

# 食品饮料行业

**行业评级**
**买入**

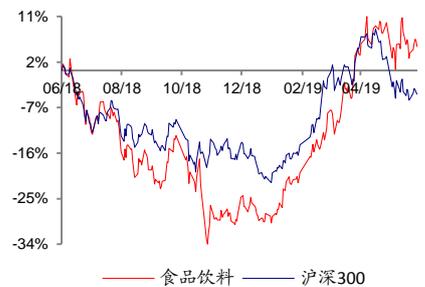
前次评级

买入

报告日期

2019-06-02

## 白酒淡季控量挺价，食品龙头业绩有望稳定增长

**相对市场表现**

**分析师:**

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

**分析师:**

王文丹



SAC 执证号: S0260516110001



SFC CE No. BGA506



01059136617



wangwendan@gf.com.cn

**相关研究:**

食品饮料行业:A 股消费在全 2019-05-31

球最具竞争优势,消费龙头有望演绎长期牛市

食品饮料行业:白酒高景气度 2019-05-06

延续,大众品龙头业绩稳健

食品饮料行业:以预收款和现 2019-04-06

金流判断白酒行业拐点,以

ROE 判断公司竞争力

**联系人:**

刘景瑜

gfliujingyu@gf.com.cn

**5 月份食品饮料北上资金净流出 117 亿元，调味品龙头净流入 10 亿元**

2019 年 5 月北上资金在食品饮料行业净流出 117 亿元，其中白酒净流出 110 亿元，乳品净流出 14 亿元，调味品净流入 7 亿元。根据 wind，截至 2019 年 5 月 31 日食品饮料北上资金持有市值前十企业为茅台、五粮液、伊利、海天、洋河、榨菜、老窖、水井坊、双汇、中炬，持股市值 918/269/237/152/118/21/20/20/20/20 亿元；占北上资金持有食品饮料市值（1394 亿元）比分别为 66%/19%/17%/11%/8%/1%/1%/1%/1%/1%；白酒龙头茅台、五粮液、洋河净流出 116/27/4 亿元，调味品龙头海天、榨菜、中炬净流入 3/3/5 亿元，乳制品龙头伊利净流出 14 亿元。

**白酒：行业高景气度持续，淡季酒企均控量挺价**

5 月为白酒消费淡季，白酒企业均控量挺价。我们认为淡季挺价有望激励经销商端午节前打款，且为中秋国庆旺季积蓄势能。1. 高端酒：茅五泸淡季控货挺价，茅五渠道改革红利持续释放。茅台批价持续上升，据凤凰财经，一批价维持 1900 元以上水平，主要源于公司渠道改革、经销商渠道供货量减少；五粮液新普五正式上线，淡季批价持续上行，据微酒，一批价 900 元以上，已经实现顺价；国窖 1573 跟进普五涨价，据网易新闻，各大区市场发出 1573 停货通知，要求经销商终端供货价 860 元，彰显公司跟随五粮液挺价决心。2. 次高端酒：根据糖酒快讯，洋河、汾酒、郎酒、老窖、剑南春等企业相继对主要大单品进行直接、间接提价，涨价均幅 3-5%，助力企业在高端酒价格不断上升背景下保持品牌力。3. 区域次高端龙头：古井贡持续受益省内消费升级，次高端新品开始大面积招商铺市，产品结构不断升级。

**食品：龙头业绩有望稳定增长**

1. 调味品：酱油行业成本压力较小，龙头维持性价比抢占市场份额，我们预计 4、5 月份龙头海天味业和中炬高新业绩稳定增长。据搜狐，榨菜行业龙头涪陵榨菜 5 月份持续扩张渠道，业绩有望环比改善。2. 乳制品：原奶进入温和上涨周期，据 wind，4-5 月份生鲜乳价格同比增长 3.03%，较 2019Q1（同比增长 3.72%）增速略放缓。行业成本提升，双寡头成本管控优势明显。目前双寡头仍以抢占市场份额为主，预计 Q2 费用率维持高位。

**投资建议**

推荐白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖；调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头绝味食品、安井食品、汤臣倍健。

**风险提示：** 市场需求低于预期；消费升级低于预期；公司新品推广不及预期；食品安全问题。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519.SH	CNY	890.00	2019/4/25	买入	1,039.00	34.64	43.54	26	20	17.03	13.06	31.4	31.6
五粮液	000858.SZ	CNY	101.25	2019/4/29	买入	112.25	4.49	5.53	23	18	14.55	11.31	23.3	24
泸州老窖	000568.SZ	CNY	70.63	2019/4/26	买入	77.50	3.1	3.79	23	19	17.28	13.88	24.7	27.9
洋河股份	002304.SZ	CNY	114.36	2019/4/30	买入	135.00	6.14	7.2	19	16	13.75	11.31	23.7	24.2
水井坊	600779.SH	CNY	46.99	2019/4/28	买入	48.30	1.61	2.06	29	23	22.75	17.61	36.6	41.2
山西汾酒	600809.SH	CNY	56.52	2019/4/28	买入	60.00	2.1	2.44	27	23	16.48	13.9	25	25.2
今世缘	603369.SH	CNY	24.48	2019/4/23	买入	30.00	1.15	1.49	21	16	17.35	13.24	20.9	23.4
古井贡酒	000596.SZ	CNY	106.77	2019/4/28	买入	118.53	4.39	5.63	24	19	18.19	13.73	24.3	25.5
口子窖	603589.SH	CNY	57.19	2019/4/18	买入	60.20	3.01	3.45	19	17	14.5	12.13	25.5	25.7
海天味业	603288.SH	CNY	100.20	2019/4/26	买入	90.00	1.96	2.39	51	42	40.22	31.95	27.6	25.2
中炬高新	600872.SH	CNY	38.73	2019/4/29	买入	39.00	0.89	1.16	44	33	29.82	22.31	16.5	17.6
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	28.69	2019/4/21	买入	35.00	1.01	1.2	28	24	24.56	20.2	24.5	22.4
伊利股份	600887.SH	CNY	30.01	2019/4/26	买入	34.50	1.15	1.3	26	23	19.61	16.78	22.9	23.7
双汇发展	000895.SZ	CNY	25.07	2019/4/30	买入	31.60	1.58	1.73	16	14	12.7	11.15	35	33.8
绝味食品	603517.SH	CNY	48.59	2019/4/28	买入	53.00	1.89	2.28	26	21	16.72	13.5	21.8	22.3
安井食品	603345.SH	CNY	46.88	2019/4/26	买入	47.00	1.47	1.8	32	26	18.96	15.03	13.9	15.2
汤臣倍健	300146.SZ	CNY	19.60	2019/4/26	买入	24.60	0.82	1.05	24	19	20.15	15.84	15.6	18.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019 年 5 月 31 日收盘价计算

## 目录索引

一、5月份食品饮料北上资金净流出117亿元，调味品龙头净流入10亿元.....	5
1.北上资金：食品饮料5月份净流出117亿元，调味品龙头流入10.31亿元.....	5
2.个股与板块行情：5月份食品饮料指数下跌4.34%，涨跌幅排名第五.....	6
3.板块估值：食品饮料估值合理，全行业排名第11.....	7
二、白酒行业：行业高景气度持续，淡季控量挺价.....	8
1.高端酒：茅五泸淡季控货挺价，茅五渠道改革红利持续释放.....	9
2.全国性次高端：梦之蓝持续发力，洋河全年业绩有望稳健增长；汾酒青花提价，青花持续放量毛利率有望回升.....	12
3.区域龙头：受益省内消费升级，年份原浆持续放量.....	14
三、食品行业：食品龙头业绩有望稳定增长.....	16
1.调味品：成本压力小，龙头业绩有望稳定增长.....	16
2.乳制品：原奶进入温和上涨期，双寡头受益明显.....	16
3.啤酒：5月份成本压力环比较小，全年行业提价有望覆盖部分成本上涨压力.....	17
4.休闲食品：行业景气度较好.....	18
四、投资建议.....	19
五、风险提示.....	21

## 图表索引

图 1: 北上资金食品饮料子行业净买入/卖出额 (19 年 5 月) .....	5
图 2: 北上资金持有食品饮料个股市值前十本月净买入/净卖出额 (19 年 5 月) .....	5
图 3: 申万分行业板块涨跌幅 (19 年 5 月) .....	6
图 4: 食品饮料子板块涨跌幅 (19 年 5 月) .....	6
图 5: 食品饮料涨幅前十 (19 年 5 月) .....	6
图 6: 食品饮料跌幅前十 (19 年 5 月) .....	6
图 7: 申万各行业估值情况 (19 年 5 月) .....	7
图 8: 食品饮料子行业估值情况 (19 年 5 月) .....	7
图 9: 申万白酒、肉制品、啤酒历史估值 (PETTM) .....	7
图 10: 申万乳品、调味品、综合食品历史估值 (PETTM) .....	7
图 11: 高端酒出厂价信息 (元) .....	12
图 12: 高端酒批价信息 (元) .....	12
图 13: 大豆现货价格 (元/吨) .....	16
图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨) .....	16
图 15: 全球乳制品交易价格指数 (GDT) .....	17
图 16: 全球原奶价格与饲料价格 .....	17
图 17: 4-5 月份国内生鲜乳价格同比增长 3.4%，增速放缓 .....	17
图 18: 大麦到港价格 (元/吨，广州) .....	18
图 19: 小麦现货价格 (元/吨) .....	18
图 20: 白糖期货价格 (元/吨) .....	18
图 21: 白糖现货价格 (元/公斤) .....	18
表 1: 白酒龙头淡季控量挺价 .....	8
表 2: 洋河通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量 .....	13
表 3: 古井贡通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量 .....	15
表 4: 重点公司盈利预测 (采用 2019 年 5 月 31 日收盘价) .....	19
表 5: 白酒各子板块估值情况 .....	20
表 6: 调味品板块估值略高于其他食品板块 .....	20

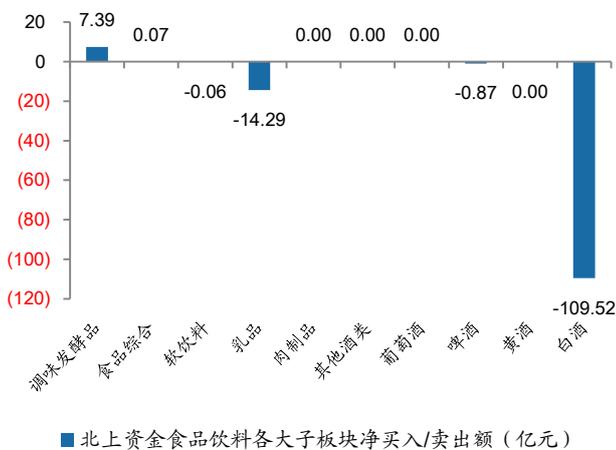
## 一、5月份食品饮料北上资金净流出117亿元，调味品龙头净流入10亿元

### 1. 北上资金：食品饮料5月份净流出117亿元，调味品龙头流入10.31亿元

19年5月食品饮料净卖出117亿元，白酒净卖出109.52亿元，其中茅台净流出115.93亿。由于18Q4食品饮料行业龙头企业估值降至较低水平，18年11月以来北上资金持续买入白酒龙头，北上资金筹码众多。19年5月由于系统性风险及买盘较小，食品饮料收跌-4.34%，但相对大盘仍然抗跌，避险属性凸显。5月北上资金食品饮料行业净卖出117.亿元，其中白酒净卖出109.52亿元，乳品净卖出14.29亿元，调味品净买入7.39亿元，其他子行业月度净买入/卖出均未超过1亿元。

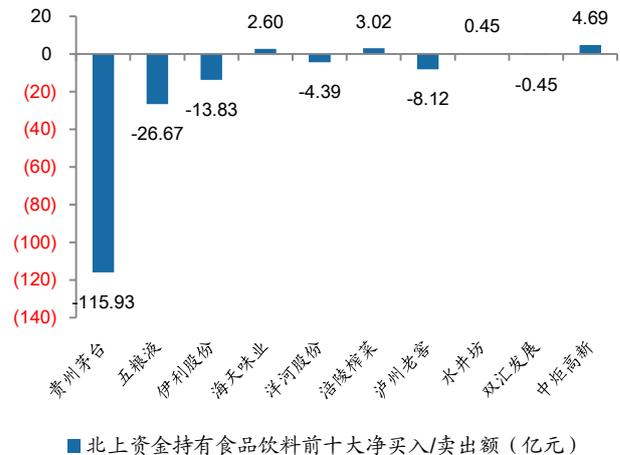
个股上，19年5月31日食品饮料北上资金持有市值前十分别为贵州茅台、五粮液、伊利、海天味业、洋河股份、涪陵榨菜、泸州老窖、水井坊、双汇发展、中炬高新，持股市值分别为918.02亿、268.65亿、237.27亿、151.81亿、117.66亿、20.55亿、20.29亿、20.25亿、19.97亿、19.84亿；占北上资金持有食品饮料市值（1394.26亿）比分别为65.84%、19.27%、17.02%、10.89%、8.44%、1.47%、1.46%、1.45%、1.43%、1.42%；5月份单月净买入/卖出分别达-115.93亿、-26.67亿、-13.83亿、2.6亿、-4.39亿、3.02亿、-8.12亿、0.45亿、-0.45亿、4.69亿。白酒龙头茅五泸洋净流出合计155.1亿元，剔除后白酒板块净流入45.58亿元；调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜合计净流入10.31亿元，剔除后调味品板块净流出2.92亿元；乳制品龙头伊利股份净流出13.83亿元。

图 1：北上资金食品饮料子行业净买入/卖出额（19年5月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：北上资金持有食品饮料个股市值前十本月净买入/净卖出额（19年5月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2. 个股与板块行情：5 月份食品饮料指数下跌 4.34%，涨跌幅排名第五

5月1日至5月31日，沪深300跌幅为7.24%，食品饮料行业跌幅4.34%，板块整体表现强于于沪深300，排名第五。5月食品饮料子板块中跌幅最大屠宰及肉制品，达-8.57%，涨幅最大为黄酒，达12.24%。

图 3：申万分行业板块涨跌幅（19年5月）

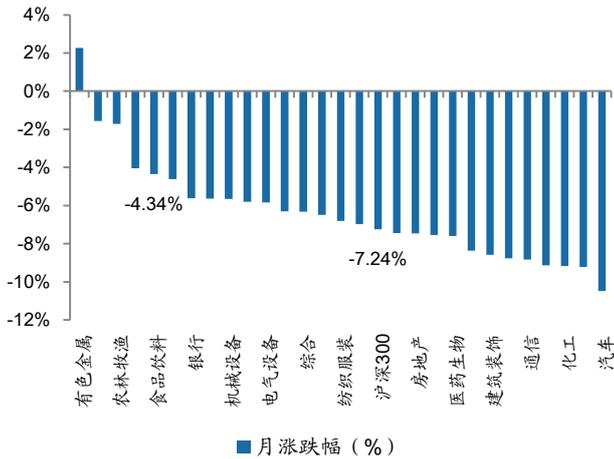
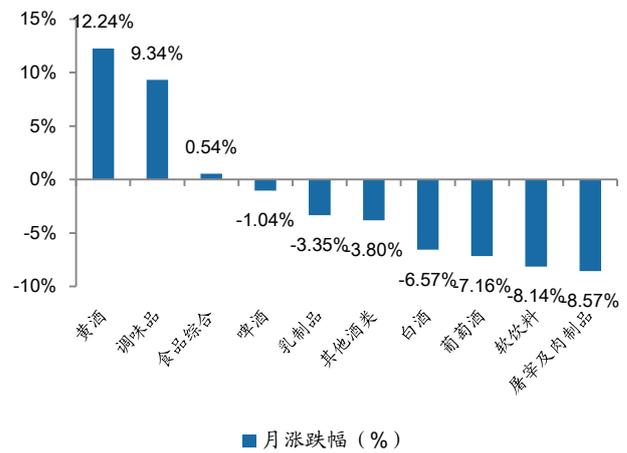


图 4：食品饮料子板块涨跌幅（19年5月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

涨幅前十名个股分别为有友食品、双塔食品、重庆啤酒、三全食品、古越龙山、青青稞酒、加加食品、海天味业、恒顺醋业、金枫酒业，涨幅分别为：100.62%、48.72%、20.78%、20.38%、18.59%、14.01%、13.54%、13.49%、11.12%、10.58%。跌幅前十分别为ST西发、ST莲花、得利斯、妙可蓝多、ST中葡、庄园牧场、通葡股份、古井贡B、舍得酒业、上海梅林。

图 5：食品饮料涨幅前十（19年5月）

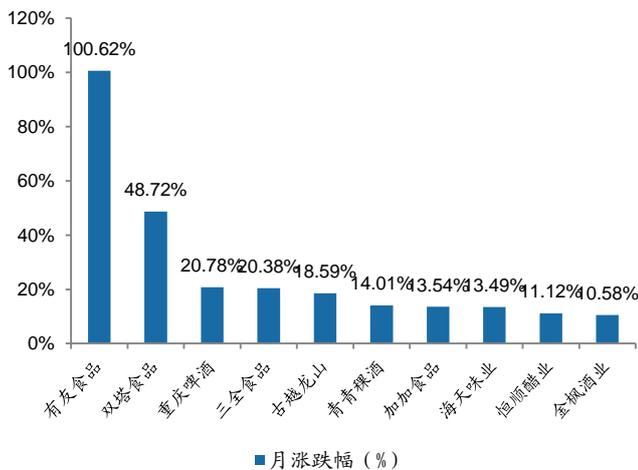
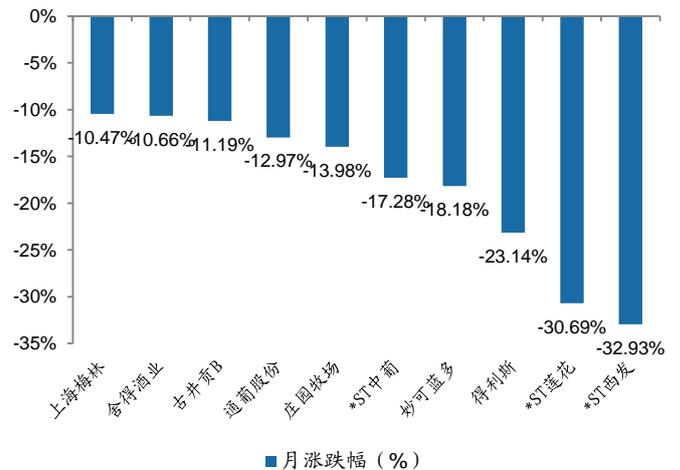


图 6：食品饮料跌幅前十（19年5月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 3.板块估值：食品饮料估值合理，全行业排名第11

估值方面，食品饮料PE（TTM）为28.88倍，在所有申万行业中排名第11。在子板块中，啤酒类板块估值最高，PE（TTM）为55.74倍，屠宰及肉制品板块最低为20.69倍。其中白酒、乳制品、调味品板块估值分别为27.73、29.19、48.38倍。

图 7：申万各行业估值情况（19年5月）

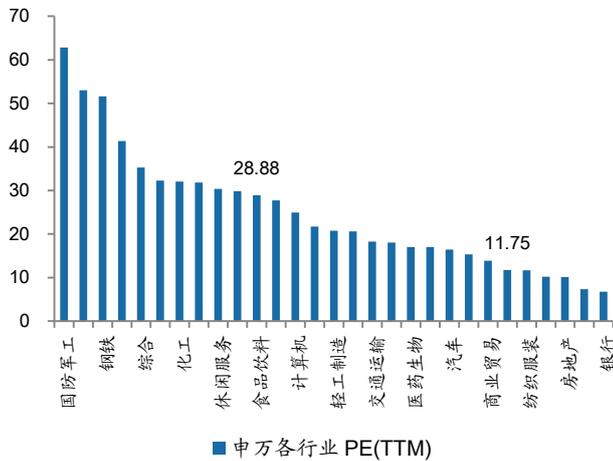
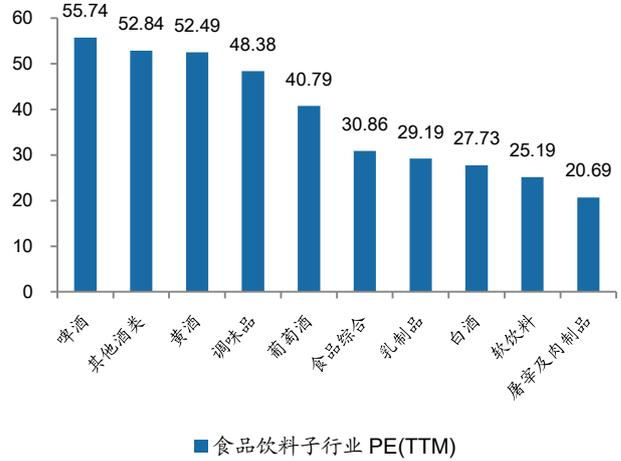


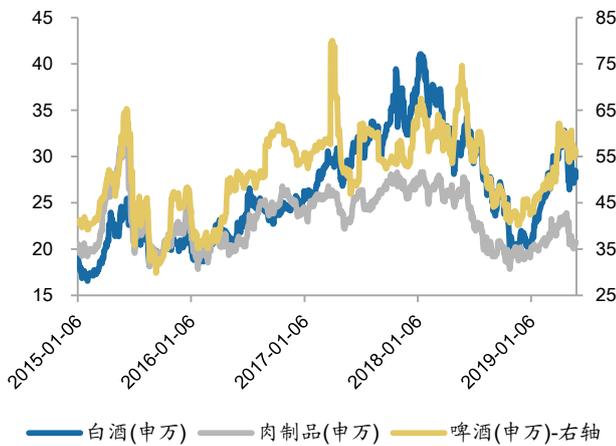
图 8：食品饮料子行业估值情况（19年5月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/05/31

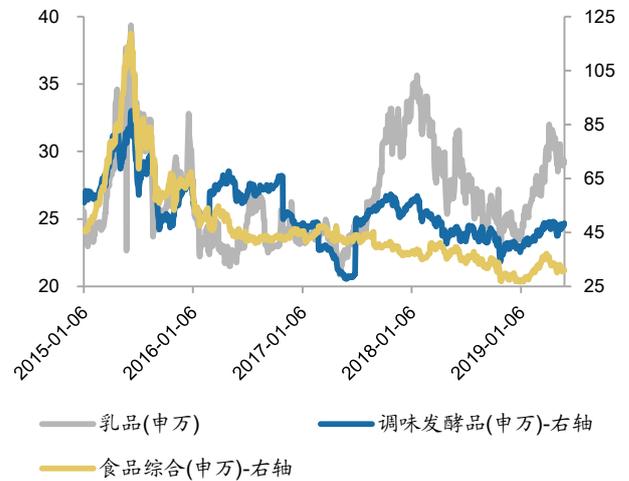
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/05/31

图 9：申万白酒、肉制品、啤酒历史估值（PETTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/05/31

图 10：申万乳品、调味品、综合食品历史估值（PETTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/05/31

## 二、白酒行业：行业高景气度持续，淡季控量挺价

**5月白酒股东大会密集召开，全行业高景气度持续。**5月茅台五粮液等主要白酒企业相继召开股东大会，参会人数屡创新高，反馈良好。茅台成立集团营销公司，一方面为了进一步肃清腐败问题，改革渠道结构以实现对比价的更好管控；五粮液推动新普五上市，各措施进入实质性落地期，批价迅速上行，目前已经实现顺价；国窖下半年存在跟进五粮液提价的预期，高端酒高景气度持续。次高端酒企中，洋河股份今年将重点深耕省内，对省内渠道进一步细化，推动梦之蓝持续高增，海之蓝、天之蓝动销恢复，并成立双沟与梦之蓝品牌事业部，发力双名酒定位。地产龙头中，古井贡酒受益省内消费升级持续，年份原浆持续放量，产品结构不断升级。

**淡季行业进入挺价潮，涨价幅度约3-5%。**高端酒批价上行为次高端板块打开了空间，各次高端品牌如洋河、汾酒、郎酒、老窖、剑南春相继对主要大单品进行直接提价与间接提价，涨价均幅约为3-5%。根据糖酒快讯，洋河主要单品如海之蓝每箱涨价近百元，对应涨幅约10%；天之蓝、梦3、梦6每箱涨幅百元以上，对应涨幅约3%-5%；梦9每箱涨幅达千元，涨幅约1%；其他部分单品涨价超20%。汾酒青花系列开票价、批价、终端价均有上调，平均涨幅约3%-5%。郎酒主力单品青花郎提价69元，对应涨幅约7%-8%。国窖1573停货。剑南春水晶剑取消扫码费等变相提价。

表 1：白酒龙头淡季控量挺价

白酒品牌	时间	提价政策
郎酒	2019/1/7	郎酒调整了关于9款奢香产藏品的出厂价和零售价。
泸州老窖	2019/1/8	52度国窖1573经典装产品(500ml*6)酒行供货价建议为810元/瓶，团购价建议为880元/瓶，零售价建议为1099/瓶。同时1月经典装产品配额扣减20%执行。
酒鬼酒	2019/2/21	3月15日起，52度500ml内参酒结算价上调20元/瓶
赊店	2019/2/28	3月1日起，赊店元青花洞藏10(45°和52°)价格上调5元/瓶
老白干	2019/3/4	十八酒坊20年供货价及零售价每件上涨25元；衡水老白干五星供货价及零售价每件上涨20元；衡水老白干20年供货价及零售价每件上涨30元
劲酒	2019/3/25	劲酒下发调价通知，125ml/258ml/520ml 35度中国劲酒流通渠道售价每瓶不得低于15/28/50元
泸州老窖	2019/4/20	5月1日起，老字号特曲产品各度数结算价均上调10元/500毫升，其它规格产品的价格体系同时作出相应调整，各渠道价格体系同时作出相应调整。
金沙酒业	2019/5/12	计划于9月1日起上涨500ml摘要酒出厂价与零售价，涨幅为15%
洋河股份	2019/5/15	5月21日起，洋河在全国范围内大幅度提高经销商向终端供货指导价，最高上涨幅度超20%。其中海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝和梦三、梦六每箱涨价百元以上，梦九达到千元/箱
山西汾酒	2019/5/17	5月17日，48°/53°青花汾酒30(含升级版)统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价，上调后终端建议零售价为738元/瓶。7月1日起将开启第二轮涨价，48°/53°青花汾酒30(含升级版)开票价每瓶上调20/30元，终端供货价每瓶上调10/30元，终端零售价每瓶上涨30元/50元至768元/788元。
郎酒	2019/5/20	53度青花郎烟酒渠道供货价上调69元/瓶，规格为500ml*6的53度/44.8度青花郎统一报价1059元，最低成交价959元
李渡	2019/5/21	李渡高粱1955零售价上调至770元

泸州老窖	2019/5/25	国窖 1573 暂停湖南地区发货，并调整 52 度国窖 1573 终端配送价至 860 元/瓶，建议终端客户团购价 919 元/瓶
剑南春	2019/5/30	汇金商贸发文取消水晶剑扫码费，同时降低拉单人奖励费用。
剑南春	2019/5/31	剑南春水晶剑提价 20 元/瓶

数据来源：糖酒快讯，广发证券发展研究中心

## 1. 高端酒：茅五泸淡季控货挺价，茅五渠道改革红利持续释放

高端白酒批价不断上行，茅台批价持续高位震荡，部分区域批价近2000元；五粮液为推新品，淡季批价持续上行，渠道实现顺价；国窖1573批价同步提升。

**贵州茅台：成立集团营销公司优化反腐败自控机制与价格管控机制。**贵州茅台集团全资成立营销子公司，官网介绍“将与社会渠道优势互补，推进营销体制转型，营销公司下一步将重点针对团购、商超等终端客户开展工作”。目前并未公布详细方案，根据媒体报道今年从经销商收回的经销权将交给集团营销公司销售。供应集团的茅台酒系消化反腐败取缔的数百家经销商合计计划量6000吨，其中违规的专卖店、特约和总经销共3500吨，2500吨为批条酒，公司收回后，经销商不再增加数量，也不再追加计划。针对该事件，根据微酒，茅台解释称集团成立营销公司主要系以下两点。**1) 反腐败。**公司营销体制过去过于单一，领导自由裁量权过高，导致多起腐败事件，集团营销公司的成立有利于分散权力集中。**2) 实现价格管控。**公司过去一直按照专卖店、直营店、特约和总经销的营销模式，市场布局不合理，存在盲区和死角，自营渠道和社会渠道没有形成互补，扁平化程度不够，价格管治能力弱。公司成立营销公司将完善公司营销体制，直接开发大客户、商超等，加强公司对于价格的管控能力。

**大股东与中小股东意见相左，期待公司推出一个各方满意的方案。**我们认为首先茅台能够把经销商经销权回收回来是在当地政府支持下完成的，否则无法回收，因此茅台股份公司领导对于各方利益要求肯定需要强大智慧去平衡。其次国内外众多中小股东的利益诉求已经通过媒体和上交所传达到茅台公司，茅台一直是非常注重政治正确性和舆论形象的公司，预计可以期待一个理想解决方案。其三，关联交易超过公司净资产5%就需要提交股东大会在大股东回避情况下表决，我们测算如果按照969出厂价，只要茅台酒关联交易量3200吨以上就需要表决，同时2016年股东大会上的《2016-2018年度向关联方提供金融服务的议案》被中小股东否决，因此本次供给集团旗下销售公司的计划也有可能被否决。我们期待公司能够推出一个各方满意的方案。

**批价维持高位，我们认为可能与公司渠道改革有关。**据国酒财经，近期茅台批价维持高位，5月份批价在1920-1940左右。我们认为这可能与公司正在进行的渠道改革有关，根据2018年底的经销商大会，公司2019年经销商计划量与17年的1.7万吨保持一致，而大客户往往通过经销商拿货，导致经销商渠道供给不足。公司在股东大会上公布称2020年完成茅台酒扩产工程，届时产能达5.6万吨，未来一定时间内不再扩产，我们认为茅台酒供给紧平衡仍将持续，价格有望维持稳健增长。同时，公司公布称2021年完成系列酒扩产工程，届时产能同样达5.6万吨，并在2年内完成5

万吨自动化成品酒库房建设。我们认为公司储酒能力提升将有利于熨平行业周期对公司生产造成的影响，利于公司的长远发展。

**渠道结构优化推动均价提升，预计19年茅台酒收入有望实现15%以上的增长。**

据公司公告，2019年茅台酒销量计划3.1万吨左右，公司收入目标增长14%左右。但根据公司历史公告，我们认为该目标均为较保守目标，公司有能力和能力通过跨期调配等方式对成品酒产量在一定范围内进行调整，因此我们预计2019年度茅台酒实际销量有望略高于计划量，较2018年持平或略有增长。据搜狐网，公司今后不会再增加经销商1.7万吨的计划，未来茅台酒增量用于扩展直销渠道和调增高附加值产品占比。公司年报披露，2018年减少了茅台酒经销商437家，2019Q1继续减少了39家，我们预计该部分的额度一部分用于增加直销比例，另一部分用于供给新成立的集团营销公司。公司目前已经公开招商，首批直供商超600吨/年，我们预计2019年公司直销战略将逐步落地，我们预计2019年直销占比有望提升至20%以上，估算将推动公司净利润增长18%左右（考虑增值税率下调）。我们预计公司未来有望继续提高高附加值产品占比，有望增厚公司利润。我们认为在销量增幅有限的前提下，公司提高直销占比将显著提升产品均价，2019年茅台酒收入有望实现15%以上的增长。

我们预计19-21年公司收入分别为911.51/1113.49/1319.59亿元，分别同比增长18.07%/22.16%/18.51%；归母净利润分别为435.20/546.94/656.52亿元，分别同比增长23.62%/25.67%/20.04%；EPS分别为34.64/43.54/52.26元/股，按5月31日收盘价对应PE为26/20/17倍，维持买入评级。

风险提示：茅台动销疲软，批价上涨过快，政治事件等。

**五粮液：新品上市批价维持高位，持续清理品牌数量，深化渠道改革，19年五粮液收入增速目标25%。**

（1）根据微酒，5月21日公司上线新品，出厂价889元，全面提升产品的品质，目前批价已达到900元以上，实现顺价销售。（2）品牌改革方面，公司今年4月底之前已经清理22个品牌共计44款系列酒产品，公司认为系列酒品牌精简和提升工作刚刚开始起步，19年继续全面清除透支五粮液主品牌的系列酒产品，公司于4月出台产品开发与定价制度，未来目标是所有品牌数量45个左右，条码数350个左右（18年底是800多个品牌，3000多个条码）。（3）根据搜狐，19年公司将继续深化营销体制改革，为配合渠道扁平化改革，公司已经裂变七大营销中心至21家营销战区，19年公司将继续推进事业部模式改革，完善市场化用人机制。（4）根据北京商报，公司19年收入目标为500亿元，同比增长25%。我们认为公司加快深化改革将不断释放公司潜力，能够保障公司完成收入目标。

**产品：公司启动生产改革以来，优质酒率已经开始提升。**公司10万吨固态产能项目、30万吨陶坛储存项目进展顺利，18年新增原酒储存能力8.4万吨。公司预计至2025年公司固态产能和存储能力将有较大幅度提升。5月21日公司上线新品（出厂价889），全面提升产品的品质，我们认为公司加大对于品质的要求并提前布局符合白酒行业未来发展趋势。

**品牌：推出产品开发与定价制度，坚定维护普五的核心单品地位。**品牌改革方面，公司今年4月底之前已经清理22个品牌共计44款系列酒产品，公司认为系列酒品牌精简和提升工作刚刚开始起步，19年继续全面清除透支五粮液主品牌的系列酒产品，公司于4月出台产品开发与定价制度，坚决杜绝死灰复燃，未来目标是所有品

牌数量45个左右，条码数350个左右（18年底是800多个品牌，3000多个条码）。在501超高端新品上市后，公司将加快推出其他超高端产品。公司目前对于总部进行品牌事业部改革，品牌管理将更加专业化，目前普五批价上行至900元以上，价格的提升意味着公司品牌力开始逐渐回升。

**渠道：公司认为目前贸易式、粗放式营销向精准营销、终端营销转型的任务仍旧十分艰巨。**19年公司将继续深化营销体制改革，为配合渠道扁平化改革，公司已经裂变七大营销中心至21家营销战区，19年公司将继续推进事业部模式改革，完善市场化用人机制。19年是公司数字化营销的落地之年，导入控盘分利后有利于公司进一步优化经销商结构，在终端层面，也有助于公司优化和规范对于专卖店、社会化终端（2万多家）、KA和电商的管理。我们认为营销改革将显著增强公司对于渠道价格体系的管控能力，保障经销商盈利空间（公司认为合理利润率为10-15%）。

据18年年报，公司19年收入目标为500亿元，同比增长25%。我们预计渠道下沉和改革红利释放能够保障公司完成收入目标，我们维持盈利预测，我们预计19-21年公司收入分别为500.46/598.58/690.83亿元，同比增长25.02%/19.61%/15.41%；归母净利润分别为174.19/214.83/255.20亿元，同比增长30.15%/23.33%/18.80%；EPS分别为4.49/5.53/6.57元/股，按19年5月31日收盘价，按5月31日收盘价对应PE为23/18/15倍，维持买入评级。

风险提示：终端需求疲软，控量挺价失败，新品终端需求不大预期等。

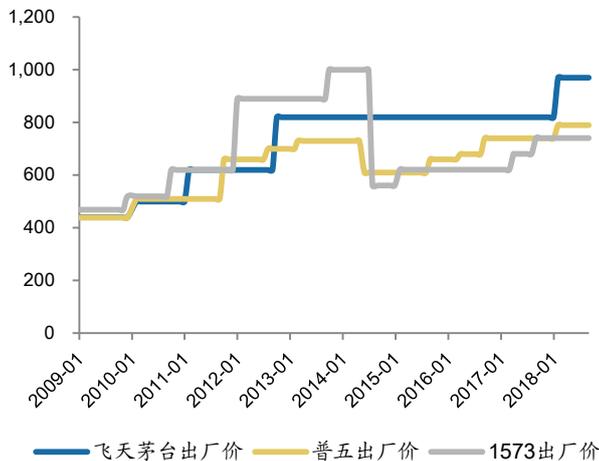
**泸州老窖：淡季控货挺价批价持续上行，下半年国窖有望跟随提价。**（1）淡季批价上涨，国窖下半年有望跟随提价。五粮液价格上涨为公司带来机遇，据网易新闻，最近公司北方市场发出1573停货通知，要求经销商给终端供货价达到860元，彰显公司跟随五粮液价格上挺的决心。公司未来价格会紧跟五粮液，下半年会在保证渠道利润率的前提下再择机提价。（2）公司华东地区渠道扩张进展顺利，公司未来对于华东市场在产品上会有进一步规划，以更好推进华东市场的开拓。华南地区进展稍慢，公司目前正在进行组织架构的调整。（3）公司前几年费用投入较大，拖累了利润率，公司未来会对于费用有所控制，同时随着高端酒放量，利润率会不断提升。增值税改革后，公司对于上游重新定价，对下游则保持含税卖价不变，充分享受了税率下调利好。（4）公司发债用于技改、酿造自动化和收购预留现金。公司向生产部门倾斜了资源，之前10万吨技改项目（首期3.5万吨）今年初已经有300口窖池开始投粮，预计9月份出酒，2020年可以产基酒1万吨（前期部分用于回窖养窖），2021年预计达6万吨。技改项目投产后用于生产中档酒及以下，前期阶段则主要用于供应头二曲，未来二曲将逐渐采用固态发酵。未来公司进行产能置换，百年老窖池全面供应国窖，预计2020年国窖商品酒产能达1.5万吨，2025年达2-2.5万吨。我们认为库存酒（浓香酒需连续酿造，据18年年报，国窖从01年至今累计积累了5.02万吨库存酒）叠加窖池不断老化，公司能保障国窖品质稳定的前提下放量。我们认为公司已经提前布局，未来产能问题不会束缚国窖的发展。

据公司2018年年报，公司19年经营目标为实现营业收入同比增长15%—25%，我们认为公司通过渠道扩张和下沉深耕以及国窖提价有望实现量价齐升。我们看好公司全国化扩张，我们预计19-21年公司收入分别为157.79/185.77/214.03亿元，同

比增长20.86%/17.73%/15.21%；归母净利润分别为45.38/55.54/66.06亿元，同比增长30.19%/22.38%/18.94%；EPS分别为3.10/3.79/4.51元/股，按5月31日收盘价对应PE为23/19/16倍，维持买入评级。

风险提示：终端需求疲软，批价倒挂等。

图 11：高端酒出厂价信息（元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：高端酒批价信息（元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2. 全国性次高端：梦之蓝持续发力，洋河全年业绩有望稳健增长；汾酒青花提价，青花持续放量毛利率有望回升

**洋河股份：**公司今年成立**高端品牌事业部**，未来将持续强化**高端品牌的打造，聚焦资源，全面布局高端品牌**。首先聚焦省内，通过梦系列来拓展市场，然后拓展到全国市场。据公司股东大会报道，洋河今年成立**高端品牌事业部**，首先聚焦省内，今年在省内各个地区已经成立**高端品牌的办事处**，下一步会把**高端品牌事业部**演变成**梦之蓝的品牌事业部**，甚至成立**梦之蓝子公司**，统领全国**梦之蓝**的销售。公司未来对于**梦系列**也会加入更多老酒，通过提升品质来提升消费者**体验感和高端品牌的粘度和信任度**。另外通过**品质升级价格也会提升**，增厚渠道**利润空间**。根据糖酒快讯数据，公司目前具备**16万吨原酒产能、70万吨储酒能力**，且**2009年公告披露**以来，名优酒**酿造技改与陈化老熟技改合计投资约84.9亿元**，优质酒**生产能力强**，能够保障**品质的持续升级**。我们认为公司**产品战略符合行业发展趋势**，**梦之蓝**将成为带动公司增长的引擎。

对于**双沟品牌去年底也成立单独事业部**，并推出**头排酒**，强化**双沟省内名酒**的地位。公司认为**双沟在省内具有品牌高度**，目前并未达到其应有**体量**，成立单独事业部后会加大对于**双沟的投入**，我们认为公司能够利用**双沟更好的应对竞品的攻击**（目前推出了**简装苏绿**，定价**400元左右**）。未来公司省内会进行**双品牌战略**，我们认为重新定位**双沟品牌增加了公司在省内的战略腾挪空间**。

公司积极推进**产品结构升级**，**梦之蓝维持高速增长**。梦之蓝18年占比**蓝色经典**达到**37%**，其中**M3/6/9各占比梦系列50%、40%、10%**，今年规划**30%+**。公司在考

核销售人员和经销商时会加入产品结构指标，积极向中高端产品引导；在费用投放上更加向梦系列倾斜。我们预计全年梦之蓝高增速能够维持。

公司目前已经进入深度全国化阶段，预计今年省外收入占比会高于50%。公司省外产品结构总体优于省内，海天梦省外占比分别为60%/40%/30%。据糖酒快讯数据，其中新江苏市场数量达495个，大区23个，办事处385个，占省外市场的营收大于70%，今年新江苏市场继续增加70多个达到了570个。公司规划省外市场（以沪浙皖鲁豫+鄂冀为主）今年在新江苏市场的带动下，仍然要保持20%以上的增长。未来洋河将在海之蓝基础上向梦之蓝持续升级，并再完成20个以上的新江苏市场增长，未来省外收入占比要达70%

面对省内市场加剧的情况，公司在省内及时进行调整和优化。主要包括4个方面：1) 组织细化，成立了苏中大区、淮安大区，进一步聚焦重点市场；2) 人事调整，针对战略性市场，选调精英强将强化对重点市场的重点管理；3) 资源倾向，适度增加对于团购（高端产品与团购更加匹配）、家宴、零售终端的费用投入，同时调整费用的投向，加大对于终端和消费者的费用投放占比，以更好的提升消费者对于产品认知，提升消费粘性，提高费用投入的有效性；4) 考核配套，考核更加聚焦于过程之中。我们认为公司面对省内新的竞争格局及时进行战术性调整，充分体现了公司在管理上的优势。

一季度海天增长较为缓慢拖累整体增速，随着公司渠道及时调整并提价预计渠道信心逐渐恢复。一季度海天增速较慢，公司认为主要因：海天价位段处于充分竞争价位段；公司主动控货挺价；海天正处在新老版本的过渡期，新版海天中加入更多老酒（海之蓝加入20%天之蓝基酒，天之蓝加入20%的M3基酒），品质大幅提升，新产品导流前半年较差，一年左右扫码率才会上升。我们认为随着公司省内组织和渠道及时调整，同时对于全线产品提价（5月21日海天梦提经销商供货价和终端成交价约5%）增厚渠道利润，预计随着渠道信心的恢复，海天有望加速增长。

我们认为随着公司组织和渠道调整完毕，海天加速增长，梦之蓝保持较快增长，公司能够完成全年目标，我们预计19-21年公司收入分别为273.34/311.91/358.98亿元，同比增长13.14%/14.11%/15.09%，归母净利润分别为92.54/108.44/127.72亿元，同比增长14.03%/17.18%/17.78%，EPS分别为6.14/7.20/8.48元/股，按5月31日收盘价对应PE为20/17/14倍，维持买入评级。

风险提示：海之蓝、天之蓝新品动销低于预期，双沟新品终端动销低于预期，终端利润没有理顺导致渠道推力弱，外埠扩张进度低于预期，消费升级低于预期等。

表 2: 洋河通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量

技改与产能扩张

按公司年报披露情况（14年后不再披露），公司自09年上市后持续不断进行：

- 1) 名优酒陈化老熟和包装技改 3.95 亿元，12 年底完成；
- 2) 名优酒酿造技改工程一期-三期及 3 万吨名优酒技改四个项目合计 44.04 亿元，一期 12 年完成，其他 14 年底基本全部完成；
- 3) 来安基地 25.4 万吨陈化老熟项目，12 年开工，14 年底完成 68.12%，累计投资 3.79 亿元；
- 4) 来安名优酒酿造技改及配套工程，配合来安陈化老熟项目，12 年开工，14 年底完成 28.74%，累计投资 9 亿元。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

山西汾酒：5月青花提价为端午备货，集团并表拖累因素有望边际减弱。公司于

5月31日回复上交所问询函，公司收购的杏花村酒业务与汾牌系列酒业务摊薄公司毛利率，导致公司18年毛利率下降1.23个PCT至66.23%，关联交易中关联采购金额达21.44亿元，占年度采购49.25亿元；关联销售额6.95亿元，占年度总销售额7.47%，随着集团业务整体上市，公司承诺未来将逐渐压缩关联交易额度，2019年把公司关联交易控制在22亿以内、2020年控制在10亿以内。公司销售费用高增主要系全国化扩张加大市场布局所致。其中广告宣传费中，全国及地区宣传费3.57亿元，品鉴及文化推广费1.55亿元，箱皮回收、兑盖、宴席推广费用0.96亿元，门头、促销宣传品制作0.79亿元，其他费用0.46亿元。促销费用2.75亿元，同比增长66.49%，主要系加大扩点进场投入，18年覆盖终端增加了14.85万家。另外，公司银行承兑票据较多的问题则是公司通过接受票据以减轻经销商资金压力，为白酒行业惯例。另一方面，根据新浪财经，公司于近期提价，要求5月17日青花30提价25元/瓶，并在7月1日将再提价30元/瓶，3月份公司青花停止开票，控货基础下5月提价有望加快经销商端午节前备货。我们认为公司二季度淡季提价积蓄势能，中秋国庆旺季有望通过促销放量增长。

我们认为公司体制改革的红利并未完全释放，仍有进一步挖掘的空间。现阶段的改革实际上是激发了原有团队的活力，人事的改革是公司下阶段的重点，尤其是销售团队。华润的进入除了渠道协同和提升公司内部管理外，也有利于推进公司下阶段的人事改革。我们预计19-21年公司收入分别为115.72/133.98/152.49亿元，同比增长23.34%/15.78%/13.81%，归母净利润分别为18.15/21.13/24.50亿元，同比增长23.71%/16.45%/15.93%，EPS分别为2.10/2.44/2.83元/股，按5月31日收盘价对应PE为27/24/20倍，维持买入评级。

风险提示：青花20/30动销低于预期，金奖20置换老白汾进度缓慢，外埠市场渠道库存高企，渠道价格严重倒挂等。

### 3.区域龙头：受益省内消费升级，年份原浆持续放量

**古井贡酒：安徽200-500元价格带高速增长，年份原浆持续受益；产能扩张进入尾声，足以支撑次高端产品放量。**（1）安徽200-500元次高端价位段处于发展黄金期，尤其200-300元价位段在持续扩容，公司在安徽市场的认可度符合预期，未来会持续受益于省内消费升级。（2）公司在十年前进行业务转型时便开始布局产能建设：老厂区全部还原成生产厂区，包装罐装撤出采用智能化罐装；恢复张集厂区产能；12年投产新厂区。因此，公司具备足够的原酒生产和储备能力，能够保障高端产品的供应。（3）公司省外进展略低于预期，一方面是因为次高端行业整体竞争加剧；另外一方面，河南过去两年一直处于调整期，湖北黄鹤楼尽管从数字上达到业绩承诺，但是公司认为其深耕程度不及预期，公司已经在集团层面进行结构调整，未来黄鹤楼会更加注重市场基础工作建设。我们认为公司河南市场近两年调整已经初见成效，18年开始恢复增长，向黄鹤楼输出管理经验，未来能够继续完成业绩承诺目标。（4）公司认为品牌建设工程是全方位的，广告投放与线下渠道要整合营销，为保障品牌影响力公司需要持续且提前投放费用，费用投放是公司品牌战略的一部分。我们认为公司维持较高的费用率体现了公司“份额为先”的战略思路，且公司未来省外扩张仍需要大量费用跟进，我们预计未来2-3年公司费用率下降幅度有限。（5）

根据2019年预算公告,公司19年收入增长目标为17.74%,利润总额增长目标6.19%。但参照历史经验,我们认为公司目标较为保守(18年收入增长目标14.31%,利润总额增长目标20.3%)。我们认为公司能够完成收入目标,但考虑到公司今年大规模对古井7年、8年、20年进行省内和华北区域招商,仍需要投入大量费用,预计费用率仍会高位运行。

我们预计19-21年公司收入分别为113.16/141.97/168.46亿元,同比增长30.28%/25.46%/18.65%,归母净利润分别为22.12/28.37/34.36亿元,同比增长30.48%/28.25%/21.12%,EPS分别为4.39/5.63/6.82元/股,按5月31日收盘价对应PE为26/21/17倍,维持买入评级。

风险提示:安徽消费升级低于预期,年份原浆推广低于预期,安徽省政治风险等。

**表 3: 古井贡通过产能扩张、技改等方式提升优质基酒产量**

技改与产能扩张	
古井贡	<p>2010年11月29日非公开发行不超2000万股,募集12.66亿元,该项目征用425亩土地用于2万吨优质基酒技改(削减8000吨普通基酒,增加8000吨优质基酒)、勾储灌装(高档产品储存时间不少于5年,中档酒不少于3年)、营销网络和品牌建设投资。</p> <p>2014年投入1.02亿元,进行优质基酒酿造技术改造项目;投入5.86亿元,建设基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目。</p> <p>截至16年,公司具备原酒产能10万吨,罐装能力30万吨;投入588万元进行自动化改造;投入8亿元建设基酒酿造搬迁改造及配套设施项目;投入500万元,建设咸宁黄鹤楼2700吨罐区工程。</p> <p>2017年投入2.74亿元进行酿造自动化技改项目;另外投入400万元用于咸宁黄鹤楼2700吨罐区工程。</p>

数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

### 三、食品行业：食品龙头业绩有望稳定增长

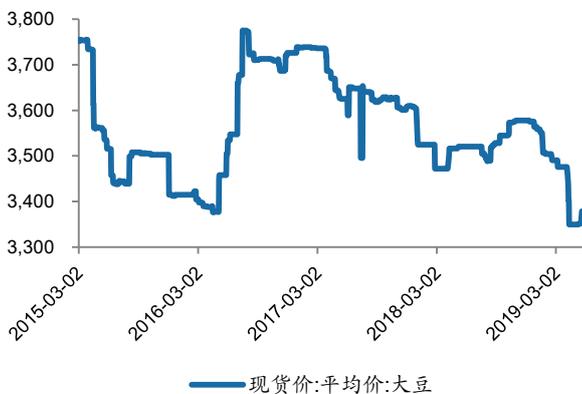
#### 1. 调味品：成本压力小，龙头业绩有望稳定增长

调味品维持高景气度，月度成本压力小。大豆5月份价格略有上涨，5月末价格3375.79元/吨，相较5月初提升26.32元/吨，但相较于4月份价格高位很低，处于历史低水平，预计酱油制造企业二季度毛利空间均有望提升。瓦楞纸价格下跌23.3元/吨，包材成本有望持续下行，进一步释放毛利空间。

行业成本下降，龙头海天味业、中炬高新和涪陵榨菜均未出现涨价情况，维持性价比抢占市场份额。我们预计调味品龙头业绩有望维持稳定增长。

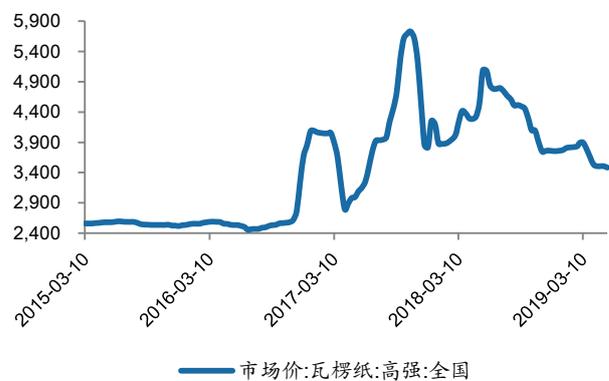
**天味食品：19年收入目标增长20.57%，净利润增长10.21%。**天味食品定位火锅底料和中式复合调味料，行业景气度高，火锅底料各龙头存在差异化，中式复合调味料竞争格局高度分散，天味食品无明显龙头压制。根据wind天味食品2018年年度股东大会会议资料，公司2019年营业预算收入增长20.57%，净利润增长10.21%。净利润预算增速明显低于收入增速，主要源于以下几点因素。1) 全国化扩张，公司19年大力招商推动渠道扩张，公司经销商渠道有望稳定增长。预计2019年新增100-200家经销商，总数量达到约1000家。推动渠道扩张，带动经销商渠道收入稳定增长。2) 公司产品形成规模前不会提价，毛利率预计维持稳定。

图 13: 大豆现货价格 (元/吨)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨)



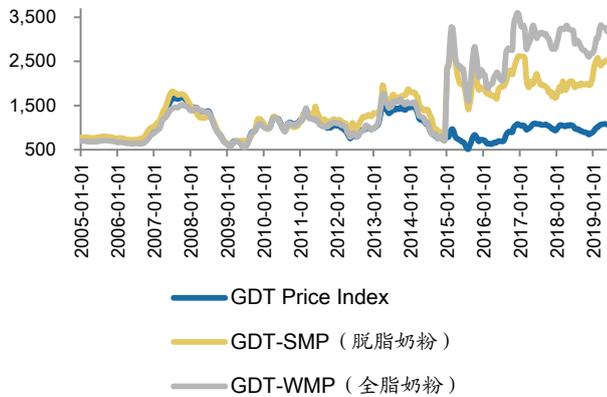
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

#### 2. 乳制品：原奶进入温和上涨期，双寡头受益明显

原奶进入温和上涨期，利好双寡头。较4月16日，5月21日GDT价格指数下降9个点至1073点，SMP（脱脂奶粉）指数上升67点至2529点，而WMP（全脂奶粉）指数则下降89点至3180点。但今年以来GDT指数均实现了均上涨较多。相较4月份，国际原奶价格上升2.3美元至40.7美元/100千克，国际饲料价格下降0.3美元至21.4美元/100千克。据wind，国内生鲜乳4-5月份均价3.53元/千克，同比增长3.03%，增速环比19Q1（3.72%）略有放缓。我们认为，原奶进入温和上涨期，乳品均价自年

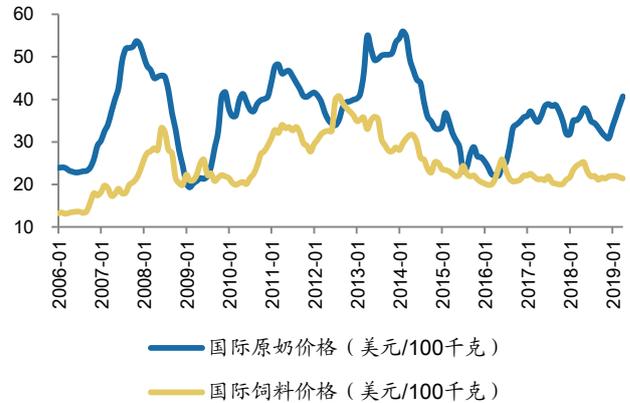
初以来大幅上涨，5月份增速放缓，双寡头伊利、蒙牛成本管控能力更强，受冲击更小，且目前仍然以抢占市场份额为主，份额将持续提升，但预计二季度费用也将维持高位。

图 15: 全球乳制品交易价格指数 (GDT)



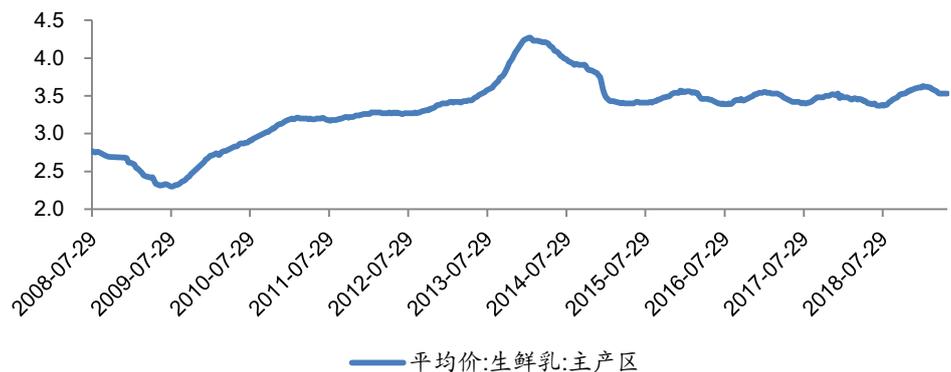
数据来源: Global Dairy Trade, 广发证券发展研究中心

图 16: 全球原奶价格与饲料价格



数据来源: IFCN, 广发证券发展研究中心

图 17: 4-5月份国内生鲜乳价格同比增长3.4%，增速放缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3.啤酒: 5月份成本压力环比较小, 全年行业提价有望覆盖部分成本上涨压力

大麦价格维持高位, 小麦价格稳定, 行业性提价有望一定程度上覆盖成本上涨。大麦到港价格5月份维持在2060元/吨高位, 今年以来大麦到港价格受贸易战影响快速攀升, 行业进入提价拐点期, 我们认为根据历史经验, 行业提价有望覆盖一定成本上涨, 因此5月份大麦价格维持高位对企业成本影响环比变化不大。

重庆啤酒: 关厂领先行业, 结构升级持续, 利润持续高增。公司股东大会称, 2018年公司销量增长6%, 营业收入增加9%, 归母净利润增加23%, 本地品牌销量增长4%, 国际品牌销量增长13%, 在整个啤酒行业去年微增0.3%的环境下实现逆势增长。19年上半年成本压力较17年有所降低, 同时公司持续执行运营管理项目和

OCM项目，帮助更好地管理成本和费用。预计良好的成本、费用管控将有助于利润提速。公司未来坚定实行高端化战略，通过产品结构升级提升盈利能力。区域上，聚焦四川、重庆、湖南，目前“重庆置换山城”已有成效，引入品牌嘉士伯和乐堡销量占比提升。预计公司随着产品不断的高端化，未来销售半径会不断扩大，契合目前行业高端化大趋势，提升盈利能力。

图 18: 大麦到港价格 (元/吨, 广州)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 小麦现货价格 (元/吨)

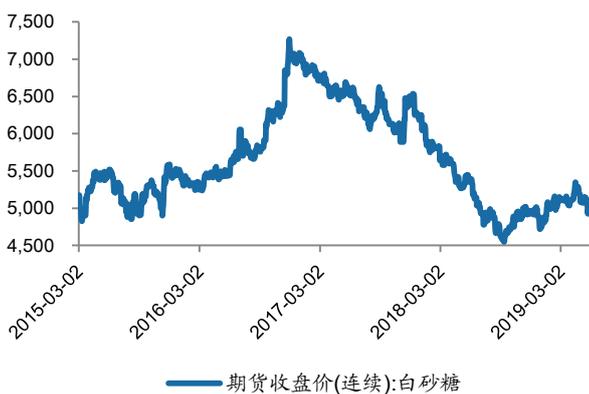


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### 4. 休闲食品: 行业景气度较好

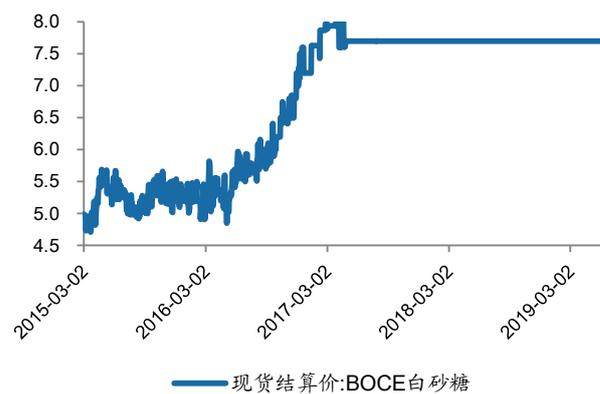
白糖价格处于历史低位，存在价格反转预期。白糖价格处于历史低位，产期周期约5-6年，存在一定反转预期。白糖期货本月下降104元/吨至4981元/吨，现货价格维持稳定。

图 20: 白糖期货价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 白糖现货价格 (元/公斤)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

推荐白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖；调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头绝味食品、安井食品、汤臣倍健。

表 4：重点公司盈利预测（采用2019年5月31日收盘价）

股票简称	最新	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		ROE(%)	
	收盘价			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	890.00	买入	1,039.00	34.64	43.54	26	20	31.4	31.6
五粮液	101.25	买入	112.25	4.49	5.53	23	18	23.3	24
泸州老窖	70.63	买入	77.50	3.1	3.79	23	19	24.7	27.9
洋河股份	114.36	买入	135.00	6.14	7.2	19	16	23.7	24.2
水井坊	46.99	买入	48.30	1.61	2.06	29	23	36.6	41.2
山西汾酒	56.52	买入	60.00	2.1	2.44	27	23	25	25.2
今世缘	24.48	买入	30.00	1.15	1.49	21	16	20.9	23.4
古井贡酒	106.77	买入	118.53	4.39	5.63	24	19	24.3	25.5
口子窖	57.19	买入	60.20	3.01	3.45	19	17	25.5	25.7
海天味业	100.20	买入	90.00	1.96	2.39	51	42	27.6	25.2
中炬高新	38.73	买入	39.00	0.89	1.16	44	33	16.5	17.6
涪陵榨菜	28.69	买入	35.00	1.01	1.2	28	24	24.5	22.4
伊利股份	30.01	买入	34.50	1.15	1.3	26	23	22.9	23.7
双汇发展	25.07	买入	31.60	1.58	1.73	16	14	35	33.8
绝味食品	48.59	买入	53.00	1.89	2.28	26	21	21.8	22.3
安井食品	46.88	买入	47.00	1.47	1.8	32	26	13.9	15.2
汤臣倍健	19.60	买入	24.60	0.82	1.05	24	19	15.6	18.4

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

**白酒板块估值合理偏低。食品板块景气度高，估值维持高位。**白酒板块目前估值合理偏低，高端酒和次高端酒PE（2019E）24倍左右，区域龙头20倍左右，我们认为以高端酒为估值锚，05年以来高端酒Wind一致预期PE（FY1）平均值为27.32倍，高于当下，白酒板块估值处于合理偏低水平。

分行业估值看看，调味品>啤酒>休闲食品>乳制品。截至5月31日，据广发食品饮料组2019年盈利预测与5月31日收盘价，调味品龙头海天味业19PE达51倍，啤酒中重庆啤酒19PE达43倍，青啤达38倍。我们认为调味品行业景气度较高，行业业绩增长稳健赋予高估值，但当下估值处于合理估值上限水平，截至5月31日，海天味业、中炬高新、涪陵榨菜19PE平均值为41倍，历史wind一致预期PE（FY1）平均值为36.42倍。啤酒行业计入本年提价与利润改善预期，重啤利润改善最为明显，估值偏高，青啤关厂力度较弱且产品升级较慢估值偏低。乳制品中伊利估值达27倍，肉制品中双汇19PE达16倍。休闲食品平均估值达24倍，个股分化较为明显，绝味处于高

景气度的休闲卤制品行业，19PE达26倍；安井食品同样处于较快增长的火锅料行业，同时受益于餐饮供应链的高景气度，19PE达31倍；汤臣倍健处于行业空间较大的保健品行业，19PE达22倍，处于合理水平；桃李面包年度业绩承压，但处于较快增长的烘焙食品行业，且在子品类短保面包处于行业寡头地位，估值偏高，19PE达35倍；养元饮品处于软饮料行业，定位细分的蛋白乳饮料-核桃乳，子行业垄断，但行业增速接近0，估值低，19PE达12倍。

表 5: 白酒各子板块估值情况

行业	公司	收入增速		净利润增速		EPS (元/股)		PE		股价 (元)
		2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	
高端酒	贵州茅台	26%	18%	30%	24%	28.02	34.64	27	26	890.00
	五粮液	33%	25%	38%	30%	3.474	4.49	20	23	101.25
	泸州老窖	26%	21%	36%	30%	2.38	3.1	23	23	70.63
	均值							24	24	
全国性次高端	洋河股份	21%	13%	22%	14%	5.385	6.14	22	19	114.36
	山西汾酒	47%	23%	54%	24%	1.694	2.1	32	27	56.52
	水井坊	38%	23%	73%	35%	1.1861	1.61	46	29	46.99
	舍得酒业	35%	24%	138%	33%	1.0219	1.34	54	20	26.22
	酒鬼酒	35%	28%	26%	37%	0.6853	0.94	29	25	23.61
	均值							37	24	
区域龙头	古井贡酒	25%	30%	48%	30%	3.37	4.39	24	24	106.77
	口子窖	18%	15%	38%	21%	2.55	3.09	19	19	57.19
	今世缘	26%	31%	28%	26%	0.9173	1.15	20	21	24.48
	老白干酒	41%	21%	114%	43%	0.54	0.7261	50	21	15.53
	迎驾贡酒	11%	3%	17%	8%	0.97	1.0488	17	16	17.17
	均值							26	20	

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心。注: 以上19年盈利预测均为广发证券食品饮料组预测数据

表 6: 调味品板块估值略高于其他食品板块

行业	公司	收入增速		净利润增速		EPS (元/股)		PE		股价 (元)
		2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	
调味品	海天味业	17%	17%	24%	21%	1.62	1.96	53	51	100.20
	中炬高新	15%	11%	34%	16%	0.7625	0.89	52	44	38.73
	涪陵榨菜	26%	20%	60%	21%	0.84	1.01	41	28	28.69
	千禾味业	12%	23%	67%	-10%	0.721	0.66	35	27	17.68
	恒顺醋业	10%	11%	8%	-1%	0.3887	0.39	29	38	14.59
	均值							42	38	
乳制品	伊利股份	17%	13%	7%	8%	1.06	1.15	23	26	30.01
	光明乳业	-5%	3%	-45%	37%	0.28	0.38	17	27	10.39
	均值							20	27	
肉制品	双汇发展	-3%	9%	14%	5%	1.49	1.57	18	16	25.07
休闲食	绝味食品	13%	14%	28%	20%	1.56	1.88	27	26	48.59

品	安井食品	22%	19%	34%	20%	1.24	1.50	39	31	46.88
	汤臣倍健	40%	37%	31%	30%	0.69	0.89	33	22	19.60
	桃李面包	18%	18%	25%	18%	1.36	1.15	41	35	40.14
	养元饮品	5%	1%	23%	5%	3.77	2.83	14	12	32.72
	均值							<b>29</b>	<b>24</b>	
啤酒	青岛啤酒	1%	6%	13%	22%	1.05	1.29	37	38	48.61
	重庆啤酒	9%	7%	23%	24%	0.83	1.03	45	43	44.69
	均值							<b>41</b>	<b>41</b>	

数据来源：wind，广发证券发展研究中心。注：以上19年盈利预测均为广发证券食品饮料组预测数据

## 五、风险提示

(1) 白酒：市场需求低于预期；消费升级低于预期；茅台批价下行；市场竞争格局恶化；新品推广不达预期；政治风险等。

(2) 调味品：市场需求低于预期；消费升级低于预期；新品推广不达预期；大豆、包材等成本快速上涨；食品安全问题等。

(3) 乳制品：市场需求低于预期；消费升级低于预期；行业价格战导致竞争格局恶化；新品推广不达预期；食品安全问题等。

(4) 休闲食品：市场需求低于预期；消费升级低于预期；新品推广不达预期；食品安全问题等。

(5) 批价：市场需求低于预期；消费升级低于预期；新品推广不达预期；关厂不达预期；食品安全问题等。

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。