



强于大市

公司名称	股票代码	目标价 (人民币)	评级
贵州茅台	600519.SH	708.01	买入
山西汾酒	600809.SH	42.06	买入
伊利股份	600887.SH	27.46	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2018年12月29日当地货币收市价为标准

食品饮料行业 2019 年年度策略

从内部治理和外部环境改善，寻找超预期机会

2018年食品饮料跌22%，排名第三，其中调味品涨幅领先。白酒，无需悲观，放缓但不会下滑，优质公司大有机会。其他酒，重点关注黄酒龙头。乳业，伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓，若原奶价格温涨，龙头表现更佳。投资思路，从内部治理和外部环境，寻找超预期机会，重点推荐贵州茅台、山西汾酒、伊利股份，关注古越龙山。

支撑评级的要点

- **市场回顾。**2018年食品饮料跌22%，排名第三，其中调味品涨幅领先。多数子行业业绩实现增长，但所有子行业估值皆出现下杀。
- **白酒，无需悲观，放缓但不会下滑，优质公司大有机会。**2018年放缓但未失速，集中度提升与消费升级趋势未变。财富效应、渠道扩张速度放缓、经济下滑担忧加剧导致企业控制发货节奏等因素，是3Q18增速下滑的主因，而茅台降速另有原因，并非需求下滑。总体来看，这一轮白酒的调整与2009-2014年的白酒周期明显不同，预计2019年上市公司仍可增15-20%。
- **其他酒。**葡萄酒瓶装进口酒2018年首次出现下滑，需求低迷。啤酒需求无改善迹象，期待行业整合。黄酒龙头激励机制有望完善，团队出现变化的古越龙山可重点关注。
- **食品。**乳业，伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓，若原奶价格温涨，龙头表现更佳。肉制品，非洲猪瘟影响可控，双汇肉制品结构转型有望持续见效。调味品，增长的确定性和速度更佳，短期估值偏贵，需用时间换空间。
- **投资思路，从内部治理和外部环境，寻找超预期机会。**(1) **内部治理改善。**贵州茅台：2019年价、量均有提升空间；内部整治推动渠道利润回流。山西汾酒：高管奖金与收入挂钩，2019年收入有望保持较快增长；华润进入和股权激励有望推动净利率快速提升。(2) **外部环境改善。**伊利股份：竞争优势显著，2019年有望持续收割市场份额带动收入较快增长；2019年竞争格局可能得到改善，业绩存在上调可能性。

评级面临的主要风险

- 白酒库存超预期，可能影响渠道信心。经济下行对白酒需求产生负面影响。行业整体竞争加剧，竞争格局恶化。原料成本大幅上涨。

重点推荐

- 贵州茅台、山西汾酒、伊利股份。

相关研究报告

《白酒行业2018年三季报综述：3Q18放缓但未失速，悲观情绪释放之后，优质公司布局良机出现》20181106

《非酒食品2018年三季报综述：龙头表现稳健，集中度持续提升》20181105

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

市场回顾：食品饮料小幅跑赢沪深 300，调味品涨跌幅领先.5	
涨跌幅：2018 年食品饮料第 3，调味品涨幅领先.....5	
机构持股：3Q18 食品饮料基金仓位略升，白酒基金仓位略降.....6	
白酒：无需悲观，放缓但不会下滑，优质公司大有机会.....7	
2018 年放缓但未失速，集中度提升与消费升级趋势未变.....7	
预计 2019 年上市公司仍可增 15-20%.....9	
其它酒：黄酒龙头可重点关注..... 11	
葡萄酒：瓶装进口酒 2018 年首次出现下滑，需求低迷..... 11	
啤酒：需求无改善迹象，期待整合.....12	
黄酒：龙头激励机制有望完善.....12	
食品：乳品龙头竞争格局有望改善..... 14	
乳制品：伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓，若原奶价格温涨，龙头表现更佳..14	
肉制品：非洲猪瘟影响可控，双汇肉制品结构转型有望持续见效.....18	
调味品：品牌调味品拓展空间广阔，短期估值偏贵，需时间换空间.....20	
投资思路：从内部治理和外部环境改善，寻找超预期机会.. 21	
重点个股：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份..... 23	
贵州茅台：需求强劲，内部整治有助于渠道利润回流.....23	
山西汾酒：持续变革，未来利润弹性较高.....23	
伊利股份：2019 年龙头间竞争有望趋缓，业绩弹性值得期待.....23	
盈利预测与投资评级..... 24	
风险提示..... 25	



图表目录

图表 1. 2018 年食品饮料子行业分季度绝对收益对比	5
图表 2. 2018 年行业涨跌对比	5
图表 3. 2018 年股价驱动因素分析	6
图表 4. 食品饮料板块与白酒板块估算全仓仓位 (1Q07-3Q18)	6
图表 5. 白酒行业与上市公司营收增速对比	7
图表 6. 白酒行业与上市公司利润增速对比	7
图表 7. 白酒上市公司 2018 年 1-9 月经销商数量及同比增速	8
图表 8. 2018 年初至今白酒公司产品提价信息列表	8
续图表 8. 2018 年初至今白酒公司产品提价信息列表	8
图表 9. 2008 年至今茅台一批价	10
图表 10. 中国葡萄酒人均消费量远低于国际水平	11
图表 11. 2018 年 1-11 月国内葡萄酒产量同比降 7%	11
图表 12. 2018 年 1-9 月瓶装葡萄酒进口量同比降 2.6%	11
图表 13. 2018 年 1-9 月进口葡萄酒占比增 47.3%	11
图表 14. 2018 年 1-11 月国内啤酒产量同比下滑 0.3%	12
图表 15. 啤酒企业 2017 年 CR4 国内销量市占率 72%	12
图表 16. 1-3Q18 黄酒上市公司收入仅增长 0.8%	12
图表 17. 2017 年黄酒企业 CR3 收入市占率为 20%	12
图表 18. 古越龙山 2019 年发展规划	13
图表 19. 线下 UHT 产品市占率	14
图表 20. 线下低温酸奶市占率	14
图表 21. 蒙牛乳业与伊利股份毛利率对比	15
图表 22. 中国圣牧液态奶经营分部净利 (公告口径)	15
图表 23. 中国圣牧液态奶经营分部净利 (剔除应收款减值)	15
图表 24. 主产区生鲜乳均价走势	16
图表 25. 乳品行业销售费用率与原奶价格涨幅基本呈反向变动 (图)	16
图表 26. 乳品行业销售费用率与原奶价格涨幅基本呈反向变动 (表)	17
图表 27. 原奶价格变动描述	17
图表 28. 伊利与蒙牛毛销差变动与原奶价格涨幅的关系 (图)	18
图表 29. 伊利与蒙牛毛销差变动与原奶价格涨幅的关系 (表)	18
图表 30. 2018 年以来国内猪价变动	19
图表 31. 2018 年 1-11 月鲜、冷藏肉产量变动	19
图表 32. 国内猪肉消费量变动	19



图表 33. 双汇肉制品量价增速变动 (1Q16-3Q18)	20
图表 34. 调味品行业与上市公司收入增速对比	20
图表 35. 调味品行业与上市公司利润增速对比	20
图表 36. 食品饮料社零数据累计同比 (2013-2018.1-11)	21
图表 37. 2018 年食品饮料社零数据增速变动比较	21
图表 38. 中国 GDP 增速	21
图表 39. 2006 年-18 年 1-3 季度白酒行业收入增速	21
图表 40. 国内外烈性酒龙头公司 19 年 PE 比较	22
图表 41. 国内外食品龙头公司 19 年 PE 比较	22
图表 42. 贵州茅台盈利预测及估值	23
图表 43. 山西汾酒盈利预测及估值	23
图表 44. 伊利股份盈利预测及估值	23
图表 45. 重点公司盈利预测与评级	24

市场回顾：食品饮料小幅跑赢沪深300，调味品涨跌幅领先

涨跌幅：2018年食品饮料第3，调味品涨幅领先

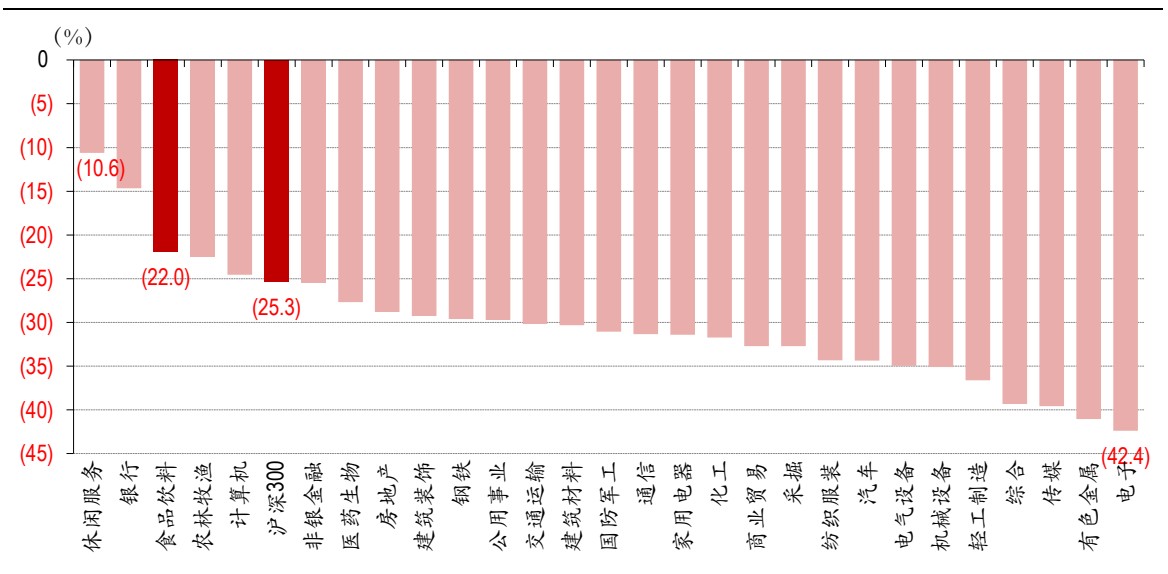
2018年，一级行业中，食品饮料排名第3，跌22.0%，跑赢沪深300（跌25.3%）；食品饮料子行业中，调味品、啤酒跑赢食品饮料行业整体，调味品涨11.0%、啤酒跌11.3%。

图表1. 2018年食品饮料子行业分季度绝对收益对比

行业分类(%)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018
调味发酵品	(16.4)	(6.5)	4.3	0.3	6.6	(1.4)	14.9	17.6	(2.4)	20.6	7.4	(12.3)	11.0
啤酒	(16.9)	2.8	8.7	(5.5)	4.9	(5.8)	(5.2)	(4.7)	2.9	(1.9)	(8.3)	(4.1)	(11.3)
食品饮料	(8.0)	9.5	0.7	5.9	9.5	7.7	11.5	(8.8)	(7.1)	7.8	(5.3)	(17.7)	(22.0)
肉制品	(6.4)	3.5	19.1	(0.1)	3.2	(0.7)	3.1	(20.3)	(3.3)	(2.9)	(8.9)	(9.2)	(22.3)
白酒	3.1	17.0	(1.2)	8.3	17.1	16.8	12.3	(3.2)	(7.6)	13.2	(6.1)	(22.0)	(23.4)
乳品	(15.0)	11.3	(1.8)	6.5	4.5	9.1	21.4	(21.0)	(11.5)	(3.8)	(8.0)	(10.7)	(30.0)
黄酒	(16.9)	9.4	(1.6)	8.3	(0.9)	(11.1)	3.6	(39.7)	(12.9)	(8.0)	(9.0)	(11.2)	(35.2)
葡萄酒	(11.5)	5.9	(0.8)	12.7	(2.3)	(18.8)	(1.9)	(48.5)	(3.0)	(24.3)	(3.3)	(22.7)	(45.1)

资料来源：万得，中银国际证券

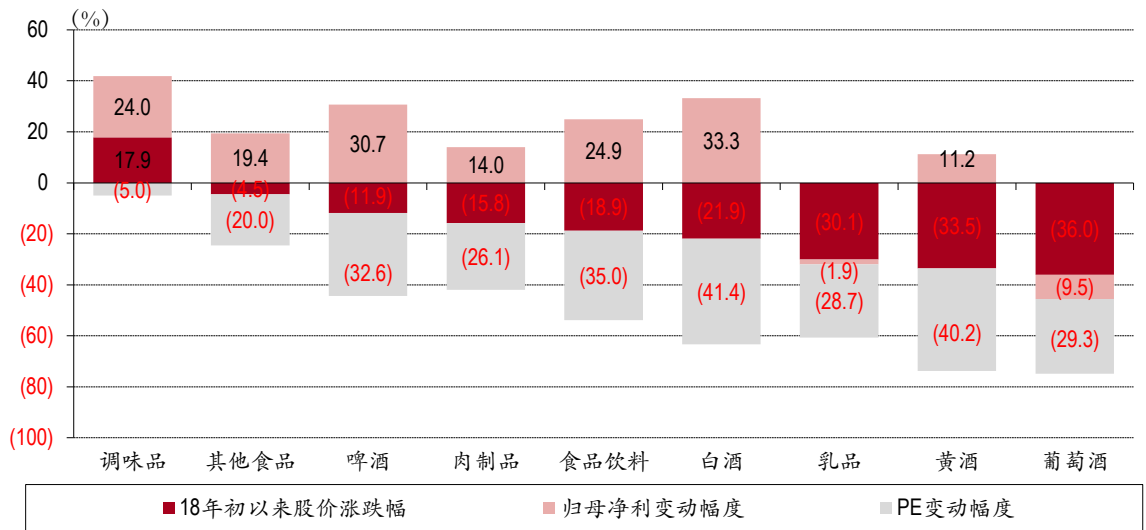
图表2. 2018年行业涨跌对比



资料来源：万得，中银国际证券

2018年食品饮料股价受到估值下杀影响，但业绩增长提供一定支撑。2018年，食品饮料所有子行业估值皆出现下杀，其中，调味品估值下杀幅度最小，白酒估值下杀幅度最大；但食品饮料多数子行业业绩实现增长（乳品、葡萄酒除外），为股价提供一定支撑。

图表 3. 2018 年股价驱动因素分析

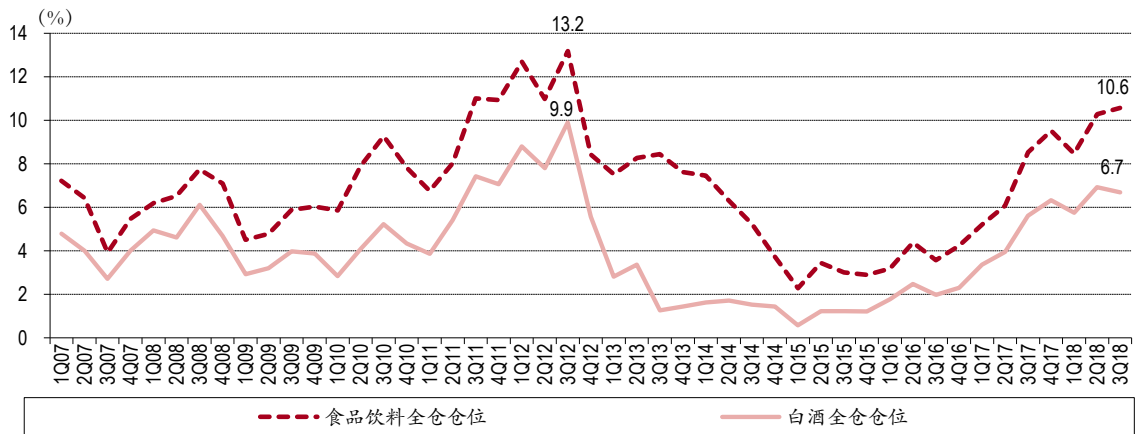


资料来源：万得，中银国际证券

机构持股：3Q18 食品饮料基金仓位略升，白酒基金仓位略降

根据我们测算，3Q18 基金重仓食品饮料股票市值占比 7.3%，环比升 0.2pct，同比升 1.7pct，基金重仓白酒股票市值占比 5.0%，环比降 0.2pct，同比升 1.2pct。从基金全仓仓位角度来看，根据估算，3Q18 基金全仓食品饮料股票市值占比 10.6%，基金全仓白酒股票市值占比 6.7%，仍然位于历史均值（食品饮料 6.9%，白酒 4.0%）与 3Q12 历史高点（食品饮料 12.9%，白酒 9.7%）之间。

图表 4. 食品饮料板块与白酒板块估算全仓仓位 (1Q07-3Q18)



资料来源：万得，中银国际证券

注：1、3 季度全仓仓位为中银食品饮料团队估算。

白酒：无需悲观，放缓但不会下滑，优质公司大有机会

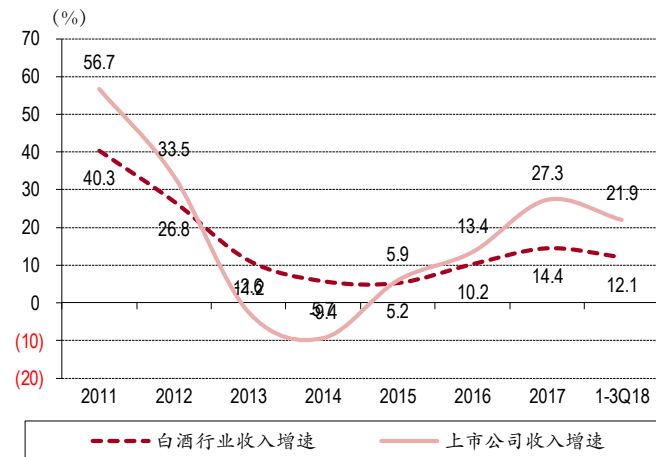
2018 年放缓但未失速，集中度提升与消费升级趋势未变

集中度提升与消费升级趋势不变，2018 年整体增速虽放缓，但未失速。白酒营收增速继续领跑食品饮料子行业，以上市公司为主体的品牌白酒延续增长态势，2018 年前 3 季度白酒营收、净利分别为 21.9%、29.8%，营收增速领先于其他子行业。财富效应，渠道扩张速度放缓，经济下滑担忧加剧导致企业控制发货节奏，这三点是增速下降的主要原因。

茅台降速另有原因，并非需求下滑。茅台 3Q18 收入增速 3.2%，低于市场预期，我们认为茅台情况较为特殊，一方面 2017 年同期基数过高，另一方面公司 9 月主动控制发货节奏稳定价格，预收款回升。茅台当前的实际需求非常强劲，渠道进货热情高，终端价格达到 1750 元左右，最新经销商大会规划提出 2019 年投放量超出市场预期。

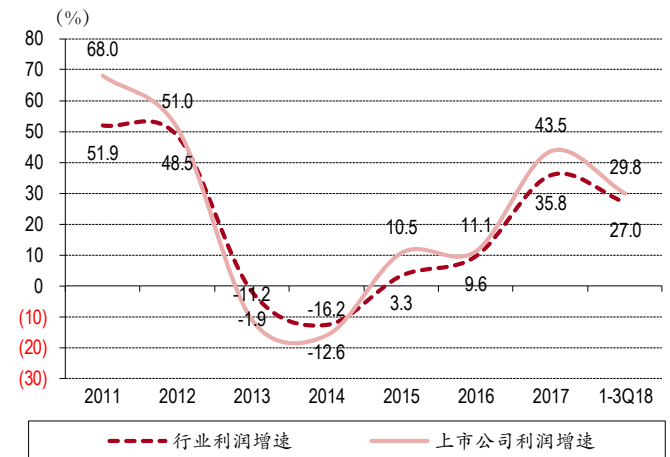
2018 年上市公司市占率继续上升。1-3Q18 上市公司营收超行业水平 10pct，预计 4Q18 茅台营收重新提速，2018 年全年增速差有望拉大。

图表 5. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：国家统计局，中银国际证券 注：行业数据用 18 年 1-10 月

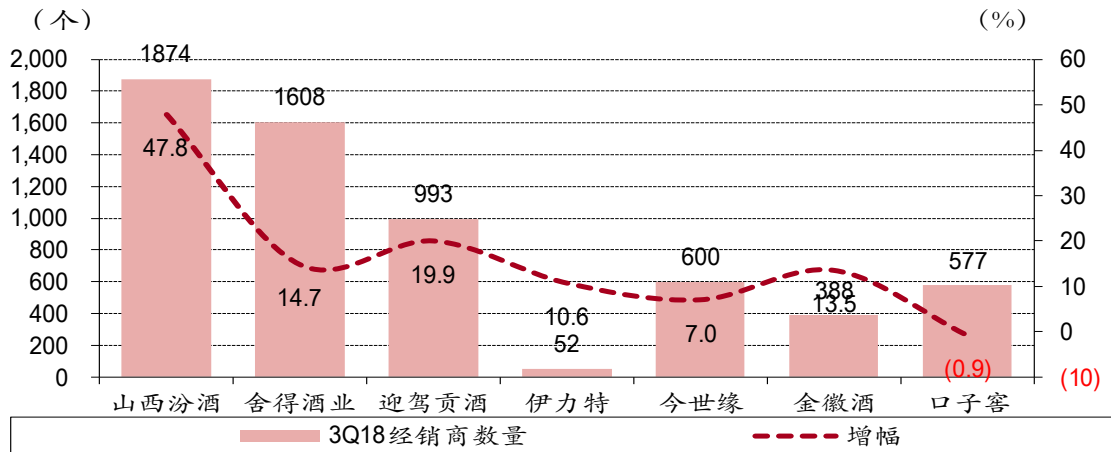
图表 6. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，中银国际证券 注：行业数据用 18 年 1-10 月

渠道扩张的红利可能减弱，但需求增速平稳下降。2018 年前三季度经销商数量普遍实现增长，渠道继续扩张，进一步下沉，不过增速相对 2017 年略有放缓。随着各个空白区域渠道布局的完成，渠道扩张的红利可能减弱，但因为中国市场广而深，腾挪空间大，需求增速平稳下降，不会出现断崖式下降。

图表 7. 白酒上市公司 2018 年 1-9 月经销商数量及同比增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

2018 年品牌白酒提价动作频繁, 产品结构升级趋势明显。2018 年茅台价格总体维持高位, 近期茅台价格持续回升, 一批价回升至 1750 元左右, 可继续带动各个价格带的品牌白酒价格上行。

图表 8. 2018 年初至今白酒公司产品提价信息列表

公司名称	提价日期	提价情况
茅台	2017/12/28	出厂价上调 18%。
	2018/8/2	赖茅酒 (传承): 终端指导价从过去的 398 提至 458; 目前在京东、1 号店等电商平台的自营店预约价为 899 元。 8 月 8 日, 贵州茅台酱香酒营销有限公司下发《关于茅台酱香系列酒建议指导零售价格的通知》
	2018/8/11	(1) 茅台迎宾酒: 2018 年的 53°500ml 茅台迎宾酒零售价为 128 元/瓶, 2017 年同款 138 元/瓶, 单瓶每年有 20 元的加价。53°500ml 茅台迎宾酒 (中国红) 2018 年价格为 198 元/瓶, 2017 年价格为 218 元/瓶, 也是按照每年上涨 20 元的标准执行。 (2) 53 度 500ml 茅台王子酒: 按年加价, 2018 年王子酒的零售价 228 元, 2017-2013 年, 每年加价 30 元; 而 2012-2011 年则每年加价 40 元。
五粮液	2018/1/11	45 度 500ml 五粮液指导零售价 980 元/瓶; 会员批发价 730 元/瓶; 68 度五粮液指导零售价 500ml 1180 元/瓶; 会员批发价 880 元/瓶。
泸州老窖	2018/5/21	总经销商产品结算价提 15%; 华东区域 52 度、38 度国窖 1573 经典装 500ml*6 供货价建议分别为 840 元/瓶、630 元/瓶; 团购价建议分别为 880 元/瓶、680 元/瓶。
	2018/6/19	52 度国窖 1573 (经典装) 线上渠道最新标价 1099 元。 窖龄 90 年:
	2018/11/8	52 度终端零售售价 498 元/瓶; 团购价 428 元/瓶。较之前分别提高 40 元与 20 元。 43 度终端零售售价 488 元/瓶; 团购价 418 元/瓶。 38 度终端零售售价 478 元/瓶; 团购价 408 元/瓶。
	2018/12/4	对河南全省老字号特曲价格进行调整。52 度老字号特曲经销结算价上调 20 元/500ml, 各渠道价格体系相应调整。
郎酒	2018/1/15	53 度 500ml 红花郎 10 年、15 年终端建议零售价分别上调至 458 元、698 元; 53 度 500ml 青花郎 (20 年) 终端建议零售价上调至 1198 元。

资料来源: 公司公告, 微酒新闻, 中银国际证券

续图表 8. 2018 年初至今白酒公司产品提价信息列表

公司名称	提价日期	提价情况
2018 年 12 月 30 日		
食品饮料行业 2019 年年度策略		



洋河	2018/2/15	海之蓝、天之蓝供货价每瓶分别提价4元、6元； 梦3、梦6、梦9商超渠道每瓶分别上调20元、40元、60元； 团购渠道分别上涨15元、30元、60元；烟酒店渠道分别上涨15元、30元、60元。
	2018/6/26	1. 海之蓝出厂价上涨4元/瓶，终端供货价上涨60元/箱 2. 天之蓝出厂价上涨6元/瓶，终端供货价上涨100元/箱 3. 海之蓝、天之蓝5.0升级版产品最新亮相 洋河对海之蓝、天之蓝、君坊，按计划外价格追加中秋促销量：
	2018/8/22	1、海之蓝、天之蓝分别提高3元/瓶、5元/瓶； 2、双沟珍宝坊·君坊计划外价格提高3元/瓶； 3、梦之蓝M3、M6将分别提高10元/瓶、20元/瓶； 4、梦之蓝M9，按照省内、省外及不同度数，提高100-200元/瓶。
	2018/10/1	从10月1日起，洋河海天梦系列、双沟珍宝坊系列将全面停货，同时大幅提高终端供货指导价。 海之蓝、天之蓝每瓶提价幅度分别超过10元、15元，梦之蓝M3、M6和M9每瓶提价幅度分别超过30元、50元和200元，双沟珍宝坊君坊每瓶提价5元左右。
口子窖	2018/3/1	终端产品提升10元/瓶，最高30元/瓶。
山西汾酒	2018/4/1	2013年53度出口玻汾（500ml*12）456元/箱，38元/瓶； 2014年53度出口玻汾（500ml*12）408元/箱，34元/瓶； 2015年53度出口玻汾（500ml*12）396元/箱，33元/瓶。
	2018/5/10	献礼版终端零售价调至95元/瓶；每箱（规格1X4）上调20元； 古5每箱上调40元、古8每箱上调80元、古16每箱上调240元；
	2018/10/1	亳州古井销售有限公司于9月17日下发通知，将公司核心单品古8终端成交价上调10元/瓶，于10月1日起执行。
今世缘	2018/6/27	相较于年前，国缘对开、四开系列终端价分别上浮20-40元/瓶，今世缘典藏10年和15年终端价则平均上浮15%左右；
	2018/8/20	国缘部分产品终端价平均上浮15%左右。 特级甲等：每500ml提价10元； 特级酒：每500ml提价4元； 优级甲等：每500ml提价3元； 优级酒：每500ml提价2元。
伊力特	2018/7/6	52度高度柔和红坛和紫坛酒鬼酒分别提价22、20元，且只提出厂价，终端价不变。上述两款产品的提价幅度在6%左右。
酒鬼酒	2018/7/15	水晶剑南春：统一零售价格调至418元； 珍藏级剑南春：统一零售价格调至558元； 金剑南K6：统一零售价格调至188元。
剑南春	2018/7/2	生态洞藏6、洞藏9以及洞藏16的终端供货价分别上调5元/瓶、12元/瓶以及15元/瓶； 迎驾银星以上产品全线调价。
	2018/1/1	生态洞藏系列单品：上调10-20元/瓶不等； 迎驾金星：上调30元/箱； 迎驾银星：上调20元/箱。
迎驾贡酒	2018/6/10	

资料来源：公司公告，微酒新闻，中银国际证券

预计2019年上市公司仍可增15-20%

要预测未来，先理解过去。我们判断过去两年上市公司高速增长的驱动因素主要有两个：（1）消费习惯和营销模式改变推动品牌白酒集中度快速提升；（2）主力品种价格上行，带动渠道扩张和补库存。经济复苏并非过去2年上市公司高增长的主因。

- 消费习惯和营销模式的变化，推动品牌白酒集中度快速提升，2016年-2018年上市公司市占率持续提升。2015年上市公司营收增速超行业水平0.8pct，2016年起4pct，2017年、2018年1-3季度都超过10pct。
- 2016年6月开始，茅台一批价从830元快速上涨，最高达到1800元，带动了全市场各个价格带上行，涨价预期推动渠道扩张和持续补库存。
- 经济复苏并非过去2年上市公司高增长的主因。本轮白酒全行业仅是弱复苏，统计局公布的2016年、2017年、2018年1-10月白酒行业收入增速为10%、14%、12%，我们判断这个数据体现了全

行业真实的增速，远低于上市公司水平。在此背景下，高景气度仅属于以上市公司为主体的品牌白酒，与其他白酒无关。

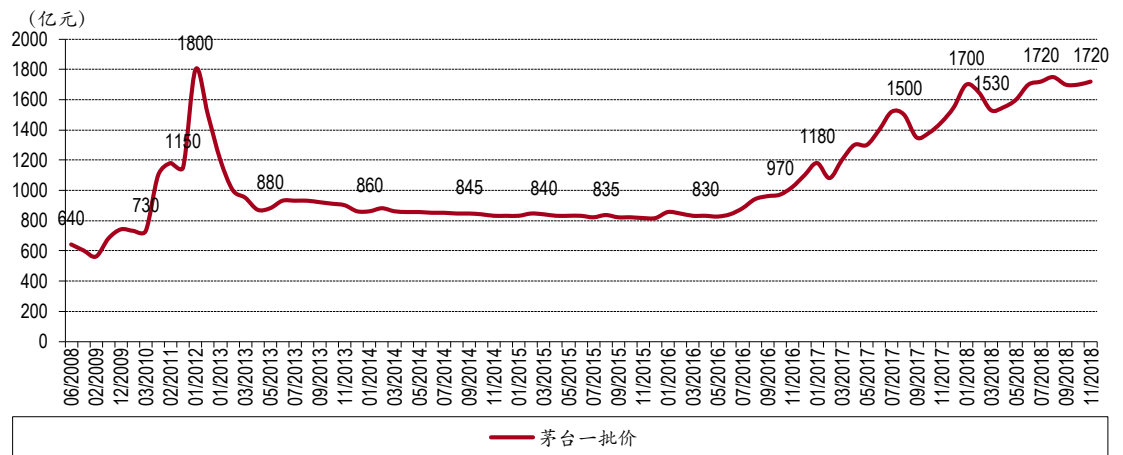
总体来看，这一轮白酒的调整与 2009-2014 年的白酒周期明显不同。

(1) 集中度提升的逻辑与消费升级的方向未变，2019-2020 年白酒增速放缓，但不会失速甚至下滑。从历史上看，白酒出现业绩和股价大级别的调整，主要由于重大突发事件的出现，如 2001-2002 年从量消费税率调整，2007-2008 年经济增速大幅下滑，2013-2014 年的整风运动，高库存仅是起到了推波助澜的作用。目前看，出现类似突发事件的概率较低。

(2) 2011 年茅台年初从 900 元快速上涨至 2011 年末 1800 元，上涨速度过快。2017-2018 年茅台多管齐下控制价格过热，2017 年初 1100 元，现阶段 1750 元。2018 年 9 月发货量低于预期，导致 3 季度业绩低于预期，说明茅台主观意愿上更倾向于保持价格稳定。展望未来 2 年，茅台价格大跌概率较低。

(3) 由于监控手段得到完善，企业管控能力提升，同时企业和经销商也吸取了上一轮周期渠道高库存的教训，相对而言库存风险小于 2012 年，如 2018 年山西汾酒、水井坊、舍得酒业等都有控货去库存的动作。

图表 9. 2008 年至今茅台一批价



资料来源：草根调研，中银国际证券

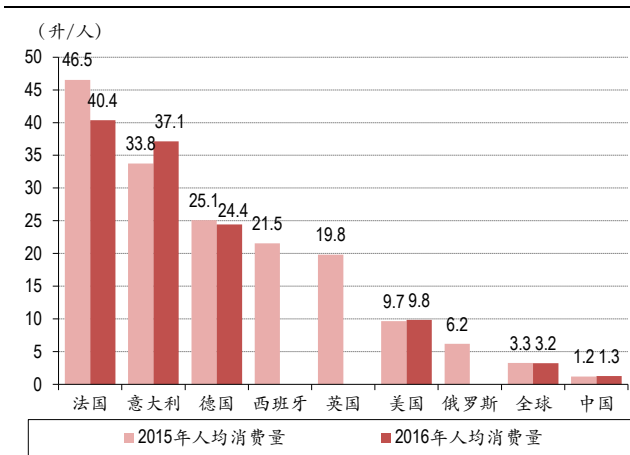
综合上述分析，我们判断，如果 2019 年经济放缓，渠道扩张红利减弱，行业可能降速至 10% 以内，上市公司也会降速，不过仅是从 25-30% 降到 15-20%，个位数增长、甚至下滑的概率较小。

其它酒：黄酒龙头可重点关注

葡萄酒：瓶装进口酒 2018 年首次出现下滑，需求低迷

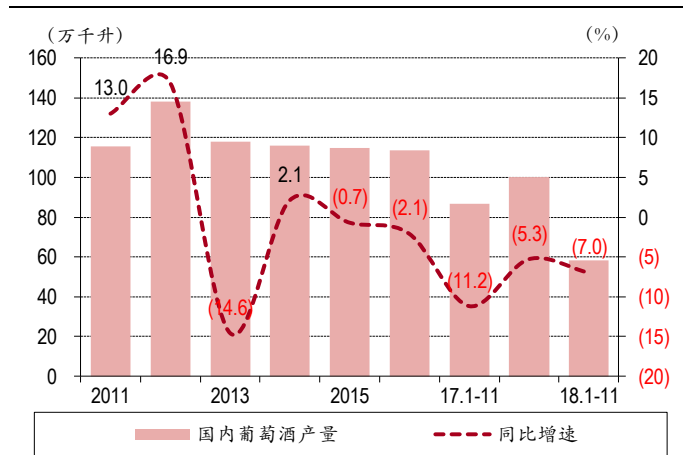
受财富效应和其它酒种的负面冲击较大，需求低迷。2018 年 1-11 月国内产量同比下降 7%，1-9 月瓶装葡萄酒进口量下滑 2.6%，首次出现下滑。关注张裕后续的营销改革进度。

图表 7. 中国葡萄酒人均消费量远低于国际水平



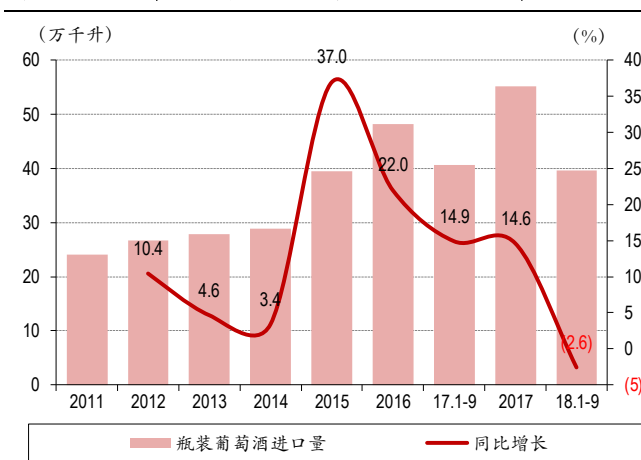
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2018 年 1-11 月国内葡萄酒产量同比下降 7%



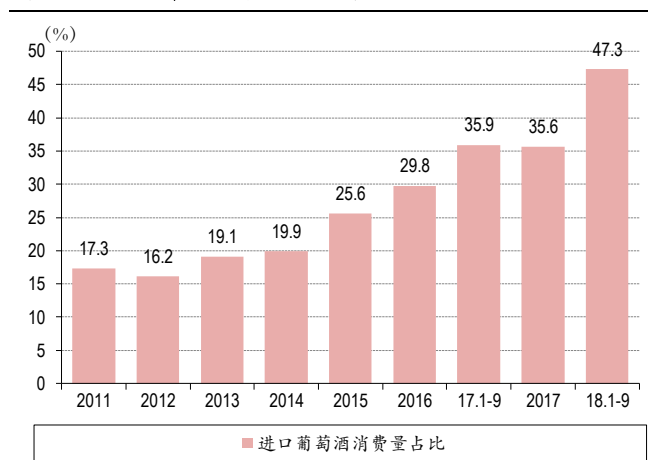
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 9. 2018 年 1-9 月瓶装葡萄酒进口量同比降 2.6%



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 10. 2018 年 1-9 月进口葡萄酒占比增 47.3%

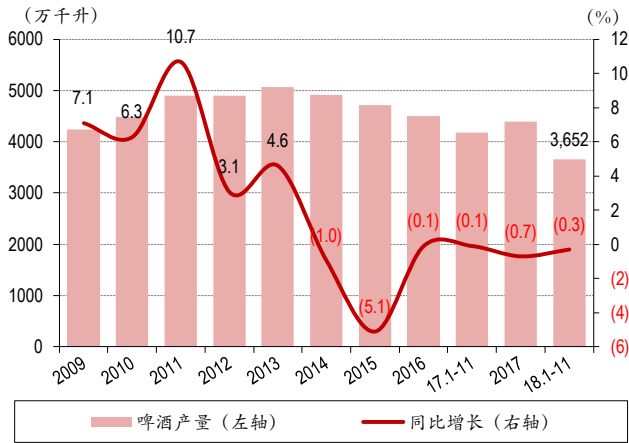


资料来源：国家统计局，中银国际证券 注：18 年产量统计口径调整

啤酒：需求无改善迹象，期待整合

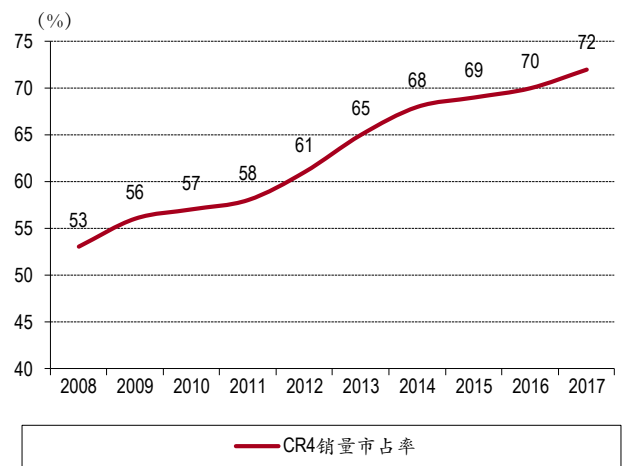
啤酒销售无改善迹象，期待行业整合。2018年1-11月行业产量同比下降0.3%。根据公司公告与统计局数据测算，2017啤酒企业CR4（青啤、燕京、华润、百威英博）国内销量市场份额72%。期待啤酒龙头2019年能实现强强联合，带来净利率提升的机会。

图表 11. 2018年1-11月国内啤酒产量同比下滑0.3%



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 12. 啤酒企业 2017 年 CR4 国内销量市占率 72%



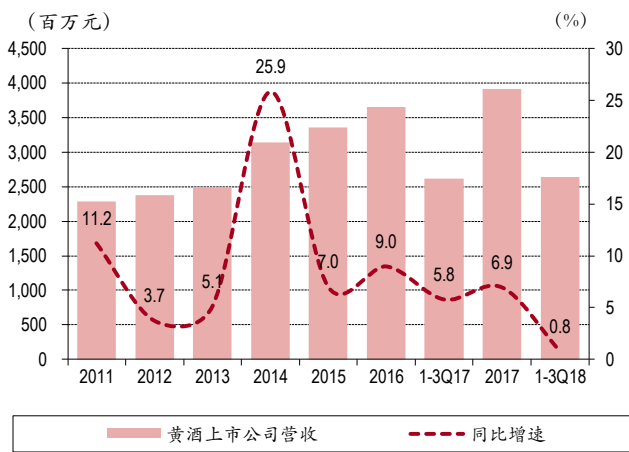
资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券

黄酒：龙头激励机制有望完善

黄酒需求平稳，龙头激励不足制约行业发展。黄酒行业增速明显落后于白酒，1-3Q18 黄酒上市公司收入仅增长0.8%，一方面其它酒种对黄酒需求挤压较大，另一方龙头企业激励机制不够完善。

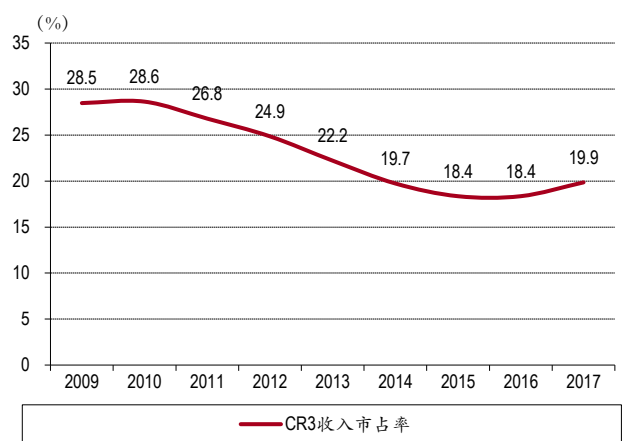
长远来看，如果龙头能够完善激励，集中资源做好潜力巨大的江浙沪市场，有望实现较快增长。

图表 13. 1-3Q18 黄酒上市公司收入仅增长 0.8%



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 14. 2017 年黄酒企业 CR3 收入市占率为 20%



资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券

古越龙山 2018 年高管团队调整，向市场释放了重要信号，激励机制有望完善。公司于 2018 年 7 月 17 日发布公告，任命钱肖华先生为公司董事长，柏宏先生为公司总经理，新一届的领导班子值得期待，董事长钱肖华上任以后对公司未来发展提出十二字方针：“扩队伍、削产品、拓市场、抓激励”，并对媒体公开表态“古越龙山三年业绩翻番的目标”。



图表 15. 古越龙山 2019 年发展规划

项目	具体内容
收入规划	三年翻番
发展路径	走高端，重塑黄酒高端地位；重创新，做大黄酒产业；高标准，打造黄酒产业园二期项目和黄酒小镇建设，以营销为突破口，推进企业改革，释放黄酒产业活力，努力推进黄酒产业在新时期高质量发展。
战略方针	扩队伍、削产品、拓市场、抓激励
品牌定位	定位高端，目标瞄准黄酒中的“茅台”。 重新定位古越龙山、女儿红、沈永和、状元红、鉴湖五大品牌，形成“一高一低一新一特一精”品牌新格局，协同推进企业大发展。
产品策略	构建“1255N”的产品结构体系。聚焦大单品、聚焦中高端，未来形成每只品牌若干只大单品的格局。三百年老字号“沈永和”走大众亲民路线。“女儿红”走新时尚之路，在全国市场与古越龙山比翼齐飞。“状元红”定位为“特色”品牌，加强文创、婚庆等方向的产品开发与运营，探索“吃绍兴菜喝绍兴酒”为特色的连锁型酒楼经营发展之路，以及营销模式创新的探索。“鉴湖”走精品路线，舍弃“大而全”，追求“小而美”，依托中国黄酒行业首个工业遗址的优势，走小规模精酿之路，打造酒庄经济，做好做足体验文章。
销售体系	由原来 6 个分公司、21 个分部，缩编合并成 8 个分公司、9 个分部，提高大区块协同运作能力。
区域规划	未来公司要打造 1 个超 7 亿级规模市场，2 个超 3 亿级规模市场、2 个超 2 亿级规模市场、3 个超 1 亿级规模市场、10 个超 5000 万级规模市场、7 个超 3000 万级规模市场。

资料来源：公司官网，中银国际证券

食品：乳品龙头竞争格局有望改善

乳制品：伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓，若原奶价格温涨，龙头表现更佳

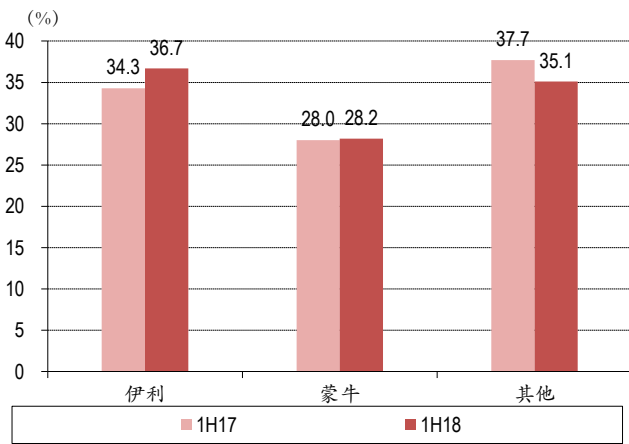
我们判断 2019 年伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓，主要基于：

(1) 2018 年伊利与蒙牛较高强度费用投放并未改变两者间竞争格局，且龙头领先优势明显，可能不断在行业内进行资源整合，带动行业集中度进一步提升。

根据尼尔森，1H18 线下 UHT 产品市占率蒙牛\伊利分别提升 0.2\2.4pct，线下低温酸奶市占率蒙牛\伊利分别提升 0.2\0.8pct。从数据上看，伊利提升幅度高于蒙牛，但尼尔森数据采样方式或存在一定偏差，我们认为实际上伊利蒙牛两者市占率相对变化不大，即较高强度费用投放并未改变两者之间的竞争格局。

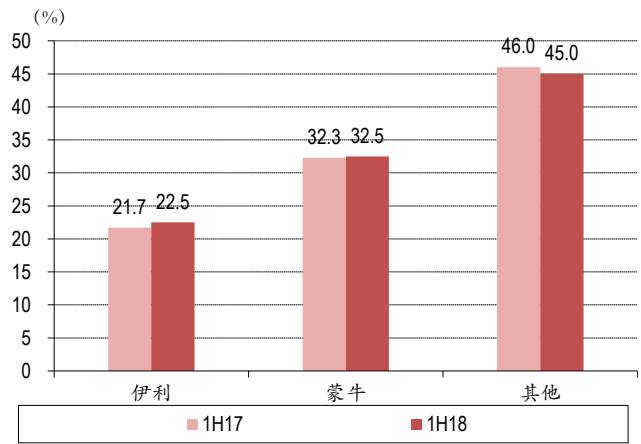
2012 年开始，原料奶生产企业，如现代牧业、中国圣牧等，凭借奶源优势向下游乳制品领域进军，一定程度上加剧了行业竞争激烈程度。随着奶价走低，原料奶生产企业陷入困境，现代牧业目前由蒙牛持股 61%，圣牧也拟将下游乳制品业务 51% 股权出售于蒙牛。龙头领先优势愈发明显，2017-2018 年小型乳企加速淘汰，未来部分中大型乳企也可能被伊利和蒙牛收编，行业集中度可以进一步提升，整体竞争格局有望持续改善。

图表 19. 线下 UHT 产品市占率



资料来源：尼尔森

图表 20. 线下低温酸奶市占率



资料来源：尼尔森

(2) 2019 年蒙牛提升经营利润率与维持净利较快增长的难度边际上升。

2019 年蒙牛经营利润率提升的难度边际上升：

1H18 蒙牛经营利润率同比降 0.5pct，EBITDA 率同比升 0.2pct，费用率大幅上升的情况下 (+4.7pct)，主要通过毛利率提升 (+3.6pct) 维持利润率基本稳定，但 1H18 蒙牛毛利率达 39.2%，创蒙牛历史最高水平，且高于伊利历史最高水平。

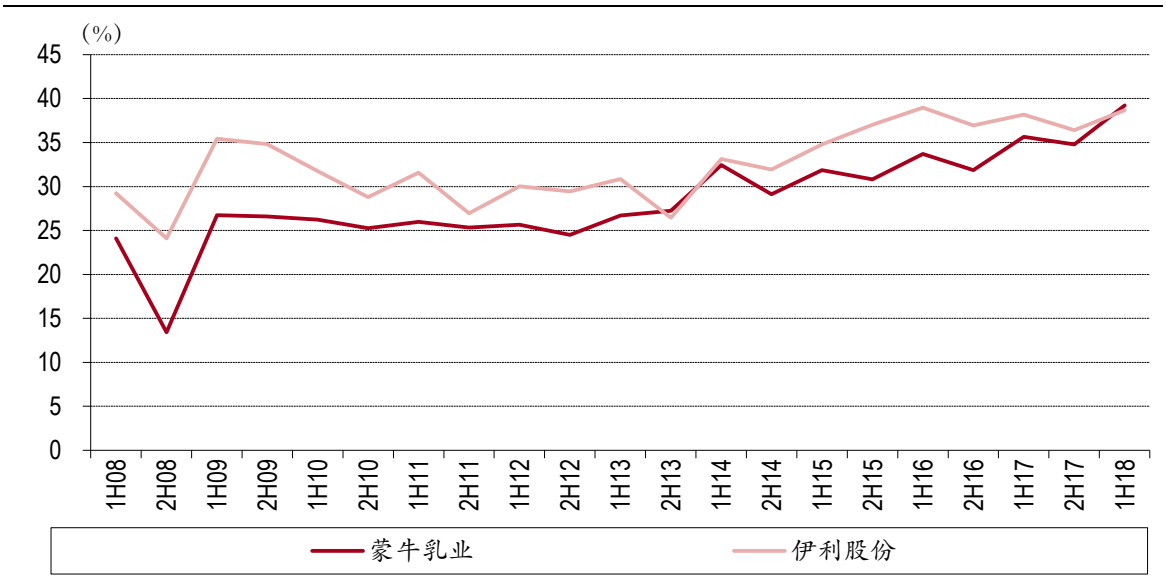
蒙牛拟作价 3 亿收购中国圣牧下游乳制品业务链 51% 股权，中国圣牧已于 12 月 21 日公告，对圣牧高科奶业和呼和浩特乳品两家公司一次性计提 10.6 亿元应收款减值拨备。结合公司公告表述，我们判断中国圣牧应收款减值主要来自液态奶经营分部，加回剔除税盾后的应收款减值，圣牧液态奶经营分部 2017 年和 1H18 分别亏损 5.6 亿和 2.1 亿。我们认为，圣牧液态奶业务重新梳理需要一定时间，蒙牛收购圣牧下游乳制品业务 51% 股权，短期内利润率可能略受影响。

2019 年蒙牛维持净利较快增长的难度也将边际上升：

此外，若剔除雅士利扭亏和现代牧业减亏，1H18 蒙牛归母净利润同比增 1.2%，2019 年随着利润基数抬升，维持净利较快增长的难度也将边际提升。

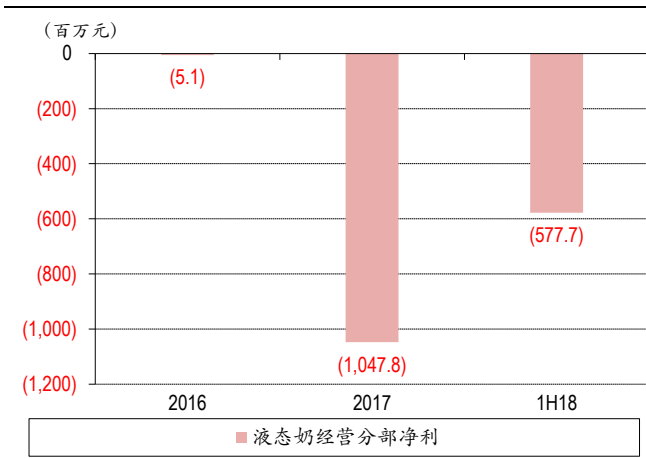
近期，蒙牛授予购股权对核心管理层进行激励，购股权授予条件与 2019-2021 年三年业绩挂钩，我们认为未来三年，蒙牛管理层既会考虑收入增长，也会考虑利润增长。

图表 21. 蒙牛乳业与伊利股份毛利率对比



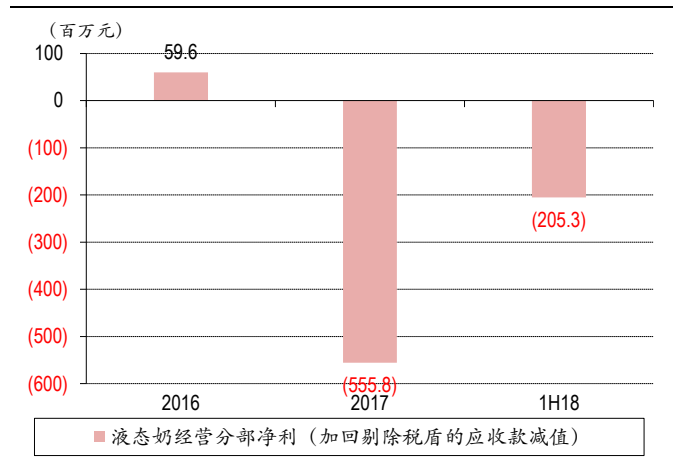
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 22. 中国圣牧液态奶经营分部净利（公告口径）



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 23. 中国圣牧液态奶经营分部净利（剔除应收款减值）

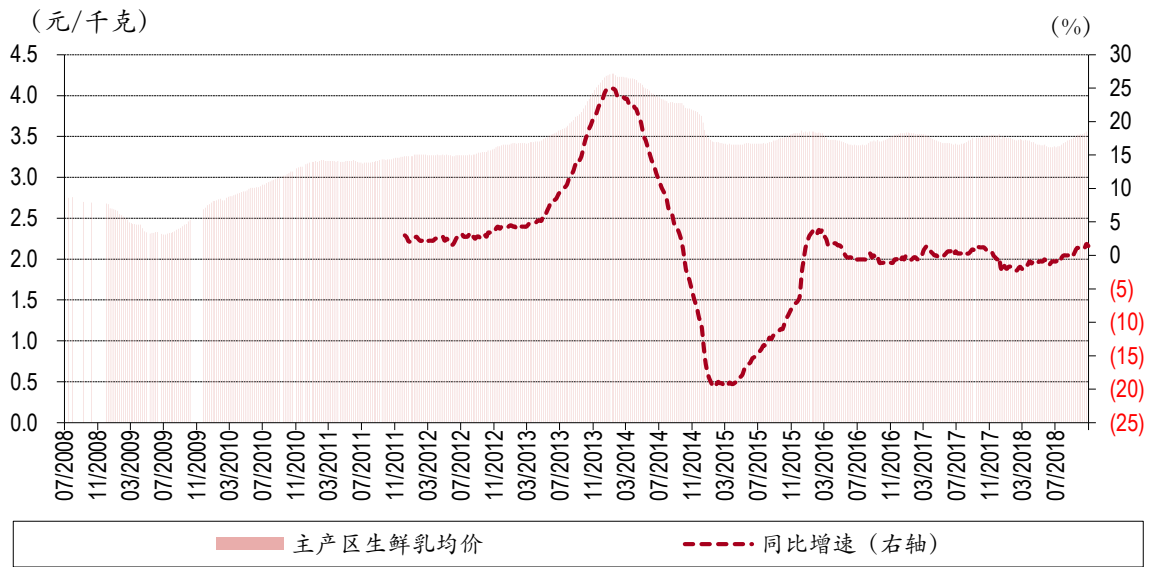


资料来源：公司公告，中银国际证券

注：根据中国圣牧公告，我们判断应收款减值主要来自液态奶经营分部

(3) 预计 2019 年原奶价格温和上涨，伊利和蒙牛可能因此降低费用投放强度。根据 USDA 于 10 月 17 日发布的最新预测，2019 年中国乳制品消费量将延续稳健增长态势，但原奶产量将同比降约 1%，主要因饲料成本上涨与环保执法力度增强加速小型牧场退出。根据 USDA，中国对美国进口大豆与苜蓿草加征额外 25% 关税，预计导致中国原奶生产成本上涨约 6%；但中国前 8 大乳制品公司采购国内超过 70% 的原奶，议价权较强。因此，我们认为 2019 年国内原奶价格涨幅将小于生产成本，即温和上涨 3-5%。面临成本压力，我们认为伊利和蒙牛可能因此降低费用投放强度。

图表 24. 主产区生鲜乳均价走势

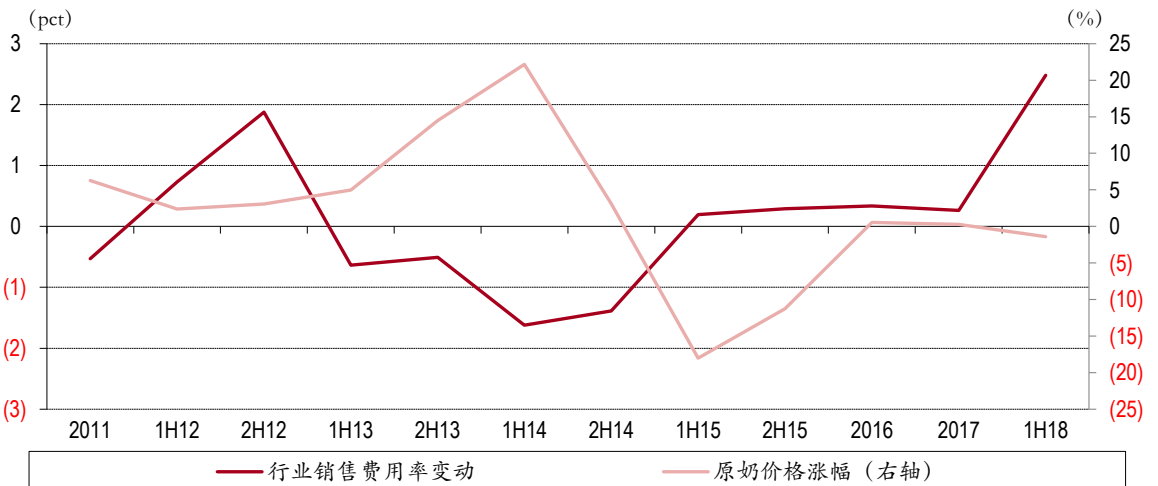


资料来源：农村农业部，万得，中银国际证券

行业：原奶价格上涨，行业销售费用率下降，竞争趋缓。

乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈反向变动。根据农村农业部与国家统计局可得的历史数据进行分析，规模以上乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈方向波动，仅 2012 年出现例外。我们认为，原奶价格上涨时，小型杂牌乳企受制成本压力不得不收缩战线直至退出市场，中大型乳企在以往奶价低迷时保护奶农利益过度收奶的情况减少、相应调整营销策略，因而行业销售率下降，竞争趋缓。2012 年原奶价格上涨，但行业销售费用率亦出现上升，我们认为可能与 2012 年乳品行业增长放缓有关（收入增速从以往 20% 降至 15%），乳企尚未适应新的变化，希望通过逆势促销维持原有收入增长。

图表 25. 乳品行业销售费用率与原奶价格涨幅基本呈反向变动 (图)



资料来源：农村农业部，国家统计局，中银国际证券



图表 26. 乳品行业销售费用率与原奶价格涨幅基本呈反向变动 (表)

时间	行业销售费用率变动 (pct)	原奶价格涨幅 (%)
2011	(0.53)	6.29
1H12	0.73	2.40
2H12	1.88	3.07
1H13	(0.63)	4.98
2H13	(0.51)	14.47
1H14	(1.62)	22.17
2H14	(1.39)	3.10
1H15	0.20	(18.03)
2H15	0.29	(11.24)
2016	0.33	0.56
2017	0.26	0.27
1H18	2.48	(1.42)

资料来源: 农村农业部, 国家统计局, 中银国际证券

龙头: 原奶价格温和上涨环境中, 龙头盈利能力增强, 伊利表现更加突出。

原奶价格温和上涨的界定。根据农村农业部, 1H10-1H18 各半年度中, 原奶价格同比涨跌幅在-18%至25%间变动, 我们认为原奶价格涨幅大于1%且小于10%的情形可以称为温和上涨, 则原奶价格温和上涨的半年度包括2H11、1H12、2H12、1H13、2H14、1H16。

我们从毛销差变动角度切入, 以此反映乳企包括买赠在内的费用投放强度和盈利能力变化。(1) 毛销差变动可以将计算在毛利率的同品买赠纳入考虑范畴; (2) 毛销差变动主要受原料成本、产品结构升级、买赠促销力度、广告推广费用等变动的的影响。

图表 27. 原奶价格变动描述

原奶价格涨幅 (%)	原奶价格变动描述
$(-\infty, -1)$	下跌
$[-1, 1]$	持平
$(1, 10]$	温和上涨
$(10, +\infty)$	大幅上涨

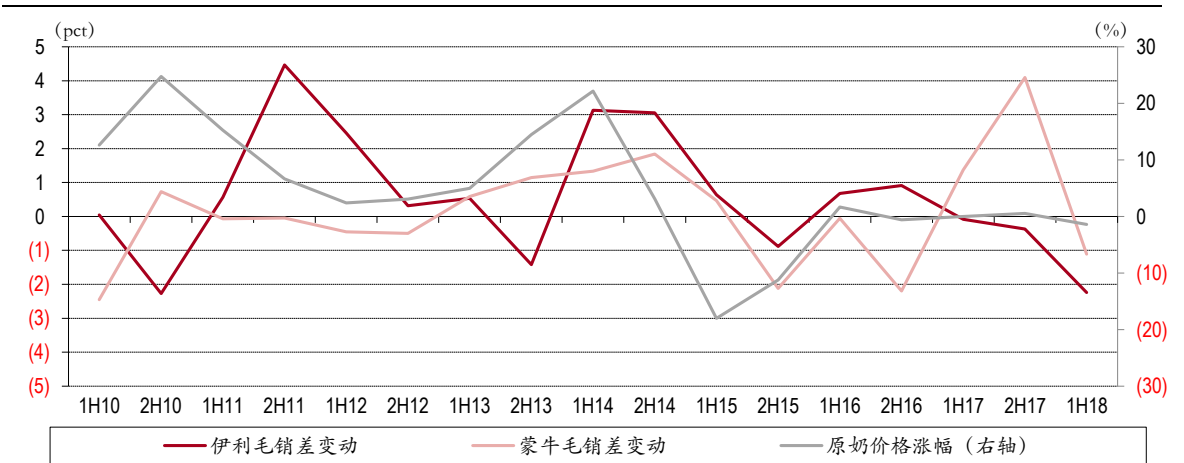
资料来源: 中银国际证券

原奶价格温和上涨环境中, 龙头费用投放趋缓、盈利能力增强, 伊利表现更加突出。

(1) 原奶价格温和上涨环境中, 伊利毛销差皆为上升。2H11\1H12\2H12\1H13\2H14\1H16 原奶价格分别温和上涨 6.7%\2.4%\3.1%\5.0%\3.1%\1.7%, 对应伊利毛销差分别提升 4.5\2.5\0.3\0.5\3.1\0.7pct, 对应蒙牛毛销差变动为 0.0\ -0.4\ -0.5\ +0.6\ +1.8\ 0.0pct, 其中仅 1H12\2H12 蒙牛毛销差例外、出现下降, 我们认为可能与管理层调整、公司变动有关。

(2) 伊利毛销差提升基本出现在原奶价格温和上涨的环境中。1H10-1H18 共计 17 个半年度中, 其中 10 个半年度伊利毛销差提升, 这其中 6 个是在原奶价格温和上涨的环境中实现, 2 个是在价格大幅上涨中实现, 2 个是在价格下跌中实现。

图表 28. 伊利与蒙牛毛销差变动与原奶价格涨幅的关系 (图)



资料来源: 农村农业部, 公司公告, 中银国际证券

图表 29. 伊利与蒙牛毛销差变动与原奶价格涨幅的关系 (表)

时间	伊利毛销差变动 (pct)	蒙牛毛销差变动 (pct)	原奶价格涨幅 (%)
1H10	0.04	(2.46)	12.63
2H10	(2.27)	0.73	24.74
1H11	0.56	(0.07)	15.23
2H11	4.46	(0.04)	6.67
1H12	2.46	(0.45)	2.40
2H12	0.31	(0.50)	3.07
1H13	0.54	0.59	4.98
2H13	(1.42)	1.15	14.47
1H14	3.13	1.33	22.17
2H14	3.05	1.84	3.10
1H15	0.64	0.47	(18.03)
2H15	(0.88)	(2.12)	(11.24)
1H16	0.68	(0.06)	1.66
2H16	0.91	(2.19)	(0.60)
1H17	(0.08)	1.37	0.01
2H17	(0.37)	4.10	0.56
1H18	(2.25)	(1.11)	(1.42)

资料来源: 农村农业部, 公司公告, 中银国际证券

肉制品: 非洲猪瘟影响可控, 双汇肉制品结构转型有望持续见效

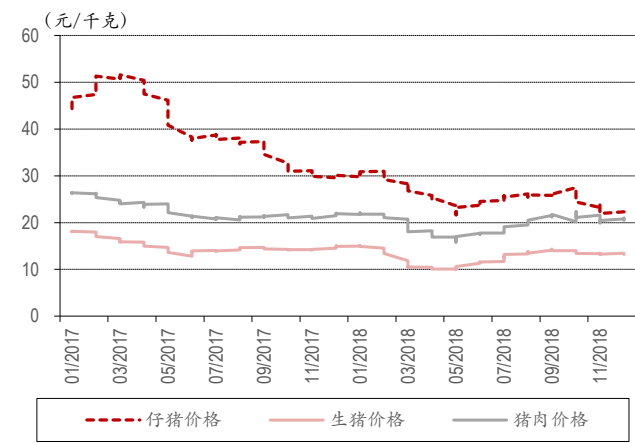
8月起至今国内共出现 98 起非洲猪瘟疫情。根据农村农业部, 自 8 月 3 日国内发生首起非洲猪瘟疫情以来, 截至 12 月 25 日, 国内共计发生 98 起疫情, 涉及 19 个省和 4 个直辖市, 对行业产生一定影响:

(1) 8-11 月国内鲜、冷藏肉产量同比下滑。根据国家统计局, 2018 年 1-11 月, 国内鲜、冷藏肉产量同比增 1.1%, 其中 1-7 月产量同比增 12.1%, 8-11 月产量同比降 19.0%。

(2) 非洲猪瘟导致猪价降幅收窄, 南北价差拉大。根据畜牧业信息网, 2018 年以来 (至 12 月 21 日), 生猪价格同比降 15%, 猪肉价格同比降 13%, 仔猪价格同比降 36%。其中, 1-7 月生猪价格同比降 22%, 猪肉价格同比降 19%, 仔猪价格同比降 42%; 8-12 月生猪价格同比降 6%, 猪肉价格同比降 2%, 仔猪价格同比降 26%。根据国家统计局, 12 月 20 日全国外三元生猪市场价为 13.4 元/千克, 根据博亚资讯, 12 月 20 日南北价差最高达到 10.8 元/千克 (四川成都 20.0 元/千克、吉林长春 9.2 元/千克), 2017 年同期价差为 0.7 元/千克。

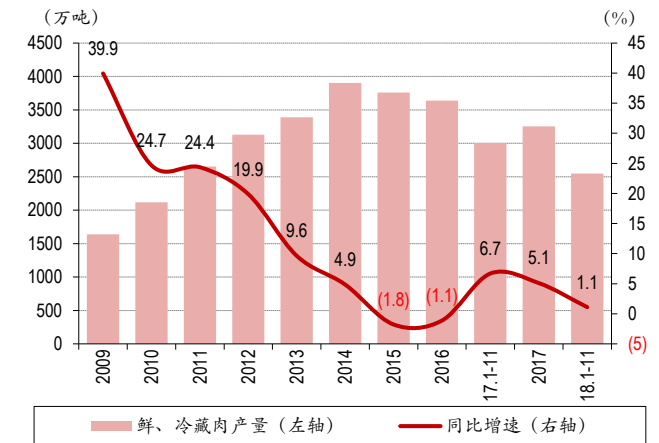
(3) 累计扑杀生猪占存栏量比例很小。目前累计扑杀生猪约 60 万头, 但仅占生猪存栏量的 0.2% (截至 2018 年 11 月, 生猪存栏量为 32,306 万头)。

图表 30. 2018 年以来国内猪价变动



资料来源：国家统计局，中银国际证券
注：截至 2018 年 12 月 21 日

图表 31. 2018 年 1-11 月鲜、冷藏肉产量变动



资料来源：国家统计局，中银国际证券

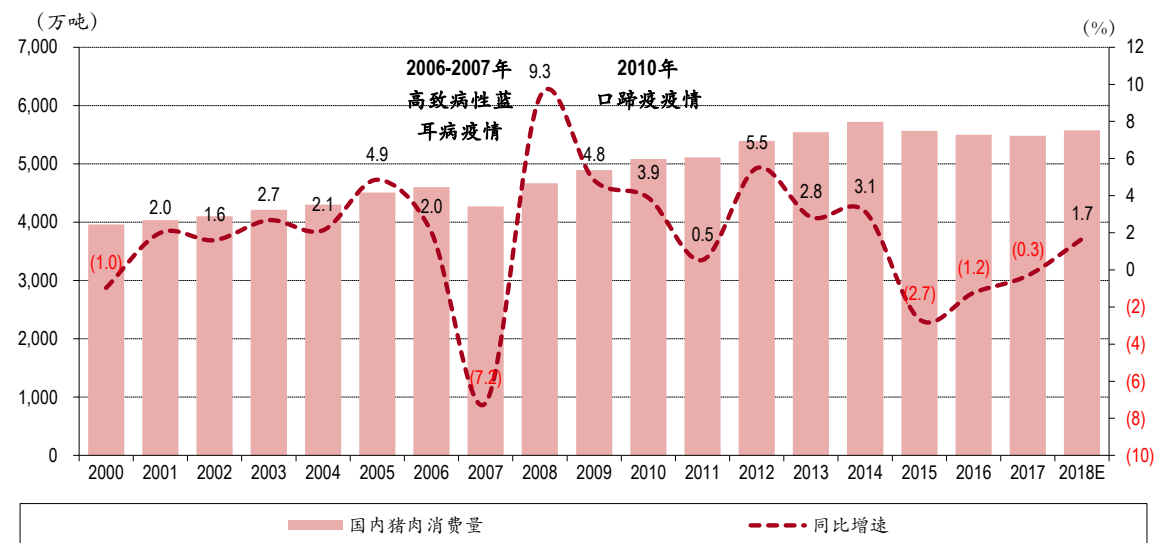
消费端：长期看，非洲猪瘟不会影响猪肉消费趋势

从历史上看，通过分析疫情和食品安全事件，且非洲猪瘟并非人畜共患病，我们认为非洲猪瘟疫情并不会影响猪肉消费的长期趋势。

(1) 2006-2007 年高致病性蓝耳病疫情：2006 年 5 月起蓝耳病疫情开始在部分省份出现，2007 年蔓延至全国范围，持续时间一年半左右。根据维基百科，蓝耳病，即猪繁殖和呼吸道障碍综合征，可导致母猪出现繁殖障碍及仔猪出现严重呼吸道疾病，非人畜共患病。2006-2007 年国内猪肉消费量比 2004-2005 增加 0.7%。

(2) 2010 年口蹄疫疫情：2010 年初开始在广州爆发，后蔓延至全国，持续时间一年左右。根据维基百科，口蹄疫是牛和猪的一种非致命病毒传染病，人类可能通过接触受感染动物而罹患口蹄疫，但这种情况很罕见。因为口蹄疫病毒对胃酸敏感，所以人类通常不会通过食用肉类感染口蹄疫病毒。2010 年国内猪肉消费量同比增 3.9%。

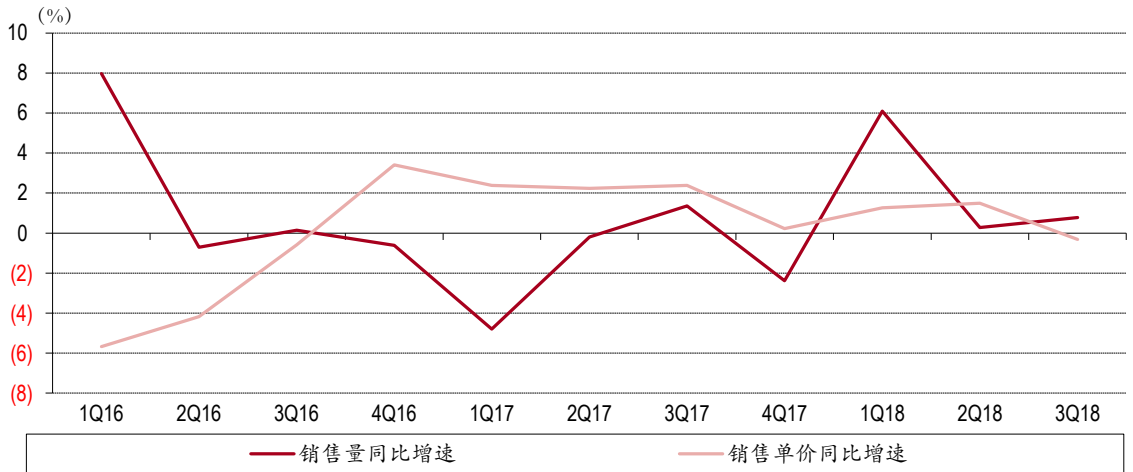
图表 32. 国内猪肉消费量变动



资料来源：USDA，国家农业部，中银国际证券

双汇-肉制品结构转型有望持续见效。受非洲猪瘟影响，预计 2019 年猪价高于 2018 年，区域价差拉大，公司屠宰利润率可能有所下降，但通过低价区域上量、高价区域限量的措施能够一定程度缓解；肉制品结构转型有望持续见效，带动量价齐升，部分抵消猪原料成本上升影响，此外提价亦有可能，肉制品利润率可能稳中有升，总体看，我们判断公司 2019 年整体利润率可以保持稳定。

图表 33. 双汇肉制品量价增速变动 (1Q16-3Q18)



资料来源：公司公告，中银国际证券

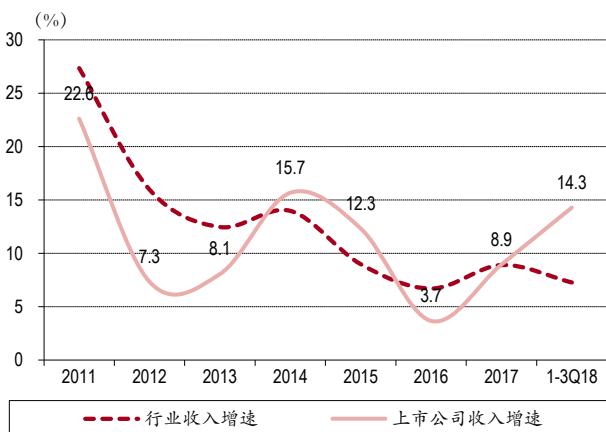
调味品：品牌调味品拓展空间广阔，短期估值偏贵，需时间换空间

行业集中度低，存在大量杂牌企业，品牌调味品拓展空间广阔，可持续收割市场份额。根据调味品协会和国家统计局数据测算，2017 年酱油行业 CR2 (海天味业、中炬高新) 为 23.9%，同比提升 1.4pcts。根据国家统计局，2018 年 1-10 月，调味品行业收入同比增 6.9%；2018 年 1-9 月，调味品上市公司收入同比增 14.3%，增速更快。行业增速虽然略有放缓，但领先企业持续收割市场份额趋势已现。

随着品牌调味品在品牌、规模、渠道等方面的优势日益明显，2019 年有望加速收割杂牌企业市场份额。海天不断巩固龙头优势，根据凯度，2018 年海天消费家庭渗透率达到 73.2%，购买家庭数量同比增 5.7%；中炬董事会换届落地，宝能入主，机制有望革新，经营效率提升可期，品类拓展、区域扩张、全渠道发展空间广阔。

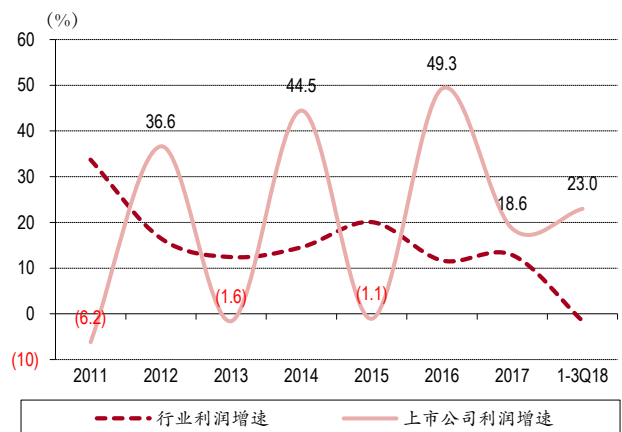
相对其它食品子行业，调味品增长的确信性和速度更佳，短期估值偏贵，需要用时间换空间。

图表 34. 调味品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 35. 调味品行业与上市公司利润增速对比

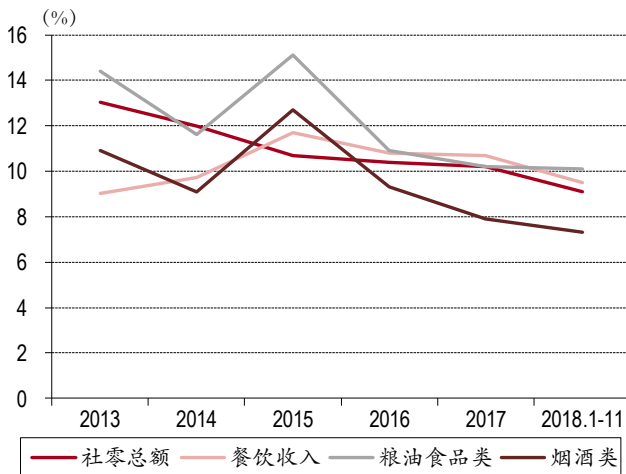


资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

投资思路：从内部治理和外部环境改善，寻找超预期机会

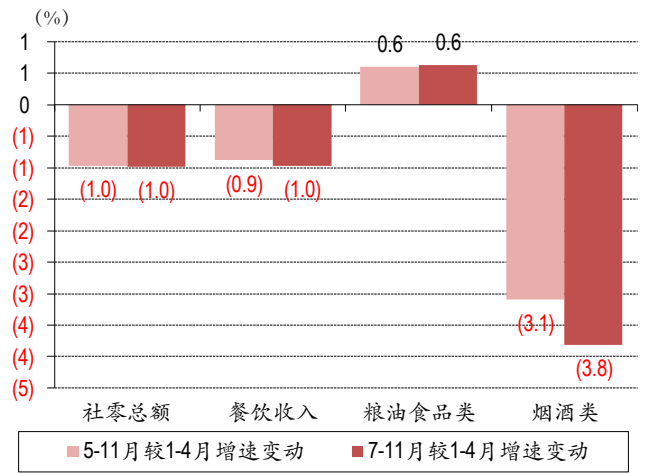
5月以来食品饮料社零数据表现稳健，显示市场此前的担忧过于悲观。2018年5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，创2003年6月以来新低，市场彼时担忧后续消费增速出现趋势性下滑。5月以来食品饮料社零数据表现稳健，我们将5-11月、7-11月社零增速与1-4月社零增速进行对比，（1）与2017年同期对比，2018年7-11月增速同比降幅相比5-6月收窄；（2）2018年内部对比，5-11月社零总额增速较1-4月下降1.0pct，粮油食品类增速较上升0.6pct，餐饮收入下降1.0pct，仅烟酒类增速降幅较大（下降3.8pct）。

图表 36. 食品饮料社零数据累计同比 (2013-2018.1-11)



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

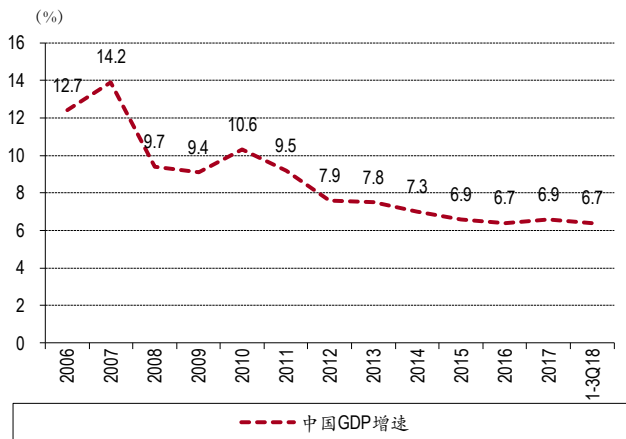
图表 37. 2018 年食品饮料社零数据增速变动比较



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

如果 2019 年经济增速小幅放缓，我们判断对白酒的影响总体可控。2011 年-2012 年 GDP 增速放缓，从 9.5% 降至 7.9%，导致白酒行业收入增速从 2011 年 40% 降到 2012 年 26%。2013 年增速大幅下降则与经济无关，而是出现了整风运动这种突发事件。如果 2019 年经济小幅放缓，会导致行业增速从 2018 年的 13% 小幅下降至 10% 以内，但不会出现下滑，同时上市公司还可继续超越行业 10pct。

图表 38. 中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 39. 2006 年-18 年 1-3 季度白酒行业收入增速



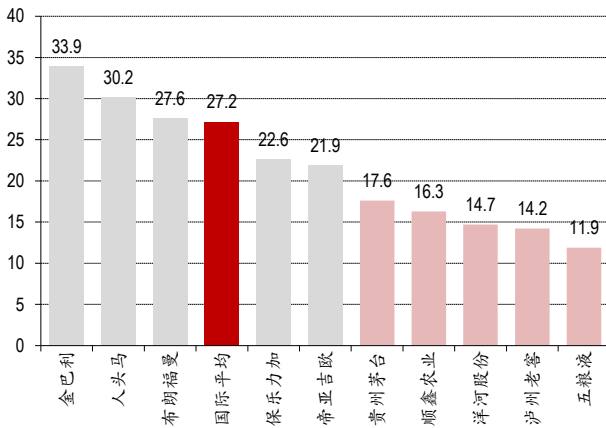
资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

食品板块盈利能力具有一定防御性。2008-2009、2011-2012、2014-2015 年是经济下滑较为明显的时期，我们在这三个时期回顾食品制造业利润增速变化，2009 年和 2011 年行业利润增速并未随 GDP 增速下降而下降。具体看子行业，2011 年和 2014 年乳制品，2009 年和 2015 年内制品行业，2008、2011、2015 年调味品行业利润增速并未下降。

当前白酒和乳企龙头估值都处于合理或偏低位置，下行空间不大。

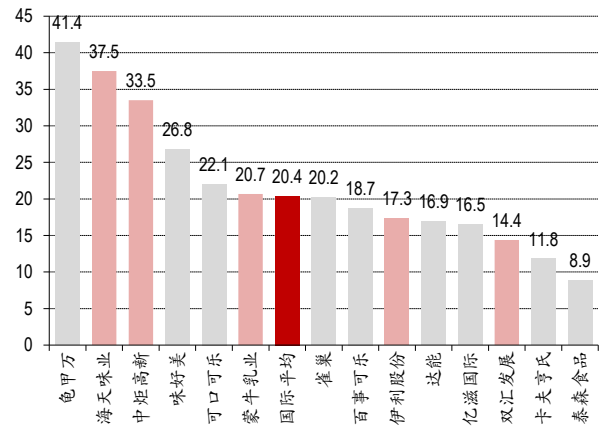
- 2013 年中国白酒龙头 PE 曾回落至 10 倍，但当时的行业背景是中高端需求断崖式下降，但 2019 年不同于 2013-2015 年。消费升级和集中度提升的方向未发生变化，经济下行和渠道扩张红利减弱，可能导致增速放缓，但不会导致需求下滑，影响可控，预计 2019 年上市公司收入可增 15% 以上，优质公司增速更快。对比增速较慢的国际烈酒龙头，当前白酒估值并不贵。
- 2019 年 PE 伊利不到 20 倍、蒙牛 21 倍。对比自身，两者均处于历史估值中枢水平；对比国际龙头，根据彭博一致预测，2019 年预测 PE 雀巢 20 倍，达能 17 倍，但两者收入与利润增速仅为个位数，增速更快的国内乳品龙头估值并不贵；对比国内乳企，2019 年预测 PE 国内乳企普遍略低于 20 倍，从 2018 年情况来看，乳品龙头表现更佳，持续收割市场份额，可以享受更高的估值水平。

图表 40. 国内外烈性酒龙头公司 19 年 PE 比较



资料来源: Bloomberg, 万得, 中银国际证券
注: 2018 年 12 月 28 日更新

图表 41. 国内外食品龙头公司 19 年 PE 比较



资料来源: Bloomberg, 万得, 中银国际证券
注: 2018 年 12 月 28 日更新

内部治理改善:

- 重点推荐: 贵州茅台、山西汾酒。(1) 贵州茅台: 4Q18 业绩增速回升; 2019 年价、量均有提升空间; 内部整治推动渠道利润回流。(2) 山西汾酒: 4Q18 业绩增速回升; 高管奖金与收入挂钩, 2019 年收入有望保持较快增长; 华润进入和股权激励有望推动净利率快速提升。
- 重点关注: 古越龙山。

外部环境改善:

- 重点推荐: 伊利股份。4Q18 业绩增速回升; 竞争优势显著, 2019 年有望持续收割市场份额带动收入较快增长; 2019 年竞争格局可能得到改善, 业绩存在上调可能性。

重点个股：贵州茅台、山西汾酒、伊利股份

贵州茅台：需求强劲，内部整治有助于渠道利润回流

(1) 内部整治有助于渠道利润回流。纵向和横向对比来看，茅台的渠道利润偏高。近期茅台人事持续变动，公司内部开展专项整治活动，努力营造风清气正的营销环境。我们认为茅台内部整治有助于渠道利润回流，2019年业绩有望超市场预期。(2) 根据12月28日茅台经销商大会信息，2019年度茅台酒销售计划为3.1万吨左右，其中经销商合同1.7万吨左右，超出市场预期，印证了我们的判断。(3) 2019年存在继续提价的可能。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2季度后仍有较大的概率提价。(4) 预计2018-2019年EPS 27.33、33.53元，同比增27%、23%，维持**买入**评级。

图表 42. 贵州茅台盈利预测及估值

盈利及估值重要数据	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	58,218	73,653	89,895	108,324
同比(+/-%)	49.8	26.5	22.1	20.5
净利润(百万元)	27,079	34,332	42,115	51,411
同比(+/-%)	62.0	26.8	22.7	22.1
每股收益(元)	21.56	27.33	33.53	40.93

资料来源：万得，中银国际证券

山西汾酒：持续变革，未来利润弹性较高

(1) 公司正处于变革释放制度红利的阶段。近期公司公告限制性股权激励方案，显示了汾酒团队对未来发展充满信心。本次股权激励捆绑了汾酒高管、中层和核心技术人员利益，另外2018年9月份华润派驻了3名董事进入汾酒。(2) 公司当前还处于爬坡阶段，远未到成长的天花板，随着股权激励+华润进入，2019-2021年利润弹性较高，有望持续超市场预期。(3) 预计2018-2019年EPS分别为1.77、2.51元，同比增62%、42%，维持**买入**评级。

图表 43. 山西汾酒盈利预测及估值

盈利及估值重要数据	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,037	9,050	11,620	13,680
同比(+/-%)	37.1	49.9	28.4	17.7
净利润(百万元)	944	1,533	2,172	3,012
同比(+/-%)	56.0	62.4	41.7	38.6
每股收益(元)	1.09	1.77	2.51	3.48

资料来源：万得，中银国际证券

伊利股份：2019年龙头间竞争有望趋缓，业绩弹性值得期待

对比同行，伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强，费用投放效率更高，竞争优势显著。2019年持续收割市场份额带动收入较快增长。2019年龙头间竞争有望趋缓，业绩存在上调的可能性。预计2018-2019年EPS为1.05\1.32元，同比增6%\26%，维持**买入**评级。

图表 44. 伊利股份盈利预测及估值

盈利及估值重要数据	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	68,058	79,512	90,254	101,772
同比(+/-%)	12.3	16.8	13.5	12.8
净利润(百万元)	6,001	6,365	8,037	9,775
同比(+/-%)	6.0	6.1	26.3	21.6
每股收益(元)	0.99	1.05	1.32	1.61

资料来源：万得，中银国际证券



盈利预测与投资评级

图表 45. 重点公司盈利预测与评级

股票名称	市值 (亿元)	股价 (元) 2018/12/28	EPS				PE				评级
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
白酒											
贵州茅台	7,412	590.0	21.56	27.33	33.53	40.93	27.4	21.6	17.6	14.4	买入
五粮液	1,975	50.9	2.49	3.38	4.27	5.18	20.4	15.1	11.9	9.8	买入
山西汾酒	303	35.1	1.09	1.77	2.51	3.48	32.1	19.8	14.0	10.1	买入
洋河股份	1,427	94.7	4.40	5.46	6.46	7.47	21.5	17.3	14.7	12.7	增持
泸州老窖	596	40.7	1.75	2.35	2.86	3.45	23.3	17.3	14.2	11.8	增持
水井坊	155	31.7	0.69	1.16	1.56	2.21	46.1	27.4	20.3	14.3	增持
顺鑫农业	182	31.9	0.77	1.22	1.96	2.39	41.5	26.2	16.3	13.4	买入
舍得酒业	77	22.8	0.43	1.17	1.80	2.31	53.6	19.5	12.6	9.9	买入
食品											
伊利股份	1,391	22.9	0.99	1.05	1.32	1.61	23.2	21.7	17.3	14.2	买入
光明乳业	102	8.4	0.50	0.53	0.58	0.64	16.6	15.8	14.3	13.0	增持
中炬高新	235	29.5	0.57	0.79	0.88	1.18	51.8	37.2	33.5	25.1	买入
海天味业	1,858	68.8	1.31	1.58	1.84	2.11	52.6	43.5	37.5	32.5	增持
恒顺醋业	81	10.4	0.36	0.43	0.38	0.42	29.0	24.2	27.7	24.9	增持
双汇发展	778	23.6	1.31	1.52	1.64	1.73	18.0	15.5	14.4	13.6	增持

资料来源: 万得, 中银国际证券



风险提示

白酒库存超预期，可能影响渠道信心。如果跟踪的白酒库存量超预期，可能会影响渠道信心，进而影响白酒行业增长。

经济下行对白酒需求产生负面影响。如果经济出现显著下行，可能会对白酒消费需求，特别是中高端白酒消费需求造成影响。

行业竞争加剧。行业整体竞争加剧，竞争格局恶化。

原料成本大幅上涨。贸易摩擦或行业性因素导致原料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

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