

# 食品饮料中报总结:白酒淡季攻守对立,大众消费品稳健增长



## 核心观点

- **上半年食品饮料板块微跌,表现领先市场指数。**18年1-8月食品饮料板块累计下跌7.53%,全行业涨跌幅排名第三,子行业中调味品板块领涨食品板,白酒、软饮、调味品业绩增速领先。Q2食品饮料基金持仓比例为6.97%,相比Q1提升1.42pct,相比去年同期持仓比例增加3.09pct,基金前十大重仓股中食品饮料占据四席,反映了市场对于板块较为青睐。
- **二季度白酒业绩加速增长,盈利能力持续增强。**18H1白酒板块营收、归母净利润分别同比增长31.25%、40.12%,其中Q2业绩增速环比Q1提升。高端酒中茅台需求强劲,供需缺口依旧存在,五粮液、老窖控货挺价,逐渐理顺渠道库存;次高端、区域酒渠道加库存,收入利润高增;低端酒顺鑫受益于产品高性价比、光瓶酒升级和外埠市场扩张,业绩超预期。受打款政策调整影响,茅台五粮液预收款下降。纵观行业整体,除高端和部分次高端品种外,大部分区域酒及其他低端白酒上半年预收款均同比上升。产品结构改善、中高端占比提升驱动行业毛利率上升,期间费用率下行,上半年白酒净利率稳步提升。下半年我们预计行业仍将呈现分化格局,高端酒受益于消费升级,需求依旧旺盛;部分次高端及区域酒渠道库存偏高,增速可能放缓,待市场预期降低后投资价值有望体现;低端酒仍有望延续消费升级趋势。
- **大众消费品分化式增长,优选高景气度、业绩稳健增长的龙头。**

**乳制品:**受益于终端需求温和复苏、低线城市和农村需求增长、行业消费升级,H1行业收入保持了双位数增长。上半年原奶价格维稳,结构改善带动毛利率提升。短期内随着伊利蒙牛加大市场投放,行业收入有望保持较快增长,但市场竞争加剧后费用率预计维持高位;长期看龙头竞争优势凸显,抢占中小企业份额,行业集中度不断提升,行业净利率水平有望逐渐回升。

**调味品:**调味品属必需品,行业具备一定刚需属性,收入利润稳健增长,基本面持续向好,消费升级带动产品价格提升。分化式增长下,龙头企业享受较好的竞争格局,提价较为顺畅,通过品类扩张、挤压竞品份额、渠道持续向低线城市及农村下沉依旧保持了较高增长,未来市场整合将持续。产品提价、结构改善、费用率下行助力盈利水平不断攀升。

**啤酒:**上半年啤酒行业产量微增,价格增长驱动行业收入利润回升。成本端压力持续上行,提价部分覆盖成本涨幅。我们认为短期内受制于五强割据、较为胶着的竞争格局,行业持续提价有一定难度;中长期随着产品结构改善,落后产能清理、集中度提升、行业盈利能力有望缓慢提升。

## 投资建议与投资标的

- 白酒关注高端酒龙头贵州茅台(600519,买入);控量挺价、渠道库存理顺的五粮液(000858,买入);梦系列放量、省外市场持续扩张的洋河股份(002304,买入);次高端国缘占比增速双提升的今世缘(603369,买入)。调味品关注股权风险消除,净利率有望提升的中炬高新(600872,买入);多品类开花、提价顺畅盈利持续改善的佐餐开胃菜龙头涪陵榨菜(002507,买入);龙头优势显著、具备较强定价权、盈利能力不断提升的海天味业(603288,未评级);啤酒关注品牌优势突出、吨价持续提升的青岛啤酒(600600,未评级);结构升级显著,清理落后产能轻装运营的重庆啤酒(600132,未评级)

## 风险提示

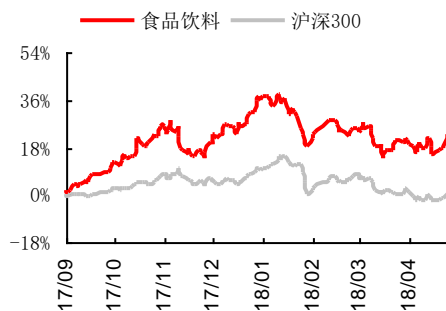
- 需求增速不及预期的风险,成本大幅上涨的风险,食品安全风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。  
有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A股  
行业 食品饮料  
报告发布日期 2018年09月12日

## 行业表现



资料来源: WIND

**证券分析师** 肖婵  
021-63325888\*6078  
xiaochan@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860512070002

叶书怀  
021-63325888-3203  
yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517090002

**联系人** 蔡琪  
021-63325888-6079  
caiqi@orientsec.com.cn

## 相关报告

- 食品饮料7月数据点评:白酒产量下行,猪价持续回升 2018-09-03
- 食品饮料6月数据点评:单月白酒产量下滑,GDT奶价下行,CPI食品提速 2018-08-03
- 食品饮料5月数据点评:食品CPI增速环比下降,GDT奶价下行,肉价回升 2018-07-04

## 目 录

<b>一、上半年板块微跌，表现优于市场整体</b> .....	<b>5</b>
1.1 食品饮料板块表现优于市场，调味品收益领先.....	5
1.2 子行业中，白酒软饮调味品业绩增速居前.....	5
1.3 基金持仓比例维持高位，下半年板块仍具投资价值 .....	6
<b>二、白酒淡季攻守对立，成长趋势不变</b> .....	<b>8</b>
2.1 二季度业绩加速增长，区域酒表现亮眼 .....	8
2.2 毛利率持续提升，费用率下降助力盈利上行 .....	11
<b>三、大众消费品：龙头优势凸显，收入稳健增长</b> .....	<b>14</b>
3.1 乳制品：收入稳健增长，高费用投放彰显扩张决心 .....	14
3.2 调味品：竞争格局向好，高景气度依旧 .....	16
3.3 啤酒：量稳价增结构改善，竞争趋缓费率下降 .....	19
<b>四、风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1: 2018 年以来行业涨跌对比 (截至 18 年 8 月 31 日)	5
图表 2: 食品饮料子行业分季度绝对收益对比 (截至 18 年 8 月 31 日)	5
图表 3: 白酒、软饮、调味品行业营收净利增速靠前	6
图表 4: 二季度食品饮料基金持仓比例呈上升趋势 (%)	6
图表 5: 白酒持仓比例快速提升	7
图表 6: 2018 年上半年板块重点个股基金重仓比例	7
图表 7: 2018 年上半年基金前十大重仓股中食品饮料占据四席	7
图表 8: 2018 年单月食品饮料板块和白酒板块股价涨跌幅	8
图表 9: 2018 年 1-8 月食品饮料板块估值明显回调	8
图表 10: 16Q1-18Q2 白酒行业营收及同比增速	8
图表 11: 16Q1-18Q2 白酒行业归母净利润及同比增速	8
图表 12: 17Q1-18Q2 单季度白酒上市公司收入同比增速	9
图表 13: 17Q1-18Q2 单季度白酒上市公司归母净利润同比增速	10
图表 14: 近两年白酒行业上市公司预收账款 (亿元) 及增速	11
图表 15: 上半年白酒行业销售毛利率同比提升	12
图表 16: 18Q1 白酒行业销售费用率同比下降	12
图表 17: 上半年白酒行业管理费用率同比下降	12
图表 18: 上半年白酒行业销售净利率同比提升	12
图表 19: 16Q1-18Q2 乳制品行业营收及同比增速	14
图表 20: 16Q1-18Q2 乳制品行业归母净利润及同比增速	14
图表 21: 伊利各品类产品市场份额	14
图表 22: 15Q1-18Q2 行业销售毛利率变化	15
图表 23: 国内主产区生鲜乳均价 (元/公斤)	15
图表 24: 15Q1-18Q2 行业销售费用率变化	15
图表 25: 15Q1-18Q2 行业销售净利率变化	15
图表 26: 16Q1-18Q2 调味品行业营收及同比增速	16
图表 27: 16Q1-18Q2 调味品行业归母净利润及同比增速	16
图表 28: 大豆价格走势 (元/吨)	17
图表 29: 白砂糖期货价 (元/吨)	17
图表 30: 酱油消费价格区间上移	17
图表 31: 18 年上半年调味品行业毛利率持续提升	17
图表 32: 上半年调味品主要上市公司广告宣传费及同比变化	18
图表 33: 上半年调味品主要上市公司广告宣传费占营收比重	18
图表 34: 15Q1-18Q2 调味品行业销售费用率	18

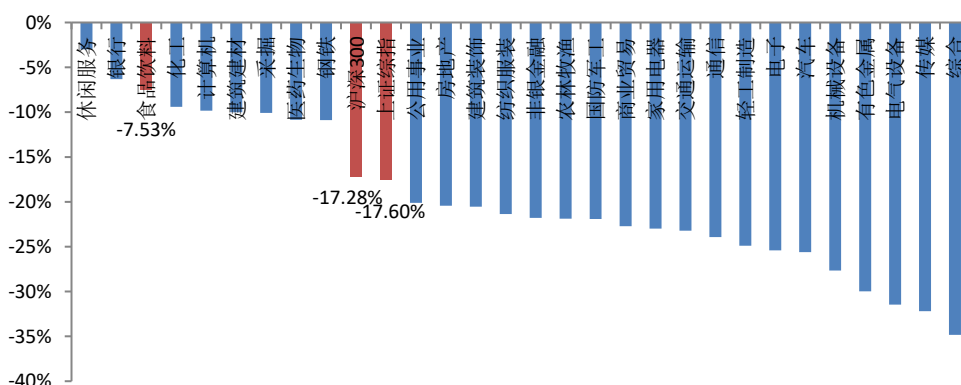
图表 35: 18 年上半年调味品行业净利率明显提升 .....	18
图表 36: 全国啤酒产量当月产量 (万千升) 及同比 .....	19
图表 37: 全国啤酒产量累计产量 (万千升) 及同比 .....	19
图表 38: 16Q1-18Q2 啤酒行业营收及同比增速 .....	20
图表 39: 16Q1-18Q2 啤酒行业归母净利润及同比增速 .....	20
图表 40: 16 年至今进口大麦平均单价 (美元/吨) .....	20
图表 41: 16 年至今箱板纸价格 (元/吨) .....	20
图表 42: 16 年至今玻璃价格指数 .....	21
图表 43: 16 年至今打包易拉罐价格 (元/吨) .....	21
图表 44: 15Q1-18Q2 啤酒行业毛利率 .....	21
图表 45: 15Q1-18Q2 啤酒行业销售费用率 .....	22
图表 46: 15Q1-18Q2 啤酒行业销售净利率 .....	22

## 一、上半年板块微跌, 表现优于市场整体

### 1.1 食品饮料板块表现优于市场, 调味品收益领先

上半年食品饮料板块表现优于市场, 子行业中调味品领涨。18年1-8月食品饮料板块(申万)累计下跌7.53%, 全行业涨跌幅中排名第三, 仅次于休闲服务行业和银行板块, 表现优于分别下跌17.28%、17.60%的沪深300和上证综指。食品饮料各个子行业涨跌差异明显, 调味品板块领涨食品板, 2018年1-8月上漲幅度达18.91%, 食品综合次之, 年初至8月末累计漲幅6.43%, 乳制品下跌24.56%, 涨跌幅位居末位。

图表1: 2018年以来行业涨跌对比(截至18年8月31日)



资料来源: wind、东方证券研究所

图表2: 食品饮料子行业分季度绝对收益对比(截至18年8月31日)

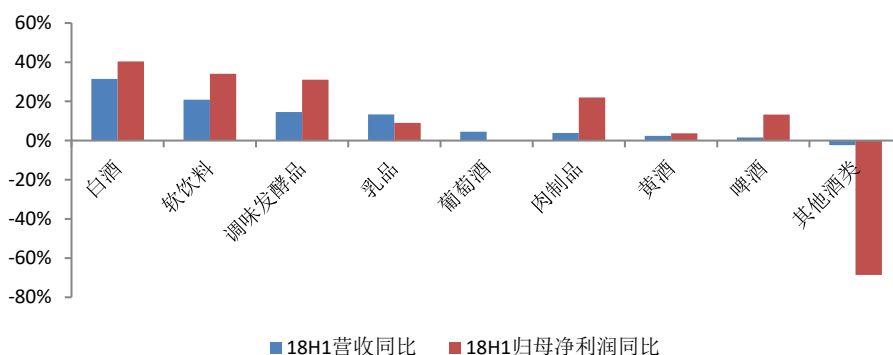
行业分类(%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	18年初至8月31日
调味发酵品	9.60%	7.24%	15.32%	8.84%	1.05%	25.87%	18.91%
食品综合	-5.61%	-13.12%	0.30%	-4.43%	1.52%	5.13%	6.43%
白酒	16.71%	17.45%	13.08%	26.33%	-6.88%	14.27%	-7.54%
葡萄酒	-2.50%	-10.47%	-0.67%	-3.22%	-0.29%	-9.98%	-10.81%
啤酒	5.73%	-3.13%	-6.48%	11.27%	1.99%	2.68%	-11.84%
肉制品	2.75%	3.57%	3.65%	3.95%	-4.42%	1.15%	-17.65%
黄酒	-1.62%	-10.27%	3.33%	-6.46%	-12.20%	-7.17%	-23.81%
乳品	2.96%	7.54%	17.52%	9.60%	-11.36%	-2.95%	-24.56%

资料来源: wind、东方证券研究所

### 1.2 子行业中, 白酒软饮调味品业绩增速居前

受狗年春节较晚因素影响,白酒、软饮、调味品等子行业营收净利润增速领先。子行业之间营收增长出现分化,18H1白酒、软饮、调味品板块业绩表现突出,总营收分别同比增长31.46%、20.82%、14.56%,归母净利润增速分别为40.35%、34.11%、31.03%。受Q1春节旺季影响,产品放量和结构升级助力白酒、调味品增长;虽然Q2增速环比回落,上半年行业整体仍保持了稳健增长。考虑到三季度中秋国庆旺季降至,我们期待白酒、调味品和乳制品等延续较快增速。随着伊利、蒙牛加大营销推广和费用投放,乳制品需求终端增速持续回暖,行业收入双位数增长。受产品提价和二季度西南地区雨水增多影响,上半年啤酒行业销量微增,收入增速较慢。总体而言,白酒、调味品、享受较好的竞争格局,定价权较强,结构改善、销量提升态势不变;乳制品短期内不易直接提价,主要依靠产品放量和结构优化实现增长;啤酒产销量增长不多,提价对于整体收入增速的推力正在强化。

图表3:白酒、软饮、调味品行业营收净利增速靠前

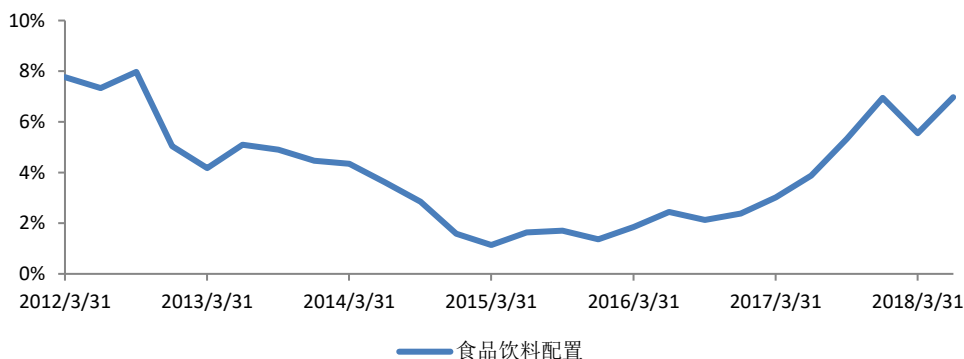


资料来源:wind、东方证券研究所

### 1.3 基金持仓比例维持高位,下半年板块仍具投资价值

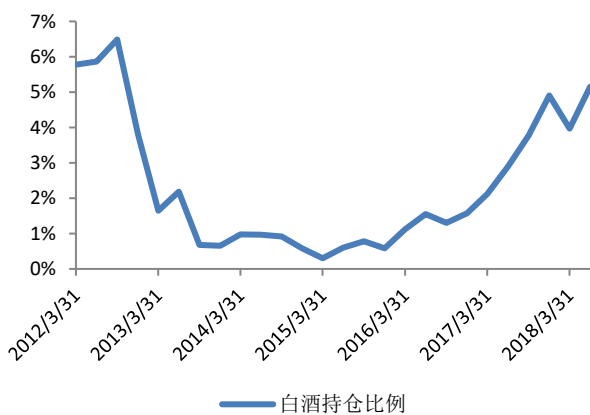
2018年初至今,基金对食品饮料板块持仓比例维持高位。根据2018年二季度基金持仓数据,食品饮料基金持仓比例为6.97%,相比一季度提升1.42pct,相比去年同期持仓比例增加3.09pct,回升态势明显,反映了市场对食品饮料板块较为青睐。

图表4:二季度食品饮料基金持仓比例呈上升趋势(%)



资料来源: wind、东方证券研究所

**二季度基金持仓白酒仍在上行。**2018 年二季度基金白酒配置占比 5.15%，已接近 12 年初时的高点水平，环比一季度提升 1.18pct，同比 17Q2 提升 2.26pct。其中贵州茅台(1.96%)、五粮液(1.00%)、泸州老窖(0.65%) 均进入基金重仓前十。2018 年二季度食品饮料行业前十大基金重仓标的白酒企业占据八席，反映出市场对于白酒较为认可。

**图表 5: 白酒持仓比例快速提升**


资料来源: wind、东方证券研究所

**图表 6: 2018 年上半年板块重点个股基金重仓比例**

1Q18	重仓比例%	2Q18	重仓比例%
贵州茅台	1.63%	贵州茅台	1.96%
五粮液	1.15%	伊利股份	1.22%
伊利股份	0.90%	五粮液	1.00%
泸州老窖	0.53%	泸州老窖	0.65%
洋河股份	0.24%	洋河股份	0.36%
山西汾酒	0.20%	口子窖	0.26%
水井坊	0.15%	山西汾酒	0.23%
双汇发展	0.11%	水井坊	0.17%
口子窖	0.09%	古井贡酒	0.17%
舍得酒业	0.09%	双汇发展	0.15%

资料来源: wind、东方证券研究所

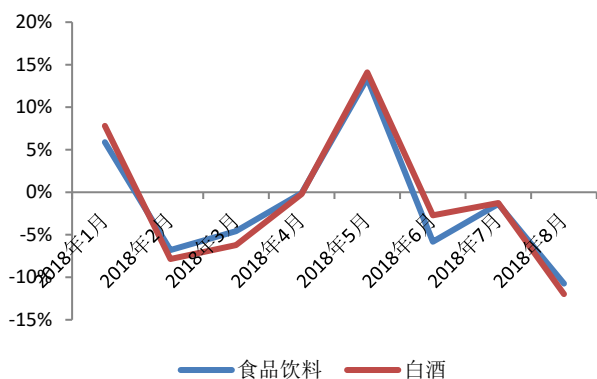
**图表 7: 2018 年上半年基金前十大重仓股中食品饮料占据四席**

重仓比例%	2Q18	重仓比例%
601318.SH	中国平安	1.98%
600519.SH	贵州茅台	1.96%
000333.SZ	美的集团	1.26%
000651.SZ	格力电器	1.24%
600887.SH	伊利股份	1.22%
600036.SH	招商银行	1.01%
000858.SZ	五粮液	1.00%
002027.SZ	分众传媒	0.88%
600276.SH	恒瑞医药	0.71%
000568.SZ	泸州老窖	0.65%

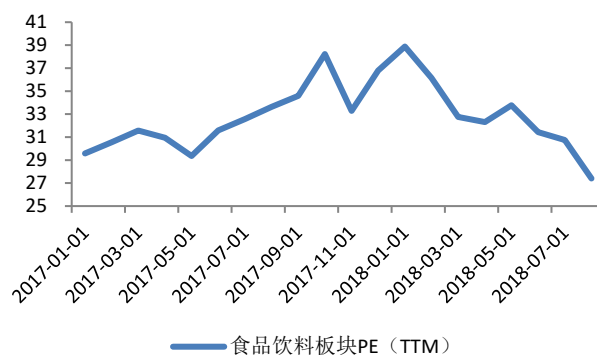
资料来源: wind、东方证券研究所

**板块股价和估值回落, 期待旺季增长空间。**18 年 1-8 月期间, 除 1 月和 5 月单月出现股价上涨外, 其他月份食品饮料板块收益均为负值, 白酒板块变动趋势与行业基本一致。同期行业 PE (TTM) 从 38.88 倍回落至 27.40 倍, 估值下降近 30%。我们认为目前行业存在中美贸易战、宏观经济增

速放缓、社零增速不及预期等不利因素, 建议合理看待经济扰动的影响, 期待 Q3 节庆旺季来临的增长机会。

**图表 8: 2018 年单月食品饮料板块和白酒板块股价涨跌幅**


资料来源: wind、东方证券研究所

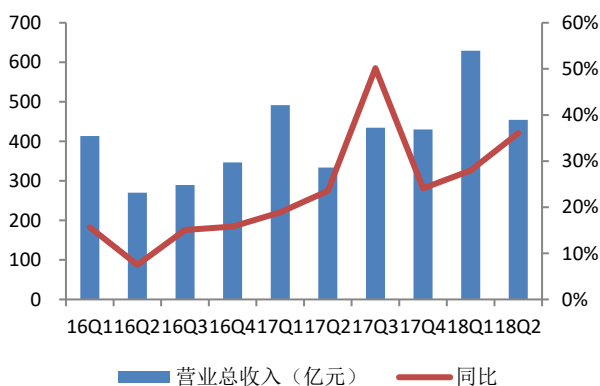
**图表 9: 2018 年 1-8 月食品饮料板块估值明显回调**


资料来源: wind、东方证券研究所

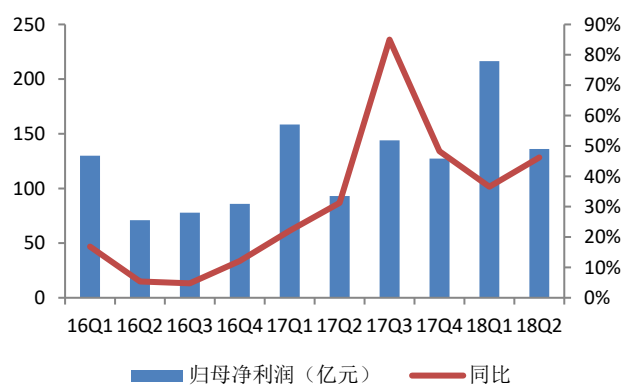
## 二、白酒淡季攻守对立, 成长趋势不变

### 2.1 二季度业绩加速增长, 区域酒表现亮眼

二季度白酒行业收入利润加速增长, 景气度依旧。18H1 白酒板块上市公司实现营业总收入 1083.31 亿, 同比增长 31.25%; 实现归母净利润 352.60 亿, 同比增长 40.12%。其中 18Q1、18Q2 分别实现收入 629.11 亿元 (+27.98%)、454.20 亿元 (+36.06%); 实现归母净利润 216.48 亿元 (+36.57%)、136.12 亿元 (+46.17%), 二季度白酒板块整体呈现加速增长趋势。

**图表 10: 16Q1-18Q2 白酒行业营收及同比增速**


资料来源: 公司财报、东方证券研究所

**图表 11: 16Q1-18Q2 白酒行业归母净利润及同比增速**


资料来源: 公司财报、东方证券研究所

消费升级趋势延续, 上半年高端酒收入增速亮眼, 二季度区域酒表现不俗。根据主要产品档次, 我们将 19 家白酒上市公司分为高端 (茅台、五粮液、泸州老窖)、次高端 (洋河、汾酒、水井、舍得、酒鬼)、区域酒 (古井贡、口子窖、今世缘、老白干) 和低端酒 (顺鑫、伊力特、迎驾贡等) 四大类。从收入增速上看, 18Q1 高端>次高端>区域酒>低端, 18Q2 区域酒>高端>次高端>低端, 18H1 高端>次高端>区域酒>低端。

- 高端酒: 18H1 收入同增 36.47%, Q2 增速环比提升 7.30pct。茅台需求强劲, 供需关系依旧

紧张,年份酒、生肖酒等非标系列贡献增量;五粮液控量挺价,受益于消费升级,淡季表现依旧亮眼,完成全年业绩目标无压力;老窖结构升级明显,国窖实现高质量增长。

- **次高端酒: 18H1 收入同增 31.81%, Q2 增速环比回落。**洋河梦系列高增,省内呈现守势控量挺价,省外呈现攻势持续发力新江苏市场;汾酒青花收入快速增长,省外市场加速发力;水井二季度收入增速有所放缓,长期仍看好公司作为次高端典范享受到的消费升级红利;沱牌的舍得系列收入高增;酒鬼聚焦次高端,内参红坛增长迅速,产品结构持续改善。
- **区域酒: 18H1 收入同增 29.26%, 古井放量带动 Q2 增速环比高增。**受益于安徽省消费升级红利,古井年份原浆 8 年及以上产品快速放量,二季度收入高增;口子窖省内中高端以上系列快速增长,省外大商制模式下与经销商利益高度捆绑,全国化持续推进;今世缘产品持续向特 A 类及特 A+类升级,次高端国缘占比进一步提升,国缘四开性价比突出,看好公司苏中苏南蔓延式扩张。
- **低端酒: 18H1 收入同增 9.80%, 二季度顺鑫表现亮眼。**顺鑫业绩超市场预期,光瓶酒消费升级趋势下,牛栏山快速放量,大单品陈酿极具性价比优势,外埠市场收入占比持续提升,泛全国化持续推进;迎驾贡酒洞藏系列高增,中高端占比持续提升,省外扩张稳步推进。

**图表 12: 17Q1-18Q2 单季度白酒上市公司收入同比增速**

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18H1
<b>高端白酒</b>	<b>25.61%</b>	<b>30.17%</b>	<b>85.27%</b>	<b>27.45%</b>	<b>33.36%</b>	<b>40.75%</b>	<b>36.47%</b>
贵州茅台	35.73%	36.45%	115.95%	31.32%	32.21%	45.56%	38.27%
五粮液	15.11%	23.30%	43.03%	19.94%	36.80%	37.73%	37.13%
泸州老窖	20.34%	18.42%	32.53%	14.96%	26.20%	24.73%	25.50%
<b>次高端白酒</b>	<b>17.04%</b>	<b>25.99%</b>	<b>28.05%</b>	<b>23.08%</b>	<b>32.80%</b>	<b>30.09%</b>	<b>31.81%</b>
洋河股份	10.90%	17.65%	19.55%	20.81%	25.68%	26.97%	26.12%
山西汾酒	48.29%	30.20%	46.81%	17.64%	48.56%	45.30%	47.38%
水井坊	32.78%	129.67%	108.93%	51.12%	87.73%	33.03%	58.97%
舍得酒业	0.04%	28.03%	14.04%	9.05%	21.95%	10.05%	15.83%
酒鬼酒	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%	36.60%	41.26%
<b>区域酒</b>	<b>15.81%</b>	<b>19.20%</b>	<b>11.80%</b>	<b>18.24%</b>	<b>19.88%</b>	<b>43.63%</b>	<b>29.26%</b>
古井贡酒	17.88%	24.59%	14.59%	7.48%	17.80%	48.50%	30.32%
口子窖	16.33%	19.90%	13.72%	79.20%	21.02%	27.51%	23.67%
今世缘	20.74%	11.73%	12.90%	12.57%	31.10%	30.30%	30.97%
老白干酒	2.65%	12.55%	1.56%	2.96%	6.14%	75.05%	31.78%
<b>低端白酒</b>	<b>1.51%</b>	<b>0.48%</b>	<b>-6.78%</b>	<b>14.07%</b>	<b>4.48%</b>	<b>17.89%</b>	<b>9.80%</b>
金徽酒	3.89%	12.50%	-12.19%	11.51%	5.44%	19.06%	10.32%
顺鑫农业	5.77%	2.69%	-8.41%	19.33%	3.37%	20.52%	10.45%
迎驾贡酒	4.43%	1.58%	-0.98%	6.10%	11.87%	8.88%	10.81%
伊力特	8.73%	-7.72%	24.51%	25.10%	8.63%	36.30%	20.38%
*ST 皇台	-67.80%	-13.42%	-97.04%	-76.18%	-21.59%	-98.05%	-78.40%
金种子酒	-27.05%	-20.30%	-7.54%	15.56%	-11.64%	7.30%	-4.20%
青青稞酒	-11.71%	1.82%	-12.57%	-6.00%	5.04%	2.96%	4.37%

资料来源: 公司财报、东方证券研究所

从归母净利润增速上看, 由于毛利率提升、期间费用率下行, 各档次白酒利润增速均高于收入增速。细化到各时间段增速, 18Q1 区域酒>高端>次高端>低端, 18Q2 低端>区域酒>次高端>高端, 18H1 区域酒>高端>低端>次高端。

**图表 13: 17Q1-18Q2 单季度白酒上市公司归母净利润同比增速**

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18H1
<b>高端白酒</b>	<b>25.36%</b>	<b>32.51%</b>	<b>113.54%</b>	<b>63.04%</b>	<b>38.26%</b>	<b>43.61%</b>	<b>40.43%</b>
贵州茅台	25.24%	31.03%	138.41%	66.84%	38.93%	41.53%	40.12%
五粮液	23.77%	40.12%	64.12%	60.94%	38.35%	55.2%	43.02%
泸州老窖	34.19%	29.23%	34.62%	33.03%	32.74%	35.67%	34.08%
<b>次高端白酒</b>	<b>17.82%</b>	<b>30.25%</b>	<b>27.64%</b>	<b>7.61%</b>	<b>32.67%</b>	<b>44.33%</b>	<b>36.07%</b>
洋河股份	11.68%	20.41%	18.23%	5.82%	26.69%	31.28%	28.06%
山西汾酒	58.7%	108.61%	121%	-9.99%	51.82%	69.5%	55.76%
水井坊	17.67%	74.47%	122.25%	21.72%	68.02%	403.89%	133.58%
舍得酒业	235.39%	95.27%	4.77%	89.44%	102.57%	286.87%	166.08%
酒鬼酒	30.99%	336.45%	25.63%	38.59%	68.89%	13.55%	38.31%
<b>区域酒</b>	<b>22.03%</b>	<b>38.71%</b>	<b>29.5%</b>	<b>61.08%</b>	<b>38.93%</b>	<b>66.31%</b>	<b>48.36%</b>
古井贡酒	18.53%	62.13%	64.22%	42.1%	42.51%	120.61%	62.59%
口子窖	20.8%	48.16%	22.01%	199.23%	37.2%	43.16%	39.45%
今世缘	25.72%	17.61%	9.52%	11.49%	32.11%	31.53%	31.87%
老白干酒	35.27%	-205.29%	18.5%	68.71%	81%	1058.67%	208.05%
<b>低端白酒</b>	<b>2.14%</b>	<b>-21.49%</b>	<b>-2.42%</b>	<b>-47.88%</b>	<b>27.23%</b>	<b>108.95%</b>	<b>39.29%</b>
金徽酒	23.02%	27.84%	-24.12%	24.04%	6.63%	29.41%	11.15%
顺鑫农业	7.22%	2.33%	71.17%	0.23%	94.61%	103.97%	96.78%
迎驾贡酒	12.94%	-45.26%	-31.29%	14.06%	12.45%	40.48%	15.96%
伊力特	26.76%	0.86%	1.36%	113.1%	8.41%	88.12%	33.28%
*ST 皇台	-257.33%	-174.5%	85.72%	-552.71%	2.39%	59.25%	45.3%
金种子酒	-77.05%	92.68%	86.25%	-54.08%	17.12%	-13.93%	17.88%
青青稞酒	-29.61%	-15.77%	-90.2%	-1033.01%	-14.93%	-66.58%	-16.75%

资料来源: 公司财报、东方证券研究所

**高端白酒预收款下降, 行业整体打款积极性仍较高。**受打款政策调整影响, 18H1 茅台预收款同比下降 44%, 五粮液上半年预收款同比下滑 20%, 茅台五粮液预收款下降导致整体高端酒上半年预收款同比下降 36%。次高端中水井、舍得、酒鬼预收款同比下降, 洋河、汾酒同比提升。纵观行业整体, 除高端和部分次高端品种外, 大部分区域酒及其他低端白酒上半年预收款均同比上升。总体而言, 二季度白酒行业呈现分化状态, 高端酒中五粮液、老窖控量挺价, 清理渠道库存, 为旺季及下半年业绩蓄势; 次高端、区域酒及低端酒总体处于快速放量, 渠道加库存状态, 带动上半年收入利润及预收款增长。

**图表 14: 近两年白酒行业上市公司预收账款 (亿元) 及增速**

	17Q1	17H1	18Q1	18H1	18H1 环比 18Q1	18H1 同比
<b>高端白酒</b>	<b>260.59</b>	<b>241.06</b>	<b>203.32</b>	<b>154.54</b>	<b>-48.78</b>	<b>-35.89%</b>
贵州茅台	189.88	177.80	131.72	99.40	-32.32	-44.09%
五粮液	62.37	55.11	57.72	44.19	-13.53	-19.82%
泸州老窖	8.34	8.14	13.88	10.94	-2.94	34.38%
<b>次高端白酒</b>	<b>21.73</b>	<b>21.59</b>	<b>27.77</b>	<b>31.34</b>	<b>3.57</b>	<b>45.13%</b>
洋河股份	13.61	14.63	14.68	20.58	5.90	40.69%
山西汾酒	3.86	3.71	7.19	8.20	1.01	120.80%
水井坊	1.01	0.69	0.69	0.33	-0.36	-52.55%
舍得酒业	2.10	1.46	3.84	1.32	-2.52	-9.29%
酒鬼酒	1.15	1.11	1.37	0.91	-0.46	-17.81%
<b>区域酒</b>	<b>25.58</b>	<b>20.39</b>	<b>26.62</b>	<b>22.59</b>	<b>-4.04</b>	<b>10.81%</b>
古井贡酒	12.25	7.35	12.86	8.03	-4.83	9.22%
口子窖	3.60	4.50	4.84	5.86	1.01	30.00%
今世缘	1.12	1.82	2.45	2.37	-0.07	30.56%
老白干酒	8.60	6.71	6.48	6.33	-0.15	-5.69%
<b>低端白酒</b>	<b>31.78</b>	<b>27.78</b>	<b>46.79</b>	<b>41.82</b>	<b>-4.97</b>	<b>50.55%</b>
金徽酒	1.55	1.22	1.55	1.60	0.04	30.72%
顺鑫农业	24.03	20.87	37.01	34.41	-2.60	64.94%
迎驾贡酒	2.75	2.53	3.05	2.99	-0.06	18.20%
伊力特	1.56	1.12	3.80	1.53	-2.27	36.94%
*ST 皇台	0.12	0.09	0.11	0.11	0.00	20.93%
金种子酒	1.58	1.75	1.13	0.96	-0.18	-45.44%
青青稞酒	0.19	0.20	0.13	0.23	0.09	11.90%

资料来源: 公司财报、东方证券研究所

对于下半年趋势, 我们认为白酒行业仍将呈现分化式增长:

- 高端酒中, 茅台由于具备商务宴请、送礼、投资、收藏等价值, 供需缺口依然存在; 五粮液、老窖受益于消费升级, 预计终端需求不减, 且 19 年在茅台大概率缺货背景下有望承接部分高端需求。
- 次高端及区域酒前期市场预期较高, 目前渠道库存处于偏高水平, 下半年增速可能有所放缓, 待市场预期降低后投资价值有望体现。
- 低端酒中, 光瓶酒消费升级趋势不变, 有望延续较快增长。

## 2.2 毛利率持续提升, 费用率下降助力盈利上行

产品结构升级带动行业销售毛利率提升, 部分中低端白酒毛利率出现下滑。主要受益于消费升级趋势下中高端品种放量增长、占比提升, 18H1 白酒行业销售毛利率同比提升 3.79pct 达 74.31%, 其中 18Q1、18Q2 分别提升至 75.15% (+4.11pct)、73.13% (+3.40pct)。上半年伊力特、金

种子、迎驾贡、金徽酒等中低端酒毛利率同比下滑, 少部分次高端酒企由于低端产品占比提升导致毛利率小幅下降, 但行业整体盈利能力增强趋势不改。

**期间费用率下降, 净利率稳步提升。**18H1 行业销售费用率同比下降 0.65pct 达 11.52%, 其中 18Q1、18Q2 分别为 9.85% (-1.60pct)、13.83% (+0.60pct); 管理费用率同比下降 1.06pct 达 6.20%, 其中 18Q1、18Q2 分别下降至 5.32% (-1.17pct)、7.41% (-0.97pct)。分产品档次看:

**高端酒:** 18H1 销售费用率 8.79% (-0.75pct), 管理费用率 5.23% (-2.09pct), 其中 18Q1 销售费用率、管理费用率分别为 7.18% (-1.76pct)、5.44% (-1.46pct); 18Q2 销售费用率、管理费用率分别为 10.88% (+0.57pct)、7.50% (-0.38pct)。

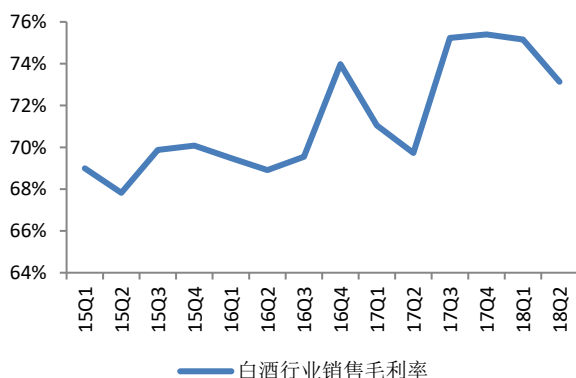
**次高端酒:** 18H1 销售费用率 12.73% (+0.25pct), 管理费用率 6.33% (-1.54pct), 其中 18Q1 销售费用率、管理费用率分别为 11.21% (+0.24pct)、5.09% (-1.17pct); 18Q2 销售费用率、管理费用率分别为 15.41% (+0.32pct)、8.52% (-2.14pct)。

**区域酒:** 18H1 销售费用率 23.23% (-0.97pct), 管理费用率 5.36% (-0.88pct), 其中 18Q1 销售费用率、管理费用率分别为 21.92% (-1.74pct)、4.51% (-0.63pct); 18Q2 销售费用率、管理费用率分别为 24.91% (-0.12pct)、6.44% (-1.46pct)

**低端酒:** 18H1 销售费用率 13.07% (-0.54pct), 管理费用率 5.97% (-0.83pct), 其中 18Q1 销售费用率、管理费用率分别为 10.26% (-2.81pct)、5.90% (-0.32pct); 18Q2 销售费用率、管理费用率分别为 16.86% (+2.42pct)、6.07% (-1.62pct)。

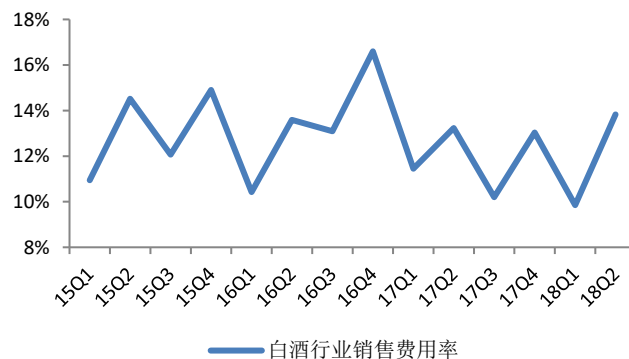
我们认为费用率的下降一方面来自于收入增长带来的摊薄效应, 另一方面体现了公司经营效率和费效比的提升。受益于毛利率提升和期间费用率下行, 上半年行业销售净利率同比提升 2.27pct 达 34.11%, 其中 18Q1、18Q2 分别提升至 35.98% (+2.46pct)、31.51% (+2.16pct)。

图表 15: 上半年白酒行业销售毛利率同比提升



资料来源: wind、东方证券研究所

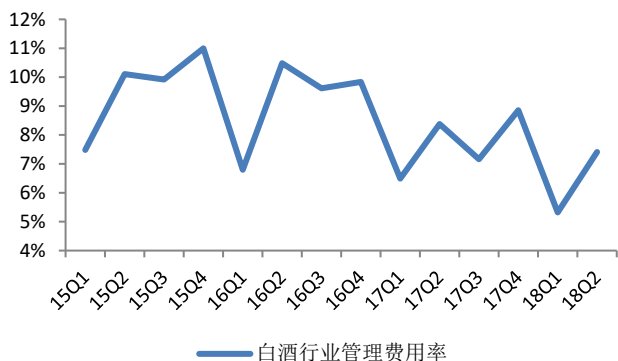
图表 16: 18Q1 白酒行业销售费用率同比下降



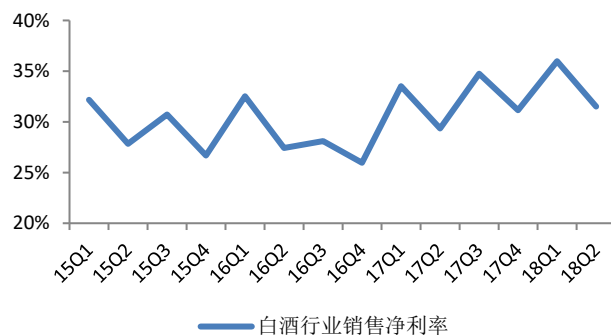
资料来源: wind、东方证券研究所

图表 17: 上半年白酒行业管理费用率同比下降

图表 18: 上半年白酒行业销售净利率同比提升



资料来源: wind、东方证券研究所



资料来源: wind、东方证券研究所

## 板块建议关注

### 贵州茅台(600519, 买入)

上半年公司提价及结构升级贡献价格增长, 非标及系列酒放量带动销量增长, 拓宽价位带实现品牌延展; 预收款打款方式调整后, 经销商普遍仅能提前一个月打款, 有利于公司对渠道库存及市场价格形成实时管控, 避免囤货导致的批价终端价快速走高; 提价带动毛利率提升, 盈利能力稳步增强; 公司属一线名酒优质标的, 目前终端需求依然强劲, 明年茅台酒供需缺口较大, 出厂价提升具备可持续性。预测 18-20 年公司每股收益为 29.55、34.28、40.83 元。

### 五粮液(000858, 买入)

上半年公司增长符合预期, 6 月停货挺价后, 渠道库存清理顺畅, 旺季前已降至 1 个月左右; 批价小幅回升, 增厚渠道利润, 明年茅台缩量情况下普五有利于普五承接部分高端酒需求; 提价及结构改善推动毛利率提升, 费用率稳步下行增厚盈利; 长期看公司通过经销商持股及高渠道毛利单品平衡大小商利益, 有助于进一步深化渠道下沉; 公司改革加速推进, 看好长期改善空间。预测 18-20 年公司每股收益为 3.32、3.99、4.68 元。

### 洋河股份(002304, 买入)

受益于消费升级趋势下次高端价格带红利, 18H1 梦之蓝快速放量, 增速预计 50% 以上, 海天稳健增长; 新江苏市场持续发力, 省外占比继续向省内靠拢; 提价降费抵减消费税影响, 公司盈利能力持续提升; 公司 Q1 渠道库存水平偏高, 目前已基本消化, 旺季动销压力不大; 公司 7 月开始执行提价, 淡季提价有助于理顺价格体系, 实现结构升级, 全年业绩指标有望提前完成。预测 18-20 年公司每股收益为 5.70、6.99、7.58 元。

### 今世缘(603369, 买入)

受益于省内消费升级和次高端扩容, 公司产品持续向特 A 类及特 A+ 类升级, 次高端国缘比重进一步提升, 净利率水平创出新高; 公司目前省内销售仍集中于淮安、南京、盐城, 三地占比升至 59%, 我们看好苏中苏南非核心县市的拓展空间; 省外思路由今世缘向主打国缘思路转型, 加强与省外成熟大商合作, 携手浙江商源, 上半年省外收入增速恢复至 36%, 仍具扩张潜力。预测 18-20 年公司每股收益为 0.94、1.19、1.44 元。

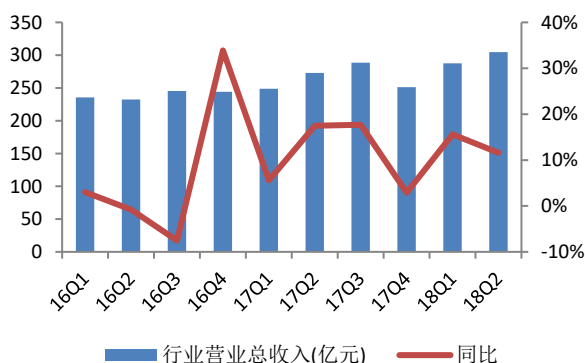
### 三、大众消费品：龙头优势凸显，收入稳健增长

#### 3.1 乳制品：收入稳健增长，高费用投放彰显扩张决心

上半年乳制品行业收入稳健增长，一季度表现更优。我们加总 A 股乳制品板块 10 家上市公司（剔除较晚上市的庄园牧场）单季度业绩数据，行业 18Q1、18Q2 营收分别同比增长 15.6%、11.6%，18H1 同增 13.5%，行业收入端保持了较高增速。我们认为主要原因有：1) 乳制品终端需求温和复苏，三四线及农村城市需求持续增长；2) 消费升级趋势下，一二线城市消费结构改善，常温酸奶、高端白奶保持了较高增速，高端新品持续推出；3) 厂商加大对核心产品的推广力度，刺激终端消费。分季度看，一季度受益于春节旺季因素，增速更高，二季度收入虽环比回落，但仍处于较高水平。

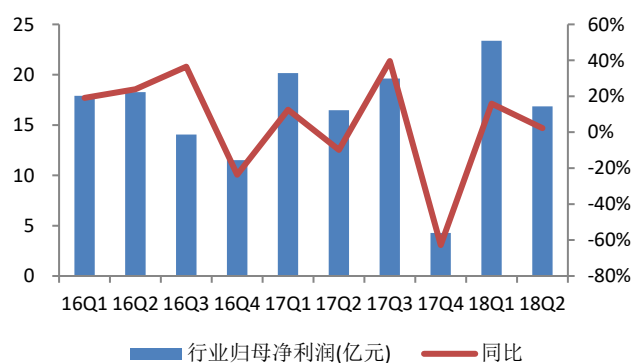
受高费用投放影响，Q2 归母净利润环比大幅降速。18Q1、18Q2 行业归母净利润分别增长 15.9%、2.3%，18H1 同增 9.8%。由于行业竞争有所加剧，龙头厂商为争抢份额，加大了营销动作与费用投放，行业 Q2 净利润增速大幅放缓，上半年利润增长慢于收入增速。

图表 19：16Q1-18Q2 乳制品行业营收及同比增速



资料来源：公司财报、东方证券研究所

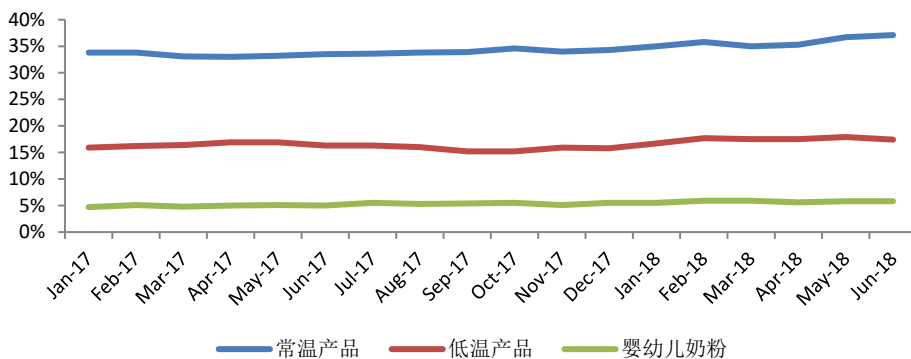
图表 20：16Q1-18Q2 乳制品行业归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报、东方证券研究所

**龙头竞争优势凸显，集中度不断提升。**根据 AC 尼尔森统计数据，上半年乳制品行业整体增速约 11%，伊利、蒙牛收入增速分别达 19.26%、17.15%，远高于行业均值，集中度持续提升。伊利常温产品、低温产品、婴幼儿奶粉市占率分别提升至 35.8% (+2.38pct)、17.5% (+1.01pct)、5.8% (+0.81pct)，常温液奶、婴幼儿奶粉、冷饮市场份额均为国内第一。随着乳业双雄积极进行渠道下沉和精耕，同时加大市场投入，加强品牌建设，带动核心产品销售，下半年我们预计其收入仍将保持较快增长，两强将继续收割市场份额，行业集中度加速向龙头企业集中。

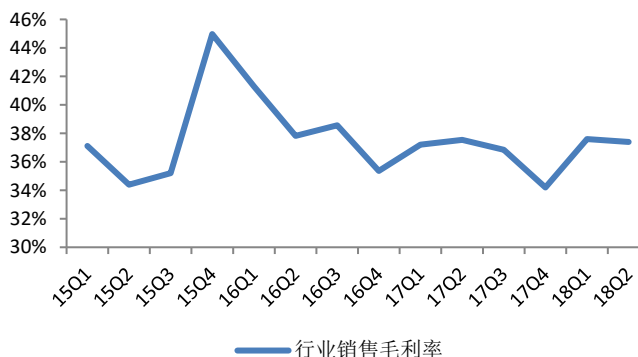
图表 21：伊利各品类产品市场份额



资料来源: AC 尼尔森、东方证券研究所

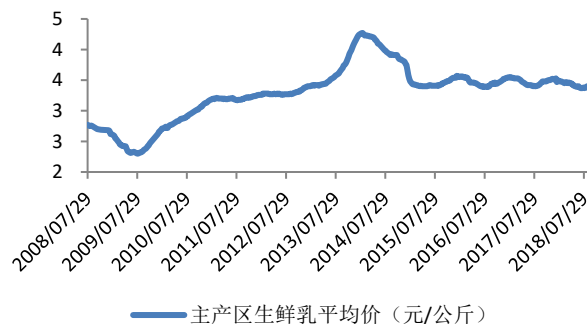
**销售毛利率有所提升, 下半年成本压力或有增加。**H1 原奶价格维稳, 主要上市公司产品结构持续改善带动行业毛利率小幅提升 0.11pct 至 37.49%, 其中 18Q1、18Q2 分别达 37.60% (+0.39pct)、37.40% (-0.14pct)。我们预计受三四季度乳制品销售旺季到来、供需格局转变和中美贸易战影响, 下半年原奶成本将处于温和上涨阶段, 行业毛利率可能承压, 但龙头企业具备规模效应、精细化的成本管理等竞争优势, 毛利率表现可能更佳。

图表 22: 15Q1-18Q2 行业销售毛利率变化



资料来源: 公司财报、东方证券研究所

图表 23: 国内主产区生鲜乳均价 (元/公斤)



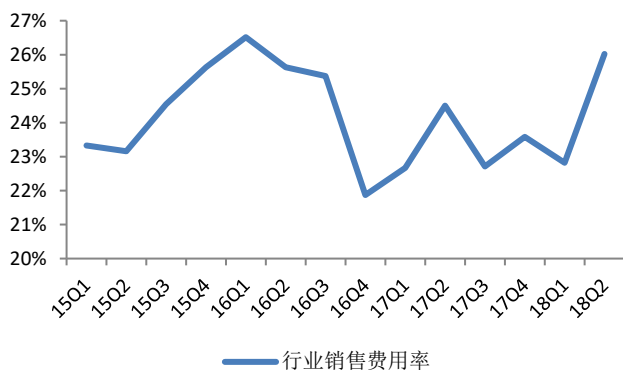
资料来源: 中国农业部、东方证券研究所

**销售费用率上行, 销售净利率小幅回落。**上半年行业销售费用率达 24.47%, 同比提升 0.84pct, 其中 Q1、Q2 分别达 22.82% (+0.15pct)、26.02% (+1.52pct), 销售费用率大幅提升主要系伊利计提冬奥会费用和加大重点产品宣传推广所致。受销售费用率提升影响, H1 行业销售净利率同比下降 0.14pct 至 7.04%, Q1、Q2 分别达 8.41% (+0.16pct)、5.74% (-0.45pct), 高费用投放削弱了行业盈利能力。

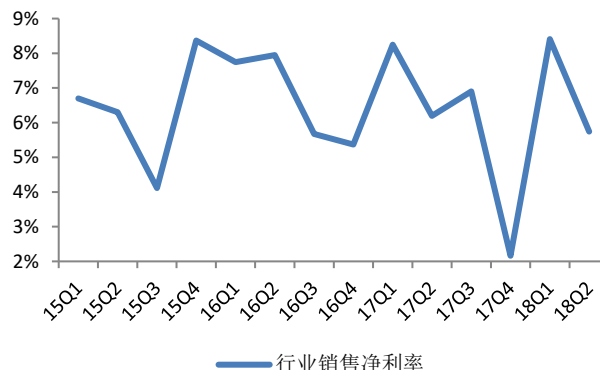
从战略层面上看, 伊利蒙牛加速抢占市场, 预计短期内行业收入将保持稳健增长, 份额加速向龙头企业集中, 但高费用投放将带动行业竞争加剧, 销售费用率可能持续处于高位, 利润增速将有所放缓。从中长期逻辑看, 伊利、蒙牛加速扩张, 通过渠道下沉和渗透抢夺中小乳企市场份额的趋势仍在延续, 待到竞争格局稳定后行业盈利水平有望逐渐回升。

图表 24: 15Q1-18Q2 行业销售费用率变化

图表 25: 15Q1-18Q2 行业销售净利率变化



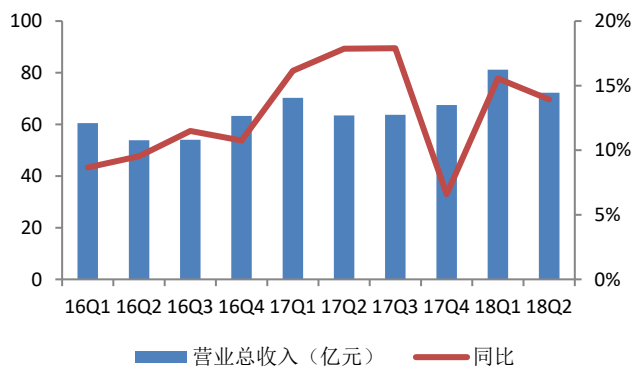
资料来源:公司财报、东方证券研究所



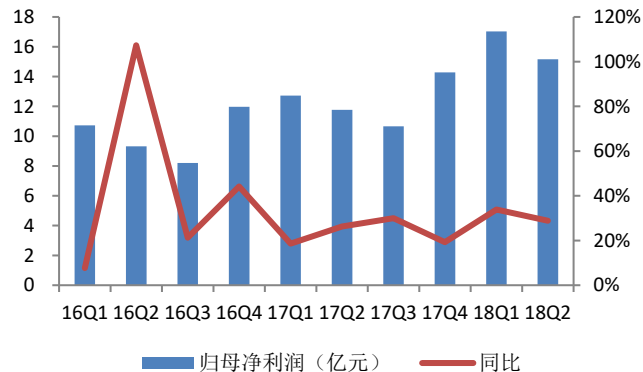
资料来源:公司财报、东方证券研究所

### 3.2 调味品: 竞争格局向好, 高景气度依旧

收入利润稳健增长, 基本面持续向好。从 A 股 9 家调味品上市公司数据看 (包括海天、中炬、千禾、恒顺、榨菜、加加、安记、莲花健康、佳隆股份), 18H1 调味品行业收入同比增长 14.79%, 其中 18Q1、18Q2 分别增长 15.56%、13.93%, 一季度受益于春节因素增长更快, 二季度虽环比回落, 但仍保持了较高增速。18H1 调味品行业归母净利润同比增长 31.43%, 其中 18Q1、18Q2 分别增长 33.84%、28.82%, 受益于毛利率提升和费用率下降, 行业利润增速显著快于收入增长。

**图表 26: 16Q1-18Q2 调味品行业营收及同比增速**


资料来源:公司财报、东方证券研究所

**图表 27: 16Q1-18Q2 调味品行业归母净利润及同比增速**


资料来源:公司财报、东方证券研究所

从调味品细分子行业看, 酱油、榨菜增速较快, 行业景气度较高; 醋类受制于区域扩张推进较慢, 增速平稳。行业马太效应依旧明显, 龙头企业享受较好的竞争格局, 强者恒强, 通过品类扩张、挤压竞品份额、渠道持续向低线城市及农村下沉依旧保持了较快增长。

#### ● 酱油:

1) 海天: 17 年 12 月下旬, 公司部分地区停止发货, 叠加春节因素, 18Q1 销量加速增长, 营收、归母净利润分别同增 17.04%、23.11%。18Q2 实现营收 40.26 亿元, 同增 17.48%; 实现归母净利润 10.45 亿元, 同比增长 23.52%, 收入利润快速增长。公司于 16 年底执行提价, 18H1 在无提价贡献情况下, 主要依靠销量增长带动收入实现了 17.24% 的较高增速。

2) 中炬:上半年美味鲜实现收入 19.62 亿元,同增 12%,其中酱油收入同比增长 10%以上;实现净利润 3.34 亿元,同增 26%。17Q1 公司产品提价,经销商提前备货导致基数较高,18Q1 美味鲜仅个位数增速,二季度增速环比提升至 18.9%。分区域看,除南部区域增速略低于 10%外,东部、中西部、北部区域均有双位数增长,全国化扩张稳步推进,外埠市场占比持续提升。

3) 千禾:18H1 公司收入同比微降,酱油保持小个位数增长,调味品收入增速放缓。收入未及预期的主要原因包括:1) 去年公司对产品两度调价,渠道库存水平较高;2) 17 年底西南地区经销商提前备货;3) 经销商费用调整为货折影响收入;4) 焦糖色大客户流失。分区域看,大本营西南地区出现下滑,外埠区域保持双位数增长。

#### ● 醋类:

4) 恒顺:H1 公司酱醋调味品实现收入 7.41 亿元,同增 10.99%,其中醋实现收入 5.71 亿元(+9.15%),高端醋销售额达 1.1 亿元。分区域看,华东稳健增长,收入同增 8.66%,华南、华北、西部区域加速成长,增速达 14%以上。公司不断丰富产品线,围绕黑醋实现白醋、料酒、酱油多品类开花;持续推进区域扩张,外埠区域借鉴华东市场经验,实现较快增速。

#### ● 佐餐开胃菜:

5) 涪陵榨菜:随着消费升级,榨菜产品向大品牌集中带动公司销量增长,5 月公司大水漫灌活动通过让利经销商挤压竞品份额,将进一步带动销量增长;去年底公司通过缩减榨菜包装(88g 变 80g,175g 变 150g),变相提价约 10%。分产品看,18H1 榨菜、其他佐餐开胃菜、泡菜分别实现收入 8.95 亿元(+33%)、0.86 亿元(+48%)、0.8 亿元(+34%),脆口产品、泡菜等新品类实现了快速增长。

**消费升级趋势下,产品结构改善驱动行业毛利率不断提升。**上半年成本端大豆、白砂糖、青菜头价格有所下降;产品端随着高鲜酱油放量、高端醋类增长、榨菜缩减包装变相提价,行业销售毛利率稳步提升,18Q1、18Q2 分别提升至 42.19% (+2.04pct)、43.79%(+3.19pct),行业盈利能力逐渐增强。

图表 28: 大豆价格走势 (元/吨)



资料来源:国家统计局、东方证券研究所

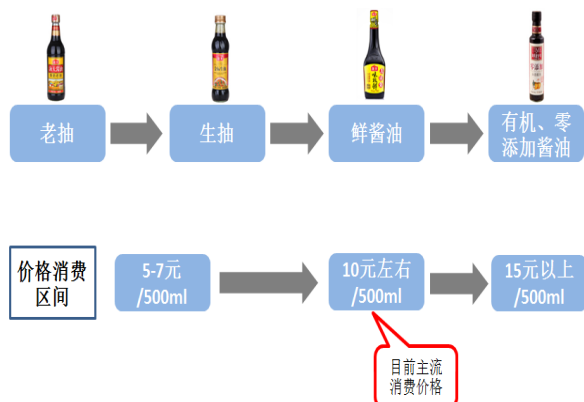
图表 30: 酱油消费价格区间上移

图表 29: 白砂糖期货价 (元/吨)

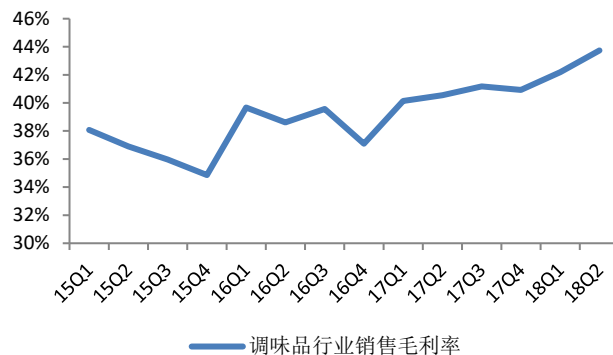


资料来源:郑州商品交易所、东方证券研究所

图表 31: 18 年上半年调味品行业毛利率持续提升



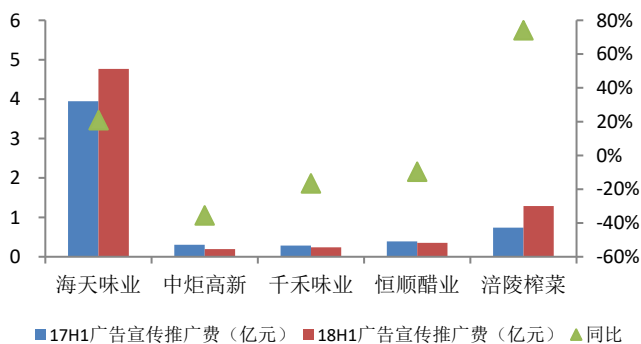
资料来源：调味品协会、东方证券研究所



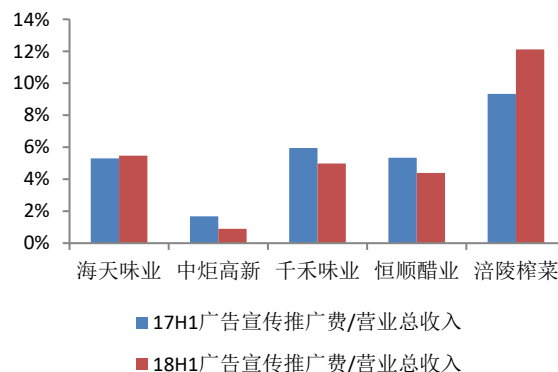
资料来源：wind、东方证券研究所

**行业竞争格局良好,收入增长摊薄费用率。**调味品各子行业均呈现单寡头垄断格局,酱油品类海天一枝独秀、对上下游均具备较强议价权;醋类虽受口味等影响,整体市场较为分散,恒顺仍具备明显龙头优势;佐餐开胃菜类涪陵榨菜一家独大,公司市占率远超竞品。与17年行业集中提价后增加费用投放策略不同,18年大部分公司节约费用开支,在广告投放等营销活动上也更为精准。主要上市公司中,海天为打造品牌、推广产品加大了广告投放力度;涪陵榨菜由于市场推广费、销售工作费增长较多,销售费用有所提升,中炬、千禾、恒顺广告宣传推广费用均有所下降。我们认为海天和涪陵榨菜在营销策略上的高举高打有助于提升知名度、争夺竞品份额,利好公司长期发展。18Q1、18Q2调味品行业销售费用率分别达12.89% (+0.34pct)、13.29% (-0.26pct),毛利率提升带动行业同期净利率分别提升至21.12% (+2.89pct)、21.10% (+2.50pct)。

总体而言,调味品属必需消费品,具备一定刚需属性,收入增长较为稳健。消费升级趋势下龙头集中度提升,行业竞争格局不断向好,海天、榨菜等具备较强定价权,提价较为顺畅,叠加收入稳健增长带动行业期间费用率下行,行业盈利水平有望不断提升。

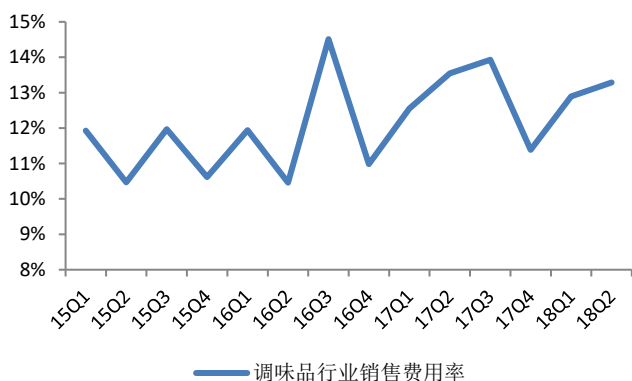
**图表 32: 上半年调味品主要上市公司广告宣传费及同比变化**


资料来源：公司财报、东方证券研究所

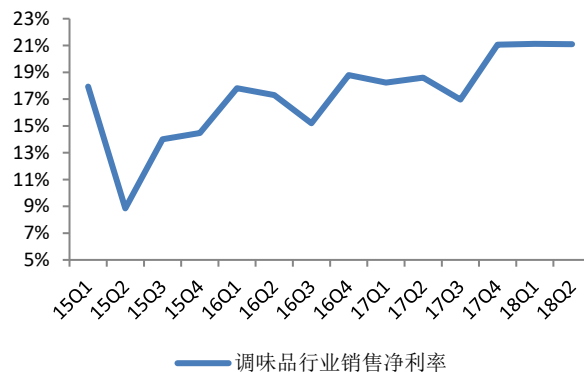
**图表 33: 上半年调味品主要上市公司广告宣传费占营收比重**


资料来源：公司财报、东方证券研究所

**图表 34: 15Q1-18Q2 调味品行业销售费用率**
**图表 35: 18年上半年调味品行业净利率明显提升**



资料来源: wind、东方证券研究所



资料来源: wind、东方证券研究所

## 板块建议关注

中炬高新(600872, 买入)

18Q2 公司收入增速回升, 调味品业务稳健增长。受益于结构改善、成本控制、设备改进和效率提升等, 我们预期未来美味鲜毛利率仍将持续提升。公司管理费用率偏高, 随着未来管理效率的提升, 存在一定下降空间。公司估值在调味品行业相对较低, 随着公司股权风险消除, 估值压制因素可逐渐消除。我们预期公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.82、1.00、1.23 元。

涪陵榨菜(002507, 买入)

公司是榨菜行业龙头, 竞争格局良好。去年底公司通过缩减包装间接提价, 今年青菜头价格有所下降, 公司毛利率显著提升; 18H1 公司核心榨菜产品量价齐升, 脆口产品、泡菜等新品类实现了快速增长。此外, 公司有望通过并购获得外延发展, 渠道下沉+区域扩张有望带动销售持续增长。我们预测公司 2018-2020 年每股收益预测分别为 0.79、0.99、1.22 元。

海天味业(603288, 未评级)

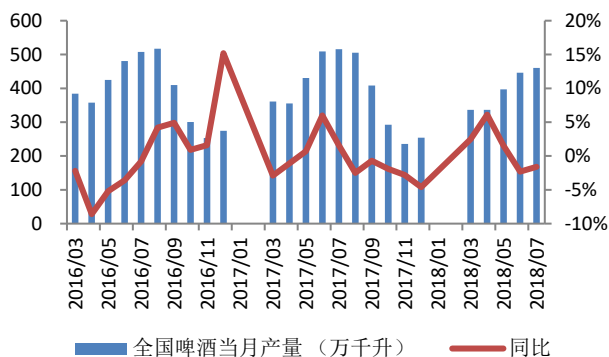
上半年公司收入利润快速增长, 酱油、蚝油销量稳健增长; 公司坐拥调味品龙头地位, 成本控制力强; 享受良好的行业竞争格局, 市占率不断提升, 拥有较强定价权, 盈利水平不断攀升; 公司起家酱油, 多品类经营, 调味品业务多点开花; 销售渠道覆盖全国, 渗透市县, 餐饮流通渠道优势明显。

## 3.3 啤酒: 量稳价增结构改善, 竞争趋缓费率下降

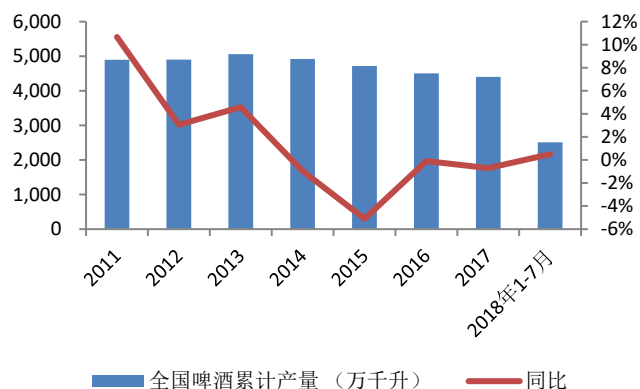
上半年啤酒行业产量微增, 长期看量稳价增结构改善将成为常态。根据国家统计局数据, 18 年 1-7 月啤酒行业累计产量 2512.1 万千升, 累计同增 0.5%; 从单月份数据看, 3 月-5 月产量同比增速回正, 其中 4 月啤酒产量同比增长 6.1%, 达到 17 年以来增速峰值, 6 月后产量同比下降, 我们推测与行业集中提价执行后销量受到影响与西南地区今年夏季多雨气候有关。从长期趋势看, 啤酒行业产量已基本止跌企稳, 目前处于低位反转阶段, 预计未来销量增长有限, 行业收入增长主要依靠价格提升和结构改善驱动。

图表 36: 全国啤酒产量当月产量 (万千升) 及同比

图表 37: 全国啤酒产量累计产量 (万千升) 及同比

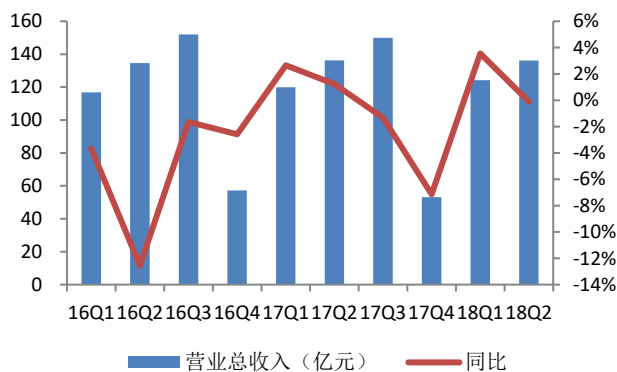


资料来源: 国家统计局、东方证券研究所

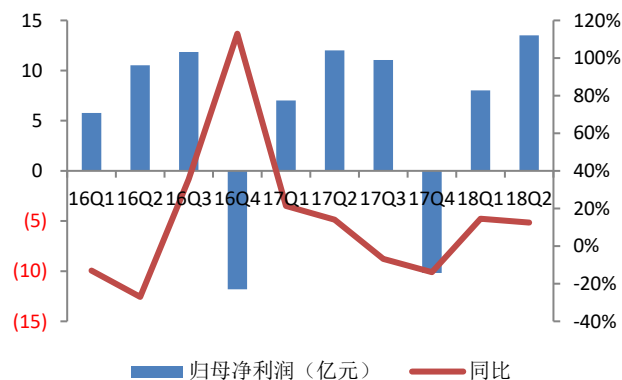


资料来源: 国家统计局、东方证券研究所

**价格增长驱动上市公司收入提升, 利润增速快于收入增长。**从上市公司维度看, 加总 A 股 7 家啤酒公司, 18Q1、18Q2 营收分别同比变动 3.55%、-0.1%, 18H1 同增 1.61%, 行业收入端小幅增长, 我们判断主要系去年底开始行业集体提价和中高端啤酒销量占比提升所致。根据龙头企业中报数据, 华润、青啤、燕京、重啤销量增速分别为-1.5%、0.9%、-4.9%、5.0%, 啤酒吨价分别提升 13%、4%、5.9%、3.7%, 收入增长主要由价格侧驱动。行业 18Q1、18Q2 归母净利润分别同比增长 14.52%、12.49%, 18H1 同增 13.24%。除价格增长因素外, 主要厂商节约费用带动利润端保持稳健增速。

**图表 38: 16Q1-18Q2 啤酒行业营收及同比增速**


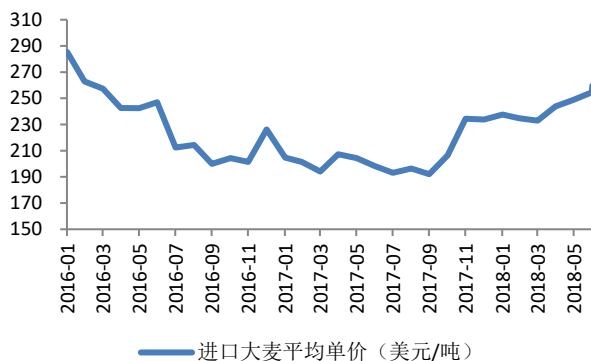
资料来源: 公司财报、东方证券研究所

**图表 39: 16Q1-18Q2 啤酒行业归母净利润及同比增速**


资料来源: 公司财报、东方证券研究所

**成本压力持续上行, 提价对冲成本涨幅。**上半年啤酒生产主要原材料及包材成本均有上涨, 18H1 玻瓶、易拉罐、进口大麦、箱板纸均价分别提升 11.6%、11.5%、20.0%、14.1%, 主要上市公司中, 华润、青啤、燕京、重啤啤酒吨均成本分别提升 8.8%、4.2%、5.3%、3.2%。伴随着龙头厂商集中提价, 上半年华润毛利率大幅提升 2.5pct, 燕京、重啤提升约 0.3pct, 青啤毛利率小幅下滑 0.1pct。中小企业成本压力较大, 提价能力较弱, 行业 18Q1、18Q2 毛利率分别降至 36.92% (-0.86pct)、42.62% (-1.09pct)。

**图表 40: 16 年至今进口大麦平均单价 (美元/吨)**
**图表 41: 16 年至今箱板纸价格 (元/吨)**



资料来源: 海关总署、东方证券研究所



资料来源: 纸业联讯、东方证券研究所

**图表 42: 16 年至今玻璃价格指数**



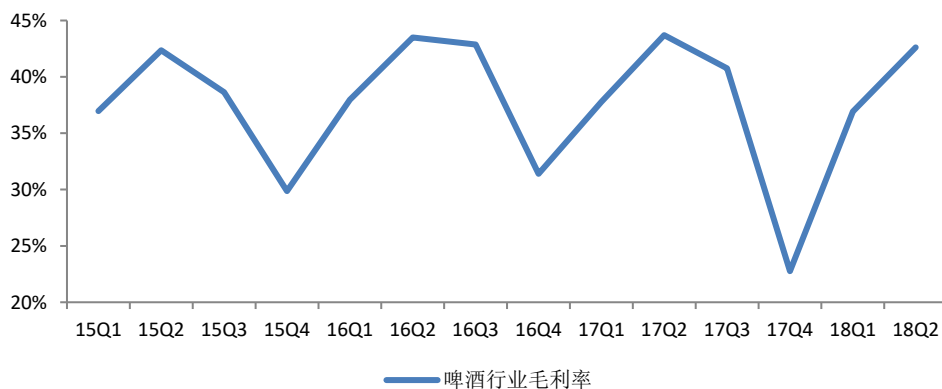
资料来源: wind、东方证券研究所

**图表 43: 16 年至今打包易拉罐价格 (元/吨)**



资料来源: wind、东方证券研究所

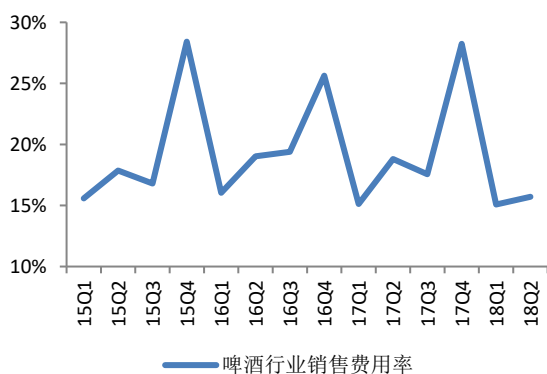
**图表 44: 15Q1-18Q2 啤酒行业毛利率**



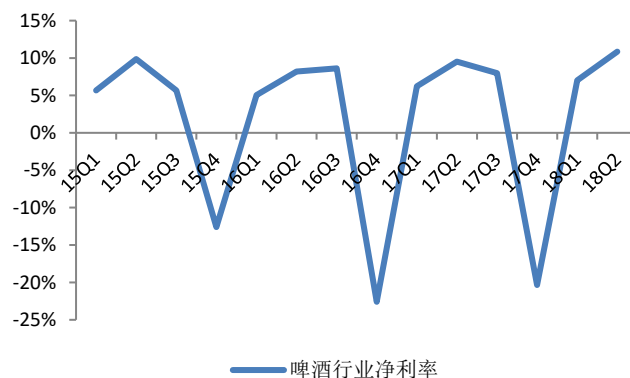
资料来源: wind、东方证券研究所

**行业销售费用率下降, 盈利能力逐渐提升。**随着行业主要厂商逐渐达成放弃价格战共识, 在提价后并未向渠道和终端大量投放促销费用, 18Q1、18Q2 行业销售费用率分别同比下降 0.05pct、3.1pct, 费用率下降及非经常性收益(政府补助、递延所得税资产等)带动行业销售净利率分别同比提升 0.8pct、1.33pct。剔除针对世界杯事件营销等短期扰动因素, 长期看行业销售费用率有望持续下降。若未来厂商对下游议价权增强或成本增速放缓, 毛利率提升将带动行业整体盈利能力稳步增强。

**对于啤酒行业未来趋势, 我们认为在行业销量增长有限背景下, 收入增长将持续由价格侧驱动。短期内受制于五强割据、较为胶着的竞争格局, 行业持续提价有一定难度; 中长期随着产品结构改善, 落后产能清理、集中度提升, 行业盈利能力有望缓慢提升。**

**图表 45: 15Q1-18Q2 啤酒行业销售费用率**


资料来源: wind、东方证券研究所

**图表 46: 15Q1-18Q2 啤酒行业销售净利率**


资料来源: wind、东方证券研究所

## 板块建议关注

### 青岛啤酒(600600, 未评级)

公司市占率近年稳居前三, 与华润、百威共居第一梯队; 产品结构完善, 中高端产品占比逐渐提升, 具备较高的品牌认知度, 吨酒价格在 3200 元以上, 领先国内同业; 18 年初公司对部分产品在部分地区提价, 缓解成本上涨压力; 17.9%的股权被复星收购后, 体制更加民营化, 市场化的运作可能会强化公司激励。

### 重庆啤酒(600132, 未评级)

公司逐步以卡位中高端的重庆、乐堡品牌替代低端的山城, 中高端产品占比不断提高, 结构升级推动公司吨价、毛利率不断提升; 逐步关停盈利能力较低的工厂, 净资产收益率有所提升; 大城市计划逐渐拓展重庆周边市场, 四川、湖南销售增长强劲。

## 四、风险提示

- **需求增速不及预期的风险。**如果经济、人均收入及消费偏好发生负面改变, 导致子行业下游需求增速放缓, 或将影响食品饮料企业的业绩。
- **成本大幅上涨的风险。**考虑到近两年包材成本涨幅较大和贸易战等不确定性因素, 如果原材料成本继续大幅上涨, 可能对企业毛利率带来负面影响。

- **食品安全风险。**如果发生食品安全黑天鹅事件,可能会影响上市公司收入业绩。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款:

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时,公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的,应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况,

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票,向客户披露本公司持有该股票的情况如下:

截止本报告发布之日,东证资管仍持有青岛啤酒(600600)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日,东证资管仍持有重庆啤酒(600132)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### 公司投资评级的量化标准

买入: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该股票的研究状况, 未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定, 研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形; 亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该行业的研究状况, 未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

