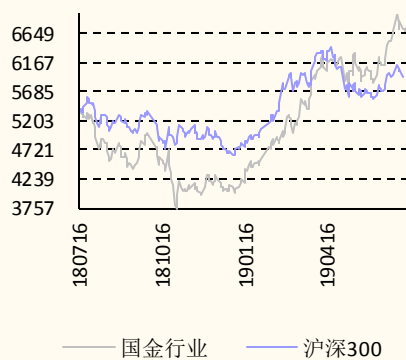


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6750.18
沪深300指数	3802.79
上证指数	2933.36
深证成指	9186.29
中小板综指	8741.83



相关报告

- 1.《白酒中报预报来临，板块情绪接近临界点-食品饮料行业周报》，2019.7.8
- 2.《中式复合调味品行业六月数据快报-中式复合调味品行业六月数据快报...》，2019.7.7
- 3.《白酒估值溢价持续，乳业关注风险点，调味品有望超预期-食品饮料...》，2019.7.1
- 4.《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
- 5.《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

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

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

白酒基本面平稳依旧，短期看好乳业景气度向上

投资建议：

- 持续推荐超预期标的酒鬼酒得以验证，二季度行业收入利润预计下降幅度不大。中信白酒指数本周（7.08-7.12）下跌 1.15%。食品饮料板块下跌 1.49%，不过在各行业中下跌幅度较小，充分体现食品行业的抗跌性。其中白酒略有下跌 1.15%，仅次于乳业（上涨 0.56%），背后依然是稳健的基本面起支撑。本周茅台上半年经营数据披露，其中 Q2 营业总收入增长约 11.13%，归母净利润增长约 19.57%。Q2 收入略低于预期，我们预计其中有基数、确认量、回收配额等影响（详情可参见我们预报点评），不过由于三季度基数较低以及预计二季度确认量少于实际发货量原因，我们看好三季度报表端表现，从而全年业绩增长仍然值得期待。我们认为茅台 Q2 收入略低于预期并不会影响板块表现，高端白酒背后基本面仍然处于稳定向上趋势，批价均稳中有升，未见回落。从市场一致预期来看，当前已经进入白酒中报预报期，基本面验证即将开启。白酒公司股价估值是否能与基本面匹配将是当前重要关注点，建议投资者重点关注。从我们行业收入和利润跟踪来看，4-5 月份行业收入和利润增速相较 Q1 环比下降，不过整体下降幅度保持在 5pct 之内，我们认为整体风险并不大，但仍难以排除个别企业低于预期，从而影响板块短期情绪。本周我们长期大力推荐标的酒鬼酒如我们预判般实现超预期，并于周一涨停。我们认为酒鬼酒超预期表现仍未消化完毕，本周较多白酒下跌并未影响到酒鬼酒实现上涨。我们看好近期酒鬼酒表现及全年表现。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超预期的酒鬼酒。
- 上半年两强增速有望落于中双位数，蒙牛二季度预计超过伊利增速。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。本周全国第三大牧场赛科星控股股东变更为伊利旗下优然牧业，凸显上游抢奶的激烈程度，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%+。二季度蒙牛增速环比持续上升，并预计超过伊利，最终预计中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，不过不应过分乐观。
- 二季度收入增速有望平稳向上，不过费用率预计环比上行。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向上，不过背后是两强费用率的环比上行来推动。二季度调味品行业竞争依然激烈。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，长期买入是最佳策略。
- 4、5 月行业收入利润增速下降幅度有限，部分企业 6 月有望销量转正增长。从我们行业收入和利润跟踪来看，4-5 月份行业收入和利润增速相较 Q1 环比下降，不过整体下降幅度保持在 5pct 之内。根据调研，部分企业如青岛啤酒，6 月份销量有望转正增长，叠加二季度均价提升，从而推动二季度收入的增长。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
1.4 上周重要事件	8
二、投资建议	10
2.1 白酒板块——持续推荐超预期标的酒鬼酒得以验证，二季度行业收入利润预计下降幅度不大	10
2.2 啤酒板块——4、5 月行业收入利润增速下降幅度有限，部分企业 6 月有望销量转正增长	12
2.3 乳制品板块——上半年两强增速有望落于中双位数，蒙牛二季度预计超过伊利增速	13
2.4 调味品板块——二季度收入增速有望平稳向上，不过费用率预计环比上行	15
三、上周公告精选与行业要闻	18
3.1 公告精选	18
3.2 行业要闻	19
四、下周重要事项提醒	20
风险提示	20

图表目录

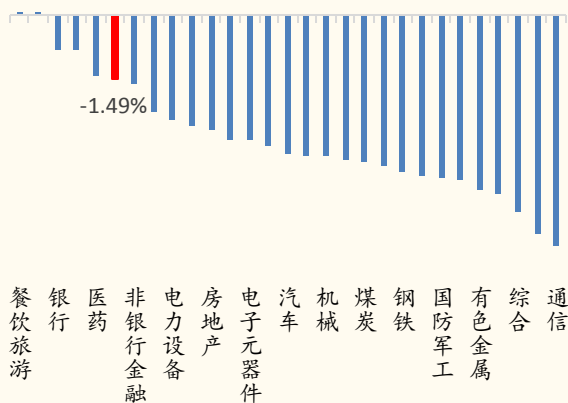
图表 1: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	4
图表 2: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	4
图表 3: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	4
图表 4: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml)	5
图表 5: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤)	5
图表 6: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤)	5
图表 7: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)	5
图表 8: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)	6
图表 9: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)	6
图表 10: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)	6
图表 11: 平均市场价: 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: 出厂价 (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.....	20

一、上周行业回顾

1.1 行情回顾

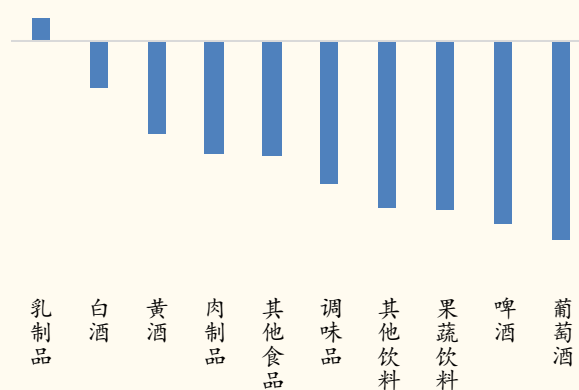
2019年7月8日-7月12日，沪深300指数下跌-2.17%，食品饮料板块下跌-1.49%，其中涨幅前三的分别是得利斯（+13.67%）、泸州老窖（+4.18%）、酒鬼酒（+2.98%），跌幅前三的分别是百洋股份（-9.41%）、黑芝麻（-9.31%）、通葡股份（-8.45%）。

图表 1：食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现



来源：wind，国金证券研究所

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

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 (%)
得利斯	+13.67%	百洋股份	-9.41%
泸州老窖	+4.18%	黑芝麻	-9.31%
酒鬼酒	+2.98%	通葡股份	-8.45%
上海梅林	+2.72%	*ST 莲花	-8.43%
今世缘	+2.34%	兰州黄河	-7.64%
龙大肉食	+1.80%	金字火腿	-7.54%
金徽酒	+1.44%	新乳业	-7.41%
洋河股份	+1.31%	庄园牧场	-7.32%
维维股份	+1.12%	星湖科技	-7.03%
伊利股份	+1.08%	京粮控股	-6.57%

来源：wind，国金证券研究所

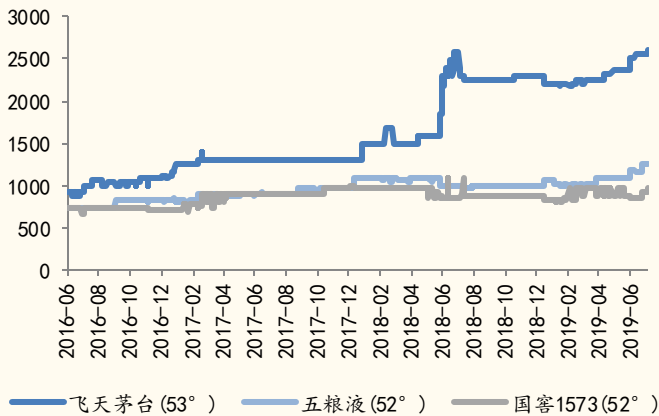
1.2 行业数据更新

- 本周三大白酒终端成交价较上周均有所上涨。据京东各品牌白酒成交价来看，茅台、五粮液、国窖 1573 终端成交价较上周均有所上涨，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2599 元/500ml，较上周（2546）上涨 2.08%；五粮液（52°）本周价格为 1259 元/500ml，较上周（1249）小涨 0.80%；国窖 1573（52°）本周价格为 969 元/500ml，较上周（919）上涨 5.44%。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，终端售价稳步上涨。
- 原奶价格环比持平，建议重点关注原奶价格变化趋势。截至 2019 年 7 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 3.57 元/公斤，环比持平，同比上涨 5.93%。自 2019 年 5 月份以来，生鲜乳价格

逐渐从下行趋势转为平稳，近几周原奶价格持续小幅上涨，建议重点关注当前原奶价格走势。7月5日牛奶价格为11.98元/公斤，较上周小幅上涨0.34%；酸奶价格为14.69元/公斤，较上周小幅上涨0.14%。

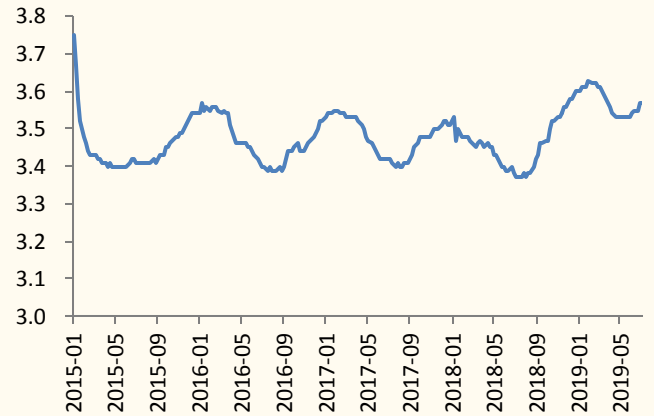
- **调味品方面，整体原料价格环比基本持稳。**截至6月30日，大豆（黄豆）市场价为4226.70元/吨，较上期（6月20日）小幅上涨0.20%，价格反弹态势较上一期有所减弱，后期有望维稳。豆粕价格略有下跌，7月3日全国豆粕平均价格3.23元/公斤，较上期（6月26日）小幅下跌0.62%。7月3日全国玉米平均价格2.10元/公斤，较上期（6月26日）持平，价格走势略有缓慢上行趋势。7月12日绵白糖现货价为5990.56元/吨，也处于稳定状态。综合来看，调味品原料整体价格基本持稳。
- **啤酒方面：大麦价格较上周持平，包装成本整体略有上涨。**截至2019年7月12日，国内大麦市场平均价为2202.5元/吨，较上期（7月5日）持平。包装材料方面，6月30日瓦楞纸市场价为3395.90元/吨，较上期（6月20日）下跌0.15%；7月12日箱板纸平均价格为4100元/吨，环比下降0.41%；7月12日玻璃价格指数为1104.22，较上周上涨0.26%，7月12日铝材价格指数为92.77，较上期（7月5日）上涨3.83%。总体来看，包装材料整体价格略有上涨。

图表 4：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



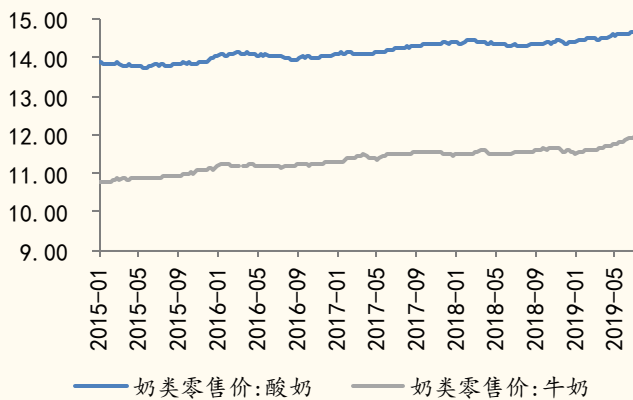
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



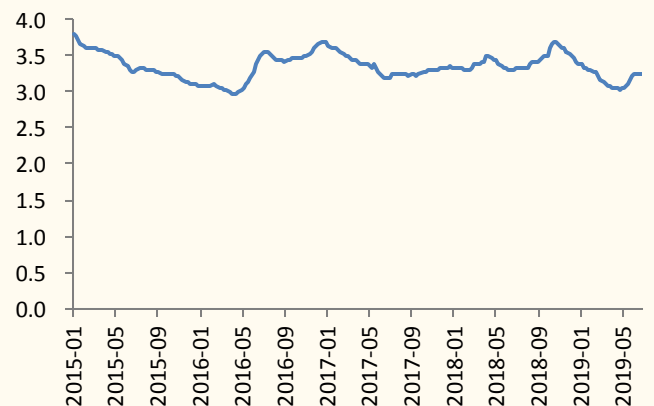
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



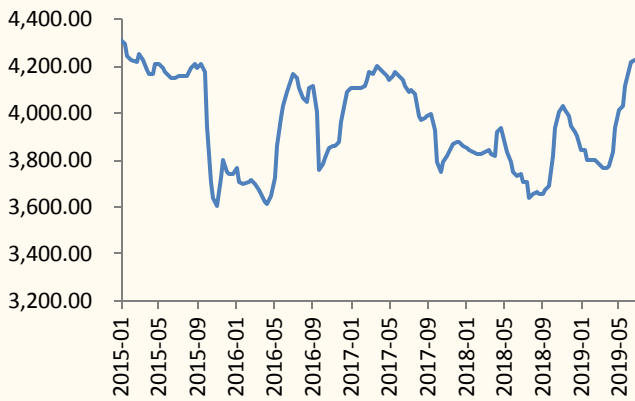
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



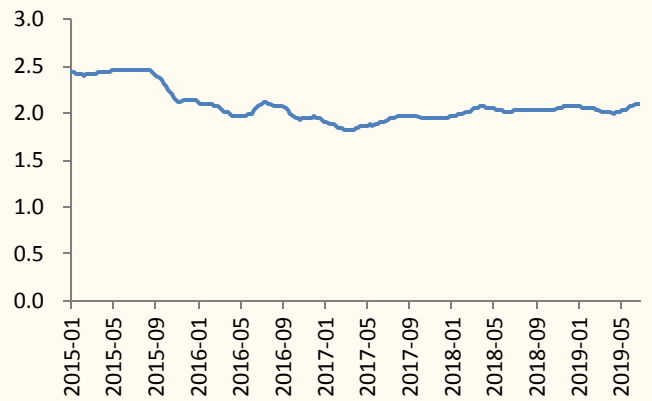
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：全国市场价：大豆：黄豆（元/吨）



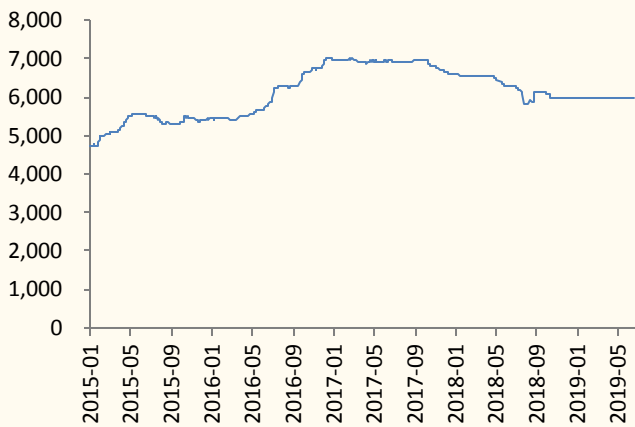
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：平均价：玉米：全国（元/公斤）



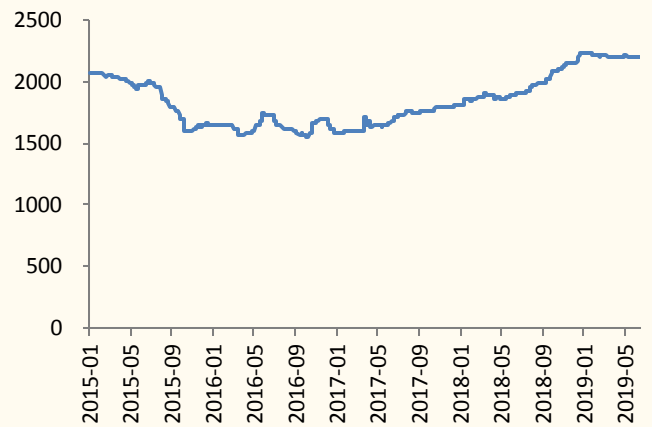
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：平均现货价：绵白糖（元/吨）



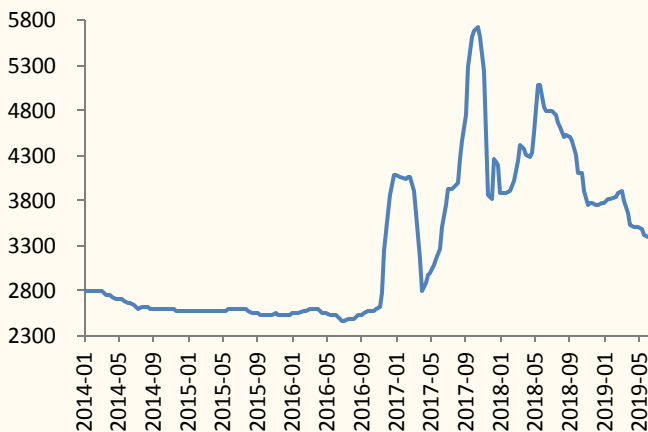
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：平均市场价：大麦（元/吨）



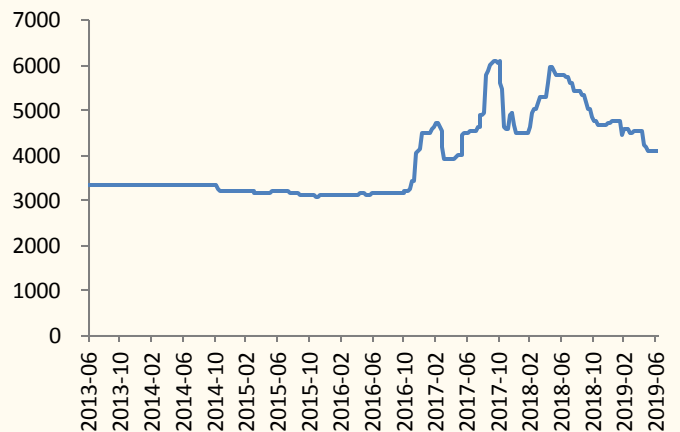
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：全国市场价：瓦楞纸：高强（元/吨）



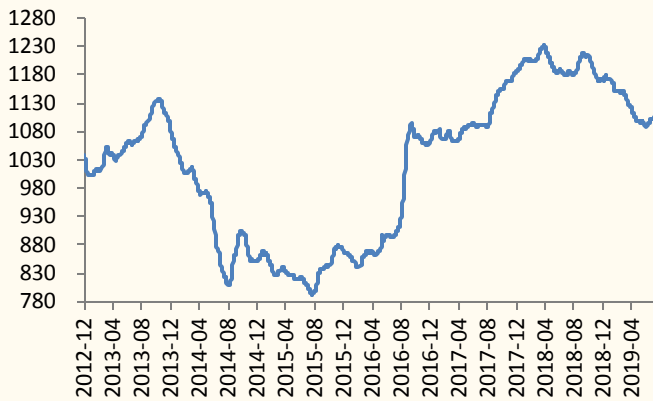
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：箱板纸：出厂价（元/吨）



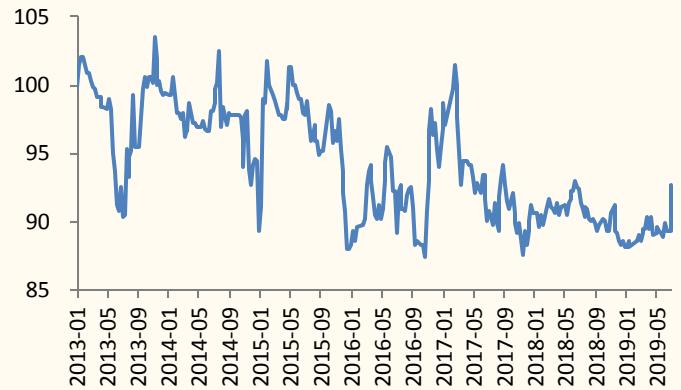
来源：wind，国金证券研究所

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, 平均超过 2000 元, 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 23.4%, 在常温奶折扣率排名中升至第一, 较上周提升 2.4pct; 特仑苏纯牛奶本周折扣率 8.8%, 较上周下降 1.4pct; 特仑苏有机奶折扣力度较上周下降 1.3pct 至 0.4%。伊利安慕希本周折扣率 7.0%, 较上周提升 1.6pct; 金典纯牛奶折扣力度较上周提升 7.9pct 至 16.7%, 折扣率排名第三; 金典有机奶折扣率较上周下降 4.4pct 至 5.2%。光明常温奶折扣力度环比略有下降: 莫斯利安本周折扣率 23.2%, 较上周下降 7.5pct, 在常温奶折扣率排行中位列第二; 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基本持平, 两强促销力度仍在高位, 其中蒙牛力度更强。

新鲜度方面: 大部分产品均已进入 6 月份产期, 少量产品来到 7 月份产期。各地综合来看, 本周各品牌大部分产品已转向 6 月份, 两强部分商品产期已进入 7 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。

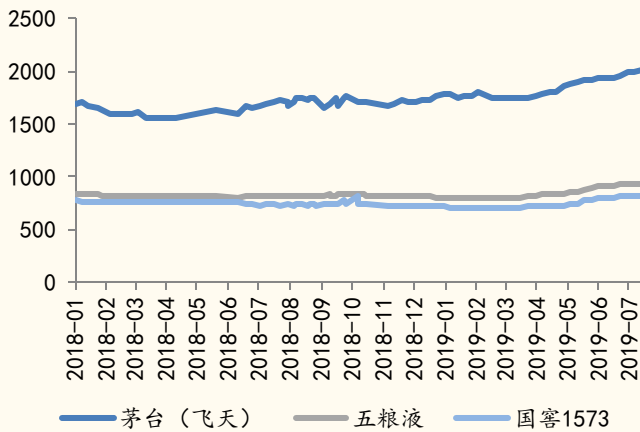
图表 16：乳制品渠道调研本周详情

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	66	1箱送6瓶真果粒	1个月前	51	-	2个月前	49.5	-	2个月前	66	-	一个月前	66	-	一个月前	66	立减15	一个月前
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	70	1箱送3瓶	1个月前	61	-	1个月前	78	-	1个月前	78	-	一个月前	88	-	一个月前	78	折后价63(西柚)	一个月前
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	36.8	-	1个月前	35.2	100元3箱	2个月前	缺货	-	当月	缺货	-	-	32	-	一个月前	缺货	-	-
		金典纯牛奶	205ml*12	66	49.5	买2箱送一箱真果粒	1个月前	50	-	1个月前	64.5	2箱99	1个月前	52	-	一个月前	65	立减12元	一个月前	52	-	一个月前
	低温	畅轻	250g	8.9	7.5	2件75折	当月	8.5	满30减10	当月	8.2	1件75折	当月	7.5	买二赠一	当月	7.6	买二赠一	一个月前	8.2	买二赠一	一个月前
		Joyday	220g	9.9	8.8	-	当月	9.9	满30减10	当月	9.9	1件75折	当月	8.9	买三送水杯	当月	8.6	买三赠一	当月	9.9	14.6/2瓶	当月
		纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	1箱送4瓶	1个月前	54	一箱送6瓶	2个月前	49	-	1个月前	66	-	两个月前	45	-	三个月前	66	双提88	两个月前
		纯甄PET瓶原味	230g*10	80	65	-	半个月前	73	-	2个月前	75	满60减15	半个月前	77	-	一个月前	80	-	一个月前	86	-	一个月前
蒙牛	常温	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	64.5	2件99	1个月前	55	促销54.8	1个月前	65	送6瓶真果粒	1个月前	55	-	两个月前	59.9	-	当月	59	-	一个月前
		特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	80	79.2	送5瓶纯甄原味	1个月前	79.2	-	2个月前	81.6	-	2个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	36.9	-	1个月前	38.9	-	1个月前	44.8	促销35.2	当月	38.4(240ml*1)	-	一个月前	36.8	-	一个月前	缺货	-	-
		冠益乳	250g	8.5	8.5	2件75折	当月	8.5	买二送一	当月	8.5	75折, 6.4	当月	8.5	15.8(四瓶)	当月	7.6	买二赠一	当月	7.9	买二赠一	当月
	低温	特仑苏高钙酸奶	115g*3	36	29	-	当月	28.9	-	当月	缺货	-	-	29.7	-	当月	28.9	-	当月	28.9	-	上个月
		莫斯利安	200g*12	72	49.9	-	1个月前	60.4	折后49.9	1个月前	56	折后49.9	4个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		优+	250ml*12	50	45.5	-	1个月前	49.8	-	2个月前	53.5	-	1个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		畅优	100g*8	20	15.4	2份19.9	当月	15.3	2份22.9	当月	15.8	75折, 11.8元/份	当月	12.9	-	当月	15.4	-	当月	12.8	-	当月
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	5.3	-	当月	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
	冰淇淋化了	180g	6.5	缺货	-	-	5	-	当月	缺货	-	-	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	买二赠一	当月	8.6	买二赠一	当月	8.9	-	当月	
	芝士	180g	4.5	缺货	-	-	4.3	买三送一	当月	缺货	-	-	3.3	买六赠一	当月	3.9	买五赠一	当月	3.3	买五赠一	当月	

来源：渠道调研，国金证券研究所

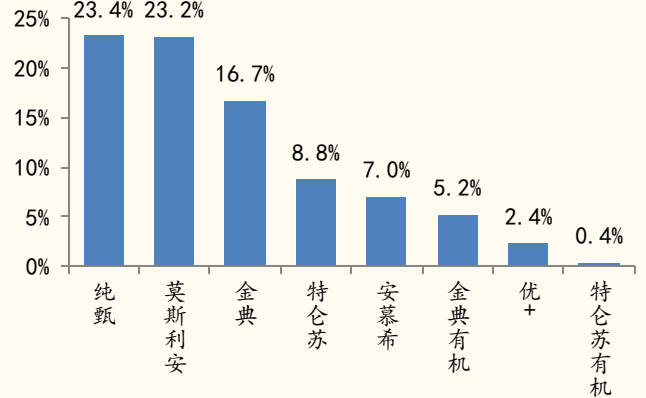
注：北京调研于7月13号，上海调研于7月13日；新鲜度方面，生产日期为7月即当月，6月即1个月前，5月即2个月前，以此类推。

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

【三只松鼠深度报告：进击的休闲食品领军企业】

■ 投资逻辑

7 年成长为国内领先的休闲食品电商品牌：三只松鼠成立于 2012 年，颠覆性的以电商为主战场，以坚果为切入点，成立仅 7 年便成为年销售额超过 70 亿的领先休闲食品电商品牌，缔造多个行业神话。公司形成了覆盖坚果、零食、果干、干果及花茶等多个门类共计超过 500 款单品的产品组合，其中坚果占据过半收入，零食收入占比达到 35%，产品结构不断多元化。公司创新性的打造“三只松鼠”IP，赋予品牌形象丰富人格，建立“以客户为”的核心价值

观，提升购物满意度和品牌忠诚度。公司 2018 年实现营业收入 70.01 亿，同比+26.05%，归母净利润 3.04 亿，同比+0.61%，大力发展毛利率较低的零食品类使得公司收入规模持续扩大而利润增长较慢，但零食品类规模效应下盈利能力有望持续提升。公司 2019 Q1 实现营业收入 28.68 亿，归母净利润 2.49 亿，业绩持续增长。

重度垂直的全产业链模式掌握主动权：公司通过核心环节自主控制、非核心环节外包的模式缩短供应链流程，提高周转效率。公司深度参与了从原材料采购到终端配送的多个环节，构建了重度垂直的全产业链模式，开创性的与产业链各环节共建了“互联网新农业生态圈”，提升效率的同时增强上下游控制力和议价能力。

线上王者打造一站式购物体验：公司以电商模式为核心，逐步打造了“电商渠道+自营 APP+线下体验店+大客户团购”的全渠道营销模式。线上贡献公司近 90%的收入，全渠道累计购买用户超过 9000 万。公司是线上绝对的互联网第一休闲食品品牌；线下通过开设体验店的方式打造与消费者“零距离”的品牌及产品体验中心，线下投食店已超过 53 家；团购服务已服务超千家的企业客户，线上线下联动的立体销售网络不断完善。公司构建了“总配送中心—区域配送中心—城市仓”多层级物流配送体系，确保对全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平。

休闲食品行业方兴未艾：我国休闲食品市场经历了十年快速成长期方兴未艾，全面的消费升级是行业增长的核心和内生动力，渠道多元化背景下各企业不断升级转变为综合零食品牌商，网络购物和快递等配套产业的发展也是行业增长的重要推动力。线上直营、线下经销和线下直营是行业常见的三种经营模式，各模式均有其独特的渠道优势和目标人群，我们认为短期内各企业将享受行业增长红利共同成长，中长期渠道张力更大、新品运作能力更强的企业更具竞争力。

■ 发行情况

公司此次计划通过 IPO 发行股票 4100 万，发行价格为 14.68 元，占发行后总股本 4.01 亿的 10.22%；预计募集资金净额为 5.45 亿，将全部用于投资全渠道营销网络建设、供应链体系升级和物流及分装体系升级等募投项目。

■ 盈利预测

预计公司 19-21 年实现营业收入 85.1/101.7/120.1 亿，同比+22%/20%/18%；实现归母净利润 3.6/4.4/5.3 亿，同比+19%/21%/22%；对应摊薄后 EPS 分别为 0.9/1.1/1.3 元。参考可比公司和行业均值，我们给予公司 2019 年 28-32 倍的市盈率，对应二级市场合理股价区间为 25.17-28.77 元。

■ 风险提示

原材料价格上涨、线上获客成本提升、食品安全的风险

【酒鬼酒半年报业绩预告点评：二季度业绩远超市场预期，全年利润边际改善趋势逐渐显现】

■ 业绩概述

酒鬼酒发布 2019 年半年度业绩快报，预计 2019 年上半年实现营业收入 7.09 亿元（+35.41%），归母净利润实现 1.56 亿元（+36.34%）。

■ 业绩点评

内参二季度持续发力，助推公司基本面持续向上。据我们渠道跟踪显示，内参酒二季度依然维持了良好的增长势头。内参酒销售公司总经理王哲表示，2019 年 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。据业绩快报披露，酒鬼酒预计半年报可以实现收入增速+35.41%（若拆分 Q1/Q2，19Q1 实现收入增速为+30.46%、19Q2 预计实现收入+40.49%），除内参持续发力以外，二季度酒鬼的放量也是一大重要推力。

费用投放预计环比大幅减少，推动二季度利润端环比大幅改善。据公司业绩快报，酒鬼酒预计上半年实现归母净利润+36.34%，其中 Q1 实现利润增速为+16.18%，预计 Q2 实现利润增速+60.63%。同时，若依据公司业绩快报数据，2019Q2 公司净利率为 22.99%，环比提升 2.00pct。据渠道跟踪显示，内参二季度增长态势依旧，预计占比仍在不断提升，同时酒鬼二季度进入了加库存周期（一季度主要为去库存），预计报表端酒鬼增速 Q2 大于 Q1，整体来看我们预计毛利率环比基本持稳（酒鬼毛利率略低于内参）。因此利润的环比改善主要在于销售费用率的环比下降，其中我们预计二季度广告费用投放环比有明显下降，从而有效推动二季度利润端环比明显改善。

中报业绩预告完全符合我们预期，我们前期始终强调的观点得到验证。二季度业绩虽远超市场预期，却完全在我们的预期之内，而我们前期始终强调的观点也在此得以验证：酒鬼酒一季度利润略低于预期，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。二季度利润端的表现是最强有力的说明。整体来看，在内参放量以及酒鬼外拓的推动下，全年收入端有望实现超预期增速，继续乘势而上。而下半年随着内参、酒鬼的持续放量以及广告费用的预计环比降低，利润有望持续显现，全年不改利润修复态势。

■ 盈利预测

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%，归母净利分别 2.91 亿元/3.78 亿元/4.87 亿元，同比+30.7%/+29.9%/+28.8%，对应 EPS 分别为 0.90 元/1.16 元/1.50 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 28X/22X/17X，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

二、投资建议

2.1 白酒板块——持续推荐超预期标的酒鬼酒得以验证，二季度行业收入利润预计下降幅度不大

中信白酒指数本周（7.08-7.12）下跌 1.15%。食品饮料板块下跌 1.49%，不过在行业中下跌幅度较小，充分体现食品行业的抗跌性。其中白酒略有下跌 1.15%。白酒本周略有下跌，仅次于乳业（上涨 0.56%），背后依然是稳健的基本面起支撑。本周茅台上半年经营数据披露，其中 Q2 营业总收入增长约 11.13%，归母净利润增长约 19.57%。Q2 收入略低于预期，我们预计其中有基数、确认量、回收配额等影响（详情可参见我们研报点评），不过由于三季度基数较低以及预计二季度确认量少于实际发货量原因，我们看好三季度报表端表现，从而全年业绩增长仍然值得期待。我们认为茅台 Q2 收入略低于预期并不会影响板块表现，高端白酒背后基本面仍然处于稳定向上趋势，批价均稳中有升，未见回落。从市场一致预期来看，当前已经进入白酒中报预期期，基本面验证即将开启。白酒公司股价估值是否能与基本面匹配将是当前重要关注点，建议投资者重点关注。从我们行业收入和利润跟踪来看，4-5 月份行业收入和利润增速相较 Q1 环比下降，不过整体下降幅度保持在 5pct 之内，我们认为整体风险并不大，但仍难以排除个别企业低于预期，从而影响板块短期情绪。本周我们长期大力推荐标的酒鬼酒如我们预判般实现超预期，并于周一涨停。我们认为酒鬼酒超预期表现仍未消化完毕，本周较多白酒下跌并未影响到酒鬼酒实现上涨。我们看好近期酒鬼酒表现及全年表现。

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、口子窖及二季度超预期的酒鬼酒。

核心推荐品种：

- 贵州茅台：Q2 收入略低于预期，预计主要在于茅台酒报表确认量同比增长有限以及直营发力不足。**拆分季度来看，预计 Q2 营业总收入增长约 11.13%，归母净利润增长约 19.57%。Q2 收入略低于预期，主要原因如下：1) 18Q2 营业总收入同比+45.56%，同期基数较高会对 19Q2 表现产生一定影响；2) 我们预计 Q2 报表确认发货量略小于实际发货量，据渠道调研，茅台 Q2 实际发货量大约在 7000 吨左右，而报表确认量预计为 6000 吨左右，同比增长可能有限；3) 茅台已取消超 800 家经销商，有近 6000 吨来自违规经销商的普茅配额被回收，预计上半年回收配额尚未投放；4) 据渠道跟踪，目前直营尚未明显放量，仅增加非标产品的投放。非标占比提升不仅可以拉升收入，也可以增厚利润，这也是 Q2 利润增速显著高于收入增速的主要原因。

看好三季度报表端表现，全年业绩增长无需担忧。我们看好茅台三季度表现，一方面在于同期基数较低（18Q3 收入+3.81%），给 19Q3 留下了较大的空间；另一方面，我们预计三季度报表端确认量可能会略高于实际发货量，从而使得三季度有一个较好的表现。此外，茅台在 6 月下旬启动经销商下半年打款计划。经销商前置打款可以稳定渠道价格体系，尽快回笼资金，同时还可以提前锁定全年销售目标。这将体现在半年报的预收账款中，下半年将随着产品的投放逐渐确认为收入，全年业绩增长值得期待。

- 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：内参二季度持续发力，助推公司基本面持续向上。**据我们渠道跟踪显示，内参酒二季度依然维持了良好的增长势头。内参酒销售公司总经理王哲表示，2019 年 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。据业绩快报披露，酒鬼酒预计半年报可以实现收入增速 +35.41%（若拆分 Q1/Q2，19Q1 实现收入增速为+30.46%、19Q2 预计实现收入+40.49%），除内参持续发力以外，二季度酒鬼的放量也是一大重要推力。据渠道跟踪显示，内参二季度增长态势依旧，预计占比仍在不断提升，同时酒鬼二季度进入了加库存周期（一季度主要为去库存），预计报表端酒鬼增速 Q2 大于 Q1，整体来看我们预计毛利率环比基本持稳（酒鬼毛利率略低于内参）。因此利润的环比改善主要在于销售费用率的环比下降，其中我们预计二季度广告费用投放环比有明显下降，从而有效推动二季度利润端环比明显改善。

中报业绩预告完全符合我们预期，我们前期始终强调的观点得到验证。二季度业绩虽远超市市场预期，却完全在我们的预期之内，而我们前期始终强调的观点也在此得以验证：酒鬼酒一季度利润略低于预期，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。二季度利润端的表现是最强有力的说明。整体来看，在内参放量以及酒鬼外拓的推动下，全年收入端有望实现超预期增速，继续乘势而上。而下半年随着内参、酒鬼的持续

放量以及广告费用的预计环比降低，利润有望持续显现，全年不改利润修复态势。

- **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——4、5 月行业收入利润增速下降幅度有限，部分企业 6 月有望销量转正增长

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。不过根据调研，部分企业如青岛啤酒，6 月份销量有望转正增长，叠加二季度均价提升，从而推动二季度收入的增长。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。从我们行业收入和利润跟踪来看，4-5 月份行业收入和利润增速相较 Q1 环比下降，不过整体下降幅度保持在 5pct 之内。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，1-5 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——上半年两强增速有望落于中双位数，蒙牛二季度预计超过伊利增速

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。继伊利发声声讨蒙牛冬奥会后，蒙牛未正式回应，不过通过行动回应将必然参加冬奥会。蒙牛卖出君乐宝动作背后预计将是一系列管理提升和并购动作的加速开启，因未伤及核心竞争力，因此两强竞争核心本质未改变，当前及未来仍然是收入争夺战时间。

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 6 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，本周全国第三大牧场赛科星控股股东变更为伊利旗下优然牧场，凸显上游抢奶的激烈程度，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。二季度来看，蒙牛增速环比持续上升，并预计超过伊利，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，不过不应过分乐观。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%，空运费用率同比下降约 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——二季度收入增速有望平稳向上，不过费用率预计环比上行

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，不过背后是两强费用率的环比上行来推动。二季度调味品行业竞争依然激烈。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。

- **三只松鼠：7 年成长为国内领先的休闲食品电商品牌。**三只松鼠成立于 2012 年，颠覆性的以电商为主战场，以坚果为切入点，成立仅 7 年便成为年销售额超过 70 亿的领先休闲食品电商品牌，缔造多个行业神话。公司形成了覆盖坚果、零食、果干、干果及花茶等多个门类共计超过 500 款单品的产品组合，其中坚果占据过半收入，零食收入占比达到 35%，产品结构不断多元化。公司创新性的打造“三只松鼠”IP，赋予品牌形象丰富人格，建立“以客户为客人”的核心价值观，提升购物满意度和品牌忠诚度。公司 2018 年实现营业收入 70.01 亿，同比+26.05%，归母净利润 3.04 亿，同比+0.61%，大力发展毛利率较低的零食品类使得公司收入规模持续扩大而利润增长较慢，但零食品类规模效应下盈利能力有望持续提升。公司 2019 Q1 实现营业收入 28.68 亿，归母净利润 2.49 亿，业绩持续增长。

重度垂直的全产业链模式掌握主动权，线上王者打造一站式购物体验：公司通过核心环节自主控制、非核心环节外包的模式缩短供应链流程，提高周转效率。公司深度参与了从原材料采购到终端配送的多个环节，构建了重度垂直的全产业链模式，开创性的与产业链各环节共建了“互联网新农业生态圈”，提升效率的同时增强上下游掌控力和议价能力。公司以电商模式为核心，逐步打造了“电商渠道+自营 APP+线下体验店+大客户团购”的全渠道营销模式。线上贡献公司近 90% 的收入，全渠道累计购买用户超过 9000 万。公司是线上绝对的互联网第一休闲食品品牌；线下通过开设体验店的方式打造与消费者“零距离”的品牌及产品体验中心，线下投食店已超过 53 家；团购服务已服务超千家的企业客户，线上线下联动的立体销售网络不断完善。

三、上周公告精选与行业要闻

3.1 公告精选

【酒鬼酒-业绩快报】公司上半年营收同比增长 35.41%至 7.09 亿元，归母净利润同比增长 36.34%至 1.56 亿元，收入增长主要系公司内参酒及酒鬼酒系列产品销售收入增长所致。

【华统股份-业绩预告】公司上半年预计实现归母净利润 7300.63 万元-8030.69 万元，同比增长 0%-10%。

【中炬高新-管理层变动】公司第九届董事会决议免去彭海泓和张晓虹的副总经理职务。

【涪陵榨菜-对外投资】公司披露本次购理财产品的金额为 6.4 亿元，占公司最近一期经审计合并净资产的 25.90%。

【金种子酒-土地补偿】公司收到土地征收补偿余款 2170 万元，截止目前，公司土地征收补偿款 9870 万元已全部收到。

【青海春天-吸收合并】公司整体吸收合并全资子公司春天药用，合并完成后，青海春天继续存续，春天药用将被注销。

【双汇发展-吸收合并】证监会并购重组委定于 7 月 11 日审核公司吸收合并河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司暨关联交易事项，公司股票自 7 月 11 日上午开市起停牌。

【克明面业-股份解押】本次解除质押后，公司控股股东克明食品集团剩余所持公司股份累计质押 0.64 亿股，占公司股份总数的 19.33%。

【伊利股份-股份回购】截至 7 月 9 日，公司已累计回购股份 1.31 亿股，占公司总股本的比例为 2.1443%。

【得利斯-业绩预告】2019 年上半年公司预计实现归母净利润 218.51 万元 - 247.64 万元，同比增长 50%-70%。

【克明面业-股份回购】公司拟用自有资金或自筹资金回购公司股份，计划回购金额为 1-2 亿元人民币，回购价格不超过人民币 13 元/股。

【双汇发展-复牌】7 月 11 日，公司吸收合并双汇实业集团暨关联交易事项获得证监会并购重组委有条件通过，公司股票将在 7 月 12 日上午开市起复牌。

【贵州茅台-业绩快报】上半年，公司实现营业总收入 412 亿元、同比增长 16.9%，归母净利润 199 亿元、同比增长 26.2%。

【桃李面包-可转债】7 月 12 日，中国证监会发审委审核通过了公司公开发行可转换公司债券的申请。

【贝因美-业绩预告】上半年由于主要原材料价格上涨及非经常性收益较上年同期大幅下降，致使公司利润同比相应下降，预计亏损 1.1 亿至 1.5 亿元。

3.2 行业要闻

■ 酒类及饮料：

今日起，泸州老窖 43 度、46 度国窖 1573，以及 50ml、100ml、750ml 等规格国窖 1573 停货全部停货，上半年 300 万以下的区域取消投放，300 万以上区域按照每 500 毫升大致上涨 150 元，其它规格按同等比例上调。（微酒）

7 月 5 日，中国酒业协会对《中国酒类企业社会责任指南》（征求意见稿）团体标准公开征求意见，意见征求时间截至 7 月 12 日。（云酒头条）

今日 A 股白酒大面积飘红，酒鬼酒于 10:30 左右率先涨停，达到 27.56 元/股。（微酒）

茅台葡萄酒 2019 年上半年含税销售收入同比增长 80.93%至 1.15 亿元，净利润同比增长 361.54%至 1080 万元，顺利实现时间任务“双过半”。（酒业家）

7 月 8 日起，习酒窖藏 1988 等产品出厂价在原有价格基础上单瓶（坛）上涨 20 元-200 元不等。（云酒头条）

2019 年 1-5 月，全国规模以上酿酒企业数量为 2121 家，累计营收同比增长 6.0%达 3485.2 亿元；利润总额同比增长 20.2%达 682.1 亿元。（微酒）

7 月 10 日，贵州省人民政府同意推荐李静仁为茅台集团有限责任公司总经理人选，建议李保芳不再担任茅台集团有限责任公司总经理职务。（云酒头条）

五粮液依据后台异常数据，对违约违规行为进行高效研判并作出相应处罚，公司联合督导组于 7 月 5 日、8 日和 11 日对违规商家相继下发了 7 份处罚通报。（酒说）

■ 其他：

蒙牛拟发债券，所得款项拟用于为公司现有贷款进行再融资、以及日后潜在收购、一般流动资金需求、财务成本及未来股息分派安排。（乳业资讯网）

在 Brand Finance 发布的“2019 年度全球最有价值食品品牌 50 强”排行榜中，伊利连续两年稳居全球 TOP3，同时在“2019 全球乳品品牌榜”中，伊利斩获乳品品牌价值全球第二。（食品板）

好想你发布一份投资者关系活动记录表显示，百草味已经顺利达成了对赌要求的业绩目标。进入 2019 年，“好百融合”将会继续深入进行。（食品板）

近期，伊利推出了一款咖啡饮品——圣瑞思，标志着伊利正式进军咖啡领域。目前，新品已在京东和天猫上架，单瓶价格约 7 元。（食业家）

三只松鼠（股票代码：300783）今日正式在深交所创业板上市，首日股价上涨 44.01%，收报 21.14 元，总市值达 84.77 亿元。（食品板）

华彬快消品今日发布 2019 年中报，全品销售额突破 150.3 亿元，纳税 18.9 亿元，业绩再创新高，其中红牛销售 138.9 亿元。（食业家）

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	业绩披露
7-15	绝味食品	召开临时股东大会	
7-15	龙大肉食	召开临时股东大会	
7-15	妙可蓝多	召开临时股东大会	
7-16	星湖科技	召开临时股东大会	
7-16	西王食品	(红股上市)	
7-18	贵州茅台		预计披露中报

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，不作为或被视作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