

## 食品饮料

 白酒景气向上及外资持续进入有望推升板块估值水平  
 -中泰食品饮料周报(第9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

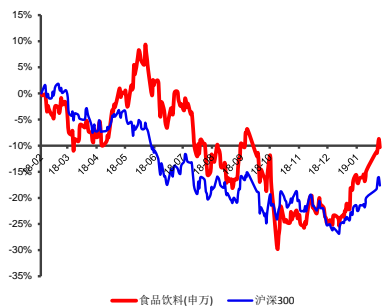
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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**

《汤臣倍健：股票期权激励计划出台，长期看好保健品成长》2019.02.25

《洋河股份：业绩符合预期，梦之蓝持续高增》2019.02.27

《食品饮料行业深度报告：外资超配食品饮料，板块估值修复在路上——论外资对食品饮料行业的影响》2019.02.28

《汤臣倍健：收入利润符合预期，大单品+拓渠道助力高成长》2019.02.28

**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		
五粮液	789.30	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	21.4	18.6	0.71	买入
古井贡酒	80.33	1.65	2.28	3.26	3.82	27.6	35.2	24.6	21.0	0.47	买入
青岛啤酒	39.23	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	38.10	38.10	0.76	买入
元祖股份	21.65	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	19.85	19.85	0.77	买入
汤臣倍健	21.18	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3月1日收盘价。

**投资要点**

- 2月组合：食品龙头表现靓丽。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为贵州茅台(9.49%)、青岛啤酒(1.46%)、口子窖(8.63%)、顺鑫农业(5.86%)、元祖股份(13.09%)、汤臣倍健(22.34%)、组合收益率为10.14%。同期上证综指上升13.79%，组合落后上证综指-3.65%。**3月推荐组合为：五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、汤臣倍健和元祖股份。**
- 白酒：外资持续流入+确定性溢价将支撑板块估值修复。**白酒板块本周上涨9.07%，跑赢上证指数2.30pct，茅台距离前高只有一步之遥，市场情绪与板块估值进一步回升，我们上周的估值修复逻辑得到验证。站在当下时点，我们认为板块估值修复有望继续，主要动力有如下两点：**1) MSCI 决议通过，外资继续加大买入。**本周MSCI宣布将A股纳入因子从5%提升至20%，进一步为A股带来增量资金，本周外资对茅台/五粮液/老窖/顺鑫的持股比例分别提升0.21/0.37/0.35/0.41pct，年初至今分别提升1.59/2.44/0.71/0.80pct，白酒行业格局稳固、具有自主定价权，最为受到外资青睐，除茅台外当前名酒估值对应19年PE大多在17-22倍区间，相比海外烈酒龙头仍有折价空间，对外资而言仍极具吸引力，外资持续流入是板块估值修复的重要推动力；**2) 实际动销、库存良性，增长确定性较高。**根据我们的调研情况，经销商反馈茅台开瓶率高、五粮液出货加速、国窖批价也有所提升，表明行业总体需求仍偏刚性，我们认为在经济下行、行业分化的形势下，白酒龙头有望凭借其护城河抵御行业增速下降带来的盈利下降，名酒19年大多依然能够保持15%以上的增速，增速确定性较高，白酒板块有望在不确定的大环境下享受确定性带来的溢价。
- 白酒调研反馈：春节总体超预期，名优酒依然强势。**本周我们调研了湖南、湖北地区的白酒经销商，欢迎与我们交流。**高端酒方面**，湖南地区茅台一批价1820元，去年9月份至今依旧缺货，经销商反馈开瓶率较高，考虑到厂家要加大执行，惜售的情况比以前要少；五粮液一批价810元，春节前价格略高一些，出货速度在加速，目前五粮液库存偏低；国窖批价较春节前略有提升，约720-730元，国窖在湖南比较强势，预计一季度国窖完成全年打款的45%以上，预计实现20%增长，总体超预期，目前湖南市场国窖库存2个月，处于合理水平。**其它品牌方面**，汾酒这几年在湖南市场表现较好，去年实现4500万的销售，前年约2000万，今年预计可实现8000-9000万。一大商反馈去年销售1100万，去年11月至今已完成700万，同比翻倍增长。酒鬼酒去年年内参成立专业的销售公司（类似于国窖专营公司），30位经销商参股，每人打款500

万，春节期间内参打款 1.5 亿（18 年全年 2.4 亿），打款超预期，动销待定。**总结来看**，名优酒持续集中，半数以上的经销商反馈今年春节超预期，头部酒企依然能够享受行业分化带来的结构性机会。

- **元祖股份：门店扩张开启新一轮成长。**1) 近期我们草根调研，公司 2017 门店数量为 591 家，2018 年预计在 631 家，2019 年规划净增长几十家，预计增速在好个位数。预计新增门店过半分布在优势市场江苏、四川的三四线城市下沉，主营占比 80%。20 多年口碑品牌积累+顺应三四线消费升级+店长店员人才储备到位+店铺租金议价优势，开店性价比凸显，若门店在三季度前营业，经过端午和中秋即可盈利。2) 品类增多平滑季节性波动，部分产品存在提价预期，驱动毛利率提升。公司月饼、中西式糕点（含粽子）、蛋糕、水果礼盒收入占比分别估计在 35%、31%、27%（10% 以上粽子）、5%，因此二三季度收入占比高达 64%，季节错位造成的波动性较强。目前蛋糕售价对标同类品牌价格偏低，预计后续有一定提价预期。加之公司 2019 年不断推出新品，增加消费频次，提高门店淡季养店问题。3) 销售费用率有望平稳下降，利润弹性凸显。渠道下沉，4 线城市租金、人员性价比凸显，消费能力提升，单店费用投入略有下滑。我们预计广告费用平稳。整体费用率预计略有下降、利润维持双位数较快增长，继续推荐。

- **上海梅林：三大预期差，利润弹性凸显。预期差一：猪肉产业链，养猪弹性大于屠宰。**根据草根调研，我们预计 2018 年生猪养殖 100 万头，2019 年 120 万头。剔除爱森 15 万自用，按权益看，根据公司 2017 年年报数据，江苏梅林畜牧 65 万\*51%股权+光明生猪 20 万\*41%股权为 41.35 万头。2019 年预计新增 20-30 万头光明生猪产能。目前公司养殖成本 6.5 元/斤，对标正邦，我们按照 4000 元头均市值估算，2019 年养猪市值预计 21.4 亿市值。根据公司年报，按照 PB 估值，江苏梅林畜牧净资产 6.39\*51%+光明生猪净资产 5.08\*41%为 5.35 亿元，给予 4XPB 约 21 亿市值。我们复盘公司子公司财务数据（根据公司年报），屠宰在猪价上涨高点，也有保底利润约 6000 万，给与 10XPE 为 6 亿市值。猪板块预计有 27 亿市值。**预期差二：银蕨利润改善是长期逻辑。**2017 年银蕨 109 亿收入，净利率仅 0.69%，根据公告，2018 年商誉减值剩余 140.2 万，预计会计提完。目前调研了解银蕨中国公司银之厥已经成立，未来扩大中国销售占比+精细化分割提高整体净利率，同时受益非洲猪瘟，国内牛羊肉价格有望上涨，带来的利润弹性凸显。净资产 23.75 亿元\*50%股权为 11.9 亿元，我们给予 1XPB，预计在 12 亿市值。**预期差三：冠生园稳健，罐头焕发活力。**复盘公告的历史业绩，我们发现冠生园（蜂蜜+大白兔等）收入稳定在 15 亿左右，净利率维持 10% 以上，利润 1.6 亿；罐头收入预计 12 亿左右，这几年渠道下沉+广告宣传拉动，净利率约 13% 以上，净利润约 2 亿元。食品总计 3.6 亿利润，现金流较好，给予 18XPE，对应市值 64.8 亿元。进出口、网购等盈亏平衡，不算估值。**减值逐渐减少，业绩有望加速。**2018 年预计亏损业务继续剥离，整体减值逐年降低，业绩有望加速释放。分块估值看，猪肉产业链 27 亿+SFF 牛羊肉改善 12 亿+冠生园和罐头 64.8 亿元，市值百亿以上，对比当前市值，投资性价比凸显，建议积极关注。

- **百润股份：微醺新品发力旺季值得期待，2019 年推广力度有望加强。**2018 年公司收入增长 4.9% 有所放缓，主要系罐装占比上升，而罐装价

格仅为瓶装一半左右。微醺系列 2017Q4 线上试销反馈良好，2018 年开始线下铺货，吸取 2016 年扩张过快的经验后，目前渠道推进更为谨慎和扎实。微醺在华东和华南一二线城市表现较好，其他区域持续渗透。渠道反馈 2019 年春节预调鸡尾酒缺货较多，渠道库存较低，经销商节后补货积极。对比 2018 年春节缺货但经销商补货较少的情况，反映出经销商信心明显增强。2019 年公司仍会重点推广微醺，将推出樱花、百香果、玫瑰荔枝三款新口味。股权激励计划取消后推广力度有望加大，5-6 月旺季有大规模推广计划，包括植入、冠名等形式，2019H2 推广成效值得期待。参考 2018 年中报情况，预计全年香精收入占 15-20%，占比提升主要系 2018 年新增两款香精产品贡献较大。未来公司香精业务考虑 DIY 应用，业务模式和产品研发上都会持续提升。公司核心竞争力在于产品研发，鸡尾酒口味开发与香精业务形成良好协同，建议积极关注。

- **啤酒：2018 年百威和嘉士伯在中国市场吨酒收入分别提升 5.6%和 7%。** 2018 年百威英博中国市场收入增长 8.3%，比 2017 年的 7.3%加速，预计市场份额提升 0.75 个 pct。其中吨酒收入受益产品结构升级增长 5.6%，销量增长 2.5%，比 2017 年 1.1%的销量增长加快。2018Q4 受益春节提前，百威中国收入增长 17.1%，销量增长 6.3%。由于产品高端化及成本控制，2018 年中国市场的 EBITDA 增长 20.9%。另一国际啤酒龙头嘉士伯 2018 年在中国市场的收入实现 15%的有机增长，其中价格和结构上升贡献 7%的增长，销量贡献 8%的增长。百威和嘉士伯 2018 年在中国市场的吨酒收入均明显上升，主要受益于行业性提价及产品结构升级。我们认为随着龙头企业提价、布局中高端产品，我国啤酒企业从低价竞争转向中高端竞争，产品结构有望持续提升。
- **投资策略：**总量来看，行业结构性机会依旧明显，即使经济增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。白酒强势的品牌依旧有发挥空间，当下核心上市公司估值不贵，重点推荐贵州茅台、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等；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：板块领先综指 1%，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 9 周） .....	- 7 -
汤臣倍健：股票期权激励计划出台，长期看好保健品成长 .....	- 7 -
洋河股份：业绩符合预期，梦之蓝持续高增 .....	- 7 -
食品饮料行业深度报告：外资超配食品饮料，板块估值修复在路上.....	- 8 -
汤臣倍健：收入利润符合预期，大单品+拓渠道助力高成长 .....	- 9 -
伊利 股份：收入利润超预期，大鹏展翅看长期.....	- 11 -

## 图表目录

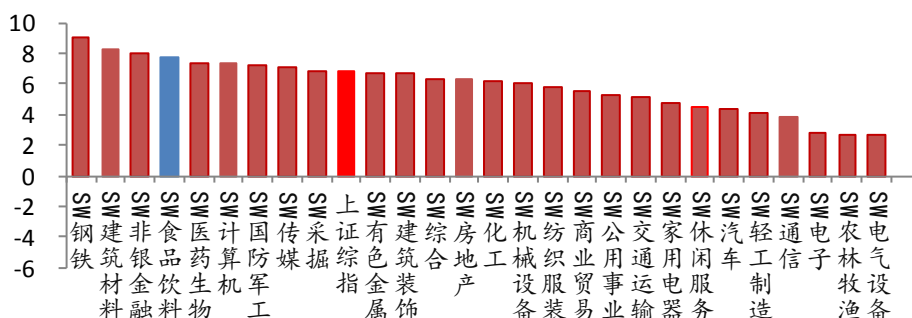
图表 1：食品饮料行业周涨幅为 7.77%，领先上证综指 1% .....	- 5 -
图表 2：子板块白酒居前.....	- 5 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览.....	- 5 -
图表 4：2 月组合收益率为 10.14% .....	- 6 -
图表 5：重点公司盈利预测表.....	- 6 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 1%，子板块白酒涨幅居前

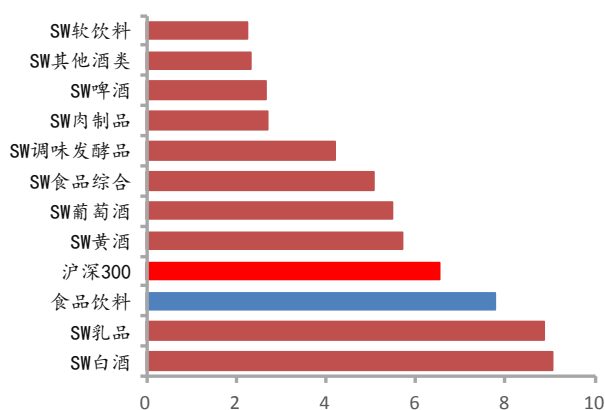
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 6.77%，食品饮料板块上涨 7.77%，领先上证综指 1 个百分点。子板块方面白酒、乳品、黄酒、葡萄酒、食品综合、调味发酵品、肉制品、啤酒、其他酒类和软饮料分别上涨 9.07%、8.86%、5.69%、5.47%、54.20%、2.69%、2.67%、2.33% 和 2.44%。个股方面，今世缘（17.19%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 7.77%，领先上证综指 1%



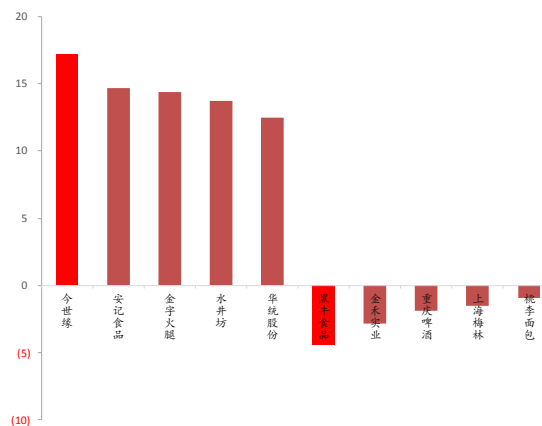
来源：wind、中泰证券研究所

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

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（9.49%）、青岛啤酒（1.46%）、口子窖（8.63%）、顺鑫农业（5.86%）、元祖股份（13.09%）、汤臣倍健（22.34%）、组合收益率为 10.14%。同期上证综指上升 13.79%，组合落后上证综指-3.65%。**3 月推荐组合为：五粮液、古井贡酒、青岛**

啤酒、汤臣倍健和元祖股份。

图表4：2月组合收益率为10.14%

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%	9.49%	19年收入规划超预期，稳健增长可待	10.14%
口子窖	17%	8.63%	优质民营酒企，业绩穿越周期	
顺鑫农业	17%	5.86%	业绩符合预期，牛二全国化空间仍足	
青岛啤酒	17%	1.46%	周期底部，2019年有望进入业绩快速释放期	
元祖股份	17%	13.09%	门店扩张，稳健向上	
汤臣倍健	17%	22.34%	水大鱼多保健品，渠道品牌齐发力	

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	789.30	9913.6	21.56	27.03	31.64	36.6	29.2	24.9
五粮液	75.90	2881.2	2.55	3.54	4.08	29.8	21.4	18.6
泸州老窖	53.49	749.9	1.75	2.37	2.75	30.6	22.6	19.5
洋河股份	115.40	1739.1	4.40	5.38	6.73	26.2	21.4	17.1
古井贡酒	80.33	404.9	2.28	3.26	3.82	35.2	24.6	21.0
山西汾酒	52.51	454.7	1.09	1.72	2.10	48.2	30.5	25.0
口子窖	46.62	279.7	1.86	2.26	2.61	25.1	20.6	17.9
水井坊	42.29	206.8	0.69	1.22	1.59	61.3	34.7	26.6
沱牌舍得	28.78	97.0	0.43	0.93	1.33	66.9	30.9	21.6
顺鑫农业	43.27	247.1	0.77	1.35	2.03	56.2	32.1	21.3
伊力特	17.20	75.9	0.80	1.07	1.34	21.5	16.1	12.8
老白干酒	15.87	69.5	0.37	0.73	1.04	42.9	21.7	15.3
迎驾贡酒	16.38	131.0	0.83	0.93	1.03	19.7	17.6	15.9
伊利股份	27.81	1704.5	0.99	1.03	1.24	28.1	27.0	22.4
绝味食品	41.68	170.9	1.26	1.58	1.95	33.1	26.4	21.4
元祖股份	21.65	52.0	0.85	1.02	1.22	25.5	21.2	17.7
青岛啤酒	39.23	529.6	0.94	1.05	1.32	1.6	37.4	29.7
重庆啤酒	33.47	162.0	0.68	0.86	1.02	49.2	38.9	32.8
中炬高新	33.67	268.3	0.57	0.77	0.95	59.1	43.7	35.4
海天味业	77.56	2098.8	1.31	1.58	1.92	59.2	49.1	40.4
安琪酵母	28.40	93.7	1.03	1.17	1.41	27.6	24.3	20.1
双汇发展	24.29	801.6	1.31	1.49	1.65	18.5	16.3	14.7
恒顺醋业	12.31	74.2	0.47	0.43	0.44	26.2	28.6	28.0
光明乳业	9.70	118.7	0.50	0.59	0.68	19.4	16.4	14.3

来源：wind、中泰证券研究所

## 最新重点报告观点（第9周）

### 汤臣倍健：股票期权激励计划出台，长期看好保健品成长

- **事件：**汤臣倍健于2月22日公告2019年股票期权激励计划草案，授予股票期权数量：汤臣倍健拟向激励对象授予2600万份股票期权，占目前公司股本总额的1.77%，行权价格为19.80元/股
- **股票期权激励计划覆盖员工范围广，业绩考核增长平稳。**1) 本激励计划首次授予的激励对象为在公司或子公司任职的中/高层管理人员、核心技术（业务）人员共计45人。2) 业绩考核以2018年营收为基数，2020-2022年营收增长率依次不低于45%、60%、75%。等待期为自授予之日起24个月、36个月、48个月，行权比例为3:3:4。我们预计全年收入增速在40%以上即44.9亿元左右，假设以预测的2018年收入为基数，公司2020-2022年营收考核分别为65.1、71.8、78.5亿元，4年复合增速15%，业绩目标增长平稳，解除市场之前对于医保政策、渠道库存、业绩不确定性的担忧。
- **大单品+渠道多元化、电商2.0战略开启公司新一轮增长。**2018年前三季度公司收入34.2亿元，同比+45.6%，考虑18Q4主动控货降低库存，为开门红准备，预计18Q4收入增速略有放缓，2018年9-12月并表LSG收入及利润，预计2018年全年收入预期增速在40%以上。公司预告2018年归母净利在9.19-10.7亿元，同比增长20%-40%，18Q1-Q3归母净利10.6亿元，同比+31.7%，18Q4加大品牌投入和市场推广助力2019年业绩增长，且发放业务增量奖金计提在四季度，预计18Q4利润增速略有放缓。
- **展望2019年，渠道开拓+多产品矩阵驱动业绩高增长。**整治“保健”市场乱象百日行动力度空前，短期对消费有一定抑制，但是长期人口老龄化和保健意识提升，驱动行业高成长。1) 根据2017年欧睿数据，直销在保健品市场份额达50.4%，未来确定性下滑，电商占比26%、药店16.4%。目前公司药店渠道占比超70%、电商占比超20%，行业洗牌为公司成长腾出广阔空间。2) 多产品矩阵：预计大单品健力多继续发力、蛋白粉、益生菌等均拉动整体营收。结构升级+2018年10月提价驱动毛利率提升，销售费用率预计平稳，预计利润继续保持双位数较快增长。
- **盈利预测及投资建议：**考虑并表LSG，我们预计2018-2020年公司收入分别为44.9、61.2、73.6亿元，同比+44.3%、36.3%、20.3%，预计净利润分别为9.9、12.9、15.7亿元，同比+29%、30.2%、22.1%，对应PE分别为30X、23X、19X；看好公司渠道和大单品成长性，给予买入评级。
- **风险提示：**食品安全风险，医保政策影响，收购LSG带来的商誉减值风险。

### 洋河股份：业绩符合预期，梦之蓝持续高增

- **事件：**洋河股份披露2018年度业绩快报。2018年度公司实现营业收入241.22亿元，同比增长21.10%；归属净利润81.05亿元，同比增长22.30%；基本每股收益5.38元，同比增长22.27%；其中四季度实现营业收入31.55

亿元，同比增长 3.78%；归母净利润 10.66 亿元，同比增长 1.91%。

- **2018 年业绩符合预期，四季度控货致收入增速放缓。**2018 年公司收入和利润增速均实现 20% 以上增长，落在前期业绩指引 20%-30% 区间内，与我们预测基本一致；单四季度收入增速实现小个位数增长，亦在预期之内，主要是三季度产品提价后，在四季度淡季控货梳理价格体系，为来年春节旺季做好准备；利润增速略慢于收入增速，除了受计税基准核算影响外，主要是控货策略对产品结构进行了适度调整。全年来看，我们预计梦系列增速在 50% 以上，收入占比在 25% 以上，省外增速快于省内，但省内收入仍占主导；天之蓝约小双位数增长，海之蓝约个位数增长。分市场来看，我们预计省外收入占比已超过 50%，省外增速持续快于省内，反映品牌力提升后公司的全国化扩张进程加快推进。
- **春节梦之蓝继续高增，一季度收入有望保持稳健增长。**根据渠道跟踪情况来看，2019 年春节旺季公司在省外市场实现双位数增长，梦之蓝仍保持 30% 以上增长，省内市场基本持平略有增长，主要是南京市场受到今世缘竞品影响，海天系列产品成熟后价格透明，渠道利润相对较薄，渠道备货积极性受到压制，综合来看我们预计一季度公司收入有望实现 10% 以上增长。2018 年三季度蓝色经典新品提价后，目前来看梦之蓝价格表现相对较好，海天在部分市场达到预期效果，部分区域仍有待进一步梳理价格体系。面对竞品的快速发展，公司也在南京、淮安等核心市场成立团队做出针对性狙击举措，我们认为短期的市场竞争氛围有助于企业提高危机意识，本质上洋河在省内的龙头地位仍旧稳固，未来市场份额有望继续提升。
- **公司长期竞争优势仍旧显著，继续看好中长期发展潜力。**相较于其它优秀酒企，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。近年来公司在产品力及品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝加速增长体现出消费者对其认可度正在快速升温。我们认为品牌势能起来后的增长动力充足，护城河会越来越强，全年业绩仍旧有望实现稳健增长，而非失速，目前对应 2019 年不到 18 倍，建议以中长期视角配置优秀企业。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们更新盈利预测，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 241.22/272.33/312.74 亿元，同比增长 21.10%/12.90%/14.84%；净利润分别为 81.05/92.84/107.98 亿元，同比增长 22.30%/14.54%/16.31%，对应 EPS 分别为 5.38/6.16/7.17 元。
- **风险提示：三公消费限制力度加大、消费升级进程显著放缓、食品安全。**

### 食品饮料行业深度报告：外资超配食品饮料，板块估值修复在路上

- **为何在当前时点研究外资对食品饮料板块的影响？**外资流入 A 股一直是我国资本市场热议的话题，然而进入 2019 年以来，我们发现外资对 A 股生态环境的影响日益深刻，食品饮料板块尤为明显，年初至今板块涨幅超 20%，外资无疑是这场春季躁动的重要推动力。那么，外资对板块的配置情况如何？外资为何如此青睐食品饮料板块？外资持续介入又将



对板块带来什么影响？本文致力于对以上问题作出全面解答。

- **外资配置表现：**2019年加速流入，食品饮料板块最为受益。陆港通开通以来外资持续流入A股，2019年布局明显加速，年初至今北上资金净流入已超1000亿元，是去年同期的3.5倍之多。板块配置方面，外资重仓板块集中于消费和金融行业，食品饮料是外资重仓比例和超配力度最高的板块，重仓占比达20%，备受外资青睐。个股配置方面，外资持续布局食品饮料上市公司，尤其钟爱白酒板块，2019年以来对茅台/五粮液/洋河的持股比例分别提升1.2/2.0/0.7pct。
- **外资为何如此青睐食品饮料板块？**我们从估值、盈利、市值、股息四个角度分析外资的持股特征，发现外资更青睐低估值、高盈利、大市值、高股息的股票，而食品饮料板块估值较低（30倍以下公司市值占比77%）、盈利较好（ROE20%以上占比83%）、市值较大（千亿元以上占比65%）、股息较高（1%以上占比87%），因此完美符合外资的审美，基本面优秀、流动性高、回报率佳且价格相对“便宜”使得食品饮料板块受到外资持续追逐。
- **外资对食品饮料板块的影响：**估值体系有望持续修复。盈利、市值、股息均为客观因素，也广为国内投资者所认可，而估值是内资和外资的核心分歧所在，这从18Q4以来内资和外资对白酒板块截然不同的配置上可见一斑。但是我们看到，18Q4以来外资持股比例与股票走势的相关性逐渐增强，表明外资对板块的话语权提升，我们认为外资的持续流入将主导板块的估值修复，修复动力有三：1) 国内食品饮料龙头相比海外龙头存在估值折价，未来有望向其看齐；2) 过去估值体系只重视高增速，而忽略了稳健增长的“确定性”，未来有望将确定性考虑在内；3) 食品饮料龙头坐拥好行业格局+高公司壁垒，未来有望给予龙头以“护城河”的溢价。
- **投资策略：**在A股国际化持续推进的大背景下，QFII扩容、MSCI比例提升、沪伦通等将吸引外资源源不断流入A股，受益于此，食品饮料板块有望凭借良好的行业格局、突出的经营壁垒、出色的现金流以及稳健的成长性而持续享受外资流入红利。我们认为“估值国际化+增速确定性+龙头溢价”将带动板块估值体系重构，当前板块估值仍然不贵，建议持续关注板块估值修复机会。分板块而言，白酒行业格局稳固、具有自主定价权，且最为受到外资青睐，当前名酒估值对应19年PE大多在15-20倍区间，对外资而言仍极具吸引力，重点推荐贵州茅台、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等；大众品行业受经济波动影响小，龙头增速依然稳健，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。

**汤臣倍健：收入利润符合预期，大单品+拓渠道助力高成长**

- **事件：**2018 年公司营业收入 43.51 亿元，同比+39.86%；归母净利润 10.02 亿元，同比+30.79%，扣非后归母净利润 9.14 亿元，同比增长 41.89%。其中 Q4 收入 9.3 亿元，同比+2.2%，归母净利-5586 千万，比去年同期多亏 1888 万。收入利润符合预期，利润在业绩预告的上限区间。
- **收入端：Q4 增速放缓缘自控货去库存，大单品表现靓丽，多品牌矩阵保障高成长。**1) 2018 年分季度看，收入增速分别为 45%、47%、45%、22%，根据草根调研我们推测 18Q4 增速放缓主因渠道经销商 10 月提前完成全年任务量提前关账，因此单四季度销售收入略有放缓。公司并表 LSG 在 8 月 31 日-12 月 31 日收入为 2.73 亿元，我们粗略估算 LSG 在 Q4 的并表收入约为 2 亿，剔除 LSG 并表收入，预计国内销售收入增速基本持平。根据草根调研，主动控货降渠道库存效果较好，目前整体库存处于较低水平，为 2019 年的营收增长打开空间。2) 分产品看，主品牌“汤臣倍健”收入 29.82 亿元，同比+ 24.39%；健力多收入 8.09 亿元，同比+128.80%；LSG 并表收入 2.73 亿元。我们预计 2019 年母品牌收入双位数增长、大单品增速超 50%，LSG 预计国内线下 2 亿收入，海外 8 亿收入。3) 分渠道看，2018 年境外收入占比 6.84%，境内占比 93.16%。境内业务中，药店、商超、母婴店等线下渠道收入占比约 80%，同比增长超 35%；线上电商占比约 20%，线上渠道提升最快。报告期内健之宝公司业务清算，扣除健之宝业务之外线上渠道收入同比增长超 45%。
- **利润端：**产品结构升级+费用率下降，利润增速 31%。1) 大单品驱动+主品牌结构升级带动毛利率提升 0.59pct 至 67.66%。2) 销售费用率下降 1.86pct 至 29.42%，好于预期，管理费用率下降 0.62pct 至 9.21%，同样体现公司组织架构调整后运营效率提升。3) 清算和剥离健之宝亏损业务，加之并表 LSG 带来的无形资产摊销及财务费用等影响净利润-3,157.75 万元（因合并 LSG 增加的无形资产商标及客户关系为 14.14 亿元，按 10 年的预计受益年限直线法摊销 1.4 亿，2018 年计提 8 月 31 日-12 月 31 日的无形资产摊销）。
- **2019 公司发展策略：**1) 产品策略上聚焦深化大单品。启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略。带动蛋白粉和主品牌二次成长。健力多+LSG 益生菌+健视佳构成大单品接力矩阵。2019 年三箭齐发“健力多”大单品争取实现更大的销售目标，覆盖更多的消费人群；稳步扩大第二个大单品“健视佳”的试点区域，将中老年人作为首要目标人群；将益生菌 Life-Space 中国线下产品作为第三个大单品，投放资源开拓药店、母婴店等线下销售渠道，巩固和加强 Life-Space 在海外、跨境电商、国内的品牌地位。2) 渠道上，加大电商、商超、母婴开拓。开启电商品牌化 3.0 战略：汤臣倍健电商专供品种（类）启动独立的品牌代言体系，启动线上专业年轻品牌 YEP、IWOW 等系列产品；打造和形成“汤臣倍健”的线上大单品和爆品模式。加速商超渠道建设：将结合商超渠道特性，推出更多新品类、新剂型的产品，进一步丰富和提升商超销售的品种和网点数量，以此加速商超渠道建设，促进渠道下沉。持续深化母婴渠道建设：加大专业资源投入，利用天然博士、Penta-vite、Life-Space

等细分品牌和产品进一步深化母婴渠道布局。

- **2019Q1 业绩展望：**计收入增长 30%-40%，增速快于利润。1) 我们渠道调研了解，目前终端动销较好，实际发货超预期，经销商处于抢货状态，我们预计 19Q1 收入增速在 30%-40%左右。2) 公司公告归母净利润预计在 4.3-5 亿元，同比+15%-35%，考虑 19Q1 公司新增蛋白粉、LSG 等广告费用、开拓母婴、商超等费用加大，因此预计 19Q1 收入增速高于利润的增速。我们预计全年销售费用率相对平稳，Q2 费用率有望改善。
- **盈利预测及投资建议：**人口老龄化和国民营养保健意识提升，长期看好保健品行业高成长，加之“百日行动”对直销渠道有打压，利好电商和其他线下渠道，为规范化龙头公司汤臣带来很大的利润空间。我们小幅调整盈利预测，预计并表 LSG 后 2019-2021 年收入分别为 61.2、74.1、88.8 亿元，同比+41%、21%、20%，净利润预计在 13、16.4、20 亿元，同比+30%、25%、23%，对应 PE 分别为 23、18.5、15X。
- **风险提示：**食品安全风险，益生菌、健视佳国内推广和消费者教育需要时间；医保政策趋严影响药店渠道销售。剥离健之宝会造成短期报表有调整。

#### 伊利 股份：收入利润超预期，大鹏展翅看长期

- **事件：**公司年报收入 2018 年 795.53 亿元，同比+16.89%，归母净利润 64.5 亿元，同比+7.48%；其中 2018Q4 收入 182.3 亿元，同比+16.9%，归母净利润 13.92 亿元，同比+30.87%。业绩超市场预期，股权激励完成解锁条件。
- **收入端：**结构升级加速+渠道开拓贡献。2019 年收入增速 17%，其中液体乳增速 17.78%，符合预期。奶粉增速 25.14%超预期，主因一是母婴商超渠道的稳步开拓+品牌力增强驱动。二是虽然婴幼儿奶粉行业增速放缓，但是成人奶粉增速起来，Q4 商超调研发现伊利中老年奶粉堆头增多，目前奶粉收入中婴童奶粉占比 70%，成人奶粉占比约 30%，中老年市场同样具有空间。根据尼尔森行业数据增速，成人奶粉行业+16.7%，有机乳品+16.4%，婴幼儿奶粉+15.8%显示细分市场空间，冷饮增速 8.49%符合预期。2018 年公司 11 个品牌的年销售收入在 10 亿元以上，预计金典、安慕希（130-140 亿）、畅意 100%、畅轻、Joy Day、金领冠、巧乐兹等重点产品销售收入同比增长 34.3%；新品销售收入占比 14.8%，+5.6ppt。金典有机在有机奶市占率 44.1%，+8.9ppt。未来多产品矩阵发展驱动 2019 年收入目标 900 亿，同比+13%。
- **毛利率：成本略涨、产品结构升级、买赠 18Q4 减弱。**1) 2018 年整体毛利率提升 0.54pct 至 37.82%，分季度 18Q1-Q4 为 38.8%、38.5%、35.8%、38.34%，同比+1.2、-0.14、-1.65、+3.21 个百分点。18Q4 毛利率提升一是奶粉增速快毛利率 54.8%，占比提升驱动整体毛利率提升。二是冷饮和奶粉受益 Q4 恒天然奶粉价格下跌 6-12%的成本红利；三是产品结构升级，低毛利产品逐渐退出历史舞台，未来继续主推高端产品，如安慕希、金典高增长。四是可能的买赠减弱。

2) 从产品毛利率看, 液态奶 35.21%, +0.04ppt 基本持平, 结构升级抵消原奶价格全年上涨 3-4% 的影响; 奶粉 54.8%, +0.83ppt, 主因成本下跌+产品升级驱动; 冷饮 45%, +1.98ppt 主因结构升级变相提价+成本红利。展望 2019 年, 原奶价格预计上涨、结构升级加速、买赠会跟随奶价滞后反应, 预计毛利率持平或小幅度承压。

- **市场最关心的竞争和费用率?** 2018 年公司市占率提升明显, 常温 +2.3ppt、低温+0.5ppt、奶粉+0.6ppt。同时销售费用率 24.85%, 同比+2.05%, 与市场预期一致。从季度看, 销售费用率分别为 22.97%、28.35%、24.29%、24.48%, 同比+1.6、+3.96、+2.17、+0.43, 费用率环比下降, 但是同比仍在提升。具体看广告营销(线上广告+线下渠道)费用 109.6 亿元, 同比+33%, 其次是职工薪酬 36.4 亿元, +18%, 预计含临时促销员工资。运输费用 43.9 亿元, +22%。公司市占率稳步提升, 费效比凸显。考虑市场竞争加剧、公司渠道、新产品、新市场开拓, 预期 2019 年销售费用继续增加, 需要和农资那个要观望。管理费用率相对平稳, 资本开支加大。纵观历史利润释放年份, 除 2011 年, 销售费用率很少下降, 管理费用率、毛利率变动, 预计费用率平稳或略有提升。
- **渠道为王: 县乡下沉+多渠道开拓, 公司产品渗透率不断提升。** 1) 2018 年末公司线下液态奶终端网点数 175 万家, 同比+23.2%。直控村级网点近 60.8 万家, 同比+14.7%。2) 电商收入增长 61%, 尼尔森零研数据显示, 母婴渠道零售额增长 32%; 在便利店渠道, 常温液态奶零售额市占率提高 3.7ppt。3) 海外市场开拓稳步进行, 东南亚公司“JoyDay”冰淇淋在印度尼西亚多个城市成功上市。2018 年 11 月公司收购泰国本土最大冰淇淋 CHOMTHANA 展示全球布局的决心。
- **现金流好, 分红率高, 2018 年股权激励解锁完成。** 公司经营现金流净额 86.24 亿元, 同比+23.1%, 比净利润增速快。分红率 66.1%。2018 年股权激励解锁对应 2015 年扣非净利目标是 58.3 亿元, 实际完成 58.78 亿元, 18Q4 扣非净利 11.9 亿元, 增长 55%。上一期股票期权 4500 万份, 限制性股票 1500 万股, 2018 年解锁剩余 50%。
- **盈利预测及投资建议:** 我们预计 2019-2021 年公司收入 904.4、1000.3、1109.2 亿元, 同比增长 13.7%、10.6%、10.9%, 五强千亿目标顺利完成。产品结构升级加速, 原奶预计温和上涨, 买赠有望随之减弱, 预计毛利率整体平稳。行业竞争激烈, 预计销售费用投入增多, 整体费用率跟随行业竞争变化存在不确定性, 预计平稳略增。我们预计净利润在 72.7、83.5、91.9 亿元, 同比增长 13%、15%、10%。对应当前 PE 为 22X、19X、17X。
- **风险提示: 宏观经济下滑、行业竞争加剧、缺乏大单品接力、食品安全风险**

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。