

## 食品饮料

## 中报验证板块基本面强劲，再推行业龙头

-中泰食品饮料周报(第36周)

**评级：增持（维持）**

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

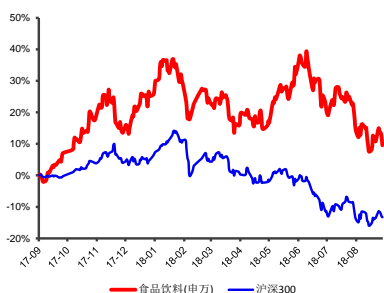
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

联系人：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

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

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

<<重庆啤酒(600132.SH)\_半年报点评：产品升级+区域扩张推升公司业绩持续改善>>2018.08.26

<<西王食品(000639.SZ)\_半年报点评：双主业稳健增长,信用评级恢复,投资性价比凸显>>2018.08.27

<<顺鑫农业(000860.SZ)\_半年报点评：牛栏山继续加速增长,未来成长空间仍足>>2018.08.27

<<山西汾酒(600809.SH)\_半年报点评：二季度延续高增长,省外占比持续提升>>2018.08.28

<<泸州老窖(000568.SZ)\_半年报点评：业绩稳健增长,中档酒加快发力>>2018.08.28

<<五粮液(000858.SZ)\_半年报点评：业绩加速增长,改革红利持续释放>>2018.08.28

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
洋河股份	115.3	3.87	4.4	5.58	7.03	29.8	26.2	20.7	16.4	0.82	买入
绝味食品	39.33	1.06	1.26	1.59	2.01	37.1	31.2	24.7	19.6	0.83	买入
贵州茅台	659.2	13.31	21.56	29.2	35.87	49.5	30.6	22.6	18.4	0.64	买入

备注：股价为2018年8月31日收盘价。

**投资要点**

- 白酒中报总结：Q2业绩整体加速增长，Q3旺季动销值得期待。1)18H1业绩：**白酒板块收入增速30.8%，净利润增速40.8%，其中Q2收入增速35.6%，净利润增速46.1%，环比Q1分别提升7.6、8.6pct，反映出白酒板块Q2整体呈现加速增长势头。同比数据来看，Q2收入实现正增长的酒企个数由的Q1的17家增加至18家，一二线酒企普遍实现30%以上增长；环比数据来看，高端酒及区域酒业绩均呈现环比加速增长趋势，考虑到基数原因，区域强势品牌酒企业绩加速增长趋势最为突出，次高端酒增速普遍放缓。18Q2白酒板块毛利率继续上移，茅台提价及其他名酒结构升级效果凸显，费用率微幅收窄，驱动盈利能力进一步提升；但毛利率提升的酒企数量有所减少。18H1白酒板块预收账款同比下降19.48%，主要是高端酒茅台和五粮液下滑所致，随着打款节奏的逐步均衡化，后续预收款下行将成为常态。
 **2)三季度展望：**茅台陆续出台降温稳价措施，旺季价格有望回归1500-1600元，同时有望增厚三季度业绩；区域酒收入基数较低，外加中秋在9月下旬，与国庆错期有助旺季充分动销，三季度业绩值得期待。目前名酒估值多数在20倍以下，基于行业强壁垒以及增长的确性较高，我们认为安全边际凸显，继续重推茅台、五粮液、老窖，二三线酒超额收益仍在，继续重推洋河、古井、口子窖、顺鑫、汾酒、水井坊等。
- 9月金股—洋河股份：梦之蓝强力增长，双击在望。**公司中报收入和利润均超出市场预期，连续3个季度增速超过20%，其中18Q2收入增速26.97%，环比提高1.29pct，净利润增速31.28%，环比提高4.59pct，产品结构升级有效对冲税基影响，使得利润增速仍略快于收入；预收账款环比增长40.19%，同比增长40.67%，反映终端需求持续旺盛，我们预计上半年梦之蓝增速超过50%。从核心市场反馈来看，中秋旺季省内外经销商备货积极性高涨，我们预计三季度收入有望继续保持20%以上增长，税基因素消失后利润端增速将更快。公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，长期竞争优势依旧明显，近年来在产品力及品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝得到消费者热捧。我们认为压制公司估值的要素在加快消除，梦之蓝加速增长正在逐步改变市场对公司的认知。目前对应2018年仅20倍，增速上一台阶，估值急待修复。
 **9月金股建议积极配置，详细参考8月发布的深度报告《梦之蓝引领新一轮成长，新江苏打开全国化空间》。**
- 贵州茅台：降温稳价措施再出台，全年量价有望趋于平稳。**根据微酒显示，茅台经销商于今年12月底前可提前执行2019年1-2月计划，这与8月底前就执行9-10月计划正好相接，我们认为这显示出下半年公司稳价的强烈决心。近期渠道跟踪反馈，飞天茅台一批价有所降温，基

<<古井贡酒(000596.SZ)\_半年报点评: 收入加速增长,业绩弹性十足 >>2018.08.28

<<元祖股份(603886.SH)\_半年报点评: 现金流强劲,中秋旺季值得期待>>2018.08.29

<<洋河股份(002304.SZ)\_半年报点评: 梦之蓝强力增长,双击在望>>2018.08.30

本回归到1630-1650元,部分经销商已于8月底打款9-10月合并订单,我们预计随着后续逐步放量,中秋旺季一批价有望逐步稳定在1500元以上。结合8-9月旺季投放7000吨茅台酒计划,10月投放量约1500吨,我们预计三季度茅台酒发货量同比有望保持平稳,对应收入亦有望实现20%以上增长。基于充足的渠道价差,我们认为未来茅台酒仍具备提价能力,中长期来看公司收入有望持续保持20%以上稳健增长,建议以长远视角来看待公司良好投资机会,继续重点推荐。

■ **啤酒: 二季度业绩加速增长,持续看好啤酒板块行情。**啤酒中报显示,板块二季度业绩增速处于环比改善趋势,产品结构升级及提价因素推动净利率持续走高,啤酒行业盈利能力提升逻辑再次验证。收入分拆来看,18H1 华润啤酒销量下降1.5%,产品均价提升13%,提价及产品结构升级效应持续显现,公司盈利能力持续走高;重啤销量47.2万千升,同比增长4.98%,Q2在重庆降雨较多的背景下销量同比增长6.4%,比Q1销量增速3.3%明显加快,我们认为今年重庆入夏较早以及世界杯赛事对销量有明显拉动;上半年吨价达3561元,同比增长3.7%。从板块投资机会来看,我们看好啤酒行业未来结构升级带来的净利率提升空间,目前采取吨酒市值估值更为合理,对比国际水平依旧存有较大提升空间,行业先后受益的分别是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒。

■ **食品板块中报总结: 1) 调味品:** 行业保持稳健高速增长,行业千亿规模,集中度低属于必选消费品,龙头跨越周期能力强,继续推荐中报收入利润超预期品种,如海天味业(17.24%、23.4%)、中炬高新(20.5%、58.4%)、涪陵榨菜(34.1%、77.5%)。2) 乳制品: 行业增长欣欣向荣,两大龙头伊利蒙牛收入增速分别在19.3%、17.15%,市占率加速提升;但是受到蒙牛赞助世界杯体育营销带动,伊利同期加大线上广告投入,两者上半年广告费用投放超预期,线下渠道促销同比加大,二季度为全年费用高点,利润受到影响。蒙牛捕鱼竞品价格战+伊利三四季度费用投入回归正常,预计三四季度行业竞争环比趋缓,利润逐渐释放。3) **保健品:** 行业收益人口老龄化和医保政策压力鼓励疾病预防和大众保健+中产阶级焦虑,膳食补充剂健康观念提升提供良好成长环境。汤臣倍健大单品健力多发力+药店渠道、电商渠道高增长,带动收入46%增长;上半年合生元ANC收入18亿元(增长29.3%)同样验证保健品行业的高成长,Swisse在澳洲市占率18.6%继续保持第一,国内跨境电商排名第一,益生菌增长64%;西王食品运动营养14.5亿元,北美市场库存基本出清,国内电商增速50%以上,下半年期待发力。目前国内大量食品药品企业看好保健品业务,行业迎来并购潮。4) **肉制品:** 双汇中报利润增速24%超预期,主因成本红利释放,但是受到非洲猪瘟事件影响,基本面影响有限,但短期抑制股价,建议猪瘟逐渐平息后,逢低布局,现金分红比例高,估值低,性价比之选。5) **休闲食品:** 小零食走独立个股行情,洽洽食品7月公布主流产品8类瓜子提价6%-14.5%,迎一波提价红利,利好利润释放;元祖股份二季度粽子热销20%,三季度月饼动销进行中,估值较低,可以关注。

■ **伊利股份: 鹬蚌相争,无人得利? 解读长短期公司战略和报表。**1)2018H1 公司营业收入399.43亿元,同比+19.26%,其中2018Q2 公司营业收入201.9亿元,同比+14.05%,收入一季度高增24.6%主因春节时间错位影响,二季度收入在17Q2收入增速19.6%的高基础上,

依旧实现 13.8%的增速,大象起舞主因线上广告和线下渠道高投入拉动+产品结构升级+渠道开拓,三四线农村贡献增量。2)公司市占率加速提升:常温 18H1 市占率 35.8%,同比+2.38pct;低温上半年市占率 35.8%,同比+2.38pct;奶粉市占率 5.8%,同比+0.81pct。3)18H1 公司整体毛利率 38.6%,小幅下降 0.06pct,其中货折买赠同比持平、主要是成本上涨抵消产品结构升级的贡献。4)18H1 公司扣非净利润 32.3 亿元,同比+3.5%。18Q2 扣非净利润 12.3 亿元,同比-15.9%,利润不达预期最重要的原因是销售费用大幅增长 25.22 亿元。伊利蒙牛二季度销售费用率分别为 25.5%、28.9%,同比提升 2.63pct、4.7pct。两大龙头在二季度主要加大了广告和品牌费用投入,广告费用率分别为 14.9%、12.8%,同比提升了 2.1pct、3.8pct。利润的流向一是留向消费者教育。二是低温和奶粉竞争激烈,潜力赛道需要逐渐加大投入力度,是流向了渠道建设。

- **蒙牛乳业:本部乳业稳健增长,雅士利扭亏为盈、现代乳业减亏利好利润释放。**1)2018H1 蒙牛营业收入 344.74 亿元,同比+17%,其中销量增长贡献 9%,结构升级贡献+货折减少贡献 8%。液态奶收入 289.32 亿元,同比+14%,其中高端奶特仑苏增长近 19%,纯甄(含果粒和 pet 瓶新品)与常温酸奶(真果粒常温酸+作酸奶)累计增长 31%左右;冰淇淋+12.8%;奶粉(含雅士利)收入 29.47 亿元,同比+64.9%,是上半年的增长亮点,得益于雅士利产品结构升级+供应链和生产优化。鲜奶、植物基、奶酪、海外业务都实现双位数增长。2)从 2018H1 市占率角度看,常温液奶市占率 28.2%,同比+0.2pct。低温酸奶 32.5%,同比+0.2pct。奶粉市占率 4.3%,同比+0.2pct。电商 2018H1 市占率 24%,同比+3.4pct,稳居市场第一。2)品类结构升级+原材料价格管控增强推动成本优势,2018H1 公司毛利率 39.2%,同比+3.6ppt。3)二季度赞助世界杯计入 8 亿元广告费用前置,18H1 销售费用率同比提升 4.7%,其中广告费用率 12.8%同比提升 3.6pct。上半年销售费用提升,堆头陈列费增加是配合世界杯广告策略的体现。下半年不会与竞品价格战,线下渠道投入正常。年初规划的毛利增加绝大部分投入到品牌营销和产品创新中,看重长期发展和库存的良性。4)实现归母净利润 15.62 亿元,同比+38.5%,有较大改善主因雅士利扭亏为盈+现代乳业大幅度减亏。
- **安井食品:好赛道,重流通,细分龙头初长成。**公司主要以生产速冻肉制品、速冻面米制品和调味小龙虾为主,1)行业固定资产投资增速五年复合达 24%,未来龙头集中度加速提升。速冻火锅料消费场景逐渐从酒店、火锅配料,拓宽到关东煮、麻辣烫、烧烤、休闲零食速冻食品,行业规模大。安井体量为竞争对手 3 倍,市占率还很低,公司具备规模优势、渠道精耕和管理能力优势,产品质量优异性价比高,所处赛道好。2)公司 18H1 营业收入 19.5 亿,同比+18%,18Q2 收入 9.9 亿,+18.4%,其中火锅料、速冻面点收入增速分别约 15-18%和 20%以上;3)2018 年火锅料产能仍受限,面点产能预计提升 3-4 万吨,10%左右;预计 2018 年达到 40 万吨以上产能(2017 年 35 万产能)。4)18H1 归母净利润是 1.4 亿,同比 1.03 亿增长了 37%,净利率提升明显,主要受益于期间费用率下降 0.75pct,其中销售费用率-0.46pct,管理费用率下降 0.31pct。看好公司产品、渠道、区域稳步扩张,带动全国化增长。公司



- 销地产模式可带动工厂规模效应提升，冷链物流完善、运输成本下降。
- **白云山：凉茶一枝独秀，医药稳健扩张。** 18H1 营收 148.4 亿元，同比增 33.5%；扣非后净利 15.4 亿元，同比增 36.7%。1) 王老吉大健康收入 52.8 亿元，同比增长 5.5%；净利润 5.6 亿元，增长 56.1%。季度收入增速环比放缓，主因春节错位延后，一季度铺货较多，二季度存在消化期，红罐王老吉上半年销量增长 12%，超过收入增速主因销售折扣政策替代了渠道费用投入，在报表体现在折价收入和毛利率，但是增厚利润，净利润率 10.6% 同比提升 3.4pct，说明凉茶利润的释放加速。2) 上半年公司大南药收入 51.9 亿元，增 30.2%，其中中成药收入 21.5 亿元，+4.1%，毛利率提升 3.1pct 至 44.7%；化药收入 30.3 亿元，+58.4%，核心产品金戈持续发力。大商业收入 42.2 亿元，+109.1%，受医药公司并表影响。未来医药板块受益参股产业基金，持续寻找优质标的并表。
  - **澳优：奶粉行业欣欣向荣，牛奶粉稳健高增，羊奶粉独创先河。** 1) 公司 2015-2017 年销售额复合增速 37%，自家品牌奶粉销售额增速 54%。18H1 收入总收入 25.8 亿元，同比+5.6%。其中自家品牌牛奶粉 11.7 亿，同比+80.5%；自家品牌羊奶粉(佳贝艾特)收入 9 亿，同比+67.7%；营养品 0.5 亿，+61%；私人品牌 1.9 亿，-19.5%，主因自家品牌销售强劲，海外工厂减少私人品牌的代加工销售；随着目前产能提升，预计其他品牌继续保持稳健高增长，下半年私人品牌恢复增长。2) 产品结构不断升级，18H1 毛利率 26.4%，提升 4.5pct，销售费用率 27%，同比提升 8.2pct。主因奶粉母婴店的渠道下沉和营销投入，还有因缺货造成额外航空运输费提升 2.1pct。公司扣非净利 2.5 亿，同比增长 69%。3) 公司治理结构清晰，管理层持股动力足，产品双主业定位抢占先机。自家牛奶粉品牌一直立足三四线母婴渠道，充分收益注册制洗牌带来的三四线 100 多亿空白奶粉市场机会，保障持续稳健增长。佳贝艾特自 2014 年以来一直是国内婴幼儿配方羊奶粉之冠，市占率达到 67%，消费群体集中在 1、2 线城市，随着蒙牛、合生元等逐渐布局羊奶粉，看好细分行业未来的消费者教育和扩容，带动羊奶粉整体行业性机会。
  - **8 月推荐组合：贵州茅台、洋河股份、顺鑫农业、元祖股份。** 当月内四者涨跌幅分别为贵州茅台 (-9.26%)、洋河股份 (-10.14%)、顺鑫农业 (-10.11%)、元祖股份 (-17.02%)，组合收益率为 -11.63%，同期上证综指下跌 5.25%，组合落后上证综指 6.38%。根据各细分子行业变化，**9 月推荐组合为：洋河股份、绝味食品、贵州茅台，其中洋河股份为 9 月金股。**
  - **投资策略：** 分子行业来看，白酒继续重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，二三线酒洋河股份、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、山西汾酒、水井坊等；啤酒行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐伊利股份、绝味食品、中炬高新、元祖股份、海天味业，保健品行业建议关注汤臣倍健、西王食品、H&H，烘焙面包行业建议关注桃李面包、广州酒家，肉制品行业积极关注龙头双汇发展。
  - **风险提示：** 三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

## 内容目录

市场回顾与盈利预测 .....	- 6 -
每周市场回顾：板块落后上证综指 0.99%，子板块肉制品涨幅居前.....	- 6 -
2018 年 8 月投资组合：茅台、洋河、顺鑫、元祖 .....	- 6 -
最新重点报告观点（第 36 周） .....	- 8 -
重庆啤酒：产品升级+区域扩张推升公司业绩持续改善.....	- 8 -
西王食品：双主业稳健增长，信用评级恢复，投资性价比凸显 .....	- 9 -
顺鑫农业：牛栏山继续加速增长，未来成长空间仍足.....	- 10 -
山西汾酒：二季度延续高增长，省外占比持续提升 .....	- 12 -
泸州老窖：业绩稳健增长，中档酒加快发力 .....	- 13 -
五粮液：业绩加速增长，改革红利持续释放 .....	- 13 -
古井贡酒：收入加速增长，业绩弹性十足 .....	- 14 -
元祖股份：现金流强劲，中秋旺季值得期待 .....	- 16 -
洋河股份：梦之蓝强力增长，双击在望.....	- 18 -
风险提示.....	- 19 -

## 图表目录

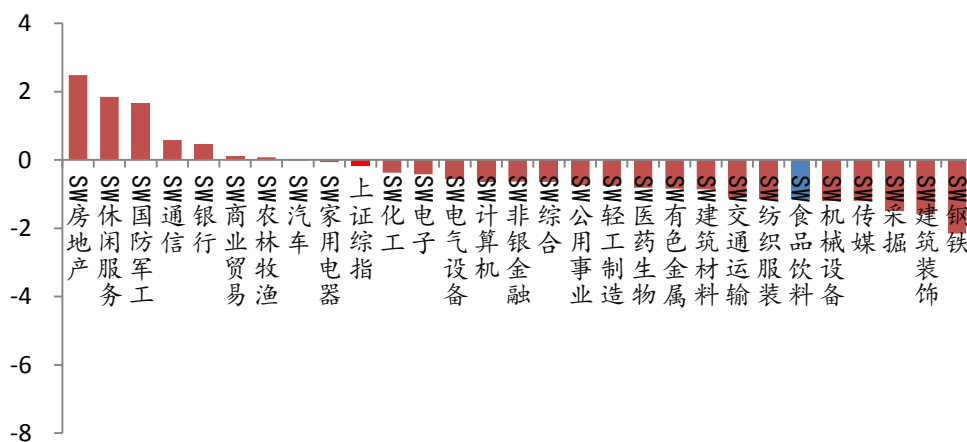
图表 1：食品饮料行业周涨幅为-1.15%，落后上证综指 0.99% .....	- 6 -
图表 2：子板块肉制品居前 .....	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览.....	- 6 -
图表 4：8 月组合收益率为-11.63%.....	- 7 -
图表 5：重点公司盈利预测表.....	- 7 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后上证综指 0.99%，子板块肉制品涨幅居前

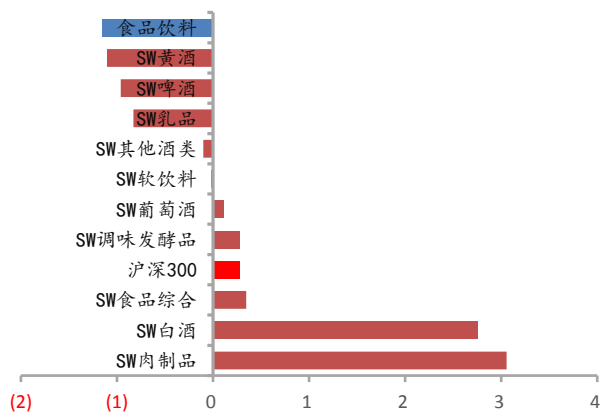
- 市场回顾：**本周上证综指下降 0.15%，食品饮料板块下降 1.15%，落后上证综指 0.99 个百分点。子板块方面，肉制品、白酒、食品综合、调味发酵品、葡萄酒分别上涨 3.06%、2.75%、0.35%、0.27%、0.11%，软饮料、其他酒类、乳品、啤酒、黄酒分别下跌 0.02%、0.10%、0.83%、0.96%、1.10%。个股方面，我们重点推荐的顺鑫农业（10.72%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为-1.15%，落后上证综指 0.99%



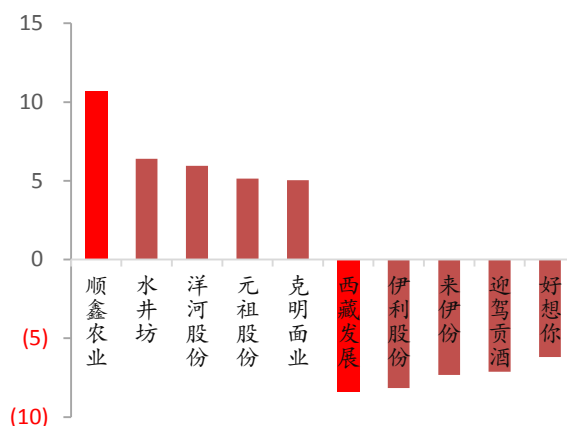
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块肉制品居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2018 年 8 月投资组合：茅台、洋河、顺鑫、元祖

- 8 月推荐组合：**贵州茅台、洋河股份、顺鑫农业、元祖股份。当月内四者涨跌幅分别为贵州茅台（-9.26%）、洋河股份（-10.14%）、顺鑫农业（-10.11%）、元祖股份（-17.02%），组合收益率为-11.63%，同期上证综指下跌 5.25%，组合落后上证综指 6.38%。

- 根据各细分子行业变化，9月推荐组合为：洋河股份、绝味食品、贵州茅台。

图表 4: 8月组合收益率为-11.63%

公司名称	权重	8月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	25%	-9.26%	动销强劲，国酒飞天	-11.63%
洋河股份	25%	-10.14%	蓝色经典全面提价，戴维斯双击在望	
顺鑫农业	25%	-10.11%	牛栏山加速增长，市值仍被低估	
元祖股份	25%	-17.02%	稳健的糕点行业龙头，估值洼地、旺季发力	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS			PE			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
贵州茅台	659.19	8279.4	21.56	29.20	35.87	30.6	22.6	18.4	买入
五粮液	61.90	2349.7	2.55	3.47	4.33	24.3	17.8	14.3	买入
泸州老窖	43.09	604.1	1.80	2.42	3.06	23.9	17.8	14.1	买入
洋河股份	115.33	1738.0	4.40	5.58	7.03	26.2	20.7	16.4	买入
古井贡酒	78.47	395.5	2.28	3.18	4.31	34.4	24.7	18.2	买入
山西汾酒	47.30	409.6	1.09	1.81	2.49	43.4	26.1	19.0	买入
口子窖	49.05	294.3	1.86	2.56	3.14	26.4	19.2	15.6	买入
水井坊	43.60	213.2	0.69	1.22	1.59	63.2	35.7	27.4	买入
沱牌舍得	26.50	89.3	0.43	0.93	1.33	61.6	28.5	19.9	买入
顺鑫农业	42.34	241.8	0.77	1.50	1.84	55.0	28.2	23.0	买入
伊力特	18.13	80.0	0.80	1.07	1.34	22.7	16.9	13.5	买入
老白干酒	17.03	74.6	0.37	0.73	1.04	46.0	23.3	16.4	买入
迎驾贡酒	14.98	119.8	0.83	0.93	1.03	18.0	16.1	14.5	增持
伊利股份	24.20	1483.2	0.99	1.20	1.50	24.4	20.2	16.1	买入
绝味食品	39.33	161.3	1.26	1.59	2.01	31.2	24.7	19.6	买入
元祖股份	17.60	42.2	0.85	1.02	1.22	20.7	17.3	14.4	买入
青岛啤酒	34.20	461.7	0.94	1.32	1.74	36.4	25.9	19.7	买入
重庆啤酒	25.40	122.9	0.68	0.87	1.00	37.4	29.2	25.4	买入
中炬高新	28.80	229.5	0.57	0.77	0.97	50.5	37.4	29.7	买入
海天味业	68.50	1853.6	1.31	1.58	1.92	52.3	43.4	35.7	买入
西王食品	8.42	64.9	0.76	0.59	0.66	11.1	14.3	12.8	买入
安琪酵母	27.15	89.6	1.03	1.32	1.67	26.4	20.6	16.3	买入
双汇发展	23.30	768.9	1.31	1.49	1.65	17.8	15.6	14.1	买入
恒顺醋业	9.58	57.8	0.47	0.45	0.51	20.4	21.3	18.8	买入
金禾实业	16.80	95.4	1.81	2.05	2.42	9.3	8.2	6.9	买入
光明乳业	9.62	117.7	0.50	0.59	0.68	19.2	16.3	14.1	增持

来源：wind、中泰证券研究所

## 最新重点报告观点（第 36 周）

## 重庆啤酒：产品升级+区域扩张提升公司业绩持续改善

- 重庆啤酒发布 2018 年中报，2018H1 实现营业收入 17.64 亿元，同比增加 10.91%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比增加 29.74%；实现扣非后归母净利润 1.95 亿元，同比增加 26.53%，其中 18Q2 实现收入 9.51 亿元，同比+11.38%，归母净利润 1.34 亿元，同比+18.21%。
- 二季度销量略超预期、结构提升明显。（1）Q2 销量略超预期。从销量上看，上半年实现销量 47.2 万千升，同比+4.98%，在 Q2 单季重庆降雨降雨较多的背景下实现了销量同比增长 6.4%，比 Q1 单季 3.3%的销量增速明显加快。我们认为 18 年重庆入夏较早以及世界杯对销量有明显拉动作用。（2）结构提升明显。公司依照“本地强势品牌+国际高端品牌”的组合满足不同消费需求。国际品牌方面，“特醇嘉士伯”销量同比大幅提升，“乐堡野”在餐饮铺市率和消费者推广度显著提升，高端化持续推进；本土品牌方面，新上市“重庆小麦白”市场反馈较好。2018H1 公司上半年整体吨价达 3561 元/吨，同比+3.7%，其中高档酒（8 元以上）收入为 2.73 亿元，同比+13.4%；中档酒（4-8 元）收入为 11.8 亿元，同比+9.0%；低档酒（4 元以下）收入为 2.29 亿元，同比+3.5%。（3）分区域看，重庆、四川、湖南分别实现收入 12.7 亿元（+3.9%）、2.7 亿元（+23.7%）、1.3 亿元（+37.2%），四川和湖南市场的增长受益于嘉士伯集团“大城市”扩张战略以及委托加工数量增加。
- 毛利率小幅下降，Q2 扣非净利润环比加速。公司 H1 整体毛利率 39.41%，同比微降 0.66ppc，主要原因是公司委托加工增加，金额达 2.88 亿元，同比增长 35%。销售费用率为 13.52%，同比提高 0.4 个百分点，其中 Q2 单季公司销售费用率达到 15.9%，较 Q1 的 10.7%明显提高，主要原因在于部分广宣费用于 Q2 确认。管理费用率为 5.16%，同比下降 0.68 个百分点，主要由于公司持续推进组织结构优化、优化运营成本所致。资产减值损失为 812 万元，较 17 年同期减少 2119 万元，主要在于公司使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损额为 2195 万。综上，公司 Q1、Q2 扣非后净利润分别为 0.47、1.47 亿元，同比增 6.5%、34.7%，环比加速。
- 公司 2018 年收入和利润有望持续保持较快的增长。公司稳步推进“产品升级+区域扩张”战略。2017 年公司首先在四川四个城市推进大城市战略，通过品牌影响力推动高端产品销售，实行差异化竞争，推进首年初见成效。凭借嘉士伯品牌力及较强的产品组合，公司有望在啤酒大省四川抢夺一定份额。此外，公司在年初对中档产品重庆纯生、易拉罐等产品进行了提价，提价幅度在 5%左右。我们认为，在龙头华润、百威等企业提价以及优化产品结构的带动下，行业整体竞争格局有望从中低端逐步过渡到中高端，公司业绩有望持续保持较快的成长。
- 投资建议：公司拥有较好的大本营市场，率先通过关闭低效产能、优化产品结构等方式实现了利润率的提升，我们认为公司的发展进入良性循环的通道，量价有望持续超预期。我们小幅调整模型，预计 2018-2020 年公司收入分别为 34.34、36.20、37.62 亿元，同比增长 8.16%、5.42%、



3.92%；实现净利润分别为 4.33、4.76、5.57 亿元，同比增长 31.7%、9.88%、16.95%，对应 EPS 分别为 0.90、0.99、1.15 元。考虑到行业升级明显，公司进入良性循环的通道中，维持“买入”评级。

- **风险提示：**因不可抗力要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动。

#### 西王食品：双主业稳健增长，信用评级恢复，投资性价比凸显

- **事件一：**西王食品公布 2018 半年报，公司营业总收入 27.58 亿元，同比减少 4.25%；归母净利润 2.05 亿元，同比增长 35.13%，业绩符合预期。从季度看，18Q1 公司收入 13.6 亿元，18Q2 收入 19.96 亿元，同比+1%，季度环比改善。
- **事件二：**8 月 3 日西王食品接到控股东西王集团通知，大公国际资信评估有限公司将西王集团主体信用等级恢复为 AA+，评级展望调整为稳定。
- **植物油收入稳健增长，受益原材料价格红利，毛利率提升较快。**食用油业务 18H1 销售收入 11 亿，同比增长 8%。植物油毛利率提升 7.64pct 达到 45.72%，主因原材料毛油和胚芽价格处于低位，公司维持玉米油终端售价不变，坚持高端品牌战略，成本红利驱动保证了玉米油收入和利润的稳健增长，预计 2018 年毛利率可维持 45.7%左右。1) 产品端：完善食用油品类布局，结构升级持续。2018 年新推出了两款玉米油新品，好鲜生玉米胚芽油作为高端品牌，占据玉米油高端价格市场，另一款新品玉米橄榄调和油作为战略性产品，新增保健油、葵花籽油，以不同子品牌的组合，实现了公司植物油全价位段的布局。2) 渠道端：上半年加强对经销商、终端的管理，不断开拓新网点。实现传统渠道、餐饮渠道、新零售等对客户的深挖，通过新增网点 1.5 万家，网点达到 16.5 万家，全年的目标是新增 3 万家。
- **运动营养品海外动销向好，乳清蛋白价格上涨影响毛利率下降。**18H1 保健品营收 14.46 亿，同比-13.15%。1) 从季度看，18Q1 保健品收入同比下滑严重，18Q2 收入降幅环比收窄，2017 蛋白粉价格比 2016 年上涨 50%造成库存积压，kerr 运动营养补充剂库存约 5 个月，北美市场库存蛋白粉在 18 年 5 月基本消化完。2) 从国内外收入看，国外运动营养收入 13.26 亿元，国内运动营养品全国上半年收入 1.3 亿，利润 900 万左右，国内 17 年 3 月开始电商铺货，18Q2 国内运动营养收入增速 50%。18H1 国内线下收入占比是 7%左右，未来公司规划线下渠道占比达到 30%。18H2 天猫重新启动运动营养中国的独家经营权战略合作，预计电商继续保持 50%以上高增长。3) 运动营养整体毛利率 42.7%，略有下降 1.07pct，主因原材料乳清蛋白价格从去年的 2.2 元/kg，上涨至 2.8 元/kg，同比上涨 27%，对毛利率产生较大影响。
- **毛利率整体提升 0.34pct，整体费用率下行 1.2pct，18H1 利润增速约 35.13%。**公司毛利率略有提升，主要是玉米油成本下降，原料采购价格效应贡献；销售费用率 20.73%，同比+1.96pct，财务费用率稳步下降，主因非公开发行募集资金净额 16.5 亿元，部分归还国内借款 10 亿，国外 2.67 亿美元的贷款也在陆续归还，整体财务费用率下降较快，驱动利润高增长。

- **运动营养的未来看点？一是产品端丰富化。**公司成功开发并推出 RTD(即饮产品)，境内借助国内销售网络及北京奥威特团队，预计 2018 年完成“2+1”品牌规划，即保持 Muscletech 产品高速增长+新引进 Six star 及 Hydroxycut 在中国区的上市及销售。**二是渠道协同及开拓成效较好。**1) 北美市场传统商超渠道增长乏力，公司对传统渠道进行特殊处理及推出定制化产品，研究消费行为变化，引入外部的品牌策划公司，品牌和数字营销方面提供协助，沃尔玛、GNC 健安喜等主要线下渠道恢复正增长。2) 成立电商事业部和海外团队事业部，入驻亚马逊。海外电商 18H1 同比实现 50%以上的增幅，目前电商销售收入占比 15%左右，预计电商业务占比会逐渐提升。3) 国际渠道(除北美)取消依赖中间商，重新招纳经销商去拓展当地市场，开展海外事业部，节省公司成本，利于对客户的管理和深度挖掘，东南亚上半年增长了 154%。4) 国内线下**运动营养三步组合拳。**一是**线下健身房渠道铺货，通过健身教练实现三级分销：**目前健身房已经铺货，前期和佳能学院的合作，每月销售额已达到 50 万左右，一年 500 多万销售额。二是**国家体育总局的产品导入。**通过运动员渠道，主打运动品牌概念营销，塑造品牌形象。三是**引进大经销商。**去年国内运动营养经销商约 100 个，2018 年公司梳理经销商，6 月开始陆续引进资金和营销实力强的大经销商。
- **齐星事件风险解除，西王集团恢复 AA+信用评级。**山东省邹平县人民法院批准齐星集团重组方案，西王集团承担 10%的担保责任，金额 2.5 亿元。根据历史公告梳理，托管期间西王集团已经支付了 2 亿元，目前只需付 5000 万可解除担保关系。目前西王集团大众评级在 8 月 3 日恢复了原先 AA+评级水平，并获得民生银行 100 亿综合授信，表明集团盈利和资金趋向健康。
- **盈利预测和投资建议：双主业齐头并进，债务风险消化。**公司玉米油维持 10%的收入增长，运动营养业务 18Q2 为收入拐点，未来期待收入高速增长。公司毛利率稳步提升，费用较稳健。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.58/5.06/5.62 亿元，同比增速 33.4%、10.4%、11.1%，当前市值对应 2018 年 PE 仅 14 倍，考虑到公司食用油稳健增长、kerr 北美库存在 5 月基本消化，6 月回复正增长，国内运动营养逐渐发力，齐星债务风险解除，集团信用评级恢复，压制估值因素逐步的解除，投资性价比凸显，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，运动营养动销不及预期，原材料价格变动。

#### 顺鑫农业：牛栏山继续加速增长，未来成长空间仍足

- **核心观点：**年初以来我们发布重磅深度和多篇跟踪报告重点推荐顺鑫农业，详细参考公司深度报告《从财务视角还原全面的顺鑫农业》，核心逻辑是白酒主业加速增长将释放十足业绩弹性，公司中报业绩靠近业绩预增上限，继续超出市场预期，推荐逻辑持续兑现。展望下半年，我们认为经济增速放缓对公司低端酒业务基本无影响，白酒主业有望持续高增。中长期来看，牛栏山在千亿低端酒市场销量占比仅 5%，我们看好未来牛栏山逐步收割低端酒市场的充足发展潜力。随着公司主业逐步清晰化，业绩弹性有望得到充分体现，公司市值仍被低估，持续重点推荐！
- **事件：**公司公告，18H1 实现收入 72.33 亿元，同比增长 10.45%，实现

净利润 4.81 亿元，同比增长 96.78%，靠近业绩预增上限；18Q2 实现收入 32.60 亿元，同比增长 20.52%，实现净利润 1.16 亿元，同比增长 103.98%。

- **二季度收入加速增长，牛栏山全国化进程加速推进。**18Q2 公司实现收入 32.60 亿元，同比增长 20.52%，环比提高 17.15pct，主要来自白酒主业加速增长驱动；预收账款为 34.41 亿元，环比相对平稳。分业务来看，上半年白酒收入 57.74 亿元，同比增长 62.29%，市场开发及推广方式改变导致毛利率下降 12pct，但费用率下降后净利率仍小幅提升至 11%-12%；北京和外埠地区收入增速基本相当，北京大本营市场主要依靠中高档产品快速增长拉动，外埠市场以全国放量增长驱动，其中长江三角洲收入增速 78%，湖南收入增速 103%，新疆收入增速 160%，全国化布局效果显著。上半年屠宰业务收入 12.31 亿元，同比下降 23.11%，主要受猪价波动影响，我们预计亏损约 1 千万元；房地产业务收入 0.74 亿元，亏损 1.16 亿元，主要是多数项目尚未达到预售状态无法确认收入，利息费用继续拖累业绩。18Q2 公司实现净利润 1.16 亿元，同比增长 103.98%，上年年利润增速靠近业绩预增上限，超出市场预期，利润大幅增长主要得益于白酒主业快速增长。展望下半年，我们认为经济增速放缓对公司低端酒业务基本无影响，白酒主业有望持续高增。
- **18Q2 毛利率提升，期间费用率小幅上行。**18Q2 公司毛利率为 35.62%，同比提高 2.38pct，主要得益于猪价回落后屠宰业务毛利率的提升。18Q2 期间费用率为 21.66%，同比提高 2.12pct，其中销售费用率为 15.81%，同比提高 4.21pct，主要受屠宰业务下滑导致收入基数变小影响；管理费用率为 4.43%，同比下降 1.45pct，财务费用率为 1.42%，同比下降 0.64pct。18Q2 净利率为 3.48%，同比提高 1.28pct，主要得益于白酒盈利能力提升。公司现金流持续表现优秀，18Q2 公司经营活动现金流量净额为 6.10 亿元，同比大幅增长，主要是销售收入大幅增加及尚未支付的广告费增加所致。
- **中长期来看，牛栏山在低端酒市场发展潜力十足。**白酒行业 50 元以下的低端酒有千亿元规模，主要以地产酒和散酒为主，尽管此价格带消费升级趋势偏弱，但长期来看需求量是比较稳定的，牛栏山在该价位段的性价比优势首屈一指，净利率长期稳定在 10%以上。低端酒消费不受三公消费影响，过去 5 年牛栏山销量复合增速达 15%，远超行业平均水平，多年耕耘使其逐步成长为全国化品牌，50 元以下的低端酒全国销量约 800 万吨，顺鑫目前销量约 40 万吨，市场份额占比约 5%，在居民回归品质和品牌消费时代，我们看好未来牛栏山逐步收割低端酒市场的充足发展潜力。
- **压制估值的因素逐步消除，仍被低估的低端酒龙头。**一直以来，公司估值被盈利偏弱的肉制品和房地产业务拖累，随着公司利润端加速释放和改革步伐的加快，压制公司估值的因素将逐步解除，届时有望迎来戴维斯双击机会。我们认为对顺鑫农业采用分部估值更为合理（参照 2015-2016 年的康师傅，当时市值跌至 300 亿元，比公司方便面合理的市值还要低），基于未来牛栏山品牌的成长性和可释放的收入潜力，我们预计 2019 年白酒收入有望达到 100 亿元，按照 12%的净利率测算，对应利润可达 12 亿元，参照可比公司估值，公司白酒业务市值仍被低估；房地产业务虽处于亏损状态，但未来变现后我们估计可收回 40 亿元，



肉制品业务基本盈亏平衡，暂不考虑，公司市值亦被低估，我们看好公司未来充足改善空间。

- **投资建议：重申“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计 2018-2020 年公司收入分别为 126.92、137.86、151.97 亿元，同比增长 8.16%、8.62%、10.24%；实现净利润分别为 8.55、10.50、13.49 亿元，同比增长 94.96%、22.82%、28.52%，对应 EPS 分别为 1.50、1.84、2.36 元。
- **风险提示：**房地产业务剥离速度放缓、公司机制改善进度低于预期、低端酒竞争加剧。

### 山西汾酒：二季度延续高增长，省外占比持续提升

- **事件：**2018H1 公司实现收入 50.42 亿元，同比增长 47.38%；实现归母净利润 9.37 亿元，同比增长 55.76%。其中 2018Q2 实现收入 18.02 亿元，同比增长 45.30%；实现归母净利润 2.27 亿元，同比增长 69.50%。预收款同比/环比增加 4.49/1.01 亿元，经销商打款积极，蓄水池增厚。
- **青花系列高速增长，省外占比持续提升。**渠道跟踪显示，2018H1 青花系列收入增长 60%以上，巴拿马系列增长较慢，老白汾系列增长 30%以上，玻汾系列增长 30%以上。按公司财务口径，2018H1 中高价白酒收入增长 33.53%，Q1/Q2 分别增长 43.51%/16.32%。Q2 中高价收入增长放缓，主要系：（1）青花系列 5 月份进行控货挺价，消化库存；（2）巴拿马系列增长较慢拖累中高价收入增长。低价白酒 2018H1 收入增长 84.16%，其中 Q1/Q2 分别增长 65.71%/120.79%。低价白酒大幅增长主要系汾牌公司个性化产品并表，贡献约 4 亿收入，剔除汾牌后低价白酒上半年收入增长 40%左右。分地区看，2018H1 省内/省外分别增长 43.38%/52.96%，省外占比持续提升。省外收入 Q1/Q2 分别增长 52.07%/54.44%，呈现加速趋势。上半年公司经销商净增 410 家，其中 2018Q2 净增 318 家，主要集中在省外市场，尤其是河南等环山西重点板块。从省外目标完成情况来看，上半年河南完成 50%，内蒙完成 70%，京津冀完成 64%，整体情况良好。
- **汾牌产品拉低毛利率，费用率下降释放利润弹性。**2018H1 公司毛利率同比下降 1.43 个 pct，Q1/Q2 分别下降 0.53/3.06 个 pct，主要系低价的汾牌系列并表。2018H1 公司销售/管理/财务费用率同比 -0.60/-1.37/-0.02 个 pct 至 17.99%/4.88%/-0.09%。销售费用同比增加 2.7 亿（+42.66%），主要系广告宣传费增加 1.6 亿及地推人员增加导致工资薪酬增长 0.3 亿。管理费用同比增加 0.3 亿（+15.11%），主要系工资薪酬增加 0.2 亿元。本期内部交易未实现利润确认递延所得税资产增加 1.08 亿元。综合来看，2018H1 公司净利率同比提升 1.28 个 pct 至 20.04%。
- **投资建议：**山西汾酒引入华润作为战投，股份过户已完成。9 月初公司将召开股东大会，标志华润方正式进驻董事会，在管理和渠道上形成协同。预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 90.43/111.92/130.69 亿元，同比增长 49.78%/23.77%/16.77%；净利润分别为 14.87/19.93/24.50 亿元，同比增长 57.54%/34.02%/22.92%，对应 EPS 分别为 1.72/2.30/2.83 元。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大；次高端酒竞争加剧；食品品质事故。



**泸州老窖：业绩稳健增长，中档酒加快发力**

- **事件：公司公告，2018年上半年实现收入 64.20 亿元，同比增长 25.49%，实现归母净利润 19.67 亿元，同比增长 34.08%，实现扣非后归母净利润 19.69 亿元，同比增长 34.28%；其中二季度实现收入 30.50 亿元，同比增长 24.73%，实现归母净利润 9.08 亿元，同比增长 35.58%。**
- **二季度业绩稳健增长，中档酒增速加快。**公司中报收入和利润继续保持稳健增长势头，其中 18Q2 实现收入 30.50 亿元，同比增长 24.73%，环比下降 1.47pct，预收账款 10.94 亿元，同比增长 34.40%；实现净利润 9.08 亿元，同比增长 35.58%，产品结构上移驱动利润增速实现更快增长。分产品来看，上半年高档酒收入 33.06 亿元，同比增长 33.41%，国窖 1573 出厂价未变背景下增长主要来自销量提升；中档酒收入 16.45 亿元，同比增长 35.00%，增速明显加快，价格体系梳理到位后，老字号特曲、特曲 60 和 80 以及窖龄酒品牌优势得到充分发挥，我们预计特曲放量增长是推动腰部产品收入加快的主力；低档酒收入 13.75 亿元，同比增长 6.41%，继续聚焦发展头曲二曲两大单品。展望下半年，国窖停货后一批价开始上行，西南及湖南市场一批价在 720-730 元，华东市场在 800-840 元，基于上半年业绩的良好表现，我们预计全年收入增长 25% 的规划目标有望全面实现。
- **18Q2 毛利率大幅提升，期间费用率上行。**18Q2 公司毛利率为 75.19%，同比大幅提高 8.47pct，主要得益于中低档酒均价的提升。18Q2 期间费用率为 24.16%，同比提高 2.47pct，其中销售费用率为 18.95%，同比提高 1.88pct，主要是广告投入加大所致，管理费用率为 7.04%，同比提高 1.54pct，财务费用率为 -1.83%，同比下降 0.95pct。18Q2 净利率为 29.77%，同比提高 1.66pct，主要得益于产品结构的上移。公司现金流持续表现优秀，18Q2 公司经营活动现金流量净额为 0.61 亿元，同比大幅下降，主要是本期结算采购商品款和入库税金增加共同影响所致。
- **老窖在高端酒中机制最为灵活，继续看好公司冲刺回归行业前三。**自 2015 年“刘林”组合上任后，我们一直强调看好公司在产品定位、组织架构、渠道体系以及激励机制等方面做出了一系列大胆改革，过去 3 年核心推荐逻辑不断兑现。老窖作为三家高端酒中机制最为灵活的企业，品牌营销能力突出，量价规划一直采取跟随策略，抗风险及调整能力更强，这无疑为长期发展奠定有利根基。公司积极强化员工成长和薪酬激励机制，通过技改项目基本解决了产能瓶颈问题，目前进入加速冲刺十三五末重回行业前三的重要阶段，我们继续看好公司在高中低档酒三驾马车驱动下业绩实现高增长。
- **投资建议：继续重点推荐，重申“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 130.33/160.49/192.80 亿元，同比增长 25.38%/23.14%/20.13%；净利润分别为 35.50/44.76/55.40 亿元，同比增长 38.78%/26.09%/23.77%，对应 EPS 分别为 2.42/3.06/3.78 元。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。

**五粮液：业绩加速增长，改革红利持续释放**

- **事件：公司公告，2018年上半年实现收入 214.21 亿元，同比增长 37.13%，**

实现归母净利润 71.10 亿元，同比增长 43.02%，实现扣非后归母净利润 70.87 亿元，同比增长 42.90%；其中二季度实现收入 75.24 亿元，同比增长 37.73%，实现归母净利润 21.39 亿元，同比增长 55.20%。

- **二季度业绩增速环比加快，系列酒实现更快增长。**公司中报收入和利润增速高于前期公告的上半年经营数据指引，略超预期；其中 18Q2 公司收入 75.24 亿元，同比增长 37.73%，环比提高 0.93pct，预收账款 44.19 亿元，同比下降 19.81%，仍维持较高水平；净利润 21.39 亿元，同比增长 55.20%，环比提高 16.85pct，主要是费用管控效率提升所致。分产品来看，我们预计上半年高档酒收入增速约 30%，发货量约 1.2 万吨，同比增长超过 20%，均价提升接近 7%，6 月底普五开始在全国市场停货；系列酒收入增速在 40%以上，品牌聚焦策略加速落地。18Q2 营业税金及附加为 10.72 亿元，同比增长 60.72%，消费税率保持约 12%合理水平，消费税基数因素对利润增速影响如期逐步减小。
- **18Q2 毛利率小幅下降，费用率继续下行。**18Q2 公司毛利率为 72.18%，同比下降 1.55pct，主要是系列酒更快增长所致。18Q2 期间费用率为 19.63%，同比下降 5.25pct，其中销售费用率为 15.32%，同比下降 4.41pct，主要是费用管控效率提升所致，管理费用率为 7.80%，同比下降 1.21pct，财务费用率为-3.49%，同比提高 0.37pct。18Q2 净利率为 29.91%，同比提高 3.35pct，主要得益于高档酒提价。18Q2 公司经营活动现金流量净额为-18.01 亿元，同比大幅下降，主要是收到的银行承兑汇票增加，及支付的各项税费、采购商品支付的现金增加等共同影响所致。
- **旺季前挺价策略效果显现，全年业绩目标有望良好实现。**自 6 月底停货后，普五一批价出现小幅上行，目前一批价基本在 825-830 元，部分地区达 840 元，厂家仍在严控发货节奏，渠道库存约 1 千多吨，保持良性水平。结合渠道跟踪情况，我们预计中秋普五发货量将保持平稳，交杯等其他高档酒有望加大发货，公司意在将价格放在首位，核心要保证经销商有合理的渠道利润。考虑到上半年业绩靓丽表现，我们预计年报指引的全年收入增长 26%目标有望良好实现，对应利润增速有望达 30%以上。
- **改革红利持续释放，继续看好未来发展前景。**自 2017 年李董事长履新后，“二次创立”理念深入人心，公司价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善，未来改革红利料将加速体现。改革进程中难免有波折，如淡季普五价格相对疲软引起市场担忧，我们认为这反而给予了公司成长进度的机会，上半年业绩优秀表现，反映出公司机制正在加快改善。伴随员工和经销商持股的完成，厂商利益得到深度绑定，我们认为未来双方经营动力有望逐步增强，继续看好公司中长期发展前景。
- **投资建议：继续重点推荐，维持“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 392.52/479.90/579.82 亿元，同比增长 30.03%/22.26%/20.82%；净利润分别为 131.87/164.45/201.58 亿元，同比增长 36.32%/24.70%/22.58%，对应 EPS 分别为 3.47/4.33/5.31 元。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。

古井贡酒：收入加速增长，业绩弹性十足

- **事件:公司公告,2018年上半年实现收入47.83亿元,同比增长30.32%,实现归母净利润8.92亿元,同比增长62.59%,实现扣非后归母净利润8.72亿元,同比增长80.25%;其中二季度实现收入22.23亿元,同比增长48.50%,实现归母净利润3.11亿元,同比增长120.61%。**
- **核心观点:古井贡酒一直是我们的二线白酒中核心推荐标的,继一季度业绩大超预期后,中报业绩再超预期,消费换挡升级驱动区域品牌次高端产品爆发增长的大逻辑持续得到验证。对于古井,我们认为2018年公司有两点变化值得高度重视,一是过去多年的高费用投入进入收获阶段,费用率下行将是中长期趋势,二是市场期待已久的机制改善,终于开始逐步兑现,这将显著优化考核体系,激发内部经营活力。公司收入开始加速增长,结构升级叠加费用率下行,未来业绩增长潜力充足,继续重点推荐。**
- **二季度收入加速增长,8年及以上产品持续爆发。**18H1公司收入增长30.32%,略超市场预期,利润增长62.59%,靠近业绩预增指引中上限;18Q2收入增速加快至48.50%,环比大幅提升30.7pct,主要是200元以上产品快速放量驱动,预收账款为8.03亿元,同比增长9.25%,利润增速达120.61%,主要是均价提升(结构升级+小幅提价)以及费用投入效率提高推动。分产品来看,上半年古井本部收入42.53亿元,同比增长30.86%,我们预计年份原浆系列增速在35%以上,其中8年及以上产品增速超过50%,5年和献礼保持双位数增长,低端酒进一步收缩产品线导致收入继续下滑;湖北黄鹤楼收入4.29亿元,同比增长23.63%,净利润0.50亿元,净利率11.6%。分市场来看,收入增长主要由省内贡献,特别是省会合肥市场动销势头强劲,亦是古井8年放量增长的核心市场;省外河南市场调整完毕后开始导入新产品,目前逐步回归正增长,江苏和山东市场发展趋势向好,上海收入增速在30%以上。
- **18Q2毛利率大幅提升,期间费用率小幅下行。**18Q2公司毛利率为76.44%,同比提高5pct,主要得益于产品结构升级以及提价策略。18Q2期间费用率为42.38%,同比下降0.69pct,其中销售费用率为36.13%,同比提高2.17pct,管理费用率为6.89%,同比下降2.63pct,财务费用率为-0.64%,同比下降0.23pct。18Q2净利率为14.55%,同比提高4.32pct,主要得益于产品均价的提升。公司现金流持续表现优秀,18Q2公司经营活动现金流量净额为4.75亿元,同比大幅增长,主要是销售回款增加所致。
- **全年集团收入坚实迈向百亿,股份公司收入料将加速增长。**2018年古井集团规划百亿收入目标,突破百亿大关对古井而言具备历史性重大意义。公司开始深度聚焦次高端产品,费用投入亦高度倾斜,努力把握行业红利实现价格体系的跃迁,目前品牌战略效果逐步显现。渠道方面,公司进一步加强经销商库存管理,强化费用投入考核力度,促销力度亦在逐步减小,有助于产品价格的顺利提升。全年来看,古井在省内外表现均较去年向好,全国化战略稳步推进;黄鹤楼收入目标10.06亿元(含税),同比增长约25%,我们认为管理输出后的黄鹤楼名酒效应将逐步展现,业绩承诺料将成功实现,预计全年公司收入增速将加速至20%以上。
- **业绩进入收获阶段,利润弹性将加速体现。**2018年公司有两点变化值得高度重视:一是过去十多年公司销售费用率不断走高,2016年接近33%,



2017 年开始进入下降阶段，且这将是长期趋势，核心原因在于市场投入已迎来拐点，品牌拔高带来价格带提升后费用的投入产出比显著提升，促销力度逐步减弱。二是多年来公司机制一直未变，相对僵硬的考核体系会限制内在发展，在其他名酒快速发展的大环境下，2018 年起政府对公司支持力度明显增强，我们认为市场化考核等优化机制措施有望逐步实施，同时费用管控更加严格高效，内在经营活力有望得到进一步提升，未来公司潜在利润弹性将更大。

- **投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 85.21/103.40/124.97 亿元，同比增长 22.28%/21.35%/20.87%；净利润分别为 16.42/22.18/29.15 亿元，同比增长 42.97%/35.05%/31.40%，对应 EPS 分别为 3.26/4.40/5.79 元。
- **风险提示：**省内消费升级放缓、省外增长乏力、食品安全事件。

#### 元祖股份：现金流强劲，中秋旺季值得期待

- **事件：8 月 28 日公司发布半年报，18H1 营收为 7.17 亿元，同比增长 8.56%，归母净利为 2105 万元，同比增长 513.76%。其中 18Q2 营收 4.44 亿元，同比增长 12.7%，符合预期；18Q2 营业利润 6131 万元，同比增长 61%，归母净利 5088 万元，同比增长 127%，收入符合预期，利润超预期。**
- **收入端符合预期，二季度环比提速主因端午粽子热销+湖北市场发力+门店电商发力。**18Q1 公司收入 2.7 亿元，增速 2.45%，18Q2 收入增长 12.7%，公司收入季度波动较明显，主因节庆产品收入占比大带来的波动。1) **从产品端看，粽子二季度端午热销带动。**根据渠道草根调研，预计 18Q2 粽子收入占比 45%，增速在 20%左右，其中龙粽三宝、雪龙粽、雪冰粽等网红大单品热销，成为节庆送礼首选。蛋糕+水果+其他糕点预计收入占比 55%，增速在 8%-10%。2) **从区域分布看，湖南湖北四川地区增速领先。**公司门店分布全国 100 多个城市，其中上海、江苏、浙江、湖北、四川、重庆等东部及长江流域地区为公司优势区域。从上半年营收看，四川地区 2.7 亿元，+12%、江苏 1.98 亿元，+8%、浙江 6816 万元，+4%、湖北 6079 万元，+13%、湖南 986 万 34%，华中和西南市场整体增长较快，端午节庆氛围浓厚、品牌的历史沉淀+渠道精耕塑造了区域客户的消费忠诚度和粘性。
- **公司以自营门店为主占比约 88%；加盟店收入占比仅 12%，电商增速最快。**1) 18H1 公司拥有门店共计 607 家，同比 17H1 门店 584 家，增长 3.8%，单店营收提升 4.76%，主要增量，一是电商渠道增速快，增加单店的覆盖半径和下单率（小包装产品消费频次增加）；二是公司销售人员激励到位，节庆产品动销好+带动了门店的收入增长。2) 公司电商以自营方式（官方网站、微商城、天猫等）或代销方式（京东、美团、饿了么等）开设电子销售平台，与线下门店互动，信息传递、业务配合与往来结算，“2 小时送达、7 公里内免费”宅配服务顺应当前年轻群体的消费习惯。电商渠道逐渐发力，上半年收入 1.07 亿元，同比+35%，净利率 5.5%，贡献收入占比 15%，利润占比 28%，成为新的增长点。
- **产品继续稳步升级，增加小包装规格增加消费频次，18H1 毛利率 61.5% 基本持平。**1) 18H1 成本上涨比收入略高 0.53%，造成毛利率同比下降



0.19pct,其中 18Q2 毛利率 62.1%, 同比-0.31pct, 整体变动较小。2) 公司产品以礼盒包装为主, 节庆产品存在频次低, 对单价和规格不敏感特点, 间接提价路径通顺。2018 年公司端午粽子传统产品单价不变, 雪龙粽、雪冰粽热销毛利率较高, 小部分产品包装规格从 10 颗改为 9 颗; 龙粽三宝(三种口感) 售价 238 元/盒比单一口感包装 228 元/盒贵单价增长 4%且销量更高, 这说明节庆礼盒产品通过产品口感多样化、包装升带动的产品升级可持续。我们预计随着中秋月饼热销, 毛利率继续保持平稳或小幅提升。

- **18H1 期间费用率 58.4%, 下降 1.23pct, 主因管理费用率下降超预期。**1) 18H1 管理费用率 7.65%, 同比下降 1.03pct, 主因人工成本 2315 万, 在管理费用占比 42.2%, 公司精简管理人员, 同比下降 5%, 公司研发费用 644 万, 同比+14%表明对产品的重视。2) **销售费用变动看四块: 职工薪酬、租金、广告、运输分别占比 39%、22%、16%、7.7%。**18H1 销售费用率 50.7%, 同比下降 0.22pct。人工成本及门店租赁费用在短周期内具有“固定成本”的特性, 上半年仅增长 8%、5%, 非常稳定。广告费用 5856 万元, 同比+24%, 是销售费用中最大的增量。从季度看, 18Q1 销售费用率 63.4%, 同比提升 5.5%主因央视投入 900 多万广告, 集中一季度计提, 18Q2 销售费用率 43%, 同比下降 3.2pct, 环比逐渐下降, 利好业绩逐季释放, 18Q2 营业利润增长在 61%, 环比同比加速。3) 闲置资金进行理财产品投资收益 1511 万, 同比去年多 688 万, 加之处置非流动资产损失(去年工厂改造报废冷库等资产)减少, 进一步利好利润的释放。归母利润增长 513.8%。18Q2 公司营业利润增长 61%, 归母利润增长 127%。
- **公司现金流依旧强劲, 礼券对公司业绩的影响有多大?**18H1 经营活动产生的现金流量净额 1.3 亿元, 同比+124%, 经营活动现金流入 9.34 亿元, 比营收高 2.17 亿。公司应收账款 9639.5 万元, 同比+80.6%, 主因端午收入好于去年, 且端午节令时间延后到 6 月, 晚于去年同期, 部分应收款还在帐期内。应付账款 1.3 亿元, 同比+53.6%, 主因端午节令时间延后, 部分仍在还在信用期内的款项尚未支付供应商。2) **公司卡券的确认原则?**会员兑换的元祖预售券在使用前在预收款项反映, 实际使用后才能确认收入。公司发行节令券、非节令券及元祖卡等卡券, 购买可全国门店提货或配送上门。公司上半年预收款 5.9 亿, 其中卡券销售额 5.8 亿, 占期末总资产比重 29%, 对公司的营收影响也较大。18H1 预收款比年初增长 18%, 18Q2 环比 18Q1 增加 3904 万, 说明部分中秋礼券销量情况良好, 18 年全国大部分省市工会节庆礼券福利提升明显, 卡券贡献增量较多。
- **二季度反映节庆需求旺盛, 全年业绩核心还是看三季度。**公司业绩季节性波动较强, 从历史业绩看, 一二季度收入占比 35%, 利润贡献较少; 三四季度收入合计占比 65%, 贡献 90%以上利润, 因此三季度最为关键。受益烘焙行业高成长+2018 年工会福利标准提升礼券团购需求增长+区域市场扩张驱动, 预计三季度月饼销量可维持双位数, 产品升级继续带动单价提升, 毛利率逐季提升, 费用率小幅下降, 利润加速释放。加之 2017 年中秋延后带来 17Q3 低基数, 预计 18Q3 的收入利润会更加靓丽。
- **盈利预测及投资建议:**我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 20.16、22.88、26.02 亿元, 同比+13.4%、13.5%、13.7%; 净利润分别为 2.44、

2.93、3.57 亿元，同比+20.0%、20.1%、20.8%，对应当前 PE 仅 17X，估值存在修复空间，给予“买入”评级。

- **风险提示：**食品安全风险，烘焙行业竞争激烈，中秋月饼销量不达预期，区域及门店扩张不及预期。

#### 洋河股份：梦之蓝强力增长，双击在望

- **事件：**公司公告，2018 年上半年实现收入 145.43 亿元，同比增长 26.12%，净利润 50.05 亿元，同比增长 28.06%，扣非净利润 46.86 亿元，同比增长 26.13%；18Q2 收入 50.05 亿元，同比增长 26.97%，净利润 15.3 亿元，同比增长 31.28%；公司预测 2018 年 1-9 月净利润增速为 20%-30%。
- **二季度业绩加速增长，产品结构升级有效对冲税基影响。**公司中报收入和利润均超出市场预期，连续 3 个季度增速超过 20%，其中 18Q2 收入 50.05 亿元，同比增长 26.97%，环比提高 1.29pct，净利润 15.3 亿元，同比增长 31.28%，环比提高 4.59，产品结构升级有效对冲消费税基数影响，使得利润增速仍略快于收入；上半年预收账款 20.58 亿元，环比增长 40.19%，同比增长 40.67%，反映终端需求持续旺盛。分产品来看，上半年白酒收入 139.38 亿元，同比增长 24.92%，我们预计梦之蓝增速超过 50%，海天系列双位数增长；红酒收入 1.38 亿元，同比下降 5.79%，其他业务收入 4.67 亿元，同比增长 105.99%，主要是子公司宿迁苏酒物流的运输费收入增加所致。分市场来看，省内收入 78.39 亿元，增速加快至 22.82%，省外收入 67.04 亿元，同比增长 30.22%，新江苏市场增速更快，全国市场拓展加快推进。18H1 营业税金及附加/收入为 14.57%，消费税基回归合理水平。
- **18Q2 毛利率大幅提升，期间费用率小幅下行。**18Q2 公司毛利率为 65.24%，同比提高 7.91pct，除消费税核算方式调整因素外，产品结构升级亦推动毛利率提升；期间费用率为 18.72%，同比下降 0.96pct，其中销售费用率为 11.41%，与去年同期基本持平，管理费用率为 8.15%，同比下降 0.51pct，财务费用率为-0.84%，同比下降 0.46pct，主要是本期存款利息收入下降以及汇兑损失增加所致；净利率为 30.56%，同比提高 1.07pct，剔除消费税影响，实际盈利能力大幅提升。18H1 公司经营活动现金流量净额为 16.59 亿元，同比大增 89.28%，现金流表现靓丽。
- **旺季备货积极，三季度收入有望保持 20%以上增长。**展望下半年，7 月 1 日蓝色经典提价，渠道反馈中秋前主要消化老款海天系列，但提价策略在 8 月开始体现，蓝色经典终端价上浮，如海之蓝一批价省内由 120-125 元上行至 130 元，上海等省外市场上行至 150 元，计划中秋期间以新款产品为主；天之蓝一批价 265 元（历史高峰 260 元），预计中秋可达 275-280 元；梦 3 一批价 350-355 元，梦 6 一批价 480 元。从核心市场反馈来看，中秋旺季省内外经销商备货积极性高涨，我们预计三季度收入有望继续保持 20%以上增长，税基因素消失后利润端增速将更快。
- **增速上一台阶，估值急待修复。**相较于其它优秀酒企，洋河周期属性更弱，底盘扎实。公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，长

期竞争优势依旧明显。近年来公司在产品力及品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝得到消费者热捧。我们认为压制公司估值的要素在于增速不快以及市场对公司品牌认知的分歧，梦之蓝加速增长正在逐步改变市场对公司的认知。目前对应 2018 年仅 20 倍，建议积极配置。详细参考 8 月 10 日发布的深度报告《梦之蓝引领新一轮成长，新江苏打开全国化空间》。

- **投资建议：持续重点推荐，重申“买入”评级。**我们小幅调整盈利预测，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 246.03/296.80/355.26 亿元，同比增长 23.52%/20.64%/19.70%；净利润分别为 84.14/105.98/130.53 亿元，同比增长 26.96%/25.95%/23.17%，对应 EPS 分别为 5.58/7.03/8.66 元。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、省外增速放缓、食品品质事故。

## 风险提示

- **打压三公消费力度继续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但是 2017 年地方政府还是陆续出台了“禁酒令”，未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。
- **消费升级进程不及预期。**尽管居民收入水平的提高会一定程度上增加食品饮料方面的支出，但消费者对产品的偏好是有差别的，存在消费升级在某些品类上的趋势不达市场预期。
- **食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

**投资评级说明:**

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

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

**重要声明:**

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

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

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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