

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

白酒进入弱周期时代，分化或持续加剧

——食品饮料行业周报

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

2019年10月28日

内容提要：

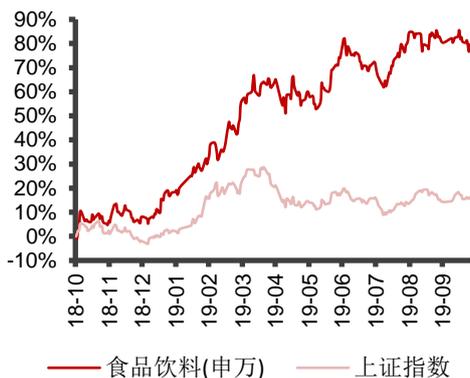
上周食品饮料指数下跌0.91%，领先上证综指1.56个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额881.85亿元，市场活跃度较节前有所下降。子板块中啤酒、肉制品、黄酒涨幅居前，乳制品下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.01倍，相对全部A股溢价率为118.65%。

行业热点 山西汾酒：核心产品快速增长，二季度费用前置利好短期利润表现。2019年前三季度，公司实现营收91亿，同比增长26%，归母净利润17亿，同比增长33%，其中三季度营收、归母净利润分别同比增长34%、54%。收入方面，核心产品实现持续快速增长，省外收入占比过半，是收入增长的主要来源。费用方面，三季度销售费用率下降主要是由于二季度费用投放前置，短期提升利润表现，但放眼前三季度增速依然将显著高于行业平均。**顺鑫农业：费用前置导致盈利波动，白酒业务保持稳定增长。**2019年前三季度，公司实现收入111亿元，同比增长20%；归母净利润7亿元，同比增长24%；其中三季度营收同比增长34%，净利润同比下降70%。收入方面，三季度营收同比增长34.25%，相比半年报20%的营收增长显著提速，我们预计白酒前三季度收入增长超15%，保持稳健增长。费用方面，公司三季度新增“世园会”、“冬奥会”赞助费，且明年春节提前导致费用投放前置，造成了利润增速的较大波动。

投资建议：上周我们参加了秋糖会，与去年同期相比受关注度较高，卖方和买方均积极参与。市场对核心企业持有较高信心，且判断行业即将进入弱周期时代，公司业绩分化将持续加剧。建议关注市占率不断提升的高端白酒茅五泸，业绩大概率穿越周期的大众酒龙头顺鑫及高、低端酒均快速增长的汾酒。

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、白酒行业强者更强，短期成交价格合理波动 20190916
- 2、核心个股创新高，关注国际股指扩容 20190827
- 3、啤酒业绩增长亮眼，白酒旺季值得期待 20190820
- 4、茅台销售方案落地，伊利长期发展向好 20190813

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

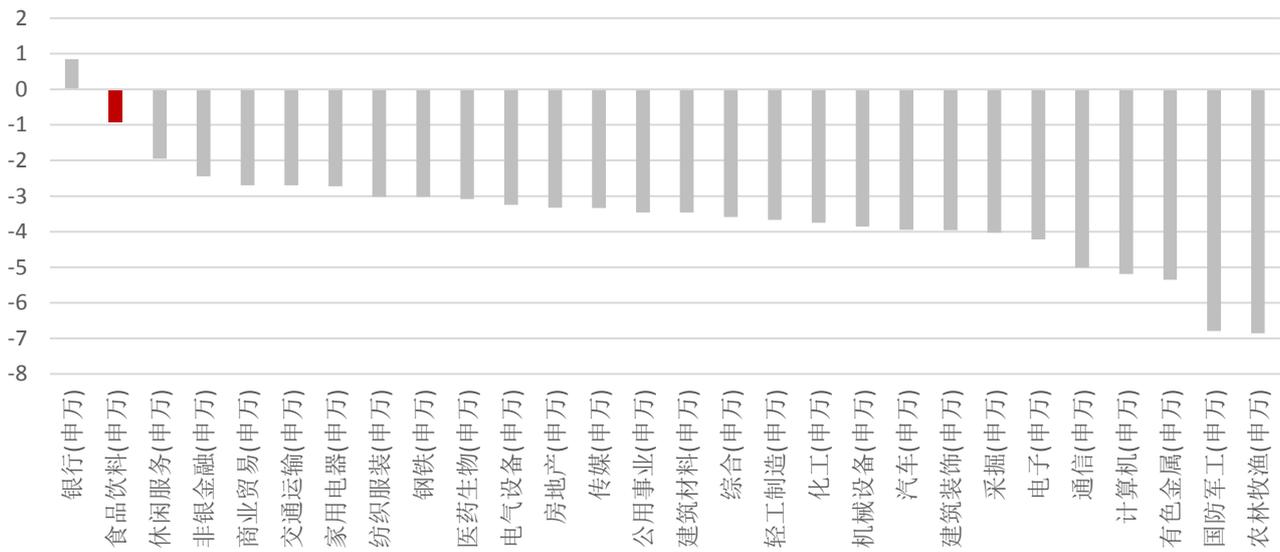
图 1: 上周 (2019.10.21-10.25) 申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周 (2019.10.21-10.25) 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 2019 年 10 月 25 日重点白酒公司 2020 年 PE (万得一致预期) (倍)	6
图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)	7
图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)	7
图 7: 生鲜乳价格	8
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	8
图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	8
图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	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

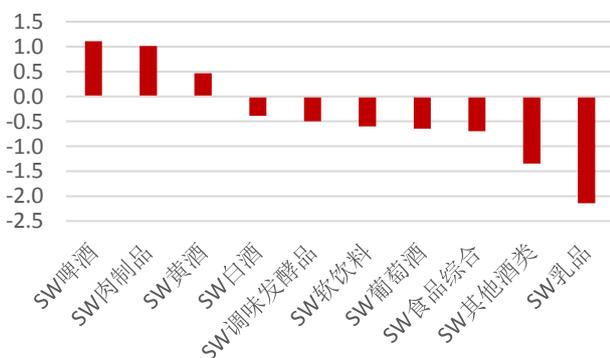
上周食品饮料指数下跌0.91%，领先上证综指1.56个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额881.85亿元，市场活跃度较节前有所下降。子板块中啤酒、肉制品、黄酒涨幅居前，乳制品下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.01倍，相对全部A股溢价为118.65%。

图 1：上周（2019.10.21-10.25）申万一级行业涨跌幅（%）



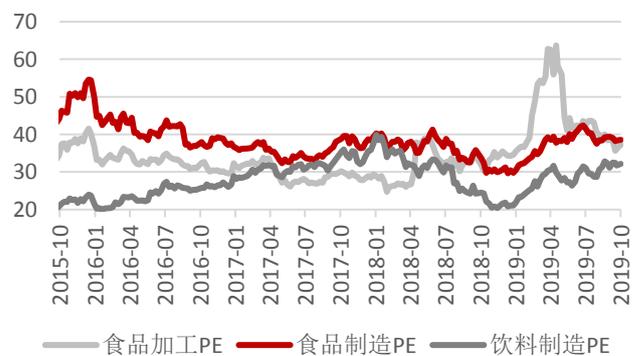
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.10.21-10.25）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40只上涨，涨幅前三名分别为得利斯（16.77%）、龙大肉食（13.66%）、珠江啤酒（8.42%），金字火腿（-20.35%）、ST中葡（-8.25%）、顺鑫农业（-8.10%）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)
002330.SZ	得利斯	7.24	16.77	2.82	389.26	2.72	1.64
002726.SZ	龙大肉食	7.82	13.66	10.63	41.33	3.54	0.68
002461.SZ	珠江啤酒	7.34	8.42	4.69	32.24	1.92	3.85
600073.SH	上海梅林	9.23	6.21	6.56	26.42	2.19	0.37
002840.SZ	华统股份	17.70	6.05	3.73	34.81	3.44	0.72
002732.SZ	燕塘乳业	22.80	5.65	3.95	40.72	3.62	2.52
002719.SZ	麦趣尔	11.15	4.79	0.61	-12.02	2.14	3.05
600573.SH	惠泉啤酒	6.74	4.17	0.49	78.32	1.47	3.03
002557.SZ	洽洽食品	33.18	4.05	12.58	31.71	4.87	3.73
002570.SZ	贝因美	6.28	3.12	3.85	-71.99	3.79	2.51
603027.SH	千禾味业	21.63	-5.13	7.65	52.50	7.08	8.53
002650.SZ	加加食品	3.82	-5.21	3.06	37.65	1.93	2.26
002216.SZ	三全食品	10.28	-6.03	2.67	63.90	3.86	1.48
002481.SZ	双塔食品	7.97	-6.12	25.42	52.35	3.63	4.52
603697.SH	有友食品	14.34	-6.70	3.04	25.69	2.95	4.34
603779.SH	威龙股份	7.35	-6.73	2.13	62.10	1.75	3.32
600238.SH	ST 椰岛	6.99	-7.54	0.33	37.19	4.32	3.95
000860.SZ	顺鑫农业	46.50	-8.10	23.77	37.86	4.74	2.60
600084.SH	*ST 中葡	2.67	-8.25	1.46	-27.60	1.37	12.14
002515.SZ	金字火腿	5.99	-20.35	30.86	211.84	4.41	21.81

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

山西汾酒：核心产品快速增长，二季度费用前置利好短期利润表现

2019年前三季度，公司实现营收91亿，同比增长26%，归母净利润17亿，同比增长33%，其中三季度营收、归母净利润分别同比增长34%、54%。

核心产品实现持续快速增长。根据秋糖会调研，我们预计玻汾市场增速有望超过50%，虽然6月30日青花系列开始控量，但增速仍将超过25%，中高端产品老白汾和巴拿马系列维持10-15%的增长。从地域来看，前三季度公司省外营收达45.7亿元，同比增长68.42%，是主要的收入增长来源，省外营收占比50.06%，较去年同期提升7.5个百分点，占比快速提高。

截至三季度末，公司预收款18.41亿，同比增长133.94%，经销商打款积极性较高，信心持续提升。

二季度费用投放前置，短期提升利润表现。2019年三季度，公司毛利率64%，同比小幅下降-0.7个百分点，一是由于部分生产和人工成本增加，二是低端酒增速较快所致。费用方面，三季度销售费用率回落较为明显（7.8个百分点），主要系二季度费用前置所致。因此，公司利润短期表现较为亮眼，但放眼前三季度增速依然将显著高于行业平均。

汾酒近两年来连续保持高速增长态势，国企改革使内部运营效率大幅改善；今年公司正视玻汾对增长的带动作用，形成抓两头的思路，带动市占率快速提升，成长潜力较大。

顺鑫农业：费用前置导致盈利波动，白酒业务保持稳定增长

2019年前三季度，公司实现收入111亿元，同比增长20%；归母净利润7亿元，同比增长24%；其中三季度营收同比增长34%，净利润同比下降70%。

收入方面，三季度营收同比增34.25%，相比半年报20%的营收增长显著提速，我们预计白酒前三季度收入增长超15%，保持稳健增长。母公司预收款36.7亿，同比增长63%，业绩蓄水池进一步加深。若考虑预收，白酒收入同比增长或超30%。

费用方面，公司三季度新增“世园会”、“冬奥会”赞助费，且明年春节提前导致费用投放前置，叠加去年同期的低基数，导致三季度销售费用同比大增123%，造成了利润同比大幅下滑。

分业务来看，白酒方面，由于全国化进展顺利，42度陈酿继续保持较快增长，而精致陈酿、珍品陈酿等价格相对较高的收入增长达20%，势头良好。公司对白酒业务长期维持年复合增长率15%以上、营收及利润同向、毛利长期向好的信心较强。养殖屠宰方面，由于顺鑫该业务覆盖全产业链，种猪、生猪显著受益猪价大涨，叠加低价储备肉，虽目前处于亏损状态，但全年大概率将扭亏为盈。地产方面，去地产一直在推进中，今年大概率减亏，但全年是否能扭亏为盈主要取决于11亿元预收款的确认时点。

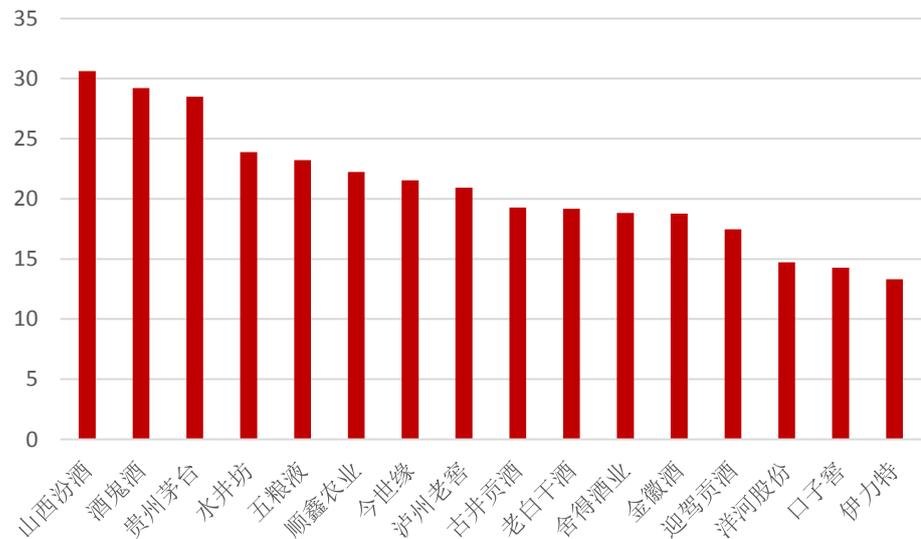
我们认为，公司不断聚焦白酒主业，牛栏山全国化进展顺利，华东华南市场增长较快，品牌力及规模效应不断增强，随着后续产品的创新升级，

将逐步打开利润空间。长期来看，低端白酒受周期性影响最小，业绩有望穿越周期实现长期稳增长。

1.4 投资建议

上周我们参加了秋糖会，与去年同期相比受关注度较高，卖方和买方均积极参与，主要是市场对核心企业持有较高信心，且判断行业即将进入弱周期时代，公司业绩分化将持续加剧。高端白酒方面，茅台增加多元化直营渠道、筛选合格经销商且提高成品储存能力；五粮液升级换代实现提价及七代库存消化；泸州老窖增强渠道及终端把控，从而平抑周期性波动，若渠道及社会库存继续维持合理水平、消费需求稳定（无重大政策、食品安全等事件发生），叠加较为稳定的宏观经济环境，则业绩确定性较大。区域龙头的周期性弱化主要由于近年来涌现出一批产品线全覆盖且各价位段均具有销量优势的名优品牌，空白区域的下沉仍将是其成长空间；二线名酒周期性相对较强，向上受到一线名酒价格打压及向下受到地方名酒威胁，未来竞争仍会加剧。建议关注市占率不断提升的高端白酒茅五泸，业绩大概率穿越周期的大众酒龙头顺鑫及高、低端酒均快速增长的汾酒。

图 4：2019 年 10 月 25 日重点白酒公司 2020 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
贵州茅台	1,171.35	34.95	39.89	33.52	29.36
五粮液	128.20	4.49	5.78	28.55	22.18
泸州老窖	83.00	3.14	3.92	26.43	21.17
山西汾酒	83.85	2.20	2.74	38.13	30.63
顺鑫农业	46.50	1.57	2.09	29.60	22.23
海天味业	107.04	1.95	2.32	54.89	46.14
中炬高新	42.56	0.92	1.14	46.36	37.23

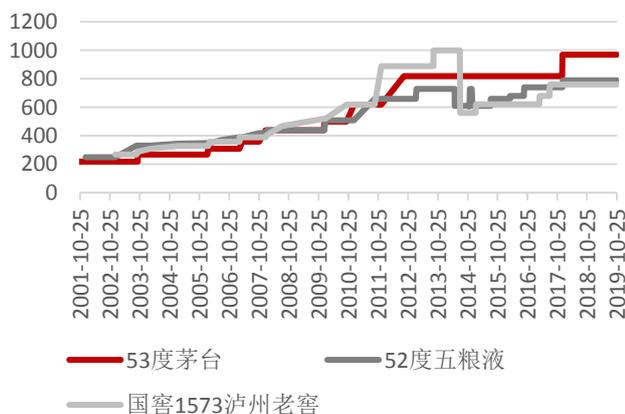
注: 茅台、泸州老窖、五粮液、海天味业2019-2020年EPS、PE系作者预测值, 其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、数据跟踪

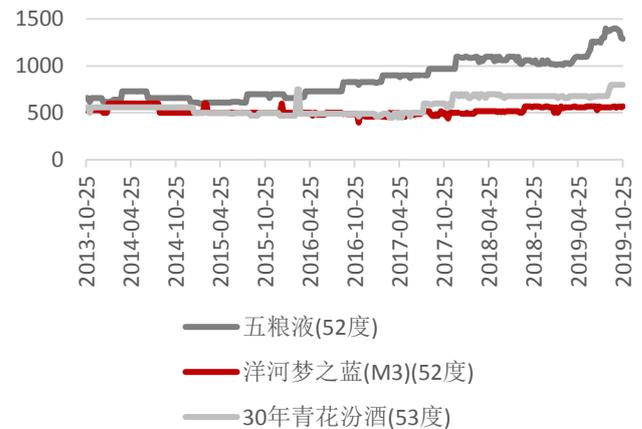
上周飞天茅台一批价略升至2300-2350元, 符合预期; 八代普五及国窖一批价均分别在930-950元及740元左右, 整体来看, 高端白酒需求仍然稳定向好。乳制品方面, 10月16日全国主产区生鲜乳价格为3.78元/公斤, 同比上升7.4%。

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)



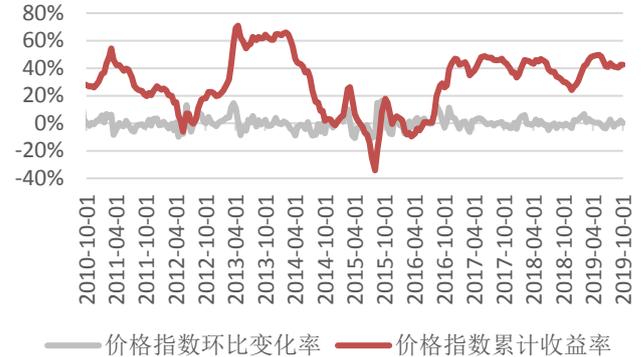
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 生鲜乳价格



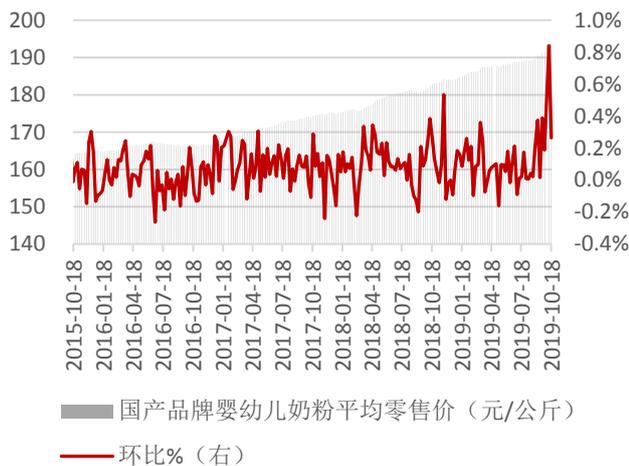
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



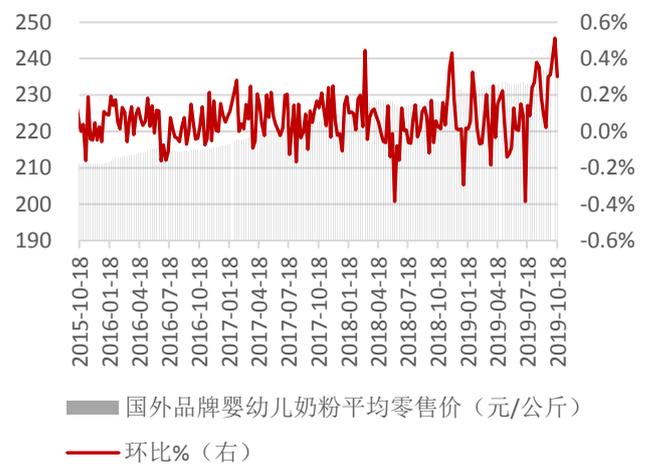
资料来源: GDT, 国开证券研究部

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