



部分酒企积极进行战略调整，后续业绩或分化

——食品饮料行业周报

2019年2月26日

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

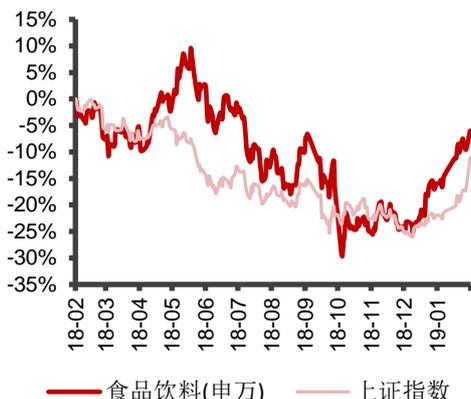
联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

内容提要：

- 上周食品饮料指数上涨1.22%，落后上证综指3.32个百分点，在申万28个一级行业中排名垫底。板块成交额为796.06亿元，较前一周微增，市场活跃度较上周基本持平。子板块中，其他酒类、黄酒及葡萄酒涨幅居前，肉制品排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为26.76倍，相对全部A股溢价率为91.83%。
- 市场热点方面：1、五粮液召开营销改革工作会，部署了推进总部横向专业化、区域纵向扁平化、事业部模式运作、平台模式共享提效、建立市场化用人机制五大工作，公司落实“补短板”可期。2、茅台集团在2月18日下发《茅台集团关于全面停止定制、贴牌和未经审批产品业务的通知》，集中资源做大做强主线核心单品，为自身系列酒的发展扫清障碍。3、老窖宣布河南地区将对老字号特曲执行新的价格，一方面从侧面印证了旺季期间动销良性，另一方面表明公司对于维持价格稳定的决心，品牌形象稳步提升。
- 投资建议方面，上周白酒指数落后上证综指，一是由于前期板块估值修复较快，二是行业春节旺季即将结束。但是从基本面上来看，白酒行业仍具有比较优势。第一，从春节动销情况来看，行业增速较为乐观。第二，为应对此次行业调整期，大型酒企均已开始部署改革工作，行业调整期大概率将在名优酒企的积极备战后平稳的渡过。第三，在经历了三年复苏后，大厂商开始通过适度扩展上市公司产品线的策略提升市场占有率，我们判断白酒企业业绩会继续分化。行业即将进入淡季，后期需要密切关注各公司淡季动销情况并跟踪各公司政策落实情况。估值方面，基于基本面的判断及外资、机构配置的需求，我们认为板块平均价格仍有提升空间。建议关注茅台、老窖、洋河、汾酒、顺鑫农业。
- 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

中性

相关报告

- 1、白酒景气度高，乳制品稳增长 20190219
- 2、旺季动销符合预期，行业集中度或加速提升 20190211
- 3、高端白酒旺季需求向好 20190128
- 4、外资加速增持板块龙头股，高端白酒受青睐 20190122

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	6
2、数据跟踪	7
3、风险提示	8

图表目录

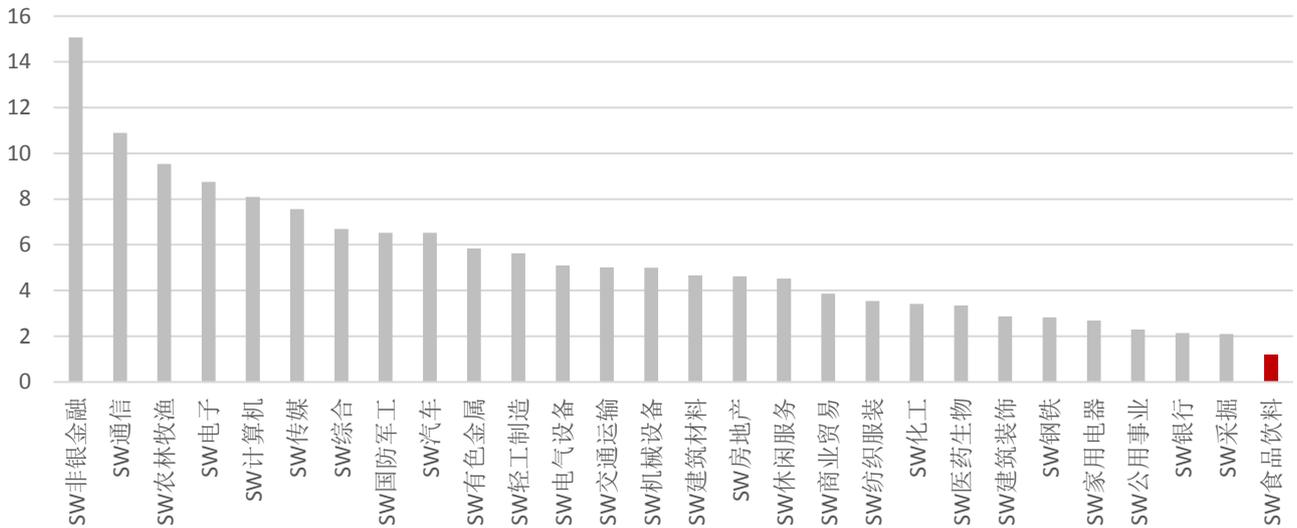
图 1: 上周申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 茅台、五粮液出厂价	7
图 5: 茅台、五粮液、洋河京东零售价	7
图 6: 生鲜乳价格	7
图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 (%)	7
图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	8
图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	8
表 1: 上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比	4
表 2: 重点公司估值情况	6

1、上周市场回顾与投资建议

1.1 食品饮料板块走势

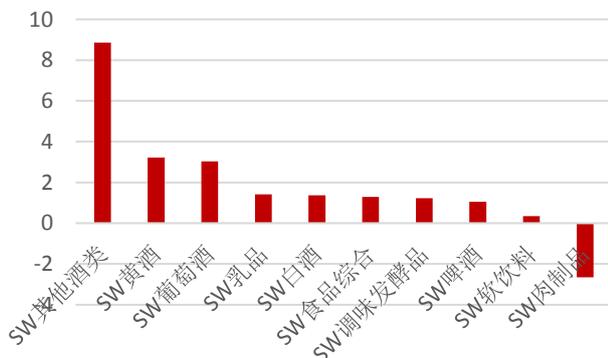
上周食品饮料指数上涨1.22%，落后上证综指3.32个百分点，在申万28个一级行业中排名垫底。板块成交额为796.06亿元，较前一周微增，市场活跃度较上周基本持平。子板块中，其他酒类、黄酒及葡萄酒涨幅居前，肉制品排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为26.76倍，相对全部A股溢价率为91.83%。

图 1：上周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76只上涨，涨幅前三名为*ST椰岛（21.17%）、科迪乳业（12.58%）、煌上煌（10.54%）。双汇发展（-4.13%）、三全食品（-3.71%）、安井食品（-3.24%）涨跌幅居后。

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 幅%	周成交量 (万手)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	市销率 PS (倍)
600238.SH	*ST 椰岛	8.30	21.17	20.11	---	6.25	4.64
002770.SZ	科迪乳业	3.40	12.58	207.67	28.30	2.13	2.86
002695.SZ	煌上煌	11.85	10.54	42.33	35.22	3.21	3.21
600084.SH	中葡股份	3.02	9.03	135.50	---	1.50	8.73
600073.SH	上海梅林	8.58	9.02	135.09	28.45	2.11	0.36
000752.SZ	西藏发展	7.23	8.07	52.83	---	2.43	5.31
002568.SZ	百润股份	12.99	8.07	26.96	55.78	3.60	5.62
600779.SH	水井坊	37.19	7.89	32.92	32.74	10.44	6.69
002719.SZ	麦趣尔	11.81	7.76	27.55	97.05	1.76	3.31
002495.SZ	佳隆股份	3.34	7.40	59.01	101.85	2.70	10.09
603027.SH	千禾味业	18.30	-1.19	22.29	24.87	4.67	5.58
000799.SZ	酒鬼酒	18.09	-1.20	57.97	26.09	2.69	4.95
002507.SZ	涪陵榨菜	24.33	-1.30	46.54	30.32	8.23	10.45
002661.SZ	克明面业	13.22	-1.64	28.12	23.28	1.95	1.54
002726.SZ	龙大肉食	8.37	-2.11	41.69	42.10	3.11	0.80
600419.SH	天润乳业	15.12	-2.45	32.54	26.74	3.44	2.18
603711.SH	香飘飘	20.78	-2.94	7.03	32.28	4.10	2.92
603345.SH	安井食品	34.65	-3.24	12.21	28.82	4.09	1.88
002216.SZ	三全食品	7.27	-3.71	46.51	72.12	2.84	1.06
000895.SZ	双汇发展	24.12	-4.13	95.23	16.51	6.80	1.60

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

1、五粮液部署营销组织大变革

上周，五粮液召开营销改革工作会，部署了推进总部横向专业化、区域纵向扁平化、事业部模式运作、平台模式共享提效、建立市场化用人机制五大工作。其中，公司将区域纵向扁平化定位营销改革的重点，将中心制转变为营销战区制，以省为基础，以市场容量、市场潜力、竞争态势三个维度，构建单省营销战区或多省合一的营销战区。（资料来源：微酒）

此前李曙光董事长便曾坦诚五粮液在组织能力上存在“短板”，此次会

议公司对其进行了较为深刻的剖析，并提出了相应改革措施。组织机构改革后，曾经总部率领大片区经营的中心制模式将被取代，部分总部职能与资源将被下方至各营销战区，公司对终端市场的敏感性及经营效率将提升。此外，此次公司的扁平化管理以数字化改革为基础，数字化框架自2018年起开始搭建，随着今年新版普五的推行，预计公司的数字化及扁平化管理将快速落实，公司落实“补短板”可期。

2、茅台宣布全面暂停定制酒公司业务

茅台集团在2月18日下发《茅台集团关于全面停止定制、贴牌和未经审批产品业务的通知》。通知中一是方面全面停止了包括茅台酒在内的各子公司定制、贴牌和未经审批产品所涉业务；二是集团不再授权白金酒使用集团知识产权，生产业务由保健酒业公司接管；三是责令法律知保处认真履职，做好上述事宜的监督检查；四是请各子公司在本通知下发六个工作日内，对涉及的产品及包材登记造册，编制清单，报法律知保处。

（资料来源：微酒）

为顺应中端市场的消费升级与扩容，2018年三季度后茅台开始大力发展系列酒，并推广华茅、王茅，产品线丰富的同时公司开始面临资源及品牌管理的压力。因此我们认为这次的品牌聚焦行动极为必要，集中资源做大做强主线核心单品，为自身系列酒的发展扫清障碍。

3、老窖宣布河南地区将对老字号特曲执行新的价格

为进一步规范了渠道价格体系，切实保障各级渠道利润，泸州老窖河南区域自2019年2月19日起执行新的价格体系。渠道层面，酒行、餐饮、商超在原供价基础上，上调20元/500ml；消费者层面，建议消费者成交价52度不低于238元/500ml。（资料来源：酒业家）

此举是老窖1月以来对国窖、特曲品牌作出的一系列挺价控货动作的延续。此次河南区域宣布老字号特曲执行调整后的出厂价并同时提升终端价格，一方面从侧面印证了旺季期间动销良性，另一方面表明公司对于维持价格稳定的决心，品牌形象稳步提升。

4、汾酒召开发布会拟推出玫瑰汾酒和白玉汾

2019年2月19日，汾酒创意定制公司“时尚中国·汾酒正青春”中国新生代超级酒品发展大会暨白玉、玫瑰汾酒发布盛典媒体座谈会在汾酒酒都宾馆举行。白玉、玫瑰汾酒各推出了500mL38度、375mL40度和125mL40度三种新品，为汾酒注入了时尚、青春、活力的创新元素。玫瑰汾酒、

白玉汾酒同汾酒、竹叶青并称为汾酒四君子，这次召开座谈意在春糖期间大力推广这两个新的子品牌。（资料来源：微酒）

我们认为，公司两款新产品定位年轻客群，走低度轻口味的路线，主要希望依靠汾酒的品牌、渠道优势开拓年轻消费市场，与其他名优酒企形成差异化竞争，或成为实现股权激励目标的新增长点。

1.4 投资建议

上周白酒指数落后上证综指3.16个百分点，一是由于前期板块估值修复较快，二是随着元宵节的落幕，行业春节旺季即将结束。但是从基本面上来看，白酒行业仍具有比较优势。第一，从春节动销情况来看，行业增速较为乐观，茅台需求缺口仍存，一批价格至今坚挺，五粮液、洋河、汾酒等名酒经销商均反馈销量增长较为平稳，对销售的信心明显强于2018年三季度，预计大部分名优酒企2019年一季度业绩增速与去年同期相比降幅不大。第二，为应对此次行业调整期，大型酒企均已开始部署改革工作，贵州茅台的直营化及加强品牌管理、五粮液的数字化及组织机构改革、泸州老窖果断的控货与挺价都体现出大厂对于行业的前瞻性，行业调整期大概率将在名优酒企的积极备战后平稳的渡过。第三，在经历了三年复苏后，品牌价值重塑任务基本达成叠加中端市场的扩容趋势，大厂商开始通过适度扩展上市公司产品线的策略提升市场占有率，我们判断白酒企业业绩会继续分化，行业集中度或加速提升，一二线白酒企业的业绩增速将持续领先行业平均水平。行业即将进入淡季，后期需要密切关注各公司淡季动销情况并跟踪各公司政策落实情况。

估值方面，基于基本面的判断及外资、机构配置的需求，我们认为板块平均价格仍有提升空间。建议关注茅台、老窖、洋河、汾酒、顺鑫农业。

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)		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
	2019/2/22						
贵州茅台	726.01	27.52	32.51	38.07	26.38	22.33	19.07
泸州老窖	50.10	2.18	2.67	3.12	22.98	18.76	16.06
洋河股份	106.32	5.53	6.62	7.84	19.23	16.06	13.56
山西汾酒	47.00	1.72	2.27	2.85	27.33	20.70	16.49
顺鑫农业	41.35	1.41	1.99	2.58	29.33	20.78	16.03

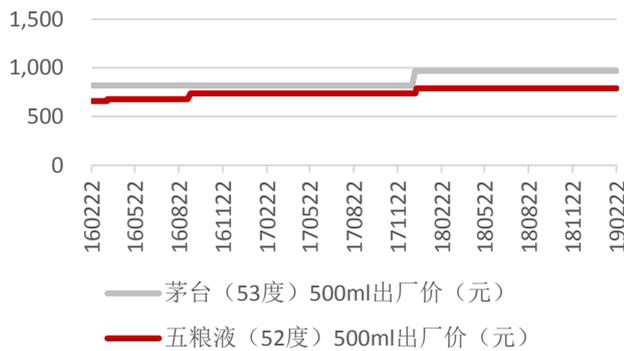
注：除泸州老窖外，其它公司2018-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖2018-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

2、数据跟踪

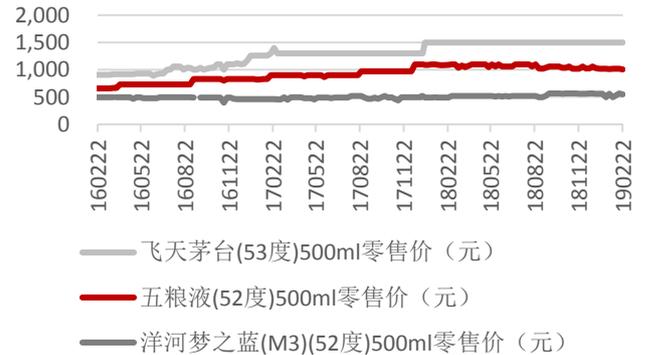
上周，茅台一批价达到1750元以上，普五一批价约805-810元，泸州老窖720元左右，价格持续坚挺，核心仍在于发货节奏有所控制，且需求情况良好。茅台、五粮液及洋河出厂价与前一周持平，五粮液、洋河终端价格微降。乳制品方面，2月13日全国主产区生鲜乳价格为3.62元/公斤，同比上升4%，环比持平。2月15日国产婴幼儿奶粉平均零售价为186.27元/公斤，环比上升0.21%；国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价为232.23元/公斤，环比上升0.02%。

图 4：茅台、五粮液出厂价



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



资料来源：WIND，国开证券研究部

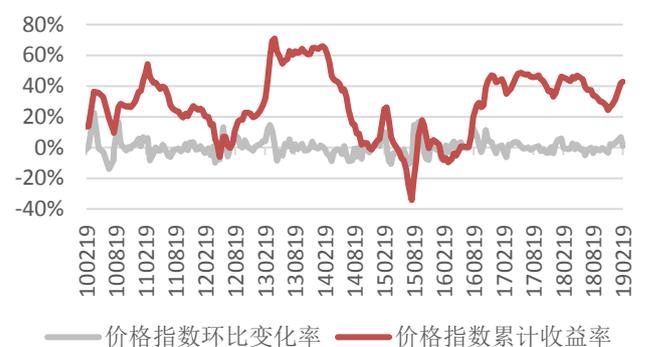
注：目前茅台在京东商城显示缺货，实际市场成交价高于京东零售价

图 6：生鲜乳价格



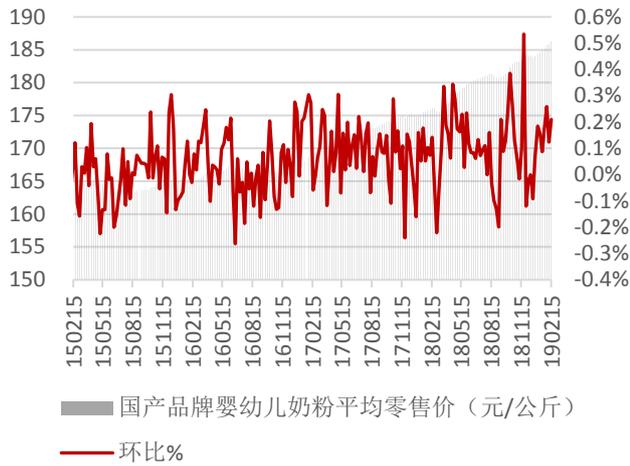
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 7：新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



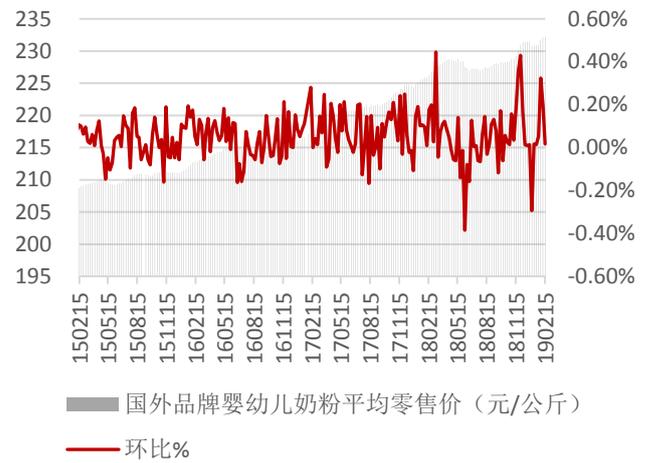
资料来源：GDT，国开证券研究部

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