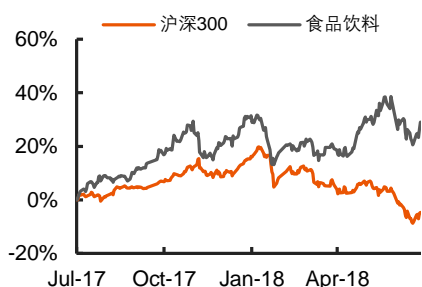


食品饮料行业周报

2H18 奶粉竞争有望趋缓，头部品牌分享注册制红利

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

- 《行业动态跟踪报告*食品饮料*2Q行业趋势仍向好，绝对龙头确定稳增》 2018-07-13
- 《行业周报*食品饮料*茅台集团1H18销售额同比+46%，仍是较好成长股》 2018-07-08
- 《行业周报*食品饮料*海外资金持续涌入，食品饮料投资价值正凸显》 2018-07-01
- 《行业周报*食品饮料*消费疲软不改行业景气度，个股异彩纷呈》 2018-06-25
- 《行业半年度策略报告*食品饮料*绝对龙头持续成长，潜在成长机会重估》 2018-06-22

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

刘彪 一般从业资格编号
S10601117050002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

蒋寅秋 一般从业资格编号
S10601117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **2H18 奶粉竞争有望趋缓，头部品牌分享注册制红利。**7月16日-7月20日，食品饮料行业（-2.1%）跑输沪深300指数（0.0%）。平安观测食品饮料子板块中，啤酒（+3.6%）、肉制品（+0.3%）涨幅最大，葡萄酒（-0.3%）、小市值（-1.2%）跌幅最小。配方注册制实行后，奶粉行业进入新老交替的过渡期，渠道甩货&领先品牌发力，市场竞争较以往更为激烈，随着库存逐步出清，预计2H18后市场竞争或有望趋缓，19年回归良性。配方注册制预计淘汰70%的奶粉品牌，腾出20%的生存于三四线市场的杂牌市场份额。我们认为国产头部奶粉有望成为配方注册制最大受益者，外资奶粉产品、品牌下沉不难，但人力不足仍是限制三四线拓展的重要因素，因此同属三四线市场的国产奶粉有望收割杂牌份额，“妈妈教育”卓有成效的伊利、飞鹤，低价优质的君乐宝、品牌渗透力强劲的澳优以及引入新管理层&新零售推动渠道下沉的贝因美均有望受益行业红利。

■ **最新投资组合：**伊利股份(25.2%)、老白干酒(20.7%)、贵州茅台(14.2%)。伊利利空逐渐消散，竞争加剧无需过度担忧，多品类运作能力逐步得到验证，成熟商业体系带来长期成长确定性，股价低位或受资金关注。老白干并购事项成功落地，产品升级、聚焦省内战略渐入佳境，河北王地地位渐巩固，是分享次高端红利和百元价格带利润率提升的好品种。茅台周期性客观存在，但一批价遥遥领先，应对周期底气非常足，足以支撑量价齐升。

■ **本周热点新闻点评：**1) 7月20日，据酒业家，古井贡酒决定不再新开发古井系品牌运营商，涵盖“古井贡名称产品”“古井名称产品”“非古井名称产品”。目的是要全力做大核心大单品年份原浆系列，开发品牌在一定程度上稀释了古井贡的品牌，聚焦年份原浆有助于古井贡进行全力突破。2) 第216次环球乳制品交易网交易于7月17日结束，全部产品(价格指数)与上一交易价相比下跌1.7%，均价3222美元，成交25454吨，拍卖户数168户，量缩价跌，市场参与者人气略有回升，但明显大部分是基于奶粉的暴跌预期来参与市场的，乳脂产品参与者冷淡。3) 7月19日，五粮液集团公司与四川大学华西医院“一院一中心”项目合作签约仪式在成都举行。双方将共同出资成立民办非营利性机构，依托华西的学科优势和临床优势和五粮液的资本优势进行白酒与健康保健食品开发和高端生物医药等领域的深度合作。此次合作是五粮液积极融入大健康产业的重要战略举措，对于促进大健康产业的高质量发展和传统酒业的转型具有深远意义。

■ **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期而造成业绩估值双杀的风险；3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

正文目录

一、每周观点、投资组合和盈利预测	5
1.1 每周观点和投资组合.....	5
1.2 重点公司盈利预测&调整.....	6
二、市场一周：食品饮料行业跑输市场	7
2.1 一周涨跌：啤酒涨幅最大.....	7
2.2 估值比较.....	8
三、产业链数据跟踪	10
3.1 宏观经济指标.....	10
3.2 产业链上游原材料&包材.....	11
四、最近一月研究精选	15
4.1 行业动态跟踪报告：2Q 行业趋势仍向好，绝对龙头确定稳增（2018-7-13）.....	15
4.2 首次覆盖报告：元祖股份*603886* 乘行业景气东风，利润弹性正凸显（2018-7-7）.....	15
4.3 最近一月研究成果总览.....	16
五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度	17
5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会.....	17
5.2 公司定增状态备忘.....	18
六、风险提示	20

图表目录

图表 1	推荐组合，2018 年 7 月 16 日将大北农调出组合	5
图表 2	回报趋势图	6
图表 3	重点公司年度盈利预测	6
图表 4	过去一周啤酒涨幅最大	7
图表 5	过去一月，啤酒涨幅最大	7
图表 6	过去一周，食品行业涨幅排名 27/29	7
图表 7	过去一月，食品行业涨幅排名 25/29	7
图表 8	过去一周：黑牛食品涨幅领先	8
图表 9	过去一月：*ST 皇台涨幅领先	8
图表 10	PE 比值：非白酒食品饮料/沪深 300 为 2.7，白酒板块/沪深 300 比值为 2.6	8
图表 11	2018 年预期 PE 肉制品垫底	9
图表 12	2018 年一致预测净利增速小市值垫底	9
图表 13	2018 年 3 月，消费者信心指数为 123，同比+11%	10
图表 14	2018 年 6 月，社零总额城镇当月同比+8.8%，乡村+10.4%	10
图表 15	2018 年 6 月，社零总额城镇累计同比+9.2%，乡村+10.5%	10
图表 16	2018 年 6 月，食品烟酒消费支出同比+4.89%	10
图表 17	2018 年 6 月，餐饮收入当月同比+10.1%；限额以上餐饮收入当月同比+7.8%	11
图表 18	2018 年 6 月，餐饮收入累计同比+9.9%；限额以上餐饮收入累计同比+7.2%	11
图表 19	2018 年 7 月 17 日，恒天然全脂奶粉中标价：19844 元/吨，同比-6.1%，环比+2.8%	12
图表 20	2018 年 7 月，生鲜乳月均价同比-1.2%，环比-0.6%（单位：元/公斤）	12
图表 21	2018 年 2 月，进口奶粉数量同比-11.1%，均价同比-8.4%	12
图表 22	2018 年 2 月，进口液态奶数量同比-8.6%，均价同比+9.8%	12
图表 23	2018 年 7 月 20 日，生猪价格环比+9.3%	12
图表 24	2018 年 6 月能繁母猪数量同比-9.6%，环比-1.3%	12
图表 25	2018 年 4 月，生猪定点屠宰企业屠宰量 1958 万头，同比+10.3%	13
图表 26	2018 年 3 月，进口猪肉数量同比+9.6%，到岸价同比-5.8%	13
图表 27	2018 年 7 月，白条鸡月均价同比+10.4%，环比+0.27%（单位：元/千克）	13
图表 28	2018 年 7 月，毛鸭月均价同比+16.4%，环比+0.2%（单位：元/千克）	13
图表 29	18 年 7 月面粉平均价同比-1.5%	13
图表 30	18 年 7 月 20 日，玉米价格平均价格 1.9 元/kg，豆粕价格 3.2 元/kg	13
图表 31	2018 年 7 月 14 日，国内大豆现货价同比-2.9%，7 月 14 日，国际大豆价同比-3.1%	14
图表 32	2018 年 7 月 21 日，柳糖现货价同比-19.3%，7 月 21 日，农业部国际原糖现货价同比-22.9%	14
图表 33	2018 年 5 月，进口大麦数量同比+22.2%，单价同比+12.9%	14
图表 34	2018 年 5 月，进口葡萄酒数量同比+1.2%，单价同比+3.5%	14

图表 35	2018 年 7 月 20 日, 浮法玻璃平均价为 1597 元/吨, 同比+8.2%	14
图表 36	2018 年 7 月 10 日, 瓦楞纸 4796 元/吨, 同比+22%	14
图表 37	最近一月研究成果总览	16
图表 38	未来一月重要事件备忘录 更新日期 2018-7-21	17
图表 39	食品公司定向增发最新进度 更新日期 2018-7-21	18

一、每周观点、投资组合和盈利预测

1.1 每周观点和投资组合

2H18 奶粉竞争有望趋缓,头部品牌分享注册制红利。7月16日-7月20日,食品饮料行业(-2.1%)跑输沪深300指数(0.0%)。平安观测食品饮料子板块中,啤酒(+3.6%)、肉制品(+0.3%)涨幅最大,葡萄酒(-0.3%)、小市值(-1.2%)跌幅最小。配方注册制实行后,奶粉行业进入新老交替的过渡期,渠道甩货&领先品牌发力,市场竞争较以往更为激烈,随着库存逐步出清,预计2H18后市场竞争或有望趋缓,19年回归良性。配方注册制预计淘汰70%的奶粉品牌,腾出20%的生存于三四线市场的杂牌市场份额。我们认为国产头部奶粉有望成为配方注册制最大受益者,外资奶粉产品、品牌下沉不难,但人力不足仍是限制三四线拓展的重要因素,因此同属三四线市场的国产奶粉有望收割杂牌份额,“妈妈教育”卓有成效的伊利、飞鹤,低价优质的君乐宝、品牌渗透力强劲的澳优以及引入新管理层&新零售推动渠道下沉的贝因美均有望受益行业红利。

最新投资组合:伊利股份(25.2%)、老白干酒(20.7%)、贵州茅台(14.2%)。伊利利空逐渐消散,竞争加剧无需过度担忧,多品类运作能力逐步得到验证,成熟商业体系带来长期成长确定性,股价低位或受资金关注。老白干并购事项成功落地,产品升级、聚焦省内战略渐入佳境,河北王地位渐巩固,是分享次高端红利和百元价格带利润率提升的好品种。茅台周期性客观存在,但一批价遥遥领先,应对周期底气非常足,足以支撑量价齐升。

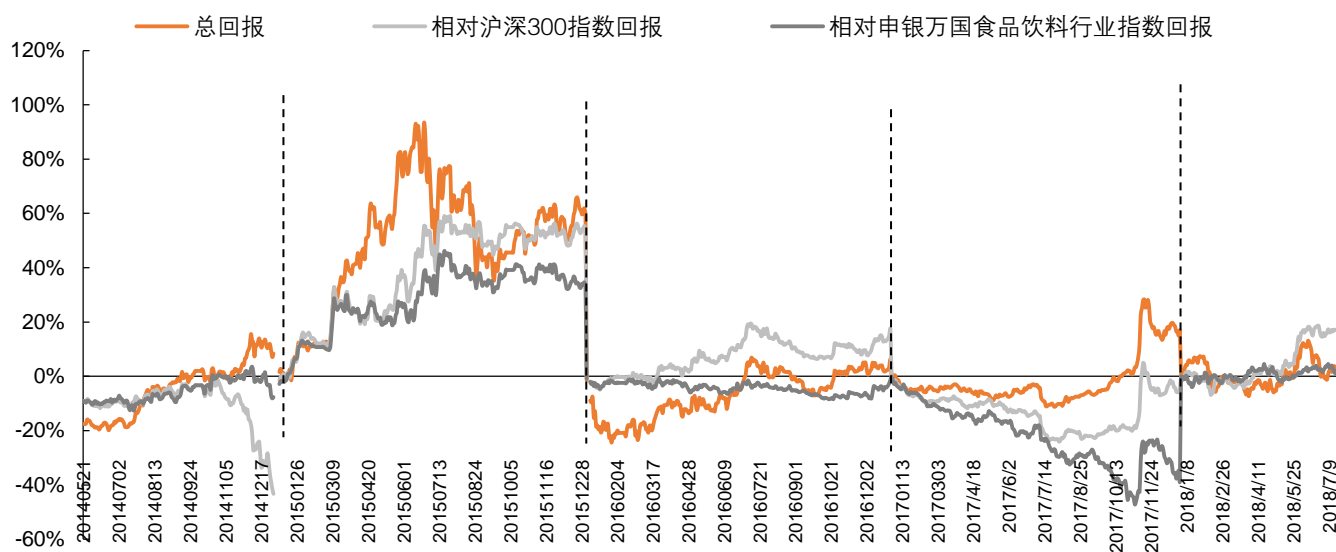
本周热点新闻点评:1)7月20日,据酒业家,古井贡酒决定不再新开发古井系品牌运营商,涵盖“古井贡名称产品”“古井名称产品”“非古井名称产品”。目的是要全力做大核心大单品年份原浆系列,开发品牌在一定程度上稀释了古井贡的品牌,聚焦年份原浆有助于古井贡进行全力突破。2)第216次全球乳制品交易网交易于7月17日结束,全部产品(价格指数)与上一交易价相比下跌1.7%,均价3222美元,成交25454吨,拍卖户数168户,量缩价跌,市场参与者人气略有回升,但明显大部分是基于奶粉的暴跌预期来参与市场的,乳脂产品参与者冷淡。3)7月19日,五粮液集团公司与四川大学华西医院“一院一中心”项目合作签约仪式在成都举行。双方将共同出资成立民办非营利性机构,依托华西的学科优势和临床优势和五粮液的资本优势进行白酒与健康保健食品开发和高端生物医药等领域的深度合作。此次合作是五粮液积极融入大健康产业的重要战略举措,对于促进大健康产业的高质量发展和传统酒业的转型具有深远意义。

图表1 推荐组合,2018年7月16日将大北农调出组合

股票简称	初始权重	当前权重	调整日期	成本价	最新收盘价	涨跌幅	调出日期	调出价
老白干酒	19.0%	20.7%	2016-12-31	16.54	20.25	22.5%		
伊利股份	24.0%	25.2%	2018-05-02	16.90	27.55	63.0%		
贵州茅台	15.1%	14.2%	2018-05-02	323.15	741.13	129.3%		

备注:初始权重:调入组合时权重;当前权重:收盘价统计日权重;涨跌幅:最新收盘价/成本价-1;发生分红时,成本价格将进行前复权调整,初始投资金额为2017年12月31日净值:2亿元,2018年7月20日净值:2.03亿元
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表2 回报趋势图



备注：回报率成本取2017年12月31日收盘价
资料来源：WIND、平安证券研究所

1.2 重点公司盈利预测&调整

图表3 重点公司年度盈利预测

股票名称	最新收盘价	EPS (元/股)			P/E			评级	2018年EPS预测值调整
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
贵州茅台	741.13	21.56	30.27	33.36	34.38	24.48	22.22	强烈推荐	
五粮液	73.43	2.49	3.17	3.61	29.46	23.16	20.34	推荐	
老白干酒	20.25	0.25	0.60	0.77	82.48	33.63	26.29	强烈推荐	
洋河股份	132.26	4.40	5.30	6.27	30.08	24.95	21.09	推荐	
水井坊	55.91	0.69	1.26	1.63	81.42	44.37	34.30	推荐	
酒鬼酒	23.43	0.54	0.82	1.35	43.23	28.57	17.36	推荐	
山西汾酒	62.37	1.09	1.71	2.26	57.20	36.47	27.60	推荐	
泸州老窖	56.37	1.75	2.35	2.73	32.28	23.99	20.65	中性	
均值	-	-	-	-	48.82	29.96	23.73		
伊利股份	27.55	0.99	1.17	1.43	27.91	23.55	19.27	强烈推荐	
海天味业	73.49	1.31	1.57	1.89	56.21	46.81	38.88	强烈推荐	
中炬高新	28.73	0.57	0.73	0.93	50.49	39.36	30.89	推荐	
三全食品	6.72	0.09	0.17	0.29	75.81	39.53	23.17	强烈推荐	
克明面业	14.20	0.34	0.57	0.67	42.04	24.91	21.19	推荐	↑46%(2018年7月18日)
桃李面包	57.97	1.09	1.31	1.60	53.15	44.25	36.23	强烈推荐	↓15%(2018年7月19日)
大北农	4.15	0.30	0.19	0.25	13.92	21.84	16.60	推荐	↓46%(2018年7月15日)
双汇发展	27.03	1.31	1.43	1.57	20.65	18.90	17.22	强烈推荐	
安琪酵母	36.27	1.03	1.30	1.47	35.28	27.90	24.67	推荐	
绝味食品	41.87	1.22	1.45	1.75	34.22	28.88	23.93	推荐	
元祖股份	20.60	0.85	1.02	1.40	24.29	20.20	14.71	推荐	
均值	-	-	-	-	39.45	30.56	24.25		

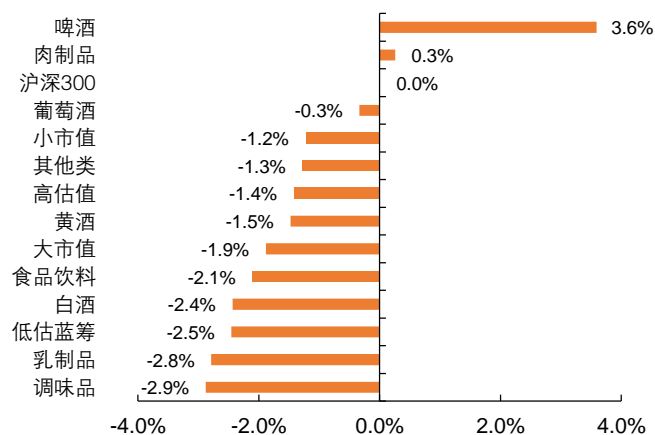
资料来源：WIND、平安证券研究所

二、市场一周：食品饮料行业跑输市场

2.1 一周涨跌：啤酒涨幅最大

7月16日-7月20日，食品饮料行业（-2.1%）跑输沪深300指数（0.0%）。平安观测食品饮料子板块中，啤酒（+3.6%）、肉制品（+0.3%）涨幅最大，葡萄酒（-0.3%）、小市值（-1.2%）跌幅最小。

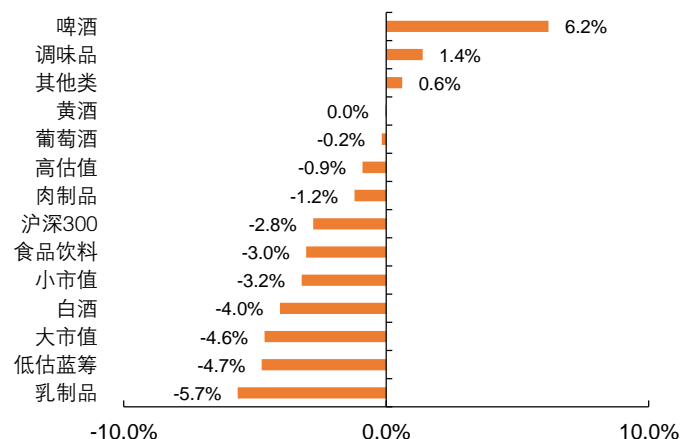
图表4 过去一周啤酒涨幅最大



备注：股价截止7月20日

资料来源：WIND、平安证券研究所

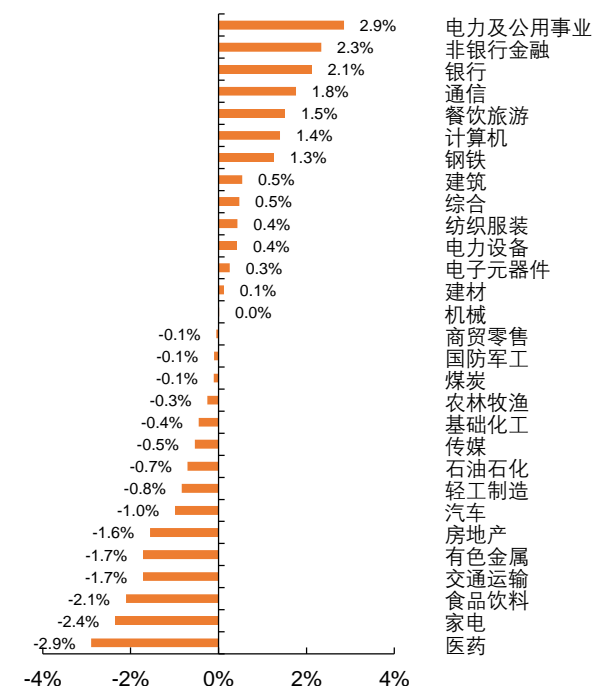
图表5 过去一月，啤酒涨幅最大



备注：股价截止7月20日

资料来源：WIND、平安证券研究所

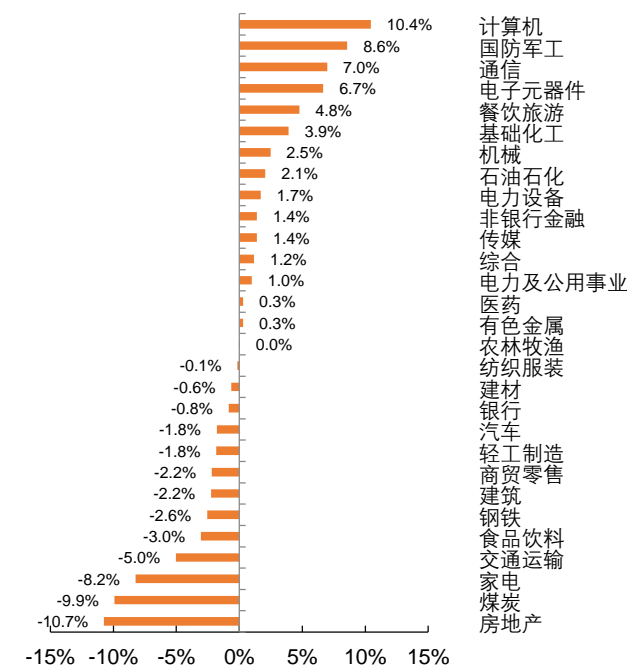
图表6 过去一周，食品行业涨幅排名27/29



备注：股价截止7月20日

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表7 过去一月，食品行业涨幅排名25/29

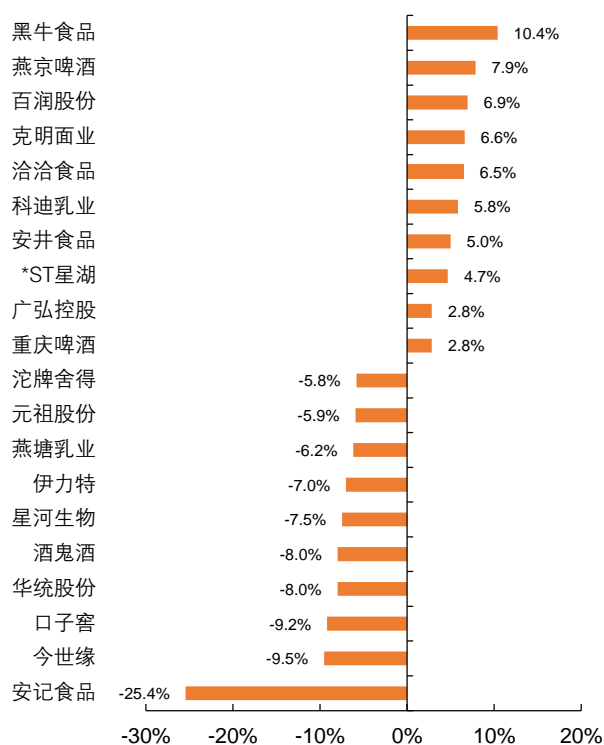


备注：股价截止7月20日

资料来源：WIND、平安证券研究所

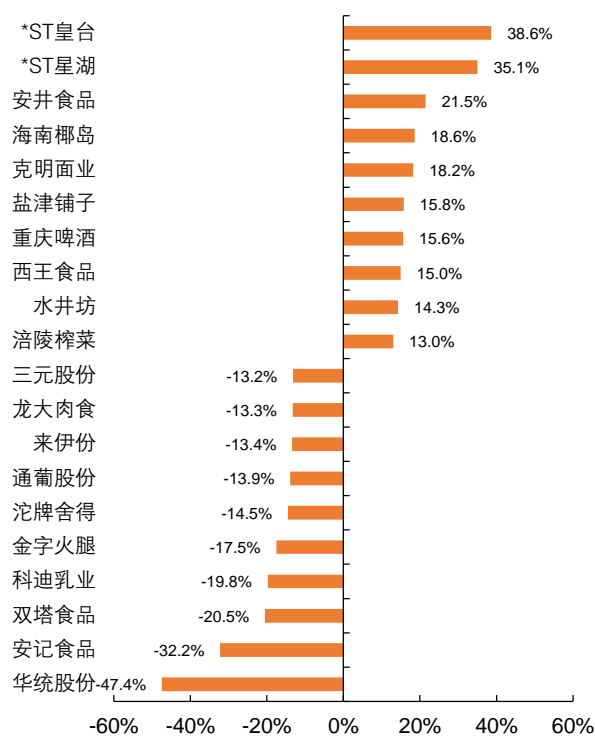
7月16日-7月20日个股涨幅排名,前十:黑牛食品、燕京啤酒、百润股份、克明面业、洽洽食品、科迪乳业、安井食品、*ST星湖、广弘控股、重庆啤酒;后十:安记食品、今世缘、口子窖、华统股份、酒鬼酒、星河生物、伊力特、燕塘乳业、元祖股份、沱牌舍得。

图表8 过去一周:黑牛食品涨幅领先



备注:股价截止7月20日,分别列示一周涨幅前十和跌幅前十
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表9 过去一月:*ST皇台涨幅领先



备注:股价截止7月20日,分别列示四周涨幅前十和跌幅前十
资料来源:WIND、平安证券研究所

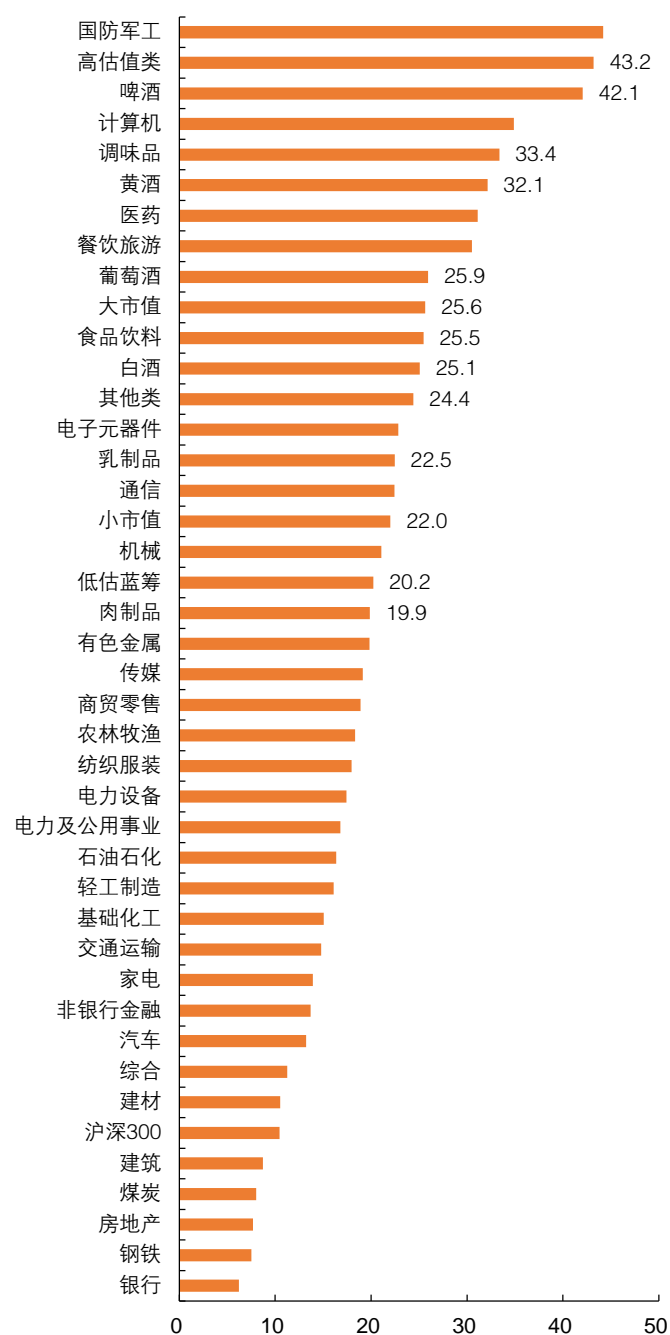
2.2 估值比较

图表10 PE比值:非白酒食品饮料/沪深300为2.7,白酒板块/沪深300比值为2.6



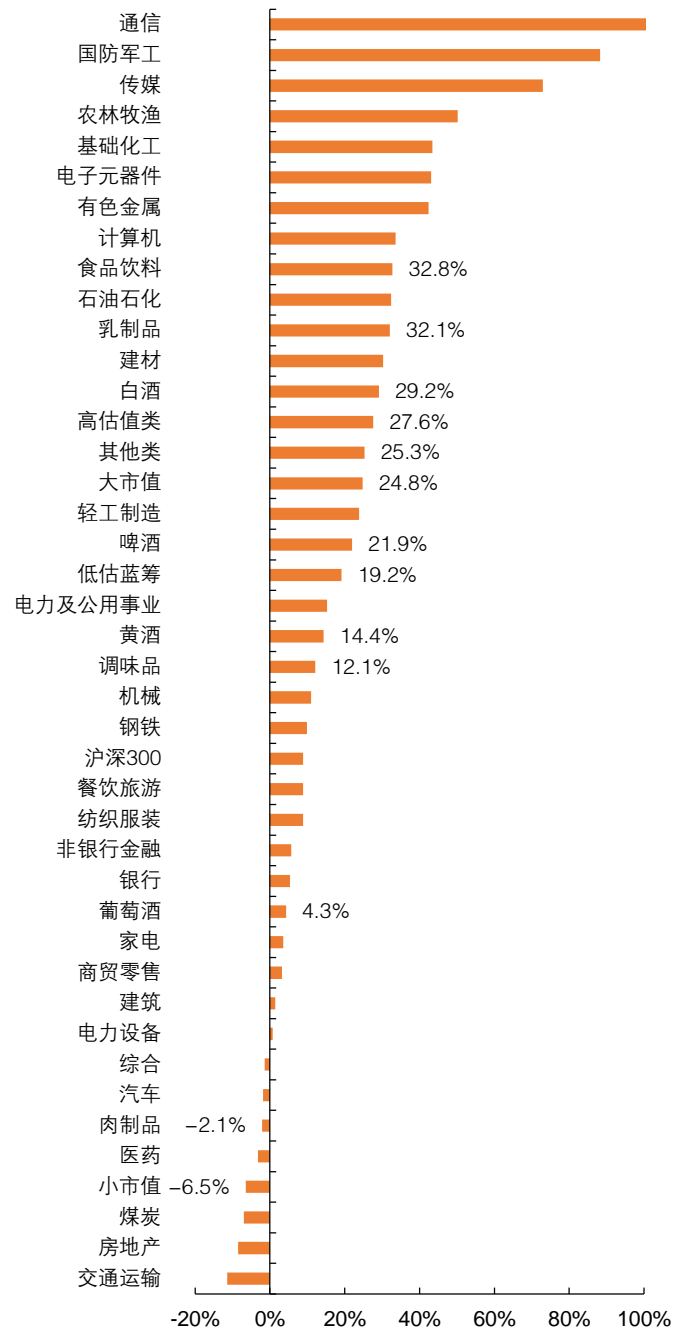
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表11 2018年预期PE肉制品垫底



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表12 2018年一致预测净利增速小市值垫底



资料来源：WIND、平安证券研究所

三、产业链数据跟踪

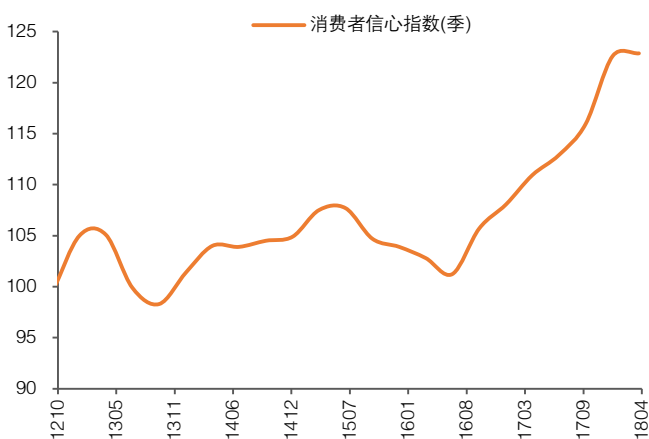
3.1 宏观经济指标

消费者信心指数: 2018年3月, 消费者信心指数为123, 同比提升11%。

社零总额: 2018年6月, 城镇社零总额当月同比+8.8%, 累计同比+9.2%; 乡村社零总额当月同比+10.4%, 累计同比+10.5%。**食品烟酒:** 2018年6月食品烟酒消费支出同比增速+4.89%。

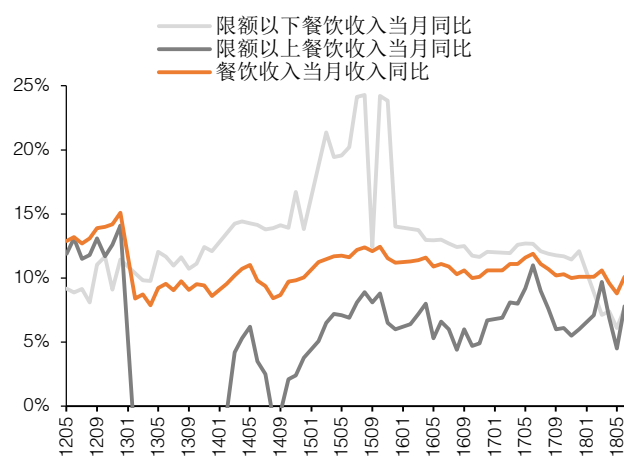
餐饮: 2018年6月, 餐饮收入当月同比+10.1%, 累计同比+9.9%; 限额以上餐饮收入当月同比+7.8%, 累计同比+7.2%。

图表13 2018年3月, 消费者信心指数为123, 同比+11%



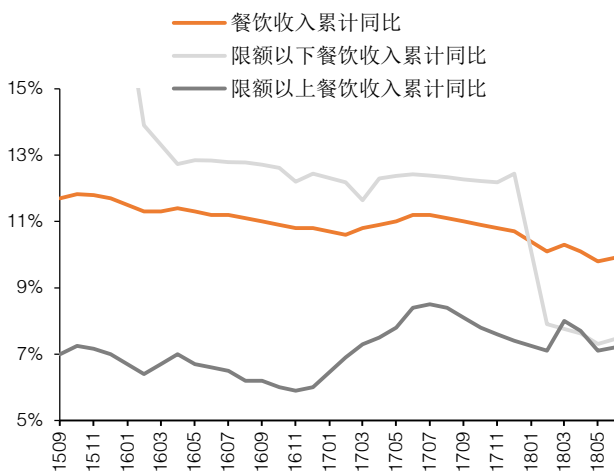
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表14 2018年6月, 社零总额城镇当月同比+8.8%, 乡村+10.4%



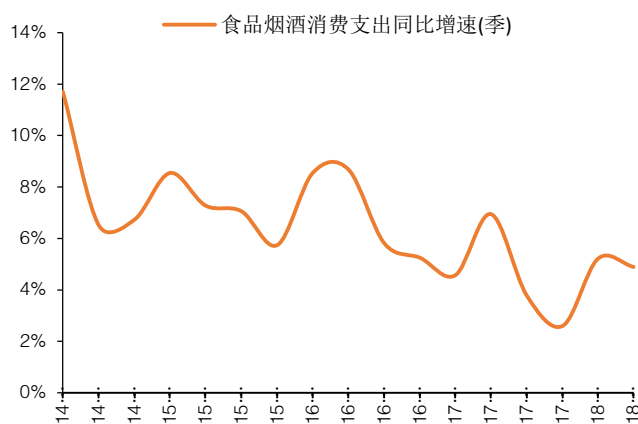
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表15 2018年6月, 社零总额城镇累计同比+9.2%, 乡村+10.5%



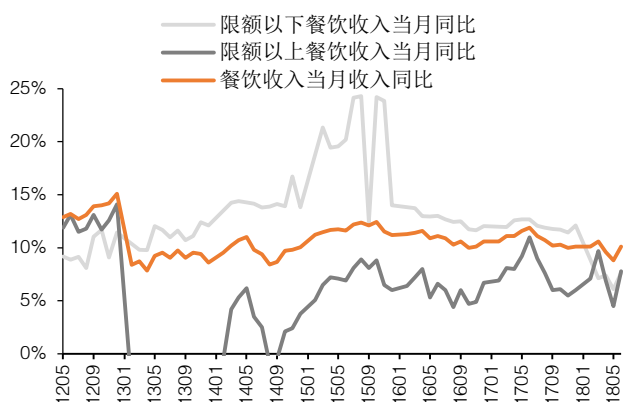
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表16 2018年6月, 食品烟酒消费支出同比+4.89%



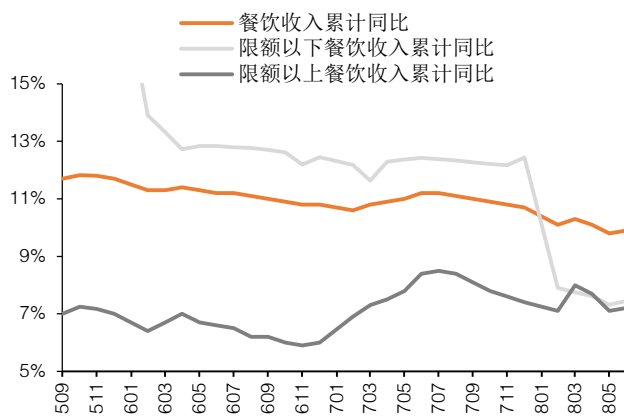
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表17 2018年6月，餐饮收入当月同比+10.1%；限额以上餐饮收入当月同比+7.8%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表18 2018年6月，餐饮收入累计同比+9.9%；限额以上餐饮收入累计同比+7.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

3.2 产业链上游原材料&包材

原奶：2018年7月11日，主产区原奶价格：3.4元/千克，同比-1.2%，环比持平。

猪：2018年7月20日，生猪价格12.56元/千克，环比+9.31%；2018年6月能繁母猪数量3242万头，同比-9.6%，环比-1.3%；2018年6月，生猪定点屠宰量为1958头，同比增长+10.3%。

鸡、鸭：2018年7月11日，白条鸡价格18.49元/千克，同比+9.3%，环比+0.22%；6月29日毛鸭价格7.66元/公斤，同比+31.39%，环比+0.52%。

玉米、豆粕：2018年7月20日，玉米价格为1.94元/千克，豆粕价格为3.2元/千克。

面粉：2018年7月，面粉平均价为3.3元/吨，同比-1.5%。

大豆：2018年7月14日，国内大豆价格3521元/吨，同比-2.85%；7月14日，国际大豆价2569元/吨，同比-3.13%。

糖：2018年7月21日，广西白糖现货价5257元/吨，同比-19.2%；7月21日，农业部国际原糖现货价1702元/吨，同比-22.9%。

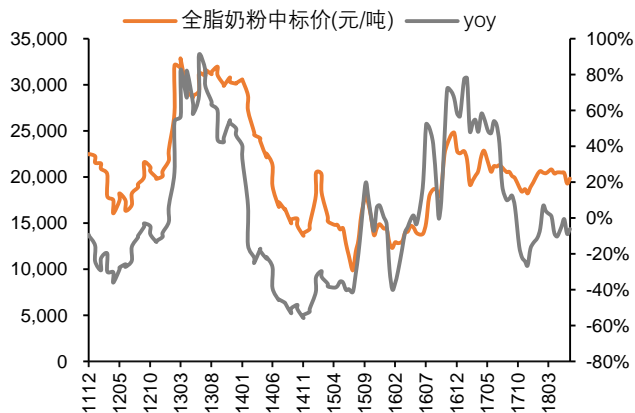
大麦：2018年5月，中国大麦进口数量为77万吨，同比+22.2%；进口价格为1587元/吨，进口平均单价同比+12.9%。

葡萄酒：2018年5月，中国进口葡萄酒64581千升，同比+1.2%；进口葡萄酒均价31850元/千升，同比+3.5%。

玻璃：2018年7月20日，浮法玻璃现货平均价为1597元/吨，同比+8.2%。

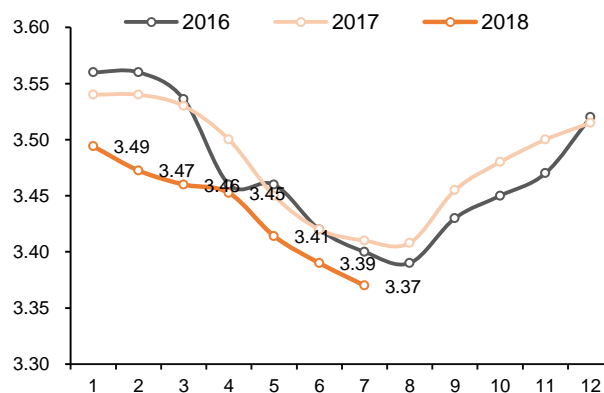
瓦楞纸：2018年7月10日，瓦楞纸市场价为4796元/吨，同比+22%。

图表19 2018年7月17日，恒天然全脂奶粉中标价：19844元/吨，同比-6.1%，环比+2.8%



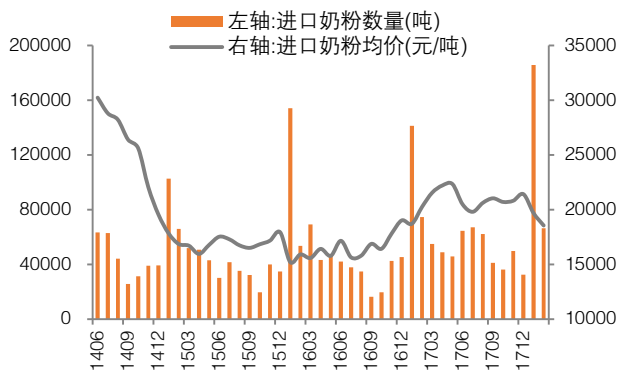
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表20 2018年7月，生鲜乳月均价同比-1.2%，环比-0.6%（单位：元/公斤）



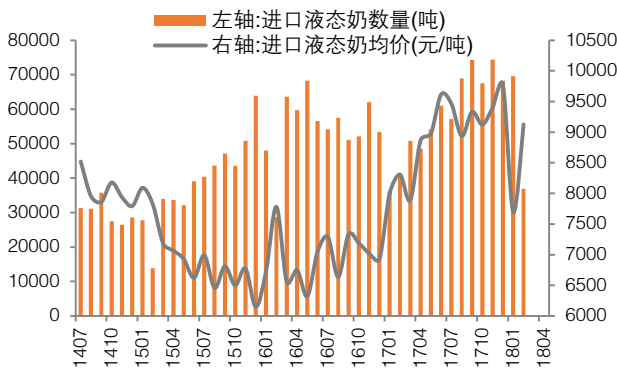
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表21 2018年2月，进口奶粉数量同比-11.1%，均价同比-8.4%



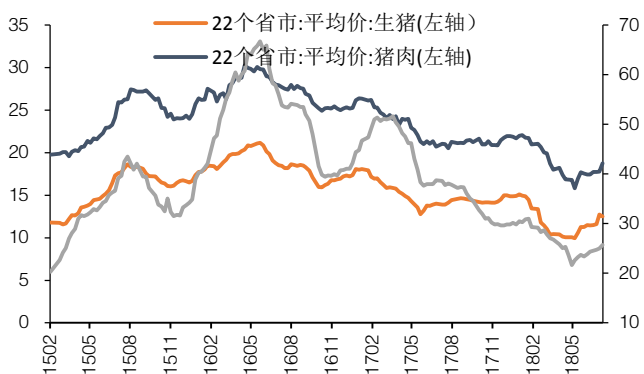
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表22 2018年2月，进口液态奶数量同比-8.6%，均价同比+9.8%



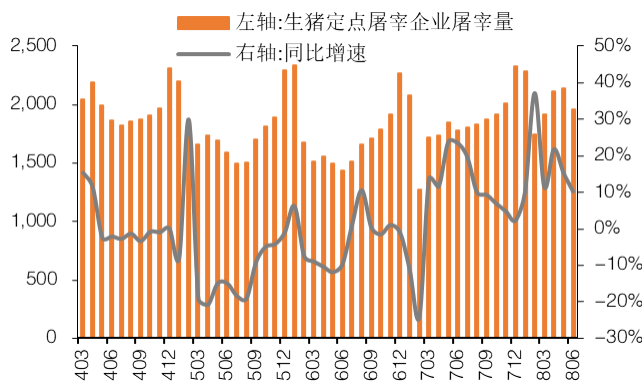
备注：美元汇率为人民币行月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表23 2018年7月20日，生猪价格环比+9.3%



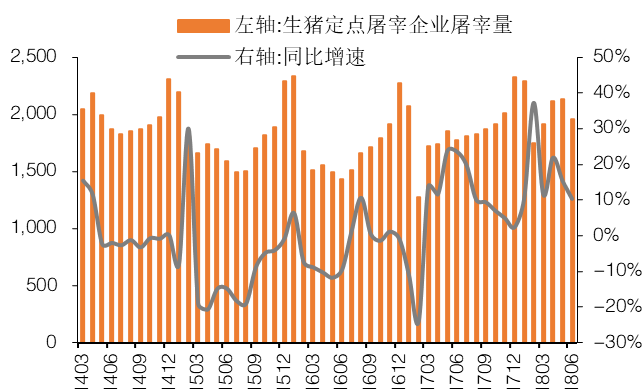
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表24 2018年6月能繁母猪数量同比-9.6%，环比-1.3%



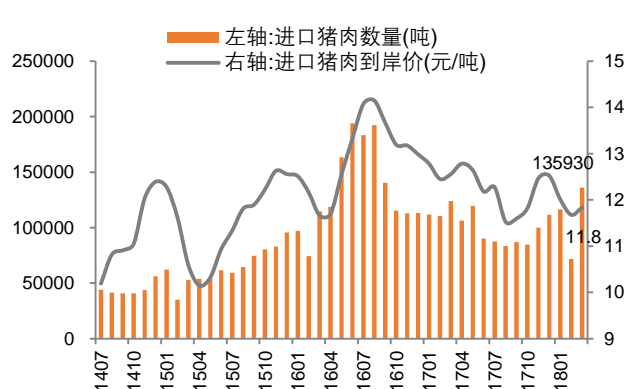
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表25 2018年4月，生猪定点屠宰企业屠宰量1958万头，同比+10.3%



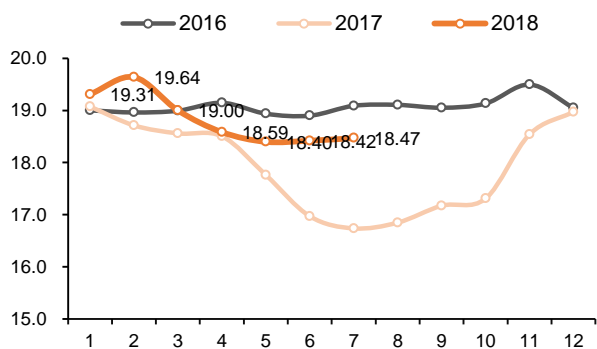
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表26 2018年3月，进口猪肉数量同比+9.6%，到岸价同比-5.8%



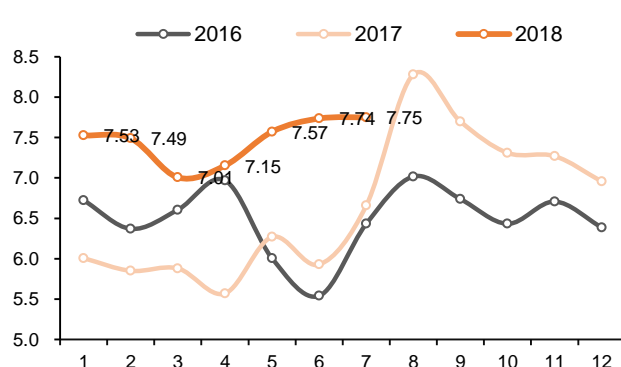
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表27 2018年7月，白条鸡月均价同比+10.4%，环比+0.27% (单位:元/千克)



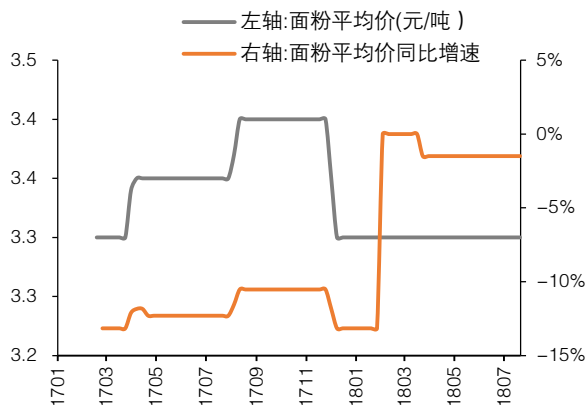
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表28 2018年7月，毛鸭月均价同比+16.4%，环比+0.2% (单位:元/千克)



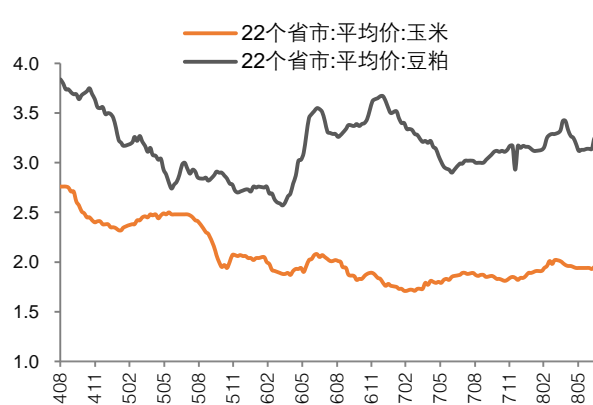
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表29 18年7月面粉平均价同比-1.5%



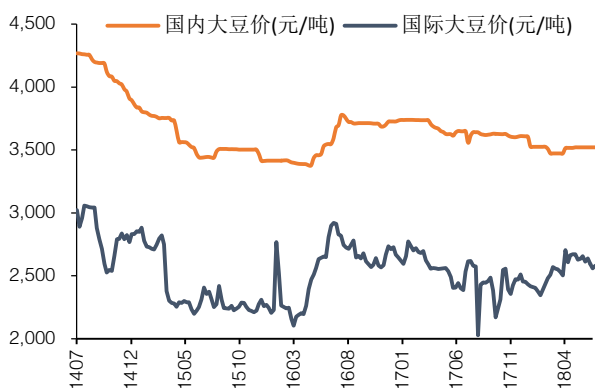
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表30 18年7月20日，玉米价格平均价格1.9元/kg，豆粕价格3.2元/kg



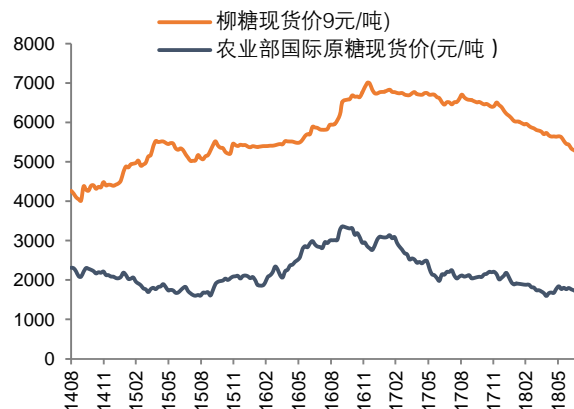
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表31 2018年7月14日，国内大豆现货价同比-2.9%，7月14日，国际大豆价同比-3.1%



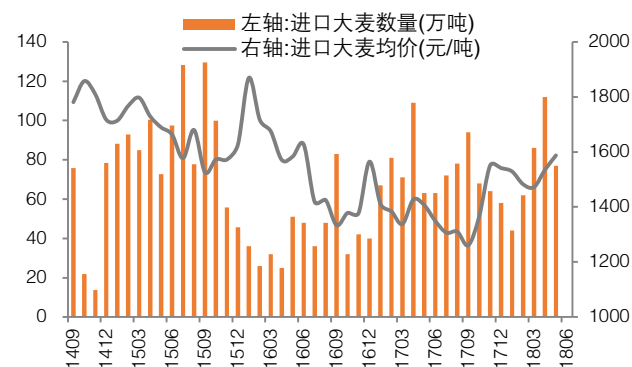
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表32 2018年7月21日，柳糖现货价同比-19.3%，7月21日，农业部国际原糖现货价同比-22.9%



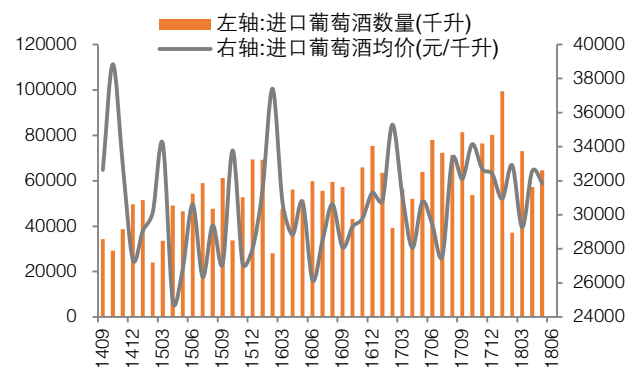
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表33 2018年5月，进口大麦数量同比+22.2%，单价同比+12.9%



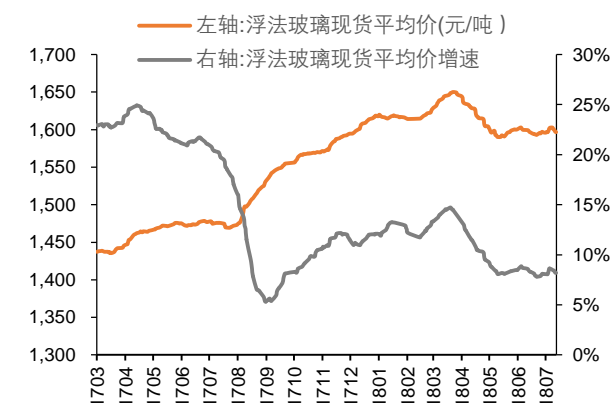
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表34 2018年5月，进口葡萄酒数量同比+1.2%，单价同比+3.5%



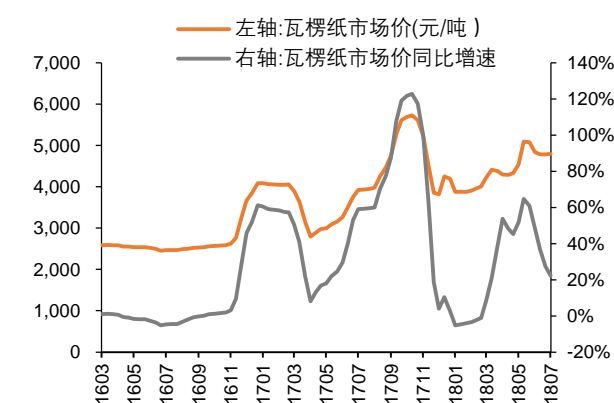
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表35 2018年7月20日，浮法玻璃平均价为1597元/吨，同比+8.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表36 2018年7月10日，瓦楞纸4796元/吨，同比+22%



资料来源：WIND、平安证券研究所

四、最近一月研究精选

4.1 行业动态跟踪报告：2Q 行业趋势仍向好，绝对龙头确定稳增(2018-7-13)

行业整体趋势仍向好，白酒 2Q18 营收增速略回落，大众品龙头竞争力强化。从二季报角度可关注：
1、绝对龙头确定稳增，茅台、洋河、伊利、桃李、绝味、安琪、海天，业绩稳健增长，享有确定性和龙头溢价；2、成长机会重估：地产酒龙头老白干、双汇、克明、大北农。

白酒 2Q18 营收增速略回落，观察 3Q18 趋势。我们重点跟踪的 8 家上市白酒企业中，预计 2 家 2Q18 营收增速环比 1Q18 略有上升且主要考虑报表因素，6 家有所下降，主要是调研观察到春节及之后终端动销速度偏慢，拖累了酒厂出货。展望 3Q18，茅台、五粮液均持续控量挺价，继续利好次高端价格的扩张，但考虑经济后周期对需求的影响，及市场竞争相对加剧，增速趋势需紧密跟踪。**2Q18 预测净利增速由高至低分别为：水井坊(+393%)、老白干(+231%)、山西汾酒(+51%)、贵州茅台(+42%)、五粮液(+30%)、泸州老窖(+26%)、洋河股份(+22%)、酒鬼酒(+14%)。**

大众品持续向好，龙头竞争力强化：大众品经历 17 年强复苏后，当前开始分化，可给予绝对龙头持续成长的“确定性”以及好赛道下单寡头一定溢价。具体看，乳品需求仍在复苏，但复苏红利基本被大乳企所收割，小乳企甚至开始承受更强的经营压力，两极分化愈加明显，且龙头重新加大费用投入，行业竞争依然激烈。猪价快跌带动需求恢复，且生猪价降幅持续大于猪肉价，价差空间扩大提升屠宰企业利润空间。肉制品 2H17 延续复苏态势，降成本推动毛利率提升。调味品在 17 年全行业强复苏+高基数背景下，对当前诸多不确定因素应相对谨慎，但同时调味品高景气+良好格局确保龙头业绩增长确定性，可对绝对龙头如酱油中海天、榨菜中涪陵、酵母中安琪更加乐观。**2Q18 预测净利增速由高至低分别为：元祖股份(+110%)、克明面业(+39%)、安琪酵母(+33%)、桃李面包(+31%)、绝味食品(+25%)、中炬高新(+25%)、海天味业(+22%)、三全食品(+19%)、双汇发展(+17%)、伊利股份(+13%)、大北农(-22%)。**

围绕 2Q18 报表，建议重点关注两类品种：1、绝对龙头确定稳增，茅台、洋河、伊利、桃李、绝味、安琪、海天，业绩稳健增长，享有确定性和龙头溢价；2、成长机会重估：地产酒龙头老白干、双汇、克明、大北农。

4.2 首次覆盖报告：元祖股份*603886* 乘行业景气东风，利润弹性正凸显(2018-7-7)

精致礼品名家，业绩恢复高增长：公司以“精致礼品名家”为品牌定位，是专业生产蛋糕、月饼、中西式糕点等烘焙产品的全国连锁经营企业，采取自主生产、直营为主的全产业运营模式，产品聚焦伴手礼市场，节令消费占比近半。17 年公司在门店数下降背景下，实现收入 17.77 亿元，同比+11.7%，主力产品均恢复较好增长，叠加毛利率提升&费用率下降，实现归母净利润 2.04 亿元，同比+62.9%。

月饼市场触底回升，元祖品牌影响力出众：16 年以来，随着消费升级加速以及反腐影响逐渐消退，高端消费重现增长驱动力，16-17 年奢侈品销售额同比+4%、+20%。综合澳门博彩及瑞士钟表数据看，18 年高端消费增长依然强劲，礼品市场或仍有较好表现。月饼需求与高端消费具有较强相关性，15 年以来逐渐回暖，18 年有望延续复苏趋势。公司月饼具备较高知名度，在江浙沪优势区域具备更强的品牌影响力，且凭借雪月饼先发优势占据月饼未来发展的制高点，月饼销量有望持续保持较快增长。

烘焙市场持续高增长，公司建立先发壁垒：烘焙行业受益西方餐饮文化扩散和消费升级，市场规模快速扩容，行业整体及子品类均呈现增速加快趋势，蛋糕&糕点存量空间及增速均好于面包。烘焙企业批发模式和门店模式两类并存，批发模式的产品具备更高性价比，更符合中国大众消费能力，未来 10 年都将是黄金发展期，但中国幅员广阔，人均收入差异大，一二线城市或已临近门店模式爆发时点。公司作为国内烘焙店领导品牌，已基本建立全国化的品牌影响力及覆盖一二线城市的门店网络，且盈利能力远强于同业，有望分享更多消费升级红利。

利润弹性有望凸显，或进入新一轮扩张周期：门店模式下，租金、人工、水电等费用绝对额具有刚性的特征，坪效是决定门店盈利的关键因素。公司未来仍有望享有消费升级红利，且门店坪效仍未触及天花板，电商有望带来新增量，短期单店收入或保持高个位数增长。同时，租金和人工成本或得到有效控制，单店费用压力或趋于缓解，公司净利率或步入上行区间。老店盈利能力增强及新店培育期缩短，公司或进入新一轮扩张周期，预计公司 18 年新开门店 70-80 家，关店数量或较往年减少，推动门店数量恢复较好增长。

高端消费持续回暖带动礼品需求复苏，月饼市场有望延续快速增长趋势，烘焙行业快速扩容，蛋糕&糕点景气度居于高位。我们认为公司有望继续享有消费升级红利，单店收入加速提升和租金、人工等刚性费用控制背景下，公司销售费用率存较大压缩潜力，净利率或重新进入上行区间，老店盈利能力增强及新店培育期缩短，公司或进入新一轮扩张周期。**我们预计公司 18-20 年 EPS 分别 1.02、1.20、1.40 元，对应 PE 分别为 18.4X、15.6X、13.5X，首次覆盖给予“推荐”评级。**

4.3 最近一月研究成果总览

图表37 最近一月研究成果总览

报告名称	时间	评级
事项点评*桃李面包*603866*业绩持续高增，与产业赢家共成长	7月18日	强烈推荐
事项点评*克明面业*002661*业绩重回高增长，股权激励高目标彰显信心	7月17日	推荐
事项点评*中炬高新*600872*美味鲜如期快增，地产收入确认&本部减亏，利润超预期	7月17日	推荐
事项点评*大北农*002385*猪价快跌致养猪深亏，大幅下修归母净利润	7月15日	推荐
行业周报*中报季渐行渐近，绝对龙头确定稳增	7月15日	强于大市
行业动态跟踪报告*食品饮料*2Q行业趋势仍向好，绝对龙头确定稳增	7月13日	强于大市
行业周报*食品饮料*茅台集团1H18销售额同比+46%，仍是较好成长股	7月7日	强于大市
首次覆盖*元祖股份*603886*乘行业景气东风，利润弹性正凸显	7月4日	推荐
行业周报*海外资金持续涌入，食品饮料投资价值正凸显	7月1日	强于大市
行业周报*消费疲软不改行业景气度，个股异彩纷呈	6月24日	强于大市
行业中期策略*绝对龙头持续成长，潜在成长机会重估	6月21日	强于大市
行业周报*中美贸易战烽烟再起，原材料成本或有波动	6月19日	强于大市

资料来源：平安证券研究所

五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度

5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会

图表38 未来一月重要事件备忘录

更新日期 2018-7-21

发生日期	限售股解禁	中报预计披露	股东大会召开
20180723			西藏发展
20180724			千禾味业
20180724			华统股份
20180725			桂发祥
20180725			水井坊
20180725			莲花健康
20180725			中国旺旺（HK）
20180725		水井坊	
20180726			皇氏集团
20180726		安迪苏	
20180728		涪陵榨菜	
20180728		承德露露	
20180728		古越龙山	
20180730			汤臣倍健
20180730			*ST 皇台
20180731		海欣食品	
20180731		汤臣倍健	
20180731		今世缘	
20180731		兰州黄河	
20180801		老白干酒	中葡股份
20180802		贵州茅台	
20180803			维维股份
20180803			金枫酒业
20180803			桃李面包
20180806			天润乳业
20180807		金徽酒	
20180807		统一中国（HK）	
20180808		中宠股份	莫高股份
20180808		洽洽食品	
20180808		通葡股份	
20180808		伊力特	
20180810		酒鬼酒	
20180810		盐津铺子	
20180811		安记食品	
20180814		青海春天	
20180815		双汇发展	
20180815		梅花生物	
20180815		海天味业	
20180816		口子窖	
20180816		三全食品	

发生日期	限售股解禁	中报预计披露	股东大会召开
20180816		双塔食品	
20180816		养元饮品	
20180817		*ST 椰岛	
20180817		京粮控股	
20180817		香飘飘	
20180817		安琪酵母	
20180818		华统股份	
20180818		广东甘化	
20180818		舍得酒业	
20180818		庄园牧场	
20180820		克明面业	克明面业
20180820		绝味食品	伊力特
20180821		晨光生物	
20180821		珠江啤酒	
20180821		安井食品	
20180821		恒顺醋业	
20180822		麦趣尔	
20180822		加加食品	
20180822		百润股份	
20180822		桃李面包	
20180822		千禾味业	
20180822		桂发祥	

资料来源: WIND、平安证券研究所

5.2 公司定增状态备忘

图表39 食品公司定向增发最新进度

更新日期 2018-7-21

	发布停牌公告 (至更新日仍停牌)	董事会通过议案	股东会通过议案	通过证监会核准	增发限售股解禁	
					解禁日	占流通 A 股
汤臣倍健	20180131					
加加食品	20180312					
麦趣尔	20180608					
通葡股份		20180224				
汤臣倍健		20180713				
星湖科技		20180330				
加加食品		20180711				
科迪乳业		20180528				
深深宝 A			20180628			
金徽酒			20180710			
燕塘乳业				20180622		
老白干酒				20180321		
安记食品					20181210	247.8%
安井食品					20200224	75.9%
百润股份					20191216	1.6%
百洋股份					20180927	18.7%
百洋股份					20200914	21.1%

百洋股份	20200928	4.3%
晨光生物	20190107	23.2%
涪陵榨菜	20181120	1.0%
广泽股份	20200518	0.7%
广泽股份	20190516	0.7%
桂发祥	20191118	55.8%
好想你	20191014	50.5%
黑芝麻	20190117	9.6%
黑芝麻	20210118	3.6%
湖南盐业	20210326	386.9%
湖南盐业	20190326	124.9%
华宝股份	20190930	88.1%
华宝股份	20210301	811.8%
华统股份	20200110	82.6%
会稽山	20190906	24.3%
惠发股份	20200615	178.8%
金达威	20191017	2.7%
金徽酒	20190311	214.2%
京粮控股	20201116	59.2%
京粮控股	20181115	12.7%
绝味食品	20200317	150.5%
来伊份	20191011	207.7%
老白干酒	20200403	3.2%
老白干酒	20210405	3.2%
老白干酒	20190403	4.3%
老白干酒	20181210	25.2%
泸州老窖	20200914	0.3%
泸州老窖	20180914	4.2%
千禾味业	20190307	140.3%
三元股份	20200206	69.2%
桃李面包	20181224	660.6%
桃李面包	20181207	34.6%
天润乳业	20180903	15.7%
威龙股份	20190516	116.2%
威龙股份	20181112	11.5%
威龙股份	20201110	20.3%
五粮液	20210419	2.3%
西王食品	20190205	20.7%
西王食品	20190213	25.6%
香飘飘	20181130	15.7%
香飘飘	20201130	884.1%
盐津铺子	20200210	243.8%
养元饮品	20190212	657.8%
养元饮品	20210212	492.0%
元祖股份	20191230	98.0%
中宠股份	20180821	178.1%
中宠股份	20200821	121.9%
珠江啤酒	20200309	62.7%
庄园牧场	20181031	58.2%

庄园牧场

20201102

166.7%

备注：1)议案特指非公开发行方案；2)限售股解禁（本次解禁股份数量占解禁前股份比例）
资料来源：平安证券研究、Wind

六、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期从而造成业绩估值双杀的风险；
- 3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033