

食品饮料

 名酒业绩验证行业景气，关注年报催化行情
 -中泰食品饮料周报(第13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

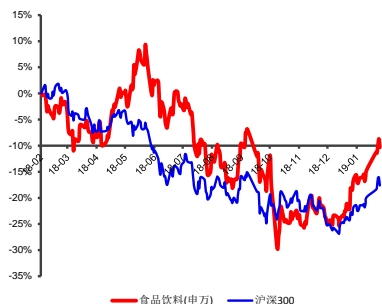
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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

《海天味业：收入稳健增长，盈利能力稳步提升》2019.03.26

《五粮液：预收款表现靓丽，改革红利加速释放》2019.03.28

《白酒估值体系的再思考：白酒周期属性弱化，估值中枢有望上移》2019.0.29

《贵州茅台：业绩超预期，全力迈向千亿目标》2019.03.29

《青岛啤酒：结构升级和提价推升均价，优化产能影响短期利润》2019.03.29

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	95.00	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	20.2	17.5	0.71	买入
古井贡酒	107.50	1.65	2.28	3.26	3.82	27.6	35.2	24.2	20.7	0.47	买入
青岛啤酒	43.13	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	35.7	28.4	0.76	买入
元祖股份	23.79	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	21.0	17.6	0.77	买入
汤臣倍健	22.85	0.36	0.52	0.67	0.82	32.8	28.8	30.2	23.2	0.83	买入

备注：股价为2019年3月29日收盘价。

投资要点

- 3月组合：白酒龙头表现抢眼。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液（32.87%）、古井贡酒（38.17%）、青岛啤酒（12.77%）、元祖股份（11.90%）、汤臣倍健（9.23%）、组合收益率为20.99%。同期上证综指上升5.09%，组合领先上证综指15.90%。
- 白酒：名酒强劲业绩验证行业良性基本面，迎接年报密集催化。**本周普飞批价维持1800元以上，普五批价春糖之后稳中有升，基本维持820元以上。本周白酒板块大幅跑赢大盘，茅台、五粮液、古井等股价连创历史新高，我们认为主要有两方面因素：**第一，名酒年报业绩催化**，本周茅台、五粮液披露2018年年报，茅台业绩超预期，五粮液预收款超预期，反映四季度回款势头强劲，也体现出去年三季度以来产业极强的自我调节能力，再次验证我们对名酒需求旺盛、行业周期性减弱的判断。**第二，白酒估值中枢有望上移**，本届春糖我们明显感受到行业并非如同之前市场预期那样悲观，名酒渠道普遍反馈动销积极、库存良性，我们认为这正是白酒周期性减弱的体现，白酒不再跟随宏观经济大幅波动，取而代之的是消费升级主导下名酒需求扎实、产业抗调整能力增强，因此白酒业绩波动性将减小，对应估值波动幅度有望收窄，加之外资流入的持续性，我们认为未来名酒估值区间将长期落在20-30倍区间。**总结来看，名酒靓丽业绩实际上是对需求景气、周期弱化的验证，也是对市场信心的进一步强化，结合近期渠道调研的密集积极反馈，我们认为名酒一季报仍有望超预期，部分酒企收入增速可达20%-30%，建议积极关注年报行情，持续看好优质酒企的投资前景。**
- 贵州茅台：业绩超预期，全力迈向千亿目标。**公司发布2018年年报，2018年公司收入和利润增速为26%/30%，超出年初业绩指引，年末预收账款为135.77亿元，环比增长21.57%，四季度回款势头强劲，我们测算单季度茅台酒发货量超9000吨。从一季度渠道反馈来看，年后普飞一批价维持在1800元以上，经销商体系配额发货节奏正常，但去年底取消的经销商合同量暂未大规模发出，考虑到3月下旬经销商开始跨季度打4-5月货款，我们预计一季度整体发货量仍有望小幅增长。全年来看，我们认为公司增长来自两方面，一是自营渠道增厚业绩，目前自营渠道中仅专卖店配额有明显提高，我们预计其余合同量有望通过集团成立营销公司的形式来进行销售；二是优化产品结构，如适度调增附加值更高的非标产品。从收入规划来看，2019年公司计划收入增长14%左右，考虑到茅台供不应求格局未变且渠道价差充足，茅台酒具备继续提价能力，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 15%左右增长。长期来看，渠道价差终将回归正常水平，我们建议以更长视角来看待公司投资机会，持续重点推荐。

- **五粮液：预收款表现靓丽，改革红利加速释放。**公司发布 2018 年年报，2018 年公司收入和利润位于业绩预告区间中值附近，整体业绩符合预期，但预收账款环比大幅增至 67.07 亿元，同比增长 44.36%，超出市场预期。全年来看，我们预计高端酒发货量在 2 万吨以上，同比增长超过 20%，出厂价由 739 元提高到 789，均价提升约 7%。渠道反馈来看，普五春节动销好，库存水平较低，批价亦上行至 820-830 元。公司升级版普五出厂价约 879-889 元，相当于提价 12%左右；新品普五产品配额为 5250 吨，占整体配额 1.5 万吨的 35%，而老版普五已完成配额的 56%，收藏版占配额的 9%，我们预计公司一季度业绩仍有望超预期。五粮液通过推出升级版新品的方式完成提价，有助于增厚渠道利润、拉升品牌高度，同时茅五价差充足、动销良性为提价提供了有利条件，我们看好量价齐升带动公司全年收入实现 25%增长的目标规划。中长期来看，公司营销改革加快推进，价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善，我们预计 2019 年公司高端酒发货量有望达到 2.3 万吨，对收入有望继续实现高增，我们持续重点推荐。
- **汤臣倍健：业绩稳健增长，减持不改中长期逻辑。**1) 3 月 28 日公司公告 7 名高管计划减持不超过 1184 万股，占总股本比例不超过 0.8%，减持期间为 6 个月。同时 2015 年实施的第一期核心管理团队持股激励 488.8 万股自公告披露之日起 6 个月届满时提前终止，主因公司一直未进行股份处置和权益分配，为切实发挥持股计划的激励作用，结合持有人的诉求，维护公司、股东和员工的利益。减持为高管和股东正常资金配置行为，不会对业绩造成影响。2) 公司属于创业板，一季报已业绩预告利润增速区间为 15-35%。根据我们草根调研了解，国内膳食营养补充剂业务在线下渠道发货及动销较快，渠道库存天数正常，医保政策对线下药店保健品销售的影响好于预期。2019 年公司同步推进“健力多”、“健视佳”、“Life-Space”三个大单品的市场推广，实施电商品牌化 3.0 战略，加快拓展母婴渠道，同时 LSG 海外业务也在积极整合，整体看业绩稳健增长。我们预计一季度收入增速在 30%以上，利润双位数稳健增长。预计全年收入增速为 35%-40%，预计利润增速为 30%左右，膳食营养补充剂行业发展顺应人口老龄化及消费升级大趋势，公司渠道多元化扩张+大单品策略思路清晰，看好未来成长性。
- **香飘飘：果汁茶爆品逻辑逐渐验证，渠道下沉带来新一轮增长。**1) 果汁茶 2018 年 7 月 12 日推出，2018 年收入 2 亿多，2019 年预计超过 5 亿目标，主因一是品类的创新创造增量市场，果汁茶短期爆发力强。二是即饮产品万亿行业空间本身大于冲泡产品，属于增量贡献。三是定价 5-8 元是消费升级下的主力价位带，消费者接受度高。四是渠道协同，一加一大于二，即完全可共用冲泡奶茶的经销商+网点铺设。2) “三通政策”+经销商“三专化”驱动渠道下沉，冲泡奶茶享受新一波渠道红利。香飘飘未来重点发力二三线城市，“三通政策”（即县县通、镇镇通、村村通）稳步推进，下沉县级市场。目前县城覆盖率仅近一半，乡和村级市场空间更大，大概需要 8 年时间继续下沉。2018 年经典系列收入 17.7 亿元，同比增长 10.54%，好料系列收入 10.3 亿元，同比增长 29.8%，冲泡类合计收入 28 亿，同比增长 17%，市占率提升 0.9pct，预计未来

三年复合增速达到 10% 以上。公司产品创新+渠道下沉形成合力，建议积极关注。

- **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、五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、口子窖、山西汾酒、顺鑫农业等；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 6.76%, 子板块调味发酵品涨幅居前.....	- 5 -
2019 年 3 投资组合: 五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、元祖股份、汤臣倍健.....	- 5 -
最新重点报告观点 (第 13 周)	- 7 -
海天味业: 收入稳健增长, 盈利能力稳步提升.....	- 7 -
五粮液: 预收款表现靓丽, 改革红利加速释放.....	- 8 -
青岛啤酒: 结构升级和提价推升均价, 优化产能影响短期利润	- 9 -
贵州茅台: 业绩超预期, 全力迈向千亿目标	- 10 -
白酒估值体系的再思考: 白酒周期属性弱化, 估值中枢有望上移	- 11 -

图表目录

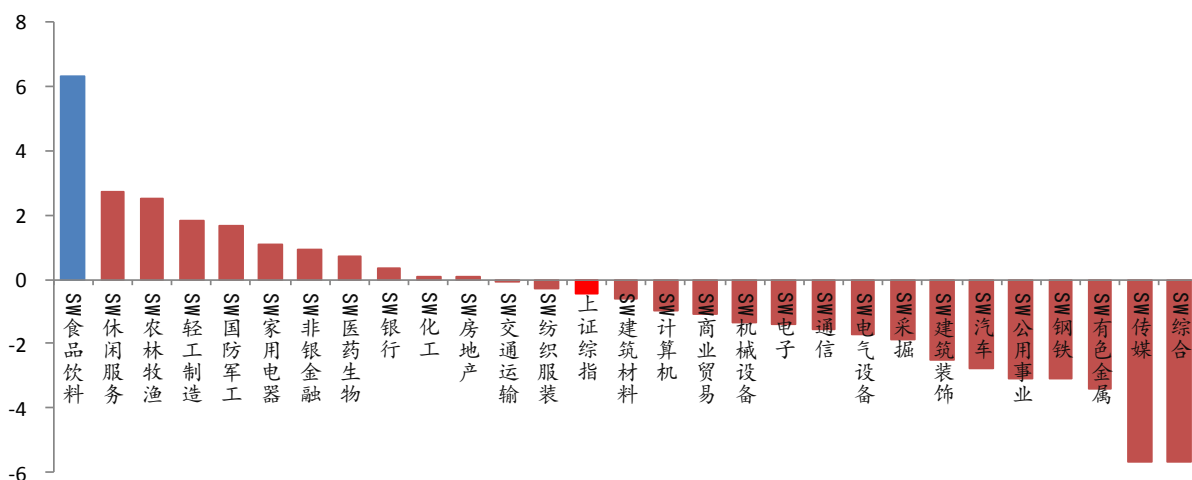
图表 1: 食品饮料行业周涨幅为 6.33%, 领先上证综指 6.76%.....	- 5 -
图表 2: 子板块调味发酵品居前.....	- 5 -
图表 3: 周涨跌幅前五个股一览.....	- 5 -
图表 4: 3 月组合收益率为 20.99%	- 6 -
图表 5: 重点公司盈利预测表.....	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 6.76%，子板块调味发酵品涨幅居前

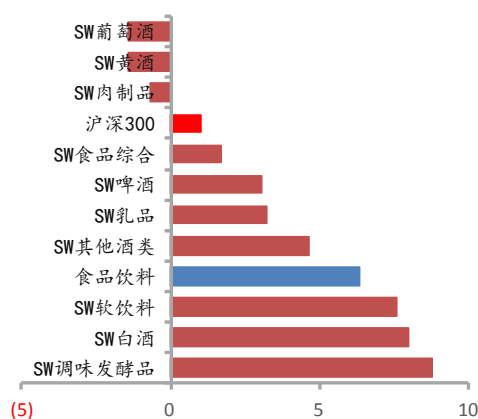
- 市场回顾：**本周上证综指下跌-0.43%，食品饮料板块上涨 6.33%，领先上证综指 6.76 个百分点。子板块方面调味发酵品、白酒、软饮料、其他酒类、乳品、啤酒和食品综合分别上涨 8.79%、7.95%、7.57%、4.63%、3.20%、3.04%和 1.70%。肉制品、黄酒和葡萄酒分别下跌-0.68%、-1.40%和-1.43%。个股方面，莫高股份（12.26%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 6.33%，领先上证综指 6.76%



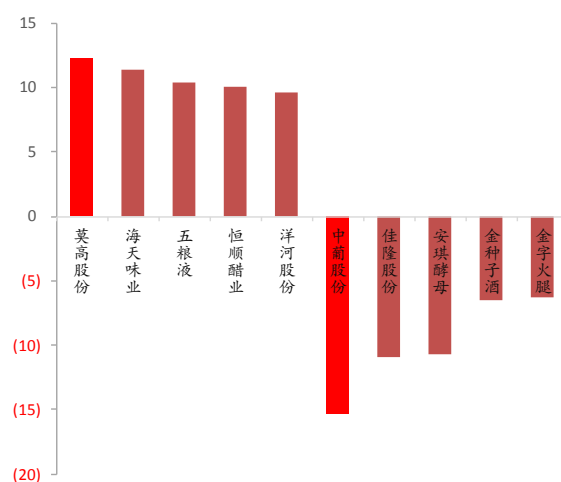
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味发酵品居前



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 3 投资组合：五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、元祖股份、汤臣倍健

- 3 月推荐组合：**五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、元祖股份、汤臣倍健。

当月内五者涨跌幅分别为五粮液（32.87%）、古井贡酒（38.17%）、青岛啤酒（12.77%）、元祖股份（11.90%）、汤臣倍健（9.23%）、组合收益率为20.99%。同期上证综指上升5.09%，组合领先上证综指15.90%。

图表4：3月组合收益率为20.99%

公司名称	代码	权重	3月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
五粮液	000858.SZ	20%	32.87%	业绩超预期，期待改革红利持续释放	20.99%
古井贡酒	000596.SZ	20%	38.17%	业绩符合预期，旺季回款势头良好	
青岛啤酒	600600.SH	20%	12.77%	周期底部，2019年有望进入业绩快速释放期	
元祖股份	603886.SH	20%	11.90%	门店扩张，稳健向上	
汤臣倍健	300146.SZ	20%	9.23%	收入利润符合预期，大单品+拓渠道助力高成长	

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	853.99	10726.1	21.56	28.02	33.05	39.6	30.5	25.8
五粮液	95.00	3606.2	2.55	3.47	4.25	37.3	27.4	22.4
泸州老窖	66.58	933.5	1.75	2.37	2.75	38.0	28.1	24.2
洋河股份	130.42	1965.4	4.40	5.38	6.16	29.6	24.2	21.2
古井贡酒	107.50	541.8	2.28	3.26	3.82	47.1	33.0	28.1
山西汾酒	60.47	523.7	1.09	1.72	2.10	55.5	35.2	28.8
口子窖	54.39	326.3	1.86	2.26	2.61	29.2	24.1	20.8
水井坊	44.89	219.5	0.69	1.22	1.59	65.1	36.8	28.2
沱牌舍得	32.20	108.5	0.43	0.93	1.33	74.9	34.6	24.2
顺鑫农业	60.63	346.2	0.77	1.30	2.27	78.7	46.6	26.7
伊力特	21.45	94.6	0.80	1.07	1.34	26.8	20.0	16.0
老白干酒	18.64	81.6	0.37	0.73	1.04	50.4	25.5	17.9
迎驾贡酒	18.18	145.4	0.83	0.93	1.03	21.9	19.5	17.7
伊利股份	29.11	1784.2	0.99	1.06	1.20	29.4	27.5	24.3
绝味食品	49.22	201.8	1.26	1.58	1.95	39.1	31.2	25.2
元祖股份	23.79	57.1	0.85	1.02	1.22	28.0	23.3	19.5
青岛啤酒	43.17	582.8	0.94	1.05	1.37	1.6	41.1	31.5
重庆啤酒	35.30	170.9	0.68	0.86	1.02	51.9	41.0	34.6
中炬高新	36.58	291.5	0.57	0.76	0.95	64.2	48.1	38.5
海天味业	86.70	2346.1	1.31	1.62	1.94	66.2	53.5	44.7
安琪酵母	27.06	89.3	1.03	1.04	1.41	26.3	26.0	19.2
双汇发展	25.85	853.1	1.31	1.49	1.65	19.7	17.3	15.7
恒顺醋业	13.71	82.7	0.47	0.43	0.44	29.2	31.9	31.2
光明乳业	9.94	121.7	0.50	0.59	0.68	19.9	16.8	14.6

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 13 周）

海天味业：收入稳健增长，盈利能力稳步提升

- **事件：**2018 年公司实现营业收入 170.34 亿元，同比增长 16.80%；实现归母净利润 43.65 亿元，同比增长 23.60%；实现扣非后归母净利润 41.24 亿元，同比增长 21.88%。其中 2018Q4 实现营业收入 43.23 亿元，同比增长 15.63%；实现归母净利润 12.34 亿元，同比增长 24.29%；实现扣非后归母净利润 11.85 亿元，同比增长 22.90%。年底预收款环比增加 19.61 亿元至 32.37 亿元（2017Q4 环比增加 17.50 亿元），春节备货打款积极。
- **酱油和蚝油保持高增长，结构升级叠加效率提升推动毛利率上行。**2018 年公司调味品收入增长 15.62%，其中酱油保持 15.85% 的稳健较快增长，蚝油通过全国化和向居民消费渗透实现 26.02% 的高增长，调味酱产品结构规格优化和市场渠道调整导致收入增速只有 2.55%，其他调味品收入增长 16.73%。酱油、调味酱、蚝油的销量分别增长 14.78%、2.98%、24.65%。2018 年调味品业务整体毛利率上升 1.21 个 pct 至 48.06%。酱油毛利率提升 1.02 个 pct 至 50.55%，其吨价增长 0.9% 至 5451 元，吨成本下降 1.1% 至 2696 元，其中吨直接材料/制造费用/直接人工成本分别 -1.4%/-0.7%/+9.9%。调味酱毛利率提升 2.37 个 pct 至 47.75%，其吨价下降 0.4% 至 8779 元，吨成本下降 4.8% 至 4588 元，其中吨直接材料/制造费用/直接人工成本分别 -6.2%/+1.4%/+12.3%。蚝油毛利率提升 1.78 个 pct 至 40.92%，其吨价上升 1.1% 至 4725 元，吨成本下降 1.9% 至 2792 元，其中吨直接材料/制造费用/直接人工成本分别 -2.1%/-0.1%/+10.4%。其他调味品毛利率提升 0.50 个 pct 至 44.14%。产品结构升级推动了酱油和蚝油的吨价上升，公司成本端控制较好，通过提升效率带动吨直接材料和吨制造费用下降，吨直接人工成本由于生产人员人数增加（199 人）和薪酬水平提高而上升。各区域收入稳健增长，西部/中部/东部/南部/北部区域收入增速分别为 21.81%/18.01%/15.34%/13.61%/13.57%，中西部市场增长领先。目前公司销售网络已 100% 覆盖地级市，90% 省份销售过亿。
- **费用率相对稳定，盈利能力创新高。**2018 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别 -0.29%/+0.04%/+0.14%/-0.34 个 pct 至 13.13%/1.44%/2.89%/-0.90%。其中销售费用增长 14.3%，主要系公司加大市场投入和强化营销团队建设，人工成本和促销费用分别增长 32.2% 和 23.8%，销售人员比 2017 年底增加 248 人至 2052 人。管理费用增长 19.8%，主要系公司致力于人才引入和结构升级导致人工成本增长 24.7%，财务和行政人员增加 34 人至 508 人。研发费用增长 22.7%，主要系公司加大新产品新技术的研究开发力度，原材料耗用和人工成本分别增长 26.2% 和 32.4%，技术人员增加 50 人至 615 人。综合来看，2018 年净利率增加 1.42 个 pct 至 25.63% 的新高水平。
- **盈利预测：**海天高明基地通过技改将释放 100 万吨以上的调味品产能，同时江苏工厂顺利投产且运行产能持续加大，保证公司稳健增长。中长期看，海天作为调味品龙头将持续受益产品结构升级和品类扩张，生产

效率不断提升，渠道护城河加固。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 199.03、231.17、266.47 亿元，归母净利润分别为 52.46、62.81、74.48 亿元，EPS 分别为 1.94、2.33、2.76 元，对应 PE 为 39 倍、32 倍、27 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：食品安全风险；渠道下沉不达预期；新品推广不达预期

五粮液：预收款表现靓丽，改革红利加速释放

- 事件：公司发布 2018 年年报，全年实现营业收入为 400.30 亿元，同比增长 32.61%，归属于上市公司股东的净利润为 133.84 亿元，同比增长 38.36%，基本每股收益 3.47 元，同比增长 36.34%，拟每 10 股派发现金红利 17 元（含税）。
- 年报业绩符合预期，预收款大幅增长。2018 年公司收入和利润位于业绩预告区间中值附近，整体业绩符合预期，但预收账款环比大幅增长至 67.07 亿元，同比增长 44.36%，超出市场预期；其中 18Q4 实现营业收入 107.8 亿元，同比增长 31.32%，净利润为 38.9 亿元，同比增长 43.59%。分产品来看，全年高端酒收入 301.89 亿元，同比增长 41.11%，主要是普五量价齐升所致，我们预计高端酒发货量在 2 万吨以上，同比增长超过 20%，出厂价由 739 元提高到 789，均价提升约 7%；系列酒收入 75.63 亿元，同比增长 12.90%，产品体系得到进一步梳理。
- 提价驱动毛利率提升，期间费用率继续下行。2018 年公司毛利率为 73.80%，同比提升 1.79pct，主要是普五提高出厂价所致；期间费用率为 12.79%，同比下降 3.79pct，机制优化成效显著，其中销售费用率为 9.44%，同比下降 2.57pct，管理费用率为 6.06%，同比下降 1.46pct，财务费用率为 -2.71%，同比提高 0.24pct。2018 年公司净利率为 35.07%，同比提高 1.66pct，主要得益于提价及费用管控效率提升。2018 年经营活动产生现金流量净额为 123.17 亿元，同比增长 26.12%，现金流表现优秀。
- 一季度渠道动销强劲，新品提价有望助力全年收入继续高增。渠道普遍反馈普五春节动销好，库存水平较低，我们认为超预期主要来自于三个因素：茅五价差拉开后普五性价比优势凸显、厂家放松价格管控后经销商出货积极性更高、去年公司梳理系列酒品牌对普五形成品牌保护。春糖期间五粮液正式发布第八代产品，我们预计出厂价约 879-889 元，相当于提价 12%左右；新品普五产品配额为 5250 吨，占整体配额 1.5 万吨的 35%，而老版普五已完成配额的 56%，收藏版占配额的 9%，我们预计公司一季度业绩仍有望超预期。五粮液通过推出升级版新品的方式完成提价，一方面有助于增厚渠道利润、拉升品牌高度，另一方面投放量较少有助于帮助新品平稳度过提价的“阵痛期”，同时茅五价差充足、动销良性为提价提供了有利条件，我们看好量价齐升带动公司全年收入实现 25%增长的目标规划。
- 营销改革加快推进，估值仍待提升。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，今年 6 月提价策略的部署明显趋于精细化，反映内部营销改革正在加快进行，本周普五一批价已上行至 820-830 元，经销商信心明显增强，随着控盘分利模式的稳步实施，我们认为下半年普五提价有望在渠

道端逐步落地。五粮液品牌优势突出，我们预计 2019 年公司高端酒发货量有望达到 2.3 万吨，对应收入有望继续实现高增。公司对应 2019 年 PE 为 20 倍，随着改革效果逐步体现，估值有待提升，我们持续重点推荐。

- **投资建议：**重申“买入”评级。我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 483.25/571.28/666.15 亿元，同比增长 20.72%/18.22%/16.61%；净利润分别为 165.16/197.53/232.27 亿元，同比增长 23.40%/19.60%/17.59%，对应 EPS 分别为 4.25/5.09/5.98 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。

青岛啤酒：结构升级和提价推升均价，优化产能影响短期利润

- **事件：**2018 年公司实现收入 265.75 亿元，同比增长 1.13%，可比口径收入 276.30 亿元，同比增长 5.15%；实现归母净利润 14.22 亿元，同比增长 12.60%；实现扣非后归母净利润 10.54 亿元，同比增长 8.05%。其中 2018Q4 公司实现收入 29.34 亿元，同比增长 1.46%，可比口径收入 30.20 亿元，同比增长 4.42%；实现归母净利润-6.78 亿元，同比下降 11.72%；实现扣非后归母净利润-7.48 亿元，同比下降 4.82%。
- **产品结构优化和提价推动均价上升，包材价格上涨致毛利率承压。**2018 年公司实现啤酒销量 803 万千升，同比增长 0.76%；其中 2018Q4 实现销量 84 万千升，同比增长 1.20%。2018 年公司啤酒均价（可比口径）为 3399 元/千升，同比增长 4.24%，主要受益产品结构优化和部分产品提价。主品牌“青岛啤酒”全年销量为 391.4 万千升，同比增长 3.97%；其中“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品全年销量为 173.3 万千升，同比增长 5.98%；其他品牌全年销量为 411.6 万千升，同比下降 2.12%。按会计准则调整后口径，2018 年主品牌青岛啤酒收入增长 2.67%，其他品牌收入下降 1.66%。受包材价格上升影响，2018 年公司啤酒吨成本同比上升 5.16%至 2035 元，使可比口径合并毛利率同比减少 0.53 个 pct。啤酒销量增长 0.76%的情况下，成本中外购产成品增长 9.64%，原料成本增长 7.54%，而人工成本和制造费用增长仅 1.49%和 0.40%。
- **山东和华北收入实现高个位数增长，华南地区扭亏。**2018 年山东地区收入增长 8.04%，销量增长 5.81%；华北地区收入增长 6.35%，销量增长 3.45%；华东地区收入增长 1.56%，销量下滑 0.93%；华南地区收入下滑 13.73%，销量下滑 5.94%；东南地区收入下滑 16.94%，销量下滑 11.54%。按可比口径，山东、华南、华北、华东、东南毛利率同比-0.44、+0.44、+0.39、-0.53、-5.23 个 pct，东南区毛利率下滑幅度较大主要因产品结构调整。2018 年华南实现净利润 7602 万元，去年亏损 4526 万元，实现扭亏。
- **销售费用率小幅下降，关厂提升产能利用率。**按可比口径，销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.51/+0.35/+0/-0.39 个 pct，通过提费效，世界杯年销售费用率小幅下降实属难得。2018 年销售费用按可比口径增长 2.70%，其中职工薪酬、装卸及运输费用、广告及业务宣传费用分别增长 6.63%、7.02%、18.77%，但市场助销投入下降 14.38%。管理费用同比增长 13.12%，主要系职工薪酬增长 29.78%。2018 年公司进行产能整

合，关闭杨浦公司和芜湖公司，产生职工安置支出 4759 万元，固定资产减值损失同比增加 1.36 亿元。实际产能从 2017 年的 1058 万千升下降至 987 万千升，实际产能利用率从 2017 年的 71.5% 提升至 2018 年的 77.7%。

- **盈利预测：**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。目前行业从低端的价格战竞争转向高端品牌竞争，价格战趋缓。2019 年 4 月 1 日起增值税率从 16% 下降到 13%，将大幅增厚啤酒行业净利润。青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头，有望受益格局改变后的集中度提升。此外，复兴作为财务投资者入主青岛啤酒，有望推进公司内部机制改革，释放企业经营活力。预计公司 2019-2021 年收入分别为 279.23、291.06、302.22 亿元，归母净利润分别为 18.53、23.79、28.53 亿元，EPS 分别为 1.37、1.76、2.11 元，对应 PE 为 30 倍、23 倍、19 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**不可抗要素带来销量下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动。

贵州茅台：业绩超预期，全力迈向千亿目标

- **事件：**贵州茅台发布 2018 年年报，全年公司实现营业收入 736.39 亿元，同比增长 26.49%；实现归属于上市公司股东的净利润 352.04 亿元，同比增长 30.0%，基本每股收益为 28.02 元，同比增长 30.0%，拟 10 派 145.39 元（含税），分红率约 52%。
- **四季度加速放量，2018 年业绩超预期。**2018 年公司收入和利润增速为 26%/30%，超出年初业绩公告指引的 23%/25% 水平，年末预收账款为 135.77 亿元，环比增长 21.57%，同比下降 5.91%，四季度回款势头强劲；其中 18Q4 营业收入为 213.97 亿元，同比增长 35.71%，净利润为 104.7 亿元，同比增长 47.56%，超出市场预期，我们测算单季度茅台酒发货量超过 9000 吨。分产品来看，全年茅台酒收入 654.87 亿元，同比增长 24.99%，销量为 3.25 万吨，同比增长 7.48%；系列酒收入 80.77 亿元，同比增长 39.88%，销量为 2.98 万吨，同比下降 0.43%。分渠道来看，直销收入为 43.76 亿元，占比仅约 6%，报告期末经销商数量为 3102 家，同比略有增加，但报告期内减少茅台酒经销商 437 家。
- **提价效应助力毛利率提升，期间费用率继续下行。**2018 年公司毛利率为 91.14%，同比提升 1.34pct，主要是产品提价所致；期间费用率为 10.75%，同比下降 2.39pct，系列酒规模效应逐步显现，其中销售费用率为 3.33%，同比下降 1.56pct，管理费用率为 6.93%，同比下降 0.80pct。2018 年公司净利率为 51.37%，同比提高 1.55pct，主要得益于提价及费用使用效率提升。2018 年经营活动产生现金流量净额为 413.85 亿元，同比大幅增长 86.82%，现金流表现优异。
- **2019 年收入规划稳健，集团全力迈向千亿目标。**从一季度渠道反馈来看，年后普飞一批价维持在 1800 元以上，经销商体系配额发货节奏正常，但去年底取消的经销商合同量暂未大规模发出，考虑到 3 月下旬经销商开始跨季度打 4-5 月货款，我们预计一季度整体发货量仍有望实现小幅增长。全年来看，我们认为公司增长来自两方面，一是自营渠道增厚业绩，目前自营渠道中仅专卖店配额有明显提高，我们预计其余部分合同量有

望通过集团成立营销公司的形式来进行销售，这有望增厚公司全年利润；二是优化产品结构，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。从收入规划来看，2019年公司计划收入增长14%左右，考虑到茅台当下供不应求格局未变，我们认为全年收入规划有望坚实达成，集团千亿目标可待。

- **中长期来看，茅台有望持续实现稳健增长。**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15%左右增长。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，持续重点推荐。
- **投资建议：**重申“买入”评级。我们调整盈利预测，预计公司2019-2021年营业总收入分别为896/1038/1193亿元，同比增长16%/16%/15%；净利润分别为415/487/565亿元，同比增长18%/17%/16%，对应EPS分别为33.05/38.77/45.01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。

白酒估值体系的再思考：白酒周期属性弱化，估值中枢有望上移

- **我们的思考：预期再度修正的背后是行业逻辑发生变化。**本届春糖会上，渠道普遍反馈一季度销售好于预期，名酒收入普遍有双位数增长，部分企业可以达到20%-30%，行业预期重回良性。那么从去年秋糖到今年春糖，仅2个季度，为什么市场预期发生了2次大幅修正呢？我们认为市场低估了产业的自我调节能力，正是因为去年三季度经销商谨慎，所以四季度才会不压货而努力去库存，为春节良性动销奠定基础，白酒的库存周期正在减弱。实际上，预期修正的背后是行业逻辑的变化，由总量经济高速增长驱动的白酒量价齐升的时代已经过去，由消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代正在到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利。我们认为白酒周期性减弱，业绩波动性将减小，对应估值波动幅度有望收窄，加上MSCI纳入带来外资持续流入的确定性，我们认为未来名酒估值区间将长期落在20-30倍区间，持续看好优质酒企的投资前景。
- **春糖见闻：春糖反馈良性，行业继续稳健前行。**渠道反馈春节以来动销良性且库存处于较低水平，名酒对19年规划积极，具体调研见闻如下：
 - 1) 经销商层面，第一，经销商队伍更加稳定，名优酒经销商更换较少；第二，过去经销商资金较为分散，现在资金更加集中白酒主业；第三，随着春节动销普遍超预期，经销商信心亦逐渐恢复。
 - 2) 厂家层面，第一，厂家对量价信息、渠道库存、消费者信息的应对和控制能力有所增强；第二，厂家政策更加收放自如，如通过放松价格管控提升经销商积极性。
 - 3) 消费者层面，第一，消费时间段更加集中，春节旺季明显缩短但消费显著集中；第二，低频消费者逐渐崛起，春节低频消费者对名酒购买增多。

- **研究体系再思考：白酒周期性减弱，进入结构升级、品牌集中时代。**从基本面来看，本轮周期白酒周期性减弱，一方面消费需求转向以大众消费为主，消费群体趋于稳定，另一方面从厂家到终端店对压货的诉求明显更弱，且消费升级取代总量经济成为驱动白酒下一阶段增长的主要动力，因此行业周期性趋于弱化，白酒消费随经济的波动性减小。从资金面来看，过去板块缺乏重价值而轻趋势的长线投资者，而外资正在扮演这一角色，进入 2019 年外资对白酒板块的配置明显提速，随着 MSCI 比例逐渐放开以及 A 股国际化不断推进，外资长期流入 A 股趋势不改，白酒板块有望持续享受外资流入红利。进一步地，基本面和资金面的变化将作用于估值体系，一方面周期性减弱导致业绩波动程度减小，名酒增长具备确定性，另一方面外资的逢低介入将会对板块估值形成托底作用，因此我们认为未来板块估值体系将呈现出“区间收窄、中枢上移”的特征，过去估值在 10-30 倍之间波动，未来有望在 15-30 倍甚至 20-30 倍之间波动。
- **核心公司推荐：名酒表现稳健，持续看好优质酒企投资机会。**高端酒方面，茅台经销商已可以支付 4-6 月份的货款，对一季度业绩形成支撑，预计一季度收入有望实现 12%-15% 的增长；五粮液春节动销好、库存低，渠道信心明显增强，老版普五已完成配额的 56%，预计一季度收入有望实现近 20% 的增长；老窖库存经停货后有所消化，批价亦逐渐回升，挺价控货策略明显见效，预计一季度业绩有望实现 20% 的增长。次高端酒方面，汾酒春节动销整体超预期，湖南翻倍增长，北京市场增速约 30%，库存良性，预计一季度收入有望实现约 30% 的增长；今世缘春节动销强劲，南京市场增速超 40%，省内仍处于快速上升期，预计一季度乃至全年业绩增速均有望达到 25%-30%。中高端酒方面，古井春节回款超额完成既定目标，古 8 快速增长，库存整体良性，预计 19 年销售公司收入规划增速 25%，一季度回款任务占比 45%；口子窖春节合肥市场同比增速约 20%，节后库存水平较低，经销商仍有补货需求，预计一季度收入有望实现 15% 的增长。低端酒方面，顺鑫江浙沪地区春节预计完成全年目标的 50%，库存约 1 个月，20-30 元产品占比持续提升，预计一季度业绩有望实现 40% 的增长。
- **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。