

行业月度报告
食品饮料
白酒、调味品与食品综合高景气度延续

2018年09月12日

评级 **同步大市**

评级变动: 调低

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
食品饮料	-8.39	-23.56	7.08
沪深300	-5.31	-15.73	-15.99

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理
相关报告

- 《食品饮料: 食品饮料 2018 年 7 月行业跟踪: 中报期临近, 关注公司业绩表现》 2018-08-03
- 《食品饮料: 食品饮料 2018 年 6 月份行业跟踪: 估值回调, 中报披露期关注业绩持续性》 2018-07-04
- 《食品饮料: 食品饮料 2018 年 5 月行业跟踪: 强势领涨, 行业高景气度延续》 2018-06-10

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
五粮液	2.49	44.39	3.15	37.18	4.20	25.30	推荐
洋河股份	4.40	24.64	5.56	19.50	6.69	16.20	推荐
酒鬼酒	0.54	38.56	0.84	25.01	1.25	16.77	推荐
海天味业	1.31	41.15	1.42	47.78	1.75	38.50	推荐
涪陵榨菜	0.52	45.35	0.79	29.85	1.01	23.35	谨慎推荐
绝味食品	1.22	30.33	1.51	24.50	1.82	20.33	谨慎推荐
克明面业	0.34	35.76	0.59	20.61	0.75	16.21	推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 8 月份食品饮料跑输大盘, 子行业回调力度较大。**8 月份沪深 300 跌幅 3.99%, 食品饮料跌幅 10.75%, 跑输沪深 300 指数 6.76 个百分点, 在中万 28 个一级子行业中排第 26 位。子行业中调味发酵品跌幅最小并且跑赢大盘, 跌 3.80%; 黄酒、食品综合、肉制品、乳品、葡萄酒和其他酒类跌幅在 10% 以内; 白酒、软饮料和啤酒跌幅在 10% 以上, 其中啤酒的跌幅最大, 跌 18.69%。
- 板块 PE 有所回调, 大部分子板块 PE 低于历史均值。**目前食品饮料板块 PE (历史 TTM_整体法) 为 26 倍, 较前期大幅下降, 为全部 A 股的 1.9 倍。历史平均的食品饮料板块 PE 为 29 倍, 相对全部 A 股的估值溢价为 72%。除啤酒外, 其余子板块估值均低于历史均值。
- 投资建议:** 食品饮料行业大部分公司估值持续走低, 尽管 2018 年半年报行业业绩增长显著, 仍未能改善市场的悲观情绪, 我们预计行业或将跟随市场继续回调, 因此将行业评级调低至“同步大市”。但我们仍建议关注景气度高的行业中成长性良好, 且能够受益于消费升级与行业集中度提升的企业: (1) 白酒: 高端白酒增长稳健, 并提价为次高端白酒打开成长空间, 推荐关注业绩确定性强的次高端白酒五粮液 (000858)、泸州老窖 (000568), 以及产品结构不断优化、市场份额稳步提升的次高端白酒洋河股份 (002304)、酒鬼酒 (000799)。(2) 调味发酵品: 行业格局逐渐稳定的背景下, 推荐在产品、渠道、成本三方面均具优势, 能够保持业绩稳定增长的行业龙头海天味业 (603288)、涪陵榨菜 (002507)。(3) 食品综合: 推荐具有成本消化能力、成长确定性高的细分子行业龙头: 开店计划稳步进行、全国市场覆盖率较高的卤制品龙头绝味食品 (603517); 高端占比提升与产业链一体化支撑毛利、渠道建设收效良好的挂面龙头克明面业 (002661)。
- 风险提示: 食品安全风险; 业绩不如预期风险; 市场风格变化风险。**

内容目录

1 市场行情回顾.....	3
2 行业估值.....	5
3 2018 年半年报总结.....	6
3.1 食品饮料板块整体中报情况.....	6
3.2 重点子板块中报情况.....	8
4 行业观点.....	13
5 主要风险提示.....	14

图表目录

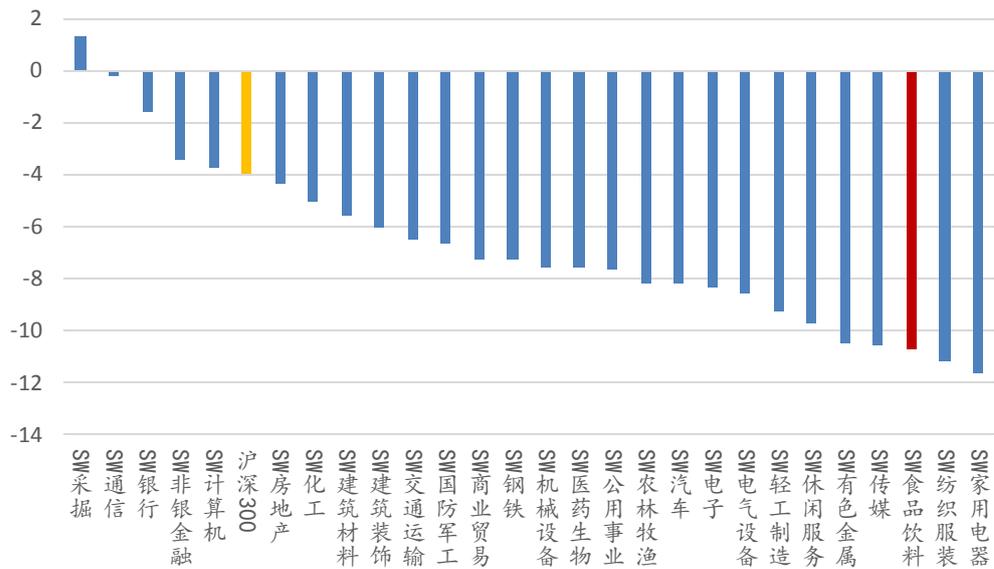
图 1: 2018 年 8 月中万一级子行业表现.....	3
图 2: 2018 年 1-8 月中万一级子行业表现.....	3
图 2: 2018 年 8 月食品饮料子行业表现.....	4
图 4: 2018 年 1-8 月食品饮料子行业表现.....	4
图 3: 食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价.....	5
图 4: 食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况.....	6
图 7: 2013H1-2018H1 食品饮料板块营收及归母净利润变化情况.....	6
图 8: 2013H1-2018H1 食品饮料板块销售毛利率与销售净利率变化情况.....	7
图 9: 2018H1 食品饮料子行业营业总收入增长情况.....	7
图 10: 2018H1 食品饮料子行业归母净利润增长情况.....	7
图 11: 2018H1 食品饮料子行业销售毛利率变化情况.....	8
图 12: 2018H1 食品饮料子行业销售净利率变化情况.....	8
图 13: 2013H1-2018H1 白酒业绩变化.....	9
图 14: 2013H1-2018H1 白酒盈利能力变化.....	9
图 15: 2013H1-2018H1 调味发酵品业绩变化.....	10
图 16: 2013H1-2018H1 调味发酵品盈利能力变化.....	10
图 17: 2013H1-2018H1 食品综合业绩变化.....	10
图 18: 2013H1-2018H1 食品综合盈利能力变化.....	10
图 17: 2013H1-2018H1 肉制品业绩变化.....	11
图 18: 2013H1-2018H1 肉制品盈利能力变化.....	11
图 19: 2013H1-2018H1 乳制品业绩变化.....	12
图 20: 2013H1-2018H1 乳制品盈利能力变化.....	12
图 21: 2013H1-2018H1 啤酒业绩变化.....	12
图 22: 2013H1-2018H1 啤酒盈利能力变化.....	12
图 25: 2013H1-2018H1 软饮料业绩变化.....	13
图 26: 2013H1-2018H1 软饮料盈利能力变化.....	13
表 1: 2018 年 8 月个股涨跌幅前五位.....	5
表 2: 2018 年 1-8 月个股涨跌幅前五位.....	5
表 3: 各档次白酒公司经营情况.....	9
表 4: 食品综合板块细分子行业龙头业绩表现.....	11

1 市场行情回顾

8 月份沪深 300 跌幅 3.99%，食品饮料跌幅 10.75%，跑输沪深 300 指数 6.76 个百分点，在申万 28 个一级子行业中排第 26 位。

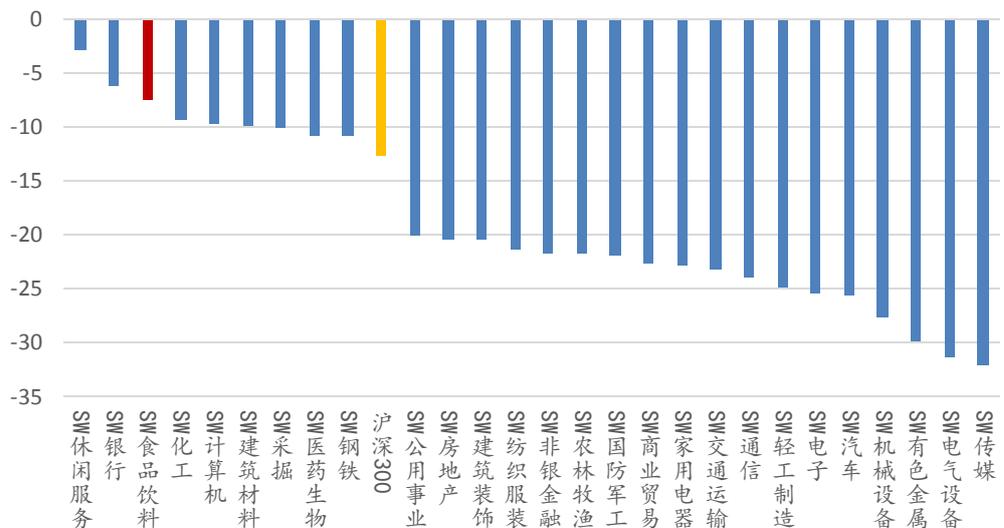
2018 年初至今沪深 300 跌幅 12.67%，食品饮料跌幅 7.53%，跑赢沪深 300 指数 5.14 个百分点，在申万 28 个一级子行业中排第 3 位

图 1：2018 年 8 月申万一级子行业表现



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 2：2018 年 1-8 月申万一级子行业表现

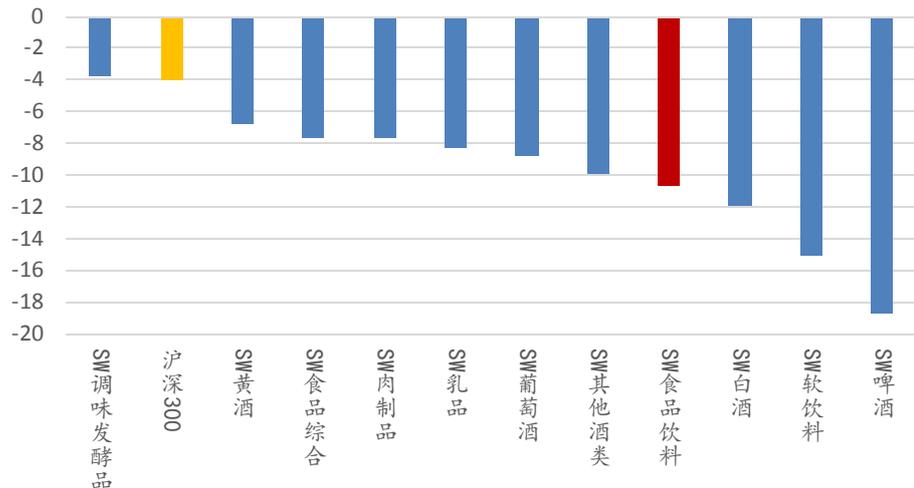


资料来源：财富证券，WIND 数据库

三级子行业中，单从 8 月份来看调味发酵品跌幅最小并且跑赢沪深 300 指数，跌 3.80%；黄酒、食品综合、肉制品、乳品、葡萄酒和其他酒类跌幅在 10% 以内；白酒、软饮料和啤酒跌幅在 10% 以上，其中啤酒的跌幅最大，跌 18.69%。

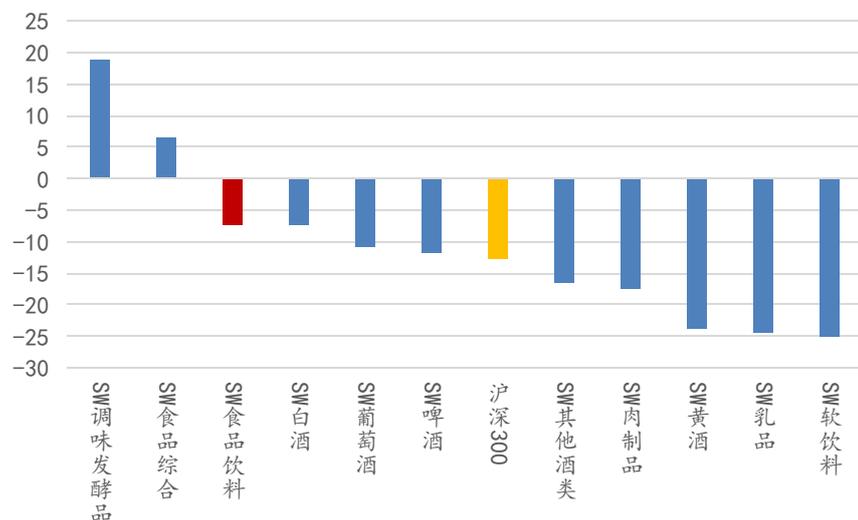
2018 年初至今，调味发酵品和食品综合板块上涨，分别涨 18.91% 和 6.43%，其余板块均下跌；白酒跌幅在 10% 以内，跌 7.54%；葡萄酒、啤酒、其他酒类和肉制品跌幅在 20% 以内；黄酒、乳品和软饮料的跌幅超出 20%，其中软饮料的跌幅最大，跌 25.04%。

图 3：2018 年 8 月食品饮料子行业表现



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 4：2018 年 1-8 月食品饮料子行业表现



资料来源：财富证券，WIND 数据库

个股来看，2018 年 8 月涨幅最大的 5 只股票为汤臣倍健、安德利、ST 椰岛、桃李面包和中炬高新；跌幅最大的 5 只股票为千禾味业、香飘飘、来伊份、伊力特和庄园牧场。2018 年初至今，涨幅最大的 5 只股票为顺鑫农业、安井食品、桃李面包、涪陵榨菜和广州酒家；跌幅最大的 5 只股票为 ST 皇台、通葡股份、西藏发展、华统股份和得利斯。

表 1：2018 年 8 月个股涨跌幅前五位

证券代码	证券简称	8 月涨跌幅	证券代码	证券简称	8 月涨跌幅
300146.SZ	汤臣倍健	7.2289	603027.SH	千禾味业	-29.3900
603031.SH	安德利	4.8706	603711.SH	香飘飘	-28.7886
600238.SH	*ST 椰岛	3.6683	603777.SH	来伊份	-27.6081
603866.SH	桃李面包	2.0265	600197.SH	伊力特	-27.4800
600872.SH	中炬高新	1.0172	002910.SZ	庄园牧场	-27.0655

资料来源：财富证券，WIND 数据库

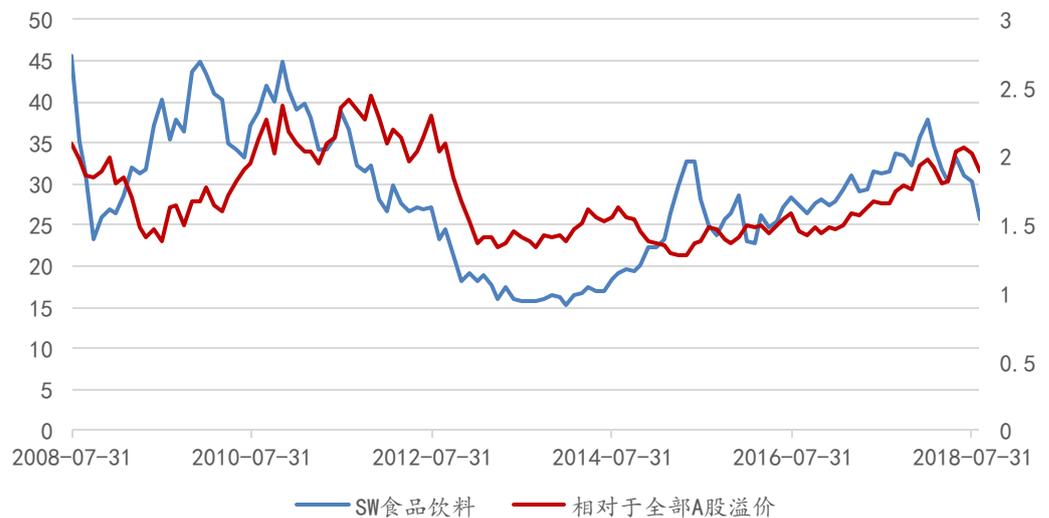
表 2：2018 年 1-8 月个股涨跌幅前五位

证券代码	证券简称	1-8 月涨跌幅	证券代码	证券简称	1-8 月涨跌幅
000860.SZ	顺鑫农业	121.4900	000995.SZ	*ST 皇台	-57.9832
603345.SH	安井食品	49.4404	600365.SH	通葡股份	-51.1933
603866.SH	桃李面包	48.1337	000752.SZ	西藏发展	-48.9957
002507.SZ	涪陵榨菜	46.7823	002840.SZ	华统股份	-48.7994
603043.SH	广州酒家	33.9262	002330.SZ	得利斯	-47.1755

资料来源：财富证券，WIND 数据库

2 行业估值

目前食品饮料板块 PE（历史 TTM_整体法）为 26 倍，较前期大幅下降，为全部 A 股的 1.9 倍。历史平均的食品饮料板块 PE 为 29 倍，相对全部 A 股的估值溢价为 72%。

图 5：食品饮料行业 PE 以及相对全部 A 股的估值溢价


资料来源：财富证券，WIND 数据库

三级子行业中，软饮料 PE 最低，为 17 倍；肉制品的 PE 也 20 倍以内，为 18 倍；白酒、乳品、食品综合、葡萄酒和其他酒类 PE 在 20 倍以上、30 倍以内；黄酒和啤酒的 PE 在 30 以上、40 倍以内；调味发酵品的 PE 最高，达到了 44 倍。

相对历史估值平均值而言，目前只有啤酒的 PE 高于历史平均值，其余板块的 PE 均低于历史平均值；其中其他酒类、软饮料和乳品同历史平均值差距较大。

图 6：食品饮料子行业 PE 及其与历史平均相对比情况



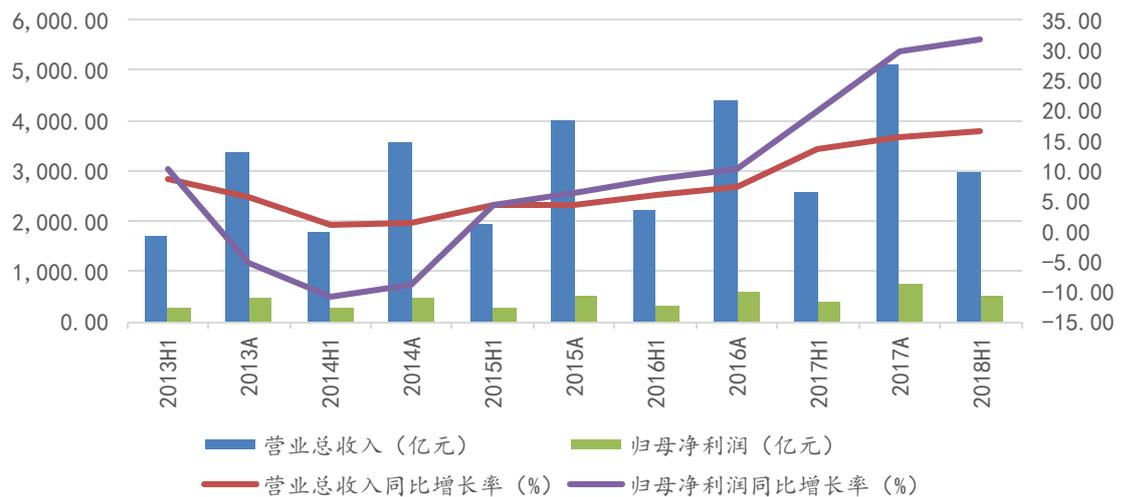
资料来源：财富证券，WIND 数据库

3 2018 年半年报总结

3.1 食品饮料板块整体中报情况

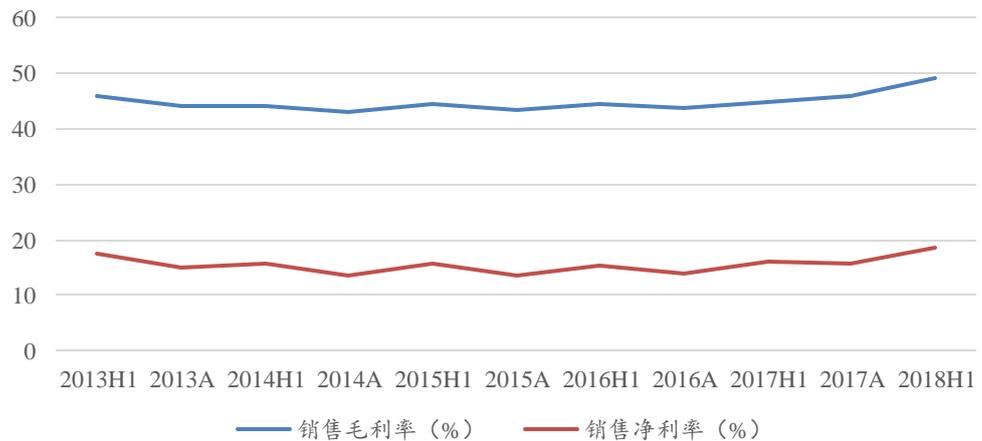
2018 年食品饮料行业实现营业收入 2976.25 亿元，同比增长 16.64%，增速比去年同期提升 3.13pct.；实现归母净利润 529.48 亿元，同比增长 31.87%，增速提升 12.01pct.。销售毛利率较去年同期提升 4.35pct.至 48.88%；销售净利率较去年同期提升 2.67pct.至 18.69%。业绩均加速提升，行业继续享受消费升级红利，盈利能力增强，保持高景气度。

图 7：2013H1-2018H1 食品饮料板块营收及归母净利润变化情况



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 8：2013H1-2018H1 食品饮料板块销售毛利率与销售净利率变化情况

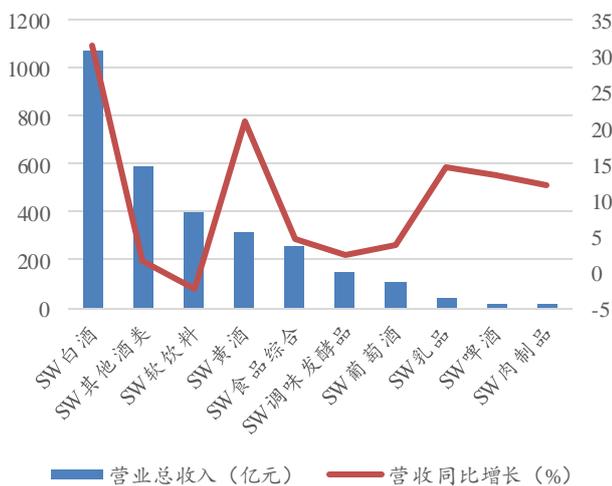


资料来源：财富证券，WIND 数据库

分子行业来看，在营收方面，白酒的营收增速最快，同比增长 31.46%；其次是肉制品，增幅为 20.82%；葡萄酒、黄酒和其他酒类增幅均在 10%-20%；啤酒、软饮料、调味发酵品和乳品的增幅在 10% 以内；食品综合板块营收同比降低 2.34%。

在归母净利润方面，依然是白酒的增幅最大，同比增长 40.35%；其次是软饮料，增幅为 34.11%，调味发酵品增幅也在 30% 以上，增 31.03%；肉制品与食品综合增幅在 20% 以上、30% 以内；啤酒、乳品和黄酒分别增长 13.24%、8.98%、3.68%；葡萄酒的增幅较小，增长 0.004%；其他酒类归母净利润大幅下滑，同比降低 68.59%。

图 9：2018H1 食品饮料子行业营业总收入增长情况



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 10：2018H1 食品饮料子行业归母净利润增长情况



资料来源：财富证券，WIND 数据库

毛利率方面，白酒板块依然保持着最高的毛利率，并提升 3.97pct.到 75.66%；但毛利率提升最明显的是葡萄酒板块，提升 6.68pct.至 41.43%；其次是调味发酵品，提升 5.87pct.至 37.22%；白酒、食品综合和软饮料的毛利率分别提升 3.97pct./3.02pct./2.67pct.；肉制品、黄酒和啤酒提升的幅度较小，分别提升 1.64pct./1.62pct./0.48pct.；其他酒类和乳制品的毛

利率出现下滑，肉制品下滑 0.15pct.，乳制品的下滑幅度最大，下降 1.16pct.。

图 11：2018H1 食品饮料子行业销售毛利率变化情况

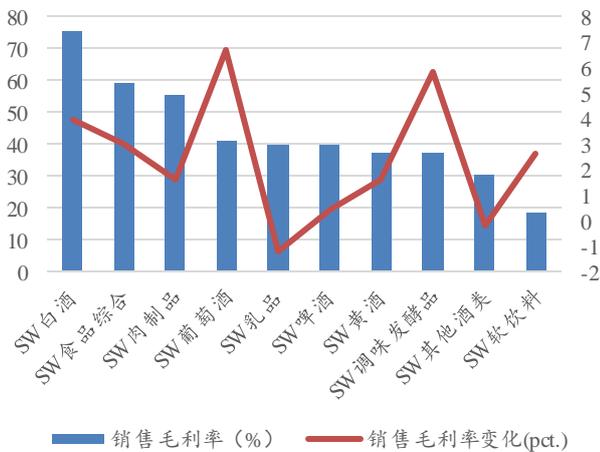
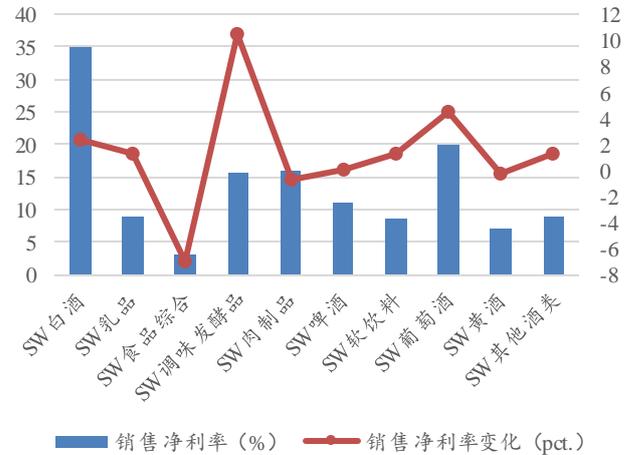


图 12：2018H1 食品饮料子行业销售净利率变化情况



资料来源：财富证券，WIND 数据库

资料来源：财富证券，WIND 数据库

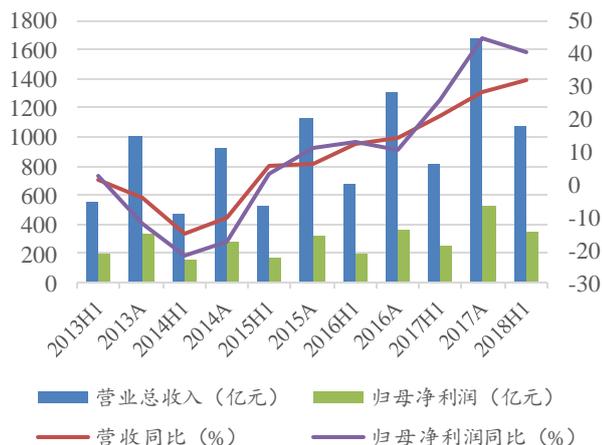
从个股来看，2018 年上半年食品饮料行业 92 家上市公司中，有 76 家公司营收实现正增长，营收同比增速在 10%/20%/30%/40% 以上的公司分别为 51 家/30 家/20 家/8 家，有 3 家公司营收同比增速在 50% 以上，从高至低分别是星湖科技、水井坊和香飘飘，16 家公司出现营收负增长。

在归母净利润方面，仅有*ST 椰岛、皇氏集团、莲花健康、香飘飘、中葡股份、兰州黄河、*ST 皇台、深深宝 A/B 和广泽股份 2018 年上半年经营亏损，其余公司均盈利；61 家公司的归母净利润同比增速在 10% 以上，21 家公司归母净利润增速超过了 50%，9 家公司的归母净利润增速达到了 100% 以上；24 家公司归母净利润同比下滑，其中有 12 家下滑幅度超过了 20%，5 家公司归母净利润下滑 50% 以上。

3.2 重点子板块中期情况

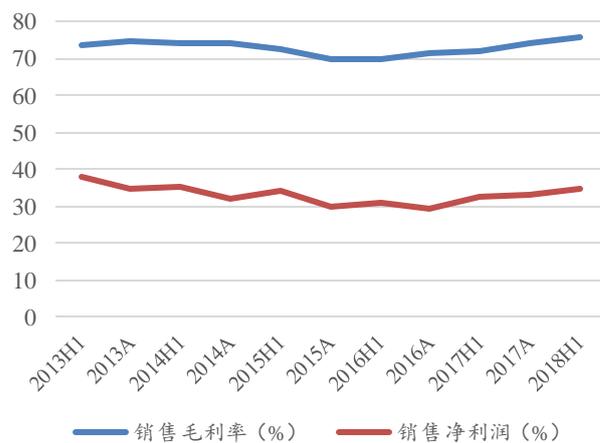
白酒业绩加速增长，毛利率持续提升。白酒行业 2018 年上半年业绩增速居子行业首位，共实现营收 1076.33 亿元 (+31.46%)，归母净利润 351.72 亿元 (+40.35%)，销售毛利率同比提升 3.97pct. 至 75.66%，销售净利率同比提升 2.37pct. 至 34.85%。白酒板块整体增长动力强劲，2018H1 业绩超预期，但品类间的增长出现分化。高端酒享受提价红利且终端需求保持旺盛，业绩稳健增长；消费升级叠加产品结构优化与渠道建设，多家次高端酒企实现价量齐升，营收与利润强势增长，增幅超过高端酒；除次高端外，部分中低端白酒如顺鑫农业、老白干表现亮眼，主要是受益于公司全国化单品的放量与中高端产品对毛利的拉升。

图 13: 2013H1-2018H1 白酒业绩变化



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

图 14: 2013H1-2018H1 白酒盈利能力变化



资料来源: 财富证券, WIND 数据库

表 3: 各档次白酒公司经营情况

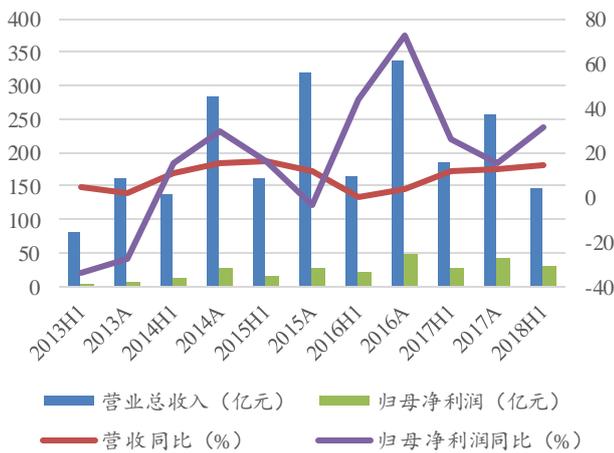
	公司名称	2018H1 营收 (亿元)	2018H1 营收增 速 (%)	2018H1 营收增 速提速 (pct.)	2018H1 归母净 利润 (亿元)	2018H1 归母净 利润增 速 (%)	2018H1 归母净 利润增 速提速 (pct.)	2018H1 销售毛 利率 (%)	2018H1 销售毛 利率同 比变动 (pct.)	2018H1 销售净 利率 (%)	2018H1 销售净 利率同 比变动 (pct.)
高端	贵州茅台	352.51	38.27	2.22	157.64	40.12	12.30	90.94	1.32	50.67	0.88
	五粮液	214.21	37.13	19.28	71.10	43.02	15.11	72.84	1.19	34.84	1.62
	泸州老窖	64.20	25.49	6.08	19.67	34.08	1.34	74.91	6.35	31.71	2.21
	洋河股份	145.43	26.12	13.01	50.05	28.06	13.91	71.50	11.60	34.42	0.59
	山西汾酒	50.42	47.38	6.20	9.37	55.76	-11.88	69.65	-1.43	20.04	1.27
	古井贡酒	47.83	30.32	9.80	8.92	62.59	35.25	78.20	3.08	19.14	3.55
次高端	今世缘	23.62	30.81	13.57	8.56	31.56	9.27	71.93	1.25	36.29	0.30
	口子窖	21.59	23.67	5.91	7.33	39.45	9.58	74.39	2.49	33.96	3.84
	迎驾贡酒	17.33	10.81	7.41	3.82	15.96	16.28	61.02	-0.01	22.06	0.99
	水井坊	13.36	58.97	-11.65	2.67	133.59	107.92	81.14	3.11	20.02	6.39
	舍得酒业	10.18	15.82	3.10	1.66	166.05	-2.95	69.42	-4.11	17.68	10.59
	酒鬼酒	5.24	41.26	13.93	1.14	38.30	-75.31	78.35	1.41	21.87	0.05
中低端	顺鑫农业	72.33	10.45	5.98	4.81	96.78	90.74	39.75	3.59	6.62	2.81
	老白干酒	14.59	31.78	25.66	1.46	208.01	115.63	62.64	1.04	10.03	5.74
	伊力特	9.97	20.38	19.30	2.16	33.28	15.92	48.27	-0.32	21.90	2.40
	金徽酒	7.94	10.32	3.50	1.58	11.15	-12.80	62.95	-0.20	19.85	0.15
	金种子酒	5.49	-4.19	20.34	0.06	18.00	71.02	49.03	-2.32	1.20	0.22
	*ST 皇台	0.08	-78.41	-38.79	-0.30	45.29	236.26	-26.66	-61.68	-363.18	-219.83

资料来源: 财富证券, WIND 数据库

调味发酵品盈利改善, 龙头增长力强劲。调味发酵品板块 2018 年上半年实现营收 147.28 亿元 (+14.56%), 归母净利润 29.30 亿元 (+31.03%), 销售毛利率同比提升 5.87pct. 至 41.43%, 销售净利率同比提升 4.44pct. 至 20.04%。得益于产品结构升级与提价, 调味发酵品盈利能力持续上升, 2018H1 的业绩也提速增长; 同时, 原材料成本提升背景下,

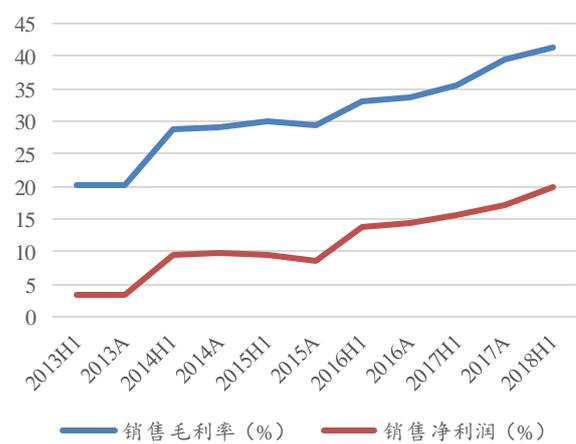
细分子行业龙头（如海天味业、中炬高新和恒顺醋业等）竞争优势进一步凸显，经营业绩改善情况明显好于其他公司。多个细分子行业龙头开始发展多品类的产品结构，并加强渠道建设抢占市场份额，以在未来行业集中度的提升中获益。目前市场上调味品种类较少，传统调味品可继续优化升级或细分，诸多新品类有待引入与开发，消费基础好、品牌力强的龙头尚有价量齐升的机会，企业行业高景气度有望延续。

图 15：2013H1-2018H1 调味发酵品业绩变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

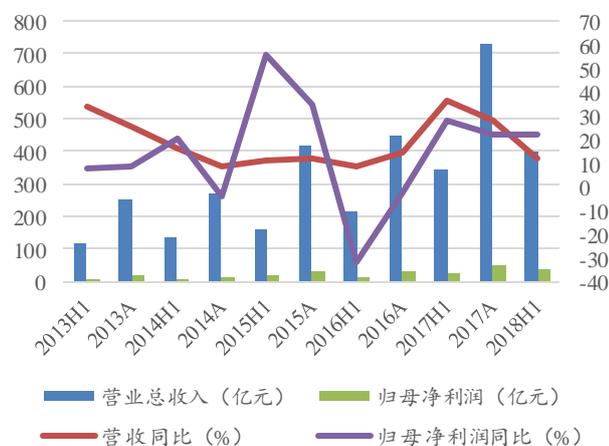
图 16：2013H1-2018H1 调味发酵品盈利能力变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

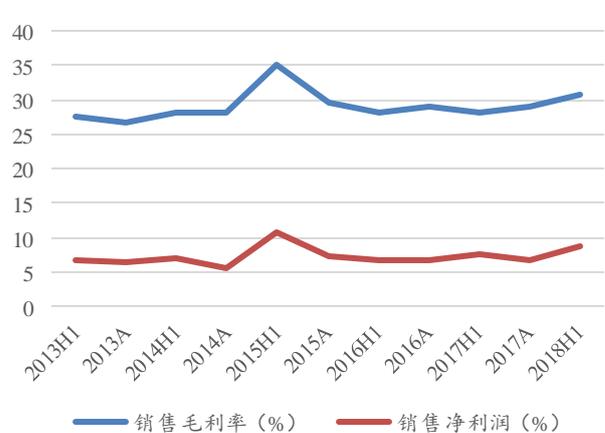
食品综合细分子行业龙头稳健成长。食品综合板块 2018 年上半年共实现营收 400.47 亿元 (+12.07%)，归母净利润 34.64 亿元 (+21.72%)，销售毛利率 30.82 (+2.67pct.)，销售净利率 8.85% (+1.37pct.)。该板块下细分子行业较多且部分已出现龙头，2018 年上半年各细分子行业龙头发展态势较好，营收均实现了两位数增长，盈利能力稳步提升，大部分受益于产品结构的升级（双塔食品、克明面业和涪陵榨菜等）、合理的渠道战略（绝味食品、桃李面包和安井食品等）以及新市场开拓成效显著（汤臣倍健、盐津铺子等）。以上龙头企业大部分处于成长阶段，并制定了全国化的推广与渠道战略，未来市场份额与产品结构的提升将持续助力龙头企业业绩高增。

图 17：2013H1-2018H1 食品综合业绩变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 18：2013H1-2018H1 食品综合盈利能力变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

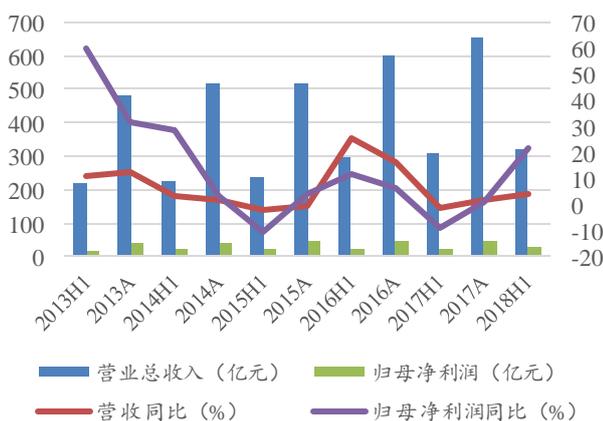
表 4：食品综合板块细分子行业龙头业绩表现

证券代码	证券简称	营收(亿元)	营收同比增长(%)	营收增速提速(pct.)	归母净利润(亿元)	归母净利润增速(%)	归母净利润增速提速(pct.)	销售毛利率(%)	销售净利率(%)
300146.SZ	汤臣倍健	21.70	45.95	25.42	7.05	21.01	-41.28	69.20	31.09
002481.SZ	双塔食品	11.20	37.60	41.42	0.67	54.81	88.71	15.06	5.99
002507.SZ	涪陵榨菜	10.64	34.11	3.51	3.05	77.52	29.14	55.04	28.70
002847.SZ	盐津铺子	4.88	33.12	21.60	0.39	-5.86	5.29	41.28	8.08
002661.SZ	克明面业	12.89	26.53	19.02	1.15	70.97	62.05	23.81	8.87
603866.SH	桃李面包	21.67	19.33	-5.07	2.63	43.54	46.78	39.30	12.13
603345.SH	安井食品	19.47	18.64	4.60	1.42	37.40	35.46	26.64	7.31
603517.SH	绝味食品	20.85	12.62	-6.17	3.15	32.55	1.89	35.48	14.92

资料来源：财富证券，WIND 数据库

猪价下行释放利润空间，肉制品业绩提速增长。肉制品行业 2018 年上半年受益于猪价下行、屠宰及肉制品生产成本降低和屠宰业务放量，业绩表现较好，共实现营收 319.84 亿元(+11.87%)，归母净利润 26.81 亿元(+22.04%)，均同比加速提升；销售毛利率 18.84% (+1.62pct.)，销售净利率 8.67% (+1.24pct.)，屠宰业务盈利性改善拉动整体毛利提升。下半年开始猪价迎来季节性反弹行情，叠加猪瘟事件频发、生猪运输受阻等原因，未来生猪价格或将上涨，挤压屠宰与肉制品业务的盈利空间。但行业龙头具备调整业务结构缓解成本压力的能力，并在积极开拓新型渠道与业务模式，长期来看依然能通过市占率的提升与规模效应平滑猪周期波动的影响，实现业绩的稳健增长；中小公司则受到猪价波动的影响较大，业绩增长持续性仍有待观察。

图 19：2013H1-2018H1 肉制品业绩变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 20：2013H1-2018H1 肉制品盈利能力变化

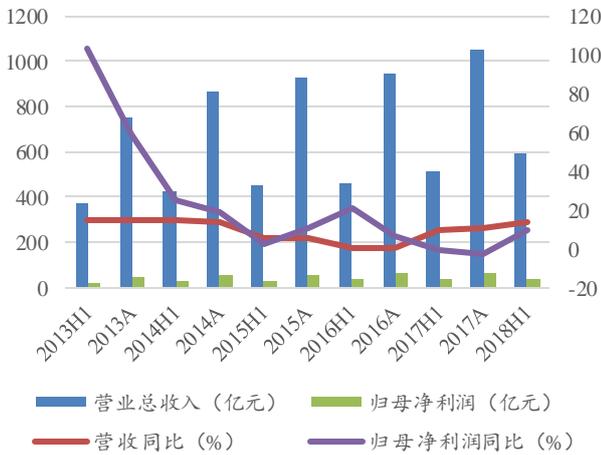


资料来源：财富证券，WIND 数据库

乳制品业绩增长稳健，行业价格竞争拖累毛利。乳制品行业从去年起开始缓慢回暖，2018H1 共实现营收 588.09 亿元 (+13.33%)，归母净利润 39.79 亿元 (+8.98%)，主要受益于乳制品产品结构优化与渠道下沉，业绩最终实现稳健增长；但销售毛利率还是由于原奶价格上行下降 0.15pct.至 37.24%，销售净利率不仅受到毛利率下行影响，行业内促销

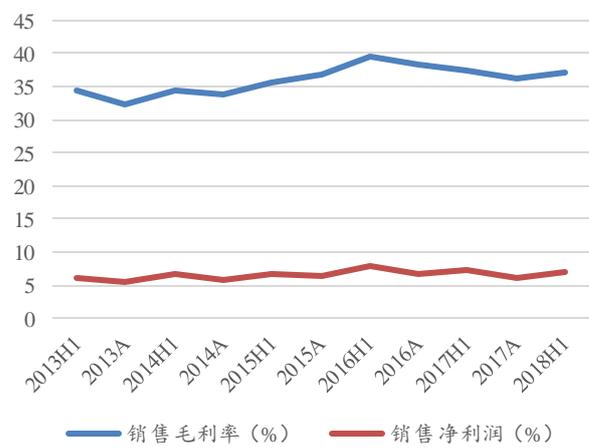
价格战竞争激烈，龙头企业费用投放大幅提升，最终导致行业整体净利率下降 0.19pct. 至 7.05%。通胀或将拉动原奶价格持续上行，对乳企造成成本压力；而龙头企业尽管具备平滑成本上涨的能力，但目前乳制品市场份额竞争日趋激烈，销售费用短期内也很难下行，未来经营状况的改善空间较小。

图 21：2013H1-2018H1 乳制品业绩变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

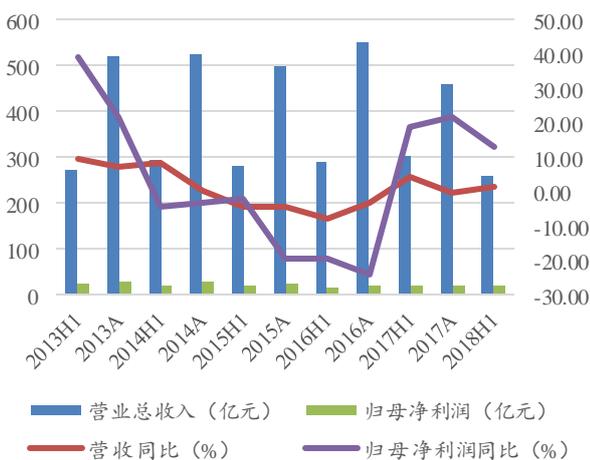
图 22：2013H1-2018H1 乳制品盈利能力变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

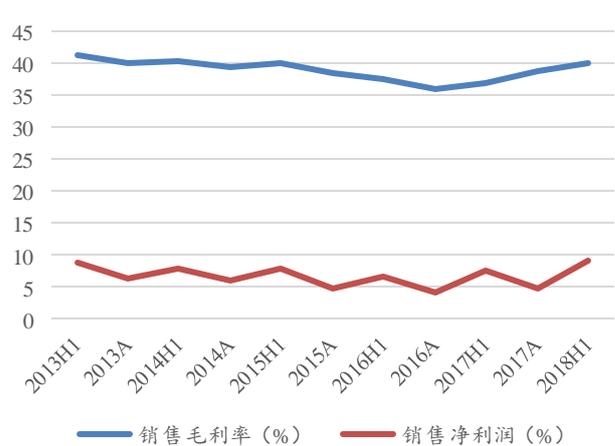
收入增速首次回暖，产业升级助力啤酒稳步成长。啤酒板块在近两年业绩持续走弱，2018 年上半年共实现营收 260.38 亿元 (+1.61%)，归母净利润 21.53 亿元 (+13.24%)，行业总营收自 2013 年来首次增长。销售毛利率提升 3.02pct. 至 39.99%，销售净利率提升 1.31pct. 至 9.03%，在产品结构升级与吨价提升影响下行业盈利性逐渐回升，同时脱离低端价格战后各大啤酒企业的费用率也逐渐下滑，预期未来随着产业结构稳步升级，啤酒行业的销售总量与盈利性仍有一定增长潜力。

图 23：2013H1-2018H1 啤酒业绩变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 24：2013H1-2018H1 啤酒盈利能力变化

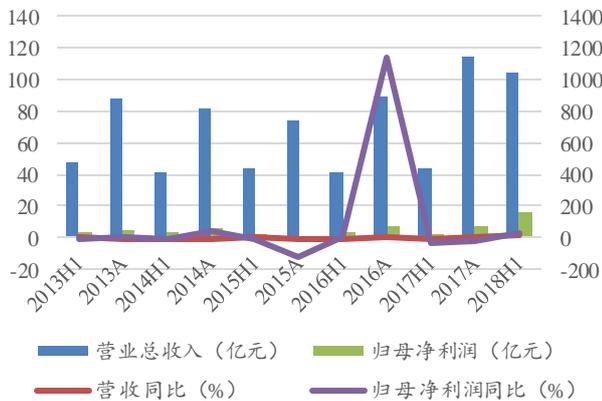


资料来源：财富证券，WIND 数据库

广告促销投入拉升销量，软饮料业绩显著提升。软饮料行业 2018 年上半年共实现营收 104.82 亿元 (+20.82%)，归母净利润 16.12 亿元 (+34.11%)，增幅显著提升；销售毛

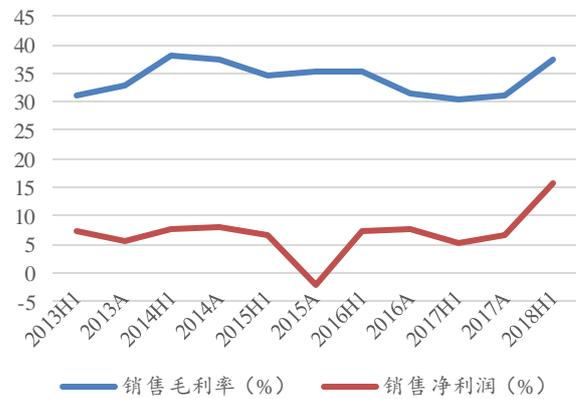
利率提升 6.68pct.至 37.22%，销售净利率提升 10.54pct.至 15.69%。软饮料业绩改善明显，但行业内出现分化，仅有两家公司近期经营状况相对较好，并且实现了营收与归母净利润的双增，但二者近期销售费用增幅均较高，业绩改善可能是短期内促销与推广活动增多的缘故，行业整体情况是否将持续转好尚需观察。

图 25：2013H1-2018H1 软饮料业绩变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

图 26：2013H1-2018H1 软饮料盈利能力变化



资料来源：财富证券，WIND 数据库

葡萄酒、黄酒与其它酒类表现不佳。葡萄酒主要是张裕收入高增拉动行业整体营收提升，但利润增长动力不足，可见行业整体盈利能力未能提升，同时国内葡萄酒行业受来自进口红酒的压力仍较大；黄酒业绩表现平平，基本面未见明显改善；其他酒类的毛利率与归母净利润均出现下滑。

4 行业观点

2018 年 8 月，食品饮料行业跌幅 10.75%，跑输沪深 300 指数 6.76 个百分点，在申万 28 个一级子行业中排第 26 位，所有子行业均回调，仅有调味发酵品板块跑赢沪深 300 指数。食品饮料 PE（历史 TTM_整体法）为 26 倍，较前期大幅下降，为全部 A 股的 1.9 倍；历史平均的食品饮料 PE 和相对全部 A 股的系数分别为 29 倍和 1.72 倍。子行业中，调味发酵品和啤酒的 PE 较高，其中啤酒的 PE 高于历史平均值。食品饮料行业经过一轮回调，大部分公司估值持续走低，尽管 2018 年半年报业绩保持高增长，仍未能改善市场的悲观情绪，我们预计行业或将跟随市场继续回调，因此将行业评级调低至“同步大市”。

但综合食品饮料行业 2018 年半年报情况，食品饮料的基本面依然良好，部分子行业业绩表现强势且仍能保持高景气度，我们建议关注这些行业中成长性良好，且能够受益于消费升级与行业集中度提升的企业：

(1) 白酒。白酒 2018 年业绩仍然维持高增，高端品牌茅五泸加速增长，次高端白酒与部分全国化中低档白酒的表现也相当亮眼。预计需求与提价将持续拉动高端酒，消费升级与高端酒提价为次高端白酒拉开的成长空间同样值得看好，推荐关注业绩确定性强的白酒五粮液（000858）、泸州老窖（000568），以及产品结构不断优化、市场份额稳步提升的次高端白酒洋河股份（002304）、酒鬼酒（000799）。

(2) 调味发酵品。调味发酵品行业增长日趋平稳，在行业格局逐渐稳定的过程中，龙头企业因为市场布局早具有品牌力优势，可通过产品结构提升与规模效应持续抬升毛利，并具备渠道扩张的实力；面对预期 CPI 上行，渠道力强、知名度高的企业也能通过提价转嫁压力。拥有在产品、渠道、成本三方面的优势，行业龙头有望在未来保持业绩的稳定增长。推荐关注海天味业（603288）、涪陵榨菜（002507）。

(3) 食品综合。通胀压力下，食品综合类企业将面对成本上行与需求收缩的双重压力，具有成本消化能力、成长确定性高的细分子行业龙头值得关注。推荐关注开店计划稳步进行、全国市场覆盖率较高的卤制品龙头绝味食品（603517）；高端占比提升与产业链一体化支撑毛利、渠道建设收效良好的挂面龙头克明面业（002661）。

5 主要风险提示

食品安全风险；业绩不如预期风险；市场风格变化风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438