



外资持续增持白酒龙头，板块估值或重构

——食品饮料行业周报

2019年3月4日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

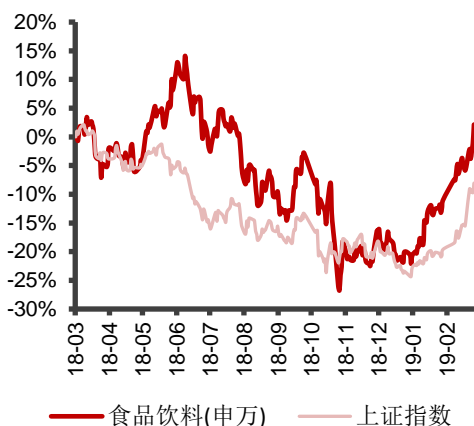
联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

内容提要:

- 上周食品饮料指数上涨7.38%，领先上证综指0.61个百分点，在申万28个一级行业中排名第八。板块成交额1267.73亿元，较前一周大幅增加471.67亿元，市场活跃度显著提升。子板块中，白酒、乳制品及黄酒涨幅居前，肉制品排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为28.63倍，相对全部A股溢价率为91.12%。
- 市场热点方面：1、洋河发布2018年年报，营收、净利润分别同比增长21%、22%，业绩随周期波动难以避免，但2019年收入增速达10%以上为大概率事件，建议关注公司的持续增长能力。2、五粮液走访酒仙网，两企业具有较强的互补性，通过深化合作，酒仙网将获得产品销售、品牌维护方面的经验，五粮液的数字化战略亦将更顺利地落地。3、舍得股票激励计划，拟增募资不超过25亿元，预计公司的运营效率、生产能力或将具有较明显的突破。
- 投资建议方面，上周MSCI宣布将A股纳入因子从5%提升至20%，进一步为A股带来增量资金，周五WIND酒类指数以4.33%的涨幅高居榜首，其中，贵州茅台大涨4.54%，并以789.3元创下收盘最高价。目前茅、五、泸、顺鑫的外资持股比例均处于上升通道，其中一个重要原因是中国白酒性价比较高。基本面方面，与美国上市酒企对比，中国酒企仍处于收入及利润的快速增长通道。估值方面，截至上周五，蒂亚吉欧的滚动市盈率为26.5，相较之下，目前除茅台外当前名酒估值对应2019年PE大多在17-22倍区间，中国白酒估值性价比较高，外资持续流入是板块估值修复甚至重构的重要推动力。基于基本面的判断及外资、机构配置的需求，我们认为板块平均价格仍有提升空间。建议关注茅台、汾酒、顺鑫农业、老窖。
- 风险提示：食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；国内宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场较大波动的系统性风险。

食品饮料与上证综指涨跌幅走势图



行业评级

强于大市

相关报告

- 1、部分酒企积极进行战略调整，后续业绩或分化 20190226
- 2、白酒景气度高，乳制品稳增长 20190219
- 3、旺季动销符合预期，行业集中度或加速提升 20190211
- 4、高端白酒旺季需求向好 20190128

目录

1、上周市场回顾与投资建议	3
1.1 食品饮料板块走势	3
1.2 个股表现	4
1.3 行业热点	4
1.4 投资建议	6
2、数据跟踪	7
3、风险提示	8

图表目录

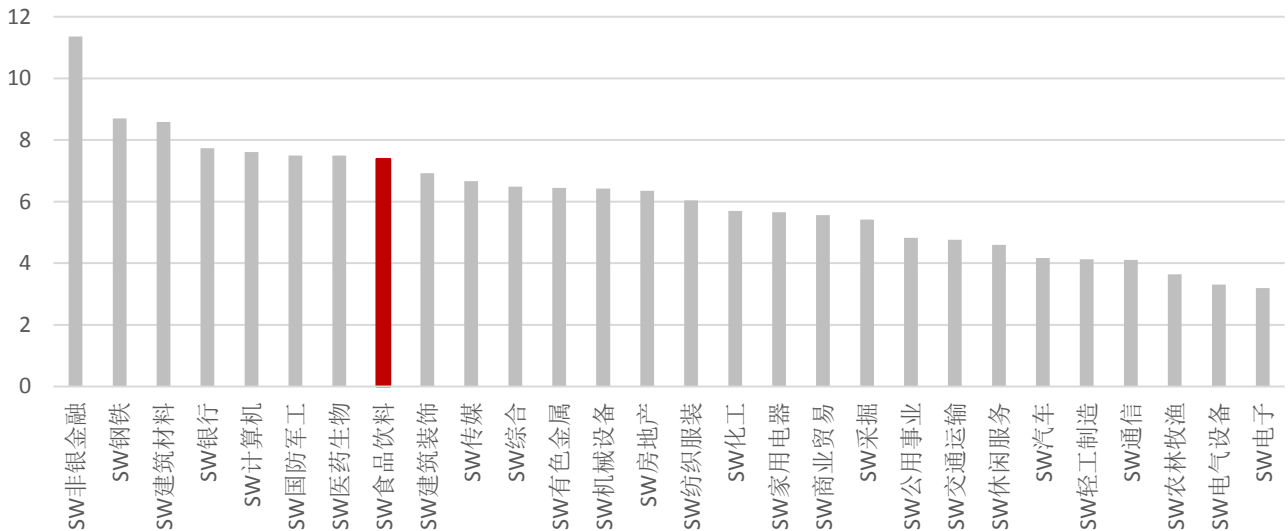
图 1: 上周 (2019.2.25-3.1) 申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周 (2019.2.25-3.1) 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 外资占个股自由流通股本比例 (%)	6
图 5: 茅台、五粮液出厂价	7
图 6: 茅台、五粮液、洋河京东零售价	7
图 7: 生鲜乳价格	8
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	8
图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	8
图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	8
表 1: 上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比	4
表 2: 重点公司估值情况	7

1、上周市场回顾与投资建议

1.1 食品饮料板块走势

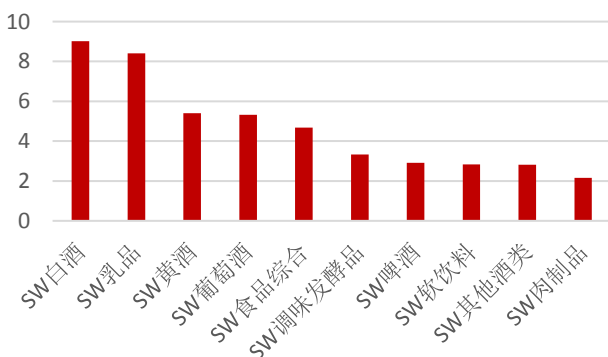
上周食品饮料指数上涨7.38%，领先上证综指0.61个百分点，在申万28个一级行业中排名第八。板块成交额1267.73亿元，较前一周大幅增加471.67亿元，市场活跃度显著提升。子板块中，白酒、乳制品及黄酒涨幅居前，肉制品排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为28.63倍，相对全部A股溢价率为91.12%。

图 1：上周（2019.2.25-3.1）申万一级行业涨跌幅（%）



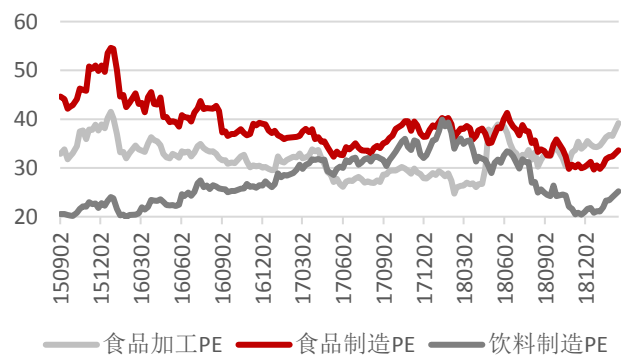
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.2.25-3.1）食品饮料子板块涨跌幅（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 3：食品饮料行业估值比较（倍数）



资料来源：WIND，国开证券研究部

1.2 个股表现

上周食品饮料板块93只个股中有90只上涨，涨幅前三名为今世缘（17.19%）、安记食品（14.66%）、金字火腿（14.38%），重庆啤酒（-1.85%）、上海梅林（-1.52%）、桃李面包（-0.91%）居后。

表 1: 上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比

证券代码	证券简称	周收盘价 (元)	周涨跌幅 %	周成交量 (万手)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	市销率 PS (倍)
603369.SH	今世缘	21.88	17.19	83.82	23.89	4.60	7.38
603696.SH	安记食品	12.12	14.66	16.51	44.77	3.19	6.72
002515.SZ	金字火腿	5.09	14.38	116.79	-502.95	3.59	11.90
600779.SH	水井坊	42.29	13.71	42.48	37.23	11.87	7.61
002840.SZ	华统股份	17.25	12.45	56.60	30.38	3.56	0.90
002329.SZ	皇氏集团	4.09	12.05	158.37	-5.52	1.61	1.47
600809.SH	山西汾酒	52.51	11.72	54.50	32.42	7.59	5.62
000799.SZ	酒鬼酒	20.17	11.50	100.61	29.09	3.00	5.52
000858.SZ	五粮液	75.90	10.80	242.01	24.14	4.94	7.86
600559.SH	老白干酒	15.87	10.59	87.14	37.65	3.75	3.38
002726.SZ	龙大肉食	8.42	0.60	56.77	36.54	3.02	0.73
002568.SZ	百润股份	13.06	0.54	29.90	54.82	3.81	5.52
603345.SH	安井食品	34.83	0.52	18.90	28.97	4.11	1.89
603156.SH	养元饮品	45.88	0.26	17.05	13.92	3.16	4.30
200019.SZ	深粮 B	4.11	0.24	0.88	-70.05	0.59	13.39
200596.SZ	古井贡 B	48.50	0.21	1.86	12.96	2.91	2.48
002582.SZ	好想你	8.92	-0.56	40.89	35.83	1.38	0.93
603866.SH	桃李面包	52.50	-0.91	4.83	38.45	7.22	5.11
600073.SH	上海梅林	8.45	-1.52	140.96	28.01	2.07	0.36
600132.SH	重庆啤酒	33.47	-1.85	17.56	40.69	13.95	4.75

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

1、2018洋河营收241.21亿元，增长21.1%

洋河股份发布2018年年报，公司实现营收241亿元，同比增长21%；实现归母净利润81亿元，同比增长22%；EPS5.38元。（资料来源：公司公告）

2018年第四季度公司营收同比增长3.8%，较前三季环比回落明显，一方面是公司基本完成年度任务后自2018年10月1日起主动控货。另一方面是省内市场竞争加剧。公司毛利率、净利率稳步提升，主要得益于产品结构优化，提价亦有部分贡献。我们估计洋河接下来会再次加大费用投

放，公司表示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，削减硬性广告投入，预计费用投入效率将提升。总体来看，我们认为业绩随周期波动难以避免，但2019年收入增速达10%以上为大概率事件，建议关注公司的持续增长能力。

2、五粮液持续推进数字化，走访酒仙网

2月25日，作为2019年首次外出考察，五粮液集团副董事长、股份公司常务副总经理邹涛一行到访酒仙网考察并举办了座谈会。会上，邹涛提出了三点合作展望：1、深化原有合作，今后将继续巩固基础、扩大运营、拓宽已有的合作渠道；2、将川茶带入合作范畴，希望借助酒仙网的线上、线下平台，实现“酒+茶”的创新发展；3、双方还有意在资本层面开展更多合作。（资料来源：微酒）

目前酒仙网线上下单、线下配送的购买方式已经占到50%且仍处于上升通道，2018年，酒仙网交易额（GMV）突破45亿元，线下酒仙网国际名酒城的快速扩张是业绩增长的主要动力之一。五粮液则作为传统白酒龙头，正在意图通过拓展线上渠道及数字化实现销售的扩张及服务精准度的提升。两企业具有较强的互补性，通过深化合作，酒仙网将获得产品销售、品牌维护方面的经验，五粮液的数字化战略亦将更顺利地落地。

3、舍得股票激励计划，拟增募资不超过25亿元

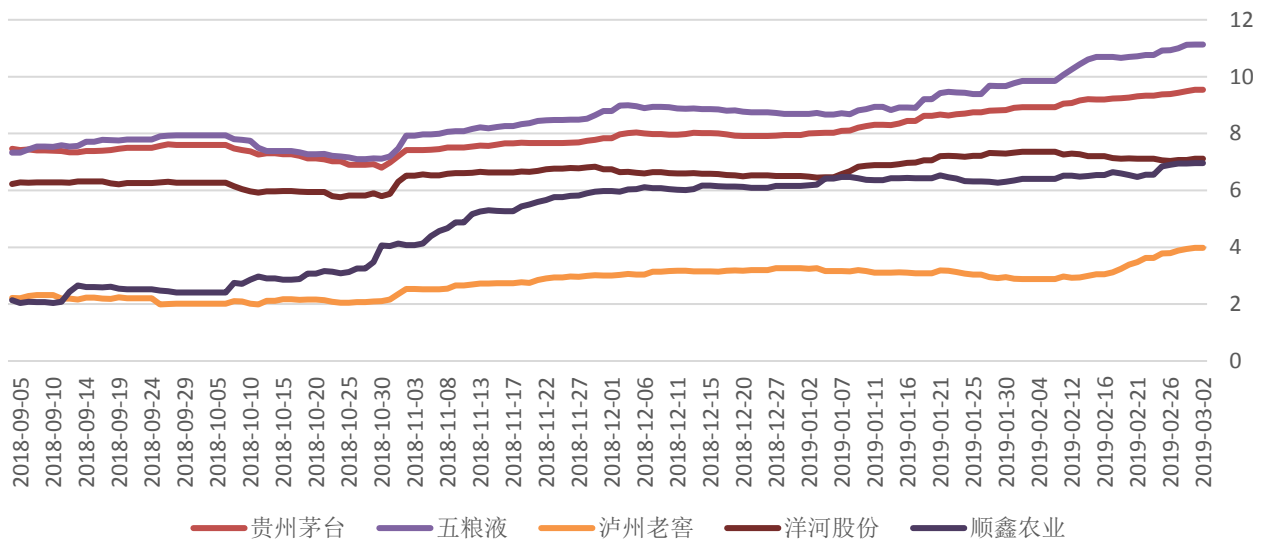
2月27日，舍得酒业发布公告称，公司已完成《公司限制性股票激励计划》中涉及限制性股票的授予登记工作，本激励计划激励对象由418名调整为362名，授予的限制性股票总数由919.0万股调整为778.1万股。3月1日晚间，舍得酒业股份有限公司（以下简称“舍得酒业”）发布《2019年度非公开发行A股股票预案》，拟非公开发行股份数量不超过发行前发行人总股本(剔除已回购的股份)的20%，即约6675.13万股。（资料来源：公司公告）

此次公司募集资金中，约40%（10亿元）用于酿酒配套工程技术改造项目，约17%用于营销体系建设项目，约13%用于信息化建设项目，其余30%用于补充流动资金，以提升公司产品品质、生产运营效率和品牌文化影响力，全面提高舍得酒业的市场竞争力。叠加公司激励计划的落地，预计公司的运营效率、生产能力或将有较明显的突破。

1.4 投资建议

上周MSCI宣布将A股纳入因子从5%提升至20%，进一步为A股带来增量资金。周五WIND酒类指数以4.33%的涨幅高居榜首，其中，贵州茅台大涨4.54%，并以789.3元创下收盘最高价。上周茅台、五粮液、洋河、老窖、顺鑫的外资持股比例分别提升0.21、0.37、0.09、0.35及0.41个百分点，均处于上升通道。

图 4： 外资占个股自由流通股本比例(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

我们认为，外资青睐中国白酒企业的其中一个重要原因是较高的性价比。基本面方面，美国上市的白酒与葡萄酒公司中，仅帝亚吉欧在2017年营收增长超过15%，达15.8%；而2018年，其营收、净利润分别增长1.8%及11.2%，水井坊为旗下增长最快的公司。因此，与美国上市酒企对比，中国酒企仍处于收入及利润的快速增长通道。估值方面，截至上周五，蒂亚吉欧的滚动市盈率为26.5，相较之下，目前除茅台外当前名酒估值对应2019年PE大多在17-22倍区间。由此可见，中国白酒估值性价比较高，外资持续流入是板块估值修复甚至重构的动力。

基于基本面的判断及外资、机构配置的需求，我们认为板块平均价格仍有提升空间。建议关注茅台、汾酒、顺鑫农业、老窖。

表 2: 重点公司估值情况

公司简称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)			PE (倍)		
		2019/3/1	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E
贵州茅台	789.30	27.52	32.51	38.07	28.68	24.28	20.73
山西汾酒	52.51	1.72	2.27	2.85	30.53	23.13	18.42
泸州老窖	53.49	2.18	2.67	3.12	24.54	20.03	17.14
顺鑫农业	43.27	1.41	1.99	2.58	30.69	21.74	16.77

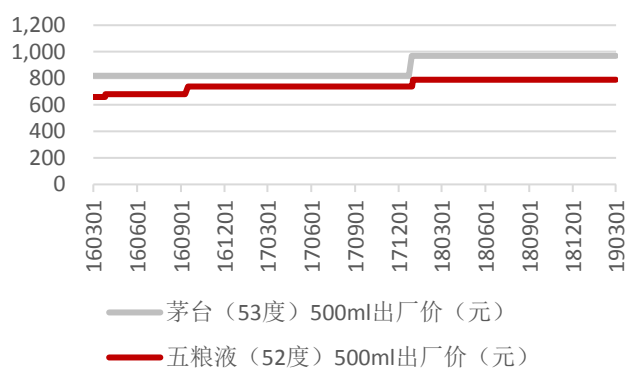
注: 除泸州老窖外, 其它公司2018-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖2018-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、数据跟踪

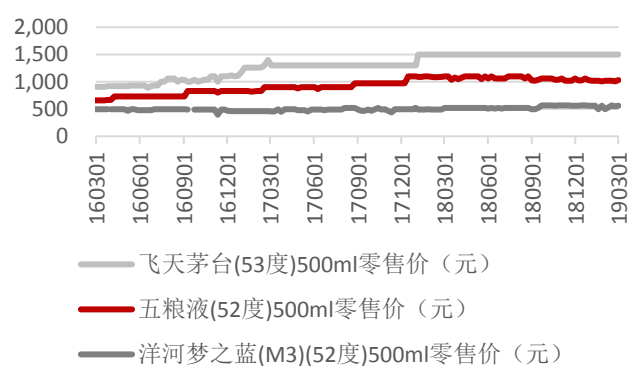
上周, 高端酒一批价与前一周基本持平, 茅台保持1750-1850元, 普五一批价约805-815元, 国窖1573一批价700-720元之间。茅台、五粮液及洋河出厂价与前一周持平, 五粮液、洋河终端价格有所上涨。乳制品方面, 2月13日全国主产区生鲜乳价格为3.62元/公斤, 同比上升4.3%, 环比持平。2月22日国产婴幼儿奶粉平均零售价为186.09元/公斤, 环比下降0.1%; 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价为232.07元/公斤, 环比下降0.07%。

图 5: 茅台、五粮液出厂价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

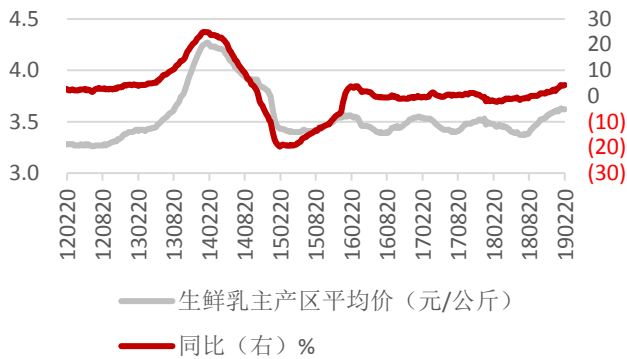
图 6: 茅台、五粮液、洋河京东零售价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

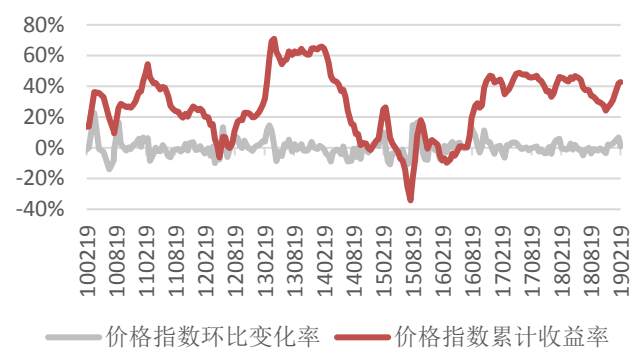
注: 目前茅台在京东商城显示缺货, 实际市场成交价高于京东零售价

图 7: 生鲜乳价格



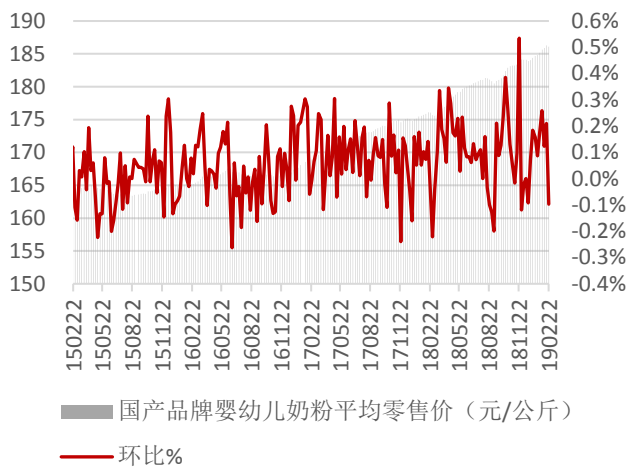
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



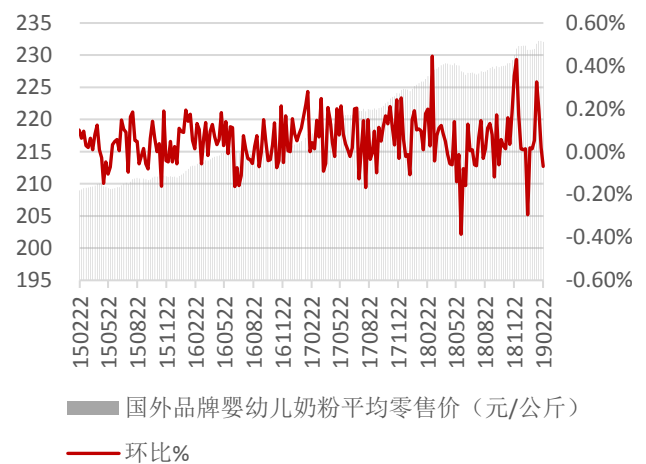
资料来源: GDT, 国开证券研究部

图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

3、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；国内宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场较大波动的系统性风险。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层