

食品饮料

乳业、白酒调研心得&啤酒年度策略

-中泰食品饮料周报(第49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

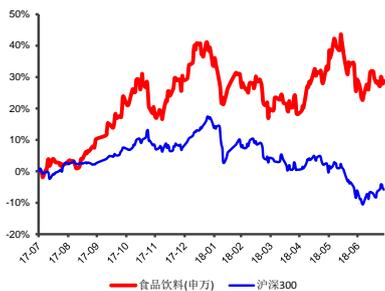
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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

《啤酒行业深度报告: 周期底部, 业绩有望加速释放-2019年啤酒行业展望》
2018.12.06

《白酒行业深度报告: 激荡岁月, 从容穿越——白酒行业近15年的得与失》
2018.12.04

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 | 587 | 13.31 | 21.56 | 26.30 | 29.54 | 42.2 | 27.9 | 22.9 | 20.4 | 0.71 | 买入 |
| 洋河股份 | 102.3 | 3.87 | 4.40 | 5.38 | 6.73 | 24.5 | 23.5 | 19.2 | 15.4 | 0.76 | 买入 |
| 口子窖 | 36.3 | 1.31 | 1.86 | 2.26 | 2.61 | 24.6 | 20.3 | 16.7 | 14.4 | 0.47 | 买入 |
| 中炬高新 | 28.6 | 0.45 | 0.57 | 0.77 | 0.95 | 31.0 | 49.6 | 36.7 | 29.8 | 1.00 | 买入 |
| 汤臣倍健 | 20.5 | 0.36 | 0.52 | 0.68 | 0.89 | 32.8 | 28.8 | 29.4 | 22.5 | 0.83 | 买入 |
| 元祖股份 | 17.5 | 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12月7日收盘价。

投资要点

- **本周我们发布白酒行业深度《激荡岁月, 从容穿越》以及啤酒行业深度报告《周期底部, 业绩有望加速释放》, 分别回顾了白酒行业近15年的得与失以及给出了2019年啤酒行业的展望, 市场反响积极, 推荐阅读。**
- **白酒: 老窖定调明年规划, 双管齐下积极应对19年。** 本周茅台价格稳中有升, 一批价达到1730-1750元, 狗茅价格受加大投放影响降至2200-2400元, 普五一批价约为800-810元。本周泸州老窖召开两场重磅会议定调2019年国窖1573的市场竞争和品牌传播战略。**1) 营销落地:** 经营目标方面, 公司目标2019年国窖1573品牌销售超过100亿元; 产品规划方面, 公司将推出国宝红和国窖鸿运568两款产品, 占位1000元价位带; 渠道运营方面, 公司将通过加大费用投放和成立大区公司的方式加强对经销商的支持力度。**2) 品牌升空:** 公司将围绕内生资源和外生资源提升国窖1573的品牌传播。公司19年战略清晰, 计划积极, 值得期待。
- **徽酒渠道更新: 消费需求相对刚性, 来年仍有望实现稳健增长。** 近期我们对徽酒渠道和公司进行了跟踪, 安徽经济增速表现良好, 作为劳务输出大省近几年流动人口持续净流入, 尽管宏观经济有所波动, 但省内消费升级趋势不可逆, 百元价位品牌酒需求相对刚性。**1) 口子窖:** 三季报业绩增速波动主因是二季度提高了核心产品价格, 导致三季度经销商进货量偏少, 中秋后提价策略执行到位, 其中5年和6年增速5%-10%, 10年以上产品增速在20%-30%。目前渠道库存低, 从四季度表现来看有望顺利完成全年任务。省外市场发展步入正轨, 大商派遣制是拓展省外的较好模式, 因为他们有意愿做市场且风险承担能力强, 公司积极开发东山产能项目, 为未来做大做强奠定扎实基础。**3) 古井:** 经过二季度调价后, 献礼和5年终端价稳步回升, 放量增长的8年在合肥市场终端价在220元左右, 目前渠道库存处于良性范围内。全年集团百亿收入目标有望顺利达成, 2019年继续冠名央视春晚, 努力拔高品牌力, 未来增长点将逐步转向次高端价位。
- **2019年啤酒行业展望: 周期底部, 业绩有望加速释放。** 我们认为啤酒是周期的底部, 而大多行业处于周期的顶部。2019年我们认为吨酒价格上升+包材成本下降+减税三重因素将推动啤酒行业利润加速释放, 业绩有望超预期。我们判断2019年包材价格将延续下行趋势或保持在低位, 同时提价的滞后效应以及明年有望推行的减税利好利润率偏低的行

业，啤酒企业利润有望加速释放。中长期看，消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力。啤酒格局定价，我们认为率先受益的是华润啤酒和重庆啤酒，其次是青岛啤酒。

- **乳业调研心得：**近期我们调研了现代牧业、原奶专家和光明乳业，我们认为：
 - **(1) 2019 年奶价有望小幅提升。**判断理由一是供给在去产能，国家统计局最新公布国内奶类产量 3148.6 万吨，比年初初步统计调整减少 507 万吨，调减幅度 14%，其中牛奶产量调整为 3038.6 万吨，调减 506.6 万吨。目前乳业行业需求保持个位数增长，供求关系出现一定的改善，三季度出现乳企收奶价整体上涨。外加环保限产的要素，导致部分地区牧场直接关闭，区域性奶源紧张，加速行业供给调整。二是养殖成本提升推动奶价上涨。上游养殖成本构成中，青贮玉米占比接近 40%、价格从 2017 年 1 月的 1500 元/吨涨到 2018 年 10 月的 1700-1800 元/吨主因玉米种植调减超过 5000 万亩，豆粕涨价至 3500 元/吨以上。10 月进口燕麦草平均到岸价 275.48 美元/吨，环比增 2.76%。今年以来主要原材料价格上涨较大，饲料价格涨幅超过奶价涨幅，盈利能力降低的情况加速奶农和牧场去产能，也拉动终端生鲜乳成交价上涨。本轮去产能较为理性温和，如中美贸易推高农产品交易成本，导致养殖成本增加，进而推测 2019 年奶价温和上涨。
 - **(2) 现代牧业：2019 年利润有望好转。**1) 从牛奶产量看，公司 14 个牧场遍及 7 个省市，总计 26 万头奶牛存栏，南北方各占一半。2018 年预计成年乳牛数量占比 57.05%，同比提升 1.1 个百分点，成年乳牛单产预计 10.1 吨/头/年。预计公司 2018 年牛奶产量同比增加 8%。每公斤牛奶创造现金流 2.45 元，预计公司全年现金流有望转正。2) 从奶价看，预计 2018 年公司奶价在 3.86-3.87 元/kg，同比+1%，平均奶价比国内主产区生鲜乳价格略高 10%，主因大牧场生鲜乳质量优势。3) 未来公司看点：一是预期 2019 年生鲜乳价格小幅上涨利好，二是公司内部经营生产改善，收入端不再扩大牧场规模，主要依靠技术进步改造提高单产；结构上配合蒙牛新品战略增加高端奶占比，同时调节淡旺季供求波动影响，保障收入维持高个位数增长。成本端以精细化管理+调节采购平滑成本价实现成本平稳下降，同时去经营杠杆，降低负债率，逐渐降低财务费用，实现利润减亏，以期 2019 年利润转正。
 - **(3) 光明乳业：期待老国企焕新生。**光明乳业前三季度收入 155.64 亿元，同比-5.71%；利润 3.94 亿元，同比-25.53%。1) 分业务拆分看，新莱特贡献收入占比约 20%，增速个位数平稳；光明牧业收入占比 20% 多，受到环保退养政策影响，收入下滑；国内乳业收入占比 60%，略有下滑，一是常温酸奶莫斯利安下滑较快影响，预计 2018 年约 40 亿元收入，巅峰时是 60 亿元；二是低温奶收入整体持平，其中低温鲜奶收入增速快于低温酸奶，低温酸奶在华东受到伊利蒙牛促销抢市场的压力较大，前三季度有小幅下滑，整体可控。2) 目前整体运营企稳，不断研发推新品，华北、西南亏损地区逐渐收缩规模，一加一减，提高盈利能力。3) 新董事长濮韶华富有干劲、总理由分管销售的罗总代理，待管理层换届后稳定，期待老国企焕新生，企业新变局。
- **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洋河股份、口子窖、贵州茅台、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、重庆啤酒、青岛啤酒；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、上海梅林，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、上海梅林。

■ **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 | - 5 - |
| 每周市场回顾：板块领先上证综指 1.19%，子板块调味发酵品和白酒涨幅居前 | - 5 - |
| 2018 年 12 月投资组合：中炬、汤臣、元祖、茅台、洋河、口子窖..... | - 5 - |
| 最新重点报告观点（第 49 周） | - 7 - |
| 啤酒行业：周期底部，业绩有望加速释放-2019 年啤酒行业展望 | - 7 - |
| 白酒行业：激荡岁月，从容穿越——白酒行业近 15 年的得与失 | - 8 - |

图表目录

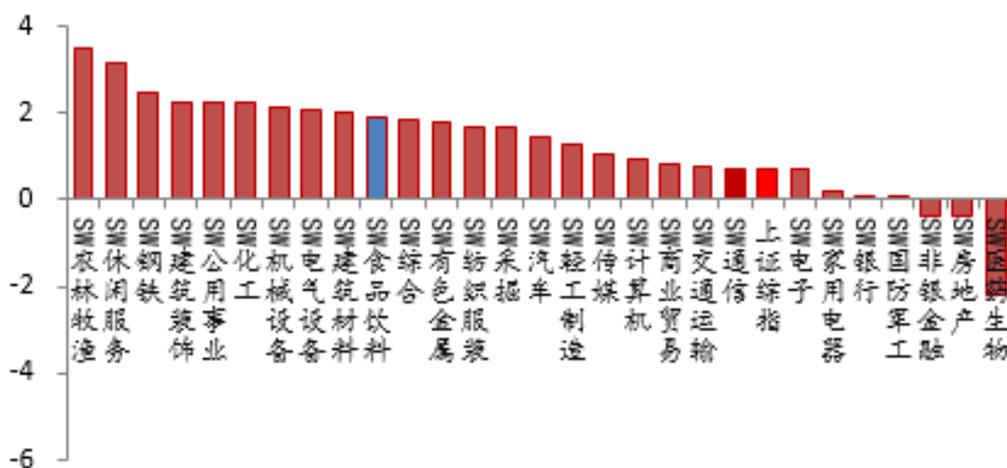
| | |
|---|-------|
| 图表 1：食品饮料行业周涨幅为 2.15%，领先上证综指 1.81%..... | - 5 - |
| 图表 2：子板块调味发酵品和白酒居前..... | - 5 - |
| 图表 3：周涨跌幅前五个股一览..... | - 5 - |
| 图表 4：12 月组合收益率为 1.85%..... | - 6 - |
| 图表 5：重点公司盈利预测表..... | - 6 - |

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先上证综指 1.19%，子板块调味发酵品和白酒涨幅居前

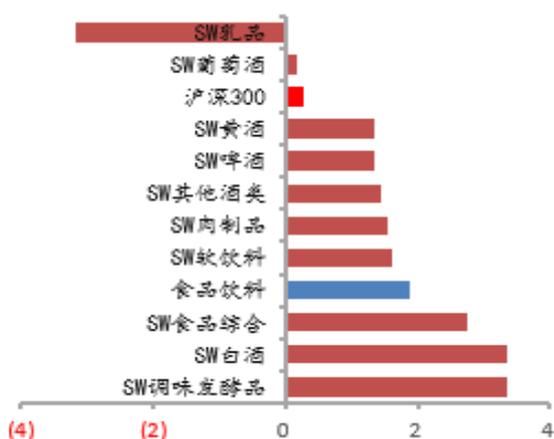
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 0.68%，食品饮料板块上涨 1.87%，领先上证综指 1.19 个百分点。子板块方面，调味发酵品、白酒、食品综合、软饮料、肉制品、其他酒类、啤酒、黄酒、葡萄酒分别上涨 3.34%，3.34%，2.76%，1.61%，1.53%，1.44%，1.33%，1.33%，0.17%。乳品下跌 -3.16%。个股方面，沱牌舍得（12.91%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 2.15%，领先上证综指 1.81%



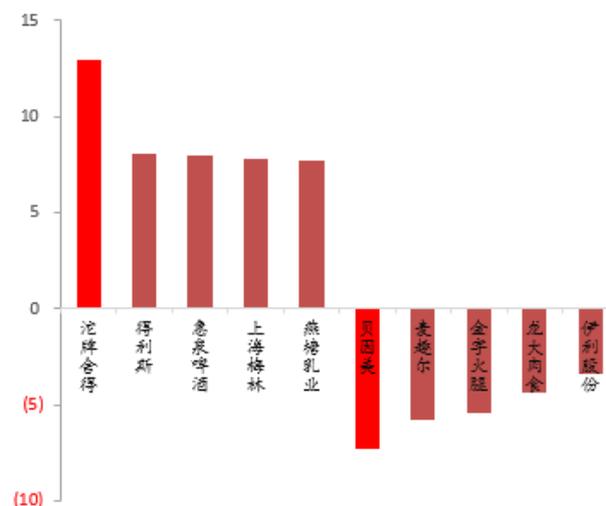
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味发酵品和白酒居前



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 12 月投资组合：中炬、汤臣、元祖、茅台、洋河、口子窖

- **12 月推荐组合：**中炬高新、汤臣倍健、元祖股份、贵州茅台、洋河股份、口子窖。当月内五者涨跌幅分别为中炬高新(1.06%)、汤臣倍健(2.75%)、

元祖股份 (1.04%)、贵州茅台 (3.89%)、洋河股份 (2.10%)、口子窖 (0.14%)、组合收益率为 1.85%，同期上证综指上升 0.68%，组合领先上证综指 1.17%。

图表 4: 12 月组合收益率为 1.85%

| 公司名称 | 权重 | 12 月区间涨跌幅 | 核心推荐逻辑 | 组合收益率 |
|------|-----|-----------|--------------------|-------|
| 中炬高新 | 16% | 1.06% | 定位高鲜进军全国，机制改善释放活力 | 1.85% |
| 汤臣倍健 | 17% | 2.75% | 健力多强势增长，收入利润表现靓丽 | |
| 贵州茅台 | 17% | 3.89% | 增速放缓，稳健前行 | |
| 洋河股份 | 17% | 2.10% | 梦之蓝持续高增，明年业绩稳健增长可待 | |
| 口子窖 | 17% | 0.14% | 业绩增速放缓，长期受益稳健风格 | |
| 元祖股份 | 16% | 1.04% | 现金流强劲，旺季值得期待 | |

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 | 587.00 | 7372.7 | 21.56 | 26.30 | 29.54 | 27.2 | 22.3 | 19.9 |
| 五粮液 | 53.20 | 2019.5 | 2.55 | 3.32 | 3.71 | 20.9 | 16.0 | 14.3 |
| 泸州老窖 | 42.61 | 597.4 | 1.80 | 2.03 | 2.58 | 23.7 | 21.0 | 16.5 |
| 洋河股份 | 102.28 | 1541.4 | 4.40 | 5.38 | 6.73 | 23.2 | 19.0 | 15.2 |
| 古井贡酒 | 58.46 | 294.6 | 2.28 | 3.26 | 3.82 | 25.6 | 17.9 | 15.3 |
| 山西汾酒 | 38.34 | 332.0 | 1.09 | 1.72 | 2.10 | 35.2 | 22.3 | 18.3 |
| 口子窖 | 36.29 | 217.7 | 1.86 | 2.26 | 2.61 | 19.5 | 16.1 | 13.9 |
| 水井坊 | 31.84 | 155.7 | 0.69 | 1.22 | 1.59 | 46.1 | 26.1 | 20.0 |
| 沱牌舍得 | 25.27 | 85.2 | 0.43 | 0.93 | 1.33 | 58.8 | 27.2 | 19.0 |
| 顺鑫农业 | 35.43 | 202.3 | 0.77 | 1.35 | 2.03 | 46.0 | 26.2 | 17.5 |
| 伊力特 | 14.04 | 61.9 | 0.80 | 1.07 | 1.34 | 17.6 | 13.1 | 10.5 |
| 老白干酒 | 14.15 | 62.0 | 0.37 | 0.73 | 1.04 | 38.2 | 19.4 | 13.6 |
| 迎驾贡酒 | 14.97 | 119.8 | 0.83 | 0.93 | 1.03 | 18.0 | 16.1 | 14.5 |
| 伊利股份 | 23.02 | 1410.9 | 0.99 | 1.03 | 1.24 | 23.3 | 22.3 | 18.6 |
| 绝味食品 | 34.72 | 142.4 | 1.26 | 1.58 | 1.95 | 27.6 | 22.0 | 17.8 |
| 元祖股份 | 17.50 | 42.0 | 0.85 | 1.02 | 1.22 | 20.6 | 17.2 | 14.3 |
| 青岛啤酒 | 31.88 | 430.4 | 0.94 | 1.05 | 1.21 | 33.9 | 30.4 | 26.3 |
| 重庆啤酒 | 27.04 | 130.9 | 0.68 | 0.90 | 0.99 | 39.8 | 30.0 | 27.3 |
| 中炬高新 | 28.57 | 227.7 | 0.57 | 0.77 | 0.95 | 50.1 | 37.1 | 30.1 |
| 海天味业 | 66.18 | 1790.8 | 1.31 | 1.58 | 1.92 | 50.5 | 41.9 | 34.5 |
| 西王食品 | 7.35 | 56.7 | 0.45 | 0.59 | 0.66 | 16.3 | 12.5 | 11.1 |
| 安琪酵母 | 24.43 | 80.6 | 1.03 | 1.17 | 1.41 | 23.7 | 20.9 | 17.3 |
| 双汇发展 | 22.59 | 745.5 | 1.31 | 1.49 | 1.65 | 17.2 | 15.2 | 13.7 |
| 恒顺醋业 | 9.99 | 60.2 | 0.47 | 0.43 | 0.44 | 21.3 | 23.2 | 22.7 |
| 金禾实业 | 16.10 | 91.4 | 1.81 | 2.05 | 2.42 | 8.9 | 7.9 | 6.7 |
| 光明乳业 | 8.00 | 97.9 | 0.50 | 0.59 | 0.68 | 16.0 | 13.6 | 11.8 |

来源: wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 49 周）

啤酒行业：周期底部，业绩有望加速释放-2019 年啤酒行业展望

- **啤酒指数与估值处于低位，业绩有望加速释放。**申万啤酒指数自 2015H2 以来一直处于低位，2018H1 受行业性提价影响短暂上升，目前又回落至底部位置，PE TTM 从 2018 年 5 月份超过 70 倍的高点跌落至目前 40 倍左右的水平。2017 年开始啤酒上市公司收入与业绩均有一定改善，展望 2019 年，我们认为吨酒价格上升+包材成本下降+减税三重因素将推动啤酒行业利润加速释放。今年以来重庆啤酒和华润啤酒收益率明显领先于贵州茅台和沪深 300，实现较好的相对收益。
- **行业价格战趋缓，吨酒价格有望持续提升。**2018 年 1-10 月我国啤酒产量止跌，由于人口老龄化，未来人均消费量提升困难，行业主要依靠价格增长。啤酒吨酒价格提升主要有三种形式：**(1) 直接提价。**啤酒行业上一次集体提价为 2008 年，与本轮间隔 10 年，2018 年由于原材料价格上涨啤酒行业终于再次迎来集体提价。参考上轮经验，提价第二年受益提价红利的延续以及吨成本的回落是盈利能力的快速提升期。**(2) 产品结构升级可持续，每年均有贡献。**从公司看，青岛啤酒、重庆啤酒产品结构走高；从行业看，2003-2017 年高档啤酒（零售价高于 14 元/升）销量占比从 1.8%提升至 9.2%，销售额从 7.8%提升至 29.2%，对比美国高端啤酒 35.1%的销量仍有较大提升空间。**(3) 价格战趋缓，买赠促销有望减弱。**在今年世界杯年的情况下，青岛啤酒市场助销投入金额及比例均下降。我们认为随着龙头华润、百威等的诉求从市场份额转向利润，整个行业在经历 2012-2016 年价格战后，未来低价竞争有望趋缓。2018H1 啤酒上市公司吨酒价格均有提升，且龙头企业收入增长主要由价格提升贡献。
- **2019 年包材成本有望下行，加速利润弹性释放。**啤酒上市公司 2017-2018 年吨成本上升，主要系玻璃瓶、纸箱等直接材料价格上涨。2018H2 玻璃与纸箱价格进入下行通道，反应到报表端预计会滞后到 2018Q3-2019Q1。我们判断 2019 年玻璃和纸箱需求边际减少，供给有望上升或保持相对稳定，因此包材价格将延续下行趋势或保持在低位。玻璃瓶和纸箱是啤酒的主要成本构成项，我们测算若纸箱和玻璃瓶价格均下降 5%、10%、15%、20%，啤酒行业毛利率有望提升 1.22、2.45、3.67、4.90 个 pct。
- **费用率具备下降空间，减税进一步增厚利润。**目前啤酒企业销售费用率仍处于较高水平，未来随着行业从低价竞争转向高端品牌竞争，促销费用有望下降，啤酒企业销售费用率可降低。受益制造业增值税税率从 17%降至 16%，以 2017 年财报数据为准，燕京啤酒、华润啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的净利润将增长 31.3%、11.4%、8.6%、7.9%、4.6%。

- **投资建议：**短期来看，2019 年受益吨酒价格上升+包材成本下降+减税三重因素影响，啤酒板块净利润有望实现高速增长。中长期看，啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5 有望逐步向 CR4 甚至是 CR3 变化。若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。啤酒格局定价，重庆啤酒是先行指标，我们认为率先受益的是重庆啤酒和华润啤酒，其次是青岛啤酒。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：**因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动。

白酒行业：激荡岁月，从容穿越——白酒行业近 15 年的得与失

- **复盘思考：关注业绩守望价值，本轮调整结构更优。**复盘近十五年白酒板块表现，我们认为有以下三点值得借鉴。**1) 历史总结：**过去三轮白酒牛市，高端酒和次高端酒超额收益显著，高端酒核心在于强提价权，次高端酒核心在于渠道扩张；过去两轮调整中，白酒板块受估值压制无法穿越周期，但高端酒存在相对收益，业绩是带来相对收益的核心因素，拥有强品牌力和渠道力的优势酒企业绩能够穿越周期。**2) 对比演绎：**当前板块处于第三轮调整阶段，相较于 08 年当前经济波动更平缓、消费升级趋势明显，相较于 12 年当前需求结构更扎实、渠道库存更健康，因此业绩增速只是放缓，很难出现上两轮的断崖式调整。目前基本面正处于终端需求放缓向报表增速下行传导阶段，后续仍需进一步观察四季度乃至明年一季度业绩；若本轮再次出现刺激政策驱动总量数据回升，白酒有望再次获得显著相对收益。**3) 先行指标：**我们认为应当关注茅台的引领作用，一方面结合预收款看茅台业绩，现金流表现更能反映实际动销；另一方面结合批价看行业需求，茅台一批价作为白酒景气度的先行指标，值得重点跟踪观察。
- **三轮上涨：**业绩是上涨之锚，板块分化愈发明显。过去十五年白酒板块共迎来三轮牛市：第一轮为 03-07 年，板块上涨由业绩和估值共同推动，高端酒具备超额收益，强品牌力所赋予的持续提价能力是高端酒享受估值溢价和业绩高增的核心因素；第二轮为 09-12 年，板块上涨主要由业绩驱动，次高端酒具备超额收益，强渠道力驱动的渠道下沉和全国扩张是次高端酒业绩高增的核心因素；第三轮为 15 年-18 年二季度，板块上涨由业绩和估值共同推动，且两者联动效应增强，个股开始明显分化，外生红利弱化，内生因素占主导。值得注意的是，茅台 09-10 年表现低于预期，主要是通过预收款平滑业绩，还原后实际收入增速并不差，背后反映的是茅台作为国企更追求“稳增长”，因此我们需要结合预收款看待业绩增速。

- **两轮下跌：下跌受估值影响更大，板块一损俱损。**过去十五年白酒板块共经历两轮调整：08年第一轮调整主要受经济增速明显放缓影响，板块下跌70%由估值主导，业绩仅在08Q4出现下滑，但酒企无一幸免且调整幅度相近；13-14年第二轮调整主要受三公消费政策压制，估值业绩出现双杀，板块下跌过程中两者各贡献50%，业绩和估值变脸的背后是基本面的改变，价格泡沫、库存高企是行业理性回归的根本原因，政策变化加速了这一进程，标的一损俱损，高端酒调整幅度相对较小。

- **投资建议：**我们认为，行业调整期是企业经营分化加剧的分水岭，优质酒企有望借机收割份额实现业绩穿越周期，建议淡化估值、坚守业绩，寻找长跑冠军，重点推荐贵州茅台、洋河股份、口子窖、顺鑫农业、泸州老窖等。**1) 高端酒增速放缓，茅台需求依然强劲。**高端酒受经济影响较大，短期内增速有所放缓，但茅台供需偏紧格局未变，五粮液、老窖也在积极采取发展系列酒、开拓弱势市场的方式加以应对，本轮价格体系及库存水平比上轮更为良性。**2) 次高端酒受益消费换挡升级，业绩回归稳健增长。**经过两年高速增长，次高端酒逐渐回归稳健增长态势，相较于其他优秀酒企，洋河周期属性更弱，底盘扎实，公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，长期竞争优势依旧明显，明年业绩仍旧有望实现稳健增长。**3) 区域龙头基地市场优势明显，抗行业调整能力更强。**区域性龙头酒企具备扎实稳固的基地市场，抗行业调整能力强，渠道力是中高端价位带的核心优势，布局深入、梳理精细的酒企受经济影响相对较小，明年仍有望实现双位数增长。

- **风险提示：**中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

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。