

投资评级:增持(维持)

食品饮料行业中报情况分析

基本面向好,景气度持续验证

最近一年行业指数走势



联系信息

李永良

分析师

SAC 证书编号: S0160511030007

0571-87620715

lyl@ctsec.com

刘鸷飞

联系人

liuaf@ctsec.com

相关报告

- 《稳健配高端,弹性看成长:食品饮料行业2018年中期投资策略》 2018-06-20
- 《基本面向好趋势未改,预期修正更显机遇:食品饮料行业2018Q2投资策略》 2018-04-13

投资要点:

- **食品饮料:基本面向好,整体利润增速好于收入增速。**2018H1 食品饮料行业整体收入 2953.0 亿元,同比增长 16.4%,实现行业利润 552.1 亿元,同比增长 34.9%,整体来看净利润增速高于收入增速,行业景气度得到持续验证。
- **白酒:高端白酒景气度持续得到验证。**马太效应显著,高端稳中高端劲,大众酒分化较大。业绩稳健有望持续,预收账款下行不必过度解读。
- **啤酒:收入拐点已至,盈利改善可以期待。**收入同比保持稳定,利润同比增速显著。盈利能力增长源自吨价提升,世界杯并未对啤酒厂商费用率产生较大影响。从期间费用率来看,尽管二季度有世界杯因素,但啤酒企业期间费用率并未显著提高,基本保持稳定。
- **乳制品:营收符合预期,费用投放导致利润增速偏低。**上半年国内生鲜乳价格整体处于波动走势,对于乳企来说成本端影响属于可控区间。乳制品龙头伊利股份上半年营业收入增速为 18.9%,但净利润增速仅为 3.0%,原因在于费用投放节奏加快导致。
- **肉制品:龙头利润持续超预期,猪瘟事件影响短期行业情绪。**上半年猪肉及生猪价格跌幅较大,且价差整体走扩,因此肉制品业务及屠宰业务整体有所降低,肉制品行业利润改善较为明显。猪瘟事件带来短期不确定性,短期静待观察。
- **调味品:海天继续稳增,中炬加速成长。**行业增速稳健,利润增速大幅高于收入增速。随着消费升级及下游餐饮业的回暖,行业景气有望从平台化发展的海天传导至其他细分行业龙头,继续带动行业稳健增长。
- **风险提示:食品安全风险;政策性风险;成本波动风险;产品推广不达预期。**

表 1: 重点公司投资评级

| 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (09.03) | EPS (元) | | | PE | | | 投资评级 |
|--------|------|-------------|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | | 2017A | 2018E | 2019E | 2017A | 2018E | 2019E | |
| 002304 | 洋河股份 | 1,734.09 | 115.07 | 4.40 | 5.54 | 6.77 | 26.15 | 20.77 | 17.00 | 买入 |
| 000895 | 双汇发展 | 782.33 | 23.71 | 1.31 | 1.51 | 1.65 | 18.10 | 15.70 | 14.37 | 买入 |
| 603288 | 海天味业 | 1,833.31 | 67.87 | 1.31 | 1.60 | 1.95 | 51.81 | 42.42 | 34.81 | 增持 |
| 600887 | 伊利股份 | 1,459.45 | 24.01 | 1.06 | 1.32 | 1.61 | 22.65 | 18.19 | 14.91 | 增持 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 464.87 | 34.41 | 0.93 | 1.12 | 1.40 | 37.00 | 30.72 | 24.58 | 买入 |

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

内容目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1、食品饮料：基本面向好，整体利润增速好于收入增速..... | 3 |
| 2、白酒：高端白酒景气度持续得到验证..... | 4 |
| 3、啤酒：收入拐点已至，盈利改善可以期待..... | 5 |
| 4、乳制品：营收符合预期，费用投放导致利润增速偏低..... | 6 |
| 5、肉制品：龙头利润持续超预期，猪瘟事件影响短期行业情绪..... | 7 |
| 6、调味品：海天继续稳增，中炬加速成长..... | 8 |

图表目录

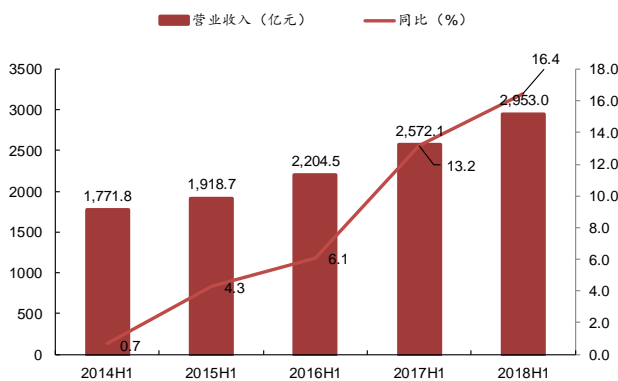
| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：食品饮料行业 2018H1 营收情况..... | 3 |
| 图 2：食品饮料行业 2018H1 净利润情况..... | 3 |
| 图 3：食品饮料行业 2018H1 细分子行业营收及净利润增速..... | 3 |
| 图 1：18H1 白酒营业收入增速情况..... | 4 |
| 图 2：18H1 白酒净利润增速情况..... | 4 |
| 图 3：白酒各价位营收及净利润增速情况..... | 4 |
| 图 4：2018H1 啤酒企业整体营收情况..... | 6 |
| 图 5：2018H1 啤酒企业整体净利润情况..... | 6 |
| 图 6：啤酒行业销售费用率..... | 6 |
| 图 7：啤酒行业管理费用率..... | 6 |
| 图 8：2018H1 乳制品企业整体营收情况..... | 7 |
| 图 9：2018H1 乳制品企业整体净利润情况..... | 7 |
| 图 10：2018H1 肉制品企业整体营收情况..... | 7 |
| 图 11：2018H1 肉制品企业整体净利润情况..... | 7 |
| 图 12：2018H1 调味品企业整体营收情况..... | 8 |
| 图 13：2018H1 调味品企业整体净利润情况..... | 8 |
| 表 1：白酒企业预收账款情况（亿元）..... | 5 |

1、食品饮料：基本面向好，整体利润增速好于收入增速

2018H1 食品饮料行业整体收入 2953.0 亿元,同比增长 16.4%,实现行业利润 552.1 亿元,同比增长 34.9%,整体来看净利润增速高于收入增速,行业景气度得到持续验证。

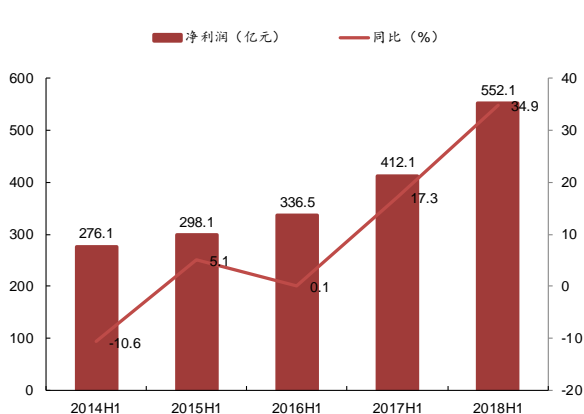
主要细分子板块中：从营收情况来看,收入增速最高的子行业为白酒(31.3%),另外乳制品(13.1%)、调味品(14.6%)营收端增长较为稳健。从利润情况来看,净利润增速最高的子行业仍然为白酒(40.9%),另外调味品(34.2%)、肉制品(24.9%)、啤酒(15.8%)增速同样较高,且显著高于收入端增速。

图1：食品饮料行业2018H1营收情况



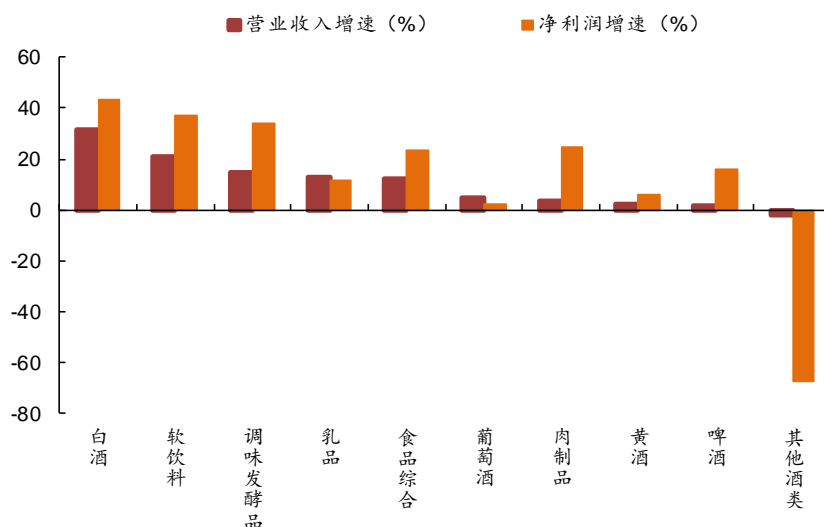
数据来源：wind, 财通证券研究所

图2：食品饮料行业2018H1净利润情况



数据来源：wind, 财通证券研究所

图3：食品饮料行业2018H1细分子行业营收及净利润增速

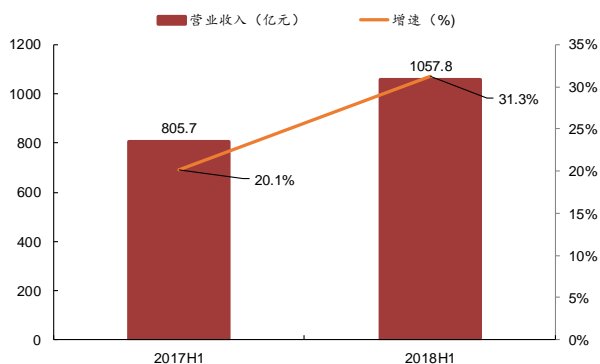


数据来源：wind, 财通证券研究所

2、白酒：高端白酒景气度持续得到验证

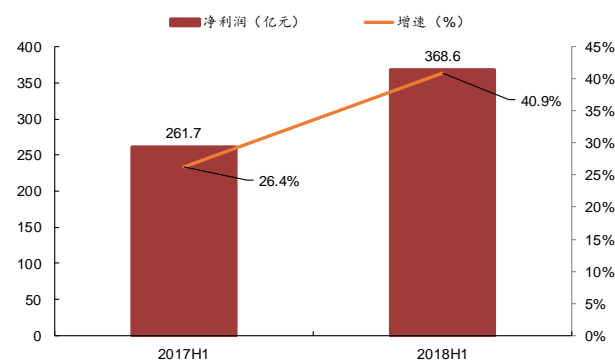
白酒板块景气度持续得到验证。2018H1 高端白酒收入及净利润增速继续抬升，上半年白酒板块实现收入 1057.8 亿元，同比增长 31.3%；实现净利润 368.6 亿元，同比增长 40.9%。18 家上市白酒企业中，有 16 家实现 2018H1 营收增速高于 2017H1，有 14 家实现 2018H1 净利润增速高于 2017H1。

图 4：18H1 白酒营业收入增速情况



数据来源：wind，财通证券研究所

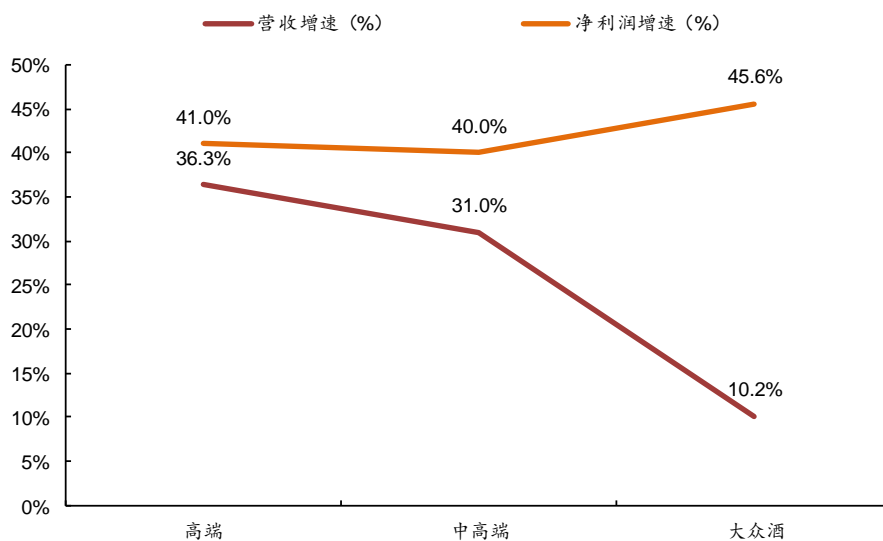
图 5：18H1 白酒净利润增速情况



数据来源：wind，财通证券研究所

马太效应显著，高端稳而中高端劲，大众酒分化较大。从个股情况来看，一二线白酒 2018H1 整体营业收入和净利润增速好于三线白酒。营收方面，高端白酒茅五泸营业收入同比增长 36.3%，高于中高端白酒的 31.0%，而大众酒营收增速仅为 10.2%。净利润方面，高端白酒净利润同比增长 41.0%，高于次高端白酒的 40.0%。大众酒同比增速为 45.6%，主要系顺鑫农业净利润大幅增长。

图 6：白酒各价位营收及净利润增速情况



数据来源：wind，财通证券研究所

业绩稳健有望持续，预收账款下行不必过度解读。上半年白酒板块预收账款总计

为 250.1 亿元，相比去年同期下降 19.5%，18 家白酒上市企业中有 7 家企业的预收账款负增长，其中贵州茅台与五粮液上半年预收账款分别为 99.4 亿和 44.2 亿，同比分别下降 44.1% 和 19.8%，市场对此有所担忧，对高端白酒持续性判断出现分歧。我们认为对于高端白酒来说，茅台预收账款下降原因在于打款周期缩短，经销商不必提前很久进行打款，而五粮液则因年初提价的因素所致。而以洋河为代表的中高端白酒预收账款则整体增速较快，反映了次高端白酒终端需求趋势仍然向好，印证了我们对于今年是次高端白酒大年的判断。

表 1：白酒企业预收账款情况（亿元）

| 分类 | 名称 | 2017H1 | 2018H1 | 同比 |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 高端 | 贵州茅台 | 177.80 | 99.40 | -44.1% |
| | 五粮液 | 55.11 | 44.19 | -19.8% |
| | 泸州老窖 | 8.14 | 10.94 | 34.4% |
| 中高端 | 洋河股份 | 14.63 | 20.58 | 40.7% |
| | 山西汾酒 | 3.71 | 8.20 | 120.8% |
| | 古井贡酒 | 7.35 | 8.03 | 9.2% |
| | 口子窖 | 4.50 | 5.86 | 30.0% |
| | 今世缘 | 1.82 | 2.37 | 30.6% |
| | 水井坊 | 0.69 | 0.33 | -52.6% |
| | 酒鬼酒 | 1.11 | 0.91 | -17.8% |
| | 舍得酒业 | 1.46 | 1.32 | -9.3% |
| | 老白干酒 | 6.71 | 6.33 | -5.7% |
| | 顺鑫农业 | 20.87 | 34.41 | 64.9% |
| 大众酒 | 迎驾贡酒 | 2.53 | 2.99 | 18.2% |
| | 伊力特 | 1.12 | 1.53 | 36.9% |
| | 金徽酒 | 1.22 | 1.60 | 30.7% |
| | 金种子酒 | 1.75 | 0.96 | -45.4% |
| | *ST 皇台 | 0.09 | 0.11 | 20.9% |

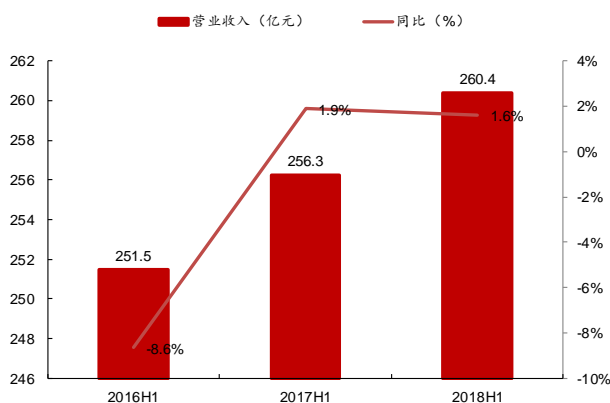
数据来源：wind，财通证券研究所

毛利率提升继续，旺季到来前中高档白酒继续挺价。上半年 18 家白酒上市企业中，11 家毛利率有所提升。洋河毛利率提升较快的原因主要系消费税计入方式改变所致，但扣除消费税影响毛利率仍有提升。其他毛利率提升较快的酒企主要集中在中高端价位，大众酒改善并不明显。我们认为行业景气度正处在由高端向中高端扩散的过程，且高端白酒提价为中高端白酒留出了提价空间。二季度淡季期间，部分白酒出现停货挺价现象，蓄势为中秋及国庆销售旺季做准备。随着旺季到来，白酒企业有望实现放量增长。

3、啤酒：收入拐点已至，盈利改善可以期待

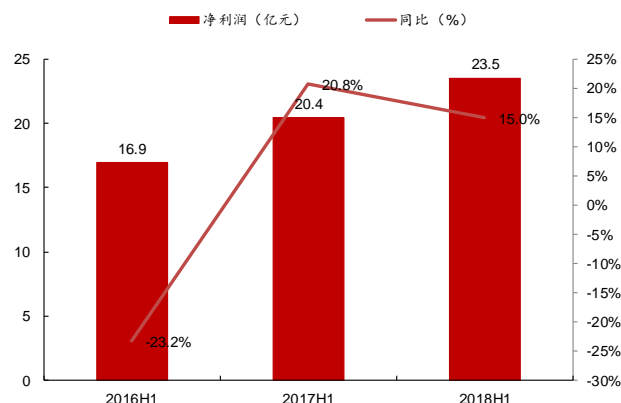
收入同比保持稳定，利润同比增速显著。2018H1 啤酒行业 7 家上市公司整体实现收入 260.4 亿元，同比增长 1.6%。啤酒行业自 2014 年下半年开始产销量出现大幅下滑，2015、2016 年啤酒行业上市公司中报营收总计均在 250 亿元左右，且 2016 年营收小幅正增长，今年则延续这一态势。利润方面，7 家上市公司实现净利润总计 23.5 亿元，同比增长 15.0%，其中 5 家啤酒企业实现利润正增长。虽然部分啤酒企业利润基数较低使得增速较高，但上半年各大啤酒厂商进行产品结构升级，推陈出新，使得整体啤酒吨价提升。

图 7：2018H1 啤酒企业整体营收情况



数据来源：wind，财通证券研究所

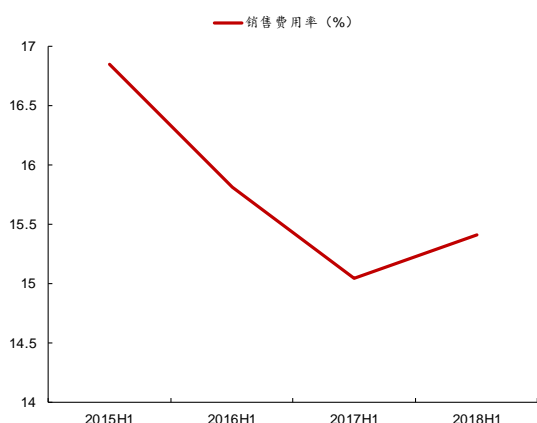
图 8：2018H1 啤酒企业整体净利润情况



数据来源：wind，财通证券研究所

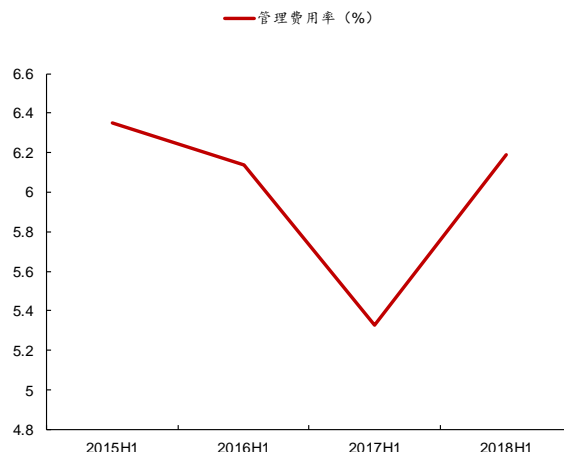
盈利能力增长源自吨价提升，世界杯并未对啤酒厂商费用率产生较大影响。从期间费用率来看，尽管二季度有世界杯因素，但啤酒企业期间费用率并未显著提高，基本保持稳定。上半年啤酒行业销售费用率同比小幅上升，但啤酒行业的费用投放节奏受多种因素影响，且与产销量有较大关系。上半年啤酒产销量并未显著增长，盈利的增长源自吨价的提升。

图 9：啤酒行业销售费用率



数据来源：wind，财通证券研究所

图 10：啤酒行业管理费用率

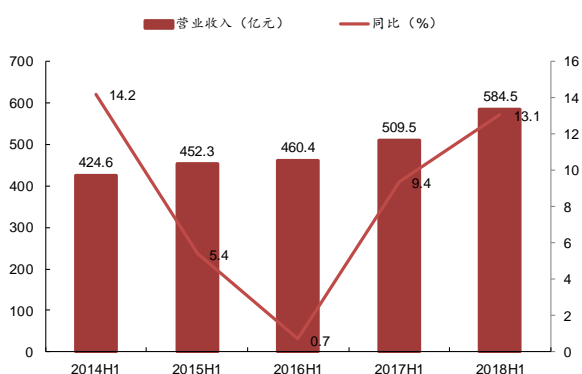


数据来源：wind，财通证券研究所

4、乳制品：营收符合预期，费用投放导致利润增速偏低

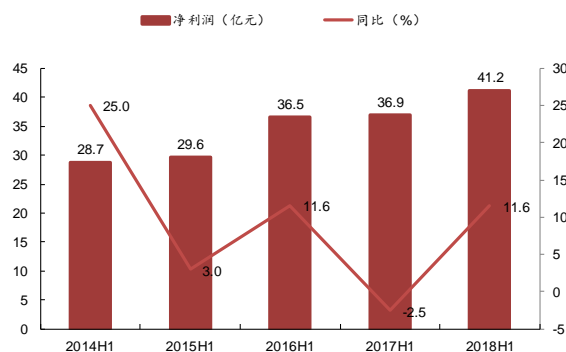
营业收入符合预期，费用增长拖累净利。2018H1 乳制品行业实现营业收入 584.5 亿元，同比增长 13.1%，实现净利润 41.2 亿元，同比增长 11.6%，净利润增速不及收入增速。上半年国内生鲜乳价格整体处于波动走势，对于乳企来说成本端影响属于可控区间，毛利率并未受显著影响。乳制品龙头伊利股份上半年营业收入增速为 18.9%，但净利润增速仅为 3.0%，原因在于费用投放节奏加快导致。

图 11：2018H1 乳制品企业整体营收情况



数据来源：wind，财通证券研究所

图 12：2018H1 乳制品企业整体净利润情况



数据来源：wind，财通证券研究所

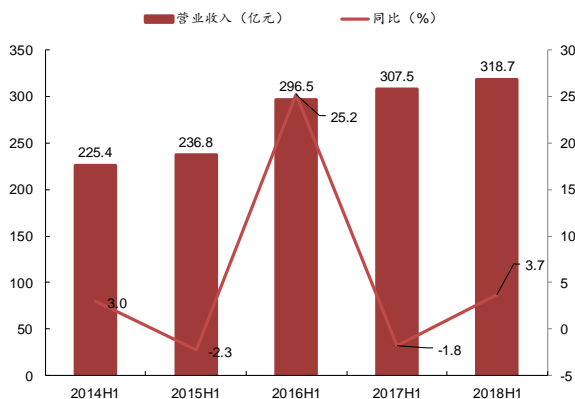
行业稳健增长，伊利费用投放节奏于行业景气度无关。从营收的角度来看，上半年 11 家上市乳企中有 9 家实现正增长，且有 4 家实现营收增速超过 10%。二季度伊利股份销售费用率为 28.1%，广告营销费同比增长 38.9%，原因在于世界杯营销期间加大投入，以捍卫市场份额。我们认为行业增速符合预期，且下半年伊利费用率有望边际改善。在营收增长稳健的情况下，龙头乳企在维持市占率的情况下仍然有望实现稳健增长。

5、肉制品：龙头利润持续超预期，猪瘟事件影响短期行业情绪

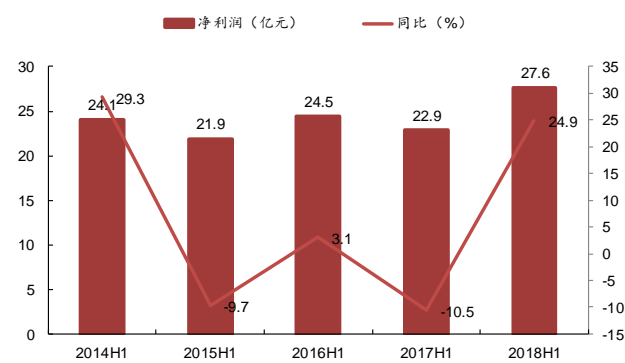
收入小幅增长，净利润超出预期。2018H1 肉制品行业实现营业收入 318.7 亿元，同比增长 3.7%，实现净利润 27.6 亿元，同比增长 24.9%。上半年猪肉及生猪价格跌幅较大，且价差整体走扩，因此肉制品业务及屠宰业务整体有所降低，肉制品行业利润改善较为明显。

图 13：2018H1 肉制品企业整体营收情况

图 14：2018H1 肉制品企业整体净利润情况



数据来源: wind, 财通证券研究所



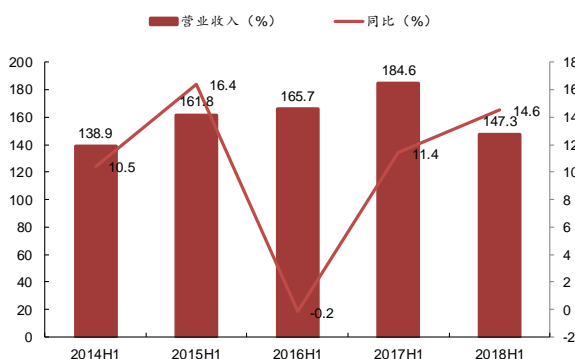
数据来源: wind, 财通证券研究所

猪瘟事件带来短期不确定性，短期静待观察。三季度猪瘟事件对于上游猪价有一定影响，猪肉价格或将迎来反弹，部分地区猪肉价格近期涨幅较快。同时猪瘟事件也会使需求端有所降温，短期为肉制品行业带来一定的不确定性。从上游角度来看，或将加速猪周期出清见底。下半年若猪价持续反弹，肉制品行业整体盈利能力会有所承压，但龙头企业更能把控成本优势。我们建议持续关注猪瘟事件后续发展情况，但对行业龙头盈利能力保持乐观。

6、调味品：海天继续稳增，中炬加速成长

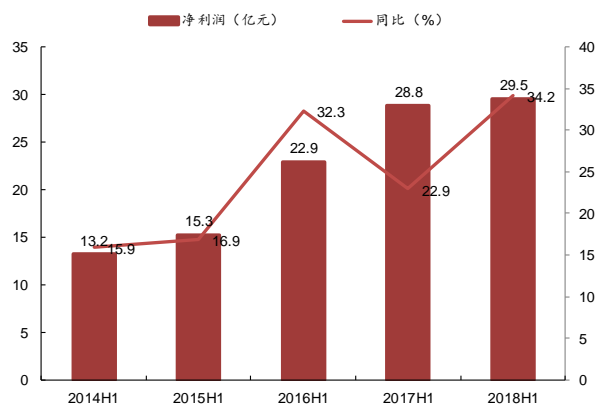
行业增速稳健，利润增速大幅高于收入增速。2018H1 调味品行业实现营业收入 147.3 亿元，同比增长 14.6%，实现净利润 29.5 亿元，同比增长 34.2%。行业龙头海天味业 Q1/Q2 营收增速高于 17%，净利润增速高于 23%，业绩增长稳健。中炬高新则实现加速增长，2018H1 营收增速超过 20%，且净利润增速超过 48%，主要系销售费用率下降明显，使得净利率同比提高显著。

图 15：2018H1 调味品企业整体营收情况



数据来源: 财通证券研究所

图 16：2018H1 调味品企业整体净利润情况



数据来源: 财通证券研究所

调味品行业龙头整体竞争格局良好。海天平台化发展，且在消费升级趋势下具有较强的议价权，毛利率有望保持稳中有升。随着消费升级及下游餐饮业的回暖，行业景气有望从平台化发展的海天传导至其他细分行业龙头，继续带动行业稳健增长。

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。