

食品饮料行业

报告原因：策略研究

2018年07月30日

食品饮料 2018 年度中期投资策略

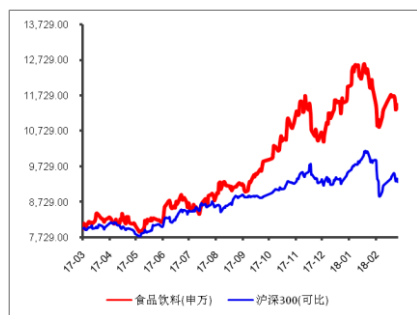
白酒持续高景气，关注大众品细分龙头

维持评级

看好

行业研究/策略研究

食品饮料板块近一年市场表现



分析师

曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

邮箱：caolingyan@sxzq.com

研究助理

和芳芳

邮箱：hefangfang@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ 主要观点：

上半年由于对中美贸易战新变化以及金融去杠杆环境下信用风险事件爆发等因素的担忧，引发市场避险情绪，资金流向更倾向于现金流状况更优的板块，同时，伴随着 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，高 ROE、强现金流、稳健增长等特征的公司更容易受到国际资本的青睐，并且本轮食品饮料行业业绩的增长由需求端推动，因此具有较强的持续性，考虑到业绩增长的持续性和估值水平，食品饮料行业仍然是 2018 年下半年值得投资者关注的行业。

- **白酒：行业景气度持续，继续看好白酒板块。** 高端主动控价控制发货节奏，拉长行业周期；同时，在消费升级带动良性需求增加以及高端酒价格上涨为次高端市场带来一定的空间，促进次高端白酒快速扩容；随着省内消费升级的进行，地产龙头产品结构提升，盈利能力增强，业绩进一步增长。所以，未来高端酒价稳量增，次高端持续扩容，中低端加速集中。因此，继续看好量价齐升的高端白酒，增长较快且估值合理的次高端和区域龙头。
- **调味品：量价齐升，龙头绝对定价价格弹性凸显。** 受益于餐饮行业的明显回暖，调味品行业业绩向好，目前调味品行业的特征是两极化并存，即产品结构升级和餐饮回暖带来消费量提升。行业龙头受益于上游成本议价权和下游的提价能力，实现毛利率、净利率的提升。伴随盈利能力和竞争力的提升，市场份额向龙头集中，慢慢呈现强者恒强的发展趋势。
- **乳品：消费需求回暖，龙头乳企有望加速增长。** 在乳制品行业需求回暖以及产品结构调整的趋势下，国内乳企上市公司 17 年营业收入和净利润增速均回到 10%+ 的较高水平。对比韩国日本的人均液态乳消费量，我们认为我国液态乳市场还存在 50% 的上涨空间，并且在健康化和高端化的行业需求趋势下，伊利和蒙牛两大龙头凭借自身强大的研发能力走在消费升级前列，将加速分割市场。
- **其他：关注啤酒升级转型+低温肉制品需求+龙头小食品。** 首先，2017 年啤酒行业筑底回升，建议关注率先升级转型成功的企业；其次，猪周期平稳运行叠加消费升级，龙头肉企有望受益；最后，新零售时代下，新零售体系与品牌 IP 相结合，建议关注龙头小食品。
- **重点公司推荐：** 山西汾酒、舍得酒业、绝味食品
- **风险提示：** 宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险



目录

1. 食品饮料行业上半年回顾	4
1.1 年初以来市场表现回顾	4
1.2 基本面：行业景气度上行，细分领域存在明显分化	5
1.3 估值水平：距离历史高点还有空间	6
2. 低线消费升级带动需求回暖	8
2.1 食品饮料行业需求普遍复苏	8
2.2 居民消费意愿提升，农村消费支出高于城镇	8
2.3 三四线城市的实际购买力好于一二线城市	9
3 白酒：行业景气度持续，继续看好白酒板块	10
3.1 18Q1 景气度延续，区域酒加速增长	11
3.2 高端主动控价控制发货节奏，拉长行业周期	13
3.3 次高端快速扩容，核心看全国化	14
3.4 区域地产酒：中端价格为主，低端酒进入加速淘汰阶段	15
3.5 景气度持续，继续看好白酒板块	16
4. 调味品：行业回暖，龙头盈利能力持续增强	18
4.1 调味品行业回暖，酱醋龙头受益	18
4.2 产品结构升级，餐饮回暖带来消费量提升	19
4.3 原材料成本上涨，龙头绝对定价带来较高弹性	20
5. 乳品：消费需求回暖，龙头乳企有望加速增长	21
5.1 消费需求回暖，乳企复苏明显	21
5.2 低线城市拉动需求增长，消费升级带动结构全面提升	22
6. 其他：关注低温肉质品需求+啤酒升级转型+龙头小食品	23
6.1 肉制品：猪周期平稳运行叠加消费升级，龙头肉企有望受益	23



6.2 啤酒：2017 年行业筑底回升，关注率先升级转型成功的企业.....	24
6.3 休闲食品：百花齐放，优选细分行业龙头.....	26
7. 投资策略：白酒持续高景气，关注大众品细分龙头.....	28
8. 重点公司推荐.....	29
9. 投资风险.....	30

1. 食品饮料行业上半年回顾

1.1 年初以来市场表现回顾

从股价整体表现来看，截止 2018 年 6 月 30 日，食品饮料板块涨幅为 4.49%，同期沪深 300 指数跌幅为 10.83%。在申万 28 个行业板块中，食品饮料涨幅排名第二。

图 1：2018 年食品饮料和大盘的走势

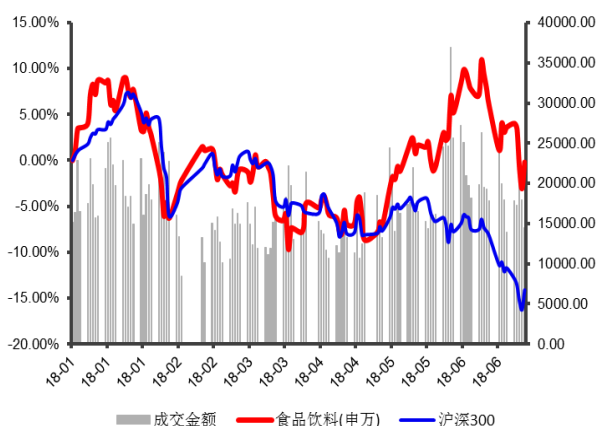
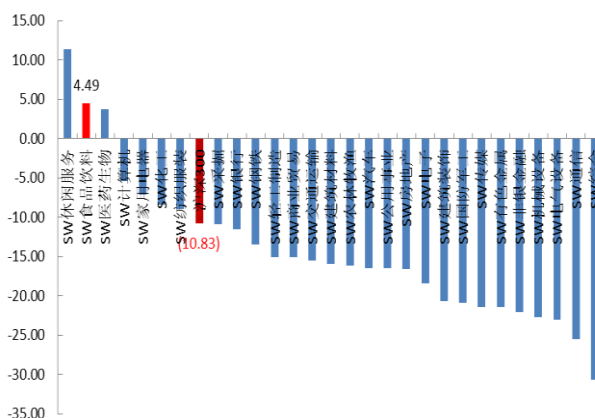


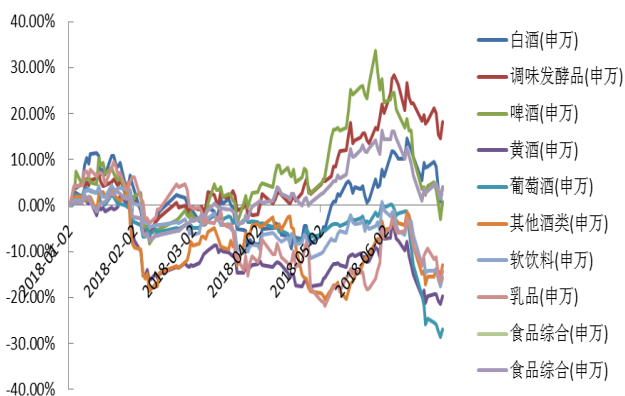
图 2：2018 年以来申万一级行业区间涨跌幅



资料来源：wind、山西证券研究所

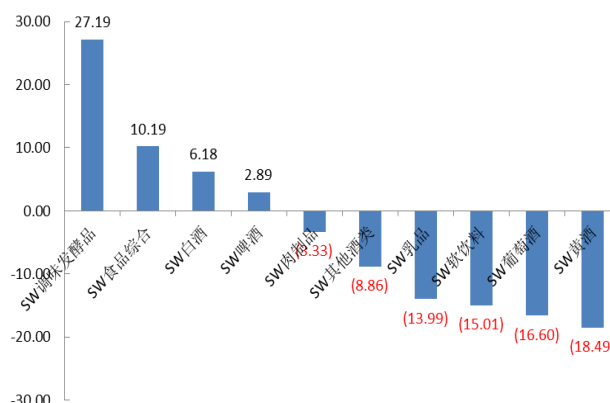
资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：2018 年以来食品饮料子行业累计涨跌幅



资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2018 年以来食品饮料子行业区间涨跌幅



资料来源：wind、山西证券研究所

食品饮料各子行业涨跌幅情况不一，其中调味发酵品、食品综合、白酒、啤酒板块处于上涨态势，上涨幅度分别为 27.19%、10.19%、

6.18%、2.89%。乳品、软饮料、葡萄酒、黄酒呈下跌态势，乳品板块跌幅为13.99%，软饮料板块跌幅为15.01%，葡萄酒板块跌幅为16.60%，黄酒板块跌幅为18.49%。**个股方面：**截止2018年6月30日，从白酒行业中的个股情况看，今年白酒的牛市不同以往，以顺鑫农业和徽酒为代表的二三线酒大幅增长，其中顺鑫农业、今世缘和古井贡酒上半年涨幅分别达到96.17%、48.98%和36.73%；大众品各细分子行业龙头股价均迎来大幅上涨，如火锅料龙头安井食品、榨菜龙头涪陵榨菜。

表 1：食品饮料上市公司年初至今涨幅前十

代码	股票名称	股价	涨幅 (%)
000860.SZ	顺鑫农业	37.50	96.17
002507.SZ	涪陵榨菜	25.68	53.98
603369.SH	今世缘	22.83	48.98
603866.SH	桃李面包	57.14	48.78
603345.SH	安井食品	35.00	45.29
603288.SH	海天味业	73.64	38.74
600132.SH	重庆啤酒	27.69	36.79
000596.SZ	古井贡酒	88.78	36.73
002840.SZ	华统股份	35.86	35.60
603589.SH	口子窖	61.45	33.44

资料来源：wind、山西证券研究所

表 2：食品饮料上市公司年初至今跌幅前十

代码	股票名称	股价	跌幅 (%)
000995.SZ	*ST 皇台	6.42	-55.04
600365.SH	通葡股份	4.43	-47.14
600084.SH	中葡股份	4.00	-46.81
000929.SZ	兰州黄河	6.73	-43.59
000752.SZ	西藏发展	7.81	-43.16
002515.SZ	金字火腿	4.88	-40.99
002330.SZ	得利斯	5.31	-39.80
002726.SZ	龙大肉食	7.04	-38.35
002570.SZ	*ST 因美	4.61	-35.97
600186.SH	莲花健康	1.96	-35.95

资料来源：wind、山西证券研究所

1.2 基本面：行业景气度上行，细分领域存在明显分化

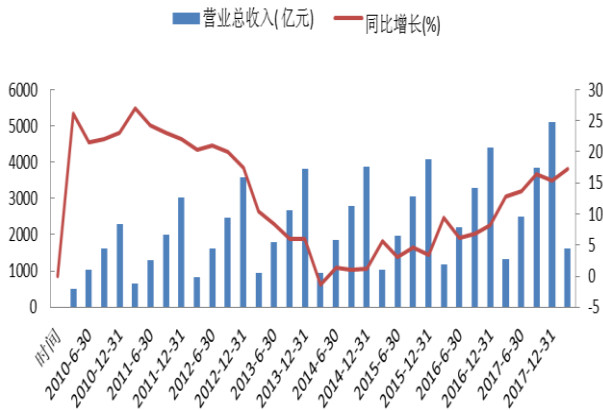
受益于宏观经济的回暖和消费升级的双重推动，食品饮料行业景气度较高，从上市公司财务层面上看，2018年一季度食品饮料板块的收入和利润增速继续处于上升通道中。2018年1-3月，食品饮料板块上市公司总营业收入为1606.79亿元，同比增长17.21%；归母净利润为313.07亿元，同比增长31.47%。

各子行业基本面有所分化。分子行业来看，2018年1-3月，按上市公司的整体法计算，营业收入增长较快的前五子行业分别是白酒(+28.19%)、软饮料(+20.72%)、食品综合(+14.75%)、乳品(+15.48%)



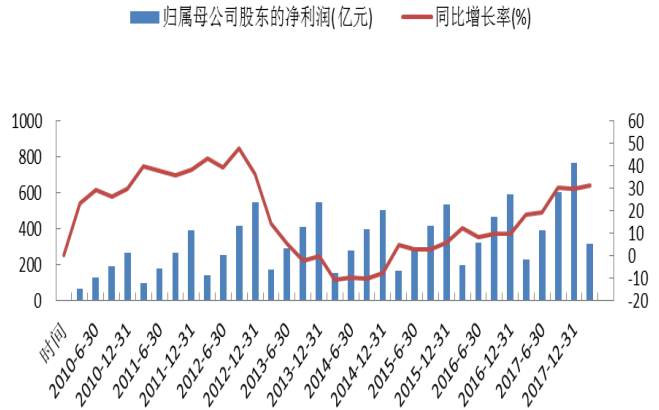
和调味发酵品 (+15.42%)，只有其他酒类板块营收出现同比下滑 (-0.52%)；归母净利润增长较快的子行业有白酒 (+37.86%)、调味发酵品 (+35.95%)、软饮料 (+29.67%)、食品综合 (+23.58%)，葡萄酒 (-5.75%) 和其他酒类 (-74.44%) 净利润出现同比下滑。

图 5：食品饮料板块 2010-2018Q1 收入增速



资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：食品饮料板块 2010-2018Q1 归母净利润增速



资料来源：wind、山西证券研究所

表 3：食品饮料子行业盈利能力变化

板块名称	2018 年 1-3 月营收 (亿元)	2018 年 1-3 月营收 同比增长率 (%)	2018 年 1-3 月归母净利润 (亿元)	2018 年 1-3 月归母 净利同比增长率 (%)
白酒	557.10	28.19	217.14	37.86
啤酒	47.08	3.55	8.03	14.52
其他酒类	7.87	-0.52	0.26	-74.44
软饮料	64.83	20.72	10.29	29.67
葡萄酒	43.33	0.50	5.06	-5.75
黄酒	12.65	3.89	2.13	6.82
肉制品	161.92	3.85	12.69	21.00
调味发酵品	77.37	15.42	15.96	34.95
乳品	284.21	15.48	23.26	15.07
食品综合	214.20	14.75	18.25	23.58

资料来源：wind、山西证券研究所

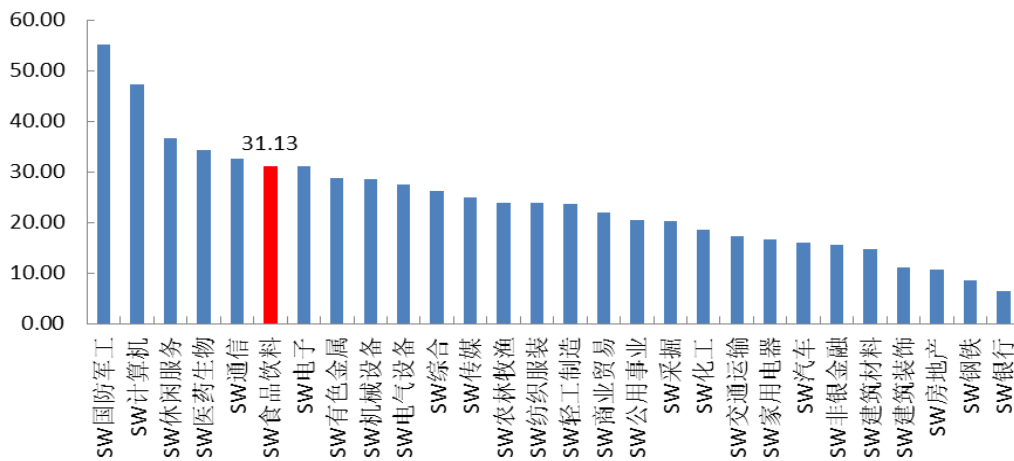
1.3 估值水平：距离历史高点还有空间

截止 6 月 30 日，从板块估值来看，食品饮料行业 PE(TTM) 为 31.13

倍（在申万 28 个子行业中处于中上游水平）。横向对比来看目前上证综指 PE 为 12.9 倍，食品饮料估值与大盘的差距逐渐拉大。但纵向对比来看，目前估值离 15 年高点 43.86 倍还有一定的空间

子板块方面，截止 6 月 30 日，啤酒和调味发酵品估值最高，PE(TTM) 为 50.92 倍/49.58 倍；软饮料和肉制品估值最低，PE (TTM) 分别为 20.69 倍、22.81 倍。其他酒类、白酒、食品综合、乳品、黄酒、葡萄酒估值分别为 38.25 倍、30.46 倍、31.39 倍、28.10 倍、35.70 倍、33.33 倍，可以看出子板块估值仍然分化明显。

图 7：申万一级行业市盈率 TTM (2018.6.30)



资料来源：wind、山西证券研究所

表 4 食品饮料行业各子板块 PE (TTM) 以及相对沪深 300 溢价率

板块名称	PE (TTM)	相对于沪深 300 溢价率
SW 啤酒	50.92	332.17%
SW 调味发酵品	49.58	320.82%
SW 其他酒类	38.25	224.68%
SW 黄酒	35.7	203.00%
SW 葡萄酒	33.33	182.93%
SW 食品综合	31.39	166.43%
SW 白酒	30.46	158.52%
SW 乳品	28.1	138.46%
SW 肉制品	22.81	93.61%
SW 软饮料	20.69	75.64%

资料来源：wind，山西证券研究所（截止 2018 年 6 月 30 日）



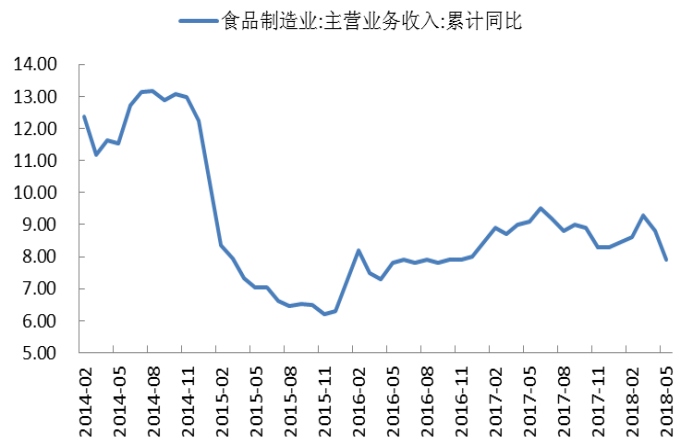
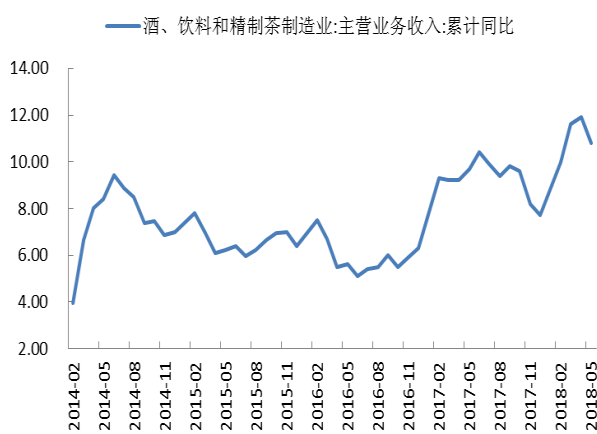
2. 低线消费升级带动需求回暖

2.1 食品饮料行业需求普遍复苏

酒、饮料和精制茶制造业收入累计同比增速从 2016 年下半年开始提升，2017 年 6 月后有所回落，而 2018 年年初以来，收入同比增速从 7.7% 迅速回升至 5 月的 10.9%。食品制造业收入累计同比增速自 2017 年以来回升明显，截至 2018 年 5 月，累计同比增速为 7.9%。

图 8：酒、饮料和精制茶制造业收入增速同比回升

图 9：2017 年以来食品制造业收入增速回升



资料来源：wind、山西证券研究所

2.2 居民消费意愿提升，农村消费支出高于城镇

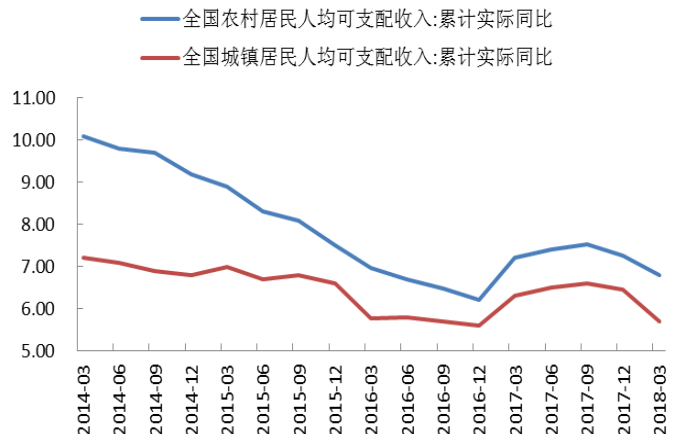
2017 年以来，国内消费者信心指数持续稳健提升，有力支撑消费的持续复苏。在精准扶贫、三四线城市棚户区改造等大背景下，居民可支配收入明显提升，相较于城镇居民，农村居民可支配收入、人均消费支出的提升速度均明显较快。同时可以看出农村居民的人均消费支出增速远高于城镇居民，以三、四线城市为代表的人们消费能力较强。

图 10: 2017 年以来国内消费者信心数据提升



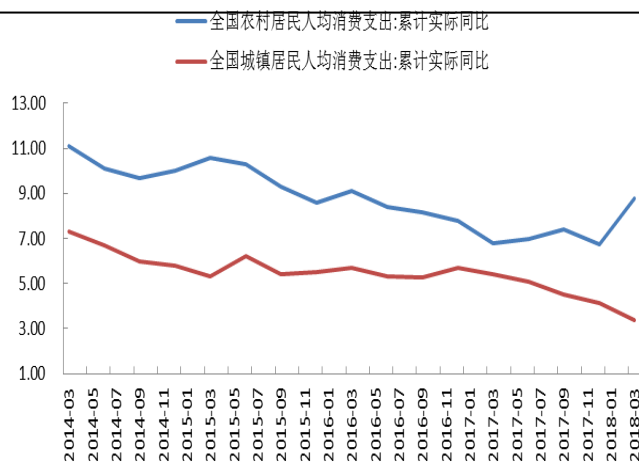
资料来源: wind、山西证券研究所

图 11: 2017 年以来城镇及农村居民可支配收入提升



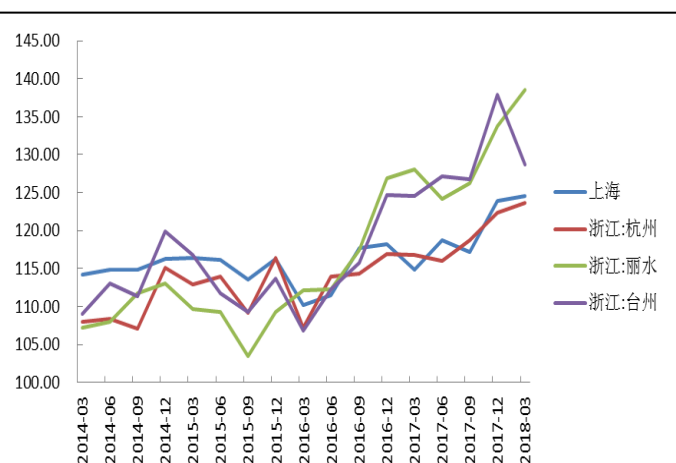
资料来源: wind、山西证券研究所

图 12: 农村居民的人均消费支出提升快于城镇居民 (%)



资料来源: wind、山西证券研究所

图 13: 三、四线城市消费信心指数更高

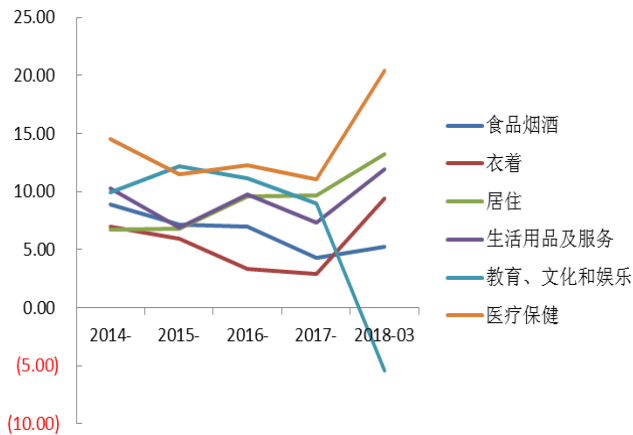


资料来源: wind、山西证券研究所

2.3 三四线城市的实际购买力好于一二线城市

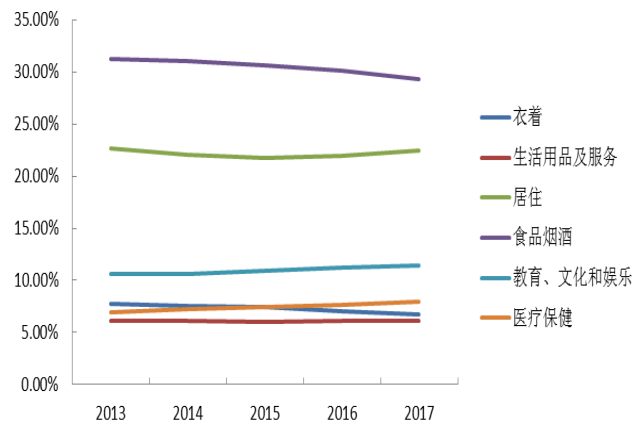
社会上很多在讲消费降级，主要说的是人们有些并不是像消费升级所说的追求高价值、高品质的商品或服务，反而还是选择那些性价比比较高的产品。从图中分析，主要原因可能是由于房价对消费的挤出效应（居住在人均消费支出中占比超过 20%，仅次于食品烟酒，而且仍然维持较高的增速），其中以房价过快上涨的一、二线城市作为典型代表。所以，三四线城市的实际购买力好于一二线城市。

图 14： 全国居民人均消费支出各细分领域增速



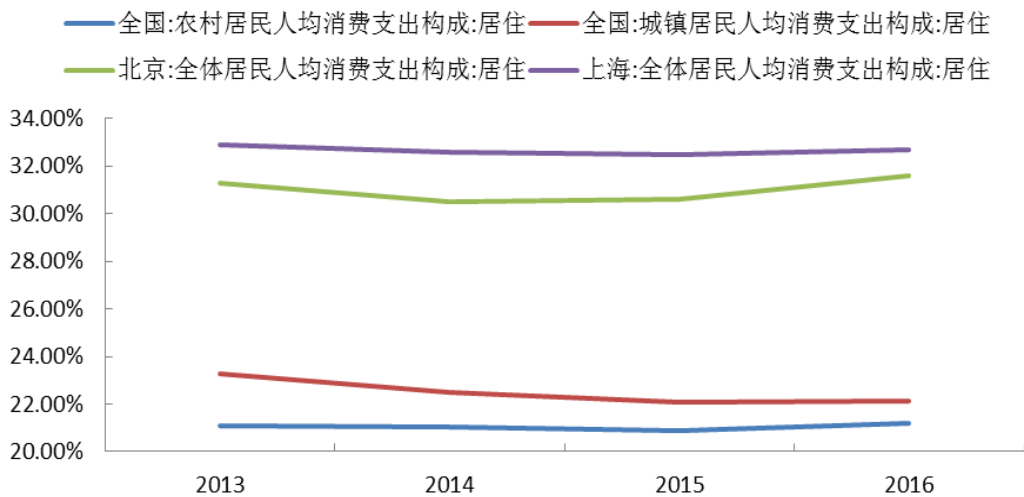
资料来源：wind、山西证券研究所

图 15： 全国居民人均消费支出及构成变化情况



资料来源：wind、山西证券研究所

图 16： 一二线城市居住在人均消费支出中占比高



资料来源：wind、山西证券研究所

3 白酒：行业景气度持续，继续看好白酒板块

白酒制造属于完全竞争性行业，市场化程度高，行业内参与主体众多，整体竞争激烈。根据中国酒业协会不完全统计，截至 2017 年底中国约有白酒制造企业 2 万余家，其中规模以上仅 1593 家，行业集中度低。由于各档次白酒竞争环境差异较大，且竞争核心要素不同，需从不同档次的细分格局单独分析。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

表 5：白酒消费结构划分

细分品牌	价格带	代表品牌	收入规模（亿元）	市场份额占比（%）	竞争格局
高端	600 元以上	茅台、五粮液、国窖	750	13.27	寡头垄断格局，
次高端	300-600 元	剑南春、水井坊、红花郎、梦之蓝、青花系列	400	7.08	垄断竞争格局
中端	100-300 元	古井、口子窖、沱牌舍得	2300	40.71	完全竞争格局，
低端	100 元以下	金种子、牛栏山、老村长	2200	38.94	完全竞争格局，
合计			5,650	100%	

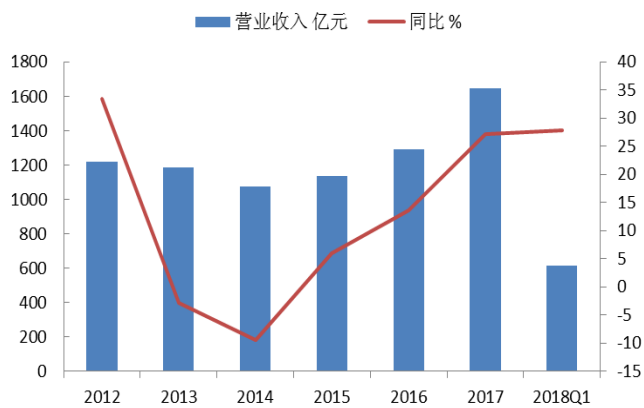
资料来源：京东商城、山西证券研究所

3.1 18Q1 景气度延续，区域酒加速增长

白酒行业自 2012 年面临调整以来，14 年龙头企业率先见底，14 年三季度报表收入数据触底，15 年开始逐渐回暖复苏，而 17 年出现加速增长趋势。而此轮白酒行业复苏和上一轮不同，是以茅五泸为代表的高端白酒价格上涨为其他二线酒打开了成长空间，同时消费升级也助力其增长。18Q1 年白酒板块实现营业收入 615.06 亿元，同比增长 27.87%，实现净利润 217.14 亿元，同比增长 37.86%，延续了良好的增长势头。整个 17 年白酒板块的增长主要是由茅台为首的一线高端品牌带动，进入到 18 年，我们发现次高端和区域龙头开始快速增长，山西汾酒、舍得酒业、水井坊 18Q1 收入和归母净利润增速分别达到 49%、22%、88%和 52%、103%、68%，提升显著，领跑整个白酒板块，区域强势酒加速增长逐步显现，如口子窖、古井、洋河、今世缘、顺鑫农业等，说明白酒复苏是逐级拉动，从高端传导至次高端、中低端。

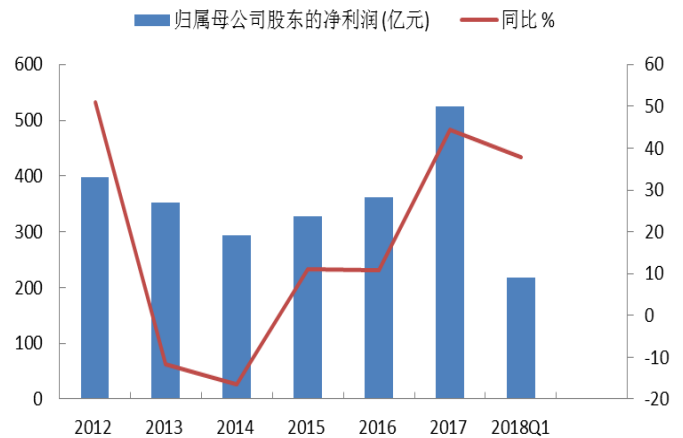


图 17: 白酒上市公司收入表现



资料来源: wind、山西证券研究所

图 18: 白酒上市公司盈利表现



资料来源: wind、山西证券研究所

表 6: 2018 年 1-3 月份白酒上市公司的主要财务经营指标

名称	营业总收入增速 (%)					归母净利润增速 (%)						
	2017 全年	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2017 全年	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1
贵州茅台	52	36	36	116	31	32	65	25	31	138	67	39
五粮液	23	15	23	43	20	37	43	24	40	64	61	38
泸州老窖	20	20	18	33	15	26	31	35	31	34	23	52
水井坊	74	33	130	109	51	88	49	18	74	122	22	68
山西汾酒	37	48	30	47	18	49	56	59	109	121	-10	52
舍得酒业	12	0	28	14	9	22	79	235	95	5	89	103
酒鬼酒	34	9	53	26	48	46	62	31	336	26	39	69
洋河股份	16	11	18	20	21	26	14	12	20	18	6	27
古井贡酒	16	18	25	15	7	18	38	19	62	64	42	43
老白干酒	4	3	13	2	3	6	48	35	205	19	69	81
口子窖	27	16	20	14	79	21	42	21	48	22	199	37
今世缘	15	21	12	13	13	31	18	26	18	10	8	32
顺鑫农业	5	6	3	-8	19	3	6	7	2	7	0.23	95
伊力特	13	9	-8	25	25	9	28	27	1	1	113	8
金种子酒	-10	-27	-20	-8	16	-12	-52	-77	93	86	-54	17
迎驾贡酒	3	4	2	-1	6	12	-2	13	-45	-31	14	12
金徽酒	4	4	13	-12	12	5	14	23	28	-24	24	7

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

ST 皇台	0	0	0	0	0	0	-48	-257	-174	86	-553	2
-------	---	---	---	---	---	---	-----	------	------	----	------	---

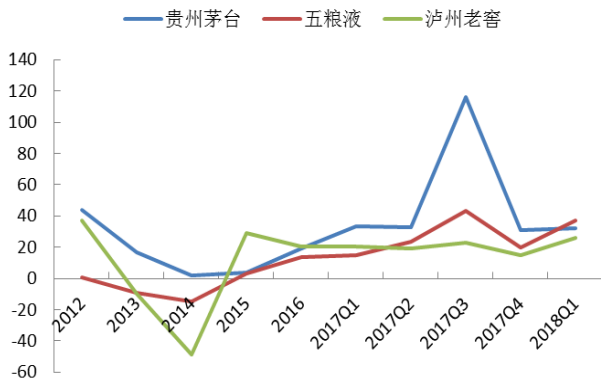
资料来源：wind、山西证券研究

3.2 高端主动控价控制发货节奏，拉长行业周期。

量价齐升的黄金发展十年之后，白酒行业已经进入到一个较为平稳的发展周期，名酒品牌和价格定位清晰，超高端茅台，高端的五粮液、国窖和少量梦之蓝等产品也未发生较大变化。高端白酒（600元/瓶以上）目前处于寡头垄断格局，市场份额基本由茅台（飞天茅台、茅台生肖酒、茅台年份酒）、五粮液（普通五粮液、水晶五粮液、1618）、泸州老窖（国窖1573）三家白酒制造企业所占据，其中茅台及五粮液集中度约在85%以上，行业地位显著。而本轮高端白酒趋势来自多方面因素驱动，主要包括深度压抑之后的消费反弹和渠道反弹，以及中产阶级壮大，作为面子诉求和精神消费的高端白酒正飞向寻常百姓家。所以，在本轮复苏周期下，茅台一批价自2016年初启动，最终形成自驱动涨价模式，带动高端酒景气度进一步提升。

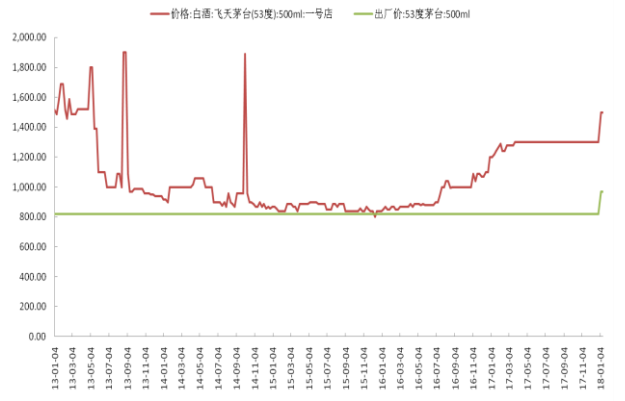
然而，白酒板块中的高端茅台2017年底提高出厂价，进一步加大经销商队伍管理力度，提价措施得到全面落实，价格稳定后渠道囤货的投资需求得到有效抑制。目前飞天茅台一批价多数稳定在1499元，部分区域达到1550-1600元，反映市场需求依旧旺盛，另外，前几周五粮液、泸州老窖淡季主动控价控制发货节奏，从产业角度来看，龙头价格稳步上行利于行业健康持续发展，拉长行业周期。

图 19: 高端白酒收入增速 (%)



资料来源: wind、山西证券研究所

图 20: 飞天茅台 (53 度) 出厂价及一号店价格



资料来源: wind、山西证券研究所

3.3 次高端快速扩容，核心看全国化

在消费升级带动良性需求增加的情况下，促进次高端白酒快速扩容。同时，高端带来的价格空间同样存在，当前茅台批价为 1700 元以上，茅台由于产能限制，2020 年预计市场投放量仅为 3.2 万吨，茅台供应不足将为其他高端白酒腾挪出量价空间。所以，对于 300-600 元的次高端来说，性价比继续提升。而次高端的竞争格局仅次于高端，主要也就是十个左右品牌。次高端市场上，产品力、品牌力和渠道力则同等关键，也就是说三者必须要处于一个平行的关系之内。短期来看，目前二三线白酒当中已逐步形成全国化布局的品牌较少，已经走出良好局面的只有剑南春和洋河股份，山西汾酒、水井坊、舍得则只是在局部市场占据优势，未来增长空间明显。

表 7: 主要次高端产品种类

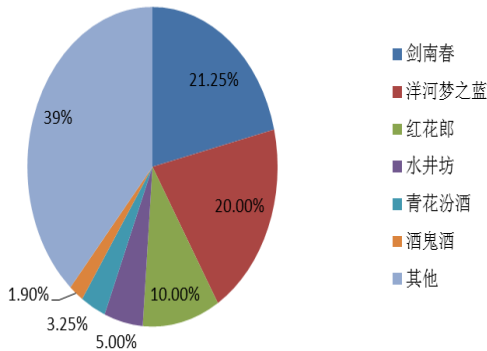
类别	洋河	郎酒	水井坊	剑南春	山西汾酒
高端 (600 以上)	梦之蓝 M6	青花郎 20			
次高端 (300-600)	梦之蓝 M3	红花郎 15	井台装	水晶剑	青花 30
	天之蓝		臻酿八号		青花 20
中端 (80-300)	梦之蓝 M1	红花郎 10	小水井	原浆红瓷	老白汾
	海之蓝			剑南福	

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

低端（80 以下）	洋河大曲	如意郎	春夏秋冬小酒版	银剑南	玻汾
-----------	------	-----	---------	-----	----

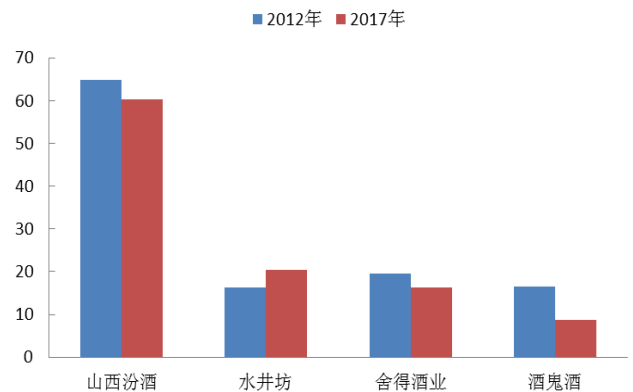
资料来源：京东商城、山西证券研究所

图 21：2017 年次高端主要品牌市场份额占比



资料来源：wind、山西证券研究所

图 22：次高端白酒历史规模高点（亿元）



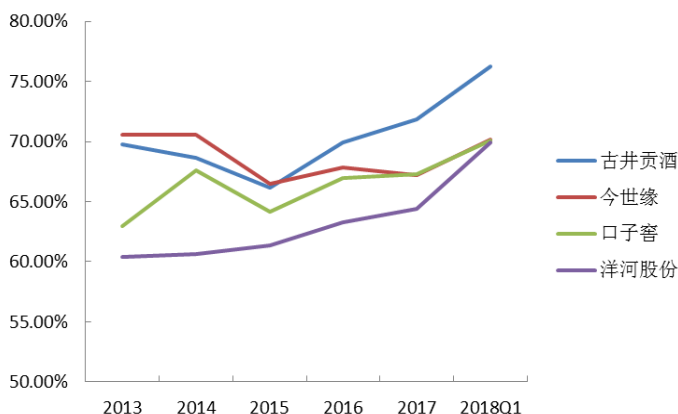
资料来源：wind、山西证券研究所

3.4 区域地产酒：中端价格为主，低端酒进入加速淘汰阶段

对于中低端酒，销量占行业 70%，是众多地产酒的聚集地，虽然整个市场规模没有增长，但大众消费群体数量毕竟庞大，因此地产酒的需求会长期存在，但内部亦有分化，缺乏规模优势的小酒厂和产品老化的酒企将加速淘汰。在中端酒这个价格带，除了各区域龙头的主力产品外，一些高端、次高端酒企的腰部产品也开始逐渐发力，抢占市场空间，如茅台、五粮液的系列酒产品，泸州老窖特曲等。但区域地产由于丰富的产品线结构及在当地市场较强的品牌和渠道影响力，区域地产龙头是各个省内白酒消费升级的最主要受益者。随着省内消费升级的进行，地产龙头产品结构提升，盈利能力增强，业绩进一步增长。

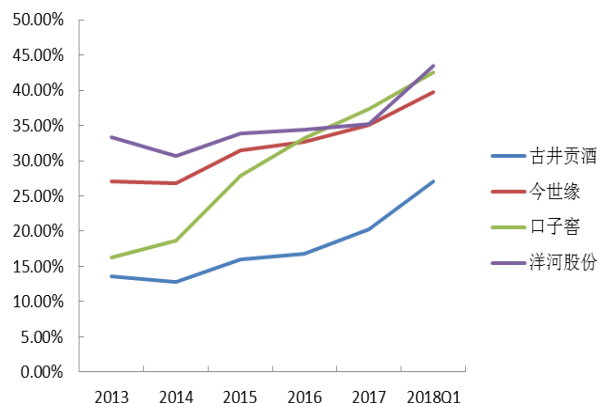
另外，在低端酒方面，由于对于品牌的追求逐渐提高，低端酒受到大众消费的驱动，也存在消费升级的现象，如光瓶酒的引用从无牌酒过度到有牌子的。牛栏山二锅头无惧行业调控销量大增就是最好的表现。

图 23：主要区域地产龙头毛利率不断提升



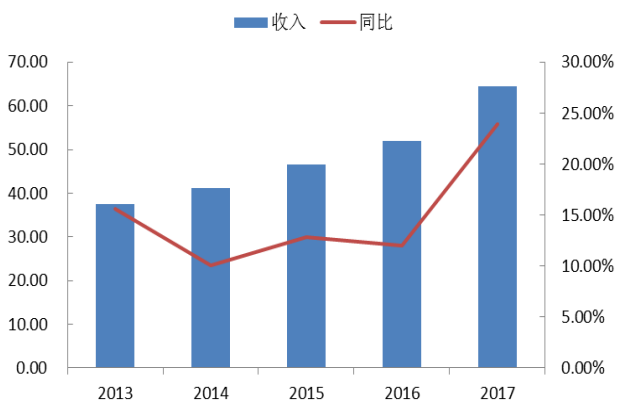
资料来源：wind、山西证券研究所

图 24：主要区域地产龙头净利率不断提升



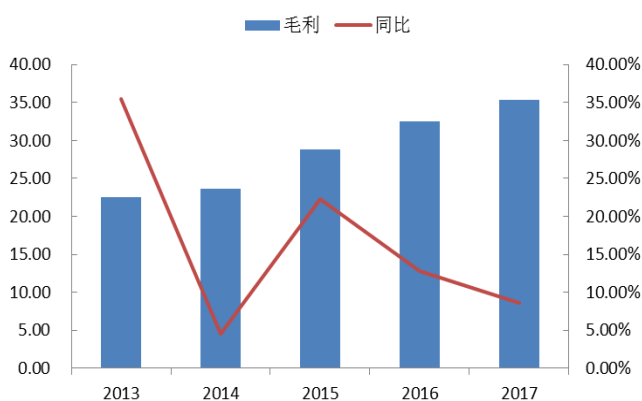
资料来源：wind、山西证券研究所

图 25：顺鑫农业白酒业务营收情况



资料来源：wind、山西证券研究所

图 26：顺鑫农业白酒业务毛利润情况



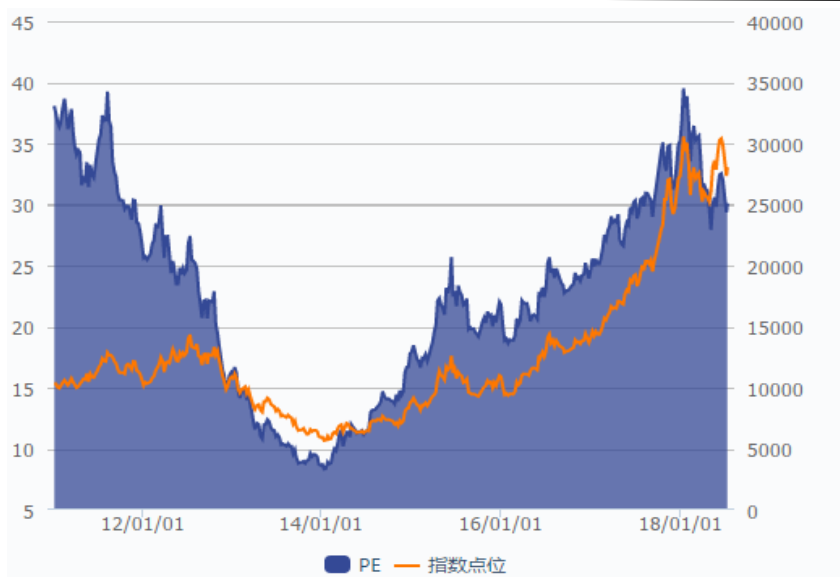
资料来源：wind、山西证券研究所

3.5 景气度持续，继续看好白酒板块

虽然从估值来看，目前白酒板块整体动态 PE (ttm) 约 31 倍，相对于上证综指板块溢价率已经超过 100%；但是我们认为，目前白酒的高估值是基于业绩高增长以及市场风格导致，目前仍然不是行情结束的时候。2012 年春节，在上一轮白酒景气高点，高端白酒整体的市场终端价持续上涨。最狂热时，普飞一批价突破 1900 元/瓶，平均市场终端价达到 2300 元/瓶左右；国窖 1573 的市场终端价也站上 1300 元/瓶；普五的市场终端价则涨到了 1150 元/瓶。对标来看，目前高端白酒中虽然茅台普飞的市场价格回归千元以上，但仍然远低于 2012 年春

节前后的价格。可以发现，目前主流白酒上市公司的业绩高增长，主要依靠销量提升，价格弹性还有望进一步释放，行情并未到最高点。

图 27：白酒行业估值历史估值情况



资料来源:wind、山西证券研究所

表 8：白酒行业可比公司估值

单位：元

代码	证券简称	最新收盘价(原始币种)	每股收益			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
600519.SH	贵州茅台	745.40	21.56	28.92	35.40	34.58	25.77	21.06
002304.SZ	洋河股份	133.81	4.40	5.50	6.78	30.43	24.33	19.73
000858.SZ	五粮液	75.03	2.55	3.32	4.24	30.11	22.63	17.69
000596.SZ	古井贡酒	97.04	2.28	3.17	4.12	42.54	30.57	23.55
600809.SH	山西汾酒	63.28	1.09	1.82	2.50	58.03	34.83	25.35
603589.SH	口子窖	59.56	1.86	2.52	3.15	32.09	23.68	18.89
000568.SZ	泸州老窖	57.46	1.80	2.42	3.12	32.90	23.72	18.40
603198.SH	迎驾贡酒	19.33	0.83	0.93	1.05	23.20	20.88	18.48
600197.SH	伊力特	23.94	0.80	1.05	1.32	29.88	22.80	18.09
000860.SZ	顺鑫农业	43.33	0.77	1.13	1.54	56.40	38.37	28.14
603369.SH	今世缘	20.84	0.71	0.91	1.13	29.18	22.91	18.38
603919.SH	金徽酒	17.40	0.69	0.83	1.00	25.04	20.98	17.47
600779.SH	水井坊	54.99	0.69	1.33	1.99	80.08	41.36	27.57
000799.SZ	酒鬼酒	24.15	0.54	0.85	1.24	44.56	28.50	19.40
600702.SH	舍得酒业	34.26	0.43	1.14	1.88	80.49	29.99	18.25

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

600559.SH	老白干酒	21.15	0.37	0.65	0.98	86.14	32.54	21.69
600199.SH	金种子酒	6.25	0.01	--	--	424.14	--	--
000995.SZ	*ST 皇台	6.88	-1.06	--	--	-6.51	--	--

资料来源: wind、山西证券研究所 (取得 wind 一致预测, 数据更新于 2018.7.24)

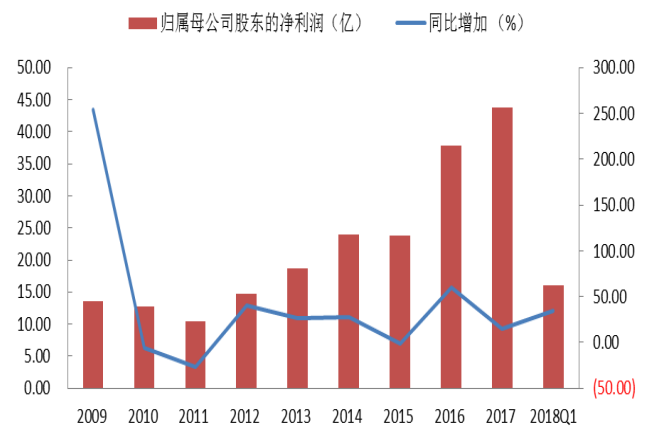
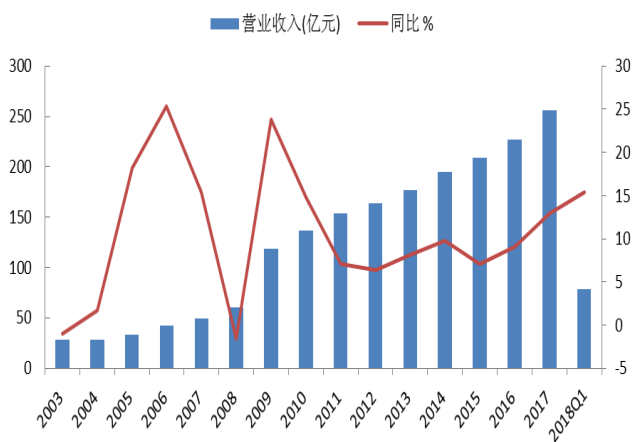
4. 调味品: 行业回暖, 龙头盈利能力持续增强

4.1 调味品行业回暖, 酱醋龙头受益

受益于餐饮行业的明显回暖, 调味品行业的收入和业绩继续保持快速增长。2018 年第一季度调味品行业上市公司营业收入同比增加 15.42%, 归母净利润同比增加 34.95%。其中酱油细分龙头业绩表现良好, 第一季度海天味业营业收入同比增加 17.04%, 归母净利润同比增加 23.11%; 中炬高新营业收入同比增加 18.42%, 归母净利润同比增加 47.40%

图 28: 调味品上市公司收入表现

图 29: 调味品上市公司盈利表现



资料来源: wind、山西证券研究所

资料来源: wind、山西证券研究所

表 9: 2018 年 1-3 月份调味品上市公司的主要财务经营指标 (亿元)

调味品	名称	营业收入	同比增长	归母净利润	同比增长	销售毛利率	同比增长
002495.SZ	佳隆股份	0.87	40.61 %	0.11	84.44 %	44.38 %	0.15%
002650.SZ	加加食品	5.33	1.60 %	0.54	-8.23%	26.73 %	-5.64%
600186.SH	莲花健康	4.29	-0.62%	-0.30	25.83 %	12.50 %	38.41%
600305.SH	恒顺醋业	4.00	8.21 %	0.59	32.96 %	40.24 %	-1.90%

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

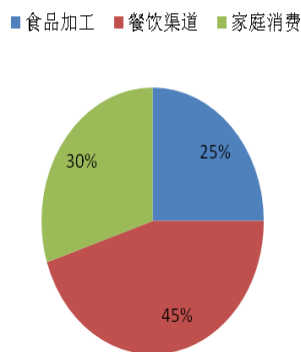
600866.SH	星湖科技	2.31	104.82 %	0.08	130.51 %	18.81 %	-6.71%
600872.SH	中炬高新	11.54	18.42 %	1.70	47.40 %	38.88%	-1.88%
603027.SH	千禾味业	2.45	-3.01%	1.10	193.18%	43.71 %	6.63%
603288.SH	海天味业	46.94	17.04 %	12.03	23.11 %	46.70 %	4.51%
603696.SH	安记食品	0.71	22.87 %	0.11	10.06%	31.33%	-10.68%

资料来源：wind、山西证券研究所

4.2 产品结构升级，餐饮回暖带来消费量提升

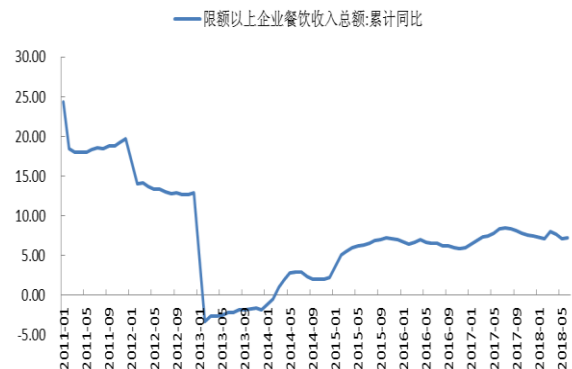
调味品行业两极化并存：餐饮回暖和产品结构升级带来消费量提升。调味品渠道中，餐饮渠道占比 45%，比重最大，其次是家庭消费和食品加工渠道。随着全国限额以上餐饮收入从 2013 年进入负增长，14 年复苏，2014 年后限额以上餐饮企业的复苏并不是重归高端餐饮，而是源于内部的结构调整，经历了转型阵痛期之后，高端餐饮式微带来的供需两侧的缺口迅速为大众餐饮的崛起所填补。

图 30：目前调味消费渠道的占比情况



资料来源：wind、山西证券研究所

图 31：全国限额以上餐饮行业收入累计增速



资料来源：wind、山西证券

伴随居民收入提高、品质诉求提升，消费升级快速扩散到调味品等基础消费品中。以国产酱油为例，目前品牌产品基本上均采用高盐稀态发酵的酿造酱油，未来的改善方向在于原料选择和添加剂。以小麦和大豆为原料虽然增加生产成本，但营养价值得以提升；而有机和无添加类型的高端产品是酱油升级的重要方向。所以未来酱油行业的增长将由以前的高增量驱动向量稳价升转变，中高端酱油将有望迎来快速发展时期，功能化健康化趋势明显。

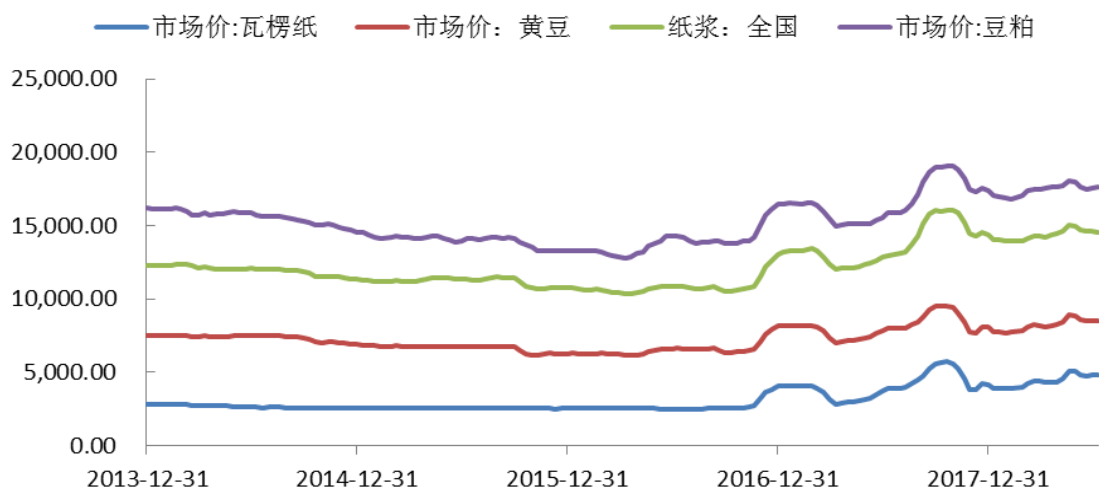
请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

4.3 原材料成本上涨，龙头绝对定价带来较高弹性

调味品的主要原料为大豆，自 2016 年 10 月以来呈现上涨的趋势，大豆从 2016 年 10 月的 3.76 元/千克涨至 2018 年 6 月的 4.00 元/千克；包装材料瓦楞纸在大涨回调后继续快速上涨。另外，2016 年 9 月开始推行的整治公路货车违法超限超载行为专项行动降低了货车可载吨数，变相提升了运费。

为应对上游成本的提升，2017 年各大调味品厂商开始逐步提价。尽管原材料价格的上涨能对行业内所有公司造成成本端上的压力，但是带来的影响却不同。小企业特别是一些地方型调味品厂家，只能被动跟随，即便提价维持毛利空间，但销量会受到明显制约，想要稳量或保住市场份额，只能加大费用投放。因此原材料价格上涨对行业内所有公司都造成了成本端压力，但是优势企业更能凭借强大的上游议价能力和下游定价能力收获剪刀差，实现毛利率、净利率的逆势提升。伴随盈利能力和竞争力的提升，市场份额向龙头集中，慢慢呈现强者恒强的发展趋势。事实上，海天味业公司一季报显示，毛利率稳步提升，2018Q1 毛利率达到 46.70%，为近几年最高水平

图 32：2015 年以来上游原材料及耗材价格变动



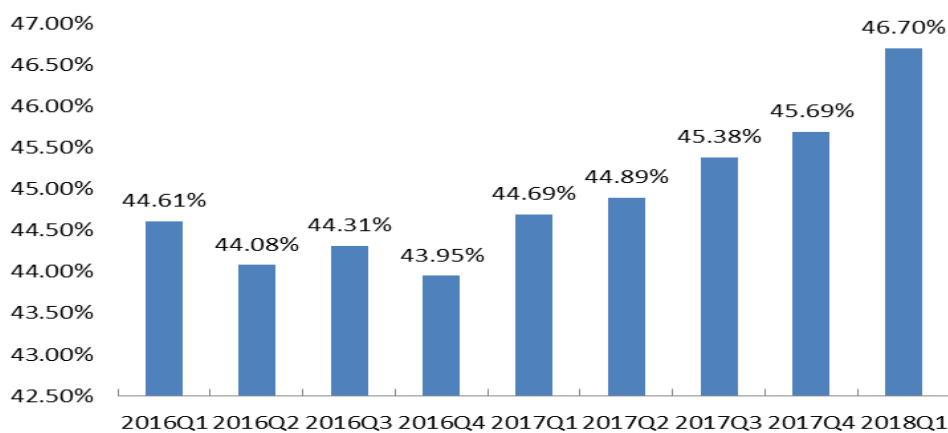
资料来源：wind、山西证券研究所

表 10：2017 年以来主要调味品企业调价事件

时间	公司	调价情况
2017 年 1 月	海天味业	对酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品的出厂价和零售价进行了直接提价
2017 年 3 月	中炬高新	对美味鲜及厨邦产品整体提价，幅度约 5%~6%
2017 年 4 月	千禾味业	对部分产品直接提价，幅度约 8%~10%
2017 年 2 月	涪陵榨菜	调 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 15%-17%不等，2017 年 2 月 9 日起实施

资料来源：公司公告、山西证券研究所

图 33：提价后海天味业毛利率变化



资料来源：wind、山西证券研究

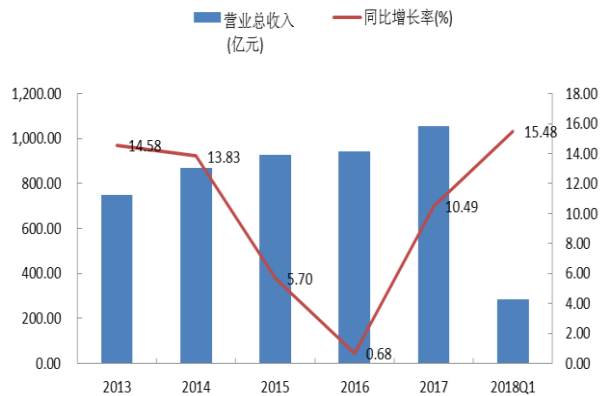
资料来源：wind、山西证券研究所

5. 乳品：消费需求回暖，龙头乳企有望加速增长

5.1 消费需求回暖，乳企复苏明显

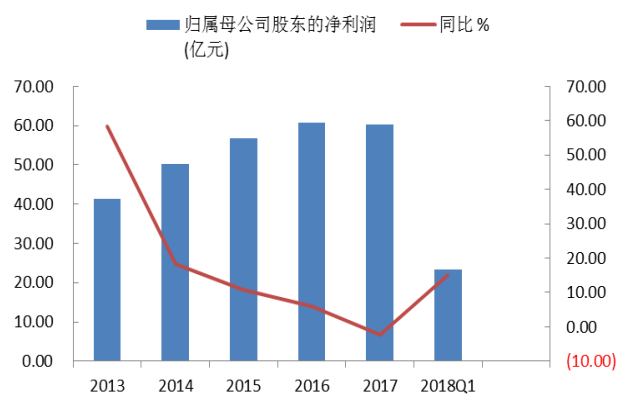
在乳制品行业需求回暖趋势下，国内乳企上市公司 17 年营业收入整体显现加速状态，2018 年一季度继续保持高增长，2018Q1 乳制品行业上市公司营业收入同比增加 11.83%。归母净利润同比增加 11.14%。其中伊利、蒙牛凭借产品升级和渠道渗透，双寡头竞争优势继续突出。伊利股份强势重回双位数增长，第一季度营业收入 524.7 亿元，同比增加 25.10%，归母净利润同比增加 21.15%。而其他区域性乳企同比也大多呈现出改善趋势，但分化现象同样存在，个别乳企上市公司仍存在收入下滑的现象。

图 35: 乳品上市公司收入表现



资料来源: wind、山西证券研究所

图 36: 乳品上市公司盈利表现



资料来源: wind、山西证券研究所

表 11: 2018 年 1-3 月份乳品上市公司的主要财务经营指标 (亿元)

代码	名称	营业收入	同比	归母净利润	同比	销售毛利率	同比
002329.SZ	皇氏集团	4.49	-1.06%	0.10	-42.90%	28.33 %	-7.45%
002570.SZ	*ST 因美	5.44	-35.80%	0.08	-27.54%	50.47 %	-15.50%
002719.SZ	麦趣尔	1.41	3.97 %	0.09	194.38 %	41.28 %	-2.36%
002732.SZ	燕塘乳业	2.59	9.14%	0.10	-21.02%	32.10 %	-1.66%
002770.SZ	科迪乳业	2.73	21.15 %	0.23	3.64 %	23.13 %	-14.05%
002910.SZ	庄园牧场	1.65	10.67 %	0.18	-1.43%	32.87 %	-3.66%
600419.SH	天润乳业	3.00	23.28 %	0.28	19.02 %	26.75 %	-9.13%
600429.SH	三元股份	17.53	26.71%	0.36	171.07 %	31.96 %	4.68%
600597.SH	光明乳业	50.99	-4.98%	1.34	-28.55%	34.30 %	-2.46%
600882.SH	广泽股份	1.89	-4.91%	-0.20	-543.61%	23.13 %	-0.30%
600887.SH	伊利股份	197.53	25.10 %	21.00	21.15 %	38.80 %	3.08%

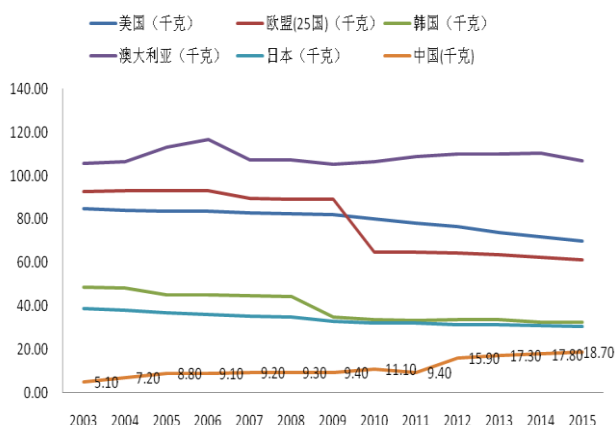
资料来源: wind、山西证券研究所

5.2 低线城市拉动需求增长, 消费升级带动结构全面提升

此轮乳企基本面好转, 主要来自两个方面, 一是三四线城市及以下市场潜力被激活, 形成强有力的支撑, 二是受消费升级带动产品结构全面提升。我们可以对比国外液态奶的人均消费量, 目前我国仅为 18.70 千克, 与英美发达国家相差甚远, 韩国和日本饮食习惯与我国较为相似, 近五年消费量趋于稳定, 分别高于我国人均水平的 65%、47%。

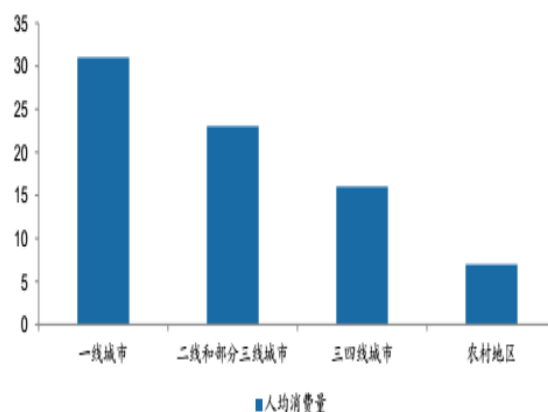
对比韩国日本的人均液态乳消费量，我们认为我国液态乳市场还存在50%的上涨空间，长期发展潜力巨大。而我国由于地区不同，人均液态奶消费量也不同，目前三四线城市人均消费量仅为一线城市一半左右，仍有较大提升空间，未来随着中产阶级需求日益崛起，三四线城市消费能力升级助推乳业未来整体向好。而伊利和蒙牛两大龙头凭借自身强大的研发能力走在消费升级前列，将加速分割市场。

图 37：中国人均液态奶远不如发达国家



资料来源：wind、山西证券研究所

图 38：中国各地区液态奶人均消费量（千克）



资料来源：wind、山西证券研究所

6. 其他：关注低温肉质品需求+啤酒升级转型++龙头小食品

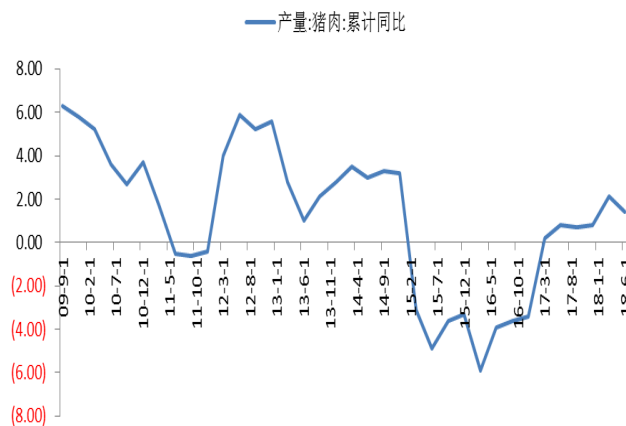
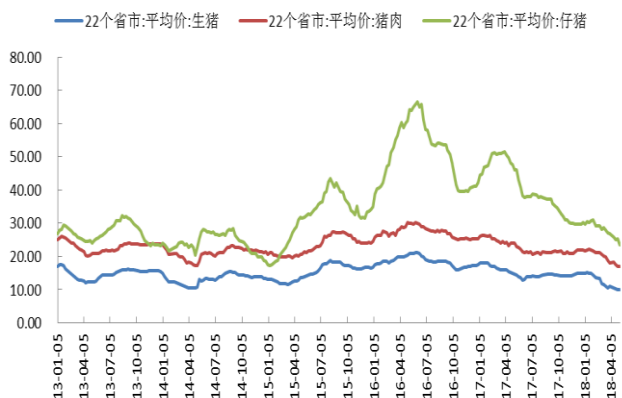
6.1 肉制品：猪周期平稳运行叠加消费升级，龙头肉企有望受益

猪周期平稳运行。我国是猪肉消费大国，每年消费量较稳定，受物价影响较大。由于我国生猪养殖比较分散，多为农民饲养，所以猪肉供给波动幅度较大，猪肉价格波动也呈现周期性。本轮猪周期是从2015年3月份开始上涨，至2016年5月以来，猪价开始下跌，17Q2更是大幅下跌，截至2018年7月06日，22个省猪肉均价（周）为17.79元/千克，同比下降14.31%；生猪均价（周）为11.67元/千克，同比下降16.94%；仔猪均价（周）为24.74元/千克，同比下降36.09%，仍处于较低水平，但是2017以来规模化企业扩栏比较积极，能够弥补环保拆栏对生猪存栏的影响，同时，规模养殖占比提升使得每头猪一年提供的成活仔猪数提升，且生猪头均体重上升，整体猪肉

产量提升，所以，我们判断猪肉价格继续稳中有降。

图 39：22 省市猪肉及生猪平均价格走势（元/千克）

图 40：整体猪肉产量不断增加



资料来源：wind、山西证券研究所

资料来源：wind、山西证券研究所

消费升级，刺激低温肉制品需求。我国人口红利逐渐消退，肉制品行业已经步入成熟期，传统的高温肉制品增速放缓，肉制品消费正处于高温肉制品向低温肉制品升级的阶段。低温肉制品能够成为未来消费主流，主要原因在于，首先居民消费健康意识提高；其次是中上层阶级的比例提高；再次是冷链技术的提高；最后是和美国相比较，我国的低温肉制品消费量仍然较低，所以，我国低温肉制品存在有较大的发展空间。因此，在未来低温肉质品需求提高的情况下，迎合消费升级趋势推出低温肉制品的双汇，会率先受益。

表 12：高温肉制品和低温肉制品的差异

种类	处理方式	保质期	产品
高温肉制品	加热介质温度大于 100℃	常温下可长期保存，一般 25℃可达 6 个月	<p>双汇大骨肠 双汇食品-高温肉制品</p> <p>酸汤肠 双汇食品-高温肉制品</p> <p>双汇食尊鱼肉王（特级鱼） 双汇食品-高温肉制品</p> <p>双汇智品牛肉王（特级牛） 双汇食品-高温肉制品</p>
低温肉制品	采用较低的杀菌温度进行巴氏杀菌	需冷藏存放和冷链销售	<p>美式香肠 中低温肉制品-双汇食品</p> <p>美式火腿 中低温肉制品-双汇食品</p> <p>美式培根 中低温肉制品-双汇食品</p> <p>黑胡椒牛肉 中低温肉制品-双汇食品</p>

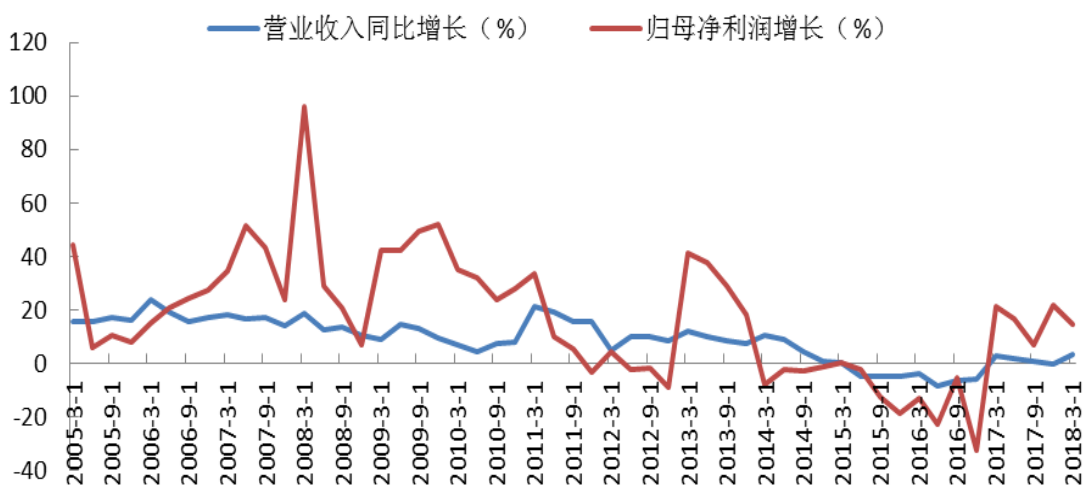
资料来源：公司官网、山西证券研究所

6.2 啤酒：2017 年行业筑底回升，关注率先升级转型成功的企业

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

2017年行业筑底回升。从2000年到2014年十四年间，啤酒行业经历了高速发展的一个时期。快速发展的行业总是招致各路资本的介入，2014年以后，行业高速增长转变为低速增长，行业进入了相对良性省外竞争阶段，通过扩大产能、兼并市场、建立品牌价值和增加产品附加值，优势企业完成了从量增到质增、从规模到效益的锐变。在经历了4年的下滑期，我们于2017年看到了啤酒行业底部回升的迹象。

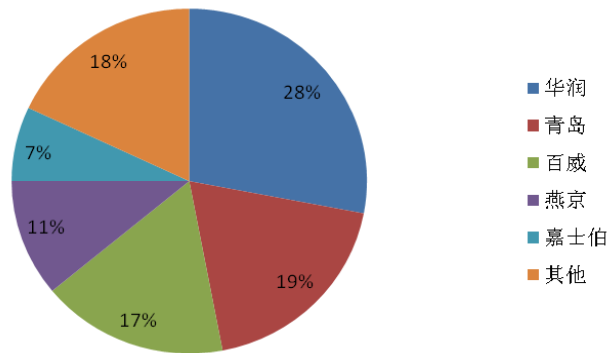
图 41：2017 年啤酒行业筑底回升



资料来源：wind、山西证券研究所

关注率先转型升级成功的企业。我国啤酒行业区域化特征仍十分明显，各主要酒企有其传统强势区域。近年来包材价格上涨和激烈的竞争使中小企业步履维艰，行业集中度出现提升。同时，啤酒行业过去低质量和消耗资源的发展方式已经不适应，未来的发展是精细化的发展，更重要的是引领消费者潜在的需求。不过，精酿啤酒虽然作为中高端啤酒品类的代表，但目前在国内啤酒市场份额尚不足 1%，这对于啤酒行业来说，还有很大的发掘空间，而且在自身发展中也要面对国外高端啤酒的竞争，整体处于起步和尝试阶段。我们认为，国内啤酒行业的产能已经过剩，而需求则是稳定的，很难出现大幅增长，未来啤酒行业的逻辑是产品结构升级，带动啤酒吨价提升，进而带动净利率缓慢稳步的提升。

图 42：啤酒行业市场竞争格局



资料来源：Euromonitor、山西证券研究所

6.3 休闲食品：百花齐放，优选细分行业龙头

板块回暖。休闲食品主要包括休闲卤制品、膨化食品、面包蛋糕及糕点、饼干、糖果蜜饯、坚果等炒货等。随着人均收入的提高，消费者对于食品需求由最初的温饱转为健康营养多元化，休闲食品受益于整个食品行业的升级，市场规模由 2010 年的 401.4 亿元上涨为 2015 年的 735.5 亿元，年复合增长率为 12.9%，预计 2020 年行业将达到 1297.7 亿元。2018 第一季度食品综合共实现营业收入 528.23 亿元，同比增长 14.75%；归母净利润 18.35 亿元，同比增长 23.58%。

图 43：中国休闲食品行业的零售规模(亿元)

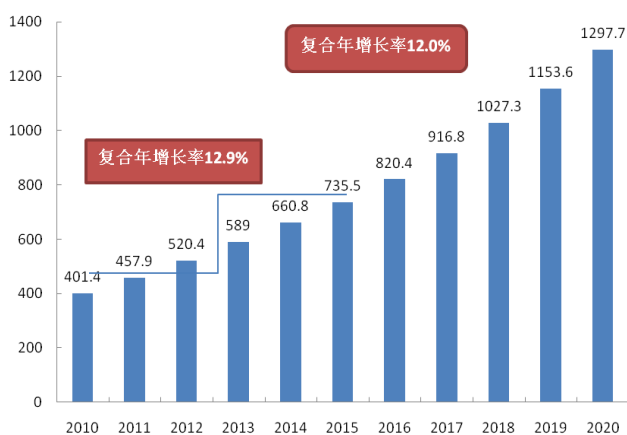
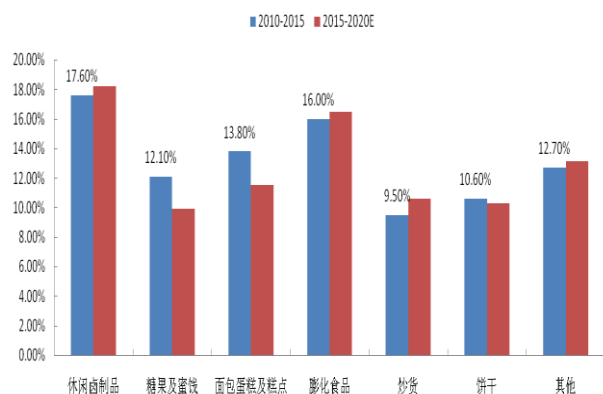


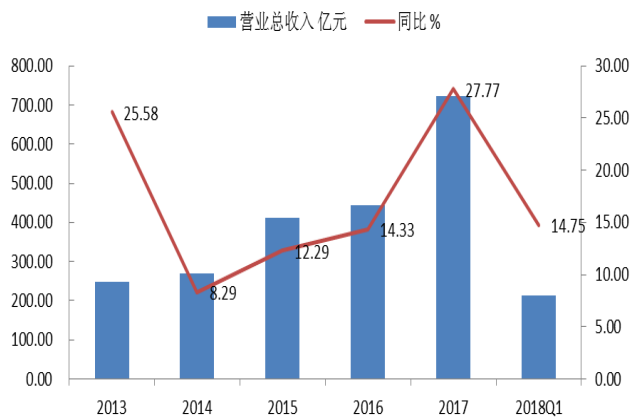
图 44：休闲食品中子板块增长率



资料来源：周黑鸭招股说明书、山西证券研究所

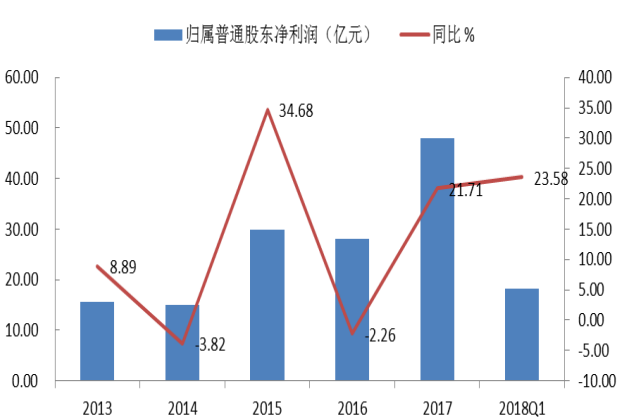


图 45: 食品综合营收及增速表现



资料来源: wind、山西证券研究所

图 46: 食品综合归母净利润及增速表现



资料来源: wind、山西证券研究所

表 13: 2018 年 1-3 月份食品综合上市公司的主要财务经营指标 (亿元)

名称	营业收入	同比	归母净利润	同比	销售净利率	同比	销售毛利率	同比
000716.SZ 黑芝麻	5.53	17.91%	0.13	-46.31%	3.40%	-17.29%	32.13%	17.24%
002216.SZ 三全食品	18.17	7.65%	0.28	6.41%	1.56%	-1.34%	33.90%	-1.67%
002481.SZ 双塔食品	7.20	81.60%	0.59	102.01%	8.15%	12.53%	14.41%	-16.45%
002507.SZ 涪陵榨菜	5.07	47.72%	1.15	80.33%	22.64%	22.07%	51.18%	15.75%
002557.SZ 洽洽食品	10.27	28.44%	0.84	8.82%	8.39%	-13.30%	28.93%	-5.88%
002582.SZ 好想你	17.91	37.71%	1.20	102.04%	6.54%	46.25%	30.23%	0.80%
002661.SZ 克明面业	6.68	45.19%	0.74	110.86%	11.03%	45.20%	25.38%	13.15%
002702.SZ 海欣食品	2.63	42.94%	0.12	409.00%	4.68%	-316.17%	34.62%	12.75%
002820.SZ 桂发祥	1.55	2.66%	0.29	-6.06%	18.83%	-8.49%	47.50%	-2.59%
002847.SZ 盐津铺子	2.38	15.41%	0.27	6.39%	11.37%	-7.47%	46.10%	-6.10%
300146.SZ 汤臣倍健	10.68	45.03%	3.72	31.39%	35.69%	-8.96%	67.61%	4.11%
300741.SZ 华宝股份	4.94	8.32%	2.77	23.24%	57.39%	14.05%	78.82%	2.67%
603020.SH 爱普股份	6.27	6.97%	0.26	-27.67%	4.85%	-29.37%	15.71%	-20.06%
603043.SH 广州酒家	4.45	15.47%	0.39	43.70%	8.80%	23.62%	47.68%	2.75%
603345.SH 安井食品	9.56	18.93%	0.54	20.53%	5.67%	1.34%	26.95%	-1.82%
603517.SH 绝味食品	9.65	10.11%	1.51	31.26%	15.50%	18.37%	34.42%	-0.71%
603536.SH 惠发股份	1.94	16.15%	0.02	-71.15%	1.05%	-75.83%	23.34%	-13.52%
603866.SH 桃李面包	9.89	20.57%	1.08	51.60%	10.93%	25.74%	38.82%	11.98%

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

7. 投资策略：白酒持续高景气，关注大众品细分龙头

上半年由于对中美贸易战新变化以及金融去杠杆环境下信用风险事件爆发等因素的担忧，引发市场避险情绪，资金流向更倾向于现金流状况更优的板块，同时，伴随着 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，高 ROE、强现金流、稳健增长等特征的公司更容易受到国际资本的青睐，并且本轮食品饮料行业业绩的增长由需求端推动，因此具有较强的持续性，考虑到业绩增长的持续性和估值水平，食品饮料行业仍然是 2018 年下半年值得投资者关注的行业。

(1) 白酒板块：高端主动控价控制发货节奏，拉长行业周期；同时，在消费升级带动良性需求增加以及高端酒价格上涨为次高端市场带来一定的空间，促进次高端白酒快速扩容；随着省内消费升级的进行，地产龙头产品结构提升，盈利能力增强，业绩进一步增长。所以，未来高端酒价稳量增，次高端持续扩容，中低端加速集中。因此，继续看好量价齐升的高端白酒，增长较快且估值合理的次高端和区域龙头白酒，建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、口子窖、今世缘、顺鑫农业等。

(2) 其他板块：首先，受益于城镇化提速和消费升级，低线城市需求驱动，龙头公司增速提高且费用率有所摊薄，同时成本上涨带来龙头企业市占率提升，建议关注调味发酵品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜，乳品龙头伊利股份；其次，2017 年啤酒行业筑底回升，建议关注率先升级转型成功的企业：青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒；再次，猪周期平稳运行叠加消费升级，龙头肉企有望受益，建议关注肉制品龙头双汇发展；最后，新零售时代下，新零售体系与品牌 IP 相结合，关注小食品龙头：绝味食品、桃李面包、安井食品等。

表 14：建议关注公司估值表

代码	证券简称	最新收 盘价	每股收益			净利润同比增长率(%)			市盈率 PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
600519.SH	贵州茅台	743.81	21.56	28.92	35.40	61.97	34.17	22.39	34.50	25.72	21.01
002304.SZ	洋河股份	134.22	4.40	5.50	6.78	13.73	25.07	23.32	30.52	24.40	19.79
000858.SZ	五粮液	75.00	2.55	3.32	4.24	42.58	33.02	27.90	30.09	22.62	17.69
000596.SZ	古井贡酒	94.77	2.28	3.17	4.12	38.46	39.18	29.81	41.55	29.86	23.00
600809.SH	山西汾酒	62.39	1.09	1.82	2.50	56.02	66.64	37.40	57.22	34.34	24.99
603589.SH	口子窖	58.36	1.86	2.52	3.15	42.15	35.53	25.32	31.44	23.20	18.51
000568.SZ	泸州老窖	57.03	1.80	2.42	3.12	32.69	38.72	28.88	32.66	23.54	18.27
000860.SZ	顺鑫农业	43.01	0.77	1.14	1.59	6.25	48.73	38.89	55.98	37.65	27.11
603369.SH	今世缘	20.60	0.71	0.91	1.13	18.79	27.41	24.66	28.85	22.64	18.16
600779.SH	水井坊	54.31	0.69	1.32	1.99	49.24	92.84	50.39	79.09	41.03	27.27
600702.SH	舍得酒业	33.67	0.43	1.14	1.88	79.02	170.01	64.33	79.10	29.48	17.94
600519.SH	贵州茅台	743.81	21.56	28.92	35.40	61.97	34.17	22.39	34.50	25.72	21.01
000895.SZ	双汇发展	26.48	1.31	1.49	1.65	-1.95	13.87	10.86	20.23	17.76	16.02
603288.SH	海天味业	71.32	1.31	1.59	1.92	24.21	21.86	20.30	54.55	44.77	37.21
600872.SH	中炬高新	29.38	0.57	0.79	0.97	25.08	38.21	23.26	51.64	37.37	30.32
002507.SZ	涪陵榨菜	27.63	0.52	0.73	0.93	61.00	39.51	26.38	52.66	37.75	29.87
600887.SH	伊利股份	27.54	0.99	1.22	1.48	5.99	24.01	20.76	27.90	22.50	18.63
600600.SH	青岛啤酒	46.02	0.94	1.13	1.34	21.04	21.06	18.34	49.23	40.66	34.36
603517.SH	绝味食品	40.74	1.26	1.51	1.85	31.93	23.35	22.32	33.29	26.99	22.06
603866.SH	桃李面包	57.58	1.14	1.39	1.75	17.85	27.44	25.71	52.79	41.44	32.97
603345.SH	安井食品	40.34	0.98	1.23	1.60	14.11	31.49	29.93	43.05	32.74	25.20

资料来源：wind（截至 2018.07.25 一致预测）、山西证券研究所

8. 重点公司推荐

山西汾酒：产品结构不断优化，省外市场加速增长。产品结构方面；公司倾向于青花大单品的打造，目前青花表现较好，增幅超市场预期，到 2020 年，汾酒集团产品结构方面，中高端产品销售占比要在目前 40%的基础上，提高到 70%以上。区域结构方面：大力拓展省外市场，省内省外市场结构中，2017 省内省外 6:4,2018 年 5:5,2019

年 3:7。我们认为山西汾酒会继续保持向上发展的趋势，考虑到其强大的品牌力，以及华润入股份酒将在管理层面和市场协同方面组成小组，提升汾酒的管理和运营水平等，真正发挥出 1+1>2 的战略合作优势各市场情况。预计 2019-2020 年公司 EPS 分别为 1.77 元、2.36 元、3.24 元，PE 分别为 31 倍、23 倍、17 倍。

舍得酒业：聚焦次高端品位舍得，静待公司持续增长。2017 年度，公司对产品体系进行重新梳理和大刀阔斧的改革，坚持以舍得为核心、沱牌为重点的产品战略，打造“品味舍得”成为次高端明星产品。春糖期间公司推出定位 600 元的智慧舍得新品，向上延伸舍得系列产品线，并借助品味舍得渠道进行快速布局。智慧舍得从短期来看，智慧舍得销量不会成为主导，2018 年智慧舍得销量占到品味舍得 20%，通过 2-3 年的打造，智慧舍得销量可能会超过品味舍得。所以我们认为，随着公司优化产品结构以及营销变革，次高端舍得系列将驱动收入快速增长，公司盈利能力具备充足提升空间。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.08 元、1.67 元、2.37 元，PE 分别为 32 倍、21 倍、15 倍。

绝味食品：门店稳步扩张，公司持续增长。公司计划未来每年按照 800-1200 家新店速度扩张，公司对存量门店进行四代店升级，18 年将全面完成店面改造，店面升级对销量增长产生积极作用，预计四代店单店收入可提升 3%-5%左右，我们认为未来几年公司收入可维持在 15%左右增速。预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.53 元、1.89 元、2.22 元，PE 分别为 26 倍、21 倍、18 倍。

9. 投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

投资评级的说明:

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明