

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

三季度报验证白酒弱周期特点，高端确定性最强

——食品饮料行业周报

2019年11月4日

分析师:

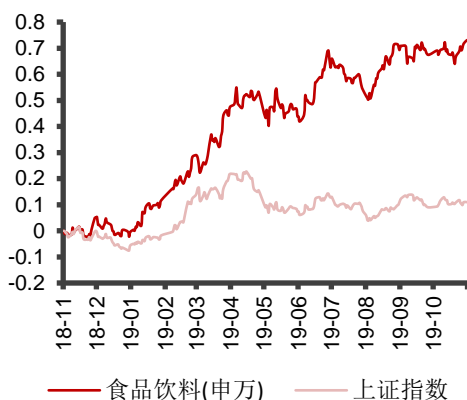
黄婧

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:

上周食品饮料指数上涨2.98%，领先上证综指2.87个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额961.49亿元，市场活跃度较前一周有所回升。子板块中肉制品、其他酒类、乳制品涨幅居前，葡萄酒下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.37倍，相对全部A股溢价率为123.55%。

行业热点 三季度报总结：分化加剧，高端业绩稳健。2019年前三季度白酒上市公司营收、净利润分别同比增长17%、23%，增速相比去年同期分别下降7.66和7.18个百分点，增速有所放缓。**高端白酒保持稳健增长**，茅五泸均基本完成全年销售计划量。三公司通过体制改革及数字化系统增强了终端掌控力，动销保持良性，经销商打款积极。**次高端分化显著**，2015年以来业绩增速首次低于板块平均，但汾酒的玻汾、青花均继续放量，省外占比继续快速提升，业绩保持高增长。另外，虽然部分公司短期季度费用率下降，但主要系三季度费用确认较少所致，实际竞争继续加剧。**区域龙头古井及今世缘茁壮成长**，终端掌控力强，冲击次高端。大众酒牛栏山及玻汾则充分受益于低端酒的品牌化集中，全国化进展顺利。

投资建议：我们认为在明年宏观经济仍有较大下行压力的背景下，白酒行业业绩增速将持续放缓，但行业进入弱周期阶段，部分企业对自身调控力增强，整体上行业盈利水平、增长速度仍明显优于A股平均水平，11月底将迎来MSCI第三次扩容，板块业绩较优、且在国际市场上具有比较优势及特色，估值大概率将上行。综上，我们建议继续关注业绩确定性高、体量大、地位稳的高端白酒茅五泸、高档和低档白酒均快速成长的汾酒以及市占率快速提升、业绩防御性较强的顺鑫农业。大众食品方面，建议关注业绩稳健的海天味业、中炬高新及伊利股份。

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。

行业评级

强于大市

相关报告

- 1、白酒进入弱周期时代，分化或持续加剧 20191028
- 2、白酒行业强者更强，短期成交价格合理波动 20190916
- 3、核心个股创新高，关注国际股指扩容 20190827
- 4、啤酒业绩增长亮眼，白酒旺季值得期待 20190820

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	6
3、风险提示	8

图表目录

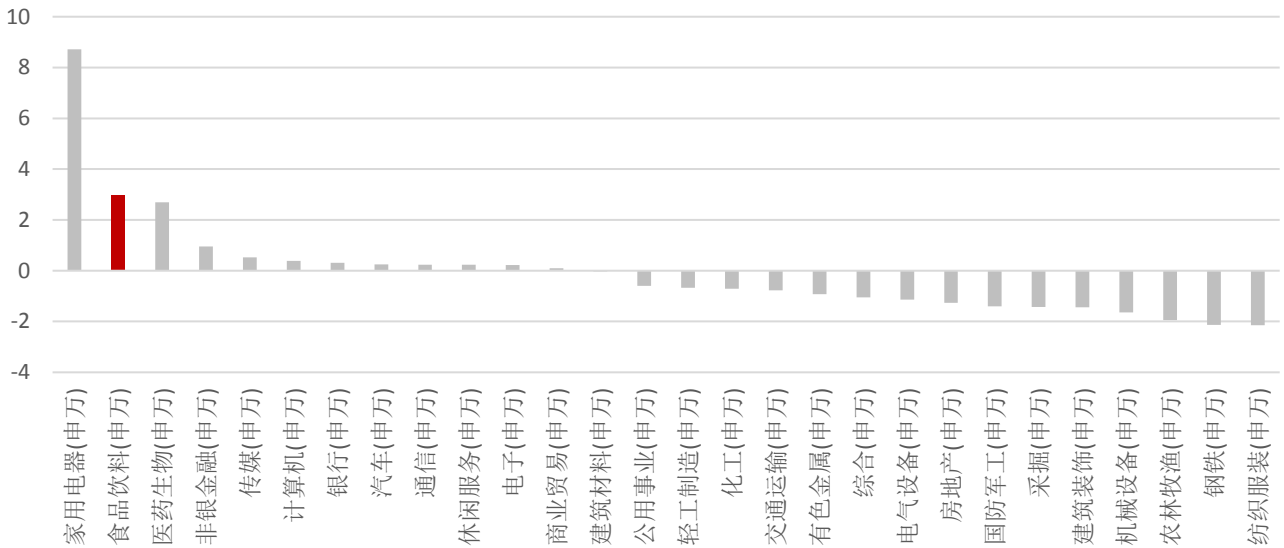
图 1: 上周 (2019.10.21-10.25) 申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周 (2019.10.21-10.25) 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 2019 年 10 月 25 日重点白酒公司 2020 年 PE (万得一致预期) (倍)	6
图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)	7
图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)	7
图 7: 生鲜乳价格	7
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	7
图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	7
图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零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

1、上周市场回顾与投资建议

1.1 食品饮料板块走势

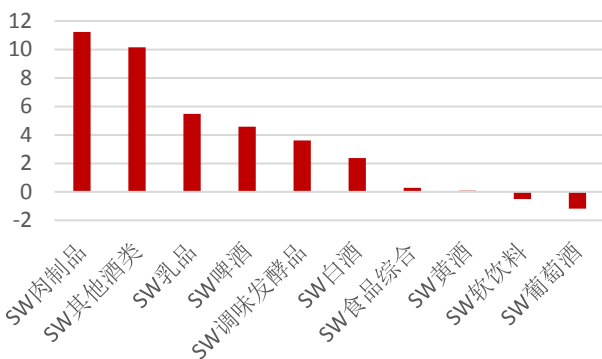
上周食品饮料指数上涨2.98%，领先上证综指2.87个百分点，在申万28个一级行业中排名第2。板块成交额961.49亿元，市场活跃度较前一周有所回升。子板块中肉制品、其他酒类、乳制品涨幅居前，葡萄酒下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.37倍，相对全部A股溢价率为123.55%。

图 1：上周（2019.10.28-11.1）申万一级行业涨跌幅（%）



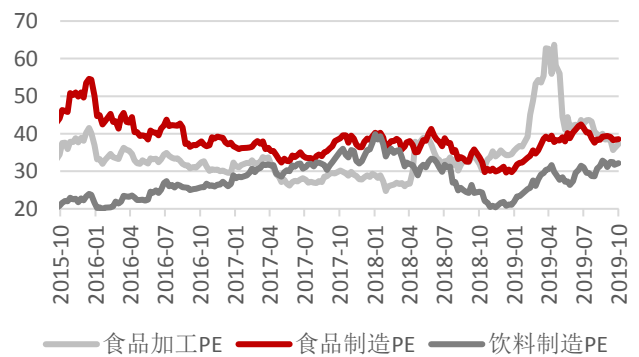
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.10.28-11.1）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48只上涨，涨幅前三名分别为水井坊（17.72%）、百润股份（17.46%）、双汇发展（15.87%），科迪乳业（-12.15%）、天味食品（-11.52%）、香飘飘（-11.30%）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)
600779.SH	水井坊	54.08	17.72	21.45	34.95	13.69	7.93
002568.SZ	百润股份	27.72	17.46	8.22	64.94	7.47	10.34
000895.SZ	双汇发展	30.37	15.87	43.92	19.37	6.64	1.86
600809.SH	山西汾酒	92.98	10.89	25.73	42.68	11.17	6.99
600132.SH	重庆啤酒	44.17	9.09	6.62	34.86	15.81	5.99
002719.SZ	麦趣尔	12.07	8.25	1.11	-13.01	2.32	3.30
603198.SH	迎驾贡酒	22.00	7.63	7.20	19.98	3.99	4.76
600887.SH	伊利股份	29.44	7.56	116.03	25.56	7.37	2.07
603027.SH	千禾味业	23.14	6.98	7.19	53.12	7.29	8.63
603517.SH	绝味食品	47.30	6.77	9.91	35.87	7.62	5.52
600365.SH	通葡股份	4.25	-5.56	1.45	323.53	2.44	1.37
002847.SZ	盐津铺子	38.15	-5.62	4.69	46.57	6.25	3.67
300146.SZ	汤臣倍健	16.06	-5.86	11.43	22.39	3.44	4.79
000716.SZ	黑芝麻	3.19	-6.18	1.85	59.75	0.87	0.51
603777.SH	来伊份	11.35	-7.12	2.54	328.34	2.16	0.98
600882.SH	妙可蓝多	13.04	-7.65	2.47	178.57	4.27	3.30
002820.SZ	桂发祥	11.80	-9.09	1.63	29.24	2.27	4.89
603711.SH	香飘飘	25.19	-11.30	6.64	29.11	4.55	2.67
603317.SH	天味食品	47.56	-11.52	10.89	65.81	11.29	12.10
002770.SZ	科迪乳业	2.53	-12.15	7.97	51.52	1.55	2.61

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

三季报总结：分化加剧，高端业绩稳健

总体来看，随着高端白酒对自身调控能力的增强及地域龙头的壮大，行业进入弱周期时代。2019年前三季度白酒上市公司营收、净利润分别同比增长17%、23%，增速相比去年同期分别下降7.66和7.18个百分点，增速有所放缓。不同公司的分化进一步加剧，高端白酒的业绩确定性最强。2019年3季度，高端、次高端、区域龙头及大众酒公司的营收增速分别为18%、-4%、13%；归母净利润增速为22%、-7%、18%。（高端：

茅台、五粮液、泸州老窖；次高端：汾酒、水井坊、洋河、舍得、酒鬼酒；区域龙头及大众酒：今世缘、古井贡、口子窖、顺鑫农业）

高端白酒保持稳健增长。茅五泸均基本完成全年销售计划量。虽然茅台回收经销商配额及直销未完全放量，导致三季度发货量略低于预期，但预计四季度直营将加快节奏，增长可期；五粮液三季度顺利放量，虽然价格有小幅回落，但数字化体系及直营渠道在中秋得到充分磨合，后续改革效果将逐步释放；老窖方面，国窖前三季度回款百亿目标已经完成，特曲增速持续高增长，经销商打款积极。

次高端分化显著。2015年以来业绩增速首次低于板块平均，负增长主要源于洋河对渠道开展主动性调整控货挺价以及酒鬼酒对酒鬼、内参的控货。但汾酒的玻汾、青花均继续放量，省外占比继续快速提升。另外，虽然部分公司短期季度费用率下，但主要系第三季度费用确认较少所致，实际竞争继续加剧。

区域龙头古井及今世缘茁壮成长，终端掌控力强，冲击次高端。大众酒牛栏山及玻汾则充分受益于低端酒的品牌化集中，省外市场收入占总营收分别为70%、50%。牛栏山基本完成泛全国化，进入稳健增长阶段，精酿及珍品销量呈现增长态势，但大单品升级提价仍有阻力，后续渠道下沉及结构升级是关键；玻汾空白市场仍有空间，我们认为不仅不会对高端产品带来负影响，反而会使清香型得到普及，增强品牌影响力

1.4 投资建议

我们认为在明年宏观经济仍有较大下行压力的背景下，白酒行业业绩增速将持续放缓，但行业进入弱周期，部分企业对自身调控力增强，整体上行业盈利水平、增长速度仍将明显优于A股平均水平，11月底将迎来MSCI第三次扩容，板块业绩较优、且在国际市场上具有比较优势及特色，估值大概率将上行。综上，我们建议继续关注业绩确定性高、体量大、地位稳的高端白酒茅五泸、高档和低档白酒均快速成长的汾酒以及市占率快速提升、业绩防御性较强的顺鑫农业。大众食品方面，建议关注业绩稳健的海天味业、中炬高新及伊利股份。

表 2: 重点公司估值情况

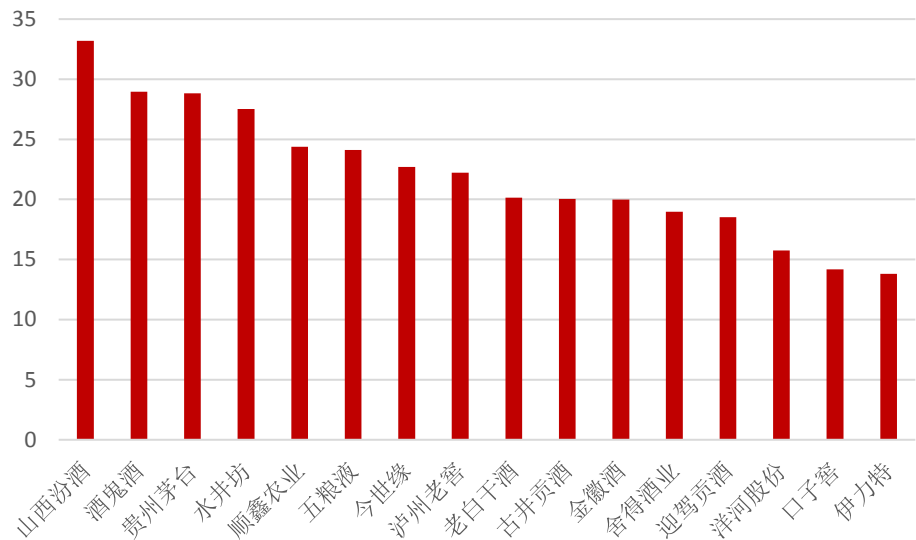
公司简称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)		PE (倍)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	1,185.00	34.95	39.89	33.91	29.71
五粮液	133.70	4.5	5.51	29.71	24.26

泸州老窖	88.20	3.14	3.92	28.09	22.50
山西汾酒	92.98	2.24	2.80	41.53	33.20
顺鑫农业	46.18	1.44	1.89	32.10	24.38
海天味业	112.29	1.95	2.32	57.58	48.40
中炬高新	44.46	0.91	1.13	49.09	39.27
伊利股份	29.44	1.16	1.26	25.45	23.30

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 11 月 1 日重点白酒公司 2020 年 PE（万得一致预期）（倍）

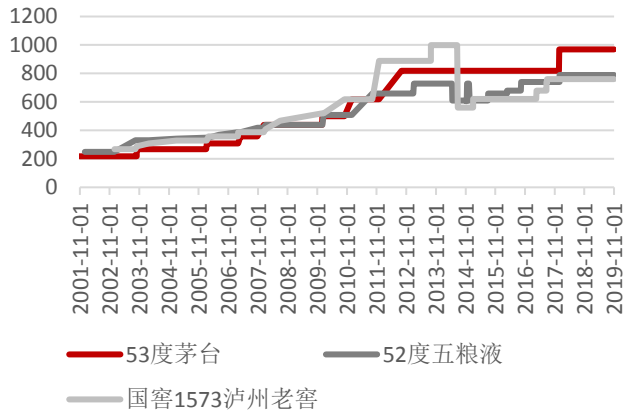


资料来源：WIND，国开证券研究部

2、数据跟踪

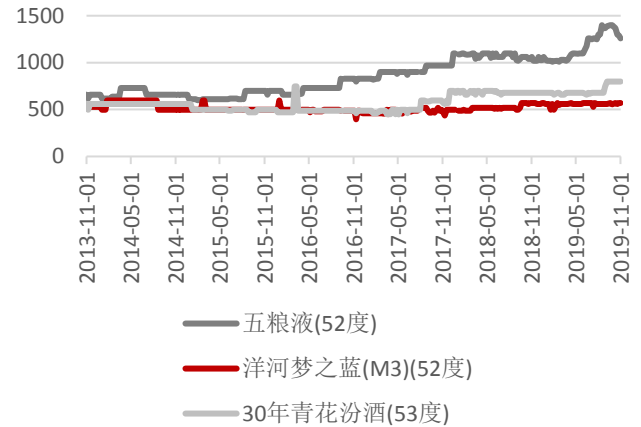
上周茅台批价维持2300元/瓶左右，部分经销商已提前执行12月份配额。五粮液批价在910-930元波动，价格小幅下降，库存历史低位，1-2个月左右。国窖批价较为稳定，760元左右，库存2个月左右。国窖配额价格将分阶段上调，第10代特曲提价。乳制品方面，10月23日全国主产区生鲜乳价格为3.8元/公斤，同比上升8%。

图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml)



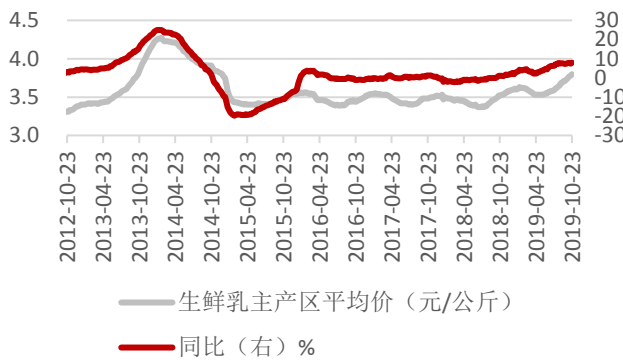
资料来源: WIND, 国开证券研究部

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



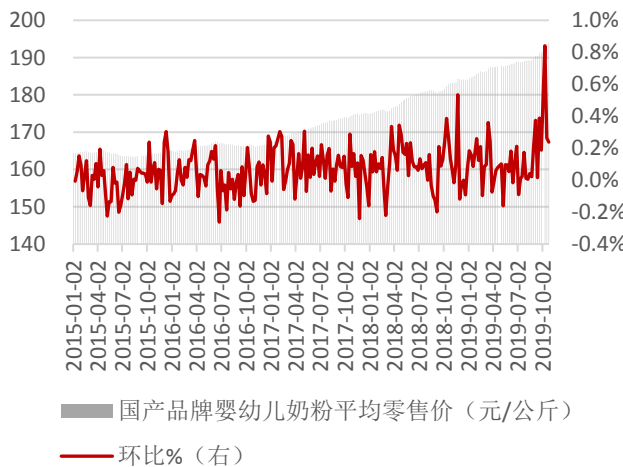
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



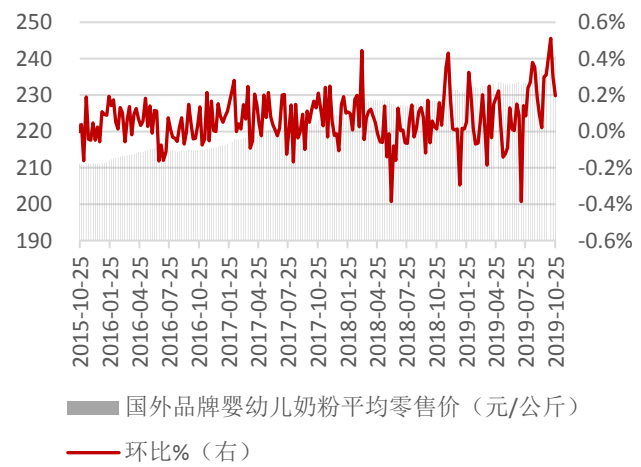
资料来源: GDT, 国开证券研究部

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