

# 五粮液清理产品彰显改革力度

## 食品饮料行业 2019 年第 14 期

投资建议: 中性

上次建议: 中性

### 投资要点:

#### ► 投资策略

上周大盘有所回调, 食品饮料在上半周表现良好, 下半周也跟随回调。从细分板块来看, 白酒板块依然具有较好的投资价值。春节以及春糖会的反馈较良好, 茅台一季报的高增长也强化了市场信心。目前茅台批价坚挺, 普遍达到1900元以上, 虽然经销商在3月份已经陆续打款4-6月, 但Q2配额到货较少, 加之经销商的惜售心理, 在名酒需求稳健的情况下茅台一批价具有强烈的支撑。Q1茅台的直销渠道并未达到较好的放量效果, 我们认为直销渠道在Q2有望顺利完成, 今年下半年的直销放量可期。同时在茅台的高价支撑以及五粮液的自身改革举措下, 五粮液1573产品价格近期有所上涨。

**今世缘:** 重点市场突破, 省外拓展可期。公司2018年实现营业收入37.36亿元, 同比增长26.55%; 归母净利润11.51亿元, 同比增长28.45%。公司白酒产品结构持续优化, 特A类以上产品增速较快, 产品结构提升推动利润率提升。2018年公司白酒销量2.68万千升, 同比下降0.51%, 白酒毛利率72.94%, 同比提高1.19pct。分地区来看, 南京大区产品消费层次高增速快, 南京大区收入8.30亿元, 同比增长52.14%, 毛利率78.23%; 淮南大区本地消费习惯成熟, 营业收入9.14亿元, 同比增长17.01%, 毛利率69.13%。除此之外, 苏南大区毛利率78.73%, 属于潜力市场。

#### ► 板块一周行情回顾

上周食品饮料指数周涨幅为0.57%, 涨幅位列第3。食品饮料行业细分板块内, 上周其他酒类(2.30%)、白酒(1.60%)和葡萄酒(1.38%)表现相对靠前, 食品综合(-4.49%)、啤酒(-4.41%)和调味发酵品(-1.92%)表现相对较弱。

#### ► 本周重点公告和新闻

**【今世缘】**2018年实现营业收入37.36亿元, 同比增长26.55%, 归母净利润11.51亿元, 同比增长28.45%; 2019年一季度实现营业收入19.54亿元, 同比增长31.12%, 归母净利润6.41亿元, 同比增长26%。

**【重庆啤酒】**2018年实现营业收入34.67亿元, 同比增长9.19%; 归母净利润4.04亿元, 同比增长22.62%。

**【五粮液官方: 平等协商, 分类分步有序推进品牌整改和清退工作】**

#### ► 风险提示

行业政策变动风险、食品安全问题、原料成本上升、消费增速不达预期

### 一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号: S0590515040001

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

王映雪 研究助理

电话: 0510-85630532

邮箱: wangyingxue@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《茅台一季报超预期, 五粮液提价效果初显》  
《食品饮料》
- 2、《年报表现优异, 行业景气提升》  
《食品饮料》
- 3、《名酒 2019 年展望积极》  
《食品饮料》

## 正文目录

本周主要观点：五粮液清理产品彰显改革力度 .....	3
1. 上周食品饮料行业行情回顾 .....	4
2. 行业最新数据更新 .....	6
2.1. 白酒行业数据 .....	6
2.2. 葡萄酒行业数据 .....	7
2.3. 乳制品行业数据 .....	7
2.4. 肉制品行业数据 .....	8
3. 公司公告 .....	8
4. 行业新闻动态 .....	9
5. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1：上周主要指数和行业变化情况 .....	4
图表 2：上周行业涨跌幅情况对比 .....	4
图表 3：食品饮料行业子板块上周涨跌幅情况对比 .....	5
图表 4：上周涨幅前十个股（以周涨幅排序） .....	5
图表 5：上周跌幅前十个股（以周跌幅排序） .....	5
图表 6：年初至今食品饮料行业 PE 和 PB 变化情况 .....	6
图表 7：我国白酒产量当月值与同比增速 .....	6
图表 8：一号店五粮液、茅台、梦之蓝的零售价 .....	6
图表 9：我国葡萄酒产量（万千升）及增速 .....	7
图表 10：我国葡萄酒进口数量及增速 .....	7
图表 11：我国 10 省市主要生鲜乳收购价（元/公斤） .....	7
图表 12：牛奶和酸奶的零售价（元/公斤） .....	8
图表 13：婴幼儿奶粉零售价（元/千克） .....	8
图表 14：生猪价格与猪肉价格（元/公斤） .....	8
图表 15：生猪存栏量（万头）及同比增速 .....	8

## 本周主要观点：五粮液清理产品彰显改革力度

上周大盘有所回调，食品饮料在上半周表现良好，下半周也跟随回调。从细分子板块来看，白酒板块依然具有较好的投资价值。春节以及春糖会的反馈较良好，茅台一季报的高增长也强化了市场信心。目前茅台批价坚挺，普遍达到 1900 元以上，虽然经销商在 3 月份已经陆续打款 4-6 月，但 Q2 配额到货较少，加之经销商的惜售心理，在名酒需求稳健的情况下茅台一批价具有强烈的支撑。Q1 茅台的直销渠道并未达到较好的放量效果，我们认为直销渠道在 Q2 有望顺利完成，今年下半年的直销放量可期。同时在茅台的高价支撑以及五粮液的自身改革举措下，五粮液 1573 产品价格近期有所上涨。

**今世缘：重点市场突破，省外拓展可期。**公司 2018 年实现营业收入 37.36 亿元，同比增长 26.55%；归母净利润 11.51 亿元，同比增长 28.45%。公司白酒产品结构持续优化，特 A 类以上产品增速较快，产品结构提升推动利润率提升。2018 年公司白酒销量 2.68 万千升，同比下降 0.51%，白酒毛利率 72.94%，同比提高 1.19pct。其中特 A+类产品营业收入 18.45 亿元（+41.70%），毛利率 83.63%（+0.89pct），特 A 类产品营业收入 12.63 亿元（+20.58%），毛利率 72.24%（+0.58pct）。分地区来看，南京大区产品消费层次高增速快，南京大区收入 8.30 亿元，同比增长 52.14%，毛利率 78.23%；淮南大区本地消费习惯成熟，营业收入 9.14 亿元，同比增长 17.01%，毛利率 69.13%。除此之外，苏南大区毛利率 78.73%，属于潜力市场。

公司 2019 年经营目标为营业收入 48.5 亿元（增长 30%左右），净利润 14.3 亿元（增长 25%左右）。2019Q1 实现营业收入 19.55 亿元，同比增长 31.07%。特 A+类产品收入 10.24 亿元（+44.86%），特 A 类产品收入 6.51 亿元（+22.47%）。南京大区依旧保持高速增长，收入 5.51 亿元（+53.03%），淮安大区收入 4.82 亿元（+12.86%）

面对江苏省内市场消费升级的新机遇，公司实行团购渠道圈层化，聚焦重点人群实施精准营销活动，酒店渠道场景化，实现群体扩张，流通渠道数字化以及商超渠道高覆盖。同时精耕省内突破省外，省内市场围绕市占率提升目标明确市场成长空间，列出时间表，省外市场聚焦运作“2+5”重点省份、培育市县板块或准板块市场。公司省外实行了“大区制”，省外试点设立了“山东大区”，提升整体功能和运行效率。

**推荐标的：**白酒板块，我们长期持续看好高端白酒贵州茅台（600519）、区域酒受益于本地消费市场的升级，价格带和产品结构上移，江苏和安徽两大市场消费容量大，地产酒市场占有率较高，推荐今世缘（603369）、古井贡酒（000596）、口子窖（603589），低端大众酒推荐顺鑫农业（000860）；调味品板块我们推荐行业龙头海天味业（603288）、市场逐步渗透扩张和体制改良的中炬高新（600872）、具备提价能力的涪陵榨菜（002507）；乳品板块，乳制品的提价幅度略低于调味品，三四线的消费需求有所增长，我们依然推荐龙头企业伊利股份（600887）。

## 1. 上周食品饮料行业行情回顾

截至上周五（2019年4月12日）收盘，沪深300指数收于3989点，周跌幅1.81%，上证综指收于3189点，周跌幅1.78%，创业板指收于1696点，周跌幅4.59%，深证综指收于1739点，周跌幅为2.33%，食品饮料指数周涨幅为0.57%。

图表1：上周主要指数和行业变化情况

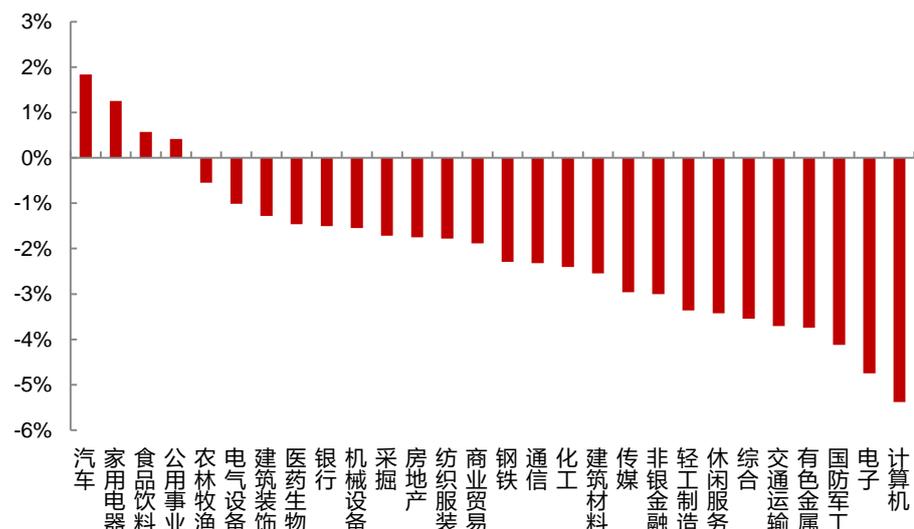
代码	指数	上周收盘	上周涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅
000300.SH	沪深300	3,989	-1.81	32.48%
000001.SH	上证综指	3,189	-1.78	27.86%
399006.SZ	创业板指	1,696	-4.59	35.60%
399106.SZ	深证综指	1,739	-2.33	37.12%
801120.SI	食品饮料	13,293	0.57	47.73%

来源：Wind，国联证券研究所

行业板块涨跌幅方面，上周排名前三的分别是汽车（1.84%）、家用电器（1.25%）和食品饮料（0.57%），食品饮料行业涨幅位列第3。

食品饮料行业细分板块内，上周其他酒类（2.30%）、白酒（1.60%）和葡萄酒（1.38%）表现相对靠前，食品综合（-4.49%）、啤酒（-4.41%）和调味发酵品（-1.92%）表现相对较弱。

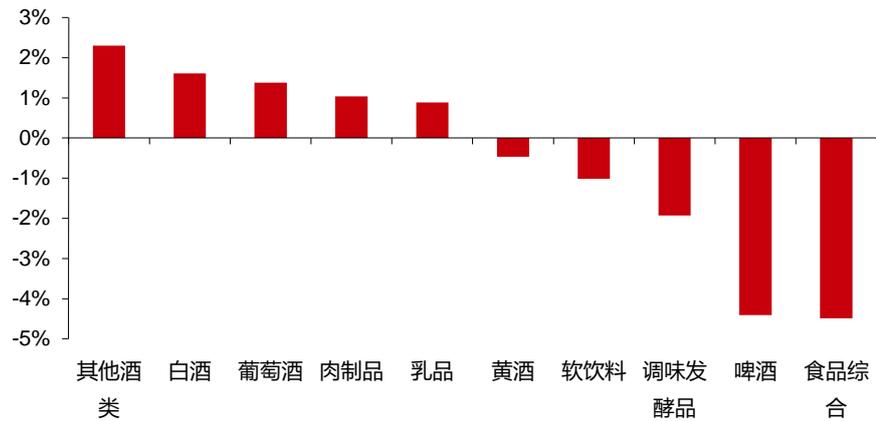
图表2：上周行业涨跌幅情况对比



来源：Wind，国联证券研究所

从估值角度来看，食品饮料板块当前估值水平为32.1倍PE和6.2倍PB，和上周相比有所提高。

图表 3：食品饮料行业子板块上周涨跌幅情况对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：上周涨幅前十个股（以周涨幅排序）

代码	公司	上周五收盘价	上周五涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	PE (TTM)	PS (TTM)
000995.SZ	皇台酒业	6.67	5.04	27.53	47.89	-13.6	46.4
600365.SH	通葡股份	5.92	10.04	18.88	25.69	437.8	2.3
002329.SZ	皇氏集团	4.84	4.09	9.01	14.15	-6.5	1.7
002568.SZ	百润股份	17.75	8.17	8.63	20.83	74.5	7.5
002626.SZ	金达威	14.82	4.66	7.63	11.51	13.4	3.2
600597.SH	光明乳业	11.05	3.27	6.56	11.17	39.6	0.6
000529.SZ	广弘控股	7.07	3.82	6.00	9.44	24.7	1.7
600519.SH	贵州茅台	914.00	-1.21	5.66	7.03	32.6	15.6
600866.SH	星湖科技	6.66	4.72	5.05	24.25	110.4	5.4
002481.SZ	双塔食品	4.40	-1.12	5.01	12.24	57.0	2.3

来源：Wind，国联证券研究所

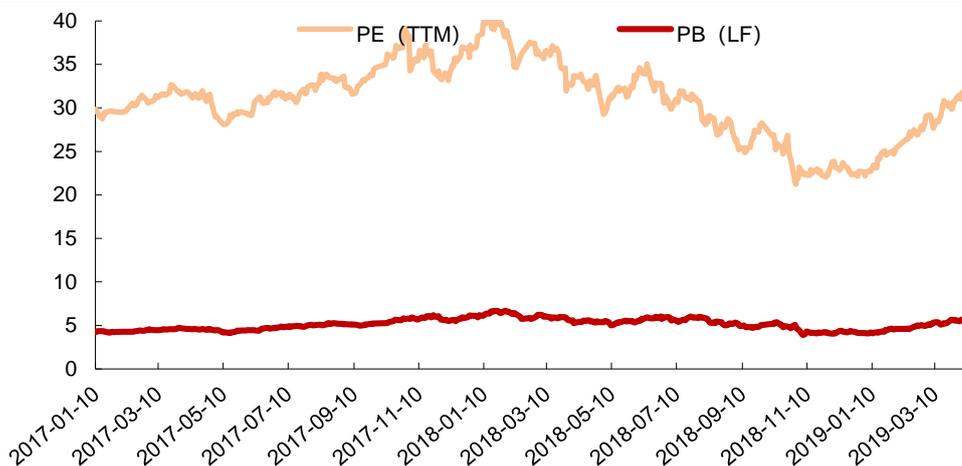
图表 5：上周跌幅前十个股（以周跌幅排序）

代码	公司	上周五收盘价	上周五涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	PE (TTM)	PS (TTM)
000752.SZ	西藏发展	7.42	-4.99	-15.78	-8.51	-2,753.1	5.4
603369.SH	今世缘	25.90	0.62	-12.41	-9.76	28.3	8.7
002557.SZ	洽洽食品	22.87	1.33	-9.96	-11.29	26.8	2.8
000799.SZ	酒鬼酒	25.58	0.87	-9.36	-0.93	35.7	6.6
002661.SZ	克明面业	16.00	0.63	-8.20	-7.73	28.2	1.9
600573.SH	惠泉啤酒	8.98	-1.10	-8.18	3.82	55.2	3.9
600197.SH	伊力特	20.00	0.00	-7.92	-6.76	20.0	3.9
000729.SZ	燕京啤酒	7.38	-0.67	-7.75	15.13	128.5	1.9
000596.SZ	古井贡酒	103.57	0.30	-7.69	-3.66	32.5	6.2

600809.SH	山西汾酒	56.88	-1.27	-7.41	-5.94	35.1	6.1
-----------	------	-------	-------	-------	-------	------	-----

来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 年初至今食品饮料行业 PE 和 PB 变化情况



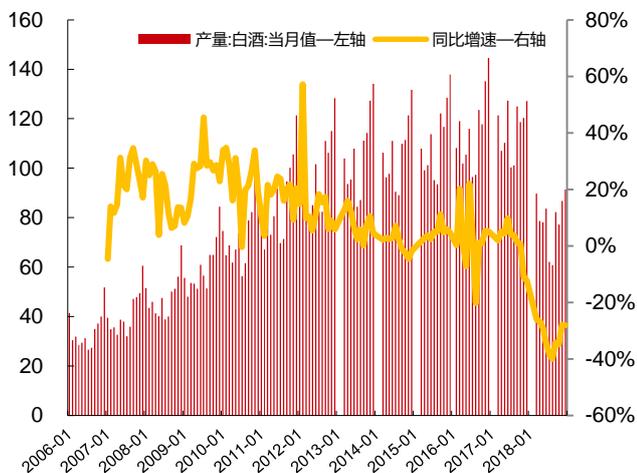
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 行业最新数据更新

### 2.1. 白酒行业数据

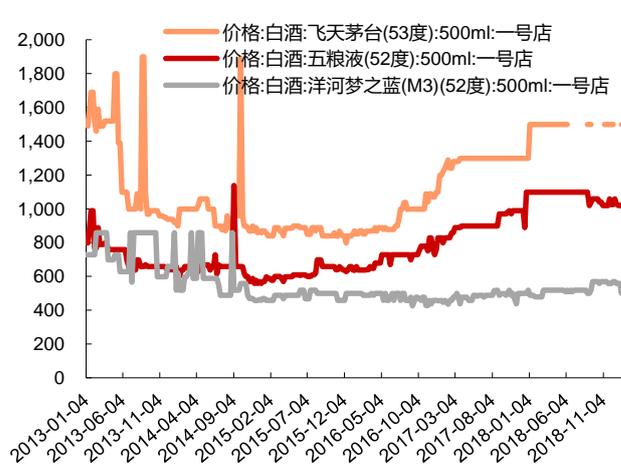
2018 年 12 月, 我国白酒产量为 91.50 万千升, 同比下降 28.0%。据一号店的销售数据显示, 2019 年 4 月 12 日, 53 度飞天茅台的价格保持在 1499 元, 52 度五粮液水晶瓶的价格为 1089 元, 洋河梦之蓝 M3 的价格为 569 元。

图表 7: 我国白酒产量当月值 (万千升) 与同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 一号店五粮液、茅台、梦之蓝的零售价 (元)

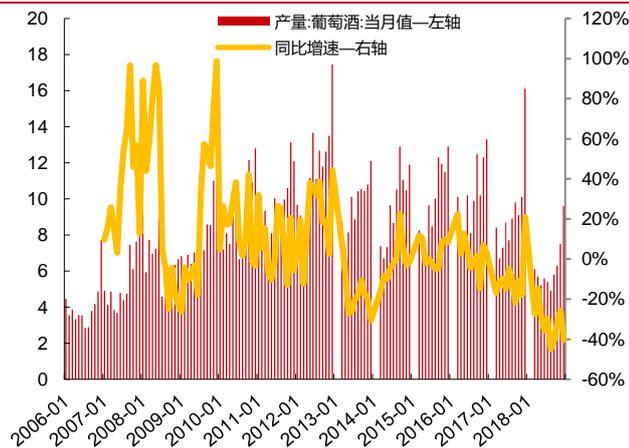


来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2. 葡萄酒行业数据

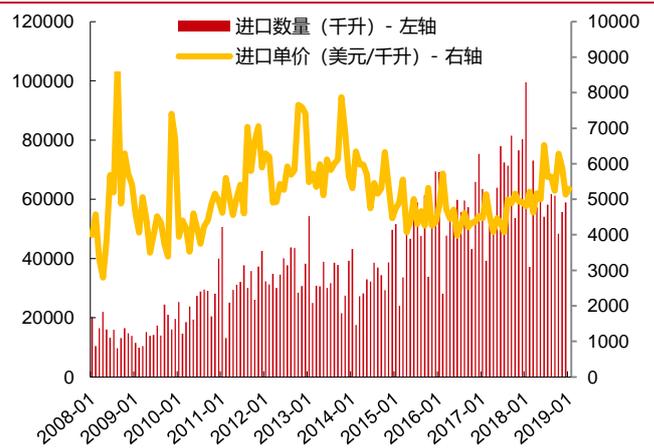
2018年12月我国葡萄酒产量达到9.6万千升，和去年同比下降40.4%。同时据海关总署统计的数据来看，2019年2月份，我国葡萄酒的进口数量达到32,908千升，同比下降11.38%，环比下降61.67%。进口葡萄酒的单价为4572.93美元每千升，同比下降12.24%，环比下降13.62%。

图表9：我国葡萄酒产量（万千升）及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表10：我国葡萄酒进口数量及增速

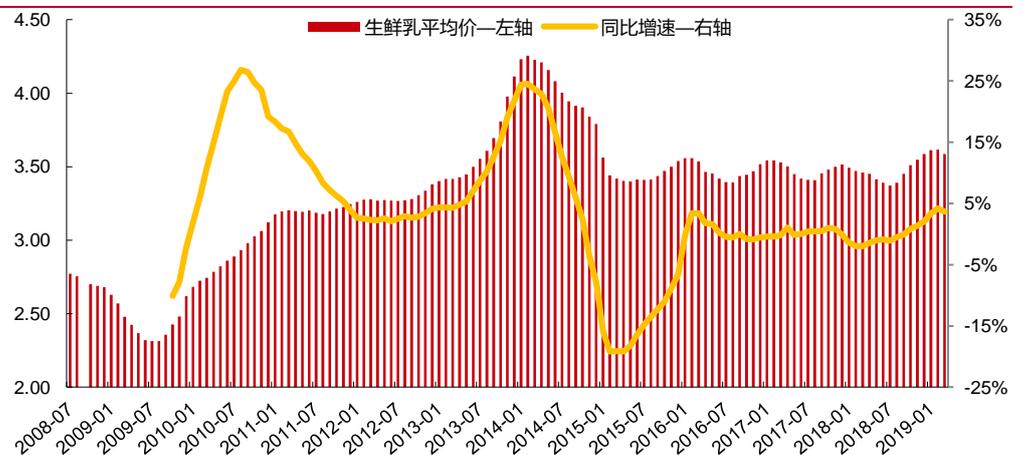


来源：Wind，国联证券研究所

## 2.3. 乳制品行业数据

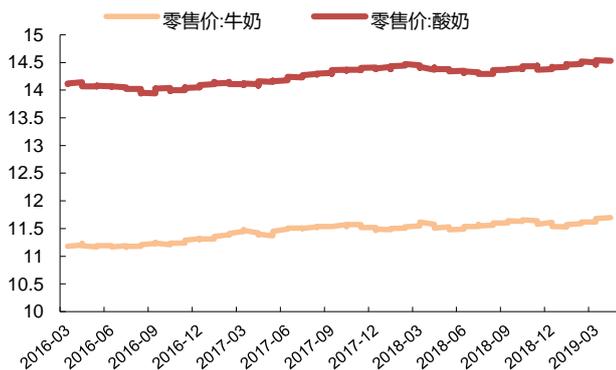
根据农业部出具的数据显示，2019年3月，10省市主产区生鲜乳的价格为3.59元/公斤，同比增速3.68%，环比下降0.83%。在婴幼儿奶粉零售价中，根据商务部的统计，2019年4月5日国产品牌价格为187.40元/千克，国外品牌价格为232.73元/千克。酸奶和牛奶的价格温和上涨，2019年4月5日，酸奶零售价为14.53元/公斤，牛奶零售价为11.70元/公斤。

图表11：我国10省市主要生鲜乳收购价（元/公斤）



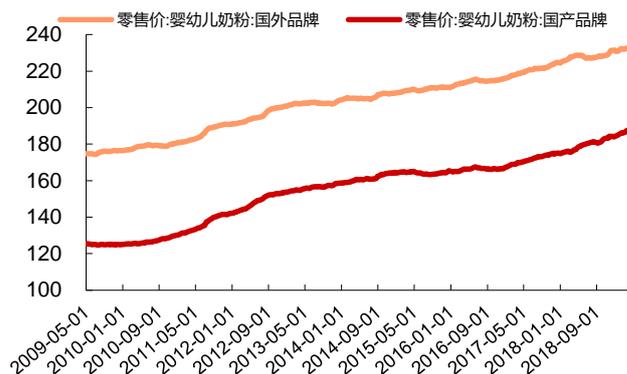
来源：Wind，国联证券研究所

图表 12: 牛奶和酸奶的零售价 (元/公斤)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.4. 肉制品行业数据

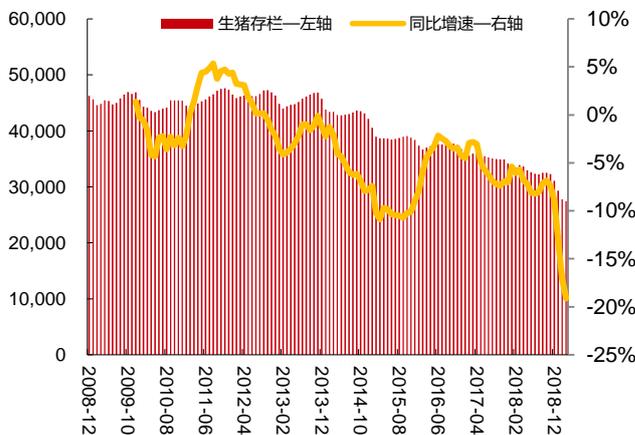
2019年3月,全国大中城市生猪价格为14.53元/公斤,环比提高13.4%;2019年3月猪肉价格为23.61元/公斤,环比提高4.7%。2019年3月,生猪存栏量为27,421万头,同比下降19%,其中能繁母猪的存栏量为2,675万头。

图表 14: 生猪价格与猪肉价格 (元/公斤)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 生猪存栏量 (万头) 及同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所

## 3. 公司公告

- 1、【今世缘】2018年实现营业收入37.36亿元,同比增长26.55%,归母净利润11.51亿元,同比增长28.45%;2019年一季度实现营业收入19.54亿元,同比增长31.12%,归母净利润6.41亿元,同比增长26%。
- 2、【重庆啤酒】2018年实现营业收入34.67亿元,同比增长9.19%;归母净利润4.04亿元,同比增长22.62%。

- 3、【通葡股份】2018 年实现营业收入 10.27 亿元，同比增长 11.65%；归母净利润 419.78 万元，同比下降 30.77%。
- 4、【洽洽食品】2018 年实现营业收入 41.97 亿元，同比增长 16.50%；归母净利润 4.33 亿元，同比增长 35.58%。
- 5、【皇台酒业】2018 年实现营业收入 0.25 亿元，同比下降 46.47%；归母净利润-0.87 亿元。
- 6、【酒鬼酒】2019 年一季度实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 30.46%；归母净利润 0.73 亿元，同比增长 16.18%。
- 7、【三全食品】2018 年实现营业收入 55.39 亿元，同比增长 5.39%；归母净利润 1.02 亿元，同比增长 41.49%。
- 8、【惠发股份】2018 年实现营业收入 10.42 亿元，同比增长 11%；归母净利润 0.45 亿元，同比下降 24.71%。
- 9、【桃李面包】2019 年一季度实现营业收入 11.42 亿元，同比增长 15.52%；归母净利润 1.21 亿元，同比增长 12.11%。

## 4. 行业新闻动态

### 1、五粮液官方：平等协商，分类分步有序推进品牌整改和清退工作

4 月 12 日，五粮液官方网站发布《五粮液集团出台新的品牌管理制度加速“瘦身健体”》新闻报道，明确指出：为保护“五粮液”核心品牌形象，提升品质的纯正性、系列包装的一致性、产品的等级性，增强品牌辨识度，五粮液集团正式颁布《“五粮液”品牌产品开发及清退管理标准》《五粮液集团系列酒品牌和产品开发及清退管理标准》等相关文件。责成各营销单位对照相关管理制度，按照“三性一度”要求，全面梳理现有品牌及产品结构，在依法合规和与经销商平等协商的基础上，分类分步推进整改和清退工作。

关于此次品牌清理工作将分三个阶段进行：

第一阶段，完成“同质化”高仿产品的清理。4 月底前，对严重透支主品牌价值的“五粮 PTVIP”、“VVV”等高仿产品在终端门店、商超和电商平台等公开渠道进行下架处理，并停止相关产品宣传。

第二阶段，完成市场定位不清晰产品的清理。8 月底前，对辨识度低且市场定位不清的产品进行清理，完成公开渠道下架工作。

第三阶段，对包装、价格不要求的产品进行整改。12 月底之前，对包装和价格等方面不符合制度要求的产品，分期分批进行整改，彻底重塑清晰的品牌及产品架构。（酒业家）

## 2、江小白 2018 年销售额突破 20 亿！联手腾讯，共推酒业数字化升级

4 月 9 日，江小白与腾讯在重庆举办“中国新酒饮时代”江小白×腾讯合作发布会。通过整合双方的优势资源和能力，助力江小白进行战略升级、战术转型，加速推动白酒行业全渠道营销能力的智慧升级。

发布会上，江小白酒业董事长陶石泉表示，经过 7 年深耕，2018 年江小白销售额已突破 20 亿元，拿到了年轻化和全国化两张门票。腾讯广告客户总经理栾娜则称：“腾讯愿意化作一条河，融入到江小白下一个 7 年的征程”。栾娜表示，此次腾讯与江小白的强强联手，将从数据洞察、用户场景、内容共建、智慧零售四大方面打造白酒行业解决方案，助力江小白在新酒饮时代的数字化升级的新征程。（酒业家）

## 3、景芝 2019 一季度增长翻倍，高端产品增 325%

4 月 8 日下午，景芝酒业在齐鲁酒地召开创新营销推进会，景芝酒业党委书记、董事长刘全平及公司高管团队，同来自全国各地的 400 多名优秀经销商代表，围绕创新营销、聚势赋能进行了深入交流，进一步统一了转型发展、弯道突破的思想认识。景芝一季度销售收入同比增长 109%。其中景阳春同比增长 96%，一品景芝同比增长 325%。（酒业家）

## 4、金沙酒业 2019 一季度同比增长 66%，大单品摘要市场价格大幅提升

贵州金沙酒业今年一季度同比增长 66%，实现开门红，其中大单品摘要的销售完成率高达 208%，占总回款比例的 31.2%，同比增长 68%。

今年以来，金沙酒业在组织机构方面进行了调整，成立摘要酒事业部，将摘要酒独立运作。从目前的表现来看，机构改革带来的红利正在进一步释放。

这种红利主要表现在两大方面。一是得益于独立运作和独立核算，今年一季度，大单品摘要酒的完成率高达 208%，占总回款比例的 31.2%，同比增长 68%，成为支撑金沙酒业飞速发展的第一驱动力。另一方面，通过雷霆手段对市场的管控，目前在金沙酒业的重点市场山东、河南等地，摘要酒的市场成交价格得到有效管控，并实现了大幅度的提升。（酒业家）

## 5、5 月 1 日起，泸州老窖老字号特曲全国上调 10 元

2019 年 4 月 12 日，泸州老窖特曲酒类销售股份有限公司最新下发《关于调整泸州老窖老字号特曲产品价格的通知》。核心内容为：

- 1、自 2019 年 5 月 1 日起，老字号特曲产品各度数结算价均上调 10 元/500ml；
- 2、其他规格产品价格，将按比例进行相应调整；
- 3、各渠道价格体系同时做出相应调整。（酒说）

## 5. 风险提示

行业政策变动风险、食品安全问题、原料成本上升、消费增速不达预期

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810