

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

# 白酒行业强者更强，短期成交价格合理波动

——食品饮料行业周报

2019年9月17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：

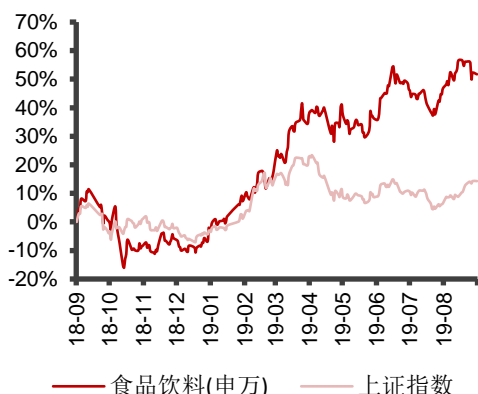
上周食品饮料指数下跌2.48%，落后上证综指3.53个百分点，在申万28个一级行业中排名倒数第1。板块成交额1086.46亿元，市场活跃度较前一周明显下降。子板块中黄酒、食品综合及乳制品涨幅居前，白酒下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.24倍，相对全部A股溢价率为113.23%。

**市场热点：1、贵州茅台需求依旧旺盛，批价回落符合预期，利于稳健发展。**上周二北京风传茅台终端成交价大幅下降近500元，引发投资者对高端白酒需求的担忧，板块应声大跌。但通过了解，成交价格大幅度下降实为个例。上周普飞价格普遍回落100-200元不等，符合我们此前预期，并非需求问题，而是厂家近期抑价措施开始见效，有利于公司长期发展。**2、川酒调研验证逻辑，马太效应加剧。**上周，我们对五粮液、泸州老窖和水井坊进行了调研，整体来看，白酒龙头公司强者更强，需求较为稳定，业绩仍然保持较高增长。

**投资建议：**目前大部分名优白酒公司销售稳健，库存维持正常水平，预计绝大多数核心龙头公司2019年能实现量价齐升，高端白酒一批价格短期因放量有所下降属于正常波动，无需过度担忧。此次川酒调研验证了我们此前的观点，一是白酒行业仍在L型底部，马太效应不断加剧，强者更强，呈挤压式增长；二是行业将向着品牌价值较高或品牌升级可持续的公司集中。总体来说，在中国经济仍有下行压力的背景下，优质白酒公司的业绩确定性较强。建议关注茅五泸、顺鑫、汾酒、古井。大众品方面，建议继续关注业绩稳定的龙头伊利、海天、中炬以及业绩出现拐点的青啤。

**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。

## 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、核心个股创新高，关注国际股指扩容 20190827
- 2、啤酒业绩增长亮眼，白酒旺季值得期待 20190820
- 3、茅台销售方案落地，伊利长期发展向好 20190813
- 4、名优白酒仍处涨价期，关注后续吨价及动销 20190805

## 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

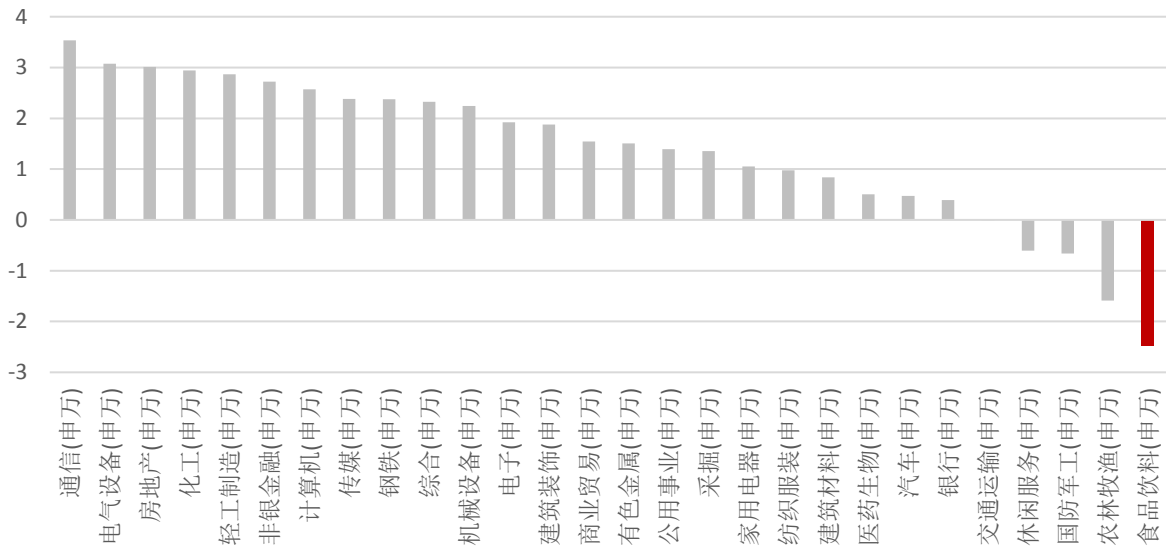
图 1: 上周 (2019.9.9-9.12) 申万一级行业涨跌幅 (%) .....	3
图 2: 上周 (2019.9.9-9.12) 食品饮料子板块涨跌幅 (%) .....	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数) .....	3
图 4: 2019 年 9 月 16 日重点白酒公司 2019 年 PE (万得一致预期) (倍) .....	7
图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml) .....	7
图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml) .....	7
图 7: 生鲜乳价格 .....	8
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 .....	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 .....	6

## 1、上周市场回顾与投资建议

### 1.1 食品饮料板块走势

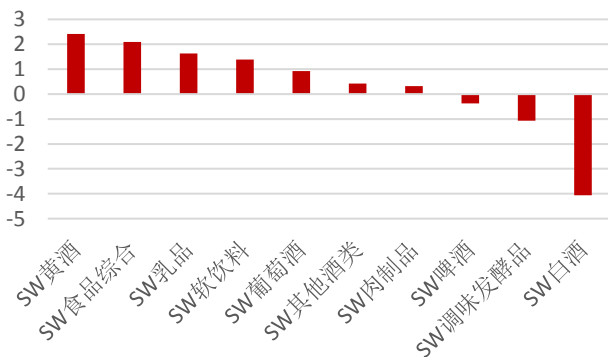
上周食品饮料指数下跌2.48%，落后上证综指3.53个百分点，在申万28个一级行业中排名倒数第1。板块成交额1086.46亿元，市场活跃度较前一周明显下降。子板块中黄酒、食品综合及乳制品涨幅居前，白酒下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.24倍，相对全部A股溢价为113.23%。

图 1：上周（2019.9.9-9.12）申万一级行业涨跌幅（%）



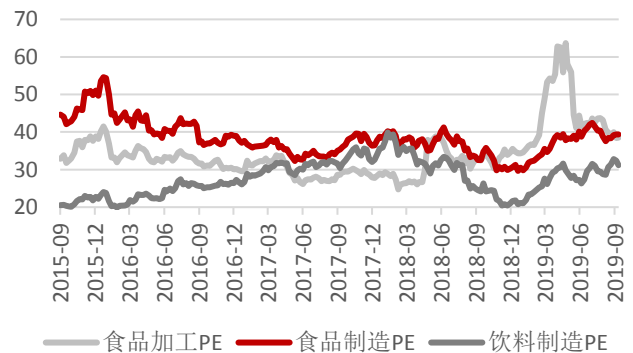
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.9.9-9.12）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54只上涨，涨幅前三名分别为涪陵榨菜（6.06%）、有友食品（5.65%）、加加食品（5.03%），五粮液（-6.04%）、安井食品（-5.59%）、泸州老窖（-5.47%）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)
002507.SZ	涪陵榨菜	23.63	6.06	24.92	27.79	7.23	9.63
603697.SH	有友食品	16.45	5.65	5.84	29.47	3.26	4.98
002650.SZ	加加食品	3.76	5.03	3.23	35.93	1.92	2.30
002329.SZ	皇氏集团	4.50	3.69	0.81	-7.13	1.76	1.63
603696.SH	安记食品	10.02	3.62	1.55	50.66	4.09	5.99
603886.SH	元祖股份	20.82	3.58	4.75	19.51	3.92	2.41
002495.SZ	佳隆股份	3.11	3.32	0.91	100.06	2.47	9.69
600429.SH	三元股份	5.86	3.17	0.62	36.65	1.72	1.12
002770.SZ	科迪乳业	2.72	3.03	2.14	20.70	1.63	2.22
600059.SH	古越龙山	8.82	2.92	2.61	42.00	1.74	4.20
600597.SH	光明乳业	11.14	-3.47	5.47	36.45	2.44	0.63
603589.SH	口子窖	60.80	-3.65	12.82	21.53	5.92	8.06
600238.SH	ST 椰岛	8.42	-3.66	0.30	44.80	5.20	4.76
002481.SZ	双塔食品	8.50	-3.74	38.91	89.70	3.95	4.39
600519.SH	贵州茅台	1,099.00	-3.81	197.02	35.05	12.03	17.32
000596.SZ	古井贡酒	115.34	-4.32	12.61	28.32	7.18	5.87
603536.SH	惠发食品	10.65	-4.83	4.60	-148.36	3.02	1.73
000568.SZ	泸州老窖	88.89	-5.47	55.38	30.50	7.43	8.89
603345.SH	安井食品	47.12	-5.59	2.51	36.99	4.31	2.33
000858.SZ	五粮液	131.55	-6.04	211.45	32.71	7.71	11.16

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 1.3 行业热点

### 1、贵州茅台：需求依旧旺盛，批价回落符合预期，利于稳健发展

上周二北京风传茅台终端成交价大幅下降近500元，引发投资者对高端白酒需求的担忧，板块应声大跌。但通过了解，价格大幅度下降实为个例，为个别黄牛出售散装茅台酒。上周普飞价格普遍回落100-200元不等，符合我们此前预期，并非需求问题，而是厂家近期抑价措施开始见效。首先，中秋旺季配额陆续到货，上海等地经销商不再处于无货状态。其次，茅台快速精准投放，在6家商超渠道落实招标并开始销售后，近日向Costco投放5万吨茅台酒。同时，茅台集团党委书记、董事长李保芳中秋

暗访贵州市场，强调“茅台酒是拿来喝的，不是拿来炒的”，对经销商加大监督力度。

我们认为，目前高端白酒基本面仍然稳健，茅台酒供需缺口仍然显著，销量仍然取决于投放量，今年业绩确定性较强。茅台酒如期在销售旺季放量，市场交易价格有所下降，实则有助于减少社会库存、促进公司实际销售，利好公司长期发展。

## 2、川酒调研验证逻辑，马太效应仍在加剧

上周，我们对五粮液、泸州老窖和水井坊进行了调研，验证了我们此前逻辑，整体来看，白酒龙头公司强者更强，需求较为稳定，业绩仍然保持较高增长。

五粮液方面，2019年的销售收入目标为500亿元，上半年完成271.5亿元，公司对完成任务较有信心。通过数字化赋能加强终端掌控，根据动销状态决定市场投放，三季度计划投放5000吨普五，叠加上半年的1.5万吨，完成2.3万吨的全年目标压力不大。后续发展方面，1、不断提高品质。公司严控生产原料品质，收效明显，是第八代口感更柔和的主因，同时，自2017年开始公司提高主要产品的贮存时间至三年，预计2020年口感能继续提升。2、产量能维持较快增长。普五的年自然增长率为3%，今年上半年增长超45%主要得益于销量的恢复性增长及技术的提高，今后公司技术流程改善、超高端酒缩量都能支持普五快速放量。3、改革顺利，仍有改善空间。公司采用扫码方式把控渠道及终端信息，改革开展顺利，已有5万家终端加入数字化体系，后续将作为系列酒改革样板。明年公司开始推行俱乐部模式，品牌力仍将提升。

泸州老窖方面，公司在本次中秋旺季中积极备货放量，预计增长良好，近日宣布停止销售9月份配额，从而消化库存、提升品牌价值。公司仍将坚持五大单品战略，重点进行高端国窖系列的品种、销量恢复及泸州老窖特曲的品牌复兴工作，从而带动公司整体发展。价格方面，国窖采取跟随五粮液挺价的政策，窖龄、特曲4-5月份提价；销量方面，国窖及特曲同比增长均超过30%，2019年实现量价齐升为大概率事件。由于战略性失误，公司在2013年的行业低谷期受到重挫，本届领导班子注重稳健发展。公司的聚焦大单品、发展俱乐部、举办品鉴会等举措均领先行业，体制机制的调整更加注重对终端的把控。目前公司正在研究部署数字化体系，未来效率有进一步提升空间。

水井坊方面，公司总体营收稳健增长，白酒行业2019年1-5月销售收入增速为9%（数据来源：酒业协会），公司2019年上半年营收增速则达26%，其中核心产品珍酿8号及井台上半年增速为30%，显著超越市场平均水平。公司的股权激励机制较为先进地采用了动态的业绩考核指标，既对标行业前十名上市公司平均业绩设立解锁条件，可以感受到外资背景下公司的治理水平在不断提升。公司后续将通过核心地区销售网络建设、品牌升级、建设数字化平台、持续培养人才、确保供应链稳定等手段实现持续的盈利性增长。公司坦诚表示目前业绩增速趋缓与行业竞争压力加大有关，由于次高端增速较快，中端品牌及高端品牌均加入战局，我们预计此后次高端板块的竞争仍将加剧。

#### 1.4 投资建议

目前大部分名优白酒企业销售稳健，库存维持正常水平，预计绝大多数核心龙头公司2019年能实现量价齐升，高端白酒一批价格短期因放量有所下降属于正常波动，无需过度担忧。此次川酒调研验证了我们此前的观点，一是白酒行业仍在L型底部，马太效应不断加剧，强者更强，呈挤压式增长；二是行业将向着品牌价值较高或品牌升级可持续的公司集中。总体来说，在中国经济仍有下行压力的背景下，优质白酒公司的业绩确定性较强。建议关注茅五泸、顺鑫、汾酒、古井。大众品方面，建议继续关注业绩稳定的龙头伊利、海天、中炬以及业绩出现拐点的青啤。

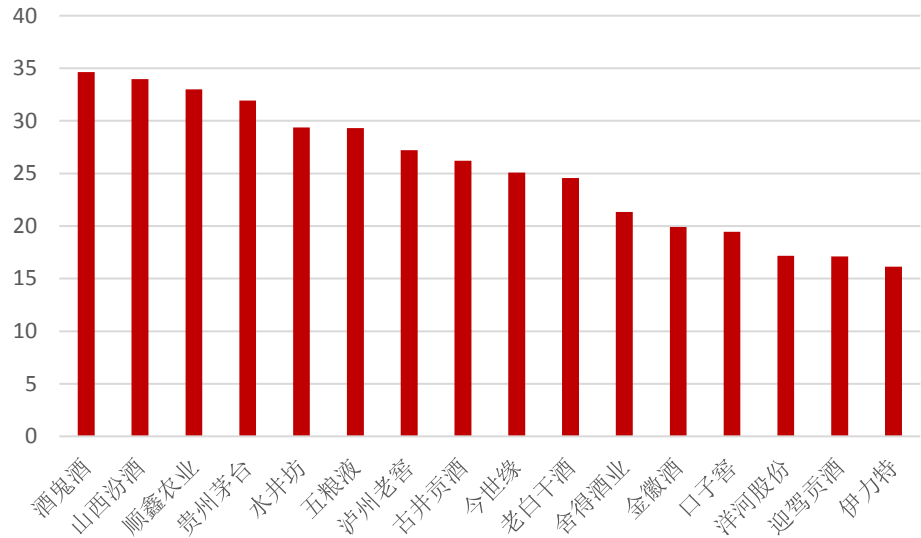
表 2：重点公司估值情况

公司简称	收盘价（元）	EPS 一致预期（元/股）		PE（倍）	
		2019E	2020E	2019E	2020E
	2019/9/16				
贵州茅台	1099.00	34.95	39.89	31.44	27.55
五粮液	130.92	4.49	5.78	29.16	22.65
泸州老窖	86.79	3.14	3.92	27.64	22.14
山西汾酒	74.56	2.20	2.73	33.96	27.31
顺鑫农业	52.52	1.59	2.10	33.00	24.98
古井贡酒	114.93	4.39	5.51	26.20	20.88
伊利股份	29.32	1.15	1.28	25.46	22.98
海天味业	111.00	1.95	2.32	56.92	47.84
中炬高新	39.74	0.92	1.16	42.99	34.34
青岛啤酒	50.39	1.32	1.56	38.23	32.22

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

资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4: 2019 年 9 月 16 日重点白酒公司 2019 年 PE (万得一致预期) (倍)

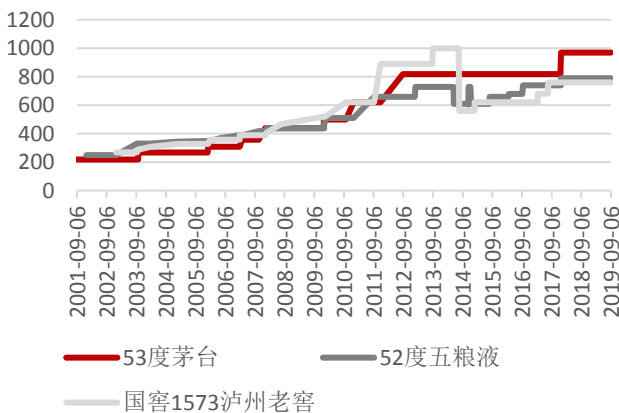


资料来源: WIND, 国开证券研究部

## 2、数据跟踪

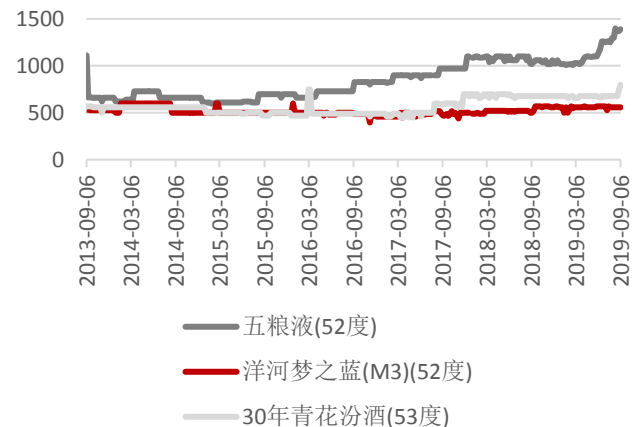
上周飞天茅台一批价平均维持在2400元, 放量后价格有所降温, 符合预期; 八代普五及国窖一批价均小幅回落, 分别在970元及770元左右, 整体来看高端白酒需求仍然稳定向好。乳制品方面, 9月4日全国主产区生鲜乳价格为3.65元/公斤, 同比上升7.6%。

图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)



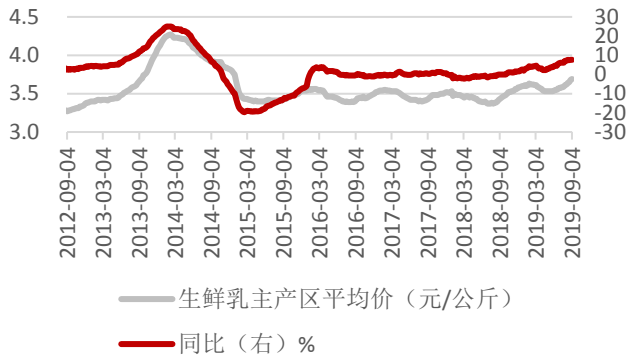
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)



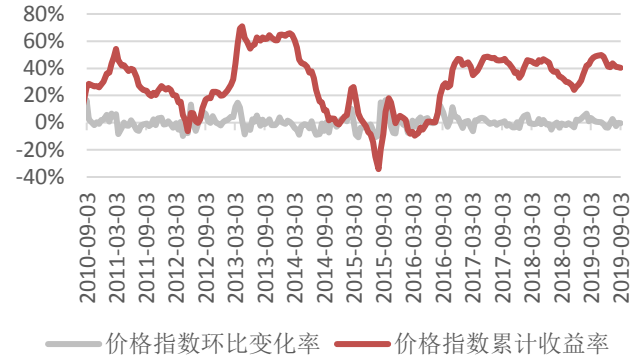
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 生鲜乳价格



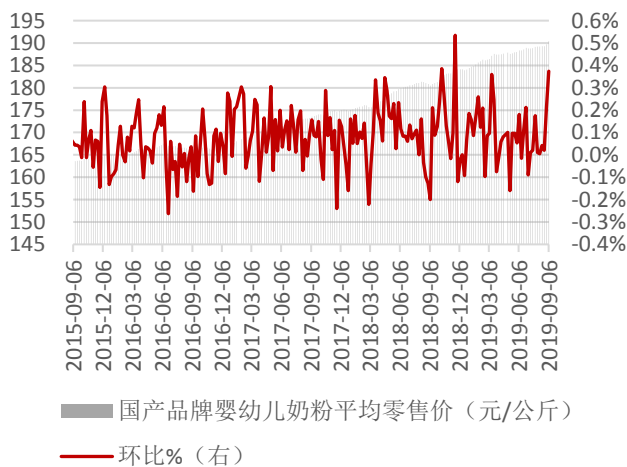
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



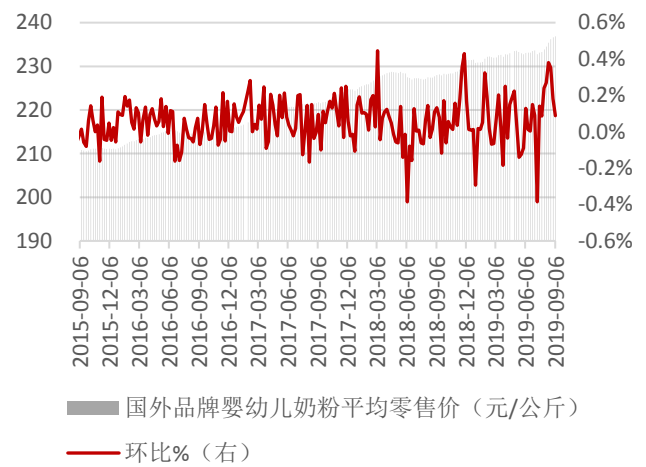
资料来源: GDT, 国开证券研究部

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