

食品、饮料与烟草行业

2018-9-3

食品饮料行业 2018 年中报综述：白酒高增持续，大众品业绩改善

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 2018H1 行业收入/利润增速 17%/32%，2018Q2 增速 16%/34%

2018H 行业收入 2855 亿元，同比增长 17%，行业利润 511 亿元，同比增长 32%，其中 Q1/Q2 收入增速 18%/16%，利润增速 30%/34%。分板块看，**2018H1 白酒收入/利润增速 33%/40%，大众品收入/利润增速 9%/17%**。白酒表现依然最为亮眼。

■ 白酒高增长持续且景气范围扩大，大众高端酒复苏明显

2018H1 白酒收入增速 33% (Q1/Q2 为 30%/38%)，比去年全年有所加速，同时在毛利率提升和期间费用率下降背景下，行业净利率有所提升，但因消费税调整等拖累业绩，上半年业绩增速相对去年全年有所放缓，约为 40% (Q1/Q2 为 36%/46%)。分档次看，高档酒收入增速 36% (Q1/Q2 为 33%/41%)，利润增速 40% (Q1/Q2 为 38%/44%)；次高端酒收入增速 44% (Q1/Q2 为 50%/35%)，利润增速 72% (Q1/Q2 为 58%/112%)；大众高端酒收入增速 27% (Q1/Q2 为 23%/34%)，利润增速 34% (Q1/Q2 为 30%/43%)；大众普通酒收入增速 9% (Q1/Q2 为 6%/14%)，利润增速 30% (Q1/Q2 为 12%/174%)。对比增速，**次高端>高端>大众高端>大众普通酒，但是大众高端酒增速加速明显，白酒景气向大众高端酒扩散。**

■ 大众品盈利持续恢复，调味品表现抢眼，乳制品利润增速放缓

2018H1 大众品收入增速 9% (Q1/Q2 为 11%/8%)，受益于提价+结构升级+成本缓和，上半年利润增速高于收入，约为 17% (明显好于 2017 年的 9.6%)。**其中业绩表现较为亮眼的是调味品、小食品、肉制品。**

乳制品：受益于产品结构升级和三四线渠道下沉，上半年收入增长较快，约为 14% (Q1/Q2 为 18%/11%)，但受世界杯的事件营销影响，龙头乳企加大广告营销费用的投放导致整体盈利能力削弱，上半年业绩增速为 4% (Q1/Q2 为 18%/-11%)。

调味品：上半年收入维持较快增长，约为 15% (Q1/Q2 为 15%/15%)，行业产品结构升级，盈利能力持续增强，利润端增长持续高于收入端，上半年业绩增速约为 27% (Q1/Q2 为 30%/24%)。

肉制品：上半年收入增长 4%，同时受益于猪价下行，肉制品加工业务享受成本端红利，屠宰业务在量增长明显和头均利润提升背景下，上半年利润增速亮眼，约为 22% (Q1/Q2 为 21%/23%)。

啤酒：上半年收入止滑，增长约为 2% (Q1/Q2 为 4%/0%)，竞争改善叠加部分产能出清，行业盈利能力提升，利润增速快于收入，约为 13% (Q1/Q2 为 15%/12%)。

小食品：上半年收入增长 12% (Q1/Q2 为 14%/10%)，利润增长 22% (Q1/Q2 为 19%/26%)，小食品中细分品类众多，表现不一，其中桃李面包、汤臣倍健、安井食品、涪陵榨菜等细分行业龙头表现抢眼。

■ 投资建议

继续看好白酒周期的持续，预计未来行业处于降速而非结束过程，重点推荐确定性较强、估值安全边际强的品种 (茅台、洋河、口子)，其他关注五粮液、老窖、汾酒；**大众品推荐定价权强的龙头**，重点关注伊利、中炬、白云山、安井，其他关注双汇、桃李、青啤、洽洽。

风险提示：

1. 下游需求不达预期；
2. 原材料成本波动风险。

分析师 刘颜

☎ (8621) 61118732

✉ liuyan8@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516050001

分析师 董思远

☎ (8621) 61118732

✉ dongsy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070016

分析师 张伟欣

☎ (8621) 61118732

✉ zhangwx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060003

联系人 赵海燕

☎ (8621) 61118732

✉ zhaohy4@cjsc.com.cn

联系人 徐爽

☎ (8621) 61118732

✉ xushuang@cjsc.com.cn

相关研究

《怎么看通胀与食品饮料的关系？》2018-8-27

《食品饮料龙头成长系列：再解啤酒龙头成长史》2018-8-20

《食品饮料龙头成长系列：再解调味品龙头成长史》2018-8-13

目录

行业 2018 年中报表现概述.....	8
行业概述：白酒保持靓丽增长，大众品逐渐恢复.....	10
2018H1 行业收入/利润增速 17%/32%，2018Q2 行业收入/利润增速 16%/34%.....	12
分行业收入增速情况：白酒继续保持高增长，大众品逐渐复苏.....	14
分行业利润增速情况：白酒继续保持高增长，大众品中调味品、食品综合、肉制品利润增长明显.....	15
白酒行业：收入利润增速表现亮眼，高端、次高端酒继续保持快速增长，大众高端酒复苏明显.....	17
白酒行业持续复苏，高端、次高端酒好于大众高端、大众普通酒.....	17
白酒收入和利润均在 30%以上，大众酒明显复苏.....	18
白酒行业盈利能力：整体盈利能力提升，且高端白酒盈利能力显著优于其他档位白酒.....	21
白酒行业现金流状况：2018Q2 现金净流入持续改善，其中高端、大众高端白酒改善更为明显.....	25
白酒行业资产负债：二季度预收账款下降明显，主要受茅台影响.....	27
大众品：产品结构升级、成本同比压力有所缓解，利润增长领先收入.....	31
大众品：2018H1 利润增长快于收入.....	31
大众品盈利能力：成本端压力减弱、结构升级促进毛利率提升，费用投放小幅增长，净利率稳健提升.....	32
乳制品行业：收入提速明显，事件营销致短期竞争加剧，盈利能力下滑.....	35
乳制品行业：收入增速恢复明显，事件营销导致费用上升，利润增长慢于收入.....	35
乳制品行业盈利能力：2018H1 毛利率企稳回升，短期费用投放升温，净利率下滑.....	36
乳制品行业现金流状况：经营现金净流入下降.....	38
乳制品行业资产负债：存货持续小幅下降.....	38
调味品行业：收入增长稳健，盈利能力持续提升.....	40
调味品行业：收入增长稳健，利润增长好于收入.....	40
调味品行业盈利能力：受益于良好的竞争格局以及产品结构升级，盈利能力持续提升.....	41
调味品行业现金流状况：经营现金流入增加，经营现金净流入同比大幅增长.....	42
调味品行业资产负债：预收账款持续增长.....	43
肉制品行业：2018H1 受益于猪价低位运行，屠宰放量、肉制品利润提升明显.....	45
肉制品行业：猪价低位运行，收入低速增长，利润增长较快.....	45
肉制品行业盈利能力：猪价低位运行，毛利率、净利率均提升.....	46
肉制品行业现金流状况：经营现金流出增加，导致现金净流入同比减少.....	47
肉制品行业资产负债：猪价持续低位运行，存货同比增长 25%，创新高.....	48
啤酒行业：收入结束负增长，竞争换届，利润增长快于收入.....	50
啤酒行业：2018H1 行业规模企稳，利润较快增长.....	50
啤酒行业盈利能力：成本提升压制了毛利率，竞争减弱费用投放下降，净利率小幅提升.....	51
啤酒行业现金流状况：Q2 旺季的经营现金流净流入持续下滑.....	52
啤酒行业资产负债：存货水平持续下降.....	53

食品综合行业：行业收入和利润实现双位数增长	55
食品综合行业：2018Q1 行业收入和利润维持双位数增长	55
食品综合行业盈利能力：毛利率、净利率持续提升	55
食品综合行业现金流状况：Q2 经营现金净流入大幅提升	57
食品综合行业资产负债：存货持续提升，应收款增长较快	59
【要闻动态跟踪】	61
【大事提醒】	62

图表目录

图 1：2018H1 实现收入增长公司占比 82%	11
图 2：2018H1 实现利润增长的公司占比 79%	11
图 3：2018H1 和 2017 年实现收入增长的公司数量	12
图 4：2018H1 和 2017 年实现利润增长的公司数量	12
图 5：2010 -2018H1 食品饮料行业收入及增速（亿元）	13
图 6：2010 -2018H1 食品饮料行业利润及增速（亿元）	13
图 7：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业收入及增速（亿元）	13
图 8：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业利润及增速（亿元）	13
图 9：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业毛利率	13
图 10：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业毛利率变化	13
图 11：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业净利率	14
图 12：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业净利率变化	14
图 13：白酒和大众品收入增速对比	14
图 14：2018H1 分行业收入增速	15
图 15：2018Q1/Q2 分行业收入增速	15
图 16：2015-2018H1 各子行业季度收入增速	15
图 17：2018Q2 较 2018Q1 收入增速环比变化	15
图 18：白酒和大众品利润增速对比	16
图 19：2018H1 分行业利润增速	16
图 20：2018Q1/Q2 分行业利润增速	16
图 21：2015-2018H1 各子行业利润增速	16
图 22：2018Q2 较 2018Q1 利润增速环比变化	16
图 23：白酒行业收入及增速（亿元）	19
图 24：白酒行业利润及增速（亿元）	19
图 25：白酒行业分季度收入及增速（亿元）	19
图 26：白酒行业分季度利润及增速（亿元）	19
图 27：白酒行业分季度收入情况（考虑预收账款）（亿元）	19
图 28：各档位白酒收入同比增速（亿元）	20
图 29：各档位白酒利润同比增速（亿元）	21
图 30：白酒行业分季度毛利率	22

图 31: 白酒行业分季度毛利率变化	22
图 32: 白酒行业分季度净利率.....	22
图 33: 白酒行业分季度净利率变化	22
图 34: 白酒行业分季度期间费用率	22
图 35: 白酒行业分季度期间费用率变化	22
图 36: 各档位白酒分季度毛利率	23
图 37: 各档位白酒分季度毛利率变化.....	23
图 38: 各档位白酒分季度净利率	23
图 39: 各档位白酒分季度净利率变化	23
图 40: 各档位白酒分季度期间费用率.....	24
图 41: 各档位白酒分季度期间费用率变化.....	24
图 42: 白酒行业分季度经营现金净流入及变化 (亿元)	25
图 43: 白酒行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)	25
图 44: 白酒行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)	25
图 45: 各档位白酒分季度经营现金净流入 (亿元)	26
图 46: 各档位白酒分季度经营现金净流入同比变化.....	26
图 47: 各档位白酒分季度经营现金流入 (亿元)	27
图 48: 各档位白酒分季度经营现金流入同比变化.....	27
图 49: 各档位白酒分季度经营现金流出 (亿元)	27
图 50: 各档位白酒分季度经营现金净流出同比变化.....	27
图 51: 白酒行业分季度预收账款情况 (亿元)	28
图 52: 白酒行业年度预收账款情况 (亿元)	28
图 53: 白酒行业分季度现金情况 (亿元)	28
图 54: 白酒行业分季度应收账款+应收票据情况 (亿元)	28
图 55: 白酒行业分季度资产负债率	28
图 56: 各档位白酒分季度现金情况 (单位: 亿元)	29
图 57: 各档位白酒分季度现金同比增速	29
图 58: 各档位白酒分季度预收账款情况 (单位: 亿元)	29
图 59: 各档位白酒分季度预收账款同比增速	29
图 60: 各档位白酒分季度资产负债率.....	30
图 61: 大众品收入及增速 (亿元)	31
图 62: 大众品利润及增速 (亿元)	31
图 63: 大众品分季度收入及增速 (亿元)	31
图 64: 大众品分季度利润及增速 (亿元)	31
图 65: 大众品及各子行业收入增速对比	32
图 66: 大众品子行业利润增速对比	32
图 67: 大众品分季度毛利率	33
图 68: 大众品分季度毛利率变化	33
图 69: 大众品分季度净利率	33
图 70: 大众品分季度净利率变化	33
图 71: 大众品分季度期间费用率	33
图 72: 大众品分季度期间费用率变化	33
图 73: 大众品及各子行业毛利率对比.....	34

图 74: 大众品及各子行业净利率对比	34
图 75: 乳制品行业收入及增速 (亿元)	35
图 76: 乳制品行业利润及增速 (亿元)	35
图 77: 乳制品行业分季度收入及增速 (亿元)	35
图 78: 乳制品行业分季度利润及增速 (亿元)	35
图 79: 乳制品行业分季度毛利率	36
图 80: 乳制品行业分季度毛利率变化	36
图 81: 乳制品行业分季度净利率	36
图 82: 乳制品行业分季度净利率变化	36
图 83: 乳制品行业分季度期间费用率	37
图 84: 乳制品行业分季度期间费用率变化	37
图 85: 乳制品行业分季度销售费用率	37
图 86: 乳制品行业分季度销售费用率变化	37
图 87: 乳制品行业毛利率-销售费用率	37
图 88: 乳制品行业毛销差变化 (毛利率-销售费用率)	37
图 89: 乳制品行业分季度经营现金净流入及变化 (亿元)	38
图 90: 乳制品行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)	38
图 91: 乳制品行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)	38
图 92: 乳制品行业分季度现金情况 (亿元)	39
图 93: 乳制品行业分季度库存情况 (亿元)	39
图 94: 乳制品行业分季度应收账款情况 (亿元)	39
图 95: 乳制品行业分季度预收账款情况 (亿元)	39
图 96: 乳制品行业资产负债率	39
图 97: 调味品行业收入及增速 (亿元)	40
图 98: 调味品行业利润及增速 (亿元)	40
图 99: 调味品行业分季度收入及增速 (亿元)	40
图 100: 调味品行业分季度利润及增速 (亿元)	40
图 101: 调味品行业分季度毛利率	41
图 102: 调味品行业分季度毛利率变化	41
图 103: 调味品行业分季度净利率	41
图 104: 调味品行业分季度净利率变化	41
图 105: 调味品行业分季度期间费用率	42
图 106: 调味品行业分季度期间费用率变化	42
图 107: 调味品行业分季度经营现金净流入及变化 (亿元)	42
图 108: 调味品行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)	43
图 109: 调味品行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)	43
图 110: 调味品行业分季度现金情况 (亿元)	43
图 111: 调味品行业分季度库存情况 (亿元)	43
图 112: 调味品行业分季度应收账款情况 (亿元)	44
图 113: 调味品行业分季度预收账款情况 (亿元)	44
图 114: 调味品行业资产负债率	44
图 115: 肉制品行业收入及增速 (亿元)	45
图 116: 肉制品行业利润及增速 (亿元)	45

图 117: 肉制品行业分季度收入及增速 (亿元)	45
图 118: 肉制品行业分季度利润及增速 (亿元)	45
图 119: 肉制品行业分季度毛利率	46
图 120: 肉制品行业分季度毛利率变化	46
图 121: 肉制品行业分季度净利率	46
图 122: 肉制品行业分季度净利率变化	46
图 123: 肉制品行业分季度期间费用率	47
图 124: 肉制品行业分季度期间费用率变化	47
图 125: 肉制品行业分季度经营现金净流入及变化 (亿元)	47
图 126: 肉制品行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)	48
图 127: 肉制品行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)	48
图 128: 肉制品行业分季度现金情况 (亿元)	48
图 129: 肉制品行业分季度库存情况 (亿元)	48
图 130: 肉制品行业分季度应收账款情况 (亿元)	48
图 131: 肉制品行业分季度预收账款情况 (亿元)	48
图 132: 肉制品行业资产负债率	49
图 133: 啤酒行业收入及增速 (亿元)	50
图 134: 啤酒行业利润及增速 (亿元)	50
图 135: 啤酒行业分季度收入及增速 (亿元)	50
图 136: 啤酒行业分季度利润及增速 (亿元)	50
图 137: 啤酒行业分季度毛利率	51
图 138: 啤酒行业分季度毛利率变化	51
图 139: 啤酒行业分季度净利率	51
图 140: 啤酒行业分季度净利率变化	51
图 141: 啤酒行业分季度期间费用率	52
图 142: 啤酒行业分季度期间费用率变化	52
图 143: 啤酒行业分季度经营现金净流入及变化 (亿元)	52
图 144: 啤酒行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)	53
图 145: 啤酒行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)	53
图 146: 啤酒行业分季度现金情况 (亿元)	53
图 147: 啤酒行业分季度库存情况 (亿元)	53
图 148: 啤酒行业分季度应收账款情况 (亿元)	53
图 149: 啤酒行业分季度预收账款情况 (亿元)	53
图 150: 啤酒行业资产负债率	54
图 151: 食品综合行业收入及增速 (亿元)	55
图 152: 食品综合行业利润及增速 (亿元)	55
图 153: 食品综合行业分季度收入及增速 (亿元)	55
图 154: 食品综合行业分季度利润及增速 (亿元)	55
图 155: 食品综合行业分季度毛利率	56
图 156: 食品综合行业分季度毛利率变化	56
图 157: 食品综合行业分季度净利率	56
图 158: 食品综合行业分季度净利率变化	56
图 159: 食品综合行业分季度期间费用率	57

图 160: 食品综合行业分季度期间费用率变化	57
图 161: 食品综合行业分季度经营现金净流入及变化 (亿元)	57
图 162: 食品综合行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)	58
图 163: 食品综合行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)	58
图 164: 食品综合行业分季度现金情况 (亿元)	59
图 165: 食品综合行业分季度库存情况 (亿元)	59
图 166: 食品综合行业分季度应收账款情况 (亿元)	59
图 167: 食品综合行业分季度预收账款情况 (亿元)	59
图 168: 食品综合行业资产负债率	60
表 1: 行业统计范围	10
表 2: 行业收入、利润增速概况	11
表 3: 2018H1 各子行业实现收入和利润增长的公司占比	12
表 4: 各档位白酒企业单季度收入和利润增速	18
表 5: 大众品及其子行业单季度收入和利润增速	32
表 6: 重点公司 2018 年半年报披露情况汇总	61
表 7: 未来两周大事提醒	62

行业 2018 年中报表现概述

白酒行业：行业收入和利润增速持续改善，高端、次高端酒好于大众高端、大众普通酒

2018H1 收入/利润增速分别为 33%/40%：分季度看，2018Q1/Q2 收入增速分别为 30%/38%，利润增速分别为 36%/46%，二季度收入利润增速均好于一季度；分档次看，**2018H1 收入增速次高端 (44%) > 高端 (36%) > 大众高端 (27%) > 大众普通 (9%)，利润增速次高端 (72%) > 高端 (40%) > 大众高端 (34%) > 大众普通 (30%)**，白酒行业分化仍在继续，2018H1 收入增速高端、次高端（35%以上）依然好于大众高端（25%以上）好于大众普通酒（个位数增长），利润增速高端、次高端（40%以上）好于大众高端（30%以上）好于大众普通酒（约 30%）。

白酒景气周期仍在持续，同时好转范围从高端、次高端扩大到大众高端、大众酒。2018Q2 高端、大众高端和大众普通白酒收入和利润增速均好于 2018Q1，而 2018Q2 次高端收入增速环比放缓，但利润增速环比依然改善。其中大众高端白酒收入增速改善最为明显（增速同比提升 11pct）。

乳制品行业：收入增长靓丽，事件营销致短期竞争加剧，盈利能力下滑

2018H1 行业收入 565 亿元，同比增长 14%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 18%/11%。2018H1 乳制品收入端维持较快增长，由产品结构升级和三四线城市下沉共同驱动，三四线城市及乡镇市场液态类乳品的零售额较上年同期的增长明显快于一二线城市，深耕三四线的伊利收入端增长达到 19%，领先行业增长。

2018H1 行业利润 41 亿元，同比增长 4%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 18%/-11%。2018H1 由于世界杯的事件营销影响，龙头乳企伊利和蒙牛均加大了广告营销费用的投放，与此同时在终端针对新品、高端产品的打折促销并没有较去年同期有所减弱，因而行业整体盈利能力有所削弱。

调味品行业：收入增长稳健，盈利能力持续提升，表现最为亮眼

2018H1 行业收入 134 亿元，同比增长 15%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 15%/15%。2018H1 行业利润 30 亿元，同比增长 27%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 30%/24%。

2018H1 调味品行业收入维持较快增长。海天味业 2018Q1 和 Q2 的增速均超过 17%，2018H1 中炬调味品业务（美味鲜）同比增长约 12%。随着行业的产品结构升级，调味品行业的盈利能力持续增强，利润端增长持续高于收入端。

肉制品：2018H1 受益于猪价低位运行，屠宰放量、肉制品利润提升明显

2018H1 行业收入 320 亿元，同比增长 4%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 4%/4%。行业收入自 2014 年 Q3 以来持续下滑，2015 年 Q3 首次实现正增长，已经连续 7 个季度正增长。

2018H1 行业利润 27 亿元，同比增长 22%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 21%/23%。利润增长主要是受益于猪价下行背景下，肉制品加工业务享受成本端红利，同时屠宰业务在量增长明显和头均利润提升背景下，屠宰业务利润亦获得不错增长。

啤酒行业：行业收入结束负增长，竞争趋缓，利润率进入稳步提升通道

2018H1 行业收入 260 亿元，同比增长 2%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 4%/0%。行业自 2013 年达到产量顶峰 5061 万吨后，近年的行业总量一直处于下滑，过去 3 个年度收入端也一直处于下滑状态，2018H1 行业收入端终于出现小幅增长，主要系各大酒企主动进行产品结构升级，在总量持续下滑的背景下，突破产品吨价天花板带来收入增长。

2018H1 行业利润 22 亿元，同比增长 13%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 15%/12%。在行业缩量的大背景下，酒企盈利能力也受到挑战，2017 年度行业利润终于扭转下滑颓势，同比增长 22%，今年上半年行业盈利持续增长，随着啤酒产品结构不断升级、落后产能出清带来的减值损失影响逐步消除，行业的盈利能力将得到增强，预计利润增长仍将持续快于收入。

食品综合行业：细分板块表现不一，个别细分龙头表现抢眼

2018H1 行业收入 423 亿元，同比增长 12%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 14%/10%。2018H1 行业利润 32 亿元，同比增长 22%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 19%/26%。

2018Q2 收入和利润同比增量均贡献较大（收入增长大于 1 亿元且利润增长大于 3000 万元）的公司汤臣倍健、桃李面包、安井食品、涪陵榨菜，都是行业格局较好的细分品类龙头。

行业概述：白酒保持靓丽增长，大众品逐渐恢复

我们统计了食品饮料行业 78 家公司中报，并按照申万行业二级行业分类分成 8 大子行业进行了统计。

表 1：行业统计范围

行业	企业个数	企业	2018H1 (亿元, %)			
			收入规模	利润规模	收入占比	利润占比
白酒	17	贵州茅台,五粮液,洋河股份,泸州老窖,古井贡酒,酒鬼酒,皇台酒业,水井坊,今世缘,伊力特,金种子酒,老白干酒,沱牌舍得,迎驾贡酒,口子窖、金徽酒	1004	347	35%	68%
啤酒	7	青岛啤酒,燕京啤酒,珠江啤酒,重庆啤酒,惠泉啤酒,西藏发展,兰州黄河	260	22	9%	4%
葡萄酒	5	张裕 A,中葡股份,通葡股份,莫高股份, 威龙股份	41	6	1%	1%
黄酒	3	古越龙山,金枫酒业, 会稽山	20	2	1%	0%
乳制品	8	伊利股份,光明乳业,三元股份,麦趣尔,燕塘乳业, 天润乳业, 科迪乳业,贝因美	578	41	20%	8%
肉制品	6	双汇发展,龙大肉食,煌上煌,金字火腿,得利斯, 华统股份	320	27	11%	5%
调味品	10	佳隆股份,加加食品,莲花味精,恒顺醋业,星湖科技,中炬高新,海天味业,梅花生物, 安记食品, 千禾味业	210	34	7%	7%
食品综合	22	黑芝麻,三全食品,双塔食品,涪陵榨菜,洽洽食品,海欣食品,克明面业,好想你,汤臣倍健,上海梅林, 百润股份, 爱普股份, 桃李面包, 来伊份, 桂发祥, 元祖股份, 安井食品, 盐津铺子, 绝味食品, 承德露露,深深宝 A, 维维股份	423	32	15%	6%
行业整体	78		2855	511	100%	100%

资料来源：Wind，长江证券研究所

2018H1 各子行业收入增速分别为：白酒 (33%) > 调味品 (15%) > 乳制品 (14%) > 食品综合 (12%) > 肉制品 (4%) > 葡萄酒 (3%) > 黄酒 (2.4%) > 啤酒 (1.6%)。

2018H1 各子行业利润增速分别为：白酒 (40%) > 调味品 (27%) > 食品综合 (22.2%) > 肉制品 (22.0%) > 啤酒 (13%) > 黄酒 (3.7%) > 乳制品 (3.5%) > 葡萄酒 (-4%)。

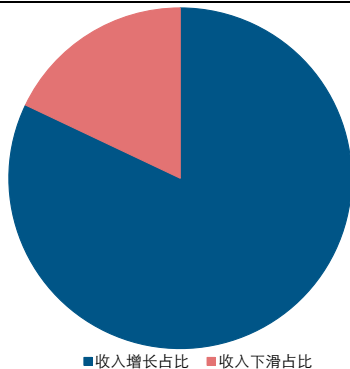
表 2：行业收入、利润增速概况

子行业	收入增速				利润增速			
	2017	2018Q1	2018Q2	2018H1	2017	2018Q1	2018Q2	2018H1
白酒	31%	30%	38%	33%	45%	36%	46%	40%
啤酒	-0.3%	4%	-0.1%	1.6%	22%	15%	12%	13%
葡萄酒	12%	-0.4%	9%	3%	-4%	-8%	10%	-4%
黄酒	7%	4%	-1%	2.4%	21%	7%	-53%	3.7%
乳制品	11%	18%	11%	14%	6%	18%	-11%	3.5%
肉制品	2%	4%	4%	4%	1%	21%	23%	22.0%
调味品	14%	15%	15%	15%	25%	30%	24%	27%
食品综合	26%	14%	10%	12%	23%	19%	26%	22.2%
行业整体	16%	18%	16%	17%	31%	30%	34%	32%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：光明乳业/上海梅林均进行了重述，调味品行业剔除了莲花健康、星湖科技、梅花生物，乳制品行业剔除贝因美）

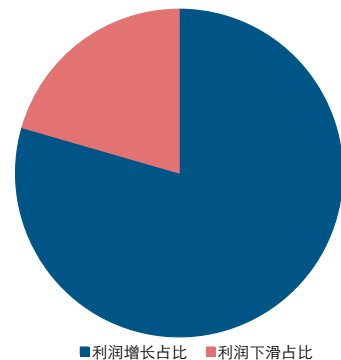
2018H1 行业实现收入增长的公司共 64 家，利润增长的公司 62 家，占有所有 78 家统计公司的 82%和 79%；同时对比 2017 年，实现收入增长的公司减少了 2 家，利润增长的公司增加了 8 家。其中，公司收入增速转正最多的是啤酒行业（2 家），公司利润增速转正最多的是白酒行业（3 家）。

图 1：2018H1 实现收入增长公司占比 82%



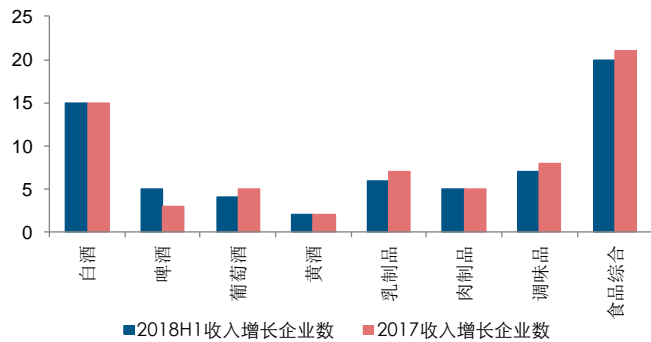
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2018H1 实现利润增长的公司占比 79%



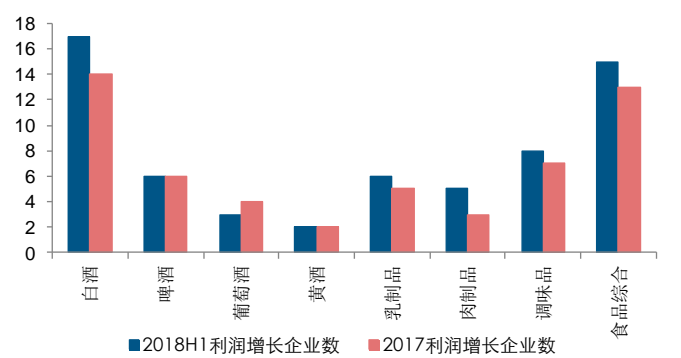
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2018H1 和 2017 年实现收入增长的公司数量



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2018H1 和 2017 年实现利润增长的公司数量



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：2018H1 各子行业实现收入和利润增长的公司占比

子行业	企业个数	收入增长个数	收入增长占比	利润增长个数	利润增长占比
白酒	17	15	88%	17	100%
啤酒	7	5	71%	6	86%
葡萄酒	5	4	80%	3	60%
黄酒	3	2	67%	2	67%
乳制品	8	6	75%	6	75%
肉制品	6	5	83%	5	83%
调味品	10	7	70%	8	80%
食品综合	22	20	91%	15	68%
合计	78	64	82%	62	79%

资料来源：Wind，长江证券研究所

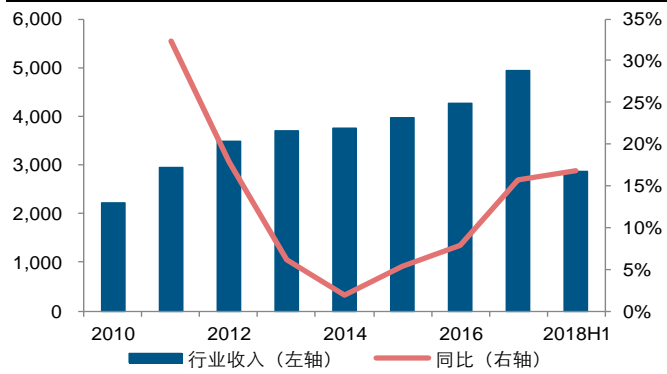
2018H1 行业收入/利润增速 17%/32%，2018Q2 行业收入/利润增速 16%/34%

2018H1 整个行业收入约为 2855 亿元，同比增长 17%，其中 Q1/Q2 收入增速分别为 18%/16%。在白酒行业恢复背景下，行业在经历 2012-2013 年向下调整和 2014 年的探底后，2015 年及之后收入持续保持上升趋势，2015/2016/2017/2018H 收入增速分别为 5%/8%/16%/17%。

2018H1 整个行业利润约为 511 亿元，同比增长 32%，其中 Q1/Q2 利润增速分别为 30%/34%。行业利润在经历 13-14 两年负增长后密西恢复，2015/2016/2017/2018H1 利润增速分别为 8%/9%/31%/32%。

行业盈利能力：2018H1 行业毛利率 49%，净利率 18%，分别较去年同期提升 3pct/2pct。2015 年之后行业毛利率、净利率提升明显，2018 年上半年行业毛利率和净利率已经超越 2012 年的高点水平，创下近年以来的新高。

图 5：2010 -2018H1 食品饮料行业收入及增速（亿元）



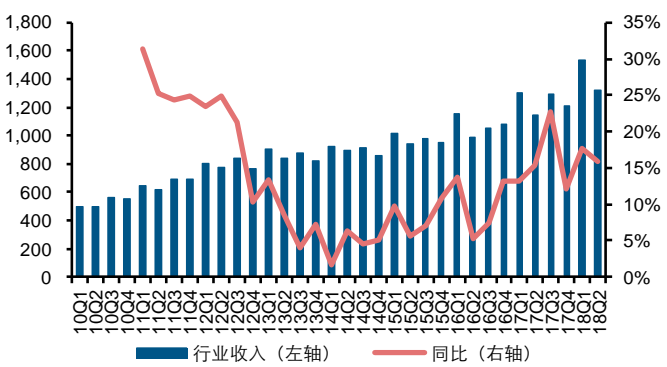
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 6：2010 -2018H1 食品饮料行业利润及增速（亿元）



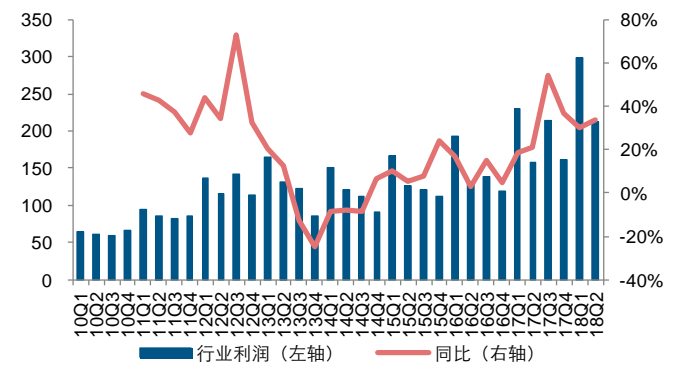
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 7：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业收入及增速（亿元）



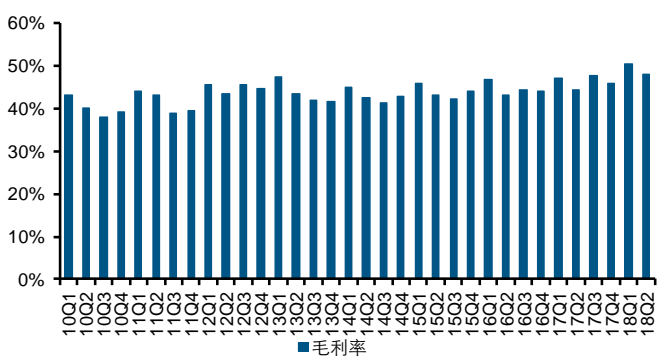
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 8：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业利润及增速（亿元）



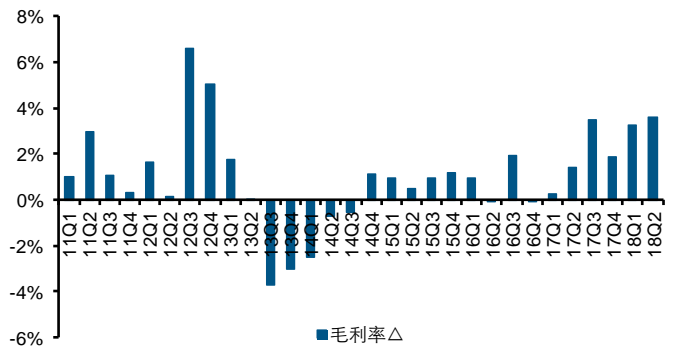
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 9：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业毛利率



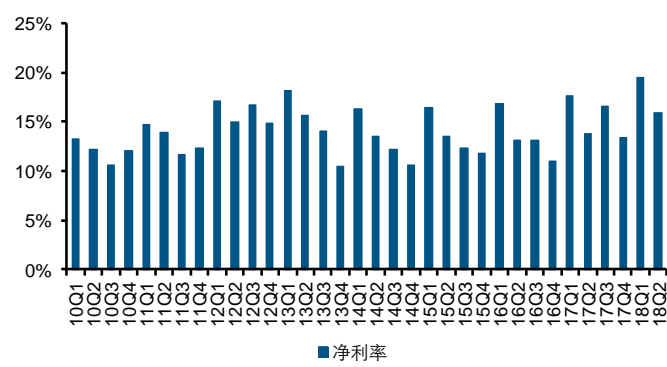
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 10：2010-2018Q2 单季度食品饮料行业毛利率变化



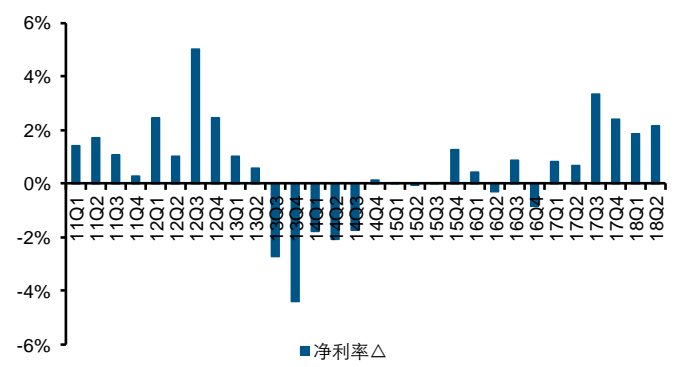
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 11: 2010-2018Q2 单季度食品饮料行业净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 2010-2018Q2 单季度食品饮料行业净利率变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

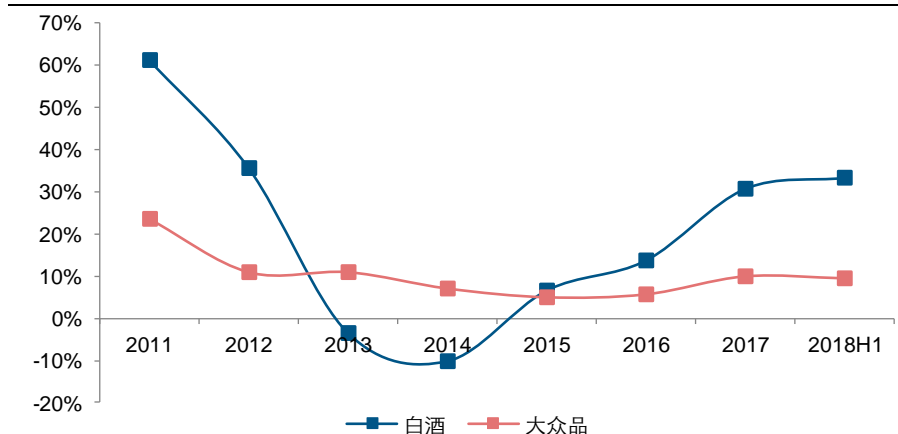
分行业收入增速情况: 白酒继续保持高增长, 大众品逐渐复苏

分行业来看, 2018H1 收入增速白酒 (33%) > 大众品 (9%), 其中各子行业收入增速分别为: 白酒 (33%) > 调味品 (15%) > 乳制品 (14%) > 食品综合 (12%) > 肉制品 (4%) > 葡萄酒 (3%) > 黄酒 (2.4%) > 啤酒 (1.6%)。(注: 光明乳业、上海梅林进行了追溯调整; 调味品行业莲花健康、梅花生物、星湖科技业绩波动较大, 所以剔除调味品行业中的莲花健康、梅花生物、星湖科技; 同理, 剔除乳制品行业中的贝因美, 下同)

2018Q2 各子行业收入增速分别为: 白酒 (38%) > 调味品 (15%) > 乳制品 (11%) > 食品综合 (10%) > 葡萄酒 (9%) > 肉制品 (4%) > 啤酒 (-0.1%) > 黄酒 (-1%)。

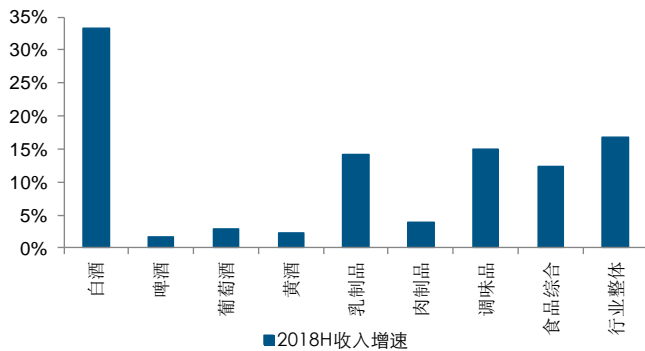
其中 2018Q2 收入增速较 2018Q1 实现加速的行业有: 葡萄酒+9.8pc、白酒+7.4pct、调味品+0.03pct、肉制品+0.01pct。2018Q2 收入增速较 2018Q1 增长趋势放缓的行业有: 乳制品-7.0pct、黄酒-4.5pct、啤酒-3.7pct、食品综合-3.6pct。

图 13: 白酒和大众品收入增速对比



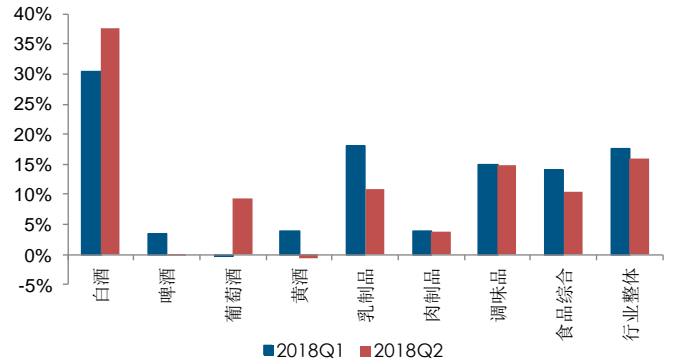
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14：2018H1 分行业收入增速



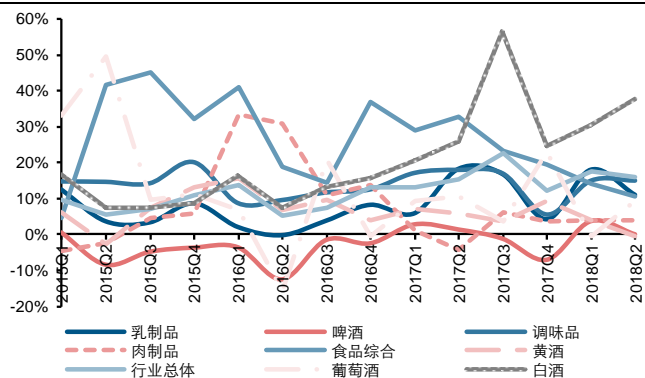
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 15：2018Q1/Q2 分行业收入增速



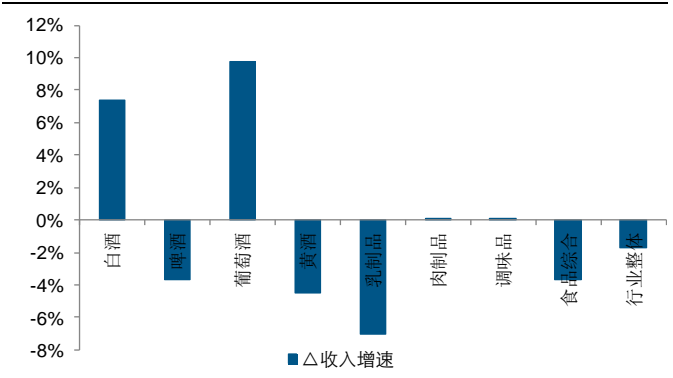
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 16：2015-2018H1 各子行业季度收入增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 17：2018Q2 较 2018Q1 收入增速环比变化



资料来源：Wind, 长江证券研究所

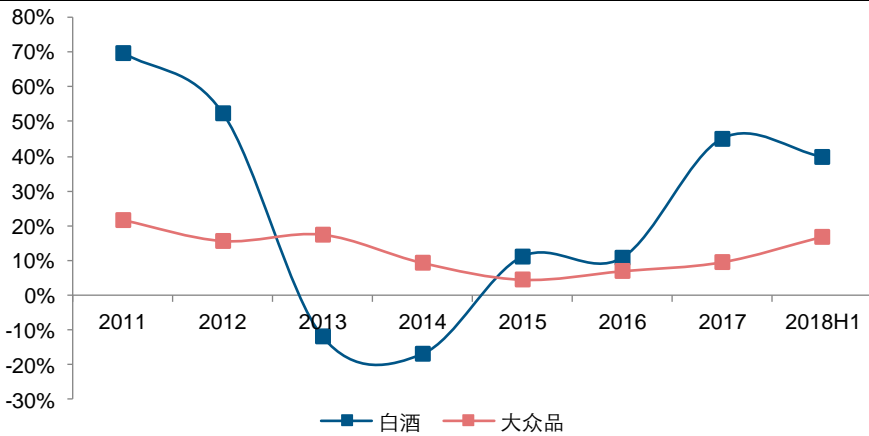
分行业利润增速情况：白酒继续保持高增长，大众品中调味品、食品综合、肉制品利润增长明显

分行业来看，2018H1 利润增速白酒 (40%) > 大众品 (17%)，其中各子行业利润增速分别为：白酒 (40%) > 调味品 (27%) > 食品综合 (22.2%) > 肉制品 (22.0%) > 啤酒 (13%) > 黄酒 (3.7%) > 乳制品 (3.5%) > 葡萄酒 (-4%)。(注：光明乳业、上海梅林进行了追溯调整；调味品行业莲花健康、梅花生物、星湖科技业绩波动较大，所以剔除调味品行业中的莲花健康、梅花生物、星湖科技；同理，剔除乳制品行业中的贝因美，下同)

2018Q2 各子行业利润增速分别为：白酒 (46%) > 食品综合 (26%) > 调味品 (24%) > 肉制品 (23%) > 啤酒 (12%) > 葡萄酒 (10%) > 乳制品 (-11%) > 黄酒 (-53%)。

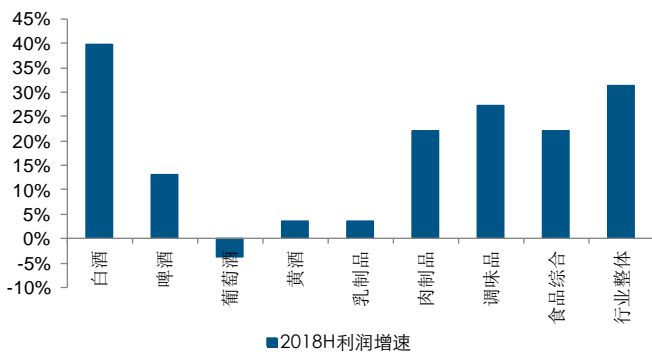
其中 2018Q2 利润增速较 2018Q1 实现加速的行业有：葡萄酒+18.0pct、白酒+9.7pc、食品综合+7.3pct、肉制品+2.0pct。2018Q2 利润增速较 2018Q1 增长趋势放缓的行业有：黄酒-59.8pct、乳制品-28.9pct、调味品-5.0pct、啤酒-2.0pct。

图 18: 白酒和大众品利润增速对比



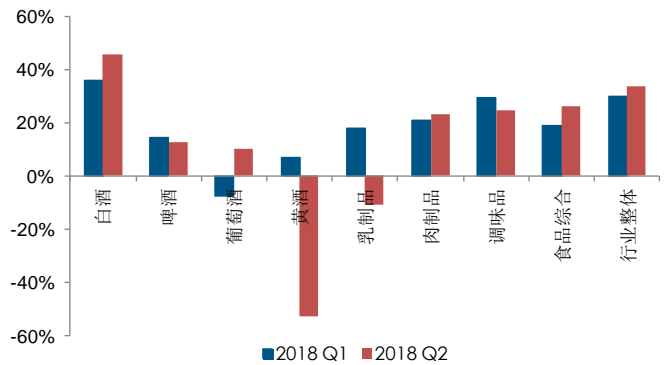
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 2018H1 分行业利润增速



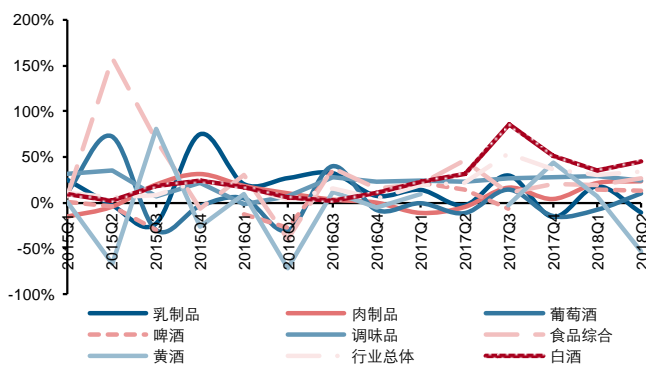
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 2018Q1/Q2 分行业利润增速



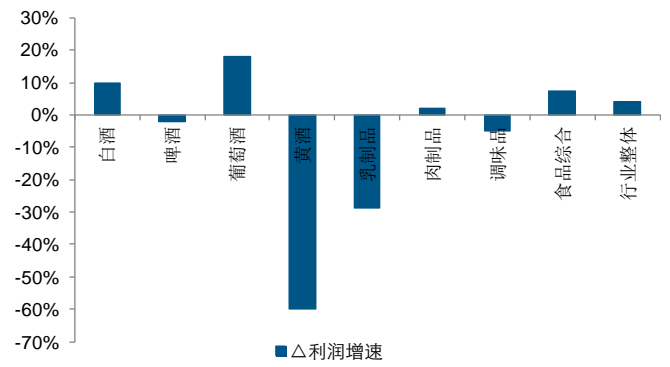
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 2015-2018H1 各子行业利润增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: ①2014Q4、2015Q4、2016Q4 啤酒行业的利润为负数, 故在 2015Q4、2016Q4、2017Q4 不计算对应同比增速; ②黄酒行业 2017Q2 利润增速因低基数增至 343%, 为便于图形展示将其剔除)

图 22: 2018Q2 较 2018Q1 利润增速环比变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

白酒行业：收入利润增速表现亮眼，高端、次高端酒继续保持快速增长，大众高端酒复苏明显

白酒行业持续复苏，高端、次高端酒好于大众高端、大众普通酒

2018H1 收入增速次高端 (44%) > 高端 (36%) > 大众高端 (27%) > 大众普通 (9%) ; 利润增速次高端 (72%) > 高端 (40%) > 大众高端 (34%) > 大众普通 (30%)。

高端白酒：

2017Q1/Q2/Q3/Q4/2018Q1/Q2 收入增速分别为 26%/30%/85%/27%/33%/41%，利润增速分别为 25%/33%/114%/63%/38%/44%，高端酒各季度增速都相对较高，淡旺季波动减弱。

次高端白酒：

2017Q1/Q2/Q3/Q4/2018Q1/Q2 收入增速分别为 35%/43%/50%/26%/50%/35%，利润增速分别为 54%/127%/91%/14%/58%/112%，次高端酒二季度较一季度呈加速增长趋势。

大众高端白酒：

2017Q1/Q2/Q3/Q4/2018Q1/Q2 收入增速分别为 12%/18%/15%/19%/23%/34%，利润增速分别为 15%/26%/21%/23%/30%/43%，大众高端酒 18 年季度增速较去年也呈现改善趋势。

大众普通白酒：

2017Q1/Q2/Q3/Q4/2018Q1/Q2 收入增速分别为-4%/-7%/-1%/12%/6%/14%，利润增速分别为 7%/-47%/23%/-10%/12%/174%，大众酒去年前三个季度的收入增速处于下滑状态，但下滑幅度有所收窄，且在第四季度转负为正，2018 年以来收入利润环比改善明显。

从趋势看，白酒行业收入和利润增速持续改善，2018Q2 高端、大众高端和大众普通白酒收入和利润增速均好于 2018Q1，而 2018Q2 次高端收入增速环比有所下降，但利润增速环比改善明显。其中大众高端白酒收入增速改善最为明显（同比提升 11pct），大众普通白酒利润增速改善最为明显（同比提升 162pct，主要得益于低基数）。

从结构看，白酒行业分化仍在继续，2018H1 收入增速高端、次高端（35%以上）好于大众高端（25%以上）好于大众普通酒（个位数增长），利润增速高端、次高端（40%以上）好于大众高端（30%以上）好于大众普通酒（约 30%）。

表 4：各档位白酒企业单季度收入和利润增速

档位	简称	收入增速				利润增速			
		2017	2018Q1	2018Q2	2018H1	2017	2018Q1	2018Q2	2018H1
高端	贵州茅台	52%	32%	46%	38%	62%	39%	42%	40%
	五粮液	23%	37%	38%	37%	43%	38%	55%	43%
	泸州老窖	25%	26%	25%	25%	33%	33%	36%	34%
	合计	39%	33%	41%	36%	55%	38%	44%	40%
次高端	水井坊	74%	88%	33%	59%	49%	68%	404%	134%
	沱牌舍得	12%	22%	10%	16%	79%	103%	287%	166%
	山西汾酒	37%	49%	45%	47%	56%	52%	69%	56%
	酒鬼酒	34%	46%	37%	41%	62%	69%	14%	38%
	合计	38%	50%	35%	44%	57%	58%	112%	72%
大众高端	洋河股份	16%	26%	27%	26%	14%	27%	31%	28%
	古井贡酒	16%	18%	49%	30%	38%	43%	121%	63%
	口子窖	27%	21%	28%	24%	42%	37%	43%	39%
	今世缘	16%	31%	31%	31%	19%	32%	32%	32%
	金徽酒	4%	5%	19%	10%	14%	7%	29%	11%
	老白干酒	4%	6%	75%	32%	48%	81%	1059%	208%
	合计	16%	23%	34%	27%	20%	30%	43%	34%
大众普通	迎驾贡酒	3%	12%	9%	11%	-2%	12%	40%	16%
	金种子酒	-10%	-12%	7%	-4%	-52%	17%	--	18%
	伊力特	13%	9%	36%	20%	28%	8%	88%	33%
	皇台酒业	-73%	-22%	-98%	-78%	--	--	--	--
	合计	1%	6%	14%	9%	-1%	12%	174%	30%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：当基数为负数时计算同比增速无实际意义，故本表不呈现）

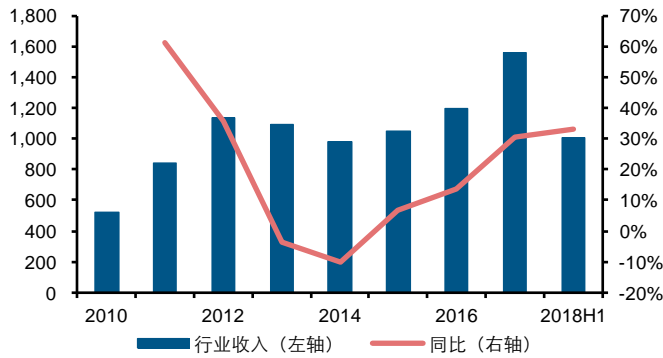
白酒收入和利润均在 30%以上，大众酒明显复苏

2018H1 白酒行业收入 1004 亿元，同比增长 33%，其中 2018Q2 行业收入 419 亿元，同比增长 38%，Q1/Q2 收入增速分别为 30%/38%。行业收入自 2013Q2 负增长，经历了两年的调整，2015 年实现 7% 的增长，2016 年、2017 年、2018 年上半年收入继续保持增长且收入增速保持向上的趋势，行业复苏进一步确定。

2018H1 白酒行业利润 347 亿元，同比增长 40%，其中 2018Q2 行业利润 135 亿元，同比增长 46%，Q1/Q2 利润增速分别为 36%/46%，呈逐季加速增长态势。

总体而言，行业自 2013 年 Q2 连续 6 个季度收入和利润负增长之后，2015 年已经触底回升，2016 年、2017 年、2018 年上半年行业继续保持复苏趋势。

图 23：白酒行业收入及增速（亿元）



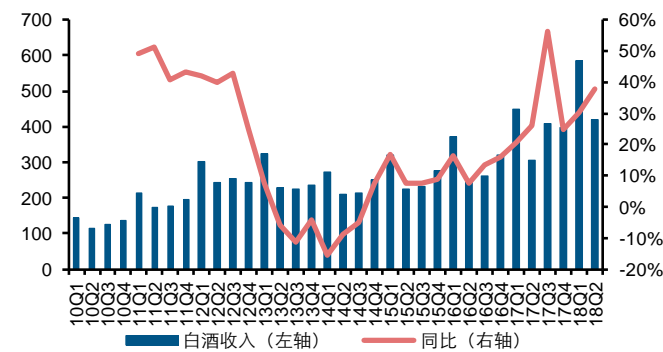
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 24：白酒行业利润及增速（亿元）



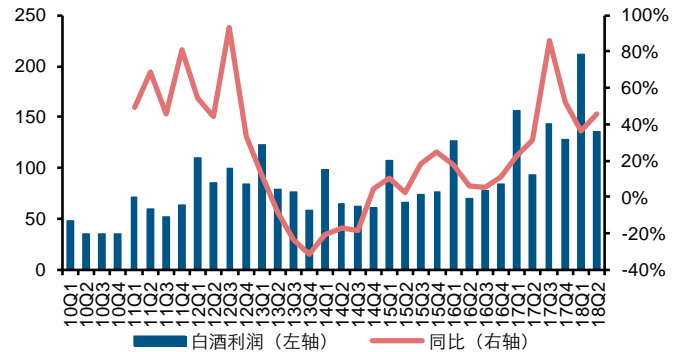
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 25：白酒行业分季度收入及增速（亿元）



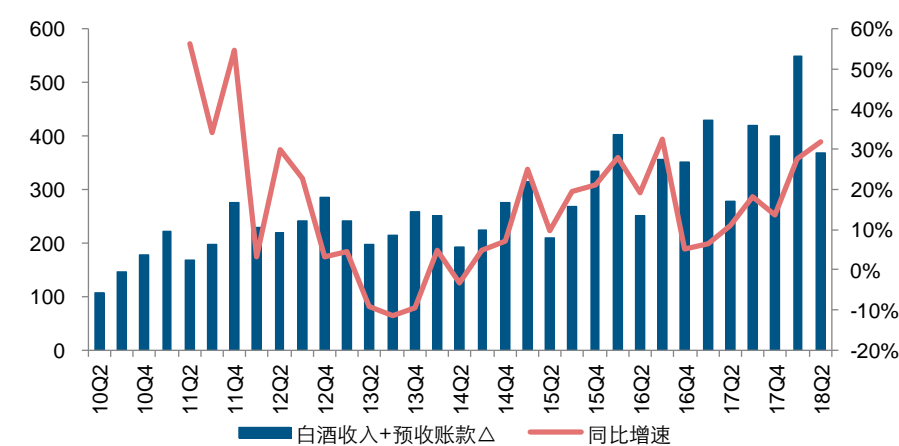
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 26：白酒行业分季度利润及增速（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 27：白酒行业分季度收入情况（考虑预收账款）（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

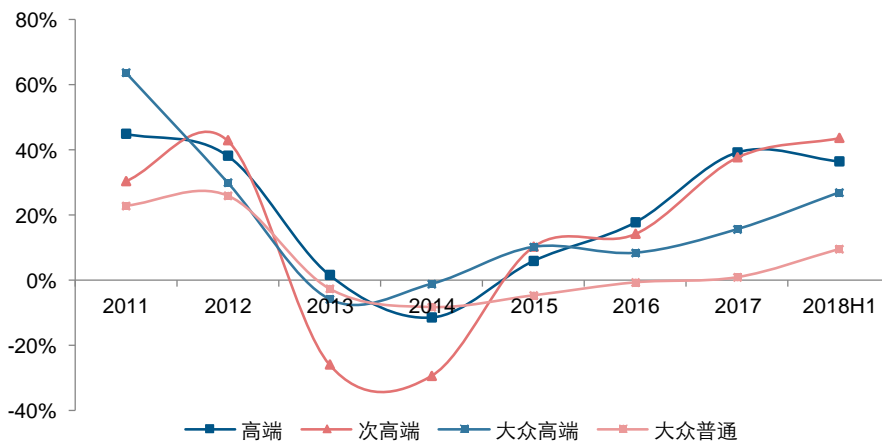
2018H1 高端白酒收入 631 亿元，同比增长 36%，其中 2018Q2 高端白酒收入 274 亿元，同比增长 41%，Q1/Q2 收入增速分别为 33%/41%。历经行业 2013 和 2014 年调整后，高端白酒收入自 2015Q3 开始正增长，且增速整体呈现向上趋势。

2018H1 次高端白酒收入 79 亿元，同比增长 44%，其中 2018Q2 次高端白酒收入 31 亿元，同比增长 35%，Q1/Q2 收入增速分别为 50%/35%。次高端白酒收入自 2014Q4 以来始终保持正增长。

2018H1 大众高端白酒收入 261 亿元，同比增长 27%，其中 2018Q2 大众高端白酒收入 100 亿元，同比增长 34%，Q1/Q2 收入增速分别为 23%/34%。大众高端白酒收入单季改善趋势明显，2018 年有望延续持续复苏态势。

2018H1 大众普通白酒收入 33 亿元，同比增长 9%，其中 2018Q2 大众普通白酒收入 13 亿元，同比增长 14%，Q1/Q2 收入增速分别为 6%/14%。大众白酒 2018 上半年收入增速好于 2017 年，2018 二季度收入增速好于一季度，环比持续改善。

图 28：各档位白酒收入同比增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

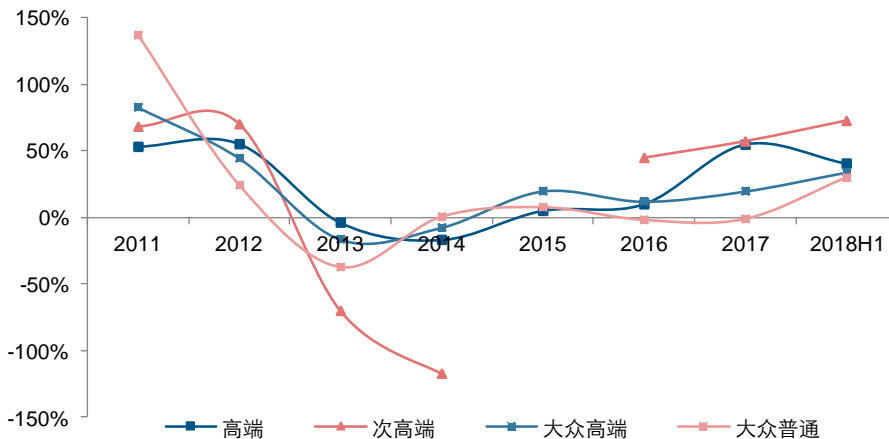
2018H1 高端白酒利润 248 亿元，同比增长 40%，其中 2018Q2 高端白酒利润 103 亿元，同比增长 44%，Q1/Q2 收入增速分别为 38%/44%。高端白酒的利润自 2013Q2 开始负增长，直到 2015 年才重归正增长轨道，尤其是 2016Q4 以来，利润增速呈现逐步改善趋势。

2018H1 次高端白酒利润 15 亿元，同比增长 72%，其中 2018Q2 次高端白酒利润 5 亿元，同比增长 112%，Q1/Q2 收入增速分别为 58%/112%。次高端白酒的利润增速自 15 年初开始复苏，已经逐步向上恢复至 50% 以上。

2018H1 大众高端白酒利润 78 亿元，同比增长 34%，其中 2018Q2 大众高端白酒利润 26 亿元，同比增长 43%，Q1/Q2 收入增速分别为 30%/43%。大众高端酒二季度较一季度呈现改善趋势。

2018H1 大众白酒利润 6 亿元,同比增长 30%,其中 2018Q2 大众普通白酒利润 1 亿元,同比增长 174%, Q1/Q2 收入增速分别为 12%/174%。大众普通酒 2018 年上半年利润增速改善明显,且二季度相比一季度呈加速趋势。

图 29: 各档位白酒利润同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 2014 年次高端白酒收入为负值, 当基数为负值时计算同比增速无实际意义, 故本图不呈现次高端白酒 2015 年增速)

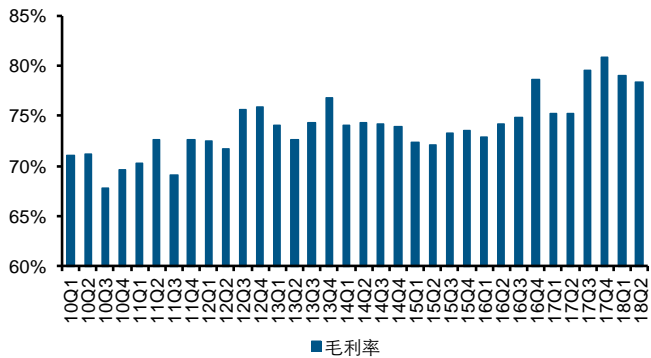
白酒行业盈利能力: 整体盈利能力提升, 且高端白酒盈利能力显著优于其他档位白酒

2018H1 白酒行业毛利率 79%,净利率 35%,同比分别变动+3pct 和+2pct,其中 2018Q2 白酒行业毛利率 78%,净利率 32%,分别同比变动+3pct 和+2pct。2018H1 期间费用率为 17%,同比下降 2pct,其中 2018Q2 期间费用率为 20%,同比下降 0.7pct。白酒行业在毛利率提升及期间费用率下降的背景下,2018 年上半年净利率提升幅度略低于毛利率,主要是由白酒公司消费税的提高所致。

在 2013 年之前,行业毛利率每年都在提升,2013 年经历反三公消费之后,行业价格体系经受调整,但是整体而言,毛利率依然保持稳定,未出现大幅下降的现象,2017Q1/Q2/Q3/Q4/2018Q1/Q2 均同比有所提升。

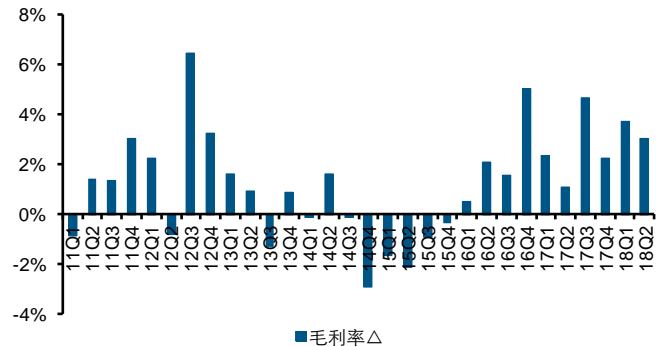
但是净利率自 2013 年 2 季度开始连续 9 个季度下降,主要由于销售费用的提升。行业盈利出现深度调整发生在 2013 年 4 季度,单季度净利率下降 9.8pct,2017Q1-Q4 以及 2018Q1-Q2 净利率分别变动 0.7pct、1.3pct、5.6pct、5.8pct、1.6pct、1.8pct,白酒行业盈利能力较 2013 年和 2014 年恢复明显。

图 30: 白酒行业分季度毛利率



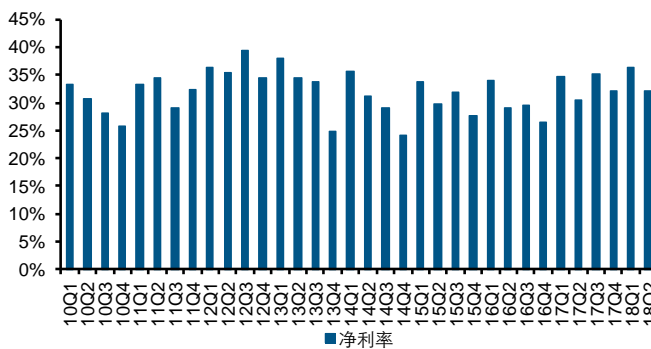
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 31: 白酒行业分季度毛利率变化



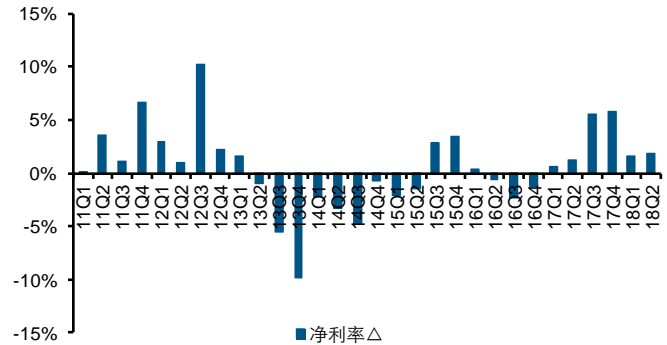
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 32: 白酒行业分季度净利率



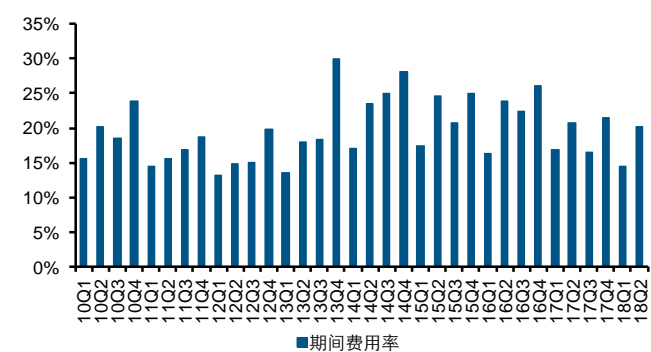
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 33: 白酒行业分季度净利率变化



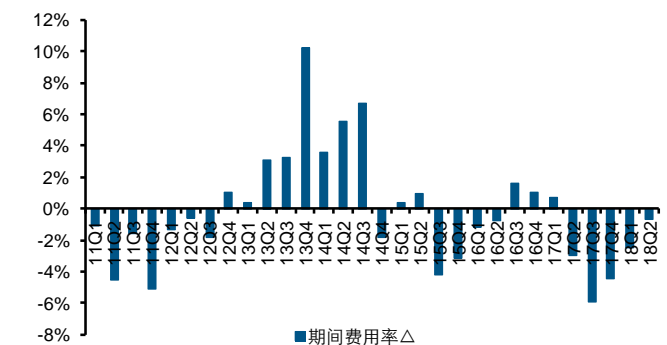
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 34: 白酒行业分季度期间费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 35: 白酒行业分季度期间费用率变化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

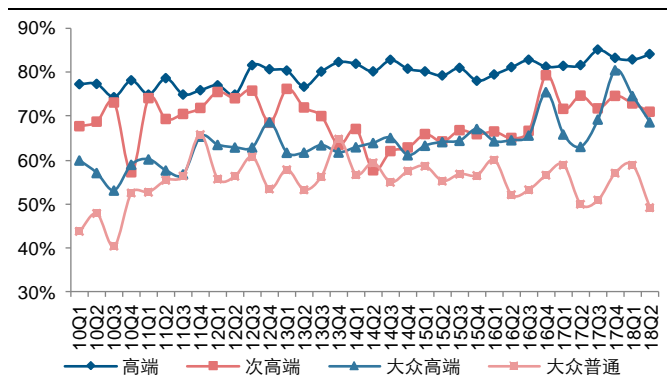
2018H1 高端白酒行业毛利率 83%, 净利率 39%, 分别同比变动+2pct 和+1pct; 2018Q2 高端白酒毛利率 84%, 净利率 38%, 分别同比变动+2.5pct 和+0.7pct。2018H1 期间费用率为 14%, 同比下降 2pct; 2018Q2 期间费用率为 17%, 同比增加 0.2pct。

2018H1 次高端白酒行业毛利率 72%，净利率 19%，分别同比变动-1pct 和+3pct；
2018Q2 次高端白酒毛利率 71%，净利率 15%，分别同比变动-3.7pct 和+5.5pct。2018H1
期间费用率为 28%，同比下降 3pct；2018Q2 期间费用率为 31%，同比下降 4.6pct。

2018H1 大众高端白酒行业毛利率 72%，净利率 30%，分别同比变动+7pct 和+2pct；
2018Q2 大众高端白酒毛利率 69%，净利率 26%，分别同比变动+5.6pct 和+1.6pct。
2018H1 期间费用率为 20%，同比下降 1pct；2018Q2 期间费用率为 25%，同比下降
1pct。

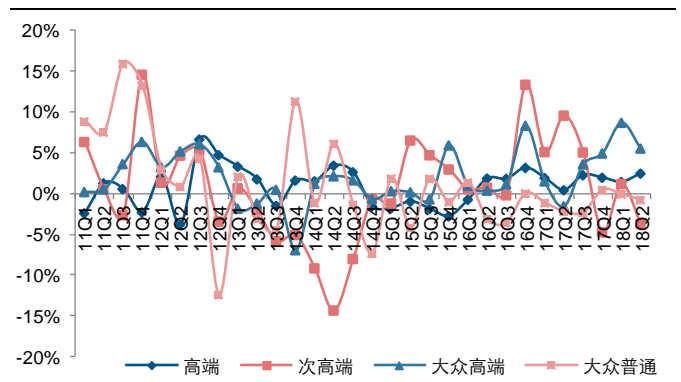
2018H1 大众普通白酒行业毛利率 55%，净利率 17%，分别同比变动-0.5pct 和+3pct；
2018Q2 大众普通白酒毛利率 49%，净利率 10%，分别同比变动-0.8pct 和+5.9pct。
2018H1 期间费用率为 18%，同比下降 1pct；2018Q2 期间费用率为 22%，同比下降
2.1pct。

图 36：各档位白酒分季度毛利率



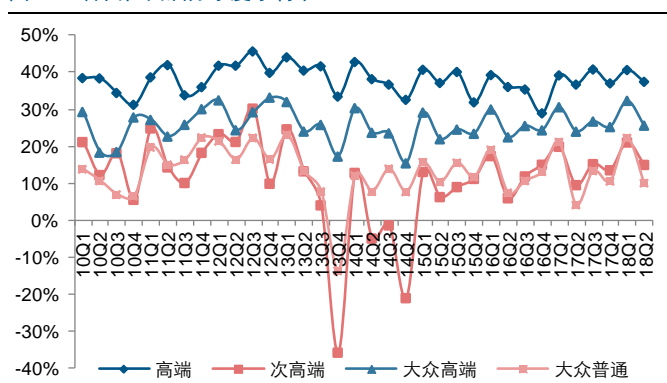
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：各档位白酒分季度毛利率变化



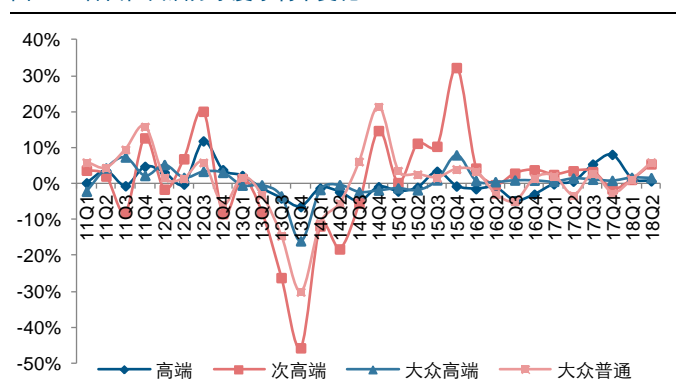
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：各档位白酒分季度净利率



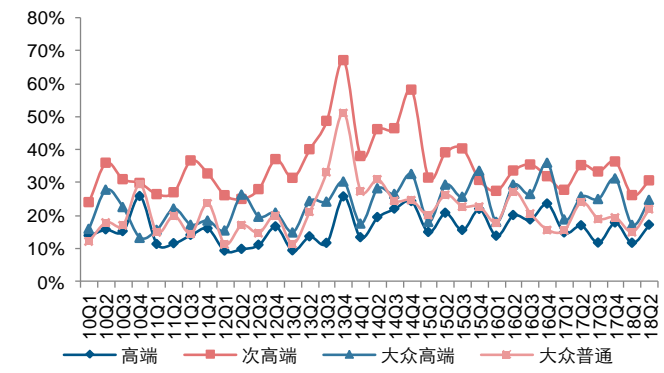
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：各档位白酒分季度净利率变化



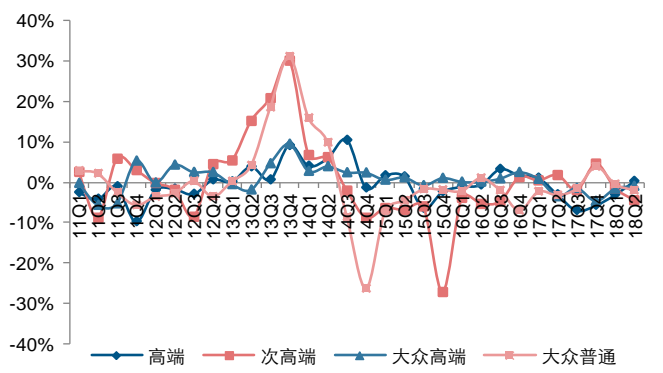
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：各档位白酒分季度期间费用率



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 41：各档位白酒分季度期间费用率变化



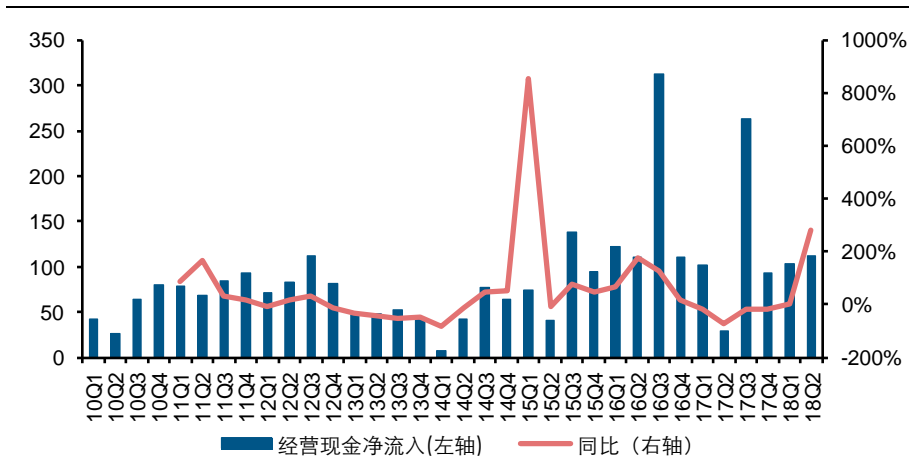
资料来源：Wind, 长江证券研究所

白酒行业现金流状况：2018Q2 现金净流入持续改善，其中高端、大众高端白酒改善更为明显

2018Q2 白酒行业经营现金净流入为 112 亿元，同比增长 280%，主要受 2017Q2 基数较低的影响。行业经营现金净流入自 2012 年四季度开始出现负增长，较行业收入和利润下滑出现的时间早 2 个季度，其中 2014 年一季度调整幅度最大，单季度下滑 84%，二季度收窄至-11%，2014 年三季度首次转正为增加 47%，2017Q1-2018Q2 分别同比增长-17%、-73%、-16%、-16%、1%、280%，现金净流入持续改善。

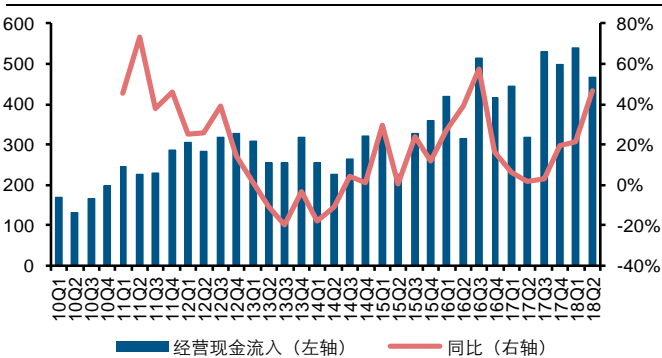
从结构看，2018Q2 经营现金流入为 467 亿元，同比增长 47%，2017Q1-2018Q2 经营现金流入同比增速分别为 6%、2%、3%、20%、21%、47%，现金流入持续保持正增长；同时经营现金流出为 354 亿，同比增长 23%，2017Q1-2018Q2 经营现金流出同比增速分别为 15%、43%、31%、33%、27%、23%。

图 42：白酒行业分季度经营现金净流入及变化（亿元）



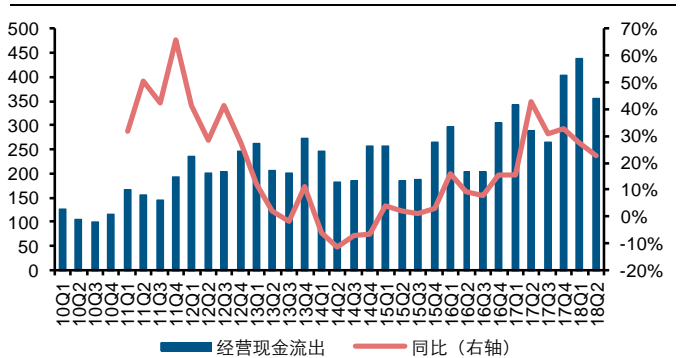
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 43：白酒行业分季度经营现金流入及变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 44：白酒行业分季度经营现金流出及变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

2018Q2 高端白酒经营现金净流入为 111 亿元，同比增幅达到 230%，主要系 2017Q2 基数太低所致。高端白酒经营现金净流入在 2013Q1 首次出现连续负增长，较收入和利润出现连续下滑的时间早 1 个季度，其中 2014 年一季度调整幅度最大，单季度下滑 152%，二季度收窄至-10%，2014 年三季度首次转为正增长 47%。2017Q1-2018Q2 分别同比变动-9%、-68%、-23%、-34%、-5%、+230%。

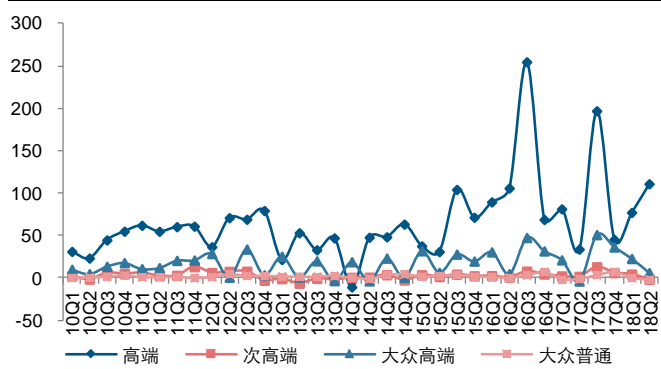
其中 2018Q2 经营现金流入为 308 亿元，同比增加 54%，2017Q1-2018Q2 经营现金流入同比增速分别为 8%、-3%、-4%、31%、15%、54%；同时经营现金流出为 198 亿元，同比增加 18%，2017Q1-2018Q2 经营现金流入同比增速分别为 17%、66%、37%、55%、24%、18%。

2018Q2 次高端白酒经营现金净流入为-2 亿元，同比 2017Q2 约下降 3 亿元。其中经营现金流入为 32 亿，同比增加 30%，2017Q1-2018Q2 经营现金流入同比增速分别为 29%、34%、56%、46%、67%、30%；经营现金流出为 35 亿元，同比增加 47%，2017Q1-2018Q2 经营现金流出同比增速分别为 34%、30%、48%、47%、63%、47%。

2018Q2 大众高端白酒经营现金净流入为 6 亿元，同比 2017Q2 的-4 亿元有明显改善。其中经营现金流入为 112 亿，同比增加 43%，2017Q1-2018Q2 经营现金流入同比增速分别为 0%、8%、16%、-7%、25%、43%；经营现金流出为 106 亿元，同比增加 29%，2017Q1-2018Q2 经营现金流出同比增速分别为 11%、22%、22%、-15%、29%、29%。

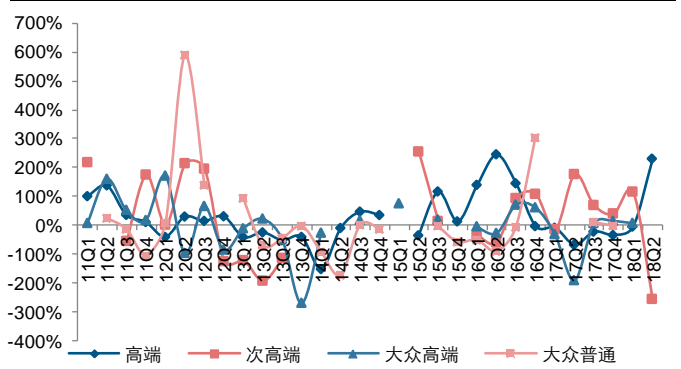
2018Q2 大众普通白酒经营现金净流入为-1.8 亿元，同比 2017Q2 的-1.1 亿元约下降 0.6 亿元。其中经营现金流入 14.6 亿元，同比下降 2%，2017Q1-2018Q2 经营现金流入同比增速分别为-4%、-9%、-1%、7%、25%、-2%；经营现金流出 16.3 亿元，同比增长 2%，2017Q1-2018Q2 经营现金流出同比增速分别为 11%、0%、-3%、10%、15%、2%。

图 45：各档位白酒分季度经营现金净流入（亿元）



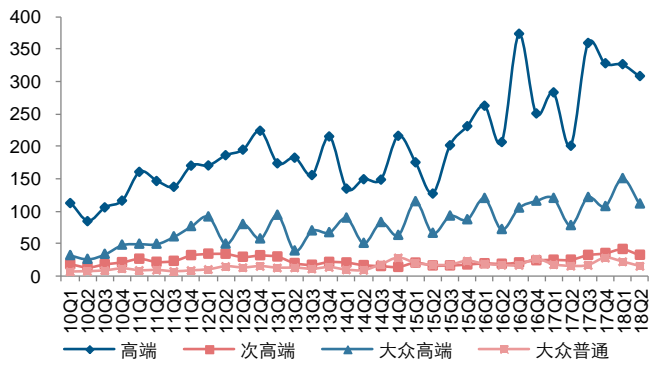
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 46：各档位白酒分季度经营现金净流入同比变化



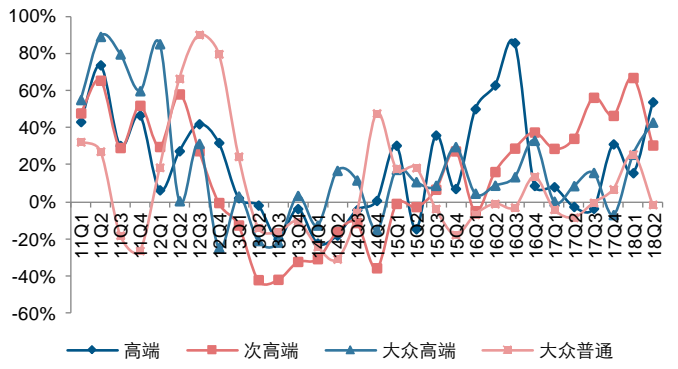
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：①当基数为负值时计算同比增速无实际意义，所以本图中剔除此类数据；②因基数过低等原因导致数据值偏大，为方便展示折线波动，本图不展示此类数据）

图 47: 各档位白酒分季度经营现金流入 (亿元)



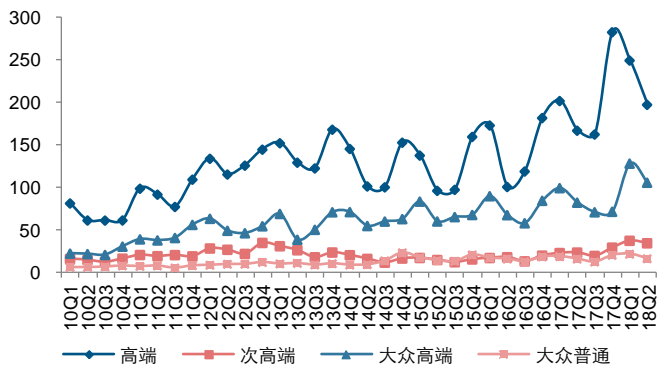
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 48: 各档位白酒分季度经营现金流入同比变化



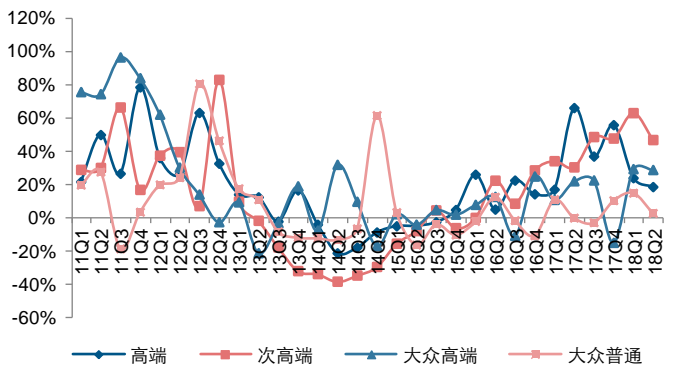
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 49: 各档位白酒分季度经营现金流出 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 50: 各档位白酒分季度经营现金净流出同比变化



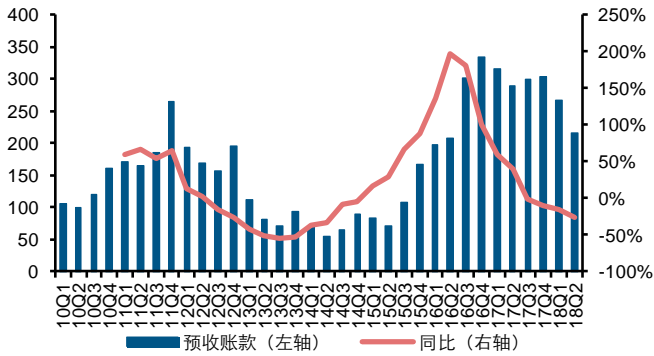
资料来源: Wind, 长江证券研究所

白酒行业资产负债: 二季度预收账款下降明显, 主要受茅台影响

资产负债状况: 2018 年 6 月期末, 账上现金 1465 亿元, 同比增长 20%, 应收账款+应收票据 281 亿元, 同比增长 37%; **预收账款为 216 亿元, 同比 2017 年 6 月底下滑 74 亿元, 环比 2018 年一季度末下滑 52 亿元;** 存货 673 亿元, 同比增长 12%; 资产负债率 28%, 较去年同期下降 2pct。

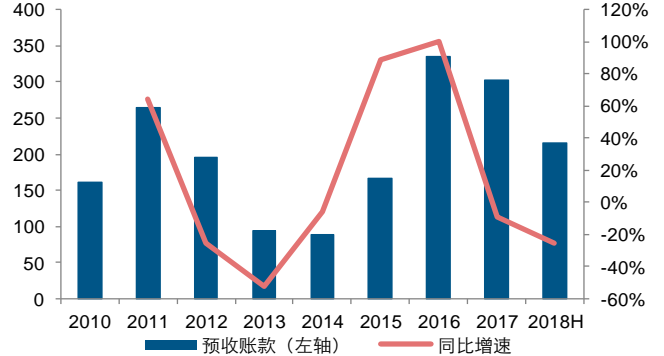
其中值得注意的是预收账款自 2016Q3 一直保持在较高水平, 但 2018 年以来下降明显: 白酒行业预收账款自 2012 年 3 季度开始连续 10 个季度下滑, 自 2015 年开始回升, 2012-2017 年及 2018H1 预收账款同比变动分别为: -26%、-52%、-6%、89%、101%、-9%、-26%。其中 2018 年以来预收账款下降明显, 主要系茅台预收调节所致。

图 51: 白酒行业分季度预收账款情况 (亿元)



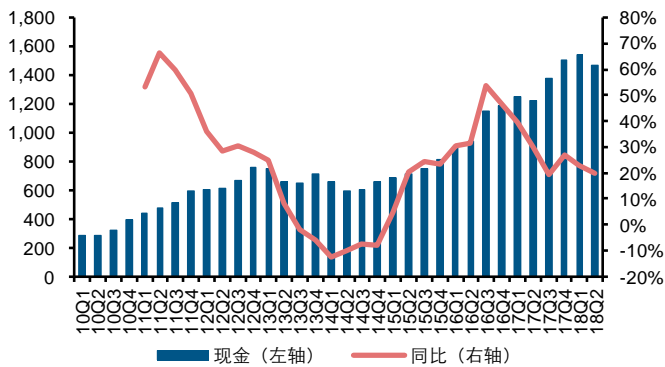
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 52: 白酒行业年度预收账款情况 (亿元)



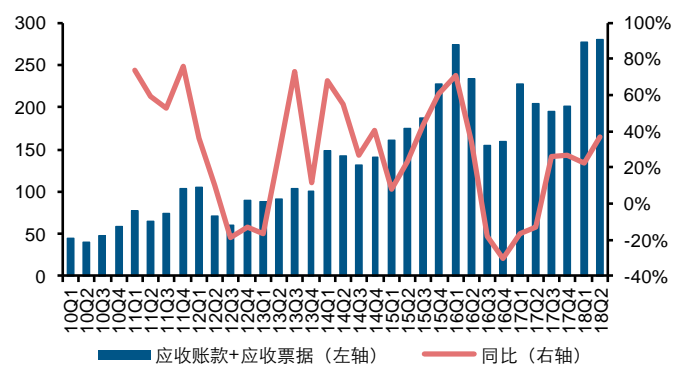
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 53: 白酒行业分季度现金情况 (亿元)



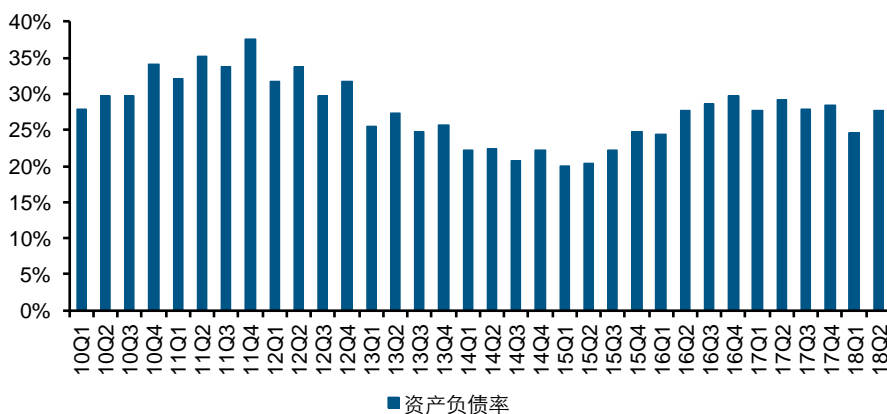
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 54: 白酒行业分季度应收账款+应收票据情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 55: 白酒行业分季度资产负债率



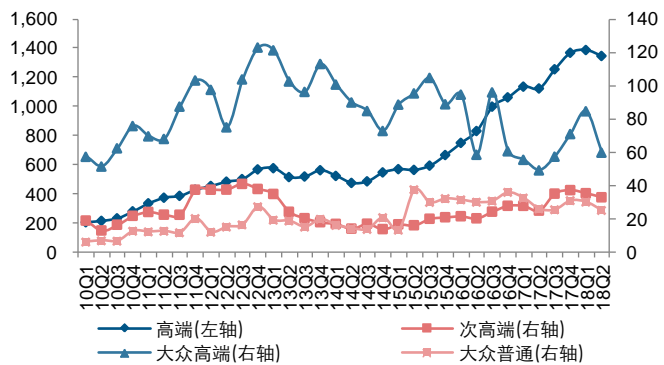
资料来源: Wind, 长江证券研究所

2018年6月期末, 高端白酒账上现金 1347 亿元, 同比增长 20%, 其中茅台单个公司的现金占高端白酒现金总和的 62%。高端白酒的现金增速在 2013Q4 首次出现连续负增长, 较收入和利润出现连续下滑的时间晚 2 个季度, 其中 2014 年一季度调整幅度最

大,单季度下滑 9%,四季度收窄至-3%,2015Q1 转为正增长 9%,并在 2015Q1-2016Q3 期间呈现加速增长态势。2017Q1-2018Q2 分别同比变动 51%、35%、26%、29%、22%、20%。

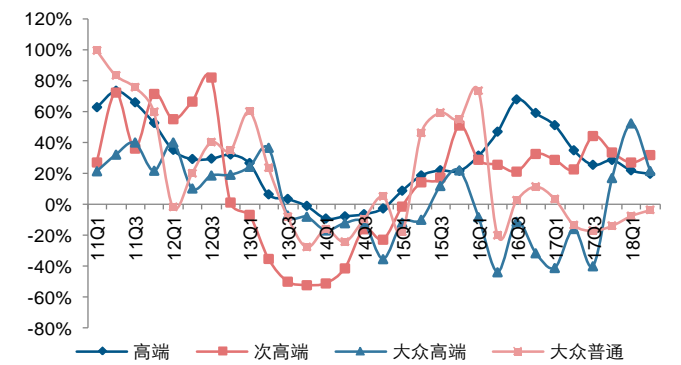
相对于高端白酒,其他线白酒的账上现金少之又少,截至 2018 年 6 月末,次高端、大众高端、大众普通白酒的现金分别为 33 亿元、60 亿元、25 亿元,分别同比变动 32%、22%、-4%。

图 56: 各档位白酒分季度现金情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 57: 各档位白酒分季度现金同比增速



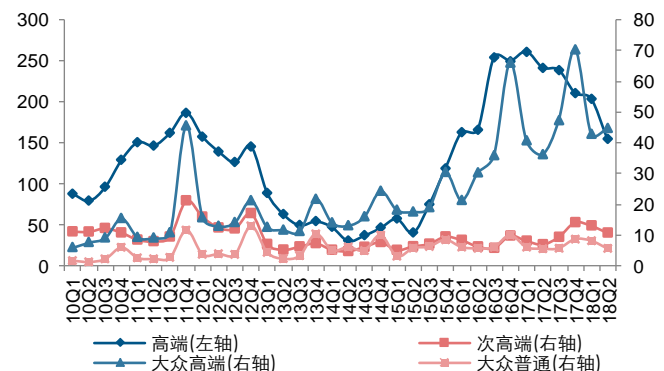
资料来源: Wind, 长江证券研究所

2018 年 6 月期末,高端白酒预收账款 155 亿元,同比下降 36%,其中茅台、五粮液、老窖的预收账款分别为 99 亿元、44 亿元、11 亿元,分别同比变动-44%、-20%、+34%,即高端白酒预收账款同比下降主要系茅五预收账款大幅下滑所致。

从趋势看,高端白酒预收账款增速自 2012Q2 首次出现连续负增长,较收入和利润出现连续下滑的时间早 4 个季度,其中 2013 年四季度调整幅度最大,单季度下滑 63%;历经 11 个月的下滑后,高端白酒预收账款增速于 2015 年一季度转为正增长 21%。2017Q1-2018Q2 分别同比变动 60%、46%、-6%、-16%、-22%、-36%。

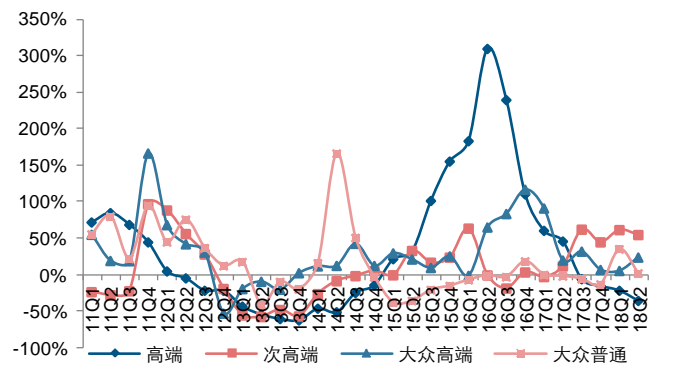
2018 年 6 月末,次高端、大众高端、大众普通白酒的预收账款分别为 11 亿元、45 亿元、6 亿元,远低于高端白酒,对应的同比增速依次为 54%、24%、2%。

图 58: 各档位白酒分季度预收账款情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

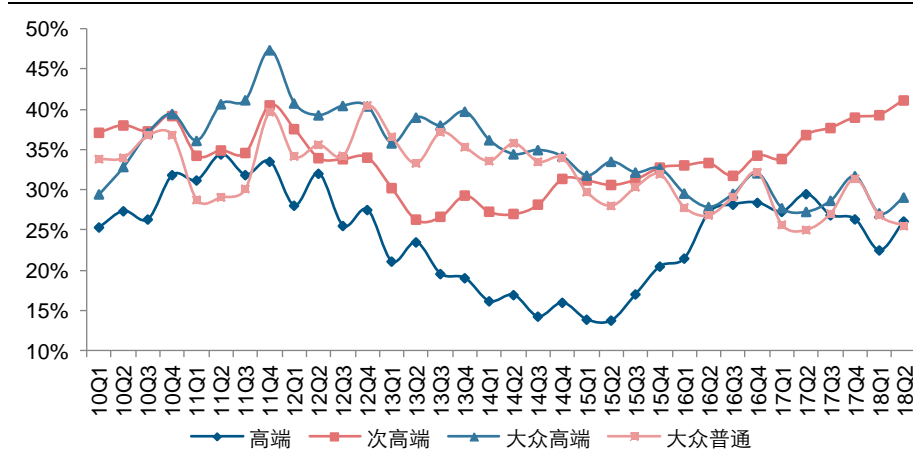
图 59: 各档位白酒分季度预收账款同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2018Q2 资产负债率次高端(41%) > 大众高端(29%) > 高端(26%) > 大众普通(25%)。
 高端、大众普通白酒的资产负债率较低，而次高端白酒的资产负债率显著高于其他各档
 位白酒。

图 60：各档位白酒分季度资产负债率



资料来源：Wind, 长江证券研究所

大众品：产品结构升级、成本同比压力有所缓解，利润增长领先收入

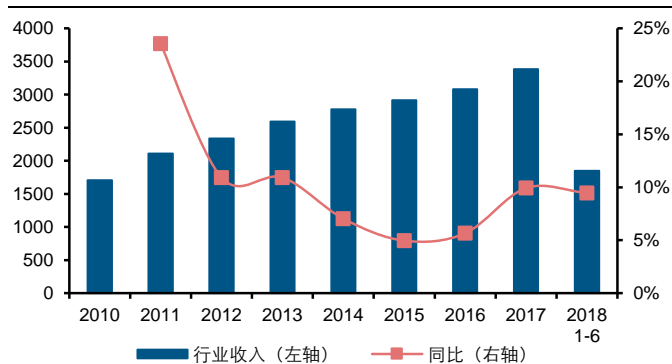
大众品：2018H1 利润增长快于收入

2018H1 大众品收入 1851 亿元，同比增长 9%。其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 11%/8%。2018H1 收入增长较快的子行业包括：调味品、乳制品和食品综合。

2018H1 大众品利润 164 亿元，同比增长 17%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 17%/17%。2018H1 利润增长较快的子行业包括：调味品、肉制品和食品综合。

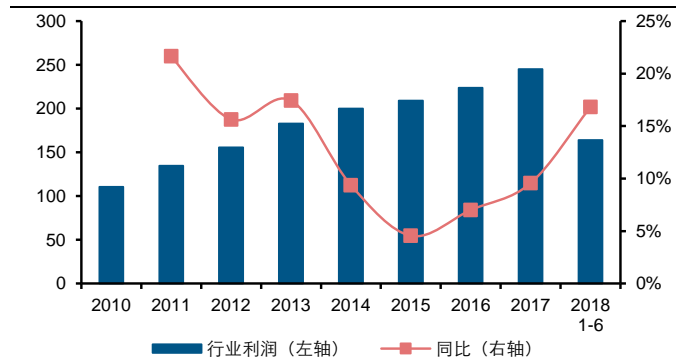
受益于大众品部分行业提价，消费产品结构升级，同时原材料成本上涨的同比压力有所缓解，大众品整体利润增长较快。

图 61：大众品收入及增速（亿元）



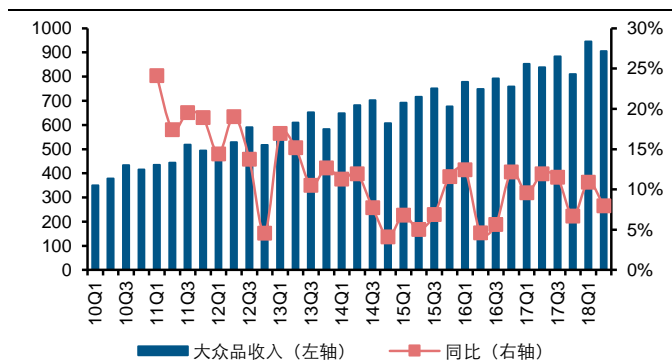
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 62：大众品利润及增速（亿元）



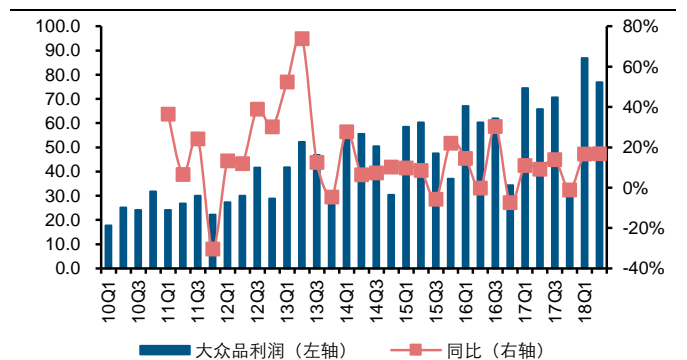
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 63：大众品分季度收入及增速（亿元）



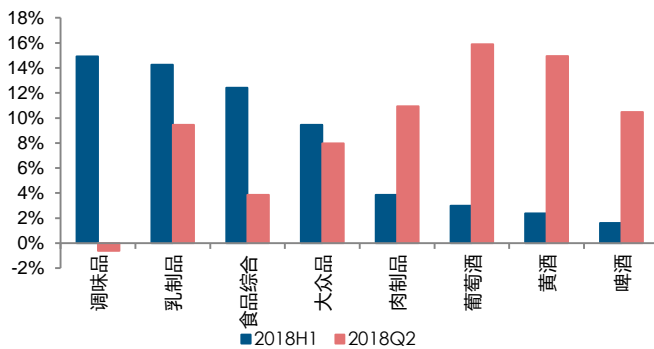
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 64：大众品分季度利润及增速（亿元）



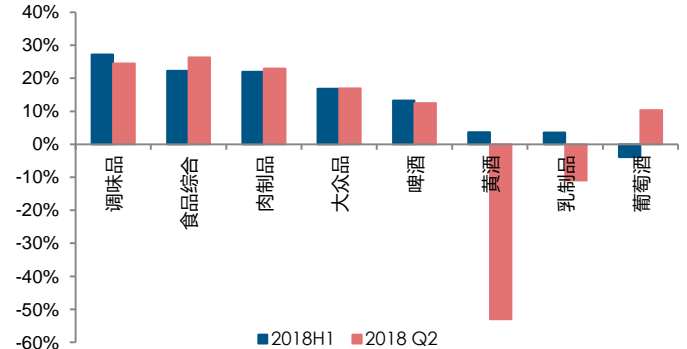
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 65: 大众品及各子行业收入增速对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 66: 大众品子行业利润增速对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 5: 大众品及其子行业单季度收入和利润增速

	收入增速				利润增速			
	2017	2018Q1	2018Q2	2018H1	2017	2018Q1	2018Q2	2018H1
乳制品	11%	18%	11%	14%	6%	18%	-11%	4%
调味品	14%	15%	15%	15%	25%	30%	24%	27%
肉制品	2%	4%	4%	4%	1%	21%	23%	22%
啤酒	0%	4%	0%	2%	22%	15%	12%	13%
食品综合	26%	14%	10%	12%	23%	19%	26%	22%
葡萄酒	12%	0%	9%	3%	-4%	-8%	10%	-4%
黄酒	7%	4%	-1%	2%	21%	7%	-53%	4%
大众品	9.93%	11%	8%	9%	9.56%	17%	17%	17%

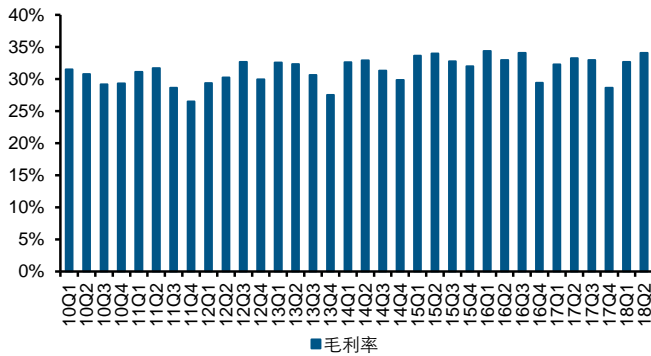
资料来源: Wind, 长江证券研究所

大众品盈利能力: 成本端压力减弱、结构升级促进毛利率提升, 费用投放小幅增长, 净利率稳健提升

2018H1 大众品毛利率 33%, 同比提升 0.6pct, 其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 33%/34%, 分别同比变动 0.4pct/0.8pct。成本端同比压力逐季减弱叠加产品结构升级, 今年以来大众品毛利率企稳回升, 且提升速度逐季加快。2018H1 毛利率较高的子行业包括: 葡萄酒、调味品、啤酒、黄酒。

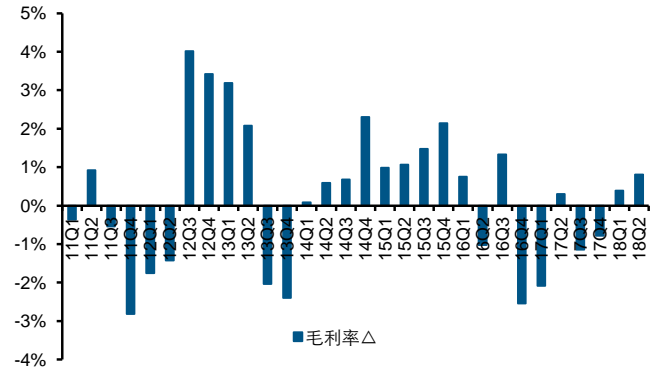
2018H1 大众品净利率 9%, 同比提升 0.6pct, 期间费用率 21%, 同比提升 0.2pct, 其中 2018Q1/Q2 净利率分别为 9%/8%, 分别同比变动 0.5pct/0.7pct; 2018Q1/Q2 期间费用率分别为 20%/22%, 分别同比变动 0.2pct/0.1pct。2018H1 部分细分行业出现阶段性竞争升温, 大众品公司整体费用投放出现小幅增长, 冲抵了一部分毛利率的提升, 净利率水平稳健上升。2018H1 净利率水平较高的子行业包括: 调味品、葡萄酒和黄酒。

图 67: 大众品分季度毛利率



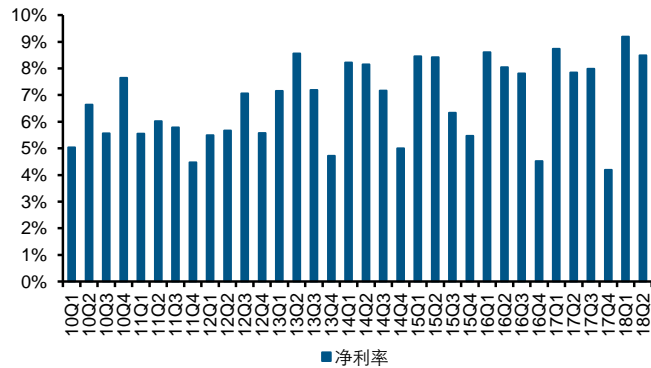
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 68: 大众品分季度毛利率变化



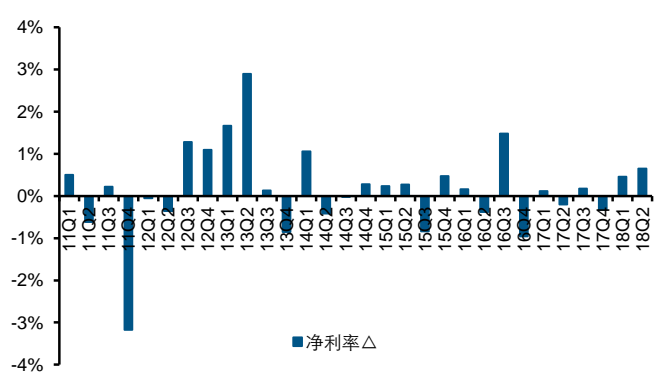
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 69: 大众品分季度净利率



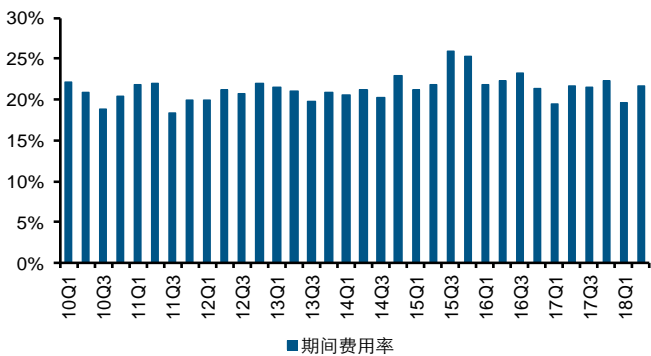
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 70: 大众品分季度净利率变化



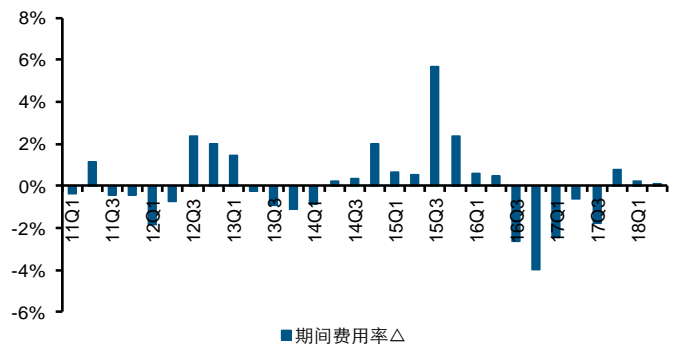
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 71: 大众品分季度期间费用率



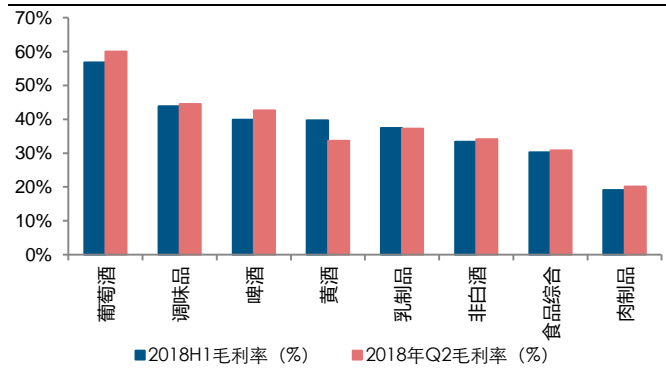
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 72: 大众品分季度期间费用率变化



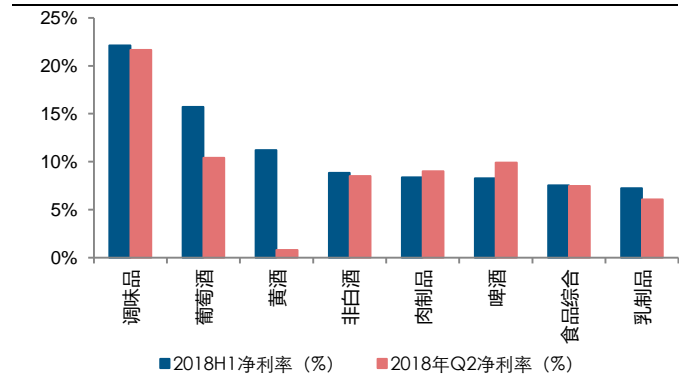
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 73：大众品及各子行业毛利率对比



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 74：大众品及各子行业净利率对比



资料来源：Wind, 长江证券研究所

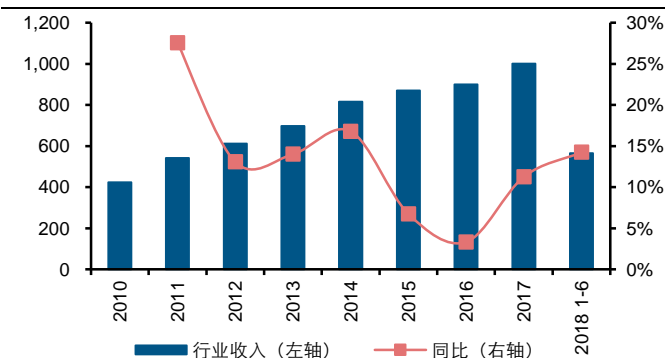
乳制品行业：收入提速明显，事件营销致短期竞争加剧，盈利能力下滑

乳制品行业：收入增速恢复明显，事件营销导致费用上升，利润增长慢于收入

考虑到贝因美业绩波动较大，因此暂将其剔除。2018H1 行业收入 565 亿元，同比增长 14%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 18%/11%。2018H1 乳制品收入端维持较快增长，由产品结构升级和三四线渠道下沉共同驱动，三四线城市及乡镇市场液态类乳品的零售额较上年同期的增长明显快于一二线城市，深耕三四线的伊利收入端增长达到 19%，领先行业增长。

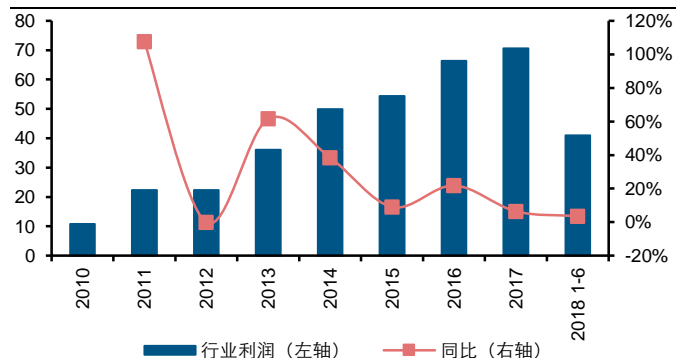
2018H1 行业利润 41 亿元，同比增长 4%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 18%/-11%。2018H1 由于世界杯的事件营销影响，龙头乳企伊利和蒙牛均加大了广告营销费用的投放，与此同时在终端针对新品、高端产品的打折促销并没有较去年同期有所减弱，因而行业整体盈利能力有所削弱。

图 75：乳制品行业收入及增速（亿元）



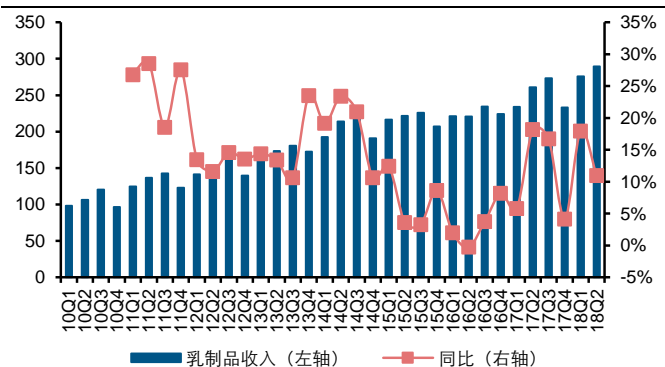
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 76：乳制品行业利润及增速（亿元）



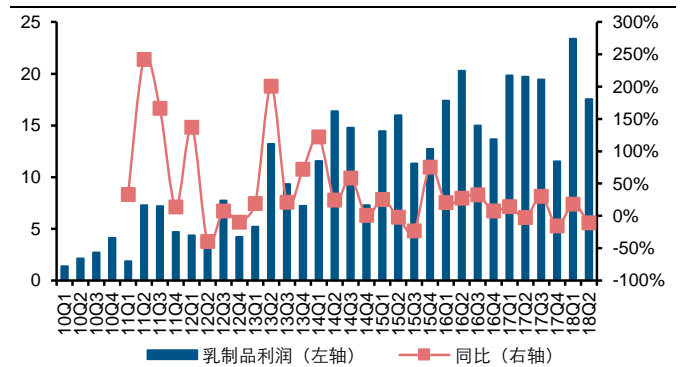
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 77：乳制品行业分季度收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 78：乳制品行业分季度利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

乳制品行业盈利能力：2018H1 毛利率企稳回升，短期费用投放升温，净利率下滑

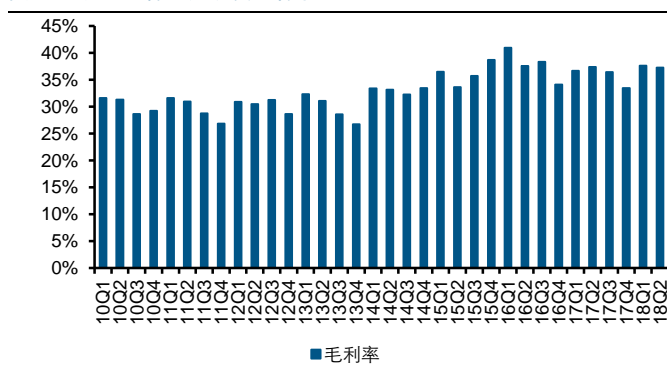
2018H1 乳制品行业毛利率 37%，同比提升 0.41pct，其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 38%/37%，分别同比变动 0.95pct/-0.09pct。

2018H1 乳制品行业净利率 7%，同比下降 0.75pct，其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 8%/6%，分别同比变动 0pct/-1.49pct。

2018H1 乳制品行业期间费用率 25%，同比提升 1.45pct，其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 27%/30%，分别同比变动 0.96pct/1.55pct。

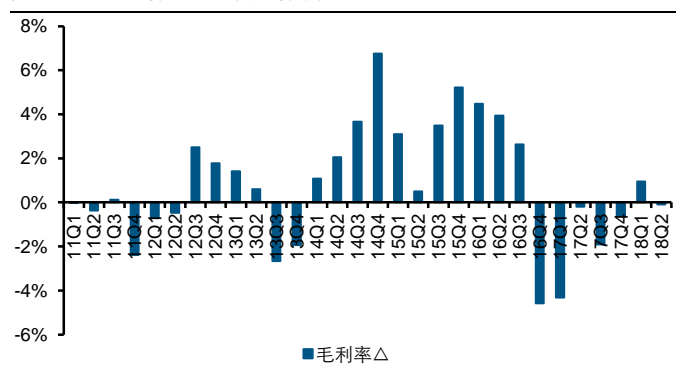
我们认为“毛利率-销售费用率”指标能更客观的反应乳制品行业的真实盈利能力。毛利率-销售费用率 2018Q1/Q2 分别为 15%/11%，该指标下滑主要系二季度世界杯期间伊利等大型乳企的广告营销费用增加导致，展望 2018 年下半年，世界杯的事件营销过去了，同时下半年原奶温和上涨的预期到来，行业竞争或将有所缓和，预计行业的下半年费用投放力度将较二季度有所减弱，毛销差有望企稳回升。

图 79：乳制品行业分季度毛利率



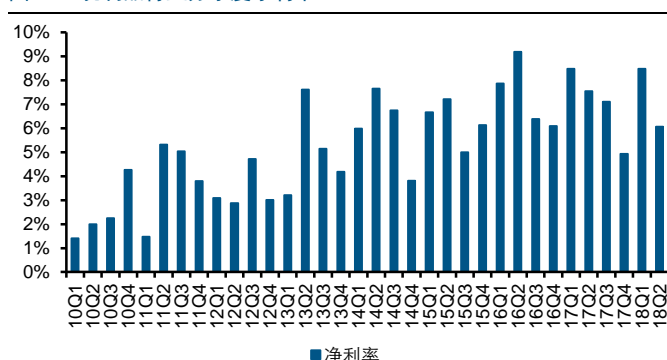
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 80：乳制品行业分季度毛利率变化



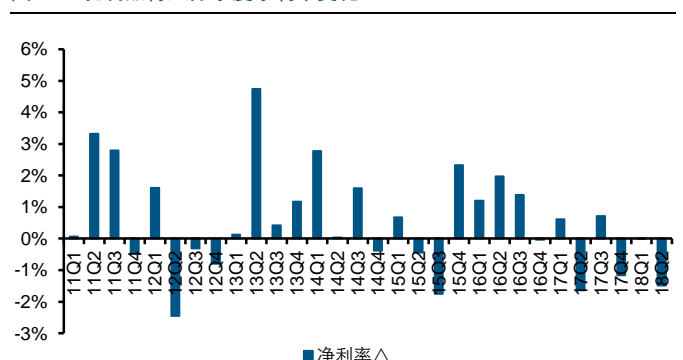
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 81：乳制品行业分季度净利率

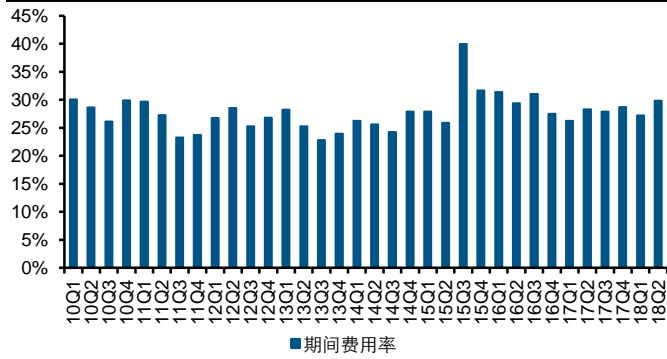


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 82：乳制品行业分季度净利率变化



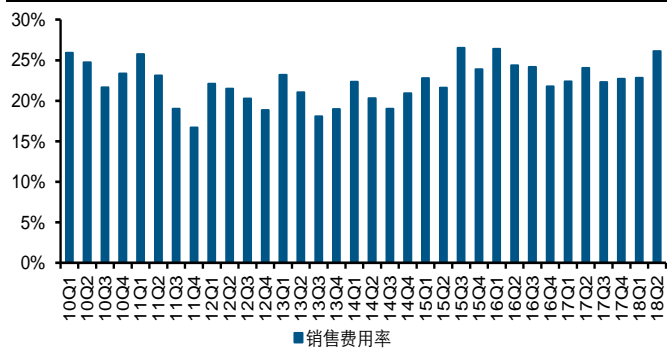
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 83: 乳制品行业分季度期间费用率


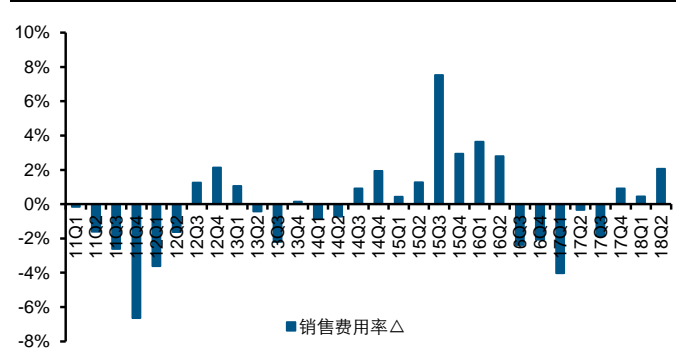
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 84: 乳制品行业分季度期间费用率变化

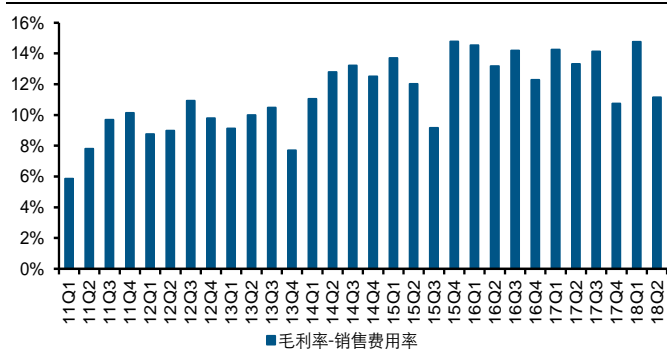

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 85: 乳制品行业分季度销售费用率


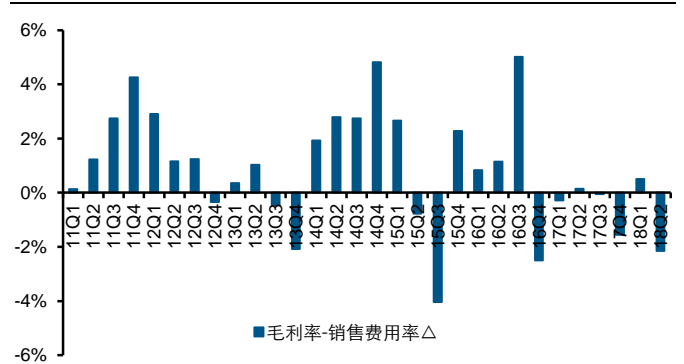
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 86: 乳制品行业分季度销售费用率变化


资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 87: 乳制品行业毛利率-销售费用率


资料来源: Wind, 长江证券研究所

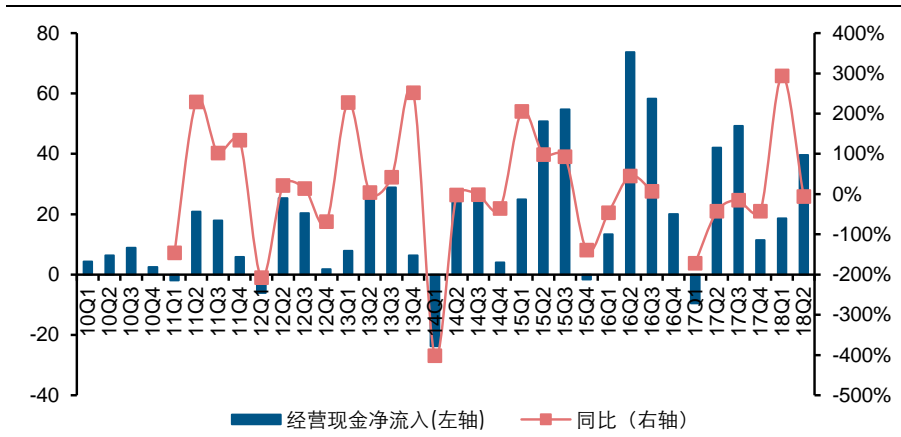
图 88: 乳制品行业毛销差变化 (毛利率-销售费用率)


资料来源: Wind, 长江证券研究所

乳制品行业现金流状况：经营现金净流入下降

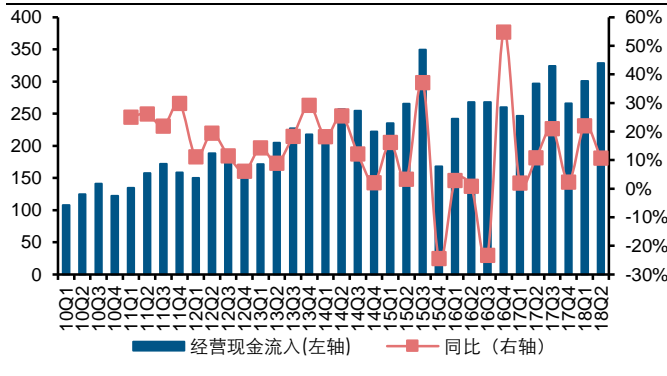
2018 年 Q2 乳制品行业经营现金净流入为 40 亿元，同比下降 6%。其中经营现金流入为 329 亿元，同比增长 11%。经营现金流出为 289 亿元，同比增加 14%。经营现金净流入的下滑主要系二季度经营现金流出明显增加。

图 89：乳制品行业分季度经营现金净流入及变化（亿元）



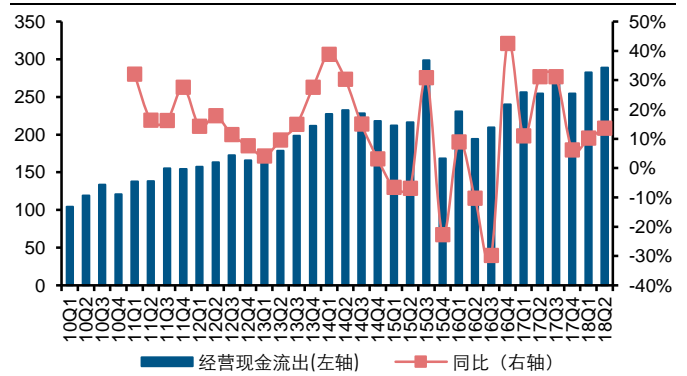
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 90：乳制品行业分季度经营现金流入及变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 91：乳制品行业分季度经营现金流出及变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

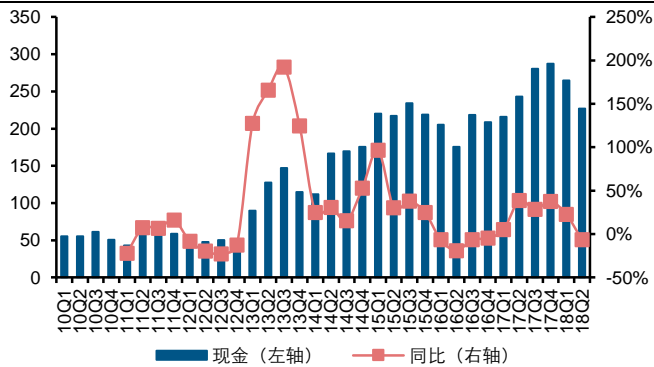
乳制品行业资产负债：存货持续小幅下降

资产负债状况：2018 年 6 月末，账上现金 227 亿元，同比下降 7%，应收账款 47 亿元，同比增长 23%；预收账款 39 亿元，同比增长 22%；存货 70 亿元，同比减少 4%；资产负债率 50%，较去年同期提升 1.5pct。

值得注意的是行业库存自 2014 年 1 季度开始增加较为明显，过去普遍在 50 亿元以下，2014 年由于原奶价格下跌，高价囤积奶粉库存未能消化，导致行业库存近百亿，2015 年经历 1 年多的消化后，行业库存在 2016 年 Q3 末达到最低点，但是在 2016 年下半年以来国际大包粉价格持续上涨的背景下，但仍低于国内原奶价格，企业开始增加大包

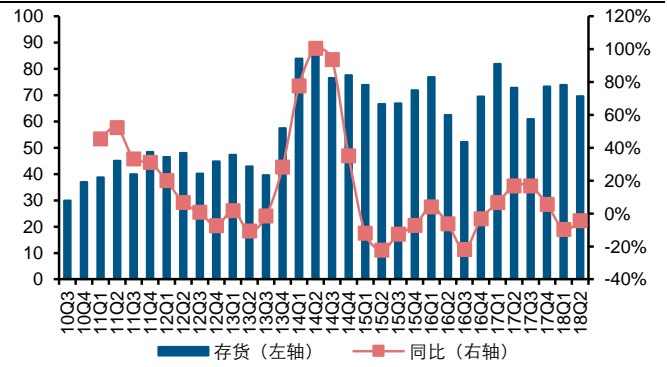
粉的库存，2018 年 Q2 国际大包粉价格稳定，随着国内需求端稳健增长、企业经营效率的提升，目前行业存货持续下降，处于低位。

图 92: 乳制品行业分季度现金情况 (亿元)



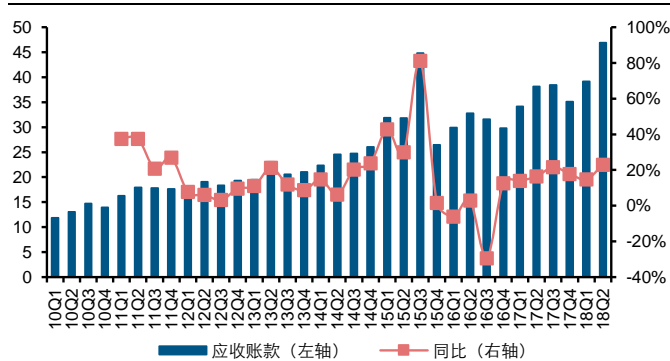
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 93: 乳制品行业分季度库存情况 (亿元)



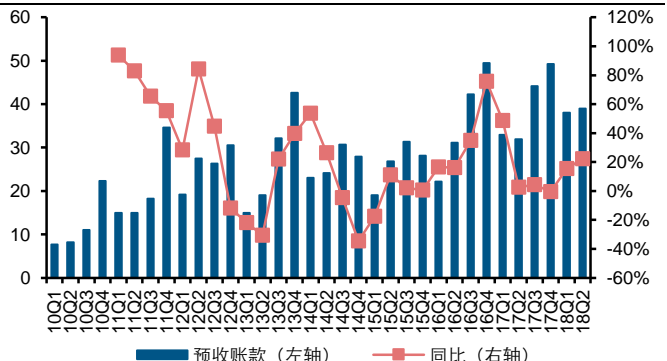
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 94: 乳制品行业分季度应收账款情况 (亿元)



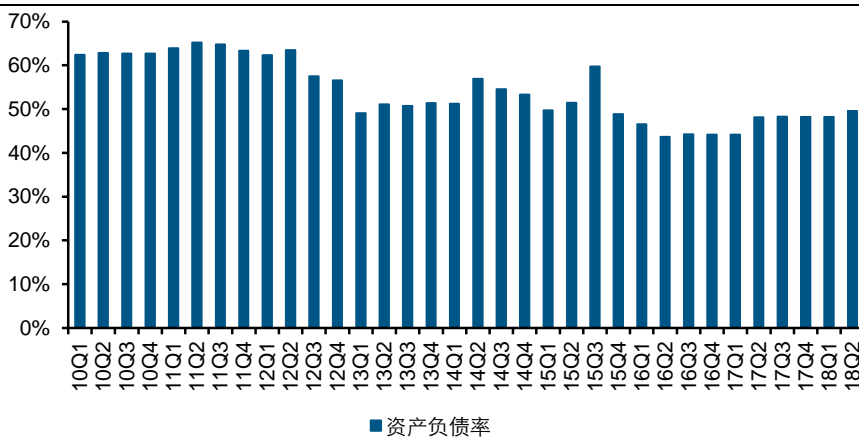
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 95: 乳制品行业分季度预收账款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 96: 乳制品行业资产负债率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

调味品行业：收入增长稳健，盈利能力持续提升

调味品行业：收入增长稳健，利润增长好于收入

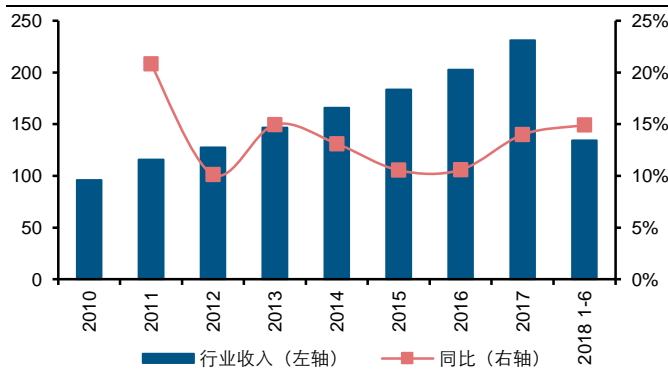
考虑到莲花健康、星湖科技、梅花生物近年业绩变动较大，所以我们此处剔除了这3家公司。

2018H1 行业收入 134 亿元，同比增长 15%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 15%/15%。

2018H1 行业利润 30 亿元，同比增长 27%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 30%/24%。

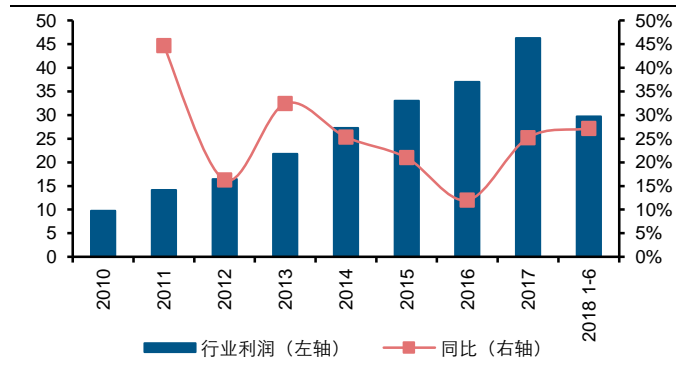
2018H1 调味品行业收入维持较快增长。海天味业 2018Q1 和 Q2 的增速均超过 17%，2018H1 中炬调味品业务（美味鲜）同比增长约 12%，千禾味业收入端下滑，主要原因是大本营西南地区的下滑，而又由于西南地区产品结构相对落后，因而盈利并没有明显受损。随着行业的产品结构升级，调味品行业的盈利能力持续增强，利润端增长持续高于收入端。

图 97：调味品行业收入及增速（亿元）



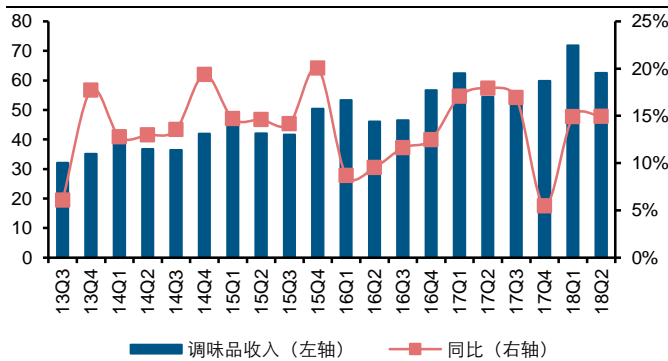
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 98：调味品行业利润及增速（亿元）



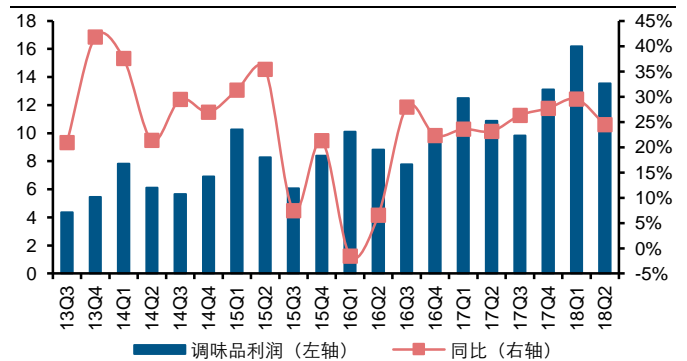
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 99：调味品行业分季度收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 100：调味品行业分季度利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

调味品行业盈利能力：受益于良好的竞争格局以及产品结构升级，盈利能力持续提升

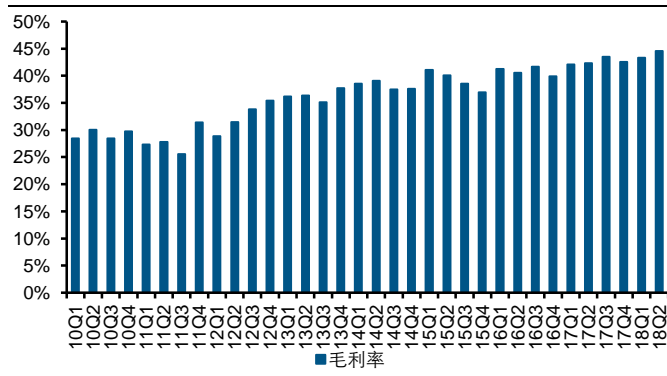
2018H1 调味品行业毛利率 44%，同比提升 1.71pct，其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 43%/45%，分别同比变动 1.26pct/2.24pct。

2018H1 调味品行业净利率 22%，同比提升 2.13pct，其中 2018Q1/Q2 净利率分别为 23%/22%，分别同比变动 2.54pct/1.66pct。

2018H1 调味品行业期间费用率 18%，同比下降 0.02pct，其中 2018Q1/Q2 期间费用率分别为 17%/19%，分别同比变动-0.24pct/0.24pct。

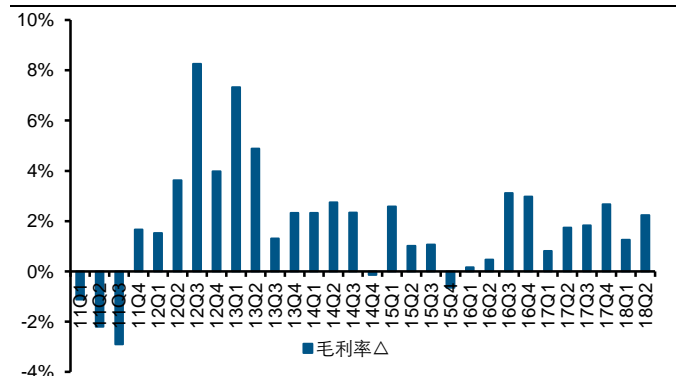
从发展趋势来看，受消费升级及企业主动高端化的推动，毛利率稳健持续提升。2016 年底开始，企业面临包材、原材料等价格的上涨，但调味品行业竞争格局良好，在食品行业中属于提价能力较强的子行业，长期看行业具有较强的对上下游的议价能力决定其较强盈利能力，因而自 2017 年以来行业中公司大多通过产品结构升级或直接提价来抵消成本端的影响。随着今年以来成本端的同比压力减弱，行业的盈利能力持续提升，2016Q3 至 2018Q2，行业净利率已连续 8 个季度维持同比增长。

图 101：调味品行业分季度毛利率



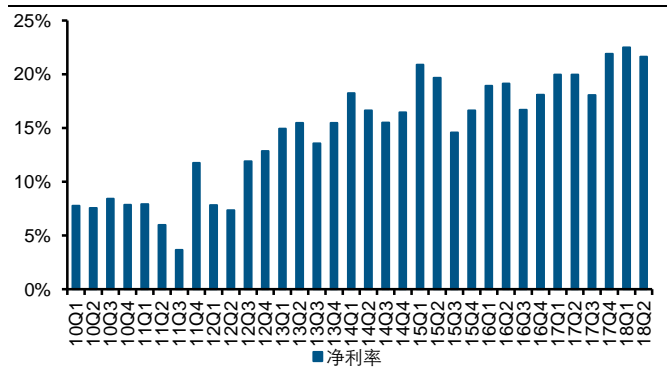
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 102：调味品行业分季度毛利率变化



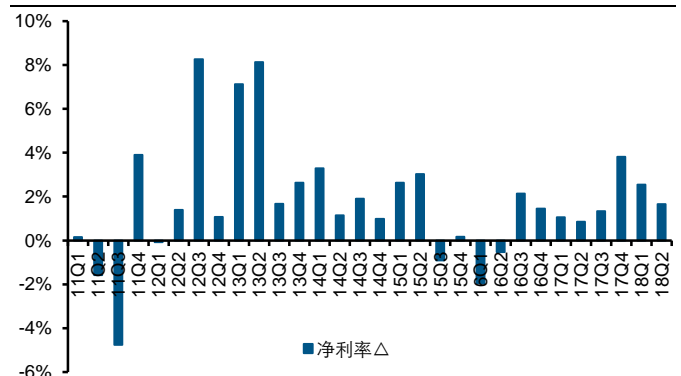
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 103：调味品行业分季度净利率



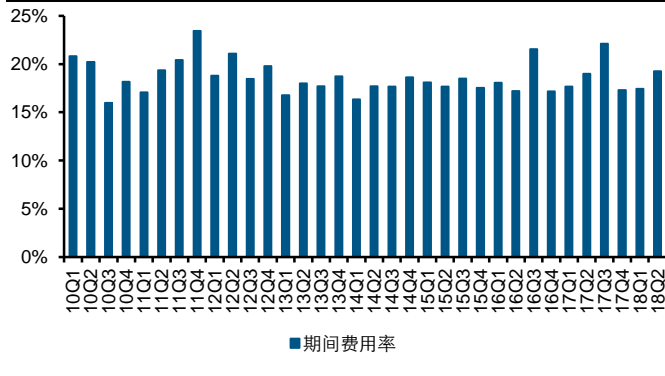
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 104：调味品行业分季度净利率变化



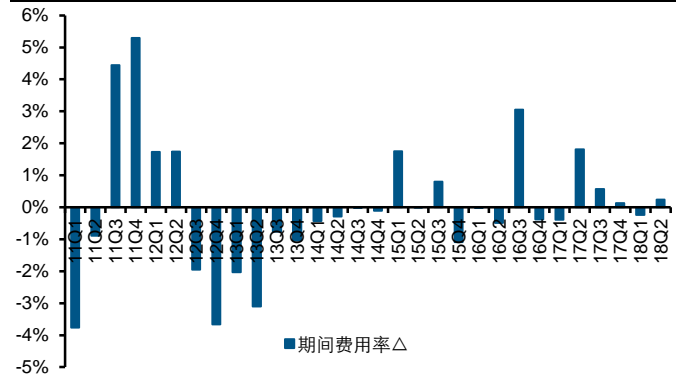
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 105：调味品行业分季度期间费用率



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 106：调味品行业分季度期间费用率变化

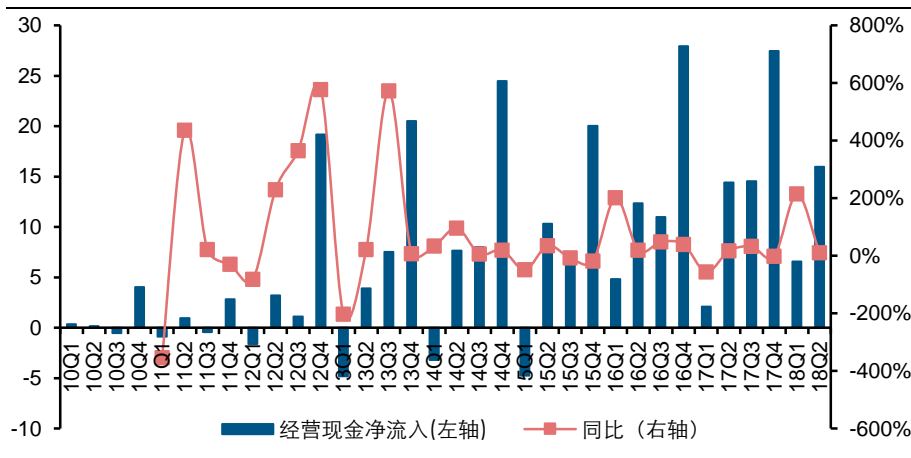


资料来源：Wind, 长江证券研究所

调味品行业现金流状况：经营现金流入增加，经营现金净流入同比大幅增长

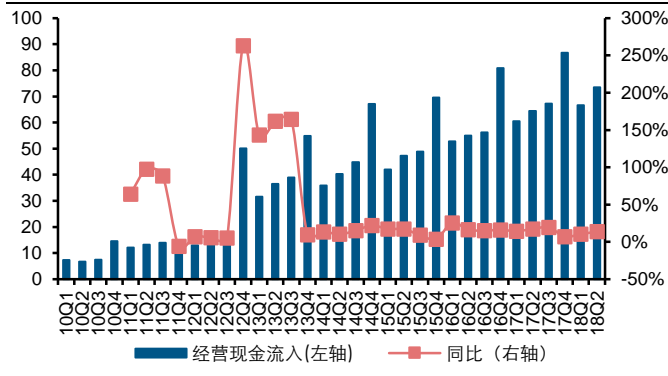
2018年Q2调味品行业经营现金净流入为16亿元，同比提升11%。其中2018Q2经营现金流入为74亿元，同比增长14%。经营现金流出为58亿元，同比增加15%。

图 107：调味品行业分季度经营现金净流入及变化（亿元）



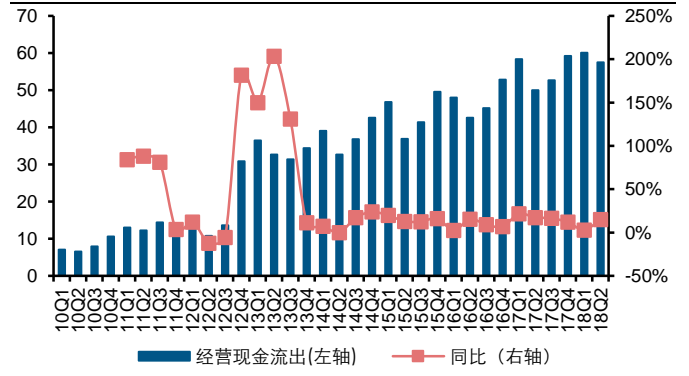
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 108：调味品行业分季度经营现金流入及变化（亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 109：调味品行业分季度经营现金流出及变化（亿元）



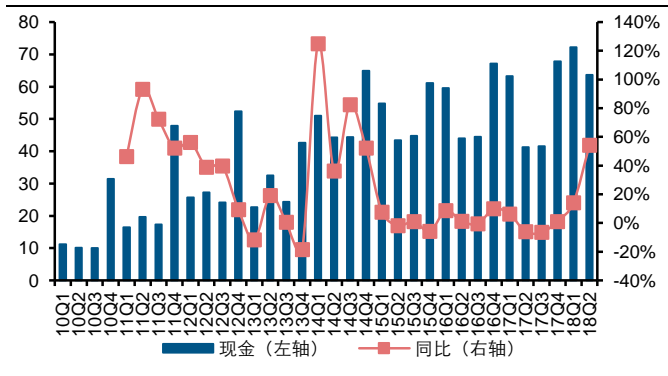
资料来源：Wind, 长江证券研究所

调味品行业资产负债：预收账款持续增长

资产负债状况：2018年6月末，账上现金64亿元，同比增长54%，应收账款4亿元，同比增长4%；预收账款12亿元，同比增长27%；存货30亿元，同比持平；资产负债率24%，较去年同期提升0.79pct。

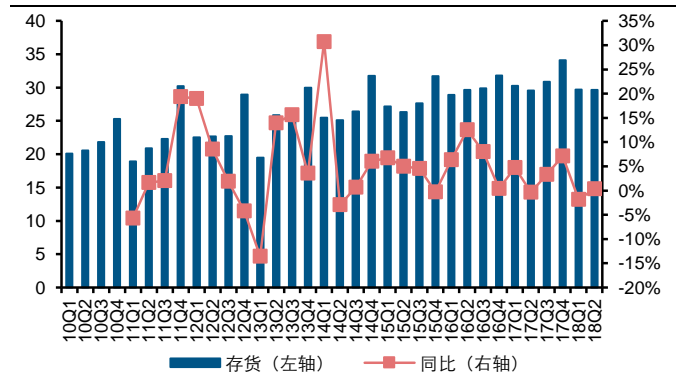
调味品行业预收账款持续增加，2017Q3/2017Q4/2018Q1/2018Q2 分别同比增加69%/39%/51%/27%，调味品企业过去1年多来陆续的提价并没有削弱厂商尤其是龙头的渠道议价力，海天味业的预收款大幅增长37%，带动了调味品行业整体预收账款呈现增长。

图 110：调味品行业分季度现金情况（亿元）



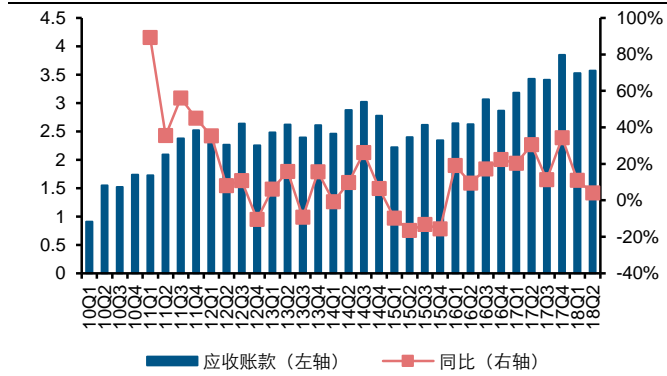
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 111：调味品行业分季度库存情况（亿元）



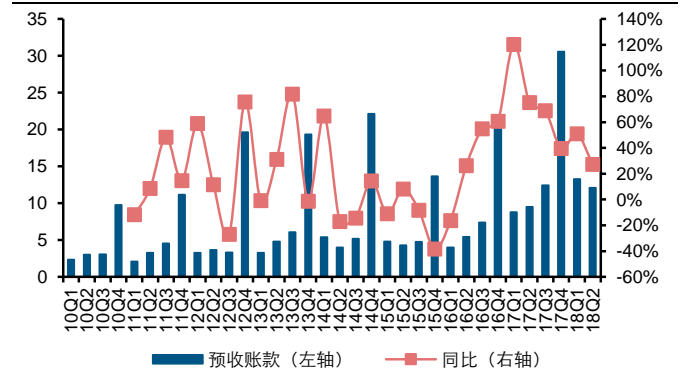
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 112: 调味品行业分季度应收账款情况 (亿元)



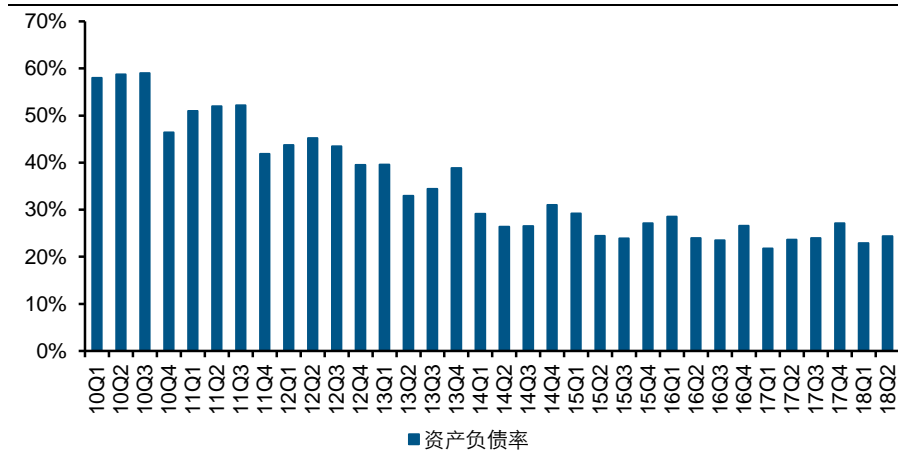
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 113: 调味品行业分季度预收账款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 114: 调味品行业资产负债率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

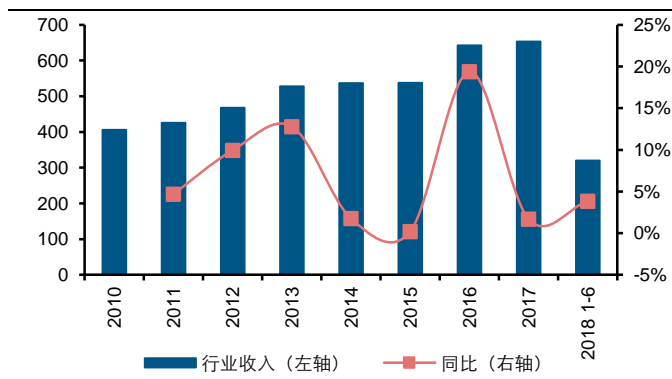
肉制品行业：2018H1 受益于猪价低位运行，屠宰放量、肉制品利润提升明显

肉制品行业：猪价低位运行，收入低速增长，利润增长较快

2018H1 行业收入 320 亿元，同比增长 4%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 4%/4%。行业收入自 2014 年 Q3 以来持续下滑，2015 年 Q3 首次实现正增长，已经连续 7 个季度正增长。2016 年上半年行业收入大幅增长，主要是受益于猪肉价格上涨，屠宰业务收入带动，2016 年下半年收入增速放缓明显，2017Q2 因前期基数较高甚至出现负增长。2018 年上半年在猪价低位运行的背景下，屠宰收入维持较低的增长，进入三季度，猪瘟等事件影响了上游供给，猪肉价格或将迎来反弹，但由于需求端亦受影响，预计下半年行业收入端增长仍将承压。

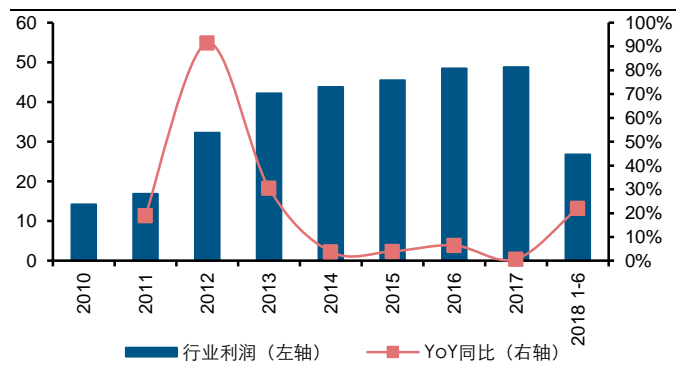
2018H1 行业利润 27 亿元，同比增长 22%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 21%/23%。利润增长主要是受益于猪价下行背景下，肉制品加工业务享受成本端红利，同时屠宰业务在量增长明显和头均利润提升背景下，屠宰业务利润亦获得不错增长。下半年，随着猪肉价格反弹，肉制品的盈利能力或将承压，但龙头企业由于规模优势以及国际化采购优势，将能更容易地平抑成本波动。

图 115：肉制品行业收入及增速（亿元）



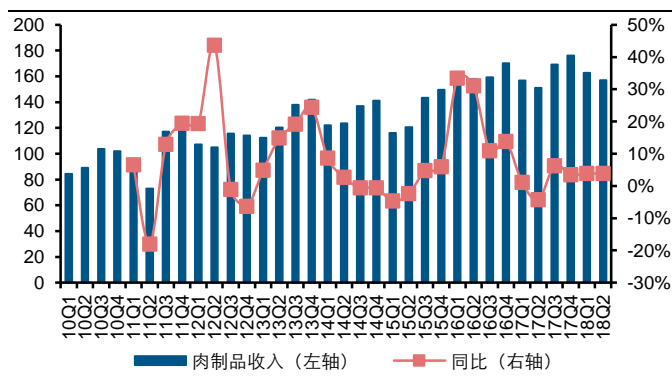
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 116：肉制品行业利润及增速（亿元）



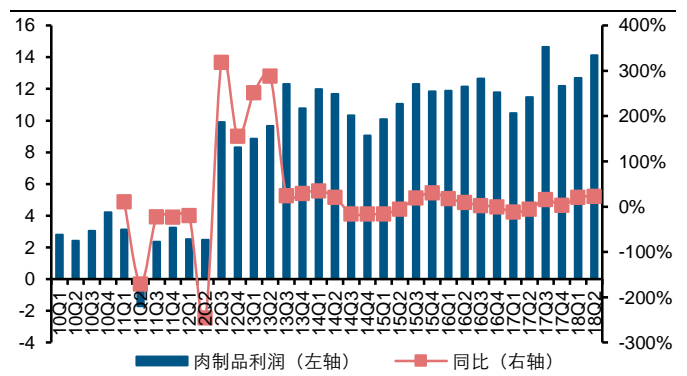
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 117：肉制品行业分季度收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 118：肉制品行业分季度利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

肉制品行业盈利能力：猪价低位运行，毛利率、净利率均提升

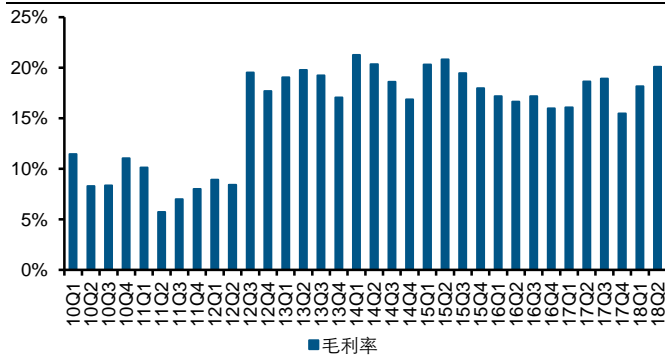
2018H1 肉制品行业毛利率 19%，同比提升 1.77pct，其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 18%/20%，分别同比变动 2.08pct/1.44pct。

2018H1 肉制品行业净利率 8%，同比提升 1.25pct，其中 2018Q1/Q2 净利率分别为 8%/9%，分别同比变动 1.1pct/1.4pct。

2018H1 肉制品行业期间费用率 8%，同比提升 0.23pct，其中 2018Q1/Q2 期间费用率分别为 7%/8%，分别同比变动 0.13pct/0.34pct。

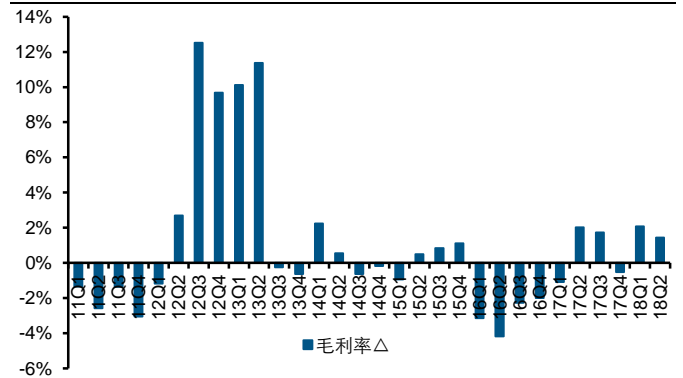
下游肉制品是行业核心盈利来源，肉制品的盈利能力受益于上半年猪价的低位运行，盈利能力显著提升，毛利率和净利率均有较大幅度增长。

图 119：肉制品行业分季度毛利率



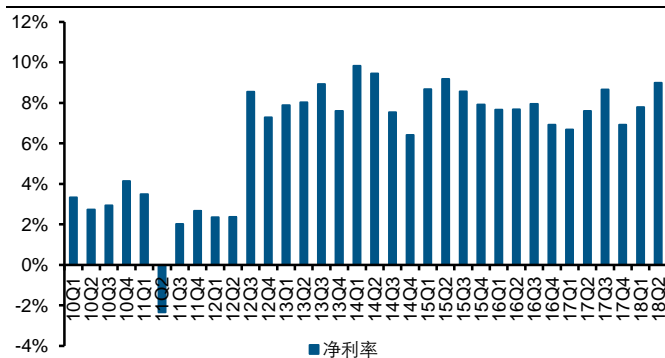
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 120：肉制品行业分季度毛利率变化



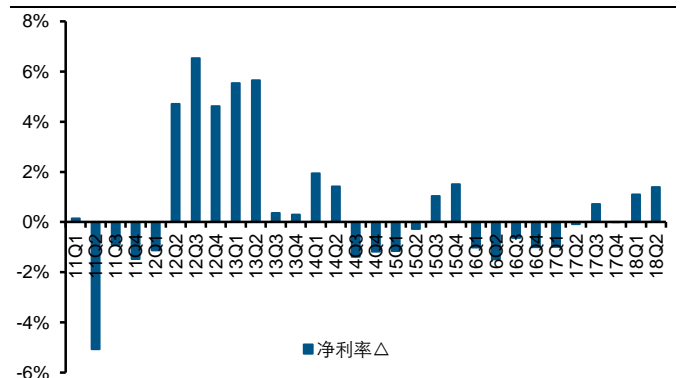
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 121：肉制品行业分季度净利率



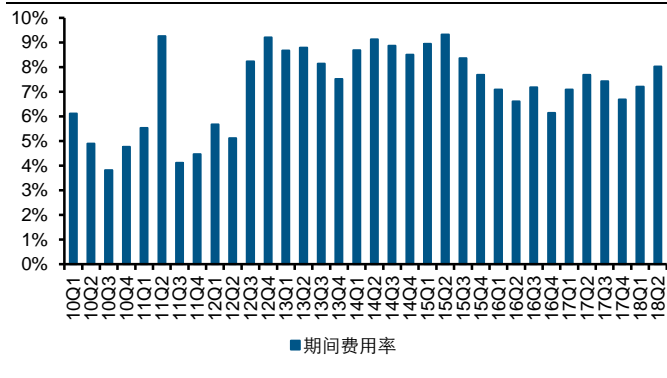
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 122：肉制品行业分季度净利率变化



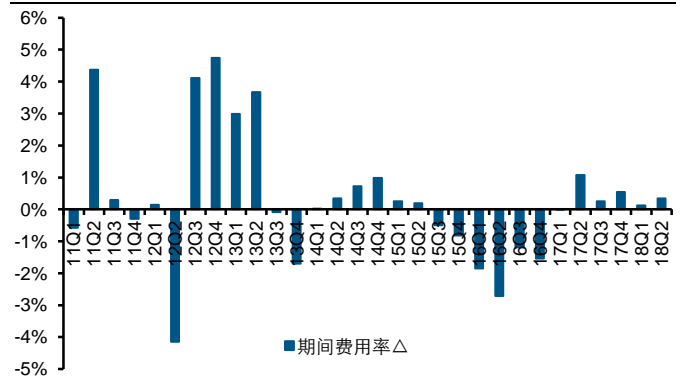
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 123: 肉制品行业分季度期间费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 124: 肉制品行业分季度期间费用率变化

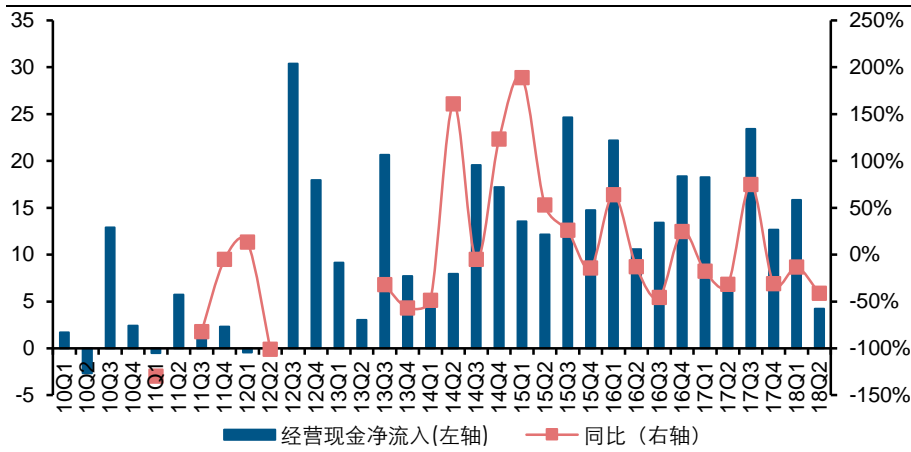


资料来源: Wind, 长江证券研究所

肉制品行业现金流状况: 经营现金流出增加, 导致现金净流入同比减少

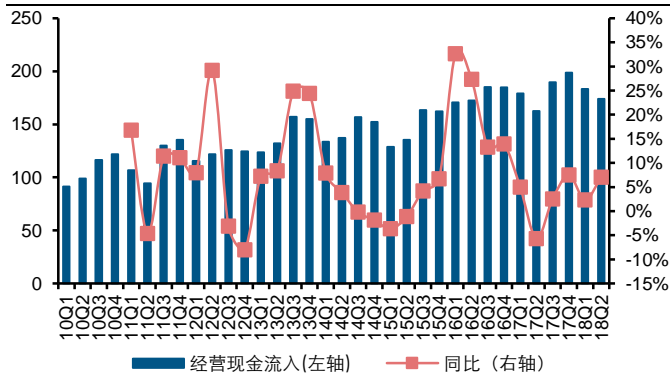
2018Q2 肉制品行业经营现金净流入为 4 亿元, 同比下降 41%。其中 2018Q2 经营现金流入为 174 亿, 同比增长 7%, 经营现金流出为 170 亿, 同比增长 9%。预计经营现金流出增加主要因为猪价低位, 部分公司开始囤积库存。

图 125: 肉制品行业分季度经营现金净流入及变化 (亿元)



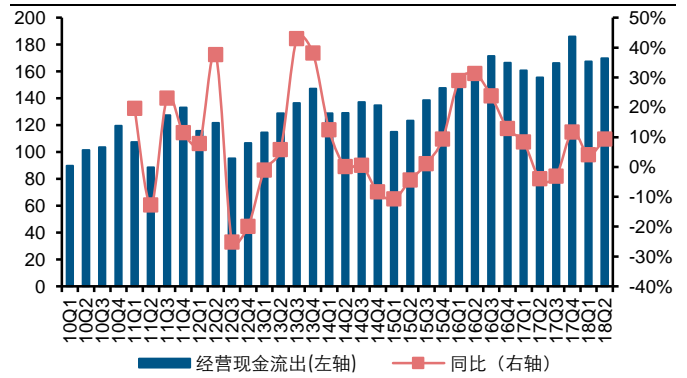
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 126: 肉制品行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 127: 肉制品行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)

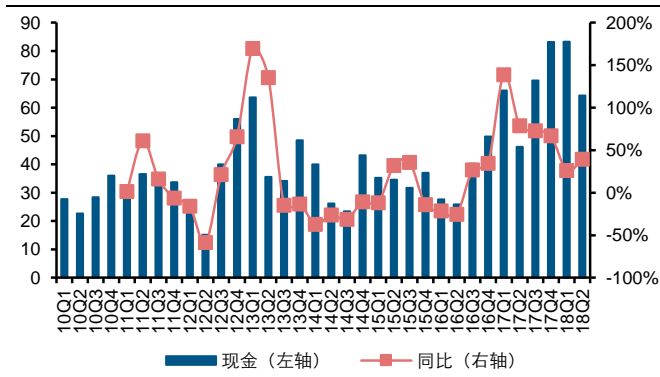


资料来源: Wind, 长江证券研究所

肉制品行业资产负债: 猪价持续低位运行, 存货同比增长 25%, 创新高

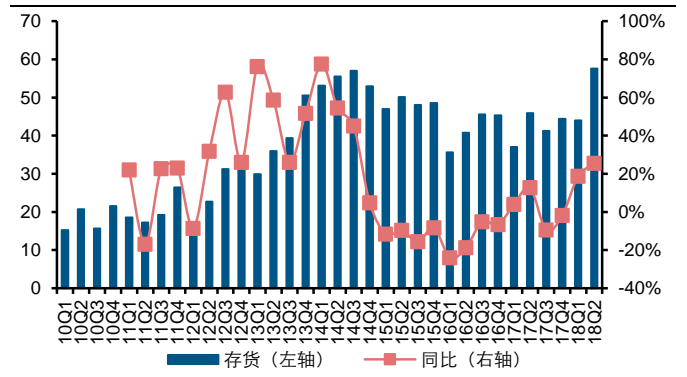
资产负债状况: 2018 年 Q2 末, 账上现金 64 亿元, 同比增长 39%, 应收账款 9 亿元, 同比增长 22%; 预收账款 7 亿元, 同比减少 1%; 存货 58 亿元, 同比增长 25%; 资产负债率 30%, 同比提升 0.2pct。

图 128: 肉制品行业分季度现金情况 (亿元)



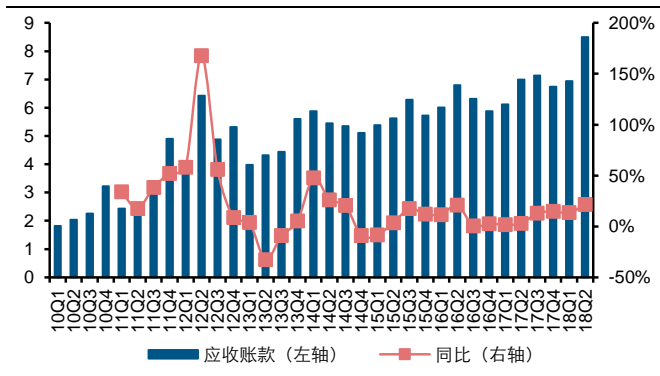
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 129: 肉制品行业分季度库存情况 (亿元)



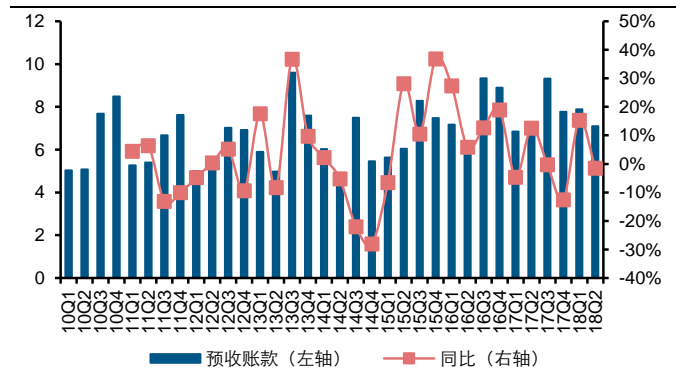
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 130: 肉制品行业分季度应收账款情况 (亿元)



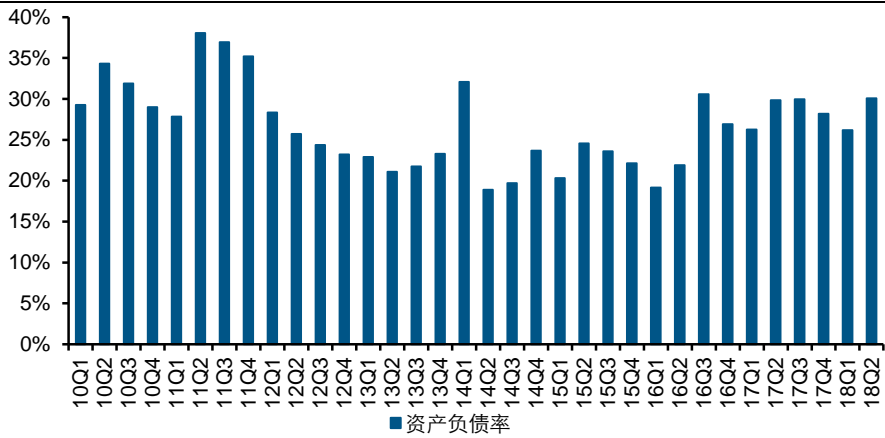
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 131: 肉制品行业分季度预收账款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 132: 肉制品行业资产负债率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

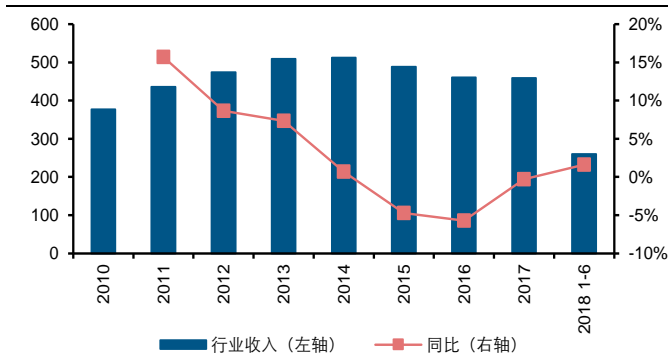
啤酒行业：收入结束负增长，竞争换届，利润增长快于收入

啤酒行业：2018H1 行业规模企稳，利润较快增长

2018H1 行业收入 260 亿元，同比增长 2%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 4%/0%。行业自 2013 年达到产量顶峰 5061 万吨后，近年的行业总量一直处于下滑，过去 3 个年度收入端也一直处于下滑状态，2018H1 行业收入端终于出现小幅增长，主要系各大酒企主动进行产品结构升级，在总量持续下滑的背景下，突破产品吨价天花板带来收入增长。

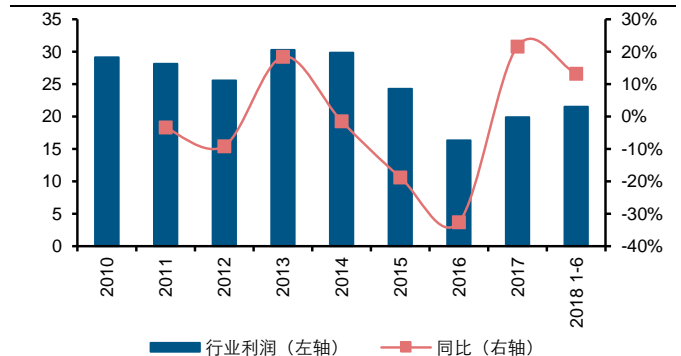
2018H1 行业利润 22 亿元，同比增长 13%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 15%/12%。在行业缩量的大背景下，酒企盈利能力也受到挑战，2017 年度行业利润终于扭转下滑颓势，同比增长 22%，今年上半年行业盈利持续增长，随着啤酒产品结构不断升级、落后产能出清带来的减值损失影响逐步消除，行业的盈利能力将得到增强，预计利润增长仍将持续快于收入。

图 133：啤酒行业收入及增速（亿元）



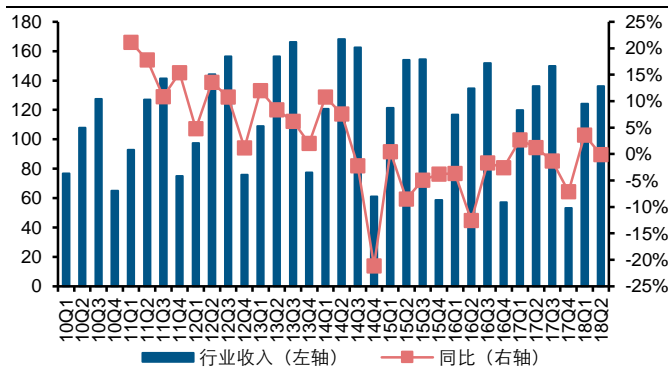
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 134：啤酒行业利润及增速（亿元）



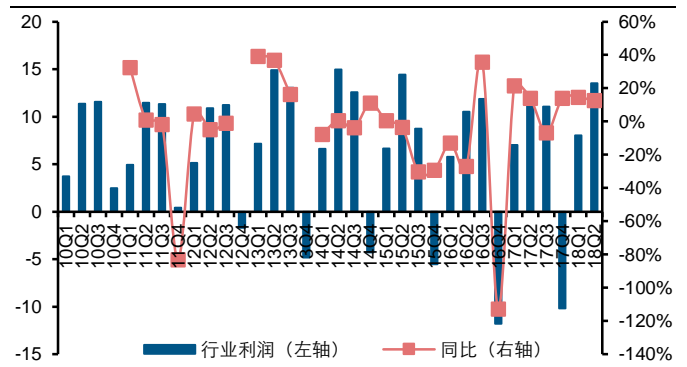
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 135：啤酒行业分季度收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 136：啤酒行业分季度利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

啤酒行业盈利能力：成本提升压制了毛利率，竞争减弱费用投放下降，净利率小幅提升

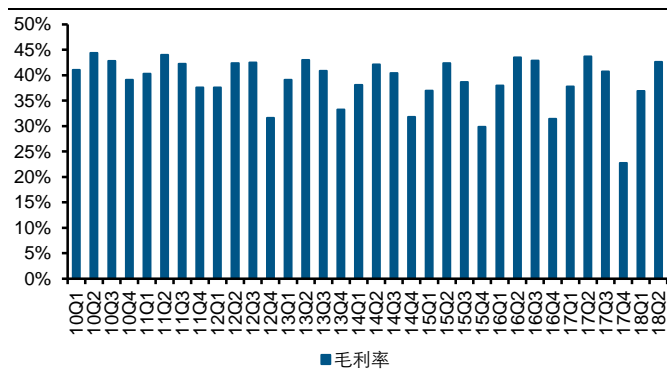
2018H1 啤酒行业毛利率 40%，同比下降 1.03pct，其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 37%/43%，分别同比变动-0.86pct/-1.09pct。

2018H1 啤酒行业净利率 8%，同比提升 0.85pct，其中 2018Q1/Q2 净利率分别为 6%/10%，分别同比变动 0.62pct/1.11pct。

2018H1 啤酒行业期间费用率 20%，同比下降 2.08pct，其中 2018Q1/Q2 期间费用率分别为 20%/20%，分别同比变动-0.82pct/-3.18pct。

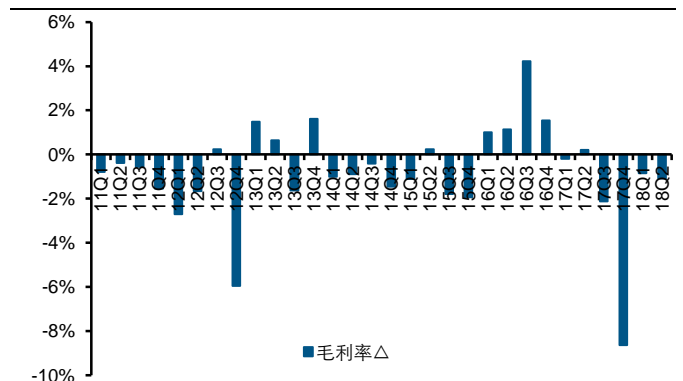
由于大麦等原材料价格持续上升，行业成本端有较大压力，毛利率出现下滑，各大酒企纷纷推出高端新品进行产品结构升级来平抑成本上涨的影响，同时成本压力下行业竞争也有所趋缓，因而费用投放有所下降，行业净利率出现小幅提升。

图 137：啤酒行业分季度毛利率



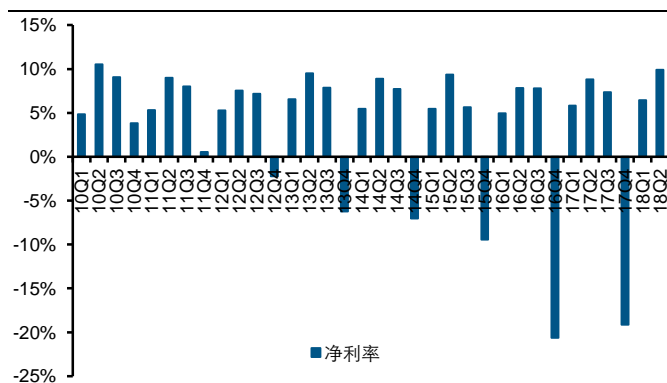
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 138：啤酒行业分季度毛利率变化



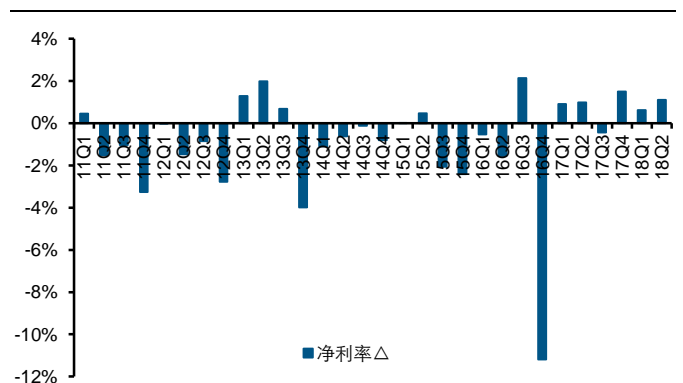
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 139：啤酒行业分季度净利率



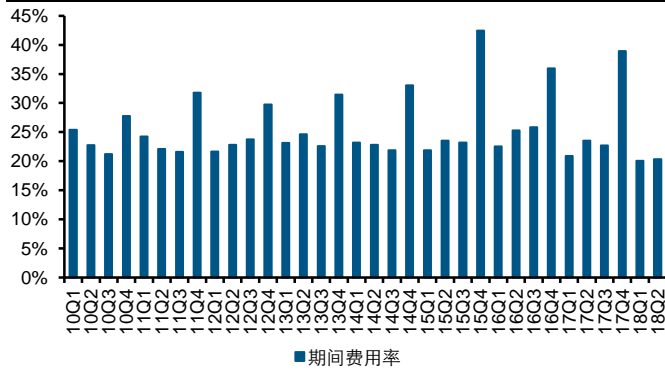
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 140：啤酒行业分季度净利率变化



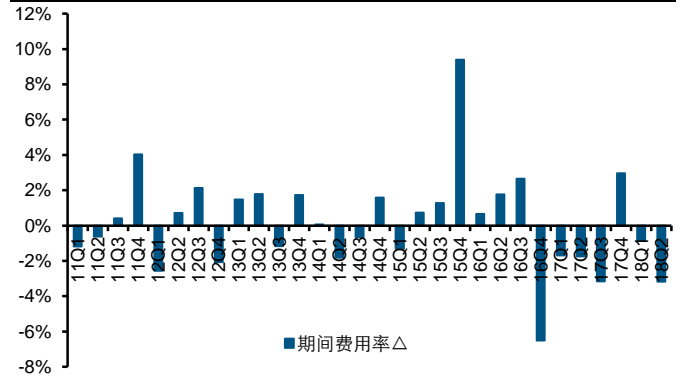
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 141：啤酒行业分季度期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 142：啤酒行业分季度期间费用率变化

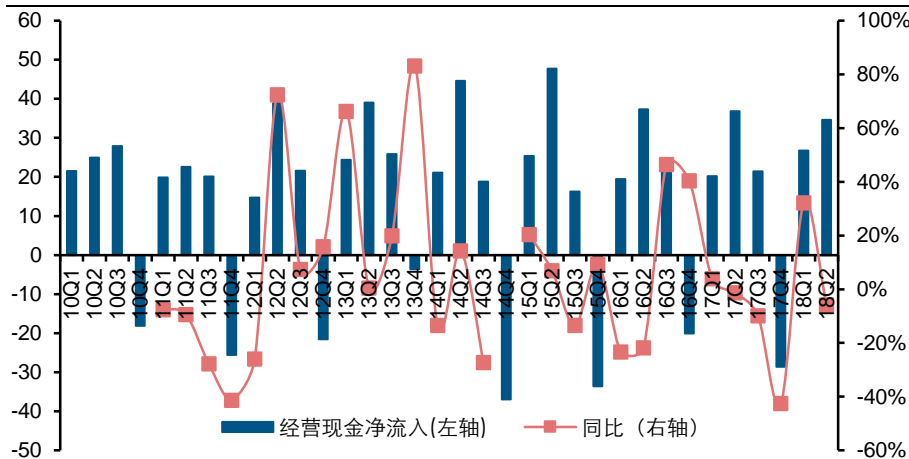


资料来源：Wind，长江证券研究所

啤酒行业现金流状况：Q2 旺季的经营现金流净流入持续下滑

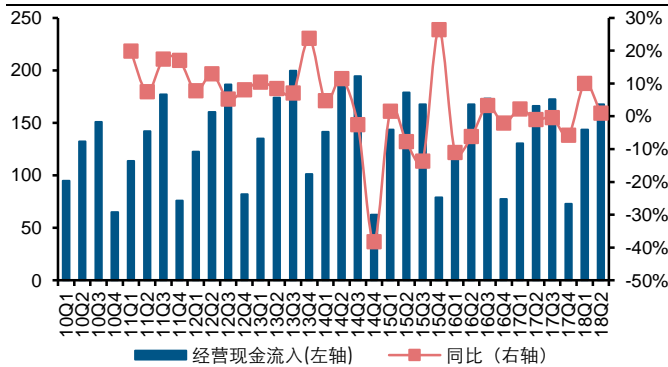
2018Q2 啤酒行业经营现金净流入为 35 亿元，同比下降 6%。其中 2018Q2 经营现金流入为 168 亿，同比增长 1%，经营现金流出为 133 亿，同比增长 3%。近 3 年来啤酒行业的二季度经营性现金净流入有不同程度的下滑（2016Q2/2017Q2/2018Q2 分别同比下滑 22%/1%/6%），一方面因为行业总需求缩减，另一方面行业产品结构升级的前期有一定阻力，需要投入较多费用导致了净现金流出现下滑。

图 143：啤酒行业分季度经营现金净流入及变化（亿元）



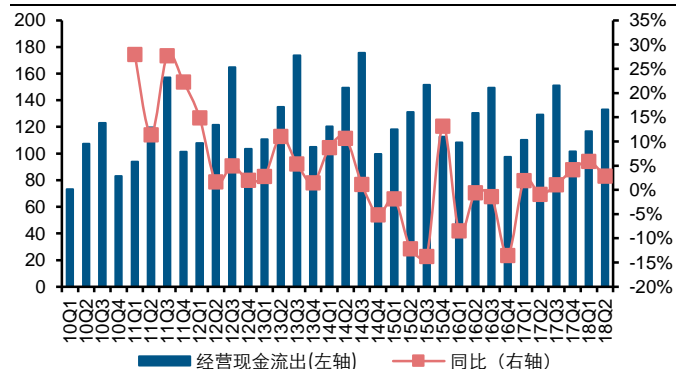
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 144: 啤酒行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 145: 啤酒行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)

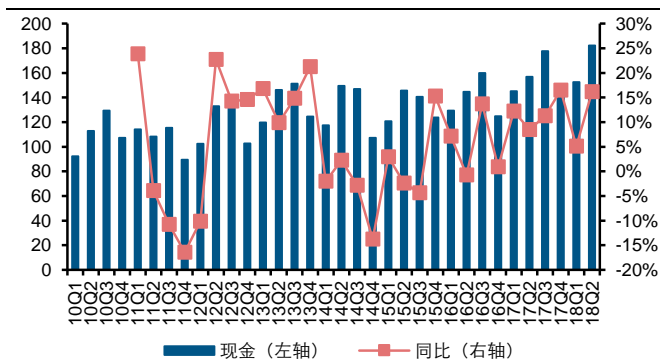


资料来源: Wind, 长江证券研究所

啤酒行业资产负债: 存货水平持续下降

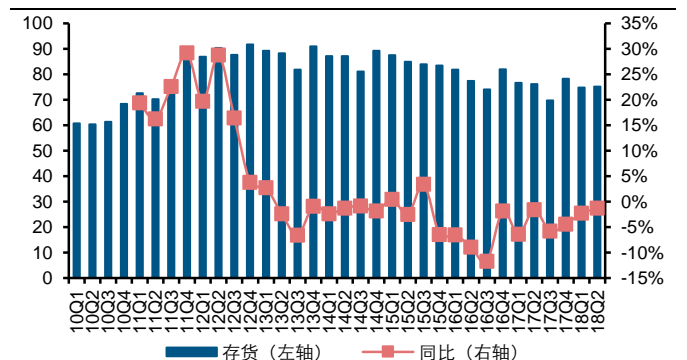
资产负债状况: 2018 年 Q2 末, 账上现金 182 亿元, 同比增长 16%, 应收账款 6 亿元, 同比下降 20%; 预收账款 6 亿元, 同比下降 30%; 存货 75 亿元, 同比下降 1%, 库存存在经历 2011-2012 年连续高增长后, 自 13Q2 近 20 个季度持续下降 (除了 2015Q3 小幅回升), 在整体行业需求放缓背景下, 企业主动控制库存; 资产负债率 37%, 较去年同期基本持平。

图 146: 啤酒行业分季度现金情况 (亿元)



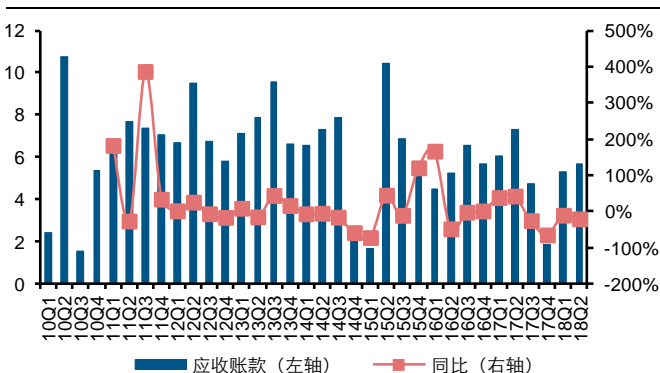
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 147: 啤酒行业分季度库存情况 (亿元)



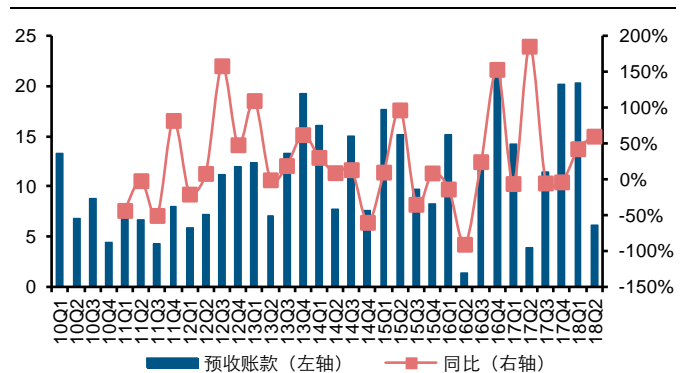
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 148: 啤酒行业分季度应收账款情况 (亿元)



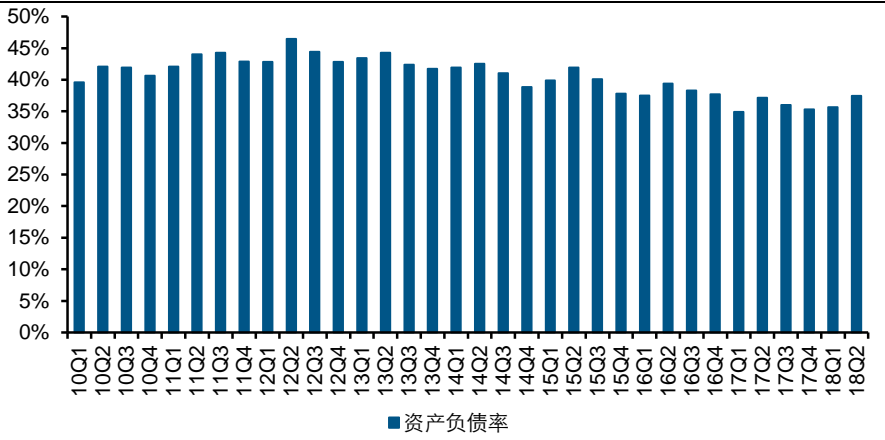
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 149: 啤酒行业分季度预收账款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 150: 啤酒行业资产负债率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

食品综合行业：行业收入和利润实现双位数增长

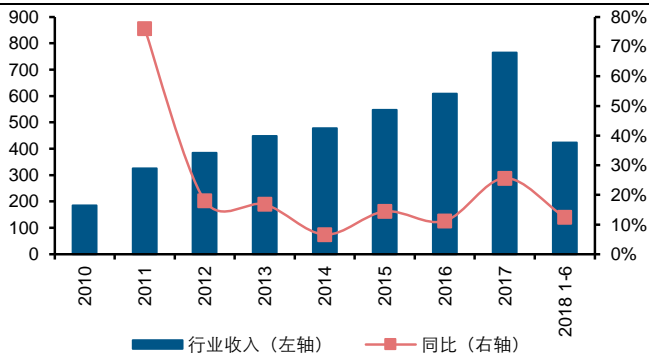
食品综合行业：2018Q1 行业收入和利润维持双位数增长

2018H1 行业收入 423 亿元，同比增长 12%，其中 2018Q1/Q2 行业收入增速分别为 14%/10%。

2018H1 行业利润 32 亿元，同比增长 22%，其中 2018Q1/Q2 行业利润增速分别为 19%/26%。

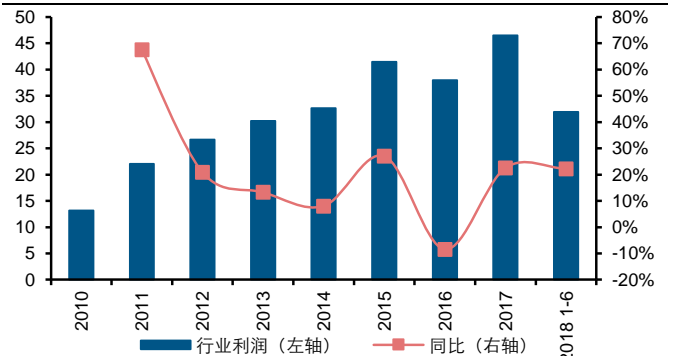
2018Q2 收入和利润同比增量均贡献较大（收入增长大于 1 亿元且利润增长大于 3000 万元）的公司汤臣倍健、桃李面包、安井食品、涪陵榨菜，都是行业格局较好的细分品类龙头。

图 151：食品综合行业收入及增速（亿元）



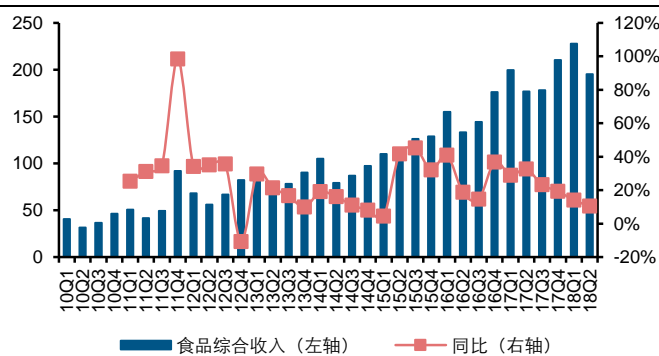
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 152：食品综合行业利润及增速（亿元）



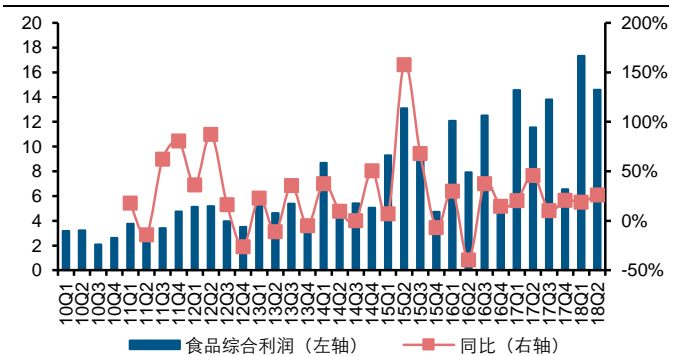
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 153：食品综合行业分季度收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 154：食品综合行业分季度利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

食品综合行业盈利能力：毛利率、净利率持续提升

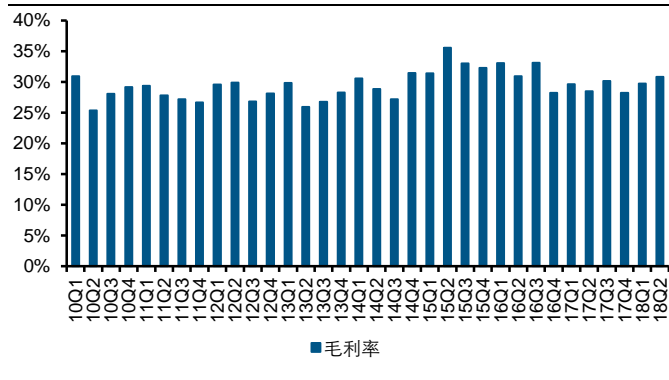
2018H1 综合食品行业毛利率 30%，同比提升 1.12pct，其中 2018Q1/Q2 毛利率分别为 30%/31%，分别同比变动 0.07pct/2.34pct。

2018H1 综合食品行业净利率 8%，同比提升 0.61pct，其中 2018Q1/Q2 净利率分别为 8%/7%，分别同比变动 0.31pct/0.94pct。

2018H1 综合食品行业期间费用率 20%，同比下降 0.01pct，其中 2018Q1/Q2 期间费用率分别为 19%/21%，分别同比变动-0.17pct/0.21pct。

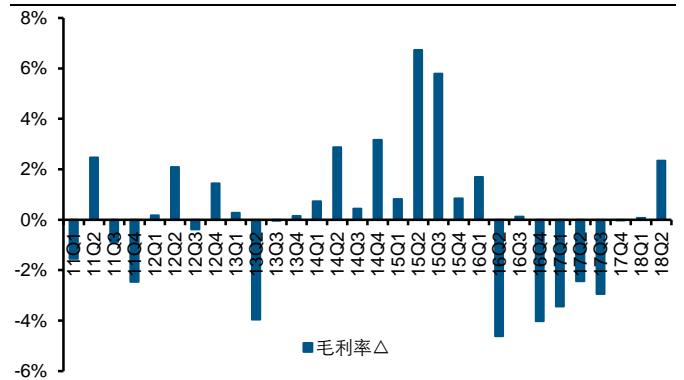
以细分品类龙头为代表的综合食品行业盈利能力稳步提升，毛利率和净利率均呈上升趋势。

图 155：食品综合行业分季度毛利率



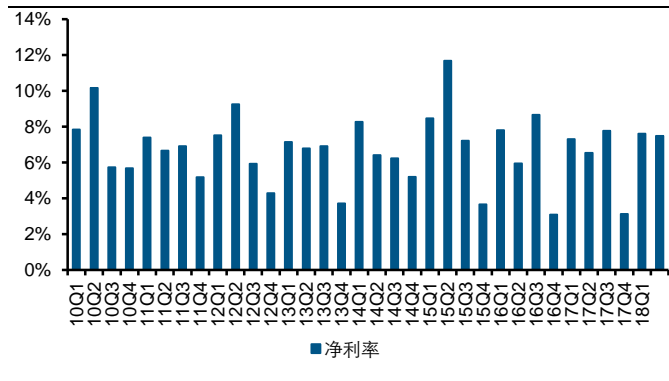
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 156：食品综合行业分季度毛利率变化



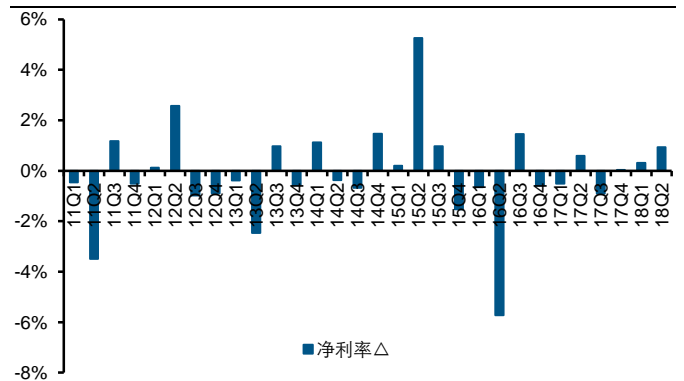
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 157：食品综合行业分季度净利率



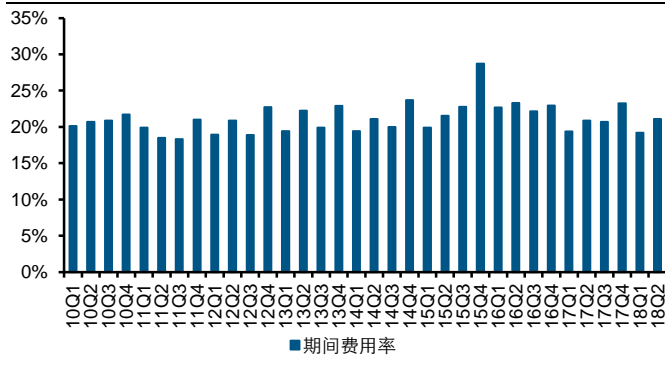
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 158：食品综合行业分季度净利率变化



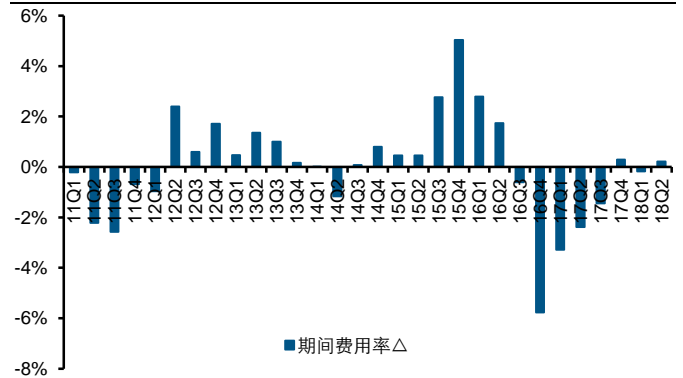
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 159：食品综合行业分季度期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 160：食品综合行业分季度期间费用率变化

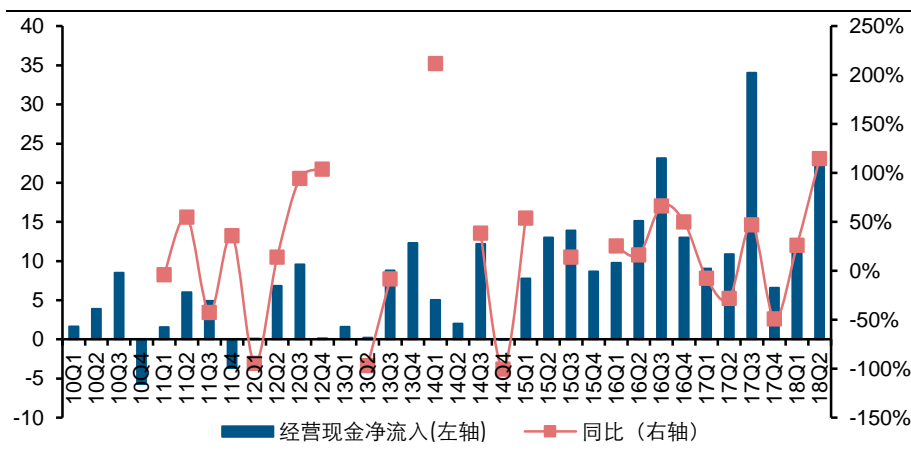


资料来源：Wind，长江证券研究所

食品综合行业现金流状况：Q2 经营现金净流入大幅提升

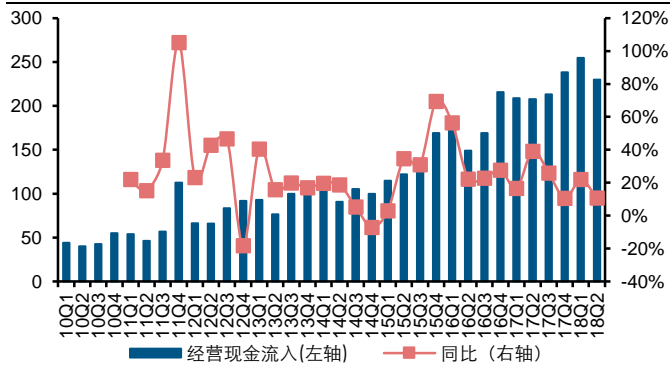
2018 年 Q2 食品综合行业经营现金净流入为 23 亿元，同比上升 115%。其中 2018Q2 经营现金流入为 230 亿元，同比增长 11%，经营现金流出为 207 亿元，同比增加 5%。经营性净现金流增长主要系经营现金流入增长较快。

图 161：食品综合行业分季度经营现金净流入及变化（亿元）



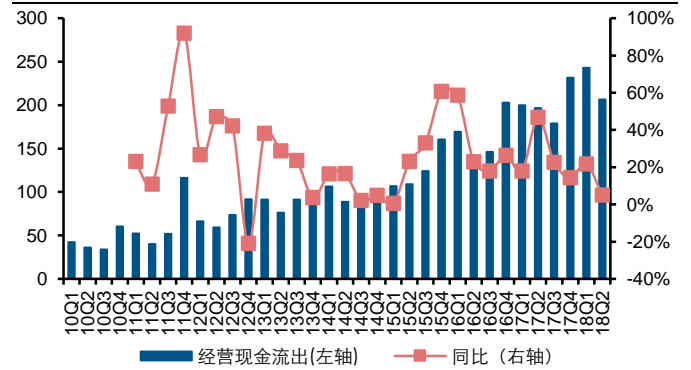
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 162: 食品综合行业分季度经营现金流入及变化 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 163: 食品综合行业分季度经营现金流出及变化 (亿元)

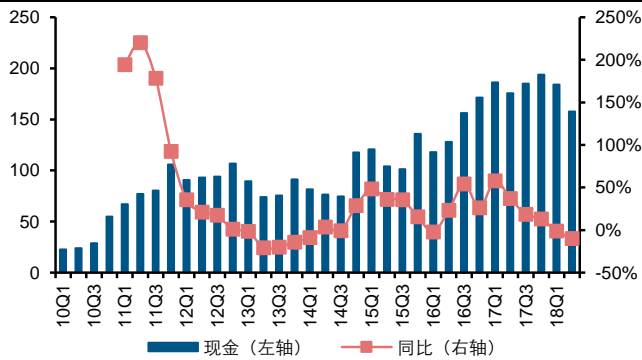


资料来源: Wind, 长江证券研究所

食品综合行业资产负债：存货持续提升，应收款增长较快

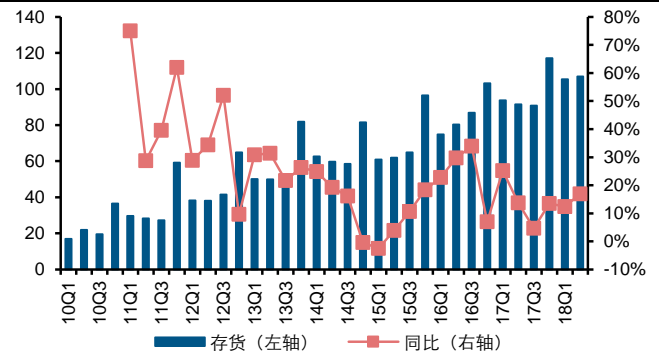
资产负债状况：2018年Q2末，账上现金158亿元，同比下降10%，应收账款53亿元，同比增长16%；预收账款28亿元，同比增长18%；存货107亿元，同比增长17%；资产负债率35%，较去年同期基本持平。

图 164：食品综合行业分季度现金情况（亿元）



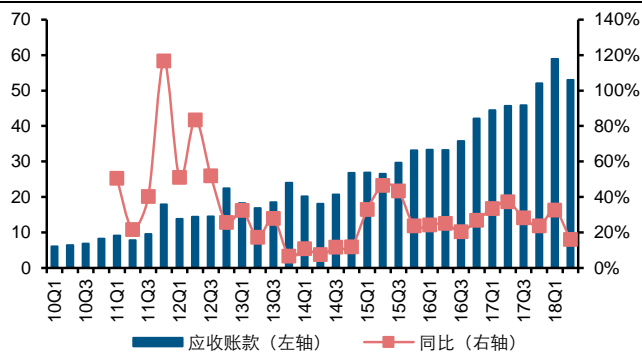
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 165：食品综合行业分季度库存情况（亿元）



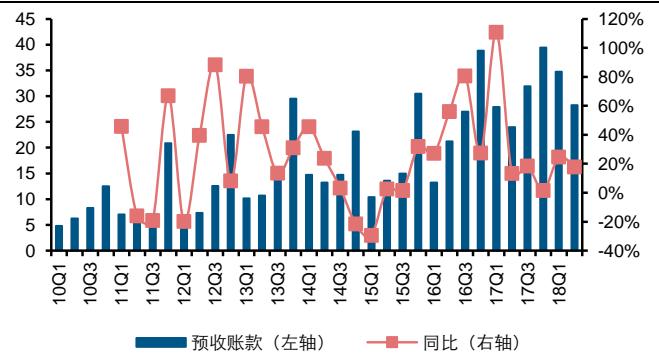
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 166：食品综合行业分季度应收账款情况（亿元）



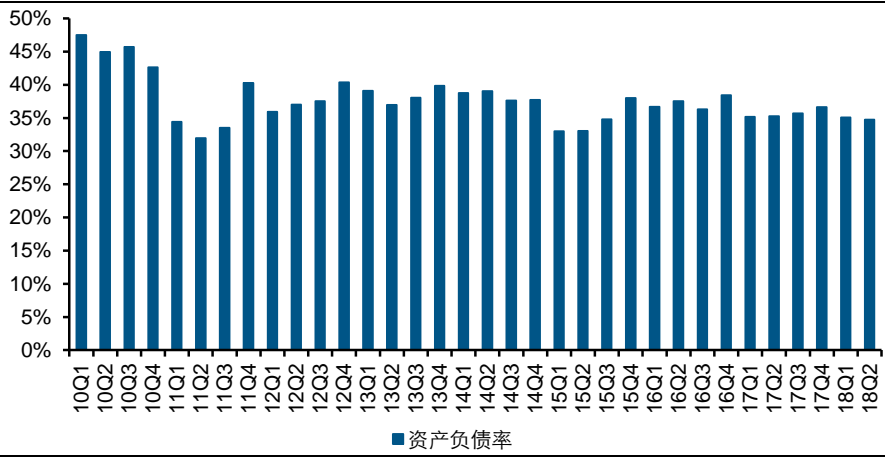
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 167：食品综合行业分季度预收账款情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 168：食品综合行业资产负债率



资料来源：Wind, 长江证券研究所

【要闻动态跟踪】

表 6: 重点公司 2018 年半年报披露情况汇总

公司代码	公司简称	公告内容
600519.SH	贵州茅台	2018年半年报: 2018年半年营收333.97亿元, 同比增长38.06%, 归母净利润157.64亿元, 同比增长40.12%; 其中, Q2营收159.31亿元, 同比增长46.4%, 归母净利润72.57亿元, 同比增长41.53%。
000858.SZ	五粮液	2018年半年报: 2018年半年营收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%; 其中, Q2营收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%。
603589.SH	口子窖	2018年半年报: 2018年半年营收21.59亿元, 同比增长23.67%, 归母净利润7.33亿元, 同比增长39.45%; 其中, Q2营收9.09亿元, 同比增长27.51%, 归母净利润2.85亿元, 同比增长43.15%。
600809.SH	山西汾酒	2018年半年报: 2018年半年营收50.42亿元, 同比增长47.38%, 归母净利润9.37亿元, 同比增长55.76%; 其中, Q2营收18.02亿元, 同比增长45.3%, 归母净利润2.27亿元, 同比增长69.5%。
600887.SH	伊利股份	2018年半年报: 2018年半年营收395.89亿元, 同比增长18.88%, 归母净利润34.46亿元, 同比增长2.43%; 其中, Q2营收200.13亿元, 同比增长13.8%, 归母净利润13.46亿元, 同比增长-17.47%。
000895.SZ	双汇发展	2018年半年报: 2018年半年营收236.21亿元, 同比增长-1.57%, 归母净利润23.85亿元, 同比增长25.28%; 其中, Q2营收116.27亿元, 同比增长-1.34%, 归母净利润13.21亿元, 同比增长28.87%。
600332.SH	白云山	2018年半年报: 2018年半年营收148.4亿元, 同比增长33.51%, 归母净利润26.19亿元, 同比增长126.14%; 其中, Q2营收79.31亿元, 同比增长36.1%, 归母净利润17.14亿元, 同比增长154.47%。
600600.SH	青岛啤酒	2018年半年报: 2018年半年营收151.54亿元, 同比增长0.6%, 归母净利润13.02亿元, 同比增长13.39%; 其中, Q2营收79.02亿元, 同比增长-1.51%, 归母净利润6.35亿元, 同比增长11.58%。
603517.SH	绝味食品	2018年半年报: 2018年半年营收20.85亿元, 同比增长12.62%, 归母净利润3.15亿元, 同比增长32.55%; 其中, Q2营收11.2亿元, 同比增长14.87%, 归母净利润1.65亿元, 同比增长33.74%。
002557.SZ	洽洽食品	2018年半年报: 2018年半年营收18.74亿元, 同比增长17.14%, 归母净利润1.72亿元, 同比增长15.84%; 其中, Q2营收8.48亿元, 同比增长5.86%, 归母净利润0.88亿元, 同比增长23.42%。

资料来源: Wind, 长江证券研究所

【大事提醒】

表 7: 未来两周大事提醒

(9/2)周日	(9/3)周一	(9/4)周二	(9/5)周三	(9/6)周四	(9/7)周五	(9/8)周六
	限售流通: 天润乳业 股东大会: 山西汾酒			复牌: 麦趣尔	股东大会: 中炬高新 光明乳业	
(9/9)周日	(9/10)周一	(9/11)周二	(9/12)周三	(9/13)周四	(9/14)周五	(9/15)周六
	股东大会: 百润股份 西部牧业	股东大会: 好想你	股东大会: 莱茵生物	股东大会: 深深宝A *ST皇台	股东大会: 得利斯	

资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。