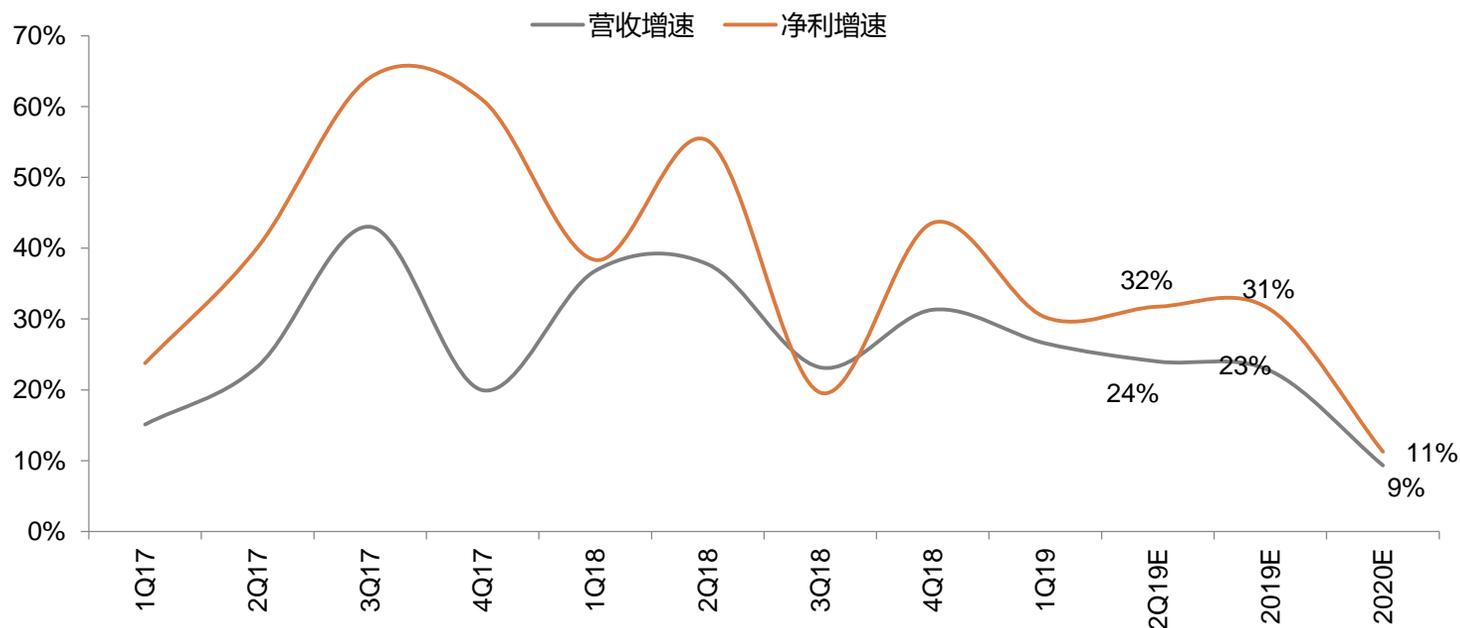


资料来源：wind，平安证券研究所

## 五粮液：受益于茅台控量挺价，改革助推价量齐升

- 随着茅台控量挺价，五粮液跟随提出厂价，并乘机加大出货量。渠道改革，增小商，减大商，控盘分利，助推价量齐升。
- 预计19-21年EPS分别为4.53、5.04、5.62元的预测，维持“推荐”评级。

预计五粮液2Q19营收、净利分别同比+24%、+32%

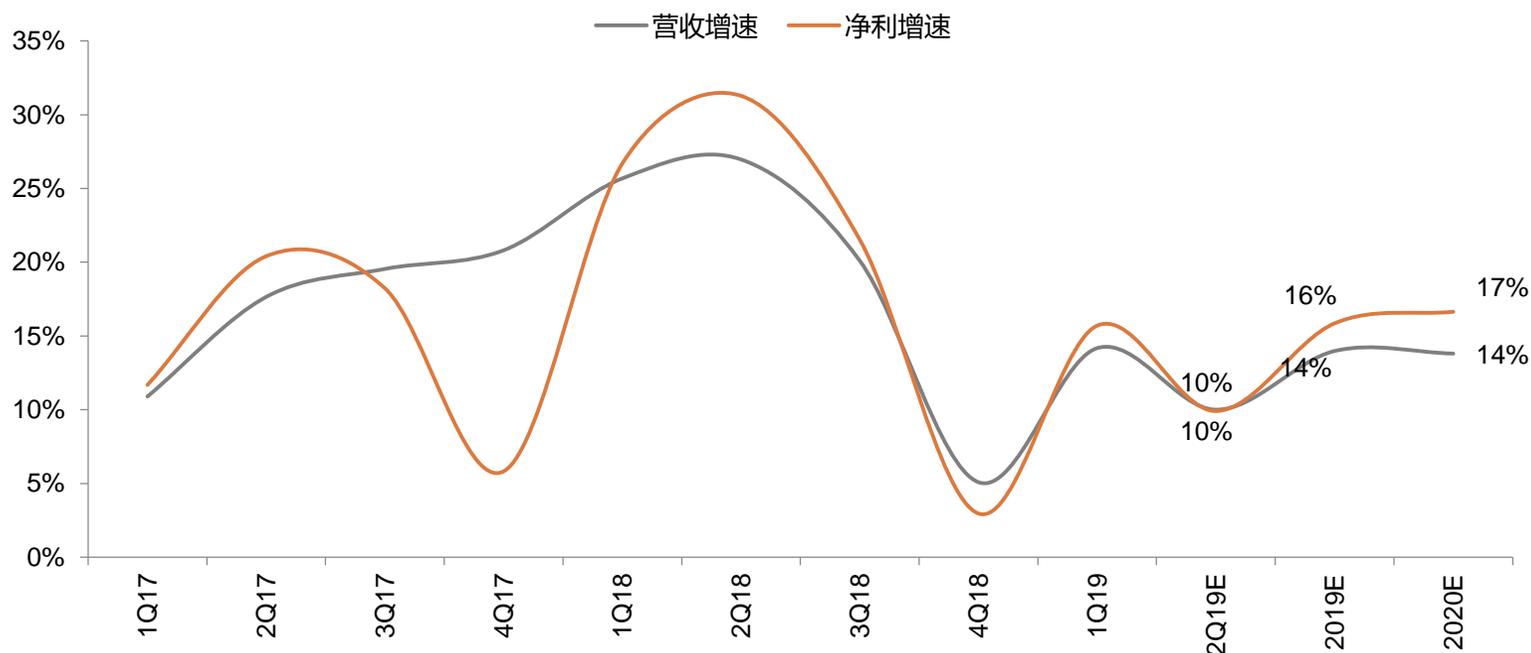


资料来源：wind，平安证券研究所

## 洋河股份：次高端最大受益者，估值预期均低

- 产品组合、渠道、管理综合竞争优势明显，海、天、梦产品组合充分享受消费升级好处，新江苏战略提升全国市场份额，持续成长韧劲足。
- 估值预期均低。预计公司19-21年EPS分别为6.23、7.27、8.33元，维持“推荐”评级！

预计洋河2019营收、净利分别同比+10%、+10%

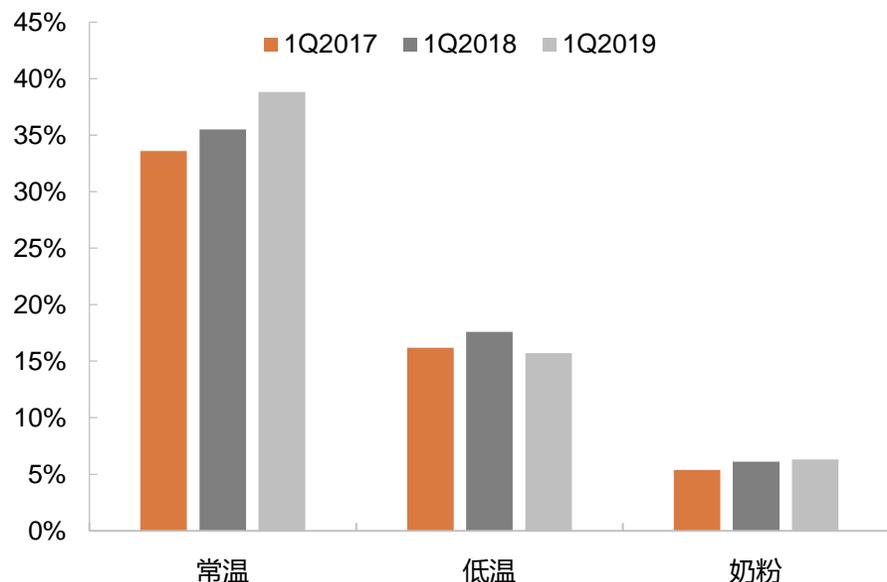


资料来源：平安证券研究所

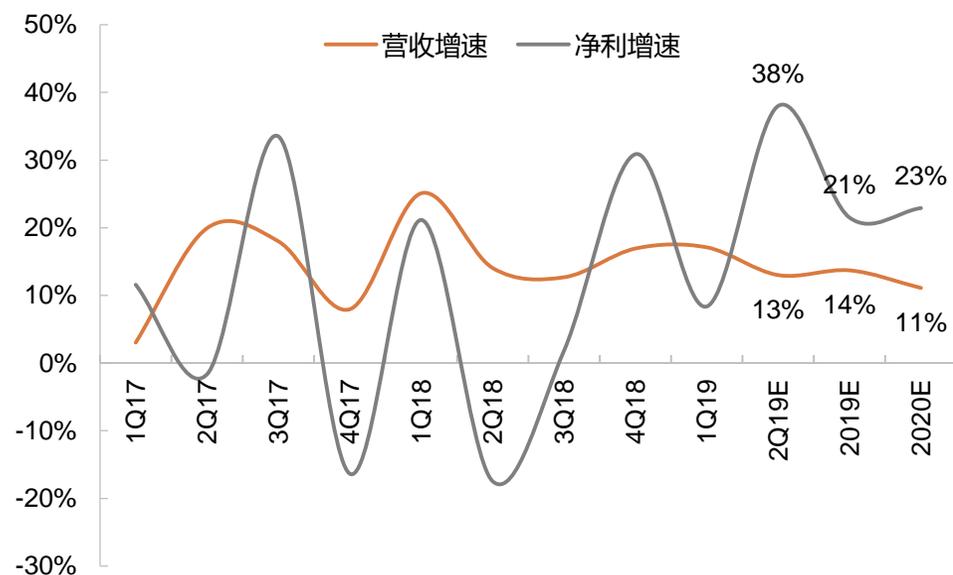
# 伊利股份：价格战硝烟渐驱散，利润释放值得期待

- 原奶供给偏紧正推动行业竞争趋于缓和，19年业绩加速释放值得期待，巨额股票回购提振市场预期，常温格局逐渐向单寡头演变，且公司多品类运作能力得到验证，长期成长空间更广阔。
- 业绩具备超预期潜力。维持公司19-21年EPS 1.29、1.58、1.91元的预测，维持“强烈推荐”评级！

公司常温奶市占率持续快速提升



预计伊利2019营收、净利分别同比+13%、+38%



资料来源：Wind，尼尔森，平安证券研究所

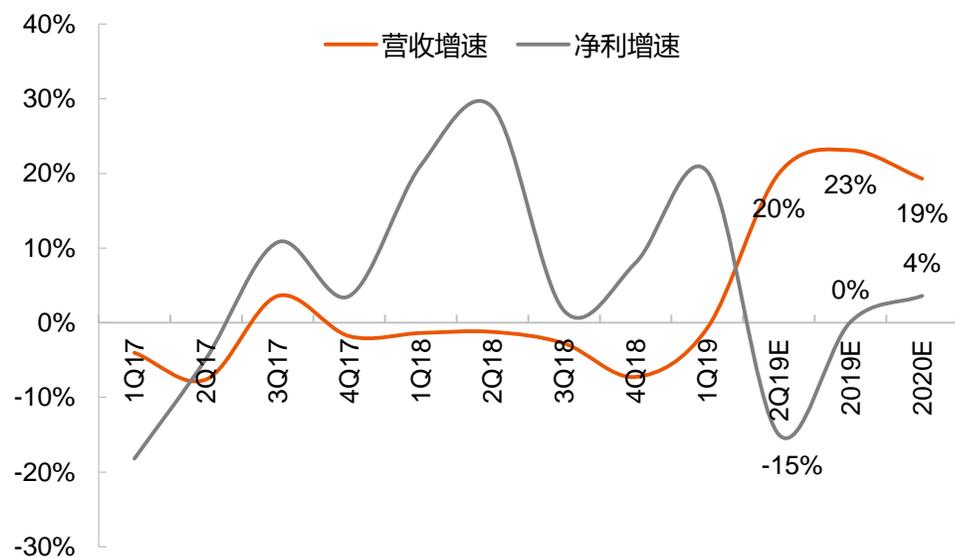
# 双汇发展：肉制品转型探索稳步推进，屠宰长期成长性正凸显

- 非洲猪瘟酝酿超级猪周期，公司短期业绩将承受压力，但新管理层戮力进取，以全新思路推动肉制品结构调整，效果有望逐步显现，非洲猪瘟加速屠宰业整合，公司屠宰成长性正持续凸显。
- 两大核心业务长期价值均得到提升。维持公司19-21年EPS分别为1.49、1.54、1.70元的预测，维持“强烈推荐”评级。

## 公司肉制品转型思路逐步清晰



## 预计双汇2Q19营收、净利分别同比+20%、-15%



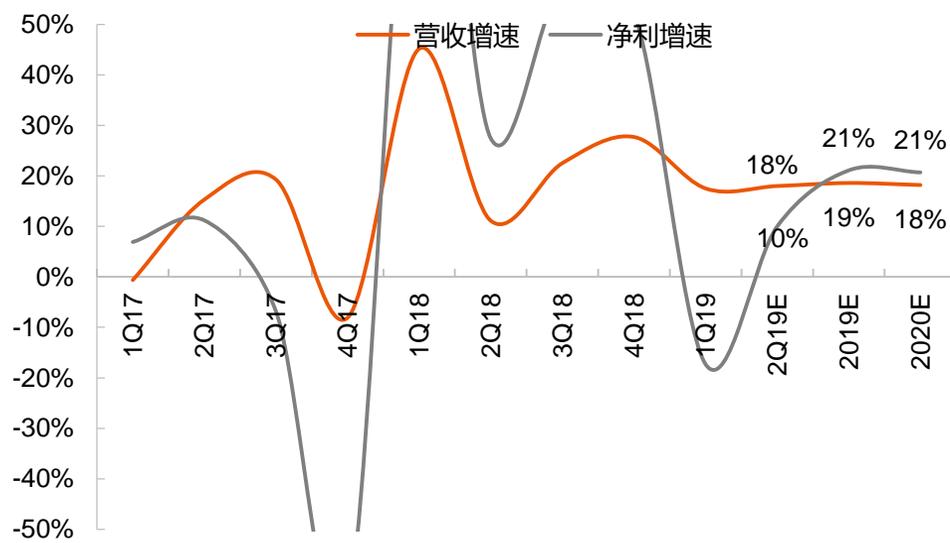
# 克明面业：低端布局日趋成熟，长期成长空间正打开

- 1Q19因前期高基数&财务费用增加导致业绩承受压力，但公司整体经营仍然向好。经过数年摸索，公司业务调整取得较好成效，低端挂面正逐步放量，长期成长路径更为清晰。
- 增长动力日趋强化。维持公司19-21年EPS分别为0.68、0.82、0.99元的预测，维持“推荐”评级。

## 公司一季度推出高性价比产品宽细圆



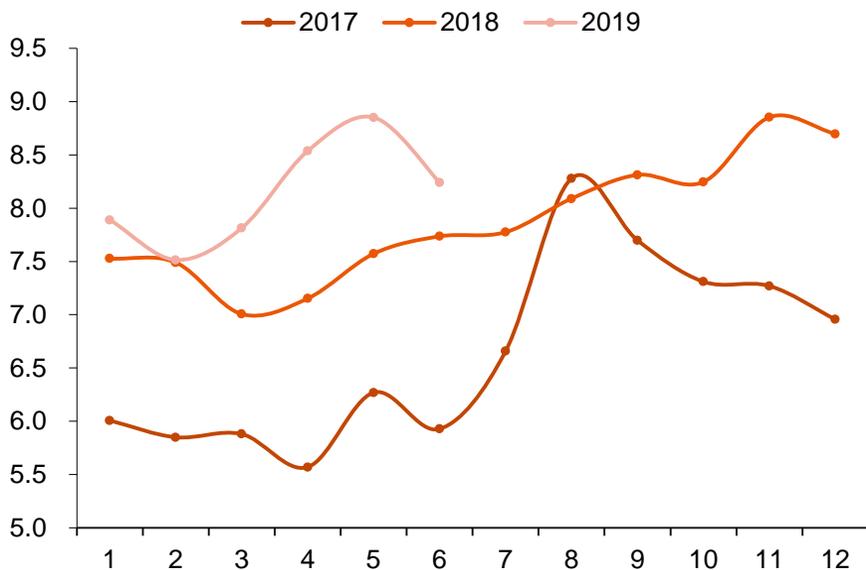
## 预计克明2Q19营收、净利分别同比+18%、+10%



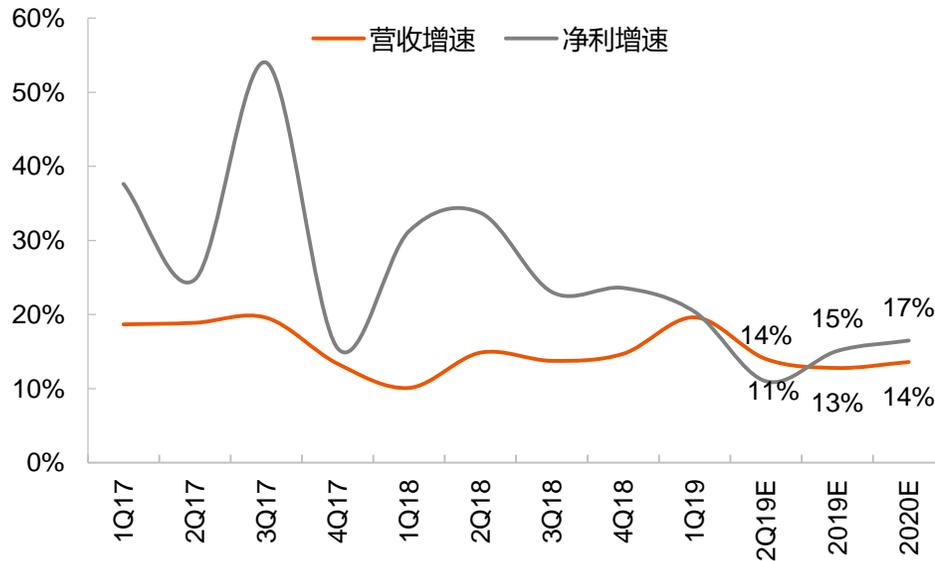
# 绝味食品：经营稳中求进，长期战略清晰

- 行业高景气度+公司绝对领先优势，公司主业成长确定性良好，鲜卤、串串等新业态及美食生态圈布局亦有望释放公司优秀渠道管控能力及高效供应链能力的价值，或逐步成为公司新增长引擎。
- 短期仍或承受成本上涨压力，但非洲猪瘟有望推动肉鸭养殖扩栏，利于鸭副价格长期相对稳定。
- 内生外延齐发力。维持公司19-21年EPS 1.28、1.50、1.76元的预测，维持“推荐”评级。

主要原材料毛鸭价格环比大幅上涨（元/千克）



预计绝味2019营收、净利分别同比+14%、+11%

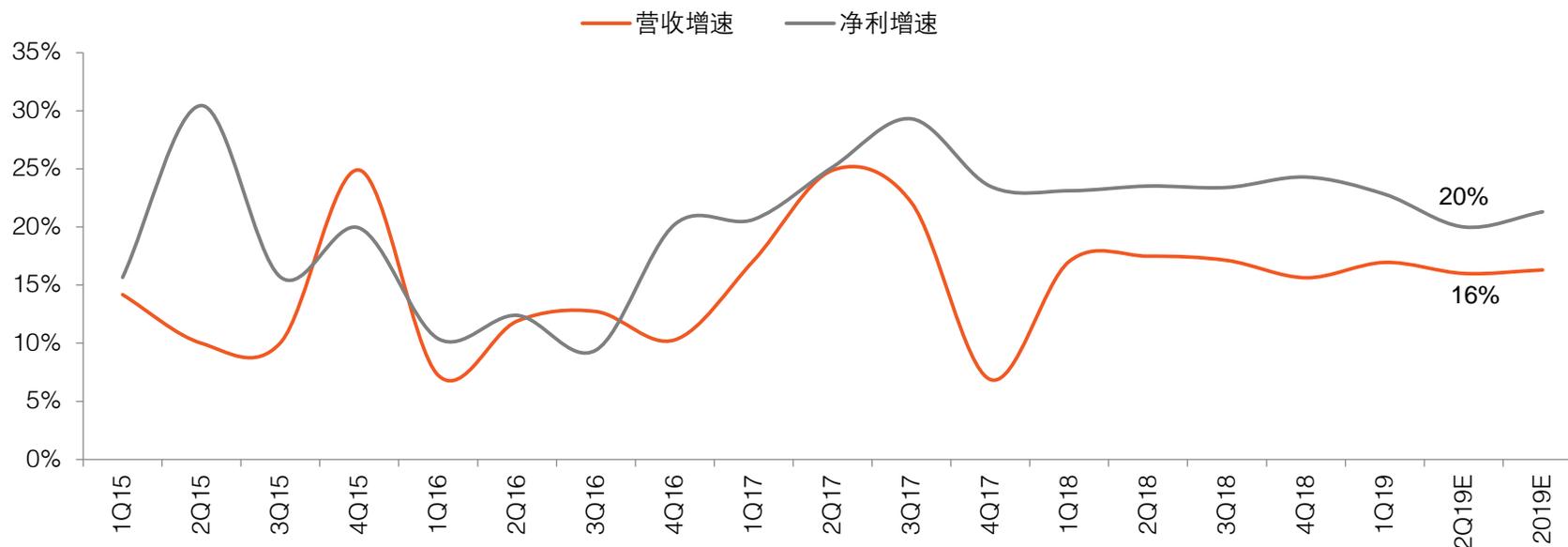


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 海天味业：酱油收割存量份额，蚝油成新增长引擎

- 酱油业务依靠其渠道+品牌的绝对优势在存量市场上收割份额，高鲜继续快增推动产品结构提升；
- 蚝油已成新增长核心动能，目标年增30%，未来随着产品结构提升，毛利率将进一步提升；
- 19年公司事业部架构调整，设置酱油、蚝油、酱、醋酒4个产品所，内部竞争机制有望充分挖掘销售潜力；
- 渠道动销良好，上半年任务已完成，预计全年16%增长无忧，维持公司19-21年EPS 1.95、2.41、2.91元的预测，维持“推荐”评级。

预计海天2019营收、归母净利润分别增16%、20%

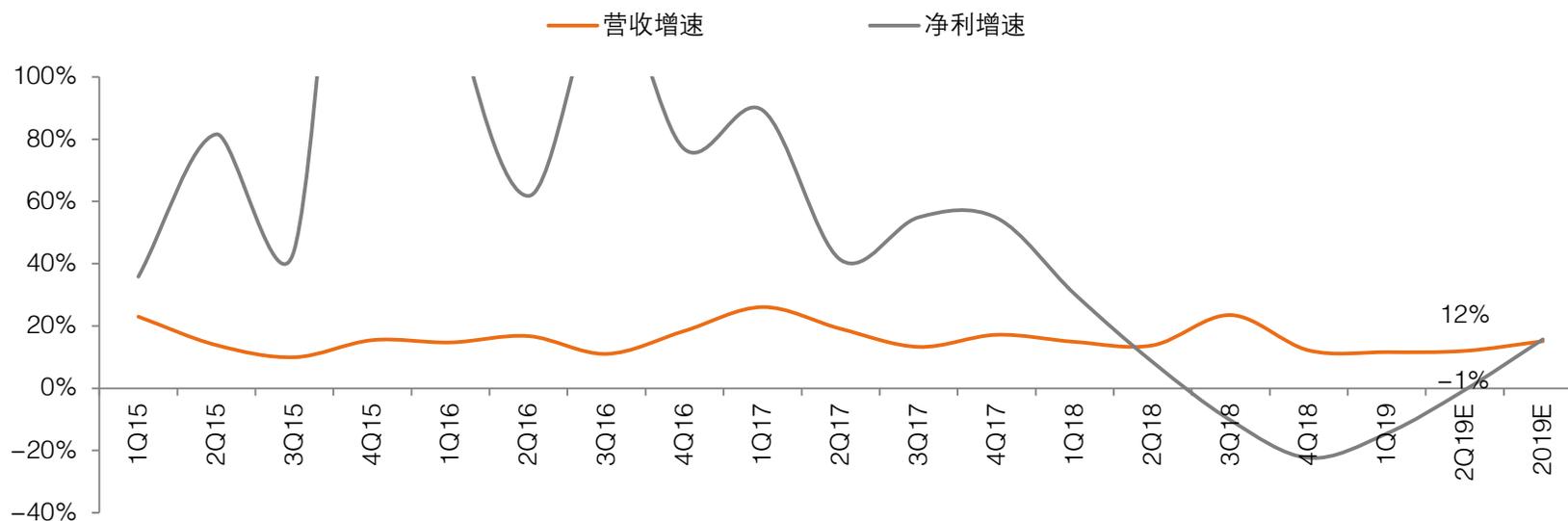


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 安琪酵母：基数影响和不利因素正逐步缓解

- 预计中国酵母下游需求年均提升10%+、YE下游需求年均提升15%+；公司目标未来三年收入复合增长15%，产能年均提升8%、YE产能年均提升10%，在产能偏紧情况下通过提升产品结构实现增长；
- 展望19年，基数影响和不利因素正逐步缓解，糖蜜成本在19年或逐季降低1-2%，与18年趋势相反，伊犁厂开工率由60%恢复至80%。俄罗斯1.2万吨YE生产线已于4月投产运行，赤峰扩建2.5万吨酵母生产线、埃及新建1.2万吨YE生产线均已竣工投产。维持公司19-21年EPS 1.20、1.44、1.74元的预测，维持“推荐”评级。

预计安琪2019营收、归母净利润分别增12%、-1%

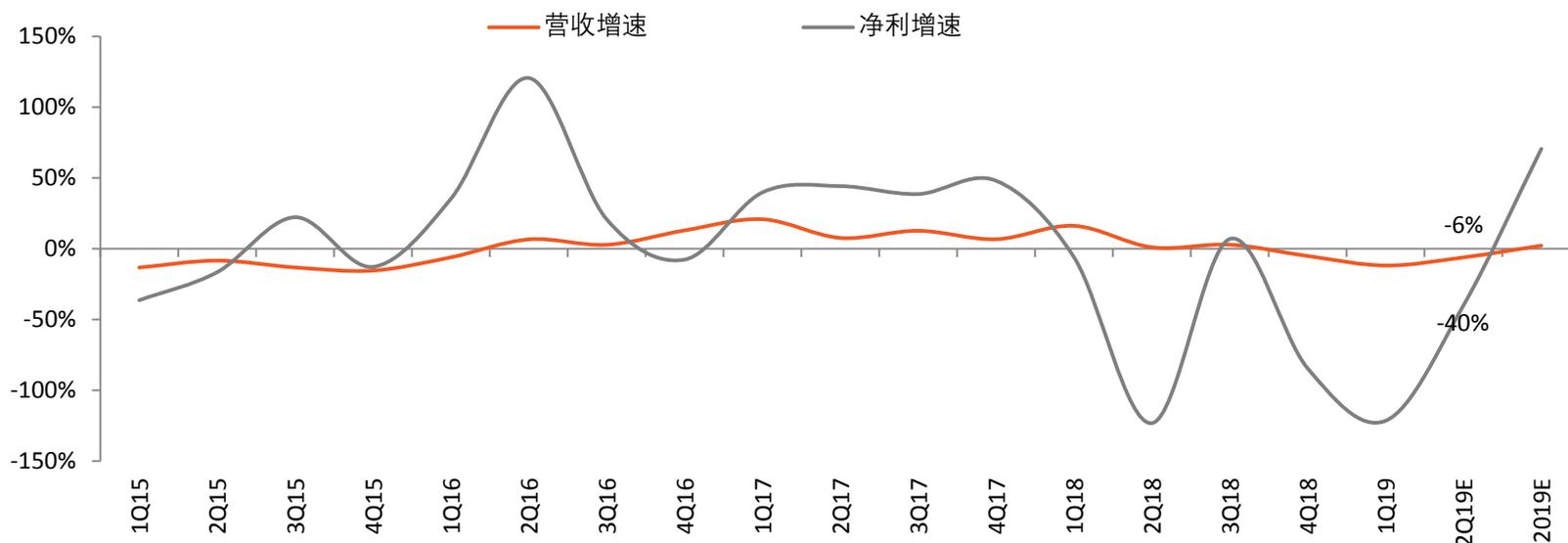


资料来源：Wind，平安证券研究所

# 大北农：蓄势待发与周期共振，弯道超车享成长红利

- 行业产能因环保+非瘟被动、快速去化30%，预计本轮周期反转幅度和持续时间将超往轮；
- 短看公司土储充沛+全国布场+育种完善，有望抓住超级猪周期主升浪行情；
- 中长期非瘟常态化后，产能缺口将由头部养殖集团填补，公司产业链一体化布局，效率+杠杆空间提升较大，弯道超车享万亿市场成长红利。预测公司19-21年EPS 0.26、0.71、0.89元，维持“推荐”评级。

预计大北农2019营收、归母净利润分别增-6%、-40%

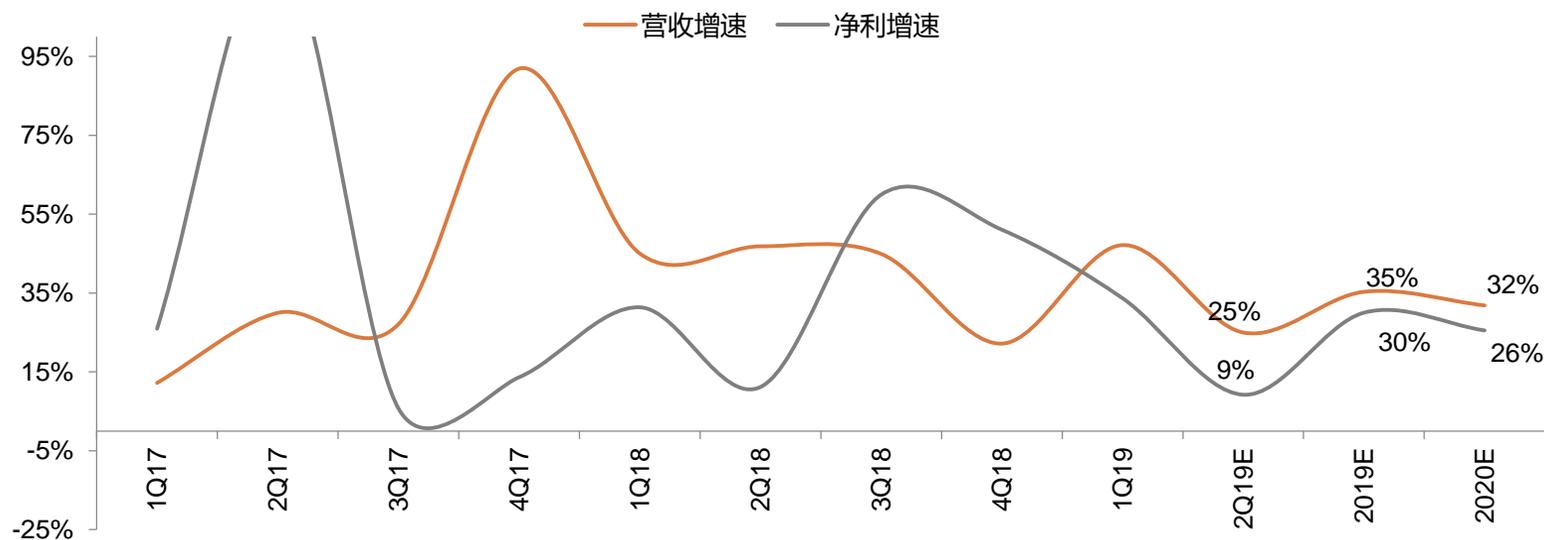


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 汤臣倍健：政策变化并非利空，高层应对行业变化的经验丰富

- 1Q19营收+47%，或导致渠道库存较充足，叠加二季度公司开始加大对蛋白粉&LSG益生菌的宣传投入，预计2Q19营收+25%，归母净利润+9%。
- 公司现为药店渠道的绝对龙头，手握蛋白粉&健力多两款高市占率产品，直销&电商遭受的政策和监管的负面打击对公司而言或是利好。此外，预计短期内医保改革不会对药店渠道造成严重影响，公司营收增速将保持稳定。
- 从长期看公司管理层曾多次抓准行业发展趋势，及时变革重推公司发展，因此管理层应对渠道或产品结构变化的能力值得信任。我们预计公司19年、20年归母净利+30%、+26%，EPS 0.89、1.11元，维持“强烈推荐”评级。

● 预计汤臣2Q19营收、净利同比+25%、+9%



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 盈利预测

股票名称	最新收盘价 (19. 06. 26)	EPS (元/股)			P/E			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
贵州茅台	979.86	28.02	33.13	36.24	35.0	29.6	27.0	推荐
五粮液	113.82	3.45	4.53	5.04	33.0	25.1	22.6	推荐
洋河股份	120.89	5.38	6.23	7.27	22.4	19.4	16.6	推荐
泸州老窖	76.24	2.38	3.21	3.81	32.0	23.7	20.0	推荐
均值					<b>30.6</b>	<b>24.5</b>	<b>21.6</b>	
老白干酒	12.44	0.39	0.54	0.68	31.9	23.0	18.3	推荐
山西汾酒	63.85	1.68	2.29	2.80	37.9	27.9	22.8	推荐
酒鬼酒	24.83	0.69	0.84	1.09	36.2	29.7	22.9	中性
水井坊	48.46	1.19	1.59	1.94	40.8	30.4	25.0	中性
均值					<b>36.7</b>	<b>27.7</b>	<b>22.2</b>	
伊利股份	32.83	1.06	1.29	1.58	31.1	25.6	20.8	强烈推荐
均值					<b>31.1</b>	<b>25.6</b>	<b>20.8</b>	
双汇发展	25.00	1.49	1.49	1.54	16.8	16.8	16.2	强烈推荐
均值					<b>16.8</b>	<b>16.8</b>	<b>16.2</b>	
海天味业	103.24	1.62	1.95	2.41	63.9	53.0	42.8	推荐
安琪酵母	32.00	1.04	1.20	1.44	30.8	26.6	22.2	推荐
均值					<b>47.3</b>	<b>39.8</b>	<b>32.5</b>	
汤臣倍健	19.64	0.68	0.89	1.11	28.8	22.1	17.6	强烈推荐
桃李面包	41.00	0.97	1.14	1.45	42.1	35.9	28.2	推荐
养元饮品	38.28	2.69	3.08	3.21	14.2	12.4	11.9	推荐
绝味食品	38.35	1.12	1.28	1.50	34.3	29.9	25.6	推荐
克明面业	13.93	0.57	0.68	0.82	24.4	20.5	17.0	推荐
元祖股份	26.73	1.01	1.35	1.54	26.5	19.7	17.3	推荐
三全食品	10.49	0.13	0.16	0.20	82.5	66.2	51.6	推荐
大北农	5.34	0.12	0.26	0.71	43.2	20.5	7.5	推荐
均值					<b>37.0</b>	<b>28.4</b>	<b>22.1</b>	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济疲软的风险：**当前宏观经济增速出现下滑的趋势，消费升级进程减缓或将不达预期。这将导致消费端的需求增速放缓，影响食品饮料行业的业绩增速；
- **业绩不达预期的风险：**当前食品饮料板块市场预期较高，投资者对未来业绩信心较足。若后续财务报表数据不达预期，或将再次引起行业业绩和估值双杀的风险；
- **重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。