

食品饮料

 中报小结:白酒、啤酒等业绩符合预期,食品分化成长  
 -中泰食品饮料周报(第35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

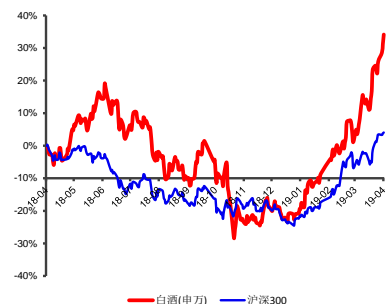
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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**

《重庆啤酒: 公司仍处于利润率持续提升的通道中》2019.08.26

《古井贡酒: 产品结构持续升级, 品牌张力不断提升》2019.08.26

《顺鑫农业: 牛栏山稳健增长, 产品迭代初显成效》2019.08.27

《山西汾酒: 业绩略超预期, 清香鼻祖加速回归》2019.08.27

《恒顺醋业: 短期收入增长放缓, 盈利能力仍稳步提升》2019.08.28

《桃李面包: 拓市场, 高周转, 收入利润稳健增长》2019.08.28

《口子窖: 二季度加速增长, 新品值得期待》2019.08.28

《绝味食品: 业绩超预期, 二季度延续快速开店趋势》2019.08.29

《泸州老窖: 中报再创辉煌, 双百亿指日可待》2019.08.29

**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	141.5	2.55	3.47	4.56	5.77	38.20	28.00	31.03	24.52	0.47	买入
口子窖	66.02	1.86	2.55	3.05	3.57	28.42	23.25	21.65	18.49	0.74	买入
青岛啤酒	52.82	0.94	1.05	1.37	1.76	49.60	42.80	38.55	30.01	0.71	买入
伊利股份	28.65	0.99	1.06	1.20	1.37	30.70	30.42	23.88	20.91	0.83	买入
绝味食品	41.12	1.26	1.56	1.88	2.22	27.30	22.00	21.87	18.52	0.76	买入

备注: 股价为2019年8月30日收盘价。

**投资要点**

- 8月组合: 白酒、啤酒表现靓丽。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液(17.22%)、口子窖(8.93%)、青岛啤酒(17.87%)、伊利股份(-8.17%)、绝味食品(8.04%),组合收益率为8.78%。同期上证综指下跌-1.58%,组合领先上证综指10.36%。
- 板块中报简评: 本周食品饮料公司中报披露完毕, 白酒、啤酒、调味品等子行业总体表现较好, 业绩保持20%以上的增长; 食品分化成长在加剧; 子行业业绩的成长与上半年的股价表现相辅相成。本周我们摘取一部分公司业绩做个说明, 更多中报总结性的规律后续陆续呈现。**
- 白酒行业: 整体继续保持20%以上的快速增长, 板块内部有所分化, 高端酒景气度最高、业绩确定性优势持续验证, 且产品提价、增值税下调等带动板块盈利能力进一步增强。**在中报优异业绩催化下, 本周白酒指数涨幅超过上证3.99pct, 茅、五、泸等持续创新高, 板块迎来业绩驱动、估值中枢持续上移的戴维斯双击行情, 我们持续看好优质名酒的发展前景。下面我们分别从板块整体、上市公司财务数据、财务指标三个方面展开分析。
- 板块整体: 板块保持快速增长, 行业集中度进一步提升。**本周白酒上市公司中报披露完毕, 从板块整体来看, 19H1白酒板块实现收入1288.73亿元, 同比增长18.96%, 实现净利润443.02亿元, 同比增长25.64%, 板块整体依旧保持快速增长。值得注意的是, 与国家统计局公布的全行业7.3%的收入增速和18.3%的利润增速相比, 上市酒企增速明显更快, 表明行业集中度进一步提升, 消费升级背景下名酒优势将持续放大。
- 上市公司数据: 一线名酒继续表现最优, 利润表现普遍好于收入表现。**上市公司数据来看主要存在两个特征: 第一, 一线白酒业绩表现依然最优, 茅、五、泸净利润增速分别为27%、31%、40%, 得益于茅台持续缺货带动高端酒整体需求旺盛, 五粮液和老窖业绩超市场预期, 这也符合我们一直以来的判断, 高端酒未来仍将是业绩表现确定性最强的板块; 第二, 利润增速普遍快于收入增速, 我们可以看到大多数酒企利润表现明显更优, 我们认为一方面来自于二季度名酒纷纷提价、产品结构持续升级, 另一方面表明增值税下调红利开始释放, 预计未来板块利润表现更具看点。
- 财务指标: 毛利率升、费用率降, 盈利能力稳步提升。**从财务指标来看, 19H1白酒板块毛利率为76.55%, 同比提升0.69pct, 主要是产品提价和结构升级共同推动; 期间费用率为16.67%, 同比下降0.68pct, 酒企费用管控能力进一步加强; 净利率为36.53%, 同比提升1.55pct, 毛利

《华致酒行：业绩接近指引上限，开店数量效益双升》2019.08.30

率提升和费用率下降共同驱动盈利能力进一步提升。

- **白酒批价跟踪：名酒批价持续坚挺，旺季有望保持上行趋势。**本周飞天茅台一批价上行至 2500 元以上，需求保持旺盛的背景下，经销商惜售心态依然较强，后续重点观察直营放货进度。第八代普五主流一批价达到 1006 元，零售指导价 1399 元，飞天茅台普遍缺货对普五动销有利，预计中秋一批价仍有望保持上行趋势。
- **啤酒行业：结构升级持续验证，重啤与珠啤中高端新品表现亮眼。**国家统计局数据显示，2019 年 1-7 月中国啤酒行业产量为 2399.55 万千升，同比增长 0.33%；累计完成销售收入 1014.64 亿元，同比增长 5.82%；累计实现利润总额 111.81 亿元，同比增长 19.30%。行业利润增长快于收入增长快于销量增长，结构升级推动吨酒收入持续提升，从而带动利润快速释放，半年中报情况来看，核心公司在低温等不利的条件下业绩仍旧保持 20% 以上的增长，我们认为子行业成长的逻辑仍将持续。本周我们调研了重庆啤酒和珠江啤酒，公司层面的反馈也验证了该行业大逻辑。
- **重庆啤酒：（1）持续推进产品高端化：**分品牌看，2019H1 第三方销售中嘉士伯销量增长 49%；乐堡销量下降，但幅度同比收窄；重庆品牌销量同增 4.5%；山城及地方品牌销量减少。主要单品中，6 元国宾销量下降 1%，重庆纯生增长 6%，乐堡增长 3%（包含委托加工）。市场反馈大部分消费者对 8-10 元接受度较高，新品醇麦国宾（8 元定位）原计划销量 2 万吨，上半年销售 2.7 万吨，铺市率 70% 左右，超公司预期。预计重庆市场从 6 元升级到 8 元甚至 10 元将持续 3-5 年。（2）保持核心市场份额：上半年重庆市场销量增长近 2%；四川地区委托加工与第三方销售均有增长；湖南委托加工和第三方销售都下降，主要系部分经销商不再符合要求被更换以及湖南二季度气温偏低。（3）抢占现代非餐饮渠道：目前公司罐化率 10%，罐装产品每年增长 20%，远高于整体增速。现代商超渠道和电商渠道兴起，罐装比例会继续提升，罐装是大趋势。
- **珠江啤酒：（1）产品结构：**2015-2018 年公司高端啤酒销量占比从 25% 提升至 35%，2019H1 高端啤酒（纯生为主）销量占比已达到 37%。今年 6 月新品纯生 1997 正式投放市场，2 个月内实现销量 100 万箱，今年预计销量 200 万箱，目前 97 纯生主要开拓餐饮网点 8 万个，希望打造成餐饮爆款。公司罐化率 30% 高于行业，希望未来提升到欧美 50% 的水平。（2）成本：2019H1 玻璃瓶和大麦涨价，公司通过多种措施消化了成本压力，吨成本基本持平。在 27 项生产绩效指标中达标 19 项，23 项可同比指标中 17 项实现优化。（3）分渠道：2019H1 餐饮渠道销量占比 16-17%，约 10.5 万吨，同比增长 12% 左右，预计到今年年底餐饮渠道占比 18% 左右，提升 3 个 pct。夜场渠道相对薄弱，约占 5% 的销量，上半年出货 1 万吨左右，增长 2.5%。商超占比 8%，上半年同增 4%，出货量 3 万多吨。公司绝大部分量在流通渠道，占比 68% 左右。（4）分地区：公司在广东省内市占率 32%，省内目前主要布局非现饮渠道，未来加大对餐饮的开拓力度。省外市场中，湖南 16 年投产，今年已经开始扭亏，产销量接近 5 万吨盈亏平衡点；河北啤酒消费价格偏低，目标明年盈亏平衡；广西市场量利较好。
- **伊利股份：市占率快速提升，业绩稳健释放。**1) 收入端：19H1 营业

**总收入增速 13.6%符合全年 13-14%的收入指引。从季度看**，19Q1、19Q2 收入增速分别为 17%、9%，环比放缓，主因低温奶业务拖累。**收入中**销量贡献 8-9%，产品结构 3-4%贡献，单价略有提升 1%左右。19Q2 主营收 +9.15%，销量贡献 6-7%，结构贡献 3-4%，单价下降 1-2%，主因竞争激烈，买赠加大。**分品类看**，液体乳、奶粉、冷饮收入增速分别为 13.2%、13.4%、15.4%。大单品持续发力，引导收入高增长及结构升级，安慕希预计增速在 20%多、金典在 17%，畅意 100%均有双位数增长、金领冠奶粉保持 30%以上高增长，大单品持续发力。**从市占率看**，常温、奶粉稳步提升，低温略有下滑。19H1 常温市占率 38.7%，同比+ 2.4pct。其中常温酸奶的市场份额同比+5.8pct 表现强势，19H1 低温市占率 15.9%，同比-1.1pct。其中活性乳酸菌饮料每益添市场份额同比+0.6pct。19H1 婴幼儿奶粉市占率 6.3%，同比+0.6pct，主因母婴渠道深耕+综艺赞助增强品牌力。2)19Q2 毛利率 37.13%，同比下降 1.42pct，主因原材料涨价+买赠加大，结构升级难以抵消影响。Q2 龙头抢占市占率为主导下，买赠减弱的趋势预计短期难以看到；产品结构的升级继续加速，预计全年毛利率小幅下降。3)渠道精耕+品牌宣传齐发力，预计全年销售费用率稳中略降。公司销售费用率 19H1 为 24.63%，同比-0.83pct，19Q2 为 25.3%，同比-3pct，主因 18Q2 蒙牛赞助世界杯拉动行业竞争加剧造成 18Q2 销售费用高基数，19Q2 销售费用投放理性后自然回落；公司管理费用率 19Q2 为 4.44%，同比+1.22pct，主因是新成立奶酪和健康饮品、国际业务部、上海事业部等 Q2 人员扩张，员工薪酬支出提升；4) 资本开支增加影响部分现金流，预计全年 ROE 稳定在 20%左右，政府补助 3.9 亿助力净利润。继续看好伊利渠道+品牌发力驱动收入较快增长，利润预计 2019 年维持个位数增长，长期价值投资之选。

- **绝味食品：业绩超预期，二季度延续快速开店趋势。**2019H1 公司在全国共开设门店 10598 家，对比 2018 年底净增加 683 家，去年上半年净增加仅 406 家。由于去年底未实现万店，今年公司开店节奏整体前移，叠加开店优惠政策，国内门店数量增长已按计划完成。在一季度开店较快的情况下，二季度净增加门店超过 300 家，保持了较快的开店速度。2019H1 平均门店数量为 10257 家，同比增长 10.8%；我们用主营收入近似卤制食品销售收入（占比 97%以上），测算出 2019H1 店均销售同比增长 7.5%至 23.7 万元。上半年单店增长加速主要系满减促销力度加大，也是地推和线上营销综合影响的结果。椒椒有味截止 6 月底开设门店 30 余家，上半年贡献部分收入，目前已对 A 类加盟商开放，预计全年可开设约 200 家门店。受原材料成本上涨影响，2019Q2 公司毛利率同比下降 1.36 个 pct 至 35.03%。但公司参股 28%的上游企业塞飞亚上半年实现净利润 0.67 亿元，使公司 2019Q2 投资收益为 1448 万元，去年同期为-281 万元。公司作为休闲卤制品龙头，凭借管理能力与供应链优势建立起渠道壁垒，具备广阔的下沉空间。2019 年椒椒有味有望进入开店扩张期，成为公司新的增长点。上半年公司累积会员注册数量突破 5000 万，同时在日本设立全资子公司，加速拓展海外业务。受益肉鸭养殖基础较好，预计下半年原材料成本压力减弱。
- **恒顺醋业：短期收入增长放缓，盈利能力仍稳步提升。**2019Q2 公司实现调味品收入 3.91 亿元，同比增长 6.95%。公司年初提价后利润均重



新投放渠道，出厂价并未提升，收入增长来源于销量增长及结构升级带来的均价提升。二季度收入增速放缓，我们认为主要系（1）年初提价后，一季度经销商有部分备货行为，二季度消化库存增速较慢；（2）终端价格已经提升，短期影响终端动销，需要一定时间消化提价。分品类看，2019H1 醋收入为 6.15 亿元，同比增长 7.71%，其中 2019Q2 醋收入为 3.14 亿元，同比增长 2.58%；料酒维持快速增长，2019H1 收入 1.16 亿元，增长 32.58%，其中 2019Q2 收入 0.53 亿元，增长 27.55%。由于公司进一步优化产品结构，提升产品附加值，2019H1 调味品毛利率提升 1.80 个 pct 至 44.38%，其中醋毛利率提升 2.01 个 pct 至 46.42%，料酒毛利率提升 3.18 个 pct 至 34.20%。公司重点打造上海、杭州、武汉等重点区域的样板市场，华中和华东增长良好。费用端加大市场投入致销售费用率上升。恒顺醋业是我国食醋龙头，目前行业整体集中度低，提升空间大。公司将加速华东大本营餐饮渠道的开拓，稳健开发全国市场。公司持续提升高端产品占比，叠加年初提价，2019 年盈利能力有望继续提升。同时，期待公司管理机制改善带来经营活力释放和效率提升。

- **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

<b>市场回顾与盈利预测</b> .....	<b>- 6 -</b>
每周市场回顾：板块领先综指 1.08%，子板块其他酒类涨幅居前 .....	- 6 -
2019 年 8 月投资组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利、绝味.....	- 6 -
<b>最新重点报告观点（第 35 周）</b> .....	<b>- 7 -</b>
重庆啤酒：公司仍处于利润率持续提升的通道中 .....	- 8 -
古井贡酒：产品结构持续升级，品牌张力不断提升 .....	- 8 -
顺鑫农业：牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效 .....	- 10 -
山西汾酒：业绩略超预期，清香鼻祖加速回归 .....	- 10 -
恒顺醋业：短期收入增长放缓，盈利能力仍稳步提升 .....	- 12 -
桃李面包：拓市场，高周转，收入利润稳健增长 .....	- 12 -
口子窖：二季度加速增长，新品值得期待 .....	- 14 -
绝味食品：业绩超预期，二季度延续快速开店趋势 .....	- 15 -
泸州老窖：中报再创辉煌，双百亿指日可待 .....	- 16 -
华致酒行：业绩接近指引上限，开店数量效益双升 .....	- 17 -

## 图表目录

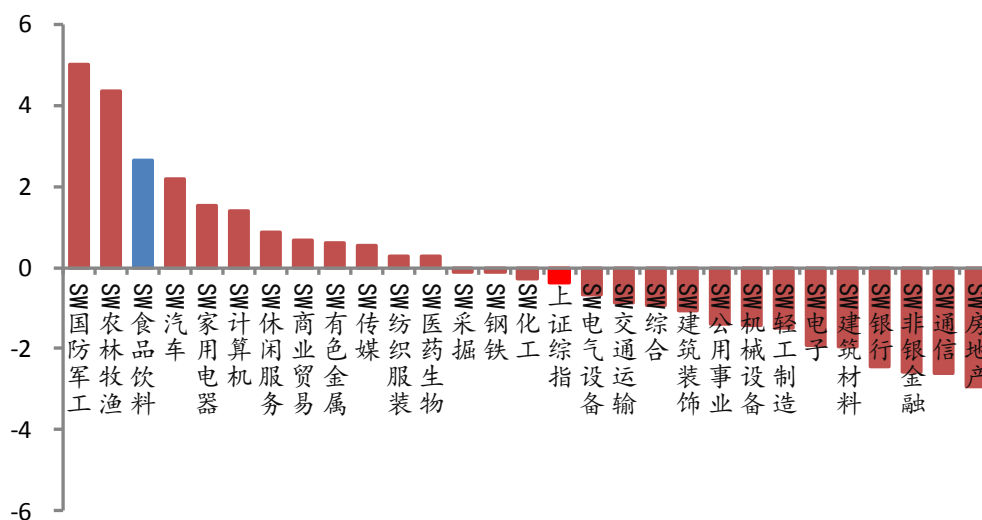
<b>图表 1：食品饮料行业周上涨 2.65%，领先上证综指 3.04%</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 2：子板块调味发酵品居前</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 3：周涨跌幅前五个股一览</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 4：8 月组合收益率为 8.78%</b> .....	<b>- 7 -</b>

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 1.08%，子板块其他酒类涨幅居前

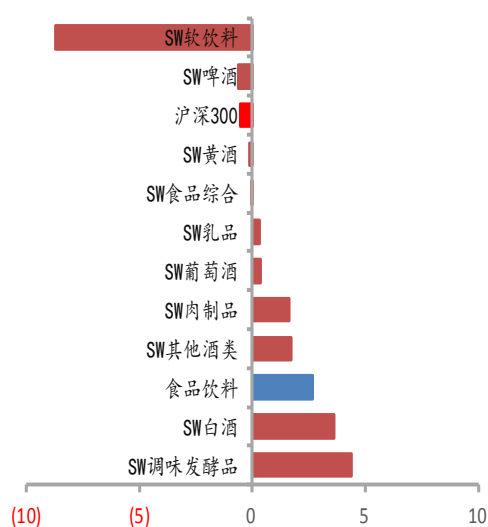
- 市场回顾：** 本周上证综指下跌-0.39%，食品饮料板块上涨 2.65%，领先上证综指 3.04 个百分点。子板块方面调味品、白酒、其他酒类、肉制品、葡萄酒、乳品上涨 4.37%、3.60%、1.7%、1.61%、0.37% 和 0.31%。食品综合、黄酒、啤酒和软饮料分别下跌-0.01%、-0.12%、-0.61% 和 -8.71%。个股方面，黑芝麻（16.88%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨 2.65%，领先上证综指 3.04%



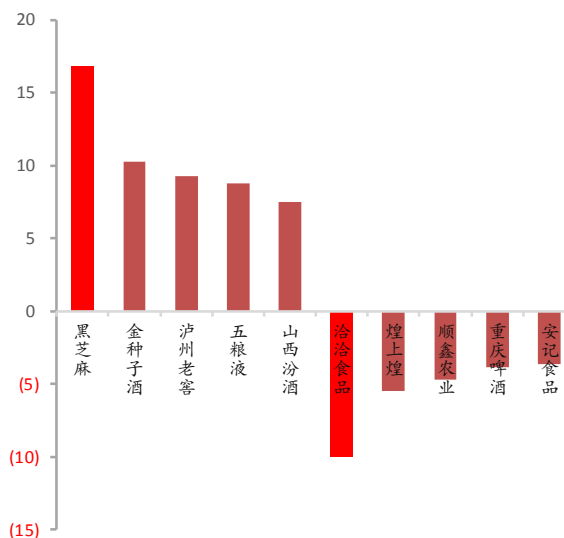
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味发酵品居前



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、伊利股份、绝味食品。**当月内五者涨跌幅分别为五粮液（17.22%）、口子窖（8.93%）、青岛啤酒（17.87%）、伊利股份（-8.17%）、绝味食品（8.04%），组合收益率为8.78%。同期上证综指下跌-1.58%，组合领先上证综指10.36%。

**图表4：8月组合收益率为8.78%**

公司名称	代码	权重	8月区间涨跌幅	核心推荐理由	组合收益率
五粮液	000858.SZ	20%	17.22%	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。	8.78%
口子窖	603589.SH	20%	8.93%	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%	17.87%	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%	-8.17%	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%	8.04%	开店节奏靠前新店贡献更显著，辣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	1142.00	14343.5	28.02	35.06	41.08	40.76	32.57	27.80
五粮液	141.50	5371.3	3.47	4.56	5.77	40.73	31.03	24.52
泸州老窖	96.88	1358.3	2.38	3.21	4.00	40.71	30.18	24.22
洋河股份	111.98	1687.5	5.39	6.15	7.13	20.79	18.21	15.71
古井贡酒	125.00	630.0	3.37	4.42	5.57	37.09	28.28	22.44
山西汾酒	76.75	664.7	1.69	2.15	2.68	45.31	35.70	28.64
口子窖	66.02	396.1	2.55	3.05	3.57	25.89	21.65	18.49
水井坊	47.56	232.6	1.19	1.55	1.86	40.10	30.68	25.57
沱牌舍得	27.49	92.6	1.02	1.24	1.61	26.90	22.17	17.07
顺鑫农业	51.23	292.5	1.30	2.27	2.95	39.27	22.57	17.37
伊力特	15.54	68.5	0.97	1.22	1.40	16.02	12.74	11.10
迎驾贡酒	18.85	150.8	0.97	1.05	1.11	19.43	17.95	16.98
伊利股份	28.65	1756.0	1.06	1.20	1.37	27.03	23.88	20.91
绝味食品	41.12	168.6	1.56	1.88	2.22	26.36	21.87	18.52
元祖股份	21.17	50.8	1.01	1.44	1.72	20.96	14.70	12.31
青岛啤酒	52.82	713.1	1.05	1.37	1.76	50.16	38.55	30.01
重庆啤酒	43.35	209.8	0.83	1.05	1.23	52.23	41.29	35.24
中炬高新	42.19	336.3	0.76	0.91	1.17	55.33	46.36	36.06
海天味业	114.67	3103.0	1.62	1.94	2.33	70.78	59.11	49.21
安琪酵母	28.53	94.1	1.04	1.21	1.42	27.45	23.58	20.09
双汇发展	22.36	737.9	1.49	1.57	1.69	15.01	14.24	13.23
恒顺醋业	15.60	94.1	0.39	0.42	0.48	40.13	37.14	32.50

来源：wind、中泰证券研究所

**最新重点报告观点（第35周）**

**重庆啤酒：公司仍处于利润率持续提升的通道中**

- **事件：**2019H1 公司实现收入 18.33 亿元，同比增长 3.92%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 13.75%；实现扣非后归母净利润 2.20 亿元，同比增长 13.33%。其中 2019Q2 实现收入 9.99 亿元，同比增长 5.11%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比增长 13.95%；实现扣非后归母净利润 1.39 亿元，同比下降 5.35%。2019Q2 公司利润总额同比增长 23.93%，单季度所得税税率同比提升 7 个 pct 至 14%影响了净利润，主要系去年同期有出售亳州工厂带来的税收减少。
- **二季度销量持平，吨酒收入继续上升。**2019H1 公司啤酒销量为 48.27 万千升，同比增长 2.27%，快于行业；其中 2019Q2 销量为 25.78 万千升，同比基本持平，在二季度行业销量下滑及重庆市场气温不高的情况下实属难得。2019H1 公司啤酒收入同比增长 6.4%至 17.89 亿元，吨酒收入同比增长 4.0%至 3707 元，主要受益于产品结构升级及增值税税率下降；若剔除委托加工部分，2019H1 公司啤酒收入增长 7.2%至 14.94 亿元，吨酒收入增长 4.9%至 3685 元。分档次看，2019H1 高档/中档/低档产品收入分别增长 0.23%/9.63%/-2.98%至 2.74/12.94/2.22 亿元。新品醇国宾补强了本地品牌在中高档的产品结构，销量持续增长；本地高档产品重庆纯生销量大幅提升；国际品牌特醇嘉士伯销量同比大幅增长，且铺市率提高明显。上半年吨酒成本同比提升 3.2%至 2212 元，主要系大麦及旧瓶成本上升。受益于吨酒收入的增长，2019H1 啤酒毛利率同比提升 0.46 个 pct 至 40.33%。
- **四川大城市战略成效显著，整体费用控制良好。**受益于大城市战略的稳步推进，四川收入同比增长 26.77%至 3.48 亿元；重庆市场受益 ASP 提升，收入增长 3.42%至 13.17 亿元；湖南市场由于委托加工减少，收入下降 7.13%至 1.24 亿元。公司提高费用投入效益，2019H1 销售/管理/财务费用率同比-0.02/-0.37/-0.27 个 pct 至 13.50%/4.79%/0.34%。其中 2019Q2 销售/管理/财务费用率同比+0.11/-0.23/-0.31 个 pct。综合来看，2019H1 公司净利率提升 1.49 个 pct，其中 2019Q2 提升 1.41 个 pct。
- **盈利预测：**重庆啤酒拥有高市占率的大本营市场，率先通过关闭低效产能、优化产品结构等实现了利润率的提升。我们认为公司的发展进入良性循环，有望开启主流消费从 6 元到 8 元的新一轮升级。所得税税率恢复至正常水平，我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年收入分别为 36.45、38.91、41.26 亿元，归母净利润分别为 4.79、5.71、6.63 亿元，EPS 分别为 0.99、1.18、1.37 元，对应 PE 为 46 倍、38 倍、33 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**因不可抗要素带来销量下滑；市场竞争恶化带来超预期促销

**古井贡酒：产品结构持续升级，品牌张力不断提升**

- **事件：**2019 年上半年公司实现收入 59.88 亿元，同比增长 25.19%，实现归母净利润 12.48 亿元，同比增长 39.88%，基本每股收益 2.48



元,同比增长 40.11%;二季度实现收入 23.20 亿元,同比增长 4.34%,实现归母净利润 4.65 亿元,同比增长 49.33%。

- **二季度消化库存导致收入增速放缓,利润端增速超预期。**19H1 公司收入和利润增速分别为 25.19%和 39.88%,整体增长势头良好,预收账款为 5.17 亿元,同比下降 35.62%,环比下降 53.63%。19Q2 公司收入增速放缓至 4.34%,低于市场预期,主要是去年同期基数较高原因,同时今年淡季渠道全面去库存,报告期末库存水平降至历史低位,为中秋旺季备货奠定基础;净利润增速高达 49.33%,超出市场预期,主要是销售费用率大幅下降所致,我们预计这可能与广告费用确认节奏有关。分产品来看,19H1 古井本部收入 54.21 亿元,同比增长 27.45%,我们预计古 8 及以上产品增速达 50%以上,省会合肥和省外多地次高端价位产品动销势头强劲;黄鹤楼收入 4.58 亿元,同比增长 6.63%,渠道反馈回款情况较好,预计全年业绩承诺目标仍有望顺利完成。
- **毛利率下行,期间费用率下降。**19H1 公司毛利率为 76.72%,同比下降 1.48pct,主要是人工成本提高和包装升级带来的原材料成本提升所致;期间费用率为 35.95%,同比下降 2.89pct,其中销售费用率为 30.74%,同比下降 2.65pct,管理费用率 5.29%,同比下降 0.57pct,财务费用率为-0.07%,同比提高 0.35pct;净利率为 21.29%,同比提高 2.15pct,盈利能力持续提升,主要得益于费用管控效率提升。19H1 公司现金流表现靓丽,经营活动产生的现金流量净额为 10.42 亿元,同比增长 55.73%,主要是销售回款增加所致。
- **机制改善正在路上,期待进一步优化充分释放经营活力。**2018 年公司开始深度聚焦次高端产品,推出古井 20 年,费用投入亦高度倾斜,努力把握行业红利实现价格体系的跃迁,目前品牌战略效果逐步显现。在其他名酒快速发展的大环境下,政府对公司支持力度也在明显增强,2018 年销售公司市场化考核逐步实施,同时费用管控更加严格高效,内在经营活力得到提升,2019 年股权转让至国有资本运营公司,我们期待机制进一步深化,公司潜在利润弹性有望充分体现。2018 年古井集团收入已顺利完成百亿目标,我们认为 2019 年股份公司收入有望突破百亿大关既定目标,这对古井而言亦具备里程碑意义。
- **古井是二线酒中优秀企业,理应给予更高估值定价。**古井历史业绩表现相对稳定,核心是渠道管控能力突出,我们认为公司是二线白酒中的成长路径非常清晰的企业,继续看好中长期良好成长潜力。相对于大部分地产酒,古井在省外扩张做的要更好,近几年费用逐步向次高端价位产品倾斜,努力拔高品牌力,目前省外收入占比约 40%,长期成长的天花板相对较高,我们认为古井应享受一定估值溢价,持续重点推荐。
- **投资建议:维持“买入”评级,持续重点推荐。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 109/132/158 亿元,同比增长 25%/22%/20%;净利润分别为 22/28/35 亿元,同比增长 31%/26%/25%,对应 EPS 分别为 4.42/5.57/6.97 元。
- **风险提示:省内消费升级放缓、省外增长乏力、食品安全事件**

**顺鑫农业：牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效**

- **事件：**2019 年上半年公司实现营业收入 84.16 亿元，同比增长 16.36%；实现归属净利润 6.48 亿元，同比增长 34.64%；基本每股收益 0.87 元，同比增长 34.63%。二季度公司实现营业收入 36.51 亿元，同比增长 11.99%，实现归属净利润 2.19 亿元，同比增长 89.94%。
- **牛栏山保持稳健增长，预收款维持高水平。**19H1 公司整体业绩符合预期，母公司预收账款为 38.46 亿元，环比下降 5.87%，同比增长 38.84%，继续维持高水平，回款势头依旧强劲。分业务来看，上半年白酒收入 66.58 亿元，同比增长 15.31%，增速放缓主要受去年同期基数较高影响，我们预计增长主要来自于阜外市场，渠道反馈江浙沪地区增速在 40%以上，山东和华南地区增速在 20%-30%，目前牛栏山库存水平良性；肉制品加工收入 14.31 亿元，同比增长 16.22%，房地产业务收入 2 亿元，同比增长 172.67%。19H1 公司净利润增长 34.64%，我们预计利润增速快于收入主要得益于白酒产品结构升级和减税红利，预计上半年白酒业务净利润增速在 30%以上，净利率同比略有提升；受种猪养殖拖累肉制品业务整体亏损几千万元，但随着猪价大幅上涨下半年盈利有望得到改善；房地产业务亏损 1.16 亿元，与去年持平。
- **毛利率下降+费用率下行，驱动盈利能力提升。**19H1 公司毛利率为 36.82%，同比下降 2.93pct，主要是原材料价格上涨导致成本端上升所致。19H1 公司期间费用率为 15.86%，同比下降 3.06pct，其中销售费用率为 10.17%，同比下降 2.01pct，管理费用率为 4.78%，同比下降 0.76pct，财务费用率为 0.91%，同比下降 0.30pct。19H1 公司净利率为 7.75%，同比提高 1.13pct，主要是减税和费用管控力度加大所致。19H1 公司经营活动现金流量净额为-1.64 亿元，同比下降 111.05%，主要是由于本报告期购买原材料导致购买商品、接受劳务支付的现金增加，我们预计与加大冻肉储备有关。
- **牛栏山长期增长潜力仍旧充足。**短期来看，我们认为牛栏山低库存模式+刚性需求属性+高性价比优势有助于公司平稳穿越周期，省外市场持续高增驱动业绩增长，预计全年白酒收入有望保持稳健增长。长期来看，在千亿规模的低端酒市场上，目前公司市占率约 10%，公司产品结构梯次逐步向上引导，未来 20-50 元价位产品是重点发展方向，有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额。同时，随着公司海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入，我们预计 2019 年起公司财务压力与地产业务亏损将有望减小。随着公司主业逐步清晰，业绩弹性有望得到充分体现，公司市值仍被低估，我们持续推荐。
- **投资建议：**维持“买入”评级，持续重点推荐。我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 139.70、165.19、188.57 亿元，同比增长 15.70%、18.24%、14.16%；实现净利润分别为 12.95、16.82、19.98 亿元，同比增长 73.97%、29.93%、18.75%，对应 EPS 分别为 1.75、2.27、2.69 元。
- **风险提示：**房地产业务剥离速度放缓、公司机制改善进度低于预期、低端酒竞争加剧

**山西汾酒：业绩略超预期，清香鼻祖加速回归**

- **事件:**2019年上半年公司实现收入 63.77 亿元,同比增长 22.30%,实现归母净利润 11.90 亿元,同比增长 26.28%,基本每股收益 1.37 元,同比增长 25.84%。
- **Q2 业绩略超预期,玻汾发力、省外扩张是主要驱动力。**19Q2 公司收入和利润增速为 26.30%/37.96%,业绩略超预期,且环比一季度明显加速,主要是青花稳健、玻汾发力,省外市场加速增长。分产品来看,公司继续坚持“抓两头带中间”,其中 19H1 青花系列继续维持稳健增长势头,增速接近整体水平;玻汾取得高速增长,主要是公司加大了对玻汾的投入布局,要求重点市场终端铺市率达 80%,确保店店有玻汾,玻汾成为青花之外的另一重要增长点;老白汾和巴拿马产品取得双位数增长,增速相对慢于整体水平。分市场来看,19H1 省内和省外市场收入增速分别为 9.69%和 48.80%,省外市场占比环比 Q1 提升 2.74pct 至 50.14%,省外市场坚持“1+3+3+13”的策略,我们预计除了第一个“3”(环山西市场)取得了 30%-40%以上的增长之外,“3+13”点状市场表现更为靓丽,我们预计平均增速 50%以上,很多市场翻倍增长,表明广大省外市场接过了增长重任,公司泛全国化进程进一步加速。从经销商情况来看,19Q2 公司经销商达到 2261 家,环比增加 115 家,公司对经销商结构进行调整优化的同时,进一步加强了省外市场的渠道建设力度。
- **系列酒回归助力毛利率提升,省外拓展加大致使费用率上行。**19Q2 公司毛利率为 70.60%,同比提升 3.30pct,主要是公司收购了生产端,过去代理模式下系列酒毛利率仅约为 3%,收购之后毛利率回归正常水平;期间费用率为 29.19%,同比提升 3.70pct,其中销售费用率为 23.02%,同比提升 4.47pct,主要是公司上半年加大了省外市场拓展力度,终端拓展接近完成了全年任务(20 多万家),费用以前置性投入为主;管理费用率为 7.39%,同比提升 0.42pct,财务费用率为-1.23%,同比下降 1.19pct;净利率为 13.88%,同比提升 0.20pct,盈利能力保持稳健。19Q2 公司经营活动现金流量净额为-8.14 亿元,主要是票据大幅增加,应收票据环比 Q1 增加 6.82 亿元。
- **品牌势能持续放大,清香鼻祖加速回归。**省外市场经过两年调整今年有望厚积薄发,从上半年来看省外开拓顺利,费用投放积极,为未来增长蓄势。渠道反馈动销势头良好,库存保持合理水平,在 Q1 控货、Q2 提价的组合拳下价格体系有望持续回升。短期来看,我们认为一方面玻汾发力将为业绩增长提供充足保障,另一方面公司今年将继续加大渠道建设,上半年终端开拓超额完成任务,终端培育工作将逐渐进入收获期。中长期来看,我们认为汾酒品牌优势在持续放大,省外市场加速增长,空白市场有待进一步开发,未来发展潜力仍旧充足,在华润协同和内部股权激励等机制改善下,完成业绩考核目标值得期待。
- **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 116.55/138.28/162.42 亿元,同比增长 24.23%/18.65%/17.45%;净利润分别为 18.60/23.18/28.05 亿元,同比增长 26.82%/24.60%/21.03%,对应 EPS 分别为 2.15/2.68/3.24 元。
- **风险提示:**三公消费限制力度加大;次高端酒竞争加剧;食品品质事故

**恒顺醋业：短期收入增长放缓，盈利能力仍稳步提升**

- **事件：**2019H1 公司实现收入 8.81 亿元，同比增长 9.43%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 15.28%；实现扣非后归母净利润 1.18 亿元，同比增长 15.04%。其中 2019Q2 实现收入 4.20 亿元，同比增长 3.79%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 9.37%；实现扣非后归母净利润 0.55 亿元，同比增长 5.14%。
- **二季度调味品收入增长放缓，产品结构优化推动毛利率持续提升。**2019H1 公司实现调味品收入 8.19 亿元，同比增长 10.58%；其中 2019Q2 调味品收入为 3.91 亿元，同比增长 6.95%。公司年初提价后利润均重新投放渠道，出厂价并未提升，收入增长来源于销量增长及结构升级带来的均价提升。二季度收入增速放缓，我们认为主要系（1）年初提价后，一季度经销商有部分备货行为，二季度消化库存增速较慢；（2）终端价格已经提升，短期影响终端动销，需要一定时间消化提价。分品类看，2019H1 醋收入为 6.15 亿元，同比增长 7.71%，其中 2019Q2 醋收入为 3.14 亿元，同比增长 2.58%；料酒维持快速增长，2019H1 收入 1.16 亿元，增长 32.58%，其中 2019Q2 收入 0.53 亿元，增长 27.55%。由于公司进一步优化产品结构，提升产品附加值，2019H1 调味品毛利率提升 1.80 个 pct 至 44.38%，其中醋毛利率提升 2.01 个 pct 至 46.42%，料酒毛利率提升 3.18 个 pct 至 34.20%。
- **样板市场取得成效，公司加大市场投入。**公司重点打造上海、杭州、武汉等重点区域的样板市场。上半年华中/华南/西部/华东/华北大区收入分别增长 17.54%/14.71%/10.26%/9.94%/8.73%。单二季度华中/华南/华东/西部/华北大区收入增速分别为 13.43%/8.73%/6.93%/-0.63%/-3.53%，华中和华东受益样板市场打造增长良好，华北由于经销商减少收入出现小幅下滑。费用方面，2019H1 销售/管理（含研发）/财务费用率同比+1.89/-0.16/-0.18 个 pct 至 16.40%/9.77%/0.34%，其中 2019Q2 销售/管理（含研发）/财务费用率同比+2.50/-1.54/-0.29 个 pct。上半年销售费用率上升主要系公司加大市场投入，促销费增长 40%，此外广告费、人员费用、运杂费增长 30%、22%、20%。综合来看，2019H1 公司净利率提升 1.16 个 pct。
- **盈利预测：**恒顺醋业是我国食醋龙头，目前行业整体集中度低，提升空间大。公司将加速华东大本营餐饮渠道的开拓，稳健开发全国市场。公司持续提升高端产品占比，叠加年初提价，2019 年盈利能力有望继续提升。同时，期待公司管理机制改善带来经营活力释放和效率提升。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 18.89、21.25、23.90 亿元，归母净利润分别为 3.28、3.76、4.34 亿元，扣非后归母净利润分别为 2.53、3.01、3.59 亿元，EPS 分别为 0.42、0.48、0.55 元，对应 PE 为 36 倍、31 倍、27 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；渠道开拓不达预期

**桃李面包：拓市场，高周转，收入利润稳健增长**

- **事件：**公司发布 2019 年半年报，19H1 营收 25.58 亿元，同比+18.06%；归母净利润为 3.04 亿元，同比+15.51%；19Q2 营收为 14.16 亿元，同比+20.19%；归母净利润为 1.83 亿元，同比+17.89%。



- **区域扩张+品类增加驱动收入稳健增长，市占率稳步提升。**1) 从季度看,公司 19Q1、Q2 收入分别为 11.4、14.2 亿元,同比+15.5%、20.2%,环比收入加速。2) 分产品看, 19H1 公司面包及糕点收入 25.5 亿元,同比+18.08%,收入占比 99.57%,其中明星产品醇熟、奶棒等稳步增长,蛋黄酥糕点等新品高速增长;节庆产品粽子收入 1057 万元,同比+7.85%,保持稳健。3) 分区域看,东北、华北渠道精耕及下沉,华东、华南大力开拓。19H1 公司优势地区东北收入占比 46%,收入增速 15.5%保持稳健;华北收入占比 23%,增速 19.2%,虽然经销商 128 个减少 12 个,我们认为部分市场收回直营后,管理效率提升驱动;华东收入占比 21%,增速 23%表现靓丽,主因区域经销商增加 41 个,渠道下沉贡献增量。西南、西北、华南大区稳步开拓,收入占比分别为 12%、7%、7%,收入增速 13%、17%、39%。19H1 公司经销商总计 654 个,增加 58 个,结合分区域表现,彰显公司优势市场渠道下沉和新市场开拓较快,市占率不断提升。
- **19H1 净利率 11.9%,毛利率稳健提升 0.3pct,销售费用率提升 0.99pct 主因区域扩张导致运输费和门店费增多。**1)19H1 公司毛利率 39.6%,同比略提升 0.3pct,其中 19Q2 毛利率 39.9%,同比略提升 0.2pct,主因规模效益+产品结构升级驱动。2)19H1 公司期间费用率 24.15%,同比提升 1.13pct,其中销售费用率 22.1%,同比提升 0.99pct,主因配送费用和门店费用增加偏多。毛利率-销售费用率为 17.5%,同比下降 0.7%。我们拆分销售费用细项发现,运输费占比 58%、工资福利费 26%、门店费 8%、广告宣传 8%,随着 2014 年公司区域扩张,运输费用率从 5%提升至 12.8%,可见配送的规模效应远没有实现,我们认为随着市占率提升,区域覆盖网点增多加密,单位运输费用可有效降低,配送费用率在未来有望降低至个位数,利润释放空间较大。3) 19H1 公司归母净利润为 3.04 亿元,同比+15.51%,19Q2 归母净利润为 1.83 亿元,同比+17.89%,在达利强势进入短保面包市场的背景下,公司工厂-供应链-运营能力壁垒进一步凸显,季度利润增速环比略有提速,彰显公司核心竞争力增强,看好未来利润释放。
- **公司现金流稳健, ROE 稳步提升,可转债获批利好区域扩张。**19H1 公司经营性现金流净额 3.55 亿元,同比-4%,主因预付月饼材料款增加。投资活动现金流净额-4.7 亿元,主因构建厂房、购买设备、取得土地使用权等支付款项增加。19H1 公司 ROE 提升 0.74pct。7 月 13 日公司可转债申请获取证监会批准,设计产能项目有序推进武汉 2.55 万吨、沈阳 6 万吨、山东 2.12 万吨、江苏 2.2 万吨,产能扩张稳步推进,一方面为区域扩张提供保障,助力扩大市场份额;另一方面区域收入提升后,规模效应可有效降低单位成本。我们看好未来利润稳健释放,可转债获批后资产负债率提升,预计公司 ROE 会逐渐上升至 20%以上。
- **盈利预测及投资建议:**我们看好短保面包行业高成长,公司拓市场增品类,保持收入高增长,区域扩张带来短期配送费用上涨,随着网点覆盖密度增加,预计运输费用率稳步下降,利润空间较大。我们小幅调整盈利预测,预计公司 2019-2021 年收入为 57.2、67.6、79.8 亿元,同比+18.3%、18.2%、18.1%,利润为 7.5、9、10.9 亿元,同比+17.3%、20%、20.8%,对应 PE 为 41X、34X、28X。

- 风险提示：行业竞争激烈，市场推广不及预期，食品安全风险

#### 口子窖：二季度加速增长，新品值得期待

- 事件：2019年上半年公司实现营业收入 24.19 亿元，同比增长 12.04%，实现净利润 8.95 亿元，同比增长 22.02%，基本每股收益 1.49 元，同比增长 22.13%；二季度实现营业收入 10.57 亿元，同比增长 16.28%，实现净利润 3.50 亿元，同比增长 22.81%。
- 二季度收入环比加速增长，整体业绩继续表现稳健。19H1 公司收入和利润分别增长 12%/22%，预收账款 5.15 亿元，环比增长 5.32%，同比下降 12.12%，继续保持一贯的稳健经营风格；19Q2 收入和利润分别增长 16%/23%，收入环比加速增长亦打消了市场对一季度增速较低的担忧，产品结构上移驱动利润端实现更快增长。分产品来看，19H1 高档酒收入 22.82 亿元，同比增长 11.70%，中档酒收入 0.68 亿元，同比增长 30.85%，低档酒收入 0.47 亿元，同比增长 21.27%，其中 19Q2 高档酒收入 9.99 亿元，同比增长 15%，环比 Q1 加速增长，主要得益于口子窖 10 年及以上产品快速增长。分市场来看，19H1 省内收入 19.27 亿元，同比增长 9.28%，省外收入 4.70 亿元，同比增长 26.90%，省外增速持续向好；19Q2 省内收入 8.47 亿元，同比增长 14.29%，省外收入 2.05 亿元，同比增长 32.86%。19H1 省内经销商数量增加 32 家，县乡市场渠道下沉力度持续加大。
- 毛利率稳步提升，期间费用率小幅提高。19H1 公司毛利率为 75.94%，同比提高 1.55pct，主要得益于产品结构升级，期间费用率为 13.67%，同比小幅提高 0.6pct；其中销售费用率为 9.47%，同比提高 0.29pct，主要是广告费投入增加所致；管理费用率为 4.4%，同比提高 0.35pct，主要是工资薪金支出及固定资产折旧增加所致；财务费用率为 -0.2%，同比下降 0.04pct；净利率为 37%，同比提高 3.05pct，盈利能力持续提升。19H1 公司现金流表现靓丽，经营活动现金流量净额为 1.96 亿元，同比大幅提升。
- 三季度新品全面上市，中秋旺季值得期待。公司在三季度正式推出两款新品初夏珍储、仲秋珍储，建议零售价分别为 268 元、398 元，我们认为新品主要定位 200-300 元价位，完善产品价位梯次，满足省内消费升级的需求。两款新品在中秋前全面上市，省会合肥等地高速公路均有新品广告牌，增加曝光度，目前经销商已开始打款发货，结合去年三季度基数较低因素，本年中秋旺季动销增速值得期待。全年来看，公司加强经销商管控力度，进一步优化产品结构和渠道库存水平，对于全年预算收入同比增长 14.6%，净利润同比增长 20.5%，我们预计既定目标有望稳步实现。
- 大本营市场稳固，省外进入良性增长通道，长期看好公司在 200 元价位发展潜力。目前安徽市场主流价位由 120-150 元向 200 多元升级，即产品换档升级，省会合肥市场的婚宴等大众消费场景普遍使用口子窖 10 年和古井 8 年等产品，未来其他地级市将逐步向省会看齐，口子窖将充分受益，当前 200 元产品占公司收入在 30% 左右，随着渠道的进一步深度运作，未来省内成长潜力充足。省外逐

步引入省内优秀经销商团队，稳扎稳打，2018年开始收入增速回归20%以上增长，未来华东市场发展仍具备较多看点。我们认为公司是少数民营酒企的优质标的，稳健经营风格贯穿徽酒发展历程，看好公司中长期发展潜力，目前对应2019年仅21倍，持续重点推荐。

- **投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐。**我们小幅调整盈利预测，预计公司2019-2021年营业收入分别为49.1/56.2/64.2亿元，同比增长15.1%/14.5%/14.1%；净利润分别为18.5/21.5/24.9亿元，同比增长20.7%/16.4%/15.8%，对应EPS分别为3.08/3.59/4.15元。
- **风险提示：三公消费限制力度加大、消费升级趋势放缓、食品品质事故**

### 绝味食品：业绩超预期，二季度延续快速开店趋势

- **事件：**2019H1公司实现收入24.90亿元，同比增长19.42%；实现归母净利润3.96亿元，同比增长25.81%。其中2019Q2实现收入13.36亿元，同比增长19.24%；实现归母净利润2.15亿元，同比增长30.77%。
- **二季度门店维持快速增长，上半年同店增长强劲。**2019H1公司在全国共开设门店10598家，对比2018年底净增加683家，去年上半年净增加仅406家。由于去年底未实现万店，今年公司开店节奏整体前移，叠加开店优惠政策，国内门店数量增长已按计划完成。在一季度开店较快的情况下，二季度净增加门店超过300家，保持了较快的开店速度。2019H1平均门店数量为10257家，同比增长10.8%；我们用主营收入近似卤制食品销售收入（占比97%以上），测算出2019H1店均销售同比增长7.5%至23.7万元。上半年单店增长加速主要系满减促销力度加大，也是地推和线上营销综合影响的结果。椒椒有味截止6月底开设门店30余家，上半年贡献部分收入，目前已对A类加盟商开放，预计全年可开设约200家门店。
- **塞飞亚投资收益增加缓冲成本上涨压力，费用率保持下行趋势。**2019Q2毛利率同比下降1.36个pct至35.03%，主要系原材料成本波动，满减促销力度加大也对毛利率有小幅影响。由于鸭价上升，公司参股28%的塞飞亚上半年实现净利润0.67亿元，去年同期为0.15亿元，公司2019Q2投资收益为1448万元，去年同期为-281万元。2019Q2公司销售/管理（含研发）/财务费用率同比-0.19/-1.44/+0.90个pct至9.00%/5.12%/0.85%。销售费用中运输费、职工薪酬及租赁费明显上升，广宣费下降44%，主要系第三方媒体投放减少，销售费用增速略低于收入。管理费用控制良好，整体费用额同比基本持平。财务费用率上升主要系发行可转债利息费用增加。综合来看，2019Q2公司净利率上升1.48个pct至15.91%。
- **盈利预测：**公司作为休闲卤制品龙头，凭借管理能力与供应链优势建立起渠道壁垒，具备广阔的下沉空间。2019年椒椒有味有望进入开店扩张期，成为公司新的增长点。上半年公司累积会员注册数

量突破 5000 万,同时在日本设立全资子公司,加速拓展海外业务。受益肉鸭养殖基础较好,预计下半年原材料成本压力减弱。由于今年开店节奏提前及发行可转债,我们调整盈利预测,预计公司 2019-2021 年收入分别为 50.99、58.89、67.55 亿元,归母净利润分别为 7.93、9.60、11.57 亿元, EPS 分别为 1.38、1.67、2.02 元,对应 PE 为 30 倍、25 倍、21 倍,维持“买入”评级。

- 风险提示:原材料价格大幅上升;渠道拓展不及预期;食品安全事件

### 泸州老窖:中报再创辉煌,双百亿指日可待

- 事件:2019 年上半年公司实现收入 80.13 亿元,同比增长 24.81%,实现归母净利润 27.50 亿元,同比增长 39.80%,基本每股收益 1.88 元,同比增长 39.76%。
- 业绩超预期,国窖、特曲双轮驱动。19Q2 公司收入和净利润增速为 26.01%和 35.98%,业绩超出市场预期,主要是国窖、特曲量价齐升,中高档酒提价驱动利润增速实现更快增长。19Q2 公司预收账款达到 13.92 亿元,环比增长 8.24%,同比增长 27.24%,考虑预收因素后实际业绩表现更优。分产品来看:1)19H1 高档酒收入 43.13 亿元,同比增长 30.47%,毛利率提升 0.53pct,公司上半年跟随提价,量价齐升共同带动国窖 1573 持续快速增长。2)中档酒收入 22.24 亿元,同比增长 35.14%,毛利率提升 5.03pct,其中,特曲产品增速预计约 30%-40%,在中档酒中占比预计达约 80%,老字号特曲作为通路产品,上半年控货的情况下预计提价贡献更为显著,特曲 60 版继续聚焦团购,通过口碑营销维持快速成长;窖龄酒依然处于调整期,预计取得个位数增长,产品主推 60 年和 90 年。3)低档酒收入 13.84 亿元,同比增长 0.68%,毛利率提升 6.58pct,低档酒同样处于渠道和组织架构调整中,我们认为提价对冲了销量的下滑,预计明年将迎来改善。分市场来看,我们预计西南、华北等传统优势市场收入增速相对稳健,华东市场在投入加大后继续表现靓丽,华南市场有待进一步开发。
- 毛利率显著上行,盈利能力进一步提升。19Q2 公司毛利率为 80.30%,同比大幅提升 5.11pct,一方面来自于产品结构进一步上移,国窖占比环比 18 年末提升 5.06pct 至 53.91%,另一方面来自于国窖、老字号等产品提价的贡献;期间费用率为 25.69%,同比提升 1.53pct,其中销售费用率为 21.67%,同比提升 2.72pct,主要是公司加大对于终端的支持力度,相较过去更加注重终端培育工作;管理费用率为 5.21%,同比下降 1.83pct,财务费用率为 -1.19%,同比提升 0.64pct;税金及附加比例达 14.21%,同比提升 1.87pct,主要是产品提价后消费税从价征收的部分提升所致;净利率为 31.88%,同比提升 1.57pct,盈利能力进一步提升。19Q2 公司经营活动现金流量净额为 11.46 亿元,同比大幅增加,现金流表现优异。
- 全年收入增长有望靠近规划上限,决胜年老窖加速前进。老窖作为三家高端酒中机制最为灵活的企业,品牌营销能力突出,量价规划



一直采取跟随策略，抗风险及调整能力更强，这无疑为长期发展奠定有利根基。从全年来看，2019年是公司十三五战略三年冲刺期的决胜之年，规划收入增长15%-25%，公司明确将力争实现20%以上增长，我们认为这一目标有望顺利达成：一方面，根据目前渠道表现，国窖一批价逐步回升至790元以上，仍旧存在较强的上行趋势，湖南等地中秋备货积极性较高，环比二季度表现更好；另一方面，茅五价格持续上行，普五终端成交价已过千元，为国窖价格上行提供了充足空间。综合来看，我们预计全年收入增速有望接近规划上限，在提价和产品结构提升的驱动下利润表现有望更佳，持续看好公司在国窖和特曲的双轮驱动下实现业绩可持续增长。

- **投资建议：维持“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计公司2019-2021年营业收入分别为161.51/192.04/225.59亿元，同比增长23.71%/18.90%/17.47%；净利润分别为18.60/23.18/28.05亿元，同比增长34.91%/24.61%/22.27%，对应EPS分别为3.21/4.00/4.89元。
- **风险提示：三公消费限制力度加大；高端酒竞争加剧；食品品质事故**

#### 华致酒行：业绩接近指引上限，开店数量效益双升

- **事件：2019年上半年公司实现收入18.92亿元，同比增长32.89%，实现归母净利润2.01亿元，同比增长45.40%，基本每股收益0.91元，同比增长13.75%。**公司拟向全体股东每10股转增8股。
- **业绩接近指引上限，酒库数量和质量同步提升。**19H1公司收入和净利润增速为32.89%和45.40%，业绩增速靠近预告指引上限，19Q2公司收入和净利润增速为22.37%和45.58%，延续Q1高增长势头，主要是来自于以下三个方面：1)酒库门店数量增加：19H1公司继续加大华致酒库全国化布局，积极推动优质零售网点客户转型成为酒库，门店数量增长24.7%，我们预计目前已将近900家；2)单店销售收入增长：19H1公司单店收入提升20.4%，一方面来自于精细化营销推动开店质量增长，另一方面来自于随着老客户磨合加深、经营日渐成熟；3)产品结构上移：19H1高毛利产品销量显著提升，荷花、奔富于去年下半年面世以来，今年开始进入放量期，同时五粮液10年、金茅台等定制产品受益于高端酒供不应求亦取得优异表现，收入贡献持续提升。
- **产品结构上移带动毛利率提升，所得税率下降进一步推动利润释放。**19Q2公司毛利率为22.64%，同比提升1.29pct，主要来自于荷花、奔富、五粮液10年等高毛利产品的占比提升；19Q2期间费用率为7.65%，同比提升1.37pct，其中销售费用率为3.76%，同比下降0.07pct，管理费用率为3.11%，同比提升0.72pct，主要是跑马圈地下管理人员增加以及新上线华致优选电商平台管理费用提升所致；财务费用率为0.78%，同比提升0.71pct，主要是银行贷款规模增加所致；所得税率为7.50%，同比大幅下降15.42pct，主要是享受企业所得税小微税收优惠政策以及地方减免所致；净利率为14.46%，同比提升2.66pct，毛利率提升和税收优惠共同推动盈利

能力进一步上移。19H1 公司经营活动现金流量净额为-1.81 亿元，同比下降，主要是预付给茅台及五粮液的款项同比增加 3.00 亿元，预付账款环比年初增长 104.53%所致。

- **酒类流通龙头快速成长，看好公司持续收割市场份额。**华致酒行是我国酒类流通行业龙头企业，凭借“保真”的产品体系、全渠道销售网络以及与名酒厂长期稳定的供应链优势建立起强大的核心竞争力。从长期来看，公司未来增长点主要来自于两方面，第一是渠道网络的完善，公司正在加速华致酒库的跑马圈地，酒库门店数已从 17 年的 504 家增至如今将近 900 家，公司目标是 3 年内开设华致酒库 3000 家，实现开店数量和单店营收的双升；第二是高毛利产品的占比提升，在公司现有产品体系中飞天、普五是引流产品，公司未来在继续拓展与茅台、五粮液合作的同时，将加大对包括荷花酒、金茅台、五粮液 10 年等新产品的开发与销售，实现利润更快增长。目前国内酒水流通行业集中度相较于美国仍然很低，品牌化、连锁化和规模化是行业未来发展趋势，华致酒行未来有望凭借品牌优势与渠道网络壁垒持续收割中小烟酒店的市场份额。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 33.42/40.68/48.30 亿元，同比增长 22.83%/21.74%/18.73%；净利润分别为 2.76/3.36/4.03 亿元，同比增长 22.80%/21.54%/20.08%，对应 EPS 分别为 1.19/1.45/1.74。
- **风险提示：打压三公消费力度继续加大、采购成本提升和货源不足、食品安全事件**

#### 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**需**必阅读正文之后的重要声明部分

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、