

食品饮料

白酒旺季行情临近，啤酒中报验证利润释放

-中泰食品饮料周报(第36周)

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

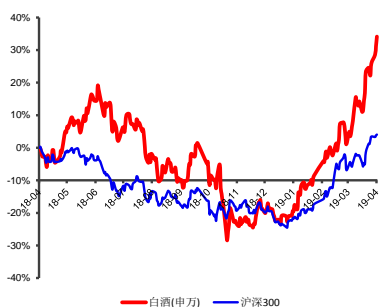
Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

行业-市场走势对比

相关报告

《五粮液：普五量价齐升，业绩强劲增长》

2019.09.01

《伊利 股份：市占率稳步提升，业绩稳健释放》

2019.09.02

《洋河股份：市占率稳步提升，业绩稳健释放》

2019.09.03

《白酒行业 2019 年中报总结：高档酒引领行业延续快增，优势品牌强者愈强》

2019.09.03

《元祖股份：门店稳健开拓，单店增长较快》

2019.09.04

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	1142.49	21.56	28.02	35.06	41.08	36.15	32.33	32.48	27.72	0.47	买入
五粮液	140.01	2.55	3.47	4.56	5.77	35.0	26.55	31.12	24.59	0.74	买入
古井贡酒	120.55	2.28	3.37	4.42	5.57	31.6	32.94	28.40	22.54	0.71	买入
青岛啤酒	50.71	0.94	1.05	1.37	1.76	30.70	50.22	38.60	30.05	0.83	买入
绝味食品	39.96	1.26	1.56	1.88	2.22	27.30	26.60	22.07	18.69	0.76	买入

备注：股价为 2019 年 9 月 6 日收盘价。

投资要点

■ **白酒：旺季高端酒动销较好，三季度名酒业绩值得期待。**本周五粮液高管人事变更，原公司董事长刘中国因达退休年龄卸任，原宜宾市翠屏区委书记曾从钦接任，此次人事变动属于正常调整，目前公司营销体系改革稳步推进，公司计划三季度投放八代普五 5000 吨左右，但很多区域的经销商仍反映不能满足市场需求，继续看好公司在二次创业的路上行稳致远。当前市场即将进入中秋旺季，在茅台价格维持高位背景下，高端酒整体动销势头较好，其他酒旺季情况一般，但淡季后库存比去年低了很多，考虑到去年低基数因素，今年三季度名酒业绩增速压力会小一些。整体板块，我们继续维持中秋旺季献礼+估值切换逻辑，三季度末行情建议积极参与。

■ **山西汾酒：动销平稳、库存合理，玻汾、青花持续发力。**本周我们调研了山西汾酒，重点梳理如下：1) 产品方面，玻汾定位为省外开拓的引流产品，主要做消费者培育，导入快、动销快，因此上半年增速高，但长期战略仍要做大做强次高端价位的青花，我们预计下半年青花增速将超过上半年；2) 渠道方面，经销商上半年略有下降，主要是对系列酒经销商做了梳理整顿，汾酒上半年经销商是增加的，终端上半年扩了 20 万家左右，通过投放前置性费用先把网点铺开，后续形成动销值得期待；3) 库存与动销方面，公司二季度主要是控货去库存，特别是青花汾酒，一旦发现市场有问题就会调整，玻汾由于动销好基本不存在库存问题，目前中秋打款和发货情况正常，渠道动销势头相对平稳，预计三季度增速有望延续上半年平稳增长趋势。

■ **白酒龙头批价跟踪：旺季继续保持坚挺。**

茅台：本周飞天茅台一批价维持在 2500 元上下，上海等地经销商 9 月份货已经到达，直营仍未见明显放货情况。

五粮液：本周八代普五主流一批价在 1006 元，商超标价均是 1399 元，实际成交价基本都在千元以上。

国窖 1573：一批价保持 780-790 元，价格跟随普五，仍旧存在较强的上行趋势。

古井：公司调整年份原浆系列产品终端成交价，如献礼提价 5 元至 90 元。

■ **啤酒中报总结：量稳价升，行以致远。(1) 价升驱动收入增长，龙头业绩加速释放。**2019H1 啤酒上市公司普遍实现 5-10% 的收入增长，利润端受益结构升级+增值税税率下调+提价普遍实现 20%+ 增长。由于 2017 年底、2018 年初行业集中提价的同比影响已过，2019H1 尤其是

2019Q2 利润快速释放验证了本轮提价不仅仅是为抵御成本压力的一次性行为，而是可持续的消费升级，我们认为啤酒行业已进入利润快速释放的三年大周期。**(2)量：月度波动不改量稳趋势，份额向优质龙头集中。**短期看，啤酒行业月度产量受渠道库存、气温等多方面影响，波动较大；但拉长到一年的时间则保持稳定。因此应理性看待行业短期量的波动。2019H1 嘉士伯中国、青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒销量增长领先行业，份额向优质龙头集中。我们认为在吨酒收入持续提升的背景下，销量依然重要，核心在于对固定成本的分摊。**(3)价：二季度 ASP 继续提升，结构升级具备可持续性。**对比 2008 年行业为抵御成本压力的一次性的集体提价，本轮提价存在本质差异。2019H1 为抵御成本压力的一次性提价已经不存在明显的同比影响，但主要公司吨酒收入仍保持 5%左右的增长，说明结构升级持续推动了价格上升，标志着行业开启了价格上升的通道。2019H1 各企业结构持续提升，中高档新品表现优秀。此外，受益增值税税率下调，青岛啤酒吨酒收入增速从 Q1 的 4.5%提升至 Q2 的 6%。**(4)成本及费用：成本高点已过，销售费用率保持稳定。**2019H2 采购成本涨幅趋缓，明后年预计持平或下行，旺季不旺使回瓶成本低于预期，进口大麦价格环比已经回落，同比增幅收窄，纸箱 2019Q2 以来瓦楞纸下滑幅度已接近 30%。由于行业从价格战转向消费升级，企业提高费效比，销售费用率保持稳定。

- **伊利股权激励方案修改了哪些？**公司 8 月 5 日公布 2019 年限制性股票激励计划草案，9 月 6 日公告修正稿，主要对激励对象占比、解锁条件、股权激励费用均有修改，最终解锁业绩指标有所提升。我们认为此次修正稿有如下看点：**1.长期稳定分红率不低于 70%，股息率我们测算接近 3%。**伊利历史分红率从 2014 年 39.6%提升至 2018 年的 55.44%，2019-2023 年不低于 70%，保证了股东的回报。公司当前股价 29.13 元，分红率保证未来 5 年 70%以上，保守假设 2018 年利润 68.6 亿元，70%分红即 48 亿元，平均每股分红 0.79 元，对应当前股价股息率在 2.7%左右。**2.激励股票占比从 3%下降至 2.5%，总股本减少 3049.2 万股，股权激励费用减少 7.4 亿元，利润略有增厚。**回购多余的 3049.2 万股注销后，总股本下降 0.5%股至 60.67 亿股，EPS 增厚 0.01 元，股权激励费用降低 7.4 亿元后，按照费用分摊年限看，本次修正后，比原来预期 2019-2023 年解锁条件下，归母净利润分别增加 1.12 亿、2.89 亿元、1.65 亿元、1 亿元、0.54 亿元。**3.ROE 提高，净资产收益率从不低于 15%提升至 20%以上。**有效反映了公司经营的收益成果，满足股东的心理预期。
- **9 月组合：**本月推荐组合标的涨跌幅分别为贵州茅台 (0.04%)、五粮液 (-1.05%)、古井贡酒 (3.56%)、青岛啤酒 (-3.99%)、绝味食品 (-2.82%)，组合收益率为-2.28%。同期上证综指上涨 3.93%，组合落后上证综指 6.20%。
- **投资策略：**行业结构性机会依旧明显，即使经济增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。参照美国、日本等发达国家的发展经验，消费都是经济增长的绝对主力，中长期领涨。后期减税降费发力以及外资的流入，食品饮料板块有望不断超预期。当下核心上市公司估值不贵，我们长期最看看高端白酒。重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、山西汾酒等；

啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。

■ **风险提示：**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 5 -
每周市场回顾：板块落后综指 4.17%，子板块肉制品涨幅居前	- 5 -
2019 年 9 月投资组合：茅台、五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、绝味食品 ...	- 5 -
最新重点报告观点（第 36 周）	- 6 -
五粮液：普五量价齐升，业绩强劲增长	- 6 -
伊利 股份：市占率稳步提升，业绩稳健释放	- 8 -
洋河股份：市占率稳步提升，业绩稳健释放	- 9 -
白酒行业 19 年中报总结：高档酒引领行业延续快增，优势品牌强者愈强	- 11 -
元祖股份：门店稳健开拓，单店增长较快	- 12 -

图表目录

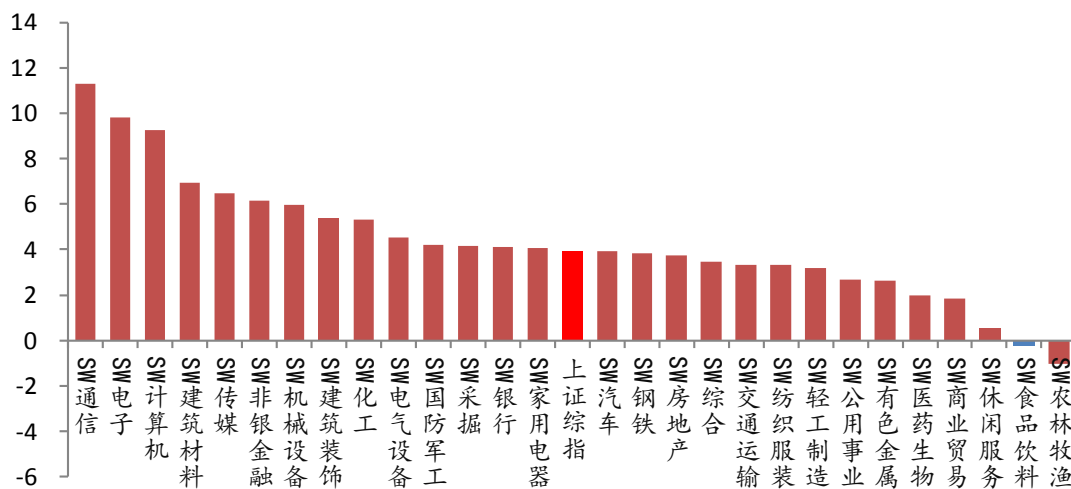
图表 1：食品饮料行业周下跌 0.24%，落后上证综指 4.17%	- 5 -
图表 2：子板块调味肉制品居前	- 5 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 5 -
图表 4：9 月组合收益率为-2.28%	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后综指 4.17%，子板块肉制品涨幅居前

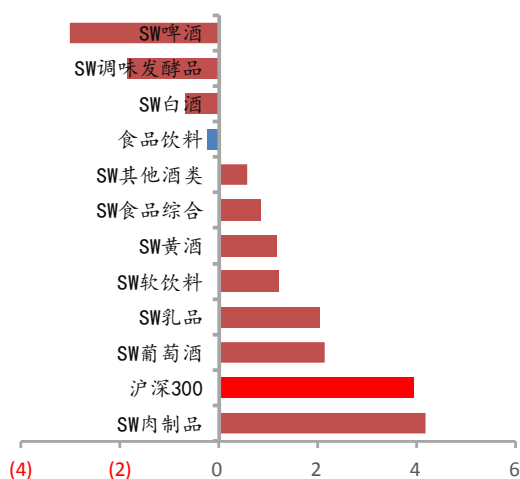
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 3.93%，食品饮料板块下跌 0.24%，落后上证综指 4.17 个百分点。子板块方面肉制品、葡萄酒、乳品、软饮料、黄酒、食品综合、其它酒类分别上涨 4.17%、2.13%、2.04%、1.20%、1.18%、0.83% 和 0.56%。白酒、调味发酵品和啤酒分别下跌 0.67%、3.01%。个股方面，贝因美（10.08%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周下跌 0.24%，落后上证综指 4.17%



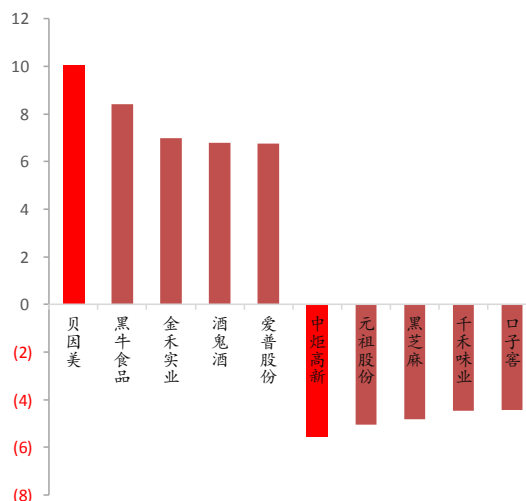
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味肉制品居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2019 年 9 月投资组合：茅台、五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、绝味食品

- **9 月推荐组合：**贵州茅台、五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、绝味食品。当月内五者涨跌幅分别为贵州茅台（0.04%）、五粮液（-1.05%）、古井

贡酒 (3.56%)、青岛啤酒 (-3.99%)、绝味食品 (-2.82%)，组合收益率为-2.28%。同期上证综指上涨 3.93%，组合落后上证综指 6.20%。

图表 4：9 月组合收益率为-2.28%

公司名称	代码	权重	9月区间涨跌幅	核心推荐理由	组合收益率
贵州茅台	600519.SH	20%	0.04%	集团营销公司方案落地，公司计划国庆前投放7400吨茅台酒，我们预计三季度发货量有望实现15%以上增长，对应收入增速有望达20%以上。	-2.28%
五粮液	000858.SZ	20%	-1.05%	19Q2公司收入、利润增长27%、32%，近来普五批价升至980-1006元，普飞缺货持续利于普五动销，看好量价齐升带动公司收入实现快速增长	
古井贡酒	000596.SZ	20%	-3.56%	19H1公司收入、利润增长4%和49%，二季度消化库存导致收入增速放缓，利润端增速超预期，产品结构持续升级，预计全年业绩承诺目标仍有望顺利完成	
青岛啤酒	600600.SH	20%	-3.99%	结构升级叠加增值税下调红利，ASP将保持快速增长，三季度成本压力较二季度趋缓，在销量维持稳定的基础上，利润有望保持20%-30%增长	
绝味食品	603517.SH	20%	-2.82%	开店节奏靠前新店贡献更显著，鸭副成本压力三季度开始有望缓解。椒椒有味进入快速扩张期，今年预计开店200家左右	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5：重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1138.76	14302.8	28.02	35.06	41.08	40.64	32.48	27.72
五粮液	141.89	5386.1	3.47	4.56	5.77	40.84	31.12	24.59
泸州老窖	98.07	1374.9	2.38	3.21	4.00	41.21	30.55	24.52
洋河股份	109.39	1648.5	5.39	6.15	7.13	20.31	17.79	15.34
古井贡酒	125.55	632.8	3.37	4.42	5.57	37.26	28.40	22.54
山西汾酒	79.10	685.0	1.69	2.15	2.68	46.69	36.79	29.51
口子窖	66.55	399.3	2.55	3.08	3.59	26.10	21.61	18.54
水井坊	47.68	233.2	1.19	1.55	1.86	40.20	30.76	25.63
沱牌舍得	27.90	94.0	1.02	1.24	1.61	27.30	22.50	17.33
顺鑫农业	51.72	295.3	1.30	2.27	2.95	39.65	22.78	17.53
伊力特	15.72	69.3	0.97	1.22	1.40	16.20	12.89	11.23
迎驾贡酒	19.51	156.1	0.97	1.05	1.11	20.11	18.58	17.58
伊利股份	28.58	1751.7	1.06	1.20	1.37	26.96	23.82	20.86
绝味食品	41.49	170.1	1.56	1.88	2.22	26.60	22.07	18.69
元祖股份	20.56	49.3	1.01	1.44	1.72	20.36	14.28	11.95
青岛啤酒	52.88	713.9	1.05	1.37	1.76	50.22	38.60	30.05
重庆啤酒	43.47	210.4	0.83	1.05	1.23	52.37	41.40	35.34
中炬高新	42.13	335.8	0.76	0.91	1.17	55.25	46.30	36.01
海天味业	114.02	3085.4	1.62	1.94	2.33	70.38	58.77	48.94
安琪酵母	29.21	96.4	1.04	1.21	1.42	28.10	24.14	20.57
双汇发展	22.35	737.6	1.49	1.57	1.69	15.01	14.24	13.22
恒顺醋业	15.74	94.9	0.39	0.42	0.48	40.49	37.48	32.79

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点 (第 36 周)

五粮液：普五量价齐升，业绩强劲增长

- 事件：2019 年上半年公司实现收入 271.51 亿元，同比增长 26.75%，

实现归母净利润 93.36 亿元，同比增长 31.30%，基本每股收益 2.41 元，同比增长 29.37%；二季度实现收入 95.61 亿元，同比增长 27.08%，实现归母净利润 28.61 亿元，同比增长 33.72%。

- **普五量价齐升，驱动业绩强劲增长。**19H1 公司收入和利润增速为 26.75%/31.30，收入增速超出全年增长 25%的既定目标，普五提价驱动利润端实现更快增长，预收账款为 43.54 亿元，同比下降 1.47%，环比下降 10.28%，主要是 6 月份对第八代普五实施按月打款政策所致；其中 Q2 收入和利润增速为 27.08%/33.72%，在去年高基数背景下仍旧实现环比加速增长。分产品来看，我们预计上半年高端酒收入增速在 30%以上，普五发货量约 1.5 万吨，同比增长 20%以上，均价提升约 6%；系列酒收入增速相对较慢，主要是公司在积极推进系列酒的整合和改革工作，收缩产品线，深度聚焦大单品策略，预计全年有望保持稳健增长势头。
- **毛利率提升，期间费用率下降。**19H1 公司毛利率为 73.81%，同比提高 0.97pct，主要得益于普五提价；期间费用率为 12.01%，同比下降 1.11pct，其中销售费用率为 9.76%，同比下降 0.3cpt，管理费用率 4.8%，同比下降 0.72pct，财务费用率为-2.55%，同比下降 0.09pct；净利率为 36.12%，同比提高 1.28pct，盈利能力持续提升，主要得益于费用管控效率提升。19H1 公司现金流表现靓丽，经营活动产生的现金流量净额为 83.66 亿元，同比增长 1302.14%，主要是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所致。
- **渠道改革加快升级，中秋旺销值得期待。**今年百千万工程进入第二阶段，目前全渠道数字化运营平台基本搭建完毕，根据公司中报公开交流情况来看，目前全国五粮液运营商发展至 767 家，专卖店 1372 家，KA、电商和其他团购客户 247 家，合计接近 2400 家。5 月公司筛选了 2 万家烟酒店，8 月已绑定优质终端店达 55000 家，还有近 10000 家终端正在审核待绑定，已绑定的终端 96%实现八代普五的进货。随着数字化系统导入以及销售网络的重新梳理，八代普五市场投放节奏和结构都更趋于良性，公司计划三季度投放八代普五 5000 吨左右，但渠道反馈仍不能满足市场需求，目前八代普五一批价 1006 元，零售指导价 1399 元，预计中秋一批价仍有望保持上行趋势。
- **五粮液是今年边际改善最为明显的公司，改革红利进入深度释放期。**自 2017 年李董事长履新后，“二次创业”理念深入人心，公司价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善，2019 年以来更是将改革推向纵深，普五换装升级、系列酒三家合而为一、建立数字化营销体系等等，都体现出公司灵活的机制和管理层敢作敢为的干练的作风。今年 6 月提价策略的部署明显趋于精细化，反映内部营销改革正在加快进行，经销商信心明显增强，随着控盘分利模式的稳步实施，我们认为旺季普五提价有望在渠道端扎实落地。
- **投资建议：**重申“买入”评级，持续重点推荐。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 510/632/779 亿元，同比增长 27%/24%/23%；净利润分别为 177/224/281 亿元，同比增长 32%/27%/26%，对应 EPS 分别为 4.56/5.77/7.25 元。。

- 风险提示：三公消费限制力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故

伊利 股份：市占率稳步提升，业绩稳健释放

- 事件：伊利 股份发布中报，19H1 公司实现营业总收入 450.71 亿元，同比+12.84%，净利润 37.98 亿元，同比+9.51%；19Q2 营收 219.4 亿元，同比+9%，归母净利润 15 亿元，同比+12%。
- 市占率稳步提升，19H1 收入稳健，低温奶业务拖累 19Q2 增速。
1) 19H1 营业总收入增速 13%较为稳健。从季度看，19Q1、19Q2 收入增速分别为 17%、9%，环比放缓，主因低温奶业务拖累。2) 从量价结构拆分收入增速贡献看，我们预计 19H1 主营收+13.45%，其中销量贡献 8-9%，产品结构 3-4%贡献，价格提升 1%左右。19Q2 主营收+9.15%，销量贡献 6-7%，结构贡献 3-4%，单价下降 1-2%，主因竞争激烈，买赠加大折伤单价。3) 分品类看：奶粉、冷饮略超预期，液体乳稳健，大单品继续保持高增长。根据公司公告数据，19H1 液体乳收入（361.4 亿元，占比 81%）增速 13.2%。根据渠道调研，我们估算常温占比 71%，增速 15%，低温占比 9.6%，同比持平，19Q2 行业竞争加剧，略有拖累液体乳业务；19H1 奶粉收入（43.8 亿元，占比 9.8%）增速 13.4%。19H1 冷饮（收入 43 亿元，占比 9.6%）增速 15.4%。根据尼尔森数据，大单品安慕希预计收入增速在 20%多、金典在 17%，奶粉金领冠 30%以上增速。4) 19H1 市占率稳步提升。19H1 常温奶市占率 38.7%，同比+ 2.4pct。其中常温酸奶的市占率同比+5.8pct 表现强势。19H1 低温奶市占率 15.9%，同比-1.1pct，其中活性乳酸菌饮料每益添市占率同比+0.6pct。19H1 婴幼儿奶粉市占率 6.3%，同比+0.6pct，主因母婴渠道深耕+综艺赞助增强品牌力。整体看乳业竞争激烈背景下，龙头伊利加速抢占市占率。
- 下半年产品策略聚焦有机产品和新品。目前公司新品销售收入占比 17.4%，比 2018 年提高了 2.6 个百分点。根据调研反馈，目前植选豆奶、伊然乳矿饮料、咖啡新品市场反响不错。“金典有机”“QQ 星有机”和“畅轻有机酸奶”的基础上，推出了“金领冠塞纳牧有机婴幼儿奶粉”，新品有“NOC 须尽欢鲜果活菌酸奶冰淇淋”“畅意 100%环球精选等新品，覆盖更多消费场景和目标人群。
- 原材料涨价+买赠加大，结构升级抵消部分后，整体毛利率略有下降，全年毛利率预计同比小幅承压。19Q2 毛利率 37.13%，同比下降 1.42pct，我们分析一是原材料价格上涨影响。根据渠道调研 19Q2 公司原奶采购价同比+6-7%，我们测算成本敏感性发现：奶价上涨 3%，毛利率下降 0.83%，我们预计成本带来的毛利率下降在 1.66pct；二是买赠大幅度预计影响，我们预计影响毛利率-0.76pct；三是高毛利大单品安慕希、金典、金领冠奶粉等增速较快带动结构升级，我们预计增厚毛利率 1pct。展望 19H2，我们预计原奶价格涨幅在 5-10%，成本承压依旧；增值税下调 3%的红利在 Q2 充分让利渠道和消费者，龙头抢占市占率为主导下，买赠减弱的趋势预计短期难以看到；产品结构的升级继续加速，预计全年毛利率小幅下降。
- 如何看待奶价上涨，龙头加大买赠？1) 上一轮奶价暴涨，龙头短

期成本上涨波动较大，意识到奶源的重要性，伊利通过产业链金融+嵌入式技术管理在 2015-2017 年逐渐布局更多上游奶源，确保产能供给，国内奶源布局+海外伊利新收购新西兰 Westland，推进了全球奶源布局，同时增加黄油、奶酪、奶粉等产能布局，截止 2019 年 6 月，公司综合产能近 1.126 万吨/年。未来市场会看到更多本土品牌外国进口化产品，“金典”新西兰进口牛奶、“柏菲兰”牛奶，进一步满足国内市场对高端乳制品的需求。2) 我们认为本轮的行业洗牌是从上游到下游的全方位竞赛。根据调研，我们预计目前伊利蒙牛掌握了 40%-50%的奶源，在本轮行业性原奶供不应求下，上游龙头通过提前布局确保原奶供给，同时成本涨幅小于中小乳企。上游加速乳业洗牌，挤出中小乳企。下游增值税下调 3%+成本规模优势，龙头加大买赠后，再次加速行业洗牌。19H1 伊利常温市占率提升 2.4pct，蒙牛市占率也提升较快，龙头加速抢占市场份额。我们预计明后年可看到行业洗牌后的龙头份额红利。

- **渠道精耕+品牌宣传齐发力，预计全年销售费用率因 2018 年高基数稳中略降，管理费用率小幅提升。**公司销售费用率 19H1 为 24.63%，同比-0.83pct，19Q2 为 25.3%，同比-3pct，主因 18Q2 蒙牛赞助世界杯拉动行业竞争加剧造成 18Q2 销售费用高基数，19Q2 销售费用投放理性后自然回落，其中 19H1 公司线上广告营销费用同比-1.43pct 贡献较多，线下渠道费用率保持稳健。公司管理费用率 19Q2 为 4.44%，同比+1.22pct，主因一是新成立奶酪和健康饮品、国际业务部、上海事业部等 Q2 人员扩张，员工薪酬支出提升；二是上一期股权激励费用和员工薪酬激励小幅提升。我们预计全年管理费用率在 4-5%。19Q2 财务费用率-0.18%基本持平，考虑超短期融资券和银行借款，预计全年财务费用率小幅上升。
- **资本开支增加影响部分现金流，预计全年 ROE 稳定在 20%左右，政府补助 3.9 亿助力净利润。**19H1 经营现金流净额 37.65 亿元，同比-28.73%，主因购买原材料的预付账款增加，支付的职工薪酬增加使得现金流出增加。19H1 投资活动现金流净额 47.16 亿元，同比增加 23.9 亿元，主因购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加。19H1 筹资活动现金流净额-7.6 亿元，主因发行超短期融资券和中期票据收到现金增加。19Q2 归母净利润 15 亿元，同比+12%，扣非净利润 13.4 亿元，同比+8.7%，主因非经常损益 1.7 亿元，同比增厚 5226 万元，19H1 受到政府补助 3.9 亿元。公司资本开支增加，技改+产能布局+增加就业，预计全年非经常损益略高于去年。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计 2019-2021 年收入分别为 904.4、1000.3、1109.2 亿元，同比+13.7%、10.6%、10.9%，净利润分别为 68.5、72.2、83.5 亿元，同比+6.3%、5.5%、15.5%，EPS 分别为 1.13、1.19、1.37 元，对应 PE 分别为 25X、24X、21X。
- **风险提示：**行业竞争加剧，买赠幅度超预期，原奶价格上涨超预期

洋河股份：市占率稳步提升，业绩稳健释放

- **事件：**2019 年上半年公司实现收入 159.99 亿元，同比增长 10.01%，

实现归母净利润 55.82 亿元，同比增长 11.52%，基本每股收益 3.70 元，同比增长 11.52%。

- **Q2 业绩承压，省内主动调整、省外继续快速增长。**19Q2 公司收入和净利润增速为 2.08%和 2.03%，这一方面与省内竞争加剧有关，另一方面主要是公司自 6 月起主动对省内全面停货，引导价格体系和渠道利润回升，导致短期内 Q2 业绩承压。分产品来看，虽然省内次高端价格带竞争加剧，但梦之蓝依旧是公司表现最好的单品，我们预计上半年梦之蓝已超过海、天成为公司第一大单品，表明虽然公司总量增长放缓，但结构持续升级。分区域来看，19H1 省内和省外市场收入增速分别为 2.99%和 18.23%，省外市场收入占比环比年初提升 0.56pct 至 49.54%，我们预计河南、山东、安徽等成熟市场稳健增长，江西、湖北等新兴市场增速较快，公司省外成长空间仍然充足，预计省外市场未来仍将是公司业绩增长的主要动力。
- **毛利率提升，盈利能力依然稳健。**19Q2 公司毛利率为 68.08%，同比提升 2.84pct，主要是产品结构进一步升级，梦之蓝占比持续提升；期间费用率为 20.90%，同比提升 2.18pct，其中销售费用率为 13.18%，同比提升 1.76pct，主要是公司广告促销费和职工薪酬开支增加所致；管理费用率为 8.16%，同比提升 0.01pct，财务费用率为-0.44%，同比提升 0.41pct；税金及附加比例达 11.42%，同比下降 0.02pct；净利率为 30.53%，同比下降 0.03pct，盈利能力保持稳健。19Q2 公司经营活动现金流量净额为-6.33 亿元，同比下降约 4 亿元。
- **省内控货去库存，多举措追求良性可持续发展。**面对省内竞争加剧、增速放缓的压力，洋河正采取多种措施予以应对：公司一方面进行组织细化，成立苏中大区、淮安大区，另一方面加大对团购、家宴、名烟酒终端适度增加费用投入，同时反对大区盲目压货，反映公司在省内将追求良性可持续增长。此外，公司新任销售领导刘总上任，刘总曾经作为一线人员经验丰富、作风务实，上任后其首要任务是摸清各个市场情况，其销售思路的变化值得重点关注。从即将到来的中秋旺季来看，洋河继续延续积极控货去库存的良性发展思路，减少给经销商的配额，避免促销力度过大而进一步增加库存，我们认为这虽然会使得 Q3 业绩短期承压，但利于公司省内价格体系和渠道体系重回合理状态，我们预计在预期修正的基础上公司中秋备货有望完成。
- **短期扰动不改长期优势，继续看好公司全国化潜力。**从本质上来看，相较于其它优秀酒企，洋河周期属性更弱，底盘扎实。公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，长期竞争优势依旧明显。近年来公司在产品力及品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝加速增长体现出消费者对其认可度正在快速升温。我们认为虽然目前公司陷入调整，但短期扰动不改公司长期竞争优势，随着全国化加速推进，公司中长期成长的天花板充分打开，未来 3-5 年业绩仍旧有望实现稳健增长，当前 PE 对应 2019 年仅不足 19 倍，我们建议以中长期视角看待优秀企业。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们小幅调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 265.07/296.10/333.58 亿元，同比增长

9.72%/11.71%/12.66%；净利润分别为 89.92/101.05/114.48 亿元，同比增长 10.81%/12.37%/13.29%，对应 EPS 分别为 5.97/6.71/7.60 元。

- 风险提示：三公消费限制力度加大、省外增速放缓、食品品质事故

白酒行业 19 年中报总结：高档酒引领行业延续快增，优势品牌强者愈强

- **行业总结：行业延续增长势头，盈利能力进一步增强。**从板块数据来看，19H1 白酒板块营收和净利润分别同比增长 19.04%和 25.88%，继续大幅跑赢全行业（19H1 收入+7.3%），行业集中度进一步提升。从上市公司数据来看，第一，高端酒继续表现最优，茅台供不应求、价格持续上行带动高端酒整体需求旺盛，亦符合我们的判断，高端酒未来仍将是业绩表现确定性最强的板块；第二，二三线酒分化加剧，部分酒企由于竞争加剧而短期增速放缓；第三，利润增速普遍快于收入增速，一方面来自于提价和产品结构升级，另一方面增值税下调红利开始显现。从盈利能力来看，19H1 板块毛利率同比+0.69pct，费用率同比-0.80pct，净利率同比+1.55pct，毛利率提升和费用率下行共同驱动盈利能力进一步增强，其中部分二三线酒企盈利能力略有下滑，同样表明竞争加剧致短期盈利水平分化。
- **行业展望：预收款打款积极，现金流表现靓丽，高端酒强者愈强。**19H1 板块预收账款同比+14.89%，整体回款势头依然健康，反应需求端继续维持良性，其中茅台同比+23.30%，经销商打款意愿强烈，五粮液同比-1.47%，主要是 6 月份对第八代普五实施按月打款政策所致，实际上第八代推出后持续受到经销商追捧，老窖、汾酒、水井等预收款同样表现优异；19H1 板块经营现金流净额同比+59.42%，整体表现靓丽，但同样存在一线酒强劲、二三线酒分化的特征，进一步反映强势酒企优势更加明显的趋势。
- **持仓与估值：仓位续创新高，估值中枢有望持续上移。**截止 2019 年二季度末，食品饮料的基金持仓比例为 19.63%，环比提升 4.56pct，其中，白酒板块持仓比例为 15.54%，环比提升 4.24pct，持仓比例创下历史新高，也是二季度食品饮料板块持仓水平提升的主要贡献力量。从估值水平来看，目前白酒板块 PE-TTM 约为 35，已升至历史估值中枢靠上的水平，我们认为，我们认为，白酒周期性减弱，业绩波动性将减小，对应估值波动幅度有望收窄，加上 MSCI 纳入带来外资持续流入的确定性，未来名酒估值中枢有望持续上移，未来板块估值在 20-35 倍区间波动将成为常态。
- **投资建议：业绩估值双击，板块有望持续取得超额收益。**今年以来板块迎来双击行情，截至 8 月底申万白酒指数涨幅 102.03%，远远跑赢大盘。业绩层面来看，19Q2 板块整体延续了 Q1 快速增长的势头，但是板块内部分化进一步加剧，高端酒业绩确定性最强，二三线酒企由于竞争加剧而更多呈现结构性机会，低端酒龙头顺鑫继续收割省外份额。估值层面来看，19Q2 板块估值持续上行，进一步验证了我们关于板块估值中枢上行的判断。展望未来，我们继续维持板块结构性繁荣的观点不变，行业整体有望持续稳健增长，优势品牌将尽享消费升级带来的品牌集中红利，考虑到当前需求持续旺盛，白酒板块有望提前迎来估值切换，当前名酒对应 2020 年的

PE 基本在 18-27 倍。在国家鼓励消费，降税等背景下，消费信心有望继续保持，相较于医药和家电等消费领域，白酒更优，板块有望持续超预期获取超额收益。我们认为，高端酒和部分区域龙头有望表现更优，持续重点推荐茅台、五粮液、老窖、古井、口子、顺鑫、汾酒、今世缘等优质酒企。

- **风险提示：中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。**

元祖股份：门店稳健开拓，单店增长较快

- **事件：公司发布 2019 年中报，19H1 公司营收 8.33 亿元，同比+15.24%，归母净利润 3554.4 万元，同比+36.13%，扣非利润 2614.8 万元，同比+152%；其中 19Q2 公司营收 4.92 亿元，同比+10.03%，归母净利润 4237 万元，同比-21%，扣非利润 4149 万元，同比-10.8%。**
- **收入端：营收稳健增长，预收款稳步增加，门店数量和单店收入均有位数增长。**1) 经营性收入增长 11.7%，睡眠卡确认贡献收入增长 4.5%。19H1 公司营收 8.33 亿元，同比+15.24%，其中睡眠卡贡献 3201 万元，剔除后营收 8 亿元，同比+11.7%，符合预期。19H1 预收款 6.24 亿元，比 2018 年底增加增加 7257 万，其中 19Q1 增加 3676 万元，19Q2 增加 3569 万元，较为稳健。2) 分产品看，19H1 蛋糕、中西式糕点、水果礼盒、其他收入增速分别为 8.5%、14%、15%、5.24%。3) 19H1 公司门店 642 家，增速 5.6%，单店收入增速 6%（不含睡眠卡）。根据我们草根调研，18H1 公司门店 608 家，2018 年底 631 家，19H1 门店 642 家，同比+5.6%，同时比年初净增长 11 家，我预计全年净增加门店 30-50 家，门店数量稳步稳健扩张。18H1 公司单店收入 118 万元，19H1 单店 125 万元，不含睡眠卡贡献同店增长 5.8%，保持较快增长。公司中央工厂+门店销售模式扩张发，目前直营门店占比 88%，收入增速 11.6%，加盟门店收入占比 12%，增速 14.5%。4) 分区域看，元祖江苏和四川公司营收占比最大，增速在 20%以上；元祖湖南、辽宁收入增速较快。
- **毛利率稳健提升，提价红利延后凸显。**19H1 公司毛利率 63.3%，同比+2.8pct，主因蛋糕、水果提价小部分驱动+产品结构升级驱动。19Q2 公司毛利率提升 1.5pct，提升幅度略低于 19Q1，主因销售结构影响。19H1 蛋糕、中西式糕点、水果礼盒、其他收入占比分别为 35%、58%、5%、2%，其 2018 年毛利率分别为 87%、43%、38%、71%。蛋糕提价红利后延，一是高毛利率蛋糕 4 月提价后，短期影响 4-6 的销量，19Q2 收入增速 8.5%，略低于低于中等毛利率的粽子、糕点和水果礼盒的增速。二是公司部分业务通过卡券提前预售，因此部分卡券兑换蛋糕享受提价前价格。展望 19H2，我们认为蛋糕、水果提价红利逐渐显示+中秋月饼结构优化，毛利率保持稳健略升。
- **销售费用率保持平稳，人工+广告费用率略有增加，租金费用率下降较多。**19H1 销售费用率 50%，同比-0.67pct，其中 19Q1 下降 4.3pct，19Q2 销售费用率 43%，同比提升 0.86pct。19H1 管理费用率 6%，同比

-1.3pct，其中 19Q1 下降 2.15pct，19Q2 下降 1.02pct。我们拆分销售费用发现销售费用人工和广告宣传费用率有所提升，但是租金等下降，整体平稳 19H1 盈利稳健增长，19Q2 利润增速下滑主因低基下，营业外支出、税金增加、非经常损益减少影响，属于营业外因素影响。19H1 公司归母净利润增速 36.13%，扣非利润增速 152%；较为稳健。19Q2 归母净利润增速-21%，扣非利润增速-10.8%，我们分析：1) 19H1 营业外净收支减少 839 万，主因公对外捐赠增加 421 万元和原 POS 软件报废 363 万元。2) 19Q2 所得税率提升 11.3pct 至 27.3%，一是 18H1 亏损子公司不用缴税，19H1 部分子公司扭亏为盈，上海元虹需要缴纳所得税，二是原广州公司注销，整体税金增加 904 万元。3) 非经常损益 19H1 同比 2018H1 减少 634 万元，尤其 19Q2 同比 18Q2 非经常损益减少 633 万元。

- **预收款逐年增加，睡眠卡确认是持续利好。**公司营收中 40%来自卡券销售，核心竞争力来自门店的考核和激励机制+多年经营形成强品牌关系，在工会福利市场、节庆送礼、生日宴会场景拥有品牌竞争力。账龄在四年以上，截至 2018 年底预收账款中的储值卡余额 5.17 亿元，2019 年确认后新增 4153.9 万元，扣税后利润新增 3460.3 万元。19H1 利润增加 2400.44 万元，18H1 净利润增加 505.73 万元。
- **盈利预测及投资建议：**增值税下调 3%增加 2640 万利润+睡眠卡扣税后利润新增 3460.3 万元，考虑 19Q2 税率提升+预收款增速略有放缓，我们小幅调整盈利预测，我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 22.3、24.7、27.5 亿元，同比+14%、11%、11%；预计 2019-2021 年净利润分别为 3.3、3.8、4.4，同比+36%、16%、14%，对应 PE 分别为 15X、13X、11X，低估值、高分红，投资性价比凸显，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，烘焙行业竞争激烈，区域及门店扩张不及预期

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。