

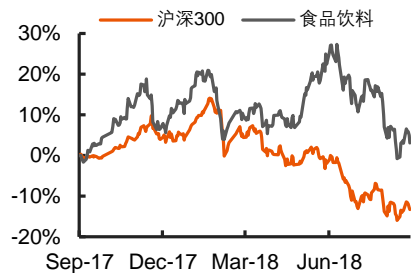
乳制品及肉制品 18 年半年报总结

肉制品盈利改善，乳制品格局优化

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*食品饮料*双汇进军熟食领域，或发动肉制品新引擎》
2018-08-27

《行业周报*食品饮料*7月社零餐饮增速略降，市场不确定下首选确定品种》
2018-08-20

《行业周报*食品饮料*伊利北上资金抢反弹，优选前期被错杀绝对龙头》
2018-08-13

《行业周报*食品饮料*华润大手笔布局高端市场，啤酒行业竞争趋缓明确》
2018-08-05

《行业周报*食品饮料*贸易战下人民币汇率波动，进口葡萄酒存提价预期》
2018-07-29

证券分析师

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

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

■ **屠宰及肉制品：景气度提升，盈利强改善。**A股7家屠宰及肉制品公司，1Q18、2Q18收入分别同比+3.9%、+4.5%，较上年同期+1%、-4.5%的增速略有改善，扣非利润实现快速增长，1Q18、2Q18扣非净利分别同比+20.5%、+19.7%。分业务看，屠宰受益猪价大跌，屠宰量持续高增&屠宰价差处于高位，量利齐升推动屠宰盈利恢复，A+H股可比公司生鲜肉业务1H18收入同比-4.5%，较1H17、2H17降幅均有缩窄，1H18毛利率为7.8%，较1H17提升2.2个pct；肉制品延续弱复苏趋势，整体成本稳定，A+H股可比公司肉制品业务1H18营收同比+5.1%，增速仍在加快，1H18毛利率为32.5%，同比1H17下滑0.2个pct。展望2H18，非洲猪瘟或影响屠宰短期盈利，但或有利集中度加速提升；宏观经济疲软或致肉制品需求增长放缓，但有望继续受益低猪价，肉制品吨利有望维持较好水平。

■ **乳制品：需求强劲，竞争加剧，格局优化。**乳品需求景气度持续向上，龙头增速领先行业，A+H可比公司1H18营收同比+16.3%，增速环比2H17继续加速，若剔除伊利、蒙牛看，1H18营收增速为8.8%，明显慢于整体增速。结构升级&品类优化抵消成本压力，行业毛利率基本稳定。龙头加大费用投放，行业竞争略有加剧，1H18伊利、蒙牛销售费用率分别同比提升2.7、3.8个pct至25.5%、28.9%。1H18伊利常温液态奶份额较上年同期提高2.4个pct至36.7%，与蒙牛份额差距从6.3个pct拉大到8.5个pct，常温奶单寡头趋势已愈发明显。往后看，行业有望延续较好增速，龙头增速应快于行业，2H18或受原奶供应偏紧影响而促销力度环比有所减弱，但龙头格局诉求强烈，费用率应仍在较高水平。

■ **投资建议：坚定价值，拥抱龙头。**乳制品及肉制品均进入成熟期，需求增长较平稳，格局基本奠定，领先企业正处于竞争力逐渐强化的阶段，行业龙头最具投资价值。双汇屠宰上规模战略卓有成效，集中度提升逻辑逐渐通顺，且肉制品正加速业务调整，期待中式产品成功放量，低估值+业务新变化标的。伊利虽短期费用投放大增，但坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，领先优势日益明显。往长远看，格局转换必然带来利润率显著提升，这比短期获取竞争波动的利润更具确定性及持续性。此外，伊利新成立健康饮品事业部及奶酪事业部，预示着新业务从试探转向发力，综合快消平台雏形显现。综合看，伊利仍是战略性投资品种，短期虽然有费用阵痛，但长期成长路径日趋确定。

- **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；4、市场系统性风险等。

正文目录

一、屠宰及肉制品：景气度提升，盈利强改善	6
1.1 营收增速小提升，盈利强劲增长	6
1.2 屠宰：受益猪价大跌，量利齐升推动盈利改善	6
1.3 肉制品：弱复苏趋势延续，成本总体稳定	8
1.4 重点公司分析：双汇发展	10
二、乳制品：需求强劲，竞争加剧，格局优化	11
2.1 需求增长强劲，龙头表现靓丽	11
2.2 成本端略有上涨，毛利率基本稳定	13
2.3 龙头加大费用投放，费用率有所提升	14
2.4 常温奶格局优化，龙头布局新业务	15
2.5 重点公司分析：伊利股份	16
三、投资建议	17
四、风险提示	17

图表目录

图表 1	1H18, 7 家公司扣非净利高增	6
图表 2	1H18, 7 家公司毛利率同比提升	6
图表 3	2Q18 生猪价快速下行, 生猪-猪肉价差扩大	6
图表 4	定点企业屠宰量持续高增长	7
图表 5	猪肉产量增速波动向上	7
图表 6	1H18 年生鲜肉营收降幅缩窄	7
图表 7	1H18 年生鲜肉毛利率持续改善	7
图表 8	2Q18 双汇屠宰头利同比+71%	8
图表 9	1H18 双汇、雨润屠宰量均大幅增长	8
图表 10	17 年定点屠宰及双汇市占率均有明显提升	8
图表 11	国内亿出现 5 起非洲猪瘟疫情	8
图表 12	1H18 肉制品营收同比增 5.1%	9
图表 13	1H18 肉制品毛利率环比略降	9
图表 14	白条鸡价格同比上涨明显	9
图表 15	生猪价处于低位	9
图表 16	3 家卤味熟食公司营收持续较好增长	10
图表 17	双汇连锁熟食橱窗店展示	10
图表 18	1H18 高、低温肉制品收入分别同比 6%、2% 单位: 百万元	10
图表 19	2Q18 肉制品量同比+0.3%	11
图表 20	2Q18 肉制品吨利同比+4.6%	11
图表 21	2Q18 屠宰量同比+26%	11
图表 22	估计 2Q18 屠宰头利同比+71%	11
图表 23	1H18 乳品行业增速快于 17 年	12
图表 24	A 股 8 家乳品公司季度营收增速	12
图表 25	A+H 14 家乳企半年度营收增速	12
图表 26	A+H 11 家公司液奶增速持续提升	13
图表 27	A+H 7 家公司奶粉整体增速创新高	13
图表 28	1H18 毛利率同比基本持平	13
图表 29	白糖价格走低, 瓦楞纸仍在高位	13
图表 30	大包粉价格保持稳定	14
图表 31	1H18 上游原奶企业售价同比基本持平	14
图表 32	液奶毛利率同比持平	14
图表 33	奶粉毛利率同比有所回落	14

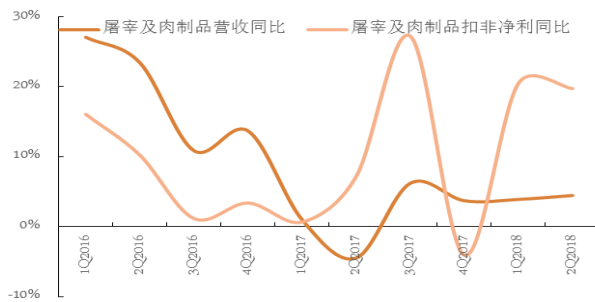
图表 34 行业销售费用率处于高位，小乳企下降明显	15
图表 35 1H18 伊利、蒙牛销售费用率均有提升	15
图表 36 伊利常温奶市占率在 1H18 快速提升	15
图表 37 1H18 液奶、奶粉、冷饮收入分别同比+21%、+27%、+15% 单位：百万元	16

一、屠宰及肉制品：景气度提升，盈利强改善

1.1 营收增速小提升，盈利强劲增长

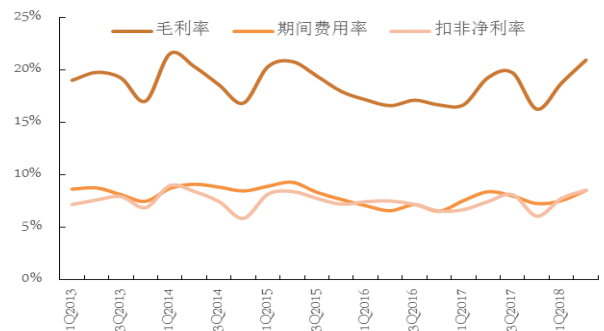
观察 A 股 7 家屠宰及肉制品公司业务情况，1Q18、2Q18 收入分别同比+3.9%、+4.5%，较上年同期+1%、-4.5%的增速略有改善。得益于猪价下跌，1Q18、2Q18 毛利率分别为 18.8%、21.0%，较上年同期分别提升 2.1、1.7 个 pct，1Q18、2Q18 期间费用率分别为 7.6%、8.6%，同比基本持平。得益于收入增长及毛利率提升，7 家屠宰及肉制品公司扣非利润实现快速增长，1Q18、2Q18 扣非净利分别同比+20.5%、+19.7%。

图表1 1H18，7 家公司扣非净利高增



资料来源：wind，平安证券研究所

图表2 1H18，7 家公司毛利率同比提升

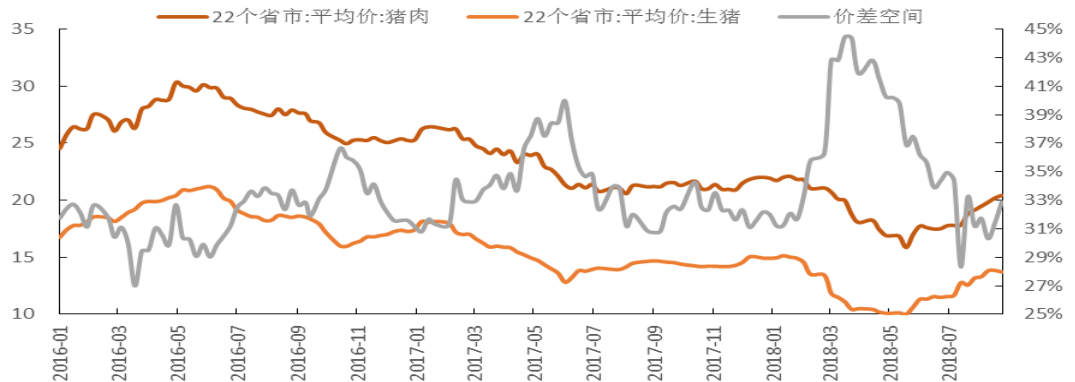


资料来源：wind，平安证券研究所

1.2 屠宰：受益猪价大跌，量利齐升推动盈利改善

低猪价推动需求恢复，屠宰价差处于高位。春节后，猪肉进入消费淡季，猪价在供给增加背景下快速下跌，生猪价从 1 月份 15 元/公斤高点跌至 5 月份 10 元/公斤低点。在生猪价大幅下跌背景下，终端猪肉消费需求继续恢复，生猪定点屠宰企业屠宰量在 1H18 保持 17% 的高增速，猪肉产量增速中枢持续上移，处于近 3 年高点。猪价大跌期间，生猪价降幅持续大于猪肉价，价差空间扩大提升头均利润。

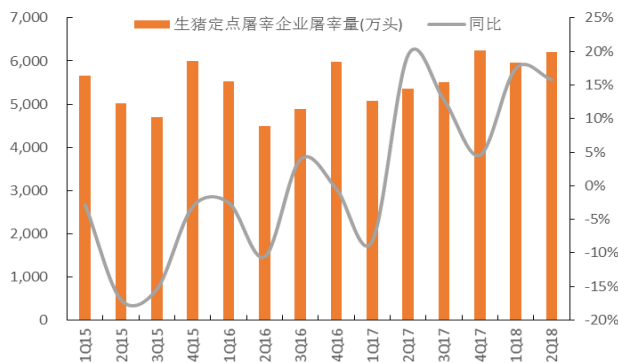
图表3 2Q18 生猪价快速下行，生猪-猪肉价差扩大



注：价差空间=(猪肉价-生猪价)/猪肉价

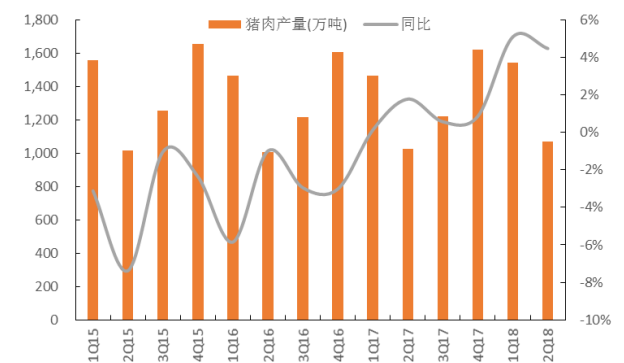
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表4 定点企业屠宰量持续高增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

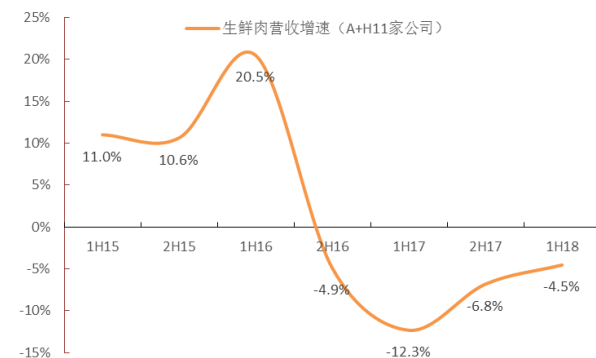
图表5 猪肉产量增速波动向上



资料来源: wind, 平安证券研究所

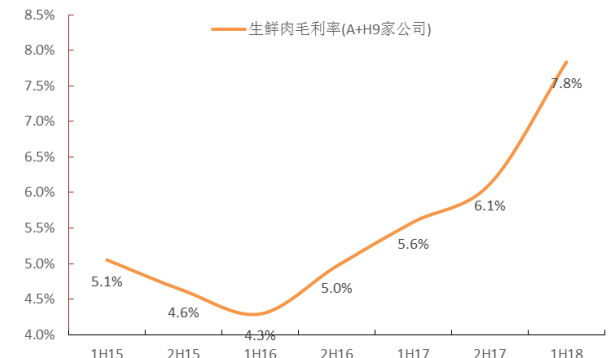
屠宰量高增使得收入降幅缩窄, 量利齐升推动盈利改善。观察 A+H 11 家公司生鲜肉业务情况, 1H18 收入同比-4.5%, 较 1H17、2H17 降幅均有缩窄, 主因在于屠宰量高增长抵消部分猪价下跌的拖累, 龙头双汇、雨润屠宰量均有 25% 以上的高增长。开工率提升及屠宰价差扩大背景下, 生鲜肉业务毛利率呈现继续回升态势, 1H18 毛利率为 7.8%, 较 17 年同期提升 2.2 个 PCT, 创近年新高。在良好外部环境下, 头均利润处于高位, 以双汇为例, 1Q18、2Q18 头均利润分别为 59、60 元, 分别同比+66%、+71%。在屠宰量高增&头利提升下, 屠宰企业盈利能力持续改善。

图表6 1H18 年生鲜肉营收降幅缩窄



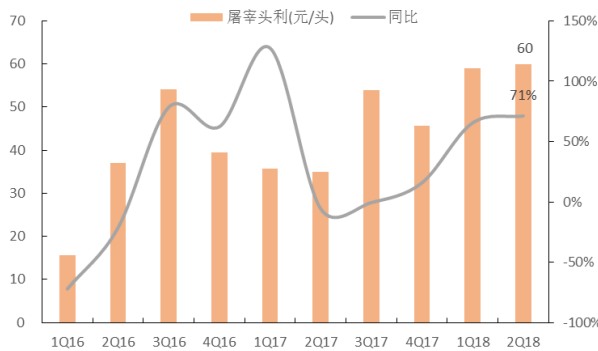
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 1H18 年生鲜肉毛利率持续改善



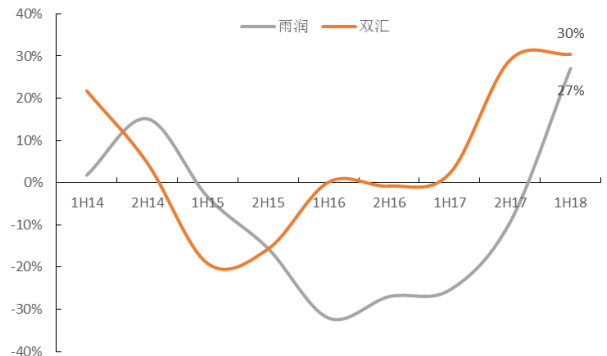
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2Q18 双汇屠宰头利同比+71%



资料来源: wind, 平安证券研究所

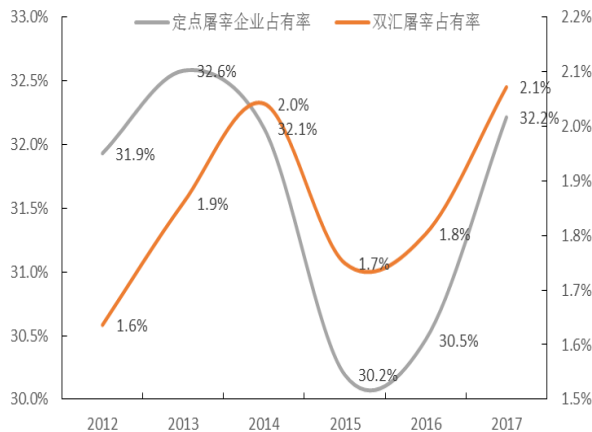
图表9 1H18 双汇、雨润屠宰量均大幅增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

非洲猪瘟影响短期需求，或有利集中度加速提升。自8月以来，辽宁沈阳沈北新区、河南郑州经济开发区、江苏连云港海州区、浙江温州乐清市、安徽芜湖市南陵县先后发生5起非洲猪瘟疫情。虽然非洲猪瘟非人畜共患病，60摄氏度以上高温可以杀死，但消费者出于恐慌心理仍减少猪肉消费量，且生猪调运受限或抬高收猪成本，预计屠宰行业或受到一定冲击。环保趋严下，地方保护现象逐渐减少，原先受到庇护的小厂和散户在市场竞争下加速退出市场，而非洲猪瘟或使政府加强监管&消费者强化品牌观念，加速打破集中度天花板。往后看，屠宰行业规模经济较为明显，定点屠宰企业占比有望持续快速提升，而龙头规模优势更明显，市占率有望以更快速度提升。

图表10 17年定点屠宰及双汇市占率均有明显提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 国内亿出现5起非洲猪瘟疫情



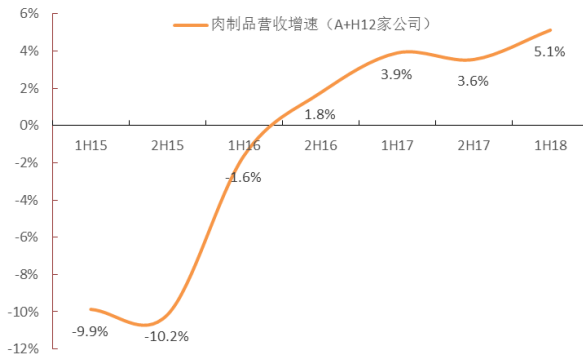
资料来源: 互联网, 平安证券研究所

1.3 肉制品：弱复苏趋势延续，成本总体稳定

需求持续复苏，毛利率保持稳定。在消费需求回暖背景下，肉制品需求也较以往有所改善。分析A+H股12家公司肉制品业务，1H18营收同比+5.1%，增速仍在加快，说明肉制品仍在延续弱复苏态势。肉制品成本主要由猪肉和鸡肉构成，1H18年猪价出现大幅下跌，但鸡价受供求影响而较上年同期有

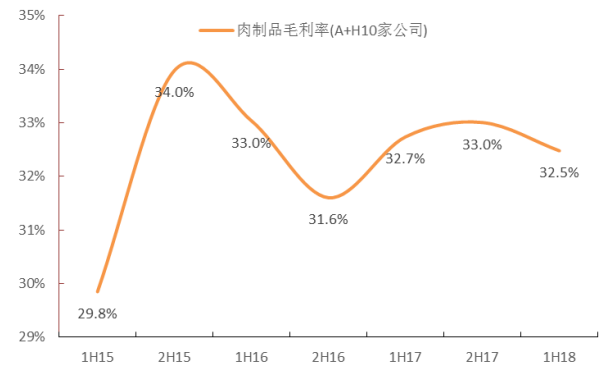
所上涨，整体成本保持稳定。A+H 股 9 家公司 1H18 肉制品业务毛利率为 32.5%，同比 1H17 下滑 0.2 个 pct。往后看，宏观经济有所波动，肉制品需求增速或放缓，而非洲猪瘟打压猪价，成本有继续压缩的空间。

图表12 1H18 肉制品营收同比增 5.1%



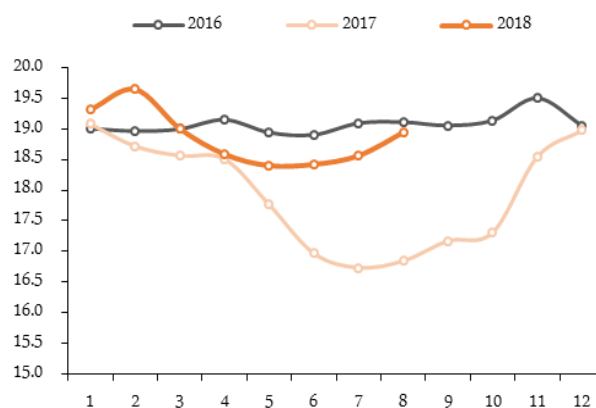
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 1H18 肉制品毛利率环比略降



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 白条鸡价格同比上涨明显



资料来源: wind, 平安证券研究所

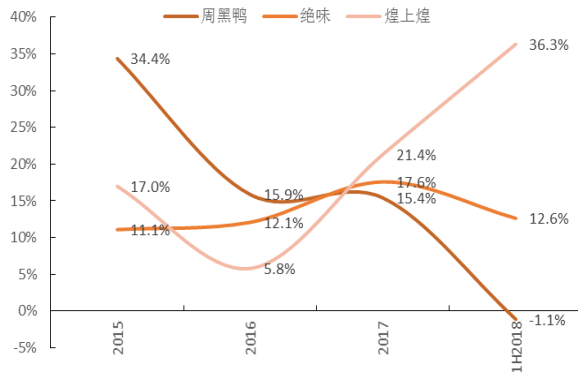
图表15 生猪价处于低位



资料来源: wind, 平安证券研究所

双汇调整发展思路，熟食或成肉制品新突破口。在传统肉制品增长疲软的同时，以绝味、周黑鸭、煌上煌为代表的休闲熟食表现出较为强劲的增长动力，熟食市场的吸引力与日俱增。龙头双汇自 15 年开始逐步探索肉制品转型方向，前期以美式、西式产品为主要突破口，但因消费者饮食习惯差异而效果尚未凸显。17 年底双汇在总结前期经验上，将中式产品视为核心发展方向，力图通过加盟自建熟食门店终端，实现休闲产品、中式酱卤、西式熟食以及中华菜肴的放量。我们认为肉类熟食存量市场广阔，且城市节奏加快正加速释放熟食需求，消费升级使得渠道结构从菜市场向品牌门店转移，叠加行业格局极度分散、整体工业化水平偏低，双汇此时切入熟食顺应天时地利，有望借此突破肉制品发展瓶颈。

图表16 3家卤味熟食公司营收持续较好增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表17 双汇连锁熟食橱窗店展示



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

1.4 重点公司分析：双汇发展

猪价大跌推动业绩高增长。双汇 1H18 实现营收 237.32 亿元,同比-1.30%;归母净利润 23.85 亿元,同比+25.28%。2Q18 实现营收 116.72 亿元,同比-1.23%;归母净利润 13.21 亿元,同比+28.87%,扣非净利 12.03 亿元,同比+23.33%,主因在于猪价大跌使得屠宰利润大增,肉制品吨利维持高位。

猪价大跌提升肉制品吨利,新举措或带动销量增速改善。公司 2Q18 肉制品销量约 40.7 万吨,仅同比+0.3%,主因在于竞争加剧下低温品类中的休闲、速冻产品下滑拖累。2Q18 吨利约 3118 元,同比+4.6%,主因在于猪价大跌抵消鸡价&包材上涨后继续降低原材料成本。往 2H18 看,公司正计划通过开设品牌店大力推广中式产品并聚焦开发顺应消费升级的高端新产品,有望带动销量增速逐步回升,而库存传导效应下公司 2H18 肉制品成本应低于 1H18,吨利有望持续保持较好水平。

屠宰利润大幅提升,业务长期成长性逐步显现。公司 2Q18 屠宰量 435 万头,同比+26%,生鲜肉销量约 40 万吨,同比+15.7%,头均利润 60 元,同比+71%,营业利润同比+116%。17 年以来,屠宰集中度出现明显提升,定点屠宰占全国比重从 16 年的 30.5%提升至 17 年 32.2%,是近 7 年提升幅度最大的年度,公司屠宰量增速也大幅提升且持续保持远快于定点屠宰的增速。我们认为公司屠宰上规模或迎来黄金窗口期,环保趋严正加速私屠滥宰退出市场,消费升级&渠道变革提升冷鲜肉接受度,集中度天花板有望打破,屠宰业务长期成长性或逐步显现。

业务出现新变化,维持“强烈推荐”评级。新管理层发展思路清晰,以强魄力全方位推动肉制品结构调整,期待中式产品取得突破,屠宰上规模战略卓有成效,集中度提升逻辑逐渐通顺,业务新变化或重新打开发展瓶颈。我们维持公司 18-20 年 EPS 分别为 1.43、1.57、1.70 元的预测,维持“强烈推荐”评级。

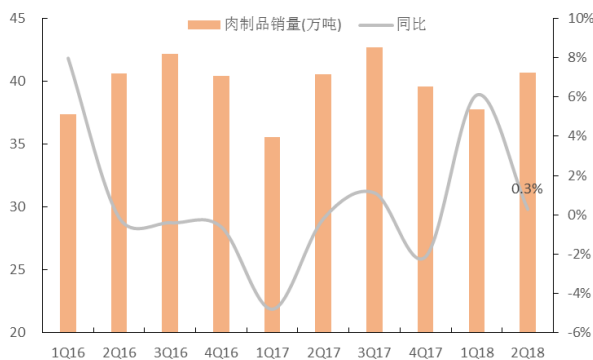
图表18 1H18 高、低温肉制品收入分别同比 6%、2% 单位:百万元

	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18
生鲜冻肉收入	15,689	16,021	14,567	15,839	13,952
同比增长率	49%	15%	-7%	-1%	-4%
毛利率	5%	6%	7%	7%	10%
同比变化	-4.0%	-0.1%	1.8%	1.3%	3.6%

	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18
高温肉制品收入	6,848	7,196	6,822	7,320	7,231
同比增长率	-2%	-1%	0%	2%	6%
毛利率	33%	30%	31%	31%	31%
同比变化	3%	-3%	-2%	1%	1%
低温肉制品收入	4,106	4,427	4,109	4,409	4,191
同比增长率	0%	3%	0%	0%	2%
毛利率	32%	30%	29%	30%	28%
同比变化	3%	-3%	-2%	1%	-1%

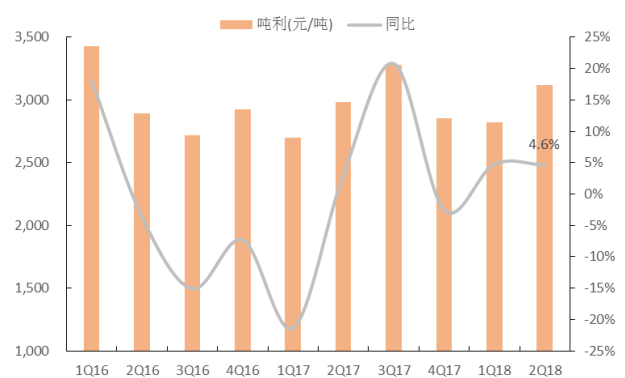
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 2Q18 肉制品量同比+0.3%



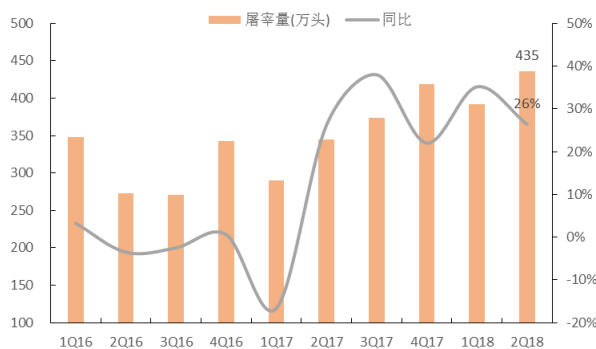
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 2Q18 肉制品吨利同比+4.6%



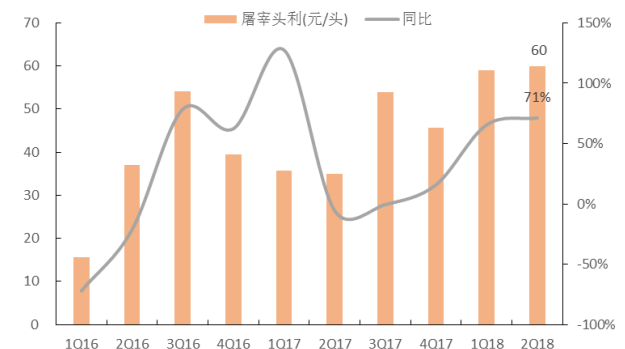
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 2Q18 屠宰量同比+26%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 估计 2Q18 屠宰头利同比+71%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、乳制品：需求强劲，竞争加剧，格局优化

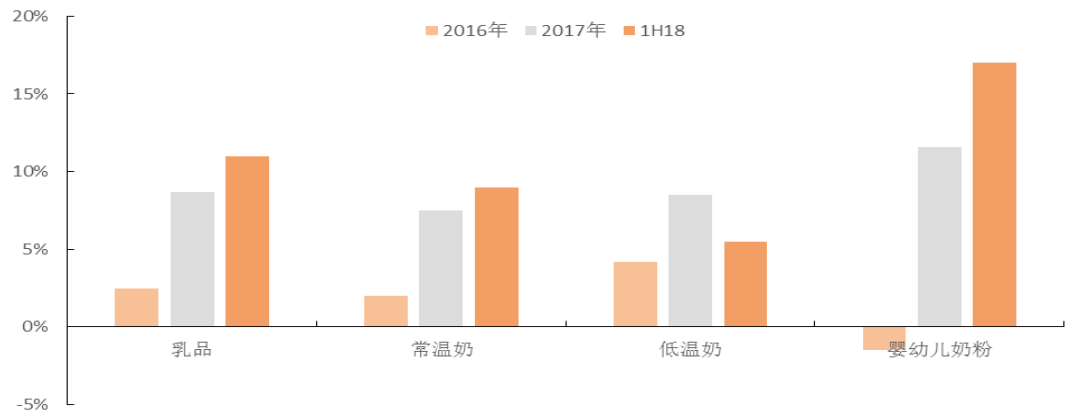
2.1 需求增长强劲，龙头表现靓丽

乳品行业景气度向上，龙头增速领先行业。据尼尔森数据，乳品行业 1H18 增速仍在加快，常温奶继续快速增长，低温奶增速有所回落，婴幼儿奶粉增速大幅提升。分析 A+H 14 家乳业公司经营情况，1H18 营收同比+16.3%，增速环比 2H17 继续加速，行业景气度仍向上，若剔除伊利、蒙牛来看，

1H18 营收增速为 8.8%，明显慢于整体增速。从 A 股 8 家乳品公司季度营收增速看，1Q18、2Q18 营收增速分别为 15.7%、11.4%，若剔除伊利则分别为-0.7%、6.5%。在行业保持较好景气度的同时，龙头乳企持续保持快于行业的增速，说明龙头凭借系统性作战能力加速收割行业份额。

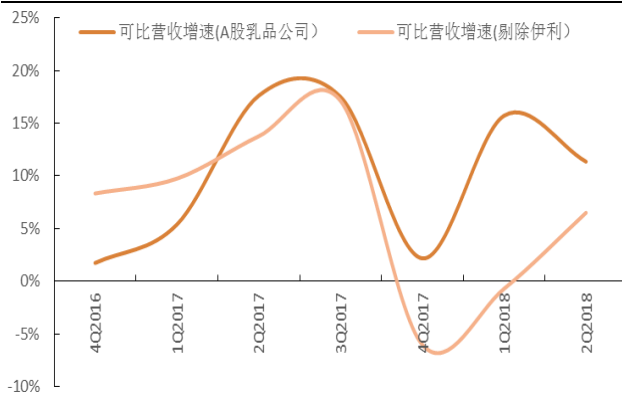
展望未来，乳品大众消费属性较突出，且潜在提升空间仍广阔，宏观经济变化或对行业影响较小，有望延续较好增长，龙头凭借综合优势有望保持快于行业的增速。

图表23 1H18 乳品行业增速快于 17 年



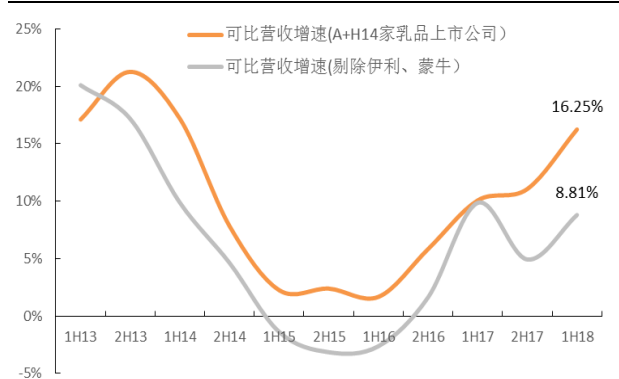
资料来源：尼尔森、平安证券研究所

图表24 A 股 8 家乳品公司季度营收增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

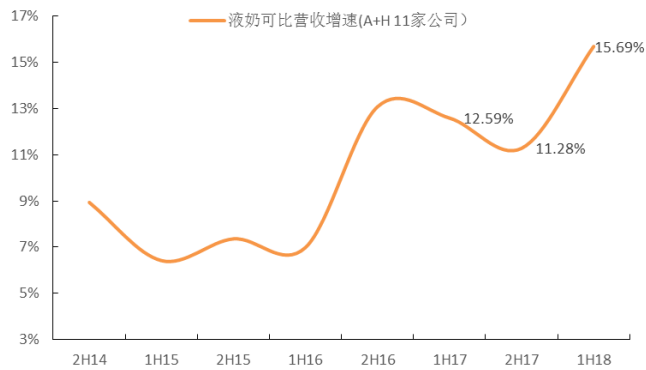
图表25 A+H 14 家乳企半年度营收增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

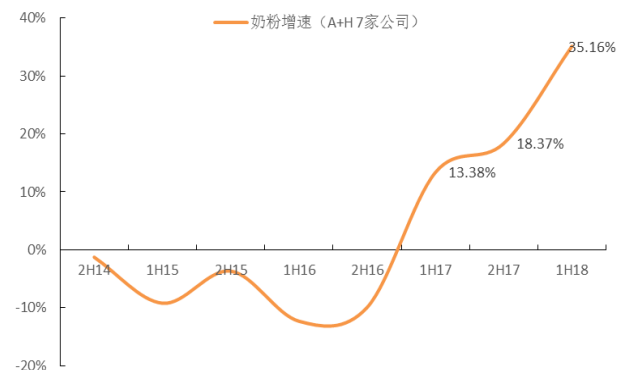
液奶维持较好增长，奶粉实现超高速增长。分品类看，A+H 11 家公司液奶业务，1H18 营收同比+15.7%，环比 2H17 增速有所加快，继续保持快速增长势头。A+H 7 家公司奶粉业务 1H18 营收同比+35.2%，较上年同期增速明显加快，或说明奶粉注册制正式实施后，虽行业竞争仍然激烈，但品牌企业优势日益凸显，正加速抢占杂牌份额。

图表26 A+H 11 家公司液奶增速持续提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 A+H 7 家公司奶粉整体增速创新高

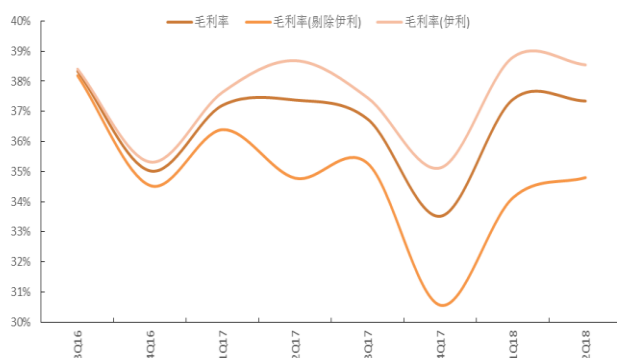


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 成本端略有上涨，毛利率基本稳定

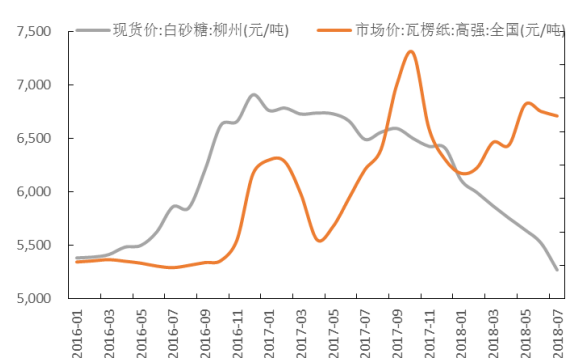
结构升级&品类优化抵消成本压力，行业毛利率基本稳定。1H18，国内生鲜乳价格同比持平，跟踪4家原奶生产企业，现代牧业、中国圣牧(非有机)、原生态牧业、中地乳业原奶售价分别同比+3.9%、+1.0%、0%、-1.3%。其他原材料方面，大包粉价格略有上涨，白糖价格有所回落，包材同比上涨明显，综合影响下导致整体成本有所上涨。与此同时，高端产品增速持续快于整体增速及奶粉保持快于液态奶增速，乳企产品结构改善对毛利率有所贡献。在结构升级&品类优化抵消成本压力下，1Q18、2Q18 A股8家乳企毛利率分别为37.4%、37.3%，分别较上年同期+0.2、-0.1个PCT，基本维持稳定。

图表28 1H18 毛利率同比基本持平



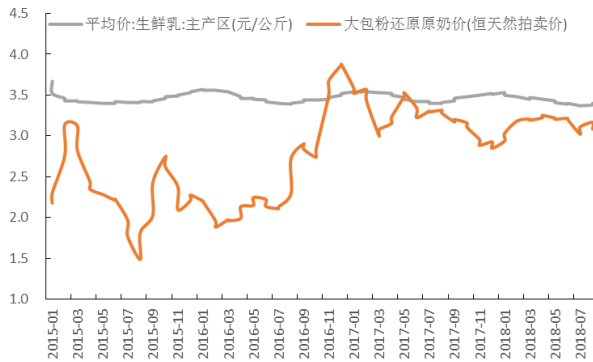
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 白糖价格走低，瓦楞纸仍在高位



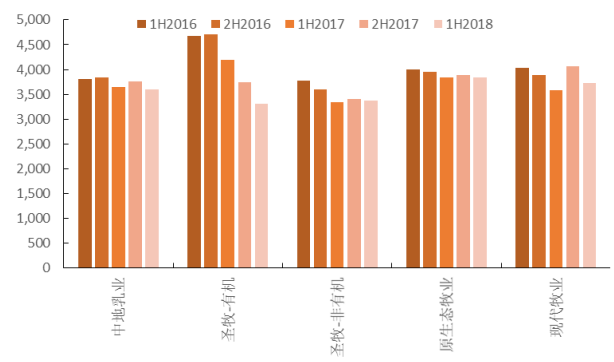
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 大包粉价格保持稳定



资料来源: 恒天然, 平安证券研究所

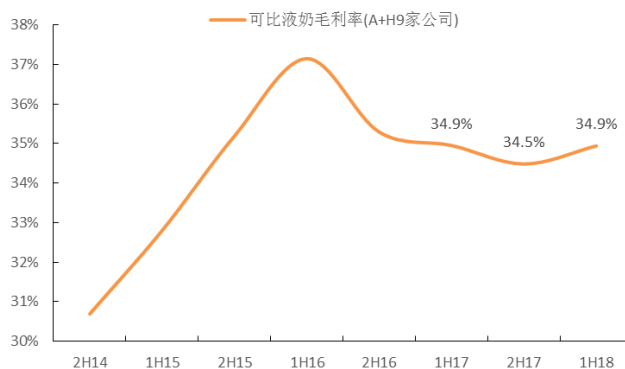
图表31 1H18 上游原奶企业售价同比基本持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

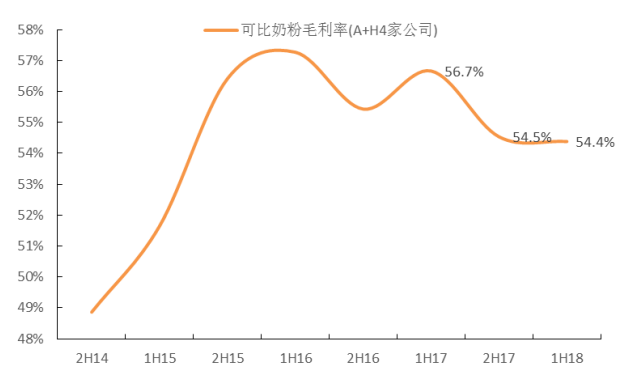
液奶毛利率保持稳定,奶粉毛利率略有下滑。分品类看,A+H 9 家公司液奶业务 1H18 毛利率为 34.9%,较 17 年同期持平,主因在于产品高端化抵消成本上涨压力;A+H 4 家公司奶粉业务 1H18 毛利率为 54.4%,较 17 年同期分别下降 2.3 个 PCT,主因或在于行业竞争依然激烈及包材价格上涨。展望 2H18,需求增长及海外干旱,原奶价格略有上涨压力,包材价格仍处高位,乳品成本端仍有压力,行业整体毛利率或难有提升潜力。

图表32 液奶毛利率同比持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 奶粉毛利率同比有所回落



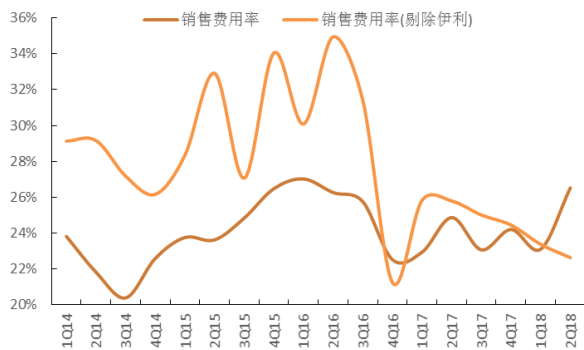
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 龙头加大费用投放, 费用率有所提升

行业竞争略有加剧,小乳企费用率继续下降。从 A 股 8 家乳企销售费用率来看,1Q18、2Q18 销售费用率分别为 23.1%、26.5%,分别较上年同期+0.2、+1.6 个 PCT,行业费用投放有所增加。剔除伊利看,1Q18、2Q18 销售费用率分别为 23.4%、22.6%,较上年同期分别-2.5、-3.2 个 PCT,小乳企销售费用率降幅较明显。我们认为在行业景气度高位的情况下,伊利、蒙牛进一步加大费用投放争抢份额,小乳企受高端产品占比低&成本上涨制约,持续降低费用来保证利润。

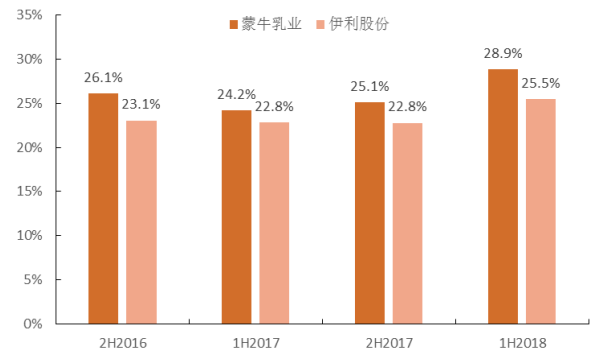
龙头格局诉求强烈,短期费用率难有下降空间。1H18,伊利、蒙牛销售费用率分别同比提升 2.7、3.8 个 pct 至 25.5%、28.9%,费用投放强度有所提升。伊利坚持与竞争对手拉开差距的战略,而蒙牛在战略调整成效显现的背景下,也以更积极的态度应对竞争,两巨头短期对份额的关注或强于利润。展望未来,2H18 或受原奶供应偏紧影响而促销力度环比有所减弱,但费用率应仍在较高水平。

图表34 行业销售费用率处于高位，小乳企下降明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 1H18 伊利、蒙牛销售费用率均有提升



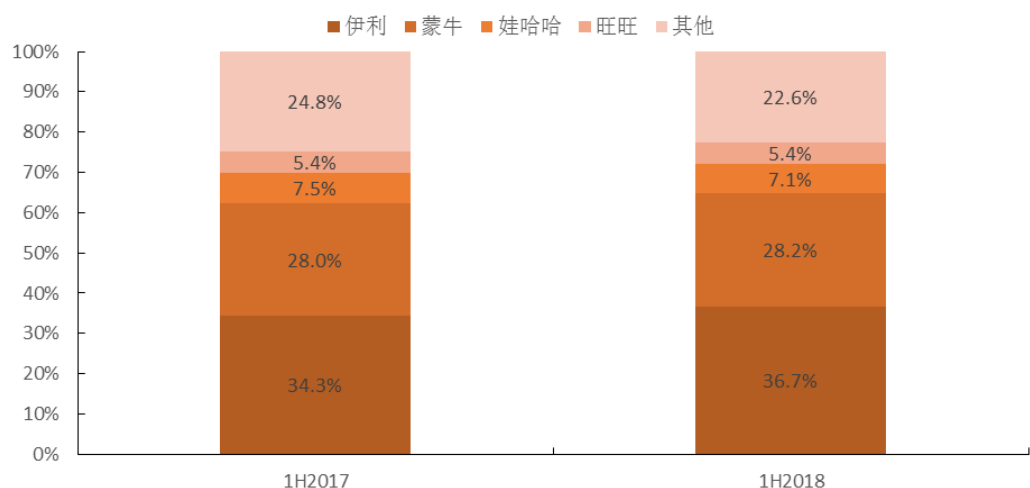
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 常温奶格局优化，龙头布局新业务

常温液奶格局加速优化，伊利领先优势日趋明显。 尼尔森数据显示，1H18 伊利常温液态奶份额较上年同期提高 2.4 个 pct 至 36.7%，与蒙牛份额差距从 6.3 个 pct 扩大到 8.5 个 pct。在行业竞争加剧背景下，伊利持续保持快于蒙牛的速度收割市场份额，这或说明伊利坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，常温奶单寡头趋势已愈发明显。

龙头布局新业务，打造增长新引擎。 伊利新成立健康饮品事业部及奶酪事业部，相继推出植物蛋白饮料“植选”系列豆乳、能量饮料“焕醒源”等非乳饮料，及有意投资巴基斯坦 Fauji Foods Limited，迈出走向国际化&平台化的重要一步。与此同时，蒙牛加速布局鲜奶、奶酪及植物基业务，并逐步拓展东南亚市场，打造增长新引擎。我们认为龙头在行业复苏及领先优势强化的背景下，主业发展相对更轻松，有更多精力投入其他业务的探索，加速变现优秀渠道及供应链价值。

图表36 伊利常温奶市占率在 1H18 快速提升



资料来源: 平安证券研究所, 尼尔森

2.5 重点公司分析：伊利股份

竞争加剧致使净利低于预期。公司 1H18 实现营收 399.43 亿元，同比+19.26%；归母净利润 34.46 亿元，同比+2.43%。2Q18 实现营收 201.90 亿元，同比+14.05%；归母净利 13.46 亿元，同比-17.47%，扣非净利 12.30 亿元，同比-15.91%。公司 2Q18 收入符合预期，净利低于预期，主因在于竞争加剧导致销售费用大增。

基数因素导致收入增速放缓，各业务线均表现靓丽：公司 1H18 营收同比+19%，分业务看，液奶、奶粉、冷饮收入分别同比+21%、27%、15%，均呈现加速增长态势。公司重点产品收入同比增 30% 以上，新品收入占比较上年同期提高 5 个 pct。单二季度看，公司营收同比+14%，增速环比 1Q18 有所回落，但我们认为公司在行业竞争加剧及 2Q17 高基数背景下继续取得较快增速已属难能可贵。往 2H18 看，过去几年渠道下沉的前置性投入或继续推动液奶稳健增长，注册制下奶粉业务有望继续挤占杂牌份额，增速应能维持高位，整体营收有望延续较好增长。

毛利率基本稳定，竞争加剧推动销售费用率大升：公司 2Q18 毛利率为 38.54%，较上年同期下降 0.15 个 pct，主要原因或是促销力度加大，叠加原奶成本略有上涨&包材价格仍在高位，从而抵消了品类优化&产品高端化的影响。公司 2Q18 销售费用率 28.10%，较上年同期提升 3.87 个 pct，环比 1Q18 提升 5.34 个 pct，主因或在于 2Q18 行业竞争加剧，公司加大促销力度和广告投放。往后看，行业 7-8 月已有竞争趋缓迹象，叠加原奶供应逐渐偏紧，公司销售费用率或能缓慢下行。

竞争格局仍快速优化，迈出多元化&国际化步伐：尼尔森数据显示，1H18 公司常温液态奶份额较上年同期提高 2.4 个 pct 至 36.7%，与竞争对手份额差距从 6.3 个 pct 扩大到 8.5 个 pct。在行业竞争加剧背景下，公司持续保持快于竞争对手的速度收割市场份额，这或说明常温奶单寡头趋势已愈发明显，竞争格局的逐步优化或隐含未来销售费用率大幅下降的可能性。此外，公司相继推出植物蛋白饮料“植选”系列豆乳、能量饮料“焕醒源”等非乳饮料，及有意投资巴基斯坦 Fauji Foods Limited，说明公司已迈出走向国际化&平台化的重要一步，有望打造新增长驱动引擎。

无惧短期波动，维持“强烈推荐”评级：虽行业竞争仍激烈，但公司格局优势日趋巩固，费用率逐渐回落应是大概率事件，且多品类运作能力逐步得到验证，长期成长空间更广阔。基于短期竞争加剧，我们维持 18-19 年 EPS 为 1.09、1.31 元的预测，同比增 9.9%、20.6%，维持“强烈推荐”评级！

图表37 1H18 液奶、奶粉、冷饮收入分别同比+21%、+27%、+15% 单位：百万元

	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18
液体乳收入	23,495	26,028	26,490	29,276	31,921
HoH	5%	5%	13%	12%	21%
毛利率	37%	35%	36%	34%	36%
同比变化	4.2%	-0.5%	-1.3%	-0.4%	0.0%
奶粉收入	2,534	2,922	3,039	3,390	3,867
HoH	-24%	-6%	20%	16%	27%
毛利率	59%	54%	57%	51%	54%
同比变化	6.5%	-6%	-2%	-3%	-3%
冷饮收入	2,931	1,264	3,242	1,364	3,725
HoH	-2%	14%	11%	8%	15%
毛利率	44%	42%	44%	41%	46%
同比变化	5.7%	10%	0%	-1%	2%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、投资建议

得益于猪价大跌，屠宰及肉制品行业景气度提升，盈利出现强改善。分业务看，屠宰量持续高增&屠宰价差处于高位，量利齐升推动屠宰盈利恢复；肉制品延续弱复苏趋势，整体成本稳定，熟食或成肉制品新突破口。展望 2H18，非洲猪瘟或影响短期猪肉需求，并抬高屠宰企业收猪成本，或影响短期盈利能力，但或有利集中度加速提升，龙头企业或有望受益；宏观经济疲软或致肉制品需求增长放缓，但有望继续受益低猪价，肉制品吨利有望维持较好水平。

乳业需求增长强劲，液奶维持较好增长，奶粉实现超高速增长，龙头增速领先行业。因龙头加大费用投放，行业竞争略有加剧，费用率有所提升。往后看，行业有望延续较好增速，龙头增速应快于行业，2H18 或受原奶供应偏紧影响而促销力度环比有所减弱，但龙头格局诉求强烈，费用率应仍在较高水平。

坚定价值，拥抱龙头。乳制品及肉制品均进入成熟期，需求增长较平稳，格局基本奠定，领先企业正处于竞争力逐渐强化的阶段，行业龙头最具投资价值。双汇屠宰上规模战略卓有成效，集中度提升逻辑逐渐通顺，且肉制品正加速业务调整，期待中式产品成功放量，低估值+业务新变化标的。伊利虽短期费用投放大增，但坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，领先优势日益明显。往长远看，格局转换必然带来利润率显著提升，这比短期获取竞争波动的利润更具确定性及持续性。此外，伊利新成立健康饮品事业部及奶酪事业部，预示着新业务从试探转向发力，综合快消平台雏形显现。综合看，伊利仍是战略性投资品种，短期虽然有费用阵痛，但长期成长路径日趋确定。

四、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；
- 4、市场系统性风险等。

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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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
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