

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年11月26日

**分析师**

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

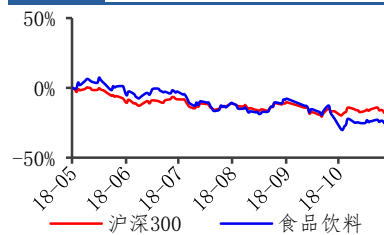
✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

**行业表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;10月社消增速回落，中炬换届进入新阶段&gt;&gt; 2018-11-19

&lt;&lt;调味品提价寻良机，茅台投资周期拉长&gt;&gt; 2018-11-12

&lt;&lt;客观看待增速换挡，分化中寻找良机&gt;&gt; 2018-11-05

# 五粮液变化待观察，调味品仍是好选择

——食品饮料周报2018第46期

**重点推荐公司盈利预测**

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
贵州茅台	30.6	37.5	18.2	14.9
伊利股份	1.19	1.43	23.6	19.7
中炬高新	0.85	0.96	27.6	24.4
绝味食品	1.58	1.95	22.2	18.0

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

11月19日-11月23日，食品饮料指数跌幅2.1%，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中白酒（-1.1%）、乳品（-1.4%）、调味发酵品（-2.1%）跌幅较少。本周沪深300大跌，主要源于“科创板”概念短期炒作后回落，以及美商务部针对中国启动“关键技术及相关商品出口管制”征求意见。且月末G20谈判存在诸多不确定性。创业板领跌，带动市场回落。本周五粮液七大营销中心同步召开经销商大会，明确1618、39度、42度五粮液导入控盘分利模式。目前1618批价已跌至普五水平，此举利于规范终端价格固化渠道利润；配合19年导入升级版五粮液，公司量价思路似乎变得清晰，具体效果仍要继续观察公司执行力度与市场接受程度。三季度白酒增速换挡，预期回落伴随股价回调，悲观预期释放后仍可选择茅台、洋河等优质公司布局，1218以及春节前备货时节是重要时间窗口。从经济波动以及通胀角度，当前时点优选调味品板块，首推中炬高新，建议关注海天味业、涪陵榨菜等。

**投资组合：**优选业绩稳定增长、估值低标的。建议配置贵州茅台、中炬高新、绝味食品、伊利股份。（1）贵州茅台：茅台明确短期不提出厂价，引发市场对19年业绩担忧。我们认为提价时间可能延后至2H19，长期来看茅台具备强劲品牌力与供给稀缺性，处于白酒金字塔顶端，仍是长周期配置的好品种。（2）中炬高新：基数、台风原因导致三季度增速回落，全年完成计划目标无忧。公司换届完成，宝能积极支持公司发展，大概率完善激励机制，推动营收加速增长。（3）绝味食品：3Q18开店速度稳健，收入平稳增长。原料价格上涨给成本带来压力。短期看门店数量扩张+升级提升业绩弹性，长期看好公司平台资源整合。（4）伊利股份：3Q18液奶平稳增长，市占率稳步提升。行业竞争已回归常态水平，估计4Q18利润增速大概率回暖。伊利品牌渠道优势续存，全球化、多元化布局正推动公司逐步成为综合食品巨头。

**风险提示：**宏观经济下行风险、食品安全风险。

## 目录

1. 每周观点及个股更新.....	4
1.1 五粮液变化待观察，调味品仍是好选择.....	4
1.2 个股观点更新.....	4
2. 市场表现：食品饮料行业跑赢沪深 300.....	4
3. 上游数据.....	5
4. 行业要闻.....	7
5. 近一月研究报告.....	8
6. 备忘录.....	9
7. 风险提示.....	9

## 图表目录

图 1:	过去一周, 食品饮料跌幅 2.1%, 排名 2/28.....	4
图 2:	过去一周, 白酒、乳品、调味发酵品跌幅较少.....	4
图 3:	过去一周, 贝因美、金达成涨幅较大.....	5
图 4:	过去一周, 星河生物、佳隆股份跌幅居前.....	5
图 5:	11 月 18 日, GDT 全脂奶粉中标价同比-6.4%.....	5
图 6:	11 月 14 日, 国内生鲜乳价格同比+1.1%, 环比+0.3%.....	5
图 7:	11 月 23 日生猪价格同比-12.1%, 猪肉价格同比-7.8%.....	6
图 8:	2018 年 10 月, 生猪存栏数量同比-1.8%, 环比 0.1%.....	6
图 9:	2018 年 10 月能繁母猪数量同比-5.9%, 环比-1.2%.....	6
图 10:	12 月 30 日, 白条鸡价格同比+5.7%, 环比+0.4%.....	6
图 11:	2018 年 10 月, 进口大麦价格同比+25.8%.....	6
图 12:	2018 年 10 月, 进口大麦数量同比-51.5%.....	6
图 13:	11 月 23 日, 大豆现货价同比-0.6%.....	7
图 14:	11 月 14 日, 豆粕均价同比+9.4%.....	7
图 15:	11 月 23 日, 柳糖价格同比+18.0%.....	7
图 16:	11 月 16 日, 白砂糖零售价同比+1.8%.....	7
表 1:	近一月研究报告.....	8
表 2:	最近重大事件备忘录.....	9

# 1. 每周观点及个股更新

## 1.1 五粮液变化待观察，调味品仍是好选择

11月19日-11月23日，食品饮料指数跌幅2.1%，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中白酒（-1.1%）、乳品（-1.4%）、调味发酵品（-2.1%）跌幅较少。本周沪深300大跌，主要源于“科创板”概念短期炒作后回落，以及美商务部针对中国启动“关键技术及相关商品出口管制”征求意见。且月末G20谈判存在诸多不确定性。创业板领跌，带动市场回落。本周五粮液七大营销中心同步召开经销商大会，明确1618、39度、42度五粮液导入控盘分利模式。目前1618批价已跌至普五水平，此举利于规范终端价格固化渠道利润；配合19年导入升级版五粮液，公司量价思路似乎变得清晰，具体效果仍要继续观察公司执行力度与市场接受程度。三季度白酒增速换挡，预期回落伴随股价回调，悲观预期释放后仍可选择茅台、洋河等优质公司布局，1218以及春节前备货时节是重要时间窗口。从经济波动以及通胀角度，当前时点优选调味品板块，首推中炬高新，建议关注海天味业、涪陵榨菜等。

## 1.2 个股观点更新

### ■ 伊利股份：竞争回归常态，市占率稳步提升

公司1-3Q18营收平稳增长，其中液奶业务中主力产品安慕希增约40%；二胎政策红利减弱，一段、二段奶粉增速放缓下奶粉业务增速放慢；新品类业务目前仍以试点为主。2H18需求量加大下奶源紧缺程度同比增加，预计奶源紧张会持续至春节以后。往后看，乳制品必需品属性使其受经济下行影响较小，需求增长略大于供给增长下奶价长期或温和上涨，但公司可通过结构升级、降低促销来抵消成本上行压力，预计毛利率持平；公司费用投放在长期品牌建设上，且4Q17基数已包含奥运会费用，预计全年净利增速约4%。此外，公司奶酪事业部10月上线妙芝手撕新鲜奶酪，初期以进口为主；健康饮品事业部整合组织架构，放入畅意100%和焕醒源。9月伊利常温、低温、婴幼儿奶粉市占率皆稳步提升，品牌、渠道优势稳固；未来多元化布局下成为健康食品大平台可期。

# 2. 市场表现：食品饮料行业跑赢沪深300

11月19日-11月23日，食品饮料指数跌幅2.1%，跑赢沪深300约1.4pct，子行业中白酒（-1.1%）、乳品（-1.4%）、调味发酵品（-2.1%）跌幅较少。个股方面，贝因美、金达威、伊力特、海南椰岛、麦趣尔表现较好，星河生物、佳隆股份、盐津铺子、天润乳业、得利斯股价走弱。

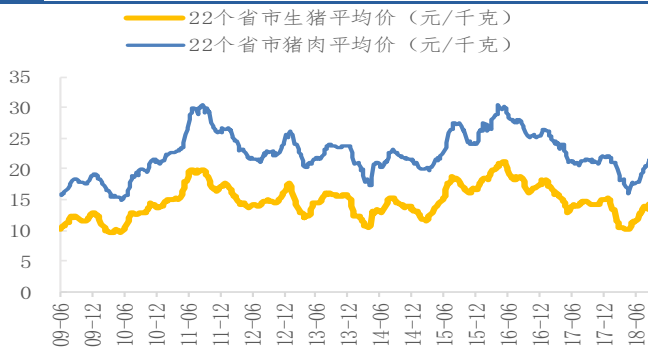
图 1：过去一周，食品饮料跌幅 2.1%，排名 2/28

图 2：过去一周，白酒、乳品、调味发酵品跌幅较少



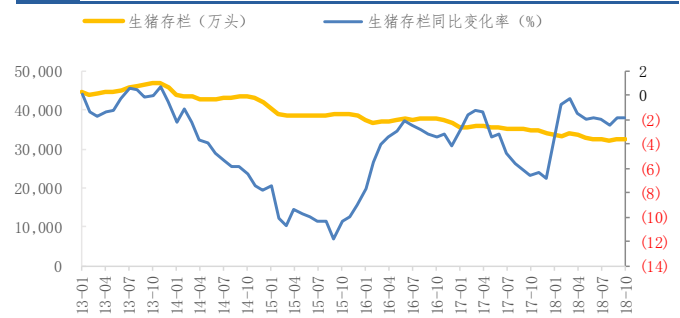
牛羊肉对猪肉替代效应明显，加之规模化养殖使得头均重量增加，预计18年猪肉价格稳中有降。12月30日，白条鸡价格23.0元/公斤，同比+5.7%，环比+0.4%。

**图7: 11月23日生猪价格同比-12.1%，猪肉价格同比-7.8%**



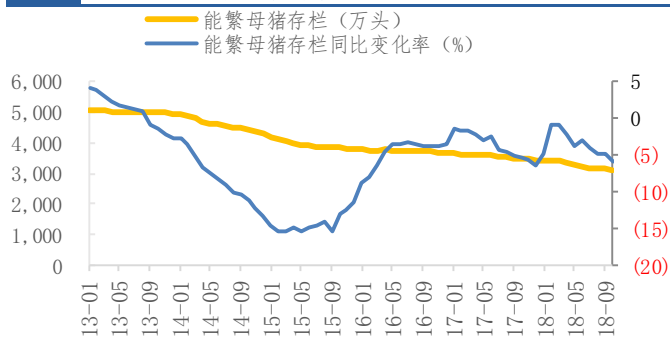
资料来源: Wind, 长城证券研究所

**图8: 2018年10月, 生猪存栏数量同比-1.8%, 环比+0.1%**



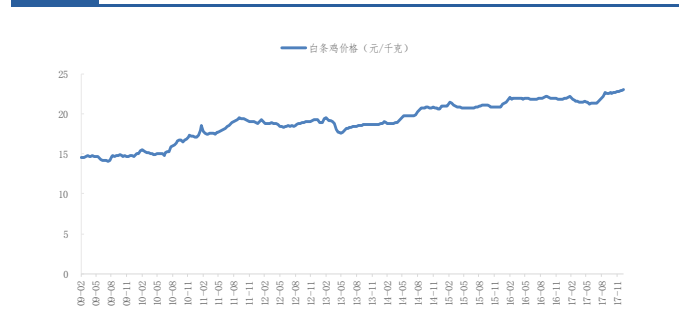
资料来源: Wind, 长城证券研究所

**图9: 2018年10月能繁母猪数量同比-5.9%，环比-1.2%**



资料来源: Wind, 长城证券研究所

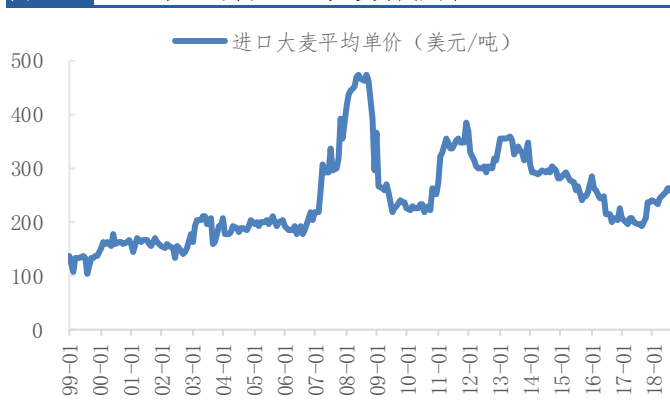
**图10: 12月30日, 白条鸡价格同比+5.7%，环比+0.4%**



资料来源: Wind, 长城证券研究所

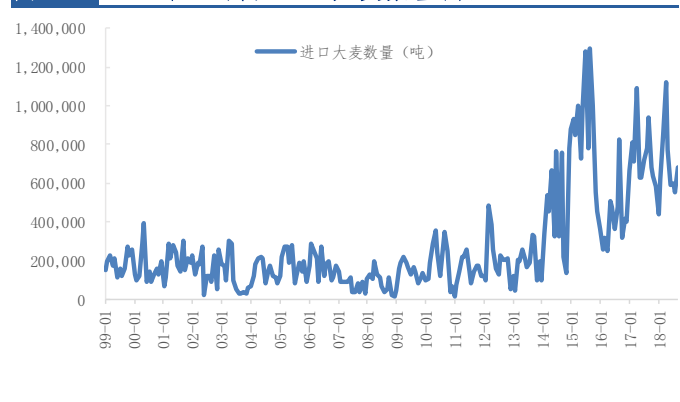
2018年10月, 进口大麦价格259.7元/公斤, 同比+25.8%。进口数量33万吨, 同比-51.5%。预计18年进口大麦价格仍将上行, 啤酒生产成本可能持续承压。

**图11: 2018年10月, 进口大麦价格同比+25.8%**



资料来源: Wind, 长城证券研究所

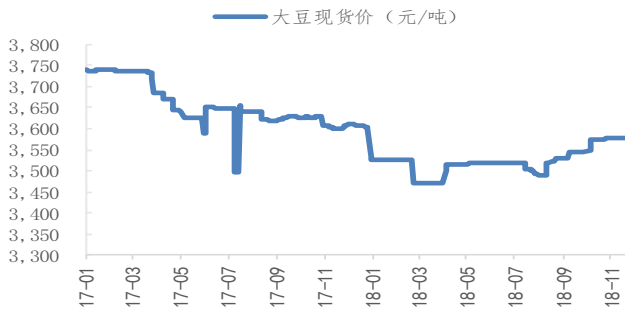
**图12: 2018年10月, 进口大麦数量同比-51.5%**



资料来源: Wind, 长城证券研究所

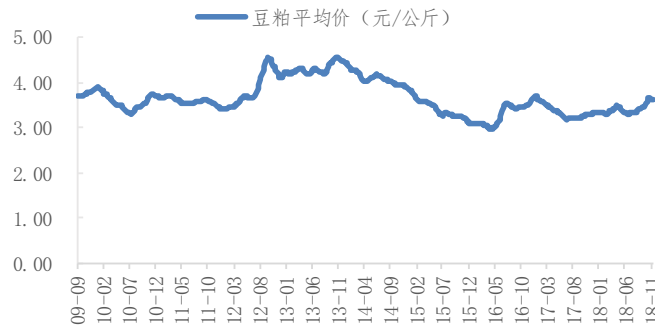
11月23日, 大豆现货价3,577.8元/吨, 同比-0.6%。11月14日, 豆粕平均价格3.6元/公斤, 同比+9.4%。受到阿根廷减产影响, 中美贸易战正式打响, 预计大豆价格大概率走高。

图 13: 11 月 23 日, 大豆现货价同比-0.6%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

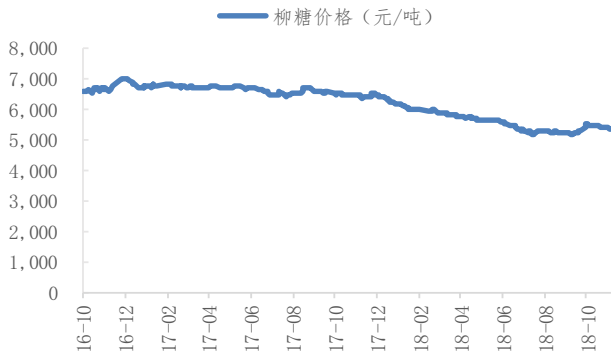
图 14: 11 月 14 日, 豆粕平均价同比+9.4%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

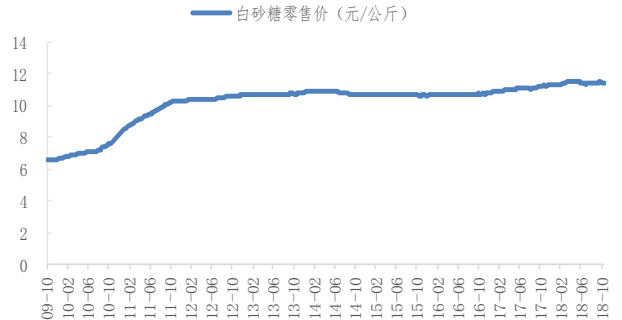
11 月 23 日, 柳糖价格 5,320 元/吨, 同比-18.0%; 11 月 16 日, 白砂糖零售价格 11.5 元/公斤, 同比+1.8%。长期看全球白糖进入增长期间, 白糖价格可能在高位偏弱运行。

图 15: 11 月 23 日, 柳糖价格同比-18.0%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 11 月 16 日, 白砂糖零售价同比+1.8%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

## 4. 行业要闻

- **【云酒头条】:** 11 月 18 日, 今缘春生态酿酒园区投产仪式暨建厂 70 周年庆典在山东滕州举行。这个“大手笔”的扩产项目, 或将对山东白酒市场格局产生深远影响, 同时也是金东集团白酒产业综合实力的又一次突破提升。(11-19)
- **【酒说】:** 11 月 19 日, 贵州茅台集团电子商务股份有限公司召开干部职工大会, 宣布茅台集团公司党委决定, 委派陈华同志任贵州茅台集团电子商务股份有限公司工作组组长, 全面负责贵州茅台集团电子商务股份有限公司工作。工作组成员由监察室卢佳、财务部董国俊、子公司监事会管理办公室专职监事张正海、审计处王锦、法律知保处赵卓、销售公司吴才华组成, 撤销聂永同志贵州茅台集团电子商务股份有限公司董事长、董事、法定代表人职务。同时, 销售公司党委决定免去聂永中共贵州茅台集团电子商务股份有限公司支部委员会书记、委员职务。(11-20)
- **【中国酒业杂志】:** 11 月 19 日, 商务部发布公告, 为回应中国国际商会 10 月 9 日代表国内大麦产业正式提交的反倾销调查申请, 决定对原产于澳大利亚的进口大麦进行为期一年的反倾销立案调查, 并可延长至 2020 年 5 月 19 日。上述申请称, 澳大利亚大麦以低于正常水平的价格出售, 中国国内相关产业因澳廉价供应而遭受损失。(11-21)

- **【五粮液公司】**: 11月22日,以“激发渠道活力,实现品牌升级”为主题的五粮液(000858)七大营销中心经销商大会在全国各地同步召开。本次大会旨在做好2018年度市场收官工作,同时向全体经销商传达公司2019年市场重点工作规划。五粮液集团公司总经理、股份公司董事长刘中国,集团公司副董事长、股份公司常务副总经理邹涛,股份公司副总经理朱忠玉出席会议。会上透露,2019年五粮液市场营销主要开展三方面核心工作:一是基于市场竞争全面优化五粮液产品结构,导入控盘分利模式,改善商家盈利水平。二是要加快营销数字化转型,推进“百城千县万店”工程落地,打造五粮液差异化的渠道竞争力。三是做好升级版五粮液的导入工作。(11-22)
- **【界面】**: 五粮液七大营销中心同时召开全国运营商2019营销政策宣贯会。会上透露出重磅消息:五粮液1618、39度五粮液以及42度五粮液等产品将加大市场投入,意味着上述产品的市场竞争力将进一步增强,经销商盈利将大幅提升。(11-23)

## 5. 近一月研究报告

**表 1:** 近一月研究报告

报告类型	报告名称	时间
公司点评	涪陵榨菜三季报点评: Q3 收入增速回落, 盈利能力持续改善	10月25日
公司点评	桃李面包三季报点评: 新老市场平稳增长, 费用增加业绩承压	10月25日
公司点评	贵州茅台三季报点评: 业绩现波动, 长期不悲观	10月29日
公司点评	千禾味业三季报点评: Q3 收入明显改善, 渠道布局持续优化	10月29日
行业专题	重仓比例略回落, 长周期布局食品——食品饮料 3Q18 基金持仓情况分析	10月29日
行业周报	客观看待增速换挡, 市场无需过度悲观	10月29日
公司点评	海天味业三季报点评: 坚若磐石, 稳如泰山	10月30日
公司点评	中炬高新三季报点评: 高基数致增速放缓, 换届将迎新阶段	10月30日
公司点评	绝味食品三季报点评: Q3 业绩符合预期, 开店速度稳健	10月30日
公司点评	伊利股份三季报点评: 竞争回归常态, 业绩平缓增长	10月31日
公司点评	双汇发展三季报点评: 营收微降, 利润承压	10月31日
行业策略	三季度增速换挡, 分化中寻找机会——食品饮料 2018 年三季报总数	11月02日
公司点评	涪陵榨菜动态点评: 主力产品提价约 10%, 业绩弹性增强	11月02日
行业周报	客观看待增速换挡, 分化中寻找良机	11月05日
行业周报	调味品提价寻良机, 茅台投资周期拉长	11月12日
公司点评	涪陵榨菜深度报告: 定价权+拓品类, “乌江”月涌大江流	11月12日
行业点评	食品饮料 10 月社消数据点评: 节日错配 10 月增速回落, 建议加大必选配置	11月15日

资料来源：长城证券研究所

## 6. 备忘录

**表 2：最近重大事件备忘录**

日期	公司	股东会	限售解禁
2018/11/27	*ST 皇台	14:30 甘肃威武	
	双汇发展	15:30 河南漯河	
2018/11/28	贵州茅台	10:00 贵州仁怀	
2018/11/29	桃李面包	14:00 辽宁沈阳	
	金字火腿	14:00 浙江金华	
2018/11/30	中葡股份	14:30 新疆乌鲁木齐	
	香飘飘		解禁 628.78 万股
2018/12/03	麦趣尔	10:00 新疆昌吉	
2018/12/04	舍得酒业	9:30 四川射洪	
	千禾味业	10:00 四川眉山	
2018/12/07	桃李面包		解禁 2050.00 万股
2018/12/10	老白干酒		解禁 12328.42 万股
	安记食品		解禁 11970.00 万股
2018/12/24	桃李面包		解禁 39094.87 万股

资料来源：长城证券研究所

## 7. 风险提示

宏观经济下行、食品安全事件。

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>