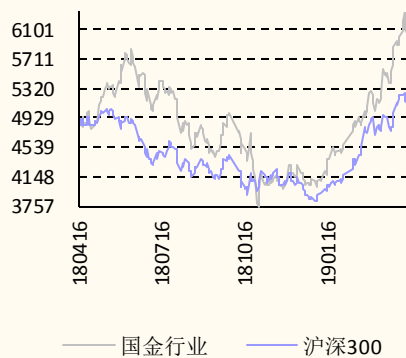


市场数据(人民币)

| | |
|-----------|----------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金食品饮料指数 | 6062.71 |
| 沪深300指数 | 3988.62 |
| 上证指数 | 3188.63 |
| 深证成指 | 10132.34 |
| 中小板综指 | 10052.46 |



相关报告

- 1.《茅台一季度超预期，白酒行情有望持续-食品饮料行业周报》，2019.4.8
- 2.《白酒重点关注弹性品种，乳业推荐择机买入双龙头-食品饮料行业周...》，2019.4.1
- 3.《糖酒会反馈良性，建议继续关注并买入低估值、预期差标的-食品饮...》，2019.3.25
- 4.《糖酒会在即，建议关注并买入白酒、乳制品等个股-食品饮料行业周...》，2019.3.18
- 5.《回调提供买入时点，重点关注各子行业基本面稳定品种-食品饮料行...》，2019.3.11

短期回调不改上涨趋势， 建议择机加配白酒、乳制品

投资建议：

- **短期回调不改上涨趋势，建议择机加配白酒。**本周中信（4.08-4.12）食品饮料板块上升0.94%，其中白酒指数上涨1.58%。本周白酒板块在茅台一季度超预期推动下前期持续上涨，但在周中板块调整下有所回调。我们认为白酒行情仍在持续，尤其是回调后提供了买入机会，建议重点关注。其中我们长期推荐品种酒鬼酒因一季度利润略低于预期有所回调，但实质并不妨碍公司后期表现，当前蹲下是为了更好的起飞。酒鬼酒一季度因广告费用较同期上涨较多导致利润增速低于收入增速，我们认为这是公司开拓全国市场的必要投放，二三季度有望伴随广告费用的降低利润回升。整体来说，白酒长周期向上仍在途中，建议坚守业绩确定性较好的一线白酒茅台，并持续关注基本面有预期差的品种以及当前存在补涨机会的品种，并择机布局酒鬼酒。
- **乳制品当前基本面存在预期差，建议持续买入。**据本周草根调研显示，两强促销力度仍然保持相对高位，未见明显减缓。另外终端产品新鲜度已进入3月，可见1-2月份的较高动销增速有力的去除了库存，为一季度报表端提供了空间，符合我们前期数据报告预判。此外，当前原奶已出现向下趋势，我们预计二季度毛利率有望环比改善。近期动销跟踪来看，一季度两强液态奶增速有望持续保持双位数，收入端有望超预期，实现双位数开门红。因此，19年大势已成，费用率降低，两强利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续买入。
- **建议重点关注中炬高新和千禾味业。**根据我们渠道调研及第三方数据显示，尽管2月份调味品行业增速有所下滑，但美味鲜仍然保持着双位数增速，在18年底良性库存助推下，有望实现1季度开门红。建议重点关注并择机买入。另外根据我们数据显示，千禾味业仍然保持快于主要核心调味品公司的增速，也建议重点关注。整体来看，主要调味品公司节后增速尽管下滑但未有明显下行，仍保持平稳。我们持续看好此板块的稳定性，板块整体估值虽高但逆势下具备良好穿越周期能力。
- **行业均价提升趋势不变，建议重点关注青岛啤酒等公司基本面变化。**上周在啤酒板块减税预期推动下涨幅较高，本周有所回调。我们认为减税将对行业内各大啤酒龙头公司利润端有大小不等的提振，但啤酒板块更核心的是在此要利润的行业阶段，哪家初期能够更快的释放利润，这将取决于各公司产品结构优化程度或均价提升程度。另外根据国家统计局数据，2019年1-2月，中国规模以上啤酒企业累计产量539.0万千升，同比增长4.2%。同时根据市场调研，我们了解到一些规模以上啤酒企业的利润也有望实现可观的增速，我们认为背后将都是均价提升的贡献，因此当前来看各公司基本面在持续改善，从我们跟踪数据来看，青岛啤酒等公司均价提升较为明显，建议投资者重点关注。
- **风险提示：**宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险等。

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号：S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 一、上周行业回顾 | 4 |
| 1.1 行情回顾 | 4 |
| 1.2 行业数据更新 | 4 |
| 1.3 上周渠道调研 | 7 |
| 1.4 上周重要事件 | 8 |
| 二、投资建议 | 11 |
| 2.1 白酒板块——短期回调不改上涨趋势，建议择机加配白酒 | 11 |
| 2.2 啤酒板块——行业均价提升趋势不变，建议重点关注青岛啤酒、珠江啤酒基本面变化 | 13 |
| 2.3 乳制品板块——当前基本面存在预期差，建议持续买入 | 13 |
| 2.4 调味品板块——建议重点关注中炬高新和千禾味业 | 15 |
| 三、上周公告精选与行业要闻 | 16 |
| 3.1 公告精选 | 16 |
| 3.2 行业要闻 | 17 |
| 四、下周重要事项提醒 | 19 |
| 风险提示 | 20 |

图表目录

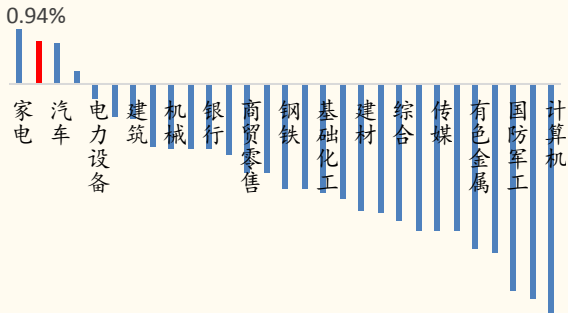
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现..... | 4 |
| 图表 2: 食品饮料各子行业本周收益率变化..... | 4 |
| 图表 3: 本周板块涨跌幅..... | 4 |
| 图表 4: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml) | 5 |
| 图表 5: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤) | 5 |
| 图表 6: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤) | 5 |
| 图表 7: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤) | 5 |
| 图表 8: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨) | 6 |
| 图表 9: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤) | 6 |
| 图表 10: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨) | 6 |
| 图表 11: 平均市场价: 大麦 (元/吨) | 6 |
| 图表 12: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨) | 6 |
| 图表 13: 箱板纸: 国内平均价 (元/吨) | 6 |
| 图表 14: 玻璃价格指数..... | 7 |
| 图表 15: 铝材价格指数..... | 7 |
| 图表 16: 乳制品渠道调研本周详情..... | 8 |
| 图表 17: 茅台、五粮液与国窖每周批价走势 (元/瓶) | 8 |
| 图表 18: 乳制品各产品本周折扣率对比..... | 8 |
| 图表 19: 下周上市公司重要事项提醒一览表..... | 19 |
| 图表 20: 年报预披露时间日历表..... | 20 |

一、上周行业回顾

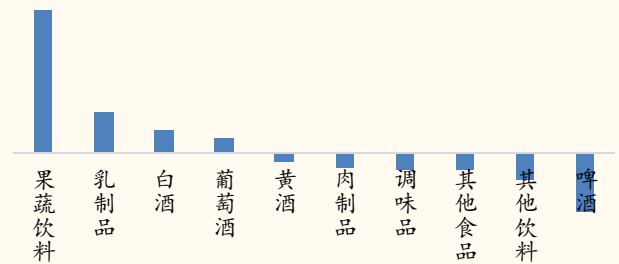
1.1 行情回顾

2019年4月8日-4月12日，沪深300指数下跌-1.81%，食品饮料板块上涨0.94%，其中涨幅前三的分别是*ST皇台(+27.53%)、广东甘化(+20.69%)、通葡股份(+18.88%)，跌幅前三的分别是ST西发(-15.78%)、今世缘(-12.41%)、洽洽食品(-9.96%)。

图表 1：食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现



图表 2：食品饮料各子行业本周收益率变化



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表 3：本周板块涨跌幅

| 涨幅前十名 | 涨幅 (%) | 跌幅前十名 | 跌幅 (%) |
|--------|--------|-------|--------|
| *ST 皇台 | 27.53 | ST 西发 | -15.78 |
| 广东甘化 | 20.69 | 今世缘 | -12.41 |
| 通葡股份 | 18.88 | 洽洽食品 | -9.96 |
| 安迪苏 | 16.80 | 酒鬼酒 | -9.36 |
| 华宝股份 | 9.50 | 新乳业 | -8.64 |
| 皇氏集团 | 9.01 | 克明面业 | -8.20 |
| 百润股份 | 8.63 | 惠泉啤酒 | -8.18 |
| 金达威 | 7.63 | 伊力特 | -7.92 |
| 妙可蓝多 | 7.01 | 燕京啤酒 | -7.75 |
| 光明乳业 | 6.56 | 古井贡酒 | -7.69 |

来源：wind，国金证券研究所

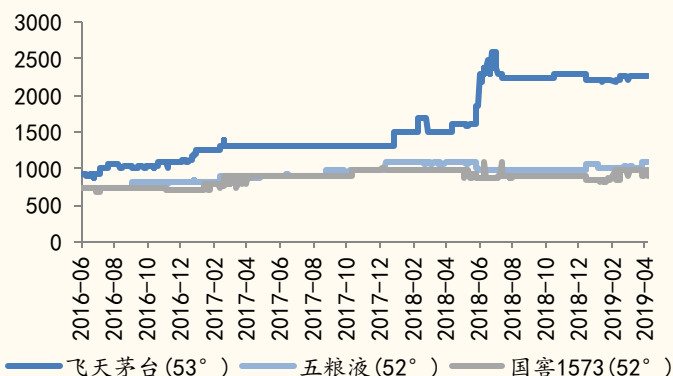
1.2 行业数据更新

- **茅台与五粮液终端售价持稳，泸州老窖终端售价有所上涨。**据京东各品牌白酒成交价来看，茅台、五粮液、国窖 1573 终端售价与上周相比变化各有不同，其中：飞天茅台（53°）本周价格为 2256 元/500ml，与上周基本持平；五粮液（52°）本周价格为 1099 元/500ml 之间，与上周持平；国窖 1573（52°）本周价格多为 969 元/500ml，与上周（888.17）相比上涨 9.1%。二季度为白酒的淡季，茅台需求旺盛，仍然在高位维稳；普五供给收缩，下游动销较好，本周终端售价也依然在高位持平。
- **原奶价格持续下降，乳企毛利率有望环比改善。**截至 2019 年 4 月 3 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.56 元/公斤，较前一周下降 0.28%，同比上涨 3.18%。自 2019 年 2 月份以来，生鲜乳价格呈现缓慢下行趋势，我们认为当前已经进入原奶价格下行通道，重点

关注下游乳制品公司毛利率环比改善情况。4月5日牛奶价格为11.70元/公斤，较上周上涨0.17%。酸奶价格为14.53元/公斤，较上周小幅下降0.07%。

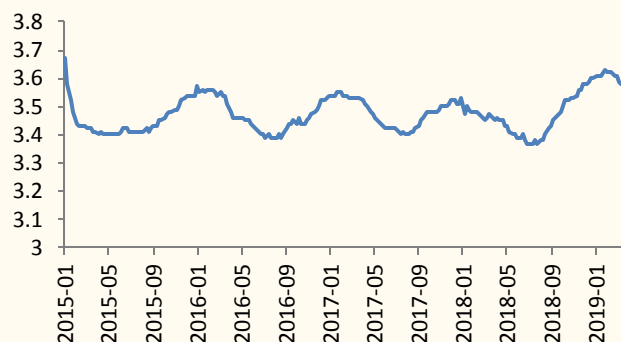
- **调味品方面，豆粕价格持续下跌，整体原料成本虽在下行，但降幅趋缓。**截至3月31号，大豆（黄豆）市场价为3766.3元/吨，较上期（3月20日）下降0.01%，虽仍在下行，但降幅缩小，后期有望维稳；豆粕价格仍处于惯性下跌阶段，受终端养殖行业疫情影响，豆粕需求疲软，饲料厂随用随购，使得豆粕库存仍处高位。4月3日全国豆粕平均价格3.07元/公斤，比上期（3月27日）下降0.65%。4月3日全国玉米平均价格2.01元/公斤，与上期（3月20日）持平，价格走势已趋于平稳。4月12日绵白糖现货价为5933元/吨，也处于稳定状态。综合来看，调味品原料整体价格虽仍小幅下跌，但降幅趋缓。
- **啤酒方面：大麦价格较上周有所下跌，包装成本亦有小幅下滑。**截至2019年4月12日，国内大麦市场平均价为2205元/吨，较上期（4月4日）下降0.56%。包装材料方面，3月31日瓦楞纸市场价为3650.3元/吨，较上期（3月20日）下跌3.77%；3月15日箱板纸平均价格为4409.33元/吨，较上期下跌2.53%；4月12日玻璃价格指数为1111.51，较上期（4月4日）下降0.56%，4月5日铝材价格指数为89.49，较上期（3月29日）小幅上涨0.92%。整体来看，包装成本较上周有所下滑。

图表 4：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



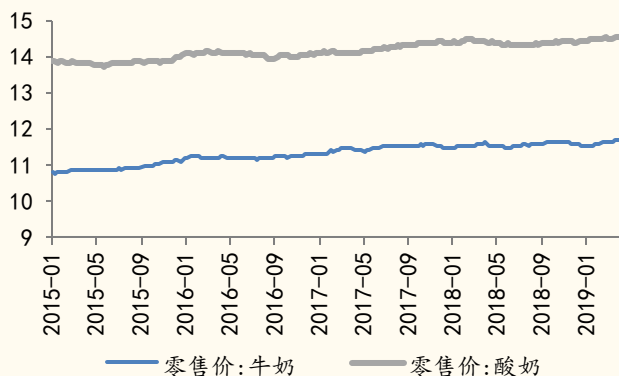
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



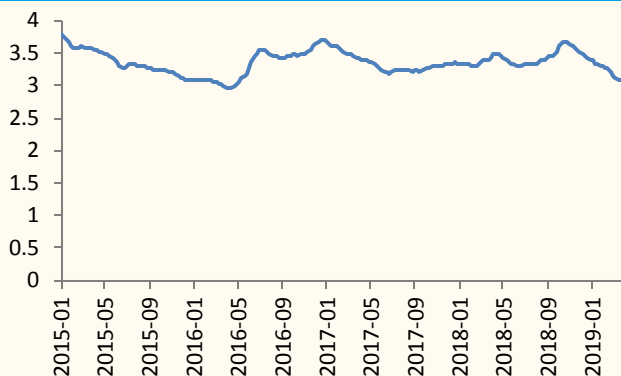
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



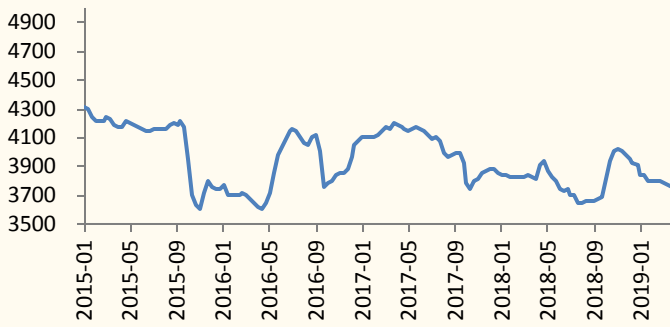
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



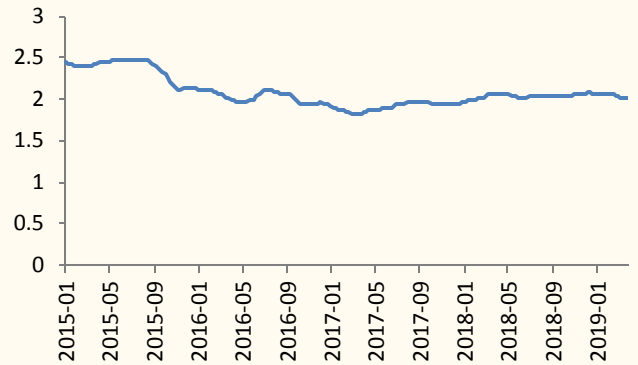
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：全国市场价：大豆：黄豆（元/吨）



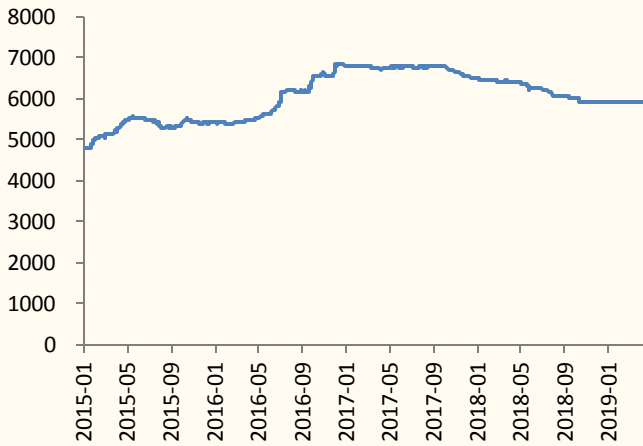
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：平均价：玉米：全国（元/公斤）



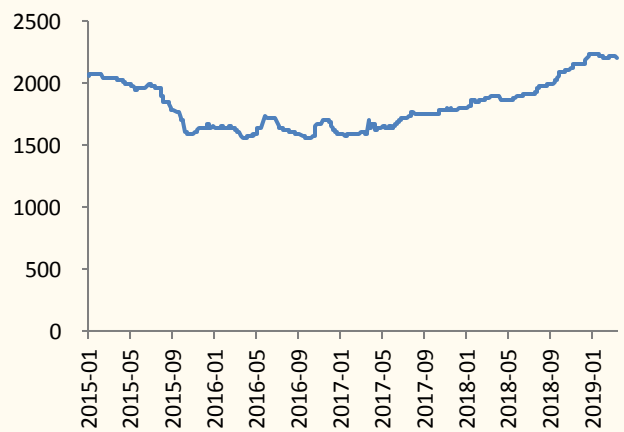
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：平均现货价：绵白糖（元/吨）



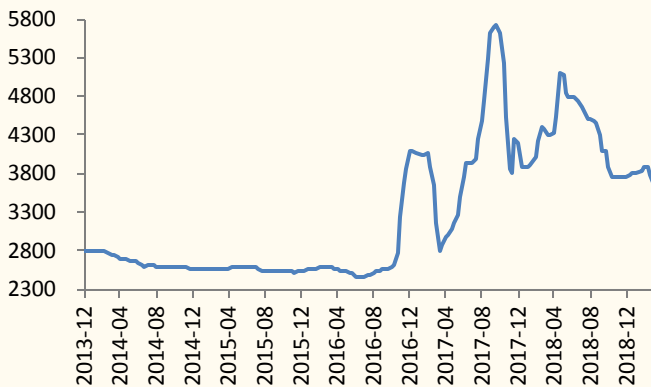
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：平均市场价：大麦（元/吨）



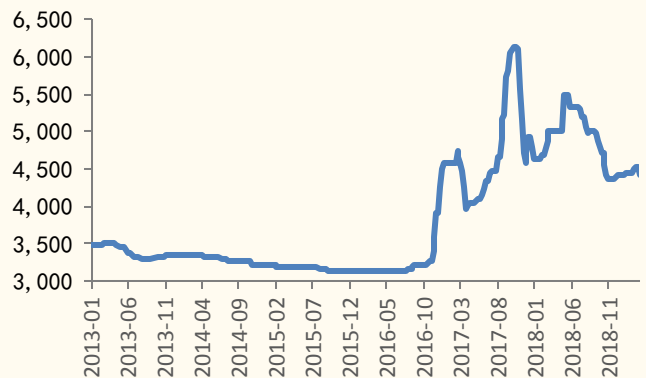
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：全国市场价：瓦楞纸：高强（元/吨）



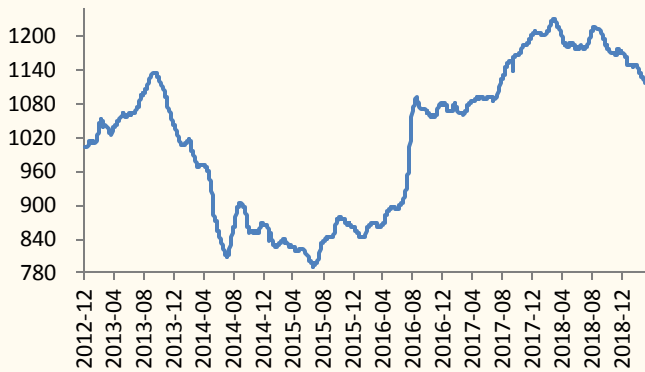
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：箱板纸：国内平均价（元/吨）



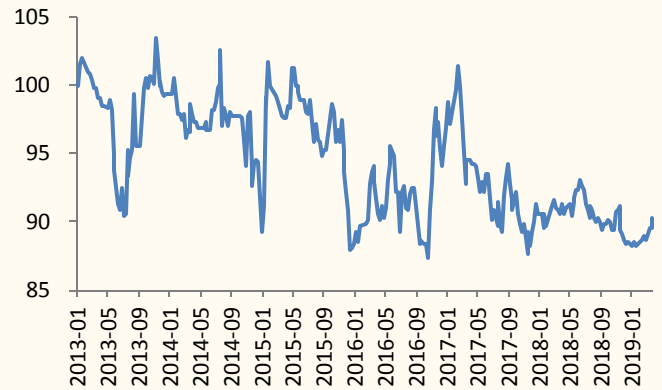
来源：wind，国金证券研究所

图表 14: 玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 铝材价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

1.3 上周渠道调研

(1) 白酒: 茅台批价持续坚挺, 需求依然旺盛。根据本周草根调研, 茅台一批价各地不一, 价格持续坚挺, 多在 1800 元左右, 近期茅台依然维持旺盛需求; 五粮液一批价有企稳向上趋势, 平均各地来看稳定在 830 元左右。根据糖酒会信息, 五粮液 19 年经销商任务完成较好, 第七代经典五粮液已完成整体配额的 56%, 预计一季报有较好表现; 泸州老窖在春节控货后, 批价保持稳中有升, 预计一季报增速维持双位数。

(2) 乳制品: 本周强促销持续, 其中蒙牛折扣力度明显加强, 伊利则稍有减弱。本周渠道调研发现, 乳制品促销力度依然较强, 北京、上海多家商超针对常温奶(如安慕希、纯甄等)均有买赠以及满减促销活动, 低温奶促销活动较往常变化不大。整体来看本周乳制品促销力度与上周相比变化不大, 但据我们渠道调研数据测算, 可发现两强表现不同: 蒙牛促销力度较上周明显加强, 伊利促销力度则有一定程度的减弱。蒙牛纯甄本周折扣率 19.2%, 折扣力度超过安慕希, 较上周提升 8.4pct; 特仑苏纯牛奶本周折扣率 9.9%, 较上周提升 5.3pct; 特仑苏有机奶折扣力度也有小幅提升, 本周折扣率提升 0.4pct 至 1.7%。伊利亚安慕希本周折扣率 12.6%, 较上周小幅下降 1.2pct; 金典纯牛奶折扣力度较上周下降 3.0pct 至 7.5%, 金典有机奶折扣率较上周下降 6.1pct 至 1.9%。与伊利、蒙牛相比, 光明常温奶折扣率仍处高位: 莫斯利安本周折扣率 21.0%, 与上周持平, 仍然位于常温奶折扣率第一; 优+本周折扣率 2.2%, 与上周相比提升 0.2pct。综合来看, 乳制品整体本周折扣力度与上周相比变化较小, 基本持平, 强促销仍然持续。

新鲜度方面: 两强大部分产品均进入 3 月份产期, 部分产品产期已逐渐转向 4 月份。各地综合来看, 本周伊利、蒙牛大部分产品已转向 3 月份, 部分产品已进入 4 月份产期, 而新鲜度在 2 个月之前或三个月之前的品类均加强了促销力度(比如光明部分产品), 进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产, 表现较好。

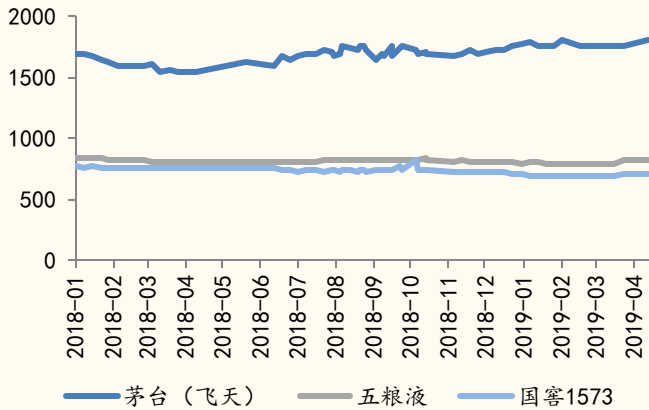
图表 16：乳制品渠道调研本周详情

| 品牌 | 品类 | 规格 | 原价 | 上海 | | | | | | | | 北京 | | | | | | | | | |
|-----|----------------|-------------------|------|--------|---------|------|--------|------------|------|--------|---------|------|------------|---------|------|------|-------|------|---------|---------|------|
| | | | | 沃尔玛 | | 大润发 | | 家乐福 | | 沃尔玛 | | 大润发 | | 家乐福 | | | | | | | |
| | | | | 价格 | 促销活动 | 价格 | 新鲜度 | 价格 | 新鲜度 | 价格 | 新鲜度 | 价格 | 新鲜度 | 价格 | 新鲜度 | | | | | | |
| 伊利 | 常温 | 安慕希原味 205g*12 | 66 | 51 | 一箱送6瓶 | 1个月前 | 64.2 | - | 2个月前 | 61.5 | 买一箱-12 | 1个月前 | 54 | - | 2个月前 | 63.6 | 立减12元 | 3个月前 | 49.5 | 立减16.5 | 2个月前 |
| | | PET瓶原味 230g*10 | 80 | 78 | - | 1个月前 | 73.9 | 买一箱减12 | 2个月前 | 76 | 买一箱-10 | 2个月前 | 80 | - | 2个月前 | 88 | 立减12元 | 3个月前 | 78 | 赠半箱精选豆乳 | 3个月前 |
| | | 伊利纯牛奶 250ml*16 | 49.9 | 36.8 | - | 1个月前 | 35.2 | - | 2个月前 | 缺货 | - | - | 30 | - | 当月 | 30.4 | - | 当月 | 33.6 | - | 当月 |
| | | 金典纯牛奶 205ml*12 | 66 | 65 | - | 2个月前 | 49.5 | 买二送一 | 3个月前 | 62.5 | 买一箱-13 | 2个月前 | 62 | 现价52 | 当月 | 64.4 | 立减13元 | 2个月前 | 66 | - | 2个月前 |
| | | 金典有机奶 250ml*12 | 75.9 | 73 | - | 1个月前 | 78 | - | 2个月前 | 73 | 一箱减112 | 3个月前 | 71.5 | 送半箱精选豆乳 | 一个月前 | 75.3 | - | 2个月前 | 76 | 现价61 | 一个月前 |
| 低温 | 畅轻 250g | 8.9 | 8.5 | - | 当月 | 8.5 | - | 当月 | 8.5 | 买二送一 | 当月 | 7.8 | 买二赠一 | 当月 | 7.8 | 买二赠一 | 当月 | 7.4 | 14.8/4瓶 | 当月 | |
| | Joyday 220g | 9.9 | 8.8 | 买二送一 | 当月 | 9.6 | - | 当月 | 9.9 | 买二送一 | 当月 | 8.8 | - | 当月 | 9.6 | - | 当月 | 9.9 | 16/2瓶 | 当月 | |
| 蒙牛 | 常温 | 纯甄原味 200g*12 | 70.8 | 48.8 | 两箱组合 88 | 1个月前 | 47.5 | 买一箱送一箱美式豆奶 | 1个月前 | 59.5 | 两箱组合 88 | 2个月前 | 66 | - | 2个月前 | 64.2 | - | 3个月前 | 59.5 | 现价44 | 当月 |
| | | PET瓶原味 230g*10 | 80 | 80 | - | 2个月前 | 73 | - | 1个月前 | 73 | - | 2个月前 | 80 | - | 一个月前 | 77 | - | 3个月前 | 77 | - | 2个月前 |
| | | 特仑苏纯牛奶 250ml*12 | 65 | 62.5 | - | 2个月前 | 49.5 | 买二送一 | 4个月前 | 62.5 | - | 2个月前 | 59.9 | - | 一个月前 | 59.9 | - | 2个月前 | 59.5 | - | 一个月前 |
| | | 特仑苏有机梦幻盖 250ml*12 | 80 | 77.5 | - | 1个月前 | 78.4 | - | 2个月前 | 81.6 | - | 3个月前 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - |
| | | 蒙牛纯牛奶 250ml*16 | 48 | 44.8 | - | 1个月前 | 38.9 | - | 1个月前 | 44.8 | - | 1个月前 | 38.4 | - | 一个月前 | 30.4 | - | 当月 | 28.8 | - | 一个月前 |
| 低温 | 冠益乳 250g | 8.5 | 8.5 | - | 当月 | 8.5 | - | 当月 | 8.5 | 买二赠一 | 当月 | 8 | 3瓶现价 5.9/瓶 | 2个月前 | 8.2 | 买一赠一 | 一个月前 | 5.9 | - | 一个月前 | |
| | 特仑苏高钙酸奶 115g*3 | 36 | 29 | - | 当月 | 28.9 | - | 当月 | 31.4 | - | 当月 | 29.7 | - | 当月 | 27.7 | - | 当月 | 27.7 | - | 买一赠二 | |
| 光明 | 常温 | 莫斯利安 200g*12 | 72 | 49.9 | - | 2个月前 | 60.4 | - | 2个月前 | 63.9 | - | 2个月前 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | |
| | | 优+ 250ml*12 | 50 | 45.5 | - | 3个月前 | 49.8 | - | 1个月前 | 53.9 | - | 3个月前 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | |
| 低温 | 畅优 100g*8 | 20 | 15.4 | 2份23.9 | 当月 | 15.3 | 2份22.9 | 当月 | 15.2 | 2份23.9 | 当月 | 16.9 | - | 当月 | 13.7 | - | 一个月前 | 16.9 | - | 当月 | |
| | | 500ml | 12 | 10.7 | - | 当月 | 12 | - | 当月 | 12 | - | 当月 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | |
| 天润 | 低温 | 浓缩酸奶 180g | 5.5 | 缺货 | - | - | 4.8 | - | 当月 | 5.5 | 买二送一 | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | |
| | | 冰淇淋化了 180g | 6.5 | 缺货 | - | - | 5.8 | - | 当月 | 5.5 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | |
| 君乐宝 | 低温 | 纯享 330g | 8.9 | 缺货 | - | - | 7.3 | - | 当月 | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | - | 缺货 | - | |
| | | 芝士 180g | 4.5 | 缺货 | - | - | 4.4 | - | 当月 | 缺货 | - | - | 3.3 | 买五赠一 | 一个月前 | 3.7 | 买五赠一 | 上月 | 3.9 | 买五赠一 | 当月 |

来源：渠道调研，国金证券研究所

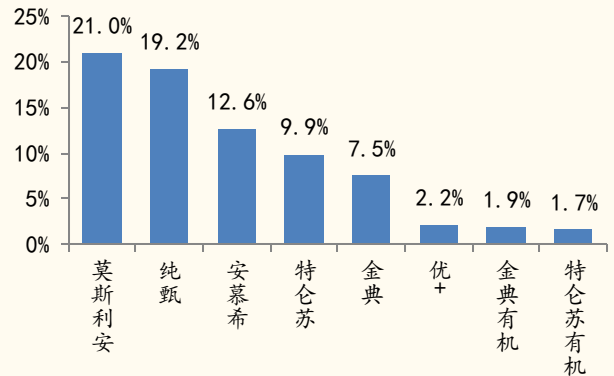
注：上海调研于4月12号，北京调研于4月14号；新鲜度方面，生产日期为4月即当月，3月即1个月前，2月即2个月前，以此类推。

图表 17：茅台、五粮液与国窖每周批价走势（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 18：乳制品各产品本周折扣率对比



来源：渠道调研，国金证券研究所；注：平均加权价格计算权重：依据货物供应是否齐全以及人流量密集程度，六家商超比重分别为 2：2：1：2：2：1

1.4 上周重要事件

【伊利股份——回购彰显管理层信心，公司利润有望显现】

■ 事件概述：

伊利股份于4月8日晚间发布公告，公司拟以不超过35元/股的价格回购公司A股股份，回购数量不低于1.52亿股（占总股本2.5%）且不超过3.04亿股（占总股本5.0%）。回购股份的实施期限为自董事会审议通过回购方案之日起的12个月之内，回购股份将全部用作后期实施股权激励。

■ 事件点评：

高价回购彰显管理层信心，股权激励将有效提升核心管理层地位。本次回购价远高于目前伊利股价（4月8号收盘价为28.62元/股），体现了管理层对公司长期内在价值的坚定信心。潘总回归后组合拳线路清晰，高价位、高增长阶段

将启动新一轮限股，据公告披露，本次回购股份将全部用作后期实施股权激励的股票来源，而股权激励能够集中目前较为分散的股权结构，以潘总为首的管理层凝聚力将得到进一步提升，公司治理结构得到进一步优化。

对公司信心的背后是对整个乳业的信心，两强逻辑不同，蒙牛也将受益，双寡头格局显现。本次回购计划不仅彰显伊利管理层对公司的信心，更是显现了公司对乳制品行业未来发展的一个坚定信心。两强逻辑不同，伊利在于收入端的稳定性，蒙牛在于净利率的修复，因此蒙牛不会受到负面影响，两强双龙头格局稳固。

19 年大势已成，两强利润均有望显现。我们长期观点始终不变，从历史来看，18 年将是所有负面因素最集中的一年，未来大概率伴随变量转向积极，两强将有更好的估值和 EPS 空间。我们依然维持前期行业报告《这是最坏的时代，也是最好的时代——乳业双龙头历史复盘，未来应该何去何从》中的观点：（1）19 年两强收入争夺战力度预计同比略降温，但并不会显著降温；（2）收入端争夺略降温意味着 19 年费用率有一定宽松空间；（3）预计两强净利率 19 年二季度有望得到提升。

■ 盈利预测：

假设公司按照最大比例回购（5%）且于 2020 年开始实施股权激励，我们将对估值模型中权益以及现金部分进行调整，同时 20 年管理费用率由于股权激励费用的增加会有所上升，因此我们调整盈利预测为：预计 2019-2021 年营业总收入分别为 898.2 亿/1002.9 亿/1108.2 亿，同比+12.9%/+11.7%/+10.5%，归母净利分别为 73.1 亿/81.2 亿/92.9 亿，同比+13.5%/+11.0%/+14.4%。对应 EPS 分别为 1.20 元/1.34 元/1.53 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 24X/21X/19X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

原奶价格过高/费用率提升风险/行业竞争加剧

【养元饮品——税率下降增厚利润，基本面有望持续受益】

■ 事件概述：

养元饮品于 4 月 8 日晚间发布公告称，公司于 2019 年 4 月 2 日取得高新技术企业证书，自 2018 年起连续三年（2018~2020 年）将享受 15% 的所得税优惠税率。由于税收优惠的认定时间晚于 2018 年年报的披露时间（2019 年 3 月 26 日），而年报内公司所得税率仍然沿用 25%，公司采用追溯重述法更正 2018 年年度报告的财务数据。其中，2018 年更正后归母净利润为 28.37 亿元，同比增长 22.82%，较更正前多出 1.59 亿元。

■ 事件点评：

税率下降利好公司基本面，公司业绩有望持续改善。公司所得税率由 25% 降至 15%，直接受益点体现在净利润的上升：更正前公司 18 年实现归母净利润 26.78 亿元，同比增长 15.92%；更正后公司实现归母净利润 28.37 亿元，同比增长 22.82%，较更正前多出 1.59 亿元。由于净利润有所增厚，公司更正后净利率较更正前提升 1.95pct 至 34.83%。税率下降将直接利好公司基本面，预计 19-20 年（仍使用优惠税率的两年）公司业绩将持续改善。

原料成本下行推动毛利率持续上升，叠加税率影响有望进一步提升公司盈利能力。2018 年公司实现毛利率 49.96%，同比+2.11pct。主要原材料马口铁、核桃仁以及白砂糖等价格持续走低，叠加 18 年初对部分产品提价，推动综合毛利率的提升。未来成本端公司对铁罐供应商议价能力较强，核桃供大于求价格有望维持低位，白砂糖逐渐减少向三氯蔗糖转移，加之老品提价，毛利率有望继续上行。叠加较低的税率，公司净利率有望进一步提高。

以高端新品为突破点，发力薄弱市场，助推 19 年业绩提升。18 年公司不断加强品牌建设，丰富产品矩阵，对六个核桃系列产品进行全面升级，同时推出跨品类新品养元红枸杞饮品。18 年 12 月推出新品益智五星六个核桃，定位高端市场，19 年将以此为重点加大新品投放，持续为公司业绩带来增量。此外，

公司将集中资源全面发力北上广深一二线城市市场，深度拓展薄弱商超渠道以及电商等新兴渠道，新品的加大投放叠加渠道的不断深耕，助推 19 年业绩实现稳健提升。

■ 盈利预测：

由于公司适用所得税率下调，我们上调盈利预测为：预计 19-20 年收入分别为 87.96 亿元/94.49 亿元/101.14 亿元，分别同比+8.0%/7.4%/7.0%；归母净利润分别为 31.20 亿元/34.01 亿元/35.80 亿元，分别同比+10.0%/9.0%/5.3%，折合 EPS 分别为 4.14 元/4.52 元/4.75 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 14X/13X/12X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

市场竞争加剧/新品投放效果不达预期/食品安全问题

【酒鬼酒——Q1 利润略低预期，长期不改企业加速之势】

■ 事件概述：

酒鬼酒发布一季度业绩快报，预计 2019 年 Q1 实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 30.46%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比增长 16.18%。

■ 事件点评：

Q1 利润略低于预期，但基本符合我们预期。酒鬼酒一季度利润增速低于收入增速，料是一季度广告费用的大幅投放所致。据酒鬼酒规划，公司将于 19 年拓展全国市场，省内做深做透，省外大力扩面。公司一季度广告费用投放预计不超过全年预算的一半，因此 Q1 公司费用投放大幅高于去年同期（去年同期销售费用为 0.68 亿元，仅占全年销售费用的 20%），费用率的上升拉低了一季度的利润水平。我们认为，对比短期效益来讲更应该看重公司长远的发展，费用的大幅投放虽然会在短期内影响公司利润的增长，但是长期来看，不仅有助于公司拓宽全国销售渠道，同时能够拉升酒鬼这一品牌力，为公司的长期可持续发展奠定坚实的基础。

内参发力明显，推动公司业绩全力加速。据公司公告，一季度营业收入同比增长 30.46%，主要系内参酒销售收入增幅较大所致。而在此之前据公司糖酒会传达信息，内参酒公司 2019 年 1-2 月销量达到去年同期的两倍，几乎达到了 2018 年全年销售额的一半，仅在湖南市场就已经实现了 2 个亿的销售额。我们认为，基于同期内参酒的低基数，一季度内参酒的高增长是推动整体增速快速提升的主要助力。而全年来看，内参酒销售公司已步入正轨，目前经销商 50-60 人，预计 19 年会增长 20%。未来随着经销商数量的不断增长，将以量带动内参酒的高速增长，进而推动公司整体业绩全力加速。

规模发展必将匹配品牌力，短期目标 30 亿可期。从酒鬼酒目标来看(近期销售目标 30 亿元，中期销售目标 50 亿元)，我们认为这是在中粮酒业形成酒业集团下对酒鬼酒的高增长的必然要求。我们认为，一季度的高费用投放并不是偶然，而是拉开了全国化征程的序幕，未来有望在规模扩张的同时进一步提升公司品牌力。全年来看，在内参放量和酒鬼外拓推动下，有望实现超预期增速，继续乘势而上，全力加速，短期 30 亿目标可期。

■ 盈利预测：

一季度表现符合我们预期，维持原有盈利预测不变：预计 2019-2021 年收入分别为 15.49 亿元/19.92 亿元/25.25 亿元，同比+30.5%/28.6%/26.7%，归母净利润分别 2.91 亿元/3.77 亿元/4.84 亿元，同比+30.8%/29.5%/28.4%，对应 EPS 分别为 0.90 元/1.16 元/1.49 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 31X/24X/19X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

需求下滑/次高端空间压缩/省内外销售不达预期

【洽洽食品——业绩符合预期，19年继续享受改革红利】

■ 业绩概述：

公司 2018 年实现营业收入 41.97 亿，同比+16.5%；归母净利润 4.33 亿，同比+35.58%；EPS 0.85 元/股，同比+35.56%，每 10 股派息 5 元。

■ 业绩点评：

全年业绩符合预期，坚果占比提升至 11.97%。公司全年业绩高速增长主要得益于 1) 传统红袋瓜子提价顺畅，提升收入规模；2) 蓝袋黄袋等新品快速放量，2018 年蓝袋系列产品销售突破 7.1 亿，黄袋每日坚果销售突破 5 亿，山药脆片也实现了 6000 万的收入，新老业务齐发力推高收入规模。从收入结构来看，坚果品类收入占比达到 11.97%，同比提升 5.11 个百分点，公司在坚果领域布局成效显著，不断提升品牌和渠道竞争力。公司仍在加快布局休闲食品领域的新品种和新品类，推出海瓜子等创新产品，不断丰富收入结构，扩大收入体量。

提价推高利润水平，效应 19 年将持续显现。公司 2018 年实现毛利率 31.36%（提升 1.27pct），净利率 10.52%（提升 1.59pct），主要受红袋和黄袋产品提价效应拉动，并且公司逐步实现机械化和自动化，降低了制造费用。18 年提价后整体销售并未受到影响，渠道利润改善明显，终端消费者接受度高，预计 19 年上半年公司将继续享受提价红利，提升利润水平。

定位清晰提升效率，渠道变革加快销售。公司对业务重新梳理后，明确定位聚焦坚果+瓜子双主业，通过事业部制贯彻阿米巴管理模式，并以员工持股绑定核心员工利益，管理改革效果明显，吸收合并华康资产也是提升效率，降低运营成本的表现。外部渠道端公司持续优化业务模式，提升渠道渗透率，加快潜力市场发展；并推动线上线下业务合力发展，线上 2018 年全年销售突破 3 亿，未来随着电商物流中心和坚果分厂的建设，线上业务的规模将进一步释放；公司持续布局海外市场，2018 年实现 2.4 亿收入，未来将加快填补海外潜力空白市场，渠道变革红利将持续。

■ 盈利预测：

公司 18 年提价速度超预期，并且通过一系列改革后费用投放和管理效率明显提升，期间费用率下降 0.47 个百分点，2018 年净利润远超我们之前的预期，我们对于公司经营和管理信心提升，由此调高前次的盈利预测。我们预计公司 2019/2020/2021 实现归母净利润 5.3/6.2/7.1 亿，同比+23.4%/16.0%/15.0%，其中 2019 和 2020 年相较于前次预测分别提升 21.1%和 25.5；实现每股收益 1.1/1.2/1.4 元/股，当前股价对应 PE 分别为 21.4X/18.5X/16.1X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

食品安全的风险/线上销售不达预期的风险/原材料价格上涨的风险

二、投资建议

2.1 白酒板块——短期回调不改上涨趋势，建议择机加配白酒

中信白酒指数本周（4.08-4.12）上涨 1.58%。食品饮料板块上升 0.94%，其中白酒上涨 1.58%。本周白酒板块在茅台一季度超预期推动下前期上涨较多，但在周中板块调整下有所回调。我们认为白酒行情仍在持续，尤其是回调后提供了买入机会，建议重点关注。其中我们长期推荐品种酒鬼酒因一季度利润略低于预期有所回调，但实质并不妨碍公司后期表现，当前蹲下是为了更好的起飞。酒鬼酒一季度因广告费用较同期上涨较多导致利润增速低于收入增速，我们认为这是公司开拓全国市场的必要投放，二三季度有望伴随广告费用的降低利润回升。整体来说，白酒长周期向上仍在途中，建议坚守业绩确定性较好的一线白酒茅台，并持续关注基本面有预期差的品种如五粮液、及当前存在补涨机会的洋河，并择机布局酒鬼酒。

核心推荐品种：

- 贵州茅台：一季度表现超预期，量价齐升助推公司业绩上涨。**公司发布2019年一季度业绩预告，报告期内预计实现收入同比增长20%左右，归母净利润同比增长30%左右，业绩超预期。据渠道调研显示，一季度茅台终端动销较好，发货量较去年同期有小幅增长，同时产品吨价有所提升（18年初公司出厂价增至969元，18Q1报表端并未完全显现，19Q1报表确认全部按照969出厂价打款，吨价反映较为充分），量价齐升推升公司收入水平。另外，生肖、非标等高端茅台酒比例提升，产品结构优化明显，再加上公司治理进一步完善带来费用使用效率的提升，使得一季度利润增速超过收入增速。

预计后续批价依然维持高位，直销+非标提升助力19年目标达成。据渠道反馈，一季度茅台批价整体处于企稳上升状态。目前茅台酒终端需求依然旺盛，动销良好，再加上渠道较为分散，投放量增加对市场冲击较小，茅台一批价有望在高位维持。整体来看，2019年公司计划实现营收增长14%左右，我们认为在19年这个可执行量的小年，预计直销+非标提升将有一定助力，但提价结合释放预收账款将仍是题中之义。

- 五粮液：全年业绩顺利收官，19年规划较为积极。**公司全年收入超400亿元，同比+32.61%，超额完成18年收入增速目标26%，完美收官。单Q4实现营业收入107.80亿元，同比+31.32%，略超预期。公司在18年下半年初普五短期停货的情况下，Q3增速环比放缓至23.17%，但经过Q3渠道调整后，Q4动销逐步环比加速，全年销售量达到1.9万吨，最终实现Q4报表超预期。19年公司白酒规划实现收入500亿元，同比增长25%，目标较为积极，体现了公司对量价关系和高端酒市场需求的乐观态度。

19年高端战略意图明显，乘势开启“后千亿”时代。糖酒会期间，五粮液发布第八代五粮液和超高端价位501五粮液，反映出五粮液超高端战略意图。同时公司明确2019年总体战略思路——“补短板，拉长板，升级新动能，抢抓结构性机遇，共享高质量发展”。2019年，五粮液要在“品质”和“品牌”两个方面持续“拉长板”，通过长板的关联效应和溢出效应进一步放大五粮液的竞争优势。同时以数字化转型为改革切入点，不断推进公司全方位改革创新。我们预计2019年五粮液集团将乘势开启“后千亿”时代，引领五粮液“二次创业”的新征程。

- 酒鬼酒：内参发力助推一季度收入大幅增长，费用投放加大不改企业长期加速之势。**公司发布一季度业绩快报，预计2019年Q1实现营业收入3.46亿元，同比增长30.46%；实现归母净利润0.73亿元，同比增长16.18%。据此前公司糖酒会传达信息，内参酒公司2019年1-2月销量达到去年同期的两倍，几乎达到了2018年全年销售额的一半，仅在湖南市场就已经实现了2个亿的销售额。我们认为，基于同期内参酒的低基数，一季度内参酒的高增长是推动整体增速快速提升的主要助力。Q1利润略低于预期，但基本符合我们预期。酒鬼酒一季度利润增速低于收入增速，料是一季度广告费用的大幅投放所致。据酒鬼酒规划，公司将于19年拓展全国市场，省内做深做透，省外大力扩面，费用率的上升拉低了一季度的利润水平。我们认为，对比短期效益来讲更应该看重公司长远的发展，费用的大幅投放虽然会在短期内影响公司利润的增长，但是长期来看，不仅有助于公司拓宽全国销售渠道，同时能够拉升酒鬼这一品牌力，为公司的长期可持续发展奠定坚实的基础。

19年公司将全面发力，期待曾经的酒鬼归来。16年酒鬼酒接入中粮平台后持续进行调整，包括一系列体制机制和销售渠道体系及产品体系重新梳理。无论从本次糖酒会公司传达积极信号还是从新成立内参酒公司持续发力来看，背后都是中粮集团对酒鬼酒要求的提升。目前公司管理层稳定，战略目标和方向明确，背靠中粮有望在加大品牌宣传的同时发挥当年的全国化基因，以内参为名片重新打造高端形象，进而走向全国。我们认为公司体制机制基本面的转变从当前已经开始，19年将借助内参发力，有望全力加速。

2.2 啤酒板块——行业均价提升趋势不变，建议重点关注青岛啤酒、珠江啤酒基本面变化

上周在啤酒板块减税预期推动下涨幅较高，本周有所回调。我们认为减税将对行业内各大啤酒龙头公司利润端有大小不等的提振，但啤酒板块更核心的是在此要利润的行业阶段，哪家初期能够更快的释放利润，这将取决于各公司产品结构优化程度或均价提升程度。从 18 年 11 月份以来，根据我们独家第三方全国各省数据源监控，各主要啤酒公司（华润、青岛、珠江等）当月终端销售额同比增速转正并加速，且销量同比下滑程度趋缓，基本面的改善也带来了股价的提升，尤其是青岛啤酒、珠江啤酒 11 月底开始至今股价底部抬升，完全符合我们数据预判。

根据国家统计局数据，2019 年 1-2 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 539.0 万千升，同比增长 4.2%。同时根据市场调研，我们了解到一些规模以上啤酒企业的利润也有望实现可观的增速，我们认为背后将都是均价提升的贡献，因此当前来看各公司基本面在持续改善，但青岛啤酒和珠江啤酒改善程度较大，建议投资者重点关注其基本面改善。

从大的逻辑来看，19 年预计啤酒产量弱复苏情形仍然持续，各公司收入端仍然需要依靠价格提升来推动，而价格提升主要依赖于 ASP 提升（结构优化&可能性局部提价）。不过由于我们预计 19 年啤酒行业可能因进口大麦和玻璃瓶成本提升而整体成本承压（见我们策略报告-白酒周期短期承压，乳制品、调味品寻找中线机会，预计平均提升幅度在 4.0%左右），因此 ASP 加速提升的企业将有望对冲成本的压力，实现盈利端的持续改善。另外由于目前行业仍然处于改善阶段，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，包括关厂、销售体系改革等，使得未来 1-2 年仍然是行业盈利彻底释放的前调整期。因此，这也是非常重要的布局期。19 年寻找中线机会点逐步布局，将是应对未来板块价值提升的最佳策略。除了青岛啤酒、珠江啤酒外，建议也重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的华润啤酒及其余改善中的企业如燕京啤酒。

核心推荐品种：

- **燕京啤酒：主品牌销量持续下滑，但扣非利润改善显著。**前三季度，公司累计实现啤酒销售 364 万千升（同比下滑 7.76%），其中燕京主品牌销量 251 万千升（同比下滑 14.79%），“1+3”品牌销量 334 万千升（同比下滑 8.11%），即燕京外的三个副品牌实现销量 83 万千升（同比上涨 20.50%），预计主要是漓泉品牌所贡献。前三季度 ASP 累计预计有 6-7% 涨幅，延续年初以来价升量跌的趋势，推动毛利率上行 1.86ppt 至 41.23%。得益于毛利率改善幅度高于费用率，因此公司前三季度扣非净利润表现上佳，同比大增 21.19%。由于去年同期非经损益金额较今年同期多出约 1 亿元，因此整体归母净利润增长被抹平，仅小幅增长 0.09%。
- **华润啤酒：收入增速领先行业，毛利率提升空间大。**行业进入存量竞争后，公司收入仍保持正向增长，公司 2018 实现收入 318.7 亿元，同比+7.2%，扣非归母净利润实现 6.96 亿元，同比下降 19.8%。公司致力于产品结构升级，2013 年以来公司均价大幅提升，2018 年初因成本提升，部分产品提价 10%-15%，全年实现均价同比+12.2%，产品结构高端化成效显著。不过由于受提价影响销量下滑 4.5%，使得全年增速落于 7.2%。由于均价较低，公司毛利率长期处于行业内龙头的最低位，虽然近年来提升显著，但相比其他龙头仍有提升空间。公司销售费用率低于青啤，但高于重啤和燕京，鉴于公司未来一段时间将大力提升中高端产品的销售占比和市场份额，会保持对中高端产品的市场费用投放，加上公司未来 2-3 年内开展品牌重塑和渠道改造活动，销售费用下降空间有限。因此，未来依靠提升空间较大的均价推动毛利率提升进而推动净利率，将是华润啤酒未来主要看点。

2.3 乳制品板块——当前基本面存在预期差，建议持续买入

据本周草根调研显示，两强促销力度仍然保持相对高位，未见明显减缓。另外终端产品新鲜度已进入 3 月，可见 1-2 月份的较高动销增速有力的去除了库存，

为一季度报表端提供了空间，符合我们前期数据报告预判。此外，当前原奶已出现向下趋势，我们预计二季度毛利率有望环比改善。

根据蒙牛业绩交流会传达信息，19 年指引与我们前期与市场交流分析完全一致：收入低双位数、核心利润增速超 20% 增长，核心利润率提升 0.5pct。对 2019 年预期，我们在这一轮中从各种报告以及市场交流均表达了我们的观点，目前来看与业绩会公司传达全部一致的判断有：

(1) 各业务中奶粉是重要推动力，尤其是君乐宝；

(2) 新零售模式的全力加速，未来将持续助力于渠道下沉；

(3) 19 年费用投放不会像 18 年一样增加费用，使用效率得到提升，使得费用率不会上涨而可能下降，主要源于结构性的改善（这一点我们与市场沟通最多）；

(4) 净利率的边际提升（可参考前期乳业行业报告——这是最坏的时代，也是最好的时代）

再结合近期动销跟踪来看，一季度两强收入端有望超预期，其中 1-2 月伊利液态奶增速有望持续保持中双位数，而蒙牛一季度也有望实现双位数开门红。因此，19 年大势已成，费用率降低，两强利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续买入。

核心推荐品种：

- **伊利股份：全年收入增速符合预期，利润增速略超预期：**全年伊利收入增速为+16.9%，基本符合公司年中提出的+17%的目标。其中 Q4 实现增速+17.6%，环比 Q3 提升 4.6pct，高于我们对公司 Q4 的增速预判。我们预计 Q4 液态奶的增速环比提升较多将是提振 18Q4 增速的主要推动力。再叠加奶粉增速 18H2 并未如终端增速下滑般下降较多（+23.2%），共同推动 18Q4 增速的环比提升。不过根据我们第三方终端跟踪来看，18Q4 液态奶终端增速相较 18Q3 下降较多，而报表端反映刚好相反，因此我们认为可能与季度间平滑有关系。不过如果以半年度来看，18H1 与 18H2 终端增速基本相差 4.5pct，与报表端增速差距 5.2pct 相差不到 1pct，基本保持同步，可预见公司将以相对良性的库存来迎战高基数的一季度。

公司 19 年目标制定基本符合行业发展态势，全年费用率有望边际下行。公司制定 19 年收入目标 900 亿元，增速保持在 13.1%，而利润总额目标 76 亿元基本同比持平。我们认为，在宏观经济下行预期叠加 18 年高基数情况下，19 年收入端必然面临降速，公司能够合理的制定 13% 的收入目标，基本符合行业发展态势。具体拆分来看，预计液态奶将从 18 年 17.8% 的增速降至 15% 一线，其余品类也或有增速下降趋势。液态奶的增速下降也隐含了大单品在规模较大、基数较高情况下的增速放缓题中之义。而实质这样的增速目标基本与我们判断一致（见前期报告：乳业双龙头历史复盘，未来应该何去何从），目标制定不算保守也不算过于激进，对于内部管理存在激励效果的同时不至于难以达到。而利润总额的持平则预示着利润率有下行的可能，即公司隐含了对于 19 年毛销差的预判将可能是同向变化（假定管理费用率稳定），同时 19 年毛利率和费用率的上升或下降程度或也将是较为细微的边际变化。以目前情形推断，原奶价格提升背景下，毛利率承压下（可见 18H2），费用率或许将是下行边际变化。从收入和利润目标整体来判断，公司将仍然以收入争夺并提高份额的思路为主。

- **蒙牛乳业：全年收入增速略超市场预期，实现完美收官。**全年蒙牛收入同比+14.7%，基本完成年中公司提出 15% 的目标，与我们预期一致，但超市场预期。18 年上/下半年增速分别为+17.0%/12.4%，其中下半年增速伴随宏观经济下行压力加大而趋缓，不过实际下半年仍完成超 12% 的增长略超市场预期。分业务来看，液态奶实现收入 593.9 亿元（+12.0%），其中上/下半年增速分别为+14.0%/10.2%。不过需要强调的是，蒙牛整体收入+14.7% 更多是因为其业务多点开花，尤其是奶粉业务的靓丽表现：全年奶粉业务实现收入 60.2 亿元，同比增长 48.9%，全年完美收官。

19 年费用率预计边际下行，蒙牛利润率有望持续改善。19 年我们预计在原奶价格提升预期下，以及费用结构的调整变化下，费用率有望边际下行，从而在毛利率可能企稳基础上（原奶高位但产品结构提升对冲）为蒙牛利润率提升继续贡献力量。除此之外，我们预计蒙牛联营业务现代牧业在 19 年也有望彻底扭亏并盈利，进一步推动蒙牛净利率的提升。从控股方中粮集团来看，蒙牛肩负中粮集团食品板块收入和利润重任，预期将必然做好板块领头羊，不改 2020 年双千亿规划，在 2018 年奠定较为坚实的收入基础，逐步迈向 2020 年千亿规模。进入 2019 年，从我们跟踪来看蒙牛一季度表现仍有望超预期，在收入高基数和低预期下，有望走出超预期行情。未来三年在乳业格局整体较为稳定的背景下，我们将坚定看好蒙牛净利率的长期修复，进而持续推动市值的提升。

- **澳优：体制机制与业务结构逐步完善，澳优进入黄金发展阶段。**澳优自 2016 年步入高速发展阶段，支撑澳优近几年业绩高增长的核心驱动因素有以下几点：（1）管理层重组带来的团队文化、激励机制的转变成为澳优近几年业绩高增长的主要推动力；（2）公司已进入全产业链整合阶段，全球化战略布局已初见成效，随着澳优产能的逐步释放，全球化将为公司带来持续的增长助益；（3）前瞻性布局母婴渠道使公司在渠道转型的当下受影响较小，并能在三四线城市攻防战中获得先发优势，提升市场份额；（4）细分领域（羊奶粉、有机奶粉）的爆发为澳优带来新的增长机遇，2017 年作为羊奶粉快速发展的元年，预期未来仍将带动公司业绩的高增长。

18 年业绩符合预期，19 年将继续发力，有望实现业绩稳步高增长：澳优全年收入增速+37.3%，归母净利润+106.1%，符合我们之前预判。2018 年澳优自有品牌奶粉业务实现收入 44.01 亿（+53.8%），收入占比达 81.6%，成为公司业绩高增长的主要推动力。高毛利率的自有品牌奶粉（毛利率 54.6%）占比较 2017 年提升 8.69pct，产品结构变化推动公司毛利率提升 6.4pct 至 49.4%。尽管 2018 年费用率同比提升 2.1pct，但毛利率提升叠加公司税率下降推动公司净利率提升 3.0pct。2018 年澳优不断完善上游供应链建设，全球 10 间工厂于 2018 年底均已建设完毕，预计 19 年产能以及营运效率都将进一步得到提升。目前澳优管理层稳定，随着中信入股澳优以及新建产能的逐步投放，未来的 2-3 年内业绩高增长可期。

2.4 调味品板块——建议重点关注中炬高新和千禾味业

根据我们渠道调研及第三方数据显示，尽管 2 月份调味品行业增速有所下滑，但美味鲜仍然保持着双位数增速，在 18 年底良性库存助推下，有望实现 1 季度开门红。建议重点关注并择机买入。另外根据我们数据显示，千禾味业仍然保持快于主要核心调味品公司的增速，也建议重点关注。

整体来看，主要调味品公司节后增速尽管下滑但未有明显下行，仍保持平稳。我们持续看好此板块的稳定性，板块整体估值虽高但逆势下具备良好穿越周期能力。

核心推荐品种：

- **中炬高新：Q4 重回两位数增长，18 年完美收官。**公司 Q4 受美味鲜动销加快、春节提前等因素拉动，收入同比+13.77%，利润同比+21.66%，一改三季度颓势，也带动全年业务目标顺利完成，完美收官。公司 18 年毛利率 39.12%，同比略降 0.16pct，主要系调味品业务中毛利率较低的非酱油业务占比提升至 32.2%影响；净利率 16.35%，同比提升 2.18pct，提效增速效果显著，管理费用费（含研发费用）和销售费用率分别下降 0.09 pct 和 1.46pct，降至 9.55%和 19.35%。公司经营活动现金流量净额达到 7.24 亿，同比+11.21 亿，经营造血能力持续增强；预收款项 2.37 亿，确保春节和一季度收入增长无虞，实现开门红。

体制变更终落地，变身民企再出发。经过一系列内部变革和调整，公司管理权和控制权变更尘埃落地，成为姚正华先生旗下优秀的民营企业。对标龙头海天，公司在生产效率、人均产出、人员激励等方面均与一定的差距，

预计未来公司将导入更多民营企业管理经验，控费增效，引入更多激励机制，进而推动业绩增长。

- **恒顺醋业：提价有望增厚 19 年利润。**18 年前三季度恒顺醋业实现营收增速+10.8%，实现归属上市公司净利润增速+50.7%，扣非增速 +22.7%，基本符合预期。其中 Q3 收入端环比 Q1/Q2 还有所提速，主要得益于公司上半年地推工作成效显著，并于 9 月份正式开启了“百日会战”活动，相比上半年活动买赠力度更大，推动了前三季度乃至全年的冲量。同时在毛利率、费用率、所得税三者共同推动下，主业的净利率实现 18.64%，同比大幅提升 5.63pct。全年来看，得益于工作扎实的市场基础工作，年初以来市场反馈持续呈现良性状态、大部分区域渠道库存较合理，同时主要竞争对手未见有效跟随，叠加 Q4 更大力度的市场营销活动“百日会战”保障，同时也考虑到 17Q4 收入基数不高，因此我们认为 Q4 恒顺收入同比增速环比提速的趋势仍有望继续保持。另外，公司于 1 月 5 日发布公告宣布对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等五个品种的产品进行出厂价格调整，价格调整从 2019 年 1 月 1 日开始实施。提价产品 18 年全年合计销售额约 2.36 亿元，占整体收入比重约 15%。我们测算后认为本次提价将对 19 年产品均价和收入贡献约 2pct 增量，同时有望增厚公司净利润。

其他核心推荐：

- **绝味食品：业绩符合预期，预计全年门店数同比+10%，单店收入同比+4%。**公司发布 2018 年快报，全年实现营业收入 43.68 亿元，同比+13.46%，实现归母净利 6.41 亿元，同比+27.87%。18 年全年我们预计门店数量近 9900 家，同比提升 10%左右，较前三季度门店数量 9710 家新增近 200 家，快于 17Q4 的新增门店数量 133 家，同时得益于 17 年底提价（+2%左右）和第四代门店基本完成升级，我们预计 18 年全年单店收入增速在 4.4%左右，共同推动收入同比增长。净利率端同比提升 1.7pct 至 14.7%，由于 18 年因鸭附成本上升使得毛利率端持续承压，因此销售费用率的下降是净利率提升的主因，前三季度已同比下降 3.1pct。展望 19 年，由于 18Q4 开始鸭附成本已经逐步下降，预计将会一定程度缓解 19H1 成本端压力。

可转债获批，预期未来公司竞争力进一步加强。近期公司面值总额 10 亿元的可转债申请获批，此债券募资主要将用于各生产基地建设（天津、江苏、武汉和海南），和山东仓储中心建设项目，打造公司供应链能力。同时募投项目的建立也对公司持续开拓形成推动力，公司已制定措施积极开拓门店，布局线上线下渠道建设，从中长期角度来看有利于公司持续打造竞争力。

三、上周公告精选与行业要闻

3.1 公告精选

【伊利股份-回购】公司拟使用自有资金，以不超过人民币 35 元/股的价格回购公司 A 股股份，回购股份数量不低于 1.52 亿股（占本公告发布日公司总股本 2.50%）且不超过 3.04 亿股（占本公告发布日公司总股本 5.00%）（均包含本数）。本次回购期限为自董事会审议通过回购方案之日起不超过 12 个月，本次回购的股份将用于实施股权激励。

【汤臣倍健-期权激励】公司董事会确定股票期权的首次授权日为 2019 年 4 月 4 日，同意向 45 名激励对象授予 2445 万份股票期权。公司该激励计划拟向激励对象授予 2600 万份股票期权，约占本激励计划公告时公司股本总额 146.88 亿股的 1.77%。其中，首次授予 2445 万份，约占本激励计划公告时公司股本总额的 1.66%；预留 155 万份，约占本激励计划公告时公司股本总额的 0.11%，预留部分约占本次授予权益总额的 5.96%。

【桃李面包-季度业绩】公司发布 2019 年一季度业绩快报，报告期内公司实现

营业收入 11.42 亿元，同比增长 15.52%；营业利润 1.52 亿元，同比增长 11.15%；利润总额 1.55 亿元，同比增长 11.46%；实现归属于上市公司股东净利润 1.21 亿元，同比增长 12.11%。

【三全食品-年度报告】公司发布 2018 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 55.39 亿元，同比增长 5.39%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.02 亿元，同比增加 41.49%。

【养元饮品-年报修正】2019 年 4 月 2 日，公司取得高新技术企业证书，自 2018 年起连续三年（2018 年至 2020 年）将享受国家高新技术企业所得税优惠政策，即企业所得税按 15% 的税率执行。由于国家高新技术企业税收优惠的认定时间晚于公司 2018 年年度报告的披露时间，公司 2018 年年度报告内企业所得税率仍沿用 25%。公司采用追溯重述法更正 2018 年年度报告的财务，更正后 2018 年度公司实现归属于公司所有者的净利润为 28.37 亿元。

【酒鬼酒-季度业绩】公司发布 2019 年第一季度业绩快报，报告期内公司实现营业总收入 3.46 亿元，同比增长 30.46%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.73 亿元，同比增长 16.18%。公司营收的同比增长主要系内参酒销售收入增幅较

【龙大肉食-减持】公司收到伊藤忠（中国）发来的《减持计划实施进展情况告知函》，伊藤忠（中国）预披露减持时间已过半，目前伊藤忠（中国）尚未实施减持。目前减持前该股东持有股数 1.10 亿股，占总股本比例 14.5%，减持后该股东持股数为 1.10 亿股，占总股本比例为 14.51%。注：由于公司于 2019 年 3 月 12 日办理完成了部分限制性股票回购注销手续，公司的总股本由本次减持前的 7.56 亿股变更为 7.55 亿股。伊藤忠（中国）持有公司的股份占比相应发生了变化，预计减持数量亦按照减持比例不变的原则作相应调整。

【洽洽食品-年报】公司发布 2018 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 41.97 亿，同比增长 16.5%；归属于上市公司股东的净利润为 4.33 亿，同比增长 35.58%。

【今世缘-年报】公司发布 2018 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 37.36 亿，同比增长 26.55%；公司实现归属于上市公司股东的净利润 11.51 亿元，同比增长 28.45%。

【重庆啤酒-年报】公司发布 2018 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 34.67 亿，同比增长 9.19%；公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.04 亿元，同比增长 22.62%。

【通葡股份-年报】公司发布 2018 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 10.27 亿，同比增长 11.65%；公司实现归属于上市公司股东的净利润 419.7 万元，同比下降-30.77%

【双汇发展-权益分派】公司 2018 年年度权益分派方案为：以 2018 年末公司总股本 32.99 亿股为基数，向全体股东按每 10 股派 5.5 元人民币现金（含税；扣税后，QFII、RQFII 以及持有股改限售股、首发限售股的个人和证券投资基金每 10 股派 4.95 元）。

3.2 行业要闻

■ 酒类及饮料：

4 月 8 日，五粮液下发通知称，即日起在 10 日内将所有品牌的“同质化产品”从各大电商平台、线上渠道全部下架，在 30 日内从商超及卖场下架，其中包括五粮陈、五粮国宾、五粮迎宾酒等 73 个产品。并要求所涉及的品牌运营商务必引起高度重视，不能以任何理由（无法管控）拒绝产品下架，违规者将立即终止其品牌运营权。此举是在全力为即将上市的第八代经典五粮液“让路”。（酒业家）

景芝酒业在创新营销推进会上披露：景芝酒业一季度销售收入同比增长 109%。其中景阳春同比增长 96%，一品景芝同比增长 325%。景芝酒业表示未来将通

过战线前移，帮助合作伙伴提升市场终端掌控能力；通过金融赋能提升合作伙伴市场运营能力；扎实推进厂商“利益共同体”建设。（云酒头条）

2018年东鹏特饮业绩呈两位数增长，整体规模已经超过50亿元。公开资料显示，2018年中国红牛全年销售额重新站上200亿，整体增速高于行业；乐虎持续双位数增长，销售额超30亿。纵使功能饮料新品迭出，但红牛、东鹏特饮、乐虎三大巨头稳坐中国功能饮料前三甲宝座。（食业家）

4月8日晚，茅台集团董事长、总经理李保芳和智利葡萄酒协会会长 Mario Pablo Silva 共同签署了谅解备忘录，共同促进葡萄酒和白酒在中国的“负责任消费”。根据该备忘录，双方会在创新性和可持续性实践方面进行合作。（微酒）

华润雪花啤酒公司新款产品马尔斯绿啤酒（MARRS GREEN）于4月9日全新上线，在瓶身上，将鹿角、雪松、雪山三种元素作极简化处理，并衍生为矢量化雪花图案作为这款啤酒的专属符号，并将矢量化雪花图案起凸，以立体雕花工艺展现雪花元素。此前，有媒体报道称，该产品价格定位在匠心营造之下，在superX之上，终端价格为12元，针对潮流时尚的20岁—30岁阶层。同时，雪花啤酒宣布聘请井柏然和何穗两人为品牌代言人。（微酒）

近日，可口可乐宣布了旗下第一个面向国际市场的功能饮料产品——Coca-Cola Energy 将上市的消息。这是首款使用可口可乐品牌的功能饮料，于4月初率先在西班牙和匈牙利亮相。据了解，Coca-Cola Energy 共推出两款产品，常规款和0糖0卡路里，规格都为250ml。Coca-Cola Energy 的配方来自天然咖啡因、瓜拉那提取物、维生素B族等，且不含牛磺酸，将让消费者感受到他们熟悉的可口可乐的清爽味道。（食品板）

4月8日，国家发改委发布关于就《产业结构调整指导目录》公开征求意见的公告。此次发布的《征求意见稿》限制类“白酒生产线”新增备注“白酒优势产区除外”。有观点指出，产业政策调整对白酒行业优质资源和产区优势提供支撑，对白酒产区建设和发展产生积极作用，白酒生产准入标准也将有望提高。（云酒头条）

百威英博计划最快在本月内，就分拆旗下的亚洲业务在港上市提交申请，并期望于今年夏季上市。另有消息人士指，百威英博拟出售20%股份，集资金额或高达50亿美元（约335.75亿人民币），集资所得用于减少债务。2019年2月，百威英博已经委托摩根大通负责其潜在的IPO业务，考虑到亚洲业务的规模、时机及市场情况，上市地点可能被选在香港。（云酒头条）

■ 其他：

科迪乳业发布公告称，公司正在筹划重大资产重组事项，该事项涉及购买资产，标的资产为河南科迪速冻食品有限公司。经公司申请，公司股票于4月9日开市起停牌，预计停牌时间不超过10个交易日。停牌期限届满前，如未能按期披露重组预案或报告书，公司将终止筹划本次重组并申请公司股票复牌。这已经是科迪乳业继去年2月以来第二次启动收购科迪速冻的相关事宜。（荷斯坦）

日前，王守义十三香发布涨价通知称，近几年原材料价格不断上涨，为确保高质量发展，产品价格必须调整。涉及产品为45g十三香、227g十三香、227g经济型十三香、45g金卡十三香四种产品。王守义十三香在市场上价格已经近10年没有变化，但是产品品质在终端有口皆碑。能够保持将近10年价格没有变化，守义十三香的价格控制和坚持有目共睹，现在决定涨价，也是被越来越高的原材料价格逼迫下的无奈选择。（食业家）

英国品牌评估机构“品牌金融”（Brand Finance）发布“2019中国最有价值的500大品牌”排行榜（China 500 2019）。在500大品牌中，食品饮料相关行业共27个品牌上榜。除去酒企，上榜的食品饮料行业中，伊利排名最高为第51位，此外蒙牛、康师傅、海天、统一也分别进入前100。（食品板）

近日，零度果坊推出了“每日蔬果”系列果蔬汁新品，共有紫苏蓝莓、黄桃南瓜、草莓番茄三种混合口味，目前已经在零度果坊天猫旗舰店和官方微信店同步上线开售，每瓶的零售价约为13元+。业内人士认为，以零度果坊品牌来推出

每日蔬果系列可以作为零度果坊的补充战线，借助已建立的品牌基础及消费者认知，获得一定程度的背书，这对产品销售以及果蔬汁的普及都会起到一定的作用。（食品板）

2019年1-2月我国共计进口各类乳制品60.99万吨，同比增加15.5%，进口额20.68亿美元，同比增长15.5%，其中，进口干乳制品48.95万吨，同比增加16%，进口额19.12亿美元，同比增长15.6%；进口液态奶12.04万吨，同比增加13.2%，进口额1.56亿美元，同比增长14.3%。（乳业资讯网）

根据农业农村部对内蒙古、河北等10个奶牛主产省（区）的定点监测，4月份第1周（采集日为4月3日）生鲜乳平均价格3.56元/公斤，比前一周下降0.3%，同比上涨3.2%。（乳业资讯网）

2019年中央财政农业生产发展资金主要用于对农民直接补贴，以及支持农业绿色发展、乡村产业发展、农业结构调整、新型经营主体培育等5大类21个项目。其中，关于奶业的发展资金项目实施方案如下：继续支持畜牧大县开展畜禽粪污资源化利用工作；实施奶业振兴行动，支持优质奶源基地和草畜紧密配套的肉牛肉羊生产基地建设；发展家庭牧场和奶农合作社。（乳业资讯网）

4月11日，绝味鸭脖宣布全国门店已经突破10000家。从2005年长沙南门口的一家小门面以雷电之势迅猛扩展，按照其预测，全国门店增长到22000家左右才能实现饱和，即使按照每年1000家的增长速度计算，绝味至少还需要跑马圈地13年。凭借加盟店冲刺万店，坚持渠道下沉，绝味食品走了一条与周黑鸭截然相反的道路。（食业家）

近日，百事食品（中国）有限公司发布了价格调整通知函，由于近年来包装材料及人工成本不同程度的上涨，百事产品全線面临巨大的成本压力，决定从2019年5月1日起，上调公司膨化类产品的价格。（食品板）

四、下周重要事项提醒

图表 19：下周上市公司重要事项提醒一览表

| 日期 | 公司 | 股东大会 | 业绩发布会 |
|-----------|------|-------------------|-------------------------|
| 2019/4/15 | 黑芝麻 | 2019年4月15日下午14:30 | |
| 2019/4/15 | 海天味业 | 2019年4月15日下午14:00 | |
| 2019/4/16 | 广东甘化 | 2019年4月16日下午14:30 | |
| 2019/4/17 | 香飘飘 | 2019年4月17日下午14:30 | |
| 2019/4/17 | 晨光生物 | 2019年4月17日下午14:20 | |
| 2019/4/18 | 养元饮品 | 2019年4月18日下午14:00 | |
| 2019/4/18 | 洽洽食品 | | 2019年4月18日下午15:00-17:00 |
| 2019/4/18 | 珠江啤酒 | 2019年4月18日下午16:00 | |
| 2019/4/19 | 涪陵榨菜 | 2019年4月19日下午14:00 | |
| 2019/4/19 | 三全食品 | | 2019年4月19日下午15:00-17:00 |
| 2019/4/19 | 广弘控股 | 2019年4月19日下午15:00 | |
| 2019/4/19 | 京粮控股 | 2019年4月19日下午14:30 | |

来源：wind，国金证券研究所

图表 20：年报预披露时间日历表

| 【国金食饮】上市公司 2018 年年报披露日历 | | | | | | |
|-------------------------|---|------|---|--|---|------|
| 红色字体为行业重点公司 | | | | | | |
| 2019 年 4 月 | | | | | | |
| 周一 | 周二 | 周三 | 周四 | 周五 | 周六 | 周日 |
| 4.08 | 4.09 | 4.10 | 4.11 | 4.12 | 4.13 | 4.14 |
| | | 三全食品 | | 洽洽食品 | 重庆啤酒 今世缘 通葡股份 | |
| 4.15 | 4.16 | 4.17 | 4.18 | 4.19 | 4.20 | 4.21 |
| | 恒顺醋业 绝味食品 双塔食品 | 会稽山 | 口子窖 中宠股份 | 青海春天 干禾味业 好想你 克明面业 | 黑芝麻 得利斯 | |
| 4.22 | 4.23 | 4.24 | 4.25 | 4.26 | 4.27 | 4.28 |
| 安井食品 | *ST 椰岛 华统股份 | 百润股份 | 张裕 A 惠泉啤酒 中葡股份 *ST 皇台 青青稞酒 麦趣尔 张裕 B | 泸州老窖 伊力特 来伊份 威龙股份 莲花健康 皇氏集团 金字火腿 加加食品 百洋股份 | 燕京啤酒 山西汾酒 水井坊 维维股份 三元股份 莫高股份 老白干酒 深深宝 A 古井贡酒 西王食品 佳隆股份 金达威 龙大肉食 深深宝 B 古井贡 B | |
| 4.29 | 4.30 | | | | | |
| 元祖股份 | 洋河股份 金徽酒 金种子酒 湖南盐业 迎驾贡酒 西藏发展 | | | | | |

注：年报实际披露时间为上表所示日期的前一晚

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

宏观经济疲软——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
业绩不达预期——目前食品饮料板块市场预期较高，存在业绩不达预期可能；
市场系统性风险等。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH