

# 高端酒确定性较强，关注龙头及高成长标的



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——食品饮料行业 2019 年中报&2019 年二季报总结

❖ **白酒：次高端增速亮眼，高端酒确定性强。**收入利润端：2019H1 白酒行业收入及净利润分别为 1266.3、443.0 亿元，分别同比增长 19.7%、25.8%。细分来看，次高端酒收入增速表现优异；盈利能力端：受益于产品结构升级及提价，白酒行业毛利率持续提升，其中 2019H1 高端酒、次高端酒毛利率均较去年同期实现增长；费用率端：随着酒企加强精细化管理，2019H1 大多企业管理费用率下降，而市场竞争激烈导致次高端酒销售费用率提升；预收款端：淡季预收款环比略降，其中高端酒预收款表现良好，经销商打款积极性高；现金流方面：现金流量表有所分化，其中高端酒企表现优秀，而三四线酒企现金流净额增速普遍为负。由于二季度白酒为淡季，而去年同期白酒基数不低，因此上半年白酒总体还是实现了较好的增长。

❖ **调味品：龙头增速放缓，盈利能力稳步提升。**2019H1 调味品行业收入及净利润分别同比增长 14.1%、25.8%，产品结构升级使得利润增长显著。此外，毛利率承压主因原料成本提升，企业控费情况良好使得盈利水平仍稳步提升。由于各细分行业主要企业市占率不断提升，市场集中度有望进一步提升。

❖ **乳品：成本费用提升拉低毛利率，集中度持续提升。**2019H1 乳品行业收入及净利润分别同比增长 11.9%、8.7%，较去年同期下降 1.5、5.4 个百分点，龙头伊利蒙牛稳健增长，终端加大费用以实现市占率的持续提升。盈利能力方面，原奶价格提升叠加促销力度加大使得毛利率下滑，由于行业竞争仍较为激烈，预计下半年仍会保持一定力度的费用投放。

❖ **啤酒：产品结构升级叠加降税政策推动利润增长。**2019H1 行业收入及净利润分别同比增长 6.2%、20.0%，较去年同期提升 4.6、6.8 个百分点。盈利能力方面，受益于高端化策略持续进行、增值税下降、龙头持续推进关厂提效策略，毛利率及净利率均实现增长。我们认为未来在产品结构升级、产能优化、降本增效、增值税率下降等因素影响下，龙头盈利水平有望稳步提升。

❖ **投资建议：结构性机会明显，关注龙头及高成长企业。**受益于收入结构分化、消费者品牌意识提升、刺激消费政策频繁推出，高端及三四线酒龙头企业业绩大幅超行业平均水平，较强的业绩确定性印证了我们之前的观点，其中高端酒主要驱动力为消费升级，价格周期延续使得其有望持续保持量价齐升局面。大众品方面，必需消费需求稳健，产品结构实现优化，消费升级及定价权决定了行业龙头份额继续提升。目前食品饮料板块整体估值（TTM）在 33.9 倍左右，较年初提升约 45.3%，在宏观经济承压、国家鼓励消费、消费税下降、外资流入的背景下，业绩确定性较高的食品饮料板块估值中枢仍有望稳步提升。长期来看，板块结构性繁荣、品牌集中化仍为主要关键词。

**相关标的：**贵州茅台、五粮液、伊利股份、中炬高新、洽洽食品、汤臣倍健等。

## 📄 证券研究报告

所属部门 行业公司部  
报告类别 行业深度  
所属行业 食品饮料  
报告时间 2019/9/4  
所属部门 股票研究部

## 👤 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 👤 联系人

张潇倩  
证书编号：S1100118060009  
021-68595150  
zhangxiaolian@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034  
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120  
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000  
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、2019 年上半年食品饮料行业延续增长态势.....	5
二、白酒：次高端增速亮眼，高端酒确定性强.....	8
2.1 白酒行业业绩稳健增长，高端酒确定性强.....	8
2.2 重点公司中报点评.....	15
2.2.1 贵州茅台：静待直营落地，全年增长无忧.....	15
2.2.2 五粮液：业绩符合预期，改革红利不断释放.....	15
2.2.3 泸州老窖：国窖特曲双轮驱动，业绩实现高增长.....	15
2.2.4 顺鑫农业：北京市场实现高增长，看好牛栏山长期成长性.....	16
三、调味品：龙头增速放缓，盈利能力稳步提升.....	17
四、乳制品：成本费用提升拉低毛利率，集中度持续提升.....	19
五、啤酒：产品结构升级叠加降税政策推动利润增长.....	21
六、食品综合：龙头企业增速表现亮眼.....	23
七、投资建议:关注龙头企业及高成长标的.....	25
风险提示.....	27

## 图表目录

图 1:	2019H1 年食品饮料行业营业收入同比增长 15.6%	5
图 2:	2019H1 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 21.6%	5
图 3:	2019H1 食品饮料行业毛利率为 49.1%	5
图 4:	2019H1 食品饮料行业 ROE 为 11.6%	5
图 5:	2019Q2 食品饮料行业营业收入同比增长 15.2%	6
图 6:	2019Q2 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 18.1%	6
图 7:	2019H1 食品加工板块中, 肉制品及调味品营业收入增速较快	6
图 8:	2019H1 饮料制造板块中, 软饮料及白酒营业收入增速最快	6
图 9:	2019H1 食品加工板块中, 调味品及食品综合净利润增速较高	7
图 10:	2019H1 饮料制造板块中, 其他酒类及白酒净利润增速较高	7
图 11:	2019H1 食品加工板块中, 调味品净利率较去年同期提升 2.0 个百分点	7
图 12:	2019H1 饮料制造板块中, 白酒净利率较去年同期提升 1.7 个百分点	7
图 13:	2019H1 食品加工板块中, 调味品及肉制品 ROE 最高	7
图 14:	2019H1 饮料制造板块中, 白酒 ROE 最高	7
图 15:	2019H1 白酒行业营业收入同比增长 19.7%	8
图 16:	2019H1 白酒行业净利润增速为 19.7%	8
图 17:	2019H1 次高端酒及高端酒收入增速最快	9
图 18:	2019H1 高端酒净利润增速最快	9
图 19:	2019Q2 次高端酒及高端酒收入增速最快	9
图 20:	2019Q2 高端酒及次高端酒净利润增速最快	9
图 21:	2019H1 白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 11.2%、5.6%	10
图 22:	2019Q2 白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 13.2%、6.4%	10
图 23:	2019H1 白酒行业存货周转率为 0.4 次	10
图 24:	2019H1 高端白酒毛利率达 84.3%	11
图 25:	2019H1 各档次白酒净利率均提升	11
图 26:	2019Q2 高端酒毛利率较去年同期增长 2.9 个百分点	11
图 27:	2019Q2 高端酒净利率较去年同期增长 2.2 个百分点	11
图 28:	2019H1 区域龙头及高端酒 ROE 均超 15%	12
图 29:	2019H1 次高端预收款提升 61.8%	13
图 30:	2019H1 白酒行业经营性现金流净额同比增长 59.9%	13
图 31:	2019Q2 白酒行业经营性现金流净额同比增长 95.8%	13
图 32:	2019H1 调味品行业营业收入增速为 14.1%	17
图 33:	2019Q2 调味品行业营业收入增速为 14.7%	17
图 34:	2019H1 调味品净利润增速为 25.8%	18
图 35:	2019Q2 调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 36.7%	18
图 36:	2019H1 调味品行业盈利能力提升	18
图 37:	2019H1 调味品行业费用率下滑	18
图 38:	2019H1 乳品行业营业收入增速为 11.9%	20
图 39:	2019Q2 乳品行业营业收入增速为 8.5%	20
图 40:	2019H1 乳品行业净利润增速为 8.7%	20
图 41:	2019Q2 乳品行业归属母公司股东的净利润增速为 7.3%	20
图 42:	2019H1 乳品行业盈利能力稳定提升	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

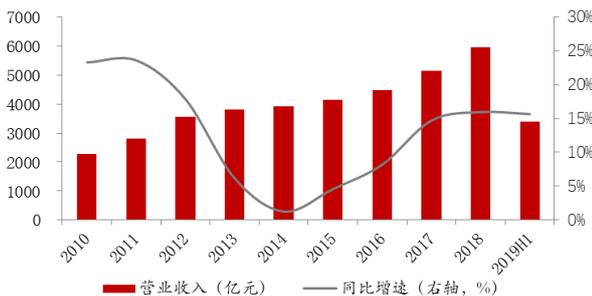
图 43:	2019H1 乳制品销售费用率下降.....	20
图 44:	2019H1 啤酒行业营业收入增速为 6.2%.....	22
图 45:	2019Q2 啤酒行业营业收入增速为 5.4%.....	22
图 46:	2019H1 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 20.0%.....	22
图 47:	2019Q2 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 18.8%.....	22
图 48:	2019H1 啤酒行业盈利能力提升显著.....	23
图 49:	2019H1 啤酒行业费用率下滑.....	23
图 50:	2019H1 食品综合行业营业收入增速为 12.1%.....	23
图 51:	2019Q2 营业收入增速为 15.9%.....	23
图 52:	2019H1 食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 14.5%.....	24
图 53:	2019Q2 食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 11.4%.....	24
图 54:	2019H1 食品综合行业净利率提升.....	24
图 55:	2019H1 食品综合行业费用率下降.....	24
表格 1.	高端酒 2019 年上半年频频提价.....	12
表格 2.	2019H1 年高端酒经营性现金流方面表现较好, 行业分化明显.....	14
表格 3.	2019H1 高端酒业绩稳健.....	16
表格 4.	2019H1 样本调味品公司财务一览表.....	19
表格 5.	2019H1 样本乳品公司财务一览表.....	21
表格 6.	2019H1 样本啤酒公司财务一览表.....	23
表格 7.	2019H1 样本食品综合公司财务一览表.....	25

## 一、2019 年上半年食品饮料行业延续增长态势

2019H1 食品饮料行业延续增长态势。2019Q2、2019H1 食品饮料行业营业收入分别为 1557.4、3399.8 亿元，同比增长 15.2%、15.6%；归属母公司股东的净利润分别为 256.0、644.2 亿元，同比增长 18.1%、21.6%，其中二季度收入及净利润增速较一季度分别环比下降 0.8、5.6 个百分点，由于食品饮料板块中白酒占比较大，二季度为白酒传统淡季叠加去年业绩基数不低，食品饮料二季度实际上依旧保持优质增长。

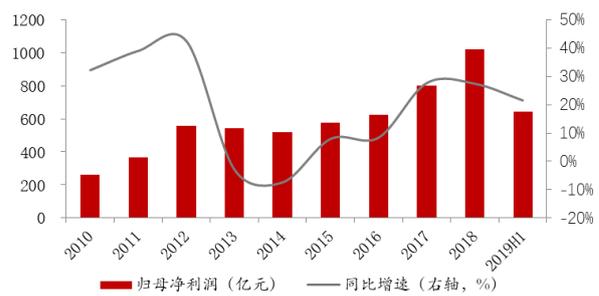
2019H1 食品饮料行业盈利能力提升显著。2019H1 年食品饮料行业毛利率为 49.1%，与去年同期持平；ROE 为 11.6%，较去年同期增长 0.9 个百分点，行业盈利能力向好。

图 1： 2019H1 年食品饮料行业营业收入同比增长 15.6%



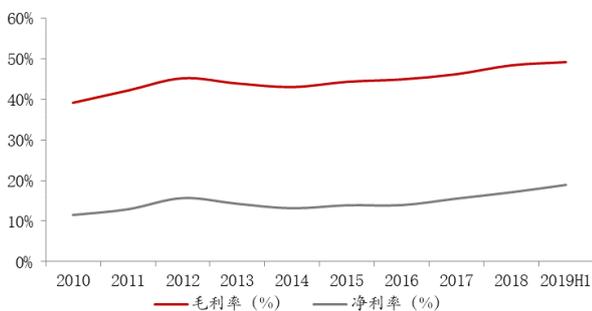
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 2019H1 年食品饮料行业归属母公司股东的净利润同比增长 21.6%



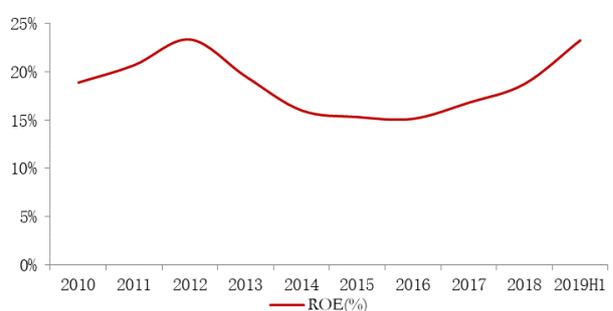
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3： 2019H1 食品饮料行业毛利率为 49.1%



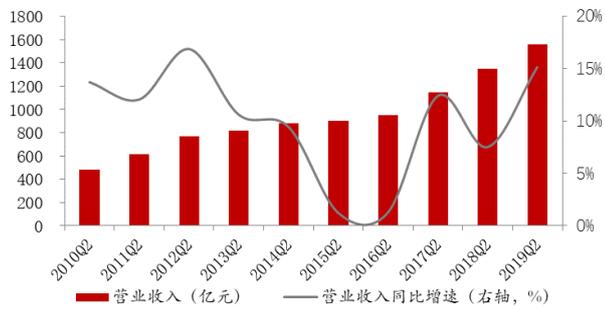
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 2019H1 食品饮料行业 ROE 为 11.6%



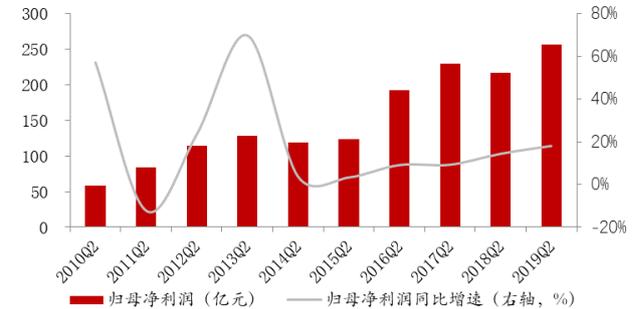
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：2019Q2 食品饮料行业营业收入同比增长 15.2%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：2019Q2 食品饮料归属母公司股东的净利润同比增长 18.1%

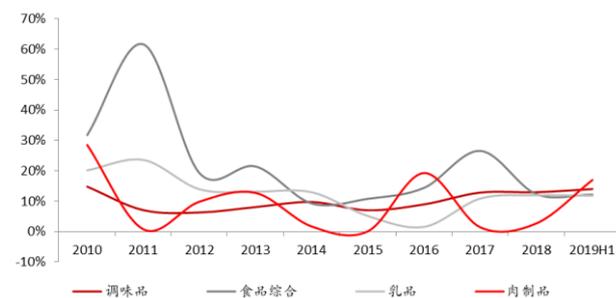


资料来源：Wind，川财证券研究所

受益于产品结构升级叠加减税红利，2019H1 白酒及调味品板块表现亮眼。子行业方面，饮料制造板块业绩表现优于食品加工，细分来看：

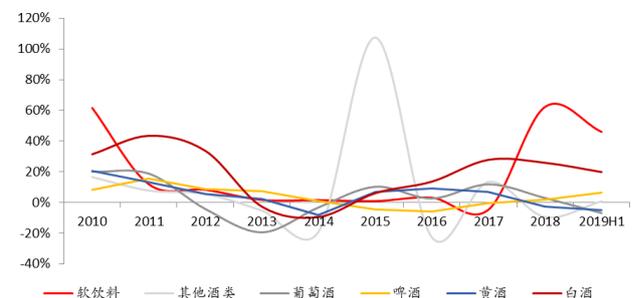
- 1) 营业收入增速排名：软饮料（46.1%）>白酒（19.7%）>肉制品（17.1%）>调味品（14.1%）；
- 2) 净利润增速排名：其他酒类（71.9%）>白酒（25.8%）>调味品（25.8%）；
- 3) 净利率排名：白酒（35.0%）>调味品（21.9%）>葡萄酒（17.0%）>黄酒（10.0%）；
- 4) ROE 排名：白酒（14.87%）>肉制品（11.7%）>乳品（9.4%）>软饮料（8.0%）。综合来看，白酒及调味品营业收入及盈利能力表现较好。

图 7：2019H1 食品加工板块中，肉制品及调味品营业收入增速较快



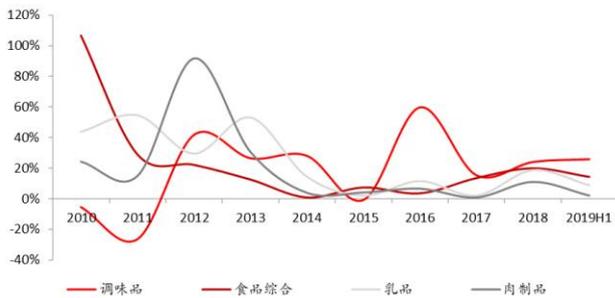
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：2019H1 饮料制造板块中，软饮料及白酒营业收入增速最快



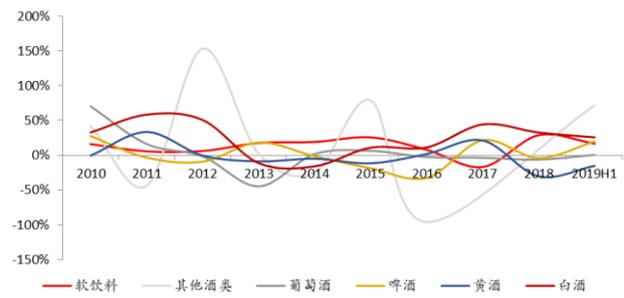
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：2019H1 食品加工板块中，调味品及食品综合净利润增速较高



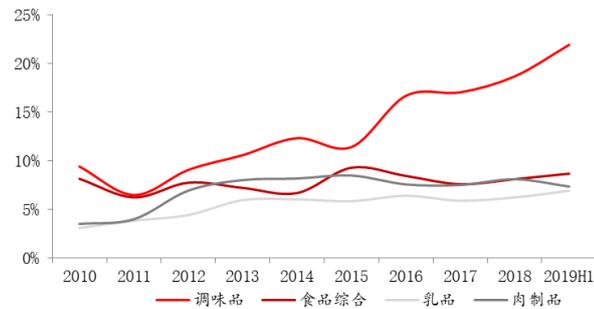
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：2019H1 饮料制造板块中，其他酒类及白酒净利润增速较高



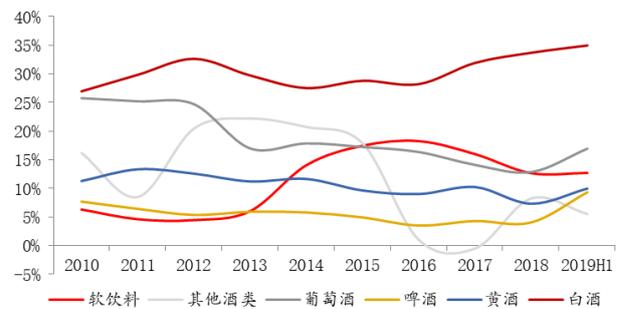
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2019H1 食品加工板块中，调味品净利率较去年同期提升 2.0 个百分点



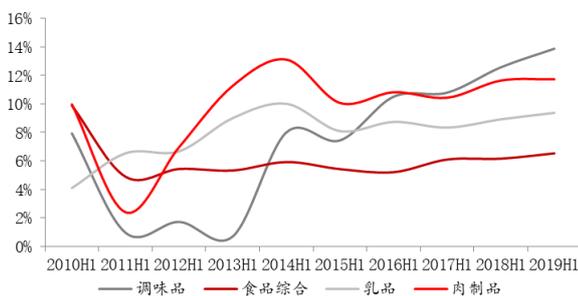
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12：2019H1 饮料制造板块中，白酒净利率较去年同期提升 1.7 个百分点



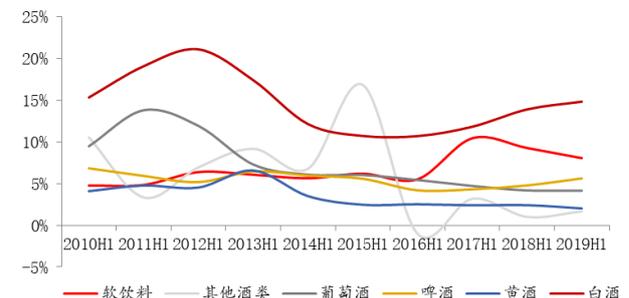
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13：2019H1 食品加工板块中，调味品及肉制品 ROE 最高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：2019H1 饮料制造板块中，白酒 ROE 最高



资料来源：Wind，川财证券研究所

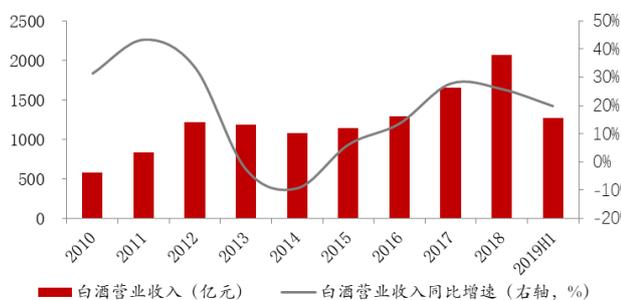
## 二、白酒：次高端增速亮眼，高端酒确定性强

### 2.1 白酒行业业绩稳健增长，高端酒确定性强

2019H1 白酒实现收入利润高增，集中度持续提升。2019H1 白酒行业收入 1266.3 亿元，归属母公司股东的净利润 443.0 亿元，分别同比增长 19.7%、25.8%。细分来看，营业收入增速方面，次高端酒 (26.2%) > 高端酒 (21.9%) > 区域龙头 (15.2%) > 三四线 (13.7%)，归属母公司股东的净利润增速方面，高端酒 (29.0%) > 三四线 (26.0%) > 次高端酒 (17.5%) > 区域龙头 (14.6%)，高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的 59.0%、72.3%，分别较去年同期提升 1.1、1.7 个百分点，白酒行业集中度不断提升。

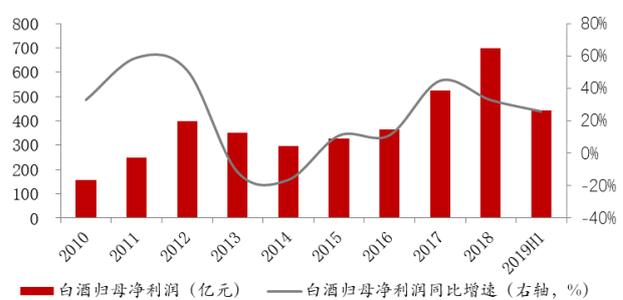
淡季不淡，2019Q2 次高端酒增速最快，同时较去年同期增速下滑幅度也最大。2019Q2 收入增速方面，次高端酒 (26.1%) > 高端酒 (17.9%) > 区域龙头 (6.4%) > 三四线 (9.1%)，归属母公司股东的净利润增速方面，次高端酒 (26.8%) > 高端 (24.5%) > 区域龙头 (13.5%) > 三四线 (13.3%)，二季度业绩增速较一季度低主要原因为一季度包含了春节旺季，次高端酒业绩增速最快高于高端酒主要原因为：1) 受益于高端酒价格带让出，次高端相继通过改善产品结构及提价等措施增厚业绩；2) 次高端酒业绩基数较小；3) 终端需求旺盛；4) 本轮周期中酒企更注重库存管理，次高端酒企通过严控库存、加强终端管理以保持动销良性，其中汾酒、水井坊、酒鬼酒业绩增速均高于 26%。虽然次高端酒业绩增速最快，但相较于去年同期增速，降幅同时也是最大的，而高端酒增速较去年同期也下滑明显，主要原因为贵州茅台供给紧张导致供不应求，收入增速放缓。

图 15：2019H1 白酒行业营业收入同比增长 19.7%



资料来源：Wind，川财证券研究所

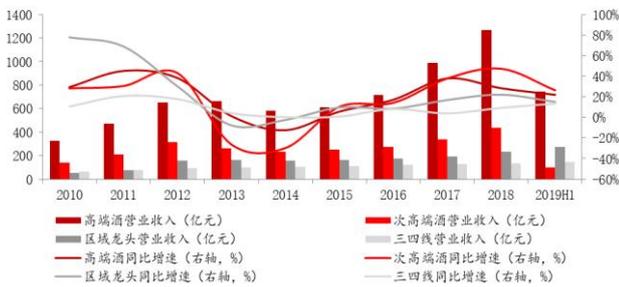
图 16：2019H1 白酒行业净利润增速为 19.7%



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 17：2019H1 次高端酒及高端酒收入增速最快



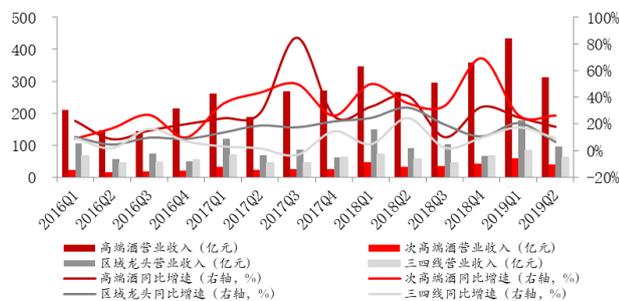
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：2019H1 高端酒净利润增速最快



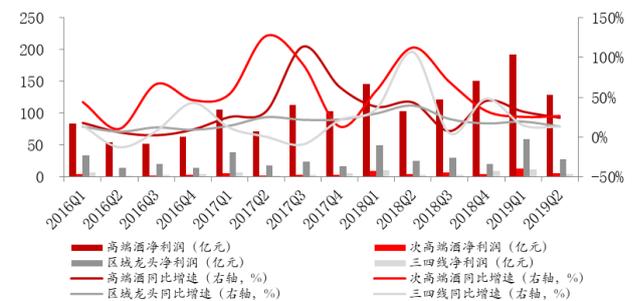
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19：2019Q2 次高端酒及高端酒收入增速最快



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：2019Q2 高端酒及次高端酒净利润增速最快

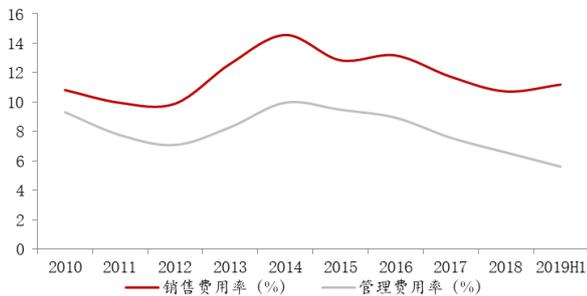


资料来源：Wind，川财证券研究所

酒企加强精细化管理，多数企业管理费用率下滑。2016-2017 年由于白酒行业景气度回升，酒企相继加大费用投入以扩大市占率，随着规模效应显现及公司对费用的精细化管理，2019H1 白酒行业管理费用率较去年同期下降 0.5 个百分点，而 2019Q2 管理费用率较去年同期下降 1.0 个百分点，白酒行业二季度管理费用率下降明显。

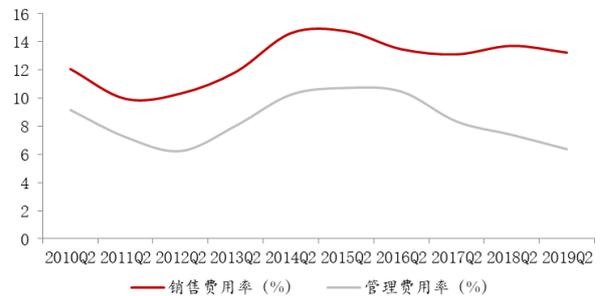
由于次高端酒价格带竞争愈加激烈，次高端酒企销售费用率提升显著。其中舍得酒受广告宣传投入增加影响，上半年公司销售费用率同比提升 3.6 个百分点至 25.40%；限制性股票激励计划费用分摊、折旧摊销及研发费用增加带动管理费用率同比提升 2.56 个百分点至 14.16%；山西汾酒销售费用率提升 3.3 个百分点；洋河销售费用率提升 0.6 个百分点；古井贡酒上半年销售费用率下滑主要原因为综合促销费用实现优化。

图 21：2019H1 白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 11.2%、5.6%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：2019Q2 白酒行业销售费用率及管理费用率分别为 13.2%、6.4%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23：2019H1 白酒行业存货周转率为 0.4 次



资料来源：Wind，川财证券研究所

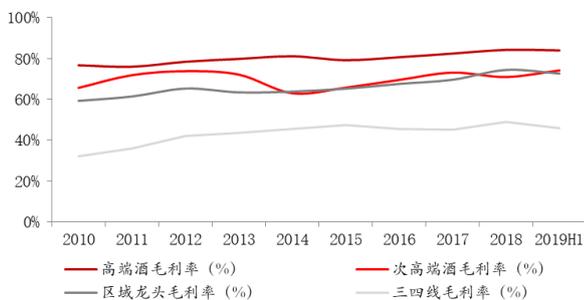
产品结构升级及提价带动行业盈利能力上移，高端酒继续验证行业维持结构性景气。由于茅台具有标杆作用，其价格的迅速上涨会让出价格带，从而带动五粮液提价，五粮液的量价齐升也为泸州老窖带来了机遇，泸州老窖通过价格跟随政策批价从年初的 720 元提升至目前的 800 元左右。截至 2019 年 9 月，贵州茅台一批价抬升至 2350 元，相较于上一轮景气周期，本轮周期茅台一批价持续增长主要原因为消费升级、居民可支配收入提升、大众消费需求增加，而非大量商政务消费需求带来的价格泡沫，因此本轮价格上涨拥有更扎实的消费基础。

随着高端酒相继提价，大部分次高端酒及区域龙头也通过产品结构升级、控货提价等方式实现品牌价值的升级。具体来看，水井坊及酒鬼酒毛利率实现增长，汾酒则受益于积极梳理系列酒品牌，毛利率实现改善；区域酒方面，由于包材及人工成本提升，古井贡酒毛利率较去年同期下降 1.1 个百分点至 77.5%，今世缘毛利率较为稳定，公司从 6 月 25 日起上调产品价格有望推动下半年毛利率实现提升；三四线酒方面，由于经销商销售折扣计入成本、渠道投入力度大、折扣力度大，毛利率较去年同期下降 3.1 个百分点至 44.6%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

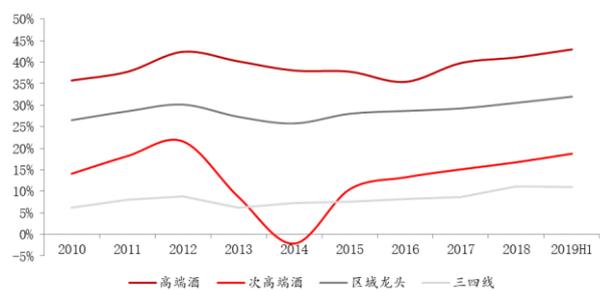
报表端来看，2019H1 白酒行业毛利率为 76.4%，较去年同期提升 0.7 个百分点，细分来看，高端酒毛利率达 84.0%，较去年同期提升 1.0 个百分点；次高端毛利率为 74.1%，较去年同期提升 2.0 个百分点；区域龙头及三四线酒毛利率分别为 72.8%、45.8%，较去年同期分别提升-0.4、-1.9 个百分点。2019Q2 高端、次高端酒及区域龙头、三四线毛利率分别环比提升 2.2、0.1、1.8、0.3 个百分点。ROE 方面，2019H1 年白酒行业 ROE 为 14.9%，较去年同期增长 1.0 个百分点，其中次高端酒 ROE 提升幅度最大。受益于产品结构升级，白酒整体毛利率及 ROE 均呈上升态势。

图 24：2019H1 高端白酒毛利率达 84.3%



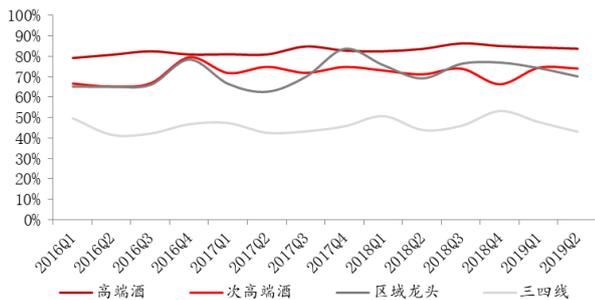
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：2019H1 各档次白酒净利率均提升



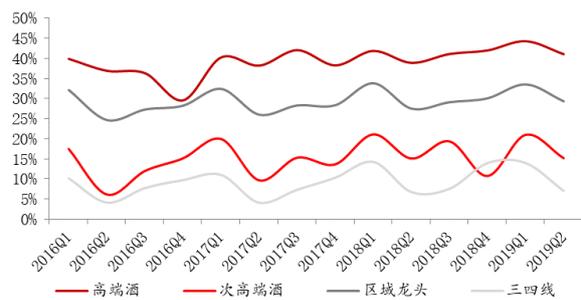
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：2019Q2 高端酒毛利率较去年同期增长 2.9 个百分点



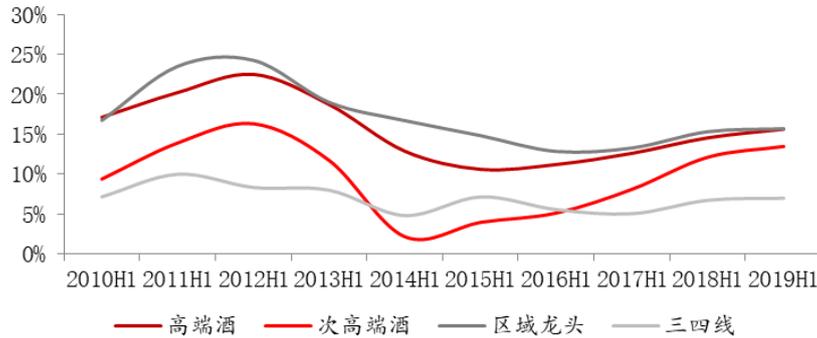
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：2019Q2 高端酒净利率较去年同期增长 2.2 个百分点



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：2019H1 区域龙头及高端酒 ROE 均超 15%



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 1. 高端酒 2019 年上半年频频提价

提价情况	
<b>五粮液：</b>	
3月，刚经历了春节旺季的五粮液经销商们正在报计划申请厂家新出的珍藏五粮液，出厂价859元。	
3月，春糖期间公布第八代新品五粮液出厂价比收藏版高出20-30元，预计新普五出厂价提升为879或889元。	
4月初下发文件，要求老普五统一供货价4月10日之前是 859元、4月10日以后 879元、4月20日以后是899元、4月30日以后是919元。	
5月15日，重庆市场一酒美销售有限公司下发《关于经典五粮液市场价格的通知》，我司对第七代经典五粮液、第七代经典五粮液收藏版及第八代经典五粮液三款产品的市场价格作如下通知：1、从今天（5月14日）起，第七代经典五粮液的终端供货价调整为 939元/瓶；从6月1日起供货价调整为969元/瓶；2、5月份，第七代经典五粮液收藏版上市，终端供货价为969元/瓶，限量 2件/店；从6月1日起供货价为999元/瓶；6月份，第八代经典五粮液上市，终端供货价为959元/瓶。	
<b>泸州老窖：</b>	
1月7日，泸州老窖宣布对38度国窖1573经典装（500ml）的建议供货价变为650元/瓶，建议团购价为680元/瓶，建议零售价为799元/瓶。	
1月8日，泸州老窖再次宣布对52度国窖1573经典装产品（规格为500ml）酒行供货价变为810元/瓶，团购价建议为880元/瓶，零售价建议为1099元/瓶。	
1月11日，泸州老窖宣布西南大区国窖1573 供货价调整为810元/瓶。	
2月，38度百年泸州老窖窖酒30年 500ml×6 瓶装产品，2019年2月1日起建议供货价调整为210元/瓶，建议团购价调整为220元/瓶，建议零售价调整为238元/瓶。	
2月，茗酿系列酒的终端价最高每瓶涨60元，最低每瓶涨20元。	
4月25日，泸州老窖怀旧酒美营销有限公司下发《关于暂停特曲60版订单接收及发运的通知》。根据通知内容显示，由于泸州老窖特曲60版2019年上半年计划配额已经提前执行完毕，经公司研究决定：即日起，暂停全国范围内泸州老窖特曲60版日常订单的接收及发运。请片区强化价格管理，坚持消费者培育工作。	
从5月1日起，公司旗下老字号特曲产品各度数结算均价上调10元/500毫升，其它规格产品的价格按比例进行相应调整，各渠道价格体系同时作出相应调整。	
5月10日，微酒获悉：国窖公司华北大区下发了《关于暂停山东区域国窖1573经典装订单接收及货物发运的通知》。通知的核心内容有二：第一，即日起，暂停山东区域国窖1573经典装订单接收及货物发运；第二，即日起，调整38度国窖1573酒终端配送价至640元/瓶，调整52度国窖1573酒终端配送价至860元/瓶。	
5月14日，微酒获悉：宜宾五粮特曲品牌营销有限公司于近期发布了价格调整文件称。文件内容显示：经公司研究决定，拟自6月1日起，对五粮特曲产品执行新的出厂价格，要求各经销商按照公司建议的产品销售价格开展工作。	
5月25日，国窖1573营销公司华中大区发布《关于暂停湖南区域国窖1573经典装订单接收及货物发运的通知》：即日起，对湖南区域市场国窖1573进行停货提价，配送价调整860元，团购价调整至919元。	
6月6日，国窖公司西南大区发布《关于暂停国窖1573经典装订单接收及货物发运》的通知，国窖方面指出，此次停货是为切实贯彻执行“终端配额制”和“价格双轨制”，并保障各级核心客户利益。通知主要内容为：称即日起，暂停各经销客户52度国窖1573经典装订单接收及货物发运。此外，对终端配送价格也做了调整：38度国窖1573经典装640元/瓶、52度国窖1573经典装860元/瓶；终端建议团购价为：38度国窖1573经典装680元/瓶、52度国窖1573 经典装919元/瓶。	
6月11日，微酒获悉国窖公司华东大区文件《关于暂停安徽区域国窖1573 经典装订单接收及货物发运的通知》。内容显示：各国窖1573安徽片区经销客户：为切实推进“终端配额制”，有效保障安徽区域广大核心经销商和终端的利益，经我单位研究决定：一、即日起，暂停安徽区域国窖1573经典装订单接收及货物发运；二、即日起，调整终端配送价格为：38度国窖1573经典装640元/瓶，52度国窖1573经典装880元/瓶；三、即日起，终端建议团购价为：38度国窖1573经典装680元/瓶、52度国窖1573经典装919元/瓶。	
6月，泸州老窖方面下发文件，对泸州老窖头曲重庆市场终端价格体系进行了统一调整：从文件内容来看，泸州老窖六年窖头曲酒（柔雅/红色柔雅）、精品头曲酒 D9（2013版）挂牌价调整为198元一瓶；泸州老窖六年窖头曲酒铁盒（2017版）、精品头曲酒D6挂牌价调整为158元一瓶；泸州老窖六年窖头曲酒铁盒（2014版）挂牌价调整为128元一瓶；泸州老窖头曲酒挂牌价调整为98元一瓶。	

资料来源：酒业家、糖酒快讯、微酒、Wind，川财证券研究所

淡季预收款环比略微下滑。2019H1 年白酒行业预收款为 186.9 亿元，同比增长  
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

长 14.8%，环比下降 2.1%。细分来看，贵州茅台、五粮液、泸州老窖预收款环比均实现增长，经销商打款积极性高，其中五粮液 2019H1 预收款环比下降 10.3%，主要原因为 6 月后八代普五打款规则改为按月打款。次高端方面，水井坊预收款实现 46.7% 的环比增长主要原因为上半年推出多款新品，并对原有产品进行升级，汾酒预收款实现 23.1% 的环比增长主要原因为公司在上半年加强了对渠道的管控，渠道备货意愿提升。

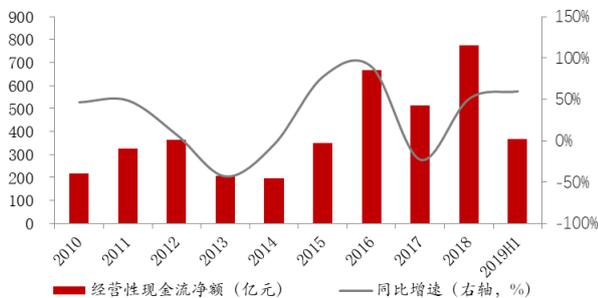
图 29：2019H1 次高端预收款提升 61.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

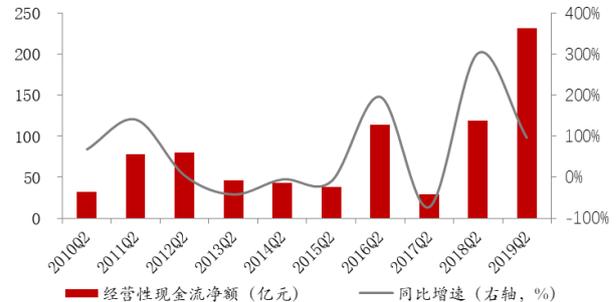
从经营性现金流净额方面来看行业有所分化。2019H1 白酒行业经营性现金流净额为 368.6 亿元，同比增长 59.9%，其中高端酒表现较好，2019H1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖现金流净额分别实现 35.8%、1302.1%、316.4%，五粮液增长明显主要原因为本报告期银行承兑汇票到期收现增加及贷款中收取的现金比例提高，而三四线酒企现金流净额增速普遍为负。

图 30：2019H1 白酒行业经营性现金流净额同比增长 59.9%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：2019Q2 白酒行业经营性现金流净额同比增长 95.8%



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 2. 2019H1 年高端酒经营性现金流方面表现较好，行业分化明显

		2018H1 经营活动产生之现金流量净额 (亿元)	2018H1 现金流同比增速 (%)	2019H1 经营活动产生之现金流量净额 (亿元)	2019H1 现金流同比增速 (%)
高端酒	贵州茅台	177.4	155.7	240.9	35.8
	五粮液	6.0	-81.1	83.7	1302.1
	泸州老窖	4.1	-69.6	17.1	316.4
次高端酒	酒鬼酒	0.8	3074.2	1.2	62.6
	舍得酒业	1.4	234.0	-1.4	-198.2
	水井坊	-0.1	-111.1	5.0	4330.8
	山西汾酒	-0.1	-108.6	16.9	6601.9
区域龙头	古井贡酒	6.7	57.3	10.4	55.7
	洋河股份	16.6	89.3	-5.1	-130.7
	今世缘	4.0	-15.2	3.0	-24.5
	口子窖	0.0	-98.3	2.0	3976.6
三四线	顺鑫农业	14.8	135.2	-1.6	-111.1
	伊力特	0.6	449.6	-0.2	-133.8
	金种子酒	-2.2	-7.5	-1.8	17.4
	迎驾贡酒	-0.3	57.4	-1.8	-406.5
	金徽酒	0.7	233.5	2.1	182.9
	老白干酒	0.2	105.7	-1.8	-1046.1

资料来源: Wind, 川财证券研究

**高端酒确定性强，行业结构性机会显现。**上半年白酒行业表现优秀，其中高端酒收入利润实现高增长印证了我们之前的判断：

**高端酒方面：**受益于需求旺盛、消费升级、茅台产量受限，茅台一批价迅速提升确立了高端酒量价齐升的局面，而下半年直营将逐步落地保证了业绩目标的达成；五粮液则通过推出八代普五来提升产品价格及批价，考虑到上半年发货结构中收藏版及八代普五占比较小，预计下半年高端酒价格对收入贡献度比上半年奖有所提升。泸州老窖则采取紧跟随五粮液的价格政策进行分散式控货提价，同时特曲实现高增长；

**次高端酒方面：**受益于高端酒价格带提升，次高端酒相继通过提价方式增厚业绩，2019H1 次高端收入及利润增速表现亮眼，此外，水井坊及酒鬼酒省外市场实现高增长；

**区域龙头方面，**随着本地消费力逐步升级，区域酒消费群体不断增长，经济发达地区的区域龙头受益于当地消费能力提升，古井贡受益于省内消费升级，古 8 及以上产品增速超 55%，今世缘以国缘 V 系、对开、四开为代表的特 A+类产品营业收入实现 44.33%的高增速；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

三四线酒方面，顺鑫农业回款势头依旧强劲，北京市场实现高增速，长期看，牛栏山有望凭借全国化品牌、产品高性价比、渠道利润丰厚进一步提升市占率。

我们认为在消费升级的大背景下，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，因此我们看到具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 2019 年上半年表现优异。长期来看在国家促消费政策提振下，行业将持续结构性繁荣。

## 2.2 重点公司中报点评

### 2.2.1 贵州茅台：静待直营落地，全年增长无忧

1) 上半年业绩增速放缓，静待直营落地。上半年公司实现营业收入及净利润分别同比增长 18.24%、26.56%；第二季度营业收入及净利润分别同比增长 12.02%、20.30%，增速放缓明显。具体产品来看，茅台酒及系列酒收入分别较去年同期增长 18.42%、16.57%，预计 19Q2 发货量约 7000 吨，同比增长约 9.4%，但部分经销商存在囤货待旺季行为叠加 6 月底停止使用国酒茅台商标使得市场反馈仍缺货，上半年总发货约 1.4 万吨，较去年同期基本持平，目前全年销量达成率约为 44%；分渠道来看，直营及批发分别较去年同期增长-37.85%、22.89%，业绩不及预期主因减少的 593 家经销商对应配额未通过直销渠道进行投放，同时受经营体制改造影响直营渠道尚未放量，预计公司在 19Q4 放量后直营渠道收入将迅速增长、均价将提升，全年业绩无虑。而三季报因为报表前值基数较低、吨价不断提升等原因我们持乐观预期，环比有望实现增长。

### 2.2.2 五粮液：业绩符合预期，改革红利不断释放

五粮液 2019Q2 实现营业收入 95.60 亿元，同比增长 27.06%；净利润 28.61 亿元，同比增长 33.75%，2019Q2 收入及净利润增速均略有提升，核心产品普五量价齐升为业绩主要驱动力。销量方面，预计公司上半年发货量超 1.5 万吨，同比增长超 15%，1618、低度酒发货量预计较去年同期增长 70%。价格方面，收藏版发货量超 1300 吨，出厂价为 859 元，同比增长约 9%；受益于八代普五导入顺利，渠道及终端铺货率稳步提升，八代普五出厂价提升至 889 元，同比增长约 13%；七代普五方面，渠道库存处于低位，批价提升至 930-940 元，较年初幅度超 16%，五粮液价格稳步提升使得公司盈利能力实现高增长。考虑到上半年发货结构中收藏版及八代普五占比较小，预计下半年高端酒价格对收入贡献度比上半年奖有所提升，同时经销商利润得到改善为高端酒的量价齐升奠定了坚实的基础。

### 2.2.3 泸州老窖：国窖特曲双轮驱动，业绩实现高增长

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019H1 公司高档酒（国窖系列）实现收入 43.1 亿元，同比增长 30.5%，其中国窖收入占比提升至 54%。在高端酒持续扩容、茅台批价持续提升的背景下，国窖重启价格双轨制、推出上调终端“熔断奖励”制度及多项控货挺价政策，国窖量价有望持续提升；中档酒上半年增长迅速，收入为 22.2 亿元，同比增长 35.1%，其中次高端特曲 60 在团购渠道表现优秀，预计增速超 30%；老字号特曲受益于上半年的两次连续提价及市场渗透率提升，预计收入增速超 35%；低档酒收入 13.8 亿元，同比增长 0.7%。产品结构升级推动收入提升，同时毛利率大幅上行为盈利能力高增长打下坚实基础。

#### 2.2.4 顺鑫农业：北京市场实现高增长，看好牛栏山长期成长性

上半年公司营业收入及净利润同比增长分别为 16.36%、36.82%；单二季度营业收入及净利润同比增长分别为 11.99%、89.95%，营收增速放缓但净利润显著改善。分地区来看，北京市场实现营业收入 39.51 亿元，同比增长 36.11%；而外埠市场实现营业收入 44.46 亿元，同比增长 2.32%，泛全国化稳步推进。我们认为，外埠市场业绩增速放缓主因：1) 去年同期外埠市场业绩高增长导致高基数（去年同期外埠市场实现营收 43.46 亿元，同比增长 71.31%）；2) 公司通过“深分销”从全国化扩张向市场纵深发展转变，外埠市场牛栏山品牌认可度低于北京；3) 二季度为牛栏山销售淡季。短期来看，公司加速“深分销、调结构、树样板”三大转变，业绩增长更为稳健；长期来看，低端酒市场规模接近 2000 亿，但 CR3 仅为 12%，牛栏山有望凭借全国化品牌、产品高性价比、渠道利润丰厚进一步提升市占率。

表格 3. 2019H1 高端酒业绩稳健

	2018 营业收入 (亿元)	2018 年营业收入同比增速 (%)	2018 年归母净利润 (亿元)	2018 年归母净利润同比增速 (%)	2018 年销售毛利率 (%)	2018 年销售净利率 (%)	2019H1 营业收入 (亿元)	2019H1 营业收入同比增速 (%)	2019H1 归母净利润 (亿元)	2019H1 归母净利润同比增速 (%)	2019H1 销售毛利率 (%)	2019H1 销售净利率 (%)	
高端酒	贵州茅台	736.4	26.5	352.0	30.0	91.1	51.4	394.9	18.2	199.5	26.6	91.9	53.7
	泸州老窖	130.6	25.6	34.9	36.3	77.5	26.9	271.5	26.7	93.4	31.3	73.8	36.1
	五粮液	400.3	32.6	133.8	38.4	73.8	35.1	80.1	24.8	27.5	39.8	79.7	34.7
次高端酒	山西汾酒	93.8	47.5	14.7	54.0	66.2	16.6	63.8	22.3	11.9	26.3	71.5	19.8
	水井坊	28.2	37.6	5.8	72.7	81.9	20.6	16.9	26.5	3.4	27.0	82.2	20.1
	舍得酒业	22.1	35.0	3.4	138.1	72.6	16.9	12.2	19.9	1.9	11.8	74.5	16.5
区域龙头	酒鬼酒	11.9	35.1	2.2	26.5	78.8	18.8	7.1	35.4	1.6	36.1	77.6	22.0
	洋河股份	241.6	21.3	81.2	22.5	73.7	33.6	160.0	10.0	55.8	11.5	70.9	34.9
	古井贡酒	86.9	24.7	17.0	47.6	77.8	20.0	59.9	25.2	12.5	39.9	76.7	21.3
三四线	口子窖	42.7	18.5	15.3	37.6	74.4	35.9	24.2	12.0	8.9	22.0	75.9	37.0
	今世缘	37.4	26.6	11.5	28.4	72.9	30.8	30.5	29.4	10.7	25.2	72.0	35.1
	顺鑫农业	120.7	2.9	7.4	69.8	40.0	6.0	84.2	16.4	6.5	34.6	36.8	7.7
	老白干酒	35.8	41.3	3.5	114.3	61.2	9.8	19.6	34.3	1.9	32.7	61.6	9.9
	迎驾贡酒	34.9	11.2	7.8	16.8	60.9	22.3	18.8	8.6	4.4	16.4	63.0	23.6
	伊力特	21.2	10.7	4.3	21.1	49.0	20.4	9.4	(5.7)	2.0	(6.4)	51.3	21.7
	金徽酒	14.6	9.7	2.6	2.2	62.3	17.7	8.1	2.6	1.3	(14.4)	57.9	16.6
金种子酒	13.1	1.9	1.0	1144.1	51.2	7.8	5.1	(7.8)	(0.3)	(629.2)	41.4	(6.2)	

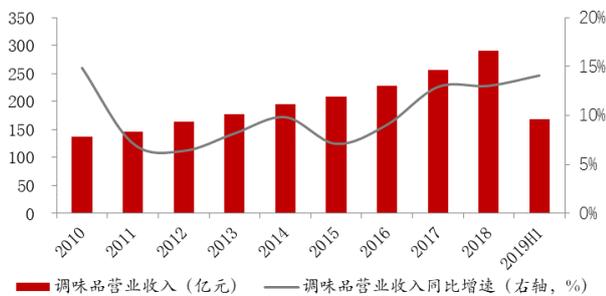
资料来源: Wind, 川财证券研究

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 三、调味品：龙头增速放缓，盈利能力稳步提升

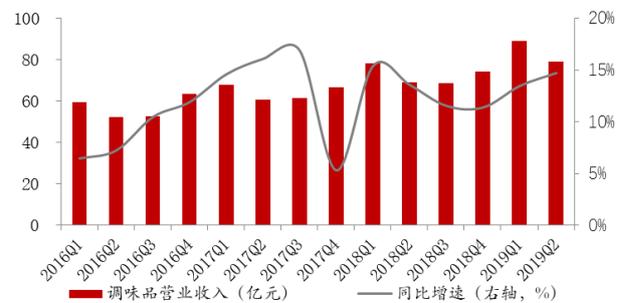
龙头企业业绩增速放缓。2019H1 调味品行业收入及净利润分别为 168.0、36.9，分别同比增长 14.1%、25.8%，利润增长显著。其中海天味业、中炬高新恒顺醋业收入分别为 101.6、23.9、10.9 亿元，分别同比增长 16.5%、10.0%、2.1%，龙头业绩增速放缓。细分来看，酱油方面，海天味业业绩较为稳定，酱油、蚝油、酱收入分别同比提升 13.6%、21.1%、7.5%，酱油稳健增长主要原因为产品结构升级叠加渠道细化，酱类产品在 18 年底公司完成渠道梳理后增速实现改善；中炬高新美味鲜 2019H1 收入为 22.6 亿元，同比提升 15.3%，2019H1 酱油保持稳健增长，蚝油、料酒增速较高，其中蚝油产品延续了 18 年以来的高增长态势，未来发展空间可期；千禾味业 2019H1 实现 5.9 亿元收入，同比增长 24.1%，主要原因为产品结构进一步优化后，中高端产品增量明显，其中酱油品类实现了 3.6 亿元的收入，同比增长 37%。食醋方面，恒顺醋业在公司年初针对部分产品提价使得业绩保持良好增长，其中醋类产品的营业收入 6.2 亿元，同比增速 7.7%；料酒营收 1.2 亿元，同比增速 32.6%，料酒业绩亮眼主要原因为积极开拓市场。

图 32：2019H1 调味品行业营业收入增速为 14.1%



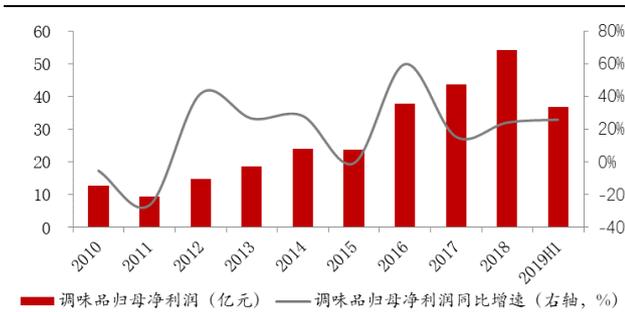
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：2019Q2 调味品行业营业收入增速为 14.7%



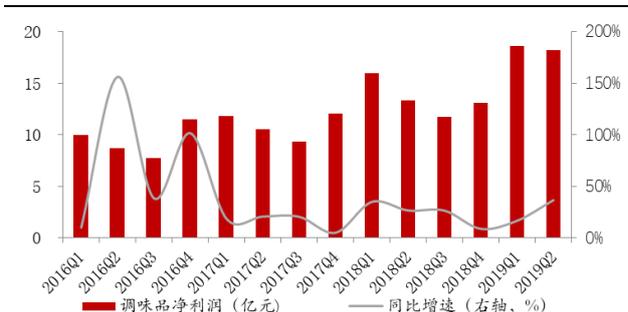
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：2019H1 调味品净利润增速为 25.8%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35：2019Q2 调味品行业归属母公司股东的净利润增速为 36.7%

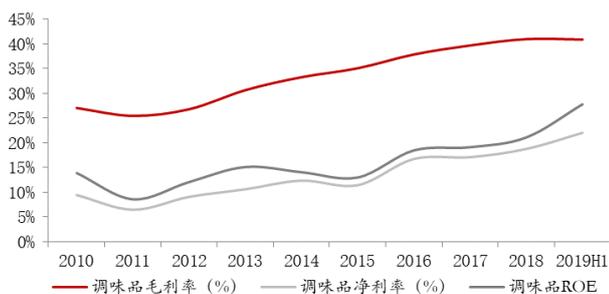


资料来源: Wind, 川财证券研究所

原料成本提升使得毛利率承压。2019H1 调味品行业毛利率及净利率分别为 40.8%、21.9%，较去年同期提升-0.6、2.0 个百分点，调味品原料成本提升使得毛利率承压。主要企业方面，海天、中炬高新毛利率下滑主要原因为成本及非酱油产品占比提升，恒顺醋业毛利率提升主要原因为产品结构实现升级。

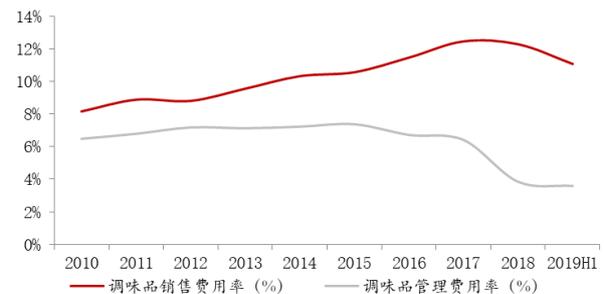
主要企业控费情况良好利于盈利水平提升。2019H1 调味品行业销售费用率及管理费用率均稳定下降显示行业控费状况良好，细分来看，2019H1 海天味业、中炬高新的销售费用率分别同比降低 2.5、0.3 个百分点。

图 36：2019H1 调味品行业盈利能力提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 37：2019H1 调味品行业费用率下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

**表格 4. 2019H1 样本调味品公司财务一览表**

		2018营 业收入 (亿元)	2018年 营业收入 同比增速 (%)	2018年 归母净 利润 (亿 元)	2018年归 母净利润 同比增速 (%)	2018年 销售毛 利率 (%)	2018年 销售净 利率 (%)	2019H1 营业收入 (亿 元)	2019H1 营业收入 同比 增速 (%)	2019H1 归母净 利润 (亿 元)	2019H1 归母净 利润同 比增速 (%)	2019H1销 售毛利率 (%)	2019H1销 售净利率 (%)
调味品	海天味业	170.3	16.8	43.6	23.6	46.5	25.6	101.6	16.5	27.5	22.3	44.9	27.1
调味品	中炬高新	41.7	15.4	6.1	34.0	39.1	16.4	23.9	10.0	3.7	8.0	39.8	17.0
调味品	涪陵榨菜	19.1	25.9	6.6	59.8	55.8	34.6	10.9	2.1	3.1	3.1	58.6	29.0
调味品	加加食品	17.9	(5.4)	1.2	(27.6)	26.2	6.5	10.2	10.0	0.9	6.4	27.3	8.4
调味品	恒顺醋业	16.9	9.9	3.0	8.4	42.2	17.9	8.8	9.4	1.4	15.3	43.9	16.4
调味品	千禾味业	10.7	12.4	2.4	66.6	45.7	22.5	5.9	24.1	0.9	(35.6)	46.6	14.7
调味品	星湖科技	8.6	25.1	0.4	126.7	25.8	4.9	5.5	24.9	0.8	365.7	34.2	13.9
调味品	安记食品	3.4	33.6	0.4	(4.3)	30.9	11.6	2.1	35.1	0.3	33.2	25.1	13.6
调味品	佳隆股份	3.2	11.1	0.4	64.3	45.3	11.0	1.5	(10.9)	0.2	(24.9)	45.2	12.1

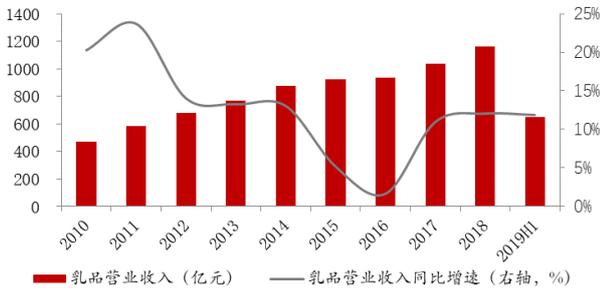
资料来源: Wind, 川财证券研究所

#### 四、乳制品：成本费用提升拉低毛利率，集中度持续提升

龙头收入占比持续提升。2019H1 年乳品行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 650.8、44.8 亿元，分别同比增长 11.9%、8.7%，较去年同期下降 1.5、5.4 个百分点。主要企业方面，2019H1 蒙牛及伊利收入分别为 449.7、398.6 亿元，分别同比增长 13.6%、15.6%，其中伊利常温奶 2019H1 市占率同比提升 2.4 个百分点至 38.7%，蒙牛常温、低温、婴幼儿奶粉市占率分别提升 0.8、1.0、0.3 个百分点至 33.2%、28.0%、4.5%，龙头企业市占率不断提升。

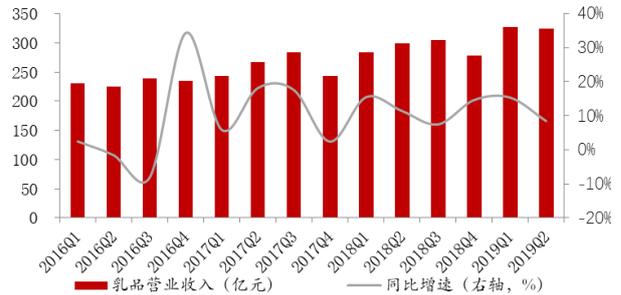
成本及促销费用提升使得毛利率下滑。2019H1 乳制品行业毛利率及净利率分别为 37.1%、6.9%，较去年同期下滑 0.2、0.2 个百分点，主要原因为原奶价格提升显著及促销力度加大。主要企业方面，蒙牛受益于产品结构升级叠加费用率下滑、投资收益转正，毛利率下滑 0.14 个百分点至 39.1%；伊利毛利率则下降 0.1 个百分点至 38.6%。销售费用方面，2019H1 乳制品行业销售费用率及管理费用率分别为 23.8%、4.4%，分别较去年同期提升 -1.8、0.4 个百分点，销售费用率下滑明显主要原因为去年基数较大。

图 38：2019H1 乳品行业营业收入增速为 11.9%



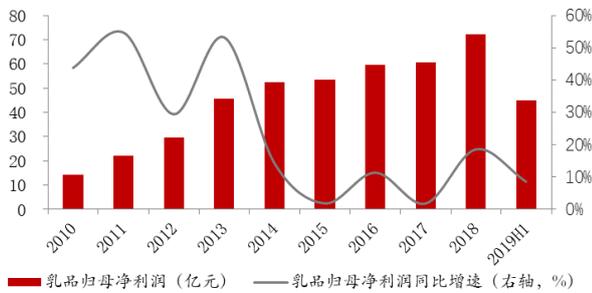
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39：2019Q2 乳品行业营业收入增速为 8.5%



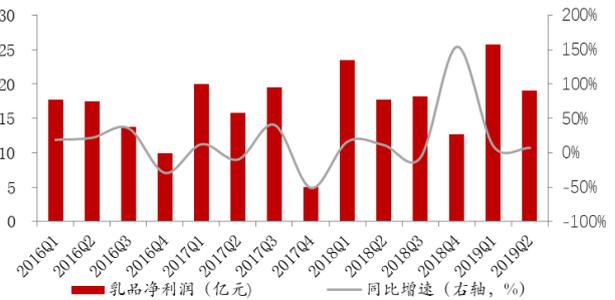
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：2019H1 乳品行业净利润增速为 8.7%



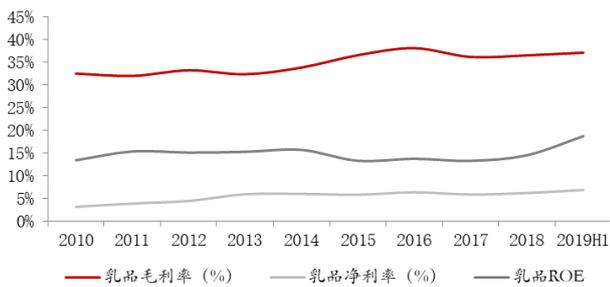
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：2019Q2 乳品行业归属母公司股东的净利润增速为 7.3%



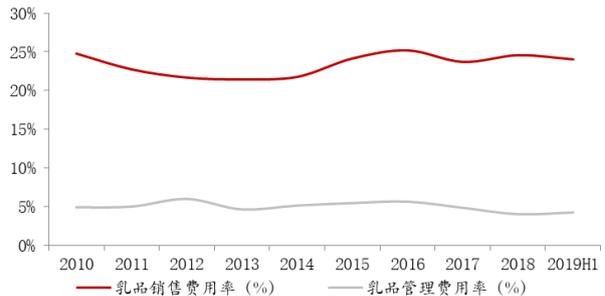
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：2019H1 乳品行业盈利能力稳定提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：2019H1 乳制品销售费用率下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 5. 2019H1 样本乳品公司财务一览表

	2018 营业收入 (亿元)	2018 年营业收入同比增速 (%)	2018 年归母净利润 (亿元)	2018 年归母净利润同比增速 (%)	2018 年销售毛利率 (%)	2018 年销售净利率 (%)	2019H1 营业收入 (亿元)	2019H1 营业收入同比增速 (%)	2019H1 归母净利润 (亿元)	2019H1 归母净利润同比增速 (%)	2019H1 销售毛利率 (%)	2019H1 销售净利率 (%)
伊利股份	789.8	16.9	64.4	7.3	37.8	8.2	449.7	13.6	37.8	9.7	38.6	8.4
光明乳业	209.9	(4.7)	3.4	(44.9)	33.3	2.5	110.9	3.2	3.7	8.1	32.8	4.6
三元股份	74.6	21.8	1.8	137.2	33.1	2.5	41.7	10.0	1.8	47.3	34.1	5.4
新乳业	49.7	12.4	2.4	9.2	33.8	5.0	27.1	13.5	1.0	1.9	34.5	4.0
天润乳业	14.6	17.9	1.1	15.2	27.3	8.1	8.2	13.5	0.8	11.3	27.4	9.7
燕塘乳业	13.0	4.7	0.4	(65.1)	31.9	3.5	7.0	13.8	0.7	57.1	35.2	9.8
科迪乳业	12.9	3.7	1.3	1.9	24.8	10.0	6.3	9.5	0.8	22.7	26.5	12.5
庄园牧场	6.6	4.7	0.6	(7.0)	32.3	9.7	4.0	26.6	0.3	1.4	32.5	6.7
麦趣尔	6.0	3.6	(1.5)	(918.3)	36.7	(25.8)	2.9	(2.5)	0.1	(35.9)	34.9	2.5

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 五、啤酒：产品结构升级叠加降税政策推动利润增长

产品结构升级叠加降税政策推动行业业绩增长。2019H1 年啤酒行业实现收入及净利润 276.5、25.8 亿元，同比增长 6.2%、20.0%，分别较去年同期增长 4.6、6.8 个百分点；毛利率及净利率分别为 40.7%、9.3%，分别较去年同期增长 0.8、1.1 个百分点。从公司角度来看，2019H1 青岛啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒收入增速分别为 9.2%、5.5%、3.9%，净利润增速分别为 25.2%、35.9%、13.8%。青岛啤酒方面，2019H1 公司啤酒销量增长 3.6%、单价增长 5.5%，量价齐升共同推动收入增长，提价幅度高于行业整体水平保证盈利端稳步增长；珠江啤酒方面，公司上半年高端产品占比提升 3 个百分点至 37%，而收入在销量小幅下滑的背景下实现 5.5% 的同比增长，利润端在产品结构升级的推动下实现 35.9% 的增长；重庆啤酒方面，2019H1 公司中档产品实现 9.63% 的增长，同时助推“本地强势品牌+国际高端品牌”的核心品牌组合为业绩提供了支撑。

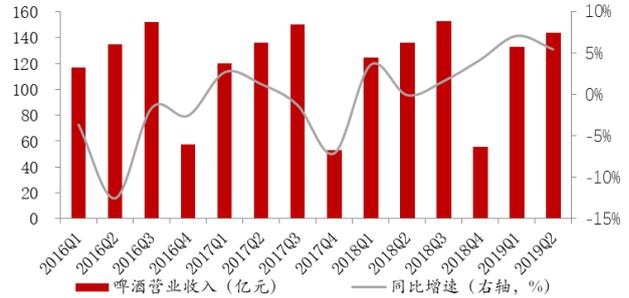
啤酒行业今年有望迎来盈利拐点，主要原因为：1) 高端化策略持续进行，产品结构升级是推动行业盈利能力持续改善的主要驱动力；2) 2019 年 4 月增值税税率从 16% 下调至 13%，增值税下降改善了啤酒酒厂盈利能力；3) 龙头持续推进关厂提效策略，我们认为未来在产品结构升级、产能优化、降本增效、增值税率下降等因素影响下，龙头盈利水平有望稳步提升。

图 44：2019H1 啤酒行业营业收入增速为 6.2%



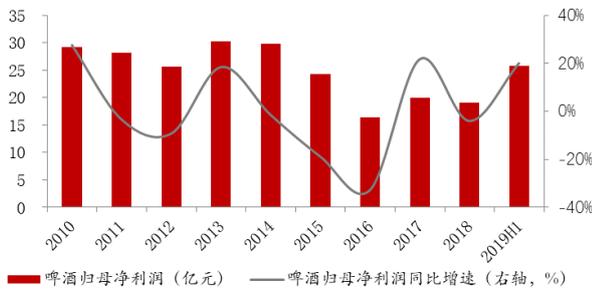
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 45：2019Q2 啤酒行业营业收入增速为 5.4%



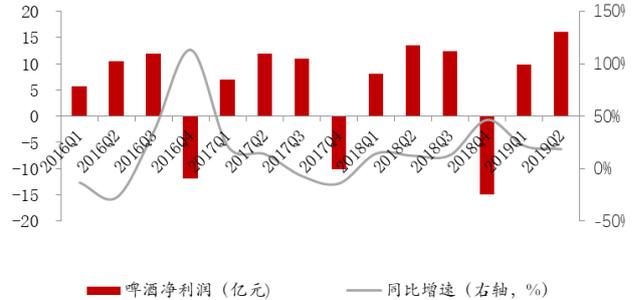
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 46：2019H1 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 20.0%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

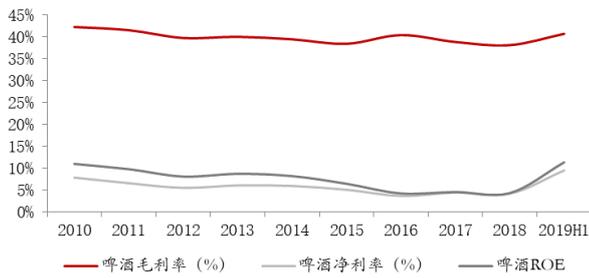
图 47：2019Q2 啤酒行业归属母公司股东的净利润增速为 18.8%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

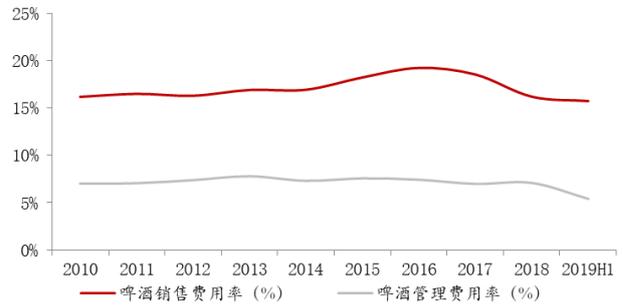
关厂减员推动生产效率提升，费用控制良好。2019H1 啤酒行业销售费用率及管理费用率分别为 15.8%、4.2%，较去年同期分别提升 0.4、-0.8 个百分点，其中珠江啤酒、重庆啤酒销售费用率分别下降 0.5、0.02 个百分点，而燕京啤酒、青岛啤酒则略有抬升。此外，青岛啤酒、华润啤酒等酒厂关厂减员政策正稳步推进，其中青岛啤酒实际产能利用率提升 6.3 个百分点至 77.7%，啤酒行业产能有望得到进一步优化，生产效率有望得到进一步提升。

图 48：2019H1 啤酒行业盈利能力提升显著



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 49：2019H1 啤酒行业费用率下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 6. 2019H1 样本啤酒公司财务一览表

	2018 营业收入 (亿元)	2018 年营业收入同比增速 (%)	2018 年归母净利润 (亿元)	2018 年归母净利润同比增速 (%)	2018 年销售毛利率 (%)	2018 年销售净利率 (%)	2019H1 营业收入 (亿元)	2019H1 营业收入同比增速 (%)	2019H1 归母净利润 (亿元)	2019H1 归母净利润同比增速 (%)	2019H1 销售毛利率 (%)	2019H1 销售净利率 (%)
青岛啤酒	265.8	1.1	14.2	12.6	37.7	5.9	165.5	9.2	16.3	25.2	40.1	10.4
燕京啤酒	113.4	1.3	1.8	11.5	38.5	2.0	64.6	1.4	5.1	1.1	42.6	8.8
珠江啤酒	40.4	7.3	3.7	97.7	40.6	9.4	21.1	5.5	2.1	35.9	43.2	10.4
重庆啤酒	34.7	9.2	4.0	22.6	39.9	12.1	18.3	3.9	2.4	13.7	40.7	14.8
古越龙山	17.2	4.9	1.7	4.7	38.0	10.0	9.5	(1.8)	1.0	(2.2)	39.0	10.6

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 六、食品综合：龙头企业增速表现亮眼

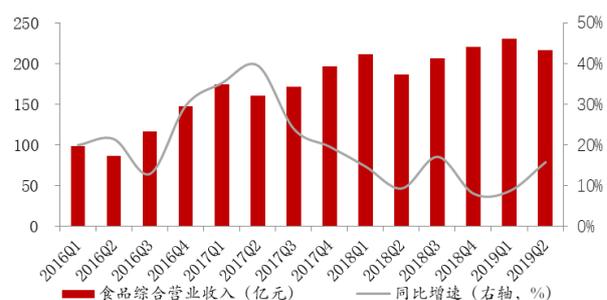
2019H1 食品综合中细分行业龙头表现优异。2019H1 食品综合行业营业收入及归属母公司股东的净利润分别为 446.9、38.7 亿元，分别同比增长 12.1%、14.5%，较去年同期下滑 0.1、8.0 个百分点。食品综合中汤臣倍健等主要细分行业主要企业均表现优秀，细分行业竞争格局较好。

图 50：2019H1 食品综合行业营业收入增速为 12.1%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

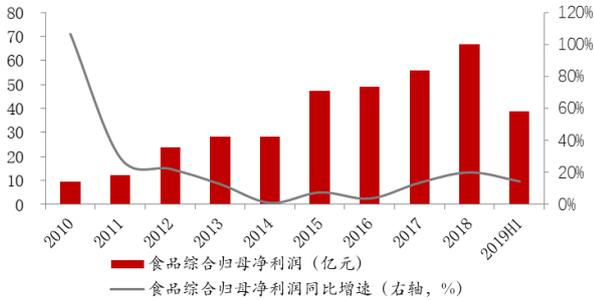
图 51：2019Q2 营业收入增速为 15.9%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

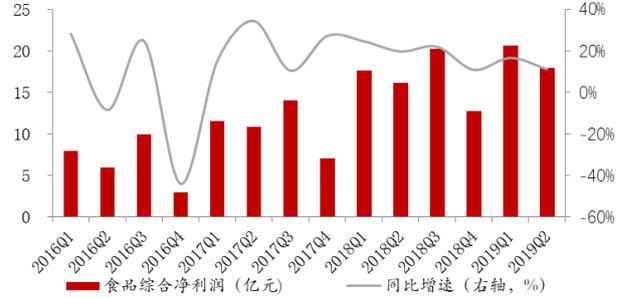
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 52：2019H1 食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 14.5%



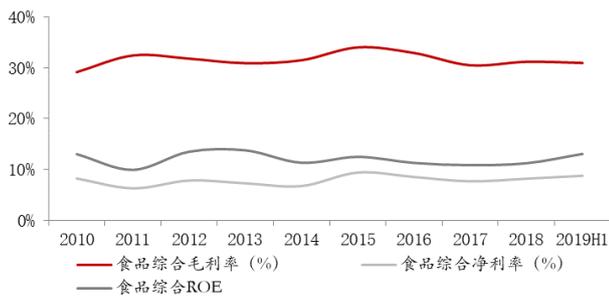
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 53：2019Q2 食品综合行业归属母公司股东的净利润增速为 11.4%



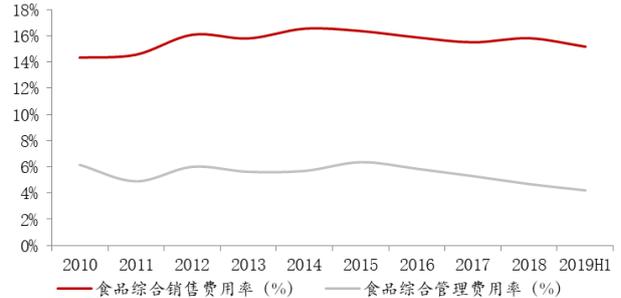
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 54：2019H1 食品综合行业净利率提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 55：2019H1 食品综合行业费用率下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 7. 2019H1 样本食品综合公司财务一览表

	2018 营业收入 (亿元)	2018 年营业收入同比增速 (%)	2018 年归母净利润 (亿元)	2018 年归母净利润同比增速 (%)	2018 年销售毛利率 (%)	2018 年销售净利率 (%)	2019H1 营业收入 (亿元)	10%	2019H1 归母净利润 (亿元)	2019H1 归母净利润同比增速 (%)	2019H1 销售毛利率 (%)	2019H1 销售净利率 (%)
上海梅林	221.8	(0.2)	3.1	9.1	12.9	1.8	128.7	8.8	3.1	8.8	13.8	3.6
三全食品	55.4	5.4	1.0	41.5	35.5	1.8	30.4	(1.1)	0.9	8.0	33.2	2.9
好想你	49.5	21.6	1.3	21.2	28.5	2.2	28.6	8.8	1.3	22.7	30.0	4.4
桃李面包	48.3	18.5	6.4	25.1	39.7	13.3	25.6	18.1	3.0	15.5	39.6	11.9
绝味食品	43.7	13.4	6.4	27.7	34.3	14.4	24.9	19.4	4.0	25.8	34.2	15.8
汤臣倍健	43.5	39.9	10.0	30.8	67.7	20.9	29.7	36.9	8.7	23.0	68.0	27.9
安井食品	42.6	22.2	2.7	33.5	26.5	6.3	23.4	19.9	1.7	16.0	25.5	7.1
洽洽食品	42.0	16.5	4.3	35.6	31.2	10.5	19.9	6.0	2.2	28.1	31.8	11.2
黑芝麻	39.6	43.0	0.6	(46.1)	20.6	0.6	19.9	46.9	0.2	17.2	18.4	0.9
来伊份	38.9	7.0	0.1	(90.0)	43.9	0.3	20.4	2.3	0.4	20.2	44.7	2.2
克明面业	28.6	25.9	1.9	65.0	23.6	6.5	15.1	17.5	1.0	(9.4)	22.2	6.9
广州酒家	25.4	15.9	3.8	12.8	54.7	15.1	9.5	20.2	0.6	10.2	47.8	6.7
爱普股份	25.0	7.5	1.1	(23.6)	17.6	5.1	12.2	(1.1)	0.7	32.4	20.2	6.9
双塔食品	23.8	15.1	0.9	149.0	14.8	3.9	11.5	2.7	0.9	38.6	19.5	8.1
华宝股份	21.7	(1.3)	11.8	2.4	77.6	55.0	9.8	1.9	5.7	8.1	76.9	59.4
元祖股份	19.6	10.2	2.4	18.7	64.8	12.3	8.3	15.2	0.4	36.1	64.3	4.3
海欣食品	11.4	18.2	0.3	227.9	33.3	3.0	5.4	18.1	0.1	(32.9)	29.6	1.3
盐津铺子	11.1	46.8	0.7	7.3	39.1	6.4	6.4	31.3	0.7	68.9	41.4	10.3
桂发祥	4.8	(1.1)	0.8	(9.2)	48.4	17.5	2.6	2.5	0.5	0.4	47.6	17.4

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 七、投资建议:关注龙头企业及高成长标的

**白酒:**结构性机会明显, 高端酒业绩确定性强。受益于收入结构分化、消费者品牌意识提升、刺激消费政策频繁推出, 高端及三四线酒龙头企业业绩大幅超行业平均水平, 较强的业绩确定性印证了我们之前的观点。高端酒方面, 高端酒主要驱动力为消费升级, 价格周期延续使得其有望持续保持量价齐升局面; 次高端酒方面: 受益于高端酒价格带让出实现提价, 在竞争激烈的背景下集中度有望进一步提升; 区域酒方面, 今世缘等区域酒企卡位省内核心价格带实现放量, 增长势头良好; 低端酒方面, 低端酒牛栏山有望凭借全国化品牌、产品高性价比、渠道利润丰厚进一步提升市占率。我们认为在消费升级的大背景下, 白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来, 优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利, 因此我们看到具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 2019 年上半年表现优异。目前白酒行业整体估值 (TTM) 为 33.2 倍, 较年初提升约 62.1%, 在外资流入的背景下业绩确定性较强的白酒板块估值有望继续提升, 行业将持续结构性繁荣。相关标的: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

酒、顺鑫农业、洋河股份、口子窖、今世缘等；

**大众品：** 1) 乳制品方面，伊利股份及贝因美二季度增速业绩增速放缓导致乳制品行业增速略有放缓，其中伊利股份虽然增速放缓，但 13.6% 的增速仍高于行业平均水平。在上半年经济增速放缓、原奶价格上行、促销力度不断加大的背景下，市场竞争较为激烈，乳制品毛利率受到一定程度影响。展望下半年，在激烈的市场竞争下，主要乳制品企业仍会保持一定力度的费用投放，此外，原奶价格预计仍相对较高，但对龙头企业影响有限，小型乳企将面临生存压力，从而加速行业出清，预计行业集中度将进一步提升。相关标的：伊利股份等；

2) 调味品方面，酱油方面，受益于品类扩张及渠道细化，海天味业与中炬高新业绩延续高增长，而千禾味业受益于产品结构升级、中高端产品加速放量，业绩增长显著，此外，恒顺醋业、涪陵榨菜、安琪酵母二季度增速均低于预期。由于餐饮行业与调味品业绩相关性高，上半年限额以上餐饮实现 7.2% 的同比增速显示调味品行业主要需求来源仍较为坚挺。展望全年，酱油行业已进入量价齐升、结构优化、品类创新的发展新时期，龙头企业已提前锁定核心原料大豆，即使原料成本仍呈上升趋势，我们预计龙头企业有望通过较强的议价能力转移成本压力，品牌力及渠道力强的龙头企业业绩确定性较高，相关标的：海天味业、中炬高新、恒顺醋业等；

3) 综合食品方面，继续深挖基础消费品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；低估值且业绩改善标的方面，相关标的：安琪酵母、上海梅林等。

## 风险提示

### 宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业作为消费品的销售渠道，其表现由宏观经济与居民收入决定。

### 重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

### 原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004