

食品饮料行业

白酒高景气度延续，大众品龙头业绩稳健

2019H1 申万食品饮料板块收入同比增长 13.81%，净利润（本篇报告净利润均采用归母净利润口径）同比增长 21.30%，收入增速较 18 年基本持平、净利润增速略有放缓，但仍维持较快增长，行业景气度延续。

● 白酒：行业高景气度延续，高端、区域白酒龙头业绩稳定增长

2019H1 和 2019Q2 申万白酒行业收入分别同比增长 19.53% 和 14.94%，净利润同比增长 25.82% 和 22.18%，Q2 增速有所放缓，但依然维持较快增长。白酒行业现金流良好，19H1 白酒行业销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 26.76%，预收账款同比增长 14.89%，应收账款较年初降低 8.77%，经营性净现金流同比增长 59.42%。1) 高端酒：收入和利润均高速增长。19H1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖收入增长 16.80%、26.75% 和 24.81%；净利润增长 26.56%、31.3% 和 39.8%。2) 次高端：在渠道加库存红利边际减弱的背景下，龙头收入利润增速有所放缓。19H1 山西汾酒、水井坊、洋河股份收入增长 26.49%、26.47%、10.01%，净利润增长 26.28%、26.97% 和 11.52%。3) 区域龙头：19H1 今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业收入增长 29.4%、25.19%、12.04%、16.36%，净利润增长 25.23%、39.88%、22.02%、34.64%，业绩稳健增长。

● 大众品：抗周期能力强，细分行业龙头业绩稳健

1) 调味品：调味品行业集中度持续提升，行业龙头表现稳健。2019H1 海天味业、美味鲜（中炬高新）收入同比增长 16.51%、15.26%，净利润分别同比增长 22.34%、20.05%，符合市场预期。2) 乳制品：行业竞争环境略优于市场预期，常温奶领域伊利渠道护城河深厚。2019H1 伊利股份收入和净利润同比增长 13.58%、9.71%，业绩略低于预期主要源于低温奶业务负增长。3) 肉制品行业单寡头垄断，双汇业绩稳健增长。2019H1 双汇发展收入和净利润同比分别增长 7.26%、-0.16%。4) 食品综合：细分行业龙头增长稳健，确定性强。2019H1 桃李面包、绝味食品、安井食品收入同比增长 18%、19%、20%，净利润同比增长 16%、26%、16%。5) 啤酒：行业拐点已至，产品结构升级和关厂将推动盈利回升。2019H1 青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒收入同比增长 9%、4%、5%，净利润增速分别为 25%、14%、36%。

● 个股推荐

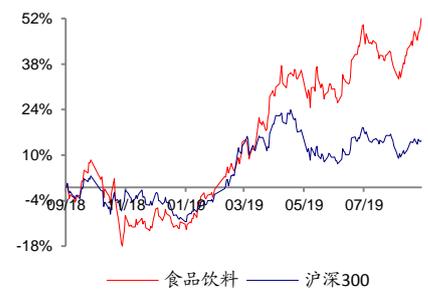
推荐白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、洋河股份；调味品龙头海天味业、中炬高新；乳制品龙头伊利股份；食品细分行业龙头桃李面包、绝味食品、安井食品、安琪酵母。

● 风险提示

(1) 宏观经济不及预期：宏观经济不达预期或影响白酒行业景气度；(2) 食品安全问题。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-09-02

相对市场表现



分析师：	王永锋
	SAC 执证号：S0260515030002
	SFC CE No. BOC780
	010-59136605
	wangyongfeng@gf.com.cn
分析师：	王文丹
	SAC 执证号：S0260516110001
	SFC CE No. BGA506
	010-59136617
	wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

消费品竞争格局系列之八：渠道力定胜负，全国化次高端和地产酒次高端均将寡头化	2019-08-07
食品饮料行业：A 股消费在全球最具竞争优势，消费龙头有望演绎长期牛市	2019-05-31
食品饮料行业：以预收款和现金流判断白酒行业拐点，以 ROE 判断公司竞争力	2019-04-06

联系人：	陈涛 010-59136617
	gzchentao@gf.com.cn
联系人：	刘景瑜 010-59136617
	gflijingyu@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1,142.00	2019-08-11	买入	1,094.00	34.91	43.75	33	26	16.49	12.66	31.4	31.5
五粮液	000858.SZ	CNY	141.50	2019-08-06	买入	134.88	4.50	5.62	31	25	17.08	13.23	24.3	26.1
泸州老窖	000568.SZ	CNY	96.88	2019-08-29	买入	99.25	3.23	3.97	30	24	19.10	15.28	25.5	28.5
洋河股份	002304.SZ	CNY	111.98	2019-09-01	买入	119.34	5.19	6.63	19	17	14.07	11.59	23.7	24.2
水井坊	600779.SH	CNY	47.56	2019-07-22	买入	53.73	1.54	1.99	31	24	23.15	17.85	35.7	40.8
山西汾酒	600809.SH	CNY	76.75	2019-08-26	买入	72.00	2.11	2.48	36	31	16.48	13.90	25.0	25.2
今世缘	603369.SH	CNY	29.72	2019-07-31	买入	30.00	1.15	1.47	26	20	18.16	14.06	20.8	23.2
古井贡酒	000596.SZ	CNY	125.00	2019-08-25	买入	118.53	4.49	5.64	28	22	18.08	13.89	24.7	25.4
口子窖	603589.SH	CNY	66.02	2019-08-28	买入	72.40	3.12	3.62	21	18	12.58	10.62	25.5	25.7
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	51.23	2019-08-25	买入	55.00	1.35	1.75	38	29	22.19	17.55	13	14.9
海天味业	603288.SH	CNY	114.67	2019-08-15	买入	108.00	1.96	2.39	59	48	44.82	35.72	27.6	25.2
中炬高新	600872.SH	CNY	42.19	2019-08-23	买入	42.00	0.87	1.14	48	37	32.98	24.61	16.2	17.5
伊利股份	600887.SH	CNY	28.65	2019-08-06	买入	34.00	1.13	1.16	25	25	19.81	18.56	22.6	21.9
绝味食品	603517.SH	CNY	41.12	2019-08-28	买入	45.90	1.35	1.64	30	25	20.10	16.36	20.9	21.6
安井食品	603345.SH	CNY	47.63	2019-08-06	买入	51.90	1.38	1.73	35	28	19.21	15.50	12	13.5
桃李面包	603866.SH	CNY	48.34	2019-08-27	买入	57.50	1.15	1.37	42	35	27.79	22.15	19.6	21.7
汤臣倍健	300146.SZ	CNY	19.67	2019-07-31	买入	21.80	0.78	0.98	25	20	18.27	14.58	14.8	17.4
安琪酵母	600298.SH	CNY	28.53	2019-08-10	买入	30.20	1.16	1.34	25	21	14.41	12.35	18.1	18.6
重庆啤酒	600132.SH	CNY	43.35	2019-08-26	增持	47.52	0.99	1.15	44	38	28.42	24.44	37.4	38.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019 年 8 月 31 日收盘价计算

目录索引

一、19Q2 食品饮料行业景气度延续，收入利润延续较快增长	6
二、白酒：受益结构升级，高端、区域龙头稳健增长	7
1. 业绩回顾：宏观经济放缓导致白酒行业增速放缓，龙头业绩增长依然稳健	7
2. 收入：白酒行业增速略有放缓，高端和地产酒龙头增长稳健	8
3. 现金流：销售商品提供劳务收到的现金稳定增长，现金流良好	10
4. 净利润：产品结构升级+提价，龙头盈利能力持续提升	13
三、大众品：抗周期能力强，细分行业龙头业绩稳健	18
1. 调味品：龙头收入稳健增长，盈利能力持续提升	19
2. 乳制品：双寡头竞争长期差异化，乳制品 CR2 有望提升至 65%+	20
3. 肉制品：肉制品行业单寡头垄断，双汇业绩稳健增长	22
4. 食品综合：细分行业龙头增长稳健，确定性强	23
5. 啤酒：行业拐点已至，产品结构升级和关厂将推动盈利回升	23
四、个股推荐	24
1. 白酒：预计 19 年高端、次高端及区域龙头收入和业绩保持稳健增长	24
2. 调味品：行业抗周期能力较强，看好细分行业龙头海天味业和中炬高新	28
3. 乳制品：伊利核心单品维持高增速，公司千亿目标有望顺利完成	28
4. 肉制品：猪肉价格上涨导致肉制品行业成本压力提升，双汇龙头效应凸显	29
5. 食品综合：短保面包、休闲卤制品、火锅料行业龙头业绩稳健增长	30
6. 啤酒：行业结构升级趋势明显，重庆啤酒盈利能力稳步提升	32
风险提示	32

图表索引

图 1: 2019 年 1-7 月白酒制造业收入同比增长 10.47%.....	7
图 2: 19H1 年高端、次高端和区域龙头多数实现了 20%+的收入增长, 行业集中度提升.....	7
图 3: 18 年以来我国 GDP 增速逐季度放缓 (亿元)	8
图 4: 茅台、五粮液、泸州老窖收入高增长持续	9
图 5: 次高端收入增速逐渐放缓.....	9
图 6: 地产酒中古井贡酒和今世缘收入延续高增长.....	10
图 7: 茅五泸净利润增速高于收入增速, 19Q1 净利增速 26.56%/31.3%/39.8%	14
图 8: 19H1 茅五泸净利率分别提升至 58.18%/42.03%/39.79%	14
图 9: 19H1 茅五泸毛利率分别提升至 91.87%/79.7%/73.81%	14
图 10: 19H1 茅五泸期间费用率分别下降至 22.53%/12.04%/12.01%.....	14
图 11: 次高端白酒净利润增速均有所放缓	15
图 12: 次高端净利率稳步提升	15
图 13: 19H1 洋河加大货折力度导致毛利率略有下降, 汾酒、水井坊受益结构升级, 毛利率持续提升	16
图 14: 洋河、水井坊受益规模效应, 费用率下降, 汾酒加大费用投放, 19H1 费用率提升	16
图 15: 区域龙头净利增速仍然远快于收入增速.....	17
图 16: 区域龙头净利率持续提升.....	17
图 17: 地产酒毛利率持续提升	17
图 18: 地产酒期间费用率持续下降	17
图 19: 2019Q2 黄豆价格呈现上涨趋势	20
图 20: 纸箱板价格维持稳定	20
图 21: 3 月份以来我国猪肉价格明显提升.....	22
表 1: 2016-2019H1 申万食品饮料各板块收入增速情况, 2019Q1 食品饮料板块收入增速略有放缓	6
表 2: 2016-2019H1 申万食品饮料各板块净利润增速情况, 2019Q2 食品饮料板块利润增速略有放缓.....	6
表 3: 白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总 (亿元), 19H1 白酒行业增长 26.76%	10
表 4: 白酒企业经营性净现金流数据汇总 (亿元), 19H1 白酒行业增长 59.42%	11
表 5: 白酒企业预收款数据汇总 (亿元), 19H1 白酒企业预收账款同比上涨 14.89%	12
表 6: 白酒企业应收数据汇总 (亿元), 白酒企业应收账款 19H1 较 18 年末下降 8.77%.....	12

表 7: 调味品板块估值略高于其他大众品板块 (采用 2019 年 8 月 30 日股价)	18
表 8: 调味品板块: 龙头业绩稳健 (亿元)	19
表 9: 调味品板块: 龙头盈利能力持续提升	20
表 10: 乳制品板块: 伊利常温奶竞争优势持续加固	21
表 11: 乳制品板块: 伊利盈利能力短期承压	21
表 12: 肉制品板块: 双汇发展业绩改善 (亿元)	22
表 13: 肉制品板块: 2019Q1 双汇发展盈利能力同比提升	22
表 14: 食品综合个股业绩数据汇总	23
表 15: 啤酒行业业绩额数据汇总, 19H1 青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒收入利润表现较好	24

一、19Q2 食品饮料行业景气度延续，收入利润延续较快增长

2019Q2食品饮料行业高景气度持续，收入和利润均维持较快增长。2017、2018、2019Q1、2019Q2申万食品饮料板块收入增速分别为15.03%、13.6%、14.26%、13.29%；净利润增速分别为30.23%、26.68%、23.18%、18.61%，2019Q2收入、净利润较Q1略有放缓，但仍维持较快增长。

2019Q2饮料制造行业收入增速低于食品加工行业，业绩增速均高于食品加工行业。饮料制造板块2019Q2收入增速为11.43%，食品加工板块为14.95%，饮料制造行业收入增速低于食品加工行业。饮料制造2019Q2净利润增速为21.28%，食品加工板块为11.63%。饮料制造行业业绩增速均高于食品加工行业。

从各细分子行业来看，白酒、调味品维持高景气。（1）2019Q2收入增速较快的子板块包括白酒、肉制品、调味品、食品综合，收入增速分别为14.94%、28.04%、14.69%、15.55%。（2）2019Q2净利润增速较快的子板块包括白酒、啤酒、黄酒、调味品，净利增速分别为22.18%、18.81%、197.49%、36.05%。

表 1：2016-2019H1申万食品饮料各板块收入增速情况，2019Q1食品饮料板块收入增速略有放缓

收入增速	2017年	2018年	2019Q1	2019Q2	2019H1
SW 食品饮料	15.03%	13.60%	14.26%	13.29%	13.81%
SW 饮料制造	18.45%	17.75%	16.88%	11.43%	14.54%
SW 白酒	27.22%	25.48%	22.82%	14.94%	19.53%
SW 啤酒	-0.29%	1.90%	8.03%	4.55%	6.20%
SW 其他酒类	13.22%	-9.60%	-3.79%	6.59%	0.66%
SW 软饮料	-1.63%	4.82%	0.11%	5.83%	2.26%
SW 葡萄酒	13.63%	3.01%	-8.00%	-5.41%	-7.06%
SW 黄酒	6.94%	-2.65%	-9.06%	3.68%	-4.89%
SW 食品加工	11.97%	9.77%	11.16%	14.95%	13.04%
SW 肉制品	0.42%	2.79%	6.49%	28.04%	17.07%
SW 调味发酵品	12.89%	13.02%	13.48%	14.69%	14.07%
SW 乳品	9.97%	11.31%	14.94%	7.86%	11.28%
SW 食品综合	31.18%	12.71%	8.79%	15.55%	12.03%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 2：2016-2019H1申万食品饮料各板块净利润增速情况，2019Q2食品饮料板块利润增速略有放缓

收入增速	2017年	2018年	2019Q1	2019Q2	2019H1
SW 食品饮料	30.23%	26.68%	23.18%	18.61%	21.30%
SW 饮料制造	40.82%	30.45%	25.55%	21.28%	23.88%
SW 白酒	44.44%	33.10%	28.12%	22.18%	25.82%
SW 啤酒	21.66%	-3.91%	21.99%	18.81%	19.99%

SW 其他酒类	-152.21%	1638.20%	183.44%	-48.60%	71.89%
SW 软饮料	-26.69%	-2.76%	-0.99%	12.43%	2.39%
SW 葡萄酒	3.48%	-6.47%	1.48%	-2.88%	0.43%
SW 黄酒	21.33%	-30.00%	-17.25%	197.49%	-14.22%
SW 食品加工	5.90%	15.78%	14.85%	11.63%	13.32%
SW 肉制品	0.18%	10.90%	19.64%	-13.93%	1.95%
SW 调味发酵品	15.34%	23.95%	16.68%	36.05%	25.78%
SW 乳品	-1.89%	7.34%	9.62%	12.53%	10.87%
SW 食品综合	19.75%	24.62%	16.65%	12.15%	14.41%

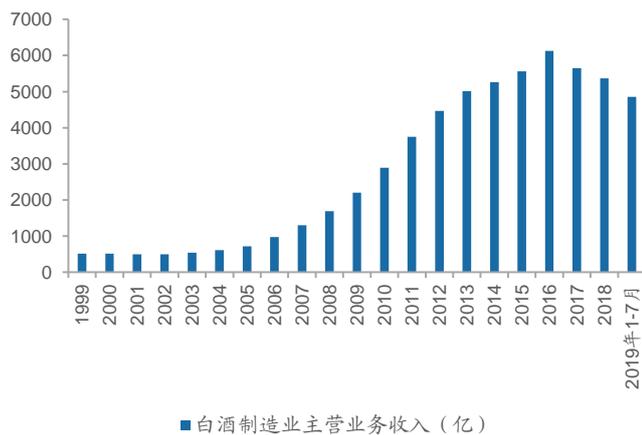
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、白酒: 受益结构升级, 高端、区域龙头稳健增长

1. 业绩回顾: 宏观经济放缓导致白酒行业增速放缓, 龙头业绩增长依然稳健

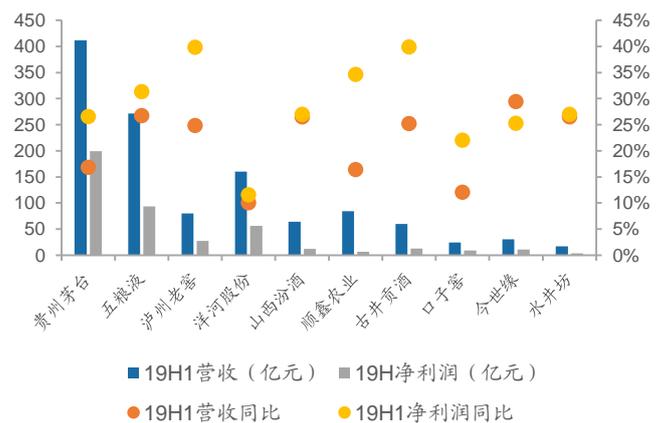
经济增速承压, 白酒板块收入增速放缓, 行业集中度提升。18年以来我国宏观经济整体承受压力, GDP增速逐季放缓。受宏观经济影响, 据国家统计局, 2019年1-7月白酒制造业主营收入4853.39亿元, 同比增长10.47%, 较18年12.88%的增速放缓明显。主要的高端、次高端以及区域龙头收入普遍保持着高于行业整体的增速, 19年上半年9家白酒龙头收入增速基本在20%及20%以上, 均高于白酒整体增长, 行业集中度持续提升。

图 1: 2019年1-7月白酒制造业收入同比增长10.47%



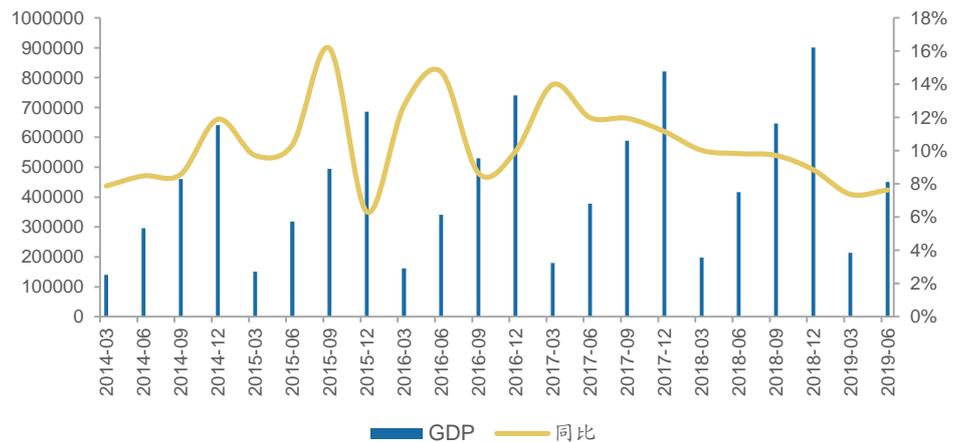
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 19H1年高端、次高端和区域龙头多数实现了20%+的收入增长, 行业集中度提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 18年以来我国GDP增速逐季度放缓 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 收入: 白酒行业增速略有放缓, 高端和地产酒龙头增长稳健

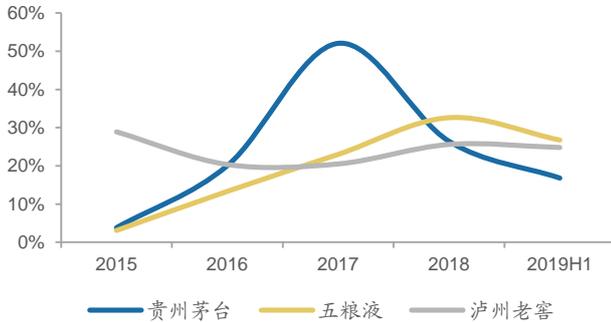
从2019年上半年财报数据来看, 高端、次高端以及区域白酒上市企业收入增速持续放缓, 但仍然维持较高增速:

高端酒: 19H1茅五泸收入均延续高增长。2019年上半年茅台、五粮液、泸州老窖收入同比增长16.80%、26.75%和24.81%。**贵州茅台:** 上半年收入增长16.80%; 茅台酒收入347.95亿元, 同比增长18.42%。去年上半年确认较多预收账款导致基数高 (尤其是二季度, 2018Q2公司预收款环比下降了32.32亿元), 我们预计公司报表2019H1茅台酒销量基本持平或小个位数增长, 但公司加大了直营渠道和非标产品的投放, 推动了茅台酒均价的提升, 保障了收入的较快增长。另外, 2018H1确认较多819元的预收账款, 去年部分提价效应在2019上半年体现。**五粮液:** 上半年收入增长26.75%, 我们预计上半年高端五粮液收入增长25%以上, 主要源于销量增长, 我们预计高端五粮液销量增长25%左右; 公司对于部分高端酒产品和总经销品牌提价, 叠加二季度开始的增值税率下调, 预计上半年均价小个位数增长。**泸州老窖:** 19H1高档酒 (国窖) 收入43.13亿元, 同比增长30.47%, 占比酒类收入达到54.45%, 我们认为主要是两方面原因: 1) 二季度以来五粮液控量挺价, 国窖最为受益, 量价齐升, 年初国窖结算价上调40元/瓶, 预计报表端提价10%以上; 2) 公司在华北、华中及西南等成熟市场继续推动渠道下沉, 同时向华东华南新市场扩张, 预计新市场增长较快。

次高端: 次高端龙头收入增速均有所放缓。在宏观经济放缓及渠道加库存红利边际减弱的背景下, 19H1次高端龙头酒企收入增速有所放缓, 19H1山西汾酒、水井坊、洋河股份分别实现收入同比增长26.49%、26.47%、10.01%。1) 19H1汾酒系列收入56.34亿元, 我们预计青花系列上半年增长20%-25%, 主要系公司在部分市场控量挺价; 预计金奖和老白汾系列增长10%-20%左右; 预计波汾系列增长50%以上, 波汾增长较快我们预计主要是因为公司在省外铺货培育清香型消费者。2) 洋河增速放缓主要由于省内竞争加剧, 今世缘国缘增长迅速, 抢占增量市场以及去年同期基数较高。3) 19H1水井坊高档酒 (八号、井台、典藏和菁翠) 收入

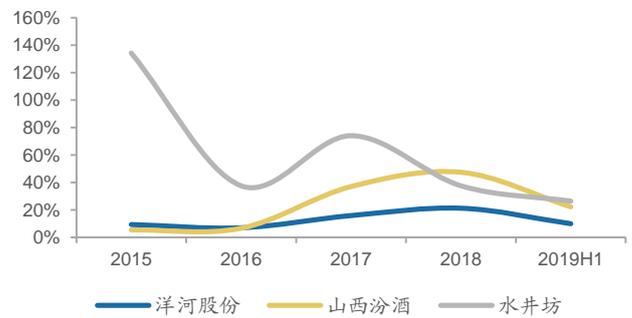
16.06亿元，同比增长25.69%，一方面是因为公司所处的次高端行业仍保持着较快的增速；另外一方面是因为公司采用“蘑菇”战略持续拓展渠道。

图 4：茅台、五粮液、泸州老窖收入高速增长持续



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

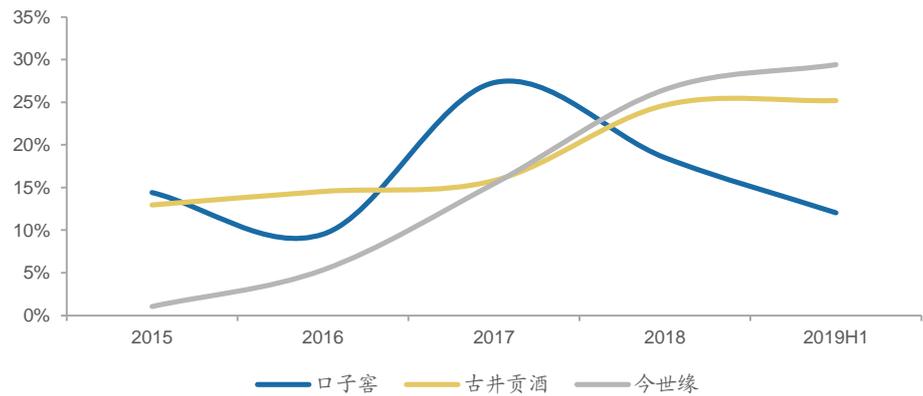
图 5：次高端收入增速逐渐放缓



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

区域龙头：19Q2古井贡酒、今世缘、顺鑫农业收入延续较快增速。19H1今世缘、古井贡酒及口子窖收入同比增长29.4%、25.19%、12.04%。**今世缘：**受益渠道扩张以及高端酒国缘系列的放量，19H1特A+类（出厂价含税300元以上，国缘次高端系列）收入16.74亿元，同比增长44.33%；特A类（出厂价含税100-300元，中端酒）收入9.73亿元，同比增长20.58%。**古井贡酒：**上半年公司收入实现较快增长，我们认为主要是因为受益安徽消费升级，公司高档产品（200元以上，G7/G8/G20等）放量增长。Q2公司收入增速明显放缓，我们认为一方面主要是因为公司发货节奏所致，公司一季度加大了招商力度，发货较多，二季度淡季控量降低渠道库存，为三季度中秋国庆旺季做准备；另外一方面，去年二季度基数较高，18Q2收入22.23亿元，同比大幅增长48.5%。**口子窖：**公司民营体制，对报表不做过多平滑，19年春节较早（2月5号），春节销售多计入18Q4，导致19Q1收入仅增长8.97%，单二季度增速回归正常。公司收入增长主要由高档产品推动。19年上半年高档白酒（口子窖5年及以上）收入22.82亿元，同比增长11.7%，单二季度增长15.04%，我们认为主要系次高端及以上产品10/20年放量增长带动。**顺鑫农业：**2019年上半年公司实现营业收入84.16亿元，同比增长16.36%，其中白酒收入66.58亿元，同比增长15.31%。单二季度收入36.51亿元，同比增长11.99%，估算白酒收入25-30亿元，同比增长5-10%左右，较一季度明显放缓。上半年公司外埠收入达44.46亿元，同比增长2.32%，北京地区营收39.51亿元，同比增长37.37%，考虑到公司猪肉和房地产业务主要在北京地区，白酒收入增速放缓主要受外埠拖累。

图 6: 地产酒中古井贡酒和今世缘收入延续高增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. 现金流: 销售商品提供劳务收到的现金稳定增长, 现金流良好

19H1白酒企业销售商品提供劳务收到的现金合计为1307.54亿元, 同比增长26.76%。
五粮液: 2019H1公司销售商品提供劳务收到的现金为279.65亿元, 同比增长62.48%, 增速超过收入增速主要因应收票据减少。19H1应收票据环比下降10.76亿至150.59亿元, 同比下降11.3%, 票据减少主要是因票据逐渐到期收现, 另外随着批价上涨公司今年也减弱了对于经销商的支持, 贷款中收现占比提升。
山西汾酒: 上半年销售商品、提供劳务收到的现金74.72亿元, 同比增长86.06%, 主要和公司应收票据减少有关。19H1应收票据较年初环比大幅下降10.9亿元至26.19亿元, 同比下降27.31%, 主要是票据贴现增加所致。
洋河股份: 2019年上半年销售商品、提供劳务收到的现金130.85亿元, 同比下降6.53%。主要与预收款下降和其他应付款下降有关。19H1预收款环比下降26.89亿至17.79亿元, 同比下降13.53%, 主要系上半年确认预收款较多; 公司将未结算折扣和保证金等计入其他应付款, 19H1其他应付款环比下降11.78亿至52.79亿元, 同比微幅下降0.65%, 主要系结算经销商保证金, 减轻经销商资金压力。

表 3: 白酒企业销售商品、提供劳务收到的现金数据汇总 (亿元), 19H1白酒行业增长26.76%

证券简称	2016	2017	2018	2019H1	2019H1 同比
贵州茅台	610.13	644.21	842.69	433.29	25.19%
五粮液	330.45	357.54	460.31	279.65	62.48%
泸州老窖	78.95	124.21	148.28	81.52	32.14%
水井坊	12.93	24.89	31.66	19.08	30.15%
山西汾酒	44.59	59.69	86.94	74.72	95.98%
洋河股份	228.70	237.12	281.05	130.85	-6.53%
舍得酒业	15.19	20.36	27.28	14.22	0.37%
酒鬼酒	7.25	9.36	11.52	7.55	40.65%
口子窖	30.18	37.92	43.35	23.46	11.55%
古井贡酒	70.32	70.42	91.58	53.52	28.39%
顺鑫农业	137.72	156.11	163.84	90.53	6.20%
迎驾贡酒	32.73	33.87	39.05	18.05	2.67%

今世缘	30.48	35.42	45.54	25.35	18.22%
老白干酒	31.01	23.74	38.10	20.57	20.63%
伊力特	21.99	24.78	23.32	11.92	4.21%
青青稞酒	17.32	15.11	15.91	7.61	-6.00%
金种子酒	16.73	14.92	14.70	6.01	-4.68%
金徽酒	16.44	13.56	16.67	9.55	2.62%
*ST 皇台	1.93	0.59	0.26	0.08	-19.54%
合计	1735.02	1903.79	2382.03	1307.54	26.76%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白酒企业19H1经营性净现金流合计367.47亿元, 同比增长59.42%。 贵州茅台: 公司19H1经营活动产生的现金流量净额240.87亿元, 同比增长35.82%, 超过了同期的业绩增速, 这主要是因为同期预收款的变动, 2019Q2预收款环比增加了8.72亿元, 而去年同期则环比下降了32.31亿元。回溯公司的历史, 预收款和现金流是白酒周期的最佳预示指标, 茅台预收款增速同比转正意味着需求旺盛, 公司有望开启一轮新的增长周期。**五粮液:** 19H1经营活动产生的现金流量净额为83.66亿元, 同比大幅增长1302.14%, 一方面是因为票据收现及收款现金占比提升带来的现金流入大幅增长, 另外一方面去年同期基数也较低, 18H1现金净额仅为5.97亿元。**泸州老窖:** 公司19年上半年经营活动产生的现金流量净额17.07亿元, 同比大幅增长316.36%, 一方面是现金流入增速较高, 另外一方面上半年购买商品、接受劳务支付的现金同比下降10.49%, 料与购买支付节奏有关。

表 4: 白酒企业经营性净现金流数据汇总 (亿元), 19H1白酒行业增长59.42%

证券简称	2016	2017	2018	2019H1	2019H1 同比
贵州茅台	374.51	221.53	413.85	240.87	35.82%
五粮液	116.97	97.66	123.17	83.66	1302.14%
泸州老窖	26.25	36.93	42.98	17.07	316.36%
水井坊	3.82	6.11	4.31	5.04	4330.77%
山西汾酒	5.86	8.96	9.66	16.91	6601.86%
洋河股份	74.05	68.83	90.57	-5.10	-130.75%
舍得酒业	2.30	4.26	4.43	-1.39	-198.24%
酒鬼酒	2.19	2.25	2.12	1.22	62.63%
口子窖	6.40	15.69	11.20	1.96	3976.65%
古井贡酒	11.83	9.31	14.41	10.42	55.73%
顺鑫农业	10.08	24.71	31.75	-1.64	-111.05%
迎驾贡酒	7.04	6.80	8.92	-1.76	406.51%
今世缘	9.25	10.01	11.21	2.98	-24.48%
老白干酒	7.97	-1.55	4.49	-1.79	-1046.09%
伊力特	5.86	3.42	2.89	-0.20	-133.79%
青青稞酒	3.26	0.28	1.06	-0.99	-2503.97%
金种子酒	-1.82	-2.48	-1.84	-1.78	-17.36%
金徽酒	3.90	1.07	0.86	2.10	182.86%
*ST 皇台	0.18	-0.26	-0.03	-0.12	1926.04%

合计	669.90	513.55	776.01	367.47	59.42%
----	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

白酒企业18年和19Q1预收账款合计287.54亿元, 同比增长14.89%。贵州茅台: 2019H1预收账款122.57亿元, 同比增长23.30%。理论上公司取缔了数百家经销商, 若按正常节奏打款预收款应当有所下降。但由于下游需求旺盛, 茅台酒批价二季度持续高位运行, 据酒说, 公司于6月底更改了打款政策, 要求经销商打下半年款(小商打下半年款, 大商平均打了一个季度), 因此预收款出现了增长。我们认为公司此举是希望加快经销商出货以压低批价, 而预收款的快速增长主要反映了下游需求旺盛。泸州老窖: 19年上半年预收账款环比年初下降2.12亿元至13.92亿元, 同比增长27.23%。五粮液: 19H1预收账款环比减少23.53亿至43.54亿元, 同比微幅下降1.47%, 我们认为主要是因为公司下半年推出新品更改打款政策。

表 5: 白酒企业预收款数据汇总(亿元), 19H1白酒企业预收账款同比上涨14.89%

证券简称	2016	2017	2018	2019H1	2019H1 同比
贵州茅台	175.41	144.29	135.77	122.57	23.30%
五粮液	62.99	46.46	67.07	43.54	-1.47%
泸州老窖	10.71	19.57	16.04	13.92	27.23%
水井坊	0.89	1.69	1.60	0.59	82.20%
山西汾酒	5.38	9.12	16.53	14.81	80.56%
洋河股份	38.47	42.00	44.68	17.79	-13.53%
舍得酒业	1.98	1.92	2.47	1.26	-4.75%
酒鬼酒	1.54	1.40	1.54	0.74	-18.25%
口子窖	4.44	8.56	9.18	5.15	-12.12%
古井贡酒	6.24	5.03	11.49	5.17	-35.62%
顺鑫农业	21.41	37.85	56.54	49.55	43.99%
迎驾贡酒	4.79	4.79	4.83	2.13	-28.62%
今世缘	4.86	8.15	11.68	3.07	29.41%
老白干酒	8.41	5.04	4.29	3.30	-47.90%
伊力特	3.41	2.78	1.17	0.71	-53.65%
青青稞酒	0.63	0.15	0.43	0.64	183.22%
金种子酒	1.63	0.96	0.83	1.17	22.52%
金徽酒	3.55	1.53	1.26	1.40	-12.23%
*ST 皇台	0.10	0.07	0.02	0.01	-87.90%
合计	356.85	341.37	387.44	287.54	14.89%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 白酒企业应收数据汇总(亿元), 白酒企业应收账款19H1较18年末下降8.77%

证券简称	2016	2017	2018	2019H1	19H1 较 18 年末增长
贵州茅台	8.18	12.22	5.64	7.10	25.89%
五粮液	96.87	112.98	162.62	152.23	-6.39%
泸州老窖	19.56	25.01	23.99	24.83	3.52%

水井坊	0.17	0.88	0.34	0.25	-26.10%
山西汾酒	15.17	21.99	37.06	26.38	-28.81%
洋河股份	1.62	2.21	2.48	4.58	84.75%
舍得酒业	0.83	1.76	2.82	1.97	-30.17%
酒鬼酒	0.54	1.13	2.46	1.21	-50.84%
口子窖	3.36	7.24	8.47	5.70	-32.77%
古井贡酒	5.47	7.43	13.77	13.48	-2.15%
顺鑫农业	3.45	4.06	2.98	4.88	63.99%
迎驾贡酒	1.42	1.81	1.35	0.51	-62.65%
今世缘	0.52	0.47	0.59	0.92	56.02%
老白干酒	0.89	1.53	1.37	1.13	-17.29%
伊力特	2.33	1.92	2.79	1.15	-58.89%
青青稞酒	0.11	0.16	0.45	0.22	-50.14%
金种子酒	1.97	2.58	2.77	1.56	-43.78%
金徽酒	0.10	0.11	0.11	0.11	3.10%
*ST 皇台	0.06	0.01	0.01	0.01	-41.41%
合计	162.61	205.50	272.07	248.22	-8.77%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4. 净利润：产品结构升级+提价，龙头盈利能力持续提升

受益提价+结构升级以及费用率下降，19Q2白酒企业净利润增速仍然较高，从板块数据来看，2017、2018、2019Q1、2019Q2申万食品饮料板块收入增速分别为15.03%、13.6%、14.26%、13.29%；净利润增速分别为30.23%、26.68%、23.18%、18.61%，净利润增速均超过收入增速，主要系提价及结构升级带来的毛利率水平提高以及规模效应带来的费用率水平降低。

高端酒：受益毛利率提升，茅五泸净利润增速快于收入增长。19年上半年茅台、五粮液和泸州老窖归母净利润同比增长26.56%、31.3%和39.8%，利润增速均快于收入增长，主要得益于毛利率提升和费用率下降。

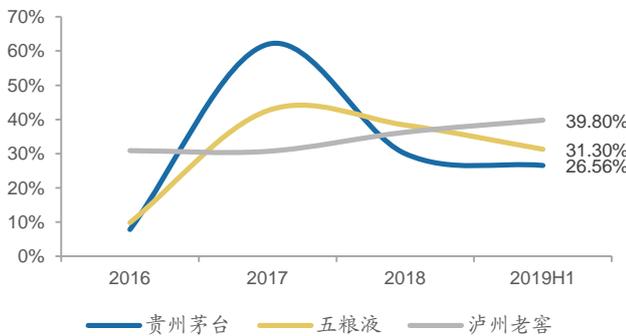
1) 贵州茅台：公司上半年净利润增速明显快于收入系毛利率提升、销售费用率下降以及营业税金及附加占比下降所致。得益于茅台酒产品均价提升和系列酒结构升级，公司19H1毛利率同比提升0.93个PCT至91.87%。公司19H1期间费用率同比下降1.9个PCT至12.04%，其中销售费用率同比下降1.41个PCT至4.83%，我们认为主要是因为公司减少了对于系列酒的费用投放，管理费用率因规模效应同比下降0.26个PCT至6.72%。19H1公司营业税金及附加占比收入下降1.65个PCT至11.51%，我们认为这可能是因为消费税缴税与收入确认节奏不一致，我们认为该比例长期将稳定在15%上下。

2) 五粮液：净利润增速快于同期收入增速主要因毛利率提升和费用率下降。19H1公司毛利率同比提升0.97pct至73.81%，我们预计主要是因为高端酒收入增速快于系列酒，同时公司对于系列酒逐渐清理品牌聚焦“4+4”核心产品，公司产品结构提升；另外，19年初公司也对部分系列酒品牌和部分高端品牌提价；4月1日起增

值税率下调相当于提价2.3%。19H1期间费用率同比下降1.11pct，其中销售费用率同比下降0.3pct至9.76%，管理费用率因规模效应同比下降0.72pct至4.8%。19H1税金及附加率微幅同比下降0.08pct。

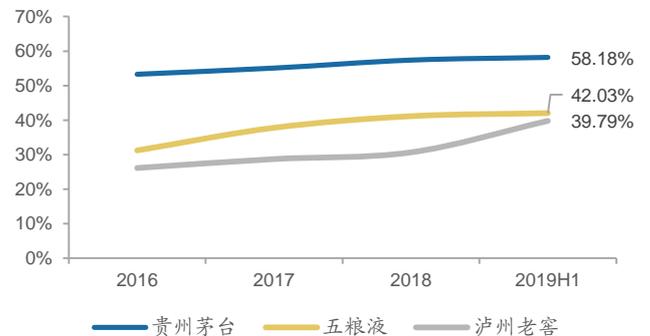
3) 泸州老窖：公司上半年净利润增速明显高于收入增速，主要源于毛利率提升。公司19H1毛利率同比大幅提升4.79pct至79.7%，我们认为一方面是因为19H1中高档产品收入（尤其国窖和特曲60版）保持较快增长提升了产品结构，另外一方面国窖和老字号特曲提价、二季度开始增值税率下调也有所贡献。公司19H1期间费用率同比提升0.08pct，其中销售费用率同比提升0.64pct至19.2%；管理费用率因规模效应同比下降1pct至4.53%。19H1公司营业税金及附加占比收入同比提升1.6pct至12.82%，料与确认节奏有关。

图 7：茅五泸净利润增速高于收入增速，19Q1净利润增速26.56%/31.3%/39.8%



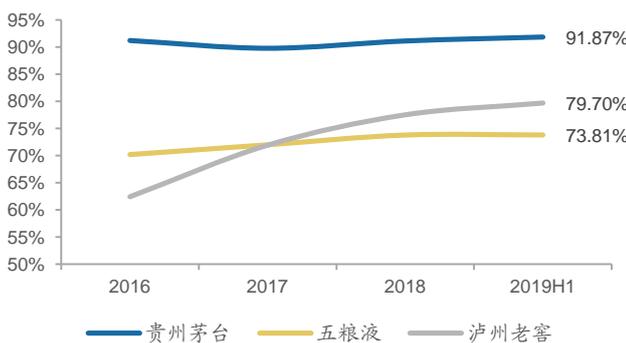
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：19H1茅五泸净利率分别提升至58.18%/42.03%/39.79%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：19H1茅五泸毛利率分别提升至91.87%/79.7%/73.81%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：19H1茅五泸期间费用率分别下降至22.53%/12.04%/12.01%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

全国性次高端：19H1净利润增速均有不同程度放缓。 18年洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长22.45%、54.01%和72.72%，19H1洋河、汾酒和水井坊归母净利润同比增长11.52%、26.28%和26.97%，较18年均不同程度放缓。

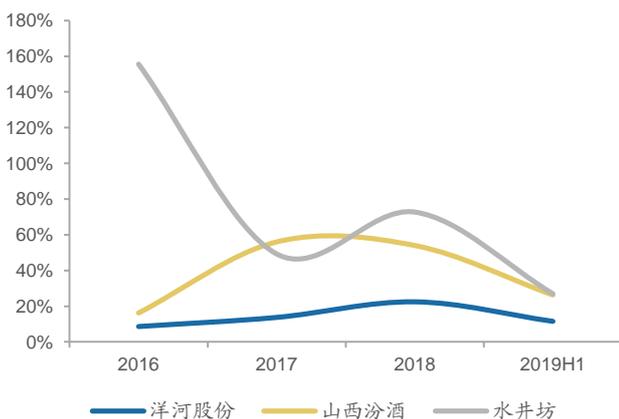
1) 洋河股份：19H1净利润增速仅略快于收入增长，主要系毛利率下降和期间费用率上升。19H1毛利率下降0.55pct至70.95%，我们认为与人工包材等成本上升

有关。19H1期间费用率同比上升0.38pct，其中销售费用率同比微幅上升0.5pct至8.57%；管理费用率因规模效应同比微幅下降0.02pct至6.03%；财务费用率同比下降0.1pct，主要因利息收入增长和汇兑损失减少。公司税金及附加占比同比下降1.22pct至13.35%，我们认为可能是因税费缴纳时点原因所致。

2) 山西汾酒：利润增速高于收入增速主要因毛利率提升和营业税金及附加占比下降。19H1公司毛利率上升2.18pct至71.46%，主要因产品提价，据酒业家，公司自3月份以来对部分主力产品提价3%-8%不等，另外二季度开始的增值税率下调预计也有所贡献。19H1期间费用率同比上升4.04pct，其中销售费用率同比上升3.32pct至21.57%，我们认为公司正处在全国化扩张期，加大费用投放有利于提升品牌力和拓展渠道；管理费用率因规模效应微幅下降0.04pct至5.06%。营业税金及附加占比收入同比下降2.42pct至16.3%，一方面是消费税率下降2pct，料与确认节奏有关；另外，增值税率下调也降低了附加税基数。

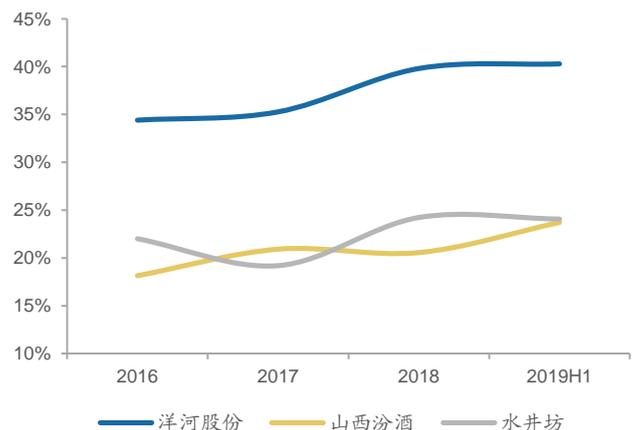
3) 水井坊：19H1毛利率同比提升1.07个PCT至82.21%，我们预计主要受益于产品结构升级及增值税率下调带来的吨价提升。公司19H1期间费用率同比下降1.56个PCT，其中销售费用率同比上升0.63个PCT至32%，其中单二季度销售费用率同比提升了4.25个PCT达到34.67%，预计与费用的投放节奏有关，我们认为在渠道扩张期加大投入有利于强化品牌知名度以及支持业务快速增长；管理费用率受益规模效应同比下降2.07个PCT至7.59%。19H1公司营业税金及附加占比收入提升2.16个PCT至16.49%，主要由于18年5月税务部门对公司消费税计税价格进行重新核算，上调了计税价格；其中单二季度同比提升3.11个PCT至17.31%，可能与缴纳节奏有关。公司19H1所得税率同比大幅提升8.86个PCT至24.64%，预计与公司缴税节奏有关，据公司半年报披露，公司尚有1.56亿元的递延所得税资产，我们认为公司有能力通过合理的税务筹划将全年所得税率保持在20%左右。

图 11：次高端白酒净利润增速均有所放缓



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：次高端净利率稳步提升



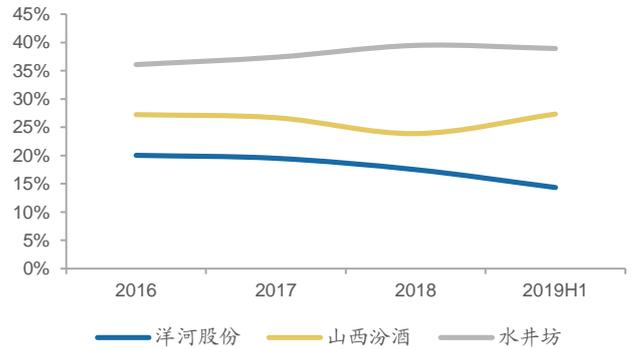
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13: 19H1洋河加大货折力度导致毛利率略有下降, 汾酒、水井坊受益结构升级, 毛利率持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 洋河、水井坊受益规模效应, 费用率下降, 汾酒加大费用投放, 19H1费用率提升

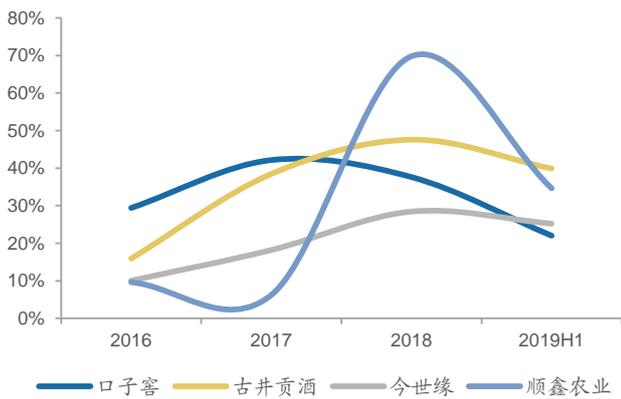


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

区域龙头: 受益省内消费升级+产品结构优化, 龙头酒企盈利能力持续提升。

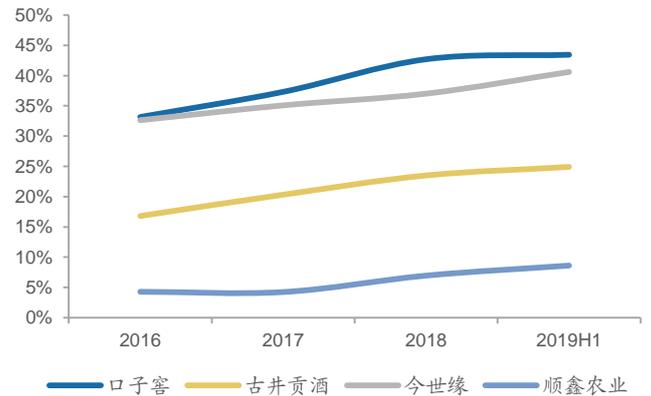
2018年古井、口子、今世缘归母净利润同比增长47.57%、37.62%、28.45%; 19H1古井、口子、今世缘归母净利润同比增长39.88%、22.02%、25.23%。主要地产龙头受益于省内消费升级和产品结构升级, 毛利率有所提升。**今世缘:** 19H1毛利率同比提升0.03个PCT至71.96%。公司19H1期间费用率同比提升0.13个PCT至14.62%, 其中销售费用率同比提升0.37个PCT至12.85%, 主要因公司为抢占市场份额短期加大费用投放, 我们认为公司短期内加大品宣投入有利于提升公司品牌力; 管理费用率因规模效应同比下降0.38个PCT至2.58%。19H1公司营业税金及附加占比收入提升1.13个PCT至13.57%, 主要由于18年5月税务部门对公司消费税计税价格进行重新核算, 上调了计税价格。**古井贡酒:** 19H1公司毛利率同比下降1.48pct, 白酒产品毛利率同比下降1.07pct, 主要因原料成本增加所致。公司19H1期间费用率同比下降2.89pct, 其中销售费用率同比下降2.65pct, 主要是上半年公司减少了综合促销费的投放; 管理费用率因规模效应同比下降0.57pct至4.29%。营业税金及附加占比收入同比微幅下降0.73pct。**口子窖:** 公司19H1毛利率同比提升1.55pct至75.93%, 主要系产品结构升级以及二季度开始的增值税率下调。公司19H1期间费用率同比微幅提升0.6pct, 其中销售费用率微幅提升0.29pct至9.47%, 主要系广告费投入增长; 管理费用率微幅提升0.35pct至4.4%, 主要系工资薪酬支出增加。2019上半年营业税金及附加占比同比下降1.3pct, 一方面是因上半年消费税率下降0.87pct, 料与确认节奏有关; 另外增值税率下调也降低了附加税税基。**顺鑫农业:** 公司上半年毛利率同比下降2.93pct, 主要因公司白酒业务毛利率同比下降3.07pct, 公司白酒业务以低端光瓶酒为主, 主要成本为酒基和包材, 我们预计毛利率下降主要是受酒基价格上涨所致。公司期间费用率同比下降3.06pct, 其中销售费用率同比下降2.01pct, 公司销售费用主要为广告费(占比55%), 上半年广告费同比下降11%, 我们认为可能是因为广告费用确认节奏不同所致, 公司仍处于扩张期, 预计全年广告费仍会有所增长; 管理费用率因规模效应同比下降0.76pct; 财务费用率同比下降0.3pct。税金及附加占比收入同比下降1.69pct至10.07%, 公司税金及附加占比近几年维持在10-12%左右, 预计主要因消费税缴纳节奏不同导致有所波动。

图 15: 区域龙头净利增速仍然远快于收入增速



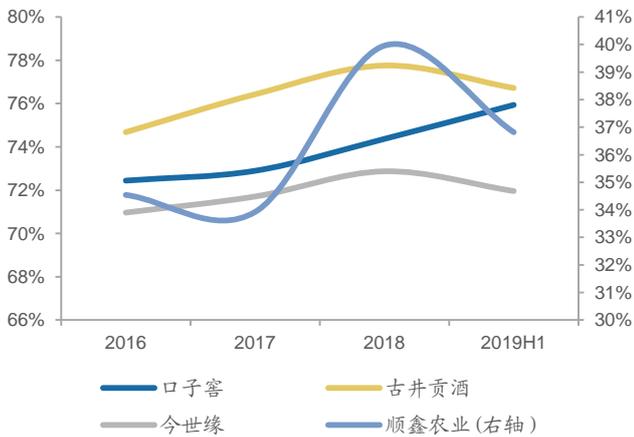
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 区域龙头净利率持续提升



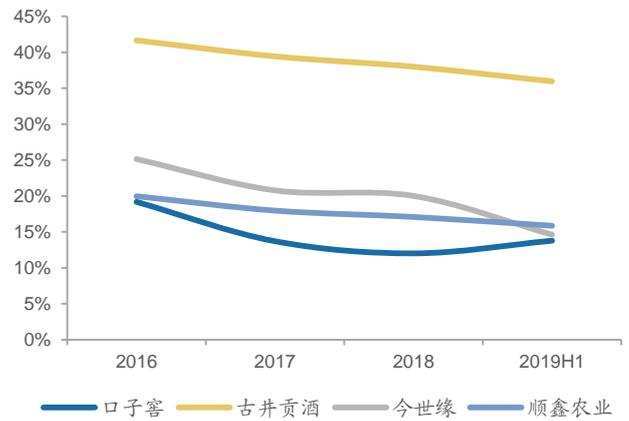
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 地产酒毛利率持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 地产酒期间费用率持续下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、大众品：抗周期能力强，细分行业龙头业绩稳健

大众品板块2019上半年业绩持续稳定增长。细分行业优质龙头表现亮眼，业绩稳健。各细分子行业优质龙头如海天味业、中炬高新、伊利股份、绝味食品、汤臣倍健等企业，收入端持续享受行业集中度提升的趋势，且定价能力相对较强，能够推动盈利能力持续提升。

从估值角度来看，啤酒、调味品、乳制品、休闲食品、肉制品板块2019年PE估值分别为41X、41X、26X、25X、14X。调味品板块估值最高，我们认为调味品行业属性有望支撑其高估值——调味品行业持续稳定向上发展且集中度提升空间大，调味品龙头业绩确定性高，因而能够享受较高的估值溢价。我们预计乳制品、肉制品、啤酒板块估值中枢有望上移——乳制品行业双寡头长期竞争差异化明显；肉制品龙头双汇单寡头地位稳固，有望通过直接提价或产品结构升级方式提升肉制品盈利能力，推动业绩持续稳健增长；啤酒行业价格战趋缓、价格提升且中高端产品放量，企业盈利能力有望持续提升。

表 7：调味品板块估值略高于其他大众品板块（采用2019年8月30日股价）

行业	公司	收入增速		净利润增速		EPS (元/股)		PE		股价 (元)
		2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	
调味品	海天味业	16.80%	17.10%	23.60%	21.10%	1.62	1.96	42	59	114.67
	中炬高新	15.43%	11.10%	34.01%	16.50%	0.76	0.89	39	47	42.19
	涪陵榨菜	25.92%	19.60%	59.78%	21.10%	0.84	1.01	26	22	22.31
	千禾味业	12.37%	23.10%	66.61%	-10.50%	0.74	0.66	21	35	22.85
	恒顺醋业	9.87%	11.30%	8.44%	-0.70%	0.39	0.39	27	40	15.60
	均值							31	41	
乳制品	伊利股份	16.89%	13.10%	7.31%	8.20%	1.06	1.15	21	25	28.65
	光明乳业	-4.71%	3.67%	-44.87%	43.06%	0.28	0.40	30	28	11.11
	均值							25	26	
肉制品	双汇发展	-3.25%	15.10%	13.78%	5.80%	1.49	1.58	16	14	22.36
休闲食品	绝味食品	13.45%	14.52%	27.69%	20.85%	1.56	1.89	21	22	41.12
	安井食品	22.25%	17.65%	33.50%	17.29%	1.25	1.47	29	32	47.63
	汤臣倍健	39.86%	37.88%	30.79%	30.08%	0.69	0.82	24	24	19.67
	桃李面包	18.47%	18.22%	25.11%	17.59%	1.36	1.15	23	42	48.34
	养元饮品	5.21%	3.24%	22.82%	9.28%	3.80	4.12	11	7	28.86
	均值							22	25	
啤酒	青岛啤酒	1.13%	5.55%	12.60%	23.63%	1.05	1.30	33	41	52.82
	重庆啤酒	9.19%	7.39%	22.62%	24.06%	0.83	1.04	37	42	43.35
	均值							35	41	

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：青岛啤酒、重庆啤酒、光明乳业采用wind一致预测，其他为广发预测

1. 调味品：龙头收入稳健增长，盈利能力持续提升

调味品行业集中度持续提升，行业龙头表现亮眼。调味品大行业中，酱油行业是最好的赛道——（1）酱油行业空间大，且行业规模持续稳健增长，2010-2018年酱油行业收入复合增长11.31%，2018年达597亿元；（2）行业格局清晰，且龙头份额提升空间大，一超多强，且2018年海天市占率仅为17.15%，较日本龟甲万目前市占率33.20%仍有较大的提升空间。

根据wind数据，2019H1海天和中炬高新调味品收入持续稳健增长，收入分别同比增长16.51%、15.26%。龙头公司收入增速明显高于竞争对手（加加食品2019H1收入同比增长10.00%），主要源于龙头公司渠道竞争优势强，经销商铺货能力强，导致龙头业绩稳定性高于行业整体。另外，龙头渠道力持续加强——海天持续招商推动渠道细化，挖掘渠道潜力，2019H1公司经销商5369家，较2018年底新增485家；中炬高新持续招商推动全国化布局，2019H1公司经销商数量较2018年底增加111家，增幅12.85%。

千禾味业实行差异化竞争战略，定位零添加进行全国化，2019年开始公司区域扩张加速，招商力度增加、加大对销售人员激励和对渠道的专业培训，预计2019全年收入有望实现高增长。2019H1收入同比增长24.07%，且Q2收入环比Q1加速增长。

表 8：调味品板块：龙头业绩稳健（亿元）

公司	2018年				2019H1			
	收入	增速	净利润	增速	收入	增速	净利润	增速
海天味业	170.34	16.80%	43.65	23.60%	101.60	16.51%	27.50	22.34%
美味鲜（中炬高新）	38.52	10.34%	5.72	11.63%	22.62	15.26%	3.62	26.05%
涪陵榨菜	19.14	25.92%	6.62	59.78%	10.86	2.11%	3.15	3.14%
千禾味业	10.65	12.37%	2.40	66.61%	5.94	24.07%	0.87	-35.55%
恒顺醋业	16.94	9.87%	3.05	8.44%	8.81	9.43%	1.42	15.28%
安记食品	3.39	33.58%	0.39	-4.26%	2.09	35.14%	0.28	33.16%
星湖科技	8.59	25.06%	0.42	126.71%	5.54	24.87%	0.77	365.73%
梅花生物	126.48	13.62%	10.02	-14.66%	69.80	11.01%	6.64	41.40%
加加食品	17.88	-5.44%	1.15	-27.58%	10.25	10.00%	0.86	6.42%
佳隆股份	3.19	11.12%	0.35	64.35%	1.53	-10.90%	0.18	-24.86%

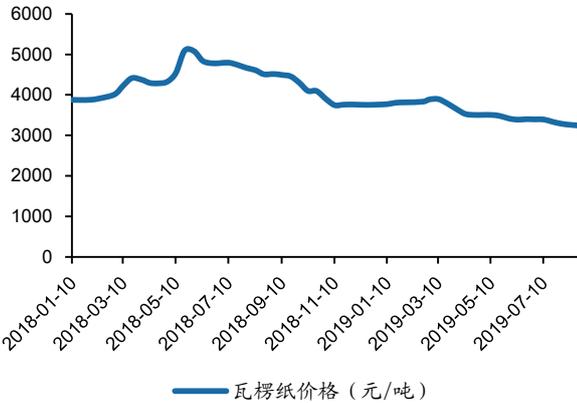
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2019Q2调味品行业成本略上涨，龙头企业毛利率短期承压，全年盈利能力有望持续提升。2019Q2调味品行业企业毛利率短期承压，主要源于两方面：（1）产品结构调整，毛利率较低的小品类增长较快，拖累整体毛利率；（2）行业主要成本如黄豆、食品添加剂等价格小幅上涨。例如2019Q2黄豆市场价格同比上涨5%+，4/5/6月份涨幅分别为-1.07%/5.79%/12.54%。

从公司单季度盈利能力来看，2019Q2酱油行业龙头海天味业和美味鲜（中炬高新）毛利率同比略下降，其中海天受益于费用率下降，其净利率同比持续提升，美味鲜净利率同比略下降。2019Q2海天味业和美味鲜（中炬高新）毛利率分别为

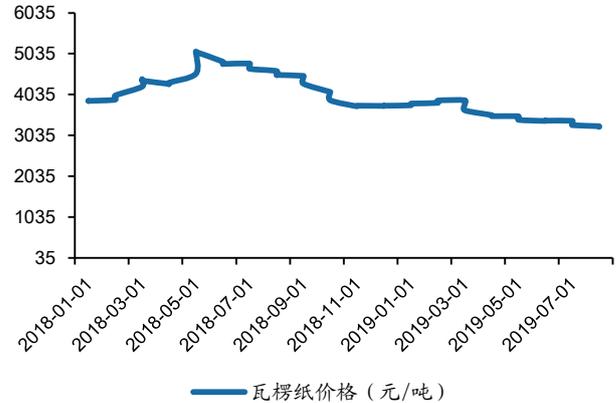
43.78%、39.30%，较2018Q2略下降。海天2019Q2净利率27.28%，较2018Q2提升1.31pct，主要受益于费用率下降。美味鲜2019Q2净利率17.53%，较2018Q2（基数较高）下降1.31pct，但较2018全年（17%左右）和2019Q1（17.74%）维持稳定。

图 19: 2019Q2 黄豆价格呈现上涨趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 纸箱板价格维持稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 调味品板块: 龙头盈利能力持续提升

公司	毛利率					净利率				
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q2	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q2
海天味业	46.70%	47.59%	45.08%	46.45%	43.78%	25.63%	25.97%	22.14%	28.55%	27.28%
中炬高新	38.88%	41.16%	37.12%	39.27%	40.29%	16.19%	18.48%	16.53%	14.19%	16.69%
涪陵榨菜	51.18%	58.55%	57.26%	55.90%	58.94%	22.64%	34.23%	45.24%	37.53%	28.53%
千禾味业	43.71%	43.51%	46.50%	48.31%	45.03%	44.81%	10.94%	14.40%	20.69%	12.12%
恒顺醋业	40.24%	43.44%	40.71%	44.20%	43.97%	14.73%	15.66%	25.07%	16.05%	16.93%
安记食品	31.33%	29.71%	31.15%	31.21%	32.24%	15.48%	12.30%	12.13%	8.31%	16.95%
星湖科技	18.81%	27.05%	31.21%	27.23%	36.74%	3.43%	4.06%	7.74%	4.77%	15.65%
梅花生物	23.95%	23.97%	25.87%	25.80%	24.24%	7.90%	7.40%	8.71%	8.26%	8.93%
加加食品	26.73%	27.11%	26.12%	25.02%	28.57%	10.19%	6.68%	5.93%	2.50%	6.46%
佳隆股份	44.38%	45.75%	45.10%	45.86%	45.89%	12.98%	15.63%	10.80%	4.67%	13.92%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2. 乳制品: 双寡头竞争长期差异化, 乳制品 CR2 有望提升至 65%+

常温奶领域伊利较蒙牛竞争优势持续扩大。彭博数据显示, 2018年乳制品行业(不含婴幼儿奶粉, 该数据为大部分终端零售网点统计所得)收入3991亿元, CR2达46.0%, 其中伊利和蒙牛市占率分别为23.6%和22.4%, 第三名光明市占率4.2%。我们预计乳制品行业CR2有望持续提升, 达65%以上——我国乳制品两大品类中的常温奶无冷链限制, 预计CR2水平可对标美国软饮料提升至75%左右; 低温奶受限于冷链技术, 龙头抢占份额较缓慢, 给予地方乳企生存空间, 预计CR2水平相对较低, 可达55%左右。2018年开始伊利股份竞争战略为加大费用投放、加固

较竞争对手的竞争优势，效果明显——根据彭博数据，2018年我国乳制品行业收入同比增长6.33%，伊利股份和蒙牛乳业2018年收入分别同比增长16.89%、14.71%，明显高于行业整体增速，行业份额持续向双寡头集中。

伊利2019H1收入同比增长13.58%；单二季度收入同比增长9.37%。2019Q2公司收入低于预期主要源于低温奶业务拖累，常温奶业务稳健增长。（1）2019Q2常温奶收入（占总收入比重70%+）稳健增长，同比增长近15%，核心大单品安慕希和金典产品结构升级且渠道铺货率持续提升，2019Q2收入同比增长20%左右。

（2）2019Q2公司低温奶收入（占总收入比重5-10%）负增长，主要系低温奶行业增速放缓以及份额下降所致。根据尼尔森数据，2019H1低温奶行业收入同比下降0.7%。伊利在低温奶业务投放精力相对较少，行业景气度下降情况下竞争对手蒙牛君乐宝等发力抢占份额，公司部分低温奶经销商退出、新经销商补充不及时，导致公司份额略下降，2019H1低温份额同比下降1.10pct。

表 10：乳制品板块：伊利常温奶竞争优势持续加固

公司	19H1 收入 (亿元)	YOY	19H1 净利润 (亿元)	YOY	19Q2 收入 (亿元)	YOY	19Q2 净利润 (亿元)	YOY
伊利股份	450.71	13%	37.81	10%	219.41	9%	15.05	12%
蒙牛乳业	399.48	16%	20.77	33%				
光明乳业	110.90	5%	3.67	10%	56.38	3%	2.26	12%
三元股份	41.73	10%	1.84	47%	22.29	9%	1.31	47%
燕塘乳业	6.99	14%	0.67	57%	4.17	18%	0.56	69%
科迪乳业	6.35	10%	0.80	23%	3.45	12%	0.50	20%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

双寡头竞争格局导致伊利盈利能力短期承压，但行业竞争环境优于市场预期。伊利2019Q2扣非净利润增速略低于收入，主要源于管理费用率提升。2019Q2公司毛销差（毛利率与销售费用率差值）11.90%，较2018Q2提升1.46pct，行业竞争环境优于市场预期。公司2019Q2毛利率37.13%，较2018Q2下降1.41pct，主要系原奶价格上涨所致。2019Q2原奶价格上涨5-6%，将对应导致毛利率同比下降2pct。2019Q2毛利率实际下降1.41pct主要源于产品结构升级覆盖买赠促销负面影响同时提升了毛利率。2019Q2销售费用率25.23%，较2018Q2下降2.87pct，主要源于广告营销费用率减少，2019H1广告费用率较2018H1下降1.43pct。2019Q2公司管理费用率4.43%，较2018Q2提升1.51pct，主要系职工薪酬、咨询审计费、折旧摊销增加所致。

表 11：乳制品板块：伊利盈利能力短期承压

	毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q2	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q2
伊利股份	38.80	38.54	35.80	38.34	37.13	10.76	6.81	7.47	7.70	6.94
光明乳业	34.30	32.71	33.65	32.71	33.34	4.23	4.36	1.36	0.09	4.99
三元股份	31.96	36.15	32.34	31.34	34.66	1.25	4.40	0.74	3.40	7.24
燕塘乳业	32.10	34.65	31.09	29.47	37.09	4.14	9.50	6.45	-6.57	13.58
科迪乳业	23.13	26.34	24.78	24.63	29.05	8.57	13.52	11.06	6.68	14.38

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

3. 肉制品：肉制品行业单寡头垄断，双汇业绩稳健增长

双汇发展是肉制品行业单寡头企业，收入稳健。2019H1双汇收入同比增长7.26%，Q2收入增速环比Q1改善明显。肉制品业务同比增长4.21%。屠宰业务同比增长7.79%。2019H1公司屠宰生猪857.79万头，同比增长3.67%。

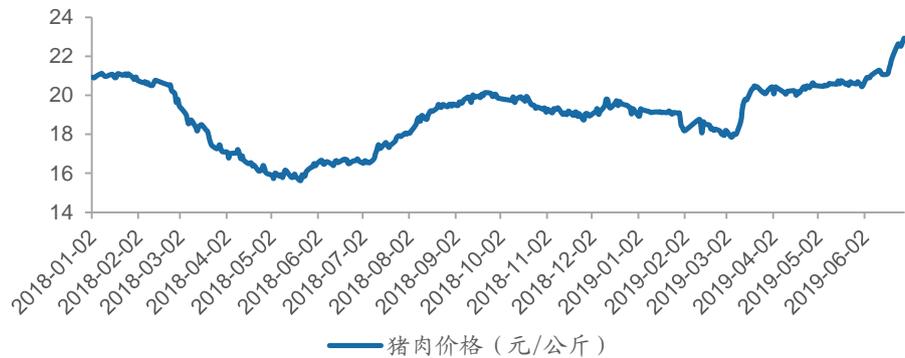
表 12：肉制品板块：双汇发展业绩改善（亿元）

公司	19H1 收入 (亿元)	YOY	19H1 净利 润(亿元)	YOY	19Q2 收入 (亿元)	YOY	19Q2 净利 润(亿元)	YOY
双汇发展	254.55	7%	23.82	0%	134.81	15%	11.02	-17%
得利斯	11.14	14%	0.02	57%	4.66	14%	-0.13	50%
金字火腿	1.26	-43%	0.39	92%	0.32	-60%	0.07	375%
煌上煌	11.69	13%	1.40	23%	6.69	8%	0.76	20%
龙大肉食	60.98	68%	0.96	10%	33.64	89%	0.15	91%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

双汇发展盈利能力受猪肉价格影响较大：猪价下行，公司盈利能力提升——屠宰业务成本端价格弹性高于消费端，猪价下行提升屠宰业务盈利能力；且猪肉价格下降降低肉制品业务成本，推动肉制品盈利能力提升。反之，猪价上行，公司盈利能力下降。2019Q2公司净利率8.54%，较2018Q2下降3.04个PCT。

图 21：3月份以来我国猪肉价格明显提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 13：肉制品板块：2019Q1双汇发展盈利能力同比提升

	毛利率					净利率				
	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
双汇发展	23.05%	21.14%	21.82%	21.00%	18.17%	11.58%	10.20%	10.63%	11.11%	8.54%
得利斯	8.79%	10.60%	10.88%	11.65%	8.29%	-2.09%	0.77%	0.54%	2.32%	-2.72%
金字火腿	37.09%	61.92%	23.29%	44.93%	48.92%	-1.41%	-26.31%	-79.99%	33.96%	23.15%
煌上煌	33.92%	34.99%	33.39%	38.23%	36.64%	11.40%	13.17%	0.93%	12.68%	12.87%
龙大肉食	5.50%	6.17%	7.34%	7.50%	6.06%	0.53%	2.15%	2.12%	3.53%	0.78%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

4. 食品综合：细分行业龙头增长稳健，确定性强

食品综合子品类众多，收入增速分化；受成本上升以及竞争加剧影响，利润增速普遍略低于收入增速。食品综合企业收入增长较为分化。1) 休闲食品、短保面包、速冻食品处于成长期，增速较好，上市公司普遍实现10%以上收入增长，龙头桃李面包、绝味食品和安井食品收入增速普遍接近20%。2) 酵母行业进入成熟期，龙头安琪酵母通过海外扩张以及发力酵母衍生品，上半年收入增速12%。3) 膳食补充剂龙头汤臣倍健受益大单品战略以及并表LSG，19H1收入维持37%左右的高速增长。4) 米面制品处于成熟期，行业增速低，其中速冻米面格局稳定，龙头三全食品19H1收入增速为-1%；挂面格局分散，依靠产能投放，龙头克明面业收入增长19%。

受成本上升、竞争加剧等因素影响，安井食品、桃李面包、汤臣倍健、安琪酵母等企业净利润增速低于收入增长；绝味食品剔除投资收益后，19年上半年净利润增速亦低于收入增速。盐津铺子和香飘飘由于去年同期低基数以及新品放量后毛利率提升，19年上半年净利润增速远高于收入增长。

表 14：食品综合个股业绩数据汇总

公司	19H1 收入 (亿元)	YOY	19H1 净利 润 (亿元)	YOY	19Q2 收入 (亿元)	YOY	19Q2 净利 润 (亿元)	YOY
桃李面包	25.58	18%	3.04	16%	14.16	20%	1.83	18%
绝味食品	24.90	19%	3.96	26%	13.36	19%	2.15	31%
安井食品	23.36	20%	1.65	16%	12.39	25%	1.00	14%
安琪酵母	37.14	12%	4.64	-8%	18.94	12%	2.27	1%
汤臣倍健	29.70	37%	8.67	23%	13.99	27%	3.69	11%
盐津铺子	6.41	31%	0.66	69%	2.98	19%	0.38	209%
香飘飘	13.77	58%	0.24	143%	5.40	148%	-0.28	66%
三全食品	30.42	-1%	0.89	8%	11.34	-10%	0.49	-10%
克明面业	15.15	18%	1.04	-9%	7.29	18%	0.43	5%
洽洽食品	19.87	6%	2.20	28%	9.47	12%	1.07	21%
上海梅林	128.69	9%	3.13	7%	63.56	15%	1.29	4%
煌上煌	11.69	13%	1.40	23%	6.69	8%	0.76	20%
好想你	28.57	9%	1.27	23%	9.35	12%	-0.06	-64%
元祖股份	8.33	16%	0.36	69%	4.92	11%	0.42	-17%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5. 啤酒：行业拐点已至，产品结构升级和关厂将推动盈利回升

19H1啤酒行业收入和净利润明显回暖，青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒表现良好。19H1青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒收入利润表现较好，收入增速分别为9%、4%、5%，净利润增速分别为25%、14%、36%。19Q2青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒，收入增速分别为9%、5%、6%，延续稳定增长；净利润增速分别为157%、14%、32%。净利润增速高于收入主要由于毛利率提升、费用率下降、税金及附加占比收入下降。

表 15: 啤酒行业业绩数据汇总, 19H1青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒收入利润表现较好

公司	19H1 收入 (亿元)	YOY	19H1 净利 润 (亿元)	YOY	19Q2 收入 (亿元)	YOY	19Q2 净利 润 (亿元)	YOY
重庆啤酒	18.33	4%	2.39	14%	9.99	5%	1.53	14%
青岛啤酒	165.51	9%	16.31	25%	85.99	9%	16.31	157%
惠泉啤酒	2.97	0%	0.06	81%	1.72	-4%	0.12	-9%
燕京啤酒	64.62	1%	5.12	1%	30.14	-3%	4.54	0%
珠江啤酒	21.09	5%	2.12	36%	13.58	6%	1.82	32%
兰州黄河	2.53	-10%	0.23	-172%	1.34	3%	-0.03	-90%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

啤酒行业竞争进入下半场, 行业均价提升、关厂, 利润率有望持续提升。啤酒行业处于成熟期, 行业收入增速不足5%, 主要系主流消费人群人数下降及消费者健康化需求, 导致行业消费量持续下降, 行业收入增长主要系均价提升推动。同时, 行业竞争进入下半场, 我国70%以上省份啤酒竞争格局已定, 龙头各自聚焦优势市场, 战略放弃劣势市场, 行业集中度将持续提升。利润端, 中高端产品(7元以上)占比提升明显, 未来产品结构仍将持续优化; 且行业逐步脱离“低价抢份额”阶段, 直接提价的贡献度将逐步提升, 未来产品结构升级+提价有望推动毛利率持续提升。另一方面, 行业产能利用率较低, 各企业积极关停无效产能, 未来资产减值影响边际减弱, 叠加行业脱离高费用竞争阶段, 预计净利润率有望提升

四、个股推荐

1. 白酒: 预计 19 年高端、次高端及区域龙头收入和业绩保持稳健增长

(1) 贵州茅台: 直营及非标放量提升茅台酒均价, 全年业绩有望保持较快增长。2019年是公司渠道结构变革的重要节点, 结构的优化将保障业绩高增长。据公司18年年报, 2019年茅台酒销量计划3.1万吨左右, 公司收入目标增长14%左右。但根据公司历史公告, 我们认为该目标均为较保守目标, 公司有通过跨期调配等方式对成品酒产量在一定范围内进行调整, 因此我们预计2019年度茅台酒实际销量有望略高于计划量, 较2018年持平或略有增长。公司18年年报和19年半年报披露, 2018年减少了茅台酒经销商437家, 2019H1继续减少了99家。据微酒, 公司目前已经公开招商, 首批直供商超600吨/年, 我们预计2019年公司直销战略将逐步落地, 我们预计2019年直销占比有望提升至20%以上。我们认为在销量增幅有限的前提下, 公司提高直销占比将显著提升产品均价, 2019年茅台酒收入有望实现15%以上增长。

系列酒2019年调整结构突出大单品, 收入有望增长15%左右。据华夏酒报, 系列酒2019年销量目标3万吨左右, 收入目标为100亿元(含税), 我们认为在不增量的情况下, 公司将进一步调整优化产品结构以突出大单品, 我们预计2019年系列酒收入有望同比增长15%左右。

根据茅台酒工艺，四年前生产的基酒除了少部分留存作老酒外，其余用于勾兑成商品酒出厂。2020年公司商品酒对应的是2016年茅台酒基酒，据16年年报，16年茅台酒基酒产量达39313吨，较2015年增长22%，因此我们预计明年开始公司产能有望逐渐释放。据国酒财经，目前多地茅台酒批价维持在2000元以上，渠道利润甚至超过了公司的利润，回溯公司多年来的提价历史，当渠道利润过高时公司便会选择提价，因此我们不排除明年公司提出厂价的可能性，明年收入有望加速。

风险提示：宏观经济放缓幅度超出预期，会影响白酒商务消费需求。消费升级低于预期。批价下行超出预期。食品安全风险。

(2) 五粮液：改革措施相继落地，全年目标有望完成。借新品上市一系列改革措施落地，有望完成全年收入目标。据公司半年报，公司在7月份上市新普五，同时配合新品上市公司一系列渠道改革措施逐步落地：1) 新品采用控盘分利的方式销售，同时导入扫码系统。2) 公司与IBM合作建设数字化营销体系，从传统分销升级为以终端为场所的精准营销，并成立五商公司统一管理商超渠道。3) 年初将原来7个营销中心，裂变成21个营销战区、60个营销基地，并扩充销售团队，上半年补充260余名营销人员，以适应渠道扁平化改革。4) 产品方面，一方面清理高仿系列酒品牌，另外一方面对于高端酒总经销品牌进行梳理和整顿。普五批价已逐渐上行至970-980元/瓶。我们认为19年公司释放体制改革红利将保持稳健的收入增长，有望完成收入目标。新品提价叠加增值税率下调，盈利能力有望进一步提升。据搜狐网，公司19年普五计划共1.5万吨（高端酒共2.3万吨），其中老普五（出厂价789元）占比56%，珍藏版普五（出厂价859元）占比9%，新普五（出厂价889）占比35%，估算19年提价幅度约5.23%，叠加增值税率下调，预计全年均价提升幅度8%以上。据搜狐网，公司19年6月成立浓香系列酒公司，将原宜宾五粮液系列酒品牌营销有限公司、原宜宾五粮醇品牌营销有限公司、原宜宾五粮特头曲品牌营销有限公司三大公司合而为一，将更加有利于公司对系列酒进行品牌梳理和调升结构，避免品牌内耗。我们预计公司毛利率有望进一步上升。但考虑到公司正在进行营销改革下半年可能增大费用投放，因此19年销售费用率可能维持不变或微幅下降；但管理费用率有望在规模效应下继续下降。公司盈利能力有望进一步提升。

风险提示：改革进度不及预期，批价提升不及预期，食品安全风险

(3) 泸州老窖：国窖与特曲发力，全年收入有望保持较快增长。公司近几年来加大全国化扩张力度，在部分市场采取直营子公司的模式，直接由子公司对接品牌专营公司并进行市场运作，在运作的同时接洽优质客户；在另外一部分市场则采用厂商1+1模式，厂家直接参与对终端的管控。该种模式下公司对于渠道的掌控力度大幅增强，符合行业的发展趋势，目前来看成效显著。渠道扩张将驱动公司收入保持稳健增长，但考虑到公司的渠道运作模式仍需要投放大量费用，预计费用率下降幅度有限。据微酒，国窖于19年1月上调结算价40元/瓶，于8月初计划外价格提升30元/瓶。同时从今年开始国窖实行终端配额制度，8月15日公司将终端“熔断”奖励价格标准上调40元至900元/瓶，有助于公司终端成交价格稳步上挺。我们认为普五控量挺价，国窖将最为受益，据国酒财经，随着第八代普五价格上行至970-980，国窖批价已由年初710元左右逐渐上行至780-800元，我们不排除下半年国窖全面提出厂价的可能性。我们预计19年国窖受益渠道扩张和下沉有望延续量价齐升态势。除此之外，据微酒，为推进特曲的价值回归，老字号特曲于19年5月1日起提

升结算价10元/瓶，并与6月底上市新版第十代，对品质进行优化升级。我们预计公司毛利率有望进一步提升。据公司2018年年报，公司19年经营目标为实现营业收入同比增长15%—25%，我们认为公司大概率完成经营目标。

风险提示：渠道扩张不及预期，营销改革进度不及预期，批价提升幅度不及预期，宏观经济下行风险，行业竞争加剧，食品安全风险。

(4) 山西汾酒：稳步推进全国化扩张，全年收入有望保持较快增长。据中国网，2019年汾酒将继续加大力度深化改革：（1）动力的变革，包括三项制度、干部人才和股权激励三个层面，未来将建立岗位的优胜劣汰机制，优化干部人才考核机制，进一步探索股权激励制度。我们认为完善销售人员激励制度，给予销售人员职业上升空间，有利于公司推进全国化扩张。（2）效率的变革，一方面未来要落实与华润的战略协同，提升管理和营销水平；另一方面是要通过上线ERP等信息化系统为企业赋能。我们认为华润集团具有丰富的渠道资源，目前公司在部分市场已经试点将产品导入华润渠道，未来有望在全国范围内铺开。囿于国企体制，公司第一期股权激励力度相对较小，我们认为在完成目标后不排除后续进行第二期激励。根据股权激励的要求，2019年收入目标为115亿元左右，相较于18年增长23%。我们认为随着公司改革继续深化进一步释放红利，大概率完成股权激励目标。我们认为公司仍处在全国化扩张的进程之中，费用率下降幅度有限，但公司今年以来相继提升部分主力产品出厂价，叠加增值税率下调相当于提价2.3%，将提升公司毛利率。

风险提示：宏观经济放缓超出预期，会影响白酒商务消费需求。消费升级低于预期，次高端扩容受影响。食品安全风险。

(5) 今世缘：受益消费升级和渠道扩张，次高端国缘保持高速增长。公司在保持优势市场南京的高速增长的同时，加大了对于徐州市市场、苏南、苏中等第二梯队市场的投入，目前省内渠道扩张战略已经逐渐取得了较好的效果。公司2019年的经营目标是营业收入48.5亿元，同比增长30%左右。江苏省次高端市场增长迅速，我们预计未来3年CAGR为25%左右，公司核心产品国缘系列定位次高端，产品性价比高、渠道推力强，我们预计未来省内市场通过渠道扩张仍会保持较快的增长。省外市场公司自18年开始实行聚焦战略，把山东设立为独立大区并派出省内销售骨干，对于浙江等市场公司则与商源等大商签约共同开发。我们认为公司省外基数仍旧较小，实行聚焦+大商制符合公司现状，我们预计未来省外有望保持较快增长。

今年开始公司重点培育V系高端新品，我们认为未来3-5年，一方面开系产品随着规模做大后可能面临渠道价格体系透明的问题，另外一方面江苏省内消费水平也会逐渐上移，公司V系提前卡位将会接力并复制开系的成长路径，成为公司增长的主力，不断提升公司的毛利率。

公司2019年净利润目标为14.3亿元，增长25%左右。我们预计公司特A+类收入仍会保持较快增长，叠加增值税率下调相当于提价2.3%。据微酒，公司从2019年6月25日起，上调国缘四开、对开产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价，公司毛利率有望继续提升；但考虑到公司仍处在成长期，预计销售费用率仍会有所上升，管理费用率会因规模效应有望继续下降。我们预计公司有望完成经

营目标。

风险提示：省内市场竞争加剧，结构升级低于预期，食品安全问题

(6) 古井贡酒：业绩维持高增长，Q2收入放缓系高基数和发货节奏扰动。公司作为徽酒龙头、八大名酒之一，在省内渠道强势，市占率较高，各价位段产品布局完善，我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级，收入实现稳健的增长。公司近几年加大了全国化的布局：河南市场调整完毕后预计19年继续恢复性增长；湖北市场公司收购了黄鹤楼之后输出渠道管理经验，19H1黄鹤楼收入4.58亿元，同比增长6.62%，主要系公司主动控制并加强市场基础工作建设，我们认为未来仍会实现稳健的增长。据公司2018年年报，公司19年收入增长目标为17.74%，利润总额增长目标6.19%。但参照历史经验，我们认为公司目标较为保守（18年收入增长目标14.31%，利润总额增长目标20.3%）。我们认为公司能够完成收入目标，公司全国化过程中仍需要投入大量费用，但规模效应下费用率有望有所下降。增值税率下调相当于提价2.3%，将增厚公司利润。

风险提示：省内竞争加剧，消费升级低于预期，产品结构升级不及预期，省外扩张受阻。

(7) 口子窖：Q2收入加速增长，产品结构持续升级。我们预计19年公司收入有望保持10%以上的增长：1）我们认为公司在经营上侵略性虽弱于竞争对手，但公司省内品牌高度仍存，作为徽酒双龙头之一，消费群体基本盘稳固，厂商关系稳定。因此会持续受益省内消费升级，产品结构升级带来的自然增长，同时结构升级也会使得公司毛利率持续提升。2）200-300元价位段是目前安徽消费升级的主流价位段，公司之前在200元价位段略有缺失，因此在7月针对性的推出了两款新品初夏（268元/瓶）和仲秋（398元/瓶）。3）公司经营一向稳健，厂商一体的模式使得公司保持了较低的费用率，我们预计费用率未来也会保持平稳。毛利率提升将使得公司净利润增速明显快于收入增速。

风险提示：省内竞争加剧，消费升级低于预期，产品结构升级不及预期，省外扩张受阻。

(8) 顺鑫农业：预收款维持高位，全年业绩有望保持稳健增长。根据我们18年8月初发布的《低端酒集中度加速提升，行业龙头牛栏山最受益》深度报告，我们预计低端酒行业（100元以下）2018年收入达1500亿元+，预计未来3年收入CAGR为-2%左右。我们预计龙头牛栏山2018年市占率仅为6%左右，行业进入成熟期，市场份额会加速朝行业龙头集中，牛栏山品牌、规模优势显著，未来增长空间仍大。我们认为牛栏山将通过全国化扩张抢占散装酒和其他区域低端酒市场份额，市占率有望持续提升。目前公司在通过陈酿大单品抢占省外光瓶酒市场后，逐渐要求提升珍品陈酿等高端光瓶酒销量占比，我们预计随着产品结构不断升级，公司白酒毛利率有望回升。同时在规模效应下，公司期间费用率有望持续下降。公司房地产业务目前主要以清理库存为主；长期看公司猪肉产业仅为公司贡献少量利润。据公司18年年报，公司将聚焦酒肉主业，逐步剥离其他业务，我们预计未来房地产业务将剥离，公司利润有望进一步释放。

风险提示：食品安全风险，白酒业务全国渠道开拓进度低于预期，毛利率提升幅度低于预期，低端酒市场竞争加剧，地产业务剥离不及预期，地产亏损加剧。

2. 调味品：行业抗周期能力较强，看好细分行业龙头海天味业和中炬高新

(1) 海天味业：受益产品结构升级和渠道扩张，公司收入有望持续稳定增长。根据公司公告，公司2019年收入目标197.6亿元，同比增长16%，净利润目标52.38亿元，同比增长20%，我们认为大概率能实现。（1）特级酱油和味极鲜高增长有望推动酱油产品结构持续升级，且公司不断进行渠道细化推动酱油放量。我们预计未来3年酱油收入复合增长10%+。（2）公司将蚝油作为重点发展品类，2018年单独设立蚝油公司，通过免费试用等方式培育消费者使用习惯，推动蚝油放量。我们预计未来3年蚝油收入复合增长20%左右。（3）酱类业务调整效果已经开始显现，有望加大收入贡献，推动公司收入稳增长。（4）醋和料酒等新品类有望放量。

我们预计公司净利率有望持续提升。（1）公司酱油和蚝油产品结构将持续升级，且公司具备提价权，有望覆盖采购成本上升影响。（2）规模效应下费用率有望持续下降。（3）根据公司公告，公司成立专业物流子公司，提升物流运作效率，有望推动公司净利率提升。

风险提示：食品安全问题；蚝油消费者培育不达预期，导致蚝油放量不及预期。

(2) 中炬高新：内部调整顺利进行，调味品收入有望加速增长。2019是公司的内部调整年，美味鲜关键岗位人员持续调整、淘汰，销售团队激励水平有望提升。根据公告，公司修订《核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》，收入导向，奖金分配向大区经理等中层业务骨干倾斜，且增加激励力度——在原来完成目标提取归母净利润5%作为奖励外，根据指标完成情况，对完成率达到1.1倍及1.2倍的情况，分别提取归母净利润超额部分15%及25%加入到奖金包。

公司今年积极调整产品和渠道布局，未来5年收入有望加速增长。（1）积极扩充酱油产品线——推动经典410ml特级鲜生抽在成熟市场稳健增长，价格稍低的味极鲜酱油进行下线城市渠道扩张，定价更高的淡盐酱油等日系酱油吸引高端人群，氨基酸态氮含量0.8-1.0的生抽主攻餐饮渠道。（2）推动新品类扩张。公司将蚝油和料酒作为第二重点品类，享受行业高景气度。（3）公司积极推动空白区域和餐饮渠道扩张，并进一步拆分大区，有望实现精细化管理。

风险提示：宏观经济增长不及预期；渠道扩张不及预期；食品安全问题。

3. 乳制品：伊利核心单品维持高增速，公司千亿目标有望顺利完成

伊利股份：公司渠道精细化管理，下线城市渠道优势显著。受益于产品结构升级和渠道扩张，公司核心大单品安慕希和金典持续稳健增长，受蒙牛促销冲击较小，且舒化奶、常温乳酸菌等细分品类有望接力增长。我们预计未来5年公司收入有望维持双位数增长，2020年千亿目标有望顺利实现。

2019年公司收入计划900亿元，同比增长13%左右，我们认为大概率能实现。我

们预计2019年公司两大核心单品安慕希和金典收入有望维持20%以上高增长，拉动整体收入增长：（1）公司针对金典和安慕希不断推出新产品，推动产品结构升级：金典推出进口娟姗牛（零售价118元/箱），安慕希推出PET柳橙凤梨（零售价88元/箱）等高端品，并加大高端产品市场支持力度，推动产品结构加速升级；（2）公司将持续推动渠道扩张：维持传统渠道和现代渠道竞争优势的同时，加速布局新零售、便利社区、特通渠道；推动渠道向县、乡镇市场下沉；推动渠道精细化。另外，公司健康饮品有望持续放量，推动收入稳定增长。

公司股权激励方案考核要求净利润未来5年复合增长8.16%（剔除股份支付费用影响），我们预计该目标有望超额完成，未来5年净利润有望复合增长10%左右。（1）公司持续进行产品结构升级，有望覆盖双寡头竞争带来的买赠促销影响以及原奶价格上涨的部分影响；（2）公司渠道支持力度（渠道基础开拓+买赠促销）有望维持稳定；（3）公司广告费用投放目的为支撑送礼市场品牌需求、培育新品，伴随收入持续稳健增长，广告费用率有望持续下降；（4）2019H1公司管理费用率4.25%，处于2018年以来高点位置，受益规模效应，管理费用率（不考虑股份支付费用）有望下降。

风险提示：产品结构升级不达预期；行业竞争激化；行业增长不达预期。

4. 肉制品：猪肉价格上涨导致肉制品行业成本压力提升，双汇龙头效应凸显

双汇发展：肉制品提价和产品结构升级缓和成本压力，公司业绩有望稳定增长。我们预计公司肉制品收入有望同比增长5%+。（1）公司肉制品进入提价通道。根据公司业绩说明会，公司2018年12月和2019年4月初对部分肉制品进行提价，下半年猪价上升提升成本压力，公司有望继续提价。叠加高端肉制品放量带来的产品结构升级，我们预计2019年肉制品吨价有望同比增长5%+。（2）提价增厚经销商利润，渠道积极性提高。且公司将继续推动渠道网络建设，有望推动肉制品销量稳定增长。我们预计下半年猪肉价格将明显提升。公司肉制品业务成本压力提升，有望通过直接提价和产品结构升级对冲成本上涨压力，我们预计2019年肉制品盈利能力略低于2018年水平。

公司屠宰业务收入有望同增20%左右。（1）2019年3月份以来猪肉价格进入上行周期，推动屠宰业务收入提升；（2）屠宰量有望维持稳定。私屠滥宰逐渐退出，行业集中度提升有望对冲非洲猪瘟负面影响。另外，公司屠宰业务成本端价格弹性较下游消费端高，猪价上涨预计将降低头盈利，但公司有望通过进口冻肉平滑成本影响，我们预计2019年屠宰盈利能力较2018年有望维持稳定。

风险提示：猪价上涨幅度高于预期；公司产品销售情况低于预期；食品安全问题。

5. 食品综合：短保面包、休闲卤制品、火锅料行业龙头业绩稳健增长

(1) 桃李面包：基本面拐点已现，短保龙头地位难以撼动。我们认为19年公司收入增速有望维持在15%以上。1) 公司积极推动渠道下沉，同时天津工厂产能利用率逐渐提升，有望推动华北、东北等成熟市场收入稳健增长；2) 公司华南和华东地区渠道进一步深耕，市场培育趋于成熟，有望延续较快增长。19年公司竞争对手在全国进行推广，在市场开拓初期加大品牌宣传和费用投入。我们认为公司仍将针对性的投放门店费用和广告宣传费，但预计竞争对手持续高费用投放不可持续，随着公司产能扩张，规模效应显现，公司费用率有望呈下降趋势。根据公司18年12月15日发布的公告，公司拟发行可转债募资投资于江苏、四川、青岛和浙江共约12万吨产能建设，预计2020年可陆续投产，有望提升销售半径和销售网点覆盖率，推动华东和西南地区收入较快增长；产能布局完成后规模效应将进一步显现，叠加产品结构升级，公司盈利能力仍将提升。长期来看，公司在短保面包行业深耕多年，渠道和供应链管理能力强，产品性价比高，龙头地位难以撼动。

风险提示：新市场销售情况低于预期；行业竞争加剧，公司市场推广费用超预期；公司产品结构升级低于预期；食品安全问题。

(2) 绝味食品：收入有望维持稳定增长，下半年成本压力有望缓解。我们预计公司19年收入增速15%左右。1) 公司有望延续每年净增800-1200家门店的开店规划，预计下半年开店速度将减缓，全年净增门店数1000家左右，门店数量有望维持10%左右增长。公司成功发行可转债募集资金用于天津、江苏、武汉、海南共计7.93万吨卤制品产能建设，投产后有望提升公司在京津冀、长三角等地区的辐射能力，有望推动门店加密和下沉。2) 预计通过产品提价、产品结构升级、门店优化和促销活动等推动19年公司单店收入增长4%左右。3) 公司18年底推出“椒椒有味”串串店，下半年开放加盟向全国进行推广，预计19年串串店有望达200家左右，未来有望成为公司新增长点。

受非洲猪瘟影响，今年毛鸭供给量大幅增加，但鸭副产品需求大概率不会大幅提升，我们预计19年下半年公司原材料成本将在18年高位基础上维持平稳或者略有下降，叠加增值税率下调、费用率下降以及投资收益提升，19年公司盈利能力有望稳步提升。公司在主要原材料采购地山东建设3万吨大型仓储中心，有望提升公司原材料储存能力，有助于公司在合适时间囤货来平滑成本波动，提升成本控制能力。

风险提示：门店扩张低于预期，导致销量增长低于预期；原材料价格上涨超预期，公司提价难以覆盖导致毛利率低于预期；食品安全问题。

(3) 安井食品：公司原材料存货大幅提升，全年成本上涨影响有限。我们认为公司19年收入有望维持稳定增长，主要由于：1) 根据公司年报，19年公司四川工厂拟增加2万吨产能，同时泰州工厂二期、辽宁工厂二车间也将通过增加设备、技术改造等方式提高产能，预计19年公司产能提升15-20%。2) 随着四川、辽宁工厂投产，公司将加大西南、东北、华北地区渠道下沉，19年上半年西南、东北、华北地区经销商数量分别为62、67、71家，较18年净增加9、3、12家，有望推动收入较快增长。3) 公司通过火锅料制品、米面制品和菜肴制品相结合开拓餐饮渠道，提升餐饮渠道

竞争力，有望推动餐饮渠道较快增长。4) 公司18年10月和12月两度提价，此外根据冷冻食品，从19年9月1日起，公司通过减少促销力度和冻补的方式对所有含肉产品（收入占比60%+）提价3-10元/件，有望推动全年均价提升3%+。

19年公司面临原材料猪肉和鸡肉价格上涨压力，我们认为19年公司净利率不会大幅下滑，主要由于：1) 公司上半年通过调整产品配方，猪肉原材料占比已经降至较低水平；19年上半年公司存货原材料4.81亿元，同比增长78.4%，我们判断公司上半年已经囤积部分原材料应对下半年成本压力；此外公司可通过降低促销以及产品结构升级等方式对冲部分原材料价格上涨的影响，预计19年公司毛利率小幅下滑；2) 受益规模效应，公司期间费用率有望呈下降趋势；3) 19年4月1日起增值税率从16%降低至13%，公司净利率较低有望受益。

风险提示：产能释放低于预期，导致销量增长低于预期；原材料成本上涨超预期，导致毛利率低于预期；费用投放超预期；食品安全风险。

(4) 安琪酵母：随着产能利用率提升，下半年低基数下收入和净利润有望改善。我们预计公司19年下半年收入增速有望提升，主要由于：1) 根据公司中报，伊犁工厂各项环保指标均以达标，下半年伊犁工厂产能利用率有望提升以及其他工厂检修因素消除，公司产能释放将加速，有望推动收入增长；2) 根据公司年报，公司今年收入增长目标15%，我们预计公司下半年大概率将加大白糖销售，推动收入增长，若下半年糖价上涨，则收入贡献更大。我们预计19年下半年净利润同比有望改善，主要由于：1) 受伊犁工厂限产、汇率波动等影响，18年下半年净利润基数较低；2) 下半年随着公司开工率提升，公司毛利率有望提升；3) 公司持续加强费用控制有望降低费用率。

我们认为公司长期业绩稳定性有望提升，主要由于：1) 公司产能投放稳健有序，不会再出现13-15年大幅投产导致折旧和财务费用大幅提升的现象；2) 原材料糖蜜下游需求降低，价格周期波动性减弱，以及公司全球布局加速，降低糖蜜价格波动影响；3) 下游YE、营养健康、动物营养、微生物营养等酵母衍生产品占比提升有望提升公司盈利能力；4) 根据公司公告，公司计划对伊犁工厂进行搬迁至新疆可克达拉市，19年9月-20年12月完成新工厂建设，21年上半年停产搬迁。新工厂拟选址地区远离人口聚集区，有望彻底解决环保问题，新设公司可享受国家边境地区2免3减半所得税优惠政策，有望推动公司长期稳定发展。

风险提示：环保政策收紧，导致产能利用率不及预期；汇率波动影响海外子公司汇兑损益；白糖价格下跌导致白糖净利润下滑；食品安全问题。

(5) 汤臣倍健：大单品持续发力，推动业绩延续高增。国家对“保健”行业的整治仍将在一定时期内延续，我们认为虽然短期对公司收入有所影响，但有助于膳食营养补充剂行业长期、健康发展，推动龙头市占率提升。公司19年持续推进大单品战略，健力多、健视佳和LSG益生菌三大单品齐发力，19年收入有望维持稳定增长。1) 健力多：今年公司仍将加大健力多广告宣传和线下推广，渠道向县级市场下沉，同时推出新规格和新产品，推动健力多延续高增长。2) 健视佳：作为公司的第二个大单品，今年试点省份将从18年的2个扩大到6个，将中老年人作为首要目标人

群，目前健视佳基数较小，今年继续扩大铺市率，预计仍能维持较快增长。3) LSG 益生菌：LSG 益生菌是公司第三个大单品，根据公司中报，19年3月起公司在国内药店、母婴渠道等铺货并进行资源投放，19年7月公司在全国进行广告投放，提升品牌知名度。4) 蛋白粉：根据公司中报，19年5月公司蛋白粉电视广告在全国上映，下半年将继续推进“汤臣倍健”品牌的广告投放，有望带动主品牌稳定增长。

风险提示：医保刷卡政策收紧风险；商誉减值风险；食品安全问题。

6. 啤酒：行业结构升级趋势明显，重庆啤酒盈利能力稳步提升

重庆啤酒：产品结构提升和良好费用控制有望推动盈利能力提升。公司上半年推出的8元醇国宾未来将逐步替代老国宾，补强本地品牌在中高端的产品结构；重庆纯生和特醇嘉士伯等高端产品在现饮和非现饮渠道的铺市率仍将持续提高，有望推动公司产品结构升级，推动19年吨价增长4%左右。随着中高端产品收入较快增长，公司毛利率有望稳步提升；此外公司在明确聚焦重庆、四川和湖南地区后，资源的投放更具备针对性，费用率有望呈下降趋势，盈利能力有望稳步提升。公司处置亳州工厂带来的税收减少在18Q3释放完毕，18Q3公司所得税率提升至20%，导致净利润基数较低，我们预计今年下半年公司净利润有望加速增长。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格上涨；产品结构升级减速；因天气等不可控因素带来销量下滑。

风险提示

(1) 宏观经济不及预期：宏观经济不达预期或影响白酒行业景气度；(2) 食品安全问题。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。