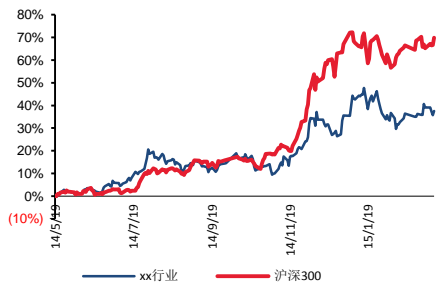


日常消费 食品、饮料与烟草

## 食品饮料：悲观释放短期企稳，寻找净利润率提升的机会

### ■ 走势对比



### ■ 子行业评级

食品	看好
烟草III	看好
饮料	看好

### ■ 推荐公司及评级

#### 相关研究报告：

《伊利股份中报点评：收入增长符合预期，广告营销费用拖累利润》  
—2018/08/31

《维维股份半年报点评：收入稳定增长，业绩有望重回高增长》  
—2018/08/30

《张裕 A：新品推动收入快速增长，改革红利逐渐显现》  
—2018/08/30

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190517030002

证券分析师：孟斯硕

电话：010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编号：S119011720015

### 报告摘要

#### 白酒中报悲观已经兑现，茅台有望超预期

从披露的中报情况来看，除了个别公司，白酒整体良性，现金流下降、预收款减少等个别财务指标恶化，是景气回落的正常反应，也没必要过分悲观。市场对经济和消费低迷的悲观预期在股价上已经充分反应，随着9月消费旺季的到来，尽管可能旺季不旺，但也没有市场预期的那么差，白酒股再继续大幅杀跌的概率大幅降低，可能以震荡为主，短期应该有相对收益。

茅台价格的回落，对五粮液、老窖等高端酒形成一定的压制，其允许提前打款的政策，将会导致茅台三季报开始预收款重新大幅上涨，加上我们测算三季度茅台利润能在去年同期高基数的基础上实现27%的增长，收入和利润增速均会超市场预期。有望引领白酒板块的一波反弹。

从洋河股份披露的中报来看，以及山西汾酒、沱牌舍得、古井贡酒，以及区域的今世缘、伊力特、口子窖等公司，三季报应该都维持较高的增长，或明显改善，也对反弹形成支撑，继续下跌空间有限。从推荐公司来看：白酒的贵州茅台仍是龙头，中报表现好的洋河股份以及国企混改空间广阔的山西汾酒仍值得配置，区域的伊力特估值便宜改善预期明显。

#### 伊利股份低于预期引爆消费股下跌，短期需调整预期

伊利股份的中报利润增速大幅低于预期，摧毁了市场对白马龙头股的坚守信心，不可否认作为后周期的防御品种，消费品也必然受经济影响，前期的高估值或高股价的乐观预期，一旦稍微放缓，都会引来恐慌。

因此，大涨股、高估值的大众消费品可以释放回避，但充分调整、估值便宜的大众消费品仍值得投资，只要市场的预期稳定，在通胀预期下，重大众消费品仍是较好的选择。

#### 寻找净利润率提升的机会

最近一篇《踩雷周黑鸭》的文章被刷屏，前年底周黑鸭被两地投资者所追捧，去年初A股的绝味食品上市后，更是被周黑鸭的投资者所诟病，去年初我就旗帜鲜明的提出，绝味食品比周黑鸭更具投资价值，相对于周黑鸭，我更看好绝味食品。各种理由不在赘述，对消费品特别是鸭脖、面包、调味品等快消品的研究，我们不能静态

看他现在的超强盈利，更应该专注未来扩张后的边际成本是迅速提升还是下降，规模和市场占有率仍是首位的，未来更有利于企业的扩张和净利润的提升，进而业绩的超预期，一开始就做到极致的企业，也失去了未来提升净利润率的可能。

因此，对大众品，我们新的研究思路是，哪些还有净利润率继续提升的机会？我们从中报会看到，现在的食品公司净利润率达到了一个新的高度，这在两三年前是无法想象的，这就是规模效应、量价齐升、市场集中度提升的结果。大众消费品建议关注：中炬高新、双汇发展、安井食品等公司。

#### 风险提示

非洲猪瘟扩散导致生猪减产及价格大幅波动；宏观经济出现大幅下滑，影响消费；严重的通胀等。

## 目录

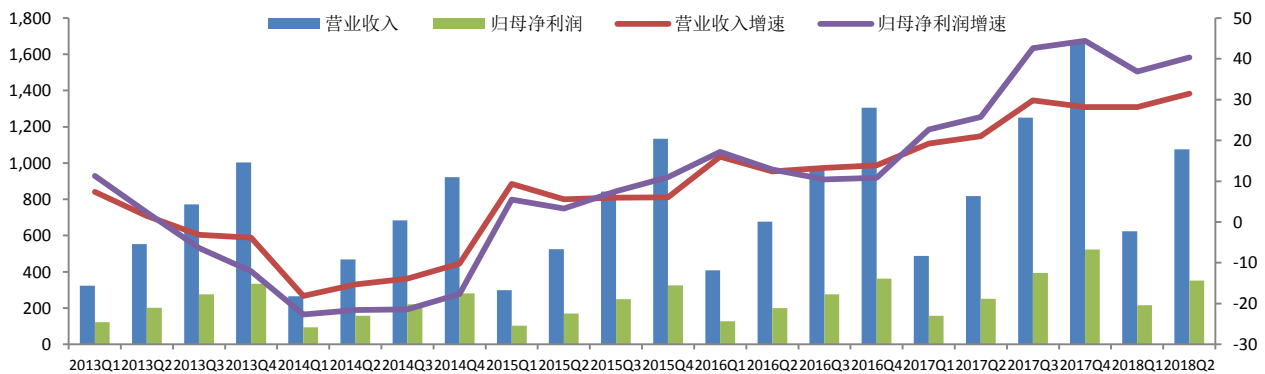
一、 行业观点及投资建议 .....	4
(一) 白酒中报悲观已经兑现，茅台有望超预期 .....	4
(二) 伊利股份低于预期引爆消费股下跌，短期需调整预期 .....	6
(三) 寻找净利润率提升的机会 .....	6
二、 板块行情 .....	7
三、 行业数据跟踪 .....	8
四、 重点推荐个股 .....	9

## 一、行业观点及投资建议

### (一) 白酒中报悲观已经兑现，茅台有望超预期

从披露的中报情况来看，除了个别公司，白酒整体良性，现金流下降、预收款减少等个别财务指标恶化，是景气回落的正常反应，也没必要过分悲观。市场对经济和消费低迷的悲观预期在股价上已经充分反应，随着9月消费旺季的到来，尽管可能旺季不旺，但也没有市场预期的那么差，白酒股再继续大幅杀跌的概率大幅降低，可能以震荡为主，短期应该有相对收益。

图表 1 白酒板块季度营业收入和归母净利润（单位：亿元）



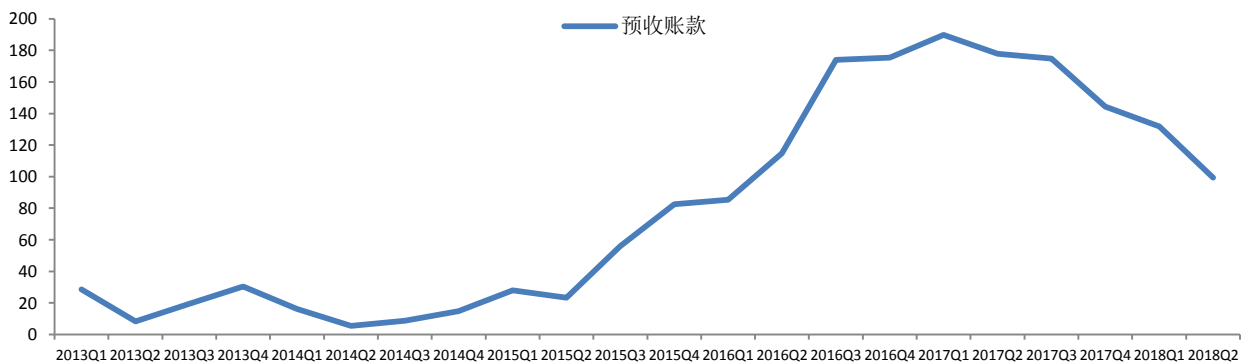
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

茅台9月大力度的放量稳价，在近期的半年度营销工作会上，茅台接连打出了五招稳价组合拳以稳定市场。

- 一是在国庆中秋双节前向市场投放7000吨供应量，比重占到茅台全年供应量的1/4，保证供货量充足；
- 二是允许专卖店和经销商于8月底前就执行9、10月份的计划，并要求省会城市的经销商必须提前执行，非省会城市经销商可以选择性执行；
- 三是自8月份起，茅台年份酒不再占用经销商全年合同计划量；
- 四是茅台云商40%的占比不再作为经销商年度考核数据；
- 五是春节前经销商可提前执行2019年1-2月份计划。

随着新举措的落地，全国各地茅台一批价均有所回落，从草根调研的情况来看，大部分区域批价回落至1600-1700元之间，部分省份批价跌破1600元。茅台价格的回落，对五粮液、老窖等高端酒形成一定的压制，其允许提前打款的政策，将会导致茅台三季报开始预收款重新大幅上涨，加上我们测算三季度茅台利润能在去年同期高基数的基础上实现27%的增长，收入和利润增速均会超市场预期。有望引领白酒板块的一波反弹。

图表 2 贵州茅台预收账款变化

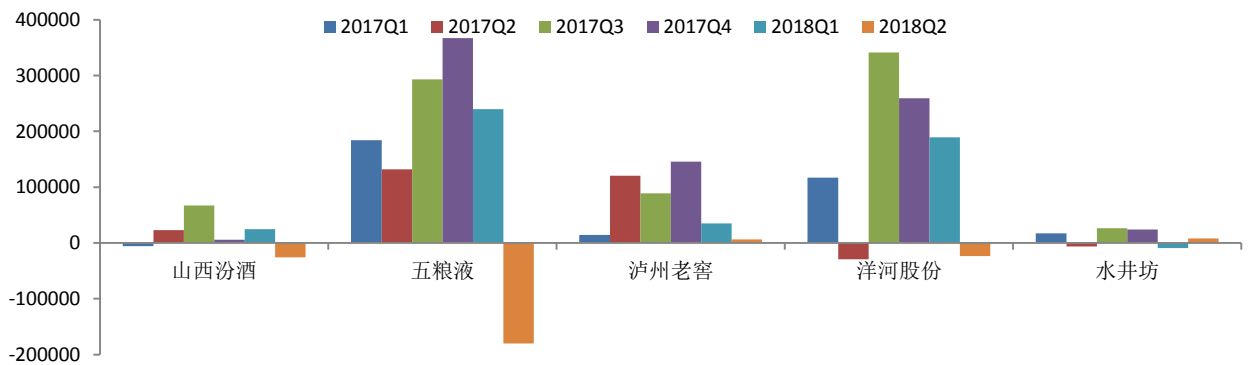


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

从洋河股份披露的中报来看，以及山西汾酒、沱牌舍得、古井贡酒，以及区域的今世缘、伊力特、口子窖等公司，三季报应该都维持较高的增长，或明显改善，也对反弹形成支撑，继续下跌空间有限。

从推荐公司来看：白酒的贵州茅台仍是龙头，中报表现好的洋河股份以及国企混改空间广阔的山西汾酒仍值得配置，区域的伊力特估值便宜改善预期明显。

图表 3 主要白酒企业单季度现金流量



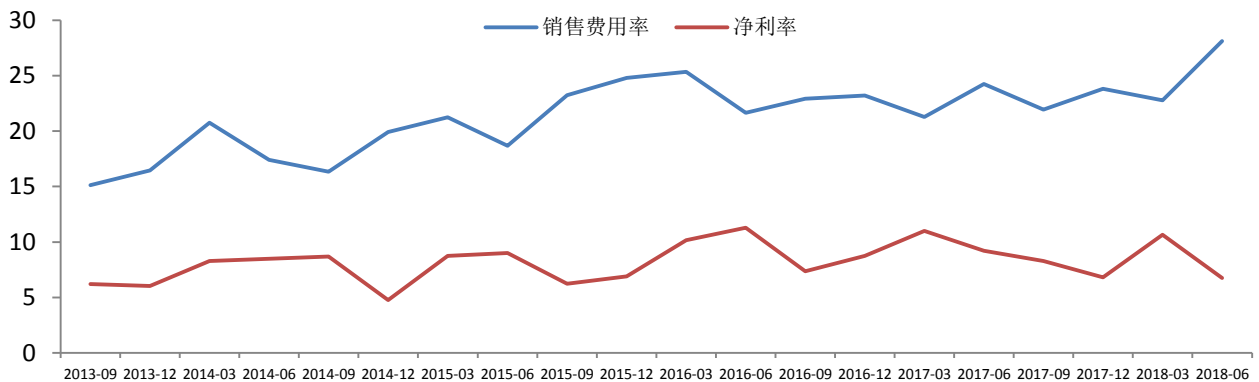
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## (二) 伊利股份低于预期引爆消费股下跌，短期需调整预期

伊利股份的中报利润增速大幅低于预期，摧毁了市场对白马龙头股的坚守信心，不可否认作为后周期的防御品种，消费品也必然受经济影响，前期的高估值或高股价的乐观预期，一旦稍微放缓，都会引来恐慌。

因此，大涨股、高估值的大众消费品可以释放回避，但充分调整、估值便宜的大众消费品仍值得投资，只要市场的预期稳定，在通胀预期下，重大众消费品仍是较好的选择。

图表 4 伊利股份销售费用率和净利率变化

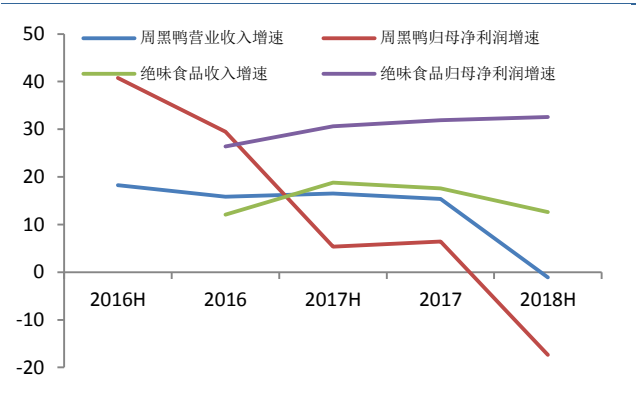


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## (三) 寻找净利润率提升的机会

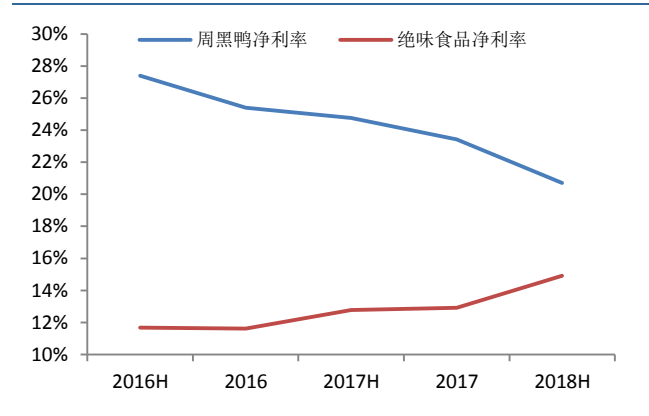
最近一篇《踩雷周黑鸭》的文章被刷屏，前年底周黑鸭被两地投资者所追捧，去年初A股的绝味食品上市后，更是被周黑鸭的投资者所诟病，去年初我就旗帜鲜明的提出，绝味食品比周黑鸭更具投资价值，相对于周黑鸭，我更看好绝味食品。各种理由不在赘述，对消费品特别是鸭脖、面包、调味品等快消品的研究，我们不能静态看他现在的超强盈利，更应该专注未来扩张后的边际成本是迅速提升还是下降，规模和市场占有率仍是首位的，未来更有利于企业的扩张和净利润的提升，进而业绩的超预期，一开始就做到极致的企业，也失去了未来提升净利润率的可能。

图表 2 周黑鸭和绝味食品收入、归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 3 周黑鸭和绝味食品净利率对比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

因此,对大众品,我们新的研究思路是,哪些还有净利率率继续提升的机会?我们从中报会看到,现在的食品公司净利率率达到了一个新的高度,这在两三年前是无法想象的,这就是规模效应、量价齐升、市场集中度提升的结果。大众消费品建议关注:中炬高新、双汇发展、安井食品等公司。

## 二、板块行情

上周,上证综指收于2725.25,周下跌0.15%;深证成指收于8865.47,周下跌0.23%;同期,食品饮料行业下跌1.15%,跑输上证综指0.99个百分点,跑输深成指0.12个百分点。当前食品饮料2018年动态PE为23.58倍,其中白酒为21.66倍。

分子板块来看,上周所有子板块均实现下跌,其中跌幅超过5%的板块有1个,为乳制品板块(-7.25%),3个板块实现上涨,肉制品(1.55%)、白酒(0.27%)、食品综合(0.01)。其余板块微跌,啤酒(-2.56)、软饮料(1.62%)和调味发酵品(-0.06%)。

图表 8 上周食品饮料板块涨跌情况

指数	收盘价	周涨跌幅%	本月涨跌幅%	全年涨跌幅%	PE (ttm)
啤酒	2394.19	(2.56)	(18.48)	(13.65)	47.98
肉制品	6222.51	1.55	(7.79)	(21.59)	20.02
其他酒类	1527.08	(0.92)	(8.54)	(17.92)	86.03
食品综合	2680.88	0.01	(8.33)	0.29	34.07
调味发酵品	4770.91	(0.06)	(3.89)	11.68	45.48
软饮料	2484.83	(1.52)	(12.41)	(29.99)	35.91
葡萄酒	2239.50	(1.29)	(10.26)	(30.36)	49.36
乳品	8033.65	(7.25)	(8.34)	(25.57)	24.32
白酒	24504.56	0.27	(12.33)	(10.28)	26.80

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

### 三、行业数据跟踪

图表 4、行业数据跟踪情况

大类	产品名称	时间	最新价格	单位	日环比	周环比	月环比	年环比
猪肉	生猪	2018/8/3	13.30	元/千克	-	0.99%	4.15%	-4.52%
	生猪存栏	2018/07	32340.00	万头	-	-	-0.80%	-8.22%
	能繁母猪	2018/07	3180.00	万头	-	-	-1.91%	-10.52%
	仔猪	2018/8/3	26.14	元/千克	-	2.71%	4.64%	-30.81%
鸡肉	毛鸡	2018/8/17	4.50	元/500克	-0.17%	1.60%	2.45%	13.13%
	肉鸡苗	2018/8/17	4.03	元/羽	-3.27%	-0.06%	45.41%	34.15%
鸭肉	毛鸭	2018/8/17	4.26	元/500克	0.17%	3.99%	5.56%	1.01%
	鸭苗	2018/8/17	4.56	元/羽	-1.42%	3.70%	43.59%	10.83%
饲料	育肥猪配合饲料	2018/8/8	3.00	元/公斤	-	0.33%	0.33%	0.67%
	肉鸡配合饲料	2018/8/8	3.10	元/公斤	-	0.32%	0.32%	1.31%
	蛋鸡配合饲料	2018/8/8	2.84	元/公斤	-	0.35%	0.00%	1.79%
	豆粕	2018/8/16	3308.18	元/吨	0.08%	1.74%	6.80%	15.04%
	CBOT豆粕	2018/8/17	333.90	美元/吨	-0.86%	3.41%	2.93%	11.86%
乳制品	鱼粉	2018/8/17	10080.43	元/吨	0.35%	0.35%	1.93%	4.65%
	芝加哥奶油	2018/8/16	2.33	美分/磅	-0.85%	0.43%	2.98%	-8.81%
	芝加哥脱脂奶粉	2018/8/16	83.00	美分/磅	1.22%	1.22%	1.53%	-3.77%
	牛奶零售价	2018/8/10	11.56	元/升	-	0.00%	-0.09%	0.35%
	酸奶零售价	2018/8/10	14.30	元/公斤	-	0.07%	-0.07%	0.00%
	成人奶粉	2018/8/10	95.27	元/公斤	-	0.09%	0.51%	0.84%
	国产婴幼儿奶粉品牌	2018/8/10	165.39	元/公斤	-	0.16%	0.37%	4.75%
	国外婴幼儿奶粉品牌	2018/8/10	227.47	元/公斤	-	0.15%	0.08%	2.65%
	生鲜乳	2018/8/8	3.38	元/公斤	-	0.30%	0.30%	-0.59%
	玉米	国内玉米	2018/8/16	1843.10	元/吨	0.02%	-0.02%	0.18%
国内玉米期货价		2018/8/17	1869.00	元/吨	-0.85%	-0.32%	0.32%	7.72%
进口玉米完税价		2018/8/17	2076.14	元/吨	-0.06%	0.10%	7.29%	30.17%
CBOT玉米		2018/8/17	378.75	美分/蒲式耳	-0.26%	1.88%	2.64%	3.98%
大豆	国内大豆	2018/8/17	3420.00	元/吨	0.00%	0.00%	-0.58%	-10.00%
	CBOT大豆	2018/8/17	896.50	美分/蒲式耳	0.06%	4.00%	3.70%	-3.99%
	大豆进口价	2018/07	445.05	美元/吨	-	-	-0.47%	10.85%
食用油	豆油	2018/8/17	5644.74	元/吨	1.22%	1.38%	3.56%	-7.57%
	棕榈油FOB	2018/8/17	555.00	美元/吨	-0.89%	-2.20%	-1.77%	-13.62%
	棕榈油成本	2018/8/17	555.00	元/吨	-1.59%	-1.44%	-0.05%	-12.79%
白糖	国内白糖	2018/8/14	6093.33	元/吨	0.00%	-0.72%	-1.35%	-10.01%
	白糖出口价	2018/03	450.40	美元/吨	-	-	-5.02%	-24.30%
氨基酸	苏氨酸	2018/8/17	8000.00	元/吨	0.00%	0.00%	0.00%	-19.19%
	赖氨酸	2018/8/17	7755.00	元/吨	0.00%	0.13%	1.51%	-9.19%

资料来源: WIND、太平洋证券研究院



#### 四、重点推荐个股

五粮液、泸州老窖、伊力特、洋河股份；  
双汇发展、梅花生物。



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com

广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。