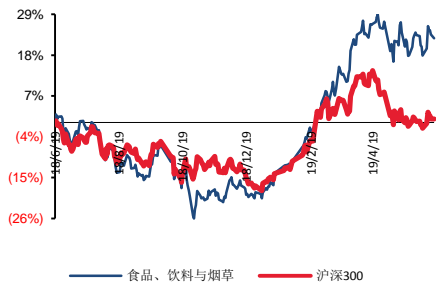


日常消费 食品、饮料与烟草

## 食品饮料：5178 点四年来，消费品的 9 大牛股

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

食品	看好
烟草III	看好
饮料	看好

### 相关研究报告：

《恒顺醋业：品牌价值发力，估值大幅溢价》--2019/06/18

《贵州茅台简评：6 月份中下旬放量，平均吨价提升明显》--2019/06/13

《今世缘：价格稳步上提，省内区域势能不减》--2019/06/10

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

**5178 四周年，食品饮料涨幅第一。**2015 年 6 月 12 日至 2019 年 6 月 14 日，5178 历史高点四周年，上证综指下跌 44.22%，沪深 300 下跌 31.49%。申万 28 个子行业中，涨幅位居前三的是食品饮料、家用电器、银行，涨幅分别为 44.99%、-8.19%、-9.98%，分别跑赢上证综指 89.21%、36.03%、34.24%，申万所有子行业中仅有食品饮料行业实现了正收益。食品饮料子行业中涨幅前三的是白酒、调味品、乳制品，涨幅分别为 167.57%、23.30%、8.59%，且仅有 3 个实现正收益，且仅有白酒跑赢食品饮料指数，跑赢指数 122.58%。

**四年翻倍股，食饮量最多。**2015 年 6 月 12 日至 2019 年 6 月 14 日 A 股涨幅翻倍的共有 33 只，涨幅前五的是协鑫集成、牧原股份、贵州茅台、五粮液、苏泊尔，分别上涨了 423%、352%、304%、276%、231%。分行业来看，翻倍股数量较多的行业有食品饮料、医药生物、家用电器、传媒、电气设备、农林牧渔，分别有 9、4、4、3、2、2 只股票实现了翻倍增长，其中食品饮料牛股最多。

**涨幅主要由业绩贡献。**食品饮料 9 只牛股中，涨幅排序依次为贵州茅台、五粮液、海天味业、水井坊、泸州老窖、古井贡酒、涪陵榨菜、安琪酵母、山西汾酒，9 只牛股中白酒有 6 只，调味品有 2 只，其他品类 1 只。1) 贵州茅台：价值投资者的圣杯；2) 五粮液：白酒大王成色十足；3) 海天味业：酱油的传奇；4) 水井坊：中国名酒西洋风味；5) 泸州老窖：励精图治百折不挠；6) 古井贡酒：区域名酒的成长之路；7) 涪陵榨菜：榨菜也疯狂；8) 安琪酵母：小行业大龙头；9) 山西汾酒：汾老大底蕴丰厚。

**赛道优的龙头方享戴维斯双击。**从 pe、eps 拆分来看，9 只牛股涨幅大部分由业绩贡献，所有公司净利润变动均在 100%以上。1) 估值提升：9 只牛股中仅有 3 只出现了戴维斯双击，出现业绩与估值共振，三只分别为贵州茅台、五粮液、海天味业，均为超好赛道的行业龙头；2) 业绩提升：除安琪酵母收入增长主要来源于成本下

降外，其余 8 只股票业绩增长大部分由收入增长贡献。

**未来业绩消化估值，股价持续上涨。**展望 9 只牛股 2019 年和 2020 年的收入和业绩，我们认为这些公司收入和净利润均能保持较快较稳定增长，未来业绩消化估值，业绩的稳定增长有望带来股价的持续上涨。

**风险提示：**食品安全问题，行业发展不及预期，推荐公司业绩不及预期等。

## 目录

一、看指数：5178 点四周年，食饮涨幅第一 .....	5
二、看行业：四年翻倍股，食饮量最多 .....	6
三、看个股：9 只牛股，各具特色 .....	7
（一）贵州茅台：价值投资者的圣杯 .....	8
（二）五粮液：白酒大王成色十足 .....	9
（三）海天味业：酱油的传奇 .....	10
（四）水井坊：中国名酒西洋风味 .....	11
（五）泸州老窖：励精图治百折不挠 .....	12
（六）古井贡酒：区域名酒的成长之路 .....	13
（七）涪陵榨菜：榨菜也疯狂 .....	14
（八）安琪酵母：小行业大龙头 .....	16
（九）山西汾酒：汾老大底蕴丰厚 .....	17
四、析原因：赛道优龙头，享戴维斯双击 .....	18
五、看未来：业绩消化估值，股价有望持续上涨 .....	19
六、风险提示 .....	19

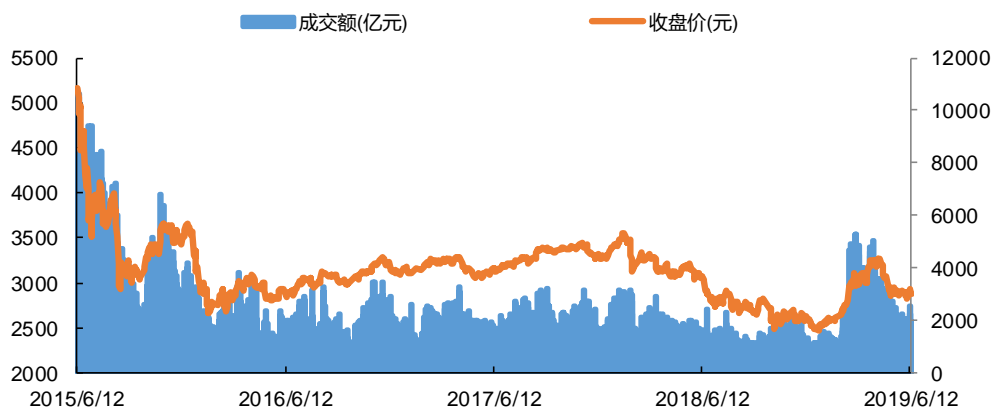
## 图表目录

图 1、5178 点以来指数与成交量（2015/6/12-2019/6/14） .....	5
图 2、5178 点以来各行业涨幅（2015/6/12-2019/6/14） .....	6
图 3、5178 以来食饮子行业涨幅（2015/6/12-2019/6/14） .....	6
图 4、翻倍股所处行业分布 .....	7
图 5、贵州茅台近四年收入及净利润 .....	8
图 6、贵州茅台增速及毛利率、净利率情况 .....	8
图 7、贵州茅台销量及吨价变化 .....	9
图 8、贵州茅台股价及市值变动 .....	9
图 9、五粮液近四年收入及净利润 .....	9
图 10、五粮液增速及毛利率、净利率情况 .....	9
图 11、五粮液销量变化 .....	10
图 12、五粮液股价及市值变动 .....	10
图 13、海天味业近四年收入及净利润 .....	10
图 14、海天味业净利润增长主要来源于收入增长 .....	10
图 15、海天味业收入增长主要来源于销量增加 .....	11
图 16、海天味业股价及市值变动 .....	11
图 17、水井坊近四年收入及净利润 .....	12
图 18、水井坊增速及毛利率、净利率情况 .....	12
图 19、水井坊销量变化 .....	12
图 20、水井坊股价及市值变动 .....	12
图 21、泸州老窖近四年收入及净利润 .....	13
图 22、泸州老窖增速及毛利率、净利率情况 .....	13
图 23、泸州老窖销量变化 .....	13
图 24、泸州老窖股价及市值变动 .....	13
图 25、古井贡酒近四年收入及净利润 .....	14
图 26、古井贡酒增速及毛利率、净利率情况 .....	14
图 27、古井贡酒销量变化 .....	14
图 28、古井贡酒股价及市值变动 .....	14
图 29、涪陵榨菜近四年收入及净利润 .....	15
图 30、涪陵榨菜净利润增长主要来源于收入增长 .....	15
图 31、涪陵榨菜收入增长主要来源于提价 .....	15
图 32、涪陵榨菜股价及市值变动 .....	15
图 33、安琪酵母近四年收入及净利润 .....	16
图 34、安琪酵母净利润增长主要来源于毛利率上升 .....	16
图 35、安琪酵母毛利率上行主要来源于成本下降 .....	16
图 36、安琪酵母股价及市值变动 .....	16
图 37、山西汾酒近四年收入及净利润 .....	17
图 38、山西汾酒增速及毛利率、净利率情况 .....	17
图 39、山西汾酒销量变化 .....	17
图 40、山西汾酒股价及市值变动 .....	17

## 一、看指数：5178 点四周年，食饮涨幅第一

5178 四周年，指数一路下跌，成交量不断萎缩。2015 年 6 月 12 日上证综指盘中创下 5178 点高点，随后上证综指一路下跌，震荡盘整。成交量也从高点的一万亿不断萎缩，成交额中位数落在 2000 亿左右。2019 年 6 月 14 日，历史高点四周年，上证综指收在 2881 点，当日成交量 1943 亿元。

图 1、5178 点以来指数与成交量（2015/6/12-2019/6/14）

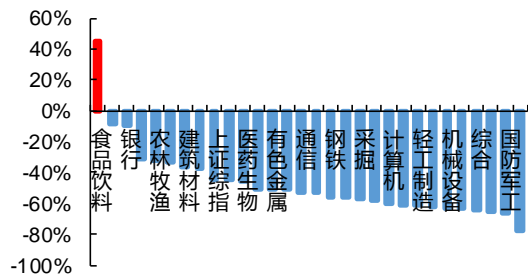


资料来源：wind，太平洋研究院

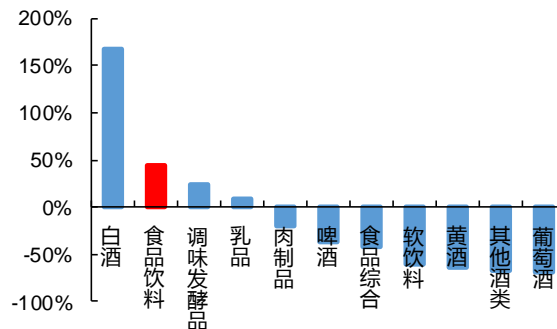
**食品饮料行业涨幅第一。**2015 年 6 月 12 日至 2019 年 6 月 14 日，上证综指下跌 44.22%，沪深 300 下跌 31.49%。申万 28 个子行业中，涨幅位居前五的为食品饮料、家用电器、银行、农林牧渔、非银金融，涨幅分别为 44.99%、-8.19%、-9.98%、-32.04%、-32.93%，分别跑赢上证综指 89.21%、36.03%、34.24%、12.18%、11.29%。此外，申万所有子行业中 27 个行业下跌，仅有食品饮料行业实现了正收益。

**食品饮料上涨主要由白酒拉动。**2015 年 6 月 12 日至 2019 年 6 月 14 日食品饮料行业上涨 44.99%，其中涨幅前三的是白酒、调味品、乳制品，涨幅分别为 167.57%、23.30%、8.59%。此外，食品饮料 10 个子行业中仅有 3 个实现正收益，且仅有白酒跑赢食品饮料指数，跑赢 122.58%。

图 2、5178 点以来各行业涨幅 (2015/6/12-2019/6/14) 图 3、5178 以来食饮子行业涨幅 (2015/6/12-2019/6/14)



资料来源: wind、太平洋研究院



资料来源: wind、太平洋研究院

## 二、看行业：四年翻倍股，食饮量最多

四年翻倍股共 33 只。我们统计了 2015 年 6 月 12 日至 2019 年 6 月 14 日 A 股所有上市公司涨幅数据，涨幅翻倍的共有 33 只。涨幅前五的是协鑫集成、牧原股份、贵州茅台、五粮液、苏泊尔，分别上涨了 423%、352%、304%、276%、231%。其中涨幅最高的是协鑫集成，四年实现了四倍收益，主要是 2015 年初协鑫集成借壳上市，价值重估所致。

表 1、5178 点以来翻倍股整理

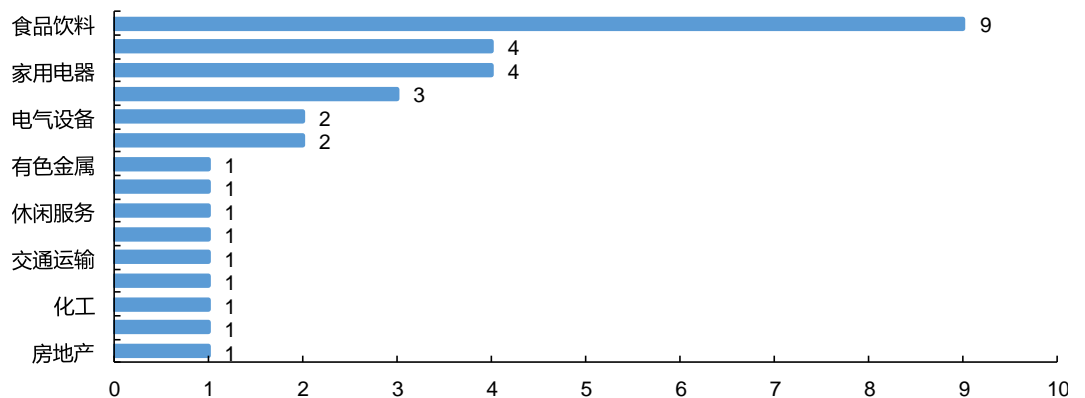
序号	证券代码	证券简称	行业	涨幅	市值 (亿元)	Pe (ttm)
1	002506.SZ	协鑫集成	电气设备	423.77%	324	145
2	002714.SZ	牧原股份	农林牧渔	352.54%	1288	-822
3	600519.SH	贵州茅台	食品饮料	304.12%	11469	30
4	000858.SZ	五粮液	食品饮料	276.31%	4074	27
5	002032.SZ	苏泊尔	家用电器	231.52%	595	34
6	603288.SH	海天味业	食品饮料	190.51%	2781	60
7	600276.SH	恒瑞医药	医药生物	189.45%	2710	63
8	600779.SH	水井坊	食品饮料	179.91%	217	34
9	002607.SZ	中公教育	传媒	177.39%	775	62
10	002157.SZ	正邦科技	农林牧渔	159.54%	409	-143
11	000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	159.90%	1029	26
12	300469.SZ	信息发展	计算机	161.57%	28	61
13	000418.SZ	小天鹅 A	家用电器	161.40%	253	19
14	000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	150.04%	466	28
15	002127.SZ	南极电商	商业贸易	137.88%	243	26
16	600346.SH	恒力股份	化工	132.37%	824	30
17	002761.SZ	多喜爱	纺织服装	128.73%	35	140
18	000333.SZ	美的集团	家用电器	124.69%	3341	16
19	601888.SH	中国国旅	休闲服务	125.90%	1551	37
20	002507.SZ	涪陵榨菜	食品饮料	123.44%	221	32
21	002602.SZ	世纪华通	传媒	119.57%	418	49

22	600298.SH	安琪酵母	农林牧渔	119.01%	252	31
23	300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	117.81%	883	81
24	600809.SH	山西汾酒	食品饮料	117.75%	511	31
25	300477.SZ	合纵科技	电气设备	111.15%	50	145
26	002558.SZ	巨人网络	传媒	110.32%	370	37
27	000002.SZ	万科A	房地产	108.77%	3126	9
28	002460.SZ	赣锋锂业	有色金属	101.73%	284	28
29	600009.SH	上海机场	交通运输	104.70%	1410	31
30	600436.SH	片仔癀	医药生物	103.34%	644	53
31	000651.SZ	格力电器	家用电器	101.18%	3078	12
32	600036.SH	招商银行	银行	100.58%	8864	11
33	000661.SZ	长春高新	医药生物	102.86%	517	45

资料来源：wind、太平洋研究院

分行业统计，食品饮料翻倍股数量最多。33 只翻倍股分别从属于 15 个行业，翻倍股数量较多的行业有食品饮料、医药生物、家用电器、传媒、电气设备、农林牧渔，分别有 9、4、4、3、2、2 只股票实现了翻倍增长，其中食品饮料翻倍股最多。

图 4、翻倍股所处行业分布



资料来源：wind、太平洋研究院

### 三、看个股：9 只牛股，各具特色

**茅台、五粮液、海天涨幅前三。**食品饮料 9 只翻倍股中，涨幅排序依次为贵州茅台、五粮液、海天味业、水井坊、泸州老窖、古井贡酒、涪陵榨菜、安琪酵母、山西汾酒。茅台、五粮液、海天涨幅摘得食品饮料三甲，其中贵州茅台涨幅第一，四年上涨 304%，五粮液涨幅 276%，海天味业涨幅 190%。

**白酒、调味品盛产翻倍股。**9 只翻倍股中白酒有 6 只，分别为贵州茅台、五粮液、水井

坊、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒，调味品有 2 只，分别为海天味业、涪陵榨菜，其他品类 1 只，为安琪酵母。

表 2、5178 点以来食品饮料翻倍股整理

序号	证券代码	证券简称	子行业	涨幅	市值(亿元)	Pe (ttm)	年化涨幅
1	600519.SH	贵州茅台	白酒	304.12%	11469	30	39.39%
2	000858.SZ	五粮液	白酒	276.31%	4074	27	36.62%
3	603288.SH	海天味业	调味品	190.51%	2781	60	28.44%
4	600779.SH	水井坊	白酒	179.91%	217	34	28.41%
5	000568.SZ	泸州老窖	白酒	159.90%	1029	26	25.26%
6	000596.SZ	古井贡酒	白酒	150.04%	466	28	24.17%
7	002507.SZ	涪陵榨菜	调味品	123.44%	221	32	22.06%
8	600298.SH	安琪酵母	其他	119.01%	252	31	20.42%
9	600809.SH	山西汾酒	白酒	117.75%	511	31	20.39%

资料来源：wind、太平洋研究院

## （一）贵州茅台：价值投资者的圣杯

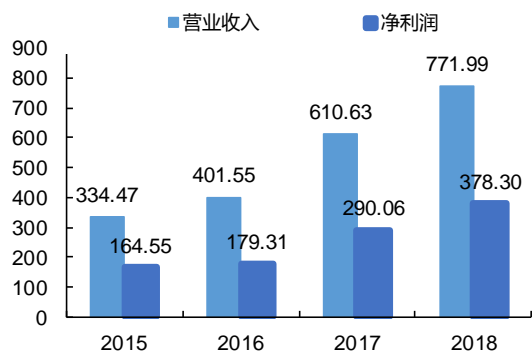
2015-2018 年四年来，贵州茅台收入从 334 亿元增长至 772 亿元，年化增长 23%，净利润从 165 亿元增长至 378 亿元，年化增长 23%，净利率变动较小，在 45%-49%之间，茅台酒产量从 2.97 万吨增长至 7.02 万吨，年化增长 24%，茅台酒销售量从 2.75 万吨增长至 6.22 万吨，年化增长 23%，销售量增速与收入增速持平，茅台收入增长主要由销量带动。

5178 年以来公司市值从 3038 亿元涨至 11469 亿元，涨幅达到 304%，年化涨幅 39%。

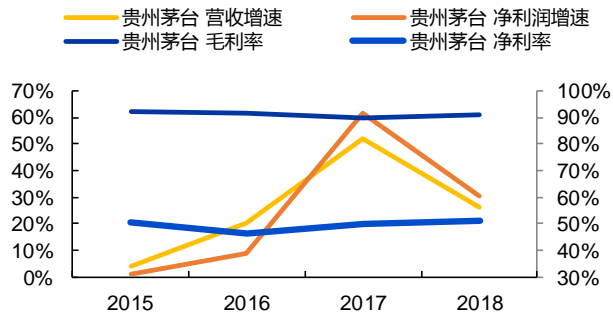
图 5、贵州茅台近四年收入及净利润

图 6、贵州茅台增速及毛利率、净利率情况



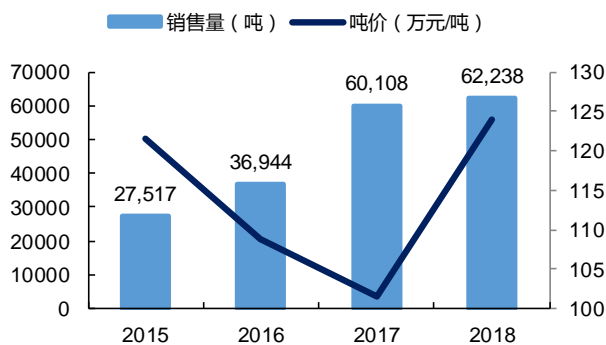


资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院



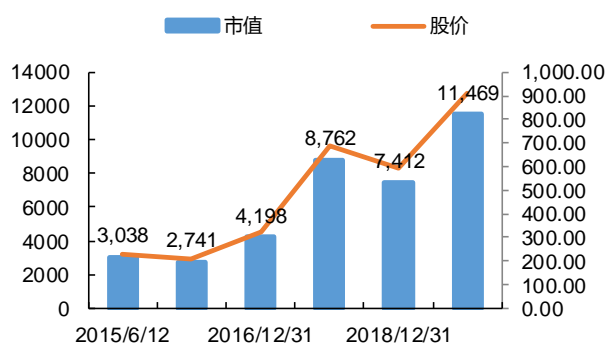
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 7、贵州茅台销量及吨价变化



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 8、贵州茅台股价及市值变动



资料来源：wind、太平洋研究院

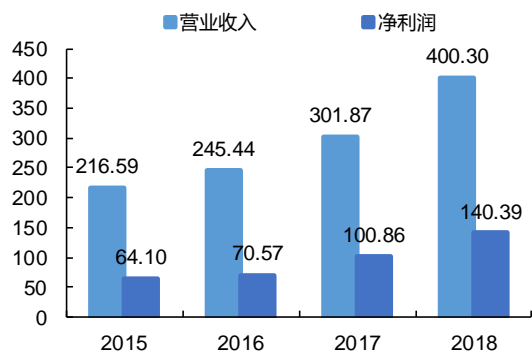
## (二) 五粮液：白酒大王成色十足

2015-2018 年四年来，五粮液收入从 217 亿元增长至 400 亿元，年化增长 17%，净利润从 64 亿元增长至 140 亿元，年化增长 22%，净利率从 29.6% 提升至 35.07%，提升了 5.47pct，白酒生产量从 13.83 万吨增长至 19.20 万吨，年化增长 8.54%，白酒销售量从 13.74 万吨增长至 19.16 万吨，年化增长 8.67%，销售量增长远低于收入增长，产品结构调整及提价贡献了大部分收入增长。

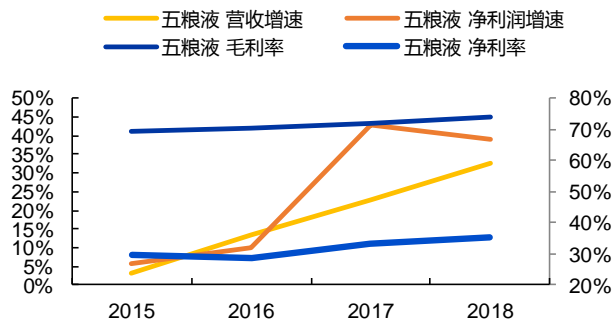
5178 年以来公司市值从 1170 亿元涨至 4074 亿元，涨幅达到 276%，年化涨幅 37%。

图 9、五粮液近四年收入及净利润

图 10、五粮液增速及毛利率、净利率情况

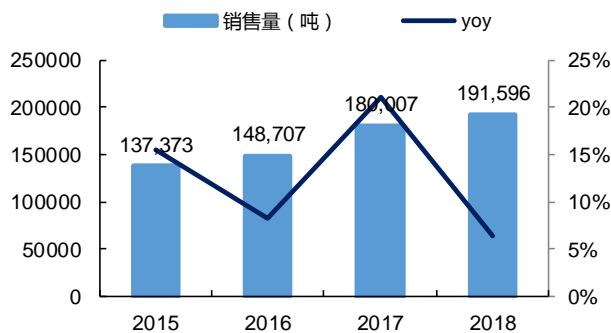


资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院



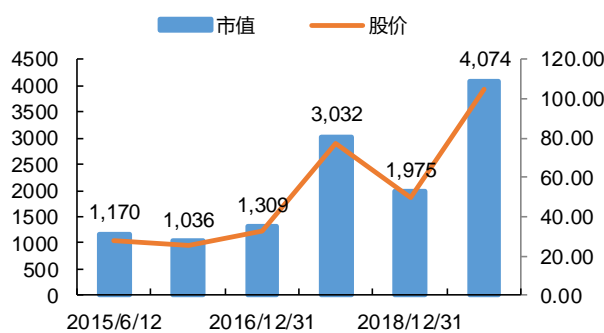
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 11、五粮液销量变化



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 12、五粮液股价及市值变动



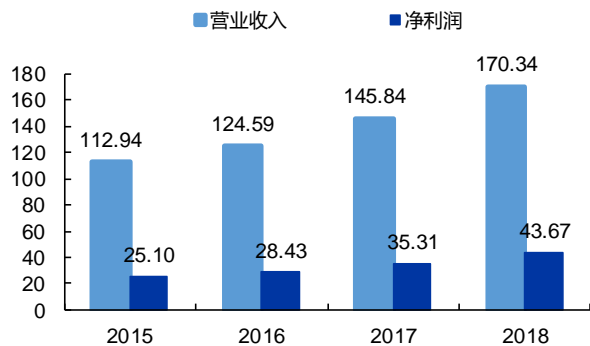
资料来源：wind、太平洋研究院

### (三) 海天味业：酱油的传奇

2015-2018 年四年来，海天味业收入从 113 亿元增长至 170 亿元，年化增长 11%，净利润从 25 亿元增长至 44 亿元，年化增长 15%，净利率从 22.22% 提升至 25.63%，提升了 3.41pct，酱油销售量从 134 万吨增长至 188 万吨，年化增长 8.75%，蚝油销售量从 40 万吨增长至 60 万吨，年化增长 10.82%，酱类销售量从 21 万吨增长至 24 万吨，年化增长 3%。公司自上市以来约每三年提价一次，2015 年以来收入增长主要来源于销售量增长。

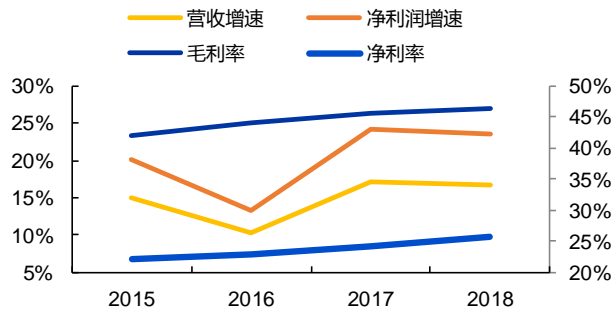
5178 年以来公司市值从 1022 亿元涨至 2781 亿元，涨幅达到 191%，年化涨幅 28%。

图 13、海天味业近四年收入及净利润



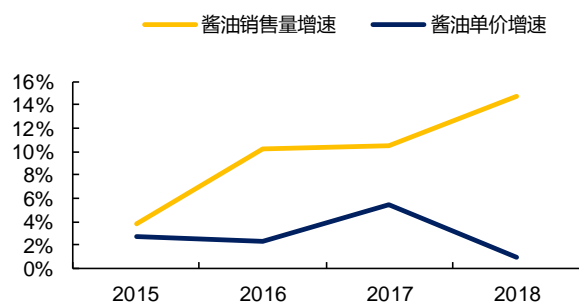
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 14、海天味业净利润增长主要来源于收入增长



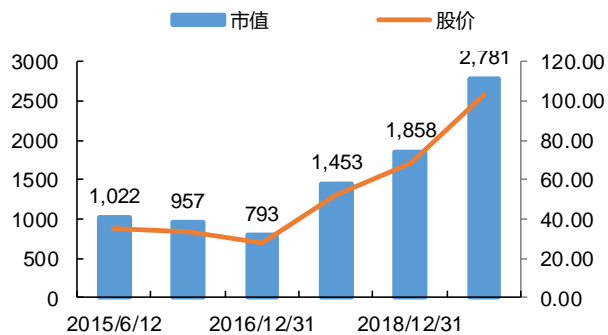
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 15、海天味业收入增长主要来源于销量增加



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 16、海天味业股价及市值变动



资料来源：wind、太平洋研究院

表 3、海天味业上市以来提价情况

时间	提价范围	提价幅度
2010 年底	酱油产品	约 4%
2012 年底	60% 产品	约 4%-5%
2014 年底	多数产品	约 4%-5%
2016 年底	多数产品	约 5%

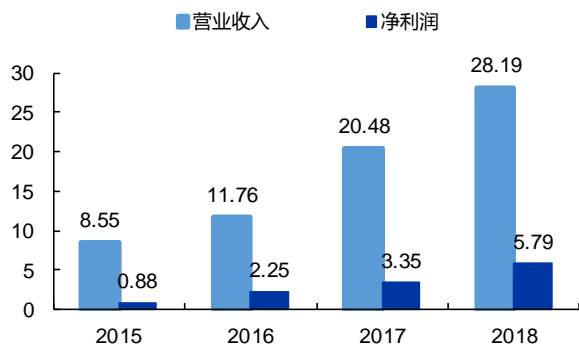
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

#### (四) 水井坊：中国名酒西洋风味

2015-2018 年四年来，水井坊收入从 8.55 亿元增长至 28 亿元，年化增长 35%，净利润从 0.88 亿元增长至 5.79 亿元，年化增长 60%，净利率从 10.29% 提升至 35.07%，提升了 10.26pct，白酒生产量从 1974 千升增长至 6958 千升，年化增长 37%，白酒销售量从 2702 千升增长至 9273 千升，年化增长 36.11%，销售量与收入增长持平，收入增长主要由销量贡献。

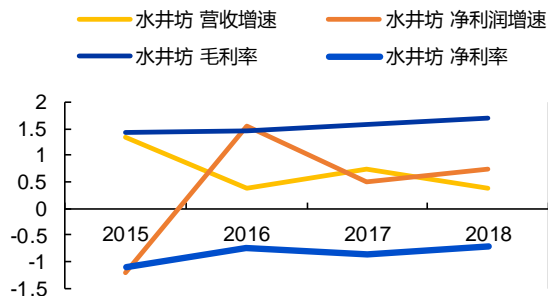
5178 年以来公司市值从 80 亿元涨至 217 亿元，涨幅达到 180%，年化涨幅 28%。

图 17、水井坊近四年收入及净利润



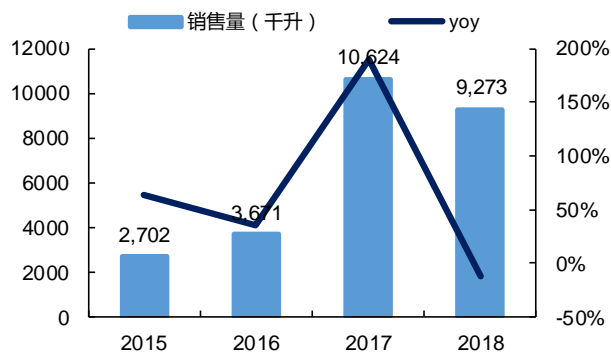
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 18、水井坊增速及毛利率、净利率情况



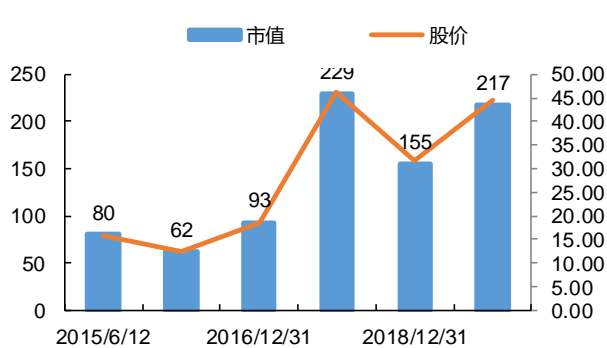
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 19、水井坊销量变化



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 20、水井坊股价及市值变动



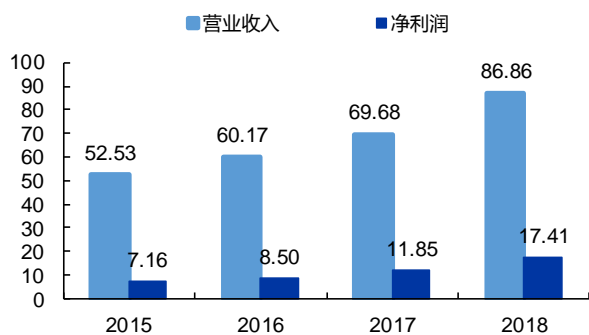
资料来源：wind、太平洋研究院

### (五) 泸州老窖：励精图治百折不挠

2015-2018 年四年来，泸州老窖收入从 69 亿元增长至 130 亿元，年化增长 17%，净利润从 16 亿元增长至 35 亿元，年化增长 23%，净利率从 22.5% 提升至 26.9%，提升了 4.4pct，白酒生产量从 19.12 万吨增长至 15.68 万吨，年化增长-4.85%，白酒销售量从 19 万吨增长至 14.64 万吨，年化增长-6.31%，收入增长而销售量下降，收入增长主要来源于产品结构调整及提价。

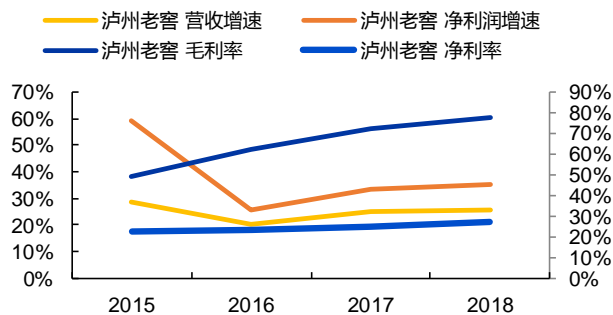
5178 年以来公司市值从 418 亿元涨至 1029 亿元，涨幅达到 160%，年化涨幅 25%。

图 21、泸州老窖近四年收入及净利润



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

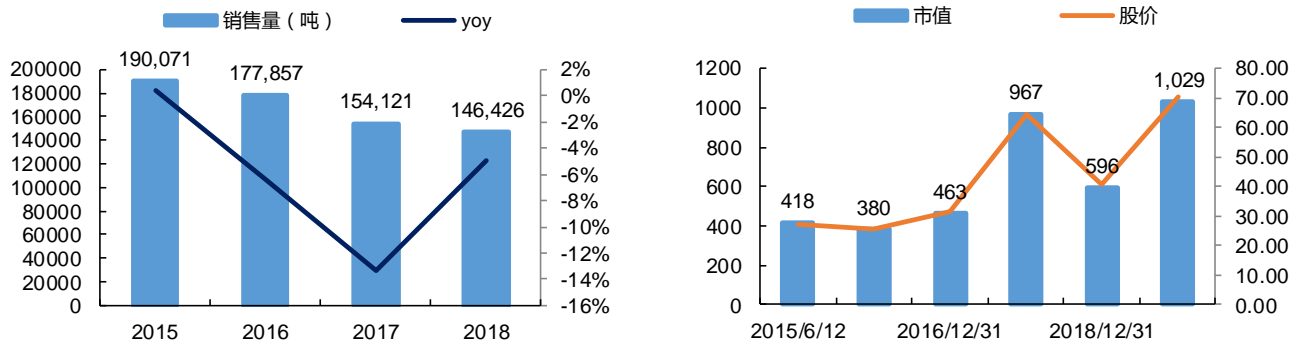
图 22、泸州老窖增速及毛利率、净利率情况



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 23、泸州老窖销量变化

图 24、泸州老窖股价及市值变动



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

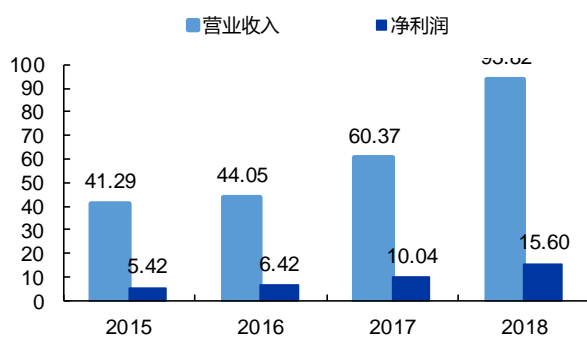
资料来源：wind、太平洋研究院

### (六) 古井贡酒：区域名酒的成长之路

2015-2018 年四年来，古井贡酒收入从 53 亿元增长至 87 亿元，年化增长 13%，净利润从 7.16 亿元增长至 17.41 亿元，年化增长 25%，净利率从 13.62% 提升至 20.04%，提升了 6.42pct，白酒产量从 7.71 万吨增长至 8.33 万吨，年化增长 1.94%，白酒销售量从 7.18 万吨增长至 8.28 万吨，年化增长 3.62%，销售量增长远低于收入增长，产品结构调整及提价贡献了大部分收入增长。

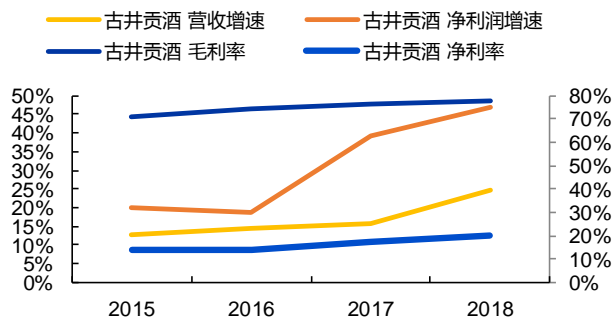
5178 年以来公司市值从 196 亿元涨至 466 亿元，涨幅达到 150%，年化涨幅 24%。

图 25、古井贡酒近四年收入及净利润



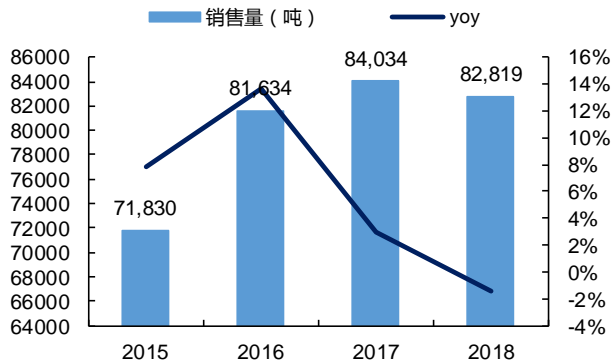
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 26、古井贡酒增速及毛利率、净利率情况



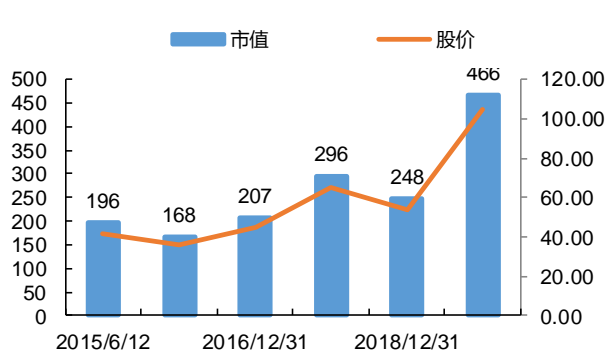
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 27、古井贡酒销量变化



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 28、古井贡酒股价及市值变动



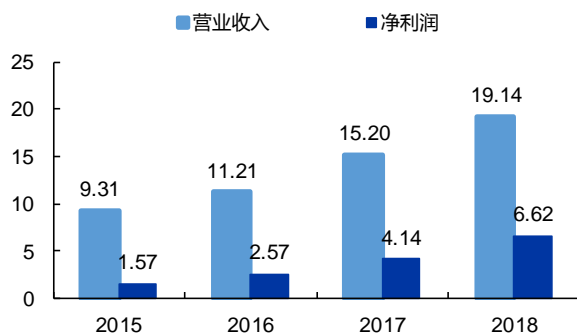
资料来源：wind、太平洋研究院

### (七) 涪陵榨菜：榨菜也疯狂

2015-2018 年四年来，涪陵榨菜收入从 9.31 亿元增长至 19.14 亿元，年化增长 20%，净利润从 1.57 亿元增长至 6.62 亿元，年化增长 43%，净利率从 16.91% 提升至 34.57%，提升了 17.66pct，销售量从 9.75 万吨增长至 14.44 万吨，年化增长 10.31%。公司销售收入主要由提价贡献，2015 年以来公司连续四年通过直接、间接方式对产品提价，保持了较高的收入和净利润增长。

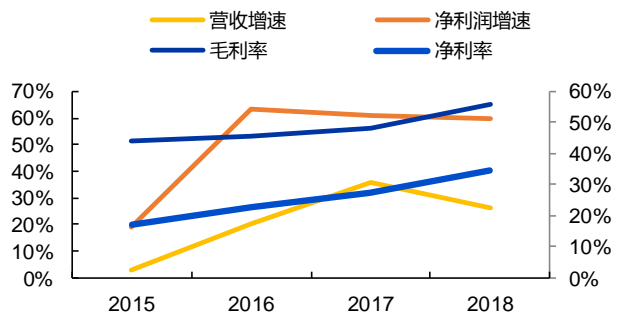
5178 年以来公司市值从 100 亿元涨至 221 亿元，涨幅达到 123%，年化涨幅 22%。

图 29、涪陵榨菜近四年收入及净利润



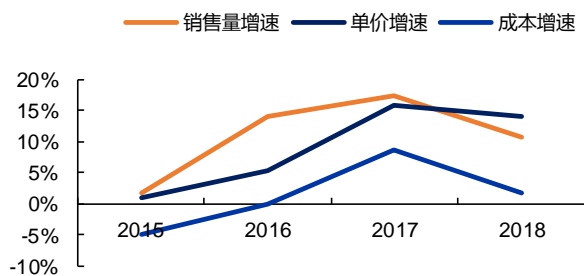
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 30、涪陵榨菜净利润增长主要来源于收入增长



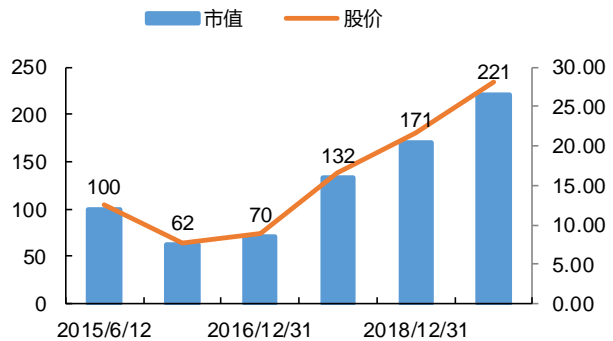
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 31、涪陵榨菜收入增长主要来源于提价



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 32、涪陵榨菜股价及市值变动



资料来源：wind、太平洋研究院

表 4、涪陵榨菜 2015 年以来提价情况

时间	提价方式	提价幅度
2015 年	广东地区鲜爽菜丝从 1 元/60g 升至 1.5 元/88g	间接提价 2%
2016 年	全国版鲜爽菜丝由 1 元/60g 升至 1.5 元/88g	间接提价 2%
2016 年 7 月	商超商品和脆口商品共 11 个单品到岸价上调 8-12%	直接提价 8-12%
2017 年 2 月	88g 榨菜（收入占比约 70%）零售价升至 2 元/包，到岸价上调 15-17%	直接提价 15-17%
2017 年 11 月	88g 主力产品和 175g 脆口系列规格调整为 80g 和 150g	间接提价 10%/17%
2018 年 10 月	7 款单品到岸价上调约 10%	直接提价 10%

资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

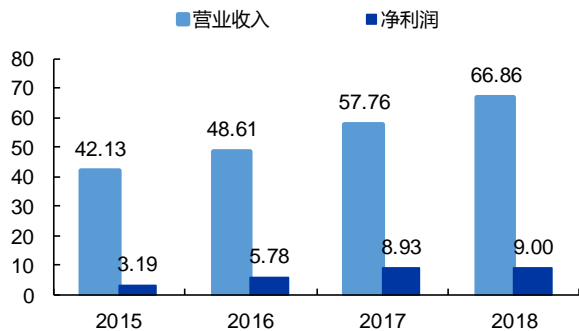
## （八）安琪酵母：小行业大龙头

2015-2018 年四年来，安琪酵母收入从 42 亿元增长至 67 亿元，年化增长 12%，净利润从 3.2 亿元增长至 9 亿元，年化增长 30%，净利率从 7.56% 提升至 13.46%，提升了 5.89pct，酵母类销售量从 18 万吨增长至 25 万吨，年化增长 8%，四年间酵母类成本从 1.15 降至 1.17，后又上升至 1.27 万元/吨。安琪酵母业绩高增长主要受益于成本下降，2015 年以来，糖蜜开启了为期两年的成本下降周期。

5178 年以来公司市值从 120 亿元涨至 252 亿元，涨幅达到 119%，年化涨幅 20%。

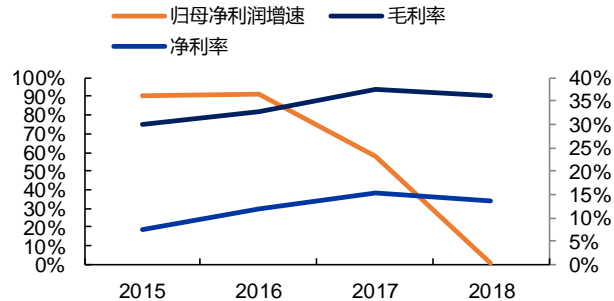


图 33、安琪酵母近四年收入及净利润



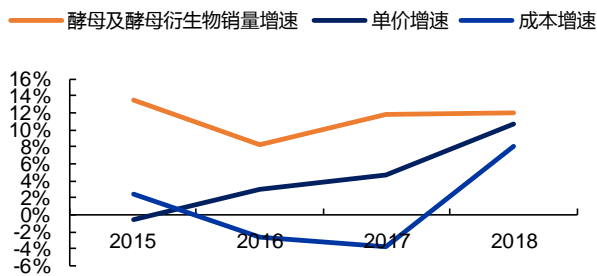
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 34、安琪酵母净利润增长主要来源于毛利率上升



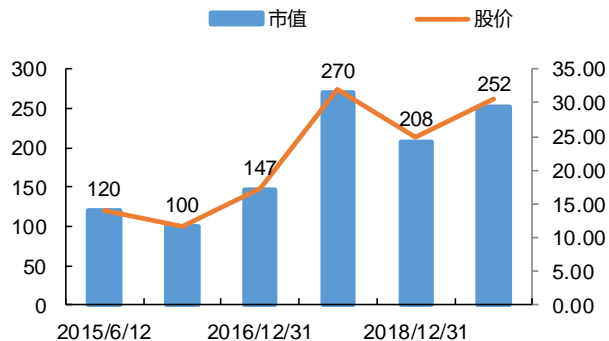
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 35、安琪酵母毛利率上行主要来源于成本下降



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 36、安琪酵母股价及市值变动



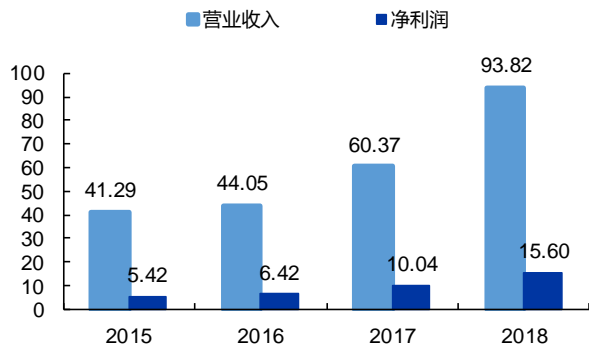
资料来源：wind、太平洋研究院

## (九) 山西汾酒：汾老大底蕴丰厚

2015-2018 年四年来，山西汾酒收入从 41 亿元增长至 94 亿元，年化增长 23%，净利润从 5.4 亿元增长至 15.6 亿元，年化增长 30%，净利率从 13.12% 提升至 16.63%，提升了 3.5pct，白酒生产量从 3.19 万千升增长至 7.70 万千升，年化增长 25%，白酒销售量从 3.57 万千升增长至 7.25 万千升，年化增长 19%，销售量增长略低于收入增长，产品结构调整及提价贡献了部分收入增长。

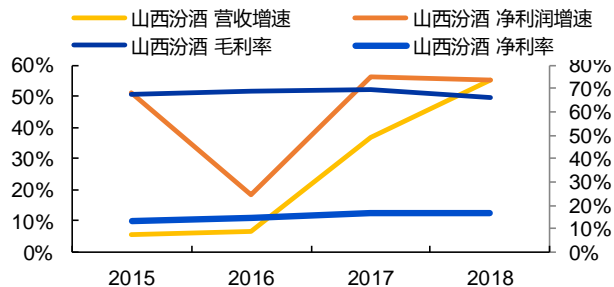
5178 年以来公司市值从 243 亿元涨至 511 亿元，涨幅达到 118%，年化涨幅 20%。

图 37、山西汾酒近四年收入及净利润



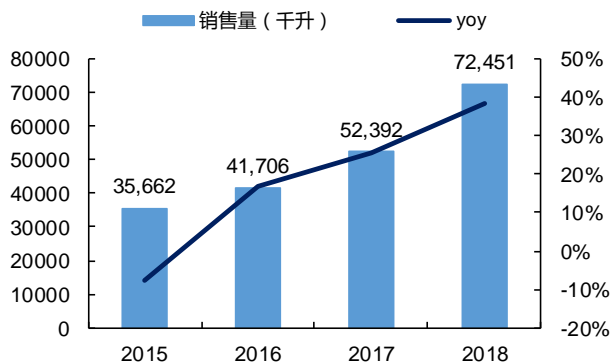
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 38、山西汾酒增速及毛利率、净利率情况



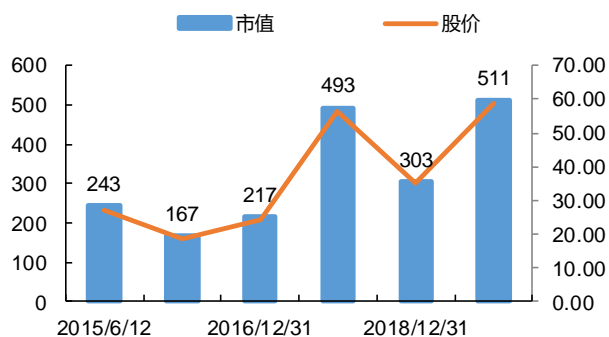
资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 39、山西汾酒销量变化



资料来源：wind、公司公告、太平洋研究院

图 40、山西汾酒股价及市值变动



资料来源：wind、太平洋研究院

#### 四、析原因：赛道优龙头，享戴维斯双击

我们将个股涨幅按照  $p=eps*pe$  进行拆分，分别从静态和动态两个维度进行拆分，其中静态维度我们采用静态  $pe$  和净利润变动，动态维度我们采用动态  $pe$  和动态  $eps$  变动来计算。经过计算，静态拆分可以对涨幅解释更多。

上涨主要是由业绩驱动，估值不断消化业绩。从  $pe$ 、 $eps$  拆分来看，9 只翻倍股涨幅大部分由业绩贡献，所有公司净利润变动均在 100% 以上，其中安琪酵母净利润增幅最大，增长 409%，海天味业净利润增长最少，增长 109%。

(1) 估值提升：仅有 3 只出现估值提升，实现了戴维斯双击，均为好赛道行业龙头。从 pe、eps 拆分来看，9 只翻倍股中仅有 3 只出现了戴维斯双击，即贵州茅台、五粮液、海天味业，四年间估值、业绩实现双提升。3 只均为好赛道的行业龙头，其中贵州茅台、五粮液为白酒行业龙头，海天味业为调味品行业龙头。

表 5、食品饮料牛股涨幅拆分

证券代码	证券简称	涨幅	静态拆分		动态拆分		静态		动态	
			pe 变化	净利润变动	pe 变化	eps 变动	解释部分	未解释	解释部分	未解释部分
600519.SH	贵州茅台	304%	65%	133%	59%	115%	283%	-21%	243%	-61%
000858.SZ	五粮液	276%	52%	132%	27%	169%	252%	-24%	241%	-36%
603288.SH	海天味业	191%	30%	109%	28%	112%	172%	-18%	173%	-18%
600779.SH	水井坊	180%	-296%	-244%	-220%	-326%	182%	3%	172%	-8%
000568.SZ	泸州老窖	160%	-38%	260%	-42%	307%	124%	-36%	136%	-24%
000596.SZ	古井贡酒	150%	-15%	192%	-22%	209%	149%	-1%	142%	-8%
002507.SZ	涪陵榨菜	123%	-56%	401%	-57%	32%	122%	-1%	-43%	-167%
600298.SH	安琪酵母	119%	-64%	409%	-59%	104%	84%	-35%	-16%	-135%
600809.SH	山西汾酒	118%	-49%	336%	-71%	610%	122%	4%	109%	-9%

资料来源：wind、太平洋研究院

(2) 业绩提升：业绩提升主要来源于两个方面，一是收入提升（量\*价），二是成本下降（原材料成本或制造成本）。我们将净利润增长按照收入、毛利率、净利率进行拆分，9 个公司业绩提升原因不尽相同。

除安琪酵母收入增长主要来源于成本下降外，其余 8 只股票业绩增长大部分由收入增长贡献。8 只股票中仅有 3 只收入增长主要来源于销量增长，分别为贵州茅台、海天味业、水井坊，其中贵州茅台、海天味业销量增长主要源于其极强的品牌力和独一无二的行业地位。8 只股票中另外 5 只收入增长主要来源于产品结构调整或者提价，分别为五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒和涪陵榨菜。

表 6、食品饮料牛股 eps 因子分析

证券代码	证券简称	收入	量	价	成本
600519.SH	贵州茅台	✓	✓		
000858.SZ	五粮液	✓			✓
603288.SH	海天味业	✓	✓		
600779.SH	水井坊	✓	✓		
000568.SZ	泸州老窖	✓			✓
000596.SZ	古井贡酒	✓			✓
002507.SZ	涪陵榨菜	✓			✓
600298.SH	安琪酵母				✓

600809.SH 山西汾酒 ✓

资料来源：wind、太平洋研究院

## 五、看未来：业绩消化估值，股价有望持续上涨

牛股上涨主要来源于业绩，业绩稳定增长带来股价持续上涨，业绩消化估值。展望 9 只牛股 2019 年和 2020 年的收入和业绩，我们认为这些公司收入和净利润均能保持较快较稳定增长，未来业绩消化估值，业绩的稳定增长有望带来股价的持续上涨。

表 7、食品饮料牛股收入及利润预测

证券代码	证券简称	2018		2019		2020		营收 yoy	净利润 yoy	净利润 Yoy	
		营收	净利润	营收	Yoy	净利润	Yoy				
600519.SH	贵州茅台	772	378	888	15%	446	27%	1003	13%	519	16%
000858.SZ	五粮液	400	140	500	25%	172	29%	590	18%	209	22%
603288.SH	海天味业	170	44	199	17%	53	20%	230	16%	62	18%
600779.SH	水井坊	28	6	34	22%	8	31%	41	19%	10	25%
000568.SZ	泸州老窖	131	35	161	23%	45	29%	187	17%	54	19%
000596.SZ	古井贡酒	87	17	106	22%	22	28%	123	17%	27	23%
002507.SZ	涪陵榨菜	19	7	23	21%	8	22%	28	19%	10	22%
600298.SH	安琪酵母	67	9	77	16%	10	6%	89	15%	10	9%
600809.SH	山西汾酒	94	16	117	25%	20	36%	140	20%	26	29%

资料来源：wind、太平洋研究院

## 六、风险提示

食品安全问题，行业发展不及预期，推荐公司业绩不及预期等。

## 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
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。