

推荐 (维持)

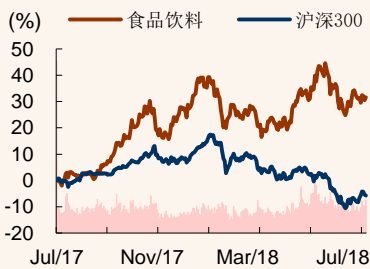
布局估值切换, 首推白酒调味品 (附白酒业绩弹性思考&重点公司点评)

2018年07月29日

食品饮料行业周报 (2018.07.29)

上证指数	2874
行业规模	占比%
股票家数 (只)	100 2.8
总市值 (亿元)	28855 5.7
流通市值 (亿元)	24928 6.2

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.0	-3.7	35.6
相对表现	-4.8	15.9	40.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报 (2018.07.22) 一环比加仓, 聚焦业绩——基金18Q2 持仓食品饮料板块分析》2018-07-23
- 2、《食品饮料行业中报预览—高端稳增长向好, 大众略有分化》2018-07-19
- 3、《食品饮料行业周报 (2018.07.15) 一与业绩为友, 为业绩喝彩 (附茅五泸、古井、中炬最新跟踪)》2018-07-16

杨勇胜
S1090514060001
yangys5@cmschina.com.cn

李晓峥
S1090517080003
lixiaozheng@cmschina.com.cn

欧阳予 (研究助理)
ouyangyu@cmschina.com.cn
于佳琦 (研究助理)
yujiaqi@cmschina.com.cn

中报看来, 白酒、调味品仍为景气度最高的子行业。当前时点, 紧盯需求布局估值切换品种。继续买入全国性高端 (茅台/老窖/五粮液)、次高端 (洋河/汾酒/水井), 地产白酒精选古井/口子。大众品优选具备行业定价权的龙头, 尤其是中报延续高增长且具备估值切换潜力的调味品。

- **渠道调研周周鲜:** 1) **茅台:** 飞天批价持续小幅上行至 1730, 个别零售渠道报 1900-2000。终端仍持续紧缺, 库存水平很低。预计 9 月初茅台将加大中秋发货, 同时加大云商供应, 批价有望小幅回落 2) **五粮液:** 上海当前批价 830, 江苏批价 839, 西南和广深 810-820。经销商预计后续价格将稳步上行。3) **国窖 1573:** 华东地区挺价 840, 实际批价 740, 团购 780 元, 西南地区挺价 810, 实际批价 720-730, 渠道库存 40-50 天, 部分终端库存超过去年。
- **重点公司跟踪:** 1) **水井坊中报点评:** 业绩符合预期, 次核心市场表现抢眼。2) **古井集团数据点评:** 上半年表现靓丽, 结构升级+费用优化带来收入利润高增长。3) **涪陵榨菜中报点评:** 成本+提价利好业绩, 高增逻辑持续验证。4) **伊利股份最新跟踪:** 市占率再创新高, 以份额提升逻辑看待乳业龙头价值。5) **承德露露中报点评:** 经营延续改善, 期待更大突破。
- **啤酒行业跟踪:** 百威英博披露中报, 啤酒逻辑持续演绎。百威中国 18Q2 收入增速升至 7%, 中国市场营销增收 5.7%。经营数据表现靓丽。我们认为, 啤酒行业之前依靠低价争夺市场份额的竞争思路不能持续, 当前主要啤酒企业高端化进程加速, 叠加产能优化等思路打开, 行业利润率提升拐点已经到来。我们认为未来行业净利率有望持续提升。行业底部不断抬升过程中, 建议不断把握股价回调低点, 逢低即可布局, 标的上推荐华润啤酒、重庆啤酒。
- **最新思考: 从水井坊中报, 看此轮白酒业绩弹性。** 1) 水井 500 元以上价格带放量较慢, 费用率维持高位。我们判断, 此轮白酒周期中, 企业业绩弹性小于上轮周期。2) **两点原因:** 结构升级和提价速度慢于上轮周期; 渠道深耕带来费用高投入, 费用率下降速度慢于上轮。3) **行业判断: 业绩弹性虽弱于上轮, 但需求结构和企业发展更加良性, 行业红利周期可看更长。** 虽然结构升级和提价幅度较慢, 费用率难以下降, 但不同产品定位清晰, 渠道和终端的波动性较小, 价格和品牌体系相对稳定。300-500 价格带产品以渠道放量为主, 价格提升幅度较小, 未来 3 年仍有一倍空间, 且较高的品牌壁垒和名酒企业高费用投入, 集中度还将进一步提升, 高端产品价量齐升。
- **投资策略: 布局估值切换, 首推白酒调味品。** 1) **Q3 白酒消费步入中秋旺季, 下半年需求及报表仍保持乐观预期。** Q2 部分企业库存高于年初水平, 多源于发货节奏导致, 实际动销并未出现明显放缓, Q3 我们预计在较高的发货量基础上, 价格和库存都将保持良性水平, 我们对下半年需求及企业报表仍保持乐观预期。2) **布局估值切换品种, 白酒、调味品的景气度最高。** 中报看来, 白酒、调味品仍为景气度最高的子行业。当前时点, 紧盯需求布局估值切换品种。继续买入全国性高端 (茅台/老窖/五粮液)、次高端 (洋河/汾酒/水井), 地产白酒精选古井/口子。大众品优选具备行业定价权的龙头, 尤其是中报延续高增长且具备估值切换潜力的调味品 (海天/中炬/恒顺/榨菜), 首推中炬高新, 乳业 (伊利/蒙牛), 啤酒 (华润), 烘焙 (桃李/安琪), 重点关注安琪酵母, 休闲食品 (绝味/好想你) 等。
- **风险提示: 需求回落, 竞争加剧。**

正文目录

一、渠道调研周周鲜	4
二、重点公司跟踪	4
三、啤酒行业跟踪：百威英博披露中报，啤酒逻辑持续演绎	5
四、最新思考：从水井坊中报，看此轮白酒业绩弹性	5
五、投资策略：布局估值切换，首推白酒调味品	8
六、本周行业资讯	9
七、本周市场回顾	14
八、下周重要信息提示	16
九、行业重点公司估值表	16

图表目录

图 1：水井坊今年销售费用变动	6
图 2：水井坊全国性广告费用投入超过地区广告	6
图 3：本轮高端酒净利率提升速度放缓	7
图 4：次高端酒本轮净利率提升速度放缓	7
图 5：地产酒净利润提升速度放缓	7
图 6：16-17 年青花瓷占比提升速度慢于 09-11 年	7
图 7：16-17 年龙之梦占比提升速度慢于 11-12 年	7
图 8：汾酒、洋河、古井销售费用率变化	8
图 9：水井、舍得、酒鬼酒销售费用率变化	8
图 10：高端白酒价格跟踪	10
图 11：国内原奶价格（元/kg）	11
图 12：恒天然所有产品成交均价（美元/吨）	11
图 13：恒天然全脂奶粉成交价（美元/吨）	11
图 14：恒天然脱脂奶粉成交价（美元/吨）	11
图 15：圣牧有机全脂纯牛奶-京东自营 200ml*12 价格走势	11
图 16：伊利金典纯牛奶-京东自营 250ml*16 价格走势	11
图 17：全国生猪、猪肉价格（元/千克）	13
图 18：全国猪粮比价（元/千克）	13

图 19: 全国鸡肉价格 (元/千克)	13
图 20: 全国鸭肉价格 (元/千克)	13
图 21: 食品饮料行业细分板块本周行情	14
图 22: 各行业本周涨跌横向对比	14
图 23: 食品饮料行业历史 PE Band	17
图 24: 食品饮料行业历史 PB Band	17
表 1: 本轮周期白酒企业净利率预计不会超过上轮高点	6
表 2: 本周市场行业综述	14
表 3: 本周个股龙虎榜	15
表 4: 本周活跃个股资金流向统计	15
表 5: 下周股东大会安排	16
表 6: 重点公司估值表	16

一、渠道调研周周鲜

茅台：最近飞天茅台批价持续小幅上行至 1730，个别零售渠道报 1900-2000。7 月中旬已到货，终端仍持续紧缺，库存水平很低。预计 9 月初茅台将加大中秋发货，同时加大云商供应，批价有望小幅回落。

五粮液：上海地区当前批价 830，江苏地区批价 839，西南和广深地区 810-820。经销商预计后续价格将稳步上行。

国窖 1573：华东地区挺价 840，实际批价 740，团购 780 元，西南地区挺价 810，实际批价 720-730，渠道库存 40-50 天，部分终端库存超过去年。

二、重点公司跟踪

1、水井坊中报点评：业绩符合预期，次核心市场表现抢眼。公司二季度收入增长 33%，其中高端酒增长 35-40%，扣非利润增长 464%，业绩符合预期。北区（京津冀鲁）和南区（广东福建）等新核心市场翻倍增长，表现抢眼，彰显持续增长能力，西南和华东市场亦保持 30-50% 增长。我们渠道调研了解到江苏市场一季度发货量较高，二季度放慢脚步降低渠道库存，当前总代库存不足 2 周，终端库存月余，保持正常水平。将计提诉讼损失和所得税还原后，二季度利润率站稳 20%，预计下半年费用率仍在 30% 以下，所得税仍可抵扣，利润弹性较大。预计下半年收入增速较二季度环比持平或略高，利润率继续保持 20% 以上。调整 18-19 年 EPS 为 1.36 和 1.89 元，考虑业绩高增的持续性及确定性，帝亚吉欧要约后，外资占比大幅提升（预计超过 75%），估值中枢上移，给予 19 年 35 倍，对应 66 元目标价，维持“强烈推荐-A”评级。推荐阅读最新报告《水井坊（600779）—业绩符合预期，次核心市场表现抢眼》。

2、古井集团数据点评：上半年表现靓丽，结构升级+费用优化带来收入利润高增长。2018 年上半年，古井集团营业收入同比增长 30%，利润总额同比增长 61%。2017 年上市公司收入占集团比重 83.3%，利润总额占比 97.2%，2016 年收入占集团比重 79.2%，利润总额占比 104.3%，以此推断，18 年上半年古井股份公司收入 47 亿以上，Q2 收入增速有望达到 40%。公司今年产品结构大幅升级，高端产品增长较快，同时费用控制效果明显，利润率出现跃升。我们之前多次强调安徽白酒价格带向 200-300 升级，古井口子从去年开始主动导入次高端产品，渠道快速放量，利润率提升。古井作为安徽白酒龙头，受益最为明显，结构升级叠加费用率优化，净利率有望持续提升。继续强烈推荐。推荐阅读深度报告《古井贡酒（000596）—十年复盘暨展望：回归与振兴的徽酒龙头》。

3、涪陵榨菜中报点评：成本+提价利好业绩，高增逻辑持续验证。公司发布中报，Q2 收入 5.56 亿（+23.71%），归母净利 1.90 亿（+75.87%）。在提价和成本下行的双重贡献下，单 Q2 毛利率提升至 58.6%，显著超预期，带动报表高增。展望全年，成本端，原材料采购充足、上游整体价格体系下移，成本红利可看至全年。销售端，公司思路清晰，一方面积极推动渠道整合，加大竞品份额挤压，一方面推动多目标平衡奖，拉动新品销售。我们前期深度报告提示，公司 18 年处于三周期景气高位，且享受成本红利，

年内高增无虞，逻辑持续验证。略提高 18-19 预测 EPS 至 0.81, 1.00 元，暂维持“审慎推荐-A”评级。再次推荐阅读《看懂榨菜的三个周期》，18 年高增逻辑持续验证。

4、伊利股份最新跟踪：市占率再创新高，以份额提升逻辑看待乳业龙头价值。在蒙牛 18Q2 线上投放世界杯背景下，伊利亦在线上投放及线下促销跟进，投放效率高效。从市场份额反馈来看，伊利 6 月常温产品市占率再创历史新高，蒙牛亦有所提升。伊利蒙牛年内费用投放虽较去年加大，但双雄份额不断提升，当前乳业投资视角下，不宜给短期业绩过高预期，但应重视乳业龙头份额提升后的内在价值提升，以及未来品类拓展的潜力，继续坚定推荐乳业龙头。

5、承德露露中报点评：经营延续改善，期待更大突破。承德露露发布 18 年中报，18H1 收入 11.8 亿元，同比增长 13.6%，归母净利润 2.53 亿元，同比增长 11.1%，其中 Q2 淡季收入 2.8 亿元，同比增长 15.0%，归母净利润 0.34 亿元，同比增长 12.0%，延续 Q1 以来的双位数增长，但仍未恢复至 15 年水平。受益于热露露等新品推出，18H1 毛利率 52.4%，同比大幅提升 7.26pct，但销售费用率同样大幅提升 7.6pct 至 20.7%，随着销售薪酬体系的改革，管理费用率提升 0.7pct 至 2.9%。公司 18H1 经营性现金流净额-0.28 亿元。公司经营当前整体呈现改善趋势，我们更期待进一步改善内部激励，精耕北方成熟市场渠道及终端，保持品牌活力，在植物蛋白饮料行业日趋激烈的竞争中保持市场地位，取得更大突破。

三、啤酒行业跟踪：百威英博披露中报，啤酒逻辑持续演绎

百威中国 18Q2 收入增速升至 7%，中国市场营收增 5.7%。百威英博披露 18 年中报，18H1 全球营收 270.87 亿美元，有机增长 4.7%，EBITDA 增长 6.8%，18Q2 全球营收 140.14 亿美元，有机增长 4.7%，EBITDA 增长 7%。其中中国市场 18H1 营收增长 5.7%，销量增长 2.4%，受益产品结构升级及年初提价等因素，吨价提升 3.3%，EBITDA 增长 8.2%，EBITDA Margin 达到 35.5%，其中 18Q2 营收增长 6.8%，销量增长 3%，吨酒价格提升 3.7%，百威英博中国区 18H1 经营数据表现靓丽。

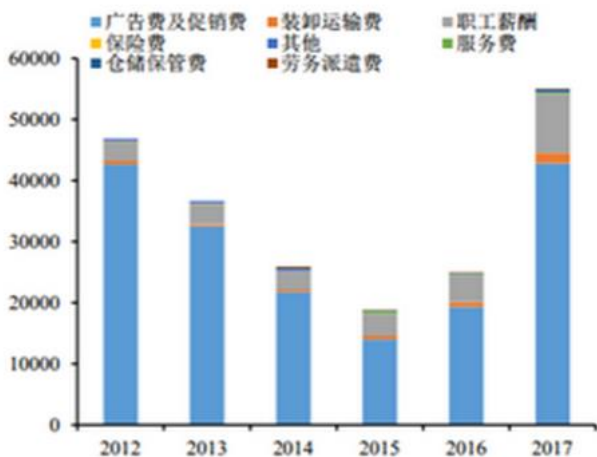
产品升级+产能优化，推动啤酒行业逻辑持续演绎。我们认为，啤酒行业在前期成本连续上涨已经逼近行业盈亏平衡线（主要企业低盈利水平）及行业销量增长空间有限背景下，之前依靠低价争夺市场份额的竞争思路不能持续，当前主要啤酒企业高端化进程加速，叠加产能优化等思路打开，行业利润率提升拐点已经到来，参考重庆啤酒前面数年产品结构升级，以及产能优化带来的净利率提升路径，我们认为未来行业净利率有望持续提升。行业底部不断抬升过程中，我们建议不断把握股价回调低点，逢低即可布局，标的上推荐华润啤酒、重庆啤酒

四、最新思考：从水井坊中报，看此轮白酒业绩弹性

水井 500 元以上价格带放量较慢，费用率维持高位。从水井坊分产品结构增长趋势来看，臻酿八号和井台分别增长 79%和 53%，新典藏增长 23%，可以很清晰看出 300-400 价格带仍然是增长主力，产品结构升级的速度有些不及预期。我们从渠道调研了解到，江苏和河南市场的典藏受到低度国窖和五粮液竞争压力比较大，虽然竞争对手不多，但

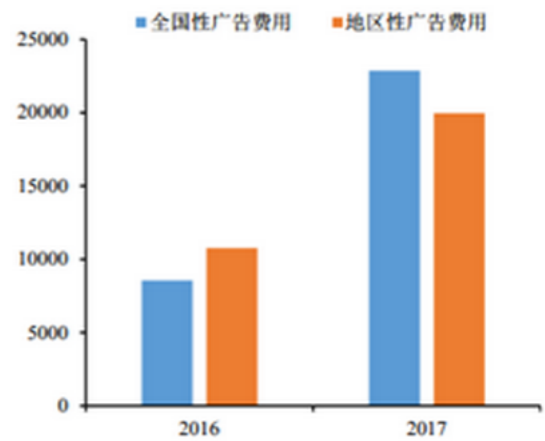
500 以上价格带仍有比较高的品牌壁垒。从费用投入上看,公司费用率较高,超过 30%,且空中广告占销售费用 40%,地面广告和促销费用占 35%,面对较强的竞争对手,公司为拉高品牌高度、抢占市场份额,费用率料很难明显下降。我们预期水井坊以较慢的结构升级和提价速度,毛利率将稳定在 82-83%的水平,销售费用率 30%,营业税金及附加、管理费用率分别稳定在 14.5%和 7%,公司利润率将均衡在 23-24%,达到 07 年 27%的利润率高点有一定难度。

图 1: 水井坊今年销售费用变动



资料来源: 公司年报、招商证券

图 2: 水井坊全国性广告费用投入超过地区广告



资料来源: 公司年报、招商证券

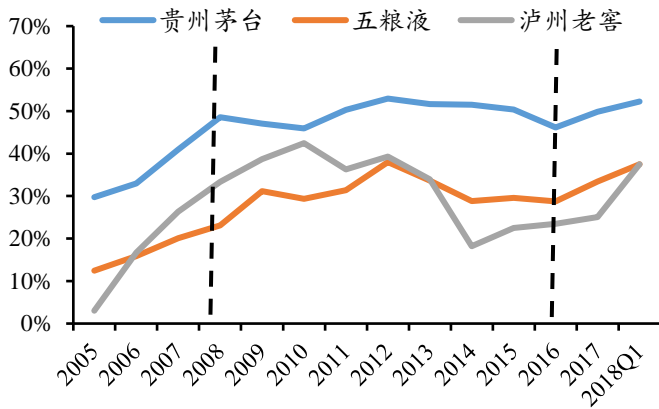
我们判断,此轮白酒周期中,企业业绩弹性小于上轮周期。其中高端白酒与次高端白酒本轮净利率预计最高为上轮最高点水平,强势地产酒由于产品结构升级的速度较高,预期净利率水平稳中有升,但需要注意的是,地产酒主要是强势区域品牌结构升级带来,大多数地产酒由于结构升级难度大,面对外来酒竞争,净利率提升的幅度较小。

表 1: 本轮周期白酒企业净利率预计不会超过上轮高点

净利率		上轮周期							2013	本轮周期				
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		2014	2015	2016	2017	2018Q1
高端	贵州茅台	33%	41%	49%	47%	46%	50%	53%	52%	52%	50%	46%	50%	52%
	五粮液	16%	20%	23%	31%	29%	31%	38%	34%	29%	30%	29%	33%	38%
	泸州老窖	17%	26%	33%	39%	42%	36%	39%	34%	18%	22%	23%	25%	37%
次高端	汾酒	21%	22%	20%	21%	20%	21%	21%	16%	9%	13%	15%	17%	24%
	酒鬼酒	-115%	30%	13%	16%	14%	20%	30%	-6%	-27%	12%	15%	20%	24%
	舍得酒业	2%	5%	5%	7%	9%	15%	19%	1%	1%	1%	5%	9%	17%
	水井坊	13%	20%	27%	19%	13%	22%	21%	-37%	-110%	10%	19%	16%	21%
地产酒	洋河股份	16%	21%	28%	31%	30%	32%	36%	33%	31%	33%	34%	33%	36%
	古井贡酒	1%	3%	3%	10%	17%	17%	17%	14%	13%	14%	14%	17%	23%
	今世缘	-	-	-	-	-	24%	26%	27%	27%	28%	29%	30%	34%
	口子窖	-	-	-	-	-	19%	18%	16%	19%	23%	28%	31%	36%

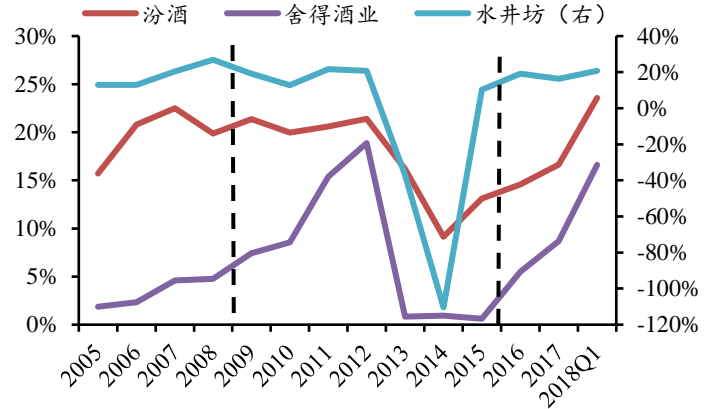
资料来源: wind、招商证券。18Q1 数据仅供参考,与年度数据不具备可比性。

图 3: 本轮高端酒净利率提升速度放缓



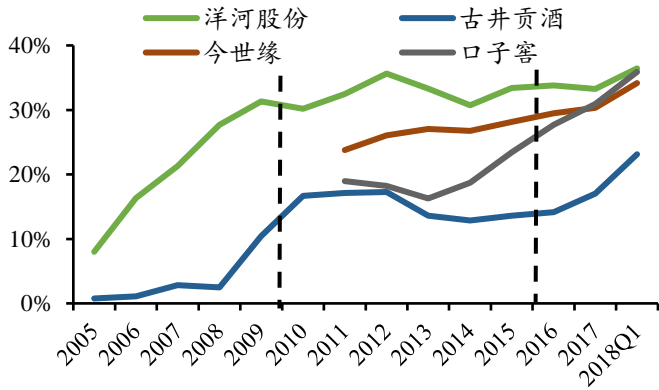
资料来源: wind、招商证券

图 4: 次高端酒本轮净利率提升速度放缓



资料来源: wind、招商证券

图 5: 地产酒净利率提升速度放缓



资料来源: wind、招商证券

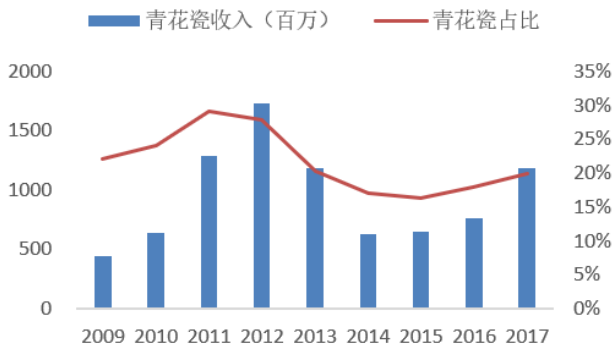
总结下来, 主要有两点原因:

原因 1: 结构升级和提价速度慢于上轮周期

上轮白酒周期由于商务、投资活动较多, 以三公和商务消费为主, 价格敏感度较低, 表现出消费层次和产品价格不断提升, 中档酒产品结构快速升级, 核心产品快速放量。而本轮周期由大众消费驱动, 价格敏感度较高, 呈现稳步升级的趋势, 企业提价后渠道销售压力较大, 最后不得不以费用或补贴的形式返还经销商, 各白酒企业产品结构升级和提价速度相对较慢。

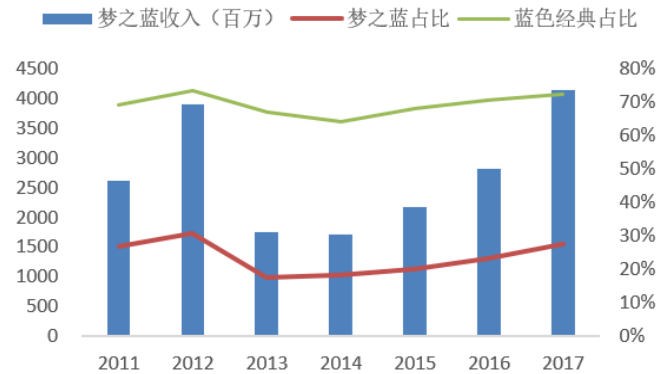
汾酒青花系列 09-10 年销量增速分别为 122%、25%, 占比从 22%提升至 29%, 产品结构升级明显。而本轮周期中, 17 年销量增长 40%, 产品结构升级节奏较为稳健。古井年份原浆系列 10-11 年销量增速超 100%, 收入占比从 09 年的 26%迅速提升至 11 年的 64%, 本轮周期 16-17 年古井 8 年及以上产品销量增速分别为 10%、45%; 洋河梦之蓝 11-12 年销量增速分别为 120%、36%, 海天也保持两位数增长, 蓝色经典系列 12 年占比达 73%, 本轮洋河梦之蓝增速 25%、40%。

图 6: 16-17 年青花瓷占比提升速度慢于 09-11 年



资料来源: 草根调研、wind、招商证券

图 7: 16-17 年龙之梦占比提升速度慢于 11-12 年

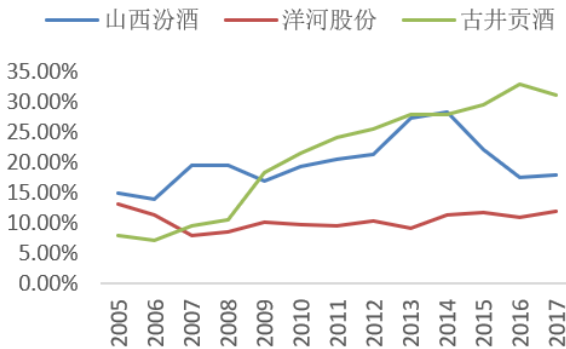


资料来源: 草根调研、wind、招商证券

原因 2: 渠道深耕带来费用高投入, 费用率下降速度慢于上轮

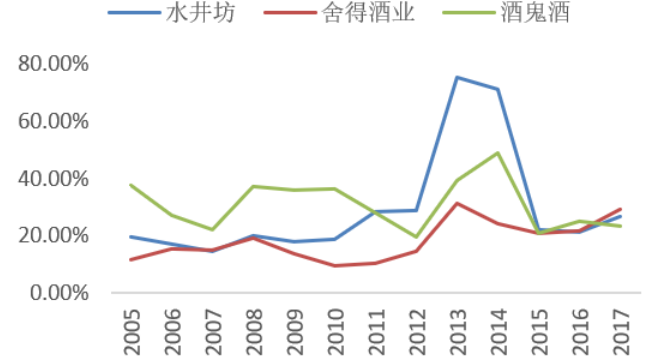
本轮白酒复苏由大众消费驱动, 消费者对产品的选择至关重要, 各家白酒企业都开始修炼内功更适应市场化, 具体效果体现在产品聚焦、渠道深耕上。不同于过去重视政商团购、餐饮酒店, 渠道服务少, 终端只需服务关键人, 顺周期时费用率较低。但随着消费结构的变化和渠道多元化, 烟酒店、商超、电商等渠道占比提升, 势必带来渠道开发费用和消费者服务费用的增长, 这在高端白酒中体现较弱, 但预期将逐步显现, 次高端白酒和地产白酒中体现较为明显。未来费用率仍将处于稳定或者小幅上行态势, 费用规模效应较难出现。

图 8: 汾酒、洋河、古井销售费用率变化



资料来源: 草根调研、wind、招商证券

图 9: 水井、舍得、酒鬼酒销售费用率变化



资料来源: 草根调研、wind、招商证券

行业判断: 业绩弹性虽弱于上轮, 但需求结构和企业发展更加良性, 行业红利周期可看更长。净利率大幅波动的核心在于行业集中度较低, 渠道和终端较为粗放。虽然结构升级和提价的幅度较慢, 费用率难以下降, 净利率提升幅度较慢, 但不同产品定位清晰, 渠道和终端的波动性较小, 价格和品牌体系相对稳定。300-500 价格带产品以渠道放量为主, 价格提升幅度较小, 未来 3 年仍有一倍空间, 且较高的品牌壁垒和名酒企业高费用投入, 集中度还将进一步提升, 高端产品价量齐升, 五粮液国窖亦以放量为主, 消费价格带整体上移, 给高端和次高端白酒带来持续的增长空间。

五、投资策略: 布局估值切换, 首推白酒调味品

三季度白酒消费步入中秋旺季, 下半年需求及报表仍保持乐观预期。二季度部分企业库

存高于年初水平，多源于发货节奏导致，实际动销并未出现明显放缓，三季度我们预计在较高的发货量基础上，价格和库存都将保持良性水平。茅台上半年 1.4 万吨明显供应不足，下半年 1.6 万吨预计将顺利消化，五粮液下半年任务缩减，预计在 9000 吨水平，老窖、洋河、汾酒等去年基数并不高，地产白酒仍保持较快升级，我们对下半年需求及企业报表仍保持乐观预期。

布局估值切换品种，白酒、调味品的景气度最高。中报看来，白酒、调味品仍为景气度最高的子行业。当前时点，紧盯需求布局估值切换品种。继续买入全国性高端（茅台/老窖/五粮液）、次高端（洋河/汾酒/水井），地产白酒精选古井/口子。大众品优选具备行业定价权的龙头，尤其是中报延续高增长且具备估值切换潜力的调味品（海天/中炬/恒顺/榨菜），首推中炬高新，乳业（伊利/蒙牛），啤酒（华润），烘焙（桃李/安琪），重点关注安琪酵母，休闲食品（绝味/好想你）等。

六、本周行业资讯

（一）白酒

行业资讯更新：

1) 2018 年 7 月 24 日，“醉美中国 芝香盛宴--中国芝香白酒价值峰会”在临沂隆重举行。中国酒业协会副理事长刘秀华，著名白酒专家、四川大学食品与发酵工程研究所教授胡永松，中国白酒品鉴普及推广第一人钟杰，著名白酒专家、国家白酒评委李克明，中国餐饮文化大师、山东社科院研究员王赛时，源坤教育科技联合创始人兼技术总监、工程师邹强，景芝酒业总经理来安贵以及经销商代表、消费领袖、媒体朋友等 300 余人相聚临沂，共赏芝香价值，见证中国白酒文化与芝香价值绽放交融的一次行业盛事。（酒业家）

2) 2018 年 7 月 24 日下午，山东省经信委在济南召开“山东省省白酒高质量发展推进会议”，贯彻落实《关于加快培育白酒骨干企业和知名品牌的指导意见》。省直有关部门、各市经信委（行办）、行业协会及白酒重点企业负责人、新闻媒体记者 200 余人参加了会议。（微酒）

【泸州老窖】2018 年 7 月 21 日，以“新机遇·新征程”为主题的泸州老酒坊年份老坛上市发布会在长沙市北辰洲际酒店隆重召开。年份老坛是泸州老酒坊重推产品，天字坛、地字坛、喜字坛在核心大单品中处于中心地位，秉承匠心品质，历经时光洗礼，在竞争激烈的白酒市场独树一帜。（糖酒快讯）

【水井坊】2018 年 7 月 24 日晚间，四川水井坊股份有限公司（以下简称“水井坊”）披露了 2018 年半年度报告。报告显示，水井坊今年上半年实现营收 13.36 亿元，同比增长 58.97%，净利润 2.67 亿元，同比爆增长 133.59%，基本每股收益微 0.547 元（新浪财经）

上市公司公告：

【水井坊】公司发布 2018 年半年度报告，报告期内收入同比增长 58.97%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 133.59%。

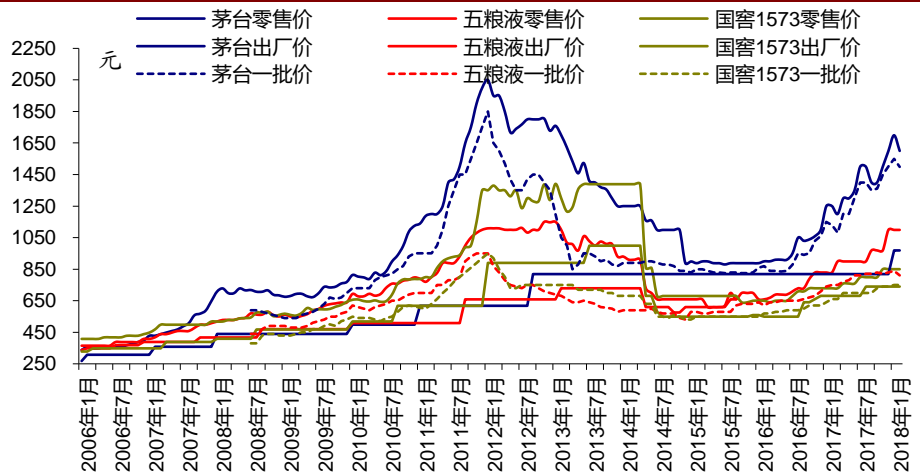
【五粮液】彭智辅先生因到法定退休年龄不再担任公司副总经理、董事会秘书职务。

【水井坊】2017 年年度权益分派导致要约收购价格调整为 61.38 元每股。

【金种子酒】公司修改非公开发行股票募集资金总额为不超过 5.76 亿元，用于优质基酒技术改造及配套工程项目及其他项目。

【水井坊】2017 年年度股东大会审议通过每股派发现金红利 0.62 元。

图 10: 高端白酒价格跟踪



资料来源：招商证券

(二) 乳制品

行业资讯更新:

1) 2018 年 7 月 26 日下午，国家市场监督管理总局发布《婴幼儿配方乳粉产品配方变更注册技术指导 原则（征求意见稿）》，针对配方变更出台新规范。新规范主要是针对已经完成配方注册的配方。配方注册最新的消息是：婴幼儿奶粉配方注册处于暂停审批状态。特殊医学用途婴儿配方奶粉配方注册继续进行。（中新财经）

2) 2018 年 7 月 27 日，7 月 27 日，记者从国际乳业权威榜——荷兰合作银行(Rabobank)最新发布“全球乳业 20 强排行榜”看到，前三强分别为瑞士雀巢、法国达能和法国兰特黎斯。但在前十强里，中国的伊利、蒙牛位列其中，它们分别位于第 8 位和第 10 位。经过近年来的默默耕耘，中国两家乳企跻身国际第一阵营。（南方网）

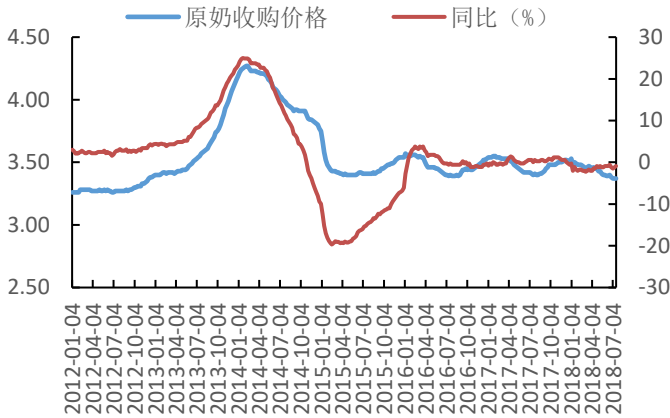
【*ST 因美】2018 年 7 月 25-27 日，第 18 届 CBME 国际孕婴童展将于上海虹桥盛大开幕，这也是国家配方注册实施后最大的一次孕婴童盛会，其中奶粉品牌和市场格局变幻不言而喻。国食注字 002 号“贝因美·超冠宝”在贝因美扬帆起航的展馆中，立于冠军台，与百万孕婴童人一起，携手打造冠军路！（食品伙伴网）

【蒙牛乳业】2018 年 7 月 27 日，以“新监管时代 食品谣言防控与治理”为主题的 2018 中国食品辟谣论坛在北京举行。蒙牛乳业（集团）股份有限公司、集团事务副总裁黄忻发表致辞。她表示，一直以来食品行业是谣言的重灾区，尤其伴随新媒体迅速发展之后，谣言传播又呈现出新的形式。她表示，面对谣言，要构建全方位立体化防控网，切断谣言传播链条。（新华网）

上市公司公告:

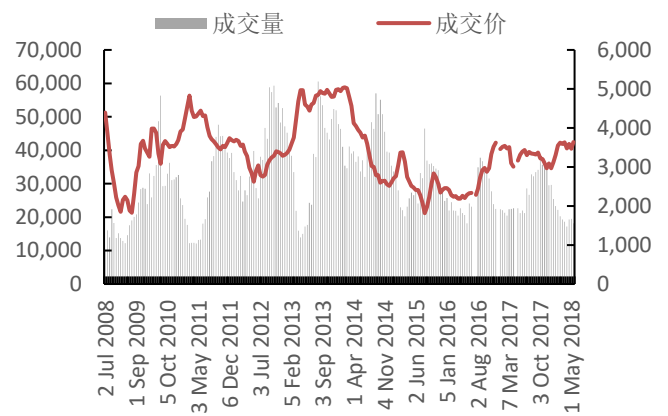
【科迪乳业】公司计划未来十二个月内增持公司股份，在股价每股 5 元或以上时增持，累积增持金额不低于 0.8 亿元，不超过 1 亿元。

图 11: 国内原奶价格 (元/kg)



资料来源: 农业部、招商证券

图 12: 恒天然所有产品成交均价 (美元/吨)



资料来源: GDT、招商证券

图 13: 恒天然全脂奶粉成交价 (美元/吨)



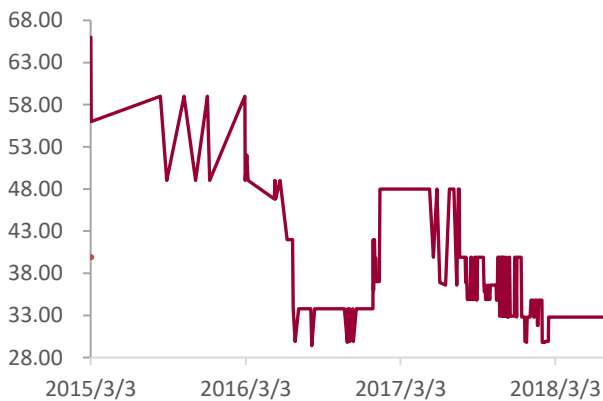
资料来源: GDT、招商证券

图 14: 恒天然脱脂奶粉成交价 (美元/吨)



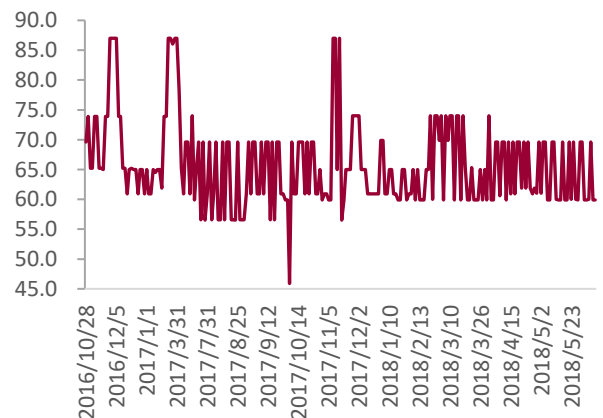
资料来源: GDT、招商证券

图 15: 圣牧有机全脂纯牛奶-京东自营 200ml*12 价格走势



资料来源: 盒子比价网、招商证券

图 16: 伊利金典纯牛奶-京东自营 250ml*16 价格走势



资料来源: 盒子比价网、招商证券

(三) 其他食品饮料板块

行业资讯更新:

1) 2018年7月23日,意大利对外贸易委员会(ICE-ITA Italian Trade Agency,以下简称ICE-ITA)与中粮名庄荟战略合作发布会在北京举行,意大利驻华大使 Ettore Sequi 谢国谊、意大利对外贸易委员会北京办事处首席代表 Amedeo Scarpa 司凯培、中粮酒业副总经理兼中粮名庄荟总经理李士祜出席现场并演讲。通过本次合作,双方期望共商、共建、共赢,打造意大利葡萄酒的利益和资源共同体,由此开启意大利葡萄酒在中国市场的繁荣之路。(微酒)

2) 2018年7月26日,FBIF发布《2018中国食品饮料100强》(简称“FBIF百强榜”),FBIF百强榜是以业绩为依据的中国食品饮料行业排行榜。2018年的榜单前五强分别是万洲国际(766.29亿)、伊利(668.01亿)、蒙牛(601.56亿)、康师傅(589.54亿)、贵州茅台(581.69亿)。这五家企业的业绩均超过500亿,其中第五名贵州茅台业绩超过第六名娃哈哈约117.19亿。(FBIF食品饮料创新)

【龙大肉食】2018年7月29日,龙大肉食发布晚间公告,为积极布局西南地区猪肉市场,公司与四川省食品公司签署《战略合作框架协议》。其中,四川省食品公司在建立安全可追溯的食品养殖、加工、物流、贸易骨干网络,促进产业升级换代的过程中,龙大肉食将给予专业知识共享以及设立机构参与的方式进行支持;四川省食品公司将会向龙大肉食分享自己在肉食加工及渠道端的资源,帮助龙大肉食在四川市场的开拓。(证券时报网)

【华润啤酒】2018年7月24日,中国啤酒行业巨头雪花啤酒与京东举行战略签约,双方将在品牌共建、资源共享、大数据、供应链等方面进行更为深入的合作,共同开创中国啤酒零售新格局。(中食网)

上市公司公告:

【承德露露】(1)公司发布2018年半年报,报告期内营业收入同比增长13.61%,归属于上市公司股东的净利润同比增加11.12%。(2)董事会审议并通过了《关于万向财务有限公司的风险评估报告》等议案。

【黑芝麻】董事会审议并通过了《关于控股子公司对外投资的议案》等议案。

【古越龙山】公司发布2018年半年报,报告期内营业收入同比增长8.19%,归属于上市公司股东的净利润同比增加10.14%。

【涪陵榨菜】(1)公司发布2018年半年报,报告期内营业收入同比增长34.11%,归属于上市公司股东的净利润同比增加77.52%。(2)董事会审议并通过了《关于投资建设“年产1.6万吨脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目”的议案》等议案。

【*ST椰岛】董事会审议并通过了《关于公司下属子公司开展衍生品投资业务的议案》等议案。

【安琪酵母】安琪酵母香港有限公司发布一季报,营业收入约2.78亿元,同比减少13.28%,归属于上市公司股东的净利润约131.87万元,同比增长43.27%。

【莲花健康】夏建统先生辞去董事长、公司董事会董事等所有职务。

【健和国际】公司向26名个人授出约55.54万份股票期权,行权价为59.05港元每股。

【青岛啤酒】2017年年度股东大会审议通过每股派发现金红利0.42元。

【安井食品】公司董事会审议并通过了《关于公开发行可转换公司债券上市的议案》等议案。

【盐津铺子】公司董事会审议并通过了《关于继续使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》等议案。

【深深宝 A】公司董事会审议并通过了《关于公司下属深圳市深宝华城科技有限公司深圳工厂搬迁的议案》。

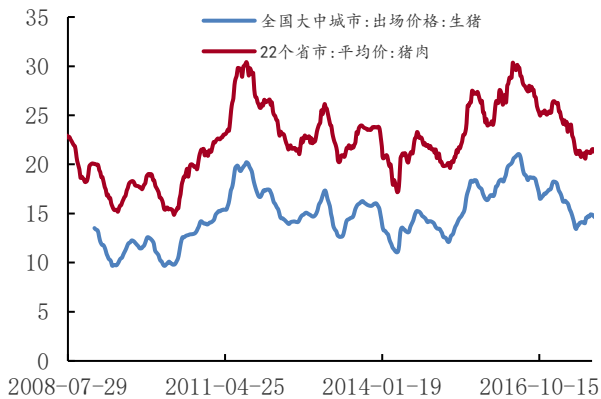
【西王食品】公司董事长王棣先生增持公司股份计划完成。

【龙大肉食】公司董事会审议并通过了《关于使用暂时闲置募集资金进行现金管理的议案》。

【西藏发展】2017 年年度股东大会审议通过每股派发现金红利 0.01 元。

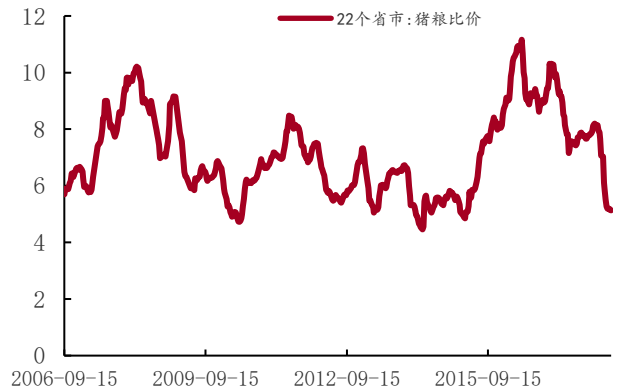
【梅花生物】(1) 公司董事会审议并通过了《关于对新疆梅花农业发展有限公司增资的议案》等议案。(2) 2017 年年度股东大会审议通过每股派发现金红利 0.33 元。

图 17: 全国生猪、猪肉价格 (元/千克)



资料来源: wind, 招商证券

图 18: 全国猪粮比价 (元/千克)



资料来源: wind, 招商证券

图 19: 全国鸡肉价格 (元/千克)



资料来源: wind, 招商证券

图 20: 全国鸭肉价格 (元/千克)



资料来源: wind, 招商证券

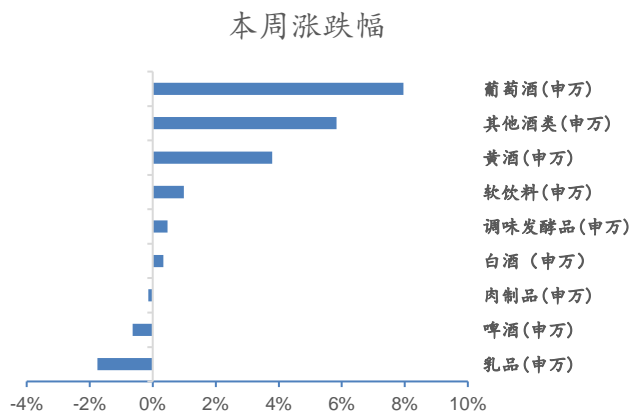
七、本周市场回顾

表 2: 本周市场行业综述

	指数值	周涨跌幅	周成交额 (亿元)	周振幅	年初至今
上证综指	2,873.59	1.57%	8,720	3.74%	-13.11%
深证成指	9,295.93	0.48%	11,201	3.84%	-15.80%
沪深 300	3,521.23	0.81%	6,204	3.78%	-12.64%
创业板指	1,594.57	-0.93%	3,776	3.47%	-9.02%
食品饮料	14,484.43	0.09%	633	3.78%	0.76%

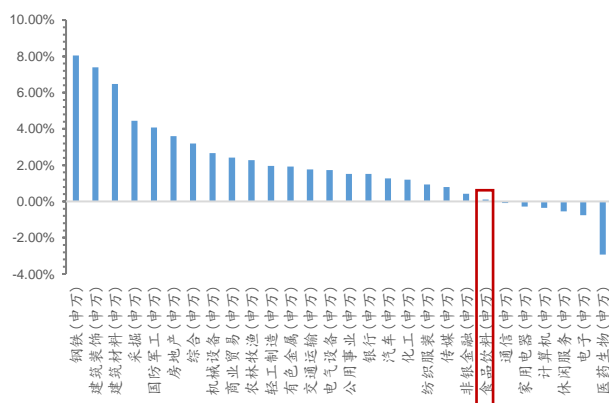
资料来源: wind、招商证券

图 1: 食品饮料行业细分板块本周行情



资料来源: wind、招商证券

图 2: 各行业本周涨跌横向对比



资料来源: wind、招商证券

表 3: 本周个股龙虎榜

	代码	简称	涨幅	市值	股价
涨幅前十	600186.SH	莲花健康	21.88%	24.85	2.34
	000752.SZ	西藏发展	13.87%	24.90	9.44
	600365.SH	通葡股份	11.42%	19.52	4.88
	600873.SH	梅花生物	10.02%	143.29	4.61
	002726.SZ	龙大肉食	9.87%	56.40	7.46
	000860.SZ	顺鑫农业	9.18%	254.48	44.6
	002646.SZ	青青稞酒	9.15%	61.74	13.72
	002568.SZ	百润股份	7.73%	74.07	13.93
	000019.SZ	深深宝 A	7.57%	52.21	10.51
	000716.SZ	黑芝麻	7.45%	26.46	3.75
跌幅前十	603589.SH	口子窖	-1.66%	340.98	56.83
	600887.SH	伊利股份	-2.29%	1,636.33	26.92
	000895.SZ	双汇发展	-2.33%	871.08	26.4
	603027.SH	千禾味业	-2.86%	73.05	22.41
	002661.SZ	克明面业	-3.31%	45.80	13.73
	002557.SZ	洽洽食品	-3.79%	82.34	16.24
	600600.SH	青岛啤酒	-4.94%	610.51	45.19
	002582.SZ	好想你	-5.29%	57.24	11.1
	002840.SZ	华统股份	-6.35%	45.02	16.8
	002847.SZ	盐津铺子	-7.36%	39.63	31.96

资料来源: wind、招商证券

表 4: 本周活跃个股资金流向统计

	代码	简称	净买入(千万元)	成交量(千万)
净买入前十	002304.SZ	洋河股份	25.73	1.68
	000858.SZ	五粮液	14.22	12.81
	600873.SH	梅花生物	8.13	18.90
	600872.SH	中炬高新	7.19	3.33
	600197.SH	伊力特	6.76	3.74
	600132.SH	重庆啤酒	6.14	1.15
	000019.SZ	深深宝 A	5.54	10.87
	000729.SZ	燕京啤酒	3.91	5.57
	600090.SH	同济堂	2.99	4.38
	000752.SZ	西藏发展	2.62	6.33
净卖出前十	002820.SZ	桂发祥	-8.78	2.59
	600809.SH	山西汾酒	-8.80	2.35
	603369.SH	今世缘	-9.51	6.79
	600702.SH	沱牌舍得	-10.02	3.83
	002847.SZ	盐津铺子	-10.49	2.95
	603288.SH	海天味业	-11.48	2.19
	002840.SZ	华统股份	-12.16	4.51
	600519.SH	贵州茅台	-13.51	1.44
	002582.SZ	好想你	-15.75	4.05
	600887.SH	伊利股份	-92.08	25.45

资料来源: wind、招商证券

八、下周重要信息提示

表 5: 下周股东大会安排

代码	简称	会议日期	会议类型
300146.SZ	汤臣倍健	2018073	股东大会
600799.SH	水井坊	20180802	分红除权
600600.SH	青岛啤酒	20180803	分红除权

资料来源: wind、招商证券

九、行业重点公司估值表

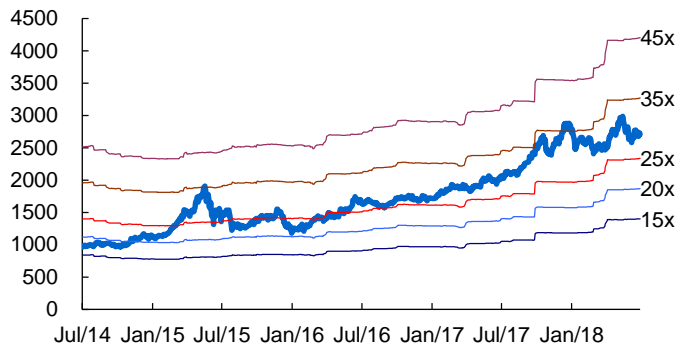
表 6: 重点公司估值表

	公司名称	投资评级	市值	股价	EPS				P/E			
					16	17	18E	19E	16	17	18E	19E
高端 阳型	贵州茅台	强烈推荐-A	9277.77	738.6	13.31	21.56	28.58	35.34	55.5	34.3	25.8	20.9
	五粮液	强烈推荐-A	2879.8	74.2	1.79	2.55	3.42	4.38	41.4	29.1	21.7	16.9
	泸州老窖	强烈推荐-A	823.2	56.2	1.40	1.75	2.38	3.02	40.1	32.1	23.6	18.6
	洋河股份	强烈推荐-A	2021.0	134.1	3.87	4.40	5.55	6.93	34.7	30.5	24.2	19.4
	古井贡酒	强烈推荐-A	423.2	95.1	1.65	2.28	3.35	4.36	57.6	41.7	28.4	21.8
	水井坊	强烈推荐-A	269.6	55.2	0.46	0.69	1.36	1.89	120.0	80.1	40.6	29.2
	舍得酒业	强烈推荐-A	114.0	33.8	0.24	0.43	1.16	1.74	140.8	78.6	29.1	19.4
	山西汾酒	强烈推荐-A	533.1	61.6	0.70	1.09	1.85	2.55	88.0	56.5	33.3	24.1
	口子窖	强烈推荐-A	341.0	56.8	1.31	1.86	2.41	2.89	43.4	30.6	23.6	19.7
	顺鑫农业	强烈推荐-A	254.5	44.6	0.72	0.77	1.19	1.53	61.9	57.9	37.5	29.2
	老白干酒	强烈推荐-A	139.8	21.0	0.25	0.37	0.56	0.78	84.0	57.1	37.5	26.9
	张裕 A	审慎推荐-A	232.7	42.1	1.43	1.51	1.59	1.71	29.4	27.9	26.5	24.6
	汤臣倍健	审慎推荐-A	243.9	16.6	0.37	0.52	0.67	0.82	44.9	31.9	24.8	20.2
大众 阳型	伊利股份	强烈推荐-A	1636.3	26.9	0.93	0.99	1.20	1.36	28.9	27.2	22.4	19.8
	双汇发展	强烈推荐-A	871.1	26.4	1.33	1.31	1.47	1.69	19.8	20.2	18.0	15.6
	海天味业	强烈推荐-A	1976.5	73.2	1.05	1.31	1.59	1.97	69.7	55.7	46.0	37.1
	安琪酵母	强烈推荐-A	300.5	36.5	0.65	1.03	1.36	1.70	56.1	35.4	26.8	21.5
	中炬高新	强烈推荐-A	230.1	28.9	0.45	0.57	0.79	1.04	64.2	50.7	36.6	27.8
	恒顺醋业	审慎推荐-A	77.0	9.8	0.28	0.47	0.46	0.54	35.1	20.9	21.4	18.2
	百润股份	强烈推荐-A	74.1	13.9	-0.16	0.22	0.34	0.45	-87.1	63.3	41.0	31.0
	桃李面包	审慎推荐-A	268.9	57.1	0.97	1.14	1.35	1.69	58.9	50.1	42.3	33.8
	洽洽食品	审慎推荐-A	82.3	16.2	0.70	0.63	0.71	0.83	23.2	25.9	22.9	19.6
	承德露露	审慎推荐-A	100.2	10.2	0.46	0.42	0.47	0.58	22.3	24.4	21.8	17.7
大众 阴型	好想你	审慎推荐-A	57.2	11.1	0.21	0.21	0.38	0.57	52.9	52.9	29.2	19.5
	绝味食品	强烈推荐-A	172.2	42.0	1.06	1.22	1.54	1.93	39.6	34.4	27.3	21.8
	青岛啤酒	审慎推荐-A	555.8	45.2	0.77	0.94	1.05	1.18	58.7	48.1	43.0	38.3
	燕京啤酒	审慎推荐-A	204.3	7.3	0.11	0.06	0.16	0.20	65.9	120.8	45.3	36.3
	光明乳业	强烈推荐-A	124.3	10.2	0.46	0.50	0.58	0.66	22.1	20.3	17.5	15.4

资料来源: 招商证券研究

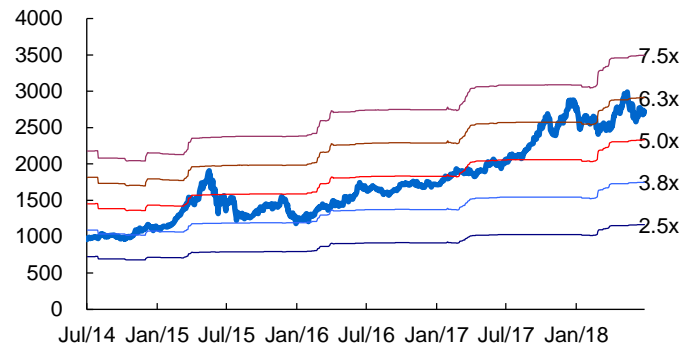
注 1: 皆为 7 月 27 日收盘价; 注 2: 阳型是销售半径大公司, 阴型是销售半径小公司

图 23: 食品饮料行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 24: 食品饮料行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《食品饮料行业周报(2018.07.22)——环比加仓, 聚焦业绩——基金18Q2持仓食品饮料板块分析》2018-07-23
2. 《食品饮料行业中报预览——高端稳增向好, 大众略有分化》2018-07-19
3. 《食品饮料行业周报(2018.07.15)——与业绩为友, 为业绩喝彩(附茅五泸、古井、中炬最新跟踪)》2018-07-16
4. 《食品饮料行业周报——茅台集团数据点评&中期策略会反馈(五粮液、徽酒、汾酒等)》2018-07-09
5. 《食品饮料行业周报——白酒进入调整期? 分化集中是核心(附古井/水井/舍得/汾酒/达利/啤酒调研反馈)》2018-07-02

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 年就职于申万研究所，2014 年加入招商证券，6 年食品饮料研究经验。

李晓峥：食品饮料高级分析师，数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学研究型硕士，2017 年加入招商证券，1 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，2016 年就职安信证券，2017 年加入招商证券。

李泽明：四川大学本科，北京大学金融学硕士，2017 年就职国泰君安证券，2018 年加入招商证券，1 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。