

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年9月4日

**分析师**

张宇光 0755-83515512

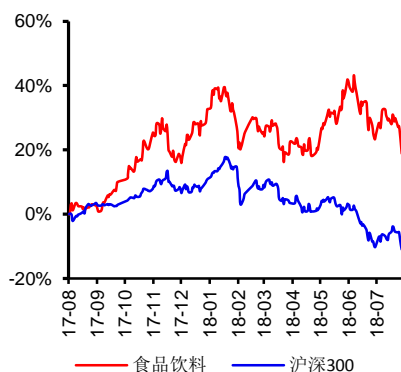
Email: zhangyuguang@cgws.com

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

# 白酒仍处景气周期，大众品喜多忧少

——食品饮料2018年中报综述

**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	1.19	1.43	23	19
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**

■ **市场表现：食品估值下降，股价回落，全年表现仍领先市场。**18年1-8月食品饮料板块-7.5%，市场排名3/28。其中调味品（+18.9%）、食品综合（+6.4%）涨幅领先，且获正收益。食品板块1-8月PE较17年下降33%，预计18年净利增长36%，两者共同作用，年初至今股价略下降7.5%。从个股涨跌幅看，17年涨幅不大、有业绩的食品细分子行业龙头成为最大赢家。7-8月食品板块股价-12.0%，市场排名24，跑输大盘。往下半年展望，旺季备货与三季报披露即将到来，业绩很可能再度成为市场关注焦点，估值已回落至合理区间，食品饮料板块仍然是市场的好选择。

■ **白酒：中报业绩向好，行业仍处景气周期。**业绩方面：2Q18白酒上市公司营业同比+36%，净利同比+46%，呈加速增长态势。营收增长主要靠量增，结构升级是均价提升主力。剔除茅五，白酒上市公司预收账款同比增37%，行业仍处景气周期。2Q18白酒17家上市公司净利率提升1.9pct。其中毛利率提升3.4pct，是净利增长主因，主要受益于均价提升，结构升级应是主要推手。2Q18白酒行业17家上市公司销售费用率同比提升0.8pct。如果剔除茅五沪，其余白酒公司整体销售费用提升1.8pct。其中地产酒竞争最为激烈，费用率提升最为明显。行业从底部复苏至今，已现明显分化，高端白酒格局已定，地产酒竞争或将续存。近期板块调整，市场风格切换明显，预期收益收窄，估值已低，建议积极布局，首选业绩确定性较强的贵州茅台，其次看好山西汾酒、洋河、古井、口子窖等。

■ **大众品：营收稳定增长，利润喜多忧少。**大众子行业2Q18呈现不同特征：葡萄酒国内产量增速回正，进口酒冲击放缓，国产酒或迎机会；啤酒总量持平止跌，行业提价逻辑持续，华润公告与喜力合作，完善自身产品线布局；乳制品受益于产品升级与三四线城市消费崛起，营收稳定增长，龙头市占率提升，短期竞争加剧费用投入增加，伊利利润出现较大波动，建议长周期看伊利，市占率仍是首要指标；屠宰2Q18量利双升，肉制品销量持平，猪价处下行周期，企业盈利呈改善趋势，重点关注双汇；调味品行业有回暖，伴随消费升级，景气度持续提升，海天、中炬增长稳健，可长远布局。其他子行业投资机会分化，需逐一辨认。

■ **2Q18食品饮料配置比例创新高，估计3Q18大概率回落。**2Q18食品饮料配置比例由1Q18的5.6%提升至当前7.1%水平，创下基金持仓比例历史新高，同时2Q18食品饮料板块涨幅10.6%，单二季度市场排名第一。18年7-8月食品

饮料板块股价下跌约 12%，跑输沪深 300 约 10pct，估计三季度基金持仓比例大概率回落。目前食品饮料估值已至合理区间，长周期来看仍具配置价值。

■ **投资建议：**展望三季度，我们推荐关注两类投资机会：一是行业龙头，有望获得持续稳健成长的品种：如贵州茅台、海天味业、双汇发展等；二是具有高成长预期，业绩短期内可保持较快增长品种，如中炬高新、涪陵榨菜、安琪酵母等。

■ **风险提示：**原料大幅上涨风险、食品安全风险、业绩不达预期风险。

## 目录

1.	食品股价回落，全年表现领先市场.....	5
1.1	股价回落，1-8月食品涨幅市场第三.....	5
1.2	个股涨幅：业绩向上个股表现较好.....	7
1.3	2Q18基金重仓比例新高，3Q18大概率回落.....	7
2.	行业：白酒景气持续，大众品喜多忧少.....	9
2.1	白酒：业绩加速，行业仍处景气周期.....	9
2.2	葡萄酒：进口酒冲击放缓，国产酒或迎机遇.....	11
2.3	啤酒：行业竞合，利润率可能步入上行阶段.....	12
2.4	乳制品：集中度提升，竞争常态化.....	13
2.5	肉制品：猪价仍在下行周期，行业景气上行.....	15
2.6	调味品：业绩稳健，抗波动性强.....	16
3.	重点个股：业绩为重，胜者为王.....	17
3.1	贵州茅台：预收款合理变化，龙头业绩稳定向上.....	17
3.2	伊利股份：市占率稳步提升，利润短期承压.....	17
3.3	海天味业：龙头稳健增长，业绩再攀高峰.....	18
3.4	中炬高新：稳中求进，长远布局.....	18
3.5	千禾味业：增速回落，全国化稳步推进.....	19
3.6	双汇发展：业绩超预期，利润弹性显现.....	19
3.7	桃李面包：利润明显改善，全国稳步扩张.....	20
4.	投资建议：.....	20
5.	风险提示.....	20

**图表目录**

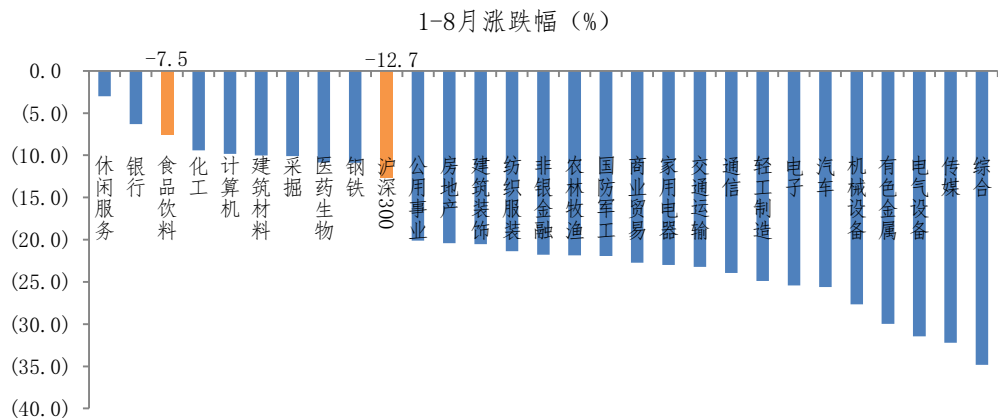
图 1: 1-8 月食品饮料涨幅市场排名 3/28.....	5
图 2: 1-8 月调味品、食品综合等子行业表现较好.....	5
图 3: 食品饮料板块估值下降, 股价出现回调.....	6
图 4: 7-8 月食品饮料跑输大盘.....	6
图 5: 7-8 月葡萄酒、食品综合等子行业跌幅较少.....	7
图 6: 1-8 月食品细分子行业龙头表现较好.....	7
图 7: 2Q18 食品饮料重仓配置比例回升至 7.1%水平 (单位: %).....	8
图 8: 2Q18 基金前十大重仓股中食品饮料占有四席.....	8
图 9: 2Q18 白酒上市公司整体营收、净利增 36%、46%.....	9
图 10: 2Q18 高端白酒营收、净利增 41%、44%.....	9
图 11: 2Q18 次高端白酒营收、净利增 30%、44%.....	9
图 12: 2Q18 地产酒营收、净利增 30%、68%.....	9
图 13: 2Q18 白酒上市公司预收款下降 20%, 剔除茅五后预收款增长 37%.....	10
图 14: 2Q18 白酒上市公司毛利率 73.2%, 同比增 3.4pct.....	10
图 15: 2Q18 高端白酒毛利率 80.7%, 同比增 2.7pct.....	10
图 16: 2Q18 次高端毛利率 67.5%, 同比增 3.7pct.....	10
图 17: 2Q18 地产酒毛利率 56.5%, 同比增 3.3pct.....	10
图 18: 2Q18 白酒上市公司销售费用率 73.2%, 同比增 0.8pct.....	11
图 19: 2Q18 高端白酒销售费用率 10.9%, 同比增 0.5pct.....	11
图 20: 2Q18 次高端销售费用率 15.4%, 同比增 0.3pct.....	11
图 21: 2Q18 地产酒销售费用率 2.04%, 同比增 1.7pct.....	11
图 22: 18 年 1-7 月国内葡萄酒产量降幅收窄.....	12
图 23: 18 年 1-7 月进口葡萄酒数量增速回落.....	12
图 24: 1H18 葡萄酒上市公司整体营收+3.0%, 净利-3.9%.....	12
图 25: 18 年 1-7 月国内啤酒产量+0.5%.....	12
图 26: 18 年 1-7 月进口啤酒数量增 21.6%.....	12
图 27: 1H18 啤酒上市公司整体营收+1.6%, 净利+13.2%.....	13
图 28: 2Q18A 股上市乳企整体营收+11.5%, 净利+10.7%.....	14
图 29: 1H18 常温液态奶 CR2 为 64.9%.....	14
图 30: 18 年 7 月液奶成本同比增 0.9%.....	14
图 31: 2Q18 全国性乳企营收增速较快.....	15
图 32: 2Q18 全国性乳企净利略有波动.....	15
图 33: 2Q18A 股肉制品上市企业整体营收+3.8%, 净利+19.8%.....	15
图 34: 2Q18 生猪平均价同比降 24.8%.....	16
图 35: 2Q18 生猪定点屠宰企业屠宰量同比增 15.8%.....	16
图 36: 1Q18 调味品企业增速略升.....	16
图 37: 1Q18 酱醋企业增速略降.....	16

# 1. 食品股价回落，全年表现领先市场

## 1.1 股价回落，1-8月食品涨幅市场第三

食品饮料股价跑赢于大盘，调味品、食品综合领跑板块。18年1-8月食品饮料板块下跌7.5%，跑赢沪深300指数5.1pct，在申万一级子行业中排名第三。分子行业看看，调味品(+18.9%)、食品综合(+6.4%)子行业领跑食品饮料板块，且均获得较高正超额收益。白酒、啤酒、肉制品、乳制品、黄酒等为负收益。

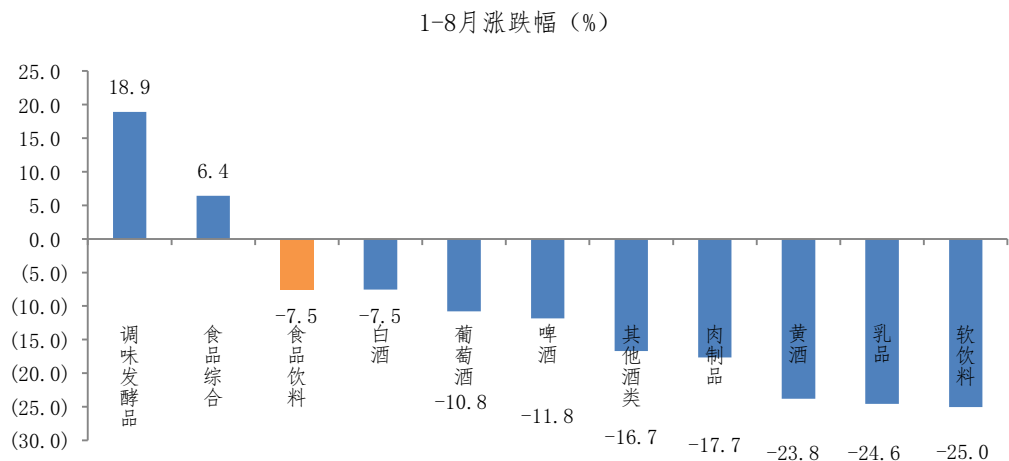
图 1: 1-8月食品饮料涨幅市场排名 3/28



备注：股价涨跌幅截至8月31日

资料来源：Wind 资讯，长城证券研究所

图 2: 1-8月调味品、食品综合等子行业表现较好

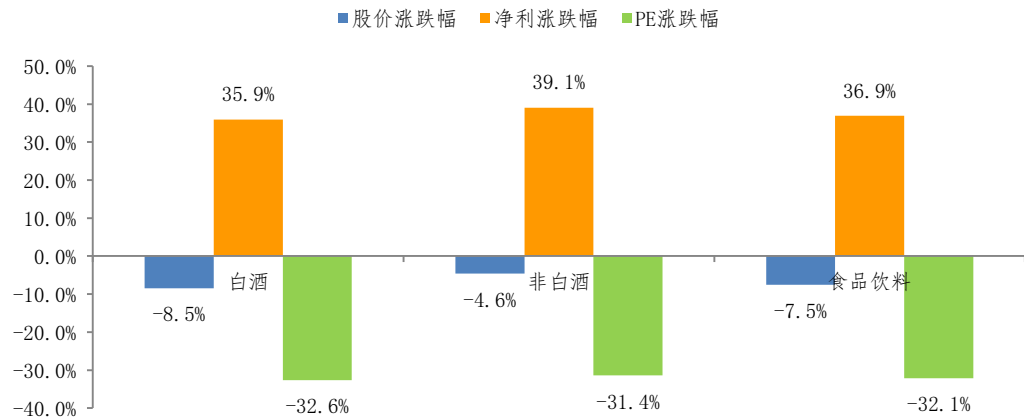


备注：股价涨跌幅截至8月31日

资料来源：Wind 资讯，长城证券研究所

18年食品饮料净利升、估值降，1-8月板块股价回落。食品饮料18年1-8月PE较17年下降32%，预计18年净利增长37%，两者共同作用，年初至今股价略下降7.5%。其中：白酒估值下降较多，导致股价下行，应是与18年整体经济下行、板块前期超额收益较高有关；非白酒中乳制品估值大幅下降44%，主因在于伊利利润快速提升逻辑被证伪，以及中报业绩不及预期，股价大幅杀跌。预计白酒与非白酒食品18年净利分别增36%、39%，1-8月PE较17年分别-33%、-31%，导致股价较17年底分别-8.5%与-4.6%。

图 3: 食品饮料板块估值下降, 股价出现回调

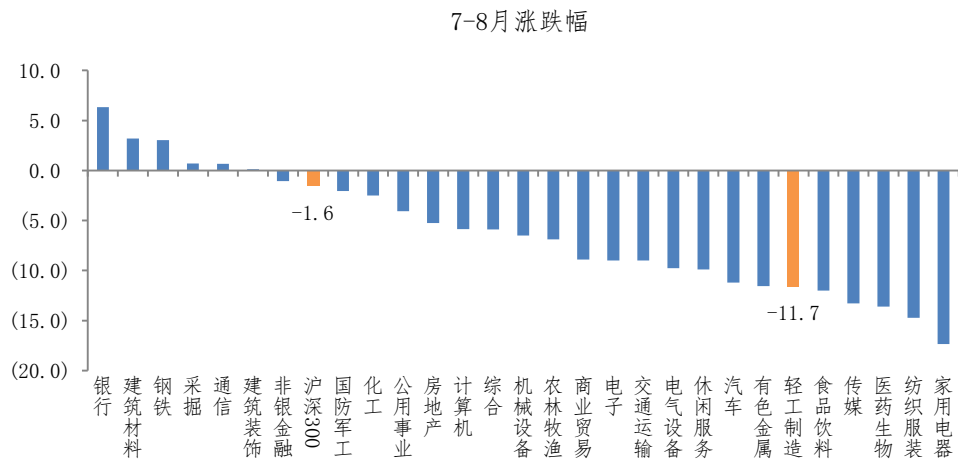


备注: 股价涨跌幅截至 8 月 31 日

资料来源: Wind 资讯, 长城证券研究所

7-8 月股价出现回落。18 年 7-8 月食品饮料板块下跌 12.0%，跑输沪深 300 指数 10.4pct，在申万一级子行业中排名 24。分子行业看看，葡萄酒（-3.4%）、食品综合（-4.8%）、调味品（-6.5）等子行业领跑食品饮料板块。7-8 月板块出现回落原因，一方面经济扰动，消费环境受到影响；另一方面前期超额收益明显，板块具有回调压力。

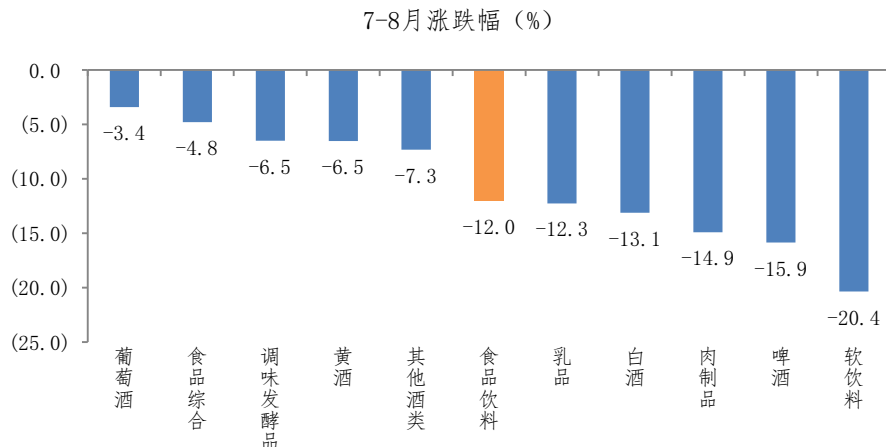
图 4: 7-8 月食品饮料跑输大盘



备注: 股价涨跌幅截至 8 月 31 日

资料来源: Wind 资讯, 长城证券研究所

图 5: 7-8 月葡萄酒、食品综合等子行业跌幅较少



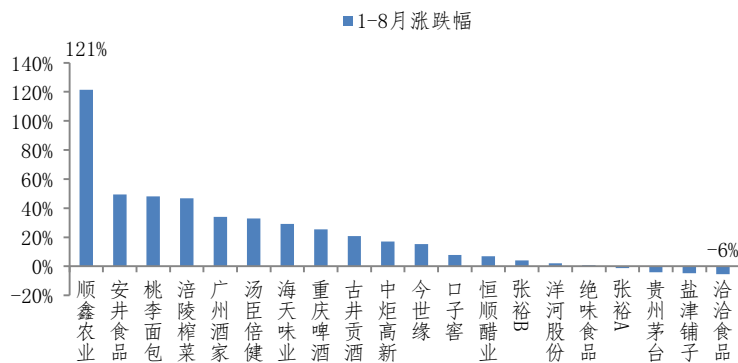
备注: 股价涨跌幅截至 8 月 31 日

资料来源: Wind 资讯, 长城证券研究所

## 1.2 个股涨幅: 业绩向上个股表现较好

调味品连续两年表现较好; 业绩稳定子行业龙头成为最大赢家。18 年 1-8 月板块涨幅居前个股, 与业绩表现相关性较大。如排名在前的顺鑫、安井、桃李、榨菜、海天、中炬等, 均是业绩表现较好企业。排名前 10 股票中, 白酒企业有顺鑫农业与古井贡 2 家; 食品细分子行业龙头数量较多; 涨幅 11-20 股票中: 白酒有今世缘、口子窖、洋河、茅台四席。啤酒行业重啤持续性较好, 青啤与燕京跌出前 20; 调味品中海天味业、中炬高新表现优异。总体来看, 食品细分子行业龙头在 18 年倍受青睐, 可能成为全年行业最大赢家。

图 6: 1-8 月食品细分子行业龙头表现较好



备注: 股价涨跌幅截至 8 月 31 日

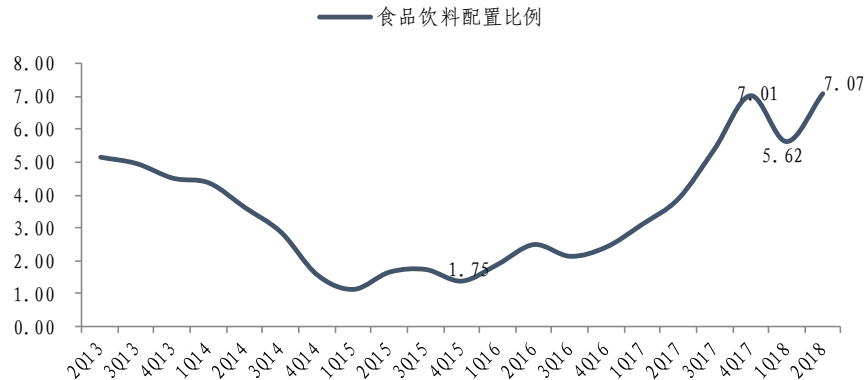
资料来源: Wind 资讯, 长城证券研究所

## 1.3 2Q18 基金重仓比例新高, 3Q18 大概率回落

2Q18 食品饮料配置比例再创新高。从基金重仓持股情况来看, 2Q18 食品饮料配置比例由 1Q18 的 5.6% 提升至当前 7.1% 水平, 超过 4Q17 高点, 创下基金持仓比例历史新高, 反映食品板块经历两年牛市后, 仍获市场青睐。伴随基金重仓比例提升, 2Q18 食品饮料板块涨幅

10.6%，单二季度市场排名第一。18年7-8月食品饮料板块股价下跌约12%，跑输沪深300约10pct，估计三季度基金持仓比例大概率回落。

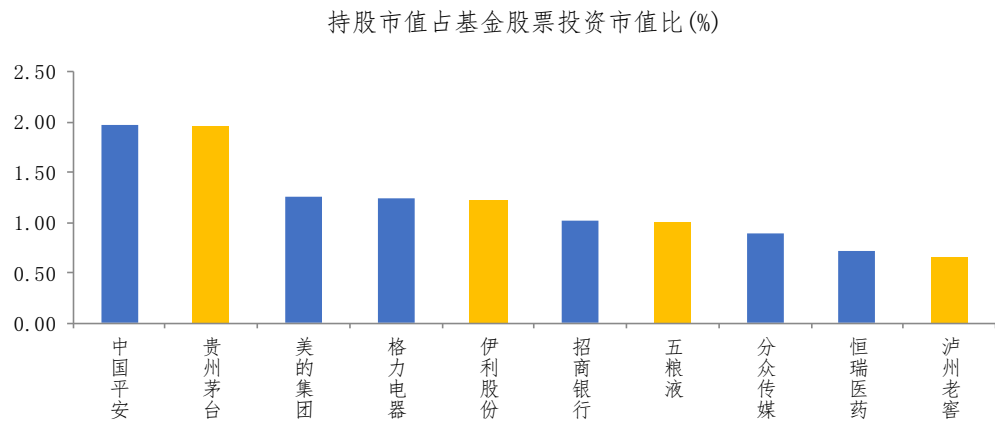
图 7: 2Q18 食品饮料重仓配置比例回升至 7.1% 水平 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 长城证券研究所

**基金十大重仓股中食品占有四席，消费仍是中流砥柱。**观测市场中报基金前十大重仓股，食品饮料占有四席：茅台、伊利、五粮液、老窖（老窖重新回到基金重仓前十）。此外，美的、格力均被基金增持，恒瑞医药新进前十名，消费股合计七支，仍是市场中流砥柱。16年以来“价值投资”被市场推崇，在宏观经济不确定背景下，业绩增长确定的消费蓝筹仍将是市场主流。

图 8: 2Q18 基金前十大重仓股中食品饮料占有四席



资料来源: Wind, 长城证券研究所

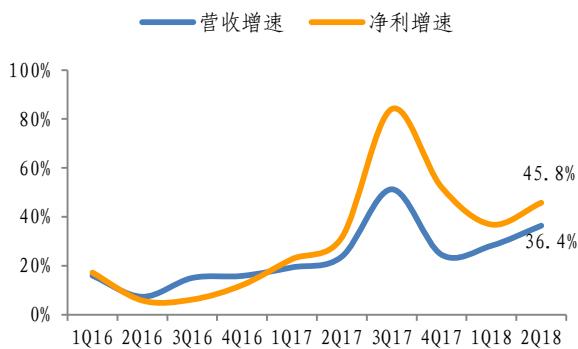
**估值回落，食品价值再显。**2Q18 基金配置食品饮料比例再度提升，主因在于外部市场出现不确定性，中美贸易战升级为宏观经济带来扰动。存量资金博弈背景下资金寻找避险板块，食品饮料业绩确定性与持续性市场领先，且板块估值已回落至合理区间，成为资金青睐对象。估计 3Q18 食品持仓可能有较大幅度下降。目前宏观经济仍在波动，且中秋旺季备货、三季报披露，两个时间点连续出现，行业或公司逻辑很容易被证实或证伪。业绩很可能再度成为市场关注焦点，估值回落，食品饮料板块仍然是市场的好选择。

## 2. 行业：白酒景气持续，大众品喜多忧少

### 2.1 白酒：业绩加速，行业仍处景气周期

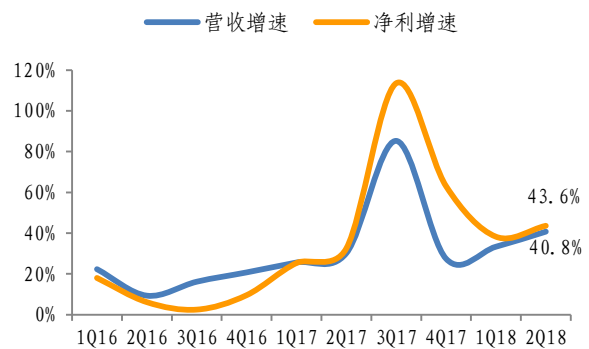
**2Q18 白酒业绩加速增长。**2Q18 白酒上市公司营业同比+36%，净利同比+46%，呈加速增长态势。营收增长主要靠量增，结构升级是均价提升主力。分开来看：2Q18 高端酒（茅五沪）营收、净利分别增 41%与 44%，其中茅台是增长主力，与预收款确认有关；剔除茅五沪，2Q18 白酒营收、净利分别增 32%、59%，其中次高端（水井、汾酒、舍得、酒鬼、洋河）营收、净利分别增 30%、44%；地产酒营收、利润分别增 30%、68%，业绩达到近年高点。

图 9：2Q18 白酒上市公司整体营收、净利增 36%、46%



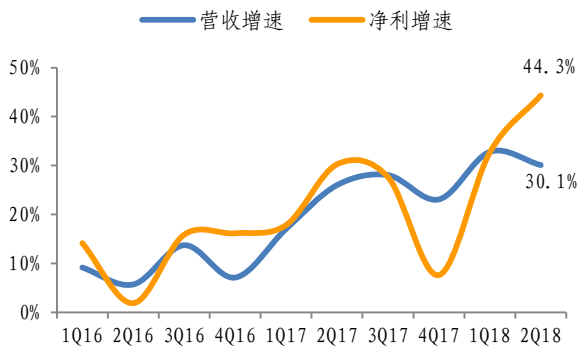
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 10：2Q18 高端白酒营收、净利增 41%、44%



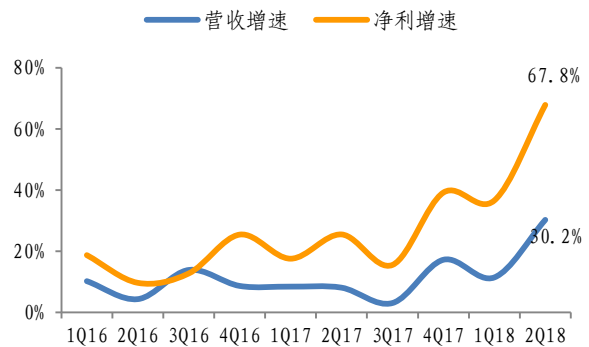
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 11：2Q18 次高端白酒营收、净利增 30%、44%



资料来源：Wind，长城证券研究所

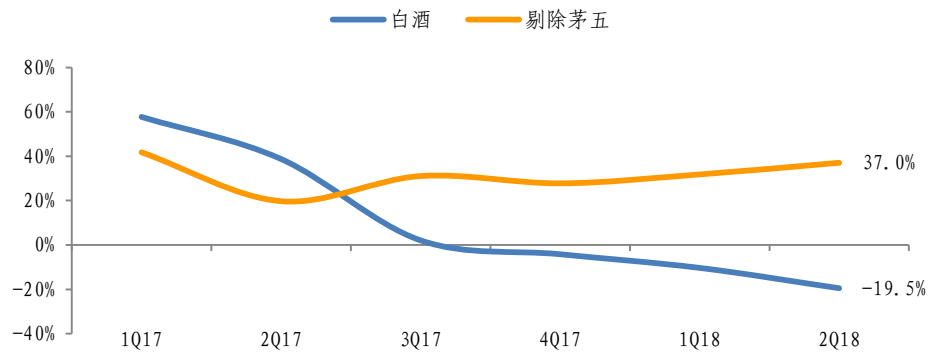
图 12：2Q18 地产酒营收、净利增 30%、68%



资料来源：Wind，长城证券研究所

**剔除茅五，预收账款同比增长，行业仍处景气周期。**2Q18 白酒行业预收账款同比降 20%，茅台确认预收款较多，对行业影响较大。剔除影响较大的茅五，行业预收款同比增 37%，配合 2Q18 营收增速持续高位，我们判断行业仍处于景气周期当中。而茅台确认预收款也并非行业下行标志，预收款变化原因一是打款政策发生变化；二是平滑季度间业绩波动。

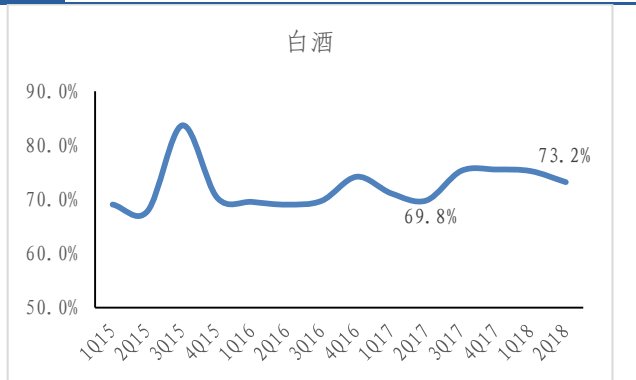
图 13: 2Q18 白酒上市公司预收款下降 20%，剔除茅五后预收款增长 37%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

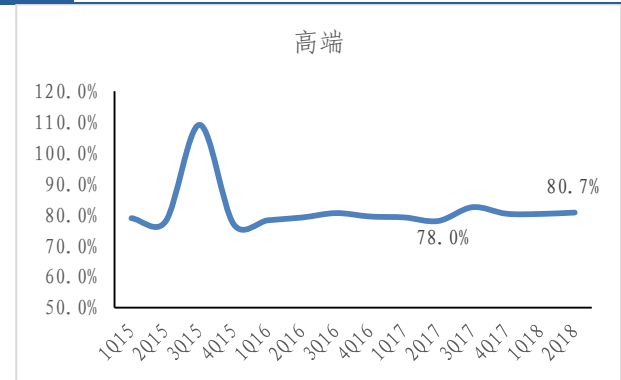
毛利率提升是推动净利增长主因。白酒行业 17 家上市公司 2Q18 净利增 46%，高于营收增速 36%，行业净利率提升 1.9pct。其中毛利率提升 3.4pct，是净利增长主因。分开来看，高端、次高端、地产酒毛利率分别提升 2.7pct、3.7pct、3.3pct，推动净利率分别增 0.7pct、2.4pct、3.1pct。毛利率增长主要受益于均价提升，结构升级应是主要推手。

图 14: 2Q18 白酒上市公司毛利率 73.2%，同比增 3.4pct



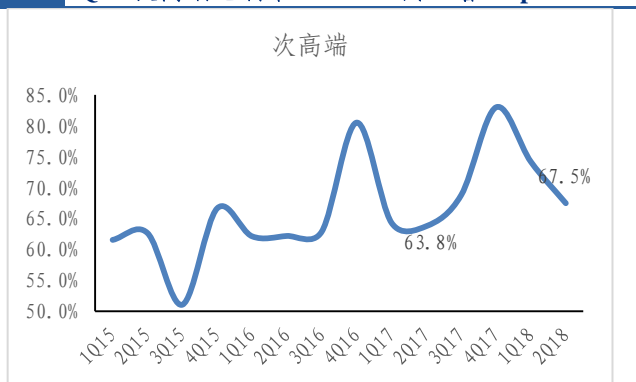
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 15: 2Q18 高端白酒毛利率 80.7%，同比增 2.7pct



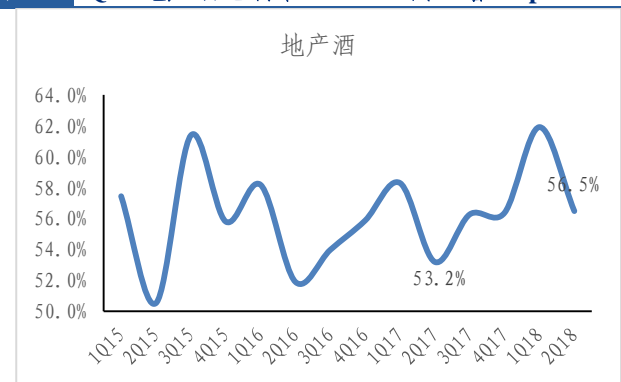
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 2Q18 次高端毛利率 67.5%，同比增 3.7pct



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 17: 2Q18 地产酒毛利率 56.5%，同比增 3.3pct

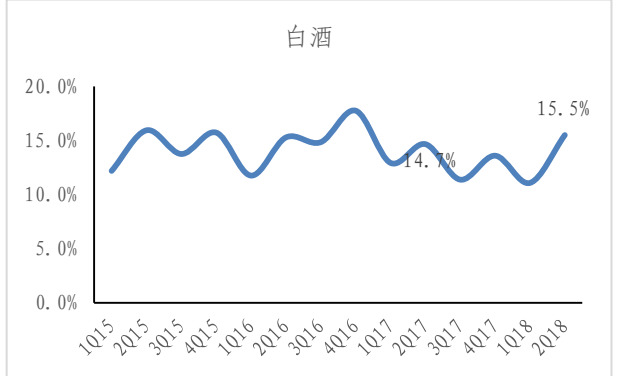


资料来源: Wind, 长城证券研究所

销售费用率稳中略升，竞争持续存在。2Q18 白酒行业 17 家上市公司销售费用率同比提升 0.8pct。如果剔除茅五沪，其余白酒公司整体销售费用提升 1.8pct。分开来看：高端酒、

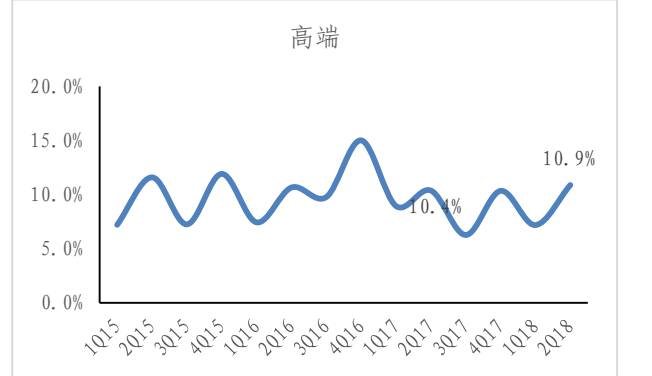
次高端、地产酒销售费用率分别提升 0.5pct、0.3pct、1.7pct。地产酒竞争最为激烈，费用率提升最为明显。行业从底部复苏至今，已现明显分化，高端白酒格局已定，地产酒竞争或将续存。

图 18: 2Q18 白酒销售费用率 73.2%，同比增 0.8pct



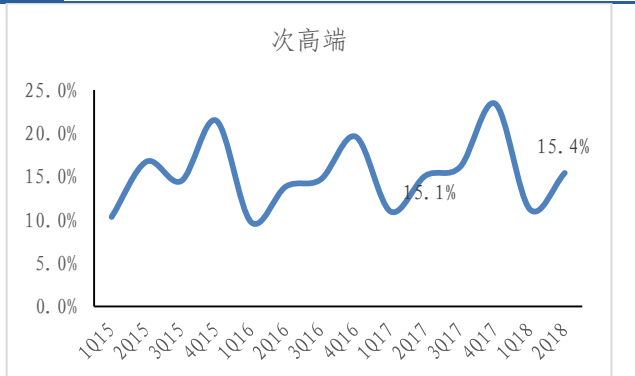
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 19: 2Q18 高端白酒销售费用率 10.9%，同比增 0.5pct



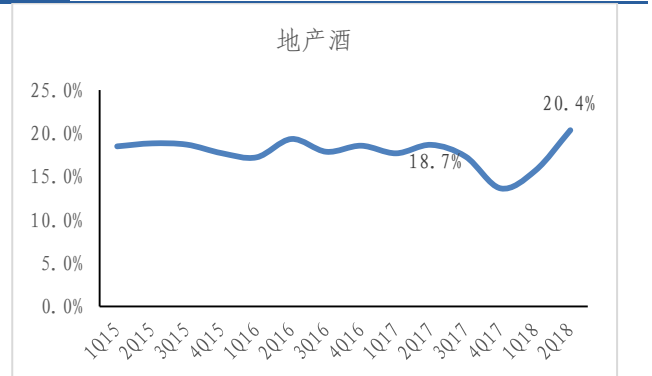
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 20: 2Q18 次高端销售费用率 15.4%，同比增 0.3pct



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 21: 2Q18 地产酒销售费用率 20.4%，同比增 1.7pct



资料来源: Wind, 长城证券研究所

**2Q18 情况良好，下半年也可作乐观展望。**7-8 月草根调研，节前茅台酒动销良好，计划 8-9 月发货 7 千吨，旺季销售无忧；五粮液库存状况合理，目前批价 850 左右，旺季放量可期。次高端白酒依然存在结构升级空间，在各大次高端酒企区域扩张背景下，300-600 元价格带会持续扩容。旺季酒企成长逻辑持续，下半年可做乐观展望。

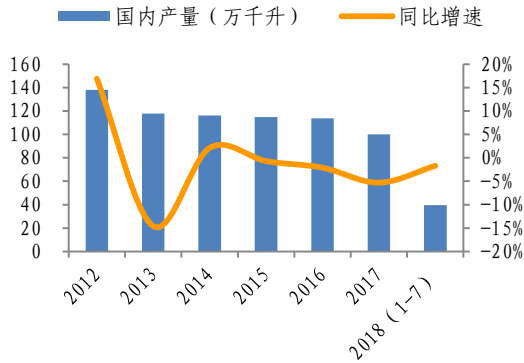
**白酒业绩确定性强，估值回落后板块性价比凸显。**在行业趋于品牌化、消费升级和开年行业龙头提价的背景下，行业景气度趋势持续。近期板块调整，市场风格切换明显，预期收益收窄，估值已回落至合理区间，建议积极布局，首选业绩确定性较强的贵州茅台，其次看好山西汾酒、洋河、古井、口子窖等。

## 2.2 葡萄酒：进口酒冲击放缓，国产酒或迎机遇

**进口酒冲击力度放缓。**观察行业数据，18 年 1-7 月国内葡萄酒产量同比降 1.7%，降幅较年初收窄；进口酒量增速回落至 4.4%，冲击力度放缓。最近两月数据来看，6-7 月国产葡萄酒产量同比增 3.4%，同期进口葡萄酒数量大幅下滑 25%，猜测可能与贸易战限制进口有关。观察上市公司情况，1H18 国内上市葡萄酒企营收同比+3.0%，净利同比-3.9%，其中张裕营

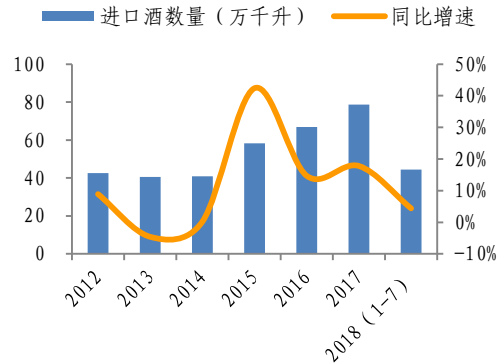
收同比+2.2%，净利-5.1%。预计18年葡萄酒行业（含进口酒）同比增0%-5%。进口酒市场份额可能下降，国产葡萄酒压力减轻。往后看，张裕实施大单品，聚焦高端，改革红利渐显，国产酒或将迎来机遇。

图 22: 18 年 1-7 月国内葡萄酒产量降幅收窄



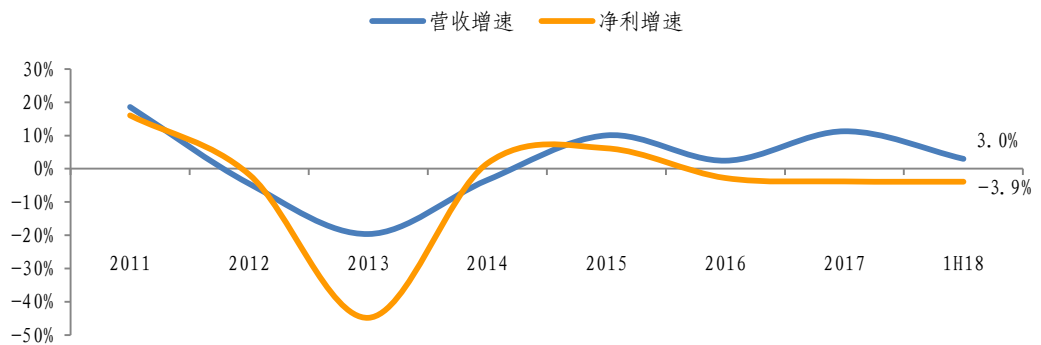
资料来源: 长城证券研究所

图 23: 18 年 1-7 月进口葡萄酒数量增速回落



资料来源: 长城证券研究所

图 24: 1H18 葡萄酒上市公司整体营收+3.0%，净利-3.9%

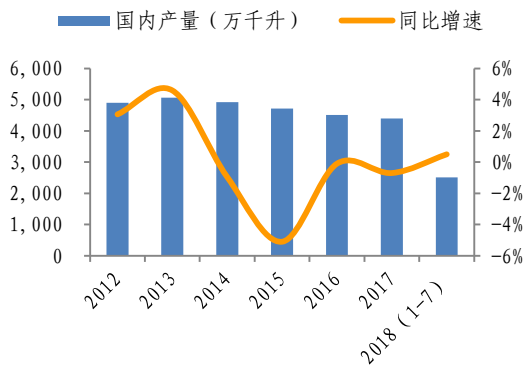


资料来源: Wind 资讯, 长城证券研究所

## 2.3 啤酒：行业竞合，利润率可能步入上行阶段

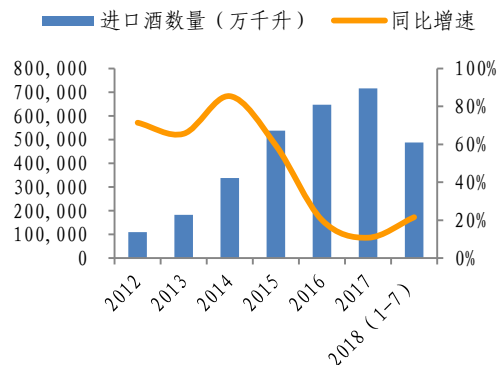
行业数据显示，17年啤酒行业销量同比-0.7%，基本扭转下滑局面，主因在于经历三年连续下滑后基数已低。18年1-7月国内啤酒产量+0.5%，往未来展望由于消费习惯改变、竞品持续挤压、啤酒重度消费群体数量递减等原因，行业总量大体维持现有水平。

图 25: 18 年 1-7 月国内啤酒产量+0.5%



资料来源: 长城证券研究所

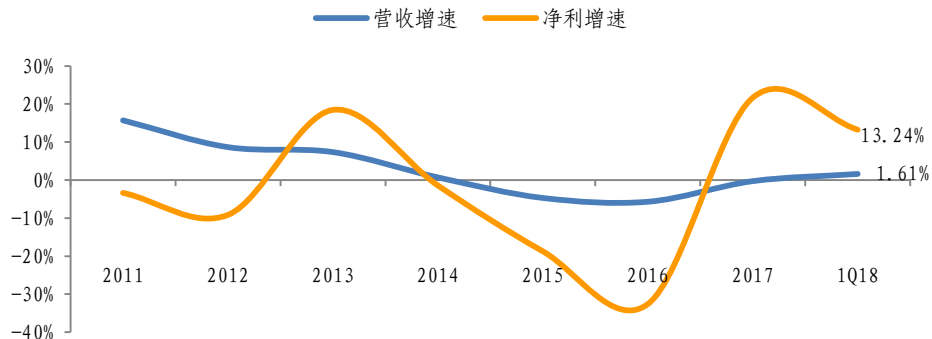
图 26: 18 年 1-7 月进口啤酒数量增 21.6%



资料来源: 长城证券研究所

观察上市公司情况，1H18 国内上市酒企营收同比+1.6%，净利同比增 13.2%，其中青啤营收同比+0.6%，净利+13.4%，呈现向好趋势；重啤营收、净利分别增+10.9%、+29.7%，体现结构升级与收缩关厂效果。

图 27: 1H18 啤酒上市公司整体营收+1.6%，净利+13.2%



资料来源: Wind 资讯, 长城证券研究所

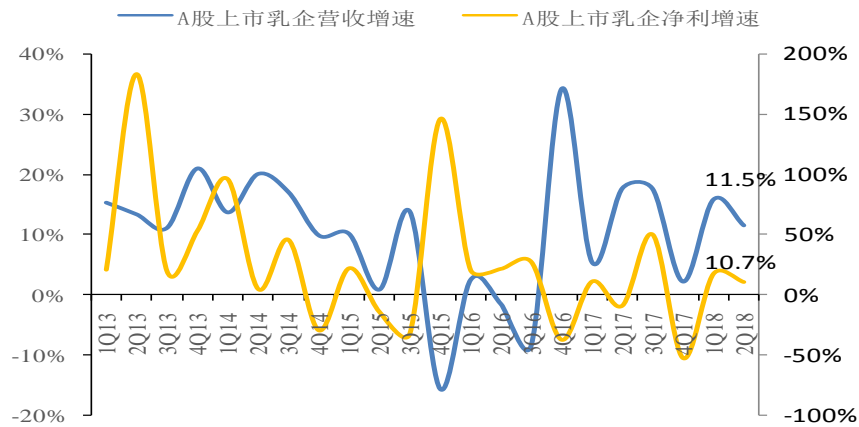
**行业提价持续，产业逻辑更加清晰。**淡季提价市场颇有疑虑，旺季两巨头年内再提价，侧面反映出终端动销并未受到冲击，行业提价大概率持续。成本的持续上行是提价的促发因素，而背后原因，一是啤酒行业区域割据，经过多年发展，还在争抢市场份额的省份已经不多，区域竞争格局更加稳固；二是企业策略由份额导向转为利润导向，市场策略发生转变。华润中报利润大增，基本验证行业提价逻辑。

**产业并购再次开启，行业格局可能生变。**华润公告欲与喜力深度合作，华润以其强大渠道力推进喜力品牌，势必进军高端市场。嘉士伯为西部王者，华润与嘉士伯正面冲突估计不大（四川华润强势，可能会成为二者战场）；而“华润+喜力”组合，将直接冲击现阶段的高端龙头百威英博。啤酒行业已高度集中，猜测高端市场竞争将促进行业再次整合，燕京作为被并购标的，很可能再次出现在大家视野。现有产业格局下，首先看好渠道能力强、有望通过并购弥补短板的华润啤酒；建议关注青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒。

## 2.4 乳制品：集中度提升，竞争常态化

**2Q18 行业收入、净利润持续增长。**2Q18 乳制品行业景气度上行：（1）、从尼尔森数据看，1H18 奶粉、低温纯牛奶、常温酸奶在实体零售终端的零售额分别同比增 14.8%、16.1%、18.6%，乳制品需求仍旧强劲，各细分市场皆快速发展；（2）从上市公司层面看，A 股上市乳制品企业 2Q18 营收增 11.5%，同比降 6.1pct；净利增 10.7%，同比增 19.6pct，乳制品行业收入、净利润仍旧持续增长。

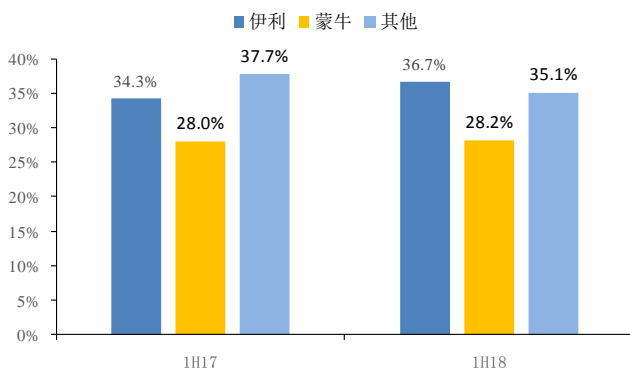
图 28: 2Q18A 股上市乳企整体营收+11.5%，净利+10.7%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

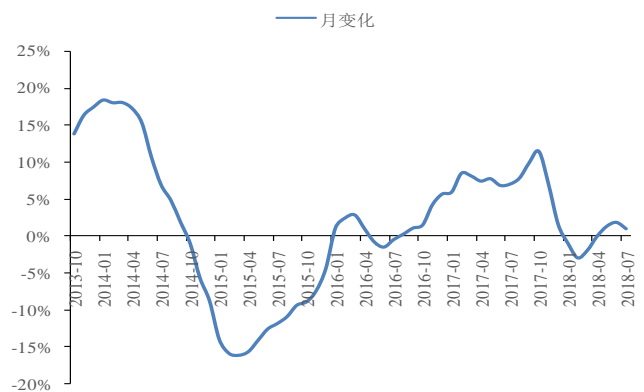
**行业集中度提升，竞争常态化。**根据尼尔森数据，1H18 常温液态奶市场 CR2 为 64.9%，同比增 2.6pct，其中伊利市占率同比增 2.4pct，蒙牛同比增 0.2pct，乳制品行业双寡头格局仍旧稳定。预计下半年由于天气因素和中秋、国庆等节日性因素，奶价会小幅上涨，但龙头企业规模优势显著，可通过产品结构升级、规模采购等对冲成本压力；伊利、蒙牛长期持续投入品牌建设、产品创新，积极下沉渠道，行业竞争趋于常态化，市场份额或加速向龙头集中，乳制品行业集中度有望进一步提升。

图 29: 1H18 常温液态奶 CR2 为 64.9%



资料来源: 尼尔森, 长城证券研究所

图 30: 18 年 7 月液奶成本同比增 0.9%

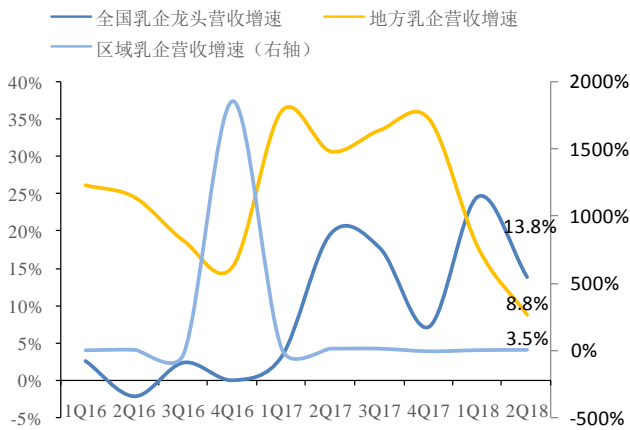


资料来源: 长城证券研究所

**乳企业绩分化大，龙头乳企营收增速快。**根据乳企规模和经营地域大小分类来看，各类乳企盈利能力分化较大。全国性乳企（伊利）份额持续提升，渠道下沉成效显著，2Q18 营收增速为 13.8%，净利因营销费用投放和冬奥会费用结算而略有波动，净利增速为 -17.5%。区域乳企（光明、三元等）2Q18 营收增速为 3.5%，净利增速为 37%。地区乳企（燕塘、科迪、天润等）受低温酸奶行业增速放缓、行业竞争激烈影响，2Q18 营收增速为 8.8%，净利增速为 -3.7%。

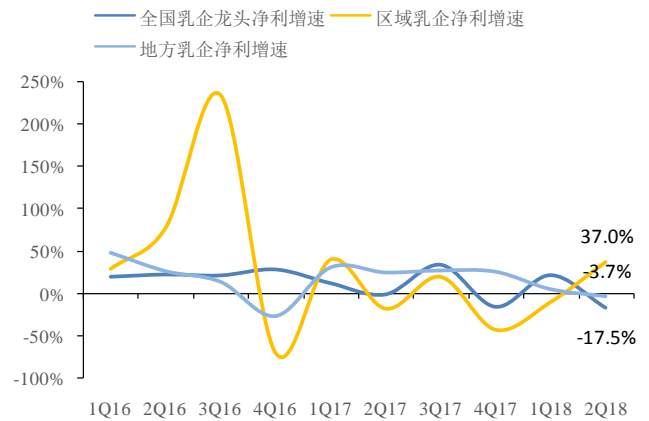
**推荐份额持续提升的全国性乳企。**全国性乳企短期净利受费用投入影响略有波动，利润率回升周期拉长，但费用投入多以品牌建设投入为主，长期有助于进一步提升企业综合竞争实力。乳制品行业双寡头格局稳定，推荐市场份额进一步提升，渠道、产品、品牌优势稳固，多元化布局的龙头伊利。

图 31: 2Q18 全国性乳企营收增速较快



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 32: 2Q18 全国性乳企净利略有波动

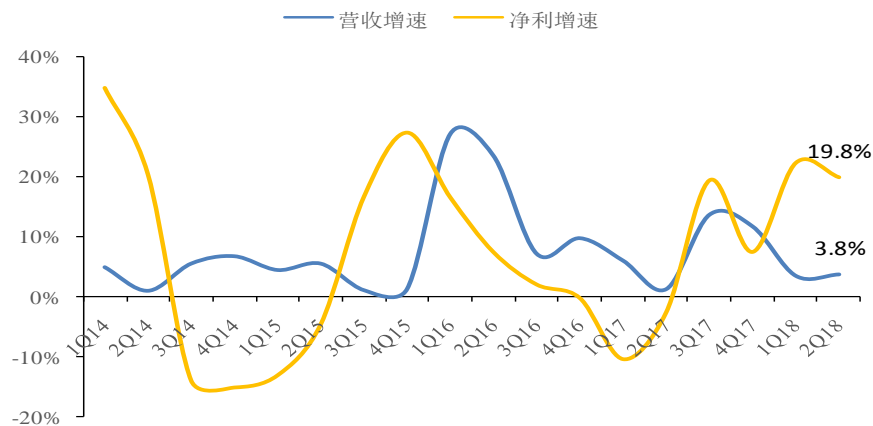


资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 2.5 肉制品: 猪价仍在下行周期, 行业景气上行

**行业营收稳步增长, 利润大幅提高。**肉制品上市企业 2Q18 实现营收 156.5 亿元, 同比增 3.8%; 2Q18 实现净利 14.4 亿元, 同比增 19.8%。肉制品上市企业营收、利润稳步增长。行业龙头双汇利润增长超预期, 2Q18 收入和利润同比变动分别为-1.2%, +28.9%。2Q18 双汇营收占比 74.6%, 龙头地位稳固, 行业集中度仍旧较高。

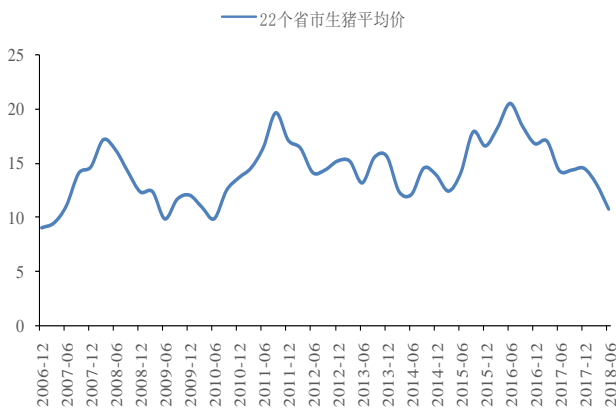
图 33: 2Q18A 股肉制品上市企业整体营收+3.8%, 净利+19.8%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

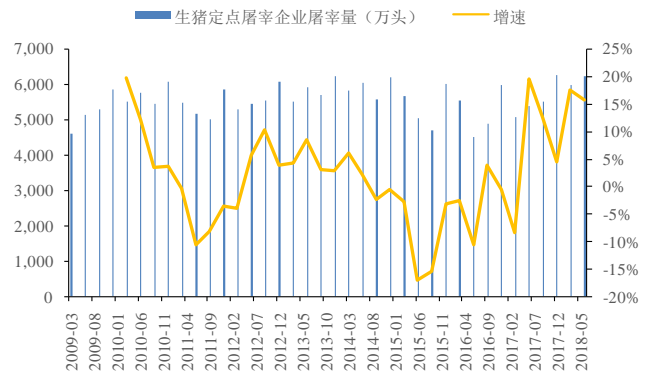
**猪价下行推动屠宰行业和肉制品利润大增。**2Q18 生猪平均价为 10.7 元/千克, 同比降 24.8%, 环比降 17.8%, 猪价下跌利好屠宰业务及肉制品销售。屠宰行业方面, 2Q18 生猪定点屠宰量为 6210.1 万头, 同比增 15.8%, 猪价下跌下屠宰量大幅增加, 单位固定成本下跌, 带动头均利润大幅上涨; 肉制品销售方面, 产品结构升级和渠道改革略显成效, 产品销量提升。

图 34: 2Q18 生猪平均价同比降 24.8%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 35: 2Q18 生猪定点屠宰企业屠宰量同比增 15.8%



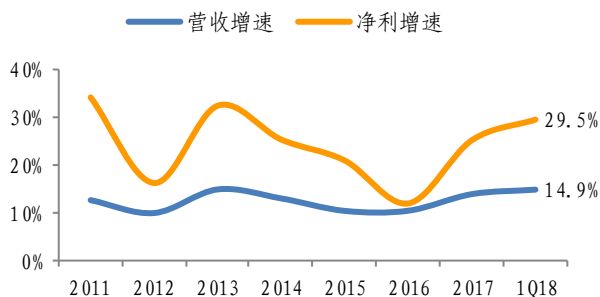
资料来源: Wind, 长城证券研究所

猪周期不变，行业依旧景气。3Q18 将会出现季节性缺猪，导致猪价周期性上涨，但上涨幅度有限，低猪价带来的成本红利依旧存在。另一方面，非洲猪瘟的出现短期内会引发猪场抛售行为，叠加消费者恐慌所导致的需求减少影响，猪价短期内或下降，但长期猪价仍由供求关系决定，猪周期未变。猪价下行下屠宰业务和肉制品业务均受益，行业依旧景气。

## 2.6 调味品：业绩稳健，抗波动性强

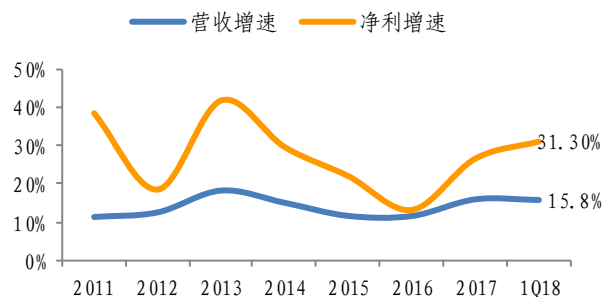
2Q18 行业平稳增长，多数酱醋公司业绩向好。调味品上市公司 2Q18 收入增 14.9%，增速与 1Q18 持平。其中酱醋调味品企业 2Q18 增速 14.8%，略高于 1Q18 年 14.6% 增长，若扣除加加二季度收入下滑因素，其他公司整体营收+17.3%，多数酱醋公司加速增长，应是由于 1Q17 提价，经销商提前备货导致基数扰动有关。2Q18 利润增速整体略有回调，主要是加加食品不及预期，以及千禾 1Q18 非经常损益抬高基数原因所致。

图 36: 1Q18 调味品企业增速略升



资料来源: 长城证券研究所

图 37: 1Q18 酱醋企业增速略降



资料来源: 长城证券研究所

局部市场竞争加剧，整体来看格局良好。海天、中炬增速均超越行业整体，调味品集中度提升趋势明显，全国品牌市场份额持续扩大。在个别发达区域如上海、广州等地竞争加剧，主因当地已过大鱼吃小鱼阶段，例如上海小品牌酱油不足 15%，几大龙头品牌形成割据局面，竞争加剧实属正常。全国来看集中度仍低，小品牌还占半数江山，龙头之间正面冲突并不强烈。

经济波动加大，调味品刚需属性，抗波动能力强。7月份全国50家重点大型零售企业零售额同比降低3.9%，降幅比去年同期扩大8.9%，同时7月社消总额增速下滑，引发市场对消费环境下行担忧。调味品刚需属性强，受经济周期影响较小，抗波动能力较强。草根调研7月海天与中炬仍保持稳定增长，预计全年大概率完成即定目标。成本价格稳定，除包材外其他原料波动不大，毛利率稳中有升，龙头业绩无忧。中炬治理机制有望改善，可能自上则下促使市场业务发展，估值合理，建议重点关注。

## 3. 重点个股：业绩为重，胜者为王

### 3.1 贵州茅台：预收款合理变化，龙头业绩稳定向上

**2Q18 业绩符合之前经营数据预告。**2Q18 营收提速，很大程度上由于预收款确认所致。预收款季末99.4亿元，同比下降31.1%，环比下降32.3亿。1H18实现茅台酒收入294亿，同比增36%，按吨价200万/吨测算，1H18报表销量约1.5万吨；剔除预收款影响，估算真实发货量在1.3万吨以上，其中2Q18的真实发货量在5000-5500吨。预收款变动在预期之中，主要是预收款的“蓄水池”功能发挥效用，平滑不同年份、不同季度之间的波动性。

**提价+结构升级拉动毛利提升，系列酒营销影响销售费用率水平。**2Q18毛利率91%，同比增2.6pct，主要是由于茅台酒提价及产品结构升级贡献；2Q18销售费用率7.4%，同比增2.9%，主要由于系列酒（王子、汉酱等）市场推广导致费用投入加大。我们认为系列酒将成为公司增长的第二引擎，加大市场投入也属正常。

**全年业绩稳定向上，维持推荐评级。**18年公司主要工作以价格管控为主，在18-19年基酒紧缺的情况下，年初主要产品直接提价18%，加上预计今年量增约5%，另外非标产品和直销渠道带来的产品结构优化约6%。预计公司18-20年公司净利385、471、563亿元，增速为42%、22%、19%。EPS分别为30.64、37.50、44.79，维持“推荐”评级。

### 3.2 伊利股份：市占率稳步提升，利润短期承压

**2Q 营收快速增长，利润低于预期：**公司2Q2018实现收入201.9亿，同比增14%；归母净利润13.46亿，同比降17.5%。营收快速增长主因重点产品、新品皆表现不错和渠道深耕、下沉效果持续显现。净利表现低于预期主因1H18广告营销费用增38.9%，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。根据草根调研，7、8月产品库存不大，产品动销良好，线下费用同比变化较小，预计3Q2018收入增速为17%。

**市占率稳步提升，行业竞争常态化下利润回升周期拉长：**1H18公司市占率持续提升，竞争优势进一步加强，未来随着事业部调整、产品结构升级、渠道渗透率持续增强，龙头伊利营收仍能保持双位数增长，预计公司全年收入可达18%。在干旱和双节旺季影响下原奶成本温和上涨、包材成本提升，但公司原奶收购价稳定、结构升级或可抵消，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%。长期上龙头企业蒙牛、伊利持续投入品牌、产品、渠道建设，行业竞争常态化，公司利润率回升周期拉长。

**盈利预测与投资建议:**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%,最新收盘价对应的PE为24、21、18倍。伊利凭借品牌与渠道优势,不断提升市占率水平,进一步巩固龙头地位。2Q2018应是全年费用率高点,长期来看行业竞争或将持续存在,利润率提升曲线可能更加平缓。考虑到伊利多元化布局下成为健康食品大平台可期,给予“推荐”评级。

### 3.3 海天味业：龙头稳健增长，业绩再攀高峰

2Q18收入维持17.5%增速,季度间表现平稳,主要由于1)提价因素消除,销量贡献是主力;2)高端产品销量增速20%以上快于整体,产品结构稳步提升。分产品来看,估计1H18酱油增速维持15%+;蚝油20%+;调味酱低个位数增长。2Q18毛利率为47.6%、同升2.5pct,主要受益于产品结构升级与规模效应。整体来看期间费用率为17.7%、同升0.5pct,保持平稳态势。高毛利率是利润的主要推手,2Q18净利率为26.0%,仍维持在高位。

**短看产品结构升级,长看品类扩张。**短中期来看,公司紧握产品升级周期,渠道精耕、餐饮复苏保驾护航,产品结构升级是主线。公司紧握调味品消费升级周期,从生抽到高鲜酱油、从鸡精到蚝油、从单一酱类到复合调味酱,公司通过冠名综艺节目,不断加强味极鲜、蚝油等大单品营销,我们预计未来高端酱油、耗油品类均有望实现20%以上增长。长期来看,品类扩张是必走之路。与海外调味品龙头相比,公司品类偏少,醋类、料酒尚未发挥效应,未来实现品类扩张是大概率事件。

公司护城河较宽,发展路径清晰,管理力、品牌力、渠道力、产品力优势明显,叠加规模效应、产品结构升级、行业定价权,毛利率中枢有望继续上移。对标海外调味品龙头企业,看好公司未来品类扩张和产品多元化,长期来看更彰显价值。我们预计18-20年营收增速分别为17.0%/17.2%/14.5%,净利润增速分别为23.3%/22.7%/21.9%,EPS分别为1.61/1.98/2.41元,维持“推荐”评级。

### 3.4 中炬高新：稳中求进，长远布局

**基数原因致营收波动,调味品稳中求进。**估算2Q18调味品增速增至19%,主因17年3月公司提价,经销商备货导致2Q17基数较低,累计来看1H18调味品增12%,保持稳定增长。我们估算,酱油增速在10%以上;鸡精鸡粉高个位数增长;食用油增速15%-20%;新品类中,酱料增速超20%,蚝油增速超30%,料酒增速接近翻番,新品1H18合计约1亿,估计全年可实现收入1.6亿。1H18新开拓20多家地级市场,90多家经销商,加快渠道细分优化,市场扩张稳步进行。7-8月增速平稳,目前渠道库存处于1.5-2月的合理水平。展望2H18,区域拓展+品类扩张+餐饮渠道完善,预计调味品全年大概率实现13%-15%增长。

**毛利率走高,净利率持续上行。**2Q18毛利率41.2%,同比增2.6pct,主要应是由调味品贡献。随着阳西基地产能释放产生规模效应,技术进步、减少浪费带来生产效率提高,共同推升毛利率水平。2Q18销售费用率10.6%,同比降3.1pct,主因一是去年同期提价后促销活动增加,费用基数较大;二是《鲜厨当道》节目冠名未继续冠名,广告费用同比减少;管理费用率降0.8pct,应是与公司管理合理、提升信息化水平有关。2Q18美味鲜公司净利率17%,维持在高位。展望2H18,规模效应、阳西效率提升、精益制造等因素将继续助力毛利率提升,净利率仍可维持升势,预计全年调味品利润增速25%左右。

**长周期慢牛票，眼光放远，布局要长。**假设 19-20 年母公司无处置资产，预计 18-20 年公司净利+47%、+11%、+20%，EPS 分别为 0.83、0.92、1.10 元，扣除地产，测算 18、19 年调味品 PE 分别为 28、23 倍。调味品做为刚需较强的必选消费，具有较强稳定性。考虑公司调味品业绩增长确定，中山土地价值提升，经过前期调整，估值已至合理布局区间，维持“强烈推荐”投资评级。

### 3.5 千禾味业：增速回落，全国化稳步推进

2Q18 营收增速 2.6%，低于市场预期。分产品来看，酱油同增 3% 以上，焦糖色下降 10% 左右。收入放缓原因：（1）2Q17 华东提价、囤货导致基数较高；（2）西南经销商去年底压货，影响上半年销售；（3）渠道费用会计处理方式由计入销售费用调整为收入折扣。预计三季度在低基数影响下，营收增速有望回升。2Q18 净利下降 32.5%，原因：（1）由于经销商费用的会计处理变化，Q2 毛利率为 43.3%、同比降 3.4pct；（2）管理费用率为 10.7%、同比升 2.6pct，主要是 Q2 增加股份支付费用。随着费用投放效率提高，叠加规模效应，成本费用将摊薄，下半年盈利能力有望实现稳步提升

**省外扩张稳步推进，高端酱醋待放量。**17 年省外扩张步伐较快，18 年调整市场战略，更加注重市场稳扎稳打，聚焦一二线城市，在核心城市精准投放资源，不断进行模式复制；同时加强根据地市场的社区活动以及电商推广活动，下半年开始积极开拓餐饮渠道。目前公司产能 20 万吨，1 期 10 万吨/年酿造酱油生产线预计可在餐饮渠道完成，随着消费者培育加深与全国化稳步推进，公司中高端有机、零添加酱醋将进入放量阶段。

公司定位高端，符合调味品消费升级趋势，全国化布局稳步推进，产能逐步释放，我们预计公司 18-20 年营收增速分别为 8.7%/7.6%/6.4%，净利润增速分别为 54.5%/4.8%/8.7%，EPS 为 0.68/0.72/0.78 元，维持“推荐”评级。

### 3.6 双汇发展：业绩超预期，利润弹性显现

**屠宰放量带动业绩大增，肉制品产品升级略显成效。**公司 2Q2018 实现营收 116.7 亿元，同比-1.2%，归母净利润 13.21 亿元，同比+28.9%，屠宰业务方面，2Q18 猪价延续下跌趋势，推动屠宰进一步放量。2Q18 屠宰量达 435 万头，同比增 26.4%，生鲜肉销量约 38.4 万吨，同比增 15.6%。屠宰放量后单位固定成本下行使得头均盈利提升约 70%，带动屠宰部门盈利大幅增长 116.5%。肉制品销售方面，2Q18 肉制品销量约 40.4 万吨，同比增 0.3%。2Q18 产品结构升级、营销渠道改革出现成效，带动肉制品营收同比增 1.8%。2Q2018 肉制品部门盈利增约 4.9%，吨利增约 6.9%，受其他成本如鸡肉、包材等价格上涨以及贸易战的影响，业绩表现在猪价下行期间并不明显。

**猪价下行利好屠宰，产品升级+渠道改革下肉制品改善可期。**猪肉价由于弹性较小，反应会滞后于生猪价。当猪价下行时，价差扩大利于头均盈利提升；屠宰放量降低单位固定成本下也可提升头均盈利，屠宰业务继续受益。展望 2018 年，下半年猪价或将出现季节性反弹，但猪价涨幅有限，预计 18 年生鲜肉收入增速 0-5%。肉制品未来将进一步推出高端产品，完善、优化产品结构；叠加渠道改革提升经销商积极性、多元化布局如铺设餐饮渠道、生鲜店升级、设门店推广中式产品等，预计未来销售量将稳步上升。展望 2H2018，猪价或将季节性回调，但涨幅有限，且下半年公司将开始使用低价猪肉储备，肉制品仍将享受成本红利，预计 2H2018 肉制品收入增速 0%-5%，利润增速约 10%。

**盈利预测与投资建议:** 预计 18-20 年 EPS 分别为 1.54、1.71、1.89，同比增 18%、11%、10%，最新 PE 为 16、14、13 倍。在猪价下行的趋势下，屠宰、肉制品业务收益。随着产品升级、渠道改革，公司盈利有望持续改善。双汇目前在市场上的估值偏低，分红率高，是稳健价值投资标的，维持“推荐”评级。

### 3.7 桃李面包：利润明显改善，全国稳步扩张

**营收稳步增长，净利增速较快:** 2Q2018 实现收入 11.8 亿元，同比增 18.3%；归母净利 1.55 亿元，同比增 38.4%。营收增长主因原有明星单品和新品表现靓丽、渠道精耕下东北和华北等成熟区域增长平稳、扩展新市场略显成效。2Q2018 增速略有下行，主因西南、西北市场略有波动，原因可能在于西南区域新老产能衔接尚需时日。利润增速较快，主因主要成本价格下滑和产品提价、结构升级下毛利率提升。未来随着天津工厂投放，华北有望实现加速增长，预计 3Q2018 收入增 20% 以上。

**产能布局逐渐完善，稳步开展全国化进程:** 目前公司在全国 17 个区域已建有生产基地，且武汉、沈阳、山东、江苏项目皆在建设中。此外，公司也积极扩展零售终端，1H2018 全国已有 20 多万个零售终端，同比增 17.6%。随着产能和终端销售网络布局完善，规模优势会进一步加强，公司仍处于发展黄金阶段。随着成熟市场渠道深耕、新市场放量，预计 18 年收入可维持 20% 左右增长。目前公司仍处全国扩张时期，费用率可能维持在高位。往下半年展望，随着 2H2017 基数提升和提价影响消除，2H2018 利润增速大概率回归 20%-25% 的常态水平。

**盈利预测与投资建议:** 预计 18-20 年 EPS 分别为 1.33、1.60、1.90 元，同比增 22%、20%、19%，最新收盘价对应的 PE 为 41、34、28 倍。短保龙头桃李规模优势显著、渠道渗透力强、物流高效，全国扩张下仍有很大发展潜力，维持“推荐”评级。

## 4. 投资建议:

从中报业绩角度，展望三季度，我们推荐关注两类投资机会：一是行业龙头，有望获得持续稳健成长的品种：如贵州茅台、海天味业、双汇发展等；二是具有高成长预期，业绩短期内可保持较快增长品种，如中炬高新、涪陵榨菜、安琪酵母等。

## 5. 风险提示

原料大幅上涨风险、食品安全风险、业绩不达预期风险。

### 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>