

食品饮料

月度观点

超配

(维持评级)

2019年09月12日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《月度观点: 4月投资策略: 茅台迎开门红, 关注Q1业绩前瞻》——2019-04-09  
 《啤酒行业深度报告: 量稳价增利好频现, 空间广阔向阳而生》——2019-04-03  
 《月度观点: 3月投资策略: 关注外资流入, 期待春糖反馈》——2019-03-11  
 《专题报告: 理性升级, 智慧转型——2018线上餐饮消费白皮书》——2019-03-06  
 《月度观点: 2月投资策略暨2018年年报前瞻: 北上资金推动, 春节行情持续演绎》——2019-02-13

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234  
 E-MAIL: guoweil@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

行业专题

9月投资策略: 关注中秋行情, 寻找价值买点

● 高端白酒维持较高景气, 食品有所分化

**酒类:** 中报回顾 2019H1 白酒上市公司收入合计 1,272 亿元, 同比增长 19%; 归属母公司净利润 443 亿元, 同比增长 26%。高端白酒业绩表现积极, 终端需求旺盛, 二季度新品推出、部分产品的控量提价收获成效, 近期中秋动销保持热度, 后续即使批价高位回落, 销售增长确定性仍强, 结合增值税率下降利好, 预计后续业绩仍有提升空间。次高端白酒虽增速自高位回稳, 但产品升级和区域布局上仍积极匹配市场需求。啤酒半年报尽管受阶段性天气因素影响销量, 但产品结构升级核心逻辑继续发酵, 叠加税率下行利好, 整体盈利能力表现优于收入表现, 仍可结合销售表现、新品推广节奏、降税增利等因素布局。

**食品: 业绩有所分化, 龙头稳定性强。** 乳业竞争依然激烈, 伊利在低温奶中份额出现同比下滑, 毛利率受原奶成本上涨影响, 但核心产品及新品的表现依然稳健。我们预计下半年原奶成本及市场费用上仍将有一定压力, 新激励方案在业绩质量上提出了更高要求, 新增分红率指标兼顾股东利益, 新目标的达成将更具挑战性, 修订方案更利于激发管理层活力。调味品龙头海天依然稳健, 千禾在高端赛道加速成长, 低基数下业绩持续靓丽, 产品结构继续拉升; 保健品行业仍处调整期, 汤臣倍健线上增长有所回暖, 阿里数据显示, 自 4/5 月销售增速下跌后, 6/7/8 月公司销售增速回升至 9%/20%/26%, 国内 LSG 加快推广节奏, 益生菌市场广阔增速较快, 有利于对冲海外市场放缓不确定性, 行业肃清利好龙头。

● 投资建议: 关注白酒中秋动销, 食品优选高性价比龙头

8 月上证综指下跌 1.58%, 沪深 300 下跌 1.5%, 食品饮料板块上涨 10.0%, 跑赢大盘 11.5pcts。食品饮料各子板块中, 白酒上涨 14.7%涨幅领衔, 啤酒、调味品上涨 10.3%, 肉制品下跌 3.6%, 乳制品下跌 6.3%, 其他食品下跌 1.4%, 软饮下跌 10.3%, 葡萄酒下跌 2.6%。8 月重点推荐组合涨跌幅回顾: 泸州老窖 (22.33%)、贵州茅台 (17.42%)、五粮液 (17.22%)、今世缘 (7.8%)、伊利股份 (-8.17%)、重庆啤酒 (5.47%)、绝味食品 (8.04%)、汤臣倍健 (2.23%)、千禾味业 (14.25%)。结合中秋动销及估值位置, 9 月我们重点推荐: 泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

**风险提示:** 宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	买入	1,136.52	14,277	34.94	41.07	32.5	27.7
000858	五粮液	买入	139.20	5,403	4.35	5.28	32.0	26.4
000568	泸州老窖	买入	93.25	1,366	3.14	3.98	29.7	23.4
603369	今世缘	买入	29.96	376	1.15	1.45	26.1	20.7
600887	伊利股份	买入	29.69	1,810	1.18	1.29	25.2	23.0
300146	汤臣倍健	买入	20.12	318	0.91	1.15	22.1	17.5
603517	绝味食品	买入	40.07	230	1.35	1.61	29.7	24.9
600132	重庆啤酒	买入	42.60	206	1.01	1.18	42.2	36.1
603027	千禾味业	买入	22.00	101	0.50	0.64	44.0	34.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

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

## 内容目录

<b>行业观点</b> .....	<b>4</b>
<b>中报业绩回顾：酒类增长稳健，食品表现分化</b> .....	<b>5</b>
白酒板块：高端表现积极，关注中秋行情.....	5
调味品板块：收入稳健，盈利能力提升.....	9
乳制品板块：行业竞争激烈仍激烈，产品升级控费增利.....	10
其它食品板块：成长稳健，积极拓展.....	11
保健品：行业仍处调整，汤臣近期线上销售回升.....	14
<b>数据追踪</b> .....	<b>14</b>
阿里线上数据：8月节前销售趋旺，乳品&酒&调味品高增.....	14
产销量：乳制品、白酒及软饮料的库存和销量均有下滑.....	16
零售价：52度五粮液、乳制品价格提升.....	17
成本：白糖、糖蜜环增，生鲜乳、生猪、进口大麦同比提升，包材同比下降.....	19
<b>投资建议</b> .....	<b>21</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>23</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>23</b>

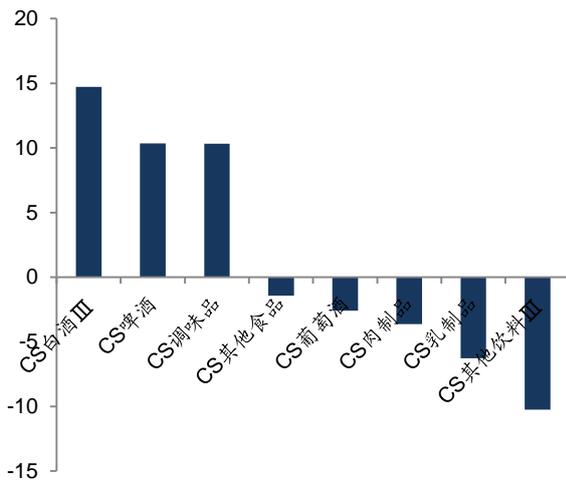
## 图表目录

图 1: 6 月行业分版块涨跌幅 (%) .....	4
图 2: 食品饮料行业分版块 PE .....	4
图 3: 保健食品行业全网销售额及变化 .....	15
图 4: 保健食品行业全网销量及销售均价 .....	15
图 5: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额 .....	15
图 6: 休闲食品行业全网销售额 (元) .....	16
图 7: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件) .....	16
图 8: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额 .....	16
图 9: 白酒京东价格变化 .....	17
图 10: 啤酒一号店价格变化 .....	17
图 11: 红酒价格指数变化 .....	18
图 12: 牛奶零售价变化 .....	18
图 13: 酸奶零售价变化 .....	18
图 14: 婴幼儿奶粉变化 .....	18
图 15: 白砂糖柳州现货价 (元/吨) .....	19
图 16: 南宁糖蜜价格 (元/吨) .....	19
图 17: 22 个省市平均生猪价 (元/千克) .....	19
图 18: 生鲜乳均价 (元/公斤) 及 yoy (%) .....	19
图 19: 乳清粉现货价格走势 (元/吨) .....	19
图 20: 大豆现货价格走势 (元/吨) .....	19
图 21: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨) .....	20
图 22: 鸭苗价格走势 .....	20
图 23: 中国玻璃价格指数走势 .....	20
图 24: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨) .....	20
表 1: 6 月板块涨跌幅榜 .....	4
表 2: 白酒企业 H1 收入业绩及盈利能力变化 .....	5
表 3: 白酒企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化 .....	6
表 4: 次高端酒企收入 (亿) 及增速 (%) .....	8
表 5: 区域性白酒企业上市公司营收、归母净利一览 .....	8
表 6: 调味品企业 H1 收入业绩及盈利能力变化 .....	9
表 7: 调味品企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化 .....	9
表 8: 乳品企业 H1 收入业绩及盈利能力变化 .....	11
表 9: 乳品企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化 .....	11
表 10: 其他食品企业 H1 收入业绩及盈利能力变化 .....	12
表 11: 其他食品企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化 .....	12
表 12: 主要保健品企业上市公司业绩一览 .....	14
表 13: 各行业产量最新数据 .....	17
表 14: 各行业库存及销量最新数据 .....	17
表 15: 策略组合收益情况一览 .....	21
表 16: 食品饮料行业重点推荐公司估值表 .....	22

## 行业观点

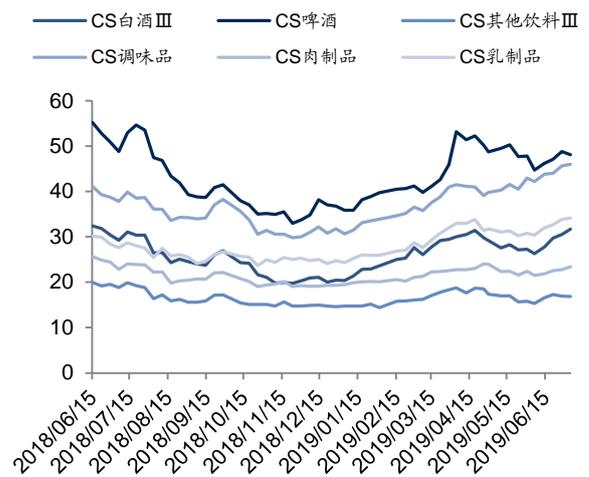
**市场回顾:** 8 月上证综指下跌 1.58%，沪深 300 下跌 1.5%，食品饮料板块上涨 10.0%，跑赢大盘 11.5pcts。食饮各子板块中，白酒上涨 14.7%涨幅领衔，啤酒、调味品上涨 10.3%，肉制品下跌 3.6%，乳制品下跌 6.3%，其他食品下跌 1.4%，软饮下跌 10.3%，葡萄酒下跌 2.6%。从估值来看，截止 9 月 9 日，上证综指动态 PE13.3x，沪深 300 动态 PE12.3x，食饮板块 33.3x，分版块估值：白酒 32.9x，啤酒 52.9x，乳制品 33.8x，调味品 45.7x，肉制品 22.7x，软饮 14.5x，其他食品 33.3x。

图 1: 6 月行业分版块涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 食品饮料行业分版块 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看，8 月食品饮料板块个股涨幅前五名是双塔食品、妙可蓝多、泸州老窖、天味食品、青岛啤酒，跌幅前五名是 ST 椰岛、洽洽食品、好想你、伊力特、盐津铺子。

表 1: 6 月板块涨跌幅榜

个股涨幅前十		个股跌幅前十	
双塔食品	26.95	ST 椰岛	-8.63
妙可蓝多	22.87	洽洽食品	-8.84
泸州老窖	22.33	好想你	-8.87
天味食品	18.38	伊力特	-9.60
青岛啤酒	17.87	盐津铺子	-10.42
贵州茅台	17.42	元祖股份	-10.83
五粮液	17.22	涪陵榨菜	-11.47
桃李面包	16.59	广东甘化	-11.68
海天味业	14.78	养元饮品	-13.77
山西汾酒	14.43	科迪乳业	-23.64

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**国信观点:** 我们认为 8 月的行情与各家中报披露成色关联度较高，9 月随着中秋行情提前到来，白酒尤其是高端白酒在动销表现依然较为积极，批价上行至高位，后续即使批价自然回落，报表端增长确定性仍强，结合增值税率下降利好，预计业绩仍有提升空间。食品类中报业绩有一定分化，乳业竞争依然激烈，预计下半年原奶成本及市场费用上仍将有一定压力，伊利新激励方案在业绩质量上提出了更高要求，新增分红率指标兼顾股东利益，新目标的达成将更具挑战性，修订方案更利于激发管理层活力。保健品行业仍处调整期，汤臣倍健线上增长有所回暖，行业肃清利好龙头。整体来看，建议结合中秋动销表现及估

值位置，配置业绩确定性高、长期价值空间广的标的。9月继续推荐：泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

## 中报业绩回顾：酒类增长稳健，食品表现分化

### 白酒板块：高端表现积极，关注中秋行情

**H1 合计营收同比增 25.13%，归母净利同比增 23.86%。**2019H1 白酒行业 19 家上市公司收入合计 1,271.86 亿元，同比增长 19%；归属母公司净利润 443.02 亿元，同比增长 25.6%。整体毛利率 76.35%，较去年同期提升 0.62pcts；净利率 36.30%，较去年提升 1.61pcts。

**Q2 合计营收同比增 14.87%，归母净利同比增 22.1%。**2019Q2 白酒行业 19 家上市公司收入合计 511.09 亿元，同比增长 15%；归属母公司净利润 166.2 亿元，同比增长 22.1%。整体毛利率 74.7%，较去年同期提升 3.4pcts；净利率 32.2%，较去年同期提升 2.2pcts。

分板块来看，高端酒增长平稳、确定性强，茅/五/泸营收同比增速 H1/Q2 分别为 16.8%/26.8%/24.8%、10.9%/27.1%/26.0%，归母净利润同比增速 H1/Q2 分别为 26.6%/31.3%/39.8%、20.3%/33.7%/36.0%。高端白酒业绩表现积极，终端需求旺盛，二季度新品推出、部分产品的控量提价收获成效，近期中秋动销保持热度，批价上行至高位，后续即使批价自然回落，报表端增长确定性仍强，结合增值税率下降利好，预计业绩仍有提升空间。

表 2：白酒企业 H1 收入业绩及盈利能力变化

公司名称	H1 营业收入 (亿元)	H1 营收同比 (%)	H1 归母净利 (亿元)	H1 净利同比 (%)	H1 毛利率 (%)	H1 同比增减 (pct)	H1 净利率 (%)	H1 同比增减 (pct)
贵州茅台	411.73	16.80	199.51	26.6%	91.9%	0.9	53.7%	3.0
五粮液	271.51	26.75	93.35	31.3%	73.8%	1.0	36.1%	1.3
洋河股份	159.98	10.01	55.81	11.5%	70.9%	-0.6	34.9%	0.5
顺鑫农业	84.16	16.36	6.48	34.6%	36.8%	-2.9	7.7%	1.1
泸州老窖	80.13	24.81	27.49	39.8%	79.7%	4.8	34.7%	3.0
山西汾酒	63.77	22.30	11.90	26.3%	71.5%	1.8	19.8%	-0.2
古井贡酒	59.88	25.19	12.48	39.9%	76.7%	-1.5	21.3%	2.2
今世缘	30.54	29.45	10.72	25.2%	72.0%	0.0	35.1%	-1.2
口子窖	24.19	12.04	8.94	22.0%	75.9%	1.5	37.0%	3.0
老白干酒	19.59	34.33	1.94	32.7%	61.6%	-1.0	9.9%	-0.1
迎驾贡酒	18.81	8.59	4.44	16.4%	63.0%	1.9	23.6%	1.6
水井坊	16.89	26.47	3.39	27.0%	82.2%	1.1	20.1%	0.1
舍得酒业	12.20	19.87	1.85	11.8%	74.5%	5.1	16.5%	-1.2
伊力特	9.40	-5.72	2.01	-6.4%	51.3%	3.1	21.7%	-0.2
金徽酒	8.14	2.62	1.34	-14.4%	57.9%	-5.1	16.6%	-3.3
酒鬼酒	7.08	35.41	1.55	36.1%	77.6%	-0.8	22.0%	0.1
青青稞酒	5.41	-22.46	0.22	-74.5%	64.9%	-1.5	2.8%	-9.4
金种子酒	5.06	-7.80	-0.31	-629.2%	41.4%	-7.6	-6.2%	-7.4
皇台酒业	0.16	103.14	-0.16	45.3%	63.4%	90.1	-97.8%	265.4
<b>合计</b>	<b>1,271.85</b>	<b>19.0%</b>	<b>443.02</b>	<b>25.6%</b>	<b>76.4%</b>	<b>0.62</b>	<b>36.3%</b>	<b>1.6</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 3: 白酒企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化**

公司名称	Q2 营业收入 (亿元)	Q2 营收同比 (%)	Q2 归母净利润 (亿元)	Q2 净利同比 (%)	Q2 毛利率 (%)	Q2 同比增减 (pct)	Q2 净利率 (%)	Q2 同比增减 (pct)
贵州茅台	186.92	10.9%	87.3	20.3%	91.6%	1.0	52.0%	3.1
五粮液	95.60	27.1%	28.6	33.7%	70.2%	-2.0	31.3%	1.4
洋河股份	51.08	2.1%	15.6	2.0%	68.1%	2.8	30.5%	0.0
顺鑫农业	36.50	12.0%	2.2	89.9%	34.8%	-0.9	6.1%	2.6
泸州老窖	38.43	26.0%	12.4	36.0%	80.3%	5.1	31.9%	1.6
山西汾酒	23.19	26.3%	3.1	38.0%	70.6%	3.3	13.9%	0.2
古井贡酒	23.19	4.3%	4.6	49.3%	74.4%	-2.1	20.7%	6.1
今世缘	11.00	26.6%	4.3	24.1%	67.2%	-0.6	39.2%	-0.8
口子窖	10.57	16.2%	3.5	23.0%	73.5%	-0.4	33.1%	1.8
老白干酒	8.09	12.3%	0.8	57.8%	56.2%	3.4	12.6%	3.0
迎驾贡酒	7.21	19.6%	0.9	1058.6%	63.4%	-6.7	9.9%	8.4
水井坊	7.60	29.3%	1.2	7.5%	81.8%	0.2	15.9%	-3.2
舍得酒业	5.23	5.0%	0.8	2.1%	74.2%	4.8	17.9%	-0.9
伊力特	4.21	-12.0%	0.5	-44.8%	49.5%	3.2	12.9%	-7.5
金徽酒	3.00	-1.9%	0.3	-29.2%	57.6%	-6.8	8.6%	-3.3
酒鬼酒	3.62	40.5%	0.8	60.1%	77.6%	1.8	22.9%	2.8
青青稞酒	1.75	-21.2%	-0.3	-2339.5%	64.7%	1.1	-18.5%	-18.4
金种子酒	2.17	-10.0%	-0.4	-2834.8%	35.8%	-11.0	-18.4%	-18.2
皇台酒业	0.09	1641.3%	-0.1	41.3%	75.5%	474.2	-102.5%	2934.8
<b>合计</b>	<b>511.1</b>	<b>14.9%</b>	<b>166.2</b>	<b>22.1%</b>	<b>74.7%</b>	<b>3.4</b>	<b>32.2%</b>	<b>2.2</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 高端酒: 量价良性管控, 茅五泸持续领跑

**贵州茅台:** 公司 2019 年上半年实现营收 411.73 亿元 (+16.8%), 归母净利润 199.51 亿元 (+26.56%) 其中 Q2 收入 186.92 亿元 (+10.89%), 归母净利润 87.30 亿元 (+20.29%), 业绩与前期指引水平吻合。报表增速回落受去年同期报表确认预收款基数较高 (去年同期预收款减少 32 亿确认节奏加快) 本期确认节奏放缓和近期部分经销商退款影响, 因在渠道调整期, 打款及发货确认节奏致业绩增速有所回落, 实际发货同比增加, 下半年按计划茅台酒的投放量约 1.8 万吨, 公司前期市场工作会议提出的中秋国庆旺季放量 7400 吨, 且茅台集团方案落地超预期打消市场担忧, 7 月以来货源紧俏, 中秋行情提前启动, 7-8 月额度提前执行, 9、10 月份计划量也陆续收到, 市场需求旺盛仍维持供应紧缺状态, 近期批价自 2500+ 高位有所回调, 与公司加快发货以及中秋临近相关, 后续具备通过调整产品结构、加大直销布局实现稳定健康增长及更高业绩弹性。

**五粮液:** 2019H1 营收 271.51 亿元, 同增 26.75%, 归母净利润 93.36 亿元, 同增 31.3%, 单 Q2 实现营收 95.61 亿元, 同增 27.08%, 归母净利润 28.61 亿元, 同增 33.72%, 符合前期预告, Q2 延续增长态势, 超过全年 25% 增速目标, 受八代换装升级提价及交杯、1618 等高端产品销售增长, 五粮液核心产品实现量价增长, 整体产品结构优化。第八代五粮液 Q3 起投放加速, 出厂价 889 元提升 12.6%, 预计对下半年业绩有更强拉动, 公司坚定产品换装升级, 新品推出配合新防伪技术、数字化、控盘分利策略有望梳理渠道盈利模式, 产品聚焦 4+4 矩阵, 严格清退高仿产品避免品牌力透支, 近期调研反馈积极, 五粮液批价已提升至 970 元, 开票价已上升至 1006 元, 终端动销积极, 考虑到茅台批价高企供应紧张, 后续五粮液产品量价仍有上升空间, 中秋旺季销售反馈积极。近期公司人事变动, 原宜宾翠屏区委书记曾从钦接任集团总经理、股份公司董事长, 刘总卸任退休, 期待新领导继续推进公司长远发展。

**泸州老窖:** 中高档酒持续发力, 目标完成进度良好。公司 2019H1 年实现营收 80.1 亿元 (+24.8%), 归母净利润 27.5 亿元 (+39.8%), 单 Q2 收入 38.4 亿元 (+26.0%), 归母净利 12.4 亿元 (+36.0%)。随着国窖 1573 等高档酒收

入高增叠加中低档酒技改成本下降，盈利能力持续提升公司 H1 酒类收入 79.2 亿，同比增长 25.1%，毛利率 79.7%，同增 4.8pcts，其中以国窖 1573 为代表的高档酒收入 43.1 亿元同增 30.5%，占比 54%；中档酒收入 22.2 亿元同增 35.1%，增速较去年提升 7pcts，占比 28%，其中特曲 60 团购渠道表现突出，承接 400 元价位带重点发力，19 年有望达 10 亿规模；特曲上半年量价齐升，在河北、山东、安徽增量明显，随着 6 月中新十代上市，老字号特曲建议成交价自 7 月以来上挺百元至 308 元，加上 4 月对窖龄等产品价格上浮调整，中档酒盈利能力持续提升，有望梳理经销商利益提升渠道活力。低档酒上半年收入增长 0.7%，技改后成本下降毛利率大幅提升 6.6pcts。近期临近中秋，公司产品动销加快，库存维持 2 个月良性水平，上周公司通知取消执行 9 月 1573 配额，继续进行渠道管控，价格有望继续提升。

**次高端白酒：业绩表现有所分化。**2019 年上半年次高端业绩增长高位回落，体现了赛道增量资源有限情况下公司之间业绩存在一定分化。水井坊/汾酒/舍得营收同比增速分别为 26.5%/22.3%/19.9%，归母净利润同比增速分别为 27.0%/26.3%/11.8%。业绩增速酒鬼酒最高为 35.41%，洋河股份最低为 10.01%。从盈利能力来看，上半年水井坊的毛利率最高达 82.21%，洋河股份的毛利率最低达 70.95%；今世缘的净利率最高达 35.11%，山西汾酒的净利率最低达 19.84%；水井坊的 ROE 最高达 19.43%，酒鬼酒 ROE 最低达 6.98%。

**山西汾酒：**2019 H1 年实现营收 63.8 亿元同增 22.3%，归母净利润 11.9 亿同增 26.3%，其中 Q2 收入 23.2 亿元同增 26.3%，归母净利润 3.1 亿元同增 38%，业绩环比加速明显。2019H1 汾酒收入 56.3 亿元，其中青花增速超 50%，5 月 17 日及 7 月 1 日两步提价有利于盈利优化，老白汾、玻汾等销售稳健实现近 20% 增长，另外系列酒收入 4.8 亿元，配制酒收入 2 亿元。公司推进抓两头带中间产品策略，以青花汾和玻汾带动中档老白汾发展，青花汾在次高端赛道发力、坚持高举高打，开展核心终端建设和布局；玻汾在全国光瓶酒市场仍有起量空间，仍将持续发力产品升级及渠道深布局。公司以青花汾作为核心产品，依靠省内消费升级及省外优势市场聚焦，拉动产品结构持续优化，2019 年确立了 1 个大本营市场（山西），3 大重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙），3 小市场板块（华东、两湖、东南），13 个机会型省外市场的区域布局，分类打造、精耕细作成效显著。

**洋河股份：**19Q2 增速放缓，主因公司省内渠道处于调整期及二季度主动控货去库存所致。我们预计 2019H1 蓝色经典占比 75%-80%，预计梦之蓝 19H1 增速超 20%，保持较高增速。当前省内外比为 50.5%：49.5%。我们认为公司仍是白酒中最优秀的酒企之一，也是最有希望实现全国化的次高端酒企。当前公司重心向梦之蓝转移，梦之蓝作为独立品牌宣传，以梦之蓝带动蓝色经典系列，进而带动公司前行。目前渠道调整已有一定效果，静待公司调整完成后再出发。

**酒鬼酒：**营收和利润环比同比都呈现出双加速增长态势。从产品来看，产品结构持续优化，高端酒内参 19H1 营收 1.59 亿（+56.13%），毛利率 91.26%（-2.87pcts），其中省内占比 79%，其占比从 18H1 的 21% 提升至 23%；次高端酒鬼系列 19H1 营收 4.69 亿（+34.18%），毛利率 79.95%（-1.33pcts），其占比超 66%，其中红坛酒鬼营收 1.12 亿（+15%），传承版酒鬼营收 0.58 亿；中低端湘泉系列占比从 18H1 的 13% 下降至 19H1 的 11%。当前公司已形成“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌组合，全力聚焦内参、红坛酒鬼酒、传承版酒鬼酒三大战略单品。品牌方面，稳步推进内参全国化进程，有序建设“内参”核心店、形象店和专卖店，推动内参成为全国第四大高端酒。渠道方面，全面推进湖南市场渠道下沉，以长沙、湘西样板市场建设为引领，向品牌驱动型和终端服务型转变。

**表 4: 次高端酒企收入 (亿) 及增速 (%)**

	2016A	2017A	2018H1	2018A	2019H1	19H1 同比 (%)
洋河股份	171.83	199.18	145.43	241.60	159.99	10.01%
山西汾酒	44.05	60.37	50.42	93.82	63.77	22.30%
今世缘	25.54	29.52	23.60	37.36	30.55	29.45%
水井坊	11.76	20.48	13.36	28.19	16.90	26.47%
舍得酒业	14.62	16.38	10.18	22.12	12.21	19.87%
酒鬼酒	6.55	8.78	5.24	11.87	7.09	35.41%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**区域白酒:** 白酒产品升级逻辑仍在演绎, 消费升级下沉背景中区域白酒企业产品纷纷升级突围, 普遍盈利能力都有提升。古井、口子、迎驾贡、老白干酒 19H1 收入增速 25.19%、12.04%、8.59%、34.33%, 19Q2 收入同比增速 4.34%、16.25%、19.64%、12.34%; 古井、口子、迎驾贡、老白干酒 19H1 归母净利润同比增速 39.88%、22.03%、16.42%、32.67%, 19Q2 归母净利润同比增速 49.33%、22.96%、57.79%、7.08%。

**表 5: 区域性白酒企业上市公司营收、归母净利润一览**

公司名称	2019Q1		2019Q2				2019H1			
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY
古井贡酒	36.69	7.83	23.20	4.34%	4.65	49.33%	59.88	25.19%	12.48	39.88%
口子窖	13.62	5.45	10.57	16.25%	3.50	22.96%	24.19	12.04%	8.95	22.03%
迎驾贡酒	11.60	3.53	7.22	19.64%	0.91	57.79%	18.82	8.59%	4.45	16.42%
老白干酒	11.49	1.17	8.10	12.34%	0.77	7.08%	19.59	34.33%	1.94	32.67%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 啤酒板块: 税利提升盈利, 产品稳定升级

半年报看, 尽管受阶段性天气因素影响销量, 但产品结构升级核心逻辑继续发酵, 叠加税率下行利好, 整体盈利能力表现均优于收入表现。

**重庆啤酒:** 公司 2019 年 H1 实现营业收入 18.33 亿元, 同增 3.92%, 归母净利润 2.39 亿元同增 13.75%, 扣非净利润 2.2 亿元, 同增 13.33%, 单二季度收入 10 亿元同增 5.11% 环比 Q1 提升 2.6pcts, 归母净利润 1.53 亿元同增 13.95%。2019 年 H1 实现啤酒销量为 48.27 万千升, 同增 2.27%, 其中 Q2 销量 25.78 万千升同比持平, Q2 区域内雨天较多啤酒销量增速环比放缓, 而产品结构上移仍持续带动均价提升, H1 啤酒均价 3706 元较去年同期 3564 元同比提升 4%, 带动整体主营业务增长 6.39%。强化“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品组合, 年初新品 8 元醇国宾补强本地品牌价格带, 增长超预期, 重庆纯生、特醇嘉士伯等高端产品持续快速增长, 餐饮渠道铺市率提高。2019 上半年数据显示公司高档酒 (8 元以上) 收入 2.7 亿元同增 0.2%, 占比 15.3%, 中档 (4-8 元) 收入 12.9 亿元同增 9.6%, 占比 72.3%; 低档酒 2.2 亿元同减 3%, 占比 12.4%。近期调研显示因天气波动对销量仍有影响, 预计增长主要源自产品结构提升, 后续仍将有新品陆续推广。

**青岛啤酒:** 公司 2019 年 H1 实现营业收入 165.51 亿元, 同增 9.22%, 归母净利润 16.31 亿元, 同增 25.21%, Q2 业绩超市场预期, 产品销量增加以及产品结构优化贡献明显, 高端产品提升较快拉动均价上行, 消费税率及所得税率优化利好支撑, H1 净利率 10.4% 同增 1.2pcts。2019 年 H1/Q2 公司啤酒销量

473/256 万千升，同增 3.6%/1.2%，H1 吨均价 3499 元同增 5.4%，虽然 4、5 月消化库存销量有所回落，但整体上半年仍实现量价齐升，Q2 价格抬升更明显，Q2 吨均价同增幅度 7.6%较 Q1 环增 4.7pcts，高端化效果持续显现，其中主品牌“青岛啤酒”实现销量 236 万千升，同增 6.3%，“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和 纯生啤酒”等高端产品销量亦维持双位数增长，高档啤酒持续发力扩增盈利。公司聚焦“1+1”青岛+崂山双品牌战略，聚焦主力中高端产品市场，在竞争格局的边际改变的背景下，公司在保证市场占有率稳定的基础上，积极调整产品结构提升价格、趋利控费，有望获高质量发展。

### 调味品板块：收入稳健，盈利能力提升

**H1 合计营收同比增 11.78%，归母净利同比增 36.31%。**2019H1 调味品行业 17 家上市公司收入合计 326.94 亿元，同比增长 11.78%；归属母公司净利润 56.52 亿元，同比增长 36.31%。整体毛利率 36.79%，较去年同期下降 0.36pcts；净利率 17.61%，较去年同期提升 1.71pcts。

**Q2 合计营收同比增 13.5%，归母净利同比增 33.9%。**2019Q2 调味品行业 17 家上市公司收入合计 161.7 亿元，同比增长 13.5%；归属母公司净利润 28.3 亿元，同比增长 33.9%。整体毛利率 36.5%，较去年同期提升 1.7pcts；净利率 15.0%，较去年同期提升 1.2pcts。

表 6：调味品企业 H1 收入业绩及盈利能力变化

公司名称	H1 营业收入 (亿元)	H1 营收同比 (%)	H1 归母净利 (亿元)	H1 净利同比 (%)	H1 毛利率 (%)	H1 同比增减 (pct)	H1 净利率 (%)	H1 同比增减 (pct)
海天味业	101.6	16.5%	27.5	22.3%	44.9%	-2.3	27.1%	1.3
梅花生物	69.8	11.0%	6.6	41.4%	25.2%	1.2	9.6%	2.0
西王食品	27.7	0.6%	2.2	9.7%	33.9%	-3.9	9.5%	1.1
中炬高新	23.9	10.0%	3.7	8.0%	39.8%	-0.1	17.0%	-0.3
晨光生物	16.1	24.3%	1.1	17.4%	18.3%	0.9	6.8%	-0.4
爱普股份	12.2	-1.1%	0.7	32.4%	20.2%	3.0	6.9%	1.7
湖南盐业	10.7	-4.6%	0.9	5.9%	47.0%	0.4	8.9%	0.1
加加食品	10.2	10.0%	0.9	6.4%	27.3%	0.4	8.4%	-0.3
华宝股份	9.8	1.9%	5.7	8.1%	76.9%	-0.8	59.4%	3.3
恒顺醋业	8.8	9.4%	1.4	15.3%	43.9%	2.0	16.4%	1.2
莲花健康	8.3	-1.9%	1.3	319.8%	11.1%	-1.2	14.0%	22.6
百润股份	6.4	14.4%	1.4	73.7%	68.9%	0.6	21.5%	7.3
天味食品	6.3	32.1%	1.0	40.9%	38.7%	0.4	16.3%	1.0
千禾味业	5.9	24.1%	0.9	-35.6%	46.6%	3.0	14.7%	-13.6
星湖科技	5.5	24.9%	0.8	365.7%	34.2%	11.4	13.9%	10.2
安记食品	2.1	35.1%	0.3	33.2%	25.1%	-5.3	13.6%	-0.2
佳隆股份	1.5	-10.9%	0.2	-24.9%	45.2%	0.1	12.1%	-2.2
合计	326.94	11.78%	56.52	36.31%	36.79%	-0.36	17.61%	1.71

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 7：调味品企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化

公司名称	Q2 营业收入 (亿元)	Q2 营收同比 (%)	Q2 归母净利 (亿元)	Q2 净利同比 (%)	Q2 毛利率 (%)	Q2 同比增减 (pct)	Q2 净利率 (%)	Q2 同比增减 (pct)
海天味业	46.7	16.0%	12.7	21.8%	43.8%	-3.8	27.3%	1.3
梅花生物	36.4	18.2%	3.2	45.4%	24.2%	0.3	8.9%	1.5
西王食品	13.9	-0.4%	1.3	9.8%	32.6%	-5.3	11.5%	1.4
中炬高新	11.6	13.8%	1.8	4.4%	40.3%	-0.9	16.7%	-1.8
晨光生物	9.0	36.4%	0.6	32.6%	17.9%	0.7	7.0%	-0.2
爱普股份	6.1	-0.4%	0.4	52.1%	22.1%	3.3	8.0%	2.4
湖南盐业	5.2	-15.2%	0.5	22.0%	46.1%	4.1	9.3%	1.7
加加食品	4.7	18.4%	0.3	14.6%	28.6%	1.5	6.5%	-0.2

华宝股份	5.3	14.9%	2.8	10.5%	77.2%	0.5	52.6%	-2.1
恒顺醋业	4.2	3.8%	0.7	9.4%	44.0%	0.53	16.9%	1.3
莲花健康	4.6	8.6%	1.7	695.9%	11.1%	-0.9	26.8%	9.6
百润股份	3.5	14.2%	0.9	77.6%	71.2%	2.9	17.2%	0.6
天味食品	3.2	39.4%	0.3	51.6%	37.7%	-1.0	9.0%	0.7
千禾味业	3.0	30.0%	0.4	44.1%	45.0%	1.5	12.1%	1.2
星湖科技	2.6	20.1%	0.4	364.5%	36.7%	9.7	15.7%	11.6
安记食品	0.9	5.2%	0.1	44.9%	32.2%	2.5	17.0%	4.7
佳隆股份	0.7	-14.4%	0.1	-23.8%	45.9%	0.1	13.9%	-1.7
<b>合计</b>	<b>161.7</b>	<b>13.5%</b>	<b>28.3</b>	<b>33.9%</b>	<b>36.5%</b>	<b>1.7</b>	<b>15.0%</b>	<b>1.2</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**海天味业:** 分产品看公司 H1 酱油产品销售 59.9 亿同增 13.61%，蚝油产品销售 17.2 亿同增 21.13%，两大品类高基数下持续快速扩容，表现超越行业、集中度进一步提升；酱类产品 H1 销售 12.6 亿同增 7.48%，经过 H1 调整后增速逐渐恢复，Q2 酱类产品增速较 Q1 环比明显提升。产品结构优化明显。醋/料酒业务预计同比增长约 10%/20%，凭借公司强大品牌及渠道势能推广，低基数下有望做大做强；公司产品线齐全，主流产品性价比高，覆盖高中低各价位段品类，新品升级打造功能型调味品如拌饭酱，迎合新消费需求，将打开长期业绩增长空间。

**千禾味业: 低基数下业绩超预期, 大本营表现积极。**单 Q2 营收 3 亿同增 30%，扣非归母净利 3462 万元同增 62%，环比 Q1 均明显提升，业绩超预期。主因调味品业务补库及动销积极、前期投入见效以及去年同期基数较低。H1 毛利率 46.61% (+3cts) 主因零添加等高端产品增长拉动结构升级，零添加产品占比近六成，品牌聚焦效果积极。公司调味品业务 H1 营收 5.3 亿元同增 22%，其中酱油 3.56 亿 (+37%)，增长进一步提升，零添加产品去年 11 月份换新装以来聚焦效果积极，同增达 40%+；醋 0.99 亿 (+20.87%)，2 月换装以来推广效果陆续被市场认可，捆绑收入逐渐确认，料酒业务基数小同增约超 30%。焦糖色 7843 万 (-17.64%)，降幅收窄主因去年 Q2 大客户流失 4000 余万影响消除，新增主要来自盈利能力更高的双倍和粉末焦糖色。公司聚焦零添加为核心战略、坚持高鲜酱油为辅的策略，坚持拓展省内外市场共同发展：对西南大本营市场继续深耕、聚焦产品升级，H1 收入 2.93 亿同增 16.4%，环比加速，西南外区域聚焦一线城市及百强县市场，华东/华南/华北/华中/西北/东北区域同增 28%/-12%/65%/45%/50%/56%，华南受焦糖色业务下滑影响，线上增长 59% 维持高增。公司前期公告以 1.5 亿现金收购镇江恒康酱醋 100% 股权，有望强化华东区域渠道和品类优势。

### 乳制品板块：行业竞争激烈仍激烈，产品升级控费增利

**H1 合计营收同比增 12.4%，归母净利同比增 12.8%。**2019H1 乳制品行业 13 家上市公司收入合计 701.52 亿元，同比增长 12.35%；归属母公司净利润 46.22 亿元，同比增长 12.84%。整体毛利率 36.85%，较去年同期下降 0.1pcts；净利率 6.9%，较去年同期上升 0.1pcts。

**Q2 合计营收同比增 9.4%，归母净利同比增 15.8%。**2019Q2 乳制品行业 13 家上市公司收入合计 349.7 亿元，同比增长 9.4%；归属母公司净利润 19.6 亿元，同比增长 15.8%。

**伊利股份:** 从中报来看，公司收入增长 12.8%，归母利润增长 9.7%，扣非归母利润增长 9%，Q2 收入增速放缓至 8.7%，可见当前乳制品行业竞争依然激烈，公司在低温奶中份额出现同比下滑，毛利率受原奶成本上涨影响亦有下滑，但核心产品及新品的表现依然稳健。我们预计下半年原奶成本及市场费用上仍将有一定压力，因此完成激励目标增速需要公司在收入及利润端增长做更多平衡，非一蹴而就简单可实现，我们认为新方案较原方案在业绩增长质量上提出了更

高要求，注销股份降低总股本有助于提升 EPS，同时新增分红率指标有效兼顾股东利益，摊销费用的下降亦缓解市场担忧，体现公司长期稳健发展的信心。结合当前原奶成本上升、市场竞争激烈的行业背景，新目标的达成将更具挑战性，修订后的激励方案更有利于激发管理层活力。公司作为乳业龙头，明年千亿步伐一致，长期价值空间广阔。

**表 8: 乳品企业 H1 收入业绩及盈利能力变化**

公司名称	H1 营业收入 (亿元)	H1 归母净利 (亿元)	H1 净利同比 (%)	H1 毛利率 (%)	H1 同比增减 (pct)	H1 净利率 (%)	H1 同比增减 (pct)
伊利股份	449.7	37.8	9.7%	38.6%	-0.1	8.4%	-0.3
光明乳业	110.9	3.7	8.1%	32.8%	-0.7	4.6%	0.3
三元股份	41.7	1.8	47.3%	34.1%	-0.1	5.4%	2.4
新乳业	27.1	1.0	1.9%	34.5%	-0.4	4.0%	-0.3
香飘飘	13.8	0.2	143.1%	37.0%	6.0	1.7%	8.0
贝因美	9.8	-1.2	-1,527.6%	52.1%	-0.5	-9.3%	-10.1
皇氏集团	8.2	0.1	120.4%	28.5%	0.5	3.9%	10.1
天润乳业	8.2	0.8	11.3%	27.4%	0.0	9.7%	-0.3
妙可蓝多	7.1	0.1	218.4%	28.1%	2.3	1.5%	3.5
燕塘乳业	7.0	0.7	57.1%	35.2%	1.6	9.8%	2.6
科迪乳业	6.3	0.8	22.7%	26.5%	1.7	12.5%	1.3
庄园牧场	4.0	0.3	1.4%	32.5%	-4.2	6.7%	-1.7
麦趣尔	2.9	0.1	-35.9%	34.9%	-1.1	2.5%	-1.7
<b>合计</b>	<b>701.5</b>	<b>46.2</b>	<b>12.8%</b>	<b>36.9%</b>	<b>-0.1</b>	<b>6.9%</b>	<b>0.1</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 9: 乳品企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化**

公司名称	Q2 营业收入 (亿元)	Q2 营收同比 (%)	Q2 归母净利 (亿元)	Q2 净利同比 (%)	Q2 毛利率 (%)	Q2 同比增减 (pct)	Q2 净利率 (%)	Q2 同比增减 (pct)
伊利股份	218.9	8.7%	15.0	11.8%	37.1%	-1.4	6.9%	0.1
光明乳业	56.4	1.1%	2.3	10.8%	33.3%	0.6	5.0%	0.6
三元股份	22.3	9.2%	1.3	46.8%	34.7%	-1.5	7.2%	2.8
新乳业	14.9	13.5%	0.8	1.4%	35.7%	-0.7	5.7%	-0.6
香飘飘	5.4	148.2%	-0.3	65.7%	33.6%	16.4	-5.3%	32.8
贝因美	6.6	-3.7%	-1.3	-21353%	51.5%	-2.8	-19.6%	-19.9
皇氏集团	5.2	-6.3%	0.0	105.2%	29.1%	1.3	3.1%	17.0
天润乳业	4.8	11.8%	0.5	12.1%	27.7%	-0.2	10.2%	0.1
妙可蓝多	4.2	51.3%	0.1	-6.6%	29.8%	2.2	2.5%	-1.5
燕塘乳业	4.2	17.5%	0.6	69.2%	37.1%	2.4	13.6%	4.1
科迪乳业	3.4	12.5%	0.5	19.7%	29.1%	2.7	14.4%	0.9
庄园牧场	2.0	36.7%	0.1	-4.4%	30.0%	-10.8	4.0%	-1.7
麦趣尔	1.5	-3.6%	0.0	27.8%	33.8%	2.7	2.8%	0.5
<b>合计</b>	<b>349.7</b>	<b>9.4%</b>	<b>19.6</b>	<b>15.8%</b>	<b>37.1%</b>	<b>-0.3</b>	<b>5.8%</b>	<b>-0.5</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 其它食品板块: 成长稳健, 积极拓展

**数据回顾: H1 合计营收同比增 13.01%, 归母净利同比增 9.99%。**2019H1 其它食品行业 23 家上市公司收入合计 433.86 亿元, 同比增长 13.01%; 归属母公司净利润 42.29 亿元, 同比增长 9.99%。整体毛利率 34.61%, 较去年同期下降 0.14pcts; 净利率 9.92%, 较去年同期下降 0.5pcts。

**数据回顾: Q2 合计营收同比增 13.1%, 归母净利同比减 21.4%。**2019Q2 其它食品行业 23 家上市公司收入合计 202.9 亿元, 同比增长 13.1%; 归属母公司净利润 18.8 亿元, 同比增长 21.4%。

**表 10: 其他食品企业 H1 收入业绩及盈利能力变化**

公司名称	H1 营业收入(亿元)	H1 归母净利(亿元)	H1 净利同比 (%)	H1 毛利率(%)	H1 同比增减 (pct)	H1 净利率 (%)	H1 同比增减 (pct)
安迪苏	53.6	5.3	9.1	35.3	0.4	12.6	1.5
三只松鼠	45.1	2.7	27.9	30.9	0.4	5.9	-0.5
安琪酵母	37.1	4.6	-7.7	36.2	-0.4	13.0	-2.6
京粮控股	32.8	0.5	-14.0	7.4	-1.0	2.0	-0.1
三全食品	30.4	0.9	8.0	33.2	-1.6	2.9	0.2
汤臣倍健	29.7	8.7	23.0	68.0	-1.2	27.9	-3.1
好想你	28.6	1.3	22.7	30.0	1.2	4.4	0.8
桃李面包	25.6	3.0	15.5	39.6	0.3	11.9	-0.3
来伊份	20.4	0.4	20.2	44.7	1.1	2.2	0.3
洽洽食品	19.9	2.2	28.1	31.8	2.3	11.2	1.7
黑芝麻	19.9	0.2	17.2	18.4	-8.3	0.9	0.0
金达威	15.5	3.7	-24.5	49.0	-8.6	23.9	-12.7
克明面业	15.1	1.0	-9.4	22.2	-1.6	6.9	-2.0
双塔食品	11.5	0.9	38.6	19.5	4.5	8.1	2.1
涪陵榨菜	10.9	3.1	3.1	58.6	3.5	29.0	0.3
元祖股份	8.3	0.4	36.1	64.3	2.8	4.3	1.3
中宠股份	7.9	0.2	-38.9	22.4	1.9	2.9	-2.3
盐津铺子	6.4	0.7	68.9	41.4	0.2	10.3	2.2
有友食品	4.8	0.9	-8.0	37.0	2.2	19.7	1.8
西麦食品	4.5	0.7	10.3	59.8	-2.2	16.8	-0.3
桂发祥	2.6	0.5	0.4	47.6	-0.8	17.4	-0.3
广东甘化	2.0	0.3	167.6	35.2	33.1	15.3	38.7
青海春天	1.3	0.0	-96.7	28.3	-1.5	2.1	-41.8
<b>合计</b>	<b>433.9</b>	<b>42.3</b>	<b>10.0%</b>	<b>34.6%</b>	<b>-0.14</b>	<b>9.9%</b>	<b>-0.5</b>

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 11: 其他食品企业 Q2 收入业绩及盈利能力变化**

公司名称	Q2 营业收入(亿元)	Q2 营收同比 (%)	Q2 归母净利(亿元)	Q2 净利同比 (%)	Q2 毛利率(%)	Q2 同比增减 (pct)	Q2 净利率 (%)	Q2 同比增减 (pct)
安迪苏	26.2	-4.1%	2.4	73.1%	34.0%	5.3	12.6%	5.7
三只松鼠	16.4	68.2%	0.2	169.1%	26.8%	-0.3	1.0%	3.6
安琪酵母	18.9	11.7%	2.3	0.8%	36.1%	-0.4	12.5%	-1.5
京粮控股	15.8	-11.1%	0.3	-12.7%	7.8%	-1.7	2.3%	0.2
三全食品	11.3	-10.1%	0.5	-9.9%	31.6%	-4.6	4.3%	0.0
汤臣倍健	14.0	26.9%	3.7	11.1%	68.9%	-1.8	25.4%	-1.2
好想你	9.4	12.0%	-0.1	64.5%	27.0%	1.5	-0.7%	2.1
桃李面包	14.2	20.2%	1.8	17.9%	39.9%	0.2	12.9%	-0.3
来伊份	8.4	5.7%	-0.2	-283.5%	45.2%	-1.2	-2.4%	-1.7
洽洽食品	9.5	11.8%	1.1	20.8%	33.4%	3.2	11.2%	0.5
黑芝麻	10.3	29.7%	0.1	199.4%	19.5%	-3.5	0.5%	1.4
金达威	8.8	53.4%	2.4	57.1%	50.8%	5.7	27.4%	1.3
克明面业	7.3	17.6%	0.4	4.8%	23.5%	1.3	5.9%	-0.7
双塔食品	7.9	97.5%	0.6	572.6%	18.4%	2.2	7.1%	5.0
涪陵榨菜	5.6	0.6%	1.6	-16.2%	58.9%	0.4	28.5%	-5.7
元祖股份	4.9	10.00%	0.4	-21.0%	63.6%	1.5	8.6%	-2.9
中宠股份	4.1	9.7%	0.1	-32.6%	24.1	3.7	3.0%	-1.7
盐津铺子	3.0	19.2%	0.4	209.1	44.1	7.4	12.6	7.7
有友食品	2.4	-19.5	0.5	-14.8	37.3	2.4	20.3	1.1
西麦食品	1.8	11.3	0.3	-4.2	59.4	-2.8	15.2	-2.5
桂发祥	1.1	5.2	0.2	10.0	47.1	-2.8	16.8	0.7
广东甘化	1.0	22.5	0.0	101.2	38.6	36.7	4.0	51.6
青海春天	0.6	-32.2	-0.1	-113.0	31.8	-5.7	-8.5	-52.7
<b>合计</b>	<b>202.9</b>	<b>13.1%</b>	<b>18.8</b>	<b>21.4%</b>	<b>37.4%</b>	<b>0.7</b>	<b>8.9%</b>	<b>-1.1</b>

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**绝味食品:**公司 19Q2 营收 13.36 亿(+19.24%), 归母净利润 2.15 亿(+30.77%), 业绩超预期。从门店来看, 公司门店从 2018 年的 9915 家增至 2019H1 的 10598 家门店, 新增 683 家门店。我们预计公司仍维持全年 800-1200 家开店计划。门店方面, 聚焦“提高单店营收、多开店、开好店”, 持续提升四代店建设, 推进高势能门店形象升级; 线上方面, 门店信息系统升级提升终端信息水平, 累积会员注册数量突破 5000 万。公司凭借强大的“冷链生鲜, 日配到店”的供应链模式以及管控渠道能力, 通过新项目孵化、投资并购等外延成长方式布局“美食生态圈”, 投资包括赛飞亚、和府餐饮、幸福西饼、餐北斗、涪陵辣妹子、千味央厨等公司, 致力成为“特色食品和轻餐饮的加速器”。

**洽洽食品:**公司 19Q2 营收 9.47 亿(+11.78%), 归母净利润 1.07 亿(+20.79%), 营收同比、环比都呈现出加速增长态势, 业绩符合预期。我们预计 19H1 红袋、绿袋增速超 10%, 蓝袋增速超 20%; 19 年公司主推坚果类产品, 19H1 营收为 2.79 亿(+39.83%), 占比从 18H1 的 11% 提升至 19H1 的 14%, 预计今年公司将推出线下坚果专卖门店洽洽坚果园, 目前以店中店模式推广, 未来将聚焦大型商圈及写字楼。公司加大线下渠道拓展力度, 小黄袋在传统卖场/批发渠道加大返利, 绑定店长、导购等核心人员, 料 19 年目标(8 亿销售额)完成无虞。产品方面, 公司聚焦坚果和瓜子业务, 推进每日坚果自动化设备研发使用, 蓝袋系列瓜子推新口味和新包装, 休闲食品山药脆片定位“新鲜山药现做更美味”, 打造重点城市标杆。机制改革方面, 公司事业部之间及内部, 各 BU 之间继续推出业绩 PK 加上合伙人机制, 通过人才测评及 360 考核, 激发岗位活力, 构筑合伙人机制。海外方面, 公司于 7 月在海外建立第一家工厂—泰国, 海外市场以泰国、美国、俄罗斯、印尼为中心, 加大对空白市场的拓展。资源整合方面, 公司吸收合并全资子公司合肥华康, 暂停与中石化四川销售项目合作等。

**香飘飘:**公司 19Q2 营收 5.40 亿(+148.22%), 归母净利润-0.28 亿(+65.69%), 19Q2 归母净利润同比同期亏损明显收窄。公司中报业绩实现扭亏为盈, 我们认为果汁茶居功至伟, 二季度是公司传统淡季, 此时果汁茶放量增厚公司业绩, 19Q2 果汁茶营收 4.17 亿, 占 Q2 营收比重超 77%。从产品来看, 公司产品结构持续优化, 传统固体奶茶 19H1 营收为 7.12 亿(-2.81%), 占比下降至 50% 左右, 二季度冲泡类收入出现下滑主因进入淡季及二季度主动控货去库存所致; 由于液体奶茶当前并非公司主推业务, 19H1 实现营收 0.63 亿, 保持 13% 的自然增长; 公司主推的果汁茶 19H1 营收 5.88 亿, 上市一年多以来果汁茶共实现营收 7.89 亿, 我们预计 19 年底果汁茶有望冲击十亿大单品。随着公司产品结构持续优化, 我们认为公司业绩季节性波动有望得到改善。产品方面, 公司目前已形成固体奶茶系列(经典系列、美味系列)、果汁茶(三种口味, 定位新一代茶饮)、液体奶茶(MECO 牛乳茶、兰芳园系列)产品矩阵。此外, 5 月推出三种口味的轻奶茶及 8 月全新推出兰芳园鸳鸯奶茶, 有效补充和丰富公司产品线。渠道方面, 2019H1 果汁茶已实现铺货门店数 41.79 万家, 铺货率仅为 12.6%。香飘飘在册网点数铺货占比仅有 48.9%, 市场铺货空间仍较大。产能方面, 公司目前有四个生产基地, 其中天津液体工厂正在进行调试, 预计四季度产能释放。

**好想你:**公司 19Q2 营收 9.35 亿(+11.99%), 归母净利润-0.06 亿(+64.48%), 同比 18Q2 归母净利润由-0.17 亿收窄至-0.06 亿, 二季度实现减亏, 业绩符合预期。细拆来看, 19H1 百草味营收 24.06 亿(+15%), 归母净利润约 1.35 亿(+30%), 其中 19Q2 百草味营收 7.7 亿(+19%), 归母净利润 850 万(50%+); 19H1 好想你本部营收 4.51 亿(-15%), 归母净利润亏损 1300 万, 同比去年同期收窄 700 万。从产品来看, 坚果类营收 14.51 亿(+12.90%), 肉铺/海鲜类营收 3.14 亿(+42.65%), 主因增加新品所致; 具体来看, 公司大单品策略

成效显著，每日坚果系列销售额 2 亿元左右，清菲菲销售额超 4000 万元。从渠道来看，公司线上营收 25.28 亿，占比 88.55%；其中百草味线上 23.25 亿。产品端，以“每日坚果”、“清菲菲”为带动，礼盒类、坚果类等为重点，实现腰部核心爆品放量。渠道端，专卖店渠道集中资源于河南市场，以直营为辅，加盟为主；电商渠道寻求新的突破；线下渠道，百草味于 618 期间在杭州开设第一家线下旗舰店，计划今年开设 10 家门店。

**保健品：行业仍处调整，汤臣近期线上销售回升**

**汤臣倍健：**2019 年上半年实现营收 29.70 亿元，同增 36.88%，归母净利润 8.67 亿元，同增 23.03%，随中报业绩披露符合预期范围，市场前期对于公司 Q2 线上增速放缓、LSG 并表亏损大幅影响业绩的担忧基本消除，近期股价超跌后反弹，估值仍有修复空间。一方面线上增长有所回暖曙光。跟踪阿里数据显示，自 4/5 月销售增速下跌后，6/7/8 月公司销售增速回升至 9%/20%/26%，预计前期平台政策调整影响逐步缓解，受基数效应及前期广告投入效果渐显作用下 H2 线上增速有望提升。另外大单品战略持续推荐，线下增长稳健。H1 主品牌同增 14.44%，健力多同增 53.71%，线下多渠道运作加快渗透，因各地政策运行尺度不一，药店受医保影响有限，而母婴、商超等渠道增速更快，后续大单品仍有成长空间。LSG 部分，国内 LSG 正加快推广节奏，7 月以来携手刘涛等明星发布广告提升知名度，国内益生菌市场广阔增速较快，有利于对冲海外市场放缓的不确定性。整体上半年随着保健品行业整顿出清后，中长期有利于汤臣凭借规范运作和强品牌力逐渐渗透、提升市场份额。

表 12: 主要保健品企业上市公司业绩一览

公司名称	2019Q1		2019Q2				2019H1			
	营业收入 (亿元)	归母净利 (亿元)	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利 (亿元)	YOY	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利 (亿元)	YOY
汤臣倍健	15.71	4.97	13.99	26.91%	3.69	11.09%	29.70	36.88%	8.67	23.03%
西王食品	13.83	0.92	13.91	-0.35%	1.33	9.79%	27.74	0.57%	2.24	9.66%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**数据追踪**

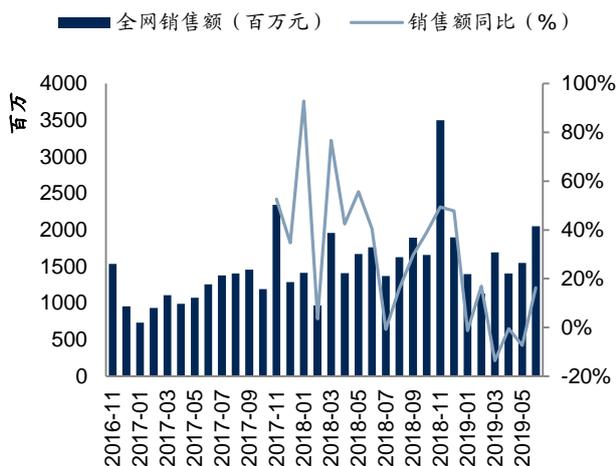
**阿里线上数据：8 月节前销售趋旺，乳品&酒&调味品高增**

各行业 2019 年 8 月销售整体偏积极，临近中秋行情演变提前，较去年同期增速普涨，增速环比提升，其中乳品、酒类、调味品等行业销售增长较快，保健品增速稳定、龙头汤臣显著回暖。量价来看，酒类、乳品、休闲食品、酱油均呈现量价齐升态势，保健品、奶粉、白酒以价增为主，休闲食品、啤酒、乳品和调味品由量增拉动更明显。

**保健食品：行业均价带动增长，汤臣继续回暖**

**行业整体：**保健品行业 2019 年 8 月销售额 17.50 亿元，同比上涨 7.6%，较 7 月缩减 1.8pcts。8 月销量同比下降 3.5%，均价同比上升 11.5%。行业 1-8 月销售额 92.2 亿元同增 2.37%。

图 3: 保健食品行业全网销售额及变化



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

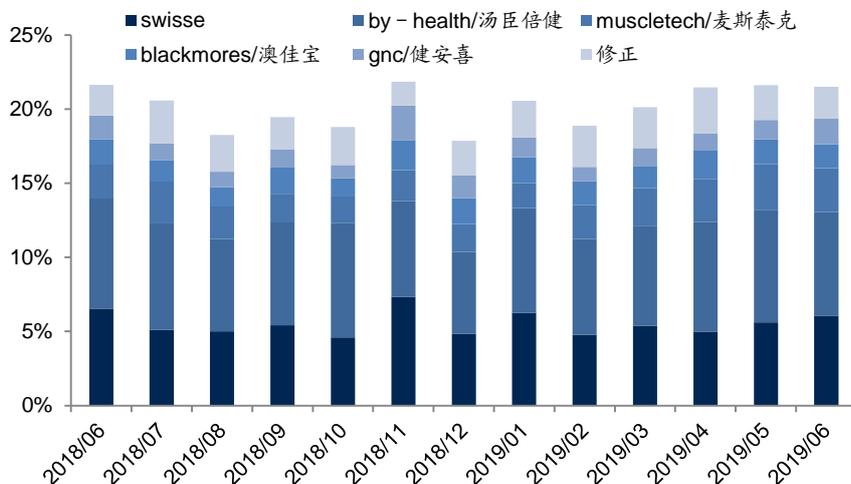
图 4: 保健食品行业全网销量及销售均价



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

**分品牌份额:** 汤臣倍健 2019 年 8 月销售额 1.27 亿同增 26%，增速环比 7 月提升 6pcts，8 月市场份额占比 7.3%同增 1.1pct；Swisse 8 月销售额 1.11 亿同增 36.6%，占比 6.4%同增 1.4pct；Musletech 8 月销售额 0.51 亿同增 42.8%，占比 2.9%同增 0.7pct。回顾 H1 和 Q2 表现，H1 汤臣和 SWISSE 分别增长 8.2%/0.8%，Q2 汤臣和 SWISSE 分别增长 0.8%/-5.4%。

图 5: 保健食品行业重点品牌线上销售份额



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

**休闲食品: 行业增速回升, 百草味增速最快**

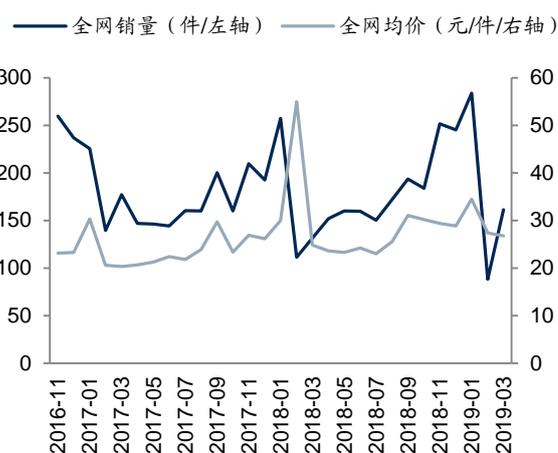
**销售额:** 2019 年 1-8 月休闲食品销售额 400.17 亿 (+10.8%)，其中 8 月休闲食品行业销售额 59.21 亿 (+34.8%)，其中量升 21.3%，价增 11.1%，量价齐升。

图 6: 休闲食品行业全网销售额 (元)



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 7: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)

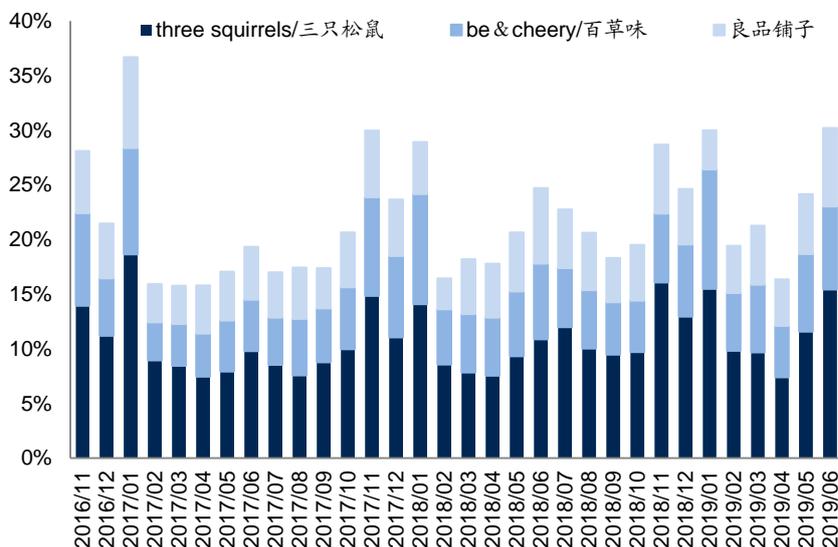


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

**分品牌:** 2019 年 8 月三只松鼠销售额 7.33 亿 (+66%), 百草味销售额 4.00 亿 (+71%), 良品铺子销售额 3.14 亿 (+36%)。

**市占率:** 2018 年 8 月→2019 年 8 月: 三只松鼠 10%→12%, 百草味 5%→7%, 良品铺子 5%→5%。

图 8: 休闲食品行业主要品牌线上销售份额



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

**产销量:** 乳制品、白酒及软饮料的库存和销量均有下滑

**产量数据:** 乳制品 2019 年 1-7 月产量 1550.9 万吨 (+7.4%); 肉制品 2019 年 1-7 月产量 1729.1 万吨 (-0.8%); 白酒 2019 年 1-7 月产量 456.1 万吨 (+1.1%); 啤酒 2019 年 1-7 月产量 2399.5 万吨 (+0.3%); 葡萄酒 2019 年 1-7 月产量 23.7 万吨 (-23.1%)。

表 13: 各行业产量最新数据

产量 (万吨)	2010	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017年	2018年	2019年 1-7月
乳制品	2159.4	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	2687.1	1550.9
同比 (%)	11.2	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	4.4	7.4
肉制品	2116.8	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	2729.3	1729.1
同比 (%)	24.7	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	1.3	-0.8
啤酒	4483	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	3812.2	2399.5
同比 (%)	6.3	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	0.5	0.3
白酒	890.8	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	871.2	456.1
同比 (%)	26.8	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	3.1	1.1
葡萄酒	108.9	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	62.9	23.7
同比 (%)	12.4	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.4	-23.1

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

**库存及销量分析:** 2019年6月, 乳制品、白酒及软饮料的库存均有所下滑, 乳制品和软饮料回落趋势加快, 白酒的回落趋势减慢。销量方面, 乳制品、白酒及软饮料6月均同比下降, 白酒下降幅度较大为20.7%。

表 14: 各行业库存及销量最新数据

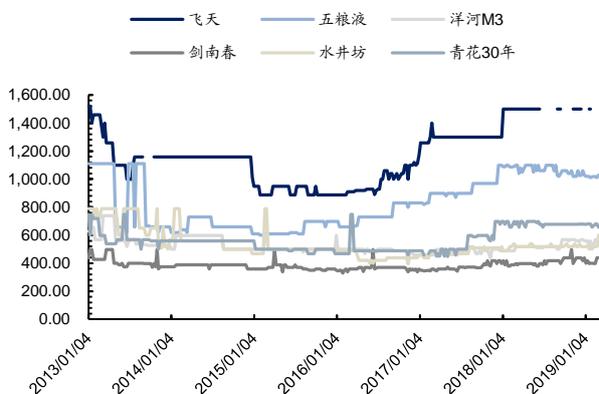
销量 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018年 9月	2018年 12月	2019年 3月	2019年 6月	同比 (%)
乳制品	2518.7	2672	2643.2	2738.9	2975.4	2905.1	1978.6	2681.5	628.92	1295.04	-3.8
库存比年初增长 (%)	46.1	30.9	25.6	3.3	11.1	31.9	-17.5	16	-0.20	-7.50	
白酒 (折65度)	1126.7	1166.2	1202.6	1278.8	1305.7	1161.7	700.8	854.7	222.28	397.97	-20.7
库存比年初增长 (%)	20.1	46.5	27.7	15.9	14.8	7.2	-2.3	-3.6	-10.3	-2.8	
软饮料	12836	14358.7	16153.8	16920.5	17699.2	17629.5	12695.9	15634.8	3532.75	8243.46	-2.1
库存比年初增长 (%)	25	44.6	33.4	26.2	14.7	12.4	-6.3	-0.6	-1.2	-8.5	

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

**零售价: 52度五粮液、乳制品价格提升**

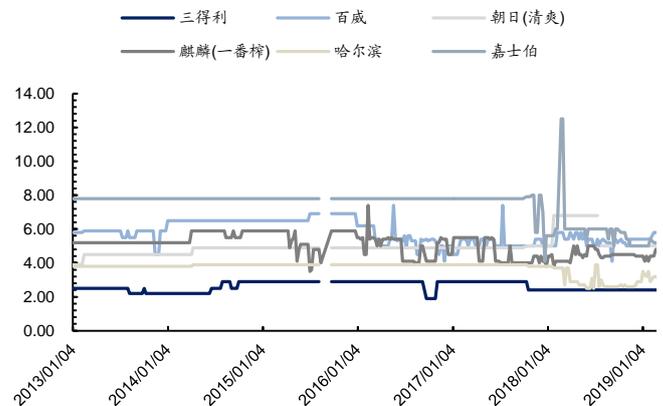
白酒端, 京东价格显示 2019年9月6日, 五粮液 52度价格 1389元较上月上升 90元; 洋河梦之蓝 M3 售价 558元较上月持平, 剑南春 423元较上月下降 15元, 青花 30 价格 798, 较上月持上升 120元。一号店 9月6日啤酒价格显示三得利、百威、朝日、麒麟、哈尔滨、嘉士伯 (330ml) 分别为 2.4/5.4/5.0/4.8/3.1/5.3元, 百威、麒麟、哈尔滨价格分别小幅上涨 0.2/0.3/0.1元, 嘉士伯价格有所下降。7月红酒价格指数同比下降 1.4%。

图 9: 白酒京东价格变化



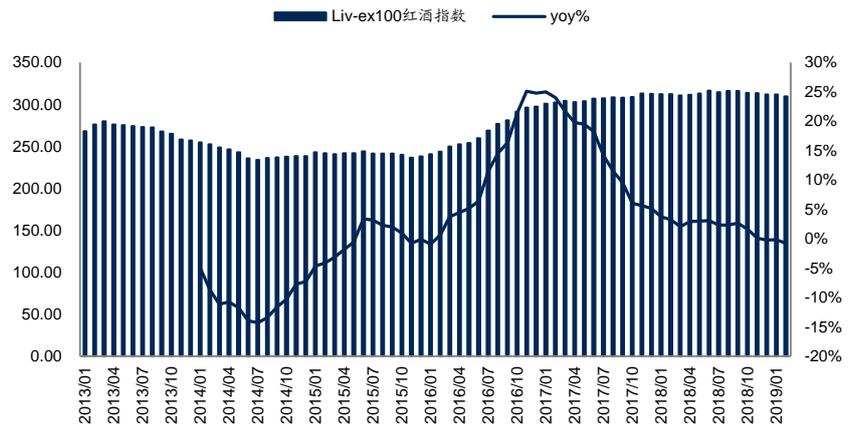
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 啤酒一号店价格变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**乳制品:** 2019 年 8 月 30 日牛奶零售价 12.24 元/公斤, 同比上升 1.5%。酸奶价格 15.02 元/公斤, 同比上升 1.7%。奶粉: 2019 年 8 月 30 日国产婴幼儿奶粉价格 236.63 元/公斤, 同比上升 3.9%; 国外婴幼儿奶粉价格 189.78 元/公斤, 同比上升 4.9%。

图 12: 牛奶零售价变化



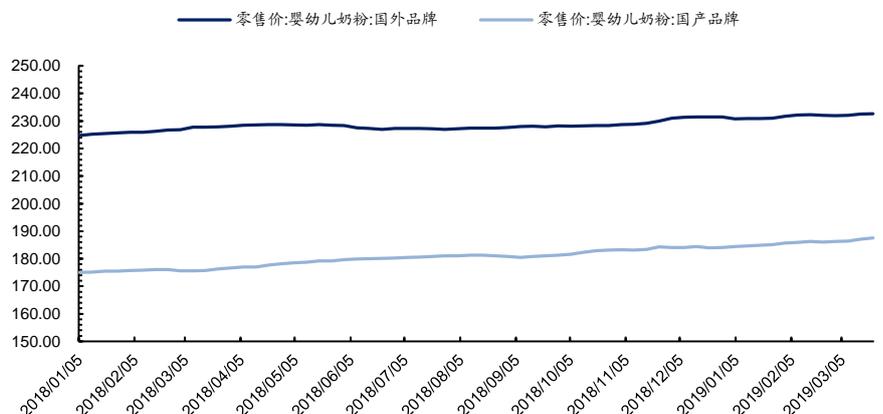
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 酸奶零售价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 婴幼儿奶粉变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本：白糖、糖蜜环增，生鲜乳、生猪、进口大麦同比提升，包材同比下降

白砂糖 9 月 6 日价格 5750 元/吨，环比上月提升 265 元；南宁糖蜜 9 月 6 日价格 880 元/吨环比上升 40 元；生猪 9 月 6 日价格 27.18 元/千克，同比上升 92.8%；生鲜乳 8 月 28 日价格 3.68 元/公斤，同比提升 7.6%，环比小幅上升；乳清粉 9 月 6 日价格 4588.89 元/吨，同比下降 30.2%；进口大麦 7 月平均价格 263.11 美元/吨，同比上升 1.3%；大豆 2019 年 9 月 6 日价格 3453.16 元/吨同比下降 2.1%；包材来看，中国玻璃指数 2019 年 9 月 6 日为 1159.52 同比下降 4.7%；瓦楞纸 2019 年 8 月 31 日价格 3247.1 元/吨，同比下降 28.1%。

图 15: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



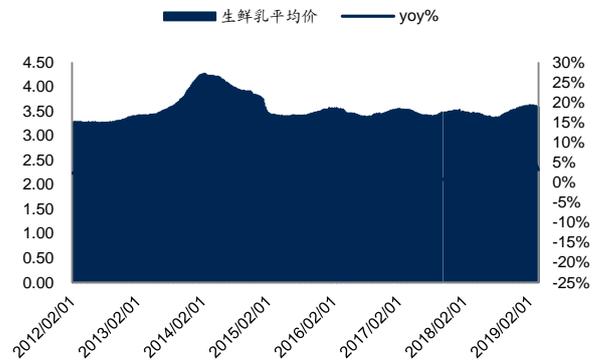
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 生鲜乳平均价 (元/公斤) 及 yoy (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)

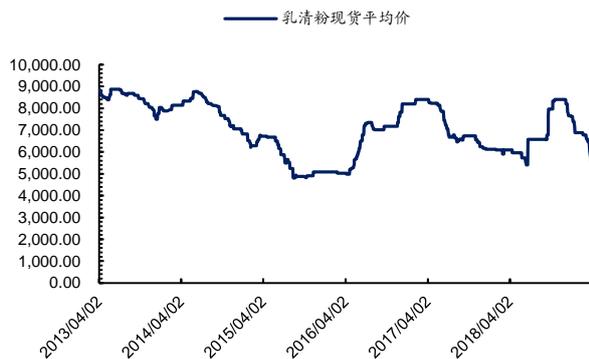


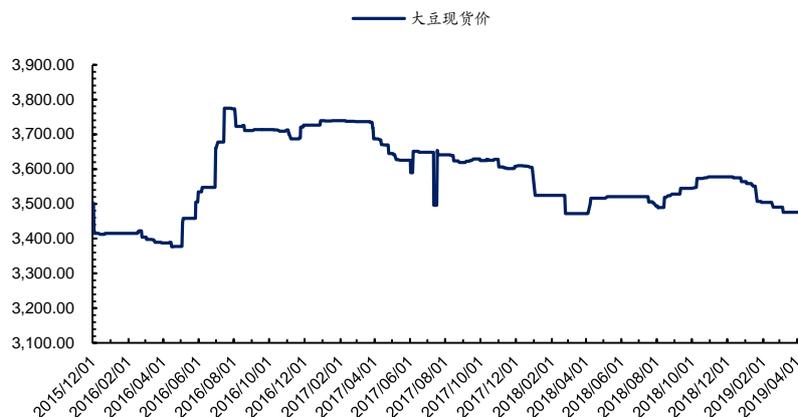
图 20: 大豆现货价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

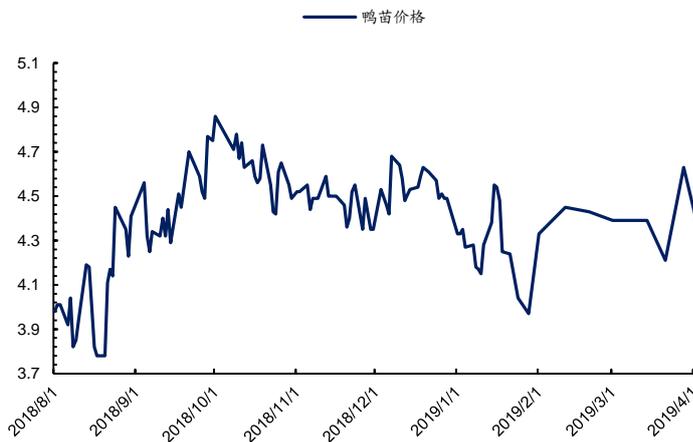
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 鸭苗价格走势



资料来源: 金投网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 中国玻璃价格指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议

8月重点推荐组合涨跌幅回顾：泸州老窖（22.33%）、贵州茅台（17.42%）、五粮液（17.22%）、今世缘（7.8%）、伊利股份（-8.17%）、重庆啤酒（5.47%）、绝味食品（8.04%）、汤臣倍健（2.23%）、千禾味业（14.25%）。

表 15：策略组合收益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	中信食品饮料板块收益率
2019 年 6 月	泸州老窖	+14.44%		
	贵州茅台	+12.20%		
	五粮液	+18.53%		
	伊利股份	+11.33%		
	重庆啤酒	+7.34%	+5.2%	+12.67%
	青岛啤酒	+2.72%		
	绝味食品	+13.54%		
	汤臣倍健	-1.02%		
	千禾味业	+35.01%		
2019 年 7 月	泸州老窖	-0.24%		
	贵州茅台	-1.16%		
	五粮液	+2.34%		
	今世缘	-1.15%		
	伊利股份	-6.61%	+0.26%	-2.54%
	重庆啤酒	-12.85%		
	绝味食品	-2.18%		
	汤臣倍健	-0.82%		
	千禾味业	-16.21%		
2019 年 8 月	泸州老窖	22.33%		
	贵州茅台	17.42%		
	五粮液	17.22%		
	今世缘	7.80%		
	伊利股份	-8.17%	-1.5%	+12.67%
	重庆啤酒	5.47%		
	绝味食品	8.04%		
	汤臣倍健	2.23%		
	千禾味业	14.25%		

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

**酒类：**中报回顾 2019H1 白酒上市公司收入合计 1,272 亿元，同比增长 19%；归属母公司净利润 443 亿元，同比增长 26%。高端白酒业绩表现积极，终端需求旺盛，二季度新品推出、部分产品的控量提价收获成效，近期中秋动销保持热度，批价上行，符合前期判断，依然推荐高端白酒的业绩强确定性，结合增值税率下降利好，预计后续业绩仍有提升空间。龙头拉升价格区间势能，老窖及其他次高端白酒仍有望持续受益，次高端白酒虽增速自高位回稳，但产品升级和区域布局上仍积极匹配市场需求。啤酒半年报看，尽管受阶段性天气因素影响销量，但产品结构升级核心逻辑继续发酵，叠加税率下行利好，整体盈利能力表现均优于收入表现，仍可结合销售表现、新品推广节奏、降税增利等因素布局。

**食品：业绩有所分化，龙头稳定性强。**乳业竞争依然激烈，伊利在低温奶中份额出现同比下滑，毛利率受原奶成本上涨影响，但核心产品及新品的表现依然稳健。我们预计下半年原奶成本及市场费用上仍将有一定压力，新激励方案在业绩质量上提出了更高要求，新增分红率指标兼顾股东利益，新目标的达成将更具挑战性，修订方案更利于激发管理层活力。调味品龙头海天依然稳健，千禾在高端赛道加速成长，低基数下业绩持续靓丽，产品结构继续拉升；保健品行业仍处调整期，汤臣倍健线上增长有所回暖，阿里数据显示，自 4/5 月销售增速下跌后，6/7/8 月公司销售增速回升至 9%/20%/26%，国内 LSG 加快推广

节奏，益生菌市场广阔增速较快，有利于对冲海外市场放缓不确定性，行业肃清利好龙头。

整体来看，建议结合中秋动销表现及估值位置，配置业绩确定性高、长期价值空间广的标的。9月继续推荐：泸州老窖、五粮液、贵州茅台、今世缘、伊利股份、重庆啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

**表 16：食品饮料行业重点推荐公司估值表**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	9月9日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,136.52	14,277	34.94	41.07	32.5	27.7
000858.SZ	五粮液	买入	139.20	5,403	4.35	5.28	32.0	26.4
000568.SZ	泸州老窖	买入	93.25	1,366	3.14	3.98	29.7	23.4
603369.SH	今世缘	买入	29.96	376	1.15	1.45	26.1	20.7
600887.SH	伊利股份	买入	29.69	1,810	1.18	1.29	25.2	23.0
300146.SZ	汤臣倍健	买入	20.12	318	0.91	1.15	22.1	17.5
603517.SH	绝味食品	买入	40.07	230	1.35	1.61	29.7	24.9
600132.SH	重庆啤酒	买入	42.60	206	1.01	1.18	42.2	36.1
603027.SH	千禾味业	买入	22.00	101	0.50	0.64	44.0	34.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032