



Research and
Development Center

区域乳制品企业的复兴之路（二）

食品饮料 2019 年 9 月第 1 期周报

2019 年 9 月 4 日

王见鹿 食品饮料行业首席分析师

毕翹楚 食品饮料行业分析师

区域乳制品企业的复兴之路（二）

2019年9月第1期周报

2019年9月4日

本期内容提要：

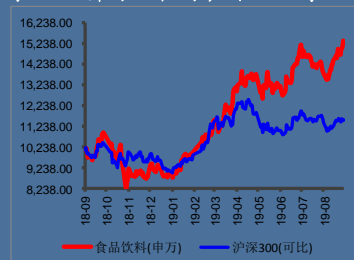
- ◆ **食品饮料板块跑赢大盘：** 上周食品饮料指数上涨 2.65%，同期沪深 300 指数下跌 0.56%，板块跑赢沪深 300 指数；周振幅为 5.78%，大于同期沪深 300 指数的 2.53%；配合中报业绩陆续披露，食品饮料板块走出调整期。横向对比来看，上周 SW 食品饮料板块位列各行业涨幅第三，仅次于 SW 军工和 SW 农林牧渔。子板块中除软饮料、餐饮和啤酒外均录得正增长，其中白酒、调味品和其他酒类涨幅居前。
- ◆ **重点行业观点（详见正文）：** 我国乳制品人均消费额在 2006-2019 年的 14 年间经历了四大阶段：1) 2008 年以前，我国乳制品人均消费额增速低于消费量增速，意味着产业整体快速发展、产品价格维持低位；但很快，我国乳业便为粗放式发展付出代价，2008 年 9 月爆发的三聚氰胺事件严重打击了消费者需求，乳制品板块迎来断崖式的量价齐跌，直到 2009 年才有所恢复；2) 2010-2013 年，国内原奶供需结构稳定，奶价温和上涨，人均消费量和人均消费额增速平稳；3) 2013-2014 年，小微奶农退出速度加快造成供给端收缩，原奶价格涨速加快，企业进口大包粉动力强劲；2015 年供大于求后，原奶价格高位下滑，清库存导致产品价格难以提升；4) 2016-2018 年，国内供需恢复稳定，上游原奶价格受进口大包粉冲击维持低位，低成本给予乳企产品创新升级的土壤。
- ◆ 我们认为，本轮产品升级周期的主要驱动因素是：1) 主流乳制品企业开始专注于推出产品附加值更高、产品力更强的产品；2) 我国新一代主力消费者（80-90 后人群）的消费意识有所升级，对食品的要求不再满足于“安全”而是追求“优质”，因此更愿意为优质产品支付产品溢价；3) 电子商务及社交媒体的发展，使得企业触及消费者的手段发生了质的变化，更高效的反馈系统促进了产品迭代；4) 物流产业的发展使得运输成本下降、损耗率降低；便利店和外卖业态的普及，也使得越来越多人接受和消费更新鲜健康的短保食品。
- ◆ **风险因素：** 下游需求萎缩的风险；海外原奶到岸价降低的风险；我国牧场快速投产导致产量增长的风险；乳制品企业重资产投资且周期性强，短期现金流紧张的风险；食品安全问题。

证券研究报告

行业研究——周报

食品饮料行业

食品饮料行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

王见鹿 行业首席分析师

执业编号：S1500517100001

联系电话：+86 21 61678591

邮箱：wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 行业分析师

执业编号：S1500519090001

联系电话：+86 21 61678587

邮箱：biqiaochu@cindasc.com

行业规模及信达覆盖

股票家数（只）	97
总市值（亿元）	39278
流通市值（亿元）	15221
信达覆盖家（只）	5
覆盖流通市值（亿元）	340

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

目录

行业观点小结	1
行业重要公告汇总	10
行业重要新闻汇总	14
上周板块表现回顾	15
风险因素	17

表目录

表 1 巴氏奶和其他奶的品质对比	4
表 2 影响乳制品消费增速的几大因素	8
表 3 重点跟踪乳企对牧场控制情况表	9
表 4 周度指数综述 (亿元, %)	15
表 5 食品饮料行业个股涨跌幅情况 (%)	16

图目录

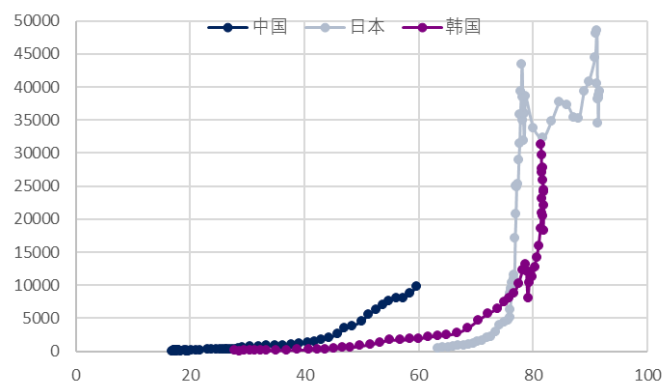
图 1 中、日、韩人均 GDPvs 城镇化率 (x 轴) (美元/人/年, %)	1
图 2 中、日、韩三国人均牛奶消费量 (kg/人/年)	1
图 3 人均乳制品消费额及人均消费额及消费量增速 (元/人, %)	2
图 4 人均乳制品消费额增速的主要贡献变量 (%)	2
图 5 其他因素推动乳制品售价 (元/kg)	2
图 6 相较其他生鲜, 消费者对于乳制品的新鲜度、品牌和营养成分方面关注度较高 (%)	3
图 7 不同业态 2013-18 年销售额及销量增速 (%)	4
图 8 乳制品升级路径	4
图 9 我国奶源主要分布	5
图 10 人均乳制品需求量增速 (%)	6
图 11 我国奶牛存栏数 (万头)	6
图 12 我国奶类产品产量及增速 (万吨, %)	6
图 13 我国乳制品的供需缺口格局 (万吨)	7
图 14 2010 年至今, 大包粉进口量及同比增速 (%)	7
图 15 2010 年至今, 大包粉到港折算价及境内产区奶价 (元/kg)	8
图 16 食品饮料及餐饮行业按成交金额排序的细分行业周度涨跌幅 (%)	16
图 17 食品饮料行业与其他行业周度涨跌幅横向对比 (%)	16

行业观点小结

1、产品升级成为乳制品行业发展主旋律

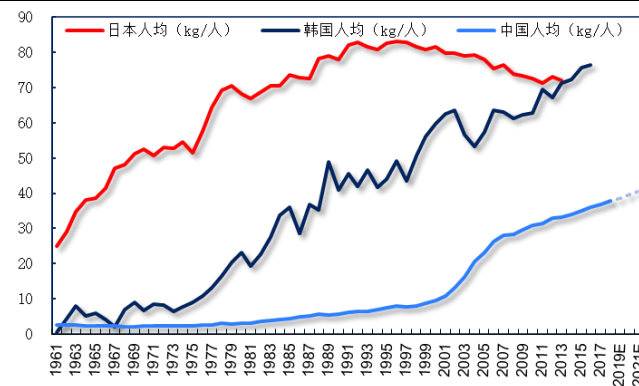
我们在 2019 年 8 月 13 日发布的报告《信达证券食品饮料周报：区域乳制品企业的复兴之路》中指出，人均乳制品消费量主要与人均 GDP 增速、城镇化率以及粗出生率相关。尽管我国粗出生率在 2018 年有明显下滑，但截止 2017 年，我国乳制品消费量水平仅为 36.9kg/人，是全球平均水平 100-110kg/人的约 1/3。有理由相信随着我国城镇化率和人均 GDP 的进一步增长，我国乳制品消费量仍具备强劲的增长潜力，而液奶初加工逐步向乳制品深加工转型便有望满足这一增长趋势。

图 1 中、日、韩人均 GDPvs 城镇化率 (x 轴) (美元/人/年, %)



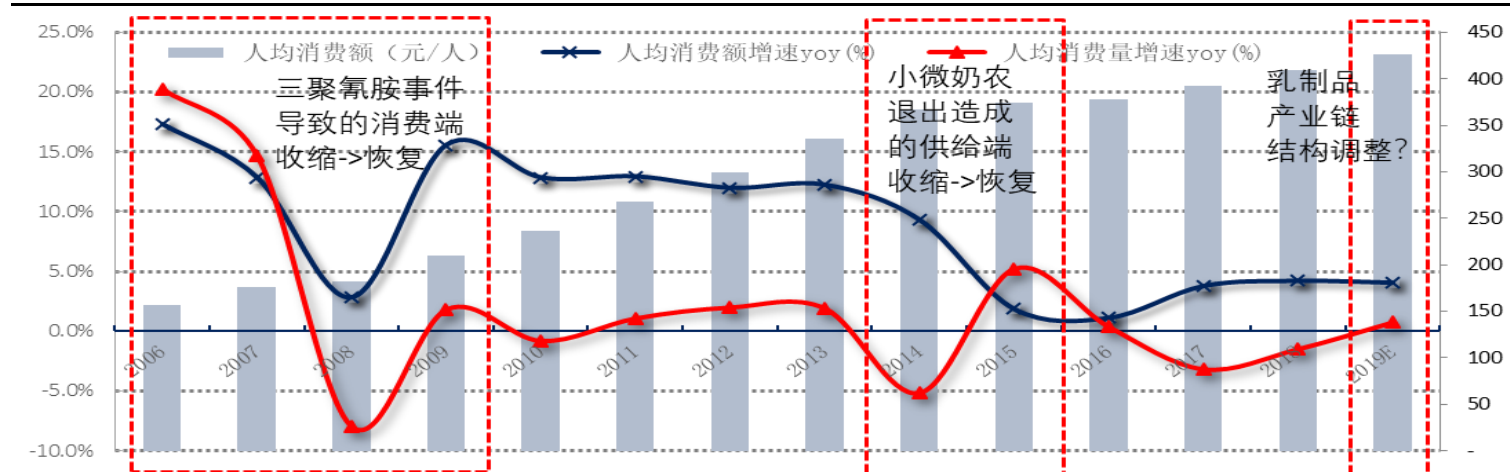
资料来源：世界银行，联合国，国家统计局，万得，信达证券研发中心

图 2 中、日、韩三国人均牛奶消费量 (kg/人/年)



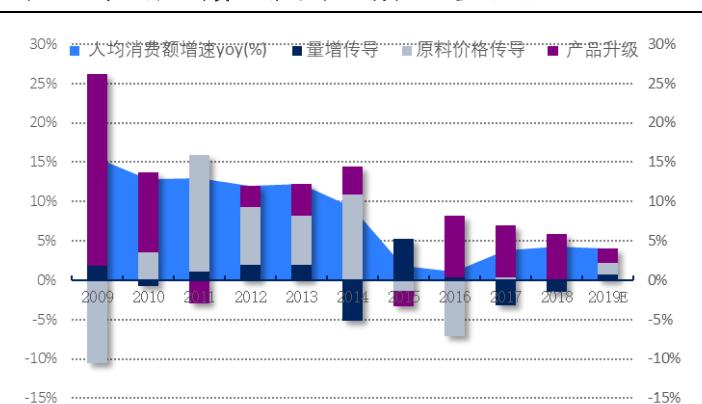
资料来源：联合国粮农组织，中国奶业年鉴，万得，信达证券研发中心

除了消费品类的扩充，乳制品板块的产品升级趋势也逐年强化。由下图可见，我国乳制品人均消费额在 2006-2019 年的 14 年间经历了四大阶段：1) 2008 年以前，我国乳制品人均消费额增速低于消费量增速，意味着产业整体快速发展、产品价格维持低位；但很快，我国乳业便为粗放式发展付出代价，2008 年 9 月爆发的三聚氰胺事件严重打击了消费者需求，乳制品板块迎来断崖式的量价齐跌，直到 2009 年才有所恢复；2) 2010-2013 年，国内原奶供需结构稳定，奶价温和上涨，人均消费量和人均消费额增速平稳；3) 2013-2014 年，小微奶农退出速度加快造成供给端收缩，原奶价格涨速加快，企业进口大包粉动力强劲；2015 年供大于求后，原奶价格高位下滑，清库存导致产品价格难以提升；4) 2016-2018 年，国内供需恢复稳定，上游原奶价格受进口大包粉冲击维持低位，低成本给予乳企产品创新升级的土壤。

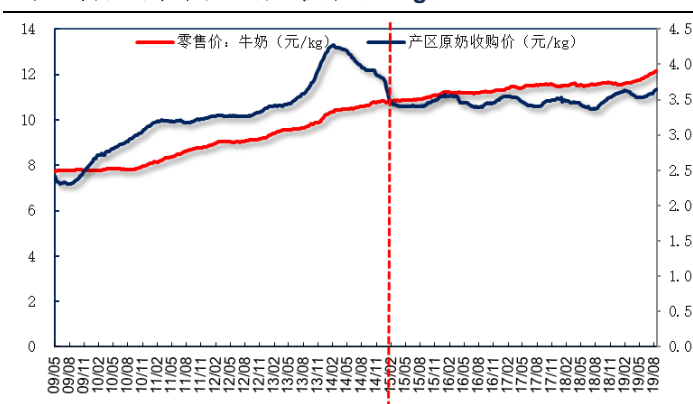
图 3 人均乳制品消费额及人均消费额及消费量增速 (元/人, %)


资料来源: 美国农业部, 欧睿, 万得, 信达证券研发中心

由于我国仅有 2008 年以后的原奶价格数据, 故下文分析自 2009 年开始。综合来看, 三聚氰胺事件后的 2009-2010 年, 我国迎来一轮明显的乳制品产品升级, 体现为量增不明显的情况下, 终端人均消费额增速很高; 随后的 2011-2014 年, 终端消费额增速主要由原料价格传导所致; 2015 年则主要因量增传导; 直到 2016-2018 年, 我国迎来第二轮明显的产品升级周期。图 5 以 2015 年为分界点, 展示了我国乳制品零售价与产区原奶收购价的走势差异, 可以直观的看出 2015 年以后, 乳制品终端消费增长主要由产品升级推动。

图 4 人均乳制品消费额增速的主要贡献变量 (%)


资料来源: 美国农业部, 欧睿, 万得, 信达证券研发中心

图 5 其他因素推动乳制品售价 (元/kg)


资料来源: 美国农业部, 欧睿, 万得, 信达证券研发中心

2、需求端：产品升级需要优质本地奶源

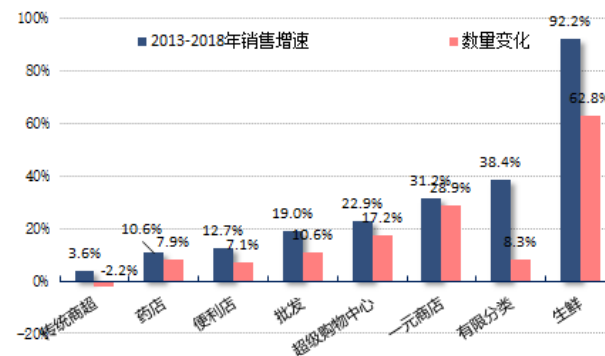
我们认为，本轮产品升级周期的主要驱动因素是：1) 主流乳制品企业开始专注于推出产品附加值更高、产品力更强的产品；2) 我国新一代主力消费者（80-90 后人群）的消费意识有所升级，对食品的要求不再满足于“安全”而是追求“优质”，因此更愿意为优质产品支付产品溢价；3) 电子商务及社交媒体的发展，使得企业触及消费者的手段发生了质的变化，更高效的反馈系统促进了产品迭代；4) 物流产业的发展使得运输成本下降、损耗率降低；便利店和外卖业态的普及，也使得越来越多人接受和消费更新鲜健康的短保食品。

值得提示的是，本轮乳制品产品升级，恰巧踩在我国生鲜业态蓬勃发展的时间节点上，或许也从侧面说明，追求即时、新鲜和健康，不只限于乳制品，而是整个食品饮料行业所面临的大趋势之一。（法国、比利时等国家盛产短保的奶酪和黄油，但却是常温奶的主要饮用国家，也是因为家庭冰箱普遍较小，不易储存低温奶的原因。）

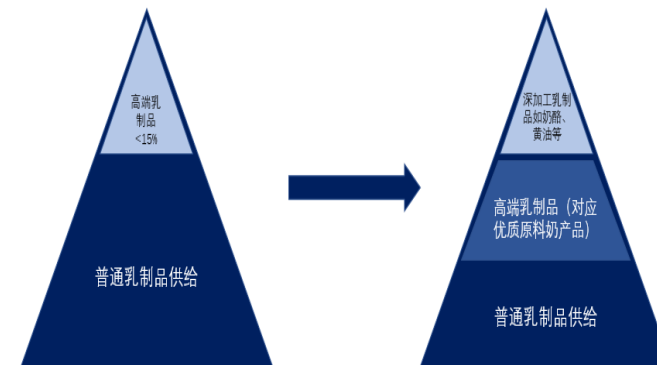
图 6 相较其他生鲜，消费者对于乳制品的新鲜度、品牌和营养成分方面关注度较高（%）



资料来源：尼尔森，京东，信达证券研发中心整理

图 7 不同业态 2013-18 年销售额及销量增速 (%)


资料来源：仲量联行，信达证券研发中心

图 8 乳制品升级路径


资料来源：信达证券研发中心整理

由上图可见，随着乳制品板块的第二轮产品升级，以短保及功能性为主打的高端乳制品占比将持续提升。区别于 UHT 超高温灭菌的常温乳，短保乳制品一般采用巴氏杀菌工艺，能最大程度保留牛奶中的乳铁蛋白等天然活性营养；但这些活性营养也使得产品保质期较短，在冷藏条件下仅为 5—7 天。考虑到短保乳制品的运输和安全性，本地奶源的物流环节少，冷链有保证，产品质量也更能保证。

表 1 巴氏奶和其他奶的品质对比

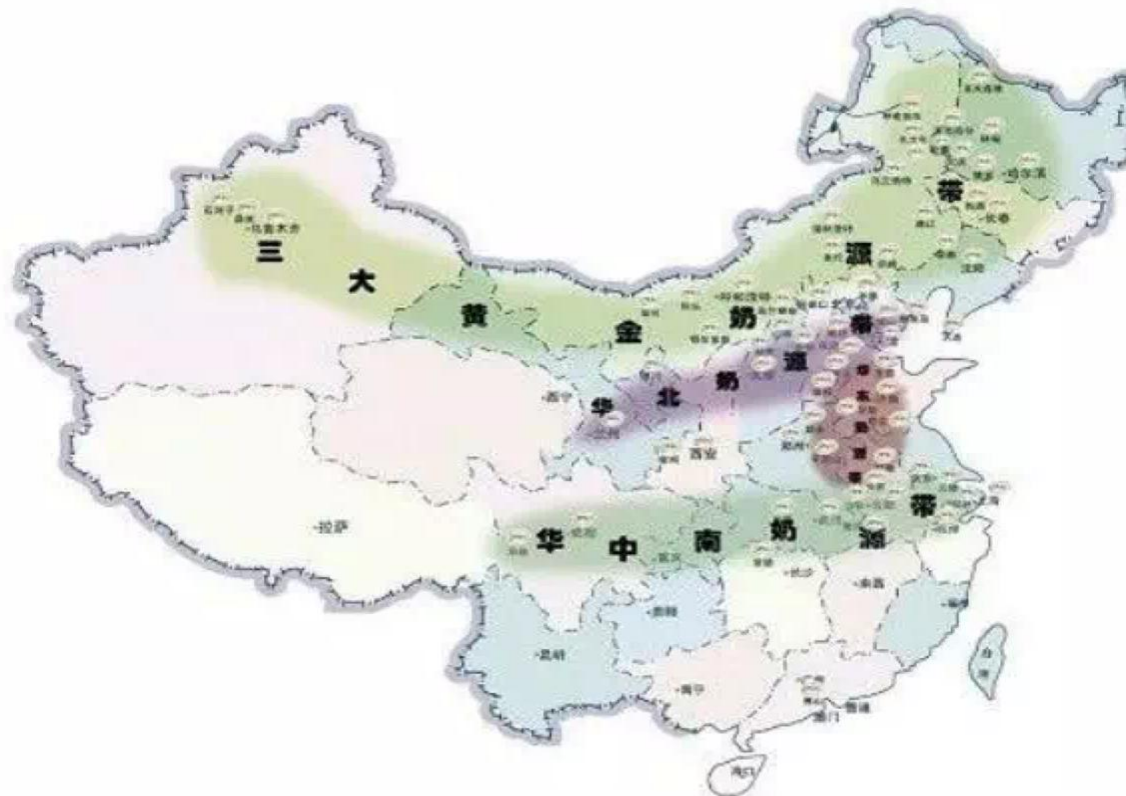
	巴氏奶	其它牛奶
配料表	100%优质生鲜乳	生牛乳或奶粉（部分会加入添加剂）
保质期	冷藏条件下 5-7 天	超过 10 天的常温奶（有时会放在冷柜，伪装成低温鲜奶）
营养表	蛋白质含量高	蛋白质含量极低
产地	本地奶源（物流环节少，冷链有保证）	进口超高温奶（无营养优势，性价比低）

资料来源：生命时报，中国食品安全网，信达证券研发中心

另一方面，许多深加工乳制品，如希腊酸奶、奶酪、黄油等，都需要新鲜原奶制作，常温乳或大包粉复原乳多数无法替代，因此也需要乳制品加工企业拥有稳定的就近奶源。

为了寻找奶源，我国一部分乳企率先向我国北方地区及海外的优质奶源地发展，凭借出众的母牛单产能力获得成本端的竞争优势；但常温奶的“北奶南运”并没有解决我国各地居民消费短保本地奶的需求，因此，另一部分乳企选择了留在需求端市场，巩固本地奶源，持续为当地居民提供可溯源的优质乳制品。

图 9 我国奶源主要分布



资料来源：食品科技网

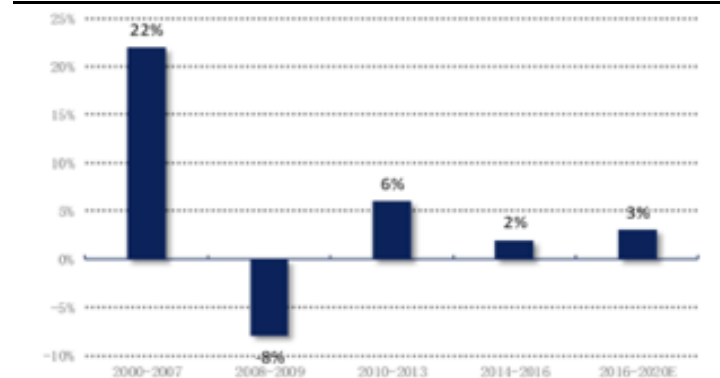
诚然，区域乳企和我国乳制品企业的两大寡头——伊利和蒙牛，在规模上相去甚远。但是面对 2015 年以来的原奶产业寒冬期，以及两大寡头的渠道下沉之势，不少区域乳企仍稳守大本营市场，从某种程度上来看，也说明了后者具备一定竞争实力。如南京的本地乳企卫岗，在仅有 4 万余头存栏奶牛的情况下，长期为华东星巴克、COSTA 等餐饮品牌提供新鲜的牛奶；华北星巴克和麦当劳使用的发喜也是北京本地乳企三元股份控股 90% 的艾来发喜生产；而广东地区的本地乳企燕塘和风行，虽然其牧场奶牛的单产远不及北方地区近 9 万吨/头的平均水平，但仍牢牢占据区域市场龙头份额。

我们认为，在本轮产品升级阶段，随着短保及高端乳制品持续获得常温乳制品的市场份额，优质本地原奶的需求增速将有所加快，因此，部分布局主要消费市场的区域乳企或将获得增长新动能。

3、成本端：原奶价格处于上涨临界点，盈利中枢向上游转移

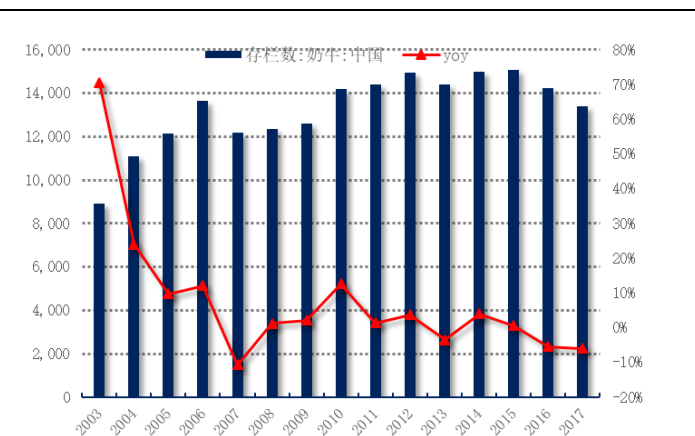
2019 年过半，需求端来看，我国乳制品板块人均消费量挥别连续两年的负增长；供给端方面，我国持续的上游产能出清和环保政策导致奶牛存栏率持续下滑，原奶供给持续下滑，尽管海外乳制品进口量的快速增长平抑了这一供需不平衡，但在进口大包粉到岸折算价高于国内原奶时，进口需求亦会萎缩。

图 10 人均乳制品需求量增速 (%)



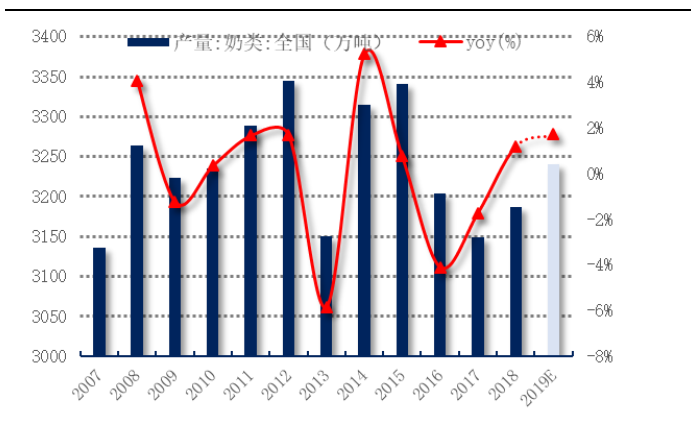
资料来源: USDA, 信达证券研发中心

图 11 我国奶牛存栏数 (万头)

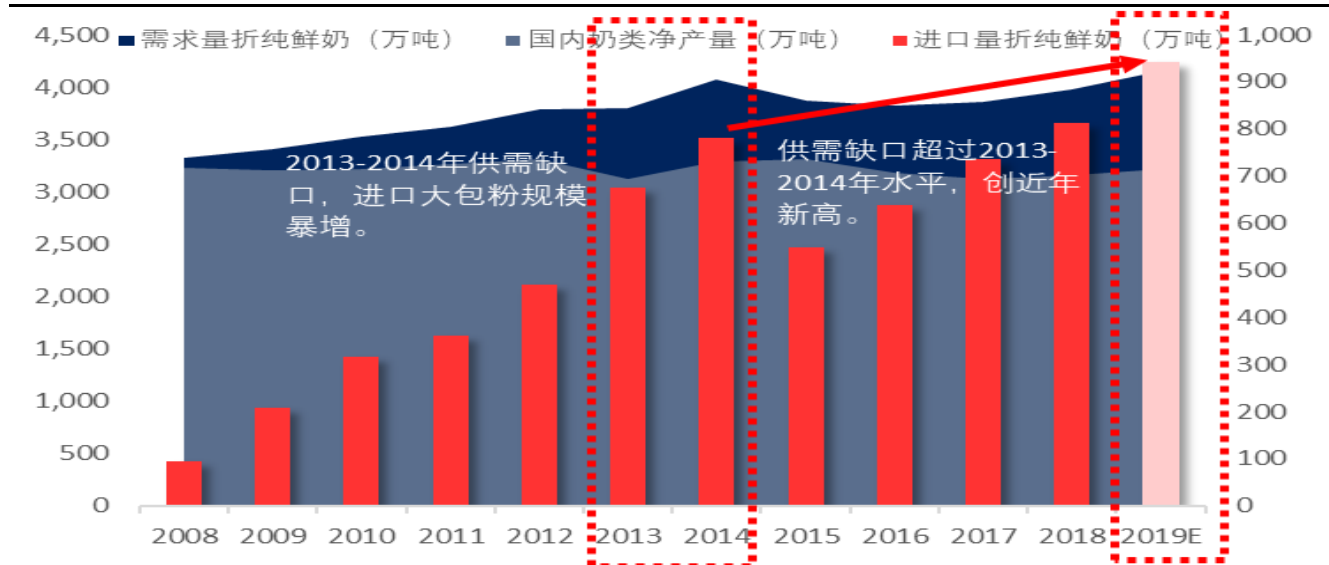


资料来源: 国家统计局, 万得, 信达证券研发中心

图 12 我国奶类产品产量及增速 (万吨, %)

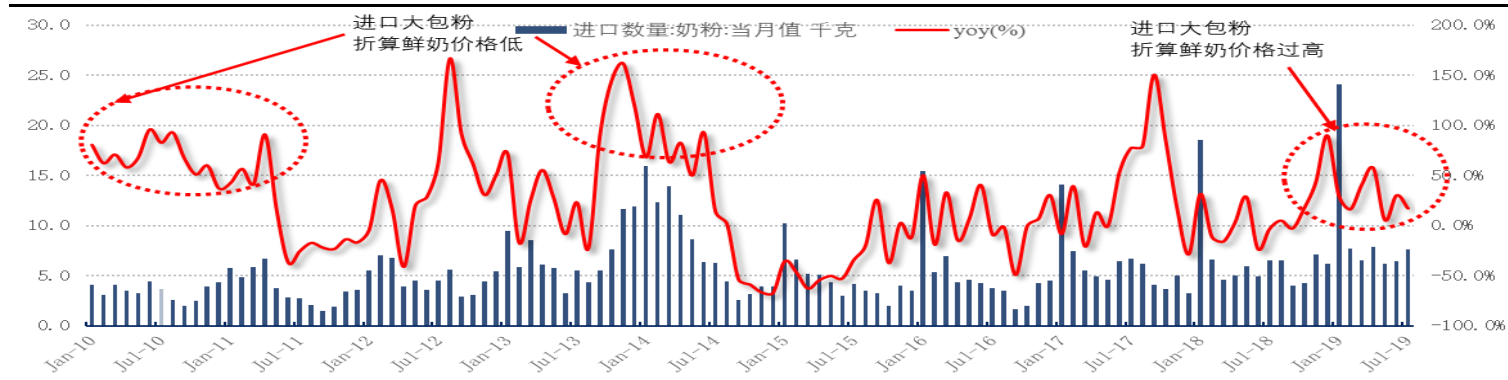


资料来源: 国家统计局, 万得, 信达证券研发中心

图 13 我国乳制品的供需缺口格局 (万吨)


资料来源: 国家统计局, 海关总署, 万得, 信达证券研发中心

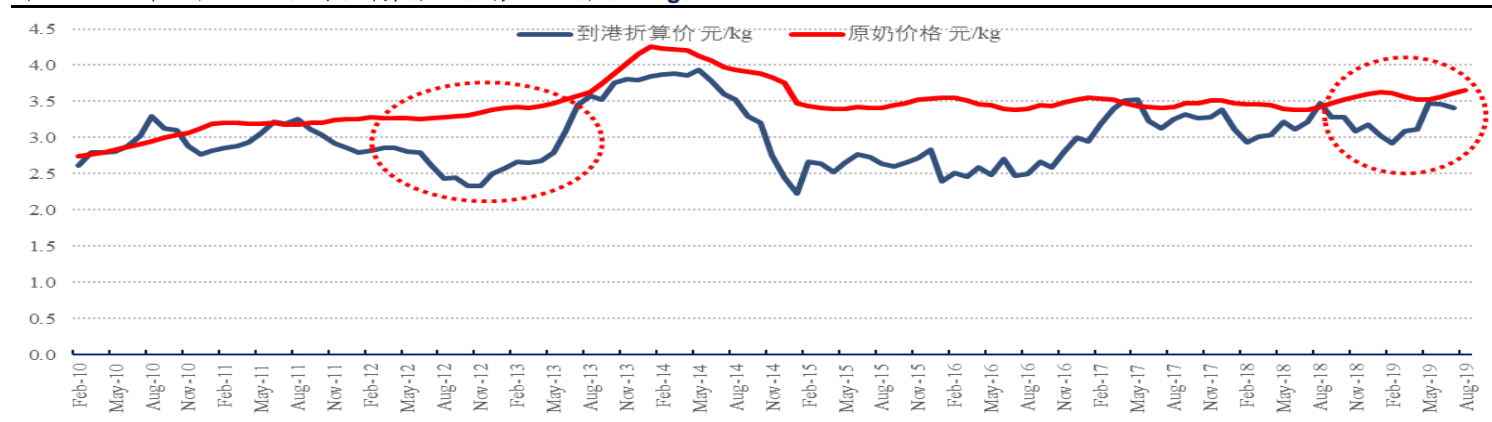
截止 2019 年 7 月, 海关数据显示, 我国已累计进口奶粉 (大包粉) 66.46 万吨, 同比增加 27.4%; 而同期国内牛奶产量同比仅有 1.7% (国家统计局统计) 的增幅。去年底至今年初, 商家对今年国内原料奶的供应总体预期偏紧, 大包奶粉的订货量大幅增长, 使得上半年实际进口量大幅增长, 尤其是 1、3、4、5 月同比增幅都超过 30%。

图 14 2010 年至今, 大包粉进口量及同比增速 (%)


资料来源: 海关总署, 万得, 信达证券研发中心

另一方面，由于人民币加速贬值，使得进口大包粉到岸折算生鲜乳价格变得不具吸引力。7月进口奶粉平均价格 3126 美元/吨，同比上涨 2.8%，折算生鲜乳价格约 3.41 元/公斤，同比上涨 5.9%；国内同期（7月）原奶价格为 3.61 元/公斤，海外进口价格进一步逼近国内原奶。

图 15 2010 年至今，大包粉到港折算价及境内产区奶价（元/kg）



资料来源：海关总署，万得，信达证券研发中心

根据畜牧业专业杂志荷斯坦的调研，今年国内原奶已开始短缺，价格正处在持续上涨通道。一些地区出现奶源紧张，抢奶现象。农业农村部监测 10 个主产省：8 月第三周（7 月 24 日采集）原奶价格已上涨至 3.65 元/公斤，同比增幅 2.6%。

综上所述，在上述多因素的持续影响下，我国乳制品原料奶（含进口量）或将供不应求，原奶价格面临涨价临界点。

表 2 影响乳制品消费增速的几大因素

变量	变化方向	原因及影响
供给	微增	环保、小微奶农产能出清及奶牛单产上行幅度有限
需求	触底反弹	我国供需缺口超过 2014 年峰值。
海外原奶价格	上行通道	受我国需求提振。
汇率	下行通道	贸易摩擦带来的汇率贬值。
结论	成本端：原奶价格面临涨价临界点 消费端：消费者承受奶价上涨，但部分盈利能力被挤出。	

资料来源：信达证券研发中心

结合历史经验（见图 4），在原奶上涨周期，大多数情况下乳企可以将成本转嫁给下游消费者，因此，乳制品产业链的盈利中枢上行。

小结：不论是需求端的产品升级，抑或是成本端的奶价上涨，两大逻辑均指向乳制品产业链的利益重新分配——在未来的一

段时间里，得优质奶源者，有望享受乳制品产业链盈利中枢上行带来的红利，部分有本地牧场资源的区域乳企便是一例。近期大型乳企加快对外并购节奏、频频布局上游牧场资源也从侧面印证了这一推理。

表 3 重点跟踪乳企对牧场控制情况表

下游乳企	控制方式	所控牧场	牧场原奶流向	牧场产量	排名
伊利	持股 40%	优然牧业	原奶主要流向伊利。	50	5
	持股 58.36%	赛科星集团	2018 年对伊利的销售收入占公司主营业务收入的比例为 37.12%。	46	7
	战略合作	辉山乳业	2016 年生产的原奶约 15%流向伊利。	70	2
	战略合作	中地乳业	2018 年生产的优质原料奶约 50%流向伊利，并被加工成金典液态奶。	29.66	11
	持股 100%	Westland	新西兰第二大乳业合作社，为伊利提供了新西兰本土 4%的原奶供应量。	-	-
蒙牛	持股 47%	现代牧业	2018 年蒙牛占其总营业额约 90.02%，且与蒙牛签订协议规定，除蒙牛的两名竞争对手外，现代牧业可酌情向第三方出售其各牧场每日生产的原奶的 30%。	120	1
	持股 51%	圣牧高科牧业	2018 年在原料奶的销售数量中，外部销售数量占比为 87.0%，圣牧原奶主要供应圣牧有机纯奶、蒙牛特仑苏（含有机特仑苏）、蒙牛学生奶等高端产品。	60.92	3
	持股 4.41%	原生态牧业	2018 年三大主要客户为飞鹤集团、蒙牛集团和光明乳业集团，合计占接近 91.3%的收入。	28	12
	联营公司	富源牧业	原奶主要流向蒙牛。	24	13
	战略合作	中鼎联合牧业	2019 年与蒙牛集团奶源事业部签署战略合作协议，在奶源基地建设、资源平台搭建、国际战略发展等方面展开深度合作。	30	10
	战略合作	辉山乳业	2016 年生产的原奶约 15%流向蒙牛。	70	2
	战略合作	中地乳业	2018 年生产的优质原料奶约 50%流向伊利，并被加工成特仑苏液态奶。	29.66	11
光明	子公司	光明乳业	原奶主要流向光明。	46.71	6
	持股 51%	Synlait	Synlait 为新西兰第三大乳品原料供应商，为光明提供优质奶源。	-	-
	战略合作	原生态牧业	2018 年三大主要客户为飞鹤集团、蒙牛集团和光明乳业集团，合计占接近 91.3%的收入。	28	12
三元	子公司	首农畜牧	原奶主要流向三元。	41.1	8
新希望	子公司	新希望生态牧业	原奶主要流向新希望。	10.6	20
	持股 9%	现代牧业	将于近期与新希望签署原奶供销协议，达成战略合作关系。	120	1
君乐宝	子公司	河北乐源牧业	原奶主要流向君乐宝。	14	18
燕塘乳业	分公司	阳江牧场	原奶主要流向燕塘。	3 家牧场共计 5-6 万吨	
	控股子公司	澳新牧业	原奶主要流向燕塘。		
	全资子公司	新澳牧场（在建）	原奶主要流向燕塘。	2.5	
风行乳业		仙泉湖牧场		3 家牧场共计 4-5 万吨	
		华美牧场			
		穗新牧场			
飞鹤	战略合作	原生态牧业	与飞鹤签署战略合作协议，优先向飞鹤供奶，2018 年飞鹤采购原料奶的 86.6%来自于原生态牧业。	28	12
辉山	子公司	辉山乳业	2016 年生产的原奶 70%为内部销售。	70	2

花花牛	子公司	河南瑞亚牧业	原奶主要流向河南花花牛乳业。	17.5	15
其他	外资牧场	澳亚牧场	隶属于新加坡澳亚集团，先后和星巴克、Costa Coffee、85度C、瑞幸咖啡等诸多餐饮品牌合作提供高品质牛奶。	52.02	4
		恒天然	新西兰恒天然合作集团的性质原是一家合作社，2017年开始在华建设牧场，其供应客户名单中，包括蒙牛、伊利和雅培的奶粉等国际品牌。	37.1	9
	国有牧场	宁夏农垦贺兰山	由宁夏回族自治区人民政府国有资产监督管理委员会 100%控股，供给流向多元。	18.28	14
		天津嘉立荷牧业	由天津市人民政府国有资产监督管理委员会 100%控股，与蒙牛、伊利、君乐宝、海河等大型乳制品企业建立了良好合作关系。	16.5	16
		中垦乳业	由重庆市人民政府国有资产监督管理委员会和陕西省人民政府国有资产监督管理委员会共同控股，供给流向多元。	16.11	17
甘肃前进牧业	前身是前进奶牛专业合作社，如今走“公司+合作社+党支部+村民”的路子。是蒙牛、菊乐、三联、新希望、香满楼等知名乳企的合作伙伴。	12	19		

资料来源：农业农村部畜牧业司奶业管理办公室，中国奶业协会，信达证券研发中心

行业重要公告汇总

【青青稞酒】半年度报告：营业收入 5.42 亿元，同比减少 22.46%；归母净利润 0.22 亿元，同比减少 74.51%；eps 为 0.0499 元/股，同比减少 74.50%。

【中宠股份】半年度报告：营业收入 7.87 亿元，同比增加 21.58%；归母净利润 0.16 亿元，同比减少 38.91%；eps 为 0.09 元/股，同比减少 40.00%。

【双汇发展】公司现金选择权申报期已结束，自 2019 年 8 月 26 日上午开市起复牌。

【古井贡酒】半年度报告：营业收入 59.88 亿元，同比增加 25.19%；归母净利润 12.48 亿元，同比增加 39.88%；eps 为 2.48 元/股，同比增加 40.11%。

【麦趣尔】半年度报告：营业收入 2.90 亿元；归母净利润 805.38 万元；eps 为 0.04 元/股。

【养元饮品】半年度报告：营业收入 34.57 亿元，同比减少 16.98%；归母净利润 12.68 亿元，同比减少 3.04%；eps 为 1.2027 元/股，同比减少 4.89%。

【金徽酒】1、半年度报告：营业收入 8.15 亿元，同比增加 2.62%；归母净利润 1.35 亿元，同比减少 14.37%；eps 为 0.37 元/股，同比减少 13.95%。2、拟在四川省成都市投资设立金徽成都酒业销售有限公司，注册资本为人民币 200 万元，公司出资 200 万元，持股比例 100%。

【好想你】半年度报告：营业收入 28.57 亿元，同增加 8.81%；归母净利润 1.27 亿元，同比增加 22.75%；eps 为 0.25 元/股，同比增加 25.00%。

【顺鑫农业】半年度报告：营业收入 84.16 亿元，同比增加 16.36%；归母净利润 6.48 亿元，同比增加 34.64%；eps 为 0.8736 元/股，同比增加 34.63%。

【华宝股份】半年度报告：营业收入 9.76 亿元，同比增加 1.90%；归母净利润 5.69 亿元，同比增加 8.06%；eps 为 0.92 元/股，同比增加 4.55%。

【天润乳业】半年度报告：营业收入 8.23 亿元，同比增加 13.52%；归母净利润 0.78 亿元，同比增加 11.32%；eps 为 0.37 元/股，同比增加 8.82%。

【重庆啤酒】半年度报告：营业收入 18.33 亿元，同比增加 3.92%；归母净利润 2.39 亿元，同比增加 13.75%；eps 为 0.49 元/股，同比增加 13.95%。

【广东甘化】半年度报告：营业收入 1.99 亿元，同比增加 25.65%；归母净利润 0.25 亿元，同比增加 167.58%；eps 为 0.0565 元/股，同比增加 167.60%。

【深粮控股】半年度报告：营业收入 47.82 亿元，同比增加 7.84%；归母净利润 2.03 亿元，同比增加 0.19%；eps 为 0.1763 元/股，同比增加 0.23%。

【会稽山】半年度报告：营业收入 5.53 亿元，同比减少 5.18%；归母净利润 0.67 亿元，同比减少 20.06%；eps 为 0.136 元/股，同比减少 20.00%。

【上海梅林】半年度报告：营业收入 128.69 亿元，同比增加 8.75%；归母净利润 3.13 亿元，同比增加 8.78%；eps 为 0.333 元/股，同比增加 8.47%。

【桃李面包】半年度报告：营业收入 25.58 亿元，同比增加 18.06%；归母净利润 3.04 亿元，同比增加 15.51%；eps 为 0.4609 元/股，同比增加 15.51%。

【千禾味业】1、半年度报告：营业收入 5.94 亿元，同比增加 24.07%；归母净利润 0.87 亿元，同比减少 35.55%；eps 为 0.1912 元/股，同比减少 53.99%。2、公司以现金 15023.15 万元的价格收购镇江恒康酱醋有限公司 100% 股权。

【恒顺醋业】半年度报告：营业收入 8.81 亿元，同比增加 9.43%；归母净利润 1.42 亿元，同比增加 15.28%；eps 为 0.1811 元/股，同比增加 15.28%。

【舍得酒业】半年度报告：营业收入 12.21 亿元，同比增加 19.87%；归母净利润 1.85 亿元，同比增加 11.81%；eps 为 0.5556 元/股，同比增加 13.00%。

【山西汾酒】半年度报告：营业收入 63.77 亿元，同比增加 22.30%；归母净利润 11.90 亿元，同比增加 26.28%；eps 为 1.3696 元/股，同比增加 25.84%。

【口子窖】半年度报告：营业收入 24.19 亿元，同比增加 12.04%；归母净利润 8.95 亿元，同比增加 22.02%；eps 为 1.49 元/股，同比增加 22.13%。

【新乳业】半年度报告：营业收入 27.10 亿元，同比增加 13.48%；归母净利润 1.04 亿元，同比增加 1.90%；eps 为 0.12 元/股，同比减少 7.69%。

【威龙股份】半年度报告：营业收入 3.67 亿元，同比减少 9.48%；归母净利润 0.21 亿元，同比减少 28.18%；eps 为 0.09 元/股，同比减少 30.77%。

【三元股份】半年度报告：营业收入 41.73 亿元，同比增加 9.97%；归母净利润 1.84 亿元，同比增加 47.32%；eps 为 0.1229 元/股，同比增加 47.36%。

【绝味食品】半年度报告：营业收入 24.90 亿元，同比增加 19.42%；归母净利润 3.96 亿元，同比增加 25.81%；eps 为 0.6907 元/股，同比减少 10.14%。

【广州酒家】半年度报告：营业收入 9.51 亿元，同比增加 20.22%；归母净利润 0.64 亿元，同比增加 10.19%；eps 为 0.1592 元/股，同比增加 10.25%。

【张裕 A】半年度报告：营业收入 25.58 亿元，同比减少 9.55%；归母净利润 6.03 亿元，同比减少 5.10%；eps 为 0.88 元/股，同比减少 5.38%。

【来伊份】半年度报告：营业收入 20.38 亿元，同比增加 2.25%；归母净利润 0.44 亿元，同比增加 20.16%；eps 为 0.13 元/股，同比增加 18.18%。

【莫高股份】半年度报告：营业收入 0.87 亿元，同比减少 14.73%；归母净利润 0.13 亿元，同比减少 11.82%；eps 为 0.04 元/股，同比减少 20.00%。

【皇氏集团】半年度报告：营业收入 9.83 亿元，同比减少 1.66%；归母净利润 0.15 亿元，同比增加 120.44%；eps 为 0.0177 元/股，同比增加 120.44%。

【贝因美】半年度报告：营业收入 12.96 亿元，同比增加 5.16%；归母净利润-1.22 亿元，同比减少 1527.62%；eps 为-0.12 元/股，同比减少 1300.00%。

【百洋股份】半年度报告：营业收入 13.30 亿元，同比增加 13.37%；归母净利润 0.30 亿元，同比减少 41.15%；eps 为 0.075 元/股，同比减少 41.13%。

【新乳业】半年度报告：营业收入 27.10 亿元，同比增加 13.48%；归母净利润 1.04 亿元，同比增加 1.90%；eps 为 0.12 元/股，同比减少 7.69%。

【元祖股份】半年度报告：营业收入 8.33 亿元，同比增加 15.24%；归母净利润 0.36 亿元，同比增加 36.13%；eps 为 0.15 元/股，同比增加 36.36%。

【惠泉啤酒】半年度报告：营业收入 2.97 亿元，同比增加 0.45%；归母净利润 600.95 万元，同比增加 80.84%；eps 为 0.024 元/股，同比增加 84.62%。

【泸州老窖】半年度报告：营业收入 80.13 亿元，同比增加 24.81%；归母净利润 27.50 亿元，同比增加 39.80%；eps 为 1.877 元/股，同比增加 39.76%。

【龙大肉食】拟发行可转债总额不超过人民币 9.5 亿元（含）。

【科迪乳业】半年度报告：营业收入 6.35 亿元，同比增加 9.52%；归母净利润 0.80 亿元，同比增加 22.71%；eps 为 0.07 元/股，同比增加 16.67%。

【三只松鼠】半年度报告：营业收入 45.11 亿元，同比增加 39.58%；归母净利润 2.66 亿元，同比增加 27.94%；eps 为 0.7402 元/股，同比增加 27.95%。

【黑芝麻】半年度报告：营业收入 19.85 亿元，同比增加 46.94%；归母净利润 0.19 亿元，同比增加 17.17%；eps 为 0.026 元/股，同比增加 13.04%。

【光明乳业】半年度报告：营业收入 110.90 亿元，同比增加 3.23%；归母净利润 3.67 亿元，同比增加 8.07%；eps 为 0.30 元/股，同比增加 7.14%。

【加加食品】半年度报告：营业收入 10.25 亿元，同比增加 10.00%；归母净利润 0.86 亿元，同比增加 6.42%；eps 为 0.075 元/股，同比增加 7.14%。

【伊利股份】半年度报告：营业收入 449.65 亿元，同比增加 13.58%；归母净利润 37.81 亿元，同比增加 9.71%；eps 为 0.62

元/股，同比增加 8.77%。

【佳隆股份】半年度报告：营业收入 1.53 亿元，同比减少 10.90%；归母净利润 0.18 亿元，同比减少 24.86%；eps 为 0.0197 元/股，同比减少 25.10%。

【通葡股份】半年度报告：营业收入 6.39 亿元，同比增加 25.90%；归母净利润 275.90 万元，同比减少 54.58%；eps 为 0.007 元/股，同比减少 53.33%。

【老白干酒】半年度报告：营业收入 19.59 亿元，同比增加 34.33%；归母净利润 1.94 亿元，同比增加 32.67%；eps 为 0.22 元/股，同比增加 29.41%。

行业重要新闻汇总

1. a2 牛奶公司上半年营收 13.045 亿新西兰元，同比增长 41.4%；税息折旧及摊销前利润为 4.136 亿新西兰元，增长 46.1%。其中，来自婴幼儿配方奶粉的收入达到 11 亿新西兰元，同比增长 46.9%，由中国、澳大利亚的市场份额提升带动。值得注意的是，a2 “年收入”和“婴幼儿配方奶粉年收入”均首次突破 10 亿新西兰元。2019 财年中国市场的营收为 4.057 亿新西兰元，上升 73.6%；税息折旧及摊销前利润为 1.239 亿新西兰元，增长 52.4%。“这源于分销渠道的增加、同比动销的提高和市场份额的持续提升。”6 月底已进驻约 1.64 万家母婴店，较上一财年末增加了 64%。而该渠道销售的中文标签奶粉也实现了销售额的翻倍。接下来，建设母婴店渠道的重心会继续放在提高店内销售效率，以及进入更多分销门店。（资料来源：小食代公众号《澳洲 a2 奶粉业绩首录得“双 10 亿”新西兰元！推新品加码中国市场》）
2. 康师傅上半年营收 304.95 亿元，同比下滑 1.62%；净利润 15.03 亿元，同比增 15.05%。从以上数据来看，上半年康师傅业绩微降但净利大涨。方便面事业收益为 115.44 亿元，同比增长 3.68%，占据集团总收益 37.85%。康师傅销量市占 42.9%，销额市占 46.6%，仍居市场第一位。饮品事业整体收益为 183.67 亿元，较去年同期衰退 4.08%，占集团总收益 60.23%。其中，茶、水、果汁、碳酸饮料的营收分别为 81.37 亿元、16.89 亿元、23.44 亿元、61.97 亿元，碳酸饮料及其他业务同比增幅 12.83%，表现较为亮眼。（资料来源：食品饮料行业微刊公众号《财报 | 康师傅上半年营收 305 亿元，净利 15 亿!》）
3. 现代牧业上半年销售收入 25.70 亿元，同比增长 4.1%，其中原奶销售额同比增长 9.6%。现金 EBITDA 录得 8.65 亿元，同比增长 18.3%。公司归母净利润录得 1.25 亿元，正式扭亏为盈。CFO 苏建功强调，公司高质量的业绩增长建立在持续好转的现金流基础上：经营活动现金净流入为 8.56 亿元，同比大增 20.7%；核心指标自由现金流转正趋势维持，录得 3.51 亿元，较去年同期大增 2.11 亿元。上半年蒙牛依然是现代牧业原奶销售的核心客户，约 78% 的原奶销

售予蒙牛，上下游协同，实现共赢。新希望的入股将有助于现代牧业持续稳健的发展。既可增加现代牧业的资金，降低负债，也可借助筹措资金适度扩群，应对未来几年奶源紧缺的状况。公司总裁高丽娜总结到，目前上游行业走出低谷已成共识，新周期伊始，现代牧业将继续坚持上游提单产、降成本，下游促协同、创品牌的发展战略，坚持“以牛为本”的信念，推进规模化、智能化、生态化养殖，稳固种养加一体化的生产模式，构建原奶生产的全链条布局，打造中国原奶生产第一品牌。（资料来源：新乳业公众号《把 78% 的原奶卖给蒙牛，这家乳企上半年终于扭亏为盈！》）

4. 达利上半年收入为 111.3 亿元，同比增长 1%。饮料分部整体收入同比下滑 1.3%，但功能饮料是增长最高的饮料品类。以乐虎品牌为代表的功能饮料上半年实现收入 20.27 亿元，同比增长 6.8%。达利方面认为饮料行业仍是最具吸引力的品类，但由于市场整体的放缓以及新厂商的非理性涌入，乐虎增速有所放缓。豆本豆所在的植物蛋白饮料和含乳饮料业务实现 13.97 亿元，同比增长 1.6%；品牌策略方面，达利方面表示今年要更多地把精力放在“大众化市场”，与一二线城市、商超等形成互补。短保面包美焙辰上半年的销售在 3 亿元左右，预计下半年销售将更快增长；计划进一步拓展终端网点，在年底前新进入约 4 万个终端网点。（资料来源：小食代公众号《达利半年比统一中控多赚 10 亿！董事长今天说看好乐虎全年增长》）
5. 蒙牛乳业上半年收入和净利润均创新高：上半年营收 398.572 亿元，同比增长 15.6%；净利润 20.769 亿元，同比大增 33.0%。其中，上半年该集团液态奶实现收入 331.09 亿元，奶粉收入 42.38 亿元，两个品类均取得了双位数增长，幅度分别为 14.4%和 43.8%。但冰淇淋、奶酪及植基食品则分别下滑了 2.4%和 9%。卢敏放将增长归功于高端化和产品创新。未来蒙牛还将聚焦奶酪、鲜奶和奶粉这些高增长、高毛利品类。雅士利方面，上半年收入同比增长 16.2%，毛利同比增长 17.8%，毛利率增长 0.6%。上半年实现净利润 3430 万元，实现持续盈利。它从去年到现在，明显加大了对品牌和市场的投入；并且它要开始加速开发大客户，开拓更多千万级的客户，逐渐减少低层级的客户。营销方面，卢敏放则认为体育营销会在未来几年发挥出更高效率，原因在于其是“更常见、更稳定、风险更低”的投资。在君乐宝和并购方面，卢敏放表示，在上半年，蒙牛毛利率受到了奶价涨幅较高和君乐宝毛利率有所下滑的影响。若不将君乐宝计算在内，蒙牛上半年的收入增长为 13%，符合公司预期。在下半年完成交割后，预计蒙牛整体的利润率会得到提升。（资料来源：小食代公众号《今天，蒙牛总裁卢敏放亲自来了！》）

上周板块表现回顾

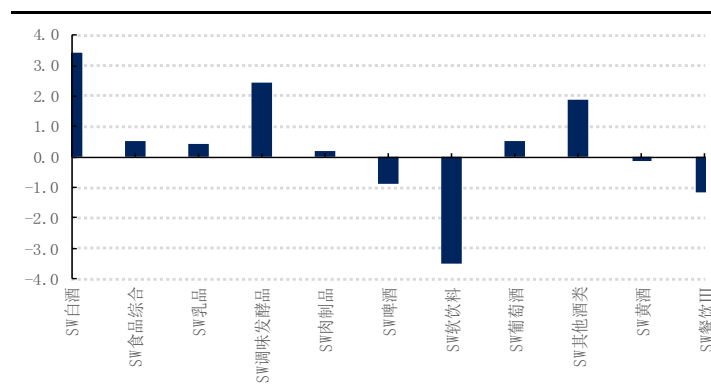
表 4 周度指数综述 (亿元, %)

序号	板块名称	代码	指数值	周涨跌幅 (%)	周成交额 (亿元)	周振幅 (%)
1	沪深 300	000300.SH	3,799.59	-0.56	7,406.51	2.53%

2	创业板指	399006.SZ	1,610.90	-0.29	4,797.24	3.71%
3	恒生指数	HSI.HI	25,724.73	-1.74	4,379.31	3.02%
4	食品饮料(申万)	801120.SI	15,360.39	2.65	1,245.54	5.78%

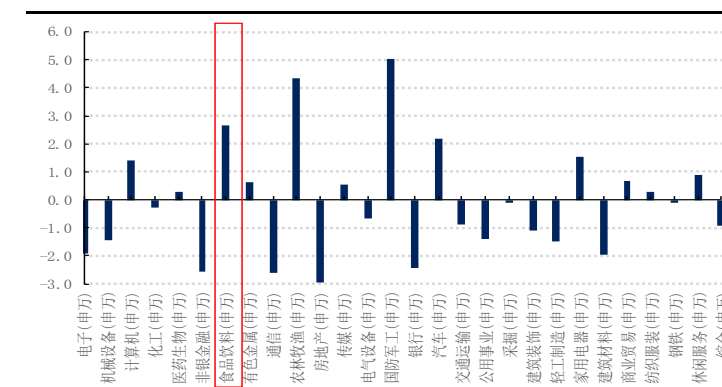
资料来源: 万得, 信达证券研发中心 截止日期: 2019年8月30日

图 16 食品饮料及餐饮行业按成交金额排序的细分行业周度涨跌幅(%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心 截止日期: 2019年8月30日

图 17 食品饮料行业与其他行业周度涨跌幅横向对比(%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心 截止日期: 2019年8月30日

表 5 食品饮料行业个股涨跌幅情况(%)

本周个股龙虎榜								
	证券代码	证券简称	前收盘价	总市值 1	上周区间涨跌幅	上周区间成交额	年初至今涨跌幅	上周区间振幅
			元	亿元	%	亿元	%	%
涨幅前十	000716.SZ	黑芝麻	3.7400	27.9152	16.8750	4.9964	34.0502	19.6875
	600199.SH	金种子酒	6.7800	44.5986	10.2439	5.7693	48.5790	13.9837
	000568.SZ	泸州老窖	96.8800	1,419.0522	9.2344	58.1643	142.6109	13.7558
	000858.SZ	五粮液	141.5000	5,492.4753	8.7625	237.1472	182.9618	12.6826
	600809.SH	山西汾酒	76.7500	668.8979	7.4779	22.0022	121.3107	14.0176
	002481.SZ	双塔食品	8.6200	107.1802	6.8154	48.8629	207.8571	15.1177
	603027.SH	千禾味业	22.8500	105.0195	6.5765	12.1837	109.8640	14.6455
	603517.SH	绝味食品	41.1200	236.0288	6.3082	10.1948	76.0867	14.1417
	603288.SH	海天味业	114.6700	3,096.5135	6.2743	24.5740	68.5378	8.7952

	000596.SZ	古井贡酒	125.0000	555.3789	5.9591	22.1412	134.7980	9.1379
跌幅前十	002557.SZ	洽洽食品	24.2400	122.8968	-10.0557	6.4224	30.1757	10.5009
	002695.SZ	煌上煌	13.1700	67.7987	-5.5237	3.7870	33.2801	5.3085
	600866.SH	星湖科技	4.8100	35.5468	-4.7525	1.4821	53.1847	5.9406
	000860.SZ	顺鑫农业	51.2300	380.0072	-4.7415	28.0427	109.4390	5.8386
	603043.SH	广州酒家	34.1600	138.0051	-4.3673	5.4364	27.8128	8.2587
	600132.SH	重庆啤酒	43.3500	209.8015	-3.8376	5.0535	43.4954	4.5697
	603696.SH	安记食品	9.2100	21.6619	-3.6611	1.1674	37.9516	4.9163
	002661.SZ	克明面业	12.8000	42.0875	-3.6145	1.3928	5.6848	4.5934
	603536.SH	惠发股份	10.4800	17.6064	-3.3210	1.9562	28.3652	7.6568
	000019.SZ	深深宝 A	6.4700	72.9037	-2.9985	2.9413	-8.1252	6.8966

资料来源：万得，信达证券研发中心 截止日期：2019年8月30日

风险因素

下游需求萎缩的风险；海外原奶到岸价降低的风险；我国牧场快速投产导致产量增长的风险；乳制品企业重资产投资且周期性较强，短期现金流紧张的风险；食品安全问题。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业首席分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，食品饮料行业分析师。复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。