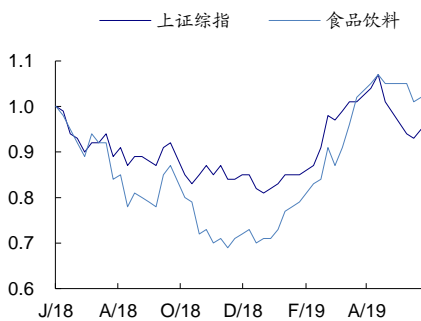


一年该行业与上证综指走势比较

行业专题



6月投资策略：寻找机会标的，关注线上数据

相关研究报告：

《月度观点：5月投资策略：业绩开门红，关注外资纳入窗口》——2019-05-08  
 《月度观点：4月投资策略：茅台迎开门红，关注Q1业绩前瞻》——2019-04-09  
 《啤酒行业深度报告：量稳价增利好频现，空间广阔向阳而生》——2019-04-03  
 《月度观点：3月投资策略：关注外资流入，期待春糖反馈》——2019-03-11  
 《专题报告：理性升级，智慧转型——2018线上食品饮料消费白皮书》——2019-03-06

证券分析师：陈梦瑶

电话：18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517080001

联系人：孙山山

电话：13751048798

E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

● 回顾近期白酒调整，寻找潜在机会标的

估值起起伏伏，目前基本修复到位。过去一年多，白酒估值起起伏伏。17年底因主要酒企提价，白酒板块PE（TTM-整体法，下称“估值”）从17年底31.27倍上升至18年2月底36.46倍；18年春糖会反馈一般，估值回落至阶段低点30.96倍；18年4-6月因渠道库存良性，地产酒领涨白酒板块，估值回升至6月初的32.61倍；18年6-8月因中美贸易战影响，A股整体下行，估值从高点32.70倍回落至阶段性低点24.54倍；18年秋糖会前后，因渠道反馈悲观及酒企领导对行业未来悲观，估值进一步回落至阶段性低点19.90倍；19年春节前后，因外资抢筹内资被动上车及渠道反馈超预期，估值回升至3月底29.54倍；19年4月至今，因酒企陆续发布18年年报及19年一季度，酒企普遍表现良好，但市场因担忧中美贸易战，估值回落至今26.61倍。

个股虽阶段性调整，但整体表现优异。通过梳理近期白酒调整，我们发现基本面优异的个股如贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、古井贡酒、今世缘等，近期股价创历史新高。虽阶段性有调整，但拉长长时间来看，表现仍旧优异。我们将时间拉长，从2018年年初至今（截止2019年6月5日）进行计算，大盘这一时期下跌14.54%，而同期顺鑫农业上涨163.19%、古井贡酒上涨55.23%、今世缘上涨52.19%、五粮液上涨26.24%、贵州茅台上涨25.36%，涨跌幅第十名的水井坊也仅下跌4.62%，大幅跑赢大盘指数。

● 阿里线上数据：5月保健品出现回落，休闲龙头量价齐升

汤臣倍健出现回落，三只松鼠表现亮眼。5月保健品行业15.48亿元（-7.3%），量减10.6%，价增3.7%；汤臣倍健销售额1.17亿（-13.9%）；休闲食品行业42.54亿（+14.0%），量升2.2%，价增11.6%；三只松鼠4.91亿（+41%），百草味3.03亿（+37%），良品铺子2.33亿（+15%）。

● 投资建议

5月重点推荐组合涨跌幅回顾：泸州老窖（-9.31%）、贵州茅台（-8.62%）、五粮液（-1.08%）、伊利股份（-3.19%）、重庆啤酒（+20.78%）、青岛啤酒（-4.69%）、绝味食品（+4.58%）、汤臣倍健（-9.64%）、千禾味业（+7.79%）。6月我们继续推荐：泸州老窖、贵州茅台、五粮液、伊利股份、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

● 风险提示

宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519	贵州茅台	买入	862.13	1,083,006	1.19	1.73	25.69	22.21
000858	五粮液	买入	97.29	377,642	0.38	0.56	22.37	18.43
600887	伊利股份	买入	30.00	182,914	0.24	0.36	24.00	20.27
000568	泸州老窖	买入	66.80	97,845	1.02	1.48	21.27	16.78
600600	青岛啤酒	买入	45.10	60,929	1.29	1.54	34.96	29.29
300146	汤臣倍健	买入	18.05	26,512	0.91	1.15	19.84	15.70
603517	绝味食品	买入	34.38	19,734	1.88	2.26	18.29	15.21
600132	重庆啤酒	买入	42.89	20,758	1.01	1.18	42.47	36.35
603027	千禾味业	买入	17.84	8,146	0.70	0.91	25.49	19.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

## 内容目录

行业观点.....	4
热点聚焦.....	5
回顾近期白酒调整，寻找潜在机会标的.....	5
公司动态.....	6
数据追踪.....	8
阿里线上数据：5月保健品出现回落，休闲龙头量价齐升.....	8
产销量：葡萄酒产量同比下跌，乳制品库存回升.....	10
零售价：高端白酒、乳制品价格提升.....	11
成本：生鲜乳、生猪、进口大麦同比提升，包材同比下降.....	12
投资建议.....	15
风险提示.....	16
国信证券投资评级.....	17
分析师承诺.....	17
风险提示.....	17
证券投资咨询业务的说明.....	17

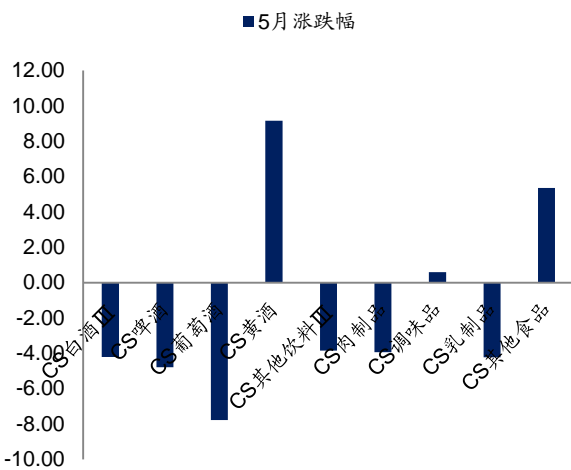
## 图表目录

图 1: 5 月行业分版块涨跌幅 .....	4
图 2: 食品饮料行业分版块 PE .....	4
图 3: 近期白酒 PE (TTM-整体法) 估值变化一览 .....	6
图 3: 保健食品行业全网销售额及变化 .....	8
图 4: 保健食品行业全网销量及销售均价 .....	8
图 5: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额 .....	9
图 6: 休闲食品行业全网销售额 (元) .....	9
图 7: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件) .....	9
图 8: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额 .....	10
图 9: 白酒京东价格变化 .....	11
图 10: 啤酒一号店价格变化 .....	11
图 11: 红酒价格指数变化 .....	11
图 12: 牛奶零售价变化 .....	12
图 13: 酸奶零售价变化 .....	12
图 14: 婴幼儿奶粉变化 .....	12
图 15: 白砂糖柳州现货价 (元/吨) .....	13
图 16: 南宁糖蜜价格 (元/吨) .....	13
图 17: 22 个省市平均生猪价 (元/千克) .....	13
图 18: 生鲜乳均价 (元/公斤) 及 yoy (%) .....	13
图 19: 乳清粉现货价格走势 (元/吨) .....	13
图 20: 大豆现货价格走势 (元/吨) .....	13
图 21: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨) .....	14
图 22: 鸭苗价格走势 .....	14
图 23: 中国玻璃价格指数走势 .....	14
图 24: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨) .....	14
表 1: 5 月板块涨跌幅榜 .....	4
表 2: 2018 年初至今白酒个股涨跌幅前十名一览 .....	6
表 3: 各行业产量最新数据 .....	10
表 4: 各行业库存及销量最新数据 .....	11
表 5: 策略组合收益情况一览 .....	15
表 6: 食品饮料行业重点推荐公司估值表 .....	16

## 行业观点

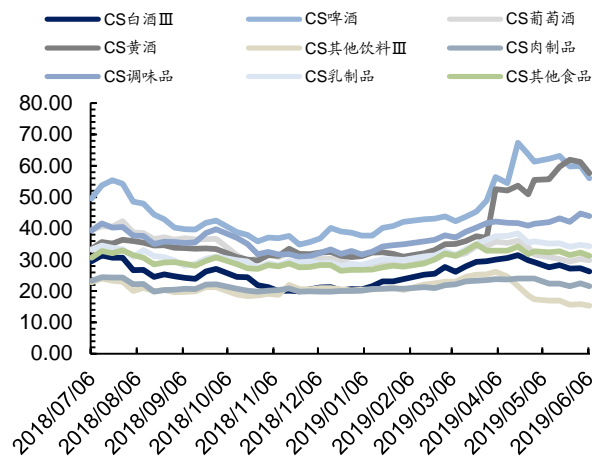
**市场回顾:** 5 月上证综指下降 5.84%，沪深 300 下降 7.24%，食品饮料板块下降 4.02%，相对跑赢大盘 1.82pcts。食饮各子板块中，黄酒上涨 9.16%涨幅领衔，白酒下跌 4.21%，肉制品下跌 3.94%，乳制品下跌 4.23%，调味品上涨 0.59%，其他食品上涨 5.36%，葡萄酒下降 7.77%。从估值来看，截止 6 月 6 日，上证综指动态 PE12.7x，沪深 300 动态 PE11.6x，食饮板块 28.5x，分版块估值：白酒 26.3x，啤酒 56.0x，黄酒 57.7x，葡萄酒 29.9x，乳制品 34.3x，调味品 43.9x，其他食品 31.3x。

图 1: 5 月行业分版块涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 食品饮料行业分版块 PE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看，5 月食品饮料板块个股涨幅前五名是有友食品、双塔食品、晨光生物、重庆啤酒、三全食品，跌幅前五名是\*ST 西发、\*ST 莲花、得利斯、妙可蓝多、\*ST 中葡。

表 1: 5 月板块涨跌幅榜

个股涨幅前十		个股跌幅前十	
有友食品	100.62	*ST 西发	-32.93
双塔食品	48.72	*ST 莲花	-30.69
晨光生物	22.59	得利斯	-23.14
重庆啤酒	20.78	妙可蓝多	-18.18
三全食品	20.38	*ST 中葡	-17.28
古越龙山	18.59	广弘控股	-15.63
青青稞酒	14.01	庄园牧场	-13.98
加加食品	13.54	安迪苏	-13.44
海天味业	13.49	通葡股份	-12.97
恒顺醋业	11.12	舍得酒业	-10.66

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**回顾近期白酒调整，寻找潜在机会标的。** 过去一年多，白酒估值起起伏伏。17 年底因主要酒企提价，白酒板块 PE(TTM-整体法，下称“估值”)从 17 年底 31.27 倍上升至 18 年 2 月底 36.46 倍；18 年春糖会反馈一般，估值回落至阶段低点 30.96 倍；18 年 4-6 月因渠道库存良性，地产酒领涨白酒板块，估值回升至 6 月初的 32.61 倍；18 年 6-8 月因中美贸易战影响，A 股整体下行，估值从高点 32.70 倍回落至阶段性低点 24.54 倍；18 年秋糖会前后，因渠道反馈悲观及酒企领导对行业未来悲观，估值进一步回落至阶段性低点 19.90 倍；19 年春节前后，因外资抢筹内资被动上车及渠道反馈超预期，估值回升至 3 月底 29.54 倍；

19年4月至今,因酒企陆续发布18年年报及19年一季度,酒企普遍表现良好,但市场因担忧中美贸易战,估值回落至今26.61倍。

通过梳理近期白酒调整,我们发现基本面优异的个股如贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、古井贡酒、今世缘等,近期股价创历史新高。虽阶段性有调整,但拉长长时间来看,表现仍旧优异。我们将时间拉长,从2018年年初至今(截止2019年6月5日)进行计算,大盘这一时期下跌14.54%,而同期顺鑫农业上涨163.19%、古井贡酒上涨55.23%、今世缘上涨52.19%、五粮液上涨26.24%、贵州茅台上涨25.36%,涨跌幅第十名的水井坊也仅下跌4.62%,大幅跑赢大盘指数。

结合动销表现及估值情况,继续推荐:泸州老窖、贵州茅台、五粮液、伊利股份、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

## 热点聚焦

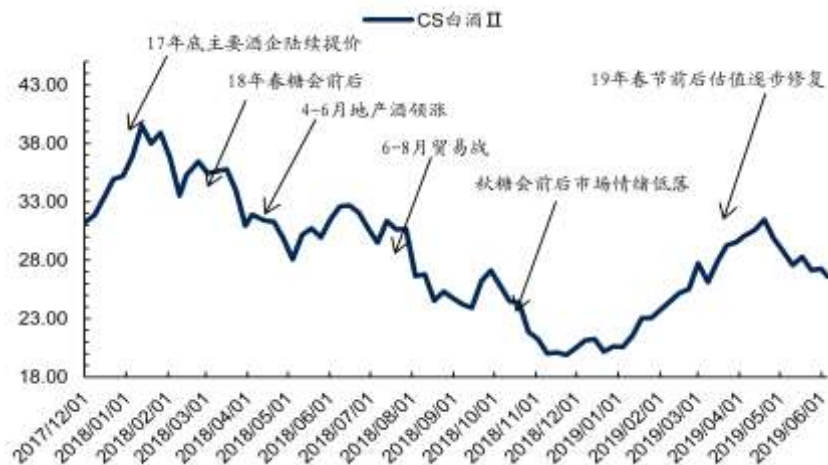
### 回顾近期白酒调整,寻找潜在机会标的

估值起起伏伏,目前基本修复到位。过去一年多,白酒估值起起伏伏。17年底因主要酒企提价,白酒板块PE(TTM-整体法,下称“估值”)从17年底31.27倍上升至18年2月底36.46倍,涨幅前三个股分别为:贵州茅台(+15.00%)、山西汾酒(+13.91%)、洋河股份(+13.48%);18年春糖会反馈一般,估值回落至阶段低点30.96倍,涨幅前三个股分别为:酒鬼酒(+7.99%)、顺鑫农业(+5.93%)、青青稞酒(+1.34%)。

18年4-6月因渠道库存良性,地产酒领涨白酒板块,估值回升至6月初的32.61倍,涨幅前三个股分别为:顺鑫农业(+65.58%)、今世缘(+51.92%)、古井贡酒(+50.80%);18年6-8月因中美贸易战影响,A股整体下行,估值从高点32.70倍回落至阶段性低点24.54倍,涨幅前三个股分别为顺鑫农业(+40.47%)、伊力特(+10.96%)、水井坊(+9.90%)。

18年秋糖会前后,因渠道反馈悲观及酒企领导对行业未来悲观,估值进一步回落至阶段性低点19.90倍,跌幅前三个股分别为伊力特(-48.92%)、水井坊(-48.60%)、山西汾酒(-46.28%);19年春节前后,因外资抢筹内资被动上车及渠道反馈超预期,估值回升至3月底29.54倍,涨幅前三个股分别为古井贡酒(+99.22%)、今世缘(+98.07%)、顺鑫农业(+90.12%);19年4月至今,因酒企陆续发布18年年报及19年一季度,酒企普遍表现良好,但市场因担忧中美贸易战,估值回落至今26.61倍,涨幅前三个股分别为五粮液(+4.20%)、口子窖(+1.18%)、贵州茅台(+0.95%)。

图 3: 近期白酒 PE (TTM-整体法) 估值变化一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

个股虽阶段性调整，但整体表现优异。通过梳理近期白酒调整，我们发现基本面优异的个股如贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、古井贡酒、今世缘等，近期股价创历史新高。虽阶段性有调整，但拉长时间来看，表现仍旧优异。

我们将时间拉长，从 2018 年年初至今（截止 2019 年 6 月 5 日）进行计算，大盘这一时期下跌 14.54%，而同期顺鑫农业上涨 163.19%、古井贡酒上涨 55.23%、今世缘上涨 52.19%、五粮液上涨 26.24%、贵州茅台上涨 25.36%，涨跌幅第十名的水井坊也仅下跌 4.62%，大幅跑赢大盘指数。

表 2: 2018 年初至今白酒个股涨跌幅前十名一览

个股	涨跌幅
顺鑫农业	163.19%
古井贡酒	55.23%
今世缘	52.91%
五粮液	26.24%
贵州茅台	25.36%
口子窖	21.01%
泸州老窖	3.35%
洋河股份	-1.11%
山西汾酒	-4.24%
水井坊	-4.62%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 最新时间截止至 2019 年 6 月 5 日

## 公司动态

近期我们召开策略会并参加重点公司的股东大会，对此我们跟踪如下：

**贵州茅台:** 董事长李保芳主要就 5 个重点问题及其他股东关心的 10 个问题进行交流，核心内容包括：1.营销公司这边大股东不会与中小股东争利，会考虑大家的诉求，最终的方案和结果一定是守法的、符合反腐要求的，一定是保障股东权益的。其具体运作模式会与各方沟通，征得各家赞同，尽早提交临时股东大会审议。2.2019H1 即将结束，一定会时间过半、任务过半，在贵州所有国有企业中做到最好。Q1 业绩很好，Q2、Q3、Q4 也不会松劲，不会设定目标上限，更不会前紧后松，超过千亿还会继续做。3.茅台价格是行业天花板，受多



方关注,提价要慎之又慎,近期不会动价。4.直营店的量已从 500 吨增加到 1600 吨,都属于股份公司。未来在高铁和机场还会进一步布局。

**洋河股份:** 19 年 12%收入目标属于稳增长,省外保持 20%以上增长;省外共有 23 个大区、385 个分公司和办事处,省外经销商占比超 70%,希望三年(包括 2019 年)后省外占比 70%,新江苏市场由 18 年的 495 个增长到目前的 570 个。

18 年梦之蓝实现 50%的高增长,19 年目标梦之蓝 30%以上增长;18 年省内外比重:海之蓝 40:60,天之蓝 55:45、梦之蓝 65:35。未来目标:海之蓝 200-300 亿,天之蓝 100-200 亿,梦之蓝 200-300 亿。产能情况:第一:三大基地具备储备 100 万吨酒能力,各种基酒现有 70 万吨,足够支撑 600 亿销售能力;第二:目前有 7 万多条发酵窖池,16 万吨中 60%以上达到优质酒水平,16 万吨用于梦之蓝系列达到 5%,用于手工班达到 2%,可支撑梦之蓝高质量发展。

省内调整包括组织的细化(成立苏通大区和淮安大区)、人事调整(针对战略性市场,选派精兵良将)、资源聚焦(推团购、家宴和明星终端,调整投向,提高费用投入有效性)、考核配套(更加关注过程指标考核),预计三季度将有效果。

**洽洽食品:** 2019 年目标:蓝袋系列 9 亿销售额,每日坚果 8-10 亿销售额,山药脆片 2 亿销售额,电商 4-5 亿销售额。2022 年目标:瓜子 60 亿,每日坚果 40 亿,休闲食品 15 亿。

公司品牌定位从单一瓜子向休闲食品多元化转变,2019 年公司重心转向坚果领域,聚焦资源扩大坚果品类,未来坚果系列包括每日坚果、混合果仁、坚果礼盒(第五大单品)、风味果仁(口味更加丰富)。实施合伙人制度,推进员工向合伙人角色转变,调动员工积极性,加快产品迭代与创新。

**好想你:** 2019 年目标:收入 56 亿,利润 1.6 亿,其中百草味收入 45 亿、利润 1.5 亿。2019 年清菲菲目标 1.5 亿,每日坚果 3 亿。19Q1 礼盒 6.7 亿,礼盒主力价格在 100 元左右。

融合方式:第一,渠道方面:本部电商运营层面搬到杭州,慢慢融入百草味框架里,杭州对互联网人才招聘有利。第二,百草味产品要进入全国 800 家专卖店,目前在郑州 10 家直营门店试点;试运营第一个月,一个门店来自百草味产品(目前进入的主要是果干类产品,每日坚果暂不进入)的收入超 7000 元,占这个门店 6%,百草味自己的线下渠道也会同步开展,19 年线下目标 6-8 亿。第三,供应链物流方面:让百草味更多进入母公司里面,例如百草味仓储物流,郑州本部会给他提供物流基地,利用本部资源免去一些费用。第四,资产方面:好想你旗下有很多子公司,今年百草味视情况将好想你效率低下的子公司进行整合,例如新疆阿克苏子公司交给百草味,该子公司每年亏损 300-500 万,今年目标是扭亏为盈。

**青岛啤酒:** 消费升级背景下拉动产品结构,啤酒行业持续向好,公司发挥品牌优势,利用青岛品牌开发更好产品满足需求,不断扩大大众市场规模。

Q1 销量增速积极, Q2 有所放缓,增量更多来自结构提升。成本端大麦和玻璃瓶价格上扬,公司目前设计产能 1400 万,未来 5 年关闭 10 家工厂,提高单产规模。重视规模经济。在营销端,进一步改进市场营销,与经销商、销售人员提出增量分享计划,调动人员的积极性。未来仍将注重体育营销、音乐营销。

**燕京啤酒:** 公司中高端新品推广节奏和动销良好,有望持续拉升产品价格,各地区中北京广西内蒙表现较优,弱势地区重点帮扶仍在调整期,虽然没有关厂和裁员计划,但内部经营已经加快调整,实现了减亏增效。成本端大麦和燃料费有一定上涨压力。

**华致酒行:** 公司主要做批发零售及定制开发产品, 其中荷花、金茅台、五粮液 10 年及洋河梦想家等是公司定制开发产品; 目前直面终端渠道的有 2 家直营酒行、2 家直营酒库、电商、团购; 未来 5 年规划 5000 家华致酒行和华致酒库; 公司商业模式类似于汽车 4S 店等。

**目前畅销产品:** 茅五、奔富 175、荷花。公司茅五产品收入占比 85%, 占利润 90%左右, 茅五产品占比差不多, 19Q1 茅五产品增速超 40%; 荷花产品属于酱香型产品, 有三个档次: 一品、上品, 金荷花, 终端指导价分别为 598、898、1088 元。

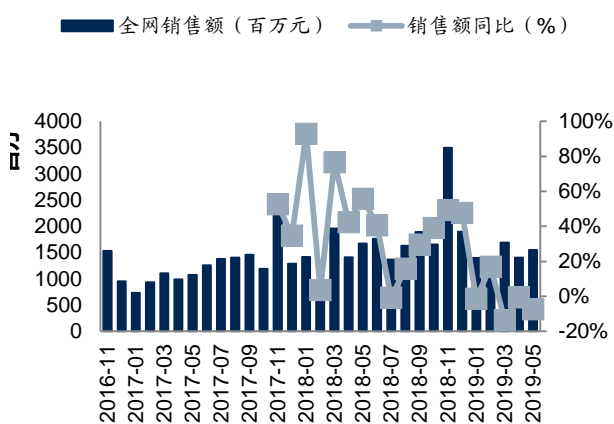
### 数据追踪

**阿里线上数据: 5 月保健品出现回落, 休闲龙头量价齐升**

**保健食品: 5 月量价背离, 汤臣出现回落**

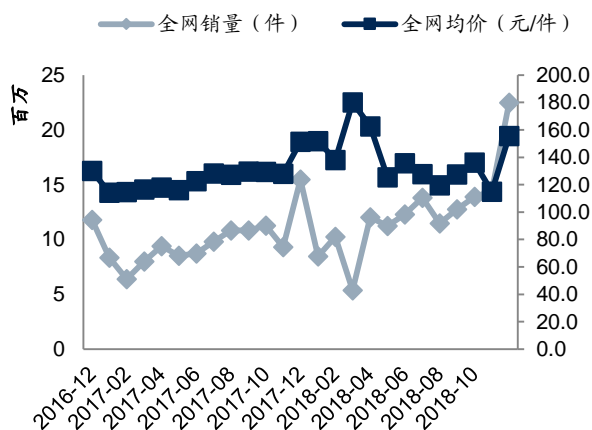
**销售额:** 保健品行业 2019 年 1-5 月销售额 71.69 亿 (-3.4%), 其中 5 月销售额 15.48 亿元 (-7.3%), 其中销量减 10.6%, 价增 3.7%。量价背离。

图 4: 保健食品行业全网销售额及变化



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 5: 保健食品行业全网销量及销售均价

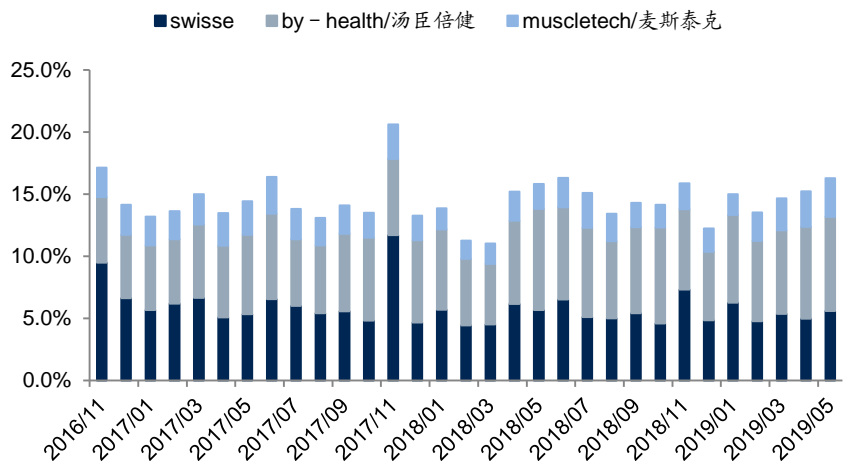


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

**品牌份额:** 2019 年 5 月汤臣倍健销售额 1.17 亿 (-13.9%), 份额占比 7.6% 同减 0.6pct; Swisse 销售额 0.87 亿 (-8.4%), 占比 5.6% 同减 0.1pct; Musletech 销售额 0.48 亿 (+44.0%), 占比 3.1% 同增 1.1pct。



图 6: 保健食品行业重点品牌线上销售额份额

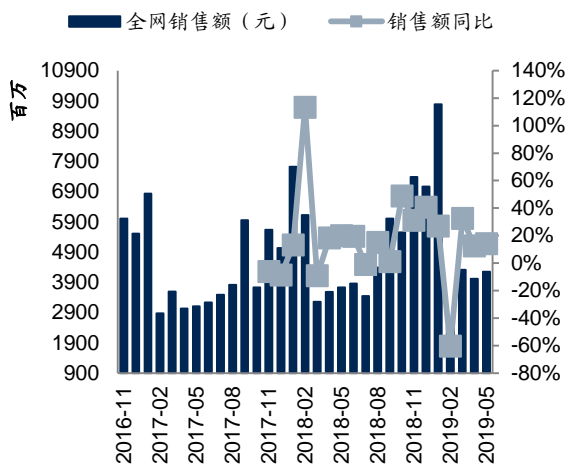


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

休闲食品: 5月量价齐升, 三只松鼠表现亮眼

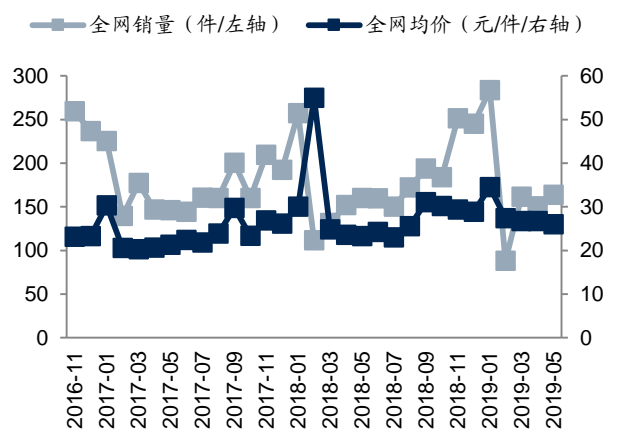
销售额: 2019年1-5月休闲食品销售额 247.97 亿 (+1.5%), 其中5月休闲食品行业销售额 42.54 亿 (+14.0%), 其中量升 2.2%, 价增 11.6%, 量价齐升。

图 7: 休闲食品行业全网销售额 (元)



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

图 8: 休闲食品行业全网销量 (件) 及销售均价 (元/件)

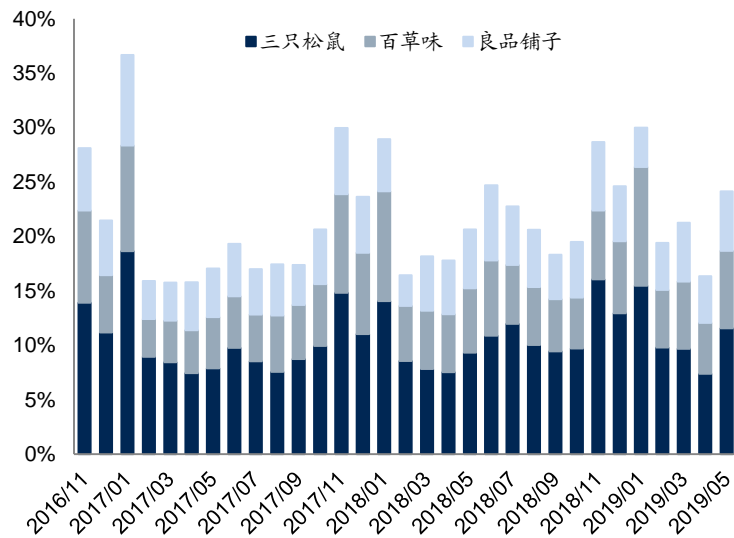


资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

品牌份额: 2019年5月三只松鼠销售额 4.91 亿 (+41%), 百草味销售额 3.03 亿 (+37%), 良品铺子销售额 2.33 亿 (+15%)。

市占率: 2018年5月→2019年5月: 三只松鼠 9%→12%, 百草味 6%→7%, 良品铺子 5%→5%。

图 9: 休闲食品行业主要品牌线上销售额份额



资料来源: 阿里线上数据, 国信证券经济研究所整理

产销量: 葡萄酒产量同比下跌, 乳制品库存回升

产量数据: 乳制品 2018 年全年产量 2687.1 万吨 (+4.4%), 2019 年 1-4 月产量 827.4 万吨 (+5.4%); 肉制品 2018 年全年产量 2729.3 万吨 (+1.3%), 2019 年 1-4 月产量 899.5 万吨 (-2.3%); 白酒 2018 年全年产量 871.2 万吨 (+3.1%), 2019 年 1-4 月产量 268 万吨 (+1.1%); 啤酒 2018 年全年产量 3812.2 万吨 (+0.5%), 2019 年 1-4 月产量 1128.8 万吨 (+0.8%); 葡萄酒 2018 年全年产量 62.9 万吨(-7.4%), 2019 年 1-4 月产量 13.4 万吨(-26.8%)。

表 3: 各行业产量最新数据

产量 (万吨)	2010	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 年 1-4 月	
乳制品	2159.4	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	2687.1	827.4	
同比 (%)		11.2	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	4.4	5.4
肉制品	2116.8	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	2729.3	899.5	
同比 (%)		24.7	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	1.3	-2.3
啤酒	4483	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	3812.2	1128.8	
同比 (%)		6.3	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	0.5	0.8
白酒	890.8	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	871.2	268.0	
同比 (%)		26.8	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	3.1	1.1
葡萄酒	108.9	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	62.9	13.4	
同比 (%)		12.4	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.4	-26.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

库存及销量分析: 2019 年 3 月, 乳制品库存有所下滑, 白酒及软饮料延续回落趋势, 白酒库存出清加快。销量方面, 乳制品 3 月同比有所回升, 白酒、软饮料 3 月累计同比下降, 白酒下降幅度较大为 21.6%。

表 4: 各行业库存及销量最新数据

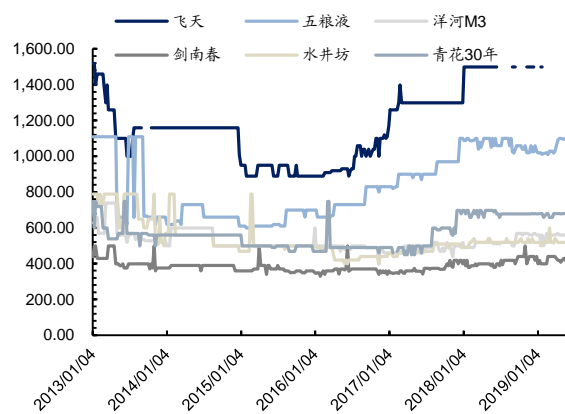
销量 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018年 6月	2018年 9月	2018年 12月	2019年 3月	同比(%)
乳制品	2518.7	2672	2643.2	2738.9	2975.4	2905.1	1346.1	1978.6	2681.5	628.92	7.4
库存比年初增长(%)	46.1	30.9	25.6	3.3	11.1	31.9	4.7	-17.5	16	-0.20	
白酒(折65度)	1126.7	1166.2	1202.6	1278.8	1305.7	1161.7	501.9	700.8	854.7	222.28	-21.6
库存比年初增长(%)	20.1	46.5	27.7	15.9	14.8	7.2	-6.6	-2.3	-3.6	-10.3	
软饮料	12836	14358.7	16153.8	16920.5	17699.2	17629.5	8417	12695.9	15634.8	3532.75	-11.4
库存比年初增长(%)	25	44.6	33.4	26.2	14.7	12.4	-6.9	-6.3	-0.6	-1.2	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 高端白酒、乳制品价格提升

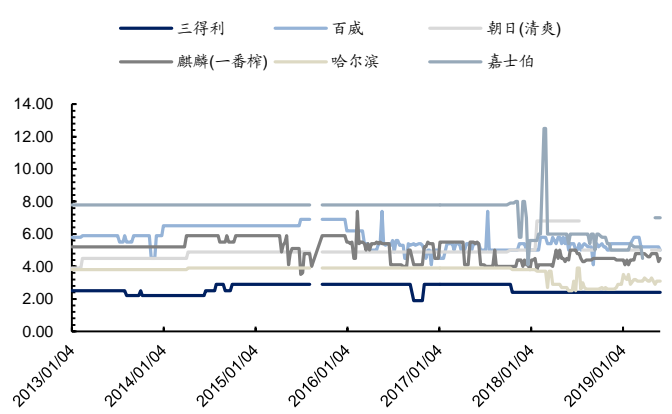
白酒端, 京东价格显示 2019 年 5 月 31 日, 五粮液 52 度价格 1099 元与上月持平; 洋河梦之蓝 M3 售价 569 元同比上月提升 10 元, 剑南春 418 元较上月提升 10 元, 青花 30 价格与上月持平 679 元。一号店 5 月 31 日啤酒价格显示三得利、百威、朝日、麒麟、哈尔滨、嘉士伯(330ml)分别为 2.4/5.0/5.0/4.5/3.1/7.0 元, 大部分啤酒售价基本持平, 但嘉士伯同比提升约 56%。4 月红酒价格指数同比下降 1.0%。

图 10: 白酒京东价格变化



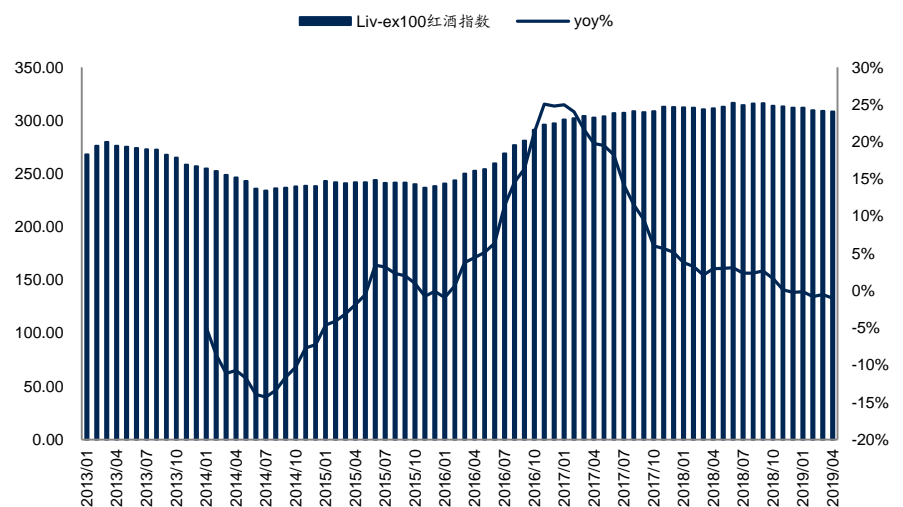
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 啤酒一号店价格变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

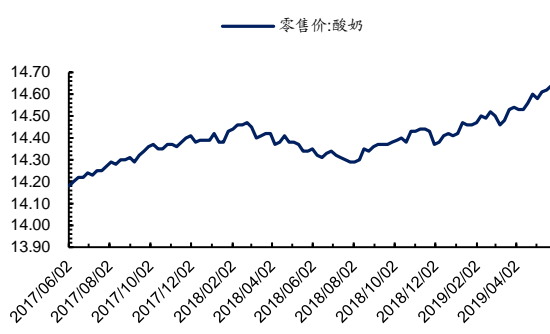
**乳制品:** 2019年5月24日牛奶零售价11.84元/公斤,同比上升3.14%。酸奶价格14.64元/公斤,同比上升2.09%。奶粉:2019年4月19日国产婴幼儿奶粉价格187.66元/公斤,同比上升5.6%;国外婴幼儿奶粉价格233元/公斤,同比上升1.9%。

图 13: 牛奶零售价变化



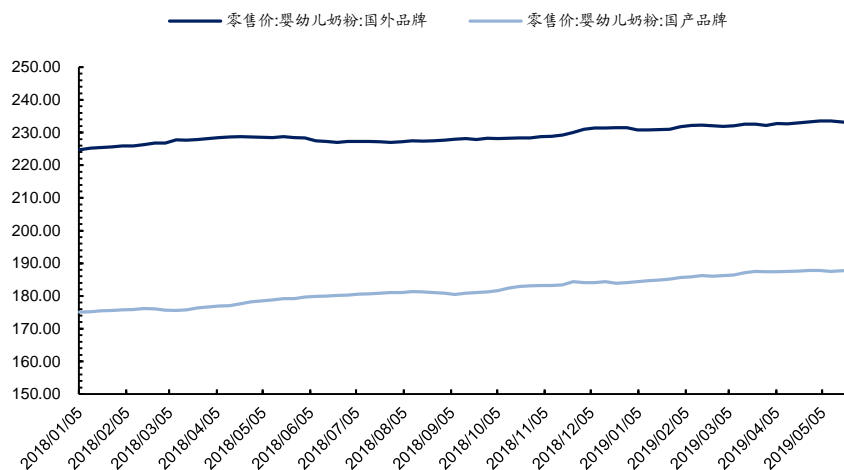
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 酸奶零售价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 婴幼儿奶粉变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**成本: 生鲜乳、生猪、进口大麦同比提升, 包材同比下降**

白砂糖 5月31日价格5255元/吨, 环比上月下降75元; 南宁糖蜜 5月31日价格805元/吨, 环比提升15元;

生猪 5月31日价格15.38元/千克, 同比上升35.87%; 生鲜乳 5月22日价格3.53元/公斤, 同比提升3.8%, 环比持平;

乳清粉 5月31日价格5544元/吨, 同比下降3.3%; 进口大麦 4月平均价格279.58美元/吨, 同比上升25.2%; 大豆 2019年5月31日价格3376元/吨, 同比下降4.1%;

包材来看, 中国玻璃指数 2019年5月31日为1089.31, 同比下降8.2%; 瓦楞纸 2019年5月20日价格3483元/吨, 同比下降31.6%。

图 16: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



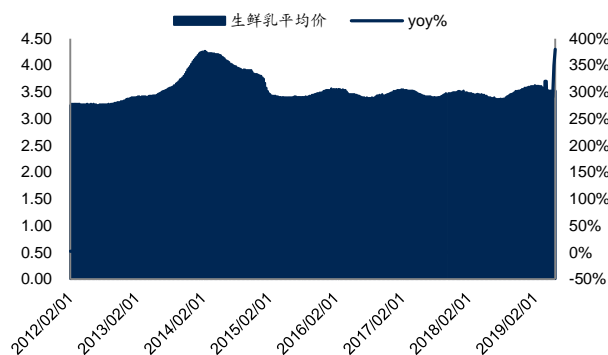
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



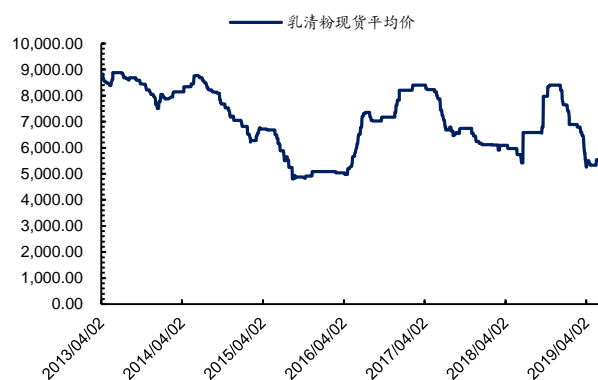
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 生鲜乳平均价 (元/公斤) 及 yoy (%)



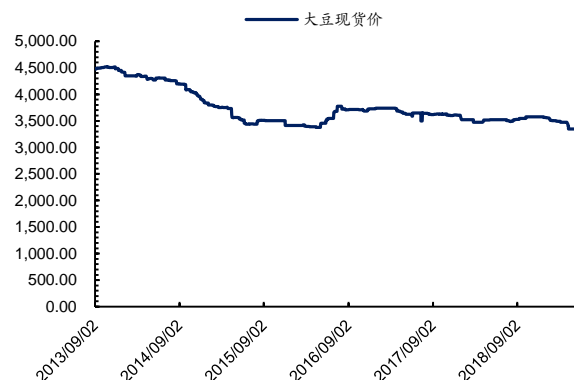
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)



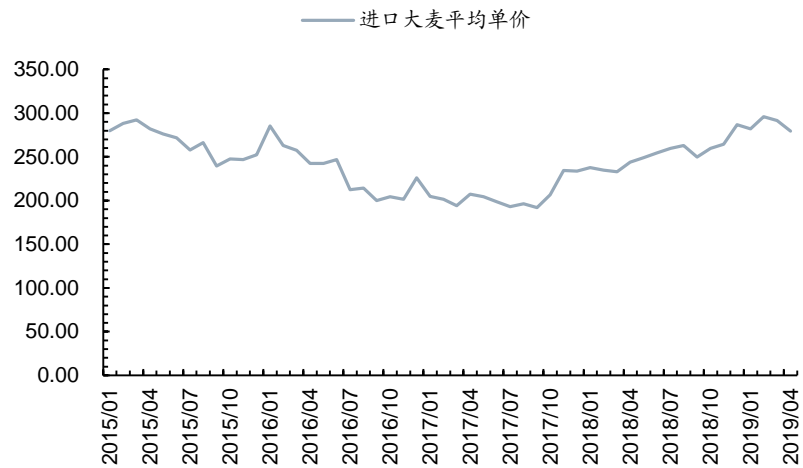
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 大豆现货价格走势 (元/吨)



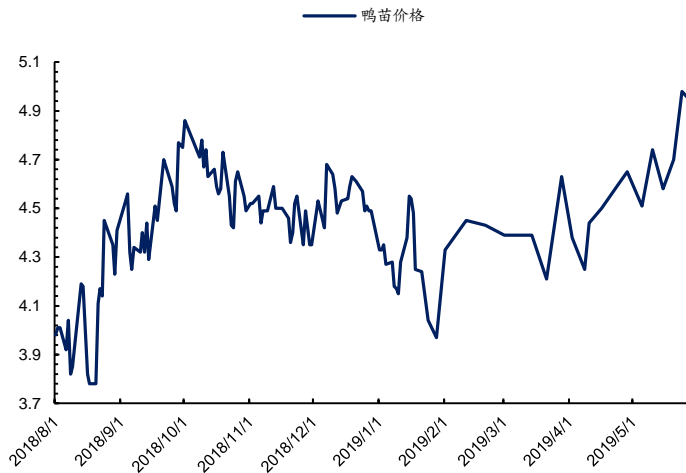
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 鸭苗价格走势



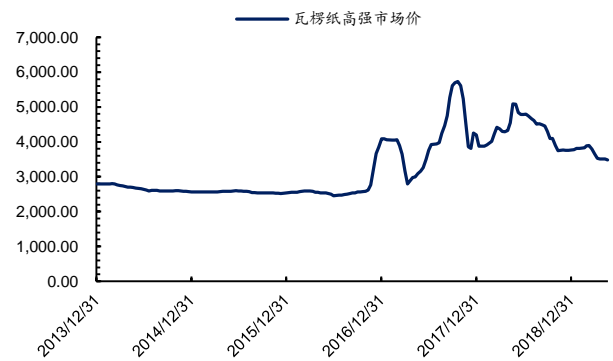
资料来源: 金投网, 国信证券经济研究所整理

图 24: 中国玻璃价格指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



## 投资建议

回顾近期白酒调整，寻找潜在机会标的。过去一年多，白酒估值起起伏伏。17年底因主要酒企提价，白酒板块PE(TTM-整体法，下称“估值”)从17年底31.27倍上升至18年2月底36.46倍；18年春糖会反馈一般，估值回落至阶段性低点30.96倍；18年4-6月因渠道库存良性，地产酒领涨白酒板块，估值回升至6月初的32.61倍；18年6-8月因中美贸易战影响，A股整体下行，估值从高点32.70倍回落至阶段性低点24.54倍；18年秋糖会前后，因渠道反馈悲观及酒企领导对行业未来悲观，估值进一步回落至阶段性低点19.90倍；19年春节前后，因外资抢筹内资被动上车及渠道反馈超预期，估值回升至3月底29.54倍；19年4月至今，因酒企陆续发布18年年报及19年一季度，酒企普遍表现良好，但市场因担忧中美贸易战，估值回落至今26.61倍。通过梳理近期白酒调整，我们发现基本面优异的个股如贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、古井贡酒、今世缘等，近期股价创历史新高。虽阶段性有调整，但拉长长时间来看，表现仍旧优异。我们将时间拉长，从2018年年初至今(截止2019年6月5日)进行计算，大盘这一时期下跌14.54%，而同期顺鑫农业上涨163.19%、古井贡酒上涨55.23%、今世缘上涨52.19%、五粮液上涨26.24%、贵州茅台上涨25.36%，涨跌幅第十名的水井坊也仅下跌4.62%，大幅跑赢大盘指数。

5月重点推荐组合涨跌幅回顾：泸州老窖(-9.31%)、贵州茅台(-8.62%)、五粮液(-1.08%)、伊利股份(-3.19%)、重庆啤酒(+20.78%)、青岛啤酒(-4.69%)、绝味食品(+4.58%)、汤臣倍健(-9.64%)、千禾味业(+7.79%)。

表5：策略组合收益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深300收益率	中信食品饮料板块收益率
2019年1月	安井食品	-2.17%		
	海天味业	+5.09%		
	重庆啤酒	-0.75%		
	泸州老窖	+4.94%	+6.34%	+9.15%
	贵州茅台	+16.88%		
	绝味食品	+13.47%		
	好想你	+6.25%		
2019年2月	今世缘	+19.63%		
	顺鑫农业	+5.86%		
	千禾味业	+2.72%	+14.61%	+12.64%
	贵州茅台	+9.49%		
	汤臣倍健	+22.34%		
	绝味食品	+10.38%		
	汤臣倍健	+9.23%		
2019年3月	伊利股份	+7.66%		
	今世缘	+38.11%		
	泸州老窖	+29.94%	+5.53%	+15.80%
	顺鑫农业	+43.54%		
	贵州茅台	+13.11%		
	千禾味业	+28.22%		
	绝味食品	+18.69%		
2019年4月	青岛啤酒	+18.14%		
	泸州老窖	+16.97%		
	贵州茅台	+14.05%		
	重庆啤酒	+4.82%		
	汤臣倍健	-3.00%	-1.1%	+6.3%
	千禾味业	-4.14%		
	绝味食品	-5.61%		
	酒鬼酒	-5.81%		
	今世缘	-8.99%		
	泸州老窖	-9.31%		
贵州茅台	-8.62%	-7.24%	-4.02%	

	五粮液	-1.08%
2019年5月	伊利股份	-3.19%
	重庆啤酒	+20.78%
	青岛啤酒	-4.69%
	绝味食品	+4.58%
	汤臣倍健	-9.64%
	千禾味业	+7.79%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

结合动销表现及估值情况, 继续推荐: 泸州老窖、贵州茅台、五粮液、伊利股份、重庆啤酒、青岛啤酒、绝味食品、汤臣倍健、千禾味业。

**表 6: 食品饮料行业重点推荐公司估值表**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	6月06日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600519.SH	贵州茅台	买入	862.13	10828	33.56	38.82	25.69	22.21
000858.SZ	五粮液	买入	97.29	3777	4.35	5.28	22.37	18.43
600887.SH	伊利股份	买入	30.00	1829	1.25	1.48	24.00	20.27
000568.SZ	泸州老窖	买入	66.80	979	3.14	3.98	21.27	16.78
600600.SH	青岛啤酒	买入	45.10	609	1.29	1.54	34.96	29.29
300146.SZ	汤臣倍健	买入	18.05	265	0.91	1.15	19.84	15.70
603517.SH	绝味食品	买入	34.38	197	1.88	2.26	18.29	15.21
600132.SH	重庆啤酒	买入	42.89	208	1.01	1.18	42.47	36.35
603027.SH	千禾味业	买入	17.84	82	0.70	0.91	25.49	19.60

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032