

半年报业绩突出，市场表现背离基本面

食品饮料行业

推荐 维持评级

核心观点：

● **板块业绩优于 A 股整体，白酒表现突出**

2018 年上半年 SW 食品饮料行业营业收入合计同比增长 16.44%，归母净利润合计同比增长 31.87%，表现优于 A 股整体。其中白酒表现一枝独秀，软饮料整体增速虽然也高于行业整体，但是内部分化较大，调味发酵品、乳品、食品综合增速接近行业整体、业绩较为稳健，葡萄酒、肉制品、黄酒、啤酒和其他酒类偏于疲软。

行业上市公司的盈利能力有所加强。2018H1 行业毛利率和净利率均有提升，平均毛利率的提升主要受到大体量公司的提振，平均净利率的提升主要受到亏损公司改善的影响。行业的销售费用率小幅提升，管理和财务费用率有不同程度下降。食品饮料行业盈利能力加强，2018H1 净资产收益率同比有所提升。从我们重点关注的几个子板块对比来看，白酒、调味品净资产收益率较高、2018H1 提升幅度也较大。

板块营运能力和现金流情况维持稳健。SW 食品饮料行业整体存货周转率有所下降，应收账款周转率有所提升。行业总体收现和现金流情况良好，但是个股分化有所加剧。

● **行业运行平稳，子行业分化**

从行业运行指标来看，2018 上半年白酒制造业整体维持稳健增长态势，产量和收入数据均向好，啤酒和葡萄酒国内产量疲软，但是进口数据亮眼，乳品有所改善，鲜、冷藏肉和软饮料表现稳定。从行业财务指标来看，2018 上半年食品饮料制造业主营业务收入增速排序为：酒的制造>饮料制造>食品制造，细分子行业增速分化，白酒、乳制品、含乳饮料和植物蛋白、碳酸饮料增速表现较好。

● **市场表现与基本面相背离**

近期板块市场表现较弱，与半年报向好的业绩相背离，板块估值水平下挫较多。6 月中旬截至目前，SW 食品饮料指数下挫较多。2018 上半年食品饮料板块业绩增速仍然稳健，板块市场表现的赢弱主要是估值下挫导致的，年初至今板块绝对估值和相对估值均有所下调。二季度机构重仓较一季度有所回升，但是三季度料有所下降。

● **投资建议**

在基本面没有恶化的前提下，板块上市公司中报数据总体向好，加之行业即将迎来中秋、国庆消费旺季，我们认为板块行情仍然存在支撑、不乏投资机会。我们较为看好白酒和食品综合子板块，建议关注蓝筹品种和优质高成长个股，推荐白酒一线品种贵州茅台、五粮液、洋河股份，关注食品加工行业细分成长股克明面业。

● **风险提示**

行业需求变弱、宏观及政策风险、食品安全风险等。

分析师

周颖

☎：010-83571301

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

朱艺泓

☎：010-83571395

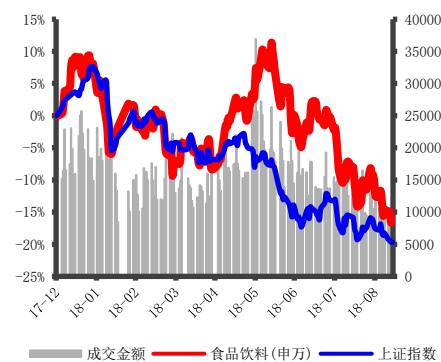
✉：zhuyihong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518090001

行业数据 时间 2018.09.13

A 股总市值(亿元)	466759.87
流通 A 股市值(亿元)	376590.01
行业年初至今涨幅%	-14.60
市盈率 (今年中报)	21.97
市净率 (今年中报)	4.93
市销率 (今年中报)	3.99

相对上证指数表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目 录

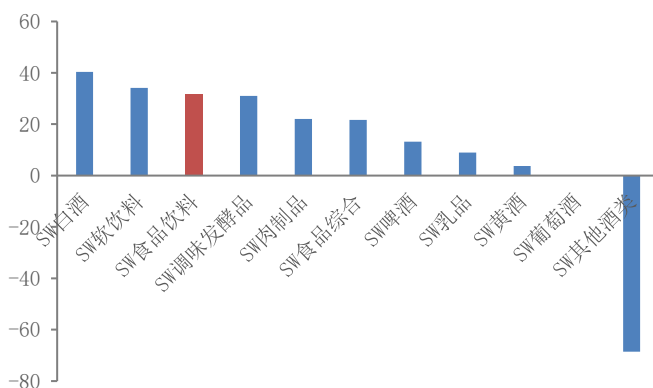
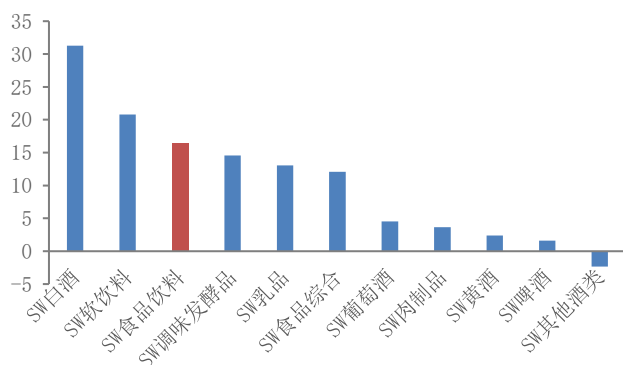
一、板块业绩优于 A 股整体，白酒表现突出.....	2
1、食品饮料业绩持续加强.....	2
2、白酒增长确定性最强.....	6
3、啤酒表现疲软.....	9
4、葡萄酒业绩停滞不前.....	11
5、黄酒表现平淡.....	13
6、软饮料改善较大.....	14
7、乳品业绩改善、但难言强劲.....	15
8、调味发酵品景气程度加强.....	17
9、肉制品表现平稳.....	19
10、食品综合内部分化加剧.....	20
二、行业运行平稳，子行业分化.....	22
1、产量：白酒、乳品稳健，啤酒、葡萄酒疲软.....	22
2、进出口：啤酒和葡萄酒进口增速亮眼.....	25
3、食品工业主营收入：白酒和乳品增速较高.....	29
三、市场表现与基本面相背离.....	31
1、6 月中旬以来板块表现弱于大盘.....	31
2、估值回调而非基本面因素导致下跌.....	34
3、二季度机构重仓较一季度回升.....	36
四、投资建议.....	39
五、风险提示.....	39

一、板块业绩优于 A 股整体，白酒表现突出

2018 年上半年 SW 食品饮料行业营业收入合计同比增长 16.44%，归母净利润合计同比增长 31.87%，表现优于 A 股整体。其中白酒表现一枝独秀，软饮料整体增速虽然也高于行业整体，但是内部分化较大，调味发酵品、乳品、食品综合增速接近行业整体、业绩较为稳健，葡萄酒、肉制品、黄酒、啤酒和其他酒类偏于疲软。

图 1：2018H1 食品饮料及各子行业营业收入增速（整体法，%）

图 2：2018H1 食品饮料及各子行业归母净利润增速（整体法，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1、食品饮料业绩持续加强

2018 年上半年 SW 食品饮料行业营业收入合计同比增长 16.44%，归母净利润合计同比增长 31.87%；同期全部 A 股的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 12.35%、14.09%。食品饮料行业业绩增速高于 A 股整体。去年同期食品饮料行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 13.20%、19.86%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期高出 3.24%、12.01PCT。从历史数据来看，2012-2014H1 食品饮料行业业绩增速有所下滑，2015H1 以来有所恢复，2016-2018H1 行业整体业绩不断向好，2018H1 行业业绩增速明显高于 A 股整体。

图 3: SW 食品饮料和 A 股历史半年报营业收入增速 (%)

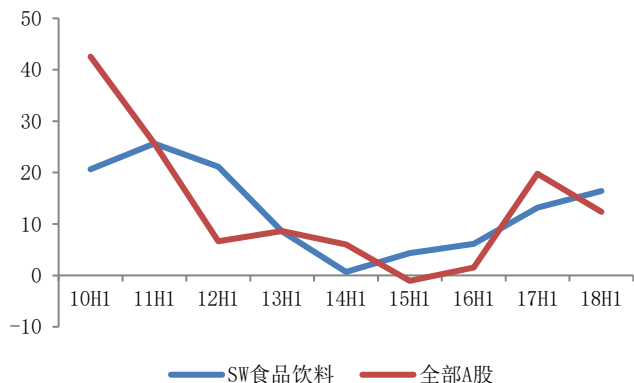
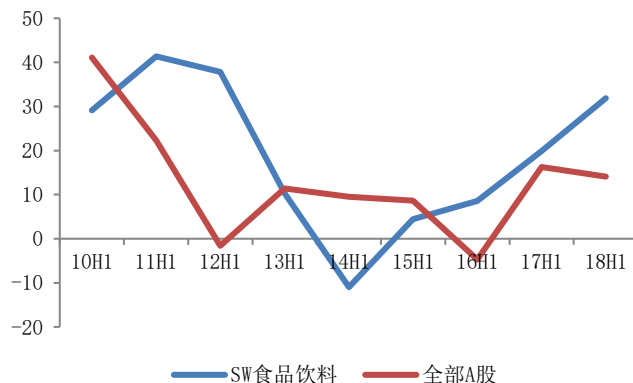


图 4: SW 食品饮料和 A 股历史半年报归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从 SW 食品饮料行业 89 家上市公司 (剔除 B 股) 的具体情况来看, 2018H1 食品饮料行业上市公司营业收入 (算术) 平均增速为 14.19%, 低于上述整体法计算的平均值 16.44% (整体法, 相当于 17H1 营业收入为权重的加权平均), 说明 **2018H1 大公司的营收增速高于行业整体**, 龙头企业优势凸现。从历史数据来看, 2014-2017H1 食品饮料行业整体法计算的平均营收增速均大于算术平均增速, 说明小体量公司的收入增速更胜一筹, 这种情况在 2018H1 发生改变, 2018H1 大体量公司的收入增速优于行业整体, 头部优势显现。

图 5: SW 食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)

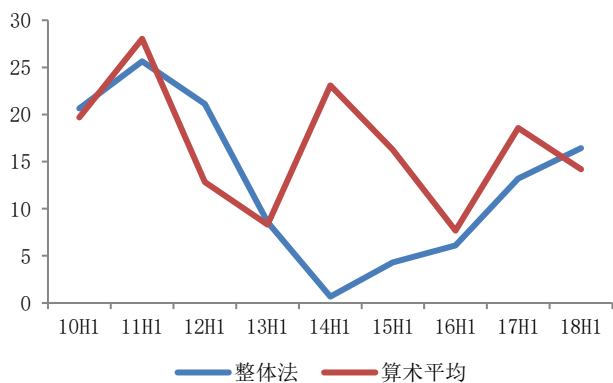
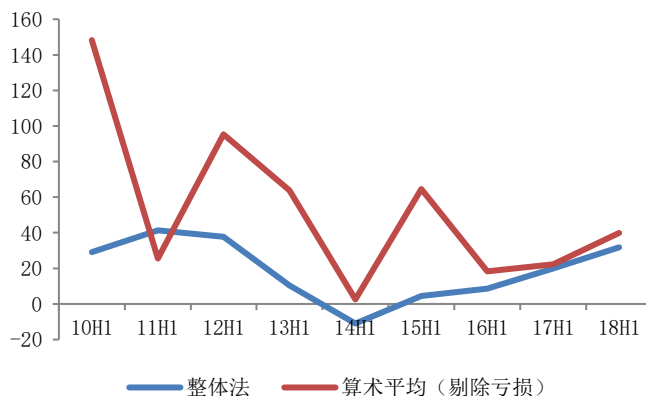


图 6: SW 食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018H1 食品饮料行业上市公司有 9 家公司发生亏损, 有 3 家公司扭亏为盈, 剔除这 12 家公司 (亏损或者去年同期亏损的个股净利润增速我们认为无意义), 剩下 77 家公司的平均归母净利润增速为 39.93%。从历史数据来看, 16H1 行业亏损公司较多、占比较高, 2017-2018H1 情况有所改善, 2017H1、2018H1 分别有 5 家、3 家公司扭亏为盈。

表 1: SW 食品饮料历史半年报归母净利润增速明细

	2010H1	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
归母净利润增速（整体法，%）	29.10	41.36	37.80	10.33	-10.99	4.46	8.55	19.86	31.87
归母净利润增速（算术平均-剔除亏损，%）	148.25	25.60	95.24	63.91	2.56	64.63	18.40	22.28	39.93
亏损家数占比	6/56	5/58	5/62	4/33	8/71	7/76	13/87	10/89	9/89
扭亏为盈家数占比	1/56	3/58	2/62	1/66	3/71	3/76	1/87	5/89	3/89

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (家数占比的分母为当期行业上市公司总家数)

2018H1 行业毛利率和净利率均有提升，平均毛利率的提升主要受到大体量公司的提振，平均净利率的提升主要受到亏损公司改善的影响。2018 年上半年 SW 食品饮料行业的平均（整体法）毛利率为 48.99%，比去年同期提高 4.35PCT；算术平均毛利率为 41.23%，比去年同期提高 0.04PCT。2018 年上半年 SW 食品饮料行业的平均（整体法）净利率为 18.69%，比去年同期提高 2.67PCT；算术平均净利率为 7.19%，比去年同期提高 7.97PCT（2017H1 行业算术平均净利率为负）。

行业的销售费用率小幅提升，管理和财务费用率有不同程度下降。2018H1 食品饮料行业的平均销售费用率（整体法）为 14.60%，比去年同期提高 0.21PCT；平均管理费用率（整体法）为 5.23%，比去年同期下降 0.14PCT；平均财务费用率（整体法）为-0.08%，比去年同期下降 0.09PCT，说明行业整体呈现现金资产较多、有息负债较少的特征。

食品饮料行业盈利能力加强，2018H1 净资产收益率同比有所提升。2018H1 相较 2017H1，得益于毛利率的提升，行业整体净利率亦有所提升，管理和财务费率的下降基本抵消了销售费率的上升，行业的总资产周转率并无明显变化，权益乘数从 2017H1 的 1.52 下降至 1.49，在上述因素的共同影响下，行业总体的净资产收益率仍然加强。2018H1 行业平均净资产收益率（年化）为 21.82%，分别比 2017 年全年和 2017H1（年化）提升 3.91、2.84PCT。

表 2: 食品饮料板块杜邦分析

	2017H1	2017 年度	2018H1	2018H1 相比 Y2017 变化	2018H1 相比 2017H1 变化
毛利率	44.64%	45.86%	48.99%	3.13pct	4.35pct
销售费用率	14.39%	14.82%	14.60%	-0.22pct	0.21pct
管理费用率	5.37%	5.94%	5.23%	-0.71pct	-0.14pct
财务费用率	0.01%	-0.04%	-0.08%	-0.04pct	-0.09pct
净利率（净利润/营业总收入）	15.93%	15.69%	18.55%	2.86pct	2.62pct
总资产周转率（年化）	0.78	0.76	0.78	3.09%	0.00%
权益乘数	1.52	1.52	1.49	-1.75%	-2.03%
净资产收益率（年化）	18.98%	17.91%	21.82%	3.91pct	2.84pct

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从我们重点关注的几个子板块对比来看，**白酒、调味品净资产收益率较高、18H1 提升幅度也较大。**从杜邦分析的角度来看，白酒净利率绝对领先，调味品其次，且两者 18H1 相对 17H1 的净利率仍有明显提升；总资产周转率方面，白酒在几个子板块中最低，乳品最高，调味品提升较多，啤酒和食品综合都有所下降；乳品的权益乘数较高，其他几个子板块差别不大，白酒、

调味品和食品综合 18H1 的权益乘数有所下降，啤酒和乳品有所上升；最后从净资产收益率上看，白酒、调味品的净资产收益率较其他几个子板块更高，并且增幅也较明显，啤酒和食品综合 18H1 有小幅提升，乳品变化不大。

图 7：重点行业净利率水平（%）

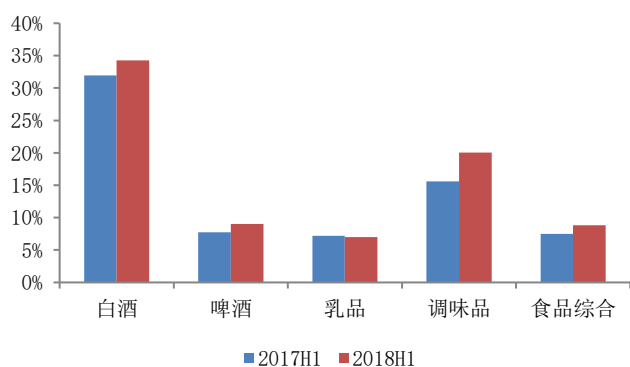
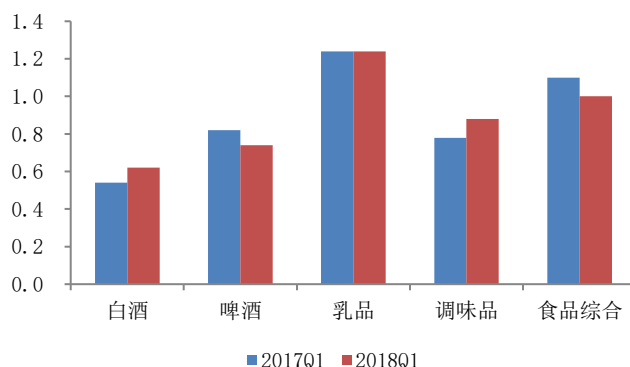


图 8：重点行业总资产周转率水平（年化，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：重点行业权益乘数水平

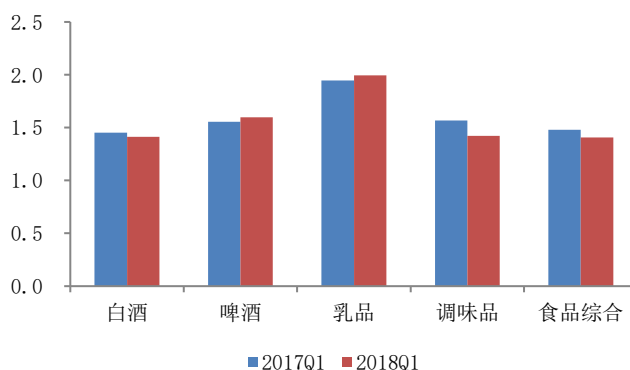
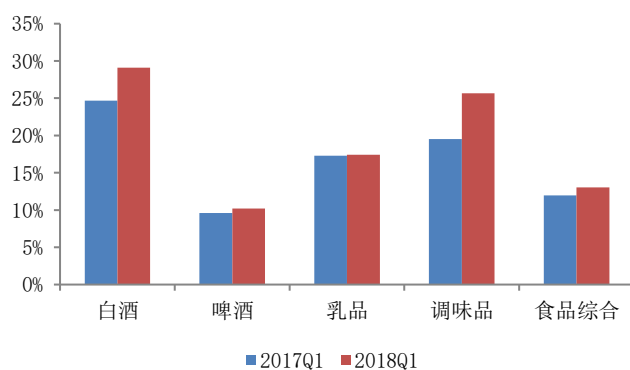


图 10：重点行业净资产收益率水平（年化，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

SW 食品饮料行业整体存货周转率有所下降，应收账款周转率有所提升。2018H1 食品饮料行业整体法计算的平均存货周转率为 1.24 次，算术平均存货周转率为 2.33 次，均比去年同期下降 0.02 个单位；行业整体法计算的平均应收账款周转率为 16.51 次，算术平均应收账款周转率 138.08 次，分别比去年同期增加 2.08、0.56 个单位。

行业总体收现情况良好。2018H1 食品饮料行业整体法计算的销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入平均比例为 105.00%，算术平均比例为 108.83%，分别比去年同期下降 2.24 和提升 1.28PCT。2018H1 行业整体法计算的经营性现金流量净额/经营活动净收益比例为 64.26%，算术平均比例为 -117.60%，分别比去年同期提升 4.00 和下降 171.83PCT，行业整体现金流情况良好，但是 2018H1 个股分化更为明显，存在个别公司现金流量情况恶化、拉低行业平均的情况。

2、白酒增长确定性最强

2018 上半年申万白酒行业营业收入合计同比增长 31.29%，归母净利润合计同比增长 40.35%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44、31.87%。白酒行业业绩增速高于食品饮料整体。去年同期白酒行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 20.07、25.75%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期高出 11.22、14.60PCT。从历史数据来看，2012H1-2014H1 白酒行业业绩增速有所下滑，2015H1 以来有所恢复，2016-2018H1 行业整体业绩不断向好，总体趋势与 SW 食品饮料一致，应与白酒在食品饮料总体中占比较高有关，但是白酒行业弹性大于食品饮料整体，2016-2018H1 收入、利润增速均大于行业整体。

图 11：白酒和食品饮料历史半年报营业收入增速（%）

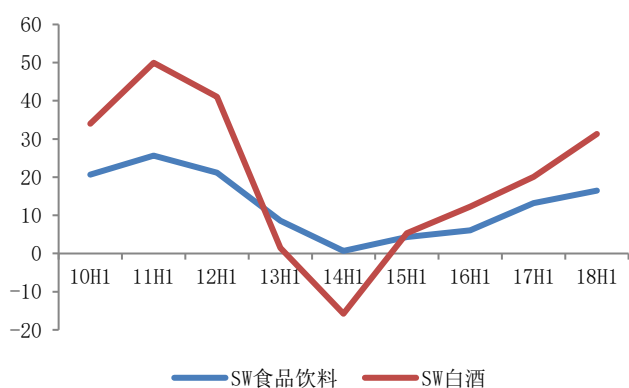
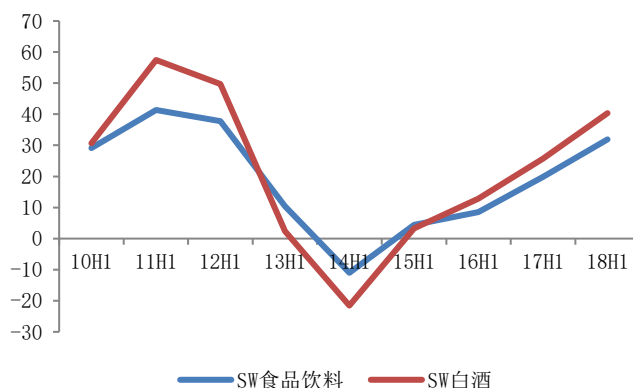


图 12：白酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速（%）

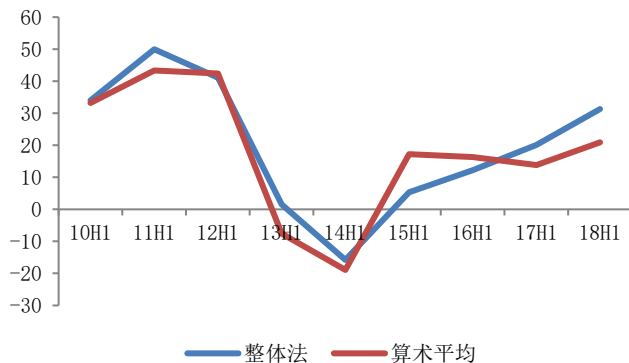


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

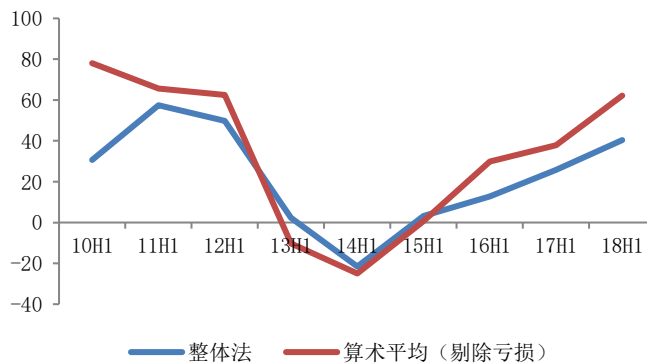
从 SW 白酒行业 18 家上市公司的具体情况来看，2018H1 白酒行业上市公司营业收入（算术）平均增速为 20.90%，低于上述整体法计算的平均值 31.29%（整体法，相当于 17H1 营业收入为权重的加权平均），说明 2018H1 大公司的营收增速高于行业整体，龙头企业优势凸现。

图 13：SW 白酒历史半年报营业收入增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：SW 食品饮料历史半年报归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2018H1 白酒行业中仅*ST 皇台 1 家公司发生亏损，剔除*ST 皇台（亏损个股的净利润同比增速计算我们认为无意义），剩下 17 家公司的平均归母净利润增速为 62.12%。从历史数据来看，2014H1 白酒行业亏损公司较多、达到 3 家，2015H1 有 2 家公司扭亏为盈，之后行业状况稳定，仅*ST 皇台在 2013-2018H1 一直处于亏损。

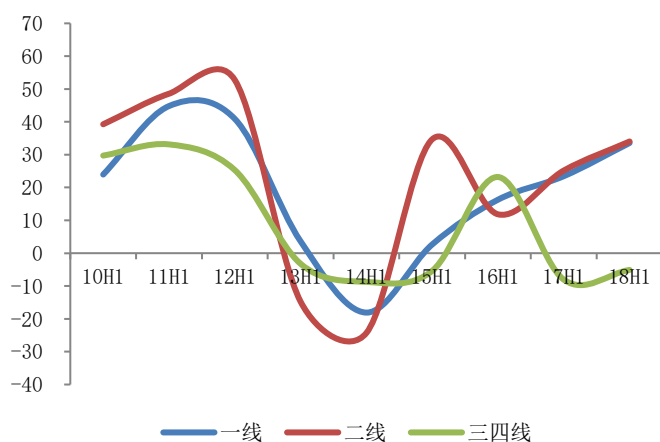
表 3：SW 白酒行业历史半年报归母净利润增速明细

	2010H1	2011H1	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
归母净利润增速（整体法，%）	30.69	57.45	49.77	2.35	-21.55	3.29	12.83	25.75	40.35
归母净利润增速（算术平均-剔除亏损，%）	78.05	65.68	62.54	-10.23	-24.96	0.76	29.87	37.85	62.12
亏损家数占比	1/14	0	0	1/15	3/17	1/18	1/18	1/18	1/18
扭亏为盈家数占比	0	1/14	0	0	0	2/18	0	0	0

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（家数占比的分母为当期行业上市公司总家数）

白酒上市公司收入增速延续分化，2018H1 收入平均增速排序为二线>一线>三四线，与 2017H1 呈现相似的特征，三四线白酒平均增速仍然为负，但是降幅有所收窄，一线和二线白酒平均增速从 2017H1 的 20%多提升到 2018H1 的 30%多，两者增速差距不大、都处在高景气区间。

图 15：不同档次白酒上市公司收入平均增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

白酒行业总体业绩亮眼，一线依然稳健，二线增速最为突出，三四线分化加剧。茅台和五粮液体量居前，在规模高基数上仍有可观增长，泸州老窖收入和利润总量有所落后，但业绩仍算稳健。二线白酒营业收入和归母净利润平均增速分别为 34.02%、84.82%，增势迅猛：洋河股份规模在二线中十分突出，也可以纳入一线范畴，水井坊、舍得酒业、老白干酒归母净利润增速突出，均在 100%以上。三四线白酒 2018H1 营业收入和归母净利润平均增速分别为-5.11%、35.03%（其中归母净利润增速的平均数未包含亏损的*ST 皇台），行业内公司分化加剧，顺鑫农业仅白酒业务的营收增速为 62.28%，公司整体归母净利润增速为 96.78%，表现一枝独秀。

表 4: SW 白酒个股 2018H1 业绩明细

	证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
			规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
一线	600519.SH	贵州茅台	333.97	38.06	157.64	40.12
	000858.SZ	五粮液	214.21	37.13	71.10	43.02
	000568.SZ	泸州老窖	64.20	25.49	19.67	34.08
		平均	204.13	33.56	82.80	39.07
二线	002304.SZ	洋河股份	145.43	26.12	50.05	28.06
	600779.SH	水井坊	13.36	58.97	2.67	133.59
	600809.SH	山西汾酒	50.42	47.38	9.37	55.76
	600702.SH	舍得酒业	10.18	15.82	1.66	166.05
	000596.SZ	古井贡酒	47.83	30.32	8.92	62.59
	000799.SZ	酒鬼酒	5.24	41.26	1.14	38.30
	600559.SH	老白干酒	14.59	31.78	1.46	208.01
	603369.SH	今世缘	23.60	30.83	8.56	31.56
	603589.SH	口子窖	21.59	23.67	7.33	39.45
		平均	36.91	34.02	10.13	84.82
三四线	000860.SZ	顺鑫农业	72.33	10.45	4.81	96.78
	000995.SZ	*ST 皇台	0.08	-78.41	-0.30	去年同期为-0.55 亿元
	600197.SH	伊力特	9.97	20.38	2.16	33.28
	600199.SH	金种子酒	5.49	-4.19	0.06	18.00
	603198.SH	迎驾贡酒	17.33	10.81	3.82	15.96
	603919.SH	金徽酒	7.94	10.32	1.58	11.15
		平均	18.86	-5.11	2.02	35.03
	总平均	58.76	20.90	19.54	62.10	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018H1 白酒行业毛利率和净利率在高基数上仍有提升,持续优于食品饮料行业整体。2018 上半年 SW 白酒行业的平均(整体法)毛利率为 75.66%,比去年同期提高 3.97PCT,比 SW 食品饮料行业整体高出 26.67PCT。2018 上半年 SW 白酒行业的平均(整体法)净利率为 34.85%,比去年同期提高 2.37PCT,比 SW 食品饮料行业整体高出 16.16PCT。

行业的销售和管理费用率有所下降,财务费用率变化不大。2018H1 白酒行业的平均销售费用率(整体法)为 11.45%,比去年同期下降 0.65PCT,比 SW 食品饮料行业整体低 3.15PCT;平均管理费用率(整体法)为 6.17%,比去年同期下降 1.06PCT,比 SW 食品饮料行业整体高 0.94PCT;平均财务费用率(整体法)为-0.61%,去年同期为-0.62%,SW 食品饮料行业整体为-0.08%,主要是白酒行业上市公司现金资产丰富、有息负债相对较少造成的。

白酒行业盈利能力加强,2018H1 净资产收益率同比有所提升。2018H1 相较 2017H1,得益于毛利率的提升和费用率的下降,行业整体净利率提升 2.28PCT,行业的总资产周转率提升了

14.81%，权益乘数从 2017H1 的 1.45 下降至 1.41，在上述因素的共同影响下，行业总体的净资产收益率有所加强。2018H1 行业平均净资产收益率（年化）为 29.10%，分别比 2017 年全年和 2017H1（年化）提升 5.10、4.44PCT。

表 5：白酒板块杜邦分析

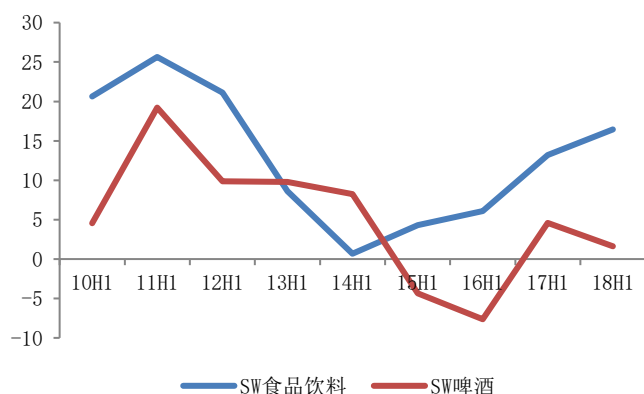
	2017H1	2017 年度	2018H1	2018H1 相比 Y2017 变化	2018H1 相比 2017H1 变化
毛利率	71.69%	74.29%	75.66%	1.37pct	3.97pct
销售费用率	12.10%	11.74%	11.45%	-0.29pct	-0.65pct
管理费用率	7.23%	7.60%	6.17%	-1.43pct	-1.06pct
财务费用率	-0.62%	-0.64%	-0.61%	0.03pct	0.01pct
净利率（净利润/营业总收入）	31.97%	32.72%	34.25%	1.53pct	2.28pct
总资产周转率（年化）	0.54	0.52	0.62	19.78%	14.81%
权益乘数	1.45	1.43	1.41	-1.31%	-2.71%
净资产收益率（年化）	24.66%	24.00%	29.10%	5.10pct	4.44pct

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3、啤酒表现疲软

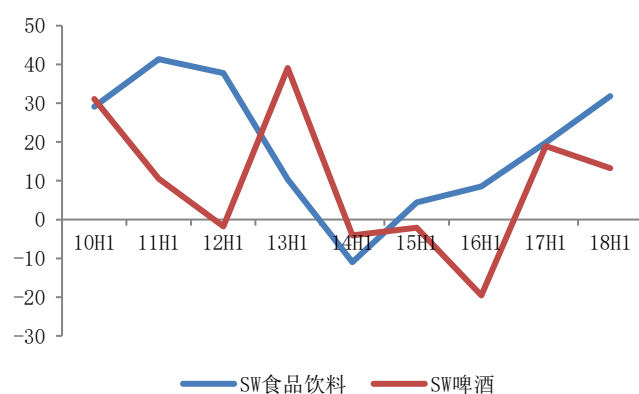
2018 年上半年 SW 啤酒行业营业收入合计同比增长 1.61%，归母净利润合计同比增长 13.24%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44、31.87%。啤酒行业业绩增速明显低于食品饮料整体。去年同期啤酒行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 4.57、18.93%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期低 2.96、5.69PCT。从历史数据来看，2015H1 以来啤酒行业业绩增速表现持续低于食品饮料整体，2018H1 的差距较 2017H1 还有所拉大。

图 16：啤酒和食品饮料历史半年报营业收入增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 17：啤酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

啤酒行业总体业绩增长仍然难言强劲，个股表现呈现分化。行业平均营业收入同比增速为 0.36%（算术平均），归母净利润同比增速为 33.00%（算术平均，剔除亏损的兰州黄河）。行业龙头公司业绩仍然维持中低速增长，非头部公司业绩承压。

表 6: SW 啤酒个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
000929.SZ	兰州黄河	2.82	-14.90	-0.32	去年同期为 0.07 亿元
002461.SZ	珠江啤酒	19.99	9.15	1.56	86.25
600132.SH	重庆啤酒	17.64	10.91	2.10	29.74
600600.SH	青岛啤酒	151.54	0.60	13.02	13.39
600573.SH	惠泉啤酒	2.96	0.69	0.03	65.52
000752.SZ	西藏发展	1.69	-4.52	0.07	0.03
000729.SZ	燕京啤酒	63.75	0.57	5.07	3.06
平均		37.20	0.36	3.08	33.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

啤酒行业 2018H1 净资产收益率同比微升。2018H1 相较 2017H1, 行业毛利率提升 3.02PCT 至 39.90%, 但是销售费率和管理费率均有所提高, 行业净利率同比提升 1.31PCT。另外, 行业的总资产周转率下降 9.76%, 权益乘数从 2017H1 的 1.55 小幅提升至 1.60, 在上述因素的共同影响下, 行业总体的净资产收益率微升, 2018H1 比 2017H1 提升 0.56PCT (年化)。

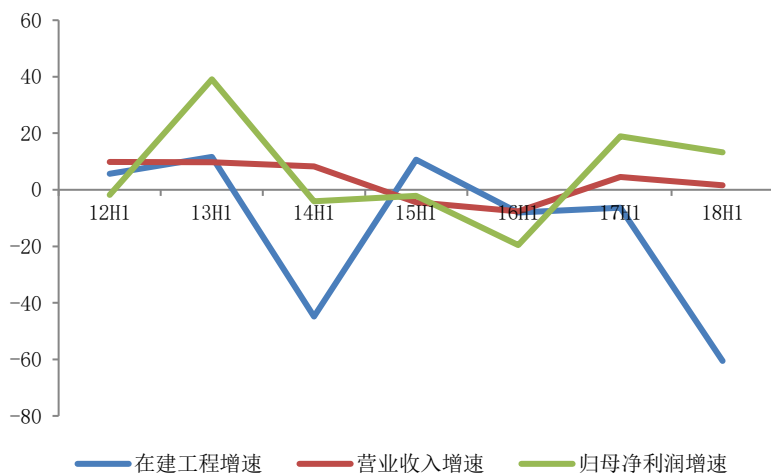
表 7: 啤酒板块杜邦分析

	2017H1	2017 年度	2018H1	2018H1 相比 Y2017 变化	2018H1 相比 2017H1 变化
毛利率	36.88%	38.77%	39.90%	1.13pct	3.02pct
销售费用率	15.04%	18.53%	15.41%	-3.12pct	0.37pct
管理费用率	5.33%	7.00%	6.19%	-0.81pct	0.86pct
财务费用率	-0.68%	-1.18%	-1.38%	-0.20pct	-0.70pct
净利率 (净利润/营业总收入)	7.72%	4.70%	9.03%	4.33pct	1.31pct
总资产周转率 (年化)	0.82	0.70	0.74	5.07%	-9.76%
权益乘数	1.55	1.55	1.60	3.36%	2.81%
净资产收益率 (年化)	9.62%	5.09%	10.18%	5.09pct	0.56pct

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从啤酒行业整体的在建工程增速来看, 2018H1 行业在建工程同比下降 60.55%, 比去年同期降幅扩大 54.27PCT。业绩增长乏力导致行业在供给端的投入有所下降, 这一点与行业整体的产能数据相互印证, 未来行业的看点更多来自头部企业的市占率持续提升以及产品高端化带来的盈利加强机会。

图 18: 啤酒行业在建工程和业绩增速 (%)

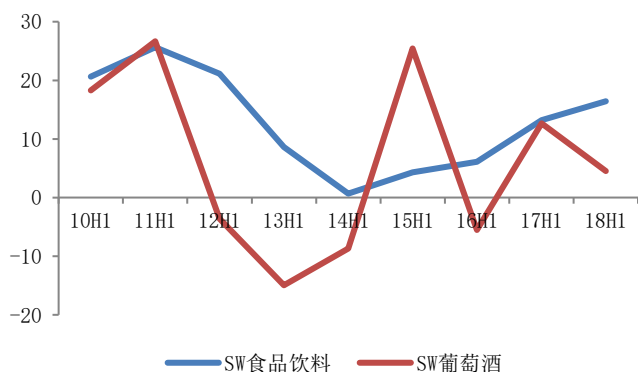


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4、葡萄酒业绩停滞不前

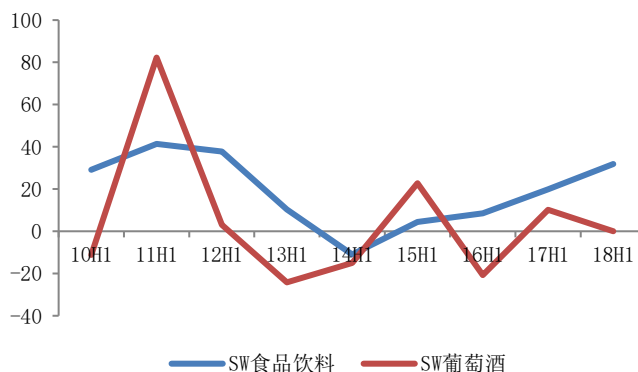
2018 年上半年申万葡萄酒行业营业收入合计同比增长 4.53%，归母净利润合计同比增长 0.00%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44、31.87%。葡萄酒行业业绩增速远低于食品饮料整体。去年同期葡萄酒行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 12.67、10.21%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期低 8.15、10.21PCT。从历史数据来看，2010-2018H1 中葡萄酒行业仅有 2011H1、2015H1 业绩增速超过食品饮料整体，2017H1 两者增速有所接近，2018H1 差距又有所拉大，国内葡萄酒行业持续调整中，葡萄酒企业难言已经走出困境。

图 19: 葡萄酒和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

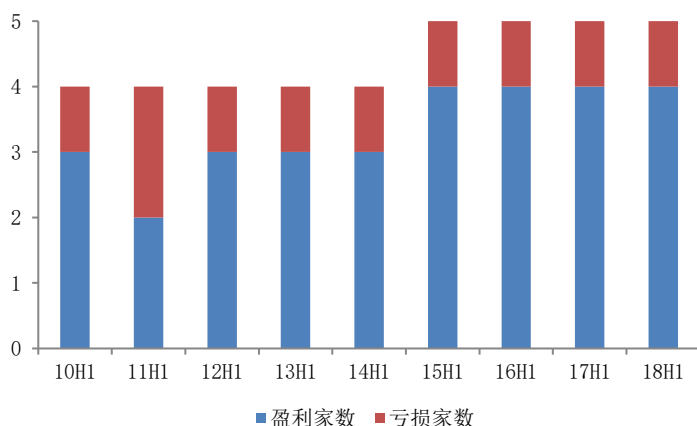
图 20: 葡萄酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018 年上半年 SW 葡萄酒行业共计 5 家上市公司，其中有 1 家发生亏损，占比达到 1/5。从历年上半年数据来看，行业的亏损家数占比相对一直较高。

图 21: SW 葡萄酒行业历史盈利和亏损家数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

葡萄酒行业整体业绩依然疲软。行业平均营业收入同比增速为 2.45% (算术平均), 归母净利润同比增速为 109.55% (算术平均, 剔除亏损的中葡股份), 主要是受到通葡股份的高增速拉动, 但是通葡股份的高增速主要是因为 2017H1 归母净利润基数较低。作为行业龙头的张裕 A 在 5 家葡萄酒上市公司中体量仍具有绝对优势, 但是 2018H1 其营业收入仅同增 2.21%, 归母净利润则同比下滑 5.11%。

表 8: SW 啤酒个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
600365.SH	通葡股份	5.08	7.40	0.06	428.92
600084.SH	中葡股份	2.20	14.82	-0.48	去年同期为-0.48 亿元
603779.SH	威龙股份	4.06	2.81	0.30	12.82
600543.SH	莫高股份	1.02	-15.01	0.14	1.56
000869.SZ	张裕 A	28.28	2.21	6.36	-5.11
	平均	8.13	2.45	1.28	109.55

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018H1 葡萄酒行业毛利率和净利率均有所下降。2018 年上半年 SW 葡萄酒行业的平均 (整体法) 毛利率为 55.27%, 比去年同期下降 1.17PCT, 比 SW 食品饮料行业整体高出 6.28PCT。2018 年上半年 SW 葡萄酒行业的平均 (整体法) 净利率为 15.87%, 比去年同期下降 0.69PCT, 比 SW 食品饮料行业整体低 2.82PCT。从历史数据来看, 行业的毛利率和净利率自 2012H1 达到高点之后一直呈现下滑态势。

行业的销售和财务费用率有所下降, 管理费用率有所上升, 三费水平高于食品饮料整体。2018H1 葡萄酒行业的平均销售费用率 (整体法) 为 21.78%, 比去年同期下降 0.15PCT, 比 SW 食品饮料行业整体高出 7.18PCT; 平均管理费用率 (整体法) 为 7.17%, 比去年同期上升 0.61PCT, 比 SW 食品饮料行业整体高出 1.94PCT; 平均财务费用率 (整体法) 为 0.81%, 比去年同期下降

0.42PCT，比 SW 食品饮料行业整体高出 0.89PCT。

图 22：葡萄酒历史毛利率和净利率（%）

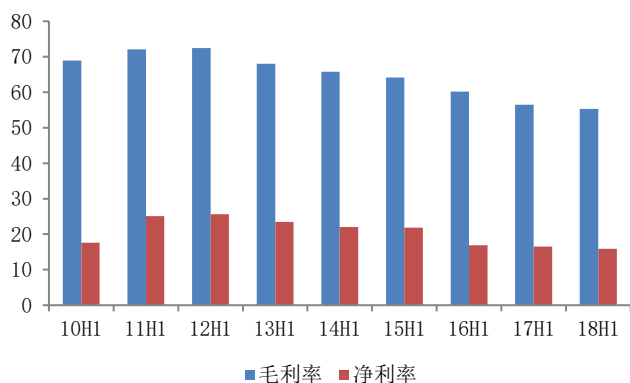
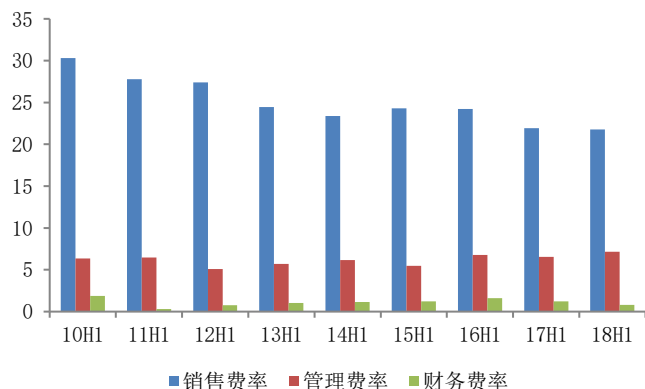


图 23：葡萄酒历史三费率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

5、黄酒表现平淡

2018 年上半年 SW 黄酒行业营业收入合计同比增长 2.37%，归母净利润合计同比增长 3.68%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44%、31.87%。黄酒行业业绩增速远低于食品饮料整体。去年同期黄酒行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 6.63%、13.76%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期低 4.26%、10.08PCT。从历史数据来看，2010-2018H1 黄酒行业业绩增速基本上持续低于食品饮料行业整体水平。

图 24：黄酒和食品饮料历史半年报营业收入增速（%）

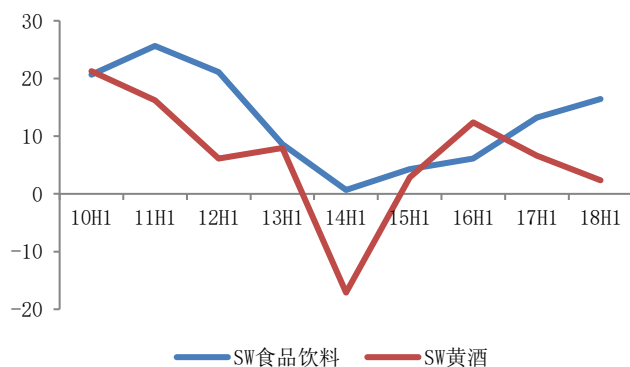
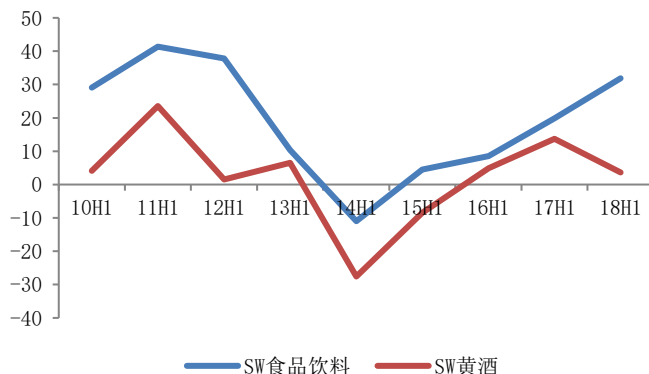


图 25：黄酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

具体来看，3 家 SW 黄酒行业 2018H1 业绩增长表现平平。行业平均营业收入同比增速为 0.44%（算术平均），归母净利润同比增速为 0.16%（算术平均）。

表 9: SW 黄酒个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
600059.SH	古越龙山	9.72	8.19	1.04	10.14
600616.SH	金枫酒业	3.97	-7.65	0.28	-12.17
601579.SH	会稽山	5.83	0.78	0.87	2.51
	平均	6.51	0.44	0.73	0.16

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

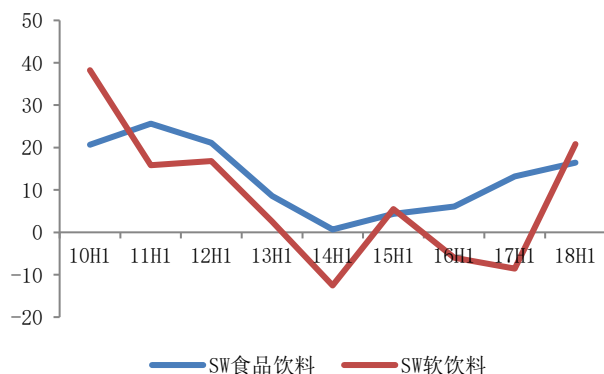
黄酒行业的毛利率和净利率低于食品饮料整体, 2018H1 变化不大。2018 年上半年 SW 黄酒行业的平均(整体法)毛利率为 39.69%, 比去年同期上升 0.48PCT, 比 SW 食品饮料行业整体低 9.30PCT。2018 年上半年 SW 黄酒行业的平均(整体法)净利率为 11.16%, 比去年同期微增 0.02PCT, 比 SW 食品饮料行业整体低 7.53PCT。

行业的销售和财务费用率有所下降, 管理费用率有所上升, 三费水平高于食品饮料整体。2018H1 黄酒行业的平均销售费用率(整体法)为 13.52%, 比去年同期上升 1.77PCT, 比 SW 食品饮料行业整体低 1.08PCT; 平均管理费用率(整体法)为 8.20%, 比去年同期下降 0.60PCT, 比 SW 食品饮料行业整体高出 2.97PCT; 平均财务费用率(整体法)为-0.28%, 比去年同期下降 0.06PCT, 比 SW 食品饮料行业整体低 0.20PCT。

6、软饮料改善较大

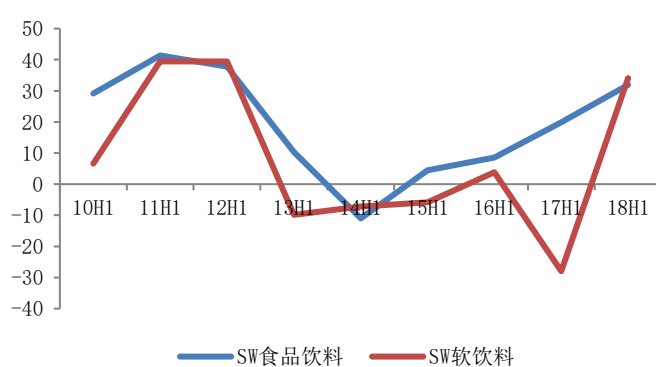
2018 年上半年 SW 软饮料行业营业收入合计同比增长 20.82%, 归母净利润合计同比增长 34.11%; 同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44%、31.87%。去年同期软饮料行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为-8.54%、-27.96%, 2018H1 收入、利润增速分别比去年同期高 29.36%、62.07PCT。从历史数据来看, 2010-2018H1 软饮料行业表现并不尽如意, 且波动较大, 2018H1 改善较为明显, 主要是行业内较多公司从负增长转为正增长或者是业绩降幅收窄。

图 26: 软饮料和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 软饮料和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)

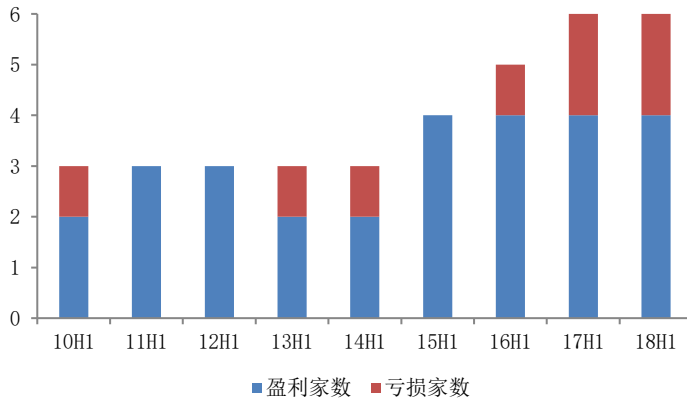


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018 年上半年 SW 软饮料行业共计 6 家上市公司, 其中有 2 家发生亏损, 占比达到 1/3。

从历史数据来看，软饮料上市公司数量不多，但是业绩一直存在波动较大的问题，17H1-18H1均有1/3公司出现亏损。

图 28: SW 软饮料行业历史盈利和亏损家数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

具体到个股，行业内部分化程度较大。2018H1 行业平均营业收入同比增速为 17.33%（算术平均），归母净利润同比增速为-0.64%（算术平均，剔除亏损的香飘飘和深深宝 A），收入和归母净利润的算术平均增速均低于上述整体法计算的行业平均，说明行业内部公司分化程度很大，大体量公司的业绩表现更优，拉升了行业的整体平均水平。养元饮品 18H1 的营业收入、归母净利润占到 SW 软饮料行业整体营业收入、归母净利润的 41.61%、81.96%，其业绩的稳健增长拉高了行业的整体平均水平；但是具体到个股来看，2018 年上半年 6 家软饮料公司中 2 家出现亏损、2 家归母净利润出现下滑，可见行业内部分化明显。

表 10: SW 软饮料个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
000848.SZ	承德露露	11.80	13.61	2.53	11.12
603156.SH	养元饮品	41.63	13.55	13.08	30.78
603711.SH	香飘飘	8.70	55.38	-0.55	去年同期为-0.31 亿元
603031.SH	安德利	9.14	9.34	0.11	-39.36
000019.SZ	深深宝 A	1.37	-1.04	-0.18	去年同期为-0.18 亿元
600300.SH	维维股份	27.43	13.13	0.96	-5.08
	平均	16.68	17.33	2.66	-0.64

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

7、乳品业绩改善、但难言强劲

2018 上半年 SW 乳品行业营业收入合计同比增长 13.07%，归母净利润合计同比增长 8.98%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44%、31.87%。乳品行业业绩增速低于食品饮料整体。去年同期乳品行业的营业收入和归母净利润合计同比增速

分别为 9.36%、-0.39%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期高 3.71、9.37PCT。从历史数据来看，乳品行业的业绩波动较大，2018H1 虽然较 2017H1 业绩增速有所回升，但是仍然并不强劲。

图 29：乳品和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)

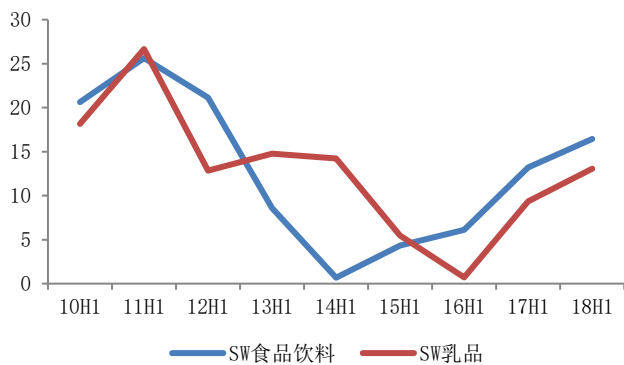
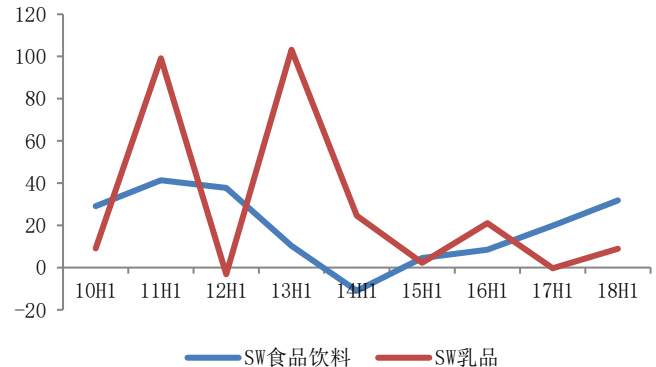


图 30：乳品和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)

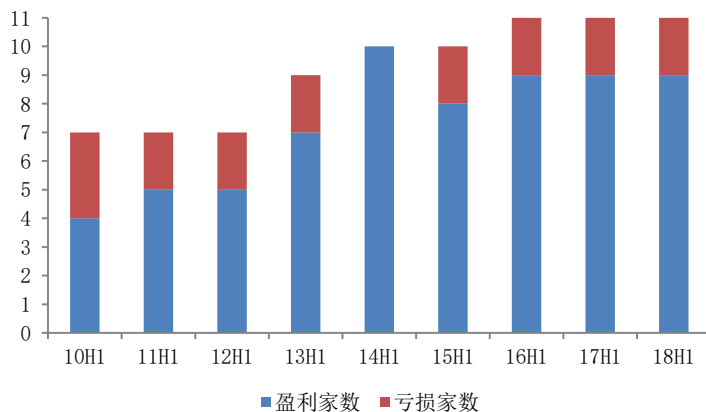


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2018 年上半年 SW 乳品行业共计 11 家上市公司，其中有 2 家发生亏损。从历年上半年数据来看，除了 2014H1 没有出现亏损企业外，2010H1 以来行业的亏损企业家数都有 2-3 家。

图 31：SW 乳品行业历史盈利和亏损家数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

乳品行业个股业绩分化，总体增长并不强劲。2018H1 行业平均营业收入同比增速为 8.52%（算术平均），归母净利润同比增速为 19.67%（算术平均，剔除亏损个股）。2018H1 乳品 11 家上市公司中，2 家公司亏损（皇氏集团、广泽股份），1 家公司扭亏为盈（*ST 因美，但是其扣非后归母净利润仍然为负），3 家公司归母净利润有所下滑（庄园牧场、光明乳业、燕塘乳业）。三元股份的归母净利润同增 185.41%一定程度上提升了行业的平均增速，但是如果考虑到三元 2016-17 归母净利润一直在下滑，2018H1 的高增速在一定程度上也源于去年同期的基数较低。乳品行业巨头伊利股份 2018H1 的营业收入、归母净利润占到 SW 乳品行业整体营业收入、归母净利润的 66.90、85.12%，因此整体法计算的行业业绩增速均值很大程度上受到伊利增速的影响，2017H1、2018H1 伊利的营收增速虽然仍然维持双位数增长，但是归母净利润

增速分别只有 4.75%、2.43%，仅维持低个位数增长。

表 11：SW 乳品个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
002910.SZ	庄园牧场	3.14	0.80	0.26	-30.25
002329.SZ	皇氏集团	10.00	1.00	-0.73	去年同期为 0.89 亿元
002570.SZ	*ST 因美	12.32	-4.14	0.09	去年同期为-3.68 亿元
600419.SH	天润乳业	7.25	20.49	0.70	16.42
600597.SH	光明乳业	105.71	-3.23	3.35	-8.58
002770.SZ	科迪乳业	5.80	9.57	0.65	10.95
002732.SZ	燕塘乳业	6.14	6.98	0.42	-29.67
600882.SH	广泽股份	4.64	7.33	-0.09	去年同期为-0.12 亿元
600429.SH	三元股份	37.95	22.85	1.25	185.41
002719.SZ	麦趣尔	2.97	13.21	0.13	10.63
600887.SH	伊利股份	395.89	18.88	34.46	2.43
	平均	53.80	8.52	3.68	19.67

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

乳品行业 2018H1 净资产收益率同比变化不大。2018H1 相较 2017H1，行业毛利率微降 0.15PCT 至 37.24%，销售费率和财务费率有所提高，行业净利率同比下降 0.21PCT 至 7.01%。乳品行业的销售费率相对较高，2018H1 为 24.58%，高出食品饮料整体约 10PCT。2018H1 行业的总资产周转率同比不变，权益乘数从 2017H1 的 1.95 提升至 2.00，在上述因素的共同影响下，行业总体的净资产收益率微升，2018H1 比 2017H1 提升 0.12PCT（年化）。

表 12：乳品板块杜邦分析

	2017H1	2017 年度	2018H1	2018H1 相比 Y2017 变化	2018H1 相比 2017H1 变化
毛利率	37.39%	36.24%	37.24%	1.00pct	-0.15pct
销售费用率	23.87%	23.42%	24.58%	1.16pct	0.71pct
管理费用率	4.09%	4.92%	4.01%	-0.91pct	-0.08pct
财务费用率	0.47%	0.60%	0.62%	0.02pct	0.15pct
净利率（净利润/营业总收入）	7.22%	5.92%	7.01%	1.09pct	-0.21pct
总资产周转率（年化）	1.24	1.19	1.24	4.00%	0.00%
权益乘数	1.95	1.97	2.00	1.47%	2.59%
净资产收益率（年化）	17.28%	13.43%	17.40%	3.97pct	0.12pct

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

8、调味发酵品景气程度加强

2018 上半年 SW 调味发酵品行业营业收入合计同比增长 14.56%，归母净利润合计同比增长 31.03%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44、

31.87%。调味品行业业绩增速与食品饮料整体接近。去年同期调味品行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 11.42、25.58%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期高 3.14、5.46PCT。从历史数据来看，2014H1 以来，行业一直处于较景气状态，除 2016H1 行业营收增速有大幅下挫以外，营收增速大多处于 10-15% 区间，归母净利润增速基本处于 20-40% 区间，2018H1 行业景气程度继续加强。

图 32: 调味发酵品和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)

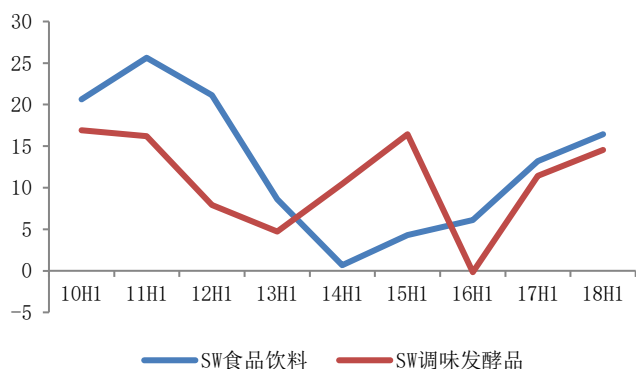
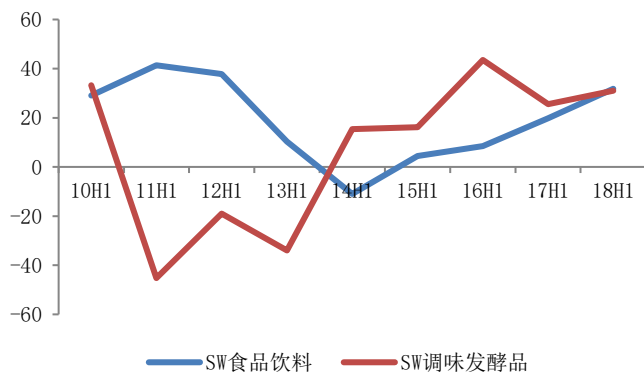


图 33: 调味发酵品和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

行业内大多数个股业绩增速表现良好。2018H1 调味品行业平均营业收入同比增速为 16.80% (算术平均)，归母净利润同比增速为 34.01% (算术平均，剔除亏损个股)。9 家上市公司中有 1 家亏损，1 家扭亏为盈，1 家出现归母净利润下滑，其他公司都实现了较高等度的利润增长。

表 13: SW 调味品个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
603696.SH	安记食品	1.54	35.10	0.21	24.94
603288.SH	海天味业	87.20	17.24	22.48	23.30
600866.SH	星湖科技	4.44	59.04	0.17	去年同期为-0.41 亿元
600305.SH	恒顺醋业	8.05	9.71	1.23	31.13
603027.SH	千禾味业	4.79	-0.33	1.35	79.80
002650.SZ	加加食品	9.31	-4.57	0.81	-18.48
600872.SH	中炬高新	21.74	20.49	3.39	60.99
002495.SZ	佳隆股份	1.72	18.76	0.25	36.36
600186.SH	莲花健康	8.49	-4.28	-0.59	去年同期为-0.60 亿元
平均		16.36	16.80	3.26	34.01

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

调味品行业 2018H1 净资产收益率同比提升较大。2018H1 相较 2017H1，行业毛利率增长 5.87PCT 至 41.43%，销售费率和管理费率有所提高，财务费率有所下降，行业净利率同比增长

4.44PCT 至 20.04%。2018H1 调味品的毛利率低于食品饮料整体 7.56PCT，销售费率低于整体 2.28PCT，管理和财务费率相差不大，净利率高于整体 1.35PCT。2018H1 行业的总资产周转率同比增长 12.82%，权益乘数从 2017H1 的 1.57 下降至 1.42，在上述因素的共同影响下，行业总体的净资产收益率有较大幅度增长，2018H1 相比 2017H1、2017 全年分别提升 6.14、5.27PCT（年化）。

表 14：调味发酵品板块杜邦分析

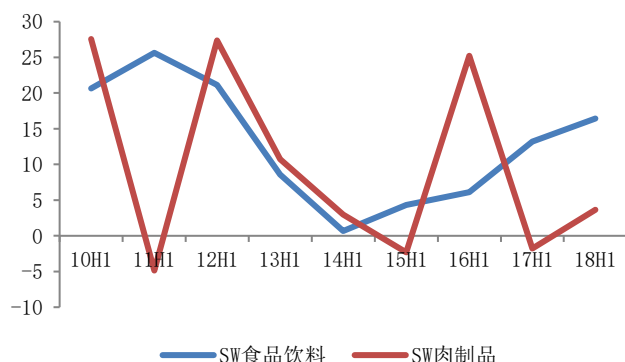
	2017H1	2017 年度	2018H1	2018H1 相比 Y2017 变化	2018H1 相比 2017H1 变化
毛利率	35.56%	39.61%	41.43%	1.82pct	5.87pct
销售费用率	11.13%	12.47%	12.32%	-0.15pct	1.19pct
管理费用率	5.35%	6.40%	6.14%	-0.26pct	0.79pct
财务费用率	0.84%	0.23%	-0.05%	-0.28pct	-0.89pct
净利率（净利润/营业总收入）	15.60%	17.11%	20.04%	2.93pct	4.44pct
总资产周转率（年化）	0.78	0.80	0.88	9.47%	12.82%
权益乘数	1.57	1.47	1.42	-3.23%	-9.21%
净资产收益率（年化）	19.52%	20.39%	25.66%	5.27pct	6.14pct

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9、肉制品表现平稳

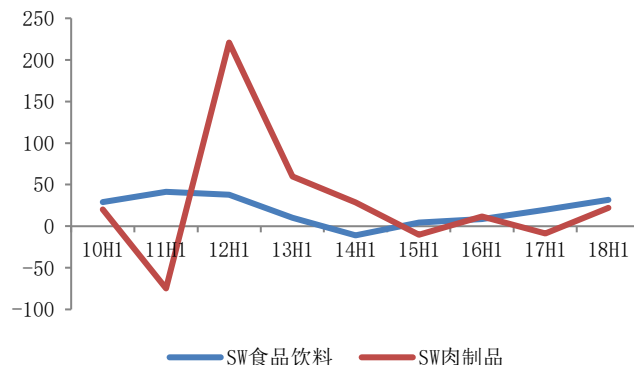
2018 上半年 SW 肉制品行业营业收入合计同比增长 3.66%，归母净利润合计同比增长 22.03%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44、31.87%。肉制品行业业绩增速低于食品饮料整体。去年同期肉制品行业的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为-1.78、8.62%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期高 5.43、10.81PCT。从历史数据来看，肉制品行业的业绩波动较大，2017H1、2018H1 处于历史低点，但是 2018H1 相较去年同期情况有所改善。由于双汇发展在肉制品行业中体量占比巨大，2018H1 双汇的营收、归母净利润在行业整体占比分别为 74.11、88.97%，所以行业整体法计算的业绩增速很大程度上取决于双汇的表现。

图 34：肉制品和食品饮料历史半年报营业收入增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 35：肉制品和食品饮料历史半年报归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2018H1 肉制品行业（算术）平均营业收入同比增速为 20.59%，远高于上述整体法计算的行业平均收入增速，说明小体量公司收入增速更优；2018H1 行业归母净利润（算术）平均同比增速为 15.99%，低于上述整体法计算的行业平均利润增速，说明大体量公司利润增速更高。

图 36：SW 肉制品历史半年报营业收入增速（%）

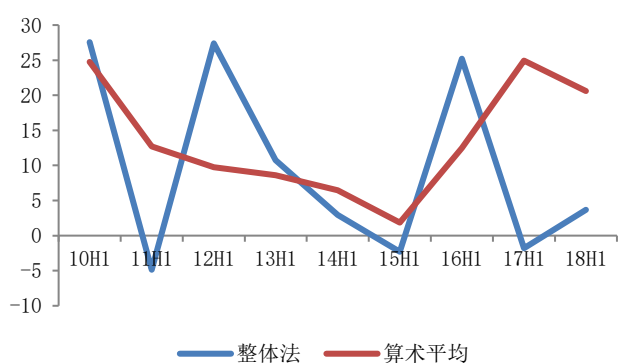
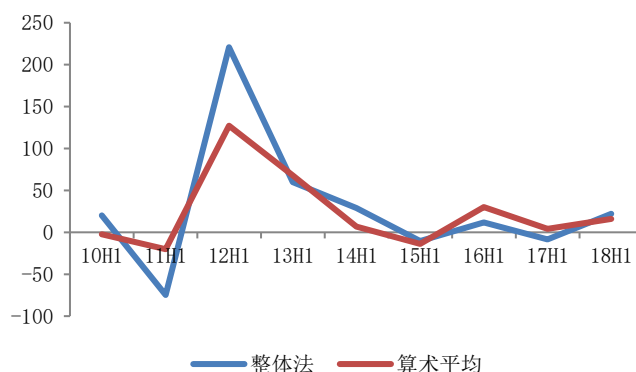


图 37：SW 肉制品历史半年报归母净利润增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

具体到个股，2018H1 肉制品行业共计 6 家上市公司，除双汇发展营收出现小幅下滑外，其他公司收入均实现不同程度增长，除龙大肉食归母净利润出现下滑外，其他公司归母净利润实现不同程度增长。

表 15：SW 肉制品个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
000895.SZ	双汇发展	236.21	-1.57	23.85	25.28
002840.SZ	华统股份	24.03	9.02	0.73	20.85
002515.SZ	金字火腿	2.19	14.74	0.20	12.17
002726.SZ	龙大肉食	36.23	24.74	0.87	-34.84
002330.SZ	得利斯	9.73	40.26	0.01	30.10
002695.SZ	煌上煌	10.33	36.34	1.14	42.39
	平均	53.12	20.59	4.47	15.99

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2018H1 肉制品行业整体法计算的平均毛利率和净利率分别同增 1.62、1.23PCT，算术平均毛利率和净利率分别同降 1.54、0.71PCT，主要是因为双汇的毛利率和净利率增长带动了行业整体水平，但是行业内小体量公司大多数都面临毛利率和净利率下滑。

10、食品综合内部分化加剧

2018 上半年 SW 食品综合行业营业收入合计同比增长 12.07%，归母净利润合计同比增长 21.72%；同期 SW 食品饮料行业整体的营业收入和归母净利润合计同比增速分别为 16.44、31.87%。食品综合行业业绩增速低于食品饮料整体。去年同期食品综合行业的营业收入和归母

净利润合计同比增速分别为 36.65%、28.06%，2018H1 收入、利润增速分别比去年同期低 24.58%、6.34PCT。从历史数据来看，食品综合行业业绩波动较大，部分是源于行业内个股所属细分行业较杂、差异性较大。

图 38: 食品综合和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)

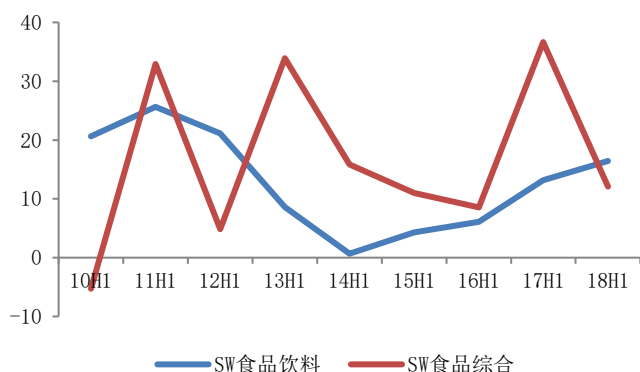
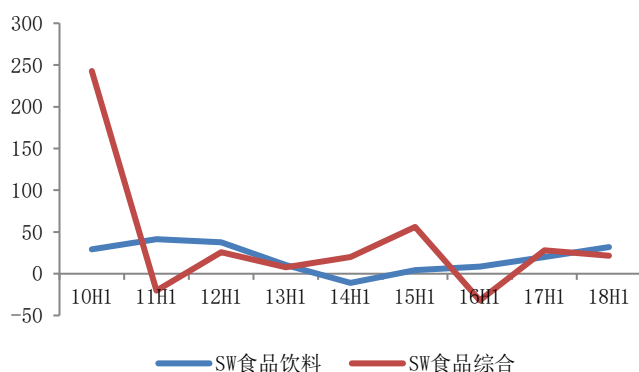


图 39: 食品综合和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

大多数个股业绩增速表现良好，但是行业内部差异性较大。2018H1 食品综合行业平均营业收入同比增速为 19.65%（算术平均），归母净利润同比增速为 40.26%（算术平均，剔除亏损个股），平均归母净利润增速主要受到元祖股份 514%的增速拉升。

表 16: SW 食品综合个股 2018H1 业绩明细

证券代码	证券简称	营业收入		归母净利润	
		规模(亿元)	同比增速(%)	规模(亿元)	同比增速(%)
002507.SZ	涪陵榨菜	10.64	34.11	3.05	77.52
300146.SZ	汤臣倍健	21.70	45.95	7.05	21.01
002557.SZ	洽洽食品	18.74	17.14	1.72	15.84
002847.SZ	盐津铺子	4.88	33.12	0.39	-5.86
002702.SZ	海欣食品	4.58	26.32	0.10	去年同期为-0.17 亿元
002481.SZ	双塔食品	11.20	37.60	0.67	54.81
002216.SZ	三全食品	30.78	8.35	0.82	12.83
603517.SH	绝味食品	20.85	12.62	3.15	32.55
002661.SZ	克明面业	12.89	26.53	1.15	70.97
603345.SH	安井食品	19.47	18.64	1.42	37.40
002820.SZ	桂发祥	2.57	1.75	0.46	-9.65
603866.SH	桃李面包	21.67	19.33	2.63	43.54
603536.SH	惠发股份	3.85	15.41	0.11	-33.28
000716.SZ	黑芝麻	13.51	44.90	0.17	-39.98
603777.SH	来伊份	19.93	11.17	0.37	-57.26
300741.SZ	华宝股份	9.58	0.44	5.26	13.84

002582.SZ	好想你	26.26	35.11	1.03	50.29
600073.SH	上海梅林	118.06	-3.04	2.91	4.39
603886.SH	元祖股份	7.17	8.56	0.21	513.76
603020.SH	爱普股份	12.36	3.56	0.54	-39.67
603043.SH	广州酒家	7.91	15.14	0.58	42.09
	平均	18.98	19.65	1.61	40.26

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

食品综合行业 2018H1 净资产收益率同比略有提升。2018H1 相较 2017H1, 行业毛利率增长 2.67PCT 至 30.82%, 销售费率和管理费率有所提高, 财务费率有所下降, 行业净利率同比增长 1.36PCT 至 8.85%。2018H1 行业的总资产周转率同比下降 9.09%, 权益乘数从 2017H1 的 1.48 下降至 1.41, 在上述因素的共同影响下, 行业总体的净资产收益率有小幅增长至 13.04% (年化), 2018H1 相比 2017H1、2017 全年分别提升 1.06、1.79PCT (年化)。

表 17: 食品综合板块杜邦分析

	2017H1	2017 年度	2018H1	2018H1 相比 Y2017 变化	2018H1 相比 2017H1 变化
毛利率	28.15%	29.04%	30.82%	1.78pct	2.67pct
销售费用率	14.72%	15.57%	15.19%	-0.38pct	0.47pct
管理费用率	4.54%	4.96%	4.86%	-0.10pct	0.32pct
财务费用率	0.35%	0.23%	-0.11%	-0.34pct	-0.46pct
净利率 (净利润/营业总收入)	7.49%	6.85%	8.85%	2.00pct	1.36pct
总资产周转率 (年化)	1.10	1.06	1.00	-5.96%	-9.09%
权益乘数	1.48	1.50	1.41	-6.29%	-4.81%
净资产收益率 (年化)	11.98%	11.25%	13.04%	1.79pct	1.06pct

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、行业运行平稳, 子行业分化

从行业运行指标来看, 2018 上半年白酒制造业整体维持稳健增长态势, 产量和收入数据均向好, 啤酒和葡萄酒国内产量疲软, 但是进口数据亮眼, 乳品有所改善, 鲜、冷藏肉和软饮料表现稳定。上半年白酒产量增速较高, 啤酒和葡萄酒国内产量继续偏于疲软, 但是两者的进口仍然有较大增长, 乳品产量和出口数据均表现良好, 鲜冷藏肉和软饮料产量稳健同增。从行业财务指标来看, 2018 上半年食品饮料制造业主营业务收入增速排序为: 酒的制造>饮料制造>食品制造, 细分子行业增速分化, 白酒、乳制品、含乳饮料和植物蛋白、碳酸饮料增速表现较好。

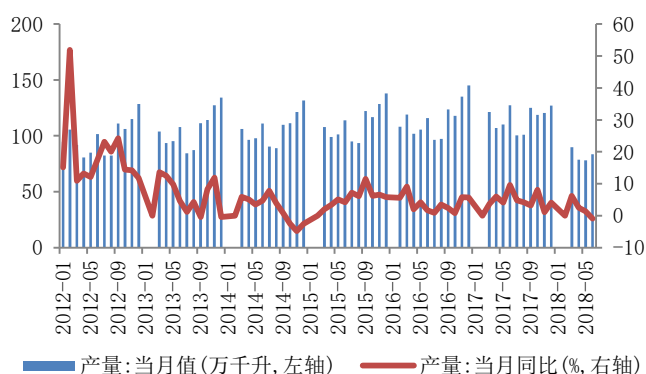
1、产量: 白酒、乳品稳健, 啤酒、葡萄酒疲软

2018 上半年, 除葡萄酒产量数据继续疲软之外, 其他几个行业产量同比均有不同程度增长, 其中乳制品、鲜冷藏肉、软饮料增速均在 8% 左右, 啤酒仅微增, 白酒稳健。2018 年 1-6

月白酒、啤酒、葡萄酒、乳制品、鲜冷藏肉、软饮料产量累计同比增速分别为 5.8、1.2、-1.4、8.1、7.8、8.3%，

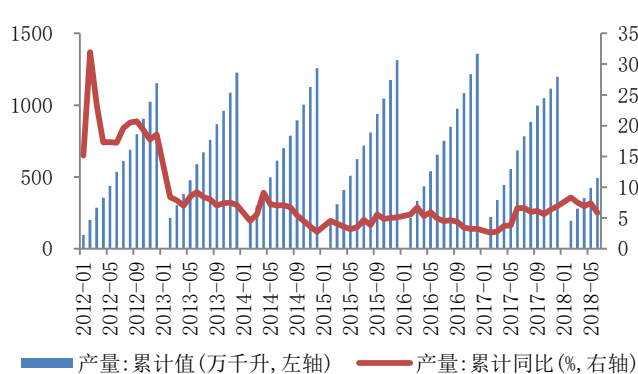
2018 上半年白酒产量相比去年同期增长仍然可观，总体复苏态势不变。2018 年 1-6 月，全国规模以上白酒企业累计完成产量 492.8 万千升，同比增长 5.8%；2018 年 6 月，全国规模以上白酒企业完成产量 83.6 万千升，同比下降 0.9%。

图 40：白酒产量当月数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

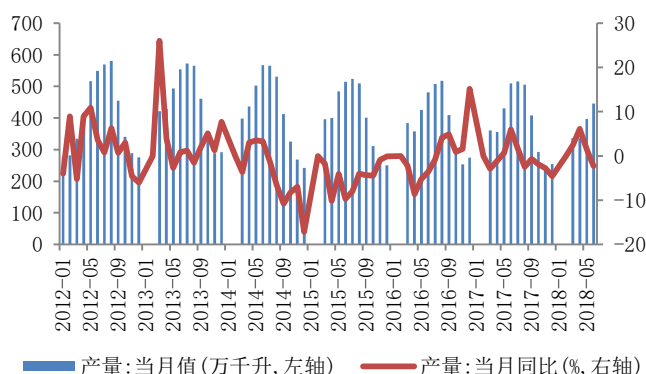
图 41：白酒产量累计数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

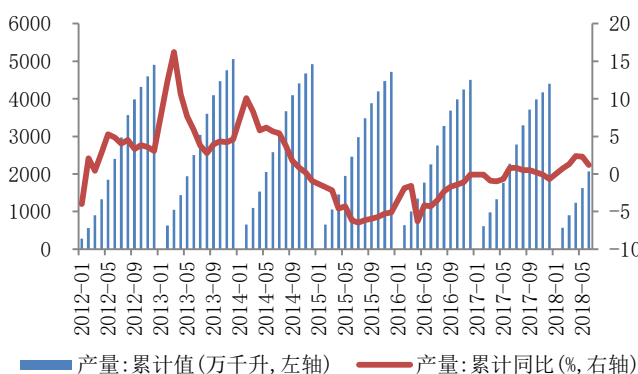
啤酒上半年产量相比去年同期仍然有小幅增长。2018 年 1-6 月，全国规模以上啤酒企业累计完成产量 2064.2 万千升，同比增长 1.2%；但是 6 月份啤酒产量一改今年以来的回暖态势，同比有所下滑，2018 年 6 月，全国规模以上啤酒企业完成产量 446.2 万千升，同比下降 2.3%；

图 42：啤酒产量当月数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 43：啤酒产量累计数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

上半年葡萄酒产量录得负增长。2018 年 1-6 月，全国规模以上葡萄酒企业累计完成产量 34.1 万千升，同比下降 1.4%；2018 年 6 月，全国规模以上葡萄酒企业完成产量 5.6 万千升，同比下降 6.7%，降幅扩大。

图 44: 葡萄酒产量当月数据

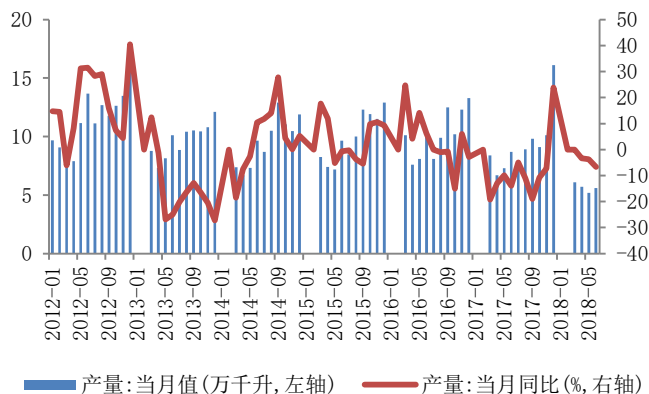
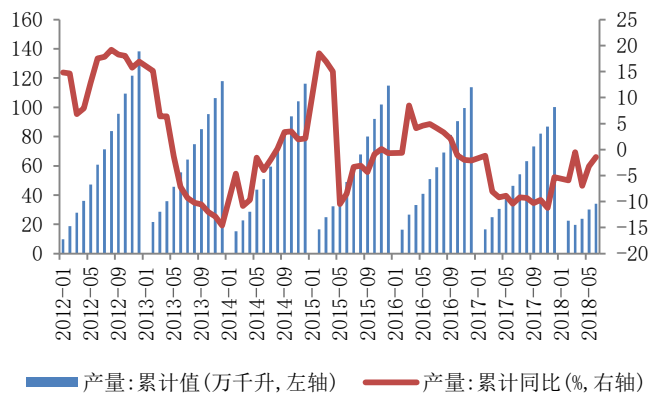


图 45: 葡萄酒产量累计数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上半年乳品产量同比增长 8%。2018 年 1-6 月，全国规模以上乳品企业累计完成产量 1328.20 万吨，同比增长 8.10%；2018 年 6 月，全国规模以上乳品企业完成产量 236.30 万吨，同比增长 4.00%。

图 46: 乳品产量当月数据

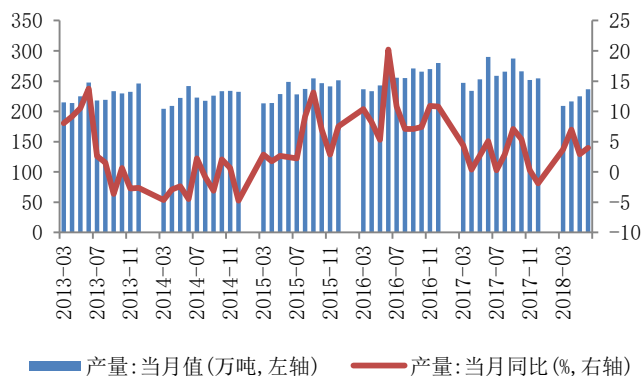
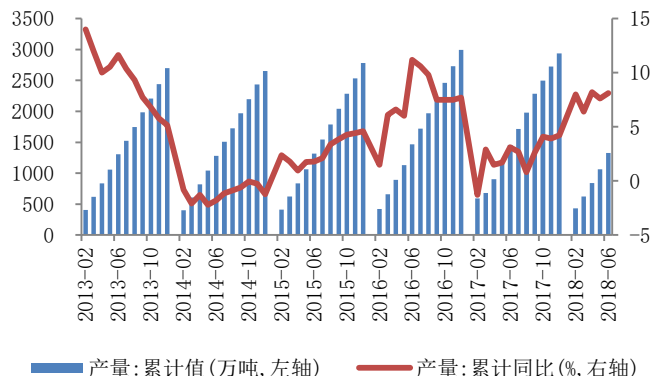


图 47: 乳品产量累计数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上半年鲜、冷藏肉产量同比增长接近8%。2018年1-6月，全国规模以上鲜、冷藏肉企业累计完成产量1585.00万吨，同比增长7.80%；2018年6月，全国规模以上鲜、冷藏肉企业完成产量271.94万吨，同比增长4.98%。

图 48：鲜、冷藏肉产量当月数据

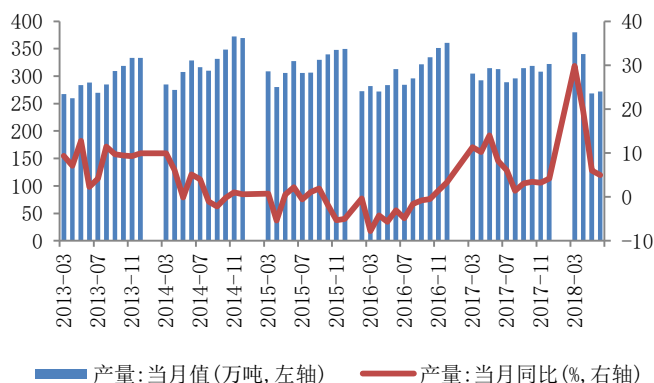
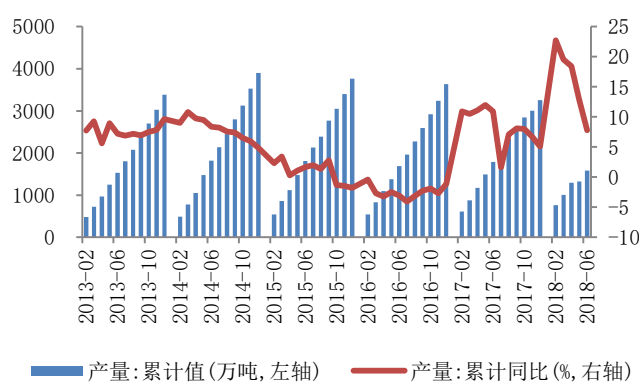


图 49：鲜、冷藏肉产量累计数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

上半年软饮料产量同增8%以上。2018年1-6月，全国规模以上软饮料企业累计完成产量8397.20万吨，同比增长8.30%；2018年6月，全国规模以上软饮料企业完成产量1747.70万吨，同比增长8.50%。

图 50：软饮料产量当月数据

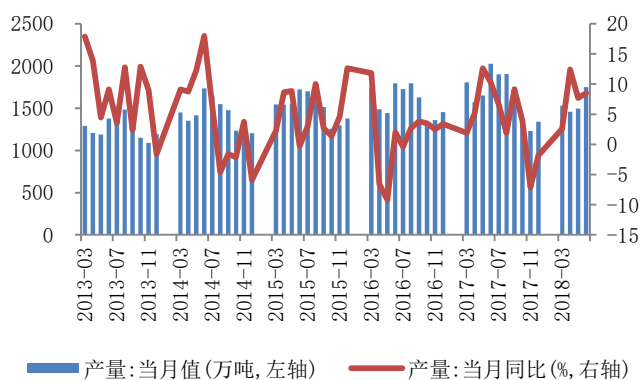
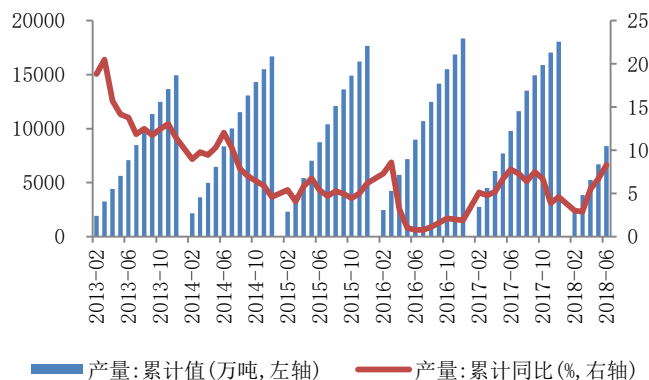


图 51：软饮料产量累计数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

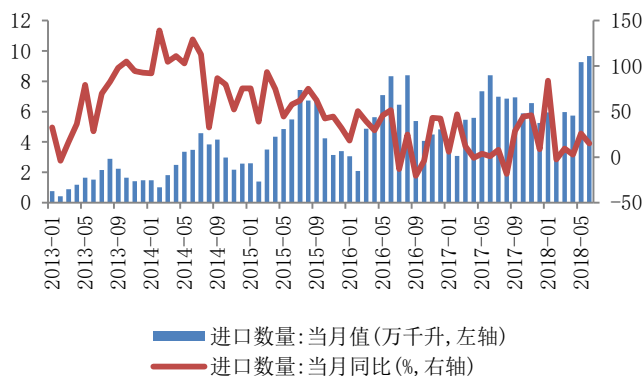
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、进出口：啤酒和葡萄酒进口增速亮眼

上半年啤酒和葡萄酒进口数据亮眼，与国内产量疲软数据形成鲜明对比，说明国内需求仍然较强，消费升级和品牌竞争或成为行业未来看点。2018 上半年啤酒和葡萄酒进口数量分别同增 19.6、9.3%，进口金额同增 26.5、25.8%，进口金额增速亮眼。同期国内啤酒、葡萄酒产量同比增速为 1.2、-1.4%，尽管国内产量增速疲软，但是进口量和进口单价仍然有较高速增长。

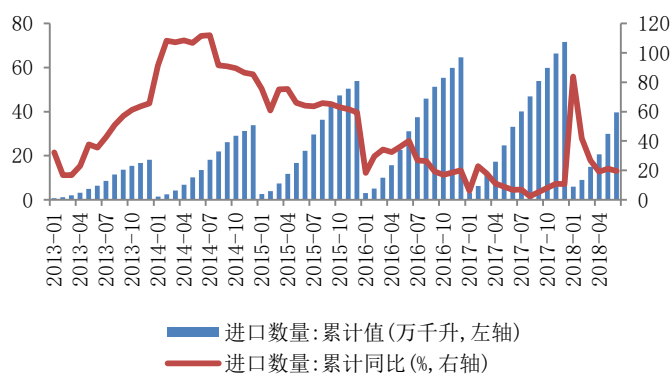
上半年啤酒进口数量和单价提升共同推动进口金额同增 26.5%。2018 年 1-6 月啤酒进口累计 39.60 万千升, 累计同比增长 19.6%, 累计进口金额 42600.1 万美元, 累计同比增长 26.5%, 进口数量和金额增速均较为可观。6 月单月啤酒进口 9.66 万千升, 同比增长 15.07%, 进口平均单价 1004.15 美元/千升, 同比增长 0.39%, 进口金额 9699.8 万美元, 同比增长 15.52%, 啤酒进口量价齐升, 但进口金额的增长主要由数量增长推动。

图 52: 啤酒进口数量当月数据



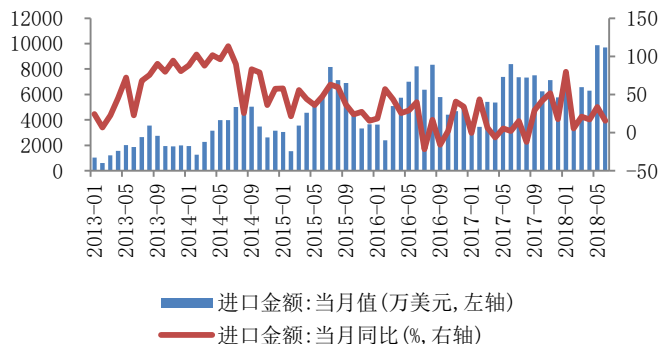
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 53: 啤酒进口数量累计数据



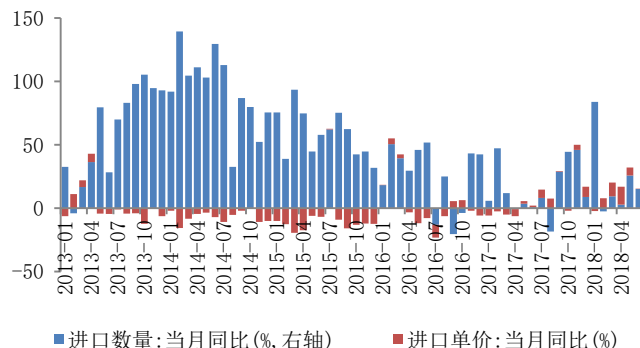
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 54: 啤酒进口金额当月数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 55: 啤酒进口数量和单价当月同比数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上半年啤酒出口数量和出口金额累计同比有所增长。2018 年 1-6 月累计出口啤酒 18.28 万千升, 累计同比增长 9.1%, 出口金额 12220.8 万美元, 累计同比增长 16.4%, 增速不及进口。6 月单月啤酒出口数量 3.31 万千升, 同比增长 10.98%, 出口平均单价 662.89 美元/千升, 同比增长 5.47%, 出口金额 2191.5 万美元, 同比增长 17.05%, 出口金额增速主要由出口数量增长推动。

图 56: 啤酒出口数量当月数据

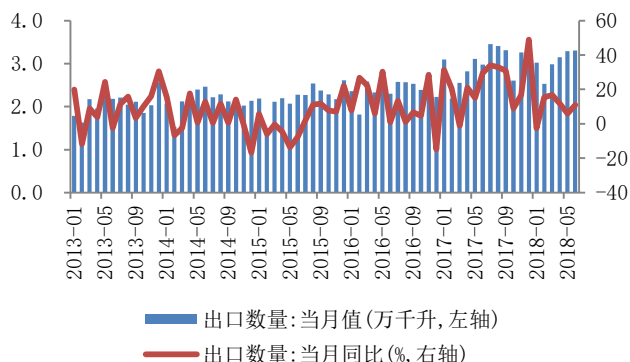
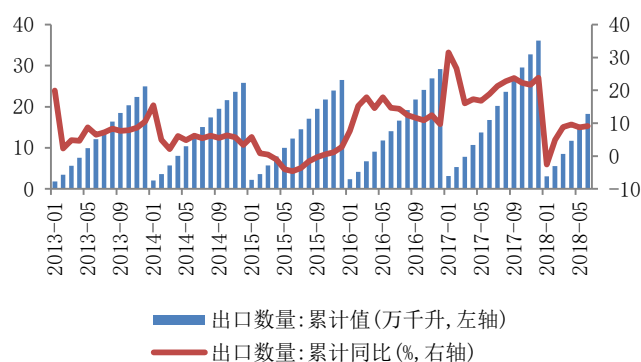


图 57: 啤酒出口数量累计数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58: 啤酒出口金额当月数据

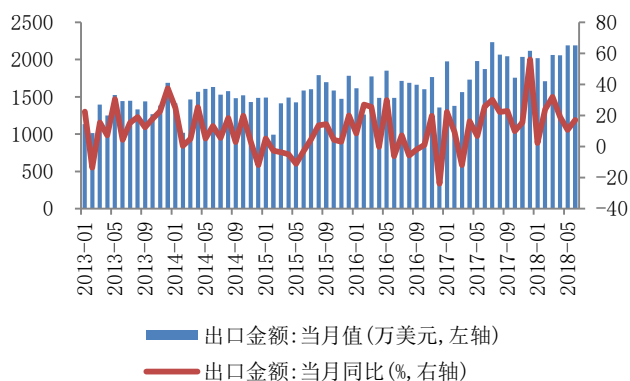
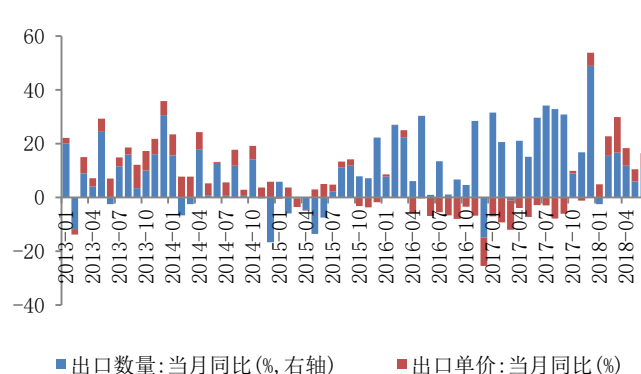


图 59: 啤酒出口数量和单价当月同比数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上半年葡萄酒进口数量和进口金额累计同比均录得正增长，进口金额增速达到 25.8%。2018 年 1-6 月累计进口葡萄酒 38.54 万千升，累计同比增长 9.3%，进口金额 198107.6 万美元，累计同比增长 25.8%，增长明显。6 月单月葡萄酒进口 5.40 万千升，同比下降 30.67%，进口平均单价 6525.41 美元/千升，同比增长 50.88%，进口金额 35266.6 万美元，同比增长 4.6%，进口单价的增长迅猛。

图 60: 葡萄酒进口数量当月数据

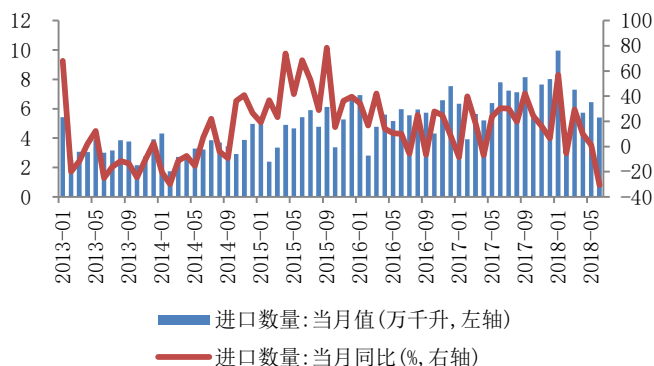
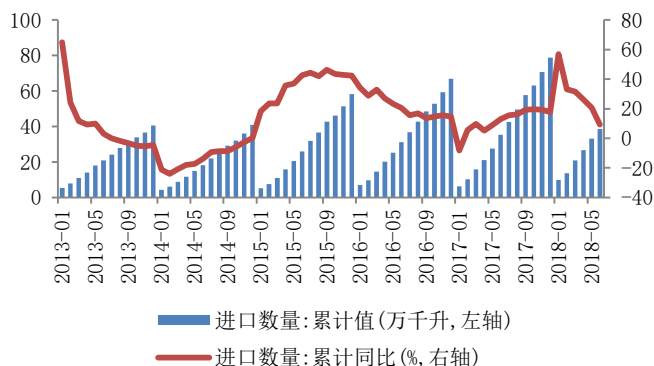


图 61: 葡萄酒进口数量累计数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 62: 葡萄酒进口金额当月数据

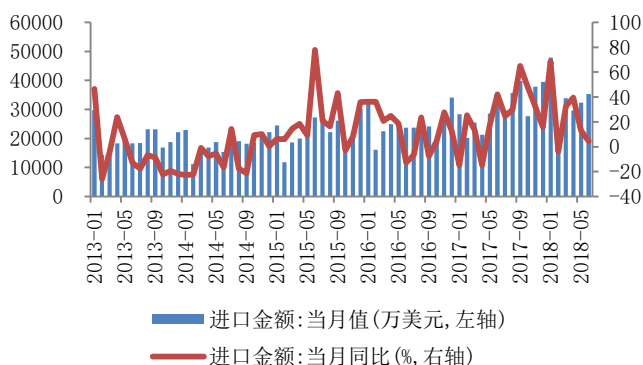
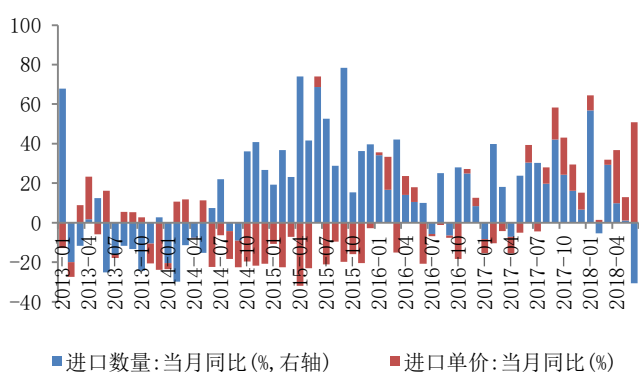


图 63: 葡萄酒进口数量和单价当月同比数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上半年乳品出口金额累计同比增长在 100% 以上，出口单价提升是主要推动因素。2018 年 1-6 月乳品累计出口 3.52 万吨，累计同比增长 29.7%，出口金额 14309.3 万美元，同比增长 118.6%，提升明显。6 月单月乳品出口 0.69 万吨，同比增长 52.39%，出口平均单价 4511.91 美元/吨，同比增长 106.56%，出口金额 3126.3 万美元，同比增长 214.77%，出口金额增长主要是由出口单价提升带动。

图 64: 乳品出口数量当月数据

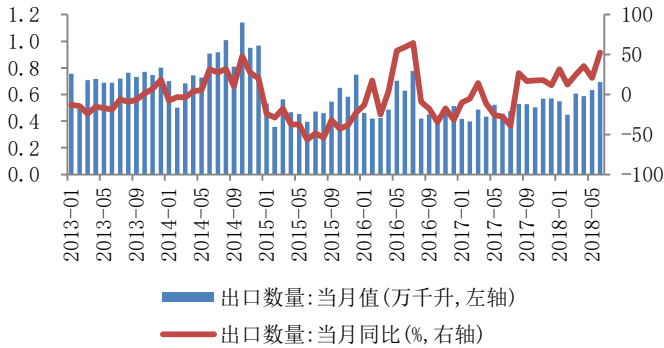
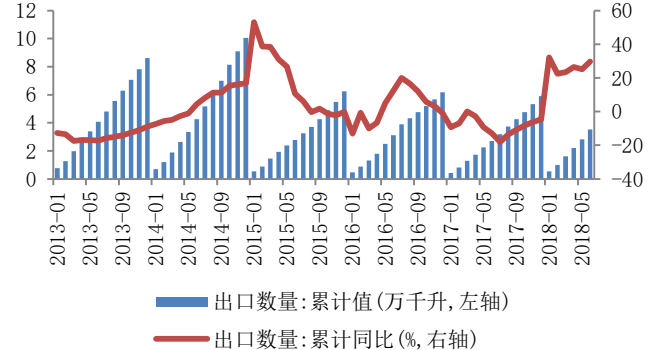


图 65: 乳品出口数量累计数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 66: 乳品出口金额当月数据

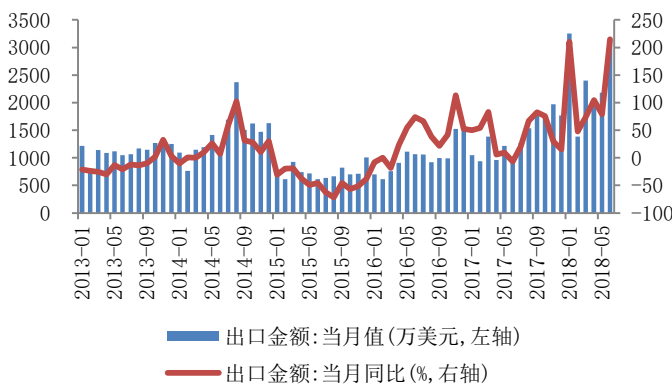
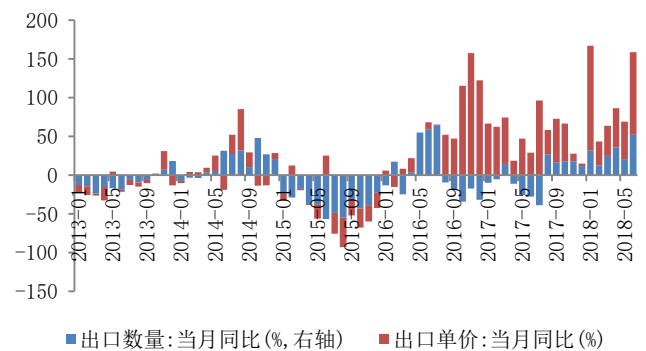


图 67: 乳品出口数量和单价当月同比数据



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、食品工业主营收入：白酒和乳品增速较高

2018 上半年食品饮料制造业主营业务收入增速排序为：酒的制造>饮料制造>食品制造，细分子行业增速仍然表现出分化。食品制造业中，乳制品制造规模较大，但是增速仍然很高；饮料制造业中，增速在 10% 以上的分别是含乳饮料和植物蛋白制造以及碳酸饮料制造；酒的制造中，白酒制造主营业务收入的增速非常亮眼，达到 16% 左右。

根据中国中轻网公布的数据，2018 年 1-6 月食品制造业主营业务收入 9673.6 亿元，同比增长 7.73%，其中：焙烤食品制造主营业务收入 1282.3 亿元，同比增长 10.18%；糖果、巧克力及蜜饯制造主营业务收入 845.48 亿元，同比增长 3.64%；方便食品制造主营业务收入 1565.96 亿元，同比增长 5.94%；乳制品制造主营业务收入 1678.68 亿元，同比增长 11.8%；罐头食品制造主营业务收入 695.24 亿元，同比增长 3.85%；调味品、发酵制品制造主营业务收入 1310.87 亿元，同比增长 7.77%；其他食品制造主营业务收入 2295.07 亿元，同比增长 7.55%。

饮料制造业主营业务收入 2692.93 亿元，同比增长 8.96%，其中：碳酸饮料制造业主营业

务收入 380.39 亿元，同比增长 11.37%；瓶（罐）装饮用水制造业主营业务收入 568.08 亿元，同比增长 8.37%；果菜汁及果菜汁饮料制造业主营业务收入 409.73 亿元，同比增长 8.5%；含乳饮料和植物蛋白饮料制造业主营业务收入 517.47 亿元，同比增长 11.64%；固体饮料制造业主营业务收入 303.88 亿元，同比增长 4.29%；茶饮料及其他软饮料制造业主营业务收入 513.37 亿元，同比增长 8.46%。

酒的制造主营业务收入 8202.59 亿元，同比增长 12.18%，其中：酒精制造主营业务收入 312.09 亿元，同比增长 7.47%；白酒制造主营业务收入 2865.24 亿元，同比增长 15.82%；啤酒制造主营业务收入 864.03 亿元，同比增长 7.5%；葡萄酒制造主营业务收入 193.07 亿元，同比增长 4.71%。

图 68：食品工业主营业务收入增速（%）

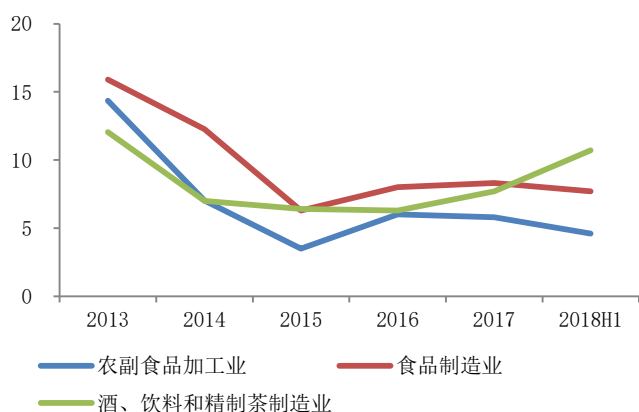
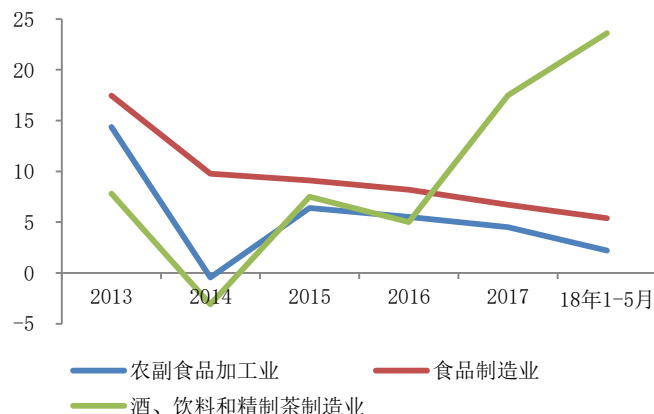


图 69：食品工业利润总额增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从食品饮料细分子行业来看，2018 上半年主营业务收入**增速最高的仍然为酒的制造，其次是饮料制造，最后是食品制造**。但是其中更细分的子行业增速仍然表现出分化。

食品制造业中，乳制品制造规模较大，但是增速仍然很高，主营业务收入同比增速达到 11.8%，增速同样在 10%以上的是烘烤食品制造，而方便食品、罐头食品、糖果、巧克力及蜜饯制造的增速较低，分别只有 5.94、3.85、3.64%。

饮料制造业中，增速在 10%以上的分别是含乳饮料和植物蛋白制造以及碳酸饮料制造，增速分别达到 11.63%和 11.37%，固体饮料制造的收入增速最低，只有不到 5%，其他几个子行业瓶（罐）装饮用水、果菜汁及果菜汁饮料、茶饮料及其他软饮料制造的增速大概都在 8%左右。

酒的制造中，白酒制造主营业务收入的增速非常亮眼，总体规模占比也较高。2018 年 1-6 月白酒、啤酒、葡萄酒制造主营业务收入分别为 2865.24、864.03、193.07 亿元，同比增速分别为 15.82、7.5、4.71%，而 2017 年全年白酒、啤酒、葡萄酒制造主营业务收入分别为 5654.42、1766.50、421.40 亿元，同比增速分别为 14.42、2.30、-9.00%。白酒继续良好复苏态势、行业向好趋势不变，啤酒继续小幅回暖，葡萄酒增速由负转正。

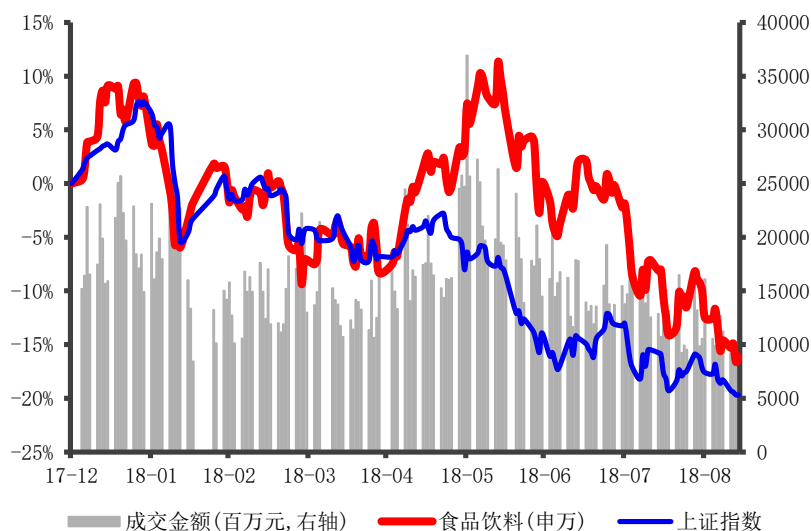
三、市场表现与基本面相背离

近期板块市场表现较弱，与半年报向好的业绩相背离，板块估值水平下挫较多。SW 食品饮料指数上半年表现虽然不及去年，但是相对大盘来说仍然稳健，但是下半年形势有所变化，6月中旬截至目前，指数下挫较多。2018上半年食品饮料板块业绩增速仍然稳健，板块市场表现的赢弱主要是估值下挫导致的，年初至今板块绝对估值和相对估值均有所下调。二季度机构重仓较一季度有所回升，但是三季度料有所下降。

1、6月中旬以来板块表现弱于大盘

SW 食品饮料指数上半年表现虽然不及去年，但是相对大盘来说仍然稳健，但是下半年形势有所变化，6月中旬截至目前，指数下挫较多。从 SW 食品饮料指数今年以来的表现来看，1月份总体延续去年上涨态势，主要是因为春节前后是行业重要的旺季时点，对板块表现有较强支撑，1月23日左右指数达到高点（1月23日收盘价：12610.35）后经历了较大程度的回调，我们认为与累积涨幅、短期估值、市场风格与热点变化等整体性因素关系更大，之后在4月底、5月初市场不确定因素增多、食品饮料行业相对稳定的背景下，比如受贸易战影响小、业绩持续增长有保障、阶段性热点比如天气炎热、世界杯等长短期利好因素叠加，5月之后行业的市场表现回暖，在6月12日左右再次达到年内新高，6月12日指数收盘价为12833.51，之后板块再次下挫，6月中旬以来板块的表现弱于大盘，目前 SW 食品饮料指数已经创下年内新低。

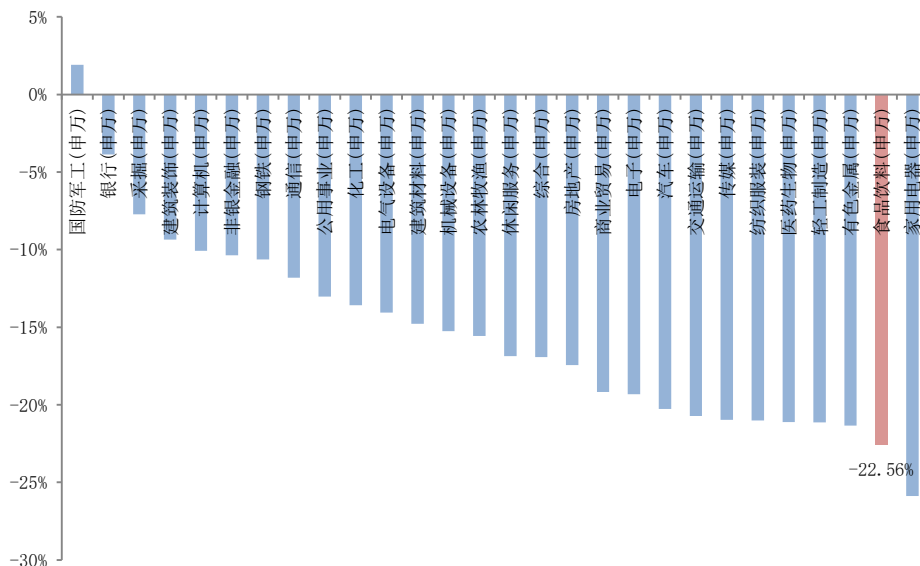
图 70：SW 食品饮料相对上证指数表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

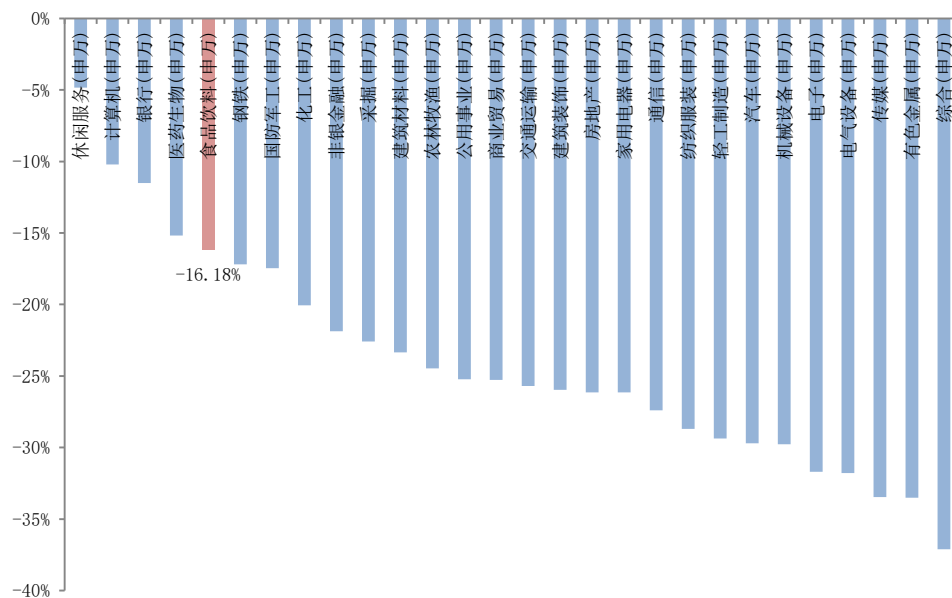
6月中旬以来食品饮料板块市场表现明显弱于大盘，但是全年跌幅仍然小于大多数其他行业。2018年6月15日截至目前，食品饮料累计跌幅为22.56%，在28个申万一级行业中跌幅排名第2。年初以来28个申万一级行业全线收跌，食品饮料在28个申万一级行业中跌幅排名倒数第5，累计跌幅为16.18%。

图 71：申万一级行业 6 月中旬以来涨跌幅（2018/6/15-9/13）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

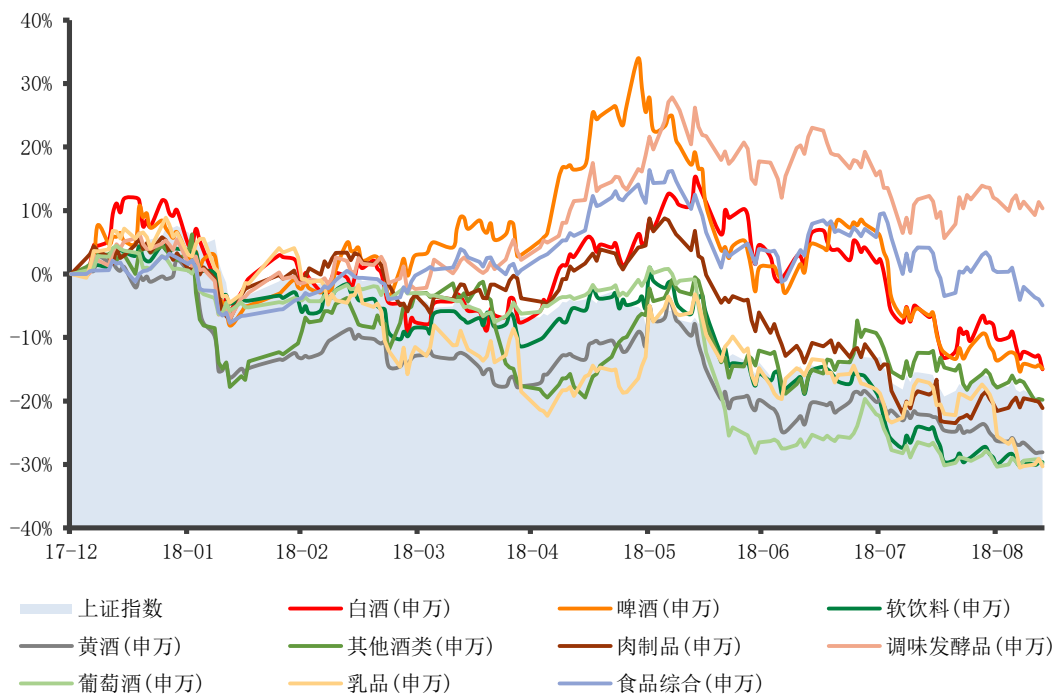
图 72：申万一级行业年初以来涨跌幅（2018/1/1-9/13）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

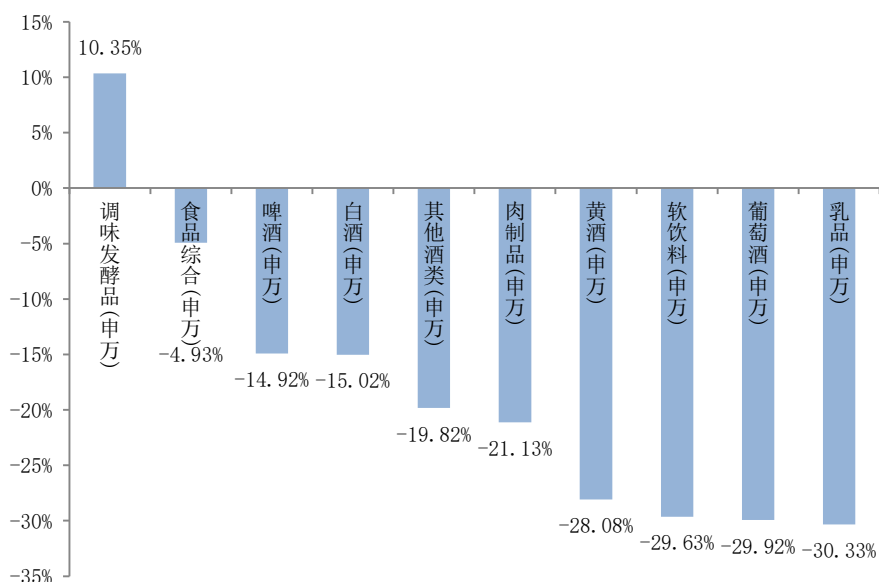
从子板块来看，2018 年截至 9 月 13 日仅调味发酵品收涨，涨幅为 10.35%，其他行业均由不同程度的下跌，其中食品综合跌幅较小（-4.93%），跌幅居前的行业分别是乳品（-30.33%）、葡萄酒（-29.92%）、软饮料（-29.63%）。

图 73：食品饮料各三级子行业 2018 年初以来涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 74：食品饮料各三级子行业 2018 年截至 9 月 13 日涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2、估值回调而非基本面因素导致下跌

今年以来食品饮料板块绝对估值有较大幅度下降。截至2018年9月13日，SW食品饮料行业市盈率为24.84倍（TTM整体法，剔除负值），与年初相比下降10.79个单位，与6月中旬相比下降8.17个单位。2005年以来SW食品饮料的历史平均市盈率水平分别为33.96倍，目前行业的市盈率水平平均低于2005年以来的平均水平较多。

6月中旬以来食品饮料板块相对市场估值亦有下降。SW食品饮料股相对全部A股溢价率为85.64%，与年初相比下降8.13PCT，与6月中旬相比下降21.47PCT，相对非银行A股溢价率为40.38%，与年初相比上升4.26PCT，与6月中旬相比下降10.93PCT。2005年以来SW食品饮料相对全部A股、相对非银行A股的历史平均溢价率分别为73.69%、36.30%，目前SW食品饮料的溢价率仍然高于2005年以来的平均水平。

图 75：食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价

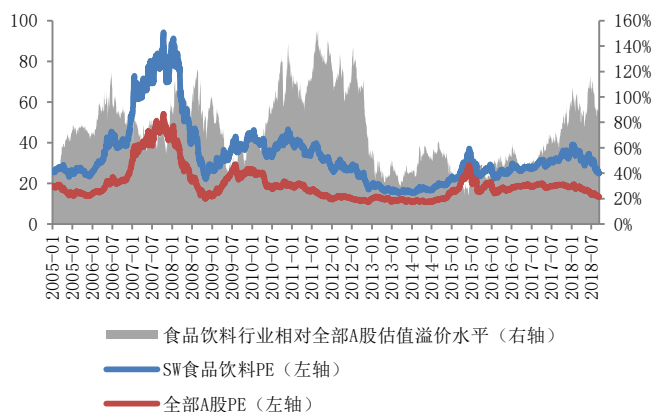
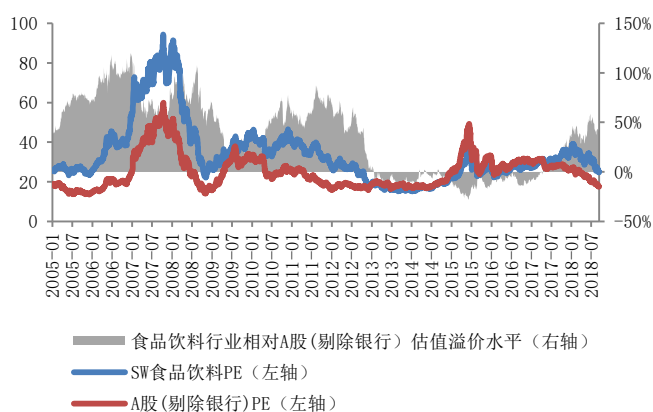


图 76：食品饮料板块估值及相对 A 股（剔除银行）溢价



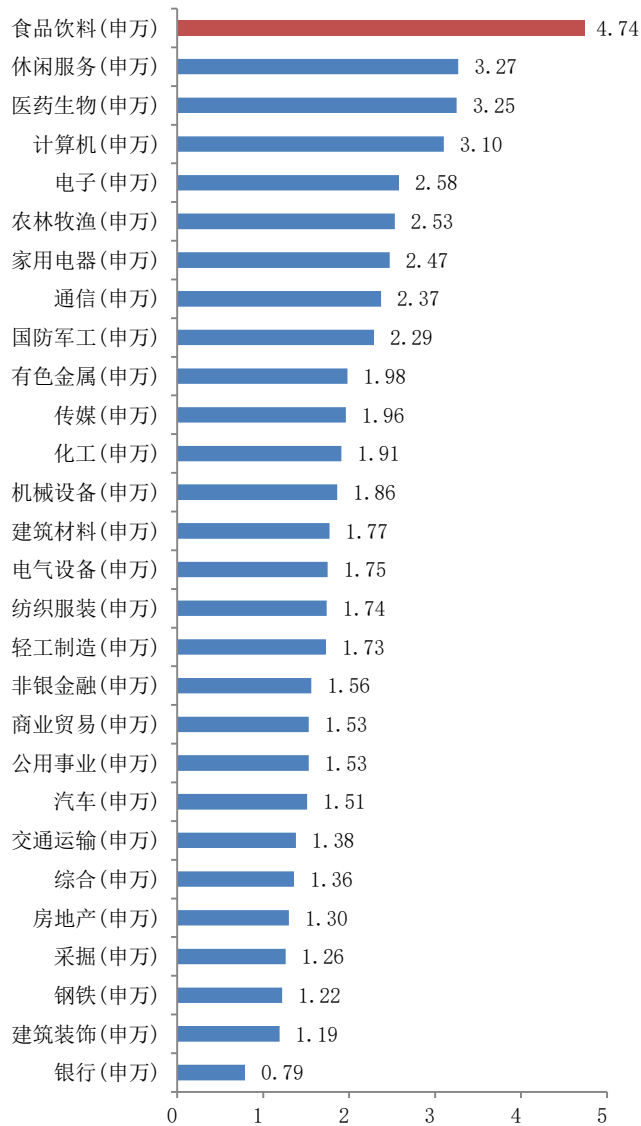
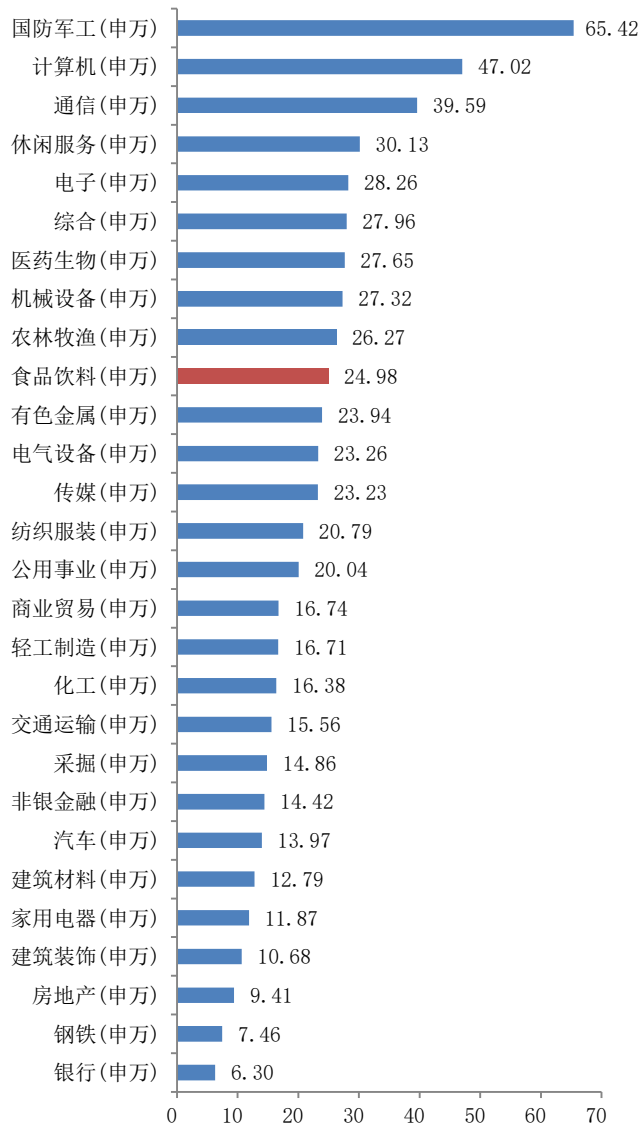
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

截至2018年9月13日，SW食品饮料的市盈率（TTM）为24.98倍，在28个申万一级行业中排名第9，其中市盈率最高的为国防军工（65.42倍），市盈率最低的为银行（6.30倍）；SW食品饮料的市净率（LF）为4.74倍，在28个申万一级行业中排名第1，市盈率最低的为银行（0.79倍）。

图 77: 申万一级行业 PE (TTM), 截至交易日: 2018/9/13

图 78: 申万一级行业 PB (LF), 截至交易日: 2018/9/13



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018 年以来食品饮料行业经历较大程度估值调整, 调整之后估值水平趋近合理, 加之食品饮料板块的业绩稳健, 增长态势良好, 长期来看仍然值得配置。

从下图的比较来看, 2017 年食品饮料板块经历了业绩和估值的双重增长, 因此涨幅表现居申万行业板块第一, 不乏优秀龙头公司实现戴维斯双击。反观 2018 年以来食品饮料板块的市场表现, 行业净利润增速仍然稳健, 市场表现的羸弱主要是估值下挫导致的, 除调味品勉强维持上涨以外, 其他子行业全部收跌, 而所有子行业的估值水平较年初都有明显下挫, 其中白酒、啤酒下挫幅度较大, 而白酒上半年的业绩其实十分亮眼。

图 79：2017 年度食品饮料涨跌幅原因拆解 (%)

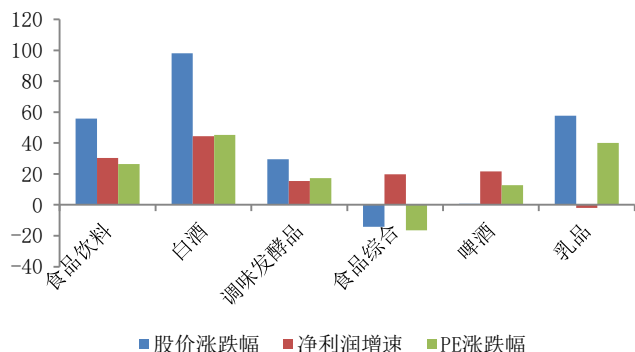
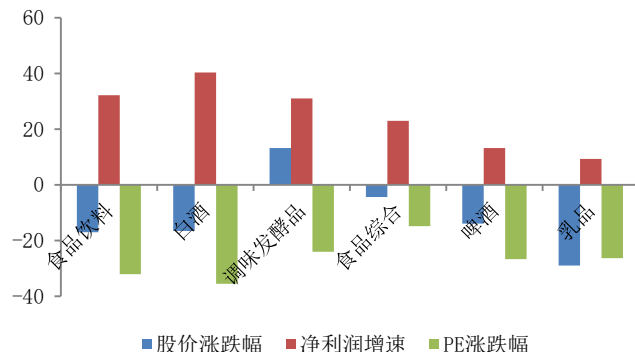


图 80：2018 年截至 9 月 13 日食品饮料涨跌幅原因拆解 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

长期来看，PE 估值水平的走势与净利润增长的态势总体符合，因此本轮业绩态势依然良好的情况下，估值的回调有利于增强板块的投资价值。简单来看，2013 年以来食品饮料的估值趋向缓慢上升，上升速度低于板块的业绩增长速度，在 2018 年板块业绩继续增长，估值已经有所回调的情况下，板块的 PEG 可能会小于 1，整体来看投资价值有所凸现。

图 81：食品饮料板块估值和业绩增长关系



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3、二季度机构重仓较一季度回升

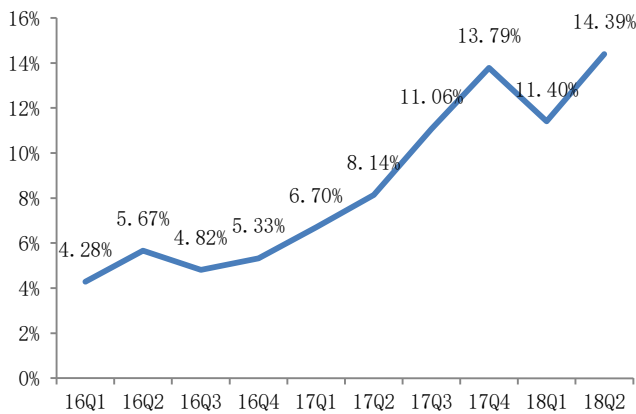
从 2018 年二季度公募基金重仓情况来看，食品饮料板块重仓持股市值占比¹从一季度的 11.40% 回升至 14.39%，环比提升 2.99 个百分点。一季度经历较大程度的持仓回调之后，二季度在市场不确定因素增多、板块业绩持续稳健的多重因素影响下，食品饮料的持股比例强劲回升，并且超过了 2017 年四季度高点 0.61 个百分点。

¹ 食品饮料板块重仓持股市值占比=所有公募基金前十大重仓股中食品饮料股的持股市值加总/所有公募基金前十大重仓股持股市值加总。

在 28 个申万一级行业中，食品饮料板块重仓持股市值占比继续稳居第一。

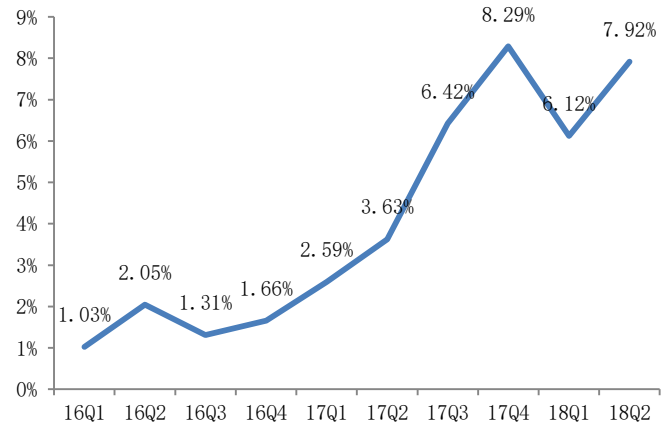
2018 年二季度，食品饮料板块超配比例²为 7.92%，相比 18 年一季度的 6.12% 环比上升 1.80 个百分点，但仍然微低于 17 年四季度 8.29% 的超配高点 0.37 个百分点。食品饮料板块的超配比例已经从 2016 年一季度的 1.03% 提升到 2018 年二季度的 7.92%，充分体现出熊市中资金抱团取暖、偏好业绩稳健板块的特点。

图 82：食品饮料板块重仓持股市值占比历史变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 83：食品饮料板块超配比例历史变化



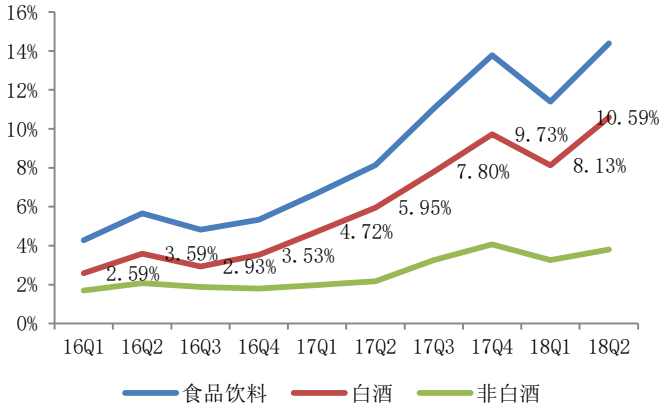
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2018 年二季度白酒板块的重仓持股市值占比达到 10.59%，环比提升 2.45 个百分点，比 17 年四季度高点还要高出 0.86 个百分点。白酒行业复苏态势明朗，板块上市公司业绩确定性较强，且具有持续成长能力，因此受到资金追捧程度较高，前期估值偏高的疑虑被业绩的稳健增长所消化，投资价值重新显现。

2018 年二季度，白酒板块的超配比例达到 6.21%，环比提升 1.53 个百分点，比 17 年四季度的高点还高出 0.14 个百分点。白酒是食品饮料行业里业绩确定性最强、盈利能力最为突出的子板块，食品饮料板块的超配主要由白酒子行业所主导。

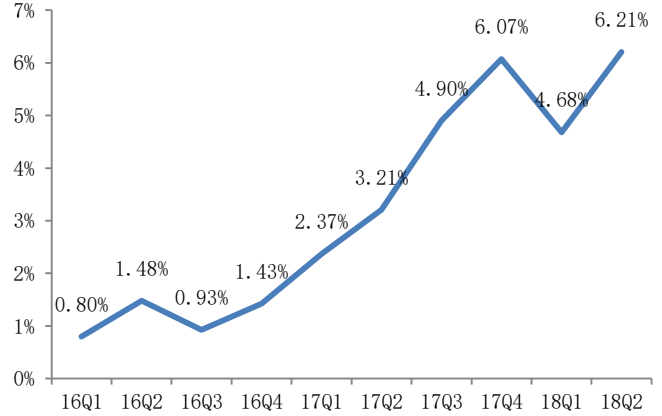
2 食品饮料板块超配比例=食品饮料板块重仓持股市值占比-全市场食品饮料股流通市值占比。

图 84：白酒和非白酒的重仓持股市值占比历史变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 85：白酒板块超配比例历史变化

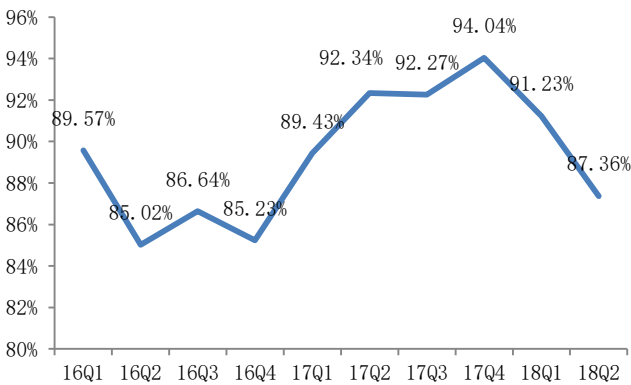


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从基金持股市值占比排名来看，二季度前十名重仓股占全部食品饮料重仓股持股市值的 87.36%，环比下降 3.87 个百分点，集中度连续两个季度有所下降，但绝对值仍然较高。2018 年二季度，共有 49 只食品饮料个股被列入公募基金重仓股，而前十个股的持股比重达到了 87.36%，虽然较上季都有所下降，但是集中度还是相当的高。集中度绝对值较高说明食品饮料板块内部二八分化明显，龙头受到资金广泛追捧，而基本面较差的个股则无人问津；集中度近两个季度有所下降可能是受到板块整体业绩提升的影响，更多优质个股价值凸现，进入基金重仓范畴之中，分散了前期估值较高的龙头持仓。

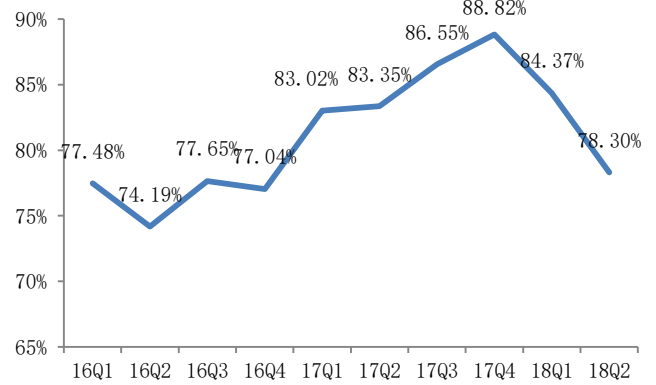
从持有基金数排名来看，二季度前十名重仓股占全部食品饮料重仓股持有基金数的 78.30%，环比下降 6.06 个百分点，变化趋势与按照基金持股市值占比计算的集中类似。

图 86：前十名重仓股持有市值占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 87：前十名重仓股持有基金数占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、投资建议

在基本面没有恶化的前提下，板块上市公司中报数据总体向好，加之行业即将迎来中秋、国庆消费旺季，我们认为板块行情仍然存在支撑、不乏投资机会。

从基本面的角度，在食品饮料各子行业板块中，我们较为看好饮料制造子板块中白酒的持续性发展趋势，以及食品加工子板块中食品综合相关品类的成长性机会。

在个股把握上，我们建议投资者把握核心子板块中优质蓝筹品种的价值，适当关注估值回调后带来的优质高成长个股的价值性机会。

考虑到中秋国庆旺季即将来临，较为推荐白酒一线品种，贵州茅台、五粮液、洋河股份，同时建议关注食品加工行业细分成长股，克明面业等品种。此外可以适当关注前期板块整体调整下回调较多的品种受到提振的可能性。

五、风险提示

行业需求变弱、宏观及政策风险、食品安全风险等。

插图目录

图 1: 2018H1 食品饮料及各子行业营业收入增速 (整体法, %)	2
图 2: 2018H1 食品饮料及各子行业归母净利润增速 (整体法, %)	2
图 3: SW 食品饮料和 A 股历史半年报营业收入增速 (%)	3
图 4: SW 食品饮料和 A 股历史半年报归母净利润增速 (%)	3
图 5: SW 食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	3
图 6: SW 食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	3
图 7: 重点行业净利率水平 (%)	5
图 8: 重点行业总资产周转率水平 (年化, %)	5
图 9: 重点行业权益乘数水平	5
图 10: 重点行业净资产收益率水平 (年化, %)	5
图 11: 白酒和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	6
图 12: 白酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	6
图 13: SW 白酒历史半年报营业收入增速 (%)	6
图 14: SW 食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	6
图 15: 不同档次白酒上市公司收入平均增速 (%)	7
图 16: 啤酒和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	9
图 17: 啤酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	9
图 18: 啤酒行业在建工程和业绩增速 (%)	11
图 19: 葡萄酒和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	11
图 20: 葡萄酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	11
图 21: SW 葡萄酒行业历史盈利和亏损家数	12
图 22: 葡萄酒历史毛利率和净利率 (%)	13
图 23: 葡萄酒历史三费率 (%)	13
图 24: 黄酒和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	13
图 25: 黄酒和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	13
图 26: 软饮料和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	14
图 27: 软饮料和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	14
图 28: SW 软饮料行业历史盈利和亏损家数	15
图 29: 乳品和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	16
图 30: 乳品和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	16
图 31: SW 乳品行业历史盈利和亏损家数	16
图 32: 调味发酵品和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	18
图 33: 调味发酵品和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	18
图 34: 肉制品和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	19
图 35: 肉制品和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	19
图 36: SW 肉制品历史半年报营业收入增速 (%)	20
图 37: SW 肉制品历史半年报归母净利润增速 (%)	20
图 38: 食品综合和食品饮料历史半年报营业收入增速 (%)	21

图 39: 食品综合和食品饮料历史半年报归母净利润增速 (%)	21
图 40: 白酒产量当月数据	23
图 41: 白酒产量累计数据	23
图 42: 啤酒产量当月数据	23
图 43: 啤酒产量累计数据	23
图 44: 葡萄酒产量当月数据	24
图 45: 葡萄酒产量累计数据	24
图 46: 乳品产量当月数据	24
图 47: 乳品产量累计数据	24
图 48: 鲜、冷藏肉产量当月数据	25
图 49: 鲜、冷藏肉产量累计数据	25
图 50: 软饮料产量当月数据	25
图 51: 软饮料产量累计数据	25
图 52: 啤酒进口数量当月数据	26
图 53: 啤酒进口数量累计数据	26
图 54: 啤酒进口金额当月数据	26
图 55: 啤酒进口数量和单价当月同比数据	26
图 56: 啤酒出口数量当月数据	27
图 57: 啤酒出口数量累计数据	27
图 58: 啤酒出口金额当月数据	27
图 59: 啤酒出口数量和单价当月同比数据	27
图 60: 葡萄酒进口数量当月数据	28
图 61: 葡萄酒进口数量累计数据	28
图 62: 葡萄酒进口金额当月数据	28
图 63: 葡萄酒进口数量和单价当月同比数据	28
图 64: 乳品出口数量当月数据	29
图 65: 乳品出口数量累计数据	29
图 66: 乳品出口金额当月数据	29
图 67: 乳品出口数量和单价当月同比数据	29
图 68: 食品工业主营业务收入增速 (%)	30
图 69: 食品工业利润总额增速 (%)	30
图 70: SW 食品饮料相对上证指数表现图	31
图 71: 申万一级行业 6 月中旬以来涨跌幅 (2018/6/15-9/13)	32
图 72: 申万一级行业年初以来涨跌幅 (2018/1/1-9/13)	32
图 73: 食品饮料各三级子行业 2018 年初以来涨跌幅	33
图 74: 食品饮料各三级子行业 2018 年截至 9 月 13 日涨幅	33
图 75: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价	34
图 76: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	34
图 77: 申万一级行业 PE (TTM), 截至交易日: 2018/9/13	35
图 78: 申万一级行业 PB (LF), 截至交易日: 2018/9/13	35
图 79: 2017 年度食品饮料涨跌幅原因拆解 (%)	36

图 80: 2018 年截至 9 月 13 日食品饮料涨跌幅原因拆解 (%)	36
图 81: 食品饮料板块估值和业绩增长关系	36
图 82: 食品饮料板块重仓持股市值占比历史变化	37
图 83: 食品饮料板块超配比例历史变化	37
图 84: 白酒和非白酒的重仓持股市值占比历史变化	38
图 85: 白酒板块超配比例历史变化	38
图 86: 前十名重仓股持有市值占比	38
图 87: 前十名重仓股持有基金数占比	38

表格目录

表 1: SW 食品饮料历史半年报归母净利润增速明细	4
表 2: 食品饮料板块杜邦分析	4
表 3: SW 白酒行业历史半年报归母净利润增速明细	7
表 4: SW 白酒个股 2018H1 业绩明细	8
表 5: 白酒板块杜邦分析	9
表 6: SW 啤酒个股 2018H1 业绩明细	10
表 7: 啤酒板块杜邦分析	10
表 8: SW 啤酒个股 2018H1 业绩明细	12
表 9: SW 黄酒个股 2018H1 业绩明细	14
表 10: SW 软饮料个股 2018H1 业绩明细	15
表 11: SW 乳品个股 2018H1 业绩明细	17
表 12: 乳品板块杜邦分析	17
表 13: SW 调味品个股 2018H1 业绩明细	18
表 14: 调味发酵品板块杜邦分析	19
表 15: SW 肉制品个股 2018H1 业绩明细	20
表 16: SW 食品综合个股 2018H1 业绩明细	21
表 17: 食品综合板块杜邦分析	22

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业、社会服务行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事消费类行业研究工作。清华大学硕士。

朱艺泓，食品饮料行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn