

食品饮料

高档酒积极控价，酵母 YE 业务势头仍在

-中泰食品饮料周报(第 31 周)

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

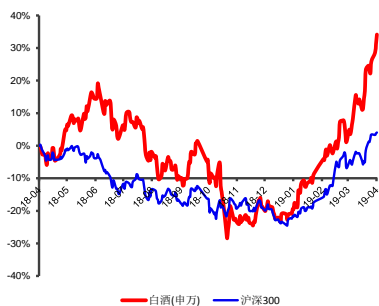
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

行业-市场走势对比



相关报告

《三只松鼠深度研究：线上优势显著，数字化供应链赋能未来——中泰食品、零售团队联合推荐》2019.07.29

《今世缘：业绩符合预期，品牌势能持续释放》2019.07.31

《元祖股份：收入稳健增长，期待中秋发力》2019.08.01

《汤臣倍健：业绩符合预期，风雨之后见彩虹》2019.08.01

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
五粮液	118.12	2.55	3.47	4.56	5.77	38.20	28.00	26.79	21.17	0.47	买入
口子窖	59.65	1.86	2.55	3.05	3.57	28.42	23.25	19.56	16.71	0.74	买入
青岛啤酒	43.53	0.94	1.05	1.37	1.76	49.60	42.80	32.90	25.60	0.71	买入
伊利股份	31.14	0.99	1.06	1.20	1.37	30.70	30.42	26.88	23.54	0.83	买入
绝味食品	37.11	1.26	1.56	1.88	2.22	27.30	22.00	18.30	15.00	0.76	买入

备注：股价为 2019 年 8 月 2 日收盘价。

投资要点

■ **8 月组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利股份、绝味食品。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液 (-2.15%)、口子窖 (-1.58%)、青岛啤酒 (-3.93%)、伊利股份 (-0.19%)、绝味食品 (-2.50%)，组合收益率为-2.07%。同期上证综指下跌-2.21%，组合领先上证综指 0.14%。

■ **高端酒积极价格管控，茅台直营落地&国窖挺价控货。**当前行业淡季白酒价格势能仍以蓄能为主，但高端酒价格表现强势，积极实施价格管控策略，茅台直营落地加大对价格控制，国窖出台挺价控货政策进一步跟随提价，高端酒仍是当前确定性最高的板块，重点推荐。

1) 贵州茅台：本周飞天茅台继续紧缺，不少地区一批价已超过 2300 元，惜售心态强烈。本周茅台直营招标首次落地，物美、华润等 6 家商超中标 600 吨配额，成为茅台首批商超、卖场的经销商。从物美披露的预售公告来看，第一，茅台酒将以 1499 元的零售价出售，第二，购买条件严格，需要消费积分和购买其他产品的次数及金额要求，且不参与任何优惠活动。我们认为，这一方面表明茅台的商超直营渠道正式启动，后续和知名电商、机场高铁站点的知晓方案有望陆续落地；另一方面 1499 元价格红线以及严格的购买规则表明茅台对于价格管控的力度和决心，虽然 600 吨短期仍无法解决市场供给紧缺问题，对市场价格影响有限，但随着自营店、商超以及企业团购渠道逐步放货，我们预计中秋旺季一批价存在小幅回落的可能，但到 1800 元以下仍然较难。

2) 五粮液：目前八代普五主流一批价保持在 960 元左右，8 月 1 日起零售价从 1199 元提升至 1399 元，终端实际接受度有待进一步观察，维持实际成交价千元以上预期。

3) 泸州老窖：本周国窖 1573 发出提价通知，52 度、38 度计划外提价 30 元/瓶，8-9 月 52 度和 38 度国窖经典装减少 30% 的配额，这是在上个月 43 度等差异化产品提价的基础上，国窖提价控货迈出实质性一步。我们认为这一方面是国窖价格跟随策略的落地，普五价格持续上行为国窖提价打开空间，另一方面公司通过削减配额内份额来保障提价效果。目前国窖一批价上涨至 790 元左右，跟随涨价策略持续进行。

■ **白酒：今世缘中报符合预期，洋河结构调整中。**行业来看，本周前半段白酒板块略有调整，主要是行业淡季无明显催化剂，但是可以看到在宏观环境（中美谈判）不确定性加大的情况下，板块防御价值再次凸显。本周今世缘披露中报，中报业绩增速与全年指引一致，符合市场预期，南京市场的快速增长主要是抢占了洋河的市场份额，存量博弈明显。洋河方面，近期公司新任销售领导上任，刘总曾经作为一线人员经验丰富、

作风务实，上任后其首要任务是摸清各个市场情况，后续应重点关注其销售思路的变化，特别是如何部署这个中秋旺季；从动销来看，预计二季度省内收入有所下滑，但梦之蓝继续保持增长、产品结构持续提升，省外成长空间仍然充足，中秋备货则视渠道库存出清情况而定，我们预计备货任务有望完成。当前名酒估值基本处于 20-27 倍区间，估值相对合理，短期建议降低预期收益率继续持有，考虑到中秋旺季献礼和估值切换，三季度末行情可以重点关注。

- **大众品：食品板块整体回调，中报预期影响较大，关注低估值稳健业绩标的。**
- **安琪酵母：YE 业务快速增长，全球布局可期。**近期我们调研了安琪酵母 YE 海外渠道，2018 年公司 YE 销售额约 5.6 亿，其中国内销售 4 亿左右，占据国内 60% 以上的市场份额，海外销售 2 亿左右。近年 YE 事业部保持 20%-30% 的收入增速，目前 YE 事业部已超过烘焙国际事业部，在安琪中利润排名第二，仅次于营销中心（国内烘焙）。2018 年安琪 YE 产能为 7.8 万吨全球第一，产销量仅次于思宾格（乐斯福旗下的 YE 业务）位居全球第二。（1）渠道方面，安琪 YE 业务以 2B 为主，海外销售人员较少，今年扩招部分人员。国际市场主要依托于当地代理商，每个国家或地区通常设置 1-2 家，公司销售人员对接代理商为主。国际业务打款政策严格，通常先款后货，坏账风险较小。（2）定价方面，安琪在国内及亚太处于领导地位，定价高于竞品；欧美成熟市场竞品强势，安琪定价低于竞品；海外竞争对手薄弱区域，安琪采取多方位开发的市场营销方式。YE 提价较少，作为酵母深加工产品利润率较高，未来规模效应增强后利润率将进一步上升。（3）薪酬考核方面，销售分日常绩效与年底绩效两块，年底绩效与个人和事业部 KPI 均挂钩。2019 年 YE 事业部个人增长目标均在 30% 以上，事业部整体目标为 18%。目前安琪薪酬水平在宜昌具备较强的吸引力，期待公司领导更换后激励进一步增强。
- **乳制品：伊利市占率稳步提升，蒙牛买赠 7 月略有减弱。**近期草根调研了解到 4-7 月常温液态奶伊利、蒙牛继续维持较快增速，其中大单品安慕希、金典维持 20% 以上增长，特仑苏、纯甄维持 15% 以上增长，4-6 月买赠加大，但是部分地区 7 月整体买赠环比 6 月略有减弱，有所好转。上游原奶持续温和涨价，我们预计龙头伊利 19Q2 收奶价上涨超 5%，成本略有压力，结合买赠+成本，我们预计结构升级难以抵消，预计 19Q2 伊利毛利率小幅下滑。考虑 18Q2 世界杯期间伊利蒙牛广告竞争同样激烈，19Q2 线上广告费用回归正常，同比下降，我们预计 19Q2 伊利销售费用率有所回落。整体看，我们预计伊利 19Q2 收入增速在 15%，利润增速在 14-15%，19H1 收入增速在 16.5%，利润增速在 11% 左右。看好龙头的长期配置价值，58 亿回购 3% 股权完成后，下半年预计推出股权激励方案，业绩长期保障加持，加之公司已经具备的渠道、品牌壁垒，看好长期配置价值。
- **保健品：汤臣倍健业绩边际向好，预计三季度略有好转。**19H1 公司收入 29.7 亿元，同比+36.88%，19Q2 收入 13.99 亿元，同比+27%。分品类看，19H1 主品牌“汤臣倍健”同比+14.44%，关节护理“健力多”同比+ 53.71%，我们测算健视佳增速+50%，LSG 中国线下预计 5000 万左右收入，并表海外 LSG 贡献 2.7 亿元收入。剔除 LSG 并表后，国内业务

收入 27 亿元，同比增长 24%。分渠道看，我们预计 19H1 线上电商平台政策变化等因素影响约 5% 增长，药店渠道增速在 23% 以上、母婴及商超其他渠道增速翻倍。利润符合预期，销售费用投入增多+LSG 并表后亏损影响部分利润释放，预计下半年利润转好。预计 2019 年收入 58.7 亿元，同比+35%，净利润 12.6，同比+25%，对应 PE22X，业绩稳健增长。短期受到医保、电商平台政策影响影响，长期空间较大。目前草根调研了解，二季度终端动销有所提速，库存逐渐消化，预计三季度收入和利润有所提速，建议积极关注。

■ **烘焙：元祖蛋糕提价+睡眠卡+增值税增厚多重驱动，低估值，高分红。**

1) 公司 19H1 实现营业收入 8.33 亿，同比+15.3%，归母净利润增长 35.6%。未提领的卡券体现在预收款，可以期待。19Q2 营业利润增长 10%，归母净利润略有下滑主因主营外支出、非经常损益减少、和季度税金原因影响，19Q2 利润 4223 万，占比全年 3.4 亿利润仅 13%，影响有限，建议全年展望。2) 关注元祖超跌带来的布局机会。我们预计元祖 2019 年收入增速在 10-15%，预计利润增加 9730 万，2019 年利润在 3.4 亿，贡献一是确认新增 4153.9 万元睡眠卡收入，扣税后利润新增 3460.3 万元；二是增值税下调利好 11% 的利润贡献，预计新增 2640 万利润；三是蛋糕提价+租金下调，按照 15% 利润增长保守估计，预计利润新增 3600 万。公司当前 PE 仅 15X，低估值、高分红、中秋月饼旺季来临，高投资性价比。

■ **投资策略：**行业结构性机会依旧明显，即使经济增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。参照美国、日本等发达国家的发展经验，消费都是经济增长的绝对主力，中长期领涨。后期减税降费发力以及外资的流入，食品饮料板块有望不断超预期。当下核心上市公司估值不贵，我们长期最看看高端白酒。重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、山西汾酒等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。

■ **风险提示：**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 5 -
每周市场回顾：板块落后综指-0.25%，子板块其他酒类涨幅居前	- 5 -
2019年8月投资组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利、绝味	- 6 -
最新重点报告观点（第31周）	- 7 -
三只松鼠深度研究：线上优势显著，数字化供应链赋能未来——中泰食品、零售团队联合推荐	- 7 -
今世缘：业绩符合预期，品牌势能持续释放	- 9 -
元祖股份：收入稳健增长，期待中秋发力	- 10 -
汤臣倍健：业绩符合预期，风雨之后见彩虹	- 11 -

图表目录

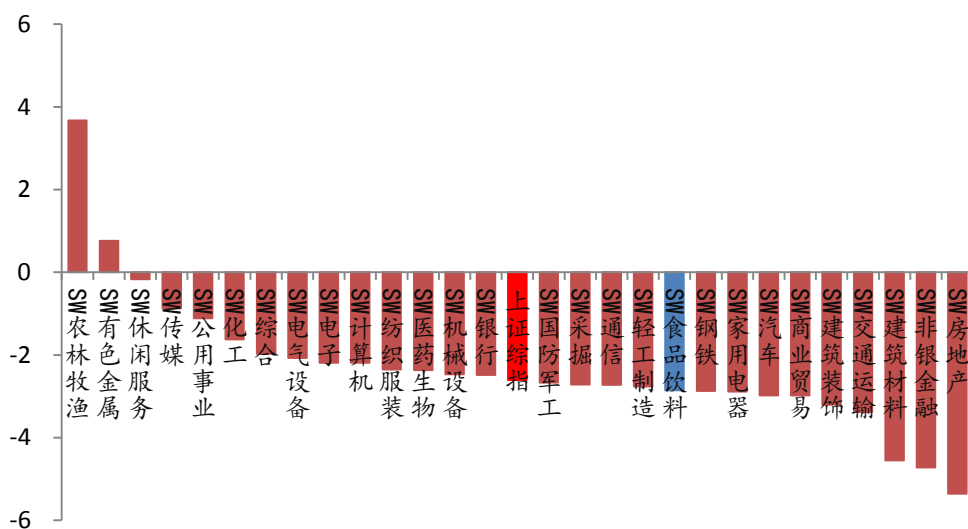
图表1：食品饮料行业周下跌-2.86%，落后上证综指-0.25%	- 5 -
图表2：子板块其他酒类居前	- 5 -
图表3：周涨跌幅前五个股一览	- 5 -
图表4：8月组合收益率为-1.28%	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后综指-0.25%，子板块其他酒类涨幅居前

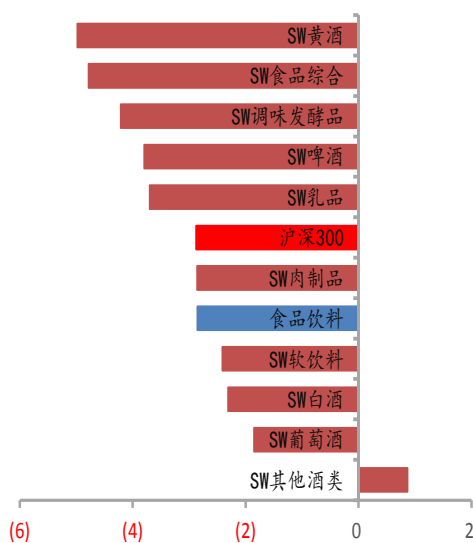
- 市场回顾：**本周上证综指下跌-2.60%，食品饮料板块下跌-2.86%，落后上证综指 0.25 个百分点。子板块方面其他酒类上涨 0.87%。葡萄酒、白酒、软饮料、肉制品、乳品、啤酒、调味发酵品、食品综合和黄酒分别下跌-1.85%、-2.31%、-2.41%、-2.86%、-3.70%、-3.80%、-4.21%、-4.78%、和-4.98%。个股方面，金字火腿（5.08%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周下跌-2.86%，落后上证综指-0.25%



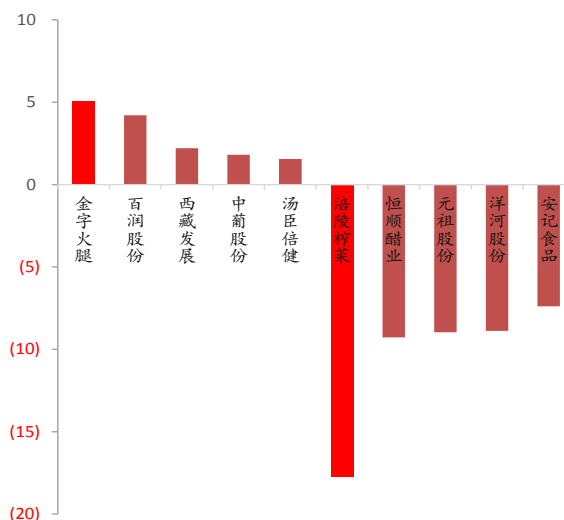
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块其他酒类居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2019年8月投资组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利、绝味

- **8月推荐组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利、绝味食品。**当月内五者涨跌幅分别为五粮液(-2.15%)、口子窖(-1.58%)、青岛啤酒(-3.93%)、伊利股份(-0.19%)、绝味食品(-2.50%)，组合收益率为-2.07%。同期上证综指下跌-2.21%，组合领先上证综指0.14%。

图表4：8月组合收益率为-2.07%

公司名称	代码	权重	8月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
五粮液	000858.SZ	20%	-2.15%	营销改革进一步落地，普五批价持续上行，新品顺价销售可待，看好量价齐升带动公司收入实现快速增长。	-2.07%
口子窖	603589.SH	20%	-1.58%	省内价盘稳健、库存良性，产品结构持续升级，省外发展步入正轨，预计口子窖二季度收入有望超预期。	
青岛啤酒	600600.SH	20%	-3.93%	二季度销量预计实现正增长，产品结构升级加速，叠加增值税税率下调红利，ASP快速提升，预计二季度利润有望超预期。	
伊利股份	600887.SH	20%	-0.19%	大单品+品类均衡发展，品牌、渠道壁垒加深驱动市占率快速提升，预计二季度利润增速有望实现20%以上。	
绝味食品	603517.SH	20%	-2.50%	开店节奏靠前新店贡献更显著，椒椒有味有望进入快速扩张期，今年预计开店200家左右。	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5：重点公司盈利预测表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	954.45	11987.9	28.02	35.06	41.08	34.06	27.22	23.23
五粮液	118.12	4483.8	3.47	4.46	5.33	34.00	26.48	22.16
泸州老窖	79.81	1118.9	2.38	3.11	3.88	33.53	25.66	20.57
洋河股份	109.62	1652.0	5.39	6.15	7.13	20.36	17.82	15.37
古井贡酒	118.80	598.8	3.37	4.42	5.57	35.25	26.88	21.33
山西汾酒	65.70	569.0	1.69	2.15	2.68	38.78	30.56	24.51
口子窖	59.65	357.9	2.55	3.05	3.57	23.39	19.56	16.71
水井坊	45.39	222.0	1.19	1.55	1.86	38.27	29.28	24.40
沱牌舍得	26.01	87.7	1.02	1.24	1.61	25.45	20.98	16.16
顺鑫农业	44.74	255.5	1.30	2.27	2.95	34.30	19.71	15.17
伊力特	16.82	74.2	0.97	1.22	1.40	17.33	13.79	12.01
迎驾贡酒	16.90	135.2	0.97	1.05	1.11	17.42	16.10	15.23
伊利股份	31.14	1908.6	1.06	1.20	1.37	29.38	25.95	22.73
绝味食品	37.11	152.2	1.56	1.88	2.22	23.79	19.74	16.72
元祖股份	21.61	51.9	1.01	1.44	1.72	21.40	15.01	12.56
青岛啤酒	43.53	587.7	1.05	1.37	1.76	41.34	31.77	24.73
重庆啤酒	40.30	195.1	0.83	1.05	1.23	48.55	38.38	32.76
中炬高新	39.20	312.4	0.76	0.91	1.17	51.41	43.08	33.50
海天味业	97.45	2637.0	1.62	1.94	2.33	60.15	50.23	41.82
安琪酵母	29.88	98.6	1.04	1.21	1.42	28.74	24.69	21.04
双汇发展	23.62	779.5	1.49	1.57	1.69	15.86	15.04	13.98
恒顺醋业	14.95	90.1	0.39	0.42	0.48	38.46	35.60	31.15

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 31 周）

三只松鼠深度研究：线上优势显著，数字化供应链赋能未来——中泰食品、零售团队联合推荐

- **核心观点：**三只松鼠成立于 2012 年，从最初发家于坚果、起步于线上的坚果互联网品牌，到如今建立全品类体系、打造线上线下全渠道销售模式的休闲零食第一品牌，三只松鼠发展历史就是一部极为成功的创业史。公司的快速成长既离不开线上红利的深度释放，又从根本上取决于公司强大的品牌、渠道以及供应链壁垒。短期来看，在公司坚果产品稳健增长、零食产品高速成长的带动下，预计未来三年公司收入有望保持 20% 以上的增长。长期来看，公司一方面将持续深挖线上主战场，提升线上渗透率；另一方面向数字化供应链平台转型，我们看好供应链管理对公司未来新零售业态的赋能。
- **公司介绍：**休闲零食第一品牌，创业公司的典范。三只松鼠成立至今发展迅速，2014~2018 年收入 CAGR 高达 66%，连续七年在天猫双十一食品类夺冠，堪称创业公司的典范。从管理层来看，“老爹”章燎源是推动公

司持续向前发展的灵魂人物，他不仅对公司品牌战略与价值观的形成有着深刻影响，还为公司不同阶段作出了定位互联网、扩展全品类、走向线下、转型数字化平台等关键决策。从股权结构来看，章燎源直接持股 39.97%，是公司实际控制人，机构投资者也对公司上市前的快速成长起到重要作用。从主营产品来看，公司目前共形成六大品类，产品结构趋于多元化，其中坚果类是公司第一主营产品，2018 年收入占比为 53%，目前进入稳健增长阶段；零食类近两年快速成长，借助坚果业务建立起来的品牌和渠道优势加速扩张，目前已成为公司第二大品类，是公司未来重要增长点。公司当前定位“制造型自有品牌多业态零售商”，并朝着成为“一个自有品牌，自有 IP，全品类、全零售、全体验的企业”努力迈进。

- **行业分析：市场空间广阔，巨头成长潜力十足。**从行业空间来看，中国食品工业协会预测 2019 年市场规模将接近 2 万亿元，市场空间极为广阔。但与发达国家相比，我国休闲零食人均消费仅为欧美国家的 1/10 左右，仍有很大提升空间。**从行业驱动力来看**，互联网的快速崛起以及物流体系的持续完善助力网络购物真正摆脱了时空限制，驱动行业持续向前发展。**从行业格局来看**，我国休闲零食市场高度分散，线上市场 CR3 仅为 22.4%，行业集中度相对较低，三只松鼠在全国渗透率仅为 8.27%。当前行业“三巨头”松鼠、良品铺子、百草味虽各具特色，但均朝着全渠道、全品类持续整合，如松鼠和百草味从线上发力线下，良品铺子则加大线上布局。我们认为在消费升级趋势下随着消费者的品牌意识增强，具有品牌优势的龙头将享受行业集中度提升红利。
- **核心竞争力：品牌、渠道优势显著，数字化供应链赋能未来。**公司的快速发展除离不开外部的线上红利外，从根本上取决于公司内在的核心竞争力：
 - **1) 品牌方面，IP 化、人格化：**公司通过全方位宣传活动打造“三只松鼠”IP，并赋予其丰富人格，提高品牌知名度与辨识度；主人文化：公司价值观以客户为重心，通过提供最优质的服务打动消费者，形成公司独特而强大的品牌壁垒。当前公司品牌建设重心正在从营销转为产品，通过产品创新占据消费者品牌心智。
 - **2) 渠道方面，**公司以线上为主导，一方面基于 B2C 模式开设自营旗舰店，与国内主流电商平台建立深度合作，2018 年订单量迎来爆发式增长；另一方面大力开拓统一入仓模式。线下市场空间广阔，目前以增强消费者品牌体验为主，近年来线下占比已快速提升至 11%。
 - **3) 供应链方面，**公司致力于构建全产业链垂直业务模式，深度参与到原材料采购到终端配送的各个环节，以充分保障产品品质和相应速度。公司目前正朝着数字化供应链转型，深耕供应链打造产业共同体，一方面连接工厂端和通用技术层参与产品创新，另一方面通过大数据建立人和商品的连接，看好数字化供应链对未来公司新零售业态的赋能。
- **财务分析：轻资产、高周转保障公司高盈利水平。**从盈利水平来看，公司 2018 年 ROE 达到 31.66%，遥遥领先于其他同行公司，从 ROE 拆分来看：杠杆水平方面，公司权益乘数较高，主要是年末备货导致存货、应付账款等大幅增加，公司流动资产占总资产超过 80%，体现公司分装生产、线上销售的轻资产运营模式；盈利能力方面，公司 2018 年净利率 4.34%，高于可比公司良品铺子和好想你，其中

毛利率较为接近，费用率显著优于同行，表明公司费用管控能力突出；营运能力方面，公司资产周转率远高于同行公司，表明公司运营效率高，这也是保障公司高盈利的核心优势。

- **投资建议：**我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 86.67、105.16、126.30 亿元，同比增长 23.80%、21.33%、20.10%；实现净利润分别为 3.63、4.43、5.46 亿元，同比增长 19.56%、22.03%、23.10%，对应 EPS 分别为 1.01、1.23、1.52 元。
- **风险提示：**食品质量问题、市场竞争加剧、原材料价格波动。

今世缘：业绩符合预期，品牌势能持续释放

- **事件：**2019 年上半年公司实现收入 30.55 亿元，同比增长 29.45%，实现归母净利润 10.72 亿元，同比增长 25.23%，基本每股收益 0.85 元，同比增长 25.23%。
- **业绩符合预期，国缘占比持续提升。**19Q2 公司收入为 11.01 亿元，同比增长 26.58%，收入继续维持快速增长，我们认为主要是得益于国缘等特 A+ 产品的快速放量；19Q2 归母净利润为 4.31 亿元，同比增长 24.10%，利润增速略慢于收入增速主要是消费税的影响，整体来看上半年收入增速和利润增速与全年目标基本一致，业绩符合预期，全年目标料将顺利实现。分产品来看，19H1 特 A+ 类产品实现收入 16.74 亿元，同比增长 44.33%，主要是国缘产品快速增长，同时导入了更为高端的典藏 20 产品，预计国缘和典藏系列占比均进一步提升，国缘占到整体营收的 2/3 左右，产品结构持续升级；特 A 类产品实现收入 9.73 亿元，同比增长 19.80%，腰部产品继续稳健增长。分区域来看，19H1 省内实现收入 28.57 亿元，同比增长 28.39%，整体增速稳健，其中淮安、南京、苏南、苏中、盐城、徐州大区分别同比增长 16.75%、48.88%、20.56%、23.77%、8.89%、61.40%，南京地区维持快速增长，收入占比环比 Q1 提升 1.20pct 至 29.49%，成为省内第一大市场；19H1 省外实现收入 1.87 亿元，同比增长 51.42%，Q2 省外增速环比 Q1 有所回落，主要是 Q2 公司在省外以加大招商为主，省外经销商相对而言更为谨慎，因此省外市场从招商到起量需要一个过程，预计全年来看仍将维持快速增长。从经销商队伍来看，19H1 省外经销商达到 356 家，环比 Q1 大幅增加 55 家，省内经销商达到 329 家，环比 Q1 增加 4 家。
- **毛利率略微下降，消费税补缴致税金比例提升，现金流靓丽。**19Q2 公司毛利率为 67.19%，同比小幅下降 0.60pct，报告期内公司将部分原来计入费用的项目（如手提袋）转入成本，一定程度上拖累毛利率。19Q2 公司期间费用率为 8.46%，同比下降 0.72pct，其中销售费用率为 7.49%，同比下降 1.50pct 一方面原因在于部分项目从销售费用中转移，另一方面与费用结算周期有关；管理费用率为 3.08%，同比提升 0.40pct，主要受到周期性房屋维修费增加的影响；财务费用率为 -2.10%，同比提升 0.38pct。19Q2 公司净利率为 39.16%，同比下降 0.77pct，主要是受到消费税比例提升的影响，19Q2 税金及附加比例为 10.72%，同比提升 0.96pct，其中消费税明显增加，主要是公司对税费进行补缴，全年来看税金比例预计略有提升。19Q2 公司现金流靓丽，经营活动现金流量净额为 3.53 亿元，同比大幅增长 43.50%。

- **品牌势能释放，成长动力仍足。**今年是公司推出国缘系列的第十五年，也是新五年战略的第一年。公司业绩从18年以来迎来加速增长，主要是多年省内市场培育带来的量变到质变，品牌上升拉力、渠道下沉推力共同推动势能释放。展望下半年，虽竞品加大投入将加剧部分市场竞争，但公司品牌势能起来后增长动力充足，省内培育团购+下沉到县保障稳健增长，省外重点市场加大招商铺货将陆续进入快速收获期。考虑到公司短期内仍将以抢占份额为主，预计未来公司将进入收入增速快于利润增速的快速成长期，全年目标有望顺利实现。
- **投资建议：**维持“买入”评级。我们预计公司2019-2021年营业收入分别为48.56/60.99/74.94亿元，同比增长29.80%/25.62%/22.87%；净利润分别为14.38/17.70/21.50亿元，同比增长24.97%/23.07%/21.46%，对应EPS分别为1.15/1.41/1.72元。风险提示：中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险
- **风险提示：**打压三公消费力度继续加大；消费升级不及预期；食品安全问题。

元祖股份：收入稳健增长，期待中秋发力

- **事件：**元祖股份发布中报预告：公司19H1实现营业收入8.33亿，同比+15.3%，归母净利润3541万元，同比+35.6%，扣非净利润2602万元，同比+150.8%。分季度看，19Q2收入4.93亿元，同比+10%，归母净利润4223万元，同比下滑17%，扣非净利润4136万元，同比-5.6%。
- **收入符合预期：蛋糕提价、粽子稳健。**公司19H1实现营业收入8.33亿，同比+15.3%，19Q2收入4.93亿元，同比+10%，符合预期。公司19H1计提睡眠卡收入3200万元左右，18H1追溯调整收入增加588万元，剔除睡眠卡后，19H1收入增速11.8%，19Q2收入增速10%，符合预期。根据渠道调研，我们预计19Q2销售收入（卡券销售+实物提领）增速预计在15%以上，卡券未提领部分体现在预收款。分产品估算看，我们预计粽子收入占比超50%，增速为个位数，主因一是行业竞争激烈，粽子在核心销地江苏、上海的销售受到竞品降价的影响。二是通用卡券热销替代了部分节庆粽子卡券的销售，因此季度末可确认的粽子收入降低，但是预收款增加。我们预计蛋糕收入占比约30%，收入增速在10%以上，销量预计个位数增长，4月提价后零售蛋糕享受提价红利，团购产品因为之前已经签约执行未提价前价格。我们预计水果礼盒及其他糕点收入占比15%左右，个位数增长，整体收入表现稳健。
- **19H1 营业利润增速 76.2%，19Q2 营业利润增速 10%符合预期。**19H1 主营业务成本率比去年下降1%，我们预计毛利率略有小幅度提升。19H1 销售费用同比增加4980万元，同比增加13.7%，主要为用人费用及广告费的增加，单独拆分看，19Q2 销售费用同比增加12%，销售费用率有所提升。19Q2 营业利润增速10%，基本符合我们的预期。
- **归母净利润 19H1 增长 35.6%，19Q2 下滑 17%、扣非净利润 19H1 增长 150.8%，19Q2 下滑 5.6%，主因营业外支出、税金增加、非经常损益减少影响。**参考历史季度业绩18H1收入占比37%、利润占比仅9%，我们测算出19Q2利润敏感性较强，100万可影响2%利润增速。影响归母净利润的因素一是19H1营业外支出757万元，主要为公司对外扶贫捐赠增加人

人民币421万元和原POS软件报废人民币363万元,造成利润总额下滑3.3%。二是19Q2所得税率同比提升较多,根据我们渠道调研了解,主因18H1亏损子公司不用缴税,19H1部分子公司扭亏为盈,增缴所得税,因此整体税金增加1007万元超预期,造成归母净利润下滑17%。三是非经常损益19H1同比18H1减少634万元,尤其19Q2同比18Q2减少620万元,造成扣非利润增速下滑5.6%。

- **盈利预测及投资建议:**元祖睡眠卡追溯到2016年,同时预计2019年收入金额4153.9万元,直接扣税16.7%后可确认的利润增加额预计3460.3万元,同时增值税下调的利好预计在19H2体现,用人成本税金预计三季度恢复正常。我们看好门店扩张+提价+产品升级带动的业绩增长,预计2019-2021年公司收入分别为22.37、24.81、27.62亿元,同比+14.25%、10.9%、11.33%,净利润分别为3.46、4.12、4.75,同比+43.27%、19.03%、15.33%,对应PE分别为18X、15X、13X,2019年业绩确定性较强,低估值、高分红,投资性价比凸显,维持“买入”评级,继续推荐。
- **风险提示:**食品安全风险,烘焙行业竞争激烈,区域及门店扩张不及预期。

汤臣倍健:业绩符合预期,风雨之后见彩虹

- **事件:**公司公布中报19H1收入29.7亿元,同比+36.88%;归母净利润8.67亿元,同比+23.03%。19Q2收入13.99亿元,同比+27%,归母净利润3.69亿元,同比+11.1%,基本符合预期。
- **收入端:大单品策略+渠道多样化助力收入稳健高增长。分季度看,公司19Q1、19Q2收入分别为15.7、14亿元,同比增长47.2%、26%。分品类看,大单品表现靓丽、主品牌较快增长。19H1公司主品牌“汤臣倍健”同比增长14.44%,关节护理品牌“健力多”同比增长53.71%,根据我们渠道调研估算,预计健视佳增速高双位数、LSG中国线下上半年主要铺货,下半年通过广告推动+药店、母婴多渠道拉动动销。根据汤臣佰盛预计LSG在19H1贡献2.7亿元收入。剔除LSG并表后,国内业务收入27亿元,同比增长24%。分渠道看,药店渠道增速较快,电商渠道略不及预期。19H1线上电商平台政策变化等因素影响,仅实现个位数增长。线下渠道较快增长,我们预计药店渠道增速在20%以上、母婴及商超其他渠道增速翻倍。展望下半年,公司启动以蛋白粉为形象产品的“汤臣倍健”主品牌提升策略、进一步丰富和夯实大单品战略、开启电商品牌化3.0战略、加速商超渠道和母婴渠道建设等有效保证收入稳健增长,我们预计电商渠道收入恢复增长、药店渠道有望继续保持20%以上增长,其他渠道逐次发力,预计全年保持35%左右收入增速。**
- **高药店渠道市占率+蓝帽子数量丰富不断加固药店渠道壁垒。截至2019H1年6月30日,公司拥有144项营养素补充剂和保健食品批准证书,89项保健食品备案凭证,报告期内获得2项新的备案凭证,继续保持行业第一,巩固药店渠道的壁垒。根据IMS19Q1数据,地级市以上药店系统中,汤臣的市占率32%,远高于行业竞争对手位居第一,议价能力相对较强**
- **利润符合预期,销售费用投入增多+LSG并表后亏损影响部分利润释放,预计下半年利润转好。19H1归母净利润8.67亿元,同比+23.03%。分季**

度看,公司 19Q1、19Q2 归母净利润分别为 15.7、14 亿元,同比增长 47.2%、26%。4.97、3.7 亿元,同比+33.7%、11.1%,扣费净利润分别为 4.9、3.6 亿元,同比+32.7%、19.35%。**19H1 毛利率 68%,同比下降 1.2pct**,主因并表 LSG 澳洲产品后整体毛利率略有拉低。**19H1 销售费用 7.4 亿元,同比增长 50.75%**,销售费用率 25%,同比提升 2.3pct,主因新增蛋白粉、大单品品牌投入及 LSG 并表造成销售费用增加,整体看,季度之间略有平滑,预计 19Q4 销售费用率好于同期。预计全年销售费用率稳健。**19H1 管理费用 18,693.03 万元,同比+90.16%**,管理费用率同比提升 0.24pct,主因并表 LSG 无形资产摊销所致。**19H1 财务费用 957.63 万元,同比+131.74%**,财务费用率同比提升 2.3pct,主因并购 LSG 贷款产生的利息支出。营业外收支比去年同期减少 2282 万元,非经常损益同比减少 1640 万,整体看扣非后归母利润,19H1 是 8.5 亿元,同比+26.7%,19Q2 为 3.6 亿元,同比+19.35%。

- **19H1 的 ROE 水平 15%较高,渠道调研库存 6-7 月有所好转。**19H1 公司经营活动现金流净额 4.8 亿元,同比-19%,主因购买原材料及品牌推广费增加所致。投资活动现金流净额 2.87 亿元,比同期减少主因用于购买理财产品。筹资活动现金流净额 6.2 亿元,同比增加 29%,主因发放现金股利及偿还借款。根据我们调研了解,目前 6-7 月终端动销好转,库存存在逐渐下降,预计下半年库存天数降低,产品周转率有所提升。
- **LSG 业绩并表对公司的影响?**根据公司公告,澳洲佰盛持有 LSG100%的股权,广州佰盛持有 100%澳洲佰盛股权,公司通过持有广州佰盛 53.33%的股权间接持有 53.33%LSG 股权,因此收入全部并表,归母净利润需扣 46.67%少数股东权益。**LSG 收入端:**根据公司公告 19H1 佰盛业绩,我们预计 LSG 在 19H1 收入为 2.7 亿元,同比略有下降,主因《电商法》实施影响了收入占比较大的中小代购渠道,面对中国消费者的澳洲客户受到较大冲击,大部分客户和渠道正在转型及实施去库存行为。我们预计中小代购影响的部分收入在下半年转好,一是海外 LSG 整合在加快,预计下半年收入改善明显;二是考虑到“Life-Space”在澳洲本地零售渠道保持平稳增长,拥有较好客户粘性;三是下半年“Life-Space”广告投入增多,整体品牌知名度提升,对海外 LSG 的产品销量拉动同样有提升。全年看,我们预计 LSG 海外收入 0-3%增长。**LSG 利润端:**我们预计 LSG 利润接近 2000 万,但是考虑计提 7000 万无形资产摊销+并购贷款利息支出后,最终体现在广州佰盛 19H1 利润亏 6627 万元,公司并表后的利润影响为-6627*53.33%,即 3534 万元亏损。整体看,并表 LSG 增厚 2.7 亿元收入,但是带来一定利润拖累。中期业绩波动不会产生商誉减值。我们看好 LSG 中国线下业务的拓展,目前我们渠道调研了解到公司益生菌产品在药店、母婴渠道反馈积极。
- **盈利预测及投资建议:**考虑上半年电商增速影响及海外 LSG 的收入和业绩表现一般,我们小幅调整盈利预测,预计 2019-2021 年收入分别为 58.7、73.75、90.98 亿元,同比+35%、25.6%、23.4%,净利润分别为 12.6、16.3、20 亿元,同比+25%、29%、23.5%,对应 PE 分别为 22、17、14X。我们长期看好汤臣作为保健品龙头的成长性,短期政策波动预计在下半年逐渐消化,投资性价比凸显,继续推荐。
- **风险提示:**食品安全风险,益生菌、健视佳国内推广和消费者教育需要时间;医保政策趋严影响药店渠道销售。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。