

食品饮料

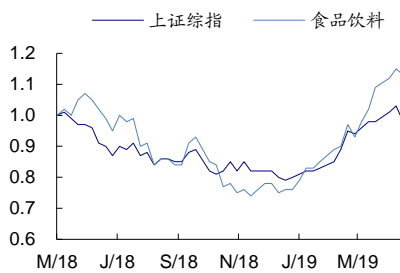
月度观点

超配

(维持评级)

2019年07月15日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《月度观点: 4月投资策略: 茅台迎开门红, 关注Q1业绩前瞻》——2019-04-09
 《啤酒行业深度报告: 量稳价增利好显现, 空间广阔向阳而生》——2019-04-03
 《月度观点: 3月投资策略: 关注外资流入, 期待春糖反馈》——2019-03-11
 《专题报告: 理性升级, 智慧转型——2018线上餐饮消费白皮书》——2019-03-06
 《月度观点: 2月投资策略暨2018年年报前瞻: 北上资金推动, 春节行情持续演绎》——2019-02-13

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
 E-MAIL: guoweil@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

行业专题

7月投资策略: 龙头表现稳健, 关注业绩中报兑现

● 白酒维持较高景气, 食品龙头稳中有升

白酒 Q2 景气向上, 关注业绩中报兑现。白酒方面, 行业持续保持较高景气, 2019年1-5月规模以上酿酒企业营业收入3485.2亿元同比增长6.0%; 利润总额682.1亿元同比增长20.2%, 呈现量价齐升积极势头。名优白酒企业通过产品结构和营销体系改革升级、渠道控盘提价, Q2动销情况超越常规淡季, 五粮液、洋河、汾酒纷纷上调价格, 老窖亦分产品结构提价紧跟脚步。茅台二季度业绩预告增速环比放缓, 预计受去年同期高基数、渠道调整期确认节奏波动影响, 建议结合中报实际业绩及预收款情况判断。茅五双龙头拉升价格区间势能, 老窖及其他次高端白酒仍有望持续受益, 次高端白酒虽增速自高位回稳, 但产品升级和区域布局上仍积极匹配市场需求。近期白酒板块行情积极, 估值修复明显但未过度高估, 持续看好板块确定性和长期价值。

大众品龙头优势明显, 业绩改善可能性大。乳品方面, 原奶价格持续小幅上涨, 龙头加大收奶量突显优势, 收割小品牌进一步提高市场份额, 伊利Q2预计收入端保持良好增长, 安慕希、金典等核心品牌新品推广及动销表现积极, 费用预计较去年同期高点回落, 业绩环比改善可能性高。啤酒Q2整体行业销量增速放慢, 但龙头产品结构升级带来价格体系稳定上扬依然稳定, 关厂改善产能效率、控费降税利好有望逐渐释放。保健品龙头汤臣倍健预计Q2利润受费用加大及LSG亏损影响增速回落, 但行业清理下龙头市场份额仍稳步提升, “618”活动收入靓丽, 大单品销售依旧积极; 安井产能投放稳健, 针对成本上涨有望提价转移压力, 冻品先生立足餐饮、开拓轻重资产协调运营思路, 有望扩增品类弥补市场空白, 长期保持较强竞争优势; 安琪产能限产因素逐渐优化, 衍生品增速积极, Q2业绩环比改善确定性强, 近期公告俞董事长退休辞职后公司将尽快进行董事长增补及变更工作, 交接转换期预计公司经营仍将保持稳定。

● 投资建议

6月上证综指上涨2.8%, 沪深300上涨5.2%, 食品饮料板块上涨10.3%, 跑赢大盘5pcts。食品饮料各子板块中, 白酒上涨13.4%涨幅领衔, 啤酒上涨2.2%, 肉制品上涨1.3%, 乳制品上涨9.9%, 调味品上涨6.2%, 其他食品上涨2.8%, 软饮下降7.5%, 葡萄酒上涨9.7%。6月重点推荐组合涨跌幅回顾: 泸州老窖(+14.44%)、贵州茅台(+12.20%)、五粮液(+18.53%)、伊利股份(+11.33%)、重庆啤酒(+7.34%)、青岛啤酒(+2.72%)、绝味食品(+13.54%)、汤臣倍健(-1.02%)、千禾味业(+35.01%)。6月我们重点推荐: 泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

风险提示: 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	买入	986.09	12,387	33.56	38.82	29.4	25.4
000858	五粮液	买入	125.58	4,875	4.35	5.28	28.9	23.8
000568	泸州老窖	买入	88.45	1,296	3.14	3.98	28.2	22.2
603369	今世缘	买入	28.84	362	1.15	1.45	25.1	19.9
600887	伊利股份	买入	33.83	2,063	1.25	1.48	27.1	22.9
300146	汤臣倍健	买入	19.42	285	0.91	1.15	21.3	16.9
603517	绝味食品	买入	36.90	212	1.34	1.61	27.5	22.9
600132	重庆啤酒	买入	42.94	208	1.01	1.18	42.5	36.4
603027	千禾味业	买入	22.19	102	0.50	0.64	44.4	34.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

行业观点.....	4
中报业绩前瞻：白酒景气持续，大众品龙头稳健.....	4
热点聚焦.....	6
日本贸易战启示录.....	6
公司动态.....	8
数据追踪.....	10
阿里线上数据：受益 618，销售增速回暖.....	10
产销量：啤酒产量环比下跌，乳制品库存回升.....	12
零售价：52 度五粮液、乳制品价格提升.....	13
成本：白糖、糖蜜环增、生鲜乳、生猪、进口大麦同比提升，包材同比下降.....	15
投资建议.....	17
风险提示.....	18
国信证券投资评级.....	19
分析师承诺.....	19
风险提示.....	19
证券投资咨询业务的说明.....	19

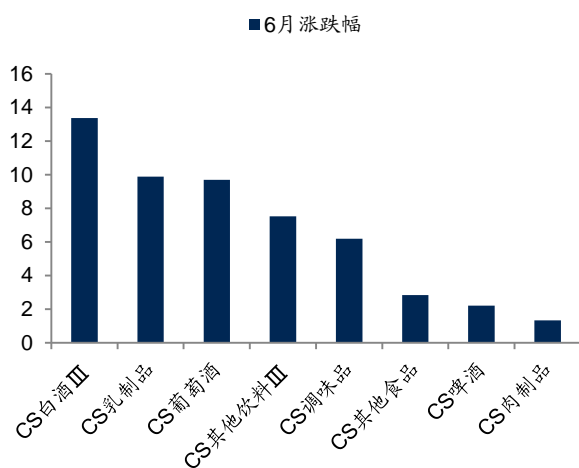
图表目录

图 1: 6 月行业分版块涨跌幅	4
图 2: 食品饮料行业分版块 PE	4
图 3: 日经 225 指数贸易战期间波动较明显	7
图 4: 贸易战影响期间食品饮料销售额保持增长	7
图 5: 日经 225 一级行业市值占比变化	8
图 6: 龟甲万股价贸易战相对受益跑赢大盘	8
图 7: 保健食品行业全网销售额及变化	11
图 8: 保健食品行业全网销量及销售均价	11
图 9: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额	11
图 10: 休闲食品行业全网销售额 (元)	12
图 11: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)	12
图 12: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额	12
图 13: 白酒京东价格变化	13
图 14: 啤酒一号店价格变化	13
图 15: 红酒价格指数变化	14
图 16: 牛奶零售价变化	14
图 17: 酸奶零售价变化	14
图 18: 婴幼儿奶粉变化	14
图 19: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)	15
图 20: 南宁糖蜜价格 (元/吨)	15
图 21: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)	15
图 22: 生鲜乳均价 (元/公斤) 及 yoy (%)	15
图 23: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)	15
图 24: 大豆现货价格走势 (元/吨)	15
图 25: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	16
图 26: 鸭苗价格走势	16
图 27: 中国玻璃价格指数走势	16
图 28: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	16
表 1: 6 月板块涨跌幅榜	4
表 2: 重点公司中报业绩预览	6
表 3: 7-8 月重点食品饮料公司中报预计披露日期	10
表 4: 各行业产量最新数据	13
表 5: 各行业库存及销量最新数据	13
表 6: 策略组合收益情况一览	17
表 7: 食品饮料行业重点推荐公司估值表	18

行业观点

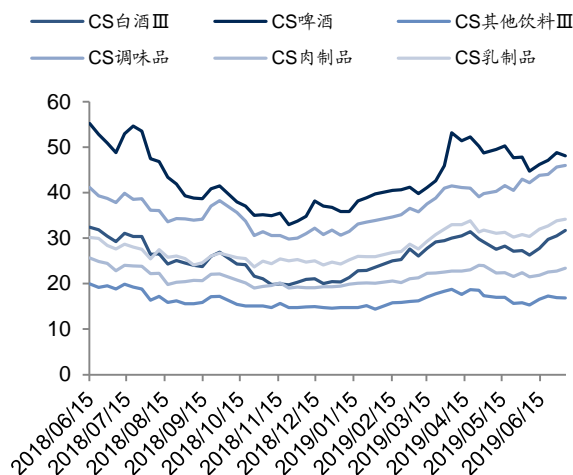
市场回顾: 6月上证综指上涨2.8%，沪深300上涨5.2%，食品饮料板块上涨10.3%，跑赢大盘5pcts。食品饮料板块中，白酒上涨13.4%涨幅领衔，啤酒上涨2.2%，肉制品上涨1.3%，乳制品上涨9.9%，调味品上涨6.2%，其他食品上涨2.8%，软饮下降7.5%，葡萄酒上涨9.7%。从估值来看，截止7月5日，上证综指动态PE12.6x，沪深300动态PE12.4x，食品饮料板块32.5x，分版块估值：白酒31.7x，啤酒48.1x，乳制品34.2x，调味品46.0x，肉制品23.4x，软饮16.8x，其他食品33.5x。

图1：6月行业分版块涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2：食品饮料行业分版块PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看，6月食品饮料板块个股涨幅前五名是千禾味业、双塔食品、ST莲花、恒顺醋业、妙可蓝多，跌幅前五名是黑芝麻、有友食品、加加食品、晨光生物、金字火腿。

表1：6月板块涨跌幅榜

个股涨幅前十		个股跌幅前十	
千禾味业	35.01	得利斯	-5.92
双塔食品	27.41	广弘控股	-7.43
*ST莲花	26.43	湖南盐业	-8.02
恒顺醋业	26.25	百洋股份	-11.07
妙可蓝多	23.53	中宠股份	-11.39
山西汾酒	22.17	金字火腿	-11.97
星湖科技	20.45	晨光生物	-12.75
五粮液	18.53	加加食品	-14.22
皇氏集团	16.82	有友食品	-16.76
通葡股份	16.53	黑芝麻	-19.55

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中报业绩前瞻：白酒景气持续，大众品龙头稳健

行业 Q2 景气向上，名酒业绩确定性较强。白酒方面，今年 Q1、Q2 季度行业持续保持较高景气，工信部消费品工业司数据显示，2019 年 1-5 月全国规模以上酿酒企业数量为 2121 家，营业收入累计达到 3485.2 亿元，同比增长 6.0%；利润总额累计达到 682.1 亿元，同比增长 20.2%，呈现量价齐升的积极势头，产量端 2019 年 1-5 月累计产量达到 326.0 万千升，同比增长 0.4%。调研显示，名优白酒企业通过产品结构和营销体系改革升级、渠道控盘提价，Q2 动销情况

超越常规淡季期，其中五粮液、洋河、汾酒纷纷上调价格，老窖亦分产品结构性提价紧跟五粮液脚步，目前飞天价格自6月中下旬保芳书记讲话后上涨势头有所减缓，但各地货源紧张批价仍在2050元左右，H1投放量预计超1.4万吨，公司披露H1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%，即单Q2实现总收入187亿元同增约11%，归母净利润86.8亿元同增约20%，增速环比Q1有所回落，二季度报表增速低于市场预期，市场前期认为确认节奏也将相应加快，预计Q2报表增速回落受去年同期报表高基数、确认节奏调整和近期部分经销商退款影响，在渠道整顿与公司管理层更替期间报表增速有所波动，建议结合中报实际业绩及预收款情况判断。五粮液今年以来持续改革，从产品升级到系列酒整合，加快强化品牌故事宣传，多地开展第八代推荐品鉴活动，整体成效显著，渠道价格体系立稳向上，目前批价上涨至910-920元左右，第八代出货价达959元，渠道库存偏低，预计Q2在量价带动下业绩确定性高。茅五双龙头拉升价格区间势能，老窖及其他次高端白酒仍有望持续受益，次高端白酒虽增速自高位回稳，但产品升级和区域布局上仍积极匹配市场需求。近期白酒板块行情积极，估值修复明显但未过度高估，7月以来陆续进入中秋行情和中报业绩兑现期，看好板块确定性和长期价值，建议配置茅台、五粮液、泸州老窖、今世缘等，同时积极关注山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、口子窖、酒鬼酒和顺鑫农业等。

大众品龙头业绩稳健优势依然明显。乳品方面，原奶价格持续小幅上涨，龙头加大收奶量突显优势，收割小品牌进一步提高市场份额，伊利Q2预计收入端保持良好增长，安慕希、金典等核心品牌新品推广及动销表现积极，费用预计较去年同期高点回落，业绩环比改善可能性高，份额导向下市场投入仍将维持较高水平。调味品方面，行业需求仍较刚性，龙头海天各品类动销良好、渠道库存掌控健康，千禾零添加产品保持高速增长，Q2消除焦糖色同比口径影响预计业绩表现积极。啤酒方面，Q2整体行业销量增速放慢，但产品结构升级带来价格体系稳定上扬依然稳定，关厂改善产能效率、控费降税利好有望逐渐释放，近期百威亚太在港IPO暂停或因市场对公司债务偏高及偿付压力担忧，建议关注龙头业绩兑现及区域格局优化进程。其他食品方面，汤臣倍健预计Q2利润受费用加大及LSG亏损影响增速回落，线上增速亦有所放缓，但行业清理下龙头市场份额仍稳步提升，“618”活动收入靓丽，大单品销售依旧积极，公司成长路径清晰看好业绩空间；安井产能投放稳健，针对成本上涨有望提价转移压力，冻品先生立足餐饮、开拓轻重资产协调运营思路，有望扩增品类弥补市场空白；安琪产能限产因素逐渐优化，衍生品增速积极，Q2业绩环比改善确定性强，近期公告俞董事长退休辞职后公司将尽快进行董事长增补及变更工作，交接转换期预计公司经营仍将保持稳定。

表 2: 重点公司中报业绩预览

白酒	2019Q2 收入增速	2019Q2 利润增速	2019H1 收入增速	2019H1 利润增速
贵州茅台	11%	20%	17%	26%
五粮液	25%-30%	30%-35%	25%-30%	30%-35%
泸州老窖	20%-25%	30%-35%	20%-25%	35%-40%
山西汾酒	20%-25%	20%-25%	20%-25%	20%-25%
水井坊	20%-25%	30%-35%	20%-25%	35%-40%
洋河股份	10%-15%	15%-20%	10%-15%	15%-20%
今世缘	25%-30%	20%-25%	28%-32%	24%-26%
酒鬼酒	40%	61%	35%	36%
古井贡酒	20%-22%	23%-24%	32%-33%	30%-31%
大众品				
海天味业	15%-18%	20-23%	15-18%	20-23%
伊利股份	15%-20%	15%-20%	15%-20%	10%-15%
汤臣倍健	25%-30%	10%-15%	30%-35%	20%-25%
安琪酵母	15%-20%	10%-15%	10%-15%	0%-5%
恒顺醋业	10%-15%	15%-20%	10%-15%	15%-20%
安井食品	15%-20%	15%-20%	15%-20%	15%-20%
千禾味业	20%-25%	40%-50%	20%-25%	25%-30%
重庆啤酒	0%-5%	10%-15%	0-5%	10%-15%
青岛啤酒	0%-5%	5%-10%	5%-10%	10%-15%
绝味食品	15%-20%	15%-20%	15%-20%	15%-20%
好想你	15%-20%	扭亏	10%-15%	15%-20%
桃李面包	15%-20%	10%-15%	15%-20%	10%-15%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理, 其中贵州茅台, 汤臣倍健、酒鬼酒已披露业绩快报或业绩区间

热点聚焦

日本贸易战启示录

中美贸易战升级, 不确定性下食品饮料成为较好的避风港。从宏观经济背景来看, 市场不确定性和避险情绪由于 5 月以来再趋紧张的中美贸易战影响再度攀升, 双边摩擦的升级加大市场波动, 对相关企业后续盈利情况产生更大的不确定性, 这个时点下资金更倾向于寻找具有一定盈利稳定性以及行业供需整体比较稳定的板块进行配置, 食品饮料行业必选消费的防御属性以及历史上较高的盈利稳定性, 成为资金很好的避风港。在当前局势下, 为了更好地理解中美贸易战对资本市场的影响以及更好掌握在这个阶段的市场规律, 我们尝试通过借鉴分析历史上日本与美国在贸易战期间及随后的市场表现, 为当下投资决策提供参考。

1980s-1990s 日美贸易战迎来最激烈的阶段, 随后日本泡沫破裂。广义来说, 日本与美国的贸易战从上世纪 1960s 延续到 90s 年代, 其中涵盖的行业范围较广, 包括了 60 年代的纺织品行业、70 年代的钢铁及家电行业以及 80 年代的汽车及电子行业, 但其中最为激烈的当属 1985 年广场协议后的阶段, 日本开始了举债式的公共投资, 当时日元升值导致贸易顺差减少, 经济通胀双双下行, 为了提振内需对冲贸易战, 日本采取了宽松货币政策和积极财政政策, 1989 年后日本短时间内连续 5 次加息, 进而推动了股票市场和楼市的过热投机, 泡沫随之破裂。

首先从市场表现来看, 必选消费行业防御属性较强。泡沫形成阶段 1985-1990 日经指数从 15000 点增长至 37000 点, 泡沫破灭后的 1990 年-1991 年期间, 日经指数从 37000 跌至 22000 点, 跌幅达 41%。从子行业来看, 1990 年-1991 年日经指数下跌期间, 消费品类中的医药、食品饮料表现显著优于日经指数,

其中食品饮料行业指数跌幅为 35%，市场排名第 5，仅次于金融(-29%)、医药(-31%)、建筑(-31%)、银行(-33%)，必选消费行业体现较强的抗跌防御属性。

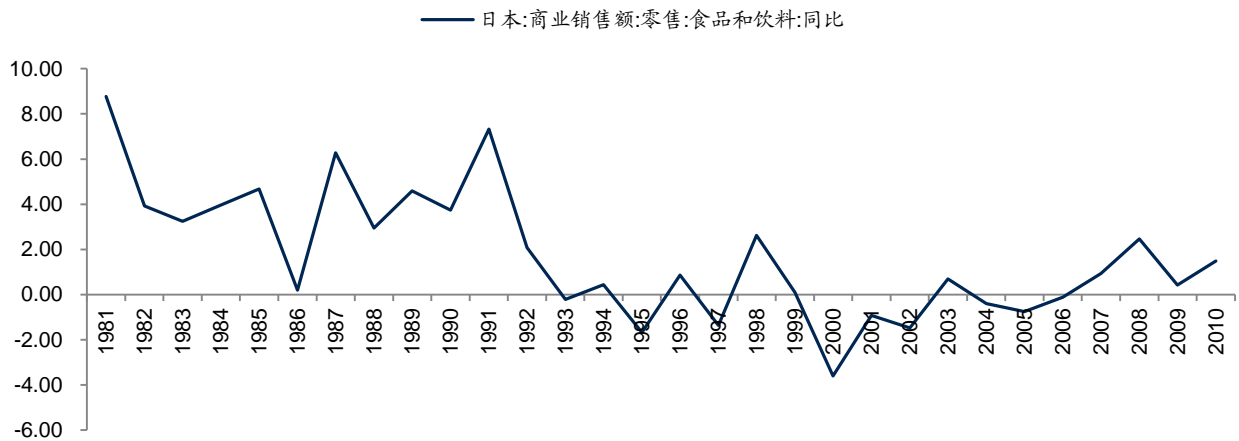
图 3: 日经 225 指数贸易战期间波动较明显



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

从子行业基本面来看，虽然外部环境及经济压力加剧，外贸受挫，国内投资增加对消费有所挤出，但食品饮料零售销售额在市场波动最剧烈的阶段依然保持了 4-6% 的增长，90 年代市场剧烈波动的背景下食品饮料支出占家庭总支出比例稳定保持约 25%。尽管在随后的十年食品饮料增速有所放缓，日本的消费结构和习惯迎来了健康化、品牌化、便捷化的升级过程，但从贸易战导致市场波动最明显的阶段来看，必选消费行业的刚性需求特征显露无疑，食品饮料行业整体显现了很强的韧性。

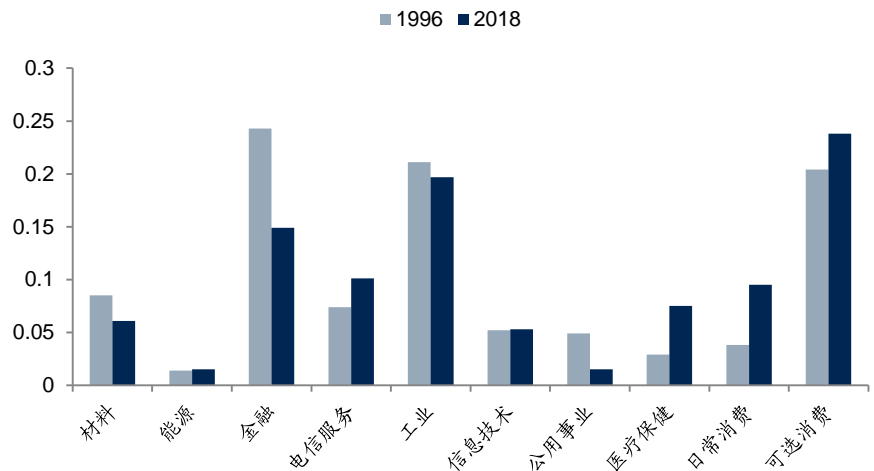
图 4: 贸易战影响期间食品饮料销售额保持增长



资料来源: 日本财务省, 国信证券经济研究所整理

必选消费及医疗保健随后市值占比提升。从贸易战随后的市场表现来分析，日经 225 指数一级行业结构变迁过程显示，自 1996 至 2018 年的 22 年间，金融、工业、基础材料行业的市值占比下降，其中金融行业的占比下降最快，从 24.3% 下降至 14.9%。消费服务（必选消费）、消费产品（可选消费）、医疗保健市值占比提升，其中消费服务（必选消费）和医疗保健行业的占比提升最快，分别提升 5.7pcts、4.6pcts 至 9.5%、7.5%。

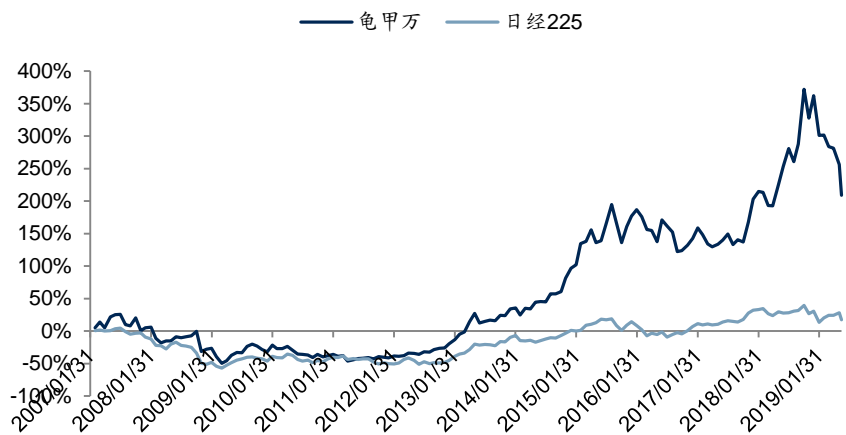
图 5: 日经 225 一级行业市值占比变化



资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理

从重点公司来看,贸易战期间调味品龙头龟甲万的股价较日经指数要更为坚挺,且随着时间推进不断跑赢指数。1980年-1999年期间,食品加工分类中冷冻食品、软饮、调味品销售额分别增长 210%、180%、65%,引领了行业的增长,把握住机遇的优秀企业如啤酒行业的麒麟及朝日、调味品行业龟甲万及味之素、饮料业明治等获得迅速增长,截止 2018 年,上述 5 家企业市值均破万亿日元。从消费龙头分布行业看,汽车、零售和食品饮料等行业涌现龙头更多,消费升级过程中,上述行业逐渐集中化、品牌化延伸,龙头资源聚集效应明显,更容易快速成长为明星企业,如调味品行业的龟甲万正突破了本国行业经济放缓期,实现了稳定的成长。

图 6: 龟甲万股价贸易战后相对受益跑赢大盘



资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

公司动态

近期我们召开中期策略会并对重点公司进行调研跟踪,结合重点公司陆续披露季报,对此我们跟踪如下:

贵州茅台：公司近期披露中报预告，2019年上半年实现营业总收入412亿元、同比增长16.9%，归母净利润199亿元、同比增长26.2%，期间茅台酒基酒产量3.44万吨、系列酒基酒产量1.09万吨。市场前期认为确认节奏也将相应加快，预计Q2报表增速回落受去年同期报表高基数、确认节奏调整和近期部分经销商退款影响，在渠道整顿与公司管理层更替期间报表增速有所波动，建议结合中报实际业绩及预收款情况判断。渠道调研显示茅台的需求当前飞天批价普遍在2050-2100元左右，从4、5月来看发货同比有所增加，淡季不淡，6月保芳书记讲话后批价渐稳，而7月以来货源紧俏，中秋行情提前启动，发货量渐入旺季，根据讲话6月底销量要超过1.4万吨，7月额度提前执行，Q2实际发货量预计超7000吨同比增长30%，下半年按计划茅台酒的投放量约1.8万吨，预计市场仍将维持供应紧缺状态，即使放量增加、批价回调幅度亦较为有限。

五粮液：当前五粮液“1+3”产品系列的价格整体都在向上移。第七代经典五粮液已经停产，供货价调整为969，第七代经典五粮液收藏版限量投放，供货价调整为999，第八代经典五粮液6月供货价为959。目前公司已经在经销商、终端、消费者层面做了大量沟通、铺垫工作，经销商普遍认可889左右出厂价，市场批价提升至910-920元。品牌清理节奏不会停止，当前的阶段目标是把品牌清理到45个左右，条码数350个左右。终端层面，专卖店核心工作是扫盲区域和技术赋能，择优筛选经销商，KA商超构建平台优化考核维度。五粮液今年以来持续改革，从产品升级到系列酒整合，加快强化品牌故事宣传，多地开展第八代推荐品鉴活动，整体成效显著，渠道价格体系立稳向上，目前批价上涨至910-920元左右，第八代出货价达959元，渠道库存偏低，预计Q2在量价带动下业绩确定性高。

重庆啤酒：近期国际品牌换装升级，强化“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品组合，打造嘉士伯、乐堡、K1664、重庆纯生等中高端产品持续增长，餐饮渠道铺市率提高。重啤委托加工2018年有14-15万吨，2019年预计是18万吨，二季度阴雨天气较多对啤酒销量有一定影响。调研反映今年上半年8元以上产品占比还在提升，重庆推出8元醇麦市场反馈积极，原来6元的重庆国宾占50%，计划未来几年用8元重庆醇麦逐渐替换国宾实现产品升级。

安井食品：公司反映近期产能建设和投放进度稳定，整体动销及库存保持良性，成本端去年年底开始全部采用进口猪肉，最近农业部也表示猪瘟已有阶段成果，但还是任重道远，公司成本19年预计仍有一些压力，但公司将安全性放在比成本更重要的位置上，会利用产品配方调整和提价降促销等方式转移肉类成本上涨压力。安井龙头地位还比较明显，具备控盘能力。公司聚焦餐饮，三剑合璧（火锅料、面点、菜肴）发展餐饮渠道，冻品先生是立足餐饮，打造爆品，做冻品先生也可以提升品类的丰富性，并且降低试错成本。冻品先生给餐厅配餐，做联合供应，通过这些产品的推出弥补市场空白。

汤臣倍健：公司已发布中报预告，预计上半年归母净利润为7.75亿元-9.16亿元，同比增长10%-30%，单Q2增速回落，预计受费用加大及并购LSG亏损影响。线上数据显示汤臣倍健2019年6月销售额1.43亿同增9.2%，在行业整体景气度恢复带动下增速环比5月有明显改善，从H1表现整体看，H1汤臣增长8.2%，高于行业平均，但短期受电商法及电商红利消退等影响，但行业清理下龙头市场份额仍稳步提升，“618”活动收入靓丽，大单品销售依旧积极，公司成长路径清晰看好业绩空间。

酒鬼酒：公司发布2019年半年度业绩快报，预计2019年上半年公司营收7.09亿（+35.41%），归母净利润1.56亿（+36.34%）。根据业绩快报，我们算出19Q2营收为3.63亿（+40.7%），归母净利润为0.83亿（+59.6%）。环比19Q1营收30.46%、归母净利润16.18%，同比18Q2营收36.6%，归母净利润13.55%，环比同比都呈现出收入和利润双加速增长态势。我们认为有以下几个原因：第一，二季度广告费用投放较一四季度有所下降；第二，19年上半年

公司内参销量基本超过 18 年全年的销量 200 吨；第三，19Q1 品鉴会、赠酒、广告费用等品牌营销投入过多影响内参净利率，二季度内参净利率环比一季度有所改善；第四，推测渠道端从过去贸易型销售向直控终端转型在二季度初步成效；第五，产品结构不断优化，二季度酒鬼系列占比环比一季度有所提升。

7-8 月进入中报披露期，重点食品饮料板块公司中报预计披露日期如下表。

表 3：7-8 月重点食品饮料公司中报预计披露日期

证券代码	证券名称	中报预计披露日期	证券代码	证券名称	中报预计披露日期
600519.SH	贵州茅台	20190718	603156.SH	养元饮品	20190826
600779.SH	水井坊	20190723	002891.SZ	中宠股份	20190826
002568.SZ	百润股份	20190725	600702.SH	舍得酒业	20190827
002507.SZ	涪陵榨菜	20190731	600305.SH	恒顺醋业	20190827
300146.SZ	汤臣倍健	20190731	600809.SH	山西汾酒	20190827
603369.SH	今世缘	20190731	603866.SH	桃李面包	20190827
603317.SH	天味食品	20190805	603027.SH	千禾味业	20190827
002661.SZ	克明面业	20190806	600197.SH	伊力特	20190828
603345.SH	安井食品	20190806	002946.SZ	新乳业	20190828
000848.SZ	承德露露	20190808	603589.SH	口子窖	20190828
600298.SH	安琪酵母	20190810	600429.SH	三元股份	20190828
002847.SZ	盐津铺子	20190812	603517.SH	绝味食品	20190828
000895.SZ	双汇发展	20190814	002570.SZ	贝因美	20190829
603288.SH	海天味业	20190815	000568.SZ	泸州老窖	20190829
002557.SZ	洽洽食品	20190816	603777.SH	来伊份	20190829
000799.SZ	酒鬼酒	20190821	603886.SH	元祖股份	20190829
002582.SZ	好想你	20190822	600882.SH	妙可蓝多	20190830
002461.SZ	珠江啤酒	20190822	600887.SH	伊利股份	20190830
002216.SZ	三全食品	20190822	600600.SH	青岛啤酒	20190830
603711.SH	香飘飘	20190823	600559.SH	老白干酒	20190830
600872.SH	中炬高新	20190823	600597.SH	光明乳业	20190830
002695.SZ	煌上煌	20190824	000858.SZ	五粮液	20190831
600419.SH	天润乳业	20190824	002304.SZ	洋河股份	20190831
600132.SH	重庆啤酒	20190824	000639.SZ	西王食品	20190831
000860.SZ	顺鑫农业	20190824	000729.SZ	燕京啤酒	20190831
000596.SZ	古井贡酒	20190826			

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

数据追踪

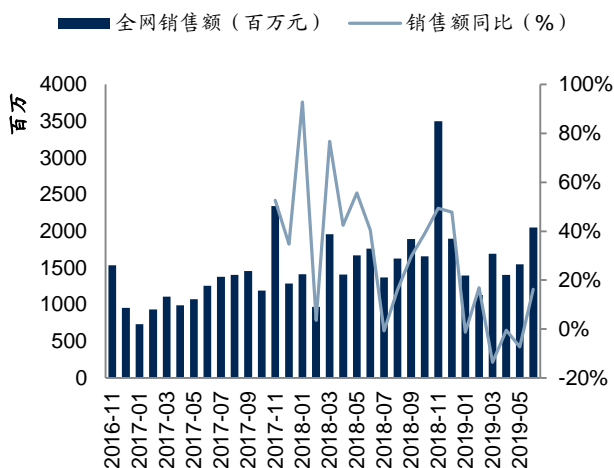
阿里线上数据：受益 618，销售增速回暖

各行业 2019 年 6 月销售受 618 消费带动环比增速明显，同比增长较 5 月有一定程度回暖，其中乳品、酒类、休闲食品等行业销售保持较快增长，保健品增速回升明显，调味品高基数下增速有所回落。量价来看，酒类、乳品、休闲食品、酱油均呈现量价齐升态势，保健品、奶粉、调味品以价增为主，酒类、纯奶和酸奶由销量增长拉动更明显。

保健食品：价格带动增长，品牌龙头增速恢复

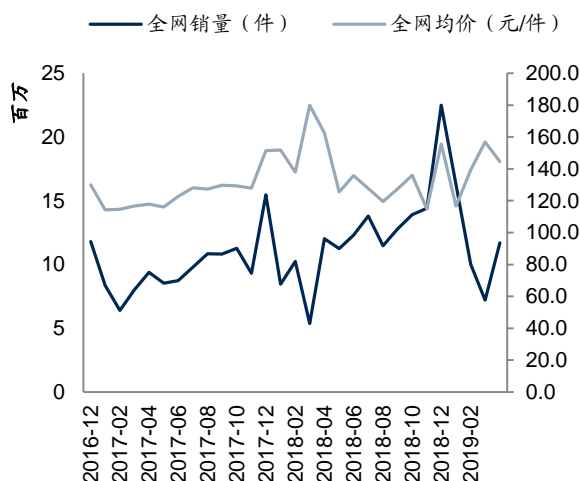
行业整体：保健品行业 2019 年 6 月销售额 20.49 亿元，同比上涨 16.2%，较 5 月扩增 23pcts，受 618 节庆消费刺激销售情况有明显好转。6 月销量持平，均价 16%。上半年行业销售额 92.2 亿元同增 0.4%。

图 7: 保健食品行业全网销售额及变化



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

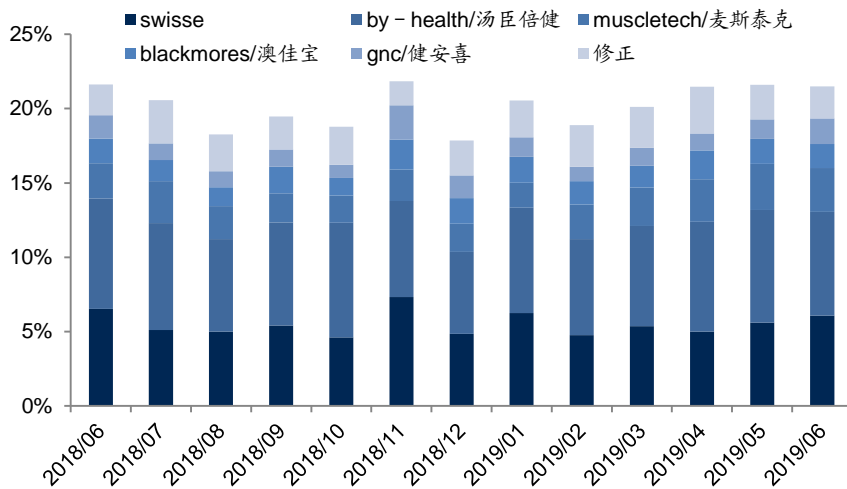
图 8: 保健食品行业全网销量及销售均价



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

分品牌份额: 汤臣倍健 2019 年 6 月销售额 1.43 亿同增 9.2%，在行业整体景气度恢复带动下增速环比 5 月有明显改善, 6 月市场份额占比 7.0%同减 0.4pct; Swisse6 月销售额 1.24 亿同增 8.1%，占比 6.1%同减 0.4pct; Musletech6 月销售额 0.60 亿同增 45%，占比 2.9%同增 0.5pct。从 H1 和 Q2 表现整体看, H1 汤臣和 SWISSE 分别增长 8.2%/0.8%，Q2 汤臣和 SWISSE 分别增长 0.8%/-5.4%，其中二季度有不同程度放缓。

图 9: 保健食品行业重点品牌线上销售份额

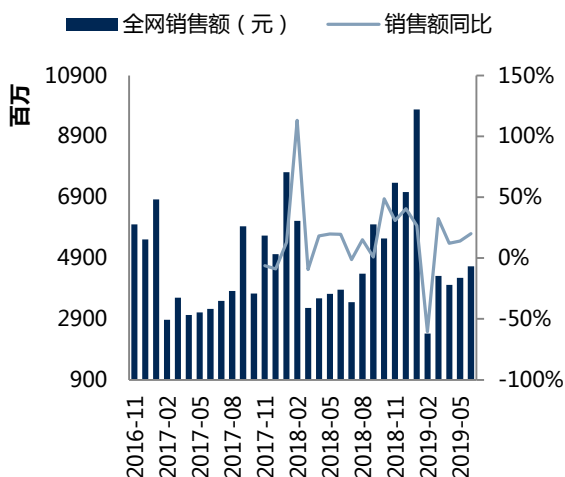


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

休闲食品: 618 促量价齐升, 三只松鼠表现亮眼

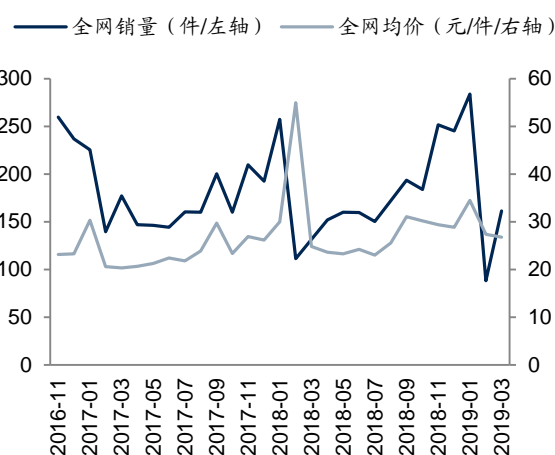
销售额: 2019 年 1-6 月休闲食品销售额 294.32 亿 (+4.1%)，其中 6 月休闲食品行业销售额 46.35 亿 (+20.1%)，其中量升 9.7%，价增 9.5%，量价齐升。

图 10: 休闲食品行业全网销售额 (元)



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 11: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)

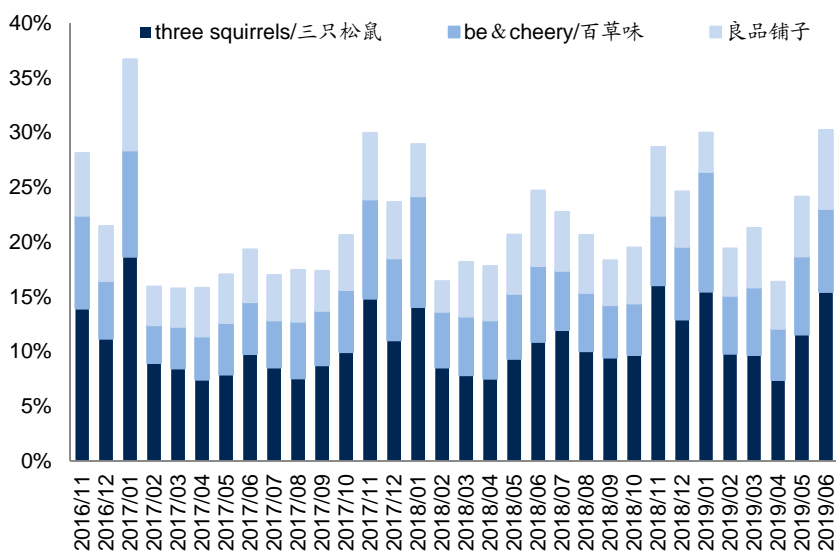


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

分品牌: 2019 年 6 月三只松鼠销售额 7.15 亿 (+70%), 百草味销售额 3.51 亿 (+31%), 良品铺子销售额 3.34 亿 (+25%)。

市占率: 2018 年 6 月→2019 年 6 月: 三只松鼠 11%→15%, 百草味 7%→8%, 良品铺子 7%→7%。

图 12: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

产销量: 啤酒产量环比下跌, 乳制品库存回升

产量数据: 乳制品 2018 年全年产量 2687.1 万吨 (+4.4%), 2019 年 1-5 月产量 1037 万吨 (+6.2%); 肉制品 2018 年全年产量 2729.3 万吨 (+1.3%), 2019 年 1-5 月产量 1192.4 万吨 (-3.5%); 白酒 2018 年全年产量 871.2 万吨 (+3.1%), 2019 年 1-5 月产量 325.8 万吨 (+0.4%); 啤酒 2018 年全年产量 3812.2 万吨 (+0.5%), 2019 年 1-5 月产量 1508.5 万吨 (-0.2%); 葡萄酒 2018 年全年产量 62.9 万吨 (-7.4%), 2019 年 1-5 月产量 20 万吨 (-22.5%)。

表 4: 各行业产量最新数据

产量 (万吨)	2010	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017 年	2018 年	2019 年 1-5 月
乳制品	2159.4	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	2687.1	1037
同比 (%)	11.2	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	4.4	6.2
肉制品	2116.8	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	2729.3	1192.4
同比 (%)	24.7	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	1.3	-3.5
啤酒	4483	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	3812.2	1508.5
同比 (%)	6.3	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	0.5	-0.2
白酒	890.8	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	871.2	325.8
同比 (%)	26.8	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	3.1	0.4
葡萄酒	108.9	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	62.9	20.0
同比 (%)	12.4	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.4	-22.5

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

库存及销量分析: 2019 年 3 月, 乳制品库存有所下滑, 白酒及软饮料延续回落趋势, 白酒库存出清加快。销量方面, 乳制品 3 月同比有所回升, 白酒、软饮料 3 月累计同比下降, 白酒下降幅度较大为 21.6%。

表 5: 各行业库存及销量最新数据

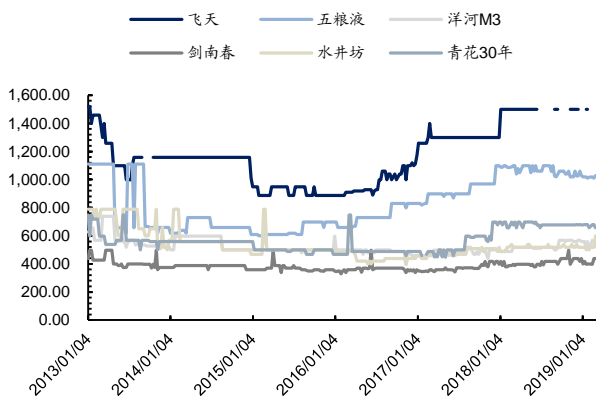
销量 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 6 月	2018 年 9 月	2018 年 12 月	2019 年 3 月	同比 (%)
乳制品	2518.7	2672	2643.2	2738.9	2975.4	2905.1	1346.1	1978.6	2681.5	628.92	7.4
库存比年初增长 (%)	46.1	30.9	25.6	3.3	11.1	31.9	4.7	-17.5	16	-0.20	
白酒 (折 65 度)	1126.7	1166.2	1202.6	1278.8	1305.7	1161.7	501.9	700.8	854.7	222.28	-21.6
库存比年初增长 (%)	20.1	46.5	27.7	15.9	14.8	7.2	-6.6	-2.3	-3.6	-10.3	
软饮料	12836	14358.7	16153.8	16920.5	17699.2	17629.5	8417	12695.9	15634.8	3532.75	-11.4
库存比年初增长 (%)	25	44.6	33.4	26.2	14.7	12.4	-6.9	-6.3	-0.6	-1.2	

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 52 度五粮液、乳制品价格提升

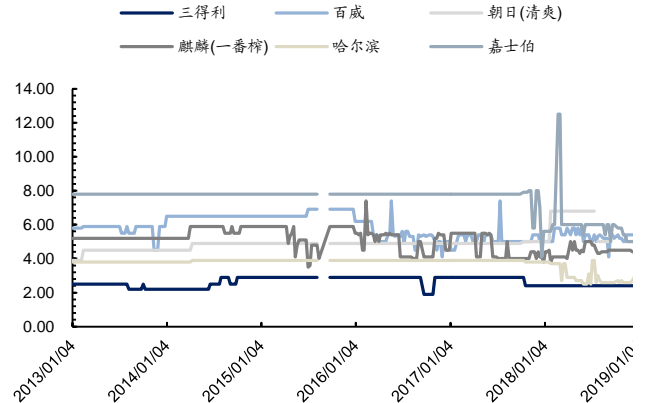
白酒端, 京东价格显示 2019 年 7 月 5 日, 五粮液 52 度价格 1249 元较上月上升 150 元; 洋河梦之蓝 M3 售价 569 元较上月持平, 剑南春 408 元较上月下降 10 元, 青花 30 价格与上月持平 679 元。一号店 7 月 5 日啤酒价格显示三得利、百威、朝日、麒麟、哈尔滨、嘉士伯 (330ml) 分别为 2.4/5.4/5.0/4.3/3.1/5.8 元, 百威价格小幅上涨 0.4 元, 麒麟和嘉士伯价格有所下降。6 月红酒价格指数同比下降 2.3%。

图 13: 白酒京东价格变化



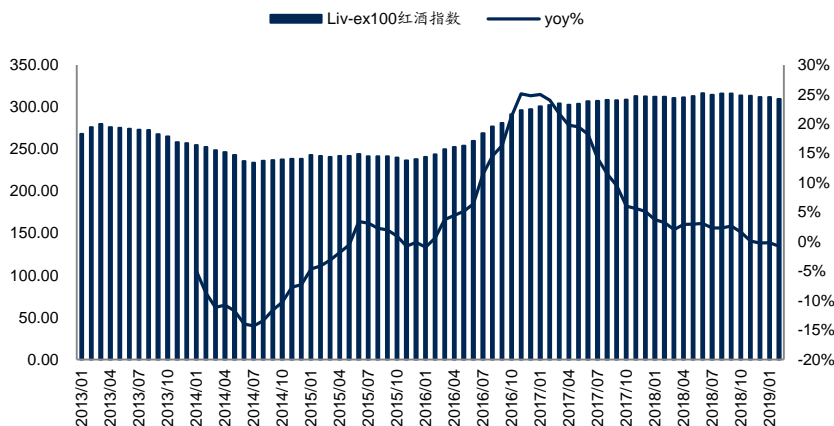
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 啤酒一号店价格变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

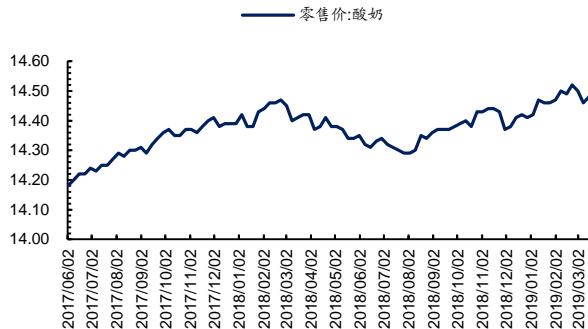
乳制品: 2019 年 7 月 5 日牛奶零售价 11.98 元/公斤, 同比上升 3.8%。酸奶价格 14.69 元/公斤, 同比上升 2.6%。奶粉: 2019 年 7 月 5 日国产婴幼儿奶粉价格 188.76 元/公斤, 同比上升 4.6%; 国外婴幼儿奶粉价格 233.66 元/公斤, 同比上升 2.8%。

图 16: 牛奶零售价变化



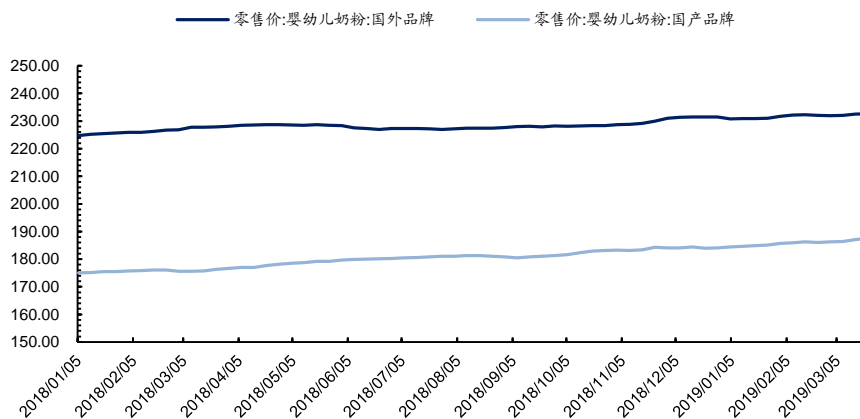
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 酸奶零售价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 婴幼儿奶粉变化

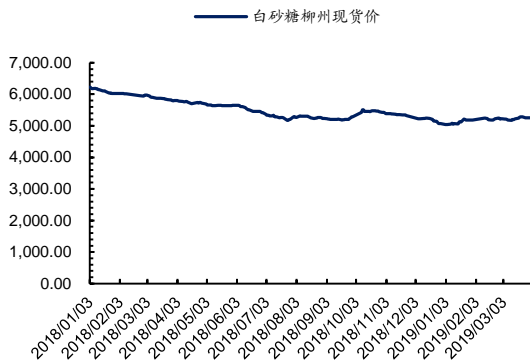


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本：白糖、糖蜜环增、生鲜乳、生猪、进口大麦同比提升，包材同比下降

白砂糖 7 月 11 日价格 5355 元/吨，环比上月提升 70 元；南宁糖蜜 7 月 11 日价格 815 元/吨环比上升 5 元；生猪 6 月 28 日价格 17.74 元/千克，同比上升 53.5%；生鲜乳 7 月 3 日价格 3.57 元/公斤，同比提升 5.9%，环比持平；乳清粉 7 月 11 日价格 5211 元/吨，同比下降 20.8%；进口大麦 5 月平均价格 274.9 美元/吨，同比上升 10.4%；大豆 2019 年 7 月 11 日价格 3402 元/吨同比下降 3.4%；包材来看，中国玻璃指数 2019 年 7 月 11 日为 1104.1 同比下降 6.5%；瓦楞纸 2019 年 6 月 30 日价格 3396 元/吨，同比下降 29.0%。

图 19：白砂糖柳州现货价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：南宁糖蜜价格（元/吨）



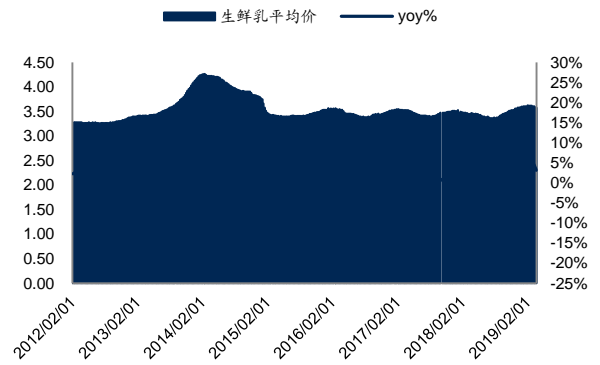
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21：22 个省市平均生猪价（元/千克）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 22：生鲜乳平均价（元/公斤）及 yoy（%）

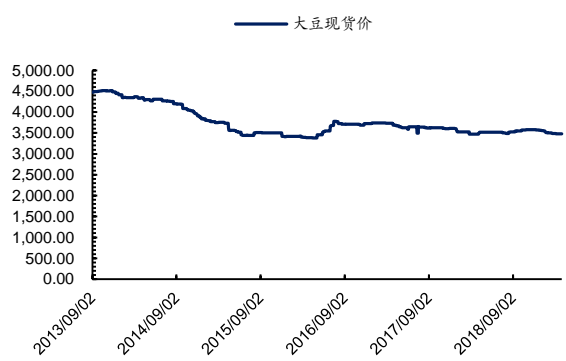


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 23：乳清粉现货价格走势（元/吨）



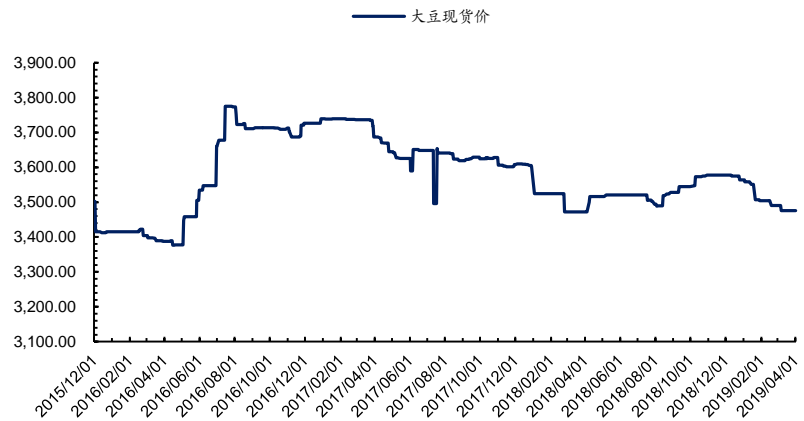
图 24：大豆现货价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

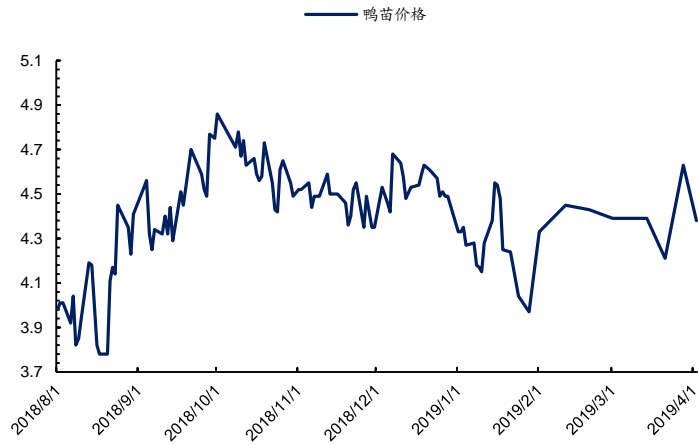
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 鸭苗价格走势



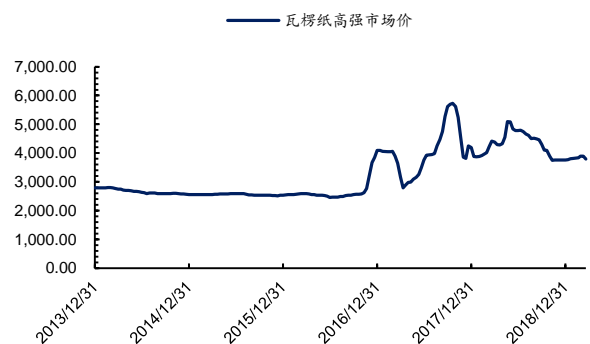
资料来源: 金投网, 国信证券经济研究所整理

图 27: 中国玻璃价格指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

6月重点推荐组合涨跌幅回顾: 泸州老窖(+14.44%)、贵州茅台(+12.20%)、五粮液(+18.53%)、伊利股份(+11.33%)、重庆啤酒(+7.34%)、青岛啤酒(+2.72%)、绝味食品(+13.54%)、汤臣倍健(-1.02%)、千禾味业(+35.01%)。

表 6: 策略组合收益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	中信食品饮料板块收益率
2019 年 1 月	安井食品	-2.17%		
	海天味业	+5.09%		
	重庆啤酒	-0.75%		
	泸州老窖	+4.94%	+6.34%	+9.15%
	贵州茅台	+16.88%		
	绝味食品	+13.47%		
	好想你	+6.25%		
2019 年 2 月	今世缘	+19.63%		
	顺鑫农业	+5.86%		
	千禾味业	+2.72%	+14.61%	+12.64%
	贵州茅台	+9.49%		
	汤臣倍健	+22.34%		
	绝味食品	+10.38%		
2019 年 3 月	汤臣倍健	+9.23%		
	伊利股份	+7.66%		
	今世缘	+38.11%		
	泸州老窖	+29.94%	+5.53%	+15.80%
	顺鑫农业	+43.54%		
	贵州茅台	+13.11%		
	千禾味业	+28.22%		
	绝味食品	+18.69%		
2019 年 4 月	青岛啤酒	+18.14%		
	泸州老窖	+16.97%		
	贵州茅台	+14.05%		
	重庆啤酒	+4.82%		
	汤臣倍健	-3.00%	-1.1%	+6.3%
	千禾味业	-4.14%		
	绝味食品	-5.61%		
	酒鬼酒	-5.81%		
2019 年 5 月	今世缘	-8.99%		
	泸州老窖	-9.31%		
	贵州茅台	-8.62%		
	五粮液	-1.08%		
	伊利股份	-3.19%		
	重庆啤酒	+20.78%	-7.24%	-4.02%
	青岛啤酒	-4.69%		
	绝味食品	+4.58%		
	汤臣倍健	-9.64%		
2019 年 6 月	千禾味业	+7.79%		
	泸州老窖	+14.44%		
	贵州茅台	+12.20%		
	五粮液	+18.53%		
	伊利股份	+11.33%	5.2%	+12.67%
	重庆啤酒	+7.34%		
	青岛啤酒	+2.72%		
	绝味食品	+13.54%		
汤臣倍健	-1.02%			
千禾味业	+35.01%			

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

结合动销表现及估值情况, 继续推荐: 泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

表 7: 食品饮料行业重点推荐公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	7月12日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519.SH	贵州茅台	买入	986.09	12,387	33.56	38.82	29.4	25.4
000858.SZ	五粮液	买入	125.58	4,875	4.35	5.28	28.9	23.8
000568.SZ	泸州老窖	买入	88.45	1,296	3.14	3.98	28.2	22.2
603369.SH	今世缘	买入	28.84	362	1.15	1.45	25.1	19.9
600887.SH	伊利股份	买入	33.83	2,063	1.25	1.48	27.1	22.9
300146.SZ	汤臣倍健	买入	19.42	285	0.91	1.15	21.3	16.9
603517.SH	绝味食品	买入	36.90	212	1.34	1.61	27.5	22.9
600132.SH	重庆啤酒	买入	42.94	208	1.01	1.18	42.5	36.4
603027.SH	千禾味业	买入	22.19	102	0.50	0.64	44.4	34.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032