

2018.09.04

白酒延续高景气，优选必需消费食品龙头

——食品饮料板块 2018 半年报业绩分析

	区少萍 (分析师)	马铮 (分析师)	王鹏 (分析师)
	0755-23976861	0755-23976601	021-38677799
	oushaoping@gtjas.com	mazheng@gtjas.com	wangpeng016587@gtjas.com
证书编号	S0880517040003	S0880518080001	S0880518070004

本报告导读:

2018H1 板块收入、净利润增 15%、34%，Q2 收入、净利润降 12%、增 36%。白酒持续高景气但受经济放缓影响预期下行；大众品板块表现分化，优选抗通胀食品龙头。

摘要:

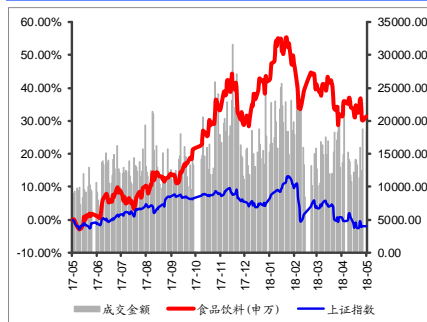
- **投资建议：**宏观经济或将面临滞胀风险，经济放缓白酒承压，大众必需消费品受益通胀，建议优选抗通胀的食品龙头公司。重点推荐：大众品：白云山、绝味食品、涪陵榨菜、好想你、中炬高新、伊利股份；酒类：山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒。
- **H1 整体盈利提升，Q2 环比加速。**H1 收入、净利润同增 15%、34%，降 2pct、升 12pct。Q2 收入、净利润同增 13%、36%，降 1pct、升 2pct。Q2 末基金持仓食品饮料 7%，白酒重仓比创 5 年新高，十大重仓占据四席。大众品持仓比重环比回升，二线龙头关注度升温。
- **白酒：龙头保持高增长，二三线酒企业绩爆发。**H1 收入 1065 亿、净利润 1353 亿，同增 31%、40%，升 11pct、15pct；Q2 收入 445 亿、净利润 136 亿，同增 19%、46%，升 14、15pct。白酒板块持续高景气。
- **葡萄酒：全年蓄势调整为主，积极变化正在显现。**H1 收入 41 亿、净利润 6.4 亿，增 3%、-1%，降 7、1pct；Q2 收入 15 亿、净利润 1.5 亿，增 9%、10%，降 1pct、升 21pct。主因受进口酒冲击，净利率难提升。
- **乳品：收入增速回升，激烈竞争引致净利率降低。**H1 收入 590 亿、净利润 40 亿，增 13%、10%，升 3pct、13pct。Q2 收入 303 亿、净利润 17 亿，增 11%、1%，增速降 6、10pct。主因销售费用加大投放。
- **调味品：成本红利、产品升级延续，盈利能力持续提升。**H1 收入 258 亿元，净利润 44 亿元，同增 12%、40%，降 9、12pct。Q2 收入 124 亿、净利润 21 亿，同增 10%、21%，降 17、30pct。主因收益成本红利、产品升级、费用率可控，盈利能力持续提升。
- **啤酒：行业竞争激烈未改，费用控制引净利略增。**H1 收入 260 亿、净利润 21.5 亿，同增 2%、13%，降 0.3、4pct。Q2 收入 136 亿、净利润 13.5 亿，同减 0.1%、增 12%，增速降 1.3、2pct。主因格局稳定行业竞争激烈未改。
- **肉制品：板块普遍受益成本红利，净利率提升能力分化。**H1 收入 472 亿、净利润 35 亿，同增 3%、24%，降 10pct、升 29pct。Q2 收入 232 亿、净利润 18 亿，同增 3%、29%、增速降 10、升 35pct。
- **软饮料：板块收入迎来改善，盈利还看白云山。**H1 收入 260 亿元、净利润 43 亿，同增 29%、78%，增速同比提升 3pct、降 24pct。Q2 收入 232 亿元、净利润 18 亿，同增 3%、29%，升 15、8pct。白云山占板块体量过半，凉茶格局向好，费用率下降。
- **核心风险：**宏观经济下行风险；食品安全风险

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**上次评级：**增持**

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持



2018 年一季度重点公司涨跌幅%:

涨幅榜前五		涨幅榜后五	
桃李面包	24.7	三全食品	-31.2
华润啤酒	21.2	*ST 因美	-26.1
好想你	15.9	舍得酒业	-23.4
H&H 国际控股	15.1	老白干酒	-21.4
涪陵榨菜	15.1	西王食品	-20.3

相关报告

食品饮料：《H1 白酒、调味品高速，短期继续关注必需品》

2018.09.02

食品饮料：《旺季前夕茅台开启放量稳价，板块短期仍需谨慎》

2018.08.26

食品饮料：《谨慎看待白酒板块预期下移，啤酒行业缓慢爬升》

2018.08.19

食品饮料：《7 月行业增速略有放缓，8 月有望恢复正常》

2018.08.13

食品饮料：《短期基本面仍具支撑，谨慎看待预期及交易结构变化》

2018.08.12

目 录

1. 板块整体：板块增速分化，基金重仓比环比回升	4
1.1. 白酒持续高景气、大众品盈利向好	4
1.2. 基金对食品饮料板块重仓比例回升	7
2. 子板块：一线白酒加速增长，大众品表现分化	8
2.1. 白酒：龙头保持高增长，二三线酒企业绩爆发	8
2.2. 葡萄酒：全年蓄势调整为主，积极变化正在显现	13
2.3. 乳品：收入增速回升，激烈竞争引致净利率降低	15
2.4. 调味品：成本红利、产品升级延续，盈利能力持续提升	18
2.5. 啤酒：行业竞争激烈未改，费用控制引净利略增	21
2.6. 肉制品：板块普遍受益成本红利，净利率提升能力分化	23
2.7. 软饮料：板块收入迎来改善，盈利还看白云山	26
2.8. 食品综合：表现优异的公司稀缺，细分领域龙头发力	28
3. 投资建议：通胀预期下大众必需品龙头最为受益	30
4. 附录：重点公司盈利预测表	32
5. 核心风险	32
图 1: 2018H1 食品饮料收入增速排名 A 股第 16 位	4
图 2: 2018H1 食品饮料净利增速排名 A 股第 10 位	4
图 3: 2018Q2 食品饮料收入增速排名 A 股 19 位	4
图 4: 2018Q2 食品饮料净利增速排名 A 股 11 位	4
图 5: 2018H1 收入白酒提速、大众品趋缓	5
图 6: 2018H1 净利润白酒提速	5
图 7: 2018Q2 白酒、大众品收入增速均有提升	6
图 8: 2018Q2 白酒、大众品净利润增速均有提升	6
图 9: 2018Q2 葡萄酒板块收入同比恢复增长	15
图 10: 2018Q2 葡萄酒板块净利润增速同比回升	15
图 11: 2018Q2 葡萄酒板块毛利率回升	15
图 12: 2018Q2 葡萄酒板块期间费用率同比上升	15
图 13: 2018H1 葡萄酒行业产量降幅收窄	15
图 14: 2018H1 进口葡萄酒吨价继续提升	15
图 15: 2018H1 乳品收入同比增长 13%	17
图 16: 2018H1 乳品净利润同比增长 6.8%	17
图 17: 2018Q2 乳品收入增长 11%	17
图 18: 2018Q2 乳品净利润增长 1%	17
图 19: 2018Q2 乳品毛利率同比下降	18
图 20: 2018H1 乳品板块销售费用率仍高企	18
图 21: 2017 年乳品行业产量同比持平	18
图 22: 2018H1 以来原奶价格在低位小幅震荡	18
图 23: 2018H1 调味品收入增速持平	20
图 24: 2018H1 调味品净利润增速上升	20
图 25: 2018Q2 调味品板块增速环比下滑	20
图 26: 2018Q2 调味品板块净利润增速环比平稳	20
图 27: 2018Q2 调味品板块盈利能力略升	21
图 28: 2018Q2 年调味品期间费用率略降	21
图 29: 2018H1 啤酒板块收入同比 2%	22

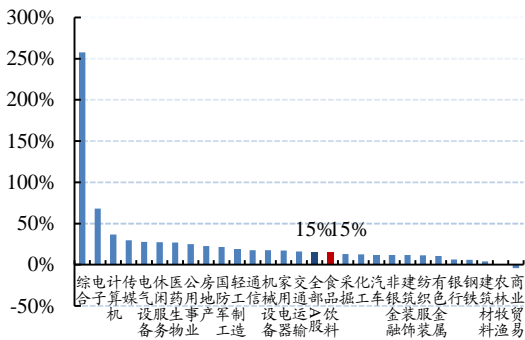
图 30: 2018H1 啤酒板块净利润增速大幅提升	22
图 31: 2018Q2 啤酒板块收入增速略降	23
图 32: 2018Q2 啤酒板块净利润增速略降	23
图 33: 啤酒行业期间费用率下降明显	23
图 34: 2018Q2 啤酒板块毛利率、净利率略升	23
图 35: 2018H1 肉制品板块收入增速回落	25
图 36: 2018H1 肉制品板块净利润增速反弹	25
图 37: 2018Q2 肉制品板块收入增速小幅回落	25
图 38: 2018Q2 肉制品板块净利润增速提升	25
图 39: 2018Q2 肉制品板块盈利水平同比微升	25
图 40: 近期猪肉价格环比下降	25
图 41: 2018H1 软饮料板块收入同比上升	27
图 42: 2018H1 软饮料板块净利润同比上升	27
图 43: 2018Q2 软饮料板块收入增速提升	27
图 44: 2018Q2 软饮料板块净利润增速提升	27
图 45: 2018Q2 软饮料板块期间费用率略回升	28
图 46: 软饮料板块净利率同比上升	28
图 47: 食品饮料公司 2018 上半年 PE 下降	30
图 48: 估值与复合增速象限图(截至 2018/8/31)	31
表 1: 2018H1 白酒、肉制品业绩持续向好	5
表 2: 2018Q2 白酒、肉制品加速向好, 软饮料改善明显	5
表 3: 2018Q2 食品饮料行业与 A 股十大重仓标的变化	8
表 4: 2018H1 白酒公司多数加速增长	9
表 5: 2018H1 白酒公司多数净利润增速仍处高位	9
表 6: 2018H1 龙头保持高增长, 二三线酒企业绩爆发	11
表 7: 2018H1 葡萄酒公司收入增长乏力	13
表 8: 2018H1 葡萄酒公司净利润增速收窄	13
表 9: 2018H1 收入增速趋缓, 2018Q2 业绩显著改善	14
表 10: 2018H1 乳品公司收入增长符合预期	16
表 11: 乳品板块 H1 收入增速提升, Q2 净利率有所下滑	17
表 12: 2018H1 多数调味品公司收入增长良好	18
表 13: 2018H1 多数调味品公司净利润增长加速	19
表 14: 成本红利、产品升级延续, 盈利能力持续提升	20
表 15: 2018H1 啤酒公司收入增长乏力	21
表 16: 2018H1 啤酒公司净利润增长略有改善	22
表 17: 行业底部探明, 缓慢爬升净利有望显现弹性	22
表 18: 2018H1 肉制品公司收入增长良好	24
表 19: 2018H1 肉制品公司净利润增速提升	24
表 20: H1 收入、净利润保持增长, Q2 净利增速提升	25
表 21: 2018H1 软饮料公司收入增长加速	26
表 22: 2018H1 软饮料公司净利润增长加速	26
表 23: 2018H1 收入/净利保持增长, Q2 增速提升	27
表 24: 2018H1 食品综合公司收入增速分化	28
表 25: 2018H1 食品综合公司净利润增速多数收窄	28
表 26: 板块 1H 收入增长, Q2 净利增速下滑	29
表 27: 重点公司盈利预测表	32

1. 板块整体：板块增速分化，基金重仓比环比回升

1.1. 白酒持续高景气、大众品盈利向好

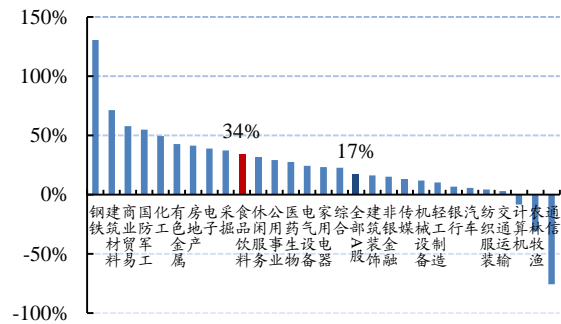
2018 H1 食品饮料板块收入、净利润同增 15%、34%，超越 A 股平均水平，收入增速降 2pct，净利润增速升 12pct。在 Wind 中申万行业分类 28 个一级行业中排名分列第 16 位、第 10 位。2018Q2 收入同增 13%，略低于 2017Q2 的 14%，净利润 36%，高于 2017Q2 的 21%，盈利提升，在 Wind 中的申万行业分类 28 个一级行业中排名 19 位、11 位。

图 1：2018H1 食品饮料收入增速排名 A 股第 16 位



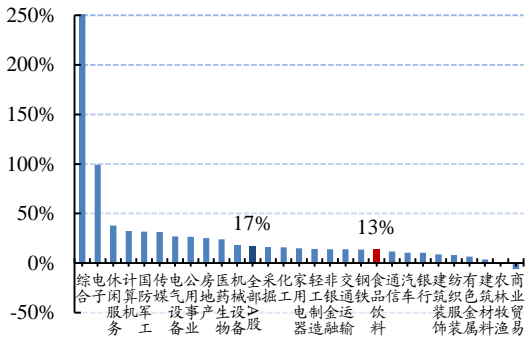
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：2018H1 食品饮料净利增速排名 A 股第 10 位



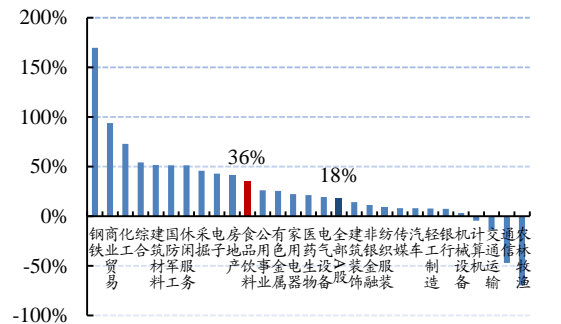
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 3：2018Q2 食品饮料收入增速排名 A 股 19 位



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 4：2018Q2 食品饮料净利增速排名 A 股 11 位



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

高端品中，白酒加速增长，葡萄酒盈利趋缓。白酒 2018H1 收入 1065 亿、净利润 353 亿，同增 31%、40%，升 11、15pct；Q2 收入 445 亿、净利润 136 亿，同增 19%、46%，升 14、15pct。葡萄酒 2018H1 收入 41 亿、净利润 6.4 亿，同增 3%、-1%，降 7、1pct；Q2 收入 15 亿，净利润 1.5 亿，同增 9%、10%，增速同比下降 1pct、升 21pct。

大众品整体盈利能力提升，肉制品、软饮料板块向好明显。大众品 2018H1 收入 2125 亿、净利润 207 亿，同增 11%、27%，收入增速持平，净利润增速升 13.4pct。Q2 收入 1048 亿、净利润 103 亿，同增 9%、24%，收入增速降 6pct，净利润增速持平。上半年净利润增速提升主因 Q1 净利

率提升 0.9pct，其中毛利率提升 0.5pct，销售费用率降 0.3pct。2018H1 收入方面，软饮料、乳品同增 29%、13%，升 3pct、3pct；食品综合增 16%，增速持平；肉制品、调味品、黄酒、啤酒同增 3%、12%、2%、2%，保持正增长，但增速收窄，分别降 10pct、9pct、5pct、0.3pct。利润方面，肉制品同增 24%，升 29pct，增速提升，肉制品普遍受益原材料成本下行；食品综合、软饮料、调味品、黄酒、啤酒同增 0.2%、78%、40%、4%、13%，保持增长，但增速收窄，降 59pct、24pct、12pct、10pct、4pct；乳品同减 1%，降 9pct，行业竞争仍非常激烈，销售费用投放提升。

表 1: 2018H1 白酒、肉制品业绩持续向好

营收增速上升的板块			营收增速下降的板块			利润增速上升的板块			利润增速下降的板块		
板块	营收增速	同比	板块	营收增速	同比	板块	利润增速	同比	板块	利润增速	同比
白酒	31%	11pct	肉制品	3%	-10pct	肉制品	24%	29pct	食品综合	0.2%	-59pct
软饮料	29%	3pct	调味品	12%	-9pct	白酒	40%	15pct	软饮料	78%	-24pct
乳品	13%	3pct	葡萄酒	3%	-7pct				调味品	40%	-12pct
食品综合	16%	0pct	黄酒	2%	-5pct				黄酒	4%	-10pct
			啤酒	2%	-0.3pct				乳品	-1%	-9pct
									啤酒	13%	-4pct
									葡萄酒	-1%	-1pct

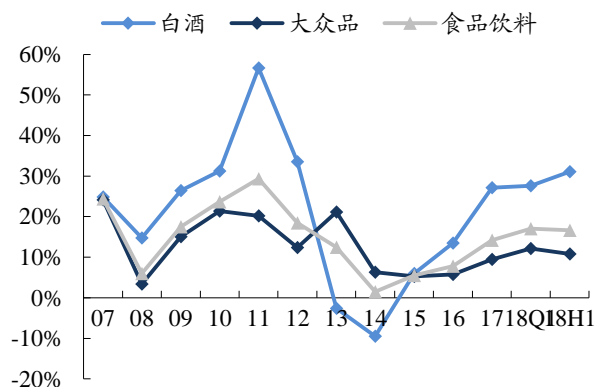
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 2: 2018Q2 白酒、肉制品加速向好, 软饮料改善明显

营收增速上升的板块			营收增速下降的板块			利润增速上升的板块			利润增速下降的板块		
板块	营收增速	同比	板块	营收增速	同比	板块	利润增速	同比	板块	利润增速	同比
软饮料	3%	15pct	食品综合	11%	-15pct	肉制品	29%	35pct	黄酒	-53%	-396pct
白酒	19%	14pct	肉制品	3%	-10pct	白酒	46%	15pct	食品综合	-14%	-84pct
			葡萄酒	0%	-10pct	软饮料	29%	8pct	调味品	21%	-30pct
			调味品	10%	-17pct				乳品	1%	-10pct
			黄酒	-1%	-7pct				啤酒	15%	-7pct
			乳品	11%	-6pct				葡萄酒	12%	-2pct
			啤酒	-0.1%	-1pct						

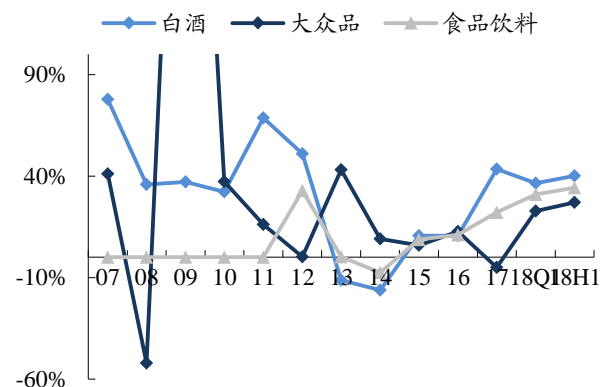
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 2018H1 收入白酒提速、大众品趋缓



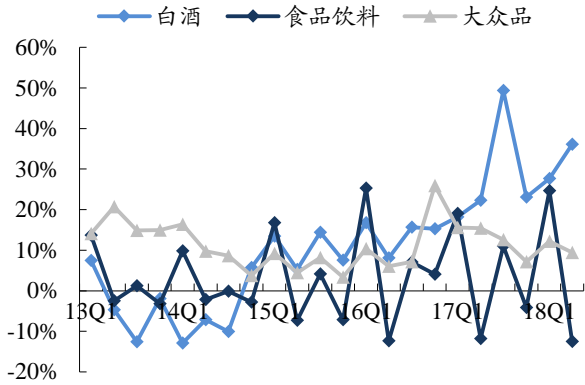
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 6: 2018H1 净利润白酒提速



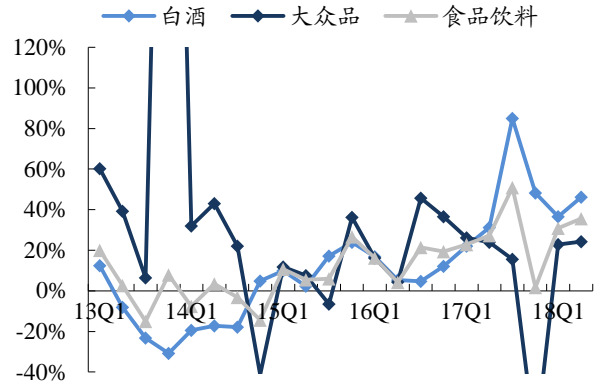
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 7: 2018Q2 白酒、大众品收入增速均有提升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 8: 2018Q2 白酒、大众品净利润增速均有提升

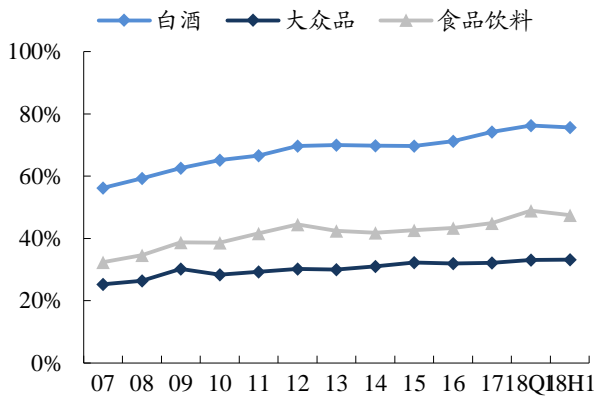


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

白酒毛利率、净利率同比略升。2018H1 白酒毛利率 75.6%，净利率 33.1%，升 4pct、2pct。其中一线白酒毛利率 80.7%，净利率 39.4%，升 4pct、1pct；二三线白酒毛利率 65%，净利率 17.6%，升 2.7pct、3.2pct。Q2 白酒板块毛利率 74.7%、净利率 30.6%，升 3.5pct、2.1pct，淡季原因环比略降，但同比行业景气度依然上行。

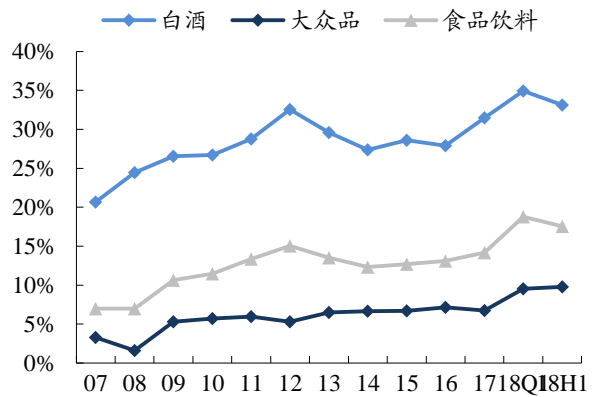
大众品毛利率、净利率平稳略升。2018H1 大众品毛利率 33.1%、净利率 9.8%，升 0.1pct、1.3pct。Q2 大众品毛利率 33.2%、降 0.2pct，净利率 9.8%、升 1.2pct，行业盈利能力有所回升。

图 9: 白酒、大众品毛利率平稳略升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 10: 白酒净利率环比略降，大众品净利率平稳



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

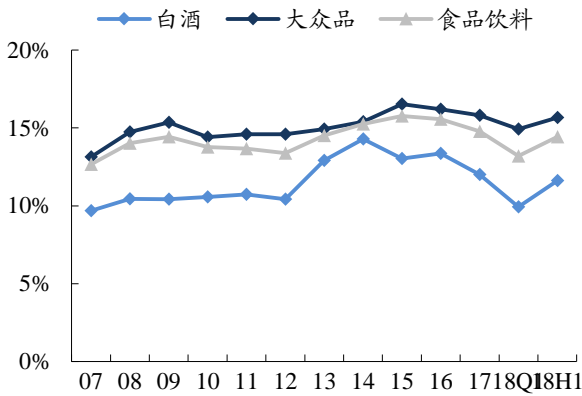
图 11: 白酒、大众品销售费用率环比上升



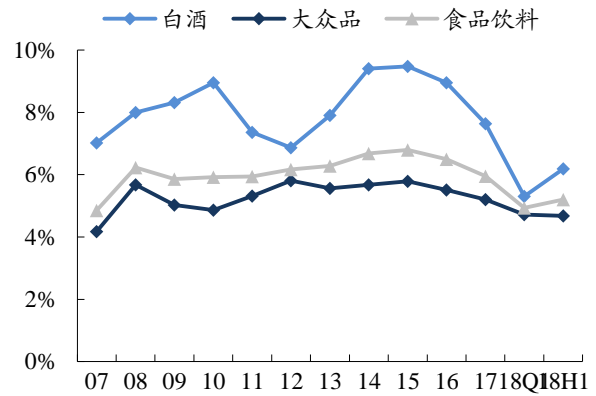
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 12: 白酒、大众品管理费用率略升





数据来源：WIND，国泰君安证券研究



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

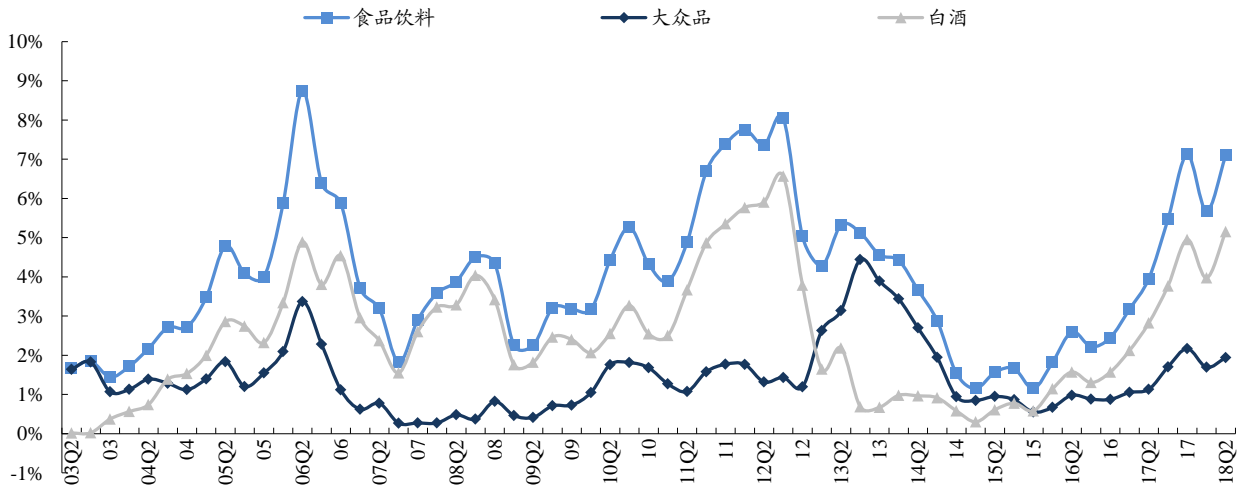
1.2. 基金对食品饮料板块重仓比例回升

基金白酒重仓比创 5 年来新高。2018Q2 基金重仓白酒比重 5.1%、环比升 1.1pct, 创 2013 年以来新高。除舍得酒业重仓比下滑外 (0.09%-0.05%), 大部分一二线龙头重仓比均有提升, 环比加仓幅度较大的为贵州茅台 (1.63%-1.96%)、口子窖 (0.09%-0.26%)、泸州老窖 (0.53%-0.65%)、五粮液 (0.90%-1.00%)、洋河股份 (0.24%-0.36%)、古井贡酒 (0.06%-0.17%), 其余白酒重仓比略升。值得注意的是个股上贵州茅台、洋河股份等重仓比达 5 年来新高, 而地产酒龙头古井贡酒、口子窖、顺鑫农业因 Q1 业绩爆发备受市场青睐, 重仓比更创上市以来新高。

大众品持仓比重环比回升, 二线龙头关注度持续升温。2018Q2 基金重仓大众品比重为 1.9%、环比上升 0.2pct。中报业绩确定性强的食品龙头备受资金青睐, 一线龙头中伊利股份重仓比增幅最大 (1.15%-1.22%), 双汇发展 (0.11%-0.15%)、海天味业 (0.03%-0.06%) 等增幅提升明显。二线龙头关注度持续提升, 其中涪陵榨菜 (0.04%-0.08%)、安琪酵母 (0.06%-0.08%)、中炬高新 (0.07%-0.12%)、白云山 (0.03%-0.04%) 以及青岛啤酒、绝味食品等环比均有上升。

泸州老窖重回 A 股重仓前十, 食品饮料占据四席。2018Q2 食品饮料占据 A 股十大重仓四席, 贵州茅台、伊利股份、五粮液、泸州老窖分列 2、5、7、10 位, 其中贵州茅台和五粮液位次不变, 伊利下降 1 位, 泸州老窖上升 1 位重回前十行列。板块内来看, 食品饮料前十大重仓股中白酒占据 8 席、环比平稳; 口子窖上升 3 位至第 6 位, 古井贡酒上升 4 位再次跻身食品饮料前十大重仓股。

图 13: 2018Q2 基金重仓食品饮料比重环比有所回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 3: 2018Q2 食品饮料行业与 A 股十大重仓标的的变化

2018Q2			2018Q1		2018Q2		2018Q1	
食品饮料十大重仓	重仓比例-%		食品饮料十大重仓	重仓比例-%	A 股十大重仓	重仓比例-%	A 股十大重仓	重仓比例-%
1 贵州茅台	1.96		贵州茅台	1.63	中国平安	1.98	中国平安	2.23
2 伊利股份	1.22		伊利股份	1.15	贵州茅台	1.96	贵州茅台	1.63
3 五粮液	1.00		五粮液	0.90	美的集团	1.26	美的集团	1.19
4 泸州老窖	0.65		泸州老窖	0.53	格力电器	1.24	伊利股份	1.15
5 洋河股份	0.36		洋河股份	0.24	伊利股份	1.22	招商银行	1.14
6 口子窖	0.26		山西汾酒	0.20	招商银行	1.01	格力电器	1.14
7 山西汾酒	0.23		水井坊	0.15	五粮液	1.00	五粮液	0.90
8 水井坊	0.17		双汇发展	0.11	七喜控股	0.88	七喜控股	0.78
9 古井贡酒	0.17		口子窖	0.09	恒瑞医药	0.71	保利地产	0.58
10 双汇发展	0.15		舍得酒业	0.09	泸州老窖	0.65	工商银行	0.56

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 子板块: 一线白酒加速增长, 大众品表现分化

2.1. 白酒: 龙头保持高增长, 二三线酒企业绩爆发

一线白酒保持高增长, 二三线酒企业绩爆发。2018H1 白酒板块收入、净利润 1065 亿元、353 亿元, 增 31%、40%, 增速升 11pct、15pct。其中, 一线白酒收入 758 亿、净利润 298 亿, 增 34%、38%, 增速同比升 11pct、13pct; 二三线白酒收入 307 亿、净利润 54 亿, 增 24%、52%, 增速同比升 11pct, 27pct。二三线白酒业绩加速增长, 提升行业盈利能力。

2018H1 多数酒企收入加速增长。2018H1 收入方面, 除金种子酒、皇台酒业负增长, 其余酒企全部正增长, 且绝大多数酒企增长加速, 贵州茅台、山西汾酒等一线白酒和次高端名酒增速提升 3-19pct; 水井坊增速提升 12pct, 仍同增 59%, 增速下降主因 2017H1 高基数; 青青稞酒增速由负转正。

表 4: 2018H1 白酒公司多数加速增长

负增长	金种子酒 (-4%, +20pct)、皇台酒业 (-78%, -39pct)
正增长且加速	贵州茅台 (+38%, +5pct)、五粮液 (+37%, +19pct)、洋河股份 (+26%, +13pct)、泸州老窖 (+25%, +6pct)、山西汾酒 (+47%, +6pct)、古井贡酒 (+30%, +10pct)、今世缘 (+31%, +14pct)、顺鑫农业 (+10%, +6pct)、迎驾贡酒 (+11%, +7pct)、口子窖 (+24%, +6pct)、老白干酒 (+32%, 26pct)、舍得酒业 (+16%, +3pct)、金徽酒 (+10%, +4pct)、伊力特 (+20%, +19pct)、酒鬼酒 (+41%, +14pct)
正增长但减速	水井坊 (+59%, -12pct)
由负转正	青青稞酒 (+4%, +12pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018H1 白酒公司多数净利增速仍处高位。2018H1 利润方面,除青青稞酒同比负增长外,其余酒企全部正增长。一线白酒茅、五、泸、洋利润增速 40%、43%、28%、34%,增速升幅在 1.3pct 至 15pct 的区间。次高端品牌及区域龙头增速提升更快,古井贡酒增速 65%、升 35pct;顺鑫农业增速 97%;升 91pct,老白干酒增速 208%,升 116pct;水井坊增速 134%,升 108pct 等。山西汾酒、舍得酒业仍保持高速增长,增速略收窄,增 56%、166%,降 12pct、3pct。金种子酒、皇台酒业增速由负转正。

表 5: 2018H1 白酒公司多数净利润增速仍处高位

负增长	青青稞酒 (-17%, +12.4pct)
正增长且加速	贵州茅台 (+40%, +12pct)、五粮液 (+43%, +15pct)、洋河股份 (+28%, +14pct)、泸州老窖 (+34%, +1.3pct)、古井贡酒 (+63%, +35pct)、今世缘 (+32%, +9.3pct)、顺鑫农业 (+97%, +91pct)、口子窖 (+39%, +9.6pct)、老白干酒 (+208%, +116pct)、伊力特 (+33%, +16pct)、水井坊 (+134%, +108pct)、迎驾贡酒 (+16%, +16pct)
正增长但减速	山西汾酒 (+56%, -12pct)、舍得酒业 (+166%, -3pct)、金徽酒 (11%, -13pct)、酒鬼酒 (38%, -75pct)
由负转正	金种子酒 (+18%, +71pct)、皇台酒业 (+45%, +236pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018Q2 一线白酒盈利环比略放缓,二三线白酒加速盈利。Q2 白酒板块收入、净利润 445 亿、136 亿,同增 36%、46%,增速升 14pct、15pct。收入因淡季原因环比放缓,净利润增速环比提升,主因产品提价叠加产品升级。其中,一线白酒收入 315 亿、净利润 118 亿,同增 39%、42%,增速同比升 13pct、11pct,收入环比减速,净利润加速(Q1 增速分别为 31%、36%);二三线白酒收入 130 亿、净利润 18 亿,同增 30%、83%,增速同比升 16pct、47pct,收入、利润均环比加速(Q1 增速分别为 19%、40%)。二三线白酒业绩爆发,Q2 净利率提升近 4pct,其中毛利率提升 2pct,产品结构升级叠加提价,同时期间费用率降 1.8pct,费用下降主要来自管理费用率下降 2.3pct。

2018Q2 龙头打款政策与发货节奏影响下白酒预收款继续下行。2018Q2 末白酒预收账款余额 250 亿,同比、环比分别降 60、54 亿,其中一线白酒 175 亿,同比、环比分别降 81、43 亿元,二三线白酒 75 亿元,同比增 20 亿,环比降 11 亿。其中贵州茅台 2018Q2 末预收账款同比、环比下降 78、32 亿,主因公司主动控制发货节奏,减少经销商资金占用,

同时消化 2017 年底高企的预收账款存量，是主动调整行为，目前动销依然良性。

次高端白酒承压茅台稳价，白酒板块悲观预期仍未充分释放。近期茅台酒放量预期再起，稳价意图明显。参考 2017 中秋茅台加大投放后批价回落，股价跟随批价短期亦呈下行趋势，若批价因茅台加大投放承压，短期股价亦有可能面临下行压力。次高端品牌白酒的提价空间和挺价能力受茅台酒价格预期的直接影响，叠加经济下行预期和挤出效应，投资人业绩预期的改变对白酒估值造成压力。尽管近期白酒估值已经出现调整，但业绩向上和业绩调整预期向下的背离仍在，叠加交易筹码仍未充分调整，维持谨慎观点。

● 贵州茅台

Q2 茅台酒收入略超市场预期，净利符合预期；预收款继续回调因收入确认节奏所致，Q2 现金流表现良好。公司稳价决心坚定，价格稳健下有望助力行业更长远良性发展。

详情请参考贵州茅台 2018 年中报点评报告《稳价保供应，强后劲，谋长远》（2018/8/2）

● 泸州老窖

业绩符合预期，净利率同比改善。H1 中高档占比升 4pct 至 78%，产品结构持续优化，1573 增 33%、中档增 35%、低档增 6%，全年营收目标达成可期。

详情请参考泸州老窖 2018 年中报点评报告《产品结构持续优化，净利率同比改善》（2018/8/28）

● 山西汾酒

H1 收入符合预期，业绩超出预期。H1 中高端增 61%，预计青花增 70%、环比提速，老白汾增 30%、玻汾增 30% 以上。管理层自我加压、激励充足，2019 年延续高速。

详情请参考山西汾酒 2018 年中报点评报告《青花环比提速，环山西目标进度良好》（2018/8/28）

● 古井贡酒

H1 业绩符合市场预期，预计 H1 古 8 翻倍增长、古 5 增 35%，献礼增 20%。H1 黄鹤楼收入增 24%、净利增 7%。终端价格回升、渠道库存合理，公司积极备战旺季。

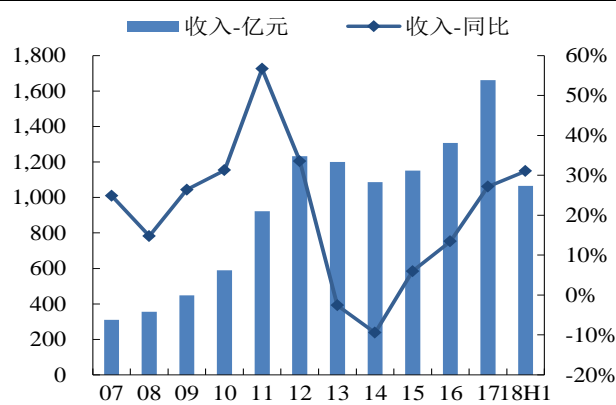
详情请参考古井贡酒 2018 年中报点评报告《业绩符合预期，百元以上产品加速》（2018/8/28）

表 6: 2018H1 龙头保持高增长, 二三线酒企业绩爆发

	市值	2018H1						2018Q2	
	(亿元)	收入	收入	净利润	净利	预收账款	预收账款环	收入	净利
	2018/8/30	(亿)	YOY	(亿)	YOY	(亿)	比增加(亿)	YOY	YOY
贵州茅台	8547	334.0	38%	157.6	40%	99.4	-32.3	46%	42%
五粮液	2461	214.2	37%	71.1	43%	44.2	-13.5	38%	55%
洋河股份	1748	145.4	26%	50.0	28%	20.6	5.9	27%	31%
泸州老窖	654	64.2	25%	19.7	34%	10.9	-2.9	25%	36%
一线白酒	13410	757.8	34%	298.5	47%	175.1	-42.9	31%	36%
山西汾酒	416	50.4	47%	9.4	56%	8.2	1.0	45%	69%
古井贡酒	406	47.8	30%	8.9	63%	8.0	-4.8	49%	121%
今世缘	229	23.6	31%	8.6	32%	2.4	-0.1	30%	31%
顺鑫农业	243	72.3	10%	4.8	97%	34.4	-2.6	21%	104%
迎驾贡酒	123	17.3	11%	3.8	16%	3.0	-0.1	9%	40%
口子窖	295	21.6	24%	7.3	39%	5.9	1.0	28%	43%
青青稞酒	58	7.0	4%	0.9	-17%	0.2	0.1	3%	-67%
老白干酒	116	14.6	32%	1.5	208%	6.3	-0.2	75%	1059%
沱牌舍得	92	10.2	16%	1.7	166%	1.3	-2.5	10%	287%
金徽酒	57	7.9	10%	1.6	11%	1.6	0.0	19%	29%
伊力特	81	10.0	20%	2.2	33%	1.5	-2.3	36%	88%
酒鬼酒	65	5.2	41%	1.1	38%	0.9	-0.5	37%	14%
金种子酒	31	5.5	-4%	0.1	18%	1.0	-0.2	7%	-14%
水井坊	204	13.4	59%	2.7	134%	0.3	-0.4	33%	404%
皇台酒业	11	0.1	-78%	-0.3	45%	0.1	0.0	-98%	59%
二三线白酒	2428	307	24%	54	22%	75	-11	19%	40%
白酒	15838	1,064.7	31%	352.6	40%	250.3	-54.2	36%	46%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

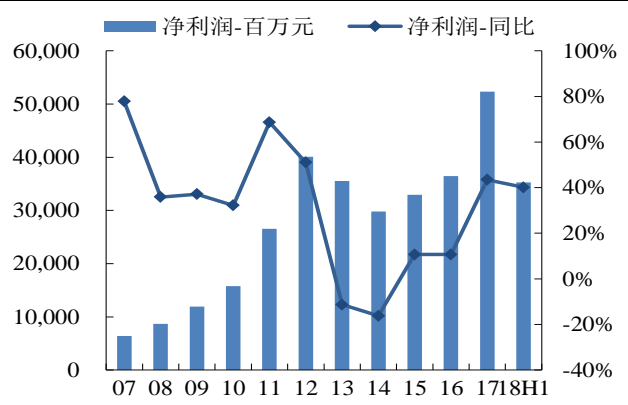
图 14: 2018H1 白酒板块收入加速增长



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

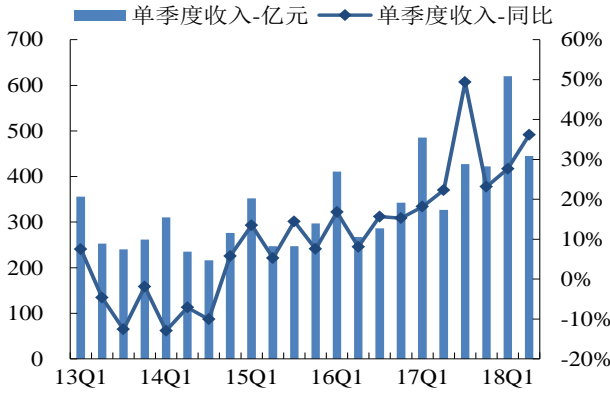
图 16: 2018Q2 白酒板块收入提速增长

图 15: 2018H1 白酒板块净利润增速环比略降

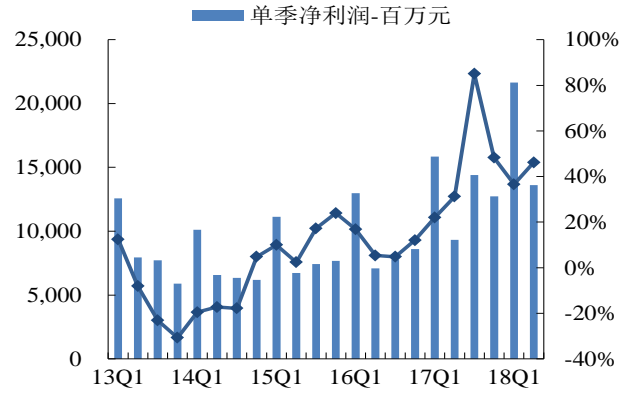


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 17: 2018Q2 白酒板块净利润增速环比提升



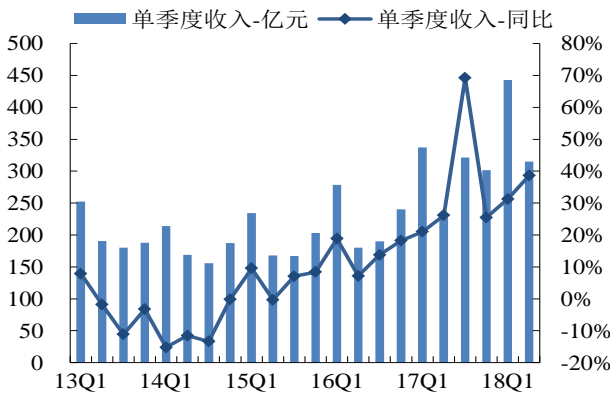
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



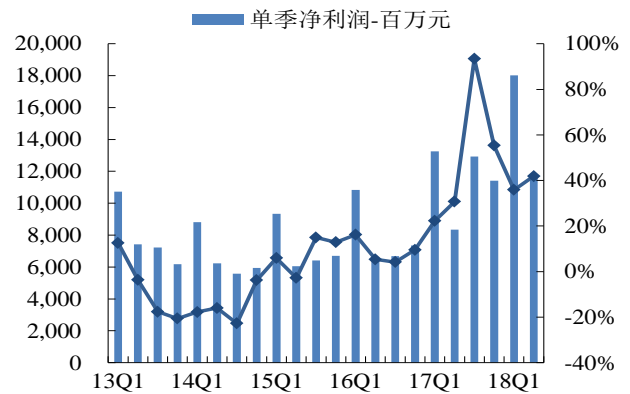
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 18: 2018Q2 一线白酒收入维持高速增长

图 19: 2018Q2 一线白酒净利润维持高速增长



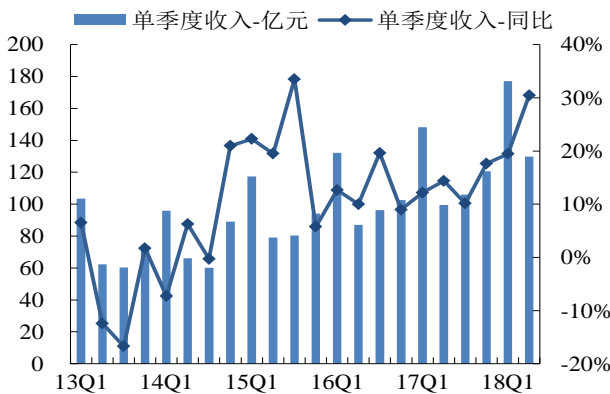
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



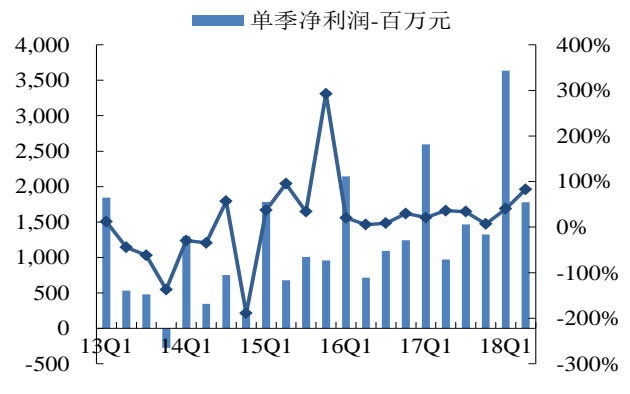
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 20: 2018Q2 二三线白酒收入加速增长

图 21: 2018Q2 二三线白酒净利润加速增长



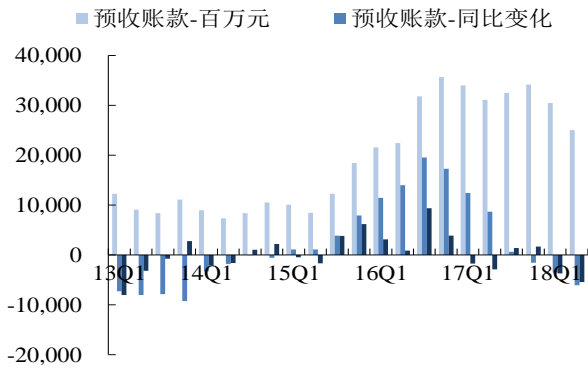
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



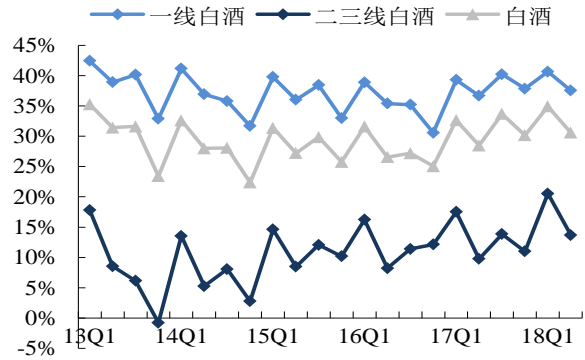
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 22: 2018Q2 白酒预收账款持续下行

图 23: 2018Q2 白酒净利率环比略降

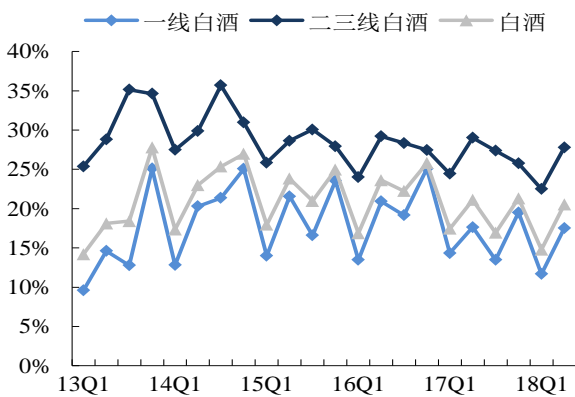


数据来源：WIND，国泰君安证券研究



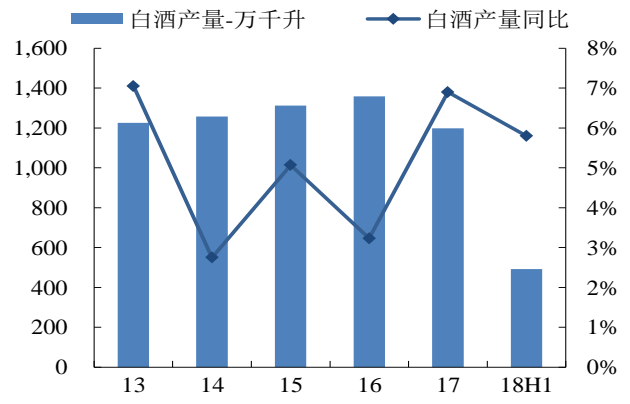
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 24: 2018H1 白酒行业期间费用率回升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 25: 2018H1 白酒行业产量平稳增长



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.2. 葡萄酒：全年蓄势调整为主，积极变化正在显现

板块受进口酒冲击，竞争激烈，净利率降 1.1pct。2018H1 葡萄酒板块收入 41 亿、同增 3%，降 7pct；净利润 6 亿元、降 4%，降 1pct。板块净利率 15.7%，降 1.1pct，其中毛利率 56.8%，降 0.9pct，销售费用率 23.6%，升 0.2pct。葡萄酒龙头张裕 A 收入增 2%、升 1.7pct，但净利润同比负增长-5%、增速同比降 2pct。净利率下降 1.7pct，其中，毛利率降 1.4pct，销售费用率升 1pct，其变化特点具有行业代表性。

表 7: 2018H1 葡萄酒公司收入增长乏力

负增长	莫高股份 (-15%，-27pct)
正增长且加速	张裕 A (+2%，+1.7pct)
正增长但减速	中葡股份 (+15%，-37pct)、通葡股份 (+7%，-94pct)、威龙股份 (+3%，-3pct)
由负转正	无

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 8: 2018H1 葡萄酒公司净利润增速收窄

负增长	张裕 A (-5%，-2pct)、中葡股份 (-0.3%，+1pct)
正增长且加速	无
正增长但减速	莫高股份 (+2%，-12pct)、威龙股份 (+13%，-11pct)
由负转正	通葡股份 (+429%，480pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018Q2 环比改善,但板块净利率趋势仍未转好。葡萄酒板块收入 15 亿, 同增 9%, 增速同比降 1pct, 净利润 1.5 亿, 同增 10%, 增速同比升 21pct。环比改善。张裕单季收入同增 18%, 升 18pct, 净利润同增 2%, 升 1.1pct。净利率降 2pct, 毛利率降 1pct, 销售费用率升 0.8pct。中葡股份、通葡股份增速由负转正, 同比 30%、417%, 增速同比提升 1049、804pct。莫高股份、威龙股份负增长, 同减 72%、0.4%。

竞争依旧激烈, 全年蓄势调整为主。葡萄酒进口数量增速持续下滑, 2018H1 同增仅 9% (2015、2016、2017 进口数量增速分别为 43%、15%、18%), 使得 2018H1 进口酒吨价同增 15%, 显著提高, 进口酒产品结构向好, 进口酒冲击下削弱了国内中小品牌的竞争力, 蓄势调整过后板块龙头有望迎来业绩改善。

● 张裕 A

葡萄酒增 4%, 预计解百纳小个位数增长, 酒庄酒持平, 普通干红略下滑, 进口酒并表增 70%以上; 白兰地降 5%主因低档酒下滑拖累; 全年看蓄势调整为主。

详情请参考张裕 A2018 中报点评报告《解百纳稳定增长, 预计全年蓄势调整为主》(2018/8/30)

表 9: 2018H1 收入增速趋缓, 2018Q2 业绩显著改善

	市值 2018/8/30	2018H1						2018Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
张裕 A	258	28.3	2%	6.4	-5%	65.5%	22.5%	18%	2%
中葡股份	45	2.2	15%	-0.5	0%	33.8%	-22.4%	-7%	30%
莫高股份	24	1.0	-15%	0.1	2%	63.1%	12.3%	-40%	-72%
通葡股份	17	5.1	7%	0.1	429%	17.5%	3.9%	1%	417%
威龙股份	32	4.1	3%	0.3	13%	56.1%	7.3%	1%	0%
葡萄酒	375	40.6	3%	6.4	-4%	56.8%	15.7%	9%	10%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 26: 2018H1 葡萄酒板块收入增速回落

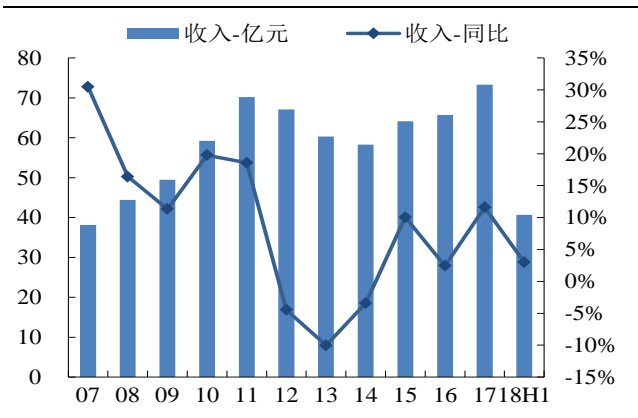
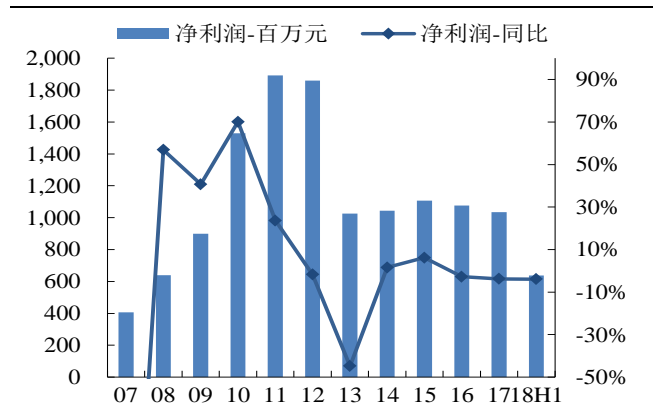


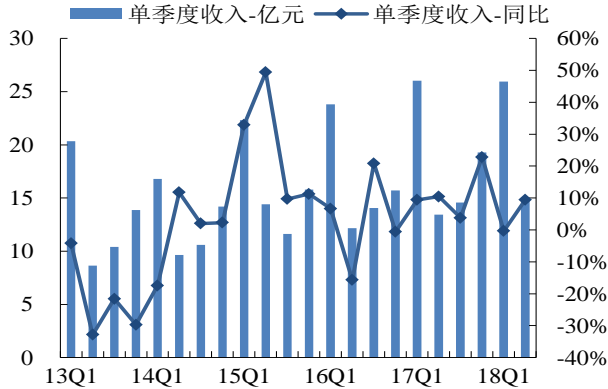
图 27: 2018H1 葡萄酒板块净利润增速平缓



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

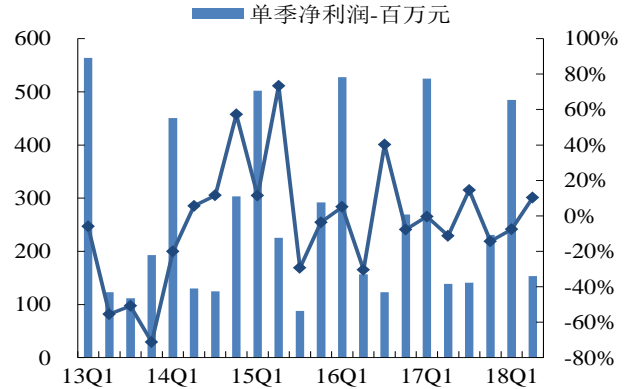
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 9：2018Q2 葡萄酒板块收入同比恢复增长



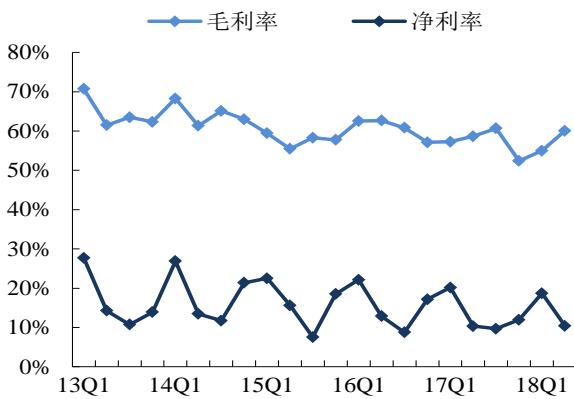
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 10：2018Q2 葡萄酒板块净利润增速同比回升



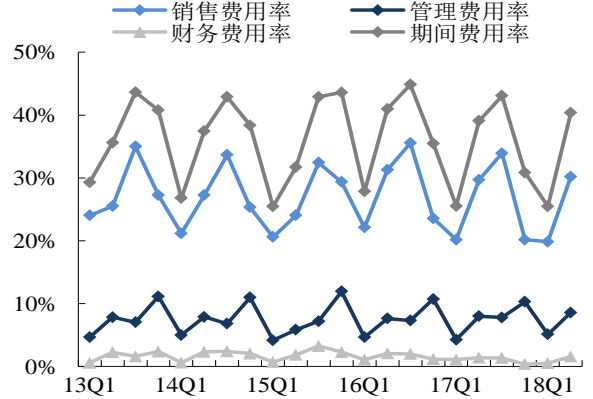
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 11：2018Q2 葡萄酒板块毛利率回升



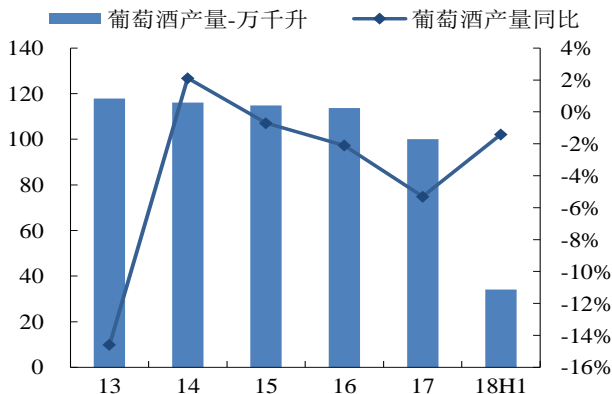
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 12：2018Q2 葡萄酒板块期间费用率同比上升



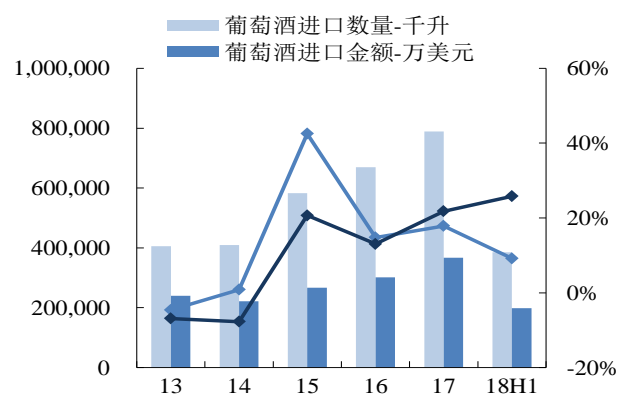
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 13：2018H1 葡萄酒行业产量降幅收窄



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 14：2018H1 进口葡萄酒吨价继续提升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.3. 乳品：收入增速回升，激烈竞争引致净利率降低

行业竞争依旧激烈，费用投放加大，且面临成本上升。2018H1 乳品板块收入 590 亿、净利润 40 亿，同增 13%、10%，升 3pct、13pct。板块毛利率 37%，略降 0.1pct，原奶成本有上升趋势。净利率 6.8%，降 0.2pct，

销售费用率 24.4%，升 0.8pct，仍处高位。

龙头伊利股份费用投放加大，盈利低于预期。2018H1 伊利股份、三元股份、麦趣尔收入同增 19%、23%、13%，增速同比升 3pct、14pct、3pct，仍处于加速趋势。但是，伊利股份同期净利润同增仅 2%，增速同比降 2pct。毛利率略升 0.5pct，但销售费用率提升 2.7pct，导致净利率降 1.4pct。三元股份净利润增速由负转正，销售费用率降 1.7pct，同时毛利率 2.6pct，使得净利率提升 2.2pct。

表 10: 2018H1 乳品公司收入增长符合预期

负增长	光明乳业 (-3%, -10pct)、贝因美 (-4%, +1pct)、西部牧业 (-3%、-4pct)
正增长且加速	伊利股份 (+19%, +3pct)、三元股份 (+23%, +14pct)、麦趣尔 (+13%, +3pct)、
正增长但减速	科迪乳业 (+10%, -41pct)、燕塘乳业 (+7%, -8pct)、天润乳业 (+20%, -18pct)
由负转正	庄园牧场 (+1%, +10pct)、皇氏集团 (+1%, +11pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表: 乳品公司 2018H1 净利润增速低于预期

负增长	庄园牧场 (-30%, -31pct)、光明乳业 (-9%, -61pct)、燕塘乳业 (-30%, -53pct)、皇氏集团 (-181%, -170pct)
正增长且加速	无
正增长但减速	伊利股份 (+2%, -2pct)、科迪乳业 (+11%, -30pct)、天润乳业 (+16%, -1pct)
由负转正	贝因美 (+102%, +174pct)、三元股份 (+185%, +266pct)、麦趣尔 (+11%, +58pct)、西部牧业 (+10%, +84pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018Q2 盈利能力环比恶化。Q2 乳品板块收入 303 亿、净利润 17 亿，增 11%、1%，降 6、10pct。盈利能力环比恶化，净利率同比降 0.6pct，销售费用率提升 1.5pct。伊利股份 Q2 收入同增 14%，增速降 6pct，净利润同减 17%，降幅 16pct。毛利率降 0.2pct，销售费用率升 4pct，净利率降 3pct。公司销售费用投放力度加大，导致业绩低于预期，主因为捍卫市场份额而开展世界杯营销费用，以及提前分摊冬奥会费用、低温产品买赠增加等。

行业竞争格局维持激烈态势，预计 2018 年成本费用率稳中有升。2018H1 乳品板块销售费用率达 24.4%，同比升 0.8pct，竞争依然激烈。2018Q2 乳品销售费用率 25.9%，同比上升 1.5pct，处于子板块中较高水平。预计 2018 年原奶成本在 CPI 及原奶周期推动下稳中略升，此外企业对于消费升级背景下的高端品类市场的争夺将加剧行业竞争，预计总体成本、费用率稳中有升。

● 伊利股份

H1 收入符合预期，但利润低于预期。因竞争激烈、新品推广，费用提升是公司出于战略考虑的主动策略，有利于公司品牌提升的长远布局。当前费用投放处历史高点，边际改善概率大，静待净利率重回上升通道。

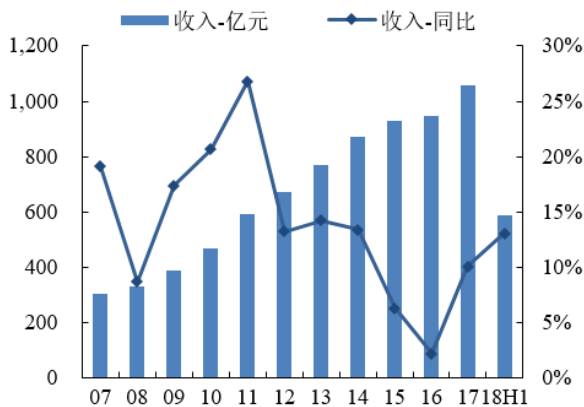
详情请参考伊利股份 2018 中报点评《竞争优势强化，静待净利率重回

表 11: 乳品板块 H1 收入增速提升, Q2 净利率有所下滑

	市值 2018/8/30	2018H1					2018Q2		
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
伊利股份	1585	395.9	19%	34.5	2%	38.7%	8.7%	14%	-17%
光明乳业	119	105.7	-3%	3.3	-9%	33.5%	3.2%	-2%	12%
贝因美	50	12.3	-4%	0.1	102%	52.6%	0.7%	57%	100%
三元股份	79	37.9	23%	1.2	185%	34.2%	3.3%	20%	192%
科迪乳业	36	5.8	10%	0.6	11%	24.8%	11.2%	1%	16%
麦趣尔	27	3.0	13%	0.1	11%	35.9%	4.2%	23%	-56%
燕塘乳业	28	6.1	7%	0.4	-30%	33.6%	6.9%	5%	-32%
天润乳业	30	7.3	20%	0.7	16%	27.4%	9.6%	19%	15%
皇氏集团	34	10.0	1%	(0.7)	-181%	28.0%	-7.3%	3%	-213%
庄园牧场	35	3.1	1%	0.3	-30%	36.6%	8.4%	-8%	-56%
西部牧业	13	3.3	-3%	(0.4)	10%	2.2%	-12.6%	-1%	80%
乳品	2035	590.5	13%	40.2	10%	37.0%	6.8%	11%	1%

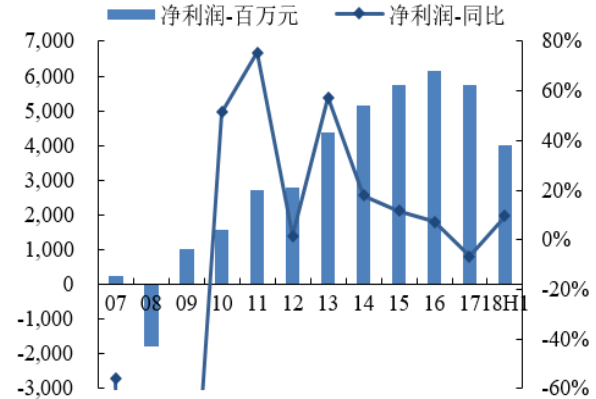
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 15: 2018H1 乳品收入同比增长 13%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 16: 2018H1 乳品净利润同比增长 6.8%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 17: 2018Q2 乳品收入增长 11%

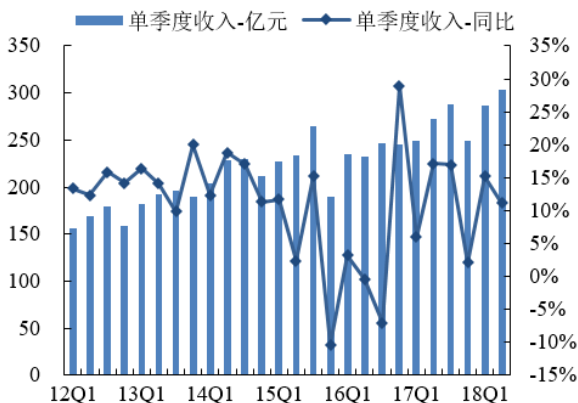
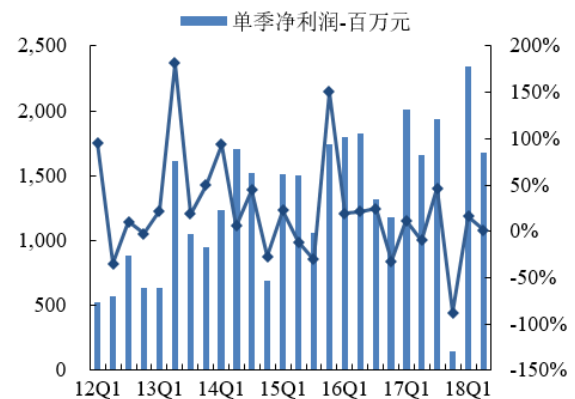
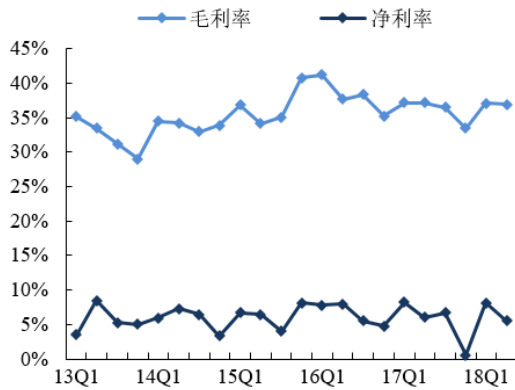


图 18: 2018Q2 乳品净利润增长 1%



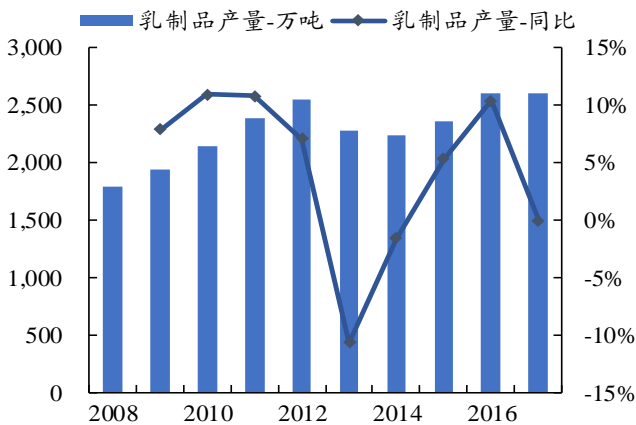
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 19：2018Q2 乳品毛利率同比下降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

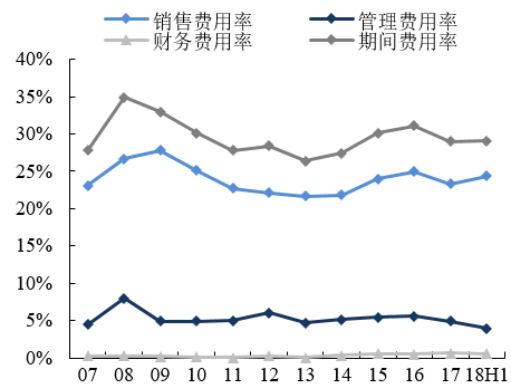
图 21：2017 年乳品行业产量同比持平



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

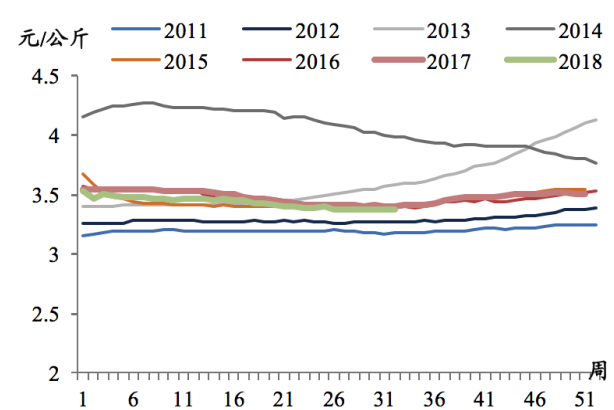
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 20：2018H1 乳品板块销售费用率仍高企



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 22：2018H1 以来原奶价格在低位小幅震荡



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.4. 调味品：成本红利、产品升级延续，盈利能力持续提升

成本红利、产品升级、费用率可控，盈利能力持续提升。2018H1 调味品板块收入 258 亿元，净利润 44 亿元，同比 12%、40%，增速同比下降 9、12pct。板块毛利率提升 0.8pct 至 38.7%，净利率大幅提升 3.5pct 至 17.2%，期间费用率略降 0.8pct 至 18.1%。恒顺醋业、涪陵榨菜收入加速增长，同增 10%、34%，增速同比升 4pct、4pct。其中，涪陵榨菜表现最为抢眼，毛利率提升 8pct，净利率提升 7pct 至 28.7%，销售费用率仅略升 0.9pct，管理费用率降 7pct，净利润同增 78%、升 29pct，堪称优秀。恒顺醋业毛利率提升 0.48pct，净利率提升 2.5pct，销售费用率略降 0.9pct，但管理费用率升 6.8pct。海天味业、中炬高新保持高增，收入同增 17%、20%，增速略降 3pct、1pct，但净利润同增 23%、61%，升 1pct、14pct。海天毛利率升 2.2pct，净利率升 1.3pct，期间费用率略升 0.6pct。中炬高新毛利率升 0.8pct，净利率大幅提升 3.9pct，销售费用率降 2.8pct。

表 12：2018H1 多数调味品公司收入增长良好

负增长 加加食品 (-5%，-6pct)、西王食品 (-4%，-150pct)、莲花味精 (-4%，-6pct)、千禾味业 (-0.33%，

-35pct)

正增长且加速	恒顺醋业 (+10%, +4pct)、涪陵榨菜 (+34%, +4pct)、梅花集团 (+12%, +9pct)
正增长但减速	海天味业 (+17%, -3pct)、中炬高新 (+20%, -1pct)
由负转正	佳隆股份 (+19%, +25pct)、安记食品 (+35%, +76pct)、星湖科技 (+59%, +73pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 13: 2018H1 多数调味品公司净利润增长加速

负增长	加加食品 (-18%, -20pct)、梅花集团 (-24%, -78%)
正增长且加速	海天味业 (+23%, +1pct)、中炬高新 (+61%, +14pct)、恒顺醋业 (+31%, +8pct)、涪陵榨菜 (+78%, +29pct)、千禾味业 (+80%, +24pct)
正增长但减速	西王食品 (+35%, -13pct)
由负转正	佳隆股份 (+36%, +62pct)、安记食品 (+25%, +36pct)、莲花味精 (+2%, +982pct)、星湖科技 (+140%, +266pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

板块整体增速环比下降，但盈利能力进一步提升。2018Q2 调味品板块收入 124 亿、净利润 21 亿，同增 10%、21%，降 17、30pct，板块整体盈利能力环比下降（Q1 分别为 13%、23%）。但中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜净利润同增 77%、29%、76%，升 53、5、10pct，增速提升。其中，中炬高新单季毛利率升 3pct，净利率升 5pct，销售费用率降 3pct，环比继续向好。恒顺醋业单季毛利率升 2pct，净利率升 2pct，销售费用率降 1pct，环比毛利继续提升。涪陵榨菜单季毛利率提升 9pct，净利率提升 10pct，销售费用率降 2pct，环比继续向好，产品优势明显。

中美贸易战下成本温和上行，挤压式竞争下行业集中度有望提高。当前酱油、食醋行业集中度仍然较低（CR5 不足 30%），挤压式竞争下行业集中度有望提高。贸易战、环保压力推动下，原材料、包材等成本提高，行业内企业成本承压，利润空间收窄，而相比较中小企业，龙头议价能力强、有望向下游转嫁成本，竞争优势持续巩固下行业集中度提升有望加速。

● 中炬高新

上半年业绩超市场预期，品类延伸叠加渠道建设驱动下，调味品板块保持稳步增长。毛利率稳定叠加销售费用投放控制，盈利能力再创新高，预计未来将继续上行。小品类高速增长，全年完成 1.6 亿目标问题不大。公司加速渠道建设，预计全年经销商数量将增加 100 家至 900 家左右。公司本部 84 亩商住地已动工，预计 2020 年开始确认收入，叠加总部 H2 预计仍有 0.65 亿资产转让收入，业绩贡献有望持续。

详情请参考中炬高新 2018 中报点评报告《调味品稳步增长，盈利能力有望继续上行》（2018/8/22）、更新报告《品类延伸叠加渠道拓展，调味品航母雏形初现》（2018/5/6）。

● 涪陵榨菜

变相提价及成本下降推动毛利率提升，参照 2017 前高后低的费用投放

节奏,全年销售费用率有望降至15%左右正常水平。产品升级继续推进,酱腌菜平台雏形初现。

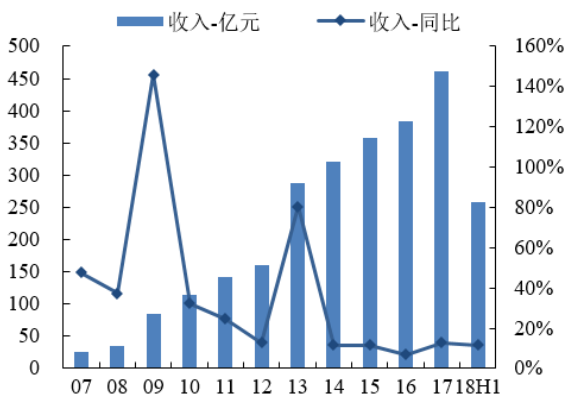
详情请参考涪陵榨菜 2018 中报点评报告《盈利能力继续上行,酱腌菜平台雏形初现》(2018/7/29)、首次覆盖报告《产品变革正当时,呼之欲出大乌江》(2018/5/20)

表 14: 成本红利、产品升级延续, 盈利能力持续提升

	市值 2018/8/30	2018H1					2018Q2		
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
海天味业	1835	87.2	17%	22.5	23%	47.1%	25.8%	17%	24%
中炬高新	234	21.7	20%	3.4	61%	40.0%	15.6%	23%	77%
加加食品	56	9.3	-5%	0.8	-18%	26.9%	8.7%	-12%	-34%
恒顺醋业	78	8.0	10%	1.2	31%	41.9%	15.3%	11%	29%
西王食品	65	27.6	-4%	2.0	35%	37.7%	7.4%	1%	60%
涪陵榨菜	200	10.6	34%	3.1	78%	55.0%	28.7%	24%	76%
佳隆股份	27	1.7	19%	0.2	36%	45.1%	14.3%	3%	12%
安记食品	26	1.5	35%	0.2	25%	30.5%	13.8%	48%	46%
梅花集团	127	62.9	12%	4.7	-24%	24.0%	7.5%	7%	-21%
莲花味精	22	8.5	-4%	(0.6)	2%	12.3%	-7.0%	-8%	-48%
千禾味业	51	4.8	0%	1.4	80%	43.6%	28.3%	3%	-33%
星湖科技	26	4.4	59%	0.2	140%	22.8%	3.7%	28%	157%
华宝股份	211	9.6	0%	5.3	14%	77.8%	54.9%	-7%	5%
调味品	2957	258.0	12%	44.4	40%	38.7%	17.2%	10%	21%

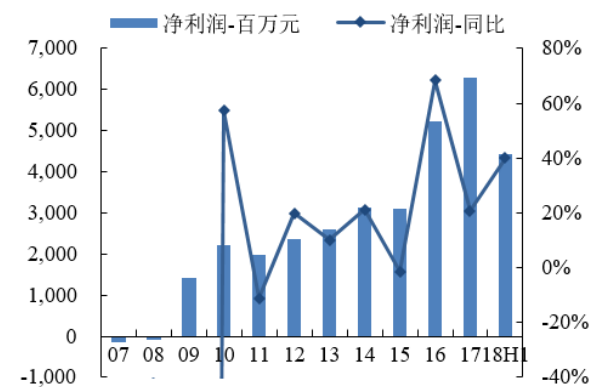
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 23: 2018H1 调味品收入增速持平



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

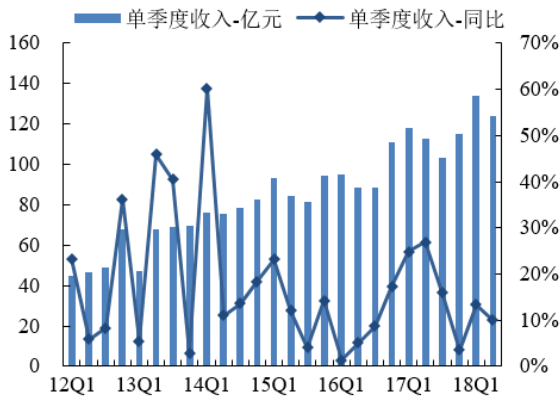
图 24: 2018H1 调味品净利润增速上升



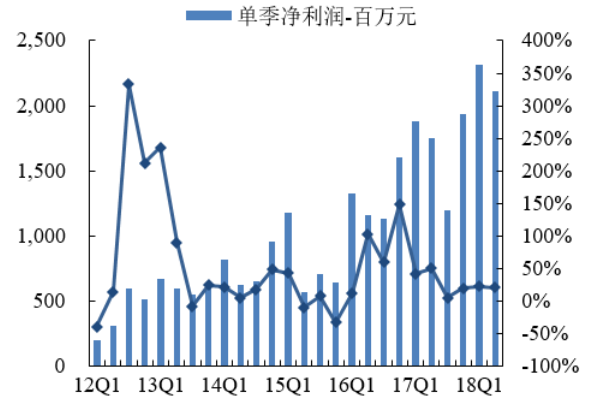
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 25: 2018Q2 调味品板块增速环比下滑

图 26: 2018Q2 调味品板块净利润增速环比平稳



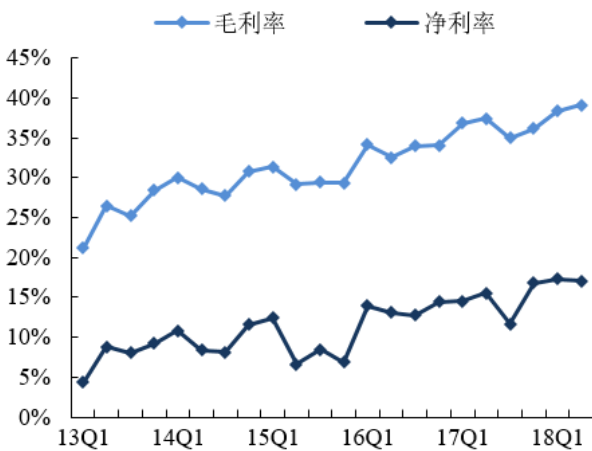
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



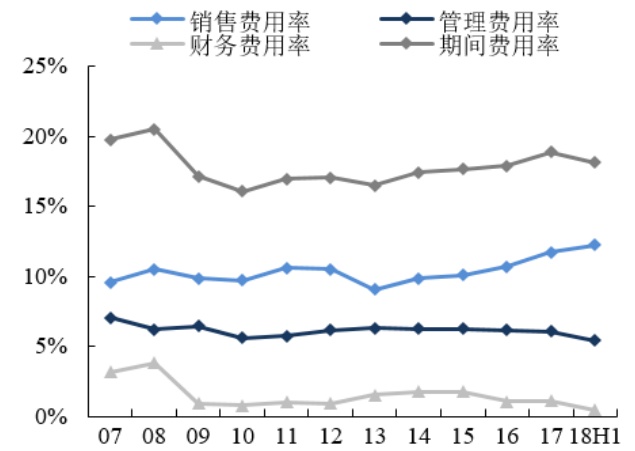
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 27: 2018Q2 调味品板块盈利能力略升

图 28: 2018Q2 年调味品期间费用率略降



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.5. 啤酒: 行业竞争激烈未改, 费用控制引净利略增

青啤会计政策调整致毛利和费用变化, 行业竞争激烈未改。2018H1 啤酒板块收入 260 亿、净利润 21.5 亿, 同比 2%、13%, 增速同比下降 0.3、4pct。板块毛利率降 1pct 至 39.9%, 净利率略升 0.8pct, 销售费用率降 1.7pct。啤酒行业提价效果被包材成本上行相抵消, 且因会计政策调整对收入和销售费用口径的影响, 毛利率和销售费用率总和的变化不大。板块收入增速放缓, 其中青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒同增 1%、1%、9%, 降 2pct、0.14pct、2pct, 净利润同增 13%、86%、3%, 增速同比升 6pct、40pct、降 6pct。青岛啤酒 H1 毛利率略降 2.6pct、销售费用率降 2.6pct, 两者变动作用抵消, 主因会计政策调整收入和费用口径, 净利率增 1pct, 主因费用控制。

表 15: 2018H1 啤酒公司收入增长乏力

负增长	西藏发展 (-5%, -10pct)、兰州黄河 (-15%,-8pct)
正增长且加速	无
正增长但减速	青岛啤酒 (+1%, -2pct)、燕京啤酒 (+1%,-0.14pct)、珠江啤酒 (+9%,-2pct)、
由负转正	重庆啤酒 (+11%, +14pct)、惠泉啤酒 (+1%,+6pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 16: 2018H1 啤酒公司净利润增长略有改善

负增长	兰州黄河 (-546%, -669pct)
正增长且加速	青岛啤酒 (+13%, +6pct)、珠江啤酒 (+86%, +40pct)
正增长但减速	燕京啤酒 (+3%, -6pct)、西藏发展(+0.33%,-162pct)、惠泉啤酒 (66%, -47pct)
由负转正	无

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018Q2 啤酒板块收入 136 亿、净利润 13.5 亿, 同比略降 0.1%、增 12%, 增速同比下降 1.3、2pct。环比未见好转。青岛啤酒 Q2 净利润同增 12%, 升 5pct, 但收入同比下降 2%, 增速降 4pct, 毛利率降 4pct, 销售费用率降 5pct, 净利率提升 1pct。珠江啤酒净利润同增 93%, 升 38pct。

当下啤酒行业高度成熟, 整体格局相对稳定, 短期去库存对 Q3 业绩略有影响。行业底部探明, 缓慢爬升维持公司全年销量平稳略升判断不改。如我们前期判断, 行业提价主为对冲原材料等成本上涨。行业高度成熟, 整体格局相对稳定。行业底部探明, 缓慢爬升中行业全年销量平稳略升。预计前期世界杯旺季渠道备货充足, 短期去库存对 Q3 业绩略有影响。

● 青岛啤酒

预计全年销量平稳略升。上半年主品牌稳定增长, 结构性提价, 带动销量稳步上升。当下啤酒行业高度成熟, 整体格局相对稳定, 行业底部探明, 缓慢爬升维持公司全年销量平稳略升判断不改。

详情请参考青岛啤酒 2018 中报点评报告《调结构主品牌稳定增长, 预计全年销量稳中略升》(2018/8/29)

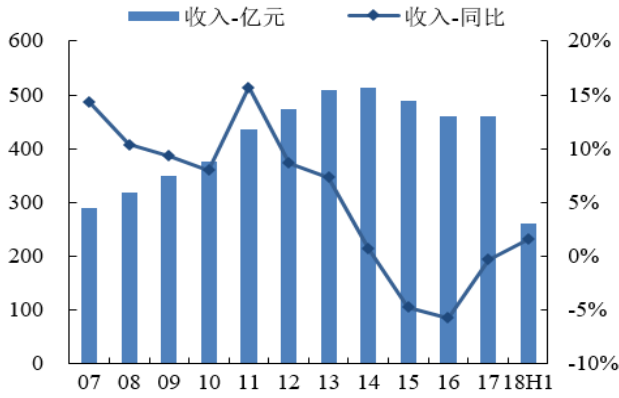
表 17: 行业底部探明, 缓慢爬升净利有望显现弹性

	市值 2018/8/30	2018H1					2018Q2		
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
青岛啤酒	473	151.5	1%	13.0	13%	39.4%	8.6%	-2%	12%
燕京啤酒	172	63.7	1%	5.1	3%	42.4%	7.9%	-2%	3%
珠江啤酒	101	20.0	9%	1.6	86%	40.2%	7.8%	10%	93%
重庆啤酒	125	17.6	11%	2.1	30%	39.4%	11.9%	11%	18%
西藏发展	19	1.7	-5%	0.1	0%	26.3%	4.1%	-7%	9%
惠泉啤酒	15	3.0	1%	0.0	66%	24.6%	1.1%	0%	-17%
兰州黄河	12	2.8	-15%	-0.3	-546%	36.2%	-11.2%	-19%	-146%
啤酒	918	260.4	2%	21.5	13%	39.9%	8.3%	-0.1%	12%

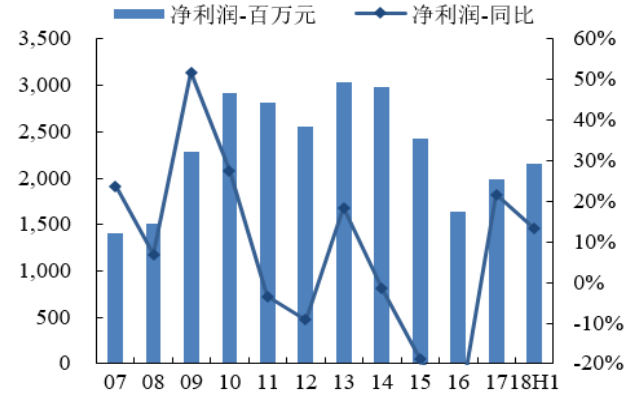
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 29: 2018H1 啤酒板块收入同比 2%

图 30: 2018H1 啤酒板块净利润增速大幅提升



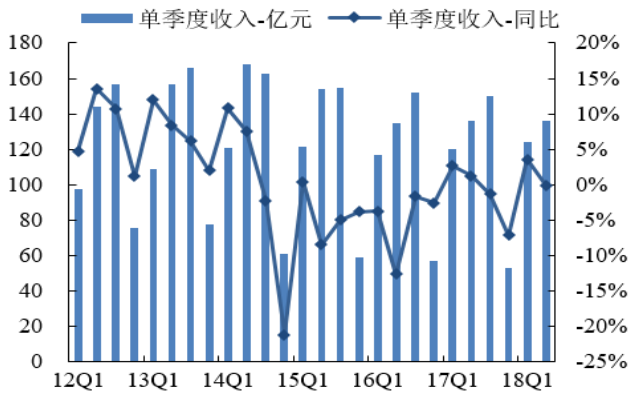
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



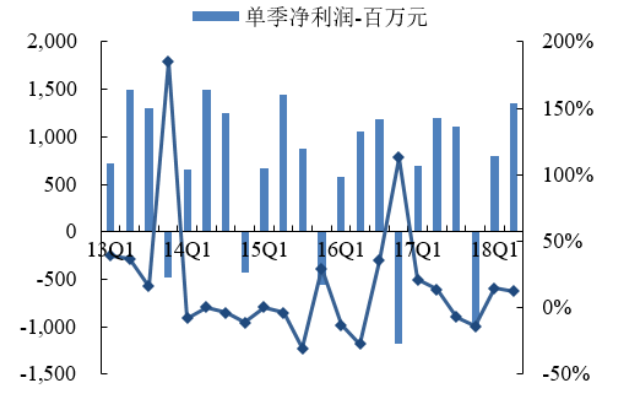
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 31: 2018Q2 啤酒板块收入增速略降

图 32: 2018Q2 啤酒板块净利润增速略降



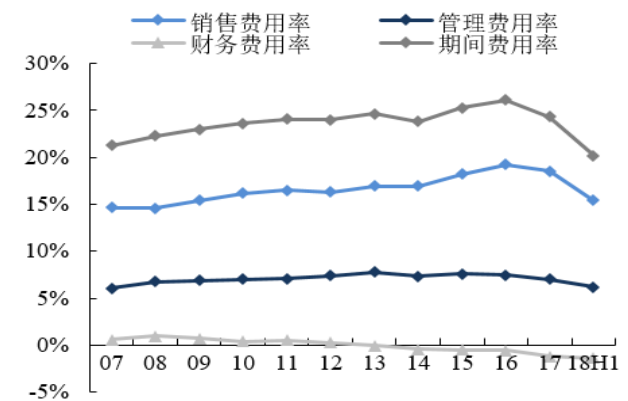
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



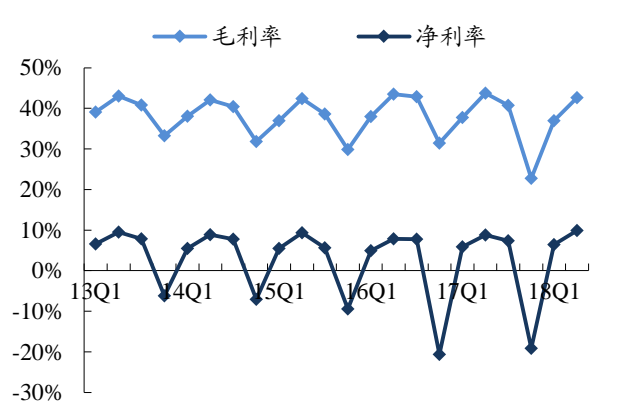
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 33: 啤酒行业期间费用率下降明显

图 34: 2018Q2 啤酒板块毛利率、净利率略升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.6. 肉制品: 板块普遍受益成本红利, 净利率提升能力分化

板块普遍受益原材料下行红利。2018H1 板块收入、净利润 472 亿元、35 亿元, 同比 3%、24%, 增速同比下降 10pct、升 29pct。毛利率提升 1.3pct 至 19.3%, 净利率提升 1.3pct 至 8.6%, 销售费用率持平。海欣食

品、煌上煌、龙大肉食、安井食品收入同增 26%、25%、36%、19%，升 32pct、22pct、11pct、5pct，加速增长。其中，安井食品净利润同增 37%，增速提升 35pct，毛利率持平，净利率提升 1pct 至 7.3pct，销售费用率降 0.7pct。绝味食品收入同增 13%，增速降 6pct，净利润同增 28%，升 2pct，毛利率持平、销售费用率降 3.3pct，净利率提升 2pct 至 15%。随着开店数量增多，规模优势体现。

表 18: 2018H1 肉制品公司收入增长良好

负增长	双汇发展 (-2%, -4pct)、上海梅林 (-3%,+88pct)
正增长且加速	海欣食品 (+26%, +32pct)、煌上煌 (+25%,+22pct)、龙大肉食 (+36%, +11pct)、安井食品 (+19%,+5pct)
正增长但减速	仙坛股份 (+4%, -6pct)、惠发股份 (+15%,-7pct)、绝味食品 (+13%, -6pct)
由负转正	得利斯 (+40%, +56pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 19: 2018H1 肉制品公司净利润增速提升

负增长	龙大肉食 (-35%, -35pct)、惠发股份 (-33%,-183pct)
正增长且加速	安井食品 (+37%,+35pct)、金字火腿 (+12%, +8pct)、绝味食品 (+28%,+2pct)
正增长但减速	上海梅林 (+4%, -33pct)、煌上煌 (+42%,-26pct)
由负转正	双汇发展 (+25%, +37pct)、海欣食品 (+161%,+442pct)、仙坛股份 (+140%,+191pct)、得利斯 (+30%, +123pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018Q2 肉制品板块收入 232 亿、净利润 18 亿，同比 3%、29%、增速降 10、升 35pct，盈利能力环比改善。绝味食品 Q2 净利润同增 34%，增速升 9pct，加速增长。收入同增 15%，毛利率略降 0.1pct，净利率升 2pct。销售费用率降 4.3pct。公司通过低价采购原材料、以库存平滑成本压力策略，且控制费用支出。

板块普遍受益原材料成本下降，但净利率提升能力有分化。 CPI 预期上行，促使原材料成本压力上升，之前单纯受益原材料成本下降的公司面临业绩压力和估值预期下调压力，相反，部分企业凭借优秀的商业模式，具备降低费用率或提价能力，成本转嫁能力强，受益通胀上行。

● 绝味食品

收入高增长蓄势待发，盈利能力有望保持较高水平。公司 Q2 门店扩张恢复正常速度，叠加当前公司主攻区域之一的三四线城市竞争相对缓和、外卖渠道加速进入，公司未来收入增速恢复至 15% 以上区间问题不大。公司延续通过低价采购原材料、以库存平滑成本压力策略，叠加部分辅料价格有望下降，预计未来毛利率将保持高位运行。费用端预计公司未来仍将控制费用支出，盈利能力有望保持较高水平。

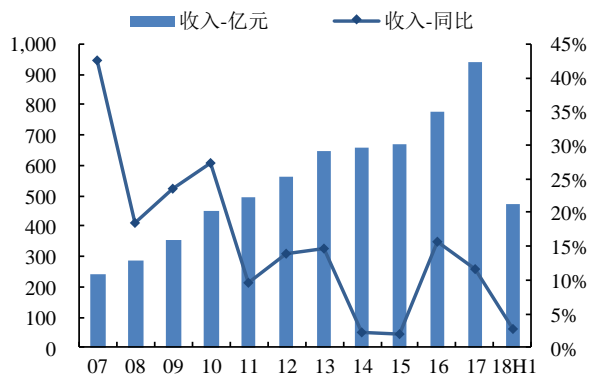
详情请参考绝味食品 2018 中报点评报告《盈利能力再创新高，业绩有望加速增长格局向好，全年净利有望继续显现弹性》(2018/8/19)、首次覆盖报告《低线市场加速渗透，休闲卤制品龙头扬帆远航》(2018/6/24)

表 20: H1 收入、净利润保持增长, Q2 净利增速提升

	市值 2018/8/30	2018H1					2018Q2		
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
双汇发展	779	236.2	-1%	23.9	25%	21.4%	10.1%	-1%	29%
海欣食品	20	4.6	26%	0.1	161%	32.5%	2.3%	9%	86%
金字火腿	47	2.2	15%	0.2	12%	41.0%	9.3%	7%	-56%
龙大肉食	56	36.2	25%	0.9	-35%	7.6%	2.4%	25%	-86%
仙坛股份	47	10.8	4%	0.9	140%	8.6%	8.2%	10%	173%
煌上煌	60	10.3	36%	1.1	42%	34.7%	11.0%	47%	42%
上海梅林	62	118.1	-3%	2.9	4%	14.0%	2.5%	-5%	32%
得利斯	24	9.7	40%	0.0	30%	10.6%	0.1%	38%	-27%
惠发股份	14	3.8	15%	0.1	-33%	25.1%	2.9%	15%	-4%
安井食品	79	19.5	19%	1.4	37%	26.6%	7.3%	18%	50%
绝味食品	166	20.9	13%	3.2	33%	35.5%	15.1%	15%	34%
肉制品	1355	472.4	3%	34.7	24%	19.3%	7.3%	3%	29%

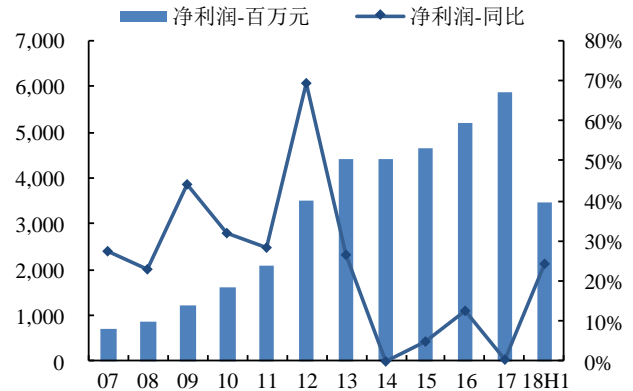
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 35: 2018H1 肉制品板块收入增速回落



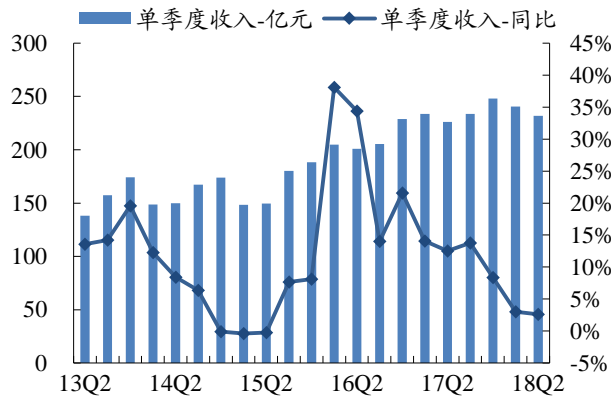
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 36: 2018H1 肉制品板块净利润增速反弹



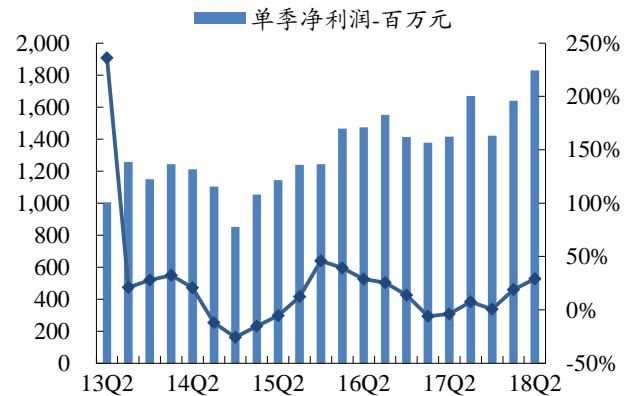
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 37: 2018Q2 肉制品板块收入增速小幅回落



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

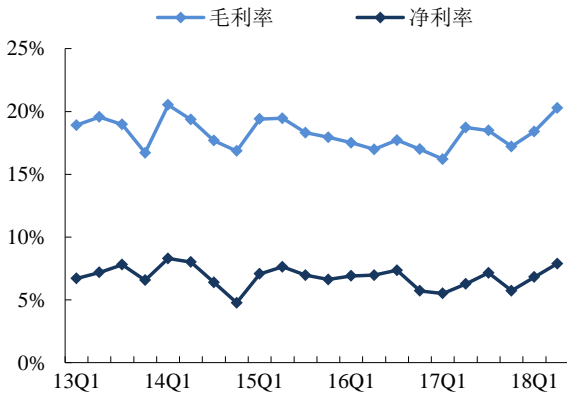
图 38: 2018Q2 肉制品板块净利润增速提升



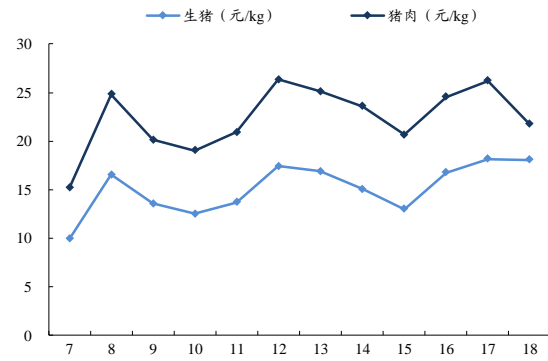
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 39: 2018Q2 肉制品板块盈利水平同比微升

图 40: 近期猪肉价格环比下降



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.7. 软饮料: 板块收入迎来改善, 盈利还看白云山

板块收入迎来增长, 但盈利改善主因白云山贡献。2018H1 收入 260 亿、净利润 43 亿, 同增 29%、78%, 增速升 3pct、降 24pct。毛利率降 3.3pct 至 34.3%, 净利率升 4.5pct 至 16.4%, 销售费用率降 3.4pct 至 14.2%。白云山占板块体量大, 2018H1 收入、净利润占板块 57%、60%, Q2 收入、净利润占板块 64%、74%, 占比环比提升。白云山 2018H1 收入同增 34%, 升 31pct, 净利润增速 126%, 升 87pct, 毛利率降 5pct 至 32%, 净利率提升 7.2pct 至 17.6%, 销售费用率降 5pct 至 14.7%, 管理费用率降 1.6pct。费用下降一方面主因费用结算方式改变, 以及格局持续向好。

表 21: 2018H1 软饮料公司收入增长加速

负增长	国投中鲁 (-7%, -7pct)
正增长且加速	白云山 (+34%, +31pct)、维维股份 (+13%, +11pct)、黑芝麻 (+45%, +17pct)
正增长但减速	无
由负转正	承德露露 (+14%, +43pct)、养元饮品 (+14%, 23pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 22: 2018H1 软饮料公司净利润增长加速

负增长	维维股份 (-5%, -31pct)、黑芝麻 (-40%, -69pct)
正增长且加速	白云山 (+126%, +87pct)、
正增长但减速	无
由负转正	承德露露 (+11%, +28pct)、国投中鲁 (+311%, +395pct)、养元饮品 (+31%, +54pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018Q2 板块收入 124 亿元、净利润 23 亿元, 同比 33%、113%, 增速同比提升 15、8pct, 环比加速向好。白云山 Q2 净利润同增 154%, 增速升 95pct, 加速增长。收入同增 36%, 毛利率降 9pct, 净利率升 10pct, 销售费用率降 4pct, 管理费用率降 3pct。格局向好预期下买赠减少、费用压缩趋势延续, 净利率有望继续提升。

● 白云山

格局向好, 全年净利显现弹性。渠道调研 Q2 王老吉库存消化按预期推

进，Q3 旺季收入有望重回双位数增长，经销商信心较竞品积极，目前买赠水平约在 10 送 3、部分区域单箱实际提货价升 1-2 元，格局向好预期下买赠减少、费用压缩趋势延续，净利率有望继续提升。

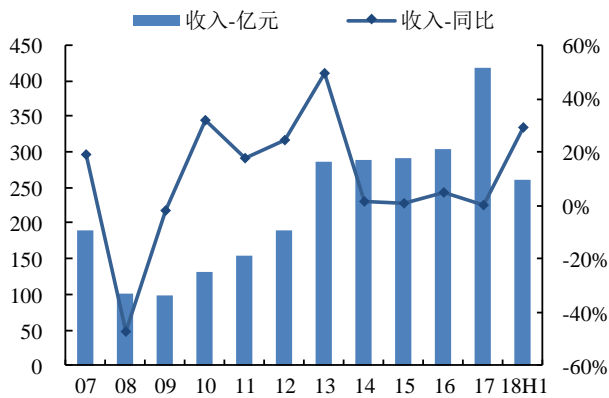
详情请参考白云山 2018 中报点评报告《格局向好，全年净利有望继续显现弹性》（2018/8/24）、首次覆盖报告《格局向好，优势拉大，凉茶龙头正腾飞》（2018/8/15）

表 23: 2018H1 收入/净利保持增长，Q2 增速提升

	市值 2018/8/30	2018H1						2018Q2	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
白云山	585	148.4	34%	26.2	126%	32.3%	17.6%	36%	154%
维维股份	51	27.4	13%	1.0	-5%	25.3%	3.5%	17%	369%
承德露露	83	11.8	14%	2.5	11%	52.4%	21.4%	15%	12%
国投中鲁	24	4.0	-7%	0.1	311%	22.8%	1.7%	-8%	814%
黑芝麻	24	13.5	45%	0.2	-40%	26.7%	1.2%	72%	-4%
养元饮品	368	41.6	14%	13.1	31%	48.9%	31.4%	1%	-22%
香飘飘	63	8.7	55%	(0.5)	-79%	31.0%	-6.3%	-13%	-61%
软饮料	1198	255.4	29%	42.5	78%	34.7%	16.6%	33%	113%

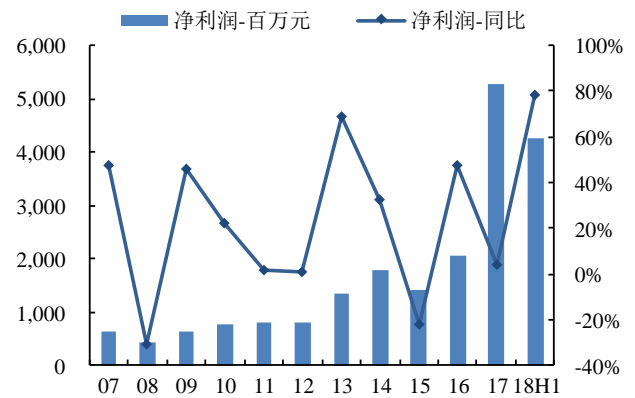
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 41: 2018H1 软饮料板块收入同比上升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 42: 2018H1 软饮料板块净利润同比上升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 43: 2018Q2 软饮料板块收入增速提升

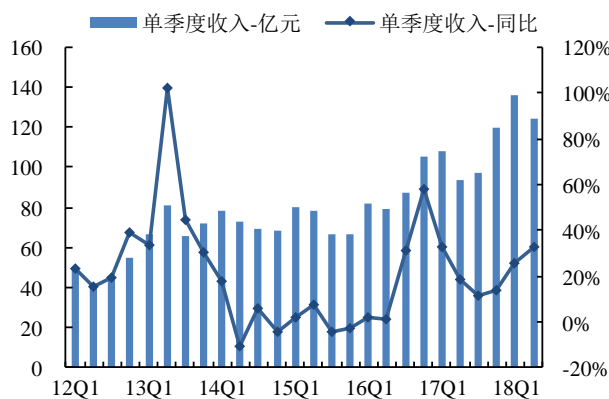
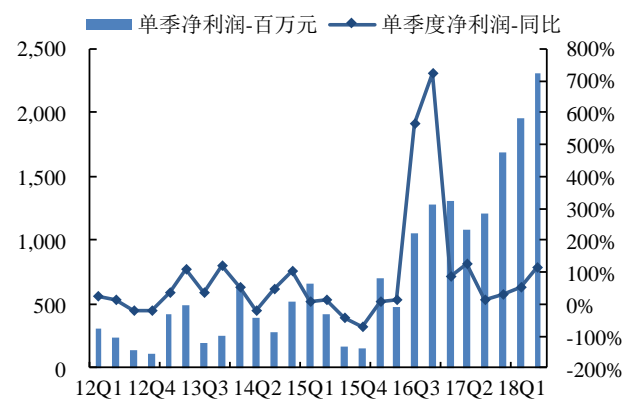


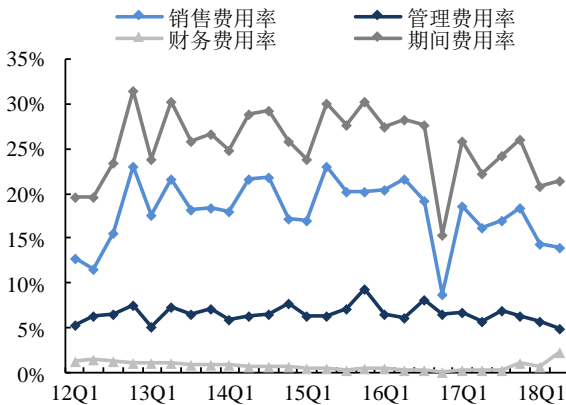
图 44: 2018Q2 软饮料板块净利润增速提升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

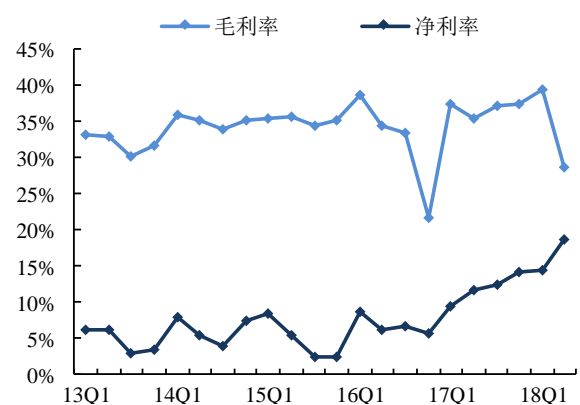
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 45: 2018Q2 软饮料板块期间费用率略回升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 46: 软饮料板块净利率同比上升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.8. 食品综合: 表现优异的公司稀缺, 细分领域龙头发力

细分行业竞争激烈, 表现优异的公司稀缺, 细分领域龙头发力。2018H1 食品综合板块收入 264 亿、净利润 22.6 亿元, 同增 16%、0.2%, 收入增速持平, 净利润增速降 59pct。净利润增速大幅下降主因海南椰岛、龙力生物 2018H1 大幅亏损 1.1 亿、1.5 亿所致。板块毛利率持平, 净利率略降 1.3pct, 期间费用率略降 0.7pct。该板块公司数量众多, 表现优异的少。汤臣倍健收入同增 46%、升 25pct, 净利润同增 21%, 降 41pct, 毛利率提升 2.3pct 至 69%, 净利率降 7pct 至 32.5%, 销售费用率升 3.4pct 至 22.7%。克明面业收入同增 27%, 升 19pct, 净利润同增 71%, 升 62pct, 毛利率升 2.16pct 至 24%, 净利率升 2.2 至 9%, 期间费用率持平。

表 24: 2018H1 食品综合公司收入增速分化

负增长	青海春天 (-14%, +1pct)、海南椰岛 (-26%,-79pct)、龙力生物 (-19%, -96pct)
正增长且加速	汤臣倍健 (+46%,+25pct)、克明面业 (+27%, +19pct)、来伊份 (+11%,+6pct)、盐津铺子 (+33%, +22pct)
正增长但减速	百润股份 (+7%,-17pct)、安琪酵母 (+14%, -8pct)、三全食品 (+8%,-4pct)、桃李面包 (+19%, -5pct)、晨光生物 (+0%,-2pct)、好想你 (+35%, -308pct)、保龄宝 (+3%,-25pct)、元祖股份 (+9%, -4pct)、桂发祥 (+2%,-3pct)
由负转正	双塔食品 (+38%, +41pct)、恰恰食品 (+17%,+21pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 25: 2018H1 食品综合公司净利润增速多数收窄

负增长	青海春天 (-2%,)、海南椰岛 (-1549%,)、龙力生物 (-349%)、来伊份 (-6%)
正增长且加速	克明面业 (+71%, +62pct)、元祖股份 (+514%,+403pct)、
正增长但减速	百润股份 (+28%, -126pct)、汤臣倍健 (+21%,-41pct)、安琪酵母 (+19%, -43pct)、三全食品 (+13%,-4pct)、晨光生物 (+20%, -33pct)、好想你 (+50%,-322pct)
由负转正	双塔食品 (+55%, +89pct)、桃李面包 (+44%,+47pct)

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2018Q2 收入 114 亿、净利润 10 亿, 同增 11%、降 14%, 增速降 15.84pct。

龙力生物、晨光生物、好想你 Q2 收入增速降 96pct、23pct、308pct。净利润降幅大仍与龙力生物和海南椰岛亏损有关，两家公司 Q2 净利润分别亏损 1.3 亿、0.25 亿。毛利率升 1pct 至 36.6%，净利率降 2.3pct 至 8.1%，销售费用率升 1.8pct 至 19%。好想你 Q2 收入同增 30%，降 269pct，净利润同减 285%，增速同降 652pct，毛利率降 2pct，净利率降 3pct，销售费用率增 0.6pct。公司业绩不达预期，主因本部业务在商超渠道亏损所致，且零食电商龙头 Q2 重新投放费用，竞争激烈。安琪酵母 Q2 收入同增 14%，降 5pct，净利润同增 8%，降 33pct，毛利率略降 0.7pct，净利率略降 0.7pct，期间费用率持平。

● 好想你

预计 2018H1 好想你本部收入 5 亿、同比增 15% 左右，然而受消费淡季等因素影响，Q2 公司在商超渠道亏损约 1800 万元左右，导致 Q2 业绩不达预期。百草味方面，预计 H1 收入 21 亿元、同比增 45% 左右。虽 5 月份开始行业竞争趋于激烈，但百草味提升运营效率，预计上半年毛利率 25% 左右、销售费用率 18% 左右，较 2017H1 基本持平。受益于此预计上半年百草味净利率仍旧保持在 5% 左右，运营仍保持相对良性。

详情请参考好想你 2018 年半年报及 2018H1 业绩点评《本部商超拉低业绩表现，百草味仍良性运行》（2018/8/24）

● 安琪酵母

2018H1 收入基本符合预期，净利略低于预期。营收 17 亿、归母净利 5 亿，增 14%、20%。其中，H1 酵母收入 30 亿、增 4%。另受下半年通胀预期影响，预计 H2 提价可能性较大，叠加赤峰、俄罗斯产能释放，H2 净利有望加速、力争实现全年目标。预计 2018 甘蔗种植面积维持高位，糖蜜供给过剩格局不改，叠加南方环保督查压力加强，预计 2018/19 糖蜜价稳中有降。

详情请参考安琪酵母 2018 年半年报点评《酵母维持稳定增长，全年糖蜜成本可控》（2018/07/17）

● 汤臣倍健

2018H1 营收 22 亿、增 46%，扣非前后归母净利 7 亿、6.7 亿元，增 21%、42%。Q2 单季营收 11 亿、增 47%，扣非前后归母净利 3.3 亿、3 亿元，增 11%、45%，业绩符合预期，主品牌增 29%，低基数下预计健力多增 300%，线上增 60%，健之宝计提减值损失下不排除终止合作可能。健视佳投入有望加大，费用率预计高企。

详情请参考汤臣倍健 2018Q1 业绩点评《大单品延续高速，主品牌线上、线下齐发力》（2018/07/31）

表 26: 板块 1H 收入增长，Q2 净利增速下滑

市值	2018H1	2018Q2
----	--------	--------

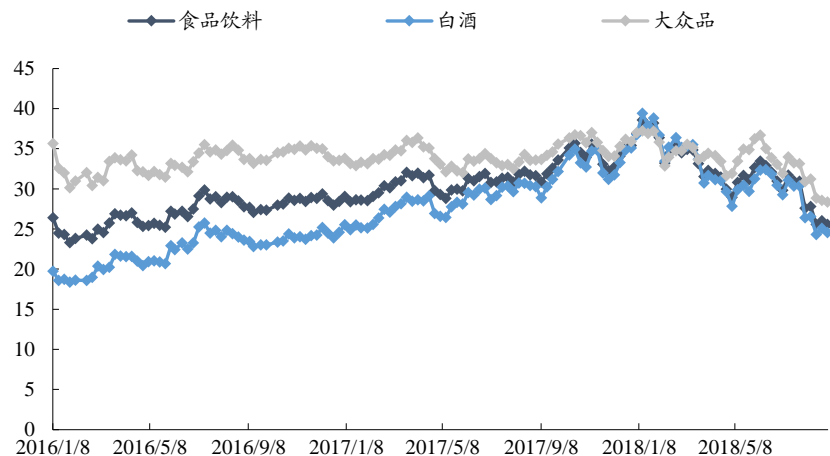
	2018/8/30	收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
百润股份	60	5.6	7%	0.8	28%	68.3%	14.2%	26%	30%
汤臣倍健	271	21.7	46%	7.0	21%	69.2%	32.5%	47%	11%
青海春天	42	1.9	-14%	0.8	-2%	29.8%	43.8%	-11%	-16%
双塔食品	41	11.2	38%	0.7	55%	15.1%	6.0%	-4%	-42%
安琪酵母	227	33.3	14%	5.0	19%	36.6%	15.1%	14%	8%
三全食品	53	30.8	8%	0.8	13%	34.8%	2.7%	9%	17%
洽洽食品	77	18.7	17%	1.7	16%	29.5%	9.2%	6%	23%
爱普股份	27	12.4	4%	0.5	-40%	17.2%	4.4%	0%	-48%
海南椰岛	29	2.9	-26%	(1.2)	-1549%	25.9%	-39.9%	-43%	-325%
深深宝 A	45	1.4	-1%	(0.2)	-3%	28.2%	-13.3%	1%	5%
克明面业	41	12.9	27%	1.1	71%	23.8%	8.9%	11%	27%
桃李面包	264	21.7	19%	2.6	44%	39.3%	12.1%	18%	38%
晨光生物	30	13.0	0%	0.9	20%	17.4%	7.3%	-4%	8%
好想你	50	26.3	35%	1.0	50%	28.8%	3.9%	30%	-285%
龙力生物	11	5.1	-19%	(1.5)	-349%	19.9%	-29.6%	-25%	-593%
保龄宝	27	8.2	3%	0.4	2%	14.1%	4.5%	3%	3%
桂发祥	28	2.6	2%	0.5	-10%	48.5%	17.7%	0%	-15%
元祖股份	43	7.2	9%	0.2	514%	61.5%	2.9%	13%	127%
盐津铺子	32	4.9	33%	0.4	-6%	41.3%	8.0%	56%	-25%
来伊份	41	19.9	11%	0.4	-57%	43.6%	1.9%	10%	-144%
食品综合	1,438.4	261.4	16%	22.1	0%	35.4%	8.5%	11%	-14%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3. 投资建议：通胀预期下大众必需品龙头最为受益

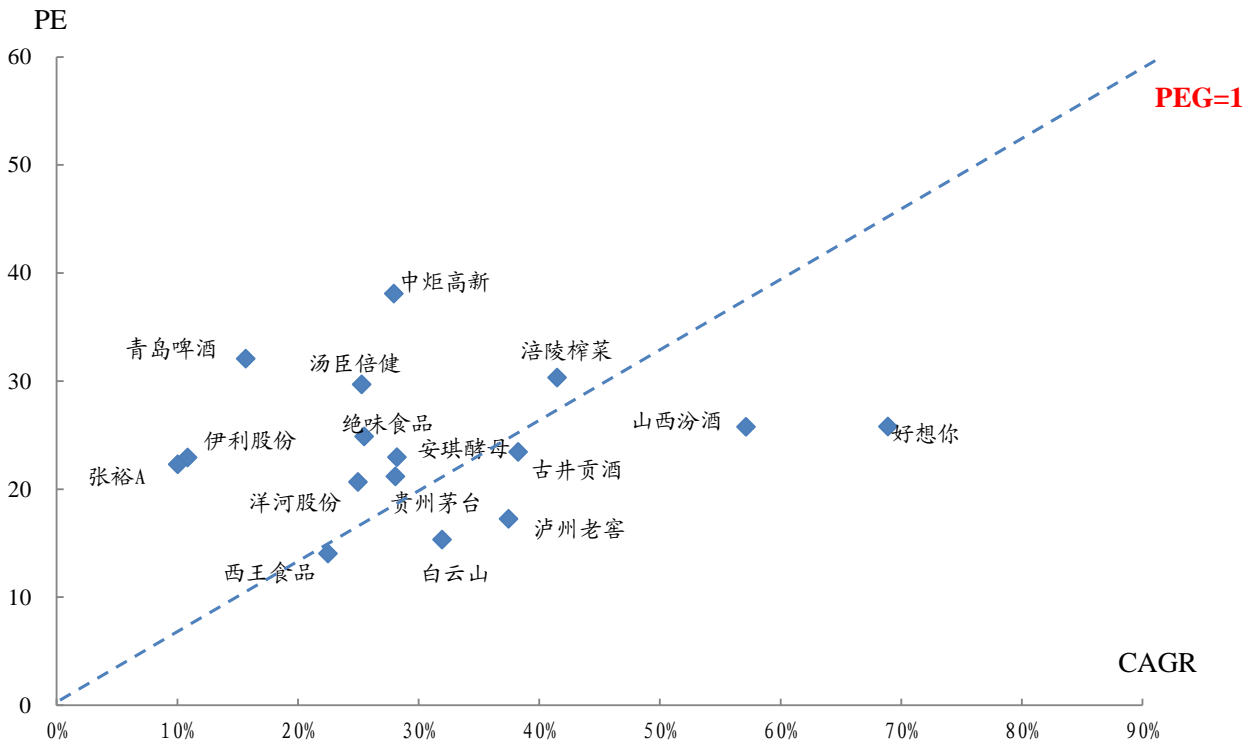
截至 2018 年 8 月 31 日，食品饮料行业 PE-TTM（整体法）25.56 倍，白酒 24.54 倍，大众品 28.35 倍。

图 47：食品饮料公司 2018 上半年 PE 下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 48: 估值与复合增速象限图(截至 2018/8/31)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

投资建议:

- 1) 谨慎看待白酒板块预期下移及交易结构变化。**白酒板块中报业绩持续向好，尤其是二三线白酒业绩爆发与当下市场对白酒板块的预期调整形成背离。经济放缓、财富幻觉褪去、消费挤出等引起白酒板块悲观预期的因素尚未出现实质性改善，或将继续对白酒板块估值造成压力。而基本上 6 月、7 月白酒产量降 0.9%、4.3%，是产业自 2016 年复苏以来的首次下滑，且有加速趋势。白酒行业的向下调整往往从最不盈利的企业开始，名优酒企因拥有较强的品牌力、产品力、渠道力而影响滞后。三季度茅台放量预期再起，稳价信心坚决，直接影响其他高端、次高端品牌白酒的消费预期，但这一影响仍未在业绩中体现。
- 2) 通胀预期升温、到手收入降低，大众必需消费品公司受益。**近期因自然灾害（蔬菜价格、猪肉价格）、原油价格（美国开始对伊朗经济制裁）、人民币贬值预期（输入型通胀）等综合原因，致使经济通胀预期升温。同时降个税难抵社保基数抬高影响，中低收入人群到手收入或降低。我们认为通胀和收入减少共同产生的影响是：对需求价格弹性大的消费品负面影响较大，对大众必需品的消费影响有限（或产生正面影响）。生产必需品的企业因在通胀中具备更好的成本转嫁能力，产品提价进一步打开盈利空间。当然，提价难度亦取决于竞争格局是否良好、龙头是否具有良好的成本转嫁能力。
- 3) 重点推荐：大众品：白云山、绝味食品、涪陵榨菜、好想你、中炬**

高新、伊利股份；酒类：山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒。

4. 附录：重点公司盈利预测表

表 27：重点公司盈利预测表

2018/09/04	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2017-19	PE			PEG	PS			评级
		17A	18E	19E		17A	18E	19E		17A	18E	19E	
贵州茅台	8,480	21.56	28.71	35.43	28%	31	24	19	1.8	14.6	10.5	8.8	增持
泸州老窖	634	1.75	2.50	3.30	37%	25	17	13	0.8	6.1	4.8	3.8	增持
洋河股份	1,734	4.40	5.57	6.85	25%	26	21	17	1.2	8.7	7.0	5.9	增持
山西汾酒	412	1.09	1.84	2.69	57%	44	26	18	1.2	6.8	4.6	3.4	增持
古井贡酒	396	2.28	3.34	4.36	38%	34	24	18	1.2	5.7	4.4	3.6	增持
伊利股份	1,459	0.99	1.06	1.21	11%	24	23	20	2.4	2.2	1.8	1.6	增持
青岛啤酒	465	0.93	1.07	1.25	16%	37	32	28	2.8	1.8	1.7	1.7	谨慎增持
汤臣倍健	288	0.52	0.66	0.82	25%	38	30	24	2.1	9.3	7.1	5.9	增持
中炬高新	230	0.57	0.76	0.93	28%	51	38	31	2.3	6.4	5.4	4.5	增持
张裕 A	257	1.51	1.64	1.82	10%	25	23	21	2.6	5.2	4.9	4.5	增持
西王食品	65	0.45	0.60	0.67	22%	19	14	13	2.1	1.2	1.0	0.9	增持
好想你	47	0.21	0.36	0.59	69%	44	25	15	1.7	1.1	0.9	0.8	增持
安琪酵母	228	1.03	1.28	1.69	28%	27	22	16	1.5	3.9	3.3	2.9	增持
涪陵榨菜	193	0.52	0.81	1.05	41%	47	30	23	1.8	12.7	9.7	7.7	增持
绝味食品	164	1.22	1.58	1.93	25%	33	25	21	1.7	4.2	3.7	3.1	增持
白云山	603	1.27	2.30	2.21	32%	29	16	17	1.3	2.9	1.4	1.0	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 核心风险

宏观经济增速下行风险。食品饮料需求与宏观经济呈一定相关性，宏观经济增速下行可能导致需求不达预期。

食品安全问题发生的风险。若公司或行业内其他企业出现食品安全问题，可能会影响公司产品的需求量。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		