

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 二季度基金增持，中报业绩确定性较强

——食品饮料行业周报

2019年7月23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：

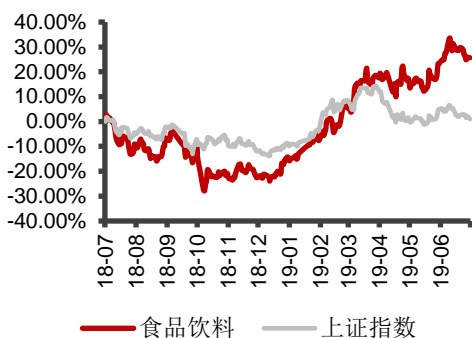
上周食品饮料指数下跌3.15%，落后上证综指2.93个百分点，在申万28个一级行业中排名倒数第2。板块成交额978.29亿元，市场活跃度较上周明显下降。子板块中，跌幅较小的为食品综合、啤酒及调味发酵品，黄酒垫底。目前，板块整体市盈率TTM为30.92倍，相对全部A股溢价率为122.23%。

**市场热点：1、茅台发布2019年半年报。**业绩符合预期，吨价同比上涨约3%，预收账款及经营性现金流因经销商提前打款同比上升，直营未放量。下半年销售费用大概率将同比增长，但全年利润增速仍将快于收入增速。预计公司在中秋旺季之前将部署直营放量，全年有望超额完成收入增长目标。**2、公募基金公布2季度持仓数据，**对食品饮料板块的持仓比例为17.5%，环比增加3.2个百分点，在28个申万一级行业中排名第一。我们认为2季度公布基金继续增持白酒板块的主要原因有二：一是名优酒企在淡季中的表现进一步修正了机构的预期；二是在外资的影响下，国内机构开始以更长远的视角判断白酒公司估值的合理性，若业绩比较优势持续，板块的机构持股比例有进一步增长的空间。

**投资建议：**茅台中报拉开了白酒板块中报业绩披露的序幕，二季度是白酒行业的传统淡季，但今年名优企业的表现较为积极，高端白酒批价持续上涨，名优品牌提价动作频发，业绩确定性较强。建议关注业绩确定性较好、增长趋势向上的名优酒企如茅台、五粮液、老窖、古井、顺鑫、汾酒。大众品方面，调味品二季度增速与一季度相近，乳制品两强利润增速或均提升。建议重点关注伊利、海天、中炬。

**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

强于大市

### 相关报告

- 1、茅台业绩符合预期，坚守龙头标的 20190715
- 2、白酒外资比例提升，大众品龙头业绩稳定 20190624
- 3、大众食品成为避风港，专项债利好白酒板块 20190618
- 4、白酒投资逻辑未变，大众食品获资金青睐 20190611

## 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

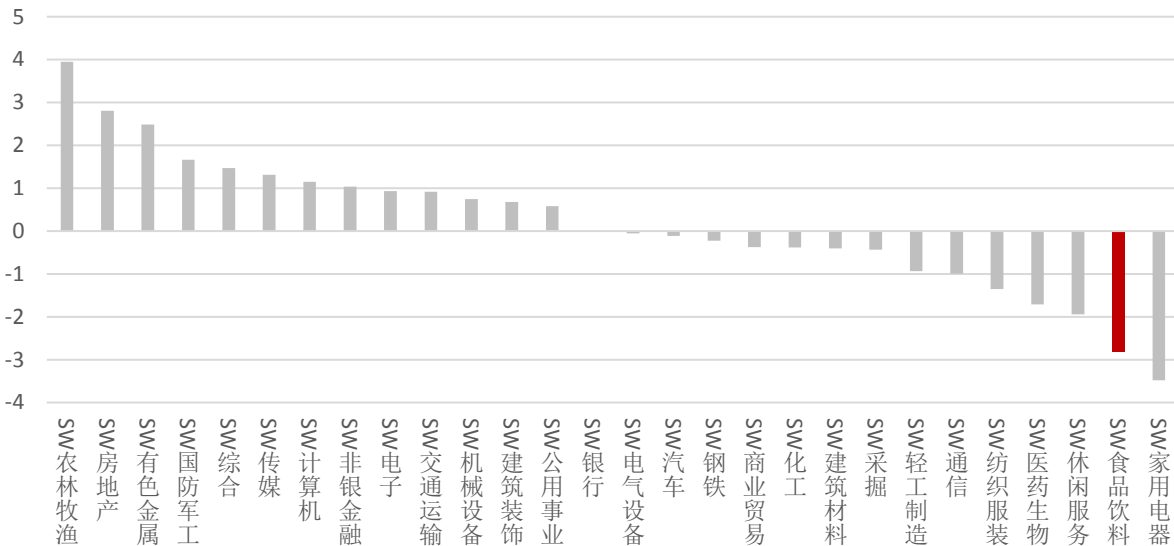
图 1: 上周 (2019.7.15-7.19) 申万一级行业涨跌幅 (%) .....	3
图 2: 上周 (2019.7.15-7.19) 食品饮料子板块涨跌幅 (%) .....	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数) .....	3
图 4: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml) .....	7
图 5: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml) .....	7
图 6: 生鲜乳价格 .....	8
图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 .....	8
图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价 .....	8
图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价 .....	8
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

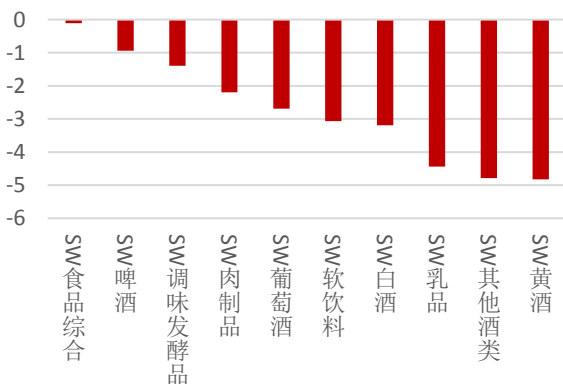
上周食品饮料指数下跌3.15%，落后上证综指2.93个百分点，在申万28个一级行业中排名倒数第2。板块成交额978.29亿元，市场活跃度较前一周明显下降。子板块中，跌幅较小的为食品综合、啤酒及调味发酵品，黄酒垫底。目前，板块整体市盈率TTM为30.92倍，相对全部A股溢价率为122.23%。

图 1：上周（2019.7.15-7.19）申万一级行业涨跌幅（%）



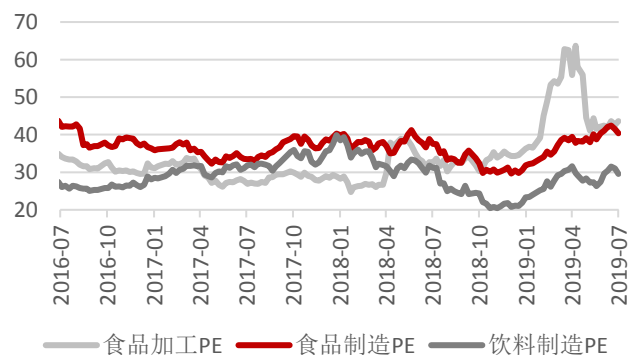
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.7.15-7.19）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（11.16%）、盐津铺子（6.79%）、酒鬼酒（2.98%），金种子酒（-14.33%）、贝因美（-12.62%）、双塔食品（-8.58%）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	7.67	11.16	11.29	294.92	2.86	1.83
002847.SZ	盐津铺子	32.22	6.79	2.93	57.45	5.87	3.41
000799.SZ	酒鬼酒	28.29	6.47	29.52	34.78	4.02	6.70
600186.SH	*ST 莲花	1.70	4.29	0.51	-5.25	-5.31	1.08
002840.SZ	华统股份	17.60	3.17	3.25	32.35	3.46	0.94
200019.SZ	深粮 B	3.72	2.76	0.02	8.55	0.88	0.28
002557.SZ	洽洽食品	26.24	2.46	4.13	28.75	4.19	3.16
002650.SZ	加加食品	3.79	1.88	5.31	37.42	1.96	2.41
002216.SZ	三全食品	9.90	0.71	1.84	69.74	3.96	1.41
600600.SH	青岛啤酒	47.10	0.34	11.78	40.72	3.39	2.33
600559.SH	老白干酒	12.74	-6.67	8.96	29.08	3.80	2.86
603777.SH	来伊份	13.14	-6.70	4.00	137.13	2.41	1.15
603027.SH	千禾味业	20.70	-6.71	10.76	52.68	7.49	8.57
603919.SH	金徽酒	15.00	-7.12	1.91	23.74	2.46	3.93
600197.SH	伊力特	17.60	-7.61	8.99	17.00	3.13	3.65
603886.SH	元祖股份	23.82	-8.28	2.69	21.60	4.64	2.82
002646.SZ	青青稞酒	12.22	-8.46	2.38	77.17	2.30	4.44
002481.SZ	双塔食品	6.18	-8.58	18.92	109.49	2.93	3.80
002570.SZ	贝因美	5.68	-12.62	4.71	137.90	3.18	2.25
600199.SH	金种子酒	6.39	-14.33	7.69	40.62	1.40	3.24

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 1.3 行业热点

### 1、茅台发布2019年半年报

2019年上半年，公司实现营业总收入412亿元、同比增长16.9%，归母净利润199亿元、同比增长26.2%，销售回款433.3亿元，同增25.2%，经营现金流同增35.8%。

中报业绩符合预期。2019年二季度公司营收、净利润分别同比增长11.1%

及19.6%，吨价同比上涨约3%。报告期末公司预收账款环比增7.7%，同比增23.3%，主要是由于公司要求经销商提前打三季度货款，通过增加其现金流压力及加快产品投放速度来抑制价格上涨。该举措在一定程度上促进了动销，上半年合计发货量约1.6万吨，同比增长约14%。分产品来看，2019年2季度茅台酒、系列酒收入分别同比增长12.33%及9.46%，茅台酒收入占比85.8%，同比略有提升。分渠道来看，直销收入为16亿元，占比4%，预计仅完成全年目标的约37%，上半年未放量，与我们此前的预测相符。目前公司正在对400吨茅台酒公开招3家电商直供，预计中秋国庆期间直营将提速，从而在旺季维稳价格。系列酒销量增速放缓主要是公司在整顿营销渠道，对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，上半年共减少494家。

盈利能力方面，毛利率提升，期间费用率继续下行，但预计营销费用下半年或同比提升。2019年2季度公司毛利率为91.6%，同比提升了1.03个百分点，主要是非标产品比例提升及茅台酒增长快于系列酒所致。期间费用率为12.7%，同比下降2.2个百分点，其中销售费用率为6%，同比下降1.5个百分点。但由于更换商标，公司预计2019年营销费用增84%，是营销大年，由此看来上半年相关活动及费用投放还未完全展开，下半年大概率会明显上升。2019年2季度净利润同比增长20.3%，下半年或有所下滑，但全年利润增速仍将快于收入增速。

普飞供不应求，3季度业绩可期。2019年2季度普飞一批价格不断上涨，反映出产出-需求缺口不断扩大。我们预计公司在中秋旺季之前将部署直营放量，三季度业绩增速较为确定。全年来看，考虑到投放量的增长以及产品结构的提升，我们认为公司有望超额完成收入增长目标。

## 2、公募基金公布2季度持仓数据

2019年2季度公募基金对食品饮料板块的持仓比例为17.5%，环比增加了3.2个百分点，在28个申万一级行业中排名第一。其中，白酒、大众品板块期末持仓比例分别为13.1%、4.4%，分别环比增加2.8、0.4个百分点。目前食品饮料板块处于明显超配状态，持仓比例接近历史高点。市场前十大重仓股中食品饮料板块占4位，分别为茅台（2.72%）、五粮液（1.82%）、伊利（1.35%）、老窖（0.84%）。

我们认为2季度公布基金继续增持白酒板块的主要原因有二：一是名优酒企在淡季中的表现进一步修正了机构的预期，目前基本认同核心标的增

速会有所下降，但增长依然稳健，在市场中仍具有比较优势；二是2018年4季度外资快速提升持股比例后，国内机构对白酒板块标的的价值判断产生了一定变化。虽然目前来看板块估值接近历史高点，但是名优酒企2季度普遍表现良好，随着中报的披露，PE大概率将因业绩的增长而下降，重新回归合理区间。在外资的影响下，国内机构开始以更长远的视角判断白酒公司估值的合理性，因此，我们认为板块的估值波动区间将不断收窄，且持股比例有进一步增长的空间。

#### 1.4 投资建议

茅台中报拉开了白酒板块中报业绩披露的序幕，二季度是白酒行业的传统淡季，但今年名优企业的表现较为积极，高端白酒批价持续上涨，名优品牌提价动作频发，业绩确定性较强。茅台二季度收入低于部分投资者预期主要是直营还未放量，卖方市场地位没有发生改变。预计三季度投放量仍然偏紧，但中秋旺季会提速从而平抑价格。在茅台缺货的带动下，高端、次高端白酒价格将继续受益，预计五粮液、泸州老窖上半年收入、净利润增速均在20%以上。酒鬼酒已经验证次高端的景气度，结构升级明显的名优酒企业绩会更为亮眼。建议关注业绩确定性较好、增长趋势向上的名优酒企如茅台、五粮液、老窖、古井、顺鑫、汾酒。

大众品方面，调味品二季度增速与一季度相近，乳制品两强利润增速或均提升。调味品基本面向好，预计餐饮、商超的行业累计同比均超9%，在餐饮端海天不断推进高附加值的复合调味料，中炬在快速加强建设，恒顺亦成立相关事业部；在商超渠道上，海天市占率提升明显，千禾高端产品呈现快速增长。我们认为调味品行业二季度收入端将继续延续一季度稳定增长态势，原材料价格稳定、结构升级、提质增效等因素带动利润端增长将超过收入端增长。乳制品方面，一季度伊利收入增速高于蒙牛，二季度蒙牛加强终端促销，效果较为明显。我们认为2019年上半年两强增速较为接近，均在15%左右，蒙牛利润增速将稍快于伊利。总体来说，大众品二季度马太效应加剧，建议重点关注龙头海天味业，伊利及中炬高新。

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)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
	2019/7/22				
600519.SH	贵州茅台	957.02	34.22	40.76	27.97
000858.SZ	五粮液	123.45	4.40	5.32	28.04
000568.SZ	泸州老窖	85.20	3.14	3.92	27.12

600809.SH	山西汾酒	68.26	2.20	2.75	31.03
000596.SZ	古井贡酒	119.10	4.36	5.45	27.33
000860.SZ	顺鑫农业	45.51	1.57	2.02	29.00
600887.SH	伊利股份	32.26	1.17	1.35	27.49
603288.SH	海天味业	101.90	1.95	2.32	52.35
600872.SH	中炬高新	40.30	0.94	1.18	42.86

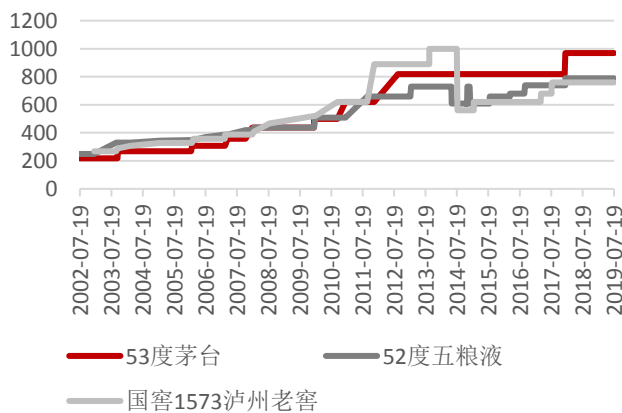
注：除泸州老窖、五粮液外，其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

## 2、数据跟踪

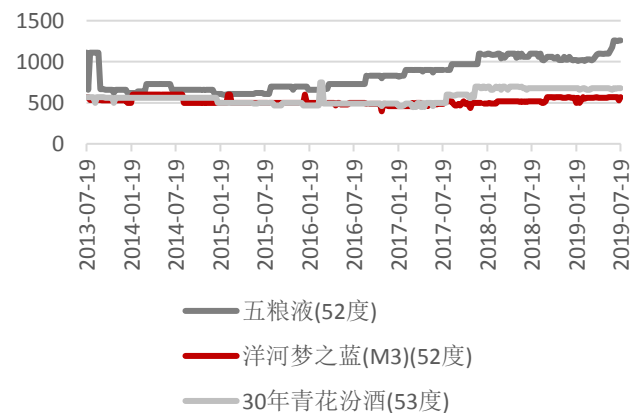
上周高端白酒一批价格保持高位，普飞大部分地区保持在2100元以上，第八代普五大多数地区维持在950元以上，老窖批价达765-780元。此外，五粮液、老窖上周均上调了终端零售价，高端白酒价格持续稳中有升。乳制品方面，7月10日全国主产区生鲜乳价格为3.58元/公斤，同比上升6.2%，环比上升0.3%。

图 4：茅台、五粮液出厂价（元/500ml）



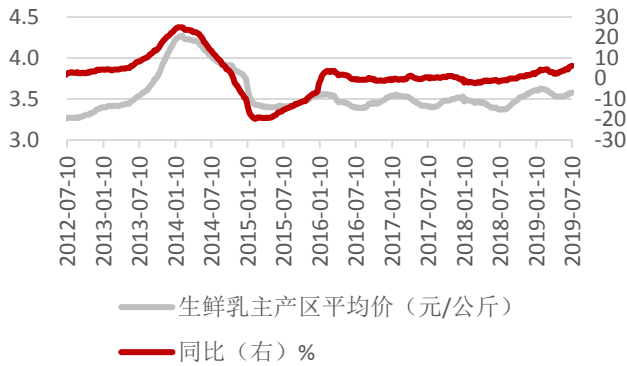
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 5：五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)



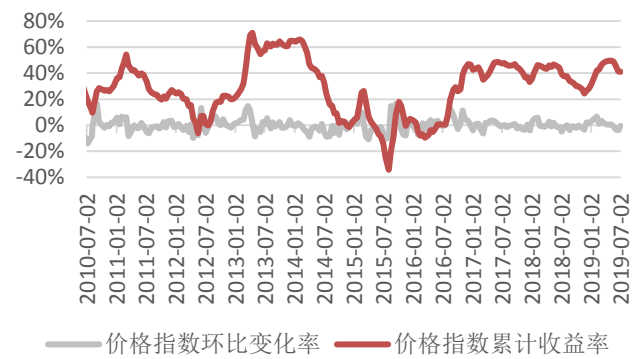
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 6: 生鲜乳价格



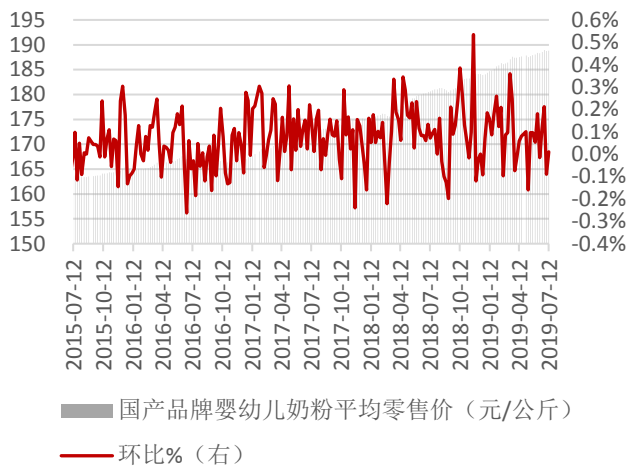
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



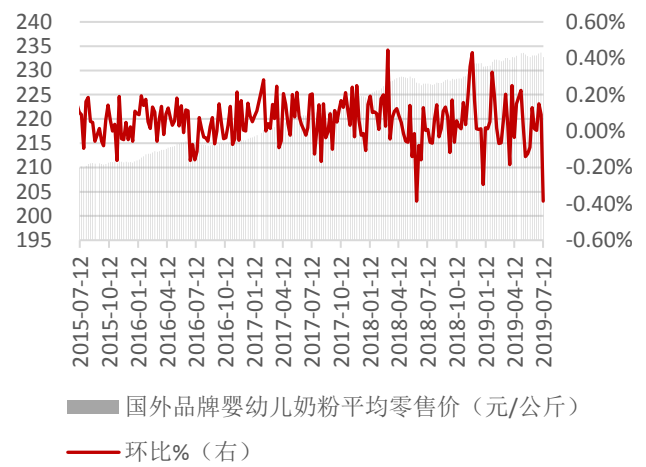
资料来源: GDT, 国开证券研究部

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