

食品饮料

食品饮料三季报前瞻：白酒高增可期，大众品表现稳健

白酒：终端动销好，低基数下有望实现高增长。2018年第三季度白酒板块增速显著放缓，低基数下预计白酒板块三季报表现稳健，从中秋国庆发货和动销情况来看，行业有望维持上半年的高增长。随着白酒整体产量同比下滑，行业步入挤压式增长阶段，预计个股表现出现分化，龙头酒企表现稳健。其中，高端酒确定性强，动销良性，预计茅五泸业绩增速均较快增长；次高端竞争加剧，预计销售费用率同比上行，整体增速回归良性增长，但仍是白酒行业中增速最快的“成长型”价格带。地产酒分化较明显，其中今世缘古井表现较优。

高端酒确定性强，验证行业景气度持续。贵州茅台：经销商座谈会上表示中秋国庆计划投放7400吨茅台酒，9月亦提前执行四季度计划配额，预计三季度共发货1万吨左右销量同比增速超过15%。与此同时电商、直营等渠道加大投放，预计出厂吨价同比亦有显著提升。**五粮液：**三季度投放普五约5000吨，叠加1618、低度等五粮液酒，预计销量增速超过两位数；价格方面，普五出厂价提升100元（+13%），全年营收500亿目标可期。**泸州老窖：**国窖量价齐升，品牌势能日盛，茅五价盘同比大幅度提升，国窖性价比优势明显，中秋国庆销量增速明显。同时特曲量价齐升，有望成为200-300元的大单品。

调味品：酱油行业是调味品中最主要的板块，也是增长最为稳定的板块之一。行业龙头营收及业绩增长稳健，从中报营收及业绩表现来看，龙头海天业绩确定性再次被验证，中炬高新受到房地产业务去年同期高基数影响，营收增长略有下滑，但是其美味鲜子公司的增长仍然复合预期，表现较为稳定。从成本端来看，酱油行业主要原材料黄豆的价格出现较为明显上涨，2019年1-9月全国黄豆市场平均价格为4171元/吨，较去年同期上涨6.5%。受成本端压力的影响，叠加行业2-3年提价周期规律判断，我们预计行业提价可能性或将增加（经济增速放缓对提价有负面影响），从而在一定程度上推动行业集中度的进一步提升，行业龙头有望优先受益。

乳制品：原奶价格上行，竞争加剧，预计利润承压。原奶价格上行，买赠依旧加大，业绩短期较难加速增长。从需求端看，根据尼尔森数据，2019H1常温液态奶、低温液态奶和奶粉市场规模分别比同比增长3.0%、-0.7%、8.8%，三季度常温液态奶增速有所回升，其中安慕希、经典保持20%以上增长。从费用端看，三季度买赠力度依旧加大，预计促销费用同比提升明显。从成本端看，原奶价格持续上行导致乳企毛利率承压，2019H1乳制品板块毛利率同比下降0.3pct，预计第三季度毛利率变动趋势不变。

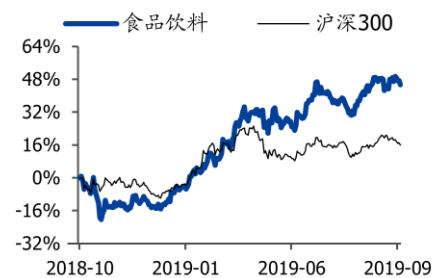
啤酒：销量方面，7-8月份是啤酒消费旺季，部分地区天气不佳导致销量同比下滑，2019年1-8月我国啤酒产量同比增长0.4%，预计主要上市啤酒企业三季度销量同比略有下滑。价格方面，主要啤酒企业产品结构持续优化，预计贡献吨酒价同比增长3%左右；此外仍然受益于增值税下调贡献吨酒价提升1-2pct。费用率方面，由于龙头2018年以来改变竞争策略，以注重利润增长为主，行业竞争呈现趋缓迹象，预计市场助销费用投放减少，但考虑主要啤酒企业推广高价格带新品提升品牌拉力，预计销售费用率持平。此外伴随产能优化，关停落后产能、裁减多余人员，预计管理费用率有所改善，但会计提部分一次性减值损失拉低业绩。

投资建议：白酒方面时间换空间，静待估值切换。行业挤压式增长趋势不变，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞争格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。**大众品方面：必选消费需求稳健增长，行业集中度持续提升。**核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、香飘飘等；同时关注高端酒趋势明显的啤酒板块。

风险提示：宏观经济放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：本周专题：啤酒行业估值探讨》
2019-09-28
- 2、《食品饮料：本周专题：浅谈高端酒价格问题》
2019-09-14
- 3、《食品饮料：本周专题：安徽白酒实地调研反馈》
2019-09-08



内容目录

1、食品饮料行业核心观点.....	3
1.1 白酒板块前瞻：预计行业维持高增，个股出现分化.....	3
1.2 大众品板块前瞻.....	4
1.2.1 调味品：表现最稳定的板块之一，优先看好行业龙头.....	4
1.2.2 乳制品：原奶价格上行，买赠依旧加大.....	4
1.2.3 啤酒：表现最稳定的板块之一，优先看好行业龙头.....	4
1.2.4 小食品：行业发展空间广阔，差异化品牌塑造为突破口.....	5
3、重点个股分析.....	5
3.1 贵州茅台：Q3加大发货量，直营助推出厂价提升.....	5
3.2 五粮液：量价齐升，渠道推力显著改善.....	5
3.3 泸州老窖：国窖特曲齐发力，品牌复兴进行时.....	6
3.4 洋河股份：着眼长远，脚踏实地.....	6
3.5 今世缘：产品结构上移，省内强势地区表现亮眼.....	6
3.6 海天味业：增长最为稳健的调味品龙头.....	7
3.7 安井食品：主业稳增长，速冻菜肴呈较快增速.....	8
3.8 中炬高新：主营业务稳健增长，激励改革激发活力.....	8
3.9 绝味食品：上半年开店节奏加快，成本压力缓解.....	8
3.10 青岛啤酒：产品结构升级趋势明显，产能优化有序推进.....	8
3.11 山西汾酒：华润集团入股落地，后续可适当期待.....	6
3.12 水井坊：卡位次高端，市占率有望小幅提升.....	7
3.13 古井贡酒：产品结构持续提升，省内品牌势能渐起.....	7
3.14 口子窖：产品结构优化，市场份额有望提升.....	7
3.15 伊利股份：行业竞争加剧，龙头稳健增长.....	9
3.16 涪陵榨菜：三季度盈利能力有望上行.....	9
3.17 洽洽食品：聚焦瓜子坚果双主业，小黄袋有望为增长主力.....	9
3.18 安琪酵母：海外市场开拓及YE战略布局为未来发展重点.....	9
3.19 重庆啤酒：新品醇麦推广顺利，产品结构持续升级.....	10
风险提示.....	10

图表目录

图表 1：白酒板块三季度前瞻.....	4
图表 2：大众品板块三季度前瞻.....	5

1、食品饮料行业核心观点

1.1 白酒板块前瞻：预计行业维持高增，个股出现分化

2018年第三季度白酒板块增速显著放缓，低基数下预计白酒板块三季报表现稳健，从中秋国庆发货和动销情况来看，行业有望维持上半年的高增长。随着白酒整体产量同比下滑，行业步入挤压式增长阶段，预计个股表现出现分化，龙头酒企表现稳健。其中，高端酒确定性强，动销良性，预计茅五泸业绩增速均较快增长；与此同时，茅五加大发货量，茅台价格理性回归。次高端竞争加剧，预计销售费用率同比上行，经历了两年高增长，预计次高端整体回归良性增长，但仍是白酒行业中增速最快的“成长型”价格带。地产酒分化较明显，其中今世缘古井表现较优。

高端酒确定性强，验证行业景气度持续。贵州茅台：经销商座谈会上表示中秋国庆计划投放7400吨茅台酒，9月亦提前执行四季度计划配额，预计三季度共发货1万吨左右（去年同期发货约8700吨，报表实际确认约8000吨），销量同比增速超过15%。与此同时电商、直营等渠道加大投放，预计出厂吨价同比亦有显著提升。**五粮液：**三季度投放普五约5000吨，叠加1618、低度等五粮液酒，预计销量增速超过两位数；价格方面，第八代五粮液出厂价889元/瓶，较第七代五粮液出厂价高100元左右，产品迭代推升五粮液酒吨价，全年股份公司营收500亿目标可期。**泸州老窖：**国窖量价齐升，品牌势能日盛，茅五价盘同比大幅度提升，国窖性价比优势明显，中秋国庆销量增速明显。特曲2019年出厂价从168提升至178元，同时第十代新版特曲出厂价198元，特曲作为老名酒品牌，今年以来保持较快增速，有望成为200-300元的大单品。

次高端竞争加剧，增速良性回归。经过2016年以来的高增长，次高端整体增速放缓，但仍属白酒行业中的“成长型价格带”。预计第三季度次高端将延续二季度的趋势，次高端价格带保持15-20%的整体增速。我们认为随着高端酒价盘的上移以及消费升级持续，次高端扩容趋势不改，有望保持良性增长。**山西汾酒：**抓两头带中间，青花保持30%左右较快增长，玻汾增速有望维持50%左右的高增长。**水井坊：**卡位次高端价格带，市占率有望小幅提升。井台、臻酿八号卡位300-600元价格带，三季度收入增长持续预计高于次高端行业平均水平。

地产酒表现分化，古井今世缘表现较优。消费升级进入下半场，强势地产酒在省内次高端价格带竞争同样加剧，此前同步享受省内消费升级东风的地产酒今年以来出现分化。其中古井，今世缘表现较优。**今世缘：**享受省内消费升级，国缘放量持续，分地区来看，预计南京，徐州地区将保持较快增速。**洋河：**着眼于中长期发展，三季度以清库存为主，预计收入同比基本持平，受去年同期消费税高基数影响，业绩有望小幅提升。**古井：**中高端价格带维持高增，古20认可度逐渐提升。安徽省内消费升级至200元以上价格带，古8及以上占比快速提升，结构优化带动公司业绩持续释放。

投资建议方面，时间换空间，静待估值切换。行业挤压式增长趋势不变，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞合格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。

图表 1: 白酒板块三季度报前瞻 (已覆盖标的)

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			收入增速预测		利润增速预测	
	2018H1	2018Q3	2018Q1-3	2018H1	2018Q3	2018Q1-3	2019Q3	2019Q1-3	2019Q3	2019Q1-3
贵州茅台	352.5	197.2	549.7	157.6	89.7	247.3	23%	19%	27%	27%
五粮液	214.2	78.3	292.5	71.1	23.8	94.9	26%	27%	30%	31%
泸州老窖	64.2	28.4	92.6	19.7	7.7	27.5	25%	25%	30%	36%
洋河股份	145.4	64.2	209.7	50.0	20.3	70.4	1%	7%	4%	9%
今世缘	23.6	8.0	31.6	8.6	1.7	10.3	25%	28%	23%	25%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业等公司由于尚未发布深度报告, 未能涉及盈利预测

1.2 大众品板块前瞻

1.2.1 调味品: 表现最稳定的板块之一, 优先看好行业龙头

酱油行业是调味品中最主要的板块, 也是增长最为稳定的板块之一。行业龙头营收及业绩增长稳健, 从中报营收及业绩表现来看, 龙头海天业绩确定性再次被验证, 中炬高新受到房地产业务去年同期高基数影响, 营收增长略有下滑, 但是其美味鲜子公司的增长仍然复合预期, 表现较为稳定。原材料价格上涨导致成本压力, 或催生行业性提价。从成本端来看, 酱油行业主要原材料黄豆的价格出现较为明显上涨, 2019年1-9月全国黄豆市场平均价格为4171元/吨, 较去年同期上涨6.5%。受成本端压力的影响, 叠加行业2-3年提价周期规律判断, 我们预计行业提价可能性或将增加(经济增速放缓对提价有负面影响), 从而在一定程度上推动行业集中度的进一步提升, 行业龙头有望优先受益。

其他调味品板块中, 以酵母行业为例, 从营收端来看, 传统酵母行业发展较为成熟, 酵母抽提物(YE)有望为行业增长创造亮点, 我们预计三季度整体增长仍保持稳定。从成本端来看, 糖蜜是酵母最主要的原材料, 2019年甘蔗仍处于减产周期, 我们预计糖蜜价格今年仍有下降空间, 从而为酵母行业创造盈利能力提升可能性。

1.2.2 乳制品: 原奶价格上行, 买赠依旧加大

原奶价格上行, 买赠依旧加大, 业绩短期较难加速增长。从需求端看, 根据尼尔森数据, 2019年上半年常温液态奶、低温液态奶和奶粉市场规模分别比同比增长3.0%、-0.7%、8.8%, 三季度常温液态奶增速有所回升, 其中安慕希、经典保持20%以上增长。从费用端看, 根据草根调研情况, 三季度买赠力度依旧加大, 预计促销费用同比提升明显。从成本端看, 原奶价格持续上行导致乳企毛利率承压, 2019H1乳制品板块毛利率36.88%, 同比下降0.3pct, 预计第三季度毛利率变动趋势不变。

1.2.3 啤酒: 表现最稳定的板块之一, 优先看好行业龙头

啤酒板块2019年中报表现靓丽, 主要原因包括: 1) 旺季前增加渠道库存; 2) 产品结构改善, 高档啤酒销量增加较快; 3) 增值税率下调提高吨酒价和毛利率; 4) 部分产品由于成本压力直接提价。

展望三季度: 销量方面, 7-8月份是啤酒消费旺季, 由于7月份部分地区天气不佳导致销量同比下滑, 2019年1-8月我国啤酒产量同比增长0.4%, 预计主要上市啤酒企业三季度销量同比略有下滑。价格方面, 主要啤酒企业产品结构持续优化, 预计贡献吨酒价同比增长3%左右; 此外仍然受益于增值税下调利好, 贡献吨酒价提升1-2pct, 毛利率同比改善。费用率方面, 由于啤酒行业龙头自2018年以来改变竞争策略, 以注重利润增长为主, 行业竞争呈现趋缓迹象, 预计市场助销费用投放减少, 但考虑主要啤酒企业推广高价格带新品提升品牌拉力, 预计销售费用率持平。此外伴随主要啤酒企业产能优

化, 关停落后产能、裁减多余人员, 预计管理费用率有所改善, 但同时会计提部分一次性减值损失拉低业绩。综上, 我们预计啤酒板块 2019Q3 同比业绩增速仍有提升, 主要依靠高端化、增值税率下调拉动, 2019Q3 业绩增速环比略有放慢。

1.2.4 小食品: 行业发展空间广阔, 差异化品牌塑造为突破口

小食品行业目前仍处于发展初期, 未来发展空间较为广阔。**量:** 对标美国、日本等发达国家坚果消费数量, 我国坚果消费数量仍有较大提升空间, 目前仍低于全球消费水平。以杏仁人均消费量为例, 我国人均消费量约为 27g/年, 约为日本人均消费量的 1/6, 约为美国人均消费量的 1/30;**价:** 随着我国经济的发展以及居民消费理念的转变, 高端化成为各品类的发展大趋势。各小食品龙头争相推出高端化单品, 以期带动吨价提升。**从行业竞争角度来看,** 洽洽食品打出“掌握关键保鲜技术”新标语, 三只松鼠依靠可爱形象设计、年轻品牌定位吸引消费者眼球, 在质量保障及消费者培育的前提下, 差异化的品牌塑造手段有望成为企业发展突破口。

图表 2: 大众品板块季报前瞻 (已覆盖标的)

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			收入增速预测		利润增速预测	
	2018H1	2018Q3	2018Q1-3	2018H1	2018Q3	2018Q1-3	2019Q3	2019Q1-3	2019Q3	2019Q1-3
海天味业	87.2	39.9	127.1	22.5	8.8	31.3	16%	16%	19%	21%
中炬高新	21.7	9.9	31.6	3.4	1.5	4.9	15%	12%	15%	10%
绝味食品	20.9	11.8	32.7	3.2	1.7	4.9	17%	19%	24%	25%
安井食品	19.5	9.9	29.4	1.4	0.5	2.0	18%	19%	20%	17%
青岛啤酒	151.5	84.9	236.4	13.0	8.0	21.0	3%	7%	25%	25%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 伊利股份、涪陵榨菜、安琪酵母、重庆啤酒等公司由于尚未发布深度报告, 未能涉及盈利预测

2、重点个股分析

2.1 贵州茅台: Q3 加大发货量, 直营助推出厂价提升

第三季度加大发货量, 直营助推出厂价提升。**1) 价:** 直营电商加大发货量, 助推出厂吨价提升。供需紧张关系下, 今年以来茅台批价水平从 1600 元一路飙涨最高至 2600 元, 8 月以来公司采取多种措施稳定价格, 包括组建监督组对茅台酒市场及价格进行督查, 与阿里苏宁等头部电商合作等。同时, 直营电商加大发货量, 有助于公司出厂均价的提升, 我们预计第三季度吨价同比增速超过 5%。**2) 量:** **第三季度加大发货量, 销量同比增速有望超过 15%。**公司加大中秋国庆投放量 (集中投放 7400 吨), 同时允许经销商提前执行四季度配额, 第三季度预计共发货 1 万吨左右 (去年同期发货约 8700 吨, 报表实际确认约 8000 吨), 销量同比增速超过 15%。

盈利预测: 预计公司 2019 年第三季度收入增速 23%, 利润增速 27%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 19%/27%。2019、20 年归母净利润分别为 428.6、506.1 亿元。

2.2 五粮液: 量价齐升, 渠道推力显著改善

普五配额基本完成, 全年 500 亿目标可期。**1) 价格方面:** 2019 年 6 月第八代五粮液上市, 出厂价 889 元/瓶, 较第七代五粮液出厂价高 100 元左右, 产品迭代推升五粮液酒吨价。**2) 销量方面:** 第三季度普五投放约 5000 吨, 下半年第八代配额基本执行, 经销商额外打款情绪高涨, 预计全年五粮液酒 (包含 1618 等) 发货量超过 2.4 万吨。**系列**

酒进行旺季会战，主销市场四川，河南，浙江，江苏，动销较为乐观。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 26%，利润增速 30%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 27%/31%。2019、20 年归母净利润分别为 174.6、206.5 亿元。

2.3 泸州老窖：国窖特曲齐发力，品牌复兴进行时

国窖量价齐升，品牌势能日盛。今年以来高端酒价格持续走高，为国窖的放量创造了较好的条件。目前国窖批价 800 元左右，分地区来看，公司目前仍属“类全国化品牌”，区域间发展较不平衡。在茅五价盘同比大幅度提升的背景下，国窖性价比优势明显，中秋国庆销量增速明显。**特曲全国化持续推进，品牌复兴进行时。**今年以来特曲出厂价从 168 提升到 178 元，同时第十代新版特曲出厂价 198 元。特曲作为老名酒品牌，势能犹在，有望成为 200-300 元价格带的全国化大单品。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 25%，利润增速 30%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 25%/36%。2019、20 年归母净利润分别为 46.4、57.5 亿元。

2.4 洋河股份：着眼长远，脚踏实地

着眼于中长期发展，三季度以清库存为主。江苏经济水平较高，苏中、苏南等地主流价格带已经跨过 300 元，受消费升级的影响，省内海天产品动销放缓，去年以来终端积极性减弱，渠道库存逐渐增速，三季度公司着眼长远，以清理库存为主，预计收入同比基本持平；经销商反馈省内库存环比减少明显，价盘有所提升，明年增长可期。同时，受去年同期消费税高基数影响，业绩有望小幅提升。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 1%，利润增速 4%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 7%/9%。2019、20 年归母净利润分别为 91.3、102.5 亿元。

2.5 今世缘：产品结构上移，省内强势地区表现亮眼

国缘持续放量带动产品结构上移。江苏省经济发展水平高，GDP 增速快于全国平均水平，行业复苏以来省内主流价格带从 100-300 元跃迁至 300 元以上，国缘自 2004 推出即占位 300 元以上价格带，受益省内消费升级持续放量，2019 上半年特 A+ 同比增长 55%。分地区来看，重点市场南京，徐州等地表现亮眼，2019 上半年增速分别为 49%，61%，示范效应有望带动全省消费。预计第三季度国缘保持高增，产品结构持续上移。南京市场基数已较高，预计第三季度增速环比略有放缓，徐州，苏南有望复制南京模式呈现较快增长。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 25%，利润增速 23%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 28%/25%。2019、20 年归母净利润分别为 14.12、17.15 亿元。

2.6 山西汾酒：华润集团入股落地，后续可适当期待

全国化开拓顺利，省外占比超过省内。2019 上半年公司省内/省外营收分别为 31.5/31.7 亿元，同比增速为 +9.7%/+48.8%；三大重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙）和三小市场板块（华东、两湖、东南）多点开花。河南、山东完成较快增长的同时，华东、华南等

市场进入成长期。抓两头带中间，产品矩阵看点颇多。经历了近三年的高增长，今年青花仍保证了 30%左右的高增长（快于次高端行业增速），部分市场消费氛围日盛，品牌拉力日强；玻汾培育清香型消费者，有望成为 40-50 元价格带的全国化大单品，目前多地进入放量期，三季度有望保持 50%左右的高增速。

2.7 水井坊：卡位次高端，市占率有望小幅提升

臻酿八号保持高增，产品结构持续优化。臻酿八号定价 300-400 元，市场容量较大，目前维持较快增速，带动公司产品结构持续升级。公司聚焦次高端价格带，推新品进行品牌升级。井台、臻酿八号卡位 300-600 元价格带，公司上半年分别推出井台丝路版、臻酿八号禧庆版和井台珍藏版新品，铺货计划密集推进，预计在季报中有所体现。次高端竞争加剧，预计费用率呈上行趋势。今年以来次高端竞争加剧，各次高端酒企费用率提升，公司持续通过差异化的品鉴会以及核心门店模式进行核心市场开拓及下沉，预计 Q3 费用率维持较高水平。预计公司三季度收入增长高于次高端行业平均水平。

2.8 古井贡酒：产品结构持续提升，省内品牌势能渐起

省内市场消费升级，产品结构升级明显。伴随省内主流价格带提升至 200 元以上，古 8 快速增长，古 20 品牌认可度日起。目前省内古 8 及以上在合肥以外各地营收占比在 30% 左右，合肥地区古 8 占比 40%，滁州、六安、阜阳等地区古 8 及以上产品上半年均实现翻倍增长。从销售额来看，古井在安徽大部分地级市都与第二品牌拉开一倍差距，品牌势能已起，稳坐省内头把交椅。在消费升级背景下，省内 4 家白酒上市公司结构性分化，品牌集中度加强，古井作为安徽地产酒龙头份额将有进一步提升。此外随着公司渠道逐渐成熟进入收获期，费效比提升，费用率仍有较大下行空间。

2.9 口子窖：产品结构优化，市场份额有望提升

收入端：据渠道调研，中秋旺季经销商打款积极，Q3 动销有望提速。盈利端：受益省内消费升级，公司产品结构持续优化。省内主流价格带提升至 200 元以上，公司口子 10 年及以上产品延续较高增速，产品结构持续优化。省内白酒市场向品牌企业集中，预计公司提高费用投放抢占市场份额。2019 上半年公司销售费用率同比增加 0.3pct，主要系广告费用增加。我们认为伴随安徽省消费升级，市场份额向品牌酒企集中，当前拔高品牌拉力，提升产品在 200 元以上价格带的消费者认可度重要性较高。预计公司三季度销售费用率同比增加。

2.10 海天味业：增长最为稳健的调味品龙头

海天作为调味品行业的绝对龙头，增长势头历来稳健，且目前尚处成长期，我们预计未来仍将保持稳定增长态势，业绩确定性强。从长期来看，海天将受益行业稳定发展、市场占有率稳步提升及产品结构优化趋势，实现量价齐升。从短期来看，海天 2019 上半年毛利率略有下滑，我们认为主要系低毛利率业务占比提升和运输模式转变所致，而高端化产品占比提升仍将作为公司整体毛利率提升的主要动力。我们预计 2019 年三季度毛利率略有上行空间，营收及归母净利润增速将保持稳健。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 16%，归母净利润增速 19%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 16%/21%。2019、20 年归母净利润分别为 53.1、63.8 亿元。

2.11 中炬高新：主营业务稳健增长，激励改革激发活力

预计调味品主业仍为增长主力，Q3 非主业高基数影响消除。根据 2019 年半年报，中炬高新的美味鲜子公司增长稳定，其中酱油业务稳健增长，蚝油料酒增速亮眼，我们预计调味品主业受益行业发展空间仍将保持较为稳定增长。2019H1 非主业由于受到去年同期高基数影响，营收增速大幅下滑，2019Q3 该影响将消除，我们预计公司整体营收及业绩增速均会出现一定程度的回升。全新激励机制有望激发公司活力。2019 年上半年公司对考核指标、奖金分配以及超额奖励三个方面的激励机制进行优化，我们预计这将有利于激发员工活力，为公司未来稳健可持续发展蓄力储能。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 15%，归母净利润增速 15%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 12%/10%。2019、20 年归母净利润分别为 7.1、8.2 亿元。

2.12 青岛啤酒：产品结构升级趋势明显，产能优化有序推进

青啤 2019H1 销量同比+ 3.6%，青岛主品牌销量同比+ 6.3%，高端产品销量同比增长近 10%。由于上半年渠道存货较多，7-8 月份销量有所下滑，预计 2019Q3 公司销量同比减少 3%，2019Q1-3 销量同比增长 1%左右。公司今年着力打造经典 1903，推动产品结构改善，6 元以上中高档产品销量保持较快增长，叠加二季度增值税率下调利好，2019H1 公司吨酒价同比增长 5.5%，预计 2019Q3 吨价同比增长 4-5%。下半年进口大麦价格有望高位回落，瓦楞纸价格自 2019Q2 下滑，叠加增值税率下调贡献，毛利率环比、同比改善。公司开启产能优化，计划未来 5 年关停 10 家落后工厂，短期产生一次性减值损失，长期有利于提升产能利用率及费效比。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 3%，归母净利润增速 25%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 7%/25%。2019、20 年归母净利润分别为 17.0、20.7 亿元。

2.13 绝味食品：上半年开店节奏加快，成本压力缓解

公司上半年净增 683 家门店，门店数量同比增长 12%，单店收入同比增长 7%。我们预计三季度新增门店约 300 家，2019Q1-Q3 门店数量同比增长 11-12%；由于上半年新增门店逐步开始贡献稳定收入，且今年三季度包含中秋节，叠加增值税下调效应，预计 Q3 单店收入增长保持 5%左右。公司上游鸭副产品价格自 2019Q1 高位逐步回落，同比持平或略增。公司 2019H1 库存原材料仍有 4.35 亿元，公司具备较强的成本控制能力，此外考虑增值税下调利好，预计公司三季度毛利率水平较 2019Q2 环比改善，同比略有增长。长期看公司开店空间仍然具有翻倍空间，在渠道网络、供应链、管理能力上具备护城河，未来 3-5 年继续替代传统小作坊，提升卤制品行业市场份额，保持稳定增长。

盈利预测：预计公司 2019 年第三季度收入增速 17%，归母净利润增速 24%。2019Q1-Q3 营收/归母净利润分别增长 19%/25%。2019、20 年归母净利润分别为 7.9、9.3 亿元。

2.14 安井食品：主业稳增长，速冻菜肴呈较快增速

2018 年公司提出公司按照“三剑合璧、餐饮发力”的经营策略和“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的渠道策略，提高对餐饮渠道的重视程度，强化餐饮渠道的综合竞争力。2019 上半年公司菜肴制品收入同比增长 35.46%，快于公司传统的速冻鱼糜，速冻面点等产品。目前速冻菜肴体量较小，占公司营收 10%左右。速冻菜肴是速冻食品的

蓝海，目前市场尚在起步阶段，4万亿的餐饮大市场面临着后厨人工成本增加、物业租金提高等因素制约，急需成品和半成品菜肴制品以节约成本、稳定品质和提升效率，我们预计第三季度速冻菜肴仍将保持较快增长。2019上半年公司主业稳增长，速冻火锅料同比增长15.4%（主要系猪瘟影响），面米制品同比增长25.6%，预计三季度猪瘟影响弱化，速冻火锅料恢复较快增速。

盈利预测：预计公司2019年第三季度收入增速18%，归母净利润增速20%。2019Q1-Q3营收/归母净利润分别增长19%/17%。2019、20年归母净利润分别为3.2、4.0亿元。

2.15 伊利股份：行业竞争加剧，龙头稳健增长

收入端：常温奶表现稳健。据渠道调研，三季度安慕希、金典保持20%以上增长，在此背景下，公司整体营收有望保持10-15%的稳健增长。**利润端：**随着原奶价格持续走高，成本端承压，预计第三季度毛利率同比基本持平。与此同时，行业竞争加剧背景下，2019Q2公司销售费用率同比下降，同时营业收入增速放缓，从渠道调研情况来看，三季度买赠力度加大，销售费用率或小幅提升影响业绩增速。

2.16 涪陵榨菜：三季度盈利能力有望上行

由于受到经济增速放缓、消费场景变化以及去年高目标下库存累积等因素影响，2019上半年公司整体收入增长承压。从渠道调研情况来看，三季度公司以清库存为主，主力产品销量、收入出现小幅下滑，但库存明显下降，我们认为公司整体运转正逐步呈现出良性转变态势。**从渠道端来看，**自今年八月起，公司库存周期大幅缩短，同时公司在加大市场力度的背景下，对上游厂家发货节奏进行控制。另外公司在保有原有经销商市场不被切分的情况下，继续积极开发优质经销商以消化公司任务，截至今年八月底，公司已经将超2亿的销售任务落实给新经销商，并有望在年底真正落实。**从激励考核角度来看，**公司对销售人员的考核做出较大改变，增强对销售过程的考核，年薪模式基本得以实现。**从盈利能力角度看，**19年Q3将开始使用今年采购的青菜头，价格相对18年采购的青菜头便宜约10%，成本端压力减小，费用端受促销影响三季度或同比小幅上升。

2.17 洽洽食品：聚焦瓜子坚果双主业，小黄袋有望为增长主力

公司聚焦瓜子及坚果双主业，并争取在市场竞争格局尚未形成的细分领域做到数一数二，避免盲目多元化。**从产品端来看，**小黄袋将成为未来发展重点，新品山药脆片表现较好。根据调研，小黄袋每日坚果保持快速增长，7-8月同比增长100%，蓝袋同比增长30-35%，传统瓜子维持大个位数增长。山药脆片作为去年推出的新品，今年有望实现1个多亿的营业收入。**从渠道端来看，**公司主要聚焦线下渠道，线上渠道收入占比约5%，其中小黄袋线上收入占比较高，约为20%，线上渠道仍有较大的发展空间，此外公司上半年在销售费用上的投放，也将有望帮助公司渠道的进一步下沉。**从竞争优势上来看，**目前公司打出新标语：掌握核心保鲜技术。力图将核心保鲜技术、包装和生产自动化打造为公司主要竞争优势。

2.18 安琪酵母：海外市场开拓及YE战略布局为未来发展重点

公司作为亚洲第一、全球第三的酵母行业龙头，始终立足酵母主业，目前在国内酵母市场占有率约为55%，全球酵母市场占有率约为16%，未来的增长点主要集中在海外市场开拓以及酵母提取物（YE）市场发展。**从营收端来看，**安琪目前积极的产能扩张为其

全球市占率提升及营收增长奠定坚实基础，预计 2021 年有望超越英联马利成为全球第二大酵母公司。另外，酵母提取物（YE）尚处成长期，未来发展空间广阔，安琪作为全球 YE 最大的生产商有望优先受益行业发展。从成本端来看，糖蜜价格为影响安琪盈利能力的最主要因素，目前甘蔗仍然处于增产周期，我们预计今年糖蜜价格仍有下行空间，从而或将带动公司 2019 年盈利能力的提升。

2.19 重庆啤酒：新品醇麦推广顺利，产品结构持续升级

公司上半年推出 8 元新品醇麦国宾，在重庆大区市场接受度高，销售情况超预期。公司当前以 8 元醇麦国宾、乐堡逐步替代 6 元价格带，在 10 元以上价格带布局重啤纯生、小麦白、黑啤，以及嘉士伯系列。公司在重庆市场高端化空间仍大，当前吨酒价 3544 元/吨，未来有望达到 5000 元/吨。今年 6-7 月份旺季重庆地区天气多雨影响啤酒销量，预计今年三季度啤酒销量同比下滑 3.6% 左右。下半年进口大麦价格高位回落，瓦楞纸价格自 2019Q2 下滑，叠加增值税率下调贡献，毛利率有望改善。公司与乌苏啤酒签订委托加工协议，2019 年下半年以及 2020 年为新疆乌苏啤酒有限责任公司代加工“红乌苏”等品牌啤酒产品，有利于进一步提高产能利用率，提高管理水准和生产效率。

风险提示

宏观经济放缓导致需求不及预期，行业竞争加剧风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com