

白酒持续高景气，挖掘大众品细分品类机会

投资要点

- **19H1 食品饮料行业保持较好成长性，机构配置创新高。**1、食品饮料行业 19H1 整体收入同比增加 13.5%，净利润同比增加 21.2%，在所有的一级子行业中排名靠前，经济放缓背景下，消费仍表现出较强的韧性。2、机构上半年大幅增加食品饮料持仓，机构整体持仓占比达 18%，创历史新高。
- **白酒：价格带分化，次高端竞争加剧，首选高端酒。**白酒行业 19H1 收入 20%，继续保持较快的增长。但分价格带来看，高端酒增速更加乐观，次高端竞争加剧增速有所放缓，区域强势酒龙头稳健，弱势酒企逐渐边缘化。1、以茅台(+18%)、五粮液(+27%)、泸州老窖(+25%)为代表的高端酒增长表现更好，呈现量价齐升的态势；2、洋河(+10%)、汾酒(+27%)、水井坊(+27%)等次高端酒明显遇到竞争加剧的问题，虽然收入增速依旧较快，但终端费用投入持续加大；3、古井贡酒、今世缘、口子窖等强势地方区域龙头省内消费升级明显，省外扩张有序推进，保持较高增长；4、其他弱势小企业则出现下滑，逐步边缘化。白酒企业中报基本表现较好，在一定程度上打消市场担忧，消费升级以及名酒对普通白酒的挤压式增长逻辑依旧，继续看好龙头酒企的表现。中秋国庆旺季来临，密切关注酒企的动销表现。
- **大众品：调味品增加稳健，乳制品成本承压，细分行业龙头表现较好。**1、调味品板块(+15%)，社零餐饮增速较好有效带动调味品消费。酱油醋等基础调味品增长稳健，川味调料、咖喱等新型调味料增长迅速。2、乳制品板块(+12%)，原奶价格上半年上涨超 6%，乳企面临较大成本压力。终端需求疲软导致乳企在 Q2 加大打折促销力度，关注原奶价格上行周期中，渠道费用是否出现减少及乳制品企业提价能力。3、细分行业龙头表现较好：1) 烘焙行业景气度较高，桃李面包 Q2 收入环比加速，新区域扩张+产能释放，推进全国化；2) 速冻食品行业面临猪肉鸡肉的成本上涨压力，龙头企业安井凭借提价和产品结构优化有效控制成本，在收入增速较快的基础上保持较好的盈利能力；3) 香飘飘爆款产品果汁茶放量，带动业绩大幅提升，即饮板块打造第二增长曲线。大众品业绩表现较为稳健，看好细分行业龙头进一步提升竞争优势，扩大市场份额。
- **下半年投资策略与重点关注个股：**1、白酒：随着经济增速放缓且行业内部竞争加剧，不确定性加大，因此优选竞争格局好、成长性确定的高端酒龙头，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。2、大众品在投资上遵循两条思路：1) 守正：坚守价值，配置白马龙头，推荐海天味业、伊利股份；2) 出奇：兼顾成长，侧重寻找有爆款产品、渠道革新的成长黑马，推荐安井食品、香飘飘。
- **风险提示：**行业景气度下行，食品安全风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1138.76	买入	28.02	33.33	38.72	34	29	25
000858	五粮液	141.89	买入	3.45	4.54	5.55	41	31	26
000568	泸州老窖	98.07	买入	2.38	3.23	4.05	37	28	22
603288	海天味业	114.67	买入	1.62	1.95	2.33	61	51	42
600887	伊利股份	28.65	买入	1.06	1.15	1.31	28	25	22
603345	安井食品	47.63	买入	1.17	1.40	1.79	41	34	27
603711	香飘飘	33.81	买入	0.75	0.94	1.24	46	37	28

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：周金菲
执业证号：S1250519080002
电话：0755-23614240
邮箱：zjfei@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	97
行业总市值(亿元)	38,776.76
流通市值(亿元)	38,207.95
行业市盈率 TTM	33.26
沪深 300 市盈率 TTM	12.0

相关研究

1. 食品饮料行业中期策略：竞争格局为先，兼顾价值与成长 (2019-08-05)
2. 食品饮料行业 2019 年投资策略：消费升级和品牌集中度提升，聚焦优势龙头 (2018-11-19)

目 录

1 食品饮料行业保持较佳成长性，机构配置创新高	1
1.1 食品饮料：业绩成长性佳，消费韧性强	1
1.2 机构配置比例创新高	2
2 行业：白酒持续高景气，挖掘大众品细分品类机会	3
2.1 白酒：业绩保持高速增长，价格带有分化，次高端竞争加剧.....	3
2.2 调味品：龙头增长稳健，新品类机会大	6
2.3 乳制品：原奶价格上涨，终端竞争加大，短期利润承压.....	9
2.4 其他行业： 细分龙头表现突出	11
3 下半年投资策略及重点推荐个股	13
4 风险提示	13

图 目 录

图 1: 申万一级行业中报收入和利润增速情况	1
图 2: 食品饮料行业细分子板块的收入和利润增速情况	2
图 3: 食品饮料行业 2016 年开始收入和利润增速情况	2
图 4: 食品饮料整体机构配置比例	3
图 5: 白酒与大众品的机构配置比例	3
图 6: 2016 年以来白酒行业收入持续增长	4
图 7: 2016 年以来白酒行业归母净利润持续增长	4
图 8: 2016 年以来白酒行业期末预收款余额	4
图 9: 2016 年以来白酒行业现金回款持续增长	4
图 10: 2016 年以来白酒行业盈利能力持续提升	4
图 11: 2016 年以来白酒行业现金回款持续增长	4
图 12: 高端酒销售费用率相对较为平稳	6
图 13: 水井坊和山西汾酒销售费用率增加明显	6
图 14: 高端白酒批价	6
图 15: 2016 年以来调味品行业收入持续增长	7
图 16: 2016 年以来调味品行业归母净利润持续增长	7
图 17: 2016 年以来调味品行业盈利能力持续提升	7
图 18: 2016 年以来调味品行业费用率往下走	7
图 19: 中炬、海天销售费用率平稳下降	9
图 20: ROE 稳步提升	9
图 21: 2016 年以来乳制品行业收入持续增长	10
图 22: 2016 年以来乳制品行业归母净利润持续增长	10
图 23: 2018H2 之后原奶价格涨幅较大	10
图 24: 2016 年以来乳制品行业毛利率和净利率的变化趋势	10

表 目 录

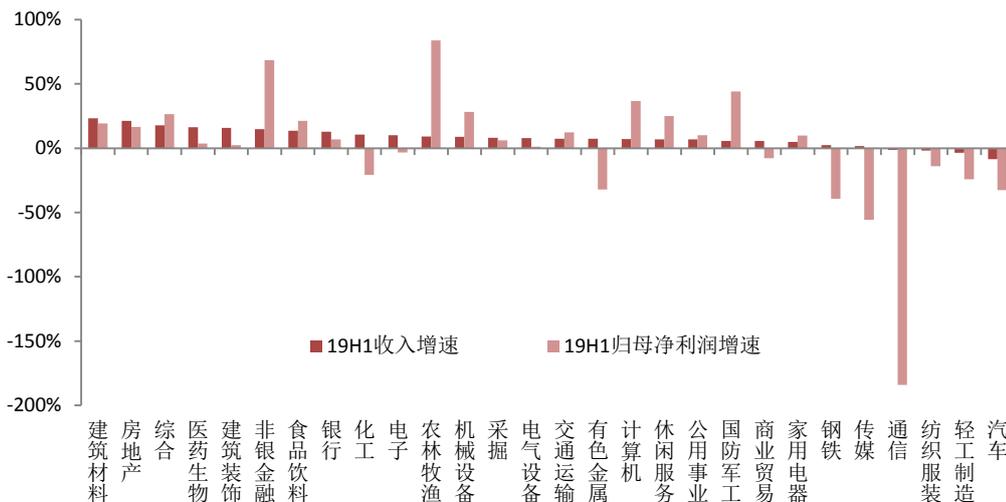
表 1: 2019 年中报机构持仓情况	3
表 2: 白酒行业中报收入和利润增速	5
表 3: 调味品行业中报收入和利润增速	9
表 4: 乳制品行业中报收入和利润增速	11
表 5: 其他细分行业龙头中报收入和利润增速	12
表 6: 重点关注公司盈利预测与评级	13

1 食品饮料行业保持较佳成长性，机构配置创新高

1.1 食品饮料：业绩成长性佳，消费韧性强

19 年上半年，食品饮料行业整体收入同比增加 13.5%，净利润同比增加 21.2%，在所有的一级子行业中排名靠前，在整体经济放缓的背景下，消费依旧保持不错的韧性。目前政府也在推出一系列刺激消费政策，目前政策友好，消费板块有望维持较好的成长性。

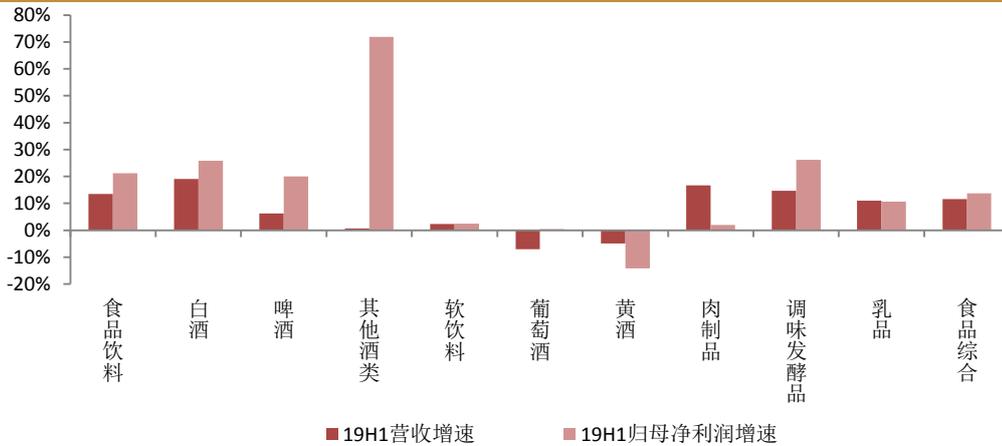
图 1：申万一级行业中报收入和利润增速情况



数据来源：wind，西南证券整理

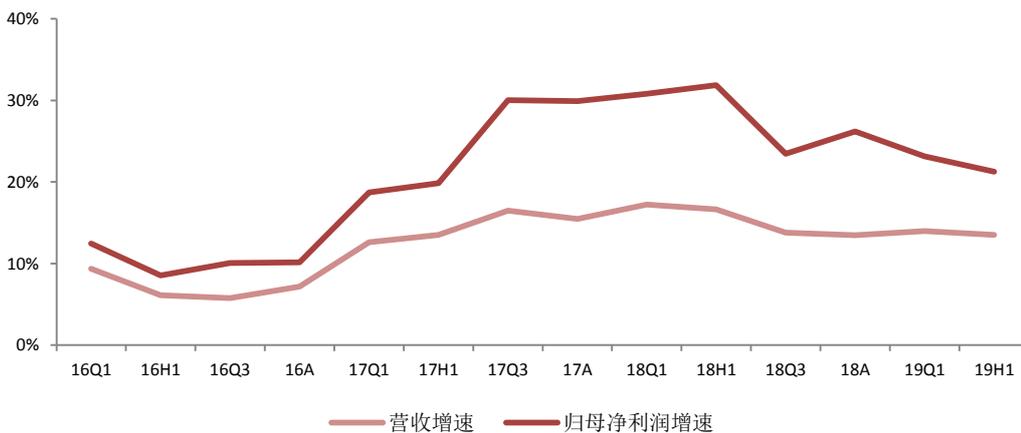
二级子行业：从收入增速看，白酒（+19%）>肉制品（+16.7%）>调味品（+14%）>食品综合（+11.6%）>乳制品（+10.9%）>啤酒（+6.2%）>软饮料（+2.3%）>其他酒类（+0.7%）>黄酒（-4.9%）>葡萄酒（-7%）；从利润增速看，其他酒类（+72%）>调味品（+26%）>白酒（+26%）>啤酒（+20%）>食品综合（+14%）>乳制品（+11%）>软饮料（+2.4%）>肉制品（+2%）>葡萄酒（+0.4%）>黄酒（-14%）。

白酒保行业持较佳的景气度，量价齐升，营收和利润均有较快增长；调味品增长稳健，盈利水平持续提升；乳制品虽然收入增速尚可，但受原奶成本上涨影响，利润增速略慢于收入；受猪瘟事件影响，肉制品虽然增速较快，但利润增速大幅放缓；啤酒受益于产品结构优化和增值税下调，营收和利润均有不错表现；其他细分子品类分化较大。

图 2：食品饮料行业细分子板块的收入和利润增速情况


数据来源：wind，西南证券整理

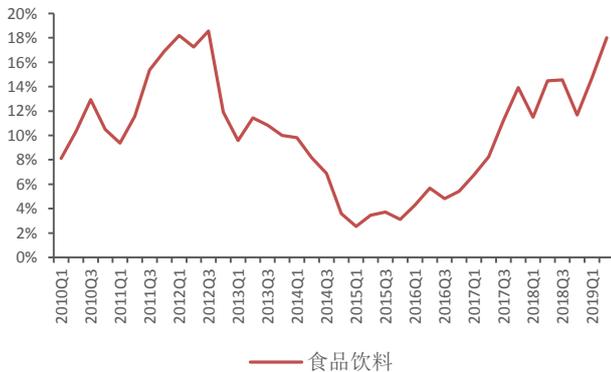
从更长的维度看，食品饮料板块 16 年受益于白酒行业的复苏，增速企稳回升，并持续稳步提升，2018 年 Q3 开始增速大幅下滑，主要受白酒在 18 年下半年景气下行，收入增速开始放缓影响。19H1 白酒表现较好，整体增速维持在 14% 左右的水平。

图 3：食品饮料行业 2016 年开始收入和利润增速情况


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 机构配置比例创新高

持仓比例方面，2019 年上半年机构持仓比例大幅提升，由 2018 年年报 11.7% 提升至 2019 年中报 18%，其中白酒板块提升明显，由 2018 年年报 7.1% 提升至 2019 年中报 13.4%，大众品配置比例为 4.7%，机构整体配置比例基本创新高。

图 4：食品饮料整体机构配置比例


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：白酒与大众品的机构配置比例


数据来源：Wind，西南证券整理

茅台 2019 年中报配置比例为 0.46%，自 2016 年年报底部 0.17% 后逐步回升，五粮液配置比例提升明显，达到 0.31%，跻身中报基金持仓第三大重仓股。伊利配置比例较 18 年有所回升，达到 0.25%。

表 1：2019 年中报机构持仓情况

排序	证券简称	持有基金数	持股市值占基金净值比(%)	排序	证券简称	持有基金数	持股市值占基金净值比(%)
1	中国平安	1,588	0.59	11	保利地产	942	0.15
2	贵州茅台	1,496	0.46	12	立讯精密	852	0.14
3	五粮液	1,123	0.31	13	长春高新	851	0.14
4	招商银行	1,073	0.27	14	中信证券	1,006	0.14
5	格力电器	1,289	0.25	15	温氏股份	705	0.13
6	伊利股份	1,241	0.25	16	隆基股份	707	0.13
7	美的集团	1,067	0.22	17	万科 A	831	0.13
8	泸州老窖	762	0.17	18	中国国旅	876	0.12
9	恒瑞医药	981	0.15	19	海康威视	706	0.12
10	兴业银行	845	0.15	20	永辉超市	591	0.11

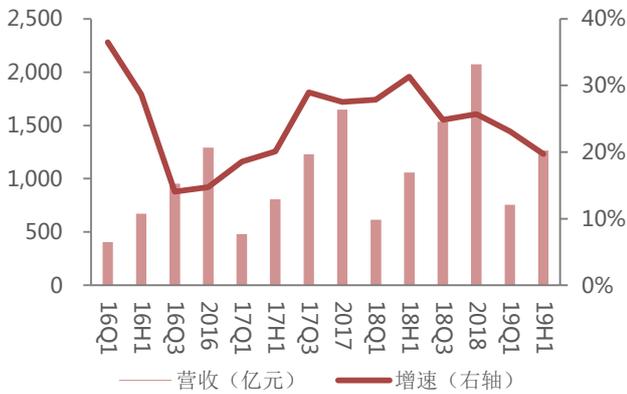
数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业：白酒持续高景气，挖掘大众品细分品类机会

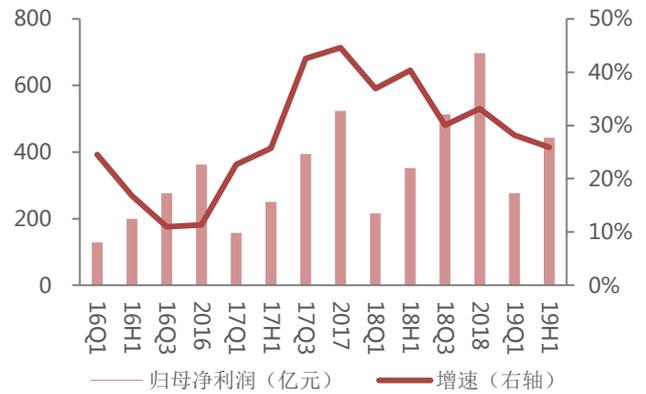
2.1 白酒：业绩保持高速增长，价格带有分化，次高端竞争加剧

总体业绩高速增长，现金流稳健。2019 年上半年白酒行业实现收入 1266 亿元，同比+20%，归母净利润 443 亿元，同比+26%；其中 19Q2 实现收入 509 亿元，同比+15%，归母净利润 167 亿元，同比+22%，延续高速增长态势。现金流情况：预收款期末余额 287 亿元，同比+15%，环比-2%；上半年经营活动现金流入 1300 亿元，同比+27%；现金回款稳健。

从盈利能力来看，上半年白酒板块毛利率提升 0.7 个百分点至 76.4%，净利率提升 1.6 个百分点至 36.4%，均创此轮复苏以来的新高。费用率来看，整体费用率下降 0.9 个百分点至 16.4%，销售费用率下降 0.3 个百分点至 11.3%。

图 6：2016 年以来白酒行业收入持续增长


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2016 年以来白酒行业归母净利润持续增长


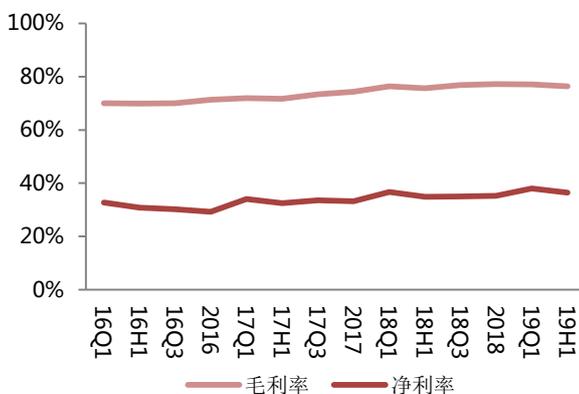
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2016 年以来白酒行业期末预收款余额

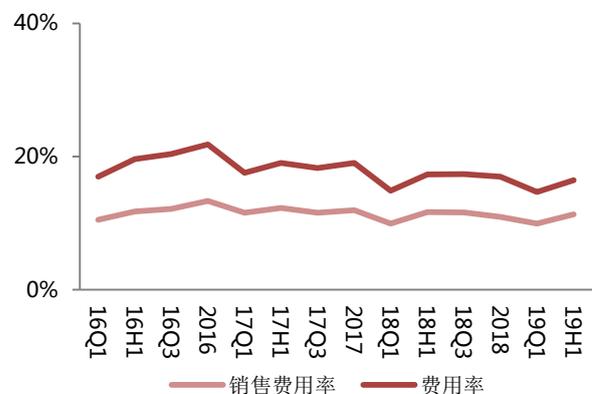

数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2016 年以来白酒行业现金回款持续增长


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2016 年以来白酒行业盈利能力持续提升


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2016 年以来白酒行业费用率持续下降


数据来源：Wind，西南证券整理

分价格带来看，高端酒增速更加乐观，次高端竞争加剧增速有所放缓，区域酒企较弱。茅台上半年收入和归母净利润增速分别为 18%、27%，主要受益于量升、产品结构升级和渠道改革。上半年发货量 1.6 万吨左右（高于报表确认量），同比+14%；全年计划 3.4 万吨，下半年 1.8 万吨左右，预计三季度发货量在 1 万吨左右，下半年依然供不应求，大概率提前执行 2020 年计划量。

五粮液收入和归母净利润增速分别为 27%、31%，且二季度有加速迹象，主要受益于核心产品五粮液系列量价齐升，同时渠道改革取得显著成效。上半年发货量 1.5 万吨左右，全年 2.3 万吨计划量，下半年第八代五粮液仅有 5000 多吨计划量，供不应求。扫码系统导入和新一代五粮液控盘分离，出厂价提升至 889 元。

泸州老窖收入和利润增速 25%、40%，中高档酒齐发力、产品结构升级带动收入和利润高增长。上半年高档酒实现收入 43.1 亿元，同比+30%，主要受益于高档酒需求增加，渠道持续开拓，加大费用投放和前置，略有提价。中档酒收入 22.2 亿元，同比+35%，估计特曲 60 贡献收入将近 5 亿元，增速超过 30%；老字号特曲受益予市场开拓和渗透率提升，销量大幅增长，同时连续两次提价（直接提价 10 元+换包装提价），带动收入增长将近 40%。低档酒收入 13.8 亿元，略有增长，但产品结构升级明显，毛利率大幅提升超过 6 个百分点。整体来看，中高档酒发力维持收入快速增长，毛利率提升带动利润增速远高于收入增速。

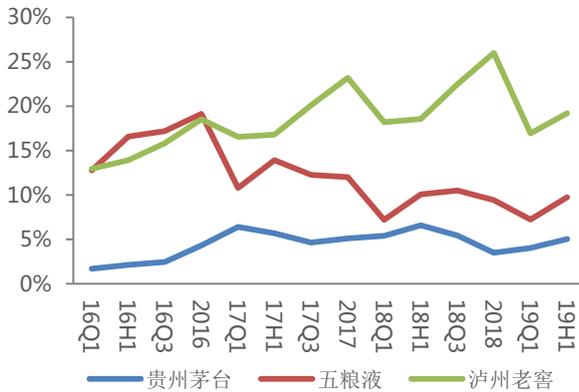
次高端汾酒和水井坊收入和利润增速均为 27%、27%，主要受益于渠道开拓和下沉；舍得收入和利润增速 20%、12%，增速放缓；酒鬼酒受益于渠道开拓，收入和利润增速分别为 35%、36%，高速增长。次高端整体来看，收入增速呈现放缓迹象，费用率高企，竞争进一步加剧。

区域酒企来看，分化较大，除今世缘维持高速增长外，其他区域酒企表现相对较弱。

表 2：白酒行业中报收入和利润增速

证券简称	18H1 收入	19H1 收入	增速	18H1 归母	19H1 归母	增速
贵州茅台	334.0	394.9	18.2%	157.6	199.5	26.6%
五粮液	214.2	271.5	26.7%	71.1	93.4	31.3%
泸州老窖	64.2	80.1	24.8%	19.7	27.5	39.8%
洋河股份	145.4	160.0	10.0%	50.0	55.8	11.5%
山西汾酒	50.4	63.8	26.5%	9.4	11.9	27.0%
水井坊	13.4	16.9	26.5%	2.7	3.4	27.0%
舍得酒业	10.2	12.2	19.9%	1.7	1.9	11.8%
酒鬼酒	5.2	7.1	35.4%	1.1	1.6	36.1%
古井贡酒	47.8	59.9	25.2%	8.9	12.5	39.9%
今世缘	23.6	30.5	29.4%	8.6	10.7	25.2%
口子窖	21.6	24.2	12.0%	7.3	8.9	22.0%
老白干酒	14.6	19.6	34.3%	1.5	1.9	32.7%
迎驾贡酒	17.3	18.8	8.6%	3.8	4.4	16.4%
伊力特	10.0	9.4	-5.7%	2.2	2.0	-6.4%
金徽酒	7.9	8.1	2.6%	1.6	1.3	-14.4%
顺鑫农业	72.3	84.2	16.4%	4.8	6.5	34.6%

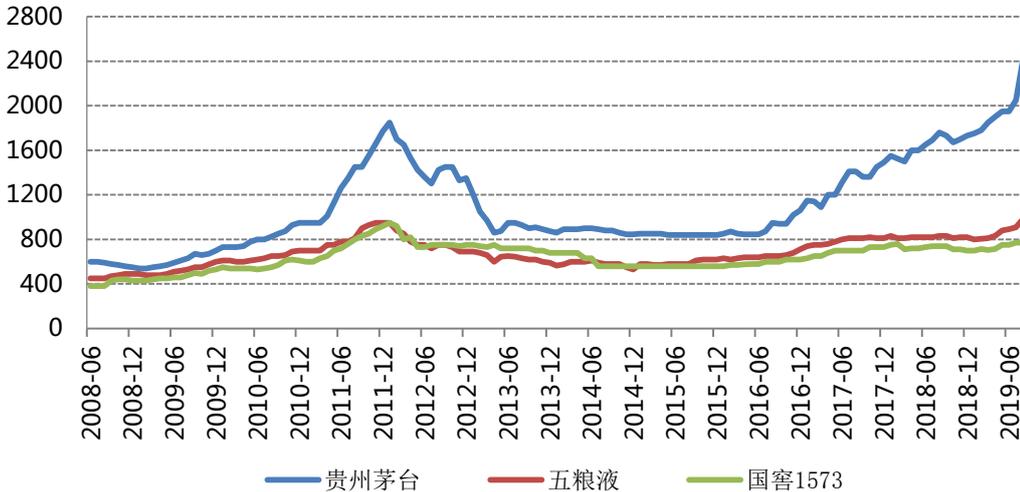
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12: 高端酒销售费用率相对较为平稳


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 水井坊和山西汾酒销售费用率增加明显


数据来源: Wind, 西南证券整理

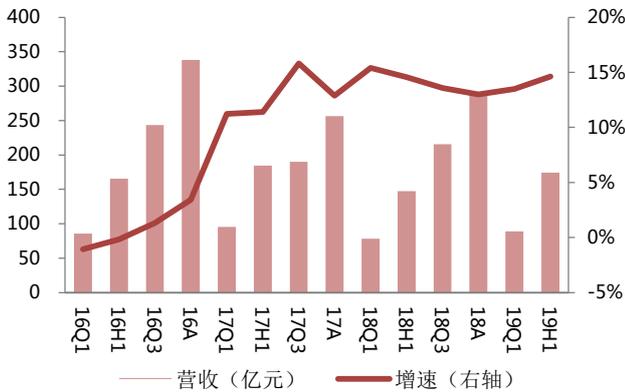
图 14: 高端白酒批价


数据来源: 西南证券整理

2.2 调味品: 龙头增长稳健, 新品类机会大

社零餐饮增速表现亮眼, 调味品业绩增长稳健。 1) 2019 年上半年调味品行业合计实现收入 174 亿元, 同比+14.6%, 归母净利润 38 亿元, 同比+26%; 其中 19Q2 实现收入 82 亿元, 同比 15.5%, 归母净利润 18.5 亿元, 同比+37%, Q2 收入较 Q1 略有加速, 主要是 18Q1 春节效应导致基数较高, 19Q1 普遍增速略有放缓。2) 从社零数据看, 2019 上半年餐饮收入增速保持在 9.4% 的高位水平, 在宏观经济出现增速放缓、限额餐饮增速下降的背景下, 外卖等新形势有效拉动整个餐饮行业增长, 同时带动调味品行业处于较高的景气度。

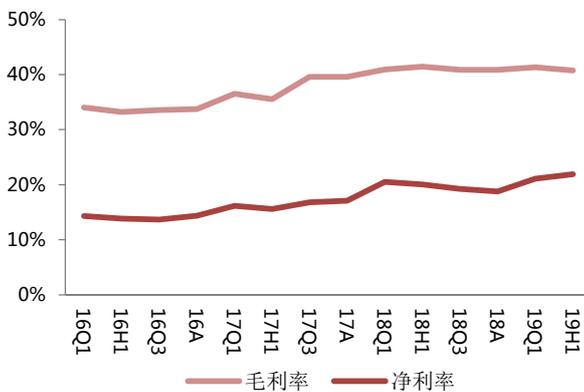
从盈利能力来看, 上半年调味品板块毛利率下降 0.7 个百分点至 40.7%, 主要原因是原材料如大豆、添加剂、玻璃瓶等成本略有上涨; 净利率提升 1.9 个百分点至 21.9%, 盈利能力进一步提升。费用率来看, 整体费用率下降 1.6 个百分点至 16.8%, 主要系销售费用率下降 1.1 个百分点至 11.2%。

图 15：2016 年以来调味品行业收入持续增长


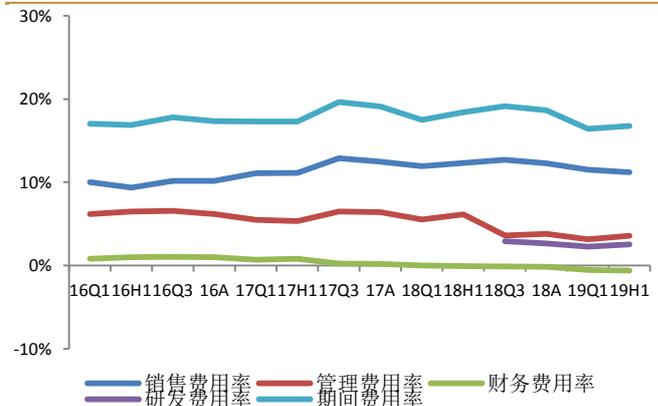
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2016 年以来调味品行业归母净利润持续增长


数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2016 年以来调味品行业盈利能力持续提升


数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2016 年以来调味品行业费用率往下走


数据来源：Wind，西南证券整理

分产品来看，基础类调味品保持着稳步增长，复合类调味品则在渗透率提升的背景下增速较快。

分公司看：

海天味业：增长稳健，外资配置必选。 1) 业绩一如既往的持续稳健。①分产品来看，酱油、蚝油、酱分别实现营业收入 59.9 亿元 (+14%)、17.2 亿元 (+21%)、12.6 亿 (+7%)，蚝油依旧增长领先，酱油品类持续稳健增长，酱类在品类拓展以及市场推广下环比去年实现提速，调整策略有所奏效，其他品类（如料酒、醋等）19H1 实现 19% 增长，逐步培育放量。②分渠道来看，线下渠道实现营业收入 94.8 亿元 (+14%)，线上渠道实现营业收入 2.1 亿元 (+44%)，线上占比略有提升。③分区域来看，渠道扩张持续推进，西部区域增速最高，中西部地区增速 20% 左右，其余东部南部中部增速为 10% 左右。④经销商方面，报告期内，公司净增加 629 个经销商，期末数量为 5369 个，中西北部经销商开发速度较快，公司加强对弱势区域的开发。2) 外资持股较年初增加，海外资金配置必选。截止目前公司沪港通持股占流通 A 股的 6.08%，较年初增加 1.06 百分点，随着 msci 扩容，外资逐步流入中国，海天这样的龙头标的将是首选，配置需求将会增加。

中炬高新：美味鲜增长稳健，激励加大有望提振业绩。 1) 美味鲜 19H1 增长 15.3%，核心品类酱油、鸡精鸡粉、食用油保持稳健增长，蚝油、料酒、腐乳等新品类渠道协同下快

速放量公司多品类协同发展，产品结构逐步完善。2) 渠道建设方面，公司稳步推进发展东南沿海市场、着力提升中北部市场、加快开发西北西南市场战略，2019 年上半年经销商净增 111 个，东部、南部地区增速稳健，中西部、北部地区招商加快，增长加速明显，区域间发展更为均衡。上半年公司开发空白地级市 15 个，全国地级市已开发 275 个，开发率达到 81%，进一步提升渠道覆盖率。3) 深化激励制度有望提振业绩。新管理层对公司战略发展规划清晰，目前公司以调味品主业为重中之重，以“五年双百”为业绩指引，着重解决品类、渠道、区域不平衡问题。公司进一步改革绩效考核与薪酬激励制度，提高收入指标权重（营收、归母净利润、净资产收益率的权重由 2:6:2 调整为 4:4:2），更加契合“五年双百”目标；重视中层激励，奖金分配向中层业务骨干倾斜；提升超额奖励比重。新考核制度更为合理，更好激发员工积极性与创造性，业绩有望加速。

恒顺醋业：Q2 增速略有放缓，但全年拉长来看仍然稳健。1) 公司调味品业务上半年收入增速 10.6%，Q1 增速超 15%，预计 Q2 放缓至 4% 水平，主要原因是公司年初对部分产品提价且配合相应的促销政策，经销商 Q1 备货积极。Q2 节奏略有放缓消化市场库存。据市场调研，7 月调味品业务恢复双位数增长水平。2) 分产品来看，醋类实现收入 6.1 亿(+7.7%)，主要是量增与产品结构优化，提价效应并未体现，预计下半年有所表现（上半年公司并未调整出厂价，提价产生收益以费用投入方式返还渠道）；料酒实现收入 1.16 亿元(+33%)，料酒作为第二大品类继续放量。其他品类如酱油、酱菜类亦同步增长。3) 分区域看，华东、华南、华中、西部、华北区域呈现均衡增长态势。在营销端，公司进一步深化营销体系改革，着重打造上海、杭州、武汉等样板市场，并向全国市场进行复制，不断提升产品市场覆盖率及市场占有率，同时餐饮渠道逐步发力，收入保持稳步提升。4) 短期来看，公司业绩存在波动，但拉长看年化双位数复合增速可期，随着公司聚焦调味品主业，深化体制改革，业绩有望加速。

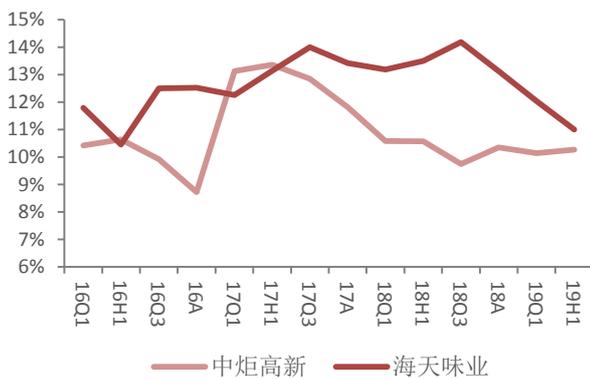
千禾味业：聚焦零添加效果显著，业绩环比加速。1) 调味品业务环比加速，焦糖色下滑拖后腿。调味品业务 Q2 增速 40.7%，环比提速，主要是聚焦零添加战略效果显著。公司酱油(+37%)、醋(+21%)均实现较快增长，产品结构持续优化，中高端产品增量明显。焦糖色业务则持续下滑(-18%)，拖累整体增速。2) 渠道开拓加速，经销商开发节奏加快。公司在去年渠道调整完毕后，今年重新启动对百强县的市场开拓，加快经销商的开发，2019 年上半年经销商净增 84 个，有效带动各个区域实现增长。目前公司正处于全国扩张阶段，业绩有望保持高速增长。3) 公司同时公告拟以 1.5 亿现金收购镇江恒康酱醋 100% 股权，完成并购后，公司旗下将涵盖传统麸醋和香醋两大品类，进一步完整全国化版图。

天味食品：经销商网络扩张速度明显加快，业绩超预期。1) 像火锅底料、川味调料等复合调味品受益于餐饮行业效率提升及渠道渗透率提升，呈现比较快的增速。2) 公司 19H1 火锅底料、川菜调料保持 18%、51% 的高增长，Q2 环比提速。川式餐饮（火锅店、川菜馆）在全国市范围盛行，天味作为川味调料行业龙头充分受益。3) 经销商招商加速，渠道开拓加快。19H1 公司经销商增加 85 个(+11%)，Q2 上市后明显招商速度加快。我们认为天味的产品具备全国推广的潜力，随着品牌都提升以及全国渠道网络的逐步建成，未来几年公司将处于快速成长阶段。

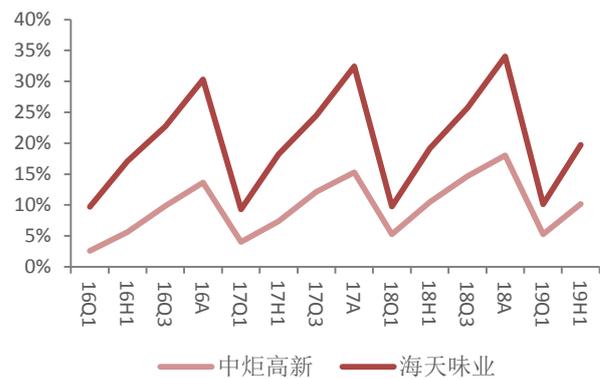
表 3：调味品行业中报收入和利润增速

证券简称	18H1 收入 (亿元)	19H1 收入 (亿元)	增速	18H1 归母 (亿元)	19H1 归母 (亿元)	增速
海天味业	87.20	101.60	16.5%	22.48	27.50	22.3%
中炬高新	21.74	23.92	10.0%	3.39	3.66	8.0%
加加食品	9.31	10.25	10.0%	0.81	0.86	6.4%
*ST 莲花	8.49	8.33	-1.9%	-0.59	1.30	-
恒顺醋业	8.05	8.81	9.4%	1.23	1.42	15.3%
千禾味业	4.79	5.94	24.1%	1.35	0.87	-35.6%
天味食品	4.77	6.29	31.9%	0.73	1.03	40.8%
星湖科技	4.44	5.54	24.9%	0.17	0.77	365.6%
佳隆股份	1.72	1.53	-10.9%	0.25	0.18	-24.9%
安记食品	1.54	2.09	35.1%	0.21	0.28	33.2%

数据来源：Wind, 西南证券整理

图 19：中炬、海天销售费用率平稳下降


数据来源：Wind, 西南证券整理

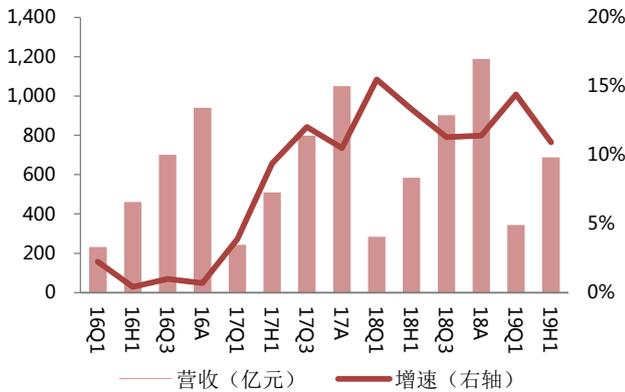
图 20：ROE 稳步提升


数据来源：Wind, 西南证券整理

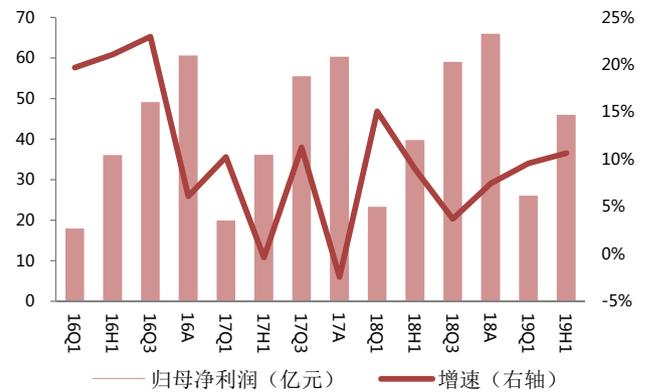
2.3 乳制品：原奶价格上涨，终端竞争加大，短期利润承压

消费疲软增速略有下降，增值税下调带动盈利能力提升。2019 年上半年乳制品行业合计实现收入 685 亿元，同比+11.8%，归母净利润 20 亿元，同比+12.3%；其中 19Q2 实现收入 343 亿元，同比 8.5%，归母净利润 46 亿元，同比+10.9%，Q2 增速略有放缓主要是终端消费需求较为疲软，同时增值税下调在一定程度上提升乳企盈利能力。

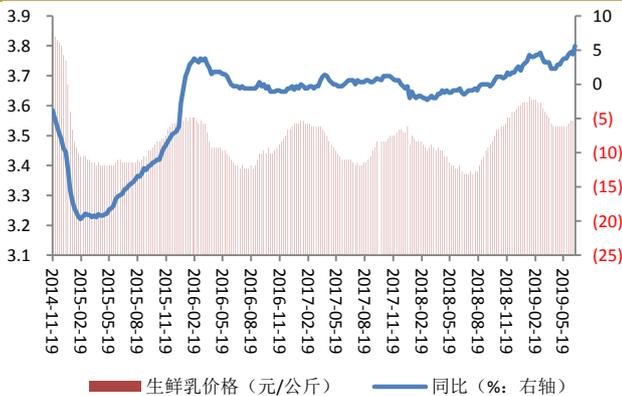
从盈利能力来看，上半年乳制品板块毛利率下降 0.3 个百分点至 36.9%，主要原因是原奶价格上涨，国内原奶价格从 18 年下半年开始触底反弹，年内平均涨幅超 7%，导致乳制品企业毛利率承压；产品结构优化升级在一定程度上拉升毛利率，但整体依旧略有下降。净利率基本持平，增值税下调利好对冲成本涨价压力，盈利水平持平。

图 21：2016 年以来乳制品行业收入持续增长


数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：2016 年以来乳制品行业归母净利润持续增长


数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：2018H2 之后原奶价格涨幅较大


数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：2016 年以来乳制品行业毛利率和净利率的变化趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

从个股情况看：

伊利股份：增速略有放缓，产品结构升级明显。 1) Q1 增速 18%，Q2 增速 9.4%，受经济下行影响，需求端不乐观，Q2 在 Q1 的基础上进一步放缓；19Q2 行业促销打折等力度增加，竞争较为激烈；同时，公司亦考虑部分产品库存影响，控制发货节奏，共同导致二季度增速有所放缓。分项来看，19H1 液体乳收入 361 亿元，同比+13.2%，常温奶和常温酸奶市占率分别提升 2.4、5.8 个百分点，低温奶市占率下降 1 个百分点，主要受区域乳企竞品挤压；固态类奶制品收入 43.8 亿元，同比+13.4%，市占率提升 0.6 个百分点；冷饮类产品 43 亿元，同比+15.4%。同时，公司常温奶市场渗透率达到 83.9%，提升 2.7 个百分点；三四线城市渗透率 86.2%，提升 2.3 个百分点。核心品类金典、安慕希、金领冠等保持 30% 左右增速；上半年量增速 9% 左右，产品结构升级带动价提升 4% 左右；2) 目前，乳制品竞争较为激烈，商超渠道打折促销较为严重，关注原奶价格上行周期中，渠道费用是否出现减少及乳制品企业提价能力。同时，公司持续深耕三四线城市，区县市场渗透率依然有待进一步提升。

表 4：乳制品行业中报收入和利润增速

证券简称	18H1 收入 (亿元)	19H1 收入 (亿元)	增速	18H1 归母 (亿元)	19H1 归母 (亿元)	增速
伊利股份	395.89	449.65	13.6%	34.46	37.81	9.7%
光明乳业	105.71	110.90	4.9%	3.35	3.67	9.7%
三元股份	37.95	41.73	10.0%	1.25	1.84	47.3%
天润乳业	7.25	8.23	13.5%	0.70	0.78	11.3%
科迪乳业	5.80	6.35	9.5%	0.65	0.80	22.7%
新乳业	23.88	27.10	13.5%	1.02	1.04	1.9%
庄园牧场	3.14	3.97	26.6%	0.26	0.27	1.4%
燕塘乳业	6.14	6.99	13.8%	0.42	0.67	57.0%
皇氏集团	10.00	9.83	-1.7%	-0.73	0.15	-
贝因美	12.32	12.96	5.2%	0.09	-1.22	-1527.7%
妙可蓝多	4.64	7.14	53.8%	-0.09	0.11	-

数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 其他行业：细分龙头表现突出

其他行业中，细分领域龙头依旧保持地不错的表现，其中 Q2 收入环比加速的有三只松鼠、桃李面包、安井食品、香飘飘等。

➤ 三只松鼠：产品渠道供应链多重发力，业绩高增长

Q2 收入提速，零食、礼盒系列表现抢眼。Q2 增速 68%，环比 Q1 的 27% 大幅提速，原因：1) 618 大捷，全网销售 2.8 亿 (+155%)；2) 零食系列快速放量。目前公司产品品类逐渐丰富，季节性波动减弱，坚果类占比降低，零食等新品类快速放量，成为公司第二增长曲线，三只松鼠已经完成从坚果品牌到全品类零食品牌的历史性转变。

渠道：“一主两翼”格局形成，全渠道销售优势明显。目前公司形成一主两翼（一主：电商平台，两翼：投食店+松鼠联盟小店）格局，与阿里零售通平台、自营 APP、团购等共同构筑了公司全渠道营销模式，实现了对各类消费者群体的深度覆盖。各渠道均实现较快增长。

数字化赋能供应链，提升效率。公司核心竞争优势是数字化供应链优势，公司依托产业链上游 ODM 和 OEM 的轻资产模式，缩短了供应链环节，实现生产和消费者的高效连接；同时公司充分运用大数据准确分析，快速响应市场需求。公司正加快从电商品牌向数字化供应链平台企业转型，以消费者为核心快速反向供应链定制，缩短链条环节，提升运作效率。

➤ 桃李面包：Q2 收入环比加速，稳步推进全国化

Q2 环比加速，成熟市场持续精耕，新市场势头迅猛。19Q2 收入增速 20%，相比较 19Q1 的 16% 环比提速，收入营收增长主要来自于渠道的持续下沉精耕以及新市场的开拓。成熟市场渠道深耕保持双位数增长；次成熟市场西南、华北梳理后增速提升；高成长市场华东华南公司积极拓展经销商和终端，增速较快。薄弱市场华中也在积极梳理中，开发新的增长点。

产能逐步释放，稳步推进全国化。桃李通过模式复制的方式实现区域扩张，目前公司已经建成 18 个工厂，基本完成全国省会城市和直辖市布局。目前公司在建的武汉、沈阳、山

东、江苏工厂将陆续贡献新增产能，同时公司可转债获批，后续产能布局将进一步完善，积蓄长期增长动力。目前公司已经拥有 23 万个终端网络，但仍有较大市场属于空白（如华中等），随着新区域的拓展以及成熟区域的精耕，公司渠道网络将进一步优化，承载更大销量。

➤ 安井食品：营收环比大幅改善，利润短期波动不改公司核心价值

Q2 收入恢复高增长，调整效果明显。Q1 收入增速仅为 14.6%，增长较慢主要原因是受猪瘟事件影响部分产能及产品结构调整阶段影响销售，Q2 环比改善，恢复到 25.1% 的正常增长水平，品类调整效果明显，减少以猪肉为主的肉制品，加大面米制品的生产销售，蛋饺、冻品先生天妇罗系列产品放量带动菜肴制品有不错增长表现，这体现了公司强大的应对调整能力。

成本承压影响利润释放节奏，不改公司核心价值。由于猪瘟事件导致猪肉、鸡肉等原材料价格上涨，整个冻品行业面临较大成本压力，行业内绝大部分企业利润下滑甚至亏损。公司依靠强大的成本控制能力以及提价能力有效平滑成本压力，保持增长态势。成本承压只会影响利润释放节奏，但不改变公司核心价值，若有波动错杀，即是好买点。

➤ 香飘飘：继续看好果汁茶放量，即饮板块成为第二增长曲线

果汁茶表现亮眼，上市仅一年成十亿大单品。公司果汁茶 19H1 实现收入 5.87 亿元，其中 Q2 单季度 4.16 亿元，随着江门工厂产能投放以及渠道建设逐步推进，果汁茶呈现快速放量的态势。自去年 7 月份上市以来，果汁茶累积销售突破 7.9 亿，销售口径破 10 亿，成为茶饮料市场继小茗同学、茶π 后又一十亿级大单品。目前果汁茶的公司自有渠道铺货率为 48.9%，全渠道铺货率仅为 12.6%，市场空间依旧巨大。天津工厂及四川工厂陆续投产将极大增加果汁茶产能，未来销售体量有望再上一个台阶。从目前动销情况来看，果汁茶动销情况良好，消费者认可度高，渠道库存相对良性。目前果汁茶正处于生命周期的上升期，未来 2-3 年仍有较大成长空间：1) 铺市率低，渠道拓展有数倍空间；2) 线上线下的营销资源投入有加大的余地。同时公司也推出了轻奶茶新品，打造即饮系列产品矩阵，保障增长的可持续性。目前公司发展趋势比较好，第二增长曲线逐步走上正轨，即饮与冲泡业务协同效应逐步体现，长期成长逻辑清晰。

冲泡新升级，再增新亮点。过去两个财年，公司通过渠道下沉、精细化运作实现冲泡业务销售收入的再增长（17 财年+20%、18 财年+7%）。19 年下半年开始，公司对冲泡业务的产品系列、品牌定位、代言人方面进行全面升级，渠道、产品、营销齐发力，旨在保障冲泡业持续稳健增长，未来三个财年年复合 10% 增长可期。

表 5：其他细分行业龙头中报收入和利润增速

证券简称	18H1 收入 (亿元)	19H1 收入 (亿元)	增速	18H1 归母 (亿元)	19H1 归母 (亿元)	增速
三只松鼠	32.32	45.11	39.6%	2.08	2.66	27.9%
桃李面包	21.67	25.58	18.1%	2.63	3.04	15.5%
绝味食品	20.85	24.90	19.4%	3.15	3.96	25.8%
安井食品	19.47	23.36	19.9%	1.42	1.65	16.0%
洽洽食品	18.74	19.87	6.0%	1.72	2.20	28.1%
重庆啤酒	17.64	18.33	3.9%	2.10	2.39	13.8%
香飘飘	8.70	13.77	58.3%	-0.55	0.24	-
盐津铺子	4.88	6.41	31.3%	0.39	0.66	68.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

3 下半年投资策略及重点推荐个股

我们依旧看好食品饮料板块在下半年取得较好的相对收益，投资策略：

- **白酒：**随着经济增速放缓且行业内部竞争加剧，不确定性加大，因此优选竞争格局好、成长性确定的高端酒龙头，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。
- **大众品在投资上遵循两条思路：**1) 守正：坚守价值，配置白马龙头，推荐海天味业、伊利股份；2) 出奇：兼顾成长，侧重寻找有爆款产品、渠道革新的成长黑马，推荐安井食品、香飘飘。

表 6：重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1138.76	买入	28.02	33.33	38.72	34	29	25
000858	五粮液	141.89	买入	3.45	4.54	5.55	42	31	26
000568	泸州老窖	98.07	买入	2.38	3.23	4.05	37	28	22
603288	海天味业	114.67	买入	1.62	1.95	2.33	61	51	42
600887	伊利股份	28.65	买入	1.06	1.15	1.31	28	25	22
603345	安井食品	47.63	买入	1.17	1.40	1.79	41	34	27
603711	香飘飘	33.81	买入	0.75	0.94	1.24	46	37	28

数据来源：聚源数据，西南证券

4 风险提示

市场系统性风险、行业景气向下风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn