

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 白酒基本面未变，大众品关注龙头

——食品饮料行业周报

2019年7月30日

分析师：

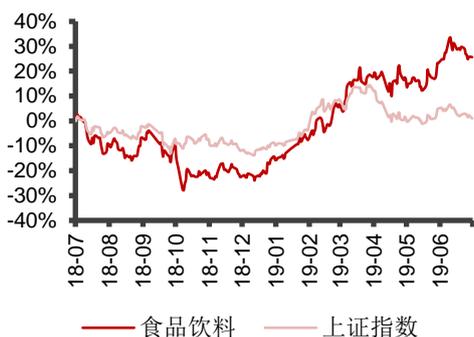
黄婧

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、二季度基金增持，中报业绩确定性较强 20190723
- 2、茅台业绩符合预期，坚守龙头标的 20190715
- 3、白酒外资比例提升，大众品龙头业绩稳定 20190624
- 4、大众食品成为避风港，专项债利好白酒板块 20190618

### 内容提要：

上周食品饮料指数下跌0.08%，落后上证综指0.62个百分点，在申万28个一级行业中排名第16。板块成交额944.5亿元，市场活跃度连续两周下降。子板块中，涨幅居前的为其他酒类、食品综合及软饮料，啤酒跌幅最大。目前，板块整体市盈率TTM为30.98倍，相对全部A股溢价率为109.54%。

**市场热点：**水井坊发布2019年半年报。上半年公司实现营业收入16.9亿元、同比增长26%，归母净利润3.4亿元、同比增长27%。公司业绩低于市场预期。高档酒营收增速有所放缓，我们认为原因有三：一是二季度税金及附加同比提升；二是营销费用率提升；三是产品结构升级趋缓。水井坊虽然是龙头公司，但与其他公司相比缺乏大本营支持，整体发展更需要费用支撑。短期来看，由于次高端白酒市场的竞争大概率仍会加剧，公司的利润增速或继续下滑。中长期看，公司近期发布了股权激励方案，动态的考核指标有望持续激发公司经营活力。此外，凭借帝亚吉欧的股东背景，公司的运营机制及发展策略有望持续受益于国际化视野，后续随着重点区域市场对品牌认知度的提升，销售达到规模效应后，利润弹性方会显现。

**投资建议：**上周白酒板块表现得较为低迷，我们认为一方面是由于水井坊的业绩引发市场对行业的担忧。另一方面，此次回调是在预期回落后对前期的补跌。我们认为，目前白酒核心个股的基本面未变，五粮液、老窖、汾酒等个股业绩大概率有较快增长，目前仅3只个股2019年PE（万得一致预期）超过30倍，价格相对合理。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，乳制品龙头市占率提升，伊利公告已完成3%的股份回购，股权激励方案或于近期出台。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。

## 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 .....      | 5 |
| 2、数据跟踪 .....        | 7 |
| 3、风险提示 .....        | 8 |

## 图表目录

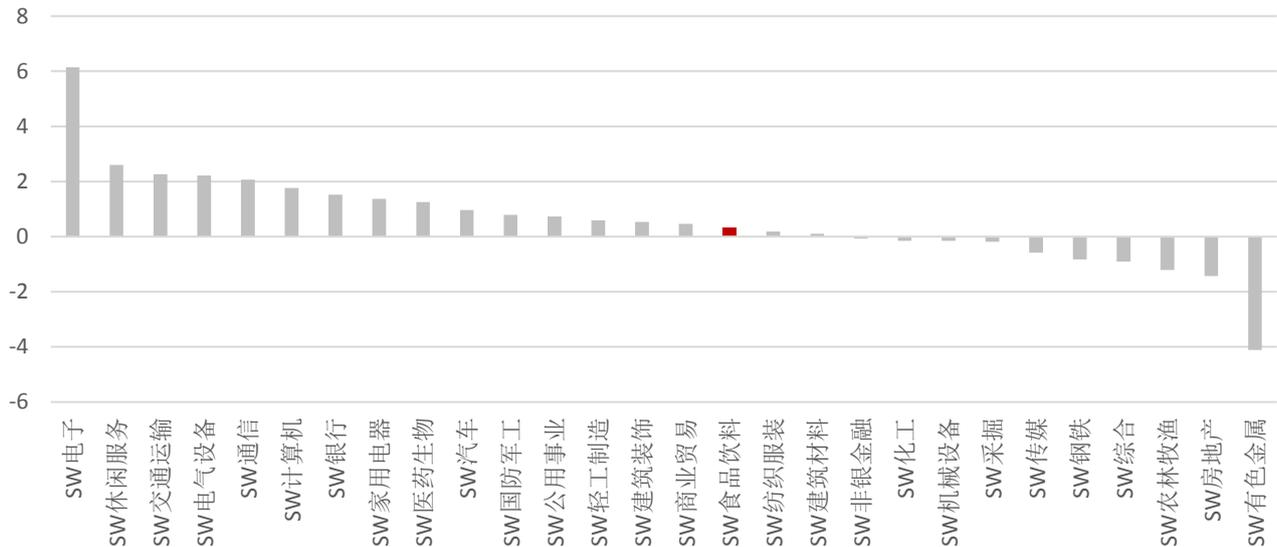
|   |   |
|---|---|
| 图 1: 上周 (2019.7.22-7.26) 申万一级行业涨跌幅 (%) .....            | 3 |
| 图 2: 上周 (2019.7.22-7.26) 食品饮料子板块涨跌幅 (%) .....           | 3 |
| 图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数) .....                              | 3 |
| 图 4: 2019 年 7 月 29 日重点白酒公司 2019 年 PE (万得一致预期) (倍) ..... | 6 |
| 图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml) .....                          | 7 |
| 图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml) .....                     | 7 |
| 图 7: 生鲜乳价格 .....  | 7 |
| 图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 .....                          | 7 |
| 图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价 .....                                 | 8 |
| 图 10: 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

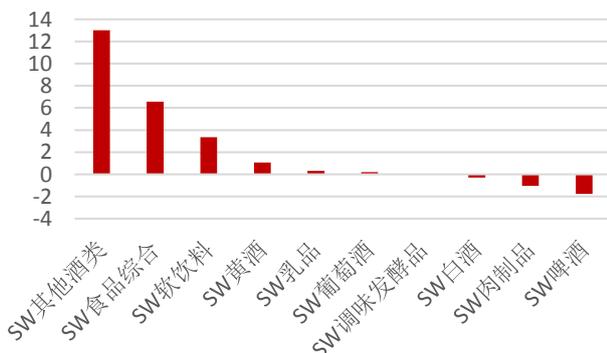
上周食品饮料指数下跌0.08%，落后上证综指0.62个百分点，在申万28个一级行业中排名第16。板块成交额944.5亿元，市场活跃度连续两周下降。子板块中，涨幅居前的为其他酒类、食品综合及软饮料，啤酒跌幅最大。目前，板块整体市盈率TTM为30.98倍，相对全部A股溢价率为109.54%。

图 1：上周（2019.7.22-7.26）申万一级行业涨跌幅（%）



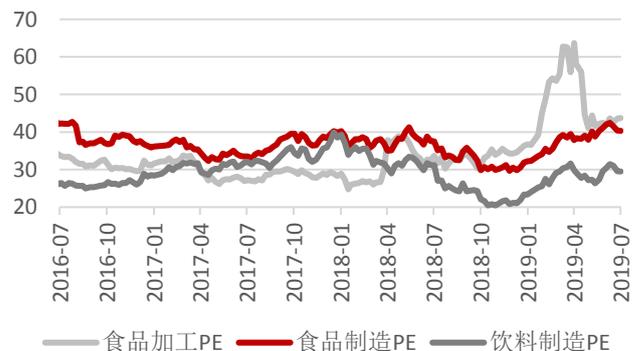
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.7.22-7.26）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42只上涨，涨幅前三名分别为ST椰岛（17.76%）、百润股份（17.72%）、妙可蓝多（11.75%），龙大肉食（-16.88%）、得利斯（-4.82%）、洋河股份（-4.51%）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<br>(元) | 周涨跌幅   | 周成交额<br>(亿元) | 市盈率 PE<br>(倍) | 市净率<br>PB (倍) | 市销率<br>PS<br>(倍) |
|-----------|-------|-------------|--------|--------------|---------------|---------------|------------------|
| 600238.SH | ST 椰岛 | 9.88        | 17.76  | 1.43         | 41.06         | 5.68          | 5.94             |
| 002568.SZ | 百润股份  | 19.53       | 17.72  | 4.01         | 55.84         | 4.96          | 7.75             |
| 600882.SH | 妙可蓝多  | 12.17       | 11.75  | 1.59         | 159.90        | 4.08          | 3.73             |
| 002732.SZ | 燕塘乳业  | 20.77       | 11.73  | 3.70         | 49.25         | 3.45          | 2.36             |
| 002481.SZ | 双塔食品  | 6.84        | 10.68  | 23.89        | 121.18        | 3.24          | 4.21             |
| 603711.SH | 香飘飘   | 34.30       | 10.50  | 4.40         | 42.51         | 6.57          | 4.19             |
| 603866.SH | 桃李面包  | 41.30       | 10.16  | 4.13         | 39.85         | 8.36          | 5.21             |
| 603517.SH | 绝味食品  | 38.42       | 6.99   | 4.28         | 32.85         | 7.20          | 4.84             |
| 603536.SH | 惠发股份  | 10.15       | 5.95   | 0.92         | 92.82         | 2.77          | 1.69             |
| 600365.SH | 通葡股份  | 5.20        | 5.26   | 1.94         | 738.01        | 2.99          | 2.04             |
| 000568.SZ | 泸州老窖  | 82.21       | -2.65  | 55.46        | 30.55         | 6.49          | 8.69             |
| 002946.SZ | 新乳业   | 14.34       | -2.85  | 2.28         | 50.27         | 6.67          | 2.39             |
| 600779.SH | 水井坊   | 47.91       | -3.08  | 11.54        | 35.92         | 21.66         | 7.38             |
| 002847.SZ | 盐津铺子  | 31.18       | -3.23  | 1.58         | 55.60         | 5.68          | 3.30             |
| 002329.SZ | 皇氏集团  | 4.53        | -3.41  | 0.95         | -6.17         | 1.77          | 1.61             |
| 002840.SZ | 华统股份  | 16.92       | -3.86  | 1.68         | 31.10         | 3.33          | 0.90             |
| 603697.SH | 有友食品  | 17.05       | -4.21  | 8.12         | 29.10         | 3.49          | 4.88             |
| 002304.SZ | 洋河股份  | 120.30      | -4.51  | 40.36        | 20.93         | 5.49          | 7.11             |
| 002330.SZ | 得利斯   | 7.30        | -4.82  | 7.17         | 280.69        | 2.72          | 1.74             |
| 002726.SZ | 龙大肉食  | 9.90        | -16.88 | 18.31        | 41.89         | 3.42          | 0.77             |

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 1.3 行业热点

水井坊发布2019年半年报。上半年公司实现营业收入16.9亿元、同比增长26%，归母净利润3.4亿元、同比增长27%；其中二季度营收、净利润分别同比增长29%、7.5%。公司业绩低于市场预期，此前市场普遍预测公司上半年净利润增长将超过30%。

高档酒营收增速有所放缓。2019年上半年，公司高档酒营收16亿元，同比增长25.69%，中档酒0.4亿元，同比增长21.13%，低档酒0.4亿元，同

比增长77.75%。虽然公司仍然保持了较高水平的增速，但2018年同期公司高档酒增速为60.19%，与之相比2019年高档酒增速回落幅度较大，且根据渠道反馈，2019年二季度公司渠道库存同比有所上升，实际销售增速回落或更为明显。我们认为这主要是由于次高端市场竞争加剧所致。面对次高端及区域龙头品牌，水井坊竞争对手较多，随着竞争的不断加剧，公司现有500元以上的单品成长性略显乏力，或需要进一步的质量提升及战略新品开发作为后续成长的动力。

净利润增长不及预期。2019年二季度公司净利润仅增长7.5%，且整个上半年公司的营收与净利润增长基本同步。我们认为净利润增速比营收下滑更为明显的原因有三：第一，二季度税金及附加达17.3%，同比提升3.1个百分点，主要与消费税税基调整有关；第二，为应对行业竞争加剧，二季度公司进行了对分销网络的扩张及终端门店的建设，销售费用率同比提升4.3个百分点至34.7%；第三，产品结构升级趋缓，中低端产品增速同比提升明显。

水井坊虽然是龙头公司，但与其他公司相比省内市场销售额仅占10%左右，缺乏大本营支持，整体发展更需要费用支撑。短期来看，由于次高端白酒市场的竞争大概率仍会加剧，公司的利润增速或继续下滑。中长期看，公司近期发布了股权激励方案，动态的考核指标有望持续激发公司经营活力。此外，凭借帝亚吉欧的股东背景，公司的运营机制及发展策略有望持续受益于国际化视野，后续随着重点区域市场对品牌认知度的提升，销售达到规模效应后，利润弹性方会显现。

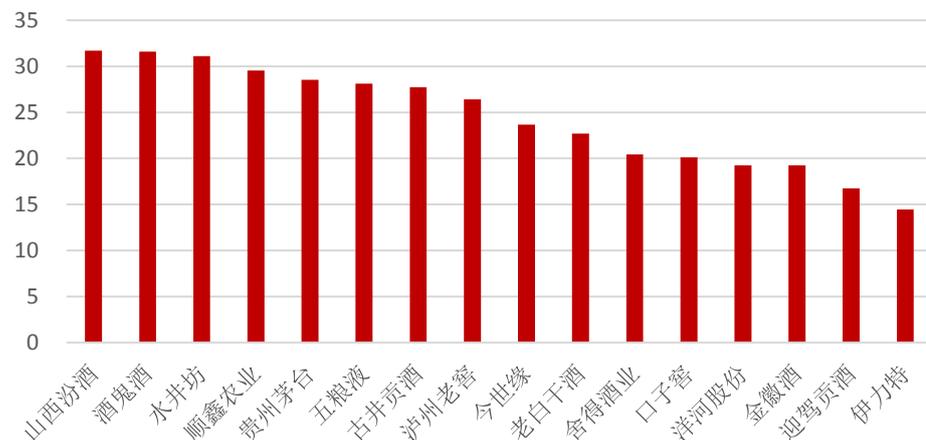
#### 1.4 投资建议

上周白酒板块表现得较为低迷，我们认为一方面是由于水井坊的业绩低于市场预期，叠加此前茅台半年业绩平平，引发市场对行业竞争加剧、业绩增速放缓的担忧。另一方面，由于业绩预期不断修正及外资的进入，前期大盘调整时白酒板块表现较为坚挺，相对全体A股的溢价率一度突破122%，此次回调是在预期回落后对前期的补跌。个股来看，股价近期较为稳定的茅台跌幅不大，而涨幅较为明显的洋河、老窖、酒鬼酒等标的下调较为明显。我们认为，目前白酒核心个股的基本面未变，五粮液、老窖、汾酒等个股业绩大概率有较快增长，目前仅3只个股2019年PE（万得一致预期）超过30倍，价格相对合理。综上，建议继续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，调味品基本面向好，预计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，龙头上半年市占率继续提升。此外伊利股份已经完成3%的股份回购，均价31.67%，预计股权激励方案即将出台，有利于公司的长期发展。总体来说，大众品二季度马太效应加剧，建议重点关注龙头伊利、海天味业及中炬高新。

图 4: 2019 年 7 月 29 日重点白酒公司 2019 年 PE (万得一致预期) (倍)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

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 |
|      | 2019/7/29 |                |       |        |       |
| 贵州茅台 | 976.41    | 34.95          | 39.89 | 27.94  | 24.48 |
| 五粮液  | 123.75    | 4.40           | 5.31  | 28.10  | 23.28 |
| 泸州老窖 | 82.93     | 3.14           | 3.92  | 26.40  | 21.15 |
| 山西汾酒 | 69.62     | 2.20           | 2.74  | 31.68  | 25.39 |
| 顺鑫农业 | 46.36     | 1.57           | 2.03  | 29.52  | 22.87 |
| 古井贡酒 | 120.81    | 4.36           | 5.45  | 27.72  | 22.15 |
| 伊利股份 | 32.24     | 1.17           | 1.35  | 27.47  | 23.88 |
| 海天味业 | 101.09    | 1.95           | 2.32  | 51.93  | 43.61 |
| 中炬高新 | 41.38     | 0.94           | 1.18  | 43.95  | 35.06 |

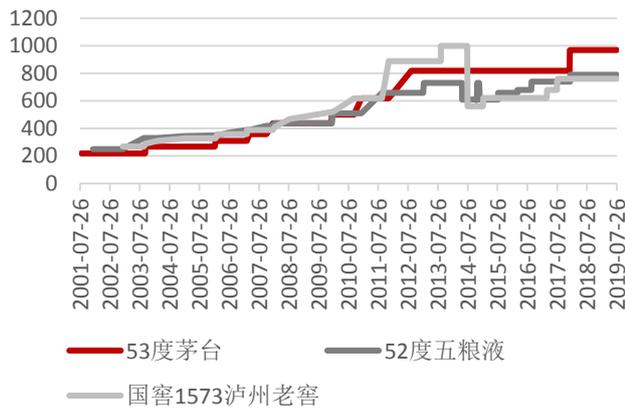
注: 除茅台、泸州老窖、五粮液外, 其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。茅台、泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源: Wind, 国开证券研究部

## 2、数据跟踪

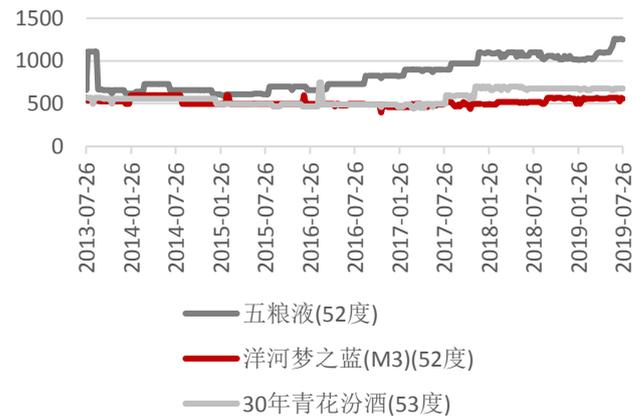
上周高端白酒一批价格保持高位，普飞一批价普遍上涨50元以上，多数地区达到2300元左右，略超预期。预计中秋国庆旺季之前公司直营及团购渠道将放量，批价增长或趋缓。五粮液方面，八代普五全面投放市场，目前一批价基本稳定在959元，终端标价1199元，渠道多数仍以团购为主。国窖终端价格有所上移，上海、北京成交价格在900元左右，促销有所增加。乳制品方面，7月17日全国主产区生鲜乳价格为3.58元/公斤，同比上升6.2%，环比持平。

图 5：茅台、五粮液出厂价（元/500ml）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 6：五粮液、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 7：生鲜乳价格



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 8：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 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价

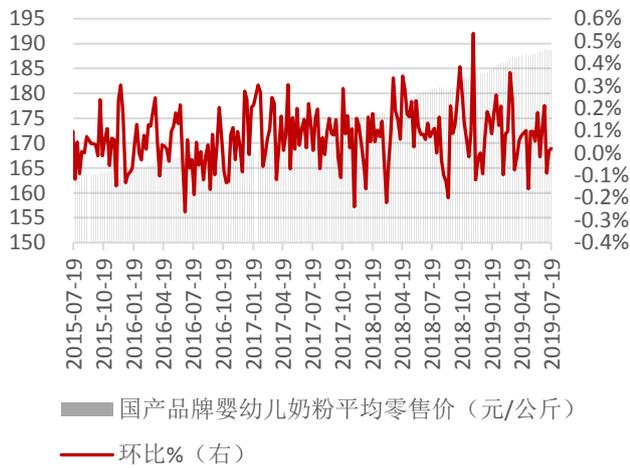
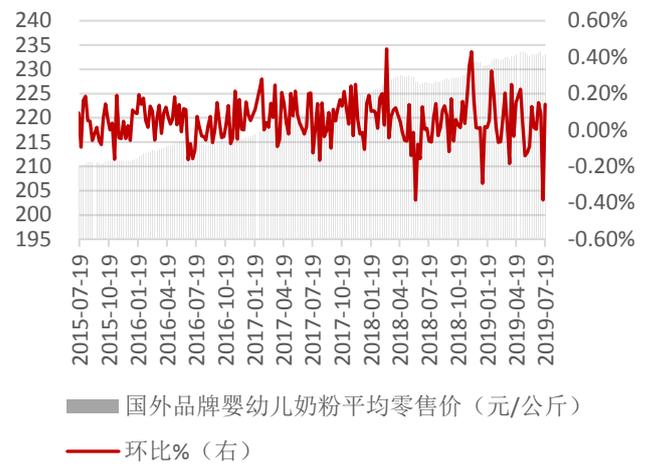


图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价



资料来源：WIND，国开证券研究部

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