

食品饮料

茅台股东大会心得&狗茅加大投放的意义

-中泰食品饮料周报(第48周)

评级: 增持(维持)

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐

执业证书编号: S0740518070005

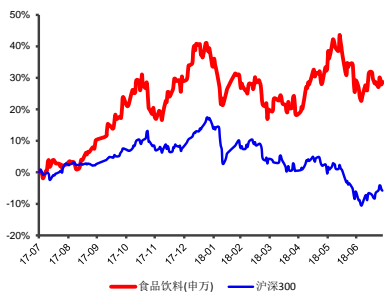
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比

相关报告

《中炬高新(600872.SH): 定位高鲜进军全国, 机制改善释放活力》2018.11.25

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评 级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
贵州茅台	565	13.31	21.56	26.30	29.54	42.2	26.2	21.5	19.1	0.71	买入
洋河股份	100	3.87	4.40	5.38	6.73	24.5	22.8	18.6	14.9	0.76	买入
口子窖	36.2	1.31	1.86	2.26	2.61	24.6	19.5	16.0	13.9	0.47	买入
中炬高新	28.3	0.45	0.57	0.77	0.95	31.0	49.6	36.7	29.8	1.00	买入
汤臣倍健	20.0	0.36	0.52	0.68	0.89	32.8	28.8	29.4	22.5	0.83	买入
元祖股份	17.3	0.52	0.85	1.02	1.22	34.0	20.4	17.0	14.2	0.83	买入

备注: 股价为2018年11月30日收盘价。

投资要点

- 11月推荐组合表现抢眼。**11月推荐组合涨跌幅分别为海天味业(-1.86%)、汤臣倍健(6.96%)、贵州茅台(2.93%)、洋河股份(13.34%)、口子窖(12.20%)、组合收益率为6.71%，同期上证综指上升0.81%，组合领先上证综指5.90%。**12月推荐组合为: 贵州茅台、洋河股份、口子窖、中炬高新、汤臣倍健和元祖股份。**
- 茅台股东大会心得: 茅台仍旧处于上升周期。**11月28号茅台召开临时股东大会, 核心信息如下: 1) 团队调整有望带动内在活力。茅台董事会成员近来陆续更迭, 茅台高层管理团队的新老交替正在成型, 新的领军团队年龄结构、学历层次、职业背景进一步多元、优化, 激励内在员工做事的动力。2) 行业仍处于上升周期。董事长李保芳表示以2016年为起点的茅台处于上行周期, 茅台的上行周期大概有5年半的时间, 考虑到当下茅台酒依旧供不应求, 我们认为公司未来1-2年通过结构调整和适当增加点发货量, 持续增长可期。3) 系列酒仍具看点。我们预计今年系列酒销售可达85亿元, 在最近的盲评打分中获四个产品荣获第一, 产品基础扎实, 张力仍在。
- 短期狗茅加大投放的意义。**近期茅台加大生肖酒、精品酒投放量, 根据2018年度合同量大小对专卖店和特约经销商进行一次性配售, 每家生肖酒和精品酒最高配售量分别为130件、250件。我们预计本次生肖和精品酒发货量在1000吨左右, 此举主要是对冲前期内部调整导致飞天发货的缺口, 有利于顺利完成四季度乃至全年业绩目标。短期投放量加大后, 周末狗年生肖酒价格回落明显, 目前实际成交价在2300-2700元区间, 但飞天茅台一批价仍维持在1700元以上。我们认为, 短期狗茅加大投放一方面体现公司务实的作风, 想方设法将酒卖出去, 满足市场的需求; 另一方面体现了公司的决心, 对于中间囤货的行为, 公司阶段性的压压利润, 避免投机成风和价格扭曲。我们周末也拜访了茅台的大商, 普遍对公司明年的生肖酒有信心。
- 高端酒渠道跟踪: 渠道反馈, 茅台价格波动一方面与淡旺季经营差异有关, 另一方面取决于公司投放量, 当前消费者被动接受1800元的终端价格。**茅台的囤货行为出现在2016年下半年以后, 2017年中期开始各种措施打击囤货, 所以囤货时间不长, 现在囤货还没有释放。明年量在继续稳定的基础上, 其增长点在于结构调整和直营渠道。茅台经销商的调整仍在进行中, 第一批取消88家, 预计还有两百多家, 且这部分量不会再分配给其他经销商, 长期来看利于公司发展。对于五粮液而

言，上海普五一批价约为 810 元，小商享受 2 个点补贴，大商享受票据优惠，打 60% 货款可以用一年期的票据，40% 货款的可以用半年期的票据。公司年度计划基本执行完毕，目前发货加速，渠道库存处于合理水平。渠道反馈其终端占比约为 35%，其余发给二批商，团购比例较低，婚宴市场在渠道中比例较大。五粮液 1618 出厂价定于 909，1618 和低度酒存在提价空间，低度酒经销商利润空间大大高于普五。明年新包装普五利于解决价格稳定问题，价格有望微涨。公司目前通过扫码获取产品的去向，两次扫码分别为经销商到终端和终端到消费者。

- **水井坊渠道跟踪：**分地区而言，水井坊东区表现不错，江苏 6 个多亿多，浙江 3 个多亿，上海增长 20% 以上，安徽和山东基数低增速高。今年中秋上海地区增长约为 20%，明年上半年目标 30% 以上。去年上海地区体量约为 2 亿元，现在以量取胜，因此江、浙的体量大于上海。渠道反馈 6 月开始终端动销放缓，对应产品主要为 300-600 元的价位。甄酿 8 号基本在 330-340 元，波动不是很大。公司春节不会有太大调整，上海 12 月中旬开始备货，T1 不会大批压货。竞品方面，上海地区竞品主要是主要是剑南春、洋河等，剑南春在上海体量约为 5 亿元，洋河梦系列表现较好。渠道方面，当前门店没有外地流入的货，主要是渠道和门店签了协议，对门店掌控力加强。新总代优势在于管控方便，人员配置上厂里占 60%，自身占 40%。
- **投资策略：**总量来看，资产性收入增量不明显，基尼系数下行，消费增速有望换挡；可选消费（核心是中高端）部分企业在 16-17 年实现了快速增长，必选消费底盘更稳。即使增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。白酒短期有反复但中长期看好贵州茅台、口子窖、洋河股份、顺鑫农业、泸州老窖等；啤酒行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐绝味食品、海天味业、伊利股份、中炬高新、元祖股份，保健品行业建议关注汤臣倍健、西王食品、H&H，烘焙面包行业建议关注桃李面包、广州酒家，肉制品行业积极关注龙头双汇发展。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 4 -
每周市场回顾: 板块落后上证综指 1.30%, 子板块软饮料涨幅居前.....	- 4 -
2018 年 11 月投资组合: 海天、汤臣、茅台、洋河、口子窖.....	- 4 -
最新重点报告观点 (第 48 周)	- 6 -
中炬高新: 定位高鲜进军全国, 机制改善释放活力	- 6 -

图表目录

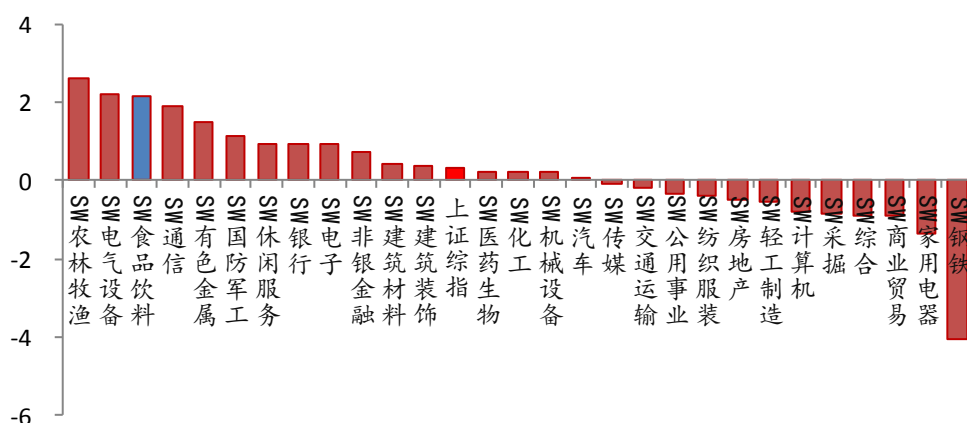
图表 1: 食品饮料行业周涨幅为 1.79%, 落后上证综指 1.30%.....	- 4 -
图表 2: 子板块软饮料居前	- 4 -
图表 3: 周涨跌幅前五个股一览.....	- 4 -
图表 4: 11 月组合收益率为 5.98%.....	- 5 -
图表 5: 重点公司盈利预测表.....	- 5 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先上证综指 1.81%，子板块白酒涨幅居前

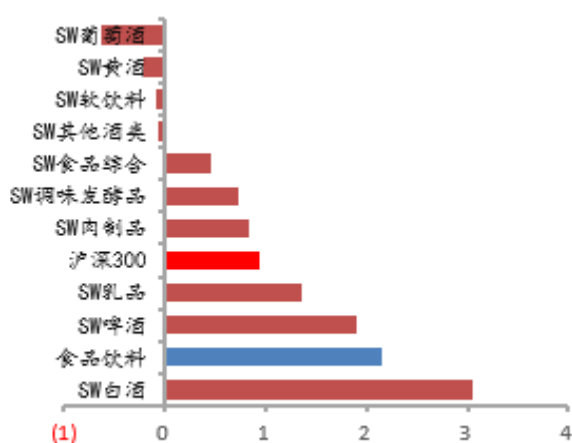
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 0.34%，食品饮料板块上涨 2.15%，落后上证综指 1.81 个百分点。子板块方面，白酒、啤酒、乳品、肉制品、调味发酵品、食品综合分别上涨 3.06%，1.91%，1.36%，0.83%，0.74%，0.46%。其他酒类、软饮料、黄酒、葡萄酒分别下跌 0.07%，0.10%，0.20%，0.62%。个股方面，山西汾酒（10.34%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 2.15%，领先上证综指 1.81%



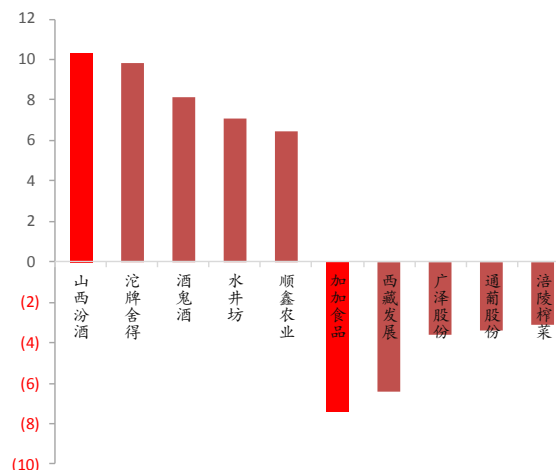
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块白酒居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2018 年 11 月投资组合：海天、汤臣、茅台、洋河、口子窖

- **11 月推荐组合：**海天味业、汤臣倍健、贵州茅台、洋河股份、口子窖。当月内五者涨跌幅分别为海天味业（-1.86%）、汤臣倍健（6.96%）、贵州茅台（2.93%），洋河股份（13.34%）、口子窖（12.20%）、组合收益率为 6.71%，同期上证综指上升 0.34%，组合领先上证综指 6.37%。

图表 4: 11 月组合收益率为 5.98%

公司名称	权重	11 月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
海天味业	20%	-1.86%	收入继续稳健增长，运营效率稳步提升”	6.71%
汤臣倍健	20%	6.96%	健力多强势增长，收入利润表现靓丽	
贵州茅台	20%	2.93%	增速放缓，稳健前行	
洋河股份	20%	13.34%	梦之蓝持续高增，明年业绩稳健增长可待	
口子窖	20%	12.20%	业绩增速放缓，长期受益稳健风格	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
贵州茅台	565.00	7096.4	21.56	26.30	29.54	26.2	21.5	19.1
五粮液	52.39	1988.7	2.55	3.32	3.71	20.5	15.8	14.1
泸州老窖	41.00	574.8	1.80	2.03	2.58	22.8	20.2	15.9
洋河股份	100.18	1509.7	4.40	5.38	6.73	22.8	18.6	14.9
古井贡酒	56.97	287.1	2.28	3.26	3.82	25.0	17.5	14.9
山西汾酒	35.85	310.5	1.09	1.72	2.10	32.9	20.8	17.1
口子窖	36.24	217.4	1.86	2.26	2.61	19.5	16.0	13.9
水井坊	30.08	147.1	0.69	1.22	1.59	43.6	24.7	18.9
沱牌舍得	22.38	75.4	0.43	0.93	1.33	52.0	24.1	16.8
顺鑫农业	34.80	198.7	0.77	1.35	2.03	45.2	25.8	17.1
伊力特	14.16	62.4	0.80	1.07	1.34	17.7	13.2	10.6
老白干酒	14.25	62.4	0.37	0.73	1.04	38.5	19.5	13.7
迎驾贡酒	14.60	116.8	0.83	0.93	1.03	17.6	15.7	14.2
伊利股份	23.83	1460.5	0.99	1.03	1.24	24.1	23.1	19.2
绝味食品	35.13	144.0	1.26	1.58	1.95	27.9	22.2	18.0
元祖股份	17.32	41.6	0.85	1.02	1.22	20.4	17.0	14.2
青岛啤酒	30.83	416.2	0.94	1.05	1.21	32.8	29.4	25.5
重庆啤酒	25.99	125.8	0.68	0.90	0.99	38.2	28.9	26.3
中炬高新	28.27	225.3	0.57	0.77	0.95	49.6	36.7	29.8
海天味业	63.37	1714.8	1.31	1.58	1.92	48.4	40.1	33.0
西王食品	7.49	57.7	0.45	0.59	0.66	16.6	12.7	11.3
安琪酵母	23.58	77.8	1.03	1.17	1.41	22.9	20.2	16.7
双汇发展	22.90	755.7	1.31	1.49	1.65	17.5	15.4	13.9
恒顺醋业	9.62	58.0	0.47	0.43	0.44	20.5	22.4	21.9
金禾实业	15.85	90.0	1.81	2.05	2.42	8.8	7.7	6.5
光明乳业	8.06	98.7	0.50	0.59	0.68	16.1	13.7	11.9

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 48 周）

中炬高新：定位高鲜进军全国，机制改善释放活力

- **高鲜酱油增长空间广阔，市场份额向头部企业集中。**氨基酸态氮是酱油分级的核心理化指标，其数值提升是酱油消费升级的方向，目前高鲜酱油（氨基酸态氮高于 1.2g/100ml）受益鲜味消费诉求成为主流产品。1976-2015 年日本特级酱油占比从 57.9% 提升至 74.1%，而我国特级酱油占比远低于日本，下线城市及农村主要消费非特级酱油。我们测算目前高鲜酱油销量占比为 15-20%，市场规模 90-120 亿元。参考日本消费升级经验，高鲜占比五年有望提升至 40%，保守估计其未来五年 CAGR 约 15%。日本酱油行业市场份额向头部企业集中，CR3 达到 47%。我国酱油行业 CR3 仅 22%，成本压力及产品迭代助推集中度提升。美味鲜作为中国第二大酱油企业，站位高鲜酱油消费升级风口，有望成长为一线龙头。
- **美味鲜有望实现全国化，餐饮渠道和多元化贡献增量。**借鉴海天全国化经验，中炬高新将成为下一个全国性酱油企业：（1）精确定位主流消费，产品具备普适性。海天抓住广式酱油成为主流产品的机遇，期间广式酱油占比从 18% 上升至 50%；美味鲜充分受益高鲜酱油消费升级，其主流产品氨基酸态氮为 1-1.3，且在同类产品中具备较高性价比。（2）持续扩产支撑全国化。2005 年海天年产 100 万吨的高明基地一期落成，2012 年上市筹资用于高明 150 万吨酱油调味品扩建工程项目，2017 年开始将通过改造原厂区再释放 100 万吨以上产能；美味鲜 2012 年开始建设阳西厨邦 47 万吨项目，目前正在建设三期，2017 年规划阳西美味鲜 65 万吨项目，今年预计可释放 1-2 万吨产能，明年阳西两个工厂将迎来产能集中释放；（3）渠道建设持续推进，形成护城河。海天全国化过程中渠道持续扩张，目前拥有 1804 名销售人员，3500 家经销商，16000 家分销商，覆盖超 50 万个终端网点，领先优势明显；中炬高新销售人员与经销商持续增长，机制改善市场投入有望加大，外阜市场收入占比上升。（4）良性机制塑造优秀的管理能力。海天管理层持股激励到位，市场层面采取高激励+高压；中炬高新董事会换届落地，激励机制有望增强。公司积极布局体量大、稳增长的餐饮渠道，餐饮占比力争从 24% 提升至 40%。同时美味鲜多品类发展，酱油销量占比从 2014 年的 82.6% 下降至 2017 年的 77.8%，蚝油、醋等占比从 12.1% 上升至 17.5%。2019 年非酱油产能进入释放期，蚝油将成为美味鲜潜力品类，收入规模有望过 10 亿。
- **体制优化释放企业活力，毛利率和管理费用率具备改善空间。**公司完成第九届董事会选举，宝能占据了 9 个董事会席位中的 4 席，同时宝能系陈琳被选举为董事长。宝能的影响力将不断加深，公司快速向民营机制转变。第一，中炬高新原有激励力度偏弱，目标设置相对保守，换届后有望给予更多激励，充分激发员工活力。人均创收创利具备提升空间，收入有望加速增长。第二，美味鲜成本控制能力有待提升，我们测算通过提升原材料利用率降低吨直接材料，

并伴随阳西产能释放拉低平均吨制造费用及吨人工成本，调味品毛利率有 5.3 个 pct 的提升空间。第三，国企体制致过去管理费用率偏高，公司通过优化管理系统实现降本增效。第四，体制改善有望提升运营效率，资产周转率向海天靠拢。公司管理层水平较高，思路清晰，渠道销售团队能力优秀。保健品行业类似化妆品行业，消费者教育是第一位，管理层清晰的产品策略、销售人员的灵活性和操盘能力成为保健品行业至关重要的竞争力。比如麦优作为公司天猫旗舰店代理商，自 2018 年以来维持全网销售第一的业绩，表现亮眼。根据公告前三季度公司电商渠道收入占比 18%，主品牌电商增速 60%。

- **盈利预测：**预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 42.11、48.63、58.86 亿元，同比增长 16.7%、15.5%、21.0%；归母净利润分别为 6.16、7.40、9.51 亿元，同比增长 36.0%、20.1%、28.5%；EPS 分别为 0.77、0.93、1.19 元，对应当前股价 PE 为 36 倍、30 倍、24 倍。目前公司市值 224 亿，剔除土地及存量房价值 44 亿，调味品业务市值为 180 亿，调味品业务 2019 年对应 PE 为 24 倍，考虑到公司调味品的成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；行业景气度下降风险；原材料价格波动风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。