

# 食品饮料

## 本周专题：高端酒量价的再思考

上周，茅台事件频出，8月7日晚，茅台股份公司召开市场工作会，时隔两年再谈价格问题。8月9日，茅台发布公告明确关联交易方案，交易方案的快速落地亦表现出公司对于中秋控价放量的决心。2015年以来，高端白酒无论从品牌影响力到业绩表现均十分亮眼，股价也一路走高，本次我们尝试对高端酒的量价进行一些再思考。

**宏观层面：高端酒景气度的背后是经济的发展，国运影响消费升级的速度。** 高端酒的价格弹性较大，在经济的上行周期，其价格的上涨幅度较大。如果我们将PPI和茅台终端价增速做复盘分析，可以发现，其同步性较强。2019上半年PPI小幅上涨，茅台价格也一路走高，而值得注意的是，7月PPI同比小幅下滑(-0.3%)。回顾7月茅台价格在供需关系的作用下，批价上涨至2300元，出现了跟宏观指标的小幅背离。若茅台后续在放量的背景下，价格有望小幅回落。行业调整初期，龙头的估值溢价明显。

**行业层面：行业挤压式增长，酒企出清速度超预期。** 中国经济从高速发展阶段向平稳发展过度，集中度提升在很多行业中演绎，而白酒行业的出清速度是比较快的。2016年中国白酒行业销量达到峰值水平(1306万吨)。2018年白酒总销量为855万吨，同比下降26%；2019上半年销量保持了较快的下降速度(同比下降21%)。从企业数量来看，2018年底中国白酒行业规模以上酒企共1445家，2019年5月降至1175家。

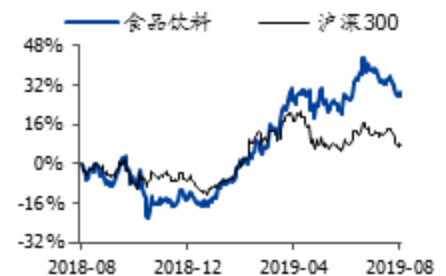
**品牌酒企充分受益，高端酒表现亮眼。** 中小酒企和品牌酒企的处境可谓冰火两重天，一面是行业产能出清，中小企业入不敷出，一面是品牌酒企量价齐升，业绩连续三年高增长。白酒行业在挤压式增长的背景下，品牌酒企充分受益。消费者“少喝酒，喝好酒”的观念日益形成，若以销量计算，飞天茅台、五粮液、国窖1573销量占白酒总销量的比例仅为0.7%。随着消费升级的进行和品牌集中度的进一步提升，高端白酒的景气度有望保持在较高水平。

**投资建议：白酒方面：时间换空间，静待估值切换。** 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。**

**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】本周专题：茅五估值差的探讨：本周专题：茅五估值差的探讨》2019-07-29
- 2、《【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
- 3、《【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：高端酒量价的再思考.....	4
2、本周食品饮料板块综述.....	6
2.1 外资持股数据更新：.....	6
3、近期报告汇总.....	8
3.1 行业/公司深度.....	8
3.2 中报点评.....	10
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.....	14
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.....	18

## 图表目录

图表 1: 茅台与五粮液批价变化情况 (单位: 元).....	4
图表 2: 2014 年至今茅台与五粮液年度批价涨跌幅.....	4
图表 3: 茅台终端价增速与 PPI 的对比.....	5
图表 4: 36 大中城市白酒平均价格:高档白酒 (单位: 元).....	5
图表 5: 36 大中城市白酒平均价格:中低档白酒 (单位: 元).....	5
图表 6: 中国白酒销量统计 (单位: 万吨).....	6
图表 7: 茅台与五粮液销量统计 (单位: 吨).....	6
图表 8: 茅台沪港通持股.....	6
图表 9: 五粮液沪港通持股.....	6
图表 10: 泸州老窖沪港通持股.....	7
图表 11: 洋河股份沪港通持股.....	7
图表 12: 山西汾酒沪港通持股.....	7
图表 13: 水井坊沪港通持股.....	7
图表 14: 伊利股份沪港通持股.....	7
图表 15: 涪陵榨菜沪港通持股.....	7
图表 16: 中炬高新沪股通持股比例.....	8
图表 17: 绝味食品沪股通持股.....	8
图表 18: 重点公司公告.....	13
图表 19: 下周重要事项.....	15
图表 20: 年初至今各行业收益率 (%).....	15
图表 21: 一周以来各行业收益率 (%).....	15
图表 22: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%).....	16
图表 23: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%).....	16
图表 24: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	16
图表 25: 白酒行业市盈率相对上证综指指数.....	16
图表 26: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	17
图表 27: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	17
图表 28: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤).....	17

---

图表 29: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨) .....	17
图表 30: 全国黄玉米二等价格 (元/吨) .....	18
图表 31: 猪肉价格.....	18
图表 32: 大豆价格.....	18
图表 33: 玻璃价格.....	18

## 1、本周专题：高端酒量价的再思考

茅台作为白酒行业的风向标，其量价政策的变动一直是投资者关注的重点。上周，茅台事件频出，8月7日晚，茅台股份公司召开市场工作会，时隔两年再谈价格问题，一方面加大中秋国庆投放量（集中投放7400吨），另一方面再次组建督查工作组，对茅台酒市场和价格实施“督查制度”。8月9日，茅台发布公告明确关联交易方案，交易方案的快速落地亦表现出公司对于中秋控价放量的决心。

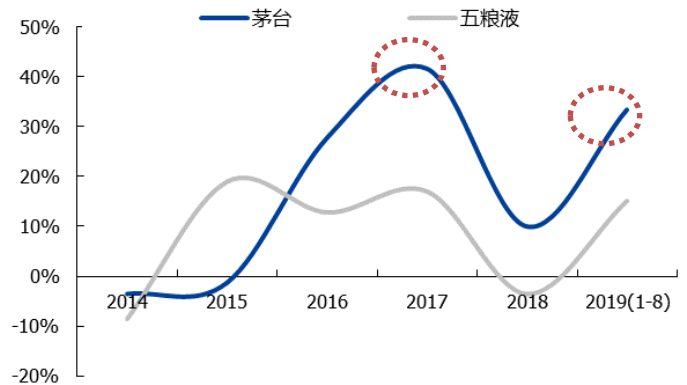
年初以来，在供需关系的作用下，茅台的批价水平从1600元一路飙涨至2300元，与此同时，由于金融属性的存在，囤货亦催化了茅台的批价快速上涨。此次公司的控价措施可谓“及时雨”，一方面，价格的大幅上涨会在一定程度上抑制饮用需求，需要时间消化；另一方面，稳价格对于行业良性发展亦有正面的影响。2015年以来，高端白酒无论从品牌影响力到业绩表现均十分亮眼，股价也一路走高。原先从宏观、行业和公司层面对高端酒行业进行过分析（详见文章《白酒行业研究笔记》），本次我们尝试对高端酒的量价进行一些再思考。

图表 1: 茅台与五粮液批价变化情况 (单位: 元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2014年至今茅台与五粮液年度批价涨跌幅

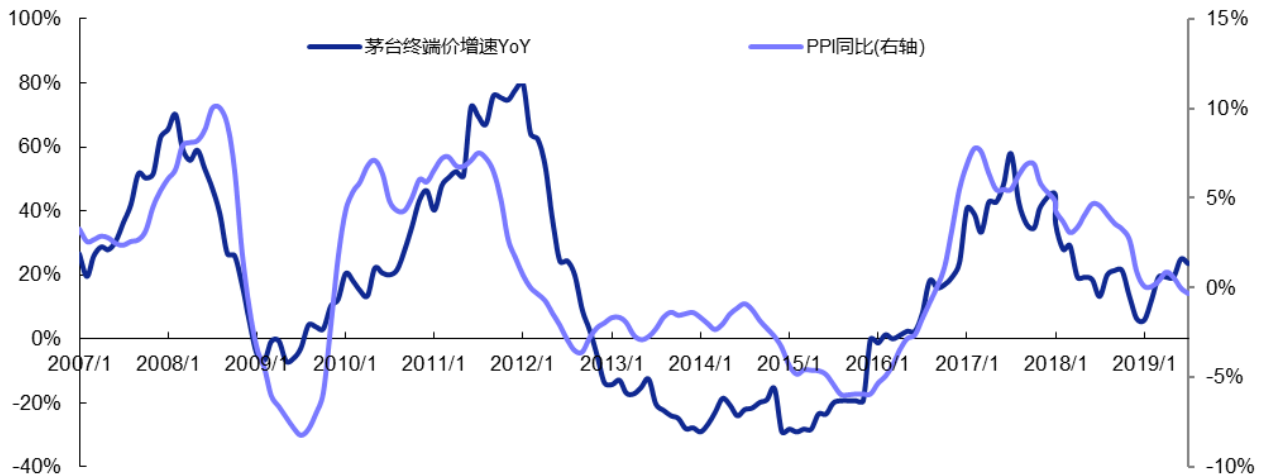


资料来源: wind, 国盛证券研究所

高端酒与经济的相关性较强，所以在过去的论述中，我们往往将白酒行业（尤其是高端酒）归结为消费品中的周期品。而在行业层面，近年来白酒行业的加速出清，对品牌酒企亦有正面影响，叠加了行业发展阶段的影响之后，我们是否应该辩证的看待高端白酒的周期性。

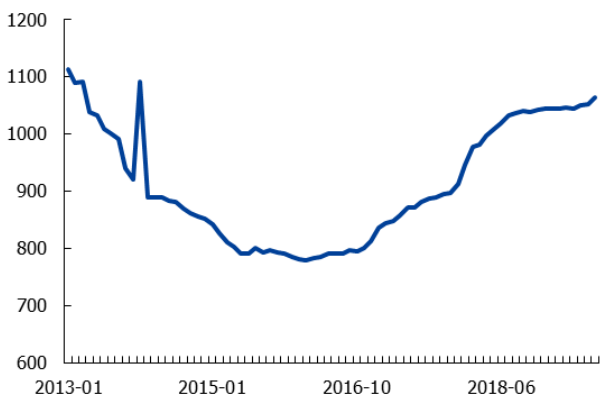
**宏观层面：高端酒景气度的背后是经济的发展，国运影响消费升级的速度。** 高端酒的消费场景与中低端酒有所差异，所以其价格的决定因素亦有所不同。高端酒的价格弹性较大，在经济的上行周期，其价格的上涨幅度较大，中低端酒的价格较为平稳，随着通胀水平温和上涨。如果我们将 PPI 和茅台终端价增速做复盘分析，可以发现，其同步性较强。2019 上半年 PPI 小幅上涨，茅台价格也一路走高，而值得注意的是，7 月 PPI 同比小幅下滑 (-0.3%)。回顾 7 月茅台价格在供需关系的作用下，批价上涨至 2300 元，出现了跟宏观指标的小幅背离。若茅台后续在放量的背景下，价格有望小幅回落。

图表 3: 茅台终端价增速与 PPI 的对比



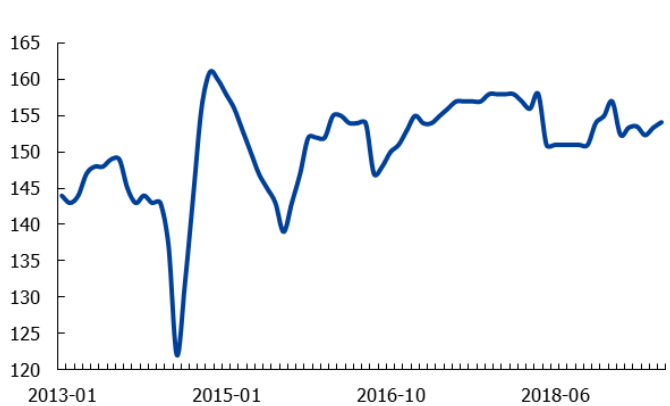
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 36 大中城市白酒平均价格:高档白酒 (单位: 元)



资料来源: 国家发改委, wind, 国盛证券研究所

图表 5: 36 大中城市白酒平均价格:中低档白酒 (单位: 元)

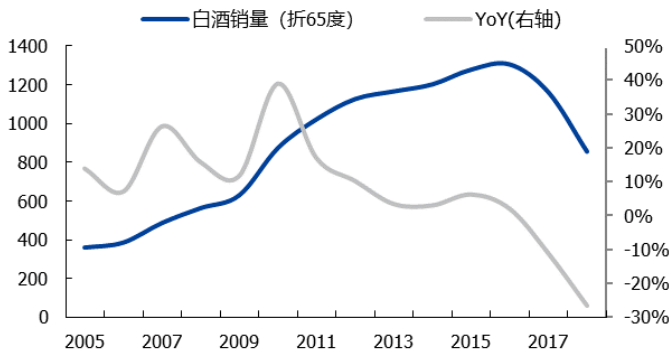


资料来源: 国家发改委, wind, 国盛证券研究所

**行业层面: 行业挤压式增长, 酒企出清速度超预期。** 中国经济从高速发展阶段向平稳发展过度, 集中度提升在很多行业中演绎, 而白酒行业的出清速度是比较快的。根据国家统计局数据, 2016 年中国白酒行业销量达到峰值水平(1306 万吨), 随后销量开始下降, 且下降速度较快。2018 年白酒总销量为 855 万吨, 同比下降 26%; 2019 上半年销量保持了较快的下降速度(同比下降 21%), 若以此速度推算, 2019 年中国白酒的销量将下降至 680 万吨左右。从企业数量来看, 2018 年底中国白酒行业规模以上酒企(收入 2000 万元以上)共 1445 家, 2019 年 5 月降至 1175 家, 5 个月内减少了 270 家。前段时间亦有投资人对白酒行业未来加税可能性的讨论, 从目前中小酒企的处境来看, 大规模加税的可能性较小; 若全行业提高税收, 将进一步加速产业的出清, 对于品牌酒企来说, 未尝不是一种利好。

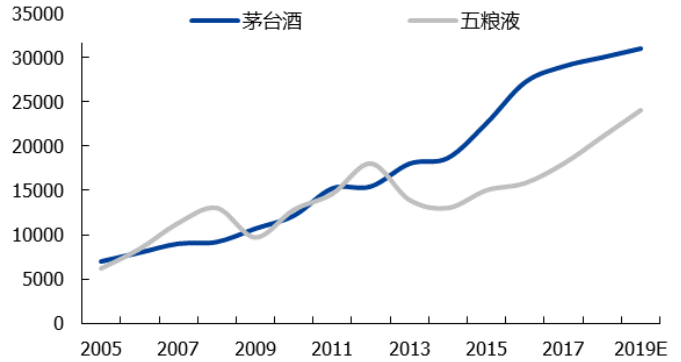
**品牌酒企充分受益, 高端酒表现亮眼。** 中小酒企和品牌酒企的处境可谓冰火两重天, 一面是行业产能出清, 中小企业入不敷出, 一面是品牌酒企量价齐升, 业绩连续三年高增长。白酒行业在挤压式增长的背景下, 品牌酒企充分受益。消费者“少喝酒, 喝好酒”的观念日益形成, 若以销量计算, 飞天茅台、五粮液、国窖 1573 销量占白酒总销量的比例仅为 0.7%, 即便加上剑南春、梦之蓝等次高端产品, 销量占比仍不到 2%。随着消费升级的进行和品牌集中度的进一步提升, 高端白酒的景气度有望保持在较高水平。

图表 6: 中国白酒销量统计 (单位: 万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 7: 茅台与五粮液销量统计 (单位: 吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

## 2、本周食品饮料板块综述

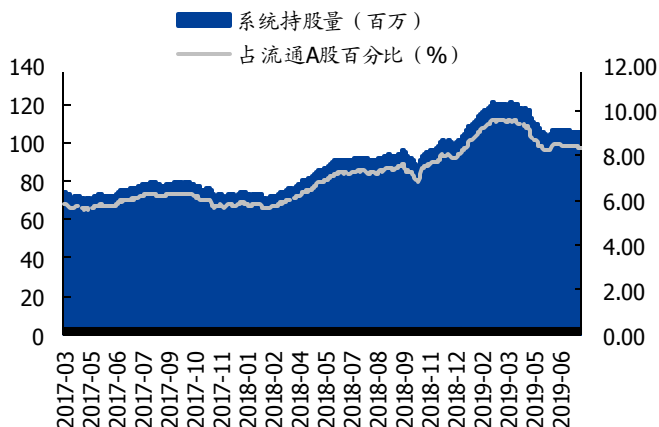
本周板块综述:

本周 (08/03-08/09) 上证指数下滑 3.25%, 深证成指下滑 3.74%, 食品饮料板块下滑 2.16%, 在申万 28 个子行业中排名第 4 位。子板块中软饮料涨幅最大, 为 1.89%。(调味发酵乳 0.50% > 白酒 -0.33% > 啤酒 -0.42% > 软饮料 -3.42% > 黄酒 -3.85% > 葡萄酒 -4.25% > 肉制品 -6.88% > 乳制品 -11.20%)。

个股涨幅前五位分别是: 桃李面包 (7.06%)、双塔食品 (6.58%)、迎驾贡酒 (4.56%)、顺鑫农业 (4.51%)、安井食品 (3.69%); 跌幅前五位分别是: ST 椰岛 (-14.55%)、唐人神 (-14.48%)、科迪乳业 (-13.23%)、伊力特 (-13.02%)、伊利股份 (-12.01%)。

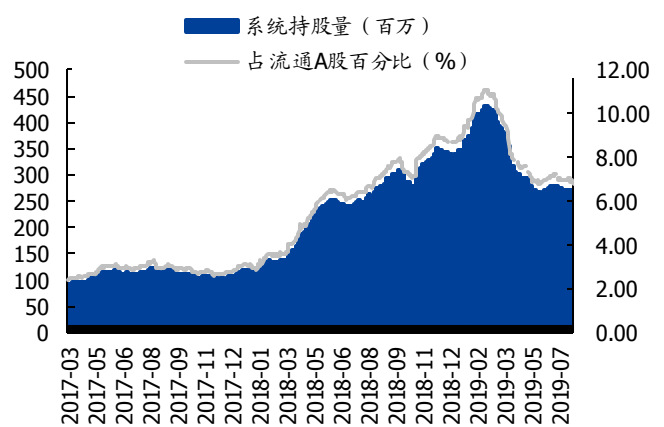
### 2.1 外资持股数据更新:

图表 8: 茅台沪股通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

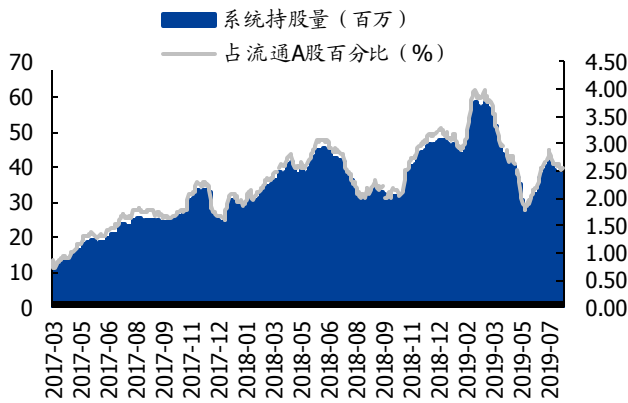
图表 9: 五粮液沪股通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

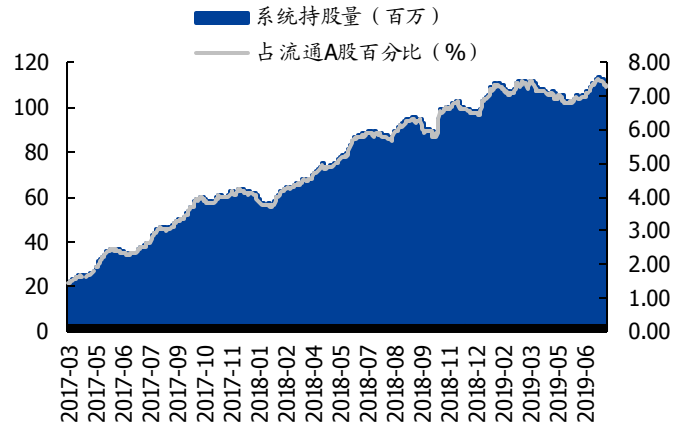


图表 10: 泸州老窖沪港通持股



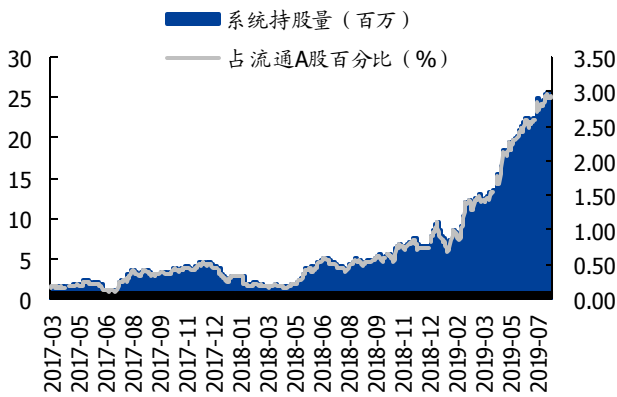
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 洋河股份沪港通持股



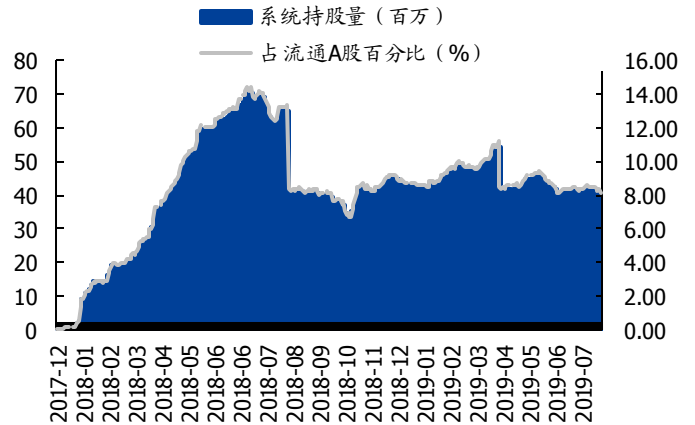
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 山西汾酒沪港通持股



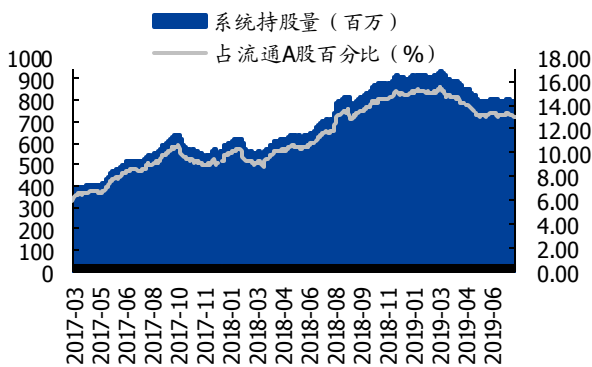
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 水井坊沪港通持股



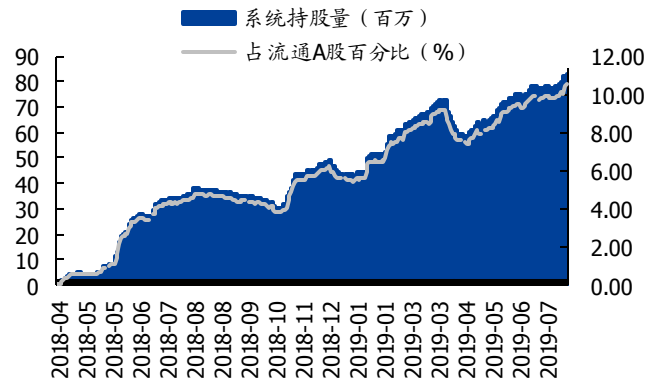
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 涪陵榨菜沪港通持股



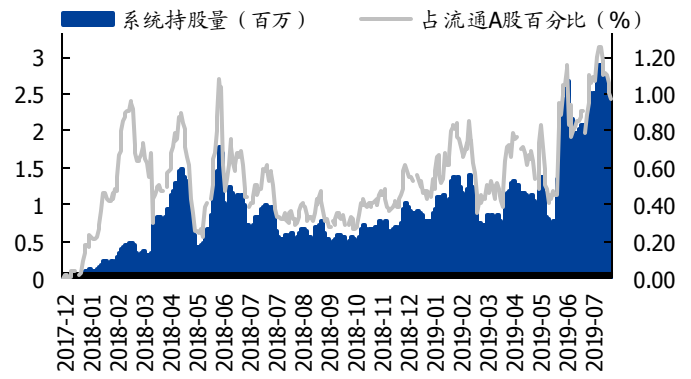
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 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 17: 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。
- **海天味业：优质赛道中的长跑冠军**
  - **调味品行业消费升级，龙头海天风华正茂。**通过对标日本调味品行业发展历程，我们认为我国调味品行业尚处消费升级中期阶段，2012年推出鲜味酱油成为进入消费升级期的重要标志。从发展历程上看，相较日本调味品龙头龟甲万，海天整体落后60-80年，目前收入利润持续提升、费用率维持稳定的特点明显，我们判断其仍处于成长期。从公司优势上看，海天与龟甲万拥有相似的文化理念、有效的激励机制以及强大的产品开发潜力，我们认为这些特征共同决定海

天未来龙头强化路径清晰。

- **发展前景判断：2030年或将成为调味品行业重要转折点，未来十年量价齐升、集中度提升趋势明确。**
  - 1) 量：供需双轮推动量增。**调味品供给端新品开发催生多元化供给，同时各厂商积极进行产能储备；需求端受益人口红利以及人均消费量增加，调味品需求稳定上升。
  - 2) 价：行业目前呈现 2-3 年稳定提价周期。**CPI+消费升级共同拉动调味品价格带上移。综合考虑人口增长及人口结构变化等影响因素，我们认为未来十年调味品行业量价齐升逻辑不变。经过测算，我们预计酱油行业或将维持约 6.5%（量+4.2%，价+2.3%）的年复合增长水平。
  - 3) 海天有望加速收割市场份额，预计 2030 年市占率提升至 30%。**我们预计海天酱油业务将维持约 10% 的年复合增长，高于行业平均增速，龙头地位将进一步得到稳固。
- **海天全产业链优势尽显，行业霸主地位稳固。**海天作为调味品行业龙头，一直深耕主业，全产业链优势尽显：
  - 1) 行业价格意见领袖。**在行业稳定提价周期中，海天通常率先提价从而带动调味品行业整体价格的上涨。海天依赖其强渠道议价能力，通过提价有效实现利润空间增厚；
  - 2) 餐饮渠道霸主。**渠道方面，餐饮渠道是海天布局最深也是最重要的渠道，在海天整体渠道布局中占比约 70%。同时餐饮渠道具有易守难攻的特性，海天在该渠道建立的霸主地位对其龙头地位起到有效的巩固作用。
  - 3) 产品结构持续优化。**海天高端产品占比不断提升，拉动其盈利能力稳步上行。

### 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

#### ➤ 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。

#### ➤ 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，并持续关注省内竞争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、新动力、关键点、三大阶段……揭秘新百亿酒企“梦想的翅膀”！  
<https://dwz.cn/D845HVhH>
- 2、铁犁盘酒||白酒应该向谁致敬：我们到底为什么喝酒？  
<https://dwz.cn/kWdOwPLk>
- 3、2019年影响健康零食的十大因素  
<https://dwz.cn/XYjXqCD2>
- 4、含乳饮料占比 74.43%，这家区域乳企更新招股说明书，冲刺 A 股 IPO！  
<https://dwz.cn/GIQ5fmni>
- 5、啤酒行业增长放缓，低醇大麻精酿啤酒会是未来趋势吗？  
<https://dwz.cn/CDzVwnvm>
- 6、科迪集团承认资金紧张，未来还有救吗？  
<https://dwz.cn/fJf7KF03>
- 7、从快闪店玩到酒吧！“转场”的国窖 1573 冰 JOYS 正打破白酒消费场景限制  
<https://dwz.cn/cDKtJJUU>
- 8、最新消息 | 科迪乳业 40 天内支付一半拖欠奶款  
<https://dwz.cn/uqnuob5Y>
- 9、缘尽 2019？恒天然正式宣布有意减持贝因美  
<https://dwz.cn/pB7jOBA2>
- 10、PET 瓶能成为啤酒行业的下一代包装风潮吗？  
<https://dwz.cn/C0RR2N2X>
- 11、美最大乳业公司股价暴跌 36%：美国人不爱喝牛奶了？  
<https://dwz.cn/hfHb09WO>
- 12、消费者购买植物基食品饮料的驱动力到底是什么？  
<https://dwz.cn/XbeK8ZNK>
- 13、官宣！中秋、国庆前夕集中投放 7400 吨茅台酒，这 1571.76 万瓶能压住“飞天”价格？

<https://dwz.cn/G5DmTIXJ>

14、百威英博又收购了家精酿啤酒公司，卖卖卖的同时也在买买买！

<https://dwz.cn/qt8FWttS>

15、荷兰合作银行发布 2019 年“全球乳业 20 强企业排行榜”

<https://dwz.cn/mszY0C63>

16、营收、净利“双降”，伊力特迎来转型挑战

<https://dwz.cn/32hbtAZy>

17、低/无酒精趋势影响烈酒布局，帝亚吉欧增持无酒精烈酒品牌！

<https://dwz.cn/rL9n1M4L>

## 5、重点公司公告

图表 18 重点公司公告

公司	公告日期	公告类型	主要内容
五粮液	2019/8/5	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 271.5 亿元，同比增长 26.50%；实现归母净利润 93 亿元，同比增长 31%；其中 Q2 营收 95.60 亿元，同比增长 356.76%，Q2 归母净利润为 28.25 亿元，同比增长 32.07%。
古越龙山	2019/8/5	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 9.55 亿元，同比减少 1.76%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 2.19%；其中 Q2 营收 3.25 亿元，同比增长 3.17%，Q2 归母净利润为 0.31 亿元，同比增长 29.17%。
安井食品	2019/8/5	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 23.36 亿元，同比增长 19.93%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比增长 16.04%；其中 Q2 营收 12.4 亿元，同比增长 25.13%，Q2 归母净利润为 1 亿元，同比增长 13.64%。
海欣食品	2019/8/5	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 5.42 亿元，同比增长 18.15%；实现归母净利润 701.47 万元，同比减少 32.95%；其中 Q2 营收 2.28 亿元，同比增长 16.92%，Q2 归母净利润为 -606.81 万元，同比增长 3.27%。
克明面业	2019/8/5	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 15.15 亿元，同比增长 17.55%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比减少 9.45%；其中 Q2 营收 7.3 亿元，同比增长 17.74%，Q2 归母净利润为 0.43 亿元，同比增长 4.88%。
金徽酒	2019/8/5	股权质押	公司的控股股东亚特集团将其持有的公司 0.60 亿股有限售条件股份质押给兰州银行股份有限公司陇南分行，截至公告日，亚特集团持有公司股份 2.01 亿股，占公司总股本的 51.57%，本次质押解除后，其累计质押持有的公司股份 1.56 亿股，占其持有公司股份的 77.61%，占公司总股本的 40.02%。
惠发股份	2019/8/5	股权减持	公司的股东北京弘富成长投资管理中心通过集中竞价方式或大宗交易方式减持数量不超过 504 万股公司股份，不超过总股本的 3%，截至披露日，北京弘富已累计减持 88 万股，占公司总股本的 0.52%。
克明面业	2019/8/6	回购	公司以集中竞价方式回购股份 686,500 股，占公司目前总股本的 0.21%，最低价 12.10 元/股，最高价 12.45 元/股，支付总金额为

			8,412,188元(不含交易费用)。
ST中葡	2019/8/6	流通股冻结	中信国安集团有限公司持有的公司无限售流通股被河南省郑州市中级人民法院轮候冻结 387,473,586 股, 上述冻结起始日为 2019 年 8 月 6 日, 冻结期限为三年。
维维股份	2019/8/6	股权转让	维维集团拟向新盛集团转让其所持有的公司 28,424 万股股份, 占公司总股本的 17%。若本次转让实施完成, 则新盛集团直接持有公司 28,424 万股, 占公司总股本 17%, 成为公司第一大股东。
迎驾贡酒	2019/8/7	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 18.82 亿元, 同比增长 8.59%; 实现归母净利润 4.45 亿元, 同比增长 16.42%; 扣非后归母净利润 4.19 亿元, 同比增长 13.56%。
承德露露	2019/8/7	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 12.57 亿元, 同比增长 6.55%; 实现归母净利润 2.62 亿元, 同比增长 3.68%; 扣非后归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 3.71%。
口子窖	2019/8/7	高管变动	公司股东黄绍刚先生将其持有的股份 1,428,600 股办理了股票质押式回购交易业务, 占公司总股本 0.24%
伊力特	2019/8/7	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 9.40 亿元, 同比下降 5.72%; 实现归母净利润 2.02 亿元, 同比下降 6.38%; 扣非后归母净利润 1.85 亿元, 同比下降 1.94%。
中炬高新	2019/8/8	高管变动	彭海泓先生辞去本公司董事、董事会战略委员会及治理委员会委员职务。
会稽山	2019/8/8	股权冻结	公司控股股东精功集团有限公司所持有的公司股份 164,000,000 股被司法轮候冻结, 占公司总股本的 32.97%。
口子窖	2019/8/8	股权解除质押	公司股东黄绍刚先生将其所持股份 2,050,000 股解除了质押, 占公司总股本 0.34%。
兰州黄河	2019/8/9	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 2.53 亿元, 同比下降 10.46%; 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比增长 171.87%; 扣非后归母净利润 280.73 万元, 同比下降 19.27%。
*ST莲花	2019/8/9	高管变动	公司独立董事刘建中先生因个人原因, 提请辞去公司独立董事职务及在董事会专门委员会担任的相关职务。
伊利股份	2019/8/9	发行融资券	公司于 2019 年 8 月 8 日发行 2019 年度第五期超短期融资券, 发行总额 10 亿元。
贵州茅台	2019/8/9	关联交易	2019 年度, 公司遵循不超过 2018 年末净资产金额 5% 的标准, 继续向控股股东茅台集团控股子公司和分公司销售产品, 销售价格与其他非关联经销商的购货价格相同或定价原则相同。
安琪酵母	2019/8/9	中报披露	公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 37.13 亿元, 同比增长 11.63%; 实现归母净利润 4.64 亿元, 同比下降 7.66%; 扣非后归母净利润 4.36 元, 同比下降 9.25%。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 6、下周重要事项



图表 19: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
盐津铺子	2019/8/12	中报预披露
百润股份	2019/8/12	股东大会召开
山西汾酒	2019/8/12	股东大会召开
安记食品	2019/8/14	中报预披露
金字火腿	2019/8/14	中报预披露
双汇发展	2019/8/14	中报预披露
海天味业	2019/8/15	中报预披露
双塔食品	2019/8/15	中报预披露
有友食品	2019/8/16	中报预披露
庄园牧场	2019/8/16	中报预披露
洽洽食品	2019/8/16	中报预披露
吉林森工	2019/8/16	中报预披露
华润啤酒	2019/8/16	中报预披露

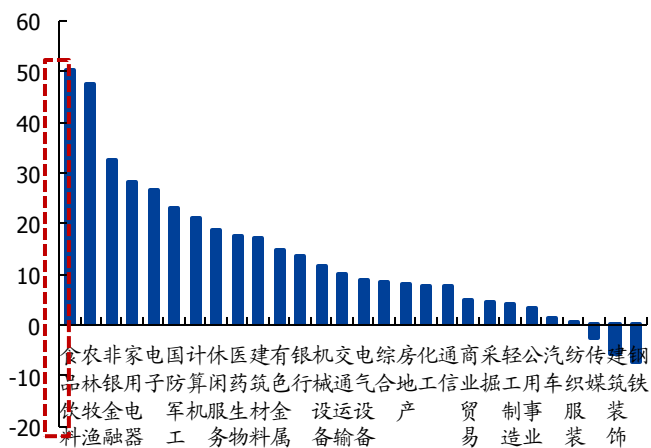
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 7、重点数据跟踪

### 7.1 本周市场表现

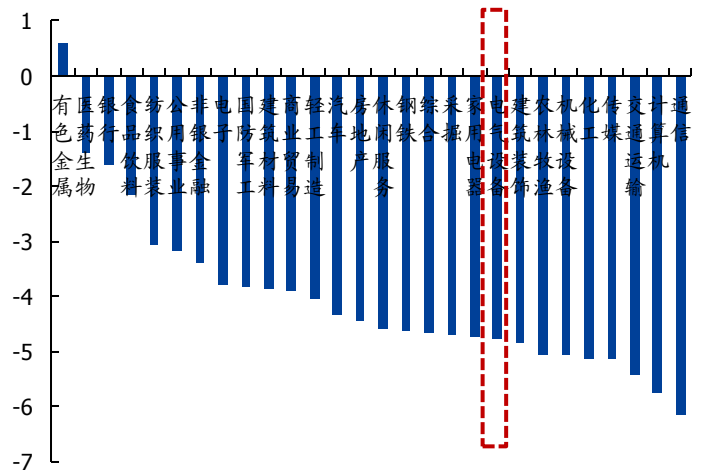
#### 大盘及各行业走势 (08/04-08/09)

图表 20: 年初至今各行业收益率 (%)



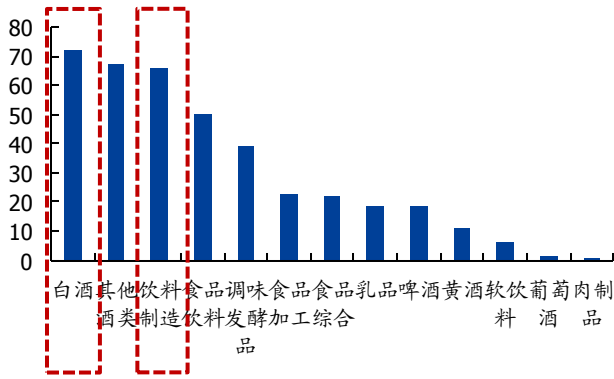
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 一周以来各行业收益率 (%)



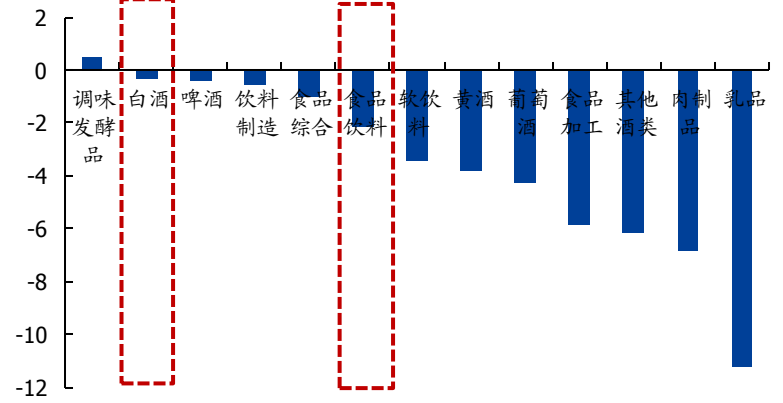
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 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 23: 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

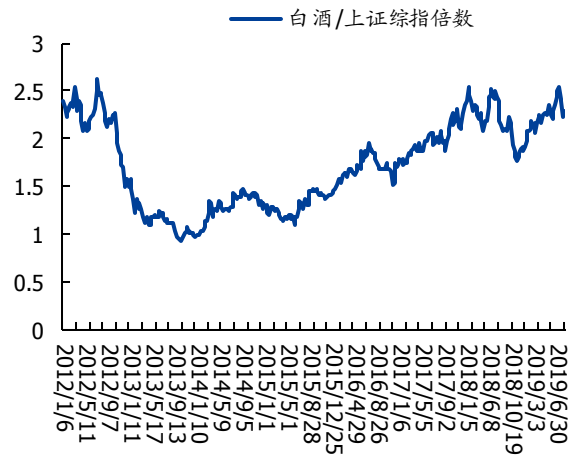
白酒板块估值 27.23 倍, 相对于上证综指相对估值 2.25 倍 (上周为 2.28 倍), 食品加工行业板块估值为 34.09 倍, 相对于上证综指相对估值 2.82 倍 (上周为 2.75 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 21.11 倍 (相对上证综指 1.7 倍), 食品加工行业平均估值 31.70 倍 (相对上证综指 2.58 倍)。

图表 24: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



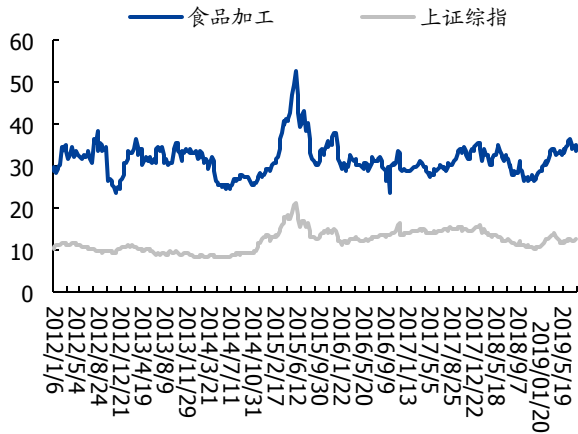
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



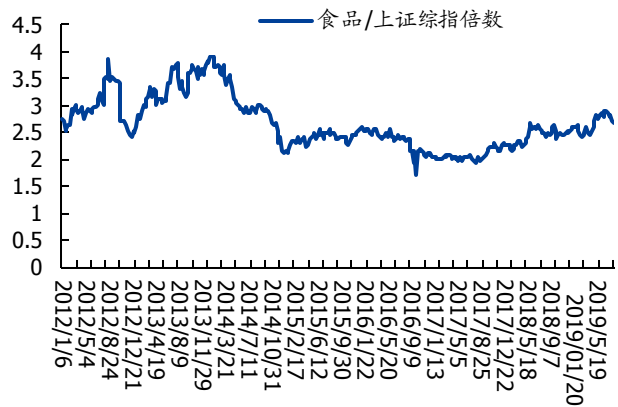
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

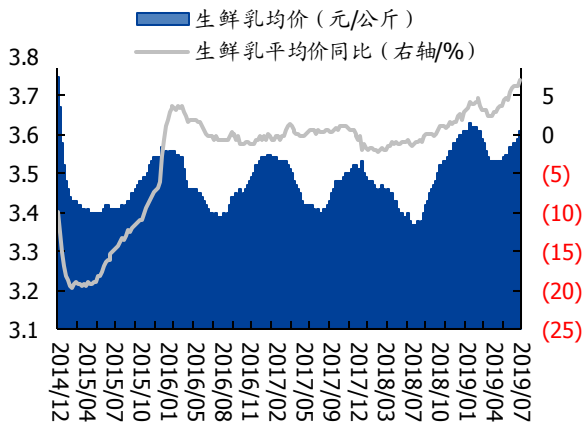
图表 27: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

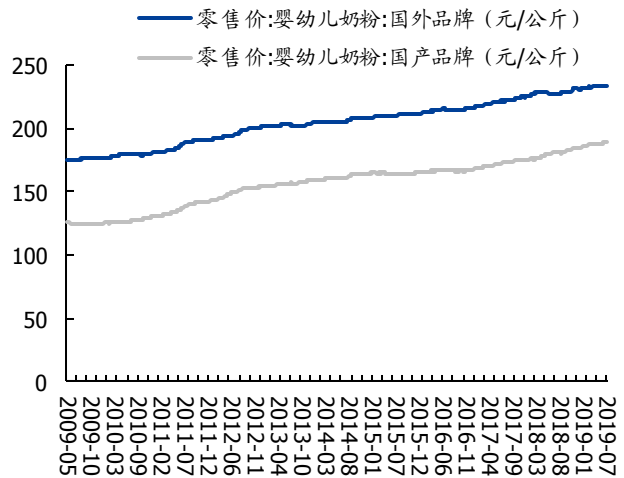
## 7.2 重点数据跟踪

图表 28: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤)



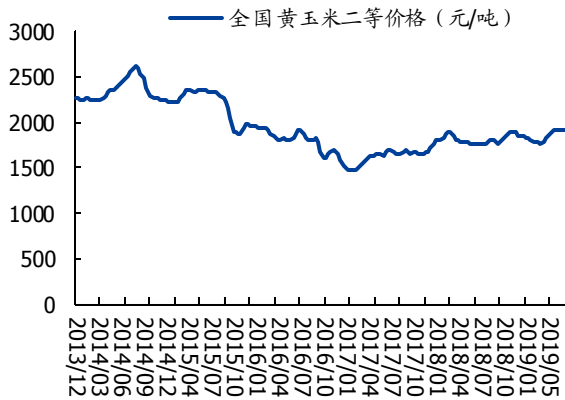
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨)



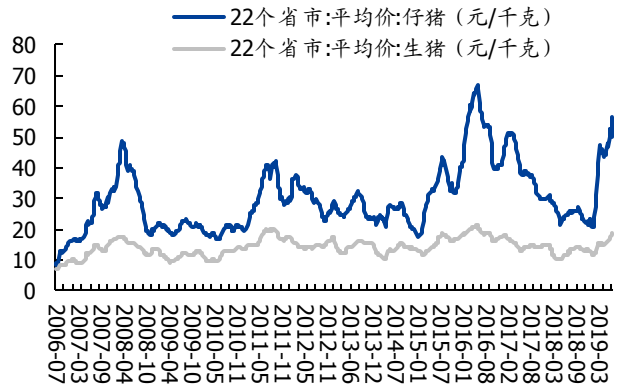
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 全国黄玉米二等价格 (元/吨)



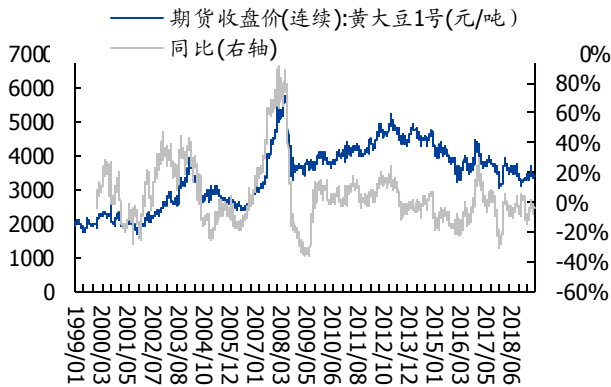
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 猪肉价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 大豆价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 33: 玻璃价格



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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com