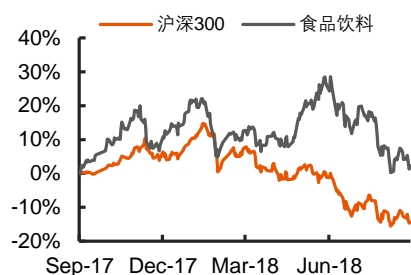


食品饮料行业周报

“双节”旺季需求稳健，高端最具确定性

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*食品饮料*调味品增速略放缓&分化，细分龙头盈利能力再提升》
2018-09-06

《行业动态跟踪报告*食品饮料*肉制品盈利改善，乳制品格局优化》
2018-09-04

《行业周报*食品饮料*常温奶格局加速优化，伊利远景日趋清晰》
2018-09-02

《行业周报*食品饮料*双汇进军熟食领域，或发动肉制品新引擎》
2018-08-27

《行业周报*食品饮料*7月社零餐饮增速略降，市场不确定下首选确定品种》
2018-08-20

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **“双节”旺季需求稳健，高端最具确定性。**9月10日-9月14日，食品饮料行业（-0.5%）跑赢沪深300指数（-1.1%）。平安观测食品饮料子板块中，乳制品（+2.7%）、高估值（+2.4%）、低估蓝筹（+1.6%）、葡萄酒（+1.5%）涨幅最大。受宏观经济影响，消费需求有所变化，白酒行业自6月以来出现环比增速回落的情况，大众品增速也略有疲软，市场担忧情绪加重。从中秋备货情况来看，白酒需求仍整体稳健，增速或较春节持平或略有放缓，高端白酒需求较刚性，增速仍平稳，茅台供不应求、五粮液控货下批价走高、国窖继续放量，次高端白酒受外部环境影响更大，部分名酒增速波动较大。整体看，高端白酒估值更具安全性、业绩上更具确定性，茅台更是定海神针，在未来趋势不明朗的现状下，或是当下最优配置选择。

■ **最新投资组合：伊利股份(23.2%)、老白干酒(19.5%)、贵州茅台(13.4%)。**伊利虽短期费用投放大增，但坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，领先优势日益明显。往长远看，格局转换必然带来利润率显著提升，这比短期获取竞争波动的利润更具确定性及持续性。老白干并购事项成功落地，产品升级、聚焦省内战略渐入佳境，河北王地位渐巩固，是分享次高端红利和百元价格带利润率提升的好品种。茅台周期性客观存在，但一批价遥遥领先，应对周期底气非常足，足以支撑量价齐升。

■ **本周热点新闻点评：**1) 全球乳品国际贸易巨头恒天然9月13日公布其18年度财报，销售额222亿欧元，同比-3.1%，税后净收入9.02亿欧元，同比-126%。大中华区再次成为成为恒天然消费品部门的现金奶牛，供应了25%的营收和31%的利润，以及绝大部分的成长。2) 9月14日，海天公告称拟以货币资金出资0.2亿元，分别在佛山禅城区、高明区投资设立全资子公司“广东海天国际贸易有限公司”、“广东海莲生物科技有限公司”，公司称设立子公司将有利于公司在精耕调味品主营业务方面的巩固和深化。3) 海底捞11日在香港召开新闻发布会，宣布其股份将于9月12日起在香港公开发售，并计划于9月26日在香港联交所主板挂牌交易。海底捞发售价范围在每股14.80港元至17.80港元，股份代号为6862.HK，将以每手1000股为单位在联交所主板进行买卖。

■ **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期从而造成业绩估值双杀的风险；3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

正文目录

一、每周观点、投资组合和盈利预测	5
1.1 每周观点和投资组合.....	5
1.2 重点公司盈利预测&调整.....	6
二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场	7
2.1 一周涨跌：乳制品涨幅最大.....	7
2.2 估值比较.....	8
三、产业链数据跟踪	10
3.1 宏观经济指标.....	10
3.2 产业链上游原材料&包材.....	11
四、最近一月研究精选	15
4.1 养元饮品*小核桃创造大奇迹，期待多路径突破瓶颈（2018-9-12）.....	15
4.2 调味品 18 中报综述：调味品增速略放缓&分化，细分龙头盈利能力再提升（2018-9-4）.....	15
4.3 乳制品&肉制品 18 中报综述：肉制品盈利改善，乳制品格局优化（2018-9-4）.....	16
4.4 最近一月研究成果总览.....	17
五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度	17
5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会.....	17
5.2 公司定增状态备忘.....	18
六、风险提示	19

图表目录

图表 1 推荐组合	5
图表 2 回报趋势图	6
图表 3 重点公司年度盈利预测	6
图表 4 过去一周, 乳制品涨幅最大	7
图表 5 过去一月, 肉制品跌幅最小	7
图表 6 过去一周, 食品行业涨幅排名 10/29	7
图表 7 过去一月, 食品行业涨幅排名 19/29	7
图表 8 过去一周: 西藏发展涨幅领先	8
图表 9 过去一月: 西藏发展涨幅领先	8
图表 10 PE 比值: 非白酒食品饮料/沪深 300 为 2.5, 白酒板块/沪深 300 比值为 2.2	8
图表 11 2018 年预期 PE 肉制品垫底	9
图表 12 2018 年一致预测净利增速小市值垫底	9
图表 13 2018 年 7 月, 消费者信心指数为 123, 同比+4.5%	10
图表 14 2018 年 8 月, 社零总额城镇当月同比+8.8%, 乡村+10.2%	10
图表 15 2018 年 8 月, 社零总额城镇累计同比+9.1%, 乡村+10.4%	10
图表 16 2Q18 食品烟酒消费支出同比+5.1%	10
图表 17 2018 年 8 月, 餐饮收入当月同比+9.7%, 规上+7.5%; 餐饮收入当月值同比+4.7%; 规上-4.6%; 规下+7.7%	11
图表 18 2018 年 8 月, 餐饮收入累计同比+9.8%, 规上 +7.1%; 餐饮收入累计值同比+4.8%, 规上-4.3%, 规下+7.8%	11
图表 19 2018 年 9 月 4 日, 恒天然全脂奶粉中标价: 19283 元/吨, 同比-6.2%, 环比-2.4%	12
图表 20 2018 年 8 月, 生鲜乳月均价同比-0.5%, 环比+0.6% (单位: 元/公斤)	12
图表 21 2018 年 2 月, 进口奶粉数量同比-11.1%, 均价同比-8.4%	12
图表 22 2018 年 2 月, 进口液态奶数量同比-8.6%, 均价同比+9.8%	12
图表 23 2018 年 9 月 7 日, 生猪价格同比-3.8%, 环比+2%	12
图表 24 2018 年 7 月能繁母猪数量同比-10.5%, 环比-1.9%	12
图表 25 2018 年 7 月, 生猪定点屠宰企业屠宰量 1951 万头, 同比+8%	13
图表 26 2018 年 3 月, 进口猪肉数量同比+9.6%, 到岸价同比-5.8%	13
图表 27 2018 年 8 月, 白条鸡月均价同比+12.8%, 环比+2.4% (单位: 元/千克)	13
图表 28 2018 年 9 月, 毛鸭月均价同比+7.9%, 环比+2.7% (单位: 元/千克)	13
图表 29 2018 年 9 月面粉平均价同比-2.9%	13
图表 30 2018 年 9 月 7 日, 玉米价格平均价格 1.96 元/kg, 豆粕价格 3.32 元/kg	13
图表 31 2018 年 9 月 15 日, 国内大豆现货价同比-2.3%, 9 月 1 日, 国际大豆价同比+3.2%	14
图表 32 2018 年 9 月 1 日, 柳糖现货价同比-21.8%, 8 月 4 日, 农业部国际原糖现货价同比-24%	14

图表 33	2018 年 7 月, 进口大麦数量同比-16.7%, 单价同比+33.2%.....	14
图表 34	2018 年 7 月, 进口葡萄酒数量同比-19.6%, 单价同比+36.8%	14
图表 35	2018 年 8 月 31 日, 浮法玻璃平均价为 1635 元/吨, 同比+7.7%.....	14
图表 36	2018 年 8 月 20 日, 瓦楞纸 4509 元/吨, 同比+6%	14
图表 37	最近一月研究成果总览	17
图表 38	未来一月重要事件备忘录 更新日期 2018-9-15	17
图表 39	食品公司定向增发最新进度 更新日期 2018-9-15.....	18

一、每周观点、投资组合和盈利预测

1.1 每周观点和投资组合

“双节”旺季需求稳健，高端最具确定性。9月10日-9月14日，食品饮料行业（-0.5%）跑赢沪深300指数（-1.1%）。平安观测食品饮料子板块中，乳制品（+2.7%）、高估值（+2.4%）、低估蓝筹（+1.6%）、葡萄酒（+1.5%）涨幅最大。受宏观经济影响，消费需求有所变化，白酒行业自6月以来出现环比增速回落的情况，大众品增速也略有疲软，市场担忧情绪加重。从中秋备货情况来看，白酒需求仍整体稳健，增速或较春节持平或略有放缓，高端白酒需求较刚性，增速仍平稳，茅台供不应求、五粮液控货下批价走高、国窖继续放量，次高端白酒受外部环境影响更大，部分名酒增速波动较大。整体看，高端白酒估值更具安全性、业绩上更具确定性，茅台更是定海神针，在未来趋势不明朗的现状下，或是当下最优配置选择。

最新投资组合：伊利股份(23.2%)、老白干酒(19.5%)、贵州茅台(13.4%)。伊利虽短期费用投放大增，但坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，领先优势日益明显。往长远看，格局转换必然带来利润率显著提升，这比短期获取竞争波动的利润更具确定性及持续性。老白干并购事项成功落地，产品升级、聚焦省内战略渐入佳境，河北王地位渐巩固，是分享次高端红利和百元价格带利润率提升的好品种。茅台周期性客观存在，但一批价遥遥领先，应对周期底气非常足，足以支撑量价齐升。

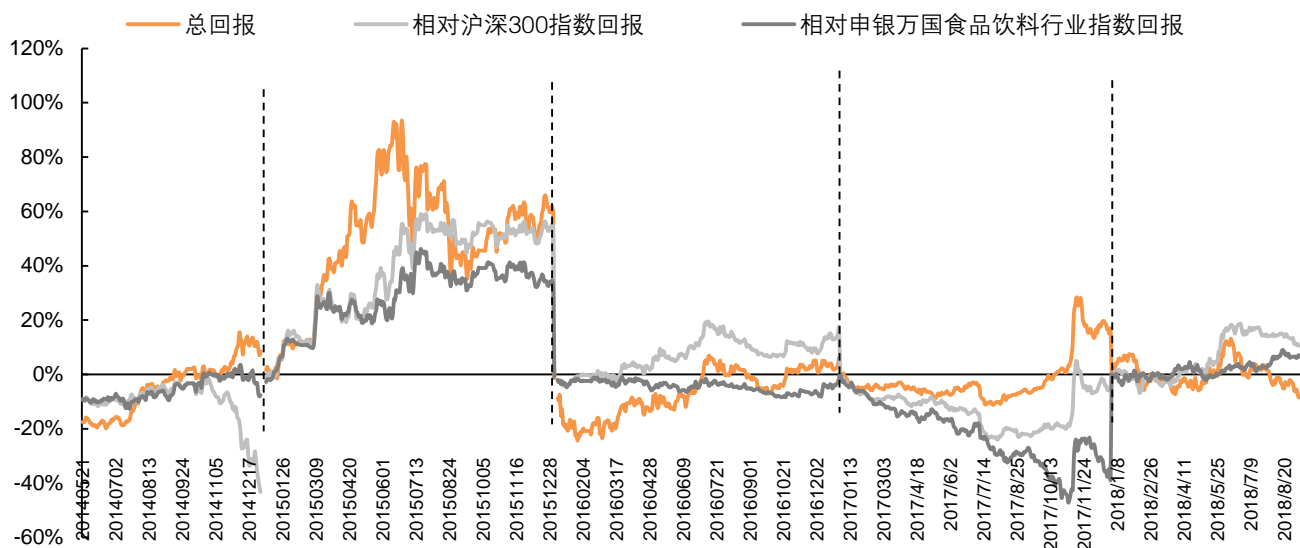
本周热点新闻点评：1) 全球乳品国际贸易巨头恒天然9月13日公布其18年度财报，销售额222亿纽元，同比-3.1%，税后净收入9.02亿欧元，同比-126%。大中华区再次成为成为恒天然消费品部门的现金奶牛，供应了25%的营收和31%的利润，以及绝大部分的成长。2) 9月14日，海天公告称拟以货币资金出资0.2亿元，分别在佛山禅城区、高明区投资设立全资子公司“广东海天国际贸易有限公司”、“广东海莲生物科技有限公司”，公司称设立子公司将有利于公司在精耕调味品主营业务方面的巩固和深化。3) 海底捞11日在香港召开新闻发布会，宣布其股份将于9月12日起在香港公开发售，并计划于9月26日在香港联交所主板挂牌交易。海底捞发售价范围在每股14.80港元至17.80港元，股份代号为6862.HK，将以每手1000股为单位在联交所主板进行买卖。海底捞全球发售将于9月12日上午9时开始，预计于9月17日中午12时结束，预期9月26日在港交所挂牌上市。

图表1 推荐组合

股票简称	初始权重	当前权重	调整日期	成本价	最新收盘价	涨跌幅	调出日期	调出价
老白干酒	19.0%	19.5%	2016-12-31	16.54	17.43	5.4%		
伊利股份	24.0%	23.2%	2018-05-02	16.90	23.23	37.5%		
贵州茅台	15.1%	13.4%	2018-05-02	323.15	642.90	98.9%		

备注：初始权重：调入组合时权重；当前权重：收盘价统计日权重；涨跌幅：最新收盘价/成本价-1；发生分红时，成本价格将进行前复权调整，初始投资金额为2017年12月31日净值：2亿元，2018年9月14日净值：1.86亿元
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表2 回报趋势图



备注：回报率成本取2017年12月31日收盘价
资料来源：WIND、平安证券研究所

1.2 重点公司盈利预测&调整

图表3 重点公司年度盈利预测

股票名称	最新收盘价	EPS (元/股)			P/E			评级	2018年EPS预测值调整
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
贵州茅台	642.90	21.56	29.45	32.61	29.82	21.83	19.71	强烈推荐	
老白干酒	17.43	0.25	0.63	0.91	70.99	27.67	19.15	强烈推荐	
洋河股份	107.65	4.40	5.55	6.49	24.48	19.40	16.59	推荐	↑5%(2018年8月29日)
五粮液	61.53	2.49	3.23	3.61	24.69	19.05	17.04	推荐	↑2%(2018年8月27日)
酒鬼酒	18.79	0.54	0.82	1.35	34.67	22.91	13.92	推荐	
山西汾酒	43.03	1.09	1.71	2.05	39.46	25.16	20.99	推荐	
水井坊	37.45	0.69	1.18	1.55	54.54	31.74	24.16	中性	
泸州老窖	41.38	1.75	2.35	2.73	23.70	17.61	15.16	中性	
均值					37.79	23.17	18.34		
伊利股份	23.23	0.99	1.09	1.31	23.53	21.31	17.73	强烈推荐	↓8%(2018年8月31日)
海天味业	69.31	1.31	1.57	1.89	53.02	44.15	36.67	强烈推荐	
双汇发展	24.15	1.31	1.43	1.57	18.45	16.89	15.38	强烈推荐	
桃李面包	53.04	1.09	1.31	1.60	48.63	40.49	33.15	强烈推荐	
三全食品	6.34	0.09	0.11	0.14	71.52	57.64	45.29	推荐	↓37%(2018年8月16日)
中炬高新	27.80	0.57	0.80	0.95	48.86	34.75	29.26	推荐	
安琪酵母	26.44	1.03	1.14	1.35	25.72	23.19	19.59	推荐	↓12%(2018年8月17日)
克明面业	12.13	0.34	0.57	0.67	35.91	21.28	18.10	推荐	
绝味食品	37.71	1.22	1.58	1.81	21.80	19.00	16.40	推荐	↑8%(2018年8月19日)
元祖股份	17.36	0.85	1.02	1.20	20.47	17.02	14.47	推荐	
养元饮品	48.50	3.07	3.48	3.72	15.82	13.94	13.04	推荐	
大北农	3.35	0.30	0.09	0.17	11.23	37.22	19.71	中性	↓53%(2018年8月21日)
均值					32.91	28.91	23.23		

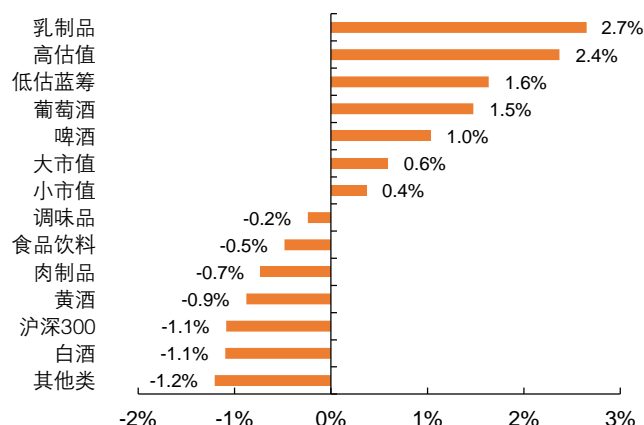
资料来源：WIND、平安证券研究所

二、市场一周：食品饮料行业跑赢市场

2.1 一周涨跌：乳制品涨幅最大

9月10日-9月14日，食品饮料行业（-0.5%）跑赢沪深300指数（-1.1%）。平安观测食品饮料子板块中，乳制品（+2.7%）、高估值（+2.4%）、低估蓝筹（+1.6%）、葡萄酒（+1.5%）涨幅最大。

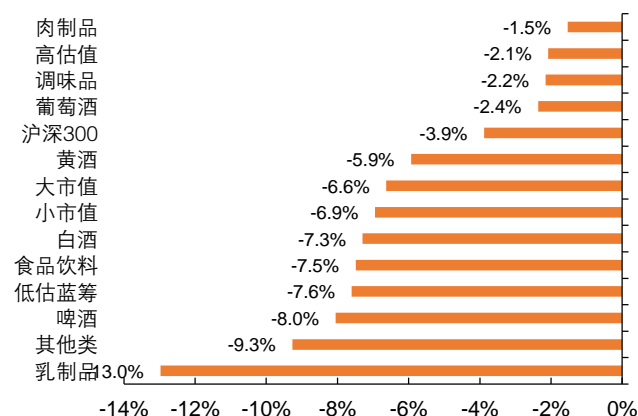
图表4 过去一周，乳制品涨幅最大



备注：股价截止9月14日

资料来源：WIND、平安证券研究所

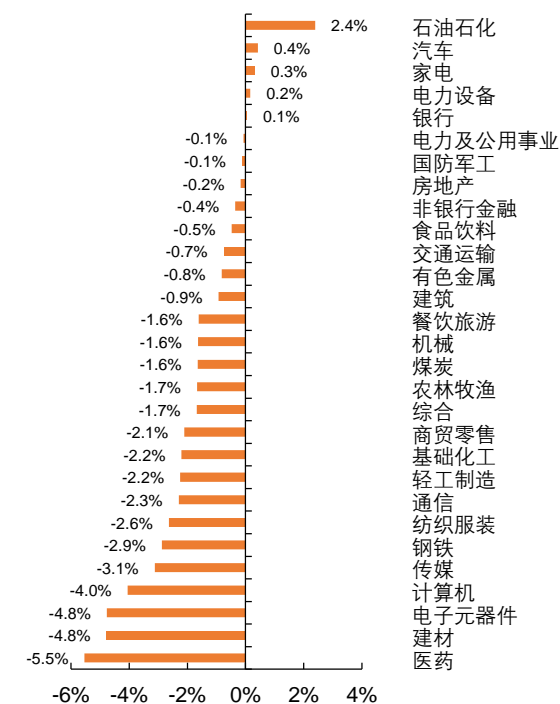
图表5 过去一月，肉制品跌幅最小



备注：股价截止9月14日

资料来源：WIND、平安证券研究所

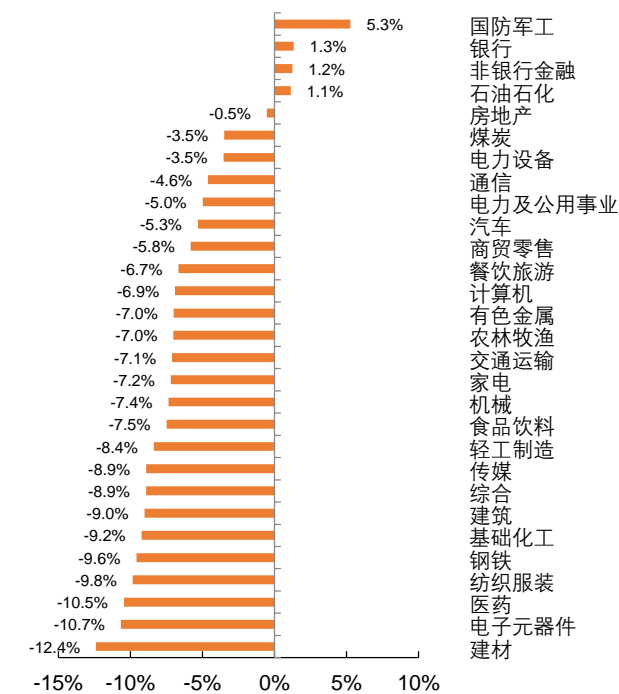
图表6 过去一周，食品行业涨幅排名10/29



备注：股价截止9月14日

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表7 过去一月，食品行业涨幅排名19/29

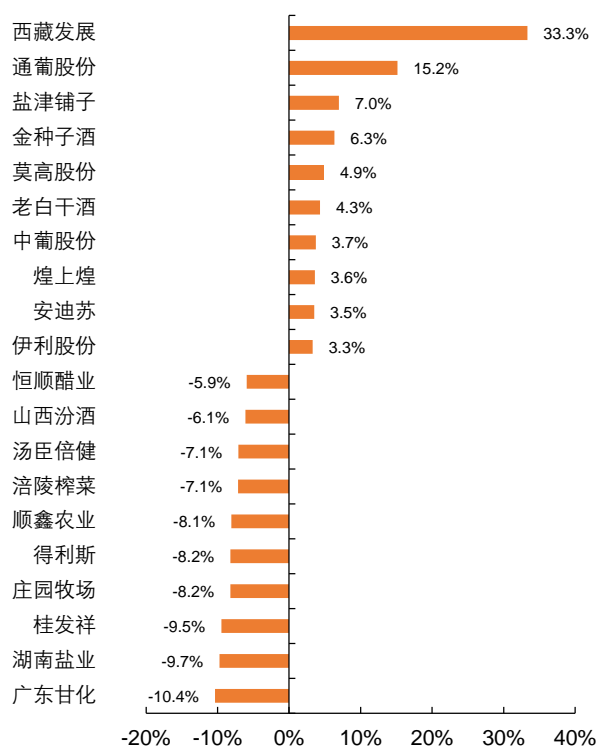


备注：股价截止9月14日

资料来源：WIND、平安证券研究所

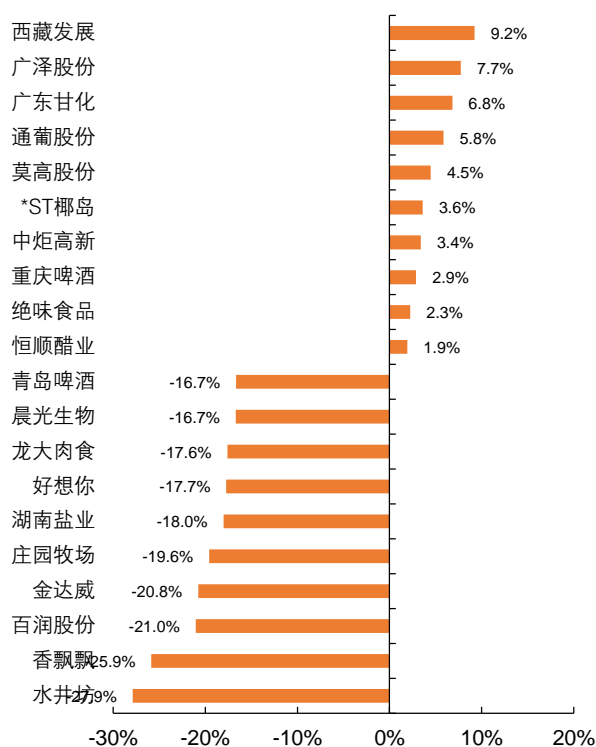
9月10日-9月14日个股涨幅排名,前十:西藏发展、通葡股份、盐津铺子、金种子酒、莫高股份、老白干酒、中葡股份、煌上煌、安迪苏、伊利股份;后十:广东甘化、湖南盐业、桂发祥、庄园牧场、得利斯、顺鑫农业、涪陵榨菜、汤臣倍健、山西汾酒、恒顺醋业。

图表8 过去一周:西藏发展涨幅领先



备注:股价截止9月14日,分别列示一周涨幅前十和跌幅前十
资料来源:WIND、平安证券研究所

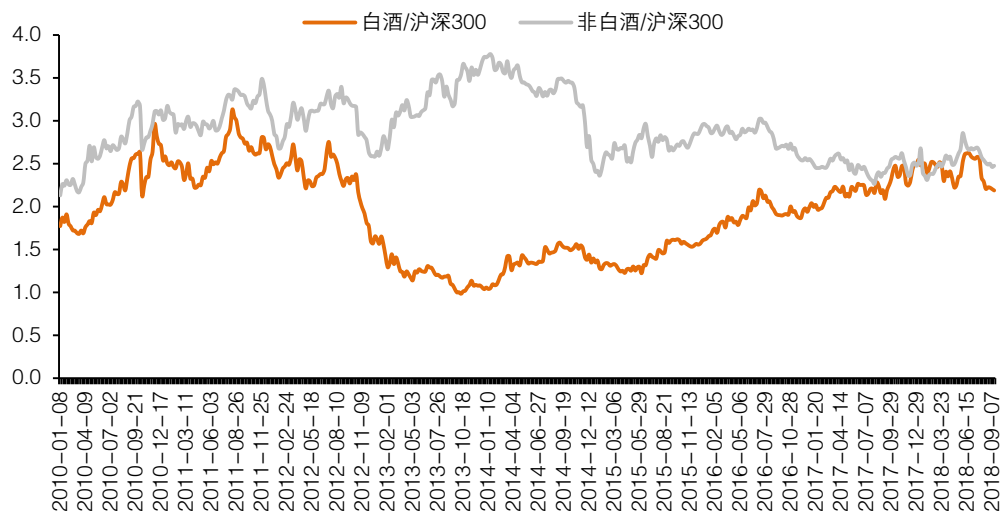
图表9 过去一月:西藏发展涨幅领先



备注:股价截止9月14日,分别列示四周涨幅前十和跌幅前十
资料来源:WIND、平安证券研究所

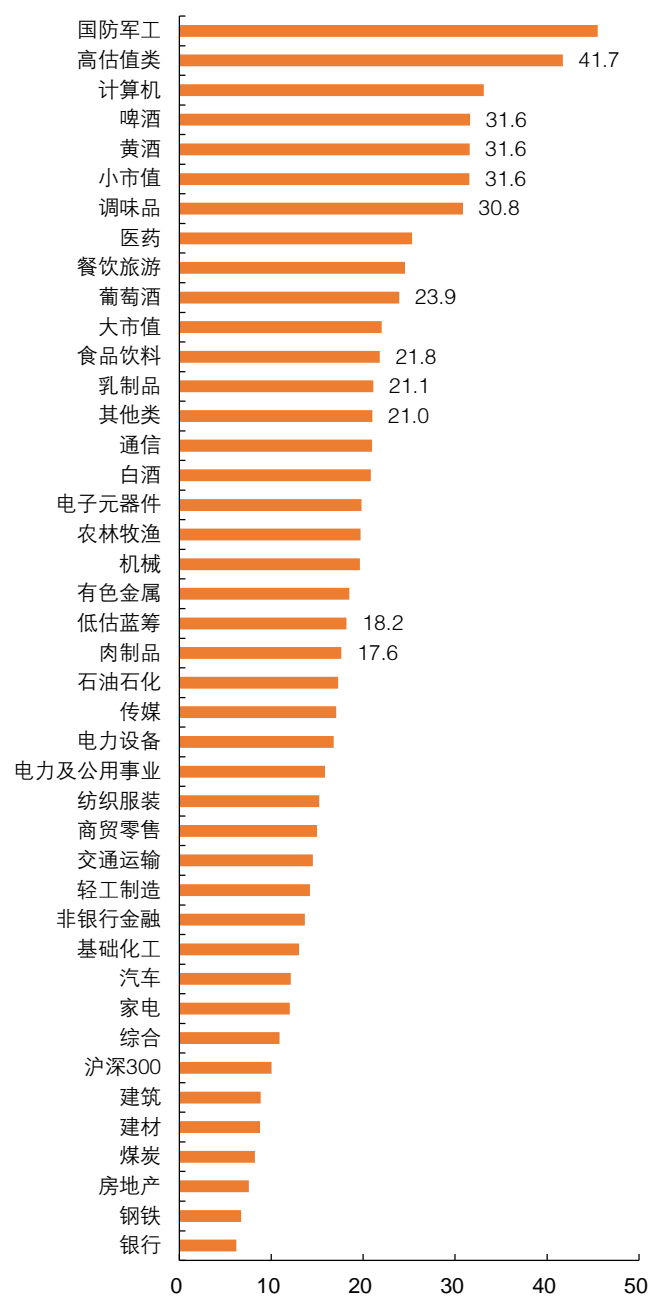
2.2 估值比较

图表10 PE比值:非白酒食品饮料/沪深300为2.5,白酒板块/沪深300比值为2.2



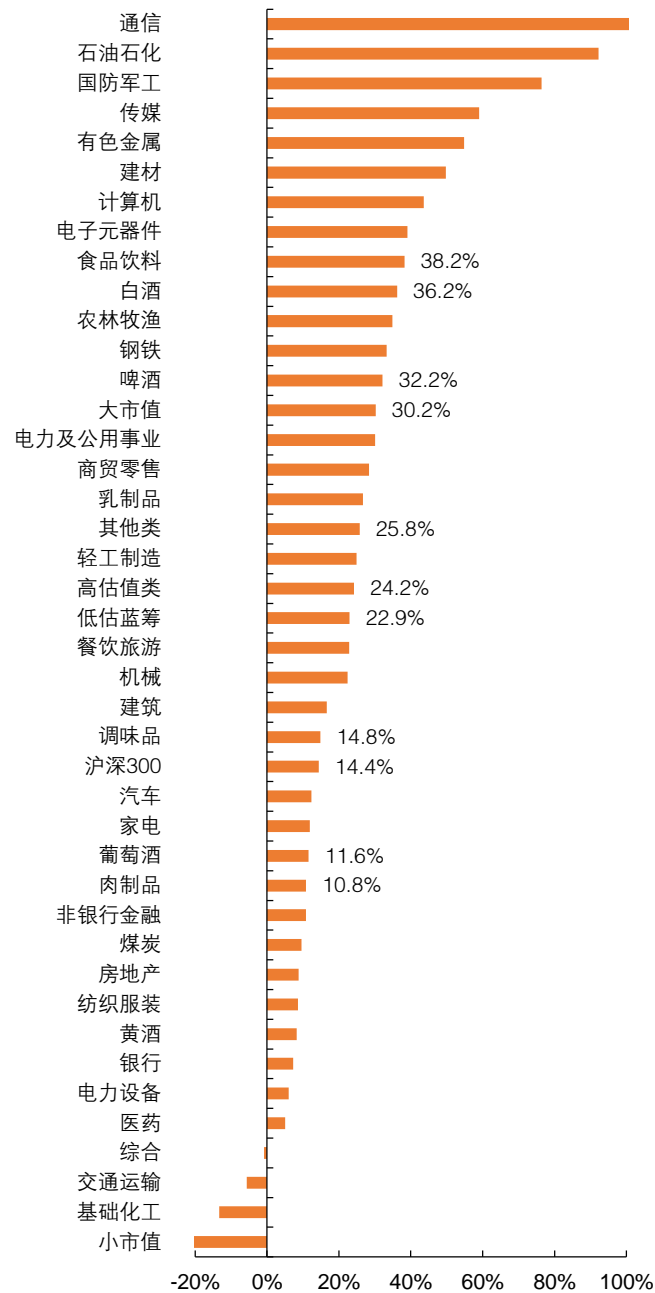
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表11 2018年预期PE肉制品垫底



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表12 2018年一致预测净利增速小市值垫底



资料来源：WIND、平安证券研究所

三、产业链数据跟踪

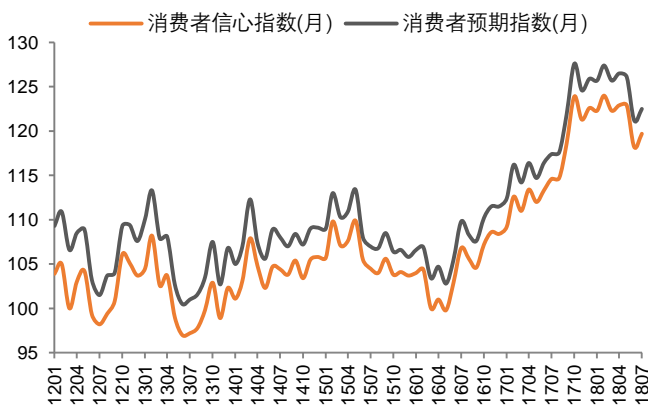
3.1 宏观经济指标

消费者信心指数: 2018年7月, 消费者信心指数为123, 同比提升4.5%。

社零总额: 2018年8月, 城镇社零总额当月同比+8.8%, 累计同比+9.1%; 乡村社零总额当月同比+10.2%, 累计同比+10.4%。**食品烟酒:** 2Q18食品烟酒消费支出同比5.1%。

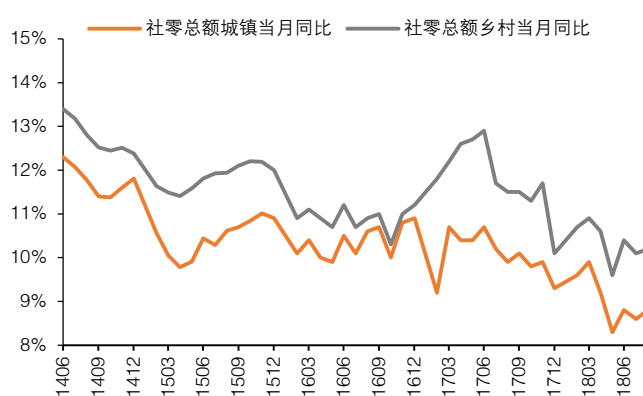
餐饮: 2018年8月, 餐饮收入当月同比+9.7%, 累计同比+9.8%; 限额以上餐饮收入当月同比+7.5%, 累计同比+7.1%。

图表13 2018年7月, 消费者信心指数为123, 同比+4.5%



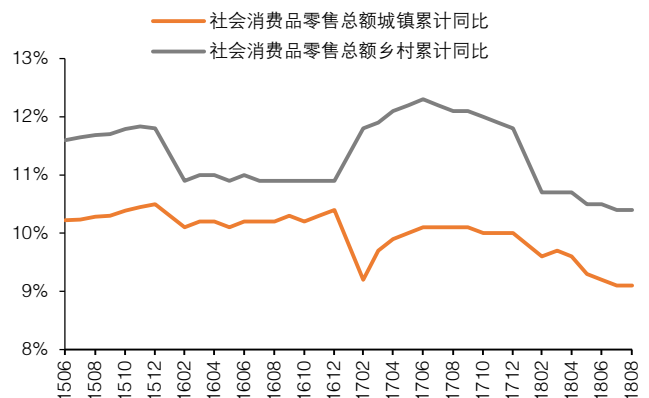
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表14 2018年8月, 社零总额城镇当月同比+8.8%, 乡村+10.2%



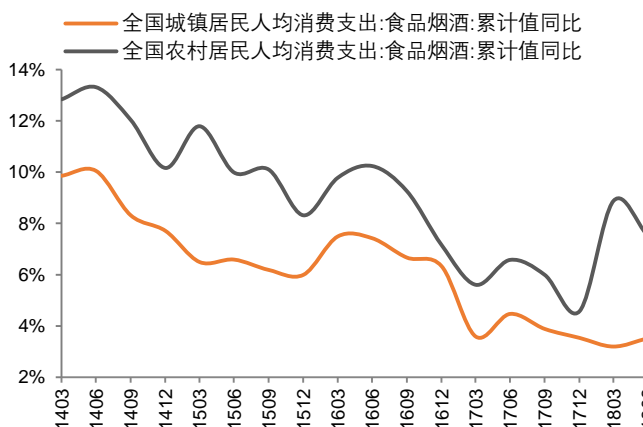
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表15 2018年8月, 社零总额城镇累计同比+9.1%, 乡村+10.4%



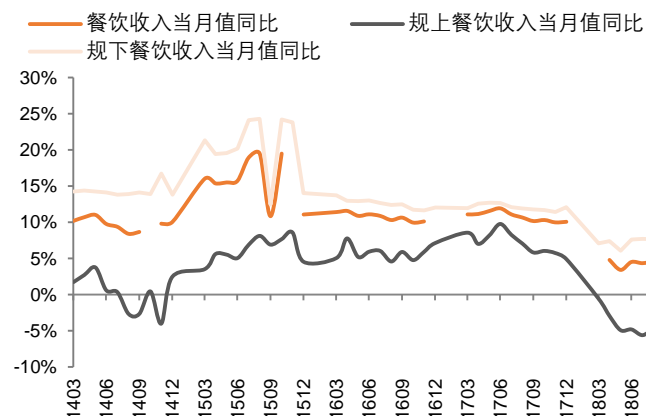
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表16 2Q18食品烟酒消费支出同比+5.1%



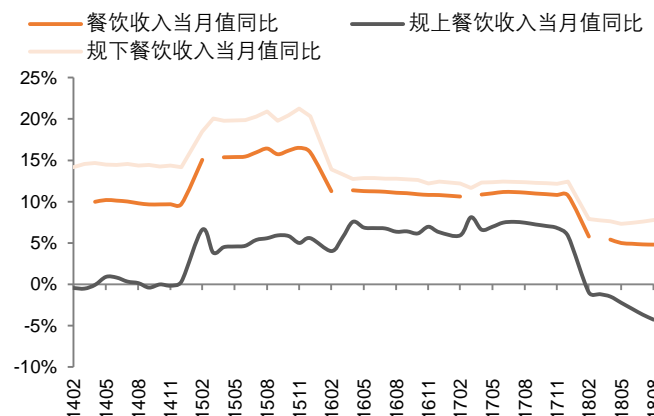
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表17 2018年8月，餐饮收入当月同比+9.7%，规上+7.5%；餐饮收入当月值同比+4.7%；规上-4.6%；规下+7.7%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表18 2018年8月，餐饮收入累计同比+9.8%，规上+7.1%；餐饮收入累计值同比+4.8%，规上-4.3%，规下+7.8%



资料来源：WIND、平安证券研究所

3.2 产业链上游原材料&包材

原奶：2018年8月29日，主产区原奶价格：3.42元/千克，同比持平，环比+0.6%。

猪：2018年9月7日，生猪价格14.10元/千克，同比-3.75%，环比+2%；2018年7月能繁母猪数量3180万头，同比-10.5%，环比-1.9%；2018年7月，生猪定点屠宰量为1951万头，同比增长+8%。

鸡：2018年8月29日，白条鸡价格19.26元/千克，同比+5.9%，环比+0.6%。

玉米、豆粕：2018年9月7日，玉米价格为1.96元/千克，同比+5.4%；豆粕价格为3.32元/千克，同比+10.7%。

面粉：2018年9月，面粉平均价为3.3元/吨，同比-2.9%。

大豆：2018年9月8日，国内大豆价格3528元/吨，同比-2.3%；9月1日，国际大豆价2651元/吨，同比+3.2%。

糖：2018年9月15日，广西白糖现货价5203元/吨，同比-21%；9月8日，农业部国际原糖现货价1682元/吨，同比-19.4%。

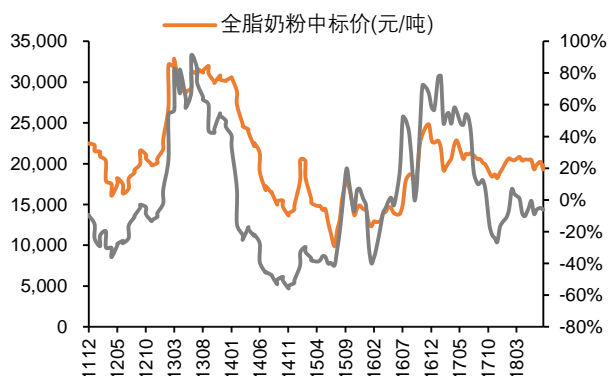
大麦：2018年7月，中国大麦进口数量为60万吨，同比-16.7%；进口价格为1741元/吨，进口平均单价同比+33.2%。

葡萄酒：2018年7月，中国进口葡萄酒58218千升，同比-19.6%；进口葡萄酒均价37722元/千升，同比+36.8%。

玻璃：2018年8月31日，浮法玻璃现货平均价为1635元/吨，同比+7.7%。

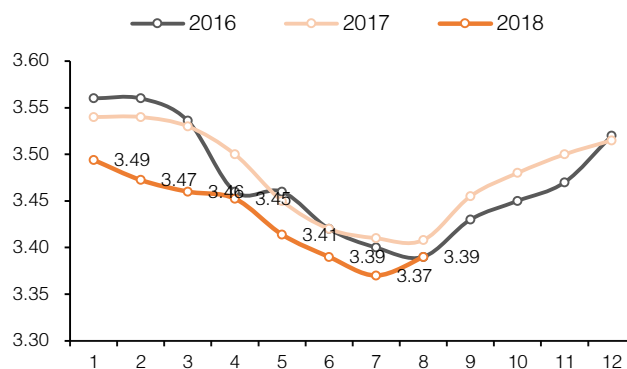
瓦楞纸：2018年8月20日，瓦楞纸市场价为4509元/吨，同比+6.2%。

图表19 2018年9月4日，恒天然全脂奶粉中标价：19283元/吨，同比-6.2%，环比-2.4%



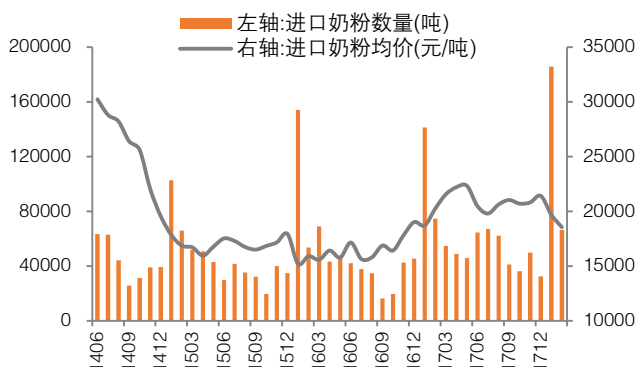
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表20 2018年8月，生鲜乳月均价同比-0.5%，环比+0.6%（单位：元/公斤）



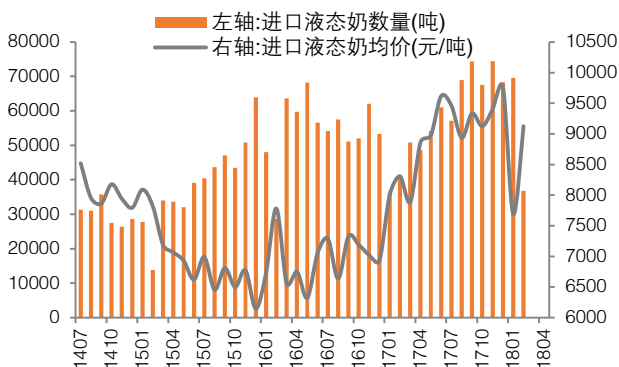
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表21 2018年2月，进口奶粉数量同比-11.1%，均价同比-8.4%



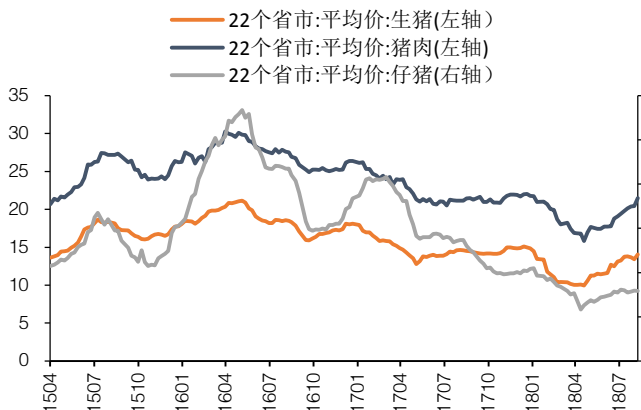
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表22 2018年2月，进口液态奶数量同比-8.6%，均价同比+9.8%



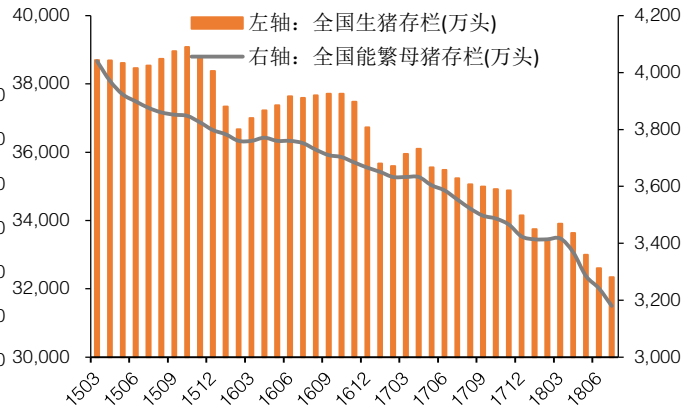
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表23 2018年9月7日，生猪价格同比-3.8%，环比+2%



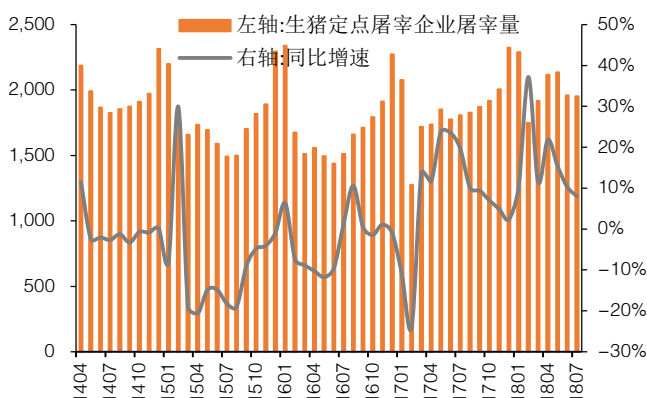
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表24 2018年7月能繁母猪数量同比-10.5%，环比-1.9%



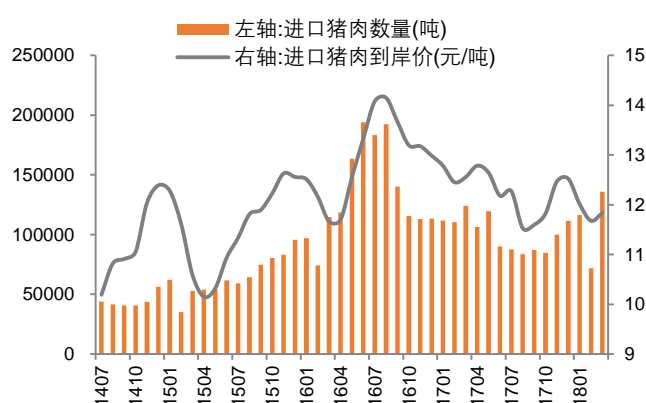
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表25 2018年7月，生猪定点屠宰企业屠宰量1951万头，同比+8%



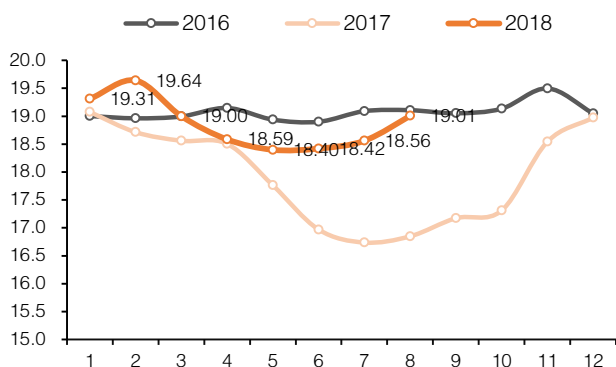
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表26 2018年3月，进口猪肉数量同比+9.6%，到岸价同比-5.8%



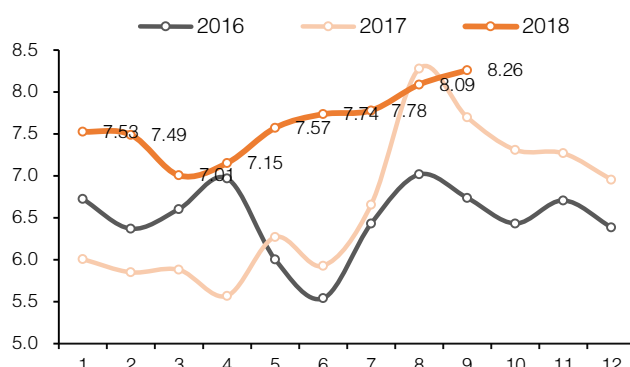
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表27 2018年8月，白条鸡月均价同比+12.8%，环比+2.4%（单位：元/千克）



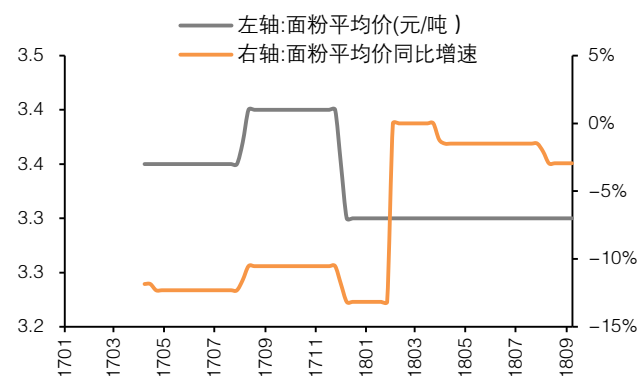
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表28 2018年9月，毛鸭月均价同比+7.9%，环比+2.7%（单位：元/千克）



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表29 18年9月面粉平均价同比-2.9%



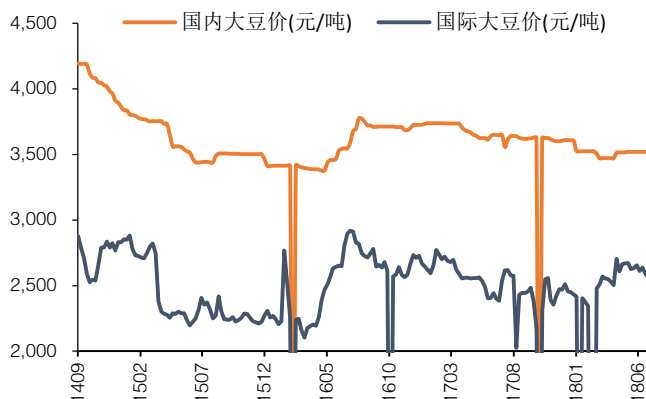
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表30 18年9月7日，玉米价格平均价格1.96元/kg，豆粕价格3.32元/kg



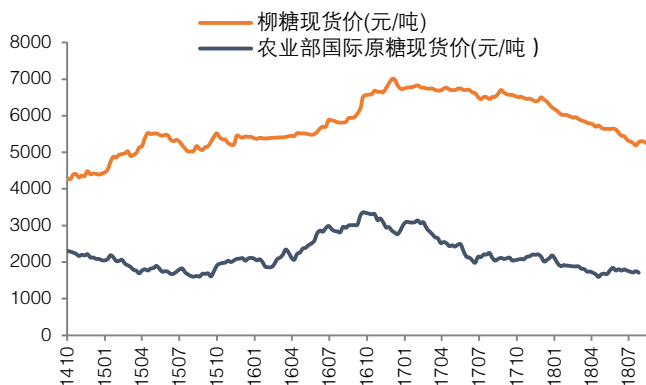
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表31 2018年9月15日，国内大豆现货价同比-2.3%，9月1日，国际大豆价同比+3.2%



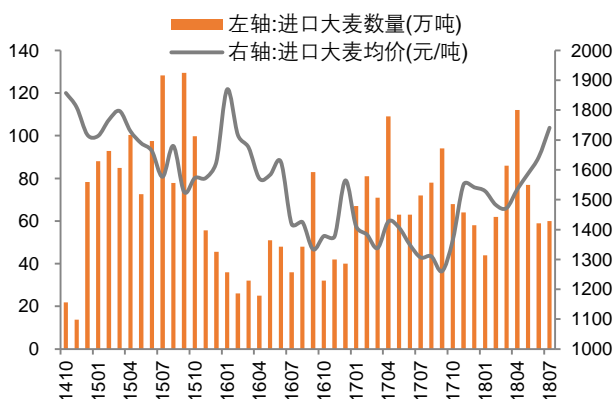
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表32 2018年9月1日，柳糖现货价同比-21.8%，8月4日，农业部国际原糖现货价同比-24%



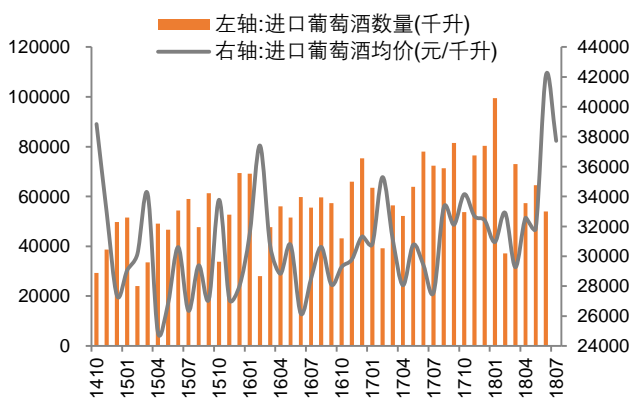
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表33 2018年7月，进口大麦数量同比-16.7%，单价同比+33.2%



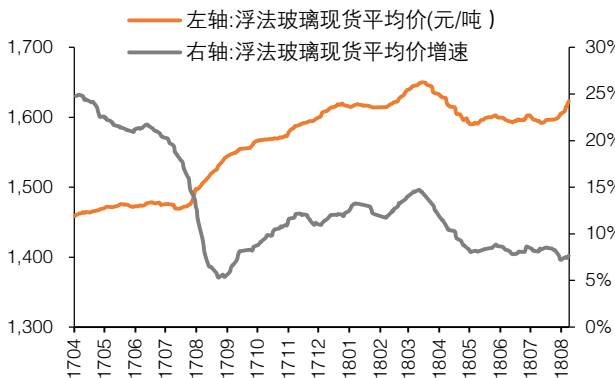
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表34 2018年7月，进口葡萄酒数量同比-19.6%，单价同比+36.8%



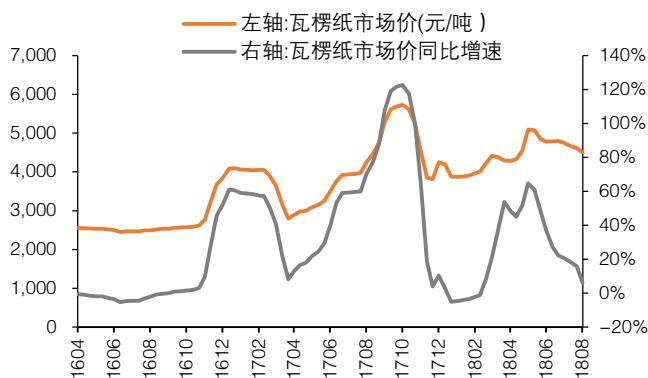
备注：美元汇率为人民币月度平均汇率
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表35 2018年8月31日，浮法玻璃平均价为1635元/吨，同比+7.7%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表36 2018年8月20日，瓦楞纸4509元/吨，同比+6%



资料来源：WIND、平安证券研究所

四、最近一月研究精选

4.1 养元饮品*小核桃创造大奇迹，期待多路径突破瓶颈（2018-9-12）

铸就宽广护城河，寡头地位巩固：公司在产品、品牌、渠道、规模上均具备较强领先优势，强大的市场竞争力构筑宽广护城河，品类寡头地位已难以撼动。1) 产品功能化定位，核心诉求精准，抓住消费者“健脑益智”潜在需求；2) 聚焦式广告宣传，抢占消费者心智，“六个核桃”成为品类代言词；3) 分区域定渠道独家经销模式，深挖市场潜力及保障经销商利润，“星级服务体系”满足经销商诉求，缜密监管体系维护市场秩序，经销商队伍忠诚度高、战斗力强；4) 核桃乳市占率在 95%以上，规模优势显著，盈利能力强于植物蛋白饮料竞争者。

期待多路径突破瓶颈，现金奶牛属性突出：公司因外部环境变化&产品逐渐老化，短遇成长烦恼，但产品口感&营养升级，新品梯队蓄势待发，有望重塑产品组合竞争力，且仍有新增长点可供挖掘，期待公司通过四大路径重新打开发展空间：1) 深度全国化仍有空间，或成熟模式继续滚动复制，释放弱势区域潜力；2) 进军一二线城市，开拓商超、电商渠道，寻找新增量市场来源；3) 走出礼品消费，价格带与牛奶接近，“高考季”系列动作下，期待自饮市场取得突破；4) 公司品牌运作能力及渠道操作能力可支撑品类多元化，或效仿娃哈哈等先辈打造饮品品类舰队，再造增长驱动引擎。此外，即使悲观假设下，参照旺仔牛奶&双汇火腿肠，竞争的趋缓及费用投放的减少，公司净利率可以维持高位，是长期可持续的现金奶牛标的。

公司作为核桃饮品绝对霸主，功能化产品定位、品牌抢占消费者心智、出色渠道管控制及规模效应使得“六个核桃”寡头地位巩固。虽公司业务端逐渐遭遇瓶颈，但产品升级有望重塑竞争力，且仍有新增长点可供挖掘，期待公司通过四大路径重新打开发展空间。我们认为公司短遇成长烦恼，但业务仍具长期成长性，且悲观情形下也是现金奶牛型标的，当前估值下具备较强吸引力。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别 3.48、3.72、4.01 元，对应 PE 分别为 13.7X、12.9X、11.9X，首次覆盖给予“推荐”评级！

4.2 调味品 18 中报综述：调味品增速略放缓&分化，细分龙头盈利能力再提升（2018-9-4）

1、调味品增速略放缓&分化，细分龙头盈利能力较快提升。1H18、2Q18 调味品营收+14.1%、14.9%，归母净利+23.5%、27%。2Q18 营收增速同比降 3.9pct：主因行业 1H17 提价、经销商提前拿货，双因素导致 2Q17 基数较高，此外宏观经济放缓，城镇居民人均消费性支出、城镇&乡村社零增速均下滑，消费增速承压对调味品增长或亦有一定影响。**2Q18 业绩增速呈分化态势：**细分行业龙头海天、中炬、涪陵收入&利润均实现快速增长。**2Q18 调味品盈利能力较快提升得益于：**1) 1H17 主要调味品公司提价，经销商老价格拿货，2Q18 仍有提价因素推动毛利率上升；2) 产品结构升级；3) 技改、新产能释放带动生产效率进一步提升；4) 良好格局下未出现恶性费用；5) 成本端 2Q18 基本同比持平。**2、格局良好费用投放温和，龙头侧重广告提升品牌拉力。**销售费用率同比有所下降主要得益于行业单寡头格局下竞争较缓和，龙头海天虽加大费用投放，但更侧重投向空中广告提升品牌拉力，而在渠道地推上各家还未出现大规模费用战。此外同比 17 年同期，各厂家为配合提价，加大费用投放支持渠道，导致费用基数较大，而 2Q18 无此因素影响。**3、酱油增速分化，强者更快。**海天 1H18 酱油收入增速 15%，体量最大且增速最快。海天 16 年底先于行业提价，1H17 已是新价格，因此 1H18 收入增长主因量增、高端品（+20%）占比提升。而销量快增主因截面上抢对手份额、纵深加速渠道下沉开拓空白市场。中炬 1H18 酱油收入增 10%，1Q18 收入增长仍含价格因素，估计 1H18 价格因素贡献 2-3pct，销量增长约 8%。千禾 1H18 酱油收入约增 3-4%，若剔除提价因素，估计销量同比约持平。增速放缓主因 17 年两次压货。**4、主力市场增速略慢，或因渗透率较高&竞**

争较激烈。除海天、涪陵在其主力市场华南区域增速约为 17%、18%，其他厂商在其主力市场增速略慢：中炬美味鲜华南增 9.2%、千禾西南收入降-10%、加加华中增 0.5%、恒顺华东增 8.7%。或因各厂商在其主力市场的渗透率已较高，且面临其他一线品牌全国化扩张的进攻，竞争较为激烈。

策略：不确定下首选确定性成长。1、强烈推荐海天味业：宏观经济&消费增速承压下的确定性成长品种：产品线完善、全国化渠道加速下沉至县乡镇村、侧重广告投放提升品牌拉力，铸就宽广护城河宽。行业存量整合、加速洗牌背景下，其调味品平台在对后面二三线品牌的追赶可作充分防守，而在向前抢空白市场、抢竞争对手份额的过程中可看作加速器；在宏观经济&消费增速承压的环境下，其平台具有较强韧性，可看作是稳定器，长期可看作众多 1-5 亿级中小单品/品类如醋、料酒的孵化器。**2、推荐中炬高新：**调味品稳步全国化、拓餐饮、推新品，总部&地产增厚利润：公司调味品稳步推进全国化、战略重视餐饮渠道、渠道网络下大单品带动小单品&中小品类较快增长。阳西低人工&能耗成本+高效产能释放不断抬升毛利率。此外，公司预计总部 2H18 还将有 6500 万资产转让收入、中汇合创地产公司目前已售尚未结转收入的物业货值约 1 亿元尚待结转，都将增厚公司利润。

4.3 乳制品&肉制品 18 中报综述：肉制品盈利改善，乳制品格局优化(2018-9-4)

屠宰及肉制品：景气度提升，盈利强改善。A 股 7 家屠宰及肉制品公司，1Q18、2Q18 收入分别同比+3.9%、+4.5%，较上年同期+1%、-4.5%的增速略有改善，扣非利润实现快速增长，1Q18、2Q18 扣非净利分别同比+20.5%、+19.7%。分业务看，屠宰受益猪价大跌，屠宰量持续高增&屠宰价差处于高位，量利齐升推动屠宰盈利恢复，A+H 股可比公司生鲜肉业务 1H18 收入同比-4.5%，较 1H17、2H17 降幅均有缩窄，1H18 毛利率为 7.8%，较 1H17 提升 2.2 个 pct；肉制品延续弱复苏趋势，整体成本稳定，A+H 股可比公司肉制品业务 1H18 营收同比+5.1%，增速仍在加快，1H18 毛利率为 32.5%，同比 1H17 下滑 0.2 个 pct。展望 2H18，非洲猪瘟或影响屠宰短期盈利，但或有利集中度加速提升；宏观经济疲软或致肉制品需求增长放缓，但有望继续受益低猪价，肉制品吨利有望维持较好水平。

乳制品：需求强劲，竞争加剧，格局优化。乳品需求景气度持续向上，龙头增速领先行业，A+H 可比公司 1H18 营收同比+16.3%，增速环比 2H17 继续加速，若剔除伊利、蒙牛看，1H18 营收增速为 8.8%，明显慢于整体增速。结构升级&品类优化抵消成本压力，行业毛利率基本稳定。龙头加大费用投放，行业竞争略有加剧，1H18 伊利、蒙牛销售费用率分别同比提升 2.7、3.8 个 pct 至 25.5%、28.9%。1H18 伊利常温液态奶份额较上年同期提高 2.4 个 pct 至 36.7%，与蒙牛份额差距从 6.3 个 pct 拉大到 8.5 个 pct，常温奶单寡头趋势已愈发明显。往后看，行业有望延续较好增速，龙头增速应快于行业，2H18 或受原奶供应偏紧影响而促销力度环比有所减弱，但龙头格局诉求强烈，费用率应仍在较高水平。

坚定价值，拥抱龙头。乳制品及肉制品均进入成熟期，需求增长较平稳，格局基本奠定，领先企业正处于竞争力逐渐强化的阶段，行业龙头最具投资价值。双汇屠宰上规模战略卓有成效，集中度提升逻辑逐渐通顺，且肉制品正加速业务调整，期待中式产品成功放量，低估值+业务新变化标的。伊利虽短期费用投放大增，但坚持与竞争对手拉开差距的战略仍卓有成效，领先优势日益明显。往长远看，格局转换必然带来利润率显著提升，这比短期获取竞争波动的利润更具确定性&持续性。此外，伊利新成立健康饮品事业部及奶酪事业部，预示着新业务从试探转向发力，综合快消平台雏形显现。综合看，伊利仍是战略性投资品种，短期虽然有费用阵痛，但长期成长路径日趋确定。

4.4 最近一月研究成果总览

图表37 最近一月研究成果总览

报告名称	时间	评级
养元饮品*603156*小核桃创造大奇迹，期待多路径突破瓶颈	9月12日	推荐
行业周报*食品饮料*肉制品盈利改善，乳制品格局优化	9月9日	强于大市
行业专题报告*调味品增速略放缓&分化，细分龙头盈利能力再提升	9月6日	强于大市
行业动态跟踪报告*食品饮料*肉制品盈利改善，乳制品格局优化	9月4日	强于大市
行业周报*食品饮料*常温奶格局加速优化，伊利远景日趋清晰	9月2日	强于大市
半年报点评*伊利股份*600887*竞争加剧拖累业绩，风物长宜放眼量	8月31日	强烈推荐
半年报点评*洋河股份*002304*新江苏战略继续发力，次高端王者霸气初显	8月29日	推荐
半年报点评*元祖股份*603886*利润弹性展现，期待中秋再创佳绩	8月29日	推荐
半年报点评*山西汾酒*600809*青花引领，汾牌助力	8月28日	推荐
半年报点评*五粮液*000858*1H18量价齐升，期待加大渠道和消费者投入力度	8月27日	推荐
行业周报*食品饮料*双汇进军熟食领域，或发动肉制品新引擎	8月27日	强于大市
半年报点评*中炬高新*600872*美味鲜降费稳增，总部&地产增厚利润	8月23日	推荐
半年报点评*桃李面包*603866*扩张步伐稳健，业绩表现靓丽	8月22日	强烈推荐
半年报点评*大北农*002385*猪价冲击业绩有压力，长期成长路径仍清晰	8月21日	中性
半年报点评*克明面业*002661*业绩持续高增，新战略逐步落地	8月20日	推荐
半年报点评*绝味食品*603517*成本压力仍可控，业绩持续高增长	8月19日	推荐
行业周报*食品饮料*7月社零餐饮增速略降，市场不确定下首选确定品种	8月19日	强于大市
半年报点评*安琪酵母*600298*1H18收入稳健增长，短期利润端或存压力	8月17日	推荐
半年报点评*三全食品*002216*渠道转型B端业务有亮点，短期行业竞争或仍较激烈	8月16日	推荐
半年报点评*海天味业*603288*成长价值兼备，毛利率再创新高	8月15日	强烈推荐
半年报点评*双汇发展*000895*业绩好于预期，业务酝酿新变化	8月15日	强烈推荐
行业周报*伊利北上资金抢反弹，优选前期被错杀绝对龙头	8月13日	强于大市

资料来源：平安证券研究所

五、备忘：重要公告/限售解禁/定期报告/股东会/定增进度

5.1 未来一月重要事件备忘：财报披露/限售股解禁/股东会

图表38 未来一月重要事件备忘录

更新日期 2018-9-15

发生日期	限售股解禁	中报预计披露	股东大会召开
20180917			古井贡酒
20180917			桂发祥
20180920			麦趣尔
20180926			*ST 因美
20180926			庄园牧场
20180928			*ST 椰岛
20180928			克明面业
20180928			广泽股份

发生日期	限售股解禁	中报预计披露	股东大会召开
20180928			贵州茅台
20181012			承德露露

资料来源: WIND、平安证券研究所

5.2 公司定增状态备忘

图表39 食品公司定向增发最新进度

更新日期 2018-9-15

	发布停牌公告 (至更新日仍停牌)	董事会通过议案	股东会通过议案	通过证监会核准	增发限售股解禁	
					解禁日	占流通A股
加加食品	20180312					
麦趣尔	20180608					
通葡股份		20180224				
汤臣倍健		20180713				
星湖科技		20180330				
加加食品		20180711				
科迪乳业		20180528				
深深宝 A			20180628			
黑芝麻			20180814			
金徽酒			20180710			
燕塘乳业				20180622		
老白干酒				20180321		
金种子酒				20180731 (发审委通过)		
安记食品					20181210	247.8%
安井食品					20200224	75.9%
百润股份					20191216	1.6%
百洋股份					20180927	18.7%
百洋股份					20200914	21.1%
百洋股份					20200928	4.3%
晨光生物					20190107	23.2%
涪陵榨菜					20181120	1.0%
广泽股份					20200518	0.7%
广泽股份					20190516	0.7%
桂发祥					20191118	55.8%
好想你					20191014	50.5%
黑芝麻					20190117	9.6%
黑芝麻					20210118	3.6%
湖南盐业					20210326	386.9%
湖南盐业					20190326	124.9%
华宝股份					20190930	88.1%
华宝股份					20210301	811.8%
华统股份					20200110	82.6%
会稽山					20190906	24.3%
惠发股份					20200615	178.8%
金达威					20191017	2.7%
金徽酒					20190311	214.2%
京粮控股					20201116	59.2%

京粮控股	20181115	12.7%
绝味食品	20200317	150.5%
来伊份	20191011	207.7%
老白干酒	20200403	3.2%
老白干酒	20210405	3.2%
老白干酒	20190403	4.3%
老白干酒	20181210	25.2%
泸州老窖	20200914	0.3%
泸州老窖	20180914	4.2%
千禾味业	20190307	140.3%
三元股份	20200206	69.2%
桃李面包	20181224	660.6%
桃李面包	20181207	34.6%
天润乳业	20180903	15.7%
威龙股份	20190516	116.2%
威龙股份	20181112	11.5%
威龙股份	20201110	20.3%
五粮液	20210419	2.3%
西王食品	20190205	20.7%
西王食品	20190213	25.6%
香飘飘	20181130	15.7%
香飘飘	20201130	884.1%
盐津铺子	20200210	243.8%
养元饮品	20190212	657.8%
养元饮品	20210212	492.0%
元祖股份	20191230	98.0%
中宠股份	20200821	121.9%
珠江啤酒	20200309	62.7%
庄园牧场	20181031	58.2%
庄园牧场	20201102	166.7%

备注：1)议案特指非公开发行方案；2)限售股解禁（本次解禁股份数量占解禁前股份比例）
资料来源：平安证券研究、Wind

六、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；
- 2、业绩不达预期的风险：当前食品饮料板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期从而造成业绩估值双杀的风险；
- 3、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033