

## 把握消费升级逻辑，重点关注中高端白酒及调味品

### 报告摘要：

**市场回顾：**2017 上半年食品饮料板块实现营收 2501.30 亿元，同比增长 14.05%；实现归属上市公司股东净利润 387.32 亿元，同比增长 19.58%。营收增速排名前三的子行业包括食品综合、白酒和调味品，增速分别为 36.06%、21.02%和 15.31%；净利润增速排名前三的子行业为食品综合、啤酒和白酒，增速为 32.06%、20.75%及 19.90%。机构对板块的重仓配置占比继续提升，6 月末食品饮料行业占机构重仓的 3.85%，但仍低于标配值 4.46%。茅台、五粮液、伊利、老窖等四只个股进入机构重仓榜单的前 20 名。

**白酒消费升级向行业全面延伸：**在消费升级推动下，白酒复苏势头向全行业延伸，以茅五泸为代表的高端，以水井、沱牌、汾酒、酒鬼等为代表的推进品牌全国化的次高端，以及由古井、口子、今世缘代表的地产龙头，上半年均有超预期的业绩表现。展望下半年，我们认为行业需求，特别是对高端和次高端的需求依旧旺盛，地方禁酒令对行业基本面的影响极其有限，继续坚定看好白酒牛市行情。

**调味品行业受益餐饮回暖及产品结构升级：**餐饮消费的回暖为调味品行业的加速带来持续机会，海天、中炬、千和等均有较好的业绩表现，预计行业营收增速将会维持在 15%以上，在产品结构升级的大趋势下，毛利率有望继续走高，净利润增速后续有望超过 20%。

**伊利液态奶需求回暖，业绩超预期：**乳制品行业龙头伊利表现突出，上半年液态奶收入同比增长 12.7%快于行业整体 7.3%的增速，金典、安慕希、畅轻等产品保持较快增长，市占率也继续稳步提升，公司奶粉业务上半年增速亦达到 19.9%的较高水平。

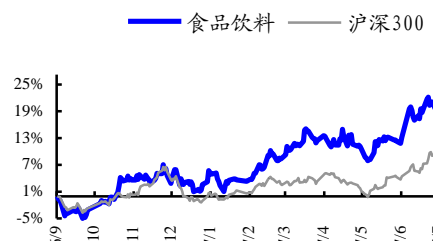
**投资建议：**1) 继续坚定看好高端、次高端及地产龙头白酒公司；2) 关注主营中高端并具备一定规模优势的调味品公司如海天、中炬、千和等；3) 关注行业龙头伊利股份、安琪酵母、桃李面包等。

**风险提示：**宏观经济下行；食品安全事件

### 重点公司盈利预测与估值表

公司名称	EPS (元)			PE	
	2017	2018	2019	2017	2018
今世缘	0.74	0.92	1.13	21.46	17.26
贵州茅台	16.16	19.76	22.57	30.01	24.54
五粮液	2.12	2.49	2.98	25.39	21.50
泸州老窖	1.74	2.24	2.82	30.60	23.77
沱牌舍得	0.70	1.24	1.63	48.37	27.31
伊力特	0.82	0.99	1.19	25.44	21.07
桃李面包	1.22	1.70	2.30	30.16	21.64

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	5.28%	13.09%	27.80%
相对收益	1.25%	1.89%	11.61%

### 重点公司

### 投资评级

今世缘	买入
贵州茅台	买入
五粮液	买入
泸州老窖	买入
沱牌舍得	买入
伊力特	买入
桃李面包	买入

### 相关报告

《食品饮料行业周报：“禁酒令”影响有限，白酒板块可坚定持有》

2017-08-28

《食品饮料行业周报：白酒短期调整不改长期向好趋势》

2017-08-09

### 证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001

(021)20361174 liqiang@nesc.cn

### 研究助理：齐欢

执业证书编号：S0550116110059

(021)20361174 qi\_huan@nesc.cn

### 研究助理：熊欣慰

(021)20363239 xiongxiw@nesc.cn

## 目 录

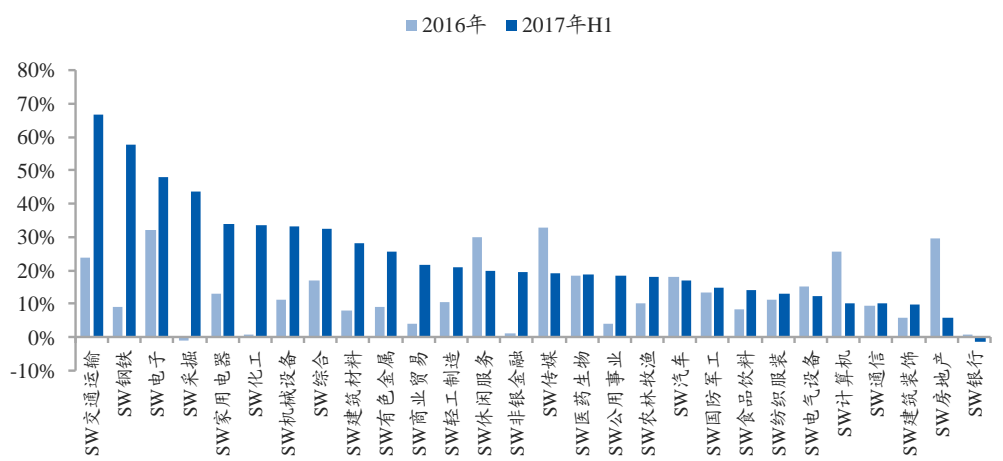
<b>1. 行业总体回顾.....</b>	<b>3</b>
1.1. 板块业绩综述.....	3
1.2. 市场表现回顾.....	4
1.3. 估值及机构持仓分析.....	5
<b>2. 白酒：中报业绩完美验证白酒行业向好趋势.....</b>	<b>6</b>
2.1. 消费升级向行业全面延伸，高端、次高端及地产龙头业绩超预期.....	6
2.2. 核心单品提价成趋势.....	7
<b>3. 啤酒：营收并无明显起色，费用降低缓解公司盈利压力.....</b>	<b>8</b>
3.1. 营收与去年同期基本持平，从产量数据看，行业整体复苏势头弱.....	8
3.2. 价格战烈度降低，公司盈利压力得到缓解.....	9
<b>4. 调味品：餐饮消费回暖促使行业加速，产品结构持续升级.....</b>	<b>10</b>
4.1. 行业受益餐饮回暖及产品结构升级.....	10
4.2. 集中度长期有望提升.....	11
<b>5. 乳品：需求回暖，龙头伊利营收业绩超预期.....</b>	<b>11</b>
5.1. 液态奶需求回暖，伊利业绩超预期.....	11
5.2. 行业费用率得到改善.....	12
<b>6. 肉制品：成本端压力减轻，但行业需求仍旧较为低迷.....</b>	<b>13</b>
6.1. 板块营收和业绩双双下滑.....	13
6.2. 受益猪价下行，行业毛利率小幅提升.....	13
<b>7. 投资建议及重点公司盈利预测.....</b>	<b>14</b>
7.1. 投资建议.....	14
7.2. 重点公司盈利预测.....	15

## 1. 行业总体回顾

### 1.1. 板块业绩综述

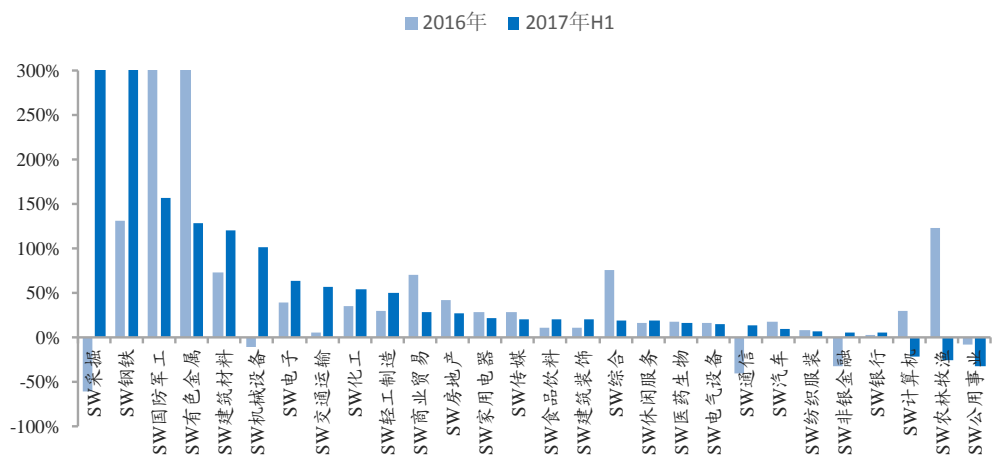
2017 上半年食品饮料板块实现营收 2501.30 亿元，同比增长 14.05%；实现归属上市公司股东净利润 387.32 亿元，同比增长 19.58%，板块营收及归母净利润增速在 A 股中均处于中游左右水平。

图 1：食品饮料收入增速排名中下游



数据来源：东北证券，Wind

图 2：食品饮料净利润增速排名中游



数据来源：东北证券，Wind

分子行业来看，营收端 2017 年上半年白酒、啤酒及葡萄酒实现营收 818.71 亿元、256.25 亿元及 42.16 亿元，同比增长 21.02%、1.89% 及 12.67%。肉制品、乳品、调味品实现营收 307.97 亿元、515.79 亿元、128.57 亿元，同比增长-1.63%、11.24% 及 15.31%。食品综合增速最快达 36.06%，营收 352.47 亿元。

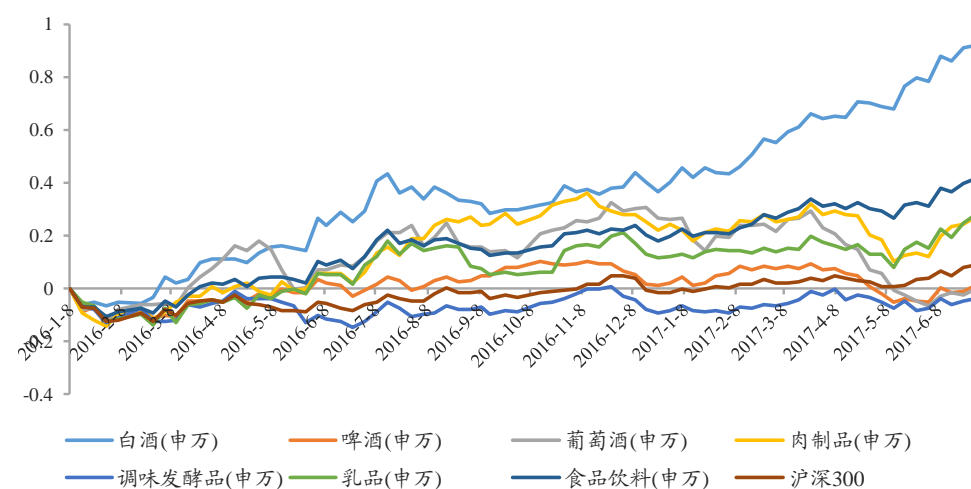
净利润方面，2017 年上半年白酒由于提价等因素作用表现抢眼，实现净利润 261.71 亿元，同比增长 26.37%。食品综合和啤酒也有不错的表现，净利润增速分别为 32.06% 和 20.75%。调味品、葡萄酒、乳品、肉制品净利润为 22.48 亿元、6.98 亿元、36.79 亿元、22.87 亿元，增速分别为 19.90%、10.33%、1.73%、-7.86%。

## 1.2. 市场表现回顾

2017 上半年申万食品饮料板块涨幅 18.01%，上证综指涨幅 2.86%，沪深 300 涨幅 10.78%，食品饮料板块继续大幅跑赢大盘。分子行业来看，白酒 2017 年上半年上涨 91.93%，乳制品上涨 27.99%，肉制品上涨 27.19%，啤酒上涨 0.93%，调味发酵品下跌 3.65%，葡萄酒下跌 0.16%。

白酒板块涨幅领先，高端、次高端及业绩突出的中高端白酒公司轮番发力，板块整体估值有明显抬升；乳制品板块存在较为明显的分化，龙头伊利上半年业绩超预期带动股价涨幅较高，而其他乳制品公司业绩改善无明显，目前股价也尚未脱离下跌区间；肉制品行业上半年主要受益于猪价的下行，板块整体涨幅为 27.19%。

图 3：食品饮料各子行业上半年市场表现



数据来源：东北证券，Wind

从个股来看，2017 上半年涨幅前十名分别为盐津铺子、华统股份、惠发股份、五粮液、安井食品、泸州老窖、绝味食品、海天味业、贵州茅台和山西汾酒，可以看到涨幅居前的个股除新股外，其余均为白酒及调味品行业的龙头公司。2017 上半年跌幅前十名分别为威龙股份、安德利、中葡股份、惠泉啤酒、麦趣尔、皇氏集团、好想你、桂发祥、来伊份和三全食品，主要分布在葡萄酒、啤酒、乳制品和休闲食品等行业，估值整体偏高。

表 1：食品饮料 2017 年上半年涨跌幅前十名

涨幅前十名			跌幅前十名		
代码	股票名称	涨幅(%)	代码	股票名称	跌幅(%)
002847.SZ	盐津铺子	176.0495	603779.SH	威龙股份	49.1538
002840.SZ	华统股份	170.0954	603031.SH	安德利	38.8411
603536.SH	惠发股份	117.9254	600084.SH	中葡股份	37.6154
000858.SZ	五粮液	64.7722	600573.SH	惠泉啤酒	34.7254
603345.SH	安井食品	61.3505	002719.SZ	麦趣尔	32.9572
000568.SZ	泸州老窖	56.3160	002329.SZ	皇氏集团	31.9405
603517.SH	绝味食品	51.9271	002582.SZ	好想你	31.5584
603288.SH	海天味业	41.6980	002820.SZ	桂发祥	30.1787
600519.SH	贵州茅台	41.2090	603777.SH	来伊份	29.3922

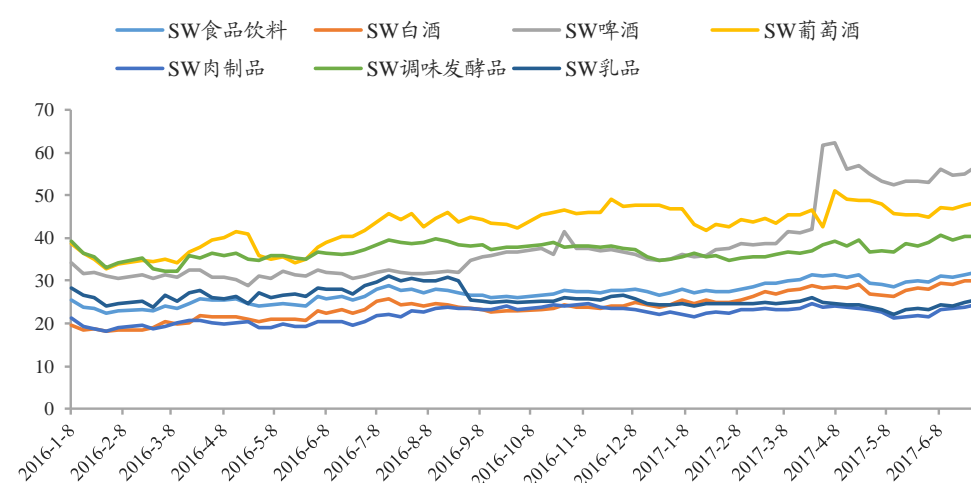
600809.SH	山西汾酒	38.6491	002216.SZ	三全食品	29.3438
-----------	------	---------	-----------	------	---------

数据来源：东北证券，Wind

### 1.3. 估值及机构持仓分析

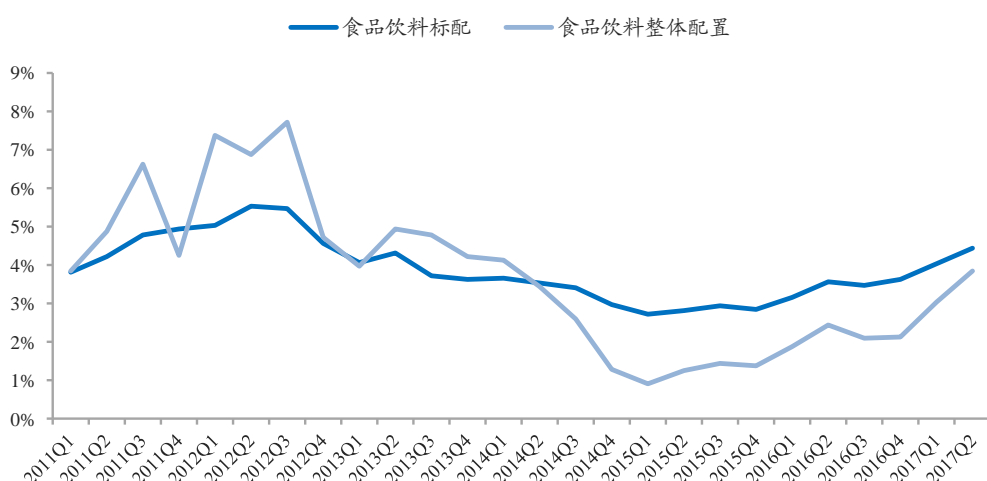
估值方面，截止到 2017 上半年末，食品饮料行业市盈率（TTM，整体法剔除负值）为 31.87X，估值仍处历史相对低位。各子行业白酒、啤酒、葡萄酒、肉制品、调味发酵品、乳制品市盈率分别为 30.05X、56.62X、48.39X、24.41X、40.32X、25.54X。从估值溢价率来看，食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 170.43%，各子行业白酒、啤酒、葡萄酒、肉制品、调味品、乳制品的溢价率分别为 94.29%、177.66%、151.84%、76.59%、126.51%、80.14%。

图 4：食品饮料各子行业市盈率



数据来源：东北证券，Wind

图 5：食品饮料重仓持股配置比例（%）



数据来源：东北证券，Wind

从机构持仓角度来看，去年四季度及今年上半年食品饮料行业连续三个季度配置占比提升，6 月末食品饮料行业占机构重仓的 3.85%，但仍低于标配值 4.46%。个股方面，茅台、五粮液、伊利、老窖等四只个股进入机构重仓榜单的前 20 名，持有的



基金个数分别为 453 家、401 家、305 家和 218 家。在目前市场环境中，食品饮料板块估值较为合理，在消费升级驱动下行业增长空间广阔，后续进一步被机构增持的可能性较大。

## 2. 白酒：中报业绩完美验证白酒行业向好趋势

### 2.1. 消费升级向行业全面延伸，高端、次高端及地产龙头业绩超预期

2017 年上半年，白酒行业收入利润分别同比增长 21.02%、26.37%，营收与业绩提速。在消费升级的推动下，白酒的复苏势头向全行业延伸，以茅五泸为代表的高端，以水井、沱牌、汾酒、酒鬼等为代表的推进品牌全国化的次高端，以及由古井、口子、今世缘所代表的地产龙头，上半年均有超预期的业绩表现。

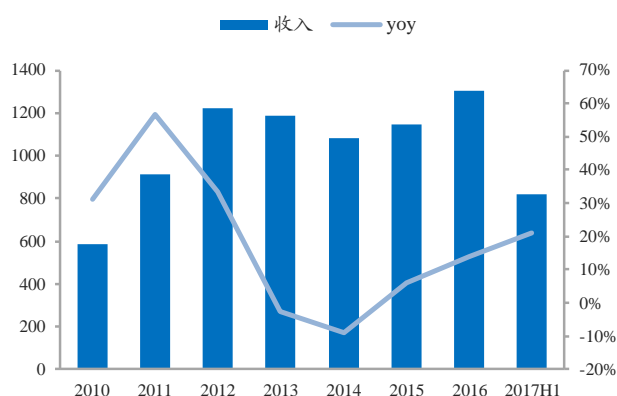
首先看高端白酒方面，茅台一批价从春节前的 1100 直线上涨至 6 月末的 1400，且终端大量缺货，出现一瓶难求的景象；五粮液在糖酒会期间完成换帅后，管理层齐心协力推动品牌的重塑工作，围绕“五粮液+五粮系”战略聚焦核心单品，随着一批价上升到 810 以上的水平，经销商的经营动力也有了大幅增强，公司上下目前处于非常良好的上升趋势之中；今年以来老窖三次上调 1573 出厂价，目前计划内价格达到 760 元，计划外价格达到 810 元，全年销量有望突破历史新高，实现量价双升的表现。上半年茅、五、泸营收同比增长 33.11%、17.85%、19.41%，归母净利润同比增长 27.81%、27.91%、32.73%。

次高端目前主要受益于行业的整体扩容，以及高端价格上行后带来的性价比提升，水井、沱牌、汾酒、酒鬼等次高端代表性公司目前的全国化战略正处于稳步推进过程中，为营收带来较高弹性。尽管全国化过程中费用的投入会相应增大，但产品结构升级带来毛利率的上升，将在很大程度上弥补费用率增加对业绩造成的影响，所以我们看到，次高端大部分公司的业绩弹性同样非常显著。上半年水井、沱牌、汾酒、酒鬼营收同比增长 70.62%、12.72%、41.18%、27.33%，归母净利润同比增长 25.66%、169.00%（去年同期基数低）、67.63%、113.62%。

地产龙头如古井、口子、今世缘等，尽管平均营收和业绩增速慢于次高端，但凭借在根据地市场长期深耕形成的较强品牌力和对渠道的把控力，依然当仁不让地成为了根据地市场消费升级的直接受益者，古井 5 年、口子 6 年、今世缘国缘等几款处于省内主流消费价格段的核心单品今年以来放量增长。上半年古井、口子、今世缘营收同比增长 20.53%、17.76%、17.24%，归母净利润同比增长 27.34%、29.87%、22.29%。

可以看到，Q2 淡季不淡是上半年板块整体获得靓丽业绩表现的关键因素。展望下半年，我们认为行业需求，特别是对高端和次高端的需求依旧旺盛，相关产品的价格仍有稳步提升的空间。之前板块尽管受到贵州“禁酒令”的影响产生了一定了波动，但我们认为“禁酒令”对情绪面的影响远大于对基本面的影响，站在供需关系和消费升级的角度看，我们对白酒行业 2017 全年的表现依旧充满信心。

图 6: 白酒 2017 上半年收入增长 21.02%



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 白酒 2017 上半年净利润增长 26.37%



数据来源: 东北证券, Wind

## 2.2. 核心单品提价成趋势

白酒生产企业在 2016 年等来了久违的涨价潮, 如果说上半年洋河、古井的涨价更多地还带有试水的性质, 五粮液的涨价也包含稳定市场的用意, 那么年末诸多品牌的提价, 则是在切身体会到行业回暖后做出的顺应行业趋势的应对举措, 在经历了 2012 年来历时数年的行业调整期之后, 酒企也亟需这样一个行业机会来释放自身被长时间压制的提价诉求。

在 2012 年至今的 5 年中, 随着收入的提升, 普通居民对于白酒的相对消费能力有了显著增强, 以茅台为例, 目前城镇居民收入对茅台的相对购买力为 2012 年时的 2 倍, 核心高端、次高端产品的提价对消费热情的影响有限。从另一个角度上看, 价格的提升反而衬托出了高端及次高端白酒的稀缺性, 针对消费者买涨不买跌的心理特征进一步刺激消费需求。在出厂价提升的传导作用下, 批价及终端价也随之走高, 厂商、经销商和终端一同分享行业红利, 渠道的稳定性增强。

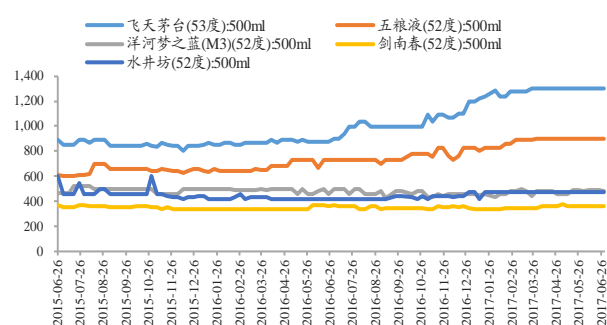
表 1: 2016 年需求转好, 酒企依托核心单品开始提价

时间	酒企	提价措施
1 月	郎酒	郎酒红花郎全线涨价 15%
2 月	洋河股份	海之蓝上涨 2 元/瓶, 涨幅约 1.9%; 天之蓝上涨 4 元/瓶, 涨幅约 1.3%
3 月	五粮液	普五出厂价由 659 元涨至 679 元
4 月	古井贡酒	古井贡原浆 5 年出厂价由 136 元/瓶, 上涨至 139 元/瓶, 涨幅 2.21%
5 月	顺鑫农业	牛栏山陈年 42 度 500ml 出厂价每件上涨 12 元, 每瓶上涨 1 元, 涨幅 10%
2016 年	5 月 酒鬼酒	厂家给品牌供应商的供货价格上调至 218 元/瓶, 上涨幅度约 10%
	5 月 宣酒	宣酒出厂价每瓶提高 5 元, 上涨幅度为 8.3%, 要求各零售网点的终端零售价格每瓶不能低于 70 元。
	5 月 口子窖	口子窖 6 年的出厂价和零售价均上调 10 元, 其出厂价由每瓶 128 元上调至 138 元, 涨幅 7.8%; 终端价也从每瓶 188 元上调至 198 元。
	9 月 五粮液	普五出厂价再度由 679 元提至 739 元
11 月	泸州老窖	老字号特曲(高度)每件调价 148 元, 即每瓶老字号特曲的出厂价

		上涨 25 元，实施终端配额制
11 月	水井坊	臻酿八号出厂价的上涨 10 元，涨幅约 3.9%
12 月	泸州老窖	国窖 1573 于 24 日起停止接受订单，计划外出厂价由 660 元调整至 740 元，自 10 月起已累计上调 120 元
12 月	山西汾酒	4 款玻汾提价 1 元/瓶，青花 30 系列产品暂停供货
1 月	沱牌舍得	舍得酒全渠道提价 20 元
1 月	剑南春	每瓶出厂价提高 10 元
1 月	郎酒	10 年与 15 年 53 度红花郎出厂价上调 10%
2017 年	3 月	52 度 500ml 国窖 1573 最新结算价上涨至 680 元/瓶，52 度窖龄酒 30 年取消随货政策并与老字号特曲一起上调至 218 元/瓶
	7 月	500ml 出厂价调整为计划内 740，计划外为 810，上调幅度分别是 60 元和 70 元
	8 月	52 度 500ml 国窖 1573 计划内配额供货价建议 760 元，计划外配额供货价建议 810 元

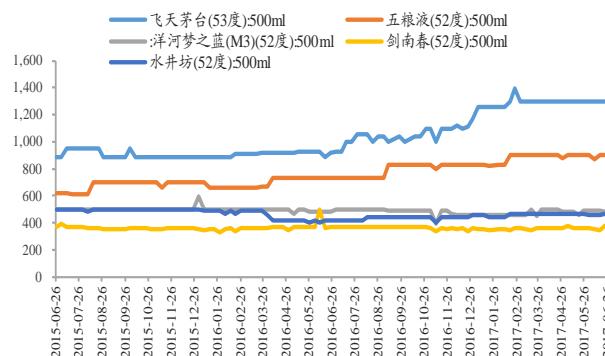
数据来源：东北证券

图 8：主要白酒一号店价格走势



数据来源：东北证券，Wind

图 9：主要白酒京东价格走势



数据来源：东北证券，Wind

### 3. 啤酒：营收并无明显起色，费用降低缓解公司盈利压力

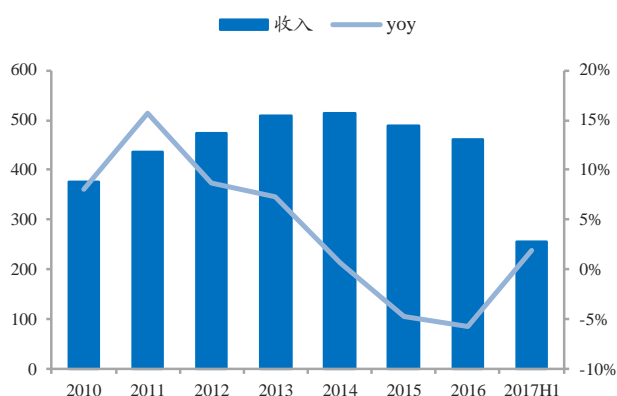
#### 3.1. 营收与去年同期基本持平，从产量数据看，行业整体复苏势头弱

2017 上半年 7 家啤酒行业上市公司共实现收入 256.25 亿元，同比增长 1.89%，净利润 20.44 亿元，同比增长 20.45%。其中龙头青岛啤酒营收 150.63 亿元、净利润 12.25 亿元，分别同比增长 2.15%、14.00%，占到板块的半壁江山以上。

啤酒行业整体营收目前小个位数增长，需求较为疲弱；而从产量数据上亦可看出，在经历了 2013 年的产量历史高点后，目前行业仍处在调整期中，国产啤酒在面对高端进口产品时，品牌和品质仍具有较大的差距，行业的复苏势头仍然较弱。

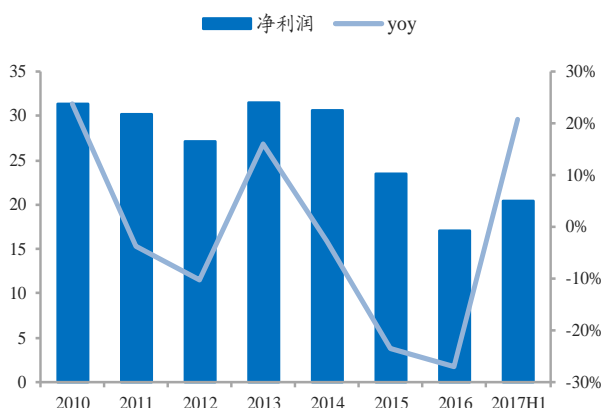


图 10: 啤酒板块 2017 上半年收入微增 1.89%



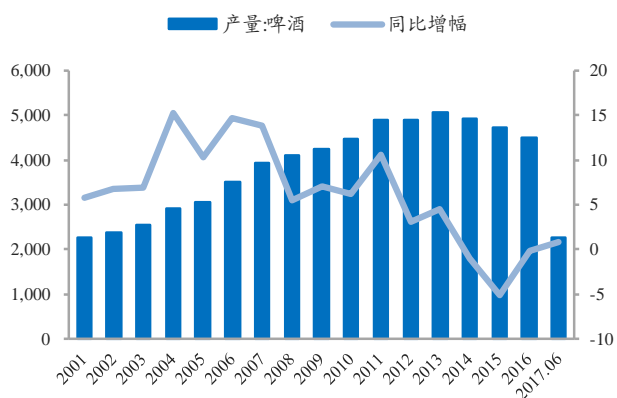
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 啤酒板块 2017 上半年净利润增长 20.45%



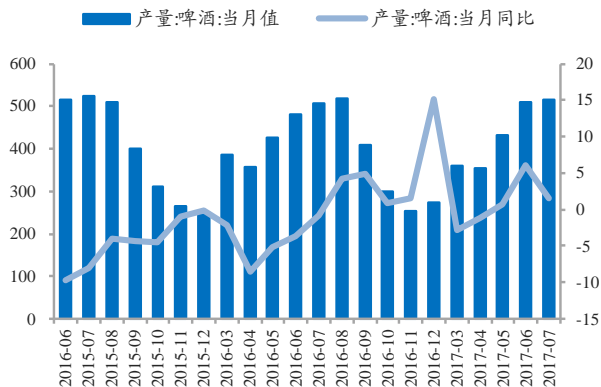
数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 我国啤酒年产量数据 (万吨)



数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 我国啤酒月度产量数据 (万吨)

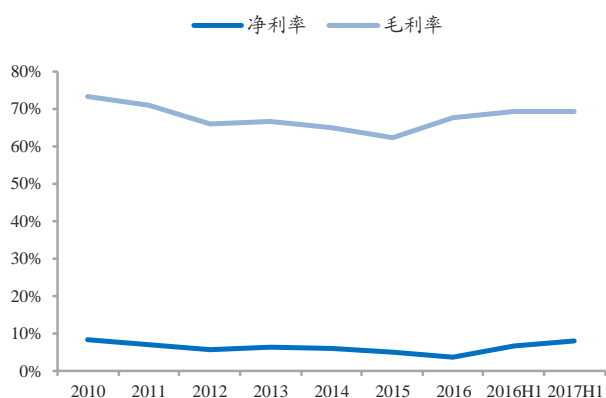


数据来源: 东北证券, Wind

### 3.2. 价格战烈度降低, 公司盈利压力得到缓解

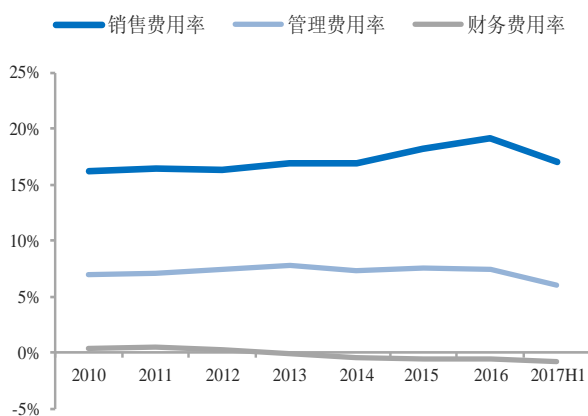
2017 年上半年行业毛利率 40.93%, 与 2016 全年相比上升 0.54 个百分点, 销售费用率同时则大幅降低 2.12 个百分点至 17.09%, 这也从侧面反映出行业价格战烈度的减弱; 管理费用率下降 1.4 个百分点至 6.04%, 期间费用率的降低是今年上半年行业利润增长较快的主要原因。随着行业价格战烈度的降低, 公司的整体盈利压力也到了一定的缓解, 对于行业长期的健康发展而言, 这是我们所愿意看到的情景。

图 14: 啤酒板块 2017H1 毛利率和净利率上升



数据来源: 东北证券, Wind

图 15: 啤酒板块 2017H1 期间费用率降低



数据来源: 东北证券, Wind

表 3: 2017 年上半年上市啤酒公司财务数据

证券简称	收入 (亿)	Yoy	净利润 (亿)	Yoy	销售费用率	同比	毛利率	同比	净利率	同比
青岛啤酒	150.6272	2.15%	12.2491	14.00%	20.4069	-2.16%	41.95%	2.81%	8.13%	11.60%
燕京啤酒	63.3843	0.71%	5.2863	9.23%	10.6830	-8.52%	40.64%	-5.32%	8.34%	8.46%
珠江啤酒	18.3140	11.59%	0.8841	40.44%	18.3687	1.41%	41.09%	-1.89%	4.83%	25.86%
重庆啤酒	15.9010	-2.82%	1.7205	80.33%	13.1209	-5.40%	40.06%	2.18%	10.82%	85.56%
兰州黄河	3.3135	-6.74%	0.0412	-117.85%	16.0466	18.26%	26.68%	-18.45%	1.24%	-119.14%
惠泉啤酒	2.9353	-4.89%	0.0152	-109.40%	8.0298	-47.35%	21.96%	-26.65%	0.52%	-109.88%
西藏发展	1.7749	5.60%	0.2422	61.57%	3.2080	-13.30%	28.14%	24.73%	13.65%	53.00%

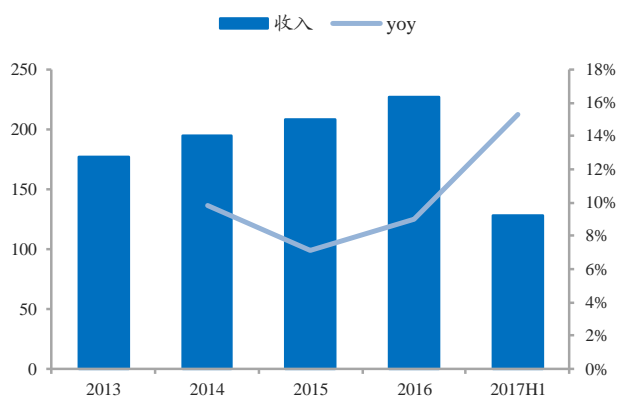
数据来源: 东北证券, Wind

## 4. 调味品: 餐饮消费回暖促使行业加速, 产品结构持续升级

### 4.1. 行业受益餐饮回暖及产品结构升级

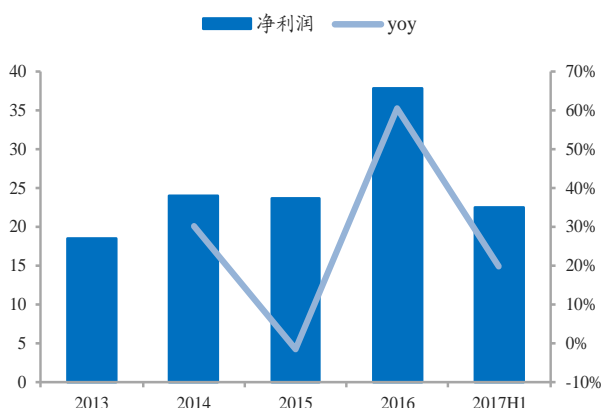
调味品板块 9 家上市公司 2017 年上半年实现营业收入 128.57 亿元, 同比增长 15.31%, 实现净利润 22.48 亿元, 同比增长 19.90%。餐饮消费的回暖为调味品行业的加速带来持续机会, 预计调味品行业营收增速可能会维持在 15% 以上, 而在产品结构升级的大趋势下, 行业毛利率有望继续走高, 盈利能力仍会持续提升, 预计净利润增速后续有望超过 20%。

图 16: 调味品 2017 上半年收入增长 15.31%



数据来源：东北证券，Wind

图 17: 调味品 2017 上半年净利润增长 19.90%

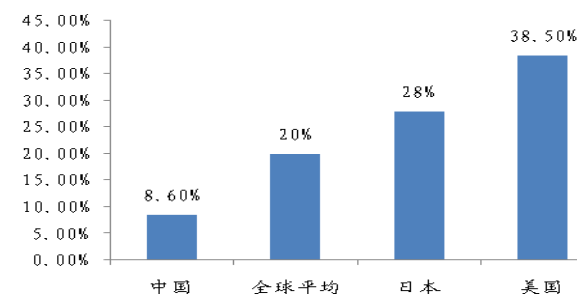


数据来源：东北证券，Wind

## 4.2. 集中度长期有望提升

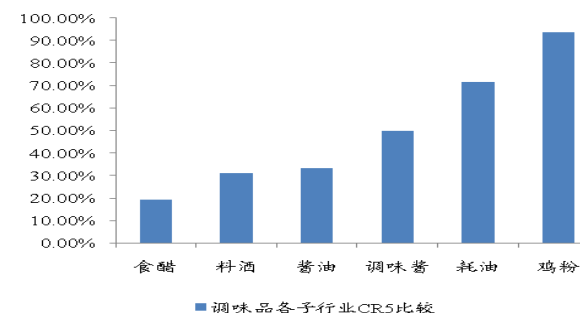
从调味品行业整体来看，日本、美国调味品行业 CR5 分别高达 28%、38.5%，我国 CR5 不足 9%，低于 20% 的全球平均水平，未来提升空间大。从酱油来看，日本酱油行业 CR5 高达 60%，第一名龟甲万更是达到 30% 以上，我国酱油 CR5 不到 27%，龙头海天目前市场份额只有 15%。从食醋来看，全国食醋生产厂家众多，但拥有 5 万吨以上产量的食醋企业仅有 7 家，食醋行业龙头恒顺醋业仅占行业产量的 6%，行业 CR5 仅为 17%。长期来看，随着调味品行业发展，行业集中度提升是趋势。在消费升级的大背景下，品牌和质量是消费者购买调味品时重要的考虑因素，促使行业竞争从低层次的价格竞争转向品牌竞争，使市场向更具品牌优势及产品创新能力的企业集中；同时，随着食品安全和健康越来越受到重视，调味品相关的国家标准和行业标准会越来越严格，没有资金、技术、创新实力的小企业会被逐步淘汰。在集中度提升的大趋势下，行业内具有规模、品牌、渠道优势的龙头企业将占有更多的市场份额。

图 18: 中国调味品行业集中度低



数据来源：Euromonitor，东北证券

图 19: 调味品各子行业 CR5 比较



数据来源：中国调味品协会，东北证券

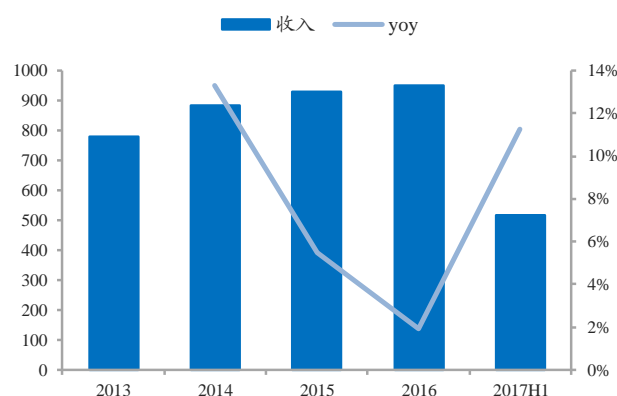
## 5. 乳品：需求回暖，龙头伊利营收业绩超预期

### 5.1. 液态奶需求回暖，伊利业绩超预期

2017 年上半年乳制品板块实现收入 515.79 亿元，同比增长 11.24%，实现净利润 36.79 亿元，同比增长 1.73%。

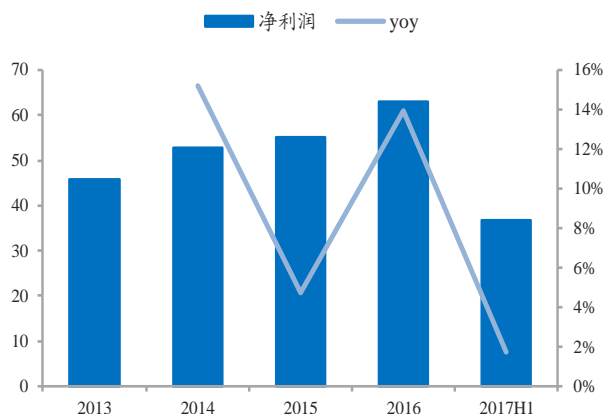
行业龙头伊利股份收入、利润分别占到板块的六成、九成以上，2017 年上半年实现收入 334.94 亿元，同比增长 11.32%，归母净利润 33.64 亿元，同比增长 4.75%。上半年伊利液态奶收入同比增长 12.7% 快于行业整体 7.3% 的增速，金典、安慕希、畅轻等产品保持较快增长，市占率也继续稳步提升；公司奶粉业务上半年同比增长 19.9%，目前配方奶粉注册制名单已出台八批，随着注册制正式实施日期的临近，经销商拿货的倾向性更为明确，有助于公司奶粉业务在下半年的进一步发力。我们也是继续看好伊利全年的表现。

图 20: 乳品板块 2017 上半年收入增长 11.2%



数据来源：东北证券，Wind

图 21: 乳制品板块 2017 上半年净利润增长 1.7%



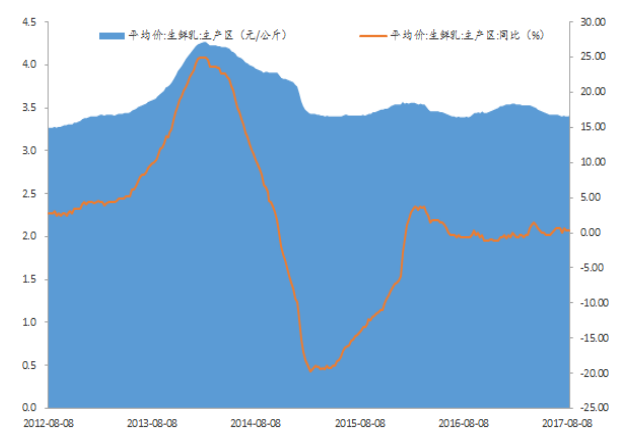
数据来源：东北证券，Wind

## 5.2. 行业费用率得到改善

从目前情况看，原奶价格上涨对奶企的生产成本造成一定影响。就板块主要公司而言，伊利 2017 年上半年毛利率 38.19%，同比下降 0.8 个百分点，产品结构的升级部分缓解了原奶价格上涨对盈利能力的影响。

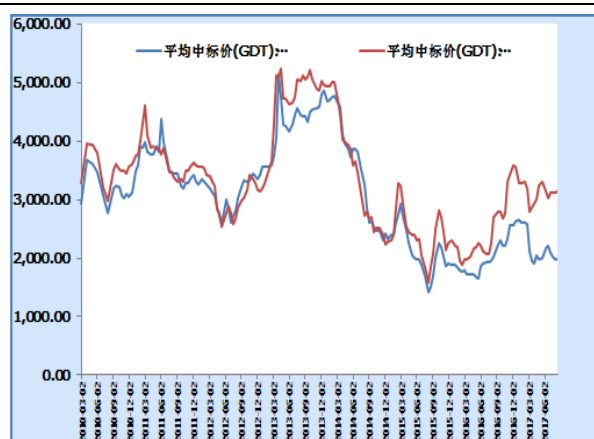
费用率方面，乳制品板块 2017 上半年期间费用率为 28.41%，同比下降 3.3 个百分点，其中销售、管理、财务费用率分别为 23.76%、4.13%、0.51%，分别同比下降 2.44、1.06、-0.19 个百分点。随着原奶价格从底部开始回升，下游促销竞争逐步缓解，销售费用率得到改善。

图 22: 生鲜乳主产区平均价



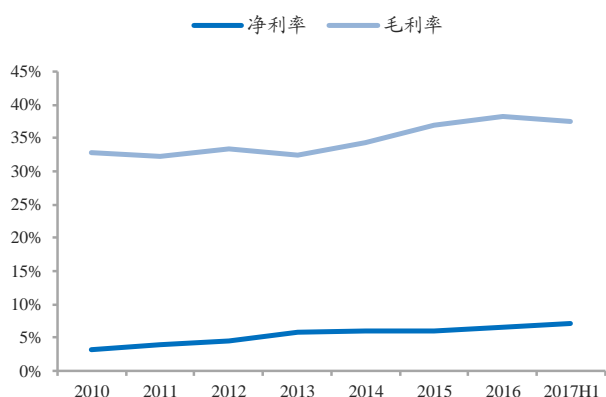
数据来源：东北证券，Wind

图 23: 奶粉平均中标价（美元/吨）



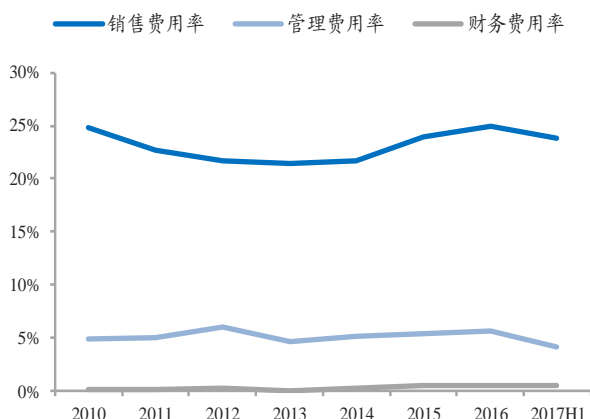
数据来源：东北证券，Wind

图 24: 乳品板块 2017 年上半年毛利率和净利率



数据来源: 东北证券, Wind

图 25: 乳品板块 2017 年上半年期间费用率



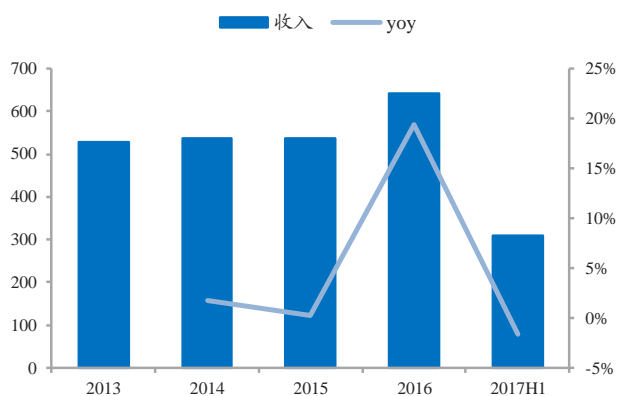
数据来源: 东北证券, Wind

## 6. 肉制品: 成本端压力减轻, 但行业需求仍旧较为低迷

### 6.1. 板块营收和业绩双双下滑

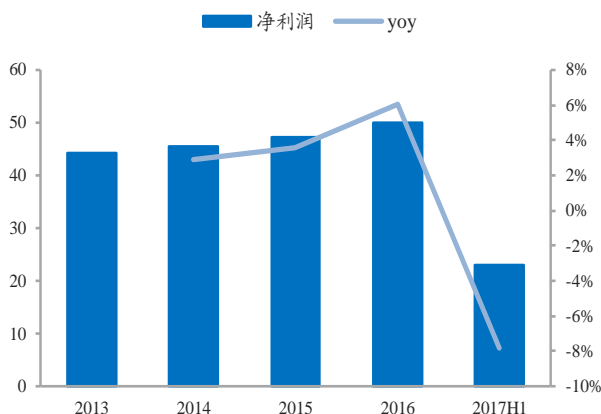
2017 年上半年实现收入 307.97 亿元, 同比下降 1.6%, 实现净利润 22.9 亿元, 同比下降 7.9%。其中肉制品行业龙头双汇发展 2017 年上半年收入同比下降 5.8%, 净利润同比下降 11.0%。2017 下半年猪价下行, 肉制品成本端压力减轻, 但行业需求仍然低迷, 产品结构老化的问题仍然需要时间解决。

图 26: 肉制品板块 2017 年上半年收入下降 1.6%



数据来源: 东北证券, Wind

图 27: 肉制品板块 2017 年上半年利润下降 7.9%



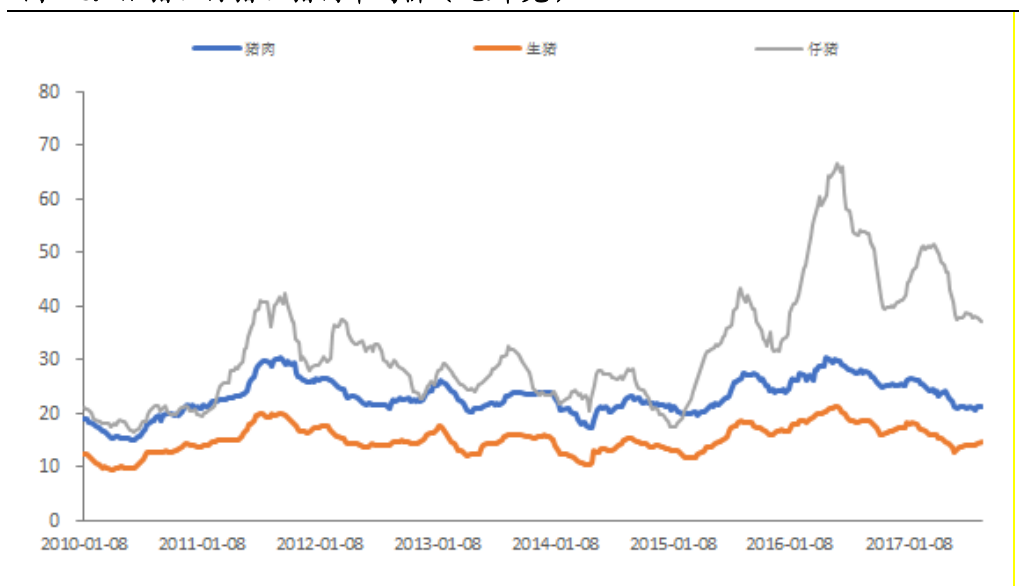
数据来源: 东北证券, Wind

### 6.2. 受益猪价下行, 行业毛利率小幅提升

受益于猪价的下行, 肉制品板块 2017 年上半年毛利率为 17.22%, 同比上升 0.3 个百分点, 其中龙头双汇发展毛利率为 18.60%, 同比上升 0.6 个百分点。费用方面, 板块 2017 年上半年期间费用率合计为 7.38%, 同比上升 0.53 个百分点, 其中销售费率为 4.63%, 同比上升 0.4 个百分点。管理费用率及财务费用率相对保持平稳。

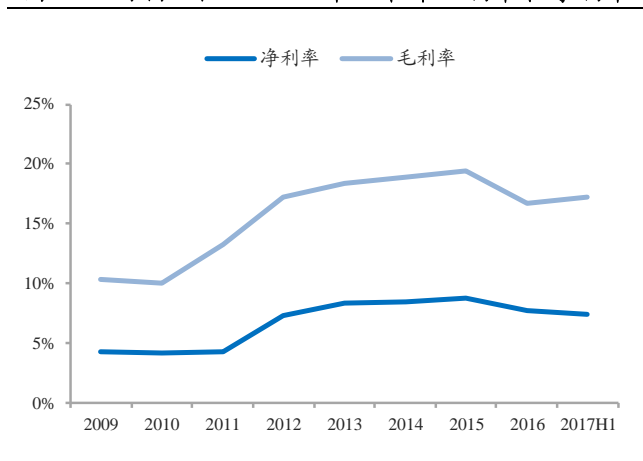


图 28: 活猪、仔猪、猪肉平均价 (元/千克)



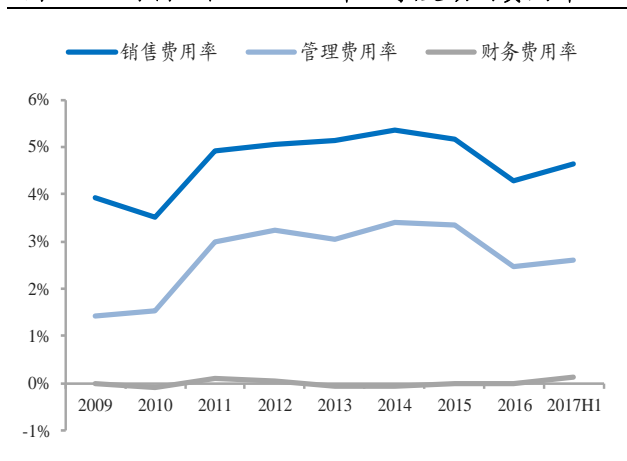
数据来源: 东北证券, Wind

图 29: 肉制品板块 2017 年上半年毛利率和净利率



数据来源: 东北证券, Wind

图 30: 肉制品板块 2017 年一季度期间费用率



数据来源: 东北证券, Wind

表 4: 2017 年上半年肉制品上市公司财务数据

公司	营业收入(亿)	Yoy	净利润(亿)	Yoy	毛利率	同比	净利率	同比
双汇发展	239.9716	-5.99%	19.8329	-10.99%	18.60%	3.33%	8.26%	-5.31%
龙大肉食	29.0460	14.12%	1.3787	3.00%	9.27%	-2.09%	4.75%	-9.74%
华统股份	22.0468	33.54%	0.6116	76.05%	5.65%	-8.76%	2.77%	31.83%
煌上煌	7.5752	14.32%	0.8310	68.29%	35.20%	10.58%	10.97%	47.21%
得利斯	6.9403	-16.19%	0.0038	-97.58%	11.05%	-21.08%	0.05%	-97.11%
金字火腿	1.9052	109.82	0.2084	4.46%	50.26%	64.62%	10.94%	-50.21%

数据来源: 东北证券, Wind

## 7. 投资建议及重点公司盈利预测

### 7.1. 投资建议

从 2017 年中报披露的信息来看，大量白酒公司业绩超预期，已基本确定行业的新一轮经济周期开启；调味品方面，受益消费升级，海天、中炬、千和等布局中高端的行业龙头值得关注；乳制品行业披露的数据显示，液态乳需求有回暖，龙头伊利凭借完整的产品线和强大的渠道布局率先受益，后续随着配方奶粉注册制的正式实施，婴幼儿配方奶粉行业经过一系列洗牌后行业集中度有望提升，国产大品牌也存在较大投资机会；啤酒、葡萄酒尚在调整期中，国内厂商间激烈的价格战和进口产品的持续涌入，都对国内市场原有的行业生态带来了巨大挑战，国内厂商完全恢复盈利能力还需时日；肉制品需求依然低迷，短期内主要还应关注成本端变化对行业盈利带来的影响。

下半年我们认为可以重点关注以下投资机会：1）继续坚定看好高端、次高端及地产龙头白酒公司，在白酒消费升级带来的结构性机会当中，这类公司将是最为直接的收益标的；2）主营中高端并具备一定规模优势的调味品公司如海天、中炬、千和等；3）安琪酵母、桃李面包等行业地位遥遥领先，全国化扩张卓有成效的公司；4）乳制品的伊利股份需求有明显回暖，业绩有超预期表现，下半年值得继续重点关注；同时随着配方奶粉注册制的实施，我们认为奶粉行业的新格局也将逐步确立，拿到较多配方并在二、三、四线城市渠道布设较深的品牌，将更有利于直接抢占杂牌退出后留下的市场空间，我们也将对奶粉行业的变化进行持续的跟踪。

## 7.2. 重点公司盈利预测

估值方面，我们看好的公司包括白酒龙头贵州茅台 30X，五粮液 25X，泸州老窖 31X，沱牌舍得 48X，伊力特 25X，桃李面包 30X，今世缘 21X。

表 5：重点公司盈利预测与估值表

公司名称	EPS（元）			PE		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
今世缘	0.74	0.92	1.13	21.46	17.26	14.05
贵州茅台	16.16	19.76	22.57	30.01	24.54	21.49
五粮液	2.12	2.49	2.98	25.39	21.50	18.06
泸州老窖	1.74	2.24	2.82	30.60	23.77	18.81
沱牌舍得	0.70	1.24	1.63	48.37	27.31	20.77
伊力特	0.82	0.99	1.19	25.44	21.07	17.53
桃李面包	1.22	1.70	2.30	30.16	21.64	16.00

### 分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: 上海交通大学金融硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

熊欣慰: 中国科学技术大学金融学硕士, 2017年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

### 东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号

邮编: 130119

电话: 4006000686

传真: (0431)85680032

网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号

恒奥中心D座

邮编: 100033

电话: (010)63210800

传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号

邮编: 200127

电话: (021)20361009

传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D

邮编: 518000

### 机构销售

#### 华北地区

销售总监 李航

电话: (010) 63210890

手机: 185-1501-8255

邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

#### 华东地区

销售总监 袁颖

电话: (021) 20361100

手机: 136-2169-3507

邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

#### 华南地区

销售总监 邱晓星

电话: (0755) 33975865

手机: 186-6457-9712

邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)