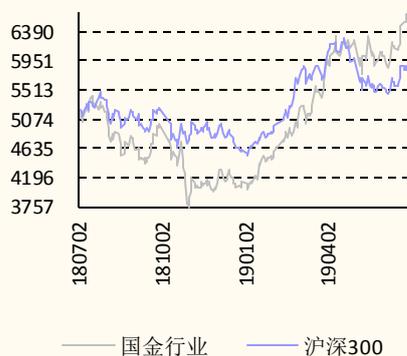


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6671.68
沪深300指数	3825.59
上证指数	2978.88
深证成指	9178.31
中小板综指	8802.83



## 相关报告

- 1.《白酒持续重点关注，乳业短期扰动凸显竞争态势不改-食品饮料行业...》，2019.6.24
- 2.《茅台提前锁定全年业绩，乳业、调味品收入端持续向好-食品饮料行...》，2019.6.17
- 3.《餐饮行业防守属性上佳，各子行业趋势向上不改-食品饮料行业周报》，2019.6.10
- 4.《一线白酒趋势向上，大众品景气度依旧-食品饮料行业周报》，2019.6.3
- 5.《重点关注茅台股东大会，坚守一线白酒和大众品龙头-食品饮料行...》，2019.5.27

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

## 白酒估值溢价持续，乳业关注风险点，调味品有望超预期

## 投资建议：

- **白酒上涨行情不改，估值溢价短期将持续。**食品饮料板块上涨 3.27%，其中白酒上涨 3.76%。白酒上涨较多一方面得益于本身的基本面仍然处于向上趋势，因此推动估值持续上升和溢价，本周茅台也历史性突破千元大关；另一方面也由于市场不确定性增加下，资金面对食品饮料板块尤其是白酒板块的青睐推动。**就目前股价估值来看，我们认为趋势仍然有望持续。**从近期批价跟踪来看，茅台批价持续位于较高水平，部分区域批价上至 2050 元，近期茅台到货量也并未对批价造成下行影响，充分说明了茅台的卖方格局。五粮液新品逐步到货，批价较第七代高 20-30 元左右，目前基本开始以团购形式进行售卖。老窖控货挺价效果逐步显现，批价跟踪五粮液有明显上行趋势。从二季度来判断，茅台 6 月底前要求经销商提前打款三四季度配额量，将提前锁定全年业绩，增厚二季度业绩。**从目前茅台行情锚定作用来看，我们认为二季度一线白酒依然处于基本面高位，短期难以有下行压力。**另外我们长期推荐品种酒鬼酒的内参酒二季度放量明显，我们预计在内参超预期放量的推动下，二季度有望实现收入增速 30%+。整体来说，建议坚守业绩确定性较好的一线白酒，并持续关注当前低估值品种及二季度有望超预期的酒鬼酒。
- **当前两强增速紧咬不放，重点关注各自风险点。**两强线下竞争白热化不减，线上争夺品牌投放权利持续进行。继伊利发文声讨蒙牛冬奥会后，目前蒙牛尚未正式回应。不过也凸显了当前两强的竞争异常激烈。激烈的背后是两强体量的差距不过于大，任何一方都有可能笑到最后。但正因为如此，一旦有一方犯错或有重大影响，预计将会给另一方带来历史的再次机遇。当前在两强基本面趋好之时，我们也提醒投资者时刻关注两强的各自风险点或业务上面的问题，进而判断两强的未来走势。此外，根据我们近半个月跟踪，当前原奶开始环比有轻微涨幅，且同比涨幅拉大，这应引起投资者重视。原奶价格在同期本应继续环比下滑之时开始了环比上涨，凸显了上游供需的不平衡，以及上游抢奶的激烈程度。这也与我们调研到情况一致，当前龙头企业上游抢奶已成白热化。整体来说，我们预计二季度两强成本端有望环比改善，但同比预计仍然至少上涨 2%+。
- **龙一龙二增速环比持续上行，板块有望超预期。**海天、美味鲜一季报实现开门红，分别增速+16.95%、+15.31%。这在我们前期报告中均已预判。根据当前渠道跟踪来看，海天、美味鲜二季度增速均有加速之势，其中海天以去库存为主，美味鲜预计仍处于加库存周期，当前两强增速均保持平稳，建议持续关注。当前调味品板块增速稳定，具备较强抗风险属性，有望较好应对当前市场波动。尽管估值较高，但我们认为这是非常优秀赛道，长期集中度提升是必然，背后伴随龙头持续发展。价值必选，长期买入将是最佳策略。
- **1-5 月份利润增速 25%，持续验证行业逻辑。**根据统计局数据，5 月份啤酒产量 363.9 万千升，同比下滑 3.3%，1-5 月份产量 1508.5 万千升，同比下滑 0.2%，继 1-4 月正增长+0.8%后出现下滑，这与各公司季度间销量的平滑有关系，也与进入啤酒淡季有关系。从啤酒板公布数据来看，2019 年 1-5 月份中国啤酒行业利润实现 65.6 亿元，同比增长 25%，利润增速显著快于产量增速，体现出当前啤酒公司的主要方向在于利润端。我们仍然认为今年将是啤酒行业产量向上、均价加速提升的一年。
- **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。

## 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
二、投资建议 .....	8
2.1 白酒板块——白酒上涨行情不改，估值溢价短期将持续 .....	8
2.2 啤酒板块——1-5 月份利润增速 25%，持续验证行业逻辑 .....	10
2.3 乳制品板块——当前两强增速紧咬不放，重点关注各自风险点 .....	11
2.4 调味品板块——龙一龙二增速环比持续上行，板块有望超预期 .....	13
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 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

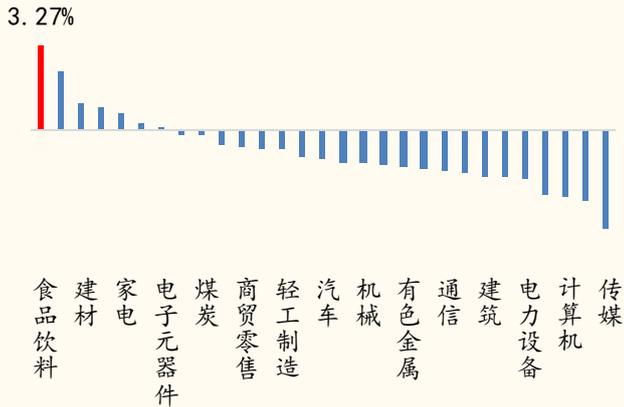
图表 1: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	4
图表 2: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	4
图表 3: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	4
图表 4: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml) .....	5
图表 5: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤) .....	5
图表 6: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤) .....	5
图表 7: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤) .....	5
图表 8: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨) .....	6
图表 9: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤) .....	6
图表 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.....	18

## 一、上周行业回顾

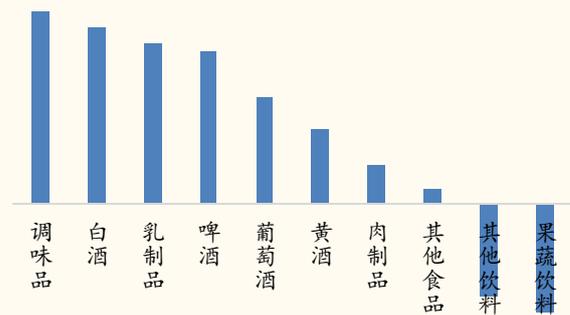
### 1.1 行情回顾

2019年6月24日-6月28日，沪深300指数下跌-0.22%，食品饮料板块上涨3.27%，其中涨幅前三的分别是\*ST莲花(+21.23%)、千禾味业(+15.76%)、香飘飘(+14.15%)，跌幅前三的分别是黑芝麻(-25.39%)、双塔食品(-7.74%)、百洋股份(-7.48%)。

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：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
*ST 莲花	21.23%	黑芝麻	-25.39%
千禾味业	15.76%	双塔食品	-7.74%
香飘飘	14.15%	百洋股份	-7.48%
通葡股份	13.29%	金字火腿	-7.04%
百润股份	12.88%	中宠股份	-5.89%
星湖科技	11.98%	威龙股份	-5.74%
山西汾酒	11.34%	维维股份	-5.10%
恒顺醋业	11.10%	湖南盐业	-4.01%
顺鑫农业	10.68%	京粮控股	-3.98%
皇氏集团	9.80%	金达威	-3.54%

来源：wind，国金证券研究所

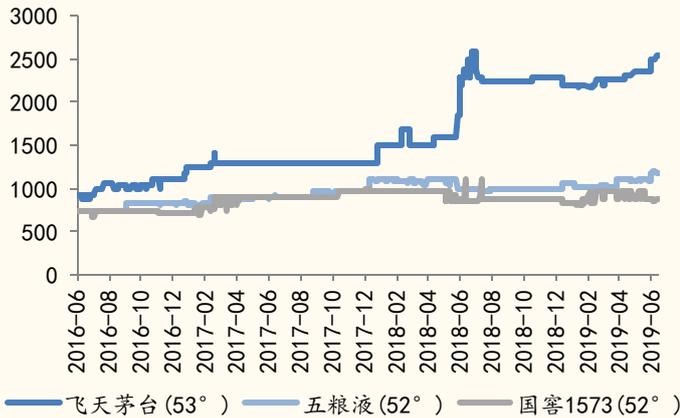
### 1.2 行业数据更新

- 本周三大白酒终端成交价较上一周持平。据京东各品牌白酒成交价来看，茅台、五粮液、国窖 1573 终端售价均较上周环比持平，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2546 元/500ml，较上周持平；五粮液（52°）本周价格为 1175 元/500ml，较上周持平；国窖 1573（52°）本周价格为 869 元/500ml，较上周持平。茅台需求旺盛，一批价与终端价格均在高位；五粮液新品逐步上市售卖，下游动销较好，一批价稳步上涨，本周终端售价也基本维持在高位。
- 原奶价格较上一周持平，建议重点关注原奶价格变化趋势。截至 2019 年 6 月 19 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.55 元/公斤，较前一周持平，同比上涨 4.41%。自 2019 年 2 月份以来，生鲜

乳价格略有缓慢下行趋势，近期原奶价格环比略有上涨，建议重点关注原奶价格走势。6月21日牛奶价格为11.92元/公斤，较上周小幅上涨0.17%；酸奶价格为14.66元/公斤，较上周小幅上涨0.14%。

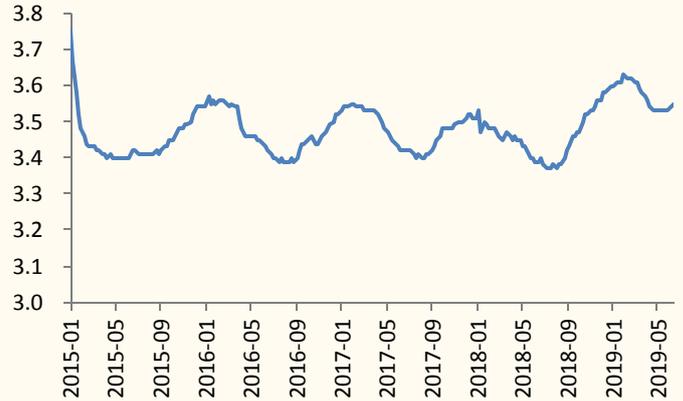
- **调味品方面，整体原料价格略有上涨。**截至6月20日，大豆（黄豆）市场价为4218.3元/吨，较上期（6月10日）小幅上涨0.83%，价格反弹态势较上一期有所减弱，后期有望维稳。豆粕价格近期有所上涨，6月19日全国豆粕平均价格3.24元/公斤，较上期（6月12日）小幅上涨0.31%。6月19日全国玉米平均价格2.09元/公斤，较上期（6月12日）微涨0.48%，价格走势略有缓慢上行趋势。6月28日绵白糖现货价为5933元/吨，也处于稳定状态。综合来看，调味品原料整体价格有小幅上涨。
- **啤酒方面：大麦价格较上周小幅下降，包装成本整体有小幅上涨。**截至2019年6月28日，国内大麦市场平均价为2202.5元/吨，较上期（6月21日）小幅下降0.11%。包装材料方面，6月20日瓦楞纸市场价为3401元/吨，较上期（6月10日）上涨0.34%；6月21日箱板纸平均价格为4075元/吨，较上期持平；6月28日玻璃价格指数为1101.82，较上周上涨0.20%，6月28日铝材价格指数为89.35，较上期（6月21日）上涨0.09%。总体来看，包装材料整体价格有小幅上涨。

图表 4：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



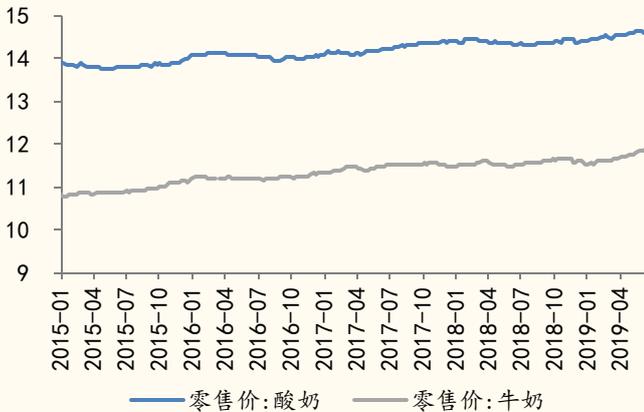
来源：wind，国金证券研究所

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）



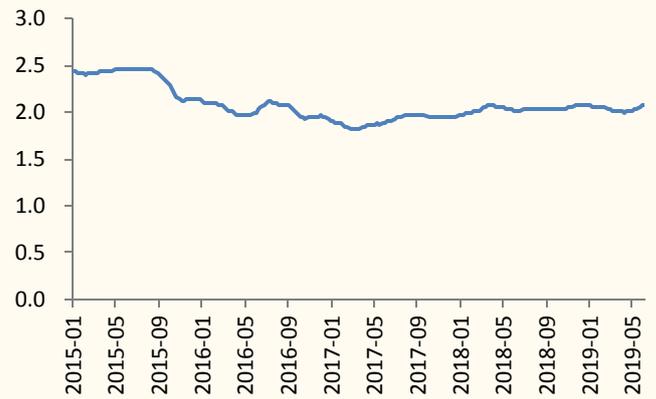
来源：wind，国金证券研究所

图表 8: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



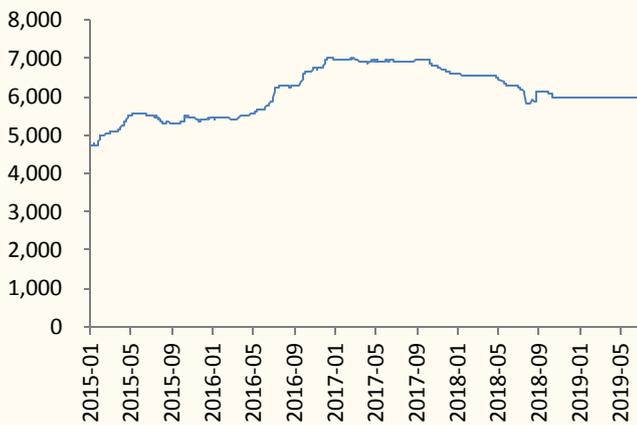
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)



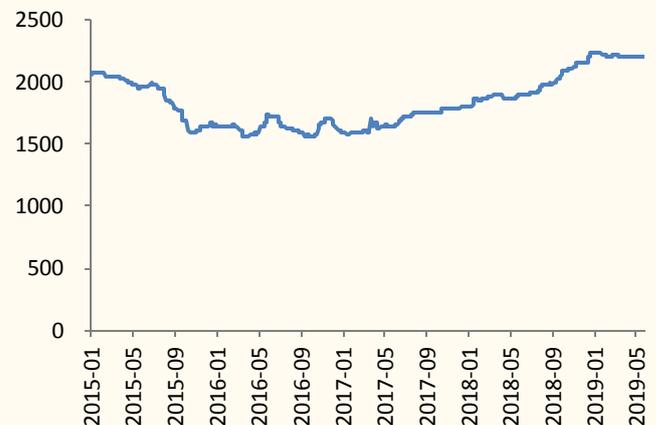
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)



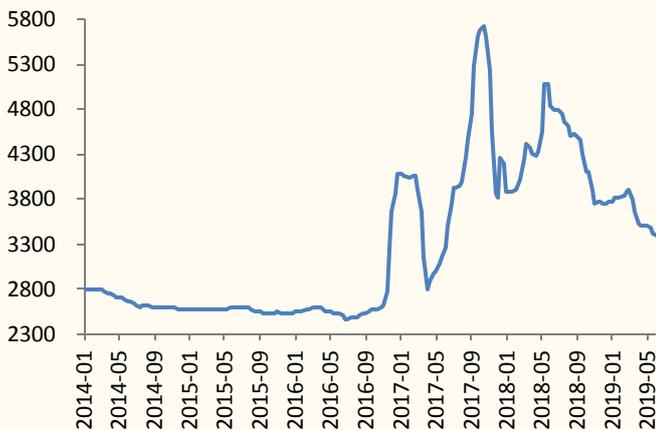
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 平均市场价: 大麦 (元/吨)



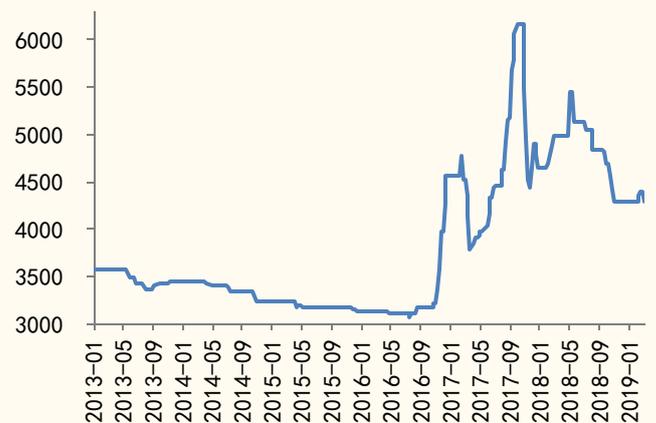
来源: wind, 国金证券研究所

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)



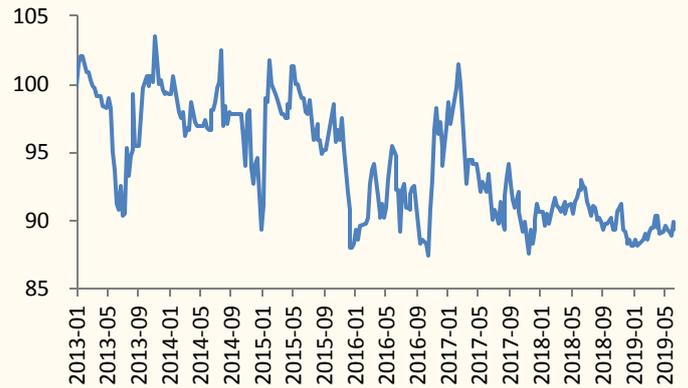
来源: wind, 国金证券研究所

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, 平均接近 2000 元, 不过仍有部分区域上至 2050 以上, 体现出在淡季的旺盛需求; 五粮液一批价企稳向上, 平均各地来看在 900 元以上, 升级版普五逐步上市, 各地经销商已经在陆续注册 APP, 目前来看价格基本高于第七代 20-30 元, 对一批价拉升效果值得期待。

**(2) 乳制品: 整体折扣力度较上周持稳, 两强促销力度仍在高位。**本周渠道调研发现, 乳制品促销力度整体依然较强, 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, 低温奶导购人员以及促销力度明显加强, 多款低温奶均有满减以及折上折活动。据我们渠道调研数据测算, 可发现不同单品折扣力度环比变化不同, 具体来看: 蒙牛纯甄本周折扣率 24.4%, 在常温奶折扣率排名中位列第二, 较上周上涨 2.3pct; 特仑苏纯牛奶本周折扣率 11.8%, 较上周上涨 3.4pct, 折扣率排名升至第三; 特仑苏有机奶折扣力度较上周小幅下降 0.3pct 至 1.7%。伊利安慕希本周折扣率 9.1%, 较上周下降 5.0pct; 金典纯牛奶折扣力度较上周下降 3.0pct 至 10.8%, 金典有机奶折扣率较上周下降 3.3pct 至 5.8%。光明常温奶折扣力度环比持平: 莫斯利安本周折扣率 30.7%, 较上周持平, 在常温奶折扣率排行中位列第一; 优+本周折扣率 2.4%, 较上周持平。综合来看, 乳制品整体折扣力度较上周持稳, 两强促销力度仍在高位, 其中蒙牛力度更强。

**新鲜度方面: 大部分产品均为 5 月份产期, 部分产品进入 6 月份产期。**各地综合来看, 本周各品牌大部分产品已转向 5 月份, 两强部分商品产期已进入 6 月份(如蒙牛纯牛奶、伊利纯牛奶), 而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度, 进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产, 表现较好。

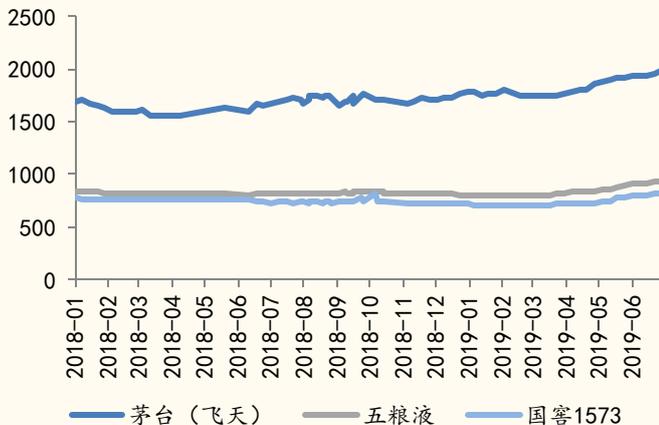
图表 16：乳制品渠道调研本周详情

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	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	54	一箱送6瓶	2个月前	66	-	1个月前	54	-	2个月前	54	-	上个月	66	-	当月	66	-	上个月
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	78	-	1个月前	76	买一箱减12	1个月前	76	-	1个月前	72	-	当月	88	-	当月	78	-	当月
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	36.8	-	1个月前	35.2	-	2个月前	缺货	-	-	55.2	-	上个月	32 (240ml*1)	-	当月	28 (240ml*1)	-	上个月
		金典纯牛奶	205ml*12	66	65	-	1个月前	61.5	-	2个月前	49.5	-	1个月前	65	-	当月	52	立减13元	1个月前	52	立减13元	当月
	金典有机奶	250ml*12	75.9	68	-	2个月前	73	-	1个月前	76	-	1个月前	75.5	-	当月	76	-	当月	76	-	当月	
	低温	畅轻	250g	8.9	7.5	买二送一	当月	8.5	买二送一	当月	8.5	买二送一	当月	8.9	两个14元	当月	7.3	买二赠一	当月	8.9	30块钱4瓶	当月
		Joyday	220g	9.9	8.8	买二送一	当月	9.6	买二送一	当月	9.6	买一送一	当月	8.5	15元2瓶	当月	8.6	买三赠一	当月	9.9	14元2瓶	当月
		纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	两箱组合88	1个月前	54	买一箱送6瓶	2个月前	66	-	2个月前	49.5	原味+香草两箱71.5	3个月前	49.5	-	2个月前	66	原味+香草味一共88	上个月
特仑苏纯牛奶		250ml*12	65	62.5	2提99	1个月前	55	-	1个月前	55	-	2个月前	55	-	上个月	59.3	-	2个月前	55	-	当月	
蒙牛	常温	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	44.8	-	当月	38.9	-	1个月前	44.8	-	当月	51.2 (250ml*1)	-	2个月前	38.4	-	当月	28 (240ml*1)	-	当月
		冠益乳	250g	8.5	8.5	买二送一	当月	8.5	买二送一	当月	8.5	买二赠一	当月	5	15元4瓶	当月	8.2	-	当月	5	15元4瓶	当月
		特仑苏高钙酸牛奶	115g*3	36	29	-	当月	28.9	-	当月	28.9	-	当月	29.7	满三瓶送两瓶	当月	28.9	-	当月	29.7	-	当月
		莫斯利安	200g*12	72	49.9	-	2个月前	49.9	-	2个月前	49.9	-	2个月前	缺货	-	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	15.3	2份23.9	当月	12.9	-	当月	12.8	-	当月	12.8	-	当月
		优倍	500ml	12	10.7	-	当月	10.8	-	当月	10.8	-	当月	12.8	-	当月	缺货	-	当月	12.9	-	当月
		浓醇酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	5.3	-	当月	5.5	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		冰淇琳化了	180g	6.5	缺货	-	-	5	-	当月	6	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	缺货	-	-	8.6	-	当月	缺货	-	-	8.9	满两瓶赠二	当月	9.9	买二赠二	当月	8.9	买二赠一(抹茶)	当月
		甄芝士	180g	4.5	缺货	-	-	4.3	买三送一	当月	缺货	-	-	3.3	-	当月	3.8	满五赠一	-	3.8	满五赠一	当月

来源：渠道调研，国金证券研究所

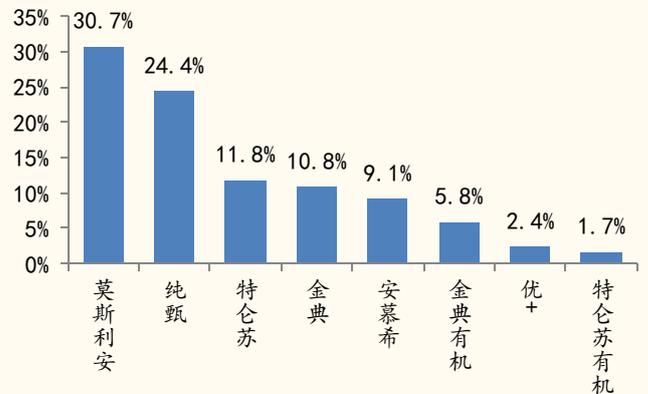
注：上海调研于6月26号，北京调研于6月29号；新鲜度方面，生产日期为6月即当月，5月即1个月前，4月即2个月前，以此类推。

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

## 二、投资建议

### 2.1 白酒板块——白酒上涨行情不改，估值溢价短期将持续

中信白酒指数本周（6.24-6.28）上涨 3.76%。食品饮料板块上涨 3.27%，其中白酒上涨 3.76%。白酒上涨较多一方面得益于本身的基本面仍然处于向上趋势，因此推动估值持续上升和溢价，本周茅台也历史性突破千元大关；另一方面也由于市场不确定性增加下，资金面对食品饮料板块尤其是白酒板块的青睐推动。就目前股价估值来看，我们认为趋势仍然有望持续。从近期批价跟踪来看，茅台批价持续位于较高水平，部分区域批价上至 2050 元，近期茅台到货量也并未对批价造成下行影响，充分说明了茅台的卖方格局。五粮液新品逐步

到货，批价较第七代高 20-30 元左右，目前基本开始以团购形式进行售卖。老窖控货挺价效果逐步显现，批价跟踪五粮液有明显上行趋势。部分次高端企业纷纷提价应对淡季市场次高端扩容空间机会。同时从二季度来判断，茅台 6 月底前要求经销商提前打款三四季度配额量，将提前锁定全年业绩，增厚二季度业绩。从目前茅台行情锚定作用来看，我们认为二季度一线白酒依然处于基本  
**面高位，短期难以有下行压力。**

另外我们长期推荐品种酒鬼酒的内参酒二季度放量明显。内参酒销售公司总经理王哲表示，1-6 月份内参销量已经完成了去年全年的销售量，全年高增长可期。目前内参酒已经在京津冀、华东、华北等多地市场加大投入，除大西北市场以外，其他市场增长明显。到年底在省外市场占比将实现 35%，去年这个数字只有 10%，增长超 3 倍。我们预计在内参超预期放量的推动下，二季度有望实现收入增速 30%+。

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、五粮液和泸州老窖，并持续关注当前低估值品种如洋河、口子窖及二季度有望超预期的酒鬼酒。

### 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。**2019Q1 公司实现营业收入 216.44 亿元，同比增长 23.92%；实现归母净利润 112.21 亿元，同比增长 31.91%，略超出业绩快报预计数字，表现超预期。据渠道调研反馈，春节期间茅台终端动销较好，非标猪年生肖酒需求旺盛，放量明显，预计整体发货量较去年同期有小幅增长；同时产品吨价有所提升（18 年初公司出厂价提至 969 元/瓶，而 17 年底预收账款仍以 819 元为主使得 18Q1 报表端提价效应并未完全显现，19Q1 报表确认全部按照 969 出厂价打款，提价反映较为充分），量价齐升推升公司收入水平。另外，结合渠道调研，部分经销商于 3 月末提前执行 Q2 打款，且部分 4 月配额已发出，也对 Q1 业绩产生正面影响。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：一季度收入增速超全年目标，实现开门红。**2019Q1 公司实现营收同比增长 26.57%，超过市场预期。19 年公司白酒规划实现收入 500 亿元，同比增长 25%，一季度营收增速超过全年目标增速，实现开门红。我们认为一季度超预期的收入水平主要源自以下三方面原因：（1）春节期间动销较好，高端产品比例提升；（2）19Q1 提价反映充分；（3）部分经销商已提前执行 Q2 打款。得益于产品吨价的提高（19Q1 报表端提价效应充分显现）以及产品结构的优化（高价位产品投放比例有所提升），毛利率较去年同期提升 2.59pct，在费用端管控较好情况下，推动 Q1 净利率同比提升 1.21pct 至 38.72%。

**升级版普五即将上市，19 年改革值得期待。**升级版普五预计将于今年 6 月左右上市，老版普五二季度将停产。五粮液持续推进产品升级换代，不断提高核心产品质感，品牌价值得以进一步强化。同时，新版普五将采用扫码积分系统从而实现渠道数字化转型，技术的革新使其在品质上也会有所提升。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，内参政策致毛利率下降，全年不改利润修复态势。**2019Q1 公司实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 30.46%，主要系内参酒销售收入增幅较大所致，符合我们之前预期。19Q1 公司实际上实现毛利率 77.59%，同比下降 3.27pct；期间费用率为 32.71%，同比下降 1.44pct，其中销售费用率仅同比提升 0.59pct 至 26.16%，这与我们前期推测略有差异。我们认为，毛利率的下降大概率是由于内参出厂部分让利给经销商，返点部分进入成本所致，成本的提升高于产品结构提升的助推影响。另外，由于内参公司自行承担内参产品的营销和推广费用（除广告费之外的销售费用），因此尽管我们预计广告费用率有较大提升，但是由于内参费用较少记入公司销售费用，使得销售费用同比增长少于预期。总体来看，我们预计内参发货政策调整推高公司营业成本水平，而营业成本的上升完全抵消了产品结构优化以及期间费用率下降带来的助益，导致净利率同比下降 2.58pct 至 20.99%。

**国企改革有望完善公司管理体系，短期目标 30 亿可期。**中粮酒业入选国企改革“双百行动”企业名单，有望深入推进公司内部改革、引入外部资本，在管理制度、激励机制等多个方面进一步完善。我们认为，酒鬼酒作为中粮酒业旗下上市公司，必将受益于国企改革的进一步推动，未来将有望在股权激励、管理体系等方面进一步改革完善。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，长期向 100 亿目标迈进），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。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。

- **泸州老窖：产品渠道多方发力，品牌复兴指日可待。**泸州老窖上市至今 25 年，历经坎坷，踏过兴衰，2017 年公司营收重回百亿阵营，目前正走在一条前景向好的品牌复兴之路。战略选择的正确性是公司业绩快速恢复增长的核心驱动力，同样也是未来业绩稳健增长的最好保证。15 年公司明确五大单品战略，近年来坚定双品牌战略不动摇。18 年公司实现营业收入 130.55 亿元（+25.60%），归母净利润 34.86 亿元（+36.27%），我们认为，未来公司在产品、渠道多方发力的背景下有望继续实现稳健增长，品牌复兴指日可待。

**高端、次高端双发力，推动公司业绩稳步增长。**国窖 1573 在高端战线兼具品牌力与性价比，随着茅台产量略受限为国窖 1573 留下空间以及产品结构优化带来的吨价提升，1573 业绩有待释放；特曲、窖龄共同构建公司的次高端产品矩阵，在高端酒批价上行趋势下整体价格带上移，19 年春糖会期间，公司定下国窖、泸州老窖（特曲+窖龄）双品牌双百亿的目标，随着次高端体量扩容，特曲、窖龄有望实现价值回归，推动公司业绩稳步增长。此外，公司不断加强经销商管控，制定较为完备的考核体系，终端价格体系理顺为业绩增长奠定基础。目前公司立足川渝基地市场，加快开拓其他薄弱市场，未来有望借鉴西南成熟市场的培育经验加快推进全国化征程，为公司业绩增长添加助力。

## 2.2 啤酒板块——1-5 月份利润增速 25%，持续验证行业逻辑

根据统计局数据，5 月份啤酒产量 363.9 万千升，同比下滑 3.3%，1-5 月份产量 1508.5 万千升，同比下滑 0.2%，继 1-4 月正增长+0.8%后出现下滑，这与各公司季度间销量的平滑有关系，也与进入啤酒淡季有关系，从我们跟踪调研来看，各大啤酒公司在 4-5 月份均呈现销量回落的态势，产量也息息相关。不过根据整体趋势来看，我们仍然认为今年将是啤酒行业产量向上、均价加速提升的一年，4-5 月份产量下跌仅为短期表现。从啤酒板公布数据来看，2019 年 1-5 月份中国啤酒行业利润实现 65.6 亿元，同比增长 25%，利润增速显著快于产量增速，体现出当前啤酒公司的主要方向在于利润端。

根据我们独家第三方全国各省数据源监控，1-4 月份各主要啤酒公司（华润、青岛、珠江等）当月终端销售额同比增速正增长，我们认为背后将都是均价提升的贡献。从我们数据跟踪来看，我们前期持续推荐青岛和珠江啤酒得到验证，一季报青岛和珠江净利润分别实现+21%和+66%，利润增速均较同期加快。当

前进入啤酒旺季，尽管 4-5 月份各公司销量有一定回落，但是均价提升依然在途，我们认为进入旺季后各公司基本面有望加速，包括销量的环比提升和 ASP 的提升，均有望助力公司营收和利润。

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）。同时 ASP 提升也利好利润端。另外成本端来看，尽管 19 年大麦成本有上升预期，不过我们认为整体啤酒成本端可控，根据我们对青岛啤酒大麦和包装物两类核心原材料价格波动测算来看，理想情况下（同时上涨 2pct），毛利率提升 0.8 个百分点，悲观情况下（同时上涨 5pct），下调 2 个百分点。而今年有增值税下调利好，根据我们测算，各公司预计全年净利率提升在 1 个百分点之上。因此可以对冲成本端的上涨。整体来说，啤酒行业今年盈利仍然有望持续释放。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、重庆啤酒。

#### 核心推荐品种：

- **青岛啤酒：推进产能优化，加快产品结构升级。**公司 2018 年启动产能优化，关闭杨浦和芜湖两家工厂，未来规划了 5 年 10 厂的关厂计划，有计划的推进产能优化，提升生产效率和产能利用率。2019 年一季度公司继续量价齐升，一季度累计实现啤酒销量 216.6 万千升，同比增长 6.6%，其中主品牌“青岛啤酒”实现销量 117.5 万千升，同比增长 8.5%，“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品共计实现销量 58.8 万千升，同比增长 10.5%；公司 2018 年啤酒销售吨价为 3267 元/吨，处于行业领先地位，消费结构上移带动吨价提升，一季度预计价格同比提升 5 个百分点左右。一季度公司实现营业收入人民币 79.51 亿元，同比增长 11.38%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币 8.08 亿元，同比增长 21.04%。
- **珠江啤酒：加速结构升级，利润创新高。**公司是啤酒上市公司中较早从上一轮行业下行周期中回暖的企业。2018 年实现销量 123.96 万吨，同比增长 2.45%；其中珠江纯生实现销量 43.21 万吨，同比增长 6.74%，占总销量的 34.8%；并且高端产品销量同比增长 77%，产品结构加速向中高端升级。公司吨酒出厂价达到 3117.94 元/吨，首次突破 3000 元，吨酒收入和吨酒毛利分别同比提升 4.75%和 8.50%。公司 2018 年实现营业收入 40.39 亿元，同比增长 7.33%；归母净利润 3.66 亿元，同比增长 97.68%，创历史新高。2019 年一季度实现营业收入 7.51 亿，同比增长 4.62%；归母净利润 0.30 亿，同比增长 65.78%，业绩持续增长。

### 2.3 乳制品板块——当前两强增速紧咬不放，重点关注各自风险点

两强线下竞争白热化不减，线上争夺品牌投放权利持续进行。继伊利发声讨蒙牛冬奥会后，目前蒙牛尚未正式回应。不过也凸显了当前两强的竞争异常激烈。激烈的背后是两强体量的差距不过于大，任何一方都有可能笑到最后。但正因为如此，一旦有一方犯错或有重大影响，预计将会给另一方带来历史的再次机遇。当前在两强基本面趋好之时，我们也提醒投资者时刻关注两强的各自风险点或业务上面的问题，进而判断两强的未来走势。

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。另外两强大部分产品已进入 5 月份，终端库存跟踪来看保持良性。此外，根据我们近半个月跟踪，当前原奶开始环比有轻微涨幅，且同比涨幅拉大，这应引起投资者重视。原奶价格在同期本应继续环比下滑之时开始了环比上涨，凸显了上游供需的不平衡，以及上游抢奶的激烈程度。这也与我们调研到情况一致，当前龙头企业上游抢奶已成白热化。整体来说，我们预计二季度成本端有望环比改善，但同比预计仍然至少上涨 2%+。

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）

从近期动销跟踪来看，两强增速仍然维持双位数。蒙牛进入二季度后加强了促销，其中特仑苏 5 月份加强了终端促销，6 月份后预计促销面加大。我们认为这是蒙牛在 19 年必然要执行的策略，背后有较多历史必然性决定。同时就策略本身来讲，实则围魏救赵，但最终归于缩小常温差距，从而缩小整体收入差距意图。二季度进行费用投放也是必然，同期较高费用率决定本期费用率可保持一定高位。4-5 月来看，蒙牛增速环比持续上升，并预计超过伊利，伊利依然预计保持中双位数，最终我们预计二季报两强均有望落于中双位数。另外二季度进入两强利润释放期，我们认为竞争趋缓会在二季度得到一定确认，从而有望释放市场情绪，推动估值股价提升。当前建议重点关注。整体来说，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，建议持续关注。

#### 核心推荐品种：

- **伊利股份：19Q1 收入增速超预期，在基数较高的一季度实现开门红。** 19Q1 伊利收入增速为+17.1%，超过全年目标+15%的增速，同时也超市场预期，尤其是在一季度同比高基数下实现了较高增速，再次验证公司强势的龙头地位。整体来说，Q1 增速虽然超市场预期，但基本与我们预期一致。从跟踪来看，1-2 月份伊利保持了高双位数的终端增速，渠道库存去化明显，一季度有望实现收入开门红。19Q1 净利率修复至一年内高点，展现优秀盈利能力。19Q1 公司毛利率实现 40.0%，同比提升 1.2pct，尽管期间费用率同比提升 1.1pct，但由于所得税率也同比提升 0.6pct，导致净利率同比下降 0.9pct 至 9.9%。需要强调如下三点：（1）公司毛利率同比环比的持续提升充分验证了公司产品结构的持续优化，尤其是大单品增速预计将继续保持高于整体增速的水平；（2）尽管销售费用率同比提升 1.2pct，但实质并不能反映竞争加剧，环比来看费用投放已经放缓；（3）公司净利率恢复至 9.9%，尽管同比略下降，但实质从 18 年全年环比来看处于持续修复中，充分展现了伊利优秀的盈利能力

**整体判断 19 年竞争仍以收入为导向，但全年费用率有望边际下行。** 公司制定 19 年收入目标 900 亿元（+13.1%），当前已基本完成 25.7%，超过全年四分之一，为后期创造有利完成条件。从一季度收入端超预期表现来看，公司以收入为导向的战略意图并未改变。另外，19Q1 伊利同比费用率提升难以说明问题，整体两强仍然处于费用率边际下降通道，预计 Q2 将充分体现这一点，从而推动上半年有望实现费用率下降、利润率持续提升之势。

- **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。

- **天润乳业：一季度业绩超预期，营收增速重回两位数。**2019Q1 公司实现营业收入 3.48 亿元（+15.97%），归母净利润 0.31 亿元（+10.19%），收入、净利环比均有大幅改善，回归正常发展态势。Q1 营收增速重回两位数，主要得益于公司渠道的不断精细化以及一季度低温奶的助力（19 年天气回暖较早，低温奶需求较早开始复苏）。Q1 实现毛利率 27.1%，同比 +0.35pct，环比提升 1.1pct，主因原奶成本以及包材辅料成本的下行。另外，公司自一季度以来细分销售渠道，不断提高销售费用投放效率，费用率环比下降明显，19Q1 销售费用率环比下降 3.63pct，推动净利率环比提升 6.52pct 至 9.06%。

**19 年目标制定较为保守，一季度开门红有望助力全年业绩超目标完成。**公司在 2018 年报中披露 2019 年业绩目标指引，19 年计划实现乳制品销量 17 万吨，同比增长约 1.2%；实现营业收入 16 亿元，同比增长约 9.4%。我们认为，公司疆内地位稳固，未来具备全国扩张潜力，随着 19 年渠道精细化工作的不断推进以及全产业链协同优势的显现，19 年有望实现中双位数增速，业绩规划略偏保守。另外根据往年历史规律，一季度业绩往往较低，随着二三季度低温奶的逐渐放量，我们预计全年业绩有望超目标完成。

- **澳优：Q1 如期实现开门红，自有奶粉业务增长依然稳健。**19Q1 澳优实现营业收入 15.19 亿元，同比增长 29.0%；归母净利润 1.52 亿元，同比增长 45.9%，如期实现开门红。自有品牌婴幼儿配方奶粉业务延续了良好的增长势头，19Q1 实现销售额 12.50 亿元，较去年同期增长约 34.1%，成为公司业绩稳健高增长的主要推动力。19Q1 公司实现毛利率 49.2%，同比增长 2.9pct，主要源于产品结构的不断优化（高毛利率的自有奶粉比重不断提升）。费用端来看，19Q1 公司销售费用率为 25.9%，同比下降 1.9pct，主要是由于荷兰工厂产能提升以及采用铁路运输而带来空运费用的节省（空运支出同比下降 36.6%，空运费率同比下降约 1.8pct），19Q1 净利率提升 4.0pct 至 12.8%（此处采用调整后净利率）。

**产能放量+新注册配方+需求强劲，19 年稳健增长值得期待。**18 年公司业绩虽呈现高增长，但依然受制于缺货的影响，截至 18 年底，公司新产能布局已基本完毕，后期随着产能释放将会大幅改善缺货现象。截至本公告披露日，澳优已拿到 15 个系列 45 个婴幼儿奶粉配方注册，其中三个系列（欧选、海普诺凯萃护、爱荷美）于 2019 年 3 月下旬完成注册，佳贝艾特悠装一段、能立多一段以及美优高经典一段也于 3 月份完成新配方注册。我们认为，新注册配方完成注册后将进一步充实产品组合，巩固澳优市场地位，有望持续为公司业绩提供增量。结合公司产品需求依然旺盛，终端动销较好，全年稳健增长值得期待。

## 2.4 调味品板块——龙一龙二增速环比持续上行，板块有望超预期

海天、美味鲜一季报实现开门红，分别增速+16.95%、+15.31%。这在我们前期报告中均已预判。我们监控到一季度海天、美味鲜的终端增速基本符合预期，但是由于海天 18Q4 低库存贡献 19Q1 报表较高增长且高于一季度终端增速，因此我们预计二季度海天收入增速存在压力。根据当前渠道跟踪来看，海天、美味鲜二季度增速均有加速之势，其中海天以去库存为主，美味鲜预计仍处于

加库存周期，当前两强增速均保持平稳向上。另外千禾增速继续保持双位数高增，我们预计其有望延续一季度增速。

当前调味品板块增速稳定，具备较强抗风险属性，有望较好应对当前市场波动。尽管估值较高，但我们认为这是非常优秀的一个赛道，长期集中度提升是必然，背后将伴随龙头的持续发展。价值必选，长期买入将是最佳策略。

#### 核心推荐品种：

- **海天味业：收入稳健符合预期，产业链议价能力持续提升。**公司 2019Q1 实现收入 54.90 亿，同比+16.95%，增速与去年同期和全年基本持平，高于今年全年 16% 的增长目标，继续维持稳健增长，也为全年业绩增长奠定了良好的基础。公司 2019Q1 应付账款 9.33 亿、预收款项 12.96 亿，分别相比去年同期+29.4%和+32.2%，上下游议价能力持续增强，也确保了二季度的业绩增长。

**完成 19 年业绩目标问题不大，“三五”持续增长可期：**公司 19 年开局良好，上下游议价能力提升，预收款项处于高位确保稳定增长，同时拥有超强的成本管理和费用管控能力，年初规划 16% 的收入增长和 20% 的利润增长完成难度不大，有望超预期。海天龙头地位稳固，铸就了极强的品牌和渠道壁垒，持续推进全渠道、全产品放量，看好公司“三五”期间继续在三大核心领域深耕，并稳步进军更多调味品子领域扩大收入规模

- **中炬高新：调味品业务继续稳健增长，整体收入增速放缓主要受母公司影响：**公司 Q1 收入增长 6.72%，略有放缓，主要受母公司本部营收减少 1.02 亿影响，系物业出售收入减少。公司 Q1 调味品业务继续稳健增长，美味鲜收入 11.67 亿（同比+15.31%），归母净利润 1.86 亿（同比+33.93%）；子公司中汇合创收入 2362 万（同比+5711.71%），净利润 1086 元（同比+1060.16%）中炬精工收入 2239 万（同比+7.22%），净利润 94 万（同比-16.07%），也是业绩的重要组成部分。

**调味品多品类开花，全国化扩张：**公司调味品多个品类实现两位数增长，其中酱油（7.48 亿）/鸡精鸡粉（1.38 亿）/食用油（1.15 亿）三大规模过亿的核心品类分别录得 10.03%/25.14%/16.09% 的增长，酱油和食用油稳健增长，鸡精鸡粉走出规模困境，增长超预期；蚝油（0.53 亿）/料酒（0.25 亿）继续快速放量，收入分别+66.45%/+90.24%，两大品类赛道格局未定，公司仍有较大规模提升空间；酱类（0.42 亿）/醋（0.22 亿）规模稳步扩张，分别+12.66%/+19.09%。分区域来看，公司大本营南部（4.93 亿）规模持续扩大，收入+11.3%；中西部（2.13 亿）和北部（1.83 亿）等弱势区域明显放量，分别高增 25.62%/19.46%，全国化布局进程加快。公司 Q1 净增 44 个经销商，其中中西部和北部分别净增 22 和 17 个经销商，通过经销商加速公司全国化扩张。

- **恒顺醋业：提价带动 Q1 收入高增长，毛利率创新高：**公司一季度收入增长 15.15%，是公司近几年收入增长最为亮眼的季度。公司 Q1 收入增长超预期主要受益于年初对五个品种提价 6.45%-15.04%，并且 Q1 预收款项 0.53 亿，相比去年同期增长 17.7%，经销商打款依旧积极，提价较为顺畅，也确保了 2019 全年业绩的稳健增长。提价也带动公司毛利率创新高，公司 2019Q1 实现毛利率 43.77%，相较于去年同期和全年分别提升 3.53 和 1.58 个百分点，成本管控能力提升。公司 Q1 存货周转率和应收账款周转率分别为 0.88 和 3.85，分别较去年同期提升 0.13 和 0.1 个百分点，经营周转效率提升。

**提价预计将利好 2019 全年，继续恢复性增长：**提价带动一季度高增长，实现“开门红”，一季度提价市场消化良好，预计 2-4 季度将全部执行新价格，预计将推动 2019 全年业绩的持续增长。2019 年公司内部提质增效是重要的战略目标，预计管理效率提升将持续，推动公司转型升级，继续恢复性增长。

**其他核心推荐：**

■ **绝味食品：开店提速带动收入高增长，禽类占比提升：**公司一季度收入增速(+19.63%)分别较去年同期和全年提升 9.52 和 6.18 个百分点，收入高增长主要受益于 1) 去年同期增速较低使得基数较小；2) 开店提速，一季度正式进入万店时代，全年开店速度预计将继续加快；3) 单价较高的禽类产品占比提升 0.47 个百分点，带动均价提升。分产品来看，Q1 鲜货类产品中禽类、畜类、蔬菜和其他产品分别实现销售收入 9.04 亿/0.04 亿/1.13 亿/0.89 亿，占收入的比重分别为 80.05%/0.34%/10.03%/7.84%，公司继续加大核心禽类产品的推广，占比提升 0.47 个百分点，畜类和蔬菜类收入占比较去年全年下降 0.29 和 0.36 个百分点。分区域来看，公司华中/华东/华南/西南/华北/西北市场分别实现营业收入 3.06/2.83/1.92/1.77/1.34/0.22 亿，继续巩固核心区域稳定、成长区域加速、新兴区域放量的良好渠道格局。

**五地产能加速建设，强化竞争优势：**公司天津、江苏和山东三地的加工和仓储项目已开工建设，武汉和海南加工项目将尽快开工加速产能补给。公司五地产能达产后预计将新增 7.93 万吨食品加工和 3 万吨仓储产能，对现有产能进行补充，巩固产能优势，持续强化竞争优势。

■ **洽洽食品：18Q1 高基数+春节提前，营收增长低于预期。**公司 Q1 收入净增 0.13 亿，同比仅增长 1.26%，略低于预期；一方面由于去年 Q1 每日坚果收入为纯增量，蓝袋处放量期，收入同比增长 28.44%，基数较大使得今年 Q1 增长承压；另一方面今年春节提前，部分收入在去年 Q4 确认，去年 Q4 收入净增 2.52 亿，高于往年同期增量，所以今年收入确认相对减少。公司 Q1 实现毛利率 30.38%，同比提升 1.45 个百分点，每日坚果规模提升带来毛利率改善。

**短期波动不改长期信心，蓝袋、黄袋持续放量提升盈利能力：**公司对业务重新梳理后坚果+瓜子双主业清晰，前期内部机制改革和员工激励对经营的促进效应逐步显现。短期的业绩波动不改我们对公司经营持续向好、盈利能力改善的信心。19 年仍将是公司持续深化改革，蓝袋、黄袋持续放量的一年，特别是黄袋每日坚果行业竞争激烈，规模相对于瓜子业务仍然较小，毛利率和盈利水平仍有提升空间，未来随着销量增长，坚果业务盈利预计将持续优化和改善。

■ **香飘飘：Q1 果汁茶实现收入 1.7 亿，即饮板块占比提升至 25%：**公司一季度业绩超预期既体现了双轮驱动业务模式逐渐成型，又体现了全国化、多渠道建设成绩斐然。分产品来看，公司一季度果汁茶实现收入 1.7 亿，在真正的旺季未到来之前已经展现出了极强的市场竞争力，随着二三季度旺季来临+新产品持续投产，果汁茶销售预计将持续创新高；固体产品实现收入 6.23 亿，同比增长 6.56%，持续稳定增长，其中经典和好料系列分别录得收入 4.09 亿、2.14 亿，分别同比+14.86%、-6.35%，经典系列高基数下仍实现两位数增长。分地区来看，除华东外各地区均实现 30%以上的增长，非华东区占比达到 61.6%，公司全国化进程加快。

**可转债加码产能扩张，果汁茶销售有望提速：**此次发行可转债是公司上市后首次向资本市场公开融资，截止 2019 年一季度末公司资产负债率 31.96%，流动比例 1.77，每股净资产 5.47 元/股，资产状况良好，公司是固体奶茶的开创者和领导者，又正处新一轮成长期，经营情况优异，预计可转债发行成功率高。为解决产能问题，公司在四地进行产能布局，四地全面建设完成后即饮产品总产能预计将超过 50 万吨，全面支持果汁茶销售。此次发行可转债，从资金端加速产能建设，助力果汁茶销售，进一步加快公司业绩增长。

■ **中粮肉食：核心业务受猪价影响，18 年猪价下跌拖累业绩表现。**2018 年公司实现营业收入 71.68 亿元，同比增长 2.99%；实现归母净利润为-2.04 亿元，去年同期为 5.04 亿元。全年净利润亏损主要是由生猪养殖业务导致，拆分量价来看，18 年生猪出栏量为 255 万头，同比增长 14.5%，而据我们测算，2018 年公司生猪销售均价约为 11.6 元/kg，同比下降约 19.8%，业绩的亏损主要在于猪价的下跌。毛利率同样受到猪价影响有所下降，2018

年公司实现毛利率 4.71%，同比下降 10.80pct，进而导致净利率同比下降 10.16pct 至-3.02%。18 年猪价下跌拖累全年业绩表现，我们认为，目前猪价底部已现，19 年有望出现猪价上行拐点，后续猪周期反转将大幅改善公司盈利表现，业绩弹性较大。

**产能扩张蓄势待发，叠加猪价回暖 19 年高增长可期。**从 2019 年 1-3 月来看，生猪价格已有回暖迹象，19 年预计随着生猪供应量的下降猪价有望回升。我们认为，在 18 年业绩低基数的情况下，19 年有望实现一个较高的增长，主要驱动力为：（1）产能扩张+养殖模式驱动+猪价上行，生猪养殖业务有望实现量价齐升；（2）产区屠宰利润提升，屠宰产能扩张将为业绩贡献增量；（3）渠道结构进一步优化，品牌生鲜业务依然是增长亮点。

- **广州酒家：高基数下 2018Q4 增速放缓，全年业绩受速冻业务拉动稳定增长，2019Q1 增长提速。**公司 2018Q4 收入和归母净利润分别为 5.23 和 0.86 亿，分别同比+4.86%和 -39.23%，四季度略低于预期是受 17 年中秋旺季主要在四季度确认基数较大，期间费用提升 12.7%影响所致。全年来看，公司收入增长 15.89%，其中月饼系列增长 15.67%（量增 9.92%，价增 5.22%），礼盒销售占比提升带动月饼业务量价齐升；速冻食品增长 29.86%（量增 22.89%，价增 7.78%），食品板块规模提升，快速放量；餐饮业务同比增长 7.46%，增长稳健。分地区来看，公司广东省外地区录得 3.57 亿收入，同比+54.21%，占比提升至 14%（提升 3.49 个百分点），公司速冻食品全国销售，规模快速增长提升品牌知名度和省外市场影响力。公司 2019Q1 收入高增 19.79%，主要受益于速冻食品销售状况良好和公司加快在广佛地区销售门店的扩张。

**深圳店有望年内落地，加快产能扩张支持速冻板块成长：**公司深圳“广州酒家”已完成前期筹备公司，预计将在 2019 年内开业，深圳与广州饮食习惯相近，人员流动频率高，看好深圳店后期运营，推动“广州酒家”餐饮加速出穗。公司湘潭和梅州产能基地正在持续建设，湘潭基地一期规划了不低于 2000 吨月饼和 6000 吨馅料的年产量，梅州基地总规划产能超过 1.6 万吨，对公司整体产能特别是速冻食品产能是重要的补充，未来也是公司业绩增长的核心驱动力。公司餐饮品牌价值高，食品研发和制造能力行业领先，并且拥有超过 200 家饼屋直面终端消费者，看好公司餐饮立品牌，食品创规模，业绩规模持续扩张。

### 三、上周公告精选与行业要闻

#### 3.1 公告精选

**【天润乳业-子公司】**公司为加大公司新疆市场开拓力度，进一步提高疆内的市场占有率，优化产业布局，推进“向南发展”的战略部署，充分考虑图木舒克的地理、资源等优势，6 月 25 日，公司与图市管委会签订合作框架协议，设立全资子公司。图市管委会按照公司乳品生产需要，设计和建设规模年产 3 万吨乳制品加工厂厂房及配套附属设施，并出租给天润乳业使用。子公司名称：新疆天润唐王城乳品有限公司；公司全资设立，注册资本 1 亿元。

**【海欣食品-收购】**公司董事会同意公司使用自有资金收购恒兴集团、海南中城持有的长恒食品（标的公司）100%股权，其中包括恒兴集团持有的长恒食品 60%股权、海南中城持有的长恒食品 40%股权，交易各方协商确定股权转让价款为 4,458 万元。这是为公司进一步扩大产能做准备。

**【桂发祥-回购】**截至 2019 年 6 月 25 日，公司累计回购股份 393.1 万股，占公司总股本的 1.92%，本次回购最高成交价为 15.27 元/股，最低为 12.10 元/股，总成交金额为人民币 5094 万元（不含交易费用）。

**【五粮液-股份划转】**宜宾市国资公司拟将所持有的五粮液 0.37%股份无偿划转给五粮液集团。本次划转尚需取得宜宾市国资委批准。本次划转前，宜宾市国资公司持有公司 13.66 亿股股份（占公司股本总额的 35.21%），五粮液集团持有公司 7.62 亿股股份（占公司股本总额的 19.63%）。本次划转后，宜宾

市国资公司将持有公司 13.52 股股份（占公司股本总额的 34.83%），五粮液集团将持有公司 7.76 亿股股份（占公司股本总额的 20.00%）。

**【汤臣倍健-业绩预告】**公司预计 2019 年 1 月 1 日-2019 年 6 月 30 日期间的经营业绩同向上升，预计归属于上市公司股东的净利润为盈利约 7.75 亿元-9.16 亿元，比上年同期增长 10%-30%。

**【科迪乳业-业绩预告】**公司预计 2019 年 1 月 1 日-2019 年 6 月 30 日期间的经营业绩同向上升，预计归属于上市公司股东的净利润为盈利 8298.54 万元-8752.37 万元，比上年同期增长 28%-35%。

**【贝因美-股权结构变动】**公司于 2019 年 6 月 27 日收到控股股东贝因美集团的告知函，称为共同投资母婴生态圈业务，发挥各自优势，贝因美集团与帮实资本等投资机构正在筹划战略合作事宜，帮实资本等投资机构拟以增资扩股的方式入股贝因美集团，增资完成后占贝因美集团股份约 20%--25%，该事项将涉及贝因美集团股权结构发生较大变化。

**【贝因美-获得证书公告】**近日，公司全资子公司杭州贝因美母婴营养品有限公司获得国家食品药品监督管理总局颁发的特殊医学用途配方食品注册证书，注册证书相关配方将能更好地满足早产/低出生体重婴儿的生长和发育，此次公司取得特殊医学用途配方食品的注册证书，进一步拓宽了公司奶粉的适用范围。

**【洽洽食品-股票质押】**华泰集团将其持有的公司 2,120 万股无限售流通股与民生银行进行股票质押业务，股份质押期限为自 2019 年 6 月 25 日起至 2022 年 6 月 25 日为止，质押期间内上述股份予以冻结不能转让。截至本公告日，华泰集团持有本公司 2.25 亿股股份，约占本公司已发行股本总数的 44.30%；其中华泰集团已累计质押本公司股份 9227 万股，占其持有本公司股份总数的 41.08%，占公司总股本的 18.20%。

### 3.2 行业要闻

#### ■ 酒类及饮料：

日前，新疆工业和信息化厅发布《葡萄酒产业发展规划（2019-2025 年）》。规划称，2025 年，新疆酿酒葡萄种植面积将力争达到 80 万亩，葡萄酒产业发展带动文化推广、餐饮娱乐、旅游等相关产业产值达到 300 亿元以上。精品特色葡萄酒庄要发展到 150 家以上，年产葡萄酒 30 万千升、成品酒 18 万千升，葡萄酒加工环节产值达到 100 亿元。此外，规划还提出，将实施“葡萄酒+旅游”工程，加大围绕葡萄酒的旅游投入和政策扶持力度。（云酒头条）

6 月 26 日，第十代泸州老窖老字号特曲新装上市。公开信息显示，老字号特曲新品首先在包装设计上进行升级，由原来的纸盒变为亚克力包装、盒身尺寸上也有了一定的增加；其次，在新品的外盒以及瓶身标识上，老字号特曲的红色主色调更为明快突出、喜庆夺目；更为重要的是，第十代老字号特曲在酒体品质和饮用口感上都进行了优化提升。（酒业家）

6 月 27 日，茅台在年度股东大会后，召集全国 30 余家直营店负责人开会培训，并开展团建活动。此次召开茅台直营店负责人会议的背景是，在贵州茅台 2018 年年度股东大会上，公司透露茅台直营店的茅台酒和系列酒的供应量将增加 1000 吨/年左右，并考虑增加直营店数量。而在此前，茅台直营店的茅台酒和系列酒的供应量约为 500 吨/年，且茅台经销商在一定时期内也将不再增加。（酒业家）

近日，泸州老窖召开 2018 年度股东大会。泸州老窖方面在会上表示，2018 年，泸州老窖“品牌复兴”战役成效显著，产品条码删减幅度超过 90%。销售规模、资产总额和股东权益均超过了历史最好水平。2019 年，公司将致力于提升国窖 1573 和泸州老窖品牌整体号召力，并跟进领导品牌步伐实行追随战略，力争实现营业收入同比增长 15%-25%。（酒说）

6 月 27 日，为壮大茅台集团公司保健酒业务板块，提升健康产业发展质量，补短板、添动力，培育打造茅台新的经济增长点。集团公司党委委员、总法律顾问

问段建桦，总工程师王莉率队赴劲牌有限公司考察交流，为茅台健康产业公司发展“寻宝取经”。（微酒）

近日农夫山泉表示，将推出一款“含锂型天然矿泉水”，关注脑健康领域，重点进军中老年群体饮用水市场。农夫山泉“含锂型天然矿泉水”是一款中高端饮用水，水源来自大兴安岭漠河，北纬 50 度以上的高寒地区。这里的水源含有超过 0.2mg/L 的锂含量，能够补充人体所需的锂元素。同时还含有镁、钙、偏硅酸等多种天然矿物元素，适合日常饮用，也更适合提供给中老年人饮用。（纳食）

#### ■ 其他：

日前，亿滋正式宣布完成了对 Perfect Snacks 大部分股权的收购，标志这位已拥有奥利奥等知名产品的食品巨头，在其扩充产品线的路上又进一步，迈入了在美国悄然兴起的冷藏零食领域。据了解，Perfect Snacks 是冷藏营养棒领域的先驱，旗下最知名的产品是 Perfect Bar。这款冷藏营养棒富含蛋白质，包含了多种果仁、羽衣甘蓝、柠檬等 20 多种成分，且全部来自非转基因有机作物。（纳食）

据招股说明书，2016-2018 年李子园的营收分别为 4.53 亿元、6.02 亿元、7.87 亿元，对应净利润分别为 1.02 亿元、9017 万元和 1.24 亿元。2017 年净利润增长出现下滑，2018 年营收接近 8 亿元，净利润依然停留在 1 亿元出头，李子园净利润方面呈现出增长乏力的态势。（纳食）

日前，新希望乳业推出了三款乳酸菌新品，名为 V 美乳酸菌饮品。产品主打六种乳酸菌发酵，含丰富的膳食纤维，双倍助力肠道消化。果汁含量增至 15%，6 果 3 蔬的搭配也使得产品的口味更佳更富，口感也更多元化。目前，共推出草莓、蓝莓以及原味三种口味，产品的规格为 300ml/瓶，零售价为 12 元。（食业家）

海关数据显示，5 月进口大包粉 6.22 万吨，同比增加 5.4%，增幅明显低于今年前 4 个月的增幅（分别是+30%、+16%、+42%、+57%）。5 月进口大包粉平均价格为 3212 美元/吨，环比上涨 9%，与 1 月相比上涨 14%，折算生鲜乳价格 3.47 元/公斤，接近国内同期生鲜乳价格（3.53 元/公斤）。随着进口奶粉价格上涨成本的上涨和国内热应激影响产量减少双重因素影响，国内原奶价格上涨的动力将进一步增加。（荷斯坦◆资讯）

全国畜牧总站研究员张书义介绍，我国进口奶酪从 2006 年的不足 1 万吨增加到 2018 年的 10.83 万吨。但同时，2017 年全国奶酪产量只有 4 万吨左右，其中以国内奶源为原料的自产各类奶酪不足 1 万吨。农业农村部有关负责人称，奶酪是调优乳品结构、促进奶业振兴、增加乳品消费的有力抓手，乳品企业应抓住发展奶酪的关键期，积极布局奶酪市场。（小食代）

统一企业昨日董事会会后宣布原总经理侯荣隆任职届满，董事会决议通过委任新一任总经理的安排，由统一内部资深副总黄钊凯、资深协理李清田升任，即时生效。统一方面解释，侯荣隆“因阶段性任务完成”，另有任用，但并未同时指出他的“下一站”在哪里。（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
2019/07/02	张裕 A	2019 年 7 月 2 日 14: 30	

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