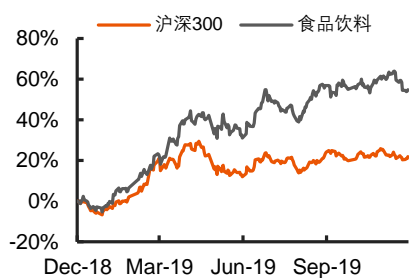


食品饮料行业 2020 年度策略报告

抓稳核心资产，挖掘长期价值

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*食品饮料*消费税传闻或致白酒股大跌，高端酒仍是定海神针》
2019-12-01

《行业周报*食品饮料*周黑鸭放开特许经营，新尝试或有新变化》 2019-11-25
《行业周报*食品饮料*提价预期催化啤酒行情，10月生猪定点屠宰量接近腰斩》 2019-11-18

《行业周报*食品饮料*借MSCI标的扩容东风，优质中盘股有望吸引外资流入》
2019-11-10

《行业周报*食品饮料*三季报整体平稳收官，关注低估值&基本面向好的双汇》
2019-11-03

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 摘要：**19年食品饮料股价表现全行业第一，股价上涨主因估值拔高。往20年看，虽外部环境依然不佳，但消费韧性仍强，预计行业延续5%-10%较好增长，农产品继续周期性上涨，成本端仍有压力。复杂市场环境下，各子板块呈差异化表现，存量竞争特点更为明显，建议两思路选股：1、抓稳核心资产，双汇、伊利、茅台；2、关注反转机会，洋河、汤臣、克明。
- 股价大涨主因估值拔高，19年净利延续快速增长。**截止至12月6日，食品饮料板块19年涨幅69.5%，全市场表现排第1，跑赢沪深300指数39.9pcts，超额收益主要由白酒子板块贡献。板块股价上涨主要因为估值提升，而归母净利仍基本延续较快增速。根据WIND一致预期，19年行业净利增速继续位居市场一级行业中位，行业估值排名从2015年的中下游上升至2019年的上游。观察基金持仓，抱团消费白马趋势依然明显，1H19食品饮料占基金股票投资市值比例已高达12.1%，处于近年来最高点。
- 消费韧劲仍强，预计20年食品饮料消费增5%-10%。**宏观经济仍未见底，居民收入增速&消费意愿下行，社零增速趋势向下，在此背景下，19年食品饮料需求依然稳健，展现出较强消费韧性。展望2020年，我们认为社保基金收支差额扩大、人均可支配金融资产提升、棚改转向旧改等有利因素依然延续，2020年行业增速或略有放缓，但仍有望延续5-10%的较好增长，子行业排序为调味品>白酒>保健品>乳制品>肉制品。农产品价格整体仍在上行周期阶段，行业成本端依然面临上涨压力，企业有动力采取提价方式向下游转嫁成本压力，产品粘性强、竞争格局优的行业及品牌力&渠道力出众的公司提价或更为顺利，不仅有望短期抵御成本上涨压力，还为未来贡献长期利润弹性。
- 白酒预计20年行业增速降至个位数，结构机会更值得关注。**19年行业景气度持续回落，但韧性仍强，高端维持快速增长，次高端仍是行业增长主要驱动力，次高端以下增速平平，部分低端产品爆发力十足。展望2020年，投资增速持续下行，并可能拖累白酒商务需求增速，婚宴场景减少，个人需求总量前景并不乐观，且茅台、五粮液继续涨价推高行业价格天花板可能性小，上市公司营收增速或降至个位数，存量竞争特征将更加明显，分价格带看，高端增长动能仍充足，次高端增长动能大概率放缓，估计仍能实现双位数增长。行业低速增长下，建议优选绝对龙头的同时，可更为重视底部反转机会。
- 大众品景气度仍好，龙头有望大象起舞。**乳制品需求或继续缓慢下行，但未来两年原奶供给仍是日趋紧张，被动促销缩减有望推动竞争缓和，有利于龙头盈利改善。常温奶正走向伊利单寡头，竞争格局奠定有望长期推动龙头净利率缓慢提升，20年为格局优化验证之年。屠宰及肉制品正迎来非

洲猪瘟引发的全产业链历史性变革机遇，虽行业短中期业绩持续承受压力，但监管趋严下屠宰份额加速向头部集中、肉制品借成本大涨契机推动涨价，龙头投资价值进一步显现。调味品抗周期属性凸显，考虑 2-3 年提价周期，2020 或再迎行业性提价，餐饮连锁化推动复合调味料走上风口。保健品 19 年同时面对新电商法、医保政策变化和专项整治行动三大打击，短期仍需时间应对政策变化，但长期行业天花板仍高，增长逻辑未改，建议持续关注龙头企业，静待业绩拐点。

- 选股思路：**展望 2020 年，食品饮料投资机会仍存，但更考验研究能力的专业度以及投资的定力与耐力，我们建议两思路选股：1) **抓稳核心资产：**存量竞争下龙头综合竞争力更为突出，大概率可延续业绩稳健增长，且若外部环境出现积极变化，龙头有望“春江水暖鸭先知”。我们认为核心资产稀缺性仍可继续支撑较高估值，关注可能的的外部因素驱动盈利改善机会，建议抓稳双汇、伊利、茅台等行业核心标的。2) **关注反转机会：**部分优秀公司仍处于较好发展赛道，商业模式已经过市场充分验证，虽暂时因外部冲击&决策失误等因素导致企业遭遇逆流，但公司本身核心竞争力犹存，我们建议持续关注低估值的洋河、汤臣、克明等，静待反转信号出现。
- 风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；3、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。

股票名称	最新收盘价 (19.12.06)	EPS (元/股)			P/E			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
伊利股份	30.25	1.06	1.17	1.36	28.6	25.9	22.3	强烈推荐
双汇发展	29.73	1.48	1.61	1.39	20.1	18.5	21.4	强烈推荐
汤臣倍健	15.31	0.63	0.73	0.85	24.2	21.0	18.0	强烈推荐
贵州茅台	1170.00	28.02	33.13	36.24	41.8	35.3	32.3	推荐
洋河股份	100.00	5.38	5.21	5.93	18.6	19.2	16.9	推荐
克明面业	11.08	0.57	0.62	0.80	19.6	17.9	13.9	推荐

正文目录

一、板块涨幅排名第一，估值拔高助推股价大涨	7
1.1 行业 1-12 月涨幅 69.5%，全市场排序第 1	7
1.2 涨幅分解：市场给予高估值+预期净利稳健增长	7
1.3 净利增速位于市场中位，PE 排名明显上升	8
1.4 消费白马受市场追捧，基金持仓继续创新高	9
二、消费韧劲仍强，预计 20 年食品饮料消费增 5%-10%	10
2.1 宏观经济继续下行，消费大环境不佳	10
2.2 食品饮料需求依然稳健，预计 20 年延续 5-10%较好增长	11
2.3 短周期成本继续上行，或再次提价转嫁压力	12
三、白酒重视结构机会，大众品龙头大象起舞	13
3.1 白酒：19 年总体快增，20 年行业增速或降至个位数	13
3.2 乳制品：需求缓慢下行，格局优化验证之年	19
3.3 屠宰及肉制品：涨价推升行业景气度，成本见顶回落助力利润释放	22
3.4 调味品：抗周期属性凸显，关注提价&复合调味机会	25
3.5 保健品：受政策冲击增速回落，或仍需时间进行调整	26
四、选股思路：抓稳核心资产，关注反转机会	29
五、风险提示	34

图表目录

图表 1	食品板块 1-12 月涨幅 69.5%，全市场排序第 1	7
图表 2	白酒、食品跑赢沪深 300	7
图表 3	各版块分月份与沪深 300 涨幅差值	7
图表 4	2019 年 1-12 月食品饮料行业股价变动归因	8
图表 5	对比 2018 年行业股价变动归因	8
图表 6	2019 年净利增速预测位于市场中位	8
图表 7	2020 年净利增速预测位于市场中位	8
图表 8	食品饮料 PE 排名上行，白酒排名/PE 值均明显上升	9
图表 9	1H19 食品饮料占基金股票投资市值比例达近年来最高点	9
图表 10	中国 GDP 季度同比增速仍在持续下行	10
图表 11	人均可支配收入增速下滑	10
图表 12	消费信心&就业预期回升，但消费意愿下降	10
图表 13	城镇、乡村社零同比增速均处下行区间	11
图表 14	粮油、食品、饮料&烟酒零售额维持在 8-12%	11
图表 15	餐饮收入累计同比增速稳定	11
图表 16	修正后餐饮收入增速年初回升，后维持稳定	11
图表 17	快消品整体增长仍保持韧性	12
图表 18	社保基金收支差额扩大利于居民收入改善	12
图表 19	财富效应保障“必选消费”自由	12
图表 20	生鲜乳价格持续呈温和上涨	13
图表 21	2H19 动物蛋白价格大幅上涨	13
图表 22	农产品价格同比涨幅回升	13
图表 23	2H19 包材价格同比跌幅收窄	13
图表 24	17 家白酒公司 3Q19 营收增 12.4%	14
图表 25	扣茅五洋后 14 家公司 3Q19 营收增 18%	14
图表 26	17 家白酒公司 3Q19 归母净利增 16.5%	14
图表 27	扣茅五洋 14 家公司 3Q19 归母净利增 28.5%	14
图表 28	茅台、五粮液、国窖三款产品营收增 21.3%	15
图表 29	1-3Q19 主要次高端产品仍维持快速增长	15
图表 30	次高端以下产品增速平平	15
图表 31	玻汾、牛栏山持续快速增长	15
图表 32	GDP 增速持续下行	16
图表 33	扣房地产后固定资产完成额同比下降双位数	16

图表 34	社零餐饮（扣外卖）19 年略有回升，但整体增速仍低	16
图表 35	婚姻登记数量已连续 6 年下降	17
图表 36	未来 5-10 年适婚女性人数仍将持续下降	17
图表 37	茅台批价 3Q19 以来盘整为主	17
图表 38	五粮液批价 19 年 9 月以来再次回落	17
图表 39	1-3Q19 次高端及以上产品增速放缓	18
图表 40	2020 年各价格带收入增速展望	18
图表 41	1H19 常温奶、低温奶增速均有放缓	19
图表 42	乳制品不同区域礼赠比例	19
图表 43	18 年中国出生人数出现大幅下滑	20
图表 44	未来女性适龄生育人口数量将持续减少	20
图表 45	2Q、3Q19 大乳企与小乳企增速分化不明显	20
图表 46	14 家乳品公司增速与剔除龙头增速差异收窄	20
图表 47	主产区生鲜乳价自 18 年 10 月持续同比上涨	21
图表 48	2Q、3Q19 行业销售费用率均同比明显下降	21
图表 49	预计 19 年奶牛存量数量仅较 18 年略增	21
图表 50	参照 13-14 年情形，未来乳企或减促销推动单价提升	21
图表 51	伊利、蒙牛毛销差在 12-14 年呈扩大趋势	22
图表 52	伊利常温奶市占率持续快速提升	22
图表 53	格局优化有望推动伊利净利率大幅提升	22
图表 54	生猪定点屠宰量降幅持续扩大	23
图表 55	得益于猪价高涨，1H19 11 家公司生鲜肉营收同比+20.9%	23
图表 56	得益于区域价差扩大，1H19 生鲜肉毛利率仍保持较好水平	23
图表 57	屠宰上市公司 19 年初以来大规模储备冻肉	23
图表 58	14 家公司肉制品业务发展稳定	24
图表 59	猪肉、鸡肉价格均在 19 年出现大幅上涨	24
图表 60	19 年双汇肉制品持续提价，销量仍保持平稳	24
图表 61	中国屠宰集中度仍有巨大提升空间	25
图表 62	历史双汇大幅提价后未出现大幅降价情形	25
图表 63	19 年餐饮收入增速仍然保持平稳	25
图表 64	19 年前三季度 8 家调味品公司收入依然稳健	25
图表 65	18 年酱油行业前十名产量情况	26
图表 66	海天、中炬、千禾历年酱油单价变化	26
图表 67	中国连锁餐饮企业发展正出现加速迹象	26
图表 68	中国餐饮连锁化率远低于日美	26
图表 69	A+H 6 家上市公司 1H19 营收+13.1%	27

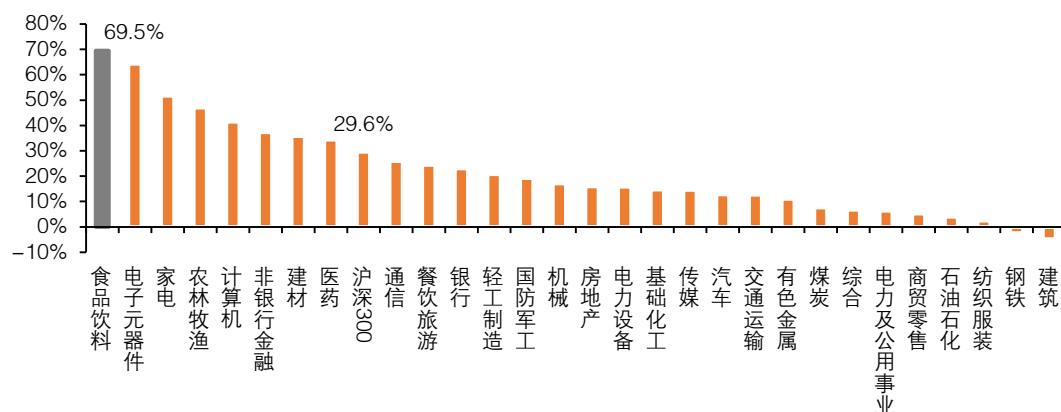
图表 70	汤臣倍健&西王食品季度营收增速 (%)	27
图表 71	膳食补充剂销售渠道分布 (%)	28
图表 72	专项整治行动后直销产品&人员大幅减少	28
图表 73	电商渠道保健品销售处于负增长	28
图表 74	支出增速高于收入，医管理或趋于严格	28
图表 75	我国各年龄段保健食品渗透率均远低于美国	29
图表 76	保健食品人均消费额仍有较大上升空间	29
图表 77	预计双汇发展 2019 年营收、净利分别同比+30%、+9%	30
图表 78	预计伊利 2019 年营收、净利分别同比+14%、+10%	31
图表 79	预计茅台 2019 年营收、净利同比+16%、+18%	31
图表 80	预计洋河 2019 年营收、净利分别同比-1%、-3%	32
图表 81	预计汤臣倍健 19 年营收、归母净利+28%、+15%	33
图表 82	预计克明 2019 年营收、净利分别同比+15%、+9%	34

一、 板块涨幅排名第一， 估值拔高助推股价大涨

1.1 行业 1-12 月涨幅 69.5%， 全市场排序第 1

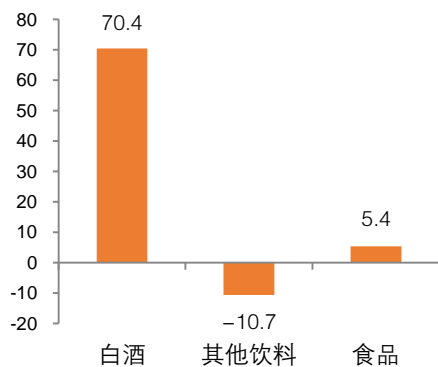
行业 1-12 月涨幅 69.5%， 全市场排序第 1， 跑赢沪深 300 指数 39.9 pct。 其中白酒、 食品获得正超额收益， 分别跑赢沪深 300 指数 70.4、 5.4 pct； 其他饮料表现不佳， 跑输沪深 300 指数 10.7 pct。 分时间段看， 在 2019 年 1-11 月中， 白酒在 1、 3、 4、 6、 8 月份均大幅跑赢大盘， 其他饮料在 1、 2、 7、 9 月份明显跑输大盘， 食品于 3、 5 月显著跑赢大盘。

图表1 食品板块 1-12 月涨幅 69.5%， 全市场排序第 1



备注： 截止日至 2019 年 12 月 6 日收盘价。 资料来源： WIND， 平安证券研究所

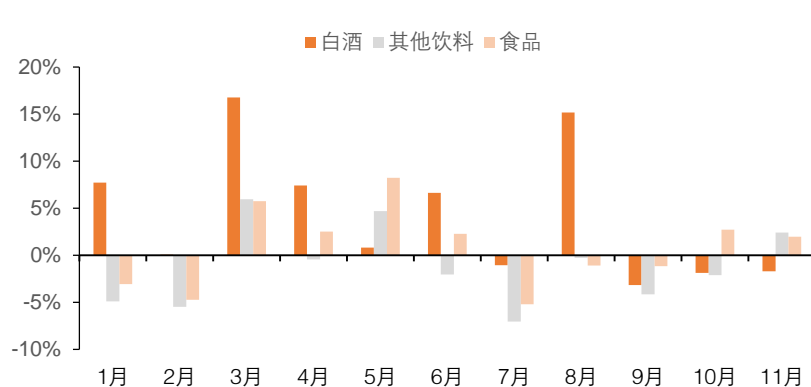
图表2 白酒、 食品跑赢沪深 300



资料来源： WIND、 平安证券研究所

备注： 数值=子板块涨幅-同期沪深 300 涨幅

图表3 各版块分月份与沪深 300 涨幅差值



资料来源： WIND、 平安证券研究所

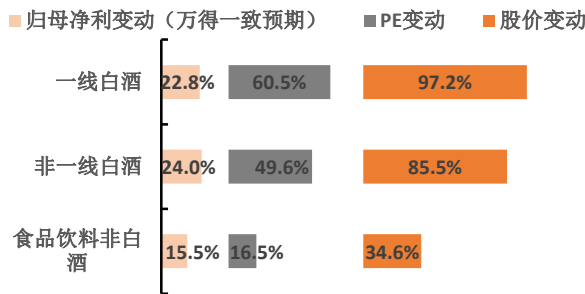
备注： 数值=子板块涨幅-同期沪深 300 涨幅

1.2 涨幅分解： 市场给予高估值+预期净利稳健增长

2019 年 1-12 月板块股价整体大幅上涨， 其中一线白酒股价涨幅接近翻倍， 其余白酒股价涨幅超 85%。 主因市场持续给予行业高估值， 另一方面也因市场预期板块净利稳健增长。 从估值上看， 市场对一线白酒认同度最高， PE 变动+60.5%， 非一线白酒 PE 变动为+49.6%； 非白酒板块 PE 变动虽不及白酒， 但也达+16.5%。 整体看市场给予食品饮料行业溢价较高， 或是股价上涨的主要因素。 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 24%,非白酒食品饮料净利增速为 15.5%,均大体延续稳健增长。

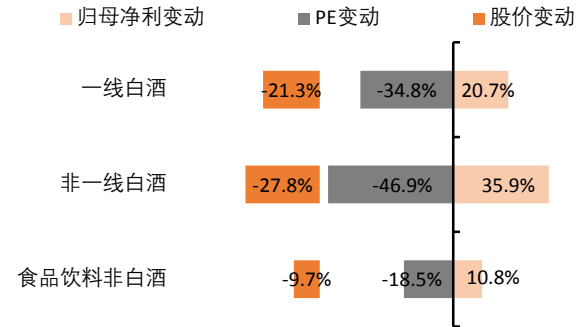
图表4 2019 年 1-12 月食品饮料行业股价变动归因



资料来源: WIND、平安证券研究所

备注: PE (ttm)、股价最后一日取 12 月 6 日收盘价

图表5 对比 2018 年行业股价变动归因



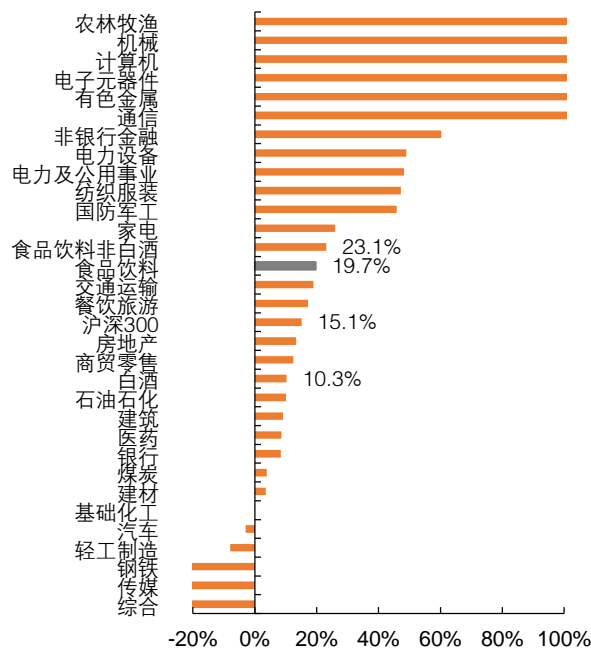
资料来源: WIND、平安证券研究所

备注: PE (ttm)

1.3 净利增速位于市场中位, PE 排名明显上升

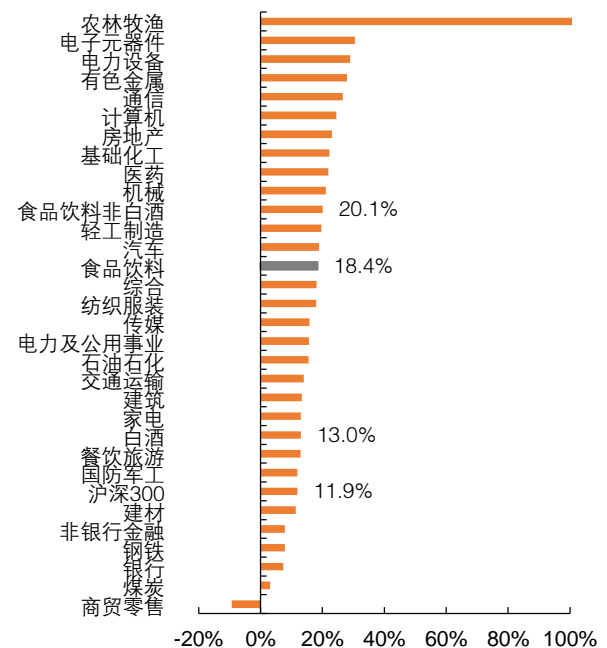
根据 Wind 一致预期数据,食品饮料行业 2019 年净利增速为 19.7%,位居市场一级行业的中位。市场对 2020 年净利增速预测较 19 年略降至 18.4%,但仍处于市场中位。从估值上看,近年来市场对食品饮料认同度整体提升,行业 PE 排名从 2015 年的中下游上升至 2019 年的上游。其中,白酒子行业投资价值逐步显现、估值大幅提升,整体 PE 从 2015 年的 20 倍左右上升至 2019 年的约 30 倍。

图表6 2019 年净利增速预测位于市场中位



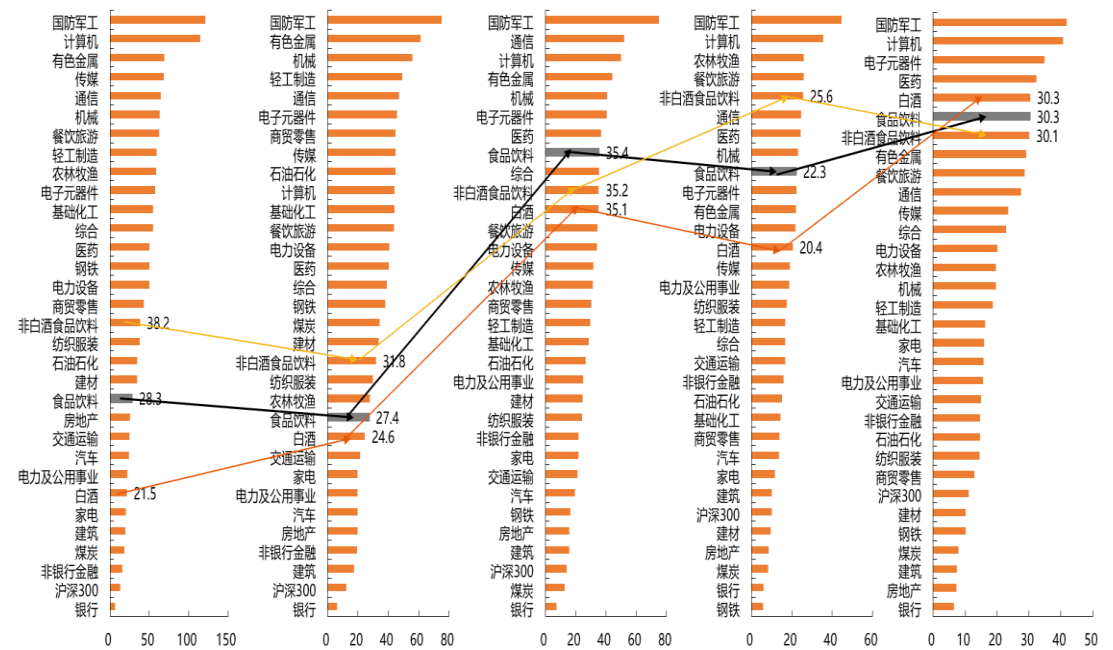
资料来源: Wind 一致预期, 平安证券研究所

图表7 2020 年净利增速预测位于市场中位



资料来源: Wind 一致预期, 平安证券研究所

图表8 食品饮料 PE 排名上行，白酒排名/PE 值均明显上升



备注：从左到右为 2015-2018 年 12 月 31 日板块整体 PE，及 2019 年 12 月 6 日预测 19 年 PE

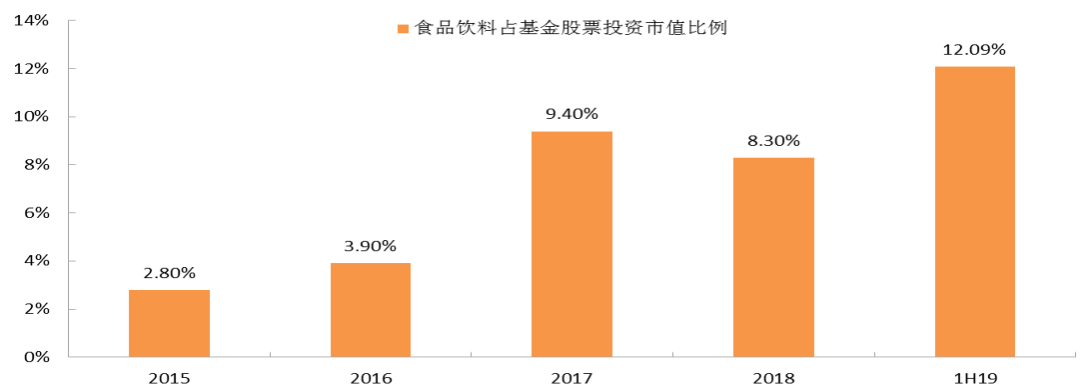
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.4 消费白马受市场追捧，基金持仓继续创新高

外资流入+国内风险偏好低，行业基金持仓比大幅提升。受益于 MSCI 等影响，海外资金继续向 A 股流入，并偏好业绩确定性强、核心竞争力稳定的消费白马股。此外，宏观经济低迷导致国内不同行业间盈利差异持续分化，推动国内资金抱团消费白马，基金持仓比重持续上升，1H19 市值比例已超 12%，较 2018 年大幅提升近 4 pcts，较 2015 年(2.8%)提升 4 倍以上。

核心资产仍获资金青睐，大小龙头或均有机会。展望 2020 年，消费白马仍是宏观经济不景气下具备相对高确定性的核心资产，资金抱团消费白马股的趋势不会轻易改变。我们认为行业将继续获资金青睐，大市值龙头由于成长天花板高&业绩增长持续性好，或继续获得确定性溢价。而受益于 MSCI 的继续扩容&龙头比价下性价比突出，细分领域的小龙头企业或也能实现估值提升。

图表9 1H19 食品饮料占基金股票投资市值比例达近年来最高点



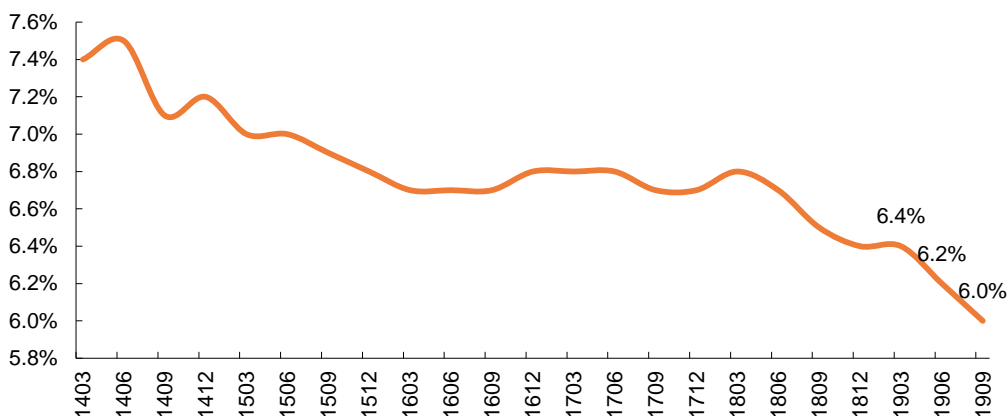
资料来源：Wind，平安证券研究所

二、消费韧劲仍强，预计 20 年食品饮料消费增 5%-10%

2.1 宏观经济继续下行，消费大环境不佳

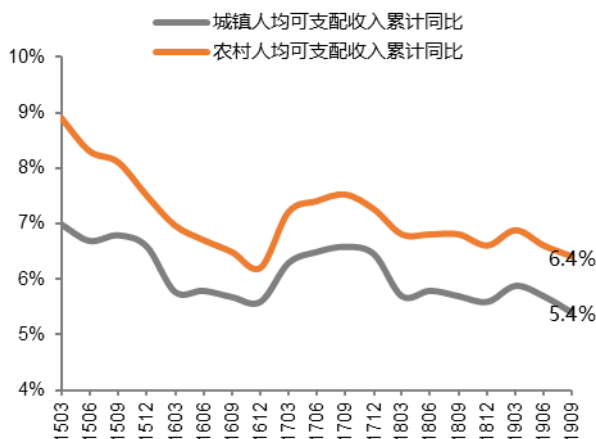
宏观经济仍未见底，收入增速&消费意愿下行。2018 年以来，国内宏观经济环境遭内外不利因素影响，GDP 增速处于下行区间。2019 年 1-3 季度 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%，持续下行。居民收入方面，虽受益于减个税，1Q19 实际收入增速回升，但二、三季度增速仍持续回落，3Q19 城镇人均可支配收入同比+5.4%，农村+6.4%。消费意愿方面，虽 1-3Q19 年消费者信心指数、就业预期指数相比 2H18 有所回升，但消费意愿指数从 2H19 开始回落，显示居民整体消费动力并不充足。

图表10 中国 GDP 季度同比增速仍在持续下行



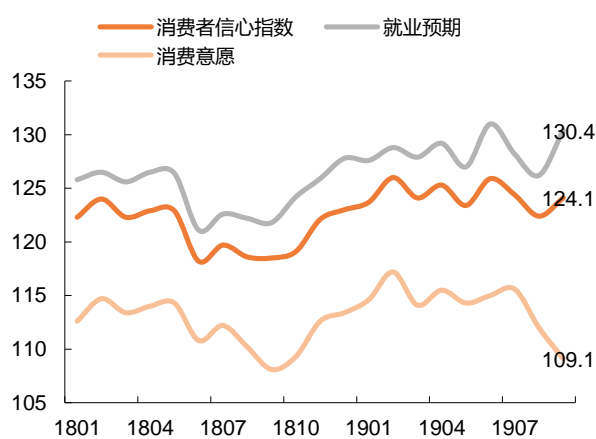
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11 人均可支配收入增速下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

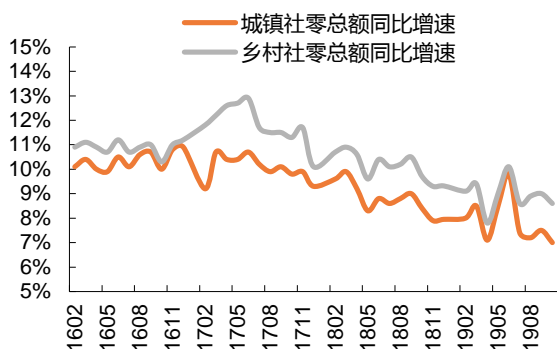
图表12 消费信心&就业预期回升，但消费意愿下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

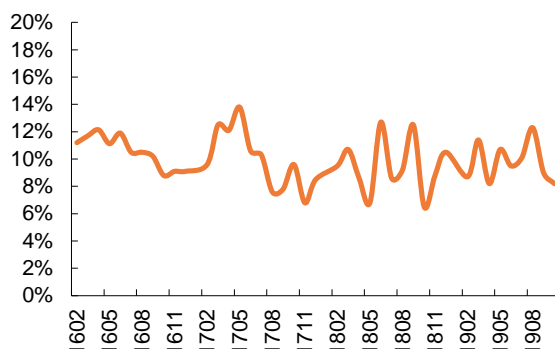
社零增速趋势向下，餐饮增速较稳定。受宏观经济情况影响，社零总额增速也处于下行区间，城镇社零同比增速下滑至 7-8%，乡村社零同比增速下滑至 8-9%。但拆分粮油、食品、饮料&烟酒批发&零售业的零售额来看，同比增速在 8-12%区间震荡，并没有跟随社零增速的下滑趋势。餐饮收入方面，2019 年月度的累计增速也较为稳定。

图表13 城镇、乡村社零同比增速均处下行区间



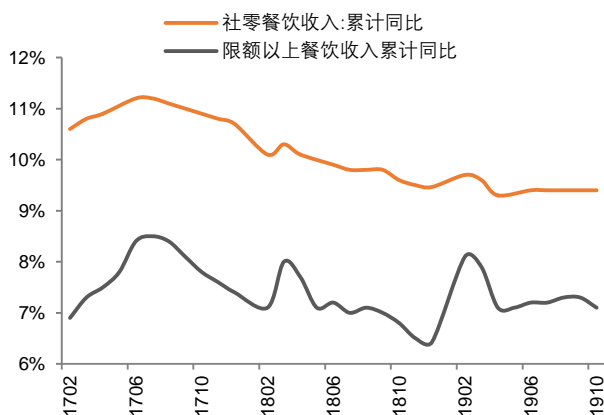
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 粮油、食品、饮料&烟酒零售额维持在 8-12%



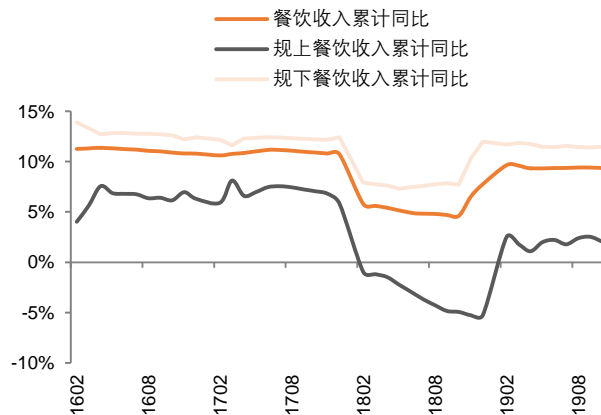
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 餐饮收入累计同比增速稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 修正后餐饮收入增速年初回升, 后维持稳定

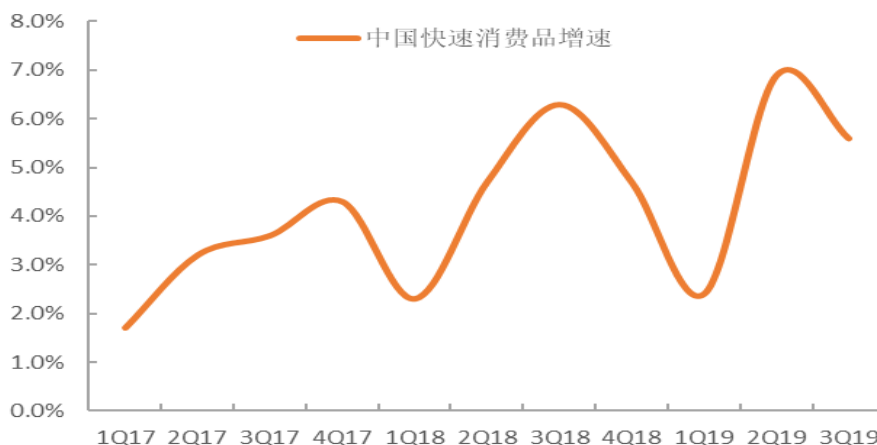


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 食品饮料需求依然稳健, 预计 20 年延续 5-10%较好增长

宏观经济承压下, 19 年食品饮料需求依然稳健。虽消费大环境略受宏观经济持续下行的影响, 但食品饮料所属必需消费品仍保持较好韧性。根据凯度消费者指数的数据, 2019 年二、三季度中国快消品销售额增速达 5-7%, 增速高于 2018、2017 年同期。食品饮料行业或得益于增值税下降利好, 多数细分品类销售额增速在二、三季度出现边际改善迹象。

图表17 快消品整体增长仍保持韧性

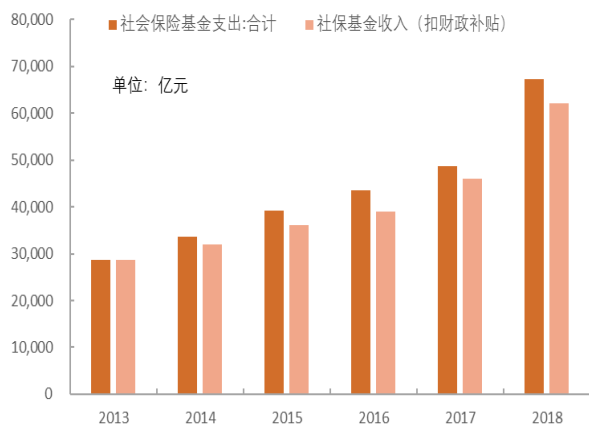


资料来源: 凯度, 平安证券研究所

有利因素仍在延续, 有望支撑 20 年延续 5-10% 较好增长。展望 2020 年, 对行业有利的因素仍在延续: 1) 社保基金收支差额继续扩大, 居民得到较好社会保障下有望延续较高消费意愿; 2) 人均可支配金融资产持续提升, 财富效应推动消费升级; 3) 棚改转向旧改, 或有望继续拉动消费。我们认为 2020 年行业增速或略有放缓, 但继续受益于消费升级, 仍有望延续 5-10% 的较好增长。

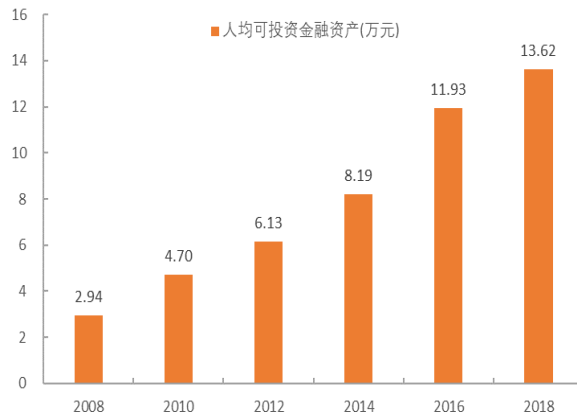
从子行业营收增速上看, 我们认为必选消费需求稳定性优于可选消费, 消费升级品类有望延续快速增长趋势, 2020 年排序将为: 调味品 > 白酒 > 保健品 > 乳制品 > 肉制品。

图表18 社保基金收支差额扩大利于居民收入改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 财富效应保障“必选消费”自由



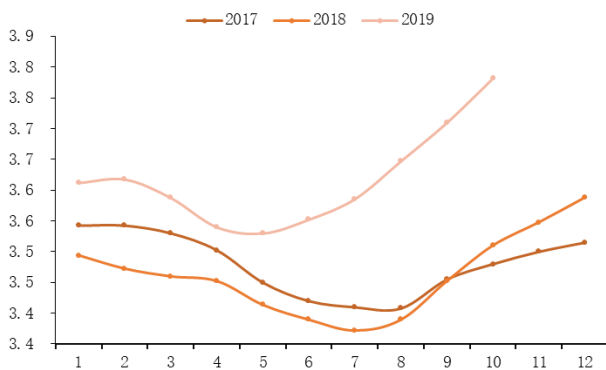
资料来源: 贝恩, 平安证券研究所

2.3 短周期成本继续上行, 或再次提价转嫁压力

农产品价格整体仍在上行周期阶段, 行业面临成本上涨压力。一方面, 原奶继续供不应求, 奶价持续温和上涨, 考虑奶牛产能形成需 2 年时间, 预计奶价周期高点在 2021 年, 乳品企业继续承受成本压力。另一方面, 非洲猪瘟影响充分显现, 生猪供应巨大缺口导致猪肉、鸡肉、鸭肉等动物蛋白价格在 2H19 全线大幅上涨, 预计 2020 年肉类价格仍会高于 2019 年水平。此外, 玉米、白糖等农产品价格同比变化上行, 纸、玻璃等包材价格跌幅也于 2H19 收窄。综合各项农产品及包材价格走势, 我们认为行业 2020 年仍面临成本上涨压力。

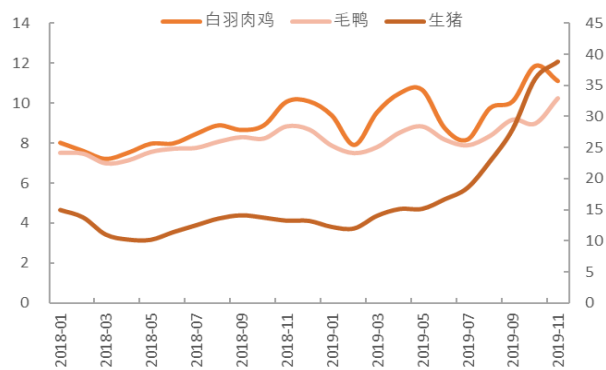
企业有动力向下游转嫁成本，提价或是重要选项。为了应对原材料上涨的压力，企业有动力采取提价方式向下游转嫁成本压力，产品粘性强、竞争格局优的行业及品牌力&渠道力出众的公司(如调味品行业、乳制品&肉制品龙头)提价或更为顺利，不仅有望短期抵御成本上涨压力，还可为未来贡献长期利润弹性。

图表20 生鲜乳价格持续呈温和上涨



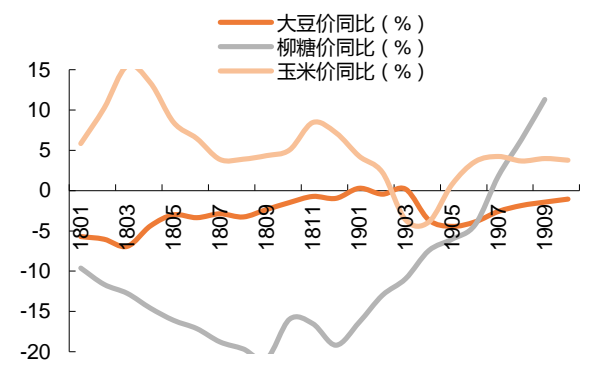
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 2H19 动物蛋白价格大幅上涨



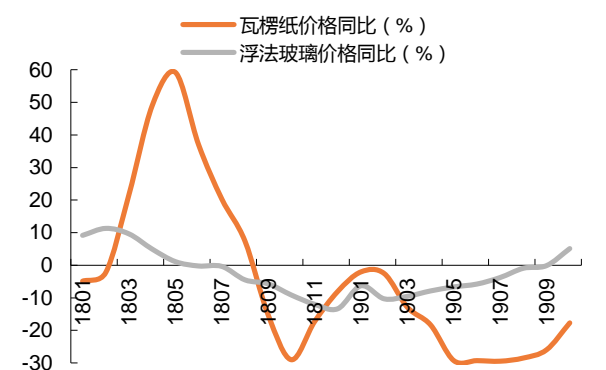
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 农产品价格同比涨幅回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 2H19 包材价格同比跌幅收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、白酒重视结构机会，大众品龙头大象起舞

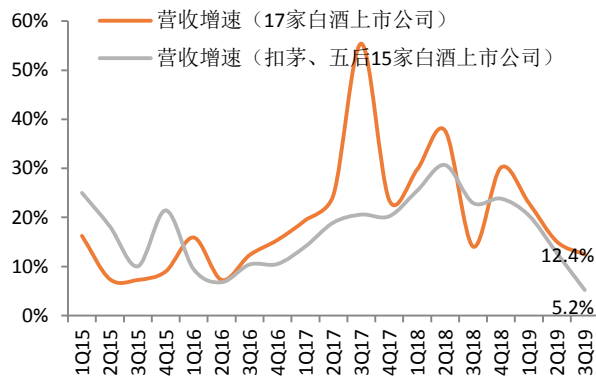
3.1 白酒：19 年总体快增，20 年行业增速或降至个位数

3.1.1 19 年总体快增，两头均有精彩

3Q 营收增速继续回落，但韧劲仍强。17 家白酒公司 3Q19 营收同比增 12.4%，剔除茅台、五粮液后，15 家公司营收同比增约 5.2%，低于 2Q19 的 12.7%，也低于 3Q18 的 22.9%。但考虑洋河因为人事调整，3Q19 主动去库存，将其扣除后，14 家公司 3Q19 营收增速仍有 18%，环比 2Q19 的 16.9%略升，慢于 3Q18 的 24.4%。整体来看，19 年上市公司增速逐步下行，但韧劲仍强。扣除茅

台、五粮液、洋河后，14家公司3Q19归母净利同比增28%，增速环比2Q19、同比3Q18均有所上升，这主要受益于企业主动对费用投入进行控制。

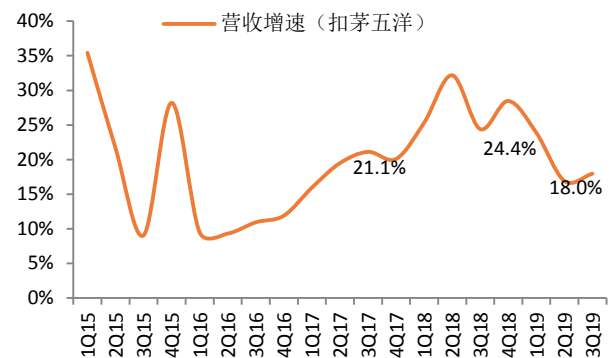
图表24 17家白酒公司3Q19营收增12.4%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

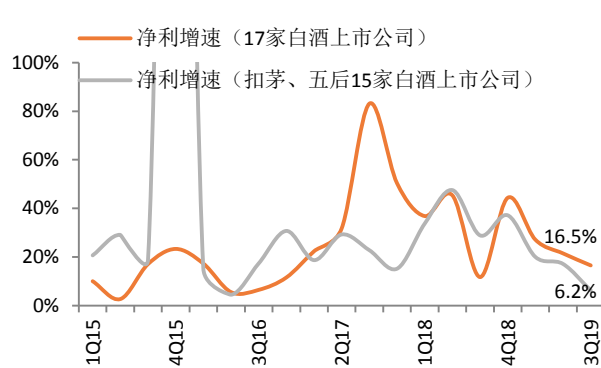
图表25 扣茅五洋后14家公司3Q19营收增18%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

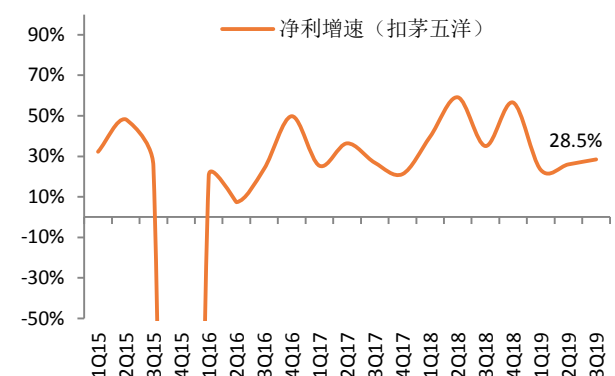
图表26 17家白酒公司3Q19归母净利增16.5%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表27 扣茅五洋14家公司3Q19归母净利增28.5%



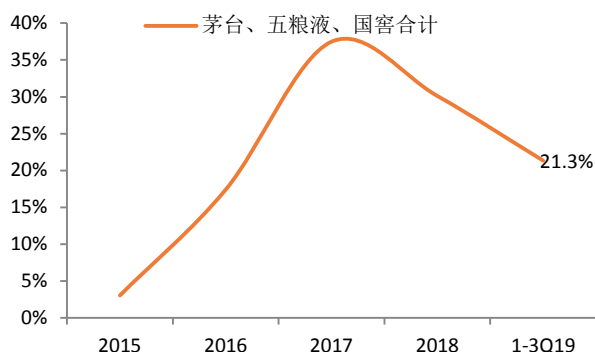
备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

高端维持快速增长，但增速有所放缓。1-3Q19，茅台、五粮液、国窖1573三款高端产品营收同比增长21.3%，延续下行趋势，但保持了快速增长。茅台19年延续了控量挺价策略，出厂价平稳，通过渠道结构调整推升了出厂均价，但市场一批价格同比涨幅30%上下。五粮液和国窖1573均提高了出厂价，也相应推高了市场价格。总体看，高端酒估计均价和销量对增速贡献各半，均价上升体现了高端白酒定价权，销量上升应该是受益于消费升级。

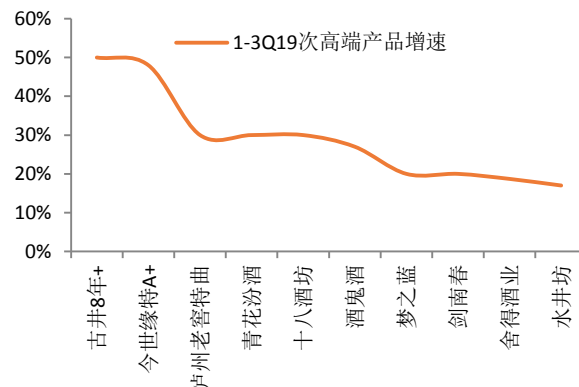
次高端仍是行业增长主要驱动力。观察上市公司产品结构，市场价格200元/瓶以上的次高端产品基本保持了快速增长，并带动了公司整体维持不错的增速。结合产业链调研，消费升级趋势依然强劲。但值得关注的是，相比17、18年，基本上所有企业次高端价格带产品增速均出现明显下降，这或许源于两个方面：一是次高端产品基数扩大；二是宏观经济走弱导致消费升级速度有所减弱。

图表28 茅台、五粮液、国窖三款产品营收增 21.3%



资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

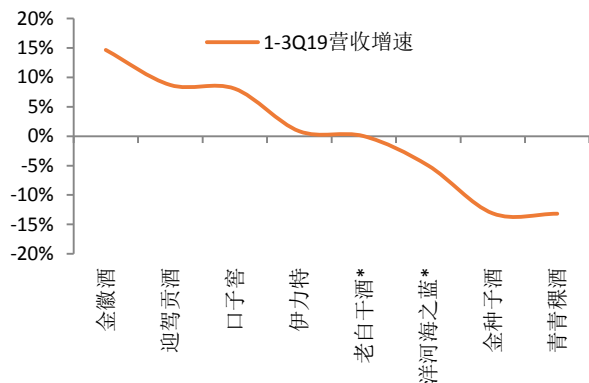
图表29 1-3Q19 主要次高端产品仍维持快速增长



资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

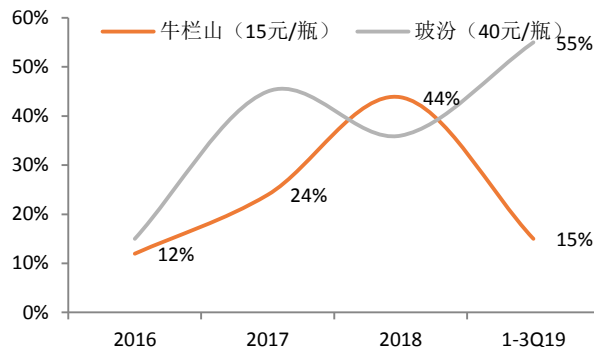
次高端以下增速平平，部分低端产品爆发力十足。观察 17 家白酒上市公司，次高端以下产品基本上增速均慢，洋河海之蓝、古井献礼版等大单品甚至下降，故部分次高端产品缺失或占比小的公司整体营收增长就显得十分乏力，甚至下滑，如金徽酒、青青稞酒、金种子酒、迎驾贡酒等。受益于更低端产品向上升级和行业快速向老名酒集中，部分低价位光瓶酒老品牌保持了快速增长，如汾酒的玻汾，顺鑫的牛栏山等。整体来看，白酒行业增长主动力仍是消费升级。

图表30 次高端以下产品增速平平



资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表31 玻汾、牛栏山持续快速增长

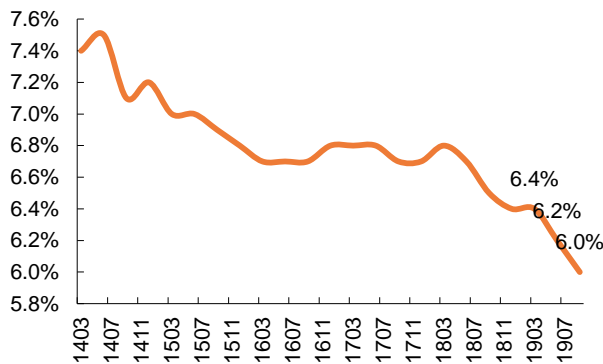


资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

3.1.2 20 年上市公司营收增速降至个位数

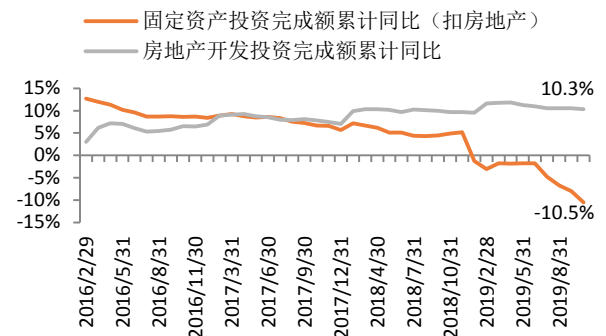
投资增速持续下行，并可能拖累白酒商务需求增速。2019 年，GDP 增速一路向下，且平安宏观预测 2020 年进一步下探至 5.9%。固定资产投资方面，扣除房地产，19 年固定资产投资完成额同比已降双位数。经济活动活跃度对白酒商务需求影响大，随着经济和投资增速 2020 年大概率继续放缓，白酒商务需求增速也可能进一步下降。

图表32 GDP 增速持续下行



资料来源: 平安证券研究所、Wind

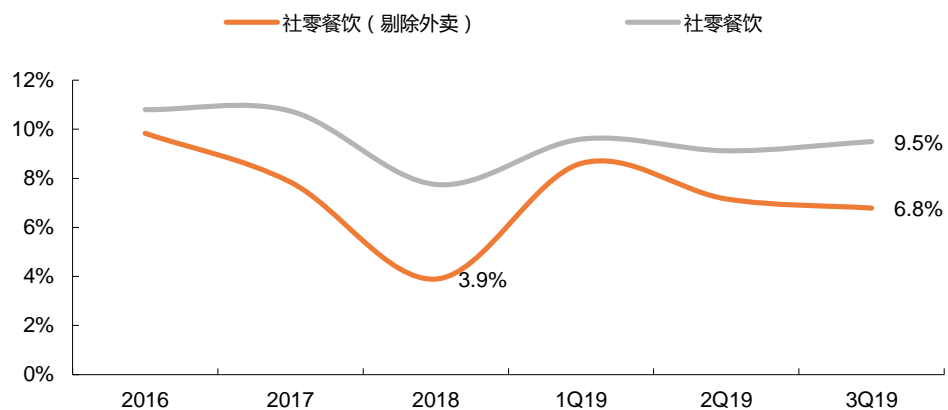
图表33 扣房地产后固定资产投资完成额同比下降双位数



资料来源: 平安证券研究所、Wind

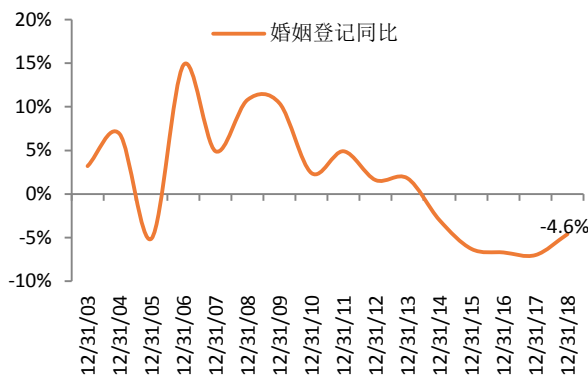
个人需求总量前景并不乐观。从社零餐饮数据来看，扣除非堂食的外卖，19 年堂食餐饮增速较 18 年有所回升，但仍在低位。个人需求中最重要场景是婚宴，受人口结构变化影响，2014 年开始中国每年婚姻登记数量已连续 6 年同比下降，由于适婚女性未来 5-10 年仍将持续下降，预计婚宴需求将延续同比下降趋势。实际上，过去几年 100 元/瓶价格带产品销量不增长甚至可能在下滑，婚宴市场需求量的下降或许就是最重要原因。但受益于婚宴用酒快速升级，助推了次高端价格带近几年的快速增长。从整体销量角度来看，2020 年个人需求增速前景难言乐观。

图表34 社零餐饮（扣外卖）19 年略有回升，但整体增速仍低



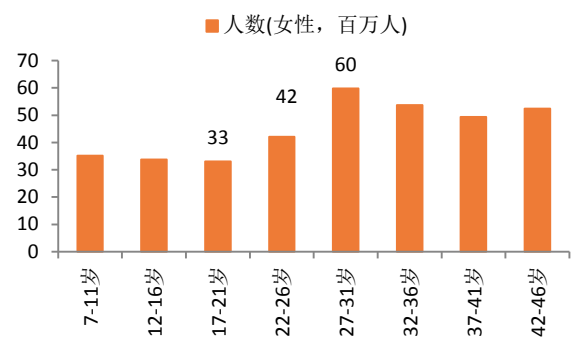
资料来源: 平安证券研究所, WIND

图表35 婚姻登记数量已连续 6 年下降



资料来源：平安证券研究所、Wind

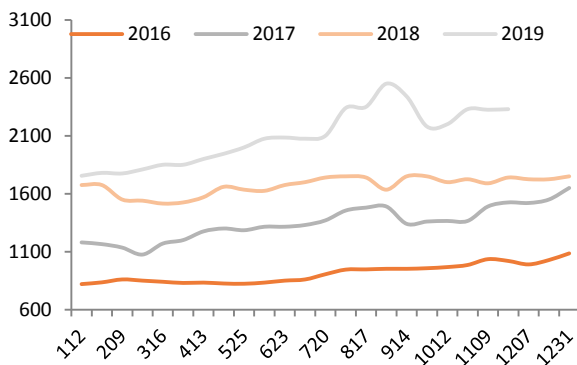
图表36 未来 5-10 年适婚女性人数将持续下降



资料来源：平安证券研究所、Wind

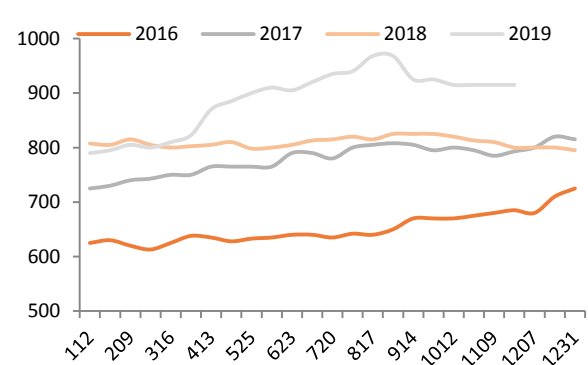
茅、五批价 3Q19 均明显回落，五粮液量价平衡难度上升，次高端价格天花板难明显抬升。3Q19 至今，茅台虽仍严格控制出货，但进入三季度后，批价环比明显回落，是四年来首次。酒厂 11 月开始加大对贵州国资企业发货量，渠道端反馈贵州货源开始充裕。2020 年，茅台应该不会涨出厂价，且困扰 2019 全年的渠道调整也基本完成，公司货物投放量逐渐走向正常，批价上升概率并不大。五粮液因发货增加等原因，9 月以来批价明显回落，再次贴近 889 元/瓶的出厂价。经过连续两年快速放量后，2020 年五粮液出货量继续增长空间并不大，出厂价上涨难度也显著上升。对次高端产品而言，价格天花板再次明显抬升可能性小。

图表37 茅台批价 3Q19 以来盘整为主



资料来源：平安证券研究所、Wind

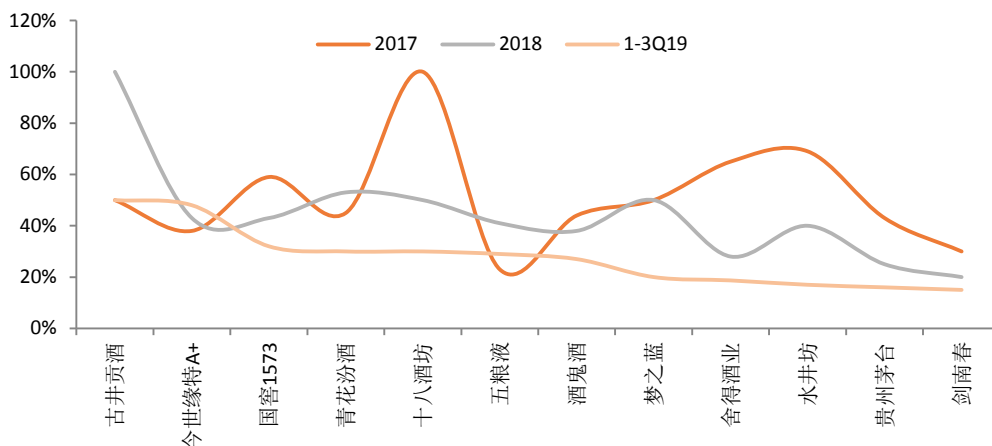
图表38 五粮液批价 19 年 9 月以来再次回落



资料来源：平安证券研究所、Wind

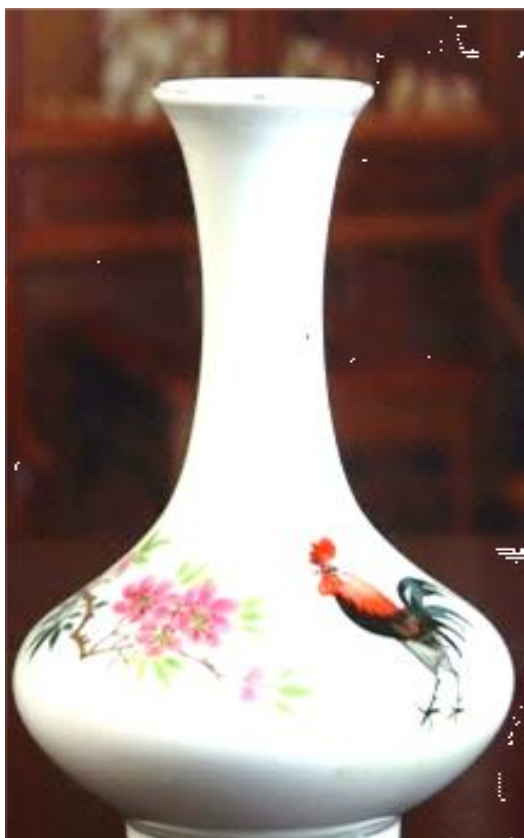
次高端增长动能大概率放缓，估计仍能有双位数增长。次高端快速增长动力至少有三方面：一是高端酒价格天花板抬升；二是消费升级推动；三是白酒行业当前需求量分布仍是宽口细长颈大肚瓶，次高端价格带处于细长颈部分，销量基数小，增速自然容易加快。随着次高端规模基数变大，次高端这个“细长颈”增速较 18 年全面放缓。渠道调研也显示，行业库存系统性在上升。展望 2020 年，消费升级估计仍能推动次高端增速达到双位数，但比 19 年将明显放缓。

图表39 1-3Q19 次高端及以上产品增速放缓



资料来源：平安证券研究所，公司公告，WIND

图表40 2020 年各价格带收入增速展望



2020 年：
 次高端及以上：扩容放缓，竞争加剧；
 次高端以下：淘汰赛，优中选优

1000+：0-10%，量价各半
 700-1000：10-20%，量价各半

200-700：10-20%，主要靠量增

100-200：(-5%) - (+5%)，量减价增

100 元以下：总量下降，价增+集中度提升

资料来源：平安证券研究所

3.1.3 选股策略：绝对龙头+底部反转

行业低速增长，优选绝对龙头，关注底部反转。考虑商务、个人需求增长动力减弱，且茅台、五粮液继续涨价推高行业价格天花板可能性小，预计 2020 年上市公司营收增速降至个位数，存量竞争特征将更加明显。此背景下，绝对龙头面临的不确定性更小，尤其是茅台，掌握市场绝对主导权。另

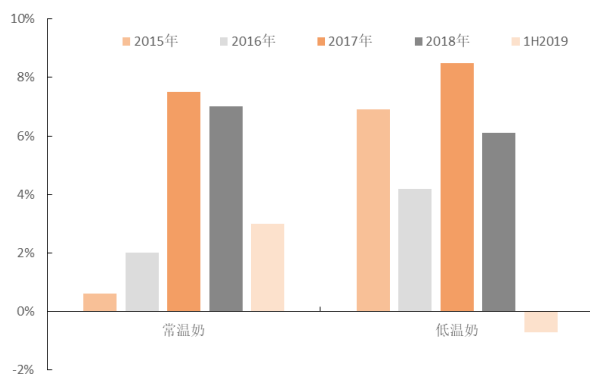
一方面，考虑洋河 2H19 已提前去库存，调整销售体系，股价反应充分，估值、预期均很低，但公司品牌、产品组合、渠道优势仍强，作为底部反转品种也值得关注。

3.2 乳制品：需求缓慢下行，格局优化验证之年

液态奶兼具必需品及可选品属性，经济波动致使需求增长放缓。液态奶行业虽基本进入发展成熟期，但其产品属性在不同区域仍表现出不同特点。在发达地区，较高的人均收入以及健康、营养理念的普及使得液态奶已成为日常消费品，作为消费者日常性补充营养的重要来源，人均消费量稳定且受价格变动影响小，未来有望稳步从基础奶向高端奶进行升级。在相对落后的地区，液态奶价格相对当地收入水平仍相对偏高，当地消费者人均消费量低且液态奶有较大比例是作为节日礼品赠送而被消费，展现出较强可选品属性。

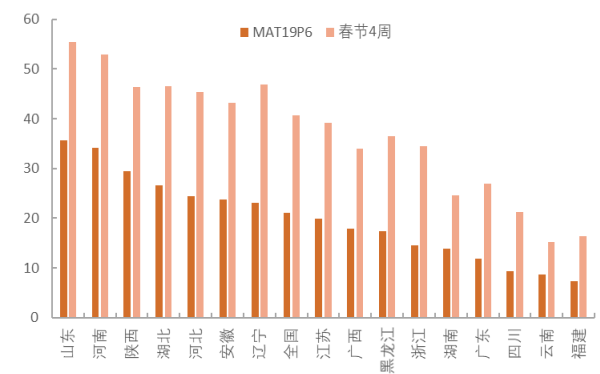
综合来看，液态奶仍是处于必需品和可选品之间的中间品类，受经济波动的影响会弱于可选品但会强于必需品。随着宏观经济下行压力加大，液奶需求受到影响，1H19 常温奶增速大幅放缓至 3.0%，较上年同期 9.0%的增速减速明显，低温奶受到常温酸奶的挤压而出现负增长，增速同比下降 6.2pcts 至-0.7%。展望 2020 年，宏观经济依然不佳，预计液奶行业增速仍延续低个位数增长态势。

图表41 1H19 常温奶、低温奶增速均有放缓



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

图表42 乳制品不同区域礼赠比例



资料来源：凯度消费者指数，平安证券研究所

二胎效应消退，婴配奶粉需求增长日趋乏力。因放开生育政策释放需求，16-17 年新生人口数在 1,786、1,723 万人，但随着二胎效应回落，18 年新生人口数快速跌至 1,523 万人。新生儿数量大幅回落已对奶粉行业造成较大压力，需求增长减速明显，一段奶粉已明显增长乏力，随着时间推移，二三段奶粉也会陆续感受到压力，20 年行业增速或在 19 年基础上继续放缓。

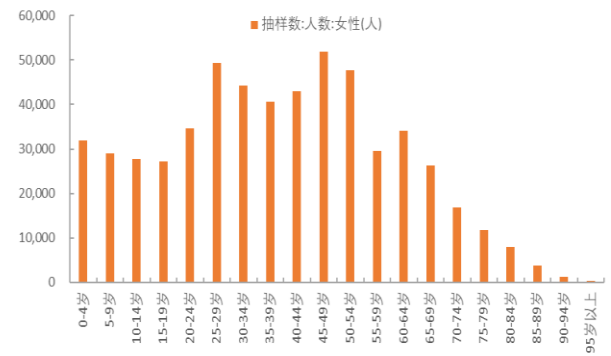
从长远看，中国 6 个月内纯母乳喂养率为 29%，远低于 43%的世界水平和 37%的中低收入国家水平，且国家正推出政策提倡母乳喂养，计划 2020 年 0 至 6 个月婴儿纯母乳喂养率达到 50%以上，2030 年在 2020 年的基础上提高 10%，预计未来母乳喂养率有望缓慢提升。从适龄生育女性人口看，目前正处于 25-29 岁女性人口的高峰，未来适龄女性人口或较目前逐渐减少 25%~45%，新出生人口数预计仍呈长期下降的趋势。综合看，新生儿人口下降&母乳喂养率提升大趋势确立，需求量将长期萎缩，即使考虑行业出现较好的消费升级趋势，但行业仍难有增长空间。

图表43 18年中国出生人数出现大幅下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

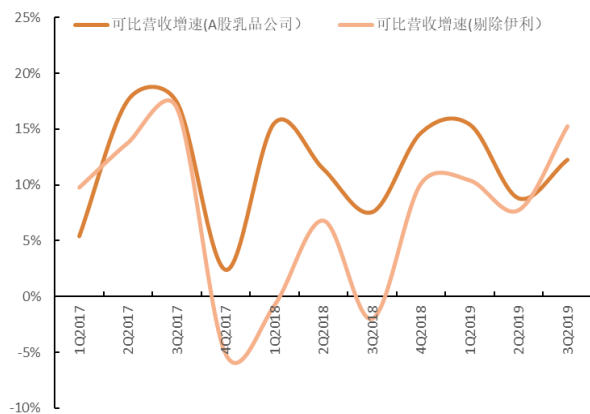
图表44 未来女性适龄生育人口数量将持续减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

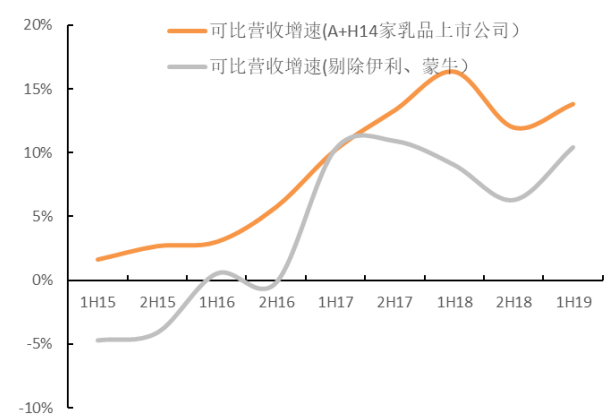
企业间分化不明显，龙头集中度提升速度减缓。从14家A+H股乳品上市公司收入增长来看，龙头企业与小企业间的差距有所缩窄，1H19 14家可比公司营收同比+13.8%，剔除伊利、蒙牛则同比+10.4%，差距在3.4pcts，而1H18、2H18样本间的差距分别是7.3、5.7pcts，A股10家乳品公司也呈现相同趋势，2Q19、3Q19剔除伊利的可比营收增速与全样本的可比营收增速差异不明显。我们认为龙头企业与小乳企差异缩小一方面或因行业增量需求减少，存量竞争下龙头收割份额的速度会慢于增量竞争环境下，另一方面，原奶供给紧张对行业产品供应造成对应一定负面影响，小乳企因自有奶源占比更高而受到的影响较龙头更小。

图表45 2Q、3Q19大乳企与小乳企增速分化不明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

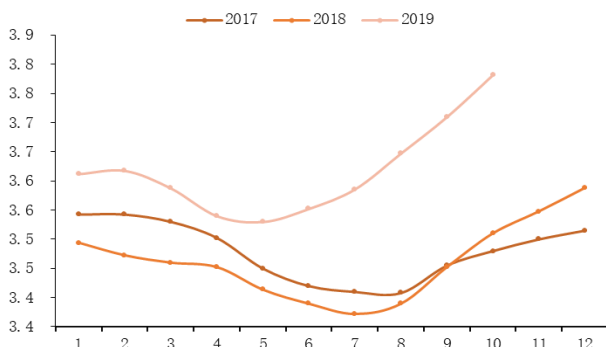
图表46 14家乳品公司增速与剔除龙头增速差异收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

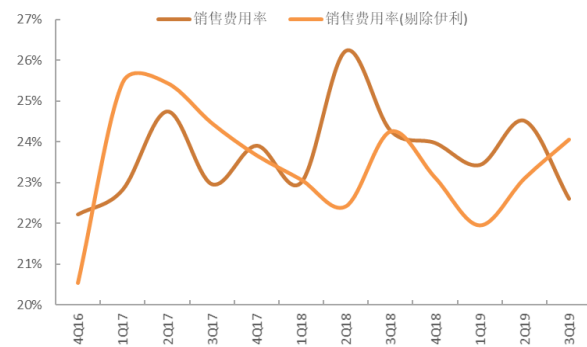
成本压力持续显现，行业竞争继续减缓。19年原奶继续延续上涨周期，龙头伊利、蒙牛原奶收购价年涨幅或均超6%，考虑生鲜乳占整体成本40-50%，原奶价格上涨抵消白糖、瓦楞纸价格回落影响，继续推动整体成本上升。虽二季度行业出现以特仑苏为代表的高端产品价格战，但Q3价格战已有所缓和，说明原奶供给紧张驱动行业竞争趋缓逻辑并未改变：1) **促销力度仍有所收窄**：根据龙头伊利数据，1-3Q19单价提升对收入的贡献达到1~2%，3Q19单价提升对收入贡献1~2%，较2Q19单价-2~-1%的贡献有明显改善；2) **销售费用率同比下降**：1Q19、2Q19、3Q19行业销售费用率分别同比+0.4、-1.7、-1.7pcts，费用率呈回落态势，主要为龙头企业费用压缩贡献。

图表47 主产区生鲜乳价自 18 年 10 月持续同比上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

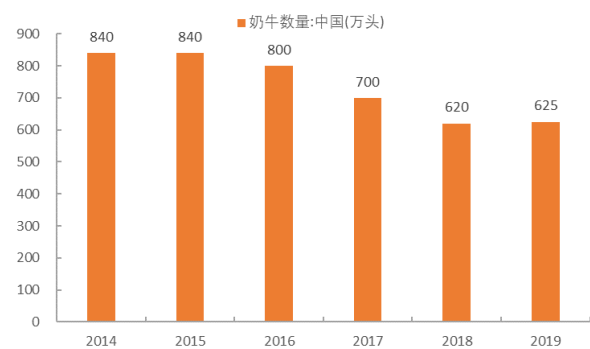
图表48 2Q、3Q19 行业销售费用率均同比明显下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

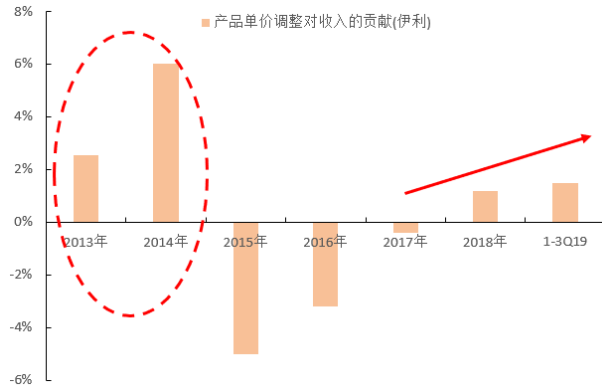
行业竞争缓和应是未来 2 年大趋势，减促销利于业绩释放。虽 19 年原奶价格已出现较好涨幅，但上游牧场企业在经历 4 年行业低谷期后，无论是资金实力还是自身意愿均未有效支撑牛群扩栏，全行业补栏情况或并不明显，根据 USDA 的预测，19 年中国奶牛数量为 625 万头，较 18 年仅增加 5 万头。考虑奶牛 2 年生长周期及环保趋严因素影响，供给恢复仍有待较长时间，原奶价格周期高点或在 2021 年，未来 2 年仍将处于供不应求阶段。过去 4 年，行业竞争相对激烈，核心原因之一是原奶供给过剩导致乳企必须通过低端产品被动促销来消化。随着原奶供给日趋紧张，虽未来 2 年原材料成本将有上涨，但有望参考 13-14 年情况，乳企减轻促销力度推动产品单价持续提升，竞争强度减弱有利于推动全行业盈利能力改善。

图表49 预计 19 年奶牛存量数量仅较 18 年略增



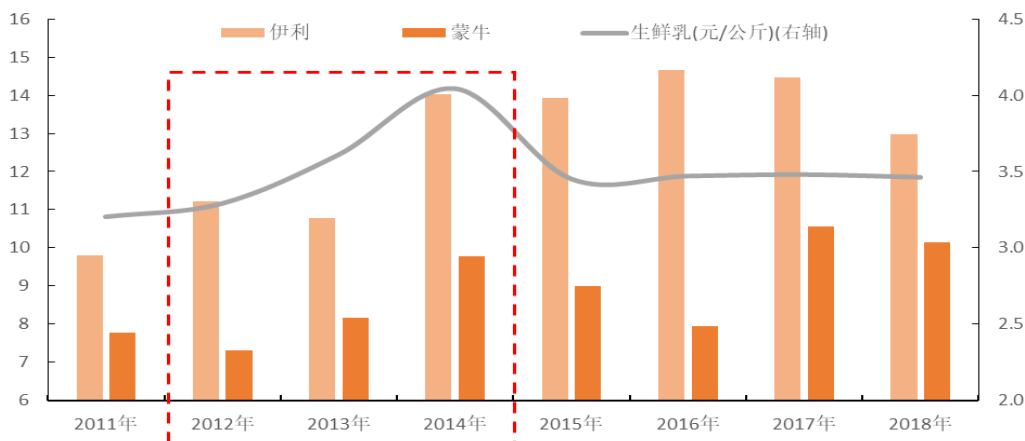
资料来源: USDA, 平安证券研究所

图表50 参照 13-14 年情形，未来乳企或减促销推动单价提升



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

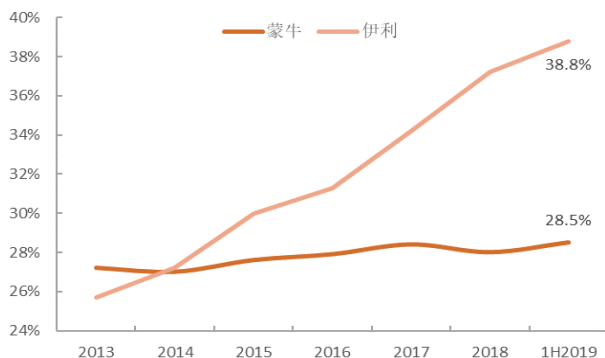
图表51 伊利、蒙牛毛销差在 12-14 年呈扩大趋势



资料来源：平安证券研究所、Wind

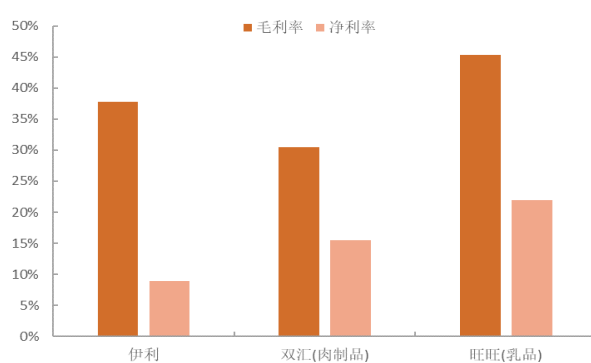
常温奶正走向单寡头，20 年为格局优化验证之年。过去 5 年，伊利保持远快于竞品的速度收割市场份额，且这一趋势在竞品经历改革优化后仍未改变，或说明伊利体系经历十余年的持续打磨后，系统性竞争力已遥遥领先同业，常温奶格局或向伊利单寡头演变；常温奶为液奶龙头收入主要来源，随着竞争格局逐步奠定，行业竞争强度有望持续缓慢下降，领跑者得益于强大规模效应或受益最为明显，参考双汇、旺旺，随着格局优势彻底奠定，伊利净利率有望逐步提升至 15% 以上。过去 3 年，伊利、蒙牛始终处于焦灼拉锯状态，净利率未有提升迹象，但目前双方差距已经明显拉开，净利率或将进入缓慢提升通道，2020 年或是格局优化验证之年。

图表52 伊利常温奶市占率持续快速提升



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

图表53 格局优化有望推动伊利净利率大幅提升



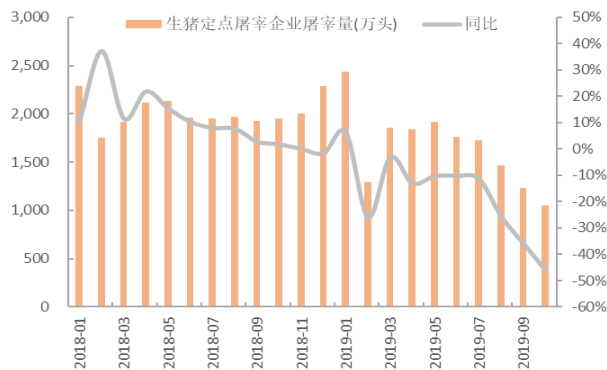
注：双汇肉制品、旺旺乳品净利率为估算值

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.3 屠宰及肉制品：涨价推升行业景气度，成本见顶回落助力利润释放

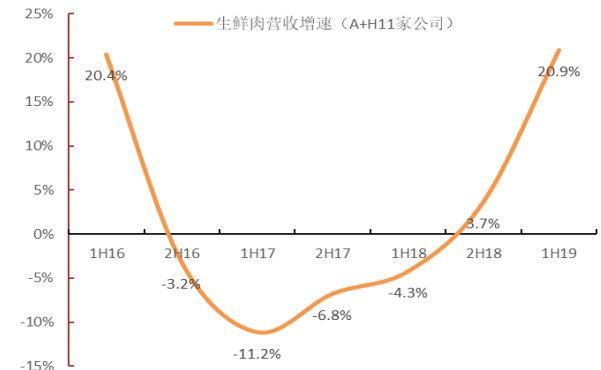
屠宰量下滑明显，但猪价高涨推动收入大增，趋势至少延续到 1H20。非洲猪瘟疫情尚无有效手段抑制，导致国内生猪产能去化明显，下游生猪屠宰规模也由此大幅滑坡，且降幅正呈持续扩大趋势，10 月生猪定点屠宰量仅 1,053 万头，同比下降 46%。猪源大幅减少推动猪价高涨，11 月底生猪价高达 32 元/公斤，同比+142%，得益于猪价同比巨大涨幅，行业收入呈现高增长态势，A+H 11 家公司 1H19 生鲜肉收入同比+20.9%，增速远快于过往年度。往后看，通过分析当前生猪产能恢复及留种情况，我们认为此轮超级猪周期价格高点或出现于 1H20，2H20 生猪供应有望逐步得到恢复，因此猪价大涨推动收入高增的势头至少可延续至 1H20。

图表54 生猪定点屠宰量降幅持续扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

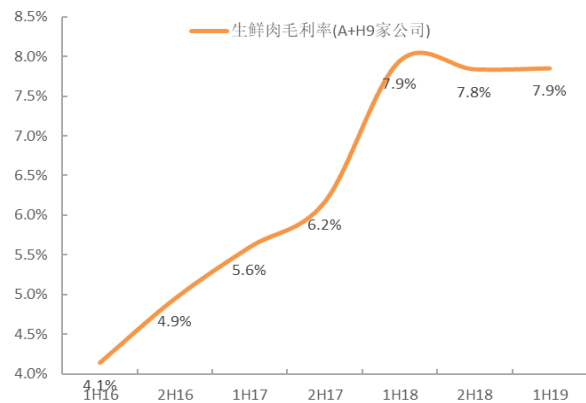
图表55 得益于猪价高涨, 1H19 11家公司生鲜肉营收同比+20.9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

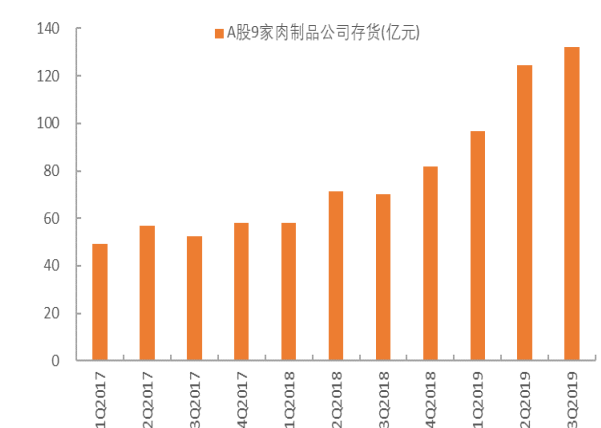
行业整体盈利受到压制, 规模企业暂时仍保持较好盈利。生猪屠宰主要赚取生猪-猪肉价差, 但 19 年猪价持续大幅上涨导致价差大幅缩窄, 且收猪难度上升导致产能利用率持续滑坡, 屠宰行业盈利能力持续压制在低位。在行业盈利整体不佳的背景下, 规模企业盈利能力依然保持稳健, 1H19 通过区域价差套利使得盈利能力保持较好水平, A+H 9 家公司生鲜品业务毛利率为 7.9%, 同比基本持平。2H19 猪价加速上涨&屠宰量快速萎缩, 行业形势更为严峻, 但规模企业凭借自身对生猪行情的判断能力及资金优势, 提前在猪价低迷期储备大量冻肉, 获得巨大的利差收益。往后看, 随着冻肉库存消耗殆尽, 规模企业盈利能力变化趋势或将与行业趋同。

图表56 得益于区域价差扩大, 1H19 生鲜肉毛利率仍保持较好水平



注: A+H 股 14 家肉制品企业中共 9 家单独披露生鲜肉业务毛利
资料来源: Wind, 平安证券研究所

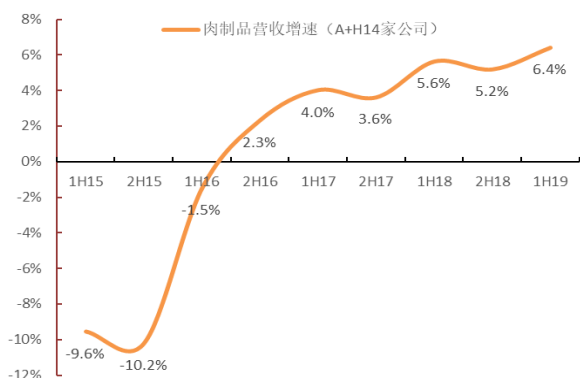
图表57 屠宰上市公司 19 年初以来大规模储备冻肉



资料来源: Wind, 平安证券研究所

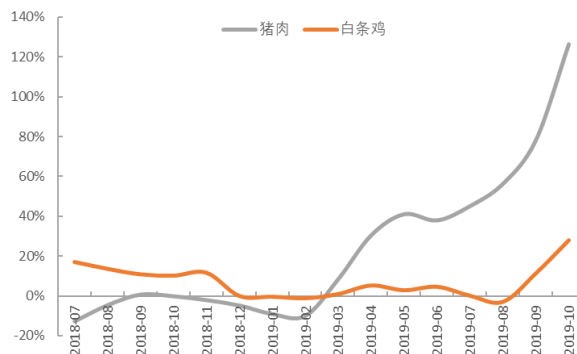
肉制品需求相对稳定, 成本压力或加速凸显。虽宏观经济不佳, 但肉制品作为必选消费品, 需求依然保持稳定, 1H19 14 家公司肉制品业务收入同比+6.4%, 环比仍有小幅提升。受生猪供给大幅减少影响, 猪肉、鸡肉等动物蛋白价格均已明显上涨, 但此轮行情已被行业提前预判, 肉制品企业在原材料价格未大涨时多数已提前储备巨额库存, 因此成本端上涨幅度并未充分反映当前原材料价格涨幅, 随着库存肉类逐渐消耗, 行业成本压力或加速凸显。

图表58 14家公司肉制品业务发展稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

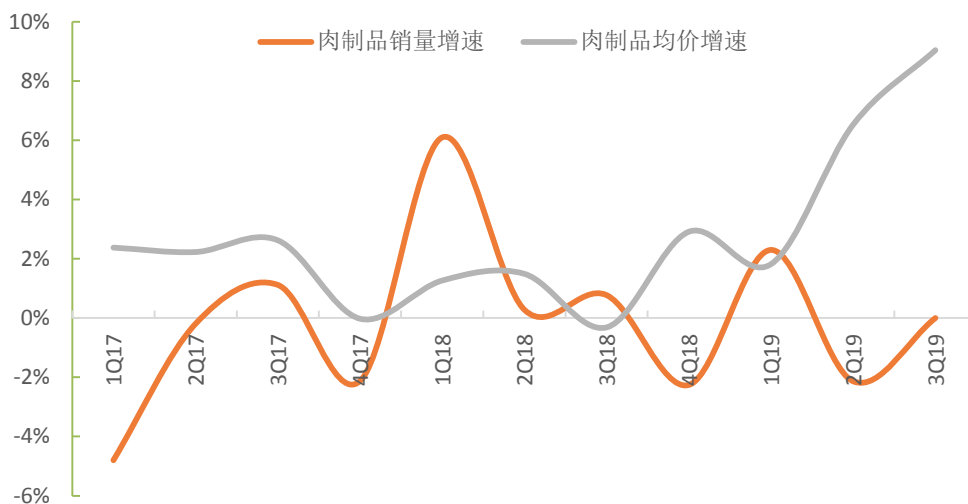
图表59 猪肉、鸡肉价格均在19年出现大幅上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

肉制品掀起行业性涨价潮，动销依然保持稳健。面对持续增大的成本压力，双汇、金锣等行业龙头企业均适度调整产品价格以确保利润稳定，如双汇今年已进行6次提价，累计产品价格涨幅高达20%。在肉制品长期未涨价及肉价高涨凸显肉制品价格性价比的背景下，肉制品大幅度涨价被消费者所接受，厂家销量平稳，终端产品新鲜度仍较好。考虑20年肉类价格大概率高于19年，行业涨价潮或有望持续，对行业未来继续提价的效果也可抱以更乐观的预期。

图表60 19年双汇肉制品持续提价，销量仍保持平稳



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

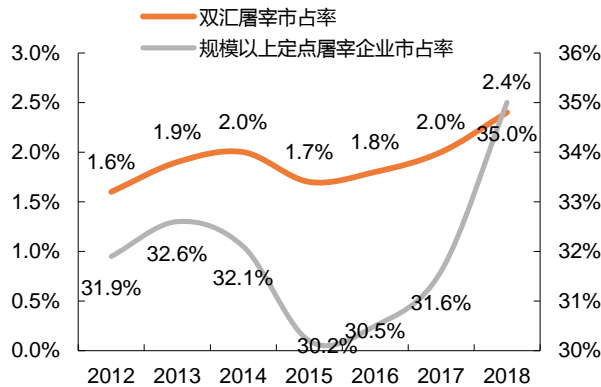
猪瘟推动全产业链迎来历史性变革机遇，龙头企业有望抓住时机快速成长。非洲猪瘟给平稳发展的行业掀起巨大的波澜，行业正迎来历史性变局：

1) 监管趋严下屠宰份额加速向头部集中：猪瘟爆发以来，农业部连发多项文件，要求坚决关闭不符合设定条件的生猪屠宰企业，压缩落后产能，严厉打击私屠滥宰等违法行为，鼓励优势屠宰企业整合产业链，加快推进生猪屠宰清理整顿和标准化创建，这或意味着屠宰监管政策继续加码，中小屠宰场环保、检疫成本大幅提升，私屠滥宰得到较好整治，龙头企业规模效应的优势将得到更好的体现，有望推动行业集中度中长期加速提升。

2) 肉制品龙头持续提价，贡献长期利润弹性：借成本大幅上涨契机，肉制品持续提价成功，有效对冲短期成本上涨压力，且对未来继续提价效果可抱以更乐观预期，随着长周期猪肉、鸡肉成本恢复

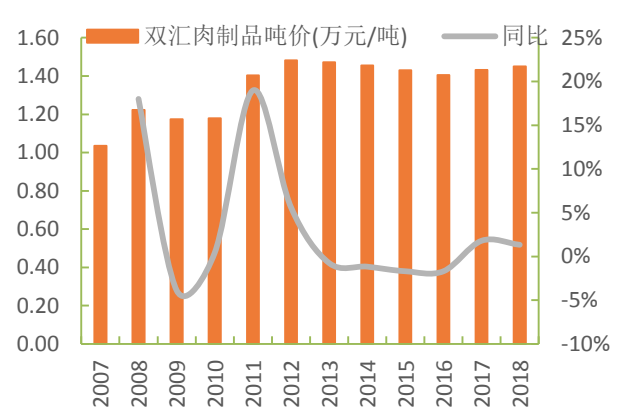
正常，我们参考过往案例，认为龙头凭借格局优势、强品牌力不会重新降低单价，提价有望为未来贡献可观的利润弹性。

图表61 中国屠宰集中度仍有巨大提升空间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表62 历史双汇大幅提价后未出现大幅降价情形



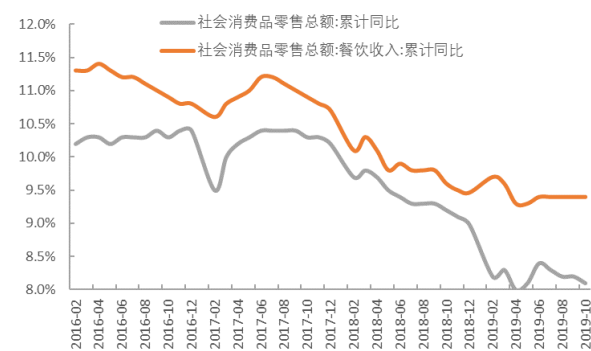
注: 07-11年吨价以产量估算

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

3.4 调味品：抗周期属性凸显，关注提价&复合调味机会

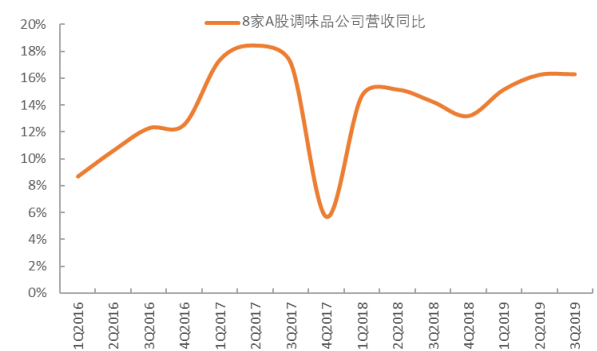
行业需求依然稳健，抗周期性优势明显。受宏观经济影响，19年社零增速处于低位，但餐饮收入或继续受益于外卖蓬勃发展&外出就餐频率提升，依然保持较好韧性，19年1-10月社零累计同比+8.1%，增速较18年同期减缓1.1pcts，餐饮收入累计同比+9.4%，增速同比仅略减0.2pcts。此外，调味品消费频次低、价格敏感性不高，经济波动对个人消费造成的影响也相对偏小。在行业仍延续较好景气度的背景下，19年前三季度A股8家调味品公司可比营收增速依然保持在15%左右，凸显板块强抗周期性。

图表63 19年餐饮收入增速仍然保持平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表64 19年前三季度8家调味品公司收入依然稳健

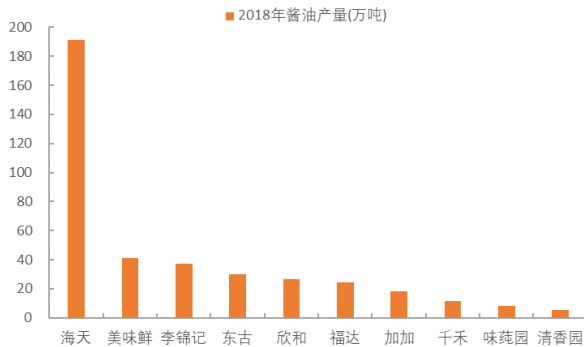


资料来源: Wind, 平安证券研究所

酱油“一超多强”格局奠定，20年或再次提价。虽然酱油行业竞争在加剧，但整体竞争环境较为良性，尚未出现激烈的价格战，主要原因在竞争格局彻底奠定，海天18年酱油产量高达192万吨，与行业第二名至第十名酱油产量总和203万吨相比几乎不相伯仲。在“一超(海天)多强(美味鲜、李锦记、东古、加加、欣和等)”竞争格局下，酱油公司2-3年进行一次全行业提价，由行业龙头率

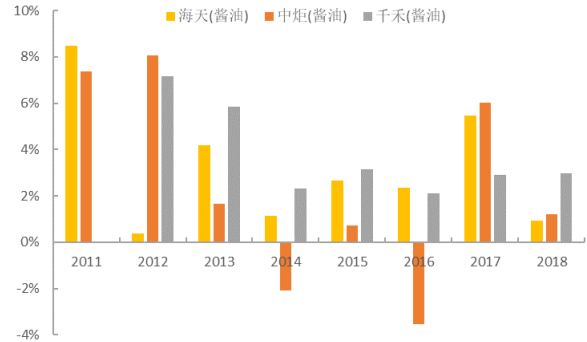
先提价，全行业跟随。行业上一轮提价在 16 年底，至今已近 3 年，虽行业成本端压力不大，但考虑增厚渠道利润空间等因素，2020 年有望再次迎来行业性提价。

图表65 18 年酱油行业前十名产量情况



资料来源：公司公告，中国调味品协会，平安证券研究所

图表66 海天、中炬、千禾历年酱油单价变化

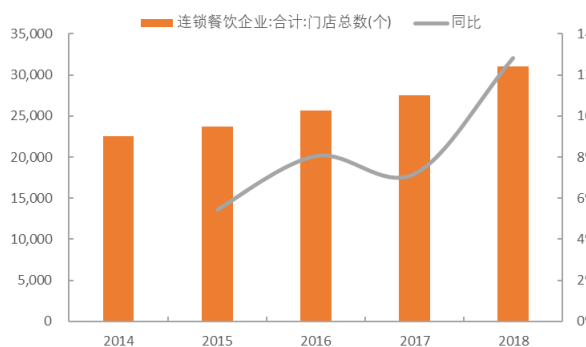


资料来源：公司公告，平安证券研究所

餐饮连锁化趋势加速，复合调味料孕育新机遇。与个体餐饮店不同，连锁餐饮企业要求不同门店口味保持一致性，而厨师店调不可控因素较强，因此产生复合调味料的需求。与发达国家对比看，中国餐饮连锁化率仍不到 10%，较日本、美国 40% 以上的水平仍有巨大差距，说明当前 400 亿规模的复合调味料仍未触及天花板，未来仍有 4-5 倍空间。近年来，餐饮企业连锁化趋势愈加明显，这有利于复合调味料市场加速扩容，2018 年连锁餐饮合计门店已高达 3.1 万家，同比+12.8%，增速较往年有所提速。

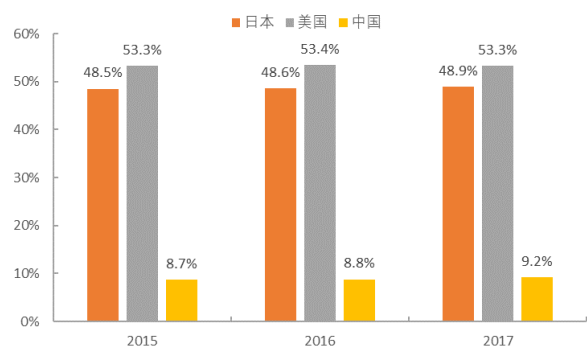
连锁餐饮企业由于自身规模小，单纯为满足自身需求而自制复合调味料无法有效控制成本，预计行业将以外部采购为主流，连锁餐饮企业对复合调味料价格敏感性低，更看重食品安全及研发能力，优秀规模企业在此方面具有较强优势，当前市场集中度低，未来份额有望加速向优秀企业集中。考虑复合调料行业空间大+增速快+集中度低，具备孕育下一个调味品巨头的条件。

图表67 中国连锁餐饮企业发展正出现加速迹象



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表68 中国餐饮连锁化率远低于日美



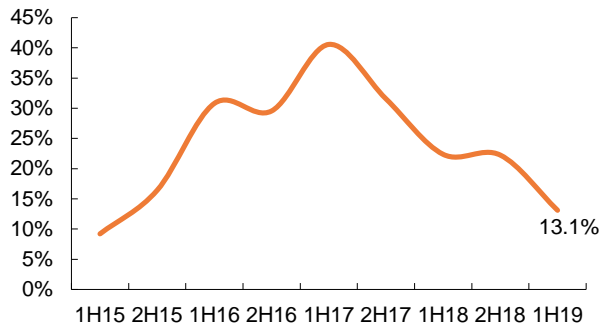
资料来源：前瞻经济学人，平安证券研究所

3.5 保健品：受政策冲击增速回落，或仍需时间进行调整

行业营收增速持续回落，大小企业均面临挑战。受 2019 年一系列监管政策出台的影响，保健食品行业面临较强的逆风。我们选取了 6 家在 A 股或 H 股上市的保健食品企业（汤臣倍健、西王食品、交大昂立、金达威、H&H 国际控股、澳至尊），6 家企业 1H19 合计营收增速下滑至 13.1%，处于

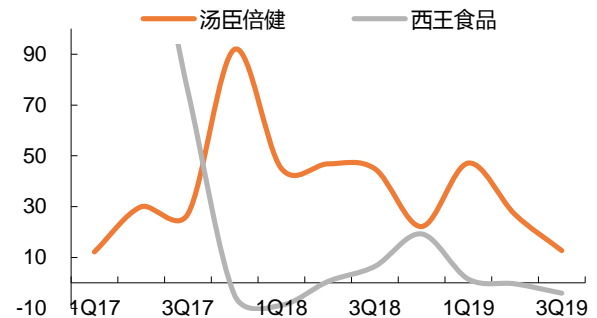
近年来的低位。19 年前三季度，A 股上市公司中的药店渠道龙头汤臣倍健营收逐季下滑，运动营养产品龙头西王食品（约一半营收来源于保健食品业务）营收则陷入了负增长，或证明行业大小企业均遭受负面冲击。

图表69 A+H 6 家上市公司 1H19 营收+13.1%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表70 汤臣倍健&西王食品季度营收增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

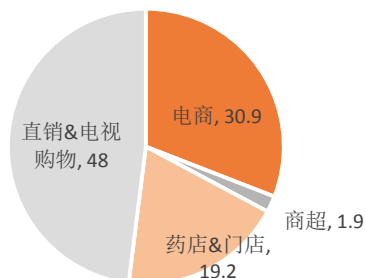
增速下行主因新政策的负面影响，行业全渠道均遭受负面冲击。2019 年行业同时面对新电商法、医保政策变化和保健品专项整治行动三大打击，对行业三大主要销售渠道——直销、电商&药店均造成负面影响。

直销：2018 年底权健事件发生后，消费者对保健食品信任度大幅下降。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员数均大幅下降。

电商：新电商法于 2019 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，导致小网店和个人代购大幅减少。根据阿里系电商平台的数据，海外进口的保健食品零售额占平台保健食品总零售额的一半左右，并且在销售上高度依赖国内的小型代购/网店。因此新电商法导致渠道收窄、销售额降低，产品库存也无法在短期内消化。除 6 月受 618 促销活动的刺激外，1-10 月行业线上增速出现负增长。

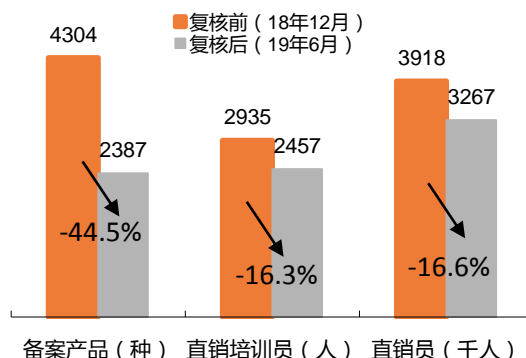
药店：药店渠道调研显示，10-20%的保健食品销售使用了医保购买。但由于医保支出压力逐年增大，医保控费、使用监管趋严或是长期的趋势。目前各地对使用医保购买保健食品的规定不一，但未来在全国范围内，医保购买保健食品的统一政策存在较大不确定性。在医保改革探索的过程中，华东、华南、西南等部分地区出台“一刀切”政策，全面禁止在医保药店销售保健食品。此外，在百日行动等行业专项整治行动中，各级政府也持续加强对药店渠道销售模式的监管和广告的审查，行业整体营商环境有所恶化。

图表71 膳食补充剂销售渠道分布 (%)



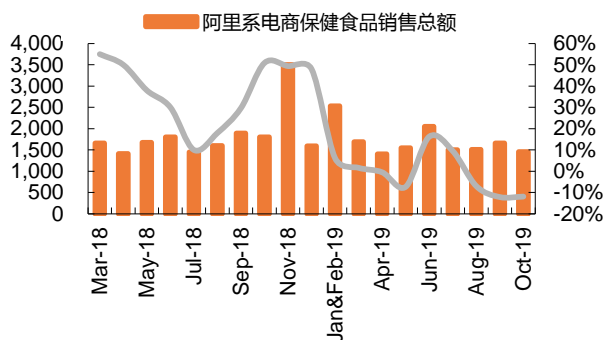
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表72 专项整治行动后直销产品&人员大幅减少



资料来源: 庶正康讯, 平安证券研究所

图表73 电商渠道保健品销售处于负增长



资料来源: 阿里数据, 平安证券研究所

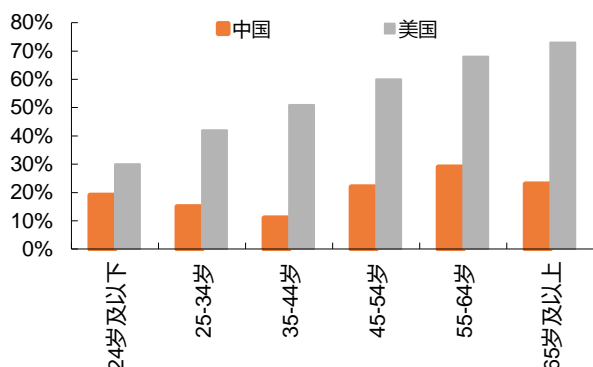
图表74 支出增速高于收入, 医保管理或趋于严格

2018年	收入 (亿元)	收入增速	支出 (亿元)	支出增速
职工医保	13,259	8.7%	10,505	11.5%
城乡居民医保	6,974	27.1%	6,285	28.9%
新农合	857	-	818	-
基本医保基金	21,090	-	17,607	-

资料来源: 医保局, 平安证券研究所

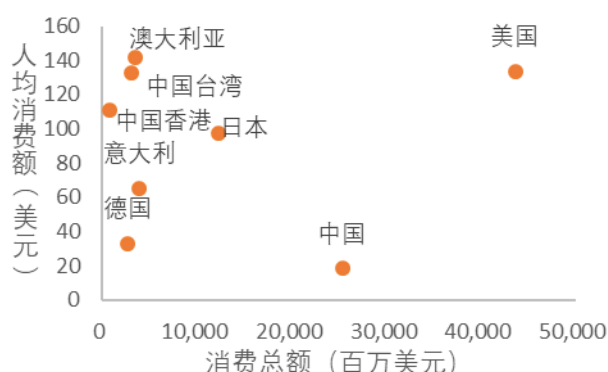
行业长期增长逻辑不变,但短期内行业仍需时间应对政策变化,建议持续关注龙头企业。从长期看,行业天花板仍高,增长逻辑未改。老龄化人口、亚健康城市人口&三四线城市新增消费者,仍是保健食品行业庞大的潜在消费人群,保健食品渗透率的提升空间大。此外,我国人均保健食品消费额基数低,与日本、美国等成熟市场相比仍有广阔提高空间。但从短期看,直销渠道名声的重新建立或需漫长时间、电商渠道仍在持续去库存&重建、药店渠道持续面对医保改革&政策执行力度的不确定性,各企业对渠道的重新梳理或仍需时间。此外,行业监管趋严应是长期趋势,运动式的行业肃清行动也或将间歇性发生,对行业经营环境造成负面影响。但渠道梳理&行业整顿利好拥有良好品牌名声和消费者基础的龙头企业,行业集中度提升或是缓慢但必然的结果。建议持续关注龙头企业,静待业绩拐点。我们预计2020年上半年行业整体业绩或难有明显改善,但仍对下半年企业&渠道成功完成调整抱有希望。

图表75 我国各年龄段保健食品渗透率均远低于美国



资料来源: IQVIA, 平安证券研究所

图表76 保健食品人均消费额仍有较大上升空间



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

四、 选股思路：抓稳核心资产，关注反转机会

展望 2020 年，行业发展环境依然复杂，需求延续稳中回落趋势，成本上涨压力仍存，而估值则在 3 年上涨推动下已位居市场前列。在此背景下，我们认为食品饮料投资机会仍存，但更考验研究能力的专业度以及投资的定力与耐力，我们建议两思路选股：

1. **抓稳核心资产：**虽核心资产业绩增速仍呈逐年放缓趋势，但在存量竞争下龙头综合竞争力更为突出，弱势环境下大概率可延续业绩稳健增长，且若外部环境出现积极变化，龙头公司凭借格局优势、强品牌力&渠道力，有望“春江水暖鸭先知”，实现业绩超预期增长。综上，我们认为核心资产稀缺性仍可继续支撑较高估值，关注可能的外部因素驱动盈利改善机会，建议**抓稳双汇、伊利、茅台**等行业核心标的。
2. **关注反转机会：**部分优秀公司仍处于较好发展赛道，商业模式已经过市场充分验证，在长期发展过程中不断拓宽企业护城河，虽暂时因外部冲击&决策失误等因素导致企业遭遇逆流，但公司本身核心竞争力犹存，长期价值未被市场充分认知，我们建议持续关注**低估值的洋河、汤臣、克明**等，静待反转信号出现。

■ 双汇发展：肉制品提价成功，长期利润弹性凸显

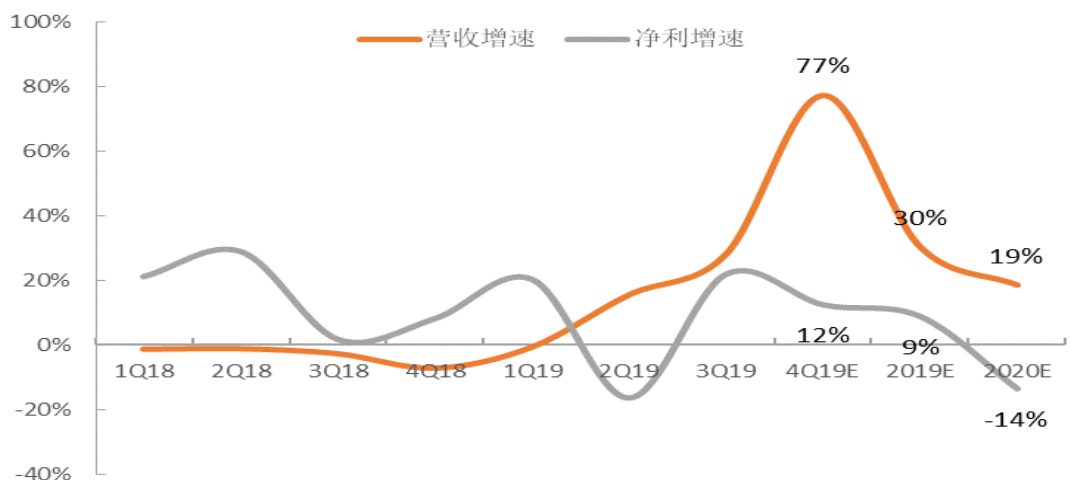
借成本大涨契机推动肉制品涨价，成本见顶回落推动利润中枢上台阶。非洲猪瘟疫情导致生猪产能大幅萎缩，短期价格涨幅及猪价高点均远高于过往周期，原材料价格持续大幅上涨推动肉制品全行业共同提价。公司作为肉类龙头，年初至今已累计提价 6 次，产品累计价格涨幅高达 20%，而销量依然保持稳定，终端动销也整体平稳，说明提价效果良好。往 20 年看，猪&鸡价格大概率继续走高，若公司继续采取“水涨船高”的涨价策略，对未来提价效果可抱以更乐观预期。展望未来，猪肉、鸡肉价格必将迎来周期性回落，双汇火腿肠市占率高达 50%-60%，寡头垄断的竞争格局下，成本回落将有望大幅增厚公司业绩，推动公司利润中枢上台阶。

屠宰成长性加速显现，肉制品转型彰显新气象。非洲猪瘟引发屠宰行业大变局，政府出于防疫、环保考虑，正加速清理私屠滥宰、不合规的中小屠宰厂，整治力度史无前例，长期制约屠宰集中度提升的限制因素正消除。公司作为国内第一屠宰龙头，18 年市占率仅约 2.4%，成长天花板高，行业

变化给公司屠宰业务带来的高速发展机会。17年底马总接任总裁以来，推动肉制品品牌、产品、销售、渠道、研发等一系列改革，力推产品结构由中低端向中高端转型、由休闲向餐饮转型、以卤味熟食为突破口推动中式产品工业化，我们认为公司转型方向正确，虽暂时效果仍不显著，但公司战略坚定，有望抓住新成长机遇。

价值有望重估，维持“强烈推荐”评级。随着原材料成本压力持续凸显以及冻肉贡献逐步消退，公司20年业绩仍有压力，但随着长周期猪肉、鸡肉成本恢复正常，提价有望为未来贡献可观的利润弹性。此外，屠宰业务受益行业整合的大机遇，肉制品在在管理层新思路下，加速推进结构转换、产品升级的进程，长期成长性正持续凸显。我们维持公司19-21年EPS为1.61、1.39、1.88元的预测，维持“强烈推荐”评级！

图表77 预计双汇发展2019年营收、净利分别同比+30%、+9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

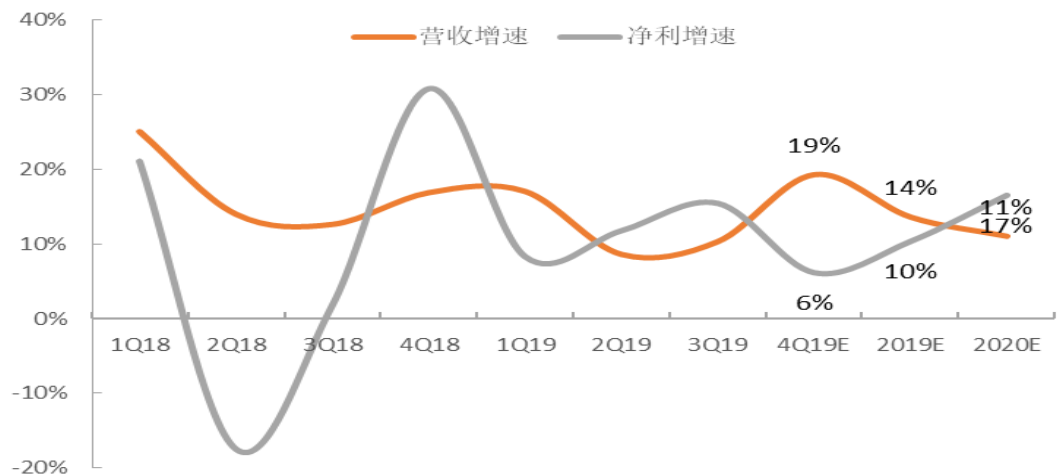
■ 伊利股份：竞争缓和趋势不改，未来业绩有望持续超预期

原奶供给趋紧推动竞争缓和逻辑依然成立。4月以来，特仑苏、金典为代表的高端产品爆发价格战，市场对行业未来竞争态势走向趋于悲观，但3Q19伊利促销力度有所收窄，有望缓和市场对行业竞争加剧的担忧，也说明原奶供给偏紧推动竞争趋缓的大逻辑仍然成立。往后看，原奶价格周期高点或在2021年，未来2年大概率原奶供给继续呈短缺态势，低端白奶促销力度逐步削减有望推动公司业绩释放。

常温奶格局优势奠定，有望推动净利率持续爬坡。过去10年，公司与竞争对手间竞争较为焦灼，业绩波动相对较大。在公司坚持与竞争对手拉开差距的战略下，公司领先优势持续扩大，1H19常温奶市占率已高达38.7%，与竞争对手的差距扩大至10.3pcts，常温奶单寡头趋势愈发明显。我们认为持续拉开的两强份额差距对常温奶竞争的影响有望从量变到质变，竞争对手的资源或转移至低温奶、奶粉及其他乳品业务上，从而推动常温奶竞争强度长期维持在较低水平，公司盈利能力长期向上趋势确立，2020年或是格局优化验证之年。

业绩有望持续超预期，维持“强烈推荐”评级。公司常温格局优势日趋巩固，长期利润率持续提升值得期待，短期原奶供给趋紧或加速业绩释放，且多品类运作能力逐步得到验证，快消平台建设正加速，成长边际正拓宽，当前低预期+低估值下，或有望迎来戴维斯双击。我们维持公司19-21年EPS 1.17、1.36、1.74元的预测，维持“强烈推荐”评级！

图表78 预计伊利 2019 年营收、净利分别同比+14%、+10%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

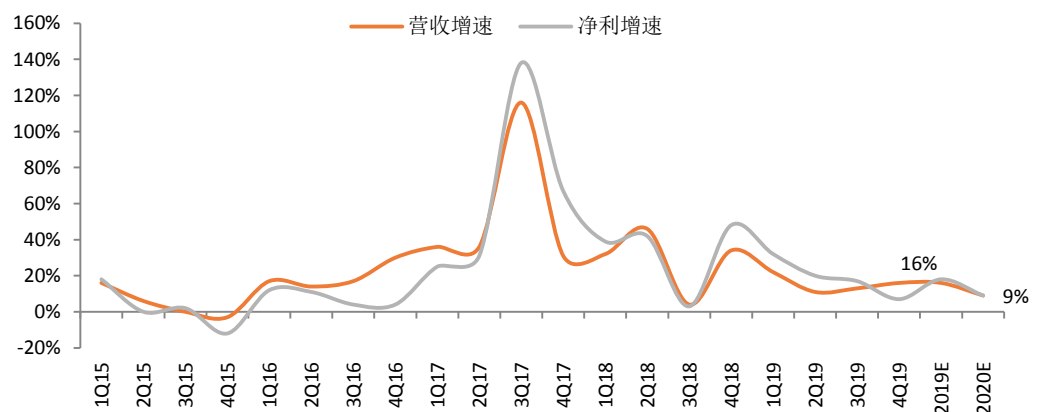
■ 贵州茅台：20 年或放缓增速夯实基础，长周期仍是优质成长股

3Q19 估计报表确认茅台酒出货量同增中个位数。3Q19 利息收入同降 1.9%，系列酒收入同增 22.8% 至 23.8 亿，茅台酒收入同增 12.8% 至 190.6 亿。3Q19，直营、海外渠道收入分别为 8.33 亿、15 亿，同增 16.9%、16.1%，其他渠道同增 12.3%，其中估计经销商渠道下降，增长主要靠商超、电商等新渠道带动。我们估算，受益于商超和电商出货价格更高、增值率下降，3Q19 报表确认茅台酒出货量同增中个位数，均价同增高个位数，1-3Q19 情况也基本相似。

20 年夯实基础，或应更重视开瓶量增长。20 年茅台应不会提高出厂价，19 年将达成集团千亿营收目标，之后酒厂或将暂时放缓增长目标，夯实市场和报表基础。我们认为，酒厂应真正加大茅台酒实际投放量，推动开瓶消费增长。

长周期仍是优质成长股，维持“推荐”评级。茅台强大品牌力能支持在高端白酒市场上持续抢夺更大销量份额，巨大渠道利差则为出厂价上涨提供了充足空间，量、价仍可齐升，成长前景确定。维持此前业绩预测，预计 19、20 年 EPS 同增 18.2%、9.4% 至 33.13 元、36.24 元；维持“推荐”评级。

图表79 预计茅台 2019 年营收、净利同比+16%、+18%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

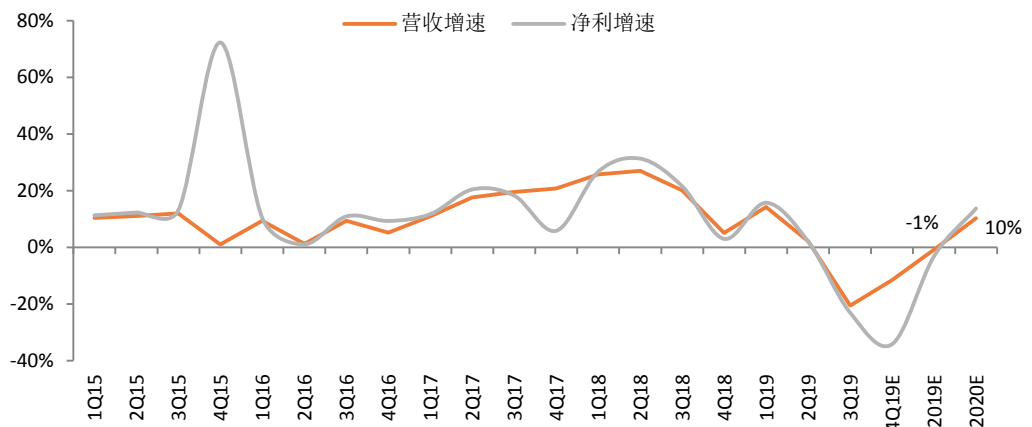
■ 洋河股份：凤凰浴火，静待重生

中秋全面控货去库存，效果开始显现。2019 上半年，洋河公告调整了销售公司董事长，推动了 19 年中秋旺季在省内、省外全面去库存。一方面应对平淡的中秋需求，另一方面也趁机清理渠道库存，以推动产品批发价格上涨，恢复渠道利差。实际上，草根调研显示，洋河到 10 月底仍在严格控货，并延续至 11 月。虽中秋整体动销平淡，但严格控货效果开始显现，经销商信心开始恢复，主力产品批价也明显回升。

凤凰浴火。中国白酒市场正发生深刻变化，如：消费者更重视品牌；白酒整体消费量下降，不同价格带的增速差距拉大；市场集中度提升，竞争对手从小弱差变为大强优。新的市场环境对白酒企业战略、产品组合、竞争模式都提出了新要求。洋河一直是白酒行业的优等生，本次以销售公司董事长更换为契机，主动调整，可谓凤凰浴火。

静待重生。洋河品牌、产品组合、渠道基础扎实，销售新领导刘化霜经验丰富、务实求真、思路清晰、执行力强，公司未来恢复增长值得期待。预计 19、20 年 EPS 为 5.21、5.93 元，分别同比下降 3.2%，增长 13.7%，维持“推荐”评级！

图表80 预计洋河 2019 年营收、净利分别同比-1%、-3%



资料来源：Wind，平安证券研究所

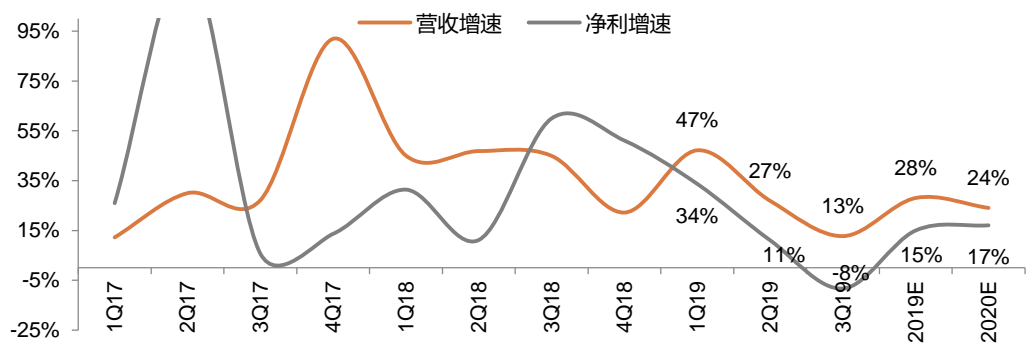
■ 汤臣倍健：受政策影响增速下行，长期竞争优势犹在

前三季度业绩增速逐季下滑，渠道面临政策影响+销售费用持续高增。汤臣倍健 2019 年受行业政策变化影响，营收&净利均逐季下滑。公司前三季度实现营业收入 43.8 亿元，同比增长 28%，低于 2018 年同期的 45.6%；销售费用同比增长 54%，高于 2018 年同期的 47.4%；实现归母净利润 11.9 亿元，同比增长 12.6%，低于 2018 年同期的 31.7%。公司产品销售主要依赖药店&电商两个渠道，目前药店渠道受行业专项整治行动&医保改革的影响，电商渠道一方面在适应新电商法，另一方面公司也受阿里系要求商家站队、实施全网最低价等的负面影响。费用方面，销售费用持续高增长主因 LSG 国内线下启动推广，以及保持主品牌&健力多宣传力度的需要。

短期调整仍将持续，长期竞争优势犹在。短期看，考虑到行业监管常态化、药店&电商渠道应对新政策的调整仍在继续等因素，公司面临的经营环境或难以有明显的改善。目前公司在线下正加大商超、母婴店等非传统渠道的建设，并持续打造更好的产品力，增强消费者的产品认知。线上方面，公司积极开拓拼多多、社交/内容电商等非头部电商平台，多元化的尝试值得期待。但我们认为渠道的调整并非一朝一夕能完成，2020 年内公司或仍将面临一定的增长压力。

从长期看，行业成长天花板仍高，进一步的规范化也将持续有利于龙头提升市场份额。此外，公司核心大单品迭代体系完整，产品储备充足。三大单品中，蛋白粉仍维持 10%左右的稳健增长；健力多 2019 年预计能完成 40-50%的增长任务，并且渗透率仍有提高空间；LSG 益生菌渠道建设进展良好，一旦线上完成库存消化（或于 1H20）、线下拿到蓝帽子批文（或于 2H20），将可迅速成为公司下一个爆品，推动下一轮的业绩增长。公司已有近 20 年的行业运营经验、药店&电商双渠道龙头地位、成熟的大单品运营&迭代策略，从长期看公司竞争优势仍在，是优质的细分领域龙头标的。我们预计公司 19 年、20 年归母净利+15%、+17.1%，EPS 0.73、0.85 元，维持“强烈推荐”评级。

图表81 预计汤臣倍健 19 年营收、归母净利+28%、+15%



资料来源：wind，平安证券研究所

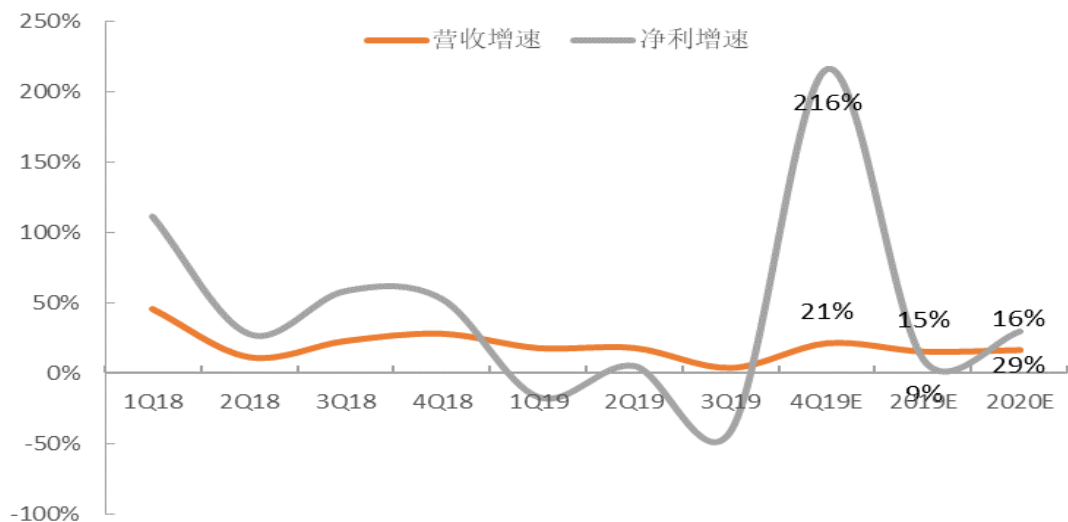
■ 克明面业：战略转型取得阶段成效，成长空间重新打开

高端挂面增长潜力仍足，凭借龙头地位尽享升级红利：高端挂面基数小&空间大，仍有望长期保持较快扩容速度，公司作为高端挂面绝对龙头，凭借强品牌认知、货架垄断、规模优势构筑宽广护城河，且卓有成效的功能化、细分化产品创新及营销体系的规范化、精细化演进也在持续强化公司竞争力，低端挂面放量亦有望助推高端挂面加速导入县乡市场渠道。

低端挂面进入大整合时代，快速入场收割杂牌份额：低端挂面市场存量空间大&市场份额分散且进入快速洗牌期，正可谓大水养大鱼。公司紧抓行业机遇，正全方位切入低端市场，学习竞品成功经验，采取基地重构&小麦收储&面粉自供等措施全面整合供应链、降低生产成本，并推动渠道向县乡市场及粮油、农贸、批发等流通渠道的下沉。随着产能&渠道调整稳步推进，公司于 19 年初正式推出高性价比新品“宽细圆”，切入低端主流价格带，厚积薄发下有望持续放量。

短期波折不改长期逻辑，维持“强烈推荐”评级：公司布局低端挂面可谓是培育新成长业务，在早期遭遇挫折并不稀奇，但公司战略坚定不移，已采取相应措施进行调整，随着供应链&渠道继续优化，20 年低端挂面有望再次提速，小麦价格持续回落&面粉自供比例提升亦有望为 20 年提供利润弹性。我们维持公司 19-21 年 EPS 0.62、0.80、0.98 元的预测，维持“推荐”评级！

图表82 预计克明 2019 年营收、净利分别同比+15%、+9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：**经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：**当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期从而造成业绩估值双杀的风险；
- 3、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。

平安证券研究所投资评级:

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编: 200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033