

食品饮料行业中报业绩回顾：白酒业绩提速，大众品改善显著

食品饮料板块业绩综述

按申万食品饮料分类，目前 93 家公司 2018 年中报已披露完毕，上半年实现营收 2976.25 亿元，同增 16.64%；归母净利 529.49 亿元，同增 31.87%。分季度看：收入端，18Q2 实现营收 1372.22 亿元，同增 16.00%，增速同比提升 1.46pct，环比下降 1.21pct；归母净利端，18Q2 食品饮料板块合计实现归母净利 218.06 亿元，同增 33.28%，增速环比提升 2.45pct。分板块看 2018 年中报，营收增速排序为：白酒>软饮料>调味发酵品>乳品>食品综合>葡萄酒>肉制品>黄酒>啤酒>其他酒类，归母净利端增速：白酒>软饮料>调味发酵品>肉制品>食品综合>啤酒>乳品>黄酒>葡萄酒>其他酒类。分季度看，18Q2 营收端同比增速，白酒、软饮料、葡萄酒、肉制品子板块相对 Q1 有所提升，其中葡萄酒子板块环比提升 11.57pct，白酒提升 8.09pct，其他各子板块环比均出现回落但幅度较小（2pct-5pct）。归母净利润端环比变动较为明显，黄酒、乳品、食品综合、啤酒分别回落 59.85pct、13.65pct、4.86pct 和 2.04pct，其余子板块环比均有所上升。

白酒板块：二季度业绩提速，盈利能力进一步提升

2018 年上半年，白酒板块上市公司（19 家，含顺鑫农业）实现营业总收入合计 1083 亿元，同比增长 31.24%，增速相比 2017 年全年提升 3.51pct，归母净利润合计 353 亿元，同比增长 40.11%，增速相比 2017 年全年下降 3.21pct。二季度呈现出淡季不淡的特点，营收和利润增速均环比提升，白酒板块延续了景气度增长的趋势，上市公司业绩延续了 2017 年高增长的态势，在龙头贵州茅台的带动下，板块 18 年上半年收入和利润端增速都维持在较高水平。消费升级大趋势下，白酒产品结构升级显著，叠加提价效应以及降费增效的共同作用，酒企毛利率与净利润均呈现增长态势，盈利能力进一步提升。白酒行业景气周期仍将延续，建议重点关注高端、次高端及区域龙头名优酒企。

乳品：收入持续增长，费用投入增加影响利润

2018H1 沪深乳制品板块（申万三级分类）公司总营收达 588.09 亿元，同比增长 13.07%。收入端增长提速，主要得益于消费升级延续，产品端企业加大新品研发力度，不断升级产品结构适应市场需求，渠道端三四线及以下市场升级表现更为明显，龙头渗透率进一步提升，伊利最新市场渗透率提升，达到 81.2%（+2.7pct）。2018H1 乳品板块利润 41.21 亿，同比增长 11.58%，增速较收入端放缓，在上半年成本稳定的情况下，主要是 Q2 受到世界杯重大赛事影响，乳企加大销售费用投入（H1 销售费用率 24.58%提升 0.71pct），影响力当期利润提升。从机构持仓来看，Q2 板块机

食品饮料

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

研究助理：杨斌

yangbinzgs@csc.com.cn

010-86451007

研究助理：纪宗亚

jizongya@csc.com.cn

010-86451018

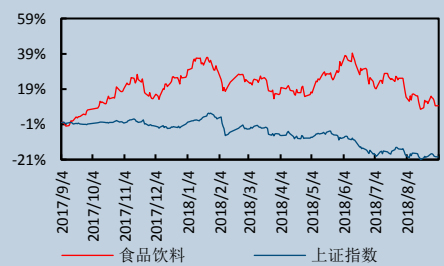
研究助理：黄谦

huangqian@csc.com.cn

010-86451493

发布日期：2018 年 09 月 04 日

市场表现



相关研究报告

构持仓较稳定，龙头伊利机构持股比例提升明显，较 Q1 提升 4.94pct，机构持仓占流通股比例达到 44.87%，板块龙头受关注度再次提升。

调味品：地推工作加强拉动收入增长，二季度增速环比改善

地推工作加强拉动收入增长，二季度增速环比改善。上半年公司酱醋调味品实现收入 7.41 亿元，同比增长 10.99%，预计 Q2 调味品收入增速环比 Q1 有所改善。调味品收入增长提速得益于 2018 年地推工作加强。公司在半年报中提到：以 1) 加强餐饮渠道、形象店、终端展示等终端类型建设、2) 推动恒顺及北固山双品牌运作及产品分级、3) 聚焦大单品三种主要操作方式高质量拉动上半年营销增长。分产品看，食醋实现收入 5.71 亿元，同比增长 9.15%，其中高端醋实现收入 1.10 亿元，收入占比 19.3%；料酒业务实现收入 0.88 亿元，同比增长 30.05%。分地区看，核心区域增长稳健、外埠市场增速较快。核心区域华东、华中大区收入分别同比增长 8.66%、8.92%，华南、西部、华北大区增速大幅超越整体增速，分别为 15.56%、14.13%、18.38%。净利润率稳步提升，主要得益于毛利率提升和非经常因素变动。上半年公司净利率 15.3%，同比提升 2.5pct，主要来自毛利率提升及非经常性损益变动。毛利率方面，公司上半年毛利率 41.9%，同比提升 0.5pct，主要由食醋拉动：高端醋产品增长拉动毛利率提升 2.9pct 至 44.4%。费用率方面，上半年公司期间费用率 25.0%，同比下降 0.5pct，其中销售费用率 14.5%，同比下降 0.9pct，管理费用率 9.9%，同比提升 0.4pct。此外，上半年公司确认非经常性损益 2097 万元（同比增加 1 千万），其他收益、营业外收支、投资收益等项目合计增加约 1 千万亦对净利率提升有贡献。

肉制品：猪价下行带动盈利提升，龙头双汇表现亮眼

上半年，板块受猪价影响，营收小幅同增 3.85%，但净利同比增长 22.03%。净利增长主要得益于生猪价格同比仍下滑 23.34%，猪价下行降低行业成本，屠宰业务放量加速，盈利能力显著提升。预计下半年猪价仍处于下行趋势中，肉制品板块有望持续受益。从公司来看，龙头双汇表现亮眼，上半年净利润同增 25.28%，主要是屠宰放量显著，共计屠宰生猪 827.45 万头，同增 30.42%；而肉制品也是近三年多来首次恢复中位数增长，同增 4.49%，结构调整升级初见成效。盈利方面，上半年板块销售毛利率 18.84%，同比提升 1.62pct，盈利能力提升较为显著。猪价下行，一方面降低生猪采购成本，价差扩大，屠宰盈利水平提升显著；另一方面，也降低肉制品成本，盈利改善逐步显现。双汇上半年屠宰净利 4.92 亿元，同增 119.56%，单头净利 59.46 元，同比大幅提升 70.74%。从期间费用率来看，肉制品在食品饮料板块中处于较低水平，整体维持稳定。

食品综合：产品结构升级业绩稳增

烘焙：2018H1，烘焙食品 A 股上市公司收入 42.29 亿元，同比增长 14.97%，延续了烘焙行业近些年持续向好的趋势。成本和费用整体把控较好，H1 原材料成本（+14.37%）增速较收入端略缓，导致毛利率 45.28%（+0.69pct），销售费用控制较好导致销售费用率（26.86%）小幅下滑 0.35pct，H1 实现利润 3.96 亿元，同比增长 37.17%，板块整体盈利能力在稳步提升。板块机构持仓比例也明显提升。保健品：2018H1 我国保健品上市公司（汤臣倍健、合生元、西王食品）共实现营收达 95.02 亿元，同比增长 19.99%。从利润端来看，保健品板块上市公司积极进行成本管控，伴随收入的有力增长，H1 行业实现净利润 12.93 亿元，同比增长 15.06%。休闲零食：上半年营收同增 22.41%，归母净利同增 1.75%。从收入端来看，上半年增速主要受益新品放量，尤其是坚果类产品高速增长。从利润端来看，净利增速显著低于收入增速，主要是受部分原材料上涨影响及产品结构变化。盈利方面，板块毛利率 34.06%，同比下滑 1.98pct，净利率 5.04%，下滑 1.02pct，继续处于下滑态势。毛利下滑主要受两方面因素：一是各企业陆续进行产品升级，产品成本提升，二是部分进口原材料材料受贸易战影响出现上涨，导致成本端承压。

啤酒：华润、重啤增长较快，成本上涨仍然是主要背景

2018 年上半年，啤酒板块公司（青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、惠泉啤酒、珠江啤酒、兰州黄河）实现营业总收入共 259 亿元，同比增长 1.65%；归母净利润共 21 亿元，同比增长 13.29%。H1 行业销量基本稳定，主要公司收入增长、净利润率提升逻辑得到验证。在 H1 财报验证和渠道反馈支持下，我们坚持原有判断：行业拐点来临，中长期看，高端化促使行业竞争方式转变，随着吨价提升、费用率下行，行业整体盈利能力未来 3~5 年

进入持续上升通道，另外产能优化拉开序幕，持续关注主要企业关厂进度，在产能过剩现状下，关厂有助于快速释放利润弹性。短期看，我们判断 2018 年成本上涨（原辅材、部分企业改革成本）仍然消耗了部分吨价提升的成果，预计 2019 年主要企业利润弹性更高。

投资建议：当前时点我们认为业绩确定性高、且估值较低的白酒及大众品龙头已具备优势。白酒重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、洋河股份和顺鑫农业；食品板块推荐伊利股份、海天味业、涪陵榨菜、中炬高新、绝味食品、养元饮品等。

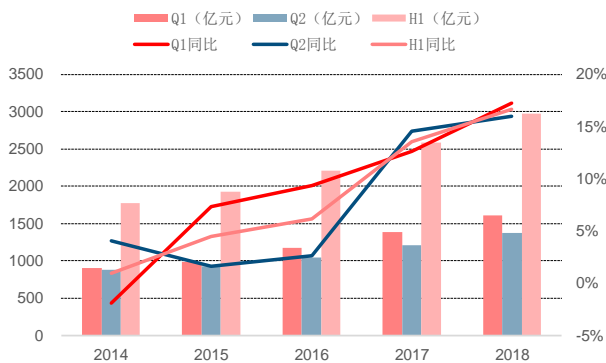
目 录

一、2018 年食品饮料行业中报业绩概述	1
二、白酒板块：二季度业绩提速，盈利能力进一步提升	3
2.1 行业景气度延续，二季度再提速	3
2.2 收入端：高端、地产酒维持高增长，次高端单二季度收入增速有所回落	4
2.3 利润端：毛利率增长，费用率下降，二季度利润增速普遍好于收入增速	6
2.3.1 二季度利润增速普遍好于收入增速	6
2.3.2 产品结构优化，带动毛利率提升	7
2.3.3 降费增效，期间费用率下滑，带动净利润率提升	9
2.4、营运能力	11
2.4.1 预收账款：大部分酒企预收款同比增长，茅台预收款下降较多	11
2.4.2 经营性现金流：仅 5 家经营性现金流净额为负	12
2.4.3 应收账款：五粮液应收账款+票据占当期营收比例最高	13
2.5 机构持仓情况：18Q2 机构持仓显著提升	14
2.6 重点公司点评汇总	15
2.6.1 贵州茅台：双轮驱动已成型，预收账款调节应理性看待	15
2.6.2 五粮液：利润超预期,全年任务完成无忧	16
2.6.3 泸州老窖：特曲放量大增，毛利率继续大幅提升	18
2.6.4 山西汾酒：收入、利润高增长，省内省外齐发展	19
2.6.5 洋河股份：Q2 利润高增长，省外拓展顺利	20
2.6.6 水井坊：Q2 利润高增长，省外拓展顺利	21
三、乳品板块：收入持续增长，费用投入增加影响利润	22
2.1 收入延续较好增长，利润略有承压	22
2.2 销售费用增加，盈利水平微降	24
2.3 机构持仓情况：长期上升后趋稳，H1 略有下行	25
2.4 重点公司	26
2.4.1 伊利股份：增量和产品结构推动业绩增长，盈利能力改善向好	26
2.4.2 天润乳业：产品优势延续，疆外市场逐步拓展	28
2.4.3 蒙牛乳业：改革带来新动力，业绩持续复苏	29
2.4.4 光明乳业：成本费用管控延续，中高端新品有望成新增长点	30
2.4.5 燕塘乳业：集约化购奶模式，跨界拓展新渠道	31
四、调味品：收入稳定增长，利润持续释放	32
2.1 收入稳定增长，头部公司增速更高	32
2.2 销售费用合理投放，净利润率稳步提升	33
2.3 重点公司	35
2.3.1 海天味业：收入稳健增长，盈利能力持续提升	35
2.3.2 中炬高新：调味品稳步增长，省外市场逐步拓展	36
2.3.3 涪陵榨菜：核心业务高速增长，成本下行释放业绩弹性	37
2.3.4 恒顺醋业：Q2 收入增长提速，净利润率稳步提升	38
五、肉制品：猪价下行带动盈利提升，龙头双汇表现亮眼	39

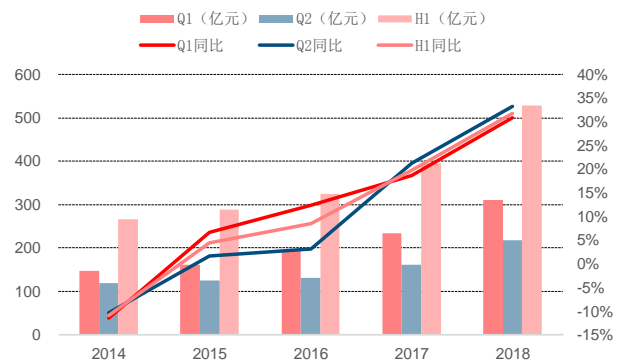
5.1 猪价下行带动行业净利增长，龙头双汇表现亮眼.....	39
5.2 盈利能力提升显著，期间费用维持稳定.....	40
5.3 重点公司	41
5.3.1 双汇发展：屠宰量利齐升带动公司业绩增长，肉制品结构调整值得期待	41
六、烘焙板块：产品结构升级业绩稳增	42
6.1 收入业绩稳定向好，龙头持续发力	42
6.2 H1 盈利能力同比改善，Q2 成本管控效果显现.....	44
6.3 机构持仓情况：长期呈现上升趋势，18H1 趋稳.....	45
6.4 重点公司	46
6.4.1 桃李面包：结构升级，强化渠道，盈利能力持续提升.....	46
6.4.2 元祖股份：Q2 业绩大幅提升，产能、渠道建设稳步推进.....	47
6.4.3 广州酒家：重点产品产能释放，收入利润增长向好.....	48
七、保健品板块：消费、渠道双升级业绩稳增，销售投入增加利润承压.....	50
7.1 收入端：消费升级推动收入增长，渠道拓展稳固基础.....	50
7.2 盈利能力：毛利稳步增长，销售费用拉低净利.....	51
7.3 机构持仓情况：长期呈低幅下行，18H1 趋稳.....	52
7.4 重点公司	53
7.4.1 西王食品：Q2 开始改善，H2 营养品有望带来新增长.....	53
7.4.2 汤臣倍健：产品结构持续优化，二季度延续高增长.....	54
八、休闲零食：坚果放量带动收入增长，盈利能力仍有提升空间.....	56
8.1 坚果放量带动收入增长，利润增速仍较缓慢.....	56
8.2 成本端拖累毛利水平，竞争减缓促使销售费用率维持稳定.....	56
8.3 重点公司：	57
8.3.1 好想你：盈利持续高增长，“好百”携手开启新发展	57
8.3.2 洽洽食品：新品放量带动业绩提升，提价有望增厚全年利润.....	59
九、啤酒板块：华润、重啤增长较快，成本上涨仍然是主要背景.....	60
9.1 收入分析	60
9.1.1 销量表现（主要公司对比）	61
9.1.2 吨价表现（主要公司对比）	62
9.2 毛利率分析	62
9.3 销售费用分析	63
9.4 四家企业对比分析	66
十、投资建议	68

一、2018 年食品饮料行业中报业绩概述

按申万食品饮料分类,目前 93 家公司 2018 年中报已披露完毕,上半年实现营收 2976.25 亿元,同增 16.64%;归母净利 529.49 亿元,同增 31.87%。分季度看:收入端,18Q2 实现营收 1372.22 亿元,同增 16.00%,增速同比提升 1.46pct,环比下降 1.21pct;归母净利端,18Q2 食品饮料板块合计实现归母净利 218.06 亿元,同增 33.28%,增速环比提升 2.45pct。

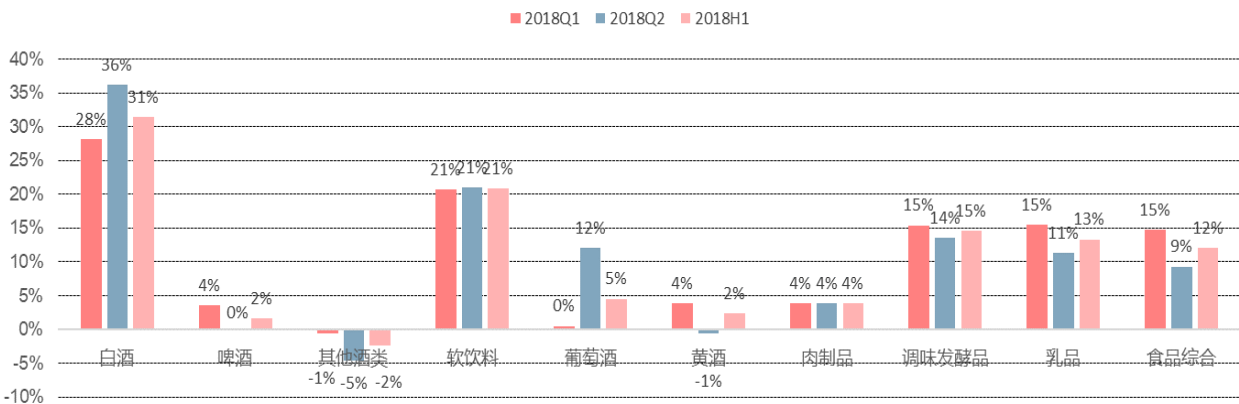
图表1: 2014H-2018H 食品饮料板块营收及增速


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表2: 2014H-2018H 食品饮料板块净利润及增速


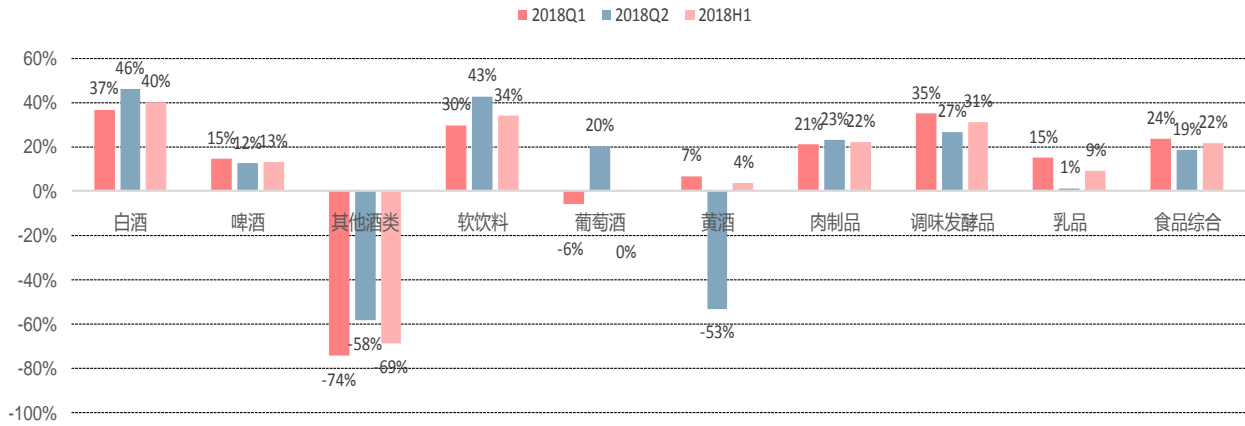
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

分板块看 2018 年中报,营收增速排序为:白酒>软饮料>调味发酵品>乳品>食品综合>葡萄酒>肉制品>黄酒>啤酒>其他酒类,归母净利润增速排序为:白酒>软饮料>调味发酵品>肉制品>食品综合>啤酒>乳品>黄酒>葡萄酒>其他酒类。分季度看,18Q2 营收增速同比,白酒、软饮料、葡萄酒、肉制品子板块相对 Q1 有所提升,其中葡萄酒子板块环比提升 11.57pct,白酒提升 8.09pct,其他各子板块环比均出现回落但幅度较小(2pct-5pct)。归母净利润端环比变动较为明显,黄酒、乳品、食品综合、啤酒分别回落 59.85pct、13.65pct、4.86pct 和 2.04pct,其余子板块环比均有所上升。

图表3: 2018H 各子板块营业收入同比增速


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

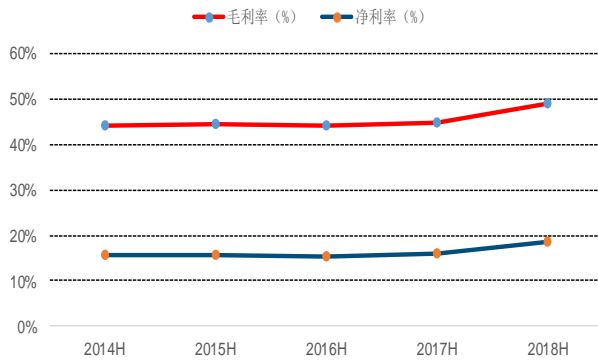
图4： 2018H 各子板块归母净利润同比增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

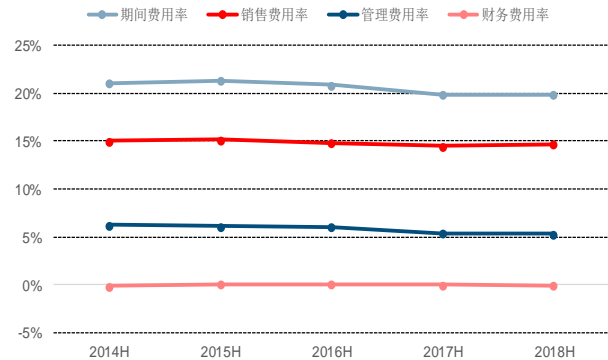
盈利能力方面, 2018 年上半年, 食品饮料板块毛利率及净利率同比明显提升, 分别同增 4.35pct 和 2.66pct。分板块看, 2018 上半年毛利率水平由高到低排序分别是, 白酒>其他酒类>葡萄酒>调味发酵品>啤酒>黄酒>乳品>软饮料>食品综合>肉制品, 其中软饮料板块, 毛利率同比提升 6.68pct, 领跑行业; 调味发酵品、白酒、啤酒、食品综合增幅较大, 分别为 5.87pct、3.97pct、3.02pct、2.67pct, 其余各板块基本保持稳定, 其他酒类、肉制品、黄酒板块有小幅增长 (1pct-2pct), 乳品、葡萄酒板块毛利率有小幅回落 (1pct-2pct)。

图5： 2014H-2018H 食品饮料板块毛利率及净利率



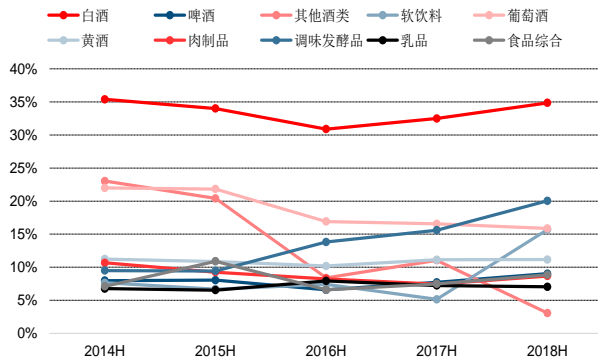
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图6： 2014H-2018H 食品饮料板块期间费用率



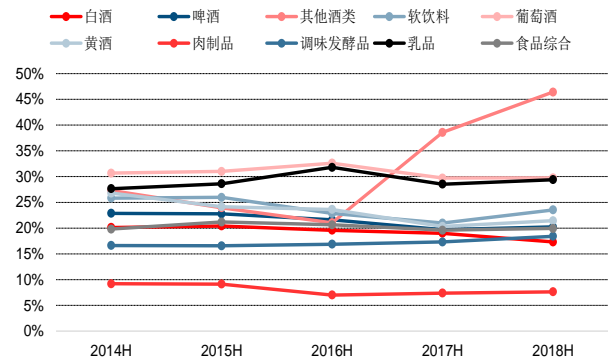
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表7： 2014H-2018H 各子版块净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表8： 2014H-2018H 各子版块期间费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

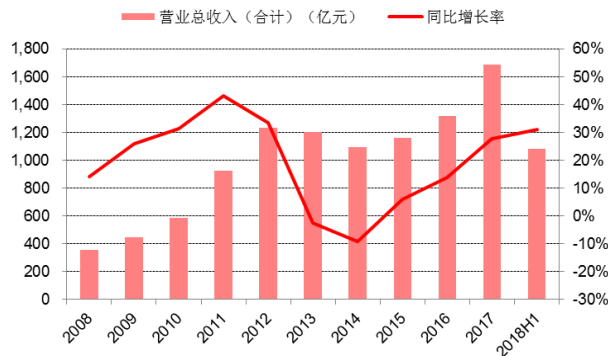
二、白酒板块：二季度业绩提速，盈利能力进一步提升

2.1 行业景气度延续，二季度再提速

2018年上半年,白酒板块上市公司(19家,含顺鑫农业)实现营业总收入合计1083亿元,同比增长31.24%,增速相比2017年全年提升3.51pct,归母净利润合计353亿元,同比增长40.11%,增速相比2017年全年下降3.21pct。白酒板块延续了景气度增长的态势,上市公司业绩延续了2017年高增长的态势,在龙头贵州茅台的带动下,板块18年上半年收入和利润端增速都维持在较高水平。

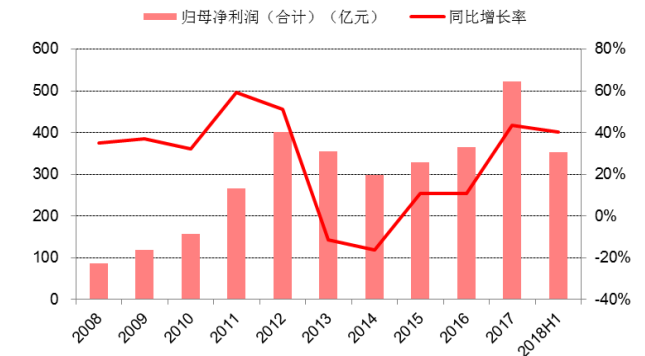
2018年二季度,行业进入销售淡季,收入和利润相比一季度都有所下降,但整体来看,呈现出淡季不淡的特点,同比去年二季度,白酒板块收入和利润增速分别同比增加了12.57pct和14.84pct达到了36.06%和46.16%,环比一季度也有8.08pct和9.60pct的增长。

图表9： 白酒板块营业总收入及同比增长率



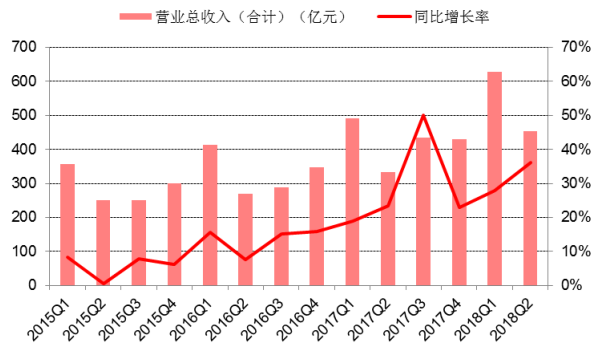
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表10： 白酒板块归母净利润及同比增长率



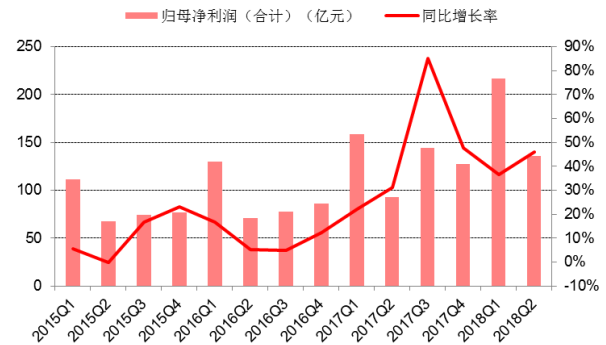
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表11：白酒板块单季度营业总收入及同比增长率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表12：白酒板块单季度归母净利润及同比



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

2.2 收入端：高端、地产酒维持高增长，次高端单二季度收入增速有所回落

我们依照此前的分类标准，将 19 家白酒上市公司分为一线高端（茅台、五粮液、泸州老窖）、次高端（水井坊、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒）与区域龙头（洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖）、三四线四大类，高端、次高端、地产酒和三四线白酒 2018 上半年收入增速分别为 36%/44%/27%/12%，单二季度高端、次高端、地产酒和三四线白酒收入增速分别为 41%、35%、32%、23%。2018H1 收入增速来看，次高端（44%）> 高端（36%）> 地产酒龙头（27%）> 三四线（12%）。2018Q2 收入增速：高端（41%）> 次高端（35%）> 区域龙头（32%）> 三四线白酒（23%），Q2 次高端白酒收入增速有所回落，但高端白酒仍保持较高速增长，地产酒龙头收益于消费升级，产品结构优化，收入提速明显。营收 Q2 环比 Q1 提升幅度：三四线白酒（+18pct）> 区域地产龙头（+8pct）> 高端（+7pct）> 次高端（-15pct）。

图表13：我国主要白酒上市公司单季度营收增速

	股票简称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018H1
一线高端	贵州茅台	36%	36%	116%	31%	32%	46%	38%
	五粮液	15%	23%	43%	20%	37%	38%	37%
	泸州老窖	20%	18%	33%	15%	26%	25%	25%
合计		26%	30%	85%	26%	33%	41%	36%
次高端	水井坊	33%	130%	109%	51%	88%	33%	59%
	山西汾酒	48%	30%	47%	18%	49%	45%	47%
	舍得酒业	0%	28%	14%	9%	22%	10%	16%
	酒鬼酒	9%	53%	26%	48%	46%	37%	41%
合计		35%	43%	50%	26%	50%	35%	44%
区域龙头	洋河股份	11%	18%	20%	21%	26%	27%	26%
	今世缘	21%	12%	13%	13%	31%	30%	31%
	古井贡酒	18%	25%	15%	7%	18%	49%	30%

	口子窖	16%	20%	14%	79%	21%	28%	24%
合计		13%	19%	17%	22%	24%	32%	27%
三四线	牛栏山		10%(2017H)		24%(2017A)			62%
	老白干酒	3%	13%	2%	3%	6%	75%	32%
	伊力特	9%	-8%	25%	25%	9%	36%	20%
	金种子酒	-27%	-20%	-8%	16%	-12%	7%	-4%
	迎驾贡酒	4%	2%	-1%	6%	12%	9%	11%
	金徽酒	4%	13%	-12%	12%	5%	19%	10%
	青青稞酒	-12%	2%	-13%	-6%	5%	3%	4%
	*ST 皇台	-68%	-13%	-97%	-76%	-22%	-98%	-78%
合计		2%	1%	-6%	13%	5%	23%	12%

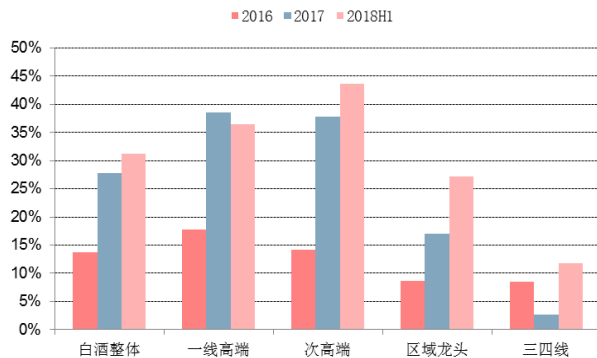
资料来源: 公司公告, wind, 中信建投证券研究发展部

2018H1 高端酒营收增 36%，单 Q2 营收增 41%，环比 Q1 提升 5pct，表明行业景气度仍在持续。2018H1 茅台、五粮液、泸州老窖营收分别同增 38.27%/37.13%/25.49%，Q2 营收分别增 45.56%/37.73%/24.773%。茅台 Q2 明显提速主要受预收账款释放影响，扣除预收释放的因素，Q2 单季度营收增速预计与 Q1 持平。五粮液与泸州老窖 Q2 营收基本与 Q1 持平，验证了高端白酒行业景气度持续的逻辑。终端调研反馈，茅台经销商近期已超半数完成 9-10 月的打款任务，预计 2 周内到货，将直接带动渠道批价的逐渐回落，茅台主动调节批价有助于清理渠道库存，释放真实需求，利于行业稳健发展。五粮液预计打款量已经接近全年任务的 80%，经销商反馈库存已不足 1 个月。老窖上半年提出“国窖+特曲”并重的发展策略，效果显著，特曲放量增 40%以上，国窖 1573 仍维持 30%以上较高速增长。

2018H1 次高端营收增 43%，单 Q2 营收增 35%，环比 Q1 下降 15pct，降速比较明显。2018H1 水井坊、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒营收分别增 59%/47%/16%/41%，单 Q2 营收分别增 33%/45%/10%/37%。次高端中，水井坊、舍得 Q2 降速较为明显，主要系 Q2 淡季主动消化库存，控制发货节奏。山西汾酒 Q2 仍维持较高速增长，预计青花仍维持 80%以上增长，省内省外齐发力。

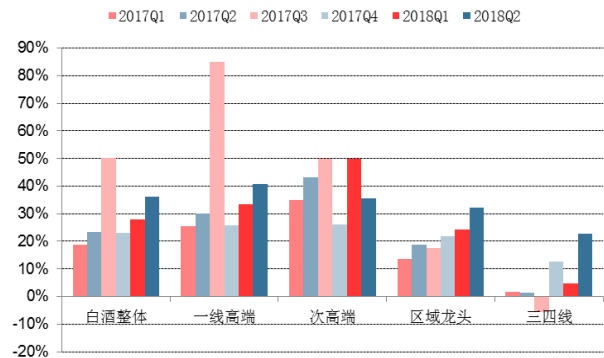
地产酒龙头受益消费升级，Q2 提速明显。上地产酒龙头 H1 营收增 27%，单 Q2 营收增 32%，环比 Q1 提升 8pct，远高于高端酒提升幅度。2018H1 洋河、古井、口子、今世缘收入增速分别为 26%/30%/24%/31%，单 Q2 营收同比增 27%/49%/28%/30%，超市场预期。洋河产品结构提升明显，梦之蓝持续维持 50%以上高增长，海之蓝和天之蓝上半年收入恢复增长至 10%以上。古井、口子、今世缘受益于省内消费升级，200-400 元价位段的产品放量明显带动营收加速增长。地产酒营收较高端及次高端低，但发展稳健，单 2 季度营收增速超市场预期，未来将持续受益消费升级，产品结构持续优化。

图表14：上市酒企按产品档次分类营业总收入增速



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表15：上市酒企按产品档次分类营业总收入增速



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

2.3 利润端：毛利率增长，费用率下降，二季度利润增速普遍好于收入增速

2.3.1 二季度利润增速普遍好于收入增速

高端、次高端、地产酒和三四线白酒 2018 年上半年利润增速分别为 40%、72%、33%、47%，单 Q2 利润增速分别为 44%、112%、40%、150%，从上半年利润增速来看，次高端>三四线白酒>高端>地产酒龙头，从二季度来看，三四线白酒利润增速最高，高于次高端 112%的利润增速，主要由于三四线白酒中，顺鑫和伊力特业绩大幅增长。

图表16：我国主要白酒上市公司单季度归母净利润增速

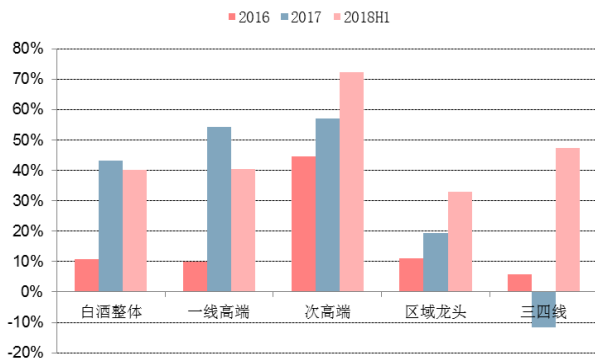
	股票简称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018H1
一线高端	贵州茅台	25%	31%	138%	67%	39%	42%	40%
	五粮液	24%	40%	64%	61%	38%	55%	43%
	泸州老窖	35%	31%	34%	23%	33%	36%	34%
合计		25%	33%	113%	62%	38%	44%	40%
次高端	山西汾酒	18%	74%	122%	22%	68%	404%	134%
	舍得酒业	59%	109%	121%	-10%	52%	69%	56%
	水井坊	235%	95%	5%	89%	103%	287%	166%
	酒鬼酒	31%	336%	26%	39%	69%	14%	38%
合计		54%	127%	91%	14%	58%	112%	72%
区域龙头	洋河股份	12%	20%	18%	6%	27%	31%	28%
	今世缘	26%	18%	10%	8%	32%	31%	32%
	古井贡酒	19%	62%	64%	42%	43%	121%	63%
	口子窖	21%	48%	22%	199%	37%	43%	39%
合计		14%	25%	22%	22%	30%	40%	33%
三四线	顺鑫农业	35%	205%	19%	69%	81%	1059%	208%

行业半年报综述

伊力特	7%	2%	71%	0%	95%	104%	97%
金种子酒	27%	1%	1%	113%	8%	88%	33%
老白干酒	-77%	93%	86%	-54%	17%	-14%	18%
迎驾贡酒	13%	-45%	-31%	14%	12%	40%	16%
金徽酒	23%	28%	-24%	24%	7%	29%	11%
青青稞酒	-30%	-16%	-90%	-1033%	-15%	-67%	-17%
*ST 皇台	-257%	-174%	86%	-553%	2%	59%	45%
合计	3%	-15%	2%	-42%	30%	150%	47%

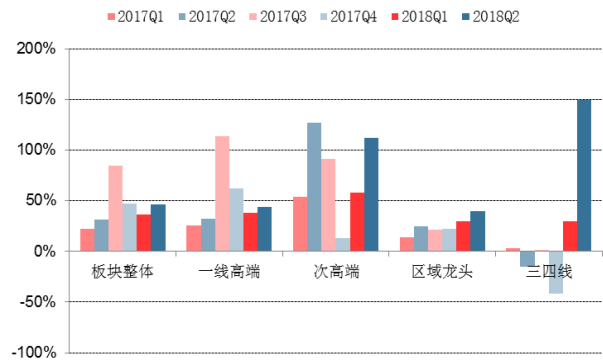
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表17: 上市酒企按产品档次分类归母净利润增速



资料来源: 公司公告, wind, 中信建投证券研究发展部

图表18: 上市酒企按产品档次分类归母净利润增速



资料来源: 公司公告, wind, 中信建投证券研究发展部

2.3.2 产品结构优化, 带动毛利率提升

在此轮白酒行业景气周期中, 名优酒企主流产品提价一直是 2017 年的主题, 进入到 2018 年, 提价风潮有所趋缓, 年初, 贵州茅台在时隔 5 年多之后再次提价, 此外, 舍得酒业、郎酒、汾酒等酒企也在年初为主力产品提价。此后提价主要发生在 5 月份白酒销售淡季期间, 泸州老窖、古井贡酒、口子窖等酒企相继提价, 淡季提价的趋势表现的较为明显。表现在毛利上看, 高端、次高端及区域地产龙头上半年毛利率皆有所增长。

图表19: 2018年上半年我国主要白酒企业提价举措

时间	公司	提价情况
2018年1月	贵州茅台	茅台酒出厂价平均提价幅度 18%
	舍得酒业	品味舍得提价。52度 38度 42度的供经销商价、经销商售价以及主要流通指导价均调整。52度供经销商家每瓶上调 20元, 团购价 488, 商超餐饮零售指导价 568, 38和 42度分别为 458、518。2018年1月16日起执行。
	郎酒	15日起执行, 其中建议零售价方面: 53度红花郎(10)458元, 红花郎(15)698元, 53度青花郎(20)1198元, 42度郎牌特曲鉴赏 12为 498元。45度 100ml 小郎酒逐步调整至 30元/瓶。
	山西汾酒	分阶段调整, 力争今年4月将核心主力产品终端零售价格调至相应价位段。具体: 青花(30)600以上段, 青花(20)400左右段, 醇柔老白汾 80-100段, 老白汾(10)130-150段, 封坛(15)180-200段, 玻汾 35-40段。

请参阅最后一页的重要声明

时间	公司	提价情况
2018年2月	洋河股份	2月15日除夕起,海天每瓶上调4,6元,梦之蓝梦三梦六梦九分别上调20,40,60元,君坊圣坊分别上调2,3元。海天直接提高出厂价,梦之蓝收缩原有固定费用。
2018年5月	泸州老窖 古井贡酒 口子窖 西凤酒	国窖1573经典装华东调价,52度38度供货价建议840,630元,团购建议价880,680元。 原浆献礼版每箱(1*4)3上调20元,古5,古8,古16每箱上调40,80,240元。 针对流通渠道口子5年,6年上调10元/瓶,口子10年,20年上调30元/瓶。 西凤酒多款产品涨价。
2018年7月	剑南春 洋河股份	以线上成交价为主导的剑南春系列产品调价完成,水晶剑南春、珍藏级剑南春、金剑南K6成交价全面提价,其中:水晶剑南春统一零售价格上涨至418元;珍藏级剑南春统一零售价格上涨至558元;金剑南K6统一零售价格上涨至188元。 洋河将同时上调海之蓝、天之蓝、梦之蓝出厂价及终端供货价。 出厂价方面,海之蓝上涨4元/瓶,天之蓝上涨6元/瓶,梦之蓝M3、M6、M9分别上涨5元/瓶、5元/瓶和10元/瓶;终端供货价方面,海之蓝上涨60元/箱,天之蓝上涨100元/箱,梦之蓝M3、M6分别上涨110元/箱、140元/箱,平均涨幅达到百元,M9更是大幅提高600元/箱。

资料来源:公司公告,公开资料,中信建投证券研究发展部

2018H1,白酒行业毛利率75.6%,同比分别变动+4.0pct;其中,2018Q2白酒行业毛利率74.7%,同比变动+3.4pct。

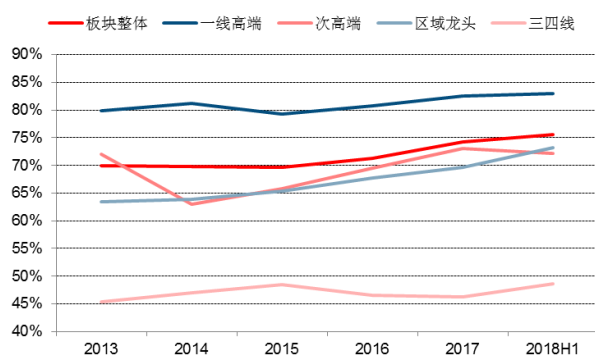
2018H1,高端白酒行业毛利率82.9%,同比变动+2.0pct;2018Q2高端白酒毛利率83.6%,同比变动+2.6pct。

2018H1,次高端白酒行业毛利率72.2%,同比变动-0.8pct;2018Q2次高端白酒毛利率71.0%,同比变动-3.7pct。

2018H1,区域地产龙头毛利率73.1%,同比变动+8.1pct;2018Q2区域地产龙头白酒毛利率69.1%,同比变动+6.6pct。

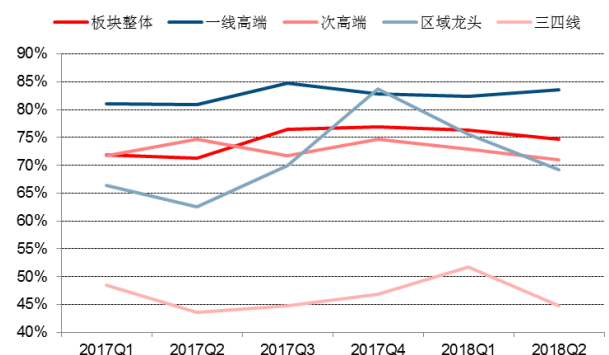
2018H1,三四线白酒行业毛利率48.7%,同比变动+2.1pct;2018Q2三四线白酒毛利率44.7%,同比变动+1.1pct。

图表20: 上市酒企按产品档次分类销售毛利率情况



资料来源:公司公告,wind,中信建投证券研究发展部

图表21: 上市酒企按产品档次分类销售毛利率情况(单季)



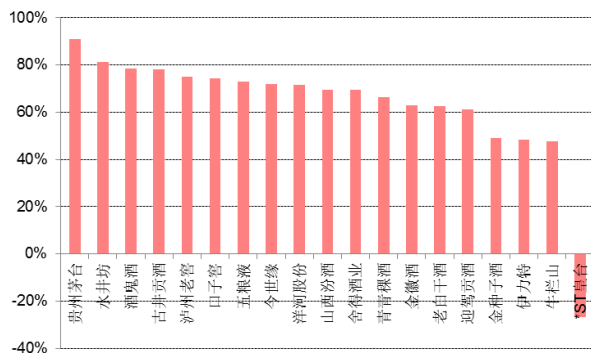
资料来源:公司公告,wind,中信建投证券研究发展部

高端白酒,贵州茅台、五粮液、泸州老窖上半年公司销售毛利率皆有所增长,分别提升1.32pct至90.94%、1.19pct至72.18%、6.34pct至74.19%,次高端里,汾酒销售毛利率同比下降1.43pct,只要是低价酒放量所致,水

井坊结构持续提升，毛利率提升 3.12pct 至 81.14%；地产酒龙头洋河毛利率提升 12.84pct 至 73.61%，主要是受消费税调整影响，扣除此影响，上半年毛利率提升 5.8pct。口子窖提升 2.49pct 至 74.39%，古井贡酒提升 3.08pct 至 78.2%。

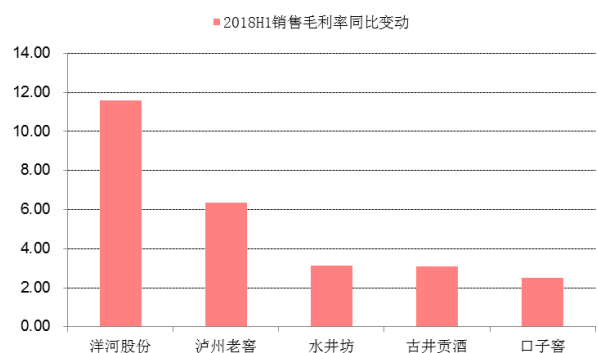
从产品结构的角度看，洋河（梦之蓝）、泸州老窖（国窖 1573+特曲）、水井坊（典藏+井台+臻酿八号）、古井贡酒、口子窖凭借中高端产品占比提升，毛利率同比上升幅度位居前五。

图表22：上市酒企 2018H1 销售毛利率情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表23：上市酒企 2018H1 销售毛利率同比提升前五



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

2.3.3 降费增效，期间费用率下滑，带动净利润率提升

2018 年 H1，白酒行业期间费用率为 17.1%，同比下降 1.7pct；2018Q2 期间费用率为 20.4%，同比下降 0.5pct。白酒行业在毛利率提升及期间费用率下降的背景下，2018H1 净利率提升 2.4pct，至 34.7%。

2018 年 H1，高端白酒期间费用率为 14.1%，同比下降 1.7pct；2018Q2 期间费用率为 17.2%，同比上升 0.2pct。高端白酒在毛利率提升及期间费用率下降的背景下，2018H1 净利率提升 1.4pct，至 43.1%。

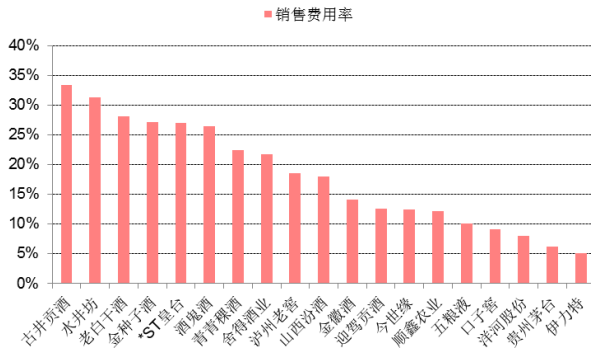
2018 年 H1，次高端白酒期间费用率为 28.0%，同比下降 3.0pct；2018Q2 期间费用率为 30.7%，同比下降 4.6pct。次高端白酒在毛利率小幅下降及期间费用率下降的背景下，2018H1 净利率提升 3.5pct，至 19.9%。

2018 年 H1，区域地产龙头期间费用率为 18.9%，同比下降 1.2pct；2018Q2 期间费用率为 23.2%，同比下降 0.7pct。区域地产龙头在毛利率提升及期间费用率下降的背景下，2018H1 净利率提升 1.4pct，至 31.5%。

2018 年 H1，三四线白酒期间费用率为 21.5%，同比下降 1.4pct；2018Q2 期间费用率为 25.6%，同比下降 0.1pct。三四线白酒在毛利率提升及期间费用率下降的背景下，2018H1 净利率提升 2.6pct，至 10.7%。

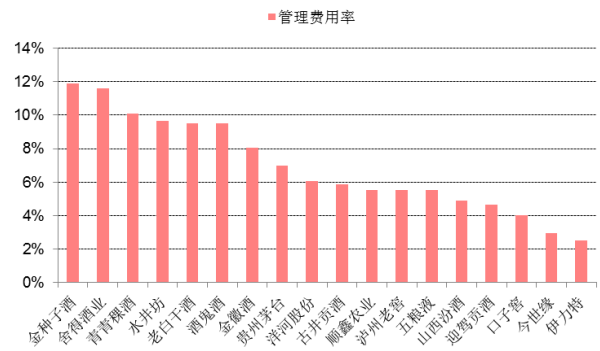
大部分白酒上市公司 2018 年上半年期间费用率均呈现下降趋势。下降幅度较多的是舍得酒业、五粮液、老白干酒。

图表24：上市酒企 2018H1 销售费用率情况



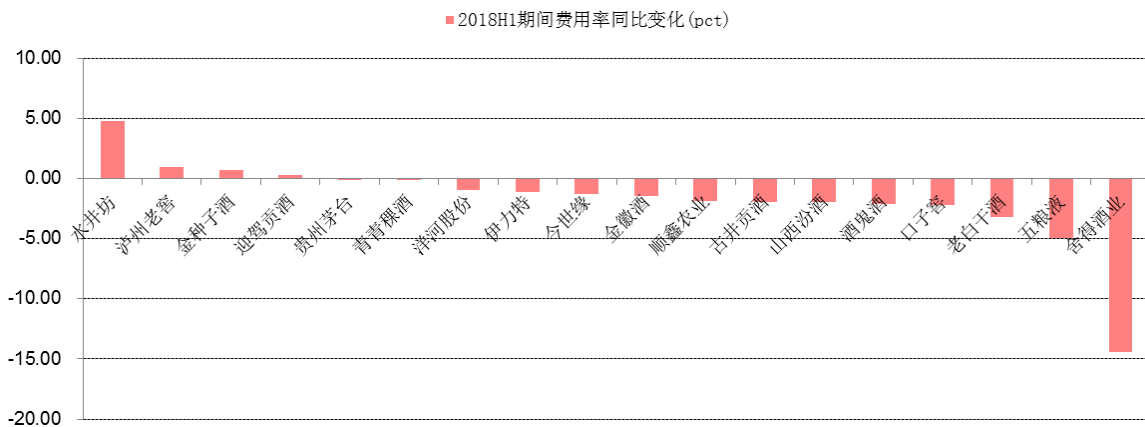
资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表25：上市酒企 2018H1 管理费用率情况



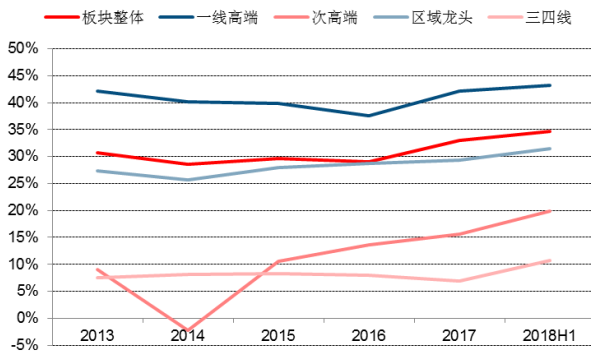
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部（不含*ST 皇台）

图表26：白酒上市公司 2018H1 期间费用率同比变化情况



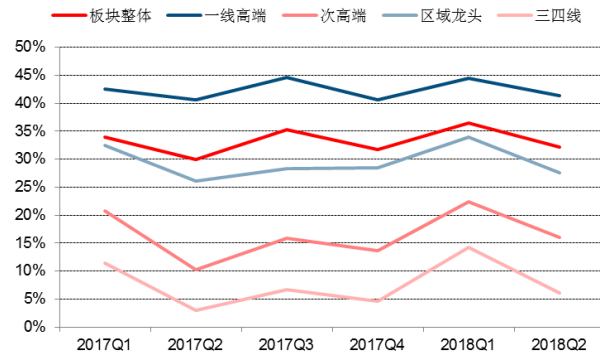
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部（不含*ST 皇台）

图表27：白酒行业净利率情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表28：白酒行业净利率情况（单季）



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表29： 我国主要白酒上市公司 2017 年及 2018 年毛利率与净利率对比

		销售毛利率 (%)			销售净利率 (%)		
		2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1
一线高端	贵州茅台	89.62	89.80	90.94	49.79	49.82	50.67
	五粮液	71.65	72.01	72.84	33.22	33.41	34.84
	泸州老窖	68.57	71.93	74.91	29.50	25.03	31.71
次高端	山西汾酒	71.08	69.84	69.65	18.76	16.63	20.04
	舍得酒业	73.53	74.62	69.42	7.09	8.67	17.68
	水井坊	78.02	79.06	81.14	13.62	16.38	20.02
区域龙头	酒鬼酒	76.94	77.94	78.35	21.81	19.83	21.87
	洋河股份	59.90	66.46	71.50	33.82	33.23	34.42
	今世缘	70.68	71.71	71.93	35.99	30.33	36.29
	古井贡酒	75.12	76.43	78.20	15.59	17.01	19.14
三四线	口子窖	71.90	72.90	74.39	30.12	30.91	33.96
	顺鑫农业	36.16	33.92	39.75	3.81	3.77	6.62
	伊力特	48.58	47.73	48.27	19.50	18.60	21.90
	金种子酒	51.35	52.75	49.03	0.97	0.71	1.20
	老白干酒	61.60	62.42	62.64	4.29	6.45	10.03
	迎驾贡酒	61.03	60.64	61.02	21.07	21.26	22.06
	金徽酒	63.15	63.01	62.95	19.70	18.98	19.85
	青青稞酒	65.78	65.67	66.34	15.54	-7.47	12.22
	*ST 皇台	35.02	36.07	-26.66	-143.35	-394.14	-363.18

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

2.4、营运能力

2.4.1 预收账款：大部分酒企预收款同比增长，茅台预收款下降较多

预收款方面，18 年上半年末，贵州茅台预收款同比下降 44%，主要是由于打款方式发生改变所致。其余酒企中，绝大多数酒企 18H1 预收款余额同比增长，其中山西汾酒、顺鑫农业、洋河股份预收款同比增速居前，分别为 120.80%、64.94%和 40.69%。水井坊、金种子酒和贵州茅台预收款同比下降较多，分别下降 52.55%、45.44%和 44.09%。

图表30： 我国主要白酒上市公司 2018H1 预收账款情况

		预收款 (亿元)	占当期营业收入比例	预收款环比增速	预收款同比增速
一线高端	贵州茅台	99.40	28.20%	-31.11%	-44.09%
	五粮液	44.19	20.63%	-4.88%	-19.82%
	泸州老窖	10.94	17.04%	-44.10%	34.38%
次高端	水井坊	20.58	2.44%	-80.69%	-52.55%
	山西汾酒	0.33	16.27%	-10.10%	120.80%
	舍得酒业	8.20	12.96%	-31.40%	-9.29%

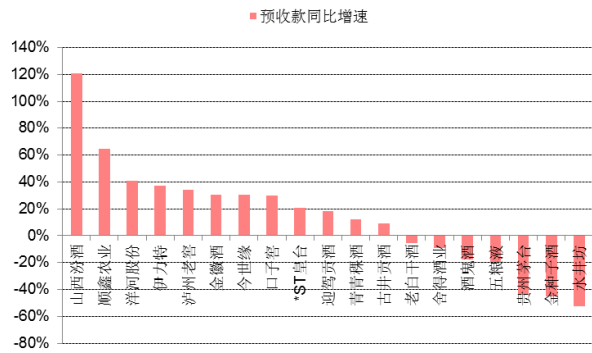
请参阅最后一页的重要声明

行业半年报综述

酒鬼酒	1.32	17.40%	-35.13%	-17.81%
区域龙头				
洋河股份	0.91	14.15%	-51.00%	40.69%
今世缘	8.03	10.05%	-70.86%	30.56%
古井贡酒	6.33	16.79%	59.66%	9.22%
口子窖	5.86	27.12%	-31.59%	30.00%
三四线				
老白干酒	2.37	43.37%	25.46%	-5.69%
顺鑫农业	34.41	47.58%	-9.08%	64.94%
伊力特	1.53	15.32%	-45.02%	36.94%
金种子酒	0.96	17.41%	-0.60%	-45.44%
迎驾贡酒	2.99	17.25%	-37.52%	18.20%
金徽酒	1.60	20.10%	4.39%	30.72%
青青稞酒	0.23	3.26%	53.68%	11.90%
*ST 皇台	0.11	136.21%	50.07%	20.93%

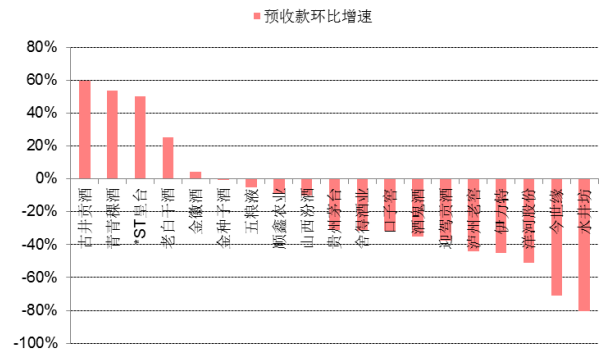
资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表31：上市酒企 2018H1 预收款同比变化情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表32：上市酒企 2018H1 预收款环比变化情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

2.4.2 经营性现金流：仅 5 家经营性现金流净额为负

2018H1，19 家上市酒企中，14 家酒企经营现金流净额为正，其中贵州茅台经营性现金流净额达到 177.35 亿元，同比增长 155.72%，占当期营收比例达到 50.31%。金种子酒、迎驾贡酒、山西汾酒、水井坊和*ST 皇台经营性现金流为负。

图表33：我国主要白酒上市公司 2018H1 经营性现金流净额情况

		经营性现金流净额（百万元）	占当期营收比例	同比增长率
一线高端	贵州茅台	17,735.03	50.31%	155.72%
	五粮液	596.65	2.79%	-81.15%
	泸州老窖	409.92	6.38%	-69.58%
次高端	水井坊	-11.92	-	-111.13%
	山西汾酒	-14.67	-	-108.58%

请参阅最后一页的重要声明

行业半年报综述

	舍得酒业	141.74	13.92%	234.01%
	酒鬼酒	75.13	14.35%	-
区域龙头	洋河股份	1,658.77	11.41%	89.28%
	今世缘	395.14	16.73%	-16.64%
	古井贡酒	668.95	13.99%	57.26%
	口子窖	4.82	0.22%	-98.32%
三四线	老白干酒	18.90	1.30%	-
	顺鑫农业	1,483.67	20.51%	135.18%
	伊力特	59.96	6.01%	449.57%
	金种子酒	-215.32	--	-
	迎驾贡酒	-34.76	--	-
	金徽酒	74.36	9.36%	-
	青青稞酒	4.13	0.59%	-
	*ST 皇台	-0.59	-	-

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

2.4.3 应收账款：五粮液应收账款+票据占当期营收比例最高

2018H1，19家上市酒企中，只有4家应收账款+应收票据合计同比下降，分别为贵州茅台（-59.35%）、*ST皇台（-53.10%）、酒鬼酒（-7.60%）和顺鑫农业（-0.44%），水井坊、老白干酒和洋河股份同比增长较多。五粮液应收账款及票据合计占当期营收比例达到80.09%，居于19家上市酒企首位。

图表34：我国主要白酒上市公司2018H1应收账款及应收票据额情况

	应收账款（百万元）	应收票据（百万元）	合计（百万元）	占当期营收比例	同比变化	
一线高端	贵州茅台	690.29	690.29	1.96%	-59.35%	
	五粮液	178.70	16,977.56	17,156.26	80.09%	47.27%
	泸州老窖	12.73	2,958.38	2,971.11	46.28%	25.56%
次高端	水井坊	35.70	10.13	45.83	3.43%	297.18%
	山西汾酒	35.28	3,603.07	3,638.35	72.16%	53.47%
	舍得酒业	83.46	105.97	189.42	18.60%	49.12%
	酒鬼酒	6.24	96.71	102.95	19.66%	-7.60%
区域龙头	洋河股份	7.43	188.59	196.02	1.35%	89.72%
	今世缘	45.70	32.38	78.08	3.31%	81.28%
	古井贡酒	19.49	1,898.81	1,918.30	40.11%	60.21%
	口子窖	16.08	537.38	553.46	25.63%	20.86%
三四线	老白干酒	11.42	120.04	131.46	9.01%	148.14%
	顺鑫农业	114.60	251.29	365.89	5.06%	-0.44%
	伊力特	7.34	83.19	90.54	9.08%	7.70%
	金种子酒	86.61	133.43	220.04	40.06%	65.86%
	迎驾贡酒	54.66	15.58	70.23	4.05%	2.09%

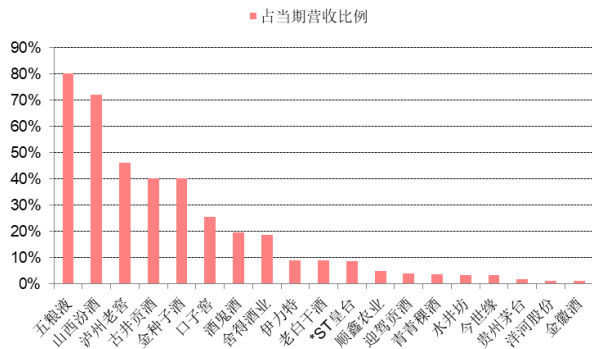
请参阅最后一页的重要声明

行业半年报综述

金徽酒	10.05	0.16	10.21	1.29%	24.16%
青青稞酒	24.87		24.87	3.56%	15.96%
*ST 皇台	0.71		0.71	8.63%	-53.10%

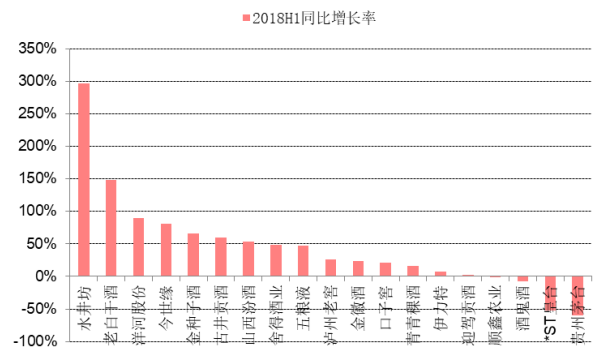
资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表35：上市酒企 2018H1 应收账款+票据占当期营收比例



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表36：上市酒企 2018H1 应收账款+票据同比变化情况

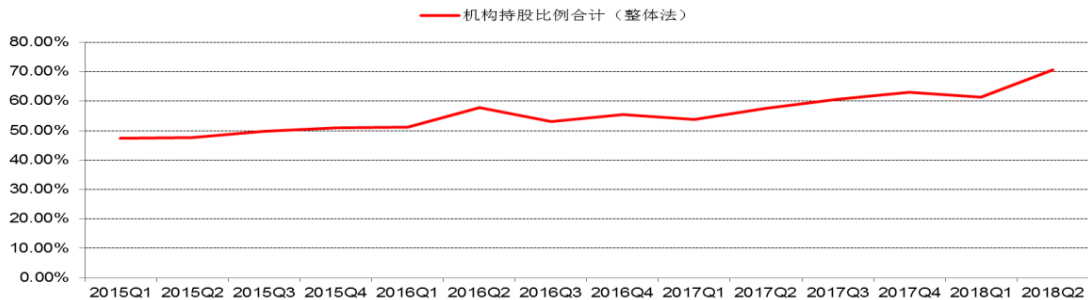


资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

2.5 机构持仓情况：18Q2 机构持仓显著提升

2015 年至今，白酒板块机构持仓比例整体呈现上升趋势。其中，18Q1 末机构持仓比例达到 61.41%，相比 2017 年末小幅下降 1.66pct，而 18Q2 末机构持仓比例增加 9.25pct 至 70.66%，再创新高。

图表37：白酒板块机构持仓情况



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

分个股来看，截至 2018Q2 末，白酒板块机构持仓占流通股比例最高的是古井贡酒，占比达到 90.08%，其次，山西汾酒、迎驾贡酒、洋河股份的机构持仓占流通股比例比例也都超过了 80%。除口子窖、金种子酒和金徽酒外，白酒板块其余 16 家公司 18Q2 机构持仓比例均有不同程度的上升。

图表38：白酒上市公司 18Q2 机构持仓情况

序号	公司	18Q2 机构持股占流通股比例	相比 18Q1 变动情况 (pct)
1	古井贡酒	90.08%	10.45
2	山西汾酒	85.74%	3.32

请参阅最后一页的重要声明

序号	公司	18Q2 机构持股占流通股比例	相比 18Q1 变动情况 (pct)
3	迎驾贡酒	82.93%	68.78
4	洋河股份	82.72%	3.73
5	贵州茅台	78.78%	1.58
6	泸州老窖	78.45%	4.99
7	五粮液	75.57%	4.20
8	青青稞酒	74.24%	0.88
9	水井坊	73.42%	7.68
10	今世缘	70.09%	7.21
11	伊力特	64.14%	8.02
12	顺鑫农业	63.37%	10.65
13	老白干酒	58.21%	5.23
14	舍得酒业	57.22%	4.53
15	酒鬼酒	49.87%	12.27
16	金种子酒	38.00%	-0.56
17	金徽酒	35.71%	-1.46
18	*ST 皇台	33.50%	0.00
19	口子窖	27.93%	-6.88

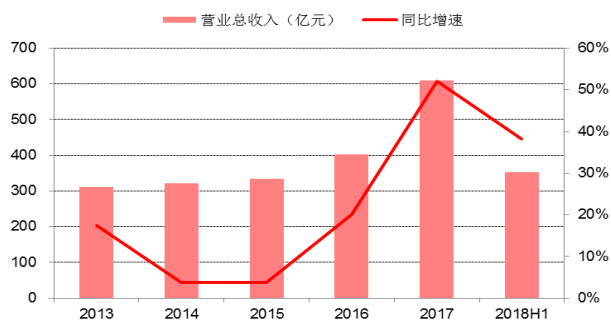
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

2.6 重点公司点评汇总

2.6.1 贵州茅台：双轮驱动已成型，预收账款调节应理性看待

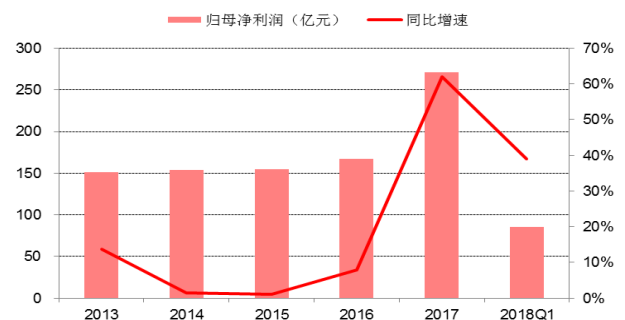
2018年上半年公司实现营业收入333.97亿元，同比增长38.06%，营业总收入352.51亿元，同比增长38.27%，归母净利润157.64亿元，同比增长40.12%，扣非归母净利润158.84亿元，同比增长40.82%。其中，单二季度公司实现营业收入159.31亿元，同比增长46.40%，营业总收入168.56亿元，同比增长45.56%，归母净利润72.57亿元，同比增长41.53%，扣非归母净利润73.73亿元，同比增长43.68%。

图表39：贵州茅台营收情况



资料来源: 公司公告, wind, 中信建投证券研究发展部

图表40：贵州茅台归母净利润情况



资料来源: 公司公告, wind, 中信建投证券研究发展部

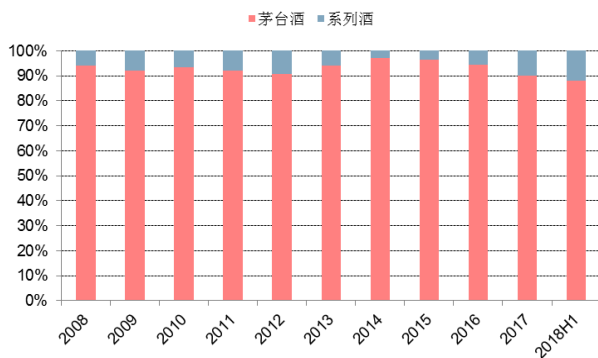
18Q2 公司在营业收入和归母净利润上同比增长分别为 46.40%和 41.53%，超市场预期，延续了高增长的势

头。茅台酒 H1 实现营业收入 293.83 亿元，同比增长 35.85%，单 Q2 茅台营收 136.2 亿元，同比增长 47.05%，较 Q1 (+27.49%) 明显提速，增速好于市场预期主要系确认部分预收账款。扣除预收账款变动额，真实销售增 31.62%。根据公告，预计 H1 茅台吨价提升 16%左右，单 Q2 吨价提升 21.1%左右，提价红利已成功兑现。单 Q2 吨价提升幅度较 Q1 明显提高，预计乃 Q2 非标酒发货量加大所致，与渠道调研反馈情况一致。

二季度预收款环比一季度下降 32 亿元，复合我们的预期，主要系两方面因素所致：一是公司年初改变付款方式，从提前 3-4 个月打款改为当月打款当月发货模式；二是根据公司 18Q2 茅台酒销售收入 136.18 亿元 (+47.05%)，预计确认量在 6800-6900 吨左右，量增 21%-22%，显著大于渠道反馈发货量。扣除预收账款变动额，真实销售增 31.62%，预计其中量增 10%左右，价增 21%。由于 2017 年 Q3&Q4 业绩皆是高基数，预计预收账款未来仍会持续下降。

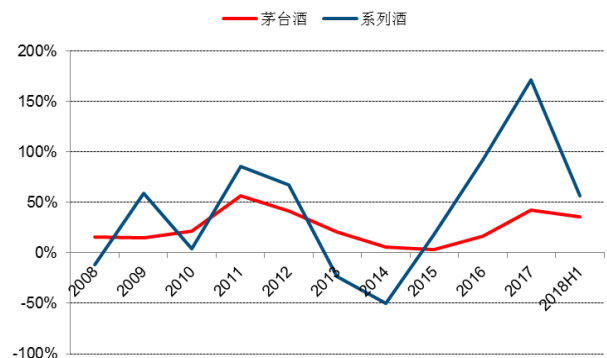
2018H1 系列酒实现销量近 1.6 万吨，预计同比增长 21%左右，营收 39.93 亿元，同比增长 56.7%，吨酒价格同比提升约 27%，产品结构持续提升。单 Q2 系列酒实现营收 23.05 亿元，同比增长 42.85%，占比提升至 11.96%，较 Q1 占比 9.66% 进一步提升。其中预计 Q2 系列酒销量接近 9000 吨，同比量增 10%左右，价增 30%左右。公司今年系列酒计划在不增量的情况下完成销售额从 65 亿向 80 亿的推进，主要依靠产品结构升级、增加高附加值产品的占比，从上半年销售情况看，今年系列酒有望冲击近百亿的销售。目前公司双轮驱动战略逐渐成型，系列酒将成为重要的增长极。

图表41： 贵州茅台产品分品类营收占比



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表42： 贵州茅台产品分品类营收增速



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

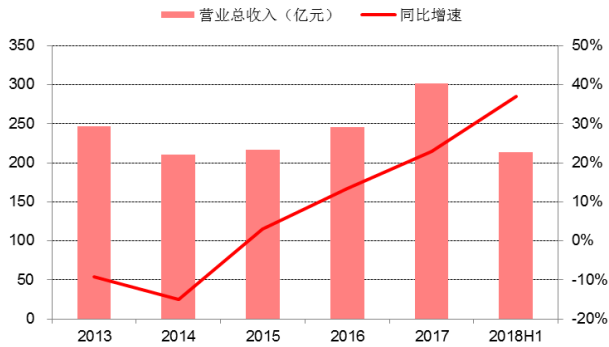
2018H1，公司销售费用同比增长 59.52%，销售费用率达到 6.24%，同比增加 0.83pct，主要是由于广告宣传及市场拓展费用增长较高所致，预计主要是增加了对于赖茅、王子酒、汉酱等系列酒品牌的市场投入所致，同时公司上半年增加 236 家国内经销商，主要是酱香系列酒的经销商。在规模效应下，公司管理费用率同比下降 0.99pct 至 6.98%。上半年，公司销售毛利率同比增长 1.32pct 至 90.94%，其中 Q2 毛利率 90.54%，显著小于 Q1 的 91.31%，主要是由于 Q2 系列酒占比增加所致。18H1 公司销售净利率达到 50.67%，同比增长 0.88pct，盈利能力进一步提升。

2.6.2 五粮液：利润超预期,全年任务完成无忧

上半年营收 214.21 亿元，同比增长 37.13%，归母净利润 71.1 亿元，同比增长 43.02%。扣非归母净利润 70.87 亿元，同比增长 42.9%。单二季度公司实现营业收入 75.24 亿元，同比增长 37.73%，归母净利润 21.39 亿元，同

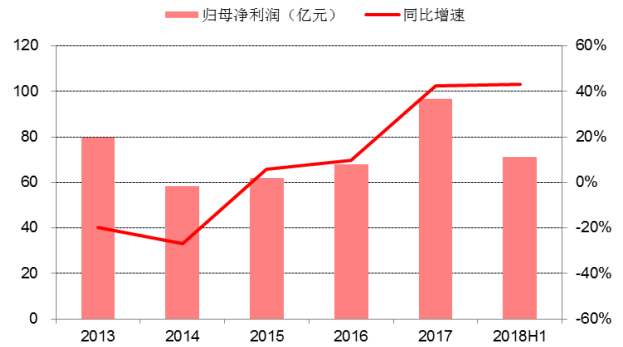
比增长 55.2%，扣非归母净利润 21.27 亿元，同比增长 55.15%。

图表43： 五粮液营收情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

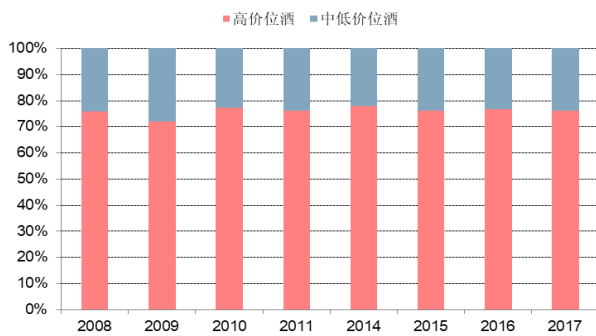
图表44： 五粮液归母净利润情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

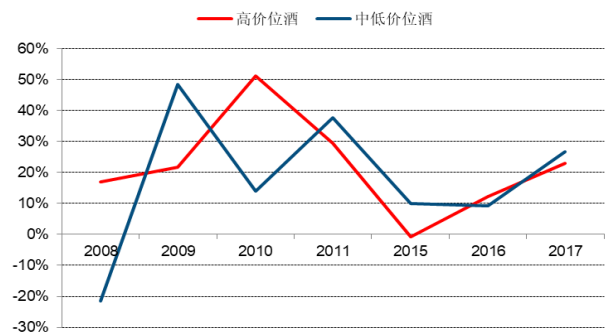
公司 Q2 收入利润增速分别达 37.73% 和 55.2%，较一季度明显提速（Q1 收入利润增 36.8%、38.35%）。Q2 公司预收账款余额 44.19 亿元，环比下降 13.53 亿元，同比降 19.81%，销售商品提供劳务收到的现金 172.11 亿元，同比增 19.02%；经营活动产生的现金流量净额 5.97 亿元，同比下降 81.14%，主要系公司承兑汇票增加，及支付的各项税费、采购商品支付的现金增加等共同影响所致。2018 年公司计划五粮液投放量 2 万吨，根据渠道调研了解到，目前打款量已经接近全年任务的 80%，发货量预计已达任务量的 60% 以上，Q2 发货量同比增 30% 左右，部分经销商渠道库存已不足 1 个月。

图表45： 五粮液产品分品类营收占比



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表46： 五粮液产品分品类营收增速



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

H1 公司毛利率 72.84%，较去年同期提升 1.19pct,单 Q2 毛利率 72.18%，同比下降 1.19pct，其中酒类毛利率增加 1.29pct 至 76.53%，主要是公司产品提价所致。H1 公司净利润率 34.84%，较去年同期提升 1.62pct,单 Q2 净利润率 29.91%，同比提升 3.35pct。主要系公司销售费用大幅下降。H1 销售费用率 10.06%，同比下降 3.86pct，主要系公司取消五粮液返利政策所致；管理费用率 5.52%，同比下降 1.37pct，带动期间费用率下降 4.95pct 至 13.12%。H1 税金及附加 30.27 亿元，Q2 税金及附加 10.72 亿元，同比分别增为 111.83%/60.72%，占收入比重分别提 4.98pct/2.04pct 至 14.13%/14.25%，主要是 2017 年 5 月 1 日起，公司消费税税基提高所致，预计 Q3 之后消费税影响将完全消除。

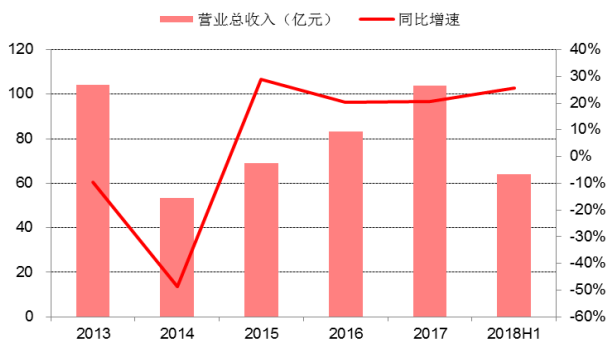
公司自 2017 年李曙光董事长上任以来，在强化品牌、提升渠道利润、控量招商、渠道下沉、打造终端等各

方面的举措，思路清晰，各项工作平稳推进，成效显著，公司向上趋势已经非常明朗。2018年4月定增落地，优化了公司股权结构，实现管理层与公司利益更加紧密相连，公司与经销商利益互绑，未来将提高经销商销售产品积极性和参与度，为公司营销改革自下而上推广更助一力。

2.6.3 泸州老窖：特曲放量大增，毛利率继续大幅提升

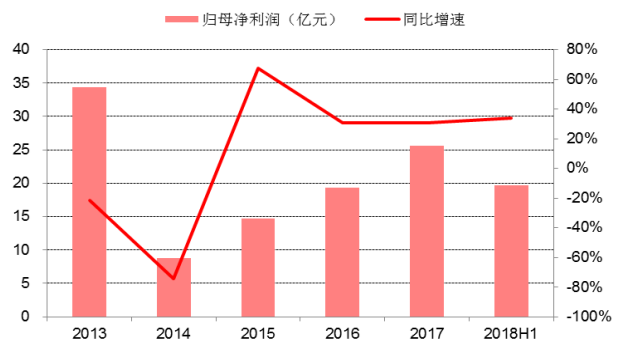
上半年营收 64.2 亿元，同比增长 25.49%，归母净利润 19.67 亿元，同比增长 34.08%。扣非归母净利润 19.69 亿元，同比增长 34.28%。单二季度公司实现营业收入 30.5 亿元，同比增长 24.73%，归母净利润 9.08 亿元，同比增长 32.17%，扣非归母净利润 9.16 亿元，同比增长 36.51%。

图表47： 泸州老窖营收情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

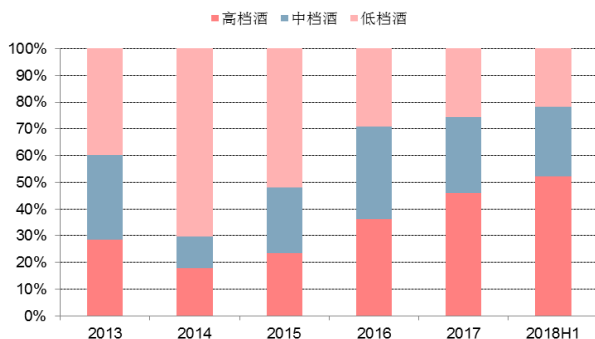
图表48： 泸州老窖归母净利润情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

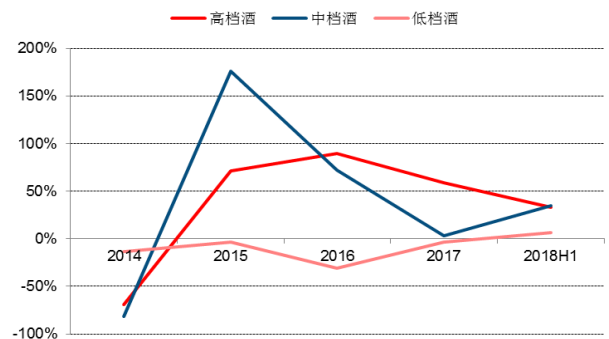
公司 Q2 收入利润增速分别达 24.73% 和 32.17%，较一季度明显提速（Q1 收入利润增 36.8%、38.35%）。Q2 公司预收账款余额 10.94 亿元，环比下降 2.94 亿元，同比增 34.4%，销售商品提供劳务收到的现金 61.69 亿元，同比增 12.61%；经营活动产生的现金流量净额 4.1 亿元，同比下降 69.58%，主要系本期结算采购商品款和入库税金增加共同影响所致。分产品看，国窖 1573 实现收入 33.06 亿元，同比增长 33.41%；腰部产品特曲和窖龄合计收入 16.45 亿元，同比增 35%，其中预计特曲增 40%-50%，窖龄增 10% 左右；低端产品收入 13.75 亿元，同比增 6.41%。

图表49： 泸州老窖产品分品类营收占比



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表50： 泸州老窖产品分品类营收增速



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

H1 公司毛利率 74.91%，较去年同期提升 6.34pct，单 Q2 毛利率 75.19%，同比提升 8.47pct，其中酒类毛利率

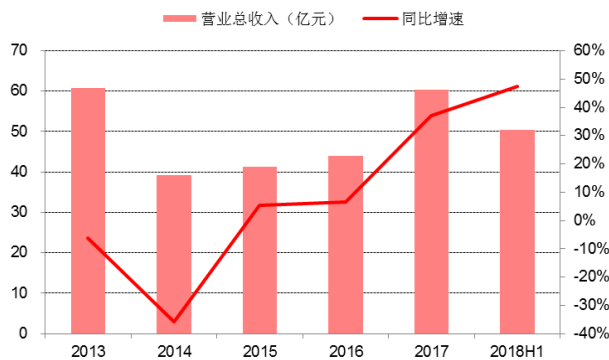
增加 6.45pct 至 74.78%。H1 公司净利润率 31.71%，较去年同期提升 2.21pct，单 Q2 净利润率 25.31%，同比下滑 2.8pct，主要系公司销售费用大幅下降。H1 销售费用 11.91 亿，同比增 38.55%，销售费用率增 1.75pct 至 18.56%，主要系特曲投放费用较多；管理费用 3.55 亿，同比增 29.31%，管理费用率同比增 0.17pct 至 5.53%；财务费用降 0.69 亿，三项带动期间费用率增 0.98pct 至 22.45%。H1 税金及附加 7.2 亿元，Q2 税金及附加 3.76 亿元，同比分别增为 34.67%/22.46%，占收入比重分别提 0.75pct/-0.22pct 至 11.21%/12.33%。

上半年国窖同比增长 33.41%，收入占比超过 50%，窖龄酒和特曲收入增长较快，占比提升至 26%左右，目前公司中高档酒收入占比提升至 76%，产品结构升级明显。未来随着国窖 1573 和特曲继续保持放量，窖龄酒恢复高增长，预计中高档酒收入占比将进一步提高，毛利率仍会持续提升，盈利能力将会进一步加强。

2.6.4 山西汾酒：收入、利润高增长，省内省外齐发展

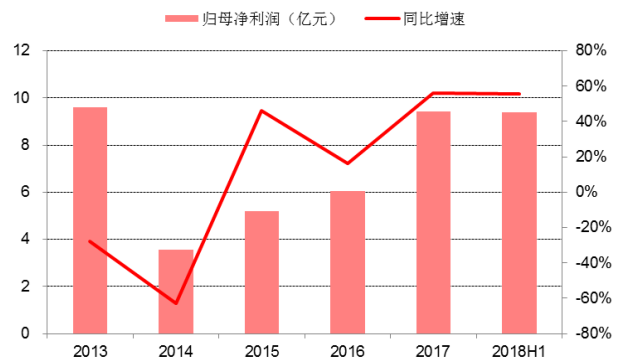
公司 Q2 收入和利润增速分别达到 45.30% 和 69.50%，相比一季度(Q1 收入利润增速分别为 48.56% 和 51.82%) 收入增速略有下降，但由于 17Q2 公司利润基数略低，因此 18Q2 利润增速相对 18Q1 有所增加，二季度末公司预收款余额 8.20 亿元，环比增加 1.01 亿元，同比增加 120.80%，表明公司销售旺盛，经销商打款积极。销售商品提供劳务收到的现金 38.13 亿元，同比增 41.96%；经营活动产生的现金流量净额-0.15 亿元，同比下降 108.58%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金及支付的各项税费增加所致。

图表51：山西汾酒营收情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

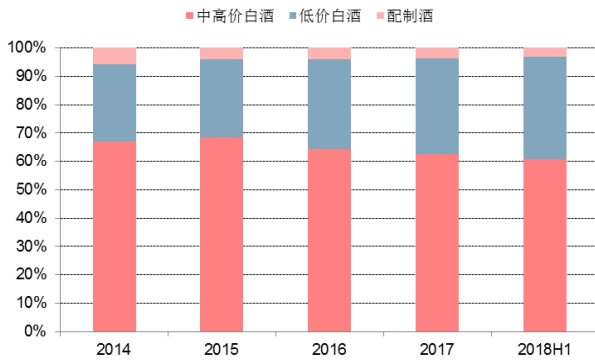
图表52：山西汾酒归母净利润情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

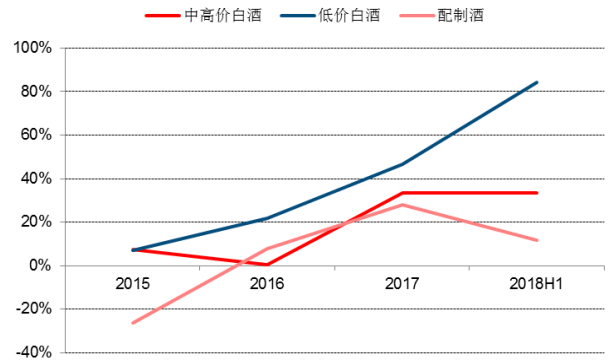
分产品看，上半年，公司中高价白酒收入 30.40 亿元，同比增长 33.53%，低价白酒 18.08 亿元，同比增长 84.16%，配制酒 1.51 亿元，同比增长 11.64%，其中单二季度中高价白酒增长 16.32%，低价白酒增长 120.79%，配制酒增长 29.50%。其中青花系列仍保持高速增长，预计 H1 同比增 80% 以上，Q2 增速有所放缓，主要系公司主动控货；预计波汾 H1 增 30% 以上，金奖增 15%，老白汾增 30% 左右。目前，公司中高价白酒酒占公司酒类收入的比例达到 60.81%，同比下降 6.28pct，主要系低价位酒放量大增所致。分地区看，省内收入 28.71 亿元，同比增 43.38%，省外部分收入 21.28 亿元，同比增 52.96%（其中 Q2 省内外增速分别为 38.10% 和 54.44%），目前省外市场占比已经达到 42.57%，同比增加 1.57pct。省外高增长主要系青花放量，进一步加快省外市场扩张。2018 年上半年，公司持续加强渠道建设，共新增经销商 410 家，二季度末经销商总数达到 1678 家。

图表53：山西汾酒产品分品类营收占比



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表54：山西汾酒产品分品类营收增速



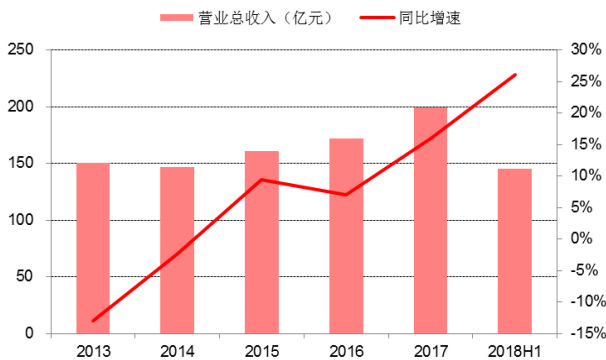
资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

公司 H1 销售毛利率 69.65%，同比减少 1.43pct，主要系低价位酒大增所致。H1 净利润率 20.04%，同比增加 1.28pct，一方面是由于所得税率下降所致（18H1 所得税率下降约 6.4pct），另一方面是由于费用率下降所致。H1 公司销售费用率 17.99%，同比下降 0.60pct，管理费用率 4.88%，同比下降 1.37pct，主要是公司销售规模增加较多，规模效应下费用率下降所致。H1 税金及附加 9.45 亿元，Q2 税金及附加 4.16 亿元，同比分别增为 56.77%/31.34%，占收入比重分别提 1.13pct/-2.45pct 至 18.75%/23.08%，消费税税基影响趋于消除。

2.6.5 洋河股份：Q2 利润高增长，省外拓展顺利

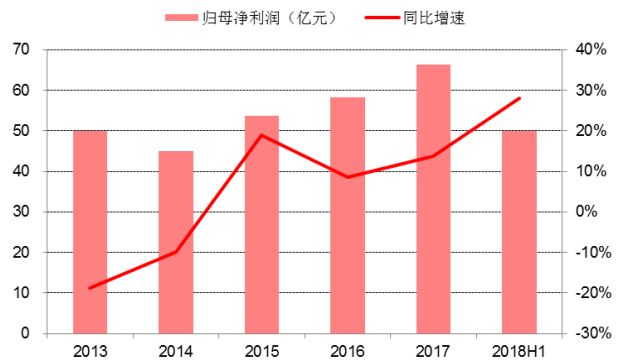
2018 年上半年，公司实现营业收入 145.43 亿元，同比增长 26.12%，归母净利润 50.05 亿元，同比增长 28.06%，扣非归母净利润 46.86 亿元，同比增长 26.13%。其中，单二季度公司实现营业收入 50.05 亿元，同比增长 26.97%，归母净利润 15.30 亿元，同比增长 31.28%，扣非归母净利润 13.52 亿元，同比增长 28.04%。同时，公司预计 2018 年前三季度实现归母净利润 66.98-72.56 亿元，同比增长 20.00%-30.00%。

图表55：洋河股份营收情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表56：洋河股份归母净利润情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

公司 Q2 收入和利润增速分别达到 26.97% 和 31.28%，相比一季度(Q1 收入利润增速分别为 25.68% 和 26.69%) 有较明显提升。二季度末公司预收款余额 20.58 亿元，环比增加 5.90 亿元，同比增加 40.69%，表明公司销售旺盛，经销商打款积极。销售商品、提供劳务收到的现金 140.00 亿元，同比增 30.55%；经营活动产生的现金流量

净额 16.59 亿元，同比增长 89.28%，主要系销售收入增长，销售商品、提供劳务收到的现金增长，致使经营活动现金流入增长幅度大于经营活动现金流出增长幅度所致。

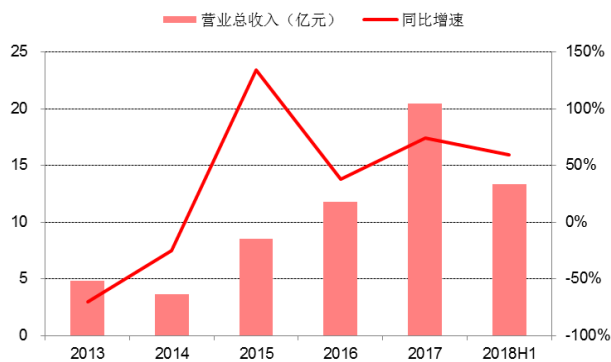
上半年，公司白酒业务收入 139.38 亿元，同比增长 24.92%，在公司业务中的占比达到 95.84%，同比下降 0.92pct，主要系公司子公司宿迁市苏酒物流有限公司的运输费收入增加所致。上半年公司产品结构升级显著，蓝色经典系列快速增长，增速从快到慢依次是梦海天，规模从大到小依次是海梦天，值得一提的是梦之蓝的规模已经超越天之蓝，正在逐渐趋近海之蓝。分区域来看，公司省内高中低端产品全覆盖，省外以中高端为主，在盈利能力上省外更强（上半年酒类毛利率省内 71.90%，省外 75.09%）。上半年酒类业务省内收入 75.09 亿元，同比增长 20.02%，省外收入 65.66 元，同比增长 30.10%，目前省外业务占比 46.65%，同比增长 2.00pct。据草根调研，上半年海、天系列省内增速约 10% 左右，省外 10% 以上，梦系列增速超 50%。

公司 H1 白酒业务毛利率 73.61%，同比增加 12.84pct，一方面是由于自 2017 年 9 月 1 日起消费税的核算方式发生改变，另一方面是由于中高档产品销售占比增加所致。去年上半年代扣代缴消费税及附加共约 6.70 亿元，扣除此部分影响后，18H1 毛利率同比增加幅度约为 5.8pct，主要是由产品结构提升所致。H1 净利润率达到了 34.42%，同比增加 0.60pct，一方面是由于产品结构升级助盈利能力提升，另一方面是由于期间费用率下降所致。H1 公司销售费用率 8.07%，同比下降 0.22pct，管理费用率 6.05%，同比下降 0.89pct，主要是公司销售规模增加较多，规模效应下费用率下降所致。H1 税金及附加 21.18 亿元，同比增长 847.89%，主要是由于消费税的核算方式发生改变所致。

2.6.6 水井坊：Q2 利润高增长，省外拓展顺利

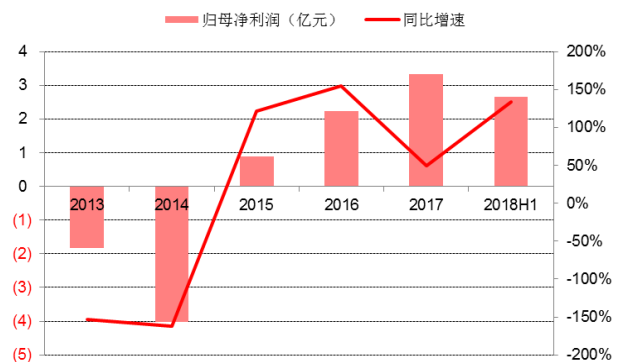
2018 年上半年，公司实现营业收入 13.36 亿元，同比增长 58.97%，归母净利润 2.67 亿元，同比增长 133.59%，扣非归母净利润 2.95 亿元，同比增长 150.30%。其中单二季度公司实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 33.03%，归母净利润 1.13 亿元，同比增长 404.01%，扣非归母净利润 1.47 亿元，同比增长 464.48%。

图表57：水井坊营收情况



资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表58：水井坊归母净利润情况

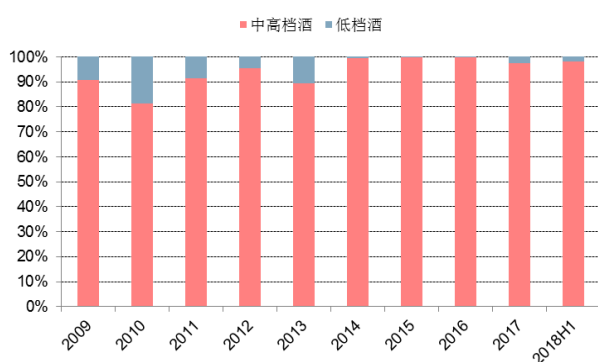


资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

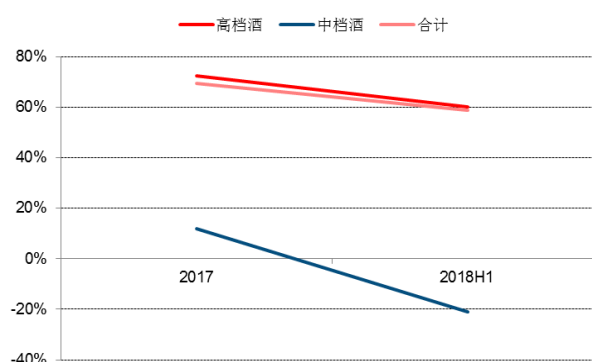
受 17Q2 营收基数较高的影响，今年 Q2 营收增速下降至 33.03%，环比一季度减少 54.7pct，此外，消化渠道库存为旺季做准备也造成了 18Q2 营收增速有所下降。同时，17Q2 由于对低质量酒体进行减值处理造成资产减值损失 0.92 亿元，利润基数较低，因此今年 Q2 利润端实现了 404.01% 的高增长。整个上半年来看，营收端实现了 58.97% 的增长，预收款相比去年底减少了 1.36 亿元，下降较多，据公司口径，主要是由于年底经销商提

前打款备货迎接春节旺季导致去年底预收款增长较多，当前预收款属于正常水平。

上半年，公司水井坊品牌产品营收同比增长 60.19%，在酒类收入中的占比同比提升 0.7pct 升至 95.67%。同时，随着水井坊品牌产品结构的提升，毛利率也同比提升 2.80pct 至 82.35%，带动公司上半年整体毛利率提升 3.12pct 至 81.14%。公司新总代模式持续推进，省内省外营收同比分别提升 63.87% 和 61.43%，但省内有部分增速是由散酒贡献，致使省内毛利率下降 1.63pct 至 71.65%，省外则主要是水井坊品牌的销量增长所带动，毛利率同比增长 3.38pct 至 82.45%。上半年省外业务占比 89.01%，同比提升 1pct。公司主力区域东区上半年营收同比增长 39.34%，营收占比达到 29.30%，南区 and 北区也都实现了高速增长，同比增速分别为 84.67% 和 101.94%。刨除散酒影响，公司上半年白酒销量 3,410 吨，同比增长 40%，营收同比增长约 56%。上半年收入增长主要来自于白酒销量的快速增长以及去年 7 月和 12 月两次提价的影响。

图表59：水井坊产品分品类营收占比


资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

图表60：水井坊产品分品类营收增速


资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研究发展部

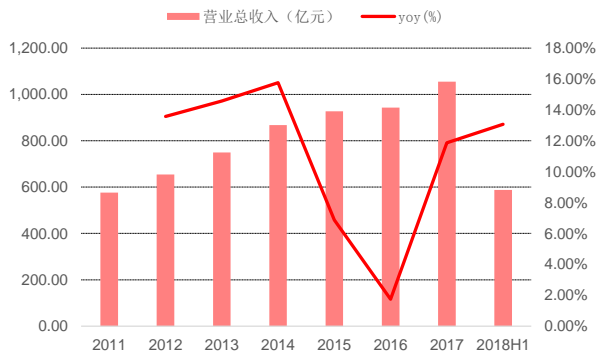
费用方面，上半年，公司为强化品牌知名度和信誉度，增加了电视和户外广告、节庆促销以及核心门店、品鉴会等的投入，广告及促销费同比提高 114.6%，同时为支持业务增长和人才储备战略，增加了人员导致职工薪酬增加 44.9%，销售费用率同比增加 6.75pct 至 31.37%，管理费用增加相对较少，仅为 30.7%，规模效应下，管理费用下降 2.08pct 至 9.66%。2018H1 公司净利润率达到了 20.02%，同比增加 6.4pct，主要是受到 17H1 资产减值损失较高的影响所致。

三、乳品板块：收入持续增长，费用投入增加影响利润

2.1 收入延续较好增长，利润略有承压

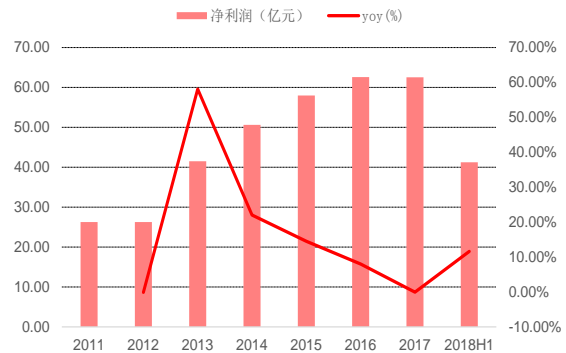
2018H1 沪深乳制品板块（申万三级分类）公司总营收达 588.09 亿元，同比增长 13.07%。收入端增长提速，主要得益于消费升级加快与需求回暖，传统乳品稳定增长的同时，消费升级带动了高端产品销量的增长，尤其是三四线及以下城市地区的快速增长，同时，为满足多样化需求，不断推出的新品类也成为公司收入增长的一大主力军，带来新的增长点，H1 伊利新品销售占比较去年同期提升 5pct，达到 7.5%。从利润端来看，2018H1 乳企成本端较稳定，行业利润增速有所提升，实现净利润 41.21 亿元，同比上升 11.58%。

图表61：乳制品板块收入及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

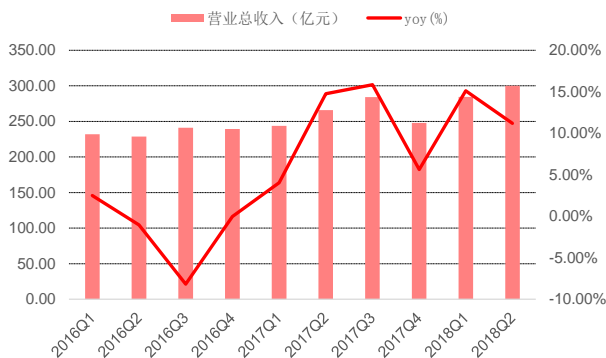
图表62：乳制品板块净利润及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

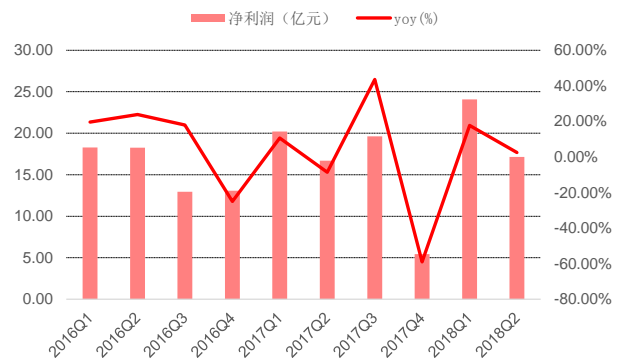
2018Q2 乳品板块收入 300.08 亿元，同比增长 11.20%，实现净利润 17.15 亿元，同比增长 2.54%。环比看，由于三四线消费崛起和产品创新驱动，乳品板块收入延续增长，费用端由于世界杯等重大事件影响，促销投入加大，利润出现下跌，同比看，行业集中度提升、消费升级、产品结构升级等因素共同推动了乳品板块收入的较好增长，而在行业竞争激烈、龙头争夺市场份额的情况下，利润端仍有承压。

图表63：乳制品板块季度收入及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表64：乳制品板块季度净利润及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

具体公司看，去年开始有两类公司表现向好，一是像伊利这样全国性知名龙头企业，凭借自身产品、渠道优势，在本次消费升级中表现突出；二是像天润乳业这样的特色地方乳企，凭借特色大单品优势，在市场占据一席之地。2018H1，伊利收入高速增长，实现近 20% 的增速，天润乳业也继续保持高速增长，收入增长 20.49%，疆外市场拓展、渠道培养梳理等工作短期费用增大，净利润增速 16.42%。蒙牛年报数据看，2018 上半年收入也实现了两位数的增长，达到 17%，净利润继续保持高速增长，增速达到 38.5%。

图表65：2018H1 乳品公司基本财务信息

公司名称	市值 (2018-08-31) (亿元)	收入 (亿元)	收入 YOY (%)	净利润 (亿元)	净利润 YOY (%)
伊利股份	1471.00	399.43	19.26%	34.36	2.43%
光明乳业	117.80	105.71	-3.23	3.35	-8.58
三元股份	77.12	37.95	22.85	1.25	185.41
科迪乳业	34.93	5.80	9.57	0.64	10.95

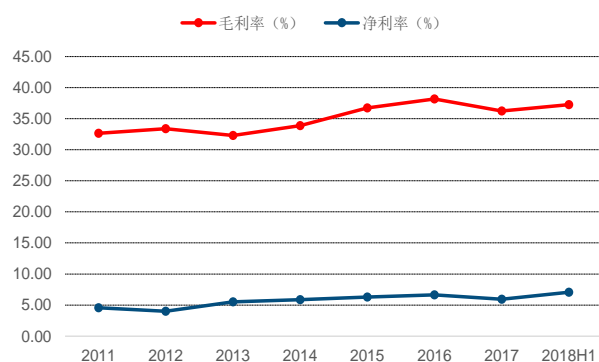
公司名称	市值 (2018-08-31) (亿元)	收入(亿元)	收入 YOY (%)	净利润 (亿元)	净利润 YOY (%)
皇氏集团	33.59	10.00	1.00	-0.72	-181.39
燕塘乳业	28.09	6.14	6.98	0.42	-29.67
麦趣尔	26.71	2.97	13.21	0.12	10.63
庄园牧场	33.05	3.14	0.80	0.26	-30.25
天润乳业	29.80	7.25	20.49	0.69	16.42
*ST 因美	50.10	12.32	-4.14	0.08	102.32
蒙牛乳业	1023 (HKD)	344.74	17	15.62	38.5

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

3.2 销售费用增加, 盈利水平微降

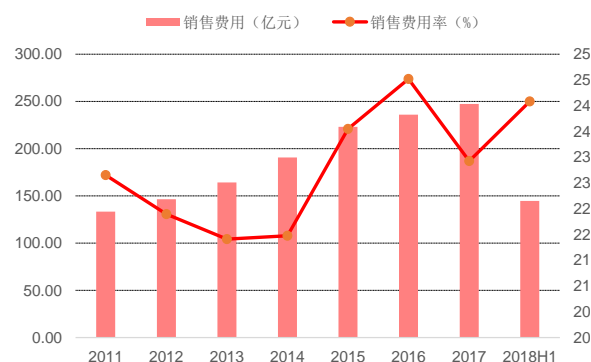
从盈利能力看, 由于包材及部分辅材成本上涨, 企业毛利略有下降, 2018H1 乳制品板块毛利率 37.24%, 同比下降 0.15 个百分点; 净利率 7.05%, 同比下降 0.19 个百分点。2018H1 板块销售费用率 24.58%, 小幅上升 0.71pct, 主要是市场竞争愈加激烈的情况下, 龙头企业竞相加大广告营销投入所致。

图表66: 乳制品板块毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

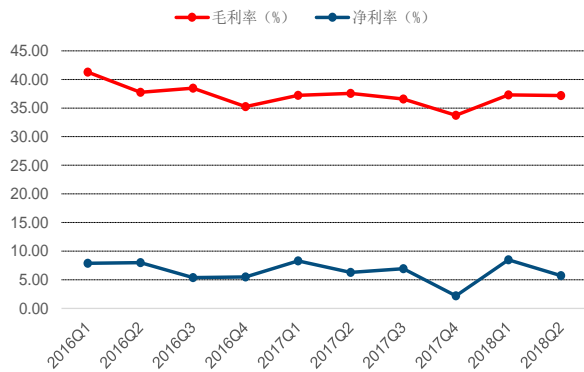
图表67: 乳制品板块销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

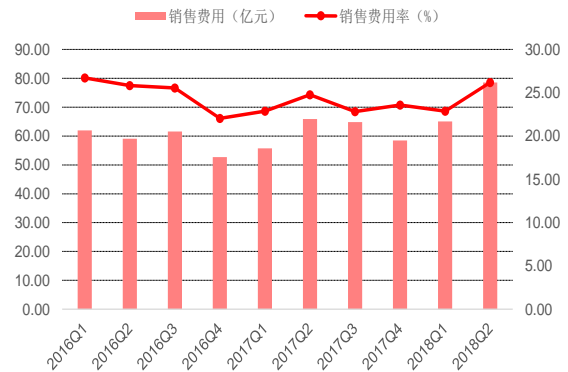
2018Q2 受行业成本端直接材料价格波动影响, 乳品板块毛利率 37.18%, 同比下降 0.38 个百分点; 净利率 5.71%, 同比下降 0.56 个百分点。根据草根调研情况显示, 二季度各乳企均加大了主要产品促销力度, 2018Q2 数据看, 销售费用率 26.19%同比增加 1.40pct。

图表68： 乳制品板块季度历史毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表69： 乳制品板块季度历史销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

具体公司看，全国性乳企的销售费用率较高，一般都在 20%以上，主要是作为快消品，产品差异化程度较低，市场占有率需要不断投入费用才可以得到很好的维持，同时，我们可以看到这些企业的费用率也较为稳定。2018H1，伊利销售费用率 25.68%，蒙牛为 28.93%，光明、三元分别为 22.93%和 25.47%。

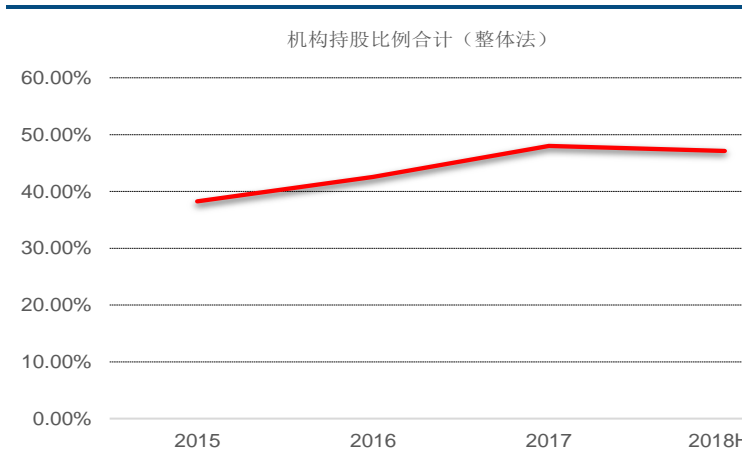
图表70： 2018H1 乳品公司盈利能力指标

公司名称	净利率 (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)
伊利股份	8.76	38.67	25.68
光明乳业	4.29	33.48	22.93
三元股份	2.95	34.22	25.47
科迪乳业	11.19	24.83	5.23
皇氏集团	-6.27	28.01	10.52
燕塘乳业	7.25	33.57	18.46
麦趣尔	4.23	35.94	24.92
庄园牧场	8.39	36.64	14.41
天润乳业	10.02	27.40	10.73
*ST 因美	0.80	52.61	35.59
蒙牛乳业	4.81	39.22	28.93

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

3.3 机构持仓情况：长期上升后趋稳，H1 略有下行

2015 年至今，乳品板块机构持仓比例呈现上升后趋稳的态势。2017 机构持仓比例上升至 48.02%，18H1 机构持仓比例略有下行到 47.11%。

图表71： 乳品板块机构持仓情况


资料来源: wind, 中信建投证券研发部

分个股来看，2018H1 乳品板块机构持仓占流通股比例最高的是三元股份，占比达到 69.92%，其次，燕塘乳业、光明乳业、天润乳业的机构持仓占流通股比例也都超过了 60%，其中伊利股份机构持仓占流通股比例较 Q1 增长 4.94pct 至 44.87%，而燕塘乳业、光明乳业、天润乳业、ST 因美和庄园牧场较 Q1 均有不同程度的下跌。

图表72： 2018H1 乳品公司盈利能力指标

公司	机构持仓占流通股比例 (%)	相比上期变动情况 (pct)
三元股份	69.92	+0.13
燕塘乳业	64.33	-0.27
光明乳业	62.55	-0.42
天润乳业	60.91	-1.94
*ST 因美	59.53	-0.02
麦趣尔	55.83	+0.65
伊利股份	44.87	+4.94
科迪乳业	37.25	+0.78
广泽股份	30.41	+3.64
皇氏集团	2.74	+0.25
庄园牧场	0.10	-0.06

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

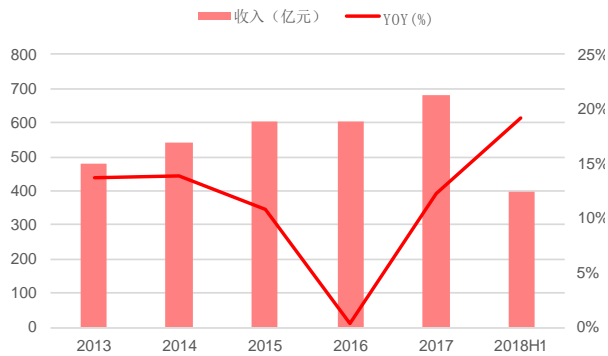
3.4 重点公司

3.4.1 伊利股份：增量和产品结构推动业绩增长，盈利能力改善向好

受益于需求回暖、行业集中度提升和渠道下沉影响，公司去年和今年一季度都表现较为亮眼，增量与产品结构升级两大因素共同促进公司业绩持续较快增长。2018H1 伊利实现营收 399.43 亿元，同比增长 19.26%，同比增加 64.49 亿元。液体乳营收占比 80.79%，其销量上升和液体乳类产品结构调整增加收入 54.31 亿元。2018H1 年实现归母净利润 32.28 亿元，同比增长 3.51%。收入端增速高于利润端，主要是由于报告期间原材料、包装等成本增加，且借款所致财务费用增加影响。尽管费用端抬升，直接材料成本压力有所缓解，毛利率同比增加 0.48pct

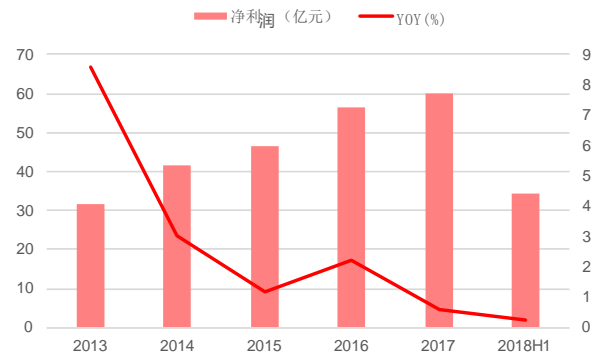
至 38.67%，净利率基本平稳同比下降 1.4pct 至 8.70%。

图表73： 伊利股份收入及增速



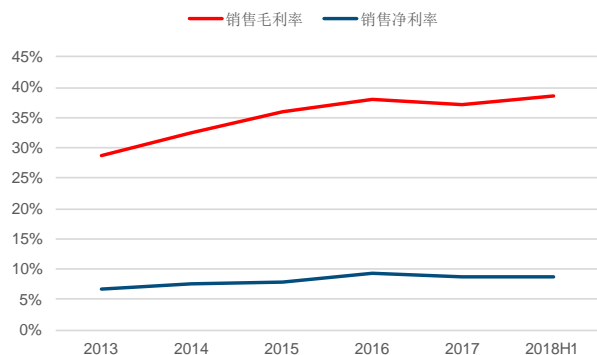
资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图表74： 伊利股份净利润及增速



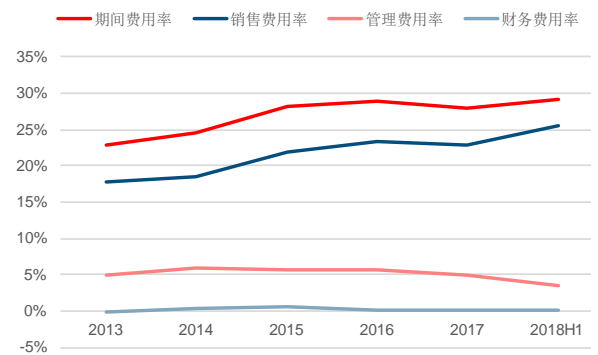
资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图表75： 伊利股份毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图表76： 伊利股份期间费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研发部

产品日趋高端，结构升级明显

伊利旗下拥有液态奶、奶粉、冷饮、酸奶四大产品业务群，其中大单品依旧强劲，产品结构升级加速。公司的“金典”、“安慕希”、“畅轻”、“每益添”、“Joy Day”、“金领冠”、“巧乐兹”、“甄稀”等重点产品系列收入同比+30%以上；并且公司依托全球资源体系，持续进行产品研发促进品类结构升级，以“Joyday”“植选”等为代表的新产品销售收入+5%，在销售市场上走势良好。

渠道纵深下沉，抢占三四线城市消费红利

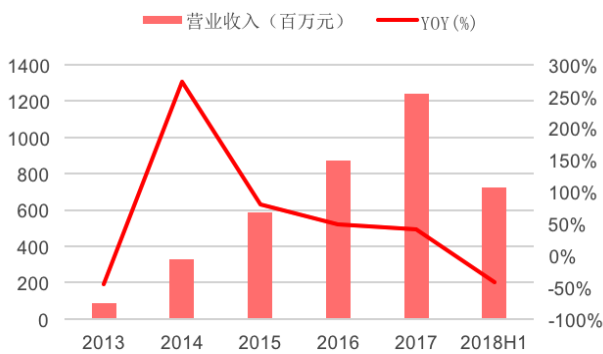
大力开拓新渠道，如便利店、电商平台、母婴店等渠道，以及线上线下融合的新零售模式；同时不断强化渠道精细化管理，截至 2018 年 6 月，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 81.2%，比上年提升了 2.7 个百分点，产品的市场渗透能力逐年增强；公司婴幼儿配方奶粉在母婴渠道下的业务零售额比上年同期增长 38.7%。本轮乳业景气度回升，驱动力主要来源于三四线城市消费升级，伊利渠道继续纵深下沉，享受更多低线城市消费红

利。

3.4.2 天润乳业：产品优势延续，疆外市场逐步拓展

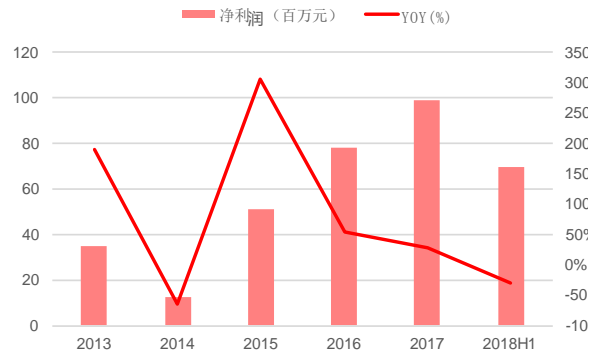
小而美的区域乳企龙头——天润乳业，持续表现高速增长。得益于产品独特的口感和不断创新，公司一跃成为疆内龙头乳企，近两年随着市场与渠道进一步拓展，疆外市场扩张势头迅猛。2018H1 实现营收 7.25 亿元，收入增速达 20.49%，乳制品销量共 8.02 万吨，同比增长 18.6%。2018H1 利润增速达 16.42%，乳企成本端压力导致毛利率同比下降 0.95pct 至 27.40%，传导至净利率同比下降 0.34pct 至 9.61%。随着市场进一步拓展。

图表77：天润乳业收入及增速



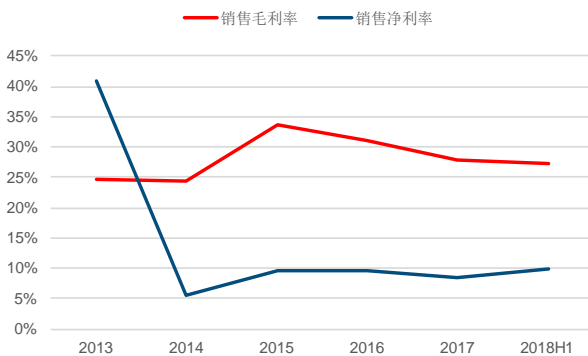
资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表78：天润乳业净利润及增速



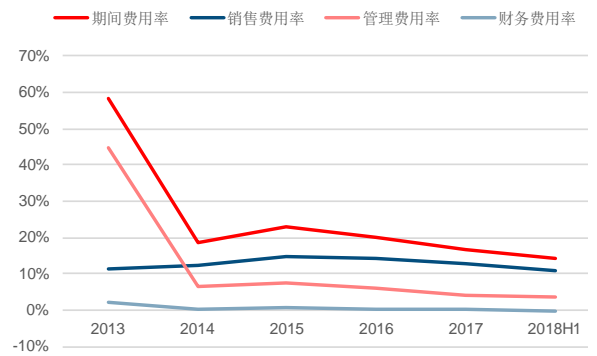
资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表79：天润乳业毛利率和净利率



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表80：天润乳业期间费用率



资料来源：wind，中信建投证券研发部

我们认为公司具有以下核心竞争优势：

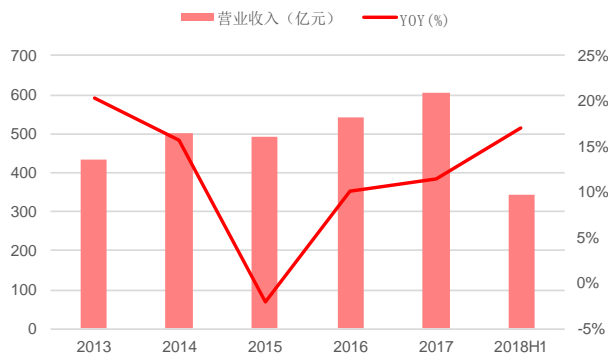
1) 区位优势：一带一路，运输方便，黄金奶源带；2) 奶源优势：收购天澳牧业和新建芳草天润及天润北亭两个示范性牧场，保证自我供给和升级奶源品质，乳业板块拥有天澳牧业、沙湾天润和天润烽火台三家奶牛养殖企业，奶牛规模约 1.65 万头，年产奶 3.57 万吨；3) 品牌优势：盖瑞、佳丽、天润等，天润作为核心品牌，展现高端形象，盖瑞和佳丽作为副品牌，实施品牌差异化发展；4) 新品研发：加大研发投入，公司推出芒果布

丁、蛋奶布丁、丰富爱克林花色系列如百果香了、山楂恋爱了等，结合市场需求推出燕麦仁酸奶、柠檬海盐酸奶等，联手利乐自主研发低温三角包产品——芝士力量，同时储备批量的新品，以差异化优良的口感、健康的理念和新颖的包装迅速占领市场，成功推动产品结构升级优化，市场销量和利润增长。

3.4.3 蒙牛乳业：改革带来新动力，业绩持续复苏

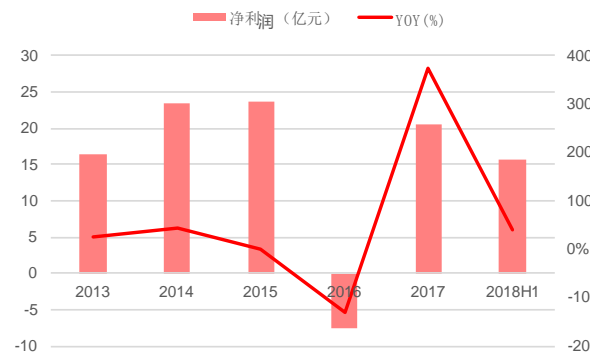
2018H1 蒙牛实现营收 345.58 亿元，收入增速 17.15%，实现归母净利润 13.53 亿元，同比增长 27.64%，扣非归母净利润 14.33 亿元，同比增速 20.73%。具体看，液态奶实现收入 289.31 亿元，同比增长 14.02%，其中，UHT 奶收入 137.23 亿元，同比增长 16.37%，酸奶同样表现亮眼，实现收入 97.403 亿元，同比增长 12.41%。公司新任总裁上任一年多时间，对公司组织架构和渠道都进行了梳理，常温、低温、奶粉、冰淇淋产品四个业务板块独立后，公司还新增了巴氏鲜奶业务、植物基饮品、奶酪业务，去年下半年加快推动新品上市，如现代牧业鲜语、特仑苏高蛋白牛奶等；同时公司深耕县镇村市场，细化销售大区管理，重视三四线城市市场，这也将是未来蒙牛实现千亿目标的最大推动力量所在。

图表81：蒙牛乳业收入及增速



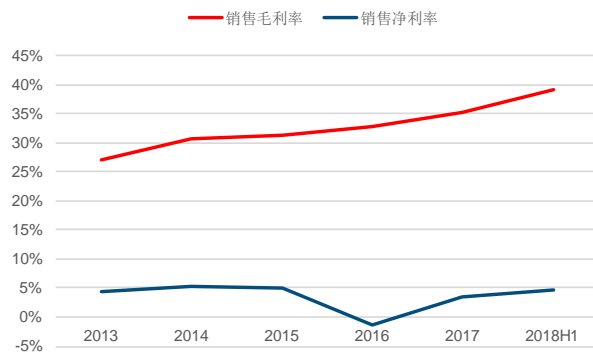
资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表82：蒙牛乳业净利润及增速



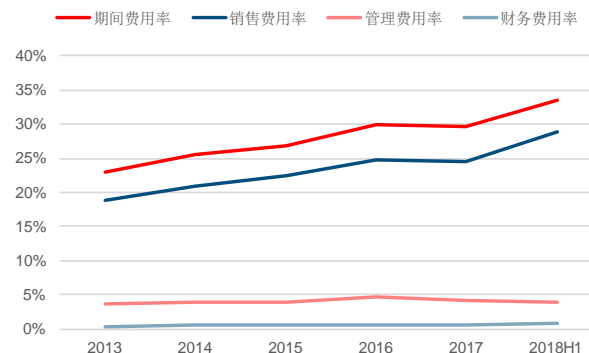
资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表83：蒙牛乳业毛利率和净利率



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表84：蒙牛乳业期间费用率

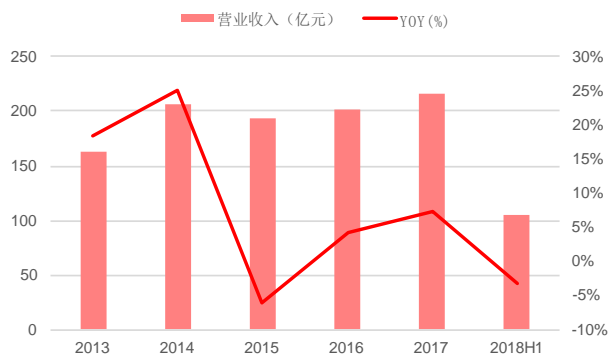


资料来源：wind，中信建投证券研发部

3.4.4 光明乳业：成本费用管控延续，中高端新品有望成新增长点

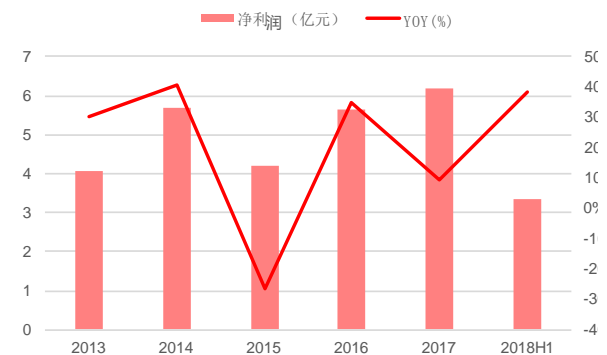
公司发布 2018 年度半年报，H1 实现营业收入 105.71 亿元，同比下降 3.23%；归母净利润 3.35 亿元，同比下降 8.58%；扣非归母净利润 3.46，同比下降 10.53%。H1 收入增速出现较大程度下滑，主要由于最大业务板块液态乳近两年遇到增长瓶颈，尤其是部分低温酸奶和明星产品莫斯利安增速放缓甚至出现下滑，一定程度上影响了液态奶的业绩表现。根据 H1 对北京部分终端跟踪调研的情况分析，受世界杯等因素影响，H1 乳品龙头公司整体投入的销售费用较大，特别是在上海等公司传统强势地区也增强了投入力度，相比而言，光明的投入较小，一定程度上影响销售业绩。H1 毛利率下行，主要由于营业成本同减 0.89 亿元（-1.24%），降幅小于收入端（-3.23%）。

图表85：光明乳业收入及增速



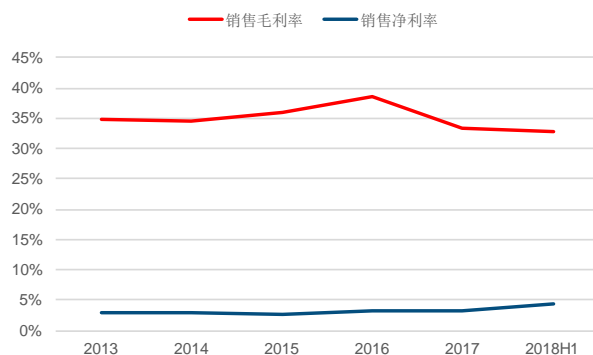
资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表86：光明乳业净利润及增速



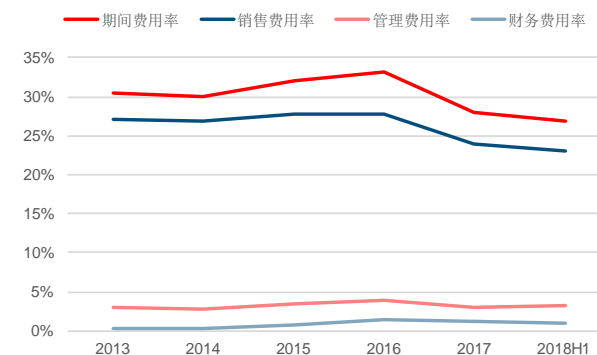
资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表87：光明乳业毛利率和净利率



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图表88：光明乳业期间费用率



资料来源：wind，中信建投证券研发部

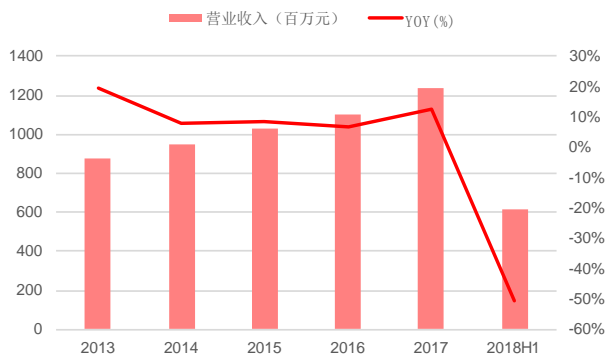
公司注重产品创新，近年来不断加大研发力度，产品结构不断优化。H1 来看，公司推出每日千亿活性乳酸菌、如实、健能 JCAN 等中高端系列酸奶和有格高蛋白运动牛奶等多款新产品，布局功能性产品品类，持续完善对细分市场的覆盖。此外，新莱特子公司投资 1.25 亿新西兰元将建设液态乳品生产线及相关包装生产线，已达成多项供货协议，逐步开启液态奶业务布局；项目将于 2019 年 3 月正式投产，预计增加 11.5 万吨产能，未来产能逐渐释放，市场潜力巨大。另外，近期公司管理层发生变动，董事长张崇建、总经理朱航明同时申请辞去

公司职务，可能在短期对公司业绩造成一定影响，未来随着管理层趋稳，公司业绩有望逐步回复。

3.4.5 燕塘乳业：集约化购奶模式，跨界拓展新渠道

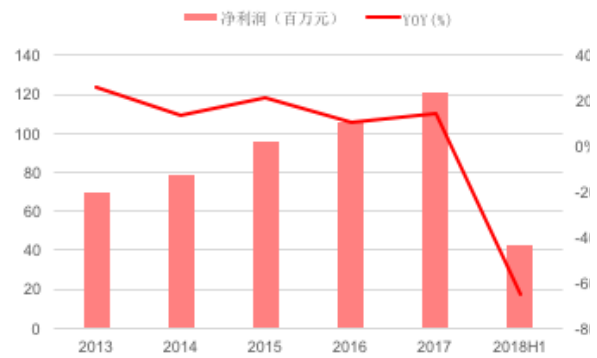
2018H1 公司营业总收入 6.13 亿元，同比+6.98%；归母净利润 0.42 亿元，同比-29.66%；扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比-22.96%。2018Q2 公司营业总收入 3.55 亿元，同比+5.46%；归母净利润 0.32 亿元，同比-31.82%。收入稳步增长主要由于公司持续研发推出高毛利产品，精准营销明星单品，积极拓展销售渠道。公司在报告期内推出了海盐芝士咸味酸酪乳、透明袋小白奶等多款液态奶新品及多口味的冰淇淋新品并通过精准营销，个别单品实现了销量倍增。2018H1 乳酸菌乳饮料类收入 2.16 亿元(+12.94%)，冰淇淋雪糕收入 726.12 万元(+31.57%)。公司通过自媒体传播矩阵差异化营销，重点推广单系列产品，如为电商平台推出渠道专属产品“甜小酸”系列酸奶饮品。2018H1 公司在电商渠道营收相较去年同期接近翻倍。H1 净利润下降主要由于主营产品成本提升，液体乳类与乳酸菌乳饮料成本分别较去年提升 12.99%与 13.25%，对利润产生较大影响；期间费用增加 0.18 亿元，同比+13.59%，主要是由于广告促销投入的增加导致销售费用增加 0.09 亿元(+14.26%)，管理费用增加 0.06 亿元(+22.01%)，财务费用增加 0.28 亿元(+1460.88%)，主要受到新工厂投产影响。

图表89： 燕塘乳业收入及增速



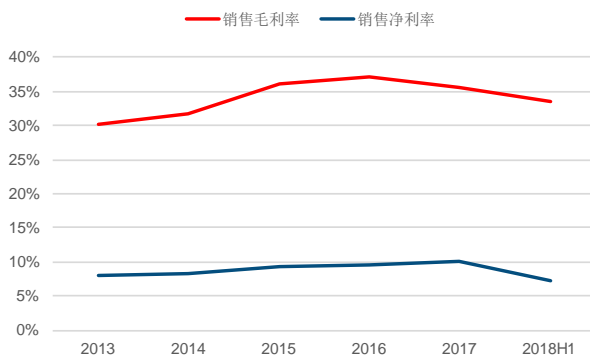
资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图表90： 燕塘乳业净利润及增速



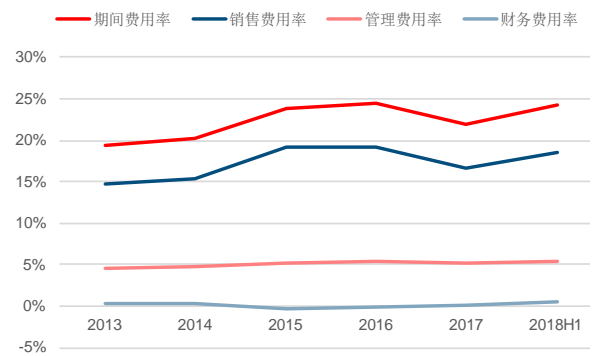
资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图表91： 燕塘乳业毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图表92： 燕塘乳业期间费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研发部

我们认为公司具有以下看点：

1) 产品与生产方面，公司注重研发高毛利单品，培育明星产品，比如全国首创泡泡果系列酸奶、老广州系列发酵乳和“诗华诺”系列冰淇淋产品。为保证产品质量，公司严格执行“公司+牧场”的集约化购奶模式，牧场将原料奶直供公司。相较于目前较普遍的“公司+奶站(基地)+农户”模式相比，减少了农户和奶站等流通环节，节省了运输和储存时间，利用公司自有冷链运输体系实现从挤奶到灌装的全过程封闭隔离，有效保障原料奶的安全性和稳定性。

2) 渠道方面，公司进一步扩大深度分销区域版图；推动直营门店与电商资源整合；加大开拓外埠市场；探索多种跨界合作模式，拓展新渠道拓展。公司拥有 70 万+受众的微信公众号窗口，与“滴滴出行”新兴社交直播平台进行跨界联合推广，积极探索“互联网+”新模式，形成自媒体传播矩阵。

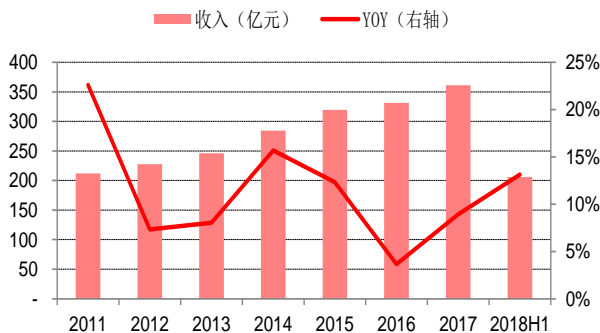
3) 去年年底，公司可日产 600 吨的新生产基地达到可使用状态，未来产能会逐步释放。

四、调味品：收入稳定增长，利润持续释放

4.1 收入稳定增长，头部公司增速更高

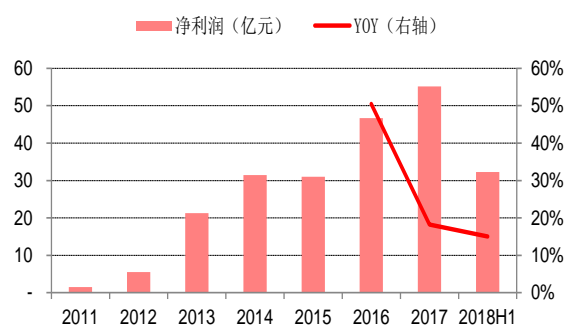
2018H1 沪深调味品板块（申万三级分类）公司总营收达 205.72 亿元，同比增长 13.1%。收入端增长提速，主要得益于：1) 调味品行业集中度持续提升，头部公司份额持续扩大，带来显著的规模增长；2) 消费升级带来的产品吨价快速提升、部分公司如涪陵榨菜仍享受较高提价效应。H1 海天味业在较高的基数上仍然实现 15~20% 的快速增长，体现了稳定的持续增长能力；中炬高新收入增速也保持在 20% 以上，其中其核心的调味品业务收入增长在 Q2 加速；涪陵榨菜 H1 收入增速 34.11%。

图表93： 调味品板块收入及增速



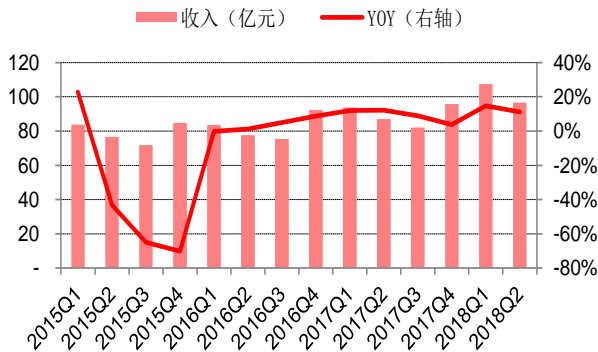
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表94： 调味品板块净利润及增速



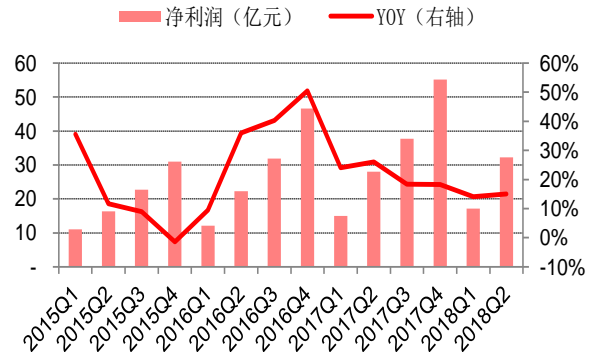
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表95：调味品板块季度收入及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表96：调味品板块季度净利润及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

具体公司看，海天 H1 收入增长 17.24%，在提价效应接近尾声且上年基数较高的情况下取得如此增速非常优秀，预计全年仍可维持 15% 以上的较高增速；中炬高新收入增长 20.5%，其中调味品业务增长约 12~14%，增长稳健；涪陵榨菜于去年底提价，上半年在提价效应下收入增速 34.1%；恒顺醋业收入增长约 9.7%。

图表97：2018H1 调味品公司基本财务信息

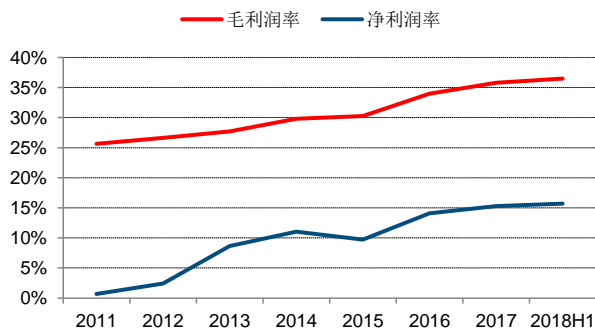
公司名称	市值 (2018-08-31) (亿元)	收入 (亿元)	收入 YOY (%)	净利润 (亿元)	净利润 YOY (%)
海天味业	1,850.33	87.20	17.24%	22.48	23.30%
中炬高新	229.43	21.74	20.49%	3.39	60.99%
涪陵榨菜	193.23	10.64	34.11%	3.05	77.52%
恒顺醋业	75.06	8.05	9.71%	1.23	31.13%
加加食品	55.99	9.31	-4.57%	0.81	-18.48%
梅花生物	125.26	62.88	12.16%	4.70	-24.31%
莲花味精	21.24	8.49	-4.28%	-0.59	-2.09%
佳隆股份	26.67	1.72	18.76%	0.25	36.36%
千禾味业	49.81	4.79	-0.33%	1.35	79.80%
安记食品	25.70	1.54	35.10%	0.21	24.94%

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

4.2 销售费用合理投放，净利润率稳步提升

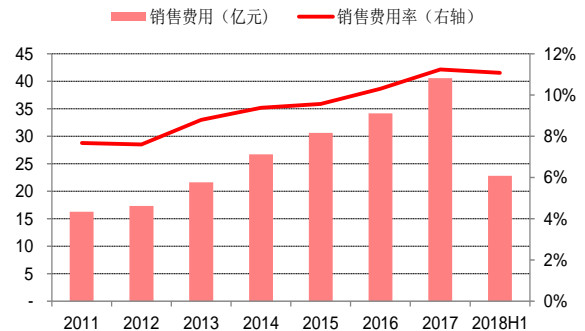
期间费用率在扩张布局和管理精益下，合理可控，带来净利润率稳步上行。调味品行业格局逐渐明朗，行业集中度不断提升，其中头部公司已步入稳定上升期，规模和份额不断扩大。和其他行业（如啤酒）相比，行业竞争比较良性，费用投放相对理性，主要企业销售费用投放节奏稳健并落地可见，具备较高的费用效率；另一方面在自身管理不断精益过程中，企业管理费用率处在下行通道；因此头部公司净利润率处在持续提升的上升通道。

图表98： 调味品板块毛利率和净利率



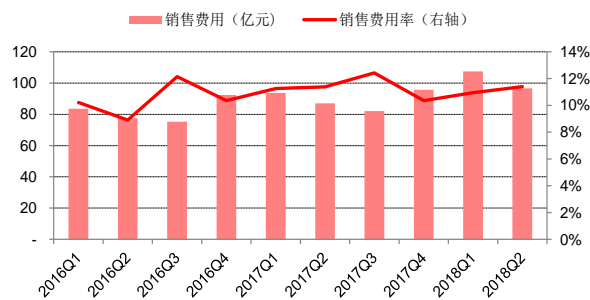
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表99： 调味品板块销售费用率



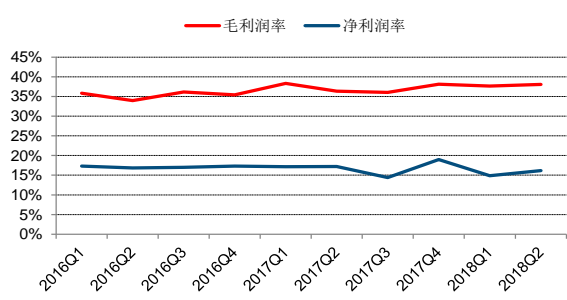
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表100： 调味品板块季度历史毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表101： 调味品板块季度历史销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

具体公司看，H1 龙头海天销售费用率提升 0.4pct 至 13.5%；中炬销售费用投放有所放缓，同比下降 0.9pct 至 14.5%；榨菜 H1 一般为费率高点，预计下半年随着费用投放节奏放缓整体费率将下行，当前整体可控。净利润率稳步上行，H1 海天、中炬、榨菜、恒顺净利润率分别同比提升 1.5pct、2.5pct、7.4pct、2.3pct。

图表102： 2018H1 调味品公司盈利能力指标

公司名称	净利率 (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)
海天味业	25.79	47.11	13.49
中炬高新	17.26	39.95	10.57
涪陵榨菜	28.70	55.04	19.73
恒顺醋业	15.19	41.85	14.51
加加食品	8.69	26.89	8.07
梅花生物	7.66	23.96	7.66
莲花味精	-8.64	12.29	8.27
佳隆股份	14.30	45.06	13.46
千禾味业	28.29	43.61	19.40
安记食品	13.75	30.45	8.60

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

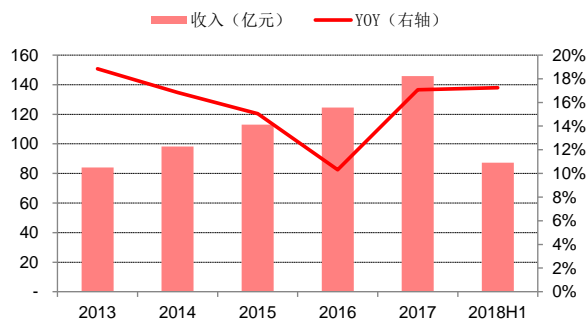
4.3 重点公司

4.3.1 海天味业：收入稳健增长，盈利能力持续提升

二季度收入增速持续提升，酱油、耗油保持快速增长；预计全年收入目标无虞。上半年公司各品类收入增长相对均衡，均保持较高增速，其中酱油产品收入增速 15%以上、耗油产品收入增速 20%以上。收入快速增长得益于高端产品占比进一步提升，公司高端化策略顺利推进。分季度来看，二季度收入同比增长 17.5%，相对于一季度继续提升。预收款 9.1 亿元，同比增长 37.0%，发货节奏和收入确认整体良性。作为 13-18 五年计划收尾之年，预计全年收入增长目标（16%）无虞。

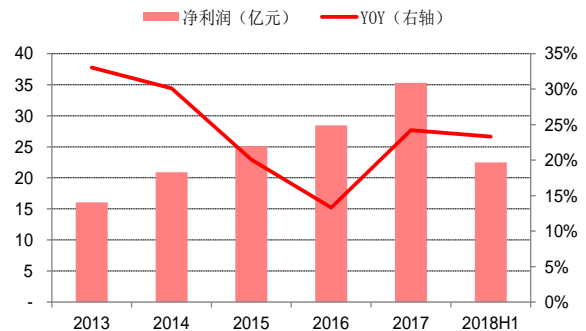
毛利率再创新高，经营质量持续稳步提升。上半年公司整体毛利率 47.1%，单二季度 47.6%均创历史新高。我们预计毛利率持续提升来源于产品结构持续提升和内部成本精益。上半年费用方面，销售费用 11.8 亿元，二季度销售费用投放相对减缓，上半年费率 13.5%同比提升 0.4pct 相对稳定；管理费用 3.6 亿元，费率 4.2%同比提升 0.4pct，其中研发费用增长较快。

图表103：海天味业收入及增速



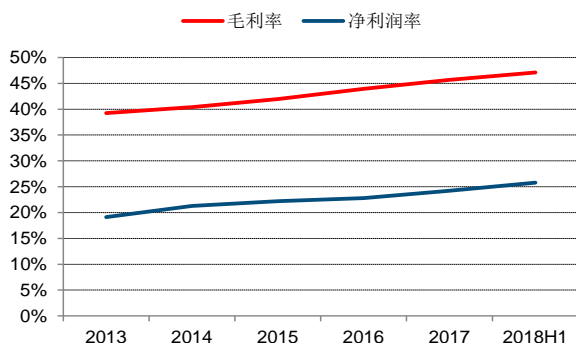
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表104：海天味业净利润及增速



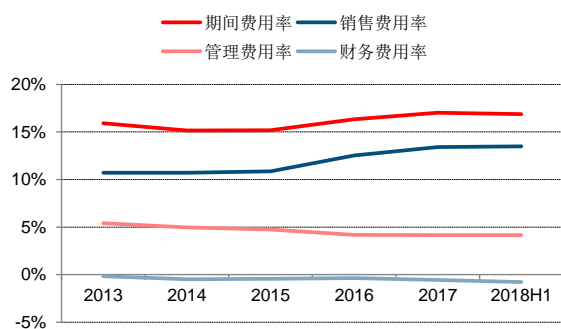
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表105：海天味业毛利率和净利率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表106：海天味业期间费用率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

行业格局助力已成，自身经营管理发力，2019 年新五年征程将迎更好局面。从行业环境看，公司在“一超

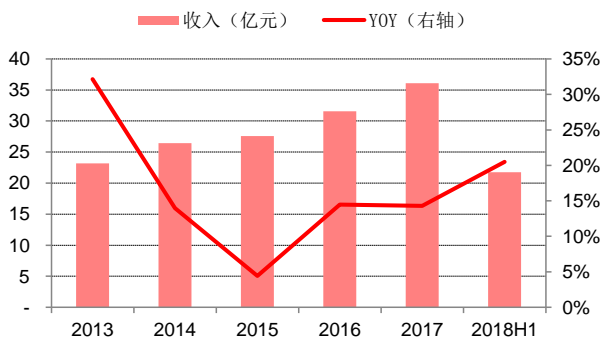
多强”行业格局下占据龙头优势地位，具备强大定价权，保证公司有效推进结构提升和高端化；从自身管理角度，公司通过渠道深耕、深化管理、品类创新等手段不断巩固竞争优势，提升经营质量，将助力公司 2019 年新五年征程中持续提升行业地位和盈利能力。

4.3.2 中炬高新：调味品稳步增长，省外市场逐步拓展

实现营业总收入 21.74 亿元，同比增长 20.49%，实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 60.99%。其中 18Q2 实现营业总收入 10.20 亿元，同比增长 22.94%，实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 77.41%。业绩超预期主要来自于房地产收入、本部亏损同比收窄。

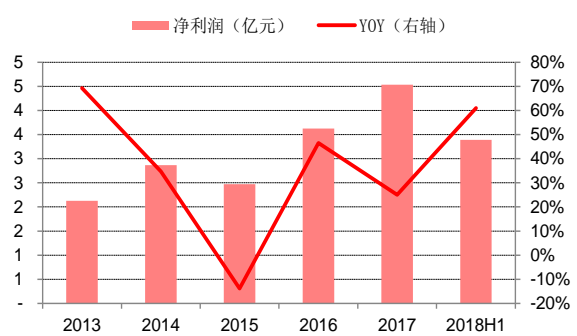
分产品看，18H1 酱油增长稳健，收入增速超 10%；食用油及其他品类增速快于整体约 20%，酱类和耗油等新产品实现收入近 1 亿元，目标完成度较高，其他小品类调味品未来随着阳西基地产能释放发展有望提速。分区域看，区域扩张不断推进，随着外埠市场不断增长，发源地南部收入占比下降 1.25pct，东部、中西部及北部区域收入占比分别提升 0.06、0.08、1.2pct。

图表107：中炬高新收入及增速



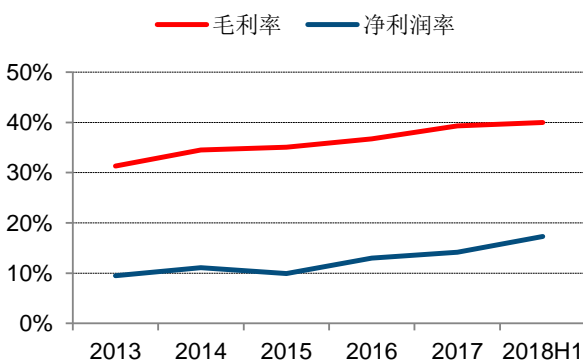
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表108：中炬高新净利润及增速



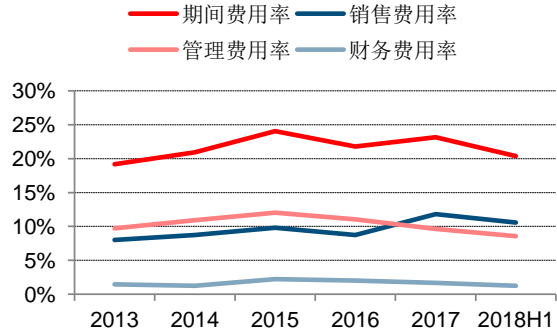
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表109：中炬高新毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表110：中炬高新期间费用率

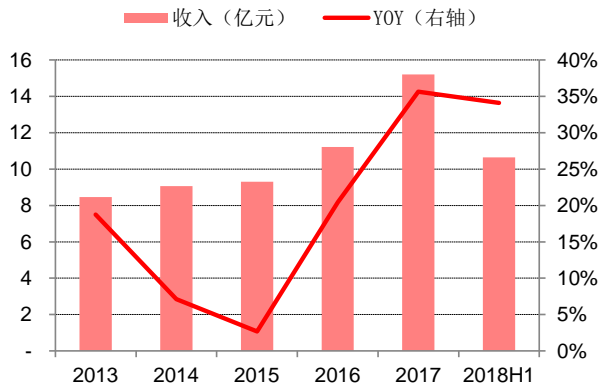


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

4.3.3 涪陵榨菜：核心业务高速增长，成本下行释放业绩弹性

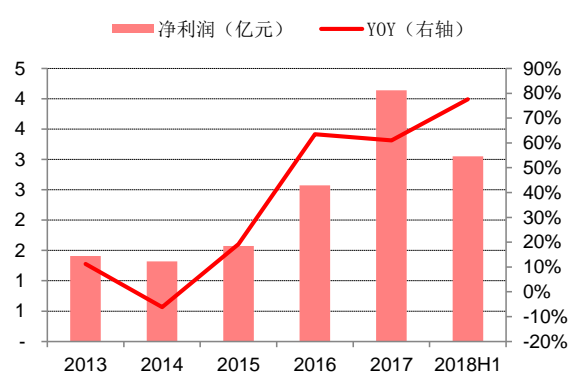
2018 年上半年实现营业收入 10.64 亿元，同比增长 34.1%，实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 77.5%；其中单二季度营业收入 5.56 亿元，同比增长 23.7%，归母净利润 1.90 亿元，同比增长 75.9%。

图表111：涪陵榨菜收入及增速



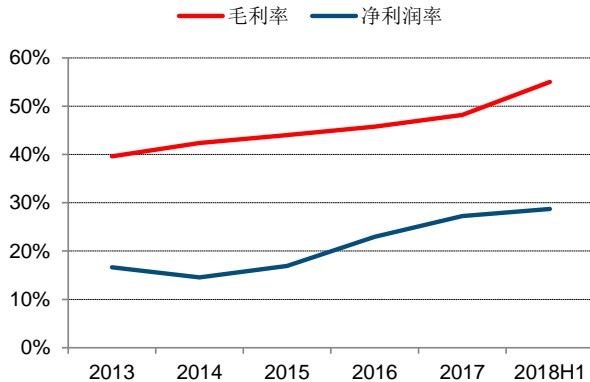
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表112：涪陵榨菜净利润及增速



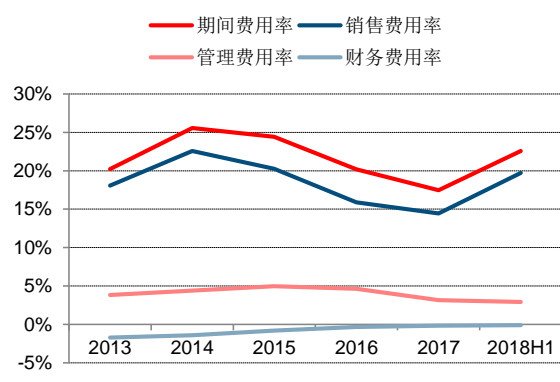
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表113：涪陵榨菜毛利率和净利率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表114：涪陵榨菜期间费用率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

毛利率持续大幅提升，驱动利润持续高速增长。单二季度公司综合毛利率提升 9.4pct 至 58.6%历史新高，超市场预期。驱动因素主要来自提价效应和成本下行：（1）公司自 2017 年底通过调整规格等形式变相提价，提价幅度约 10~15%；（2）Q2 公司开始使用新一季青菜头，采购成本同比下降约 10%，成本下行带来的收益预计可持续至全年。分产品来看，榨菜毛利率提升 8.5pct 至 56.5%，泡菜毛利率提升 4.3pct 至 44.4%，对毛利率提升和整体利润增长贡献显著。

榨菜、泡菜业务持续高速增长，预计未来随着消费升级和行业集中度持续提升，公司收入有望保持高速增长。上半年榨菜、泡菜业务收入分别同比增长 33.3%、34.3%，高增速持续。目前公司已启动 5 万吨泡菜生产基地建设项目，并组织对白鹤梁生产厂年产 1.6 万吨脆口榨菜生产线及配套仓库建设项目、惠通公司年产 5.3 万吨榨菜生产线建设项目进行可行性论证，未来公司产能进一步释放有望助力收入规模持续增长，中长期具备坚实

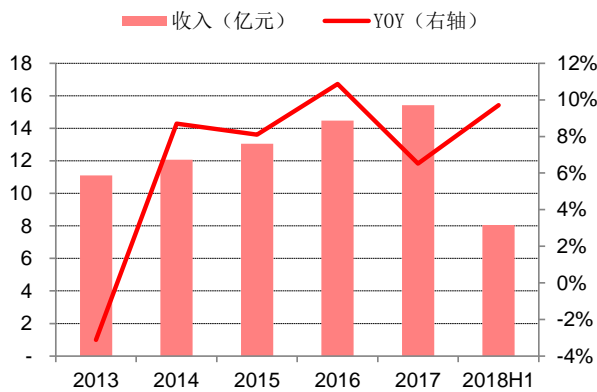
成长基础。

费用率趋于平稳。上半年销售费用 2.1 亿元，同比增长 40.7%，主要来自销售费用中占比一半以上的市场推广费大幅增长 74%至 1.3 亿元；销售费用率同比提升 0.9pct 至 19.7%，其中一季度销售费用率提升 3.7pct，单二季度销售费用率趋于平稳，同比下降 1.7pct。

4.4.4 恒顺醋业：Q2 收入增长提速，净利润率稳步提升

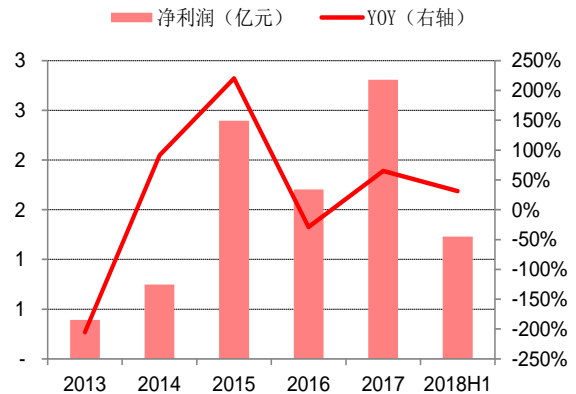
2018 上半年实现收入 8.04 亿元，同比增长 9.7%，归母净利润 1.23 亿元，同比增长 31.1%，扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比增长 22.01%，综合毛利率 41.9%，同比提升 0.5pct；其中单二季度实现收入 4.05 亿元，同比增长 11.2%，归母净利润 0.64 亿元，同比增长 29.5%，扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比增长 20.6%综合毛利率 43.4%，同比提升 1.7pct。

图表115：恒顺醋业收入及增速



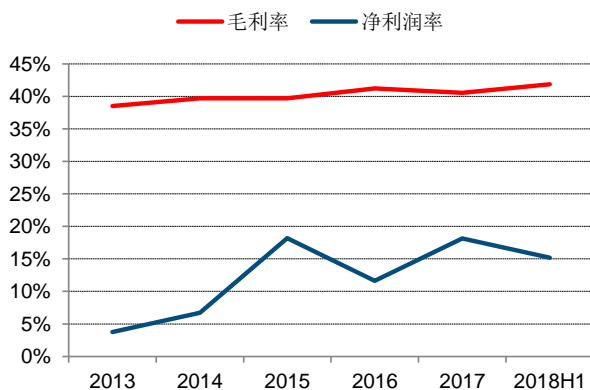
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表116：恒顺醋业净利润及增速



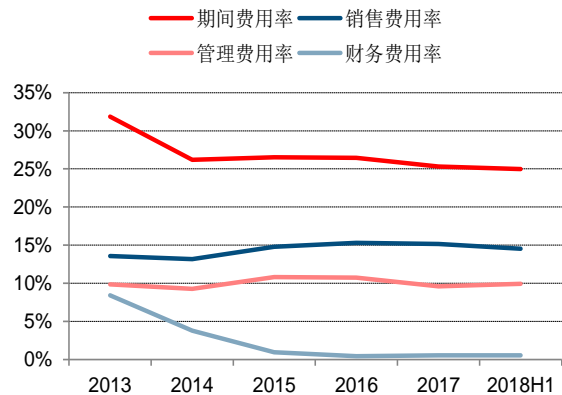
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表117：恒顺醋业毛利率和净利率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表118：恒顺醋业期间费用率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

地推工作加强拉动收入增长，二季度增速环比改善。上半年公司酱醋调味品实现收入 7.41 亿元，同比增长 10.99%，预计 Q2 调味品收入增速环比 Q1 有所改善。调味品收入增长提速得益于 2018 年地推工作加强。公司在半年报中提到：以 1) 加强餐饮渠道、形象店、终端展示等终端类型建设、2) 推动恒顺及北固山双品牌运作及产品分级、3) 聚焦大单品三种主要操作方式高质量拉动上半年营销增长。分产品看，食醋实现收入 5.71 亿元，同比增长 9.15%，其中高端醋实现收入 1.10 亿元，收入占比 19.3%；料酒业务实现收入 0.88 万元，同比增长 30.05%。分地区看，核心区域增长稳健、外埠市场增速较快。核心区域华东、华中大区收入分别同比增长 8.66%、8.92%，华南、西部、华北大区增速大幅超越整体增速，分别为 15.56%、14.13%、18.38%。

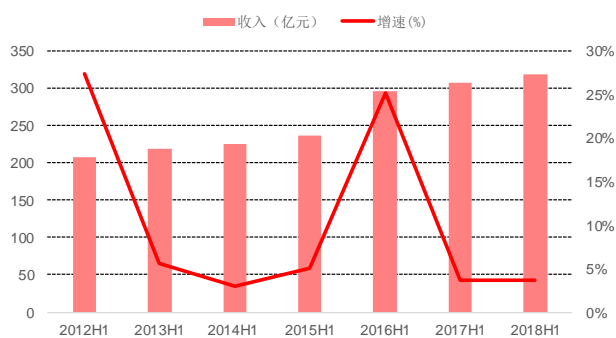
净利率稳步提升，主要得益于毛利率提升和非经常因素变动。上半年公司净利率 15.3%，同比提升 2.5pct，主要来自毛利率提升及非经常性损益变动。毛利率方面，公司上半年毛利率 41.9%，同比提升 0.5pct，主要由食醋拉动：高端醋产品增长拉动毛利率提升 2.9pct 至 44.4%。费用率方面，上半年公司期间费用率 25.0%，同比下降 0.5pct，其中销售费用率 14.5%，同比下降 0.9pct，管理费用率 9.9%，同比提升 0.4pct。此外，上半年公司确认非经常性损益 2097 万元（同比增加 1 千万），其他收益、营业外收支、投资收益等项目合计增加约 1 千万亦对净利率提升有贡献。

五、肉制品：猪价下行带动盈利提升，龙头双汇表现亮眼

5.1 猪价下行带动行业净利增长，龙头双汇表现亮眼

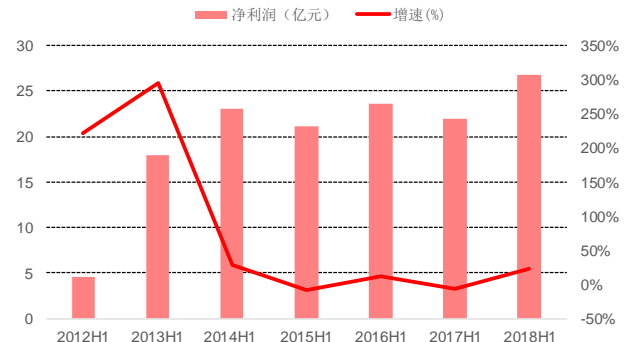
2018 年上半年，肉制品板块（申万三级分类）营收 319.84 亿元，同增 3.85%，归母净利 26.81 亿元，同增 22.03%。上半年，生猪价格在经历一季度大幅下跌后，二季度略有反弹，但同比仍下滑 23.34%，而猪肉价格同比也下滑 19.60%。受此影响，肉制品板块收入增速放缓，尤其是龙头影响较为显著，导致板块收入仅小幅增长。但猪价下行也降低成本，扩大价差，行业盈利能力显著提升，除龙大肉食外，五家肉制品板块企业净利均实现正增长。预计下半年猪价仍处于下行趋势中，肉制品板块仍有望受益。

图表119：肉制品板块 H1 收入及增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表120：肉制品板块 H1 净利润及增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

从公司来看，龙头双汇表现亮眼，上半年营收 236.21 亿元，同减 1.57%，归母净利润 23.85 亿元，同增 25.28%：屠宰方面，屠宰生猪 827.45 万头，同增 30.42%，在猪价下行及公司“大出大进上规模”战略背景下，屠宰量提升显著；肉制品方面，肉制品营收 114.22 亿元，同增 4.49%，结构升级初见成效，肉制品近三年多来首次恢复中位数增长，其中高温肉制品同增 6%，低温肉制品同增 1.99%。

图表121: 肉制品企业基本财务指标

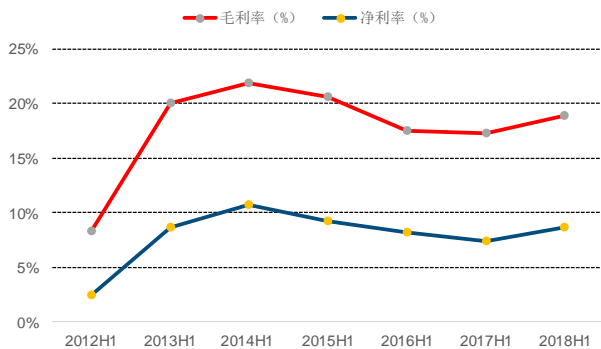
公司名称	市值 (亿元) (08-31)	2017				2018H1			
		收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)
双汇发展	768.80	505.78	-2.44	43.19	-1.95	236.21	-1.57	23.85	25.28
煌上煌	60.28	14.78	21.35	1.41	59.75	10.33	36.34	1.14	42.39
龙大肉食	54.97	65.73	20.60	1.88	-19.18	36.23	24.74	0.87	-34.85
金字火腿	46.37	3.72	131.79	1.08	442.56	2.19	14.74	0.20	12.19
华统股份	36.29	47.15	18.12	1.18	28.48	24.03	9.02	0.73	20.86
得利斯	23.34	16.09	2.10	0.07	-17.83	9.73	40.26	0.01	30.36

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

5.2 盈利能力提升显著, 期间费用维持稳定

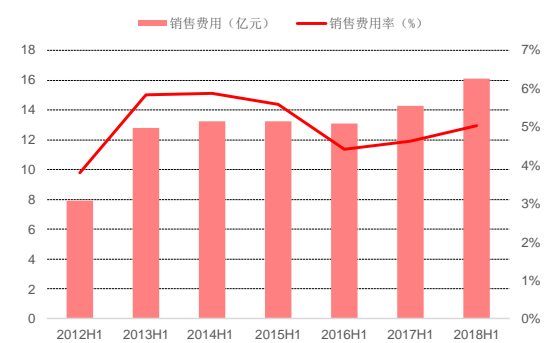
上半年肉制品板块整体销售毛利率 18.84%，同比提升 1.62pct，销售净利率 8.67%，同比提升 0.52pct，盈利能力提升较为显著。一方面降低生猪采购成本，且生猪价格与猪肉价格之间的转导具有滞后性，猪价下行中价差扩大，屠宰行业盈利水平提升显著；另一方面，猪价下行也有望降低肉制品成本，盈利改善逐步显现。以双汇为例，上半年屠宰营业利润实现 4.92 亿元，同增 119.56%，单头营业利润 59.46 元，同比大幅增长 70.74%。

图表122: 肉制品板块毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表123: 肉制品板块销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

从期间费用率来看，肉制品在食品饮料板块中处于较低水平，上半年 7.61%，略微提升 0.23pct，其中销售费用率 6.04%，提升 0.41pct，整体维持稳定。公司层面，得利斯、金字火腿、煌上煌期间费用率均下降，其余个股上涨幅度也较小。

图表124: 肉制品企业盈利指标

	2017H1				2018H1			
	净利率	毛利率	销售费用率	期间费用率	净利率	毛利率	销售费用率	期间费用率
双汇发展	8.26	18.60	4.85	7.34	10.41	21.36	5.34	7.70
得利斯	0.06	11.05	7.36	10.73	0.12	10.60	5.76	8.64
金字火腿	10.94	50.26	17.53	45.05	5.44	41.00	16.21	38.45

请参阅最后一页的重要声明

	2017H1						2018H1	
煌上煌	10.97	35.20	10.40	20.02	11.64	34.72	11.30	18.71
龙大肉食	4.75	9.27	2.47	4.52	2.64	7.57	2.90	4.63
华统股份	2.77	5.65	1.08	2.93	3.21	5.54	1.30	3.19

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

5.3 重点公司

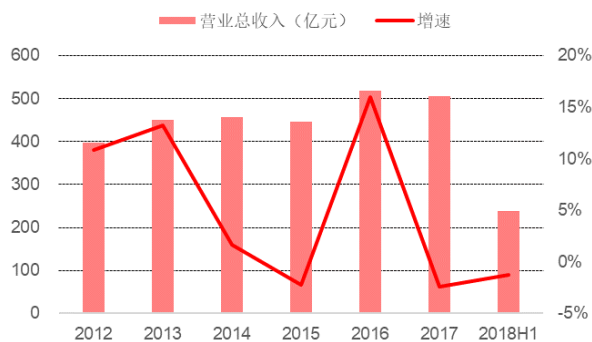
5.3.1 双汇发展：屠宰量利齐升带动公司业绩增长，肉制品结构调整值得期待

2018年上半年公司实现营业收入236.21亿元，同比下降1.57%，归母净利润23.85亿元，同比增长25.28%，扣非归母净利润22.13亿元，同比增长23.37%。其中二季度实现营业收入116.72亿元，同比下降1.23%；归母净利润13.21亿元，同比增长28.87%。

屠宰量利齐升叠加肉制品结构调整见成效，带动业绩较快增长

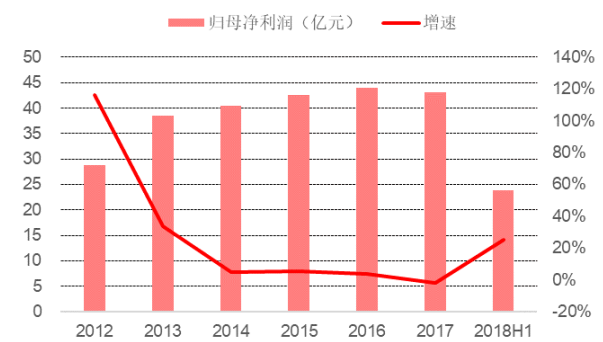
上半年，公司屠宰业务实现营收139.52亿元，同比下滑4.22%，占比52.42%；肉制品营收114.22亿元，同比增长4.49%，占比41.92%。由于上半年生猪价格同比下跌23.34%，屠宰营收下降导致公司营收有所下滑。但净利润增速较快，同比增长25.28%，略超市场预期，这主要有两方面因素：一是屠宰方面，上半年屠宰生猪827.45万头，同比上升30.42%，单二季度435.45万头，同比上升26.42%，在猪价下行及公司“大出大进上规模”战略背景下，屠宰量提升显著。同时，营业利润也增长迅速，上半年实现4.92亿元，同比上升119.56%，单头营业利润59.46元，同比增长70.74%，屠宰业务的量利双升，直接带动业绩提升；二是肉制品方面，公司一直推进肉制品结构优化升级，从去年以来进一步明确不同产品的战略目标，“稳高温、上低温、中式产品工业化、休闲产品更休闲、肉蛋奶菜粮相结合”，上半年结构升级初见成效，肉制品近三年多来首次恢复中位数增长，其中高温肉制品同比增长6%，低温肉制品同比增长1.99%。

图表125：双汇发展营业收入小幅下滑



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表126：双汇发展净利润同比较快增长



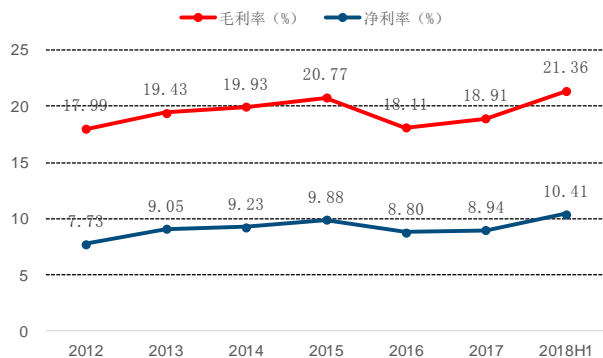
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

盈利水平整体提升，肉制品毛利率下半年有望改善

上半年，公司销售毛利率21.36%，同比提升2.76pct，净利率10.41%，同比提升2.15pct。分行业看，屠宰业务毛利率10.28%，同比上升3.62pct；肉制品毛利率19.98%，同比下降0.02pct，其中高温肉制品31.27%，同

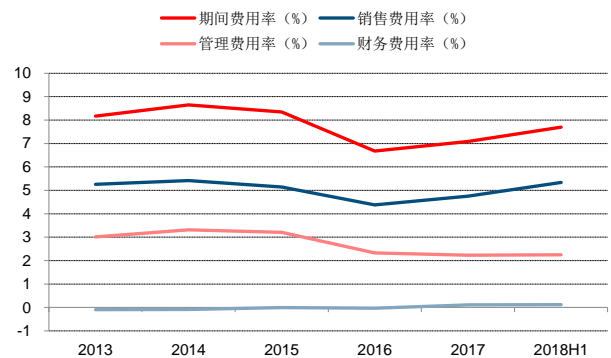
比上升 0.77pct，低温肉制品 27.76%，同比下降 1.42pct。受屠宰毛利影响，上半年整体盈利水平有所提升。在猪价下行周期中，猪肉-生猪价差扩大，同时屠宰放量也降低期间费用率，使得屠宰业务的毛利水平得到较高提升。而肉制品毛利率略有下滑，一是虽然上半年猪价下降，但鸡肉及辅料价格也有所提升，对冲之后仍对毛利有些冲击；二是公司仍有部分高价库存原材料需要消化，从而导致肉制品毛利率未出现明显改善。预计下半年，猪价下降带来的成本优势将逐步体现，肉制品毛利率有望提升。

图表127：双汇发展毛利率和净利率提升显著



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表128：双汇发展费用率维持稳定



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

猪价下行利好屠宰，肉制新品值得期待，业绩增长有望持续

从猪价来看，我们判断仍处于下行周期中，预计明年二季度左右见底，虽然七八月以来有所反弹，但不会改变下行趋势。且二季度末公司库存 40.81 亿元，同比增长达到 22.89%，其中部分低价猪肉将提升公司下半年屠宰营业利润及降低肉制品成本。公司也有望在猪价下行周期中继续受益，不断提升市场占有率。肉制品方面，公司自去年以来，减少新品种类，每年集中重点推出几款核心肉制新品，从目前市场反馈来看，部分升级版高毛利产品市场反响较好，未来有望借助公司的渠道优势，实现快速放量。而公司管理团队调整以来，销售、研发等方面也进行相应调整，更加适应“调结构、扩网络、促转型、上规模”的战略方针，且在上半年业绩也逐步得到体现，我们看好公司未来业绩的持续增长。

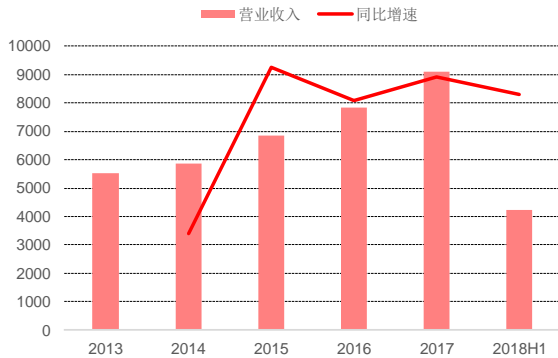
公司屠宰业务有望在猪价下行周期继续量利双升，提高市场占有率，肉制品板块结构调整初见成效，未来在新品带动下进一步加速增长，且有望继续维持高分红水平。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 49.83 亿元、55.03 亿元和 60.31 亿元，同比增速 15.4%、10.4%、9.7%，对应 EPS 分别为 1.51 元、1.67 元、1.83 元，对应 PE 为 15.9、14.4、13.1 倍，维持公司“买入”评级。

六、烘焙板块：产品结构升级业绩稳增

6.1 收入业绩稳定向好，龙头持续发力

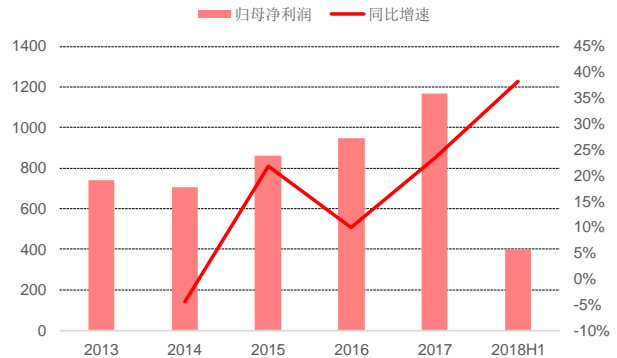
我国烘焙行业上市公司包括桃李面包、广州酒家、元祖股份、桂发祥、麦趣尔等 5 家企业。2018H1，烘焙食品上市公司收入 42.29 亿元，同比增长 14.97%，实现净利润 3.96 亿元，同比增长 37.17%。其中桃李面包营收占比达到 51.24%，利润占比达到 64.42%。龙头公司营收增速水平略快于近年来行业规模整体增速，加之行业准入门槛提高，行业集中度有所提升。

图表129： 烘焙板块收入（百万元）及同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

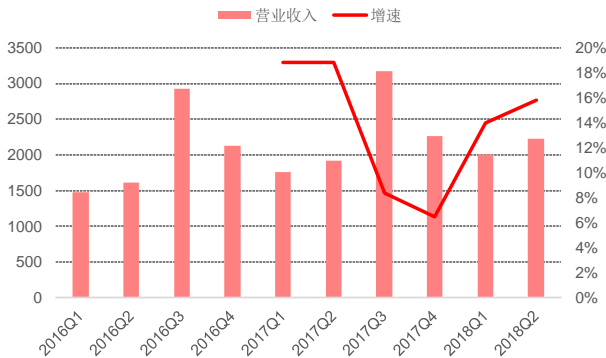
图表130： 烘焙板块归母净利润（百万元）及同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

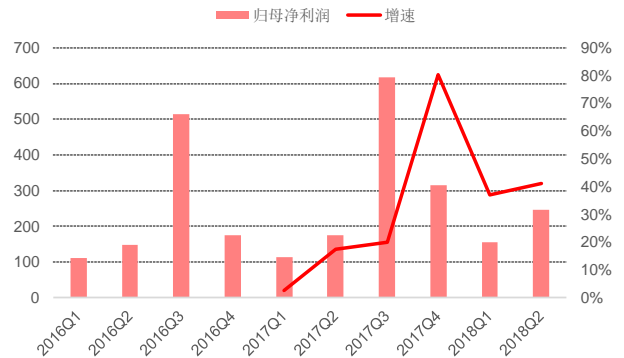
2018Q2 烘焙行业上市公司营业收入 22.26 亿元，同比增长 15.82%，实现净利润 2.47 亿元，同比增长 41.14%。还比看，由于季节性因素，Q2 收入延续增长，环比增速达到 11.13%，同时费用水平得到进一步控制，利润端表现亮眼，行业盈利能力进一步提升。

图表131： 板块季度收入（百万元）及同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表132： 板块季度净利润（百万元）及同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

具体公司来看，H1 有两类公司表现向好，一是像桃李面包这样全国性知名龙头企业，凭借自身产品、渠道优势，在本次消费升级中表现突出；二是像广州酒家这样的特色地方龙头，凭借在当地渠道、知名度上的优势与全国性龙头企业竞争，在市场占据一席之地。2018H1，桃李面包产品结构持续升级，渠道强化效果明显，收入和利润均保持高增速，其中收入增速 19.33%、利润增速 43.55%。广州酒家食品业务产能逐步释放，收入、利润增速均有较大幅度的提高，收入增长 15.14%，成本费用管控力度加大，净利润增速 33.78%。元祖股份募投项目建设稳步推进，新产能继续释放，营销渠道建设初见成效，盈利能力大幅提升，H1 收入端增长 8.56%，净利润增长 513.70%。麦趣尔收入端表现抢眼，扭转了 2017H2 的颓势，2018H1 增长 13.21%，利润端增长 10.56%。

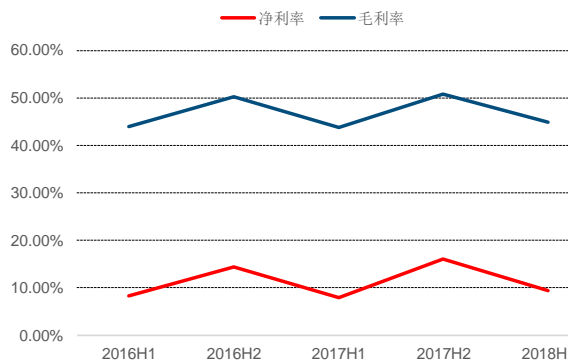
图表133： 烘焙公司基本财务信息

公司名称	市值 (亿元)	2017			2018H1		
		收入(亿元)	收入增速	净利润 (亿元)	净利润增速	收入增速	净利润增速
麦趣尔	26.71	5.80	3.53%	0.19	-33.00%	13.21%	9.28%
桃李面包	264.07	40.80	23.42%	5.13	17.85%	19.33%	43.54%
广州酒家	105.65	21.89	13.08%	3.40	27.62%	15.14%	42.09%
元祖股份	42.24	17.77	11.66%	2.03	62.88%	8.56%	513.76%
桂发祥	28.14	486.20	6.26%	92.60	0.91%	1.75%	-9.65%

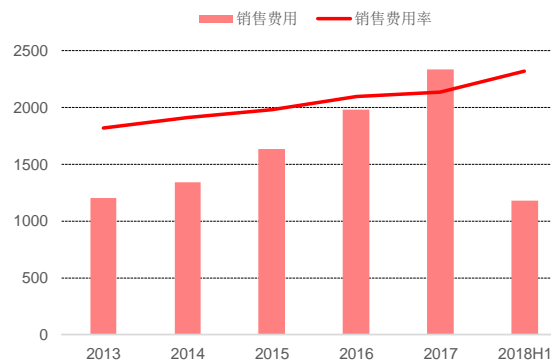
资料来源: wind, 中信建投证券研发部

6.2 H1 盈利能力同比改善，Q2 成本管控效果显现

从盈利能力看，公司毛利率净利率由于季节性因素在年度内呈现周期性变化的特点，上半年较低，下半年相对较高。但从总体来看，烘焙板块上市公司盈利能力稳步提高，2018 年上半年，收入端继续保持高增速（+14.97%），成本端来看，烘焙行业主要原材料均为大宗商品，价格波动较小，H1 成本端增速（+12.65%）低于收入端，导致毛利率同比上升 1.13 个百分点，达到 44.96%；净利率同比上升 1.52 个百分点，达到 9.37%。H1 板块销售费用率 27.82%，小幅上升 0.39 个百分点，近年来在消费升级的推动下，中高端市场竞争更加激烈，烘焙板块上市公司纷纷加大广告投入，行业销售费用率逐年上升。

图表134： 烘焙板块毛利率净利率


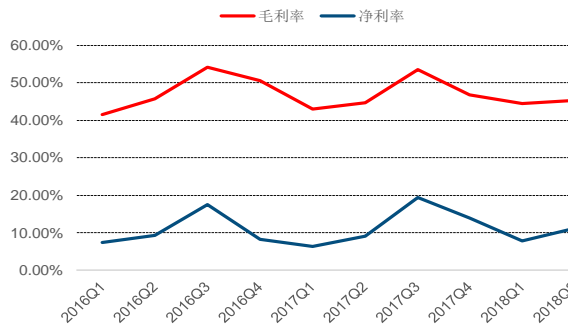
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表135： 烘焙板块年度销售费用率


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

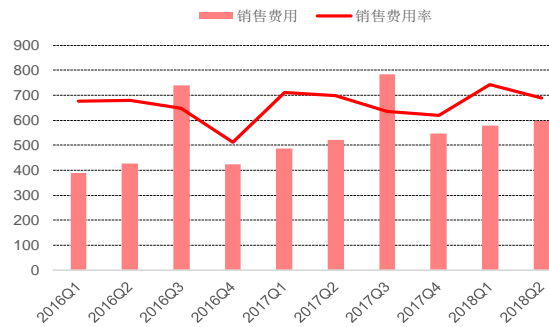
2018Q2 受行业成本端直接材料价格波动影响，烘焙行业上市公司加强成本费用管控，成本增速（+14.37%）低于收入增速（+15.82%），销售费用率（26.86%）下降 0.35 个百分点，导致板块毛利率 45.28%，同比增长 0.69 个百分点。

图表136： 烘焙板块季度毛利率净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表137： 烘焙板块季度销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

具体公司看,“中央工厂+连锁店”模式的元祖股份由于经营模式的特点以及高端定制产品较多导致销售费用率较高,即使近年来有下降的趋势但仍明显高于行业平均水平, H1 元祖销售费用率 50.72%, 同比下降 0.22 个百分点。H1 其余烘焙行业上市公司销售费用率均保持在 20%-30% 区间, 整体销售费用率较上年同期略有提升。

图表138： 烘焙行业上市公司盈利能力指标

公司名称	2017		2018H1			
	净利率 (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)
麦趣尔	3.25	43.25	29.16	4.23	35.94	24.93
桃李面包	12.58	37.70	18.55	12.13	39.30	21.12
广州酒家	15.61	53.15	25.15	7.47	47.74	28.82
元祖股份	11.45	66.33	42.86	2.93	61.50	50.72
桂发祥	19.05	49.25	20.50	17.73	48.46	20.74

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

6.3 机构持仓情况：长期呈现上升趋势，18H1 趋稳

2015 年至今, 烘焙板块机构持仓比例整体呈现上升趋势。2017 机构持仓比例上升至 44.57%, 18H1 机构持仓比例继续小幅上升达到 45.86%, 其中元祖股份和桂发祥于 2016 年上市, 广州酒家于 2017 年上市。

图表139： 烘焙板块机构持仓情况



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

分个股来看，2018H1 烘焙板块机构持仓占流通股比例最高的是元祖股份，占比达到 61.52%，其次，麦趣尔、桂发祥、桃李面包的机构持仓占流通股比例比例也都超过了 40%。2018H1 烘焙板块 5 家公司机构持仓比例较 Q1 均有不同程度的上升。

图表140： 烘焙上市公司 18H1 机构持仓情况

公司	机构持仓占流通股比例	相比上期变动情况 (pct)
元祖股份	61.52%	+11.12
麦趣尔	55.83%	+0.65
桂发祥	51.17%	+0.01
桃李面包	48.35%	+10.11
广州酒家	17.64%	+13.88

资料来源：wind，中信建投证券研发部

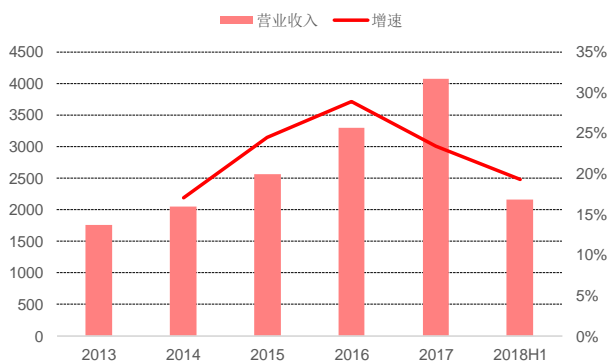
资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

6.4 重点公司

6.4.1 桃李面包：结构升级，强化渠道，盈利能力持续提升

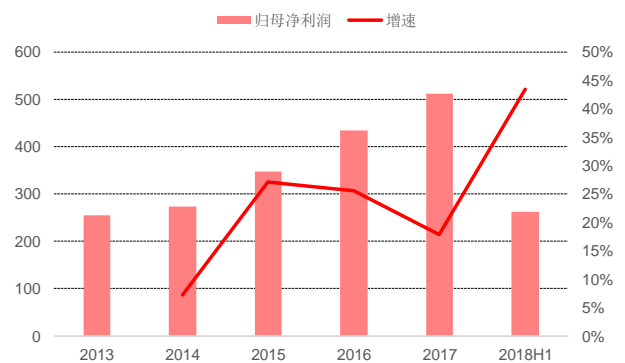
H1 公司实现营业收入 21.67 亿元，同比增长 19.33%；其中 Q2 营业收入 11.78 亿元，同比增长 18.27%。公司产能逐步释放，天津生产基地于今年 3 月投产；H1 面包及糕点产品收入 21.57 亿元（占比 99.54%），同比增长 19.24%，其中天然酵母、醇熟等明星产品继续获得稳步增长，脏面包、幸福的紫米糯面包等新产品呈现较高速增长；公司不断强化营销渠道，目前终端销售数量超过 20 万家。H1 公司实现归母净利润 2.63 亿元，同比增长 43.54%，其中 Q2 归母净利润 1.55 亿元，同比增长 38.41%。利润端增速较好，主要受益于低成本优势。公司 H1 销售费用投入较多，但由于成本端增速（+12.23%）明显低于收入端增速（+19.33%）导致毛利率、净利率均有上升，H1 公司毛利率 39.30%，同比+3.84，净利率 12.13%，同比+2.04pct；其中 Q2 毛利率 39.70%，同比+3.58pct，净利率 13.15%，同比+1.91pct。

图表141： 桃李面包营业收入（百万元）及增速

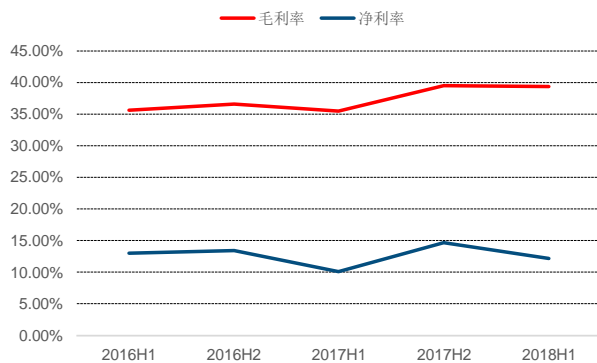


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

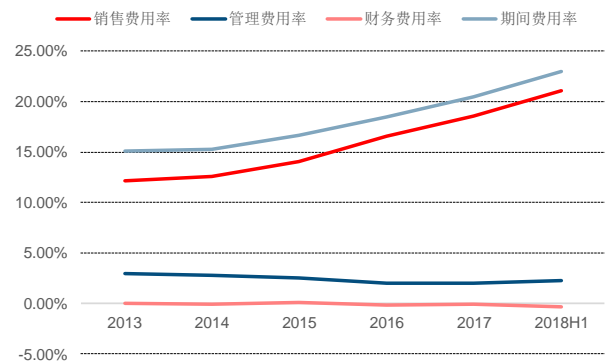
图表142： 桃李面包归母净利润（百万元）及增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表143：桃李半年度毛利率与净利率


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表144：桃李费用率


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

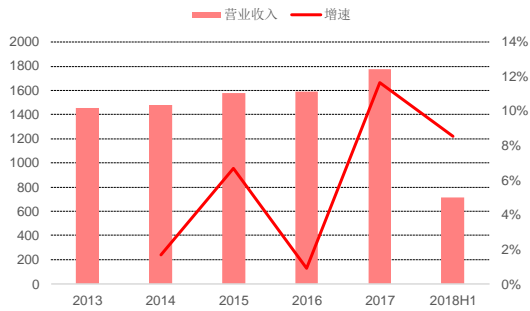
模式优势推动销量增长，产能扩张加快全国布局

渠道方面，桃李采用“中央工厂+批发”的模式，利用庞大的线下零售渠道销售产品，主打高性价比产品，促进销量持续向好增长。公司目前已在全国 17 个区域建立了生产基地，销售终端超过 20 万家，扩展速度迅猛。2017 年初重点布局的华南市场至今已初具规模，未来收入有望持续保持较高水平。桃李在成熟市场加快了销售网络细化和渠道下沉，引导消费需求，进一步推动销量增长。**产能方面**，天津生产基地已于 3 月开始投产，重庆、四川、山东等 8 处项目正在陆续建设中，公司的产销率和产能利用率近年保持高位，新增产能将更有效的支撑公司的市场扩张战略，西南、华北的产能布局将更加具备优势，静待放量。

6.4.2 元祖股份：Q2 业绩大幅提升，产能、渠道建设稳步推进

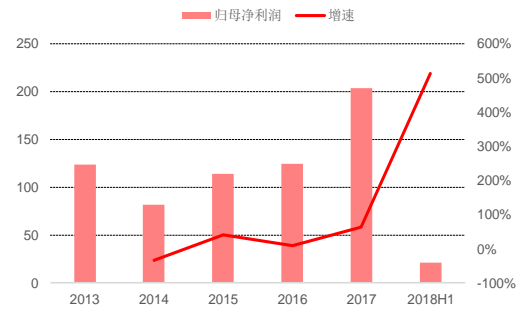
2018 年上半年，公司营业收入 7.17 亿元，同比+8.56%；其中 Q2 营收 4.44 亿元，同比+12.69%，增速较 Q1 大幅上升 10.24pct，主要是由于 Q2 广告效果开始显现及强化营销渠道带动。就 H1 来看，增速低于 Q2 主要系去年 Q1 基数较高，拉低 2018H1 增长率。H1 公司实现归母净利润 2105 万元，同比+513.76%；其中 Q2 归母净利润 5088 万元，同比+127.14%。在成本增长较高（+13.62%）的情况下，Q2 仍能保持利润较高的增长主要是期间费用增速（+4.03%）较慢以及营业外净收入增加 780 万元。就 H1 来看，成本端增长较快（+9.09%），利润增长主要来自公司加强费用管控以及非经营收益。H1 公司毛利率 61.50%，同比-0.19pct，净利率 2.94%，同比+2.42pct；其中 Q2 毛利率 62.10%，同比-0.31pct，净利率 11.46%，同比+5.77pct。H1 毛利率下降是由于公司营收增速（+8.56%）低于成本增速（+9.09%）。H1 期间费用率同比-1.13pct，其中销售费用率同比-0.22pct，管理费用率同比-1.03pct；另外，H1 投资净收益与营业外净收入同比增长 1164 万元，导致净利率+2.42pct。

图表145： 元祖营业收入（百万元）及增速



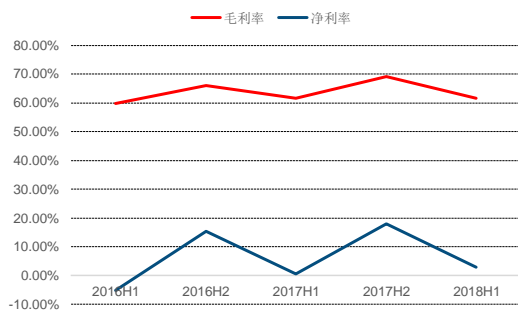
资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图表146： 元祖归母净利润（百万元）及增速



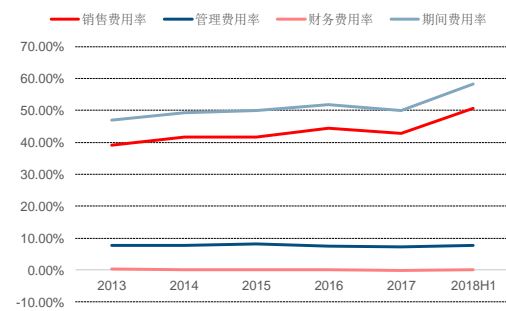
资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图表147： 元祖半年度毛利率与净利率



资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图表148： 元祖费用率此



资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

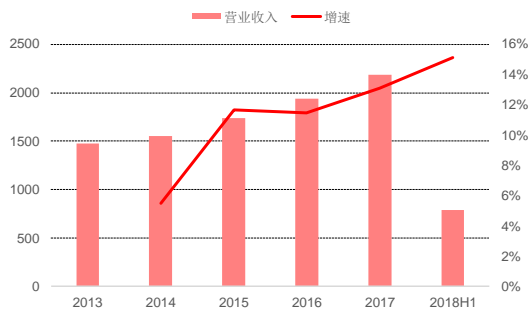
募投项目建设稳步推进，产能渠道有望带来新增长

公司采用“中央工厂+连锁店”的经营模式，目前在上海、成都设有两家中央烘焙工厂，按照距离远近供应全国门店，2015年公司总产能3218吨，产能利用率接近150%。公司ipo募投项目中包含了上海工厂的增加设备项目以及营销网络建设项目。增加设备项目预计将于2018年竣工，达产后将公司产能有望达到约5735吨；截至2018年6月30日，该项目已完成超过90%，并已经开始投产，2017年实现收入1.8亿元。营销网络建设项目计划从2017年起，分三年开设306家直营店，主要集中于华东和西南；截至2018年6月30日，该项目已新开连锁店107家。随着募投项目的建设，公司产能逐渐释放，渠道持续优化，公司盈利能力有望进一步提升。

6.4.3 广州酒家：重点产品产能释放，收入利润增长向好

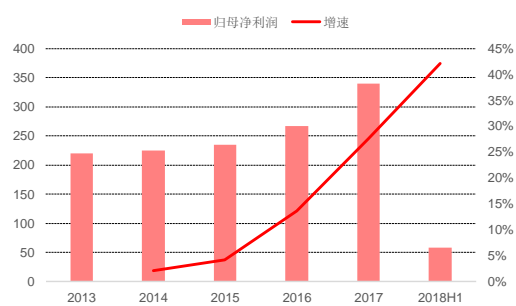
2018H1公司实现营业总收入7.91亿元，同比增长15.14%；2018Q2公司实现营收3.47亿元，同比增长14.73%。整体看H1收入平稳增长，速冻车间新增生产线产能得到释放，食品制造板块H1实现营收4.78亿元(+21.34%)带动公司整体营收高速增长。H1公司实现归母净利润5835万元，同比+42.07%；其中Q2归母净利润1907万元，同比+39.03%。就H1整体来看，利润增长主要来自公司加强成本及费用管控。H1公司毛利率47.74%，同比+0.96pct，净利率7.37%，同比+1.40pct；其中Q2毛利率47.81%，同比+0.56pct，净利率5.70%，同比+1.00pct。H1毛利率上升同样由于公司成本管控效果较好(+13.07%)。净利率上升主要归功于财务费用率同比-0.72pct同时营业外收入同比+322.47%。

图表149：广州酒家营业收入（百万元）及增速



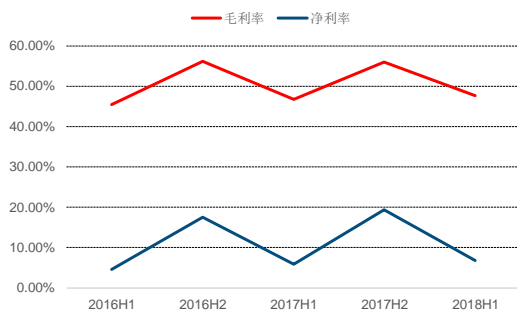
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表150：广州酒家归母净利润（百万元）及增速



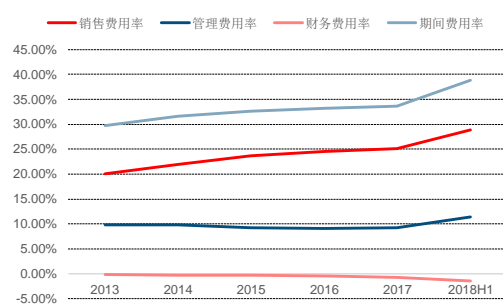
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表151：广州酒家半年度毛利率与净利率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表152：广州酒家费用率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

“食品+餐饮”双轮驱动战略，多业态稳健扩张

食品产品结构持续优化，线上下渠道联动销售。公司在主力产品月饼之外持续拓展速冻食品、腊味、面包等常态化业务，产品结构趋于多元化，收入季节性得到缓解。产能上，年产 2.55 万吨的生产基地项目将于未来三年内完工，有望大幅推动收入增长。渠道方面，随着公司 IPO 募投项目对电商业务、连锁饼屋的扩充，线上线下相结合的立体化营销网络将得到进一步完善，推动公司业务稳步发展。

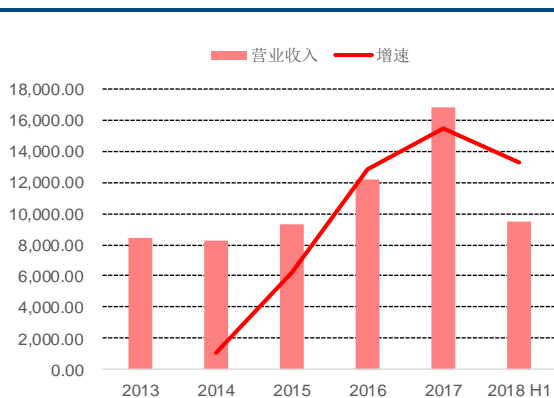
餐饮多业态发展，拓渠道增收。公司拥有“广州酒家”、“西西地”、“好有形”等多个品牌，公司计划未来三年每年新开一到两家餐饮店，积极创造新的收入增长点。公司将充分发挥“广州酒家”、“利口福”等知名品牌优势，立足广东，逐步辐射至全国各大城市。公司拟在深圳建设 2 家餐饮店，由省内市场向周边饮食文化相近的珠三角市场率先进军，在风险可控前提下稳步扩张。

七、保健品板块：消费、渠道双升级业绩稳增，销售投入增加利润承压

7.1 收入端：消费升级推动收入增长，渠道拓展稳固基础

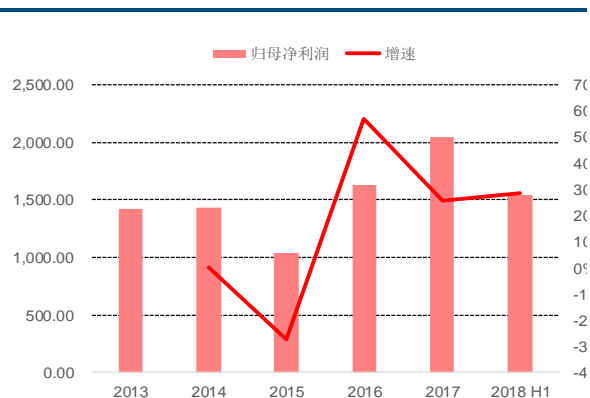
我国保健品板块主要上市公司包括西王食品、汤臣倍健、合生元 3 家。2018H1 保健品板块公司总营收达 95.02 亿元，同比增长 19.99%。其中汤臣倍健业绩亮眼，H1 实现收入 21.70 亿元，增速达 45.95%。总体来说，板块收入端稳步增长，主要得益于消费升级加快与分销渠道完善，消费升级带动了高端产品销量的增长，尤其是三四线及以下城市地区的快速增长。同时为满足用户需求优化消费体验，各家公司均积极推进销售渠道网络建设，尤其是不断进行线上电商渠道完善，线上增量将继续成为板块收入增长的一大主力军。从利润端来看，保健品板块上市公司积极进行成本管控，伴随收入的有力增长，H1 行业实现净利润 12.93 亿元，同比增长 15.06%。

图表153： 保健品行业板块收入（百万元）及同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

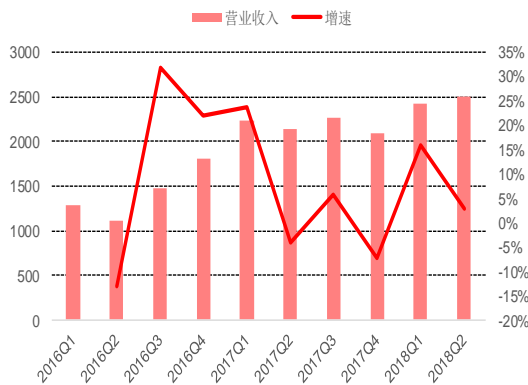
图表154： 保健品板块归母净利润（百万元）及同比增速



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

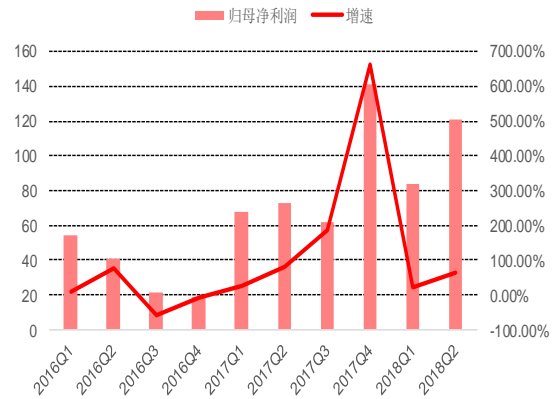
2018Q2 保健品板块收入 24.98 亿元，同比增长 2.82%，实现净利润 4.53 亿元，同比下降 0.58%。环比看，由于三四线消费升级，保健品板块 Q2 收入相比 Q1 小幅增长。同比看，消费升级、产品结构升级等因素共同推动了保健品板块收入的较好增长。在行业竞争加剧广告营销费用增加的情况下，利润端 Q1 有所下滑，Q2 受益于公司结构调整与费用管控，利润有所回暖。

图表155： 保健品行业板块收入（百万元）及同比增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表156： 保健品板块归母净利润（百万元）及同比增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

具体来看，西王食品不断提升品牌价值，拥有全产业链优势，确保产品质量，相对完善的全国营销网络成为产品销量增长的保障，推动公司业绩稳步增长。汤臣倍健进行业务整合和结构性调整，H1进一步夯实大单品战略，“健力多”市场表现持续向好，第二个大单品“健视佳”正在逐步推进，同时实施电商品牌化 2.0 战略，均取得显著效果，开启新一轮的增长周期。合生元公司积极进行产品开发及销售渠道拓展，其婴幼儿配方奶粉及成人营养及护理用品销售势头强劲，同时公司大力发展电商渠道，与天猫、京东等电商巨头合作，电销节集中 H2 有望助力业绩增长。

图表157： 保健品公司基本财务信息

公司名称	市值 (亿元)	2017		2018H1		2018H1	
		收入(亿元)	收入增速	净利润 (亿元)	净利润增速	收入增速	净利润增速
西王食品	26.71	27.58	66.46%	3.43	176.42%	-4.25%	35.13%
汤臣倍健	264.07	31.11	34.72%	7.66	43.17%	45.95%	21.01%
合生元	105.65	80.95	24.44%	9.33	-2.26%	28.78%	-4.22%

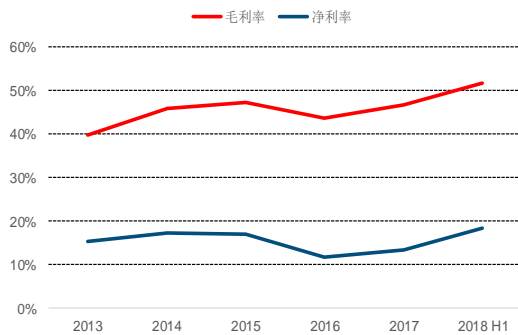
资料来源: wind, 中信建投证券研发部

7.2 盈利能力：毛利稳步增长，销售费用拉低净利

从盈利能力看，受益于产品结构优化与渠道下沉，2018H1 保健品板块毛利率 59.13%，同比上升 3.71 个百分点；净利率 13.60%，同比下降 1.55 个百分点。其中汤臣倍健表现亮眼，毛利率达 69.20%，净利率达 31.09%。总体来说，板块毛利率稳步增长，净利率有所下降，主要系公司营销推广费用有所增加。2018H1 板块销售费用率 27.49%，增长 3.49pct。

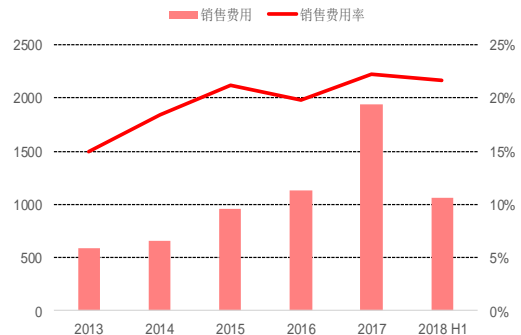
具体公司看，保健品板块上市公司的销售费用率较高，平均在 20%以上，随着市场份额竞争日益激烈，市场占有率需要不断投入费用才可以得到很好的维持，企业销售费用均在提升，西王食品销售费用增加 0.31 亿元，销售费用率达 20.73%，同比增加 1.96%；汤臣倍健销售费用增加 2.06 亿元，销售费用率达 22.74%，同比增加 3.43pct.；合生元销售费用增加 4.74 亿元，销售费用率达 33.81%，同比增加 3.62pct。

图表158： 保健品板块半年度毛利率净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

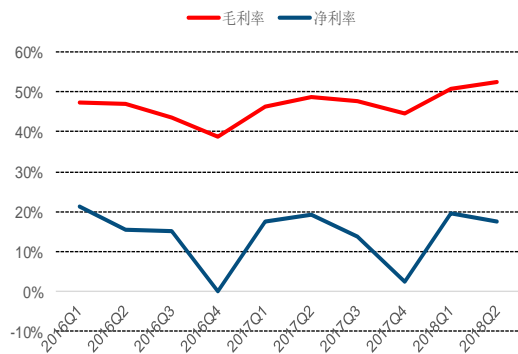
图表159： 保健品板块半年度销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

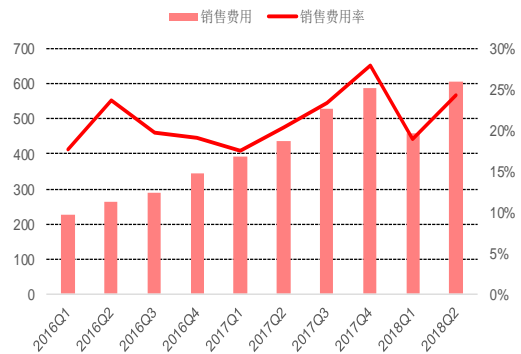
2018Q2 随着收入的稳步向好, 保健品板块毛利率 52.38%, 同比上升 3.79 个百分点; 净利率 17.41%, 同比下降 1.76 个百分点。Q2 各保健品公司均加大了产品促销力度, 销售费用率 24.24%同比增加 3.86pct。

图表160： 保健品板块季度毛利率净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表161： 保健品板块半年度销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

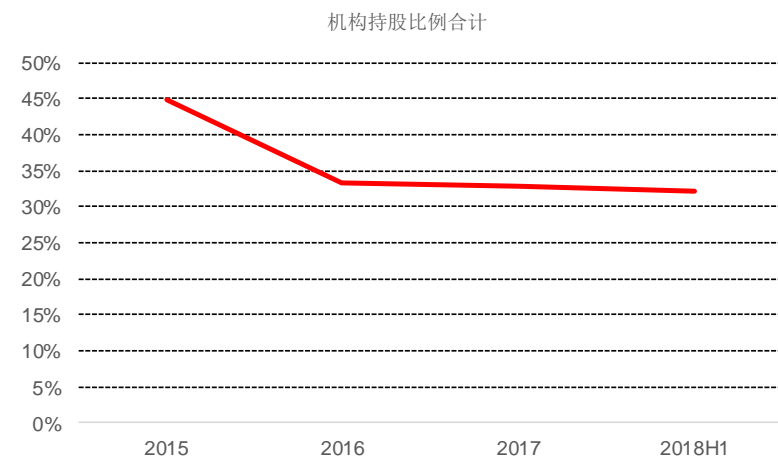
图表162： 保健品行业上市公司盈利能力指标

公司名称	2017			2018H1		
	净利率 (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)	销售费用率 (%)
西王食品	7.05	35.59	17.29	8.46	37.74	20.73
汤臣倍健	24.65	67.08	31.29	22.74	69.20	21.12
合生元	11.47	65.05	33.50	8.40%	67.25	33.81

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

7.3 机构持仓情况：长期呈低幅下行，18H1 趋稳

2015 年至今, 保健品板块机构持仓比例整体呈现下降趋势。2017 机构持仓比例下降至 32.90%, 18H1 机构持仓比例小幅下降达到 32.16%。(保健品板块机构持仓图中数据来自西王食品与汤臣倍健。)

图表163： 保健品板块机构持仓情况


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

分个股来看,截至 2018H1,保健品板块西王食品机构持仓占流通股比例较高,占比达到 65.98%,比 Q1 增长 7.53pct。汤臣倍健的机构持仓占流通股比例达到 17.68%,比 Q1 增加 4.89pct。

图表164： 保健品上市公司 18H1 机构持仓情况

公司	机构持仓占流通股比例	相比上期变动情况 (pct)
西王食品	65.98%	+7.53
汤臣倍健	17.68%	+4.89

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

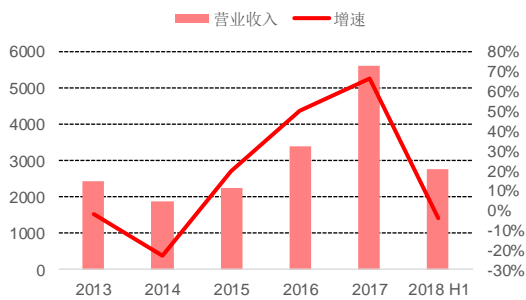
7.4 重点公司

7.4.1 西王食品：Q2 开始改善，H2 营养品有望带来新增长

2018H1 公司实现营业收入 27.58 亿元 (-4.25%)，其中 Q2 收入 13.96 亿元 (+0.60%)，环比 Q1 明显好转，主要受益于运动营养板块汇率变动。H1 收入端整体下滑，主要系海外渠道还在继续完善中，对业绩产生一定影响。国内市场今年目标 3 亿，H1 实现 1.3 亿，预计全年完成目标压力不大。

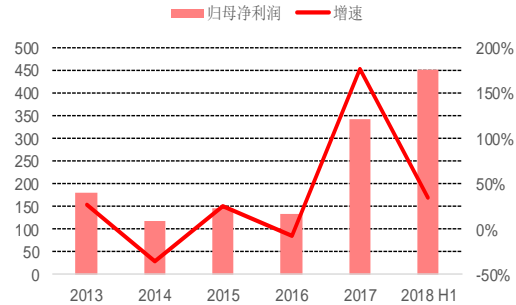
H1 公司实现净利润 2.05 亿元 (+35.13%)，其中 Q2 净利润 1.21 亿元 (+59.57%)。主要由于植物油、运动营养品成本增速较低和 Q2 财务费用下降 0.5 亿元(-79.98%)，H1 整体利润上升，H1 公司毛利率 37.74%(+0.34pct)；净利率 7.42% (+2.16pct)。公司 2018H1 表现平稳，受益于成本费用管控带动 Q2 业绩明显提升，有望下半年推动业绩进一步增长。

图表165：西王食品营业收入（百万元）及增速



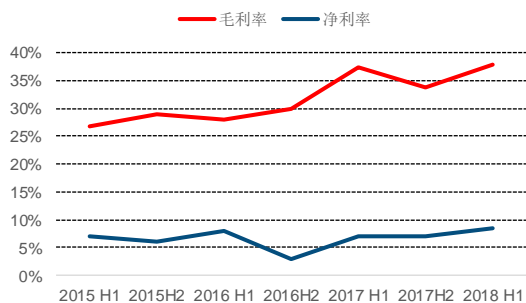
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表166：西王食品归母净利润（百万元）及增速



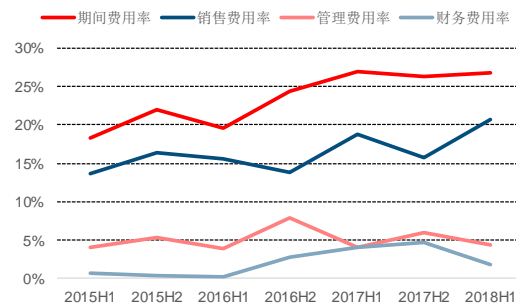
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表167：西王食品半年度毛利率与净利率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表168：西王食品费用率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

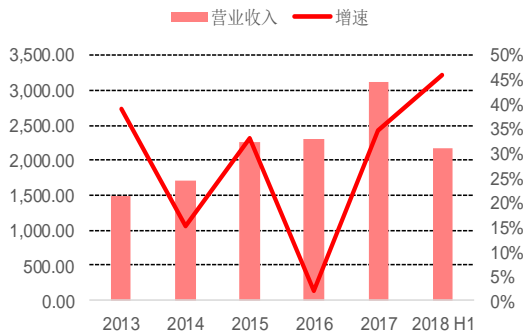
玉米油前景广阔，营养品有望成为新的利润来源

目前玉米油市场份额占比较低，只有 100 多万吨的销量空间，未来增长点主要有 1、消费升级推进健康化概念，带动消费者从豆油、调和油到使用玉米油。2、玉米油自身正经历从散装到小包装的消费升级，公司目前小包装油的产能利用率只有 50-60%，未来将每年 10%的速度逐步释放。3、相关政策对调和油会形成冲击，进而带动高品质油的消费市场。公司去年运动营养板块的下滑主要是受到汇率和乳清蛋白成本偏高影响，今年提前进行价格锁定，全年乳清粉的平均价格有望控制在 1.7 元/磅，相比去年大幅下降，考虑到时滞影响，这部分红利将在下半年释放

7.4.2 汤臣倍健：产品结构持续优化，二季度延续高增长

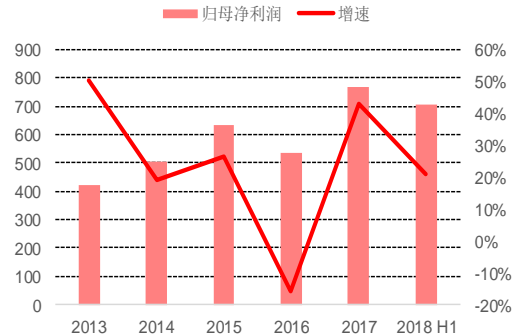
2018 年 H1 公司实现营业收入 21.70 亿元 (+45.95%)，其中 Q2 公司营收 11.02 亿元，(+46.86%)，延续高增长态势。公司注重优化产品结构，片剂和其他产品营业收入大幅增长，分别同增 71.34%和 104.79%，其中片剂收入占营业收入达 50%，占比比去年提升 7.45%，大幅带动营收增长。2018H1 公司实现净利润 7.05 亿元(+21.01%)，其中 Q2 实现净利润 3.33 亿 (+11.18%)，利润实现稳步增长，主要得益于片剂、胶囊主力产品营业成本管控较好。2018H1 公司毛利率 69.2% (+2.27pct)，净利率 31.09% (-9.08pct)。H1 利润端增速小于收入端，主要受占比 15%的其他产品成本上涨和广告销售费用增加影响。

图表169： 汤臣倍健营业收入（百万元）及增速



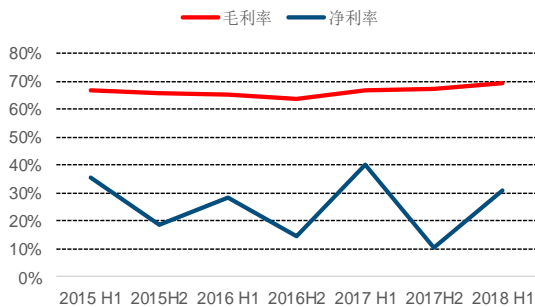
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表170： 汤臣倍健归母净利润（百万元）及增速



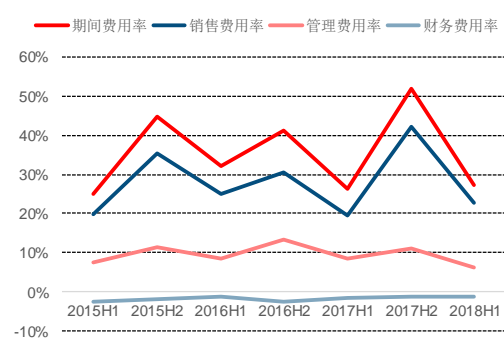
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表171： 汤臣倍健半年度毛利率与净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表172： 汤臣倍健半年度费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

三大战略稳步推进，大单品“健力多”保六争八

去年公司在大单品、电商品牌化、跨境电商三大战役取得阶段性进展导致销售增加，同时，公司持续推进精益管理生产效能提升。2017年公司启动以“健力多”为核心的大单品战略，H1“健力多”市场表现持续向好，增长势头强劲，成为公司主要增长点，预计今年“健力多”终端市场规模有望超过10亿元，全年增速在60%-80%。同时，公司定位于护眼市场的第二个大单品“健视佳”已经上市。在大单品销售模式持续贡献高增长的同时，由于汤臣倍健的品牌效应，也起到带动其他汤臣品类线下销售的作用。

开启电商品牌化 2.0 战略，线上渠道增速有所回落但仍在高位

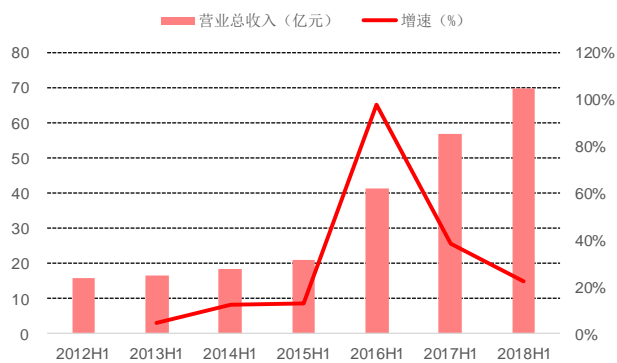
H1公司开启电商品牌化 2.0 战略，在产品上，针对年轻群体定制专供食品；在营销上，通过与 Linefriends 展开合作等方式，针对细分人群展开精准营销。公司线上渠道增长迅速，去年主品牌主要产品线上增速达到80%，H1有所下降，主要是公司与 NBTY 在主要业务方向、营运和供应链上存在一定的分歧和问题，影响健之宝线上销量所导致的。整体来看，目前线上规模基数仍然较低，总体占比不到三成，公司完成对 LSG 的收购后有望持续推动线上渠道的增长，未来线上渠道有望持续保持高增速。

八、休闲零食：坚果放量带动收入增长，盈利能力仍有提升空间

8.1 坚果放量带动收入增长，利润增速仍较缓慢

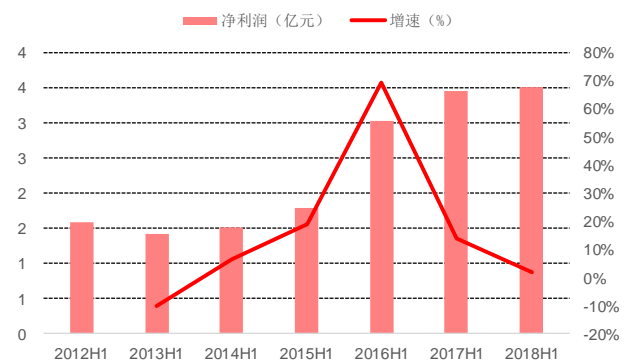
2018年上半年，休闲零食（洽洽、好想你、来伊份、盐津铺子）板块实现营收 69.81 亿元，同增 22.41%，归母净利润 3.51 亿元，同增 1.75%。从收入端来看，上半年增速主要受益新品放量，尤其是坚果类产品高速增长，其中洽洽 12.86 亿元，同增 28.11%；好想你 2 亿元，同比增长 142.65%。预计未来两年，随着坚果类产品在线下渠道的进一步拓展，有望继续保持较高增速。从利润端来看，净利增速显著低于收入增速，主要是受部分原材料上涨影响及产品结构变化。从四家公司来看，好想你并购百草味后，继续维持高增长，收入同比 35.12%，净利同比 50.28%，洽洽在蓝袋新品和坚果放量的带动下，开始恢复增长，而盐津铺子和来伊份增速则继续下滑。

图表173： 休闲零食板块 H1 营收及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表174： 休闲零食板块 H1 净利及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表175： 休闲零食企业基本财务指标

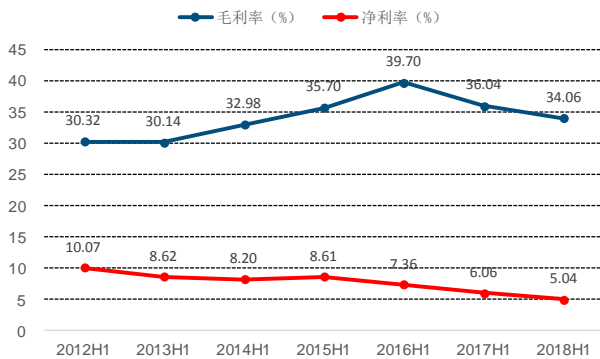
公司名称	市值 (亿元) (08-31)	2017			2018H1				
		收入(亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	收入(亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)
洽洽食品	74.12	36.03	2.55	3.19	-9.75	18.74	17.14	1.72	15.84
好想你	47.75	40.70	96.47	1.07	172.22	26.26	35.12	1.03	50.28
盐津铺子	30.85	7.54	10.38	0.66	-23.25	4.88	33.12	0.39	-5.86
来伊份	38.83	36.36	12.35	1.01	-24.41	19.93	11.17	0.37	-57.27

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

8.2 成本端拖累毛利水平，竞争减缓促使销售费用率维持稳定

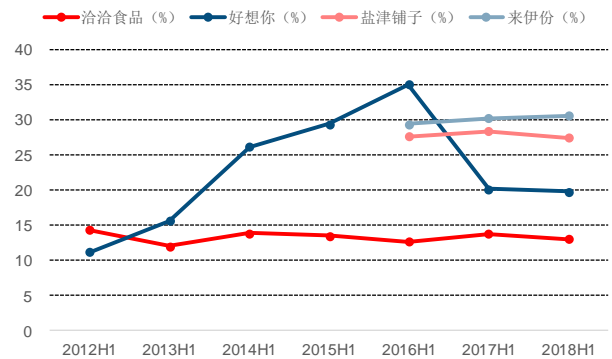
上半年板块毛利率 34.06%，同比下滑 1.98pct，净利率 5.04%，下滑 1.02pct，继续处于下滑态势。毛利下滑主要受到成本上涨的冲击，近两年各家公司陆续进行产品升级，提升原料的品质，产品成本提升，同时也加大部分优质原料进口，而进口材料受贸易战影响出现上涨，导致成本端承压。此外，坚果类产品目前处于上升期，毛利相对较低，也拉低了整体毛利水平。而从费用端来看，四家休闲零食公司基本维持去年同期水平。随着行业格局的稳定，竞争逐渐趋缓，各家公司对广告等方面的投入也相对稳定。

图表176： 休闲零食板块毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表177： 休闲零食公司销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表178： 休闲零食企业盈利指标

公司名称	2017H1				2018H1			
	净利率	毛利率	销售费用率	期间费用率	净利率	毛利率	销售费用率	期间费用率
洽洽食品	9.29	30.36	13.76	20.08	9.44	29.51	13.04	18.95
好想你	3.38	29.06	20.16	25.60	3.58	28.75	19.75	23.94
盐津铺子	11.31	47.85	28.40	36.64	8.08	41.28	27.46	34.80
来伊份	4.83	46.27	30.23	39.00	1.86	43.56	30.61	42.05

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

8.3 重点公司:

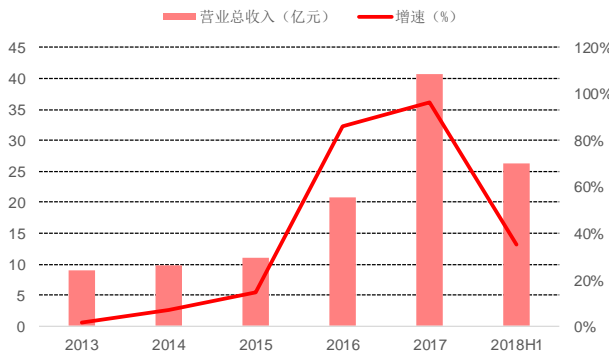
8.3.1 好想你：盈利持续高增长，“好百”携手开启新发展

2018年上半年实现营收 26.26 亿元，同增 35.11%；归母净利润 1.03 亿元，同增 50.29%；扣非净利润 0.86 亿元，同增 106.68%。单二季度营收 8.35 亿元，同增 29.87%；归母净利润-0.17 亿元，同减 284.88%。

坚果类表现良好，盈利持续高增长

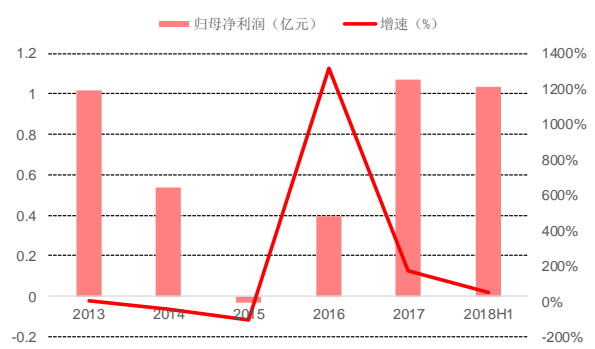
报告期内，主要品类营收均实现增长，坚果类 12.86 亿元，占比 48.96%，同增 28.11%；红枣类 4.38 亿元，占比 16.69%，同增 20.07%；果干类 3.07 亿元，占比 11.69%，同增 59.36%。而糕点糖果类增速最为显著，同增 152.92%。上半年营收增长主要得益于：一是稳步推进大单品策略，重点推广每日坚果等大单品，市场表现良好；二是拓展新品类，果干销量增加；三是今年春节较去年时间长，糕点糖果类和以坚果为主的礼盒销量增加。分渠道来看，受百草味销售收入增长的带动，入仓收入同增 52.95%，占比提升 3.55pct 至 30.49%。整体而言，电商渠道占比提升 1.46pct 至 83.25%。

图表179：好想你营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表180：好想你净利润及增速

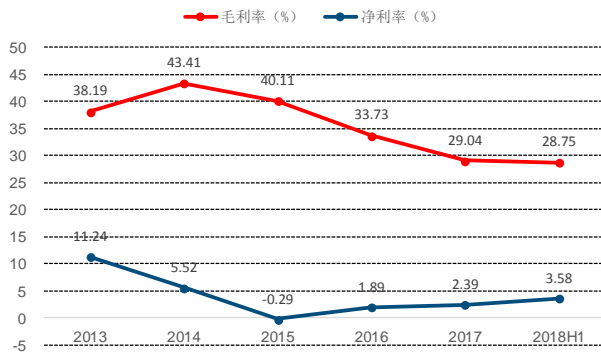


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

毛利率小幅下滑，期间费用继续改善

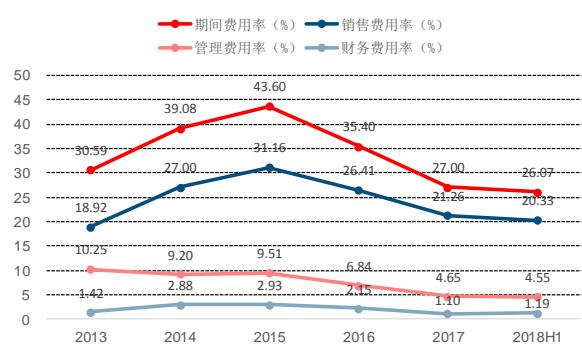
上半年公司销售毛利率 28.75%，同比下降 0.31pct，主要是果干类成本上升，导致其毛利率下滑 4.56pct，从而影响整体毛利水平，但坚果和红枣类产品毛利率稳中有升。费用方面，上半年期间费用率 23.94%，同比下降 1.66pct，其中销售费用、管理费用、财务费用分别下降 0.41pct、0.71pct、0.53pct。随着好想你和百草味进一步融合及入仓模式占比的提升，期间费用率有望持续改善。单二季度盈利下滑主要受成本影响，单季度毛利率同比下降 1.59pct。

图表181：好想你毛利率和净利率增长情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表182：好想你费用率稳步下降



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

“好百”融合步入快车道，携手开启新发展

好想你并购百草味后，双方逐步实现产品、全渠道、供应链体系的融合，在产品渠道方面优势显著：产品方面，继续稳步推进大单品战略，每日坚果产品在淘系和京东等电商平台实现了同类目产品销量第一，主打“锁鲜”特点的每日坚果和 28 度锁鲜枣，以及“清菲菲”和“简单枣面”等核心即食产品，有望继续扩大细分领域市场份额及迅速抢占冻干食品领域高地；渠道方面，公司拥有全渠道销售网络，电商平台会员总数突破 4500 万，在全国范围内有 800 多家专卖店，同时开拓“五维一体”新型体验门店，未来有望通过线上线下协同，助力公司业绩持续增长。而百草味今年上半年实现归母净利 1.03 亿，预计今年将较大幅度超额完成 1.1 亿承诺利润。

看好休闲零食行业的发展空间，并购百草味后，公司有望凭借大单品战略和渠道优势，维持业绩持续增长。且随着线上竞争格局改善，百草味的盈利能力也有望提升。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.98、2.93、3.82 亿元，同比增速 85.3%、47.7%、30.4%，EPS 为 0.38、0.57、0.74 元，对应 PE 为 25.7、17.4、13.3 倍，维持“增持”评级。

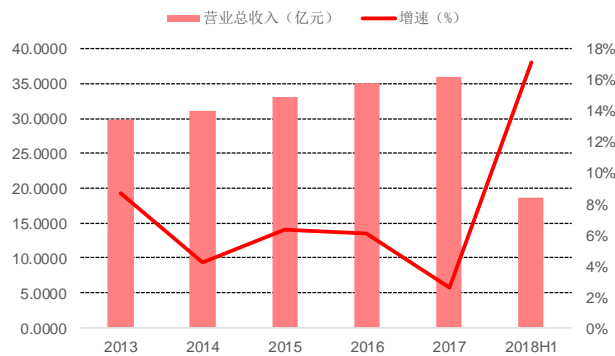
8.3.2 洽洽食品：新品放量带动业绩提升，提价有望增厚全年利润

2018 年上半年公司实现营业收入 18.74 亿元，同比增长 17.14%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 15.84%；扣非归母净利润 1.22 亿元，同比增长 19.65%；销售毛利率 29.51%，同比下降 0.85pct；净利率 9.44%，同比提升 0.15pct。

新品放量带动业绩提升，电商渠道表现亮眼

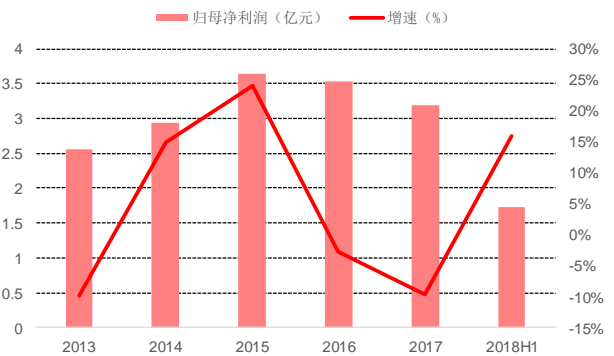
2018 年 H1 公司实现营业收入 18.74 亿元，同比增长 17.14%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 15.84%。其中 Q2 实现营业收入 8.48 亿元，同比增长 5.86%，归母净利润 0.88 亿元，同比增长 23.41%。上半年业绩实现较快增长的原因主要是新品放量及红袋老品企稳。从产品来看，葵花子类上半年实现营收 11.99 亿元，同比增长 8.71%，营收占比 63.94%，其中红袋老品在完成升级和持续的市场推广后，基本实现企稳，蓝袋系列则继续维持高增长；而坚果类产品实现营收 2 亿元，同比增长 142.65%，营收占比 10.66%，同比提升 5.52pct，占比提升较大，主要得益于每日坚果的放量增长。从渠道来看，电商表现亮眼，二季度实现营收 1.31 亿元，同比增长 95.65%，营收占比 6.99%，同比提升 2.81pct。海外业务受外部因素影响，实现营收 1.08 亿，同比下滑-4.63%。

图表183：洽洽食品营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表184：洽洽食品净利润及增速

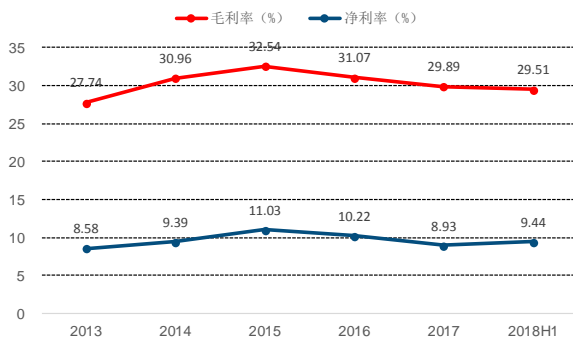


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

受坚果类产品影响，毛利率同比略有下滑，但 Q2 有所改善

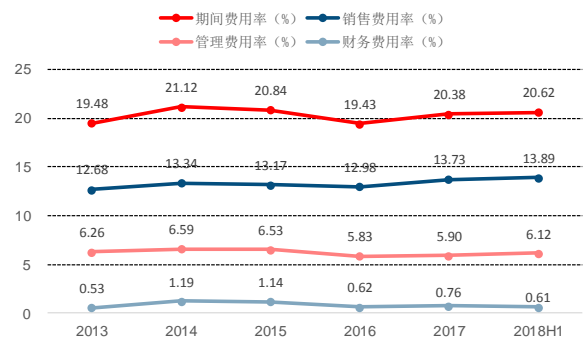
2018 年 H1 公司销售毛利率 29.51%，同比下降 0.85pct；净利率 9.44%，同比提升 0.15pct。公司毛利率主要受坚果类产品的拖累，略有下滑，坚果类产品目前毛利水平预计在 17%左右。但从分季度来看，Q2 毛利率和净利率改善明显，Q2 销售毛利率 30.22%，同比提升 0.25pct，环比提升 1.29pct；净利率 10.4%，同比提升 1.48%，环比提升 2.23pct。这主要是两方面因素影响：一是蓝袋新品的快速增长，产品结构优化，带动葵花子类毛利提升，H1 葵花子类毛利率 34.90%，同比提升 1.09pct；二是 H1 期间费用率有所下滑，同比下滑 1.13pct 至 18.95%，其中销售费用率下滑 0.72pct。随着每日坚果和蓝袋等新品快速放量，公司适当调整销售费用，降低了销售费用率。

图表185：洽洽食品毛利率和净利率增长情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表186：洽洽食品费用率维持稳定



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

传统产品和每日坚果提价有望增厚利润，下半年业绩值得期待

今年 7 月，公司对香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类的产品进行出厂价格调整，提价幅度为 6%-14.5%不等，这是公司自 13 年以来，首次对传统瓜子产品进行提价。我们认为公司在完成传统产品升级后，原材料的优化升级使得毛利承压，且下游需求回暖明显、渠道稳定背景下，公司有较强的提价动力，也具备提价基础。目前传统瓜子占整个葵花子类产品收入预计在 60%左右，产品提价后，预计传统产品全年收入增速有望超过 10%，而蓝袋瓜子作为新品有望继续放量，葵花子整体毛利水平预计超过 35%。此外，从渠道了解，每日坚果 6 月底也已经开始提价 8%左右，我们预计坚果类毛利率有望达到 20%。整体而言，预计 18 年公司收入同比增速达到 18%。

我们认为在新品放量和提价因素的带动，以及内部管理变革和产品创新驱动下，公司业绩有望实现持续增长。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 3.80、4.44、5.05 亿元，对应 EPS 为 0.75、0.88、1.00，对应 P/E 分别为 20.95、17.92、15.78，建议关注，维持“增持”评级。

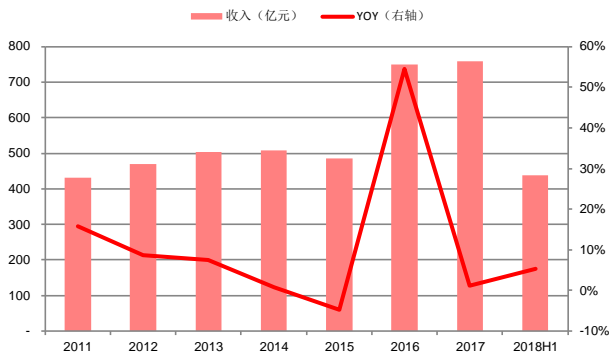
九、啤酒板块：华润、重啤增长较快，成本上涨仍然是主要背景

9.1 收入分析

2018 年上半年，啤酒板块公司（青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、惠泉啤酒、珠江啤酒、兰州黄河）实现营收 259 亿元，同比增长 1.65%；归母净利润 21 亿元，同比增长 13.29%

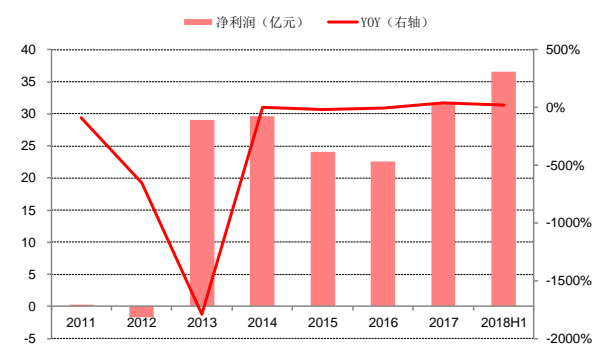
分季度来看，预计单二季度板块营收略有增长（A 股啤酒公司营收综合 135 亿元，同比减少 0.06%；但由于港币不披露一季报，预计将华润收入加入后总体有增长）；归母净利润超过 13 亿元，增速超过 12%（13 亿元、12%分别是不含华润的 A 股啤酒公司归母净利润总和及 18H1 同比增速）。环比来看，随着提价的陆续进行、世界杯催化，相比一季度啤酒板块无论是在收入端和利润端表现均明显提升，营收 Q2 比 Q1 增长 9.78%，归母净利润相比 Q1 的 8 亿元环比增长了 68.42%（环比数据不含华润，若包含预计更高）。

图表187：啤酒板块（含华润）收入及增速



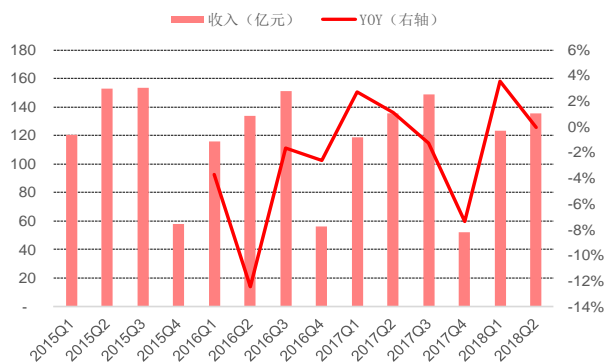
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表188：啤酒板块（含华润）净利润及增速



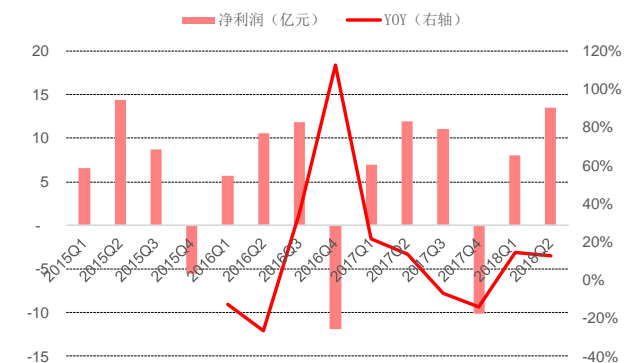
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表189：啤酒板块（不含华润）季度收入及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表190：啤酒板块（不含华润）季度净利润及增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

注：由于港股不披露单季报，季度收入、净利润情况为不包含华润啤酒的数据。

分公司来看，华润、重啤增长较快，青啤表现尚可，燕京销量下滑较多导致收入表现一般。各公司之间的对比，按照量、价拆分来看各公司表现对比。

9.1.1 销量表现（主要公司对比）

重啤在四川市场扩张收效良好，收入和销量增量主要来自四川地区，预计四川地区收入增速超过 30%；燕京在北京地区下滑较多，销量下滑预计超过 10%；但是广西销量、收入增长较快，增速近 20%。但北京地区收入占总量近 1/4，对总体影响较大。

图表191：销量表现

	收入 yoy	销量 yoy	销量说明	吨价 yoy	吨价拆分	
					涨价	结构提升
重庆啤酒	10.9%	5.0%	四川区域扩张	实际 5~6%	<1%	>4%

华润啤酒	11.4%	-1.5%	预期内	13.0%	≈10%	3~4%
青岛啤酒	4.9%	0.9%	预期内	4.0%	≈2%	≈2%
燕京啤酒	0.7%	-4.9%	北京下滑较大	5.9%	≈5%	<1%

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

9.1.2 吨价表现（主要公司对比）

吨价提升主要来自两方面：涨价 or 结构提升。

涨价因素：华润提价坚决、青啤提价因素将在后续季度继续体现、重啤涨价较少。华润约 10%，体现最为充分；燕京约 5%，北京、广西、内蒙均有提价且北京提价幅度大预计超 10%；青啤约 2~3%，预计后续季度涨价的影响会体现得更充分（公司预收款已从 Q1 约 11 亿元下降到 H1 约 7 亿元，仍略高于历史同期 4~6 亿元）；重啤涨价较少，涨价范围（销量占比）<20%，预计综合影响吨价不超过 1%。

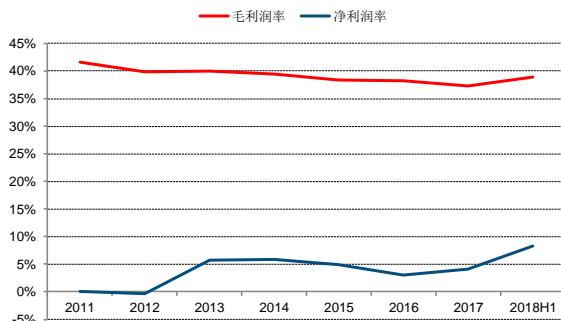
结构升级影响：华润、重啤表现优异；青啤、燕京期待加速。华润约 3~4%（2017 年报吨价+2.7%，18H1 估计略微提升），已是较好表现；重啤在 3500 以上的高基数上仍然取得 4% 增长表现不俗；青啤结构确有提升（主品牌、高附加值多年来首次正增长，分别+5%、7%）但幅度尚小，结合公司大力推“经典”的举措，预计后续季度增速将继续提升；燕京结构提升预计主要依靠新品带动，但 9 元帝道推出时间不长，贡献有限。

9.2 毛利率分析

从盈利能力来看，2018H1 板块（含华润）毛利率如期提升（提价并消化成本压力、高端化），实现毛利率 38.85%，同比提升 0.17pct；实现净利润率 8.35%，同比提升 0.98pct。由于 2017 下半年和 2018 上半年啤酒行业原辅材料持续涨价，使啤酒企业成本压力较大，因此吨价提升相当一部分需要覆盖成本上涨。

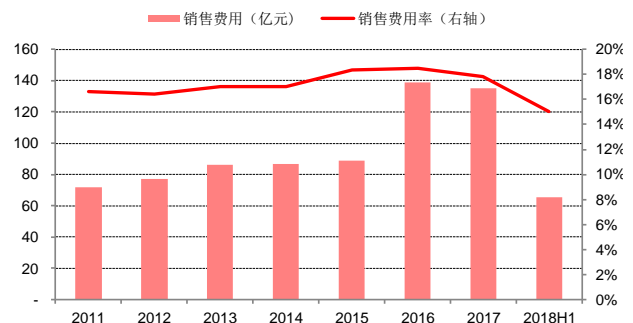
看单季度表现，由于无法将华润的一、二季度分拆开，2018Q2 数据中不含华润数据，因此呈现下降趋势；但实际情况应好于数据表现（华润 H1 毛利率提升 2.51pct，是全行业提升幅度最大的企业，预计单 2 季度数据也好于行业整体）。不含华润，则啤酒板块 2018H1 毛利率 42.69%，同比下降 1.09pct；净利率 9.95%，同比提升 1.11 pct。

图表192：啤酒板块（含华润）毛利率和净利率



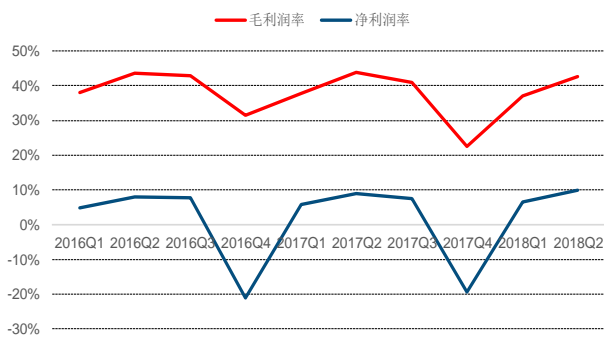
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表193：啤酒板块（含华润）销售费用率



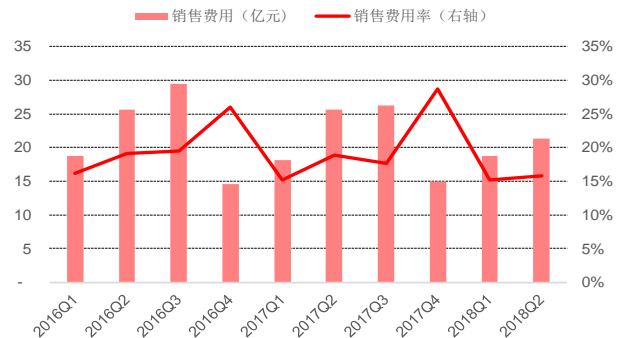
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表194：啤酒板块（不含华润）季度历史毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表195：啤酒板块（不含华润）季度历史销售费用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

注：由于港股不披露单季报，季度毛利率、净利率、销售费用率为不包含华润啤酒的数据。

分公司来看，18H1 毛利率提升来自：吨价提升并扣除成本上涨。成本上涨仍然是 18H1 主要背景。吨价同比提升，有相当部分需要去覆盖成本上涨。从各家企业表现来看，吨价+4%预计是均衡线。

展望下半年，成本同比情况预计会有所好转，原因是包辅材等成本自 2017 年下半年上涨剧烈，理论上 18H1 是一个成本同比表现最差的时候。关于这一点，华润、重啤的确定性更强，青啤、燕京则可能受政策变动等突发因素影响较大。

图表196：毛利率分析

	17H1	18H1	吨价 yoy	毛利率+/-	说明
重庆啤酒	3,537	3,736	5.6%	-0.7%	如果剔除委托加工影响，实际毛利率正增长
华润啤酒	2,501	2,827	13.0%	2.5%	今年有较大改革成本，预计明年毛利率有继续释放空间
青岛啤酒	3,325	3,458	4.0%	-0.1%	
燕京啤酒	2,152	2,279	5.9%	2.0%	

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

展望后几年，预计毛利率提升主要需要依靠产品结构提升。

图表197：吨均成本上涨对比

	17H1	18H1	yoy	增加绝对额	每瓶增加
重啤	2,120	2,264	6.8%	144	0.07
华润	1,663	1,809	8.8%	146	0.07
青啤	1,930	2,010	4.2%	80	0.04
燕京	1,379	1,414	2.5%	35	0.02

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

9.3 销售费用分析

总的来看，我们认为行业竞争方式发生变化、费用战趋缓的结论是站得住脚的。

费用方面，2018H1 啤酒板块（含华润）销售费用率 15.01%，同比下降 1.49pct，费用率下行主要来自两方面：1）销售费用投放显著趋于理性，行业逐步告别以非理性费用战为主的恶性竞争；2）行业总收入规模快速提升，客观性使费用率下降。

在 H1 数据验证和渠道反馈支持下，我们坚持原有判断：行业拐点来临，未来 3~5 年费用率进入下行通道。

图表198： 销售费用分析

	销售费用	绝对额变动	销售费用率	+/-	说明
重庆啤酒	2.4	0.3	13.5%	0.4%	扩张期，预期内、可控
华润啤酒	25.6	0.2	14.6%	-1.5%	费用率下行逻辑兑现
青岛啤酒	上限（报表还原） 33.5	2.7	21.2%	0.8%	保持合理怀疑：实际投入费用在二者之间，再看 1~2 个季度
	下限（假设） 31.6	0.9	20.0%	-1.2%	
燕京啤酒	6.5	-0.2	11.0%	-0.5%	

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

龙头华润销售费用率下行，和之前草根调研“费用控制严格”相符；

重啤及其背后的嘉士伯由于处于战略扩张期，销售费用增长是预期内的；

值得注意的是青岛啤酒：

（1）青啤 18H1 执行新的收入准则，因此需要将报表还原回会计政策变更以前的状态，才能和 17H1 进行同口径分析。

****准则变化内容：**将原计销售费用的市场助销投入调整冲减营业收入；

****准则变化影响：**营业收入较变化前减少 6.5 亿，即 158.1 亿（还原后）→150.1 亿（报表）、

销售费用较变化前减少 6.5 亿，即 33.5 亿（还原后）→27.0 亿。

（2）待付市场费用项增加较多，保持合理怀疑这部分费用尚未完全投放市场，即实际投放的销售费用比损益表上的数据要少。

待付市场费用：尚未发生（预估）但计入费用且未支付、或已经发生但尚未支付。

待付市场费用数据来源：17 年报及之前的数据均来自资产负债表-其他应付款的明细项；18H1 起，待付市场费用由其他应付款挪至合同负债，中报披露了变动金额，即为 18H1 末的待付市场费用，即 33 亿元；对比 17 年报该项金额 31 亿元，增加约 2 亿元。

我们保持合理怀疑，认为这 2 亿元可能尚未全部投入市场。

青啤报表还原过程见下表。

其中 18H1→18H1'是将报表按准则还原后的确定性结果；18H1'→18H1''是一个假设性结果，我们认为实际情况可能处于 18H1'和 18H1''之间，对应净利润增速为 13~30%。

图表199：青岛啤酒利润表还原

	17H1	18H1	18H1'	18H1''	说明
营业总收入	15,062.72	15,153.69	15,805.31	15,805.31	18H1→18H1': 收入加回 6.5 亿
营业收入	15,062.72	15,153.69			
营业总成本	13,517.03	13,540.30	14,186.88	14,000.57	
营业成本	8,743.75	9,187.18	9,187.18	9,187.18	
营业税金及附加	1,319.36	1,307.89	1,307.89	1,307.89	
销售费用	3,073.84	2,696.55	3,348.17	3,161.86	18H1→18H1': 销售费用加回 6.5 亿；18H1'→18H1'': 销售费用扣减 1.9 亿（待付市场费用的增加额）
管理费用	542.78	578.19	578.19	578.19	
财务费用	-164.70	-241.19	-241.19	-241.19	
资产减值损失	1.99	6.64	6.64	6.64	
其他经营收益	33.98	43.28	43.28	43.28	
公允价值变动净收益	0.24	17.42	17.42	17.42	
投资净收益	33.75	25.86	25.86	25.86	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	26.18	16.71	16.71	16.71	
资产处置收益		-7.61	-7.61	-7.61	
其他收益	97.77	179.81	179.81	179.81	
营业利润	1,677.44	1,828.87	1,828.87	2,015.18	
加：营业外收入	86.15	69.74	69.74	69.74	
减：营业外支出	37.53	2.84	2.84	2.84	
其中：非流动资产处置净损失	15.76		0.00	0.00	
利润总额	1,726.06	1,895.77	1,895.77	2,082.08	
减：所得税	501.14	499.56	499.56	499.56	
净利润	1,224.91	1,396.21	1,396.21	1,582.52	
减：少数股东损益	76.44	93.99	93.99	93.99	
归属于母公司所有者的净利润	1,148.47	1,302.22	1,302.22	1,488.53	

资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

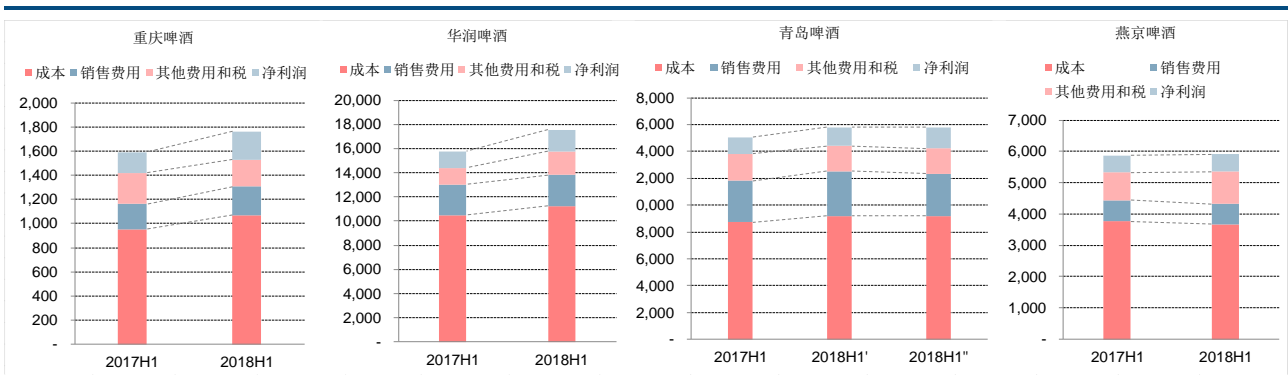
9.4 四家企业对比分析

图表200： 四家企业对比分析

比率	重庆啤酒	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
吨价 yoy	5.6%	13.0%	4.0%	5.9%	2.4%
毛利率变动	-0.7%	2.5%	-0.1%	2.0%	-0.9%
销售率变动	0.4%	-1.5%	0.8%	-0.5%	-0.7%
毛销差变动	-1.1%	4.0%	-0.9%	2.5%	-0.2%
其他费用率变动	-3.5%	2.4%	-1.6%	2.1%	-3.5%
净利润率变动	2.5%	1.6%	0.7%	0.4%	3.3%
扣非归母净利润率变动	1.4%	0.0%	0.1%	1.9%	1.9%

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表201： 啤酒公司成本费用情况

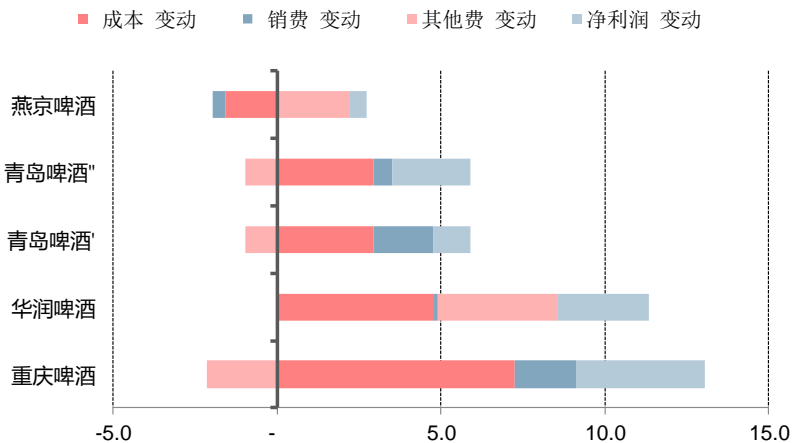


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

提价的成果有多少转化为利润？多少投进了费用？

图表202： 假设公司上一年的收入标准为 100 元，18H1 收入增量情况

假设各公司上一年的收入均为标准的100元，则18H1收入增量是这样分配到各项中的：



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

个说明：

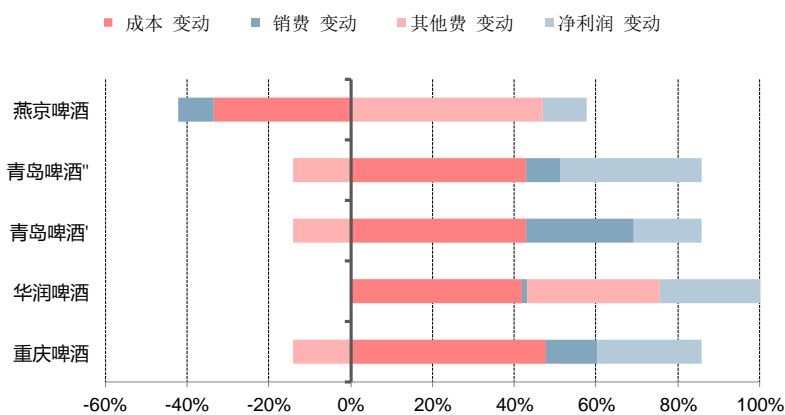
柱的长度（零轴右边扣减左边的长度）表示各企业收入增幅：华润>重啤>青啤>燕京。

其中青岛啤酒''表示报表初步还原后的情况；青岛啤酒'表示合理怀疑下的最好情况（待付市场费用不增加）。两者的差异仅为销售费用和净利润两项，此消彼长。

上面这个图如果用 100%百分比方式表现，则为：

图表203： 假设 18H1 收入增量均为标准的 1，转化比率情况

假设18H1收入增量均为标准的1，则分配到各项的转化比率是这样的：



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

说明：可见，重啤、华润吨价上行后的净利润转化率最高；青啤实际情况预计在红框中两种情况之间。

图表204： 2018H1 啤酒企业基本财务指标

证券代码	公司名称	市值（亿元） (08-31)	收入(亿元)	YOY (%)	净利润（亿元）	YOY (%)
600600.SH	青岛啤酒	450.45	151.54	0.60%	13.02	13.39%
0291.HK	华润啤酒	1,083.56	179.01	10.91%	15.08	28.89%
000729.SZ	燕京啤酒	170.52	63.75	0.57%	5.07	3.06%
600573.SH	惠泉啤酒	15.43	2.96	0.69%	0.03	65.52%
002461.SZ	珠江啤酒	100.26	19.99	9.15%	1.56	86.25%
600132.SH	重庆啤酒	122.93	17.64	10.91%	2.10	29.74%
000929.SZ	兰州黄河	11.91	2.82	-14.90%	-0.32	-546.34%

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表205： 2018H1 啤酒企业盈利指标

证券代码	公司名称	净利率	毛利率	销售费用率
600600.SH	青岛啤酒	9.21%	39.37%	17.79%
0291.HK	华润啤酒	8.46%	36.00%	14.32%
000729.SZ	燕京啤酒	8.76%	42.42%	10.24%
600573.SH	惠泉啤酒	0.98%	24.63%	5.03%
002461.SZ	珠江啤酒	8.14%	40.18%	17.63%
600132.SH	重庆啤酒	13.28%	39.41%	13.52%
000929.SZ	兰州黄河	-8.86%	36.16%	18.14%

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

十、投资建议

投资建议：当前时点我们认为业绩确定性高、且估值较低的白酒及大众品龙头已具备优势。白酒重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、洋河股份和顺鑫农业；食品板块推荐伊利股份、海天味业、涪陵榨菜、中炬高新、绝味食品、养元饮品等。

图表206： 重要公司中报业绩表

细分行业	证券代码	证券简称	2018Q1		2018Q2		2018H1	
			收入增速%	利润增速%	收入增速%	利润增速%	收入增速%	利润增速%
白酒	600519.SH	贵州茅台	31.24	38.93	46.40	41.53	38.06	40.12
	600779.SH	水井坊	87.73	68.01	33.03	404.01	58.97	133.59
	600559.SH	老白干酒	6.14	80.97	75.05	1058.63	31.78	208.01
	603369.SH	今世缘	31.10	31.79	30.30	31.22	30.81	31.56
	603919.SH	金徽酒	5.44	6.63	19.06	29.40	10.31	11.15
	000799.SZ	酒鬼酒	46.12	68.88	36.60	13.55	41.26	38.30

请参阅最后一页的重要声明

行业半年报综述

	600197.SH	伊力特	8.63	8.42	36.30	88.12	20.38	33.28
	600702.SH	舍得酒业	21.95	107.3	10.05	286.69	15.82	166.05
	603589.SH	口子窖	21.02	37.20	27.51	43.99	23.67	39.45
	000860.SZ	顺鑫农业	3.37	94.61	20.52	103.98	10.45	96.78
	000568.SZ	泸州老窖	26.20	32.74	24.73	35.67	25.49	34.08
	000858.SZ	五粮液	36.80	38.35	37.73	55.20	37.13	43.02
	002304.SZ	洋河股份	25.68	26.69	26.97	31.28	26.12	28.06
	600809.SH	山西汾酒	48.56	51.82	45.30	69.50	47.38	55.76
	000596.SZ	古井贡酒	17.80	42.50	48.50	120.61	30.32	62.59
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	10.37	56.95	11.38	18.21	10.91	29.74
黄酒	600059.SH	古越龙山	11.18	26.63	2.44	-22.64	8.19	10.32
调味品	002507.SZ	涪陵榨菜	47.72	80.33	23.7	120	34.11	77.5
	603288.SH	海天味业	17.04	23.11	17.5	23.53	17.24	23.30
	603696.SH	安记食品	22.87	10.06	47.36	46.10	35.10	24.94
	600305.SH	恒顺醋业	8.21	32.96	11.24	29.49	9.71	31.13
	600872.SH	中炬高新	18.42	47.40	22.94	77.41	20.49	60.99
乳品	600882.SH	天润乳业	23.28	19.02	18.60	14.73	20.49	16.42
	600887.SH	伊利股份	24.56	21.15	13.80	-17.47	18.89	2.43
休闲食品及	000848.SZ	承德露露	13.19	10.99	14.9	12.5	13.61	11.12
其他	300146.SZ	汤臣倍健	45.03	31.39	46.86	11.18	45.95	21.01
	002557.SZ	洽洽食品	28.44	8.82	5.86	23.41	17.14	15.84
	002847.SZ	盐津铺子	15.41	6.39	55.94	-24.99	33.12	-5.86
	603156.SH	养元饮品	20.12	80.25	1.48	-21.93	13.55	30.73
	000895.SZ	双汇发展	-1.38	21.09	-1.23	28.87	-1.57	25.28
	603517.SH	绝味食品	10.11	31.26	14.87	33.74	12.62	32.55
	603866.SH	桃李面包	20.57	51.60	18.30	38.41	19.33	43.54
	603345.SH	安井食品	18.93	20.53	18.36	50.37	18.64	37.4
	000639.SZ	西王食品	-8.77	10.70	0.60	59.57	-4.25	35.13
	603886.SH	元祖股份	2.45	-57.23	12.69	127.14	8.56	513.76

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003，中信建投证券食品饮料首席分析师，英国莱彻斯特大学经济学硕士，专注白酒行业研究，把握产业趋势。

研究助理：杨斌 理学博士，2016年7月加入中信建投证券。

研究助理：纪宗亚 南开大学硕士，2016年7月加入中信建投证券。

研究助理：黄谦 中国人民大学硕士，2018年7月加入中信建投证券。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：（8610）8513-0588

传真：（8610）6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：（8621）6882-1612

传真：（8621）6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：（0755）8252-1369

传真：（0755）2395-3859