

# 食品饮料

## 本周专题：茅五估值差的探讨

定价权的转移伴随着估值差的变动。如果我们把茅台和五粮液的估值比分为两个阶段（2003-2009年和2010-2019年）来看，可以发现第一阶段茅五的估值基本相同，且较长时间内五粮液的估值略高于茅台；第二阶段茅五的估值差拉大，茅台的估值长时间领先于五粮液。

经销商价差的安全垫效应作为估值差的影响因素之一。2010-2012年和2016-2018年茅五的估值差进一步扩大。这两个时间段恰恰也是茅台经销商利润持续走高的两个时间段，渠道价差一方面会成为行业调整期的安全垫，另一方面亦为公司提供了提价的可能性。

行业调整初期，龙头的估值溢价明显。当行业处于调整期，行业整体估值下移，龙头的估值溢价较为明晰。行业经历了08年、12年、18年三次行业调整期，彼时龙头相较于竞品的估值溢价较为明显。调整期中龙头公司由于品牌力较强，产业链会选择抱团核心品牌，所以龙头的价盘会相对稳定。

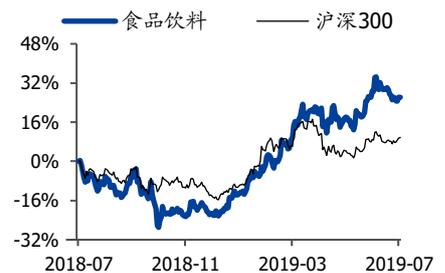
行业格局变化，茅五已分属不同价格带，换个角度看待估值差。目前茅台的价盘已超过2100元，五粮液和国窖的价盘仍处在千元价格带，2倍以上的价差已让茅台和五粮液分属不同价格带。虽然茅台价格的波动对于五粮液的价盘仍有一定的影响，但其影响的效应将较此前有所减弱。体现在估值上，我们在考虑茅台、五粮液估值的时候，是否也应该换个角度来分析。

公司的治理改善，亦会有一定的估值溢价。如果我们回顾五粮液近三年的估值水平，可以发现2018年初和2019年中旬五粮液的估值与茅台比肩，从2018年的百千万工程到2019年的渠道换血，投资人看到了公司的变化，亦对公司的内部改善给予了一定的估值溢价。

**风险提示：**宏观经济放缓明显导致需求不及预期；茅台价格大幅波动。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

### 相关研究

- 1、《【国盛食品】2019H1基金持仓分析：食品饮料超配扩大，白酒持仓显著提升：食品饮料超配扩大，白酒持仓显著提升》2019-07-20
- 2、《【国盛食品】行业深度：白酒行业研究笔记：白酒行业研究笔记》2019-07-17



## 内容目录

1、本周专题：茅五估值差的探讨 .....	4
1.1 定价权的转移伴随着估值差的变动 .....	4
1.2 经销商价差的安全垫效应作为估值差的影响因素之一.....	5
1.3 行业调整初期，龙头的估值溢价明显 .....	5
1.4 行业格局变化，茅五已分属不同价格带，换个角度看待估值差.....	6
1.5 公司的治理改善，亦会有一定的估值溢价.....	6
2、本周食品饮料板块综述 .....	7
2.1 外资持股数据更新: .....	7
3、近期报告汇总.....	9
3.1 行业/公司深度.....	9
3.2 中报点评 .....	11
3.3 行业专题 .....	11
4、行业要闻 .....	12
5、重点公司公告 .....	13
6、下周重要事项.....	15
7、重点数据跟踪.....	15
7.1 本周市场表现 .....	15
7.2 重点数据跟踪 .....	17
8、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1: 茅台与五粮液估值比变动情况 (单位: 倍) .....	4
图表 2: 茅台与五粮液营业总收入比例变化情况 .....	5
图表 3: 茅台与五粮液批价比例变动情况.....	5
图表 4: 茅台与五粮液营业总收入增速变化情况 (单位: %) .....	5
图表 5: 茅台酒与五粮液酒销量变动情况 (单位: 吨) .....	5
图表 6: 茅台、五粮液终端价相较于出厂价的加价率.....	6
图表 7: 白酒公司对应 2019 年的 PE 水平 (单位: 倍) .....	6
图表 8: 近十年茅五沪终端价年复合增速.....	7
图表 9: 近十年茅五沪销量年复合增速 .....	7
图表 10: 茅台沪港通持股.....	7
图表 11: 五粮液沪港通持股 .....	7
图表 12: 泸州老窖沪港通持股 .....	8
图表 13: 洋河股份沪港通持股.....	8
图表 14: 山西汾酒沪港通持股 .....	8
图表 15: 水井坊沪港通持股 .....	8
图表 16: 伊利股份沪港通持股 .....	8
图表 17: 涪陵榨菜沪港通持股 .....	8
图表 18: 中炬高新沪股通持股比例.....	9
图表 19: 绝味食品沪股通持股 .....	9
图表 20: 上周重要公告.....	13
图表 21: 下周重要事项.....	15
图表 22: 年初至今各行业收益率 (%) .....	15
图表 23: 一周以来各行业收益率 (%) .....	15

图表 24: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%) .....	16
图表 25: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%) .....	16
图表 26: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	16
图表 27: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数 .....	16
图表 28: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	17
图表 29: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数 .....	17
图表 30: 茅台五粮液终端价格 .....	17
图表 31: 二线酒终端价格 .....	17
图表 32: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨) .....	18
图表 33: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨) .....	18
图表 34: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨) .....	18
图表 35: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨) .....	18
图表 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克) .....	18
图表 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克) .....	18

## 1、本周专题：茅五估值差的探讨

作为白酒行业如今的风向标和昔日的霸主，茅台和五粮液一直是投资人关注度极高的标的。今年以来，五粮液以 142.47% 的收益位居板块涨跌幅榜首，与茅台的估值差也逐渐收窄，目前茅台与五粮液的估值基本同步。在我们讨论景气度、业绩波动的同时，茅五的估值差问题也引起了投资人的探讨，本周专题我们尝试对此问题进行一些分析和讨论。

图表 1：茅台与五粮液估值比变动情况（单位：倍）



资料来源：wind，国盛证券研究所 注：2002年茅台作为次新股估值波动较大，故在分析中将2002年剔除

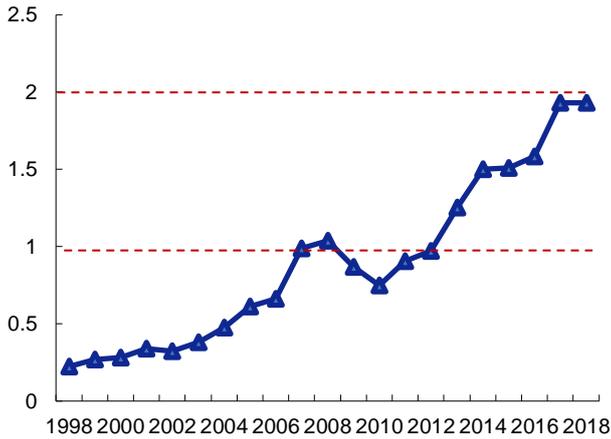
### 1.1 定价权的转移伴随着估值差的变动

如果我们把茅台和五粮液的估值比分为两个阶段(2003-2009年和2010-2019年)来看，可以发现第一阶段茅五的估值基本相同，且较长时间内五粮液的估值略高于茅台；第二阶段茅五的估值差拉大，茅台的估值长时间领先于五粮液。

**第一阶段（2003-2009年）：**五粮液作为行业的龙头，在很长的一段时间内在价盘、销量等多方面领先于茅台。这一阶段中，虽然茅台的营收增速显著快于五粮液，但是五粮液作为龙头依旧掌握着白酒行业的定价权。白酒行业的价盘具有一体性，龙头公司的行业地位和话语权较强，一般来说会有一定的估值溢价。所以在第一阶段，即便茅台的营收增速较快，并没有表现出明显的估值优势。

**第二阶段（2010-2019年）：**步入新的十年周期，茅台从价盘、销量、利润等全方位超越五粮液，并在行业调整期之后将价差进一步扩大，白酒行业的定价权亦从五粮液转移到茅台手中。在此阶段茅台的估值在多数时段内显著高于五粮液，并在2013年与五粮液的估值差扩大到一倍。

图表 2: 茅台与五粮液营业总收入比例变化情况



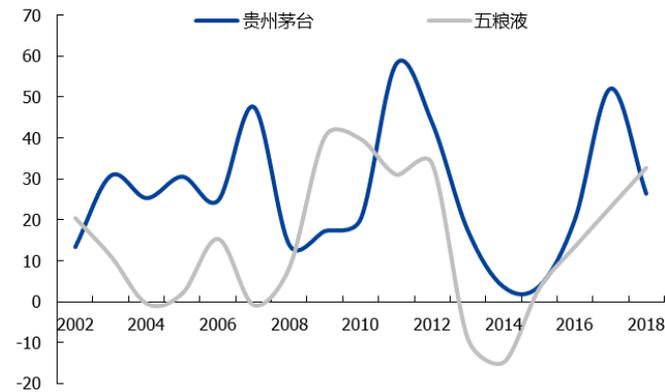
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 茅台与五粮液批价比例变动情况



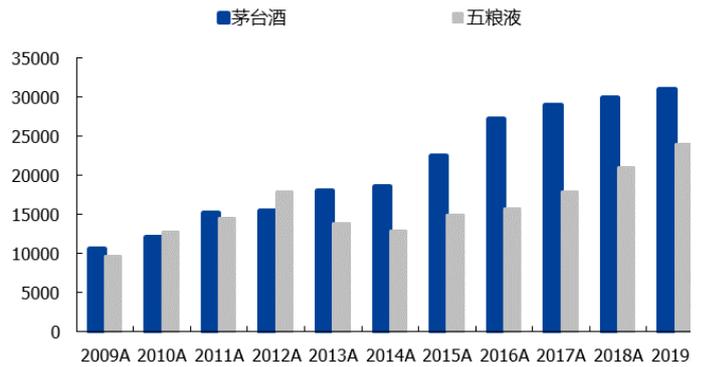
资料来源: 渠道调研, 国盛证券研究所

图表 4: 茅台与五粮液营业总收入增速变化情况 (单位: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 茅台酒与五粮液酒销量变动情况 (单位: 吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.2 经销商价差的安全垫效应作为估值差的影响因素之一

如果我们将第二阶段（2010-2019年）进行细分，可以发现有两个阶段（2010-2012年和2016-2018年）茅五的估值差进一步扩大。这两个时间段恰恰也是茅台经销商利润持续走高的两个时间段，2012年茅台的终端价升至2000元左右，而彼时的出厂价仅为619元，虽有之后提价到819元，但经销商利润十分可观。随后经历了三公消费，2015年之后茅台渠道利润又一次显著提升，2016年以来茅台的估值优势较为明显。渠道价差一方面会成为行业调整期的安全垫，另一方面亦为公司提供了提价的可能性，所以投资人在对公司进行分析和定价的时候往往也会将茅台的渠道价差作为考虑的一个方面。

### 1.3 行业调整初期，龙头的估值溢价明显

如图表 1 所示，当行业处于调整期，整体估值下移，龙头的估值溢价较为明晰。2003-2019年在茅五“相爱相杀”的岁月里，经历了2008年、2012年、2018年三次行业调

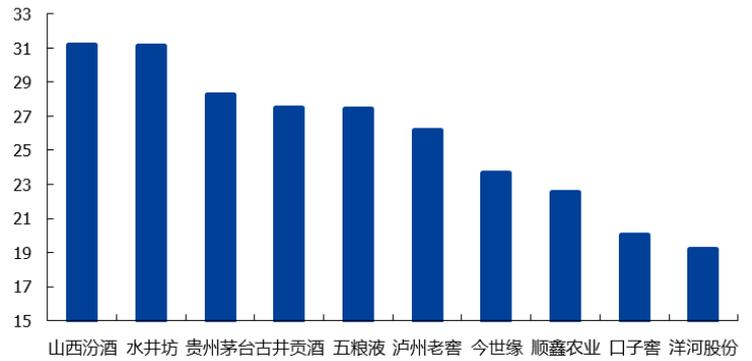
整期，而彼时的龙头相较于竞品的估值溢价都较为明显。2012年茅五的估值比接近2倍，2018年下半年行业受经济影响，下行势头明显，此时茅五的估值比为1.4倍。如果对估值溢价产生的原因进行分析，可以发现在行业调整期，龙头由于品牌力较强，产业链会选择抱团核心品牌，所以龙头的价盘会相对稳定，例如2012年行业下行期，高端品牌里茅台的价盘相较于五粮液和国窖较为稳定，剑南春的价盘相较于水井坊等品牌较为稳定。

图表6: 茅台、五粮液终端价相较于出厂价的加价率



资料来源: 渠道调研, 国盛证券研究所

图表7: 白酒公司对应2019年的PE水平(单位: 倍)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

#### 1.4 行业格局变化，茅五已分属不同价格带，换个角度看待估值差

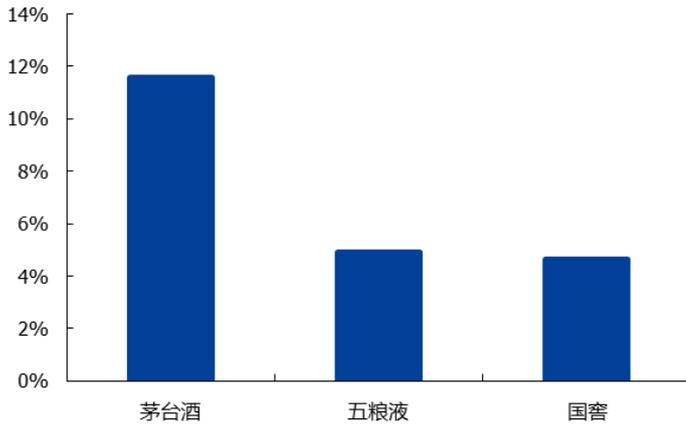
过去十年茅台批价以12%的年复合增速一骑绝尘，显著高于五粮液(+5%)和国窖1573(+5%)，目前茅台的价盘已超过2100元，五粮液和国窖的价盘仍处在800-1000元价格带，与上个十年相比，如今行业格局已发生了较大的变化，2倍以上的价差已让茅台和五粮液分属不同价格带，所以在研究格局的时候，虽然茅台作为行业龙头，其价格的波动对于五粮液的价盘仍有一定的影响，但其影响的效应将较此前有所减弱。每个价位段都有其龙头，目前千元价格带五粮液和国窖寡头垄断，目前五粮液的体量是国窖的2倍以上，龙头效应明显。

体现在估值上，我们在考虑茅台、五粮液估值的时候，是否也应该换个角度来分析？纵观目前白酒上市公司的估值，次高端的估值显著高于高端酒，原因在于次高端行业和龙头品牌的营收增速较快，所以投资人愿意给予较高的估值溢价。展望未来，随着消费升级的进行，如果800-1000元价格带的行业营收增速快于2000元价格带的营收增速，那么我们是不是也应该给予千元价格带的公司较高的估值水平？当然，不可否认的是，在行业处于调整期的时候，龙头公司的挤压效应更加明显，业绩的稳定性会更强。

#### 1.5 公司的治理改善，亦会有一定的估值溢价

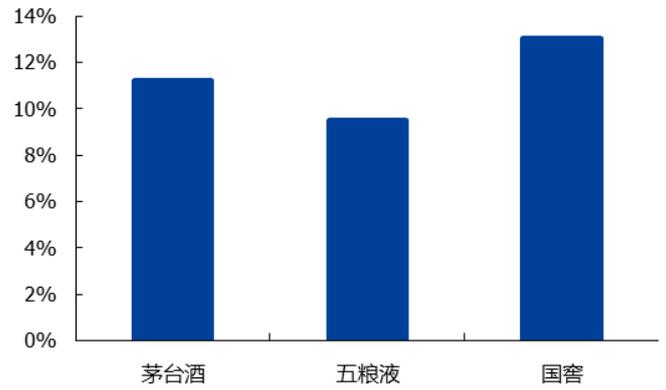
如果我们回顾五粮液近三年的估值水平，可以发现2018年初和2019年中旬五粮液的估值与茅台比肩，而这两次都伴随着五粮液内部的管理变化，从2018年的百千万工程到2019年的渠道换血，投资人看到了公司的变化，亦对公司的内部改善给予了一定的估值溢价。展望未来，如果公司在品牌拉升、渠道梳理等方面持续改善，那么估值溢价或将稳定存在。

图表 8: 近十年茅五泸终端价年复合增速



资料来源: 渠道调研, 国盛证券研究所

图表 9: 近十年茅五泸销量年复合增速



资料来源: 酒业家, 微酒, 国盛证券研究所

## 2、本周食品饮料板块综述

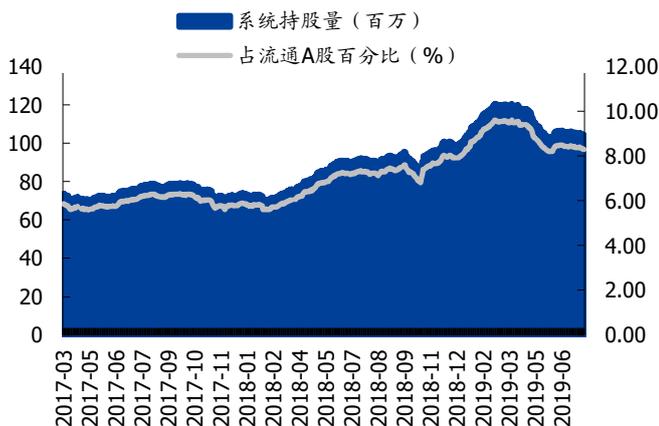
本周板块综述:

本周 (07/22-07/28) 上证指数上涨 0.70%，深证成指上涨 1.31%，食品饮料板块上涨 0.08%，在申万 28 个子行业中排名第 19 位。子板块中软饮料涨幅最大，为 1.89%。(软饮料 1.89% > 黄酒 0.77% > 葡萄酒 0.45% > 调味品 0.35% > 乳品 0.35% > 白酒 -0.32% > 肉制品 -1.47% > 啤酒 -1.75%)。

个股涨幅前五位分别是: ST 椰岛 (17.76%)、百润股份 (17.72%)、妙可蓝多 (11.75%)、燕塘乳业 (11.73%)、双塔食品 (10.68%)；跌幅前五位分别是: 龙大肉食 (-16.88%)、西部牧业 (-5.53%)、得利斯 (-4.82%)、洋河股份 (-4.51%)、华统股份 (-3.86%)。

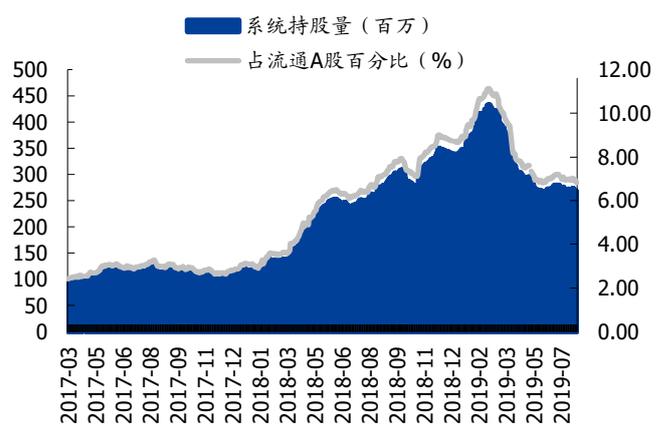
### 2.1 外资持股数据更新:

图表 10: 茅台沪港通持股



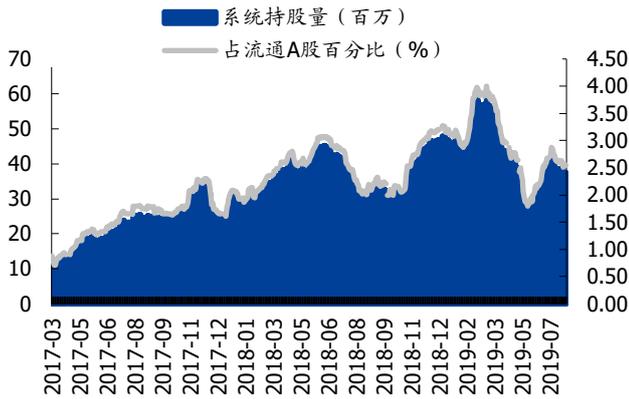
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 五粮液沪港通持股



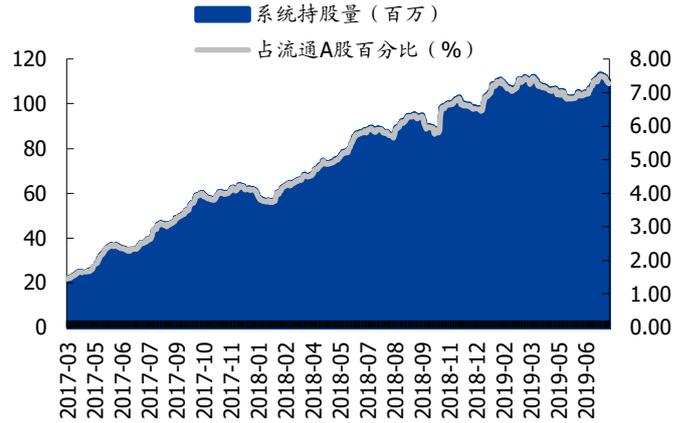
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 泸州老窖沪港通持股



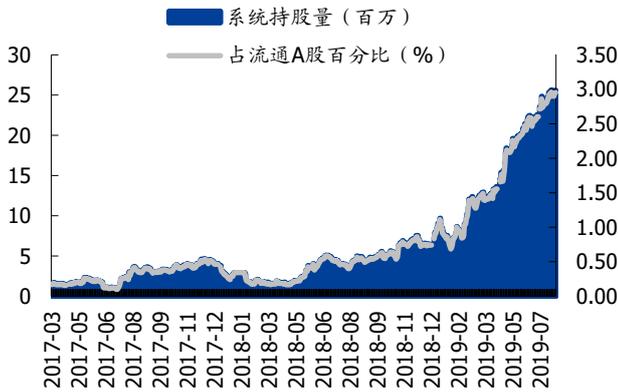
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 洋河股份沪港通持股



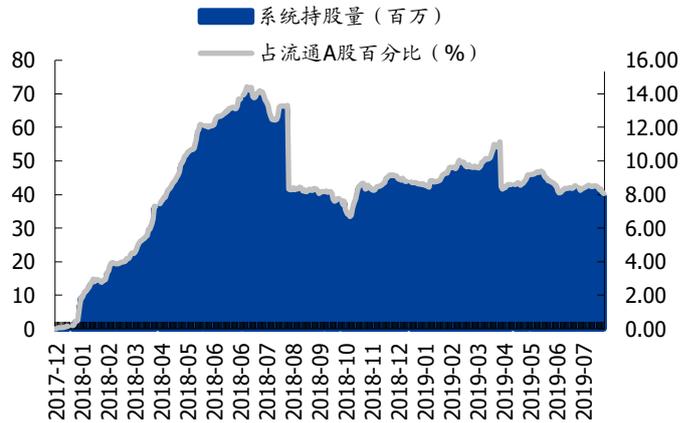
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 山西汾酒沪港通持股



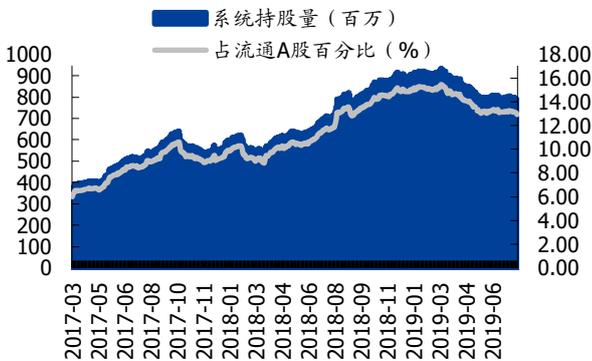
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 水井坊沪港通持股



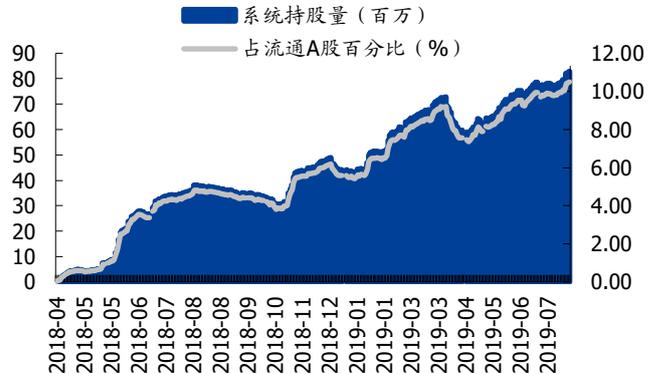
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 涪陵榨菜沪港通持股



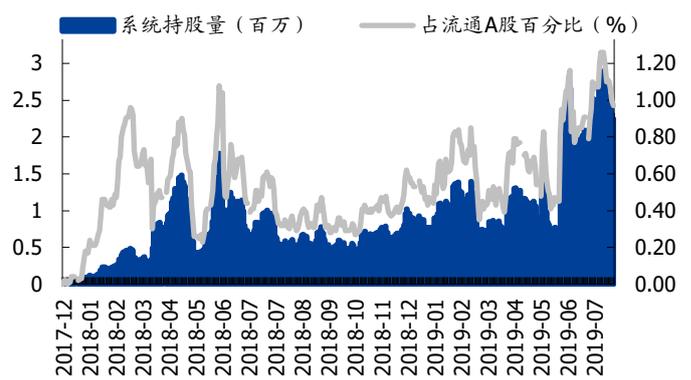
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 中炬高新沪股通持股比例



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 绝味食品沪股通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3、近期报告汇总

#### 3.1 行业/公司深度

##### ► 白酒行业研究笔记

- **白酒行业属性: 弱周期性的消费品, 投资者眼中的“长青行业”。**白酒行业空间大且价格带宽; 行业挤压式增长, “赢家通吃”效应明显。白酒行业价格带较宽, 从十几元的牛栏山到上万元的年份茅台, 每个价格带都“大有可为”。价值内在挖掘衍生出高端品牌, 造就品牌力跃迁机会。而对于品牌酒企而言, 品牌力的跃迁常常取决于一个大单品的爆发。对于投资者而言, 品牌力的跃迁将伴随着企业价值的大幅提升, 值得关注和重视。此外, 白酒行业兼具消费品与周期品属性, 行业螺旋式上升, 国运决定了消费升级的速度。
- **高端酒: 大变革产生大机会, 十年一周期龙头更替。**龙头定价权的转移背后往往都潜藏着行业的大变革, 排序一旦变化, 公司价值将产生质的飞跃。站在当下, 茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、汾酒等公司稳中求变。过去十年茅台量价政策稳定, 价格提升速度领先行业, 成就了其绝对的领头地位。展望未来, 行业在稳定中寻求突破, 大变革产生大机会, 我们应该用动态的眼光看待白酒行业, 下个十年我们亦可期待十倍股的出现。
- **次高端: “成长性行业”, 格局存变数。**目前次高端产品普遍定位 300-600 元, 相较于 2012 年更接地气。与此同时, 随着消费者购买力的提升, 次高端的消费基础更加夯实。全国化品牌与地产酒的攻守之战上演, 通常情况下, 全国化品牌会选择“多点开花”的策略; 地产酒品牌会选择“临近扩面”的策略。而对于地产酒而言, 消费升级既是机遇亦是挑战。
- **地产酒: 消费升级, 大单品更替, 机遇与挑战并存。**一方面, 消费升级势不可挡, 大单品的崛起为地产酒提供了品牌跃迁的机会, 亦伴随着全国化酒企的“高端盖帽”风险, 如何防止河南、山东等地区的“悲剧重演”, 需要地产酒提前布局, 未雨绸缪。另一方面, “走出去”需要强大的品牌背书和精细化的渠道运作, 难度不可谓不大, 但回报亦十分丰厚。
- **低端酒: 白酒里的“大众品”, 被忽略的大市场。**低端酒需求受经济环境的影响

较小，抗周期的属性较强。从行业竞争格局的角度来看，龙头市占率有较大提升空间。名酒的取舍之间，牛栏山的“升级困局”，名酒的种种措施，让我们看到了低端酒市场竞争态势的或然变化。对于牛栏山来说，是否能在30元以上价格带再塑大单品为后续发展蓄力，亦值得关注。

- **白酒掘金：品牌再造与治理改善。**品牌再造促使酒企跳跃式发展，诞生投资大机会。“从无到有”并久立于世的产品并不多，需要企业深入挖掘品牌内在价值。企业家精神伴随着公司的蜕变，龙头的崛起背后都有优秀的企业家身影。国企改革从投资的角度来看，亦创造了戴维斯双击的可能性。
- **五粮液首次覆盖深度：鉴往观今看未来，昔日酒王再腾飞**
  - **鉴往：大国浓香，中国酒王。**90年代，五粮液凭借市场化的渠道模式，价格策略以及产品策略，迅速崛起成为一代酒王。白酒行业在创新中发展，时过境迁，进入21世纪，曾为五粮液崛起立下汗马功劳的大商模式显露出其弊端，公司改革势在必行。
  - **观今：积极改革，风华正茂。**新任管理层上任以来，公司对产品，渠道，品牌，组织架构等多方面进行了优化和改革。品牌端，推出第八代五粮液，发布超高端501五粮液，重塑品牌核心价值。产品端，坚持“三性一度”原则，持续对系列酒品牌进行清理，采取聚焦的大单品战略，将优势资源向优质品牌集中。渠道端，推进渠道扁平化，营销组织裂变从而更贴近市场。控盘分利模式开启营销数字化赋能。我们认为本轮改革具备天时，地利，人和。新任领导班子改革思路清晰，政策落地，人员执行力强。公司变化日新月异，目前改革取得的成果显著。新普五终端价不断上移，动销情况良好，库存良性，厂商关系改善，在管理层新血液的带领下，一个崭新的五粮液值得期待。
  - **看未来：成长确定性强，盈利改善可期。**成长确定性：从行业层面来看，高端酒格局稳定，坐享扩容红利，我们预计未来五年高端酒行业营收复合增速在15%左右。从公司层面来看，公司作为千元价格带的龙头公司，坐享消费升级红利，增速可期。此外，改革红利逐渐显现，目前厂商关系逐渐修复，渠道推力增强，第八代五粮液有望量价齐升；系列酒打出一系列组合拳，销量提升以及产品结构优化可以期待。从产能的角度来看，公司90年代的四次大的拓产为未来的销量增长奠定了坚实基础。盈利改善可期：短期来看，产品结构优化和经营效率的提高对盈利水平提升有正面效应，长期来看，我们看好公司品牌价值恢复对盈利能力的改善作用。
- **绝味食品：再论绝味的护城河**
  - **渠道：广度、深度超过竞争对手。**全国门店布局已经初步完成，各区域分布均衡，在广度(曝光率)、深度(购买便利性)上远超竞争对手，保障了产品复购率及门店客流量。休闲卤制品具有上瘾性，消费群体较为固定，并且购买决策的关键因素是购买便利性，因而在行业增长较快的阶段，抢先进行渠道布局的重要性凸显。绝味早期的两个策略“定位大众化”、“跑马圈地，饱和开店”决定其市场空间更大、扩店效率更高，构成渠道壁垒后在一二线城市挤压周黑鸭份额。
  - **供应链：低成本+高效率。**在采购端体现为规模化带来成本优势明显，对上游话语权增强，且公司具备成本平滑能力、成本转嫁能力。绝味采购规模接近周黑鸭的2倍，鸭及鸭副平均采购成本较其低21%。公司前5大供应商采购金额占比自2013年的61.9%下行至40.8%，对上游话语权增强。定量分析得出公司原材料价格波动对成本影响可控，公司通过加大冷库储备规模、调整产品价格，保持毛利率水平相对稳定。
  - **管理能力：管理层具备企业家格局与远见，加盟商管理体系成熟。**回顾绝味的十几年发展历程，管理层的格局和远见对公司发展壮大起到决定作用。此外，绝味独特的加盟商委员会体系形成稳定紧密的组织，在门店扩张中发挥极其重要作用。

### 3.2 中报点评

#### ➤ 贵州茅台：稳增长，调结构，谋长远

- 事件：公司发布 2019 年中报。2019 上半年公司实现营业收入 395 亿元，同比增长 18.24%；归母净利润 200 亿元，同比增长 26.75%；其中 Q2 营收 178.44 亿元，同比增长 12%，Q2 归母净利润为 87.60 亿元，同比增长 20.71%。供应链：低成本+高效率。在采购端体现为规模化带来成本优势明显，对上游话语权增强，且公司具备成本平滑能力、成本转嫁能力。绝味采购规模接近周黑鸭的 2 倍，鸭及鸭副平均采购成本较其低 21%。公司前 5 大供应商采购金额占比自 2013 年的 61.9% 下行至 40.8%，对上游话语权增强。定量分析得出公司原材料价格波动对成本影响可控，公司通过加大冷库储备规模、调整产品价格，保持毛利率水平相对稳定。
- 分产品来看，茅台酒与系列酒增速基本同步。2019H1 茅台酒营收 347.95 亿元，同比增长 18%，其中 Q2 茅台酒营收 152.97 亿元，同比增长 12%。经测算，报表对应 19H1 茅台酒销量约 1.5 万吨，同比增长 10% 左右，略低于渠道跟踪。二季度末预收款环比增加 8.72 亿。剔除预收款因素，Q2 营收实际增速超过 30%（2018Q2 预收环比下降 32 亿元，若剔除预收款影响，预计实际发货量约 5500 吨）。2019H1 系列酒营收 46.55 亿元，同比增加 17%，Q2 系列酒营收 25.23 亿，同比增长 10%，我们认为系列酒收入增速略放缓主要系系列酒经销商招商力度缩减所致。
- 分渠道来看，直营占比略有下降，期待后续直营放量缓解供需关系。19H1 直销渠道营收 16.02 亿，同比下降 38%，占比 4.1%，同比下降 3.7 个百分点。其中 Q2 直销渠道营收 5.1 亿，同比下降 57%，占比 2.9%，同比下降 4.6 个百分点，我们认为直营占比下降主要系电商和批条酒占比减少。我们期待集团营销公司能够妥善协调各方关系，理顺各方利益，推进直营方案落地，期待下半年直营放量。经销商方面，报告期末国内经销商数量 2415 家，较 2018 年末减少经销商 593 家，较一季度末减少 39 家。
- 结构优化叠加费用率下降，盈利能力稳步提升。Q2 业绩增速显著优于收入增速，主要系盈利能力的提升。19Q2 毛利率 91.57%，同比提升 1.03pct，主要系产品结构提升推动吨酒价格提升。上半年茅台非标产品（年份酒、生肖酒、精品酒）占比提升显著，系列酒产品结构也得到优化。费用率方面，2019Q2 销售费用率 5.97%，同比下降 1.47pct，管理费用率 6.97%，同比下降 0.48pct。
- 现金流表现良性，预收款环比略有提升。2019 上半年公司销售商品提供劳务收到的现金/经营活动现金流净额分别为 433.29 亿/240.87 亿，同比增长 25%/36%，其中 19Q2 经营活动现金流净额 228.98 亿，同比增长 79%，销售商品提供劳务收到的现金 205.71 亿，同比增长 35%。Q2 现金流净额增速明显快于销售商品提供劳务的现金流增速，主要系吸收同业存款余额 235.66 亿元，同比增加 120.93 亿元。

### 3.3 行业专题

#### ➤ 2019H1 基金持仓报告：食品饮料超配扩大，白酒持仓显著提升

- 基金 2019 年中报披露完毕，食品饮料板块为基金最爱，持仓占比居各行业之首。2019 年以来基金配置食品饮料板块比例呈上升趋势，2018Q1-2019Q2 的食品饮料持仓分别为 6.32%、7.45%、7.03%、5.56%、6.95%、8.83%，经历 2018Q3、2018Q4 连续两个季度持仓下降后，今年以来食品饮料配置比例强势回升。2019Q2 基金食品饮料持仓比例 8.83%，环比提高 1.88pct，超越历史峰值（2012Q3 食品饮料板块配置比例为 7.97%）。横向对比来看食品饮料持仓占比据各行业之首。
- 高端酒均入前十大，持仓比例显著提升。截止 6 月底，基金持仓比例最高前十名中食品饮料股占四只，分别是茅台、伊利、五粮液、泸州老窖，重仓股标的未变而均获加仓。高端酒加仓明显，2019Q2 高端酒持仓 5.29pct，环比提升 1.53pct，其中茅台，五粮液，泸州老窖持仓分别为 2.67%/1.79%/0.83%，环比提升

- 0.68pct/0.61pct/0.24pct，五粮液持仓比例首次进入前三。伊利股份排名未变，持仓比例环比提升 0.25pct 至 1.33%。
- **19Q2 食品饮料板块受基金关注度持续增加，持有基金数量显著提升。**根据我们对食品饮料板块持有基金数最多的前十名公司的跟踪来看，2019 年以来，食品饮料尤其是白酒板块所受关注度整体持续增加，乳制品伊利持有基金数量也稳步提升，调味品海天持有基金数量略有减少。进入 Q2，除洋河股份持有基金数量稍有下滑，前十名公司中九席所受关注度出现不同程度增强，其中贵州茅台、五粮液、伊利股份、泸州老窖及洋河股份依然稳居前五的位置。
  - **持仓向龙头集中趋势明显，白酒龙头获得优先超配。**从季度持仓变动情况来看，白酒板块出现分化，地产酒口子窖，今世缘，古井贡酒均获得不同程度的减仓，而高端酒，次高端以及低端酒龙头均获加仓。啤酒板块的重庆啤酒（+20.67%）、乳制品板块的伊利股份（+7.86%）以及食品板块的绝味食品（+25.25%）、安井食品（+23.69%）均获得较大幅度的加仓，而调味品板块海天味业及涪陵榨菜减仓程度较为明显。我们认为主要原因是调味品板块周期性相对较弱，在整体板块上行期间，基金将寻找弹性更大的投资标的，白酒企业成为配置首选。但从长远来看，调味品依然是板块中最为稳健的品类之一。
  - **投资建议：**白酒方面：行业挤压式增长趋势不变，茅台价盘高企供需依旧紧平衡，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞合格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。大众品方面：必选消费需求稳健增长，板块抗周期属性较强，行业集中度持续提升，核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、香飘飘等。

## 4、行业要闻

- 1、第 29 周乳制品期货：新西兰全脂粉大涨，美欧乳清涨跌互现  
<https://dwz.cn/Oal8RIIK>
- 2、一颗坚果的流转：透视电商、商超及品牌连锁渠道异同  
<https://dwz.cn/f3ycvDE>
- 3、铁犁盘酒||白酒不相信牛 X：业外资本做酒的十大误区  
<https://dwz.cn/B9jXOOCv>
- 4、【微酒观察】三个关键词看清形势！2020，中国酒业营销数字化的爆炸年  
<https://dwz.cn/37tcCNnc>
- 5、业绩不达预期财报见光死，水井坊今日股价跌幅超过 5%...  
<https://dwz.cn/EWU2JgxO>
- 6、红牛安奈吉登陆京东，可口可乐咖啡中国上市，桃李半年营收 25.58 亿...  
<https://dwz.cn/WsRmSWBc>
- 7、2019 年上半年主要乳制品进口数据：全脂奶粉 43 万吨，同比大增 38.7%  
<https://dwz.cn/QyoXIG14>
- 8、持续增长，阶梯式跳跃，进口烈酒为何能跑赢周期？| 深度  
<https://dwz.cn/LGcljd7>
- 9、拐点出现！区域酒企遭遇生死考验，净利大跌亏损频现...  
<https://dwz.cn/KGYfStAB>
- 10、7 月全球大宗乳品期货及国内现货市场综述  
<https://dwz.cn/a1Bqs1Vi>
- 11、垃圾分类来袭，半成品食材迎来商机？  
<https://dwz.cn/6K6L0kUQ>
- 12、卖酱油卖出 2700 亿市值，海天味业的盛宴还能撑多久？

<https://dwz.cn/6ppwDPxh>

13、联合利华：年销 4000 多亿，坐拥千余品牌，食品饮料业务异常强大！

<https://dwz.cn/0V8Ge7vV>

14、【微酒突发】刚刚！一坛好酒载入太空，开商业航天赋能白酒品牌先河

<https://dwz.cn/rPoPhT9X>

15、乳制品是最安全的食品，抗生素牛奶已是历史话题，放心喝吧

<https://dwz.cn/r3x3oLQf>

16、案例|| 从“品味”一词谈起，为何说泸州老窖领悟了倡导“理性饮酒”的精髓

<https://dwz.cn/H09IG0pW>

17、深度 | 一文讲透食品行业营销逻辑与成长路径，让成长少走弯路！

<https://dwz.cn/lgGxoQiI>

18、可口可乐能量饮料计划今年进入全球 20 个市场

<https://dwz.cn/1kU8Ocsz>

19、视角|| “千人千面”，坚守情怀，中国葡萄酒产区如何走出自己的路？

<https://dwz.cn/NFVNqB3b>

20、面对 4 万亿餐饮市场，康师傅酸梅汤联手《极限挑战》开启“逛吃”新潮流！

<https://dwz.cn/4m5ehFVo>

## 5、重点公司公告

图表 20: 上周重要公告

公司	日期	公告内容	公告摘要
香飘飘	2019/7/22	调整可转债发行规模	公司将本次可转债发行总规模从不超过人民币 8.70 亿元调整为不超过人民币 8.60 亿元。
三全食品	2019/7/22	调整限制性股票回购价格	公司调整限制性股票回购价格：尚未解锁首次授予的限制性股票的回购价格应由 4.33 元/股调整为 4.30 元/股；尚未解锁预留部分授予的限制性股票的回购价格应由 4.28 元/股调整为 4.25 元/股。
佳隆股份	2019/7/22	股份减持	公司控股股东及实际控制人进行股份减持。截至目前，林平涛先生持有公司股份 1.60 亿股，占公司总股本的 17.15%，许巧媛女士持有公司股份 0.57 亿股，占公司总股本的 6.09%，林长浩先生持有公司股份 0.78 亿股，占公司总股本的 8.36%，林长春先生持有公司股份 0.54 亿股，占公司总股本的 5.82%。
金字火腿	2019/7/22	股权转让	公司将其持有的金字优品电子商务有限公司 49% 的股权转让给金华有鲜电子商务有限公司，拟转让价格为人民币 0 元。
会稽山	2019/7/22	红利被轮候冻结	2019 年 7 月 22 日，公司控股股东精工集团所持有的公司 1.64 亿股及 2018 年第一次红利被轮候冻结，冻结期限为三年。
水井坊	2019/7/22	披露 2019 年半年度业绩报告	公司披露 2019 年半年度业绩报告。2019 年上半年度公司实现营业收入 16.90 亿元，同比增长 26.47%；实现归属上市公司股东净利润 3.40 亿元，同比增长 26.97%，每股收益 0.6951 元。其中 Q2 营收 7.6 亿元，同比增长 29.25%，Q2 归母净利润为 1.21 亿元，同比增长 7.08%，上年同期为 1.13 亿元。
华统股份	2019/7/23	公开发行普通股	公司公开发行 4,466.67 万股人民币普通股，发行价格为每股 6.55 元，募集资金总额人民币 29,256.69 万元。
*ST 西发	2019/7/23	银行账户被冻结	公司 3 个主要银行账户和 2 个非主要银行账户被冻结，被冻结额度为 21,758 万元，实际被冻结金额 3.44 万元。

龙大肉食	2019/7/24	公开发行普通股	公司董事会审议通过了《关于设立全资孙公司的议案》，公开发行人0.45亿股人民币普通股，发行价格为每股6.55元，募集资金总额人民币29,256.69万元。
百润股份	2019/7/24	以非公开形式发行人民币普通股	公司以非公开形式发行人民币普通股（A股）0.35亿股，发行价为21.98元/股，实际募集资金总额为人民币7.71亿元。
百润股份	2019/7/24	公司发布2019年中报	公司发布2019年中报。2019年上半年公司实现营业收入6.36亿元，同比增长14.39%；实现归母净利润1.37亿元，同比增长79.42%；其中Q2营收3.52亿元，同比增长18.12%，Q2归母净利润为0.94亿元，同比增长77.36%。
贝因美	2019/7/24	解除股份质押	公司将所持有的部分股份办理解除质押，目前共持有公司股份297,852,890股，占公司总股本的29.13%；其所持有公司股份累计质押2.20亿股，占其持有公司股份总数的73.81%，占公司总股本的21.50%。
吉林森工	2019/7/25	对子公司增资	公司对其全资子公司吉林森工人造板集团有限责任公司进行增资，增资后公司将持有人造板集团40.22%的股权，森工集团持有人造板集团59.78%的股权。
ST椰岛	2019/7/25	副总经理辞职	公司副总经理陈曦先生因个人原因辞职，之后不在公司担任任何职务
天润乳业	2019/7/25	股份质押	接到公司第二大股东新疆生产建设兵团乳业集团有限责任公司通知，其质押给中国农业银行股份有限公司乌鲁木齐兵团分行的公司股份510万股，占公司总股本的2.46%。本次股份解质后，兵团乳业剩余质押公司股份数量为1亿6000万股，占其持有公司股份总数的75.90%，占本公司总股本的7.87%。
泸州老窖	2019/7/25	发行公司债	公司将向合格投资者公开发行面值总额不超过40亿元的公司债券。
维维股份	2019/7/25	回购公司股份	回购公司股份0.55亿股，占公司总股本的3.28%，回购最高价格3.49元/股，回购最低价格2.74元/股，回购均价3.048元/股，使用资金总额为人民币1.67亿元。其中，90%-95%用作股权激励计划，5%-10%用于注销。
伊利股份	2019/7/25	回购公司股份	公司回购公司股份数量为1.82亿股，占公司总股本的比例为3.00%，成交的均价为31.67元/股。
惠发股份	2019/7/26	业绩预计亏损	公司业绩预计亏损4,400万元至4,900万元，归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润-4,360万元到-4,860万元。
威龙股份	2019/7/26	控股股东流通股质押	公司控股股东、实际控制人王珍海先生将其所持有的550万股无限售条件流通股质押质押期限1年，其目前持有公司股份1.08亿股，占公司总股本的47.23%，此次质押的股份数占公司总股本的2.39%。
双塔食品	2019/7/26	大股东对股份进行解除质押再质押	公司大股东招远君兴农业发展中心将持有的0.32亿股股份进行解除质押再质押，处于质押状态的股份数共3.27亿股，占其所持股份总数的75.13%，占公司总股本的26.3%，董事长杨君敏将652.98万股股份进行质押，处于质押状态的股份数为0.86亿股，占其所持股份总数的49.32%，占公司总股本的6.94%。
贝因美	2019/7/26	股份质押	公司控股股东贝因美集团有限公司将所持有的本公司部分股份办理了质押，贝因美集团共持有公司股份2.98亿股，占公司总股本的29.13%；其所持有公司股份累计质押2.29亿股，占其持有公司股份总数的77.03%，占公司总股本的22.44%。
山西汾酒	2019/7/26	发放现金股利	公司向全体股东每10股派发7.50元现金股利（含税），共计派发现金股利6.53亿元，结余39.86亿元作为未分配利润，留转以后年度分配。

资料来源：wind，国盛证券研究所

## 6、下周重要事项

图表 21: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
克明面业	2019/7/29	股东大会召开
ST 皇台	2019/7/29	股东大会召开
佩蒂股份	2019/7/30	中报预披露
汤臣倍健	2019/7/31	中报预披露
西部创业	2019/7/31	中报预披露
涪陵榨菜	2019/7/31	中报预披露
今世缘	2019/7/31	中报预披露

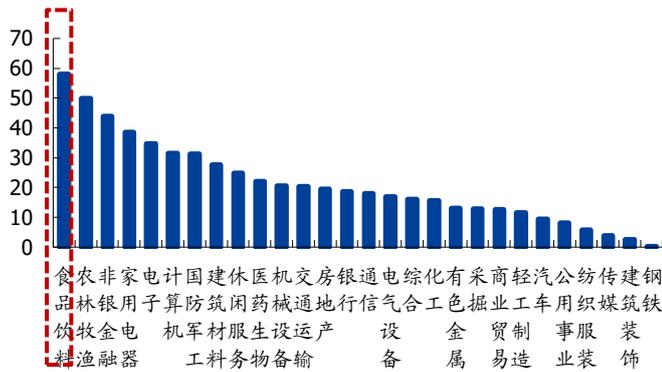
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 7、重点数据跟踪

### 7.1 本周市场表现

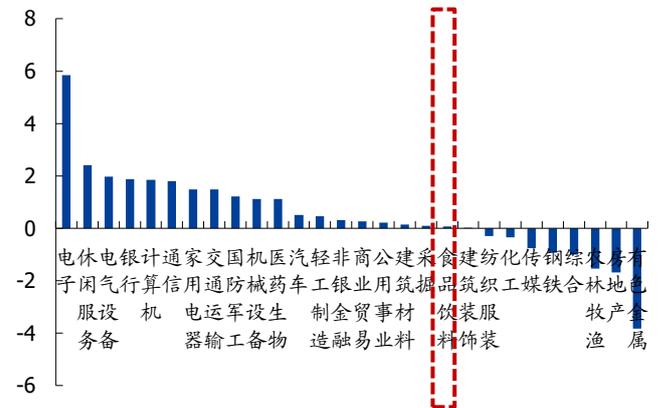
大盘及各行业走势 (07/22-07/07)

图表 22: 年初至今各行业收益率 (%)



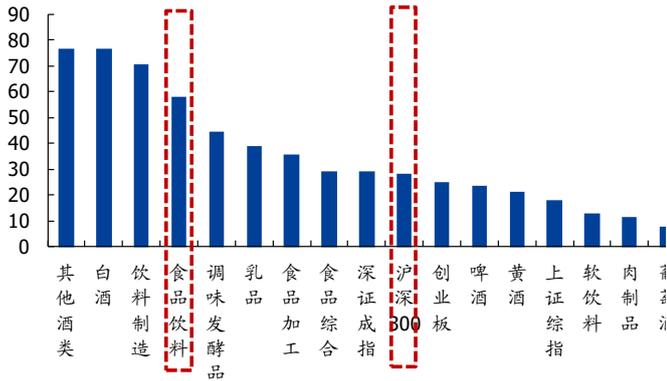
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 一周以来各行业收益率 (%)



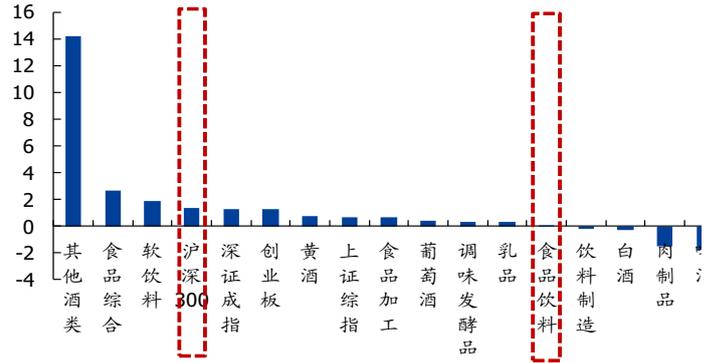
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

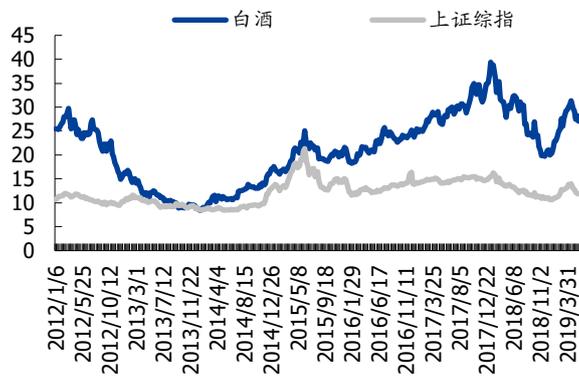


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 板块估值情况

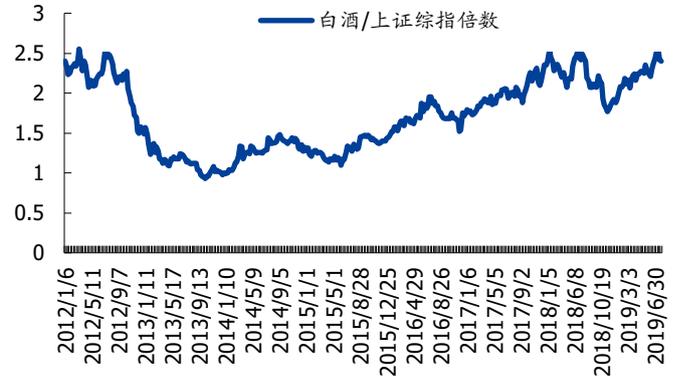
白酒板块估值 27.23 倍, 相对于上证综指相对估值 2.25 倍 (上周为 2.28 倍), 食品加工行业板块估值为 34.09 倍, 相对于上证综指相对估值 2.82 倍 (上周为 2.75 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 21.11 倍 (相对上证综指 1.7 倍), 食品加工行业平均估值 31.70 倍 (相对上证综指 2.58 倍)。

图表 26: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



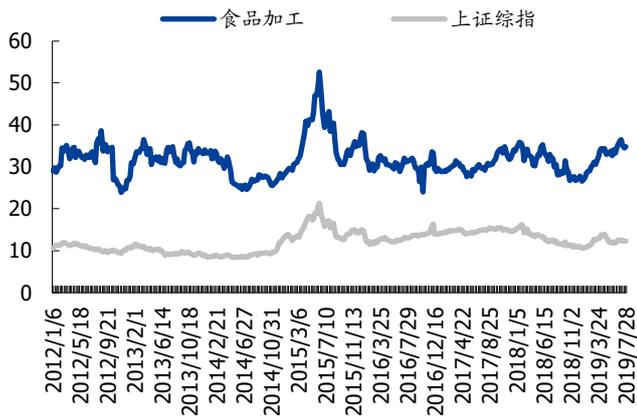
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

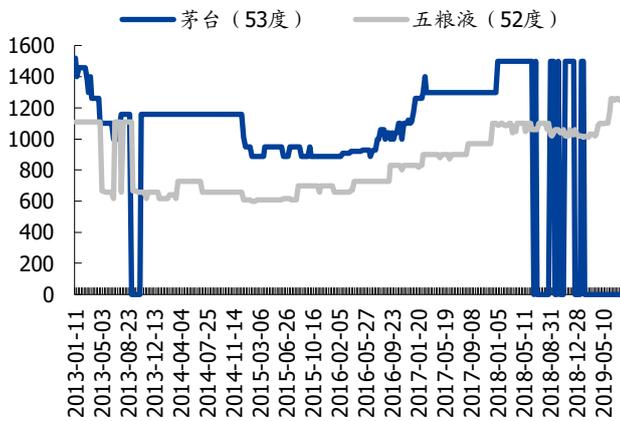
图表 29: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

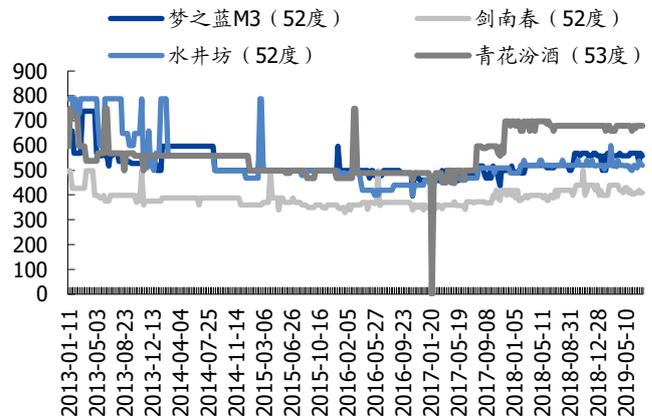
## 7.2 重点数据跟踪

图表 30: 茅台五粮液终端价格



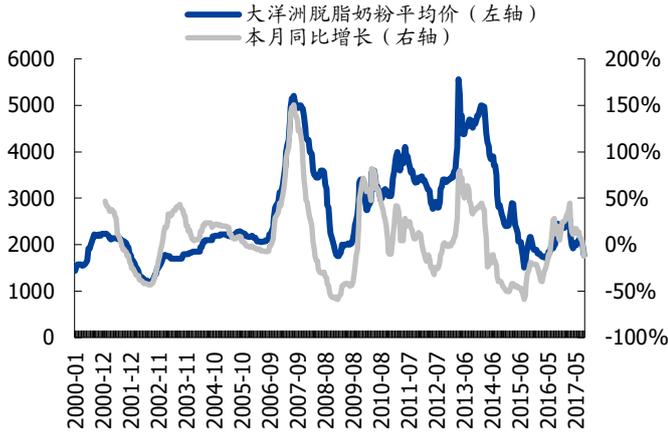
资料来源: JD, 国盛证券研究所

图表 31: 二线酒终端价格



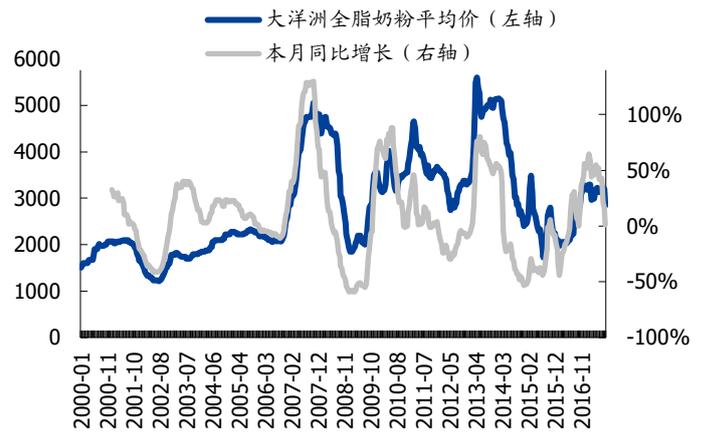
资料来源: JD, 国盛证券研究所

图表 32: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



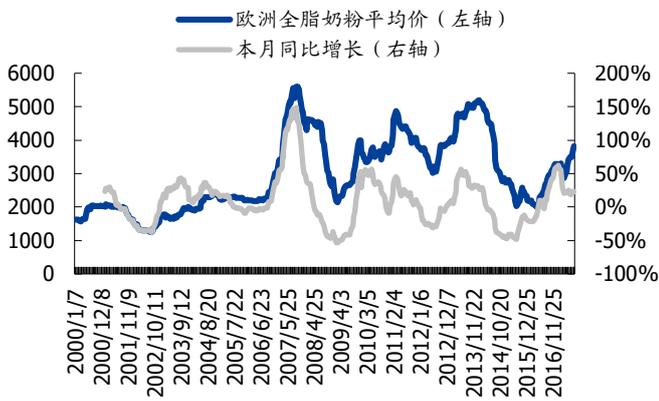
资料来源: GlobalDairy, 国盛证券研究所

图表 33: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



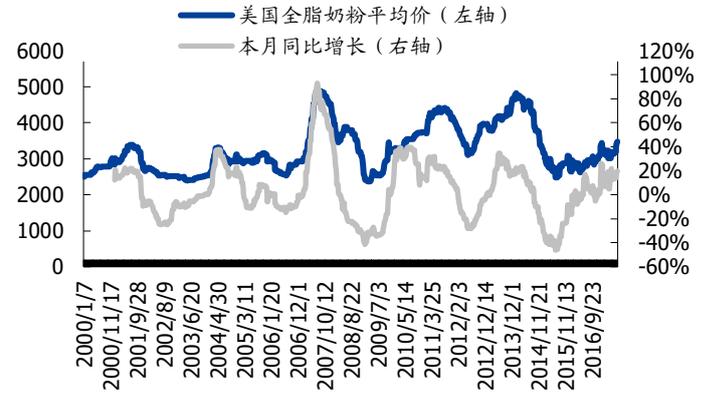
资料来源: GlobalDairy, 国盛证券研究所

图表 34: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



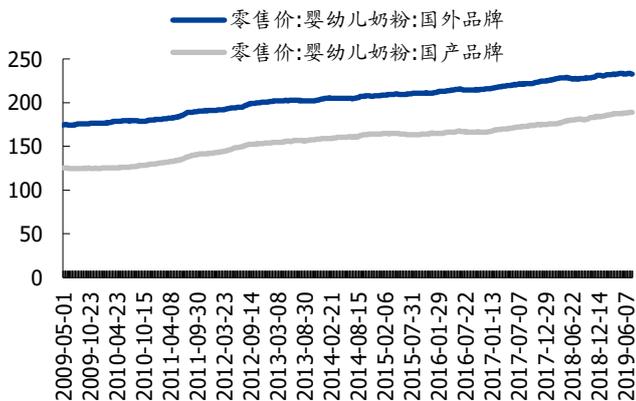
资料来源: GlobalDairy, 国盛证券研究所

图表 35: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



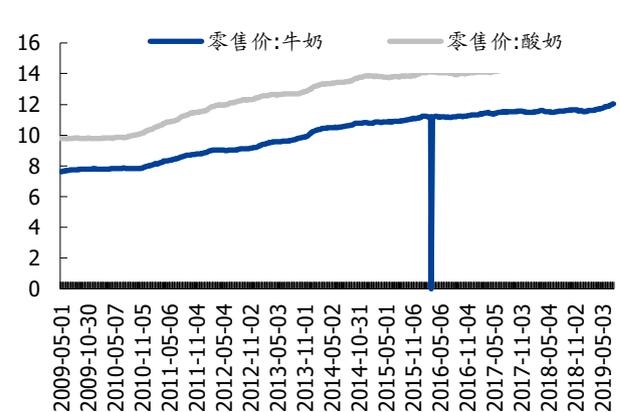
资料来源: GlobalDairy, 国盛证券研究所

图表 36: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 8、风险提示

宏观经济放缓明显导致需求不及预期；茅台价格大幅波动。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com