



食品饮料

【联讯食品饮料】中报总结：龙头业绩增长强势，估值回落更得长远

2018年09月07日

投资要点

增持(维持)

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001

电话：

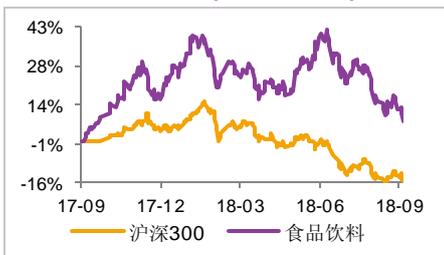
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐鸿飞

电话：010-66235689

邮箱：xuhongfei@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯食品饮料周观点】不惧短期扰动，多家公司加大并购改革步伐》2018-02-05

《【联讯食品饮料行业深度】新型消费模式下，白酒行业的消费品化》2018-03-09

《【联讯食品饮料中期策略】强者恒强，紧握一线龙头》2018-06-11

食品饮料行业业绩增长稳健，上市公司业绩表现好于行业平均水平

1H18 食品饮料板块实现主营收入 3220.92 亿元，同比增长 15.85%；在全部 29 个中信板块中，位于 11 位；实现归母净利润 553.77 亿元，同比增长 30.43%，在全部板块中位居第 8 位。对比中信食品饮料板块业绩与我国食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业，上市企业的增速与利润率明显更高。

白酒：盈利大踏步前进，高端酒份额提升

白酒板块 1H18 实现营业收入 1064.74 亿元，同比增长 31.07% (+11.29pct)；归母净利润 352.60 亿元，同比增长 40.11% (+14.77pct)。高端白酒收入占比 57.5%，同比提高 2.2pct；次高端占比 31.9%，基本持平；大众酒占比 10.5%，同比下降 2pct。

行业龙头茅台、五粮液、泸州老窖各类产品都有不俗表现；次高端白酒品牌中，高端品类增速更快，占比提升，结构优化明显；大众酒虽有复苏，但主要得益于顺鑫农业的突出表现，全国化布局帮助顺鑫斩获高增速，大众酒的分化更为显著。

大众消费品

乳制品：1H18 实现营业收入 600.50 亿元，同比增长 13.60% (+4.0pct)；归母净利润 39.93 亿元，同比增长 8.52% (+8.7pct)。龙头伊利收入大幅提升，但受费用率增加，利润增长承压。但我们也应该看到，伊利在报告期内，常温液态奶、低温液态奶及婴幼儿配方奶粉市场零售份额分别同比提高 2.4、1 和 0.8 个百分点。我们应对费用投放给未来收入带来的贡献保持期待。

调味品：上半年收入合计 289.36 亿元，同比增长 9.9% (-9.6pct)，归母净利润合计 44.45 亿元，同比增长 17.5% (-17.6pct)。尽管增速放缓，但盈利质量优异，利润率提升。

投资建议

3 季度食品饮料板块出现一轮明显的回调。回溯过去 10 年历史，当前板块 PE 25.6x，处于 25.1%分位，已回到较低水平。重点子板块如白酒，和部分食品龙头今年业绩的确定性较高，增速也处于全部行业相对较前位置。估值的回落更利于长期配置。我们建议重点关注行业内业绩确定性高的，及增速较快有边际改善的公司：贵州茅台、顺鑫农业、绝味食品。

风险提示

食品安全风险；宏观经济波动，消费增长放缓；行业政策风险；竞争加剧风险；市场波动风险。



目 录

一、行业总体情况	6
(一) 食品饮料增长稳健，全部板块中估值居中	6
(二) 上市企业业绩表现好于行业平均水平	7
二、白酒板块：盈利大踏步前进，高端酒份额提升	9
(一) 高端：高档酒表现亮眼，中低价酒增速良好	11
(二) 次高端：高价酒增长强劲带动板块单季收入增速创新高	12
(三) 大众酒：品牌显著分化，顺鑫农业一骑绝尘	13
(四) 总结：	14
三、大众消费品	15
(一) 乳制品：板块盈利能力提升，龙头加大费用投放	15
伊利股份 vs. 蒙牛乳业：	17
(二) 调味品：收入、利润增速双双放缓	18
海天味业 vs. 中炬高新	20
(三) 其他板块概览	21
1、肉制品	21
2、其他食品	22
3、啤酒	23
4、葡萄酒	23
5、黄酒	24
6、其他饮料	25
四、投资建议：估值回落得长远	26
五、风险提示	26

图表目录

图表 1： 中信行业 1H18 营业收入增速	6
图表 2： 中信行业 1H18 归母净利润增速	6
图表 3： 中信行业 PE(TTM)整体法	7
图表 4： CS 食品饮料板块营业收入及增速	7
图表 5： CS 食品饮料板块归母净利润及增速	7
图表 6： CS 食品饮料板块利润率（整体法）	8
图表 7： CS 食品饮料板块费用率（整体法）	8
图表 8： 食品制造业主营收入及增速	8
图表 9： 酒、饮料和精制茶制造业主营收入及增速	8
图表 10： 食品制造业利润总额及增速	8
图表 11： 酒、饮料和精制茶制造业利润总额及增速	8
图表 12： 食品制造业单季毛利率	9
图表 13： 酒、饮料和精制茶制造业单季毛利率	9



图表 14: CS 白酒单季营业收入及增速.....	9
图表 15: CS 白酒单季归母净利润及增速.....	9
图表 16: CS 白酒单季毛利率与净利率.....	10
图表 17: 高端、次高端、大众酒单季度收入占比.....	10
图表 18: CS 白酒个股营业收入排名情况.....	10
图表 19: CS 白酒个股营业收入增速排名情况.....	10
图表 20: CS 白酒个股归母净利润排名情况.....	10
图表 21: CS 白酒个股归母净利润增速排名情况.....	10
图表 22: 高端白酒营业收入及增速（亿元）.....	11
图表 23: 次高端白酒营业收入及增速（亿元）.....	11
图表 24: 茅台酒 VS 系列酒营业收入（亿元）.....	11
图表 25: 泸州老窖高中低档酒营业收入（亿元）.....	11
图表 26: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖盈利增速对比.....	11
图表 27: 次高端白酒营收及增速（亿元）.....	12
图表 28: 次高端白酒利润及增速（亿元）.....	12
图表 29: 山西汾酒各档位白酒收入及增速（亿元）.....	12
图表 30: 水井坊各档位白酒收入及增速（亿元）.....	12
图表 31: 口子窖各档位白酒收入及增速（亿元）.....	13
图表 32: 舍得酒业各档位白酒收入及增速（亿元）.....	13
图表 33: 今世缘各档位白酒收入及增速（亿元）.....	13
图表 34: 酒鬼酒各档位白酒收入及增速（亿元）.....	13
图表 35: 次高端白酒盈利增速比较.....	13
图表 36: 大众酒收入及增速（亿元）.....	14
图表 37: 大众酒利润及增速（亿元）.....	14
图表 38: 大众酒盈利增速对比.....	14
图表 39: CS 白酒年内回撤.....	15
图表 40: CS 乳制品单季营业收入.....	15
图表 41: CS 乳制品单季归母净利润及增速.....	15
图表 42: CS 乳制品单季利润率.....	16
图表 43: CS 乳制品单季费用率.....	16
图表 44: CS 乳制品个股营业收入排名.....	16
图表 45: CS 乳制品个股营业收入增速排名.....	16
图表 46: CS 乳制品个股归母净利润排名.....	16
图表 47: CS 乳制品个股归母净利润增速排名.....	16
图表 48: 伊利、蒙牛收入对比（亿元）.....	17
图表 49: 伊利、蒙牛归母净利润对比（亿元）.....	17
图表 50: 伊利、蒙牛毛利率对比.....	17
图表 51: 伊利、蒙牛三费比率对比.....	17



图表 52: 伊利、蒙牛净利润率对比.....	18
图表 53: 伊利、蒙牛 ROIC 对比.....	18
图表 54: 伊利、蒙牛分产品品类收入及增速 (亿元).....	18
图表 55: CS 调味品板块单季收入及增速.....	18
图表 56: CS 调味品板块单季利润及增速.....	18
图表 57: CS 调味品板块单季利润率.....	19
图表 58: CS 调味品板块单季费用率.....	19
图表 59: CS 调味品个股收入排名.....	19
图表 60: CS 调味品个股收入增速排名.....	19
图表 61: CS 调味品个股归母净利润排名.....	19
图表 62: CS 调味品个股归母净利润排名.....	19
图表 63: 海天味业、中炬高新营业收入情况 (亿元).....	20
图表 64: 海天味业、中炬高新归母净利润情况 (亿元).....	20
图表 65: 海天味业、中炬高新毛利率对比.....	20
图表 66: 海天味业、中炬高新期间费率对比.....	20
图表 67: 海天味业、中炬高新净利率对比.....	21
图表 68: 海天味业、中炬高新 ROIC 对比.....	21
图表 69: CS 肉制品板块单季收入及增速.....	21
图表 70: CS 肉制品板块单季归母净利润及增速.....	21
图表 71: CS 肉制品板块单季利润率.....	22
图表 72: CS 肉制品板块单季费用率.....	22
图表 73: CS 其他食品单季营业收入及增速.....	22
图表 74: CS 其他食品单季归母净利润及增速.....	22
图表 75: CS 其他食品单季利润率.....	22
图表 76: CS 其他食品单季费用率.....	22
图表 77: CS 啤酒板块单季营业收入及增速.....	23
图表 78: CS 啤酒板块单季归母净利润及增速.....	23
图表 79: CS 啤酒板块单季利润率.....	23
图表 80: CS 啤酒板块单季费用率.....	23
图表 81: CS 葡萄酒板块单季营业收入及增速.....	24
图表 82: CS 葡萄酒板块单季归母净利润及增速.....	24
图表 83: CS 葡萄酒板块单季利润率.....	24
图表 84: CS 葡萄酒板块单季费用率.....	24
图表 85: CS 黄酒板块单季营业收入及增速.....	24
图表 86: CS 黄酒板块单季归母净利润.....	24
图表 87: CS 黄酒板块单季利润率.....	25
图表 88: CS 黄酒板块单季费用率.....	25
图表 89: CS 其他饮料板块单季营业收入及增速.....	25



图表 90: CS 其他饮料板块单季归母净利润及增速.....	25
图表 91: CS 其他饮料板块单季利润率.....	25
图表 92: CS 其他饮料板块单季费用率.....	25
图表 93: CS 食品饮料 PE Band.....	26
图表 94: 中报覆盖个股盈利预测	26

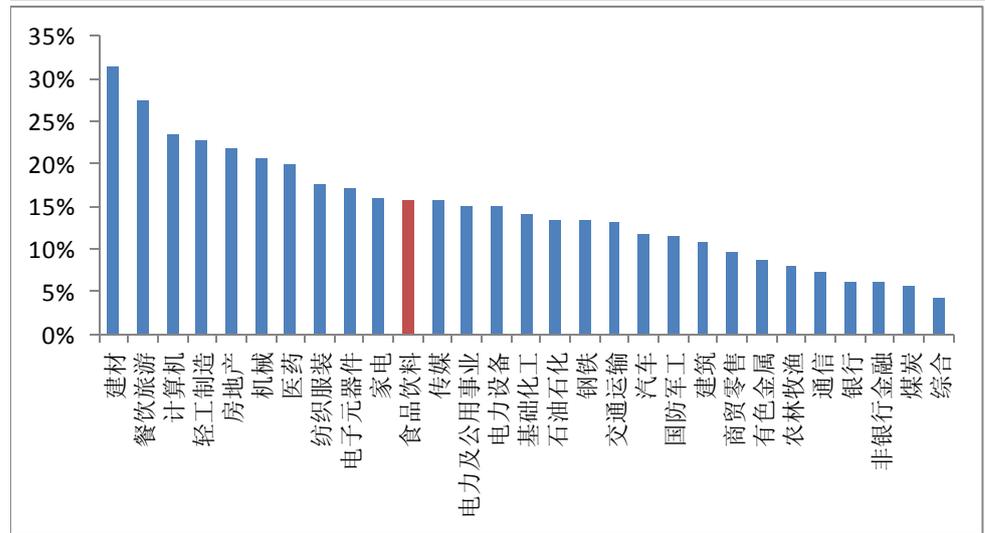


一、行业总体情况

(一) 食品饮料增长稳健，全部板块中估值居中

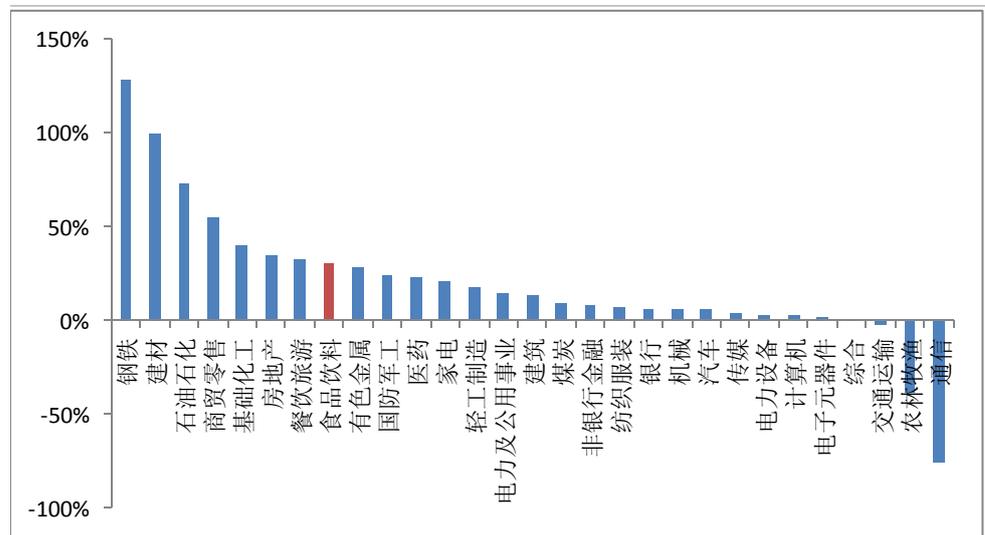
食品饮料板块整体营收实现稳健增长，1H18 板块实现主营收入 3220.92 亿元，同比增长 15.85%；在全部 29 个中信板块中，位于 11 位；实现归母净利润 553.77 亿元，同比增长 30.43%，在全部板块中位居第 8 位。

图表1： 中信行业 1H18 营业收入增速



资料来源:Wind, 联讯证券

图表2： 中信行业 1H18 归母净利润增速

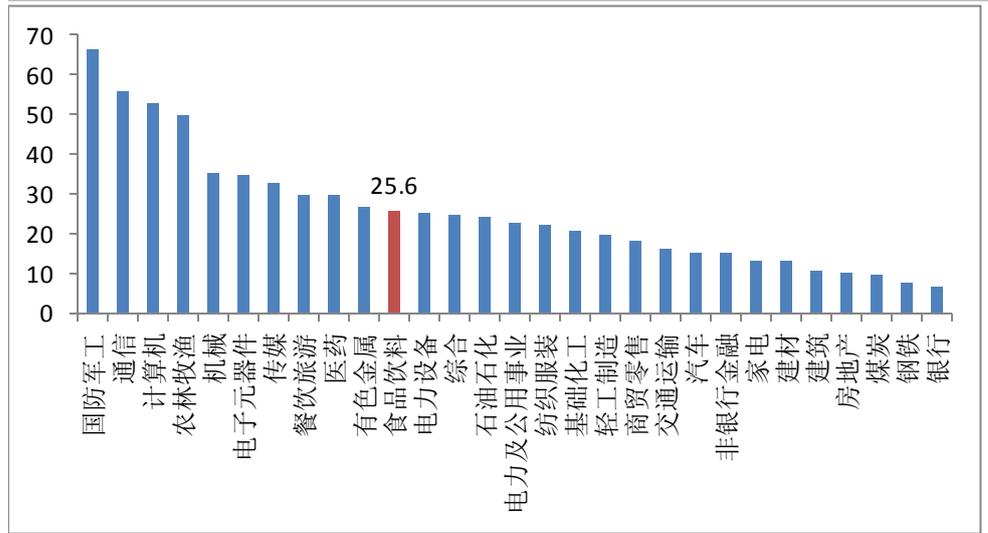


资料来源:Wind, 联讯证券

截至 9 月 6 日，中信食品饮料行业 PE(TTM)25.6x，在全部 29 个中信一级行业，食品饮料居中。



图表3： 中信行业 PE(TTM)整体法

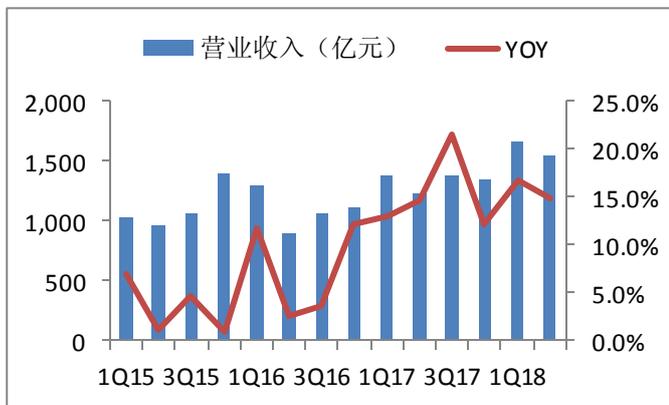


资料来源:Wind, 联讯证券

(二) 上市企业业绩表现好于行业平均水平

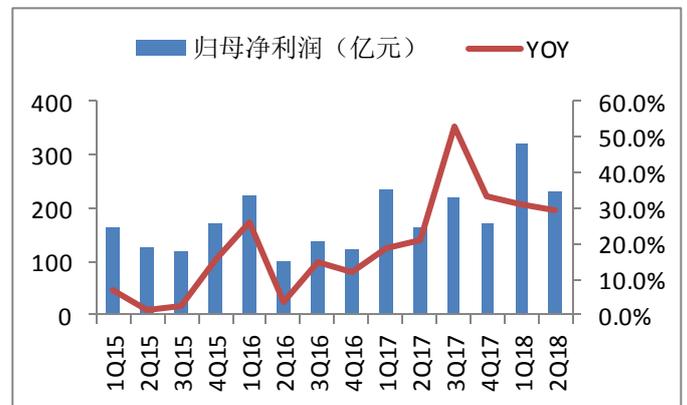
上市公司盈利能力好于行业总体水平。其中 1Q18、2Q18，中信食品饮料行业营业收入分别同比增长 16.8%、14.8%；归母净利润分别同比增长 31.0%、29.1%；2Q18 增速较 2Q17 有所放缓。1Q18、2Q18 行业毛利率分别为 49.3%、45.8%；净利率分别为 4.9%、5.5%；均较去年同期有小幅提升。

图表4： CS 食品饮料板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

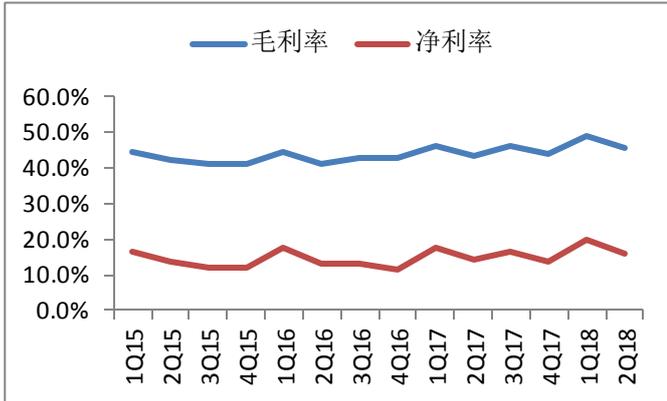
图表5： CS 食品饮料板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

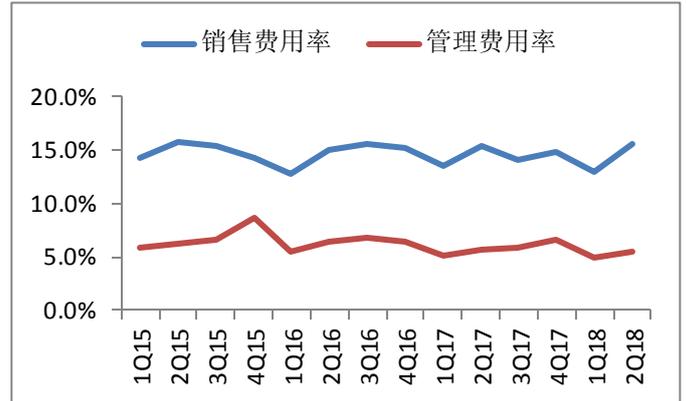


图表6: CS 食品饮料板块利润率 (整体法)



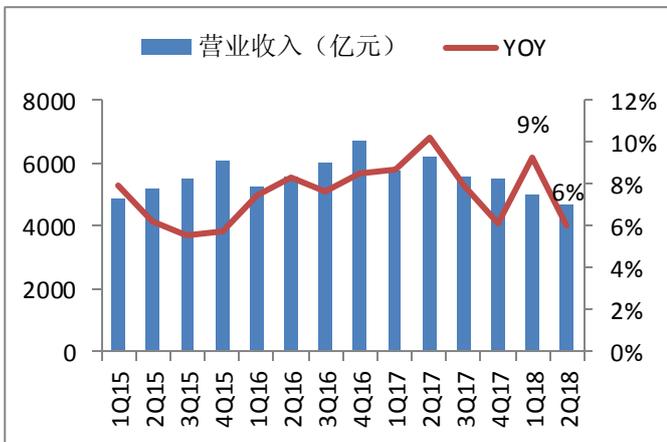
资料来源: Wind, 联讯证券

图表7: CS 食品饮料板块费用率 (整体法)



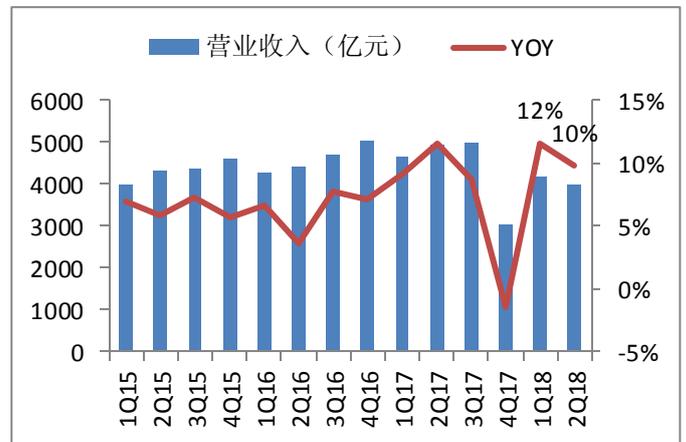
资料来源: Wind, 联讯证券

图表8: 食品制造业主营收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表9: 酒、饮料和精制茶制造业主营收入及增速



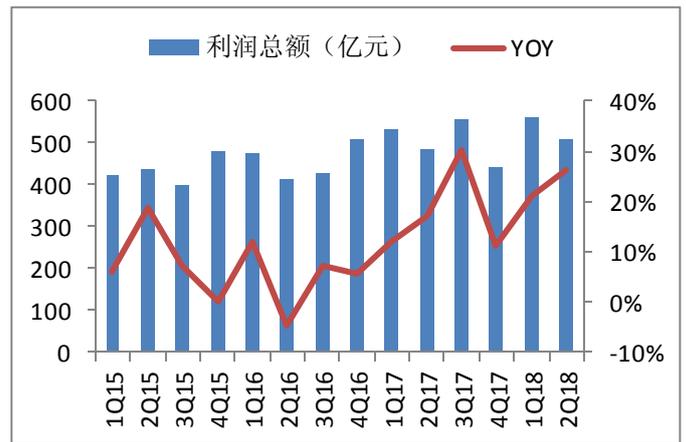
资料来源: Wind, 联讯证券

图表10: 食品制造业利润总额及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

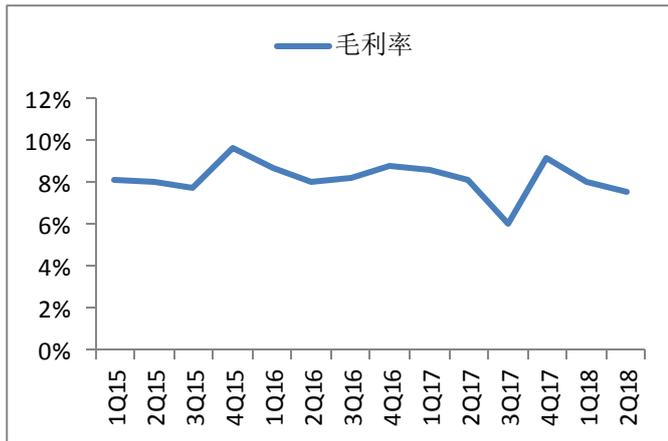
图表11: 酒、饮料和精制茶制造业利润总额及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

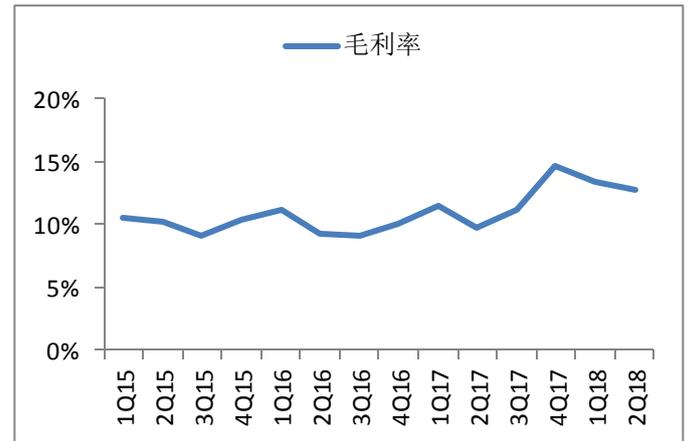


图表12: 食品制造业单季毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表13: 酒、饮料和精制茶制造业单季毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

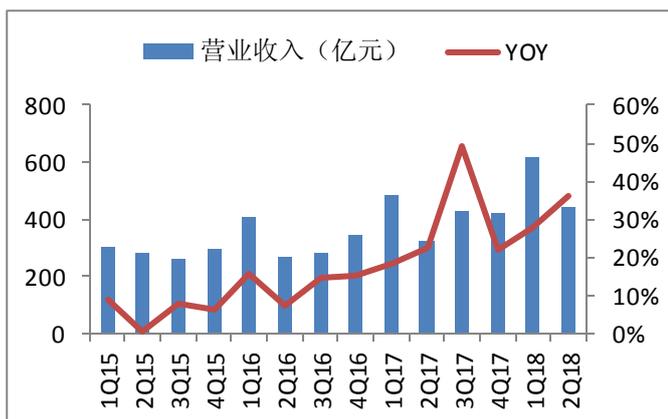
总结: 食品饮料行业出现分化, 在酒类带动下, 饮料行业盈利能力维持强劲表现, 好于食品制造业; 作为行业优秀企业的上市公司, 盈利能力显著优于行业平均水平。

二、白酒板块: 盈利大踏步前进, 高端酒份额提升

白酒板块在上半年交出亮眼的业绩, 板块实现营业收入 1064.74 亿元, 同比增长 31.07% (+11.29pct); 归母净利润 352.60 亿元, 同比增长 40.11% (+14.77pct)。尤其是 2Q, 尽管处于淡季, 但增速环比仍有所提高。1H 毛利率与净利率较 17 年同期都有所提高, 企业盈利能力提高。

白酒结构持续优化, 高端白酒收入占比 57.5%, 同比提高 2.2 个百分点; 次高端占比 31.9%, 基本持平; 大众酒占比 10.5%, 同比下降 2 个百分点。

图表14: CS 白酒单季营业收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

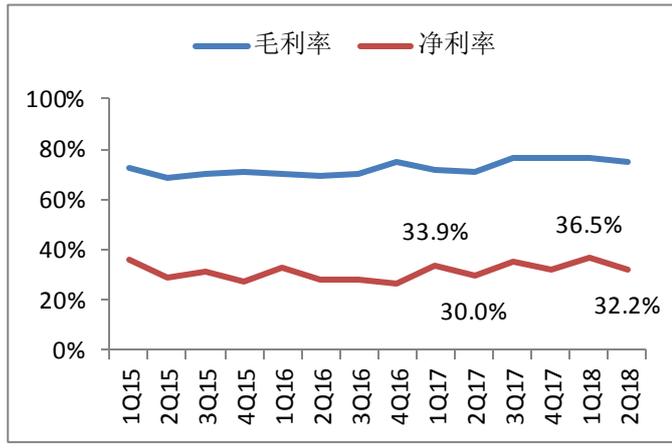
图表15: CS 白酒单季归母净利润及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

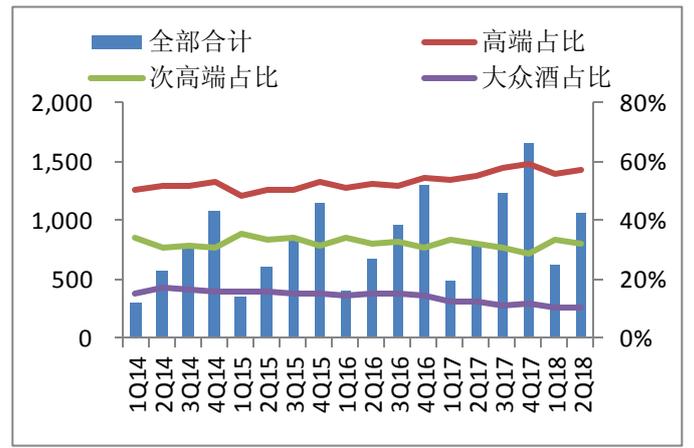


图16: CS白酒单季毛利率与净利率



资料来源: Wind, 联讯证券

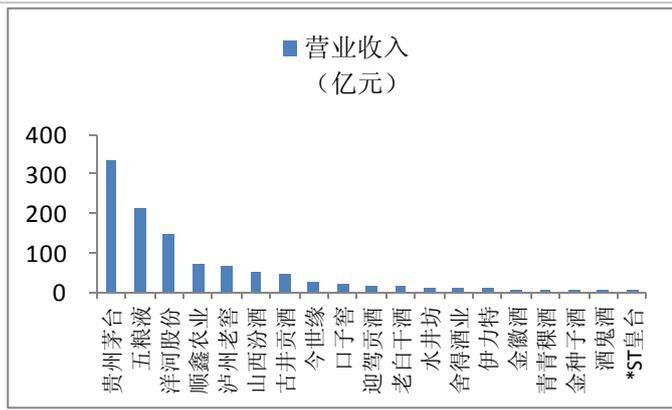
图17: 高端、次高端、大众酒单季度收入占比



资料来源: Wind, 联讯证券

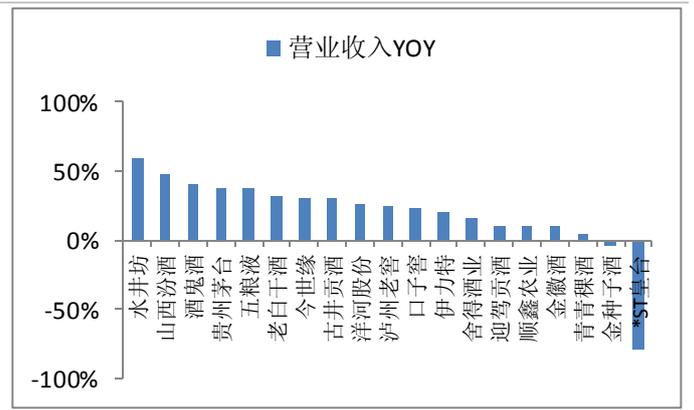
中信白酒 19 家公司中, 17 家公司营业收入实现同比增长: 贵州茅台、五粮液、洋河股份收入位列三甲, 水井坊、山西汾酒、酒鬼酒则成为收入增长最快的三家企业。

图18: CS白酒个股营业收入排名情况



资料来源: Wind, 联讯证券

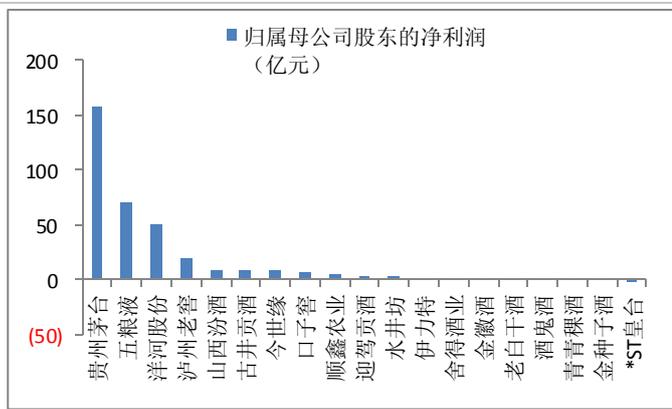
图19: CS白酒个股营业收入增速排名情况



资料来源: Wind, 联讯证券

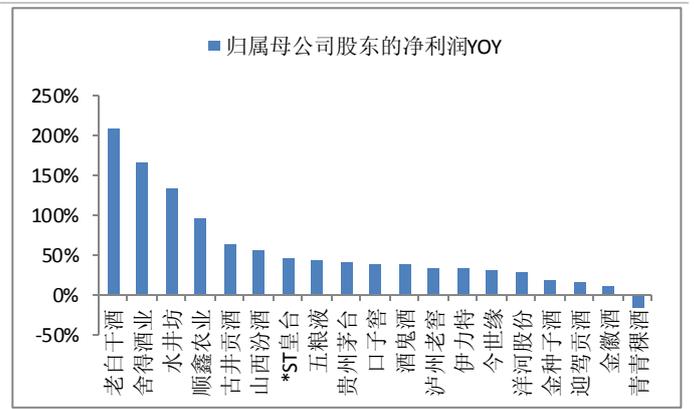
19 家白酒企业中, 贵州茅台、五粮液、洋河股份归母净利润居于前三, 只有*ST皇台归母净利润亏损。老板干酒、舍得酒业、水井坊成为归母净利润增速最快的三家公司。

图20: CS白酒个股归母净利润排名情况



资料来源: Wind, 联讯证券

图21: CS白酒个股归母净利润增速排名情况



资料来源: Wind, 联讯证券



(一) 高端：高档酒表现亮眼，中低价酒增速良好

1H18 高端白酒营业收入合计 612.38，同比增长 36.3% (+10.5pct)；归母净利润合计 248.41 亿元，同比增长 40.4% (+12.3pct)。其中，1Q、2Q 收入增速分别为 32.9% (+8.6pct)、41.06% (+13.0pct)；归母净利润分别增长 38.26% (+12.9 pct)、43.61% (+11.1 pct)。

图表22： 高端白酒营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表23： 高端白酒营业收入及增速（亿元）



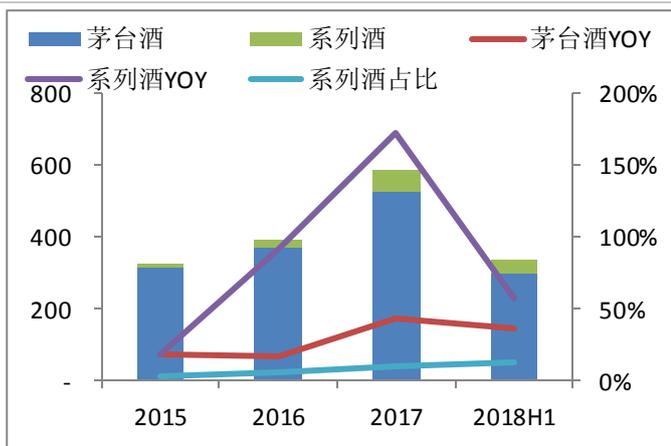
资料来源：Wind，联讯证券

茅台酒 1H 量价提升，完成收入 293.83 亿元，同比增长 35.9%；系列酒收入 40 亿元，同比增长 56.7%；系列酒收入占比已提升至 12%。茅台上半年共增加 236 个经销商，以系列酒为主。

五粮液虽未披露酒类收入具体情况，但今年普五出厂平均价格提升，全年计划销量提高，预计全年收入将增长超过 22%；其他系列酒全年冲刺 100 亿目标。

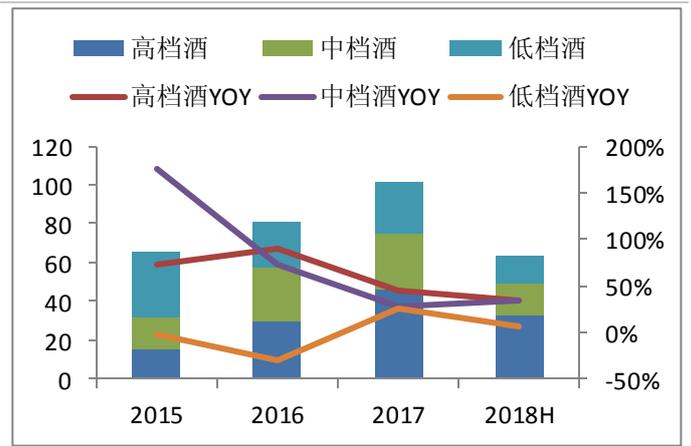
泸州老窖披露 1H 高档酒收入 33.06 亿元，同比增长 33.4%，中档酒收入 16.45 亿元，同比增长 35.0%，分别较公司营收增速高 7.92 个百分点和 9.51 个百分点。

图表24： 茅台酒 VS 系列酒营业收入（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表25： 泸州老窖高中低档酒营业收入（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表26： 贵州茅台、五粮液、泸州老窖盈利增速对比

证券代码	证券简称	收入增速			归母净利润增速		
		2017	1Q18	1H18	2017	1Q18	1H18
600519.SH	贵州茅台	50%	31%	38%	62%	39%	40%



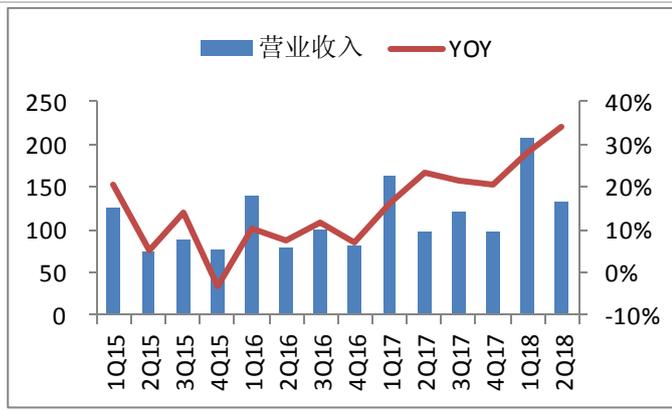
证券代码	证券简称	收入增速			归母净利润增速		
		1Q	2Q	3Q	1Q	2Q	3Q
000858.SZ	五粮液	23%	37%	37%	43%	38%	43%
000568.SZ	泸州老窖	20%	26%	25%	31%	33%	34%

资料来源: Wind, 联讯证券

(二) 次高端: 高价酒增长强劲带动板块单季收入增速创新高

1H18 次高端白酒实现营业收入合计 340.17 亿元, 同比增长 30.4% (+11.6pct); 归母净利润合计 92.76 亿元, 同比增长 38.8% (+16.0pct)。其中, 1Q、2Q 收入增速分别为 28.0% (11.8pct)、34.33% (11.1pct); 归母净利润分别增长 33.60% (+14.6pct)、50.74% (18.1pct)。

图表27: 次高端白酒营收及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表28: 次高端白酒利润及增速 (亿元)

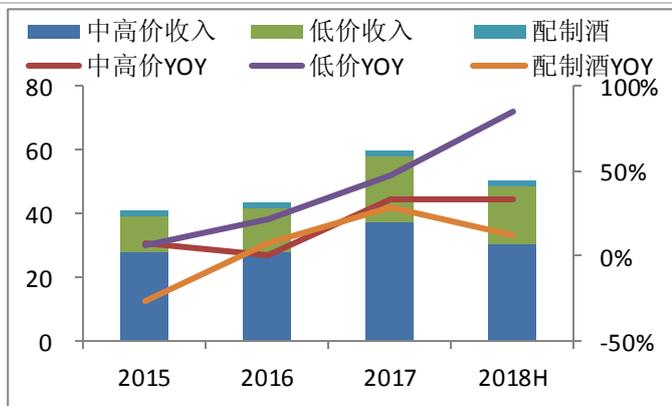


资料来源: Wind, 联讯证券

洋河股份 1H18 实现营业收入 145.43 亿元, 同比增长 26.12%; 归母净利润 50.05 亿元, 同比增长 28.06%。其中, 白酒业务实现收入 139.38 亿元, 同比增长 24.92%。公司披露蓝色经典中, 梦之蓝增速最快, 天之蓝、海之蓝次之。

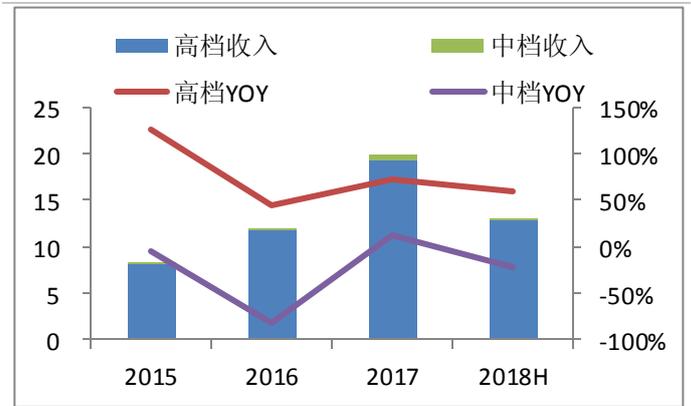
其他披露明细的次高端白酒, 除山西汾酒外, 中高档白酒收入增速均高于低档白酒收入。山西汾酒低价酒增速更高, 我们估计主要系汾牌系列酒合并贡献收入导致; 其高端酒青花系列仍有约 60% 的增速, 增长强劲。

图表29: 山西汾酒各档位白酒收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

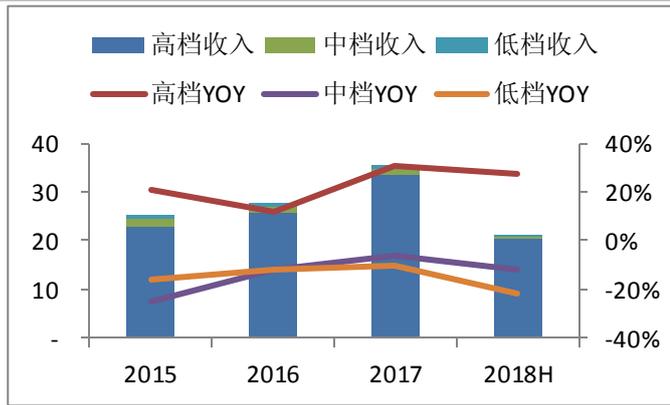
图表30: 水井坊各档位白酒收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

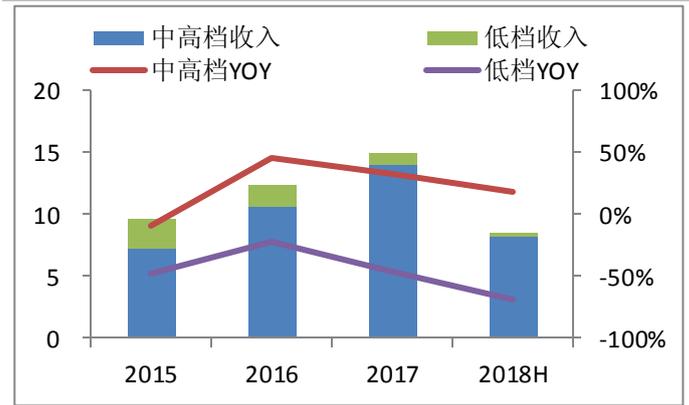


图表31: 口子窖各档位白酒收入及增速(亿元)



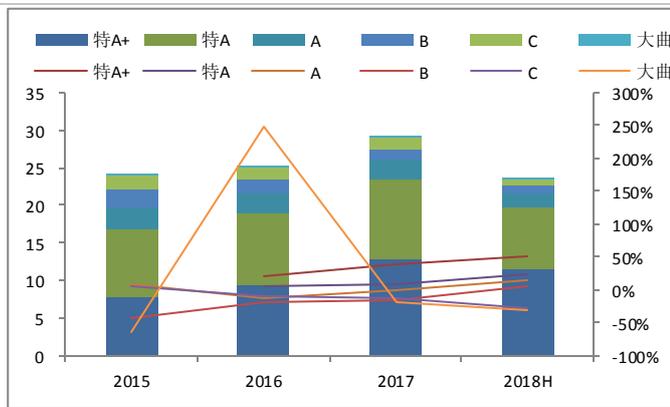
资料来源: Wind, 联讯证券

图表32: 舍得酒业各档位白酒收入及增速(亿元)



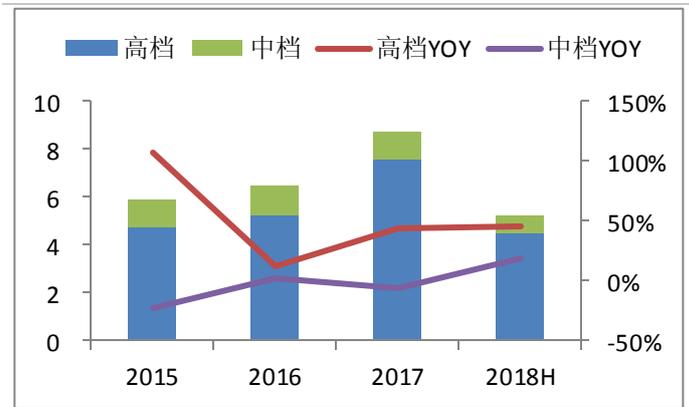
资料来源: Wind, 联讯证券

图表33: 今世缘各档位白酒收入及增速(亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表34: 酒鬼酒各档位白酒收入及增速(亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表35: 次高端白酒盈利增速比较

证券代码	证券简称	收入增速			归母净利润增速		
		2017	1Q18	1H18	2017	1Q18	1H18
002304.SZ	洋河股份	16%	26%	26%	14%	27%	28%
600809.SH	山西汾酒	37%	49%	47%	56%	52%	56%
600779.SH	水井坊	74%	88%	59%	49%	68%	134%
600702.SH	舍得酒业	12%	22%	16%	79%	103%	166%
000799.SZ	酒鬼酒	34%	46%	41%	62%	69%	38%
000596.SZ	古井贡酒	16%	18%	30%	38%	43%	63%
603589.SH	口子窖	27%	21%	24%	42%	37%	39%
603369.SH	今世缘	16%	31%	31%	18%	32%	32%
603919.SH	金徽酒	4%	5%	10%	14%	7%	11%
600559.SH	老白干酒	4%	6%	32%	48%	81%	208%

资料来源: Wind, 联讯证券

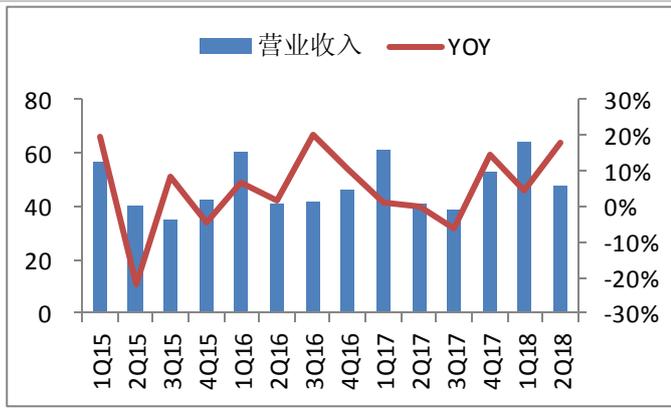
(三) 大众酒: 品牌显著分化, 顺鑫农业一骑绝尘

1H18 大众酒板块实现营业收入 112.19 亿元, 同比增长 9.8% (+9.0pct); 归母净利润合计 11.43 亿元, 同比增长 44.3% (+50.1pct)。其中, 1Q18、2Q18 单季营业收入分



别同比增长 4.4% (+3.1pct) 和 17.8% (+18.0pct)；归母净利润分别同比增长 30.7% (+31.3pct) 和 129.4% (+158.0pct)。

图表36： 大众酒收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表37： 大众酒利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

比重最高的顺鑫农业实现利润高增长，是大众酒利润大幅提升的主要原因。受益外埠市场的强有力带动，1H18 顺鑫农业实现营业收入 72.33 亿元，同比增长 10.45%；其中白酒产业实现销售收入 57.74 亿元，同比增长 62.29%。公司归母净利润 4.81 亿元，同比增长 96.78%。

图表38： 大众酒盈利增速对比

证券代码	证券简称	收入增速			归母净利润增速		
		2017	1Q18	1H18	2017	1Q18	1H18
000860.SZ	顺鑫农业	5%	3%	10%	6%	95%	97%
603198.SH	迎驾贡酒	3%	12%	11%	-2%	12%	16%
600197.SH	伊力特	13%	9%	20%	28%	8%	33%
600199.SH	金种子酒	-10%	-12%	-4%	-52%	17%	18%
002646.SZ	青青稞酒	-8%	5%	4%	-144%	-15%	-17%
000995.SZ	*ST 皇台	-73%	-22%	-78%	-48%	2%	45%

资料来源：Wind，联讯证券

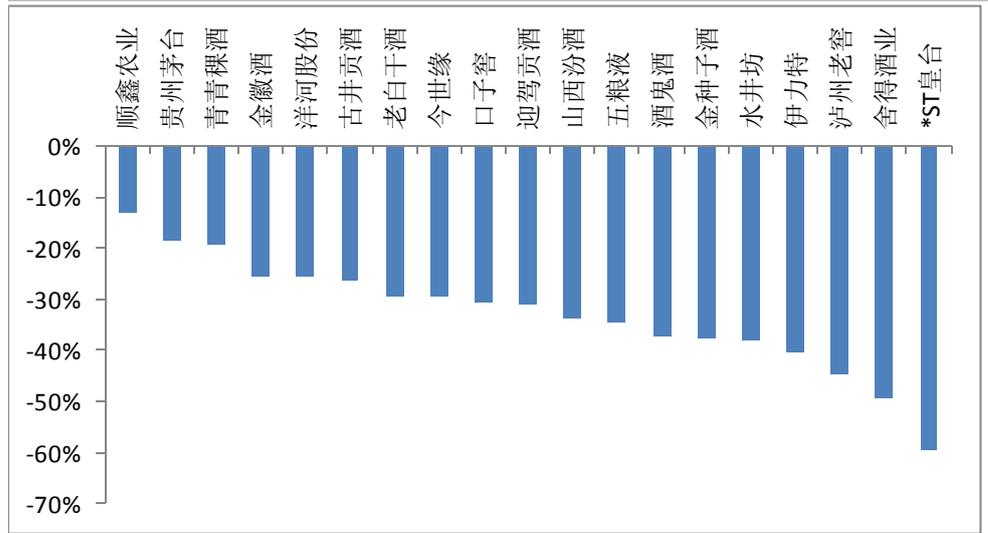
（四）总结：

行业龙头茅台、五粮液、泸州老窖各类产品都有不俗表现；次高端白酒品牌中，高端品类增速更快，占比提升，结构优化明显；大众酒虽有复苏，但主要得益于顺鑫农业的突出表现，全国化布局帮助顺鑫斩获高增速，大众酒的分化更为显著。

近期，市场悲观情绪导致白酒板块出现明显回调，个别公司最新股价较年内最高点已回落超过 40%，白酒板块整体的估值已回到相对较低水平。市场悲观的是宏观经济环境可能致使目前业绩的高增长在未来不可持续，但白酒极强的盈利稳定性与今年高盈利的确定性仍在，估值回落降低配置成本，在当前较弱的市场环境下，白酒板块每一次回落都增大了比较优势。



图表39: CS 白酒年内回撤



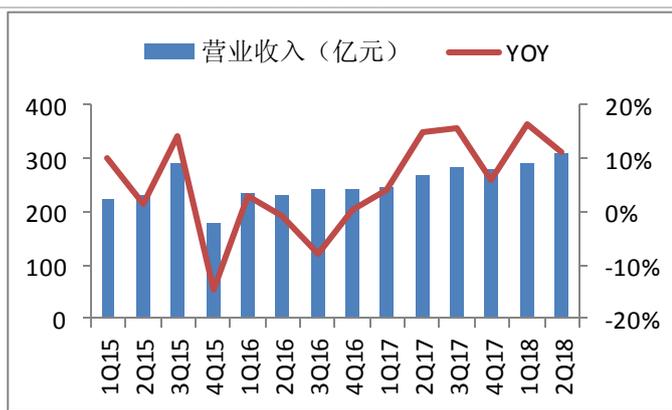
注: 截至2018/9/6; 资料来源:Wind, 联讯证券

三、大众消费品

(一) 乳制品: 板块盈利能力提升, 龙头加大费用投放

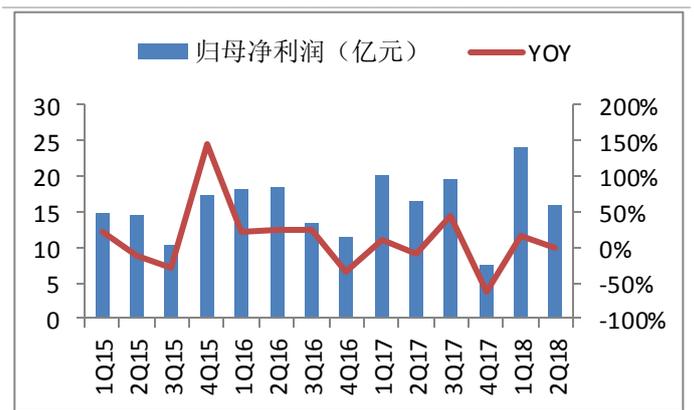
中信乳制品板块 1H18 实现营业收入 600.50 亿元, 同比增长 13.60% (+4.0pct); 归母净利润 39.93 亿元, 同比增长 8.52% (+8.7pct)。其中, 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 16.5%(+12.3pct)、11.1%(-4.0pct); 归母净利润同比增长 16.6%(+6.2pct)、-0.2% (10.3pct)。毛利率基本持平, 但由于广告费增加, 销售费用率提高, 整体净利率在 2Q 出现下滑。

图表40: CS 乳制品单季营业收入



资料来源: Wind, 联讯证券

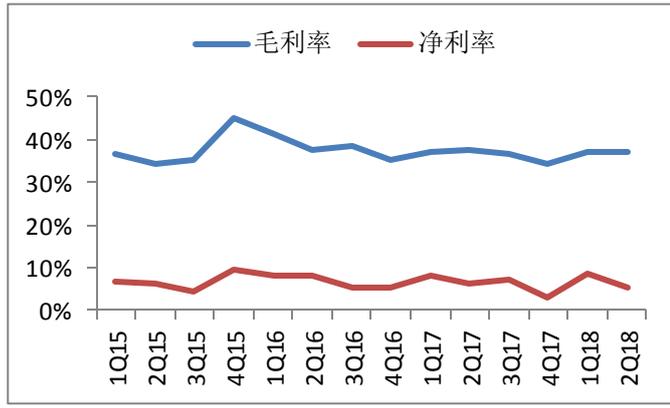
图表41: CS 乳制品单季归母净利润及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

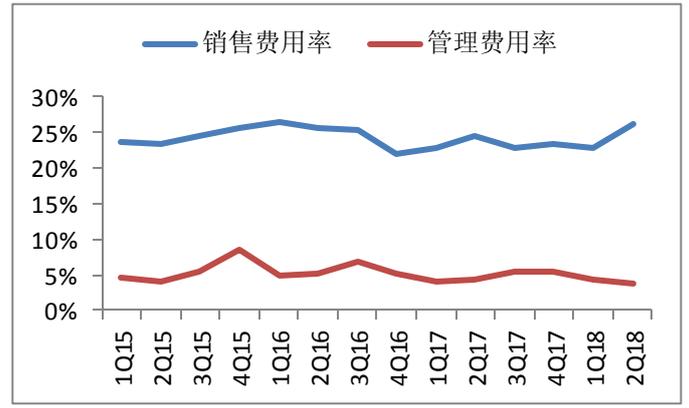


图表42: CS 乳制品单季利润率



资料来源: Wind, 联讯证券

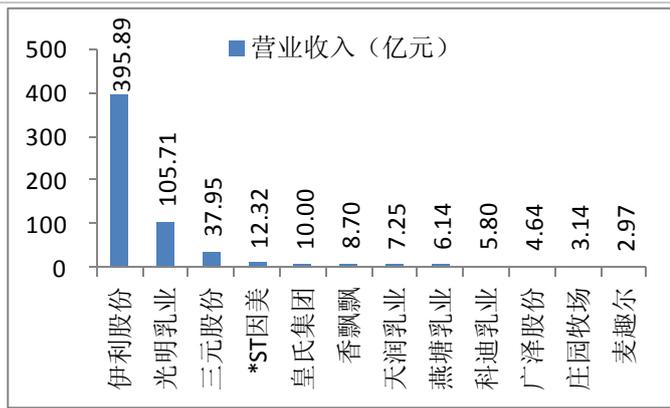
图表43: CS 乳制品单季费用率



资料来源: Wind, 联讯证券

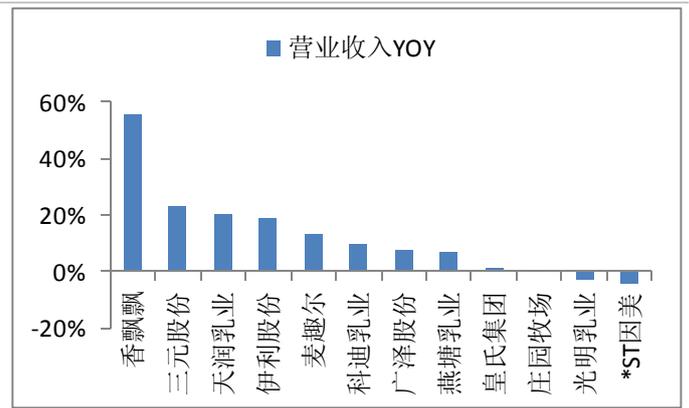
12 家乳制品企业中, 10 家企业营业收入实现正增长; 9 家归母净利润为正; 7 家归母净利润正增长。其中, 伊利股份业绩继续领跑全行业; 香飘飘收入增长最快; 三元股份归母净利润增长最快。

图表44: CS 乳制品个股营业收入排名



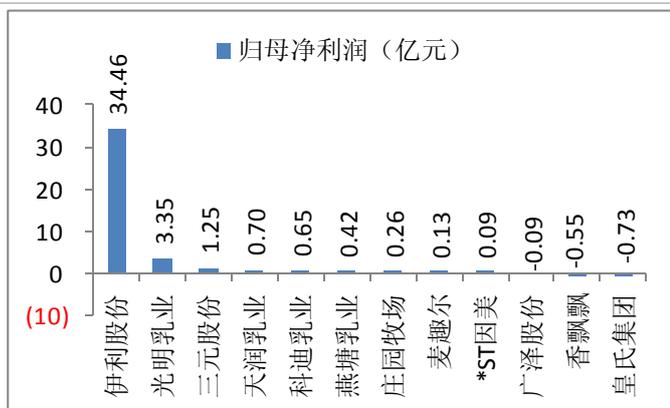
资料来源: Wind, 联讯证券

图表45: CS 乳制品个股营业收入增速排名



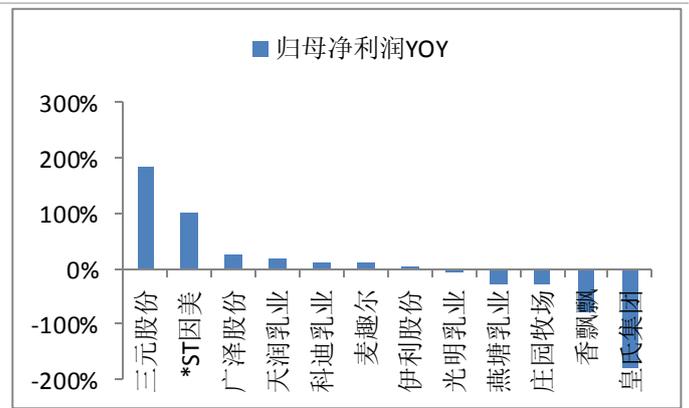
资料来源: Wind, 联讯证券

图表46: CS 乳制品个股归母净利润排名



资料来源: Wind, 联讯证券

图表47: CS 乳制品个股归母净利润增速排名



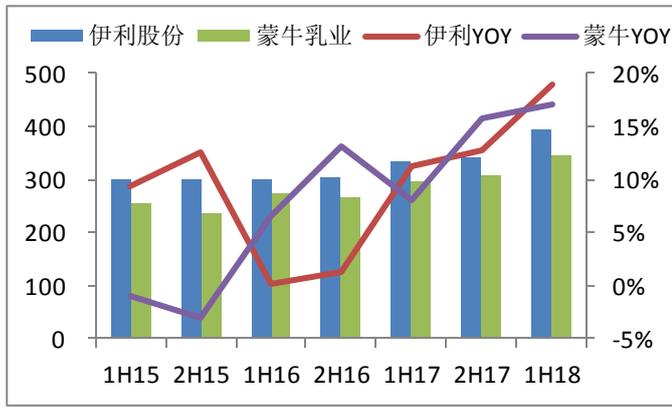
资料来源: Wind, 联讯证券



伊利股份 vs. 蒙牛乳业:

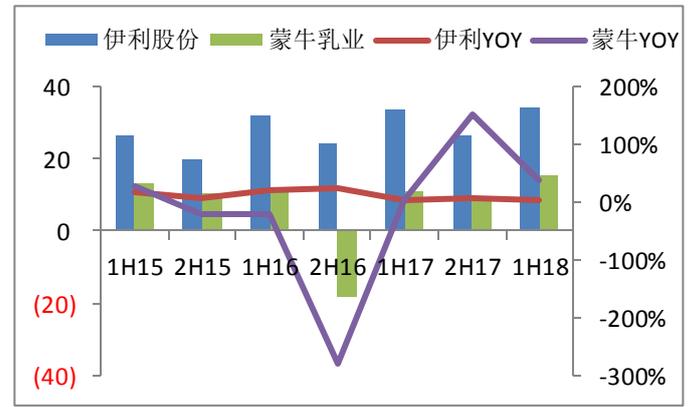
上半年两大乳企营业收入增速都有较大幅度提升：伊利收入 395.9 亿元，同比增长 18.9% (+7.6pct)，蒙牛收入 344.7 亿元，同比增长 17.0% (+8.9pct)。伊利归母净利润 34.46 亿元，同比增长 2.4% (-2.3pct)，蒙牛归母净利润 15.62 亿元，同比增长 38.5% (+33.8pct)。

图表48: 伊利、蒙牛收入对比 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

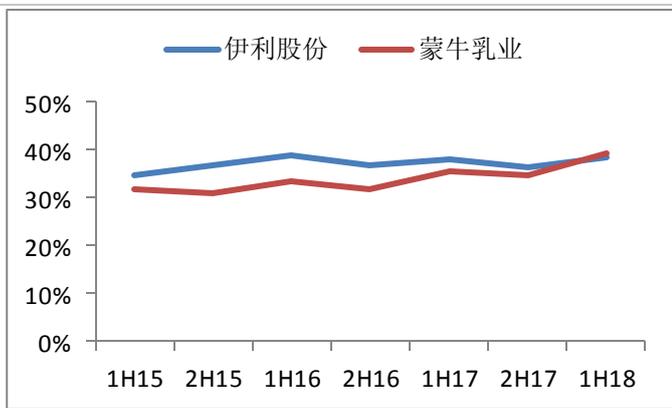
图表49: 伊利、蒙牛归母净利润对比 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

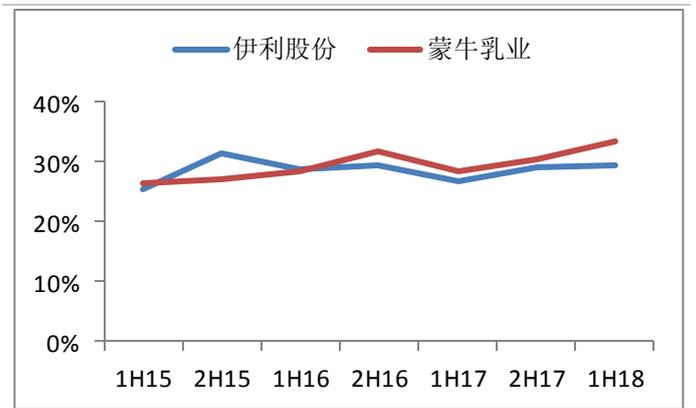
1H18 伊利毛利率虽较蒙牛低 0.5 个百分点，但由于其相对更加出色的费用管控，净利润率伊利高出蒙牛 4 个百分点。值得注意的是，两家公司在今年都加大了对广告宣传费用的支出，伊利在 1H18 投入广告费用 59.62 亿元，同比大幅增长 38.9%；蒙牛则投入广告及宣传费用 44.18 亿元，同比增长 66.9%。

图表50: 伊利、蒙牛毛利率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表51: 伊利、蒙牛三费率对比

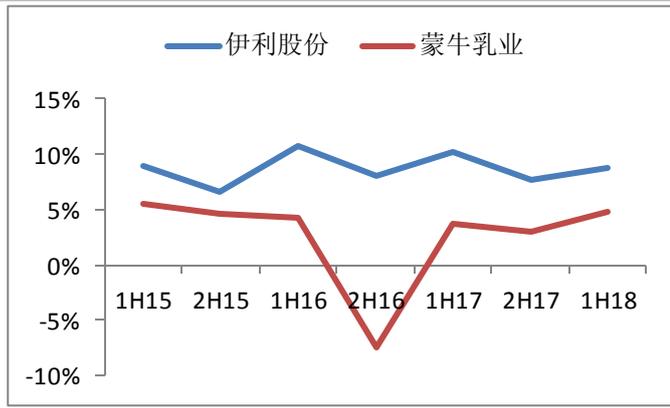


资料来源: Wind, 联讯证券

从投资资本回报率 ROIC 来看，蒙牛在 1H18 转正，伊利虽同比回落，但仍达到 11.2% (-1.4pct)。费用投放增长过快，对伊利上半年的盈利增长带来较大压力，但同时我们也应该看到，伊利在报告期内，常温液态奶、低温液态奶及婴幼儿配方奶粉市场零售份额分别同比提高 2.4、1 和 0.8 个百分点。费用投放对未来收入的持续贡献，我们应保持乐观期待。

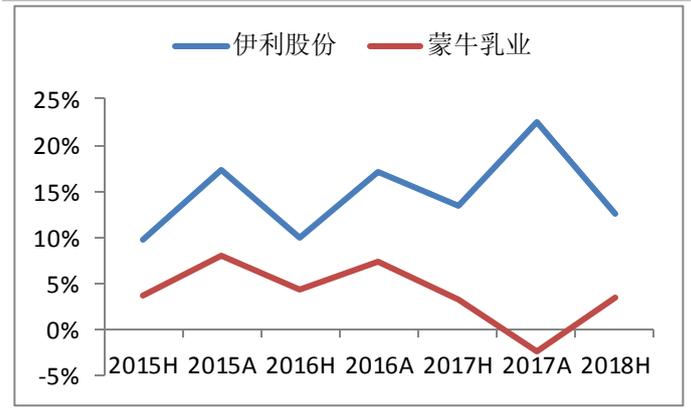


图表52: 伊利、蒙牛净利润率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表53: 伊利、蒙牛 ROIC 对比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表54: 伊利、蒙牛分产品品类收入及增速 (亿元)

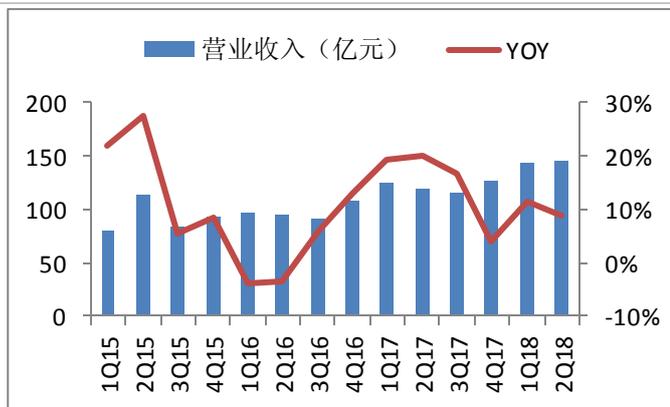
伊利股份	2015	2016	2017	2018H	蒙牛乳业	2015	2016	2017	2018H
液体乳	471.51	495.22	557.66	319.21	液体奶产品	433.27	481.03	530.15	289.32
YOY	11%	5%	13%	21%		1%	11%	10%	14%
奶粉及奶制品	64.47	54.56	64.28	38.67	奶粉产品	32.29	31.51	40.42	29.47
YOY	7%	-15%	18%	27%		-18%	-2%	28%	65%
冷饮产品系列	40.98	41.94	46.06	37.25	冰淇淋产品	21.41	21.80	25.13	22.40
YOY	-4%	2%	10%	15%		-21%	2%	15%	13%

资料来源: Wind, 联讯证券

(二) 调味品: 收入、利润增速双双放缓

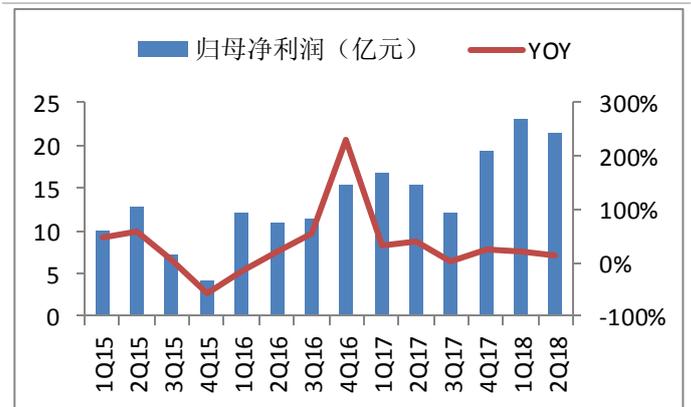
中信调味品板块上半年收入合计 289.36 亿元, 同比增长 9.9% (-9.6pct), 归母净利润合计 44.45 亿元, 同比增长 17.5% (-17.6pct)。其中 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 11.4% (-7.8pct)、8.8% (-11.2pct); 归母净利润分别同比增长 20.2% (-10.7pct)、15.0% (-24.8pct)。

图表55: CS 调味品板块单季收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表56: CS 调味品板块单季利润及增速

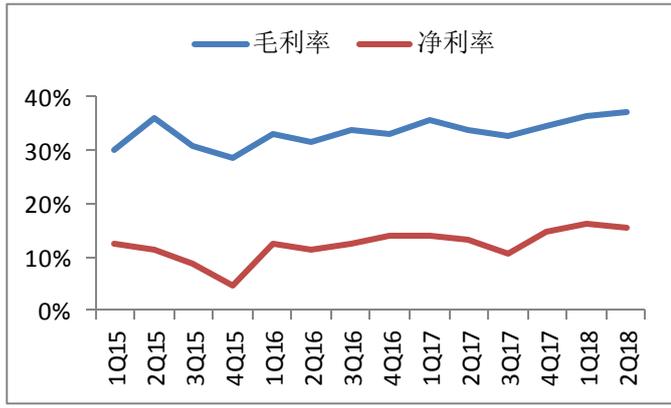


资料来源: Wind, 联讯证券

1Q18 和 2Q18, 调味品板块单季毛利率分别达到 36.5% (+0.9pct)、37.2% (+3.3pct)。净利率分别达到 16.2% (+2.3pct)、15.3% (+2.1pct)。

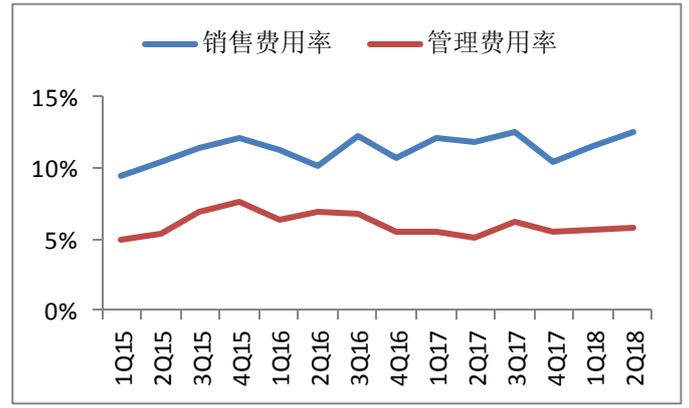


图表57: CS 调味品板块单季利润率



资料来源: Wind, 联讯证券

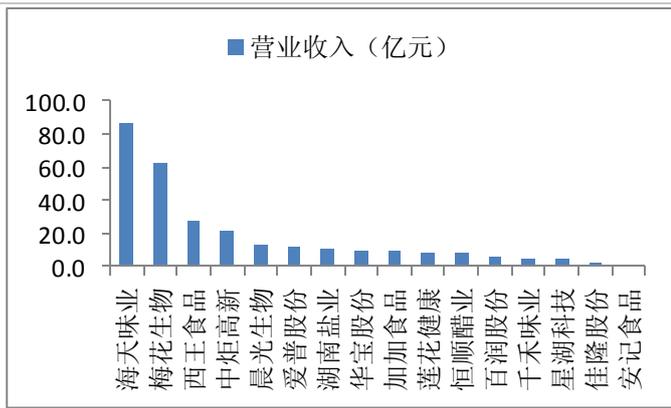
图表58: CS 调味品板块单季费用率



资料来源: Wind, 联讯证券

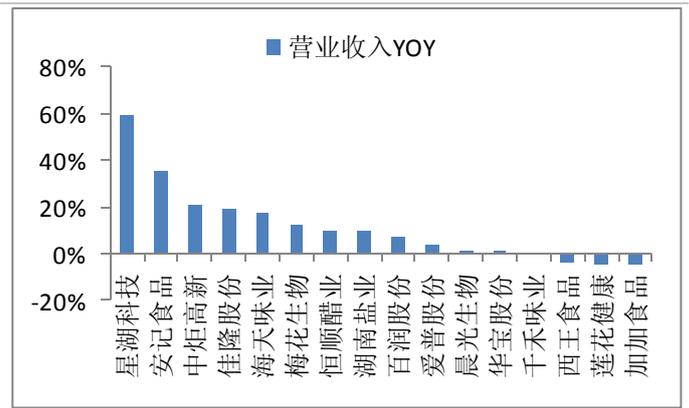
16 家上市公司中,海天味业(87.2 亿元)、梅花生物(62.9 亿元)、西王食品(27.6 亿元)收入排名前三;星湖科技(+59.0%)、安记食品(+35.1%)、中炬高新(+20.5%)收入增速靠前。海天味业(22.5 亿元)、华宝股份(5.3 亿元)、梅花生物(4.7 亿元)归母净利润排名前三;星湖科技(+140.4%)、千禾味业(+79.8%)、中炬高新(+61.0%)归母净利润增速居前三。

图表59: CS 调味品个股收入排名



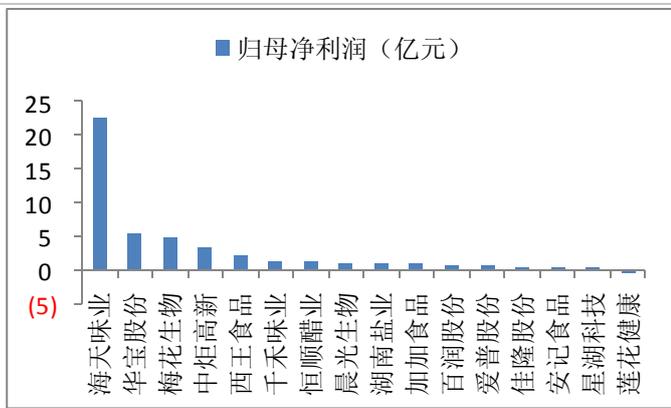
资料来源: Wind, 联讯证券

图表60: CS 调味品个股收入增速排名



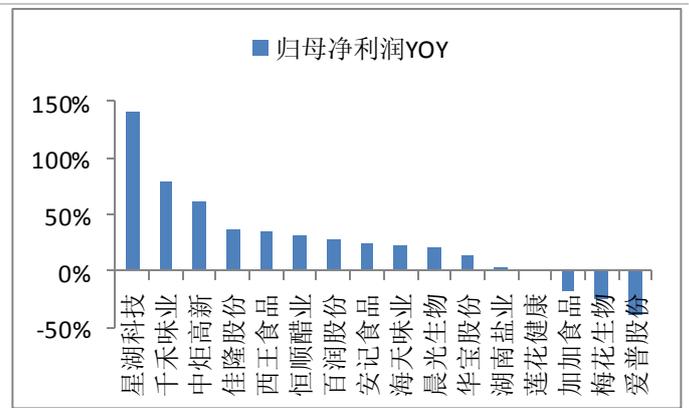
资料来源: Wind, 联讯证券

图表61: CS 调味品个股归母净利润排名



资料来源: Wind, 联讯证券

图表62: CS 调味品个股归母净利润排名



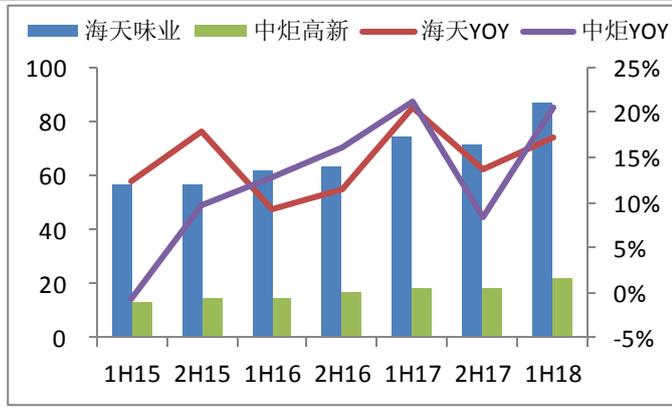
资料来源: Wind, 联讯证券



海天味业 vs. 中炬高新

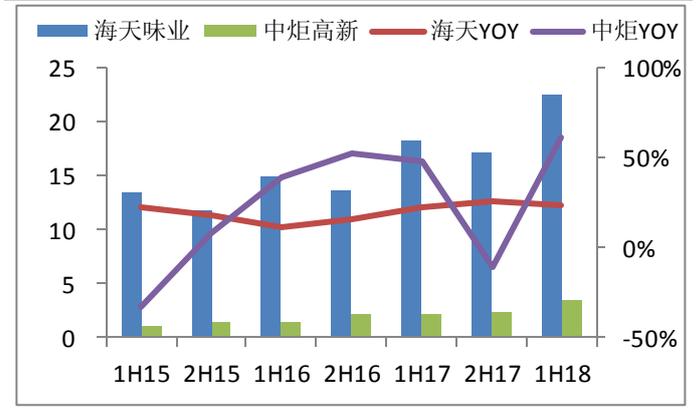
龙头海天味业上半年实现营业收入 87.2 亿元，同比增长 17.24%。对比另一家调味品龙头中炬高新上半年实现营业收入 21.74 亿元，同比增长 20.49%，其中调味品子公司美味鲜实现营业收入 19.62 亿元，同比增长 26%。

图表63: 海天味业、中炬高新营业收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

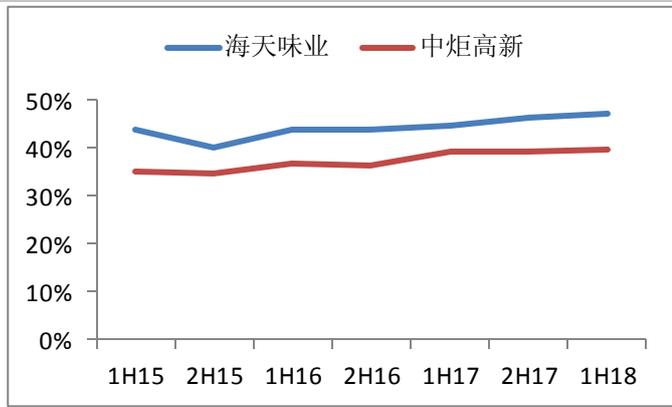
图表64: 海天味业、中炬高新归母净利润情况(亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

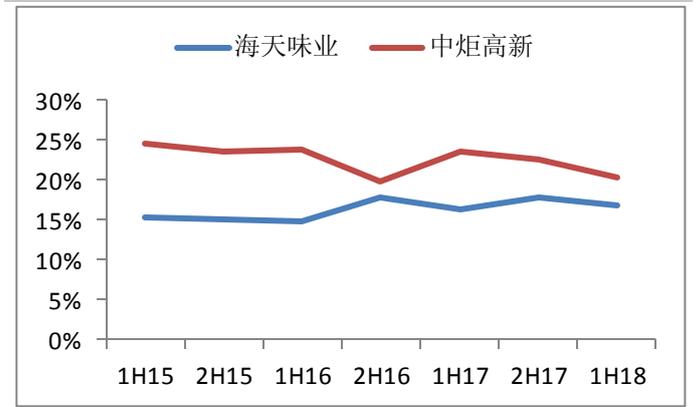
无论是在产品规模还是盈利能力上，海天味业都更强于对手。海天拥有稳固的品牌护城河优势，产品结构与渠道布局上更加完善，这些都很好的体现在其更高的利润率和投资回报率上。

图表65: 海天味业、中炬高新毛利率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

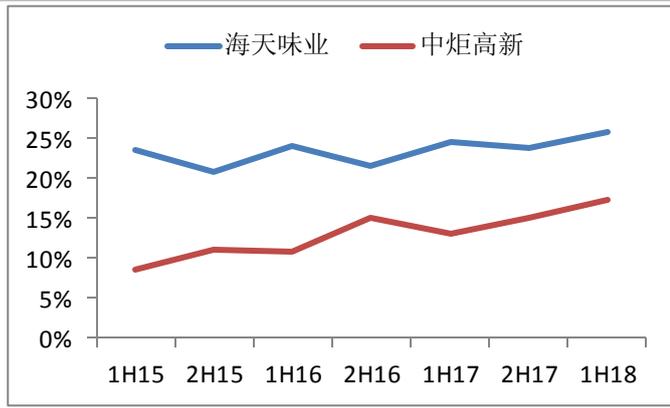
图表66: 海天味业、中炬高新期间费率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

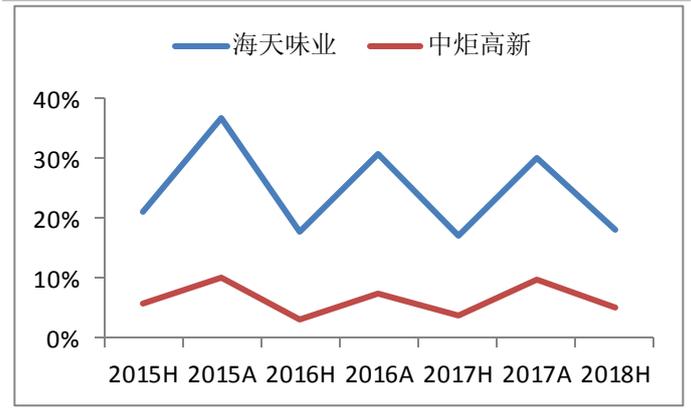


图表67: 海天味业、中炬高新净利率对比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表68: 海天味业、中炬高新 ROIC 对比



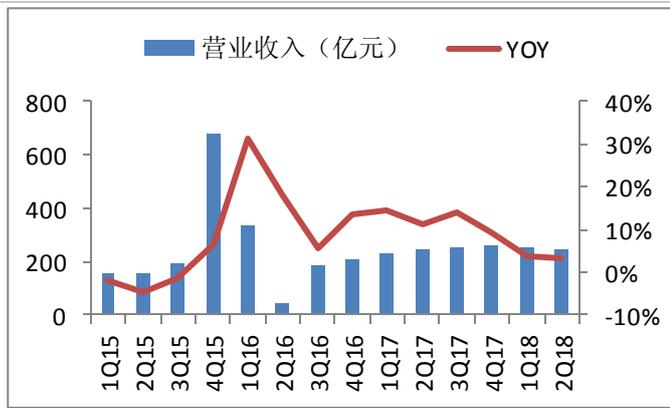
资料来源: Wind, 联讯证券

(三) 其他板块概览

1、肉制品

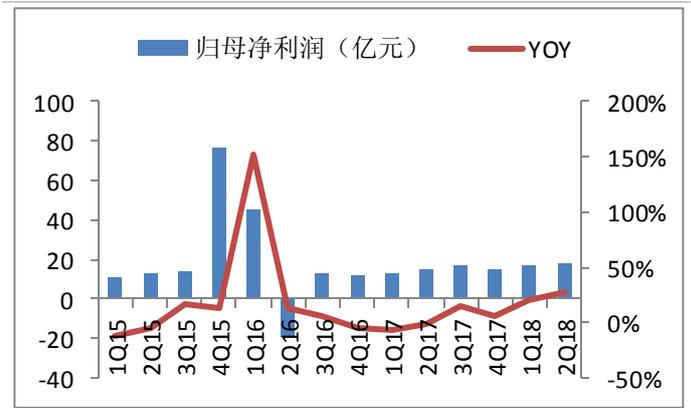
中信肉制品板块上半年收入合计 497.28 亿元, 同比增长 3.6% (-9.5pct), 归母净利润合计 35.01 亿元, 同比增长 23.68% (+27.1pct)。其中 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 4.0%(-10.7pct)、3.3%(-8.2pct); 归母净利润分别同比增长 19.5%(+27.1pct)、27.7% (+29.5pct)。

图表69: CS 肉制品板块单季收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表70: CS 肉制品板块单季归母净利润及增速

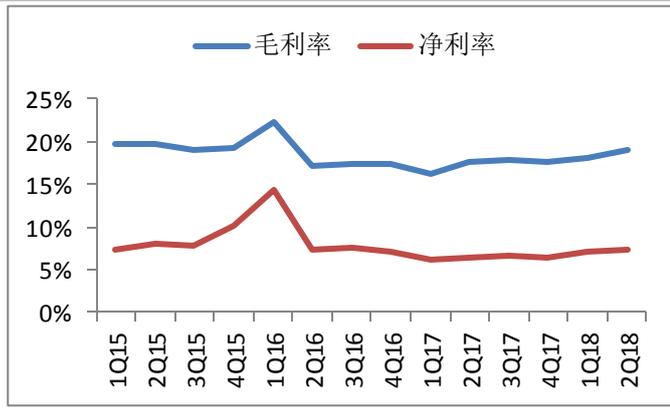


资料来源: Wind, 联讯证券

在营收低增长的同时, 板块利润率提升主要源于占比最大的双汇发展在上半年利润实现较大增长。双汇发展实现营业收入 236.2 亿元, 同比下降 1.6%; 归母净利润 23.85 亿元, 同比增长 25.28%; 毛利率提高 2.8pct 到 21.4%。

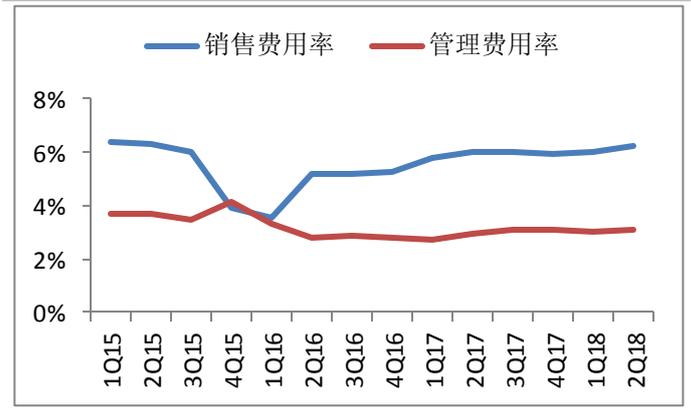


图表71: CS 肉制品板块单季利润率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表72: CS 肉制品板块单季费用率

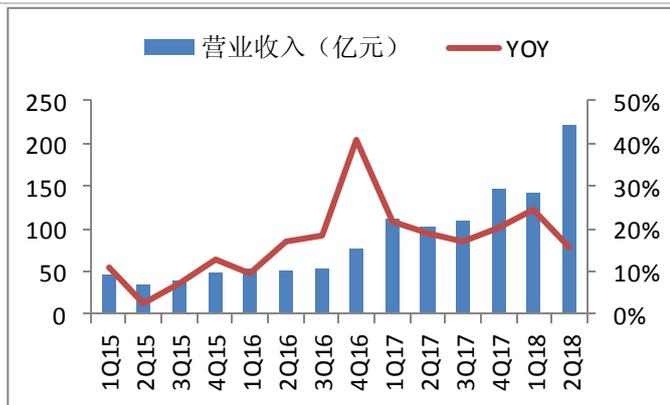


资料来源: Wind, 联讯证券

2、其他食品

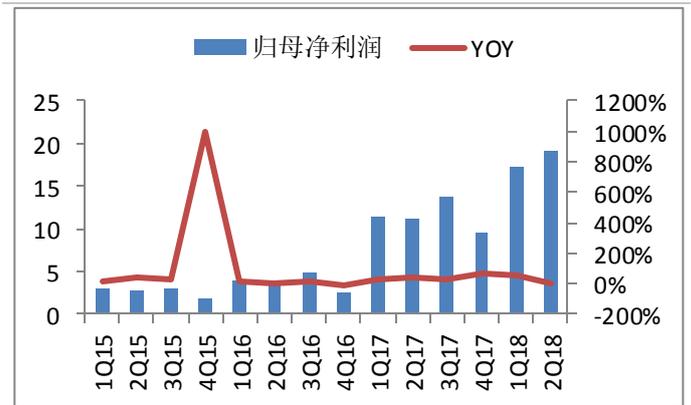
中信其他食品板块上半年收入合计 363.37 亿元, 同比增长 19.3% (-1.1pct), 归母净利润合计 36.44 亿元, 同比增长 25.0% (-11.7pct)。其中 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 24.6%(+3.0pct)、15.5%(-3.5pct); 归母净利润分别同比增长 49.6%(+18.1pct)、5.7% (-36.7pct)。

图表73: CS 其他食品单季营业收入及增速



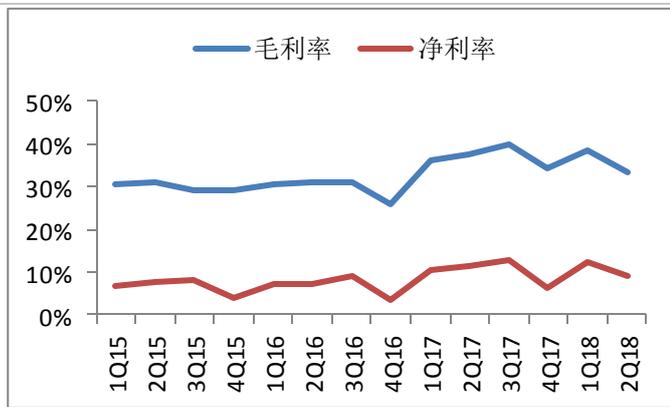
资料来源: Wind, 联讯证券

图表74: CS 其他食品单季归母净利润及增速



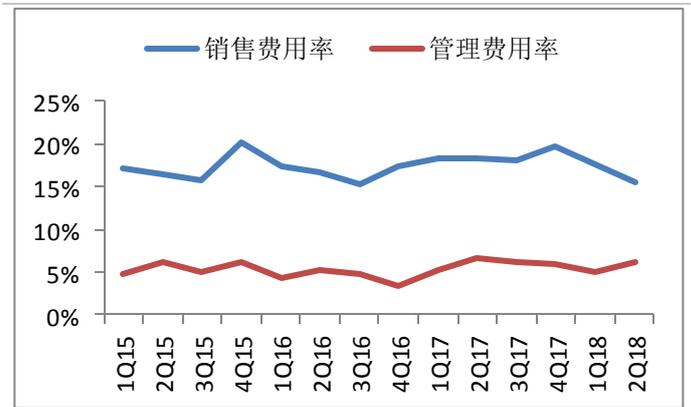
资料来源: Wind, 联讯证券

图表75: CS 其他食品单季利润率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表76: CS 其他食品单季费用率



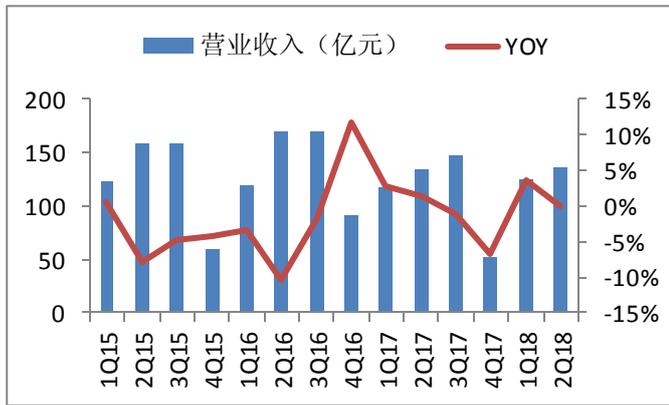
资料来源: Wind, 联讯证券



3、啤酒

中信啤酒板块上半年收入合计 260.38 亿元，同比增长 1.61% (-0.4pct)，归母净利润合计 21.53 亿元，同比增长 13.2% (-0.7pct)。其中 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 3.6% (+0.8pct)、-0.1% (-1.5pct)；归母净利润分别同比增长 14.5% (+1.1pct)、12.5% (-1.8pct)。

图表77： CS 啤酒板块单季营业收入及增速



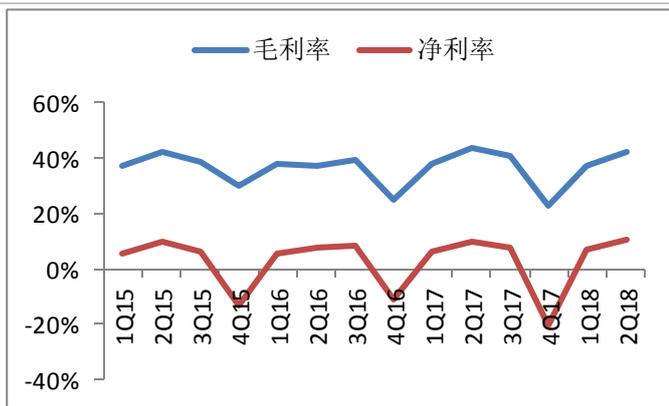
资料来源：Wind，联讯证券

图表78： CS 啤酒板块单季归母净利润及增速



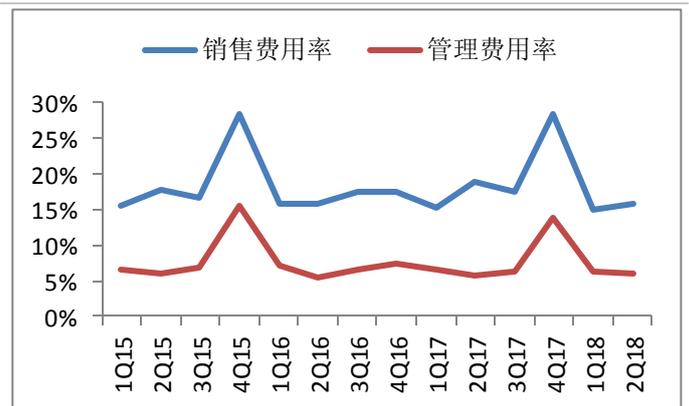
资料来源：Wind，联讯证券

图表79： CS 啤酒板块单季利润率



资料来源：Wind，联讯证券

图表80： CS 啤酒板块单季费用率



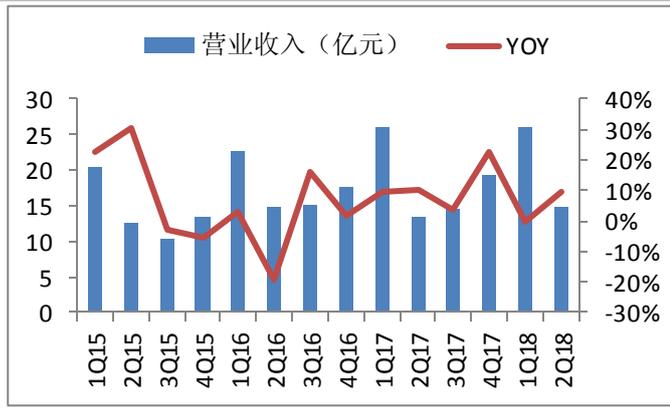
资料来源：Wind，联讯证券

4、葡萄酒

中信葡萄酒板块上半年收入合计 40.64 亿元，同比增长 2.98% (-6.8pct)，归母净利润合计 6.38 亿元，同比下降 3.89% (-1.0pct)。其中 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 -0.4% (-9.8pct)、-9.4% (-1.0pct)；归母净利润分别同比增长 -7.7% (-7.2pct)、10.3% (+21.7pct)。



图表81: CS 葡萄酒板块单季营业收入及增速



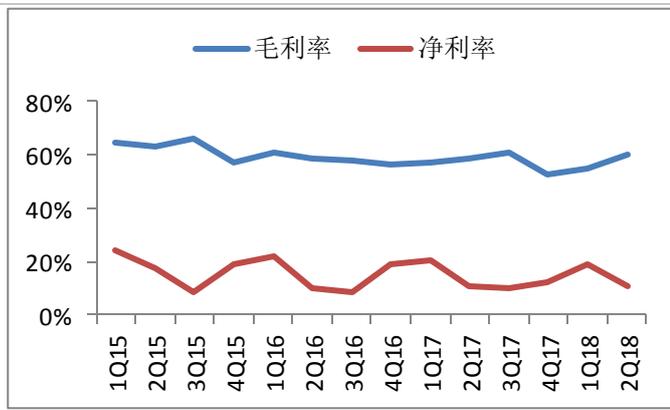
资料来源: Wind, 联讯证券

图表82: CS 葡萄酒板块单季归母净利润及增速



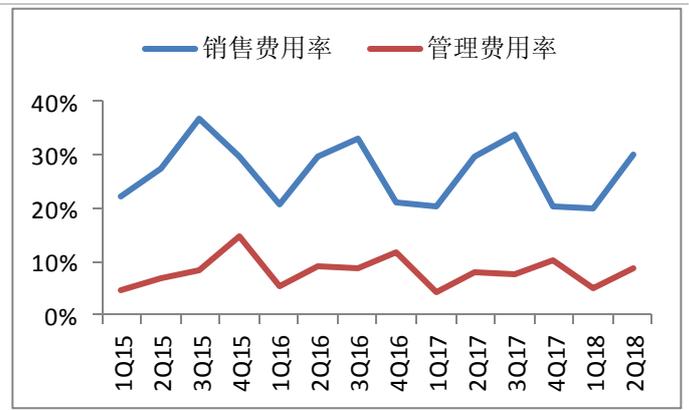
资料来源: Wind, 联讯证券

图表83: CS 葡萄酒板块单季利润率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表84: CS 葡萄酒板块单季费用率

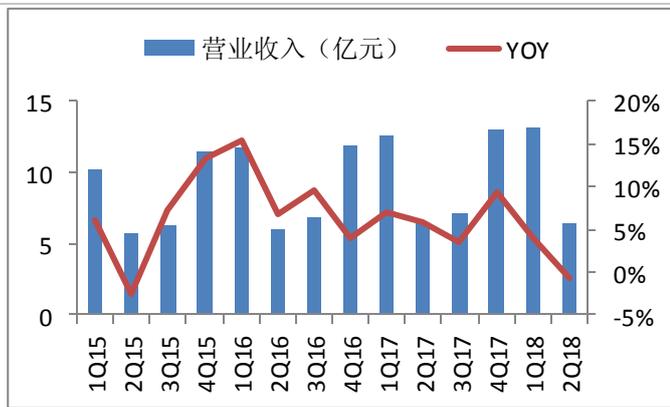


资料来源: Wind, 联讯证券

5、黄酒

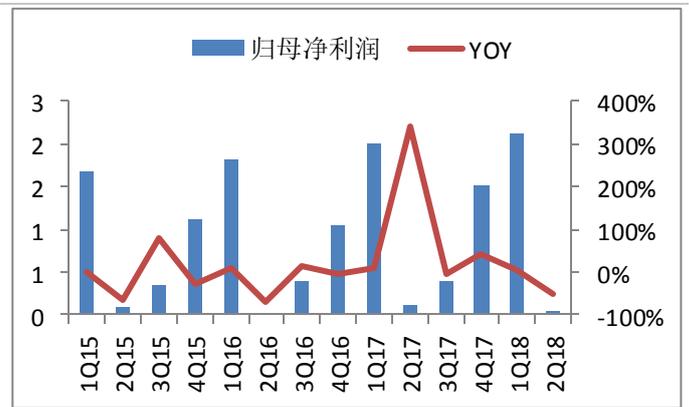
中信黄酒板块上半年收入合计 19.52 亿元，同比增长 2.37% (-4.3pct)，归母净利润合计 2.19 亿元，同比增长 3.68% (-10.1pct)。其中 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 3.9% (-3.1pct)、-0.6% (-6.5pct)；归母净利润分别同比增长 6.8% (-2.4pct)、-53.0% (-395.8pct)。

图表85: CS 黄酒板块单季营业收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

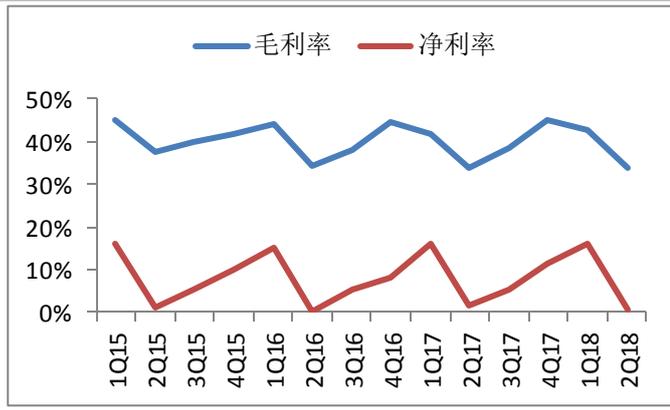
图表86: CS 黄酒板块单季归母净利润



资料来源: Wind, 联讯证券

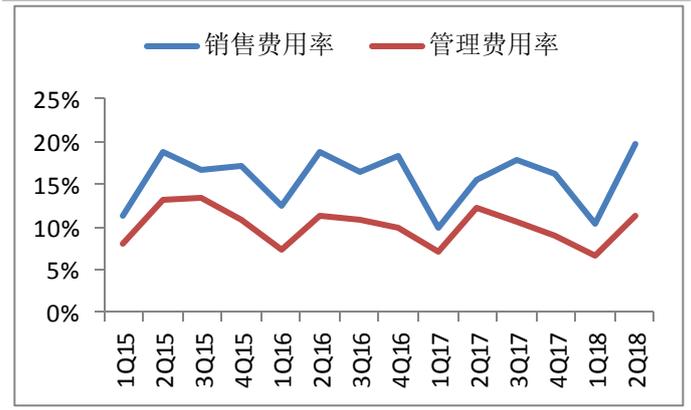


图表87: CS 黄酒板块单季利润率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表88: CS 黄酒板块单季费用率

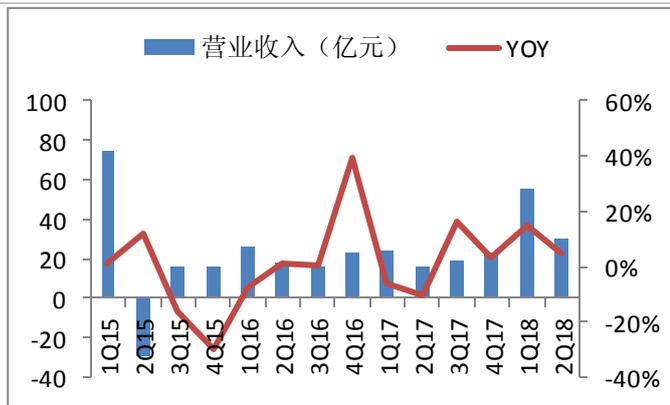


资料来源: Wind, 联讯证券

6、其他饮料

中信其他饮料板块上半年收入合计 85.14 亿元, 同比增长 11.1% (+19.1pct), 归母净利润合计 15.2 亿元, 同比增长 16.7% (+35.9pct)。其中 1Q18、2Q18 营业收入分别同比增长 15.1%(21.4pct)、4.7%(+15.2pct); 归母净利润分别同比增长 22.1%(+21.6pct)、-20.4% (+155.1pct)。

图表89: CS 其他饮料板块单季营业收入及增速



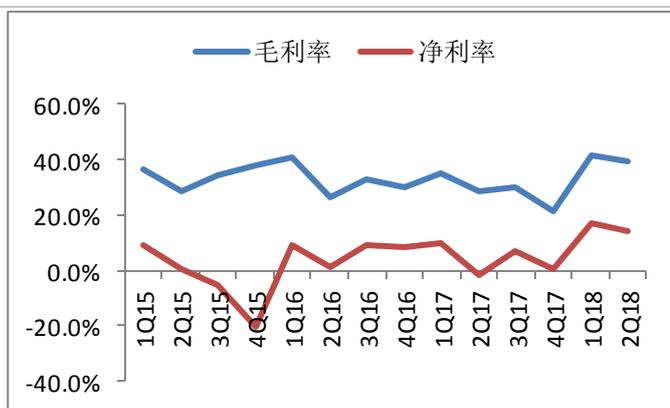
资料来源: Wind, 联讯证券

图表90: CS 其他饮料板块单季归母净利润及增速



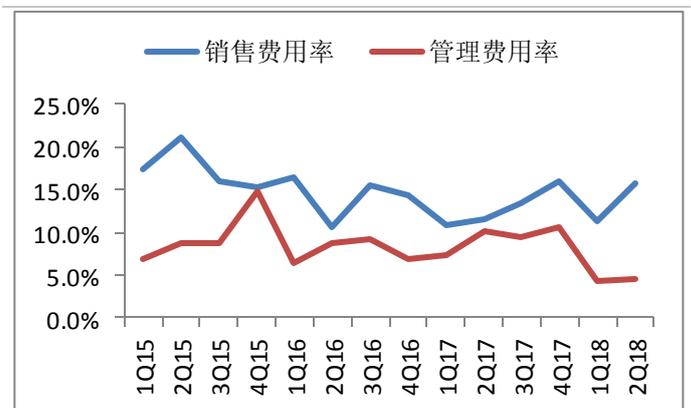
资料来源: Wind, 联讯证券

图表91: CS 其他饮料板块单季利润率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表92: CS 其他饮料板块单季费用率



资料来源: Wind, 联讯证券



四、投资建议：估值回落得长远

3季度食品饮料板块出现一轮明显的回调。回溯过去10年历史，当前板块PE 25.6x，处于25.1%分位，已回到较低水平。重点子板块如白酒，和部分食品龙头今年业绩的确定性较高，增速也处于全部行业相对较前位置。估值的回落更利于长期配置。

图表93: CS 食品饮料 PE Band



资料来源:Wind, 联讯证券

我们建议重点关注行业内业绩确定性高的，及增速较快有边际改善的公司：贵州茅台、顺鑫农业、绝味食品。

图表94: 中报覆盖个股盈利预测（亿元）

代码	证券简称	营业收入				归母净利润				PE(TTM)	PE(2018)
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
600519.SH	贵州茅台	611	801	905	1011	271	363	410	458	25.6	22
000858.SZ	五粮液	302	402	499	608	96	128	161	197	19.6	18
002304.SZ	洋河股份	199	244	284	331	66	81	96	112	21.3	20
603288.SH	海天味业	146	170	193	215	35	43	50	57	46.1	42
000860.SZ	顺鑫农业	117	125	152	182	4	8	10	13	35.2	29
600809.SH	山西汾酒	60	89	113	138	9	15	19	24	30.2	26
603517.SH	绝味食品	39	45	51	57	5	6	7	9	27.2	24
600872.SH	中炬高新	36	42	48	57	4	6	7	7	38.3	37
603589.SH	口子窖	36	44	53	62	11	15	18	21	21.1	19

资料来源: Wind, 联讯证券

五、风险提示

食品安全风险；宏观经济波动，消费增长放缓；行业政策风险；竞争加剧风险；市场波动风险。



分析师简介

王风华: 中国人民大学硕士研究生, 现任联讯证券研究院执行院长。2016 年加入联讯证券, 证书编号: S0300516060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价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;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com