

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

调味品防御性凸显，MSCI扩容利好板块

——食品饮料行业周报

2019年6月4日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

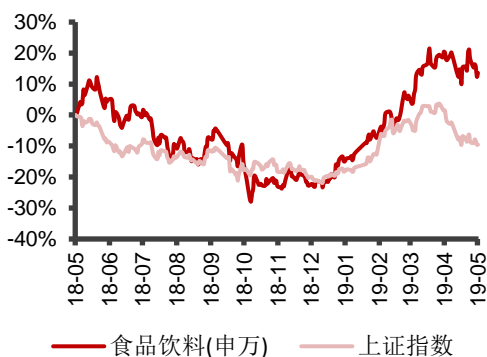
联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

内容提要:

- 上周食品饮料指数下跌1.65%，小幅领先上证综指0.05个百分点，在申万28个一级行业中排名第16。板块成交额1026.03亿元，市场活跃度维持较高水平。子板块中，调味发酵品、食品综合、肉制品涨幅居前，黄酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为29.09倍，相对全部A股溢价率为103.28%。
- **市场热点:** 我们参与了贵州茅台于2019年5月29日召开的股东大会，公司董事长李保芳对公司的治理、业绩目标、发展思路等都做出了较为详尽的阐述。我们认为公司基本上没有重大风险，仍能稳定增长。但营销体系改革牵扯利益众多，需要谨慎设计，直营比例或难快速提升。目前公司股价较为合理，我们将进一步追踪其改革规划及政策落地情况。
- **投资建议:** 上周调味品板块上涨6.73%，我们认为主要是在近期宏观经济和企业利润下行压力有所增强叠加中美贸易争端升级的背景下，市场资金风险偏好不断降低，从而必需消费品，尤其是业绩稳定、竞争格局较优的以酱油业务为主的公司成为资金较为偏好的标的。另外，值得关注的是，MSCI在5月28日完成阶段性扩容。板块中共有16只个股入选MSCI成分股，其中市值超过百亿元的共有6只，其余股票的成长性及稀缺性也较为突出，因此我们认为食品饮料将成为主要受益板块。六月份，富时罗素也将落地A股纳入，而MSCI在年内还将有两次扩容，板块或将继续获得外资流入。白酒板块我们建议关注业绩增长确定性较强的五粮液、老窖、古井、顺鑫、汾酒。啤酒板块行业基本面出现转好迹象叠加即将迎来消费旺季，建议关注青啤、重啤；大众品建议关注伊利、恒顺、海天、双汇。
- **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、名优白酒密集提价，啤酒迎来消费旺季 20190527
- 2、白酒业绩优异，关注龙头及高成长标的 20190429
- 3、白酒演绎年报行情，估值区间或收窄 20190402
- 4、春糖会热度略超预期，非白酒板块价值显现 20190326

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

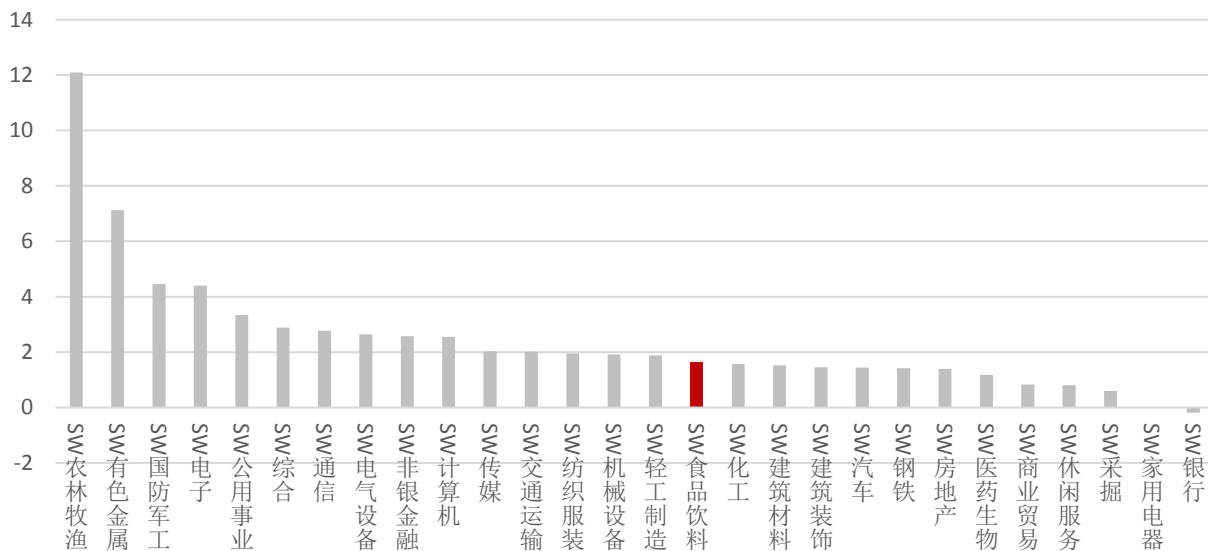
图 1: 上周 (2019.5.27-5.31) 申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周 (2019.5.27-5.31) 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)	7
图 5: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)	7
图 6: 生鲜乳价格	7
图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	7
图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	8
图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	8
表 1: 上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比	4
表 2: 重点公司估值情况	6

1、上周市场回顾与投资建议

1.1 食品饮料板块走势

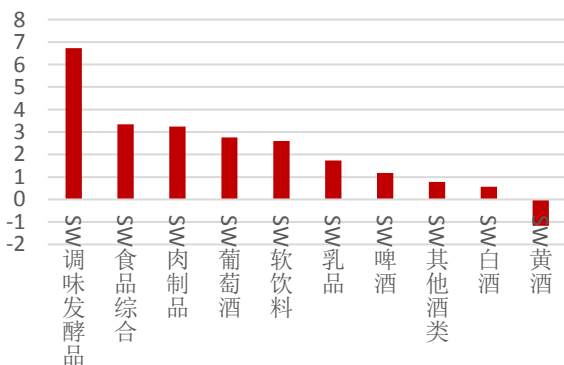
上周食品饮料指数下跌1.65%，小幅领先上证综指0.05个百分点，在申万28个一级行业中排名第16。板块成交额1026.03亿元，市场活跃度维持较高水平。子板块中，调味发酵品、食品综合、肉制品涨幅居前，黄酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为29.09倍，相对全部A股溢价率为103.28%。

图 1：上周（2019.5.27-5.31）申万一级行业涨跌幅（%）



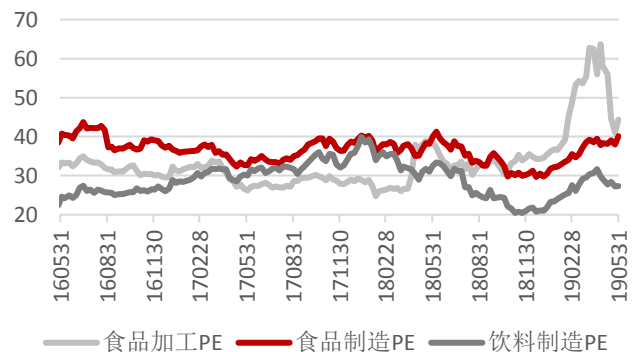
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.5.27-5.31）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94只个股中有68只上涨，涨幅前三名分别为有友食品（21.36%）、金字火腿（18.49%）、天味食品（15.34%），ST椰岛（-9.78%）、好想你（-7.49%）、*ST西发（-5.13%）居跌幅前列。

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%	周成交额 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	市销率 PS (倍)
603697.SH	有友食品	22.73	21.36	27.12	38.79	4.66	6.51
002515.SZ	金字火腿	6.60	18.49	5.50	1412.80	4.92	16.92
603317.SH	天味食品	37.60	15.34	11.41	54.23	9.13	10.54
002946.SZ	新乳业	15.83	14.63	8.23	55.49	7.16	2.64
002719.SZ	麦趣尔	11.59	13.18	1.25	-12.64	2.03	3.37
600597.SH	光明乳业	10.39	11.61	5.52	36.42	2.35	0.60
600132.SH	重庆啤酒	44.69	11.36	7.52	52.23	17.57	6.20
002726.SZ	龙大肉食	11.30	10.14	4.13	47.82	3.90	0.88
002840.SZ	华统股份	17.48	9.39	3.19	32.13	3.44	0.93
600073.SH	上海梅林	9.58	8.25	12.48	27.83	2.22	0.40
002461.SZ	珠江啤酒	6.29	-2.18	2.26	36.81	1.73	3.42
000848.SZ	承德露露	8.48	-2.75	5.52	19.92	4.73	3.85
600059.SH	古越龙山	9.25	-3.14	7.52	46.09	1.81	4.42
600779.SH	水井坊	46.99	-3.39	8.59	35.69	11.06	7.65
300146.SZ	汤臣倍健	19.60	-3.92	9.95	25.53	5.37	5.93
002661.SZ	克明面业	14.09	-4.21	1.54	26.89	2.04	1.57
002770.SZ	科迪乳业	3.33	-4.31	2.66	26.87	2.02	2.80
000752.SZ	*ST 西发	4.44	-5.13	0.92	-2.68	3.32	3.86
002582.SZ	好想你	9.39	-7.49	7.17	34.07	1.44	0.95
600238.SH	ST 椰岛	8.03	-9.78	1.37	33.37	4.62	4.83

资料来源: WIND, 国开证券研究部

1.3 行业热点

我们参与了贵州茅台于2019年5月29日召开的股东大会，此次大会受到各界的高度关注，出席大会的股东及股东代表达到了2000多人，证券机构分析师和研究员59人，公司收集投资者及机构的问题达100余个。

今年股东大会与历届相比最大的不同是公司赋予了会议“诚信、互信、共商、共赢”的主题，并在会上多次强调茅台不会做有违股东意愿、损害股东利益和不守规矩的事。此次会议，公司董事长李保芳对公司的治

理、业绩目标、发展思路等都做出了较为详尽的阐述。

虽然公司即将开展营销体系改革，同时正在加速扩产项目，但我们认为，公司的产销量不会有太大变化，业绩短期内将保持稳定增长。需求良好、产量稳定为公司提供了业绩安全垫；而由于制作工艺的关系，当年生产的茅台酒最少五年后才能销售，因此项目虽然明年竣工，但2025年之前都无法销售，茅台的产量缺口将中长期存在。

市场目前担心消费的降级或增速减缓对茅台产生影响，我们认为不必担忧。一是高端白酒的市占率在1-2%，茅台市占率在0.5%左右，稀缺属性即使在扩容后仍然不会改变。二是即使财富积累速度减缓，恩格尔系数在不断降低，未来会有越来越多的人有能力消费茅台。

今年公司预定的营收增速为14%。根据我们的测算，2018年公司直营销量约为550吨，今年将增加到1600吨，保守估计直营将为营收贡献5.8%的增速；系列酒的结构升级及销量近年来呈加速增长趋势，保守估计今年系列酒将对营收贡献2%的增速；剩余6.2%的增速需要依靠茅台酒的销售增长及非标比例的提升。2018年公司茅台酒库存增加1.7万吨，预计今年产量将与之相当，公司有较充足库存释放销量。此外，今年生肖酒计划销售量增加，生肖酒价格便可体现出来（目前猪年生肖酒约为3000元/瓶，狗年则在同期达到5000元/瓶）。因此我们认为公司完成目标风险不大，且存在超预期可能。

我们认为公司基本上没有重大风险，仍能稳定增长。但营销体系改革牵扯利益众多，需要谨慎设计，直营比例或难快速提升。目前公司股价较为合理，需进一步追踪其改革规划及政策落地情况。

1.4 投资建议

上周调味品板块上涨6.73%，海天味业及中炬高新不断创出新高且走势较为稳定。我们认为主要是在近期宏观经济和企业利润下行压力有所增强叠加中美贸易争端升级的背景下，市场资金风险偏好不断降低，从而必需消费品，尤其是业绩稳定、竞争格局较优的以酱油业务为主的公司成为资金较为偏好的标的。

另外值得关注的是，MSCI在5月28日完成阶段性扩容，中国大盘A股纳入因子将从5%增至10%。当日，在A股三大股指高开低走的态势下，集合竞价的3分钟内北上资金尾盘大量买入，推动三大股指全部翻红。我们

估算本次MSCI扩大纳入带来增量资金173亿美元，约合人民币1156亿元。受此影响，一是市值较大的个股将受益明显，二是抗风险性突出、国际竞争壁垒较高的品类将更受青睐。板块中共有16只个股入选MSCI成分股，其中市值超过百亿元的共有6只，其余股票的成长性及稀缺性也较为突出，因此我们认为食品饮料将成为主要受益板块。六月份，富时罗素也将落地A股纳入，而MSCI在年内还将有两次扩容，板块或将继续获得外资流入。

白酒板块我们建议关注业绩增长确定性较强的五粮液、老窖、古井、顺鑫、汾酒。啤酒板块行业基本面出现转好迹象叠加即将迎来消费旺季，建议关注青啤、重啤；大众品建议关注伊利、海天、恒顺、双汇。

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
	2019/6/4				
五粮液	101.46	4.38	5.25	23.18	19.31
泸州老窖	69.60	3.13	3.89	22.25	17.87
古井贡酒	105.98	4.35	5.45	24.35	19.43
顺鑫农业	40.55	1.57	2.01	25.86	20.16
山西汾酒	55.77	2.20	2.75	25.32	20.28
伊利股份	30.59	1.17	1.35	26.12	22.70
海天味业	102.91	1.95	2.32	52.83	44.38
恒顺醋业	14.95	0.45	0.52	33.50	28.99
双汇发展	24.74	1.57	1.69	15.78	14.63
青岛啤酒	47.32	1.29	1.55	36.78	30.59
重庆啤酒	43.82	1.03	1.23	42.46	35.69

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

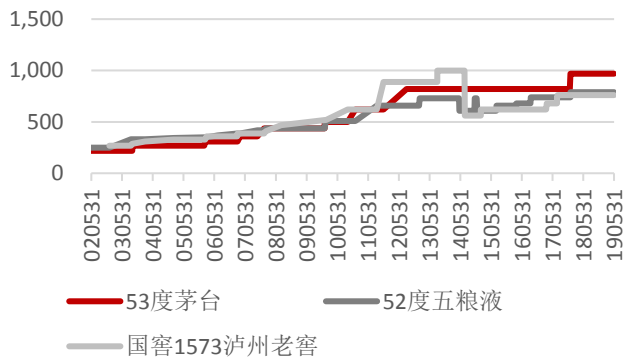
2、数据跟踪

上周飞天茅台批价达到1950元以上，普五、老窖批价分别达到950、760元，名酒淡季价格继续保持坚挺。继前两周五粮液、老窖、郎酒、洋河、汾酒等名酒相继提价后，上周剑南春和今世缘继续跟进，其中水晶剑提价20元/瓶，国缘四开零售价及团购价提价30元/瓶，对开提价20元/瓶。我们认为，名酒抱团提价再次验证了行业需求稳健的趋势，剑南春和今世缘提价是对此前名酒提价的被动跟随，意在巩固次高端价格

带的市场地位。

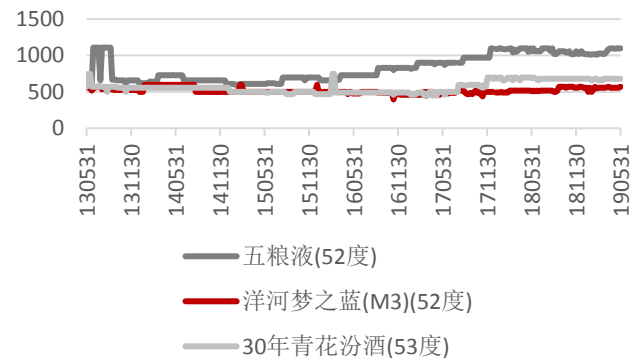
乳制品方面，5月22日全国主产区生鲜乳价格为3.53元/公斤，同比上升3.8%，环比持平。5月25日国产婴幼儿奶粉平均零售价为187.73元/公斤，环比上升0.1%；国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价为233.26元/公斤，环比下降0.14%。

图 4: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)



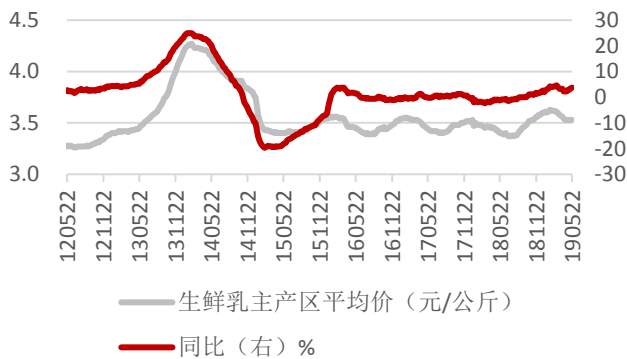
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 5: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)



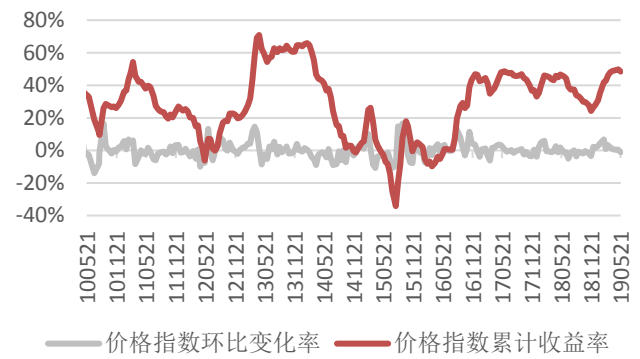
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 6: 生鲜乳价格



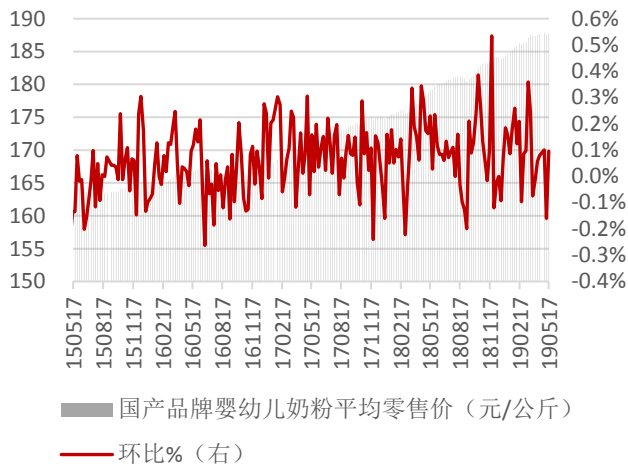
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



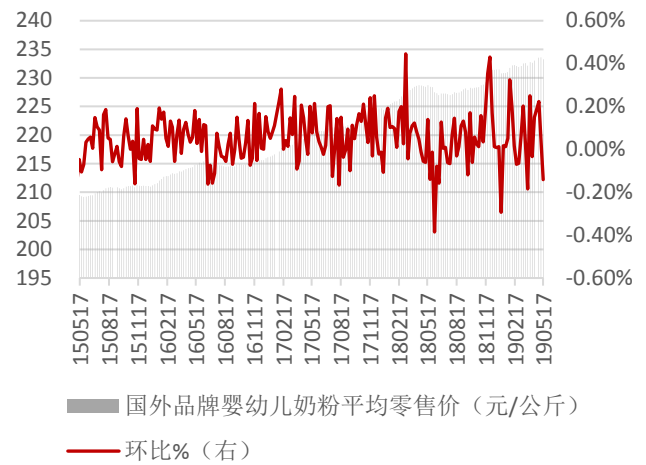
资料来源: GDT, 国开证券研究部

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