

白酒景气不改，大众品稳健成长

食品饮料行业 2018 年中报总结

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

▶ 二季度市场表现较弱，食品饮料业绩表现仍然优秀

二季度以来消费品板块行业跌幅明显，但是从2018年1-8月行业涨跌幅排行榜来看，食品饮料板块涨跌幅位列第五，调味发酵品在2018年1-8月实现了正增长，跌幅较多的是葡萄酒（-30.36%）、软饮料（-29.99%）等，白酒板块和啤酒板块的跌幅分别为（-10.28%）和（-13.65%）。截至2018年8月底，食品饮料板块的估值为27倍，而年初食品饮料的估值水平为37倍，估值回落的过程中，食品饮料板块的业绩表现依然十分良好。

▶ 白酒板块：收入利润加速向好，行业成长性较好

2018Q2淡季不淡化，业绩加速成长，2018H1白酒行业上市公司营业收入增长31.47%，归母净利润增长40.36%。白酒企业的议价能力和定价权较强，在居民消费能力提升的背景下，白酒企业对不同产品提价来理顺价格产品线，并且向上开发产品线来提高产品结构。2018Q2白酒板块的毛利率同比提高了2.0pct，2018H1白酒板块的毛利率同比提高了2.1pct。2018年二季度末白酒行业的预收账款为250.06亿元，相较2017年二季度末同比下降60.56亿元，其中高端白酒的预收账款回落现象最为明显，主要是由于打款政策的变化影响，真实需求并未受到影响，未来将减少占用经销商资金，预收账款下行将属于正常状态。

▶ 乳制品板块：需求回暖下市场竞争激烈，费用投放较多

乳制品行业终端需求持续回暖，从尼尔森终端销售数据中可以看出，液体奶、常温酸奶、奶粉等品类均保持较高的增速。全国性乳企（如伊利和蒙牛）收入增速加快，依托强大的渠道下沉能力和产品创新力收入增速高于地区性乳企，地区性乳企（如科迪、燕塘）受到低温酸奶对外持续扩张的运输半径的影响导致收入增速放缓，低温酸奶市场竞争激烈，而全国性乳企的常温酸奶市场占有率提升，收割市场份额。二季度各大乳企加大了对市场的费用投放力度，2018Q2乳制品行业的销售费用率同比提高2.2pct，环比提高3.4pct。

▶ 啤酒板块：边际利润率提高

我国啤酒行业经历过2014-2017年的产量下滑后，目前行业步入成熟期，2018年上半年产量增速转正，在世界杯赛事的带动下，2018年上半年啤酒企业销量提升，产品销售结构得到改善，酒企的中高端产品线增速较快，产品结构的提升拉动了啤酒的吨酒价格和毛利率水平。

▶ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争格局改变、大众消费能力不及预期

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

王映雪 研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《白酒旺季动销良好，大众食品 8 月电商数据增速较快》
- 2、《中报顺利收官二季度成长性良好》
《食品饮料》
- 3、《中秋旺季茅台加大放量措施，稳定市场价格》
《食品饮料》

正文目录

1.	二季度市场表现较弱，食品饮料业绩表现仍然优秀.....	4
1.1.	二季度股价回落明显，涨幅排名第五.....	4
1.2.	业绩表现不淡，估值回落凸出性价比.....	5
2.	白酒板块：收入利润加速向好，行业成长性较好.....	5
2.1.	2018Q2 淡季不淡化，业绩加速成长.....	5
2.2.	产品结构持续升级背后是消费能力的提升，毛利率具备持续提升空间.....	8
2.3.	打款周期改变下预收账款回落.....	11
3.	乳制品板块：需求回暖下市场竞争激烈，费用投放较多.....	12
3.1.	终端需求持续回暖，收入增速显著.....	12
3.2.	二季度乳制品企业竞争加剧，为赢得市占率费用投放高.....	13
4.	啤酒板块：边际利润率提高.....	14
4.1.	啤酒行业步入成熟期，收入端实现正增长.....	14
4.2.	产品结构升级显著，盈利能力提高.....	15
5.	调味品板块：需求刚性业绩稳增.....	17
6.	投资建议.....	20
7.	风险提示.....	20

图表目录

图表 1:	2018 年 1-8 月行业涨跌幅排行榜.....	4
图表 2:	2018 年 1-8 月食品饮料细分板块的涨跌幅排行.....	4
图表 3:	食品饮料行业的 PE (TTM) 估值变化.....	5
图表 4:	白酒板块的 PE (TTM) 估值变化.....	5
图表 5:	调味发酵品板块的 PE (TTM) 估值变化.....	5
图表 6:	乳制品板块的 PE (TTM) 估值变化.....	5
图表 7:	白酒行业收入及增速.....	6
图表 8:	分季度白酒行业收入与增速.....	6
图表 9:	白酒行业利润及增速.....	6
图表 10:	分季度白酒行业利润与增速.....	6
图表 11:	2018H1 和 2018Q2 白酒的收入与利润增速.....	7
图表 12:	不同品牌的收入增速.....	7
图表 13:	不同品牌的利润增速.....	7
图表 14:	白酒行业的毛利率水平.....	8
图表 15:	白酒行业的费用率水平.....	8
图表 16:	白酒行业分季度的毛利率水平.....	9
图表 17:	高端白酒的销售费用率和管理费用率 (%).....	9
图表 18:	次高端白酒的销售费用率和管理费用率 (%).....	9
图表 19:	区域次高端白酒的费用率 (%).....	9
图表 20:	2018 上半年白酒行业的毛利率和净利率的变化情况.....	9
图表 21:	白酒行业销售费用率情况.....	10
图表 22:	白酒行业管理费用率情况.....	10
图表 23:	白酒行业的预收账款 (亿元).....	11
图表 24:	上半年乳制品行业收入 (亿元) 和增速.....	12
图表 25:	分季度乳制品行业收入 (亿元) 和增速.....	12
图表 26:	上半年乳制品归母净利润 (亿元) 和增速.....	13
图表 27:	分季度乳制品归母净利润 (亿元) 和增速.....	13

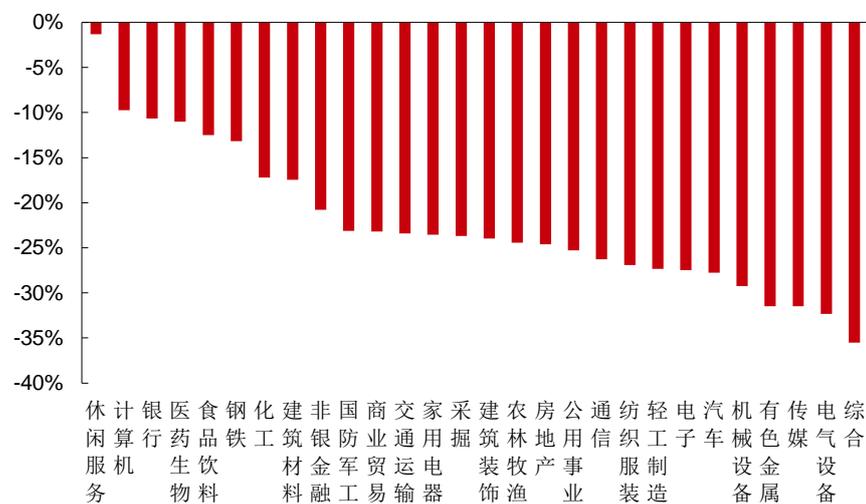
图表 28: 2018Q2 和 2018H1 的收入和利润 (亿元) 及增速	13
图表 29: 分季度乳制品行业销售费用率	13
图表 30: 上半年乳制品行业销售费用率	13
图表 31: 分季度乳制品行业毛利率	14
图表 32: 上半年乳制品行业毛利率	14
图表 33: 2018 上半年乳制品行业的毛利率和销售费用率变化情况	14
图表 34: 分季度啤酒行业收入 (亿元) 及增速	15
图表 35: 上半年啤酒行业收入 (亿元) 及增速	15
图表 36: 2018Q2 和 2018H1 的收入和利润 (亿元) 及增速	15
图表 37: 啤酒行业分季度归母净利润 (亿元) 及增速	16
图表 38: 啤酒行业的毛利率水平变化情况	16
图表 39: 啤酒行业 2018 上半年的毛利率和净利率水平	16
图表 40: 啤酒行业销售费用率变化	17
图表 41: 调味品行业分季度收入及增速	17
图表 42: 上半年调味品行业收入 (亿元) 及增速	17
图表 43: 调味品行业归母净利润 (亿元) 及增速	18
图表 44: 上半年调味品行业收入 (亿元) 及增速	18
图表 45: 2018Q2 和 2018H1 调味品行业收入和利润 (亿元) 及增速	18
图表 46: 调味品行业毛利率变化	19
图表 47: 调味品行业净利率变化	19
图表 48: 调味品企业的毛利率和净利率	19
图表 49: 调味品行业的销售费用率	19
图表 50: 调味品行业的销售费用率变化	19

1. 二季度市场表现较弱，食品饮料业绩表现仍然优秀

1.1. 二季度股价回落明显，涨幅排名第五

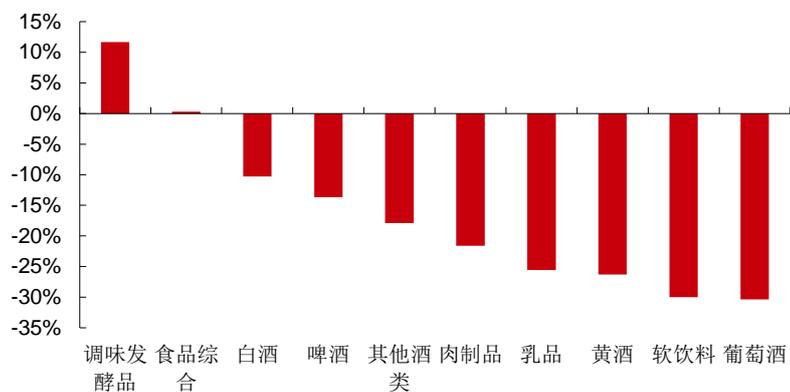
二季度以来消费品板块行业跌幅明显，但是从 2018 年 1-8 月行业涨跌幅排行榜来看，食品饮料板块涨跌幅位列第五（-12.49%），前四分别为休闲服务（-1.31%）、计算机（-9.75%）、银行（-10.66%）和医药生物（-11.00%）。在食品饮料细分板块内部，调味发酵品在 2018 年 1-8 月实现了正增长（11.68%），跌幅较多的是葡萄酒（-30.36%）、软饮料（-29.99%）等，白酒板块和啤酒板块的跌幅分别为（-10.28%）和（-13.65%）。

图表 1：2018 年 1-8 月行业涨跌幅排行榜



来源：国联证券研究所

图表 2：2018 年 1-8 月食品饮料细分板块的涨跌幅排行



来源：国联证券研究所

1.2. 业绩表现不淡，估值回落凸出性价比

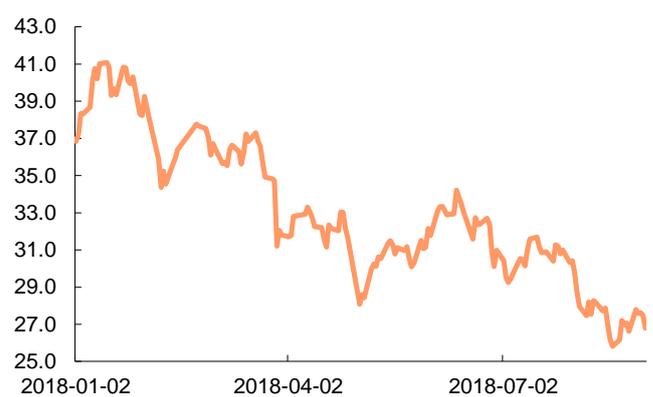
截至 2018 年 8 月底，食品饮料板块的估值为 27 倍，其中白酒板块估值为 27 倍，调味发酵品板块估值为 46 倍，乳制品板块估值为 24 倍。而年初食品饮料的估值水平为 37 倍，白酒/调味发酵品/乳制品的估值水平为 37/56/33 倍，估值回落的过程中，食品饮料板块的业绩表现依然十分良好。

图表 3：食品饮料行业的 PE (TTM) 估值变化



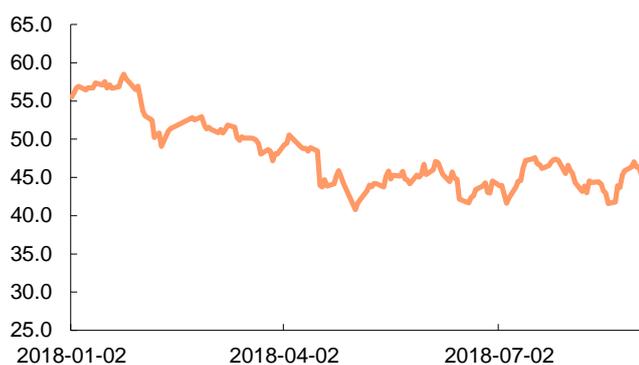
来源：国联证券研究所

图表 4：白酒板块的 PE (TTM) 估值变化



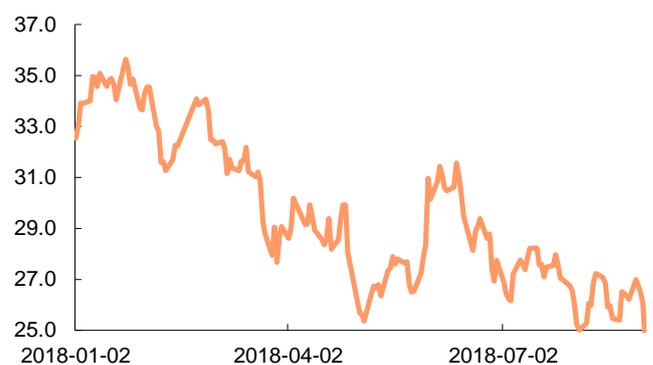
来源：国联证券研究所

图表 5：调味发酵品板块的 PE (TTM) 估值变化



来源：国联证券研究所

图表 6：乳制品板块的 PE (TTM) 估值变化



来源：国联证券研究所

2. 白酒板块：收入利润加速向好，行业成长性较好

2.1. 2018Q2 淡季不淡化，业绩加速成长

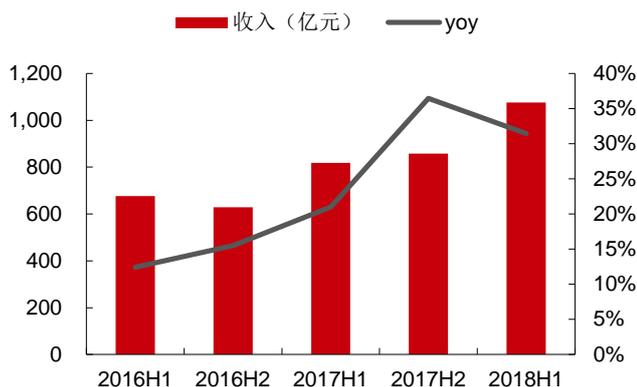
2018H1 白酒行业上市公司实现营业收入 1076.33 亿元，同比增长 31.47%，归母净利润实现 351.72 亿元，同比增长 40.36%。其中 2018Q2 实现营业收入 451.97 亿元，

同比增长 36.3%，归母净利润实现 136.11 亿元，同比增长 46.2%。与 2017H1 的 21.02% 收入增速和 25.70% 利润增速相比，白酒板块的景气度持续向好，收入增速和利润增速持续向上发展，行业成长性仍高。

剔除顺鑫农业的特殊性，根据品牌力和销售市场的范围，我们把上市白酒企业分为高端白酒、次高端白酒、区域次高端白酒和三四线白酒。从 2018H1 收入增速上来看，次高端白酒（43.7%）> 高端白酒（36.5%）> 区域次高端（27.4%）> 三四线白酒（9.6%）；2018H1 的利润增速顺序为次高端白酒（72.4%）> 高端白酒（40.4%）> 区域次高端（34.4%）> 三四线白酒（25.3%）。2018Q2 的收入增速为高端白酒（40.8%）> 次高端白酒（35.4%）> 区域次高端白酒（34.5%）> 三四线白酒（15.1%），2018Q2 的利润增速为三四线白酒（121.1%）> 次高端白酒（112.4%）> 高端白酒（43.6%）> 区域次高端白酒（43.3%），次高端白酒的利润增速主要由水井坊（404%）和舍得酒业（287%）贡献，三四线白酒的利润高增速主要是由于*ST 皇台的亏损额下降以及伊力特的 88% 利润增速贡献。

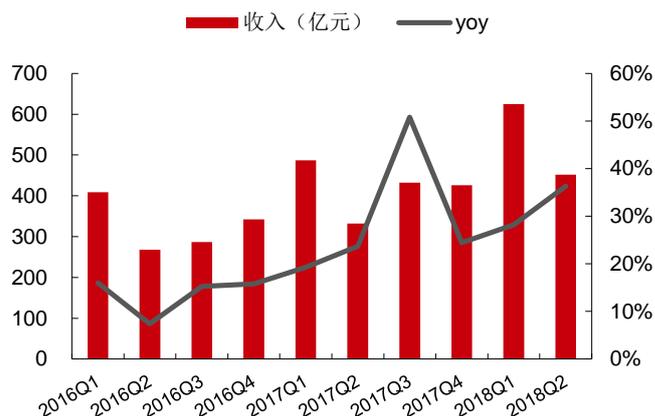
高端白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）2018H1 的收入增速为 36.5%，2018Q1 和 2018Q2 的收入增速 33% 和 41%，相较于 2017Q1 和 2017Q2 的 26% 和 30% 的收入增速，2018 年在放量稳价的基础上，打款周期的改变导致预收账款释放贡献了业绩增速；2018Q1 和 2018Q2 的利润增速为 38% 和 44%，受益于产品结构的升级和提价政策影响，利润增速超过同期。次高端白酒 2018H1 的收入增速为 43.7%，利润增速为 72.4%，2018Q1 和 2018Q2 的收入增速为 50% 和 35%（2017 年同期增速为 35% 和 43%），利润增速为 58% 和 112%（2017 年同期增速为 54% 和 127%）。

图表7：白酒行业收入及增速



来源：国联证券研究所

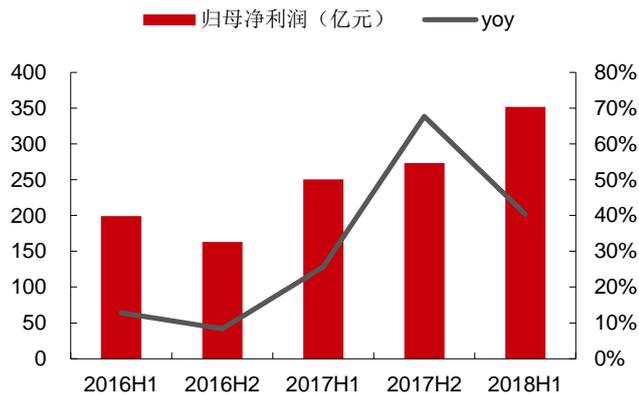
图表8：分季度白酒行业收入与增速



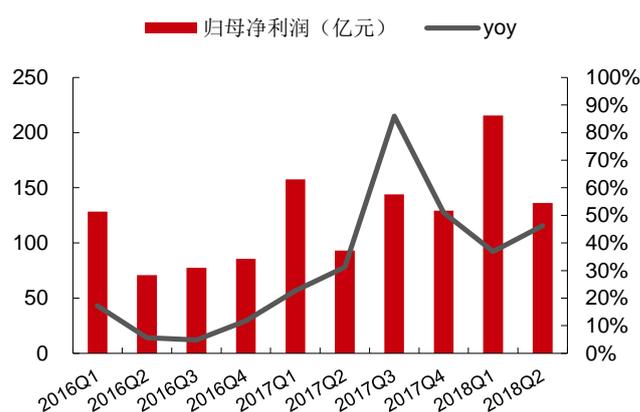
来源：国联证券研究所

图表9：白酒行业利润及增速

图表10：分季度白酒行业利润与增速



来源：国联证券研究所



来源：国联证券研究所

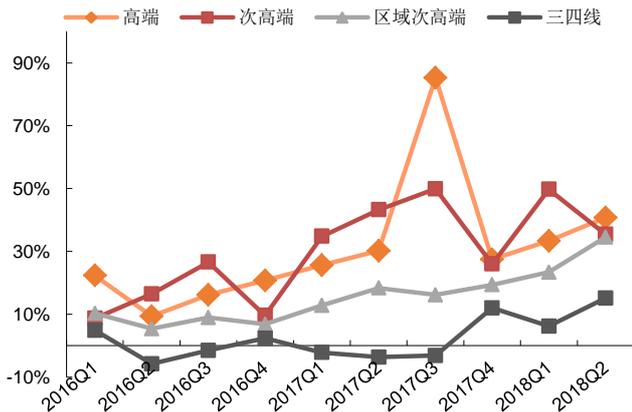
图表 11：2018H1 和 2018Q2 白酒的收入与利润增速

		2018H1 收入	2018H1 收入增速	2018H1 利润	2018H1 利润增速	2018Q2 收入	2018Q2 收入增速	2018Q2 利润	2018Q2 利润增速
高端	贵州茅台	352.51	38.3%	157.6	40.1%	168.6	45.6%	72.6	41.5%
	五粮液	214.21	37.1%	71.1	43.0%	75.2	37.7%	21.4	55.2%
	泸州老窖	64.20	25.5%	19.7	34.1%	30.5	24.7%	9.1	35.7%
	合计	630.93	36.5%	248.41	40.4%	274.30	40.8%	103.05	43.6%
次 高 端	山西汾酒	50.42	47.4%	9.4	55.8%	18.0	45.3%	2.3	69.5%
	水井坊	13.36	59.0%	2.7	133.6%	5.9	33.0%	1.1	404.0%
	酒鬼酒	5.24	41.3%	1.1	38.3%	2.6	36.6%	0.5	13.5%
	舍得酒业	10.18	15.8%	1.7	166.1%	5.0	10.0%	0.8	286.8%
	合计	79.20	43.7%	14.85	72.4%	31.46	35.4%	4.75	112.4%
区 域 次 高 端	洋河股份	145.43	26.1%	50.0	28.1%	50.0	27.0%	15.3	31.3%
	古井贡酒	47.83	30.3%	8.9	62.6%	22.2	48.5%	3.1	120.6%
	老白干酒	14.59	31.8%	1.5	208.0%	7.2	75.1%	0.7	1058.6%
	口子窖	21.59	23.7%	7.3	39.5%	9.1	27.5%	2.8	43.2%
	今世缘	23.62	31.0%	8.6	31.9%	8.7	30.5%	3.5	31.5%
	合计	253.06	27.4%	76.33	34.4%	97.29	34.5%	25.45	43.3%
三 线 白 酒	迎驾贡酒	17.33	10.8%	3.8	16.0%	6.0	8.9%	0.6	40.5%
	金徽酒	7.94	10.3%	1.6	11.1%	3.1	19.1%	0.4	29.4%
	伊力特	9.97	20.4%	2.2	33.3%	4.8	36.3%	0.9	88.1%
	金种子酒	5.49	-4.2%	0.1	18.0%	2.4	7.3%	0.0	13.5%
	*ST 皇台	0.08	-78.4%	-0.3	-45.3%	0.0	-98.0%	-0.2	-59.2%
	合计	40.82	9.6%	7.31	25.3%	16.32	15.1%	1.71	121.1%
大 众 酒	顺鑫农业	72.33	10.5%	4.8	96.8%	32.6	20.5%	1.2	104.0%

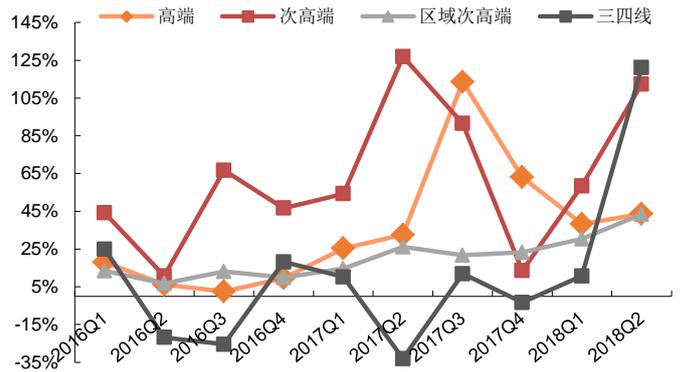
来源：国联证券研究所

图表 12：不同品牌的收入增速

图表 13：不同品牌的利润增速



来源：国联证券研究所



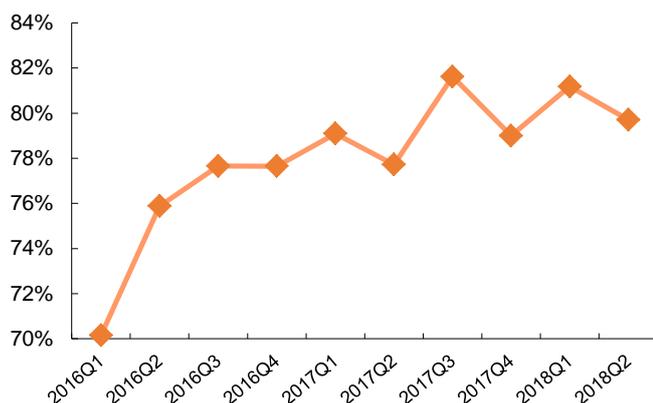
来源：国联证券研究所

2.2. 产品结构持续升级背后是消费能力的提升，毛利率具备持续提升空间

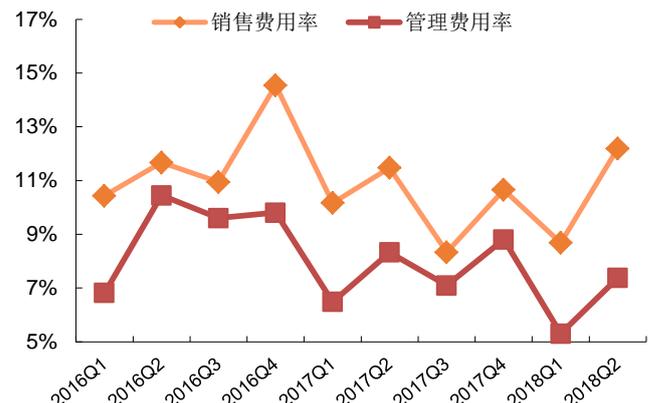
白酒企业的议价能力和定价权较强，根据消费者的需求会不断提高产品价格带，在居民消费能力提升的背景下，白酒企业对不同产品提价来理顺价格产品线，并且向上开发产品线来提高产品结构。2018Q2 白酒板块的毛利率为 79.7%，同比提高了 2.0pct，其中高端白酒 2018Q2 的毛利率为 84.1%，次高端白酒 2018Q2 的毛利率为 71.0%，区域次高端白酒的毛利率为 86.6%。2018H1 白酒板块的毛利率为 80.6%，同比提高了 2.1pct，其中高端白酒 2018H1 的毛利率为 83.4%，次高端白酒的毛利率为 72.1%，区域次高端白酒的毛利率为 88.9%。

2018H1 白酒行业的销售费用率为 10.15%，同比下降 0.54pct，管理费用率为 6.17%，同比下降 1.06pct；2018Q2 白酒行业的销售费用率为 12.19%，同比提高了 0.72pct，管理费用率为 7.38%，同比下降了 0.94pct。其中 2018Q2 高端白酒的销售费用率为 10.88%，次高端白酒的销售费用率为 21.78%，区域次高端白酒的销售费用率为 12.10%，高端白酒具有独特的品牌力，区域次高端白酒在本土市场具有强大的消费认知度，而次高端白酒的全国化扩张进程导致销售费用率较高。高端白酒的管理费用率为 7.5%，次高端白酒的管理费用率为 9.1%，区域次高端白酒的管理费用率为 7.3%。

图表 14：白酒行业的毛利率水平

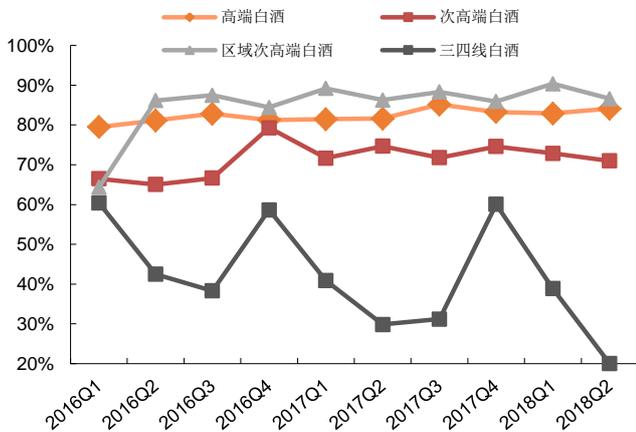


图表 15：白酒行业的费用率水平



来源：国联证券研究所

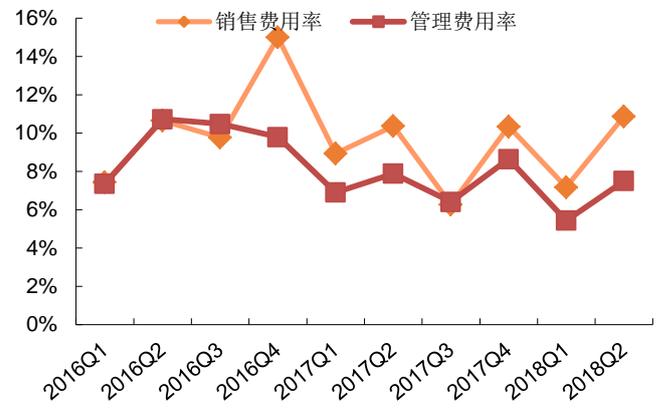
图表16：白酒行业分季度的毛利率水平



来源：国联证券研究所

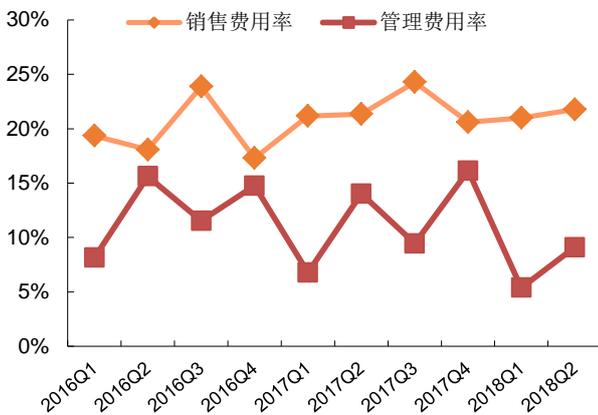
来源：国联证券研究所

图表17：高端白酒的销售费用率和管理费用率 (%)



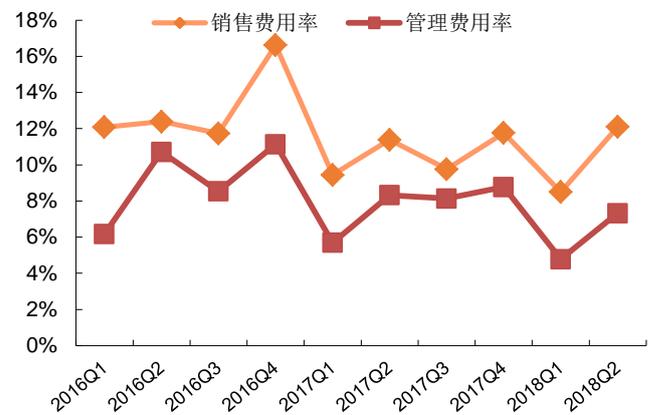
来源：国联证券研究所

图表18：次高端白酒的销售费用率和管理费用率 (%)



来源：国联证券研究所

图表19：区域次高端白酒的费用率 (%)



来源：国联证券研究所

图表20：2018 上半年白酒行业的毛利率和净利率的变化情况

		毛利率 (%)			净利率 (%)		
		2018Q1	2018Q2	2018H1	2018Q1	2018Q2	2018H1
高端	贵州茅台	91.31	90.54	90.94	52.28	48.90	50.67
	五粮液	73.19	72.18	72.84	37.52	29.91	34.84
	泸州老窖	74.67	75.19	74.91	32.97	30.31	31.71
次高端	山西汾酒	70.95	67.30	69.65	23.57	13.68	20.04
	水井坊	80.79	81.58	81.14	20.69	19.16	20.02
	酒鬼酒	80.86	75.76	78.35	23.57	20.11	21.87
	舍得酒业	69.46	69.37	69.42	16.60	18.81	17.68

区域次高端	洋河股份	74.79	65.24	71.50	36.44	30.56	34.42
	古井贡酒	79.73	76.44	78.20	23.13	14.55	19.14
	老白干酒	61.90	63.39	62.64	10.14	9.92	10.03
	口子窖	74.74	73.90	74.39	35.90	31.30	33.96
	今世缘	74.35	67.79	71.93	34.16	39.93	36.29
三线白酒	迎驾贡酒	65.41	52.79	61.02	28.70	9.60	22.06
	金徽酒	62.00	64.45	62.95	24.87	11.88	19.85
	伊力特	50.06	46.33	48.27	23.32	20.37	21.90
	金种子酒	50.75	46.83	49.03	2.49	-0.45	1.20
	*ST 皇台	0.15	-398.62	-26.66	-170.43	-3,037.3	-363.18
大众酒	顺鑫农业	43.15	35.62	39.75	9.19	3.48	6.62

来源：国联证券研究所

图表 21：白酒行业销售费用率情况

	分季度						半年度比较		
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1	同比
贵州茅台	6.1	4.5	3.2	6.1	5.1	7.4	5.41	6.24	0.83
五粮液	10.8	19.7	8.2	11.3	7.2	15.3	13.92	10.06	-3.85
泸州老窖	16.6	17.1	27.8	30.5	18.2	18.9	16.81	18.56	1.75
山西汾酒	18.8	18.3	18.5	15.1	17.7	18.5	18.59	17.99	-0.59
水井坊	25.6	23.7	24.9	32.3	32.1	30.4	24.62	31.37	6.75
酒鬼酒	24.5	28.3	26.8	18.0	25.6	27.5	26.42	26.51	0.09
舍得酒业	27.9	24.6	44.7	21.9	23.2	20.3	26.19	21.80	-4.39
洋河股份	6.7	11.4	12.1	25.7	6.3	11.4	8.29	8.07	-0.23
古井贡酒	34.1	34.0	33.9	21.7	31.0	36.1	34.05	33.39	-0.66
老白干酒	26.8	45.1	26.1	34.3	27.4	28.9	33.58	28.12	-5.45
口子窖	10.1	11.0	2.2	12.9	8.9	9.6	10.45	9.18	-1.27
今世缘	14.1	7.6	24.8	12.5	14.5	9.0	11.73	12.48	0.75
迎驾贡酒	9.5	17.1	16.0	12.2	8.9	19.7	12.22	12.61	0.40
金徽酒	11.9	19.7	16.9	10.6	10.6	19.6	14.71	14.07	-0.64
伊力特	3.2	10.8	0.3	2.6	3.1	7.2	6.41	5.06	-1.34
金种子酒	29.6	25.4	28.7	36.8	31.9	21.2	27.94	27.23	-0.71
*ST 皇台	51.1	13.7	165.2	99.1	13.0	222.0	23.31	27.08	3.77
顺鑫农业	13.4	11.6	9.7	3.4	9.2	15.8	12.65	12.18	-0.48

来源：国联证券研究所

图表 22：白酒行业管理费用率情况

	分季度						半年度比较		
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1	同比
贵州茅台	8.07	7.86	5.70	9.69	6.55	7.45	7.97	6.98	-0.99
五粮液	5.75	9.01	8.45	7.99	4.28	7.80	6.89	5.52	-1.37

泸州老窖	5.24	5.50	6.63	4.86	4.16	7.04	5.36	5.53	0.16
山西汾酒	4.87	8.66	7.74	18.70	3.71	6.97	6.25	4.88	-1.37
水井坊	11.13	12.29	10.96	10.07	7.56	12.33	11.74	9.66	-2.09
酒鬼酒	11.32	11.47	12.31	16.49	8.80	10.23	11.39	9.51	-1.89
舍得酒业	10.44	31.52	12.12	17.05	10.83	12.40	21.29	11.60	-9.69
洋河股份	6.04	8.66	9.34	7.65	4.95	8.15	6.94	6.05	-0.89
古井贡酒	5.56	9.52	7.26	13.46	4.97	6.89	7.18	5.86	-1.31
老白干酒	7.39	8.30	5.83	4.54	7.36	11.74	7.73	9.53	1.80
口子窖	3.76	6.77	4.19	6.48	3.52	4.76	4.99	4.05	-0.94
今世缘	4.23	5.23	8.66	10.89	3.13	2.67	4.60	2.96	-1.64
迎驾贡酒	3.69	7.40	6.14	4.22	3.66	6.54	5.00	4.66	-0.34
金徽酒	5.51	15.10	13.45	12.66	5.33	12.36	8.94	8.04	-0.90
伊力特	2.01	2.99	2.53	6.50	2.38	2.63	2.43	2.50	0.07
金种子酒	7.62	16.05	11.47	4.37	8.81	15.79	10.94	11.88	0.95
*ST 皇台	89.37	37.33	198.81	85.59	90.46	838.16	50.70	140.73	90.03
顺鑫农业	7.05	5.88	8.37	6.17	6.44	4.43	6.56	5.54	-1.03

来源：国联证券研究所

2.3. 打款周期改变下预收账款回落

2018年二季度末白酒行业的预收账款为250.06亿元，相较2017年二季度末同比下降60.56亿元，而与2018年一季度末相比环比增加了54.31亿元。其中高端白酒的预收账款回落现象最为明显，高端白酒二季度末同比下降86.52亿元，环比下降48.78亿元，茅台二季度的预收账款从一季度末的131.72亿元下降到99.40亿元，主要是由于打款政策的变化影响，真实需求并未受到影响，未来公司将减少占用经销商资金，预收账款下行将属于正常状态，茅台上半年的发货量与去年同期相比持平，除去去年底的提价影响、非标产品占比的提高和系列酒的放量，预收账款的释放也助推了报表收入的增长。

图表 23：白酒行业的预收账款（亿元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
贵州茅台	189.88	177.80	174.72	144.29	131.72	99.40
五粮液	62.37	55.11	49.26	46.46	57.72	44.19
泸州老窖	8.34	8.14	14.35	19.57	13.88	10.94
山西汾酒	3.86	3.71	5.04	9.12	7.19	8.20
水井坊	1.01	0.69	0.49	1.69	0.69	0.33
酒鬼酒	1.15	1.11	1.06	1.40	1.37	0.91
舍得酒业	2.10	1.46	2.77	1.92	3.84	1.32
洋河股份	13.61	14.63	24.45	42.00	14.68	20.58
古井贡酒	12.25	7.35	6.23	5.03	12.86	8.03
老白干酒	8.60	6.71	6.64	5.04	6.48	6.33

口子窖	3.60	4.50	5.47	8.56	4.84	5.86
今世缘	1.12	1.82	3.33	8.15	2.45	2.37
迎驾贡酒	2.75	2.53	2.78	4.79	3.05	2.99
金徽酒	1.55	1.22	1.16	1.53	1.55	1.60
伊力特	1.56	1.12	1.25	2.78	3.80	1.53
金种子酒	1.58	1.75	1.42	0.96	1.13	0.96
*ST 皇台	0.12	0.09	0.18	0.07	0.11	0.11
顺鑫农业	24.03	20.87	23.81	37.85	37.01	34.41

来源：国联证券研究所

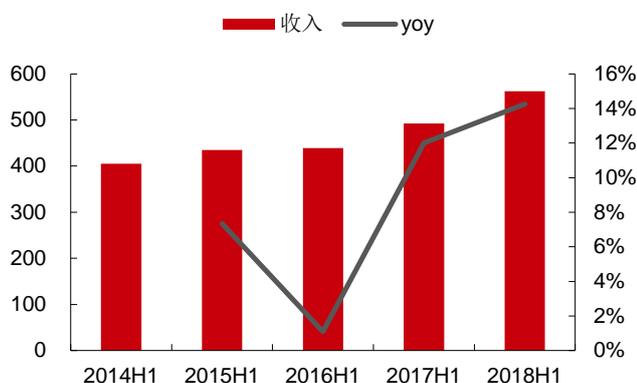
3. 乳制品板块：需求回暖下市场竞争激烈，费用投放较多

3.1. 终端需求持续回暖，收入增速显著

2018H1 乳制品行业(A股上市公司)的营业收入为562.27亿元,同比增长14.26%,归母净利润40.82亿元,同比增长3.53%。2018Q2 乳制品行业(A股上市公司)的营业收入为287.91亿元,同比增长10.88%,归母净利润为17.52亿元,同比下降10.74%。乳制品行业终端需求持续回暖,从尼尔森终端销售数据中可以看出,液体奶、常温酸奶、奶粉等品类均保持较高的增速。港股上市公司中,蒙牛乳业(港股)2018H1实现营业收入345.59亿元,同比增长17.15%,略低于伊利股份的19.26%增速;归母净利润为15.62亿元,同比增长38.5%。

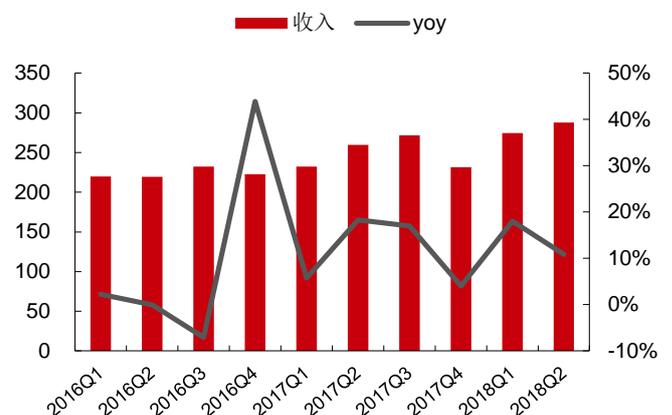
全国性乳企(如伊利和蒙牛)收入增速加快,依托强大的渠道下沉能力和产品创新力收入增速高于地区性乳企,地区性乳企(如科迪、燕塘)受到低温酸奶对外持续扩张的运输半径的影响导致收入增速放缓,低温酸奶市场竞争激烈,而全国性乳企的常温酸奶市场占有率提升,收割市场份额。

图表24：上半年乳制品行业收入(亿元)和增速



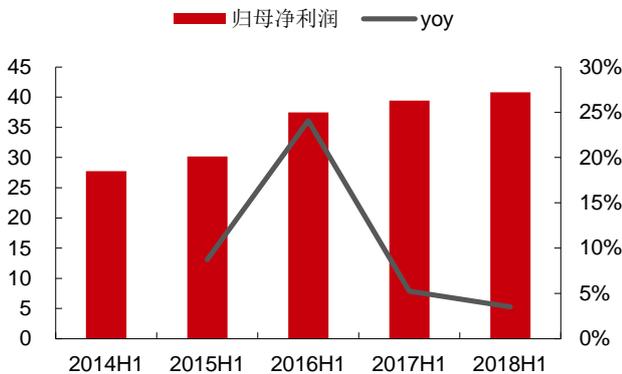
来源：国联证券研究所

图表25：分季度乳制品行业收入(亿元)和增速



来源：国联证券研究所

图表26：上半年乳制品归母净利润（亿元）和增速



来源：国联证券研究所

图表27：分季度乳制品归母净利润（亿元）和增速



来源：国联证券研究所

图表28：2018Q2和2018H1的收入和利润（亿元）及增速

	2018Q2				2018H1			
	收入	利润	收入增速	利润增速	收入	利润	收入增速	利润增速
伊利股份	201.90	13.46	14.05%	-17.47%	399.43	34.46	19.26%	2.43%
光明乳业	54.72	2.01	-1.54%	12.25%	105.71	3.35	-3.23%	-8.58%
天润乳业	4.26	0.42	18.60%	14.73%	7.25	0.70	20.49%	16.42%
三元股份	20.42	0.89	19.72%	172.07%	37.95	1.25	22.85%	261.64%
科迪乳业	3.07	0.41	0.98%	15.55%	5.80	0.65	9.57%	10.95%
燕塘乳业	3.55	0.33	5.46%	-31.83%	6.14	0.42	6.98%	-29.67%

来源：国联证券研究所

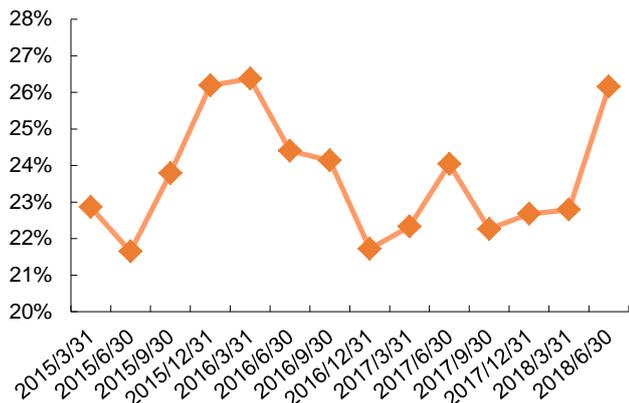
3.2. 二季度乳制品企业竞争加剧，为赢得市占率费用投放高

乳制品行业目前依旧维持在双寡头局面，在市场占有率上的竞争仍然十分激烈。二季度各大乳企加大了对市场的费用投放力度，2018Q2 乳制品行业的销售费用率为 26.2%，同比提高 2.2pct，环比提高 3.4pct；2018H1 乳制品行业的销售费用率为 24.5%，同比提高 1.3pct。其中伊利股份的费用投放增加比较明显，费用投放主要用于新品推广和冬奥会的赞助，新品达到 30% 以上的增长，并且伊利的市占率有所提升，预计二季度将成为全年费用投放高点，下半年销售费用率会有所回落。

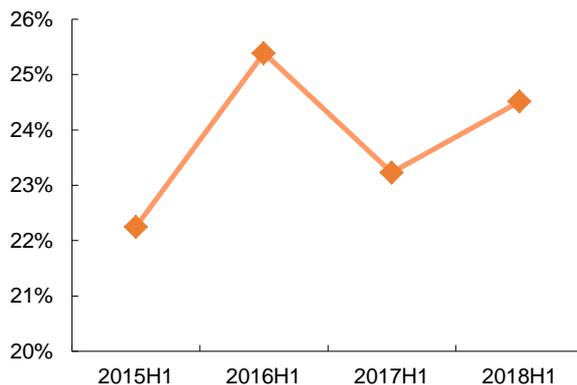
从毛利率来看，2018Q2 乳制品行业的毛利率为 37.31%，同比下降 0.03pct，环比下降 0.26pct，在原奶价格温和上涨的背景下，乳企的规模采购成本与去年相比基本持平，同时产品结构升级缓和了成本压力。

图表29：分季度乳制品行业销售费用率

图表30：上半年乳制品行业销售费用率

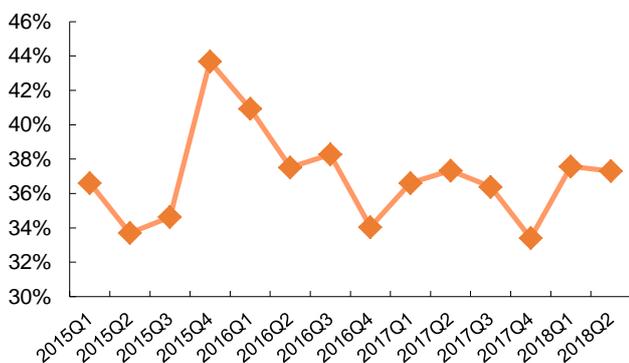


来源：国联证券研究所



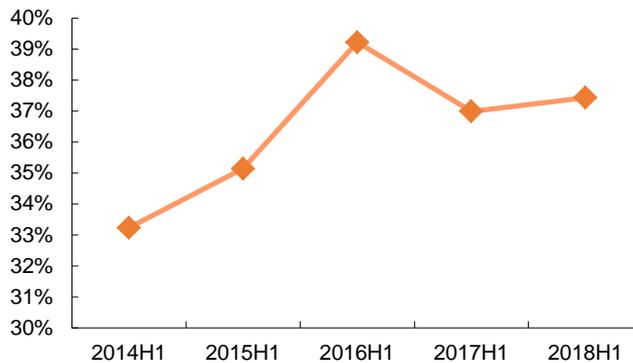
来源：国联证券研究所

图表 31：分季度乳制品行业毛利率



来源：国联证券研究所

图表 32：上半年乳制品行业毛利率



来源：国联证券研究所

图表 33：2018 上半年乳制品行业的毛利率和销售费用率变化情况

	毛利率				销售费用率			
	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1
伊利股份	38.80	38.54	38.19	38.67	22.8%	28.1%	22.8%	25.5%
光明乳业	34.30	32.71	34.81	33.48	24.1%	21.9%	25.0%	22.9%
天润乳业	26.75	27.86	28.36	27.40	11.0%	10.5%	12.1%	10.7%
三元股份	31.96	36.15	31.59	34.22	24.8%	26.1%	27.2%	25.5%
科迪乳业	23.13	26.34	27.27	24.83	5.1%	5.4%	5.9%	5.2%
燕塘乳业	32.10	34.65	34.73	33.57	18.4%	18.5%	18.2%	18.5%

来源：国联证券研究所

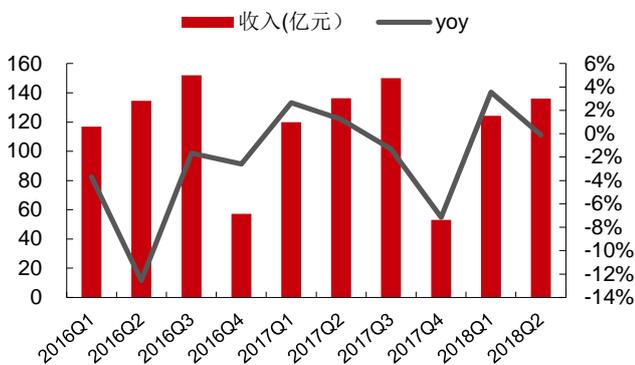
4. 啤酒板块：边际利润率提高

4.1. 啤酒行业步入成熟期，收入端实现正增长

2018H1 啤酒行业上市公司实现营业收入 260.38 亿元，同比增长 1.6%，归母净利润 21.53 亿元，同比增长 13.24%。2018Q2 啤酒行业实现营业收入 136.16 亿元，同比下降 0.1%，归母净利润 13.50 亿元，同比增长 12.49%。

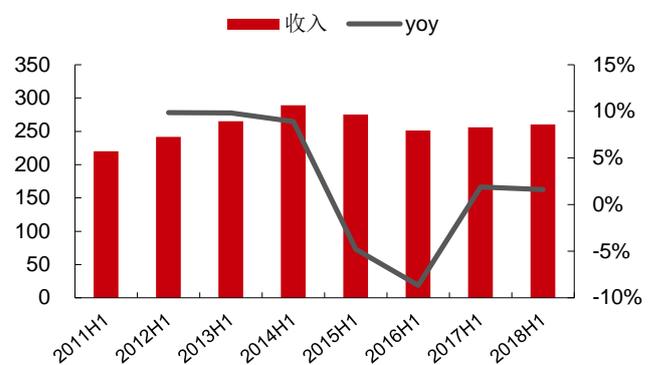
我国啤酒行业经历过 2014-2017 年的产量下滑后，目前行业步入成熟期，2018 年上半年产量增速转正，行业啤酒产量逐渐趋于稳定。在世界杯赛事的带动下，2018 年上半年啤酒企业销量提升，重庆啤酒 2018Q2 的收入增速为 11.4%，青岛啤酒执行了新收入准则，按可比口径计算 2018Q2 营业收入增速为 6.6%，珠江啤酒收入同比增长 9.9%，2018H1 青岛（调整后）/重庆/珠江/燕京啤酒的收入增速为 4.93%/10.9%/9.2%/0.6%。

图表 34：分季度啤酒行业收入（亿元）及增速



来源：国联证券研究所

图表 35：上半年啤酒行业收入（亿元）及增速



来源：国联证券研究所

图表 36：2018Q2 和 2018H1 的收入和利润（亿元）及增速

	2018Q2				2018H1			
	收入	利润	收入增速	利润增速	收入	利润	收入增速	利润增速
青岛啤酒	79.02	6.35	-1.5%	11.6%	151.54	13.02	0.6%	13.4%
燕京啤酒	30.95	4.53	-2.2%	3.3%	63.75	5.07	0.6%	3.1%
重庆啤酒	9.51	1.34	11.4%	18.2%	17.64	2.10	10.9%	29.7%
珠江啤酒	12.82	1.38	9.9%	92.9%	19.99	1.56	9.2%	86.2%
惠泉啤酒	1.78	0.13	0.0%	-16.8%	2.96	0.03	0.7%	65.5%
西藏发展	0.78	0.04	-6.9%	8.8%	1.69	0.07	-4.5%	0.0%
兰州黄河	1.30	-0.26	-18.5%	146.2%	2.82	-0.32	-14.9%	-546.3%

来源：国联证券研究所

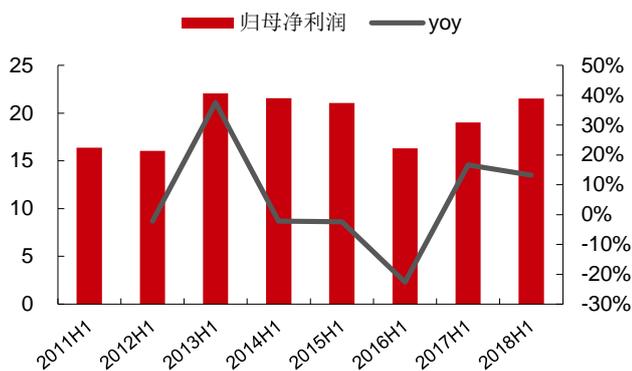
4.2. 产品结构升级显著，盈利能力提高

我国啤酒行业产品销售结构得到改善，酒企的中高端产品线增速较快。青岛啤酒

2018H1 实现啤酒销量 457 万千升，同比增长 0.9%，其中公司主品牌青岛啤酒共实现销量 222 万千升，同比增长 4.9%，主品牌中“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等高端产品共实现销量 96 万千升，同比增长 6.8%；重庆啤酒高档/中档/低档产品的收入增速为 13.43%/8.97%/3.52%，产品结构的提升拉动了啤酒的吨酒价格和毛利率水平。

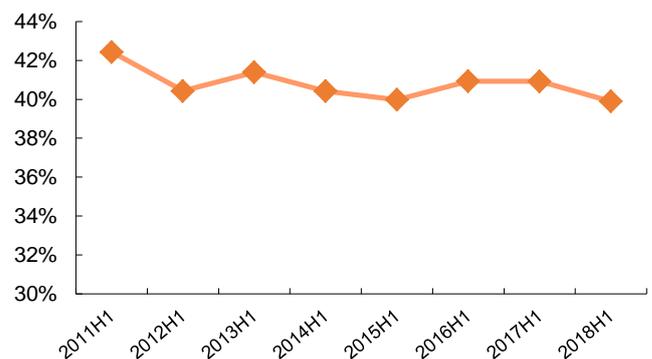
啤酒行业长期以来的低价同质化竞争导致了产品的低毛利，因此上游原材料的上涨对于啤酒企业的成本端压力较大，2017 年底以来啤酒行业经历了新一轮的提价政策，加之产品销售结构的提高，毛利率并未出现明显下滑，部分企业毛利率有所提高。2018H1 燕京啤酒/惠泉啤酒/兰州黄河的毛利率同比提高了 1.78/2.67/9.48pct，青岛啤酒按可比口径还原后 2018H1 的毛利率水平为 41.9%，华润啤酒毛利率同比提高了 2.5pct，同时 2018Q2 毛利率也较 2018Q1 明显提升。

图表 37：啤酒行业分季度归母净利润（亿元）及增



来源：国联证券研究所

图表 38：啤酒行业的毛利率水平变化情况



来源：国联证券研究所

图表 39：啤酒行业 2018 上半年的毛利率和净利率水平

	毛利率				净利率			
	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1
青岛啤酒	40.10	38.71	41.95	39.37	9.71	8.76	8.13	9.21
燕京啤酒	32.17	53.29	40.64	42.42	1.96	15.97	8.34	8.76
重庆啤酒	35.04	43.14	40.06	39.41	10.58	15.59	10.82	13.28
珠江啤酒	33.26	44.05	41.09	40.18	2.91	11.07	4.83	8.14
惠泉啤酒	20.62	27.27	21.96	24.63	-8.57	7.28	0.52	0.98
西藏发展	23.38	29.74	28.14	26.32	10.28	14.46	13.65	12.21
兰州黄河	35.65	36.76	26.68	36.16	-1.20	-17.79	1.24	-8.86

来源：国联证券研究所

2018H1 重庆啤酒和青岛啤酒（调整后）的销售费用率小幅增加，同比提高 0.4 和 0.8pct，燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒同比下降 0.45/0.74/3.0pct。其中 2018Q2 由于

世界杯赛事营销投入的增加，青岛啤酒和重庆啤酒的销售费用率提升较快，重庆啤酒销售费用率同比提高 2.09pct，青岛啤酒（调整后）2018Q2 的销售费用率为 23.8%。

利润率的提升较为明显，2018H1 青岛啤酒(可比口径调整后)的净利率为 8.83%，同比提高 0.7pct，燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒的净利率同比提高 0.42/2.46/3.31/0.46pct，其中 2018Q2 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒的净利率同比提高 1.04/1.26/0.92/4.68pct。

图表 40：啤酒行业销售费用率变化

	2017Q1	2018Q1	同比	2017Q2	2018Q2	同比	2017H1	2018H1	同比
青岛啤酒	18.16	18.02	-0.14	22.38	17.59	-4.79	20.41	17.79	-2.61
燕京啤酒	9.55	9.64	0.09	11.82	10.87	-0.95	10.68	10.24	-0.45
重庆啤酒	12.30	10.72	-1.58	13.83	15.92	2.09	13.12	13.52	0.40
珠江啤酒	15.24	17.81	2.57	20.16	17.53	-2.62	18.37	17.63	-0.74
惠泉啤酒	12.28	6.07	-6.21	5.28	4.35	-0.92	8.03	5.03	-3.00
西藏发展	3.17	3.74	0.57	3.25	3.27	0.02	3.21	3.52	0.31
兰州黄河	13.85	16.38	2.52	18.40	20.20	1.80	16.05	18.14	2.10

来源：国联证券研究所

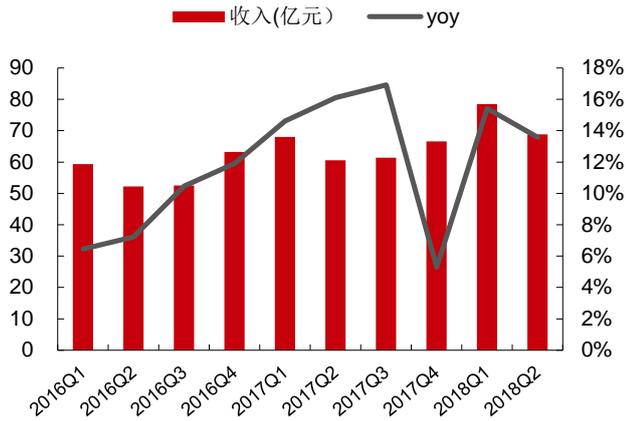
5. 调味品板块：需求刚性业绩稳增

2018H1 调味品行业实现营业收入 147.28 亿元，同比增长 14.6%，归母净利润为 29.30 亿元，同比增长 31.03%，其中 2018Q2 调味品行业实现营业收入 68.85 亿元，同比增长 13.6%，实现归母净利润 13.34 亿元，同比增长 26.64%。传统调味品行业龙头企业收入增速稳健，利润加速成长。2018H1 海天味业和中炬高新两大调味品企业收入增速在 15% 以上，恒顺醋业收入增速在 10%，传统酱醋品类增速在 10% 以上，小品类增速较快。

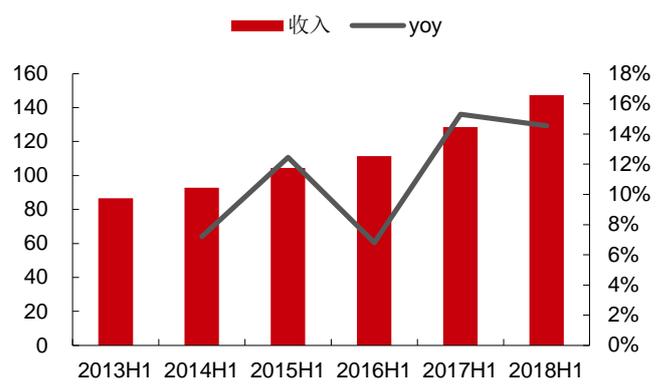
我国调味品行业良性竞争，产品的提价能力较强，成本压力较小，2018H1 主要调味品企业毛利率上行，海天味业/中炬高新/恒顺醋业的毛利率为 47.11%/39.95%/41.85%，同比提高 2.22/0.82/0.48pct；2018Q2 海天味业/中炬高新/恒顺醋业的毛利率为 47.59%/41.16%/43.44%，同比提高 2.45/2.62/1.71pct。毛利率的提高除了受益于提价政策，还归因于产品结构的升级，酱醋产品中高端产品的占比不断提升。从净利率上来看，2018H1 海天味业/中炬高新/恒顺醋业的净利率为 25.79%/17.26%/15.19%，同比提高 1.29/4.13/2.29pct；2018Q2 海天味业/中炬高新/恒顺醋业的净利率为 25.97%/18.48%/15.66%，同比提高 1.28/5.74/2.21pct。

图表 41：调味品行业分季度收入及增速

图表 42：上半年调味品行业收入（亿元）及增速



来源：国联证券研究所



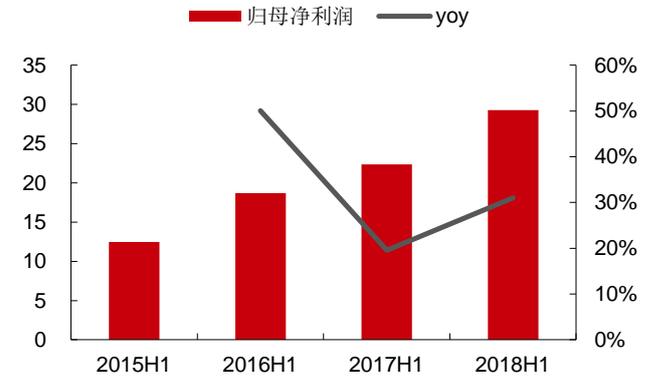
来源：国联证券研究所

图表 43：调味品行业归母净利润（亿元）及增速

图表 44：上半年调味品行业收入（亿元）及增速



来源：国联证券研究所



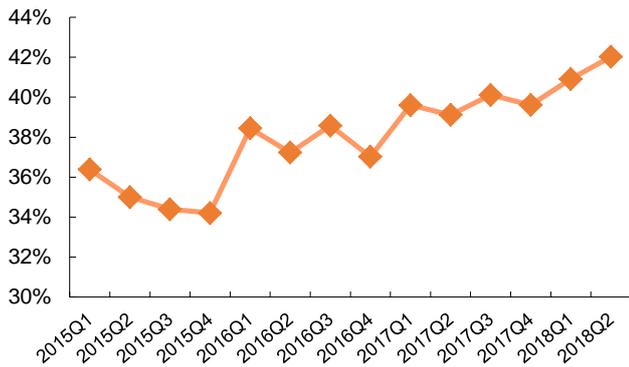
来源：国联证券研究所

图表 45：2018Q2 和 2018H1 调味品行业收入和利润（亿元）及增速

	2018Q2				2018H1			
	收入	利润	收入增速	利润增速	收入	利润	收入增速	利润增速
海天味业	40.26	10.45	17.5%	23.5%	87.20	22.48	17.2%	23.3%
中炬高新	10.20	1.69	22.9%	77.4%	21.74	3.39	20.5%	61.0%
恒顺醋业	4.05	0.64	11.2%	29.5%	8.05	1.23	9.7%	31.1%
千禾味业	2.33	0.26	2.6%	-32.5%	4.79	1.35	-0.3%	79.8%
加加食品	3.99	0.27	-11.7%	-33.6%	9.31	0.81	-4.6%	-18.5%
安记食品	0.84	0.10	47.5%	45.9%	1.54	0.21	35.1%	24.9%
佳隆股份	0.85	0.13	2.6%	11.8%	1.72	0.25	18.8%	36.4%
莲花健康	4.20	-0.29	-7.7%	47.8%	8.49	-0.59	-4.3%	-2.1%
星湖科技	2.12	0.09	27.9%	-157.4%	4.44	0.17	59.0%	-140.4%

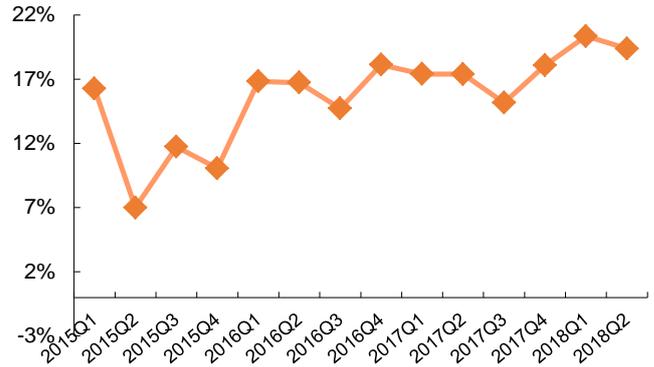
来源：国联证券研究所

图表 46: 调味品行业毛利率变化



来源: 国联证券研究所

图表 47: 调味品行业净利率变化



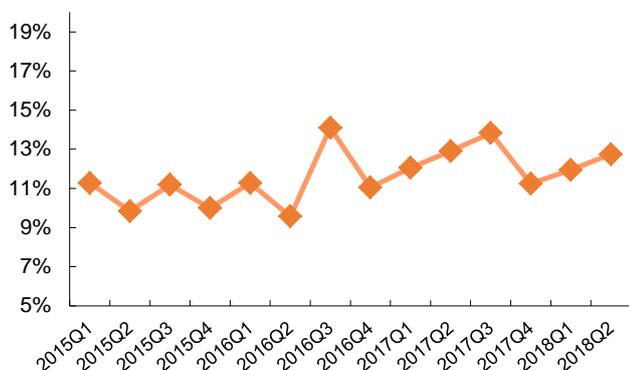
来源: 国联证券研究所

图表 48: 调味品企业的毛利率和净利率

	毛利率 (%)				净利率 (%)			
	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1	2018Q1	2018Q2	2017H1	2018H1
海天味业	46.70	47.59	44.89	47.11	25.63	25.97	24.50	25.79
中炬高新	38.88	41.16	39.13	39.95	16.19	18.48	13.13	17.26
恒顺醋业	40.24	43.44	41.37	41.85	14.73	15.66	12.90	15.19
千禾味业	43.71	43.51	43.67	43.61	44.81	10.94	15.68	28.29
加加食品	26.73	27.11	27.96	26.89	10.19	6.68	10.17	8.69
安记食品	31.33	29.71	34.60	30.45	15.48	12.30	14.87	13.75
佳隆股份	44.38	45.75	41.85	45.06	12.98	15.63	12.45	14.30
莲花健康	12.50	12.07	10.04	12.29	-8.18	-9.11	-8.32	-8.64
星湖科技	18.81	27.05	15.15	22.75	3.43	4.06	-14.71	3.73

来源: 国联证券研究所

图表 49: 调味品行业的销售费用率



来源: 国联证券研究所

图表 50: 调味品行业的销售费用率变化

	2018Q1	2018Q2	2018H1
海天味业	13.2%	13.9%	13.5%
中炬高新	10.6%	10.6%	10.6%
恒顺醋业	15.1%	13.9%	14.5%
千禾味业	18.7%	20.2%	19.4%
加加食品	6.9%	9.7%	8.1%
安记食品	6.0%	10.8%	8.6%
佳隆股份	13.7%	13.2%	13.5%
莲花健康	7.0%	9.5%	8.3%
星湖科技	3.0%	4.5%	3.8%

来源: 国联证券研究所

6. 投资建议

从中报业绩来看，白酒中报中高端白酒和次高端白酒维持高增长，区域次高端白酒在消费能力升级的背景得到提升，白酒板块持续向好，中秋动销旺盛，目前估值极具吸引力，推荐贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、水井坊（600779.SH）、今世缘（603369.SH）；乳制品板块龙头在加大市场投入获得市场占有率的提升，从长期来看收割市场份额后利润率可以得到提升，预计伊利股份（600887.SH）下半年费用率将回落，业绩成长可期，建议关注；调味品板块市场竞争良性，餐饮和商超的市场空间较足，板块中既有高市占率高渠道管控力的龙头海天味业（603288.SH），也有具备成长性的中炬高新（600872.SH）。

7. 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争格局改变、大众消费能力不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810