

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

名优白酒仍处涨价期，关注后续吨价及动销

——食品饮料行业周报

2019年8月5日

分析师：

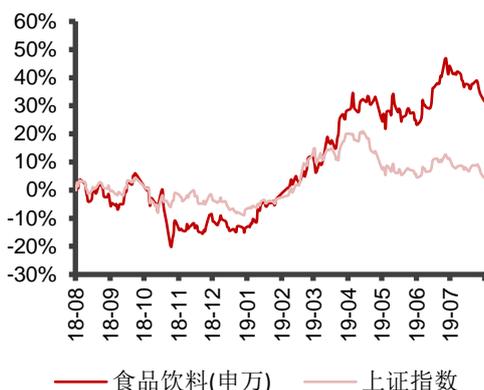
黄婧

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



内容提要：

上周食品饮料指数下跌2.86%，落后上证综指0.26个百分点，在申万28个一级行业中排名第20。板块成交额870.65亿元，市场活跃度连续三周下降。子板块中，仅有其他酒类上涨，软饮料及白酒跌幅较小，食品综合跌幅最大。目前，板块整体市盈率TTM为30.08倍，相对全部A股溢价率为108.02%。

市场热点：1、茅台批价再次超预期，直营落地。由于价格不断超预期上涨，公司的直营加速推进。上周茅台直营招标落地，华润万家、大润发、物美中标全国配额，另有三家贵州商超中标省内配额。直营投放加速叠加公司在政策、财务等方面对经销商施压，中秋旺季普飞一批价存在小幅回落的可能。**2、今世缘中报符合预期，洋河控货调结构。**今世缘2019年上半年营收、净利润分别同比增长29%、25%，收入快速增长主要得益于高端产品的放量，利润增速小于收入增速主要是受到消费税调整的影响，省内市场占有率提升。洋河5月份进行了控货，预计二季度业绩或同比出现负增长，但产品结构明显提升。若能在中秋旺季前降低库存，今年业绩或能实现增长目标。

投资建议：目前行业处于涨价期毋庸置疑，但是与以往不同的地方在于茅台的产量中长期几乎没有增长空间。我们判断行业新一轮上升期仍未正式启动，名优酒企的营收、净利润增速经历了2015-18年三年恢复性上升后将普遍回落。但茅台供需紧张在5年之内很难改变，在此期间能保持整体吨价提升、动销良性的公司，其业绩确定性仍然在市场上具有比较优势。总体来说，行业处于一个马太效应加剧，挤出效应明显的阶段，需持续关注公司的吨价及动销走势。建议继续关注核心标的，包括茅五泸、古井、顺鑫、汾酒等。大众品方面，在当前经济形势较为复杂的情况下，建议重点关注规模较大、需求稳定的行业龙头，如伊利、海天味业及中炬高新。

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。

行业评级

中性

相关报告

- 1、白酒基本面未变，大众品关注龙头 20190730
- 2、二季度基金增持，中报业绩确定性较强 20190723
- 3、茅台业绩符合预期，坚守龙头标的 20190715
- 4、白酒外资比例提升，大众品龙头业绩稳定 20190624

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

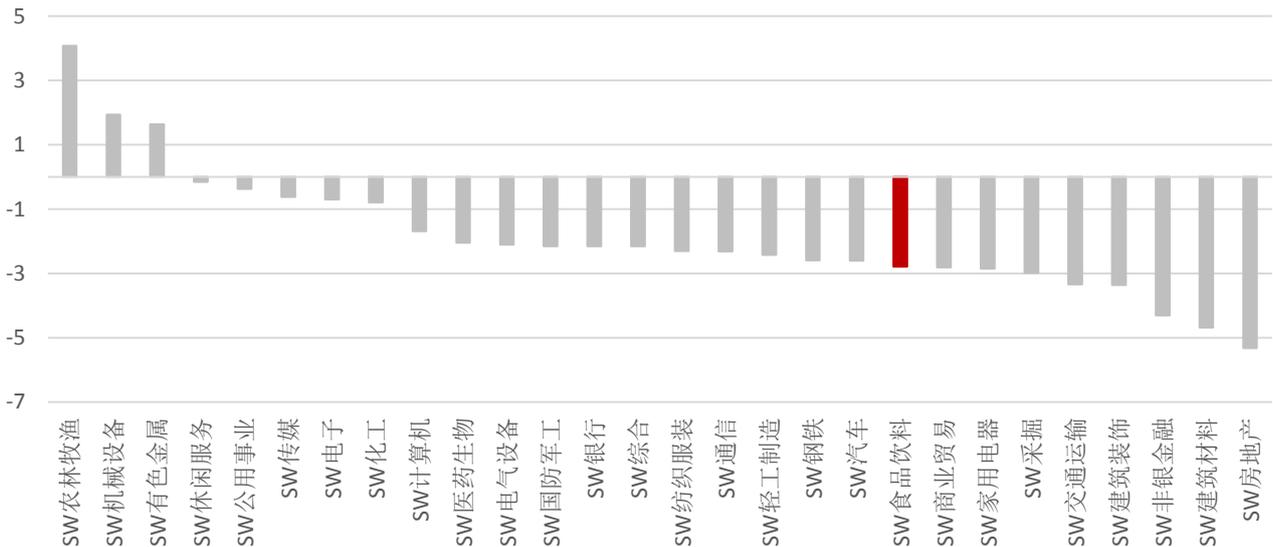
图 1: 上周 (2019.7.29-8.2) 申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周 (2019.7.29-8.2) 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 2019 年 8 月 5 日重点白酒公司 2019 年 PE (万得一致预期) (倍)	6
图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)	7
图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)	7
图 7: 生鲜乳价格	8
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	8
图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	8
图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	8
表 1: 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	7

1、上周市场回顾与投资建议

1.1 食品饮料板块走势

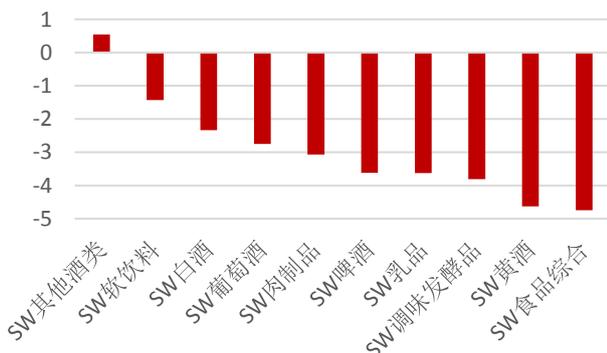
上周食品饮料指数下跌2.86%，落后上证综指0.26个百分点，在申万28个一级行业中排名第20。板块成交额870.65亿元，市场活跃度连续三周下降。子板块中仅有其他酒类上涨，软饮料及白酒跌幅较小，食品综合跌幅最大。目前，板块整体市盈率TTM为30.08倍，相对全部A股溢价率为108.02%。

图 1：上周（2019.7.29-8.2）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（2019.7.29-8.2）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11只上涨，涨幅前三名分别为金字火腿（5.08%）、百润股份（4.20%）、香飘飘（3.88%），涪陵榨菜（-17.71%）、恒顺醋业（-9.28%）、元祖股份（-8.97%）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)
002515.SZ	金字火腿	5.17	5.08	3.58	1106.69	3.85	13.25
002568.SZ	百润股份	20.35	4.20	4.17	58.19	5.17	8.08
603711.SH	香飘飘	35.63	3.88	3.77	44.16	6.82	4.35
000752.SZ	*ST 西发	4.17	2.21	0.38	-2.52	3.12	3.63
600084.SH	*ST 中葡	2.25	1.81	0.46	-21.00	1.15	8.44
300146.SZ	汤臣倍健	19.00	1.55	11.36	23.97	4.85	5.42
600882.SH	妙可蓝多	12.33	1.31	3.05	162.00	4.13	3.78
600186.SH	*ST 莲花	1.68	0.60	0.48	-5.19	-5.25	1.06
002732.SZ	燕塘乳业	20.88	0.53	3.47	49.51	3.47	2.38
603866.SH	桃李面包	41.51	0.51	2.03	40.06	8.40	5.24
002570.SZ	贝因美	5.32	-6.50	1.37	129.16	2.98	2.11
002650.SZ	加加食品	3.58	-6.53	2.40	35.35	1.85	2.28
002481.SZ	双塔食品	6.38	-6.73	26.16	113.03	3.03	3.93
603027.SH	千禾味业	19.98	-6.81	9.16	50.85	7.23	8.27
002330.SZ	得利斯	6.80	-6.85	4.75	261.46	2.54	1.62
603696.SH	安记食品	9.39	-7.40	1.60	52.71	3.94	5.68
002304.SZ	洋河股份	109.62	-8.88	57.74	19.07	5.01	6.48
603886.SH	元祖股份	21.61	-8.97	2.25	20.26	4.07	2.50
600305.SH	恒顺醋业	14.95	-9.28	17.06	36.90	5.82	6.68
002507.SZ	涪陵榨菜	23.10	-17.71	24.72	27.16	7.07	9.41

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

1、茅台批价再次超预期，直营落地

飞天茅台“国酒茅台”商标更换为“贵州茅台”已有一个月，一批及终端价格继续坚挺，部分地区一批价仍超过2300元，经销商惜售心态强烈，超过市场预期。由于价格不断超预期上涨，公司的直营也在加速推进中。上周茅台直营招标落地，华润万家、大润发、物美中标全国配额，另有三家贵州商超中标省内配额，此次配额共计600吨。从物美披露的预售公

告来看，茅台酒将以1499元的零售价出售，购买条件也较为严格，需要消费积分兑换，并对购买其他产品次数及金额有要求，且不参与任何优惠活动。直营的加速落地符合我们的预期，预计与知名电商、机场高铁站点的直营合作有望在近期陆续展开。虽然此次直营落地的配额仅为600吨，预计占全年总销量的4.6%，无法解决市场供给紧缺问题，单一政策对市场价格影响有限，但随着自营店、商超以及团购渠道逐步放货，叠加公司在政策、财务等方面对经销商施压，中秋旺季一批价存在小幅回落的可能，但估计下降至2000元/瓶以下为小概率事件。

2、今世缘中报符合预期，洋河控货调结构

今世缘披露上半年业绩，收入、净利润分别同比增长29.45%、25.23%，业绩增速与全年指引一致，符合市场预期。我们认为公司收入继续维持快速增长主要得益于国缘等特A+产品的快速放量。利润增速小于收入增速，主要是受到消费税调整的影响，由于公司2019年4月25日对国缘系列产品提价，下半年毛利率及利润大概率提升。预收账款同比增长近30%，经销商打款积极。另外值得注意的是，上半年公司在南京市场的增速达49%，省内市场占有率提升。

洋河方面，由于省内竞争压力加剧，公司5月份进行了控货，预计二季度业绩或同比出现负增长。产品结构方面，公司透露上半年梦之蓝销量实现正增长，销售额梦之蓝>天之蓝>海之蓝，和去年顺序对调，结构明显提升。近期公司刘总出任新一届销售领导，一线经验丰富、作风务实。上任后将尽快理清各个市场情况，争取在8月15号之前解决库存高企的问题，尽量不影响旺季销售。我们认为公司目前省内压力较大，经销商信心有所下降，若能在中秋旺季前降低库存，调整考核机制并提高渠道推力，今年业绩或能实现增长目标。

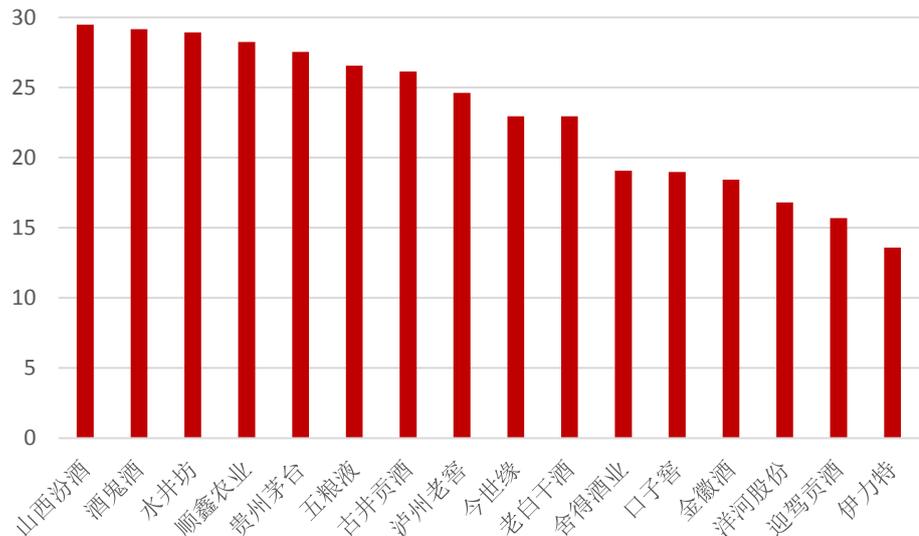
1.4 投资建议

主要产品的一批及终端价格变动是判断白酒行业景气度的重要指标。目前，普飞批价不断超预期上涨，五粮液、国窖价格稳步跟随，其他名优酒企淡季积极挺价，行业处于涨价期毋庸置疑。近半年板块估值上涨的一个重要原因就是名酒的普遍涨价修复了市场的悲观情绪。但是我们认为此次涨价与以往逻辑不同的地方在于茅台的产量中长期几乎没有增长空间。以往两次行业上行期中，我们都看到了龙头企业的量价齐升，但

是此次茅台价格快速上涨，产量无法提升导致的生产需求缺口加大占主要因素，且由于普飞下一次的成品产量明显增长将会出现在2025年，市场对缺口长期存在有较强预期。我们判断行业新一轮上升期仍未正式启动，名优酒企的营收增速经历了2015-18年三年恢复性上升后将普遍回落，而竞争加剧、消费税调整会使净利润增速下降得更为明显。但因为茅台供需紧张在5年之内很难改变(如果改变一定会有比较明确的事件改变了市场需求)，因此若其它名优酒企能够借机持续提升整体吨价(包括产品提价及结构升级)，并能保持动销良性，业绩确定性仍然在市场上具有比较优势。总体来说，行业处于一个马太效应加剧，挤出效应明显的阶段，需持续关注公司的吨价及动销走势。目前核心白酒公司的2019年PE均在25-30倍，较为合理，建议继续关注核心标的，包括茅五泸、古井、顺鑫、汾酒等。

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。总体来说，在当前经济形势较为复杂的情况下，建议重点关注规模较大、需求稳定的行业龙头，如伊利、海天味业及中炬高新。

图 4: 2019 年 8 月 5 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)		
		2019/8/5	2019E	2020E	2019E	2020E
600519.SH	贵州茅台		942.43	34.95	39.89	26.97
000858.SZ	五粮液		116.95	4.40	5.31	26.56
000568.SZ	泸州老窖		77.31	3.14	3.92	24.61
600809.SH	山西汾酒		64.78	2.20	2.74	29.48
000860.SZ	顺鑫农业		44.34	1.57	2.03	28.24
000596.SZ	古井贡酒		113.94	4.36	5.45	26.15
600887.SH	伊利股份		30.81	1.17	1.35	26.25
603288.SH	海天味业		95.28	1.95	2.32	48.93
600872.SH	中炬高新		38.79	0.94	1.18	41.25

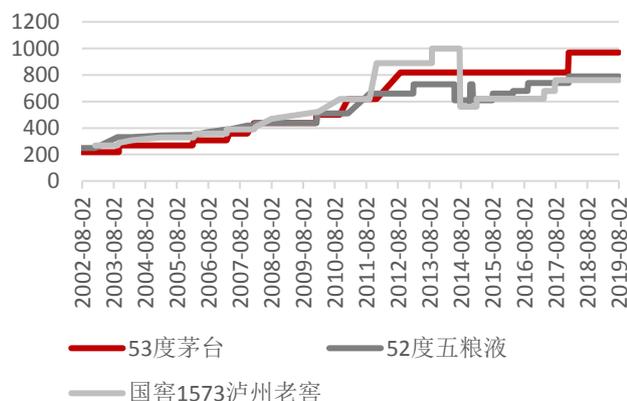
注: 除茅台、泸州老窖、五粮液外, 其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。茅台、泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、数据跟踪

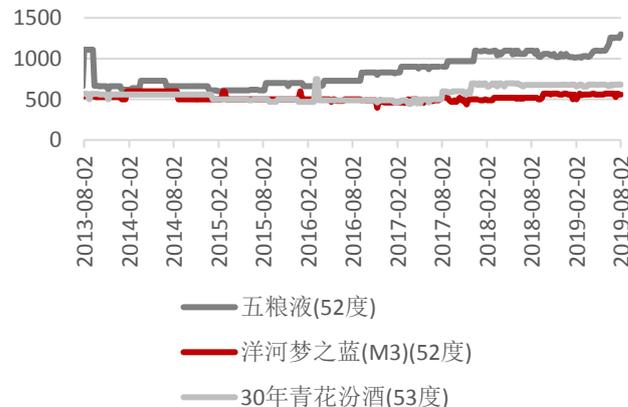
上周高端白酒一批价格继续提升, 普飞一批价多数地区达到2300元左右, 略超预期。一批价保持在960元左右, 8月1日起零售价从1199元上调至1399元, 终端实际接受度有待进一步观察。国窖一批价上涨至790元左右, 同时, 上周国窖1573发出提价通知, 52度、38度计划外提价30元/瓶, 8-9月52度和38度国窖经典装减少30%的配额, 旺季之前控货提价。乳制品方面, 7月24日全国主产区生鲜乳价格为3.59元/公斤, 同比上升6.2%, 环比上升0.3%。

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



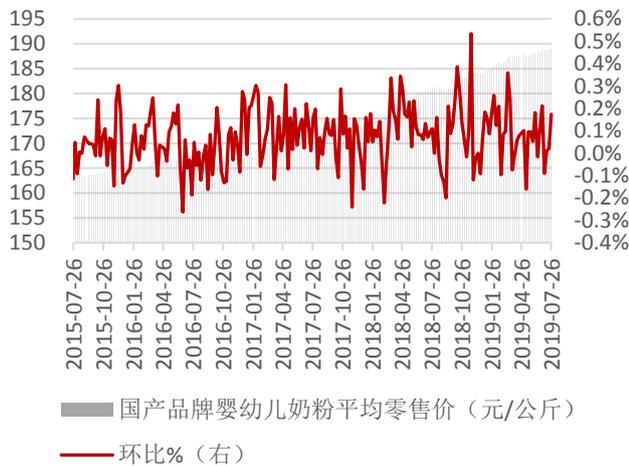
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



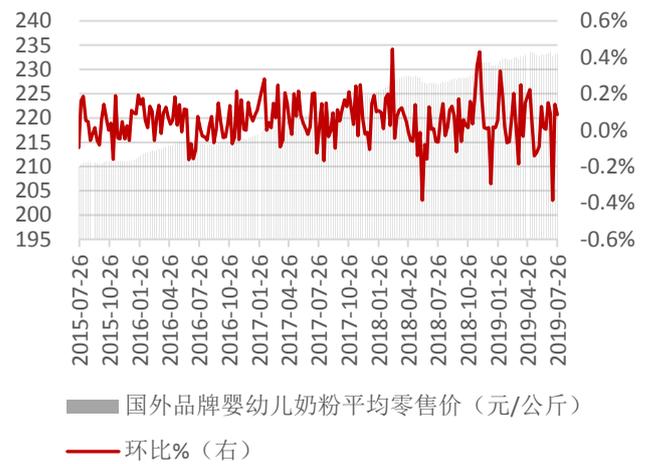
资料来源: GDT, 国开证券研究部

图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

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

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