

食品饮料

 春节返乡调研实录
-中泰食品饮料周报(第6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

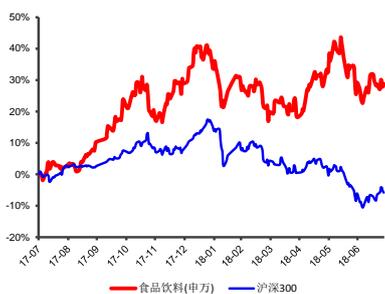
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

行业-市场走势对比

相关报告

《山西汾酒业绩快报点评：业绩高增符合预期，改革红利有望持续释放》2019.01.29

《啤酒行业深度报告：2019年啤酒板块有望进入业绩快速释放期-复盘2009年啤酒业绩高增长之谜》2019.01.30

《古井贡酒：业绩符合预期，旺季回款势头良好》2019.01.30

《行业深度报告：内资偏好大众品，外资青睐白酒——2018Q4食品饮料行业基金持仓分析》2019.01.30

《五粮液：业绩超预期，期待改革红利持续释放》2019.02.01

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	692.67	13.31	21.56	27.03	31.64	42.2	27.9	692.6	692.6	0.71	买入
口子窖	41.56	1.31	1.86	2.26	2.61	24.6	20.3	41.56	41.56	0.47	买入
顺鑫农业	39.78	0.72	0.77	1.35	2.03	30.43	25.0	39.78	39.78	0.70	买入
青岛啤酒	38.10	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	38.10	38.10	0.76	买入
元祖股份	19.85	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	19.85	19.85	0.77	买入
汤臣倍健	18.26	0.36	0.52	0.67	0.82	32.8	28.8	18.26	18.26	0.83	买入

备注：股价为2019年2月1日收盘价。

投资要点

- 1月组合：白酒整体表现抢眼。**1月推荐组合涨跌幅分别为贵州茅台(16.88%)、青岛啤酒(8.23%)、口子窖(17.59%)、中炬高新(4.65%)，汤臣倍健(0.65%)组合收益率为9.60%，同期上证综指上升3.64%，组合领先上证综指5.96%。**2月推荐组合为：贵州茅台、青岛啤酒、口子窖、顺鑫农业、元祖股份和汤臣倍健。**
- 食品饮料春节返乡调研感悟总结：**三四线城市消费增长潜力较大，打工群体返乡时间较长，送礼需求较为旺盛。小镇青年开始重视品牌消费+消费者体验，老龄人口逐渐增多，养生意识显著提升。
- 白酒：名酒价格坚挺，春节动销平稳。**茅台方面，据糖酒快讯报道，节前普飞全国多地一批价均已超1800元，经销商普遍处于缺货状态并积极寻找货源，部分经销商1月销量已占到全年的30%左右；五粮液方面，普五一批价约为810元，其动销亦延续节前良好势头。春节动销情况来看，据微酒报道，今年春节旺季销量逐渐攀升，经销商反馈节前两周销量出现明显攀升，因此旺季持续时间偏短，整体行情较为平稳。
- 白酒春节返乡调研实景：从家乡白酒消费来看**（山东南部某三四线城市），家乡白酒消费升级明显，农村春节消费及送礼以地产酒为主，价位带逐渐从120-150元/箱向200元/箱升级，城镇则以今世缘、洋河海、天之蓝等中高档价位带品牌为主，性价比主要是家乡消费考虑的主要因素；**从送礼、宴请来看**，高端送礼、商务宴请则更青睐五粮液，一方面与茅台缺货严重有关，另一方面五粮液同样能够满足三四线城市的面子需求，这也与五粮液今年春节动销较快的现象相一致。**从价格情况来看**，商超普飞普遍在1800元以上，部分商超明确标注限购两瓶，但仍大多处于缺货状态，普五、国窖价格分别为1099元、899元，价格较为坚挺；**从促销情况来看**，商超白酒的促销活动形式以满减、买赠为主，活动日期大多在1月底至2月10日春节期间，且呈现出高端酒促销力度小，中、次高端价位带促销力度较大的特征。值得注意的是，商超对牛栏山珍藏30年等高端产品的橱窗陈列明显增多，可见低端白酒亦呈现出消费升级趋势。
- 乳业：12月进入春节备货期，1月整体销售向好，送礼需求旺盛，常温品类增速继续领先。**1) 伊利：根据渠道草根调研，常温液态奶12+1月增速合计在双位数。其中安慕希金典依旧保持较快增长成为新年送礼的热卖品类。春节期间整体促销力度略有加大，买赠比去年春节略有增加，渠道费用投入相对平稳。终端网点“千城堡垒战”堆头策略实现较好，

春节前基本已经消化大部分。我们预计公司 2018 年实现收入增长接近 17%，利润增速预计在个位数。2019Q1 春节情况较好。2) 蒙牛：根据渠道草根调研，春节特仑苏依旧强劲，预计增速依旧维持 10% 以上高增长，纯甄增速预计依旧双位数，但是增速略有放缓。春节促销力度同比略有加大。节庆氛围相对浓厚，整体销售良好。3) 光明：莫斯利安春节促销力度和周期有所加大，整体销售较为平稳。

- **乳业春节返乡调研实景：**春节回乡乳业草根调研见闻：样本点：安徽北部某四线城市市中心+县乡零售店。1) **堆头及草根市占率：**商超堆头基本是入口和出口收银台旁边的最佳位置，安慕希、金典分别一个堆头、植选+核桃乳+果果昔+果之优+舒化奶共享一个堆头。优酸乳果粒酸奶一个小堆头。伊利的堆头是 10 月开始在各从销售大区实施的千城堡垒战策略，提前酝酿过节氛围。粗略估计常温奶品类：样本点铺货市占率占比：伊利 47%、蒙牛 35%、光明莫斯利安 18%。低温冷柜品类样本铺货市占率占比：伊利 20%、蒙牛 30%、君乐宝 25%、地区品类 25%。值得注意的是大部分商超有伊利中老年奶粉单独堆头（该市人口老龄化较严重）。2) **主要产品价格变化：**根据主要产品统计促销力度看，蒙牛>光明>伊利。1) 伊利平均折扣在 75 折左右，周期 15 天。举例金典、安慕希优惠日期为 2 月 1 日-2 月 15 日：金典纯牛奶春节优惠价 46.9 元/箱（原价 65 元），比去年春节价格便宜 1 元/箱。安慕希原味、香草口味均 49.5 元/箱（原价 65 元）。2) 蒙牛折扣在 6-7 折，促销周期在 28 天。举例特仑苏 49.8 元/箱（原价 68.4），纯甄原味 39.9 元/箱（原价 66 元）。3) 光明莫斯利安折扣平均在 72 折，周期 30 天。举例原味 46.8 元/箱（原价 65.8）。3) **消费频次和购买意愿：**从生产日期看，金典及金典有机纯牛奶均为 1 月 18 日；安慕希原味及黄桃口味也为 1 月日期。2 月 5 日-2 月 9 日为走亲访友送礼采购需求旺盛期，金典、安慕希最为热卖，分别可卖出上百箱/天；儿童首选果果昔、果之优等包装缤纷色彩的果味酸奶；乳糖不耐人群推荐舒化奶，导购员根据消费者意愿推荐，其他品类在 10 多箱/天。送礼首选品牌和生产日期、其次是价格、外包装、营养价值等。4) **相关销售费用增加项：**一个中型商超平时固定导购促销员一个，县城级别基本工资在 1800 元左右+销售提成，春节期间（12+1 月）增加一个促销员，一天 80 元工资。节庆堆头比平时多增加一个，包装及海报宣传等费用。
- **汤臣倍健：1 月开门红顺利，发货口径增速实现较快增长。**根据渠道草根调研，公司 1 月发货在全年占比在 15% 以上。分产品看，大单品健力多发货增速 50% 以上，母品牌保持双位数较快增长，其中蛋白粉春节款销售较好。终端春节大会战终端销售效果显著，销售拉动明显，但华中部分地区零售药店受到医保政策影响。
- **元祖股份：春节产品+门店有所发力，卡券销售向好。**1) 根据草根调研 1 月上旬整体销售收入预计有接近 15% 的增长，卡券销售继续保持双位数较快增长。2) 理性看待产品属性+节庆错位造成业绩季节性波动。公司预告 2018 年营收 19.2-19.9 亿，同比+8%-12%，驱动一是门店扩张。二是端午和中秋节庆收入预计分别增长好于去年。预告 2018 年归母净利润预计 2.2-2.4 亿，同比+10-20%，结构升级+成本因素驱动毛利率，费用稳健。我们预计实际收入和利润增速偏上限。产品节庆属性决定业绩季节性显著，18Q4 收入占比仅 15%-17%，收入利润增速为负，主因中

秋错位高基数，剔除影响的 Q4 月饼 4 天提货收入，真实 18Q4 收入较好。3) 长期推荐逻辑不变：一是工会福利提升驱动节庆礼盒糕点市场成长；二是公司门店进入渠道下沉+区域扩张的再次扩张期。三是产品品类增加+结构升级+蛋糕提价预期+宅配覆盖面积增大驱动同店增长，四是中央工厂生产+门店运营，高客单价，低频次，租金、人员、广告、运输等单店费用率稳中有降，预计 2019 年利润维持双位数，继续推荐。

■ **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；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，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 1.13%，子板块白酒涨幅居前	- 5 -
2019 年 2 月投资组合：茅台、青啤、口子窖、顺鑫、元祖、汤臣	- 5 -
最新重点报告观点（第 6 周）	- 6 -
山西汾酒业绩快报点评：业绩高增符合预期，改革红利有望持续释放	- 7 -
啤酒行业深度报告：2019 年啤酒板块有望进入业绩快速释放期-复盘 2009 年啤酒业绩高速增长之谜	- 8 -
古井贡酒：业绩符合预期，旺季回款势头良好	- 9 -
行业深度报告：内资偏好大众品，外资青睐白酒——2018Q4 食品饮料行业基金持仓分析	- 10 -
五粮液：业绩超预期，期待改革红利持续释放	- 11 -

图表目录

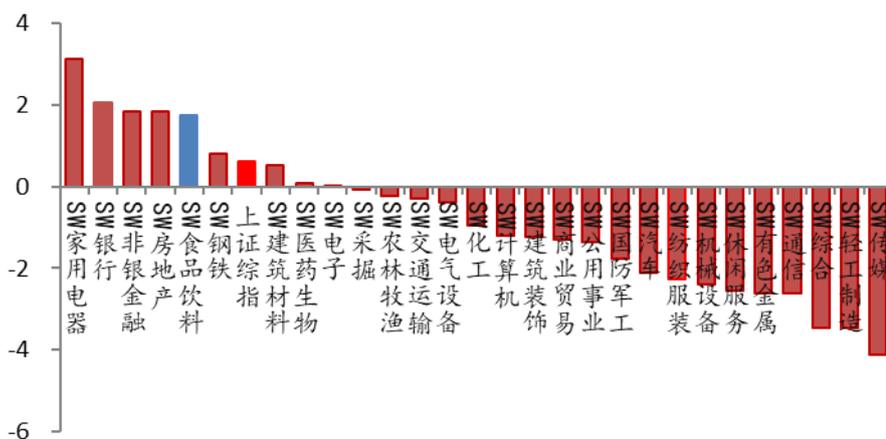
图表 1：食品饮料行业周涨幅为 1.76%，领先上证综指 1.13%	- 5 -
图表 2：子板块调味白酒居前	- 5 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 5 -
图表 4：1 月组合收益率为 2.3%	- 6 -
图表 5：重点公司盈利预测表	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先上证综指 1.13%，子板块白酒涨幅居前

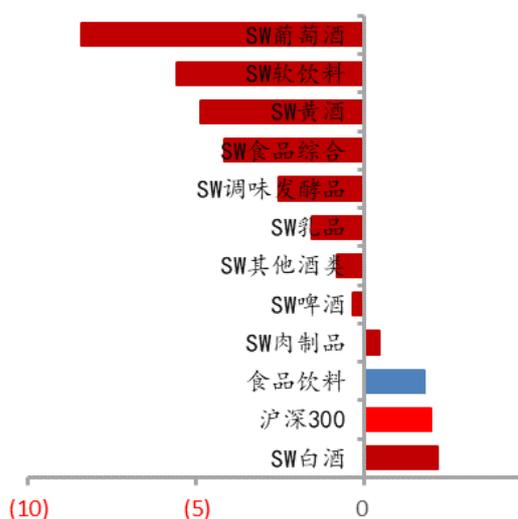
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 0.63%，食品饮料板块上涨 1.76%，领先上证综指 1.13 个百分点。子板块方面，白酒、肉制品分别上涨 2.15%、0.43%，啤酒、其他酒类、乳品、调味发酵品、食品综合、黄酒、软饮料、葡萄酒分别下跌-0.34%、-0.84%、-1.58%、-2.57%、-4.16%、-4.88%、-5.58%、-8.41%。个股方面，五粮液（10.73%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 1.76%，领先上证综指 1.13%



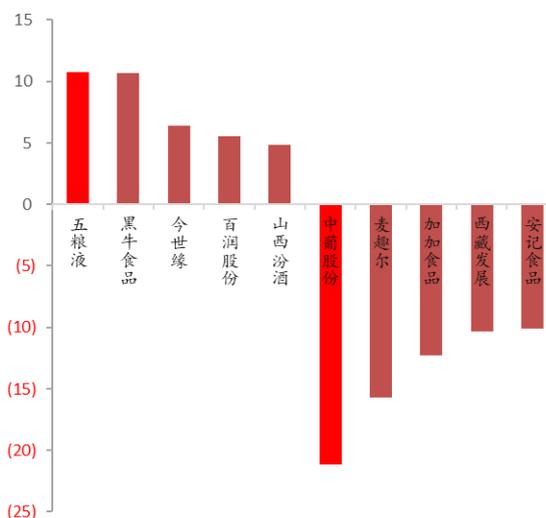
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味白酒居前



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

2019 年 2 月投资组合：茅台、青啤、口子窖、顺鑫、元祖、汤臣

- **2 月推荐组合：**贵州茅台、青岛啤酒、口子窖、顺鑫农业、元祖股份、汤臣倍健。当月内六者涨跌幅分别为贵州茅台（0.45%）、青岛啤酒（0.98%）、口子窖（0.78%）、顺鑫农业（-0.3%），元祖股份（5.59%），

汤臣倍健（6.78%）组合收益率为 2.3%，同期上证综指上升 1.3%，组合领先上证综指 1%。

图表 4：1 月组合收益率为 2.3%

公司名称	权重	2月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	17%	0.45%	19年收入规划超预期，稳健增长可待	2.30%
青岛啤酒	17%	0.98%	周期底部，业绩有望加速释放	
口子窖	17%	0.78%	长期受益稳健风格，消费需求相对刚性	
顺鑫农业	17%	-0.30%	低价酒受周期影响较小，省外市场持续高增长	
元祖股份	16%	5.59%	门店再次扩张，业绩稳健增长	
汤臣倍健	16%	6.78%	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			投资评级	目标价
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
贵州茅台	692.67	8699.9	21.56	27.03	31.64	32.1	25.6	21.9	买入	810.0
五粮液	61.18	2322.4	2.55	3.32	3.71	24.0	18.4	16.5	买入	84.3
泸州老窖	43.75	613.4	1.75	2.37	2.75	25.0	18.5	15.9	买入	70.8
洋河股份	99.00	1491.9	4.40	5.38	6.73	22.5	18.4	14.7	买入	153.4
古井贡酒	63.77	321.4	2.28	3.26	3.82	28.0	19.6	16.7	买入	105.0
山西汾酒	39.98	346.2	1.09	1.72	2.10	36.7	23.2	19.0	买入	69.3
口子窖	41.56	249.4	1.86	2.26	2.61	22.3	18.4	15.9	买入	54.3-65.1
水井坊	30.25	147.9	0.69	1.22	1.59	43.8	24.8	19.0	买入	57.6
沱牌舍得	24.33	82.0	0.43	0.93	1.33	56.6	26.2	18.3	买入	55.2
顺鑫农业	39.78	227.1	0.77	1.35	2.03	51.7	29.5	19.6	买入	25.8
伊力特	14.60	64.4	0.80	1.07	1.34	18.3	13.6	10.9	买入	28.8
老白干酒	13.81	60.5	0.37	0.73	1.04	37.3	18.9	13.3	买入	42.0
迎驾贡酒	14.57	116.6	0.83	0.93	1.03	17.6	15.7	14.1	增持	
伊利股份	24.54	1504.1	0.99	1.03	1.24	24.8	23.8	19.8	买入	35.8
绝味食品	37.30	152.9	1.26	1.58	1.95	29.6	23.6	19.1	买入	
元祖股份	19.85	47.6	0.85	1.02	1.22	23.4	19.5	16.3	买入	
青岛啤酒	38.10	514.4	0.94	1.05	1.32	1.6	36.3	28.9	买入	
重庆啤酒	31.61	153.0	0.68	0.86	1.02	46.5	36.8	31.0	买入	27.6
中炬高新	31.35	249.9	0.57	0.77	0.95	55.0	40.7	33.0	买入	30.1
海天味业	73.95	2001.1	1.31	1.58	1.92	56.5	46.8	38.5	买入	44.7
安琪酵母	25.34	83.6	1.03	1.17	1.41	24.6	21.7	18.0	买入	35.8
双汇发展	25.11	828.6	1.31	1.49	1.65	19.2	16.9	15.2	买入	30.0
恒顺醋业	11.24	67.8	0.47	0.43	0.44	23.9	26.1	25.5	买入	12.9
光明乳业	8.41	102.9	0.50	0.59	0.68	16.8	14.3	12.4	增持	18.5

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 6 周）

山西汾酒业绩快报点评：业绩高增符合预期，改革红利有望持续释放

- **事件：**公司预计 2018 年度实现归母净利润约 14.16~15.10 亿元，同比增长 50%-60%。
- **业绩高增符合预期，青花系列持续放量。**根据公司业绩指引，四季度公司延续前三季度高增长，对应收入端我们预计全年收入约为 90 亿元，同比增长约 50%，业绩增速快于收入增速的原因在于高端产品放量、产品结构上移。分产品而言，公司坚持抓两头、带中间的策略，我们预计青花系列全年增速约为 70%，四季度增速略有放缓，预计玻汾系列增长约 30%，中间产品老白汾主要面向省内，巴拿马金奖作为升级产品仍处于省外拓展期；产品结构方面，我们预计青花、老白汾和金奖收入基本持平，青花占比约为 25%，玻汾占比约为 25%-30%。分市场来看，前三季度环山西市场和山西市场贡献主要增量，收入占比达到 88%-90%，其中预计河南、山东市场翻倍增长，北京、陕西市场略逊于预期，预计四季度山西市场将有所放量，全年来看省外市场预计将取得更快增长。
- **2019 年规划积极，省外市场厚积薄发。**按照股权激励考核目标，2019 年收入增速约 27%，这一目标的主要增长点在于除山西和环山西之外的广大省外市场，预计上海市场由 2018 年的 6000 万做到 1 亿，浙江从 7000 万做到 1.5 亿，江苏从 8000 万做到 1 个多亿，广东从 1 亿做到 1.8 亿，省外市场经过两年调整蓄势明显，从 1 月销售情况来看上述市场的全年目标完成率均超过 20%。渠道管控方面，公司对营销人员将由过程考核变为指标考核，并改善薪酬结构的平均性，考核目标以收入为主，同时加强对费效比和回款的考核。
- **关注华润战投协同作用，期待改革释放红利。**在与华润的合作方面，公司 2018 年做了大量基础工作，一方面学习其管理、用人、营销等先进机制，公司内部治理结构将积极优化，另一方面将充分利用华润渠道资源，2019 年将试点导入适合其渠道销售的量身定做的产品，我们认为 2019 年营销和管理上的协同效应有望得到体现。此外，公司股权激励落地，公司制定高目标的底气在于公司从 14 年下半年开始补短板，产品布局与渠道网络已梳理到位，有望迎来势能释放的窗口期。我们认为汾酒品牌优势在持续放大，省外市场加速增长，空白市场有待进一步开发，未来发展潜力仍旧充足，在华润入股和内部股权激励等机制改善下，来年改革红利有望加速释放，完成业绩考核目标值得期待。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 90.43/108.81/126.59 亿元，同比增长 49.78%/20.33%/ 16.34%；净利润分别为 14.87/18.17/21.67 亿元，同比增长 57.54%/ 22.17%/19.25%，对应 EPS 分别为 1.72/2.10/2.50 元。

- **风险提示：**三公消费限制力度加大；次高端酒竞争加剧；食品品质事故。

啤酒行业深度报告：2019年啤酒板块有望进入业绩快速释放期-复盘2009年啤酒业绩高速增长之谜

- **核心观点：**啤酒经历了产量下滑+费用率上升+成本上行多重周期，目前行业面临拐点。2017年年底以来我们发布6篇重磅深度推荐啤酒板块，本篇报告我们对2009年啤酒业绩的高速增长进行复盘，发现持续的产品结构升级+2009年成本回落共同推动了2009年啤酒业绩的高增长。我们认为2019年啤酒板块有望受益于2018年提价滞后效应+产品结构升级+包材价格回落进入业绩快速释放阶段。
- **复盘2009年：提价与成本下行周期叠加，2009年啤酒业绩大幅增长。**啤酒行业在2007年底和2008年初集体提价，但利润释放延后到2009年。利润释放路径：（1）2008年进口大麦及包材价格上涨，行业集体提价覆盖部分成本压力，但大部分企业毛利率仍出现下滑；（2）2009年啤酒企业依靠产品结构升级继续提升吨酒价格，同时原材料和包材价格回落带动吨酒成本下滑或持平，毛利率上升利润弹性释放。其中2009年产品结构优化推动吨酒价格提升是业绩释放的主要原因。2018年啤酒成本大幅上升，行业再次迎来集体提价，我们认为本轮提价有望复制2008年提价，利润将在2019年释放。
- **2019年价格预期：受益提价滞后效应及结构升级，2019年吨酒价格持续提升。**（1）2018年啤酒行业再迎集体提价，集中在2018Q1啤酒消费淡季。部分提价存在滞后效应，如执行延后、短期加大渠道支持力度等，因此2019年仍可受益。从2018年啤酒企业单季度的价格涨幅看，青岛啤酒2018Q1吨酒价格涨幅不到2%，Q2-Q3涨幅均超过5%；燕京啤酒2018Q1-Q2吨酒价格涨幅在5%左右，单三季度涨幅超过15%。同时2018年底部分企业出现补提，2019年不排除补提预期。（2）1960s美国啤酒开启消费升级，期间啤酒价格保持约3%的CAGR。我国啤酒行业也呈现出结构升级趋势，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%，销售额占比从7.8%提升至29.2%。行业先行指标重庆啤酒在2014-2017年使用重庆（6元）和乐堡（8元）品牌大幅替换了山城（4元）品牌，青岛啤酒2018年前三季度主品牌（4.5%）和高端品牌（6.5%）增速远快于总销量增速（0.8%）。
- **2019年成本预期：2019年包材价格有望下降，澳麦上涨影响有限。**（1）玻璃瓶：2018年啤酒瓶价格涨幅较大，才府玻璃2018H1啤酒瓶均价比2017年高9.5%。在环保限产放松的环境下，日用玻璃制品产量单月增速逐步回升，滞后平板玻璃约半年时间，我们预计玻璃瓶价格有望在2019Q2回落。（2）纸箱：2018年前11个月箱板纸产量增速回升至6.1%，2018Q3箱板纸价格同比进入下降通道。若2019年全年价格保持在目前水平，同比仍呈下降趋势。（3）大

麦：2017-18 产季澳麦减产导致价格大幅上升，但其他出口国大麦及国产大麦存在替代效应。参考 2007 和 2008 年进口大麦价格上涨 50%+，青岛啤酒 2007 年吨酒麦芽成本稳定，2008 年上升 16%；燕京啤酒 2008 年吨酒主要原料（不含包装材料）上升 17%，远低于进口大麦价格涨幅。我们预计 2018-2019 年进口大麦价格上涨幅度在 20%-30%，对啤酒企业吨酒麦芽成本的影响在 10% 以内。

- **啤酒需求相对刚性，行业从价格战转向高端竞争。**（1）2018 年啤酒行业产量同比增长 0.5%，连续四年下滑后恢复正增长。2011-2014 年经济不景气时期，酱油、啤酒、乳制品、软饮料、白酒的增速平均每年下滑 2.2、4.0、5.1、5.9、9.4 个 pct，啤酒下滑程度仅次于酱油。（2）市场担心啤酒企业在提价或成本下降后，将释放的利润空间重新投入价格战。我们认为本轮提价系行业联合提价，公司之间已形成默契。更重要的是，从行业成长性与竞争格局的角度看啤酒与乳业差异较大，与方便面行业相似。龙头企业提价、布局中高端产品以及关厂行为，将带动行业从价格战转向高端竞争，板块有望受益。
- **投资建议：**短期来看，2019 年受益吨酒价格上升+包材成本下降，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。我们推荐青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒。
- **风险提示：**因不可抗力要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动。

古井贡酒：业绩符合预期，旺季回款势头良好

- **事件：**公司发布 2018 年度业绩预告，2018 年公司实现归属于上市公司股东的净利润为 16.08-17.23 亿元，同比增长 40%-50%；18Q4 净利润为 3.52-4.67 亿元，同比增长 0.28%-33.05%。
- **18 年业绩符合预期，集团收入百亿目标顺利达成。**我们预计 2018 年公司净利润落在预告中值以上水平，整体业绩符合市场预期，三季度回款强劲但发货量较少，主动踩刹车策略利于四季度渠道良性动销，我们对全年收入增速维持 20% 以上增长判断，古井 8 年是贡献收入增量的主力，省外江苏、山东、河北等市场加快开拓，招商进程持续推进。根据亳州市政府官网显示，2018 年古井集团预计实现收入 104.75 亿元，顺利完成集团百亿目标。根据渠道反馈，2019 年古井销售公司口径目标收入增速仍为 25%，一季度回款占全年约

40%，春节旺季回款节奏正常，预计年底前发货将基本结束，目前渠道价格体系保持平稳，实际动销可待节后进一步验证，全年收入维持 15% 左右增长判断。

- **渠道管控能力突出，期待机制持续优化提高经营效率。**2016 年开始，公司连续 4 年冠名央视春晚，提高品牌曝光度，2018 年开始深度聚焦次高端产品，推出古井 20 年，费用投入亦高度倾斜，努力把握行业红利实现价格体系的跃迁，目前品牌战略效果逐步显现。在其他名酒快速发展的大环境下，2018 年起政府对公司支持力度明显增强，销售公司市场化考核逐步实施，同时费用管控更加严格高效，内在经营活力有望得到进一步提升，未来公司潜在利润弹性有望逐步体现。古井历史业绩表现相对稳定，核心是渠道管控能力突出，偏高库存运行模式一直是公司抢占市场份额的有效策略，我们认为公司是二线白酒中的成长路径非常清晰的企业，继续看好中长期良好成长潜力。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们维持之前盈利预测，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 85.21/98.08/112.14 亿元，同比增长 22.28%/15.11%/14.34%；净利润分别为 16.42/19.25/22.41 亿元，同比增长 42.97%/17.23%/16.39%，对应 EPS 分别为 3.26/3.82/4.45 元。
- **风险提示：省内消费升级放缓、省外增长乏力、食品安全事件。**

行业深度报告：内资偏好大众品，外资青睐白酒——2018Q4 食品饮料行业基金持仓分析

- **板块持仓分析：白酒明显回落，食品稳中有升。**截止 2018 年四季度末，食品饮料的基金持仓比例为 11.58%，环比下降 2.36pct，这与四季度以来行业步入调整期、基金持仓意愿下降密不可分，减仓属于预期之内。受此影响，食品饮料行业超配幅度有所收窄，超配比例环比下降 1.90pct 至 5.86%。分板块来看，白酒板块持仓明显回落，基金持仓比例环比下降 3.02pct 至 6.85%，而食品板块保持相对稳健，调味品、肉质品持仓比例小幅提升，且啤酒持仓比例亦出现翻倍以上增长，反映出市场对于具有刚需属性的大众品以及具有业绩释放预期的啤酒板块相对看好。
- **个股持仓分析：白酒龙头和食品龙头分化明显。**我们从持股数量与持股市值、前 10 大重仓股变动以及持有基金数三个指标进行分析，发现无论从哪个指标来看，均能得出白酒股配置明显下降、食品股配置相对稳健的结论。一方面，基金对白酒股的绝对持股数量有所减少，另一方面，白酒股股价的下跌进一步导致其持仓市值与相对重仓占比明显下降，四季度茅台、五粮液、洋河的重仓比例分别环比下降 0.58、0.26 和 0.16pct；而海天、中炬、双汇、汤臣等大众品龙头的持仓市值以及重仓占比均稳中有升，一方面与其持股数量略有提升有关，另一方面也受益于股价的相对稳定。

- **外资持仓分析：外资持续加大布局，白酒股更受青睐。**从 2018 年全年来看，外资对 A 股食品饮料公司的持股比例基本上处于持续提升状态，且白酒板块更受青睐，茅台、五粮液、洋河的外资持股比例分别同比提升 2.1、5.7、2.4pct。这一现象在 2019 年以来愈发明显，1 月 14 日 QFII 额度翻倍至 3000 亿的政策出台至今，茅台、五粮液、洋河的外资持股比例分别提升 0.50、0.85、0.43pct，而海天、中炬、伊利分别提升 0.09、-0.07、0.01pct，可见白酒板块尤为受益。
- **投资策略：**总结来看，在宏观经济增速放缓的背景下，内资更加偏好大众品板块，外资更加青睐白酒板块，我们认为其核心在于内资从业绩的角度出发，更看重大众品业绩稳健增长的确定性，而外资则从估值的角度出发，认为当前白酒估值仍然偏低。因此，我们认为随着外资对龙头估值的影响逐渐提高，板块估值体系有望迎来重构。分板块来看，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；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
- **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

五粮液：业绩超预期，期待改革红利持续释放

- **事件：公司发布业绩预增公告，2018 年预计实现营业收入为 398.3-402.2 亿元，同比增长 31.93%-33.25%，预计归属于上市公司股东的净利润为 132.9-135.2 亿元，同比增长 37.39%-39.73%。**
- **2018 年业绩超预期，普五量价齐升推动业绩快速增长。**根据业绩预增指引来看，2018 年业绩表现好于市场预期，其中 18Q4 公司预计实现营业收入 105.8-109.7 亿元，同比增长 28.82%-36.67%，预计归属于上市公司股东的净利润为 38.0-40.2 亿元，同比增长 40.14%-48.49%。分产品来看，我们预计全年高端酒发货量在 2 万吨以上，同比增长 18%左右，出厂价由 739 元提高到 789，均价提升约 7%，对应高端酒收入增速预计在 30%以上；系列酒积极开拓和梳理产品体系后，收入实现更快增长。进入 2019 年春节，普五一批价先降后升，核心原因在于年底经销商承兑汇票集中到期，需要出货收回资金，在节前打款结束后，普五一批价逐步回升至 800-810 元，渠道反馈动销趋势良好，库存水平合理，特别是强势市场华东地区销量普遍有双位数增长，我们预计 19Q1 公司收入有望实现双位数增长。
- **静待改革红利释放，建议眼光放得更长。**白酒行业受宏观经济的影响正在显现，经济下行将导致白酒行业全面承压，2019 年行业增速下行概率较大。在这种不利的宏观环境下，公司着力解决渠道和价

格问题，尤其自 2017 年李董事长履新后，“二次创业”理念深入人心，公司价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善，期待改革红利逐步释放。五粮液品牌突出优势未变，我们预计 2019 年公司高端酒发货量有望达到 2.3 万吨，对应收入仍有望取得稳健增长。公司对应 2019 年 PE 不到 15 倍，长期来看仍值得重点配置。

- **投资建议：重申“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 399.59/458.46/529.39 亿元，同比增长 32.37%/14.73%/15.47%；净利润分别为 134.21/154.78/181.86 亿元，同比增长 38.74%/15.32%/17.49%，对应 EPS 分别为 3.54/4.08/4.79 元。
- **风险提示：三公消费限制力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。**

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。