

证券研究报告·行业动态·2019.08.12-08.18

## 白酒基本面优异，啤酒整体改善明显

啤酒板块，本周青啤、华润、嘉士伯公布中报，吨价提升趋势确定，行业整体改善明显。

青岛啤酒上半年收入、利润分别增长 9.2%、25.2%，其中单二季度扣非净利润增长 35%。预计二季度加速增长主要来自减税的影响，减税带来的利润增量略超市场预期；另外公司自身经营性增长，包括结构提升和提价，也使公司增长维持 Q1 的高增速水平。

华润啤酒上半年收入、利润分别增长 7.2%，23.6%。由于上半年有关厂带来的资产减值 2.3 亿元、员工安置成本 3.8 亿元，将其还原后则公司还原后净利润增速约 21%，维持高速增长。利润高增的来源是一则结构提升（吨价上涨）、费用效率持续提升（真实管理费用率下降），二则关厂减员开始逐步发挥作用，本显著下降，对毛利率提升有明显贡献。预计未来毛利率仍将持续上行。

嘉士伯中国区持续量价齐升态势，上半年收入增长 19%继续加速，其中销量+9%，大城市战略稳步推进，公司在高端和整体市场的战略稳步提升；吨价增长 11%，高端化趋势持续。公司在中国区的发展形势较好，包括：国际品牌持续快速增长抢占高端份额、增强消费者认知；多个本地品牌运营效率提升，基本面稳健提升，如新疆乌苏啤酒、云南大理啤酒、重庆啤酒等。

本周我们对天味食品进行跟踪更新，要点大致如下：

天味食品第二季度火锅底料比第一季度增长加速，主要归功于渠道和品牌的提升，从投入的销售费用能看的出来，增速不是调整口径，手工火锅分成小块，推出后渠道做的比较细，起其中好人家的手工红油产品在火锅底料里发挥关键作用，去年数字就达到了 1.3 亿。同时今年鱼调料增长非常快，金典、老坛酸菜等系列产品增加了 5000 万。

**致力新品开发，定位中高端**

今年天味食品推出新产品，金汤系列是今年的新品，价格比之前的老坛高一些。目前的大单品包括手工火锅和鱼调料两项。从营业额来看，手工系列为 1.76 个亿，牛油和清油，今年增加了小块手工板块，鱼调料营收为 2.3 亿左右，有经典、老坛、金汤等鱼系列。未来新产品开发要看具体产品，不会全是高端的，但没有低端，同时定位中高端。2019-2020 年新产品开发方向为番茄、菌汤、十三香小龙虾、剁椒鱼等，总体而言，每年有 20 项左右新品和改良计划，其中 5 项左右的实际落地。后期会投入比较大资源来开拓，上半年开发的一些客户，目前还在沟通过程中。调试、小规模生产主要体现为去年的客户，新开发客户应该要到后半年。上半年增长 25%，其他基本趋同。从产能开发的角度看，今年增加不到 2 万吨产能，按照环评目前为 9.2 万吨，其中双流、

## 食品饮料

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

吕睿竞

lvruijing@csc.com.cn

15116991864

执业证书编号：S1440519020001

纪宗亚

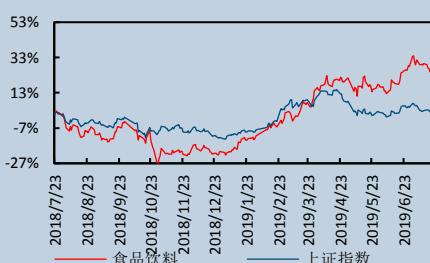
jizongya@csc.com.cn

18310009081

执业证书编号：S1440518100002

发布日期：2019 年 08 月 19 日

### 市场表现



### 相关研究报告

家园都是技改项目，新建 30 亩地年底产能增加 2 万吨，产能规划未来 5 年有个接近 50 亩地。

### 拓展 B 端业务，让利经销商

天味食品努力发展 B 端业务，目前比较平稳，下半年有拓展的计划。B 端主要是老客户贡献，新客户有一些，但量比较小。张亮麻辣烫是独家，姐弟俩土豆粉以前是独家供应，现在平衡风险用了两家。B 端客户的定价策略为提高市场占有率，首先是考虑量，再是考虑利润，预计为毛利率 15-30%，原来要求毛利率 25%，现在让利一部分给销售，但不低于 15%。板块毛利率要求为定制川菜 17 年 30%，18 年 20% 毛利率，计划火锅维持在 25% 左右。

### 坚持利润率不低于 15% 公司原则，降低促销费用

2019 年预期全年收入达到 17 亿，利润达到 2.93 亿。全年销售费用率的预算目前看整体变化不大，比之前预算增长 90% 左右，但渠道和金额不重要，重要是看如何配合企业发展。促销费用下降，宣传费增加主要来自广告费。

### 渠道下沉，新老市场推动经销商发展

第二季度经销商数量增加了 100 家，全年计划新增 100-200 家。上半年新增的经销商中，华东增加最多，其次是华中和华东，新市场和老市场都有增加。经销商的库存比近三年为 16-20%，维持单位成较稳定水平。经销商的渠道构成为，商超 20%，农贸 70%，小 B 10%。上半年渠道增速大致为经销商 32%，定制 25%，电商 77%，直营商超-21%，外贸 180%，其他 504%。

**盈利预测：**2019 年收入总额 17 亿，利润达到 2.93 亿。

### 投资建议：

茅台近期回复问询函，集团营销公司方案落地，解决了市场对公司的治理透明度的担忧、同时可能提高市场的中长期提价预期，公司估值的压制因素均得到缓解，估值水平有望提升。未来中报集中披露期中长期看白酒龙头公司集中度提升的趋势持续进行中。当前茅台 30X，五粮液 28X，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、今世缘和顺鑫农业；啤酒板块重点推荐重啤、青啤；食品板块推荐伊利股份、海天味业、中炬高新、绝味食品等。

## 目录

一、近期跟踪	3
1.1 茅台：双轮驱动带动国酒飘香	3
1.2 青岛啤酒：高端化稳健持续，减税确保全年增长有余裕	8
1.3 治治食品：收入稳步增长，利润弹性释放	18
1.4 海天味业：营收稳定，长期发展看好	16
1.5 双汇发展：猪价上行预计持续至明年末、提价以期今年盈利相对平稳	15
1.6 香飘飘：果汁茶放量增长，收入增长超预期	20
二、行业策略	4
2.1 白酒：白酒整体业绩健康向好，继续看多白酒板块	4
2.2 常规跟踪：高端、次高端白酒价格	7
2.3 啤酒：2019-2020年预计行业拐点持续进行，结构提升和关厂趋势更趋明显	8
2.4 价格战持续，利润端压力偏大	11
2.5 常规跟踪：北京乳品市场	11
三、上周市场回顾	22
四、近期跟踪/报告汇总	26
五、本周行业要闻和重要公司公告	29
5.1 行业要闻	29
5.2 重要公司公告	30
六、下周安排及行业动态	32

## 图表目录

图表 1：近期白酒涨价信息汇总	5
图表 2：本周主流高端次高端白酒京东成交价汇总	7
图表 3：沃尔玛朝阳店	12
图表 4：物美朝阳店	13
图表 5：以 2013 年 1 月 1 日为基期，食品饮料板块指数与上证综指走势对比(日变化)	22
图表 6：申万各子行业一周涨跌幅排名	22
图表 7：一周各子板块涨跌幅排名（%）	23
图表 8：一周各子板块市场表现	23
图表 9：按市值划分板块一周涨跌幅	24
图表 10：按市值划分板块年初以来涨跌幅	24
图表 11：本周食品饮料沪深股通前十大活跃个股情况	24
图表 12：食品饮料行业沪深股通持股比例（截至 08 月 16 日）	25
图表 13：下周食品饮料上市公司跟踪日程	32

## 一、近期跟踪

### 天味食品调研纪要 20190813

8月13日我们与天味食品进行深度交流，调研要点如下：

天味食品第二季度火锅底料比第一季度增长加速，主要归功于渠道和品牌的提升，从投入的销售费用能看的出来，增速不是调整口径，手工火锅分成小块，推出后渠道做的比较细，其中好人家的手工红油产品在火锅底料里发挥关键作用，去年数字就达到了1.3亿。同时今年鱼调料增长非常快，金典、老坛酸菜等系列产品增加了5000万。

#### 致力新品开发，定位中高端

今年天味食品推出新产品，金汤系列是今年的新品，价格比之前的老坛高一些。目前的大单品包括手工火锅和鱼调料两项。从营业额来看，手工系列为1.76个亿，牛油和清油，今年增加了小块手工板块，鱼调料营收为2.3亿左右，有经典、老坛、金汤等鱼系列。未来新产品开发要看具体产品，不会全是高端的，但没有低端，同时定位中高端。2019-2020年新产品开发方向为番茄、菌汤、十三香小龙虾、剁椒鱼等，总体而言，每年有20项左右新品和改良计划，其中5项左右的实际落地。后期会投入比较大资源来开拓，上半年开发的一些客户，目前还在沟通过程中。调试、小规模生产主要体现为去年的客户，新开发客户应该要到后半年。上半年增长25%，其他基本趋同。从产能开发的角度看，今年增加不到2万吨产能，按照环评目前为9.2万吨，其中双流、家园都是技改项目，新建30亩地年底产能增加2万吨，产能规划未来5年有个接近50亩地。

#### 拓展B端业务，让利经销商

天味食品努力发展B端业务，目前比较平稳，下半年有拓展的计划。B端主要是老客户贡献，新客户有一些，但量比较小。张亮麻辣烫是独家，姐弟俩土豆粉以前是独家供应，现在平衡风险用了两家。B端客户的定价策略为提高市场占有率，首先是考虑量，再是考虑利润，预计为毛利率15-30%，原来要求毛利率25%，现在让利一部分给销售，但不低于15%。板块毛利率要求为定制川菜17年30%，18年20%毛利率，计划火锅维持在25%左右。

#### 坚持利润率不低于15%公司原则，降低促销费用

2019年预期全年收入达到17亿，利润达到2.93亿。全年销售费用率的预算目前看整体变化不大，比之前预算增长90%左右，但渠道和金额不重要，重要是看如何配合企业发展。促销费用下降，宣传费增加主要来自广告费。

#### 渠道下沉，新老市场推动经销商发展

第二季度经销商数量增加了100家，全年计划新增100-200家。上半年新增的经销商中，华东增加最多，其次是华中和华东，新市场和老市场都有增加。经销商的库存比近三年为16-20%，维持单位成较稳定水平。经销商的渠道构成为，商超20%，农贸70%，小B10%。上半年渠道增速大致为经销商32%，定制25%，电商77%，直营商超-21%，外贸180%，其他504%。

**盈利预测：**2019年收入总额17亿，利润达到2.93亿。

## 二、行业策略

### 2.1 白酒：白酒整体业绩健康向好，继续看多白酒板块

本周我们发布贵州茅台深度报告，深入梳理了贵州茅台在白酒行业历史中的发展轨迹，并总结归纳茅台之所以龙头地位牢不可破的核心竞争力来源，即其七大战略体系。

#### 1.1 茅台：双轮驱动带动国酒飘香

白酒行业经历调整后，2016年以来开始复苏，伴随着中产阶级崛起和消费升级，高端白酒消费结构发生改变，个人消费和商务消费占据主导地位，白酒消费向高端和名酒集中，高端白酒迎来发展良机。贵州茅台作为高端白酒龙头，已成为行业标杆，价格领导者。我们根据茅台基酒产量公告远期目标5.6万吨，简单推算茅台2024年对应可售成品酒产量或达4.6万吨，增幅较2018年达40%，我们预计未来茅台吨价提升主要来自于三个方面：1)仍存在提价预期，2)直营比例持续提高，3)茅台同时会增加更多高附加值的非标产品，预计到2024年，茅台及以上产品收入或达1400亿规模，年复合增速达15%。

##### 品历史：茅台历史悠久，龙头地位逐渐奠定

贵州茅台以其独特的国酒文化，特殊的酿造工艺和酱香型白酒中垄断的行业地位造就了茅台的稀缺性，逐渐成为我国高端白酒龙头。自1952年以来，茅台基酒产量增49596.69吨，价格提升75700%，量价齐升带动茅台业绩持续高增长。上市以来，茅台收入复合增速达25.53%，利润复合增速达31.89%。

##### 知当下：高端白酒竞争格局优异，年初以来茅五泸三家龙头量价齐升，高景气度延续

白酒景气周期拉长，受益于居民收入水平提高和行业结构性增长集中度提升，高端白酒持续保持超越行业的营收和利润增速，龙头集中度持续提高。高端白酒竞争格局优异，呈扩容趋势，龙头茅台收入市占率由2012年46.58%提升至2018年64.17%。2019年初以来，茅台供应偏紧，批价从年初1700元左右提升至2000元以上，受益于茅台批价高涨，五粮液、老窖等批价持续走高，高端白酒景气周期延续，量价齐升。

##### 看未来：双轮驱动带动国酒飘香

1：茅台的成功是战略体系的成功，七大体系铸就茅台核心竞争力。2：产品结构优化：公司具备完善的产品线，普飞以上非标类产品已达30%以上体量，价格带布局完善，未来受益于富裕阶层占比提升，普飞以上产品占比预计将逐步提升。3：老酒市场方兴未艾，增加了茅台新一片消费群体。老酒市场的成熟使得茅台消费场景更加精细化，刻度化，茅台的消费群体较过往更加庞大。4：由于茅台供应偏紧，渠道利润高增，未来仍存在提价的预期。5：公司将加大直营门店建设，加大直营比例提高。双轮驱动战略成型，未来系列酒将是另一个增长极。目前公司双轮驱动战略逐渐成型，在茅台酒稳健增长的同时，系列酒产品近两年在公司的大力扶持下也开始快速发展。2017年，公司系列酒实现销售额65亿，2018年目标80亿以上，实际实现约88亿元，2018年系列酒不增量，主要是来自于产品结构的提升，非标占比增加。2019年，公司系列酒产品在不增量的前提下，将冲刺百亿销售额目标。未来，系列酒产品将成为公司一个重要的增长极，成为公司在次高端、中端价格带的重要补充。

## 投资建议

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 34.98、40.36、47.30 元，8.15 日收盘价对应 PE 分别为 30.0X、25.9X、22.1X。根据茅台酒公告 18 年基酒产量及 2020 年规划基酒产量达 5.6 万吨，可以推算出 2024 年茅台酒可供销售量达 4.6 万吨左右，同比 2018 年销售量增长 40% 以上；茅台近年取消经销商配额预计达 3500 吨左右，未来预计回收配额将投放直营或增加非标酒销售量，将带来吨价显著提升；目前茅台酒供需格局仍然偏紧，批价仍在缓慢提升中，出厂价/终端零售价价差明显，渠道利润超 130%，预计未来仍有提价空间。综上预计未来几年，茅台复合增速达 15% 左右，参考国外烈酒龙头，蒂亚吉欧，百福门，保乐力佳等，预计茅台估值仍有望进一步提升。

### 2.1.2 茅台与集团关联交易方案落地，行稳致远

茅台公司最新回复问询函，“2019 年关联交易金额不超过 2018 年末公司净资产的 5%（56 亿元）”，对此进行推算，假设 2019 年股份公司与茅台集团除营销公司外的其他关联交易金额与 2018 年体量相当，则预计集团营销公司承接的关联交易金额不超过 30.97 亿元，按“销售价格与其他非关联经销商购货价格相同或定价原则相同（969 元）”，推算出这部分关联交易对应普飞酒约 1700.24 吨，远低于此前市场担忧的 6000 吨。白酒板块短期看二季报业绩确定性强，中长期看白酒龙头公司集中度提升的趋势持续进行中。我们继续看好白酒板块投资机会，坚定看多白酒板块中优质龙头标的。白酒板块仍然是确定性最强的板块，当前茅台 30.1X，五粮液 28.6X，白酒板块仍然是确定性最强的板块，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、洋河股份、今世缘和顺鑫农业。

图表1：近期白酒涨价信息汇总

公司	产品	4 月涨价信息				
		时间	涨幅	调整后价	原价	备注
泸州老窖	90 年窖龄 38 度	4.9	10.46%	528	478	终端零售价
	90 年窖龄 43 度	4.9	10.25%	538	488	终端零售价
	90 年窖龄 52 度	4.9	10.04%	548	498	终端零售价
	老字号特区产品各度数	4.12	10 元/500ml			终端零售价
顺鑫农业	小红牛	5.1		38		零售价格（最低）规范价
	46 度大牛	5.1		10		零售价格（最低）规范价
	52 度大牛	5.1		12		零售价格（最低）规范价
	56 度大牛	5.1		12		零售价格（最低）规范价
	42 度桶	5.1		26		零售价格（最低）规范价
	56 度桶	5.1		28		零售价格（最低）规范价
	100ml56 度牛	5.1		6		零售价格（最低）规范价
	52 度精品	5.1		45		零售价格（最低）规范价
	200ml56 度牛	5.1		8		零售价格（最低）规范价
公司	产品	5 月涨价信息				
		时间	涨幅	调整后价	原价	备注
五粮液	第七代经典五粮液	5.14		1199		终端建议零售价

收藏版第七代经典五粮液		5.14	1399	零售指导价
39 度五粮液		5.15	639	流通价
五粮液 1618		5.15	919	流通价
泸州老窖	38° 国窖 1573	5.10	640	终端配送价 (山东)
	52° 国窖 1573	5.10	860	终端配送价 (山东)
	52° 国窖 1573	5.25	860	终端配送区
	52° 国窖 1573	5.25	919	建议终端客户团购价
	38° 国窖 1573	5.28	640	终端配送价 (华东)
			680	终端建议团购价 (华东)
	52° 国窖 1573	5.28	860	终端配送价 (华东)
山西汾酒			919	终端建议团购价 (华东)
	48° 青花 30 汾酒 (含升级版)	5.17	738	终端建议零售价、开票价
	53° 青花 30 汾酒	5.17	738	终端建议零售价
洋河股份	海之蓝	5.21	近百元/箱	终端销售指导价
	天之蓝	5.21	涨百元以上/箱	终端销售指导价
	梦之蓝	5.21		终端销售指导价
	梦三	5.21	涨百元以上/箱	终端销售指导价
	梦六	5.21	涨百元以上/箱	终端销售指导价
	梦九	5.21	涨千元/箱	终端销售指导价
	双沟珍宝坊 (君坊、圣方、帝坊)	5.21		终端销售指导价
郎酒	青花郎	5.17	突破 1000 元	团购价
古井贡酒	古 20 52 度	5.15	不低于 30 元/瓶	指导价
	古 20 42 度		788	指导价
剑南春	水晶剑	5.31	20 元	终端零售价
公司	产品	6 月涨价信息		
		时间	涨幅	调整后价
郎酒	53° 青花郎	6.1	79 元/瓶	出厂价
	44.8° 青花郎	6.1	79 元/瓶	出厂价
	39° 青花郎	6.1	79 元/瓶	出厂价
	53° 大青花郎	6.1	880 元/瓶	出厂价
五粮液	第七代经典五粮液	6.1	27.30%	1399
		6.1		1099
		6.1	969	供货价
	第七代经典五粮液限量收藏版	6.1	21.44%	1699
		6.1	999	供货价
	第八代经典五粮液	6.1	1199	终端建议零售价
		6.1	959	供货价
泸州老窖	五粮特曲全系产品	6.1	20~30 元/瓶	结算价格
	38 度国窖 1573 经典装	6.6	640	终端配送价 (西南)
	52 度国窖 1573 经典装	6.6	860	终端配送价 (西南)

	38 度国窖 1573 经典装	6.6	680	终端建议团购价 (西南)
	52 度国窖 1573 经典装	6.6	919	终端建议团购价 (西南)
今世缘	四开国缘	6.25	30 元/瓶	零售价及团购价
	对开国缘	6.25	20 元/瓶	零售价及团购价
西凤酒	西凤酒珍藏版	6.28	69 元/瓶	568 499
公司	产品		7 月预期涨价信息	
山西汾酒	48° 青花 30 汾酒 (含升级版)	7.1	20 元/瓶	开票价
	48° 青花 30 汾酒 (含升级版)	7.1	10 元/瓶	终端供货价
	48° 青花 30 汾酒 (含升级版)	7.1	4.07%	768 738 终端建议零售价
	53° 青花 30 汾酒	7.1	30 元/瓶	开票价
	53° 青花 30 汾酒	7.1	30 元/瓶	终端供货价
	53° 青花 30 汾酒	7.1	6.78%	788 738 终端建议零售价
贵州习酒	窖藏系列	7.6		出厂价
公司	产品		8 月预期涨价信息	
洋河	梦之蓝 手工班	未敲定	待定	待定 开票价
泸州老窖	38 度国窖 1573 经典装	8.2	30 元/瓶	799 769 终端建议零售价
	52 度国窖 1573 经典装	8.2	30 元/瓶	1099 1069 终端建议零售价
	38 度国窖 1573 经典装	8.2	30 元/瓶	680 650 建议团购价
	52 度国窖 1573 经典装	8.2	30 元/瓶	919 689 建议团购价
	38 度国窖 1573 经典装	8.15	20 元/瓶	700 680 建议团购价 (东北)

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 常规跟踪：高端、次高端白酒价格

**贵州茅台：**近期全国范围内批价微跌，普遍仍在 2250 元以上。北京经销商报价 2280 元，上海报价 2280 元，深圳报价 2320 元，长沙报价 2320-2330 元，江苏报价 2300 元。上周四保芳书记公开讲话，茅台将在中秋投放 7400 吨；上周五茅台回复上交所问询函，2019 年度，交易金额不超过本公司 2018 年末净资产金额的 5% (56 亿元)，股份公司向茅台营销公司销售产品价格，与其他经销商无异，即普飞 969 元。茅台将重新统筹因违规被收回的茅台酒经营权，将其投放到自营、团购等符合本公司营销战略布局的渠道和方式。预计集团营销公司将承接的关联交易金额不超过 30.97 亿元，按普飞 969 元推算，对应普飞酒约 1700.24 吨，其余 4000+ 吨预计将以自营店、电商、商超及团购客户为主。19H1 直销渠道营收 16.02 亿，同比下降 38%，占比 4.1%，同比下降 3.7 个百分点，为近年最低点。预计中秋旺季放量将大幅提升直营比例，批价将有所下降。

**五粮液：**五粮液第七代批价有所上涨，经销商普遍出货价 970-980 元。8 月 10 号前，第八代五粮液，经销商按照公司指导价 959 元出货，10 号后，执行新的指导价 1006 元。经销商每个月到货不多，库存较少。

图表2：本周主流高端次高端白酒京东成交价汇总

品牌	产品	度数	京东成交价	其他
贵州茅台	普飞	53	-	无货
五粮液	普五	52	1199	满 120 减 6，满 250 减 17，新用户专享；买两瓶送礼品袋
	1618	52 618ml	1199	满 120 减 6，满 250 减 17，新用户专享；买两瓶送礼品袋
泸州老窖	国窖 1573	52	919	满 120 减 6，满 250 减 17，新用户专享，买两瓶赠礼品袋

品牌	产品	度数	京东成交价	其他
洋河股份	梦 9	52	1699	满 1999 元减 200 元, 满 999 元减 100 元; 满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享; 赠礼品袋
	梦 6	52	769	满 1999 元减 200 元, 满 999 元减 100 元; 满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享; 买两瓶赠礼品袋
	梦 3	52	569	满 1999 元减 200 元, 满 999 元减 100 元, 满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享, 买两瓶赠礼品袋
	天之蓝	52 520ml	369	满 1999 元减 20 元, 满 999 元减 100 元, 满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享, 买两瓶赠礼品袋
剑南春	水晶剑	52	438	买两瓶赠礼品袋及郎牌特曲酒 500ml 一瓶
	珍藏级	52	658	买两瓶赠礼品袋, 赠浏阳河满门福 V9 白酒一箱
郎酒	青花郎 20	53	979	满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享; 赠礼品袋
	红花郎 15	53	569	满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享; 赠礼品袋
	红花郎 10	53	379	满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享; 赠礼品袋
山西汾酒	青花 30	53	798	满 1999 元减 100 元, 满 999 元减 50 元; 满 199 减 20; 买两瓶赠礼品袋
	青花 20	53	458	满 1999 元减 100 元, 满 999 元减 50 元; 满 199 减 20; 买两瓶赠礼品袋
水井坊	典藏大师	52	799	买 2 瓶赠礼品袋及水井坊 52 度 100ml 小酒
	井台	52	519	买 2 瓶及水井坊 52 度 100ml 小酒
	臻酿八号	52	359	满 120 减 6, 满 250 减 17, 新用户专享, 买 2 瓶赠手提袋及水井坊 52 度 100ml 小酒
舍得酒业	品味舍得	52	488	满 2999 元减 150 元, 满 1999 元减 100 元; 满 999 减 50 元, 赠品味舍得 52 度 100ml 小酒
	智慧舍得	52	768	满 768 元减 80 元, 满 2999 元减 150 元, 满 1999 元减 100 元; 满 999 减 50 元, 赠品味舍得 52 度 100ml 小酒

资料来源：京东商城，中信建投证券研究发展部

## 2.2 啤酒：2019-2020 年预计行业拐点持续进行，结构提升和关厂趋势更趋明显

行业量稳价升费缩，行业龙头继续推动产能收缩以及产品结构升级。分企业看，华润今年继续高强度关厂，吨价提升预计 4~5%，主要来源于结构升级（包括喜力并表）、减税影响；青啤预计全年吨价提升 5%左右，主要来自结构升级、提价和减税影响，加上关厂减亏、毛销差以及减税的贡献，2019 年业绩增长有余裕，预计大概率保持 20%以上增长；重庆啤酒预计全年吨价提升仍在 4%左右，虽然上半年多雨可能影响季度销量，但公司升级持续、核心市场渠道控制力稳定，且运营效率持续提升，基本面仍然坚实。

### 2.3.1 青岛啤酒：高端化稳健持续，减税确保全年增长有余裕

公司上半年实现营业收入 165.51 亿元，同比增长 9.2%；实现归母净利润 16.31 亿元，同比增长 25.2%；扣非归母净利润 14.45 亿元，同比增长 30.6%。其中，单二季度实现营业收入 85.99 亿元，同比增长 7.3%；实现归母净利润 8.23 亿元，同比增长 29.6%；扣非归母净利润 7.27 亿元，同比增长 34.7%。单二季度利润增长加速。

**收入方面，量稳价增。单 Q2 销量平稳符合预期；吨价 Q2 加速，预计有减税贡献，结构提升速度延续 Q1 趋势**

(1) 销量表现符合预期，实际动销平稳，逐步消化 Q1 高增速。1-6 月公司实现啤酒销量 473 万吨，同比提升 3.6%，增速高于行业整体 0.8%。其中单 Q2 销量约 257 万吨，同比提升约 1.1%。

(2) 销量结构稳健提升，延续 Q1 趋势。上半年主品牌销量 236 万吨，同比增长 6.3%，其中高附加值产品销量约 104 万吨，同比增长约 8% 以上；其他主品牌销量约 132 万吨，同比增长约 5%。其他品牌的销量 237 万吨，同比提升 0.9%。结构提升预计仍维持 Q1 的较高增速，整体增速呈现高档>中档>低档的态势。

(3) 吨价上半年达 3267 元/吨，同比提升 5.5%，其中 Q2 显著加速，系结构提升持续并叠加减税影响。Q1/Q2 吨价增速分别为 4.0%/6.5%，其中 Q1 主要由结构提升和少量提价贡献，结构提升是更主要的因素；Q2 则新增减税因素，增值税税率自 4 月 1 日开始从 16% 下降至 13%，预计对吨价贡献约 2.5%。

**减税确保公司今年业绩增长有余裕，经营改善的核心仍在结构提升，乐见公司高端化趋势稳健持续**

**各项利润率稳步提升，扣非净利润增长 31%、扣非净利润率提升 1.4pct，盈利增长加速**

上半年毛利率、营业利润率、净利润率、扣非净利润率分别提升 0.7pct、1.9pct、1.3pct、1.4pct。上半年扣非净利润增长 31%，且 Q2 较 Q1 显著加速，单 Q2 扣非净利润增速达到 35%。

**单 Q2 扣非净利润率达到 8.5%，同比提升 1.7pct，主要来自于毛利率提升、营业税金占收入比重的下降**

(1) 毛利率方面，Q1/Q2 分别提升 0.5pct/1.0pct。Q2 增幅加大应与减税的边际影响有关，减税对吨价增速的增量影响在 2% 以上，我们估计人工成本、原料成本上涨部分抵消了减税的正向影响。全年来看，原材料成本上涨可控，略低于年初预期；人工成本上涨则与当年经营业绩紧密挂钩，不会完全抵消掉收入/利润增量。因此我们预计公司在结构提升的核心改善下，毛利率中枢上移确定。

(2) 营业税金占收入比重，单 Q2 同比下降 0.6pct 亦有显著贡献。我们认为主要系啤酒消费税中从量部分相对固定，随着结构提升、收入增长，其比重被动下降，且是长期趋势。

另外，关于 Q2 政府补助较高是否虚增了利润增速？我们认为并没有。原因是 19Q2 政府补助均计在“其他收益”项中，18Q2 政府补助除了“其他收益”项以外，还有一部分计在“营业外收入”中，在做 19Q2/18Q2 同比时，营业外收入也应从归母净利润中剔除掉，过程如下：

19Q2 剔除政府补助后的净利润=报表端归母净利润 8.23 亿-其他收益 1.73 亿=6.49 亿元；

18Q2 剔除政府补助后的净利润=报表端归母净利润 6.35 亿-其他收益 0.80 亿-营业外收入 0.42 亿=5.13 亿。

因此 19Q2 剔除政府补助后的净利润增速=6.49/5.13-1=26.5% 仍然较高，较 Q1 略加速 (Q1: +23.6%)。

**费用率保持平稳符合预期**

销售费用率 H1 提升 0.3pct 至 18.1% (Q1/Q2 分别+0.8/-0.2pct) 主要系职工薪酬和运费增长，符合公司今年

来加强员工奖励（增量分享）的情况，预计运费增长与高端产品销量快速提升有关。

管理费用率 H1 下降 0.2pct 至 3.6%（Q1/Q2 分别-0.4/-0.1pct），符合预期。其中职工薪酬部分亦有增长。

#### 关厂策略不改，逐步落地，上半年有 4 千万安置支出，维持全年关厂 1~2 家预期

非经常性损益中披露上半年有 4193 万安置支出，与关厂减员相关。预计关厂的大额减值将在下半年体现。若将 4 千万安置支出还原回利润中，则还原后的净利润率比报表端高 0.2pct 左右。

#### 长期看改善稳健推进，短期看业绩改善有余裕，大概率迎来业绩、估值双升阶段

推动高端化、关厂提效是公司经营改善的核心所在，自 2018 年报以来，改善逻辑持续兑现，提升公司远景预期。

短期来看，2019、2020 年业绩确定性强，尤其 19 年减税影响使公司经营有余裕。

估值角度，根据对青啤过去十几年的历史复盘，我们认为净利润率提升是驱动公司估值上移的核心要素，随着公司业绩改善、利润率提升，大概率将迎来业绩、估值双升。

#### 盈利预测与投资建议

略上调 2019 年盈利预测，我们预计 2019~2021 年公司还原后的归母净利润分别为 19.4、23.5、28.3 亿元，同比增长 22.8%、21.1%、20.4%。公司最新股价 46.05 元（市值 622 亿）对应 2019~2021 年动态 PE（还原后）为 32.0、26.5、22.0 倍，对应 2019~2021 年 EV/EBITDA（还原后）约为 16.1、14.0、11.9 倍。维持“买入”评级，目标价 56.0 元。

### 2.3.2 华润啤酒

公司本周公布 2019 中报，上半年实现收入 188.25 亿，+7.2%；实现净利润 18.71 亿，+23.6%。由于有关厂带来的减值损失和员工安置成本，属于一次性支出，不影响未来现金流，因此将其予以还原，则还原后净利润 23.0 亿，+21%；还原后 EBIT32.5 亿，+23%；还原后 EBITDA41 亿，+19%

上半年公司已将 1 家停止运营，全年暂保持关厂 10±2 家预期不变。

量价表现符合预期，喜力并表略有贡献。销量 638 万吨，+2.6%，符合预期；吨价 2953 元/吨，+4.4%，符合预期，其中喜力并表有所贡献，中高端销量增长 7%；吨成本 1835 元/吨，+1.5%，压力小、可控。

费用效率提升，净利润率稳步上行。上半年毛利率 37.8%，+1.9pct，其中关厂减员的贡献明显，预计未来关厂减员仍将发挥较大效用，带来吨成本节约和毛利率上行；销售费用率 15.4%，+0.8%；系加大高端投放，是长远布局的必要支出；管理费用率 10.3%，-1.2pct。其中预计安置费用计在管理费用里，若剔除则管理费用率约 7.3%，同比-1.3pct，费用效率提升确定；还原后的 EBIT margin/EBITDA margin/净利润率分别同比 +3.3/+3.2/+1.4pct 至 17.1/21.7/12.2%，从历史情况看，中期业绩利润率高于全年，我们预计 19 年净利润率有望达到 9.1%，同比+1.5pct 持续快速提升（2017、2018 分别提升 1.5、1.2pct）。

### 2.3.3 嘉士伯中国

嘉士伯（CARLB.CO）本周公布 2019 年中报，其中披露中国区部分经营情况。

2019 上半年公司实现收入有机增长 19%，收入增长继续加速。

其中，销量增长 9%，维持高速增长，杨帆 22 战略中的大城市战略持续推进，取得较好进展，部分本地品牌如乌苏啤酒、大理啤酒均取得双位数销量增长；吨价提升 10%，公司上半年推行新品（重庆地区推 8 元醇国宾、其他地区推风花雪月精酿新品等）进展顺利，另外预计减税对此有一定贡献，使增速在过去两年 5~7% 基础上再次跃升。

### 2.3.4 百威中国：量价稳定增长，区域存在差异性

2018 年销量 763 万吨，同比增长 2.5%；吨价同比增长 5.6%；收入同比增长 8%。总销量中，百威家族产品约 40%、哈尔滨家族约 60%（以 8~10 元以下产品为主）。收入的增长主要靠单价提升拉动，即百威家族的增长。其中增长最快的两个单品：百威红瓶 500ml、和百威 275ml 红瓶。

分区域来看，东南地区是利润最高的市场，科罗娜等超高端产品保持高速增长。华南是较强势的市场，13~16 年收入、利润增速很快；17~18 利润增长放缓甚至停滞。13~16 年的快增速包括总量和百威家族，但随着总量份额达到 20% 以后，百威家族的增速也放缓，目前华南地区反而依靠哈尔滨的增长来带动未来增长，进入新一轮新的循环。华西区包含川渝、上海、西藏。属于百威比较弱势的区域，当地份额基本在 10% 左右。百威在华西区销售总量 60~70 万吨，其中百威家族以上产品占比约 35%，低于全国水平。百威家族 2018 年销量增速约 15~16%，属于较高水平。从专家角度来看，主要受益于 2017 下半年开始的 330ml 更换为 275ml。由于 330 产品推行多年价格体系已经比较透明，大经销商的单箱利润减少较多。

费用上，17~18 年砍费用非常严重。基本是 17 年减半、18 年继续减少了 50% 以上。2018 年相比 2017 年销售人员减少约 10%。

另外，行业整体来看，过去几年消费者对啤酒消费升级的速度有明显的提升，专家直观感受上，升级速度加快。展望 5 年后行业情况，可能腰部价格带升级至 8~10 元（当前 5~6 元）。

## 2.3 乳制品：价格战持续，利润端压力偏大

从国内奶源整体供需来看，H1 为紧平衡状态，随着两大龙头加大规模扩张，终端销售较好，因此对上游采购力度加强，一定程度上促进了奶价维持高位，预计上半年企业协议外原奶价格上涨 5~10%，尤其是 5、6 月份来，部分地区出现收奶紧张情况。草根调研显示，7 月开始，两大龙头伊利、蒙牛促销力度加大，近期三元部分产品加入降价促销行列，其中有机奶+冰岛酸奶组合售价 59 元，轻能等产品更是作出“买一赠一+第二件半价”的组合活动，Q3 开始，乳企不单是受压原奶涨价，终端促销力度加强对公司利润也将产生较大压力。预计全年龙头乳企收入端可以保持正常预期增长，但成本、费用投入加大，利润端难以维持，压力较大。

### 常规跟踪：北京乳品市场

本周跟踪北京物美（朝阳店）以及沃尔玛（朝阳店），时间在8月16日。沃尔玛朝阳店：整体来看，折扣力度较大，低温产品价格战持续。具体看，伊利金典系列金典低脂由63.8元/箱下降14.3元至49.5元/箱，蒙牛特仑苏纯牛奶价格由65/箱下降10元至55元/箱。低温乳品中，伊利安慕希价格由49.5元/箱上涨16.5元恢复至48.8元/箱，蒙牛纯甄原装较上周48.8元/箱下降8.9元至39.9元/箱。新乳业价格同时保持平稳状态。低温产品中，伊利生产日期上，本周产品动销较快，伊利蒙牛产品以8月为主。

图表3：沃尔玛朝阳店

品牌	品类	产品	原价	规格	现价	生产日期	活动折扣
伊利	纯牛奶	金典纯牛奶	65	箱 (12 盒*250ml)	65	2019/07/10	
		金典低脂	64	箱 (12 盒*250ml)	49.5	2019/06/4	
		金典有机	72	箱 (12 盒*250ml)	61	2019/08/7	
	娟姗进口纯牛奶						送 6 瓶金典纯牛奶
				箱 (12 盒*251ml)	118.8	2019/04/14	
		QQ 星儿童成长牛奶	50.8	箱 (15 盒*190ml)			
		QQ 星原生 DHA 纯牛奶			51	2019/06/11	
		舒化无糖低脂纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	49.8	2019/07/27	
	酸奶	舒化无糖全脂纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	49.8	2019/07/27	
		臻浓纯牛奶		箱 (16 包*230ml)			
蒙牛	酸奶	安慕希盒装（原味）	66	箱 (12 盒*205g)	66	2019/06/23	
		安慕希 PET 装（原味）		箱 (10 瓶*230g)	72	2019/08/7	
		畅轻（原味）	7.9	瓶 (250g)	5	2019/08/10	10 元 2 瓶
	其他	畅轻 PET 瓶		瓶 (215g)	8.9	2019/08/11	
		帕瑞缇褐色炭烧	20	1 瓶 (1.05kg)	23.8	2019/08/8	35 元 2 瓶
		joy day	7.9	瓶 (220ml)	7.5	2019/08/5	15 元 2 瓶
		每益添		350ml	6.5	2019/07/29	
		益消 SABL 风味发酵乳		瓶(450kg)			
	纯牛奶	植选黑芝麻黑豆豆乳	55.2	箱 (250ml*12 盒)			
		特仑苏纯牛奶	51.8	箱 (12 盒*250ml)	55	2019/06/20	
		特仑苏低脂	64.6	箱 (12 盒*250ml)	64.6	2019/08/5	
		特仑苏有机	79.2	箱 (12 盒*250ml)	74.4	2019/07/12	
	其他	环球精选特仑苏纯牛奶	49.5	箱 (12 盒*250ml)			
		纯甄盒装	49.9	箱 (200g*12 盒)	39.9	2019/06/29	
		纯甄 PET 瓶装	80	箱 (230g*10 盒)	76	2019/06/14	
		冠益乳	8.9	250g	5	2019/08/08	
		冠益乳 BB-12		100g×3	17.7	2019/07/26	第二排 7.5 折
		特仑苏酸奶		115g×3	29.7	2019/08/11	两排减 10 元
		优益 C	9.9	大瓶	12.9	2019/08/4	
	蒙牛未来星儿童成长牛奶	欧式炭烧		1kg			
				盒 (125ml*20)			

品牌	品类	产品	原价	规格	现价	生产日期	活动折扣
		(草莓)					
		蒙牛未来星佳智型		盒 (190ml*12)			
		美式豆奶		箱 (12 盒)			
其他	光明	莫斯利安		箱 (200g*12)			
		莫斯利安果蔬					
	三元	利乐砖纯牛奶	56	箱 (250ml*25)			
		极致 A2 $\beta$ -酪蛋白纯牛奶		箱 (250ml*12)			
		极致有机	75.6	箱 (250ml*12)	65	2019/08/1	
		极致全脂	53.8	箱 (250ml*11)	58	2019/06/21	
		极致低脂		箱 (250ml*12)	59	2019/06/18	
		故宫定制版纯牛奶		箱 (250ml*12)			
		特选 60 年纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	68	2019/06/8	
		绿荷牧场纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	54.5	2019/06/10	
		冰岛酸奶原味	49.9	箱 (12*200g)	39.9	2019/06/10	
		极致有机鲜牛奶		瓶 (900ml)			
		极致 ESL 低温杀菌鲜乳		盒 (490ml)			
		布朗旎炭烧		瓶 (255g)			
		轻能		450g	7.9	2019/08/5	
君乐宝	开啡尔			箱 (12*200g)	49.5	2019/07/03	
		纯享	8.9	330g			
		每日活菌		900ml	7.5	2019/08/07	
		涨芝士了		180g			
新乳业	活润-黄桃味			650ml	13.8	2019/8/8	
		活润-丹麦酸奶			15.9	2019/8/10	
		活润-酸牛奶			15.9	2019/8/5	
		活润-纯酸奶			32.6	2019/8/8	

资料来源：中信建投证券研究发展部

物美朝阳店：价格促销上力度大，具体看，伊利金典系列产品纯牛奶较上周出现下降趋势，金典有机奶由 61 元/箱回上涨 15 元至 76 元/箱。蒙牛特仑苏低脂奶由 59.9 元/箱上涨至 67.9 元/箱。低温奶本周折扣力度相较于上周明显增大，大部分产品参与了 7 折活动。折扣后，伊利畅轻本周 5.95 元/瓶，蒙牛特仑苏酸奶 19.95 元/瓶，新乳业活润黄桃由 13.8 元/瓶下降至 9.66 元/瓶。生产日期上，相较上周变化较大，伊利蒙牛集中在 8 月。

图表4：物美朝阳店

品牌	品类	产品	价格	规格	现价	生产日期	活动折扣
伊利	纯牛奶	金典纯牛奶	65	箱 (12 盒*250ml)	52	2019/06/26	
		金典低脂	64	箱 (12 盒*250ml)	67.8	2019/07/03	
		金典有机	72	箱 (12 盒*250ml)	76	2019/06/27	
		娟姗进口纯牛奶		箱 (12 盒*251ml)	118.8	2019/04/14	

请参阅最后一页的重要声明

品牌	品类	产品	价格	规格	现价	生产日期	活动折扣
蒙牛	纯牛奶	QQ 星儿童成长牛奶	50.8	箱 (15 盒*190ml)			
		QQ 星原生 DHA 纯牛奶			47.6	2019/04/03	
		舒化无糖低脂纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	48.6	2019/07/14	
		舒化无糖全脂纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	49.8	2019/05/24	
		臻浓纯牛奶		箱 (16 包×230ml)	46.4	2019/07/13	
		酸奶	安慕希盒装 (原味)	66	箱 (12 盒*205g)	54	2019/07/19
		安慕希 PET 装 (原味)		箱 (10 瓶*230g)	77	2019/05/24	
		畅轻 (原味)	7.9	瓶 (250g)	5.95	2019/08/8	
		畅轻 PET 瓶		瓶 (215g)	6.23	2019/07/29	
		帕瑞缇褐色炭烧	20	1 瓶 (1.05kg)	17.5	2019/08/4	
	其他	joy day	7.9	瓶 (220ml)	6.93	2019/08/04	
		每益添		350ml	4.55	2019/07/13	
		益消 SABL 风味发酵乳		瓶(450kg)	5	2019/08/04	
光明	光明	植选黑芝麻黑豆豆乳	55.2	箱 (250ml*12 盒)	48	2019/06/4	
		特仑苏纯牛奶	51.8	箱 (12 盒*250ml)	55	2019/06/14	
		特仑苏低脂	64.6	箱 (12 盒*250ml)	67.9	2019/07/21	
		特仑苏有机	79.2	箱 (12 盒*250ml)	78	2019/07/27	
		环球精选特仑苏纯牛奶	49.5	箱 (12 盒*250ml)	57.75	2019/06/10	
		酸奶	纯甄盒装	49.9	箱 (200g*12 盒)	47.4	2019/06/29
		纯甄 PET 瓶装	80	箱 (230g*10 盒)	79	2019/07/13	
		冠益乳	8.9	250g	4.95	2019/08/08	
		冠益乳 BB-12		100g×3	12.39	2019/08/05	
		特仑苏酸奶		115g×3	19.95	2019/08/5	
三元	三元	优益 C	9.9	大瓶			
		欧式炭烧		1kg	17.5	2019/08/06	
		蒙牛未来星儿童成长牛奶 (草莓)		盒 (125ml*20)			
		蒙牛未来星佳智型		盒 (190ml*12)			
		美式豆奶		箱 (12 盒)			
		莫斯利安		箱 (200g*12)			
		莫斯利安果蔬					
其他	其他	利乐砖纯牛奶	56	箱 (250ml*25)			
		极致 A2 $\beta$ -酪蛋白纯牛奶		箱 (250ml*12)			
		极致有机	75.6	箱 (250ml*12)	52.08	2019/06/6	
		极致全脂	53.8	箱 (250ml*11)	45.5	2019/06/17	
		极致低脂		箱 (250ml*12)	65.8	2019/04/11	
		故宫定制版纯牛奶		箱 (250ml*12)			
		特选 60 年纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	68	2019/06/08	
		绿荷牧场纯牛奶		箱 (12 盒*250ml)	55	2919/06/2	
		冰岛酸奶原味	49.9	箱 (12*200g)			

品牌	品类	产品	价格	规格	现价	生产日期	活动折扣
君乐宝		极致有机鲜牛奶		瓶 (900ml)			
		极致 ESL 低温杀菌鲜乳		盒 (490ml)			
		布朗脆炭烧		瓶 (255g)			
		轻能	450g		9.73	2019/8/1	
		开啡尔		箱 (12*200g)	30	2019/06/06	
		纯享	8.9	330g	6.23	2019/7/28	
		每日活菌		900ml			
新乳业		涨芝士了		180g			
		活润-黄桃味		650ml	9.66	2019/8/7	
		活润-丹麦酸奶					
		活润-酸牛奶					
		活润-纯酸奶					

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 2.4 肉制品

### 双汇发展：猪价上行预计持续至明年末、提价以期今年盈利相对平稳

2019 上半年实现营业收入 254.6 亿元，同比增长 7.3%；归母净利润 23.82 亿元，同比下降 0.16%。其中 Q2 单季实现营业收入 134.8 亿元，同比提升 15.5%；归母净利润 11.0 亿元，同比下降 16.6%。

#### 屠宰业务：量利创历史新高，Q2 环比下降预计全年盈利承压

上半年公司屠宰业务量利均创历史新高，屠宰生猪 857.8 万头，同比增长 3.7%；实现营业收入 150.4 亿元，同比增长 7.8%，主要由猪肉价格上涨带动，上半年猪肉均价 21.89 元/kg 较上年同期增长 15.1%、生鲜冻品销量略下滑，74.4 万吨同比下降 3.1%；在 Q1 高营利润率带动下，上半年实现屠宰营业利润率 5.5%，同比上升 2.0%，创历史新高。

但单二季度屠宰业务环比下降，单 Q2 屠宰生猪 385 万头，同比下降 11.6%；销售生鲜冻品 37.6 万吨，同比下降 6.6%。单 Q2 营业利润率 3.6%，同比微降 0.2%，我们认为屠宰业务营业利润率下降主要系猪价快速上升情况下猪肉与生猪价差收窄、及公司屠宰产能利用率下降致吨成本上升。

国内非洲猪瘟自 2018 年 8 月爆发第一起疫情后 18 年全年出现 99 起，今年上半年出现 40 余起，疫情稍有缓解但仍持续。这将从两方面影响公司盈利，其一，预计下半年猪价持续上行可能创历史新高，屠宰盈利空间收窄，据农业部披露，截至今年 6 月末，全国生猪存栏量同比下降 25.8%、能繁母猪存栏量-26.7%；其二，疫情持续影响公司生猪收购，屠宰量和收购成本均受影响。截至目前公司屠宰营业利润率仍维持在 Q2 约 3.6% 的相对高位，预计下半年随着猪价上涨盈利水平可能略下移。

#### 肉制品业务：提价应对成本上涨，预计全年毛利率平稳

请参阅最后一页的重要声明

公司上半年实现肉制品收入 119.0 亿元，同比增长 4.2%，主要由均价提升贡献。公司于 18 年 12 月底、19 年 4 月对肉制品进行两次提价，每次对应综合吨价提升约 3%；7 月初进行第三次提价，预计下半年综合吨价同比涨幅将近 10%。

上半年肉制品营业毛利率下降 3.7%、营业利润率下降 4.1%，其中 Q1/Q2 营业利润率分别 -2.4pct/-5.8pct。利润率下滑，主要系上半年尤其 Q2 猪价快速上涨，且在下半年及明年猪价持续上涨的预判下，公司使用当期采购成本较多。下半年预计公司将根据中美猪价走势，可能加大从美欧进口低价猪肉平抑成本波动、另下半年提价、控成本等措施的效果将更显著，预计全年毛利率可保持平稳。

#### 经营展望：提价、增加原材料储备、可能加大进口，以应对猪价未来较长时间上涨

本轮猪瘟疫情导致猪价上涨周期比预期更早到来，且预计高猪价将持续较长时间（预计下半年猪价将创历史新高、明年全年猪价维持高位），对公司形成较大成本压力。

对此公司采取系列措施予以应对，其中最核心的措施在三方面：提价、加大库存、预计可能加大进口。

1、提价。从 18 年末到 19 年 7 月，公司已对肉制品业务进行近年来最大幅度的提价来应对成本上涨，预计提价和控成本费用等措施效果将于下半年逐步体现，利润率有望逐步恢复；且从长远看，提价提升公司长期利润率中枢，随着猪价步入下行周期（可能在 2021 年），利润增长弹性较大。

2、加大原材料库存。公司中报披露，原材料库存从年初 15.9 亿上升至 6 月末 21.1 亿，环比增加 5.3 亿元，预计系公司预判猪价在未来 12~18 个月将快速上涨并维持高位，因此加大原材料储备，略减轻 19H2 及明年成本压力。

3、可能加大进口。万洲国际在美国、欧洲业务布局逐步完善，未来万洲国际发挥全球产业链协同效应，可能加大中美、中欧之间贸易，抗风险能力进一步加强，长期来看公司整体屠宰和肉制品利润率中枢上移较为确定。

#### 盈利预测与投资建议

维持原有盈利预测，预计公司 2019~2020 年收入分别为 509.0、552.3 亿元，同比增长 4.4%、8.5%，预计归母净利润分别为 52.1、56.7 亿元，同比增长 6.0%、8.9%，对应 EPS 分别为 1.58、1.72 元，最新股价 21.87 元分别对应动态 PE 为 13.8、12.7 倍，维持“买入”评级。

## 2.5 调味品

### 海天味业：营收稳定，长期发展看好

公司上半年实现营业收入 101.6 亿元，同比增长 16.51%；实现归母净利润 27.5 亿元，同比增长 22.34%。其中单二季度实现营业收入 46.7 亿元，同比增长 16.00%；实现归母净利润 12.73 亿元，同比增长+21.79%。

#### 收入增长符合预期，三大主营产品稳定增长

行业层面，餐饮行业增势良好，公司下游需求稳健。1-7月份，国内餐饮收入24937亿元，同比增长9.4%；限额以上餐饮收入5238亿元，同比增长7.2%。在此背景下公司上半年收入延续稳健增长态势，实现营业收入101.6亿元，同比增长16.51%。

分产品看，公司三大核心产品，酱油、调味酱、蚝油业务稳定增长，其中酱油收入59.87亿元，同比增长13.61%；调味酱收入12.61亿元，同比增长7.48%；蚝油收入17.15亿元，同比增长21.13%。

分区域看，西部区域实现收入11.14亿元，同比增加23.93%，增速最快；中部区域实现收入19.43亿元，同比增加18.79%；东部区域实现收入20.61亿元，同比增加14.15%；南部区域实现收入20.11亿元，同比增加11.21%；北部区域实现收入25.59亿元，同比增加10.35%。

分渠道看，主营业务线下渠道收入94.80亿元，占比97.86%，同比13.90%；线上渠道发展迅猛，收入2.07亿元，占比2.14%，同比增长44.39%。此外，公司经销商数量19年H1净增加485家至5369家，其中东部、南部、中部、北部、西部区域分别净增加66、58、97、164及100家，渠道精耕下沉持续推进。

### 毛利率下降系短期影响，预计中期仍将恢复至正常水平

公司H1毛利率为44.86%，同比-2.25pct，其中单Q2毛利率43.78%，同比-3.81pct。毛利率下降主要系公司今年对高明产线进行技改及产能扩建造成成本压力攀升所致，这一影响预计较短时期内可消除；此外，Q2包装物（玻瓶）及部分食品添加剂等原料价格上涨压制毛利率表现；以及毛利率相对较低的蚝油等产品占比提升结构性拉低公司整体毛利率。

### 费用下降对冲成本上升，净利率上升明显

报告期内实现归母净利润约27.5亿元，同比增长22.34%；净利润率27.07%，同比提升1.29pct。主要原因是公司销售费用、财务费用下降较多。H1公司销售费用为11.17亿，同比下降5.04%，销售费用下降的主要原因是部分经销商选择了产品自提的方式导致运费支出减少，报告期内运费费用为2.55亿，同比下降33.57%。H1财务费用-1.52亿，同比增加123.39%，主要系本期存款利息收入增加。H1管理费用率为1.30%，同比-0.14pct，H1研发费用率为2.67%，同比微降0.05pct，也对公司的净利润有正贡献。此外H1公司其他收益0.69亿元，同比上升458.03%，贡献了净利润正增长，主要系政府补助增加。本期公司执行新金融工具会计准则，造成公允价值变动收益和投资收益发生较大变动，投资收益部分银行理财产品的收益计入了公允价值变动损益科目，两者对冲，对净利率基本无影响。

### 龙头地位稳固，长期稳健发展支撑估值溢价

长期看，行业赛道优、量价增长稳健；公司市占率稳步提升，凭借稳固的龙头地位获得优于行业的持续稳健增长。在酱油品类中，预计公司当前市占率已接近18%，较2016年的15%快速提升，竞争优势显著；另外，公司调味酱及蚝油业务快速发展已具规模，凭借品牌影响力及渠道优势，规模和业绩有确定的提升空间。

短期看，预计公司下半年将迎来新一轮提价。历史上看，公司平均每两年提价一次，顺利转嫁成本上涨压力，上一次提价在2017年初，预计2019年下半年公司将步入新一轮提价期，保障明年稳健增长。

### 盈利预测和投资建议

预计公司 2019~2021 年收入分别为 198.49、230.21、265.25 亿元，同比增长 16.5%、16.0%、15.2%；净利润分别为 52.57、62.90、74.19 亿元，同比增长 20.4%、19.7%、17.9%；对应 EPS 分别为 1.95、2.33、2.75 元。对应 2019~2021 年动态 PE 分别为 50.1、41.8、35.5 倍。

## 天味食品

“火锅+川菜”调料双轮驱动，上市红利带动快速增长

公司主要围绕火锅底料和川菜底料两大类产品，主打“好人家”、“大红袍”两大品牌，并于 2019 年上半年对核心品牌“好人家”进行优化升级，升级后的好人家品牌 VI 形象更时尚、简洁、年轻、活力，更具识别性。从上半年的业绩来看，公司川菜底料板块增长迅速，老坛酸菜鱼、金汤鱼、经典鱼系列产品贡献明显，上半年净增长 5000 万左右收入，带动川菜调料板块上涨 50.68%；火锅底料主要受手工牛油和清油产品贡献，上半年淡季收入同比增长 17.84%。

公司报告期经销商数据达到 882 家，较期初净增 73 家，对比全年计划的 100-200 家，下半年还将继续扩大经销商数量。区域看，西南市场仍是最主要贡献市场，占比达到 29.84%，华中和华东市场分别占比 19.47% 和 16.45%，是公司最主要三个区域市场。

公司上半年聘请专业咨询机构为公司提供中长期规划咨询，结合公司实际发展需求，对应的费用投入会相对年初规划有一定不同，但整体配合公司产品战略规划进行。公司募投项目看，双流、家园技改项目进展顺利，按照环评标准看目前产能 9.2 万吨，今年底可增加将近 2 万吨，为公司未来增长提供保障。

预计公司 2019-2021 年实现收入 1.84、2.26、2.72 亿元，实现归母净利润 3.59、4.51、5.53 亿元，对应 EPS 为 0.87、1.09、1.34 元/股。

## 2.6 其他小食品

### 洽洽食品：收入稳步增长，利润弹性释放

核心新品带动 Q2 加快增长

2019H1 公司实现营业收入 19.87 亿元，同比增长 6.02%，单 Q2 实现收入约为 9.47 亿元，同比增长 11.78%。报告期内公司不断推出新品、产品升级，同时多个销售热点地区持续放量，扩大线下铺货范围。具体来看：报告期内蓝袋山核桃持续放量，海盐瓜子在北方市场销售良好，传统红袋系列增速稳中有升，通过品牌效应与市占率的提升打开增长空间，葵花子系列产品（占比 68.93%）实现营收 2.79 亿元，同比增长 14.29%；坚果类产品涨势最为迅速（占比 14.05%）2019H1 实现营收 13.7 亿元，同比增长 39.83%，除传统的坚果搭配，推出定位女性消费者的每日坚果新品，加速抢占市场，“小黄袋”坚果携手华与华营销公司，对小黄袋外包装以及宣传片进行重新打造；其他休闲食品实现营收 3.38 亿元，同比下降 29%，与公司战略偏向有一定关系。

从渠道上看：在合肥、哈尔滨、包头、重庆、长沙等地的生产基地产能释放，产品实现就近供应，产能布局不断优化，截止 2018 年底，洽洽线下销售终端以 KA 卖场与便利店为主，线下终端数量超过 40 万。同期，

南方区、北方区、东方区分别实现营收 8.18 亿、3.61 亿、4.48 亿，增速较为稳定(同比增长 2.88%、2.65%、8.06%)。报告期电商渠道上半年实现营收 2.12 亿元，同比增长 62.08%，主要系公司电商物流中心项目大力拓展了电子商务等线上业务发展；海外渠道上半年实现营收 1.32 亿元，同比增长 22.46%，主要系国际市场的开拓，研发、种植、原料、营销、供应链等要素的国际化。

### 成本控制良好，毛利率稳步提升

H1 营业成本 13.55 亿，同比+2.55%；Q2 营业成本 6.31 亿元，同比+6.67%。Q2 营业成本的加速增长匹配 Q2 营业收入的加速增长，但 H1 及 Q2 营业成本增速低于同期收入增速，主要系公司销售地和生产地按照就近原则设置了原料地生产厂和销地生产厂，节约了物流成本，使得公司主要产品葵瓜子及坚果营业成本增速低于葵瓜子及坚果营业收入增速。

公司 H1 毛利率 31.82%，同比+2.31pct，单 Q2 毛利率 33.40%，同比+3.19pct。公司生产基地的全国布局带动规模效益的提升，以销定产，生产加工机械化和自动化也拉动毛利率稳步提升。具体看，葵瓜子毛利率 35.28%，同比+0.38pct，一定程度拉动毛利率提升，同期坚果类毛利率 21.26%，同比+5.54pct，是拉动公司毛利率提升的主要因素。

### 毛利率拉动净利润提升，费用控制良好

公司 H1 实现归母净利润 22036.01 万元，同比增加 28.08%，净利率 11.09%，同比+1.91pct，单 Q2 归母净利润为 10651.83 万元，同比增长 20.79%，净利率为 11.24%，同比+0.84pct。净利率的提升主要一方面是 H1 和 Q2 毛利率提升拉动，另一方面公司在报告期内费用管控较好，贡献一定利润增长。

具体看，H1 销售费用 26875.27 元，同比+9.94%，主要系因新品的推出及市场扩大带来的广告宣传费（同比增长 13.15%）和市场推广费（同比增长 26.34%）的增加，销售费用率 13.52%，同比+0.48pct；H1 管理费用 10808.72 万，同比+5.34%，管理费用率 5.44%，同比-0.04pct，主要系报告期内管理人员增加带来的职工薪酬（同比增长 11.74%）及办公费等费用（同比增加 68.83%）增加所致。此外，报告期内受本期利息支出减少影响，财务费用-532.63 万，相比于 2018 上半年的-134.71 万元减少了 397.92 万元。财务费用率-0.27%，同比-0.2pct；报告期内加大新品研发力度，研发费用 1298.25 万，同比+36.24%，研发费用率 0.65%，同比+0.14pct。

Q2 费用看，每日坚果等明星产品进行渠道精耕带来的广告促销，运费及招待费的增加，销售费用 12502.6 万元，同比 19.47%，销售费用率 13.20%，同比+0.85pct；期间员工持股计划实施费用影响，管理费用 5736.28 万，管理费用率 6.05%，同比+0.78pct；此外，Q2 加大新品研发项目投入，研发费用 912.96 万，同比+46.8%，研发费用率 0.96%，同比+0.23pct；财务费用 91.74 万，财务费用率 0.1%，同比+0.6pct。

### 布局全球化，完善产业链

公司葵花子产品在包装葵瓜子行业是绝对龙头，市场份额 40-50%。同时，公司产品线日趋丰富，成功推广洽洽香瓜子、洽洽喀吱脆、洽洽小而香、洽洽怪 U 味、撞果仁、焦糖山核桃蓝袋系列瓜子、小黄袋每日坚果、山药妹山药脆片等产品。公司实行全产业链运营模式，原料全球直采，锁定全球 9 大坚果原料产地，100% 只采摘当季新鲜坚果，拥有 9 家出口级自有工厂，中国坚果生产制造能力第一。2019 年 7 月 1 日，海外投资建设的第一家工厂—泰国工厂顺利投产，洽洽国际化打开新局面。公司海外市场以泰国、美国、俄罗斯、印尼为中心，加大对空白市场的拓展，从组织建设、渠道扩充等方面聚焦发展，提升品牌价值，为公司全球化战略布局奠定

了坚实的基础。2018 年至 2022 年的五年内，每年推行一批员工持股计划，让更多的管理人员和核心技术人员受益于企业的成长和发展，有利于增强团队凝聚力，同时还为未来的业务发展储备了相关人才。

### 盈利预测

预计 2019-2021 年公司实现收入 46.49、51.53、58.27 亿元，实现归母净利润 5.26、6.21、7.26 亿元，对应 EPS 为 1.04、1.22、1.43 元/股。

## 香飘飘：果汁茶放量增长，收入增长超预期

公司 2019H1 实现营业收入 13.77 亿元，同比+58.26%，实现归属上市公司股东净利润 2353 万元，同比+143.11%。

### Q2 果汁茶放量大增拉动收入增长

2019H1 公司实现营业收入 13.77 亿元，同比增长 58.26%，单 Q2 实现收入约 5.4025 亿元，同比增长 148.35%。从产品上看，二季度果汁茶进入消费旺季，公司加大宣传力度，实现收入 4.16 亿元，为公司今年净增量，直接拉动期间收入大幅增长。

上半年整体看，在稳定发展原有固体冲泡奶茶业务的同时，果汁茶饮品与原有固体杯装奶茶形成协同及互补，并以果汁茶产品为支点，加快推进经销商“专营、专职、专项激励”的三专化进程，帮助经销商进一步完善销售体系，强化公司与经销商的一体化策略。具体产品看，果汁茶新产能投产后，Q2 加大营销宣传，实现收入 5.88 亿元，为公司收入增长的主要贡献点；经典系列奶茶继续深耕渠道，逐步更新产品，完善结构，上半年实现营收 4.67 亿元，同比稳步增长 7.9%；好料系列奶茶去年下半年进行了产品、包装升级，上半年主要清理老品库存为主，实现营收 2.44 亿元，同比-18.34%；液体奶茶作为长期培育品种，短期暂不存在放量条件，上半年实现营收 6258.8 万元，同比-50.6%。

从区域来看，报告期内湖州，成都，天津等奶茶厂产能释放，同时渠道持续下沉带来市场需求增加，销量位于前三的华东（4.99 亿），西南（2.25 亿）和华中（2.08 亿）地区销售收入增长分别为 29.61%、60.71%、90.83%；东北（5117 万）、华北（8469 万）增速最快，分别为 324.03%、120.19%；此外，西北、华南及电子商务渠道分别增长 54.81%、77.41%、64.01%。截止 2019 年 6 月末，公司在全国共有 1377 家经销商，已经建立了基本覆盖国内大中型城市及县区的全国性销售网络。

### 成本控制较好，毛利率稳步提升

公司 H1 毛利率 36.97%，同比+6.02pct，单 Q2 毛利率 33.58%，同比+16.39pct。报告期内公司不断调整产品结构，且新厂区投产后规模效应显现，均拉动毛利率提升。预计公司果汁茶产能快速释放，毛利率快速提升对 H1 毛利率拉动作用较为明显。此外，报告期内公司集中采购原材料，原料总的采购成本增加，存活增加，但因在此环节议价能力提升，H1 及 Q2 营业成本增速低于同期收入增速，H1 营业成本 8.68 亿，同比+44.51%；Q2 营业成本 3.59 亿元，同比+99.23%。

### 毛利率拉动净利润提升，费用控制较好

公司 H1 实现归母净利润 2352.96 万元, 实现扭亏, 同比增加 7,811.56 万元, 净利率 1.71%, 同比+7.98pct; 单 Q2 归母净利润为-2843.45 万元, 净利率-5.27%, 同比+32.84pct。净利率的提升主要一方面是 H1 和 Q2 毛利率提升拉动, 另一方面公司在报告期内费用管控较好, 贡献一定利润增长。具体看, H1 销售费用 3.91 亿元, 同比+23.24%, 主要系因新品的推出带来的广告宣传费和市场推广费的增加, 销售费用率 28.38%, 同比-8.09pct, 预计销售费用率的下降与 H1 精准投放营销有关, 聚焦产品提升费效比。H1 管理费用 9996 万, 同比+120.02%, 管理费用率 7.26%, 同比+2.04pct, 主要系报告期内股权激励成本、职工薪酬、办公费等费用增加所致。此外, 报告期内受可转债利息、短期借款利息增加影响, 财务费用 217.7 万, 同比+1676.69%, 财务费用率 0.16%, 同比+0.14pct; 报告期内加大新品研发力度, 研发费用 1799 万, 同比+388.46%, 研发费用率 1.31%, 同比+0.88pct。

Q2 费用看, 果汁茶旺季, 公司在该品类加大投入, 赞助极限挑战等知名综艺节目, 销售费用 1.83 亿, 同比 30.37%, 销售费用率 33.84%, 同比-30.68pct。Q2 公司计提股权激励费用, 职工薪酬等费用增加实现管理费用 5524 万, 管理费用率 10.23%, 同比+3.54pct。此外, Q2 加大新品研发项目投入, 研发费用 1498 万, 同比+765.9%, 研发费用率 2.77%, 同比+1.98pct; 财务费用 192 万, 财务费用率 0.36%, 同比-0.58pct。

### 产能充足, 股权激励进一步激发活力

公司 2018 年 7 月推出了 MECO 果汁茶系列产品, 形成了固体冲泡、果汁茶、液体奶茶三个业务版块。同时, 公司持续丰富好料系列, 增加珍珠系列, 优化经典系列, 从品牌设计、包装及用料方面, 对固体冲泡奶茶进行全方位优化及创新、升级。在饮品方面, 公司在推出三款果汁茶的基础上, 5 月再推出三款轻品新奶茶口味以及各种季节限定款奶茶, 以迎合各类季节和节假日的消费特点。为品牌注入了年轻化时尚化的活力。在产能布局上, 公司在湖州建设的液体生产基地已正常投产, 今年上半年表现良好。同时, 在产能提升上, 2019 年 7 月份, 公开发行可转债募资总额不超 86,000.00 万元投资于成都年产 28 万吨无菌灌装液体奶茶项目, 天津年产 11.2 万吨无菌灌装液体奶茶项目。将进一步补充公司产能, 为持续增长提供保障。

2018 年员工限制性股票激励计划推出, 利益绑定。激励计划拟授予的限制性股票数量 1,967 万股, 授予价格为 7.85 元/股。激励对象为包括公司公告本激励计划时在公司任职的公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术(业务)人员等 69 人, 将员工的利益与公司利益绑定, 有利于充分调动员工的积极性和创造性, 提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。

### 盈利预测

预计 2019-2021 年公司实现收入 41.01、47.65、54.97 亿元, 实现归母净利润 4.35、5.35、6.40 亿元, 对应 EPS 1.04、1.28、1.53 元/股。

## 三、上周市场回顾

### 3.1 板块整体表现：大盘上涨，板块涨幅较大

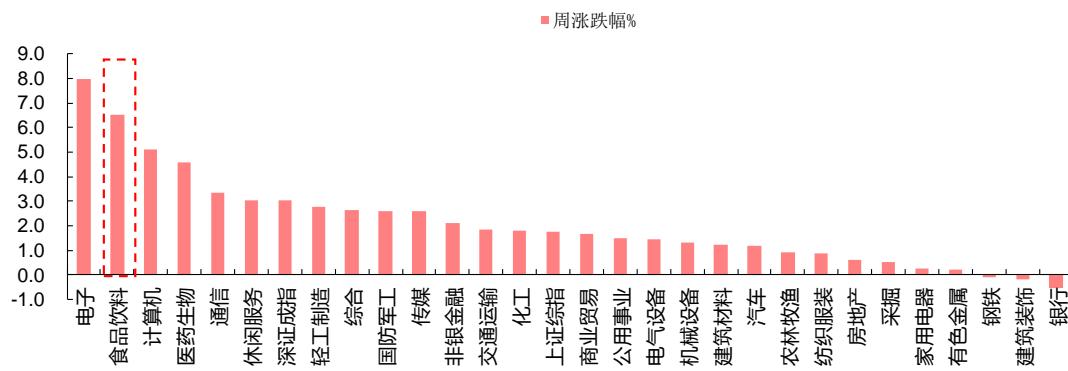
上周上证指数收于 2,823.82 点，周涨幅 1.77%，深证指报收于 9,060.92 点，周涨幅 3.02%。食品饮料板块上涨 6.54%，涨幅领涨大盘 4.77 个百分点。

图表5：以 2013 年 1 月 1 日为基期，食品饮料板块指数与上证综指走势对比(日变化)



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表6：万各子行业一周涨跌幅排名

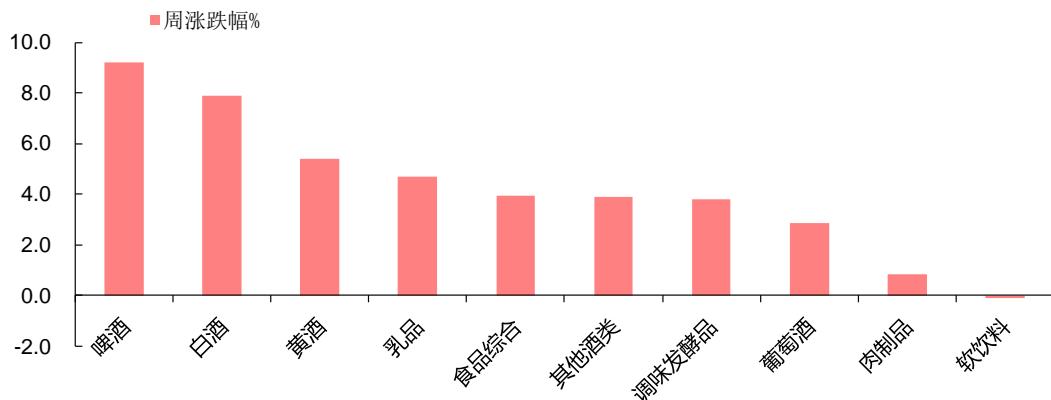


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

### 3.2 按子行业划分：啤酒领涨

上周食品饮料各子版块中，涨跌幅由高到低分别为：啤酒 (9.19%)、白酒 (7.87%)、黄酒 (5.38%)、乳品 (4.69%)、食品综合 (3.93%)、其他酒类 (3.88%)、调味发酵品 (3.79%)、葡萄酒 (2.86%)、肉制品 (0.82%)、软饮料 (-0.09%)。

图表7：一周各子板块涨跌幅排名（%）



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表8：一周各子板块市场表现

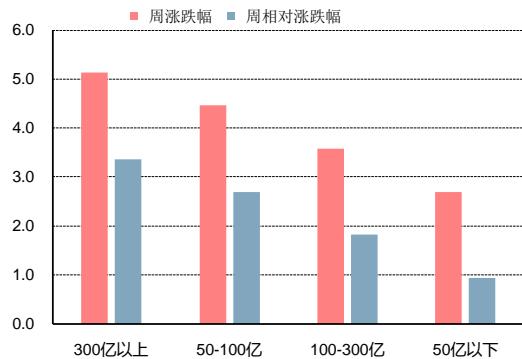
指数名称	代码	指数	周涨跌幅	月涨幅	今年以来涨跌幅
啤酒	851232.SI	3,177.61	9.19	5.73	29.13
白酒	851231.SI	38,773.06	7.87	5.27	85.34
黄酒	851236.SI	738.01	5.38	-1.91	16.93
乳品	851243.SI	9,398.68	4.69	-7.42	24.48
食品综合	851244.SI	3,166.08	3.93	-0.21	26.50
其他酒类	851233.SI	2,115.85	3.88	-1.16	73.49
调味发酵品	851242.SI	6,838.57	3.79	1.52	44.26
葡萄酒	851235.SI	1,841.81	2.86	-3.48	4.35
肉制品	851241.SI	6,269.38	0.82	-7.94	1.64
软饮料	851234.SI	2,443.99	-0.09	-5.26	6.41

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

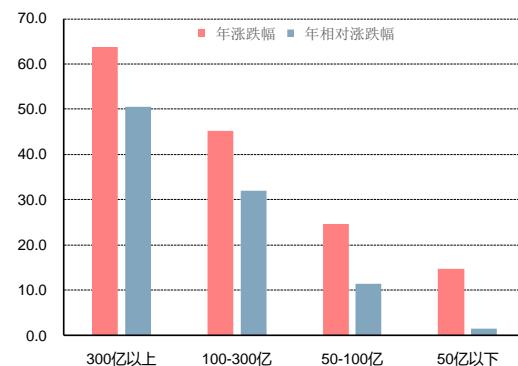
### 3.3 按市值划分：大市值涨幅最大

我们将板块个股按市值划分为300亿以上、100-300亿、50-100亿和50亿以下四个板块。上周各市值板块涨跌幅由高到低排名为：300亿以上板块上涨5.1%；50-100亿板块上涨4.5%；100-300亿板块上涨3.6%；50亿以下板块上涨2.7%。

图表9：按市值划分板块一周涨跌幅



图表10：按市值划分板块年初以来涨跌幅



资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

### 3.4 沪股通、深股通标的持股变化

2019年08月12日至08月16日，沪股通每日前十大活跃个股中食品饮料公司上榜共3家，分别为贵州茅台（上榜共5天，成交净买入5.80亿元）、伊利股份（上榜共5天，成交净买入1.04亿元）；深股通每日前十大活跃个股中食品饮料公司上榜共5家，分别为五粮液（上榜共5天，成交净买入8.44亿元）、洋河股份（上榜共3天，成交净买入-2.98亿元）、泸州老窖（上榜共3天，成交净买入0.80亿元）、温氏股份（上榜2天，成交净买入-0.90亿元）、牧原股份（上榜2天，成交净买入0.36亿元）。

图表11：本周食品饮料沪深股通前十大活跃个股情况

日期	沪股通上榜公司	成交净买入（亿元）	合计	深股通上榜公司	成交净买入（亿元）	合计
2019-08-16	贵州茅台	-3.9375	11.7569	五粮液	2.9087	8.5338
2019-08-16	伊利股份	-0.6750	4.2509	泸州老窖	-0.0634	3.2563
2019-08-16	海天味业	2.1642	3.8634	洋河股份	-1.1416	3.1992
2019-08-15	贵州茅台	-1.0995	9.2821	五粮液	1.2131	7.9581
2019-08-15	伊利股份	-0.4260	3.2898	泸州老窖	-0.3271	2.2839
				洋河股份	-0.6396	2.2352
2019-08-14	贵州茅台	3.2010	15.1163	五粮液	1.4467	8.9334
2019-08-14	伊利股份	-1.2860	4.8905	洋河股份	-1.1986	2.9337
				泸州老窖	1.1880	2.3384
2019-08-13	贵州茅台	1.7469	12.8689	五粮液	-1.3264	7.1434
2019-08-13	伊利股份	0.1736	3.4438	温氏股份	-1.2209	3.5197
				牧原股份	0.2877	1.7730
2019-08-12	贵州茅台	5.8893	24.9978	五粮液	4.1993	9.5207
2019-08-12	伊利股份	3.2504	7.9843	牧原股份	0.0743	4.3699
				温氏股份	0.3197	2.5194

资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

截至08月16日，食品饮料行业沪深港通标的的按持股比例排名前五名为伊利股份、涪陵榨菜、中炬高新、

贵州茅台、水井坊，持股比例分别为12.28%、10.09%、8.40%、8.21%、7.85%，较上周末分别变动0.06pct、-0.02pct、0.10pct、0.04pct、-0.04pct。

图表12：食品饮料行业沪深股通持股比例（截至08月16日）

证券代码	证券简称	系统持股市量	持股市值	占流通A股 (%)(公布)	占流通A股 (%)(计算)	持股比例较上周 变化(%) 公布
600887.SH	伊利股份	744,439,225	21,365,405,757.50	12.28	12.2869	0.06
002507.SZ	涪陵榨菜	79,656,095	1,762,789,382.35	10.09	10.2448	-0.02
600872.SH	中炬高新	66,972,484	2,656,798,440.28	8.40	8.4069	0.10
600519.SH	贵州茅台	103,236,051	108,872,739,384.60	8.21	8.2181	0.04
600779.SH	水井坊	38,363,444	1,736,329,475.44	7.85	7.8526	-0.04
002304.SZ	洋河股份	109,570,416	11,548,721,846.40	7.27	8.7763	-0.17
000858.SZ	五粮液	282,034,427	35,620,948,130.10	7.26	7.4302	0.17
600600.SH	青岛啤酒	40,727,882	2,063,274,502.12	5.85	5.8524	0.76
603288.SH	海天味业	157,152,993	16,216,617,347.67	5.81	5.8197	0.09
000848.SZ	承德露露	50,207,286	385,089,883.62	5.13	5.1318	0.16
002557.SZ	洽洽食品	23,090,748	588,583,166.52	4.55	4.5544	0.50
603589.SH	口子窖	23,421,243	1,407,850,916.73	3.90	3.9035	0.01
000860.SZ	顺鑫农业	22,118,223	1,100,602,776.48	2.98	2.9818	-0.15
600809.SH	山西汾酒	24,592,863	1,714,368,479.73	2.84	2.8403	0.02
603866.SH	桃李面包	16,979,489	801,601,675.69	2.57	2.5770	0.08
000596.SZ	古井贡酒	9,624,423	1,056,857,889.63	2.50	2.5090	0.26
603711.SH	香飘飘	1,138,206	39,211,196.70	2.45	2.4584	-0.22
000568.SZ	泸州老窖	35,870,934	3,084,900,324.00	2.44	2.4567	0.03
603369.SH	今世缘	25,523,890	745,297,588.00	2.03	2.0346	0.10
000895.SZ	双汇发展	65,045,335	1,422,541,476.45	1.97	1.9717	0.00
600305.SH	恒顺醋业	14,995,058	227,025,178.12	1.91	1.9137	0.12
300146.SZ	汤臣倍健	28,097,700	554,367,621.00	1.91	3.1861	0.07
600132.SH	重庆啤酒	7,845,908	351,025,923.92	1.62	1.6212	-0.07
002568.SZ	百润股份	7,590,316	158,637,604.40	1.46	2.1757	-0.10
603517.SH	绝味食品	3,283,557	126,416,944.50	1.43	1.4327	-0.13
600197.SH	伊力特	4,837,150	73,524,680.00	1.09	1.0969	0.19
600073.SH	上海梅林	8,487,612	74,436,357.24	0.90	0.9051	0.11
000729.SZ	燕京啤酒	24,662,219	152,165,891.23	0.87	0.9828	0.03
600559.SH	老白干酒	5,977,780	73,108,249.40	0.72	0.7249	0.08
600597.SH	光明乳业	8,931,796	92,712,042.48	0.72	0.7295	0.02
603198.SH	迎驾贡酒	5,680,436	107,473,849.12	0.71	0.7101	0.11
603027.SH	千禾味业	3,073,042	65,240,681.66	0.67	0.6777	0.47
603043.SH	广州酒家	831,260	27,423,267.40	0.66	0.6623	0.18
000639.SZ	西王食品	6,976,927	35,024,173.54	0.64	0.6482	-0.04
002570.SZ	贝因美	5,711,942	28,616,829.42	0.55	0.5586	0.00

证券代码	证券简称	系统持股市量	持股市值	占流通 A 股 (%)(公布)	占流通 A 股 (%)(计算)	持股比例较上周 变化 (%) 公布
000869.SZ	张裕 A	2,418,457	70,643,128.97	0.53	0.5333	0.04
603156.SH	养元饮品	3,039,054	95,213,561.82	0.47	0.4753	0.01
002695.SZ	煌上煌	2,333,996	30,458,647.80	0.45	0.5097	0.00
600702.SH	舍得酒业	1,036,905	27,560,934.90	0.31	0.3147	0.11
000799.SZ	酒鬼酒	709,558	19,654,756.60	0.21	0.2184	0.03
002461.SZ	珠江啤酒	3,988,603	22,854,695.19	0.18	0.2932	0.12
002910.SZ	庄园牧场	283,107	3,473,722.89	0.18	0.3820	0.05
002726.SZ	龙大肉食	937,938	8,300,751.30	0.12	0.1250	0.11
600059.SH	古越龙山	619,708	5,323,291.72	0.07	0.0766	0.00
600300.SH	维维股份	1,118,780	3,691,974.00	0.06	0.0669	0.00
300741.SZ	华宝股份	380,603	11,189,728.20	0.06	0.6180	0.01
002650.SZ	加加食品	592,045	2,018,873.45	0.05	0.0625	0.00
603777.SH	来伊份	13,635	167,301.45	0.01	0.0123	0.00
002515.SZ	金字火腿	175,412	906,880.04	0.01	0.0207	0.00
600238.SH	ST 椰岛	500	4,275.00	0.00	0.0001	0.00
600616.SH	金枫酒业	4,566	24,565.08	0.00	0.0009	0.00
600882.SH	妙可蓝多	400	5,612.00	0.00	0.0001	0.00
002216.SZ	三全食品	6,300	65,205.00	0.00	0.0011	0.00
002329.SZ	皇氏集团	28,100	115,210.00	0.00	0.0054	0.00
002481.SZ	双塔食品	2,166	17,891.16	0.00	0.0002	0.00
002646.SZ	青青稞酒	18,782	219,185.94	0.00	0.0042	0.00

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

## 四、近期跟踪/报告汇总

近期跟踪:

1、20190813 天味食品调研交流纪要

2、20190813 涪陵榨菜纪要

3、20190806 安井食品会议纪要

4、20190729 燕塘乳业调研纪要

5、20190716 百威中国会议纪要

6、20190711 伊利股份跟踪纪要

7、20190707 百威英博交流纪要

**8、20190703 江苏白酒专家交流纪要****9、20190627 泸州老窖股东大会纪要****10、20190626 中炬高新股东大会跟踪纪要**

(以上资料请联系团队成员索取)

**近期重点报告:****1. 贵州茅台：双轮驱动带动国酒飘香**

- 茅台历史悠久，龙头地位逐渐奠定；
- 高端白酒竞争格局优异，年初以来茅五泸三家龙头量价齐升，高景气度延续；
- 双轮驱动带动国酒飘香，未来系列酒将是另一个增长极。

**2. 青岛啤酒：高端化稳健持续，减税确保全年增长有余裕**

- 收入方面，量稳价增；
- 减税确保公司今年业绩增长有余裕；
- 经营改善的核心仍在结构提升；
- 费用率保持平稳符合预期；
- 关厂策略不改，逐步落地。

**3. 治治食品：收入稳步增长，利润弹性释放**

- 核心新品带动 Q2 加快增长；
- 成本控制良好，毛利率稳步提升；
- 毛利率拉动净利润提升，费用控制良好；
- 布局全球化，完善产业链。

**4. 海天味业：营收稳定，长期发展看好**

- 收入增长符合预期，三大主营产品稳定增长；
- 毛利率下降系短期影响，预计中期仍将恢复至正常水平；

- 费用下降对冲成本上升，净利率上升明显；
  - 龙头地位稳固，长期稳健发展支撑估值溢价。
- 5. 双汇发展：猪价上行预计持续至明年末、提价以期今年盈利相对**
- 屠宰业务量利创历史新高，Q2 环比下降预计全年盈利承压；
  - 肉制品业务提价应对成本上涨，预计全年毛利率平稳；
  - 提价、增加原材料储备、可能加大进口，以应对猪价未来较长时间上涨。
- 6. 香飘飘：果汁茶放量增长，收入增长超预期**
- Q2 果汁茶放量大增拉动收入增长；
  - 成本控制较好，毛利率稳步提升；
  - 毛利率拉动净利润提升，费用控制较好；
  - 产能充足，股权激励进一步激发活力。
- 元祖股份：会计调整短期贡献业绩，稳步拓展确保长期增长
- 收入稳步增长；
  - 不断优化产品结构，提高更新率，提高盈利能力；
  - H1 利润实现增长，单 Q2 公司利润同比下降。
- 7. 今世缘中报点评：符合预期，省内持续高增**
- 收入持续高增长，省内增速放缓，省外加速布局；
  - 毛利率保持稳定，销售费用跟随收入增长；
  - 省内增长势头基本确立，未来 3 年快速增长可期
- 8. 周专题：白酒仍是确定性最强版块，静待中报业绩催化**
- 大盘小幅下跌，食品饮料板块小幅上涨；
  - 白酒板块业绩确定性强，龙头公司集中度提升的趋势持续进行中；
  - 百威英博：销量平稳、结构提升，利润率显著提升。

## 9. 水井坊中报点评：收入持续高增长，股权激励彰显长期信心

- 收入持续高增长；
- 公司盈利能力持续提升，Q2 费用投入加大影响当季利润；
- 股权激励彰显信心。

# 五、本周行业要闻和重要公司公告

## 5.1 行业要闻

### 白酒：

1、临近中秋节和国庆节，虽然白酒销售旺季还未启动，但白酒股已然迎来一波涨势，贵州茅台股价创下历史新高，最高摸至 1051.9 元。白酒市场层面，高端白酒品牌也陆续提价，纷纷抢占千元价格带。8 月 14 日，白酒板块再次领涨，板块内个股几乎全线上涨，泸州老窖领涨，涨逾 5%，酒鬼酒、今世缘涨 3%以上，五粮液、贵州茅台等涨幅超过 2%。

2、茅台公布将于中秋、国庆前增加 7400 吨茅台酒投放量，以抑制价格过快增长，茅台价格上涨过快的风险较小。茅台回答了与集团关联交易问询，直销落地有望增厚业绩；五粮液自去年年底改革以来，批价维持上涨趋势，中报业绩进一步验证改革红利持续释放。高端白酒的业绩确定性最强，重点关注高端白酒龙头贵州茅台、有改善预期的五粮液，以及预期低点的洋河股份等。

3、日前，江小白对外表示，将正式推出其研发了五年的米酒品牌“蓑衣米酒”，并号称要打造第一款米酒快消品。虽然面临低度酒的发展机遇，但江小白入局的米酒市场目前发展还要面临很多问题。白酒行业专家杨承平对中国商报记者表示，目前我国米酒市场存在很多问题，一是品质缺失，目前市场上售卖的米酒依然是作坊式生产，没有成熟的团队、工艺和设备等硬实力支撑；二是线下渠道缺失，大多数米酒品牌集中在线上销售，没有进入线下餐饮和零售渠道，脱离实际消费场景；三是品牌缺失，目前米酒市场上鱼龙混杂，没有很大的米酒品牌。

4、8 月 11 日，“寻味绵柔”梦之蓝美好生活发布在南京启幕。

### 食品饮料：

1、8 月 16 日午间，国内啤酒巨头华润啤酒公布了半年业绩，收入净利润双增，前一天国内另一家啤酒企业青岛啤酒也公布了半年业绩，净利润增速较去年同期翻倍，这也带动当天啤酒股集体上涨，青岛啤酒涨停。其中，上半年华润啤酒实现营业额 188.25 亿元人民币，同比增长 7.2%；实现净利 18.71 亿元，同比增长 24.1%。相比之下，青岛啤酒上半年表现则更抢眼，上半年实现收入 165.5 亿元，同比增长 9.22%，在营销费用增长 10.86% 至 29.9 亿元的情况下，依然实现净利润 16.3 亿元，同比增长 25.21%，与 2018 年同期 1.3% 和 12.6% 的增速相比，明显提速。

2、8 月 16 日，记者自北京产权交易所获悉，中粮集团拟以 1621.4001 万元的价格转让中粮天然五谷食品

投资有限公司 100% 股权及 1.10 亿元债权。本次交易挂牌时间为 8 月 16 日至 9 月 12 日。公告显示，标的企业 100% 股权挂牌价格为 0.0001 万元，债权转让价格为 1621.4 万元。如果项目形成竞价，成交价格的增值部分属于股权价格的溢价。

3、8 月 15 日晚间，有友食品发布其上市后第一份半年报，实现营业收入 4.70 亿元，同比下降 16.65%，实现净利润 9392.58 万元，同比下降 8.03%。资料显示，有友食品股票于 2019 年 5 月 8 日在上海证券交易所上市，彼时以每股 7.87 元人民币，发行了 7950 万股。根据半年报，有友食品主要业务为泡卤风味休闲食品的研发、生产和销售，经过多年业务发展已逐步形成以泡椒凤爪等肉制品为主，豆干、花生、竹笋等非肉制品为辅的泡卤风味休闲食品系列，其中泡椒凤爪为公司的主导产品。

4、8 月 15 日，香港上市的奶粉企业澳优以停牌收市，至紧急停牌股价大跌 20.11%，起因是遭到沽空机构 BlueOrcaCapital 做空，后者发布的做空报告称，澳优存在夸大营业收入、误导中国消费者、隐藏成本等问题。该机构认为，澳优的股价估值应为每股 5.78 港元，较澳优 8 月 14 日收市价格下行 53%。随后澳优发布停牌公告，并在 15 日下午发布澄清公告称，董事会强烈否认 BlueOrcaCapital 报告中的指控，并认为该等指控并不准确及具误导性，有可能是蓄意打击公司及管理层信心，损害公司声誉的行为。对此，澳优保留对 BlueOrcaCapital 及相关指控的负责人士采取法律行动的权利，呼吁公司股东在买卖公司在交易公司证券时审慎行事。

5、2019 年 8 月 12 日，云南省市场监督管理局发布关于 2 批次食品不合格情况的通告 2019 年第 8 期，共完成国家市场监督管理总局食品安全监督抽检任务 68 批次，涉及产品为饮料，抽检项目包括重金属、食品添加剂、微生物等指标。

## 5.2 重要公司公告

【兰州庄园牧场】8 月 16 日，兰州庄园牧场股份有限公司发布 2019 年半年度报告，公司 2019 年上半年实现营业收入约 39,689.87 元，相对于去年同期增长 26.55%；实现净利润约 2,669.58 万元，相对于去年同期增长 1.41%。同时披露，为进一步建立、健全公司长效激励机制，充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司持续、稳健、快速的发展；公司于 2019 年上半年完成“2019 年限制性股票激励计划”，向 84 名股票激励对象定向发行股票 3,340,600 股，授予价格为 6.96 元/股。该计划的实施有利于吸引、留住优秀的管理、业务和技术人才，满足公司对核心业务（技术）人才和管理人才的巨大需求，建立公司的人力资源优势，进一步激发公司创新活力，为公司的持续快速发展注入新的动力。

【青岛啤酒】8 月 16 日，青岛啤酒股份有限公司发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年中国啤酒市场平稳发展，消费结构不断升级，行业产能及产品结构进一步优化，上半年实现啤酒产量 1948.8 万千升（数据来源：国家统计局规模以上啤酒企业产量），同比微增 0.8%。报告期内，公司积极拓展国内外市场，通过品牌及品种结构优化提升等举措，实现了销量、销售收入、净利润持续增长，品牌价值持续攀升的良好发展态势。报告期内共实现啤酒销量 473 万千升，同比增长 3.6%；实现营业收入人民币 165.51 亿元，同比增长 9.22%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 16.31 亿元，同比增长 25.21%。报告期内，公司继续深化推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌发展战略，围绕公司产品战略、区域战略积极开展品牌推广，充分发挥青岛啤酒品牌和品质优势，持续提升青岛啤酒中高端品牌定位，不断促进产品结构优化升级，助力青岛经典、青岛纯生、新特产品及崂山啤酒做强、做优、做大，加快向高附加值产品转型升级。上半年，主品牌青岛啤酒共实现销量 236.0 万千升，同比增长 6.3%，继续保持在国内中高端产品市场的竞争优势。

【煌上煌】8月16日，江西煌上煌集团食品股份有限公司发布2019年半年度报告，本期营业收入1,168,620,541.03元，归属于上市公司股东的净利润140,351,286.14元。

【有友食品】8月16日，有友食品发布2019年半年报，报告期内，公司实现营业收入477,877,454.46元，较上年同期下降16.65%。同时，由于毛利率的提升以及对于期间费用的合理控制，报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润93,925,807.09元，较上年同期下降8.03%。

【洽洽食品】8月16日，洽洽食品股份有限公司发布2019年半年度报告，报告期内实现营业收入1,987,228,161.74元、实现归属于上市公司股东净利润220,360,139.89元、每股收益0.435元，分别比去年同期增长6.02%、28.08%和28.32%。为了降低公司管理成本，提高运营效率，整合及优化现有资源配置，公司决定以吸收合并的方式合并全资子公司合肥华康资产管理有限公司，并授权公司经营层负责办理清算、合并、注销等相关事项。截止报告期末，该事项仍在进行中。截止2019年6月底，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份195,800股，占公司目前总股本的0.04%，最高成交价为22.00元/股，最低成交价为21.78元/股，成交总金额为4,291,885元（不含交易费用）。完成第二期员工持股计划股票出售及相关清算工作。

【烟台双塔】8月15日烟台双塔食品股份有限公司发布2019年半年度报告。报告期内，公司紧紧围绕粉丝、豌豆蛋白、豌豆淀粉、膳食纤维等主营业务发展，大力发展战略一体化。2019年上半年实现营业总收入1,150,463,240.83元，较去年同期相比增长2.74%，营业成本944,390,455.68元，较去年同期相比减少0.71%，营业利润108,702,504.65元，较去年同期相比增加37.49%，利润总额108,964,923.03元，较去年同期相比增加37.02%，归属于上市公司股东的净利润93,126,986.45元，较上年同期相比增加38.6%。

【安井食品】8月15日，福建安井食品股份有限公司发布股东减持股份计划公告。公司董事长刘鸣鸣先生计划自本公告披露日起直至2019年12月31日通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过4,600,000股（约占公司总股本的1.9994%）；其中任意连续90日内通过集中竞价交易方式减持的股份总数不超过公司股份总数的1%，任意连续90日内通过大宗交易方式减持的股份总数不超过公司股份总数的1.9994%。公司副总经理黄清松先生计划自本公告披露日起直至2019年12月31日通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过1,000,000股（约占公司总股本的0.4347%）。其中任意连续90日内通过集中竞价交易方式减持的股份总数不超过公司股份总数的0.4347%，任意连续90日内通过大宗交易方式减持的股份总数不超过公司股份总数的0.4347%。公司副总经理黄建联先生计划自本公告披露日起直至2019年12月31日，不超过1,000,000股（约占公司总股本的0.4347%）。其中任意连续90日内通过集中竞价交易方式减持的股份总数不超过公司股份总数的0.4347%，任意连续90日内通过大宗交易方式减持的股份总数不超过公司股份总数的0.4347%。

【海天调味】8月15日，佛山市海天调味食品股份有限公司发布2019年半年度报告。2019年上半年，实现营业收入101.60亿元，同比增长16.51%，实现归属上市公司股东净利润27.50亿元，同比增长22.34%，延续高质量发展的态势。公司持续推动营销在网络、产品、团队方面加快转型，加大营销人力改革，释放营销团队活力等措施，针对反应比较普遍的问题，进行了有针对性改进，实现市场高质量发展。公司的三大核心产品，酱油、酱、蚝油均保持了稳定的发展，其中酱油收入增长13.61%，蚝油增长21.13%。

【龙大肉食】8月14日，山东龙大肉食品股份有限公司发布2018年年度权益分派实施公告。公司2018年年度权益分派方案为：以公司现有总股本755,548,000股为基数，向全体股东每10股派0.470000元人民币现金（含税；扣税后，通过深股通持有股份的香港市场投资者、QFII、RQFII以及持有首发前限售股的个人和证券投资基金每10股派0.423000元；持有首发后限售股、股权激励限售股及无限售流通股的个人股息红利税实

行差别化税率征收，本公司暂不扣缴个人所得税，待个人转让股票时，根据其持股期限计算应纳税额；持有首发后限售股、股权激励限售股及无限售流通股的证券投资基金所涉红利税，对香港投资者持有基金份额部分按10%征收，对内地投资者持有基金份额部分实行差别化税率征收）。

**【金字火腿】**8月14日，金字火腿股份有限公司发布2019年半年度报告。报告期内，公司营业收入12560.05万元，较上年同期下降42.54%（去年同期含医疗健康产业收入，本期已出表，故同比下降）；实现归属母公司所有者的净利润3922.61万元，较上年同期增长92.05%。报告期内，公司围绕“稳步发展火腿，快速发展香肠、酱肉、腊肉、风味肉等特色肉制品，全力拓展新零售”的整体经营思路。

**【维维食品饮料】**8月14日，维维食品饮料股份有限公司发布关于控股股东股份解除质押的公告。2019年8月13日，公司收到控股股东维维集团股份有限公司通知，徐州铜山农村商业银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司徐州泉山支行分别将维维集团股份有限公司质押的本公司无限售流通股24,500,000股、31,000,000股，合计55,500,000股股票予以解除质押，质押解除日期为2019年8月12日，相关质押解除手续已办理完毕。此次解除质押的55,500,000股股票占公司总股本比例为3.32%。截至本公告日，维维集团股份有限公司持有本公司股票550,191,506股，占公司总股本比例为32.91%。维维集团股份有限公司累计质押的其所持本公司股票共计272,941,644股，占其持股总数比例为49.61%，占公司总股本比例为16.32%。

**【香飘飘】**8月13日，香飘飘食品股份有限公司发布2019年半年度报告。2019年1-6月，公司实现营业收入137,672.12万元，同比增长58.26%；实现归属于母公司股东的净利润2,352.96万元，相较上年同期的净利润-5,458.60万元，实现同比增加7,811.56万元。公司继续看好奶茶及饮料行业的发展前景，在持续拓展固体杯装奶茶市场的同时，积极开拓液体奶茶及果汁茶市场。报告期内，公司积极开拓果汁茶的销售机会，在做好果汁茶产品销售推广的同时，加大了对相关生产设备的技术攻关及改造，实现了果汁茶产品产能瓶颈的有效突破。在公司管理层及全体员工的共同努力下，公司实现了营业收入稳健增长。

**【广州酒家】**8月14日，广州酒家集团股份有限公司发布关于收购股权完成工商变更登记的公告。2019年8月12日，陶陶居公司已完成本次股权转让的相关工商登记手续，并取得广州市市场监督管理局核发的《营业执照》，陶陶居公司成为公司全资子公司。广州酒家集团股份有限公司于2019年7月18日召开第三届董事会第三十四次会议，审议通过了《广州酒家集团股份有限公司关于收购陶陶居公司100%股权的议案》，同意公司以自有资金人民币19,981.61万元收购广州国有资产监督管理集团有限公司持有的广州陶陶居食品有限公司100%股权。

## 六、下周安排及行业动态

图表13：下周食品饮料上市公司跟踪日程

股票名称	会议日期	会议类型
冠农股份	2019-08-19	临时股东大会
安井食品	2019-08-23	临时股东大会
舍得酒业	2019-08-22	临时股东大会

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**安雅泽**: 执业证书编号: S1440518060003, 中信建投证券食品饮料首席分析师, 英国莱彻斯特大学经济学硕士, 专注白酒行业研究, 把握产业趋势。

**吕睿竞**: 执业资格证书 S1440519020001, 北京大学经济学硕士, 2018 年 9 月加入中信建投证券, 曾就职于安信证券、埃森哲咨询。

**纪宗亚**: 执业证书编号: S1440518100002, 中信建投证券食品饮料行业分析师, 南开大学金融硕士, 工科复合背景, 专注乳品、休闲食品行业研究。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610)8513-0588

传真：(8610)6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621)6882-1612

传真：(8621)6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859