

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 白酒演绎年报行情，估值区间或收窄

——食品饮料行业周报

2019年4月2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6.59%，领先上证综指7.02个百分点，在申万28个一级行业中排名第一。板块成交额1335.44亿元，连续9周超过千亿元，市场活跃度维持较高水平。子板块中，调味品、软饮料及白酒涨幅居前，黄酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为30.71倍，相对全部A股溢价率为95.36%。
- **市场热点:** 上周五粮液、茅台发布2018年年报，茅台业绩超预期，五粮液预收账款超预期。2018年茅台酒实际销售3.25万吨，超过公司计划的2.8万吨及市场预期的3万吨。飞天茅台实现量价齐升，系列酒吨价提升的幅度超预期达40%，盈利能力持续提升。五粮液2018年计划总收入增长26%，实际超额完成6.61个百分点，其中四季度收入增速超预期，全年白酒实现量价齐升。公司ROE同比上涨3.42个百分点，盈利能力进一步提升。
- **投资建议:** 上周白酒继续领涨，我们认为主要原因如下：第一，茅台、五粮液披露年报催化板块行情，两公司的业绩体现了自去年三季度以来龙头公司极强的调节能力，再次验证了近期市场对名酒基本面的乐观判断。第二，市场对行业周期的理解开始产生变化，或影响今后白酒板块的估值区间。名酒一二线酒企跨越周期的能力持续提升且市值排名居前的公司将迎来更多国际中长期财务投资人，我们判断未来名酒的估值区间将更多在20-30倍之间波动。建议关注地位稳固的茅五洋泸及成长能力突出的汾酒、今世缘及顺鑫。此外，大众消费板块的走势一般滞后于白酒，随着白酒估值的持续提升，业绩增长亮眼、估值较低的食品综合板块以及增长确定、竞争态势有望缓和的乳制品板块逐渐显现价值，建议关注伊利、恰恰、恒顺醋业、香飘飘、绝味。
- **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

中性

### 相关报告

- 1、春糖会热度略超预期，非白酒板块价值显现 20190326
- 2、下调增值税利好行业，板块估值仍有提升空间 20190312
- 3、外资持续增持白酒龙头，板块估值或重构 20190304
- 4、部分酒企积极进行战略调整，后续业绩或分化 20190226

## 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 .....	5
2、数据跟踪 .....	6
3、风险提示 .....	8

## 图表目录

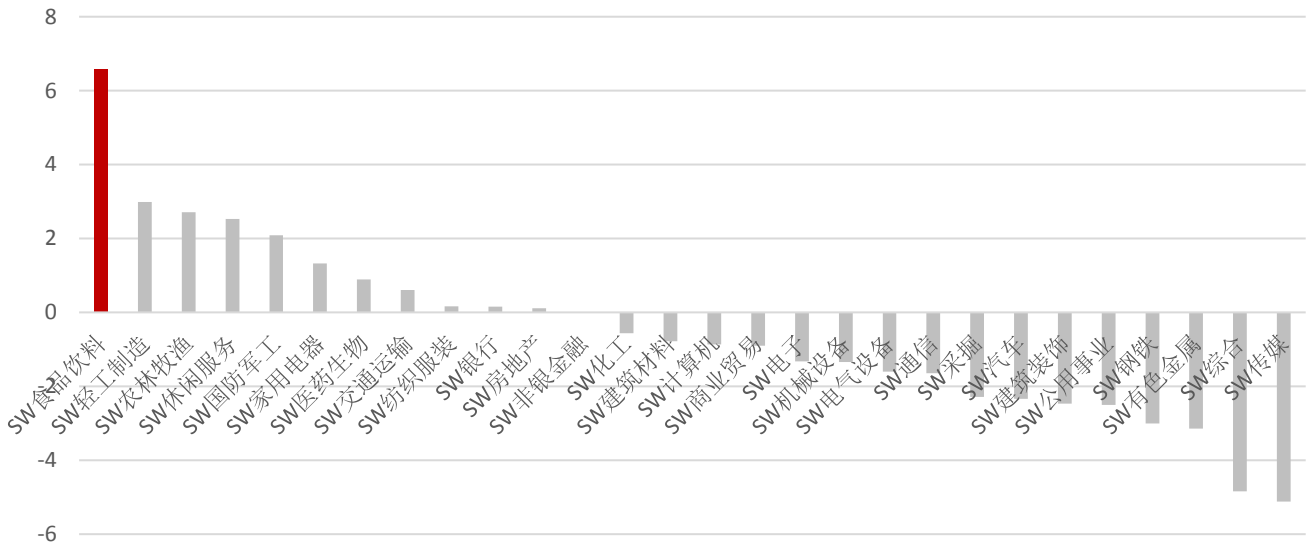
图 1: 上周 (2019.3.25-3.29) 申万一级行业涨跌幅 (%) .....	3
图 2: 上周 (2019.3.25-3.29) 食品饮料子板块涨跌幅 (%) .....	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数) .....	3
图 4: 茅台、五粮液出厂价 .....	7
图 5: 茅台、五粮液、洋河京东零售价 .....	7
图 6: 生鲜乳价格 .....	7
图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 .....	7
图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价 .....	7
图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价 .....	7
表 1: 上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比 .....	4
表 2: 重点公司估值情况 .....	6

## 1、上周市场回顾与投资建议

### 1.1 食品饮料板块走势

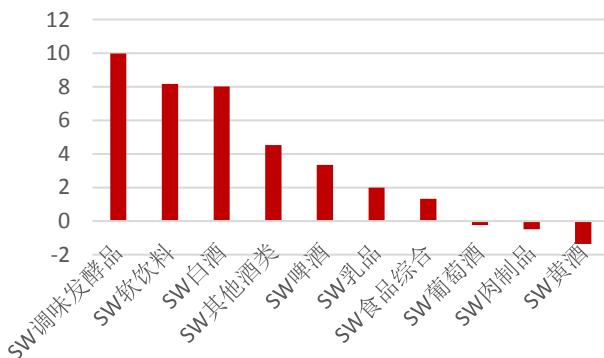
上周食品饮料指数上涨6.59%，领先上证综指7.02个百分点，在申万28个一级行业中排名第一。板块成交额1335.44亿元，连续9周超过千亿元，市场活跃度维持较高水平。子板块中，调味品、软饮料及白酒涨幅居前，黄酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为30.71倍，相对全部A股溢价率为95.36%。

图 1：上周（2019.3.25-3.29）申万一级行业涨跌幅（%）



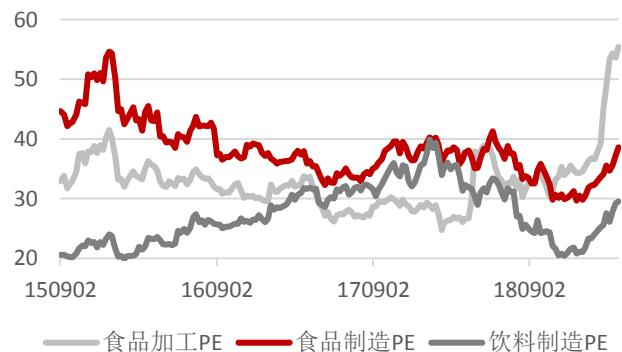
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.3.25-3.29）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59只上涨，涨跌幅前三名分别为养元饮品（15.04%）、莫高股份（12.26%）、海天味业（11.43%），中葡股份（-15.29%）、佳隆股份（-10.93%）、天润乳业（-10.20%）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)
603156.SH	养元饮品	57.81	15.04	32.31	16.26	3.69	5.35
600543.SH	莫高股份	8.33	12.26	157.22	134.27	2.34	12.50
603288.SH	海天味业	86.70	11.43	28.42	53.64	16.87	13.74
000858.SZ	五粮液	95.00	10.40	233.35	27.55	5.81	9.21
600305.SH	恒顺醋业	13.71	10.03	116.02	30.32	5.55	6.46
002304.SZ	洋河股份	130.42	9.67	51.95	24.25	5.84	8.15
603711.SH	香飘飘	31.90	9.25	16.22	42.51	6.04	4.11
000568.SZ	泸州老窖	66.58	9.09	85.03	29.45	6.02	7.88
600197.SH	伊力特	21.45	8.88	69.12	21.43	3.78	4.18
603027.SH	千禾味业	24.17	8.39	43.05	32.85	6.17	7.37
002329.SZ	皇氏集团	4.24	-4.93	59.06	——	1.67	1.53
002770.SZ	科迪乳业	3.62	-4.99	70.08	30.65	2.24	3.08
000995.SZ	*ST 皇台	4.51	-5.05	30.15	-4.93	——	48.57
600597.SH	光明乳业	9.94	-5.33	79.27	35.61	2.28	0.58
002515.SZ	金字火腿	6.12	-6.28	56.25	——	4.32	14.30
600199.SH	金种子酒	7.82	-6.46	283.88	899.10	1.94	3.46
600186.SH	莲花健康	2.08	-8.37	120.51	——	——	1.25
600419.SH	天润乳业	16.12	-10.20	40.71	29.24	3.62	2.28
002495.SZ	佳隆股份	3.75	-10.93	190.82	92.57	3.01	11.00
600084.SH	中葡股份	3.27	-15.29	171.75	——	1.63	9.45

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 1.3 行业热点

上周五五粮液、茅台发布2018年年报，茅台业绩超预期，五粮液预收账款超预期。

**贵州茅台：**公司2018年实现营收771.99亿元，同比增长26.43%，归母净利润352.04亿元，同比增长30%，经营性现金流、EPS分别同比增长30.71%、30%。（资料来源：公司公告）

2018年茅台酒实际销售3.25万吨，超过公司计划的2.8万吨及市场预期的

3万吨。飞天茅台实现量价齐升，系列酒吨价提升幅度超预期达40%，主要是由于生肖酒销售良好以及汉酱等次高端销量增长明显所致。公司毛利率、净利率分别增长1.42、1.55个百分点，盈利能力持续提升。

作为行业龙头，茅台地位稳固，业绩抗波动能力强。近年来公司取消经销商配额约达4000吨左右，未来预计将回收配额分配给直营，叠加非标酒销售量增加及系列酒结构升级，未来利润可期。

**五粮液：**公司2018年实现营业收入400.3亿元，同比增32.61%，归母净利润133.8亿元，同比增38.4%。全年经营现金流净额同比增26.1%，基本每股收益3.4元，同比增36.34%。（资料来源：公司公告）

2018年公司计划总收入增长26%，实际超额完成6.61个百分点，其中四季度收入增速超预期，全年白酒实现量价齐升。公司酒类毛利率增长0.88个百分点，销售费用率及管理费用率均下降，公司ROE同比上涨3.42个百分点，盈利能力进一步提升。

预计新版普五提价难度不大，叠加高端501五粮液的推广，公司吨酒价格将继续上移，达成规划目标、盈利能力提升可期。公司还将展开“提价、控盘分利、数字化赋能”、营销架构扁平化、梳理产品线等重大改革，若顺利实施，公司未来业绩空间或提升。

#### 1.4 投资建议

上周白酒继续领涨，我们认为主要原因如下：第一，茅台、五粮液披露年报催化板块行情。五粮液2018年四季度动销、预收款及改革方案超预期，来年目标保持高增长。茅台业绩整体超预期，卖方市场态势稳固、利润空间或提升。两公司的业绩体现了自去年三季度以来龙头公司极强的调节能力，再次验证了近期市场对名酒基本面的乐观判断。第二，市场对行业周期的理解开始产生变化，或影响今后白酒板块的估值区间。根据本届春糖会的反馈，可以看出名酒的需求及渠道更加稳定，马太效应不断增强，一二线酒企跨越周期的能力持续提升，因此对应的估值区间预计持续收窄。此外，由于MSCI等国际知名指数将A股纳入，市值排名居前的公司将迎来更多中长期财务投资人，我们判断未来名酒的估值区间将更多在20-30倍之间波动。建议关注地位稳固的茅五洋泸及成长能力突出的汾酒、今世缘及顺鑫。

此外，大众消费板块的走势一般滞后于白酒，随着白酒估值的持续提升，

业绩增长亮眼、估值较低的食品综合板块以及增长确定、竞争态势有望缓和的乳制品板块逐渐显现价值，建议关注伊利、恰恰、恒顺醋业、香飘飘、绝味。

**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）	
		2019E	2020E	2019E	2020E
	2019/3/29				
贵州茅台	853.99	32.51	38.07	26.27	22.43
今世缘	28.70	1.17	1.42	24.53	20.21
山西汾酒	60.47	2.27	2.85	26.64	21.22
顺鑫农业	60.63	1.99	2.58	30.47	23.50
泸州老窖	66.58	2.67	3.12	24.94	21.34
五粮液	95.00	4.06	4.66	23.40	20.39
香飘飘	31.90	0.87	1.14	36.67	27.98
绝味食品	49.22	2.25	2.25	21.88	21.88
伊利股份	29.11	1.34	1.52	21.72	19.15
恒顺醋业	13.71	0.43	0.49	31.88	27.98
洽洽食品	25.78	0.99	1.15	26.04	22.42

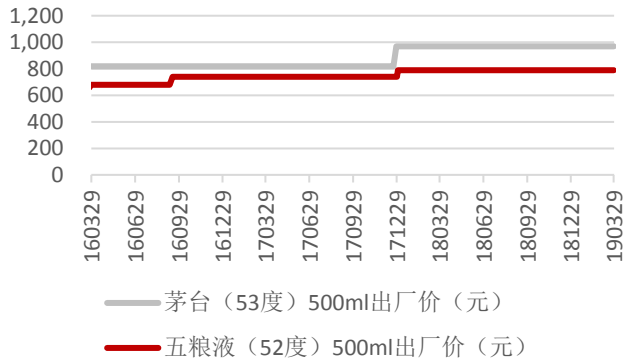
注：除泸州老窖、五粮液外，其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

## 2、数据跟踪

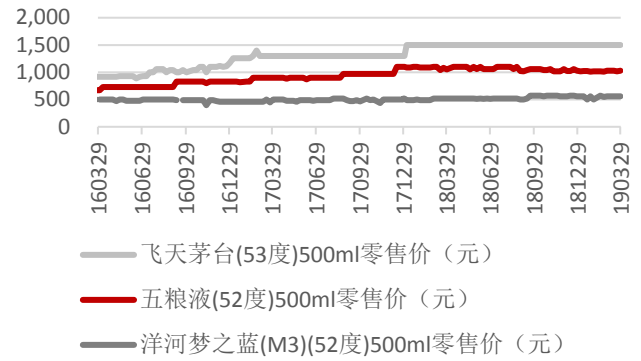
上周名酒一批价格继续坚挺，茅台仍然维持1800元以上，五粮液通过收藏版将批价抬升至840元。两公司出厂价与前一周持平，五粮液终端价格小幅上升。乳制品方面，3月20日全国主产区生鲜乳价格为3.58元/公斤，同比上升3.2%，环比下降0.3%。3月22日国产婴幼儿奶粉平均零售价为187.56元/公斤，环比上升0.25%；国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价为232.58元/公斤，环比下降0.03%。

图 4: 茅台、五粮液出厂价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

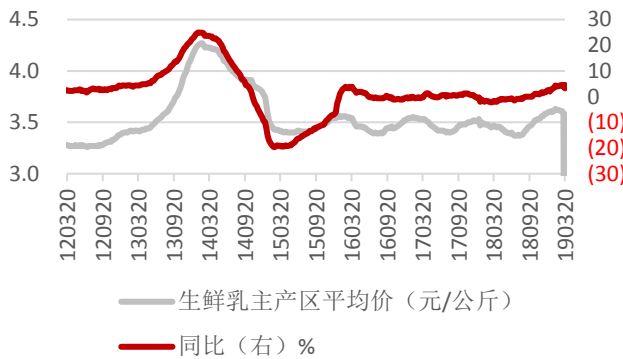
图 5: 茅台、五粮液、洋河京东零售价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

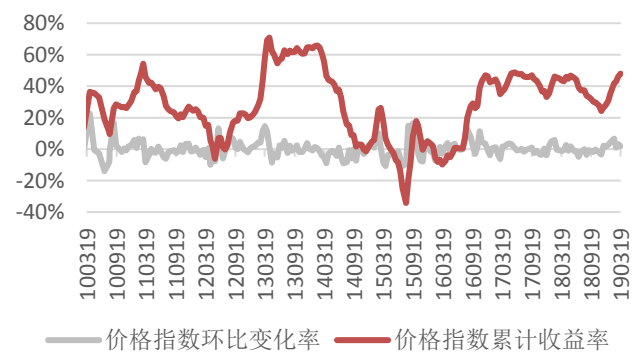
注: 目前茅台在京东商城显示缺货, 实际市场成交价高于京东零售价

图 6: 生鲜乳价格



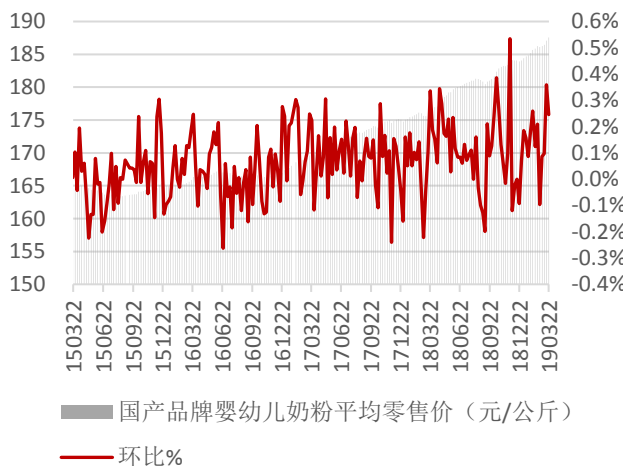
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



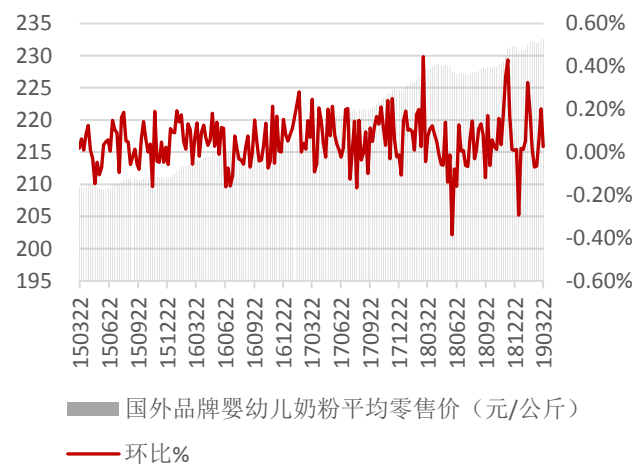
资料来源: GDT, 国开证券研究部

图 8: 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 9: 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