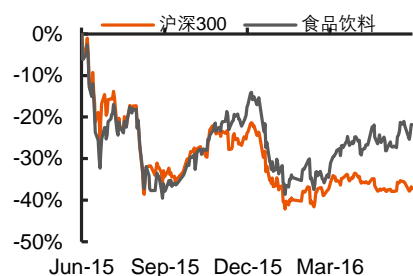


# 2016 年食品饮料行业半年度策略报告

## 价值回归春风起，行业赢家见真金

### 强于大市（维持）

行情走势图



#### 相关研究报告

《行业周报\*食品饮料\*抢筹“资产荒”，但并非“资产慌”！》 2016-06-12  
《行业周报\*食品饮料\*不要停，抢筹也许刚开始！》 2016-06-06  
《行业专题报告\*食品饮料\*高端白奶继续快速增长，伊利份额有望持续提升》 2016-06-03  
《行业周报\*食品饮料\*白酒分化渐成共识，涨价意图战术化》 2016-05-30  
《行业周报\*食品饮料\*抱最粗的腿、赚最确定的钱》 2016-05-22

#### 证券分析师

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

**张宇光** 投资咨询资格编号  
S1060515090001  
0755-22627694  
ZHANGYUGUANG467@PINGAN.COM.CN

**王俏怡** 投资咨询资格编号  
S1060515110001  
0755-22626689  
WANGQIAOYI597@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。

**摘要：**食品饮料板块 16 年跌幅最小，表现出极强防御价值，产业赢家股价表现整体走强。经济运行至年中，仍维持全年食品饮料消费增 5%–10% 的判断。三类选股策略：首推发展前景良好的行业赢家，强烈推荐大北农、贵州茅台、伊利股份；其次关注长经营周期交易机会，如水井坊、酒鬼酒、三全食品等；监管收紧后一二级市场套利机会减少，资本强者白马更靠谱，看好老白干的投资机会。

■ **食品饮料 16 年跌幅最小，产业赢家表现整体走强。**16 年 1–5 月食品饮料板块跑赢沪深 300 指数 10pct，在申万一级子行业涨跌幅排名第一，表现出极强防御价值。16 年净利增速和 PE 均处市场中游，基本匹配。产业赢家表现整体走强，且大多数有不错正收益，周期类波动和资本强者也有好的收益机会，但显著少于 15 年。

■ **预计 16 年行业增速 5%–10%。**主要源于：一是 16 年社消零售总额小幅下降；二是重点零售企业食品、饮料增速均有回落；三是社保自 12 年开始从净储蓄转为净消费，预计效应 16 年将扩大。综合考虑经济增长结构变化趋势、养老金由净储蓄转向净消费、人口结构变迁，我们预计 16 年食品饮料消费增 5%–10%。

■ **选股策略一：行业赢家仍是重点，强烈推荐茅台、伊利、大北农。**食品饮料子行业中，预调酒、电商休闲食品、面包烘焙、白酒、调味品、乳制品、葡萄酒、酵母增长前景仍良好，其中，白酒主要靠消费升级推动且可能在加速，其余子行业人均消费量均有显著上升空间。建议继续买入贵州茅台、伊利股份、大北农；看好成长性和综合竞争实力突出的是桃李面包和休闲电商的好想你；海天、克明随着估值下行，2H16 出现买点概率上升；安琪、洋河、顺鑫、张裕均为行业领头羊且持续，需进一步观察会否出现交易机会；其他子行业龙头仍需观察。

■ **选股策略二：长经营周期交易机会继续关注三全、酒鬼酒、水井坊。**三全已处于利润率拐点，虽 1Q16 弹性低于预期但趋势应该不会变，当前市场预期已低；白酒中水井坊、酒鬼酒正处在经营周期底部，可能进入持续快速成长期。五粮液“反勾型”业务反转近尾声，新阶段节奏如何调整需观察中秋旺季情况。山西汾酒和泸州老窖调整中，可观察。

■ **选股策略三：资本强者白马更靠谱。**监管显著收紧，一、二级市场简单套利机会减少，风险也在加大。2H16 我们认为仍值得重视的是老白干酒，中国白酒当前趋势是产品各档次均品牌化、集中度提升、渠道变革扁平化、行业整合，老白干管理层及战略投资者定增已经完成，随后将进入利润率兑现和一省并购整合，一切刚开始，仍有足够时间和空间。

■ **投资建议：**综合三类选股思路，当前我们首推大北农、贵州茅台、老白干酒、伊利股份，也将重点关注水井坊、酒鬼酒、好想你、桃李面包、克明面业、海天味业、安琪酵母的投资机会。

■ **风险提示：**量价政策摇摆，高端白酒中秋节前一批价回升速度低于预期。CPI 重拾升势，大众品原料成本涨幅超预期。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS		P/E			评级
		2016-06-21	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
贵州茅台	600519.SH	273.81	12.34	14.56	16.90	22.2	18.8	16.2	强烈推荐
五粮液	000858.SZ	31.78	1.63	1.94	2.13	19.5	16.4	14.9	强烈推荐
老白干酒	600559.SH	55.58	0.43	1.00	1.57	129.8	55.5	35.3	强烈推荐
洋河股份	002304.SZ	72.98	3.56	3.80	4.25	20.5	19.2	17.2	推荐
水井坊	600779.SH	15.43	0.18	0.36	0.49	85.7	43.3	31.3	推荐
山西汾酒	600809.SH	21.99	0.60	0.73	0.84	36.6	30.0	26.2	推荐
酒鬼酒	000799.SZ	23.28	0.27	0.38	0.50	85.4	61.9	46.3	推荐
泸州老窖	000568.SZ	28.34	1.05	1.06	1.20	27.0	26.8	23.6	中性
均值						53.3	34.0	26.4	
张裕 A	000869.SZ	39.21	1.50	1.60	1.72	26.1	24.5	22.7	推荐
青岛啤酒	600600.SH	28.75	1.27	1.30	1.38	22.7	22.1	20.8	中性
均值						24.4	23.3	21.8	
伊利股份	600887.SH	16.31	0.76	0.87	0.99	21.4	18.8	16.4	强烈推荐
海天味业	603288.SH	29.25	0.93	1.11	1.31	31.5	26.3	22.3	强烈推荐
三全食品	002216.SZ	8.18	0.04	0.15	0.21	188.5	54.8	38.6	强烈推荐
克明面业	002661.SZ	15.98	0.32	0.49	0.59	49.7	32.6	27.2	强烈推荐
桃李面包	603866.SH	42.07	0.77	0.98	1.24	54.6	42.8	33.9	强烈推荐
大北农	002385.SZ	8.10	0.17	0.28	0.40	47.1	29.2	20.4	强烈推荐
安琪酵母	600298.SH	16.99	0.34	0.62	0.74	50.0	27.5	23.1	强烈推荐
双汇发展	000895.SZ	21.49	1.29	1.37	1.46	16.7	15.7	14.8	推荐
中炬高新	600872.SH	11.96	0.31	0.36	0.42	38.5	33.0	28.3	推荐
好想你	002582.SZ	34.74	-0.02	0.17	0.25	-1586.0	201.5	137.0	推荐
光明乳业	600597.SH	12.39	0.34	0.35	0.36	36.4	35.6	34.9	中性
煌上煌	002695.SZ	39.49	0.49	0.48	0.51	81.1	82.0	77.8	中性
均值						56.0	36.2	30.7	

# 正文目录

<b>一、食品饮料板块 1-5 月跌幅最小，防御价值突显</b>	<b>7</b>
1.1 1-5 月食品饮料板块跌幅最小	7
1.2 估值下降是股价下跌主因，产业赢家表现整体走强	8
1.3 16 年食品 PE 排名与净利增速排名基本匹配	9
1.4 机构配置比例见底回升	12
1.5 选股策略：产业赢家为重、周期波动为辅、资本强者选白马	12
<b>二、预计 16 年食品饮料消费增 5%-10%</b>	<b>13</b>
2.1 16 年社消零售总额增速小幅下降	13
2.2 重点零售企业食品、饮料消费+4.5%、-5.7%	13
2.3 重点零售企业酒类消费增 3.1%，餐饮增速回落但仍较高	14
2.4 消费型社会已经到来，结构性影响超出预期	14
<b>三、白酒持续复苏，大众品现分化</b>	<b>15</b>
3.1 白酒：升级驱动行业持续成长，关注重定位、并购、聚焦深耕三类机会	15
3.2 葡萄酒—预计 2H16 年行业营收增 10-15%	25
3.3 啤酒：调整压力超预期，突围方向看新品	28
3.4 乳制品：子市场优选液态奶，继续看好伊利	29
3.5 屠宰及肉制品：龙头优势明显，首推双汇	35
3.6 调味品：整体表现平淡，优选行业龙头	39
3.7 休闲食品：电商零食爆发，烘焙龙头值得关注	46
3.8 其他公司：大北农、安琪酵母、三全食品、克明面业	50
<b>四、风险提示</b>	<b>53</b>

## 图表目录

图表 1	食品板块 1-5 月跌幅最小，板块排名第一 .....	7
图表 2	1-5 月白酒与非白酒食品均获得正超额收益 .....	7
图表 7	16 年 1-5 月非一线白酒、非白酒食品饮料估值下跌导致股价下降 .....	8
图表 8	16 年赚钱的食品饮料个股情况差异大 .....	9
图表 3	2016 年白酒净利增速仍处于市场各板块中较低位置 .....	10
图表 4	2016 年白酒 PE 市场排名位于中下游 .....	11
图表 5	1Q16 沪深 300 成份股中白酒净利增 16.2%，其它食品 1Q16 净利增 14.8% .....	11
图表 6	估算 1Q16 食品饮料配置占股票比例略升至 4.2% .....	12
图表 9	投资增速回升，但 GDP 继续下降 .....	13
图表 10	1Q16 城镇、农村居民实际收入增速下滑 .....	13
图表 11	2016 至今消费者信心指数持续回落 .....	13
图表 12	1Q16 社消零售总额增速小幅下降 .....	13
图表 13	16 年前 3 月食品销售额增 4.5% .....	14
图表 14	16 年前 3 月饮料零售额同比降 5.7% .....	14
图表 15	16 年前 3 月酒零售额增 3.1% .....	14
图表 16	餐饮增速维持高位，尤其限额以下 .....	14
图表 17	社保支出增速与收入增速差距持续拉大 .....	15
图表 18	人口结构平移利好成熟消费和升级加速 .....	15
图表 19	13 家白酒上市公司 1Q16 营收增速回升至 16.8% .....	16
图表 20	扣茅、五后 11 家公司 1Q16 营收同比增 9.7% .....	16
图表 21	茅台一批价 13 年 4 月见底迅速反弹（单位：元） .....	17
图表 22	茅台放量压低一批价，五粮液缩量力挺一批价（单位：元） .....	17
图表 23	市场需求分布类似宽口细长颈瓶，结构性机会显著（2015 年） .....	17
图表 24	15、16 年上市公司并购整合显著加速 .....	18
图表 25	预计五粮液 2Q16 营收、净利同比+10%、+12% .....	19
图表 26	预计贵州茅台 2Q16 营收、净利同比+15%、+14% .....	20
图表 27	预计泸州老窖 2Q16 营收+0%，净利-28% .....	21
图表 28	预计洋河股份 2Q16 营收、净利分别增 8%、10% .....	22
图表 29	预计 2Q16 老白干酒营收、净利+15%、+427% .....	23
图表 30	预计 2Q16 山西汾酒营收+8%，净利+16% .....	23
图表 31	预计水井坊 2Q16 营收、净利分别增 25%、980% .....	24
图表 32	预计酒鬼酒 2Q16 营收、净利分别增 16%、38% .....	25
图表 33	五粮液、贵州茅台平安预测 2016PE 分别为 16 倍、19 倍（单位：元） .....	25

图表 34	6 家上市国产葡萄酒企业营收 2015 年同比+6.3%，4 家 A 股上市酒企 1Q16+3.7% .	26
图表 35	2016 年 1-4 月进口葡萄酒量和均价同比+27%、+1.8%.....	26
图表 36	预计张裕 2Q16 营收、净利同比+5%、+8%.....	27
图表 37	张裕 2016 年 PE25 倍 .....	27
图表 38	2016 年 1-4 月啤酒行业销量降 6%.....	28
图表 39	2015 年 CR4（青啤、雪花、燕京、百威）市场份额 68.8%，仍难言稳定 .....	28
图表 40	预计青岛啤酒 2Q16 营收-2%，净利+5%.....	29
图表 41	青岛啤酒平安预测 2016 年 PE 为 22 倍 （单位：元）.....	29
图表 42	1Q16 液态奶主要上市公司营收、利润同比分别+2.0%、+21%.....	30
图表 43	1Q16 乳制品产量同比+6.1%，增速较 15 年+1.5pct.....	30
图表 44	2016 年 5 月 17 日，GDT 全脂奶粉中标价同比降 0.9% .....	30
图表 45	2016 年 5 月，生鲜乳月均价同比+1.8%（元/公斤） .....	30
图表 46	伊利市占率优势有望持续增强 .....	31
图表 47	预计伊利 2Q16 营收、净利分别同比+10%、+25% .....	32
图表 48	预计光明 2Q16 营收、归母净利分别同比-5%、-10%.....	32
图表 49	1Q16 合生元+贝因美营收同比降 6.2%，增速较 15 年-2.4pct .....	33
图表 50	1Q16 婴儿奶粉进口量同比+35%.....	33
图表 51	2016 年 1-4 月，外资惠氏、美赞臣，国产伊利份额提升，其余份额下降.....	34
图表 52	预计 2Q16 贝因美营收同比持平，归母净利扭亏微盈 .....	35
图表 54	1Q16 肉制品主要上市公司营收、利润同比分别+27%、+20%.....	36
图表 55	2016 年 1-4 月，定点屠宰量同比降 4%，降幅较 15 年收窄 5pct .....	36
图表 56	2016 年 4、5 月，猪肉均价同比增 41%.....	36
图表 57	进口猪肉成本优势明显，2016 年 1-4 月数量同比增 98%.....	36
图表 58	2016 年 5 月 27 日，生猪价格同比+45%，环比+0.6%.....	37
图表 59	2016 年 4 月，能繁母猪存栏同比下降 5%，环比+0.3% .....	37
图表 60	2016 年 5 月 20 日，白条鸡价格同比+6.0%，环比+0.3%（单位：元/千克） .....	37
图表 61	2016 年 1-4 月商超渠道，肉制品销售额份额双汇较 2015 年提升 4.1PCT .....	38
图表 62	预计双汇发展 2Q16 营收、净利分别同比+30%、+5%.....	38
图表 63	双汇 2016 年平安预测 PE 为 16 倍 （单位：元） .....	39
图表 64	1Q16 上市公司调味品营收增速降至 3.8% .....	39
图表 65	1Q16 酱醋上市公司调味品营收增速降至 8.8% .....	39
图表 66	上市公司 2015 酱油收入规模 98.3 亿，同比增 7.6% .....	40
图表 67	海天 2015 年酱油营收 67.2 亿，规模最大.....	40
图表 68	上市公司 2015 食醋收入 13.0 亿，同比增 11.8%.....	41
图表 69	恒顺 2015 年食醋营收 10.3 亿，规模最大.....	41

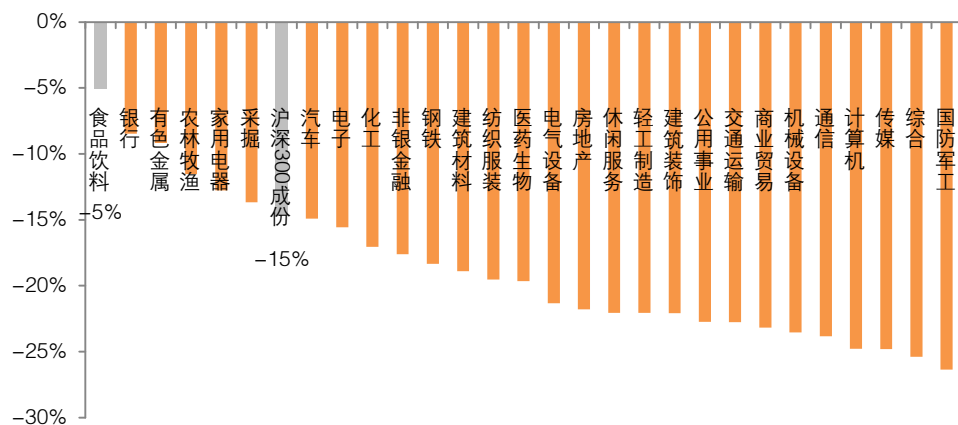
图表 70	上市公司 2015 料酒收入 6.9 亿，同比增 22.0% .....	41
图表 71	老恒和 2015 年料酒营收 5.8 亿，规模最大 .....	41
图表 72	海天 15 年蚝油收入 17.8 亿，同比增 32.9% .....	42
图表 73	海天 15 年酱料收入 18.1 亿，同比增 18.2% .....	42
图表 74	味精 CR3 占比近 90%，行业高度集中 .....	42
图表 75	16 年 1-4 月酱油企业商超市份额占有情况 .....	42
图表 76	预计海天味业 2Q16 营收、净利分别+13%、+16% .....	43
图表 77	预计中炬高新 2Q16 营收、净利分别+12%、+20% .....	44
图表 78	预计恒顺醋业 2Q16 营收、净利分别+12%、+33% .....	45
图表 79	预计加加食品 2Q16 营收、净利分别+8%、-55% .....	46
图表 80	海天 2016 年平安预测 PE 为 26 倍 (单位: 元) .....	46
图表 81	1Q16 休闲食品 (洽洽、好想你、桃李) 营收增速降至 8.8% .....	47
图表 82	1Q16 休闲食品 (洽洽、好想你、桃李) 净利增速升至 21.5% .....	47
图表 83	预计好想你 2Q16 营收、净利分别+10%、+478% .....	49
图表 84	预计桃李面包 2Q16 营收、净利分别+20%、+24% .....	49
图表 85	好想你、桃李面包 2016 年平安预测 PE 分别为 202 倍、43 倍..... (单位: 元)	50
图表 86	预计大北农 2Q16 营收和净利同比+0%、+117% .....	50
图表 87	预计安琪酵母 2Q16 营收、净利分别增 15%、21% .....	51
图表 88	预计三全食品 2Q16 营收、净利分别+7%、+48% .....	52
图表 89	预计克明面业 2Q16 营收、净利分别+16%、+48% .....	52
图表 90	大北农 2016 年平安预测 PE 为 30 倍 (单位: 元) .....	53

## 一、食品饮料板块 1-5 月跌幅最小，防御价值突显

### 1.1 1-5 月食品饮料板块跌幅最小

1-5 月食品板块跌幅最小，跑赢沪深 300 指数 10pct，在申万一线子行业中排名第一。分时间段看，2016 年 1-5 月中，白酒各月份均获得正超额收益，非白酒食品饮料 3-5 月获得正超额收益。年初至 5 月底，白酒、非白酒食品均获得正超额收益，且白酒涨幅好于非白酒食品饮料。食品板块在下行行情中表现出极强的防御价值。

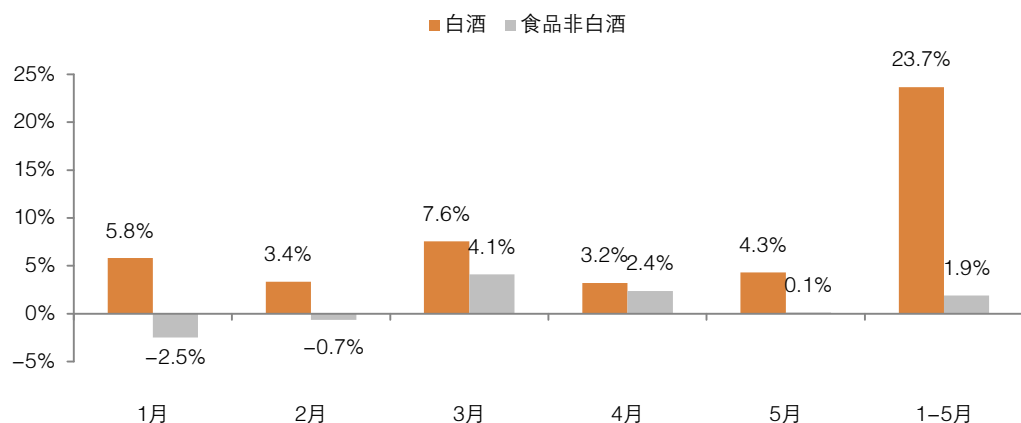
图表1 食品板块1-5月跌幅最小，板块排名第一



备注：5月股价取5月31日收盘价。

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表2 1-5月白酒与非白酒食品均获得正超额收益



备注：5月股价取5月31日收盘价。

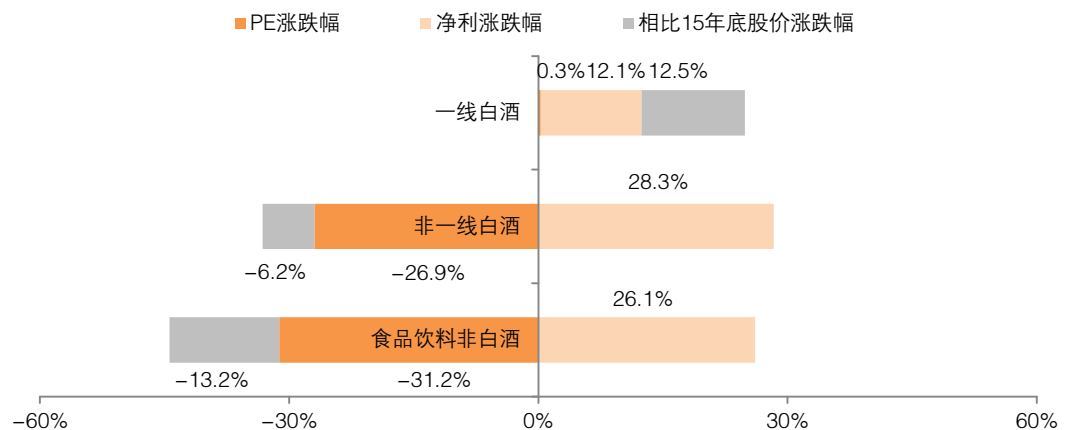
资料来源：平安证券研究所、Wind



## 1.2 估值下降是股价下跌主因，产业赢家表现整体走强

涨幅分解：一线白酒净利增长推动股价上升，非一线白酒与非白酒食品饮料估值下降导致股价下跌。预计 2016 一线白酒净利同比可增长 12.1%，1-5 月 PE 比 2015 年略涨 0.3%，推动股价比 15 年底涨 12.5%，净利、估值与股价呈同方向变化。非一线白酒与非白酒食品饮料预计 16 年净利增 28.3% 与 26.1%，但估值分别下降 26.9% 与 31.2%，导致股价比 15 年底下跌 6.2% 与 13.2%。

图表3 16年1-5月非一线白酒、非白酒食品饮料估值下跌导致股价下降



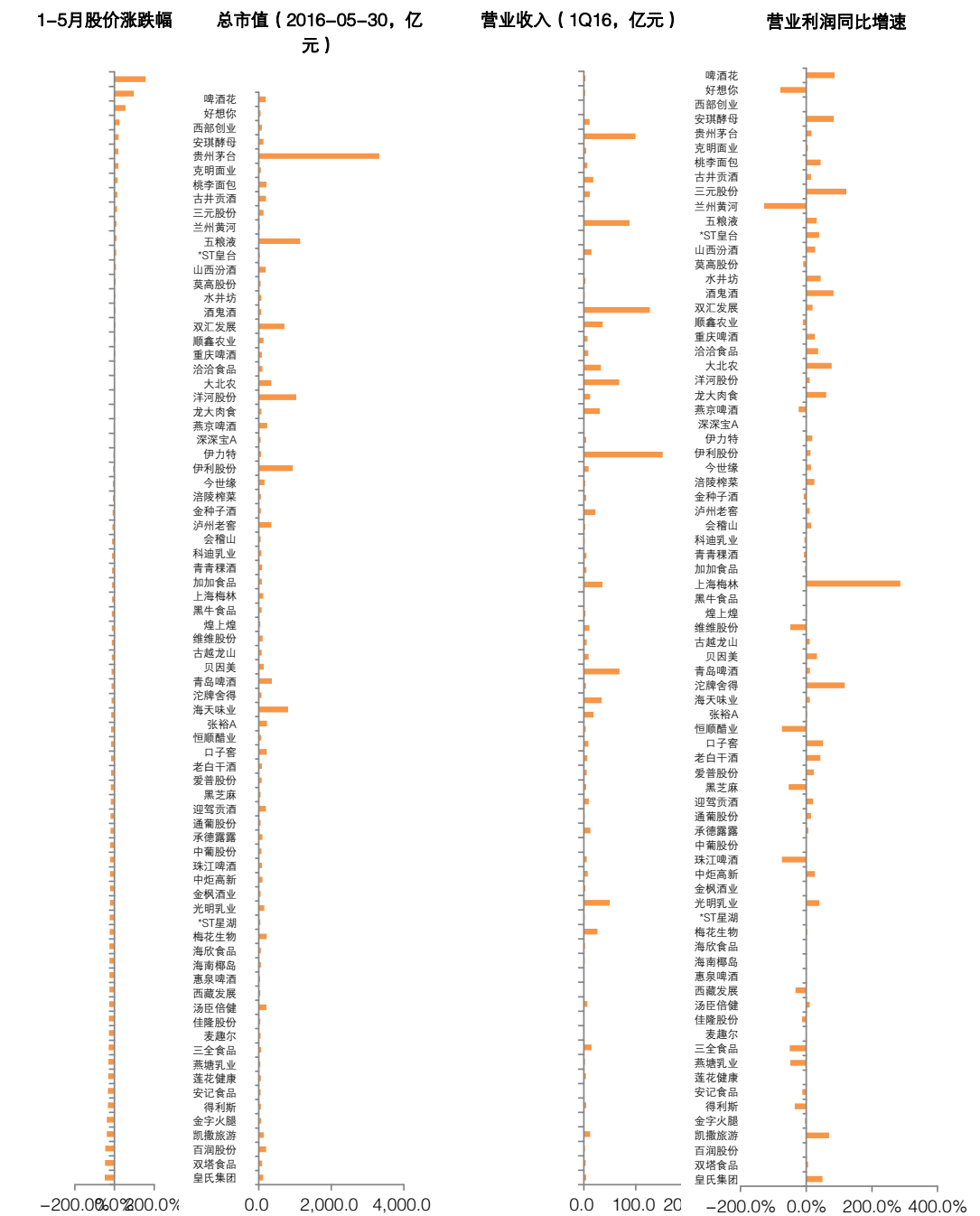
备注：PE 涨幅股价最后一日取5月31日收盘价，所选取公司剔除数据不全、数据异常以及16年新上市公司。

资料来源：平安证券研究所、Wind

1H16，市场整体风格显著不同于 2015 年，产业赢家表现整体走强，如安琪酵母、茅台、洋河、伊利、双汇、大北农、克明面业等收益均排行业前列，且大多数有不错正收益，周期类波动和资本强者也有好的收益机会，但显著少于 15 年。展望 2H16 年，三类交易策略思路中，发展良好行业赢家可能仍是重点，公司长经营周期带来交易机会仍有，但可能难做为主要交易思路，在监管收紧背景下，资本强者则更需精挑细选。



图表4 16年赚钱的食品饮料个股情况差异大



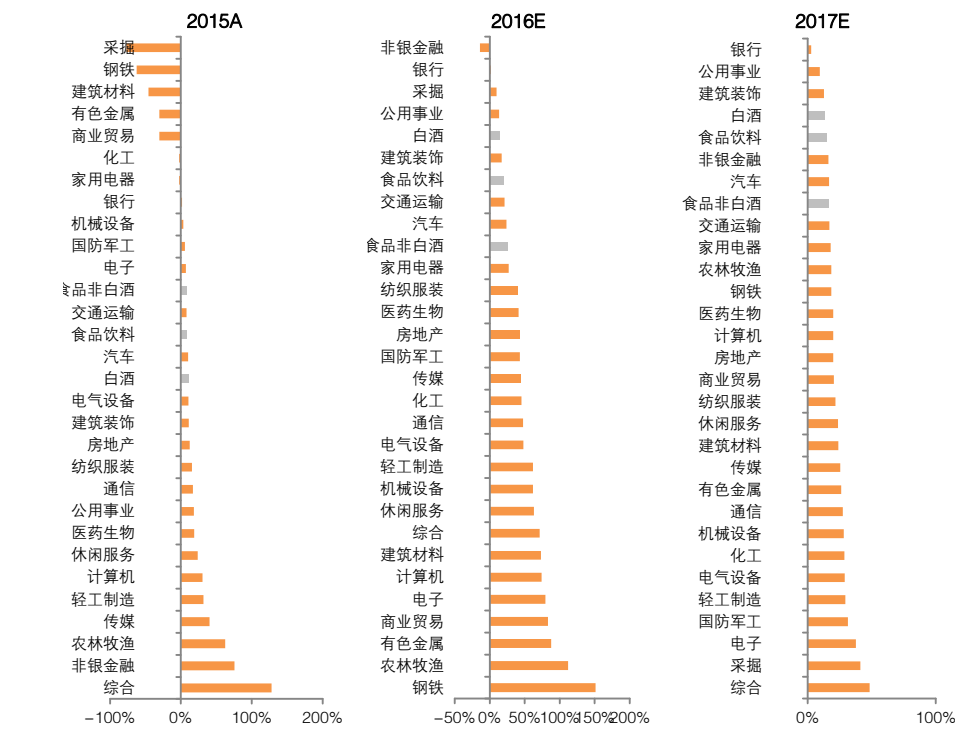
资料来源：平安证券研究所、Wind

### 1.3 16 年食品 PE 排名与净利增速排名基本匹配

白酒与非白酒食品净利增速加快，16 年 PE 排名与净利增速排名基本匹配。2015 年白酒净利增速排

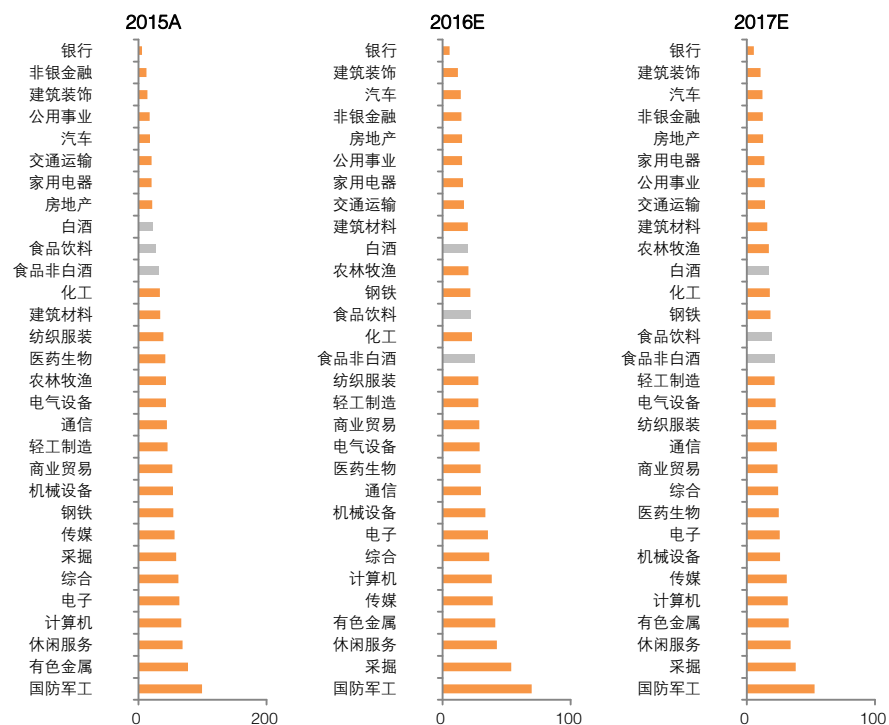
名位于市场中游,非白酒食品饮料净利增速略低于白酒。预计 16 年非白酒食品饮料增速将企稳回升,且增速超过白酒,但二者增速位于市场下游位置。16 年预计白酒 PE 市场排名处于中下游,非白酒食品饮料则在市场中游的位置,二者排名基本匹配。

图表5 2016年白酒净利增速仍处于市场各板块中较低位置



资料来源: 平安证券研究所、Wind

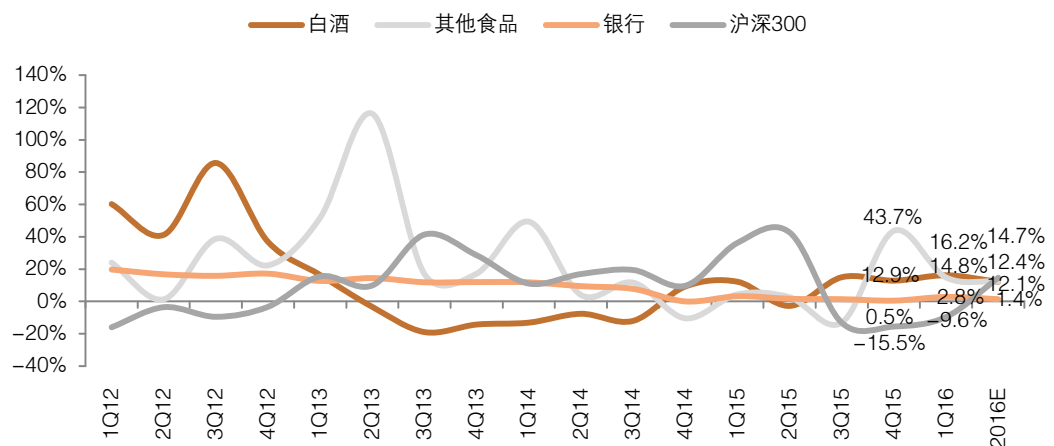
图表6 2016年白酒PE市场排名位于中下游



资料来源：平安证券研究所、Wind

对比 1Q16 的净利增速变化趋势和 2016 年分析师预期，并结合行业发展趋势判断，白酒、其他食品 16 年业绩预测与 1Q16 净利增速基本吻合。沪深 300 成份股中，1Q16 白酒净利增 16.2%，略高于 WIND 统计 2016 年净利增长 12.1% 的分析师一致预期；其他食品饮料 1Q16 同比增 14.8%，较全年预期的 12.4% 高 2.4pct，考虑到春节消费旺季因素，16 年业绩预期与 1Q16 净利增长相差不大。1Q16 沪深 300 净利下降 9.6%，低于分析师全年预期的 14.7%，后续业绩有下调压力。

图表7 1Q16沪深300成份股中白酒净利增16.2%，其它食品1Q16净利增14.8%



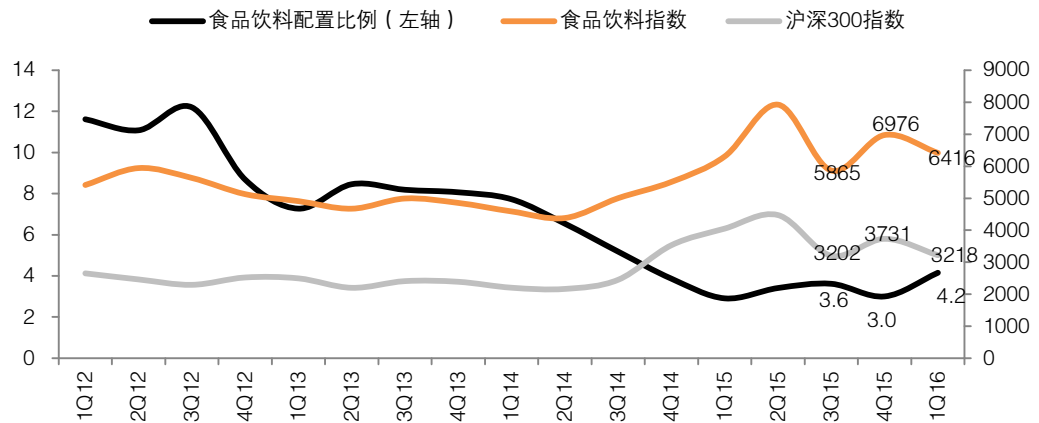
备注：仅统计沪深300成份，其中白酒股4只，其他食品饮料股6只，银行16只，沪深300不含银行、食品饮料、中石油、中石化、并剔除数据不全公司后共241只。Wind一致预期取自5月31日最新数据。

资料来源：平安证券研究所、Wind

## 1.4 机构配置比例见底回升

估算 1Q16 食品饮料占基金股票比例略回升至 4.2%，但与历史水平相比仍处低配位置。

图表8 估算1Q16食品饮料配置占股票比例略升至4.2%



备注：二季度与四季度数据为平安证券汇总基金持有食品饮料所有股票持仓市值得出，一季度与三季度数据为平安证券根据基金持有食品饮料重仓股持仓市值估算

资料来源：平安证券研究所、Wind

## 1.5 选股策略：产业赢家为重、周期波动为辅、资本强者选白马

**行业赢家仍是重点，强烈推荐茅台、伊利、大北农。**食品饮料子行业中，预调酒、电商休闲食品、面包烘焙、白酒、调味品、乳制品、葡萄酒、酵母增长前景仍良好，其中，白酒主要靠消费升级推动且可能在加速，其余子行业人均消费量均有显著上升空间。综合考虑业务成长性、市场预期、估值水平，2H16 建议继续买入贵州茅台、伊利股份、大北农；成长性和综合竞争实力突出的是桃李面包和休闲电商的好想你，虽静态估值偏贵，但持续成长空间足以抵消估值压力，如有调整就是买入机会；海天、克明随着估值下行，其隐含长期回报率正在上升，2H16 出现买点概率上升；安琪、洋河、顺鑫、张裕在各自所在领域均是领头羊且有望持续，但考虑市场预期和业务可能波折，2H16 需进一步观察是否出现交易机会。预调酒中百润 4Q15 至 1Q16 业务调整幅度超出了我们预期，虽行业持续增长性佳，但落到百润上，要看到股价明显回落及业务稳定才可能有机会，3Q16 是重要观察点。其他子行业龙头仍需观察，如啤酒是人口结构变化和竞品上升导致全行业持续萎缩，进口啤酒和百威英博强大竞争力进一步扰动竞争；承德露露、洽洽成长性需看公司具体变化。

**长经营周期交易机会继续关注三全、酒鬼酒、水井坊，五粮液赚钱无忧，但交易节奏可能修正。**三全已处于利润率拐点虽 1Q16 弹性低于预期，但趋势应该不会变；新业务鲜食三代机已在上海铺市测试，未来半成品扩张仍有足够成长空间，当前市场预期已低。白酒中水井坊正处在最美好的阶段，市场预期已经起来，业务正处于快速成长期，但当前仍看不到天花板；酒鬼酒已处在调整的起点，如果渠道调整到位，可能进入一段持续快速成长期，机会仍在。五粮液“反勾型”业务反转近尾声，新阶段节奏如何调整需观察中秋旺季情况。山西汾酒和泸州老窖调整中，可观察。

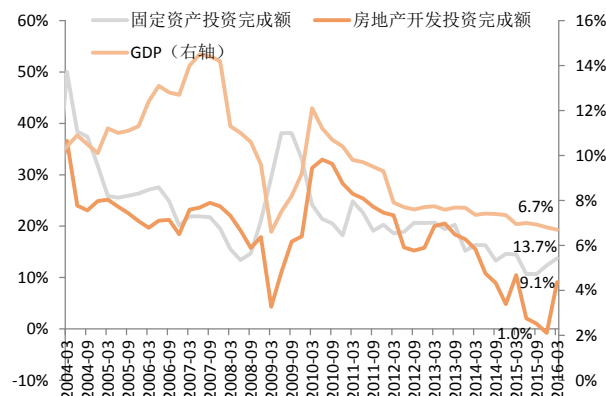
**资本强者白马更靠谱。**监管显著收紧，一、二级市场简单套利机会减少，风险也在加大，1H16 股价表现也有体现。2H16 重点关注阳谋思路，综合行业、公司、市场、时间、空间分析，我们认为仍值得重视的是老白干酒，中国白酒当前趋势是产品各档次均品牌化、集中度提升、渠道变革扁平化、行业整合，老白干管理层及战略投资者定增已经完成，随后将进入利润率兑现和一省并购整合，一切刚开始，仍有足够时间和空间。

## 二、预计 16 年食品饮料消费增 5%-10%

### 2.1 16 年社消零售总额增速小幅下降

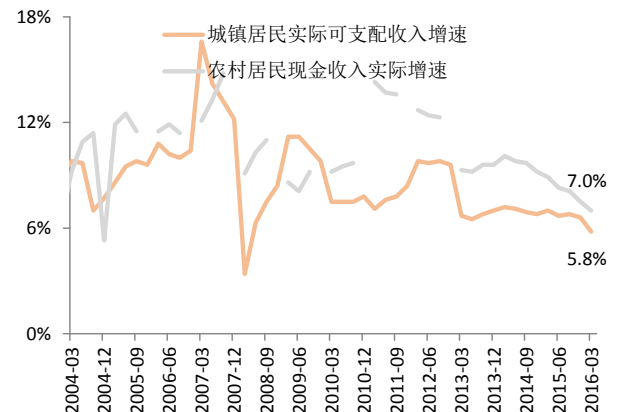
1Q16 城镇、农村居民收入增速均下滑，2016 消费者信心持续回落。1Q16 城镇居民实际可支配收入同比增 5.8%，农村居民现金收入同比增 7.0%，两者皆明显下滑，同时，2016 消费者信心持续回落。相应社消零售总额增速亦有回落，但仍有 10% 增长。

图表9 投资增速回升，但GDP继续下降



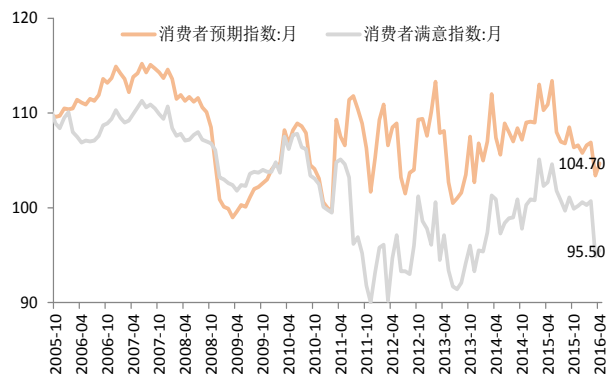
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表10 1Q16城镇、农村居民实际收入增速下滑



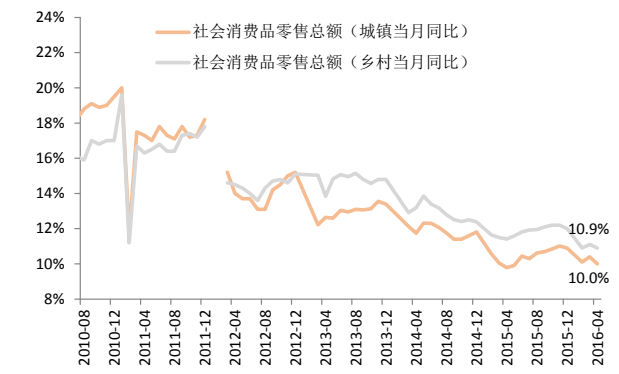
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表11 2016至今消费者信心指数持续回落



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表12 1Q16社消零售总额增速小幅下降



资料来源：平安证券研究所、Wind

### 2.2 重点零售企业食品、饮料消费+4.5%、-5.7%

食品、饮料销售增速均回落，饮料企业尤其难过。4 月份，城镇和农村社会消费品零售总额同比分别增长 10%、10.9%，均较 15 年有回落。但观察重点零售企业食品、饮料、酒类零售额，16 年 1-3 月累计同比分别+4.5%、-5.7%、+3.1%，分别较 15 年同期低 5.5pct、46、8.6pct。一方面必须考虑 16 年春节早于 15 年可能拖累了 1Q16 数据，另一方面食品饮料增速回落在预期之中，毕竟经济

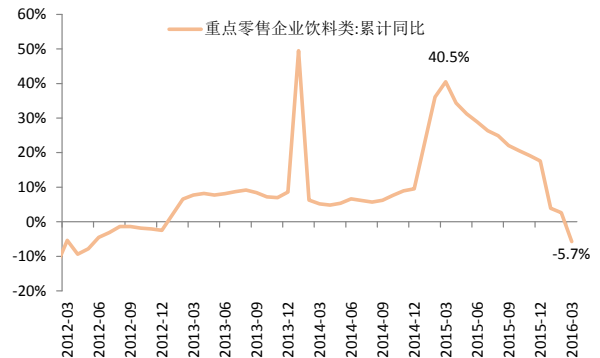
增速再次下滑且居民收入下滑趋势明显。

图表13 16年前3月食品销售额增4.5%



资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表14 16年前3月饮料零售额同比降5.7%

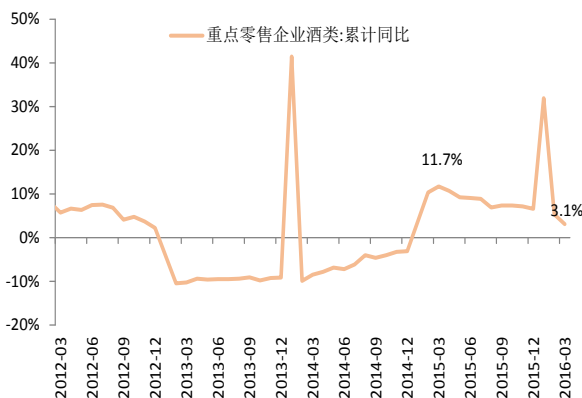


资料来源: 平安证券研究所、Wind

## 2.3 重点零售企业酒类消费增 3.1%，餐饮增速回落但仍较高

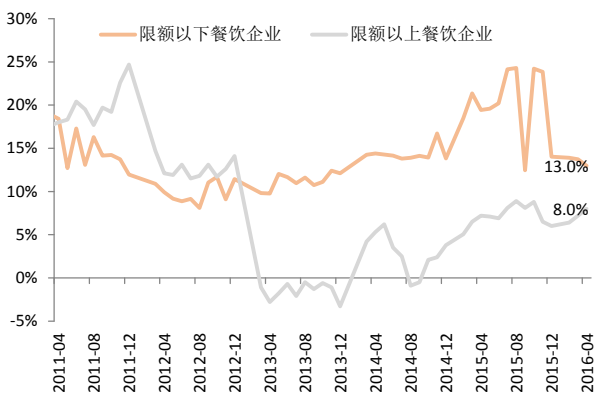
大众餐饮景气度略回落，中高档餐饮复苏态势明显。社会消费品零售总额中，代表中高档的限额以上餐饮行业 16 年前 4 月同比+8%，较 15 年同期 7.2%的增速有回升。同时，代表大众餐饮的限额以下餐饮 16 年前 4 月同比+13%，维持了 13 年以来强劲势头，但增速较 15 年同期 19%有回落。餐饮数据与酒类持续增长吻合；同时餐饮行业增速持续高企也可能显示，中国人正餐模式正逐步变化。

图表15 16年前3月酒零售额增3.1%



资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表16 餐饮增速维持高位，尤其限额以下



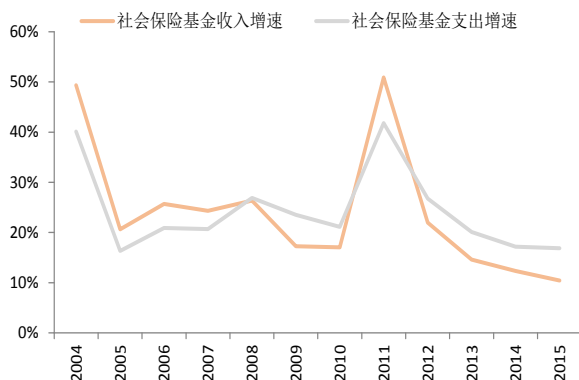
资料来源: 平安证券研究所、Wind

## 2.4 消费型社会已经到来，结构性影响超出预期

1Q16GDP 增速小幅落至约 6.7%，居民收入增速也有所回落，尤其是农村。综合考虑经济增长结构变化趋势、养老金由净储蓄转向净消费、人口结构变迁，我们能确认消费型社会正在来临，预计 16 年食品饮料消费增 5%–10%。

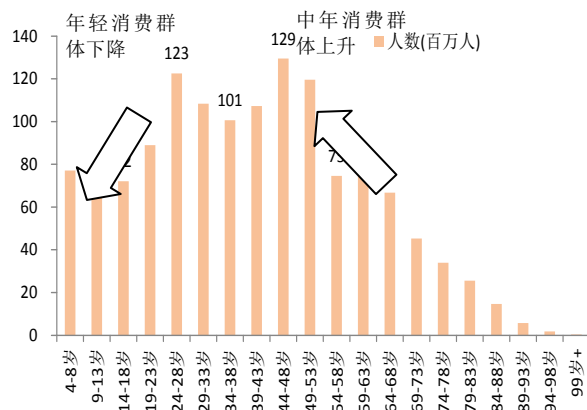
与总量的增长相比，更值得重视的是结构性变化，两层力量驱动，其影响可能超出预期：一是收入上升后的自然升级需求；二是人口更替过程中新增人口消费结构天生就要高得多。故寻找结构性机会可能是主流思路。

图表17 社保支出增速与收入增速差距持续拉大



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表18 人口结构平移利好成熟消费和升级加速



资料来源：平安证券研究所、Wind

## 三、白酒持续复苏，大众品现分化

### 3.1 白酒：升级驱动行业持续成长，关注重定位、并购、聚焦深耕三类机会

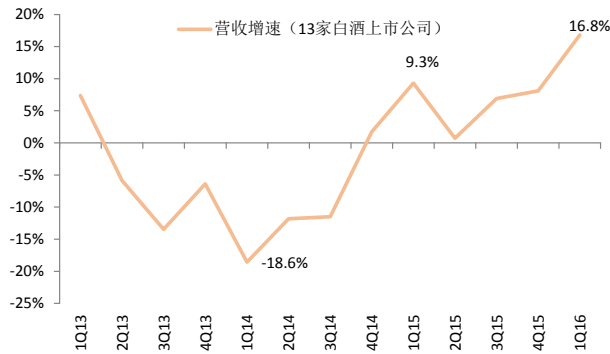
#### 3.1.1 预计 16 年行业营收同比增约 5%，上市公司约 10%

白酒行业见底回升始于 2014 年，1Q16 维持复苏态势。剔除数据不全次新股和非白酒营收比例高的顺鑫农业，13 家上市公司单季度营收同比增速见底是在 1Q14，之后一路上升，1Q15 回升至 9.3%。考虑茅台、五粮液营收占比大，且两家公司均有强大报表调控能力，扣除后 11 家白酒上市公司 1Q15 营收同比增速为 11%，4Q15 甚至高达 22%，1Q16 增速接近双位数。结合我们持续调研跟踪情况，考虑渠道去库存因素，我们判断，2014 年白酒行业终端需求同比很可能已是正值，之后则持续受益于消费升级驱动，行业增速可能在 5-10%。在消费升级之外，受渠道补库存、集中度提升、低基数推动，11 家白酒上市公司 15 年单季度营收增速总体持续走高。

预计 16 年行业营收同比增 5% 上下，上市公司同比增约 10%。我们判断，消费升级已白酒行业增长主要驱动因素，一方面中高端产品占总销量比例持续上升，我们估计，100 元以上零售价产品总销量仅占中国烈性酒市场约 10%，仍有长足增长空间；另一方面，受益于烈性酒产品属性，同一产品价格至少能跑平通胀，中高端产品甚至略快于通胀。同时，上市公司是中国白酒优质厂商代表，本身拥有优质品牌禀赋，是消费升级向品牌集中的自然受益者，故整体上更快增长。



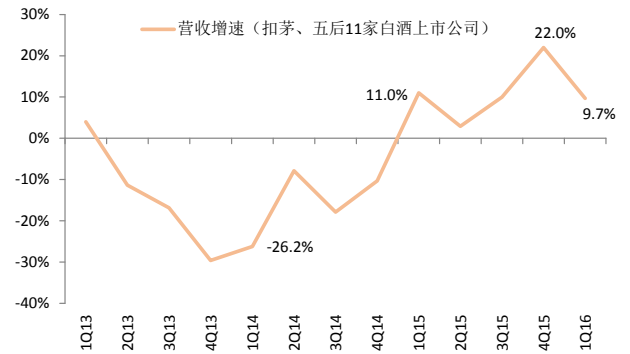
图表19 13家白酒上市公司1Q16营收增速回升至16.8%



备注：扣除3家次新股和收入构成复杂的顺鑫农业

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表20 扣茅、五后11家公司1Q16营收同比增9.7%



资料来源：平安证券研究所、wind

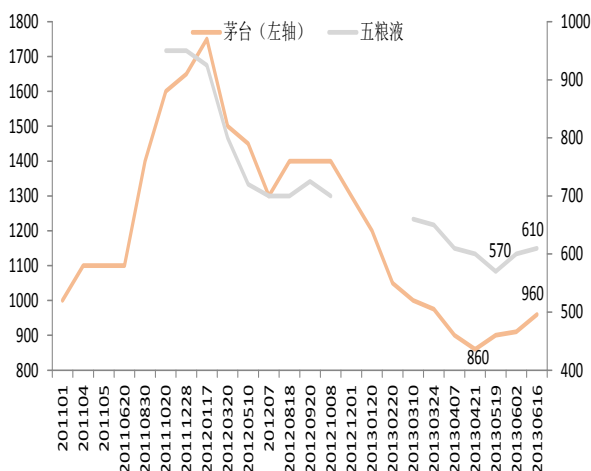
### 3.1.2 看好三类超额机会：品牌重定位、并购趋势、深度聚焦

**茅台价格腰斩带动全市场品牌重定位，国窖 1573、洋河梦之蓝受益五粮液挺价。**茅台一批价从 11 年底到 13 年初腰斩，推动了其他品牌层层降价，重新定位自身。茅台 2Q13 率先完成价格和目标客群调整，之后连续三年放量，成 800 元/瓶以上市场唯一玩家。五粮液去库存和价格调整更曲折一些，到 14 年底是降价稳量，15 年至今则持续以量换价。五粮液 14 年底开始挺价，为完成价格调整的国窖 1573 和洋河梦之蓝打开了空间，两者 15 年开始获得增长机会。

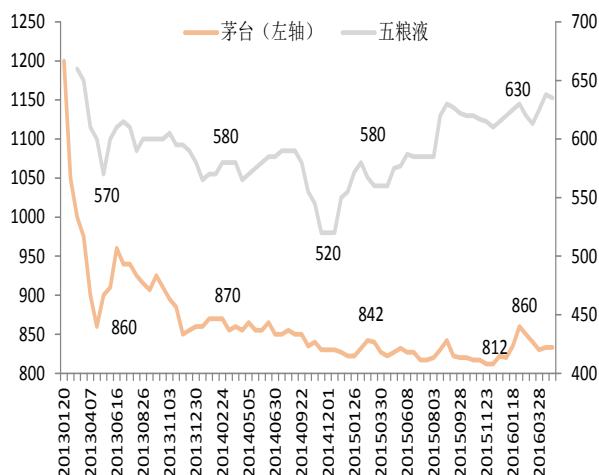
**200-400 价格带、企业底部再扩张决定，水井坊、酒鬼酒新机会当前最值得看好。**此前全国性品牌水井坊和酒鬼分别在 14 年中秋和 15 年完成渠道、价格调整，主力产品井台装和 15 年新品珍酿 8 号分别定位 300-400 和 200-300，受益于 100-200 十倍以上规模的消费升级，且竞品少，主要是剑南春和洋河天之蓝。同时公司启动新一轮渠道重建和扩张，因水井坊品牌性价比高且渠道利润足够，业务高速增长容易理解且可以预期。酒鬼产品结构上类似，200 出头有 50 度酒鬼、300 出头有红坛，且更高档次有 700-800 的内参，且坐拥湖南大本营市场，但省内外渠道重建扩张慢于水井坊，16 年也已开启，机会不错。对于这两公司来说，天花板仍较远，市值空间可边走边看。

**100-200 是区域深耕和全国化主力，升级快，能抢者为王。**市场三年自然淘汰后，实际结果是，100-200 价格带产品成名酒厂在根据地市场深耕和全国扩张主力，如洋河海之蓝、古井贡年份原浆 5 年、口子窖 6 年、泸州老窖中华老字号特曲、汾酒十年老白汾、十八酒坊 8 年等。100-200 元价格带一方面承接了 100 元以下百万吨级产品的升级需求，另一方面自身消费者也在往更高端产品升级，但考虑规模差异，升级速度应该仍很快。100-200 元价格带产品的需求量比更高端产品大得多，故运营管控对于产品扩张具有更重要作用，同时需求量总体仍偏分散且通常是地产酒主力经营产品，故聚焦深耕成为较现实的选择。

图表22 茅台放量压低一批价,五粮液缩量力挺一批价(单位:元)

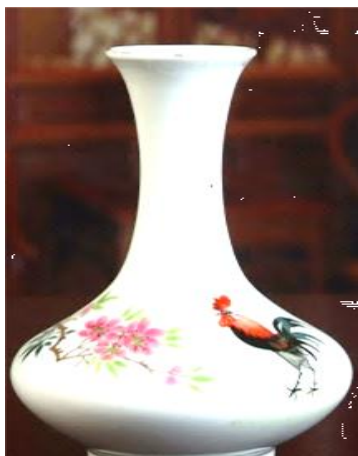


资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind



资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

**图表23 市场需求分布类似宽口细长颈瓶，结构性机会显著（2015年）**



800+, 2.1 万吨：高度茅台

600-800, 1.3 万吨: 52 度五粮液+酒鬼内参+其他

400-600, 0.8 万吨: 52 度以外五粮液+1573+梦之蓝 6+43 度茅台+其他

300-400, 1.3 万吨: 剑南春普剑+梦 3+水井坊井台装+红坛酒鬼+其他

200-300, 1.5 万吨: 天之蓝+水井坊珍酿 8 号+50 度酒鬼+红花郎+其他

100-200, 20-25 万吨：海之蓝+年份原浆 5 年+其他地方名酒主力产品

100 元以下, 400-500 万吨

资料来源：平安证券研究所估算

**白酒并购整合趋势渐显，上市公司成主体。**行业增速放缓，企业成长更多靠挤压抢份额，且产品价格带下移重定位后 100 元及以上市场容量变小，渠道开始快消化，中小酒企生存不易有被并购整合的需示，龙头企业则希望通过整合来加速发展，并购整合趋势日益明显。与此同时，白酒上市公司已达 18 家，已基本能代表白酒优质企业，故上市公司层面也成为行业趋势体现的主体，也因此带来机会。白酒并购整合主要看三方面：政府关系、行业资源、公司能力，综合我们最看好老白干酒。

图表 24 15、16年上市公司并购整合显著加速

时间	代表性事件
2007-2013	帝亚吉欧分 4 次完成对水井坊控股股东水井坊集团（原全兴集团）的收购 华泽集团收购湖南湘窖酒业、湖南雁峰酒业、山东今缘春酒业、安徽临水酒业、广西湘山酒业、玉泉酒业、吉林榆树酒业、江西李渡、陕西太白酒业、贵州珍酒等
2006	银基集团收购了鸭溪窖，不过 2011 年才开始重点推广，以弥补五粮液销售下滑的影响。
2009	凯乐科技收购基本停产的黄山头酒业。
2010	上海糖业烟酒从水井坊公司收购全兴酒业
2010	因地方政府压力，维维股份被迫出售双沟酒业之后，收购枝江酒业。
2011	海航集团入股贵州怀酒。
2011-2012	联想：公司通过增资实现对湖南武陵酒公司的控股。2011 年 10 月，公司全资收购河北承德板城酒业公司。2012 年 9 月，公司全资收购山东孔府家酒业有限公司。2012 年 11 月，公司全资收购安徽文王酿酒股份有限公司。
2011	洋河股份分两次完成对双沟酒业的收购
2013 年新一轮周期启动	
2013-2014	五粮液启动“走出去”战略，2013 年出资控股河北永不分梨，2014 年签署转让协议出资取得“河南五谷春酒业股份有限公司”约 51% 的股权。
2015	沱牌舍得实际控制人变更为天洋控股集团，实现从国企到民企的转变，
2016	古井贡酒收购湖北黄鹤楼
2016	金徽停牌，媒体报道可能涉及收购陕西白水杜康

资料来源:公司公告、平安证券研究所

**深度聚焦才最可能赢。**需求、产品、渠道变革推动，白酒企业运营难度显著上升，资源聚焦集中优秀兵力打攻坚战才能显著提升赢的概率。从产品端，聚焦资源成就大单品；渠道端，小区域深耕渐成首选，如洋河的“新江苏”战略也是划小考核区域，聚焦资源；古井在 15 年华北、华南下滑约 20%，也开始探讨省外扩张模式；老白干更是明确提出聚焦省内，深耕突破。除了全国性高端品牌也就是茅台、五粮液之外，战略上聚焦，且具备系统性运营能力的企业更值得看好。

### 3.1.3 重点公司分析：五粮液、茅台、老窖、洋河、汾酒、老白干、水井坊、酒鬼酒

#### ■ 五粮液：快速挺价推动“反勾型”反转可能已至尾声

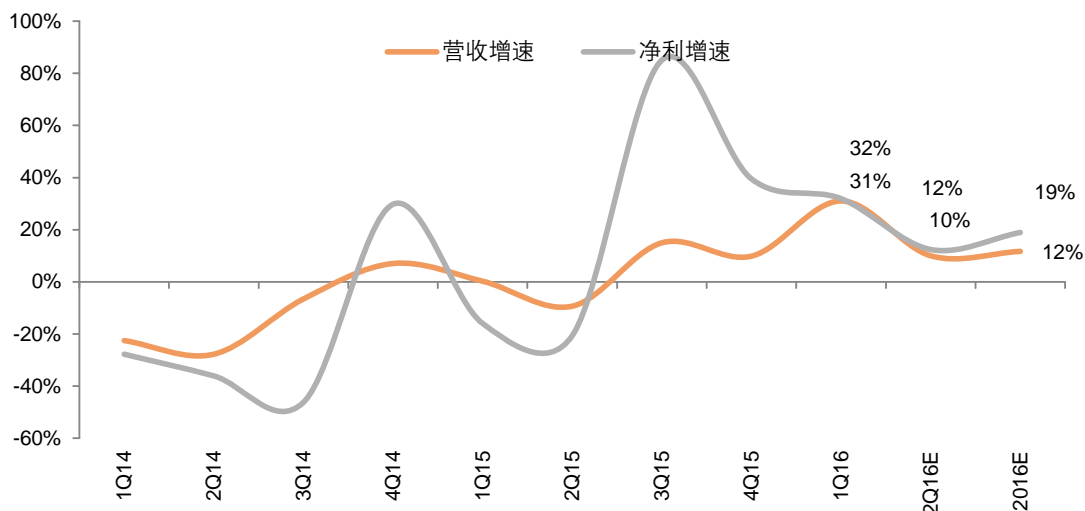
**估计 1Q16 五粮液酒收入增 40%左右，报表销量增 20-30%。**普五 15 年 8 月出厂价同比增 8%到 659 元，考虑基期 1Q15 可能仍有部分 509 元配额酒，且 1Q16 低度占比可能显著低于 1Q15，故五粮液酒均价同比涨幅可能达 10-20%。从渠道调研来看，库存同比 1Q15 有明显上升。结合营收增速和渠道库存等指标判断，估计五粮液 1Q16 终端实际销量增幅可能有限。考虑 2Q16 控量挺价且均价基数上升，预计 2Q16 营收、净利同比+10%、+12%。

**预计 2016 年营收、净利分别增 12.9%、19.2%。**考虑渠道历史库存去化、52 度普五持续涨价、单瓶补贴逐渐收窄降低费用率，我们预计 16 年五粮液营收、净利增长双位数。但往后看，五粮液仍需着力解决出厂与一批价格倒挂问题，以及大力推动终端出货增长。在即将到来的中秋旺季和能够展望的 2017 年春节，这些都是挑战。

**快速挺价推动“反勾型”反转可能已至尾声，但 2016 年约 15 倍 PE 仍便宜。**2H14 我们开始持续推荐五粮液“反勾型”反转，预期随着渠道库存去化、经销商体系调整完成、报表收缩完成，五粮液可能在一批顺价推动下，进入一轮反弹性修复。2H15 和 1Q16 的报表增速验证了我们的判断，但业务层面上酒厂 2H15 开始强势、快速、大幅挺价，超出我们预期。随着出厂价上台，五粮液再次面临重定位问题，直面茅台、国窖、梦之蓝等的竞争，我们期待酒厂在 16 年中秋旺季或 17 年春节

前出台新政策。我们预计，16-17 年净利同比+19%、+10%，EPS 为 1.94 元、2.13 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 为 16.4 倍、14.9 倍。尽管我们可能后续下调 17、18 年盈利预测，但 16 年 15 倍上下 PE 仍非常便宜。

图表25 预计五粮液2Q16营收、净利同比+10%、+12%



资料来源：平安证券研究所、Wind

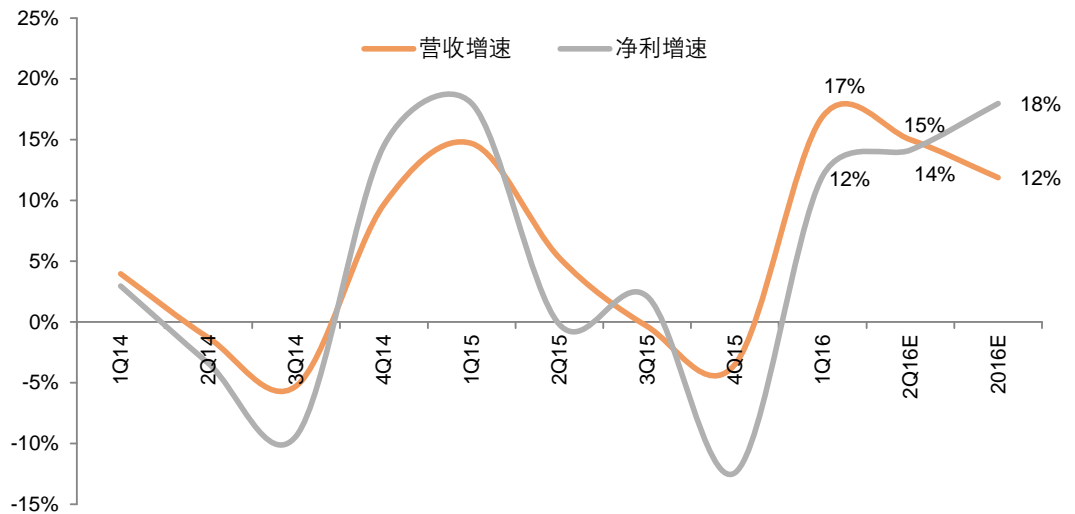
#### ■ 贵州茅台：中国最佳消费品、16-18 年净利增长小高潮

1Q16 白酒营收增 17%，预收款升至 85 亿超预期，实际出货个位数增长。我们测算，估计 53 度茅台酒（含普飞与订制）实际出厂量同比增约 5%，因 1Q15 确认基数低于实际，1Q16 报表确认销量同比增约 12%。结合持续跟踪，我们估计 1Q16 普飞同比降 10-20%，订制酒发货可能已占当期 53 度茅台酒出货量的 20%上下。预计 2Q16 预收款余额持平，同期 53 度茅台酒出货维持个位数增长，因基数效应作用，报表营收同比增 15%、净利同比增 14%，且超预期可能仍高。

**预计 2016 年营收、净利分别增 14.6%、18%。**茅台新策略已明朗，一方面，4Q15 开始严控 53 度普通飞天茅台酒出货量，挺一批价，提升渠道盈利能力；另一方面，大幅放开 53 度茅台订制酒往上升级，补足普飞下降的量且提升出厂均价。新策略成效显著，需求增速偏弱环境中，16 年春节 53 度普通飞天茅台一批价涨幅明显，订制酒迅速充塞了各种渠道。同时，15 年茅台加大了预收款藏钱力度，迭加基数效应，16 年营收增双位数非常容易。考虑到 2016 年是十三五开局之年，茅台释放业绩动力并不需要怀疑。

**中国最佳消费品、16-18 年净利增长小高潮，强烈推荐。**茅台已占据白酒最高价位段，是巨大白酒消费量升级方向，将逐步表现为价、量齐升，从而维持双位数增长。同时，16-18 年可能是公司业绩增长小高潮，我们预计，16-18 年净利同比+18%、+16%、11%，EPS 为 14.56 元、16.90 元、18.79 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 分别为 18.8 倍、16.2 倍、14.6 倍。当前估值仍便宜，有足够上升空间。

图表26 预计贵州茅台2Q16营收、净利同比+15%、+14%



资料来源：平安证券研究所、Wind

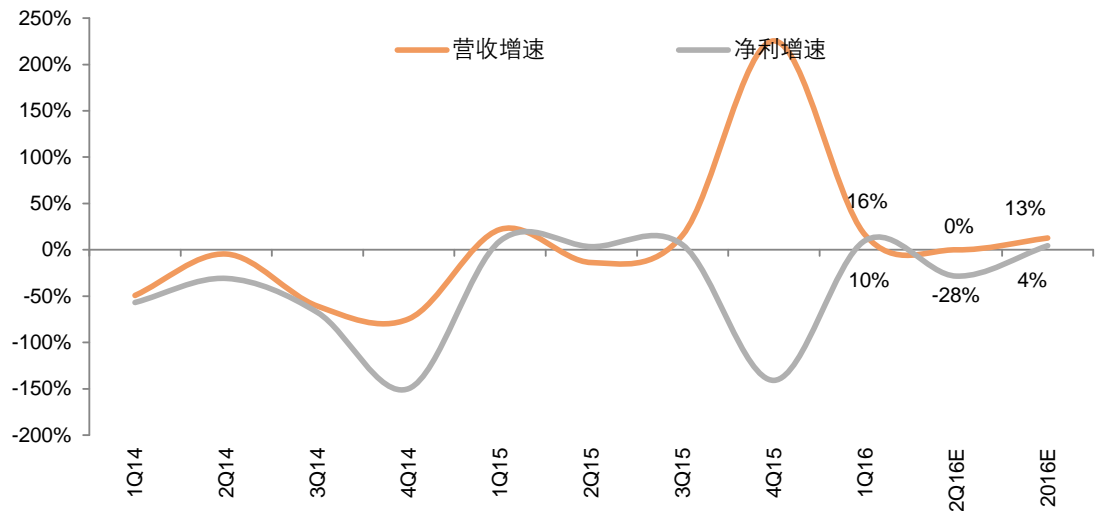
#### ■ 泸州老窖：大调整，乐观需谨慎

1Q16 营收、净利分别增 16%、10%。高端 1573 自 2H14 完成了渠道库清理，15 年借转向专营公司之机，扁平化了渠道，相当于重新构建了利益链条，且直接加大终端开拓力度。同时五粮液 2H15 开始持续挺价，为 1573 打开了性价比空间，加之 1H15 基数仍非常低，1Q16 开局良好。大特曲系列中，老字号特曲 1Q16 再次借新品铺货，窖龄酒则在调整内部产品系列重点。中低档 2H15 大砍条码，对报表冲击 1Q16 开始体现，预计贯穿全年。总体来看，预计 2Q16 国窖 1573 低基数上能翻倍，特曲含窖龄系列则同比增速可能较 1Q16 明显走低，中低档同比估计降幅明显。汇总，预计 2Q16 营收、净利同比+0%、-28%，如果扣除华西证券投资收益，白酒业务净利同比+8%。

预计 2016 年营收、净利分别增 12.7%、4.4%。高档 1573 在 2H15 可能面临两问题：一是基数大增后增速肯定大幅下降；二是五粮液是否继续挺价战略。中档特曲含窖龄酒这个档次产品线的扩张不可能很快，但有利的方面是 2H15 基数非常低，故考虑新品铺市，全年同比增 30% 上下仍可预期。中低档预计全年明显下降，尤其是 4Q16 同比降幅可能非常明显。

大调整，乐观需谨慎，暂维持“中性”评级。老窖产品线长，高档、中档、中低档市场竞争环境均与上一轮不可同日而语，相对市场预期，我们认为仍需保持谨慎。我们预计，16-18 年净利同比+1%、+14%、+10%，EPS 为 1.06 元、1.20 元、1.32 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 分别为 26.8 倍、23.6 倍、21.5 倍。

图表27 预计泸州老窖2Q16营收+0%，净利-28%



资料来源：平安证券研究所、Wind

#### ■ 洋河股份：最佳根据地和管理团队，慢牛值得期待

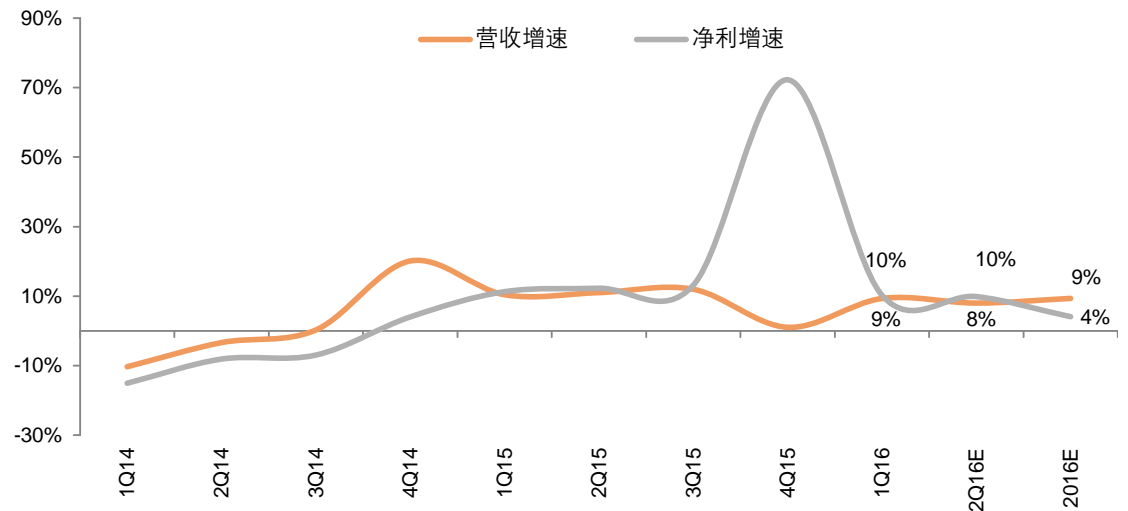
1Q16 营收、净利分别增 10%、9%。区域上，省外受益于聚焦更小区域的新江苏市场高速增长，产品上，梦之蓝在 15 年同比增 20%以上基础上，16 年前 4 个月增速高达 35%，拉动了整体增长。预计 2Q16 上述趋势能够维持，2Q16 营收、净利分别增 8%、10%。

预计 2016 年营收、净利分别增 9%、4%。预计高档梦之蓝 16 年将受益于五粮液持续挺价，及洋河在江苏市场持续多年深耕积累的品牌优势，天之蓝和海之蓝仍是白酒需求增速最好的价格带，是省外新江苏市场战略的全国化主力，且聚焦小区域可能更符合行业现状，故虽竞争可能逐步加剧，但我们预计洋河 16 年能保持略高于行业的增速。考虑 4Q15 投资收益异常，及费用投放力度大，净利增速可能稍逊于营收。

最佳根据地和管理团队，慢牛值得期待，维持“推荐”评级。洋河坐拥江苏这一最佳白酒根据地市场，同时管理层展示领先的战略眼光和强大的执行力，已打造了系列化品牌、深度分销的渠道体系，仍是中长期持续竞争取胜的优选潜力选手。我们预计，16-17 年 EPS 为 3.80 元、4.25 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 分别为 19.2 倍、17.2 倍。



图表28 预计洋河股份2Q16营收、净利分别增8%、10%



资料来源：平安证券研究所、Wind

#### ■ 老白干酒：利润率释放、省内聚焦再造老白干、并购整合三重奏

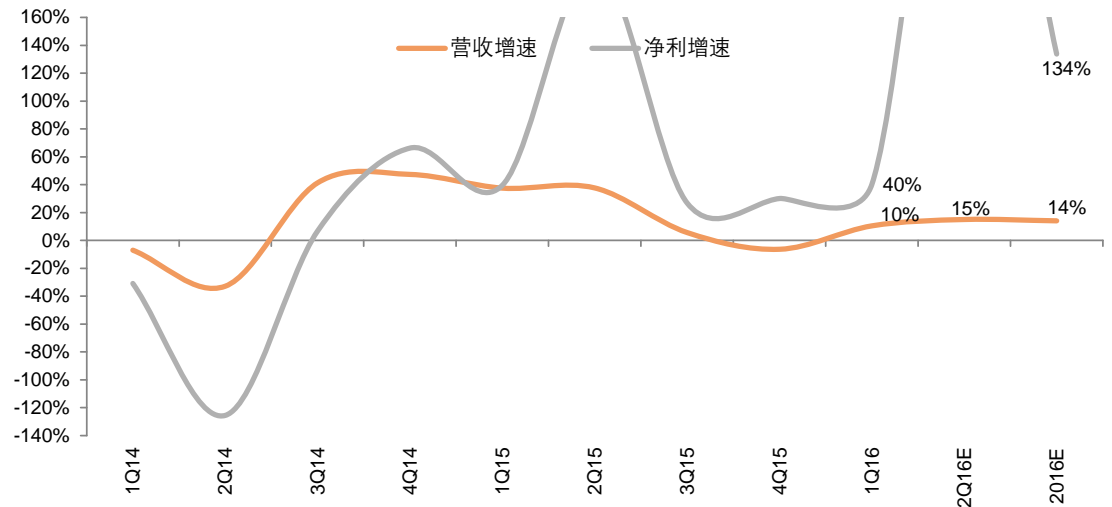
1Q16 营收同比增 10%。增速显得偏慢可能是，1H15 服务业收入带动营收同比 30%以上基数高，白酒业务前端增长应该有超过 10%增长。考虑公司白酒业务经历 2H15 调整渠道库存后步入增长正轨，迭加广告税前扣除、母公司亏损等因素影响，预计 2Q16 营收、净利增速可能加快，预计 2Q16 营收、净利同比增 15%、427%，净利增速快原因之一是 2Q15 净利是负值，基数低。

**预计 2016 年营收、净利分别增 14%、134%。**定增完成后，预计业绩释放和对外并购进度都将提速，营收内生增长将靠省内聚焦，16 年开始在石家庄、衡水之外打唐山、保定，开启再造一个老白干之旅。费用方面，销售费用利用率提升、母公司亏损、广告税前列支等方面提供了足够弹性。考虑尽早增强上市公司资产负债表、降低股东投资成本、为并购整合积累资金，我们认为 2016 年就是业绩释放初始之年。

利润率释放、省内聚焦再造老白干、并购整合三重奏，3 年有望盈利翻 10 倍，股价空间大。我们预计，16-17 年净利同比+134%、+57%，EPS 为 1.00 元、1.57 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 分别为 55.5 倍、35.3 倍。虽然静态估值偏贵，但老白干潜在盈利能力尚未得到充分体现，公司拥有行业一流管理层，战略投资者资源一流，我们看好公司中期成长能力，维持“强烈推荐”评级。



图表29 预计2Q16老白干酒营收、净利+15%、+427%



资料来源：平安证券研究所、Wind

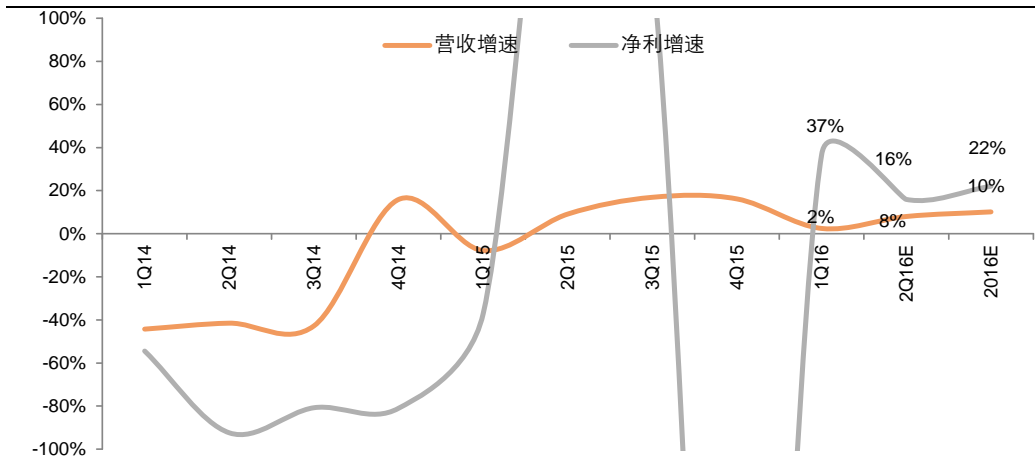
#### ■ 山西汾酒：一流品牌、值得博弈

1Q16 收入增 2% 虽偏慢但正常。汾酒经历了 2014 和 1H15 省内外去库存，同时伴随着省、内外渠道的调整，这推动了汾酒 2Q15 开始恢复正常增长。由于 1Q 开门红惯例导致基数高，再加上预收款余额同比大增 2.8 亿，显示公司正在改变一季度压库存的出货模式，1Q16 营收增速偏低是正常的。预计 2Q16 营收增速有望提升至 8%，受益于费用率下降，净利同比增 16%。

预计 2016 年营收、净利分别增 10%、22%。受益于低基数，最牢靠的根据地，强大的品牌，费用管理精细化，汾酒 16 年维持增长势头问题不大。往后看，更值得关注的是公司体制变革的可能，及始于 14 年现任管理层销售体系改革的进度和效果。但中长期需看国企改革。营销改革处于攻坚期，期待国企改革有进一步动作。

**一流品牌，值得博弈，维持“推荐”评级。**汾酒是国内第一流的白酒品牌，且拥有山西这一牢不可破的根据地市场，规模稳固，如果能够在体制上获得突破，未来成长空间不可限量。估值不高背景下，仍是博弈的绝佳品种。我们预计，16-17 年净利同比+22%、+14%，EPS 为 0.73 元、0.84 元，对应 6 月 17 日收盘价，动态 PE 分别为 30.3 倍、26.2 倍。

图表30 预计2Q16山西汾酒营收+8%，净利+16%



资料来源：平安证券研究所、Wind

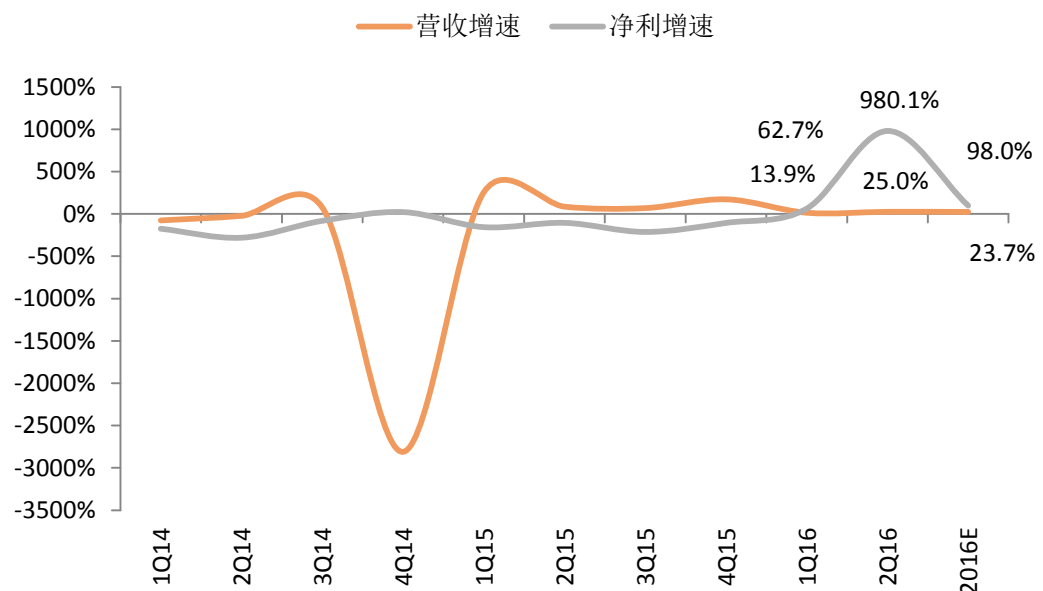
### ■ 水井坊：200–400 元价格带性价比，渠道重建后仍处于快速扩张期

1Q16 营收同比增 13.9%，净利增 62.7%。水井坊 1Q16 增速较 15 年明显下降，一方面是 16 年春节略早于 15 年，也可能有力保摘帽的需要。从渠道的跟踪来看，到目前为止水井坊同比仍至少有 20–30% 的增速。预计 2Q16 营收增速回升到 25%，因基数特别低，净利同比大增 980%。

预计 2016 年营收、净利分别增 25%、98%。白酒行业价格重调整背景下，水井坊于 14 年中秋推动快速降价，并台装烟酒店出货价降至 400 元上下，试探出了市场接受的价格，清空了渠道库存，得以重建渠道并扩张。15 年公司进一步推出价格更低的珍酿 8 号，烟酒店出货价在 300 元左右。凭借高端品牌形象，水井坊产品性价比突出，同时渠道几乎相当于重建，利润也能够得到保证，从而得以持续快速增长，预计这种趋势至少可延续至 16、17 年。

天花板仍早，快速增长趋势可维持，给予“推荐”评级。我们预计，16–17 年净利同比+98%、+38%，EPS 为 0.36 元、0.49 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 分别为 43.3 倍、31.3 倍。

图表31 预计水井坊2Q16营收、净利分别增25%、980%



资料来源：平安证券研究所、Wind

### ■ 酒鬼酒：底部回升，成长可期

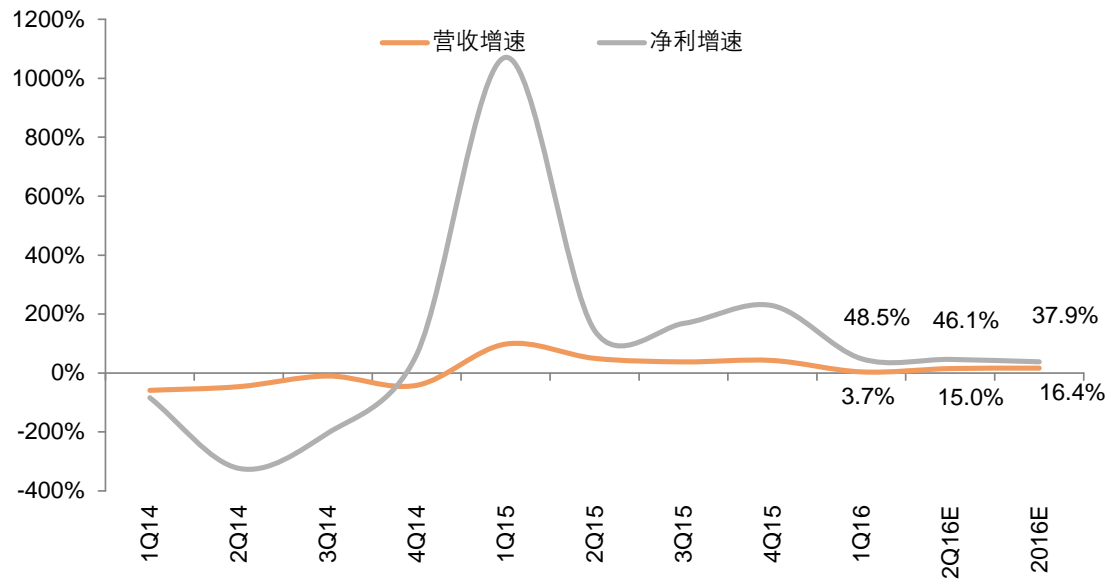
1Q16 营收同比增 3.7%，净利增 48.5%。酒鬼酒 1Q16 增速较 15 年明显下降，可能三方面因素，一是 16 年春节略早于 15 年；二是中粮刚接手，公司内部仍处在观望期，业务端自然发展；三是核心市场湖南省内渠道仍处于推动阶段，重建仍未开始。红坛酒鬼 2Q16 开了发布会，预计有助于 2Q16 营收增速回升到 15%，净利同比增 46%。但考虑费用从收缩转入投入期，净利弹性可能受影响。

预计 2016 年营收、净利分别增 16.4%、37.9%。白酒行业价格重调整背景下，酒鬼酒于 14 年基本完成了产品的调整，15 年进入恢复性增长。高端有内参带动，400 元上下有红坛酒鬼。随着中粮管理层进入，公司已经进入渠道的重建期，且中粮原有渠道迭加也会贡献销量，营收维持增长应该没有问题，但费用重新加大投入是必然的，这可能影响净利增速。

底部回升，成长可期，给予“推荐”评级。酒鬼是难得的高端品牌资源，且拥有湖南这一根据地市场，中粮接手后管理层也趋于稳定，公司底部回升态势明朗，未来成长空间可期。我们预计，16–17 年净利同比+38%、+34%，EPS 为 0.38 元、0.50 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 分别为 61.9

倍、46.3 倍。

图表32 预计酒鬼酒2Q16营收、净利分别增16%、38%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表33 五粮液、贵州茅台平安预测2016PE分别为16倍、19倍

(单位：元)

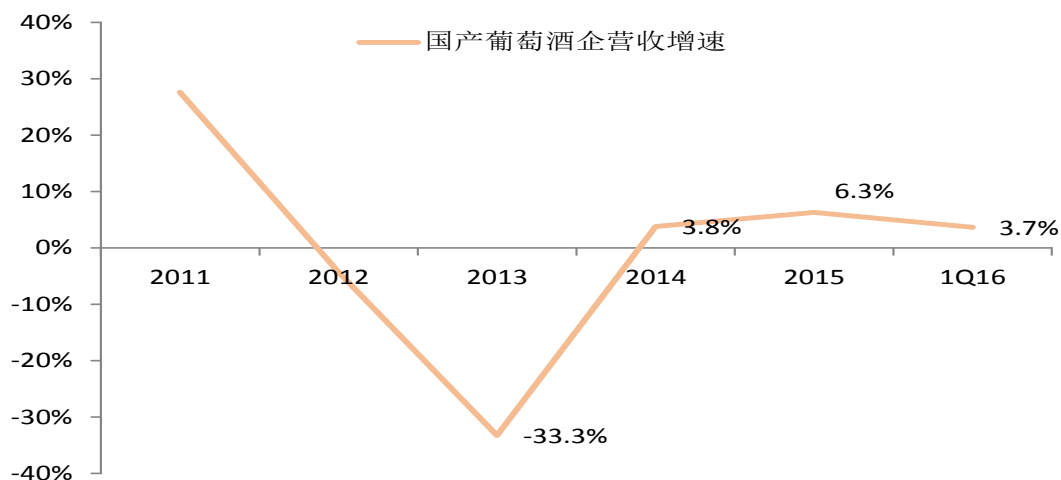
A 股简称	投资评级	股价	市值	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日	¥ bn	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A – 17E	16PE
贵州茅台	强烈推荐	273.81	344.4	12.34	14.56	16.90	22.2	18.8	16.2	17.0%	1.1
五粮液	强烈推荐	31.78	120.6	1.63	1.94	2.13	19.5	16.4	14.9	14.5%	1.1
洋河股份	推荐	72.98	110.0	3.56	3.80	4.25	20.5	19.2	17.2	9.2%	2.1
泸州老窖	中性	28.34	39.7	1.05	1.06	1.20	27.0	26.8	23.6	7.0%	3.8
均值							22.3	20.3	18.0		
水井坊	推荐	15.43	7.5	0.18	0.36	0.49	85.7	43.3	31.3	65.4%	0.7
酒鬼酒	推荐	23.28	7.6	0.27	0.38	0.50	85.4	61.9	46.3	35.9%	1.7
老白干酒	强烈推荐	55.58	9.7	0.43	1.00	1.57	129.8	55.5	35.3	91.7%	0.6
山西汾酒	推荐	21.99	19.0	0.60	0.73	0.84	36.6	30.0	26.2	18.2%	1.6
均值							84.4	47.7	34.8		

资料来源：平安证券研究所、Wind

### 3.2 葡萄酒—预计 2H16 年行业营收增 10-15%

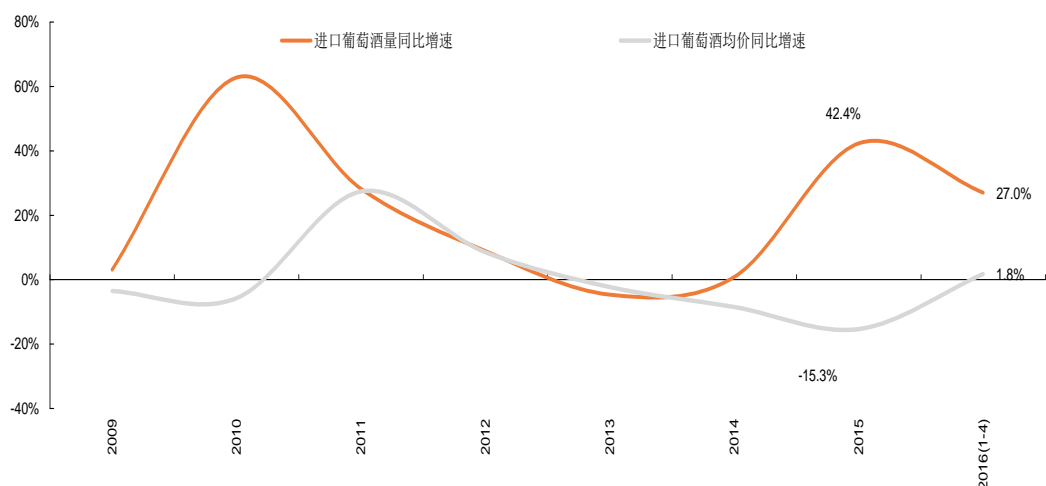
#### 3.2.1 维持 2H16 年行业营收增速（含进口）增长 10%–15%判断

图表 34 6家上市国产葡萄酒企业营收2015年同比+6.3%，4家A股上市酒企1Q16+3.7%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 35 2016年1-4月进口葡萄酒量和均价同比+27%、+1.8%



资料来源：平安证券研究所、Wind

2016 年 1 季度，国内上市葡萄酒企业营收同比增 3.7%，1-4 月进口酒量同比增 27%，且均价同比升 1.8%，两者合计，符合我们对 16 年营收（含进口酒）同比 10%-15%的判断。维持 2H16 行业增双位数判断，主要考虑：葡萄酒渗透率进一步提升；中国消费者消费习惯改变仍有利于葡萄酒行业，其对白酒、啤酒的替代作用估计仍将持续。

**国产份额 2016 年仍可能下降，行业利润率可能继续下滑。**进口酒仍是增长主要来源，且其仍对国产葡萄酒形成价格上的压制，酒水渠道正迅速扁平化，这可能进一步缩小国产企业在渠道上的优势。实际上，即使优秀如张裕，在 2015 年短暂增速回升后，2016 年增速也再次走低。往后看，产品结构受抑制、渠道竞争加剧，我们估计国产品牌份额将继续下降，行业利润率也可能下滑。

**行业增速双位数可期，成长空间无忧，但投资标的吸引力仍有限。**中国葡萄酒行业成长驱动力仍在，即总消费量仍只有白酒的约三分之一到四分之一，相比啤酒更要少得多，人均消费量上升和消费升级仍足以推动中国葡萄酒行业 5-10 年内维持约双位数增长。展望 2H16 年，A 股上市葡萄酒公司

投资标的吸引力仍有限。

### 3.2.2 重点公司分析：张裕

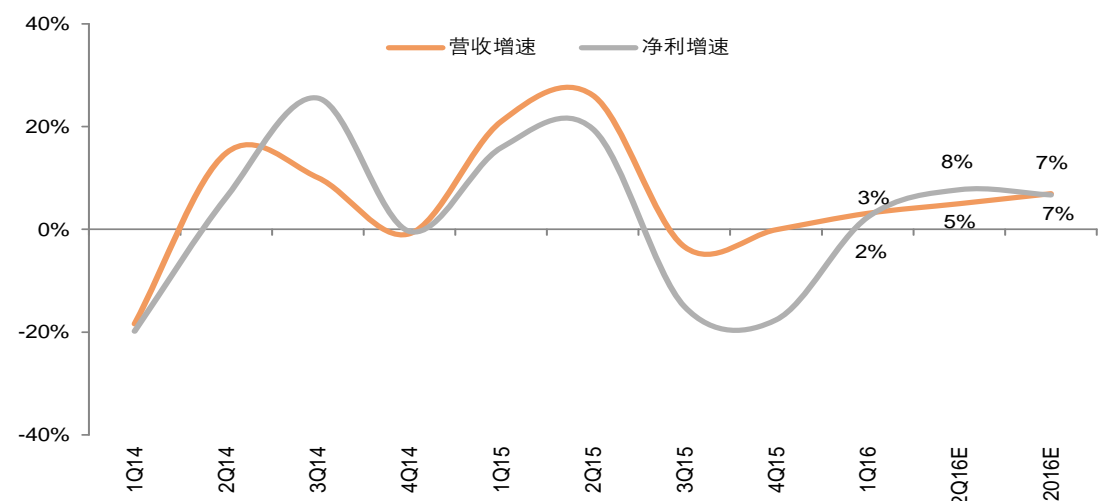
#### ■ 张裕：高景气度行业，仍在调整的国产龙头

**预计 2Q16 营收、净利同比+5%、+8%。**1Q16 张裕单季营收增 3%，可能受两方面影响：一是 1Q15 营收增速达 21%，基数高；二是葡萄酒行业总体需求增速达到两位数，但进口酒抢占了增长的主体。张裕 2014 年开始做产品和渠道下沉，但进口酒冲击持续存在。但往后市看，进口葡萄酒仍将对国产品牌形成持续挤压，张裕如何处理自身品牌与进口代理发展速之间的平衡，仍需观察。我们维持原来判断，即短期内公司会稳定增长为主。

**预计 2016 营收增 7%，略慢于行业。**整风运动和经济增速下滑拖累、进口酒重新定义国内葡萄酒中高档市场、张裕 13 年至今持续对产品结构和渠道进行调整，高端的酒庄酒和解百纳占比快速下降，中低档普通干红则维持稳定增长。经过 2 年多的调整，2Q14 开始张裕报表营收增速开始转正，调整初现企稳迹象，2015 营收增双位数。受益于国内葡萄酒人均饮用量上升仍是趋势、张裕继续推动渠道下沉和加大进口酒力度，我们判断 2016 张裕营收增高个位数。

**高景气度行业，仍在调整的国产龙头，维持“推荐”评级。**我们预计 16–17 年 EPS 分别为 1.60、1.72 元，同比+7%、+8%，PE 为 24.5 倍、22.7 倍。中国葡萄酒行业仍是一个朝阳行业，张裕产品结构和渠道调整初步企稳，并开始积极布局国际酒庄，加之合适的估值和国内资产荒推动的资产重配，维持对其推荐评级。

图表36 预计张裕2Q16营收、净利同比+5%、+8%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 37 张裕2016年PE25倍

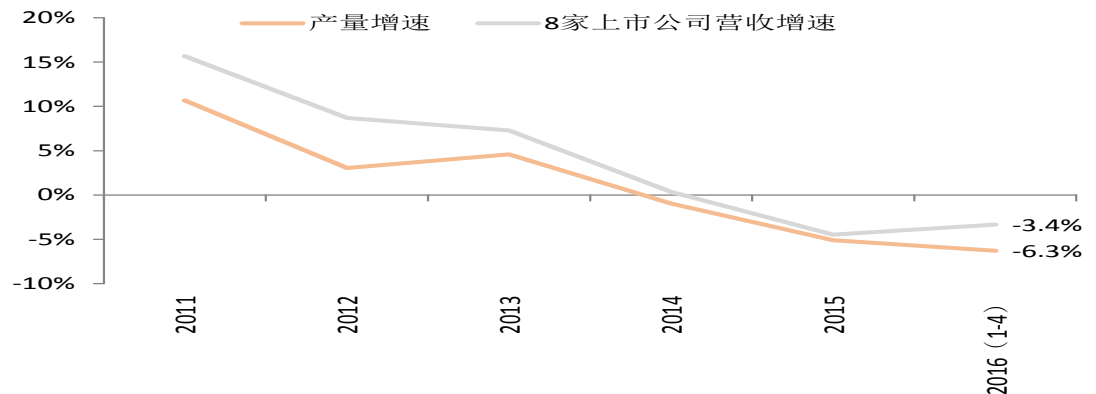
A 股简称	投资评级	股价（元）	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日		15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A – 17E	16PE
张裕 A	推荐	39.52	22.6	1.50	1.60	1.72	26.1	24.5	22.7	7.1%	3.4

资料来源：平安证券研究所、Wind

### 3.3 啤酒：调整压力超预期，突围方向看新品

三重压力显现，2016年1-4月啤酒行业销量继续下滑。2016年1-4月全国啤酒产量降6%，维持下滑态势，啤酒上市公司营收降3%，主要由于竞品持续挤压、啤酒重度消费者年轻人数量减少、进口啤酒冲击高端市场。

图表38 2016年1-4月啤酒行业销量降6%

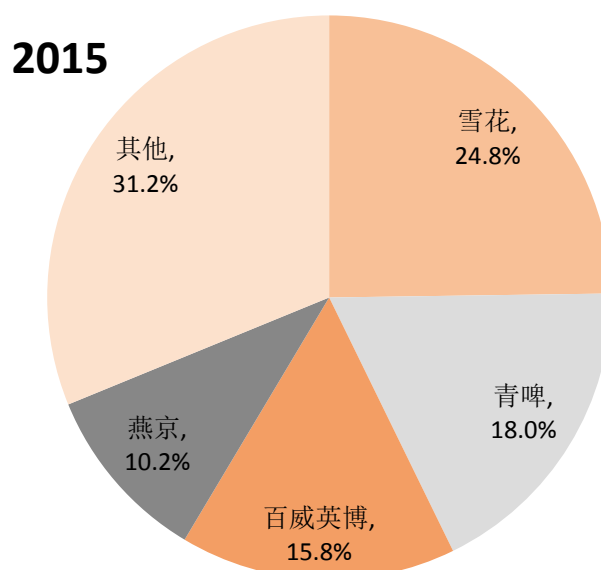


资料来源：平安证券研究所、Wind

**销量估算 CR4 市场集中度约 69%，竞争格局难言稳定。**2015 年 CR4（青啤、雪花、燕京、百威）销量市场份额约 69%，其中百威英博扩张强势对国内啤酒企业的压力较大。四强并举，当前份额格局并不稳定，期待竞争格局稳定后行业盈利能力明显改善仍需时间，拐点并不明确。

**展望 2H16，行业面临的调整压力尚未看到改善迹象，预计行业销量将继续下降。**中长期来看，人口老龄化背景下啤酒消费主力人群减少，同时进口灌装啤酒对国内高端啤酒市场造成冲击，啤酒行业总量可能继续下滑，国产啤酒企业利润率承压。

图表39 2015年CR4（青啤、雪花、燕京、百威）市场份额68.8%，仍难言稳定



资料来源：平安证券研究所、Wind

### 3.3.1 重点公司分析：青岛啤酒

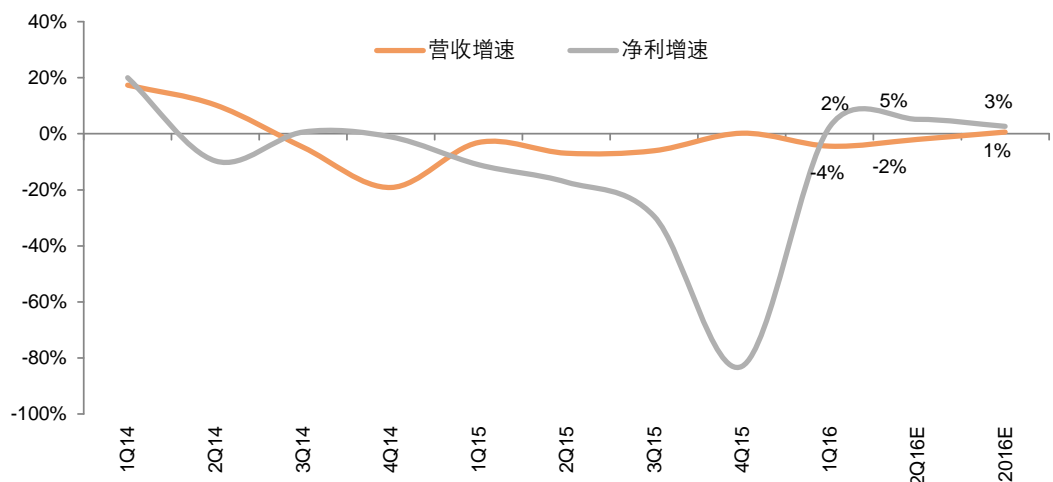
#### ■ 青岛啤酒：继续面临调整压力，机会还需等待

青啤 1Q16 营收降 4%，销量降 5%，主品牌降幅更是高达 7%，高端产品也出现下降。除了面临行业需求下行共同压力外，一方面百威英博等竞品正加大投入，可能分流需求；另一方面进口罐装啤酒冲击仍猛烈，对青岛高端产品挤压明显。预计下行趋势难以扭转，估计 2Q16 营收、净利同比-2%，+5%，净利增长假设主要考虑原材料成本下降，及公司加大费用管控力度。

预计 2016 年营收增 1%，净利+3%。行业面临的调整压力 16 年还看不到改善迹象，预计行业销量难有明显增长，而百威英博将继续冲击青啤的中高端酒市场份额，因此 16 年营收增长压力较大。

长期来看青啤将受益于中国啤酒未来集中度提升，但短期行业面临的调整压力超出我们预期，恢复时点尚不确定，维持“中性”的评级，下一步可能的机会看品牌形象或产品创新。我们预计，16-17 年净利同比+3%、+6%，EPS 为 1.30 元、1.38 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 分别为 22.1 倍、20.8 倍。

图表40 预计青岛啤酒 2Q16营收-2%，净利+5%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表41 青岛啤酒平安预测2016年PE为22倍 (单位：元)

A 股简称	投资评级	股价	市值	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日	¥ bn	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A - 17E	16PE
青岛啤酒	中性	29.19	35.1	1.27	1.30	1.38	22.7	22.1	20.8	4.3%	5.1

资料来源：平安证券研究所、Wind

### 3.4 乳制品：子市场优选液态奶，继续看好伊利

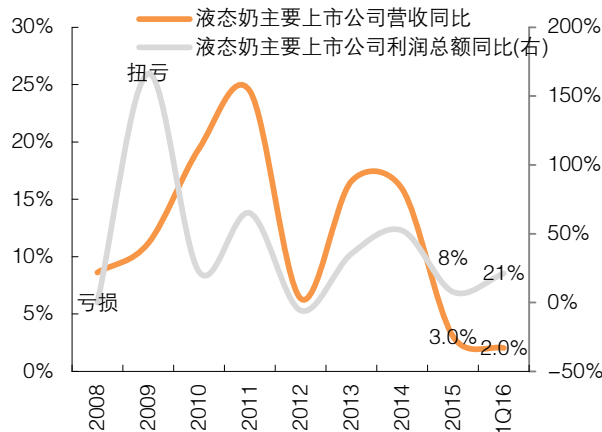
#### 3.4.1 液态奶景气度优于奶粉，预计高端子市场占比持续提升

1Q16 液态奶主要上市公司营收、利润同比分别增 2.0%、增 21%，增速较 15 年分别-1.0pct、+13pct。



1Q16 乳制品产量同比增 6.1%，增速较 15 年+1.5pct，可能表明企业对 2Q-4Q16 需求乐观。国内国际原奶价格一季度末出现企稳回升态势，有利于液态奶行业收入增速逐步回暖，预计行业结构将延续分化趋势，符合消费升级需求的高端子市场如：酸奶等，占比将继续提升。

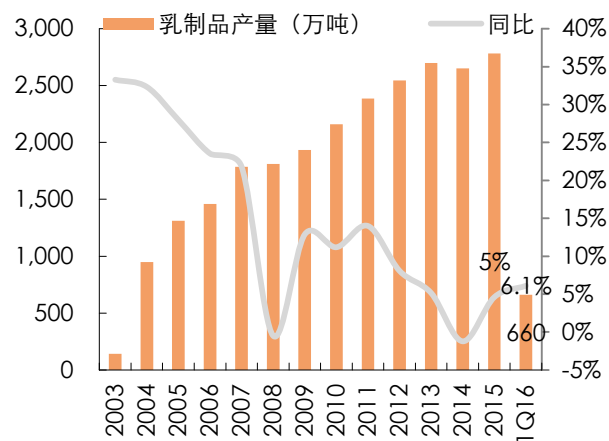
图表42 1Q16液态奶主要上市公司营收、利润同比分别+2.0%、+21%



备注：考虑收入体量，年度值样本取伊利、蒙牛、光明、三元。因港股不披露季报，季度值样本不含蒙牛。

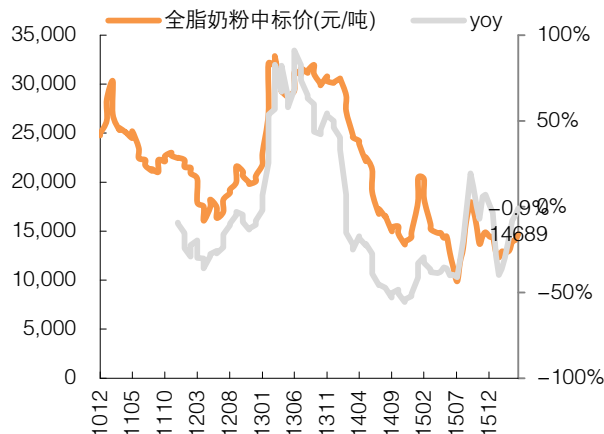
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表43 1Q16乳制品产量同比+6.1%，增速较15年+1.5pct



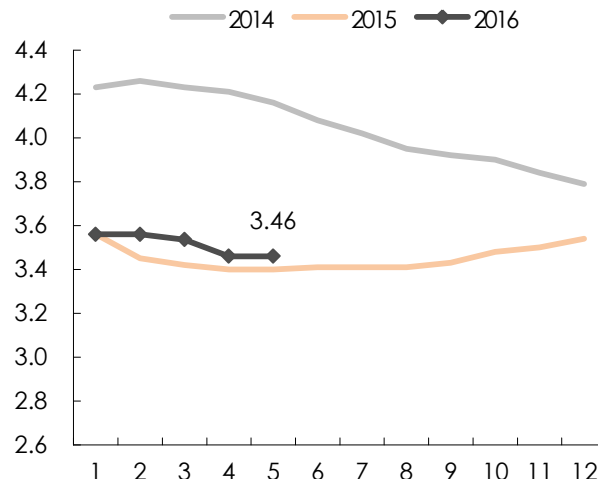
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表44 2016年5月17日，GDT全脂奶粉中标价同比降0.9%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表45 2016年5月，生鲜乳月均价同比+1.8%（元/公斤）

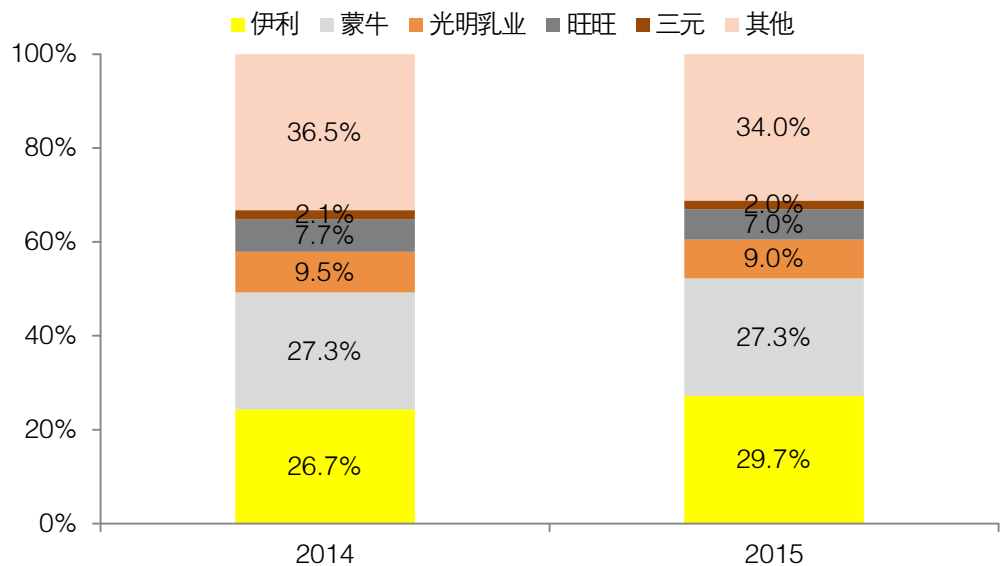


资料来源：平安证券研究所、Wind

竞争格局持续向有利于伊利的方向发展。2015 年，伊利液态奶收入 471 亿元，蒙牛液态奶收入 433 亿元，估计扣除君乐宝、达能、友芝友品牌后，伊利与蒙牛在液态奶收入上的差异可达 100 亿元。1Q16 商超渠道，主要高端产品伊利增速优于竞品，公司多年积累的渠道及管理优势正在持续发挥作

用。考虑当前液态奶市场景气度最高的品类——常温酸奶 2016 年竞争格局将发生显著变化，伊利取代光明成为第一，且份额与第二名拉开差距，将有助于伊利费用率下降，增强渠道信心，进一步推动公司其他品类增长，伊利在液态奶市场份额优势有望持续增强。

图表46 伊利市占率优势有望持续增强



备注：蒙牛份额包含君乐宝、达能、友芝友

资料来源：平安证券研究所、尼尔森

2016 年液态奶收入增速可能逐步回升至 5-10%，主要考虑人均消费量提升、产品结构升级、竞争趋缓背景下，高端子市场快速增长推动收入增速回暖。2015 年，中国人均液体乳消费量仅为 10.6 公斤，是日韩均值的三分之一不到。人口代际变化可能推动人均消费量逐步提升，受西方文化影响更大的 90 后、00 后可能人均饮用更多的牛奶。同时，产品结构升级、竞争趋缓亦有助于均价回升。低价奶推动下高端产品性价比提升，可能推动 2016 年液态奶收入增速逐步回暖。

**液态奶中看好伊利，关注细分市场龙头。**在行业需求不佳、增长主要由高端品类推动的背景下，我们尤其看好竞争优势持续提升的伊利，及部分在细分市场品牌、规模领先的企业。2016 年常温酸奶市场的竞争格局变化将有利于伊利降低费用率，释放利润。公司股息收益率不低、股权结构分散、业绩增长确定性强，资产荒时代存在被举牌的可能。细分市场龙头，如：布局有机液态奶的圣牧、新疆龙头天润亦存在持续快速增长的机会，建议关注。

### 3.4.2 重点公司分析：伊利股份、光明乳业

#### ■ 伊利股份：常温酸奶份额优势显现，可能推动净利率再创新高

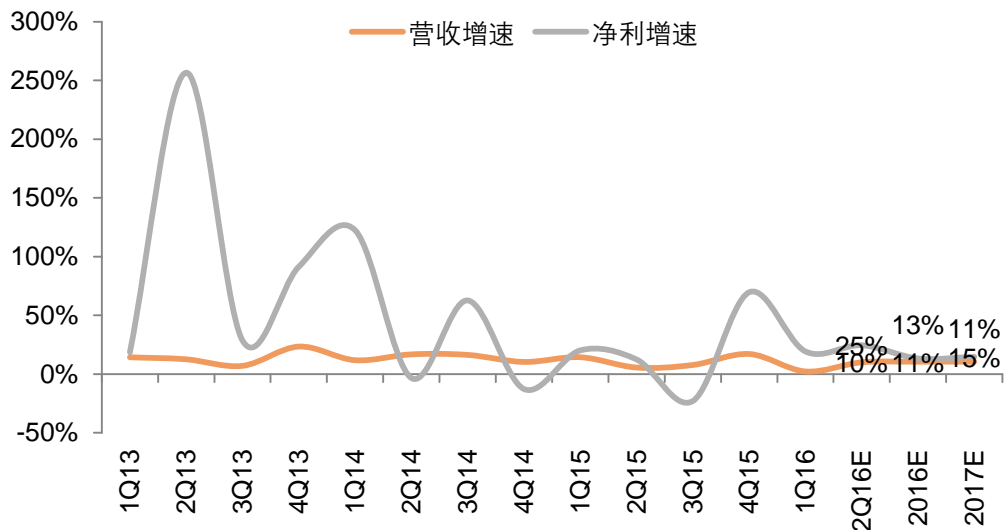
1Q16 伊利营收 152 亿元，同比增 2.6%，归母净利 15.5 亿元，同比增 19.3%，净利增长主要由毛利率提升推动。1Q16 伊利毛利率同比增 4.7PCT，推动归母净利率升至 10.23%，创 5 年来新高，但销售费用率提升 4.0PCT 仍影响了利润释放。

**往后看，常温酸奶份额优势显现，可能推动公司净利率再创新高。**收入端，行业逐步回暖，高端产品放量，伊利收入增速可能恢复到 10%左右。利润端，公司毛利率在产品结构升级及原料价格下降背景下持续提升问题不大，销售费用率下降可能推动净利率再创新高，主要考虑行业需求慢慢企稳回升、竞品式微，且主要投放常温酸奶占销售费用 55%的广告营销费，2016 年在子市场格局发生显

著变化后很可能不再增长甚至下降,有助于推动销售费用率下行,我们测算,销售费用率每下降 1PCT,将增厚公司 EPS 约 0.09 元。预计伊利 2Q16 营收、净利分别同比+10%、+25%。

维持“强烈推荐”。常温酸奶市场竞争格局变化可能推动伊利净利率再创新高,公司股息收益率高、股权结构分散,资产荒背景下未来存在被举牌可能。伊利产品、渠道、管理优势均强,具备成为中国第一综合食品集团的条件。维持“强烈推荐”评级,预计 2016-18 年营收分别同比增长 10.5%、10.5%、7.4%,EPS 分别为 0.87 元、0.99 元、1.14 元,同比分别增长 13.3%、14.7%、15.0%,对应 6 月 21 日收盘价,动态 PE 为 18.8 倍、16.4 倍、14.0 倍。

图表47 预计伊利2Q16营收、净利分别同比+10%、+25%

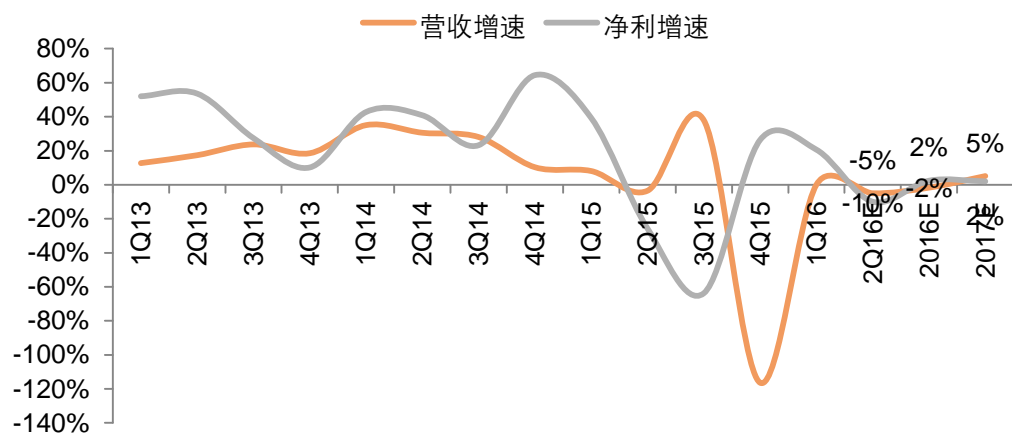


资料来源：平安证券研究所、Wind

#### ■ 光明乳业：渠道全国化战略面临挑战

1Q16 光明营收 49.94 亿元，同比降 1.6%，归母净利 1.18 亿元，同比增 22.6%，净利增长主要由毛利率提升推动。2016 年 4 月，商超渠道光明整体销售额、莫斯利安单品销售额同比仍在下降，可能反映内部人员调整、竞争环境变化仍在影响公司拓展市场。

图表48 预计光明2Q16营收、归母净利分别同比-5%、-10%



资料来源：平安证券研究所、Wind

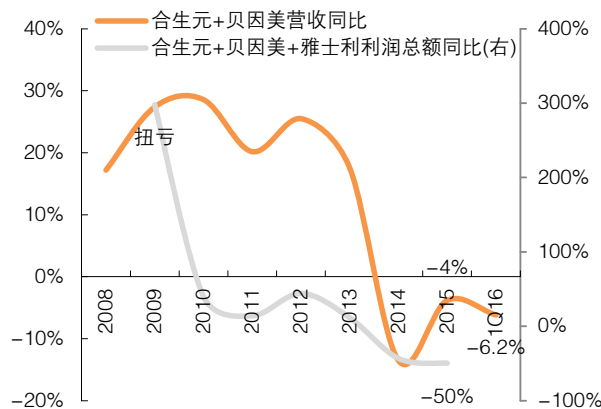
展望未来，光明可能仍面临较大压力。一方面，华东区域渗透逐步见顶、莫斯利安受到竞品强势冲击影响了公司渠道全国拓展战略的执行，液态奶份额存在持续流失风险。另一方面，奶粉行业需求弱、竞争激烈，增长亦缺乏强动力。公司收入端面临压力，而华东收奶价格又受到较强的政府管控，原奶成本比其他地区高，毛利率提升空间可能有限。预计光明 2Q16 营收、归母净利润分别同比-5%、-10%。

考虑公司明星产品及主销区域增长面临瓶颈，维持“中性”评级。预计 2016-18 年营收分别同比降 1.7%、增 5.1%、增 5.0%，EPS 分别为 0.35 元、0.36 元、0.36 元，同比分别增长 2.4%、2.0%、1.7%，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 为 35.6 倍、34.9 倍、34.8 倍。

### 3.4.3 婴儿奶粉：拐点仍需等待

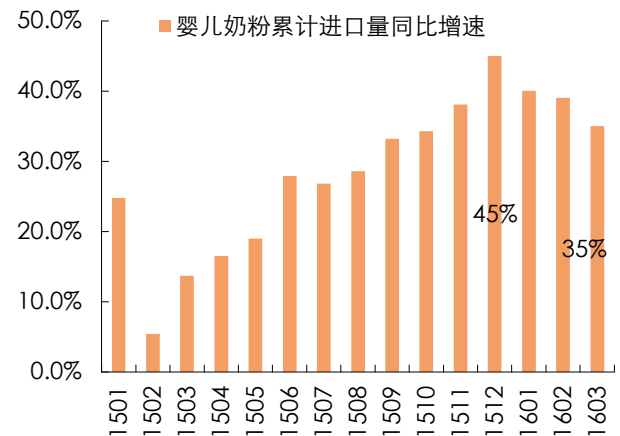
1Q16 合生元、贝因美合计营收同比降 6.2%，增速较 15 年-2.4pct。1Q16 婴儿奶粉进口量同比增长 35%。行业不景气，国产品牌仍然受到进口产品较为猛烈的冲击，市场竞争仍然激烈，奶粉企业收入、利润均面临增长压力。

图表49 1Q16合生元+贝因美营收同比降6.2%，增速较15年-2.4pct



资料来源：平安证券研究所、Wind

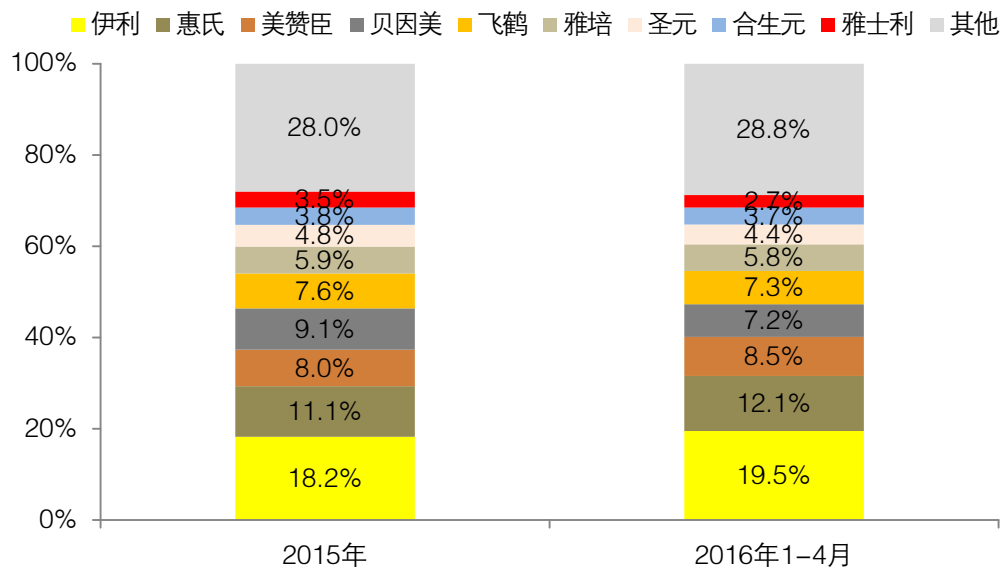
图表50 1Q16婴儿奶粉进口量同比+35%



资料来源：平安证券研究所、Wind

1Q16 与 2015 相比，商超渠道前十大品牌中，外资品牌：惠氏、美赞臣，国产品牌：伊利份额提升，其余份额都出现下降，行业竞争激烈。1Q16 伊利奶粉收入下滑 20%，在这种情况下仍然能够提升份额，说明其他国产品牌下滑更严重压力更大。之后竞争格局改善仍需看定价能力强的外资品牌及国内龙头伊利的政策，但市场增长放缓，估计份额争夺仍会激烈。

图表51 2016年1-4月，外资惠氏、美赞臣，国产伊利份额提升，其余份额下降



资料来源：平安证券研究所、全国连锁店超市信息网

预计 2016 年婴儿奶粉市场收入同比仍可能出现个位数下滑，主要考虑政府提倡母乳喂养、人口增长放慢，竞争激烈，行业销量、均价都缺乏提升动力。一方面制造商仍可能继续降价抢份额，另一方面由于担心需求弱、注册制可能使得产品面临被动清理，渠道备货信心亦不足，行业增速缺乏回暖动力。

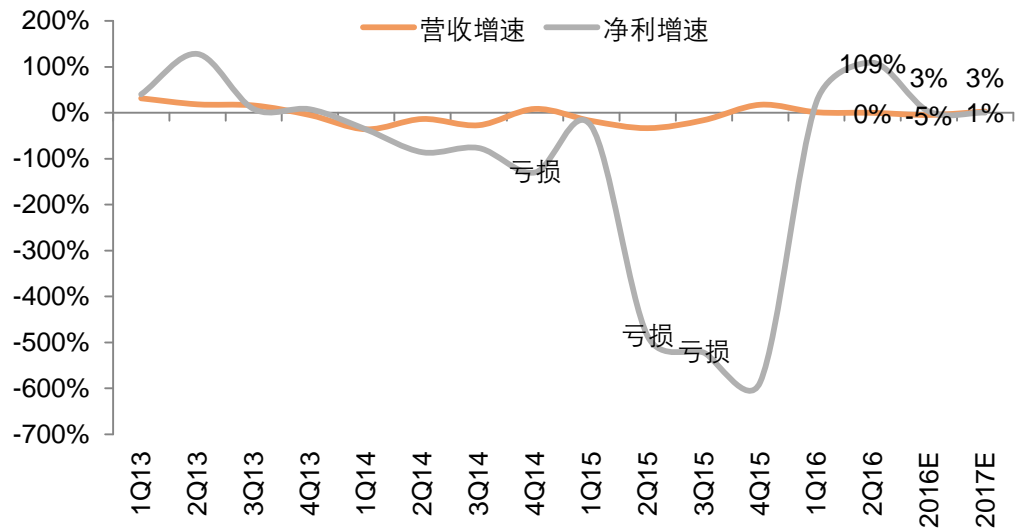
#### ■ 贝因美：行业低迷，公司调整压力仍大

1Q16 贝因美营收 9.07 亿元，同比增 1.2%，归母净利 0.60 亿元，同比增 23.6%，净利增长主要由毛利率提升，销售费用率下降推动。

行业低迷、公司调整压力仍大。贝因美希望顺应行业趋势，将公司渠道向母婴店及电商转移。这个渠道改革已经持续两年多，但由于行业本身需求弱，进入新渠道面临已成规模的品牌竞争，转型不易。1Q16 贝因美原来的主要销售渠道商超仍持续有份额流失，一方面是行业增长放缓竞争激烈，另一方面公司主动调整营销资源投放，也使得老渠道市占率下滑。公司销售体系可能正面临青黄不接的尴尬局面，影响未来收入增速改善，4Q15、1Q16 授信政策调整带来的收入增长加快难以持续，公司调整压力仍大，往后看原奶价格下降对毛利率的提振作用边际递减，改革仍面临较大费用投入，利润增速可能难有明显改善。预计 2Q16 营收同比持平，归母净利扭亏微盈。

维持“中性”。考虑行业景气度低、竞争激烈，渠道改革使得贝因美份额仍面临下行压力，业绩向上弹性不足，维持“中性”评级。预计 2016-18 年营收分别同比降 4.7%、增 2.8%、增 0.9%，EPS 分别为 0.10 元、0.11 元、0.11 元，同比分别+2.9%、+0.5%、+0.9%，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 为 122 倍、121 倍、120 倍。

图表52 预计2Q16贝因美营收同比持平，归母净利扭亏微盈



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 53 伊利2016年平安预测PE为19倍

(单位：元)

A 股简称	投资评级	股价	市值	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日	¥ bn	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A – 17E	16PE
伊利股份	强烈推荐	16.31	98.9	0.76	0.87	0.99	21.4	18.8	16.4	14.0%	1.3
光明乳业	中性	12.39	15.2	0.34	0.35	0.36	36.4	35.6	34.9	2.2%	16.1
贝因美	中性	12.77	13.1	0.10	0.11	0.11	121.9	120.9	119.9	4.9%	24.8
							59.9	58.5	57.1		

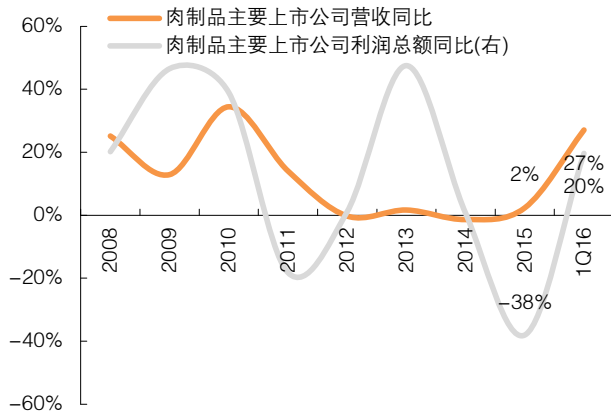
备注：光明乳业每股收益未考虑并购后的并表  
资料来源：平安证券研究所、Wind

### 3.5 屠宰及肉制品：龙头优势明显，首推双汇

#### 3.5.1 行业格局稳定，双汇强者恒强

1Q16 肉制品主要上市公司营收、利润同比分别+27%、+20%，增速较 15 年分别+25pct、+58pct，增长加快，主要是龙头双汇通过进口肉替代及压缩费用，盈利能力提升。2016 年 1-4 月，定点屠宰量同比降 4%，降幅较 15 年收窄 5pct，可能表明需求正在逐步回暖。2016 年 4、5 月，猪肉均价同比增 41%，较 1Q16 增长加快，成本转移能力差的中小企业可能面临盈利压力。

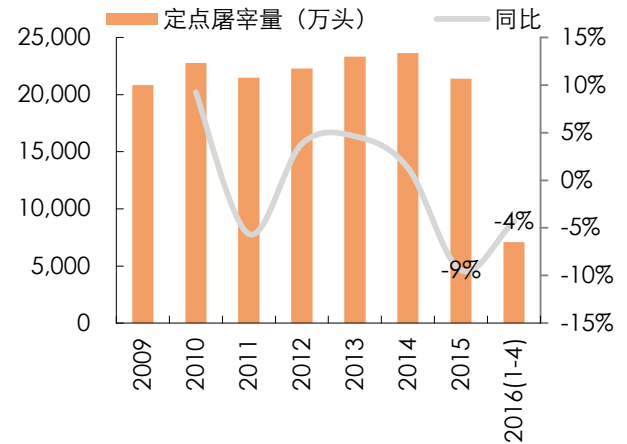
图表54 1Q16肉制品主要上市公司营收、利润同比分别+27%、+20%



年度值样本取双汇发展、雨润、龙大肉食、得利斯、煌上煌、金字火腿。因港股不披露季报，季度值样本不含雨润。

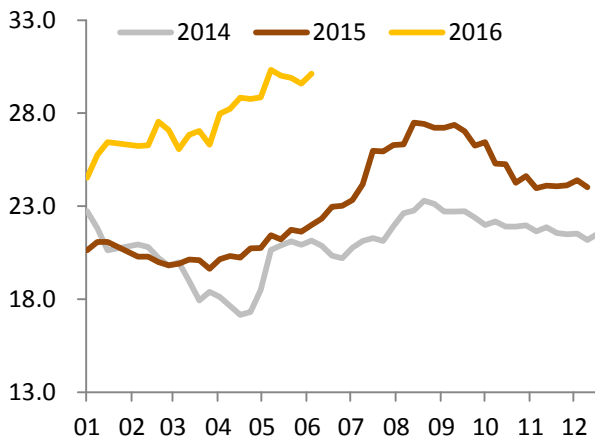
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表55 2016年1-4月，定点屠宰量同比降4%，降幅较15年收窄5pct



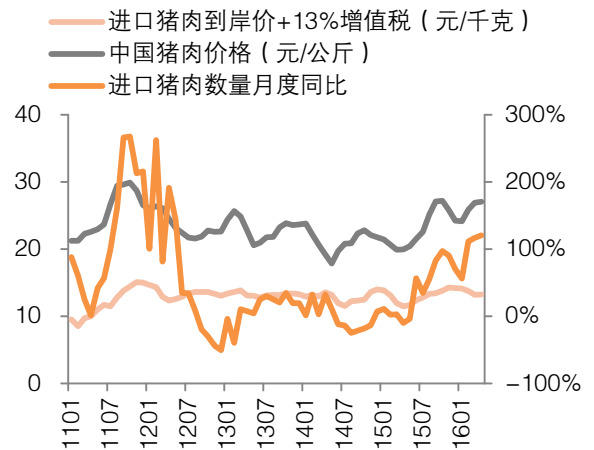
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表56 2016年4、5月，猪肉均价同比增41%



资料来源: wind, 平安证券研究所

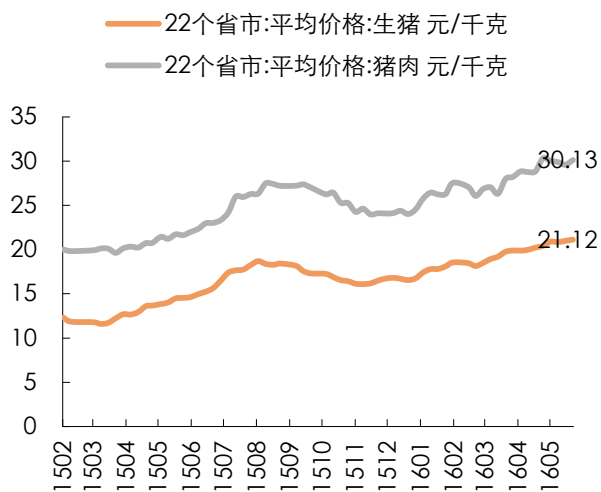
图表57 进口猪肉成本优势明显，2016年1-4月数量同比增98%



资料来源: wind, 平安证券研究所

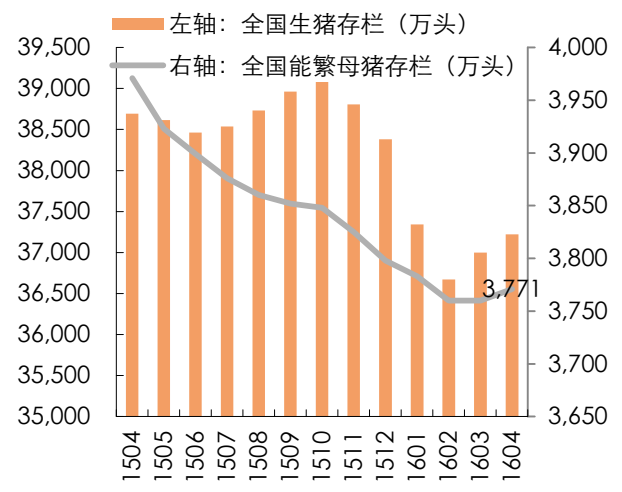


图表58 2016年5月27日，生猪价格同比+45%，环比+0.6%



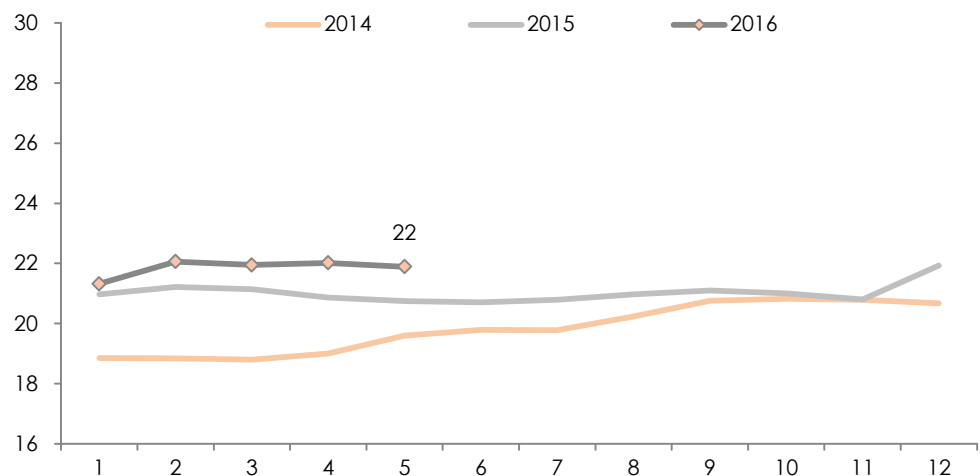
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表59 2016年4月，能繁母猪存栏同比下降5%，环比+0.3%



资料来源: wind, 平安证券研究所

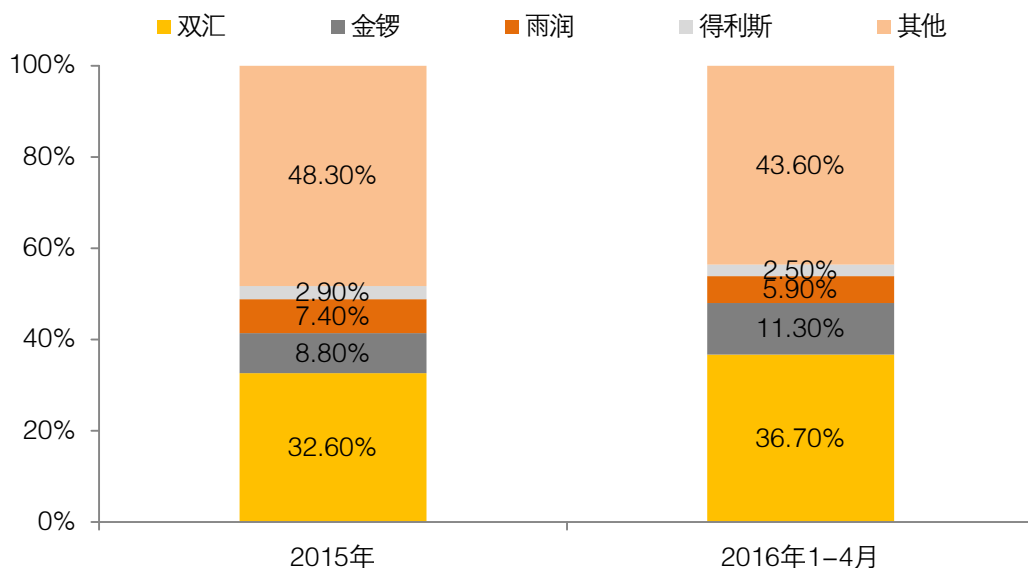
图表60 2016年5月20日，白条鸡价格同比+6.0%，环比+0.3%（单位：元/千克）



资料来源: 平安证券研究所, Wind

2016年1-4月商超渠道，肉制品销售额份额双汇较2015年提升4.1PCT，显示公司竞争力持续提升。行业低迷背景下，盈利能力差的企业不断退出给行业带来了新的市场空间，龙头首先受益。另外，美式产品等新品推广也给双汇品牌形象注入了新的活力，消费升级背景下，品牌认可度高的企业必将赢得更多消费者信赖，双汇的份额及品牌优势有望持续增强。

图表61 2016年1-4月商超渠道，肉制品销售额份额双汇较2015年提升4.1PCT



资料来源：平安证券研究所，全国连锁店超市信息网

肉价上涨将继续推动行业收入增长加快。由于上游产能补给反映到猪肉供应上有时滞，预计 2016 年全年猪肉均价同比 2015 年增 30%-40%，全年猪肉价格高点可能在三季度。销量方面 2016 年可能同比持平或略降，主要考虑肉制品行业需求低迷，且肉价高企对鲜肉需求会有抑制。

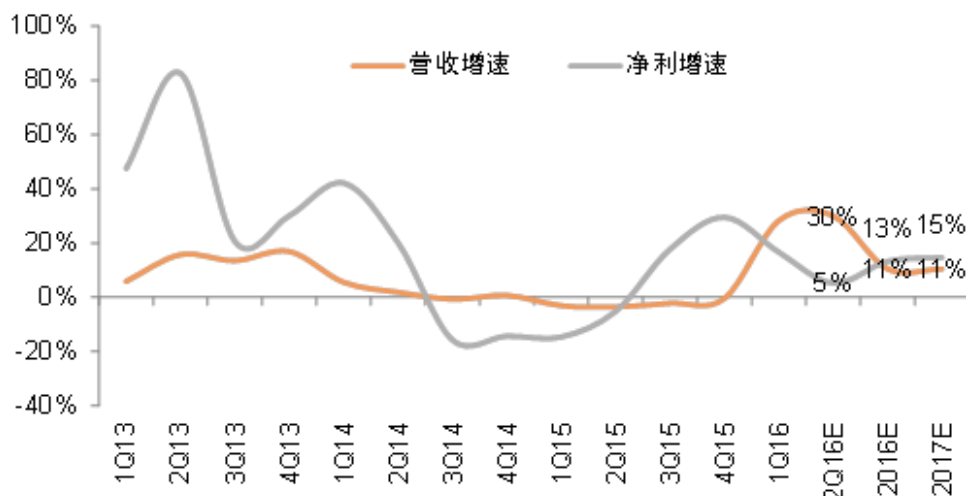
强者恒强，首选龙头。需求低迷，盈利能力差的中小企业退出给市场带来机会，消费升级背景下，品牌认可度高的龙头企业份额有望持续提升。屠宰及肉制品行业，双汇的规模优势十分明显，公司业绩增长确定性强，股息收益率高，具备配置价值，是屠宰及肉制品行业首选。

### 3.5.2 重点公司分析：双汇发展

#### ■ 双汇发展：16 年收入无忧，2Q16 可能成全年利润增速最低点

1Q16 双汇营收 127 亿元，同比增 28%；归母净利 10.7 亿元，同比增 17%，EPS：0.33 元。净利增长主要是收入增长加快、销售及管理费用率下降推动。

图表62 预计双汇发展2Q16营收、净利分别同比+30%、+5%



资料来源：平安证券研究所，Wind

**16 年收入无忧，2Q16 可能成全年利润增速最低点。**鲜冻肉业务为双汇贡献约 50%收入，30%-40% 的猪肉价格涨幅对应可为收入增速贡献 15-20 个百分点。国内猪肉价格上升趋势至少延续到三季度，2Q16 公司收入增速可能较一季度再加快。利润方面，由于猪肉价格涨幅滞后生猪价格涨幅，屠宰业务仍然对毛利率有所拖累，预计 2Q16 毛利率同比下降，二季度可能成为全年利润增速最低点。预计 2Q16 营收、归母净利分别同比增 30%、5%。

**维持“推荐”。**受益于猪肉价格上涨，公司 2Q-4Q16 收入增速将较 14、15 年明显改善，可能使得市场关注度提升。低价进口原料的使用有助于公司控制成本，双汇业绩增长确定性强，按照 6 月 17 日收盘价 21.95 元及 2015 年分红率，公司的潜在股息收益率可达 6.2%。维持“推荐”评级。预计 2016-18 年 EPS 分别为 1.37 元、1.46 元、1.53 元，对应 6 月 21 日收盘价动态 PE 为 15.7 倍、14.8 倍、14.0 倍。

图表 63 双汇2016年平安预测PE为16倍

(单位：元)

A 股简称	投资评级	股价	市值	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日	¥ bn	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A - 17E	16PE
双汇发展	推荐	21.95	72.5	1.29	1.37	1.46	16.7	15.7	14.8	6.3%	2.5

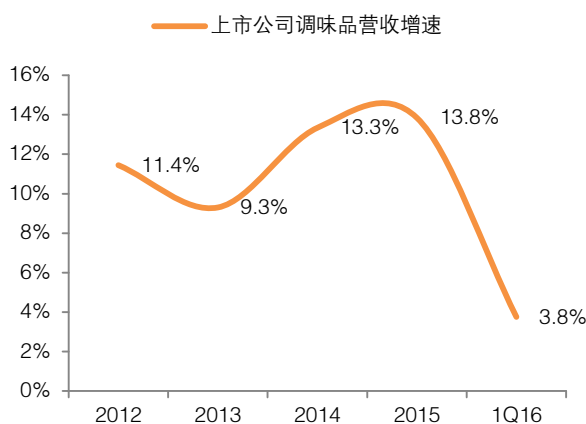
资料来源：平安证券研究所、Wind

### 3.6 调味品：整体表现平淡，优选行业龙头

#### 3.6.1 整体增速略有下行，小品类表现亮眼

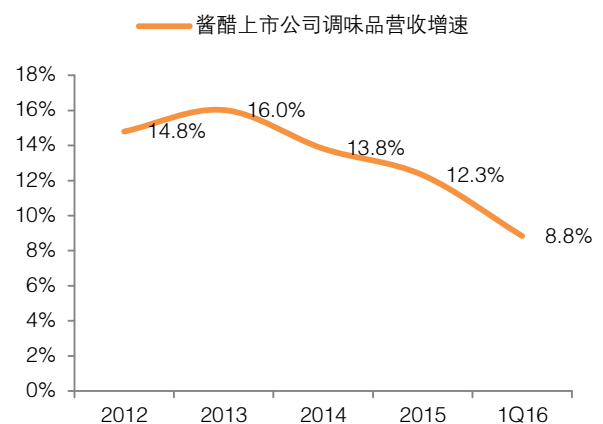
营收方面，1Q16 上市公司（调味品板块公司中扣除莲花健康、ST 星湖）调味品部分营收增 3.8%，增速相比 2015 的 13.8% 下滑近 10pct，主要是梅花生物 1Q16 味精收入同比下降所致。酱醋上市公司调味品部分 1Q16 收入增 8.8%，较 15 年的 12.3% 增速略有下滑。从产业角度看，1Q16 GDP 增速降至 6.7%，宏观经济持续下行对消费产生负面影响。终端需求整体偏弱，调味品也难独善其身，渠道反馈年内整体压力增大。另外 1Q16 春节时间较 1Q15 提前，企业出货可能更多集中 4Q15，导致 1Q16 增速较慢。

图表64 1Q16上市公司调味品营收增速降至3.8%



资料来源：平安证券研究所、Wind

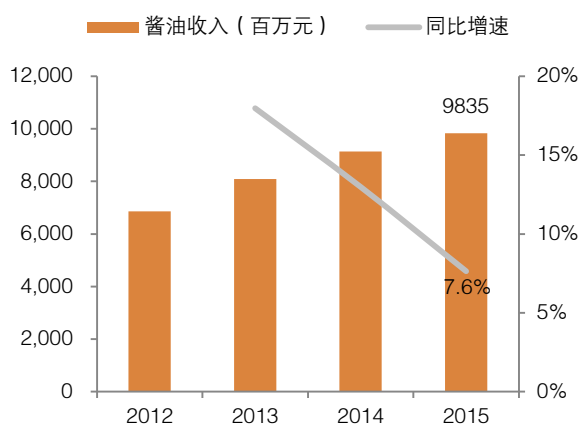
图表65 1Q16酱醋上市公司调味品营收增速降至8.8%



资料来源：平安证券研究所、Wind

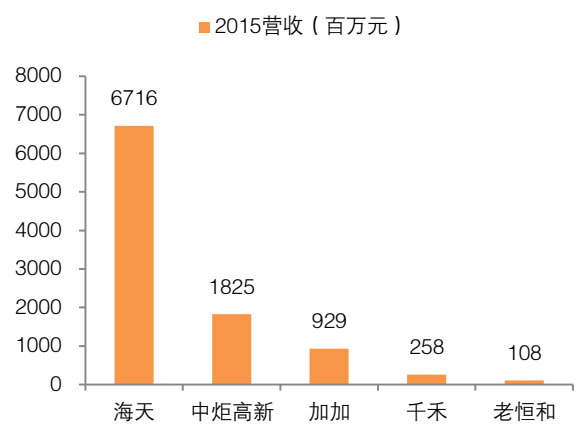
- **味精：短期均价回落，收入下滑。**1Q16 年梅花生物味精收入下降 5%–10%，主要来自于梅花生物计划收购宁夏伊品失败，至均价同比有所回落。味精消费量几乎无大变化，下游客户以工业客户为主，零售端占比约 8%。行业格局非常稳定，三大巨头占比 85%以上。预计未来味精销量将持平或略有下滑，长期来看由于中小企业逐渐退出，行业集中度将进一步提升，味精价格仍有上涨预期。
- **酱油：增速放缓。**酱油由于体量大、渗透率高，叠加消费环境低迷，增速已回落至 10%左右。15 年调味品上市公司酱油营收规模 98.4 亿，增速约 7.6%，估计 1Q16 增速 5%–10%，增长主要来自于销量增长带来市占率提升，空白市场拓展以及渠道细化深耕是主要原因。预计 16 年行业增速持平或略有下滑，上市公司整体增速仍将高于行业。

**图表66 上市公司2015酱油收入规模98.3亿，同比增7.6%**



资料来源：平安证券研究所、Wind

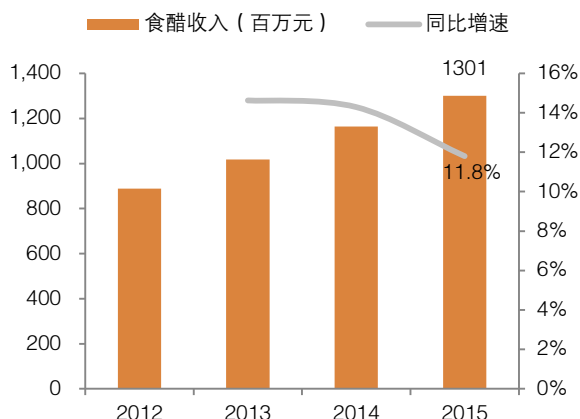
**图表67 海天2015年酱油营收67.2亿，规模最大**



资料来源：平安证券研究所、Wind

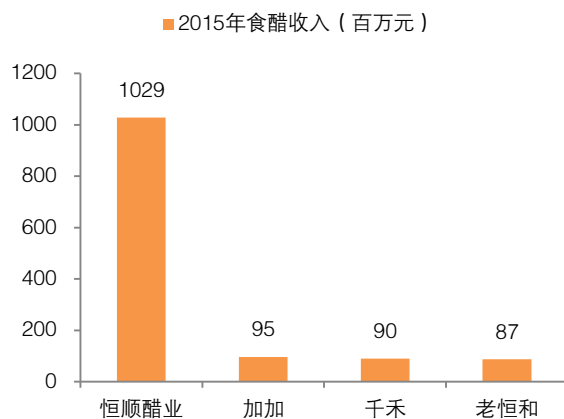
- **食醋：**行业增速维持在高个位数水平，餐饮发展是行业增长重要因素。调味品上市公司 15 年食醋规模约 13.0 亿，同比增 11.8%。食醋细分品类中，黑醋占比 90%以上，与行业整体增速接近。白醋品类增速显著高于行业，主要源于：一是餐饮应用逐渐增加；二是用途广泛，除了烹饪外，兼具清洁、消毒、美容功能，功效正被更多人认知。往未来看，行业仍将保持约 10%的增速水平，随着恒顺高端白醋项目投产，以及海天食醋产能建成，白醋仍将维持高速增长态势。

图表68 上市公司2015食醋收入13.0亿，同比增11.8%



备注：恒顺食醋包括黑醋与白醋，根据年报数据估算税后口径  
资料来源：平安证券研究所、Wind

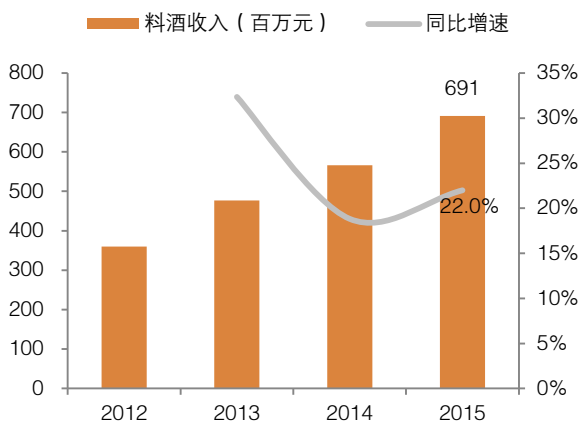
图表69 恒顺2015年食醋营收10.3亿，规模最大



备注：恒顺食醋包括黑醋与白醋，根据年报数据估算税后口径  
资料来源：平安证券研究所、Wind

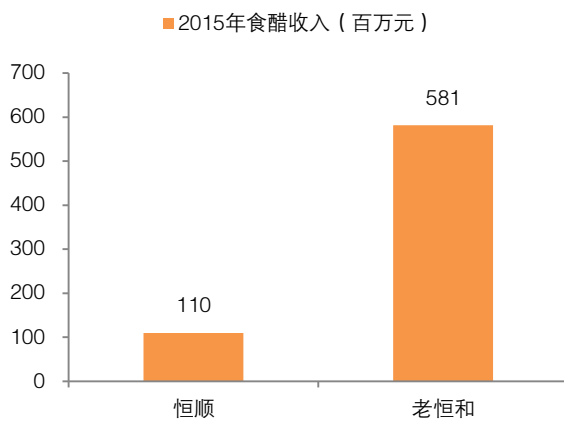
➤ **其他调味品：**其他调味品包括众多小品类，如料酒、蚝油、酱料、复合调味品等。15 年料酒（包括恒顺与老恒和）收入 6.9 亿，同比增 22%；海天蚝油规模 17.8 亿，同比增 32.9%；调味酱 18.1 亿，同比增 18.2%。小调味品均保持了 20% 左右的高速增长，主要源于调味品正由地区走向全国、由餐饮走向家庭。小调味品市场格局较为分散，企业众多，行业特点是以口味取胜，新品推出更迭速度较快。随着恒顺料酒产能投产，海天新品推进，预计 16 年小调味品仍会保持高速成长，年内可能看到新品出现。

图表70 上市公司2015料酒收入6.9亿，同比增22.0%



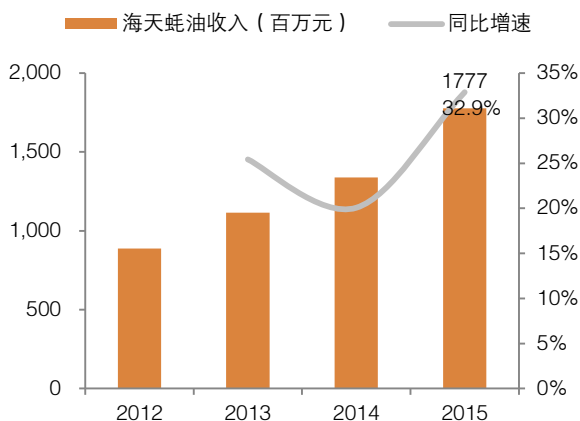
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表71 老恒和2015年料酒营收5.8亿，规模最大



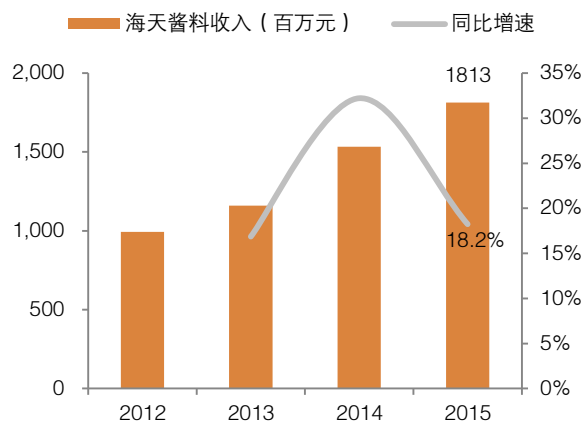
备注：恒顺料酒根据年报数据换算成税后收入口径  
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表72 海天15年蚝油收入17.8亿，同比增32.9%



资料来源：平安证券研究所、Wind

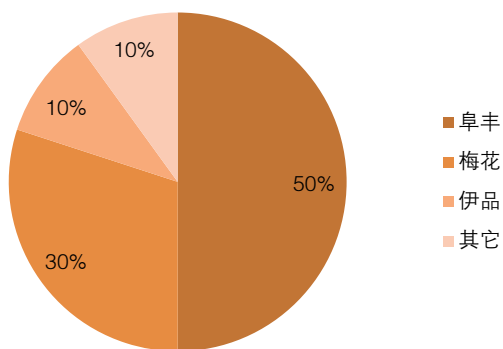
图表73 海天15年酱料收入18.1亿，同比增18.2%



资料来源：平安证券研究所、Wind

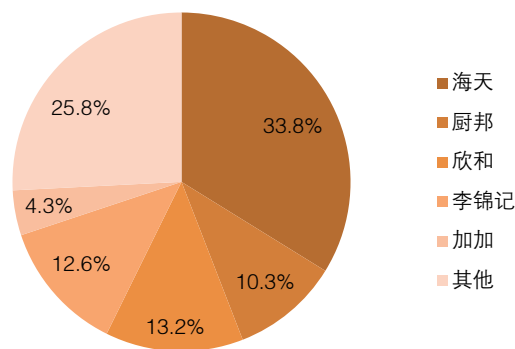
**集中度提升，局部区域竞争加剧。**味精子行业高度集中，阜丰、梅花、伊品三家合计占比 90%，行业寡头格局未变。酱醋调味品中龙头海天已实现全国化布局，将持续进行渠道细化与深耕，提升销售网络密度以加强渠道竞争力。区域性企业正走在全国扩张道路上，不断扩区域、抢市场，如美味鲜推新品“原晒鲜”发力东北；千禾味业上市后计划全国建立营销中心与办事处开始扩张，集中度不断提升。当前行业处于跑马圈地中后期阶段，企业扩张过程极易遭遇对手反抗，部分成熟地区如华南、华东已出现激烈竞争。未来行业集中度提升趋势明确，品牌企业之间竞争也将日益激烈。

图表74 味精CR3占比近90%，行业高度集中



资料来源：平安证券研究所、公司公告、渠道调研

图表75 16年1-4月酱油企业商超市场份额占有情况



资料来源：平安证券研究所、全国连锁店超市信息网

**预计 2H16 年调味品营收增速 5%–10%，利润增速 15%–20%。**(1) 我们估计味精行业营收与利润增速将分别达 0%与 5%，主要考虑行业需求应不会发生较大变化，短期味精涨价逻辑难以持续，大概率维持现有水平。(2) 预计酱醋行业营收增速 5%–10%，利润增速 10%–15%，预计 2H16 年酱油产量同比增 5%–10%，同时产品结构改善推动行业均价增长。利润增长主要综合考虑产品升级、龙头企业采用新工艺设备提高生产效率、规模效应等因素将推动毛利率持续提升。(3) 预计其他调味品营收增 10%–15%，利润增 20%–30%，主要考虑小调味品仍处发展初期阶段，渗透率仍有提升空间，我们观测产业变化，认为 2H16 年行业值得关注重点包括：一是品类创新与扩张，关注料酒新品、佐餐食品（如厨邦的蚝罐头）、醋饮料等；二是渠道拓展与深耕，如厨邦餐饮渠道扩张，海天渠道持续细分调整等、恒顺营销改革持续推进等。

**投资风格转变，优选行业龙头及业务周期向上的公司。**市场投资风格逐渐转变，业绩确定性高、持续性强、空间大、估值低的公司成为市场宠儿。龙头海天经营业绩稳定，管理能力优秀，渠道、品牌优势明显，具有持续成长能力，是板块首选标的。中炬高新定增完成后强化渠道布局与产能建设，同时具有股权激励预期，长期趋势向好。千禾味业主打高端产品差异化竞争；恒顺管理层增持；加加食品、佳隆股份等均有产业资本入驻，可能存在交易性机会，也可关注。

### 3.6.2 重点公司分析：海天味业、中炬高新、恒顺醋业、加加食品

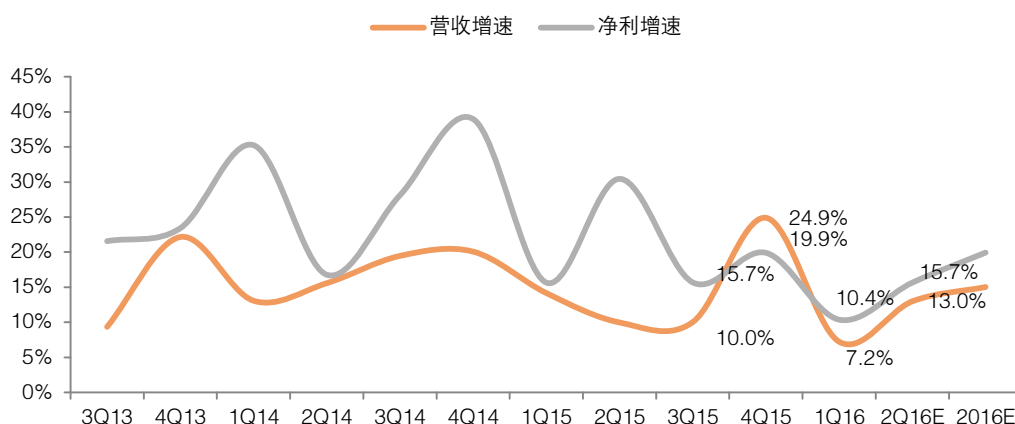
#### ■ 海天：营收增速前低后高，龙头稳健盈利向好

**海天味业 1Q16 营收、净利分别+7.2%、+10.4%。**1Q16 公司收入增速下滑，主因在于：一是 1Q15 基数较高；二是公司均衡安排全年生产，主动调节各季度出货情况，1Q16 完成全年计划 27%，基本符合公司进度目标，全年来看增速可能前低后高。16 年公司经营策略将进一步细化市场，通过销售网络密集化与网点铺货多样化来提高市占率，促进企业发展。受到公司主动平衡全年出货情况，以及 2Q15 基数较低影响，预计 2Q16 公司营收增速可达 13%，受益于结构升级、产出效率提升，毛利率水平同比略升；销售费用率应稳定在 11%左右；管理费用率可能略升，估计 2Q16 净利增速可能达 16%水平。

**龙头企业成长稳健，盈利能力持续向好。**公司 16 年工作重心在于渠道精耕，产品重点在于蚝油，海天蚝油已冠名江苏卫视真人秀《战斗吧，男神》，通过广告投放来打造产品影响力。预计 16 年收入增 15%。16 年毛利率大概率提升，主要源于产品结构升级、产出率提升以及规模效应带来成本下降。销售与财务费用率应无大变化，考虑到研发支出与股权激励费用增加，管理费用率可能略升，预计 16 年净利增 20%，净利率达 23%水平。

**渠道产品双推进，长期趋势向好。**公司对渠道进行精耕细作，通过销售网络密集化与网点铺货多样化来提高市占率，促进企业发展。核心产品中蚝油与酱料仍向全国拓展，其中单品私房豆豉酱与金字蚝油推广势头良好，料酒、食醋等新品类也稳步推进。预计 16-18 年公司营收增+15%、+14%、+14%，净利+20%、+18%、+16%，EPS 分别为 1.11、1.31、1.52 元，对应 6 月 21 日收盘价 PE 分别为 26、22、19 倍。

**图表76 预计海天味业2Q16营收、净利分别+13%、+16%**



资料来源：平安证券研究所、wind

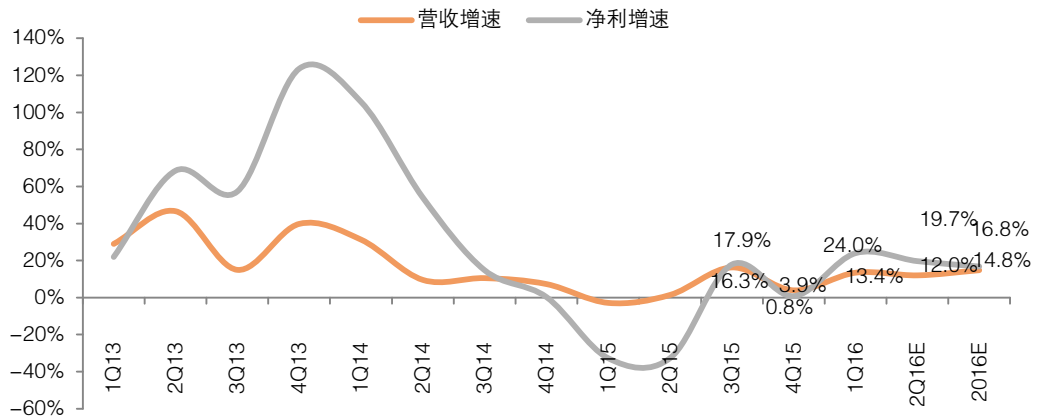
#### ■ 中炬高新：调味品稳健发展，地产业务重启

**中炬高新 1Q16 营收增 13.4%、净利增 24.0%。**1Q16 收入增 13.4%，估计调味品增速接近 15%，延续此前较快增长。美味鲜表现较好，一是去年同期基数较低；二是多渠道发展效果渐显，餐饮、



电商渠道占比提升；三是阳西基地投产提供产能支持。1Q15 毛利率 35.2%，同比持平。估计 2Q16 调味品营收增速 10%–15%，综合考虑地产、母公司情况，预计合并报表收入增 12%。毛利率应可改善，销售费用率同比持平，母公司减亏，预计 2Q16 净利增 20%。

图表77 预计中炬高新2Q16营收、净利分别+12%、+20%



资料来源：平安证券研究所、wind

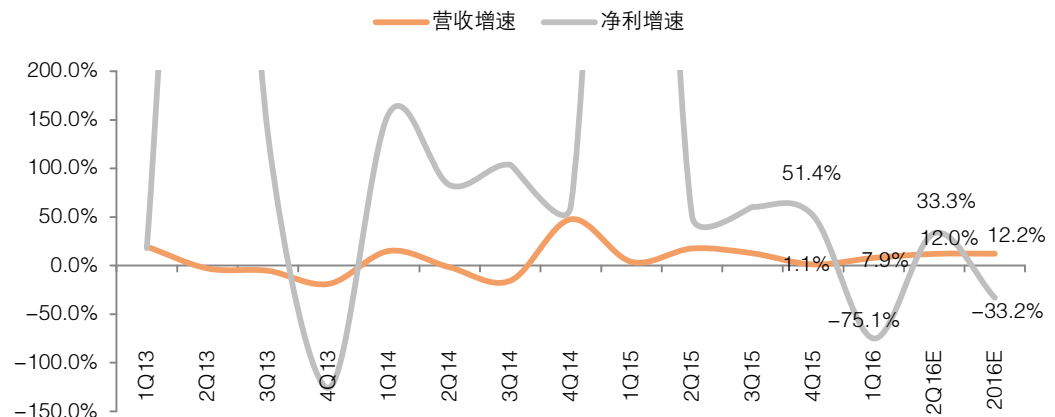
**产品三级梯队发展路径明确，餐饮推进良好，逐步向全渠道运营迈进。**美味鲜子公司明确三级品类发展路径：第一梯队为酱油与鸡精鸡粉，收入占比分别 73%与 13%；第二梯队为食用油，占比超 5%；第三梯队为其他调味品，包括料酒、食醋等。15 年公司开始向餐饮扩张；一方面通过在当地寻找合适做餐饮的经销商进行推广；另一方面抓住当地厨师，通过组织活动、会议等提升与厨师粘性。目前推进效果良好，整体餐饮渠道收入占比约 20%，赣州已成为样板市场，厨邦在当地餐饮市场渗透率很高。此外公司积极开拓电商渠道，逐步向全渠道运营迈进。预计 16 年公司营收、净利分别增 15%、17%。

**地产业务重启，有望与宝能产生协同效应。**公司目前地产存量包括汇景东方首期约 100 多套别墅，以及 1 万平的高层洋房，货值约 4 亿左右。地产业务已经重启，估计年内可确认收入 1 亿，实现净利 2 千万。公司共有土地 1600 亩，实际可用于商住开发土地 900 亩，待开发面积 660 亩。计划 3 年内开发 40%，6–7 年完成整个开发过程。大股东宝能集团以地产业务起家，猜测后续可能派人在中汇合创管理层任职，或派管理团队以顾问形式入驻，利用宝能在地产业务的经验与优势来指导岐江新城的开发，产生协同效应。预计 16–18 年公司营收增+15%、+13%、+13%，净利+17%、+17%、+15%，EPS 分别为 0.36、0.42、0.49 元，对应 6 月 21 日收盘价 PE 分别为 33、28、25 倍。

#### ■ 恒顺醋业：基本面出现积极变化

**恒顺醋业 1Q16 收入增 7.9%，净利降 75.1%，扣非净利增 74%。**估计 1Q16 调味品增速 10%–15%，保持稳健增长，地产及其他业务增长缓慢。公司加大调味品市场拓展及渠道维护力度，增强经销商支持，营销改革效果逐渐显现。1Q16 公司毛利率同比增 1.2pct，主要来自于调味品占收入比重提升与产品结构升级。销售费用率 18.2%，同比增 1.6pct，多投放在广告、渠道建设等方面；银行借款减少，利息支出降低，财务费用率同比降 1.1pct，扣非净利水平大幅改善。估计 2Q16 营收增 12%，毛利率同比持平或略升，费用率应有改善，预计 2Q16 净利同比增 33%。

图表78 预计恒顺醋业2Q16营收、净利分别+12%、+33%



资料来源：平安证券研究所、wind

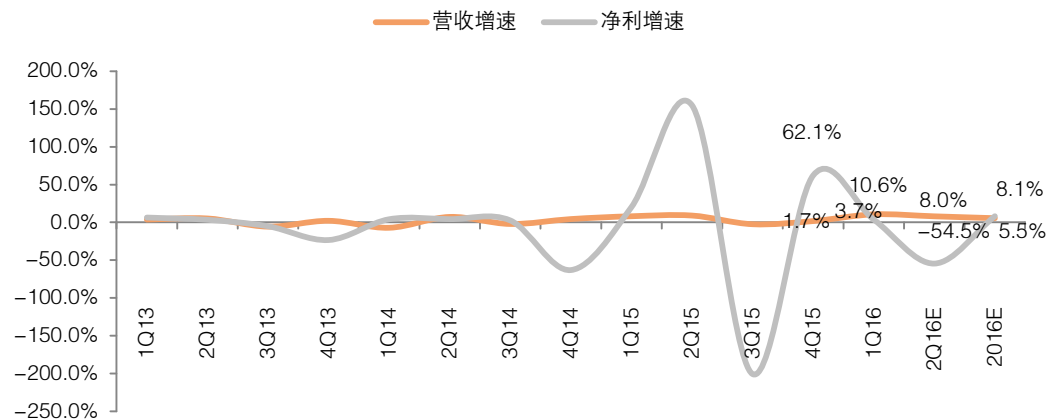
**公司基本面出现积极变化。**一是产能逐渐释放：公司 5 万吨料酒产能已经建成，5 月底正式投产，缓解料酒供不应求局面；10 万吨高端醋灌装生产线预计 16 年投产，产品结构将有明显提升。二是营销改革持续推进：将市场部与销售部分开，各司其职；聘请专业团队对公司市场营销定位、内部管理架构等方面进行改善；通过激励基金计提与分配方案，员工激励增强。三是明确市场发展路径，先 KA、再流通，最后打餐饮，通过打造过亿单品与过亿市场来实现区域扩张。预计 16 年收入增 12%，毛利率应保持增长趋势，考虑到公司仍将加大品牌推广与渠道支持力度，销售费用仍将增长，预计全年净利 1.45 亿，受到去年同期基数影响，16 年净利同比降 39%，净利率在 10% 水平。

**关注公司国改进程，高管增持未来前景看好。**恒顺国企改革仍有预期：一是引入战投进行混改，应是由省国资委牵头自上而下推进，猜测引入有国资背景且具备市场运作能力的企业可能性较大，仍需等待；二是开展员工持股，完善激励机制，可能会比引入战投提前落地。公司管理层已于 5 月 5 日完成股票增持，综合成本 19.45 元，表明对未来发展充满信心，看好公司前景以及长期价值。预计 16-18 年公司营收增+12%、+13%、+12%，净利-33%、+20%、+19%，EPS 分别为 0.27、0.32、0.38 元，对应 6 月 21 日收盘价 PE 分别为 43、36、30 倍。

#### ■ 加加食品：酱油单品仍处推广期，利润难有亮眼表现

**加加食品 1Q16 收入增 10.6%，净利增 3.7%。**酱油收入增速略降，主因在于减少了渠道投放力度，部分区域市场份额下滑。两大单品面条鲜与原酿造 15 年规模共约 2 亿，同比微增。植物油由于增加销售力度，减少植物油品系，业务有复苏迹象。预计 2Q16 营收增 8%，考虑到 2Q15 合兴基金投资收益大幅增长导致基数较高，本期盈利减少，16 年云厨电商还将持续亏损，预计 2Q16 净利同比-55%。

图表79 预计加加食品2Q16营收、净利分别+8%、-55%



资料来源: 平安证券研究所、wind

**大单品战略持续，原酿造仍处推广期。**公司仍处于转型升级时期，持续推进大单品战略，聚焦高端酱油，预计年内面条鲜、原酿造可分别实现收入 1.8 亿、0.8 亿规模，其中原酿造可能实现翻倍增长。植物油由于投入力度加大，仍可贡献部分增量，预计 16 年公司可实现总营收 18.5 亿，同比增 5.5%。考虑到 16 年酱油主要原料大豆价格走低，以及产品结构持续升级，毛利率应同比略升；原酿造向一线城市推广，费用压力将持续存在，叠加合兴基金收益不如同期，云厨电商仍在投放时期，估计全年净利难有亮眼表现，预计 16 年净利 1.6 亿，同比增 8%。

**酱油动销仍需观察，员工持股具有经营动力。**原酿造已在一线城市商超渠道推广，估计酱油整体增速可保持 5% 左右，单品动销情况仍需观察；植物油应可持续上行趋势。公司进行员工持股，受益群体广泛；员工平均持股数量 3 万股，具有较强吸引力。员工持股方案弥补股权激励业绩条件较难达成，股票期权难以行权的问题，增强员工经营动力。预计 16-18 年公司营收增+6%、+8%、+9%，净利+8%、+11%、+12%，EPS 分别为 0.14、0.15、0.17 元，对应 6 月 21 日收盘价 PE 分别为 52、46、42 倍。

图表 80 海天2016年平安预测PE为26倍

(单位: 元)

A 股简称	投资评级	股价	市值	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日	¥ bn	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A - 17E	16PE
海天味业	强烈推荐	29.25	79.20	0.93	1.11	1.31	31.5	26.3	22.3	18.9%	1.4
中炬高新	推荐	11.96	9.50	0.31	0.36	0.42	38.5	33.0	28.3	16.7%	2.0
加加食品	推荐	7.14	8.20	0.13	0.14	0.15	55.8	51.6	46.4	10.2%	4.9
恒顺醋业	中性	11.34	6.80	0.40	0.27	0.32	28.5	42.7	35.6	-10.6%	-3.9
							154.4	153.6	132.5		

资料来源: 平安证券研究所、Wind

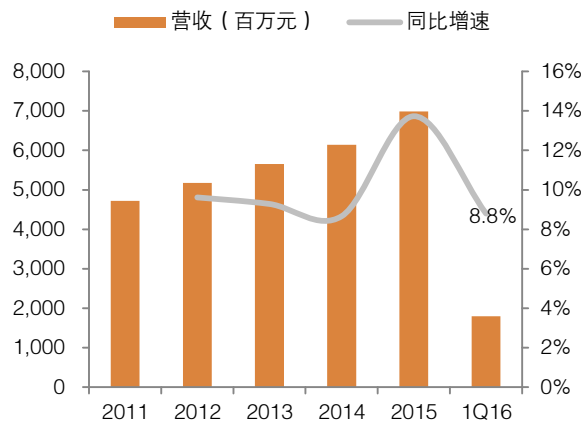
### 3.7 休闲食品：电商零食爆发，烘焙龙头值得关注

#### 3.7.1 细分市场高速增长，龙头企业优势明显

营收方面，1Q16 休闲食品（洽洽食品、好想你、桃李面包）营收增长 8.8%，增速环比 2015 年的 13.7% 有所下滑。净利方面，1Q16 休闲食品净利增速为 21.5%，环比 2015 的 14.5% 显著提高，主

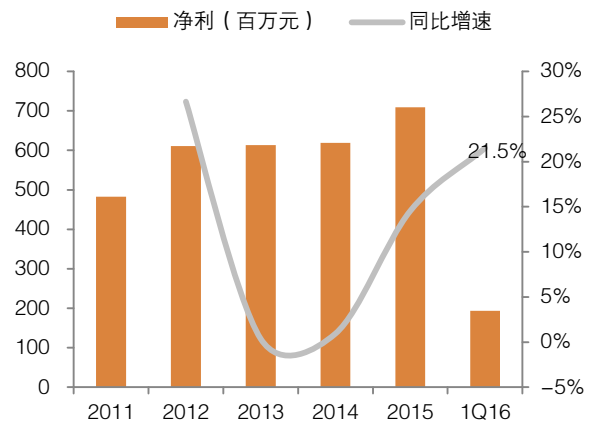
要是桃李面包 1Q16 净利增 44.4% 拉升整体利润水平。受益于新品类爆发与互联网渠道推动，坚果电商延续了高增长趋势，估计洽洽食品 1Q16 电商收入超 1 亿，百草味也有 8 亿规模，增速约 100%。传统零食企业表现平淡，好想你仍处转型阵痛期收入下降 28.5%，洽洽扣除电商估计传统业务低个位数增长。以桃李面包为代表的烘焙食品表现良好，应是公司本身市场推进、渠道拓展所致，烘焙行业整体增速估计仍维持 10% 左右，平稳发展。

图81 1Q16休闲食品（洽洽、好想你、桃李）营收增速降至8.8%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图82 1Q16休闲食品（洽洽、好想你、桃李）净利增速升至21.5%



资料来源：平安证券研究所、Wind

➤ **坚果：需求提升叠加互联网推动，高端坚果爆发增长。**低端坚果（以种子坚果为主）增速放缓，产品升级推动均价提升成为行业增长主要动力。高端坚果消费需持续提升：一是坚果产品符合营养、健康的消费升级趋势；二是人均收入增加具备消费实力。高端坚果多在互联网渠道销售，原因一是消费主体年轻化，网购接受度高；二是网购方便快捷，消费体验较好。15 年洽洽食品总体营收增长 6.4%，估计传统业务仅增 2.3%，电商渠道新成立，15 年约有 8 千万规模，1Q16 电商收入在 1 亿左右；百草味 15 年收入约 13 亿，增速在 100% 以上，1Q16 营收约 8 亿，全年有望达 22 亿水平。

➤ **烘焙：行业平稳发展，龙头快速成长。**烘焙行业估计 15 年增速约 10%，两大原因推动烘焙行业发展：一是消费习惯的转变，表现为一方面“面包牛奶”的西式早餐组合逐渐增多，对原有传统中式早餐形成替代，可能的原因除了口味变化外，西式早餐可以冷食，方便携带也是原因之一；另一方面部分消费者逐渐养成吃“饭后甜点”或“下午茶”的习惯，也促进西点、面包等需求增加。二是人均收入提升，刺激食品消费需求。上市公司 15 年烘焙业务（包括达丽食品与桃李面包两家公司）增速为 14.2%，快于行业增长。

**线上渠道竞争加剧，品牌企业优势明显。**15 年坚果线上已处于跑马圈地后期阶段，竞争格局逐渐稳定，15 年三只松鼠、百草味、良品铺子 15 年线上收入分别为 25、13、12 亿，彼此竞争日益凸显。随着龙头品牌形象建立，行业壁垒也逐渐形成，小企业以及后进入者将面临更大压力，考虑到当前消费者已形成品牌意识，部分粉丝会员与企业形成粘性，品牌企业获客能力强，优势更加明显。

**烘焙行业集中度较低。**我国烘焙行业集中度低，同质化现象严重。面包子行业中进入门槛很低，企业分布极为分散。达丽食品在长保质期面包糕点中规模最大；桃李为短保质期面包领域龙头，会面临两类企业竞争：一是以“宾堡”为代表的同样采用“中央工厂+批发”模式的国外企业；二是地方性小型面包作坊。两类企业各有优势，桃李凭借较高性价比以及优秀的渠道体系，具有明显竞争优势。

**预计 16 年高端坚果增速 100%，烘焙行业增速 10%左右。**展望 2H16：(1) 坚果零食增长近 100%，其中电商渠道推动销量增长仍是主要因素，同时消费升级趋势持续，高端产品占比极将提升，预计毛利率仍将提升。多数企业仍处于扩张时期，16 年费用投放力度不减，预计全年净利增速与营收持平或略低。(2) 烘焙行业整体增速约 10%，消费习惯逐渐转变导致消费量逐渐增加应是主因。受益于近期面粉价格略降，以及高毛利率新品推出，行业整体毛利率应略有提升，行业净利增速估计快于营收。

**建议关注好想你与桃李面包投资机会。**休闲食品中电商零食子行业正处于高速增长阶段，好想你收购百草味，三只松鼠谋求上市，带动整个板块热度提升。证监会并购重组委员会审核通过好想你收购方案，最大风险消除，未来投资机会来源于二者真正产生协同效应，对业绩上呈现明显贡献。桃李面包上市后受到投资者广泛关注，公司本身基本面良好，唯次新股短期估值偏高是投资者最大顾虑，但长期看全国 70 万潜在终端（目前只有 9 万），未来成长空间大，建议强烈关注。

### 3.7.2 重点公司分析：好想你、桃李面包

#### ■ 好想你：渠道转型仍处阵痛期，与百草味结合是最大看点

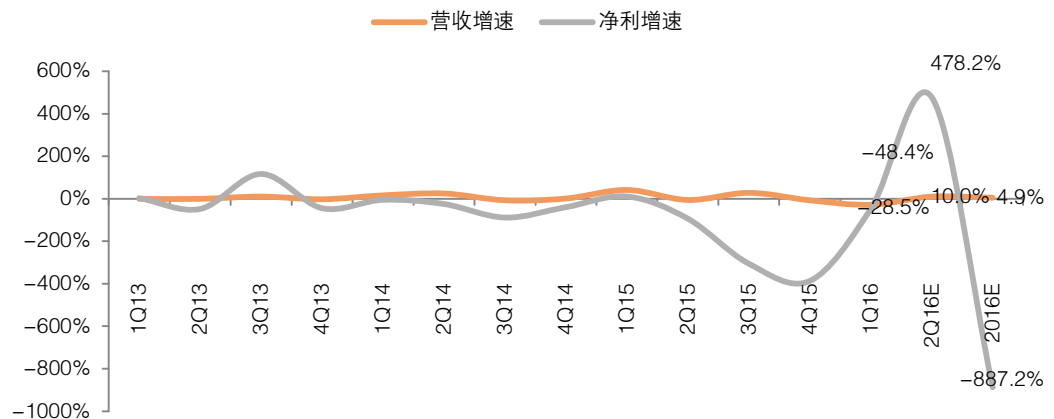
**好想你 1Q16 收入降 28.5%，净利降 48.4%。**好想你 1Q16 收入下降应是受到专卖店渠道调整以及商超渠道收入下滑影响。公司从 3Q15 开始整合专卖店资源，通过打造旗舰店与 O2O 移动店来实现线上线下互联，调整尚待时日，短期难见效果。商超仍面临品类单一，单店规模不足，销售费用高企问题；电商规模尚小，广告投放、平台运营及物流费用占比高侵蚀大部分利润。受到去年同期低基数影响，预计 2Q16 收入、净利分别增 10%、478%。

**16 年净利难有亮眼表现，与百草味结合是最大看点。**往 16 年看公司加大红枣产业链延伸，持续推出枣片、夹核枣等深加工产品，产品结构可推动毛利率改善。公司专卖店整合升级、拓展商超及电商渠道投入增加，销售费用率仍维持在高位。预计 16 年收入增 5%，净利 0.14 亿，实现扭亏。好想你当前困境在于品类单一难形成单店收入规模，转型后产品降级、渠道费用高企，盈利能力下滑。最大看点是与百草味结合，收购百草味后将进行品类延展，产品组团提升单店收入规模；同时积极发展电商渠道，享受当前线上高增长红利。

**期待二者结合真正产生协同效应。**目前好想你与百草味已引导对方产品进入自己产品体系，合力开发战略新品，同时进行生产、渠道、物流等资源整合利用。品牌上独立运营，产业链相互合作，逐步融合。专卖店与电商渠道投入加大，商超渠道增速较快。考虑到转型时期费用大量投入，短期业绩阵痛难以避免，期待“好百”结合产生真正协同效应。预计 16-18 年公司营收增+5%、+11%、+11%，净利扭亏、+47%、+43%，EPS 分别为 0.17、0.25、0.36 元，对应 6 月 21 日收盘价 PE 分别为 202、137、95 倍。短期好想你业绩已并非投资关注重点。



图表83 预计好想你2Q16营收、净利分别+10%、+478%

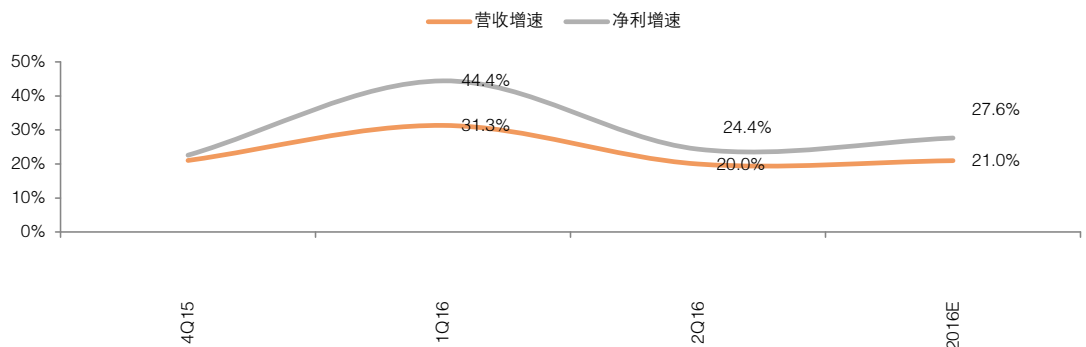


资料来源：平安证券研究所、wind

#### ■ 桃李面包：成熟区域深耕外埠市场，多点布局开启全国扩张

**桃李面包 1Q16 收入增 31.3%，净利增 44.4%。**1Q16 收入增加主要来自于销量提升：一方面加大市场开拓力度，尤其是主销区以外市场，估计华东、华北等地增速在 50%以上；另一方面注重营销渠道建设，提高配送质量，单店销量有所增长。毛利率 35.2%，同比提升 2.5pct，应是产品结构升级以及内部推动生产成本管控、技术升级及节能降耗有关；销售费用率 15.6%，同比增 2.2pct，应是公司在市场拓展过程中产品配送、人力成本以及宣传制作费用加大。预计 2Q16 公司营收、净利分别增 20%、24%。

图表84 预计桃李面包2Q16营收、净利分别+20%、+24%



资料来源：平安证券研究所、wind

**龙头优势明显，年内保持稳健经营。**公司有着优秀的销售体系，一是以社区店、零售店等中小超市为主，销售网络深入到渠道末端贴近消费者；二是有着完善的每日需求评估系统，可保证极低退货率水平。随着渠道拓展加速，预计 16 年营收 31.4 亿，同比增 22%。往 16 年看成本管理与原料价格走低应对毛利率产生正面影响，新市场开拓销售费用率也将提升，预计 16 年公司净利 4.4 亿，同比增 28%。

**新建产能多点布局，开启全国扩张之路。**公司目前已形成 14 家中心城市及周边地区的销售网络，16 年将在天津、重庆、东莞、石家庄四地新建产能，加快华北、西南、华南等地覆盖进程，并且江苏也在洽谈买地建厂事宜。未来公司将进行多点布局，利用东北市场经验，以新的中心城市为依托，向外埠市场拓展，逐步形成新的销售网络，开启全国扩张之路。预计 16-18 年公司营收增+21%、+21%、+18%，净利+28%、+26%、+22%，EPS 分别为 0.98、1.24、1.51 元，对应 6 月 21 日收盘

价 PE 分别为 43、34、28 倍。

图表 85 好想你、桃李面包2016年平安预测PE分别为202倍、43倍 (单位: 元)

A 股简称	投资评级	股价	市值	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日	¥ bn	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A - 17E	16PE
桃李面包	强烈推荐	42.07	18.9	0.77	0.98	1.24	54.6	42.8	33.9	26.9%	1.6
好想你	推荐	34.74	5.1	-0.02	0.17	0.25	--	201.5	137.0	-	-
均值							-	122.1	85.4		

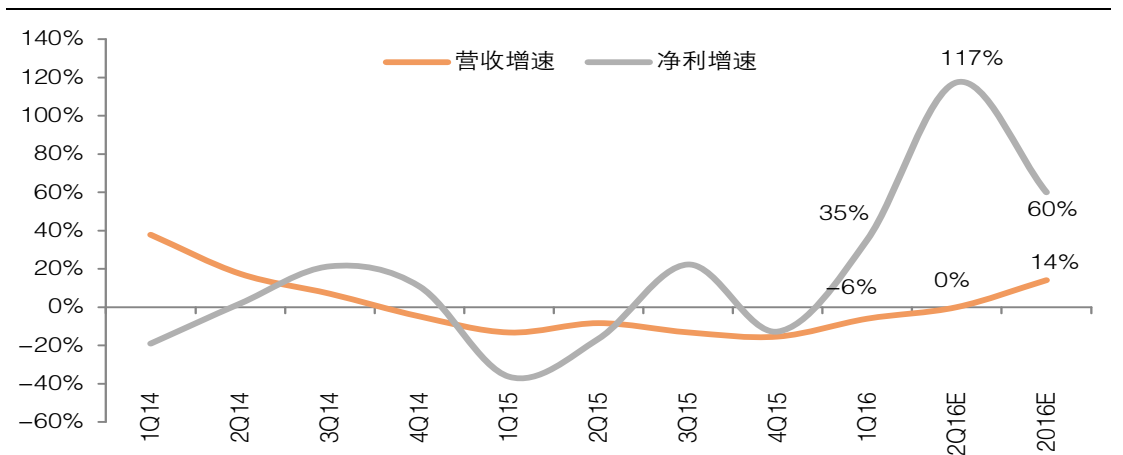
资料来源: 平安证券研究所、Wind

### 3.8 其他公司: 大北农、安琪酵母、三全食品、克明面业

#### ■ 大北农: 股价底部隐现, 看涨是大趋势

1Q16 营收降 5.9% 低于我们预期的+5%, 归母净利同比+35% 基本符合我们预计的+37%。营收低于预期因大猪料下降, 净利受益于产品结构升级快。高端料率先复苏, 1Q16 已是拐点。3 月份生猪存栏已环比上升, 母猪存栏环比止跌。散养户退出和环保严格执法压力仍存, 但持续高猪价已推动生猪养殖补栏跨过拐点, 仔猪市场已率先复苏。我们估计, 乳猪料为代表高端料同比增 10-20%, 大猪料下滑拖累了营收, 但产品结构升级迭加成本下降, 1Q16 毛利率大升 4PCT。随着下游存栏回升及大北农新模式逐步发力, 预计 2Q16 营收同比持平, 受益于成本下降和产品结构升级推动的毛利率上升, 及人员大降导致的费用率同比下降, 预计净利同比+117%。

图表86 预计大北农2Q16营收和净利同比+0%、+117%



资料来源: 平安证券研究所, Wind

**四级火箭驱动新一轮成长, 可能推动业务持续超预期。**14、15 年战略大调整期间, 大北农打造了四大竞争法宝: 一是全面推动 1 万人的猪业销售服务队伍全面下沉驻点猪场, 提供深度技术服务; 二是推出猪联网、猪交易等产品, 围绕规模猪场的农信互联平台形成产业链服务闭环; 三是推动优质合作伙伴和员工转型创业养猪, 主动推动产业链联盟加速扩张; 四是瞄准销量大、技术要求高的母猪料子市场。四大法宝已成形, 16 年将全面落地, 在猪饲料行业复苏背景下, 就像四级火箭分别加速, 可能推动大北农业务持续超预期, 预计全年营收、净利增 14%、60%。

**业绩高弹性已无忧, 且 16-17 年可能持续超预期, 强烈推荐。**维持业绩预测, 预计 16-18 年 EPS 为 0.28、0.40、0.51 元, 同比+60%、+43%、+29%, 动态 PE 为 29.2、20.4、15.9 倍。大北农是



猪饲料周期真龙头，且往后看产品结构变化、农信互联平台发力、养猪大创业、母猪料发力等因素可能推动 16、17 年业绩持续超预期，继续“强烈推荐”。

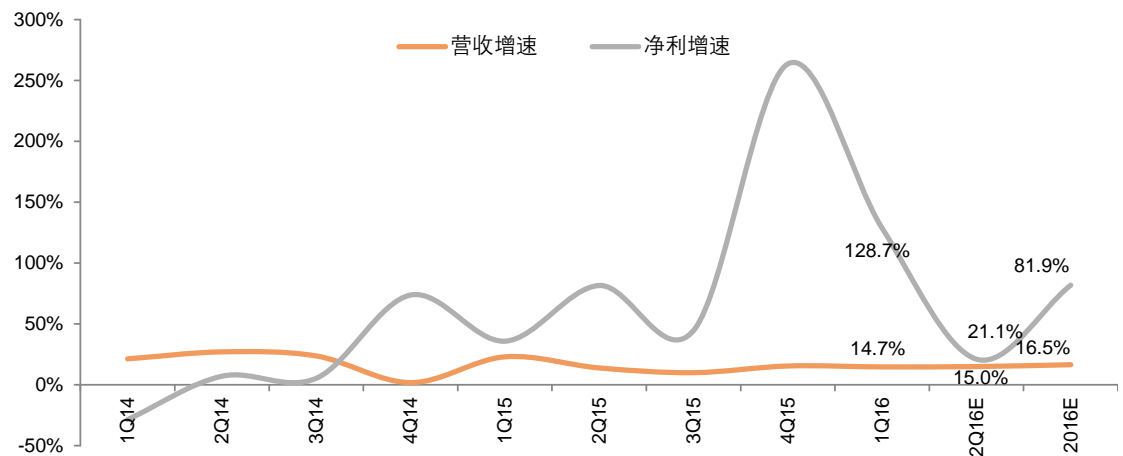
#### ■ 安琪酵母：本轮业绩释放近尾声，新一轮成长看全球化

1Q16 营收同比增 15%，位于 16 年收入计划增速区间的下限位置。一方面 1Q15 收入同比增 23%、基数较高，另一方面部分品种产能有瓶颈，如 YE 和食品原料。预计随着营收基数降低和产能瓶颈逐步缓解，2Q16–4Q16 收入增速有望小幅提升。预计 2Q16 营收、净利分别增 15%、21%。

预计 2016 年营收、净利分别增 16.5%、81.9%。国内酵母行业仍处于成长期，且 YE、饲用酵母等衍生产品链条很长，如果再考虑全球范围酵母行业发展，提升空间更大。安琪依靠中国市场已成长为全球酵母龙头，围绕国内市场的技术服务体系对手难以超越，16 年完全有能力实现营收目标。

本轮业绩释放近尾声，俄罗斯建厂打开全球扩张想象空间，维持“强烈推荐”投资评级。风险主要是海外建厂进度低于预期，原料成本上涨幅度超预期。预计 16–17 年净利同比增 82%、19%，EPS 为 0.62 元、0.74 元，对应 6 月 21 日收盘价，动态 PE 为 27.5 倍、23.1 倍。

图表87 预计安琪酵母2Q16营收、净利分别增15%、21%

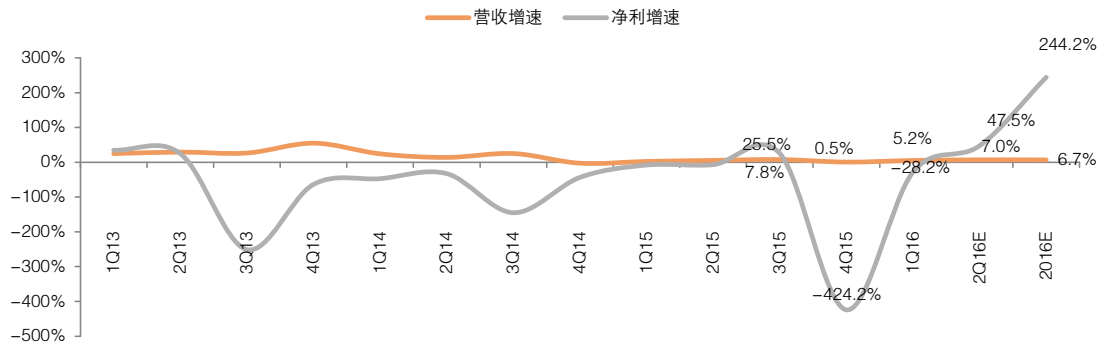


资料来源：平安证券研究所、Wind

#### ■ 三全食品：主业持续改善，期待鲜食模式运行成熟

三全 1Q16 营收、净利分别+5.2%、-28.2%。1Q16 新品表现良好，儿童系列、炫彩小圆子等产品贡献大部分增量。受制于宏观经济下行，速冻米面行业增速放缓，公司营收维持个位数增长。净利下降原因可能在于，一是新增近 2 千万广告费用，销售费用率提升 1.4pct，估计全年新增广告费约 4 千万，近半数在一季度确认；二是 3Q15 成立北京鲜食持续亏损。考虑到竞争趋缓、渠道细化负面影响递减、经销占比提升等因素，仍维持主业利润率回升判断。4–5 月销售情况略好于一季度，预计 2Q16 营收+7%、+48%。

图表88 预计三全食品2Q16营收、净利分别+7%、+48%



资料来源：平安证券研究所、wind

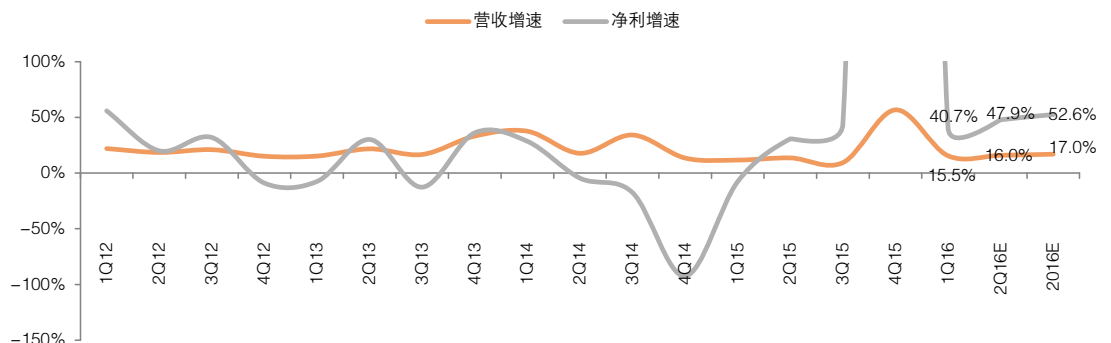
**持续产品创新与推广，强化经销商管理。**传统速冻产品方面：16年将持续产品创新与推广：一是继续推进儿童系列、炫彩小圆子等新品；二是完善牛排、披萨等品类，强化其战略地位；三是在细分市场持续推新。渠道方面，强化经销商管理将是16年工作重点。当前经销占比约60%，利润水平高于自营模式，估计强化经销商管理后经销比重将得到提升，也利于净利率逐步恢复。预计16年收入、净利分别增7%与244%。

**三代机已经投放，期待鲜食模式成熟。**公司已更迭为三代机，变化在于：一是增加销售品类，将新增早餐、饮料、以及热销零食等；二是逐步向预订制模式过度，培养消费者预订餐品的消费习惯。目前三代机已在上海投放将近十台，试运行2个月观测效果。鲜食15年亏损约7千万，主因在于规模较小，工厂端固定成本摊销较大导致毛利为负。期待鲜食模式成熟后机器正常投放，规模效应显现后盈利水平提升。预计16-18年公司营收增+7%、+7%、+10%，净利+244%、+42%、+39%，EPS分别为0.15、0.21、0.29元，对应6月21日收盘价PE分别为55、39、28倍。

#### ■ 克明面业：全年利润增长无忧，并购预期强烈

**克明1Q16收入、净利分别增15.5%、40.7%。**公司1Q16面粉销售环比有所减少，挂面保持良好销售趋势，主要来自于南方市场，估计华东区域仍领跑全国市场。1Q16毛利率22.3%，同比略降0.2pct，猜测应是与低毛利率面粉占比提升有关；管理费用率下降1.0pct是净利增长主因，猜测原因在于公司管控严格，职能部门费用下降。预计2Q16公司营收、净利分别+16%、+48%。

图表89 预计克明面业2Q16营收、净利分别+16%、+48%



资料来源：平安证券研究所、wind

**营收稳定增长，利润有望持续提升。**公司持续向华东地区渠道下沉，同时北方地区逐步渗透，策略上以从城市群入手向三四线城市自上而下推进，以中高端为主进行发力，主攻商超渠道；辅以低

端产品在流通渠道推广，预计 16 年收入增 17%。产品结构升级明显，叠加新产能采用新工艺提升自动化程度以及向上游面粉延伸节省成本，估计毛利率仍可持续走高，但渠道拓展销售费用也可能加大，综合考虑毛利与费用投入情况，我们判断 16 年净利 1.65 亿，同比增长 53%。

**成长路径清晰，并购预期强烈。**公司南强北弱格局未变，估计短期仍以扩大市场份额为主，利润率大概率维持 5%–10% 水平，长期看点在于以传统挂面主业为依托，向厨房食品与休闲食品两大方向发展，利用公司销售网络与研发检验优势进行品类扩张。公司有较强并购预期，估计会寻求在品类、渠道上产生协同效应的企业，优势互补共同发展。预计 16–18 年公司营收增+17%、+20%、+20%，净利+53%、+20%、+21%，EPS 分别为 0.49、0.59、0.71 元，对应 6 月 21 日收盘价 PE 分别为 33、27、23 倍。

图表 90 大北农2016年平安预测PE为30倍

(单位：元)

A 股简称	投资评级	股价	市值	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		6 月 21 日	¥ bn	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A – 17E	16PE
大北农	强烈推荐	8.10	33.2	0.17	0.28	0.40	47.1	29.2	20.4	51.8%	0.6
安琪酵母	强烈推荐	16.99	14.0	0.34	0.62	0.74	50.0	27.5	23.1	47.2%	0.6
三全食品	强烈推荐	8.18	6.6	0.04	0.15	0.21	188.5	54.8	38.6	121.0%	0.5
克明面业	强烈推荐	15.98	5.4	0.32	0.49	0.59	49.7	32.6	27.2	35.1%	0.9
均值							83.8	36.0	27.3		

资料来源：平安证券研究所、Wind

## 四、风险提示

量价政策摇摆，高端白酒中秋旺季一批价回升速度低于预期。CPI 重拾升势，大众品原料成本涨幅超预期。

## 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：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（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它人。

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有限责任公司的立场。

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。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 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