

食品饮料半年报前瞻分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点:

1. 从食品饮料各个子行业板块具体分析上半年行业走势以及半年报前瞻情况。
2. 针对每个子板块下核心个股进行了季度间业绩预测以及二季度前瞻,并给出依据。

食品饮料行业半年报前瞻专题: 坚定看好各品类龙头, 首选业绩确定性高个股

基本结论

- 行业指数稳健增长, 上半年收益率全市场第一。截至7月10日, 2019年中信食品饮料指数上涨60.90%, 收益率位居榜首, 行业稳健性可见一斑。从市场一致预期来看, 当前已进入中报预报告期, 基本面验证即将开启。食品饮料公司股价估值是否能与基本面匹配将是当前重要关注点:
 - 白酒: 中报表现预计趋于分化, 看好一线白酒及趋势向上品种。二季度是白酒行业的传统淡季, 但今年Q2表现仍然较为积极, 高端白酒批价持续上涨, 提价动作频发, 我们预计行业景气度趋势有望延续。茅台披露半年度业绩预告, 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。预计五粮液、泸州老窖中报增速均落于20%以上, 而利润端则有更好的表现。次高端中我们重点推荐的超预期品种酒鬼酒已经得到验证, 快报数据极其亮眼, 带动板块上涨的同时涨停。整体来说, 建议坚守业绩确定性较好的一线白酒, 并持续关注业绩趋势向上的次高端如山西汾酒、酒鬼酒等品种。
 - 乳制品: 费用率预计同比降低, 两强利润均有望显现。我们认为, 在预计一季度蒙牛增速低于伊利的情况下, 蒙牛才在二季度加强终端促销, 并最终实现有效追赶, 预计二季度蒙牛增速反超伊利。综合上半年来看, 我们认为两强增速呈接近态势, 均有望落于中双位数。利润端来看, 蒙牛中报预计增速在25%以上, 而伊利中性估计预计有望在低双位数增速。我们认为, 19年两强费用率均倾向于边际下降, 利润增速均有望双位数。
 - 调味品: 稳健增长可持续, 龙头强者恒强。分渠道来看, 前5个月餐饮行业累计同比9.3%, 增长可持续性较强; 商超二季度环比提升, 上半年整体录得高个位数增长。原材料中黄豆价格二季度同比略有提升, 纸箱价格同比下降明显, 综合来看成本端维持相对稳定。我们认为调味品行业二季度收入端将继续延续一季度稳定增长态势, 原材料价格稳定、结构升级、提质增效等因素下利润端增长将超过收入端增长, 更为可观。整体来说, 我们长期看好行业龙头海天味业, 品牌影响力不断深化的中炬高新和拥有百年品牌历史的恒顺醋业, 预计三家公司二季度收入分别同比+17%/+14%/+12%, 归母净利润分别同比+22%/+24%/+21%。
 - 啤酒: 结构升级持续, 增值税调减效应开始显现。随着啤酒消费愈发多元化和个性化, 中高端产品成为主流, 预计上半年啤酒消费ASP同比有4-6个点的提升。上半年各啤酒企业成本端压力仍然较大, 各企业积极通过提升罐化率+结构升级+提升生产效率等举措缓解成本压力、提升盈利能力; 同时增值税下调预计将会对啤酒行业利润水平带来直接的促进。我们认为啤酒行业结构升级大趋势不变, 各企业也从“要规模”向“要利润”转变, 我们看好较早布局中高端, 积极通过提质增效改善盈利能力的青岛啤酒。预计青岛啤酒、重庆啤酒上半年收入分别同比增长6%/4%, 归母净利润分别同比增长16%/15%。

风险提示

- 宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险等。

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

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

内容目录

行业总览：收益率居全市场首位，上半年行情持续攀升	4
一、白酒：中报表现预计趋于分化，看好一线白酒及趋势向上品种	4
1.1 批价持续上扬，板块整体风险较小	4
1.2 个股分析：一线白酒业绩确定性较高，酒鬼酒二季度大超市场预期	6
二、乳制品：大势已成，费用率降低，两强利润均有望显现	8
2.1 上半年两强增速有望接近，上游依然是制约未来发展的要素	8
2.2 个股分析：坚定看好乳业两强，细分行业注意防范风险点	9
三、调味品：集中度持续提升，龙头强者恒强	10
3.1 持续稳健，景气度向上	10
3.2 个股分析：海天持续扩张，中炬蓄力双百	11
四、啤酒：结构升级是核心逻辑，增值税调减效应开始显现	12
4.1 ASP 持续提升，盈利能力改善	12
4.2 青啤提前占位中高端，重啤盈利能力持续优化	13
五、其他食品类：看好成长性高、业绩明确个股	13
风险提示	15

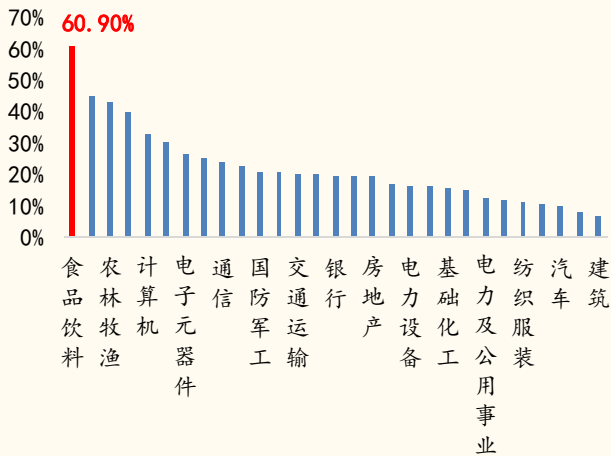
图表目录

图表 1: 上半年食品饮料行业收益率排名第一.....	4
图表 2: 19 年以来食品饮料板块持续提升.....	4
图表 3: 19 年以来茅五泸批价持续上涨 (元/瓶)	5
图表 4: 茅五泸京东平台成交价 (元/瓶)	5
图表 5: 2019 年上半年白酒企业终端提价动作频发.....	5
图表 6: 2019 年 1-5 月白酒销售收入累计值 (亿元)	6
图表 7: 2019 年 1-5 月白酒行业利润累计值 (亿元)	6
图表 8: 酒鬼酒 2019 年半年度业绩快报财务数据分季度拆解.....	7
图表 9: 近年来我国奶牛存栏量持续下降.....	8
图表 10: 生鲜乳总产量增速跟不上下游乳制品产量增速.....	8
图表 11: 原奶价格走势逐渐向上 (元/kg)	9
图表 12: 餐饮行业前五个月累计同比提升 9.3%.....	11
图表 13: 黄豆价格二季度同比增加.....	11
图表 14: 瓦楞纸价格同比明显下滑.....	11
图表 15: 二季度啤酒产量同比略有下滑.....	13
图表 16: 进口啤酒增速首次出现下滑.....	13
图表 17: 核心标的上半年业绩预测表 (亿元)	15

行业总览：收益率居全市场首位，上半年行情持续攀升

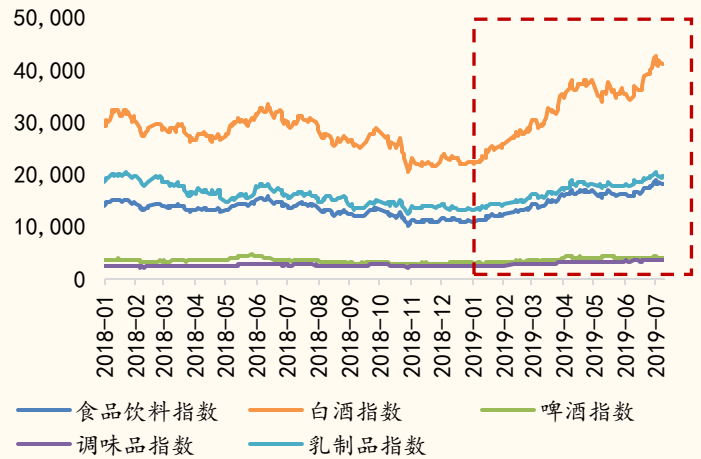
- 行业指数稳健增长，上半年收益率全市场第一。截至7月10日，2019年中信食品饮料指数上涨60.90%，在中信全部一类行业中位居榜首，尤其在上半年宏观经济波动的背景下，食品饮料行业稳健性可见一斑。经历2018年下半年的短期调整之后，食品饮料板块尤其是白酒板块行情持续提升，估值修复明显。我们认为，食品饮料行业增速稳定，具备较强的抗风险属性，不过从市场一致预期来看，当前已经进入中报预报告期，基本面验证即将开启。食品饮料公司股价估值是否能与基本面匹配将是当前重要关注点。

图表 1：上半年食品饮料行业收益率排名第一



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：19 年以来食品饮料板块持续提升



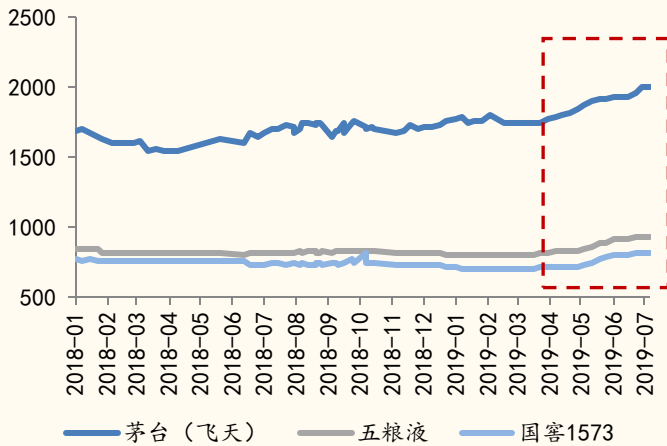
来源：wind，国金证券研究所

一、白酒：中报表现预计趋于分化，看好一线白酒及趋势向上品种

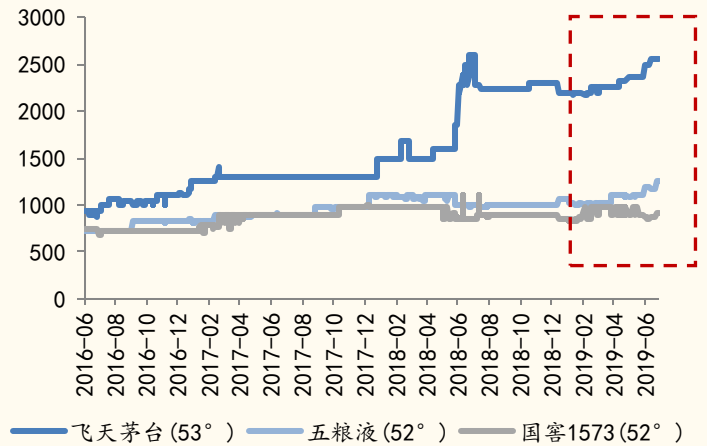
1.1 批价持续上扬，板块整体风险较小

- 白酒淡季不淡：终端需求旺盛，高端白酒批价持续上涨，整体提价动作频发。一季度多家酒企业绩表现不俗，白酒行业实现开门红，基本面向上推动白酒板块景气度持续提升。二季度是白酒行业的传统淡季，但今年 Q2 表现仍然较为积极，我们预计行业景气度趋势有望延续。二季度来看，白酒进入补库存周期，终端需求旺盛推动批价持续上涨：据我们渠道调研，截至六月底，茅台一批价平均接近 2000 元，部分区域上至 2050 以上；五粮液一批价平均各地来看在 900 元以上，泸州老窖批价水涨船高，也超过 800 元，渠道利润明显改善。此外，上半年来看，白酒提价频率明显高于往年，一方面在于批价的传导效应，同时也彰显行业积极向上的决心。

图表 3：19 年以来茅五泸批价持续上涨（元/瓶）



图表 4：茅五泸京东平台成交价（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

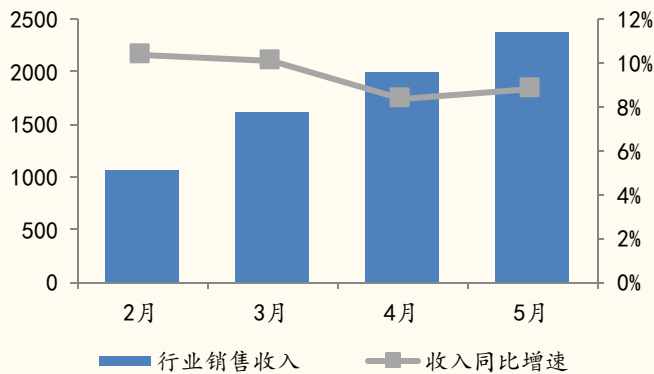
图表 5：2019 年上半年白酒企业终端提价动作频发

日期	公司-产品	提价内容
2019/1/23	泸州老窖-窖龄酒	窖龄酒 30 年（38 度、500ml*6）上调建议供货价，建议团购价为 220 元/瓶，建议零售价为 238 元/瓶。窖龄酒 30 年（52 度、500ml*6）上调建议供货价，建议团购价为 240 元/瓶，建议零售价为 258 元/瓶。
2019/2/19	泸州老窖-老字号特曲	酒行、餐饮、商超渠道在原供价基础上，建议上调 20 元/500ml；消费者成交价建议不低于 238 元/500ml。
2019/2/21	酒鬼酒-内参酒	52 度 500mL 内参酒自 2019 年 3 月 15 日起战略价（结算价）上调 20 元/瓶。
2019/3/3	衡水老白干	十八酒坊 20 年供货价及零售价在原有基础上每瓶上涨 25 元；水老白干五星供货价及零售价在原有基础上每件（规格 1*4）上调 20 元；衡水老白干二十年供货价及零售价在原有基础上每件（规格 1*4）上调 30 元；
2019/5/10 至 2019/6/11	泸州老窖-国窖 1573	先后暂停山东、湖南、重庆、华北、华东、安徽等区域的国窖 1573 经典装订单接收及货物发运，并调整终端配送价格为：38 度国窖 1573 经典装 640 元/瓶，52 度国窖 1573 经典装 880 元/瓶；终端建议团购价为：38 度国窖 1573 经典装 680 元/瓶、52 度国窖 1573 经典装 919 元/瓶。
2019/5/20	洋河	5 月 21 日起，在全国范围内大幅提高海之蓝、天之蓝、梦之蓝（M3/M6/M9）的终端供货指导价，最高上涨幅度超过 20%，海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝和梦 3、梦 6 每箱涨价百元以上，梦 9 涨幅达到千元/箱。
2019/6/28	泸州老窖-第 9 代老字号特曲	自 6 月 28 日起停止接收第九代老字号特曲（2014 版）的销售订单；6 月 30 日起，第九代老字号特曲结算价上调 30 元/500ml。

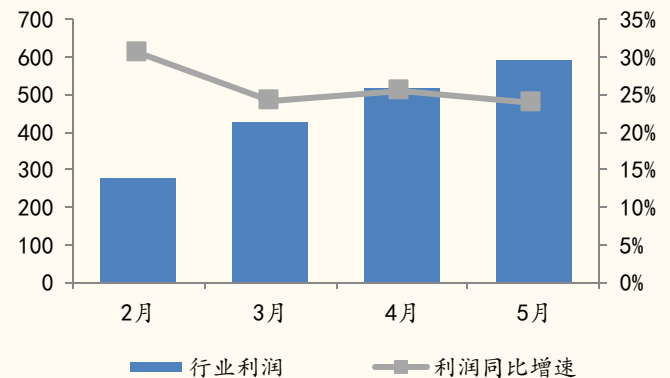
来源：糖酒快讯，云酒头条，酒说，酒业家，微酒，国金证券研究所

- 4-5 月份行业收入和利润增速相较 Q1 略有下降，不过整体风险不大。据国家统计局数据，2019 年 1-5 月白酒累计生产量为 325.8 万千升，同比增长 0.37%，其中 1-3 月增速为+0.21%，说明 4-5 月份白酒产量增速略有提升。从收入、利润端来看，1-5 月份白酒行业累计销售收入实现 2374.74 亿元，累计同比增长 8.85%，其中 1-3 月累计增长 10.13%，4-5 月份收入增速略有下滑；1-5 月份白酒行业累计实现利润 594.23 亿元，累计同比增长 23.78%，其中 1-3 月累计增长 24.07%，4-5 月份利润增速也略有下滑。我们认为，虽然二季度行业整体收入、利润增速可能不及一季度，但整体降幅很小，预计整体风险并不大，但仍难以排除个别企业低于预期，需要关注这一风险。

图表 6: 2019 年 1-5 月白酒销售收入累计值 (亿元)



图表 7: 2019 年 1-5 月白酒行业利润累计值 (亿元)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- **中报表现预计趋于分化: 一线白酒基本面稳定向上, 但难以排除个别企业低于预期。**茅台披露 2019 年上半年业绩预告, 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, 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。五粮液二季度出货较快, 当前库存较低, 新品逐步到货, 预计二季度及三季度将有确定的增长; 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, 国窖特曲增速平稳向上。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, 但仍难以排除个别企业低于预期风险。整体来说, 建议坚守业绩确定性较好的一线白酒, 并持续关注当前趋势向上品种山西汾酒或酒鬼酒。

1.2 个股分析: 一线白酒业绩确定性较高, 酒鬼酒二季度大超市场预期

- **贵州茅台: 二季度收入略低于预期, 预计主要在于同期基数较高、茅台报表确认量同比增长有限以及直营发力仍不足。**据公司公告, 2019 年上半年公司预计实现营业总收入 412 亿元 (+16.9%), 归母净利润 199 亿元 (+26.2%), 拆分季度来看, 预计二季度营业总收入增长约+11.13% (预计营业收入增速落于 12-13%), 归母净利润增长约 19.57%。二季度收入略低于预期, 预计主要原因在于同期基数较高、报表确认量增长有限、回收配额尚未投放以及直销渠道发力不足: 1) 2018 年二季度茅台实现营业总收入同比增长 45.56%, 同期基数较高也会对 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, 根据渠道经销商调研, 茅台 Q2 实际发货量大约在 7000 吨左右, 而报表确认发货量预计为 6000 吨左右 (据李保芳六月初在招商会上披露, 2019 年 1-6 月茅台酒投放量要达到 1.4 万吨, 预计这 1.4 万吨之中二季度确认量约为 6000 吨), 同比增长可能有限; 3) 茅台自 2018 年年末开始取消超 800 家经销商资格, 有近 6000 吨来自违规经销商的普茅配额被回收, 而根据其规划, 这些配额将通过直营渠道投放, 预计 2019 年上半年这 6000 吨配额尚未开始投放; 4) 一季度直营渠道收入占比仅 5%, 预计二季度直营渠道仍未开始发力。据渠道跟踪显示, 目前直营尚未明显放量, 仅仅增加了年份酒等高附加值非标产品的投放。非标占比的提升一方面可以拉升收入水平, 另一方面也可以增厚利润, 这也是二季度利润增速显著高于收入增速的一个主要原因。

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 实现收入增速为+3.81%, 给今年三季度留下了较大的增长空间; 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, 从而使得三季报收入端有一个较好的表现。此外, 茅台于 6 月中旬提出取消原定各省区经销商三季度打款计划, 改为三、四

季度一并完成打款，经销商需在 6 月 30 日之前打款并统一报备至茅台酒销售公司。一方面，经销商前置打款可以稳定渠道端价格体系，同时尽快回笼资金；另一方面，经销商提前打款可以提前锁定全年销售目标，而这部分将体现在半年报的预收账款中，下半年将随着产品的逐步投放逐渐确认为收入。全年来看，1.7 万吨经销商配额固定，下半年直销渠道也会逐步打开，全年业绩增长仍然值得期待

- **五粮液：改革如期而至，新品如约上市。**公司在 19 年初便明确 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”，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。升级版普五于 6 月份如约上市，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，下半年新品放量值得期待。另外，公司近期将原三大系列酒公司合并为一家，进一步加大改革步伐，原有的系列酒品牌喧宾夺主、各自为政的问题将被一一解决，推动公司进一步良性发展。今年二季度以来，五粮液批价持续提升，目前平均各地来看在 900 元以上，经销商信心十足，看好全年+25%收入增速目标的实现。我们预计二季度在老版五粮液去库存的带动下，收入有望实现 25%左右的增长，上半年收入增速将落于 26%左右；预计 Q2 归母净利润实现 26%左右的增长，半年报利润增速为 29%左右。
- **泸州老窖：坚持价格跟随战略，经营业绩更为稳健。**2019 年，是泸州老窖“十三五”战略三年冲刺期的决胜年，也是泸州老窖加速复兴、加快发展的机遇之年。公司于糖酒会期间制定了较为积极的 2019 年战略规划，“国窖 1573”、“泸州老窖”双品牌力图实现双百亿。价格方面依然采取价格跟随战略，在确保提价效果正面且保证经销商利润的情况下进行提价，因此经营方面将更为稳健。产品端来看，公司的重点始终是国窖 1573，预期明年产能将达到一到两万吨；特曲方面，公司倾斜了很多的资源，上半年也有不错的表现；窖龄酒 18 年增速较低，今年各方面调整基本到位，预计上半年增速有望提升。总体来看，公司全年的收入增速目标是 15-20%，力争做到 20%以上。另外费用端来看，2019 年公司更加注重费效比的考核，在销售费用、管理费用、资源投放等方面会不断地细化，Q2 费用率可以参考一季度水平。我们预计老窖二季度收入将实现 22%左右的增长，半年报收入增速落于 22%-23%之间；预计 Q2 归母净利润实现 26%左右的增长，半年报利润增速为 35%左右。
- **酒鬼酒：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。**公司已于 7 月 8 日发布 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%)。二季度业绩远超市场预期，却完全在我们的预期之内，我们前期始终强调的观点也得以验证：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。

图表 8：酒鬼酒 2019 年半年度业绩快报财务数据分季度拆解

	2018Q1	2018Q2	2018H1	2019Q1	2019Q2	2019H1
营业收入	2.65	2.58	5.24	3.46	3.63	7.09
营业收入 YOY	46.12%	36.60%	41.26%	30.46%	40.49%	35.41%
营业利润	0.85	0.65	1.50	0.97	1.10	2.07
营业利润 YOY	75.48%	15.36%	43.07%	14.00%	68.58%	37.73%
利润总额	0.85	0.69	1.54	0.97	1.11	2.08
利润总额 YOY	73.16%	21.30%	45.32%	14.05%	61.24%	35.20%
归母净利润	0.63	0.52	1.14	0.73	0.83	1.56
归母净利润 YOY	68.88%	13.55%	38.30%	16.18%	60.63%	36.34%

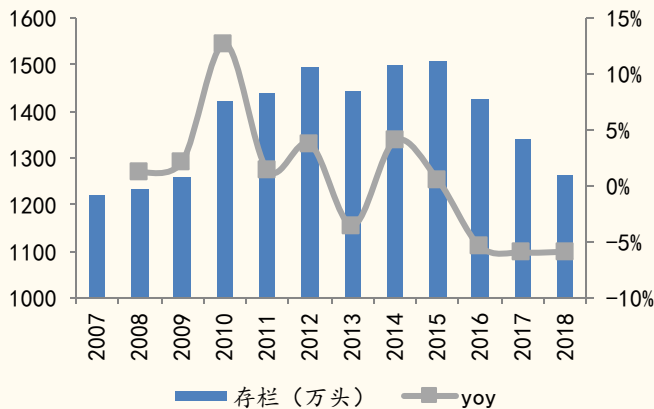
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

二、乳制品：大势已成，费用率降低，两强利润均有望显现

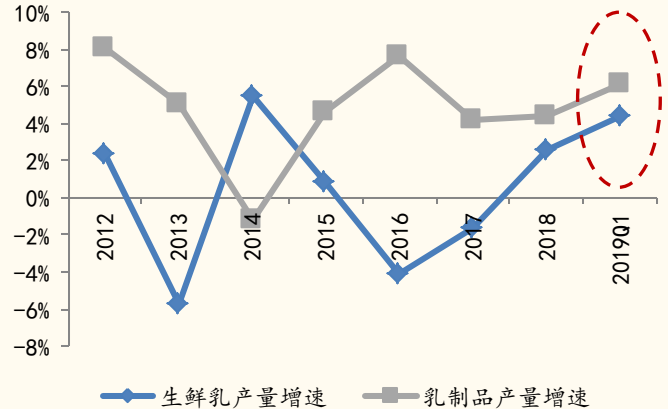
2.1 上半年两强增速有望接近，上游依然是制约未来发展的要素

- **线上线下竞争激烈程度不减，上半年两强增速有望接近。**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6月份伊利发文声讨蒙牛冬奥会后，蒙牛尚未正式发文回应，不过却通过行动回应将必然参加冬奥会，凸显了当前乳业竞争的异常激烈，全方位竞争将是常态。据我们渠道跟踪显示，4月底以来蒙牛特仑苏促销力度持续加强，而伊利为应对此态势也相应加强了金典的折扣力度，两强终端竞争紧咬不放、你追我赶，预计二季度终端增速都将落于双位数。我们认为，在预计一季度蒙牛增速低于伊利的情况下，蒙牛拟在二季度实现追赶，这也与我们终端和渠道调研结果一致：两强二季度在报表出货端均环比加强了发货量，其中蒙牛出货量预计高于伊利，同时加强了终端动销，预计二季度增速有望超过伊利。综合上半年来看，我们认为两强增速呈接近态势，均有望落于中双位数。
- **原奶价格受供需影响走势逐渐向上，上游奶源争夺成为后期发力关键。**自2016年以来，我国奶牛存栏量持续下降（18年下降6%至1261万头），同时受制于环保压力以及成本压力，部分散养户以及小型牧场逐渐退出。尽管单产有所提升，但生鲜乳总产量增速跟不上下游乳制品产量增速（19Q1生鲜乳产量增速+4.4%VS乳制品产量增速+6.1%），而这一供需矛盾自18年下半年起变得愈发突出。伊利自18年下半年率先提价锁定赛科星、中地等优质牧场，不断提升奶源结构中的规模牧场比例。从行业来看，上下游紧平衡，奶价呈温和上涨趋势。根据我们对原奶价格的持续跟踪，自2019年5月份以来，生鲜乳价格走势逐渐从年初的下行趋势转为平稳，**近几周原奶价格持续小幅上涨，且同比涨幅逐渐拉大，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。这也与我们调研到的情况一致，自18年下半年伊利率先提价抢占奶源以来，当前龙头企业上游抢奶已成白热化，众多乳企纷纷布局上游。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%+。

图表 9：近年来我国奶牛存栏量持续下降



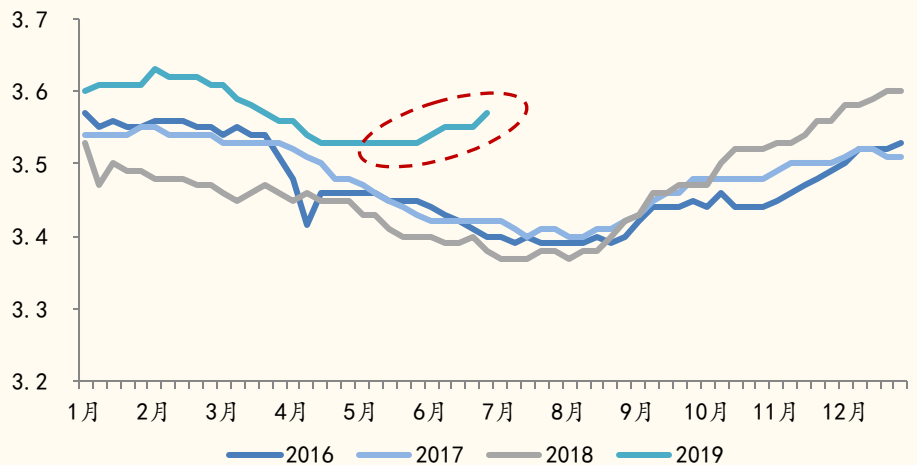
图表 10：生鲜乳总产量增速跟不上下游乳制品产量增速



来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 11：原奶价格走势逐渐向上（元/kg）



来源：wind，农业部，国金证券研究所

- **我们长期观点始终不变：**（1）19 年两强收入争夺战力度预计同比略降温，但并不会显著降温；（2）收入端争夺略降温意味着费用率有一定宽松空间；（3）预计两强净利率二季度均有望得到同比提升。19 年费用率两强均倾向于边际下降，利润增速均有望双位数，其中蒙牛更快。两强逻辑不同，伊利在于收入端的稳定性，蒙牛在于利润端的不断修复，当前仍是最佳布局乳制品双龙头的时期，应密切关注合适的买入点。

2.2 个股分析：坚定看好乳业两强，细分行业注意防范风险点

- **伊利股份：二季度收入增速预计略低于 Q1，不过上半年收入增速仍有望维持在中双位数。**据尼尔森终端数据显示，尽管二季度蒙牛加强了终端促销，但 1-5 月份我们预计伊利仍然保持了高于蒙牛的中双位数增速。分产品来看，常温酸奶（安慕希）依然维持了较高的增速，但增速不及 Q1（一季度有春节加成效应）；高端白奶（金典）在二季度尤其是 5、6 月份紧跟特仑苏加强了促销，预计增速较 Q1 环比持平或略有提升；冰淇淋作为应季产品 Q2 增速有所提升，而奶粉 Q2 增速预计有所放缓。19Q1 伊利报表端收入实现近 18% 的增速，我们预计二季度收入增速可能不及一季度，但依然落于中双位数（15%-16%）。综合上半年来看，我们认为半年报收入端有望维持在中双位数水平，预计落于 16-17% 之间。

预计费用端同比稍有下降，不过二季度两强之争下费用率下降弹性较小。从费用端来看，二季度为应对蒙牛的终端促销加强，伊利促销力度也持续维持在高位，费用投放预计环比加强，而 18Q2 的高费用率基数给 19 年留出了一定的费用投放空间（18Q2 销售费用率为 28.35%，19Q1 销售费用率为 24.12%），我们预计费用投放同比呈下降趋势。不过市场不宜预期利润增速过高，二季度两强之争下费用率下降弹性较小。我们中性预计 19Q2 销售费用率落于 27%-28% 之间，归母净利润约增长 15% 左右，上半年利润端预计实现低双位数增速。

- **蒙牛乳业：二季度开启追赶之势，半年报有望落于中双位数。**据我们渠道跟踪，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（特仑苏处于新老包装的更换期，旧包装产品折扣力度加强以去库存），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。二季度来看，蒙牛增速环比持续上升，预计有望超过伊利，收入端有望实现高双位数。综合上半年来看，中报增速预计与伊利接近，在 15-16% 之间，与伊利差距预计保持在 1pct 之内。

费用率环比虽有所提升但预计同比下降，利润端呈持续修复态势。费用端与伊利逻辑相似，18Q2的高基数下预计19Q2费用率同比有所下降。除此以外，我们通过对终端产品ASP的跟踪也对费用率的变化进行了一定程度的验证：终端销售单价的变化可以体现出终端促销力度的变化，通过分析行业单价走势可以从侧面看出当月费用投放情况——若单价有所提升，说明促销力度减弱，费用投放减小，对应费用率也会下降。从蒙牛终端ASP趋势来看，可以发现与我们推断结论一致：费用率环比提升、同比下降。我们预计上半年利润增速中性估计在25%以上。

- 澳优：自有奶粉业务稳定输出，上半年收入增速有望维持在30%左右。**19Q1公司实现营业收入增速为+29.0%，其中自有品牌同比增长34.1%，推动公司业绩稳步增长。据我们渠道端跟踪显示，澳优产品二季度依然延续了良好的增长势头：佳贝艾特终端动销良好，签订黄磊作为全球代言人之后品牌搜索指数直线上升，品牌力得到提升；公司有机奶粉品牌悠蓝在荷兰本土有机奶粉品牌销量中占比超60%，一季度同比增速约50%，4月底签约林志颖成为品牌大使后品牌力进一步加强，预计二季度仍将贡献稳定增速。除此之外，澳优目前已拿到15个系列45个婴幼儿奶粉配方注册，其中多个配方于2019年3月下旬完成注册，预计在二季度将会贡献增量。我们预计澳优Q2收入端有望维持19Q1的增速，使得上半年收入增速落于30%左右。

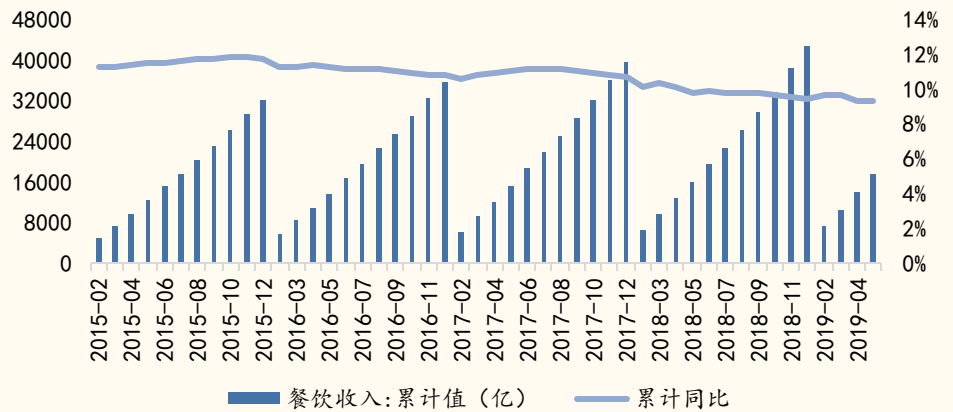
高基数下Q2利润表现预计接近收入端，提请注意可能的非经常性损益扰动利润风险。与去年同期相比，高毛利率的自有品牌奶粉业务占比有所提升，产品结构的改善会推动毛利率的同比提升。同时由于物流方式的转变（18H1空运支出较高，19年铁运开通，物流结构有所转变），物流成本也有所降低。不过伴随着二季度荷兰新工厂的揭牌以及新注册配方产品的上市，预计管理费用率将会有一定程度的提升。同时在非经常性损益方面，我们也提请投资者关注可能性变化。近年是澳优发展加速期，公司内部股份变动、重组并购等均可能引起非经常损益的变动，进而对表观业绩产生影响。我们考虑进去这一影响后，预计Q2利润端增长约15%，上半年增长约25%左右。若不考虑这一影响，我们认为Q2及上半年利润增速有望符合预期。我们预计Q2利润端增长约25%，上半年增长约30%。

三、调味品：集中度持续提升，龙头强者恒强

3.1 持续稳健，景气度向上

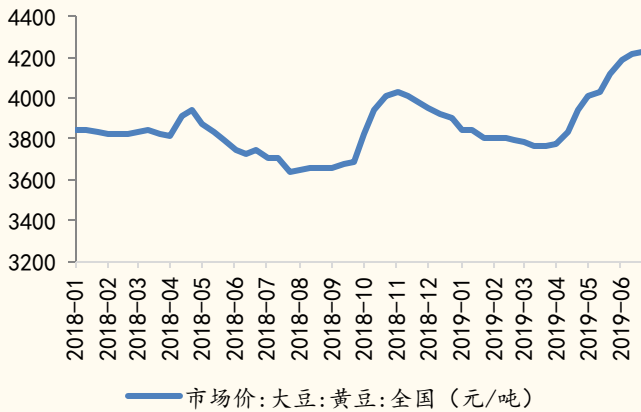
- 上半年稳定增长，龙头盈利能力提升。**随着头部企业生产效率和品牌影响力不断提升，行业集中度提升进程加快。参考我们跟踪到的终端数据，前五个月调味品行业实现高个位数增长，其中海天和中炬维持双位数增长，千禾增长超过20%，龙头企业增长更快，加速推动行业集中度提升。前五个月餐饮行业收入规模累计同比9.3%，增速较去年同期略有下滑，但增长可持续性较强；受此影响预计上半年整体将继续维持稳定增长态势，景气度持续。原材料中黄豆市场价一季度同比平稳，二季度相较于去年同期约有5个点的上涨，纸箱价格同比下降明显，综合来看原材料价格整体变化相对稳定。我们认为调味品行业二季度收入端将延续一季度稳健增长态势，原材料价格稳定、结构升级、提质增效等因素下预计利润增速将更为可观。

图表 12：餐饮行业前五个月累计同比提升 9.3%



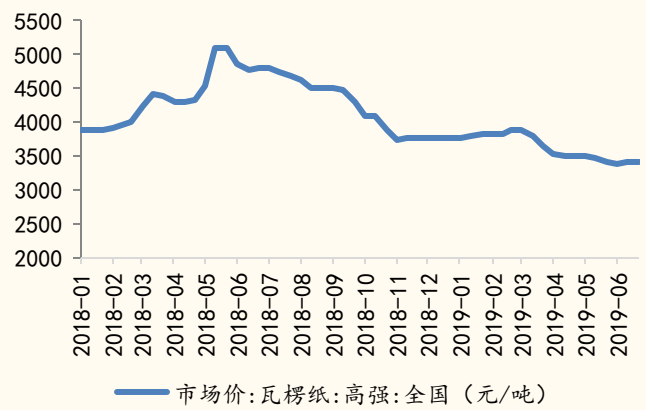
来源：wind、国金证券研究所

图表 13：黄豆价格二季度同比增加



来源：wind、国金证券研究所

图表 14：瓦楞纸价格同比明显下滑



来源：wind、国金证券研究所

3.2 个股分析：海天持续扩张，中炬蓄力双百

- **海天味业：二季度市场投放更加积极，蚝油继续高增长。**公司二季度继续维持一季度稳定增长态势，终端反馈二季度市场投放更加积极，渠道覆盖和品牌影响力确保公司持续增长。我们预计公司上半年酱油将继续维持双位数稳定增长；蚝油超过 20% 的高增长趋势延续；酱类调整推广策略和品类分布上半年预计将有所成效，实现高个位数增长；食醋、复合调味料等体量较小，通过搭配销售等策略预计将实现高增长；整体来看，我们预计公司上半年收入增长仍将继续稳定在 17% 左右。成本端得益于公司超强的成本控制能力，预计波动不大；费用端预计二季度环比提升销售费用于强化原有渠道优势和加速渠道下沉，整体仍在可控范围内。海天产品端结构升级和品类扩张仍在持续，作为龙头也将率先受益于行业集中度提升，市场份额持续增加，我们预计公司上半年收入端实现 17% 的增长，归母净利润实现 22% 的增长。
- **中炬高新；新管理层新气象，品牌影响力不断深化。**2019 年是公司新管理层上任和双百计划执行的第一个完整年度，战略机制理顺后进入加速发展阶段。参考我们独家全国 24 省终端数据，二季度公司继续加大商超营销力度，加快餐饮渠道覆盖进程，预计上半年调味品业务整体增速在 15% 以上。酱油作为公司的核心产品预计仍将维持双位数增长；蚝油基数小且正处快速成长期，预计增速在 50% 以上；鸡精鸡粉经公司战略调整后重回稳定增长通道，作为公司第二大品类仍有较大成长空间；料酒预计也将高速增长

扩张规模，公司多品类运营经验不断丰富。费用端预计销售费用投放将更加积极，但管理费用投放将更加有效，整体期间费用率预计同比略有上浮。中炬持续改善三个不平衡的问题使得其拥有较大成长弹性，阳西产能建设既提高了生产效率又有效支持了多品类战略推进；餐饮渠道经过公司的运作和努力占比已达 25%，未来仍将继续提升；中西部和北部等弱势区域是公司重点开拓的地区，值得一提的是东北地区线上表现亮眼，品牌影响力不断深化。考虑母公司和其他业务的影响，我们预计公司上半年收入端实现 14% 的增长，利润端实现 24% 的增长。

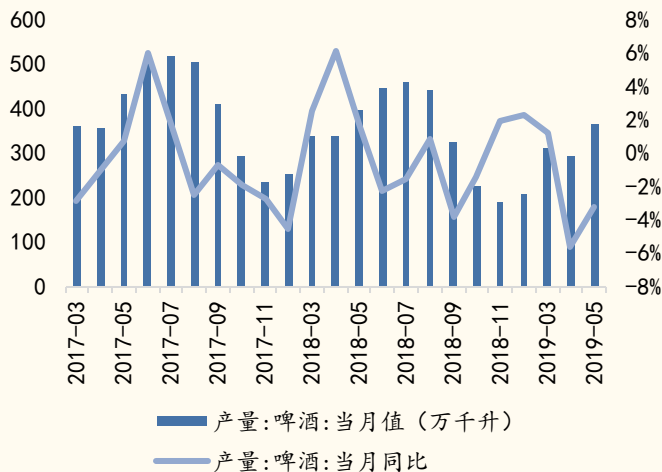
- **恒顺醋业：稳步向前，百年品牌张力值得期待。**一季度提价和结构升级等因素助力公司实现收入增长 15%，归母净利润增长 22% 的亮眼业绩；预计二季度效应将持续，业绩稳中有升。恒顺作为镇江香醋和国内食醋的领军企业，核心区域华东地区仍有较大可开拓空间，华南、华中等地区的品牌知名度和渠道建设不断增强。恒顺在商超有较高的覆盖率，餐饮渠道仍充斥着大量的小品牌和配制香醋，有较大的产品替代和消费者教育空间。食醋行业全国化的进程仍在初期阶段，行业整合大趋势下拥有百年历史的恒顺醋业更有机会凭借行业积累占据领先优势。二季度恒顺价格体系理顺，结构升级持续且规模效应下效率提升，我们预计公司上半年收入端实现 12% 的增长，归母净利润 21% 的增长。

四、啤酒：结构升级是核心逻辑，增值税调减效应开始显现

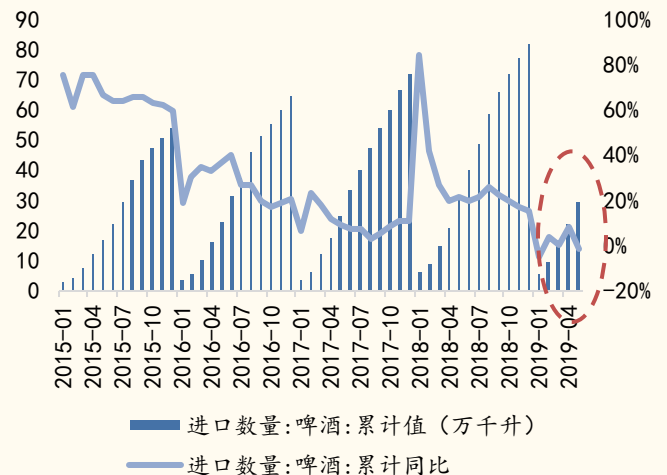
4.1 ASP 持续提升，盈利能力改善

- **产量端预计同比持平或略有下跌。**一季度啤酒总产量同比提升 3%，带动各大企业量价齐升。4、5 月份因气温同比较低和消化库存等影响同比分别出现 5.6% 和 3.3% 的下跌，但 5 月份相较于 4 月份下跌幅度有所收窄且前五个月累计同比仅下跌 0.2%，6 月份提前旺季备货，生产规模扩张，预计上半年啤酒产量与去年持平或略有下跌。
- **ASP 提升效应持续。**白啤、精酿等产品兴起代表啤酒消费不断个性化，高端和小众啤酒产品越来越受到消费者青睐，前几年进口啤酒的快速成长有效地进行了消费者培育，2019 年进口啤酒增长减速，我们判断主要受百威、嘉士伯和喜力等国际知名品牌纷纷在国内建厂影响，并且国产高端啤酒的质量和概念也在向国际企业靠拢，逐渐受到消费者认可，高端啤酒快速成长的背景下在国内有生产能力的国际啤酒企业和熟悉消费者需求的国产啤酒企业更易受益。随着消费升级和消费者对产品品质的要求提升，各大企业有意识的缩减低端产品的销量和营销费用，加大中高端主流产品的营销推广和消费者教育，低端产品占比逐渐减少。结合各方面因素，我们预计上半年啤酒消费 ASP 同比将继续增长，结构升级大趋势仍在持续。
- **原材料持续承压，增值税调减效应开始显现。**上半年原材料中玻瓶受价格上涨和供给不足影响持续承压，预计对各企业成本端仍有一定的影响，提高回瓶率是各企业降低成本压力的重中之重，提升罐化率也是降低玻瓶价格上涨影响的有效举措。大麦受澳麦欠收影响供给量和价格都面临压力；包材价格同比呈下跌趋势。各啤酒企业成本端压力仍比较大，但各企业也积极通过提升罐化率+结构升级+提升生产效率等举措缓解成本压力。同时今年 4 月 1 日正式开始实施的增值税下调对啤酒企业利润的增长促进开始显现，我们仍长期看好行业龙头经营改善和利润率水平提升。

图表 15：二季度啤酒产量同比略有下滑



图表 16：进口啤酒增速首次出现下滑



来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

4.2 青啤提前占位中高端，重啤盈利能力持续优化

- **青岛啤酒：结构升级持续，提质增效助力盈利改善。**一季度在销量和结构升级的共同促进下公司收入端实现 11.38% 的增长，单季度收入增长达到 2 位数。4、5 月公司产量与行业同期下滑，终端反馈销售额持续增长，但增速收窄，6 月份稳定增长，特别是大本营山东地区增长较快。预计公司上半年收入端增长 6%，主要由均价提升贡献。上半年公司关了华北地区一家规模减小的生产厂，关厂工作如期推进。公司上半年积极推进回瓶这一战略任务，降低成本端压力；增值税下调预计也会使公司在产业链上下游收获利润增量，预计公司上半年利润增长仍将快于收入增长，归母净利润实现 16% 的增长。
- **重庆啤酒：吨价持续提升，盈利能力不断优化。**公司一季度扣除押金结转等非经常性因素的影响，销售量同比增加 5%，吨价提升 4%，吨价提升至 3700 以上，量价齐升表现良好。二季度重庆、四川等地相较于去年同期低温、多雨，预计二季度扣除非经常性因素的收入增长环比略有下滑。从结构来看，上半年公司在重庆地区主推 8 元的“国宾醇麦”替代 6 元的“国宾”，终端铺货良好，接受度高，预计将继续带动公司 ASP 提升。上半年大麦和玻璃瓶价格上涨是行业面临的共同考验，但包材价格同比明显下跌，公司回瓶率高和罐化率持续提升一定程度上也环节了成本压力。费用端来看，公司 Q1 销售费用率同比略有减少，但今年主推“国宾醇麦”，预计仍会有相应的费用支持，销售费用率预计同比维持稳定或略有减少；一季度管理费用率相较于往年同期处于低位，上半年预计仍将维持一季度稳中有降的趋势。嘉士伯入主后助力重啤通过聚焦核心区域+产品高端化+关厂优化产能等举措提升管理能力和效率，主品牌通过产品升级和推出新品等方式提升 ASP 效果显著，代工嘉士伯产品体量不断增加，今年新增乌苏订单，宜宾厂区是嘉士伯体系内产能富余较大的基地，未来不排除继续加大代工产量。我们预计公司上半年收入端同比增长 4%，归母净利润同比增长 15%。

五、其他食品类：看好成长性高、业绩明确个股

- **绝味食品：门店顺利破万，品牌影响力持续提升。**公司上半年门店数顺利破万，一季度开店 350 家，二季度开店数环比略有下滑，预计上半年门店数同比增速约为 11%-12%，全年 800-1200 家店的目标不变。新项目椒椒有味目前新开门店 30 家左右，正在进行区域模型测试，预计上半年报表端影响不大，下半年开店速度将加快，全年 200 家店目标完成可能性高。一

季度新开门店二季度进入稳定成长阶段，叠加高势能店开店和改造进程加快，上半年同店增长预计为 3-5%。成本端来看，二季度鸭脖价格环比有所回落，同比维持稳定，辅以公司提前锁价等政策，预计上半年成本端压力不大，仍将维持相对平稳的水平。上半年费用预计维持平稳，过万家的线下门店是公司很好的品牌宣传载体，线上过千万的粉丝量是品牌影响力持续提升的重要保障。我们预计公司上半年收入端录得 16% 的增长，归母净利润实现同比 21% 的增长。

- **香飘飘：收入预计高增长，利润大概率扭亏为盈。**公司果汁茶产品凭借精打细磨的品质和精心设计的包装迅速收获消费者喜爱，销售规模也在逐季增加，一季度收入规模 1.7 亿，二季度随着江门产能投产和爬坡测试顺利完成，预计环比增长加快，上半年整体销售规模预计将超过 4 亿，占收入的比重持续增加。下半年随着旺季热度持续和天津产能投产，业绩弹性将进一步释放。固体产品一季度收入 6.22 亿，同比增长 6.56%，二季度是淡季，预计将以自然动销为主，与去年同期持平。液体奶茶去年上半年投入较大销售费用，今年同期费用缩减预计收入规模同比下滑。去年受销售淡季和原材料上涨等因素影响二季度利润出现亏损，今年预计二季度单季亏损幅度减小，上半年整体利润端扭亏为盈可能性较大。我们预计公司上半年收入端同比增长 50%，利润端扭亏为盈。
- **广州酒家：速冻产品加速铺货，收购陶陶居扩大规模。**公司最新公告了拟现金受让陶陶居 100% 股权，陶陶居是主营粤式餐饮的百年老字号，共有 13 家餐饮门店，“陶陶居上月”月饼也是粤式月饼的代表。此次广州酒家和陶陶居双强合并，强化了公司餐饮和月饼两大业务的竞争力，夯实业务基础。公司餐饮业务上半年老店业绩稳定，次新店通过不断提升服务和产品优化等措施加速实现业绩增长，18 年新开的两家门店预计会在年底或明年年初实现盈亏平衡，19 年新规划的深圳第一家门店已经准备开业。月饼还未到旺季预计规模不大。速冻产品借助公司优秀的产品品质，主打广式点心，形成差异化优势，成为公司重点拓展的常态产品，上半年预计将继续维持高速增长。我们预计公司上半年收入端实现 20% 的增长，归母净利润同比增长 19%。
- **养元饮品：半年报预计不改负增长态势，但降幅趋缓，更看好利润端弹性。**公司一季报收入、利润均实现负增长，低于市场预期，主要在于两方面原因：公司的销售旺季主要在于中秋与春节，19 年春节提前导致营收增长乏力（经销商提前打款，报表端具有滞后性）；乳制品春节促销力度加大，六个核桃等饮料在春节期间受到常温牛奶、酸奶等竞品的挤压。从渠道跟踪来看，二季度整体动销未有明显加快，不过新品五星六个核桃贡献增量，预计收入同比略有增长，但半年度综合来看仍然不改负增长态势。相比收入端，我们更看好公司利润端表现。自 2018 年以来，公司毛利率各季度持续提升，主要得益于原材料价格的下跌，主要原材料马口铁、核桃仁以及白砂糖等价格持续走低，叠加部分产品提价效应，预计 Q2 毛利率仍将环比有所提升。叠加增值税下调的利好趋势，预计 Q2 利润端有所释放。我们预计公司 Q2 收入增长 5%，半年报同比下降约 7%；预计 Q2 归母净利润率有 28% 左右的增长，半年报利润增速为 +2% 左右。
- **中粮肉食：出栏量较同期有所增长，然而猪瘟疫情扰动因素仍未消除，需防范利润风险点。**公司拥有 409 万头的养殖产能，随着产能的不断扩张以及合作养殖的进一步推进，上半年生猪出栏量有明显提升。据公司披露 1、2 季度经营数据来看，一季度生猪出栏量为 81.4 万头（+42.7%），二季度生猪出栏量为 63.8 万头（-7.5%），上半年生猪出栏量同比增长 15% 至 145.2 万头（18H1 出栏量为 125.9 万头）。此外，据公司公告，2019 年二季度公司商品猪均价为 13.9 元/公斤，而 2018 年二季度公司商品猪均价为 10.38 元/公斤，同比增长 33.9%。叠加出栏量与生猪价格这两方面影响，我们预计上半年公司的生猪养殖业务有超过 30% 的收入增速。除养殖业务以外，生鲜业务也是公司占比较重的一个业务板块。据公司披露 1、2 季度经营数据来看，一季度生鲜猪肉销量为 4.5 万吨（+6.1%），二季度生鲜猪肉销量为 4.2 万吨（-13.4%）。其中品牌生鲜表现较为出色，Q1 生鲜猪肉业务中品牌收入占比 30.5%，二季度品牌生鲜占比仍在不断提升，达到 33.0%，持续改善业务结构，我们预计上半年生鲜猪肉业务收入实现中低

个位数的增长。综合来看，我们预计公司上半年整体收入能够实现 20% 左右的增长，但利润端不排除受到猪瘟疫情影响，当前仍需防范利润风险点。

- **三只松鼠：新股新气象，利润水平逐步释放。**公司一季度在春节提前的背景下依旧实现 28.68 亿的收入，同比增长 27.17%。三只松鼠上半年年货节、女生节、母婴节等狂欢节继续位列休闲零食行业首位。参考我们跟踪到的线上销售数据，受春节后效应影响，公司阿里系二季度销售额平均增速快于一季度，因此预计公司上半年收入增速在 27% 以上。我们预计公司一季度受毛利率更高的礼盒收入体量增加+零食品类规模提升带来生产成本节省等因素毛利率提升 1.23 个百分点；上半年毛利率预计将继续同比提升。公司一季度因年货节费用投入较高使得销售费用率达到了 19.23%，同比提升 3.19 个百分点；管理费用率略有提升但占比不高；二季度无较大的营销活动，预计销售费用率环比将有所下降。我们预计公司上市之后将加速通过供应链体系和物流分装体系升级提升毛利率，全渠道营销网络建设的不断深化也将持续提升品牌效应节省品牌宣传成本，净利润率水平将逐步提升。我们预计公司上半年收入实现 27% 的增长，归母净利润同比增长 30%。

图表 17：核心标的上半年业绩预测表（亿元）

上市公司	18H1 营业收入(亿)	19H1 营业收入增速	19H1 营业收入预测(亿)	18H1 归母净利润(亿)	19H1 归母净利润增速	19H1 归母净利润预测(亿)
贵州茅台	353	17%	412	158	26%	199
五粮液	214	26%	270	71	29%	92
泸州老窖	64	23%	79	20	35%	27
酒鬼酒	5	35%	7	1	36%	2
伊利股份	396	16-17%	463	34	11%	38
蒙牛乳业	345	15-16%	400	16	25%	20
澳优	26	30%	33	3	25%/(扣非后预计为 30%)	4
海天味业	87	17%	102	22	22%	27
中炬高新	22	14%	25	3	24%	4
恒顺醋业	8	12%	9	1	21%	1
青岛啤酒	152	6%	161	13	16%	15
重庆啤酒	18	4%	18	2	15%	2
绝味食品	21	16%	24	3	21%	4
香飘飘	9	50%	13	-1	-	预计扭亏为盈
广州酒家	8	20%	9	1	19%	1
养元饮品	42	-7%	39	13	2%	13
中粮肉食	33	20%	39	-2	-	预计亏损
三只松鼠	-	27%	-	2	30%	3

来源：wind、国金证券研究所

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。

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