

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

核心白酒动销向好，啤酒景气度逐季提升

——食品饮料行业月报

2020年7月2日

分析师:

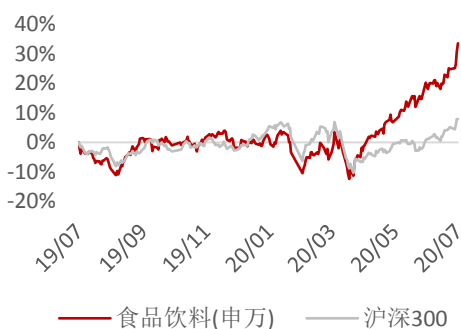
黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

食品饮料与沪深300指数涨跌幅走势图



行业评级

强于大市

相关报告

- 1、对白酒板块估值的思考 20200611
- 2、龙头业绩坚韧，把握消费复苏-白酒行业 2019 年报及 2020 年一季报总结 20200525
- 3、贵州茅台(600519): 换帅不改发展趋势，改革持续、交易解冻 20200304
- 4、疫情短期利好必选食品，中长期投资逻辑不变 20200210

内容提要:

2020年6月食品饮料指数上涨8.59%，领先沪深300指数0.91个百分点，在申万28个一级行业中排名第8。板块成交额6288.35亿元，市场活跃度高于5月。子板块中啤酒、肉制品、葡萄酒涨幅居前，黄酒下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为40.41倍，相对沪深300指数溢价率为214.73%，位于近15年来前0.5%分位，处于历史高位。

行业热点: 1、高端白酒公司动销持续回暖，茅台批价持续回升，销售时间过半任务过半，五粮液营销改革加速落地，老窖动销逐步恢复。2、2020年1-5月规模以上啤酒企业累计产量为1263.9万千升，同比下降14.2%，其中2020年4月、5月啤酒产量分别同比增长7.5%、14.6%，景气度加速回暖。

投资建议: 白酒板块，6月中旬新冠疫情在北京地区出现反复，对消费场景恢复进程有所影响，但由于防疫常态化且具备应对经验，政府反应及时，疫情防控目前来看稳中向好。总体来看，我们认为一季度白酒公司报表变现比实际动销表现好，而二季度由于渠道库存逐步消化，实际动销将好于报表表现。建议继续关注高端白酒茅台、五粮液、老窖，此外，建议关注全国化/泛全国化快速推进、产品结构不断升级的汾酒、古井。

大众品板块，乳制品方面，一季度龙头市占率持续提升，二季度常温奶动销恢复明显，预计伊利上半年收入有望实现增长，叠加33倍PEttm，建议关注。啤酒方面，短期受益于“地摊经济”及餐饮行业复苏，长期看行业拐点已现、吨价有望持续提升，建议关注内资龙头青岛啤酒。此外，近期疫情出现反复，建议关注年内业绩确定性较强的双汇及安琪。

风险提示: 国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内外二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

目录

1、上月市场回顾	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
2、投资建议	6
3、数据跟踪	8
4、风险提示	9

图表目录

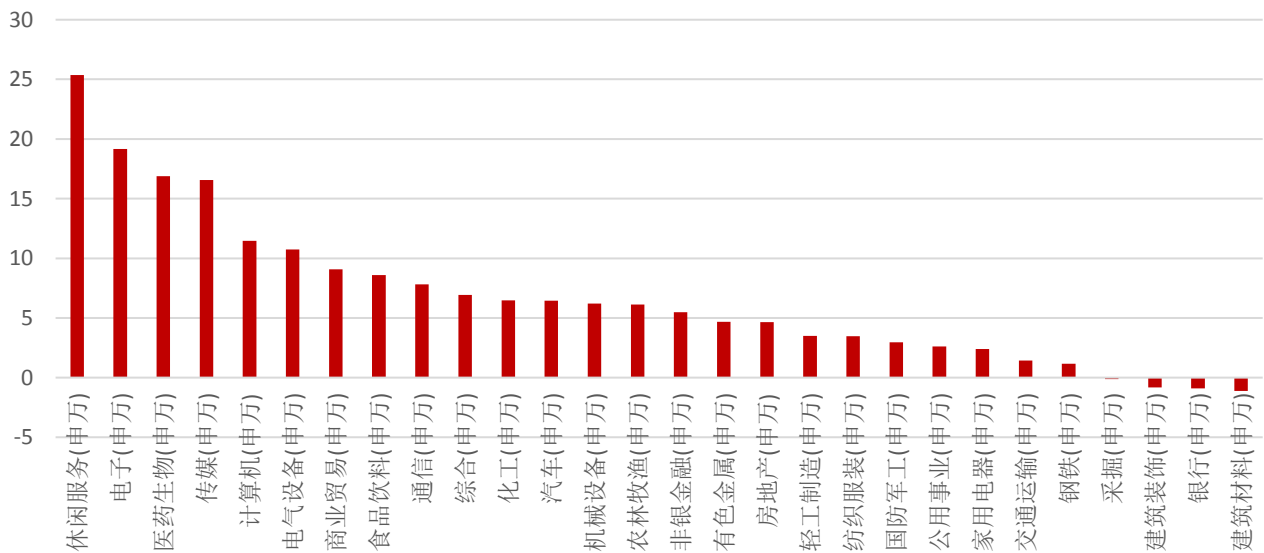
图 1: 2020 年 6 月申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 2020 年 6 月食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 申万食品饮料指数及沪深 300 指数估值比较	3
图 4: 茅台、五粮液批价走势 (元/500ML)	5
图 5: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)	8
图 6: 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)	8
图 7: 生鲜乳价格	8
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	8
图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	9
图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	9
图 11: 部分白酒标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)	9
图 12: 部分大众品标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)	9
表 1: 2020 年 6 月涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比	4
表 2: 重点公司估值情况	7

1、上月市场回顾

1.1 食品饮料板块走势

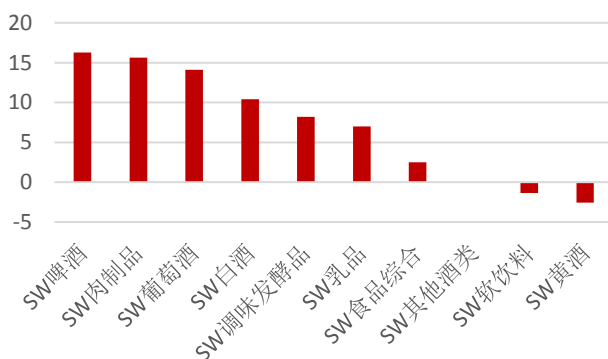
2020年6月食品饮料指数上涨8.59%，领先沪深300指数0.91个百分点，在申万28个一级行业中排名第8。板块成交额6288.35亿元，市场活跃度高于5月。子板块中啤酒、肉制品、葡萄酒涨幅居前，黄酒下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为40.41倍，相对沪深300指数溢价率为214.73%，位于近15年来前0.5%分位上，处于历史高位。

图 1：2020 年 6 月中万一级行业涨跌幅（%）



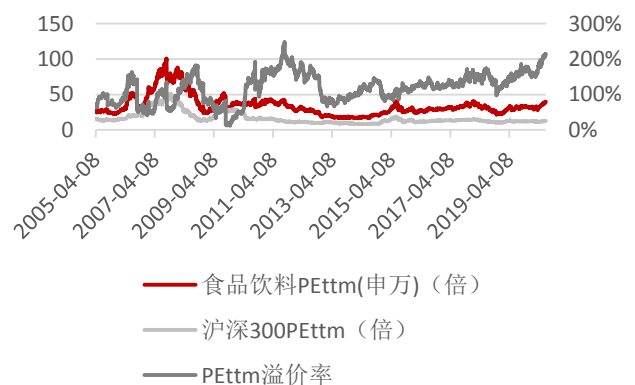
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：2020 年 6 月食品饮料子板块涨跌幅（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 3：申万食品饮料指数及沪深 300 指数估值比较



资料来源：WIND，国开证券研究部

1.2 个股表现

2020年6月，食品饮料板块98只个股中有63只上涨，涨幅前三名分别为仙乐健康（77.29%）、酒鬼酒（74.57%）、西麦食品（40.45%），ST科迪（-19.28%）、三只松鼠（-12.50%）、爱普股份（-11.82%）居跌幅前列。

表 1：2020 年 6 月涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比（截至 2020 年 6 月 30 日）

证券代码	证券简称	月收盘价 (元)	月涨跌幅 (%)	月成交额 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	市销率 PS (倍)
300791.SZ	仙乐健康	79.94	77.29	4.85	61.51	4.81	6.17
000799.SZ	酒鬼酒	76.51	74.57	22.63	76.99	9.84	16.82
002956.SZ	西麦食品	109.00	40.45	3.04	60.39	6.34	9.74
600197.SH	伊力特	19.77	35.41	6.83	28.08	3.20	4.43
600702.SH	舍得酒业	37.35	34.45	7.81	28.97	4.09	5.33
600559.SH	老白干酒	12.95	34.25	10.04	32.96	3.46	3.19
002481.SZ	双塔食品	17.32	29.23	15.80	97.67	7.58	9.84
600238.SH	ST 椰岛	5.69	28.73	0.16	-9.29	5.05	4.85
600365.SH	通葡股份	4.25	24.63	1.05	-51.09	2.57	2.10
600779.SH	水井坊	62.42	23.87	5.62	38.18	13.24	9.14
600882.SH	妙可蓝多	36.29	-6.83	4.48	436.80	10.54	8.07
002495.SZ	佳隆股份	2.57	-6.88	0.57	283.43	2.04	9.67
002910.SZ	庄园牧场	10.39	-6.90	0.79	88.13	1.63	2.60
600573.SH	惠泉啤酒	6.60	-7.04	1.18	89.69	1.46	3.01
000716.SZ	黑芝麻	3.83	-7.26	1.87	-5957.23	1.05	0.70
603777.SH	来伊份	16.82	-9.47	3.48	304.02	3.10	1.38
000639.SZ	西王食品	5.59	-10.42	2.71	-7.88	1.64	1.09
603020.SH	爱普股份	9.92	-11.82	1.72	20.29	1.49	1.30
300783.SZ	三只松鼠	75.98	-12.50	3.68	171.69	14.62	2.84
002770.SZ	ST 科迪	2.47	-19.28	3.56	-11.00	1.63	8.11

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

1.3.1 高端白酒公司动销持续回暖

茅台批价持续回升，销售时间过半任务过半。6月茅台一批价格一度突破2450元/瓶，一方面，端午前夕茅台供需缺口凸显，另一方面，经济下行压力较大，市场预计未来货币政策和财政政策将更加积极，对茅台酒的投资热情上升。打款情况来看，6月初经销商执行7-8月打款，6月下旬已陆续到货，回款势头良好。此外，近期茅台新签约22家直销渠道商，分

别为16家区域KA卖场、4家酒类垂直电商和2家烟草零售连锁，茅台6月即开始供货，且要求渠道商收到货后即刻销售。公司营销体系进一步扁平化，一方面将提升终端掌控能力、平抑价格，另一方面能提升平均出厂价格增厚利润。端午节过后，茅台酒一批价格回落至2400元/瓶以下，我们认为这是正常的淡季价格回落现象，公司在股东大会上表示预计已经达成“时间过半任务过半”，业绩确定性进一步被确认。

图 4: 茅台、五粮液批价走势 (元/500ML)



资料来源：酒业家、微酒，国开证券研究部

浓香高端龙头方面，五粮液营销改革加速落地，老窖动销逐步恢复。五粮液方面，普五一批价格自5月开始稳中有升，近期均价维持在900-920元/瓶，节后未有明显变动。随着二季度国内疫情的进一步稳定，五粮液高端酒动销已恢复至70%以上，经销商库存普遍在1个月左右，而随着改革的落地低端酒系列销售表现以及超过去年同期水平。值得注意的是，公司营销体系加速扁平化改革，在近期召开的品牌营销工作会上明确要依托大数据优化传统商家计划量的同时，重点构建以新零售和企业团购为核心的新渠道，我们认为该举措将显著提升政策执行力及对渠道的管理能力，短期效果将显现。在动销向好、改革红利不断释放的背景下，我们预计公司二季度收入有望实现10%以上增长。

泸州老窖方面，公司一季度受疫情影响较大，果断取消了2月及3月销售配额，随着4月交易解冻，动销逐月向好，低端酒及高端酒率先恢复，6月特曲开始恢复。目前公司一批价格维持800元左右，仍处于控制发货节奏、促进动销的阶段，回款恢复，且库存维持低位，预计下半年将恢复

到同期水平。

1.3.2 啤酒行业景气度快速恢复

根据国家统计局数据，2020年1-5月规模以上啤酒企业累计产量为1263.9万千升，同比下降14.2%，下滑幅度较1-4月下滑22.58%及1-3月下滑33.8%大幅收窄，其中2020年4月、5月啤酒产量分别为310.3、408.1万千升，分别同比增长7.5%、14.6%。

啤酒市场正在加速回暖，部分啤酒经销商销量同比翻番，我们认为有以下原因：首先，国内疫情逐渐平稳后，社交消费逐步恢复。餐饮业5月餐饮收入同比下降18.9%，降幅收窄12.2个百分点，家庭小聚恢复更快速。其次，“地摊经济”有效增加消费场景，提升消费者信心。第三，2019年4-5月由于天气条件较差，啤酒产销量表现乏力，2020年4月以来高温天气较多，旺季动销特征显现。

目前，啤酒行业销售渠道因线上平台、外面业务的发展而被拓宽，疫情的常态化防控逐渐使消费场景恢复，叠加原材料成本稳中有降、产品结构逐渐升级，龙头公司二季度业绩有望表现亮眼。

2、投资建议

白酒板块，6月中旬新冠疫情在北京地区出现反复，对消费场景恢复进程有所影响，但由于防疫常态化且具备应对经验，政府反应及时，疫情防控目前来看稳中向好。6月高端、次高端白酒动销均如期向好，茅台、五粮液、汾酒等公司均在交流会中均透露较为积极的信息。总体来看，我们认为一季度白酒公司报表变现比实际动销表现好，而二季度由于渠道库存逐步消化，实际动销将好于报表表现。在此次疫情中，低端酒自饮率较高，牛栏山、玻汾表现均较为稳定，恢复最早，但由于近期北京疫情反复，牛栏山结构升级进度将受到一定影响；由于消费升级持续，高端、次高端白酒及积极提升产品结构的地域性白酒销售表现突出；中价位酒受到冲击较大，目前仍处于消化库存阶段。估值方面，虽然核心白酒估值水平处于历史中高位，但考虑到业绩的较高确定性在疫情后的增长能力，市场大概率将继续给予板块估值溢价。目前茅台的PEttm水平及相对全体A股溢价率均处于历史高位，但短期来看业绩稳定性强、提升直营渠道出货量及出厂价，长期来看2024年将扩产、系列酒结构升级空间较大，因此PE仍有一定上升空间。五粮液更为客观的反应了高端酒目前

的供需关系，6月价格稳中上移，体现消费需求持续向好。建议继续关注高端白酒茅台、五粮液、老窖，此外，建议关注全国化/泛全国化快速推进、产品结构不断升级的汾酒、古井。

大众品板块，乳制品方面，一季度行业受疫情冲击，但龙头市占率持续提升，二季度常温奶动销恢复明显，预计伊利上半年收入有望实现增长，目前公司PEttm为33倍，处于近15年前22%分位上，仍有上升空间，建议关注。啤酒方面，受益于“地摊经济”及餐饮行业复苏，青岛啤酒4月、5月销量近双位数增长，6月销量在去年高基数下维持平稳，长期看行业业绩拐点已现、吨价有望持续提升，建议关注。此外，近期疫情出现反复，建议关注行业龙头地位稳固、成长空间充足、年内业绩确定性较高的双汇及安琪。

表 2: 重点公司估值情况

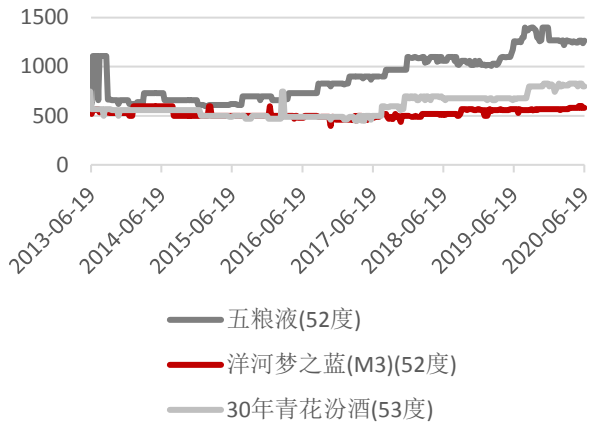
公司简称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)		PE (倍)	
		2020E	2021E	2020E	2021E
	2020/7/2				
贵州茅台	1,544.00	36.78	42.78	41.98	36.09
五粮液	189.49	5.20	6.03	36.44	31.42
泸州老窖	107.61	3.46	3.82	31.10	28.17
山西汾酒	151.54	2.78	3.47	54.42	43.68
古井贡酒	171.30	4.65	5.70	36.87	30.03
伊利股份	31.94	1.04	1.33	30.57	23.96
青岛啤酒	78.82	1.45	1.77	54.51	44.50
双汇发展	47.01	1.82	2.03	25.85	23.20
安琪酵母	48.20	1.28	1.48	37.67	32.61

注：茅台、五粮液、泸州老窖2020-2021年EPS、PE系作者预测值，其它公司EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究部

3、数据跟踪

图 5: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)



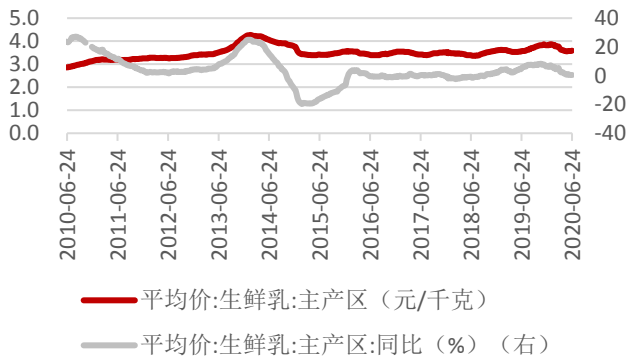
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 6: 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 生鲜乳价格



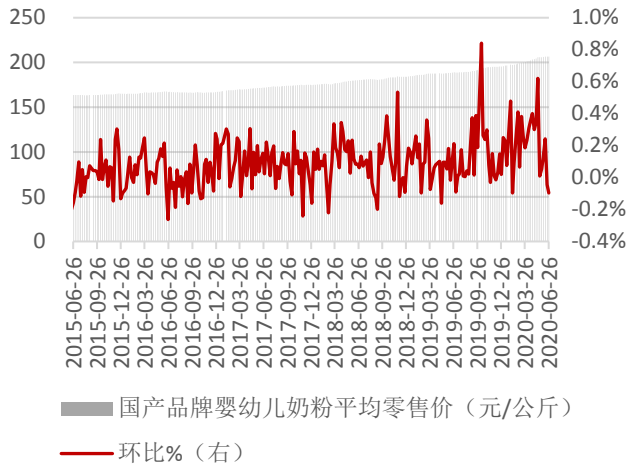
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



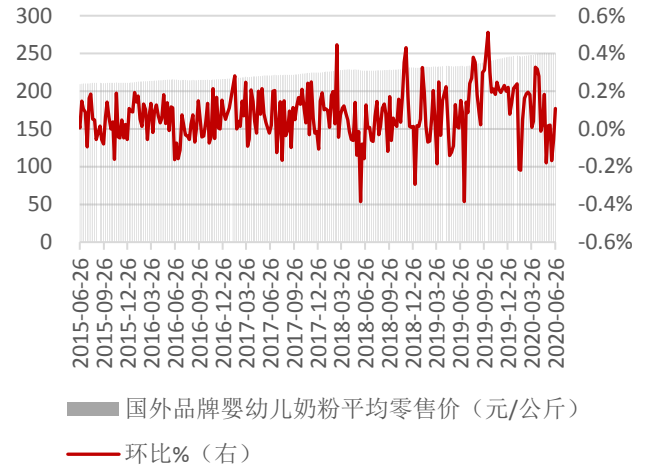
资料来源: GDT, 国开证券研究部

图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价



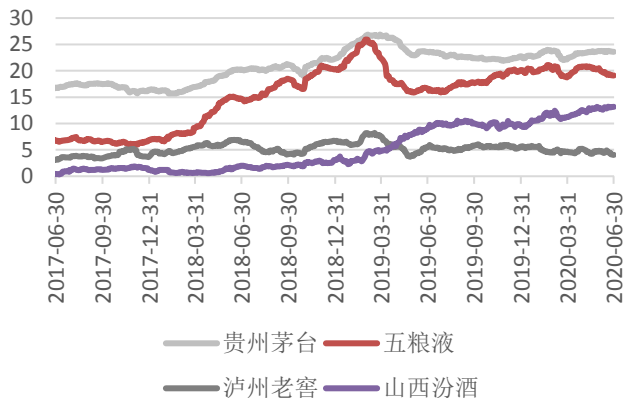
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价



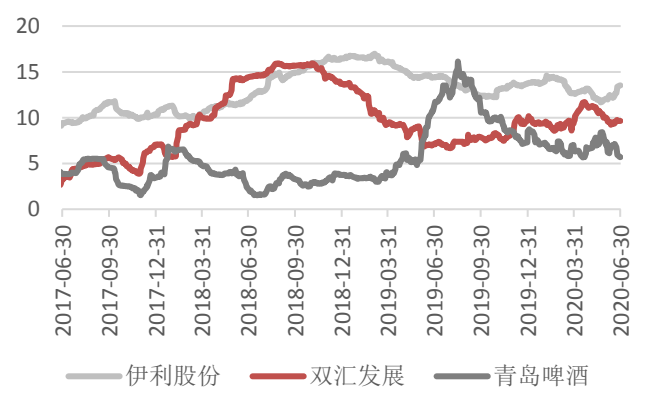
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 11: 部分白酒标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 12: 部分大众品标的沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

4、风险提示

国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧导致行业盈利能力下降; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 国内外二级市场风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化。

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