

食品饮料行业

行业研究/动态报告

板块增长总体维持稳定，19H2 着眼确定性和环比改善

——食品饮料行业 2019 半年报总结报告

动态研究报告/食品饮料行业

2019 年 09 月 05 日

报告摘要：

● 白酒：行业维持中速增长，一线酒企增长确定性最高

19H1 板块收入 1288.73 亿元/同比+18.77%，较 18H1 的+31.24%增速有所回落，环比 18 全年收入+25.29%增速略有回落。19H1 板块净利润 443.02 亿/同比+25.63%，较 18H1+40.11%有所回落，环比 18 全年利润+33.55%小幅回落。19H1 一线白酒收入同比+20.99%/净利润同比+28.96%，二/三/四线白酒收入同比+15.73%/+19.69%/+13.12%，净利润同比+14.83%/+25.60%/+12.22%。总体看，行业营收/净利润仍保持中速增长，一线白酒营收、利润增速为行业最高。茅台/五粮液/泸州老窖 H1 营收增速分别为+16.80%/+26.75%/+24.81%；净利润增速分别为+26.56%/+31.30%/+39.80%，增长确定性为板块内最强。

● 啤酒：五因子共振下，盈利改善持续被证明

19H1 啤酒板块实现收入 277 亿元/同比+6.20%；实现归母净利润 26 亿元，同比+19.99%。总体来说 19H1 啤酒板块营收及利润增速均同比显著提升，盈利拐点的显现正持续被数据所验证。简单来说：1. 产品结构升级叠加成本压力缓解助推毛利率水平提高；2. 产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低；3. 竞争边际放缓促进销售费用率降低；4. 19 年增值税下调将给主要厂商带来约 1 个百分点的一次性净利率弹性。我们认为啤酒板块盈利拐点已显现，重点推荐改革措施积极的行业龙头青岛啤酒、盈利能力引领行业的重庆啤酒及处于盈利周期底部反弹的燕京啤酒。

● 调味品：板块增长仍维持稳定

19H1 调味品板块实现收入 326.94 亿元/同比+11.16%；实现归母净利润 56.52 亿元，同比+25.23%。总体而言，19H1 调味品板块营收及利润仍然维持较高增速。消费升级推动产品结构升级从而带动调味品单价提升，餐饮行业的持续发展带动调味品销量的提升，量价齐升，预计未来 5 年行业整体增速维持在 10% 以上，同在在川菜、火锅等菜系如火如荼发展的风口下，川味复合调味品等新品种将大有可为。但当前调味品整体估值达 49 倍，估值明显偏高，重点推荐机制松绑激发活力的中炬高新及赛道优质的天味食品。

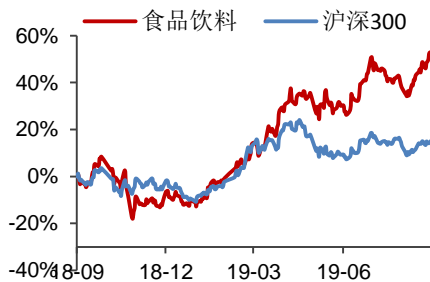
● 乳制品：营收增速小幅回落，利润增速提高源自 18Q2 超高费用基数

19H1 乳制品板块实现营收/归母净利润 702.57/46.22 亿元，同比分别+11.58%/+12.70%。上半年乳制品行业营收增速略低于 18H1 的+13.86%，但利润增速大幅高于 18H1 的+8.52%，主要是 18Q2 男足世界杯费用投放基数处于绝对高位。19H1 乳企板块毛利率 36.89%，同比-0.14 个百分点；19Q2 单季度毛利率 36.04%，同比-0.87 个百分点。今年以来，原奶成本逐步进入上行周期，叠加乳企人力成本上升将在中长期对乳企毛利率水平造成压力，但结构成绩部分对冲了成本的负面影响。19H1 乳企销售费用率 23.85%，同比-0.73 个百分点；合 Q2 单季度销售费用率 24.45%，同比-1.79 个百分点，走低也主要是因为去年同期基数问题。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

● 肉制品：营收增速恢复，利润增速仍然承压

19H1肉制品板块实现营收/归母净利润572.80/35.98亿元，同比+14.86%/+2.86%。上半年肉制品行业营收增速大幅高于18H1的3.75%，显示行业经营活跃度有所提高；利润增速则明显低于18H1的+23.68%，显示主要肉制品企业成本端带来的盈利压力仍然较大。

● 投资建议

白酒板块核心推荐【贵州茅台】、【五粮液】、【泸州老窖】。啤酒板块核心推荐【青岛啤酒】、【重庆啤酒】、【燕京啤酒】。调味品板块核心推荐【中炬高新】、【天味食品】。乳制品板块核心推荐【伊利股份】、【燕塘乳业】。肉制品板块核心推荐【绝味食品】。其他食品板块核心推荐【涪陵榨菜】、【桃李面包】。其他饮料板块核心推荐【香飘飘】。

● 风险提示

宏观经济疲软/业绩不达预期/市场系统性风险/食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 9月5日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600519	贵州茅台	1,125.01	34.23	40.75	48.48	33	28	23	推荐
000858	五粮液	138.31	4.38	5.20	6.13	32	27	23	推荐
000568	泸州老窖	94.25	3.22	3.93	4.62	29	24	20	推荐
002304	洋河股份	107.35	6.19	7.10	8.22	17	15	13	推荐
600600	青岛啤酒	52.00	1.3	1.56	1.84	40	33	28	推荐
600132	重庆啤酒	42.32	1.02	1.2	1.38	41	35	31	推荐
000729	燕京啤酒	6.06	0.09	0.12	0.14	67	51	43	推荐
002461	珠江啤酒	6.17	0.18	0.20	0.22	34	31	28	推荐
603288	海天味业	113.21	1.94	2.29	2.66	58	49	43	推荐
600872	中炬高新	40.88	0.91	1.11	1.35	45	37	30	推荐
600305	恒顺醋业	15.51	0.45	0.52	0.59	34	30	26	推荐
603317	天味食品	47.60	0.80	0.97	1.17	60	49	41	推荐
600887	伊利股份	28.53	1.15	1.29	1.45	25	22	20	推荐
002732	燕塘乳业	23.59	0.77	0.88	1.03	31	27	23	推荐
603517	绝味食品	42.15	1.35	1.61	1.91	31	26	22	推荐
002507	涪陵榨菜	22.05	0.89	1.06	1.28	25	21	17	推荐
603866	桃李面包	49.78	1.16	1.42	1.76	43	35	28	推荐
603711	香飘飘	32.51	0.95	1.28	1.66	34	25	20	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

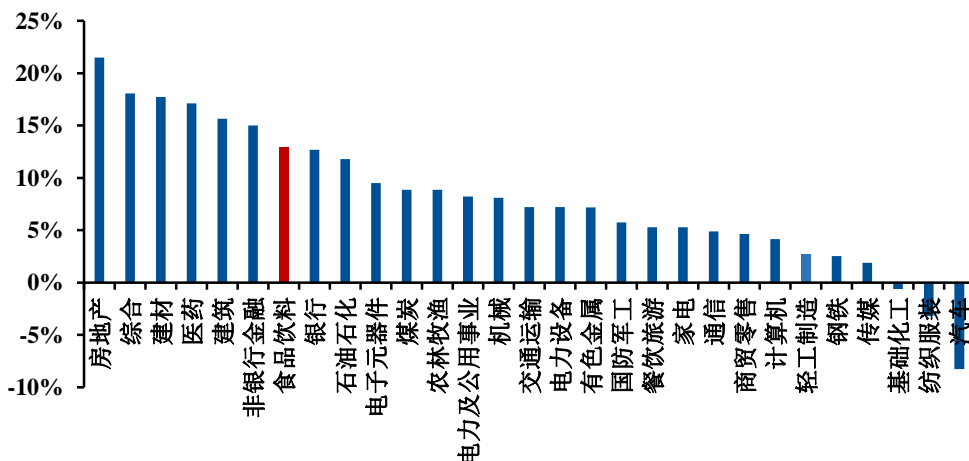
目录

一、行业整体：收入/利润保持中速增长，同比小幅回落	4
二、白酒：19H1 一线酒企业绩表现优异，全年中速增长确定性提高	5
(一) 19H1 业绩回顾：营收及利润增速同比、环比均大幅提升	5
(二) 投资建议：19H1 一线白酒增速良好，增长确定性最高	8
三、啤酒：五因子共振下，盈利拐点持续被证明	9
(一) 19H1 业绩回顾：营收及利润增速均同比显著提升	9
(二) 行业分析：五因子共振下，盈利拐点已现	10
(三) 投资建议：重点推荐青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒	11
四、调味品：19H1 营收及利润仍维持较高增速	13
(一) 19H1 业绩回顾：营收及利润仍维持较高增速	13
(二) 行业分析：传统品种量价均有空间，新品种在长期视角下将大有可为	14
(三) 投资建议：当前估值偏高，短期建议关注个股机会	15
五、乳制品：营收增速小幅回落，利润增速提高源自去年 Q2 费用超高基数	16
(一) 19H1 业绩回顾：营收增速小幅回落，利润增速明显复苏	16
(二) 投资建议：两强增速平稳，地方优质乳企业绩高弹性显现	18
六、肉制品：营收增速恢复，利润增速仍然承压	19
(一) 19H1 业绩回顾：营收增速修复，利润增速承压	19
(二) 投资建议	21
七、其他食品：精选基本面有改善趋势、估值安全边际较高个股	21
(一) 19H1 业绩回顾：营收及利润增速显著下滑	21
(二) 投资建议：精选基本面有改善趋势、估值安全边际较高个股	23
八、其他饮料：精选业绩弹性较强的个股	24
(一) 19H1 业绩回顾：营收及利润增速均陷入停滞	24
(二) 投资建议：精选业绩弹性较高的个股	25
九、风险提示	25
插图目录	26
表格目录	26

一、行业整体：收入/利润保持中速增长，同比小幅回落

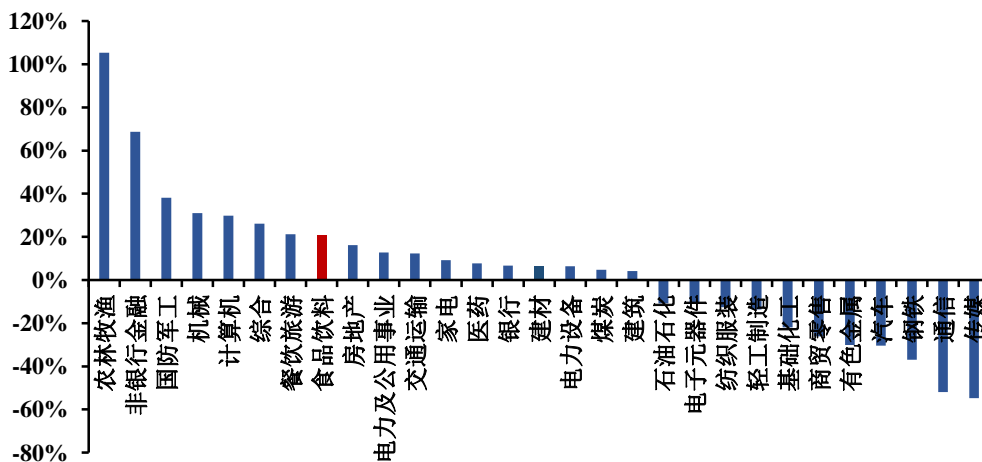
19H1 食品饮料行业整体收入与利润均保持中速增长。19H1 食品饮料板块收入/利润同比+12.96%/+20.43%，较 18 H1 同比+16.04%/+30.42%有较明显回落（尤其是利润端），但仍保持中速增长。环比看，19H1 增速较 18 全年+13.15%/+24.60%增速也有小幅下滑。

图 1：19H1 食品饮料收入增速 12.96%



资料来源：wind，民生证券研究院

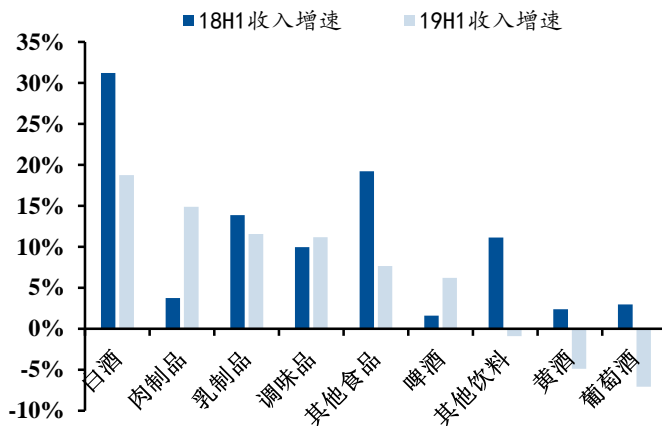
图 2：19H1 食品饮料归母净利润增速 20.43%



资料来源：wind，民生证券研究院

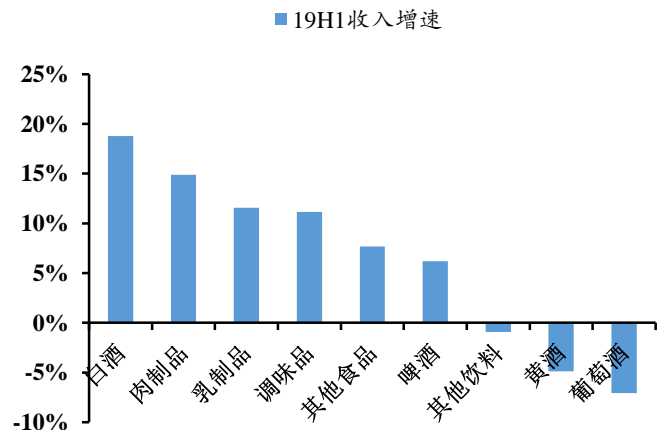
分板块来看，除肉制品、啤酒、调味品板块营收同比增速较上年同期提高外，其他板块收入增速均下降；除调味品、啤酒、葡萄酒、乳制品板块营收同比增速较上年同期提高外，其他板块收入增速均下降。收入增速方面：肉制品（+14.87%）>啤酒（+6.20%）>调味品（+11.16%）；归母净利润增速方面，调味品（+25.25%）>啤酒（+19.99%）>葡萄酒（+0.43%）>乳制品（+12.70%）。

图 3: 19H1 大部分板块收入增速下降



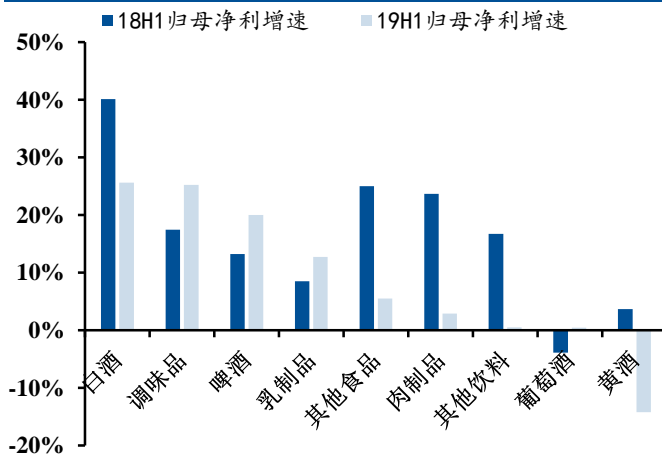
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 19H1 各板块收入增速



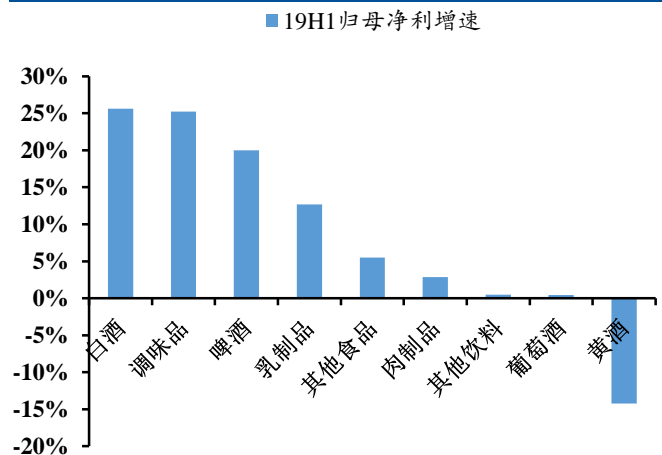
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 5: 19H1 大部分板块归母净利润增速下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 19H1 各板块归母净利润增速



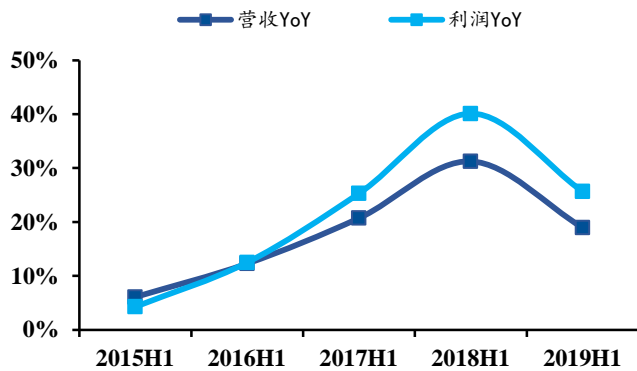
资料来源: wind, 民生证券研究院

二、白酒: 19H1 一线酒企业绩表现优异, 全年中速增长确定性提高

(一) 19H1 业绩回顾: 营收及利润增速同比、环比均大幅提升

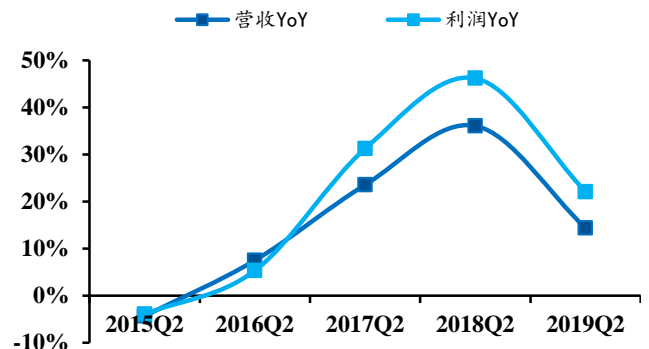
19H1 白酒板块收入 1288.73 亿元/同比+18.77%, 较 18H1 同比+31.24% 增速回落明显, 环比 18 年全年收入+25.29% 增速略有回落, 其中 19Q1/Q2 收入分别 769/520 亿元, 分别同比+21.99%/+14.31%。19H1 板块净利润 443.02 亿元/同比+25.63%, 较 18H1 的+40.11% 回落明显, 环比 18 年全年利润+33.55% 小幅回落, 其中 19Q1/Q2 利润分别 276.82/166.21 亿, 分别同比+27.84%/+22.11%。19H1 一线白酒收入同比+20.99%/净利润同比+28.96%, 二/三/四线白酒收入分别同比+15.73%/+19.69%/+13.12%, 净利润分别同比+14.83%/+25.60%/+12.22%。总体看, 行业营收/净利润仍保持中速增长, 其中一线白酒营收、利润增速为行业最高。

图 7: 白酒板块 19H1 收入、利润增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 白酒板块 19Q2 收入、利润增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

表 1: 白酒板块公司收入、利润

	市值 (亿元)	19H1 营收 (亿元)	YoY	19H1 净利 (亿元)	YoY	
一线	贵州茅台	14,305	411.7	16.80%	199.5	26.56%
	五粮液	5,508	271.5	26.75%	93.4	31.30%
	泸州老窖	1,436	80.1	24.81%	27.5	39.80%
	合计		763.4	20.99%	320.4	28.96%
二线	水井坊	233	16.9	26.47%	3.4	26.97%
	洋河股份	1,648	160.0	10.01%	55.8	11.52%
	舍得酒业	94	12.2	19.87%	1.9	11.81%
	山西汾酒	689	63.8	26.49%	11.9	26.99%
	酒鬼酒	96	7.1	35.41%	1.6	36.13%
合计		260.0	15.73%	74.5	14.83%	
三线	古井贡酒	558	59.9	25.19%	12.5	39.88%
	口子窖	399	24.2	12.04%	8.9	22.02%
	今世缘	375	30.6	29.40%	10.7	25.23%
	迎驾贡酒	156	18.8	8.59%	4.4	16.42%
	金徽酒	59	8.1	2.62%	1.3	-14.37%
	合计		141.6	19.69%	38.0	25.60%
四线	青青稞酒	54	5.4	-22.46%	0.2	-74.51%
	金种子酒	45	5.1	-7.80%	-0.3	-629.21%
	*ST 皇台	13	0.2	103.13%	-0.2	45.32%
	顺鑫农业	384	84.2	16.36%	6.5	34.64%
	老白干酒	112	19.6	34.33%	1.9	32.67%
	伊力特	69	9.4	-5.72%	2.0	-6.38%
	合计		123.8	13.12%	10.2	12.22%

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 2: 白酒板块公司 Q2 收入、利润

	市值 (亿元)	19Q2 营收 (亿元)	YoY	19Q2 净利 (亿元)	YoY	
一线	贵州茅台	14,305	186.9	10.89%	87.3	20.29%
	五粮液	5,508	95.6	27.08%	28.6	33.72%
	泸州老窖	1,436	38.4	26.01%	12.4	35.98%
	合计		321.0	17.01%	128.3	24.46%

二线	水井坊	233	7.6	29.30%	1.2	7.46%
	洋河股份	1,648	51.1	2.08%	15.6	2.03%
	舍得酒业	94	5.2	5.04%	0.8	2.12%
	山西汾酒	689	23.2	28.73%	3.1	37.70%
	酒鬼酒	96	3.6	40.49%	0.8	60.14%
	合计		90.7	11.33%	21.6	7.89%
三线	古井贡酒	558	23.2	4.34%	4.6	49.33%
	口子窖	399	10.6	16.25%	3.5	22.96%
	今世缘	375	11.0	26.55%	4.3	24.10%
	迎驾贡酒	156	7.2	19.64%	0.9	57.79%
	金徽酒	59	3.0	-1.92%	0.3	-29.18%
	合计		55.0	11.97%	13.6	31.37%
四线	青青稞酒	54	1.8	-21.23%	-0.3	-2339.45%
	金种子酒	45	2.2	-9.98%	-0.4	-2834.83%
	*ST 皇台	13	0.1	1641.28%	-0.1	41.27%
	顺鑫农业	384	36.5	11.99%	2.2	89.94%
	老白干酒	112	8.1	12.34%	0.8	7.08%
	伊力特	69	4.2	-12.00%	0.5	-44.77%
合计		52.9	7.31%	2.7	1.80%	

资料来源：wind，民生证券研究院

19H1 预收账款总额达 288 亿元，整体相比 18H1 增加 37 亿元，环比 Q1 下降 6 亿元。其中一线白酒增加 180 亿元，二三四线白酒累计增加 108 亿元。

表 3：白酒板块 2018&19H1 预收款

		18 预收账款 (亿元)	同比增长	19H1 预收账款 (亿元)	同比增长	环比 Q1 增长
一线	贵州茅台	136	-5.91%	123	23.30%	7.66%
	五粮液	67	44.36%	44	-1.47%	-10.29%
	泸州老窖	16	-18.03%	14	27.23%	8.28%
	合计	219	4.07%	180	16.50%	2.74%
二线	水井坊	2	-5.20%	1	82.20%	46.68%
	洋河股份	45	6.39%	18	-13.53%	-9.84%
	舍得酒业	2	28.51%	1	-4.75%	-16.35%
	山西汾酒	17	81.23%	15	80.56%	23.08%
	酒鬼酒	2	9.70%	1	-18.25%	-37.79%
	合计	67	19.05%	35	12.32%	0.94%
三线	古井贡酒	11	128.42%	5	-35.62%	-53.64%
	口子窖	9	7.20%	5	-12.12%	5.33%
	今世缘	12	43.42%	3	29.41%	5.30%
	迎驾贡酒	5	0.96%	2	-28.62%	-25.74%
	金徽酒	1	-17.42%	1	-12.23%	-19.48%
	合计	38	37.05%	17	-18.82%	-28.20%
四线	青青稞酒	0	192.15%	1	183.22%	93.96%
	金种子酒	1	-13.32%	1	22.52%	16.30%
	*ST 皇台	0	-71.20%	0	-87.90%	-33.17%
	顺鑫农业	57	49.37%	50	43.99%	-4.09%

老白干酒	4	-14.90%	3	-47.90%	-42.04%
伊力特	1	-57.73%	1	-53.65%	-40.66%
合计	63	35.07%	55	27.14%	-7.54%

资料来源：wind，民生证券研究院

（二）投资建议：19H1 一线白酒增速良好，增长确定性最高

19H1 一线白酒营收同比+21%，高于二三四线酒企营收增速；净利润同比+29%，仅低于四线白酒。其中茅台/五粮液/泸州老窖 H1 营收增速分别为+16.80%/+26.75%/+24.81%；净利润增速分别为+26.56%/+31.30%/+39.80%。预计 19 年全年一线白酒企业增长确定性也较下线酒种更高。我们在 2018 年报梳理中提出次高端以上市场向头部企业集中趋势明显的判断得到数据上的支持。

（1）贵州茅台：三季度放量是大概率事件

19H1 茅台酒实现收入 347.95 亿元，同比+18.41%。19H1 整体毛利率 91.87%，同比+0.93ppt，吨酒价格提升是推升毛利率的主因。19H1 茅台非标产品（年份酒、生肖酒、精品酒）占比提升显著，同时系列酒中次高端产品占比也有所提升，两项业务共同推动公司整体毛利率的改善。19Q2 公司增加了 21 家系列酒经销商，但是茅台酒经销商仍减少近 80 家，说明经销商体系仍在微调，我们判断调整已接近尾声。5 月之后，飞天茅台批价开启快速上扬，供给短缺以及终端价格巡查，8 月以来持续飙涨，目前已至 2550-2580 元高位，中秋节前茅台整体供需格局仍将处于持续紧张态势。

预计 19-21 年公司实现营业收入 896/1057/1247 亿元，同比+16%/+18%/+18%；实现归母净利润 430/512/609 亿元，同比+22%/+19%/+19%，对应 EPS 为 34.23/40.75/48.48 元，目前股价对应 PE 为 33/28/23 倍。目前公司估值低于白酒板块 30 倍的整体估值，考虑到未来成长性，维持“推荐”评级。

（2）五粮液：经营质量显著提升，渠道持续正向反馈

19H1，公司实现营业收入/归母净利润分别为 271.50 亿元/93.36 亿元，同比+26.75%/+31.30%。其中，酒类核心业务实现收入 254.19 亿元，同比+25.50%。得益于茅台供给的短缺，五粮液实现了量价齐升的良好势头，渠道库存有效去化、渠道利差得到显著恢复、八代顺利推出，二季度公司持续实施品牌瘦身计划的关键时期，仍能够维持与 19Q1 相近的收入增长，说明公司经营面在持续改善，经营质量显著提升。我们认为当前五粮液基本面已处于本轮白酒周期复苏以来的最佳状态。目前普五批价已上涨 960-970 元一线，较年初已有近 200 元涨幅。批价的巨大涨幅带来了渠道利差的快速扩大，也使得渠道信心持续修复。下半年经营中，由于八代配额仅 5250 吨，加之公司会控制发货节奏，因此预计后续普五批价将向千元大关持续靠拢，年内突破千元大关的可能性正变得越来越大。

预计 19-21 年公司实现营业收入 500/590/691 亿元，同比+25%/+18%/+17%；实现归母净利润 170/202/238 亿元，同比+27%/+19%/+18%，对应 EPS 为 4.38/5.20/6.13 元，目前

股价对应 PE 为 32/27/23 倍。目前公司估值与白酒行业整体估值持平，考虑到公司未来业务成长性，维持“推荐”评级。

(3) 泸州老窖：中高端快速增长，盈利能力持续提升

2019 年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，根据公司董事会审议通过的《2019 年生产经营大纲》，公司将力争实现营业收入同比增长 15%-25%，增长中枢落于 20% 一线。2019H1 公司实现营业收入 80.13 亿元，同比+24.81%，高端及中端酒齐发力、力保全年增长目标实现。其中，高档酒实现收入 43.13 亿元，同比+30.47%；中档酒实现收入 22.24 亿元，同比+35.14%；低档酒实现收入 13.84 亿元，同比+0.68%。中高档酒收入占比由 78.26% 提升至 82.52%，提升 4.26ppt。中档酒毛利率 82.57%，同比提升 5.03ppt。19H1 毛利率为 79.85%，同比大幅提升 5.07ppt，来自于中高档酒占比显著提升以及中档酒业务毛利率的显著提升。19H1，公司实现归属上市公司净利润 27.50 亿元，同比+39.80%，利润增速显著高于收入增速。净利润表现抢眼的核心原因在于费用率整体稳定下的毛利率的大幅提振。

预计 2019-2021 年的营业收入为 162.5 亿元/190.2 亿元/218.3 亿元，同比分别增长 24.5%/17.0%/14.8%。实现归属上市公司净利润为 47.1 亿元/57.5 亿元/67.7 亿元，同比分别增长 35.2%/22.0%/17.8%，折合 EPS 分别为 3.22 元/3.93 元/4.62 元，对应 PE 分别为 29/24/20 倍，维持“推荐”评级。

(4) 洋河股份：Q2 主动降库存业绩承压，19H2 有望环比改善

2019H1 公司实现营收/归母净利润 159.99/55.82 亿元，同比分别+10.01%/+11.52%。上半年营收增速略低于年初 12% 的目标指引，5~6 月全面控货主动降低渠道库存。经过 Q2 的集中库存清理，预计渠道库存有望降至 2 个月左右的合理水平。另外，今年海/天系列换装，5、6 月份集中清理渠道库存后老版产品出清明显，新版海天终端售价有望小幅走高。受市场竞争加剧等因素影响，预计海天出厂价将维持稳定，但渠道端利润增厚有助于动销改善。上半年，梦之蓝仍然保持稳步增长，未来梦系列走量主力有望从低端 M1/M3 逐步向 M6 升级。上半年产品结构改善叠加 Q3 中秋销售旺季到来，预计下半年公司业绩增速存在较大的修复空间。预计 19-21 年公司实现营业收入 273.01/312.62/356.39 亿元，同比+13%/+15%/+14%；预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 93.35/107.05/123.81 亿元，同比+15%/+15%/+16%，按照最新股本对应 EPS 为 6.19/7.10/8.22 元，目前股价对应 PE 为 17/15/13 倍。公司目前估值水平低于白酒行业平均估值，短期增速下滑不改长期乐观判断，结合主业成长性及行业地位，维持“推荐”评级。

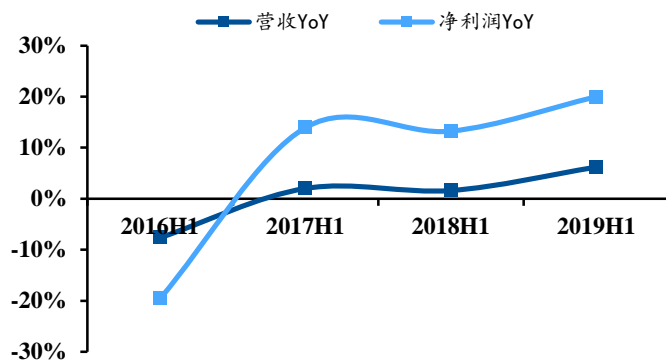
三、啤酒：五因子共振下，盈利拐点持续被证明

(一) 19H1 业绩回顾：营收及利润增速均同比显著提升

19H1 啤酒板块实现收入 277 亿元，同比+6.20%；实现归母净利润 26 亿元，同比+19.99%。总体来说 19H1 啤酒板块营收及利润增速均同比 18H1 显著提升。收入端的提速

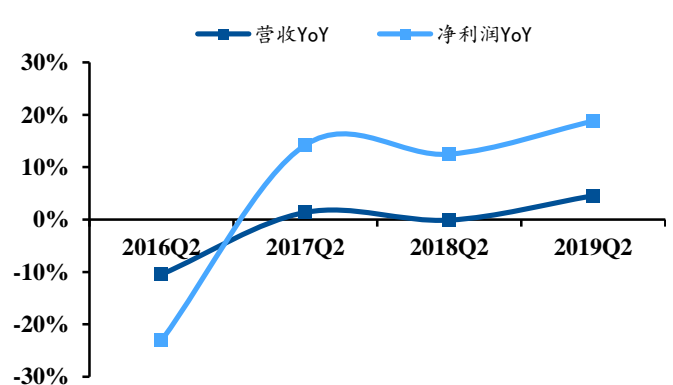
主因销量回暖叠加产品结构升级带来吨价提升，利润增速的提振主因产品结构升级+成本压力缓解带动毛利率提升、增值税率下调带来利润弹性等

图 9：啤酒板块 19H1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：啤酒板块 19Q2 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：啤酒板块公司收入、利润 (单位：亿元)

	市值	19H1 营收	yoy	19H1 净利润	yoy
青岛啤酒	680.91	165.51	9.22%	16.31	26.21%
燕京啤酒	178.70	64.62	1.37%	5.12	1.13%
重庆啤酒	209.80	18.33	3.92%	2.39	13.75%
珠江啤酒	138.55	21.09	5.49%	2.12	35.92%
惠泉啤酒	16.95	2.97	0.45%	0.06	80.84%
ST 西发	10.39	1.48	-12.42%	-0.38	-645.45%
兰州黄河	13.26	2.53	-10.46%	0.23	171.87%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 5：啤酒板块公司 19Q2 收入、利润 (单位：亿元)

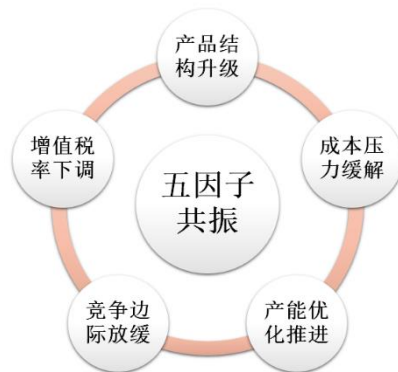
	市值	19Q2 营收	yoy	19Q2 净利润	yoy
青岛啤酒	680.91	85.99	7.30%	8.23	29.59%
燕京啤酒	178.70	30.14	-2.63%	4.54	0.22%
重庆啤酒	209.80	9.99	5.11%	1.53	13.95%
珠江啤酒	138.55	13.58	5.97%	1.82	32.06%
惠泉啤酒	16.95	1.72	-3.56%	0.12	-9.25%
ST 西发	10.39	0.77	-1.42%	-0.16	-547.72%
兰州黄河	13.26	1.34	3.03%	-0.03	89.61%

资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 行业分析：五因子共振下，盈利拐点已现

正如我们在前期 19 年半年度策略中提到过，五因子共振助力板块盈利能力持续改善，中报的数据正在不断验证我们的逻辑。简单来说：1. 产品结构升级叠加成本压力缓解助推毛利率水平提高；2. 产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低；3. 竞争边际放缓促进销售费用率降低；4. 19 年增值税下调将给主要厂商带来约 1 个百分点的一次性净利率弹性。我们认为啤酒板块盈利拐点已显现，我们重点推荐改革措施积极的行业龙头青岛啤酒、盈利能力引领行业的重庆啤酒及处于盈利周期底部反弹的燕京啤酒。

图 11：五因子共振助力盈利能力持续改善



资料来源：民生证券研究院整理

- **产品结构升级叠加成本压力缓解助推毛利率水平提高：**天时地利人和兼具，啤酒产品结构升级渐入白热化，叠加成本压力缓解，19H1 主要厂商毛利率均有所提升，其中青岛啤酒同比+0.74%，珠江啤酒同比+2.99%，重庆啤酒同比+1.28%，燕京啤酒同比+0.14%。
- **产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低：**在产能过剩导致厂商盈利空间被压缩的背景下，各厂商均持续推进产能优化步伐。华润啤酒继 18 年关闭了 13 间啤酒厂之后今年上半年又关闭一家工厂，青岛及燕京尽管今年上半年未有动作，预计主要是考虑到维稳责任，预计后续仍有相关动作，我们对于未来青啤、燕啤推进关厂保持乐观态度。尽管关厂短期内会导致资产减值损失以及员工安置费用（管理费用）的增加，但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比的减少叠加通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低。
- **竞争边际放缓促进销售费用率降低：**在巨头各自拥有牢固基地市场的背景下，各大巨头想通过激进措施撬动对方强势市场成本高且难度大，同时历经前几年的亏损，各大巨头均淡化对于收入的考核、加强对于盈利的诉求，因此我们预计费用整体下滑趋势将大概率维持；
- **增值税率下调带来利润弹性：**增值税率下调对盈利薄弱的啤酒行业弹性巨大。尽管净利润端的提振可能不会向市场最乐观的预期兑现，但对于净利率较低的啤酒行业仍然具备较大的助力弹性，我们预计增值税率的下调对各公司有约 1 个百分点净利率的提升贡献，预计能够给上市公司带来 8-50% 不等的盈利端提振。

（三）投资建议：重点推荐青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒

（1）青岛啤酒：五重利好相互交织，长期看好公司利润弹性

产品方面：公司聚焦中高端，致力主品牌“青岛”高端化，看好公司产品结构持续优化带动 ASP 提升，从 19H1 数据来看，归功于中高端产品占比的持续提升，19H1 公司总吨价达 3499 元/千升，同比+5.42%；**渠道方面：**青啤提出深化市场销售网络，提高对终端客

户的掌控能力,并不断提升区域市场分销能力,努力弱化大客户对于渠道深度分销的影响,除稳固山东、陕西市场外,拓展部分格局尚未明确的区域; **费用方面:** 17年起青啤明确提出优化费用投入,严格管控费用使用、核销及兑付流程,强化市场核查力度,提升了促销费用有效性管理和营销效率,降费效果显著,但与同行业其他企业相比仍有下降空间; **产能优化方面:** 在主要玩家均先后走上关厂提效的道路之后,青岛啤酒于18年关闭了上海、芜湖两家酒厂,我们对公司未来持续推进产能优化持乐观态度。尽管关厂短期内会导致资产减值损失以及员工安置费用(管理费用)的增加,但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比的减少+通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低; **增值税率下调:** 2019年4月1日起制造业等行业增值税率从16%下调至13%,此次下调力度较大,将利好盈利薄弱的啤酒行业,综合公司在上下游的议价能力等因素,我们预计此次增值税率下调将给青啤带来约0.8-1个百分点的一次性净利率弹性。预计19-21年公司实现营业收入为279.31亿元/292.07亿元/302.40亿元,同比+5.1%/4.6%/3.5%;实现归属上市公司净利润为17.50亿元/21.04亿元/24.91亿元,同比+23.1%/20.2%/18.4%,折合EPS为1.30元/1.56元/1.84元,对应PE为40/33/28倍。维持“推荐”评级。

(2) 珠江啤酒: 业绩表现持续改善,老厂区开发更进一步

2019H1公司实现营收/归母净利润21.08/2.12亿元,同比+5.49%/+35.92%。总体看,公司营收略有增长,业绩增速同比回落,但仍保持较高水平,主要原因是中高端产品占比持续提升,带动整体盈利能力明显改善。2019H1,公司产品升级的主要方向是持续提升纯生啤酒和易拉罐啤酒的销售占比,上半年中高端产品销售占比达到88.12%,同比+0.53个百分点;纯生和易拉罐产品销量分别+6.88%/+7.39%。2019H1公司销售啤酒61.33万吨,实现营收20.24亿元,均价为3301元/吨,同比+5.5%。19H1,公司推出瓶装旋盖原浆、易拉盖1997珠江纯生、铝制瓶装产品等高端产品,进一步改善产品结构。2019H1,老厂区开发方案更为明朗,目前总部厂区原占地面积24.3万平方米,其中北面沿江6.91万平方米由企业自主改造,其他约17.4万平方米由政府收储。按照目前计划,公司需补缴土地出让款约18.10亿元,补缴后该土地性质转变为文化设施用地,兼容商业设施用地、商务设施用地。建筑总面积约为25.99万平方米(含地下建筑面积4.75万平方米),估算约合每平方米补缴土地出让金7665元(地下建筑面积按50%估算,确切金额以公司公告为准)。土地出让金额确定后,公司将加快推进“珠江-琶醍啤酒文化创意艺术园区改造升级项目”,未来该项目收益将长期利好公司业绩表现。预计19-21年公司实现营业收入43.02/46.46/50.41亿元,同比+6.5%/+8%/+8.5%;预计19-21年公司归母净利润为4.00/4.38/4.78亿元,同比+9.2%/+9.6%/+9.1%,按照最新股本对应EPS为0.18/0.20/0.22元,目前股价对应PE为34/31/28倍。目前啤酒板块整体估值为54倍,公司估值水平低于行业平均,考虑公司产品结构仍有改善空间,老厂区地块利用加速,公司成长性良好。维持“推荐”评级。

(3) 重庆啤酒: 盈利能力引领行业,与嘉士伯强强联合公司未来可期

归功于公司深耕优势市场推进产品结构升级叠加产能优化步伐行业领先,重庆啤酒成为A股啤酒板块盈利能力最强的标的,19H1重庆啤酒净利率达到14.77%,在全行业遥遥

领先。在啤酒行业中高端化进程愈演愈烈的情况下，重庆啤酒有望发展成为中国高端啤酒市场的领军者之一。2013年，重庆啤酒成为嘉士伯集团成员，根据当时嘉士伯的避免潜在同业竞争承诺，嘉士伯要在2020年12月之前将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒。嘉士伯在云南、新疆、西藏、宁夏、青海等地发展良好，盈利能力强于重庆啤酒，因此未来随着嘉士伯与公司实现强强联合，公司盈利能力及市场份额有望进一步提高。在不考虑嘉士伯资产注入预期的前提下，预计19-21年公司实现营业收入为37.23亿元/40.35亿元/43.41亿元，同比+7.4%/8.4%/7.6%；实现归属上市公司净利润为4.92亿元/5.81亿元/6.67亿元，同比+21.9%/18.0%/14.8%，折合EPS为1.02元/1.20元/1.38元，对应PE为41/35/31倍。维持“推荐”评级。

(4) 燕京啤酒：深耕优势市场推进产品结构升级，盈利反弹有望持续

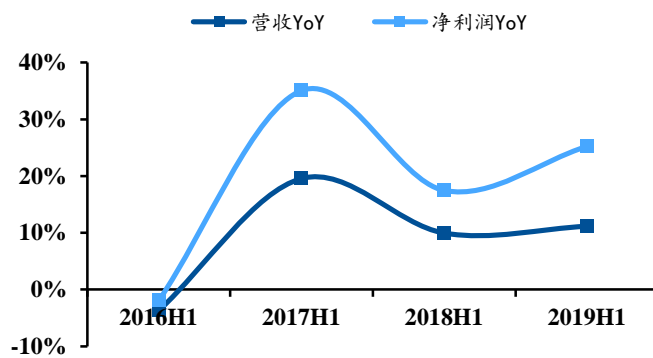
自17年公司归母净利润达到谷底之后，公司盈利能力持续修复，18年归母净利润同比+11.47%，19Q1同比+8.66%，19Q2同比仅+0.22%主因冬奥会赞助费用计提所致。公司在北京、内蒙古、广西三大优势市场市占率均超过75%，优势市场的垄断地位是燕京推动产品结构升级的重要前提。同时，增值税率下调对盈利薄弱的啤酒行业弹性巨大，我们预计19年4月份起增值税率下调3个百分点将会对公司带来约1个百分点的利润率提升。深耕优势市场推进产品升级叠加增值税下调，我们持续看好公司盈利能力的改善。预计19-21年公司实现营业收入为120.24亿元/125.15亿元/132.55亿元，同比+6.0%/4.1%/5.9%；实现归属上市公司净利润为2.67亿元/3.34亿元/4.01亿元，同比+48.6%/24.9%/20.0%，折合EPS为0.09/0.12/0.14元，对应PE为67/51/43倍。维持“推荐”评级。

四、调味品：19H1 营收及利润仍维持较高增速

(一) 19H1 业绩回顾：营收及利润仍维持较高增速

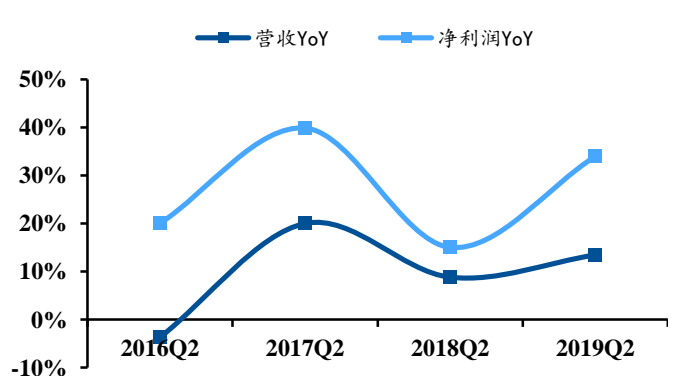
19H1调味品板块实现收入326.94亿元，同比+11.16%；实现归母净利润56.52亿元，同比+25.23%。其中营收增速相比18H1（同比+9.95%）有小幅提升，净利润增速相比18H1（同比+17.46%）提升显著。总体而言，19H1调味品板块营收及利润增速均有所提升。

图 12：调味品板块 19H1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：调味品板块 19Q2 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 6：调味品板块公司收入、利润（单位：亿元）

	市值	19H1 营收	yoy	19H1 净利润	yoy
海天味业	3,096.51	101.60	16.51%	27.50	22.34%
中炬高新	336.10	23.92	10.03%	3.66	7.99%
华宝股份	191.91	9.76	1.90%	5.69	8.06%
梅花生物	137.52	69.80	11.01%	6.64	41.40%
天味食品	188.40	6.29	32.10%	1.03	40.85%
恒顺醋业	122.24	8.81	9.43%	1.42	15.28%
百润股份	100.01	6.36	14.39%	1.37	73.72%
千禾味业	105.02	5.94	24.07%	0.87	-35.55%
湖南盐业	66.08	10.65	-4.59%	0.87	5.93%
西王食品	55.16	27.74	0.57%	2.24	9.66%
加加食品	40.32	10.25	10.00%	0.86	6.42%
星湖科技	35.55	5.54	24.87%	0.77	365.73%
晨光生物	35.86	16.10	24.27%	1.11	17.38%
佳隆股份	27.41	1.53	-10.90%	0.18	-24.86%
爱普股份	24.10	12.23	-1.08%	0.72	32.37%
安记食品	21.66	2.09	35.14%	0.28	33.16%
*ST 莲花	17.52	8.33	-1.88%	1.30	319.80%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7：调味品板块公司 19Q2 收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q2 营收	yoy	19Q2 净利润	yoy
海天味业	3,096.51	46.70	16.00%	12.73	21.79%
中炬高新	336.10	11.61	13.78%	1.77	4.43%
华宝股份	191.91	5.32	14.88%	2.75	10.49%
梅花生物	137.52	36.42	18.20%	3.22	45.37%
天味食品	188.40	3.24	39.43%	0.29	51.58%
恒顺醋业	122.24	4.20	3.79%	0.70	9.37%
百润股份	100.01	3.52	14.21%	0.94	77.62%
千禾味业	105.02	3.03	29.96%	0.37	44.09%
湖南盐业	66.08	5.24	-15.18%	0.45	22.00%
西王食品	55.16	13.91	-0.35%	1.33	9.79%
加加食品	40.32	4.72	18.36%	0.31	14.58%
星湖科技	35.55	2.56	20.50%	0.40	364.52%
晨光生物	35.86	8.97	36.37%	0.63	32.56%
佳隆股份	27.41	0.73	-14.39%	0.10	-23.79%
爱普股份	24.10	6.07	-0.37%	0.43	52.06%
安记食品	21.66	0.88	5.17%	0.15	44.92%
*ST 莲花	17.52	4.56	8.56%	1.71	695.89%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）行业分析：传统品种量价均有空间，新品种在长期视角下将大有可为

消费升级推动产品结构升级从而带动调味品单价提升，餐饮行业的持续发展带动调味品销量的提升，量价齐升，预计未来 5 年行业整体增速维持在 10% 以上，同时在川菜、火

锅等菜系如火如荼发展的风口下，川味复合调味品等新品种将大有可为。但当前调味品整体估值达到 49 倍，横向看显著高于其他细分板块，纵向看位于历史中枢以上，估值明显偏高。因此短期建议关注个股机会，我们重点推荐业绩确定最强的海天味业、机制松绑激发活力的中炬高新、营销端大刀阔斧进行改革的恒顺醋业及赛道优质的天味食品。

（三）投资建议：当前板块估值偏高，短期建议关注个股机会

（1）海天味业：三端齐发力，长期看好海天味业业绩持续增长

19H1 公司实现营收 101.60 亿元，同比+16.51%，实现归母净利润 27.50 亿元，同比+22.34%，业绩增速又快又稳。产能、产品及渠道三端齐发力，长期看好海天味业业绩持续增长：**1.产能端**：海天 2017 年年底启动高明 220 万吨调味品扩建项目，扩建总规模为 220 万吨（其中，酱油 150 万吨，酱 30 万吨，复合调味料 40 万吨），新建酱油产能在现有基础上接近翻倍，彰显了公司未来空间的坚定信心。假设产能 2019 年开始逐步释放、2023 年全部释放，同时叠加提价和产品结构升级的因素，未来酱油、调味酱单品 CAGR 分别约为 15%、9.5%，因此产能的释放为 19 年开始的“三五”计划定下了持续增长的基调；**2.产品端**：集中资源聚焦酱油、蚝油、黄豆酱三大核心品类，推进酱油结构升级，做大蚝油体量，加强黄豆酱新市场培育，同时注重醋、料酒等新品类研发和培育；**3.渠道端**：推进渠道下沉，通过销售人员及经销商数量的扩张实现对于三四线空白市场的开发，助推收入增长。预计 19-21 年公司实现营业收入为 197.60 亿元/228.82 亿元/263.14 亿元，同比+16.0%/15.8%/15.0%；实现归属上市公司净利润为 52.37 亿元/61.89 亿元/71.93 亿元，同比+20.0%/18.2%/16.2%，折合 EPS 为 1.94 元/2.29 元/2.66 元，对应 PE 为 58/49/43 倍。维持“推荐”评级。

（2）中炬高新：机制松绑激发活力

19 年是宝能入主中炬的第一个完整经营年，也是公司体制松绑的第一年。为充分激发内生动力促进 5 年“双百”目标实现，公司考核与激励并施：**1.考核方面**：公司将营业收入、归母净利润及净资产收益率的考核指标权重从 2:6:2 调整为 4:4:2，突出收入指标权重，与公司五年“双百”的目标一致；**2.激励方面**：奖金分配从原来向高层管理人员倾斜改为向中层业务骨干倾斜，有利于激发核心业务人员的斗志；超额奖励上，在原来完成目标提取归母净利润 5% 作为奖励的基础上，根据指标完成情况，对完成率 1.1 倍及 1.2 倍的情况，分别提取归母净利润超额部分 15% 及 25% 加入到奖金包，有利于激发员工的积极性和创造性从而促进公司业绩的提升。预计 19-21 年公司实现营业收入为 46.18 亿元/53.93 亿元/62.32 亿元，同比+10.8%/16.8%/15.6%；实现归属上市公司净利润为 7.23 亿元/8.84 亿元/10.77 亿元，同比+19.0%/22.3%/21.9%，折合 EPS 为 0.91/1.11/1.35 元，对应 PE 为 45/37/30 倍。维持“推荐”评级。

（3）恒顺醋业：营销端改革带动终端动销显著好转，完成 19 年经营目标难度不大

19H1 公司实现营收 8.81 亿元，同比+9.43%，其中调味品业务实现收入 8.19 亿元，同比+10.58%；Q2 单季度公司实现营收 4.20 亿元，同比+3.79%，增速环比显著放缓；19H1

公司实现归母净利润 0.70 亿元，同比+15.28%，Q2 单季度实现归母净利润 6984 万元，同比+9.37%，主要也是受收入增速放缓所影响。总体而言，19H1 公司业绩略低于市场预期，其中 19Q2 公司收入增速放缓主因年初提价导致渠道提前备货，因此 Q2 报表业绩一定程度上被 Q1 提前“透支”。但公司在营销端的改革将是业绩增长的动力源泉：尽管过去基础工作的失位使得恒顺市场推广短板处处显现，然而自 18Q4 开始，公司在营销端明显发力，一方面提升销售人员的待遇以促进其主动性加强，另一方面市场费用投放重心由空中转地面，市场重心则由外围转基地，加强恒顺品牌影响力落地并真正促进销售。在营销端改革的带动下，公司终端动销边际改善。尽管 19Q2 收入端受 19Q1 渠道提前备货影响降速显著，但我们仍预计 19 年公司完成调味品营收同比+12%、扣非后归属上市公司股东净利润同比+15%的目标难度不大。预计 19-21 年公司实现营业收入为 19.21 亿元/21.59 亿元/24.29 亿元，同比+13.4%/12.4%/12.5%；实现归属上市公司净利润为 3.54 亿元/4.07 亿元/4.62 亿元，同比+16.1%/15.1%/13.4%，折合 EPS 为 0.45 元/0.52 元/0.59 元，对应 PE 为 34/30/26 倍。维持“推荐”评级。

（4）天味食品：借川式餐饮之东风，看好川调龙头立足西南逐步实现全国化扩张

19H1 公司实现营收 6.29 亿元，同比+32.10%，折合 Q2 单季度实现营收 3.24 亿元，同比+39.43%，增速环比 Q1 (+25.41%) 提升显著；19H1 公司实现归母净利润 1.03 亿元，同比+40.85%，折合 Q2 单季度实现归母净利润 0.29 亿元，同比+51.58%，增速环比 Q1 (+37.01%) 提升显著。总体而言，19H1 公司业绩增速亮眼。随着川菜、火锅在全国范围内如火如荼发展，作为火锅底料和川菜调料的龙头，天味食品有望充分受益。**产品端：**产品线覆盖面广，同时受益于受众重合度高，火锅底料及川菜调料在推广销售环节具有较高协同效应；**渠道端：**公司借助经销商之力不断推进渠道扩张，同时 19 年公司设立独立团队运营定制餐调业务，基于定制餐调客户粘性高体量大，此举有望给公司带来新的增长点。预计 19-21 年公司实现营业收入为 17.68 亿元/21.74 亿元/26.14 亿元，同比+25.1%/23.0%/20.2%；实现归属上市公司净利润为 3.29 亿元/4.00 亿元/4.85 亿元，同比+23.4%/21.7%/21.2%，折合 EPS 为 0.80 元/0.97 元/1.17 元，对应 PE 为 60/49/41 倍。维持“推荐”评级。

五、乳制品：营收增速小幅回落，利润增速提高源自去年 Q2 费用超高基数

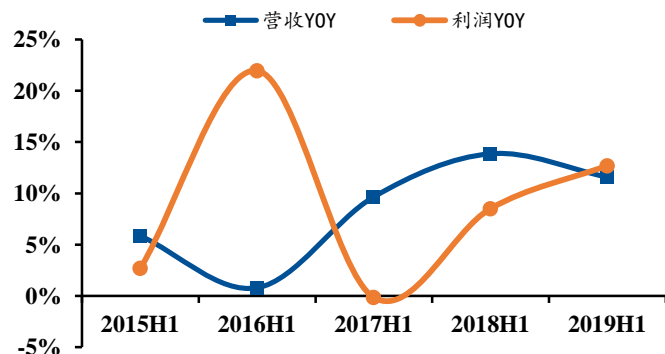
（一）19H1 业绩回顾：营收增速小幅回落，利润增速明显复苏

19H1 乳制品板块实现营收/归母净利润 702.57/46.22 亿元，同比分别+11.58%/+12.70%。与上年同期相比，上半年乳制品行业营收增速略低于 18H1 的+13.86%，但利润增速大幅高于 18H1 的+8.52%。利润增速略好于去年主要是因为去年因世界杯因素影响，板块龙头伊利股份相关费用支付较多导致较高基数，在高同比基数情况下 19H1 利润增速有小幅改善，但行业竞争实际上在加剧。

19Q2 乳制品板块实现营收/归母净利润 350.24/19.64 亿元，同比分别+8.62%/+15.90%。

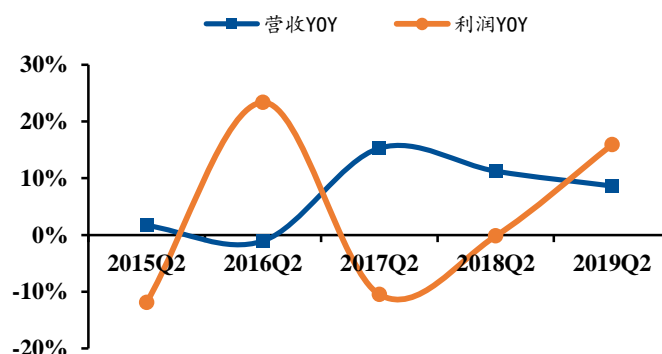
与上年同期相比，19Q2 单季度乳制品行业营收增速低于 18Q2 的+11.24%，但利润增速大幅高于 18Q2 的-0.18%，也主要是因为世界杯相关费用投放主要集中在 18Q2。

图 14：乳制品板块 19H1 收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：乳制品板块 19Q2 收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

表 8：乳制品板块公司 19H1 收入、利润

	市值 (亿元)	19H1 营收 (亿元)	YoY	19H1 净利 (亿元)	YoY
伊利股份	1,746.83	450.71	12.84%	37.81	9.71%
光明乳业	136.04	110.90	3.23%	3.67	8.07%
三元股份	82.37	41.73	9.97%	1.84	47.32%
新乳业	114.91	27.10	13.48%	1.04	1.90%
贝因美	53.78	12.96	5.16%	-1.22	-1527.62%
天润乳业	28.93	8.23	13.52%	0.78	11.32%
燕塘乳业	35.03	6.99	13.85%	0.67	57.06%
科迪乳业	27.59	6.35	9.52%	0.80	22.71%
庄园牧场	20.29	3.97	26.55%	0.27	1.41%
麦趣尔	18.56	2.90	-2.54%	0.08	-35.93%

资料来源：wind，民生证券研究院

表 9：乳制品板块公司 19Q2 收入、利润

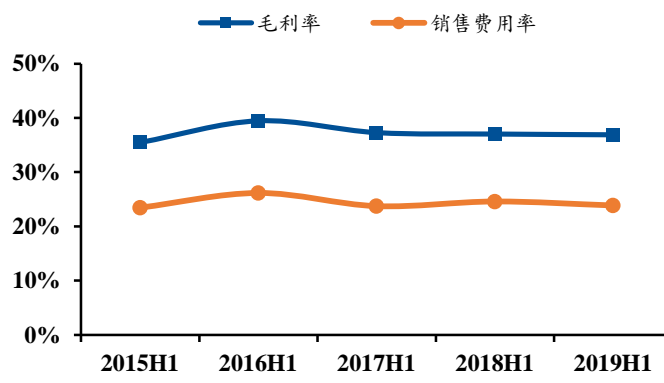
	市值 (亿元)	19Q2 营收 (亿元)	YoY	19Q2 净利 (亿元)	YoY
伊利股份	1,746.83	219.41	8.67%	15.05	11.83%
光明乳业	136.04	56.38	1.12%	2.26	10.75%
三元股份	82.37	22.29	9.18%	1.31	46.81%
新乳业	114.91	14.88	13.47%	0.81	1.43%
贝因美	53.78	6.63	-3.70%	-1.31	-21352.98%
天润乳业	28.93	4.76	11.79%	0.47	12.08%
燕塘乳业	35.03	4.17	17.50%	0.56	69.20%
科迪乳业	27.59	3.45	12.45%	0.50	19.65%
庄园牧场	20.29	2.04	36.74%	0.08	-4.43%
麦趣尔	18.56	1.51	-3.60%	0.05	27.81%

资料来源：wind，民生证券研究院

19H1 乳企板块毛利率 36.89%，同比-0.14 个百分点；合 Q2 单季度毛利率 36.04%，同比-0.87 个百分点。今年以来，原奶成本逐步进入上行周期，叠加乳企人力成本上升将

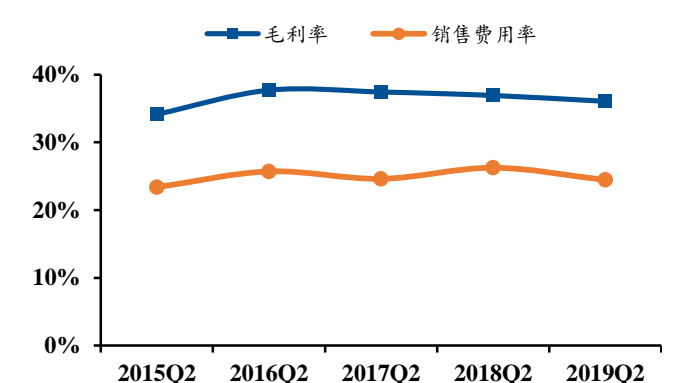
对下游乳企毛利率水平造成明显压力，但结构升级部分对冲了成本的快速上涨。19H1 乳企销售费用率 23.85%，同比-0.73 个百分点；Q2 单季度销售费用率 24.45%，同比-1.79 个百分点，也主要是因为 18Q2 男足世界杯费用的超高基数。

图 16：乳制品板块 19H1 毛利率、销售费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：乳制品板块 19Q2 单季度毛利率、销售费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 投资建议：两强增速平稳，地方优质乳企业绩高弹性显现

(1) 伊利股份：业绩增速平稳，奶源布局与产品矩阵持续优化

2019H1 公司实现营收/归母净利润 450.71/37.81 亿元，同比分别+12.83%/+9.71%。公司营收/净利润规模仍大于蒙牛 399.48/32.96 亿元水平，但营收/净利润增速则低于蒙牛 +15.60%/+32.96% 水平。蒙牛 19H1 销售费用率仅小幅下降 0.53ppt，显示其市场开拓策略更为积极，空中及地面投放并举；公司销售费用率在相对较低基数基础上的降幅仍高于对手，显示 19H1 公司费用投放未实现紧密跟随，尤其是 19Q2 单季度销售费用率大幅下降 2.87ppts，应是 19Q2 公司收入端和蒙牛拉开差距的主要原因。

2019H1，公司液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品收入分别为 361.43/43.84/43.00 亿元，同比分别+13.2%/+13.4%/+15.4%。其中金典、安慕希、畅轻、金领冠、畅意等重点产品收入同比+30%，高于整体增速，重点产品矩阵高成长性凸显；新品收入占比高达 17.4%，同比+2.6 个百分点；电商业务收入同比+31.94%。对比蒙牛来看，伊利收入差距核心在液体乳业务上，13.2%的收入增速落后于蒙牛的 14.4%；此外，蒙牛奶粉业务 43.8%的收入增速也显著高于伊利的 13.4%。不过，蒙牛奶粉业务的高增主要体现在君乐宝事业部，雅士利仅取得 16.2%的收入增长，因此考虑到 19Q4 君乐宝将不再并表蒙牛，下半年奶粉业务的差距将不再显著。上游奶源布局方面，伊利方向是全球化奶源布局，上半年公司完成对新西兰第二大乳业合作社 Westland 收购，收购价格合 17/18 财年 PB 分别为 0.98/1.07 倍，对价相对合理。此次收购将保证公司获得优质、稳定的奶源，并加强对全球市场的辐射。截至 2019H1，伊利乳制品综合产能达到 1126 万吨/年。通过对国内外优质奶源的大力度整合，伊利将进一步完善战略版图，以保障未来应对或更加激励的市场竞争环境。

19 年 8 月，公司董事会通过限制性股票激励方案，该方案对 19~23 年扣非净利润复合增速最低要求为+8.2%，ROE 最低要求为 15%，解锁难度不大。结合 19H1 蒙牛比公司

更高业绩增速和更积极的追赶态势,我们判断此次股权激励方案设计的出发点核心仍在于收入与市场份额导向,体现出公司对未来行业竞争有着较为谨慎的预判。本次股权激励方案拟覆盖 474 人,覆盖面较 16 年激励方案的 294 人进一步扩大,预计未来宽覆盖面的公司与核心员工利益共享机制将进一步常态化。预计 19-21 年公司实现营业收入 898.95/1006.83/1122.61 亿元,同比+13%/+12%/+12%;预计 19-21 年公司归属母公司净利润为 69.83/78.43/88.30 亿元,同比+8%/+12%/+13%按照最新股本对应 EPS 为 1.15/1.29/1.45 元,目前股价对应 PE 为 25/22/20 倍,低于乳制品行业整体 30 倍左右估值。维持“推荐”评级。

(2) 燕塘乳业:新工厂产能释放叠加渠道优化,长期成长性可期

2019H1 公司实现营收/归母净利润 6.99/0.67 亿元,同比+13.85%/+57.06%。预计 1~9 月实现归母净利润 0.94~1.23 亿元,同比+45%~90%。总体看,公司前三季度利润大幅高于去年同期,主要原因是新工厂经过磨合运营能力不断升级,产能逐步释放。19H1 公司毛利率 35.19%,同比+1.62 个百分点;期间费用率/销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 23.66%/17.85%/5.33%/0.48%,同比分别-0.64/-0.61/-0.08/+0.05 个百分点。上半年新工厂产能释放叠加产品结构优化,毛利率改善明显。公司精准营销及销售网络优化小幅降低销售费用率;管理费用率、财务费用率与去年持平。黄埔新工厂经过适当磨合后,生产逐步进入正轨,各经营链条配合逐渐协调,管理规范升级,生产效益提升明显,新工厂正逐步放量保证乳制品产量提升。从结构看,液体乳类放量较为明显,2019H1 公司液体乳业实现营收 2.26 亿元,同比+23.12%,在收入中占比 32.4%,较去年同期提升 2.44 个百分点,产能瓶颈被彻底突破。花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕分别实现营收 2.05/2.46/0.11 亿元,同比+2.27%/+13.75%/+50.22%,占比分别为 29.35%/35.31%/1.56%,占比较去年同期分别-3.32/-0.03/+0.38 个百分点,主要品类中花式乳占比下滑相对明显。2019H1,公司以低温产品为主打,对新品、次新品及主推品类开展精准营销。上半年,公司“老广州”系列酸奶实现了销量翻番,成为低温爆品;公司加快整合直营店渠道,推进门店形象更新与概念重塑,打造优鲜餐饮打卡地,其中燕侨大厦直营店被评为广州亚洲美食节“推荐餐厅”;公司加强与社区生鲜连锁等封闭渠道合作,为其推出专属包装产品,实现渠道与公司双赢。此外,公司在部分外埠市场开拓方面取得突破,省外市场收入上半年同比+78.42%。预计 19-21 年公司实现营业收入 14.92/17.45/20.77 亿元,同比+15%/+17%/+19%;实现归属上市公司净利润 1.21/1.39/1.62 亿元,同比+187.5%/+14.2%/+17.2%,对应 EPS 为 0.77/0.88/1.03 元,目前股价对应 PE 为 31/27/23 倍。公司目前估值与乳制品板块 30 倍左右 PE 水平相当,给予“推荐”评级。

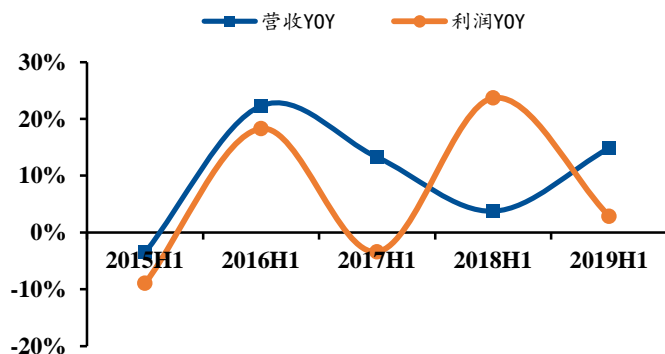
六、肉制品:营收增速恢复,利润增速仍然承压

(一) 19H1 业绩回顾:营收增速修复,利润增速承压

19H1 肉制品板块实现营收/归母净利润 572.80/35.98 亿元,同比分别+14.86%/+2.86%。与上年同期相比,上半年肉制品行业营收增速大幅高于 18H1 的 3.75%,显示行业经营活

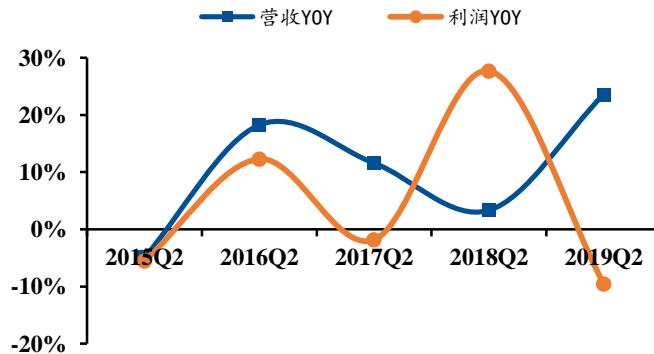
跃度有所提高；利润增速则明显低于 18H1 的+23.68%，显示主要肉制品企业利润压力仍然较大，经营环境未出现明显改善。

图 18：肉制品板块 19H1 收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：肉制品板块 19Q2 收入、利润增速



资料来源：wind，民生证券研究院

19Q2 肉制品板块实现营收/归母净利润 302.03/16.55 亿元，同比分别+23.61%/-9.54%。与上年同期相比，19Q2 单季度乳制品行业营收增速大幅高于 18Q2 的+3.33%，但利润增速大幅低于 18Q2 的+27.70%。显示肉制品公司销售端的复苏力度远大于利润端。

表 10：肉制品板块公司 19H1 收入、利润

	市值 (亿元)	19H1 营收 (亿元)	YoY	19H1 净利 (亿元)	YoY
双汇发展	737.45	254.55	7.26%	23.82	-0.16%
上海梅林	86.27	128.69	8.75%	3.13	8.78%
龙大肉食	72.15	60.98	68.30%	0.96	10.12%
华统股份	47.80	33.74	40.40%	0.74	1.80%
绝味食品	238.15	24.90	19.42%	3.96	25.81%
安井食品	112.92	23.36	19.93%	1.65	16.04%
百洋股份	22.97	13.30	13.37%	0.30	-41.15%
煌上煌	69.39	11.69	13.15%	1.40	23.15%
得利斯	34.74	11.14	14.48%	0.02	57.08%
海欣食品	22.55	5.42	18.15%	0.07	-32.95%
惠发食品	17.64	3.78	-1.81%	-0.46	-516.67%
金字火腿	49.60	1.26	-42.54%	0.39	92.05%

资料来源：wind，民生证券研究院

表 11：肉制品板块公司 19Q2 收入、利润

	市值 (亿元)	19Q2 营收 (亿元)	YoY	19Q2 净利 (亿元)	YoY
双汇发展	737.45	134.81	15.50%	11.02	-16.58%
上海梅林	86.27	63.56	14.06%	1.29	6.99%
龙大肉食	72.15	33.64	88.74%	0.15	91.10%
华统股份	47.80	20.39	79.09%	0.27	2.35%
绝味食品	238.15	13.36	19.24%	2.15	30.77%
安井食品	112.92	12.39	25.07%	1.00	13.85%
百洋股份	22.97	7.78	16.65%	0.22	-39.56%
煌上煌	69.39	6.69	8.32%	0.76	20.33%

得利斯	34.74	4.66	14.33%	-0.13	-50.32%
海欣食品	22.55	2.28	16.76%	-0.06	-226.82%
惠发食品	17.64	2.17	13.49%	-0.21	-336.52%
金字火腿	49.60	0.32	-60.31%	0.07	375.15%

资料来源：wind，民生证券研究院

（二）投资建议

（1）绝味食品：开店及同店双增推动快速成长，产能保障长期增长空间

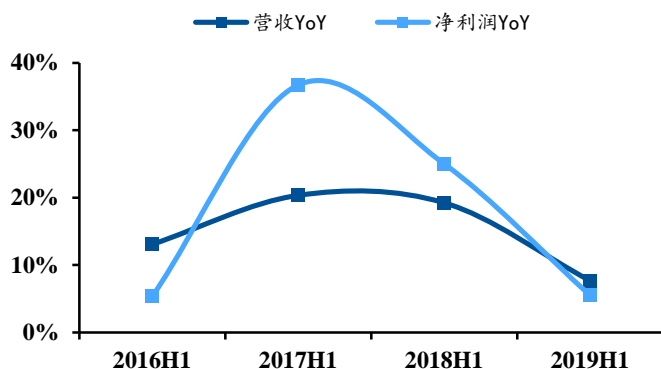
19H1 公司实现收入 24.9 亿元，同比+19.42%，主要由于门店数量及单店营收同增。截至上半年末，公司在全国共开设 10598 家门店，较上年末增加 683 家，预计完成全年 800-1200 家开店目标难度不大，开店增速维持在 8%-10%。公司加速高势能门店开发，上半年单店收入 23.49 万元，同店增速为 6.59%（历史全年单店收入最高水平为 44.05 万元），预计公司全年同店收入有望取得 5% 以上增幅。分产品看，鲜货收入占比较 2018 年末提升 1.31ppt；分地区看，华南地区收入增长较快，收入占比较 2018 年末提升近 0.9ppt。此外，公司持续推进线上 O2O 业务发展，截至上半年末，公司线上会员注册数量已突破 5000 万，较 2018 年末增加 1000 万。19H1 毛利率 34.26%，同比-1.23ppt，主要是毛鸭及鸭副产品原料价格上涨所致，下半年原料价格回落且趋于平稳，公司储备原料在 6 个月左右，预计全年成本端压力不大。销售/管理/财务费率分别为 8.19%/5.06%/0.56%，同比-0.1/-1.22/+0.61ppt，显示费用端控制良好。财务费用大幅增加主要是报告期内发行可转债所致。净利率为 15.9%，同比+0.8ppt，核心贡献来自于费用率端的改善。经营活动现金流量净额约为 6.84 亿元，同比+106.87%，主要是收入增长带动。中长期看，我们判断公司开店上限在 2 万家以上。公司提前筹备产能建设，可转债项目包含天津、江苏、武汉、海南共 7.93 万吨产能。公司成长具有高确定性，随着产能及门店陆续投入运营，收入利润将稳步提升，且仍有较大增长空间，有望打造成一流特色美食平台。预计 19-21 年收入为 50.12/57.04/64.38 亿元，同比+14.7%/13.8%/12.9%；归属母公司净利润 7.73/9.26/10.96 亿元，同比+20.7%/19.7%/18.4%，折合 EPS 1.35 /1.61/1.91 元，对应 PE31/26/22 倍，低于行业估值均值 33 倍，维持“推荐”评级。

七、其他食品：精选基本面有改善趋势、估值安全边际较高个股

（一）19H1 业绩回顾：营收及利润增速显著下滑

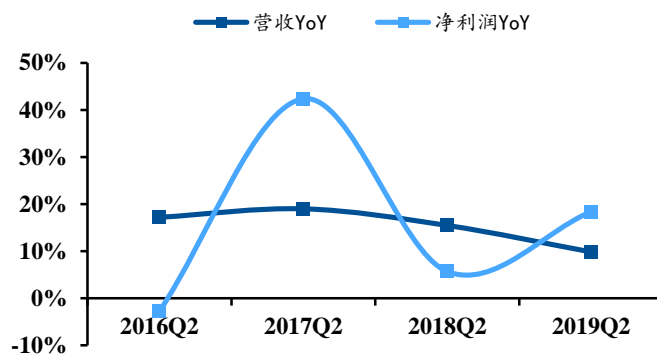
19H1 其他食品板块实现收入 397.45 亿元，同比+7.66%，增速同比下滑显著（18H1 同比+19.23%）；实现归母净利润 39.58 亿元，同比 5.49%，增速同比亦下滑明显（18H1 同比+25%）。总体而言，19H1 年其他食品板块营收及利润增速同比 18H1 显著下滑。

图 20: 其他食品板块 19H1 收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 其他食品板块 19Q2 收入、利润增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 12: 其他食品板块公司收入、利润 (单位: 亿元)

	市值	19H1 营收	yoy	19H1 净利润	yoy
安迪苏	274.09	53.57	-6.83%	5.34	9.12%
汤臣倍健	311.28	29.70	36.88%	8.67	23.03%
桃李面包	318.50	25.58	18.06%	3.04	15.51%
安琪酵母	235.11	37.14	11.63%	4.64	-7.66%
涪陵榨菜	176.11	10.86	2.11%	3.15	3.14%
洽洽食品	122.90	19.87	6.02%	2.20	28.08%
金达威	89.45	15.54	16.82%	3.70	-24.50%
三全食品	76.09	30.42	-1.15%	0.89	8.01%
元祖股份	50.81	8.33	15.24%	0.36	36.13%
好想你	43.99	28.57	8.82%	1.27	22.75%
双塔食品	107.18	11.50	2.74%	0.93	38.60%
克明面业	42.09	15.15	17.55%	1.04	-9.45%
来伊份	42.22	20.38	2.25%	0.44	20.16%
广弘控股	38.24	13.15	19.15%	0.70	19.83%
广东甘化	36.85	1.99	25.65%	0.25	167.58%
黑芝麻	27.92	19.85	46.94%	0.19	17.17%
盐津铺子	36.43	6.41	31.28%	0.66	68.86%
青海春天	32.58	1.32	-29.87%	0.03	-96.66%
京粮控股	38.22	32.83	-9.79%	0.52	-14.03%
中宠股份	31.54	7.87	21.58%	0.16	-38.91%
桂发祥	24.94	2.63	2.46%	0.46	0.45%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 13: 其他食品板块公司 19Q2 收入、利润 (单位: 亿元)

	市值	19H1 营收	yoy	19H1 净利润	yoy
安迪苏	274.09	53.57	-6.83%	5.34	9.12%
汤臣倍健	311.28	29.70	36.88%	8.67	23.03%
桃李面包	318.50	25.58	18.06%	3.04	15.51%
安琪酵母	235.11	37.14	11.63%	4.64	-7.66%
涪陵榨菜	176.11	10.86	2.11%	3.15	3.14%
洽洽食品	122.90	19.87	6.02%	2.20	28.08%
金达威	89.45	15.54	16.82%	3.70	-24.50%
三全食品	76.09	30.42	-1.15%	0.89	8.01%

元祖股份	50.81	8.33	15.24%	0.36	36.13%
好想你	43.99	28.57	8.82%	1.27	22.75%
双塔食品	107.18	11.50	2.74%	0.93	38.60%
克明面业	42.09	15.15	17.55%	1.04	-9.45%
来伊份	42.22	20.38	2.25%	0.44	20.16%
广弘控股	38.24	13.15	19.15%	0.70	19.83%
广东甘化	36.85	1.99	25.65%	0.25	167.58%
黑芝麻	27.92	19.85	46.94%	0.19	17.17%
盐津铺子	36.43	6.41	31.28%	0.66	68.86%
青海春天	32.58	1.32	-29.87%	0.03	-96.66%
京粮控股	38.22	32.83	-9.79%	0.52	-14.03%
中宠股份	31.54	7.87	21.58%	0.16	-38.91%
桂发祥	24.94	2.63	2.46%	0.46	0.45%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资建议：精选基本面有改善趋势、估值安全边际较高个股

（1）涪陵榨菜：半年报预期低位正是绝佳买点

受累于渠道库存高企+增量市场铺设受挫，19H1 公司业绩承压，19H1 公司实现营收 10.86 亿元，同比+2.11%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比+3.14%。但与此同时，公司正大刀阔斧地进行改革。针对渠道库存过高的问题，公司通过加大费用投放力度刺激终端消化能力来解决；针对渠道下沉受挫的问题，公司已经完成了对于办事处人员的配置，目前正在加强对于县级经销商的培训，争取早日度过磨合期。其实涪陵榨菜现在所遇到的问题与海天味业 16 年所遇到的相类似，当年海天花费了 1 年时间走出了渠道库存高企的困境，我们判断涪陵榨菜也需要大约 1 年时间实现渠道库存的去化，因此我们判断 19 年 Q4 20 年 Q1 左右公司有望迎来基本面的拐点。同时从估值角度来看，当前公司估值已处于历史估值的底部（处于历史估值的 2.16% 分位），因此估值的安全边际足够高。综上，在涪陵榨菜基本面有边际改善趋势同时估值安全边际足够高的背景下，半年报预期低位正是绝佳买点。预计 19-21 年公司营收为 20.25/23.31/27.27 亿元，同比+5.8%/15.1%/17.0%；归母净利润为 7.03/8.37/10.12 亿元，同比+6.3%/19.0%/20.9%；EPS 为 0.89/1.06/1.28 元，对应 PE 为 25/21/17 倍。维持“推荐”评级。

（2）桃李面包：产能建设持续推进，渠道布局更趋完善

2019H1 公司实现营收/归母净利润 21.58/3.04 亿元，同比+18.06%/+15.51%，和前期公布的业绩快报情况基本相符。总体看，上半年公司业绩稳步增长，渠道强化、配送服务质量提升、销售终端数量增加是主要原因。2019H1，华北/东北/华东地区分别实现营收 5.98/11.76/5.30 亿元，营收占比分别为 23%/46%/21%，占比情况与 19Q1 基本相近，上述三个区域仍为公司最主要收入来源。上半年，公司新设立长春桃李面包公司、泉州桃李、海南桃李、新疆桃李共四家子公司，其中长春桃李面包公司、泉州桃李、海南桃李是对现有地区子公司的补强；新疆桃李设立是新进入新疆市场。上半年，武汉桃李烘焙项目、沈阳桃李生产基地项目、山东桃李烘焙项目、江苏桃李（句容）生产基地项目均按计划推进

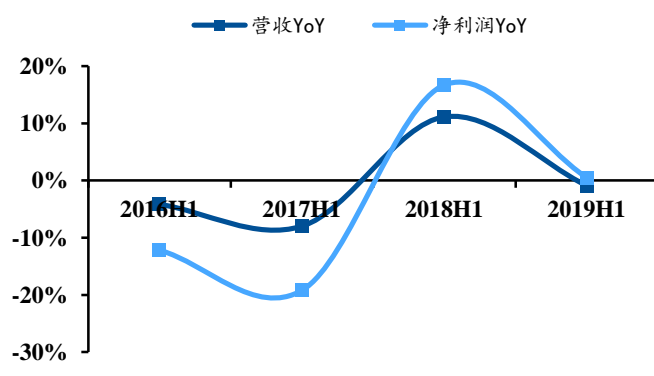
建设，上述项目全部达产后将增加 12.57 万吨面包产能。2019H1，公司加强新产品的开发和推广，推出蛋黄酥糕点、小偃面包、解禅小菓、小天使面包、巧乐角面包等新产品，以适应消费习惯与潮流变化，保持整体产品竞争力。上半年，公司继续完善渠道建设，截至期末，共有 654 家经销商，同比+约 10%。公司在经销商开拓上重点倾斜华东、华南市场，截至上半年末，公司华东/华南市场分别拥有经销商 119/14 家，同比分别+53%/+180%，其他地区经销商数量基本保持稳定。预计 19-21 年公司实现营业收入 57.26/68.14/82.45 亿元，同比+19%/+19%/+21%；实现归属上市公司净利润 7.64/9.38/11.59 亿元，同比+19%/+23%/+24%，折合 EPS 分别为 1.16/1.42/1.76 元，目前股价对应 19-21 年 PE 为 43/35/28 倍。公司目前估值高于其他食品板块约 32 倍的平均估值，考虑到公司长期成长性和标的稀缺性，维持“推荐”评级。

八、其他饮料：精选业绩弹性较强的个股

（一）19H1 业绩回顾：营收及利润增速均陷入停滞

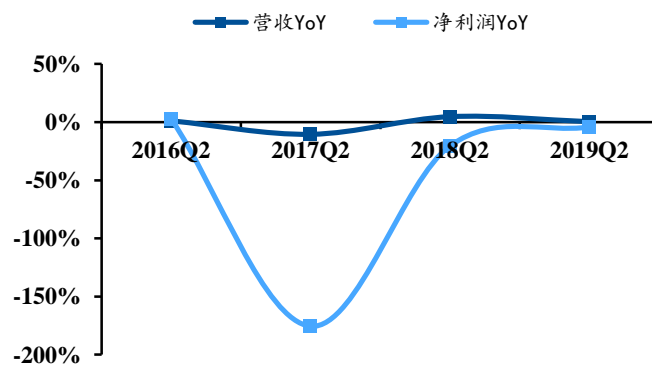
19H1 其他饮料板块实现收入 126.96 亿元，同比-0.91%，增速同比下滑显著（18H1 同比+11.13%）；实现归母净利润 17.53 亿元，同比+0.50%，增速同比亦显著下降（18H1 同比+16.71%）。总体而言，19H1 其他饮料板块营收及利润增速均陷入停滞。

图 22：其他饮料板块 19H1 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：其他饮料板块 19Q2 收入、利润增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 14：其他饮料板块公司 19H1 收入、利润（单位：亿元）

	市值	19H1 营收	yoy	19H1 净利润	yoy
养元饮品	304.35	34.57	-16.98%	12.68	-3.04%
香飘飘	144.21	13.77	58.26%	0.24	143.11%
深粮控股	72.90	47.82	7.84%	2.03	0.19%
承德露露	73.49	12.57	6.55%	2.62	3.68%
维维股份	54.67	28.21	2.85%	0.91	-5.14%
ST 椰岛	38.46	3.79	29.90%	-0.73	37.52%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 15：其他饮料板块公司 19Q2 收入、利润（单位：亿元）

	市值	19Q2 营收	yoy	19Q2 净利润	yoy
养元饮品	304.35	9.62	-26.64%	4.18	10.53%

香飘飘	144.21	5.40	148.22%	-0.28	65.69%
深粮控股	72.90	22.12	10.20%	0.82	5.42%
承德露露	73.49	3.26	14.79%	0.40	16.93%
维维股份	54.67	12.88	6.07%	0.00	-101.01%
ST 椰岛	38.46	1.80	35.83%	-0.54	-78.39%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资建议：精选业绩弹性较高的个股

（1）香飘飘：看好果汁茶业务放量增厚公司业绩

19H1 公司实现营收 13.77 亿元，同比+58.26%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比扭亏为盈。总体而言，19H1 公司收入利润均展现出了较强的弹性。我们分析认为 19H1 公司的业绩弹性主要来源于果汁茶业务的放量：19H1 公司收入增量为 5.07 亿元，其中果汁茶提供 5.88 亿元增量，换言之，若剔除果汁茶单品，公司 19H1 营收将同比-9.31%；另外据我们测算，19H1 果汁茶产品提供大约 0.2 亿元净利润增量，直接带动公司 H1 实现扭亏。作为茶饮料行业的大单品，同时也是公司 19 年重点推广的产品，我们持续看好果汁茶业务放量给公司带来业绩弹性：**产能方面**：受限于产能桎梏，果汁茶一直处于供不应求的状态。随着广州及未来的天津生产基地陆续进入投产状态，再加上近期公司拟发行可转债扩建新产能，果汁茶新品的潜力有望被充分激发。**渠道方面**：果汁茶当前在全国可售卖的终端网点的覆盖率仅为 12.6%，同时在公司在册网点数铺货占比也仅有 48.9%，在公司借助经销商的力量逐步实现终端扩张的基础上，果汁茶覆盖率提升空间广阔；**营销方面**：果汁茶是 19 年公司的重点推广产品，因此在收入导向的背景下公司今年将持续加大对于果汁茶产品空中投放、地面推广费用的力度。2019 年 7 月起公司更是与腾讯游戏进行深度合作，推出超高流量 IP 王者荣耀“无限天团”联名款产品，在王者荣耀 IP 的加持下，我们对果汁茶销量持续提升持乐观态度。预计 19-21 年公司实现营业收入为 43.66 亿元/54.57 亿元/66.42 亿元，同比+34.3%/25.0%/21.7%；实现归属上市公司净利润为 3.99 亿元/5.37 亿元/6.97 亿元，同比+26.7%/34.8%/29.7%，折合 EPS 为 0.95 元/1.28 元/1.66 元，对应 PE 为 34/25/20 倍。维持“推荐”评级。

九、风险提示

宏观经济疲软/业绩不达预期/市场系统性风险/食品安全风险等。

插图目录

图 1: 19H1 食品饮料收入增速 12.96%.....	4
图 2: 19H1 食品饮料归母净利润增速 20.43%.....	4
图 3: 19H1 大部分板块收入增速下降.....	5
图 4: 19H1 各板块收入增速.....	5
图 5: 19H1 大部分板块归母净利润增速下滑.....	5
图 6: 19H1 各板块归母净利润增速.....	5
图 7: 白酒板块 19H1 收入、利润增速.....	6
图 8: 白酒板块 19Q2 收入、利润增速.....	6
图 9: 啤酒板块 19H1 收入、利润增速.....	10
图 10: 啤酒板块 19Q2 收入、利润增速.....	10
图 11: 五因子共振助力盈利能力持续改善.....	11
图 12: 调味品板块 19H1 收入、利润增速.....	13
图 13: 调味品板块 19Q2 收入、利润增速.....	13
图 14: 乳制品板块 19H1 收入、利润增速.....	17
图 15: 乳制品板块 19Q2 收入、利润增速.....	17
图 16: 乳制品板块 19H1 毛利率、销售费用率.....	18
图 17: 乳制品板块 19Q2 单季度毛利率、销售费用率.....	18
图 18: 肉制品板块 19H1 收入、利润增速.....	20
图 19: 肉制品板块 19Q2 收入、利润增速.....	20
图 20: 其他食品板块 19H1 收入、利润增速.....	22
图 21: 其他食品板块 19Q2 收入、利润增速.....	22
图 22: 其他饮料板块 19H1 收入、利润增速.....	24
图 23: 其他饮料板块 19Q2 收入、利润增速.....	24

表格目录

表 1: 白酒板块公司收入、利润.....	6
表 2: 白酒板块公司 Q2 收入、利润.....	6
表 3: 白酒板块 2018&19H1 预收款.....	7
表 4: 啤酒板块公司收入、利润 (单位: 亿元).....	10
表 5: 啤酒板块公司 19Q2 收入、利润 (单位: 亿元).....	10
表 6: 调味品板块公司收入、利润 (单位: 亿元).....	14
表 7: 调味品板块公司 19Q2 收入、利润 (单位: 亿元).....	14
表 8: 乳制品板块公司 19H1 收入、利润.....	17
表 9: 乳制品板块公司 19Q2 收入、利润.....	17
表 10: 肉制品板块公司 19H1 收入、利润.....	20
表 11: 肉制品板块公司 19Q2 收入、利润.....	20
表 12: 其他食品板块公司收入、利润 (单位: 亿元).....	22
表 13: 其他食品板块公司 19Q2 收入、利润 (单位: 亿元).....	22
表 14: 其他饮料板块公司 19H1 收入、利润 (单位: 亿元).....	24
表 15: 其他饮料板块公司 19Q2 收入、利润 (单位: 亿元).....	24

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。