

食品饮料

牛二省外持续高增、口子稳健，重申“买入”

-中泰食品饮料周报(第2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

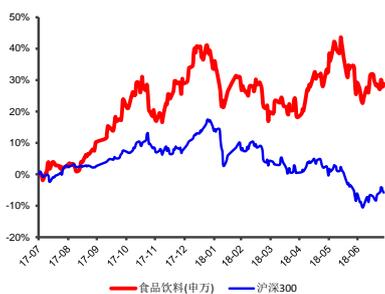
研究助理：熊欣慰

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

《贵州茅台：19年收入规划超预期，稳健增长可待》2019.01.02

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	602.0	13.31	21.56	26.30	29.54	42.2	27.9	22.9	20.4	0.71	买入
青岛啤酒	33.40	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	33.2	26.4	0.76	买入
口子窖	33.97	1.31	1.86	2.26	2.61	24.6	20.3	16.7	14.4	0.47	买入
中炬高新	27.90	0.45	0.57	0.77	0.93	31.0	49.6	39	32	1.00	买入
汤臣倍健	16.65	0.36	0.52	0.68	0.89	32.8	28.8	31	24	0.83	买入

备注：股价为2019年1月4日收盘价。

投资要点

- **白酒：茅台、五粮液价格有所分化。**本周名酒价格保持平稳，茅台方面，受供需关系影响，由于目前市场上普飞比较缺货，茅台一批价仍维持在1750元以上。本月10号之后普飞会陆续到货，由于年前集中到货明显放量，批价预计将有所回落。五粮液方面，部分经销商反馈批价略有下行，至800元左右，主要原因是渠道一次性打款量大和政策支持原因。但凭借品牌力，预计节前终端动销依旧良性，建议继续关注价格走势，本周我们从基本面和渠道动销的层面对口子窖以及顺鑫农业进行梳理。
- **口子窖：业绩穿越周期，估值亟待修复。**本周我们发布口子窖深度报告《优质民营酒企，与时间共舞》，我们认为口子窖是白酒行业中最优质的民营企业，业绩可以穿越周期，值得倍加重视。特别是在行业调整期，顺价销售、不压库存的良好经营模式，不会造成业绩增速发生剧烈波动，这也是企业经营理念的灵魂，也将为其长期持续增长保驾护航。从增长空间来看，开发县乡市场是省内增长动力，而省外则逐渐进入稳步回升期，通过测算我们认为消费升级趋势不可逆，且是动态演绎的，口子窖的天花板远未到来。当前公司估值对应2018年仅15倍，在酒企中最便宜，三季报遭错杀后亟待修复，我们重点推荐，建议积极配置。
- **顺鑫农业：渠道动销依旧强劲，牛二成长潜力充足。**近期渠道跟踪显示，商超和烟酒店，大单品陈酿牛二以隔月货为主，日期相比其他竞品明显更新，渠道实际动销势头持续强劲，我们认为高性价比优势以及偏刚需消费属性，使得牛二具备较强的抗周期成长能力。2018年中秋后公司基本完成全年任务，国庆后以净化市场库存为主，我们预计全年白酒收入在90亿元以上。目前渠道进入春节备货阶段，2019年江浙沪地区收入规划35%增长，春节备货已完成全年目标约50%，我们预计全年该地区收入增速有望达到50%，2018年也是超额完成目标。随着20-30元产品在省外逐步推广以及渠道进一步下沉，我们预计2019年白酒收入增速仍有望实现20%-30%增长，考虑到原材料价格下行和地产亏损减少的可能，对应利润端增速有望更为积极，继续重点推荐。
- **恒顺醋业：提价加速业绩释放，更待改革红利释放。**2019年1月1日起，公司对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等五个系列产品进行出厂价格调整。本次提价的五个系列产品2018年销售额合计约2.36亿元，平均提价幅度为12.96%。我们测算提价产品占公司2018年调味品收入的15%左右，以2018年产品结构作为参考，本次提价将带动公司调味品出厂均价上升2%左右。假设成本不变，参考2018H调味品业务42.58%的毛利率，提价可推动调味品毛利率上升约1.1个pct。本次提

价产品均为 A 类产品，覆盖了 A 类近 50% 的销售额，有利于公司进一步聚焦 A 类产品、理顺价格体系。公司本次提价基于包材等成本上涨，我们预计 2019 年原材料价格相对平稳，包材价格先升后降。渠道反馈本次终端价格与出厂价格预计同幅度调整，公司提价后将加大费用投放反哺市场。参考历史经验，通常提价落实到终端需要 3 个月左右时间。相比 2016 年的提价，本次提价未提前通知经销商，避免了经销商大量囤货拉高渠道库存，目前渠道库存仍处于 1.5 个月的正常水平。我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 17.48、19.52、21.72 亿元，归母净利润分别为 3.35、3.52、3.97 亿元，扣非后归母净利润分别为 2.15、2.86、3.59 亿元，EPS 分别为 0.43、0.45、0.51 元，对应 PE 为 24 倍、23 倍、20 倍，维持“买入”评级。

- **调味品：短期估值回归，中长期持续看好。**本周申万调味品指数下跌 4.06%，在食品饮料子行业中跌幅居前，其中酱醋龙头海天味业、中炬高新、恒顺醋业周涨跌幅分别为 -4.83%、-5.30%、-2.40%。目前宏观经济景气度下行的背景下，调味品虽具备较强的抗周期性，但估值处于高位仍难避免股价短期回调。从餐饮端看，2018Q3 开始餐饮业收入增速小幅放缓；从商超端看，酱油品类动销呈逐季放缓趋势。我们认为调味品短期仍将受到宏观经济放缓影响，只是需求刚性较强受影响相对较弱，市场应理性看待。2019 年宏观经济不景气将加速中小企业退出从而带动行业集中度提升，同时我们预计 19 年调味品原材料价格相对稳定，包材价格有望进入下行通道。从更远的视角来看，调味品行业一超多强格局良好，集中度提升空间大，消费升级持续推进。建议积极关注调味品板块短期回调带来的布局机会，目前海天的估值偏高，重点推荐中炬高新、海天味业。
- **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；食品重点推荐伊利股份、中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健、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: 板块领先上证综指 0.84%, 子板块其他酒类涨幅居前 .....	- 4 -
2019 年 1 月投资组合: 茅台、青啤、口子窖、中炬、汤臣 .....	- 4 -
最新重点报告观点 (第 2 周) .....	- 6 -
贵州茅台: 19 年收入规划超预期, 稳健增长可待 .....	- 6 -

## 图表目录

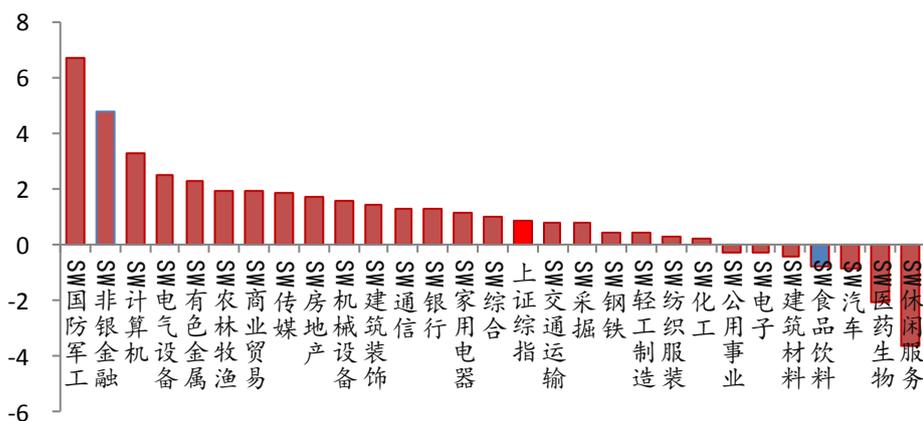
图表 1: 食品饮料行业周涨幅为-0.83%, 领先上证综指-1.67% .....	- 4 -
图表 2: 子板块其他酒类居前 .....	- 4 -
图表 3: 周涨跌幅前五个股一览 .....	- 4 -
图表 4: 1 月组合收益率为-2.52% .....	- 5 -
图表 5: 重点公司盈利预测表 .....	- 5 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先上证综指 0.84%，子板块其他酒类涨幅居前

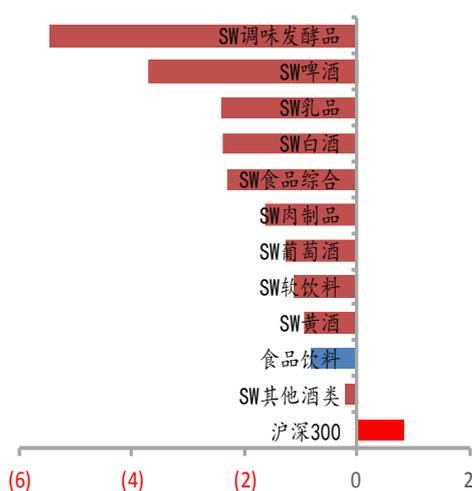
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 0.84%，食品饮料板块下跌-0.83%，落后上证综指 1.67 个百分点。子板块方面，其他酒类、黄酒、软饮料、葡萄酒、肉制品、食品综合、白酒、乳品、啤酒、调味发酵品分别下跌-0.23%、-0.94%、-1.10%、-1.26%、-1.63%、-2.30%、-2.37%、-2.40%、-3.68%、-5.46%。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为-0.83%，领先上证综指-1.67%



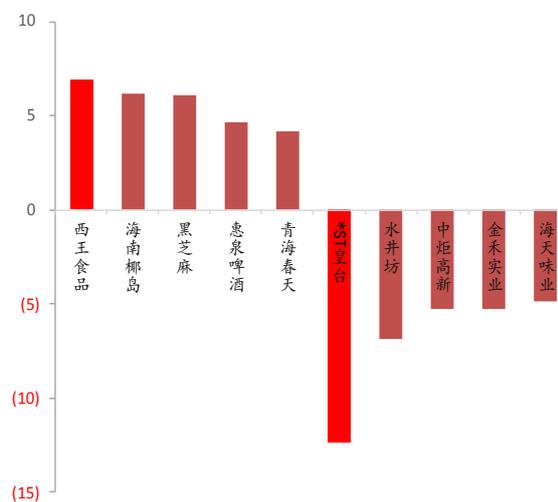
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块其他酒类居前



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

2019 年 1 月投资组合：茅台、青啤、口子窖、中炬、汤臣

- **12 月推荐组合：**贵州茅台、青岛啤酒、口子窖、中炬高新、汤臣倍健。当月内五者涨跌幅分别为贵州茅台（2.03%）、青岛啤酒（-4.19%）、口子窖（-3.14%）、中炬高新（-5.30%），汤臣倍健（-2.00%）组合收益率为-2.52%，同期上证综指上升 0.84%，组合领先上证综指-3.36%。

图表 4: 1 月组合收益率为-2.52%

公司名称	权重	1月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	20%	2.03%	19年收入规划超预期, 稳健增长可待	-2.52%
青岛啤酒	20%	-4.19%	周期底部, 业绩有望加速释放	
口子窖	20%	-3.14%	长期受益稳健风格, 消费需求相对刚性	
中炬高新	20%	-5.30%	定位高鲜进军全国, 机制改善释放活力	
汤臣倍健	20%	-2.00%	健力多强势增长, 收入利润表现靓丽	

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	602.00	7561.1	21.56	26.30	29.54	27.9	22.9	20.4
五粮液	49.54	1880.5	2.55	3.32	3.71	19.4	14.9	13.4
泸州老窖	38.97	546.4	1.75	2.37	2.75	22.3	16.4	14.2
洋河股份	90.36	1361.7	4.40	5.38	6.73	20.5	16.8	13.4
古井贡酒	52.21	263.1	2.28	3.26	3.82	22.9	16.0	13.7
山西汾酒	34.11	295.4	1.09	1.72	2.10	31.3	19.8	16.2
口子窖	33.97	203.8	1.86	2.26	2.61	18.3	15.0	13.0
水井坊	29.49	144.2	0.69	1.22	1.59	42.7	24.2	18.5
沱牌舍得	22.55	76.0	0.43	0.93	1.33	52.4	24.2	17.0
顺鑫农业	31.84	181.8	0.77	1.35	2.03	41.4	23.6	15.7
伊力特	13.22	58.3	0.80	1.07	1.34	16.5	12.4	9.9
老白干酒	12.56	55.0	0.37	0.73	1.04	33.9	17.2	12.1
迎驾贡酒	13.74	109.9	0.83	0.93	1.03	16.6	14.8	13.3
伊利股份	22.52	1380.3	0.99	1.03	1.24	22.7	21.9	18.2
绝味食品	32.58	133.6	1.26	1.58	1.95	25.9	20.6	16.7
元祖股份	17.60	42.2	0.85	1.02	1.22	20.7	17.3	14.4
青岛啤酒	33.40	450.9	0.94	1.05	1.32	1.6	31.8	25.3
重庆啤酒	29.84	144.4	0.68	0.86	1.02	43.9	34.7	29.3
中炬高新	27.90	222.4	0.57	0.77	0.95	48.9	36.2	29.4
海天味业	65.48	1771.9	1.31	1.58	1.92	50.0	41.4	34.1
安琪酵母	24.95	82.3	1.03	1.17	1.41	24.2	21.3	17.7
双汇发展	24.02	792.7	1.31	1.49	1.65	18.3	16.1	14.6
恒顺醋业	10.15	61.2	0.47	0.43	0.44	21.6	23.6	23.1
光明乳业	8.34	102.1	0.50	0.59	0.68	16.7	14.1	12.3

来源: wind、中泰证券研究所

## 最新重点报告观点（第 2 周）

贵州茅台：19 年收入规划超预期，稳健增长可待

- 事件：贵州茅台发布公告，公司初步核算，2018 年度生产茅台酒基酒约 4.97 万吨，系列酒基酒约 2.05 万吨；2018 年度实现营业总收入 750 亿元左右，同比增长 23%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 340 亿元左右，同比增长 25%左右。公司 2019 年度计划安排营业总收入增长 14%，茅台酒销售计划为 3.1 万吨左右。
- 2018 年业绩符合预期，年底加大非标产品投放为四季度业绩提供保证。2018 年公司营业总收入 750 亿元左右，同比增长 23%左右，净利润 340 亿元左右，同比增长 25%左右，整体业绩符合预期；根据公司对全年业绩核算指引，我们推算 18Q4 实现营业总收入约 200 亿元，同比增长约 20%，净利润约 93 亿元，同比增长约 30%，与前三个季度相比，四季度利润增速明显快于收入增速，我们认为这主要是年底加大投放约 1000 吨生肖酒和精品酒两款非标产品所致，目前来看此举有效对冲了前期内部调整导致四季度飞天茅台发货较少的缺口，助推公司顺利完成全年业绩目标。结合提价因素和渠道反馈情况，我们预计四季度报表端对应茅台酒销量约 7000 余吨，全年茅台酒实际发货量同比 2017 年基本持平。
- 2019 年收入规划稳健，增速略超预期。从销量来看，2019 年公司计划投放茅台酒 3.1 万吨左右，相比 2018 年公告投放计划增加了 0.3 万吨，略超预期。其中，经销合同不增不减，维持约 1.7 万吨水平，且不新增专卖店和总经销商；其余部分一方面用于拓展新渠道，如扩大各省直销，与大型商超合作，投向国内重点市场机场、高铁站的经销点等，另一方面用于优化产品结构，如适度调增附加值更高的非标产品，进一步满足消费者的多样化需求。全年来看，公司将以非均衡安排做好节点平衡，加大元旦、春节旺季供应，春节前投放 7500 吨茅台酒，元旦后猪茅集中投放且确保春节前投放量达到 30%左右，我们认为这有利于公司平稳渡过一季度调整期。从收入规划来看，2019 年公司计划收入增长约 14%，由于公司短期对提价策略较为谨慎，市场对 2019 年收入增速预期基本在 10%左右甚至更低，因此收入规划略超市场预期。对于 2019 年任务实现路径，我们认为公司可通过适当提升结构、加大直营比例等方式来促进成长，考虑到茅台当下供不应求格局未变，我们认为公司 2019 年收入规划有望实现，对应利润增速有望更为积极。

- **中长期来看，茅台有望持续稳健增长。**尽管 2018 年公司内部调整力度较大，但茅台龙头品牌地位短期不会改变，我们认为企业偶尔遇到波折其实有助于内部体系的充分梳理和完善，长期来看茅台酒的增长仍应聚焦到供需关系上。根据基酒供应量和市场需求情况，我们认为茅台酒供需偏紧的格局将长期存在，考虑到当前渠道价差充足，未来茅台酒仍具备继续提价能力，即使价格不变，保守估计公司仍可通过调整产品结构等策略使得收入实现 10%以上增长。长期来看，渠道价差终将回归正常水平，我们建议以更长远视角来看待公司投资机会。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计公司 2018-20 年营业收入分别为 750/859/973 亿元，同比增长 23%/15%/13%；净利润分别为 340/397/461 亿元，同比增长 25%/17%/16%，对应 EPS 分别为 27.03/31.64/36.69 元。

**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。