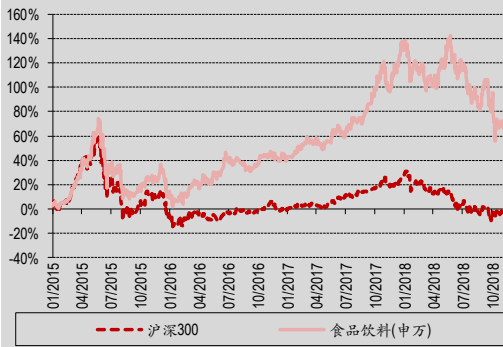




强于大市

食品饮料行业周报

行业走势



资料来源: 万得

茅台内部整治有助于渠道利润回流

上周食品饮料板块下跌 2.1%，跑赢沪深 300，其中白酒（-1.1%）跌幅较小，啤酒（-7.0%）跌幅较大。茅台内部整治有助于渠道利润回流，19 年业绩有望超市场预期。悲观氛围中，优质公司布局良机凸显。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、舍得酒业。

中银观点

- **一周市场回顾-食品饮料下跌。** 上周食品饮料板块下跌 2.1%，跑赢沪深 300，其中白酒（-1.1%）跌幅较小，啤酒（-7.0%）跌幅较大。
- **茅台内部整治有助于渠道利润回流，19 年业绩有望超市场预期。** 近期茅台人事变动，11 月初“空降”的李静仁出任茅台集团副总经理、总会计师，茅台酒股份公司副总经理、销售公司董事长王崇琳调离茅台。11 月 19 日，集团公司党委决定任命王晓维担任茅台酒销售公司党委书记、董事长，陈华任茅台集团电商公司工作组组长。此外，根据酒业家新闻报道，公司自 11 月 22 日将开展专项整治活动，努力营造风清气正的营销环境。茅台酒当前进销差价超过 700 元，远高于同类竞品，渠道利润偏高，内部整治有助于渠道利润回流。根据官网新闻，茅台高管在海外经销商大会上宣布，“今年和今后一段时间不提价”，引发了市场对茅台未来业绩的担忧。不过分析历史上茅台高管讲话与提价时点之间的关系，并结合最新的供需情况和渠道利润判断，我们认为虽然茅台短期不会提价，但 2019 年仍有较大的概率提价，时点可能在 2 季度之后。
- **悲观氛围中，优质公司布局良机凸显。** 根据我们近期的路演交流，投资者对白酒 2019 年需求普遍偏悲观。近期茅台一批价回升至 1740 元，虽然与专项整治有关，但也显示了终端需求仍强劲。根据 10 月 30 日公告，我们判断茅台公司 4 季度业绩释放动力增强，预计 4 季度业绩增速环比 3 季度将明显回升。对比增速较慢的国际烈酒龙头，当前白酒估值已经回落至较低水平，悲观氛围中，优质公司布局良机出现，包括贵州茅台、山西汾酒、舍得酒业等。食品股建议重点关注伊利股份。

- **推荐组合：** 贵州茅台、山西汾酒、舍得酒业。

行业重大数据变化

- 11 月生鲜乳价格同比+ 1.1%; 11 月生猪价格同比 -7.7%, 仔猪价格同比 -23.9%; 11 月猪粮比同比 -1.32。

风险提示

- 经济下滑对白酒行业的影响超预期。渠道库存超预期。

相关研究报告

《食品饮料行业周报：社零数据持续验证食品饮料消费稳健增长》20181119

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者



目录

行情回顾.....	4
重点公司盈利预测与评级.....	7
行业数据跟踪	8
酒类	8
奶类	9
肉类	10
上周研究报告回顾	12
食品饮料行业周报：社零数据持续验证食饮消费稳健增长（2018.11.19）	12
股东大会.....	13
风险提示.....	14



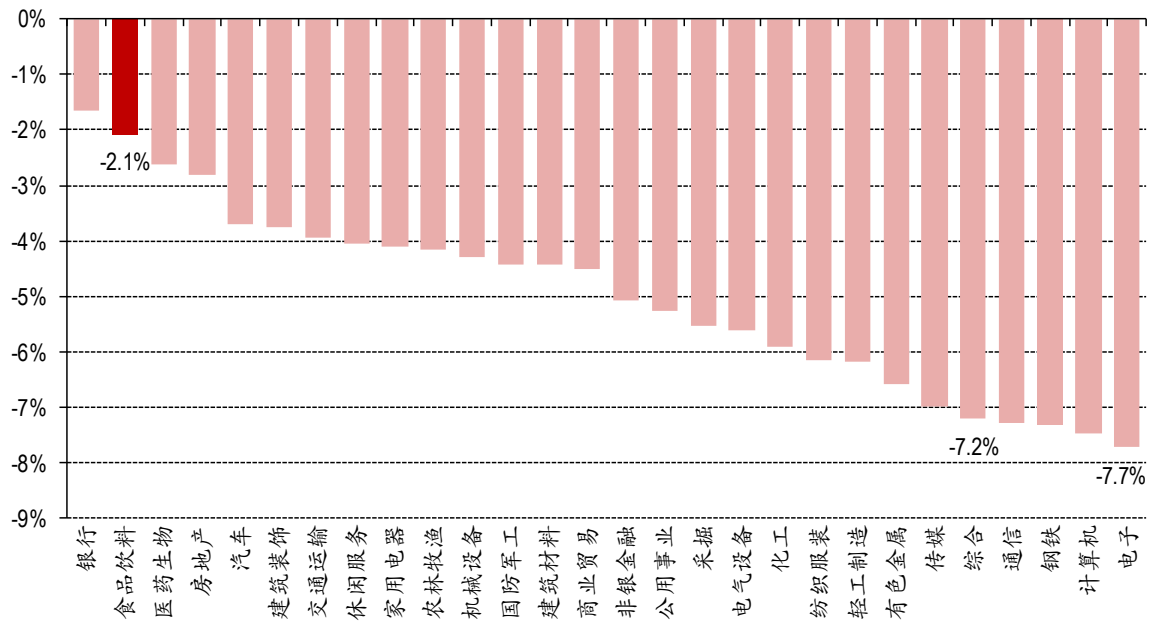
图表目录

行业走势.....	1
图表 1. 上周各板块涨跌幅.....	4
图表 2. 11 月各板块涨跌幅.....	4
图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅.....	5
图表 4. 11 月食品饮料子板块涨跌幅.....	5
图表 5. 各板块及食品饮料子板块 2018 年预测 PE.....	5
图表 6. 食品饮料板块 PE/沪深 300 PE & 白酒板块 PE/沪深 300 PE....	5
图表 7. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)	6
图表 8. 食品饮料板块个股涨跌幅榜.....	6
图表 9. 重点公司盈利预测与评级.....	7
图表 10. 国际食品饮料龙头盈利预测.....	7
图表 11. 进口葡萄酒数量与单价.....	8
图表 12. 进口大麦数量与单价.....	8
图表 13. 53 度飞天茅台(500ml)价格.....	8
图表 14. 52 度五粮液(500ml)价格.....	8
图表 15. 白酒电商价格.....	9
图表 16. IFCN 原奶价格与饲料价格	9
图表 17. 国内主产区生鲜乳价格.....	9
图表 18. GDT 奶粉拍卖价格.....	9
图表 19. GDT 奶粉折合国内原奶价格.....	9
图表 20. 进口大包粉数量与单价	10
图表 21. 进口液态奶数量与单价	10
图表 22. 国内生猪价格与仔猪价格.....	10
图表 23. 猪粮比.....	10
图表 24. 国内生猪与能繁母猪存栏量.....	11
图表 25. 进口猪肉数量与单价.....	11
图表 26. 股东大会信息.....	13



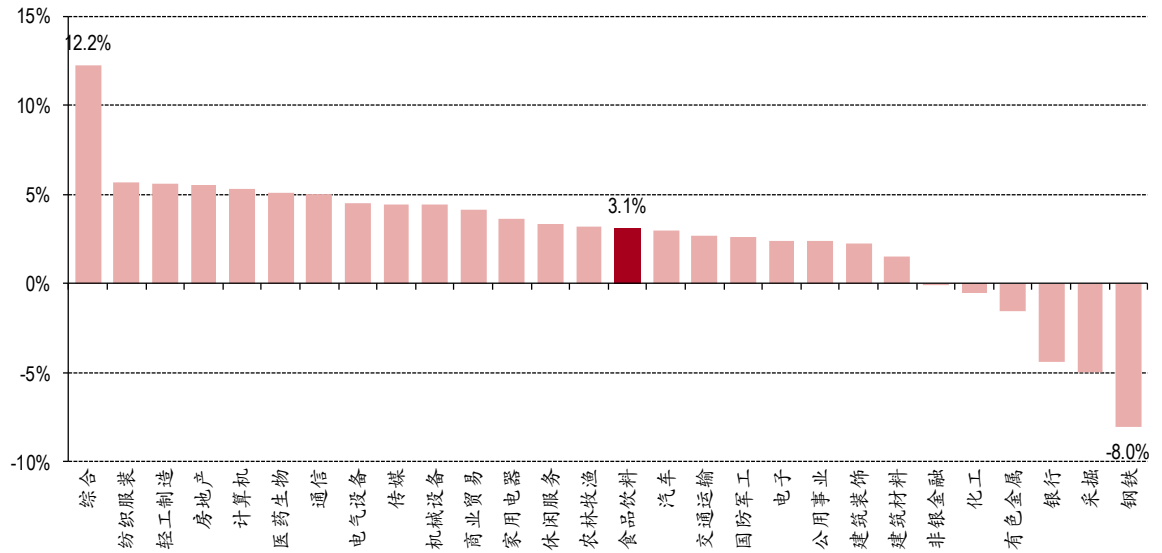
行情回顾

图表 1. 上周各板块涨跌幅



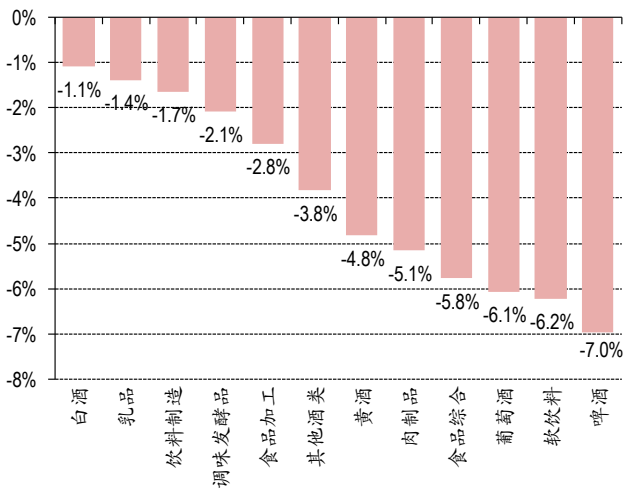
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 11 月各板块涨跌幅



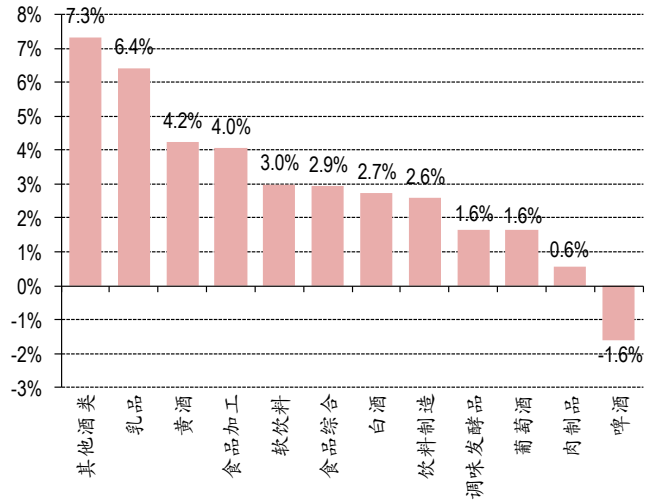
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上周食品饮料子板块涨跌幅



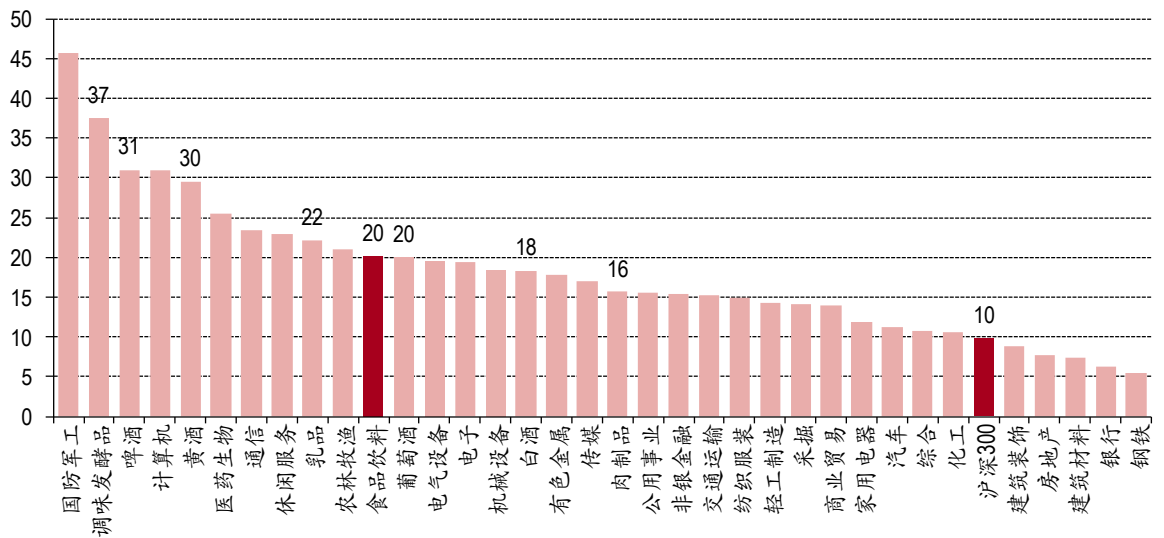
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 11 月食品饮料子板块涨跌幅



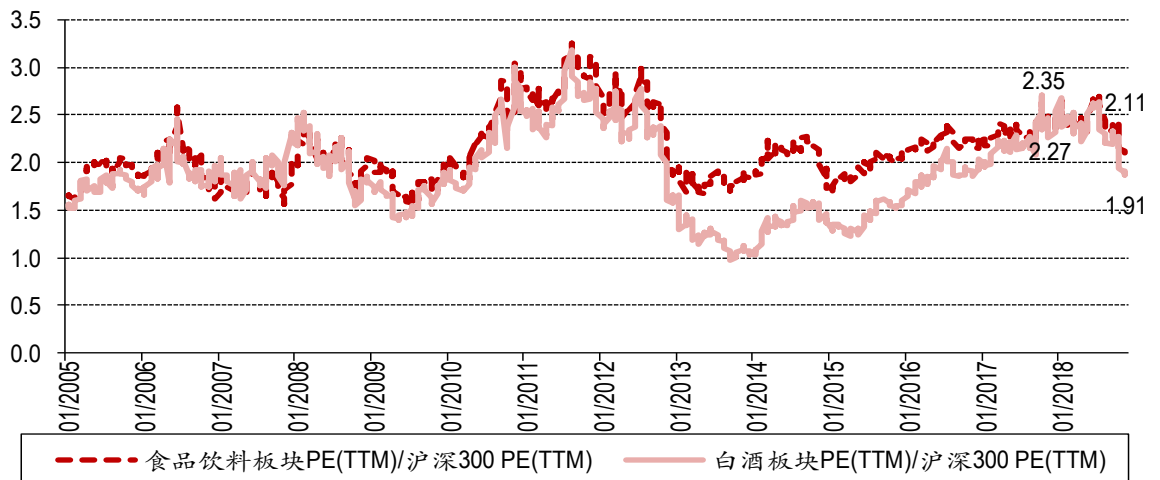
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 各板块及食品饮料子板块 2018 年预测 PE



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 食品饮料板块 PE/沪深 300 PE & 白酒板块 PE/沪深 300 PE



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.5	39.0	39.4	64.1	56.8	94.3	35.0	57.1	48.1
最小值	7.7	15.3	8.4	27.4	15.0	29.8	17.4	24.2	20.9
现值	10.3	21.8	19.7	33.0	24.1	31.9	17.5	38.9	25.0

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 食品饮料板块个股涨跌幅榜

公司名称	周涨幅(%)		周涨幅(%)		月涨幅(%)		月涨幅(%)	
	前 10 名	公司名称	后 10 名	公司名称	前 10 名	公司名称	后 10 名	
贝因美	5.1	佳隆股份	(12.1)	佳隆股份	22.1	重庆啤酒	(9.2)	
香飘飘	3.0	盐津铺子	(10.7)	贝因美	20.4	安记食品	(7.6)	
广泽股份	3.0	天润乳业	(10.4)	香飘飘	19.9	得利斯	(6.5)	
伊力特	1.4	兰州黄河	(10.1)	海南椰岛	19.7	龙大肉食	(4.3)	
海南椰岛	0.4	得利斯	(10.0)	中炬高新	13.7	顺鑫农业	(3.7)	
洋河股份	(0.1)	青海春天	(9.9)	元祖股份	12.3	青青稞酒	(3.6)	
安井食品	(0.1)	维维股份	(9.8)	广弘控股	11.2	海天味业	(3.3)	
泸州老窖	(0.1)	煌上煌	(9.3)	百润股份	10.6	克明面业	(3.3)	
贵州茅台	(0.6)	青岛啤酒	(8.8)	光明乳业	9.9	绝味食品	(2.3)	
中炬高新	(0.7)	来伊份	(8.6)	黑芝麻	9.0	三元股份	(2.2)	

资料来源: 万得, 中银证券

重点公司盈利预测与评级

图表 9. 重点公司盈利预测与评级

股票名称	市值 (亿元)	股价 (元) 2018/11/23	2017A	EPS 2018E	2019E	2017A	PE 2018E	2019E	评级
白酒									
贵州茅台	6,996	556.9	21.56	27.33	35.53	25.8	19.2	15.5	买入
五粮液	1,942	50.0	2.49	3.38	4.27	20.1	14.8	11.7	买入
山西汾酒	281	32.5	1.09	1.77	2.51	29.8	18.4	13.0	买入
洋河股份	1,439	95.5	4.40	5.50	6.65	21.7	17.4	14.4	增持
泸州老窖	589	40.2	1.75	2.35	2.86	23.0	17.1	14.1	增持
水井坊	137	28.1	0.69	1.16	1.56	40.9	24.2	18.0	增持
顺鑫农业	187	32.7	0.77	1.22	1.96	42.6	26.9	16.7	买入
舍得酒业	69	20.4	0.43	1.17	1.80	47.9	17.4	11.3	买入
食品									
伊利股份	1,425	23.5	0.99	1.06	1.32	23.8	22.2	17.7	买入
光明乳业	102	8.3	0.50	0.53	0.58	16.5	15.7	14.2	增持
中炬高新	224	28.1	0.57	0.79	0.88	49.4	35.5	31.8	买入
海天味业	1,686	62.4	1.31	1.58	1.84	47.7	39.5	34.0	增持
千禾味业	53	16.3	0.44	0.60	0.85	37.0	27.2	19.2	增持
恒顺醋业	74	9.4	0.36	0.43	0.38	26.3	21.9	25.1	增持
双汇发展	751	22.8	1.31	1.52	1.64	17.4	15.0	13.9	增持

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截至 2018 年 11 月 23 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

图表 10. 国际食品饮料龙头盈利预测

股票名称	单位	市值 (亿)	股价 2018/11/16	EPS FY1	FY2	FY1	PE FY2
烈性酒							
帝亚吉欧	英镑	680	28.0	1.25	1.35	22.4	20.7
保乐力加	欧元	374	141.0	6.18	6.71	22.8	21.0
布朗福曼	美元	226	46.7	1.71	1.86	27.3	25.1
人头马	欧元	53	104.2	3.24	3.75	32.2	27.8
金巴利	欧元	87	7.5	0.22	0.24	34.1	31.3
其他酒							
喜力	欧元	465	80.8	4.05	4.43	19.9	18.2
百威英博	美元	1,541	78.2	4.07	4.68	19.2	16.7
食品							
雀巢	瑞士法郎	2,593	84.6	3.85	4.19	22.0	20.2
百事可乐	美元	1,629	115.4	5.66	5.99	20.4	19.3
可口可乐	美元	2,074	49.0	2.08	2.23	23.6	22.0
亿滋国际	美元	637	43.8	2.43	2.52	18.0	17.4
达能	欧元	451	65.9	3.57	3.88	18.5	17.0

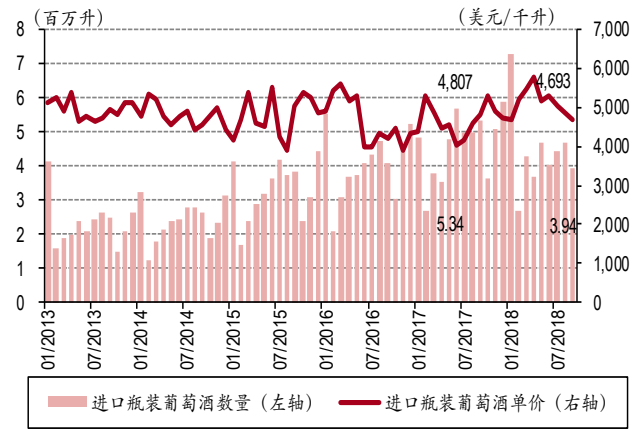
资料来源: Thomson One

注: 帝亚吉欧、保乐力加财年结束于 6 月 30 日, 布朗福曼财年结束于 4 月 30 日, 人头马财年结束于 3 月 31 日。FY1 表示未来第 1 个财报年度, FY2 同理。

行业数据跟踪

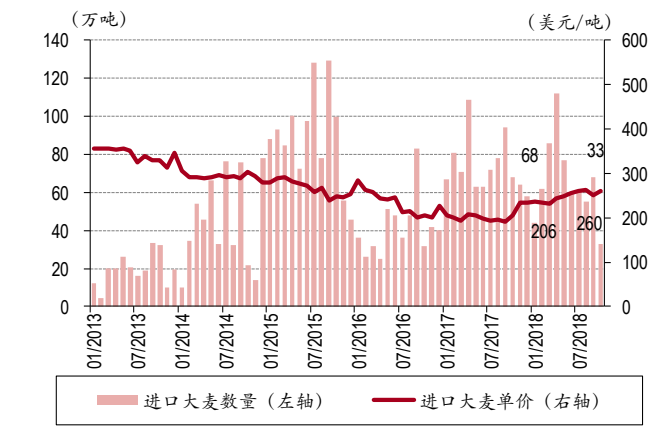
酒类

图表 11. 进口葡萄酒数量与单价



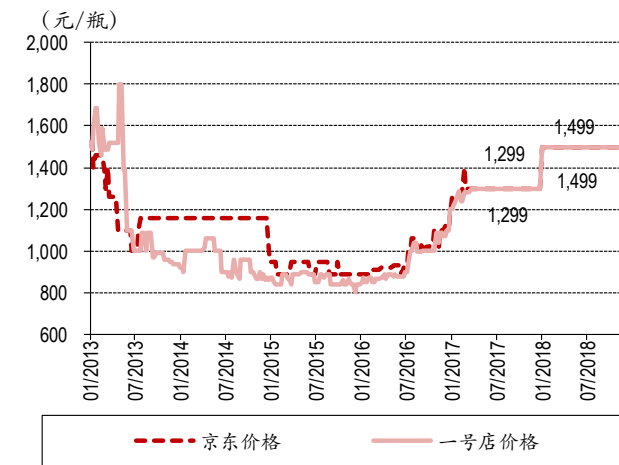
资料来源：海关总署，万得，中银证券
注：去年同期进口葡萄酒数量与单价 5.34 与 4,807

图表 12. 进口大麦数量与单价



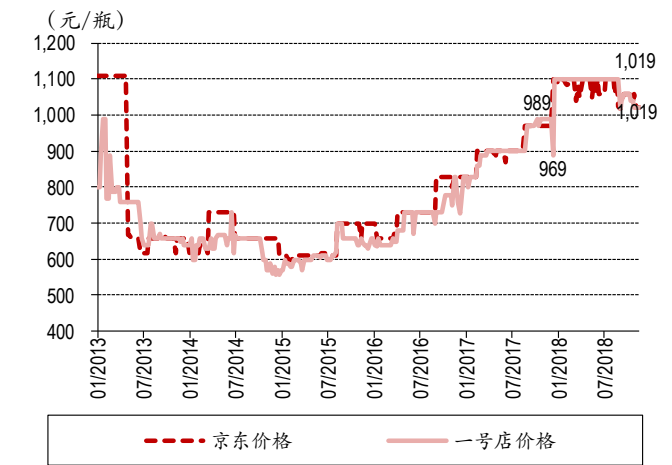
资料来源：海关总署，万得，中银证券
注：去年同期进口大麦数量与单价 68 与 206

图表 13. 53 度飞天茅台(500ml)价格



资料来源：京东，一号店，万得，中银证券
注：去年同期 53 度飞天茅台(500ml)价格 1,299 与 1,299

图表 14. 52 度五粮液(500ml)价格



资料来源：京东，一号店，万得，中银证券
注：去年同期 52 度五粮液(500ml)价格 989 与 969

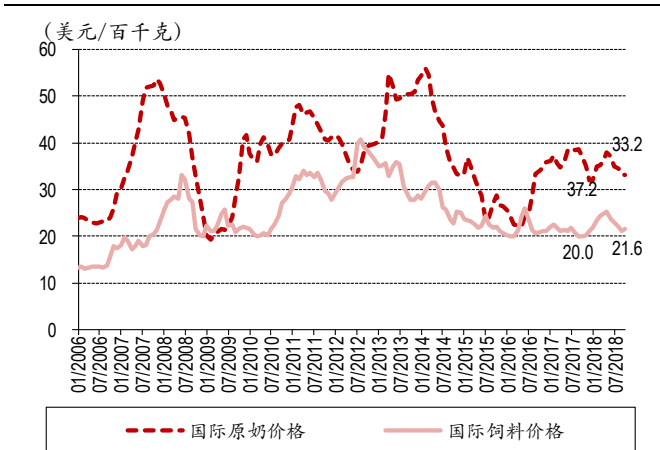
图表 15. 白酒电商价格

	11月第3周价格(元/瓶)			11月第4周价格(元/瓶)			平均价格(元/瓶)		单价变化(元/瓶)
	京东自营	酒仙网	1919	京东自营	酒仙网	1919	11月第3周	11月第4周	
15年茅台	5188	4999	6999	5188	4888	6779	5729	5618	↓(110)
53度飞天茅台	-	1499	-	1499	1499	-	1499	1499	↑(0)
52度五粮液	1019	1099	1299	1019	1099	1099	1139	1072	↓(67)
52度1573	1099	969	1199	969	860	969	1089	933	↓(156)
52度泸州老窖特曲	298	258	278	248	258	218	278	241	↓(37)
52度水井坊井台装	539	539	578	539	-	519	552	529	↓(23)
52度水井坊臻酿八号	389	389	429	359	359	359	402	359	↓(43)
53度青花瓷汾酒30年	678	698	752	678	698	752	709	709	↑(0)
53度青花瓷汾酒20年	428	428	-	428	428	-	428	428	↑(0)
52度梦之蓝M3	569	499	569	559	499	569	546	542	↓(3)
52度天之蓝	389	359	380	384	359	380	376	374	↓(2)
50度古井年份原浆5年	178	178	229	157	178	229	195	188	↓(7)
50度古井年份原浆献礼	128	128	-	128	128	-	128	128	↑(0)
36度牛栏山百年陈酿	98	-	152	98	-	152	125	125	↑(0)

资料来源: 京东, 酒仙网, 1919, 万得, 中银证券

奶类

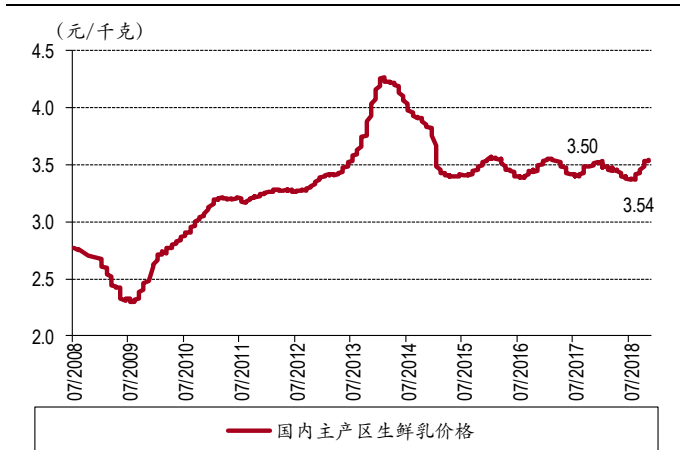
图表 16. IFCN 原奶价格与饲料价格



资料来源: IFCN, 万得, 中银证券

注: 去年同期 IFCN 原奶价格与饲料价格为 37.2 与 20.0

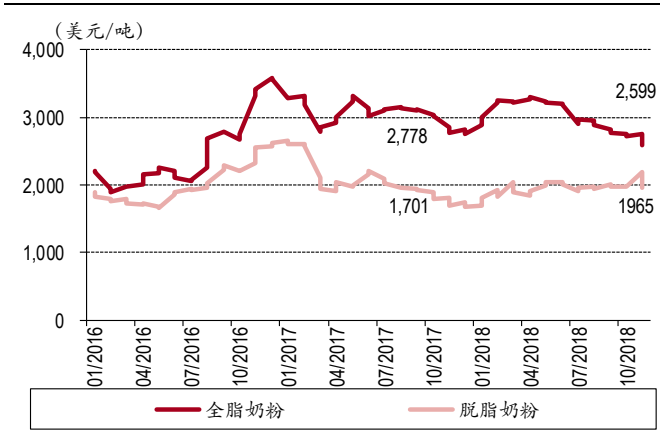
图表 17. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源: 国家农业部, 万得, 中银证券

注: 去年同期国内主产区生鲜乳价格为 3.50

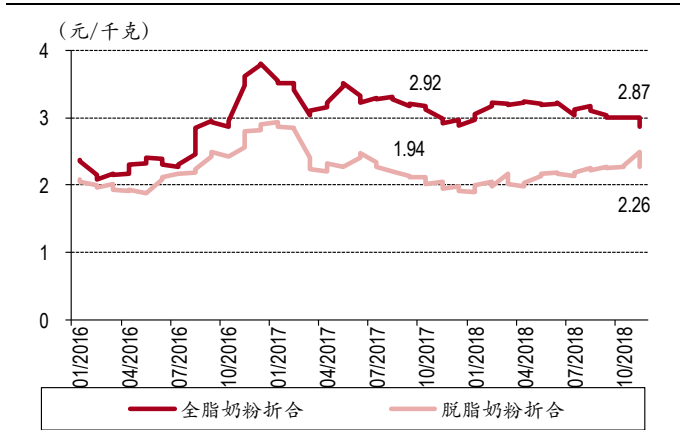
图表 18. GDT 奶粉拍卖价格



资料来源: GDT, 万得, 中银证券

注: 去年同期 GDT 奶粉拍卖价格为 2,778 与 1,701,

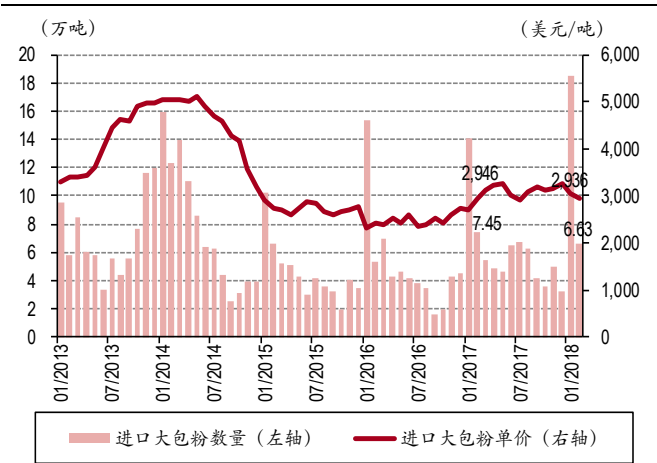
图表 19. GDT 奶粉折合国内原奶价格



资料来源: GDT, 万得, 中银证券

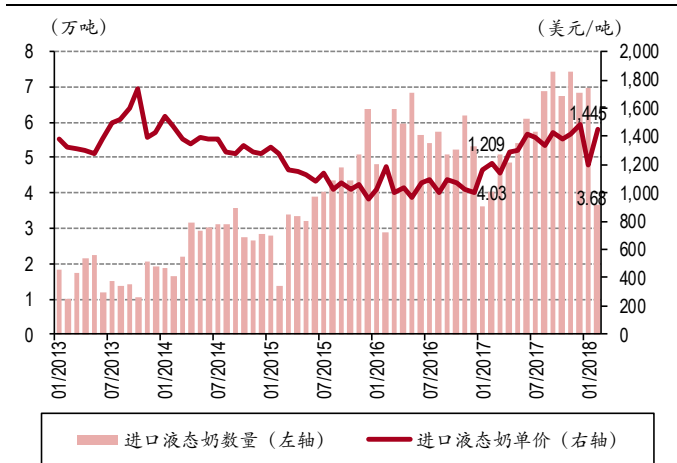
注: 去年同期 GDT 奶粉折合国内原奶价格为 2.92 与 1.94

图表 20. 进口大包粉数量与单价



资料来源：中国奶业协会，万得，中银证券
注：去年同期进口奶粉数量与单价为 7.45 与 2,946

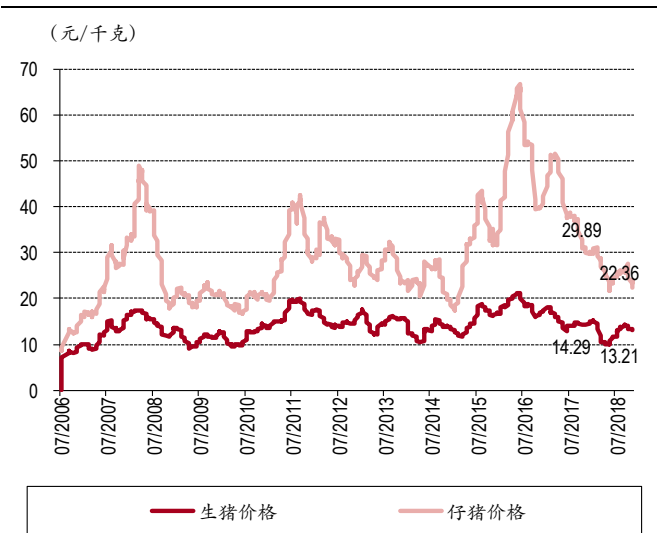
图表 21. 进口液态奶数量与单价



资料来源：中国奶业协会，万得，中银证券
注：去年同期进口液态奶数量与单价为 4.03 与 1,209

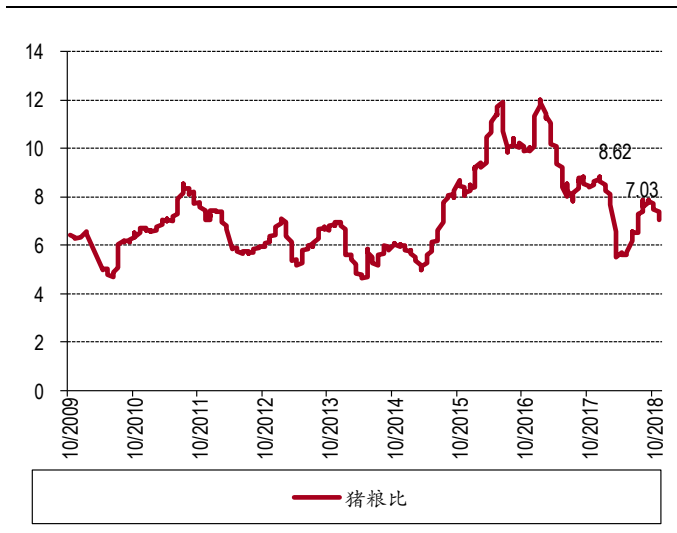
肉类

图表 22. 国内生猪价格与仔猪价格



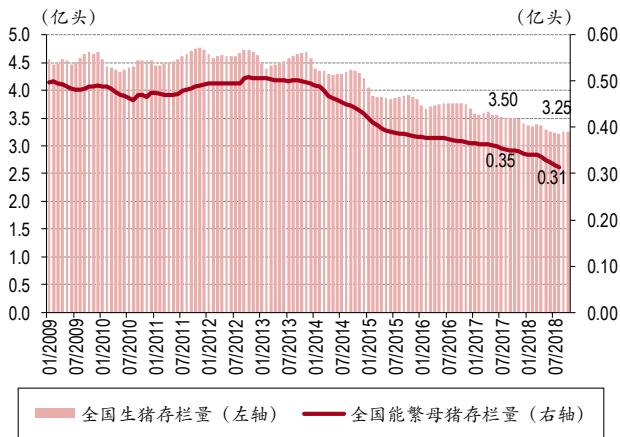
资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银证券
注：去年同期国内生猪价格与仔猪价格为 14.29 与 29.89

图表 23. 猪粮比



资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银证券
注：去年同期猪粮比为 8.62

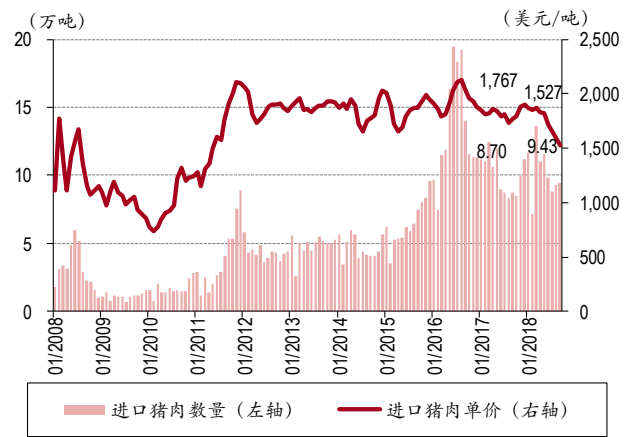
图表 24. 国内生猪与能繁母猪存栏量



资料来源：中国政府网，万得，中银证券

注：去年同期国内生猪与能繁母猪存栏量为 3.50 与 0.35

图表 25. 进口猪肉数量与单价



资料来源：中国政府网，万得，中银证券

注：去年同期进口猪肉数量与单价为 8.70 与 1,767



上周研究报告回顾

食品饮料行业周报：社零数据持续验证餐饮消费稳健增长（2018.11.19）

中银观点：一周市场回顾-食品饮料上涨。上周食品饮料板块上涨 1.8%，跑输沪深 300，其中软饮料（+7.4%）涨幅最大，调味发酵品（+0.5%）涨幅最小，白酒（+0.7%）涨幅较小。剔除节日因素，我们认为 10 月餐饮社零数据验证消费韧性。5 月以来餐饮社零数据表现稳健，显示市场此前的担忧过于悲观。11 月投资思路，悲观情绪释放之后，白酒优质公司布局良机将出现。推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、舍得酒业。



股东大会

图表 26. 股东大会信息

证券简称	股东大会类型	召开日期	召开具体时间	召开地点
双汇发展	18年第2次	2018/11/27	星期二 15:30	河南省漯河市双汇路1号双汇大厦二楼会议室
贵州茅台	18年第3次	2018/11/28	星期三 10:00	贵州省仁怀市茅台镇茅台国际大酒店
桃李面包	18年第2次	2018/11/29	星期四 14:00	沈阳市沈河区青年大街1-1号沈阳市府恒隆广场办公楼1座会议室
金字火腿	18年第1次	2018/11/29	星期四 14:00	浙江省金华市工业园区金帆街1000号公司一楼会议室
中葡股份	18年第2次	2018/11/30	星期五 14:30	新疆乌鲁木齐市红山路39号公司四楼会议室

资料来源：公司公告，万得，中银证券



风险提示

经济下滑对白酒行业的影响超预期。渠道库存超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371