

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

啤酒业绩增长亮眼，白酒旺季值得期待

——食品饮料行业周报

2019年8月20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、茅台销售方案落地，伊利长期发展向好 20190813
- 2、名优白酒仍处涨价期，关注后续吨价及动销 20190805
- 3、白酒基本面未变，大众品关注龙头 20190730
- 4、二季度基金增持，中报业绩确定性较强 20190723

内容提要:

上周食品饮料指数上涨6.54%，领先上证综指4.77个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额1035.73亿元，市场活跃度较前一周略有提升。子板块中啤酒、白酒及黄酒涨幅居前，仅软饮料下跌。目前，板块整体市盈率TTM为31.52倍，相对全部A股溢价率为122.44%。

市场热点: 1、海天2019年上半年业绩实现稳健增长。收入方面，酱油稳健、蚝油高速，全国化进展顺利。成本上升毛利率略降，净利率维持高位。虽然公司成本上升引发部分投资者担忧，但我们认为，公司调味品龙头地位稳固，抗周期能力较强，实现“三五”规划收入复合增长率15%的目标为大概率事件。

2、青岛啤酒2019年上半年业绩超预期。公司销量小幅上升，吨价提升明显，产品结构持续升级；高端品放量导致销售费用率有所上升，但华东、华北地区减亏成效显著，叠加减税降费，净利润大幅提升。公司龙头地位稳固，加之果断的产能梳理及激励机制的改善，下半年利润将大概率维持较高速增长。

投资建议:根据7月社零数据，食品饮料板块在大消费行业中具有较为明显的比较优势。**啤酒方面**，上周核心公司半年报印证行业拐点，结构升级+产能清理+减税降费，预计未来2-3年核心公司利润具有较大增长空间，建议关注华润、重啤及青啤。**白酒方面**，茅台集团销售方案提振了市场对高端白酒基本面的信心。在即将到来的旺季中，普飞业绩确定性强，普五、国窖销量存在弹性空间，表现值得期待。建议关注业绩确定性强的高端白酒茅五泸以及成长逻辑强、市场份额不断提升的汾酒、顺鑫和古井。**大众品方面**，伊利股权激励方案被悲观解读；海天上半年业绩实现较高增长，防御价值凸显。建议关注伊利、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等系统性风险。

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	9

图表目录

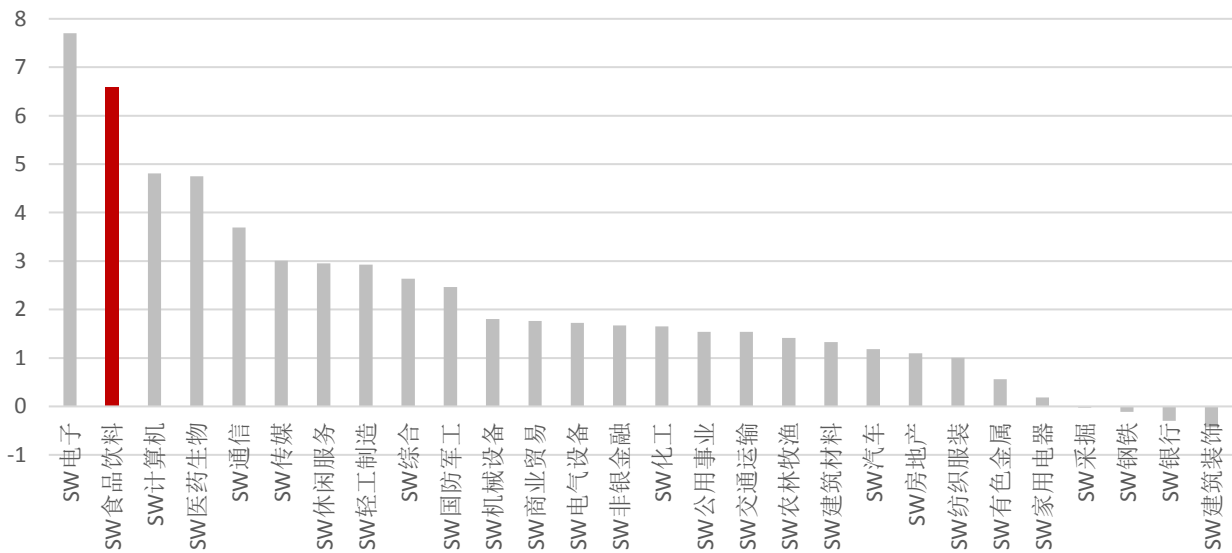
图 1: 上周 (2019.8.12-8.16) 申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周 (2019.8.12-8.16) 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 2019 年 8 月 19 日重点白酒公司 2019 年 PE (万得一致预期) (倍)	7
图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)	8
图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)	8
图 7: 生鲜乳价格	8
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	8
图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	8
图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	8
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	6

1、上周市场回顾与投资建议

1.1 食品饮料板块走势

上周食品饮料指数上涨6.54%，领先上证综指4.77个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额1035.73亿元，市场活跃度较前一周略有提升。子板块中啤酒、白酒及黄酒涨幅居前，仅软饮料下跌。目前，板块整体市盈率TTM为31.52倍，相对全部A股溢价率为122.44%。

图 1：上周（2019.8.12-8.16）申万一级行业涨跌幅（%）



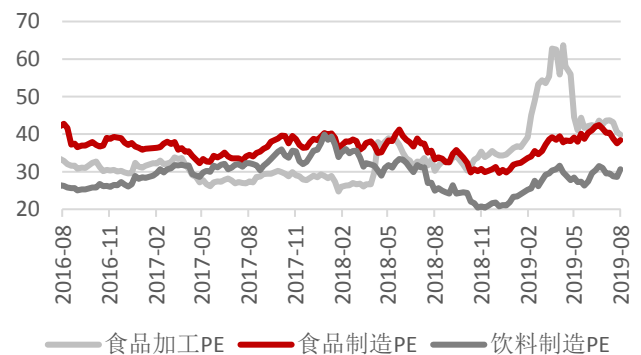
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.8.12-8.16）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83只上涨，涨幅前三名分别为双塔食品（21.47%）、妙可蓝多（17.70%）、青岛啤酒（13.56%），香飘飘（-9.58%）、盐津铺子（-6.65%）、龙大肉食（-6.65%）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)
002481.SZ	双塔食品	8.26	21.47	52.30	87.17	3.84	4.26
600882.SH	妙可蓝多	14.03	17.70	4.03	188.68	4.70	3.89
600600.SH	青岛啤酒	50.66	13.56	20.74	39.10	3.77	2.45
603027.SH	千禾味业	21.23	12.57	9.58	54.03	7.68	8.78
000568.SZ	泸州老窖	86.00	11.14	50.85	31.96	6.79	9.09
002732.SZ	燕塘乳业	23.40	10.90	4.46	55.48	3.88	2.66
600199.SH	金种子酒	6.14	9.64	5.54	39.03	1.34	3.12
600519.SH	贵州茅台	1054.60	9.62	222.67	33.63	11.54	16.62
300146.SZ	汤臣倍健	19.73	8.89	12.34	24.89	5.03	5.63
002330.SZ	得利斯	6.88	8.52	3.85	264.54	2.57	1.64
200019.SZ	深粮 B	3.51	0.00	0.01	8.24	0.84	0.27
600872.SH	中炬高新	39.67	-0.08	14.51	50.40	9.24	7.45
002507.SZ	涪陵榨菜	22.13	-0.49	18.95	26.02	6.77	9.02
603156.SH	养元饮品	31.33	-0.60	2.30	11.98	3.13	4.24
603886.SH	元祖股份	20.60	-2.32	1.65	19.31	3.88	2.38
603345.SH	安井食品	48.75	-3.18	3.14	38.27	4.46	2.41
000596.SZ	古井贡酒	109.81	-3.68	21.83	29.14	7.25	5.65
002726.SZ	龙大肉食	8.85	-5.85	5.61	37.45	3.06	0.69
002847.SZ	盐津铺子	29.78	-6.65	3.85	39.22	5.11	3.03
603711.SH	香飘飘	34.45	-9.58	4.75	36.78	6.58	3.84

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

1、海天2019年上半年业绩实现稳健增长

海天味业公告2019年半年度主要业绩数据，上半年实现营业收入101.6亿元，同比增长16.5%；归母净利润27.5亿元，同比增长22.3%，扣非净利26亿元，同比增长20.89%；EPS为1.02元，同比增长22.89%，业绩稳健增长符合预期。（资料来源：公司公告）

分产品来看，酱油、蚝油、酱类的收入分别同增13.6%、21.1%及7.5%。各业务增速较去年同期均有小幅下滑，但明显高于行业平均水平，其中酱油增速下滑最大，与产品升级及餐饮消费增速下滑有关，但估计高端

产品增速仍超20%；蚝油增速下滑幅度最小，细分行业仍处于成长期，公司为领导者。分地域看，中、西部地区处于高增长期，北部、东部地区正在加大空白市场布局力度，全国化进程顺利。上半年公司毛利率为44.9%，同比降2.3个百分点，原因有二：一是中美贸易摩擦引起的原材料成本波动，二是技改项目产生的资本开支阶段性地提升了成本。公司上半年销售费用率同比降4.1个百分点，管理费率亦有所下降，因此虽然成本上升，但净利润仍维持历史高位。

虽然公司成本上升引发部分投资者担忧，但我们认为，公司调味品龙头地位稳固，品牌、渠道优势突出，抗周期能力较强。聚焦未来三年，公司扩产项目顺利进行，产品结构升级趋势未改，实现“三五”规划收入复合增长率15%的目标为大概率事件。

2、青岛啤酒2019年上半年业绩超预期

青岛啤酒发布2019年中报，上半年实现营业收入165.51亿元，同比增长9.2%；归母净利润16.31亿元，同比增长25.2%。公司收入符合预期，净利润超预期。（资料来源：公司公告）

2019年上半年，公司啤酒销量同比增长3.6%，其中二季度在天气条件不利的情况下仍然同比增长0.9%。吨价上涨较为明显，同比提升5.5%，二季度提升6.3%。分产品来看，主品牌销量增长6.3%，高端产品增速为10%，产品结构持续升级。成本端，由于原材料价格上涨趋缓，公司毛利率提升0.74个百分点至40.11%。高端品放量导致了运输成本显著增长，费用率有所上升。但是华东、华北地区减亏成效显著，超出市场预期，叠加减税降费的红利开始显现，公司上半年净利润大幅上涨。

公司在优势市场的地位稳固，大单品稳步推广，近年提价频繁，产品结构升级进程领先。加之果断的产能梳理及激励机制的改善，我们认为公司下半年利润仍将维持较高速增长。

1.4 投资建议

国家统计局公布了2019年7月社零总额数据。1-7月社零总额同比增长7.6%，增速较1-6月下降2.2个百分点，但食品饮料行业的社零数据环比同比均实现增长，其中粮油食品、饮料、烟酒分别同比增长9.9%、9.7%、10.9%，环比提升0.1、0.6和2.7个百分点。板块在高基数下依然表现亮眼，叠加减费降税的利好，食品饮料板块在大消费行业中具有较为明显的比较优势。

上周啤酒板块表现较为突出，主要是由于青啤与华润公布半年报，业绩亮眼，行业拐点进一步得到验证。具体来看，青啤、华润的归母净利润分别增长25.2%及24.1%，实现较快增长。两公司的销售增长均在3%以内，其中华润实现了由负转正，而吨价上涨幅度分别为5.4%及4.5%。百威及嘉士伯中国区也都实现了吨价的快速提升。可以看到，2019年上半年，啤酒核心公司均受益于产能的梳理、结构的快速升级及二季度开始显现的减税降费的红利，在销量稳定的情况下利润均实现了快速增长。此外，一些公司在优势市场出现了份额提升态势，销售收入亦表现突出，与我们此前所预期的各区域品牌将逐渐减少、未来竞争将有所缓和相吻合。我们认为啤酒行业结构升级趋势明确，叠加产能逐渐清理完毕、减税降费红利，预计未来2-3年核心公司利润具有较大增长空间，建议关注龙头公司华润、重啤及青啤。

上周表现同样强势的为白酒板块。前一周茅台集团销售方案的落地，配额方案超市场预期，我们认为既利于公司短期业绩的实现，又为长期发展留出空间，业绩确定性进一步增强。此外，该方案打消了投资者对公司治理结构的担忧，提振了市场对高端白酒基本面的信心。动销方面，上周茅台一批价再次小幅上涨，经销商惜售心态仍强；五粮液、国窖均加强动销管理，库存处于历史低位，更加注重价格的实质性上涨，实际终端成交价分别达到1000元及近900元。随着中秋茅台直销的放量及对经销商的指导，一批价格或有小幅回落，普五、国窖价格或出现小幅波动，但根据渠道反馈，目前普五、国窖的收藏、囤货比例不大，主要为刚需消费，预计总体价格提升趋势不会改变。在即将到来的旺季中，普飞业绩确定性强，普五、国窖销量存在弹性空间，表现值得期待。建议关注业绩确定性强的高端白酒茅五泸以及成长逻辑强、市场份额不断提升的汾酒、顺鑫和古井。

大众品方面，伊利股权激励方案被悲观解读，我们认为方案的解锁业绩为保守估计，公司未来三年业绩大概率超过该目标；调味品方面，海天味业公布半年业绩，虽然成本端承压，但业绩实现较高增长，防御价值凸显，建议关注伊利、海天味业及中炬高新。

表 2: 重点公司估值情况

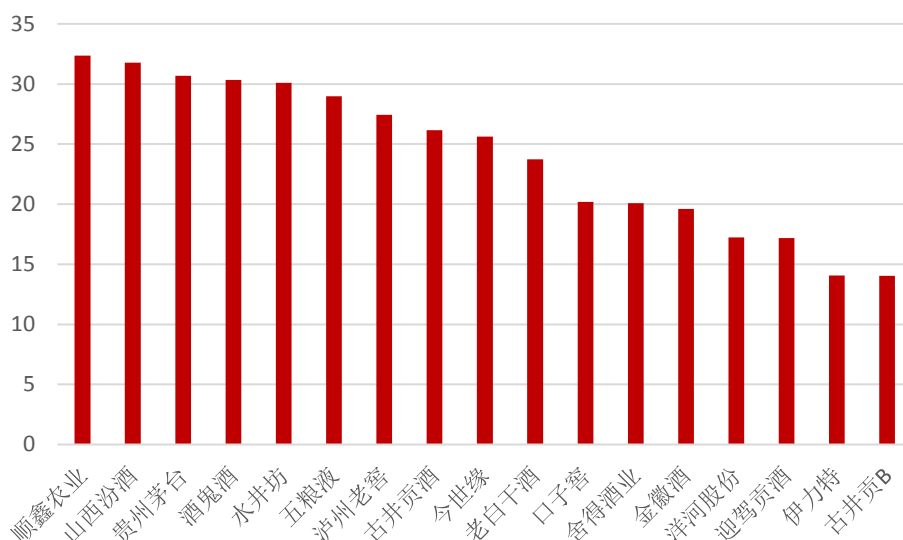
公司简称	收盘价(元)	EPS 一致预期(元/股)		PE(倍)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	1055.88	34.95	39.89	30.21	26.47
五粮液	127.90	4.49	5.78	28.49	22.13

泸州老窖	86.20	3.14	3.92	27.45	21.99
山西汾酒	69.96	2.20	2.75	31.78	25.45
顺鑫农业	50.80	1.57	2.03	32.35	25.06
古井贡酒	113.92	4.36	5.45	26.14	20.88
伊利股份	29.20	1.16	1.30	25.15	22.49
海天味业	102.73	1.95	2.32	52.76	44.26
中炬高新	39.99	1.96	2.34	20.40	17.09
青岛啤酒	51.65	1.29	1.54	40.01	33.62
重庆啤酒	44.90	1.03	1.23	43.51	36.64

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

资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：2019 年 8 月 19 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

2、数据跟踪

上周飞天茅台一批价回归2300元以上，惜售心态仍旧明显；八代普五一批价在970元左右，终端实际成交价在千元以上，零售指导价1399元的渠道接受度有待进一步观察；国窖一批价保持790元左右，本周销售公司将终端“熔断奖励”价格考核标准调整为不低于900元/瓶，较此前提升40元，进一步挺价。乳制品方面，8月7日全国主产区生鲜乳价格

为3.62元/公斤，同比上升7.1%，环比上升0.3%。

图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)

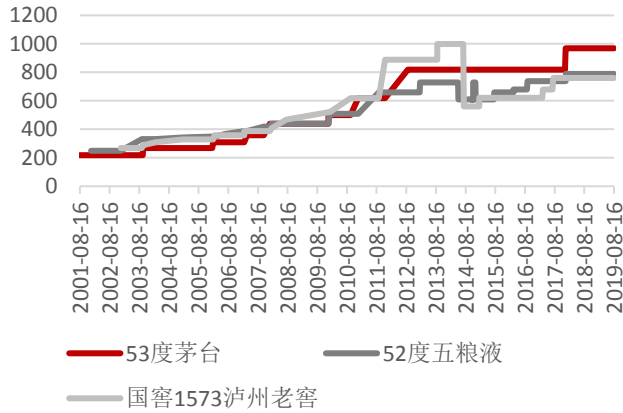
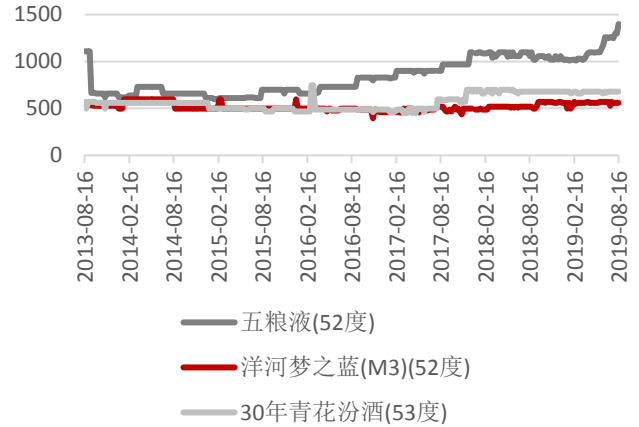


图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 生鲜乳价格

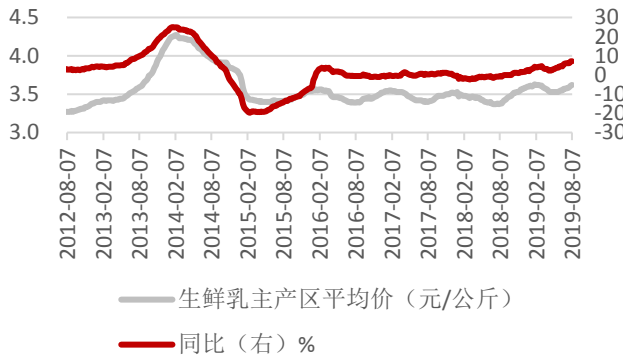
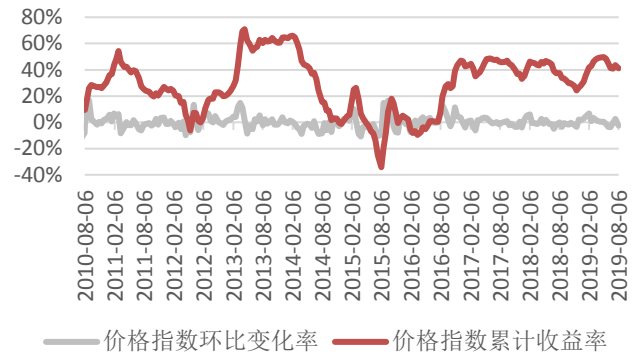


图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



资料来源: WIND, 国开证券研究部

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

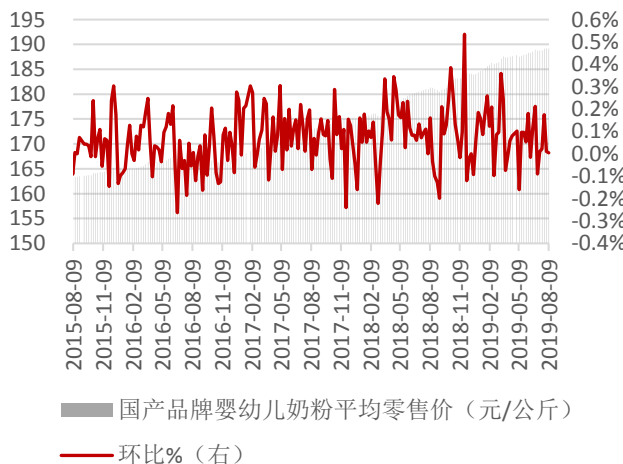
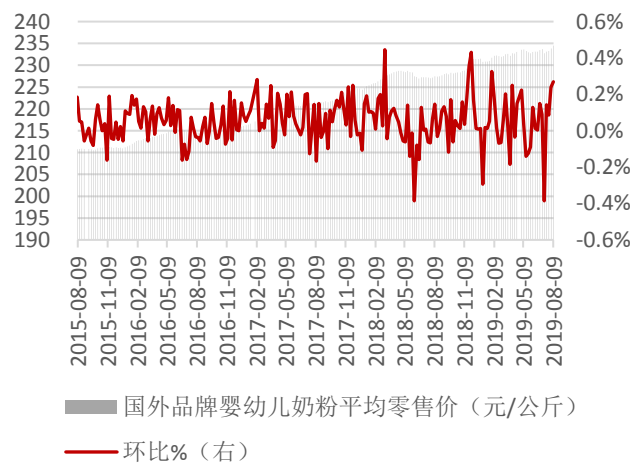


图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价



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等系统性风险。

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