

2019年09月01日

食品饮料

食品饮料中报总结：整体平稳，白酒增速继续领先

■ **食品饮料增速居前，白酒继续领跑。**2019年上半年食品饮料板块实现收入3,443亿元，利润648亿元，分别同比增长13.8%和21.2%，收入和利润增速在28个申万一级行业中排名靠前。单二季度食品饮料板块实现收入1,589亿元，净利润260亿元，分别同比增长13.22%、18.51%，环比一季度下滑1.03pct、4.64pct，我们分析主要是权重大的白酒行业Q2增速略有放缓影响，上半年白酒营收增速19.14%，其中二季度增14.56%，淡旺季因素明显。

■ **三大板块（注：白酒、调味品和乳制品）首次分化明显。**除白酒Q2略有降速外，调味品板块保持高度平稳，预计全年保持稳定增长是大概率事件。乳制品板块上半年营业收入同比增长10.94%，其中二季度增7.5%，增速略有放缓，龙头伊利股份和主营奶粉的贝因美营收增速放缓是直接原因，乳制品行业作为相对成熟期行业，在上半生牛乳价格上行、宏观经济疲弱下需求放缓、促销力度较大的背景下，整体竞争激烈。

■ **高端酒作为行业景气的风向标，继续验证行业维持结构性景气。**自2016年Q2以来，飞天茅台酒量价同向表现，批价从850元左右，上涨至目前2300元左右，虽然价格累计实现翻倍增长，但茅台酒的需求放大更多，茅台酒需求仍未得到有效满足，公司采取旺季加强发货举措，效果不明显。茅台供需偏紧的情况在短期内预计不能有效反转，对行业仍是积极正面贡献。茅台酒价格快速上涨带来极大的溢出效应，五粮液同样实现量价齐升，批价从年初820元附近上涨至目前980-1000元，上半年五粮液营收实现26.75%的增长，增速居高端酒第一位；2019年泸州老窖的价格压力减轻明显。泸州老窖抓住机遇，紧盯五粮液量价政策，同样实现了量增价升，批价从年初的720左右，上升至目前的800元附近。公司中秋打款窗口期于8月20日关闭，计划外国窖1573价格再涨30元/瓶。

■ **板块超额收益明显，白酒板块继续领跑，新股受追捧。**年初至今，食品饮料板块上涨70.70%，上证综指上涨15.73%，创业板增长28.82%，食品饮料板块大幅跑赢大盘，在申万28个一级子行业中位居第一。分子行业来看，白酒年初以来上涨102.03%，超额收益突出；调味品板块累计上涨56.65%，酱油、火锅复合调味料子板块表现优异；相关新股如天味食品亦受到市场追捧。

■ **受益投资者结构变化，食品饮料龙头估值提升。**在宏观承压、外资长线资金增加的双重背景下，市场越来越重视优质板块的长期投资价值，食品饮料板块以良好的业绩表现、更好的业绩确定性获得估值溢价。白酒行业整体估值二季度进一步提升，当前白酒行业动态市盈率为33.55倍，食品板块目前整体估值在34.30倍左右，较年初上涨27.6%，白酒龙头茅五泸估值均超出30x。

■ **投资建议：**1) 继续坚定看好白酒，中秋旺季白酒板块表现值得期待，高端销售表现更确定，年底估值切换可期；从确定性看，高端酒2020年的预测业绩确定性仍然强于行业整体，建议核心组合：茅五泸汾+古井、今世缘和顺鑫；2) 调味品板块受益于消费升级、集中度提升，看好火锅料复合调味料板块，继续看好中炬高新等，持续关注涪陵榨菜、恒顺醋业；3) 看好细分趋势品类和创新驱动型（饮料）公司，如妙可蓝多等。

■ **风险提示：**业绩波动，预期过高，估值分歧。

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.99	-12.43	-30.66
绝对收益	-4.09	-7.75	-16.72

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

内容目录

1. 食品饮料增速居前，白酒继续领跑.....	4
2. 细分子行业上半年回顾与分析.....	5
2.1. 白酒板块半年报总结分析.....	5
2.1.1. 次高端增速最快，高端酒确定性最强.....	5
2.1.2. 地产酒分化明显，古井、今世缘表现更好.....	5
2.1.3. 高端酒量价齐升，走出独立的需求行情.....	6
2.1.4. 高端酒价格“实涨”促利润率提升，次高端竞争激烈.....	6
2.2. 啤酒：产品高端化，盈利能力有所改善.....	8
2.3. 乳制品：需求放缓、成本上行、竞争激烈.....	8
2.3.1. 乳品龙头销售增速放缓，下半年促销力度预计仍高.....	8
2.3.2. 国内奶酪消费基础已具备，消费者培育正当时.....	10
2.4. 肉制品：猪价上行，盈利能力承压.....	11
2.5. 调味品：酱醋板块稳定增长，火锅复合调味料快增.....	12
2.6. 饮料及休闲食品：收入净利润二季度普遍提速难掩分化.....	14
3. 市场综述：白酒板块继续领跑，食品板块新股受追捧.....	15
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：食品饮料板块 19 年上半年收入增速排名前列.....	4
图 2：食品饮料板块 19 年上半年利润增速排名前列.....	4
图 3：2010-2019 年 1-6 月食品饮料行业收入及增速.....	4
图 4：2010-2019 年 1-6 月食品饮料行业利润及增速.....	4
图 5：社会消费品零售总额 2019 年 1-6 月增长 8.4%.....	5
图 6：食品制造行业收入 2018 年增长 7.3%.....	5
图 7：白酒板块累计收入规模及增速.....	6
图 8：白酒板块累计净利润规模及增速.....	6
图 9：高端、次高端白酒收入增速领先.....	7
图 10：高端、次高端白酒利润增速领先.....	7
图 11：啤酒板块单季度收入及增速.....	8
图 12：啤酒板块单季度净利润及增速.....	8
图 13：乳制品板块单季度收入及增速.....	9
图 14：乳制品板块单季度利润及增速.....	9
图 15：乳制品板块毛利率走势.....	9
图 16：乳制品板块费用率走势.....	9
图 17：乳制品行业 2018 年 1-5 月产量下滑 6.87%.....	10
图 18：国内原奶价格走势.....	10
图 19：我国目前奶酪消费以再制奶酪为主.....	10
图 20：零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点.....	10
图 21：2018 年我国奶酪消费量为 3.84 万吨，2004-2018 年复合增速为 18.7%.....	11
图 22：我国人均奶酪消费量远低于其他国家.....	11
图 23：肉制品行业单季度收入及增速.....	12
图 24：肉制品行业单季度利润及增速.....	12

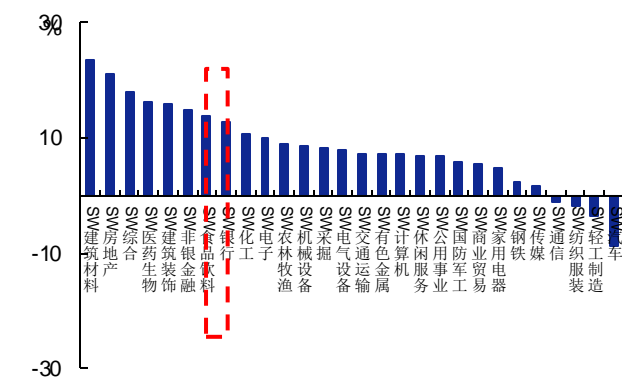
图 25: 肉制品行业毛利率走势.....	12
图 26: 肉制品行业费用率走势.....	12
图 27: 调味品板块单季度收入及增速.....	13
图 28: 调味品板块单季度利润及增速.....	13
图 29: 调味品板块毛利率走势.....	14
图 30: 调味品板块费用率走势.....	14
图 31: 饮料休闲食品等单季度收入规模及增速.....	15
图 32: 饮料休闲食品等单季度净利润规模及增速.....	15
图 33: 年初至今各行业收益率 (%)	16
图 34: 年初至今食品饮料各子行业收益率 (%)	16
图 35: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM), 当前在 33.6 倍.....	16
图 36: 白酒行业自 15 年股灾以来, 相对 A 股持续溢价.....	16
图 37: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM), 当前在 34.3 倍.....	16
图 38: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数, 在 2.9 倍左右.....	16
表 1: 上半年白酒营业收入、归母净利增速领先, 调味品增速平稳, 啤酒盈利能力改善明显... 5	
表 2: 白酒上市公司 2019 年上半年业绩概览.....	7
表 3: 销售费用率走势.....	7
表 4: 啤酒板块 2019 年上半年业绩概览.....	8
表 5: 乳制品板块 2019 年上半年业绩概览.....	9
表 6: 肉制品板块 2019 年上半年业绩概览.....	11
表 7: 调味发酵品板块 2019 年上半年业绩概览.....	13
表 8: 饮料及休闲食品板块 2019 年上半年业绩概览.....	14

1. 食品饮料增速居前，白酒继续领跑

2019年上半年食品饮料板块实现收入3,443亿元，利润648亿元，分别同比增长13.8%和21.2%，收入和利润增速在A股各行业中（申万一级行业）排名靠前。单二季度食品饮料板块实现收入1,589亿元，净利润260亿元，分别同比增长13.22%、18.51%，环比一季度下滑1.03pct、4.64pct，我们分析主要是权重大的白酒行业Q2增速略有放缓影响，上半年白酒营收增速19.14%，其中二季度增14.56%，淡旺季因素明显。

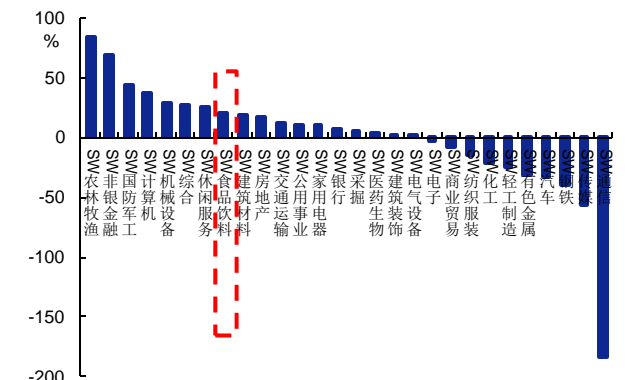
三大板块（注：白酒、调味品和乳制品）方面，除白酒Q2略有降速外，调味品板块保持高度平稳，预计全年保持稳定增长是大概率事件。乳制品板块上半年营业收入同比增长10.94%，其中二季度增7.5%，增速略有放缓，龙头伊利股份和主营奶粉的贝因美营收增速放缓是直接原因，乳制品行业作为相对成熟期行业，在上半年生牛乳价格上行、宏观经济疲弱下需求放缓、促销力度较大的背景下，整体竞争激烈。

图1：食品饮料板块19年上半年收入增速排名前列



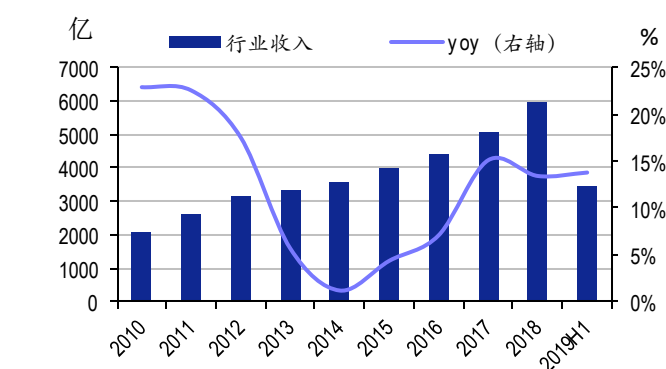
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图2：食品饮料板块19年上半年利润增速排名前列



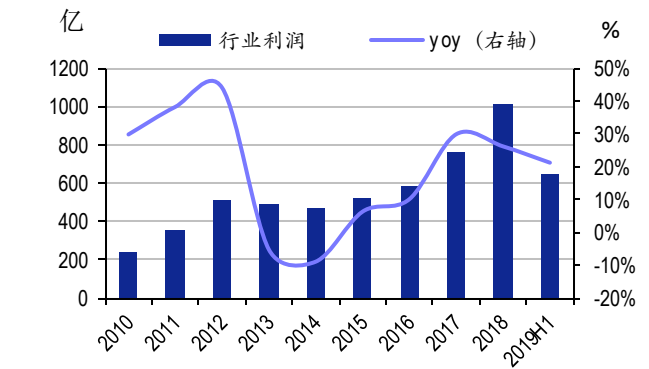
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图3：2010-2019年1-6月食品饮料行业收入及增速



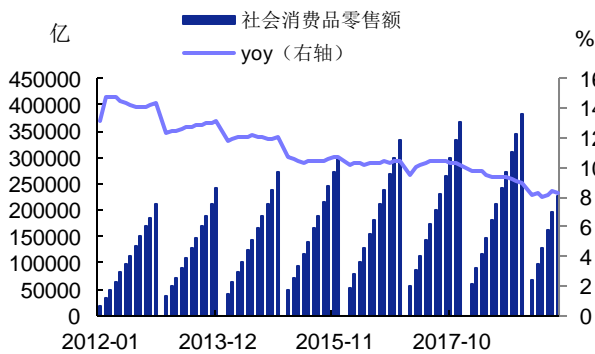
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图4：2010-2019年1-6月食品饮料行业利润及增速



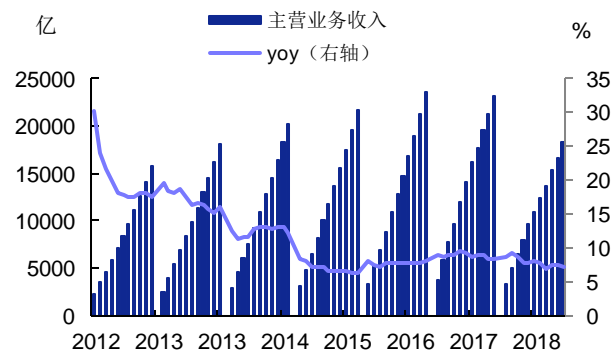
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：社会消费品零售总额 2019 年 1-6 月增长 8.4%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：食品制造行业收入 2018 年增长 7.3%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 1：上半年白酒营业收入、归母净利增速领先，调味品增速平稳，啤酒盈利能力改善明显

	白酒	调味品	乳制品	肉制品	啤酒	饮料小食品
营收						
2019H1	19.14	12.64	10.94	13.62	6.32	11.61
2019Q2	14.56	14.90	7.50	22.21	5.46	16.79
2019Q1	22.42	10.55	14.56	5.62	7.27	7.88
归母净利						
2019H1	25.46	21.71	8.24	3.87	22.17	14.36
2019Q2	21.44	27.21	7.49	-9.02	20.35	29.17
2019Q1	28.01	15.37	8.81	17.46	25.23	7.12

资料来源：wind、安信证券研究中心

2. 细分子行业上半年回顾与分析

2.1. 白酒板块半年报总结分析

2.1.1. 次高端增速最快，高端酒确定性最强

2019 年上半年白酒板块整体收入增速 19.14%，继续领跑食品饮料各子行业，其中高端酒（茅五泸三家为统计样本）增速 20.99%，高于板块整体。次高端（统计水井坊、汾酒、舍得和酒鬼酒 4 个标的）整体增速在白酒分类中最高，上半年为 26.22%，其中山西汾酒（不追溯调整报表）、水井坊、酒鬼酒增速高于 26%。次高端整体增速最快，但同 2018 年相比，降速幅度最大，上年同期次高端收入增速为 43.70%；高端酒虽然增速降幅也较大，但主要系贵州茅台供给紧张，导致 Q2 收入增速严重放缓，五粮液和泸州老窖 2019 年上半年收入增速分别为 26.75%和 24.81%，均属于较高水平。

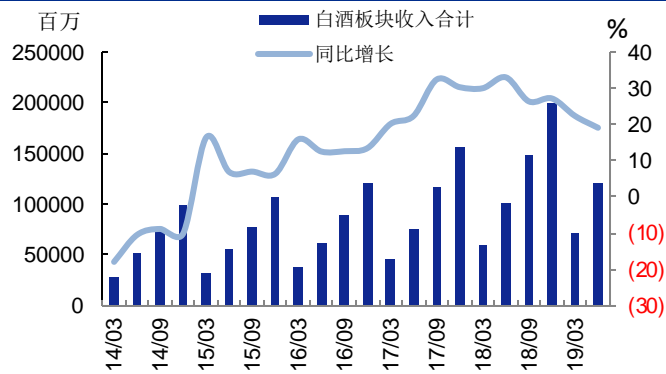
2.1.2. 地产酒分化明显，古井、今世缘表现更好

上半年地产酒整体收入增速 15.40%，低于白酒板块整体。其中古井贡酒、今世缘表现更好，洋河股份、迎驾贡酒、口子窖和金徽酒收入增速均低于 15%，古井贡酒和今世缘作为地产酒当中的佼佼者，收入增速均高于 20%。

古井贡酒在安徽省内龙头地位稳固，积极完善产品线，卡位核心价格带，古 8 和古 20 快速增长，稳步受益省内消费升级，报表呈现“毛利率升，费用率降”的显著特征，利润增速持续高于营收增速。今世缘在江苏省内凭借差异化竞争，扎实的渠道精耕，以及持续大力度的市场投入和品牌打造，获得了高于竞争对手的增长，目前势头良好。

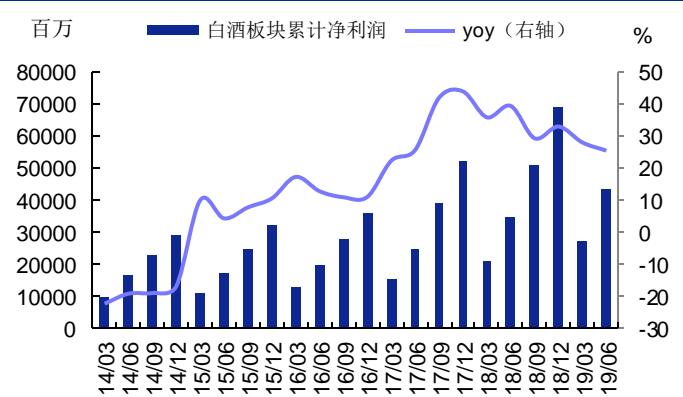
洋河股份收入增速较 2018 年放缓，省内海之蓝、天之蓝产品成熟，库存较高，渠道利润较薄，导致经销商积极性下挫，目前正在调整期。

图 7：白酒板块累计收入规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：白酒板块累计净利润规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.1.3. 高端酒量价齐升，走出独立的需求行情

高端酒作为行业景气的风向标，继续验证行业维持结构性景气。自 2016 年 Q2 以来，飞天茅台酒量价同向表现，批价从 850 元左右，上涨至目前 2300 元左右，虽然价格累计实现翻倍增长，但茅台酒的需求放大更多，茅台酒需求仍未得到有效满足，公司采取旺季加强发货举措，效果不明显。茅台供需偏紧的情况在短期内预计不能有效反转，对行业仍是积极贡献。

茅台酒作为行业龙头，高端标杆，其价格快速上涨带来极大的溢出效应。今年以来，五粮液同样实现量价齐升，批价从年初 820 元附近上涨至目前 980-1000 元，上半年五粮液营收实现 26.75% 的增长，增速居高端酒第一位，其中 Q2 实现营业收入 95.61 亿元，同比增长 27.08%，实现归属上市公司股东净利润 28.61 亿元，同比增长 33.72%。

五粮液量价齐升，同样给泸州老窖带来机遇，相较 2018 年五粮液的“量增价弱”，2019 年泸州老窖的价格压力减轻明显。泸州老窖抓住机遇，紧盯五粮液量价政策，同样实现了量增价升，批价从年初的 720 左右，上升至目前的 800 元附近。公司中秋打款窗口期于 8 月 20 日关闭，计划外国窖 1573 价格再涨 30 元/瓶。

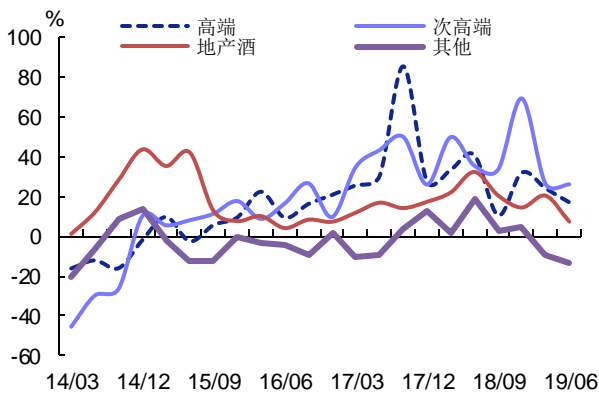
泸州老窖 Q2 营业收入 38.44 亿元，同比增长 26.01%，归属于上市公司净利润 12.35 亿元，同比增长 35.98%。上半年营收增长核心驱动力来自高端酒（以国窖为主）和中价位的特曲系列。

2.1.4. 高端酒价格“实涨”促利润率提升，次高端竞争激烈

从利润增速来看，高端酒普遍利润增速高于收入增速，原因高端酒主力产品实质性提价，同时产品结构优化（主动或被动，其低档酒收入增速放缓）。

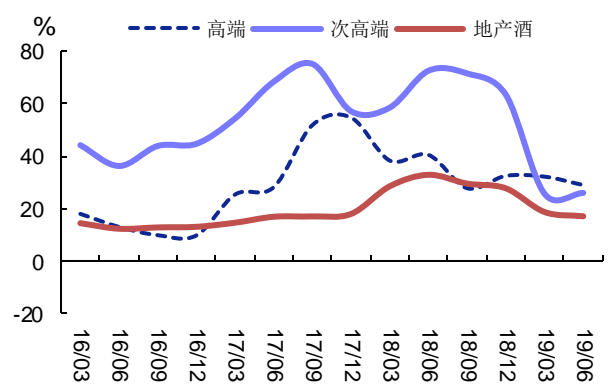
次高端虽然也有提价动作，但同时需求更多市场投入来教育投资者和吸引渠道商。上半年高端酒收入增长 20.99%，但净利润增速高达 28.96%；同期次高端营业收入增长 26.22% 净利润增速基本同步，为 26.00%

图 9：高端、次高端白酒收入增速领先



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：高端、次高端白酒利润增速领先



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 2：白酒上市公司 2019 年上半年业绩概览

证券简称	2019Q2				2019Q1			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
贵州茅台	186.92	10.89	87.30	20.29	224.81	22.21	112.21	31.91
五粮液	95.61	27.08	28.61	33.72	175.90	26.57	64.75	30.26
泸州老窖	38.44	26.01	12.35	35.98	41.69	23.72	15.15	43.08
山西汾酒	23.20	28.73	3.13	37.70	40.58	25.24	8.77	23.57
水井坊	7.60	29.30	1.21	7.46	9.30	24.25	2.19	41.16
沱牌舍得	5.23	5.04	0.85	2.12	6.97	34.06	1.01	21.53
酒鬼酒	3.63	40.49	0.83	60.14	3.46	30.46	0.73	16.18
洋河股份	51.09	2.08	15.61	2.03	108.90	14.18	40.21	15.70
古井贡酒	23.20	4.34	4.65	49.33	36.69	43.31	7.83	34.82
老白干酒	8.10	12.34	0.77	7.08	11.49	55.81	1.17	57.14
今世缘	11.02	26.55	4.31	24.10	19.55	31.07	6.41	26.00
迎驾贡酒	7.22	19.64	0.91	57.79	11.60	2.70	3.53	9.02
口子窖	10.57	16.25	3.50	22.96	13.62	8.97	5.45	21.43
金徽酒	3.01	(1.92)	0.26	(29.18)	5.14	5.48	1.09	(9.92)
金种子酒	2.18	(9.98)	(0.41)	2,834.83	2.89	(6.08)	0.09	21.45
伊力特	4.22	(12.00)	0.52	(44.77)	5.18	0.09	1.49	23.83
青青稞酒	1.76	(21.23)	(0.28)	(2,339.45)	3.66	(23.05)	0.50	(41.84)

资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 3：销售费用率走势

	2018Q1	2018H1	2018Q3	2018	2019Q1	2019H1
高端合计	7.18	8.79	8.56	7.48	6.44	8.09
次高端合计	20.99	21.30	21.88	22.03	23.07	24.09
地产酒合计	12.08	14.39	15.33	15.81	13.26	14.66
其他合计	14.58	15.88	16.49	16.37	14.00	19.36
全部合计	9.89	11.47	11.59	10.88	9.91	11.36

资料来源：安信证券研究中心

2.2. 啤酒：产品高端化，盈利能力有所改善

2019 年上半年啤酒板块实现营业收入 275.04 亿元，同比增长 6.32%，净利润 26.22 亿元，同比增长 22.17%，上半年整体毛利率 40.76%，同比增 0.77pct，二季度啤酒板块实现营业收入 142.76 亿元，同比增长 5.46%，净利润 16.20 亿元，同比增长 20.35%，单二季度整体毛利率 43.98%，同比提升 1.29pct。啤酒行业盈利能力改善明显，主要受益于产品高端化、增值税率下调、自身经营改善（关厂减亏等）。

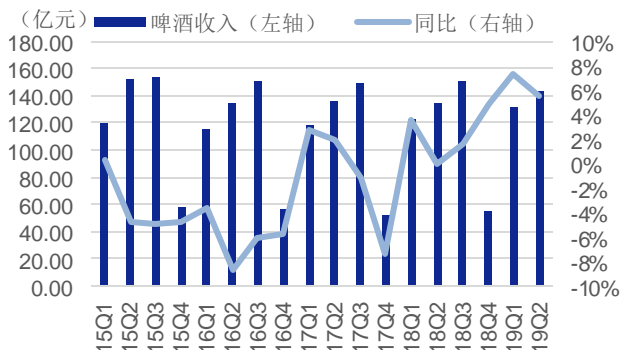
啤酒行业分化仍然明显，上半年营收增长表现较好的主要是青岛啤酒，啤酒行业投资仍然着眼于升级、经营改革主逻辑和品牌地位基础两个维度。

表 4：啤酒板块 2019 年上半年业绩概览

证券简称	2019Q2				2019Q1			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
青岛啤酒	8,599.45	8.83	822.99	29.59	7,951.22	9.65	807.53	21.04
燕京啤酒	3,013.60	(2.63)	453.53	0.22	3,448.26	5.13	58.84	8.66
重庆啤酒	171.75	(3.56)	153.05	13.95	125.12	6.53	85.68	13.39
珠江啤酒	1,358.07	5.97	182.29	32.06	750.79	4.65	29.60	65.78
惠泉啤酒	999.40	5.11	11.66	(9.25)	833.34	2.53	(5.65)	(40.66)
兰州黄河	134.10	3.03	(2.70)	(89.61)	118.40	(22.02)	25.41	(555.43)

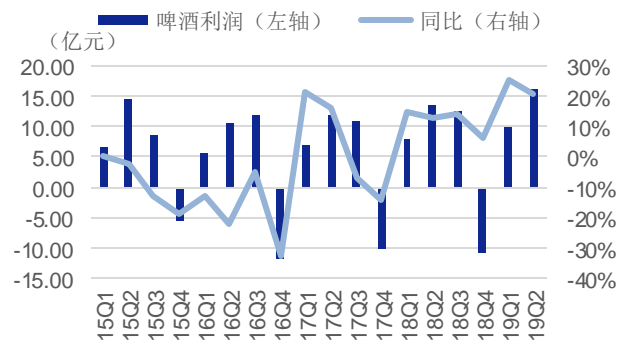
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：啤酒板块单季度收入及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 12：啤酒板块单季度净利润及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.3. 乳制品：需求放缓、成本上行、竞争激烈

2.3.1. 乳品龙头销售增速放缓，下半年促销力度预计仍高

宏观经济表现疲弱，中美贸易摩擦对国内宏观经济有负面影响，大众品需求放缓。乳业原奶成本上行，龙头表现稍优于行业整体。根据尼尔森数据，2019 年上半年常温液态奶、低温液态奶和奶粉市场规模分别比同比增长 3.0%、-0.7%、8.8%，而 2018 年上半年增速分别为 18.6%、16.1%、14.8%，三大品类整体销售降速明显，需求放缓和竞争激烈并存，成本方面，国内原料奶收购价格呈上涨趋势，同时，进口乳清粉、脱脂奶粉等原辅料价格上涨，企业成本控制压力加大；龙头伊利股份二季度营收增速环比下降 8.52pct，上半年毛利率同比微降 0.08pct 至 38.56%（考虑到结构升级因素）。

竞争激烈，龙头费用率维持较高水平。剔除新希望，2019 年上半年板块销售费用率 24.14%，同比下降 0.61pct，其中二季度板块销售费用率 24.69%，同比下降 1.68pct，而一季度同比

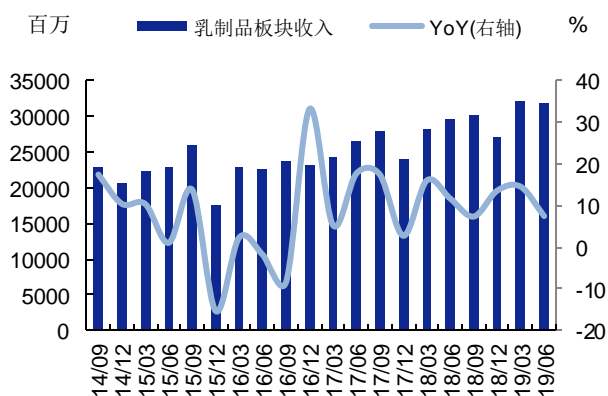
增 0.55pct，二季度销售费用率下滑主因龙头伊利股份 Q2 销售费用率下降 3.06pct。上半年行业竞争激烈，降价促销力度较大，伊利销售费用率下降带来营收增速显著放缓，Q2 伊利股份销售增速较 Q1 放缓 8.4pct，预计伊利股份 Q3 市场投入力度会加大，全年看销售费用率难以实质性回落。

表 5：乳制品板块 2019 年上半年业绩概览

证券简称	2019Q2				2019Q1			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
伊利股份	219.41	8.67	15.05	11.83	231.30	17.10	22.76	8.36
光明乳业	56.38	3.04	2.26	12.38	54.52	6.92	1.41	5.68
新希望	190.83	13.34	8.95	269.51	162.12	9.49	6.66	10.38
三元股份	22.29	9.18	1.31	46.81	19.43	10.89	0.53	48.60
科迪乳业	3.45	12.45	0.50	19.65	2.90	6.22	0.30	28.13
燕塘乳业	4.17	17.50	0.56	69.20	2.81	8.82	0.11	15.09
天润乳业	4.76	11.79	0.47	12.07	3.48	15.97	0.31	10.19
麦趣尔	1.51	(3.60)	0.05	28.01	1.39	(1.35)	0.03	-62.06
贝因美	6.63	(3.70)	(1.31)	-	6.33	16.37	0.09	12.67

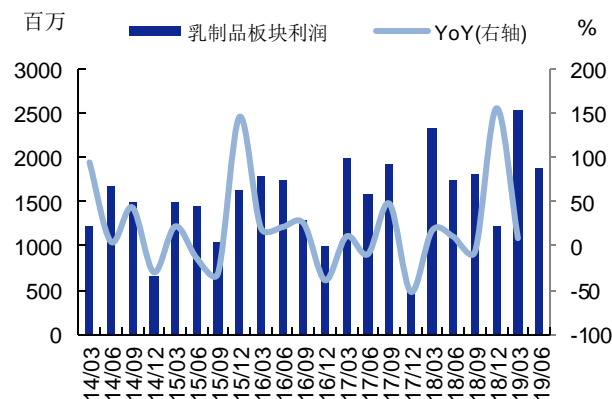
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 13：乳制品板块单季度收入及增速



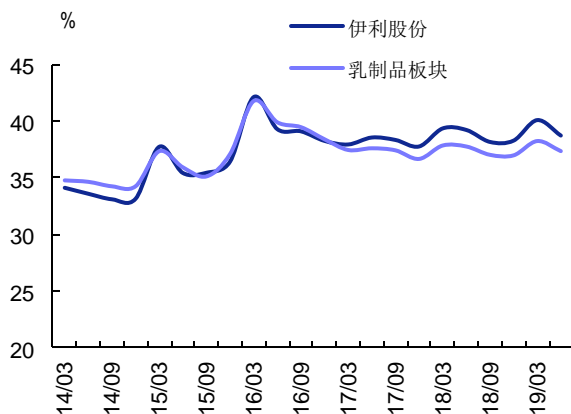
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 14：乳制品板块单季度利润及增速



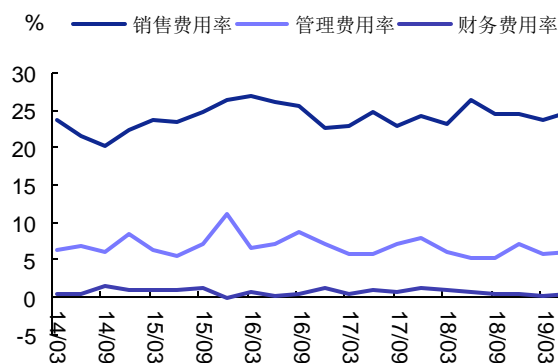
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 15：乳制品板块毛利率走势



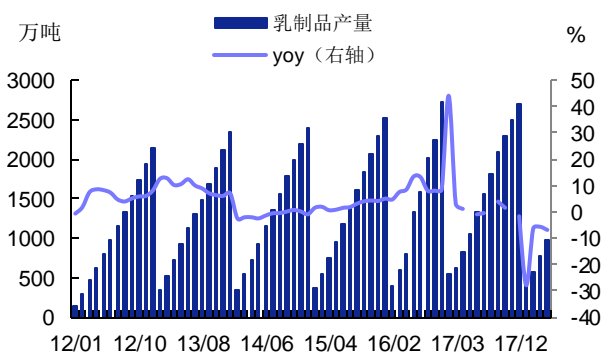
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 16：乳制品板块费用率走势



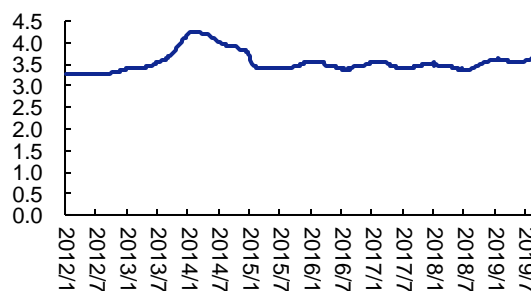
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 17: 乳制品行业 2018 年 1-5 月产量下滑 6.87%



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 国内原奶价格走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.3.2. 国内奶酪消费基础已具备，消费者培育正当时

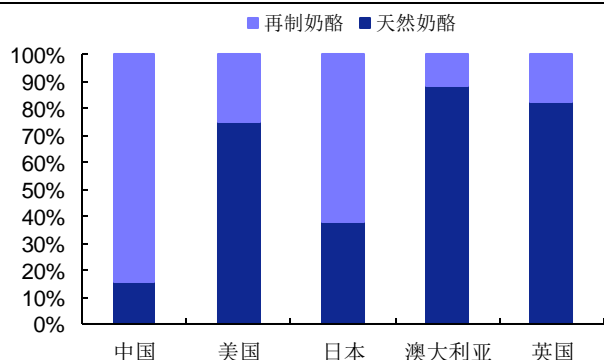
市场规模: 根据 euromonitor 统计, 2018 年我国奶酪市场规模 (零售额口径) 达 58.33 亿元, 同比增 16.8%, 2004-2018 年复合增速为 22.5%, 仍处于高速发展期, 并预计至 2023 年市场规模达 105.3 亿元。按消费量口径, 2018 年我国奶酪消费量为 3.84 万吨, 2004-2018 年复合增速为 18.7%, 至 2023 年预计为 5.58 万吨。

人均消费量: 2018 年我国人均奶酪消费量仅为 0.28 千克/人, 而美国达 16.39 千克/人、欧洲 19.01 千克/人、日本 2.32 千克/人、韩国 2.91 千克/人, 我国人均奶酪消费量仅为美国、欧洲的 60-70 分之一, 日韩的 8-10 分之一。

目前以再制奶酪为主: 2018 年我国天然奶酪、再制奶酪消费量占比分别为 15.4%、84.6%, 消费量增速分别为 9.1%、5.4%, 根据发达国家经验, 再制奶酪在消费者培育阶段起到重要作用, 当行业进入稳步成长期, 由于消费者对营养价值要求提升, 天然奶酪占比超过再制奶酪。

零售端产品形态日趋丰富: 目前奶酪消费在餐饮端已经稳步渗透, 零售端产品形态日趋丰富, 零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点 (目前儿童奶酪占比超 50%), 目前市场上儿童奶酪有多种细分品类, 例如成长奶酪杯、奶酪棒、奶酪粒等, 口味丰富、小包装便于携带也满足零食的消费需求。

图 19: 我国目前奶酪消费以再制奶酪为主



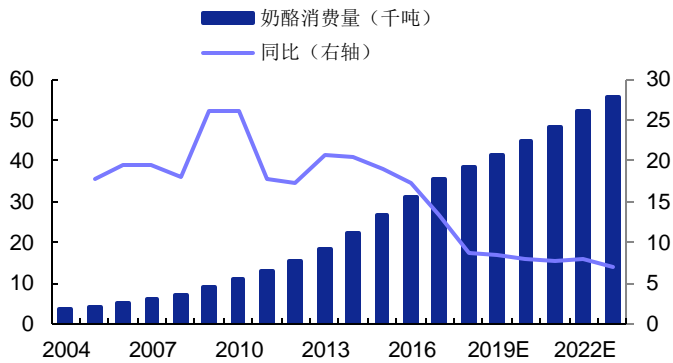
资料来源: euromonitor、安信证券研究中心

图 20: 零售渠道以儿童奶酪、零食为切入点



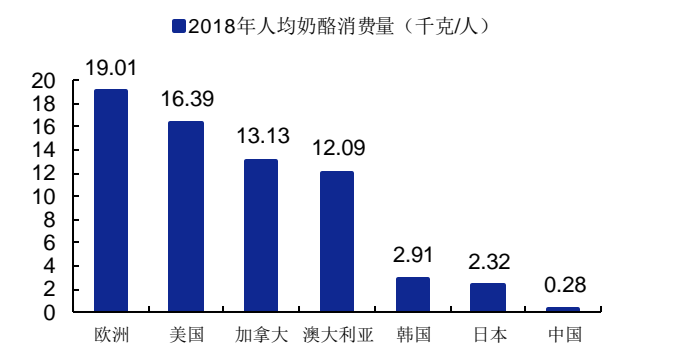
资料来源: 天猫、安信证券研究中心

图21：2018年我国奶酪消费量为3.84万吨，2004-2018年复合增速为18.7%



资料来源：euromonitor、安信证券研究中心

图22：我国人均奶酪消费量远低于其他国家



资料来源：OECD、安信证券研究中心

2.4. 肉制品：猪价上行，盈利能力承压

猪价处上行区间，二季度均价同比上涨36%，行业盈利能力承压。2019年上半年肉制品板块收入476.44亿元，同比增长13.62%，净利润28.76亿元，同比增3.87%，行业龙头双汇发展上半年实现收入254.55亿元，净利润23.82亿元，分别同比增7.26%和下滑0.16%。单二季度肉制品板块收入实现收入247.21亿元，同比增长22.21%，净利润12.93亿元，同比下滑9.02%；双汇二季度实现收入134.81亿元，净利润11.02亿元，同比增15.50%和下滑16.58%。二季度猪肉价格处于上行区间（猪价同比增36%），双汇毛利率18.22%，同比下滑5.13pct，其通过提价、优化产品结构、进口猪肉等方式对冲成本上行，下半年预计猪价仍处上行区间，盈利能力仍将承压。

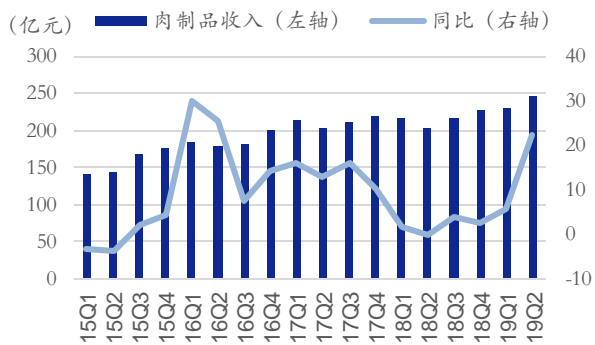
2019年二季度，肉制品板块整体毛利率14.79%，同比下滑3.68pct，主要系猪肉价格上行。行业销售/管理/财务费用率为4.81%/2.22%/0.40%，同比-1.04/+0.44/+0.28pct。

表6：肉制品板块2019年上半年业绩概览

证券简称	2019Q2				2019Q1			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)
双汇发展	13,481.18	15.50	1,102.34	(16.58)	11,974.31	(0.71)	1,279.29	20.25
龙大肉食	3,363.52	88.74	15.29	91.07	2,734.22	48.51	80.28	1.90
得利斯	465.60	14.33	(12.61)	50.32	648.79	14.58	14.90	51.32
上海梅林	6,355.59	14.61	129.28	3.86	6,513.22	4.03	183.40	10.08
新五丰	429.15	23.52	35.46	(169.05)	393.45	(1.45)	(29.45)	521.24
金字火腿	31.73	(60.31)	7.35	375.15	93.87	(32.30)	31.88	68.86
伊赛牛肉	594.38	50.83	15.53	(38.13)	565.39	29.15	23.38	55.80

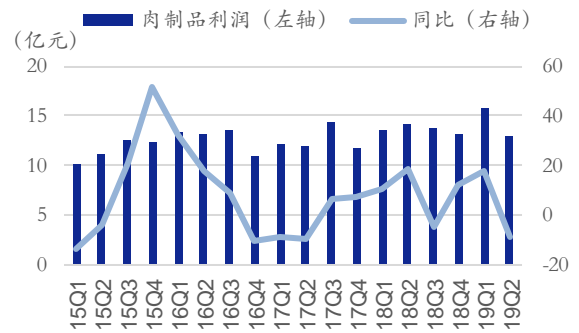
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 23：肉制品行业单季度收入及增速



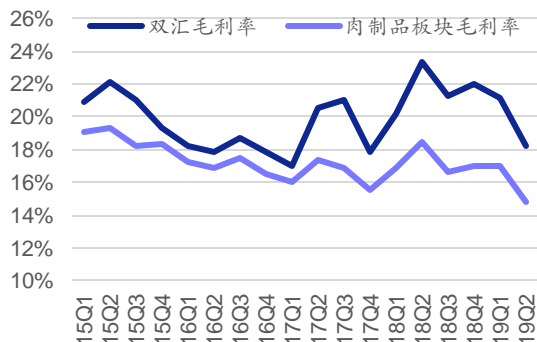
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：肉制品行业单季度利润及增速



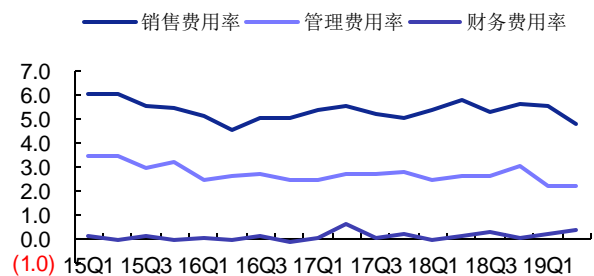
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 25：肉制品行业毛利率走势



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 26：肉制品行业费用率走势



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.5. 调味品：酱醋板块稳定增长，火锅复合调味料快增

上半年酱醋板块增速稳、火锅复合调味料快速增长。

2019 年二季度调味品板块收入 140.63 亿元，同比增长 14.90%，净利润 25.21 亿元，同比增长 27.21%。分板块来看，酱醋行业收入增速相对平稳，二季度收入同比增长 15.51%，环比一季度提高 1.29pct，利润同比增长 19.27%，环比提升 3.69pct，整体优势调味品（酱醋+榨菜、酵母）二季度收入增速 13.72%，净利润增速 12.51%，增速同比有所放缓主因涪陵榨菜渠道去库存，二季度收入增速仅为 0.56%；火锅复合调味料板块二季度收入增 30.06%，净利润增 49.26%，维持高速增长；鸡精味精板块二季度收入增 16.29%，相较于一季度提升 14.32pct，二季度净利润同比增 144.11%，主因味精价格上涨，梅花生物收入大幅提升。

其中行业龙头海天味业 2019 年 Q2 营收 46.7 亿元，同比增 16.0%，归母净利 12.73 亿元，同比增 21.8%，分品类酱油、蚝油增速较 17-18 年有所放缓、潜力品种（例如醋、料酒等）加速，平台化布局逐步形成，预计全年达到年初制定收入/利润增速 16%/20%的目标。

中炬高新二季度营收/归母净利 11.61/1.77 亿元，同比增 13.78%/4.43%，上半年产品全面开花、餐饮渠道积极扩张，同时公司多举措激励员工，迈向五年双百目标（按照 2023 年 100 亿收入目标，2019-2023 年收入复合增速 19%）。

恒顺醋业二季度营业收入 4.20 亿元，同比增 3.79%，归母净利 6984 万元，同比增 9.37%，二季度收入较一季度放缓主因公司于 2019 年 1 月对部分产品提价，渠道一季度进货积极，导致二季度渠道去库存，同时提价也对终端需求有所影响，目前提价影响正稳步消化，预计 Q3 收入增速有望回升。

总体来看，尽管今年以来宏观经济低迷、餐饮需求放缓，但是酱醋龙头多品类均衡发展、表现出对渠道的强控制力，市占率持续提升，业绩稳定性高；火锅复合调味料板块处于高速增长期，区域龙头企业全国化扩张，全年增速有望维持高位。

2019 年二季度调味品板块毛利率 36.25%，同比下滑 1.40pct；酱醋板块毛利率 42.25%，环比下滑 1.18pct，同比下滑 2.49pct，主因酱油原材料大豆价格、人工成本上涨；火锅复合调味料板块二季度毛利率 36.53%，同比增 0.21pct，盈利能力维持高位。

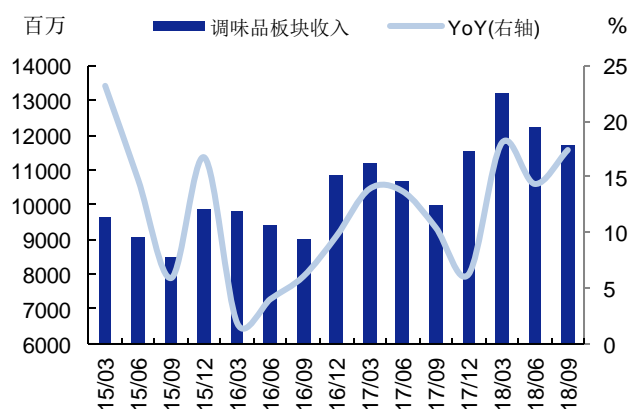
费用方面，二季度调味品板块投入有所减少，板块整体销售费用率 10.71%，同比下滑 0.95pct；其中酱醋板块销售费用率 11.08%，同比下滑 2.19pct，规模效应显现，火锅复合调味料二季度销售费用率 17.95%，同比增 0.47pct，主要系区域龙头企业积极渠道扩张与品牌建设，预计下半年费用投入维持较高水平。

表 7：调味发酵品板块 2019 年上半年业绩概览

证券简称	2019Q2				2019Q1			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
海天味业	46.70	16.00	12.73	21.79	54.90	16.95	14.77	22.81
中炬高新	11.61	13.78	1.77	4.43	12.31	6.72	1.89	11.53
恒顺醋业	4.20	3.79	0.70	9.37	4.60	15.15	0.72	21.66
加加食品	4.72	18.36	0.31	14.58	5.53	3.75	0.56	2.42
千禾味业	3.03	29.96	0.37	44.09	2.91	18.46	0.51	-54.05
涪陵榨菜	5.59	0.56	1.60	-16.18	5.27	3.81	1.55	35.15
安琪酵母	18.94	11.65	2.27	0.83	18.20	11.61	2.37	-14.56
梅花生物	36.42	18.20	3.22	45.37	33.38	4.11	3.42	37.84
*ST 莲花	4.56	8.56	1.71	-695.89	3.77	-12.11	-0.41	36.71
佳隆股份	0.73	-14.39	0.10	-23.79	0.80	-7.46	0.08	-26.15
安记食品	0.88	5.17	0.15	44.92	1.21	70.67	0.13	22.09
天味食品	3.24	39.01	0.29	51.58	3.06	25.14	0.73	37.01

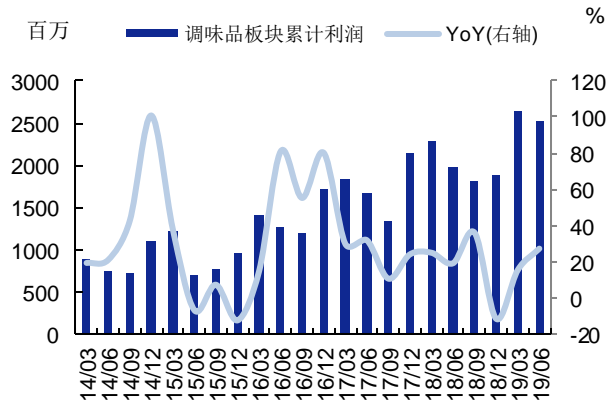
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 27：调味品板块单季度收入及增速



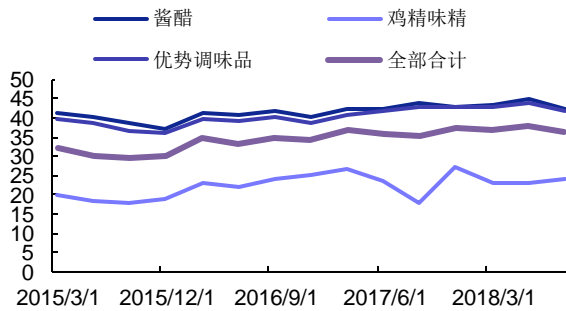
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 28：调味品板块单季度利润及增速



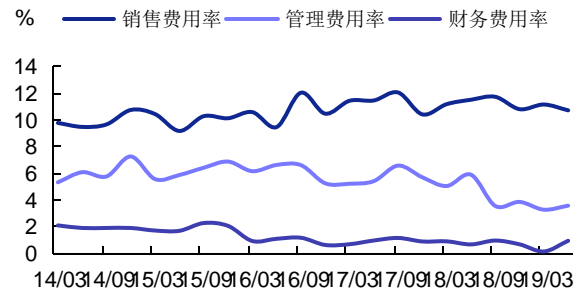
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 29: 调味品板块毛利率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 调味品板块费用率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.6. 饮料及休闲食品: 收入净利润二季度普遍提速难掩分化

二季度板块收入净利润普遍提速。二季度休闲食品、小食品、速冻食品、烘焙类、饮料板块收入 66.73 亿元、26.92 亿元、23.73 亿元、19.08 亿元、34.67 亿元, 同比增 22.54%、34.63%、5.40%、17.63%、3.98%, 除速冻类, 其他均环比提速, 二季度净利润 4.27、1.36、1.49、2.25、5.23 亿元, 同比增长 51.63%、91.21%、4.83%、9.32%、21.74%, 其中休闲食品、小食品、饮料板块环比提速。

休闲食品板块当中, 三只松鼠 Q2 收入增速 68.22%, 净利润同比扭亏, 主要系烘焙品类规模快速增长 (上半年实现收入 6.8 亿元, 全年预计达 10 亿元, 成为线上第一)、线下投食店及联盟小店稳步扩张, 后期供应链持续升级, 为实现“全渠道、全品类”目标护航。安井食品二季度收入、净利润增速 25.07%、13.85%, 收入 Q2 环比加速, 主要系春节停产发货较少、Q2 经销商拿货积极性高, 增值税率下调亦有正贡献, 年初猪瘟影响逐步消退, 预计三季度继续转好。

饮料方面, 分化明显。香飘飘新品快速成长, Q2 收入增速 148.22%、净利润减亏, 主要系大单品果汁茶上半年实现收入 5.88 亿元, 全年规模有望突破 10 亿元, 后期随着规模效应毛利率有望持续提升。传统植物蛋白饮料公司养元饮品和承德露露营收增长乏力。

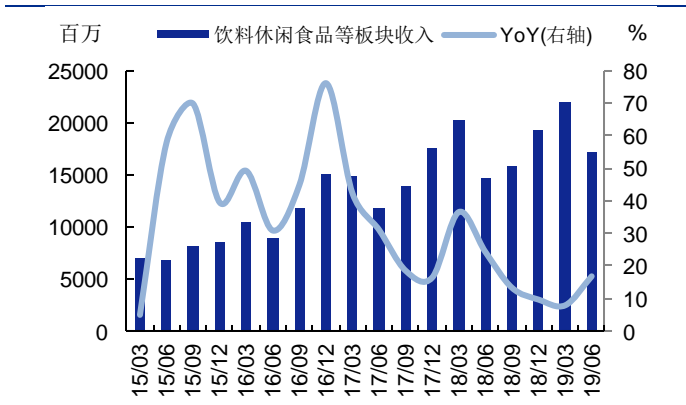
表 8: 饮料及休闲食品板块 2019 年上半年业绩概览

证券简称	2019Q2				2019Q1				
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)	
休闲食品	洽洽食品	947.38	11.78	106.52	20.79	1,039.85	1.26	113.84	35.75
	好想你	935.01	11.99	(6.03)	(64.48)	1,922.08	7.33	132.79	10.42
	煌上煌	669.30	8.32	76.48	20.33	499.32	20.36	63.87	26.70
	来伊份	843.64	5.73	(20.36)	283.47	1,193.97	(0.07)	64.84	53.19
	绝味食品	1,335.83	19.24	215.19	30.77	1,154.07	19.63	181.25	20.38
	盐津铺子	297.81	19.22	37.67	209.06	342.93	43.91	28.49	5.55
	三只松鼠	1,643.74	68.22	17.17	(169.14)	2,867.67	27.17	249.29	6.95
小食品	金字火腿	31.73	(60.31)	7.35	375.15	93.87	(32.30)	31.88	68.86
	桂发祥	107.28	5.15	18.02	9.97	156.21	0.69	27.78	(4.89)
	双塔食品	789.77	97.49	55.96	572.59	360.69	(49.89)	37.17	(36.86)
	克明面业	729.15	17.58	42.91	4.76	785.49	17.52	61.17	(17.31)
	黑芝麻	1,034.25	29.65	11.85	199.44	950.95	71.87	7.55	(40.06)
速冻食品	三全食品	1,133.51	(10.07)	48.59	(9.91)	1,908.62	5.04	40.18	42.22

	安井食品	1,239.40	25.07	100.30	13.85	1,096.11	14.61	64.87	19.60
烘焙食品	元祖股份	492.14	10.83	42.37	(16.73)	340.68	24.90	(6.82)	(77.12)
	桃李面包	1,415.55	20.19	182.52	17.89	1,142.35	15.52	121.15	12.11
饮料	香飘飘	539.97	148.22	(28.43)	(65.69)	836.75	28.26	51.96	83.61
	维维股份	1,288.37	6.07	(0.48)	(101.01)	1,532.69	0.29	91.97	87.12
	百润股份	351.53	14.21	94.21	77.62	284.02	14.62	42.53	65.65
	承德露露	326.03	14.79	40.16	16.93	930.89	3.94	222.11	1.60
	养元饮品	961.81	(26.64)	417.91	10.53	2,494.82	(12.53)	850.47	(8.56)

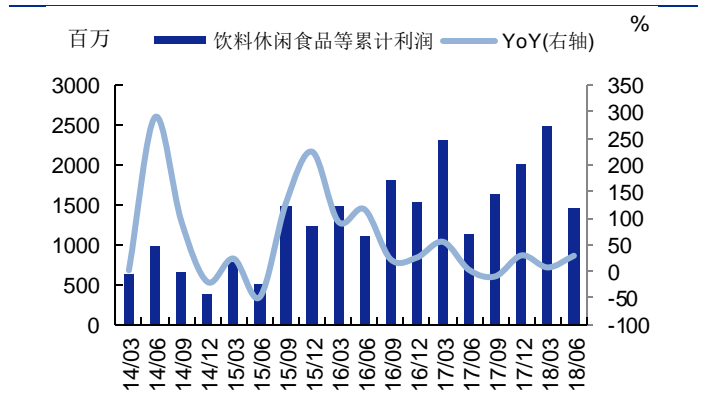
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 饮料休闲食品等单季度收入规模及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 饮料休闲食品等单季度净利润规模及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

3. 市场综述：白酒板块继续领跑，食品板块新股受追捧

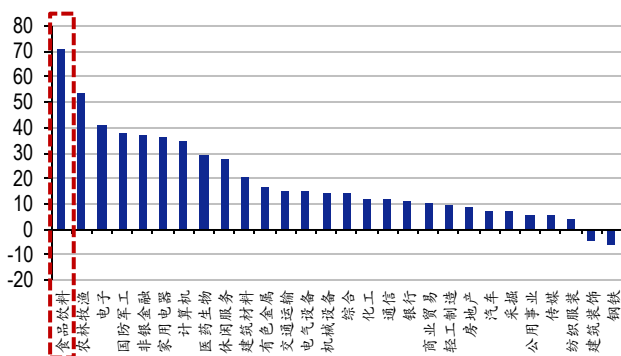
板块超额收益明显，白酒板块继续领跑，食品板块新股受追捧。年初至今，食品饮料板块上涨 70.70%，上证综指上涨 15.73%，创业板增长 28.82%，食品饮料板块大幅跑赢大盘，在申万 28 个子行业中位居第一。

分子行业来看，白酒年初以来上涨 102.03%，超额收益突出；饮料板块排名第二，年初至今上涨 92.83%，主要系企业大单品放量；调味品累计上涨 56.65%，酱油、火锅复合调味料子板块表现优异，继续看好下半年表现；啤酒板块上半年累计上涨 31.77%，产品高端化、自身经营优化推动盈利能力持续改善；乳制品板块上半年累计上涨 24.67%，行业竞争激烈、成本上行，龙头企业积极应对；个股来看，年初以来涨幅前 20 位的个股中（截至 8 月 30 日，剔除次新股），9 家为白酒公司。

食品新股受追捧，零食板块三只松鼠、火锅料和复合调味品板块天味食品两只新股均受到市场追捧，市盈率均显著高于板块平均水平。

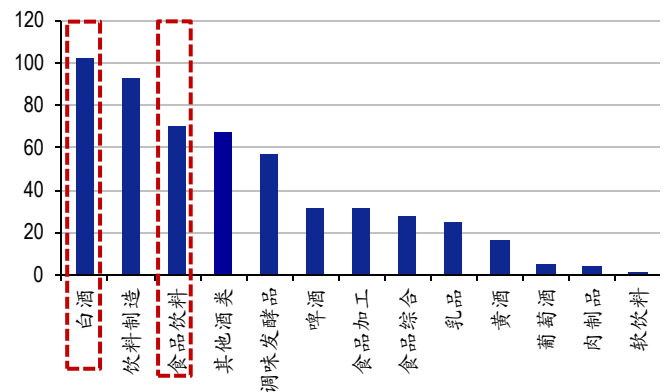
白酒板块溢价不断放大，食品板块估值稳定上行。白酒行业整体估值二季度进一步提升，截至 8 月 30 日收盘行业动态市盈率为 33.55 倍，较年初上涨近 64.5%，白酒相对 A 股估值倍数由年初的 1.92 倍提升至 2.84 倍。在宏观承压、外资长线资金增加的双重背景下，市场越来越重视优质板块的长期投资价值，食品饮料板块以良好的业绩表现、更好的业绩确定性获得估值溢价。食品板块目前整体估值在 34.30 倍左右，较年初上涨 27.6%，相对 A 股的估值倍数为 2.9 倍左右。

图 33: 年初至今各行业收益率 (%)



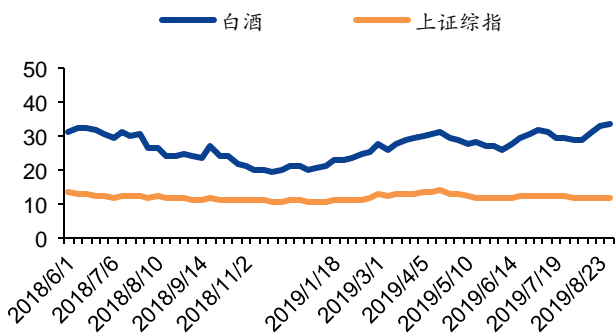
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 年初至今食品饮料各子行业收益率 (%)



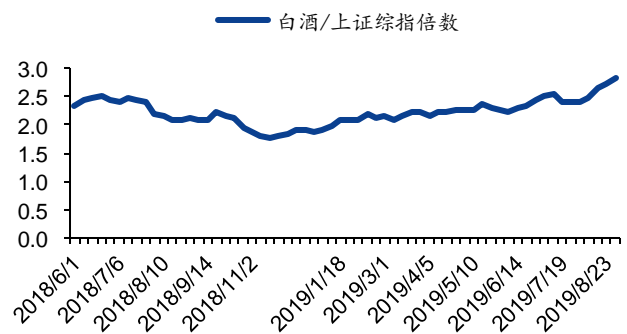
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM), 当前在 33.6 倍



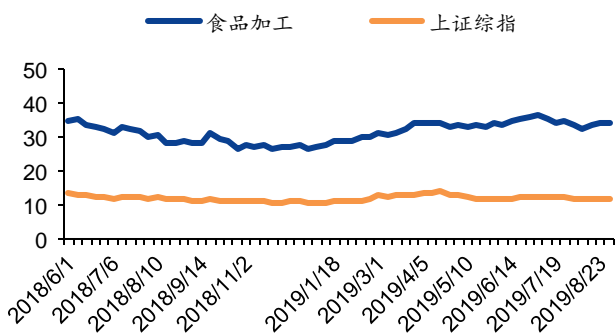
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 白酒行业自 15 年股灾以来, 相对 A 股持续溢价



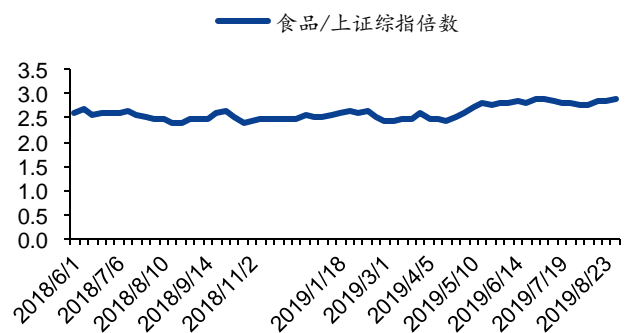
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM), 当前在 34.3 倍



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数, 在 2.9 倍左右



资料来源: Wind、安信证券研究中心

4. 投资建议

- 1) 继续坚定看好白酒, 尤其是高端白酒。Q3 中秋旺季销售表现值得期待, 尤其高端白酒中秋销售市场表现更为确定; 年底估值切换可期, 在宏观经济承压和长线投资者增多的背景下, 对长期价值更为关注, 对确定性给予更高溢价, 白酒建议核心组合: 茅五泸汾、古井、今世缘和顺鑫农业。
- 2) 调味品板块看好体制改善、盈利能力持续上行的中炬高新, 处于高成长赛道、渠道布局持续全国化的天味食品, 建议关注基本面静待拐点、估值低位的涪陵榨菜, 以及盈利改善空

间大、业绩稳定性高的**恒顺醋业**；

3) 看好细分趋势品类和创新驱动型（饮料）公司，如**妙可蓝多**等。

4) 休闲食品看好管理升级+战略重塑，每日坚果助力渠道破局的**洽洽食品**，以及供应链优化，目标“全品类、全渠道”的**三只松鼠**。

5. 风险提示

板块存在食品质量安全风险，估值过高而业绩波动较大甚至不达预期的风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
黎欢		18221132911	
王红彦			
黄秋琪			
巢莫雯			
杨萍			
聂欣			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034