

食品饮料行业周报 (20190225-20190303)

估值修复仍有空间，下旬进入春糖反馈

推荐 (维持)

- 本周行情回顾:** MSCI 权重提升及水井坊要约事件继续带动白酒板块估值修复。本周上证指数上涨 6.8%，申万食品饮料指数上涨 7.8%，跑赢大盘，其中白酒板块上涨 9.1%，MSCI 权重提升等催化，板块估值继续修复。个股方面，今世缘 (+17.2%)、水井坊 (+13.7%) 和山西汾酒 (+11.7%) 等涨幅靠前，其中水井坊大股东再次溢价要约收购继续提振板块情绪，今世缘、汾酒等 Q1 业绩预期良好。
- 帝亚吉欧要约收购水井坊再思考: 溢价收购体现白酒品牌稀缺性。** 1) 对标成熟国家，国内次高端白酒市场仍在扩容。欧美成熟国家来看，人均酒精消费量基本无增长，国内白酒行业长周期仍是结构繁荣，次高端市场仍在扩容。2) 水井坊为帝亚吉欧旗下增长最快高端烈性酒品牌。2018 财年帝亚吉欧实现收入同增 1.8%，净利润同增 11.2%，销量内生增长 2.5%，水井坊收入销量增速快于整体，2018 财年销量同增 50%，营收同增 63%，高于帝亚吉欧旗下各类烈酒品牌。3) 要约收购体现估值溢价。对比帝亚吉欧及其他烈酒标的收购交易，帝亚吉欧收购 2018-2019 年两次要约收购水井坊的 EV/EBITDA 分别为 27/25 倍，而在 2012 和 2014 年收购印度联合酒业的 EV/EBITDA 维持在 15 倍左右。收购体现明显估值溢价，来源于中高端白酒品牌在国际范围内的稀缺性。大股东再次溢价要约反映对公司长期发展信心，继续寻求对体内增长最快资产加大控股比例。成功实施后，未来外资大股东及外资 (北上+QFII) 占比将超 80%，预计外资定价权将继续强化，估值稳定性有望提升。
- 白酒行业近期动态点评:** 1) 川贵酒企竞合发展，开启酒业新篇章。开年以来，贵州及四川白酒企业相继召开大会，贵州开启贵州白酒 2025 工匠传承计划，川酒六朵金花成立四川名优白酒联盟。贵州省提出 2020 年产量达 80 万吨，销量占比 8%；四川省则明确打造以白酒为重点的食品饮料万亿级支柱产业。川贵白酒大省按照政府规划及倡议，纷纷开启竞合发展，酒业竞争格局进入新阶段。2) 山西汾酒: 召开改革发展论坛，改革红利继续释放。预计全年按照股权激励目标尽力实现收入指引，省外市场占比继续提升，草根反馈目标完成度正常，Q1 开门红预期良好。3) 五粮液: 营销改革会议之后各地召开经销商会，草根反馈经销商加快执行老普五 1-5 月计划，收藏版普五价格提至 859 元。
- 重点公司点评:** 1) 伊利股份: 路径不同，终点不变。18 年收入符合预期，业绩略超预期。公司在 17 年之前利润好于收入增速，利润率上到高平台，17 年后加速收入增长，利润率略回落，虽然增长路径有所改变，但其千亿元企业的目标不变，竞争力持续提升的趋势不变。2) 汤臣倍健: 大单品再添 LSG，多渠道加快扩张。公司大单品战略及电商品牌化战略收效明显，线上线下保持高增；健力多带动毛利率提升，销售费用率有所降低；19 年继续夯实三大单品战略，深化多渠道建设，业绩成长性可期。3) 洋河股份: Q4 业绩环比放缓，业绩预告符合预期。省内竞争加剧积极应对，省外仍有较好扩张空间，19 年经营目标预计稳中求进；4) 洽洽食品: Q4 业绩加速，提价效应显现。18Q4 收入同增 17%，基本符合预期，蓝袋黄袋保持快增，Q4 利润同增 56%，环比继续加速，提价效应继续显现。公司清晰定位瓜子坚果双主业，内部改革成效逐步显现，预计短期 19H1 具备业绩弹性。
- 投资建议:** 白酒方面，年初以来板块受益于基本面小幅预期差及外资持续流入，估值水平修复回升，行情分段演绎，按当前业绩增长预期水平，大概率估值修复至 20-25X 区间。节后高端白酒量价表现平稳，下旬进入春糖会密集反馈，预计大概率偏正面。长周期看，未来几年外资有望持续加强对板块战略配置，龙头估值稳定性料将提升。优先推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等，重点关注 Q1 业绩预期良好标的山西汾酒、今世缘等，关注短期二三线低估值品种补涨机会。大众品方面，年报前瞻来看，龙头业绩保持相对平稳，建议继续深挖基础消费品牌化机遇，继续寻找细分品类下真成长龙头，推荐中炬高新、伊利股份、安井食品、恒顺醋业、洽洽食品、汤臣倍健等；同时守正之上建议出奇，继续推荐市场预期较低、业绩具备改善空间的标的，重点推荐西王食品、上海梅林等。
- 风险提示:** 经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。

华创证券研究所

证券分析师: 方振

邮箱: fangzhen@hcyjs.com
执业编号: S0360518090003

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598
邮箱: dongguangyang@hcyjs.com
执业编号: S0360518040001

证券分析师: 张燕

电话: 021-20572507
邮箱: zhangyan1@hcyjs.com
执业编号: S0360518120001

联系人: 于芝欢

邮箱: yuzhishuan@hcyjs.com

联系人: 杨传忻

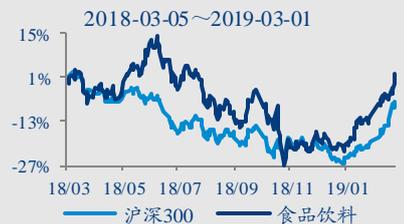
电话: 021-20572505
邮箱: yangchuanxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	89	2.48
总市值(亿元)	28,187.41	4.73
流通市值(亿元)	25,919.55	6.02

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	14.77	23.15	7.9
相对表现	-0.7	10.69	14.54



相关研究报告

《食品饮料行业 1 月线上数据分析专题: 休闲食品年货热销, 保健品受事件小幅影响》

2019-02-18

《食品饮料行业周报 (20190211-20190217): 白酒板块最新思考: 估值修复行情还能走多远?》

2019-02-18

《食品饮料行业周报 (20190218-20190224): 茅台五粮液推进营销改革, 一号文件聚焦奶业振兴》

2019-02-25

目录

一、本周行情复盘	5
二、本周专题：帝亚吉欧要约收购再思考	6
（一）本次要约购概况	错误!未定义书签。
（二）帝亚吉欧溢价收购水井坊动因：稀缺性溢价	错误!未定义书签。
三、本周事件点评	8
（一）伊利股份 2018 年年报点评：路径不同，终点不变	8
（二）汤臣倍健 2018 年年报点评：大单品再添 LSG，多渠道加快扩张	9
（三）洽洽食品 2018 年业绩快报点评：Q4 业绩加速，提价效应显现	10
（四）洋河股份 2018 年业绩快报点评：Q4 收入增速环比放缓，业绩快报符合预期	11
（五）水井坊要约收购点评：大股东再次溢价收购，坚定加码次高端	11
（六）白酒行业近期动态点评：川贵酒企竞合发展，开启酒业新篇章	12
四、本周渠道反馈：茅台批价继续坚挺，莫斯利安、金典价格有所下降	13
五、投资策略	14
六、行业数据	15
七、上周行情回顾	15
八、北上资金跟踪	15
九、估值	17
十、行业一周数据及点评	18
（一）白酒	18
（二）葡萄酒	19
（三）啤酒	21
（四）乳制品	21
（五）肉制品	22
（六）原材料及包材	23
十一、行业一周重要事件及股东大会提示	24
本周重要公告一览	24
十二、风险提示	24

图表目录

图表 1	本周业绩快报及年报一览（亿元）	5
图表 2	两次要约收购基本情况对比	6
图表 3	德国、美国人均酒精消费量无增长（升）	7
图表 4	我国次高端市场持续扩容	7
图表 5	帝亚吉欧营业收入及增速（亿英镑，%）	7
图表 6	帝亚吉欧净利润及增速（亿英镑，%）	7
图表 7	帝亚吉欧亚太地区占比逐年提升	8
图表 8	水井坊为帝亚吉欧增速最快酒类品种	8
图表 9	同类收购交易指标对比	8
图表 10	四川名优白酒联盟成立大会	13
图表 11	贵州白酒企业发展圆桌会议	13
图表 12	伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）	13
图表 13	三地产品新鲜度情况	14
图表 14	本周乳制品主要产品价格促销跟踪表	14
图表 15	2018 年初至今食品饮料走势	15
图表 16	2019 年以来各行业涨跌幅比较（按申万分类）	15
图表 17	食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）	15
图表 18	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	16
图表 19	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	16
图表 20	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	16
图表 21	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	16
图表 22	贵州茅台成交净买入及总金额	16
图表 23	五粮液成交净买入及总金额	16
图表 24	洋河股份成交净买入及总金额	17
图表 25	伊利股份成交净买入及总金额	17
图表 26	食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图	17
图表 27	食品饮料相对 PE 和 PB 走势图	17
图表 28	食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图（2005 年至今，周）	18
图表 29	食品饮料、白酒相对 PE 走势图（2005 年至今，周）	18
图表 30	53 度 500ml 飞天茅台价格走势图元/瓶	18
图表 31	52 度 500ml 五粮液价格走势图元/瓶	18
图表 32	洋河梦之蓝(M3)京东价格走势图元/瓶	19

图表 33	二线白酒京东价格走势图元/瓶.....	19
图表 34	白酒产量月度走势图.....	19
图表 35	白酒产量年度走势图.....	19
图表 36	Live-exFineWine100 指数走势图.....	20
图表 37	张裕终端价格走势图元/瓶.....	20
图表 38	国外品牌葡萄酒价格走势图.....	20
图表 39	葡萄酒进口量和进口价格走势图.....	20
图表 40	葡萄酒产量月度走势图.....	20
图表 41	葡萄酒产量年度走势图.....	20
图表 42	青啤和哈啤价格走势图.....	21
图表 43	国外啤酒品牌价格走势图.....	21
图表 44	啤酒产量月度走势图.....	21
图表 45	啤酒产量年度走势图.....	21
图表 46	生鲜乳价格走势图.....	22
图表 47	牛奶和酸奶零售价走势图.....	22
图表 48	婴幼儿奶粉零售价走势图.....	22
图表 49	芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅.....	22
图表 50	生猪和猪肉价格走势图元/公斤（格式）.....	22
图表 51	生猪养殖盈利走势图元/头.....	22
图表 52	豆粕现货价走势图（元/吨）.....	23
图表 53	全国大豆市场价走势图（元/吨）.....	23
图表 54	箱板纸国内平均价走势图（元/吨）.....	23
图表 55	瓦楞纸出厂平均价走势图（元/吨）.....	23
图表 56	OPEC 原油价格走势图（美元/桶）.....	23
图表 57	中国塑料价格指数走势图.....	23
图表 58	一周股东大会提示.....	24

一、本周行情复盘

本周上证指数周涨幅为 6.77%，申万食品饮料指数周涨幅为 7.77%，高于大盘涨幅。食品饮料子板块中白酒板块涨幅较好，周涨幅 9.02%，在食品饮料子板块里排名第一。其中涨幅前三的个股是今世缘(+17.19%)、水井坊(+13.71%)和山西汾酒(+11.72%)。白酒板块涨幅较好，主要系：1) 春节前后渠道反馈趋于积极，预期修复带动估值修复，市场情绪继续改善，部分一季报预期良好个股涨幅领先；2) 中美贸易战暂缓，外围环境趋好信心回升，MSCI 将 A 股纳入权重逐段提升，外资持续流入，加上流动性宽松预期，市场风险偏好提升。细分个股来看，今世缘：前期估值对应 19 年不到 20 倍，估值继续修复，春节动销反馈较好，一季报预期较为乐观。水井坊：大股东公告溢价要约收购，再次溢价接近 20% 要约收购 10% 股权，提振市场情绪。山西汾酒：次高端受水井坊要约带动，公司 Q1 预计销售目标完成度顺利，开门红预期良好。

图表 1 本周业绩快报及年报一览 (亿元)

	2018A 收入	2017A 收入	增速	2018A 净利润	2017A 净利润	增速
汤臣倍健	43.51	31.11	39.86%	10.02	7.66	30.79%
伊利股份	789.76	675.47	16.92%	64.40	60.01	7.31%
洽洽食品	41.91	36.03	16.34%	4.33	3.19	35.58%
麦趣尔	6.13	5.80	5.81%	-1.64	0.19	-969.05%
桂发祥	4.81	4.86	-1.12%	0.84	0.93	-9.16%
佳隆股份	3.19	2.87	11.12%	0.38	0.21	77.00%
洋河股份	241.22	199.18	21.10%	81.05	66.27	22.30%
燕塘乳业	12.97	12.39	4.68%	0.42	1.21	-65.20%
盐津铺子	11.08	7.54	46.81%	0.71	0.66	7.27%
金字火腿	4.19	3.72	12.47%	-0.10	1.08	-109.17%
*ST 因美	24.76	26.60	-6.92%	0.41	-10.57	-103.87%
青青稞酒	13.74	13.18	4.24%	1.09	-0.94	-216.01%
海欣食品	11.45	9.68	18.24%	0.34	-0.27	-224.90%
科迪乳业	12.85	12.39	3.76%	1.29	1.27	2.05%
加加食品	17.89	18.91	-5.42%	1.20	1.59	-24.65%
皇氏集团	23.26	23.67	-1.70%	-6.20	0.57	-1192.88%
得利斯	20.31	16.09	26.28%	0.08	0.07	11.03%
双塔食品	23.59	20.68	14.09%	0.96	0.37	160.23%
华宝股份	21.69	21.98	-1.30%	11.76	11.48	2.41%
涪陵榨菜	19.14	15.20	25.92%	6.62	4.14	59.78%
好想你	49.49	40.70	21.59%	1.28	1.07	20.09%
珠江啤酒	40.39	37.64	7.33%	3.68	1.85	98.39%
三全食品	55.50	52.56	5.59%	1.11	0.72	53.76%
华统股份	51.18	47.15	8.54%	1.52	1.18	28.47%
新乳业	49.74	44.22	12.49%	2.43	2.22	9.21%

资料来源: Wind, 华创证券

二、本周专题：帝亚吉欧要约收购再思考

本次要约收购概况：2019年2月26日，水井坊发布公告，称公司实际控制人 Diageo plc 全资子公司股东 Grand Metropolitan 拟通过要约收购将其持股比例从 60% 提升到最多不超 70%，本次要约价格为 45 元/股，较公告前 30 个交易日均价溢价 40.05%，较 2 月 26 日收盘价溢价 19.33%。根据公告内容，本次要约收购主体 Grand Metropolitan 系帝亚吉欧的全资间接子公司，目前合计持有公司 2.93 亿股，占总股本 60%，预计本次要约收购成功实施后，帝亚吉欧将持有公司 70% 股权。本次要约收购最高资金总额为 21.98 亿元，对应 2019 年 PE 31X，对应 EV/EBITDA 21X。

上次要约收购回顾：2018年6月26日，水井坊发布公告，称公司实际控制人 Diageo plc 拟通过要约收购的方式将其持有的四川水井坊股份有限公司的股份比例从目前 39.71% 提高至最多不超过 60.00%。要约收购的收购主体为 Grand Metropolitan，系帝亚吉欧的全资间接子公司，间接持有水井坊 1.93 亿股份，占上市公司总股本 39.71%，要约收购完成后，帝亚吉欧控股占比提高至 60%。同时，要约收购价格为 62.00 元/股，预计所需资金总额为 61.46 亿元，较摘要公布日收盘价溢价 22.63%，较摘要公布日前 30 个交易日平均价格溢价 24.97%。预计要约收购金额为 61.46 亿元，对应 2019 年 PE 43X，对应 EV/EBITDA 29X。

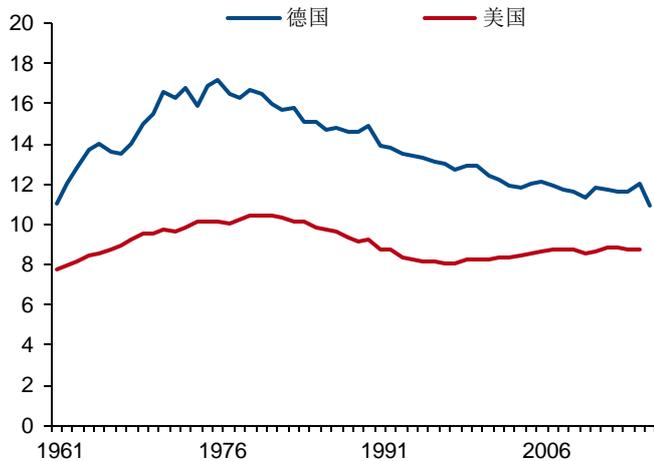
图表 2 两次要约收购基本情况对比

	本次要约收购	上次要约收购
首次提示性公告时间	2019/2/26	2018/6/25
收购股份（万股）	4,885	9,913
股份占比	10.00%	20.29%
收购价格	45	62
溢价幅度（较公告日）	19.33%	22.63%
预计收购金额（亿元）	21.98	61.46
PE（2019E）	30.96	42.66
EV/EBITDA（2019E）	20.66	29.13

资料来源：公司公告、华创证券 注：2019 年 EPS 及 EBITDA 为预测估算数据

成熟国家酒类市场消费量下滑，中国次高端白酒市场快速扩容。欧美成熟国家来看，人均酒精消费量 30 年来基本无增长。其中，欧洲酒精消费量在 1980 年出现拐点，主要系 1979 年欧洲各国陆续推出酒精消费税，其中英国和德国人均酒精消费量从 1960-1980 先提升后减少，法国和意大利由于人口的代际变化导致消费葡萄酒观念的转变，人均酒精消费量自 1960 年来持续处于下行通道。和欧洲市场相同，美国酒精消费量从 20 世纪 70 年代末 80 年代初开始出现下滑趋势，主要系第二次石油危机，叠加美国推出消费税的影响。此后，美国人均酒精消费量维持在 8-9 升左右徘徊。相对应来看，受益于白酒周期复苏，大众消费升级，我国次高端市场空间广阔，呈现出较快扩容趋势。

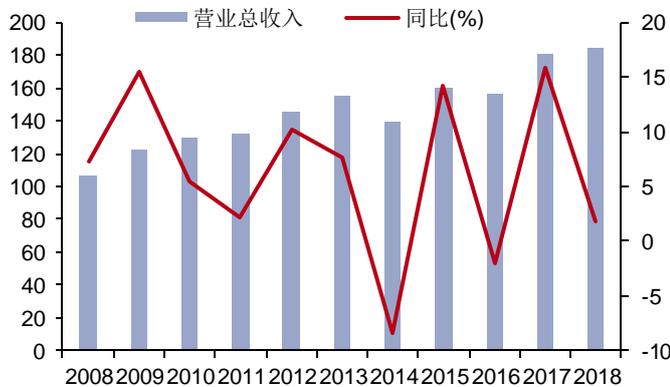
图表 3 德国、美国人均酒精消费量无增长 (升)



资料来源: WHO、华创证券

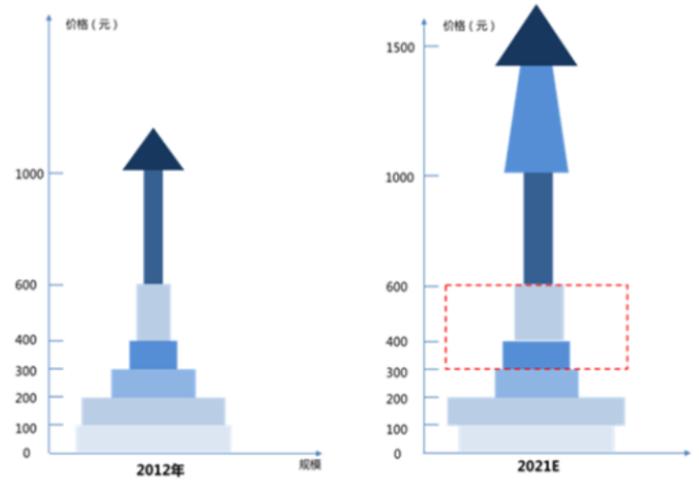
水井坊为帝亚吉欧旗下增长最快的高端烈性酒品牌。2018 财年帝亚吉欧实现收入 184.32 亿英镑, 同增 1.8%, 净利润 30.22 亿英镑, 同增 11.2%, 销量内生增长 2.5%。亚太地区来看, 帝亚吉欧营收 25.03 亿英镑, 同增 3%; 经营利润 5.68 亿英镑, 同增 19%, 占比由 2014 年 13.2% 提升至 2018 年 20.7%, 战略地位凸显; 水井坊收入销量增速更是快于整体, 2018 财年销量同增 50%, 营收同增 63%, 高于帝亚吉欧旗下各类烈酒品牌, 仍是帝亚吉欧旗下表现最佳的区域超高端烈性酒品牌。

图表 5 帝亚吉欧营业收入及增速 (亿英镑, %)



资料来源: Bloomberg、华创证券

图表 4 我国次高端市场持续扩容

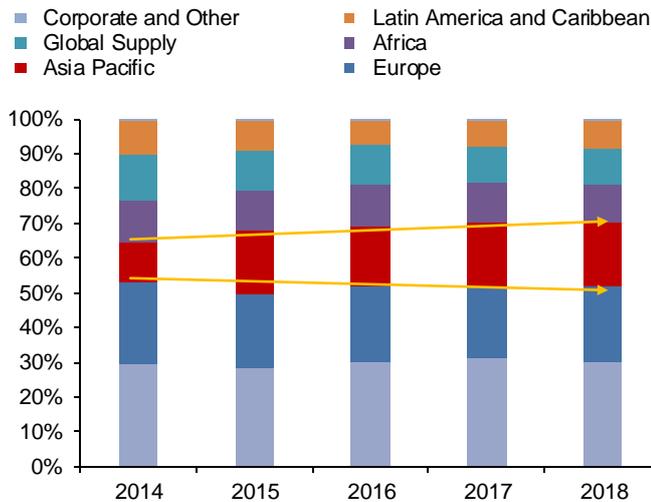


资料来源: 中国产业信息网、华创证券

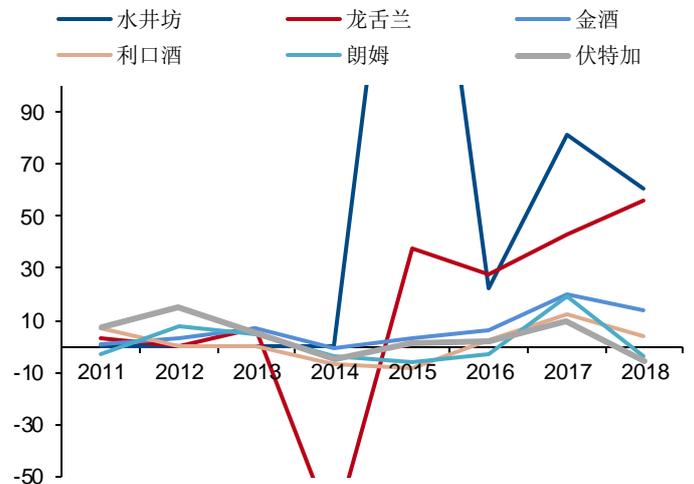
图表 6 帝亚吉欧净利润及增速 (亿英镑, %)



资料来源: Bloomberg、华创证券

图表 7 帝亚吉欧亚太地区占比逐年提升


资料来源: Bloomberg、华创证券

图表 8 水井坊为帝亚吉欧增速最快酒类品种


资料来源: Bloomberg、华创证券

要约收购体现估值溢价。对比帝亚吉欧及其他烈酒标的收购交易，帝亚吉欧收购 2018-2019 年两次要约收购水井坊的 EV/EBITDA 分别为 27/25 倍，而帝亚吉欧 2012 和 2014 年收购印度联合酒业(主营烈酒生产销售)的 EV/EBITDA 维持在 15 倍左右。此外，汾酒和 Hawesko Holding 被收购时的 EV/EBITDA 分别为 18/15 倍。收购体现明显估值溢价，来源于中高端白酒品牌在国际范围内的稀缺性。大股东再次溢价要约反映对公司长期发展信心，继续寻求对体内增长最快资产加大控股比例。成功实施后，未来外资大股东及外资(北上+QFII)占比将超 80%，预计外资定价权将继续强化，估值稳定性有望提升。

图表 9 同类收购交易指标对比

目标公司	收购方	公布日期	总价值(亿人民币)	EV/EBITDA
水井坊	帝亚吉欧	2019/2/26	21.98	24.91
水井坊	帝亚吉欧	2018/6/25	53.77	27.03
联合酒业	帝亚吉欧	2014/4/15	198.58	15.69
联合酒业	帝亚吉欧	2012/11/9	59.69	14.28
山西汾酒	华润集团	2018/2/4	51.60	18.21
Hawesko Holding AG	Tocos Beteiligung GmbH	2014/11/13	24.21	14.94

资料来源: Bloomberg、华创证券 注: 水井坊两次收购 EV/EBITDA 根据 2018 年模型预测计算得出, 其余为 Bloomberg 数据

三、本周重点公司公告点评

(一) 伊利股份 2018 年年报点评: 路径不同, 终点不变

2018 年收入符合预期, 业绩略超预期。2018 年实现总营收 795.5 亿元 (同比+16.9%, 其中主营业务收入同比+17.8%), 归母净利润 64.4 亿元 (同比+7.3%), 扣非净利润 58.8 亿元 (同比+10.3%); 4Q 单季营业总收入/归母净利润/扣非净利分别同比+16.9%/30.9%/55.5%。18 年分红率为 66.1%, 经营性净现金流为 86.3 亿, 保持良性增长趋势。

收入增速符合预期, 超额完成年初目标。18 年公司液奶/奶粉/冷饮收入同比分别+17.8%/25.1%/8.5%, 其中重点产品收入同比+34.3%。1) 液态奶收入量价齐升, 销量、单价分别同比+11.2%/+4.9%, 金典、安慕希全年同比+20%/30%, 18 年公司推出柏菲兰牛奶、新西兰进口奶等多种高端产品, 结构提升对收入增长贡献明显; 2) 奶粉销量、结构分别贡献同比增速 15.8%/11.0%, 主要源于奶粉注册制实施, 大量杂牌奶粉出清, 公司凭借渠道力抢占二三线城市市场份额; 3) 冷饮增长主要来自结构提升, 销量亦有增长, 分别贡献增速 5.9%/2.7%。公司不断推动渗透率提升及渠道

下沉，18年公司常温奶/低温奶/婴幼儿配方奶粉市占率分别为36.8%/16.6%/5.8%，同比提升2.3/0.5/0.6pcts，液态奶终端网点2018年末达175万家，同比+23.2%。

毛利率基本持平，费用率小幅提升。18年公司液奶/奶粉/冷饮毛利率分别为35.2%/54.8%/45.1%，同比提升0.04/0.83/1.98pcts。整体毛利率同比+0.3ppt，其中4Q18毛利率同比+3.2pcts，源于今年春节比去年提前，18Q4安慕希等高端产品销量占比提升，且促销力度有所放缓。由于行业竞争激烈，费用端投入加大，全年销售费用率25.0%，同比+2.1pcts，主要来自于广告营销费的增长，占收入比重13.9%，同比+1.8pcts，其中4Q18费用率24.5%，同比+0.4pct，4Q费用率提升环比缩窄，源于原奶供需偏紧致促销力度趋缓。公司净利率同比-0.72pct至8.1%。

预计19年收入稳步增长，坚持份额领先战略。19年公司计划实现营业总收入900亿元（同比+13%），利润总额76亿，与18年基本持平。19年预计行业增速放缓，公司保持份额领先竞争战略。液奶保持“推新品、优结构”思路，奶粉受益注册制，收入预计可实现小双位数增长。成本端，原奶供需偏紧支撑奶价步入上行周期，预计原奶价格小个位数增长，公司与上游优质奶源建立长期战略合作，预计19年公司奶源供给保持稳定。费用端，公司将保持拉开对手差距战略，市场投入预计不会大幅压缩。中长期看，公司将借助品牌及渠道优势实现份额加速集中，同时不断加快国际化步伐，力争加快实现五强千亿战略目标。

盈利预测、估值及投资建议：考虑行业竞争激烈，费用率短期处高位，且原奶价格预期上涨，预计净利率提升短期尚有压力。我们小幅调整2019-2020年EPS的预测至1.12/1.26元（原预测为1.13/1.27元），并引入2021年EPS预测1.43元，目前股价对应PE分别为24/21/19倍。公司在17年之前利润好于收入增速，利润率上到高平台，17年后加速收入增长，利润率略回落，虽然增长路径有所改变，但其千亿企业的目标没变，竞争力持续提升的趋势没变。在当下增长路径上和未来的确定性下，我们认为应给予估值溢价，对应2020年25倍，目标价31.5元，维持“强推”评级。

风险提示：行业竞争加剧、需求回暖不及预期等。

（二）汤臣倍健2018年年报点评：大单品再添LSG，多渠道加快扩张

事项：公司发布2018年年报及2019年一季度业绩预告。2018年公司实现收入43.5亿元，同增39.9%，归母净利润10.0亿元，同增30.8%，单Q4收入9.3亿元，同增22.2%，归母净利润-5586.0万元，去年同期为-3697.7万元。销售商品收到现金为50.7亿元，同增43.5%，经营活动现金净额为13.5亿元，同增41.4%，现金流表现良好。公司预计19Q1实现归母净利润4.3-5.0亿元，同增15%~35%，非经常性损益对净利润影响金额为500~1000万元之间。

大单品及电商品牌化战略收效明显，线上线下保持高增。公司2017年底基本完成业务整合和结构调整后，2018年夯实大单品及电商品牌化战略，实施效果明显。公司全年实现收入43.5亿元，同增39.9%，分品牌看，主品牌汤臣倍健实现收入29.8亿元，同增24.4%，大单品健力多实现收入8.1亿元，同增128.8%，基本符合预期；健视佳单品目前处于多地试点阶段，今年预计将试点范围从2省份扩大至6省份；收购的LSG于2018年9月并表，全年并表收入为2.7亿元。分渠道看，公司境外/境内收入占比为6.84%/93.16%，其中以药店为主的线下渠道约占80%，健力多带动线下渠道同增超35%，线上渠道约占20%，扣除健之宝业务后同增超45%，阿里系平台全年收入同增超50%，线上线下保持较快增长。

健力多带动毛利率提升，销售费用率有所降低。毛利率方面，公司全年毛利率67.7%，同增0.6pct，主要系高毛利率健力多单品高增拉动所致，受LSG并表影响单Q4毛利率为62.4%，同降5.7pcts；公司境内业务毛利率为68.98%，同增1.9pcts，境外业务毛利率为49.71%。费用率方面，全年销售费用率29.4%，同降1.9pcts，预计19年加大费用投放力度，品牌费用率预计微升。管理费用加上研发费用后占收入比例为11.6%，同增1.8pcts，主要系并表后LSG无形资产摊销及存货损失增加导致。此外，公司资产减值8900.2万元，同增38.3%，主要系清算健之宝业务所致。净利率方面，公司全年净利率20.9%，同降3.8pcts，主要受并表及清算影响，以及递延所得税负债影响致实际所得税率提升6.2pcts。

夯实大单品战略，深化多渠道建设。对于主品牌，启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略；继续夯实大单品战略，健力多单品销售目标设定保持积极，扩大健视佳试点区域，Life-Space 预计今年推出多款产品，面向婴幼儿、成人、儿童及孕妇，打造第三大单品。从渠道建设来看，电商开启品牌化 3.0 战略，启动线上专业年轻品牌 YEP、IWOW 等；线下利用天然博士及收购的 Penta-vite 和 Life-Space 品牌加快母婴渠道布局；加强 Life-Space 与药店及母婴店协同，线下收入有望较快增长。此外，近期公司实施股权激励，拟向 45 名中高层管理人员授予 2600 万份股票期权，占比 1.77%，行权价格为 19.8 元，激励力度较大。考核目标为 2020-2022 年营收增长相比 2018 年基数不少于 45%、60%、75%，收入目标设定稳健。展望未来，行业在直销渠道重点整顿及医保政策影响消化后，药店渠道预计仍可保持稳健增长，电商渠道占比将继续提升，公司在大单品战略及电商品牌化升级推动下，业绩有望保持较快增长。

盈利预测、估值及投资评级：公司大单品+电商品牌化战略走在正确道路上，短期 LSG 并表贡献收入，后续随着三大单品继续发力及多渠道加大扩张，业绩成长性可期。考虑 LSG 并表及 19 年发行股份影响，我们预计 2019-2021 年 EPS 为 0.83/1.03/1.27 元，对应 PE 为 27/22/18 倍，考虑到后续业绩增长预期保持良好，给予 2020 年 25 倍估值，目标价 25.8 元，维持“强推”评级。

风险提示：收购后整合未达预期，医保政策风险，商誉减值风险，食品安全风险。

（三）洽洽食品 2018 年业绩快报点评：Q4 业绩加速，提价效应显现

事件：公司发布业绩快报，2018 年实现营业总收入 41.9 亿元，同增 16.3%，归母净利润 4.3 亿元，同增 35.6%，其中 2018Q4 实现营业总收入 12.8 亿元，同增 17.2%，归母净利润 1.3 亿元，同增 56.0%。

收入基本符合预期，蓝袋黄袋保持快增。公司 18Q4 营业总收入 12.8 亿元，同增 17.2%，基本符合预期。分产品来看，红袋系列于 18 年 7 月提价，渠道后续反馈动销良好，销量稳健增长，全年收入增速约 10%，蓝袋系列预计延续前三季度较快增长，预计全年增速 25%-30%，每日坚果小黄袋系列预计含税销售额超 5 亿元。此外，新品山药脆片表现亮眼，预计全年销售额超 6000 万元。

Q4 业绩环比改善，提价效应继续显现。公司 18Q4 实现归母净利润 1.3 亿元，同增 56.0%，环比继续加速，接近此前业绩预告上限。公司盈利能力改善主要系提价效应和包装自动化提升带来的毛利率改善。公司分别于 6 月底和 7 月底对每日坚果和红袋产品出厂价进行提价，预计提价后，红袋系列产品毛利率有望提升至 40%，每日坚果小黄袋系列产品毛利率有望提升至 23%，有效覆盖成本上涨压力。此外，预计还受益于每日坚果包装自动化提升等因素。销售费用率预计全年保持稳定水平。此外，公司聚焦主业出售部分子公司，产生非经常损益，对盈利能力也有所贡献。综合来看，公司盈利能力稳步提升，18Q4 净利率 10.1%，同增 2.5pcts，全年净利率 10.3%，同增 1.5pcts。

清晰定位聚焦主业，改革成效逐步显现。近年来公司改革成效逐渐显现。在经营战略上，公司坚持做“减”法，不断梳理贡献较低品牌，剥离盈利性较差资产，明确聚焦瓜子坚果双主业。在内部管理上，公司将组织改革为产品及销售事业部，明确各事业部的权责，强化激励考核，在此基础上，公司打造新品能力不断提升。同时公司推出员工持股计划，当前第三期第一批员工持股计划已经购买完成，充分调动了高管和员工的积极性。

盈利预测、估值及投资评级。公司于 18 年 6/7 月对主力产品进行提价，业绩环比稳步改善，受益于提价效应及利润低基数因素，预计短期 19H1 具备业绩弹性。公司内部优化管理体制，品类打造上定位清晰，聚焦瓜子和坚果两大主业。考虑到 18Q4 业绩超预期，我们上调公司 2018-2020 年 EPS 预测至 0.85/1.04/1.20 元（原预测值为 0.76/0.94/1.11 元），对应 PE 为 24/20/17 倍，给予 20 年 20 倍 PE，目标价提至 24 元，维持“推荐”评级。

风险提示：提价效果不及预期，小黄袋推广不及预期，食品安全风险。

（四）洋河股份 2018 年业绩快报点评：Q4 收入增速环比放缓，业绩快报符合预期

公司发布 2018 年业绩快报，公司全年实现收入 241.22 亿元，同增 21.10%；归母净利润 81.05 亿元，同增 22.30%。单季度来看，18Q4 公司实现收入 31.56 亿元，同增 3.82%；归母净利润 10.66 亿元，同增 1.91%。

单四季度收入环比放缓，业绩预告符合预期。公司全年实现收入 241.22 亿元，同增 21.10%，业绩预告符合预期。其中 Q4 实现收入 31.56 亿元，同增 3.82%，环比 Q3（+20.11%）增速放缓，主要系：1）四季度整体经济下行压力较大，经销商进货意愿下降；2）从 10 月 1 日起，洋河针对海天梦系列、双沟珍宝坊系列停货提价，终端需求略受影响；3）省内竞争加剧。分产品看，梦之蓝继续保持较快增速，2018 年增速维持 50% 以上，收入占比预计已达 27% 左右。海天增速较慢，维持小两位数增长和个位数增长。19 年预计梦之蓝还会保持较好增长，产品结构有望持续升级。

省内竞争加剧积极应对，省外依然有较好空间。公司因省内基数较大，海天价格透明，经销商渠道利润较薄，积极性略受影响，加上竞争加剧，省内收入增速预计有所放缓。针对此，公司推出新版海天改善经销商渠道利润，部分区域已达到公司预期。同时针对竞品公司也进行了积极应对，在最近召开的营销大会上，公司进行了机构和人事的调整，并在淮安设立了销售大区，正面阻击竞品。尽管短期增长受影响，但利于长远发展。根据草根调研显示，春节期间省内增长速度有所放缓，回款略受影响，但增长相对良性，稳健增长依旧可期。省外增速依旧较快，预计 18 年省外收入占比已超 50%。核心市场山东、河南、安徽、浙江和河北省都有不错表现，未来还会带来新的增量。

费用率预计维持相对平稳，19 年经营目标稳中求进。公司销售费用预计四季度有所加大，但整体费用率预计维持相对平稳。今年费用投入将围绕营销计划进行，将会在结构、区域和品牌上进行较大调整，在费用投入结构上将更多的倾向于终端消费者，加大自媒体费用投入力度，而大的硬性广告投入会适度削减，预计费用投入效率将大大提升。对于 19 年经营目标，公司总体基调是稳中求进，收入保持持续稳定增长，利润增速快于收入增速。

投资建议：公司聚焦次高端梦之蓝成效显著，19 年经营目标稳中求进，我们维持预计 2018-2020 年 EPS5.38/6.13/7.06 元，对应 PE 为 20/18/16 倍，结合公司稳健增长预期，给予 19 年 20 倍估值，维持目标价 123 元，暂维持“强推”评级。

风险因素：宏观经济下行风险；次高端竞争加剧。

（五）水井坊要约收购点评：大股东再次溢价收购，坚定加码次高端

事项：公司公告称，公司实际控制人 Diageo plc 全资子公司 Grand Metropolitan 拟通过要约收购将其持股比例从 60% 提升到最多不超 70%，本次要约价格为 45 元/股，较公告前 30 个交易日均价溢价 40.05%，较 2 月 26 日收盘价溢价 19.33%。

大股东再次溢价要约收购，持续强化公司控制权。本次要约收购主体 Grand Metropolitan 系帝亚吉欧的全资间接子公司，目前合计持有公司 2.93 亿股，占总股本 60%，预计本次要约收购成功实施后，帝亚吉欧将持有公司 70% 股权，对公司的控制权进一步增强。本次收购价格为 45 元/股，较当日收盘价溢价 19.33%。此次要约收购是 2018 年 7 月以来公司实控人帝亚吉欧再次对公司发起要约收购，2018 年 6 月至 8 月帝亚吉欧要约收购约 9913 万股，持股比例由 39.71% 提升至 60%，收购价格 62 元/股。根据此前要约收购经验，本次要约收购大概率继续出现超额要约，预计要约收购最低收购比例为 25%。此外，目前北上持股占比 10.04%，较年初提升 1.32pcts，考虑到部分 QFII 持股，若大股东要约成功后，未来外资大股东及外资（北上+QFII）占比将超 80%。

帝亚吉欧彰显长期发展信心，坚定加码中国白酒市场。公司 2011 年实际控制人变更为帝亚吉欧，2013 年帝亚吉欧间接持有水井坊集团 100% 股权，水井坊成为唯一外资控股白酒上市公司。2018 财年帝亚吉欧实现收入 184.32 亿英镑，同增 1.8%，净利润 30.22 亿英镑，同增 11.2%，销量内生增长 2.5%。亚太地区来看，帝亚吉欧营收 25.03 亿英镑，同增 3%；经营利润 5.68 亿英镑，同增 19%，水井坊收入销量增速更是快于整体，2018 财年销量同增 50%，营收同增 63%。水井坊仍是帝亚吉欧旗下表现最佳的区域超高端烈性酒品牌。我们认为，帝亚吉欧再次溢价要约收

购：1）彰显其对旗下水井坊品牌运作成功的肯定，更彰显长期发展信心；2）白酒行业长周期结构繁荣，水井坊作为次高端代表品牌，收购表明其在全球烈性酒市场内看好水井坊在中高端白酒内的发展，加大对体内增速最快的优质资产的控股比例。

近期渠道反馈良好，品牌长期卡位次高端赛道。水井坊此前发布业绩预增，预计2018年实现营业收入28.19亿元，同增38%，归母净利润5.79亿元，同增73%，全年业绩仍保持较快增速，中高档产品臻酿八号、井台和典藏销量同增27%。18Q4以来公司明显加大费用投入以促进终端动销，从近期渠道反馈来看，1月水井坊整体出货正常，部分市场如江苏、湖南、上海等地反馈良好，四川市场春节期间增长20%以上。中长期来看，次高端品牌跑马圈地之后品牌格局基本确立，公司产品战略明确卡位次高端以上价格带，核心市场+核心门店模式继续推动全国化布局。

盈利预测、估值及投资评级：大股东再次溢价要约反映对公司长期发展信心，继续寻求对体内增长最快资产加大控股比例。成功实施后，未来外资大股东及外资（北上+QFII）占比将超80%，预计外资定价权将继续强化，估值稳定性有望提升。我们暂维持公司2018-2020年EPS预测为1.19/1.45/1.74元，当前股价对应PE分别为32/26/22倍，给予20年25倍PE，目标价提至为43.5元，维持“推荐”评级。

风险因素：全国化进程低于预期；动销不及预期。

（六）白酒行业近期动态点评：川贵酒企竞合发展，开启酒业新篇章

事件：本周主题为“聚力名酒优势 创领川酒未来”的“四川名优白酒联盟”成立大会在成都举行，五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、舍得、水井坊川酒“六朵金花”共同主办，五粮液承办。

1、六朵金花实力雄厚，联盟共享竞合发展。根据相关统计数据显示，2018年，四川省规模以上白酒企业累计产量358.3万千升，同增14.0%，占全国产量的41%，规模和增速都远超全国。而六朵金花18年预计实现营收近1285亿元，占川酒整体的54%；实现利润近284亿元，占川酒的83%。总体来看，六朵金花几乎占川酒的半壁江山，在川酒中占据举足轻重的地位。我们认为川酒联盟有望进一步形成规范，消除无序竞争和内耗，给川酒企业足够的空间在做好省内大本营市场的同时进军全国市场，提升品牌影响力和市场占有率。同时川酒联盟的建立也是川酒振兴计划的有效实施。2017年，四川省先后发布了《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》和《四川省白酒产业“十三五”发展指南》等文件，实施川酒振兴“八大计划”，计划到2020年，规模以上白酒企业收入达到3500亿元，在全国的比重稳定在30%以上；收入、利润占全国的比重提高到40%左右。培育收入超过千亿元企业1户、超300亿元企业1户、超200亿元企业1户、超100亿元企业1户、超50亿元企业2户、超10亿元企业10户，从品质、企业、市场等多方面进一步巩固川酒优势。

2、白酒大省纷纷出台政策支持当地酒企，联盟大势所趋。根据酒业媒体相关报道，2017年9月19日，河南省召开全省白酒业转型发展工作会议，深入探讨豫酒振兴。省政府从省先进制造业发展专项资金中单列资金5000万元用于安排豫酒发展，并计划到2020年，培育1~2家年销售突破30亿元的大型企业集团，3~5家年销售超20亿元的优势企业，扶持1~2家白酒企业上市。2018年6月，山东省政府印发了《关于加快培育白酒骨干企业和知名品牌的指导意见》，向全省发出了鲁酒振兴的动员令，鼓励支持鲁酒企业加快发展，拟培植2家主营收入过百亿元的全国白酒领袖品牌，5家企业主营收入过30亿元全国白酒知名品牌和20家企业主营收入过5亿元全国白酒区域品牌。贵州省也加大了对贵州酒企的扶持力度，据贵州省政府最新规划，除了将茅台打造成为千亿级世界一流企业，力争培育3家50亿元级上市企业。并在贵州十大名酒中打造一批30亿元级、20亿元级、10亿元级单品，培植和打造习酒、国台、董酒、金沙、珍酒等一批在全国具有较强市场影响力的知名企业品牌。我们认为川、贵、鲁、豫是白酒酿造大省和消费大省，具有浓郁的白酒消费习惯和较大的市场容量，各省纷纷加大对当地白酒企业的扶持力度，整体市场竞争必然会加剧。但作为兵家必争的鲁豫市场，川贵酒企想要在此有所作为，必须加大自身整体竞争力的提升。川酒联盟的建立有望减少内耗，在各省积极扶植自家酒企的大背景下能够有效打入相关市场，获取更多的市场份额。

3、白酒行业长期仍繁荣，标准规范方得始终。从历史行业周期判断来看，当前白酒行业虽过了黄金十年，但依旧是白银十年，不再是全面繁荣，而是巨头竞争。长期来看，消费升级和品牌集中提升仍是驱动行业持续前行的核心因

素，长期仍是繁荣的。酒企间的竞合发展有利于行业建立标准，规范市场，形成抱团发展、联动发展、创新发展的良性循环，在品质规范、产业研究、原产地推广、市场拓展、人才培育及资本运作等方面形成专业性规范，避免酒企间形成恶性竞争，影响行业生态。

图表 10 四川名优白酒联盟成立大会



资料来源：微酒网站

图表 11 贵州白酒企业发展圆桌会议



资料来源：微酒网站

四、本周渠道反馈：茅台批价继续坚挺，莫斯利安、金典价格有所下降

白酒方面，白酒方面，茅台批价继续坚挺，五粮液批价稳中有升。本周茅台一批价继续坚挺，多地批价普遍维持在 1800 元以上，经销商反馈 3 月份计划陆续到货，但市场货源整体保持紧俏。生肖及精品价格环比有所上涨，猪茅批价 2700-2800 元，狗茅团购价 2800 元，精品批价 2700-2800 元。五粮液批价稳中有升，全国价格普遍在 805-820 之间，其中上海批价为 805-815 元，新疆 809-819 元。部分经销商反馈渠道库存维持低位，动销良性。年初营销改革会议之后各地召开经销商会，草根反馈要求经销商加快打款执行老普五 1-5 月计划，收藏版普五价格提至 859 元。

乳制品方面，莫斯利安金典价格有所下降，整体买赠力度较上周减弱。根据上海、深圳、北京地区多家 KA 的调研情况，常温酸奶方面，本周安慕希多地价格在 50 元左右，北京部分 KA 价格在 66 元左右，与上周基本持平；安慕希 PET 瓶整体价格较上周略有下降；纯甄多地 KA 价格在 50-66 元，与上周基本持平；光明莫斯利安多地价格在 50-64 元，较上周有所下降。高端白奶方面，金典多地价格在 50 元左右，上海部分 KA 价格在 61 元左右，较上周明显下降；特仑苏多地价格在 60-66 元，价格较上周略有上涨。基础白奶方面，伊利纯牛奶（16 盒装）价格与上周基本持平，蒙牛纯牛奶（16 瓶装）价格较上周略有下降，伊利多地 KA 缺货。低温产品方面，伊利畅轻、蒙牛冠益乳（250g）价格与上周基本持平。在买赠方面，纯甄上海部分 KA 买一箱赠五盒美式豆奶；莫斯利安多地有买一箱赠两瓶/赠四瓶等活动；金典多地 KA 有买一箱赠六盒优酸乳、买一箱赠两盒 QQ 星有机奶等活动；特仑苏上海部分 KA 买一箱赠一箱美式豆奶；畅轻多地有买三赠一、买二赠一、两件八折活动；冠益乳上海多家 KA 买二赠一。本周整体买赠力度较上周略有减弱，低温产品蒙牛伊利买赠力度相当。

图表 12 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）

	上海	北京	深圳
安慕希	50	66	50
纯甄	57	66	50
莫斯利安	60	56	50
特仑苏	65	60	65
金典	50	50	50

资料来源：草根调研、华创证券

新鲜度表现良好, 促销员配备伊利蒙牛相当。各地综合来看, 产品新鲜度多以 19 年 1-2 月为主, 表现良好, 蒙牛终端出货情况略优于伊利光明; 伊利、蒙牛常温产品在 KA 卖场堆头规模整体相当, 上海、北京部分 KA 伊利堆头规模略大于蒙牛, 光明主力产品堆头情况较好; 深圳部分 KA 蒙牛常温区低温区均配备促销员, 北京部分 KA 伊利低温区配备促销员, 本周伊利蒙牛促销员配备情况相当。

图表 13 三地产品新鲜度情况

	上海	北京	深圳
安慕希	12-2 月	1 月为主	2 月为主
纯甄	2 月为主	12-1 月	2 月为主
莫斯利安	11-1 月	1 月为主	2 月为主
特仑苏	1-2 月	2 月为主	12 月为主
金典	12-1 月	2 月为主	11 月为主

资料来源: 草根调研, 华创证券

图表 14 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表

品牌	名称	原价/规格	上海				北京				深圳			
			沃尔玛	买赠促销	麦德龙	买赠促销	家乐福	买赠促销	大润发	买赠促销	沃尔玛	买赠促销	沃尔玛	买赠促销
伊利	常温	安慕希原味 66 205g*12	54	无	51.7	无	49.5	无	47.9	无	66	无	49.9	无
		安慕希PET瓶原味 80 230g*10	66	无	78	无	64	无	65.9	无	78	无	72	无
		安慕希PET瓶芒果百香果 80 230g*10	78	买一箱赠五瓶PET瓶原味	无货	无	78	无	65.9	无	78	无	78	无
		伊利纯牛奶 250ml*16	47.8	无	无货	无	无货	无	36.8	无	无货	无	39.9	无
		金典纯牛奶 66 250ml*12	49.5	买一箱赠六瓶果粒优酸乳	49.5	无	61.5	无	44.9	买一箱赠两瓶QQ星有机奶	49.5	无	49.5	买一箱赠两盒金典全脂牛奶
蒙牛	常温	纯甄原味 70.8 200g*12	48.8	无	66	无	59	无	49	买一箱赠五瓶美式豆奶	66	无	49.9	无
		纯甄PET瓶原味 80 230g*10	80	买四箱赠一箱	无货	无	73	无	80	无	80	无	75.9	无
		特仑苏纯牛奶 68 250ml*12	63	无	66	买一箱赠一箱美式豆奶	65	无	63.6	无	59.9	无	65.4	无
		蒙牛纯牛奶 46.4 250ml*16	44.8	无	31.8	买一箱赠两盒美式豆奶	44.8	无	38.9	无	无货	无	39.8	无
光明	常温	莫斯利安 200g*12	56	买一箱赠两瓶莫斯利安或两瓶you+	63.6	无	61.6	无	60	买一箱赠四瓶	56	无	49.9	买一箱赠两只碗
		you+ 200ml*12	无货	无	58.3	无	58.8	无	58.2	无	无货	无	无货	无
伊利	低温	畅轻 250g/100ml	8.5	两瓶八折	7.1	无	7.5	买两瓶赠一瓶(前一批次)	7.9	无	7.9	买三瓶赠一瓶	8	无
		Joyday 220g	无货	无	9.8	无	9.9	无	9.8	无	9.9	无	9.9	无
蒙牛	低温	冠益乳 250g/100ml	5.5	无	8.1	买两瓶赠一瓶(前一批次)	8.5	买两瓶赠一瓶(前一批次)	8.5	买两瓶赠一瓶	8.2	无	8.5	无

资料来源: 草根调研, 华创证券

五、投资策略

白酒方面, 年初以来板块受益于基本面小幅预期差及外资持续流入, 估值水平修复回升, 行情分段演绎, 按当前业绩增长预期水平, 大概率估值修复至 20-25X 区间。节后高端白酒量价表现平稳, 下旬进入春糖会密集反馈, 预计大概率偏正面。长周期看, 未来几年外资有望持续加强对板块战略配置, 龙头估值稳定性料将提升。优先推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等, 重点关注 Q1 业绩预期良好标的山西汾酒、今世缘等, 关注短期二三线低估值品种补涨机会。

大众品方面, 年报前瞻来看, 龙头业绩保持相对平稳, 建议继续深挖基础消费品牌化机遇, 继续寻找细分品类下真成长龙头, 推荐中炬高新、伊利股份、安井食品、恒顺醋业、洽洽食品、汤臣倍健等; 同时守正之上建议出奇, 继续推荐市场预期较低、业绩具备改善空间的标的, 重点推荐西王食品、上海梅林等。

六、行业数据

行业产量数据: 2018年1-12月, 全国白酒(折65度, 商品量)产量871.2万千升, 同比增长3.1%, 其中12月份实现产量91.5万千升, 同比增长0.5%; 全国啤酒产量3812.20万千升, 同比增长0.5%, 其中12月份实现产量208.9万千升, 同比增长2.3%; 全国葡萄酒产量62.9万千升, 同比下跌7.4%, 其中12月份实现产量9.6万千升, 同比下跌7.7%。

3月1日京东数据: 52度五粮液1029元/瓶, 较上周上升1.98%; 52度剑南春价格439元/瓶, 与上周持平; 52度泸州老窖258元/瓶, 与上周持平; 52度洋河梦之蓝M3为559元/瓶, 较上周上升1.82%; 52度水井坊价格519元/瓶, 与上周持平; 53度30年青花汾酒658元/瓶, 较上周下降3.09%。

3月1日, 杰卡斯干红一号店98元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(赤霞珠)一号店31.3元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(特选蛇龙珠)一号店98元/瓶, 与上周持平。

七、上周行情回顾

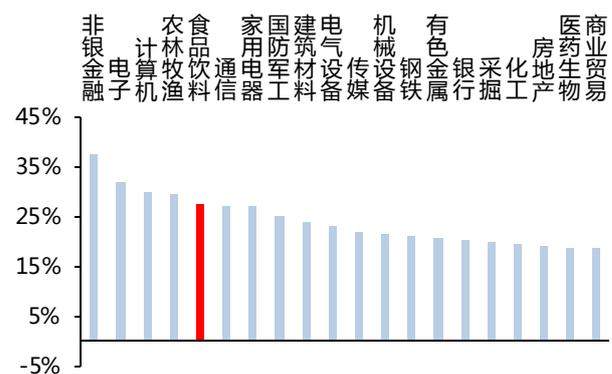
2019年年初至今申万食品饮料指数上涨27.73%, 沪深300指数上涨24.55%, 2019年至今食品饮料板块在申万28个子行业中排名第5位。本周(2月25日-3月1日)申万食品饮料指数上涨7.77%, 沪深300指数较上周上涨6.52%。

图表 15 2018年初至今食品饮料走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 2019年以来各行业涨跌幅比较(按申万分类)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表(申万分类)

排序	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价
1	今世缘	17.19	21.88	黑牛食品	-4.34	13.21
2	金字火腿	14.38	5.09	重庆啤酒	-1.85	33.47
3	水井坊	13.71	42.29	上海梅林	-1.52	8.45
4	皇氏集团	12.05	4.09	好想你	-0.56	8.92
5	山西汾酒	11.72	52.51	百润股份	0.54	13.06

资料来源: Wind, 华创证券

八、北上资金跟踪

白酒: 2019年3月1日, 贵州茅台北上资金持股占A股总股数比重为9.55%, 较上周提升0.21pct; 五粮液北上资金持股占A股总股数比重为11.14%, 较上周提升0.37pct; 泸州老窖北上资金持股占A股总股数比重为3.98%, 较上周上升0.34pct; 洋河股份北上资金持股占A股总股数比重为7.12%, 与上周持平; 水井坊北上资金持股占A股总股数比重为9.75%, 较上周下降0.15pct; 顺鑫农业北上资金持股占A股总股数比重为6.96%, 较上周上升0.41pct。同时, 本周贵州茅台合计净买入19.60亿元, 五粮液合计净买入10.10亿元, 洋河合计净买入0.89亿元。

大众品: 2019年3月1日, 伊利股份北上资金持股占A股总股数比重为15.23%, 较上周上升0.15pct; 双汇发展北上资金持股占A股总股数比重为2.82%, 较上周下降0.22pct; 桃李面包北上资金持股占A股总股数比重为1.33%, 较上周提升0.11pct; 中炬高新北上资金持股占A股总股数比重为3.44%, 较上周上升0.01pct; 海天味业北上资金持股占A股总股数比重为5.38%, 较上周提升0.05pct; 安琪酵母北上资金持股占A股总股数比重为10.51%, 较上周上升0.08pct; 涪陵榨菜北上资金持股占A股总股数比重为8.07%, 较上周提升0.37pct。

图表 18 2018年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 2018年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 2018年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



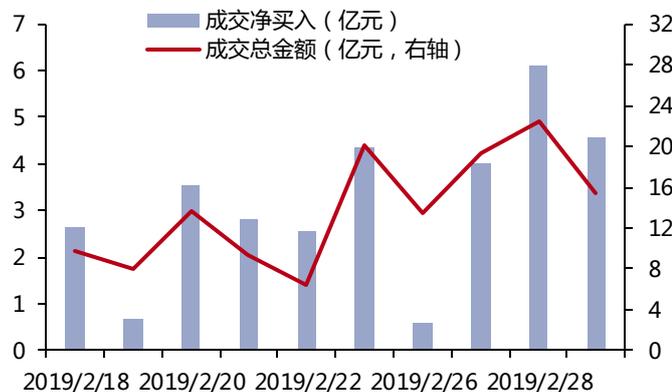
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 2018年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



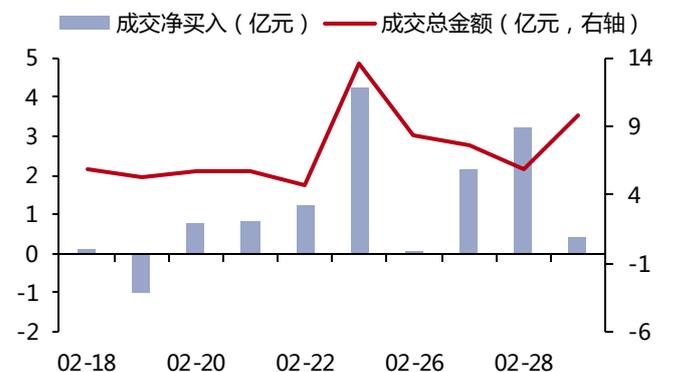
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 贵州茅台成交净买入及总金额



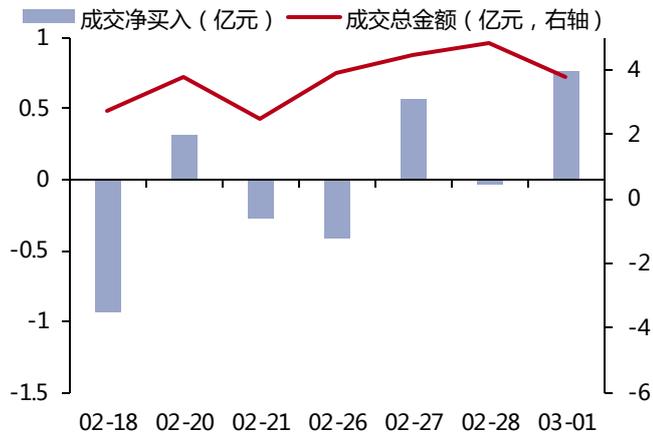
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 五粮液成交净买入及总金额



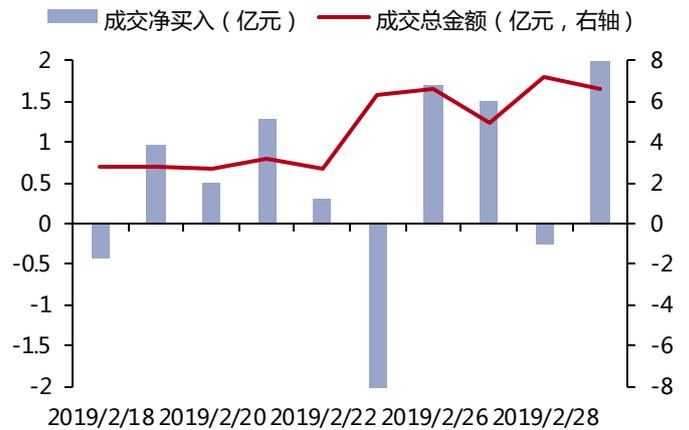
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 洋河股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 伊利股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

九、估值

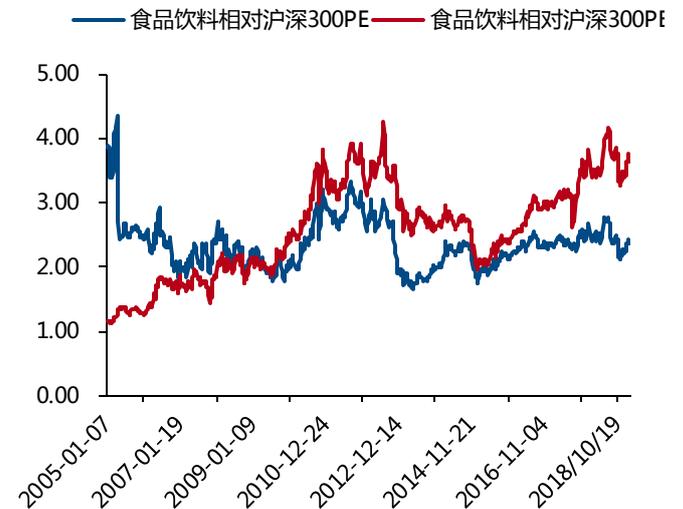
2019年3月1日食品饮料板块绝对 PE 和绝对 PB 分别为 29.50 倍和 5.51 倍, 2005-2019 年食品饮料板块绝对 PE 和绝对 PB 的历史均值分别为 39.33 倍和 5.50 倍; 3月1日食品饮料板块相对沪深 300PE 和 PB 分别为 2.36 倍和 3.66 倍, 历史均值分别为 2.36 倍和 2.59 倍。

图表 26 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图



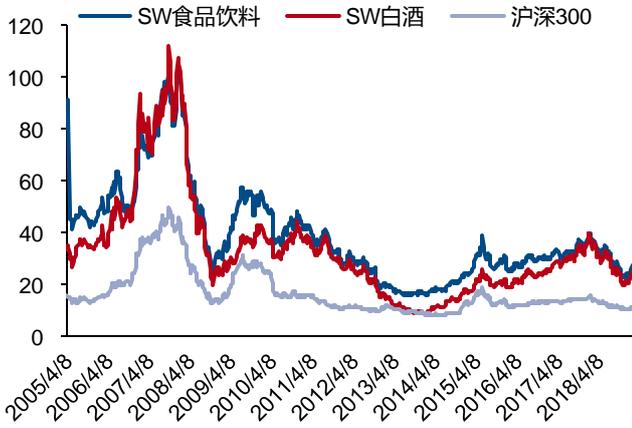
资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 27 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图



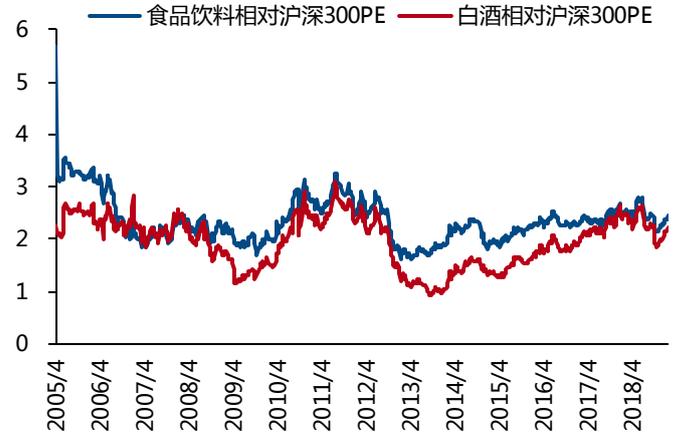
资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 28 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)



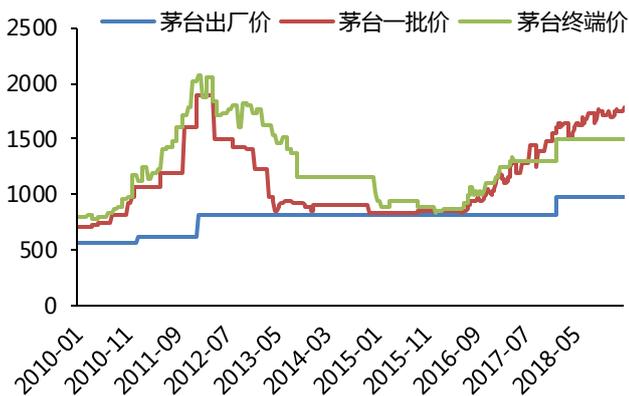
资料来源: Wind, 华创证券

十、行业一周数据及点评

(一) 白酒

3月1日京东数据: 52度五粮液 1029元/瓶, 较上周上升 1.98%; 52度剑南春水晶剑价格 439元/瓶, 与上周持平; 52度泸州老窖特曲 258元/瓶, 与上周持平; 52度洋河梦之蓝 M3 为 559元/瓶, 较上周上涨 1.82%; 52度水井坊价格 519元/瓶, 与上周持平; 53度 30年青花汾酒 658元/瓶, 较上周下降 3.09%。2018年 1-12月白酒产量 871.2万千升, 同比增长 3.10%。

图表 30 53度 500ml 飞天茅台价格走势图元/瓶



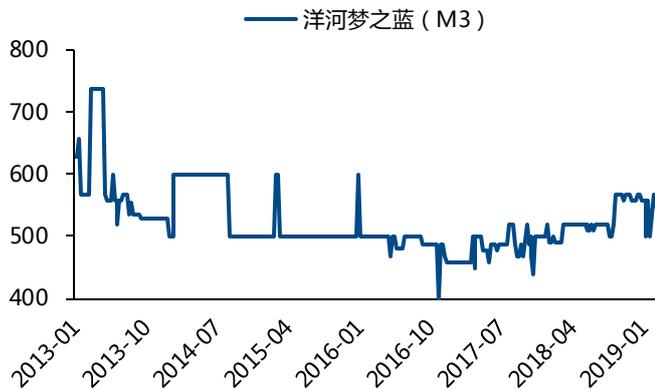
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 31 52度 500ml 五粮液价格走势图元/瓶



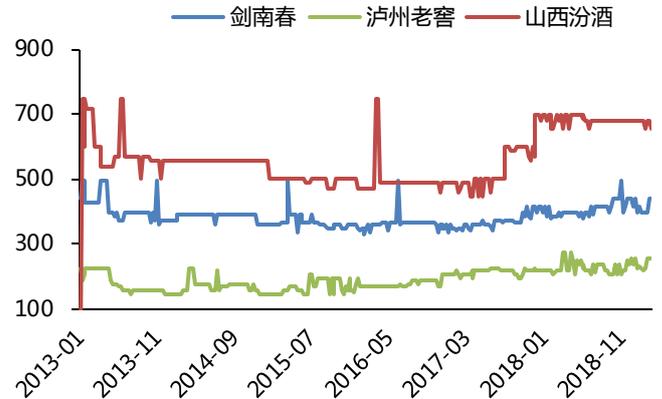
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 32 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势元/瓶



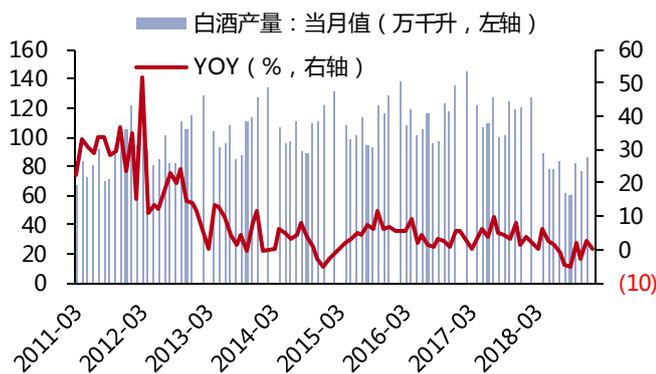
资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 二线白酒京东价格走势元/瓶



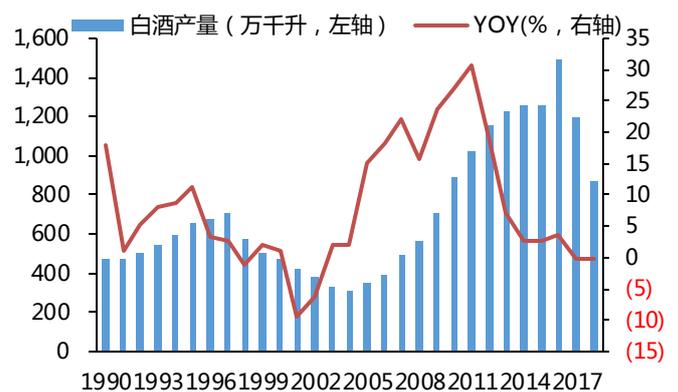
资料来源: Wind, 华创证券 图例分别为水晶剑、特曲及 30 年青花汾酒

图表 34 白酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 35 白酒产量年度走势图



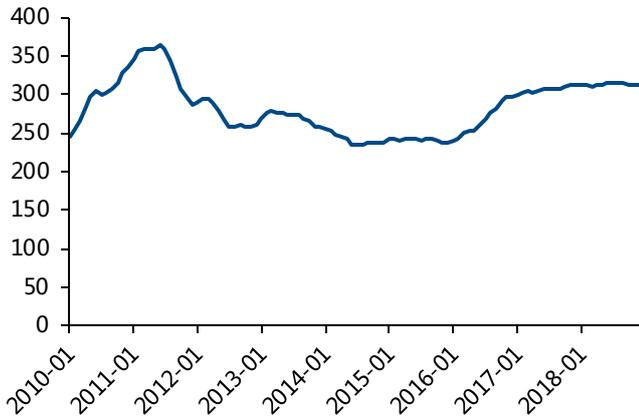
资料来源: 国家统计局, 华创证券

(二) 葡萄酒

Live-ex 高级葡萄酒交易所成立于 1999 年, 经 Live-ex 完成的交易额超过全球高级葡萄酒总交易额的四分之三, 依据欧洲地区注明葡萄酒价格走势编制该指数。2019 年 1 月 Live-ex Fine Wine100 指数报收于 311.98, 12 月数据为 312.05, 较 12 月下跌 0.02%。

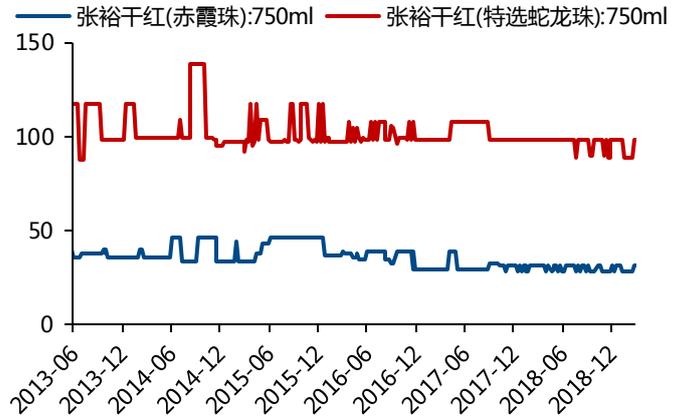
2019 年 3 月 1 日, 杰卡斯干红一号店 98 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红 (赤霞珠) 一号店 31.3 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红 (特选蛇龙珠) 一号店 98 元/瓶, 与上周持平。2018 年 1-12 月葡萄酒总产量 62.90 万千升, 同比下跌 7.40%; 2018 年 12 月葡萄酒进口量 5.89 万千升, 同比下跌 26.63%。

图表 36 Live-exFineWine100 指数走势图



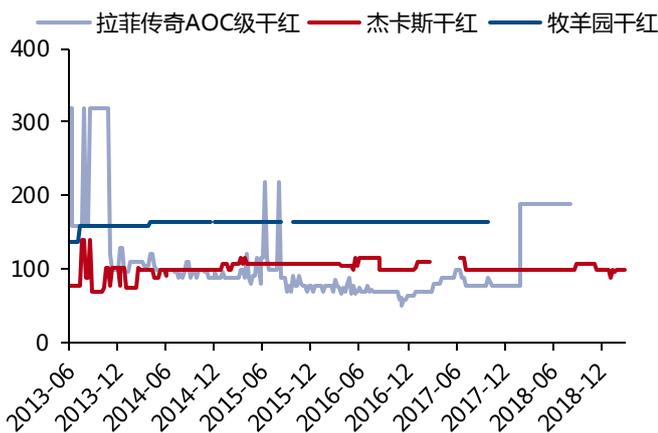
资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 张裕终端价格走势图元/瓶



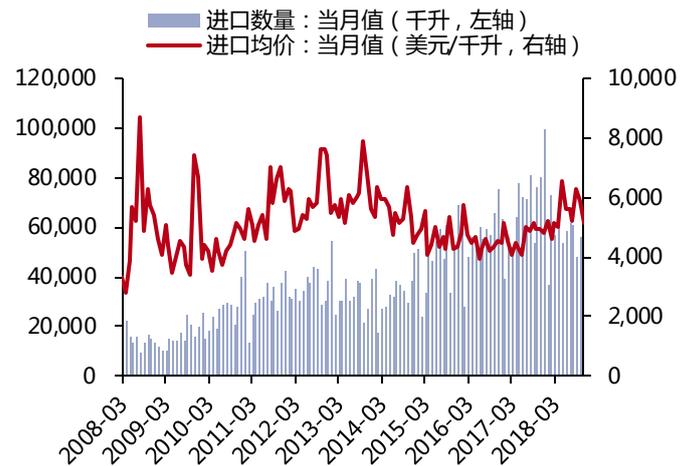
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 38 国外品牌葡萄酒价格走势



资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 39 葡萄酒进口量和进口价格走势图



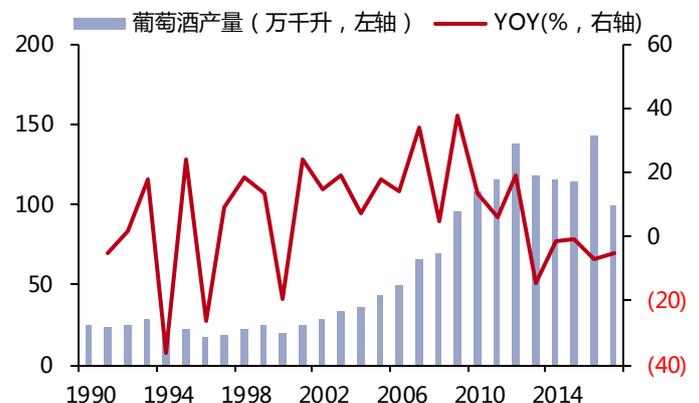
资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 葡萄酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 41 葡萄酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

(三) 啤酒

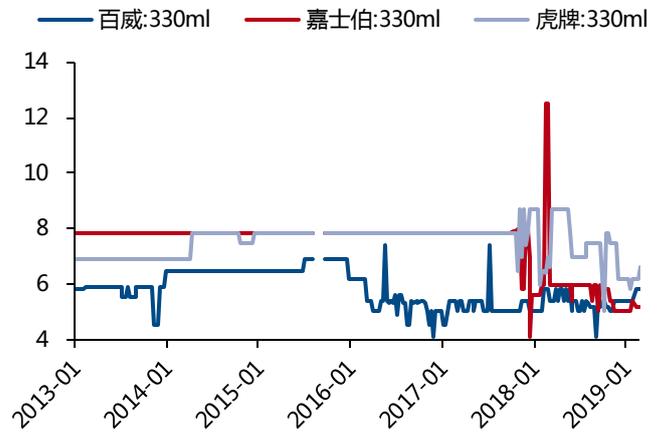
2018年1-12月全国啤酒产量3812.2万千升,同比增长0.5%,其中12月份实现产量208.9万千升,同比增长2.3%。

图表 42 青啤和哈啤价格走势



资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 43 国外啤酒品牌价格走势



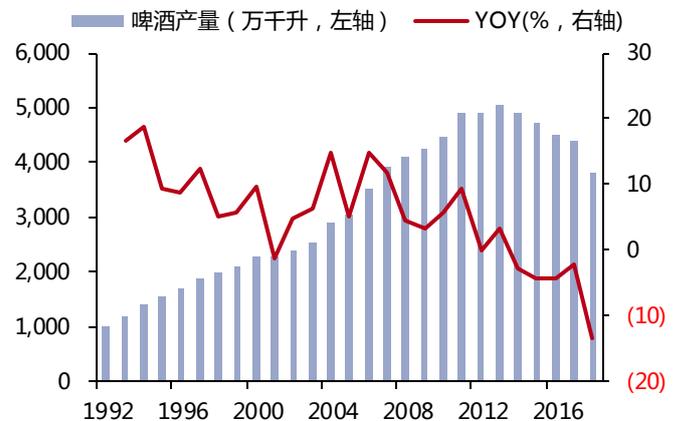
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 44 啤酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 45 啤酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

(四) 乳制品

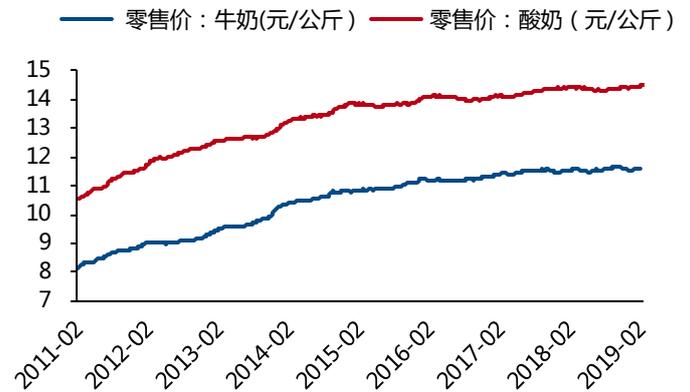
2019年2月20日, 内蒙古、河北等10个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格3.62元/公斤, 与上周持平。2019年2月22日国产奶粉零售均价186.09元/公斤, 较上周下降0.10%; 进口婴幼儿奶粉零售均价232.07元/公斤, 较上周下降0.07%; 2019年2月22日牛奶零售价11.62元/公斤, 与上周持平; 酸奶零售价14.52元/公斤, 较上周上升0.21%; 2019年2月21日芝加哥脱脂奶粉现货价为99.75美分/磅, 较上周上涨1.01%。

图表 46 生鲜乳价格走势



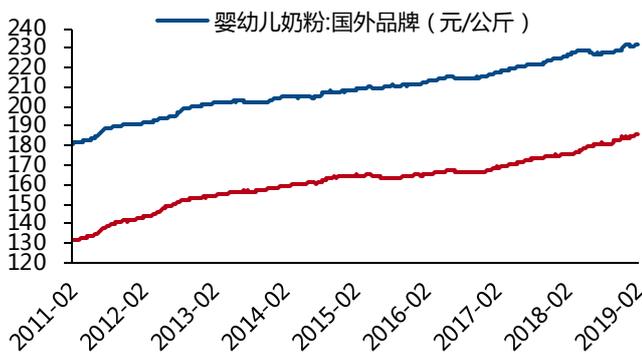
资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 牛奶和酸奶零售价走势图



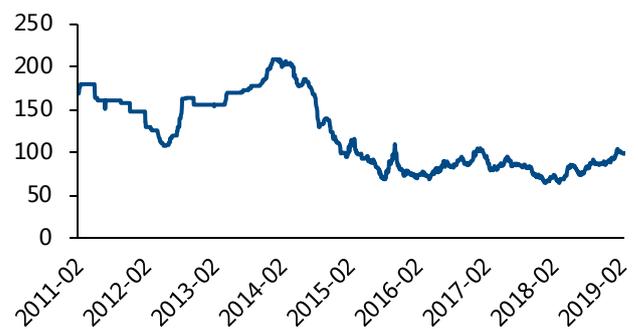
资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 婴幼儿奶粉零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 49 芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅



资料来源: Wind, 华创证券

(五) 肉制品

2019年2月22日, 22省市生猪平均价格12.47元/公斤, 较上周上升1.05%; 22省市猪肉平均价格19.99元/公斤, 较上周上升5.49%; 22省市仔猪价格27.41元/公斤, 较上周上升14.64%; 22省市猪粮比6.43, 较上周上升1.58%。

图表 50 生猪和猪肉价格走势元/公斤 (格式)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 51 生猪养殖盈利走势图元/头

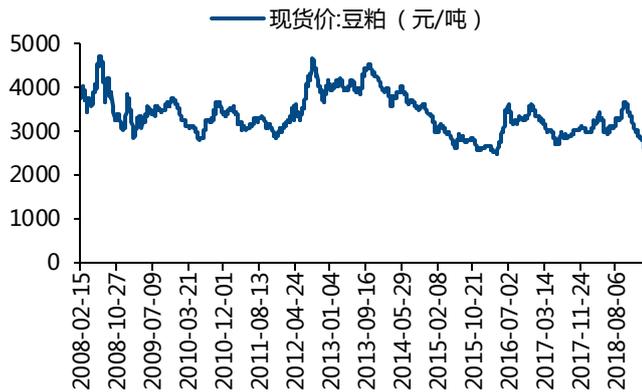


资料来源: Wind, 华创证券

(六) 原材料及包材

2019年3月1日豆粕现货价2639.71元/吨,较上周下跌2.67%;2019年2月22日华北、华东、华南三地箱板纸均价4527.00元/吨,较上周上涨0.79%;华北、华东、华南三地瓦楞纸均价4101.67元/吨,较上周上涨2.50%;塑交所中国塑料价格指数1159.65,较上周下降0.37%;2019年2月28日,OPEC一揽子原油价65.28美元/桶,较上周下降1.83%。

图表 52 豆粕现货价走势图 (元/吨)



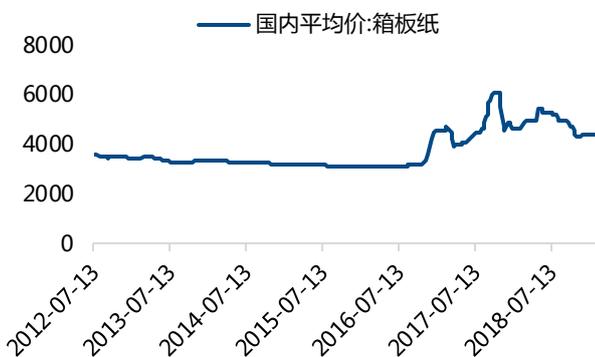
资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 全国大豆市场价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 箱板纸国内均价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 55 瓦楞纸出厂均价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 OPEC 原油价格走势图 (美元/桶)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 57 中国塑料价格指数走势图



资料来源: Wind, 华创证券

十一、行业一周重要事件及股东大会提示

本周重要公告一览

- 1) **【伊利股份】** 1) 政府补助: 公司及下属公司自 7 月 1 日至 12 月 31 日, 累计收到政府补助 6.74 亿元; 2) 股东大会: 2019 年 3 月 21 日。
- 2) **【桃李面包】** 1) 成立子公司: 公司投资成立全资子公司“泉州桃李面包有限公司”、“海南桃李面包有限公司”, 全资子公司东莞桃李面包有限公司将其全资持有的广西桃李面包有限公司 100% 的股权转让给公司; 2) 解除质押: 2019 年 2 月 27 日, 吴学群先生质押的 1062 万股已解除质押。
- 3) **【水井坊】** 要约收购: 公司股东 Grand Metropolitan 拟通过要约收购的方式将其持股比例从 60% 提升到 70%, 本次要约收购的要约价格为 45 元/股。
- 4) **【洽洽食品】** 股东权益变动: 截至 2019 年 2 月 27 日, 万和投资减持其持有的公司无限售流通股 2586 万股, 占公司总股本的 5.10%。本次权益变动后, 万和投资持有公司股份 3498 万股, 占公司总股本的 6.90%。
- 5) **【克明面业】** 高管变动: 公司董事会同意提名陈克明先生等七人为公司第五届董事会非独立董事候选人, 提名舒畅女士等四人为第五届董事会独立董事候选人, 任期为自股东大会审议通过且第四届董事会届满之日起三年。2) 拟向全资子公司提供金额人民币不超过 23.8 亿元的担保。

图表 58 一周股东大会提示

公司名称	股东大会现场召开时间
本周暂无股东大会	

资料来源: Wind, 华创证券

十二、风险提示

经济持续回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：张燕

上海社会科学院硕士，2年食品饮料研究经验，2018年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台(600519), 根据上市公司公告, 贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16% 的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500