



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 茅台业绩符合预期，坚守龙头标的

——食品饮料行业周报

2019年7月16日

分析师：

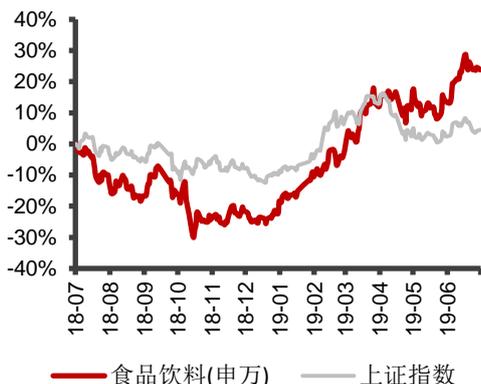
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

### 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、白酒外资比例提升，大众品龙头业绩稳定 20190624
- 2、大众食品成为避风港，专项债利好白酒板块 20190618
- 3、白酒投资逻辑未变，大众食品获资金青睐 20190611
- 4、调味品防御性凸显，MSCI 扩容利好板块 20190604

### 内容提要：

上周食品饮料指数下跌1.42%，领先上证综指1.25个百分点，在申万28个一级行业中排名第7。板块成交额1143.22亿元，市场活跃度维持高位。子板块中，跌幅较小的为乳制品、白酒及黄酒，啤酒垫底。目前，板块整体市盈率TTM为32.24倍，相对全部A股溢价率为120.97%。

**市场热点：1、高端白酒价格上涨。**上周普飞、八代普五一批价分别达2100元及959元，终端零售价快速提升。茅台价格进一步快速上行，除了需求保持强劲外，也受到“国酒茅台”商标取消的影响。第八代五粮液推行顺利，终端价已站稳千元，近年来对品牌及渠道的治理成果开始显现。总体来看，高端白酒需求旺盛，零售价格中枢仍然处于上升通道。**2、茅台发布2019年上半年经营数据，业绩符合预期。**基酒产量同增近13%，未来五年业绩稳增长有保障。营收增速略超全年目标，符合我们的预期。1) 营收、净利润、投放量基本达到时间过半任务过半；2) 结构升级，平均吨价小幅上升，不提升出厂价但业绩增长确定性较强。3) 直营还未放量致使业绩低于部分投资者预期，预计营销体系改革方案出台后直营会提速。4) 一批价格持续上行，需求向好，全年实现增长目标难度不大。

**投资建议：**近期酒鬼酒的业绩快报超预期，茅台半年业绩经营数据稳健，目前来看其他名酒包括五粮液、老窖、汾酒、顺鑫、古井、今世缘等销量均较快增长，预计白酒板块业绩仍然具有比较优势。上周市场回调，白酒板块的坚挺也体现出市场的信心，建议继续关注核心标的。大众品方面，前几周涨幅较明显的小市值标的如恒顺、千禾调整明显，在投资者情绪波动的时候业绩支撑较弱、规模较小业绩不确定性较高的股票成为众矢之的，我们仍然建议持续关注行业龙头，包括伊利、海天、中巨、青啤。

**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。

## 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 .....	6
3、风险提示 .....	8

## 图表目录

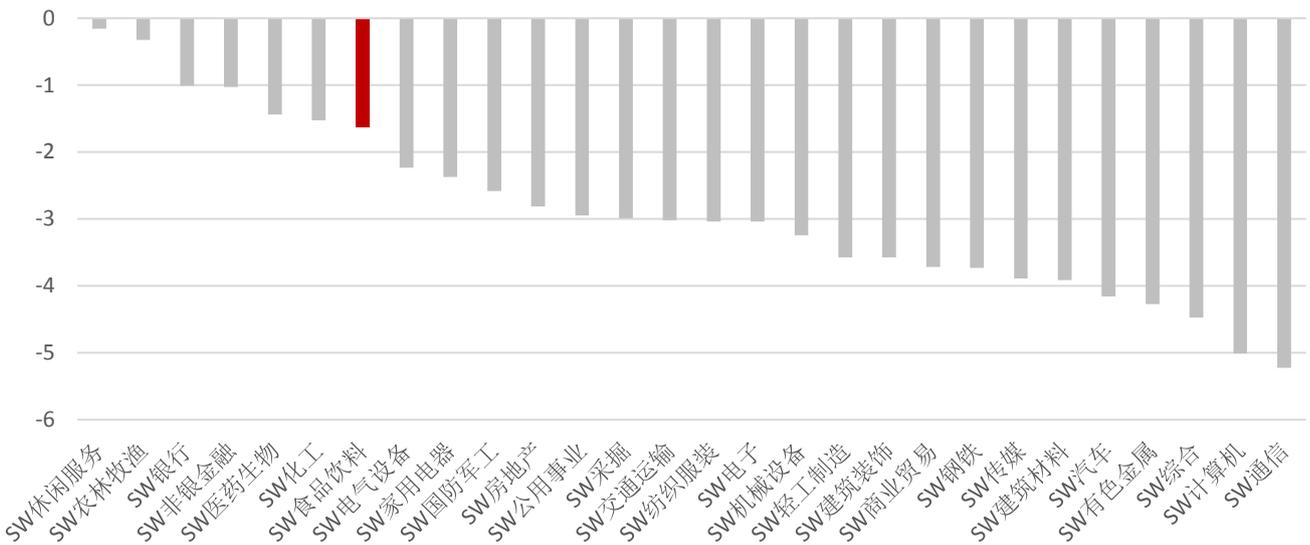
图 1: 上周 (2019.7.8-7.12) 申万一级行业涨跌幅 (%) .....	3
图 2: 上周 (2019.7.8-7.12) 食品饮料子板块涨跌幅 (%) .....	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数) .....	3
图 4: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml) .....	7
图 5: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml) .....	7
图 6: 生鲜乳价格 .....	7
图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 .....	7
图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价 .....	7
图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价 .....	7
表 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1.42%，领先上证综指1.25个百分点，在申万28个一级行业中排名第7。板块成交额1143.22亿元，市场活跃度维持高位。子板块中，跌幅较小的为乳制品、白酒及黄酒，啤酒垫底。目前，板块整体市盈率TTM为32.24倍，相对全部A股溢价率为120.97%。

图 1：上周（2019.7.8-7.12）申万一级行业涨跌幅（%）



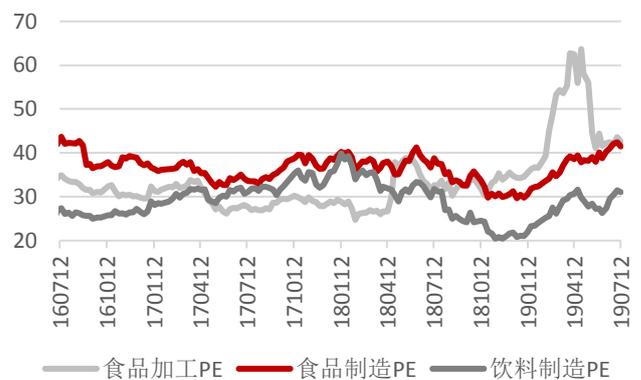
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.7.8-7.12）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15只上涨，涨幅前三名分别为得利斯（13.67%）、泸州老窖（4.18%）、酒鬼酒（2.98%），加加食品（-14.68%）、有友食品（-9.85%）、黑芝麻（-9.31%）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)
002330.SZ	得利斯	6.90	13.67	10.16	265.31	2.57	1.65
000568.SZ	泸州老窖	88.45	4.18	56.39	32.87	6.98	9.35
000799.SZ	酒鬼酒	26.57	2.98	33.06	32.67	3.78	6.29
600073.SH	上海梅林	10.18	2.72	18.63	29.57	2.41	0.43
603369.SH	今世缘	28.84	2.34	17.97	28.20	5.72	8.61
002726.SZ	龙大肉食	12.47	1.80	15.58	52.77	4.31	0.97
603919.SH	金徽酒	16.15	1.44	2.50	25.56	2.65	4.23
002304.SZ	洋河股份	131.08	1.31	43.32	22.81	5.99	7.74
600300.SH	维维股份	3.60	1.12	8.95	55.97	2.22	1.19
600887.SH	伊利股份	33.83	1.08	72.83	31.18	7.76	2.50
600866.SH	星湖科技	5.42	-7.03	1.94	56.10	2.85	4.33
002946.SZ	新乳业	14.74	-7.04	5.83	51.67	6.86	2.46
002910.SZ	庄园牧场	12.29	-7.32	2.45	36.45	1.91	3.42
002515.SZ	金字火腿	5.03	-7.54	2.80	1076.72	3.75	12.89
000929.SZ	兰州黄河	7.74	-7.64	1.58	-39.32	2.08	3.03
600186.SH	*ST 莲花	1.63	-8.43	0.57	-5.04	-5.09	1.03
600365.SH	通葡股份	5.20	-8.45	2.85	738.01	2.99	2.04
000716.SZ	黑芝麻	3.70	-9.31	3.31	50.34	1.01	0.63
603697.SH	有友食品	18.39	-9.85	13.64	31.39	3.77	5.27
002650.SZ	加加食品	3.72	-14.68	9.03	36.73	1.92	2.37

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 1.3 行业热点

### 1、茅台、五粮液批价继续上行

高端白酒批价方面，上周普飞批价达2100元以上，八代普五批价达959元，终端零售价快速提升。茅台价格进一步快速上行，除了需求保持强劲外，也受到“国酒茅台”商标取消的影响。由于2019年6月30日后生产的茅台酒包括瓶身和瓶盖在内的包装均不再出现“国酒茅台”四个字，此前产品收藏价值提升，市场上投机情绪有所发酵，导致价格快速上涨。目前普飞库存较低包装调整将较快结束，叠加后续两个月配额到货，一

批价格或将出现小幅回调。五粮液方面，第八代五粮液推行顺利，据微酒报道，目前其终端价已站稳千元，预计八月或突破1400元。经销商及客户对新品接受度良好，基本实现顺价销售且预计后续仍有上涨空间，我们认为这主要是近年来五粮液对品牌及渠道的治理成果开始显现。总体来看，高端白酒需求旺盛，零售价格中枢仍然处于上升通道，将继续利好高端、次高端白酒厂商业绩。

## 2、茅台发布2019年上半年经营数据

公司2019年上半年完成茅台酒基酒产量3.4万吨、系列酒基酒产量1.1万吨；实现营业总收入412亿元、同比增长16.9%，归母净利润199亿元、同比增长26.2%。

茅台酒上半年基酒产量同增近13%，根据近年产量，未来五年业绩稳增长有保障。由于卖方市场地位稳固，我们认为，茅台的销量增长主要由产量决定。2019年上半年，公司共生产茅台酒及系列酒基酒4.53万吨，同比增长近13%，在现有产能基础上实现了较快增长，为茅台酒5年后投放量及系列酒2-4年投放量的增长提供了支撑。

营收增速略超全年目标，符合我们的预期。2019年二季度公司营收、净利润分别同比增长11.1%及19.6%。1) 营收、净利润、投放量基本达到时间过半任务过半。根据公司此前发布的消息，上半年发货量约1.6万吨，同比增长14%，而公司今年营收增长目标为14%，上半年经营数据和全年目标较为匹配；2) 结构升级，吨价小幅上升。我们认为公司上半年营收增速快于投放量增速主要有以下原因：一是非标产品，尤其是生肖酒的投放比例提升，二是茅台酒陈年酒随着普飞的缺货销量提升；三是系列酒的次高端产品如汉酱、华茅、王茅及生肖酒放量。所以虽然茅台今年大概率不会提升出厂价，但业绩增长确定性较强。3) 部分投资者对该业绩较为失望，我们认为主要是直营还未放量。公司预计今年直营达1600吨，我们估算将为公司提供2-3%的收入增长。上半年公司收入增长主要源于投放量的提升，预计营销体系改革方案出台后直营会提速。4) 需求向好，全年实现增长目标难度不大。当前茅台一批价持续上行，上周再度上涨几十元突破2100元，验证了当前市场对茅台酒的高需求。一批价格是重要的晴雨表，我们后续仍将重点关注，若能保持稳定，则全年业绩可期。

### 1.4 投资建议

近期酒鬼酒的业绩快报超预期，茅台半年业绩经营数据稳健，目前来看其他名酒包括五粮液、老窖、汾酒、顺鑫、古井、今世缘等均销量较快增长，预计白酒板块业绩仍然具有比较优势。上周市场回调，白酒板块的坚挺也体现出了市场的信心，建议继续关注核心标的。大众品方面，前几周涨幅较明显的小市值标的如恒顺、千禾调整明显，在投资者情绪波动的时候业绩支撑较弱、规模较小、业绩不确定性较高的股票成为众矢之的，我们仍然建议持续关注行业龙头，包括伊利、海天、中巨、青啤。

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)	
	2019/7/15	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	975.93	34.13	40.59	28.59	24.04
五粮液	125.09	4.40	5.32	28.41	23.51
泸州老窖	87.48	3.14	3.92	27.85	22.31
山西汾酒	69.65	2.20	2.75	31.66	25.37
古井贡酒	121.00	4.36	5.45	27.77	22.18
顺鑫农业	47.58	1.57	2.01	30.31	23.63
伊利股份	33.72	1.17	1.35	28.79	25.01
海天味业	101.93	1.95	2.32	52.33	43.95
中炬高新	40.99	0.94	1.18	43.59	34.75
青岛啤酒	46.99	1.28	1.53	36.60	30.68

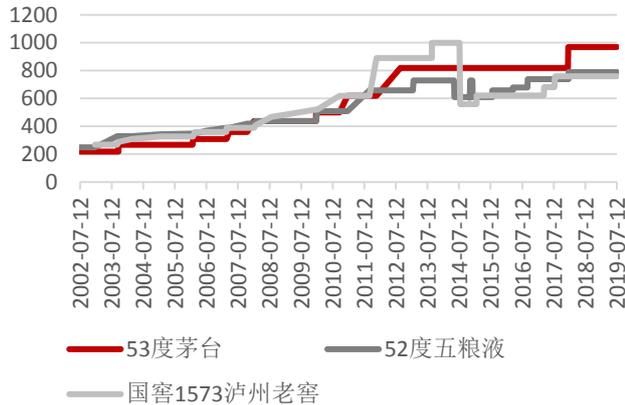
注：除泸州老窖、五粮液外，其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

## 2、数据跟踪

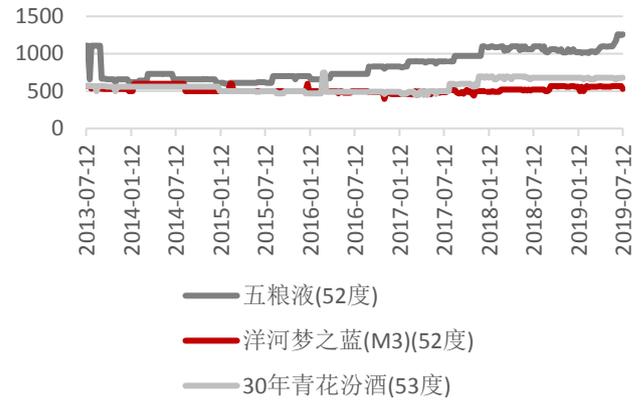
上周高端白酒价格普遍上涨，普飞一批价上涨至2100元以上，预计后续有望企稳甚至小幅回调，普五一批价上涨至969元，国窖1573达780-800元。乳制品方面，7月3日全国主产区生鲜乳价格为3.57元/公斤，同比上升5.9%，环比持平。

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



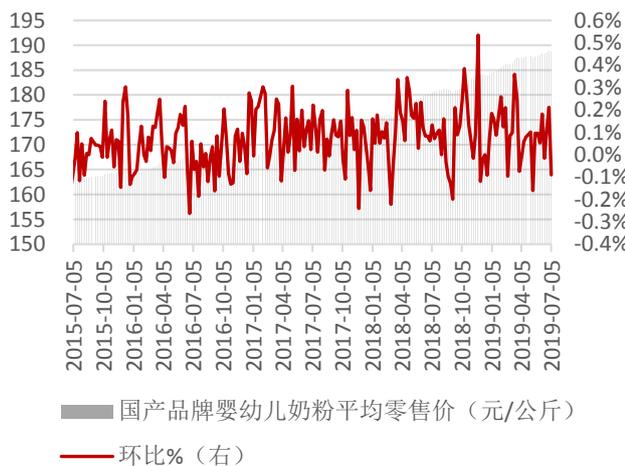
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



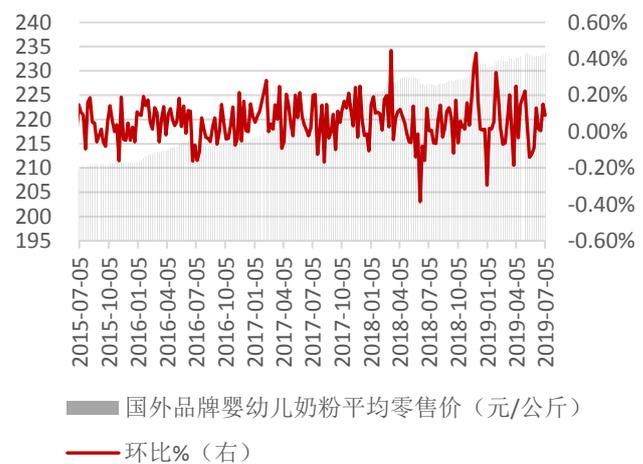
资料来源: GDT, 国开证券研究部

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