

# 食品饮料

## 食品饮料板块中报总结

**2019上半年食品饮料板块收入业绩整体表现稳健，增速在A股各板块中属于中上游水平。**上半年食品饮料板块实现收入3461亿元，净利润648亿元，分别同比增长14%和21%，同2018上半年增速相比有所放缓（17%，32%）。子板块中，白酒，调味品板块收入业绩表现亮眼。2019上半年白酒板块营收增长为19.0%，居所有子板块之首，调味品以14.6%的收入增速居第2位。净利润方面，2019上半年调味品，白酒板块净利润增速分别为26.1%，25.9%，均快于收入增速，分列子行业二三位。业绩为王，基金配置较大。截至二季度末基金白酒板块配置比例6.59%，创历史新高（2012Q3白酒板块配置比例为6.49%），环比2019Q1提高1.61pct。

**白酒板块：**2019上半年白酒收入业绩表现复合预期，收入增速为19%，净利润增速26%，较2018上半年（收入增速32%，净利润增速40%）略有放缓，其中单二季度白酒板块收入增速15%，净利润增速22%。**业绩持续兑现，白酒板块业绩与估值双升，**年初至今白酒板块涨幅95%，居各行业之首。其中**高端酒表现亮眼，**上半年高端酒收入业绩增速均在20%以上，毛利率同比提升，现金流表现良好。茅台批价从春节的1600元一路飙涨至2300元，供需紧平衡，作为白酒行业景气度的风向标验证行业向好趋势不变。五粮液于6月上市第八代五粮液，新品接受度良好，补货积极，终端成交价买入千元价格带。泸州老窖冲刺年，国窖量价齐升，品牌势能日盛，特曲出厂价上调，品牌基础好，接受度较高。**次高端酒企收入业绩增速同比放缓，但扩容趋势不改，**依然是白酒中增速最快的价格带。**地产酒表现出现分化，**古井，今世缘表现稳健，作为安徽和江苏省强势地产酒品牌，公司享受省内消费升级，业绩持续释放。

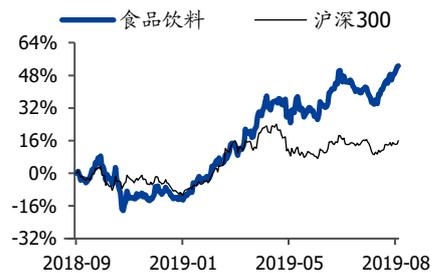
**大众品板块：**调味品行业营收增长稳健，龙头海天表现稳定。从收入端来看，2019H1调味品板块整体营收实现12.27%的增长。海天作为调味品行业的绝对龙头，2019H1营收同比稳定增长16.51%。盈利端，成本端压力导致毛利率小幅回落。**乳制品板块整体营收增速稳中有增，**2019年上半年营收同比增长11.15%，较去年同期同比增长0.16pct。乳制品龙头伊利营收增速虽略有放缓，常温液态奶市场份额逐步提升。2019上半年伊利及蒙牛销售费用率同比略有回落，但仍然维持高位。**啤酒板块龙头快速增长，行业集中度有待进一步提高。**目前啤酒行业增速略有放缓，2018年市场规模同比增长约7.3%，2013-2018年复合增速约为6.5%。**吨价提升为推动行业增长的主动力。**行业整体来看，根据国家统计局数据，我国啤酒行业2019年上半年累计总产量为1948.80万千升，同比下滑5.6%。上市公司2019年上半年营收同比增长6.3%，价格增长为带动行业发展的主要推动力。

**投资建议：****白酒方面：时间换空间，静待估值切换。**行业挤压式增长趋势不变，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞争格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。**大众品方面：**必选消费需求稳健增长，行业集中度持续提升。核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、香飘飘等。

**风险提示：**宏观经济放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：对标百威亚太：我国啤酒行业的进阶之路》2019-08-26
- 2、《食品饮料：本周专题：山东白酒实地调研反馈》2019-08-24
- 3、《食品饮料：本周专题：上海市场草根调研汇报》2019-08-18



## 内容目录

1.业绩综述：整体表现稳健，子板块中白酒调味品表现较优	4
1.1 食品饮料板块保持稳健增长态势	4
1.2 子板块中白酒和调味品板块表现较优	5
1.2.1 食品饮料超配幅度扩大，白酒持仓锐增	5
2.白酒板块中报分析	6
2.1.白酒业绩综述：2019上半年收入业绩符合预期，高端酒表现亮眼	6
2.2 收入端：高端酒亮眼，次高端竞争加剧，地产酒分化	8
2.2.1 高端酒收入业绩表现亮眼	8
2.2.2 次高端增速整体回落，但仍保持较快增长	8
2.2.3 地产酒出现分化，古井今世缘表现较优	9
2.3 利润端：高端酒毛利率提升显著，次高端销售费用率提高	10
2.3.1 毛利率：吨价提升叠加增值税下降带动毛利率稳步提升	10
2.3.2 费用率：次高端竞争激烈，销售费用率提高	11
2.3.3 净利率：板块整体净利率提升，高端酒盈利能力提升显著	12
2.3.4 现金流表现：高端酒现金流表现普遍较好，次高端，地产酒出现分化	13
3.大众品板块中报分析	15
3.1 调味品：营收增长维持稳健，盈利增厚仍有空间	15
3.2 乳制品：整体营收增速同比略增，蒙牛伊利盈利能力维持稳定	19
3.3 啤酒：结构升级叠加增值税率降低，行业盈利能力全面提升	20
4.投资建议	23
5.风险提示	24

## 图表目录

图表 1: 2019H1 食品饮料板块收入增速	4
图表 2: 2019H1 食品饮料板块净利润增速	4
图表 3: 2019 年二季度食品饮料板块收入增速	4
图表 4: 2019 年二季度食品饮料板块净利润增速	4
图表 5: 2019H1 食品饮料子板块收入增速	5
图表 6: 2019H1 食品饮料子板净利润增速	5
图表 7: 2019Q2 食品饮料子板收入增速	5
图表 8: 2019Q2 食品饮料子板净利润增速	5
图表 9: 食品制造业累计收入及增速	6
图表 10: 食品制造业利润总额及增速	6
图表 11: 基金食品饮料配置比例% (更新至 2019Q2)	6
图表 12: 基金白酒配置比例 (更新至 2019Q2)	6
图表 13: 今年以来白酒板块表现显著优于大盘	7
图表 14: 2019Q2 基金显著加仓白酒	7
图表 15: 白酒公司 2018 及 2019 上半年的收入，归母净利润增速	7
图表 16: 2019H1 各白酒企业营收同比增速	9
图表 17: 2019Q2 各白酒企业营收同比增速	9
图表 18: 单季度高端白酒营收增速	9
图表 19: 单季度次高端白酒营收增速	9
图表 20: 单季度地产酒营收增速	10
图表 21: 单季度其他酒企营收增速	10

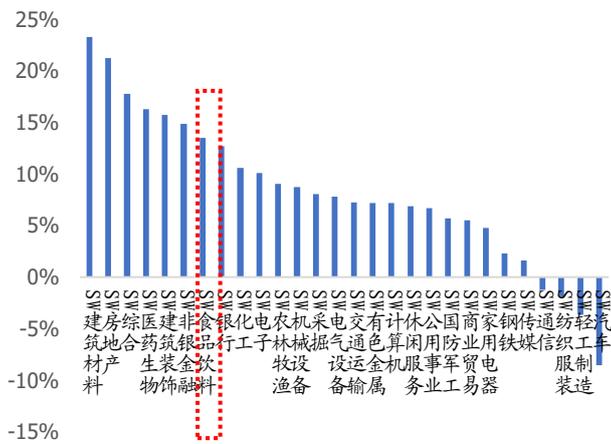
图表 22: 重点白酒企业 2019H1, 2019Q2 营收及增速.....	10
图表 23: 2018H1 和 2019H1 增值税/收入.....	11
图表 24: 2019H1 各酒企毛利率变化.....	11
图表 25: 2019Q2 各酒企毛利率变化.....	11
图表 26: 销售费用率同比变动百分点情况.....	12
图表 27: 2019H1 各酒企销售费用率变化.....	12
图表 28: 2019Q2 各酒企销售费用率变化.....	12
图表 29: 2019H1 各酒企管理费用率变化.....	12
图表 30: 2019Q2 各酒企管理费用率变化.....	12
图表 31: 净利润率同比变化 (pct).....	13
图表 32: 各酒企经营净现金流量及与收入的比例变化.....	14
图表 33: 白酒上市公司应收账款周转率 (次).....	15
图表 34: 调味品板块收入增速 (%).....	16
图表 35: 海天酱油营收增长稳健.....	16
图表 36: 海天公司产品结构占比走势.....	16
图表 37: 中炬高新 2019H1 调味品整体营收增长稳定.....	17
图表 38: 中炬高新调味品主业营收占比同比提升.....	17
图表 39: 海天单季度毛利率.....	17
图表 40: 海天单季度销售费用率、管理费用率同比下降.....	17
图表 41: 中炬高新美味鲜毛利率水平稳步提升.....	18
图表 42: 中炬高新单季度销售费用率, 管理费用率.....	18
图表 43: 中炬高新美味鲜净利率水平走势.....	18
图表 44: 千禾味业单季度毛利率及净利率走势.....	18
图表 45: 全国黄豆市场价格走势情况.....	19
图表 46: 调味品 CPI 与 CPI 同比增速间的拟合效果较好 (%).....	19
图表 47: 乳制品板块收入增速 (%).....	19
图表 48: 乳制品板块累计收入增速.....	20
图表 49: 伊利股份及蒙牛乳业累计营收增速.....	20
图表 50: 伊利股份及蒙牛乳业毛利率、净利率走势.....	20
图表 51: 伊利和蒙牛销售费用率走势比较.....	20
图表 52: 啤酒行业产量规模走势.....	21
图表 53: 啤酒行业部分企业营收增速.....	21
图表 54: 2019H1 啤酒产量同比下滑 5.6%.....	21
图表 55: 啤酒行业上市公司营收累计同比.....	21
图表 56: 华润啤酒业务量价齐升推动营收增长.....	22
图表 57: 青岛啤酒量价微增.....	22
图表 58: 重庆啤酒业务量价拆分.....	22
图表 59: 燕京啤酒业务量价拆分.....	22
图表 60: 啤酒公司毛利润率变化情况 (pct).....	22
图表 61: 啤酒公司净利润率变化情况 (pct).....	23
图表 62: 增值税率下调利好啤酒行业公司.....	23

## 1. 业绩综述：整体表现稳健，子板块中白酒调味品表现较优

### 1.1 食品饮料板块保持稳健增长态势

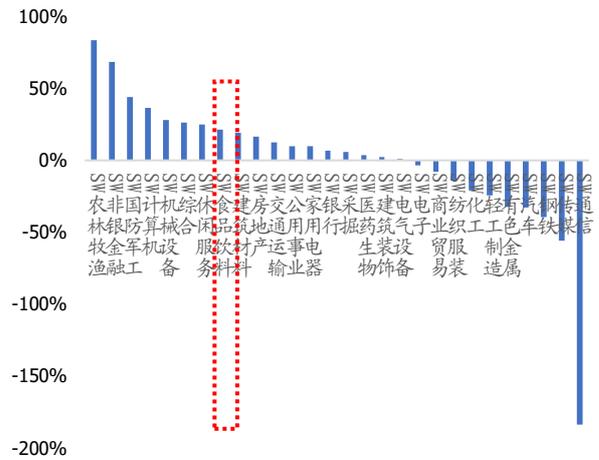
2019 上半年食品饮料板块收入业绩增长在 A 股各板块中属于中上游水平。2019 年 H1 食品饮料板块实现收入 3461 亿元，净利润 648 亿元，分别同比增长 14% 和 21%，同 2018 上半年增速相比有所放缓（17%，32%）。单二季度食品饮料板块实现收入 1590 亿元，利润 259 亿元，分别同比增长 13% 和 18%，环比一季度有所放缓（14%，23%）。横向对比来看，食品饮料行业收入增速和利润增速在 A 股各行业中均处上游水平（收入增速：7/28 个申万一级行业，利润增速：8/28 个申万一级行业），其中 2019 年 Q2 分别为 5/28 和 6/28。

图表 1：2019H1 食品饮料板块收入增速



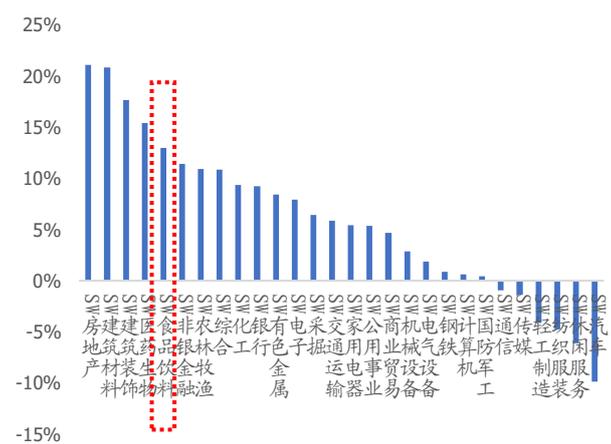
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 2：2019H1 食品饮料板块净利润增速



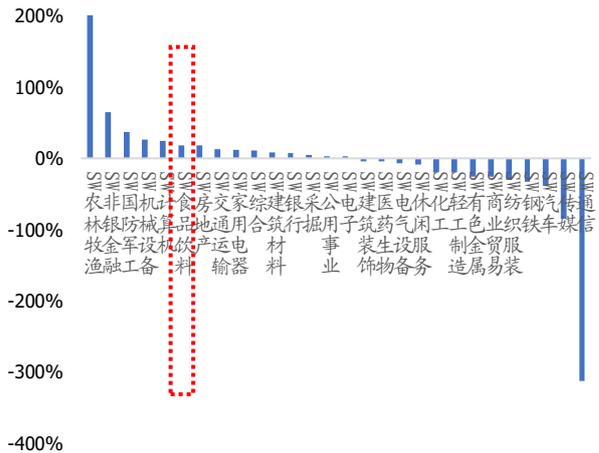
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 3：2019 年二季度食品饮料板块收入增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 4：2019 年二季度食品饮料板块净利润增速

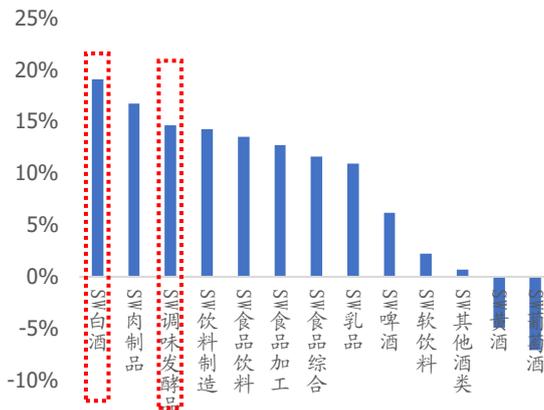


资料来源：wind，国盛证券研究所

## 1.2 子板块中白酒和调味品板块表现较优

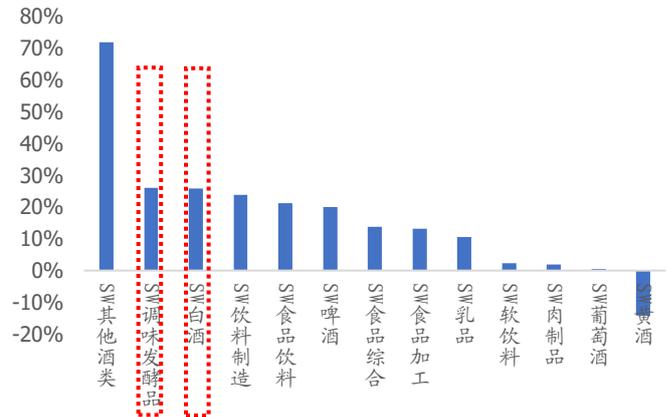
子板块中,白酒,调味品板块收入业绩表现亮眼。2019上半年白酒板块营收增长为19.0%,居所有子板块之首,调味品以14.6%的收入增速居第2位,其中单二季度调味品,白酒收入增速分别为15.5%,15.1%。净利润方面,2019上半年调味品,白酒板块净利润增速分别为26.1%,25.9%,均快于收入增速,分列子行业二三位,其他饮料板块净利润增速71.9%位列第一,主要系百润股份上半年净利润增速73.7%。单二季度,调味品和白酒净利润增速分别为36.9%和22.3%。

图表 5: 2019H1 食品饮料子板块收入增速



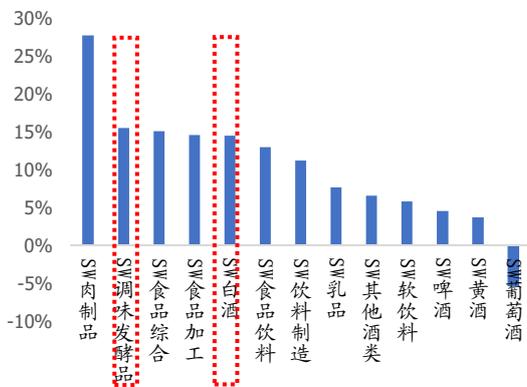
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2019H1 食品饮料子板块净利润增速



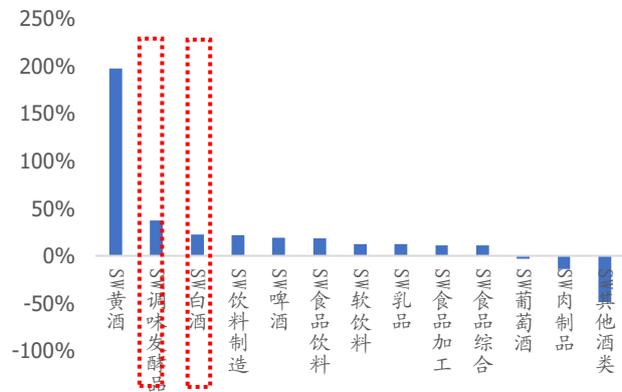
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2019Q2 食品饮料子板块收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2019Q2 食品饮料子板块净利润增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.2.1 食品饮料超配幅度扩大, 白酒持仓锐增

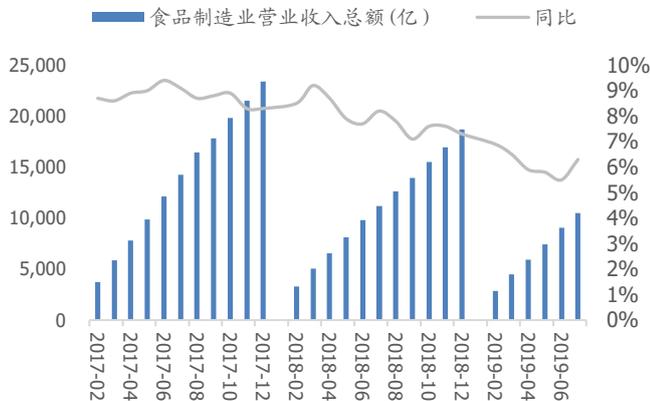
2019上半年食品饮料板块收入业绩表现稳健,受基金青睐。其中白酒持仓比例创历史新高。上半年高端酒收入业绩增速均保持较快增长,茅五泸营收增速分别为17%、27%和25%,净利润增速分别为27%、31%和40%。次高端方面,汾酒、水井和舍得上半年均保持20%左右的营收增速。业绩为王,基金配置较大,截至二季度末基金白酒板块配置比例6.59%,创历史新高(2012Q3白酒板块配置比例为6.49%),环比2019Q1提高1.61pct。

大众品板块同样获得加仓,截至二季度末大众品板块基本配置比例2.24%,环比提高0.27pct。啤酒板块的重庆啤酒(+20.67%)、乳制品板块的伊利股份(+7.86%)以及食

品板块的绝味食品(+25.25%)、安井食品(+23.69%)均获得较大幅度的加仓。

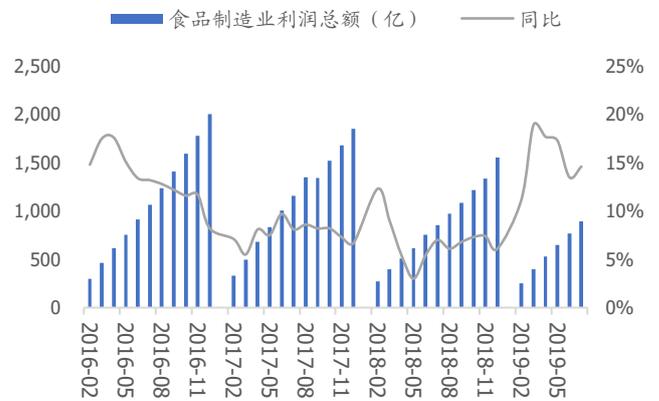
整体来看,2019基金中报食品饮料持仓比例8.83%,环比提高1.88pct,超越历史峰值(2012Q3食品饮料板块配置比例为7.97%)。食品饮料持仓占比据各行业之首。

图表9: 食品制造业累计收入及增速



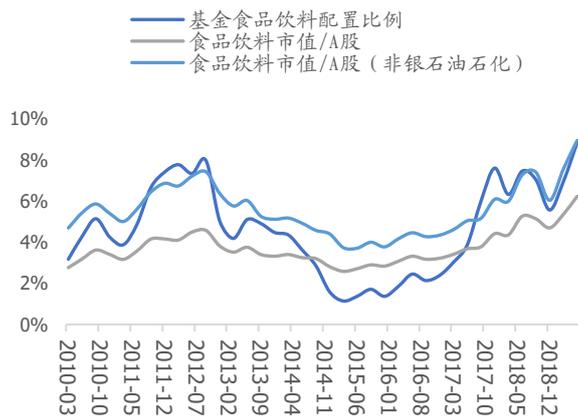
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表10: 食品制造业利润总额及增速



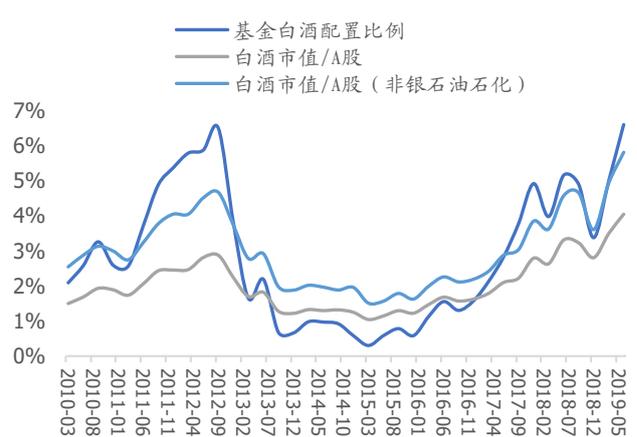
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表11: 基金食品饮料配置比例%(更新至2019Q2)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表12: 基金白酒配置比例(更新至2019Q2)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.白酒板块中报分析

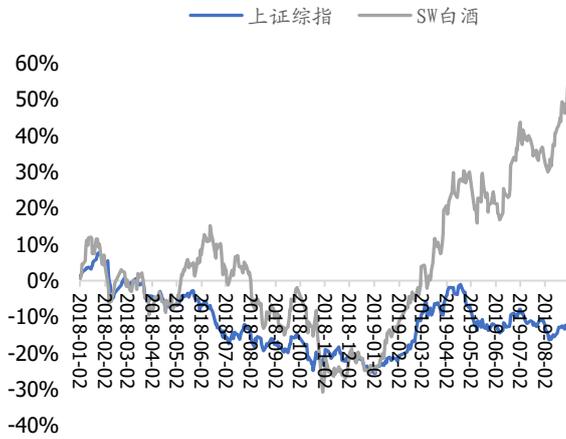
### 2.1.白酒业绩综述: 2019上半年收入业绩符合预期, 高端酒表现亮眼

2019上半年白酒收入业绩表现符合预期,收入增速为19%,净利润增速26%,较2018上半年(收入增速32%,净利润增速40%)略有放缓。其中单二季度白酒板块收入增速15%,净利润增速22%,较上年同期(收入增速36%,净利润增速46%)亦有所放缓。经过连续两年快速增长,白酒板块收入净利润基数已经较高,保持两位数增长已属良性。此外,无论从2019上半年还是单二季度来看,白酒板块整体业绩增速均快于收入增速。

业绩持续兑现,白酒板块业绩与估值双升,年初至今白酒板块涨幅95%,居各行业之首。其中高端酒表现亮眼,茅台批价从春节的1600元一路飙涨至2300元,中秋旺季临

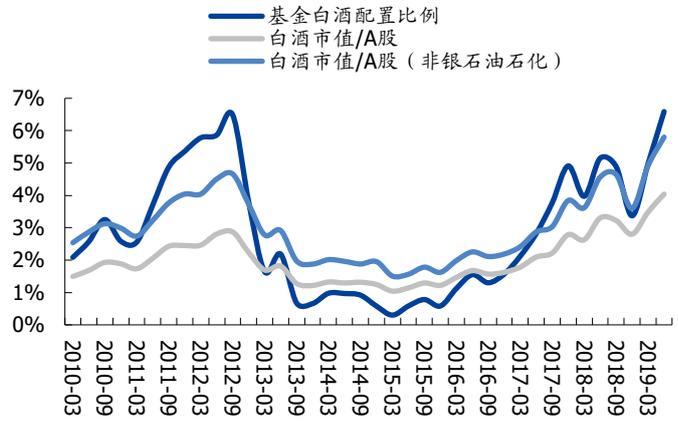
近，供需紧平衡，作为白酒行业景气度的风向标验证行业向好趋势不变。五粮液于6月上市第八代五粮液，较第七代出厂价提升100元左右，新品接受度良好，补货积极，终端成交价买入千元价格带。泸州老窖冲刺年，国窖量价齐升，品牌势能日盛，特曲出厂价上调，品牌基础好，接受度较高。2019H1次高端酒企增速较同比整体放缓，但依然保持25%以上的增速。地产酒表现较稳健，结构升级持续下业绩快速释放。

图表 13: 今年以来白酒板块表现显著优于大盘



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2019Q2 基金显著加仓白酒



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 白酒公司 2018 及 2019 上半年的收入, 归母净利润增速

公司代码	公司名称	收入增速		归母净利润增速	
		2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
600519.SH	贵州茅台	16.8%	38.3%	26.6%	40.1%
000858.SZ	五粮液	26.7%	37.1%	31.3%	43.0%
000568.SZ	泸州老窖	24.8%	25.5%	39.8%	34.1%
002304.SZ	洋河股份	10.0%	26.1%	11.5%	28.1%
600809.SH	山西汾酒	22.3%	47.4%	26.3%	55.8%
600779.SH	水井坊	26.5%	59.0%	27.0%	133.6%
600702.SH	舍得酒业	19.9%	15.8%	11.8%	166.1%
603369.SH	今世缘	29.4%	30.8%	25.2%	31.6%
000596.SZ	古井贡酒	25.2%	30.3%	39.9%	62.6%
603589.SH	口子窖	12.0%	23.7%	22.0%	39.5%
600559.SH	老白干酒	34.3%	31.8%	32.7%	208.0%
000799.SZ	酒鬼酒	35.4%	41.3%	36.1%	38.3%
603198.SH	迎驾贡酒	8.6%	10.8%	16.4%	16.0%
603919.SH	金徽酒	2.6%	10.3%	-14.4%	11.1%
600197.SH	伊力特	-5.7%	20.4%	-6.4%	33.3%
600199.SH	金种子酒	-7.8%	-4.2%	-629.2%	18.0%
000860.SZ	顺鑫农业	16.4%	10.5%	34.6%	96.8%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.2 收入端：高端酒亮眼，次高端竞争加剧，地产酒分化

### 2.2.1 高端酒收入业绩表现亮眼

高端酒 2019 上半年营收增速 21%，同比略有放缓（2018 年收入增速 28%），但增速仍保持较快水平，其中单二季度收入增速 17%，归母净利润增速 24%。茅台，五粮液，泸州老窖 2019 上半年收入/归母净利润增速分别为 17%/27%，27%/31%，25%/40%。

**贵州茅台：**2019 上半年营收 411.7 亿元，同比增长 18.2%，归母净利润 199.5 亿元，同比增长 26.8%。分产品来看，茅台酒与系列酒营收增速基本同步，分别为 18%和 17%，其中 Q2 茅台酒和系列酒营收增长 12%和 10%。经测算，报表对应 19H1 茅台酒销量约 1.5 万吨，同比增长 10%左右。二季度末预收款环比增加 8.7 亿。剔除预收款因素，Q2 营收实际增速超过 30%（2018Q2 预收环比下降 32 亿元，若剔除预收款影响，预计实际发货量约 5500 吨）。另外上半年营收结构中非标产品（年份酒、生肖酒、精品酒）占比提升显著，产品结构优化提升推动吨酒价格提升。目前茅台各地批价在 2000-2050 元，6 月加大发货量后，批价仅小幅回落 30-50 元，供需关系依旧偏紧，若后续茅台直营放量加大，我们认为茅台价盘仍将维持在 1800 元以上水平，良性发展趋势未变。

**五粮液：**2019 上半年营收 271.2 亿元，同比增长 26.8%，归母净利润 93.4 亿元，同比增长 31.3%。1) 价：产品迭代推升五粮液酒吨价，6 月上市的第八代五粮液出厂价较第七代高 100 元左右，消费者对新品认可度高，终端补货积极，推动普五终端价步入千元价格带。2) 量：五粮液作为千元价格带龙头，坐享消费升级，未来 3-5 年销量复合增速有望保持 10+%。系列酒方面，2019 年 6 月公司成立系列酒公司，聚焦系列酒大单品的打造，有利于系列酒放量以及产品结构优化，助推吨价上移和盈利能力提升。

**泸州老窖：**2019 上半年营收 80.1 亿元，同比增加 24.8%；归母净利润为 27.5 亿元，同比增长 39.8%。1) 国窖：量价齐升，品牌势能日盛。上半年公司高档酒实现营收 43.1 亿元，同比增长 30.5%；其中价格提升（含增值税影响）贡献约 10%，销量增加贡献 15-20%。分地区来看，华东市场今年增速领跑，消费氛围日起。2) 特曲方面，上半年公司中档酒实现营收 22.2 亿元，同比增长 35.2%，其中特曲产品（含 60 版等）占比约 3/4，增速接近 40%。今年以来特曲出厂价从 168 提升到 178 元，同时第十代新版特曲出厂价 198 元；从量价拆分对的情况来看，价格提升贡献约 10%，销量增长贡献 20-25%。

### 2.2.2 次高端增速整体回落，但仍保持较快增长

2019 上半年次高端品牌合计收入增速为 26.2%，净利润增长 26%（去年同期收入增速 43.7%，净利润增速 35.4%）；2019Q2 收入增速 26.1%，净利润增长 26.8%（去年同期收入增速 35.39%）。次高端增速整体放缓，主要系近两年次高端保持较快增速，基数已较高。我们认为随着高端酒价盘的上移以及消费升级持续，次高端扩容趋势不改，有望保持良性增长。

**山西汾酒：**2019 上半年营收 63.8 亿元，同比增加 22.3%；归母净利润为 11.9 亿元，同比增长 26.3%。分地区来看，公司全国化开拓顺利，上半年公司省内/省外营收分别为 31.5/31.7 亿，省外营收首超省内。分产品看，今年青花仍保证了 30%以上的高增长（快于次高端行业增速），玻汾培育清香型消费者，多地进入放量期，上半年全国整体增速超过 50%。此外，公司将汾牌等系列酒收回并在 2019Q2 暂停整顿，预计下半年整顿后重新运作，为营收带来增量。

**洋河股份：**2019 上半年营收 159.9 亿元，同比增加 10.1%；归母净利润为 55.8 亿元，同比增长 11.4%。省内市场目前处于调整期，营收稳中有增。省外方面，公司全国化稳步推进，上半年省外收入同比增长 18.2%，目前省外营收占比提升至 49.5%。梦之蓝保持 20%以上的增速，同时公司加大对团购渠道的投入。次高端目前处于跑马圈地阶段，

各大酒企加大对消费者和终端投入，梦之蓝在品牌影响力、渠道掌控力等方面优势明显，有赢家通吃可能性。

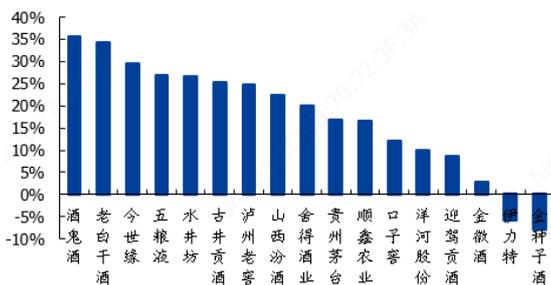
### 2.2.3 地产酒出现分化，古井今世缘表现较优

地产酒出现分化。今世缘，古井，口子窖 2019H1 收入/净利润增速分别为 29.4%/25.2%，25.2%/39.9%，12.0%/22.0%。古井，今世缘表现稳健，作为安徽和江苏省强势地产酒品牌，公司享受省内消费升级，业绩持续释放。

**今世缘：**2019 上半年营收同比增长 29.5%，其中单二季度同比增长 26.3%。分地区来看，南京地区 Q2 增长 41%，新设大区徐州地区加速增长（Q1 增加 60%，Q2 增加 66%），盐城和苏南地区受产品结构调整影响营收略微降速。分产品来看，特 A+类产品（包含国缘四开、对开等）保持高增长（Q1 增加 45%，Q2 增加 44%），特 A 类增速略有放缓（Q1 增加 22%，Q2 增加 15%），A 类、B 类、C 类产品 Q2 同比下滑 5%、16%和 1%，主要系公司战略调整，聚焦中高端产品。

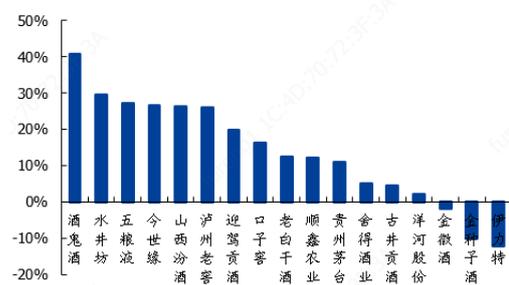
**古井贡酒：**2019 上半年营收同比增长 25.2%，归母净利润同比增长 39.9%。公司一季度提前备货，二季度收入增速小个位数，整体来看上半年收入业绩增速复合预期。随着省内消费升级持续，古 8 及以上占比快速提升，结构优化带动公司业绩持续释放。口子窖 2019H1 收入增速 12%，同比放缓（去年同期 24%），主要系 Q1 公司稳价控货，单二季度收入增速 16.3%，环比有所改善。

图表 16: 2019H1 各白酒企业营收同比增速



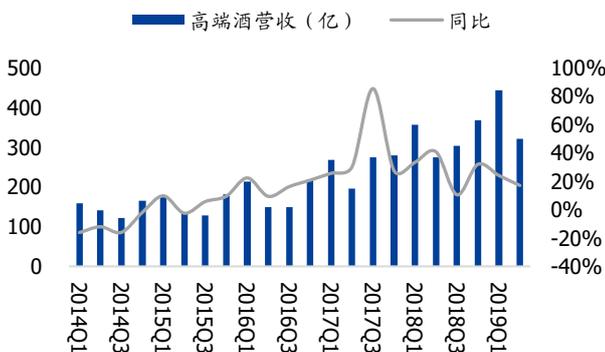
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2019Q2 各白酒企业营收同比增速



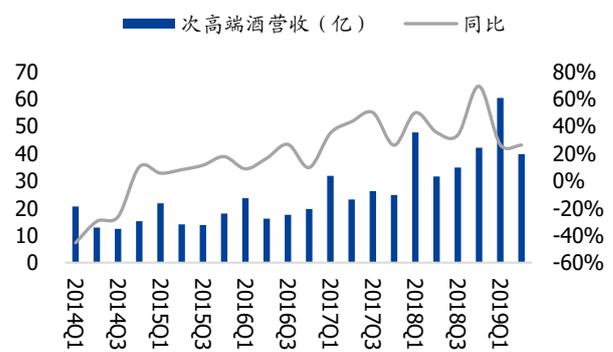
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 单季度高端白酒营收增速



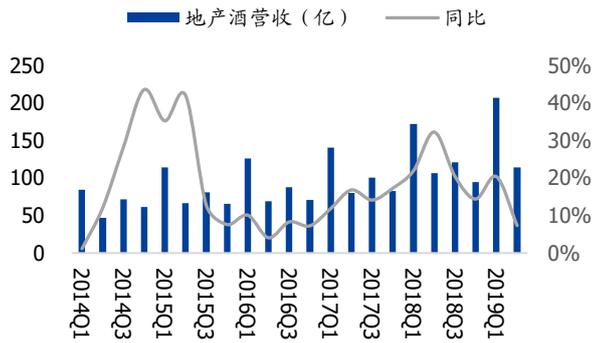
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 单季度次高端白酒营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 单季度地产酒营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 单季度其他酒企营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 重点白酒企业 2019H1, 2019Q2 营收及增速

代码	名称	2019H1		2019Q2		2019H1		2019Q2	
		收入 (亿元)	收入增速	收入 (亿元)	收入增速	净利润 (亿元)	净利润增速	净利润 (亿元)	净利润增速
600519.SH	贵州茅台	411.7	17%	178.4	11%	199.5	27%	87.3	20%
000858.SZ	五粮液	271.5	27%	95.6	27%	93.4	31%	28.6	34%
000568.SZ	泸州老窖	80.1	25%	38.4	26%	27.5	40%	12.4	36%
002304.SZ	洋河股份	160	10%	51.1	2%	55.8	12%	15.6	2%
600809.SH	山西汾酒	63.8	22%	23.2	26%	11.9	26%	3.1	38%
600779.SH	水井坊	16.9	26%	7.6	29%	3.4	27%	1.2	7%
600702.SH	舍得酒业	12.2	20%	5.2	5%	1.9	12%	0.8	2%
603589.SH	口子窖	24.2	12%	10.6	16%	8.9	22%	3.5	23%
603369.SH	今世缘	30.6	29%	11	27%	10.7	25%	4.3	24%
600197.SH	伊力特	9.4	-6%	4.2	-12%	2	-6%	0.5	
000860.SZ	顺鑫农业	84.2	16%	36.5	12%	6.5	35%	2.2	90%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (红色/绿色分别表示收入或业绩增速较高/较低)

## 2.3 利润端: 高端酒毛利率提升显著, 次高端销售费用率提高

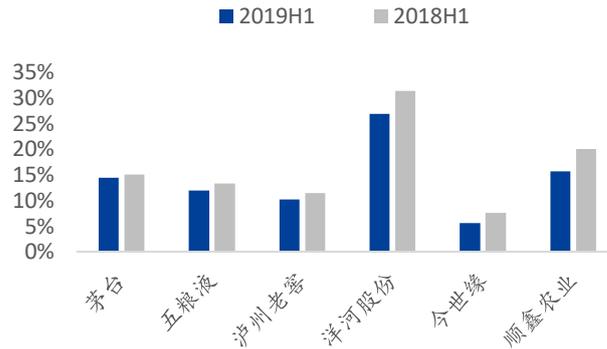
### 2.3.1 毛利率: 吨价提升叠加增值税下降带动毛利率稳步提升

2019 上半年白酒板块毛利率 76.4%，同比提升 0.74pct，其中单二季度板块平均毛利率 75.5%，同比提升 0.75 个百分点，主要吨价提升以及增值税下降贡献。**高端酒**方面，茅台直营以及生肖酒及精品茅台为主的非标占比提升，带动吨价上移。五粮液：高端酒量价齐升，同时系列酒改革持续推进，子品牌清理，产品结构持续优化。泸州老窖：国窖 1573 量价齐升，高端酒占比持续提升。**次高端**方面，汾酒单二季度毛利率同比提升 1.7pct，主要系定制开发酒生产回收以及增值税率的下降的影响，产品结构方面，虽然玻汾占比提升对整体毛利率有一定的影响，但青花等高端产品保持较快增长。舍得，水井产品结构持续升级，带动毛利率提升。**地产酒**方面，今世缘二季度毛利率同比小幅下降 0.6pct，主要系会计政策调整，部分促销产品从原先销售费用科目调整至成本科目。古井贡酒上半年毛利率同比下降 1.5pct，产品结构升级持续而毛利率下降，主要系人工成本增加影

响。

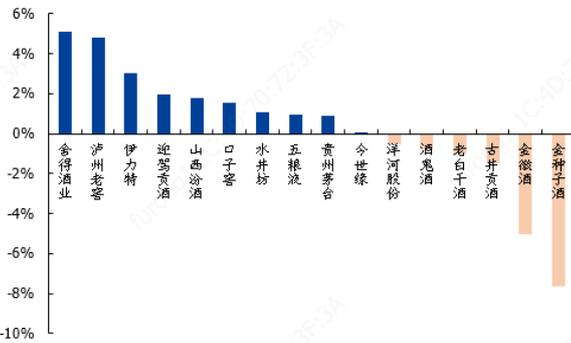
**增值税下调对白酒板块收入业绩有增厚作用。**2019年4月1日起制造业等行业的税率从16%降至13%。白酒板块对上下游均有较强的议价能力，增值税的下调对收入业绩均有增厚作用。厂商对上游农产品企业含税进价或降低，即不含税成本不变，下游终端的零售价不变，公司出厂价（含税）不变，相当于间接涨价2%-3%，但由于白酒企业本身有较高净利率，因此受减税影响的利润弹性较小。经我们测算，2019上半年增值税的下降对白酒行业收入端增厚0.5-2个百分点，其中茅五泸收入分别增厚0.6%、1.4%、1.3%。

图表 23: 2018H1 和 2019H1 增值税/收入



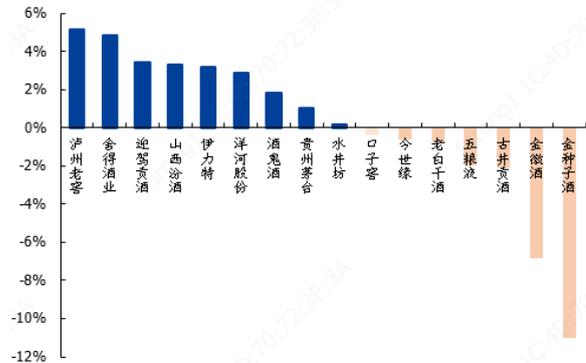
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (通过中报披露的教育费附加计算得到当期缴纳的增值税)

图表 24: 2019H1 各酒企毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 2019Q2 各酒企毛利率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.3.2 费用率: 次高端竞争激烈, 销售费用率提高

**销售费用率: 高端酒茅台, 五粮液 2019 上半年销售费用率同比下降, 主要系高端酒行业格局相对稳定, 茅台五粮液品牌拉力较强, 随着营收规模扩大, 对销售费用有摊薄效应。泸州老窖上半年销售费用率同比提升 0.64pct, 主要系公司品牌复兴进行时, 品牌营销费用投入增加。次高端市场处于跑马圈地阶段, 竞争加剧, 2019 年以来各酒企增加渠道投入和品牌空中投放, 销售费用率普遍提高, 2019H1 水井坊, 舍得, 汾酒的销售费用率分别为 32%, 25%, 22%, 同比提升 0.6pct, 3.6pct, 3.6pct。地产酒方面, 今世缘, 古井, 老白干, 酒鬼酒等单二季度销售费用率同比下降。**

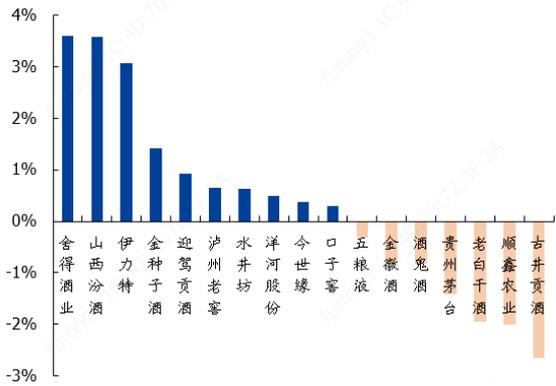
**管理费用率方面, 得益于营收规模扩大对费用的摊薄效应, 2019H1 大部分酒企管理费用率呈下降趋势。**

图表 26: 销售费用率同比变动百分点情况

名称	2018年Q2	2018年Q3	2018年Q4	2019年Q1	2019Q2
高端	-0.75	0.24	-1.40	-0.74	-0.53
次高端	0.06	-0.35	0.19	2.08	3.87
地产酒	-0.38	-0.06	-0.76	1.18	-0.91
整体	-0.65	0.13	-1.15	0.02	-0.16

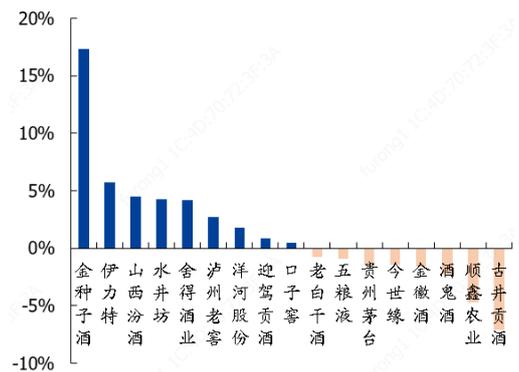
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2019H1 各酒企销售费用率变化



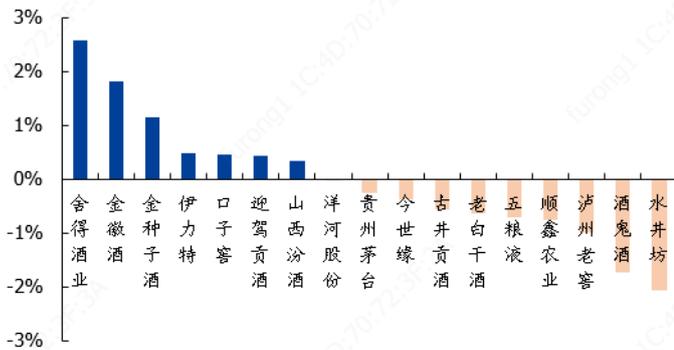
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2019Q2 各酒企销售费用率变化



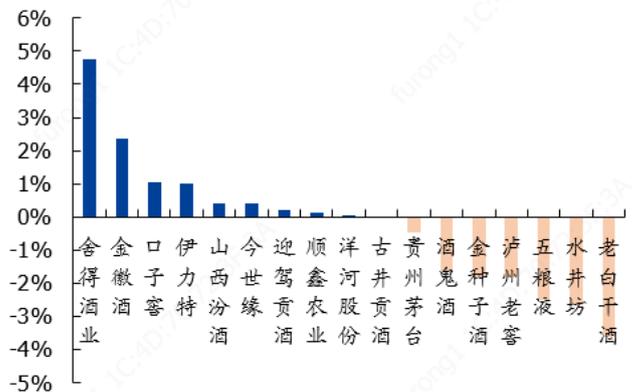
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 2019H1 各酒企管理费用率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2019Q2 各酒企管理费用率变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.3.3 净利润率: 板块整体净利率提升, 高端酒盈利能力提升显著

2019 上半年白酒板块净利润率 36.4%，同比提升了 1.59 个百分点。其中**高端酒**净利润率提升幅度最明显，2019 上半年和 2019 单二季度同比分别提升了 2.59 和 2.39 个百分点。2019 上半年**次高端**净利率下降 0.03pct，其中汾酒，水井坊，洋河股份，舍得酒业销售净利率同比变化-0.19pct/0.08pct/0.49pct/-1.16pct，主要系次高端行业竞争加剧，公司营销，渠道费用投入增加，销售费用率提高导致净利率下行。**地产酒**方面，得益于产品结构优化带动毛利率上移销售费用率的下降，上半年地产酒净利率同比提升 0.43pct。

图表 31: 净利润率同比变化 (pct)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
高端	1.45	0.75	-1.01	3.86	2.66	2.39
贵州茅台	2.72	0.72	0.28	2.31	1.83	2.90
五粮液	3.87	4.01	3.12	3.36	1.34	1.45
泸州老窖	8.11	2.77	2.44	1.94	0.38	4.07
次高端	1.15	5.47	4.10	-2.92	-0.12	0.08
地产酒	1.64	1.87	0.26	1.28	-0.44	1.47
其他	-0.68	3.36	-3.27	23.91	1.29	-12.04
整体	2.62	2.16	-0.16	3.65	1.37	1.75

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.3.4 现金流表现: 高端酒现金流表现普遍较好, 次高端, 地产酒出现分化

从现金流表现来看, 酒企出现分化。高端酒茅五泸现金流表现普遍较好, 2019 上半年茅五销售商品提供劳务收到的现金分别为 433.3 亿元, 279.6 亿元, 81.5 亿元, 同比增长 25%, 62%, 32%。从收入质量看, 上半年茅五泸销售商品提供劳务收到的现金/收入分别为 105%, 103%, 102%, 同比提升 7pct, 23pct, 6pct。次高端酒企表现出现分化, 上半年洋河/舍得销售商品收到的现金同比持平/下滑 7%, 而山西汾酒, 水井销售商品收到的现金分别同比增加 96%, 30%。从收入质量来看, 山西汾酒上半年销售商品提供劳务收到的现金/收入为 117%, 同比有较大幅度提升, 而洋河, 舍得分别下滑 14%, 23%。地产酒方面出现分化, 2019 上半年古井/今世缘销售商品收到现金分别同比提升 28%/18%, 口子窖/迎驾贡酒/金种子分别同比提升 12%/3%/-5%。从收入质量看, 2019 上半年古井, 口子窖销售商品提供劳务收到的现金/收入分别为 89%, 97%, 较同期基本持平。今世缘, 迎驾贡, 老白干等企业均同比下滑。

图表 32: 各酒企经营净现金流量及与收入的比例变化

公司代码	公司名称	2019H1 销售 商品收到的现金 (亿元)	2018H1 销售 商品收到的现金 (亿元)	2019H1 销售 商品收到的现金 同比变化	2019H1 销售 商品收到的现金 /收入	2018H1 销售 商品收到的现金 /收入	2019H1 销售 商品收到的现金 /收入同比变化
600519.SH	贵州茅台	433.3	346.1	25%	105%	98%	7%
000858.SZ	五粮液	279.6	172.1	62%	103%	80%	23%
000568.SZ	泸州老窖	81.5	61.7	32%	102%	96%	6%
002304.SZ	洋河股份	130.9	140.0	-7%	82%	96%	-14%
600809.SH	山西汾酒	74.7	38.1	96%	117%	76%	42%
600702.SH	舍得酒业	14.2	14.2	0%	116%	139%	-23%
600779.SH	水井坊	19.1	14.7	30%	113%	110%	3%
000799.SZ	酒鬼酒	7.5	5.4	41%	106%	102%	4%
603369.SH	今世缘	25.4	21.4	18%	83%	91%	-8%
000596.SZ	古井贡酒	53.5	41.7	28%	89%	87%	2%
603589.SH	口子窖	23.5	21.0	12%	97%	97%	0%
603198.SH	迎驾贡酒	18.0	17.6	3%	96%	101%	-6%
600559.SH	老白干酒	20.6	17.1	21%	105%	117%	-12%
600199.SH	金种子酒	6.0	6.3	-5%	119%	115%	4%
603919.SH	金徽酒	9.6	9.3	3%	117%	117%	0%
600197.SH	伊力特	11.9	11.4	4%	127%	115%	12%
000860.SZ	顺鑫农业	90.5	85.2	6%	108%	118%	-10%

资料来源: wind, 国盛证券研究所(红色/绿色分别表示指标同比提高/下滑幅度较大)

**应收账款周转率方面, 2019Q2 多数酒企应收账款周转率提升明显。**一方面, 行业步入挤压式增长, 行业份额向品牌酒企集中, 名酒的议价能力增强。另一方面, 今年下半年开始, 2015 年新景气周期以来, 名酒企业较上一轮更注重库存的良性, 主动控制发货节奏, 维持渠道库存在健康水平, 因此应收账款周转率提升, 营运效率较高。

图表 33: 白酒上市公司应收账款周转率 (次)

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
五粮液	195.3	277.9	105.8	148.6	217.3	338	77.9	186.3
泸州老窖	1439.2	1745.9	336.9	619.2	769.1	1424	406	474.4
山西汾酒	78.7	164.4	57.2	214.1	121	829.4	176.7	422.9
水井坊	56.1	41.3	8.4	22.7	38.2	48.6	40.1	56.7
舍得酒业	69.4	47.8	8.2	16.1	22.1	24.8	5.7	9.3
酒鬼酒	87.1	252.3	42.4	83.8	119.1	192.9	57.3	101.3
洋河股份	1592.6	2063.0	1026.2	1828.0	2460.4	3475.1	2029.8	2202.7
古井贡酒	325.7	401	105.7	228	295.3	332.7	105	200.2
老白干酒	4699.0	6888.9	2557.5	247.6	412.8	280.5	51.4	55.9
今世缘	66.2	154	54.8	76.2	125.4	111.2	34.5	59.5
迎驾贡酒	29.9	44.7	14.9	28	36.1	56.2	19.1	41.2
口子窖	162.9	245.4	90.6	153.6	261.6	339.4	99.3	181.6
金徽酒	97.3	129	38.1	75.5	81.6	132.9	36.3	73.1
金种子酒	9.2	12.7	2.8	5.5	7.7	11.3	2.3	4.4
伊力特	40.8	68.6	34.9	118.6	215.8	243.7	35.9	123.6
青青稞酒	76.6	98.6	27.1	34.2	47.9	44.3	9.8	16.1
顺鑫农业	44.7	85.9	40.5	69.8	93.9	145.2	56.5	474.4

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.大众品板块中报分析

#### 3.1 调味品: 营收增长维持稳健, 盈利增厚仍有空间

**收入端: 行业营收增长稳健, 龙头海天表现稳定。**从收入端来看, 2019H1 调味品板块整体营收实现 12.27% 的增长, 其中酱醋/鸡精味精/其他调味品行业营收分别同比增长 14.82%/ 9.54%/9.33%, 保持较为稳健的增长态势。酱醋行业作为最优质的赛道之一, 其中酱醋公司在整个调味品板块中表现最为优异, 2019H1 营收增速稳中略增, 相较去年同期同比增长 0.15pct。

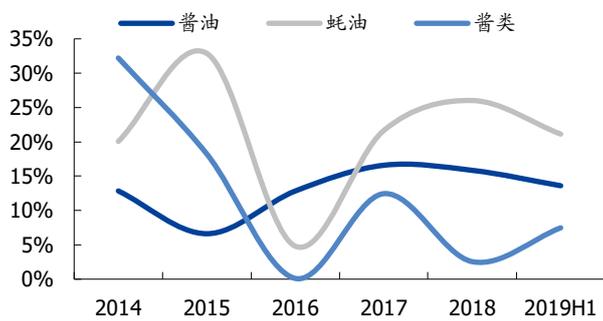
**酱醋龙头海天发展步调稳定, 中炬高新主业增长喜人。**海天作为调味品行业的绝对龙头, 2019H1 营收同比稳定增长 16.51%, 其中酱油/蚝油/酱类分别同比增长 13.61%/21.13%/7.48%。海天立足酱油主业, 大力开拓蚝油及酱油品类, 在实现 2019H1 酱油品类稳健增长的基础上, 借助公司市场网络的发展不断推进蚝油品类的全国化布局, 蚝油增长势头强劲 (+21.13%)。中炬高新整体营收增速虽有所放缓, 但主要是去年同期房地产等其他业务高基数所致, 从其调味品主业来看, 美味鲜子公司 19H1 实现营收 22.62 亿元, 同比增 15.26%, 归母净利润 3.62 亿元, 同比增 20.05%。其中主营中占比最大的酱油 (65.4%) 及鸡精鸡粉 (12.0%) 增长稳定, 分别同增 10.44%、19.32%。此外, 中炬高新推出的新激励机制有望推动公司长远可持续发展。

图表 34: 调味品板块收入增速 (%)

名称	2018年1-3月	2018年1-6月	2018年1-9月	2018年1-12月	2019年1-3月	2019年1-6月
<b>酱醋</b>	<b>14.58</b>	<b>14.67</b>	<b>14.53</b>	<b>14.06</b>	<b>14.22</b>	<b>14.82</b>
-海天味业	17.04	17.24	17.20	16.80	16.95	16.51
-中炬高新	18.42	20.49	15.97	15.43	6.72	10.03
-恒顺醋业	8.21	9.71	10.83	9.87	15.15	9.43
-加加食品	1.60	(4.57)	(3.45)	(5.44)	3.75	10.00
-千禾味业	(3.01)	(0.33)	8.17	12.37	18.46	24.07
<b>鸡精味精</b>	<b>15.29</b>	<b>10.53</b>	<b>13.86</b>	<b>11.16</b>	<b>3.25</b>	<b>9.54</b>
-梅花生物	17.07	12.16	17.13	13.62	4.11	11.01
-莲花味精	(0.62)	(4.28)	(6.20)	(6.70)	(12.11)	(1.88)
-佳隆股份	40.61	18.76	10.78	11.12	(7.46)	(10.90)
-安记食品	22.87	35.10	27.14	33.58	70.67	35.14
<b>其他调味品</b>	<b>21.30</b>	<b>18.56</b>	<b>19.12</b>	<b>17.87</b>	<b>9.76</b>	<b>9.33</b>
-涪陵榨菜	47.72	34.11	25.94	25.92	3.81	2.11
-安琪酵母	14.90	14.33	17.12	15.75	11.61	11.63
<b>全部合计</b>	<b>15.85</b>	<b>14.05</b>	<b>15.10</b>	<b>13.80</b>	<b>10.27</b>	<b>12.27</b>

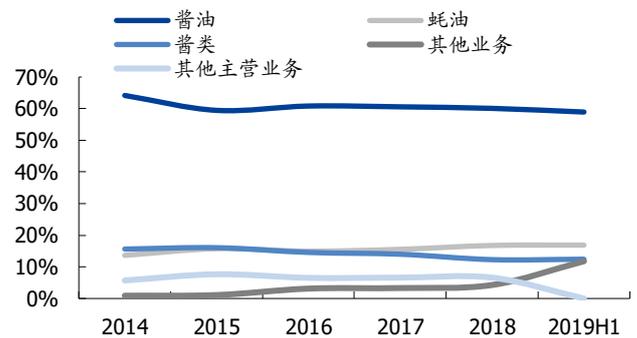
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 海天酱油营收增长稳健



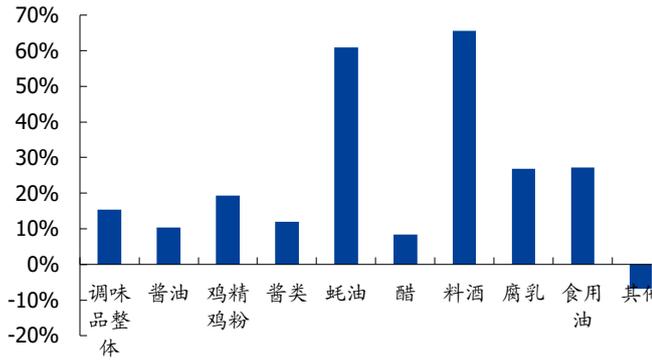
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 海天公司产品结构占比走势



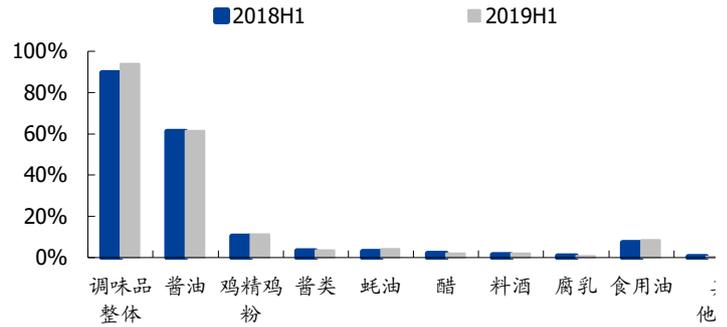
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 中炬高新 2019H1 调味品整体营收增长稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 中炬高新调味品主业营收占比同比提升

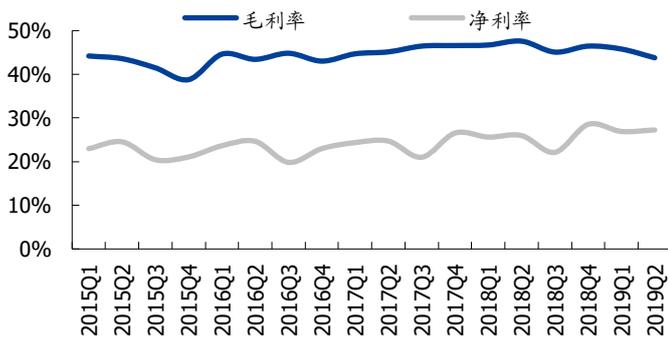


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**盈利端: 成本端压力导致毛利率小幅回落。**从盈利能力角度来看, 海天 2019H1 毛利率为 44.86%, 较去年同期同比下滑 2.25pct, 其中单二季度来看, 其毛利率同比下滑 3.81pct 至 43.78%。我们认为下滑主要原因有以下几点: **1)** 毛利率较低产品占比有所提升; **2)** 贸易摩擦对原材料成本造成了一定的压力; **3)** 固定资产摊销影响。中炬高新美味鲜子公司上半年综合毛利率达 39.61%, 同比下滑 0.38pct, 较 2018 年度提升 0.41pct。我们认为随着产品高端化的进一步推进, 未来毛利率仍然有一定的提升空间。千禾味业 19Q2 毛利率为 43.51%, 同比下滑 3.15pct。

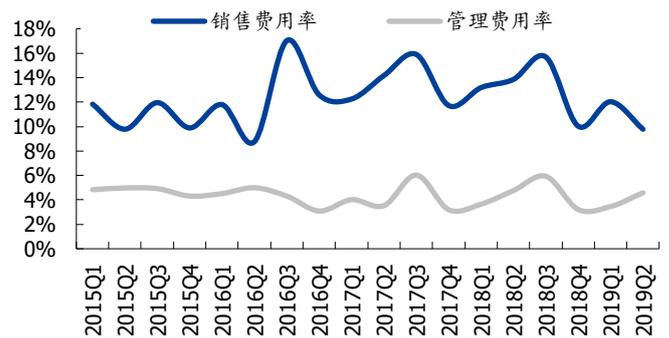
**费用管控良好带来净利率水平稳步提升。**2019 年单二季度, 海天整体费用率水平为 12.80%, 同比下降 4.89pct, 销售费用率同比下滑 4.07pct 至 9.78%; 2019Q2 管理费用率(含研发)为 4.58%, 较去年同期同比下行 0.18pct, 费用率的下滑导致海天净利率水平稳步提升 1.30pct 至 27.26%。主要原因系海天运输模式发生改变, 部分经销商选择自提方式, 因此带来销售费用率的下降。中炬高新美味鲜 19Q2 净利率水平为 17.53%, 同比下滑 1.31pct, 上半年整体来看, 净利率为 17.64%, 同比略有提升 0.62pct。千禾味业 2019 年上半年增加了职工薪酬、促销宣传及广告费用等, 净利率水平同步下滑。但从单二季度来看, 2019Q2 净利率为 12.12%, 同比提升 1.18pct。

图表 39: 海天单季度毛利率



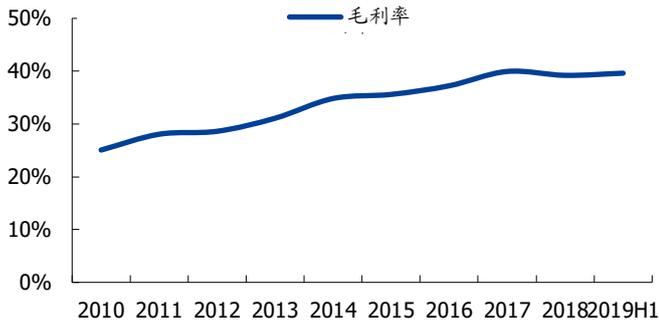
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 海天单季度销售费用率、管理费用率同比下降



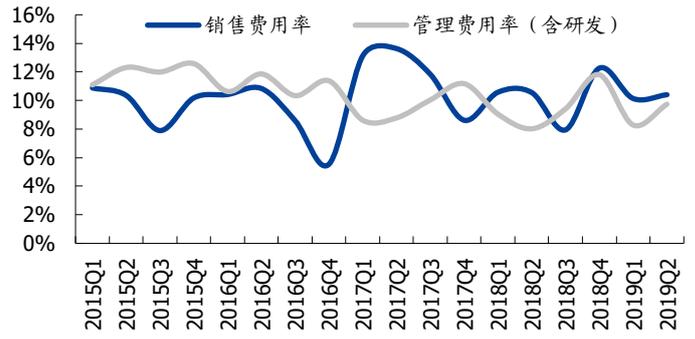
资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 管理费用率中含研发费用率)

图表 41: 中炬高新美味鲜毛利率水平稳步提升



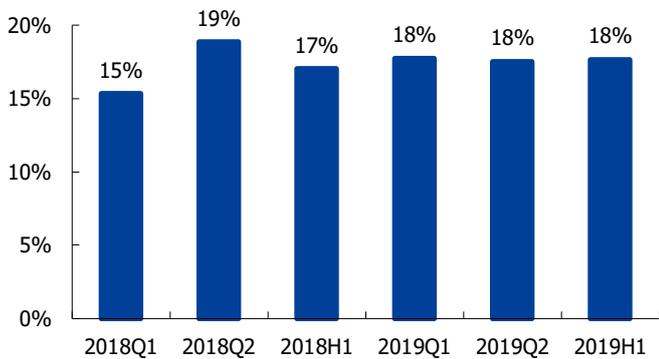
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 中炬高新单季度销售费用率, 管理费用率



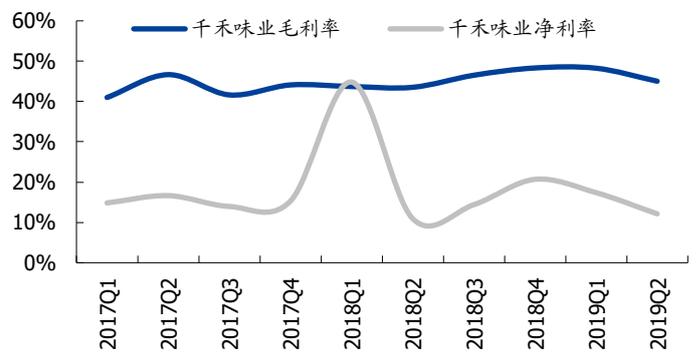
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 中炬高新美味鲜净利率水平走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 千禾味业单季度毛利率及净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**成本端跟踪: 中美贸易摩擦叠加年初以来大豆价格上涨, 调味品公司成本端承压, 但预计未来影响可控。**今年以来酱油行业成本端的压力主要来自于大豆价格的上涨, 其余原材料价格均出现不同程度的下滑。根据对全国黄豆市场价格的跟踪, 截至 2019 年 6 月 30 日, 我国全国黄豆市场价格为 4227 元/吨, 2019H1 平均价格为 3925 元/吨, 较去年同期同比增长 2.6%。我们认为随着中美贸易战的缓和, 叠加公司采取的原材料锁价措施, 预期未来成本端压力影响有限。

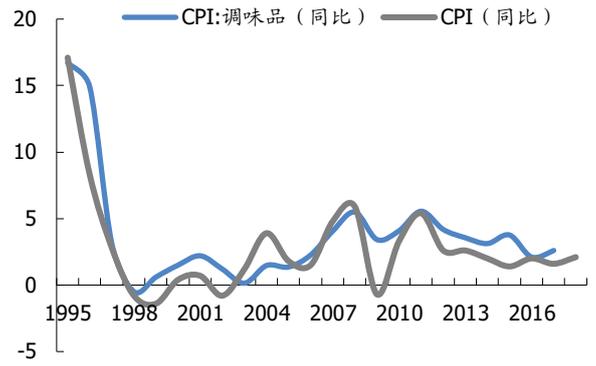
**CPI 预测平均值有望走高, 调味品 CPI 有待同步调整。**通过对调味品 CPI 增速与 CPI 增速的拟合, 我们发现二者的相关性较高。根据预测, CPI 同比预测平均值在 2019 年有望同比增加 0.17pct 至 2.33%, 受此影响, 调味品行业 CPI 同比增速有望同步走高。

图表 45: 全国黄豆市场价格走势情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 46: 调味品 CPI 与 CPI 同比增速间的拟合效果较好 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 乳制品: 整体营收增速同比略增, 蒙牛伊利盈利能力维持稳定

乳制品板块整体营收增速稳中有增, 2019年上半年营收同比增长 11.15%, 较去年同期同比增长 0.16pct。乳制品龙头伊利营收增速虽略有放缓, 但是盈利能力维持稳定。

图表 47: 乳制品板块收入增速 (%)

名称	2018年1-3月	2018年1-6月	2018年1-9月	2018年1-12月	2019年1-3月	2019年1-6月
伊利股份	25.10	19.26	16.88	16.89	17.10	12.84
二线合计	1.38	5.04	7.45	7.91	9.00	9.89
中小型乳企	15.62	12.64	11.06	8.07	8.83	10.41
奶粉企业	(35.80)	(4.14)	(9.81)	(6.38)	16.37	5.16
全部合计	10.52	10.99	11.23	11.38	12.81	11.15

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 伊利股份、光明乳业、新希望、三元股份、科迪乳业、燕塘乳业、天润乳业、麦趣尔、贝因美)

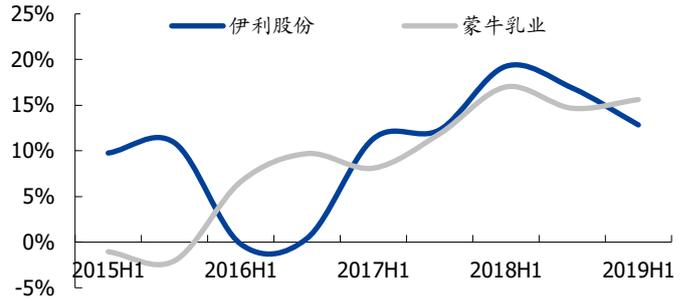
**收入端: 伊利股份增速略有放缓, 常温液态奶市场份额逐步提升。** 乳制品行业 2019H1 营收同比增长 11.15%, 龙头伊利营收同比增长 12.84%, 较去年同期下滑 6.42pct, 主要原因系低温液态奶业务收入增速开始放缓。根据尼尔森零研数据, 伊利常温液态奶业务的市场零售额份额比上年同期提高了 2.4pct, 其中, 常温酸奶的市场份额比上年同期增长了 5.8pct。低温液态奶业务的市场零售额份额比上年同期下降了 1.1pct, 其中, 活性乳酸菌饮料市场份额比上年同期增长了 0.6pct。婴幼儿配方奶粉的市场零售额份额比上年同期提高了 0.6 pct。此外, 伊利“金典”“安慕希”“畅轻”“每益添”“Joy Day”“金领冠”“巧乐兹”“甄稀”等重点产品销售收入比上年同期增长 30%。同时伊利新品销售收入占比 17.4%, 较 2018 年提升 2.6pct。

图表 48: 乳制品板块累计收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 伊利股份、光明乳业、新希望、三元股份、科迪乳业、燕塘乳业、天润乳业、麦趣尔、贝因美)

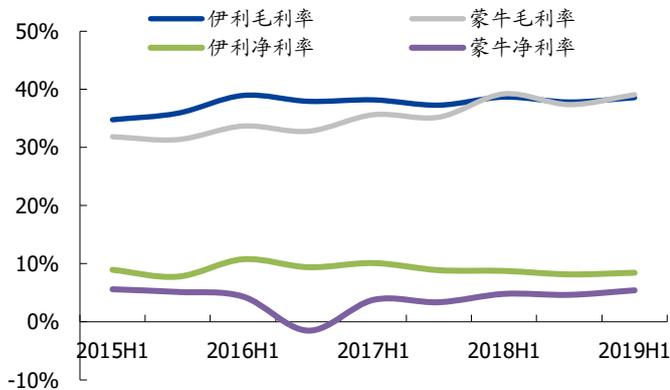
图表 49: 伊利股份及蒙牛乳业累计营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

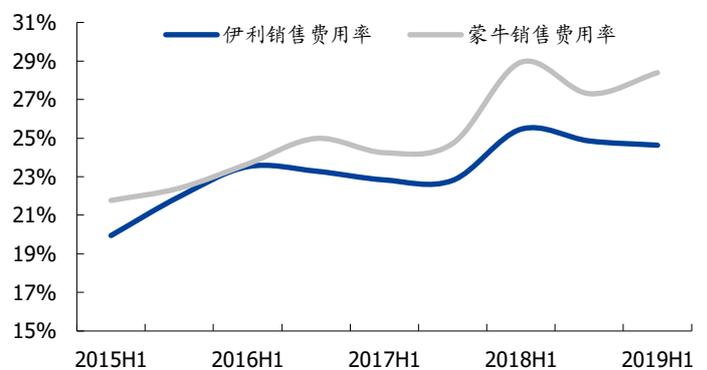
盈利及费用端: 2019 上半年伊利及蒙牛销售费用率同比略有回落, 但仍然维持高位。2019H1 伊利及蒙牛的销售费用率分别为 24.63%( 环比-0.22pct、同比-0.83pct )、28.40% ( 环比+1.09%、同比-0.54pct )。但受到成本上行的影响, 伊利蒙牛毛利率水平均有所下滑。伊利股份 2019H1 毛利率及净利率水平分别为 38.58%/8.45%, 分别-0.10pct/-0.31pct; 蒙牛乳业 2019H1 毛利率及净利率水平分别为 39.09%/5.42%, 分别-0.14pct/+0.61pct。

图表 50: 伊利股份及蒙牛乳业毛利率、净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 51: 伊利和蒙牛销售费用率走势比较



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.3 啤酒: 结构升级叠加增值税率降低, 行业盈利能力全面提升

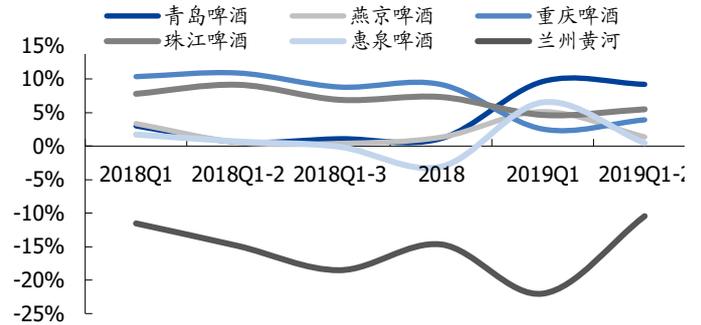
啤酒龙头快速增长, 行业集中度有待进一步提高。根据欧睿数据, 目前啤酒行业增速略有放缓, 2018 年市场规模同比增长约 7.3%, 2013-2018 年复合增速约为 6.5%。2019 年以来, 青岛啤酒开始加速增长, 2019H1 营收同比增长 9%, 相对高于其他品牌啤酒。通过对比我国与美国的啤酒发展历程, 我国啤酒行业目前大约处于美国 19 世纪 80 年代水平。2016 年华润官网数据显示, 我国啤酒行业 CR3 约为 59%, 与美国 1980 年集中度水平相当, 我们预期随着行业的发展, 行业格局或将日趋集中, 行业龙头增速有望持续超越行业平均水平, 蚕食其他企业市场份额。

图表 52: 啤酒行业产量规模走势



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

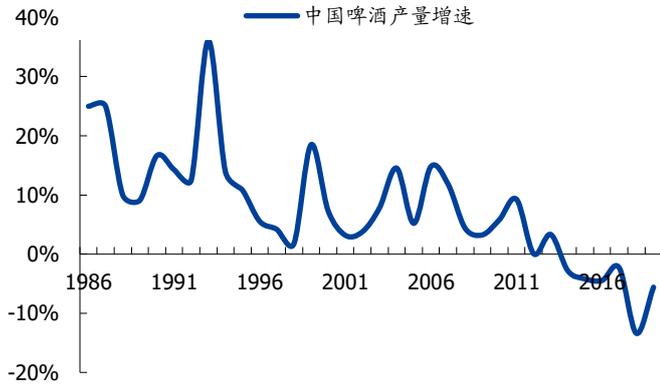
图表 53: 啤酒行业部分企业营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

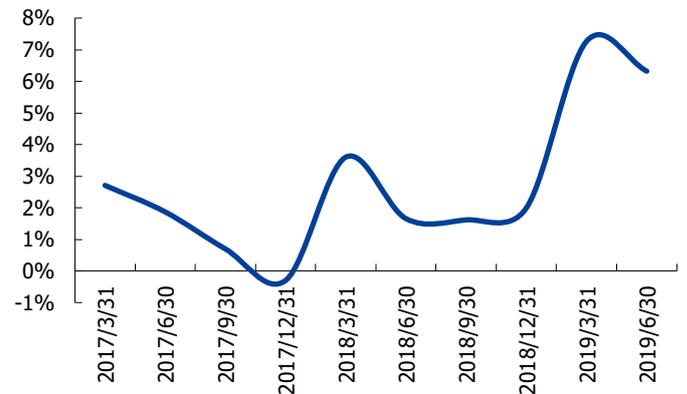
吨价提升为推动行业增长的主动力。行业整体来看, 根据国家统计局数据, 我国啤酒行业 2019 年上半年累计总产量为 1948.80 万千升, 同比下滑 5.6%。上市公司 2019 年上半年营收同比增长 6.3%, 价格增长为带动行业发展的主要推动力。

图表 54: 2019H1 啤酒产量同比下滑 5.6%



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

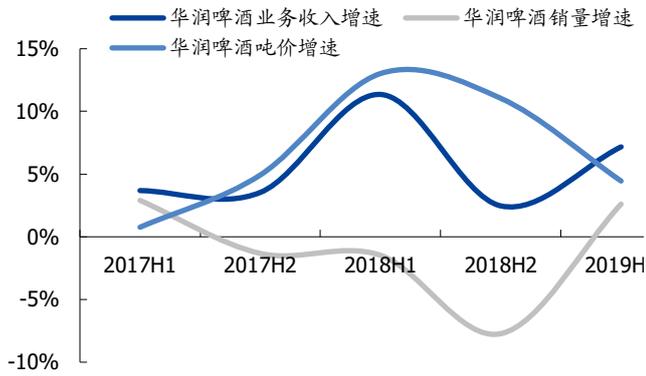
图表 55: 啤酒行业上市公司营收累计同比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (包含公司: 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河)

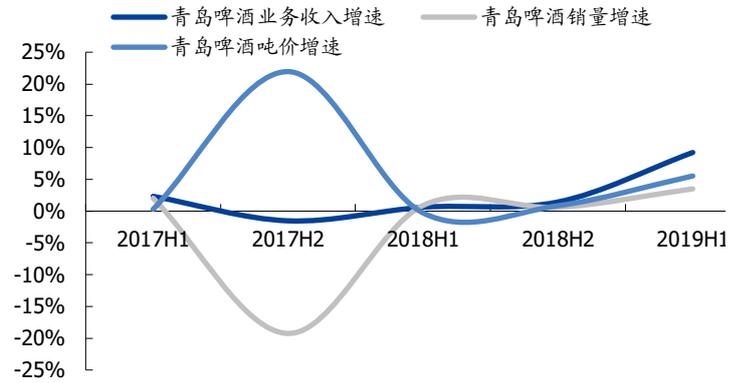
分公司来看, 华润啤酒 2019H1 啤酒业务营收同比增长 7.2% (量增 2.6%, 价增 4.4%); 青岛啤酒 2019H1 啤酒业务营收同比增长 9.2% (量增 3.5%, 价增 5.5%); 重庆啤酒业务营收同比增长 6.4% (量增 2.3%, 价增 4.0%)。我们认为价格增长对公司营收增长贡献的重要性或将继续提升。

图表 56: 华润啤酒业务量价齐升推动营收增长



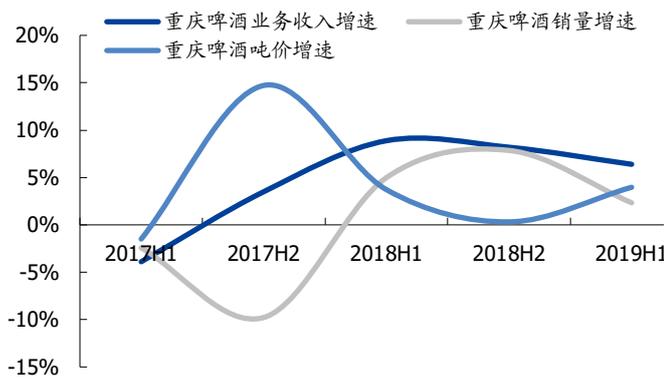
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 57: 青岛啤酒量价微增



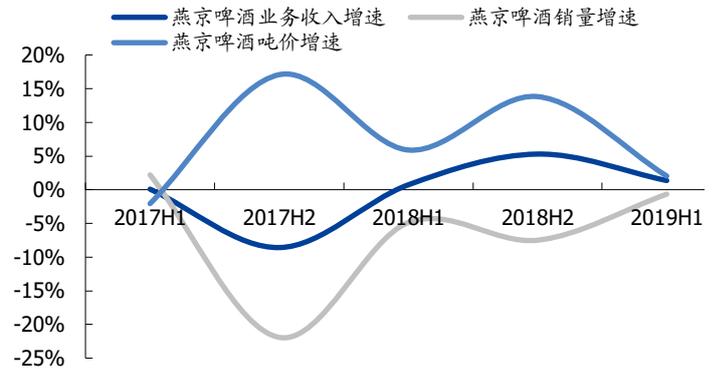
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 58: 重庆啤酒业务量价拆分



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 59: 燕京啤酒业务量价拆分



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**盈利能力: 行业盈利能力普遍增厚, 结构优化及增值税率调整为主因。**啤酒行业 2019H1 盈利能力整体提升, 除兰州黄河毛利率同比下滑 4.63pct 外, 其余公司毛利率及净利率均出现不同程度的提升, 我们认为主要原因之一是啤酒行业高端化产品占比提升带来正面影响, 原因之二是增值税率下调对啤酒行业盈利空间增厚产生利好。

图表 60: 啤酒公司毛利润率变化情况 (pct)

名称	2018年1-3月	2018年1-6月	2018年1-9月	2018年1-12月	2019年1-3月	2019年1-6月
青岛啤酒	(0.85)	(2.58)	(3.17)	(2.85)	(0.44)	0.74
燕京啤酒	(0.44)	1.78	1.86	2.21	0.31	0.14
重庆啤酒	(1.13)	(0.66)	0.65	0.58	2.36	1.28
珠江啤酒	(4.03)	(0.92)	1.38	1.40	3.77	3.00
惠泉啤酒	(3.16)	2.66	5.43	6.11	5.29	3.80
兰州黄河	7.94	9.48	8.54	6.24	(5.72)	(4.63)

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 61: 啤酒公司净利润率变化情况 (pct)

名称	2018年1-3月	2018年1-6月	2018年1-9月	2018年1-12月	2019年1-3月	2019年1-6月
青岛啤酒	1.10	1.08	0.98	0.61	0.90	1.21
燕京啤酒	(0.02)	0.42	0.05	0.43	0.05	0.04
重庆啤酒	4.22	2.46	1.78	1.88	1.53	1.49
珠江啤酒	0.83	3.31	4.10	4.13	1.44	2.24
惠泉啤酒	3.31	0.46	3.37	(0.88)	3.75	1.03
兰州黄河	(12.02)	(10.10)	(10.38)	(15.04)	22.18	18.06

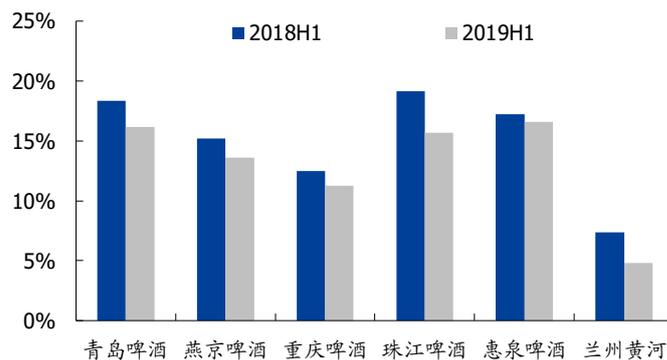
资料来源: wind, 国盛证券研究所

#### 啤酒行业盈利能力提升原因:

**产品高端化占比提升带动盈利水平不断上行。**根据百威亚太招股说明书以及佳酿网资料,我国啤酒行业 4-6 元/瓶价位段产品为主流产品,占比 50-55%;中高端(6-10 元/瓶)产品占比为 16-20%,高端及超高端(超 10 元/瓶)产品占比为 16%,高端化产品占比仍有较大提升空间。**啤酒品牌纷纷进行高端化布局。**2019H1 青岛啤酒不断提升中高端品牌定位,提升高附加值产品占比,其主品牌共实现销量 236.0 万千升,同比增长 6.3%,持续加强在国内中高端产品市场的竞争优势。重庆啤酒在 2019 年上半年不仅完成了重庆品牌的全面升级,还从大股东嘉士伯处获得乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等嘉士伯旗下国际高端品牌生产权及销售权,产品结构进一步优化。

**增值税率下调利好整体啤酒行业。**行业各公司 2019 年上半年增值税率较 2018 年上半年均出现不同程度的下降,有利于行业整体收入增长、利润空间增厚。其中珠江啤酒及兰州黄河 2019H1 增值税率下调幅度最大,较去年同期分别下滑 3.44pct、2.56pct。青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒及惠泉啤酒增值税率下滑幅度分别为 2.16pct、1.60pct、1.20pct 和 0.63pct。增值税率下调对行业整体利润空间的增厚起到积极正向作用。

图表 62: 增值税率下调利好啤酒行业公司



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4.投资建议

白酒方面: 时间换空间, 静待估值切换。行业挤压式增长趋势不变, 名酒龙头稳健性较

强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞合格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。**大众品方面：必选消费需求稳健增长，行业集中度持续提升。**核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、香飘飘等。

## 5.风险提示

宏观经济放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com