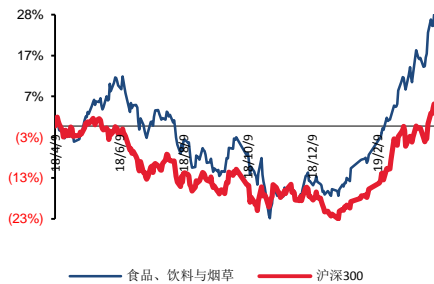


日常消费 食品、饮料与烟草

## 食品饮料：4月继续喝酒吃肉，不会跑输本轮牛市！

### ■ 走势对比



### ■ 子行业评级

|       |    |
|-------|----|
| 食品    | 看好 |
| 烟草III | 看好 |
| 饮料    | 看好 |

### 相关研究报告：

《中炬高新年报点评：业绩符合预期，开启“双百”新征程》  
—2019/03/31

《上海梅林：加大牛肉布局，养猪释放弹性》—2019/03/31

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

### 报告摘要

**白酒：**白酒的行情仍没有脱离我们对今年的判断，在市场的推动下，涨幅超出了我们的预期，北上资金扰乱了固有的节奏。白酒消费现在分化很厉害，并没有看到大家担心的消费下降。

白酒板块主要看三条投资主线：一是有品牌溢价的公司，譬如贵州茅台、五粮液；二是卡位很好的，品牌基础好、区域优势明显、能泛区域的公司，譬如山西汾酒、泸州老窖、今世缘、古井贡酒、酒鬼酒等；三是市场渠道好的公司，譬如洋河股份、顺鑫农业。

**啤酒：**本轮啤酒上涨的逻辑是：通过去产能，供给稳定，单价逐渐上升；同时，作为消费品龙头，啤酒公司也一直被外资关注，有一定的稀缺性。

总体判断，啤酒市场集中度提升有限，CR5 已经超过 70%；长期来看，市场会进一步分化，向龙头集中。对于有些踏空了白酒行情的投资者，买入啤酒，迎接几个月的基本面改善的旺季行情，是值得推荐的。但行业和公司的成本都不足以支撑它屡创新高。

**食品股：**继续小幅提估值，寻找景气改善的机会。

今年一季度由于不少机构在白酒的配置上相对较少，大家在消费板块中找其他没有上涨的板块机会，基本面比较好且估值相对低的只有乳制品和啤酒。然后就是我们一直提到的，受益于猪周期的个股和成本降、价格涨的传统行业龙头，譬如上海梅林、梅花生物等。

### 观点一：本轮牛市，食品饮料行业相对收益不会落伍。

我们维持去年的判断，食品饮料主要是今年上半年的机会，主要是春节旺季和一季报两轮行情，但是涨幅超此前判断预期，主要是因为北上资金对食品饮料的追捧导致的。二三季度是相对的真空期，相对平淡。下半年，食品饮料的绝对收益尽管不如上半年，但四季度的消费旺季和估值切换行情，仍能支撑板块的强势。

从相对受益来看，由于过去每一轮牛市食品饮料涨幅都比较靠后，但这一规律将在本次周期中失效。

**观点二：对未来的看法：**

对4月份的行情，我们仍然还是乐观的，二三季度是真空期，主要是消化估值，四季度又迎来机会。白酒整体看好，推荐五粮液、山西汾酒、今世缘、泸州老窖等，弹性看酒鬼酒。食品推荐上海梅林，梅花生物。

**风险提示：**

宏观经济不景气，销售环境恶化，食品安全问题等。

## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、 对白酒的三点看法 .....              | 4  |
| (一) 一季报高增长推动白酒行情持续 .....       | 4  |
| (二) 高端品牌滞后的量价齐升，带来补涨空间 .....   | 4  |
| (三) 未来白酒可能难有大周期，也难有暴利空间 .....  | 5  |
| (四) 白酒的投资策略 .....              | 6  |
| 二、 啤酒：踏空后的次优选择，旺季反弹行情 .....    | 6  |
| 三、 食品股：继续小幅提估值，寻找景气改善的机会 ..... | 7  |
| 四、 本轮牛市，食品饮料行业相对收益不会落伍 .....   | 9  |
| 五、 对未来的看法 .....                | 10 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1、年初至今白酒指数和主流白酒上市公司的涨跌幅和市盈率（TTM） .....         | 4 |
| 图表 2、高端品牌白酒的终端价格走势图 .....                         | 5 |
| 图表 3、盘点过去几轮白酒牛市中主流白酒上市公司的最大涨幅 .....               | 5 |
| 图表 4、啤酒产量的月度累计值 .....                             | 6 |
| 图表 5、啤酒均价走势图 .....                                | 7 |
| 图表 6、啤酒上市公司的吨酒市值和吨酒利润对比 .....                     | 7 |
| 图表 7、2010 年以来食品板块的 PE-TTM 走势和相对上证综指的溢价情况 .....    | 8 |
| 图表 8、2005 年以来乳品和啤酒板块的 PE-TTM 走势和相对上证综指的溢价情况 ..... | 8 |
| 图表 9、食品饮料和白酒在前几轮牛市行情中的表现或涨幅排名 .....               | 9 |
| 图表 10、公募基金对食品饮料板块的超配情况 .....                      | 9 |

## 一、对白酒的三点看法

### (一) 一季报高速增长推动白酒行情持续

今年以来，食品饮料在1级行业里涨幅第5，白酒板块整体涨幅更加靠前。在北上资金持续买入推动、国内资金被动加仓、悲观预期修复的背景下，白酒股普遍反弹并大部分创了新高。今年春糖的终端反馈相对乐观，预期出现较大的变化。年报情况很好，茅台、五粮液年报业绩靓丽。茅台一季报必将再次点燃了白酒一季报的行情，预期今年一季报主流白酒公司仍会有较好的增长，判断一季报超预期下白酒公司股价还会上涨。

图表 1、年初至今白酒指数和主流白酒上市公司的涨跌幅和市盈率 (TTM)

| 名称   | 年初至今涨幅 | 现价     | 是否创17年以来股价新高 | 市盈率(TTM) |
|------|--------|--------|--------------|----------|
| 白酒指数 | 66.1%  | 2423.4 | 是            | 30.0     |
| 古井贡酒 | 107.9% | 112.2  | 是            | 35.2     |
| 今世缘  | 104.1% | 29.6   | 是            | 32.3     |
| 五粮液  | 97.0%  | 100.2  | 是            | 29.1     |
| 顺鑫农业 | 86.2%  | 59.4   | 是            | 45.5     |
| 金种子酒 | 77.0%  | 8.1    | 否            | 930.1    |
| 酒鬼酒  | 76.6%  | 28.2   | 否            | 41.2     |
| 山西汾酒 | 75.3%  | 61.4   | 否            | 37.9     |
| 泸州老窖 | 67.0%  | 67.9   | 否            | 30.0     |
| 古井贡B | 67.0%  | 65.0   | 是            | 17.4     |
| 伊力特  | 66.7%  | 21.7   | 否            | 21.7     |
| 老白干酒 | 61.8%  | 20.0   | 否            | 47.4     |
| 口子窖  | 60.3%  | 56.2   | 否            | 24.9     |
| 贵州茅台 | 46.6%  | 865.0  | 是            | 30.9     |

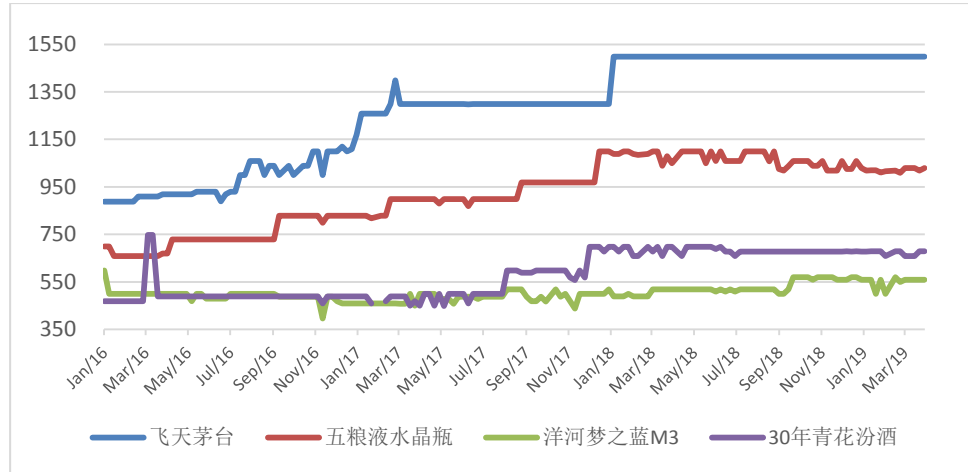
资料来源：WIND、太平洋证券研究院

### (二) 高端品牌滞后的量价齐升，带来补涨空间

随着白酒板块业绩超预期，行业估值整体修复，估值中枢提升。目前茅台经销商已经将今年上半年的货款全部打完，系列酒打完全年货款，茅台一季报超预期也成了必然。五粮液一批价也逐渐涨上来，进而其他中高端白酒都出现了量价齐升的“新周期”。

这种现象我们判断是此轮白酒周期的滞后延续，前几年茅台的一枝独秀，市场基础好的区域性龙头和泛全国化的低端白酒高景气持续，典型的代表是顺鑫农业、古井贡酒、今世缘、山西汾酒等。但对于品牌力稍弱、价格较高的品牌，并没有表现出明显的景气上升，它们的量价齐升的景气滞后到今年才表现出来，接下来，会看到它们受益。五粮液、老窖的1573、酒鬼的内参以及其他品牌的高端品牌，都会出现价格回升、销量增加的现象。

图表 2、高端品牌白酒的终端价格走势图



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

### (三) 未来白酒可能难有大周期，也难有暴利空间

我们判断白酒未来强周期属性会逐渐减弱，未来资金稳定性会越来越高，不会有大幅波动，食品饮料股票更适合机构长期持仓，每年赚业绩的钱，大周期的钱会越来越难。除非出现北上资金大规模撤离，资本市场出现大幅波动，白酒股才有希望出现非常大的回撤，这需要耐心的等待，可能需要1年、也许2年。

我们对于白酒短期仍是乐观的，至少一季报会超预期，尽管前期涨幅较大，但這些公司会有好的机会。

图表 3、盘点过去几轮白酒牛市中主流白酒上市公司的最大涨幅

| 公司简称 | 2009.01-2012.07最大涨幅 | 2016.01-2018.07最大涨幅 | 年初至今涨幅 |
|------|---------------------|---------------------|--------|
| 贵州茅台 | 208.8%              | 326.2%              | 46.6%  |
| 五粮液  | 212.3%              | 336.3%              | 97.0%  |
| 泸州老窖 | 212.6%              | 303.4%              | 67.0%  |
| 洋河股份 | 336.6%              | 178.1%              | 32.0%  |
| 山西汾酒 | 744.5%              | 378.3%              | 75.3%  |
| 古井贡酒 | 1223.6%             | 295.5%              | 107.9% |
| 水井坊  | 206.5%              | 593.5%              | 49.6%  |
| 酒鬼酒  | 1000.6%             | 167.7%              | 76.6%  |
| 口子窖  | N/A                 | 148.6%              | 60.3%  |
| 顺鑫农业 | 165.0%              | 188.0%              | 86.2%  |
| 今世缘  | N/A                 | 162.2%              | 104.1% |
| 舍得酒业 | 623.7%              | 254.5%              | 47.9%  |

资料来源：WIND、太平洋证券研究院

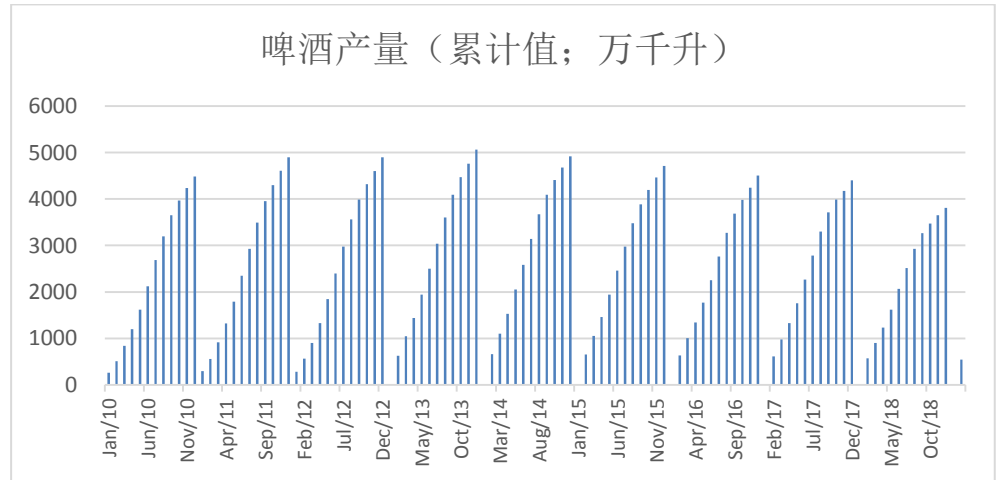
#### (四) 白酒的投资策略

白酒的行情仍没有脱离我们对今年的判断，在市场的推动下，涨幅超出了我们的预期，北上资金扰乱了固有的节奏。白酒消费现在分化很厉害，并没有看到大家担心的消费下降。白酒板块主要看三条投资主线：一是有品牌溢价的公司，譬如贵州茅台、五粮液；二是卡位很好的，品牌基础好、区域优势明显、能泛区域的公司，譬如山西汾酒、泸州老窖、今世缘、古井贡酒、酒鬼酒等；三是市场渠道好的公司，譬如洋河股份、顺鑫农业。

#### 二、啤酒：踏空后的次优选择，旺季反弹行情

这两年，每在一个尴尬的时期，啤酒就出来表现一下，当然在基本面有些细微的变化下，也不乏推波助澜的声音，期间也确实有较大的涨幅，但整体是在一个大的范围内震荡。啤酒市场整体产能过剩和需求饱和的大格局没有变化，成本的变化不足以改变行业趋势，产品提价、亏损的关停也难以形成周期性行业的供给侧改革。未来相当长时间，啤酒行业的格局都不会有太大的变化。

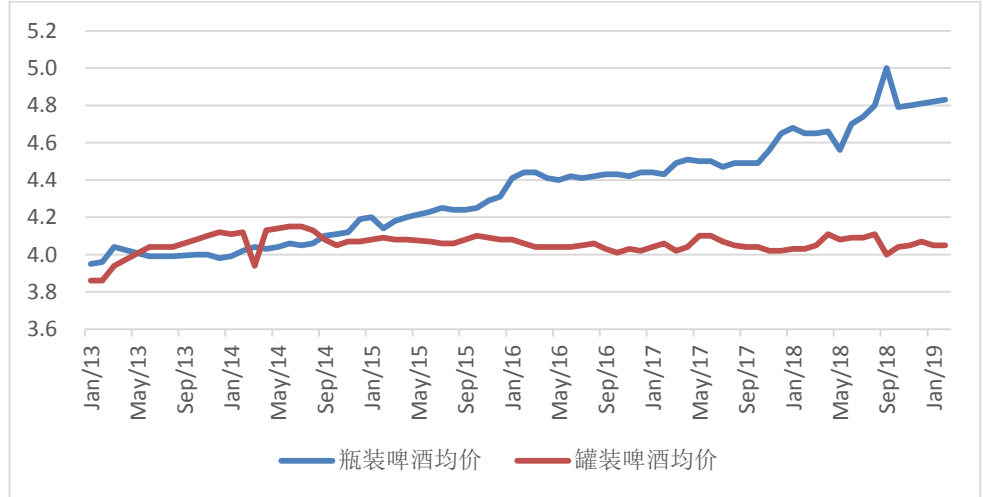
图表 4、啤酒产量的月度累计值



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

啤酒行业今年出现了一定幅度的增长，上市公司也出现了双位数的增长，但大双位数的高速增长基本不会出现。啤酒销量跟温度有很强的正相关关系，所以啤酒销售70%集中在夏季。同时，啤酒销售量受经济影响：经济向好，外出务工人员增加，对应居民餐饮消费增加，啤酒消费量也会随之增加。如果今年天气气温升高，经济回升，餐饮复苏，确实能带来啤酒销售的好转。

从去年开始，啤酒行业去产能加速，企业关停旗下亏损的工厂。啤酒公司过去的策略是：用自己两三个主要市场赚的钱去补贴全国其他市场。所以啤酒行业整体毛利率高达40%，但是净利率低，费用投放很大。

**图表 5、啤酒均价走势图**


资料来源：WIND、太平洋证券研究院

因此，本轮啤酒上涨的逻辑是：通过去产能，供给稳定，单价逐渐上升；同时，作为消费品龙头，啤酒公司也一直被外资关注，有一定的稀缺性。总体判断，啤酒市场集中度提升有限，CR5已经超过70%；长期来看，市场会进一步分化，向龙头集中。

对于有些踏空了白酒行情的投资者，买入啤酒，迎接几个月的基本面改善的旺季行情，是值得推荐的。但行业 and 公司的成本都不足以支撑它屡创新高。

**图表 6、啤酒上市公司的吨酒市值和吨酒利润对比**

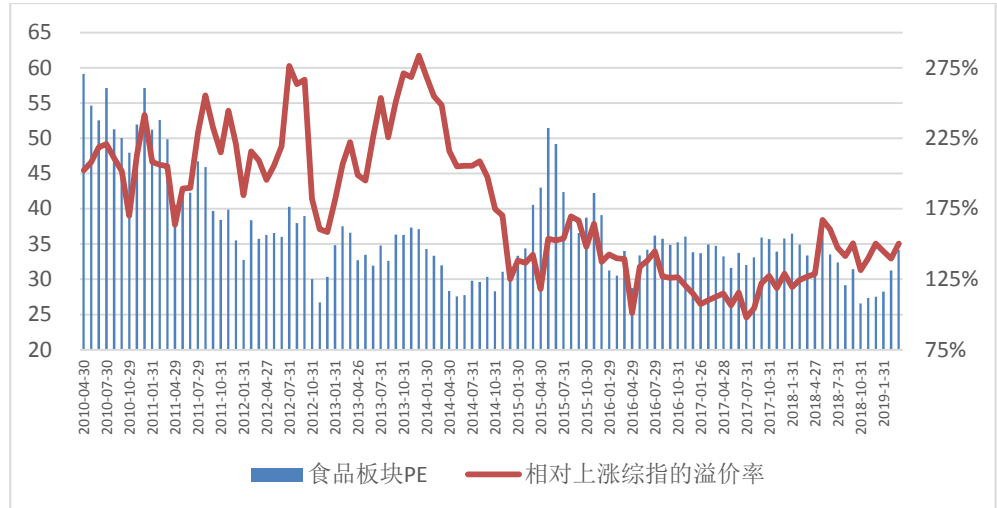
| 公司简称 | 当前市值 (万元) | 17年利润  | 17年销量 (万千升) | 吨酒市值 (元) | 吨酒利润 (元) |
|------|-----------|--------|-------------|----------|----------|
| 燕京啤酒 | 2254831   | 17251  | 416         | 5420.0   | 41.5     |
| 青岛啤酒 | 5744924   | 138226 | 797         | 7208.2   | 173.4    |
| 重庆啤酒 | 1803761   | 32612  | 89          | 20324.1  | 367.5    |
| 珠江啤酒 | 1761809   | 19804  | 124         | 14212.7  | 159.8    |
| 惠泉啤酒 | 244500    | 2374   | 24          | 10404.3  | 101.0    |
| 兰州黄河 | 163660    | 1264   | 14          | 11557.2  | 89.3     |

资料来源：WIND、太平洋证券研究院

### 三、食品股：继续小幅提估值，寻找景气改善的机会

食品股当前处在继续提估值的过程。前期没有出现预期上大的变化，所以股价波动不大。2018年下半年白酒大幅下跌的时候，食品股是相对稳定的。所以今年食品股的相对收益就会差一些。

图7、2010年以来食品板块的PE-TTM走势和相对上证综指的溢价情况

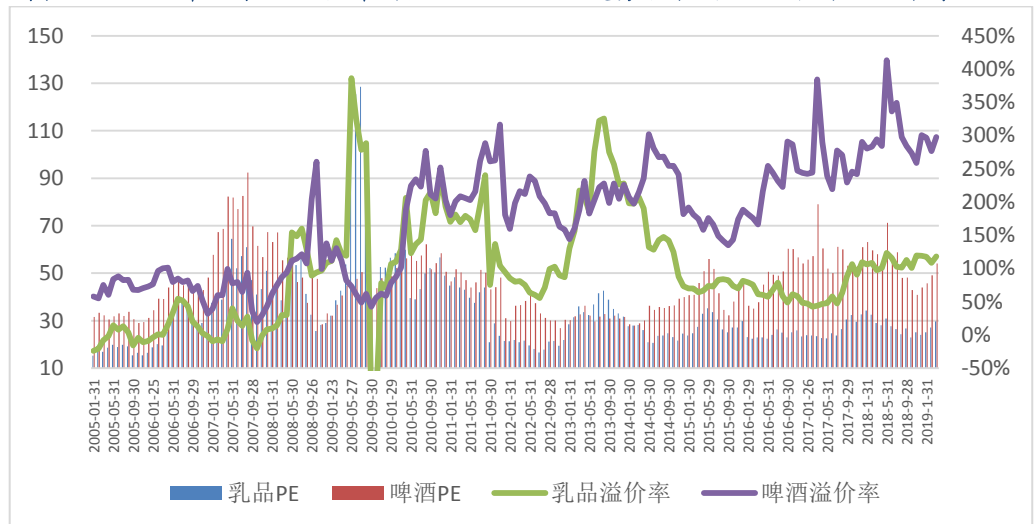


资料来源：WIND、太平洋证券研究院

今年一季报除了少数几个食品股，基本都还是较高的增长，能支持股价不回调。对于一季报明显低于预期、增速出现趋势性向下的公司，要注意回避，北上资金抱团的公司风险会更大一些。

今年一季度由于不少机构在白酒的配置上相对较少，大家在消费板块中找其他没有上涨的板块机会，基本面比较好且估值相对低的只有乳制品和啤酒了。然后就是我们一直提到的，受益于猪周期的个股和成本降、价格涨的传统行业龙头，譬如上海梅林、梅花生物等。

图8、2005年以来乳品和啤酒板块的PE-TTM走势和相对上证综指的溢价情况



资料来源：WIND、太平洋证券研究院



#### 四、本轮牛市，食品饮料行业相对收益不会落伍

我们维持去年的判断，食品饮料主要是今年上半年的机会，主要是春节旺季和一季度两轮行情，但是涨幅超此前判断预期，主要是因为北上资金对食品饮料的追捧导致的。二三季度是相对的真真空期，相对平淡。下半年，食品饮料的绝对收益尽管不如上半年，但四季度的消费旺季和估值切换行情，仍能支撑板块的强势。

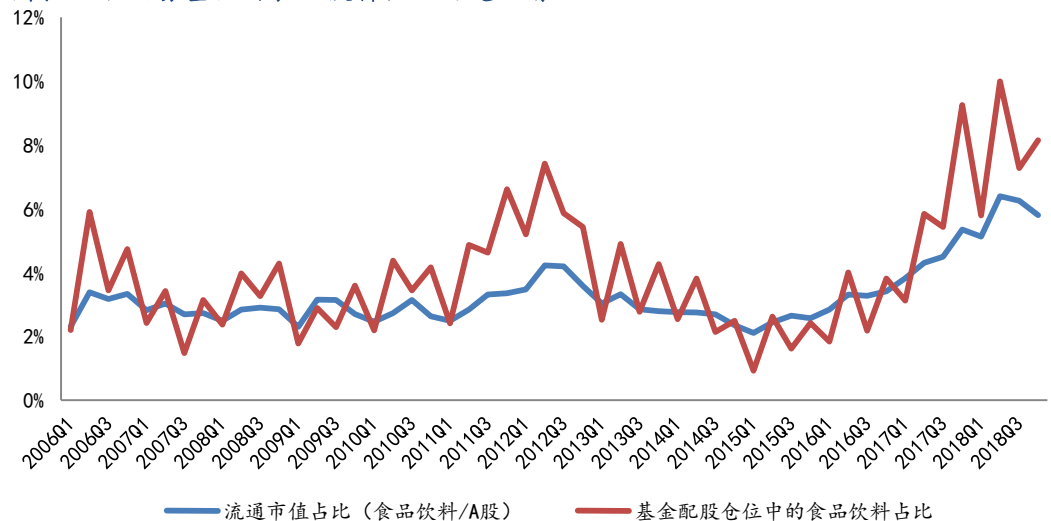
图表 9、食品饮料和白酒在前几轮牛市行情中的表现或涨幅排名

| 证券简称            | 2006-2007年最大涨幅 | 2009-2012年最大涨幅 | 2014-2015年最大涨幅 |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 上证综指            | 427.1%         | 88.6%          | 162.3%         |
| 创业板指            | -              | 21.9%          | 233.5%         |
| 食品饮料            | 515.1%         | 192.7%         | 121.2%         |
| <b>食品饮料涨幅排名</b> | <b>12</b>      | <b>9</b>       | <b>27</b>      |
| 白酒              | 1005.8%        | 241.5%         | 134.2%         |

资料来源：WIND、太平洋证券研究院

从相对受益来看，由于过去每一轮牛市食品饮料涨幅都比较靠后，但这一规律将在本次周期中失效。由于外资的话语权增强，机构投资者和个人投资者对行业和基本面的认知提升，本轮牛市的主线一定是价值股占主导，未来指数会是蓝筹铸造的行情。食品饮料整体会随着市场的上涨出现明显上涨或者滞跌。另一方面，由于去年下半年的大幅度减持，当下主流投资者对食品饮料的配置相对较低，没有减持的必要，卖出食品饮料回笼资金去买其他板块的可能性比较低。最后，食品饮料公司本身没有出现景气继续向下或者调整，未来收入和利润增长也能支撑股票价格稳定上涨。

图表 10、公募基金对食品饮料板块的超配情况



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

接下来的牛市行情，不会出现大盘上涨而食品饮料下跌的情况，在初期的一段时间，可能会维持震荡。个别公司可能会低于预期，即使低于预期、股价短期下跌后，也可能是稳住。譬如安琪酵母，从去年一季报就有低于预期，但是由于真实流通盘被北上资金控盘，所以股价一直稳定。

## 五、对未来的看法

对4月份的行情，我们仍然还是乐观的，二三季度是真空期，主要是消化估值，四季度又迎来机会。白酒整体看好，推荐五粮液、山西汾酒、今世缘、泸州老窖等，弹性看酒鬼酒。食品推荐上海梅林，梅花生物。

现在很多策略研究员在喊牛市第二波，如果是这样的话，那么就进入了不赚钱的阶段。因为对于专业的投资者来讲，第一波是最赚钱的，就像今年一季度的白酒、养殖、新能源、5G、工业大麻等，抓住任何一个板块性的机会，都是2、3倍的回报。这个阶段，大盘指数仅20%的涨幅。但在第二阶段，应该是基本面推动的牛市，大权重的龙头股的上涨，推动指数的上涨，大部分人是难有回报的，这个阶段的市场是大公司的机会，他们20-30%的涨幅，就能推动大盘指数同等的涨幅，对于绝大部分投资者来讲，不会持有这类公司的。这个阶段，一定是基建、金融地产等行业基金或指数基金胜出的阶段。只有进入牛市的第三阶段，形成泡沫、鸡犬升天的时候，才能是投资者都赚钱的时候，同时也是割韭菜、走向亏损的开始。消费品的好处是，被套之后，仍能新高。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 华北销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 李英文 | 18910735258 | liyew@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 华北销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com    |
| 华北销售    | 付禹璇 | 18515222902 | fuyux@tpyzq.com      |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com   |
| 华东销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 华南销售副总监 | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhaf@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com    |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。