

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018 年 09 月 03 日

分析师

张宇光 0755-83515512

Email: zhangyuguang@cgws.com

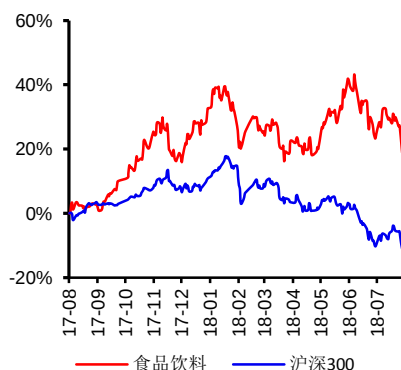
执业证书编号: S1070518060003

黄瑞云 010-88366060-8862

Email: huangruiyun@cgws.com

从业证书编号: S1070118060052

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<伊利股份中报点评：市占率稳步提升，利润短期承压>>2018-08-31

<<反弹食品先行，重视中炬新价值>>2018-08-27

<<千禾味业中报点评：Q2 收入增速回落，全国化稳步推进>> 2018-08-23

中报收官，喜多忧少

——食品饮料周报 2018 第 35 期

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
贵州茅台	30.60	37.50	22	18
伊利股份	1.07	1.25	25	22
中炬高新	0.83	0.92	29	26
桃李面包	1.33	1.60	43	36

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 8 月 27 日-8 月 31 日，食品饮料指数跌幅 1.1%，跑输沪深 300 约 1.4pct，子行业中肉制品（1.5%）、白酒（0.3%）、食品综合（0.0%）涨幅居前。本周食品板块略有回调，市场策略未形成一致预期，板块涨跌交替进行。本周中报公布完毕，食品饮料整体业绩较好，分子行业来看，2Q18 白酒营收、利润维持高增长势头，扣除茅五后预收款仍有提升，结构升级带来的毛利率提升仍是利润增长主要推手，行业仍处于景气周期。大众品方面：啤酒基本符合预期，华润中报验证提价逻辑持续，青啤按会计准则还原后也有明显改善；调味品中海天、中炬业绩稳定增长，且中炬治理机制有望改善，适合长周期布局。肉制品龙头双汇受益猪价下跌，利润超预期并持续改善，且新品将陆续投放市场，有利于肉制品销量回升；乳制品方面伊利受到行业短期竞争加剧以及奥运费用结算影响，利润出现大幅下滑。整体看食品中报业绩喜多忧少。行业即将进入中秋国庆旺季备货以及三季报披露，我们建议布局业绩稳定增长的子行业龙头，重点关注茅台、中炬高新、绝味食品、桃李面包等。

■ **投资组合：**优选业绩稳定增长、估值低标的。建议配置贵州茅台、中炬高新、绝味食品、桃李面包。（1）贵州茅台：茅台中报业绩符合预期，估计 2Q18 出货量超 5000 吨，与草根调研一致。预收款确认节奏合理，无需过度担忧。双节期间欲加大投放力度，旺季备货情况良好，终端动销无忧。（2）中炬高新：中报业绩略超预期，调味品稳健增长，销售费用率下降提升利润弹性，地产结算是利润大增主因。公司修改章程，猜测管理层调整步伐前进，治理机制问题有望解决，公司可能从业务层面自上而下改善。（3）绝味食品：中央工厂+加盟模式利于市场扩张，2Q18 全国门店数量按节奏推进，单店收入稳定增长，短期看门店扩张、产品提价、口味丰富、服务改善等仍可提高收入弹性；长期看公司平台具备资源整合能力，业绩再上台阶可期。（4）桃李面包：2Q18 业绩符合预期，新品推广+市场拓展推动营收持续增长，西南新老产能未有能效衔接导致西南增速放缓。结构升级+提价推动毛利率增长，利润弹性较大。桃李平衡全国产能布局，仍在跑马圈地不断强化优势，具备持续成长性。

■ **个股调研更新：**涪陵榨菜：（1）根据草根调研，8 月份收入环比恢复性增

长，渠道库存处于良性，半成品采购价同降 15%左右。预计全年费用率预计会和去年持平。(2)近两年环保趋严、原料成本上涨，一些小企业退出、大企业经营面临考验，公司加快抢占机遇和市场，今年 5 月份实施大水漫灌活动，抢占优质经销商，预计明年效果明显。(3)公司定位中高端，不会做低端，未来发展战略一是抓机遇、抢市场，二是增加全国化品类，三是休闲方向发展。

■ **风险提示：**宏观经济下行风险、食品安全风险。

目录

1. 每周观点及个股更新	5
1.1 中报收官，喜多忧少	5
1.2 个股观点更新	5
2. 市场表现：食品饮料行业跑输沪深 300	5
3. 上游数据	6
4. 行业要闻	8
5. 近一月研究报告	9
6. 备忘录	9
7. 风险提示	10

图表目录

图 1: 过去一周, 食品饮料跌幅 1.1%, 排名 23/28.....	6
图 2: 过去一周, 肉制品、白酒、食品综合涨幅居前	6
图 3: 过去一周, 顺鑫农业、水井坊表现较好	6
图 4: 过去一周, 西藏发展、伊利股份跌幅居前	6
图 5: 8 月 21 日, GDT 全脂奶粉中标价同比-8.3%.....	6
图 6: 8 月 22 日, 国内生鲜乳价格同比-0.3%, 环比+0.6%.....	6
图 7: 8 月 24 日, 生猪价格同比-6.7%, 猪肉价格同比-3.7%.....	7
图 8: 2018 年 7 月, 生猪存栏数量同比-2.0%, 环比-0.8%.....	7
图 9: 2018 年 7 月能繁母猪数量同比-4.0%, 环比-1.9%.....	7
图 10: 12 月 30 日, 白条鸡价格同比+5.7%, 环比+0.4%	7
图 11: 2018 年 7 月, 进口大麦价格同比+34.5%.....	7
图 12: 2018 年 7 月, 进口大麦数量同比-16.7%.....	7
图 13: 8 月 31 日, 大豆现货价同比-2.5%.....	8
图 14: 8 月 22 日, 豆粕平均价同比+5.3%.....	8
图 15: 8 月 31 日, 柳糖价格同比-20.4%.....	8
图 16: 8 月 24 日, 白砂糖零售价同比+3.0%	8
 表 1: 近一月研究报告	 9
表 2: 最近重大事件备忘录	9

1. 每周观点及个股更新

1.1 中报收官，喜多忧少

8月27日-8月31日，食品饮料指数跌幅1.1%，跑输沪深300约1.4pct，子行业中肉制品（1.5%）、白酒（0.3%）、食品综合（0.0%）涨幅居前。本周食品板块略有回调，市场策略未形成一致预期，板块涨跌交替进行。本周中报公布完毕，食品饮料整体业绩较好，分子行业来看，2Q18白酒营收、利润维持高增长势头，扣除茅五后预收款仍有提升，结构升级带来的毛利率提升仍是利润增长主要推手，行业仍处于景气周期。大众品方面：啤酒基本符合预期，华润中报验证提价逻辑持续，青啤按会计准则还原后也有明显改善；调味品中海天、中炬业绩稳定增长，且中炬治理机制有望改善，适合长周期布局。肉制品龙头双汇受益猪价下跌，利润超预期并持续改善，且新品将陆续投放市场，有利于肉制品销量回升；乳制品方面伊利受到行业短期竞争加剧以及奥运费用结算影响，利润出现大幅下滑。整体看食品中报业绩喜多忧少。行业即将进入中秋国庆旺季备货以及三季报披露，我们建议布局业绩稳定增长的子行业龙头，重点关注茅台、中炬高新、绝味食品、桃李面包等。

1.2 个股观点更新

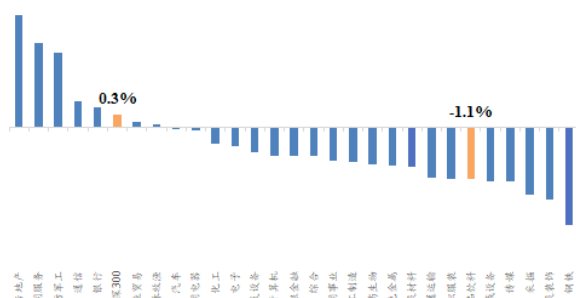
■ 伊利股份：市占率稳步提升，利润短期承压

公司2Q2018实现收入201.9亿，同比增14%；归母净利13.46亿，同比降17.5%。营收稳步增长主因重点产品、新品皆有不错表现和渠道精耕、下沉效果持续显现。未来随着产品结构升级、渠道渗透率持续增强，预计公司全年收入可达18%。2Q2018毛利率为39.1%，同比持平，主因产品结构升级对冲包材成本压力。2Q18净利下滑源于广告及宣传费用增加，可能源于：（1）蒙牛成为世界杯官方赞助商，二季度加大营销费用投放，伊利跟随加大重点产品和新产品的投入；（2）伊利1H18新增冬奥会赞助费用（此费用于17年9月开始结算）；（3）在买赠促销上维持相对较高的水平。往下半年展望，公司原奶收购价稳定、结构升级或可抵消成本压力，估计全年毛利率略增；蒙牛下半年费用投放大概率收敛，行业竞争程度边际减弱，公司下半年费用投放缓和，预计全年公司净利增速约8%。1H18公司市场份额持续提升，伊利仍大扩大自身优势，竞争实力进一步增强。而健康饮品事业部、奶酪事业部的成立，低温酸奶组织分工的调整也利于公司将单品做细做强。蒙牛年内边际改善明显，即使忽略世界杯营销加剧短期竞争，长期来看渠道的调整及下沉持续，行业竞争应是常态，伊利利润率回升周期可能拉长。根据中报情况，下调全年盈利预测，预计18-20年EPS分别为1.07、1.25、1.47元，同比增8%、17%、18%，给予“推荐”评级。

2. 市场表现：食品饮料行业跑输沪深300

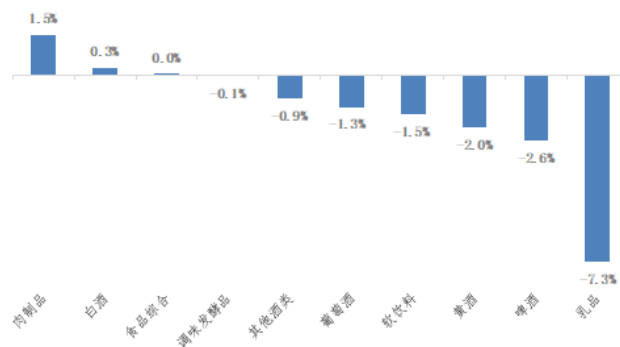
8月27日-8月31日，食品饮料指数跌幅1.1%，跑输沪深300约1.4pct，子行业中肉制品（1.5%）、白酒（0.3%）、食品综合（0.0%）涨幅居前。个股方面，顺鑫农业、水井坊、洋河股份、元祖股份、克明面业等表现优异，西藏发展、伊利股份、来伊份、迎驾贡酒、金达威股价走弱。

图 1: 过去一周, 食品饮料跌幅 1.1%, 排名 23/28



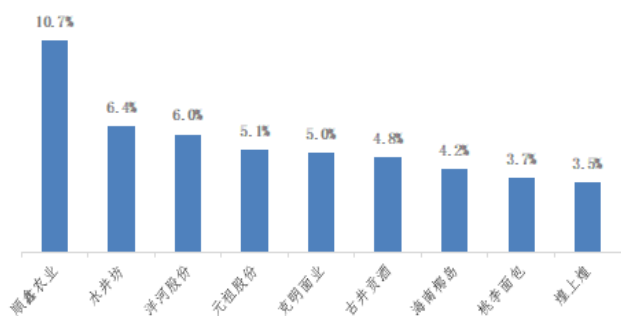
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 过去一周, 肉制品、白酒、食品综合涨幅居前



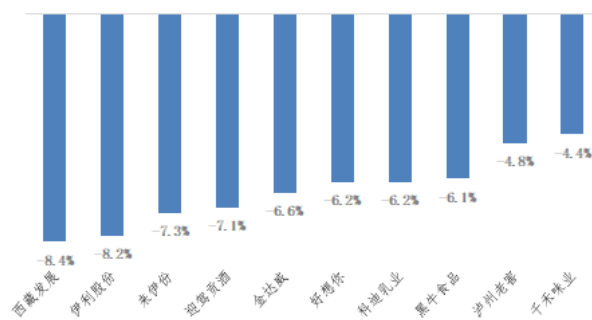
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 3: 过去一周, 顺鑫农业、水井坊表现较好



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: 过去一周, 西藏发展、伊利股份跌幅居前

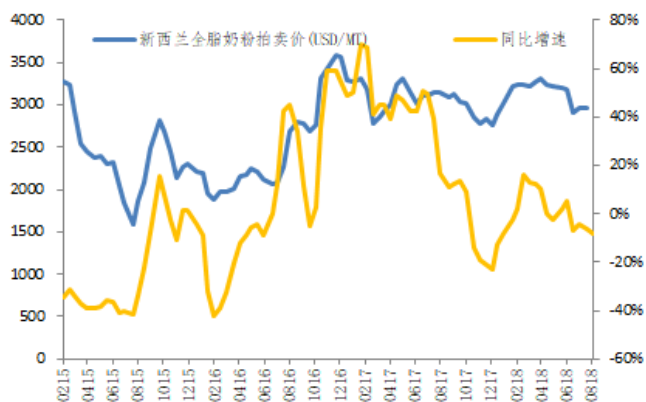


资料来源: Wind, 长城证券研究所

3. 上游数据

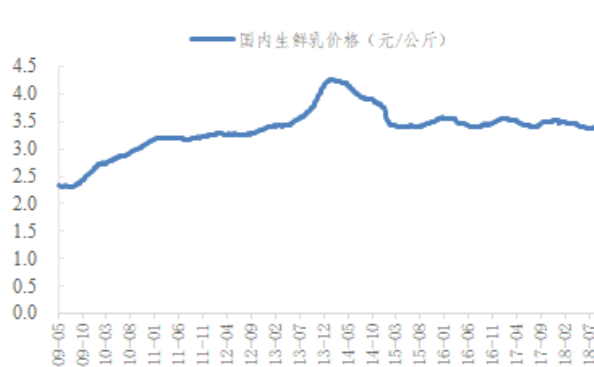
8月21日, GDT 拍卖全脂奶粉中标价 2883 美元/吨, 环比-2.5%; 同比-8.3%。奶价环比略有降低。8月22日, 国内生鲜乳价格 3.4 元/吨, 环比+0.6%, 同比-0.3%。长期看国内奶牛存栏量处于低位, 奶价进行上行周期, 预计 18 年国内原奶价格平稳向上。

图 5: 8月21日, GDT 全脂奶粉中标价同比-8.3%



资料来源: GDT, 长城证券研究所

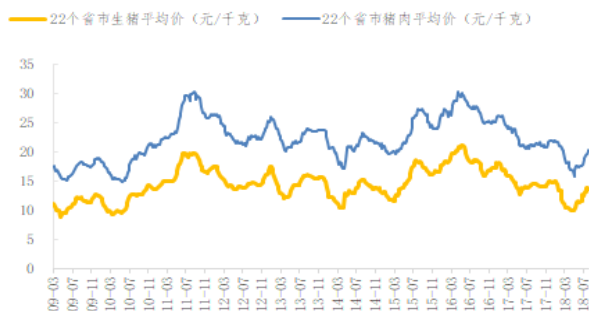
图 6: 8月22日, 国内生鲜乳价格同比-0.3%, 环比+0.6%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

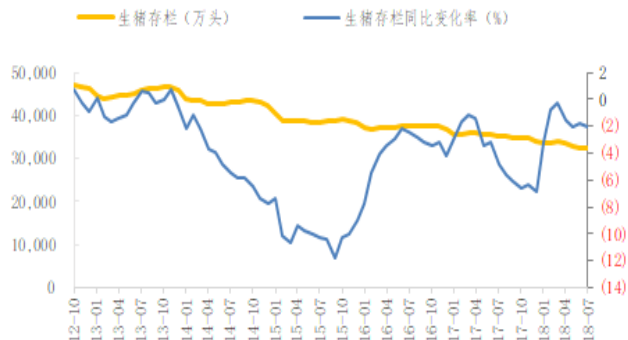
8月24日，生猪价格13.7元/公斤，同比-6.7%，环比-1.0%；猪肉价格20.4元/公斤，同比-3.7%，环比+1.1%。2018年7月能繁母猪存栏3180万头，同比-4.0%，环比-1.9%。牛羊肉对猪肉替代效应明显，加之规模化养殖使得头均重量增加，预计18年猪肉价格稳中有降。12月30日，白条鸡价格23.0元/公斤，同比+5.7%，环比+0.4%。

图7：8月24日，生猪价格同比-6.7%，猪肉价格同比-3.7%



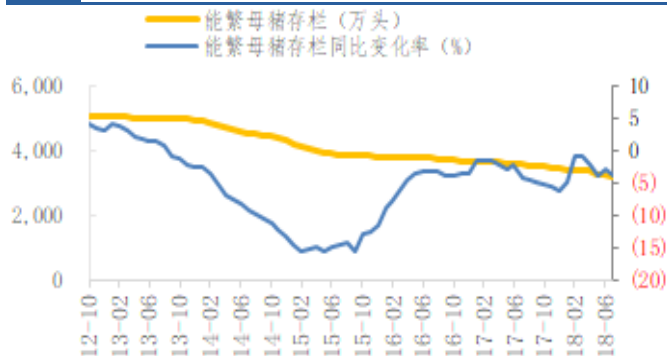
资料来源：Wind，长城证券研究所

图8：2018年7月，生猪存栏数量同比-2.0%，环比-0.8%



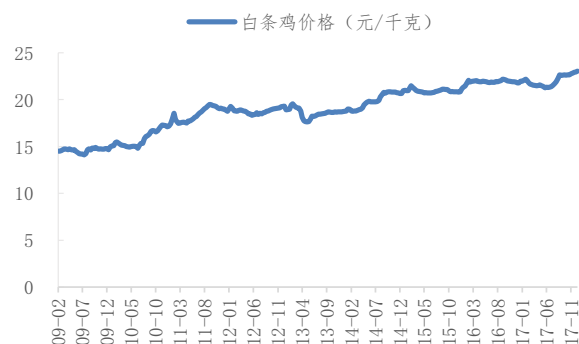
资料来源：Wind，长城证券研究所

图9：2018年7月能繁母猪数量同比-4.0%，环比-1.9%



资料来源：Wind，长城证券研究所

图10：12月30日，白条鸡价格同比+5.7%，环比+0.4%



资料来源：Wind，长城证券研究所

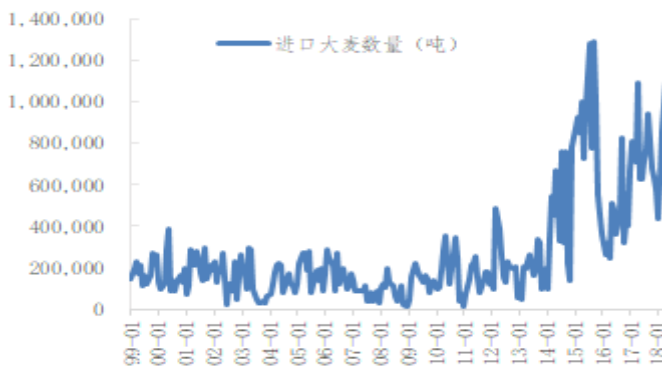
2018年7月，进口大麦价格259.7元/公斤，同比+34.5%。进口数量60万吨，同比-16.7%。预计18年进口大麦价格仍将上行，啤酒生产成本可能持续承压。

图11：2018年7月，进口大麦价格同比+34.5%



资料来源：Wind，长城证券研究所

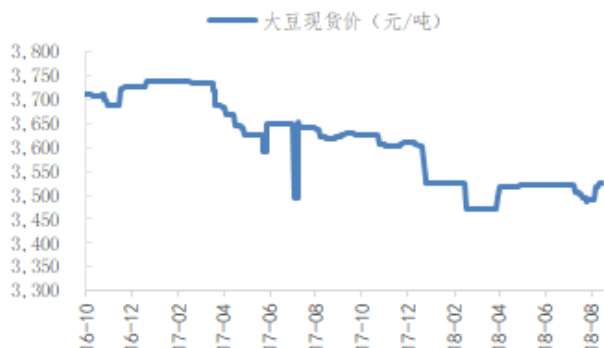
图12：2018年7月，进口大麦数量同比-16.7%



资料来源：Wind，长城证券研究所

8月31日，大豆现货价3528.4元/吨，同比-2.5%。8月22日，豆粕平均价格3.4元/公斤，同比+5.3%。受到阿根廷减产影响，中美贸易战正式打响，预计大豆价格大概率走高。

图 13: 8月31日，大豆现货价同比-2.5%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

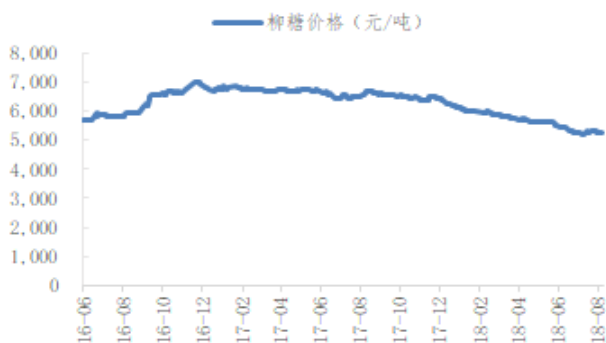
图 14: 8月22日，豆粕平均价同比+5.3%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

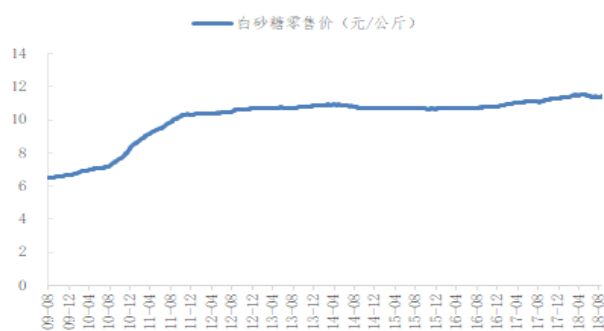
8月31日，柳糖价格5,230元/吨，同比-20.4%；8月24日，白砂糖零售价格11.4元/公斤，同比+3.0%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图 15: 8月31日，柳糖价格同比-20.4%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 8月24日，白砂糖零售价同比+3.0%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

4. 行业要闻

- **【微酒】**据 Liv-ex 数据显示，今年初，波尔多葡萄酒的交易额仅总值的 68.3%。这个份额与 2010 年相比可谓惨不忍睹。不仅如此，年初至今该酒区的交易总额比例急跌至只有 60.7%，创 Liv-ex 记录新低。尽管波尔多的交易份额仍是最大，但其影响力已大幅下降。（8-27）
- **【中国酒业杂志】**汾酒商贸公司决定，2018 年 9 月 18 日至 2018 年 9 月 30 日期间，打款预购 2018 年头锅原浆汾酒的客户，可享受庆典价：5L 装 2018 年头锅原浆汾酒 3300 元/坛，2.5L 装 2018 年头锅原浆汾酒 1700 元/坛。（8-29）
- **【小食代】**8 月 28 日，雀巢和星巴克公司宣布完成交易，永久性授权雀巢在全球范围内星巴克咖啡店之外销售星巴克零售和餐饮产品。凭借雀巢的全球影响力，星巴克品牌食品和餐饮服务可以开启全球拓展进程。（8-29）

- **【微酒】**8月29日，第十三届“亚洲品牌500强”榜单在中国香港揭晓。五粮液再次荣登榜单，并位列总排名第48名，品牌价值增幅位居前50强首位。同时，五粮液在榜单中位列亚洲食品饮料行业第2名。（8-30）
- **【糖酒快讯】**：8月31日，可口可乐公司宣布达成收购咖世家有限公司的最终协议。此次从其母公司韦博得集团收购咖世家的估价为39亿英镑。通过本次交易，可口可乐公司将获得韦博得集团全资子公司咖世家的所有已发行和流通的股票，该子公司包括了咖世家目前所有运营业务。（8-31）

5. 近一月研究报告

表 1: 近一月研究报告

报告类型	报告名称	时间
中报点评	贵州茅台中报点评：预收款合理变化，龙头业绩稳定向上	8月2日
行业周报	啤酒格局生变，聚焦中报业绩	8月6日
行业周报	客观看待消费数据，正视食品配置价值	8月13日
中报点评	海天味业中报点评：龙头稳健增长，业绩再攀高峰	8月15日
中报点评	双汇发展中报点评：业绩超预期，利润弹性显	8月15日
中报点评	安琪酵母中报点评：营收稳增长，利润出现波动	8月17日
行业周报	食品中报业绩稳健，板块配置价值凸显	8月20日
中报点评	绝味食品中报点评：Q2盈利稳提升，业绩略超预期	8月22日
中报点评	桃李面包中报点评：利润明显改善，全国稳步扩张	8月22日
中报点评	中炬高新中报点评：稳中求进，长远布局	8月23日
中报点评	千禾味业中报点评：Q2收入增速回落，全国化稳步推进	8月23日
行业周报	反弹食品先行，重视中炬新价值	8月27日
中报点评	伊利股份中报点评：市占率稳步提升，利润短期承压	8月31日

资料来源：长城证券研究所

6. 备忘录

表 2: 最近重大事件备忘录

日期	公司	股东会	限售解禁
9月3日	天润乳业		定向增发机构配售股份解禁 2,811.65 万股
9月7日	山西汾酒	14:30 山西汾阳	
	中炬高新	14:30 广东中山	
	光明乳业	13:30 上海长宁	

7.	9月10日	百润股份	14:30 上海浦东	
	9月11日	好想你	13:30 河南新郑	
	9月13日	深深宝 A	14:30 广东深圳	
		深深宝 B	14:30 广东深圳	
		*ST 皇台	14:30 甘肃武威	
	9月14日	泸州老窖		定向增发机构配售股份解禁 5,833.33 万股
		得利斯	14:30 山东诸城	
	9月17日	古井贡酒	10:00 安徽亳州	
		古井贡 B	10:00 安徽亳州	
	9月26日	*ST 因美	14:00 浙江杭州	
		庄园牧场	14:30 甘肃兰州	

资料来源: Wind, 长城证券研究所

风险提示

- 宏观经济下行、食品安全事件。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

