

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

白酒业绩符合预期，关注龙头及高成长标的

——食品饮料行业周报

2019年4月30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:

- 上周食品饮料指数下跌1.42%，领先上证综指4.22个百分点，在申万28个一级行业中排名第二。板块成交额1246.83亿元，连续10周超过千亿元，市场活跃度维持较高水平。子板块中，肉制品、白酒及调味发酵品涨跌幅居前，黄酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为30.69倍，相对全部A股溢价率为97.24%，进一步提升。
- **市场热点:** 上周泸州老窖公告2018年度及2019年一季度业绩，利润增速超预期，4月26日公司股价逆势上涨7%。2018年公司营收、归母净利润分别增长25.6%及36.27%，收入超过公司2017年制定的25%的增长目标，符合我们预期。2019年一季度，营收、净利润分别增长23.72%，43.08%，均超出市场预期。目前公司高端产品营收占比近50%，毛利率创新高；2018年公司战略性加大费用投放，预计2019年或同比下降，从而带来业绩弹性。公司2019年的收入增速目标为15-25%，预计大概率达成。
- **投资建议:** 目前大部分白酒公司已经披露年报，除皇台以外，其余公司均实现营收、净利润双增长，业绩相对市场具有一定优势，验证了我们此前的预期，上周老窖、古井业绩超预期使板块表现大幅领先市场。考虑到自2018年10月30日以来白酒板块的估值快速修复，我们认为后续将出现分化走势，业绩稳定、市场占有率稳步提升的龙头公司及业绩有望超预期的高成长公司或将表现突出，建议关注茅台、老窖、顺鑫、汾酒、五粮液。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

强于大市

相关报告

- 1、白酒演绎年报行情，估值区间或收窄 20190402
- 2、春糖会热度略超预期，非白酒板块价值显现 20190326
- 3、下调增值税利好行业，板块估值仍有提升空间 20190312
- 4、外资持续增持白酒龙头，板块估值或重构 20190304

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 | 7 |
| 3、风险提示 | 8 |

图表目录

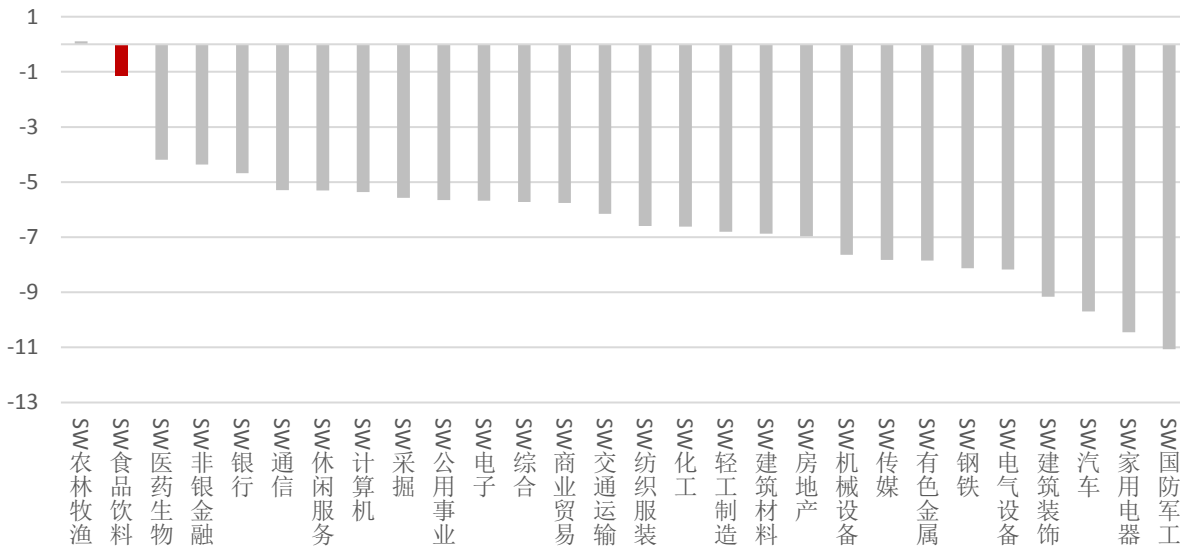
| | |
|---|---|
| 图 1: 上周 (2019.4.22-4.26) 申万一级行业涨跌幅 (%) | 3 |
| 图 2: 上周 (2019.4.22-4.26) 食品饮料子板块涨跌幅 (%) | 3 |
| 图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数) | 3 |
| 图 4: 茅台、五粮液出厂价 (元) | 7 |
| 图 5: 茅台、五粮液、洋河京东零售价(元)..... | 7 |
| 图 6: 生鲜乳价格 | 7 |
| 图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 | 7 |
| 图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价 | 8 |
| 图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价 | 8 |
| | |
| 表 1: 上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比 (剔除次新股) | 4 |
| 表 2: 已披露年报白酒公司估值及业绩 (截至 2019.4.26) | 6 |
| 表 3: 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

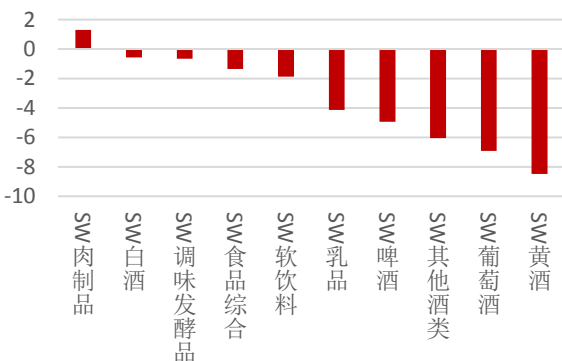
上周食品饮料指数下跌1.42%，领先上证综指4.22个百分点，在申万28个一级行业中排名第二。板块成交额1246.83亿元，连续10周超过千亿元，市场活跃度维持较高水平。子板块中，肉制品、白酒及调味发酵品涨跌幅居前，黄酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为30.69倍，相对全部A股溢价率为97.24%，进一步提升。

图 1：上周（2019.4.22-4.26）申万一级行业涨跌幅（%）



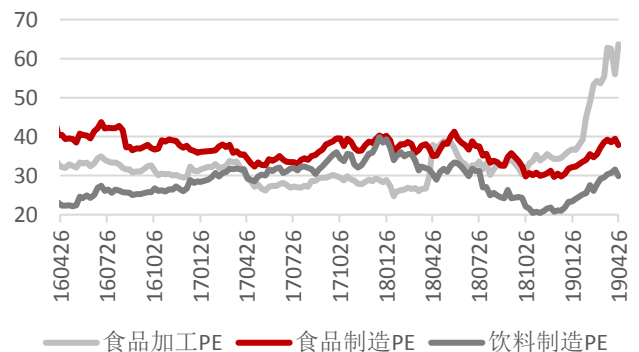
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.4.22-4.26）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22只上涨（剔除次新股），涨跌幅前三名分别为得利斯（27.50%）、上海梅林（15.87%）、元祖股份（12.77%），ST椰岛（-18.02%）、双塔食品（-17.80%）、惠发股份（-15.27%）居后。

表 1：上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比（剔除次新股）

| 证券代码 | 证券简称 | 周收盘价 (元) | 周涨跌幅 (%) | 周成交额 (亿元) | 市盈率 PE (倍) | 市净率 PB (倍) | 市销率 PS (倍) |
|-----------|--------|-------------|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 002330.SZ | 得利斯 | 8.30 | 27.50 | 14.68 | 319.14 | 3.10 | 1.98 |
| 600073.SH | 上海梅林 | 10.37 | 15.87 | 48.64 | 31.78 | 2.55 | 0.44 |
| 603886.SH | 元祖股份 | 26.05 | 12.77 | 3.95 | 23.62 | 4.49 | 3.09 |
| 002695.SZ | 煌上煌 | 14.29 | 12.34 | 8.29 | 39.40 | 3.73 | 3.71 |
| 603345.SH | 安井食品 | 43.96 | 10.04 | 5.76 | 33.81 | 4.77 | 2.16 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 75.43 | 9.10 | 61.23 | 28.03 | 5.95 | 7.97 |
| 002515.SZ | 金字火腿 | 6.94 | 8.78 | 6.32 | 1485.58 | 5.17 | 17.79 |
| 603777.SH | 来伊份 | 13.18 | 8.66 | 4.22 | 137.67 | 2.35 | 1.15 |
| 600186.SH | *ST 莲花 | 2.24 | 5.66 | 7.06 | —— | —— | 1.42 |
| 002910.SZ | 庄园牧场 | 14.70 | 4.03 | 9.37 | 42.84 | 2.28 | 4.01 |
| 002770.SZ | 科迪乳业 | 3.43 | -10.44 | 3.04 | 29.05 | 2.12 | 2.92 |
| 600084.SH | *ST 中葡 | 3.01 | -12.24 | 2.81 | —— | 1.55 | 9.88 |
| 000995.SZ | *ST 皇台 | 7.47 | -12.32 | 2.41 | —— | —— | 53.24 |
| 002650.SZ | 加加食品 | 3.85 | -12.50 | 3.99 | 38.45 | 2.04 | 2.48 |
| 002570.SZ | 贝因美 | 6.53 | -13.05 | 7.53 | 162.41 | 3.68 | 2.68 |
| 002582.SZ | 好想你 | 9.75 | -13.79 | 5.77 | 35.38 | 1.47 | 0.99 |
| 600197.SH | 伊力特 | 17.64 | -14.86 | 12.67 | 17.04 | 2.96 | 3.66 |
| 603536.SH | 惠发股份 | 10.28 | -15.27 | 4.45 | 94.01 | 2.81 | 1.71 |
| 002481.SZ | 双塔食品 | 4.11 | -17.80 | 7.40 | 72.81 | 1.95 | 2.53 |
| 600238.SH | ST 椰岛 | 8.46 | -18.02 | 1.35 | 35.16 | 4.87 | 5.08 |

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

上周泸州老窖公告2018年度及2019年一季度业绩，利润增速超预期，4月26日公司股价逆势上涨7%。

2018年公司营收、归母净利润分别增长25.6%及36.27%，收入超过公司2017年制定的25%的增长目标，符合我们预期。2019年一季度，公司营收、净利润分别增长23.72%，43.08%，均超出市场预期。

高端产品营收占比近50%，毛利率创新高。公司持续聚焦五大单品，2018

年以国窖为代表的高端酒收入增速最快（37.21%），特曲与窖龄酒为主线的中高端增长次之（27.83%），低档酒仅增长8.3%。由于产品结构的明显上移，公司2018年毛利率同比提升5.6个百分点，达77.53%，通过提价，2019年一季度进一步增至79.15%，创历史新高。

2018年公司战略性加大费用投放，2019年或同比下降。2018年公司为“品牌复兴”战略加大费用投放力度，在金砖国家工商论坛、世界杯、澳网球公开赛等活动中进行品牌宣传，销售费用率较同期提升2.8个百分点，达26%。2019年一季度，公司销售费用率下降至16.93%，虽然品牌与文化宣传仍是今年工作的重点内容，但随着品牌形象的恢复，公司大概率会逐步调整投放强度。毛利率的提升与费用率的下降使公司销售净利率同比提升逾10个百分点，超出市场预期。

2019年的收入增速目标为15-25%，预计大概率达到。公司2019年春节销售收入增长超过公司预期，控货使渠道库存维持低位，一批价格稳步上涨。以国窖、特曲为主的五大单品战略稳步实施，除原有优势市场继续深耕外，公司发力华东和华南市场，预计中高端产品仍能保持较稳定增长。低档产品头曲及二曲面对牛栏山、玻汾的竞争，后续表现将持续弱于中高端产品。我们认为，第八代五粮液上市后的涨价及控货将为国窖下半年打开营收增长及提价的空间，费用投放的调整也将带来业绩的弹性。

1.4 投资建议

上周茅台一批价继续维持在1900元以上，公司公告了首批直销方案，但600吨的投放量仅占2%，缺货状态及高批价仍将持续。五粮液通过第七代收藏版提升一批价格，新版五粮液价格或能平稳对接。国窖继续采用价格跟随战略，预计下半年将提价。

目前，大部分白酒公司已经披露年报，除皇台以外，其余公司均实现营收、净利润双增长，业绩相对市场具有一定优势，验证了我们此前的预期，上周老窖、古井业绩超预期使板块表现大幅领先市场。考虑到自2018年10月30日以来白酒板块的估值快速修复，我们认为后续将出现分化走势，业绩稳定、市场占有率稳步提升的龙头公司及业绩有望超预期的高成长公司或将表现突出，建议关注茅台、老窖、顺鑫、汾酒、五粮液。

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: 已披露年报白酒公司估值及业绩 (截至 2019.4.26)

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | 市盈率 PE(TTM) (倍) | 2018 年营收 同比增长率% | 2018 年归母净 利润增长率% |
|-----------|--------|------------|-------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| 600519.SH | 贵州茅台 | 952.37 | 12,209.87 | 31.31 | 26.49 | 30.00 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 100.60 | 3,970.50 | 29.66 | 32.61 | 38.36 |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 118.73 | 1,812.15 | 21.79 | 21.10 | 22.30 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 70.48 | 1,118.63 | 28.03 | 25.60 | 36.27 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 107.38 | 592.13 | 36.29 | 24.65 | 47.57 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 58.04 | 481.41 | 35.50 | 47.48 | 54.01 |
| 603589.SH | 口子窖 | 61.35 | 383.28 | 23.16 | 18.50 | 37.62 |
| 603369.SH | 今世缘 | 26.53 | 339.72 | 26.20 | 26.55 | 28.45 |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 58.71 | 317.59 | 44.61 | 2.90 | 69.78 |
| 200596.SZ | 古井贡 B | 64.41 | 288.68 | 17.56 | 24.65 | 47.57 |
| 600779.SH | 水井坊 | 45.56 | 242.42 | 41.46 | 37.62 | 72.72 |
| 600559.SH | 老白干酒 | 18.33 | 118.30 | 44.88 | 41.34 | 114.26 |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 30.52 | 98.56 | 27.25 | 35.02 | 138.05 |
| 000799.SZ | 酒鬼酒 | 23.44 | 79.77 | 33.18 | 35.13 | 26.45 |
| 600197.SH | 伊力特 | 19.60 | 75.63 | 17.04 | 10.70 | 21.10 |
| 603919.SH | 金徽酒 | 14.86 | 51.98 | 21.23 | 9.72 | 2.24 |
| 000995.SZ | *ST 皇台 | 7.47 | 13.25 | --- | -46.47 | 49.11 |

资料来源: Wind, 国开证券研究部

表 3: 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) | |
|------|-----------|----------------|-------|--------|-------|
| | 2019/4/26 | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 贵州茅台 | 945.00 | 33.01 | 39.13 | 28.63 | 24.15 |
| 泸州老窖 | 75.43 | 2.67 | 3.12 | 28.25 | 24.18 |
| 山西汾酒 | 57.50 | 2.34 | 2.95 | 24.52 | 19.47 |
| 顺鑫农业 | 58.19 | 2.15 | 2.76 | 27.08 | 21.11 |
| 五粮液 | 102.27 | 4.06 | 4.66 | 25.19 | 21.95 |
| 香飘飘 | 30.36 | 0.89 | 1.14 | 34.12 | 26.73 |
| 绝味食品 | 46.55 | 1.93 | 2.31 | 24.12 | 20.20 |
| 伊利股份 | 30.00 | 1.14 | 1.31 | 26.32 | 22.90 |
| 恒顺醋业 | 12.95 | 0.44 | 0.51 | 29.69 | 25.62 |
| 洽洽食品 | 22.39 | 1.02 | 1.19 | 21.89 | 18.76 |

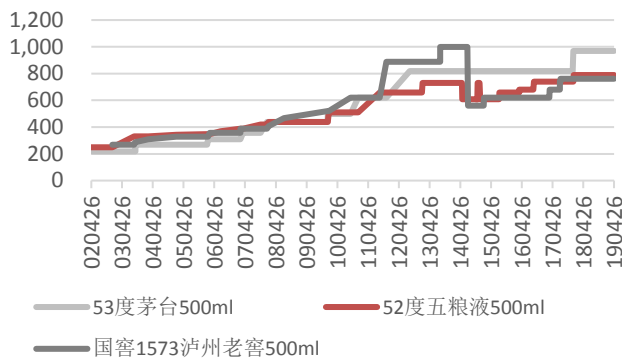
注: 除泸州老窖、五粮液外, 其它公司 2019-2020 年 EPS、PE 系 Wind 一致预期。泸州老窖、五粮液 2019-2020 年 EPS、PE 系作者预测值。

资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、数据跟踪

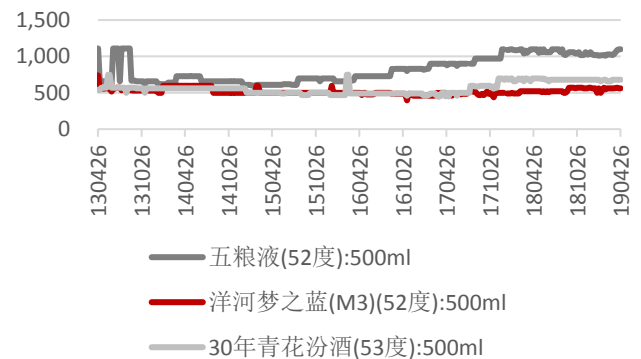
上周名酒出厂价、终端价格与前一周持平。乳制品方面，4月17日全国主产区生鲜乳价格为3.53元/公斤，同比上升2.3%，环比下降0.3%。4月19日国产婴幼儿奶粉平均零售价为187.66元/公斤，环比上升0.08%；国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价为233元/公斤，环比上升0.15%。

图 4：茅台、五粮液出厂价（元）



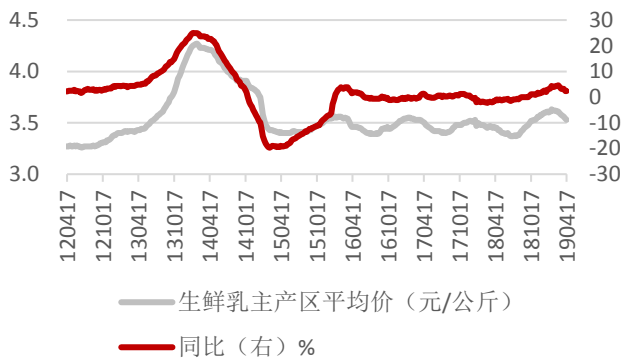
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 5：茅台、五粮液、洋河京东零售价(元)



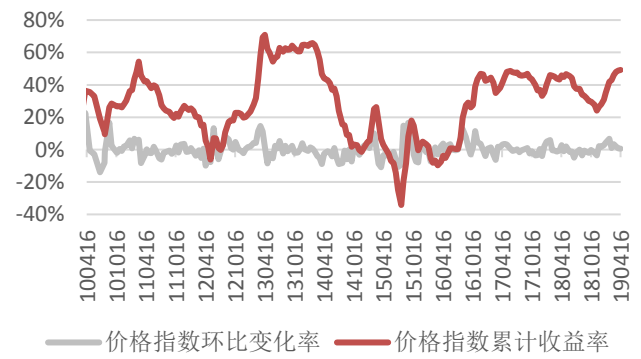
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 6：生鲜乳价格



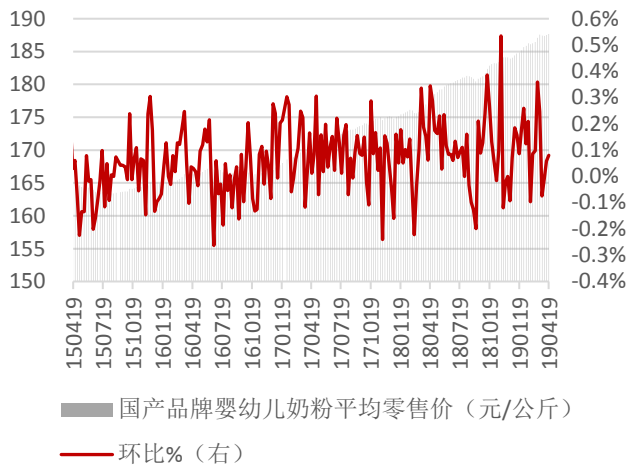
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 7：新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



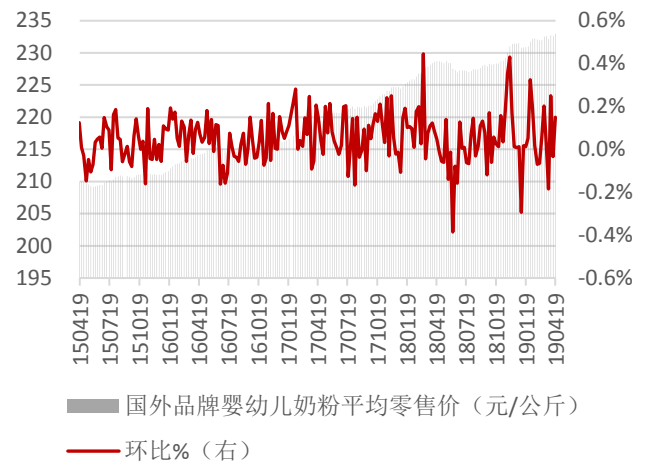
资料来源：GDT，国开证券研究部

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