



## 强于大市

# 食品饮料 2Q19 业绩前瞻

### 白酒营收维持较快增速，非酒龙头延续稳健表现

预计白酒上市公司 2Q19 营收可增 20% 左右，维持较快增速。预计非酒龙头 2Q19 延续良好表现。推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、伊利股份。

#### 中银观点

- 预计白酒上市公司 2Q19 营收可增 20% 左右，维持较快增速。(1) 19 年 1-5 月白酒行业营收、利润总额分别增 8.9%、23.8%，据此推算 4-5 月营收、利润总额分别增 6.2%、23.1%。我们判断以上市公司为主体的品牌白酒可延续高景气度，继续大幅超越行业，预计 2Q19 总体营收可增 20% 左右。(2) 茅台缺货价格持续上行，2Q19 一批价平均 2000 元左右，同比增幅超过 20%，最新批价又上行至 2150 元左右。五粮液新品换代挺价，最新一批价达到 910-930 元，其它名酒也跟进上调了出厂价或零售指导价。
- 白酒 2Q19 营收和净利预测如下：五粮液 (23%、29%)、贵州茅台 (12%、20%，已披露半年报)、泸州老窖 (25%、36%)、洋河股份 (15%、16%)、山西汾酒 (25%、35%)、古井贡酒 (20%、21%)、酒鬼酒 (41%、61%，已披露业绩快报)、舍得酒业 (15%、18%)、顺鑫农业 (20%、18%)、伊力特 (3%、4%)。
- 其它酒 2Q19 营收和净利预测如下：张裕 A (-5%、-2%)、古越龙山 (5%、14%)、青岛啤酒 (2%、12%)。
- 预计非酒龙头 2Q19 延续稳健表现。乳业龙头优势继续显现，1H19 收入皆有望同比增 15% 左右，虽然利润受到淡季买赠促销加强和原奶成本温和和上涨影响，但 2Q18 费用基数相对较高，龙头 2Q19 利润增速仍有望实现较快增长。调味品，领先企业海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业 2Q19 皆实现稳健增长。其他食品，洽洽食品和安琪酵母亦有较好表现。
- 非酒食品 2Q19 营收和净利预测如下：伊利股份 (15%、15%)、光明乳业 (5%、5%)、海天味业 (16%、22%)、中炬高新 (10%、12%)、恒顺醋业 (12%、15%)、千禾味业 (10%、31%)、双汇发展 (9%、-10%)、养元饮品 (0%、5%)、洽洽食品 (15%、23%)、安琪酵母 (13%、9%)。

#### 风险提示

- 经济下滑对白酒行业的影响超预期。渠道库存超预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮\*

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

\*王兴伟为本报告重要贡献者

图表 1. 白酒 2019 年半年报业绩前瞻

公司简称	2Q19E		1H19E		业绩说明
	营收 (%)	净利 (%)	营收 (%)	净利 (%)	
五粮液	23	29	25	30	(1) 五粮液 2019 年酒业主业目标为 500 亿元，同比增长 25%。2 季度产品升级换代，虽然公司控货挺价，但渠道有较强的调节能力，我们判断公司报表业绩 2 季度可按计划推进。(2) 茅台价格 2 季度持续上行，同比涨幅超过 20%，最高超过 2100 元，有利于五粮液酒需求增长。(3) 根据调研反馈，2 季度均价 900 元左右，同比涨幅超过 10%，最新批价 910-930 元，保持了良好的上升态势。(4) 公司近期下发通知，将原系列酒、五粮醇和五粮特头曲三家系列酒品牌营销公司整合为一家，邹涛兼任系列酒公司董事长。考虑到系列酒处于整合期，收入增速不会太快。(5) 增值税的正面影响可体现。
贵州茅台	12	20	18	27	茅台已披露中报。19 年上半年实现营收 394.9 亿，同比增 18.2%，净利 199.5 亿，同比增 26.6%，每股收益 15.88 元。2Q19 营收和净利分别为 178.4 亿和 87.3 亿，营收同比增 12%，净利增 20.3%。
泸州老窖	25	36	24	40	(1) 公司年报规划 19 年营收增长 15-25%，由于同行业绩增速较快，公司业绩释放的动力可能加强。(2) 受益茅台供需偏紧，五粮液新品换代提价，国窖 1573 提价预期较强，我们判断 2 季度回款情况较高。根据微酒新闻，国窖 1573 非常规产品停货调价，也显示计划完成情况较好。
洋河股份	15	16	14	16	(1) 根据公司股东大会，2019 年公司规划营收增速 12% 以上，其中梦系列力保 30% 的同比增长。2019 年规划 570 个终端市场，省外市场仍然要保持 20% 的增长。(2) 根据微酒新闻报道，自 5 月 21 日起，洋河将大幅提高各类产品供货指导价，最高上涨幅度超 20%。自 6 月 4 日起，多个产品全面停止向江苏市场经销商供货。结合公司 5 月的挺价政策及 6 月停货政策，我们判断 2 季度省内将会保持良性增长，省外保持较快增长。
山西汾酒	25	35	21	26	(1) 受控货稳价的影响，1Q19 收入增速放缓至 20%，但 4Q18+1Q19 合计增速高达 35% 左右，实际销售增长仍十分强劲，估计 2Q19 可恢复正常发货。(2) 根据股东会消息，2018 年底汾酒全国拥有终端 31.9 万家，到了 5 月底终端 46.8 万家，2019 年度目标是 55 万家，渠道维持扩张态势。(3) 根据酒说新闻，7 月 9 日汾酒销售公司已完成接近 60% 的任务，计划完成情况较好。虽然汾牌等低端酒产品线梳理可能影响收入，不过我们判断 2Q19 收入环比仍可小幅提速。(4) 考虑到销售公司占比提升，且前期费用投入较大，2Q19 利润增速有望明显快于收入。
古井贡酒	20	21	32	30	(1) 安徽需求正快速向次高端价位升级，同时高价位酒季节性波动相对较小，预计 2Q19 古 8 和古 16 可保持较快增长。(2) 中档酒淡季波动明显，我们判断献礼和 5 年 2Q19 增速可能放缓。
酒鬼酒	41	61	35	36	公司发布 2019 年半年度业绩快报，2019 年上半年实现营业收入 7.1 亿，同比增 35.4%；净利 1.6 亿元，同比增 36.3%。其中 2019Q2 实现营收 3.6 亿，同比增 40.5%，净利 0.8 亿，同比增 60.6%。
舍得酒业	15	18	25	20	根据微酒新闻报道，公司决定品味舍得自 2019 年 3 月 23 日起执行新的价格体系，同时取消随货配赠政策，我们判断 2 季度还需要消化提价的影响，2Q19 增速可能放缓。
顺鑫农业	20	18	20	17	(1) 产品结构升级，全国化继续推进，我们判断白酒 2Q19 可维持 1Q19 20% 左右的增速。(2) 屠宰和养殖业务、房地产业务可能仍处于亏损状，拖累整体业绩表现。
伊力特	3	4	1	15	根据经销商大会信息，19 年上半年伊力特各项主要指标保持了稳中有进的好势头，我们判断 2 季度伊力特营收小幅增长。

资料来源：公司公告，微酒，中国酒业协会，渠道草根调研，投资者交流会，国家统计局，中银国际证券

图表 2. 其他酒 2019 年半年报业绩前瞻

公司简称	2Q19E		1H19E		业绩说明
	营收 (%)	净利 (%)	营收 (%)	净利 (%)	
张裕 A	(5)	(2)	(7)	(4)	(1) 行业需求下滑幅度较大, 根据酒业协会数据估算, 19 年 4-5 月葡萄酒行业收入、利润分别同比降 38%、60%。(2) 虽然 2019 年张裕销售目标不低于 53 亿, 但我们判断在行业环境未有明显改善的前提下, 张裕销售面临一定的压力, 预计 2Q19 业绩难有明显改观。
古越龙山	5	14	(1)	(6)	(1) 行业需求未见改善, 根据酒业协会数据估算, 19 年 4-5 月黄酒行业收入、利润分别同比降 3%、4%。(2) 1Q19 公司内部还处于调整阶段, 收入出现下滑。随着改革的推进, 古越龙山作为黄酒最强品牌, 我们判断 2Q19 收入、利润可恢复增长。
青岛啤酒	2	12	6	17	(1) 行业需求未见改善, 根据酒业协会数据估算, 19 年 4-5 月啤酒行业收入同比增 3%, 4-6 月销量同比小幅下滑, 我们判断 2Q19 青啤销量持平。(2) 4-5 月行业利润分别同增 21%, 一方面费用投放强度下降, 另一方面增值税的正面影响体现, 我们判断青啤利润率可明显提升。

资料来源: 公司公告, 中国酒业协会, 国家统计局, 中银国际证券

图表 3. 非酒食品 2019 年半年报业绩前瞻

公司简称	2Q19E		1H19E		业绩说明
	营收 (%)	净利 (%)	营收 (%)	净利 (%)	
伊利股份	15	15	16	11	龙头优势继续显现, 根据尼尔森, 19 年 4-5 月伊利常温产品市场份额平均提升 1.6pct, 我们判断 2Q19 收入可能同比增 15%左右; 2Q19 因淡季买赠促销有所加剧, 但 2Q18 销售费用集中投放, 基数较高, 2Q19 利润增速仍有望实现较快增长。
光明乳业	5	5	6	5	2Q19 低温鲜奶推出新品, 莫斯利安包装换新、启用新代言人, 我们判断业绩表现稳健, 为下半年蓄力。
海天味业	16	22	17	22	海天团队优秀, 预计品类拓展继续, 2Q19 延续稳健增长。
中炬高新	10	12	8	12	此前公司调研显示, 宝能入主后, 美味鲜活力持续激发, 我们判断 2Q19 调味品收入可能同比增 15%左右。
恒顺醋业	12	15	14	18	受益于提价效应, 预计 2Q19 收入利润延续稳健增长。
千禾味业	10	31	14	(38)	公司继续主推零添加产品, 我们判断受零添加产品带动, 2Q19 调味品收入同比增 20%左右。
双汇发展	9	(10)	4	3	2Q19 生猪价格同比增 40%, 白条出厂价增 27%, 慢于生猪价格, 我们判断双汇屠宰头均利润下降, 影响整体业绩。
养元饮品	0	5	(9)	(5)	新品培育还需时日, 2 季度环比可能未见明显改善。
洽洽食品	15	23	7	29	根据公司产品策略判断, 2Q19 红袋稳健增长, 蓝袋延续较快增长, 黄袋继续放量, 我们认为 2Q19 收入同比可增 15%, 受益于产品提价效应, 我们判断 2Q19 净利增速快于收入。
安琪酵母	13	9	12	(4)	随着新疆限产的影响减弱、糖蜜成本下降、转固速度放缓, 我们判断 2Q19 利润有望恢复增长, 下半年业绩弹性较大。

资料来源: 公司公告, 尼尔森, 渠道草根调研, 投资者交流会, 国家统计局, 中银国际证券

附录图表 4. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600519.SH	贵州茅台	买入	954.0	11,984	28.02	35.20	34.0	27.1	98.8
000858.SZ	五粮液	买入	120.1	4,660	3.45	4.27	34.8	28.1	18.0
600809.SH	山西汾酒	买入	68.3	595	1.68	2.40	40.7	28.5	8.1
000568.SZ	泸州老窖	增持	81.1	1,188	2.38	3.05	34.1	26.6	12.7
000860.SZ	顺鑫农业	买入	44.8	332	1.00	1.62	44.6	27.6	9.6
600702.SH	舍得酒业	买入	26.8	90	1.01	1.20	26.4	22.3	7.8
603919.SH	金徽酒	增持	14.5	57	0.63	0.66	23.0	22.1	5.4
600887.SH	伊利股份	买入	32.1	1,957	1.06	1.22	30.4	26.3	4.3
002557.SZ	洽洽食品	增持	26.5	134	0.85	1.01	31.0	26.3	6.8
600597.SH	光明乳业	增持	11.1	136	0.28	0.44	39.8	25.5	4.5
600872.SH	中炬高新	买入	39.9	318	0.76	0.89	52.4	44.8	4.5
603288.SH	海天味业	增持	100.3	2,708	1.62	1.94	62.1	51.6	5.7
603027.SH	千禾味业	增持	20.7	95	0.52	0.66	39.6	31.4	2.8
600305.SH	恒顺醋业	增持	16.8	132	0.43	0.39	38.9	43.1	2.7
000895.SZ	双汇发展	增持	24.7	813	1.49	1.55	16.5	15.9	4.3
002304.SZ	洋河股份	未有评级	122.5	1,846	5.39	6.27	22.7	19.6	25.1
000568.SZ	泸州老窖	未有评级	81.1	1,188	2.38	3.14	34.1	25.8	12.7
000596.SZ	古井贡酒	未有评级	117.0	519	3.37	4.36	34.8	26.9	16.7
000799.SZ	酒鬼酒	未有评级	27.5	89	0.69	0.92	40.1	29.9	6.8
600197.SH	伊力特	未有评级	17.3	76	0.97	1.22	17.8	14.2	6.0
000869.SZ	张裕 A	未有评级	29.6	168	1.52	1.55	19.5	19.1	14.7
600059.SH	古越龙山	未有评级	8.8	71	0.21	0.22	41.4	39.5	5.1
600600.SH	青岛啤酒	未有评级	47.5	616	1.05	1.28	45.1	37.1	13.9
603156.SH	养元饮品	未有评级	33.4	352	2.69	2.83	12.4	11.8	12.2
600298.SH	安琪酵母	未有评级	29.3	242	1.04	1.21	28.2	24.3	5.5

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日为 2019 年 7 月 23 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371