

## 食品饮料

## 茅台需求强劲，老窖控货挺价

-中泰食品饮料周报(第3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

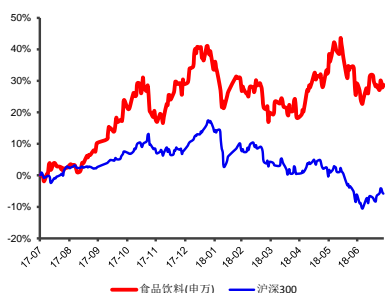
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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**

《口子窖深度报告：19年收入规划超预期，稳健增长可待》2019.01.06

《恒顺醋业：提价加速业绩释放，更待改革红利释放》2019.01.06

**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	635.88	13.31	21.56	26.30	29.54	42.2	27.9	22.9	20.4	0.71	买入
青岛啤酒	33.21	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	33.2	26.4	0.76	买入
口子窖	38.08	1.31	1.86	2.26	2.61	24.6	20.3	16.7	14.4	0.47	买入
中炬高新	28.99	0.45	0.57	0.77	0.93	31.0	49.6	39	32	1.00	买入
汤臣倍健	16.74	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11日收盘价。

**投资要点**

- 1月组合：口子窖表现抢眼。**当月内五者涨跌幅分别为贵州茅台(7.77%)、青岛啤酒(-4.73%)、口子窖(8.58%)、中炬高新(-1.60%)、汤臣倍健(-1.47%)组合收益率为1.71%，同期上证综指上升2.40%，组合领先上证综指-0.69%。
- 白酒：名酒价格继续分化，口子窖依然值得重视。**本周茅台和五粮液价格继续分化，茅台一批价维持在1750元以上，而五粮液价格保持在800元左右，随着月初至今茅台陆续集中到货，广深、北京等地部分客户在寻求外地货源，价格坚挺，折射出茅台需求依旧强劲。上周我们发布口子窖深度报告《优质民营酒企，与时间共舞》，本周口子窖涨幅12.10%，大幅跑赢申万白酒指数7.85pct，我们认为口子窖基本面依然优秀，业绩可以超越周期，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，也将为其长期持续增长保驾护航。当前公司估值对应2019年仅14倍，我们重点推荐，建议积极配置。
- 泸州老窖：挺价控货未雨绸缪，意在稳固价格体系。**根据微酒，泸州老窖将调整国窖1573的渠道价格体系，酒行供价维持810元，团购价提升40元至880元，终端价提升130元至1099元，与此同时产品配额扣减20%。结合上周国窖1573对重庆片区的停货，我们认为在不确定因素较多的行业调整期，公司却连续发布控量、挺价新政，一方面表明公司对维持价格稳定和维护渠道规范的决心，另一方面减量有助于缓解经销商压力、挺价有助于提升经销商信心。泸州老窖是行业内对行业调整判断最前瞻、准备最充分的公司之一，公司打出这套组合拳再次展现了对市场清醒的判断，价格体系与渠道体系的稳定有助于19年业绩实现稳健增长。
- 顺鑫农业渠道跟踪：规划积极，动销强劲。**我们对牛栏山江苏渠道进行调研，重点反馈信息如下：**1)关于19年江苏省的规划：**19年收入规划19亿，18年规划12亿实际完成13亿(中秋之前即完成全年目标)，17年规划7亿完成9亿，过去两年均超额完成。**2)关于春节备货，**19年春节销售为10月15日至3月底，预计可以完成全年目标的50%，往年一般为40%，库存约1个多月，低于往年水平。**3)关于市场概况，**江浙沪市场是北京外最大的市场，18年约20亿，收入增速约50%，核心消费群体为外来务工流动人口，经销商数量约170-180家。**4)关于价格体系，**陈酿牛二出厂价不到100元/箱，终端进货价145元/箱，终端零售价15元/瓶，利润率约15%，周转快因此投资回报率高。**5)**

关于产品规划，18年20元以下的产品收入占比70%多，19年预计为65%，酒厂希望提升20-30元金盖产品的比重。6)关于竞品，过去老村长销售更佳，但其依靠返瓶盖、返券的促销模式较为繁琐，18年提价后渠道利润下降、销量下滑；而牛栏山走货快、利润高，近两年每年收入翻倍增长。

- **啤酒：商誉摊销已辟谣，即使后期有商誉摊销对青岛啤酒影响有限。**本周青岛啤酒股价波动，主要系会计准则咨询委员会认为商誉后续会计处理应该采用摊销办法。财政部会计准则委员会已发布说明辟谣，指出反馈意见的观点仅是咨询委员们研讨意见，要求各有关单位和企业按照我国企业会计准则的现行要求对商誉做好相关会计处理。此外会计准则委员会是非政府组织，不代表财政部观点，即便要推动商誉会计准则变更，短期实现难度也较大。关于商誉摊销对青岛啤酒的影响有两种测算方法：1、从PE估值角度。假设青岛啤酒13.07亿商誉按10年直线摊销，每年对净利润的影响为 $1.31 * (1 - 25\%) = 0.98$ 亿元。公司2017年净利润为13.82亿元，税后摊销金额占净利润约7.1%。若PE不变，EPS减少7.1%。2、从现金流折现的角度。假设青岛啤酒13.07亿商誉按10年直线摊销，折现的税后现值低于 $13.07 * (1 - 25\%) = 9.8$ 亿元。公司总市值449亿元为未来企业净现金流的现值， $9.8 / 449 = 2.2\%$ 。目前熊市环境下市场关注PE估值，但从长期价值投资角度看更适用现金流折现方法。我们认为即使后期商誉摊销对青岛啤酒影响也有限，重申2019年啤酒板块两个超预期的点：1、2018年啤酒提价存在滞后效应，利润释放会延后到2019年，部分企业已进行补提。2、2019年包材成本有望进入下行通道。
- **汤臣倍健：整治保健市场乱象“百日行动”长期利好，商誉减值摊薄未落地。**1) 整治“保健”市场乱象百日行动力度空前，13个部门联合对虚假违法宣传、直销/传销行为重点排查。整改行动是保健品行业的一次洗牌和肃清，利好保健行业规范性发展。考虑人口老龄化趋势不可逆+消费者认知不断提升，利好品牌知名度高+产品功效显著的龙头企业。对于汤臣倍健而言是一次抢占市场的机遇，公司拥有食药局批准的蓝帽子最多，药监局引导消费者保健品购买认准蓝帽子标识和功效。效果如同2008年三聚氰胺事件后，国外奶粉品牌躺赢提升知名度和信赖感。2) 直销渠道占比确定性下滑，为药店+电商等规范化渠道腾出空间，根据欧睿数据，目前直销在保健品市场份额高达50.4%，电商占比26%、药店16.4%。目前汤臣倍健药店渠道占比74%、电商占比20%，行业洗牌为公司拓展渠道提供广阔空间。3) 我们认为此次行动短期对保健的消费需求有一定抑制，但是长期利好非直销规范化龙头汤臣倍健、Swisse，建议关注汤臣倍健调整带来的机会。
- **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，结构性机会为主；可选消费（核心是中高端）部分企业在16-18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口子窖、贵州茅台、顺鑫农业、洋河股份、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；食品重点推荐中炬高新、伊利股份、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。

- 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 2.28%, 子板块肉制品涨幅居前.....	- 5 -
2019 年 1 月投资组合: 茅台、青啤、口子窖、中炬、汤臣 .....	- 5 -
最新重点报告观点 (第 3 周) .....	- 6 -
口子窖深度报告: 19 年收入规划超预期, 稳健增长可待.....	- 7 -
恒顺醋业: 提价加速业绩释放, 更待改革红利释放 .....	- 8 -

## 图表目录

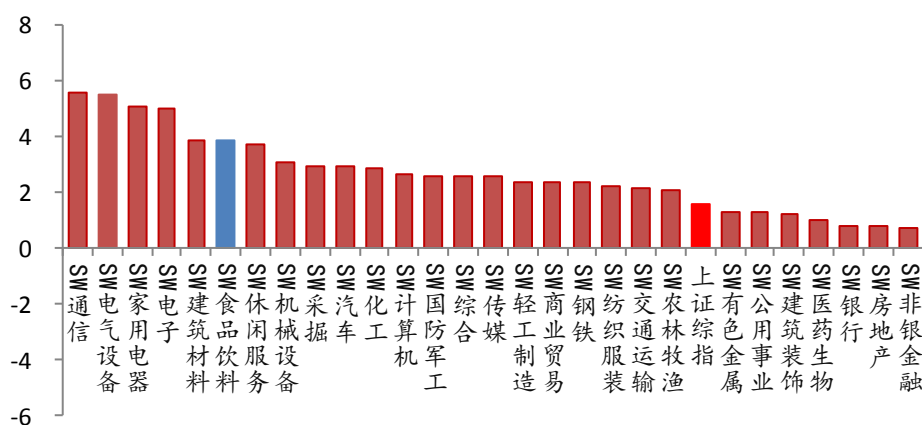
图表 1: 食品饮料行业周涨幅为 3.83%, 领先上证综指 2.28%.....	- 5 -
图表 2: 子板块肉制品居前.....	- 5 -
图表 3: 周涨跌幅前五个股一览.....	- 5 -
图表 4: 1 月组合收益率为 1.71%.....	- 6 -
图表 5: 重点公司盈利预测表.....	- 6 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先上证综指 2.28%，子板块肉制品涨幅居前

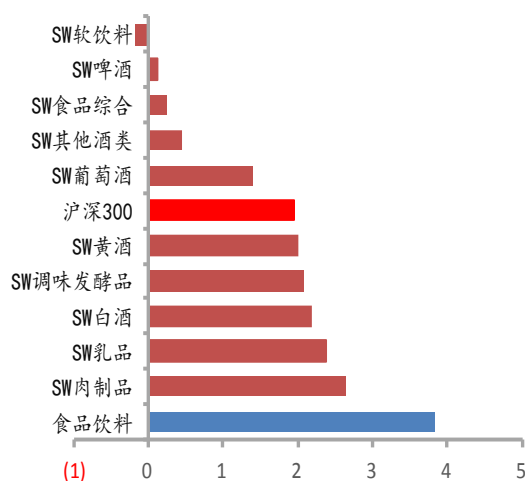
- 市场回顾：**本周上证综指上涨 1.55%，食品饮料板块上涨 3.83%，领先上证综指 2.28 个百分点。子板块方面，肉制品、乳品、白酒、调味发酵品、黄酒、葡萄酒、其他酒类、食品综合、啤酒分别上涨 2.64%、2.37%、2.19%、2.08%、2.00%、1.40%、0.46%、0.23%、0.12%、软饮料下跌-0.18%。个股方面，金字火腿（12.44%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 3.83%，领先上证综指 2.28%



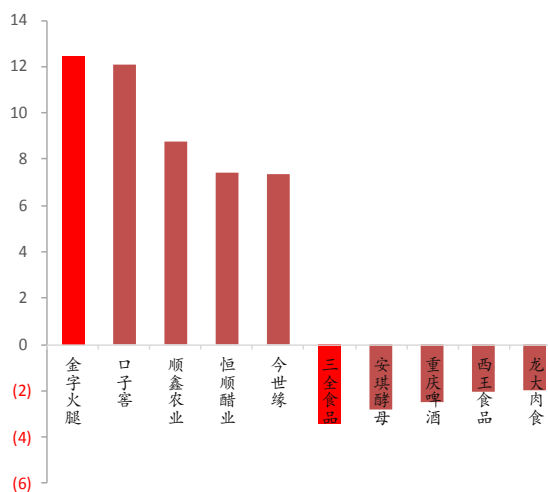
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块肉制品居前



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

- 1 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（7.77%）、青岛啤酒（-4.73%）、口子窖（8.58%）、中炬高新（-1.60%），汤臣倍健（-1.47%）组合收益率为 1.71%，同期上证综指上升 2.40%，组合领先上证综指-0.69%。

**图表 4: 1 月组合收益率为 1.71%**

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%	7.77%	19 年收入规划超预期，稳健增长可待	1.71%
青岛啤酒	20%	-4.73%	周期底部，业绩有望加速释放	
口子窖	20%	8.58%	长期受益稳健风格，消费需求相对刚性	
中炬高新	20%	-1.60%	定位高鲜进军全国，机制改善释放活力	
汤臣倍健	20%	-1.47%	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	635.88	7986.7	21.56	26.30	29.54	29.5	24.2	21.5
五粮液	50.69	1924.2	2.55	3.32	3.71	19.9	15.3	13.7
泸州老窖	39.30	551.0	1.75	2.37	2.75	22.5	16.6	14.3
洋河股份	94.00	1416.6	4.40	5.38	6.73	21.4	17.5	14.0
古井贡酒	55.13	277.9	2.28	3.26	3.82	24.2	16.9	14.4
山西汾酒	35.37	306.3	1.09	1.72	2.10	32.4	20.6	16.8
口子窖	38.08	228.5	1.86	2.26	2.61	20.5	16.8	14.6
水井坊	29.38	143.7	0.69	1.22	1.59	42.6	24.1	18.5
沱牌舍得	22.46	75.7	0.43	0.93	1.33	52.2	24.2	16.9
顺鑫农业	34.63	197.7	0.77	1.35	2.03	45.0	25.7	17.1
伊力特	13.29	58.6	0.80	1.07	1.34	16.6	12.4	9.9
老白干酒	12.78	56.0	0.37	0.73	1.04	34.5	17.5	12.3
迎驾贡酒	14.28	114.2	0.83	0.93	1.03	17.2	15.4	13.9
伊利股份	23.51	1440.9	0.99	1.03	1.24	23.7	22.8	19.0
绝味食品	33.54	137.5	1.26	1.58	1.95	26.6	21.2	17.2
元祖股份	17.63	42.3	0.85	1.02	1.22	20.7	17.3	14.5
青岛啤酒	33.21	448.3	0.94	1.05	1.32	1.6	31.6	25.2
重庆啤酒	29.09	140.8	0.68	0.86	1.02	42.8	33.8	28.5
中炬高新	28.99	231.1	0.57	0.77	0.95	50.9	37.6	30.5
海天味业	67.41	1824.1	1.31	1.58	1.92	51.5	42.7	35.1
安琪酵母	24.25	80.0	1.03	1.17	1.41	23.5	20.7	17.2
双汇发展	24.70	815.1	1.31	1.49	1.65	18.9	16.6	15.0
恒顺醋业	10.90	65.7	0.47	0.43	0.44	23.2	25.3	24.8
光明乳业	8.45	103.4	0.50	0.59	0.68	16.9	14.3	12.4

来源：wind、中泰证券研究所

### 最新重点报告观点 (第 3 周)

**口子窖深度报告：19 年收入规划超预期，稳健增长可待**

- **核心观点：我们认为口子窖是白酒行业中最优质的民营企业，业绩可以超越周期，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。本文对省内外增长空间进行了测算分析，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，我们重点推荐，建议积极配置。**
- **为什么口子窖可以穿越周期？**白酒的特殊产品属性决定其具备库存周期，业绩波动性相应得到放大。口子窖低库存模式使得周期性较弱，行业调整期业绩增速较为平稳，过去 5 年利润增幅接近 1.5 倍，位居行业之首；行业回升期，公司经销商数量不增反减，同期多数酒企加快招商扩张力度，反映口子窖的发展主要来自内生增长。我们认为公司战略定位极高，品质和渠道体系的强稳定性是其核心竞争力，顺价销售对企业长期经营实现可持续增长具备重要意义。
- **增长空间：县乡市场成为量增主力，省外进入稳步回升期。**1) **省内：**过去 15 个季度安徽 GDP 增速保持在 8.5% 上下，在白酒消费大省中 fastest 最平稳，叠加人口持续回流，为省内主流价位向 200-300 元升级提供坚实基础。目前古井口子在 50-300 元价位市占率约 40%，近几年徽酒品牌分化显著，头部品牌优势愈加凸显，我们预计未来古井口子两者市占率有望提升至 60% 以上；渠道下沉即开发县乡市场是未来量增的主要实现路径，根据县级市场规模测算，预计省内收入仍有 50% 增长空间。2) **省外：**经过过去几年经销商的优胜劣汰，公司开始在试水省内大商派遣模式，目前来看效果显著，省外收入增速逐步回升，渠道动销质量高。未来华东市场是拓展省外的核心区域，公司上市后人力财力以及产能等实力均大幅提升，具备持续扎实发展省外市场的要素，我们预计未来 2-3 年省外收入有望突破历史高点。
- **估值对比：三季报错杀，估值亟待修复。**公司三季度控货落实提价策略叠加中秋活动错位，导致三季报业绩波动较大，市场对公司经营理念认知仍存在较大预期差，目前对应 2018 年仅 15 倍，估值有待逐步修复。公司东山项目将陆续投产，产能可满足收入百亿元以上规模体量，未来资本开支需求较少。公司现金流充裕，目前分红率仅 40%，对应股息率接近 3%，远低于迎驾超过 5% 的股息率，我们认为口子窖作为优质民企分红率有待提高。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 41.8/47.0/52.8 亿元，同比增长 16.0%/12.4%/12.4%；净利润分别为 13.6/15.7/18.0 亿元，同比增长 21.9%/15.5%/14.6%，对应 EPS 分别为 2.26/2.61/2.99 元。

- **风险提示：打压三公消费力度继续加大、中高端酒动销不及预期、食品安全事件风险。**

#### 恒顺醋业：提价加速业绩释放，更待改革红利释放

- **事件：**公司发布提价公告，从 2019 年 1 月 1 日起，对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒、镇江香醋【K 型 010072】、镇江香醋【金恒顺 115050】五个系列产品进行出厂价格调整，提价幅度在 6.45%-15.04%之间，提价产品 2018 年全年销售额合计约 2.36 亿元。
- **提价带动调味品均价上升约 2%，加快聚焦 A 类产品。**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。分产品看，涉及提价的四个醋系列产品 2018 年销售额为 1.92 亿元，平均提价幅度为 13.64%。我们测算提价的醋产品占公司 2018 年醋收入的 17%左右，提价将带动醋的出厂均价上升约 2.3%。假设醋成本不变，参考 2018H 醋业务 44.41%的毛利率，本次提价可推动醋毛利率上升约 1.3 个 pct。提价的恒顺料酒系列产品 2018 年销售额为 0.44 亿元，提价幅度为 10%，占公司 2018 年料酒收入的 22%左右，预计提价将带动料酒出厂均价上升 2.2%。假设料酒成本不变，参考 2018H 料酒业务 31.02%的毛利率，本次提价可推动料酒毛利率上升约 1.5 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。
- **包材成本短期承压，提价未引起渠道库存大幅波动。**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。目前纸箱价格已经回落，玻璃瓶现货仍处于高位，但 2019 年需求边际平稳，供给边际有望受益环保放松和支持民营的政策增加，更远视角看玻璃瓶价格有望回落。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。
- **盈利预测：**恒顺醋业是我国食醋行业龙头，目前行业整体集中度低，提升空间大，期待公司管理机制改善带来经营活力释放和效率提升。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。

- **风险提示：**食品安全风险；渠道开拓不达预期

**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。