

## 食品饮料

 真金不怕火炼  
-中泰食品饮料周报(第18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

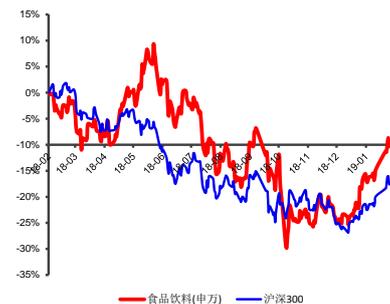
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：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)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《五粮液：开门红顺利实现，新品顺价可待》2019.04.27
- 《元祖股份：门店扩张+提价+睡眠卡确认，拥抱业绩高增长》2019.04.27
- 《伊利股份：市占率加速提升，利润稳健增长，挖掘护城河价值》2019.04.27
- 《山西汾酒：持续保持高增长，后劲仍足》2019.04.27
- 《青岛啤酒：量价齐升推动收入超预期，利润进入快速释放期》2019.04.28
- 《水井坊：次高端产品快速增长，中长期前景值得期待》2019.04.28
- 《中炬高新：调味品主业加速增长，期待经营活力释放》2019.04.28
- 《洋河股份：梦系列继续高增，全国化空间仍足》2019.04.28
- 《绝味食品：门店加速扩张，成本压力环比改善》2019.04.28

**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		
五粮液	102.36	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	28.7	23.4	0.71	买入
古井贡酒	117.55	1.65	2.28	3.37	4.42	27.6	35.2	34.4	26.2	0.47	买入
青岛啤酒	51.00	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	46.5	35.6	0.76	买入
元祖股份	24.30	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	21.4	17.9	0.77	买入
顺鑫农业	58.00	0.72	0.77	1.30	2.27	32.8	28.8	45.4	26.0	0.83	买入

备注：股价为2019年4月30日收盘价。

**投资要点**

- 年初至今，食品饮料涨幅位居行业前二，仅次于农业板块。结合4月份披露的年报以及一季报，我们认为食品饮料行业造血功能强，在消费升级的大背景下，行业指数有望不断突破高点，投资机会不断。
- 4月组合超额收益依旧明显。本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液(7.75%)、古井贡酒(9.35%)、顺鑫农业(-4.34%)、青岛啤酒(18.14%)、元祖股份(2.14%)，组合收益率为6.61%。同期上证综指下跌-0.40%，组合领先上证综指7.01%。5月推荐组合为：**五粮液、古井贡酒、口子窖、中炬高新、伊利股份和元祖股份。**
- 白酒总结：本周白酒上市公司年报和一季报全部披露完毕，我们分别从板块整体、上市公司财务数据、财务指标三个方面展开分析：**
- 板块整体：行业显著回暖，份额进一步向品牌集中。**从板块整体来看，18年白酒板块实现收入2121.62亿元，同比增长25.53%，实现净利润698.52亿元，同比增长33.57%，19Q1白酒板块实现收入769.15亿元，同比增长22.26%，实现净利润276.82亿元，同比增长27.87%，虽然19Q1环比18年全年有所下降，但环比18Q3大幅回暖，且18Q1板块业绩基数较高。值得注意的是，与中酒协公布的全行业2018年12.88%的收入增速相比，上市酒企增速明显更快，表明行业集中度进一步提升，消费升级背景下名酒优势将持续放大。
- 上市公司数据：一线白酒表现更优，二三线酒企结构升级明显。**从上市公司数据来看，一线白酒业绩表现明显更优，茅、五、沪净利润增速分别为32%、30%、43%，主要是茅台供需偏紧背景下高端酒普遍动销回暖，从节后批价持续回升可见一斑，近来飞天和普五批价已进一步上行至1900元以上及900元左右。二三线白酒业绩有所分化，其中徽酒龙头古井、口子业绩双双超预期，主要是产品结构显著换挡升级，古井8年、口子10年及以上产品放量增长，而苏酒梦之蓝、国缘等高价产品同样表现更为突出，因此结构升级是二三线酒企实现突围的重要动能。
- 财务指标：产品结构升级带动盈利能力提升。**从盈利指标来看，2018年白酒板块毛利率为77.24%，同比提升2.95pct，期间费用率为16.67%，同比下降2.03pct，正如上一段所分析的，产品结构升级驱动酒企盈利能力持续提升。19Q1白酒板块毛利率为77.03%，同比提升0.68pct，期间费用率为14.50%，同比下降0.14pct，一季度盈利能力相对保持平稳。
- 展望未来：品牌集中、结构升级趋势显著，看好优质酒企投资前景。**结

合以上分析,不难发现均呈现出一个规律,即品牌集中、结构升级是行业现阶段发展的显著特征。这进一步验证了我们的观点,由总量经济高速增长驱动的白酒量价齐升的时代已经过去,由消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代正在到来,优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利,从这个角度来讲,我们认为一线酒企(茅、五、泸)和真正能够持续结构升级的二三线酒企(古、口、洋、汾)将成为下一阶段行业发展的赢家,持续看好优质酒企的投资前景。

- **食品总结:乳业结构升级明显,绝味/青岛啤酒/元祖向好趋势依旧。**
- **绝味食品:门店加速扩张,成本压力环比改善。**2019Q1 收入增长 19.63%加速明显,主要系(1)2018 年春节位于一季度中间,净开店数量较少,收入增速仅 10.11%,基数较低;(2)2018 年底门店数量为 9915 家,2019Q1 公司加速突破万店,对老加盟商给予开店优惠政策;(3)部分市场试点椒椒有味和绝味鲜货,一季度末预计门店数量 20 家左右,成为新的增长点。全年看,2018 年净开店 862 家接近 800-1200 家的开店规划下限,2019 年开店速度有望加快,同时椒椒有味和绝味鲜货模式成熟后有望迅速扩张。2018 年鸭副冻品价格持续上涨,2018Q1-Q4 公司单季度毛利率为 34.42%、36.39%、33.92%、32.47%,三四季度毛利率持续下降。2019Q1 公司毛利率为 33.31%,同比增加 1.11 个 pct 仍有压力,但环比 2018Q4 的 32.47%出现回升,成本压力环比减弱。绝味作为休闲卤制品龙头,凭借管理能力与供应链优势建立起渠道壁垒,具备广阔的下沉空间。2019 年绝味鲜货、椒椒有味有望进入开店扩张期,成为公司新的增长点。
- **青岛啤酒:量价齐升推动收入超预期,利润进入快速释放期。**2019Q1 公司实现啤酒销量 216.6 万千升,同比增长 6.6%,主要系:(1)公司加大品牌投入,积极开拓市场;(2)餐饮行业复苏;(3)2019 年春节气温较高。吨酒收入受益产品结构升级+提价滞后效应+补提,同比增长 4.48%。分档次看,青岛主品牌实现销量 117.5 万千升,同比增长 8.5%,其中“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品销量为 58.8 万千升,同比增长 10.5%,均高于 6.6%的整体销量增速。一季度吨酒成本同比上升 3.61%,低于 2018 年上涨幅度,成本压力减缓。公司一季度销售毛利率上升 0.51 个 pct 至 39.66%。2019Q1 公司销售费用率+0.77 个 pct 至 17.50%,主要系加大品牌宣传力度,一方面带动销量增长,另一方面有利于推广高端产品进行结构升级。综合来看,2019Q1 销售净利率提升 0.75 个 pct 至 10.61%。青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头,有望受益格局改变后的集中度提升。公司持续推进关厂,提升产能利用率以实现降本增效。同时,2019 年 4 月 1 日起增值税率从 16%下降到 13%,公司利润将加速释放。复星作为财务投资者入主青岛啤酒,有望推进公司内部机制改革,大股东青啤集团承诺于 2020 年 6 月底前推进上市公司提出管理层长期激励计划,企业经营活力有望充分释放。
- **乳业行业跟踪:上游原奶价格温和上涨,根据全国主产区(大部分为北方地区)生鲜乳 19Q1 为 3.61 元/kg,同比增长 3.71%。伊利 19Q1 原奶收购价 3.89 元/kg,同比温和增长 5-6%。下游:常温酸继续发力,龙头强者恒强。根据尼尔森数据,19Q1 行业收入增速略有放缓至 5%左右。1)分品类看,常温行业增速略有回落,主因高基数,其中高端纯牛奶**

和常温酸奶依旧保持领先。低温奶增速略有放缓，主因需求受到部分常温酸影响，同时行业竞争激烈。奶粉：二胎红利减弱+新生儿净增加同比下滑，19Q1 一段(0-6 月)奶粉已出现负增长，二、三段奶粉行业增速保持中高个位数，奶粉行业增速预计全年个位数增长。从市占率看，伊利持续领先，1-3 月逐渐拉开与蒙牛的差距。尤其在常温领域，伊利 19Q1 常温市占率 38.8%，同比提升 3.0 个百分点，低温市占率 15.7%，同比下降 1.3 个百分点，主因低温行业竞争激烈。奶粉市占率 6.3%，同比提升 0.5 个百分点。

- **伊利股份：市占率加速提升，业绩稳健增长。** 1) 19Q1 收入 231 亿，同比增长 18%，主因渠道下沉+产品结构升级持续驱动，龙头壁垒加深，市占率加速提升。销售费用率、管理费用率增加，毛销差与去年持平。公司 19Q1 毛销差为 15.83%，与 2018Q1 持平。19Q1 管理费用率 4.09%，同比提升 0.38ppt，全年看预计管理费用率相对平稳。19Q1 研发费用 9238 万元，净增加 6620 万元，同比增加 253%，主因公司调研、试验、设计费用投入增加。财务费用减少主因本期计入财务费用的利息收入增加所致。2) 伊利的渠道和品牌壁垒随着时间推演在加固加强。未来业绩驱动一是持续推出新的爆款产品接力。二是随着市占率提升，龙头的议价能力逐渐增强，逐渐进入利润释放期。
- **元祖股份：门店扩张+提价+睡眠卡确认，拥抱业绩高增长。** 1) 19Q1 收入增速 23.69%超预期，剔除睡眠卡及 18Q1 收入追溯调整，预计 19Q1 销售收入 3.14 亿元，增速 15%，表现靓丽，主因 19Q1 春节礼盒新品推出带动中西式糕点增长 20.3%、水果礼盒热销增长 15.7%、蛋糕增速 11%。背后驱动是门店净增长 10 多家，产品增多推新+费效比提升后，卡券提领率提升，自然客流增多。毛利率提升+整体费用率下降，睡眠卡助力利润腾飞，19Q1 净利润增加 2225.9 万元，同比实现 75.2%的增长（若扣除睡眠卡，利润增长 2.5%左右）。2) 睡眠卡确认为持续的滚动数据。账龄在四年以上，截至 2018 年 12 月 31 日预收账款中的储值卡余额 5.17 亿元，管理层预测 2019 年 Q1-Q4 睡眠卡（预付储值卡）确认额度分别为 2672、471.6、799.5、210.8 万元。2019 年总计 4153.9 万元，预计直接扣税 16.7%后可确认的利润 3460.3 万元。
- **妙可蓝多：奶酪发力，成长可期。** 2018 年公司营业收入 12.26 亿元，同比增长 24.82%。1) 按照品类拆分看奶酪收入驱动明显，主因 C 端渠道+新客户开拓，奶酪棒新品结合 IP 营销成功。公司液态奶收入 4.68 亿元，同比+10%，毛利率 30.67%，减少 2.74ppt。奶酪收入 4.56 亿元，同比+135.85%，毛利率 34.7%，同比+0.26ppt。贸易产品收入 2.99 亿元，同比-16.9%，毛利率 9.56%，同比增加 5.31ppt。公司整体毛利率 26.96%，同比增加 4.08 个百分点，主因产品结构改善，贸易业务减少，奶酪快速增长，液奶板块稳中有增。2) 期间费用率 30.36%，同比提升 5.8%，利润高增主因投资收益增多+所得税费用扣除驱动。2018 年公司销售费用 16.74%，同比提升 4.27ppt，渠道+营销投入增多。管理费用率 9.07%，同比增长 0.53ppt。公司 2018 年投资收益 3033.75 万元，同比增长 21 倍，利润总额-152 万元，扣除所得税费用-1216.3 万元（2017 年是-722.5 万元），归母利润最终为 1064.06 万元，同比增长 148.69%。3) 一季度收入开门红，利润逐渐释放。2019Q1 公司收入 2.98 亿元，同比增长 57.52%，其中奶酪收入 1.27 亿元，占比 43%；液态奶收入 1.03

亿元，占比 35%；贸易收入 6756 万元，占比 23%。19Q1 公司销售费用率 14.1%，同比下降 4.4ppt，管理费用率 7.4%，同比下降 4.6ppt，研发费用和财务费用率分别下降 0.6、2.6ppt，营业利润和利润总额转正，归母净利润 38.44 万元，同比+101.9%。建议关注。

- **上海梅林：一季报稳健增长主因牛羊肉+罐头驱动，养猪弹性较大。**19Q1 收入 65.13 亿元，同比+4.03%。1) **分产品看收入，牛羊肉和罐头驱动明显。**公司 19Q1 牛羊肉收入 39.4 亿元，同比+18.69%，主因新西兰银蕨 SFF 受天气影响，12 月屠宰旺季的量部分移至 2019 年 Q1。展望 2019 年，新西兰天气目前良好，全年的牛羊数量变化预计不大，考虑 12 月错位增厚+2019 年全球牛羊肉确定性涨价，预计全年牛羊肉收入和利润均有较好表现。冷鲜猪肉收入 11 亿元，同比+4.3%，综合食品（冠生园蜂蜜+大白兔奶糖+华佗药酒+调味品）收入 44.84 亿元，同比-2.8%，其中蜂蜜+大白兔奶糖收入基本稳健。罐头业务收入 4.38 亿元，同比+9.17%，继续受益国内渠道开拓+新品等推出。其他肉制品 2.55 亿元，同比+9.89%。2) **利润稳健增长，少数股东权益增加较多。**公司毛利率 4.58%，同比+0.77ppt，主因成本+产品结构改善。期间费用率 10.29%，同比+0.89%，其中销售费用率 7.58%，同比+0.56%，管理费用率下降 0.2ppt，研发费用率基本持平，财务费用率增加 0.5ppt。公司 19Q1 利润总额为 3.41 亿元，同比+31.8%，净利润 3.98 亿元，同比+24.9%，考虑少数股东权益 1.14 亿元，新西兰 SFF50%股权、江苏梅林畜牧 51%，比去年同期 7211.7 万元增长 59%剔除后，归母净利润 1.83 亿元，同比+10.08%。
- **投资策略：**总量来看，行业结构性机会依旧明显，即使经济增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。白酒强势的品牌依旧有发挥空间，当下核心上市公司估值不贵，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、口子窖、山西汾酒、顺鑫农业等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
- **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：板块领先综指 2.29%，子板块肉制品涨幅居前 .....	- 6 -
2019 年 4 月投资组合：五粮液、古井、顺鑫、青啤、元祖 .....	- 6 -
最新重点报告观点（第 18 周） .....	- 8 -
山西汾酒：持续保持高增长，后劲仍足 .....	- 8 -
伊利 股份：市占率加速提升，利润稳健增长，挖掘护城河价值 .....	- 9 -
元祖股份：门店扩张+提价+睡眠卡确认，拥抱业绩高增长 .....	- 10 -
五粮液：开门红顺利实现，新品顺价可待 .....	- 11 -
绝味食品：门店加速扩张，成本压力环比改善 .....	- 12 -
中炬高新：调味品主业加速增长，期待经营活力释放 .....	- 13 -
水井坊：次高端产品快速增长，中长期前景值得期待 .....	- 14 -
青岛啤酒：量价齐升推动收入超预期，利润进入快速释放期 .....	- 15 -
洋河股份：梦系列继续高增，全国化空间仍足 .....	- 16 -

## 图表目录

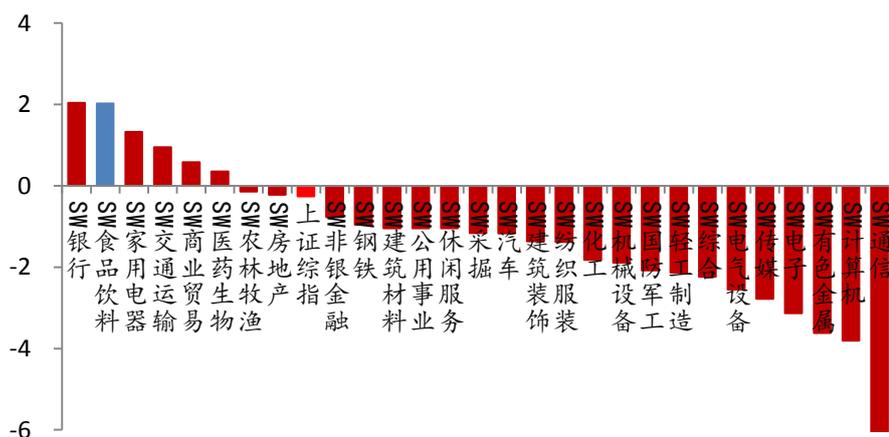
图表 1：食品饮料行业周上涨为 2.03%，领先上证综指 2.29% .....	- 6 -
图表 2：子板块肉制品居前 .....	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览 .....	- 6 -
图表 4：4 月组合收益率为 6.61% .....	- 7 -
图表 5：重点公司盈利预测表 .....	- 7 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 2.29%，子板块肉制品涨幅居前

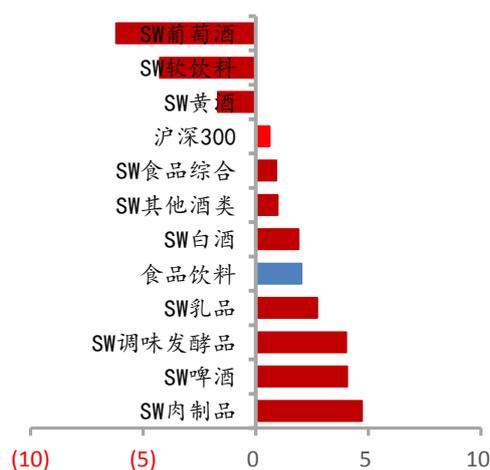
- 市场回顾：** 本周上证综指下跌-0.26%，食品饮料板块上涨 2.03%，领先上证综指 2.29 个百分点。子板块方面肉制品、啤酒、调味发酵品、乳品、白酒、其他酒类、食品综合分别上涨 4.72%、4.07%、4.01%、2.74%、1.90%、0.98%、0.92%。黄酒、软饮料、葡萄酒分别下跌-1.69%、-4.25%、-6.20%。个股方面，双汇发展（7.45%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨为 2.03%，领先上证综指 2.29%



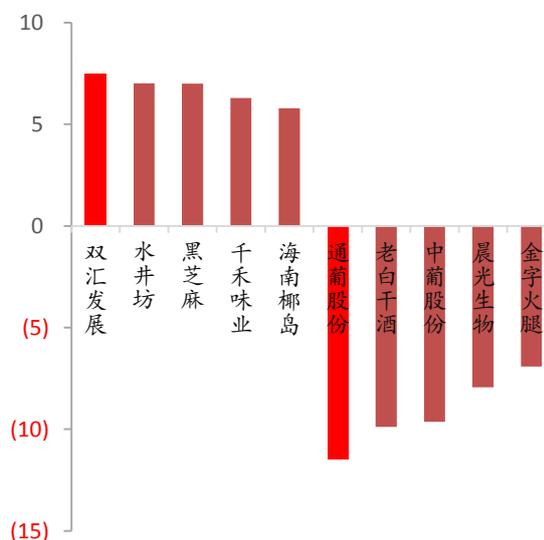
来源：wind、中泰证券研究所

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

2019 年 4 月投资组合：五粮液、古井、顺鑫、青啤、元祖

- 4 月推荐组合：** 五粮液、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、元祖股份。

当月内五者涨跌幅分别为五粮液(7.75%)、古井贡酒(9.35%)、顺鑫农业(-4.34%)、青岛啤酒(18.14%)、元祖股份(2.14%)，组合收益率为6.61%。同期上证综指下跌-0.40%，组合领先上证综指7.01%。

**图表4：4月组合收益率为6.61%**

公司名称	代码	权重	3月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
五粮液	000858.SZ	20%	7.75%	普五动销显著好于市场预期，性价比优势凸显；目前对应19年估值约20倍，一季报业绩有望超出市场预期。	6.61%
古井贡酒	000596.SZ	20%	9.35%	持续费用投入提升品牌势能，古8进入放量增长阶段；省内消费升级趋势显著，省外市场表现逐步向好，利润弹性有望充分释放。	
顺鑫农业	000860.SZ	20%	-4.34%	预收款创新高超出市场预期，牛栏山继续高增，省外市场持续靓丽；减税增厚业绩，利润弹性更大，房地产有望继续减亏。	
青岛啤酒	600600.SH	20%	18.14%	受益提价滞后效应及结构升级，2019年吨酒价格持续提升，未来有望受益格局改变后的集中度提升，减税进一步增厚利润弹性。	
元祖股份	603886.SH	20%	2.14%	门店持续扩张，结构升级+成本因素驱动毛利率提升，费用稳健，预计利润维持双位数较快增长。	

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		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
贵州茅台	974.00	12233.4	21.56	28.02	33.05	45.2	34.8	29.5
五粮液	102.36	3885.6	2.55	3.47	4.25	40.1	29.5	24.1
泸州老窖	77.88	1091.9	1.75	2.37	2.75	44.5	32.9	28.3
洋河股份	117.66	1773.1	4.40	5.38	6.16	26.7	21.9	19.1
古井贡酒	117.55	592.5	2.28	3.26	3.82	51.6	36.1	30.8
山西汾酒	57.43	497.3	1.09	1.72	2.10	52.7	33.4	27.3
口子窖	64.99	389.9	1.86	2.55	3.05	34.9	25.5	21.3
水井坊	50.39	246.4	0.69	1.22	1.59	73.0	41.3	31.7
沱牌舍得	29.35	98.9	0.43	0.93	1.33	68.3	31.6	22.1
顺鑫农业	58.00	331.2	0.77	1.30	2.27	75.3	44.6	25.6
伊力特	17.18	75.8	0.80	1.07	1.34	21.5	16.1	12.8
老白干酒	17.05	74.7	0.37	0.73	1.04	46.1	23.4	16.4
迎驾贡酒	17.95	143.6	0.83	0.93	1.03	21.6	19.3	17.4
伊利股份	31.00	1900.0	0.99	1.06	1.20	31.3	29.2	25.8
绝味食品	46.46	190.5	1.26	1.58	1.95	36.9	29.4	23.8
元祖股份	24.30	58.3	0.85	1.02	1.22	28.6	23.8	19.9
青岛啤酒	51.00	688.5	0.94	1.05	1.37	1.6	48.6	37.2
重庆啤酒	37.00	179.1	0.68	0.86	1.02	54.4	43.0	36.3
中炬高新	36.05	287.3	0.57	0.76	0.95	63.2	47.4	37.9
海天味业	89.28	2415.9	1.31	1.62	1.94	68.2	55.1	46.0
安琪酵母	27.90	92.1	1.03	1.04	1.41	27.1	26.8	19.8
双汇发展	27.83	918.4	1.31	1.49	1.65	21.2	18.7	16.9
恒顺醋业	13.13	79.2	0.47	0.43	0.44	27.9	30.5	29.8
光明乳业	10.50	128.5	0.50	0.59	0.68	21.0	17.8	15.4

来源：wind、中泰证券研究所

## 最新重点报告观点（第 18 周）

### 山西汾酒：持续保持高增长，后劲仍足

- **事件：2018 年公司实现收入 93.82 亿元，同比增长 47.48%，实现归母净利润 14.67 亿元，同比增长 54.01%，基本每股收益 1.69 元，同比增长 54.01%，每 10 股派发现金红利 7.5 元（含税）；2019 年一季度实现收入 40.58 亿元，同比增长 20.12%，实现归母净利润 8.77 亿元，同比增长 22.58%。**
- **业绩符合预期，青花、玻汾继续高增，省外市场持续发力。**2018 年公司收入和利润增速为 47.48%/54.01%，利润增速接近业绩预告中枢，且利润增速快于收入增速，主要是青花系列快速增长带动产品结构提升。分产品来看，2018 年公司中高价酒收入增长 47.44%，毛利率增加 2.84pct，反映青花系列持续高增，预计 18 年青花产品增速约 60%（销售口径），收入占比约为 20%；低价酒收入增长 47.59%，毛利率下降 8.77pct，反映玻汾放量增长，预计玻汾增速约 36%，占比提升至约 30%；从 2019Q1 来看，2019Q1 公司收入和利润增速为 20.12%/22.58%，其中中高价酒收入增长 19.65%，低价酒收入增长 32.50%，预计 19Q1 青花和玻汾系列继续维持快速增长。分市场来看，2018 年省内和省外市场收入增速分别为 37.44%和 63.56%，省外占比从 39.91%提升至 42.86%，省外增速明显更快，预计环山西市场贡献主要增量；2019Q1 省内和省外市场收入增速分别为 11.61%和 43.94%，省外占比进一步提升至 47.40%，我们预计 2019 年除山西和环山西之外的广大省外市场将接过增长重任，针对“3+20”市场进行重点市场筛选打造，从一季度销售情况来看目标完成率良好。从经销商情况来看，2019Q1 公司经销商达到 2146 家，环比减少 208 家，公司一季度对经销商结构进行调整优化，积极改善渠道利润。
- **19Q1 投入加大导致费用率显著提升，盈利能力保持稳定。**2018 年公司毛利率为 66.21%，同比下降 3.63pct，主要是低价玻汾产品快速放量所致；期间费用率为 23.88%，同比下降 2.81pct，其中销售费用率为 17.34%，同比下降 0.55pct，管理费用率为 6.83%，同比下降 2.21pct，财务费用率为-0.29%，同比下降 0.05pct；净利率为 16.63%，同比不变，盈利能力保持稳健。19Q1 公司毛利率为 71.94%，同比提升 0.99pct；期间费用率为 26.28%，同比提升 5.00pct，其中销售费用率为 20.74%，同比提升 3.06%，主要是一季度公司加大市场投入所致，管理费用率为 3.96%，同比提升 0.25pct，主要是生产维修费用和工资性支出增加所致，财务费用率为 1.58%，同比提升 1.69pct，主要是票据贴现利息支出增加所致；净利率为 23.25%，同比下降 0.32pct，在费用投放大幅增加的情况下盈利相对稳定。19Q1 公司现金流靓丽，经营活动现金流量净额为 25.05 亿元，同比大幅提升 842.99%。
- **2019 年规划积极，老名酒持续复苏。**公司 2019 年规划收入增长 20%以上，符合此前股权激励考核目标（2019 年收入增速 27%），省外市场经过两年调整今年有望厚积薄发，预计上海市场由 2018 年的 6000 万做到 1 亿，浙江从 7000 万做到 1.5 亿，广东从 1 亿做到 1.8 亿，从一季度来看目标完成率良好。渠道反馈今年春节以来汾酒动销势头较好、全国库存

良性，北京市场春节增速约 30%，库存约一个月，相较于中秋两三个月的水平明显下降。公司今年将继续加大渠道建设，18 年比 17 年增加 14 万终端，19 年力争达到 50 万终端，且增加 300 个营销人员。我们认为汾酒品牌优势在持续放大，省外市场加速增长，空白市场有待进一步开发，未来发展潜力仍旧充足，在华润协同和内部股权激励等机制改善下，19 年考核目标有望顺利实现，完成业绩考核目标值得期待。

- **投资建议：维持“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 116.55/138.28/162.42 亿元，同比增长 24.23%/18.65%/17.45%；净利润分别为 18.60/23.18/28.05 亿元，同比增长 26.82%/24.60%/21.03%，对应 EPS 分别为 2.15/2.68/3.24 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。**

### 伊利 股份：市占率加速提升，利润稳健增长，挖掘护城河价值

- **事件：伊利 股份发布一季报，公司收入 231 亿元，增长 17.89%，超市场预期，利润 22.76 亿元，增速 8.36%，符合市场预期。**
- **收入端：19Q1 收入 231 亿，同比增长 18%，主因渠道下沉+产品结构升级持续驱动，龙头壁垒加深，市占率加速提升。**1) 按照产品拆分，19Q1 液体乳（常温+低温）收入 189 亿元，占比 82%，根据尼尔森数据，常温市占率 38.8%，同比提升 3.0 个百分点，收入预计双位数较快增长；低温市占率 15.7%，同比下降 1.3 个百分点，主因低温行业竞争激烈，公司低温收入预计低个位数增长。奶粉及奶制品收入 25.5 亿元，占比 11%，增速预计在小双位数，根据尼尔森数据，伊利奶粉市占率 6.3%，同比提升 0.5 个百分点。（合生元 19Q1 奶粉收入增速-0.3%，根据尼尔森数据 19M3 滚动 12 月的市占率 5.9%比 2018 年同期 5.8%高 0.1%，可推测行业增速放缓明显，伊利市占率提升 0.5ppt 实属不易）。根据我们草根调研，预计公司婴幼儿奶粉收入占比 70%，大单品金领冠在奶粉收入占比 60-70%，19Q1 增速预计 30%，主因渠道开拓+赞助综艺《妻子的浪漫旅行》增强品牌力。中老年奶粉收入占比 30%，顺应人口老龄化，根据草根调研，伊利中老年奶粉市占率较高，商超堆头动销好于预期。冷饮 19Q1 收入 15 亿元，占比 7%。2) 从收入增速贡献拆分看，销量贡献 10%、结构贡献 5%、单价（提价或买赠减弱）贡献 2%。3) 从销售模式看，经销收入 221.8 亿元，占比 96%，直营收入 8.32 亿元，占比 4%。公司经销为主，经销商扁平化管理，利好渠道管理、开拓和下沉。4) 从地区分布看，华北收入 69.7 亿元，占比 30%，华南收入 54.36 亿元，占比 24%，其他地区 106.1 亿元，占比 46%。
- **毛利率：成本略有上涨，产品结构升级加速，买赠基本持平。**19Q1 毛利率 39.95%，同比提升 1.15ppt，我们分析一季度毛利率提升，主因产品结构升级加速，安慕希、金典、金领冠等高利率大单品继续保持 30%、20%、30%的收入增速。19Q1 公司原奶收购价 3.89 元/kg，同比温和上涨 5-6%，全年预计小个位数上涨。随着原奶供不应求传导到下游乳品消费，买赠有望随之持续减弱。直接提价的可能性较低，公司成本压力主要通过产品优化升级消化。
- **利润端：销售费用率、管理费用率增加，毛销差与去年持平。**公司 19Q1 毛销差为 15.83%，与 2018Q1 持平。公司销售费用率 24.12%，同比提升

1.15ppt，我们分析预计一方面是广告费用增多，大单品+流量热播综艺搭配，一季度赞助增多。另一方面是线下渠道开拓，商超堆头和铺货、促销人员增多、渠道下沉和营销活动增多带来渠道费用增加。公司19Q1管理费用率4.09%，同比提升0.38ppt，主因新成立健康饮品事业部+奶酪事业部，管理人员和开支增多，全年看预计管理费用率相对平稳。19Q1研发费用9238万元，净增加6620万元，同比增加253%，主因公司调研、试验、设计费用投入增加。财务费用减少主因本期计入财务费用的利息收入增加所致。

- **现金流：**公司19Q1经营活动现金流净额13.5亿，同比-19.17%，投资活动现金流净额17.3亿元，同比+25%。筹资活动现金流净额24.4亿元，净增加43亿元，发行超短期融资券和中期票据收到的现金增加。应收票据及应收账款增加17.5亿元，同比+36.5%，主因本期应收商超及电商的销货款增加，以及经销商使用银行承兑汇票结算的销售业务增加所致。预付款项21.96亿元，同比+50.43%，主因本期预付的材料款和广告营销款增加所致。本期收到的政府补助减少。
- **伊利的渠道和品牌壁垒随着时间推演在加固加强。**渠道、品牌、产品研发是驱动龙头壁垒增强的三驾马车，我们认为伊利的品牌和渠道壁垒在逐渐增强，未来业绩驱动一是持续推出新的爆款产品接力。通过外延并购细分品牌产品或者研发推广多个有望成长为20亿级别大单品组合顺利接力安慕希、金典增速。二是**随着市占率提升，龙头的议价能力逐渐增强，逐渐进入利润释放期。**在新一轮原奶温和上涨周期中，伊利蒙牛的市占率提升逐渐边际递减过程中，买赠减弱、销售费用率下降，会进入利润释放周期，看股权激励方案的出台时间，我们预计在2020年，若股份回购进度快的话，有望2019年提前实现。从竞品诉求角度，国企改革大背景下，中粮集团要求蒙牛更高质量的增长，对于利润考核占比逐渐在提升，也驱动蒙牛缓和竞争，长期看2019年是拐点年，乳企将进入利润释放期。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计2019-2021年公司收入904.4、1000.3、1109.2亿元，同比增长13.7%、10.6%、10.9%，五强千亿目标顺利完成。产品结构升级加速，原奶预计温和上涨，买赠有望随之减弱，预计毛利率整体平稳。行业竞争激烈，预计销售费用投入增多，整体费用率跟随行业竞争变化存在不确定性，预计平稳略增。我们预计净利润在72.7、83.5、91.9亿元，同比增长13%、15%、10%。对应PE为25X、22X、20X。长期看好公司，维持买入评级，继续推荐。
- **风险提示：**宏观经济下滑、行业竞争加剧、缺乏大单品接力、食品安全风险。

**元祖股份：门店扩张+提价+睡眠卡确认，拥抱业绩高增长**

- **事件：**元祖股份发布一季报：19Q1营业收入3.4亿元，同比增长23.69%，19Q1归母净利润-682.4万，比2018Q1增加2225.9万元，增速75.18%，业绩超预期。
- **收入端：**19Q1收入增速23.69%超预期，剔除睡眠卡及18Q1收入追溯调整，预计19Q1销售收入3.14亿元，增速15%。1)对比历史一季度淡季2017Q1、2018Q1收入增速分别为12.52%、2.45%，即使剔除睡眠卡后，

19Q1 同样表现靓丽,主因 19Q1 春节礼盒推出驱动中西式糕点增长 20.3%、水果礼盒热销增长 15.7%、蛋糕增速 11%。侧面反映产品品类增多增新+公司费用投入效率较高,卡券提领率提升,自然客流增多。2)分产品看,19Q1 蛋糕、中西式糕点、水果礼盒收入分别为 1.5 亿元、1.3 亿元、1908.7 万元,占比分别为 49%、43%、6%,其他占比 2%。3)分销售模式看,直营收入 2.74 亿元,占比 88%,增速有 14.7%,加盟收入 3784.45 万元,占比 12%,增速 17.23%略快于直营,19Q1 预计净增加 10 多家门店。

- **利润稳步释放,睡眠卡助力利润腾飞。**19Q1 毛利率 65.26%,同比提升 4.74ppt,剔除睡眠卡后毛利率提升 0.2ppt 至 62.31%,毛利率均在提升,主因春节礼盒等高毛利产品热销驱动。19Q1 销售费接近 2 亿,同比增加绝对额 2646.85 万元,主因加大广告费用投放力度及用人费用增加接近 1000 万。管理费用减少 106.8 万元,财务费用维持不变。有睡眠卡结转收入后直接扣税增厚利润,19Q1 净利润增加 2225.9 万元,同比实现 75.2%的增长(若扣除睡眠卡,利润增长在 2.5%左右)。
- **睡眠卡确认为持续的滚动数据,以后若干年每个季度均有。**
- **1) 确认规则是账龄在四年以上的金额(即 2019 年第一季度结转收入的金额为“2015 年第一季度发行的卡面值-选定的最终消费金额”,选定的最终消费金额根据精算报告得出)。并按此金额考虑综合折扣率与税金后的金额(未税金额)按对应季度计入当期收入。**
- **2) 截至 2018 年 12 月 31 日,预收账款中的储值卡余额为 5.17 亿元。**
- **3) 管理层预测 2019 年 Q1-Q4 睡眠卡(预付储值卡)确认额度分别为 2672、471.6、799.5、210.8 万元。2019 年总计 4153.9 万元,直接扣税 16.7%后可确认的利润预计在 3460.3 万元,金额可观且每年可持续。**
- **4) 考虑确认账龄在四年以上,因此追溯调整 2016-2018 年业绩为 2018 年营业收入增加 1430.6 元,净利润增加 1217.1 元。2017 年营业收入增加 1532.7 元,净利润增加 1327 元。2016 年(未上市)及以前年度营业收入增加 2605.5 元,未分配利润增加 2144.3 元。**
- **盈利预测及投资建议:**元祖睡眠卡追溯到 2016 年,同时预计 2019 年收入金额 4153.9 万元,直接扣税 16.7%后可确认的利润增加额预计 3460.3 万元,预计调整后 2019 年营收为 22.37 亿元,归母净利润 3.4 亿元。我们考虑睡眠卡确认后会影响,小幅度调高 2019 年以后的盈利预测,预计 2019-2021 年公司收入分别为 22.37、24.81、27.62 亿元,同比+14.25%、10.9%、11.33%,净利润分别为 3.46、4.12、4.75,同比+43.27%、19.03%、15.33%,对应 PE 分别为 18X、15X、13X,看好门店扩张+提价+产品升级带动的利润增长,2019 年业绩确定性较强,低估值、高分红,投资性价比凸显,维持“买入”评级,继续推荐。
- **风险提示:食品安全风险,烘焙行业竞争激烈,区域及门店扩张不及预期。**

#### 五粮液:开门红顺利实现,新品顺价可待

- **事件:**2019 年一季度公司实现营业收入 175.90 亿元,同比增长 26.57%,归母净利润为 64.75 亿元,同比增长 30.26%,扣非后归母净利润为 65.40 亿元,同比增长 31.85%,基本每股收益 1.67 元,同比增长 27.33%。
- **一季报业绩符合预期,盈利能力持续提升。**19Q1 公司收入增长 26.57%,

顺利完成全年既定收入目标的 35%，略快于全年收入规划的 25% 增长目标，我们预计高端酒增速快于系列酒，系列酒品牌清理等一系列聚焦策略对短期收入存在一定影响，但长期利于核心单品发展。19Q1 公司预收账款为 48.53 亿元，同比下降 15.91%，环比下降 27.64%，主要是 2018 年底经销商集中打 2019 年 1-5 月货款造成的高基数效应。19Q1 公司净利润增长 30.26%，高端酒快速增长使得利润增速快于收入增速。

- **毛利率继续提升，期间费用率小幅上行。**19Q1 公司毛利率为 75.78%，同比提升 2.59pct，主要是普五等高端酒更快增长所致；期间费用率为 9.78%，同比提高 0.18pct，其中销售费用率为 7.24%，同比基本持平，管理费用率为 4.54%，同比提高 0.26pct，财务费用率为 -2.0%，同比下降 0.1pct。19Q1 公司净利率为 38.72%，同比提高 1.2pct，产品结构持续上移驱动盈利能力进一步提升。19Q1 公司经营活动产生现金流量净额为 79.27 亿元，同比大幅增长 230.55%，主要是营业收入增加以及银行承兑汇票到期收现增加所致。
- **渠道进入正向循环，新品提价有望助力全年收入继续高增。**春糖期间五粮液正式发布第八代产品，我们预计出厂价约 879-889 元，相当于提价 12% 左右；新品普五产品配额为 5250 吨，占整体配额 1.5 万吨的 35%，而老版普五已完成配额的 56%，收藏版占配额的 9%。五粮液通过推出升级版新品的方式完成提价，一方面有助于增厚渠道利润、拉升品牌高度，另一方面投放量较少有助于帮助新品平稳渡过提价的“阵痛期”，同时茅五价差充足、动销良性为提价提供了有利条件，目前普五一批价逐步上行至 870 元以上，下半年新品顺价销售值得期待，我们看好量价齐升带动公司全年收入实现 25% 增长的目标规划。
- **营销改革加快推进，估值仍待提升。**自 2017 年李董事长履新后，“二次创业”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，今年 6 月提价策略的部署明显趋于精细化，反映内部营销改革正在加快进行，经销商信心明显增强，随着控盘分利模式的稳步实施，我们认为下半年普五提价有望在渠道端逐步落地。五粮液品牌优势突出，我们预计 2019 年公司高端酒发货量有望达到 2.3 万吨，对应收入有望继续实现高增。我们认为随着改革效果逐步体现，茅五龙头之间的估值折价有望逐步缩小，我们持续重点推荐。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 500/590/688 亿元，同比增长 25%/18%/17%；净利润分别为 173/207/244 亿元，同比增长 29%/20%/18%，对应 EPS 分别为 4.46/5.33/6.28 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。**

#### 绝味食品：门店加速扩张，成本压力环比改善

- **事件：公司发布 2019 年一季度报告。**2019Q1 公司实现营业收入 11.54 亿元，同比增长 19.63%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比增长 20.38%；实现扣非后归母净利润 1.79 亿元，同比增长 21.19%。
- **低基数下收入快速增长，椒椒有味+绝味鲜货贡献增量。**2019Q1 收入增长 19.63%，比 2018 年的 13.45% 加快，主要系（1）2018 年春节位于一

季度中间，净开店数量较少，收入增速仅 10.11%，基数较低；(2) 2018 年底门店数量为 9915 家，2019Q1 公司加速突破万店，对老加盟商给予开店优惠政策；(3) 部分市场试点椒椒有味和绝味鲜货，一季度末预计门店数量 20 家左右，成为新的增长点。全年看，2018 年净开店 862 家接近 800-1200 家的开店规划下限，2019 年开店速度有望加快，同时椒椒有味和绝味鲜货模式成熟后有望迅速扩张。

- **2019Q1 禽类制品表现良好，西南与华中地区收入占比提升。**一季度公司禽类制品、畜类产品、蔬菜产品、其他产品分别占主营业务收入的 80.05%、0.34%、10.03%、7.84%，其中禽类制品占比对比 2018 年提升 0.47 个 pct，其他产品提升 0.30 个 pct。分地区，西南、西北、华中、华南、华东、华北、海外市场占比分别为 15.63%、1.86%、27.07%、17.00%、25.01%、11.87%、1.56%。对比 2018 年，西南、华中、西北、海外占比提升 1.13、0.43、0.24、0.24 个 pct。
- **成本压力环比减弱，费用率保持下行。**2018 年鸭副冻品价格持续上涨，2018Q1-Q4 公司单季度毛利率为 34.42%、36.39%、33.92%、32.47%，三四季度毛利率持续下降。2019Q1 公司毛利率为 33.31%，同比增加 1.11 个 pct 仍有压力，但环比 2018Q4 的 32.47% 出现回升，成本压力环比减弱。2019Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比 -0.04/-0.32/-0.09/+0.25 个 pct。管理费用率下降表明公司费用控制良好，管理效率提升。财务费用率上升主要系贷款利息增加。
- **盈利预测：**绝味作为休闲卤制品龙头，凭借管理能力与供应链优势建立起渠道壁垒，具备广阔的下沉空间。2019 年绝味鲜货、椒椒有味有望进入开店扩张期，成为公司新的增长点。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 50.10、56.86、63.90 亿元，归母净利润分别为 7.70、9.09、10.60 亿元，EPS 分别为 1.88、2.22、2.59 元，对应 PE 为 24 倍、20 倍、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上升；渠道拓展不及预期；食品安全事件

#### 中炬高新：调味品主业加速增长，期待经营活力释放

- **事件：**公司发布 2019 年一季度报告。2019Q1 公司实现营业收入 12.31 亿元，同比增长 6.72%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 11.53%；实现扣非后归母净利润 1.79 亿元，同比增长 8.63%。
- **调味品主业加速增长，盈利能力继续提升。**2019Q1 调味品实现收入 11.60 亿元，同比增长 15.32%，对比 2018 年增长 10.56% 明显加速。一季度末预收账款环比季度初减少 52.75%，主要系美味鲜 1 月销量较大，预收账款提前到上年 12 月份。分品类，酱油和鸡精鸡粉两大品类收入增速为 10.03% 和 25.14%，小品类中蚝油和料酒分别实现 66.45% 和 90.24% 的收入高增长，酱类、醋、腐乳、食用油、其他调味品收入增长为 12.66%、19.09%、-1.34%、16.09%、16.87%。分地区，中西部、北部、东部、南部区域收入分别增长 25.62%、19.46%、12.81%、11.30%，分别净增加经销商 22、17、3、2 家，新兴市场受益渠道开拓增长更快，成熟市场由于渠道下沉及餐饮开发保持稳健增长。公司整体毛利率上升 0.5 个 pct，主要受益调味品业务盈利能力提升。2019Q1 美味鲜子公司收入增长 15.31%，净利润增长 33.77%，净利率提升 2.46 个 pct，主要系阳西基地

产能释放带动生产效率提升及一季度费用投放较少。

- **母公司物业出售减少拖累收入，房地产业务超预期。**2019Q1 母公司收入为 1725 万元，同比减少 1.02 亿元，下降 85.52%，主要系本部一季度物业出售收入减少；净利润为-621 万元，同比减少 3653 万元。中汇合创收入为 2362 万元，同比增加 2321 万元超预期；净利润为 1086 万元，同比增加 992 万元。中炬精工收入为 2239 万元，同比增长 7.22%；净利润为 94 万元，同比下降 16.07%。
- **销售费用投放较少，管理费用率持续改善。**2019Q1 销售/管理/研发/财务费用率 -0.44/-0.93/+0.17/+0.30 个 pct 至 10.14%/5.34%/2.95%/1.40%。其中销售费用率减少主要系季节间投放波动，公司加大市场开拓力度，预计全年呈上升趋势。管理费用率下降主要系公司本部及美味鲜薪酬支出减少，民营机制增强有望进一步带动管理效率提升。
- **机制改善有望推动调味品加速增长。**2019 年 3 月 21 日公司实际控制人由火炬开发区管委会变更为姚振华，标志公司转变为民营体制。宝能入主后公司激励机制有望加强，同时将加大对调味品的市场投入，在近两年阳西产能逐步释放的背景下，调味品业务有望加速增长。阳西基地生产效率更高，自动化程度提高推动调味品毛利率上升。而公司体制从国企向民企转变有望推动管理费用率下降。
- **盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 47.11、56.32、66.43 亿元，归母净利润分别为 7.21、9.34、11.49 亿元，EPS 分别为 0.91、1.17、1.44 元，对应 PE 为 38 倍、29 倍、24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期。

**水井坊：次高端产品快速增长，中长期前景值得期待**

- **事件：**2018 年公司实现收入 28.19 亿元，同比增长 37.62%，实现归母净利润 5.79 亿元，同比增长 72.72%，基本每股收益 1.19 元，同比增长 72.72%，每 10 股派发现金红利 11.42 元（含税）；2019 年一季度实现收入 9.3 亿元，同比增长 24.25%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 41.16%。
- **业绩符合预期，一季度次高端产品保持快速增长，销量增加贡献主要收入增量。**2018 年公司收入和利润增速为 37.62%/72.72%，业绩增速与年初业绩指引相一致。分产品来看，2018 年公司高端产品（菁萃、典藏大师版）和次高端产品（井台、臻酿 8 号）分别增长 42%和 43%，带动产品结构持续上移，2018 年吨酒收入提升 10%；量价拆分来看，2018 年公司产品量价齐升，2018 年销量（不含散酒）同比增长 27%，为公司贡献 26% 的增长，提价贡献 14% 的增长；分市场来看，北区增长 56%，东区增长 55%，西区增长 40%，南区、中区增长 33%和 24%，各地区均保持快速增长。2019Q1 公司收入和利润增速为 24.25%/41.16%，分产品来看，2019Q1 公司高端产品和次高端产品分别增长 1%和 30%，次高端增速明显更快，2019Q1 吨酒收入提升 1%；量价拆分来看，销量增加贡献主要增长，2019Q1 销量（不含散酒）同比增长 27%，为公司贡献 25% 的增长，提价贡献 4% 的增长；分市场来看，北区增长 49%，南区增长 34%，中区增长 39%，东区、西区增长 17%和 20%。

- **毛利率持续提升，费用率有所下降，现金流靓丽。**2018 年公司毛利率为 81.87%，同比提高 2.81pct，主要受益于产品提价、产品结构提升以及规模扩大带来的经济效益；期间费用率为 39.48%，同比提高 2.09pct，其中销售费用率为 30.31%，同比提高 3.43pct，主要是品牌建设和核心门店扩张的投入加大，管理费用率为 9.65%，同比下降 1.38pct，财务费用率为-0.48%，同比提高 0.05pct；净利率为 20.55%，同比提高 4.17pct，盈利能力持续提升。19Q1 公司毛利率为 82.58%，同比提高 1.79pct，主要是产品结构进一步上移；期间费用率为 35.18%，同比下降 4.00pct，其中销售费用率为 29.81%，同比下降 2.31pct，主要是去年基数高，2019Q1 与 2018 年全年水平基本持平，管理费用率为 5.91%，同比下降 1.65pct，经营效率进一步提高，财务费用率为-0.53%，同比下降 0.02pct；净利率为 23.51%，同比提高 2.82pct。19Q1 公司现金流靓丽，经营活动现金流量净额为 2.46 亿元，同比大幅增长 364.51%，一方面受益于收入快速增长，另一方面源于收回大量应收账款，2019Q1 应收账款环比下降 22.16 亿元。
- **帝亚吉欧收购加码彰显信心，2019 年规划积极，中长期发展前景仍值得期待。**今年 2 月，公司大股东帝亚吉欧拟以要约方式将其持股比例从 60.00%提高至最多不超过 70.00%，要约价格 45 元/股，较公告前价格溢价 40.05%。帝亚吉欧再次溢价收购，表明其对于水井坊经营的肯定以及看好公司中长期发展前景，且外资持股的扩大有利于重构公司估值体系。公司规划 2019 年收入和利润分别增长 20%和 30%，目标积极稳健，预计主要增量仍将来自于销售网络扩张以及核心市场渗透率的提升，未来公司全国化扩张潜力仍足。公司春糖期间推出臻酿八号禧庆版、井台丝路版及井台珍藏版等三款新品，19 年费用投放将继续聚焦品牌建设和渠道扩张，通过加大投入从而在竞争激烈的次高端市场争取更多份额，这利于公司长远发展，建议持续关注公司在次高端市场的发展前景。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 34.06/39.94/47.70 亿元，同比增长 20.82%/17.26%/19.43%；净利润分别为 7.57/9.09/11.47 亿元，同比增长 30.59%/20.11%/26.23%，对应 EPS 分别为 1.55/1.86/2.35 元。
- **风险提示：次高端竞争加剧、省外增长乏力、食品安全事件。**

#### 青岛啤酒：量价齐升推动收入超预期，利润进入快速释放期

- **事件：公司发布 2019 年一季度报告。**2019Q1 公司实现营业收入 79.51 亿元，同比增长 11.38%；实现归母净利润 8.08 亿元，同比增长 21.04%；实现扣非后归母净利润 7.18 亿元，同比增长 26.73%。
- **量价齐升推动收入增长超预期，产品结构持续升级。**2019Q1 公司实现啤酒销量 216.6 万千升，同比增长 6.6%，主要系：(1) 公司加大品牌投入，积极开拓市场；(2) 餐饮行业复苏；(3) 2019 年春节气温较高。吨酒收入受益产品结构升级+提价滞后效应+补提，同比增长 4.48%。分档次看，青岛主品牌实现销量 117.5 万千升，同比增长 8.5%，其中“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品销量为 58.8 万千升，同比增长 10.5%，均高于 6.6%的整体销量增速。一季度吨酒成本同比上升 3.61%，低于 2018 年上涨幅度，成本压力减缓。公司一季度销售毛利率

上升 0.51 个 pct 至 39.66%。2018 年为啤酒行业结构升级拐点，中长期行业吨价将持续提升。我们预计 2019 年公司受益结构升级+提价滞后效应+补提，吨酒收入有望维持 4%-5% 的增长，同时成本压力趋缓，利润有望加速释放。

- **销售费用率上升加强品牌建设，有望持续推动销量增长和结构提升。** 2019Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比 +0.77/-0.37/+0.00/+0.05 个 pct 至 17.50%/3.50%/0.05%/-1.32%。其中销售费用率上升主要系公司加大品牌宣传力度，一方面带动销量增长，另一方面有利于推广高端产品进行结构升级。此外，一季度税金及附加率下降 0.65 个 pct，所得税率下降 2.59 个 pct，但个别子公司处置固定资产损失导致资产处置收益减少 0.18 亿元。综合来看，2019Q1 销售净利率提升 0.75 个 pct 至 10.61%。
- **盈利预测：**青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头，有望受益格局改变后的集中度提升。公司持续推进关厂，提升产能利用率以实现降本增效。同时，2019 年 4 月 1 日起增值税率从 16% 下降到 13%，公司利润将加速释放。复星作为财务投资者入主青岛啤酒，有望推进公司内部机制改革，大股东青啤集团承诺于 2020 年 6 月底前推进上市公司提出管理层长期激励计划，企业经营活力有望充分释放。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 279.23、291.06、302.22 亿元，归母净利润分别为 18.53、23.79、28.53 亿元，EPS 分别为 1.37、1.76、2.11 元，对应 PE 为 34 倍、27 倍、22 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**不可抗要素带来销量下滑；市场竞争恶化带来超预期的促销活动

#### 洋河股份：梦系列继续高增，全国化空间仍足

- **事件：**2018 年公司实现收入 241.60 亿元，同比增长 21.30%，实现归母净利润 81.15 亿元，同比增长 22.45%，基本每股收益 5.39 元，同比增长 22.39%，每 10 股派发现金红利 32 元（含税）；2019 年一季度实现收入 108.90 亿元，同比增长 14.18%，实现归母净利润 40.21 亿元，同比增长 15.70%。
- **业绩略超预期，梦系列保持快速增长。**2018 年公司收入和利润增速为 21.30%/22.45%，业绩增速与年初业绩快报基本一致。分产品来看，我们预计梦系列增速在 50% 以上，收入占比在 25% 以上，省外增速快于省内，但省内收入仍占主导；天之蓝约小双位数增长，海之蓝约个位数增长。分市场来看，省内市场收入增速为 13.52%，省外市场为 25.28%，省外收入占比进一步提升 1.52pct 至 47.91%，省外增速持续快于省内，反映品牌力提升后公司的全国化扩张进程加快推进。19Q1 公司收入和利润增速为 14.18%/15.70%，整体略超预期，从渠道跟踪情况来看，今年春节期间梦系列保持 30% 以上增长，省外市场实现双位数增长，省内市场基本持平略有增长，主要是南京市场的渠道备货积极性受到压制，预计二季度南京市场开始回归增长通道。19Q1 公司预收账款为 19.74 亿元，环比下降 55.82%，系正常的预收款确认，变动节奏与往年一致，同比仍增长 34.41%。19Q1 经营活动现金流净额为 1.23 亿元，同比大幅下降 93.50%，主要是当期工资及各项税费增加，销售商品收现 82.30 亿元，同比下降

3.09%，主要是春节期间由于需求较好而经销商资金承压，故采用承兑汇票方式结算的贷款增加所致，应收票据环比大增 181.73%。

- **19Q1 毛利率降、费用率微升，盈利能力保持稳健。**2018 年公司毛利率为 73.70%，同比提高 7.24pct，主要受益于梦系列快速增长、占比持续提升；期间费用率为 17.50%，同比下降 2.01pct，其中销售费用率为 10.60%，同比下降 1.39pct，管理费用率为 7.17%，同比下降 0.52pct，财务费用率为-0.27%，同比下降 0.10pct；净利率为 33.59%，同比提高 0.36pct，毛利提升、费用下降的情况下净利率保持平稳，主要是 2017 年 9 月开始公司白酒消费税的缴纳由计入生产成本改为计入税金及附加，导致 17Q4 开始公司营业税金及附加比例大幅提升。19Q1 公司毛利率为 72.29%，同比下降 2.50pct；期间费用率为 11.27%，同比下降 0.20pct，其中销售费用率 6.40%，同比上升 0.09pct，主要是去年基数高，2019Q1 与 2018 年全年水平基本持平，管理费用率为 5.03%，同比上升 0.08pct，经营效率进一步提高，财务费用率为-0.16%，同比下降 0.37pct；净利率为 36.96%，同比提高 0.52pct，主要是营业税金及附加比例同比下降 1.96pct，盈利能力保持稳健。
- **公司全年规划有望顺利实现，继续看好省外市场充足发展潜力。**公司规划 2019 年实现营业收入同比增长 12%以上，我们认为一季度库存充分消化后，二季度轻装上阵，省内核心产品价格体系开始回升，蓝色经典终端价小幅上行 5-10 元，预计二季度省内市场有望实现正增长，省外市场有望延续 20%增长，全年目标料将顺利实现。长期来看，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，梦之蓝加速增长体现出消费者对其认可度正在快速升温。我们认为品牌势能起来后的增长动力充足，护城河会越来越强，随着全国化加速推进，中长期成长的天花板充分打开，未来 3-5 年业绩仍旧有望实现稳健增长，当前 PE 对应 2019 年仅不足 20 倍，我们建议以中长期视角配置优秀企业，继续重点推荐。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们小幅调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 272.63/312.84/356.04 亿元，同比增长 12.85%/14.75%/13.81%；净利润分别为 92.64/107.47/123.03 亿元，同比增长 14.16%/16.01%/14.48%，对应 EPS 分别为 6.15/7.13/8.16 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。**

**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。