

食品饮料

## 茅台 Q1 预增彰显底气，啤酒利润有望加速释放 -中泰食品饮料周报(第 14 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

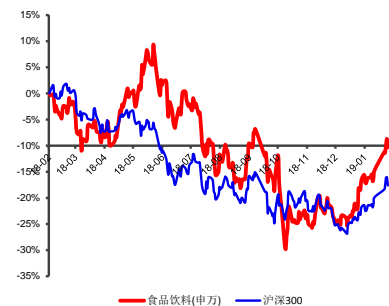
研究助理：熊欣慰

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

《青岛啤酒深度报告：降本增效红利渐显，结构升级推动业绩释放》2019.04.03

### 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	100.23	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	20.2	17.5	0.71	买入
古井贡酒	112.20	1.65	2.28	3.26	3.82	27.6	35.2	24.2	20.7	0.47	买入
青岛啤酒	49.10	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

- 4 月组合：啤酒表现抢眼。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液（5.51%）、古井贡酒（4.37%）、顺鑫农业（-2.08%）、青岛啤酒（13.74%）、元祖股份（-2.10%）、组合收益率为 3.89%。同期上证综指上升 5.04%，组合落后上证综指-1.15%。
- 贵州茅台：一季度业绩再超预期，奠定全年稳增长基调。**公司公告 2019 年一季度实现应收同比增长 20%左右，实现净利润同比增长 30%左右，一季度利润增速明显快于收入增速，我们认为这主要是非标产品投放加大以及直营占比提升所致，公司继年报超预期后一季报有望再超预期。我们认为茅台一季度超预期的因素主要来自如下三个方面：**1) 非标产品集中供应**，在春节前投放 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，对公司一季度业绩形成增量支撑。**2) 加大直营投放**，公司 2018 年减少茅台酒经销商 437 家，我们预计一季度直营投放有所增加，其余合同量后续有望通过集团成立营销公司的形式来进行销售。**3) 二季度计划已打款**，3 月下旬经销商开始跨季度打 4-6 月货款，我们预计一季度整体发货量仍有望实现小幅增长。展望全年，一季度业绩超预期为顺利达成全年目标实现了开门红，公司有希望通过加大直营比例、调升产品结构的方式促进持续成长，且预收款蓄水作用明显，近期批价进一步升至 1900 元以上。我们认为公司全年发货量有望超出 3.1 万吨计划，考虑到茅台供不应求格局不变，公司具备持续提价能力，全年业绩有望再超预期，持续重点推荐。
- 五粮液：股价破百元，品牌力加速回归。**据酒业家报道，五粮液与“VVV”等四个系列酒品牌停止合作，清理下架其 22 款产品，主要是这些产品包装与普五、1618 等相似度太高，且其价格过低、过度促销稀释了核心产品的品牌力。同时，据酒业家报道，公司将对部分系列酒产品进行提价，进一步夯实与五粮液品牌相匹配的品牌力。我们认为，这套“清理杂牌+提价”的组合拳的核心在于强化主力产品的辨识度，巩固即将上市的新一代普五的品牌形象，同时也将进一步明确五粮液“1+3”产品体系，不同产品占位不同价格带，产品矩阵愈发清晰。本周五粮液股价历史上第一次突破 100 元，我们认为这即是公司今年以来动销保持良性、批价持续回升的最好体现，公司近期“升级新普五+发布 501 超高端+发展系列酒”等一系列举措有利于五粮液品牌力加速回升，品牌势能和改革红利有望持续释放，看好公司品牌、业绩、股价实现价值回归。
- 啤酒板块本周上涨 14.8%，行业改善加速利润释放。**本周申万啤酒指数上涨 14.8%，在食品饮料子版块中涨幅居前，其中燕京啤酒、珠江啤酒、

青岛啤酒、重庆啤酒分别上涨 24.8%、24.4%、13.7%、5.6%。2018 年 12 月以来我们持续发布多篇报告推荐啤酒板块，强调行业竞争格局从价格战转向结构升级，市场应积极关注 2019 年 ASP 提升。同时行业内企业积极降本增效、提升费效比，叠加增值税率下降红利，2019 年利润有望加速释放。近期渠道调研反馈，2019 年青岛啤酒仍将分产品分地区提价，叠加结构升级消化成本上涨。2018 年关闭 2 家工厂后，公司将继续推进关厂动作，预计 3-5 年内关闭 10 家工厂（每年 1-2 家），推动效率提升节约成本。自 2018 年董事长换届以来，公司内部发生积极变化，中基层员工薪酬结构调整激励提高，用人机制更加市场化，重点推荐龙头青岛啤酒。

- **青岛啤酒：降本增效红利渐显，结构升级推动业绩释放。**2018 年公司吨酒收入增长 4.2%，短期看 2019H1 仍可受益提价滞后效应。青岛啤酒在中高档及高档啤酒中市场份额仅次于百威，2018 年青岛主品牌销量和收入分别增长 3.97%和 2.67%，高于其他品牌。未来受益主品牌乃至高端品牌的占比提升，吨酒收入可持续上升。2018 年由于环保限产导致包材价格大幅上升，公司吨酒直接材料/吨酒直接人工/吨酒制造费用分别+7.0%/+1.0%/-0.1%。2019 年直接材料成本压力减缓，同时公司 2018 年关闭 2 家工厂，有利于提升效率、优化生产人员数量，中长期看人工和制造费用有望下降。我们预计 2019 年公司销售费用率持续改善：（1）低价竞争趋缓，预计 2019 年促销相关费用率仍将保持下降趋势；（2）青岛啤酒销售部门持续裁员提效，总体费用率稳定，激励加大利于激发企业活力；（3）2018 年汽油价格上涨导致装卸运输费上升，2019 年油价回落；（4）2018 年世界杯，广告宣传费上升，今年无重大赛事。2019 年 4 月 1 日起制造业增值税税率从 16%降至 13%，青岛啤酒净利润理论上将增厚 22.4%。复星作为财务投资者进入青岛啤酒，新董事长上任团队年轻化，都有望推进公司内部机制改革，释放企业经营活力。我们预计公司 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，对应 EPS 分别为 1.37、1.76、2.11 元，对应 PE 为 34 倍、26 倍、22 倍，维持“买入”评级。
- **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 .....	- 4 -
每周市场回顾：板块落后综指-2.74%，子板块啤酒涨幅居前 .....	- 4 -
2019年4月投资组合：五粮液、古井、青啤、元祖、汤臣 .....	- 4 -
最新重点报告观点（第14周） .....	- 6 -
青岛啤酒深度报告：降本增效红利渐显，结构升级推动业绩释放 .....	- 6 -

## 图表目录

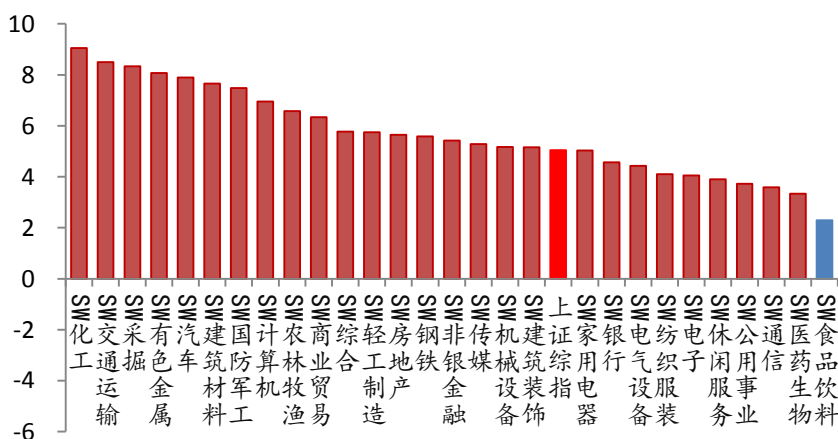
图表1：食品饮料行业周涨幅为2.30%，落后上证综指-2.74% .....	- 4 -
图表2：子板块啤酒居前 .....	- 4 -
图表3：周涨跌幅前五个股一览 .....	- 4 -
图表4：4月组合收益率为3.89% .....	- 5 -
图表5：重点公司盈利预测表 .....	- 5 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后综指-2.74%，子板块啤酒涨幅居前

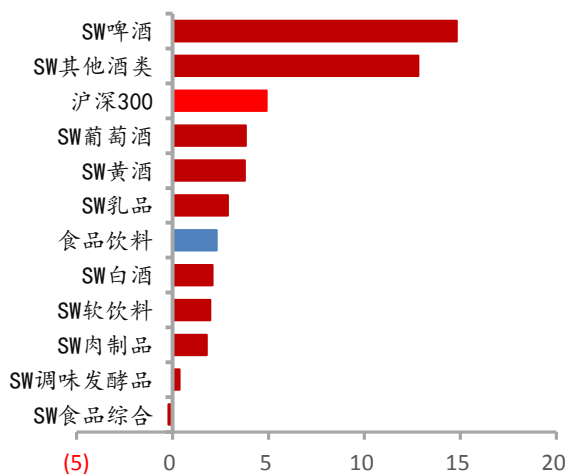
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 5.04%，食品饮料板块上涨 2.30%，落后上证综指-2.74 个百分点。子板块方面啤酒、其他酒类、葡萄酒、黄酒、乳品、白酒、软饮料、肉制品、调味发酵品分别上涨 14.81%、12.82%、3.83%、3.78%、2.88%、2.09%、1.97%、1.79%、0.37%。食品综合下跌 -0.21%。个股方面，燕京啤酒（24.80%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 2.30%，落后上证综指-2.74%



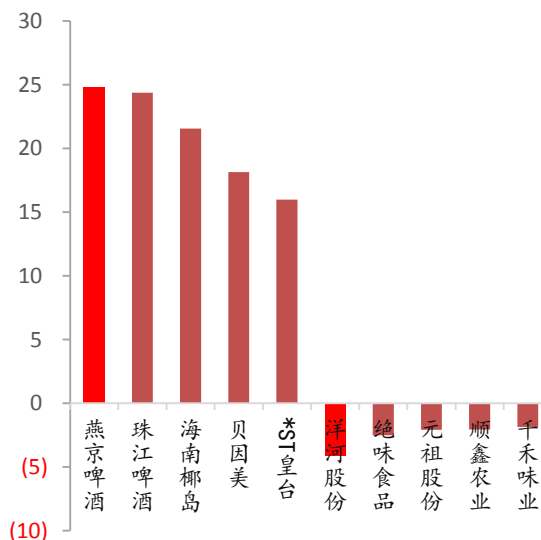
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块啤酒居前



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 4 月投资组合：五粮液、古井、青啤、元祖、汤臣

- 4 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 (5.51%)、古井贡酒 (4.37%)、顺鑫农业 (-2.08%)、青岛啤酒 (13.74%)、元祖股份 (-2.10%)、组合收益率为 3.89%。同期上证综指上升 5.04%,组合落后上证综指-1.15%。

**图表 4: 4 月组合收益率为 3.89%**

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%	5.51%	普五动销显著好于市场预期, 性价比优势凸显; 目前对应19年估值约20倍, 一季报业绩有望超出市场预期。	3.89%
古井贡酒	000596.SZ	20%	4.37%	持续费用投入提升品牌势能, 古8进入放量增长阶段; 省内消费升级趋势显著, 省外市场表现逐步向好, 利润弹性有望充分释放。	
顺鑫农业	000860.SZ	20%	-2.08%	预收款创新高超出市场预期, 牛栏山继续高增, 省外市场持续靓丽; 减税增厚业绩, 利润弹性更大, 房地产有望继续减亏。	
青岛啤酒	600600.SH	20%	13.74%	受益提价滞后效应及结构升级, 2019年吨酒价格持续提升, 未来有望受益格局改变后的集中度提升, 减税进一步增厚利润弹性。	
元祖股份	603886.SH	20%	-2.10%	门店持续扩张, 结构升级+成本因素驱动毛利率提升, 费用稳健, 预计利润维持双位数较快增长。	

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 14 周）

### 青岛啤酒深度报告：降本增效红利渐显，结构升级推动业绩释放

- **啤酒行业量稳价升，进入结构升级时代。**2016-2018 年啤酒行业产量保持 0%左右增速，短期受餐饮景气度及气温等影响表现超预期，但在人均消费量趋于饱和的情况下，中长期看人口结构老龄化将导致人均消费量缓慢下滑。1960-1980 年美国啤酒行业开启消费升级，高端酒市场份额从 20%快速提升至约 60%，20 年间美国啤酒价格的 CAGR 达到 3.5%。中国啤酒价格对比全球主要啤酒消费大国及临近的日韩均有较大提升空间，但 2017 年前结构升级速度缓慢。2018 年借助行业集体提价的契机，啤酒企业产品结构提升明显。我们认为新增产能减少，同时已有的落后产能去化，在亏损工厂减少、过剩产能去化的背景下，2018 年将是行业产品结构加速升级的拐点。目前中国啤酒行业 CR5 达到 75.2%，对比国外将向头部企业进一步集中。由于几大巨头均有自己牢固的基地市场，价格战抢夺市场份额的难度较大且成本太高，同时行业趋势已经转向产品结构升级，因此我们判断行业下半场整合将通过并购进行。
- **2018 年量价齐升，股权与人事变动有望激发企业活力。**青岛啤酒 2018 年完成提价后销量保持小幅增长，收入和扣非后归母净利润恢复到 2015 年水平。复星作为财务投资者进入青岛啤酒，新董事长上任团队年轻化，都有望推进公司内部机制改革，释放企业经营活力。
- **2019 年将受益提价滞后效应，中长期结构升级推动价格上升。**2018 年受益提价及结构升级，公司吨酒收入增长 4.2%，短期看 2019H1 仍可受益提价滞后效应。青岛啤酒产品线齐全，在国产啤酒中吨酒收入高、品牌力强，在中高档及高档啤酒中市场份额仅次于百威，近年来陆续推出中高档产品以优化结构。青岛主品牌的吨酒收入（每吨高出 1700 元左右）和盈利能力（毛利率高出 20 个 pct 左右）远高于其他品牌，2018 年主品牌销量和收入增长 3.97%和 2.67%，而其他品牌销量和收入下滑 2.12%和 1.66%。未来受益主品牌乃至高端品牌的占比提升，公司吨酒收入可持续上升。
- **2019 年直接材料压力减缓，关厂提效改善吨酒人工和制造费用。**2018 年公司吨酒成本大幅上升 5.2%至 2035 元，主要系环保限产导致包材价格大幅上升，吨酒直接材料上涨 7.0%至 1508 元，吨酒直接人工和吨酒制造费用分别+1.0%和-0.1%。2019 年直接材料成本压力比 2018 年减缓，玻璃瓶在产量增速回升后价格有望回落，纸箱价格已下降约 10%，大麦价格上涨传导到企业端预计增幅在 10%以内，且青岛啤酒自己拥有麦芽厂，对上游价格敏感，采购上对比国内其他啤酒企业具备一定优势。直接人工和制造费用受益效率提升具备节约空间，2016-2018 年公司实际产能利用率从 65%上升至 78%，2018 年关闭了杨浦公司和芜湖公司。受益关厂提效，2018 年产量上升 1.5%但营业成本中的折旧与摊销下降 2.8%，同时生产人员人均产量大幅提升 6.4%。中长期看，随公司关厂提升效率、优化生产

人员数量，成本端的人工和制造费用有望下降。

- **费用率控制良好，增值税下降将显著增厚公司利润。**2018 年公司销售费用率下降 0.5 个 pct，其中市场助销投入下降 14.4%。我们预计 2019 年公司销售费用率持续改善：(1) 低价竞争趋缓，促销相关费用率自 2017 年开始下行，预计 2019 年仍将保持该趋势；(2) 青岛啤酒销售部门持续裁员提效，总体费用率稳定，激励加大利于激发企业活力；(3) 2018 年汽油价格上涨导致装卸运输费上升，2019 年油价回落；(4) 2018 年由于世界杯，广告宣传费上升，今年无重大赛事费用率有望下降。2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税税率从 16% 降至 13%，以 2018 年财报数据为准，青岛啤酒净利润理论上将增厚 22.4%。
- **盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 279.23、291.06、302.22 亿元，同比增长 5.07%、4.24%、3.84%；归母净利润分别为 18.53、23.79、28.53 亿元，同比增长 30.27%、28.40%、19.94%，对应 EPS 分别为 1.37、1.76、2.11 元，对应 PE 为 34 倍、26 倍、22 倍。考虑到行业升级明显，公司在山东等省份拥有较好的定价权，改革值得期待，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

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。