

食品饮料

短期波动不改长期向上趋势，重视洋河补涨机会

-中泰食品饮料周报(第15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

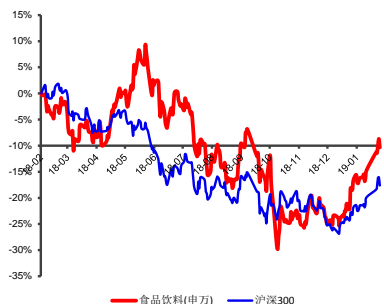
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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**

《贵州茅台：一季度业绩开门红，彰显全年增长底气》2019.04.08

《汤臣倍健：黄金三年塑造强品牌，股权激励彰显业绩信心》2019.04.09

《伊利 股份：回购股份超预期，长期投资价值凸显》2019.04.10

《白酒行业深度报告：从“稳增长”再议白酒的投资机会---政策的宽松以及财富效应有望驱动白酒业绩高成长》2019.04.11

《洋河股份：价格回升验证省内治理改善，估值提升在望》2019.04.12

**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	99.62	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	28.7	23.4	0.71	买入
古井贡酒	103.57	1.65	2.28	3.26	3.82	27.6	35.2	31.8	27.1	0.47	买入
青岛啤酒	48.80	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	46.5	35.6	0.76	买入
元祖股份	21.81	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	21.4	17.9	0.77	买入
顺鑫农业	59.04	0.72	0.77	1.30	2.27	32.8	28.8	45.4	26.0	0.83	买入

备注：股价为2019年4月12日收盘价。

**投资要点**

■ **4月组合：啤酒继续表现抢眼。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液(4.86%)、古井贡酒(-3.66%)、顺鑫农业(-2.62%)、青岛啤酒(13.04%)、元祖股份(-8.32%)、组合收益率为0.66%。同期上证综指上升3.17%，组合落后上证综指-2.51%。

■ **白酒：短期调整不改长期价值回归趋势，总量数据回升有望推动白酒再获超额收益。**本周茅台批价普遍在1900元以上，普五在850元以上，上海报919元，名酒价格稳中有升，反映需求持续强劲。本周后半周白酒板块出现调整，外资在当前点位也出现分歧，五粮液、顺鑫近期净流出明显，我们认为这是对前期过快涨幅的理性适度修正，股价短期波动不改价值长期回归趋势，调整后估值反而更具吸引力，利于本轮行情走的更长更健康。事实上年初至今白酒板块涨幅高达61.6%，依然大幅跑赢大盘(上证综指为27.9%)，超额收益显著。我们认为本轮行情和09年四万亿计划拉动的白酒牛市有相似之处，从经济环境来看，今年以来我国“逆周期稳增长”持续推进，信用宽松、利率低位运行、地方债发行加速，地产和基建投资增速均环比回升，均表明我国经济正迎来边际改善，这与09年四万亿计划出台后总量经济和投资增速回升有所类似。从股价表现来看，09年四万亿出台至次年年底，白酒板块涨幅约为大盘3倍，我们认为在当前经济回暖驱动白酒需求回暖的作用下，本轮白酒有望再次取得显著超额收益，考虑到当前行业处于品牌集中的结构性增长阶段，我们认为具有品牌优势的高端酒表现或将更优。本周末3月金融数据出炉，3月社融增量2.86万亿，预期1.85万亿，创下五年来同期最佳水平，社融继续大超市场预期，再次验证我们关于经济回暖的判断，我们认为这将进一步刺激白酒需求-业绩-股价的正向传导。

■ **洋河股份：价格回升验证省内治理改善，估值提升在望，补涨需求强烈。**今年白酒板块超额收益显著，板块涨幅超60%，五粮液、古井股价接近翻倍，而洋河涨幅不足30%，因此当前来看补涨需求最强的当属洋河。我们认为其涨幅落后的主要压制因素是春节省内动销一般，拖累一季度增速，我们预计一季度公司收入增速在10%-15%。根据近期渠道跟踪显示，一季度库存充分消化后，二季度轻装上阵，省内核心产品价格体系开始回升，动销趋势得到改善，南京市场开始回归增长通道，我们预计二季度省内市场亦有望实现正增长，省外市场有望延续20%增长，整体收入增速有望环比改善。全年来看，公司销售口径规划收入增长15%，报表端亦有望实现双位数增长。当前对应19年估值仅不到20倍，公司在省内龙头地位仍旧稳固，省外市场成长空间全面打开，治理

结构和管理团队优势突出，目前估值急待提升，继续重点推荐。

- **青岛啤酒：经营持续改善，盈利能力快速提升。**近期我们调研了青岛啤酒，强化了我们对公司发展的信心。啤酒行业增长放缓、集中度提升，价格战对竞争格局边际上的改变弱化，行业诉求从份额转向利润。青岛啤酒顺应趋势，在保证市场份额的前提下，通过调结构、调价格提升吨酒收入，通过控成本、提费效节约成本和费用，以推动收入和利润增长并提升盈利能力。**(1) 结构升级+提价推升吨酒收入。**青岛啤酒 2014 年起提出“青岛+崂山”双品牌战略，2018 年推进力度开始加大。青岛主品牌方面，公司推动地方品牌向青岛品牌升级，同时青岛品牌内部聚焦中档及以上产品，中档加快经典 1903 对老经典的替换，高档发力青岛纯生，超高档培育奥古特、鸿运当头等新特产品。副品牌方面向崂山聚焦，提升崂山影响力，精简中低档产品线。渠道调研反馈，2019 年公司仍会有分区域、分产品的价格调整，未来价格调整有望实现常态化，向百威英博靠拢。**(2) 关厂节约成本，提升费效比。**2018 年青岛啤酒关闭 2 家亏损工厂，短期影响业绩但长期有利于效率提升。在行业去化过剩产能背景下，公司有望持续推进关厂提效，继续提高产能利用率。费用方面，部分市场加速提升费效比，公司促销费用率近年持续走低。**(3) 区域聚焦突破。**公司提出振兴沿海，2018 年华南利润扭亏，未来加快恢复华南和东南区业绩；提速沿黄，加快陕西、河北、河南等黄河沿线市场的销量、收入、利润；加固山东大本营市场，进一步提升盈利能力；解放沿江，加快扭亏长江沿线市场。**(4) 换届后激励加强，企业活力释放。**公司通过调整组织架构，扁平化提升效率。渠道反馈超额激励落实激发员工活力，同时大股东承诺 2020 年 6 月底前推进上市公司管理层长期激励计划。
- **伊利 股份：股份回购计划超预期，彰显长期投资信心。**1) **回购股份数量、金额均超预期，提升长期投资信心。**伊利 4 月 8 日公告拟回购股份在 1.5-3.0 亿股，占总股本 2.5%-5%，回购股份占比之大超预期，回购价格在 35 元以内，说明当前股价被低估，公司对长期内在价值的投资信心，提升投资者信心。回购股份将用于实施股权激励，我们梳理历史股权激励和回购的节奏，预计新一期股权激励在回购完成后出台，预计时间在 2020 年，若回购进度超预期 2019 年也有可能，未来管理层业绩动力十足，有望进入业绩释放期。2) **一季度展望：收入预计开门红，利润保持稳健增长。**近期我们全国草根调研统计，预计 19Q1 整体收入增速在 10-15% 之间，利润增速预计个位数。分品类看，常温液态奶收入占比超过 70%，预计增速在双位数；低温液态奶收入占比超过 5%，淡季增速预计在双位数；奶粉收入占比预计在 10%，增速双位数；冷饮占比预计不到 5%，增速个位数。其中大单品安慕希、金典预计继续保持 20%、30% 多左右的增速，产品结构升级持续，公司市占率快速提升。考虑原奶价格上涨+3 月买赠加大，我们预计 19Q1 毛利率小幅承压。销售费用率预计平稳，或有下降空间。在 18Q1 利润增速高基数上，我们认为适当降低利润预期，预计利润增速在个位数。我们预计 2019-2021 年净利润在 72.7、83.5、91.9 亿元，同比增长 13%、15%、10%，对应 PE 为 25X、22X、19X。长期看好，继续推荐。
- **双汇发展：屠宰市占率提升，肉制品调结构稳步推进，吸收合并双汇集团，打造肉类全产业链。**近期我们跟踪调研了双汇发展。1) **吸收合并**

**双汇集团，打造肉类全产业链。**2018年前3季度双汇集团负债水平较高，截至2018年底，已经通过股东增资和子公司分红大幅度降低债务。按照2018年财务数据，吸收合并后双汇会降低2018年年报eps约0.01元，我们预计2019年双汇集团债务支出同比下降7000多万，届时将增厚双汇发展EPS0.01元。**2) 非洲猪瘟检测标准提高，加速中小屠宰厂退出行业，双汇享受龙头红利，未来市占率加速提升。**即使2019年猪价上涨，屠宰头数也可稳步提升。同时中美谈判有望实现进口猪肉关税下调，中美猪肉价差扩大，利好双汇猪肉进口业务，增厚生鲜冻肉的收入和利润。**3) 肉制品：调结构、扩渠道、提价预期足，预计收入正增长，利润稳健增长。**公司继续稳高温、上低温、推进中式产品工业化，预计2019年新品销量占比10%，产品结构升级成效凸显。同时随着猪、鸡等原材料价格上涨，我们认为公司可以通过提价缓解成本压力，考虑人均收入提升+通货膨胀，预计提价后对销量影响较小。同时公司可通过进口肉、储备肉等平滑2019年肉制品成本上涨压力，预计毛利率有望稳步提升。展望未来，我们预计2019-2021年公司归母净利润为53.93、58.65、63.07亿元，同比+9.74%、8.74%、7.54%，对应PE分别为16X、15X、14X。业绩稳健增长+高分红率，长期价值投资性价比凸显，积极推荐。

- **汤臣倍健：一季度业绩开门红确定，收入高增长，动销超预期。**1) **线下药店、商超增速较快、电商增速略有放缓、并表LSG增厚部分收入。**根据渠道调研跟踪，我们预计19Q1汤臣收入(含并表)增速在30-40%。具体拆分如下：线下药店渠道整体19Q1收入增速30-40%\*74%渠道收入占比；电商收入增速20%\*20%收入占比，根据阿里系1-3月数据，线上保健品行业增速分别为-1.3%、16.9%、1.6%，汤臣倍健分别为8%、41%、19.4%，一直保持行业第一，我们估算整体增速在20%左右；商超增速预计50%以上\*5-6%收入占比。综上国内整体收入贡献已经超过30%。海外LSG加速并购整合，新电商法出台后虽影响部分中小代购收入，但是公司积极开拓整合渠道效果。预计19Q1并表LSG后，收入部分增厚，综上合计收入增速30%-40%。**2) 一季度业绩预告利润增速在15%-35%，我们预计实际增速偏中上限。**健力多、母品牌收入增速超预期，健视佳稳步推进，产品结构升级加快，毛利率稳步提升。考虑19Q1销售费用确认较多+并表LSG利润贡献有限，加之季度均摊3500万元LSG无形资产摊销，预计19Q1利润增速慢于收入增速。我们预计我们预计2019-2021年净利润分别为13、16.4、20亿元，同比+30%、25%、23%，对应PE分别为23、18、15X，投资性价比凸显，长期看好，继续推荐。
- **元祖股份：蛋糕提价+门店扩张，开启新一轮成长。**近期我们渠道跟踪调研了元祖，蛋糕系列自4月1日全线提价，平均提价幅度超过10%。**1) 门店开启新一轮扩张。**公司2018年有600多家门店，19Q1目前新增10多家，2019年预计门店数量净增长30-50家，其中加盟店占比20%，直营20%，门店数量高个位数增长，扩张背后一是顺应三四线消费升级，二是现金流充足、目前门店租金存在下降空间，成本管控优势明显，三是店长店员管理人才储备到位。开店时间决定新开店盈利，门店具有新增提货点+广告宣传功效+吸引客流。门店淡旺季较明显，若在端午和中秋前营业，单店年底核算可盈利。**2) 蛋糕提价预期驱动毛利率提升。**公司收入占比：月饼35%、中西式糕点(含粽子10%多)31%、

蛋糕 31%、水果礼盒 5%，二三季度收入占比 64%，业绩季节波动较强。4 月 1 日开始蛋糕全线提价，幅度在 10%以上，水果礼盒提价 18%。带动毛利率提升。3) **销售费用率有望平稳下降，利润弹性凸显。**预计公司门店租金率小幅下降，员工薪酬占比持平，广告费用率小幅下降，利润维持双位数较快增长，对应 2019 年 PE 不到 20 倍，投资性价比凸显。继续重点推荐。

- **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 .....	- 6 -
每周市场回顾：板块领先综指 2.36%，子板块其他酒类涨幅居前 .....	- 6 -
2019 年 4 月投资组合：五粮液、古井、青啤、元祖、汤臣 .....	- 7 -
最新重点报告观点（第 15 周） .....	- 8 -
贵州茅台：一季度业绩开门红，彰显全年增长底气 .....	- 8 -
汤臣倍健：黄金三年塑造强品牌，股权激励彰显业绩信心 .....	- 9 -
伊利 股份：回购股份超预期，长期投资价值凸显 .....	- 10 -
白酒行业深度报告：从“稳增长”再议白酒的投资机会——政策的宽松以及财富效 应有望驱动白酒业绩高成长 .....	- 11 -
洋河股份：价格回升验证省内治理改善，估值提升在望 .....	- 13 -

## 图表目录

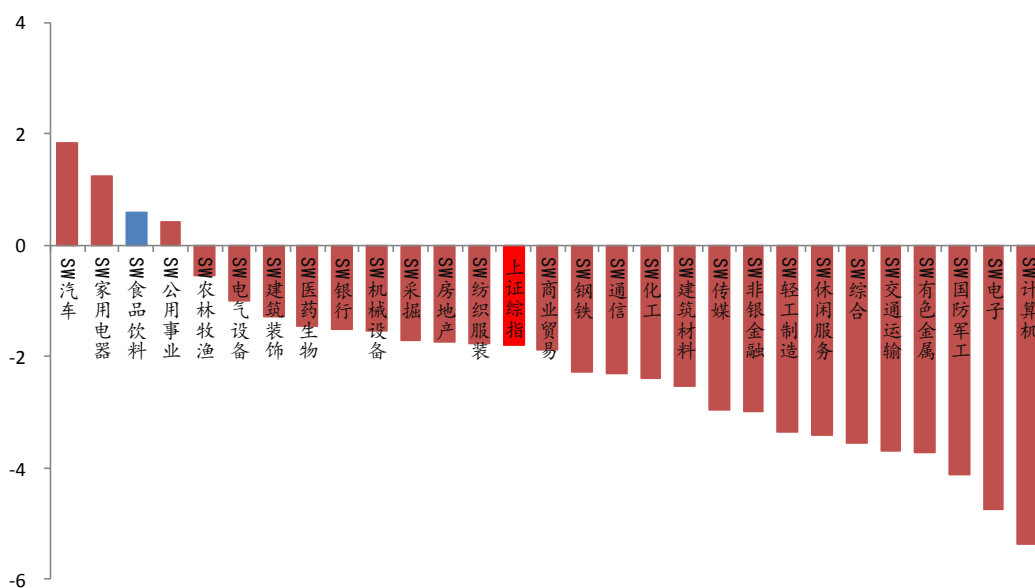
图表 1：食品饮料行业周涨幅为 0.57%，领先上证综指 2.36% .....	- 6 -
图表 2：子板块其他酒类居前 .....	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览 .....	- 6 -
图表 4：4 月组合收益率为 0.66% .....	- 7 -
图表 5：重点公司盈利预测表 .....	- 8 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 2.36%，子板块其他酒类涨幅居前

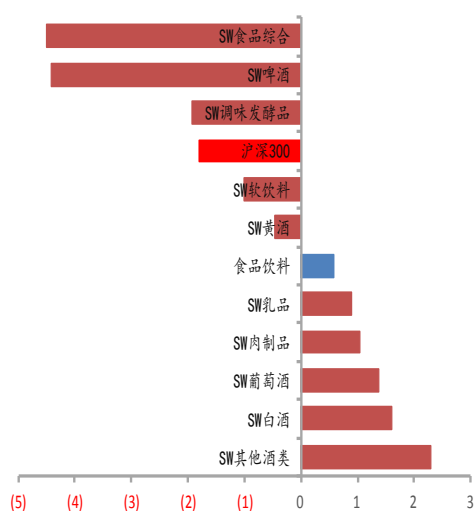
- **市场回顾：**本周上证综指下跌-1.78%，食品饮料板块上涨 0.57%，领先上证综指 2.36 个百分点。子板块方面其他酒类、白酒、葡萄酒、肉制品和乳品分别上涨 2.30%、1.60%、1.38%、1.03%、0.88%。黄酒、软饮料、调味发酵品、啤酒和食品综合分别下跌-0.46%、-1.01%、-1.92%、-4.41%、-4.49%。个股方面，\*ST 皇台 (27.53%) 领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 0.57%，领先上证综指 2.36%



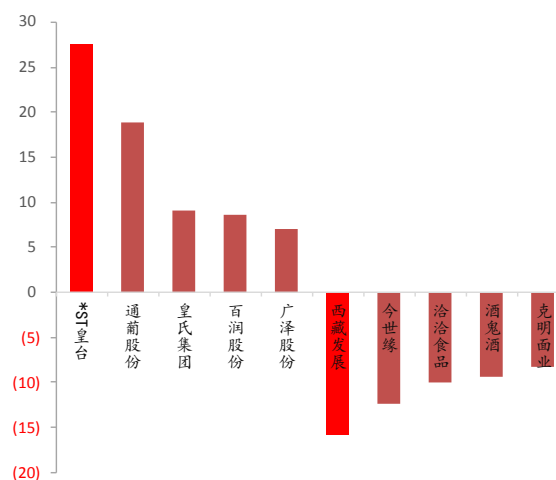
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块其他酒类居前



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(4.86%)、古井贡酒(-3.66%)、顺鑫农业(-2.62%)、青岛啤酒(13.04%)、元祖股份(-8.32%)、组合收益率为0.66%。同期上证综指上升3.17%，组合落后上证综指-2.51%。

图表4：4月组合收益率为0.66%

公司名称	代码	权重	4月区间涨跌幅	核心推荐理由	组合收益率
五粮液	000858.SZ	20%	4.86%	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。	0.66%
古井贡酒	000596.SZ	20%	-3.66%	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%	-2.62%	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%	13.04%	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%	-8.32%	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	914.00	11479.8	21.56	28.02	33.05	42.4	32.6	27.7
五粮液	99.62	3781.6	2.55	3.47	4.25	39.1	28.7	23.4
泸州老窖	69.60	975.8	1.75	2.37	2.75	39.8	29.4	25.3
洋河股份	121.30	1828.0	4.40	5.38	6.16	27.6	22.5	19.7
古井贡酒	103.57	522.0	2.28	3.26	3.82	45.4	31.8	27.1
山西汾酒	56.88	492.6	1.09	1.72	2.10	52.2	33.1	27.1
口子窖	53.90	323.4	1.86	2.26	2.61	29.0	23.8	20.7
水井坊	46.37	226.7	0.69	1.22	1.59	67.2	38.0	29.2
沱牌舍得	31.31	105.5	0.43	0.93	1.33	72.8	33.7	23.5
顺鑫农业	59.04	337.1	0.77	1.30	2.27	76.7	45.4	26.0
伊力特	20.00	88.2	0.80	1.07	1.34	25.0	18.7	14.9
老白干酒	18.75	82.1	0.37	0.73	1.04	50.7	25.7	18.0
迎驾贡酒	18.08	144.6	0.83	0.93	1.03	21.8	19.4	17.6
伊利股份	30.00	1838.7	0.99	1.06	1.20	30.3	28.3	25.0
绝味食品	45.12	185.0	1.26	1.58	1.95	35.8	28.6	23.1
元祖股份	21.81	52.3	0.85	1.02	1.22	25.7	21.4	17.9
青岛啤酒	48.80	658.8	0.94	1.05	1.37	1.6	46.5	35.6
重庆啤酒	35.39	171.3	0.68	0.86	1.02	52.0	41.2	34.7
中炬高新	34.73	276.8	0.57	0.76	0.95	60.9	45.7	36.6
海天味业	85.18	2305.0	1.31	1.62	1.94	65.0	52.6	43.9
安琪酵母	28.26	93.3	1.03	1.04	1.41	27.4	27.2	20.0
双汇发展	26.69	880.8	1.31	1.49	1.65	20.4	17.9	16.2
恒顺醋业	13.37	80.6	0.47	0.43	0.44	28.4	31.1	30.4
光明乳业	11.05	135.3	0.50	0.59	0.68	22.1	18.7	16.3

来源：wind、中泰证券研究所

## 最新重点报告观点（第15周）

### 贵州茅台：一季度业绩开门红，彰显全年增长底气

- **事件：**公司公告一季度主要经营数据，2019年一季度实现营收同比增长20%左右，实现净利润同比增长30%左右。
- **一季度业绩开门红，再超市场预期。**公司Q1业绩顺利迎来开门红，收入增速超过全年14%的目标指引，且考虑到Q1茅台货源紧张、部分经销商计划被取缔等因素，市场对茅台Q1业绩预期较为保守，因此公司一季报有望超市场预期。同时，公司Q1利润增速明显快于收入增速，我们认为这主要是公司加大非标产品投放以及提升直营渠道比例所致，受益于此公司盈利能力进一步得以提升，按此公告推算公司19Q1净利率将达到约52.8%，同比提升约0.5pct。
- **加大非标投放+直营占比提升推动业绩快速增长，预收款有望部分确认。**



公司自去年 Q3 经历预期的低点之后，年报 26%和 30%的收入和利润增速超出业绩指引，而此次一季报有望再超市场预期，我们认为其超预期的核心在于其产品结构和销售结构的调整带来的吨价提升，具体而言主要来自于如下三个方面：**1) 非标产品集中供应**，公司在春节前投放 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 Q1 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 Q1 直营投放有所增加，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。**3) 确认部分预收款**，3 月下旬经销商开始跨季度打 4-6 月货款，我们预计 Q1 整体发货量仍有望实现小幅增长，此前茅台预收款已连续两个季度环比提升，我们预计 Q1 将对部分预收款进行确认。总结来看，我们认为公司连续两个季度业绩实现快速增长的根本原因仍在于供需关系持续偏紧，同时公司在去年 Q3 调整期之后对包括产品策略、营销策略在内的经营策略作出了及时调整，因此行业良性基本面+公司理性决策共同助力公司业绩增长重回快车道。

- **全年规划有望超预期完成，中长期具备持续增长能力。**从全年来看，公司一季度业绩超预期为全年目标实现了开门红，公司有能力和加大直营比例、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，公司全年收入规划有望超预期达成，集团千亿目标可待。从中长期来看，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，近期部分市场批价已进一步升至 1900 元以上，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（直接提价或产品结构提升）。长期来看，虽然茅台产销量将趋于稳定，但渠道价差终将回归正常水平，渠道利润有望持续回流，当前股价对应 2019 年业绩的估值是 25 倍左右，考虑到茅台业绩的确定性溢价以及全年业绩仍然有望超预期，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。

#### 汤臣倍健：黄金三年塑造强品牌，股权激励彰显业绩信心

- **事件：**公司公告《2019 年股票期权激励计划》于董事会第二十四次会议审议通过。首次授权日为 2019 年 4 月 4 日，同意向 45 名激励对象授予 2445 万份股票期权，权行权价格为 19.80 元/股。
- **股票期权激励计划审议通过，未来四年公司经营考核稳健增长。**1) 本激励计划首次授予的激励对象为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，覆盖人数广，行权期为自授予之日起 24 个月、36 个月、48 个月，行权比例为 3:3:4，本次股票期权激励计划还预留 155 万份，约占公告时公司总股本的 0.11%，预留部分约占本次授予权益总额的 5.96%。2) 业绩考核以 2018 年营收 43.51 亿元为基数，2020-2022 年的营收增长率不低于 45%、60%、75%，即分别为 63.1、69.6、

76.1 亿元，4 年复合增速在 15%，营收目标增长平稳，解除前期市场因医保政策、渠道库存滞后带来的不确定性的担忧。激励计划有利于建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动激励对象的积极性与创造性。同时重塑近期因减持公告影响的市场信心。

- **2019Q1 业绩展望；预计收入增长 30%-40%，收入增速快于利润增速。** 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影响好于预期。考虑 19Q1 线上电商平台增速略有放缓+新电商法出台影响部分 LSG 中小代购业务，我们预计 19Q1 并表收入增速 30%-40%，公司属于创业板，已业绩预告 19Q1 归母净利润预计在 4.3-5 亿元，同比增速在 15%-35%，主因 19Q1 广告费用投入增多，开拓母婴等渠道费用投入加大。
- **长期看，大单品策略+渠道多元化扩张+海外资产整合，汤臣倍健迎来黄金三年。** 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。考虑 LSG 并表，我们预计 2019-2021 年收入分别为 61.2、74.1、88.8 亿元，同比+41%、21%、20%，净利润分别为 13、16.4、20 亿元，同比+30%、25%、23%，对应 PE 分别为 25、20、16X，持续看好推荐。
- **风险提示：药店渠道政策变化，LSG 海外整合、益生菌线下推广不及预期。**

#### 伊利 股份：回购股份超预期，长期投资价值凸显

- **事件：**伊利 4 月 8 日公告，拟回购公司股份数量为总股本的 2.5%到 5%，回购价格不超过 35 元/股，拟用于回购的资金总额（自有资金）最高不超过 106.37 亿元。本次回购期限为董事会审议通过起不超过 12 个月，回购的股份将用于实施股权激励。
- **回购股份数量、金额均超预期，提升长期投资信心。** 本次拟回购股份不低于 1.5-3.0 亿股，占总股本 2.5%-5%，回购股份占比之大超预期，回购价格在 35 元以内，说明当前股价被低估，公司对长期内在价值的投资信心，提升投资者信心。回购股份将用于实施股权激励，我们梳理历史股权激励和回购的节奏，预计新一期股权激励在回购完成后出台，预计时间在 2020 年，若回购进度超预期 2019 年也有可能，未来管理层业绩动力十足，伊利有望进入业绩释放期。
- **历年股权激励及回购方案复盘梳理：**
- **2006 年—2014 年股权激励：**核心高管及骨干 29 人，激励 5000 万份股票期权，占当时总股本 5.16 亿股的 9.7%，行权价格为 13.33 元，行权资金自筹。业绩考核要求首次行权 2007 年，以 2005 年伊利主营收入 121.75 亿元为基数，扣非净利润增长率不低于 17%且收入增长不低于 20%；2008-2014 年收入复合增速不低于 15%。
- **2014 年员工持股计划（2014—2023）：**参与公司高管及员工 317 人，首期持股计划资金以 2013 年度相比 2012 年度扣除非经常性损益的净利润的差值为基数，按照 30%的比例提取持股计划奖励金，扣除个人所得税后划入持股计划资金账户金额为 1.44 亿元。滚动 10 期每期存续期 24 个月。

- 2015 年以集中竞价交易方式回购股份：2015.7.10—2015.12.31 回购股份价格不超过 18.13 元/股。回购资金总额不超过 10 亿元、预计回购股份约 5515.72 万股，占总股本约 0.9%，实际截至 11 月回购总股本超过 1%。
- 2016 年—2018 年股权激励：向激励对象 294 人核心骨干及激励人员，授予权益总计 6000 万份（4500 万份股票期权，占当时总股 0.74%。1500 万股公司限制性股票，占总股本 0.25%。）业绩考核解锁条件：以 2015 年扣非净利润为基数，2017 年增速不低于 30%，2018 年增速不低于 45%，净资产收益率不低于 12%。
- 2019 年—2020 年股权回购：占总股本 2.5%-5%（不低于 1.5-3.0 亿股），回购价格不超过 35 元/股（资金总额不超过 106.37 亿元），方案通过起不超过 12 个月，回购股份将用于实施股权激励
- **一季度展望：收入预计开门红，利润保持稳健增长。**近期我们全国草根调研统计，预计 19Q1 整体收入增速在 10-15%之间，利润增速预计个位数。1) 收入增速预计有双位数。分品类看，常温液态奶收入占比超过 70%，预计增速在双位数；低温液态奶收入占比超过 5%，淡季增速预计在双位数；奶粉收入占比预计在 10%，增速双位数；冷饮占比预计不到 5%，增速个位数。其中大单品安慕希、金典预计继续保持 20%、30%多左右的增速，产品结构升级持续，公司市占率快速提升。2) 我们预计 19Q1 毛利率小幅承压。一是成本端原奶价格温和上涨，预计整体涨幅 1%-3%；二是根据草根调研常温渠道买赠在 1-2 月同比略有减弱，但是 3 月略有加大，主因 2-3 月收入继续高增长也带来部分经销商库存压力增大，因此 3 月加大买赠和货龄新鲜度处理。低温产品竞争激烈，19Q1 买赠力度同比加大。三是产品结构持续升级，安慕希、金典占比持续提升对毛利率有一定正促进。整体预计小幅承压。3) 销售费用率预计平稳，或有下降空间。根据草根调研预计，线上广告投入预计同比微降低，渠道费用投入整体趋势略有下降，但是部分地区市场竞争激烈，费用投入略高。在 18Q1 利润增速高基数上，我们认为适当降低利润预期，预计利润增速在个位数。
- **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 PE 为 26X、23X、20X。长期看好公司，继续推荐。
- **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。

#### 白酒行业深度报告：从“稳增长”再议白酒的投资机会——政策的宽松以及财富效应有望驱动白酒业绩高成长

- **核心观点：**经济迎来超预期边际改善，白酒有望再次跑出超额收益，高端酒表现或将更优。在之前的报告中，我们自下而上研究了白酒基本面、资金面以及估值体系的变化，但是当我们自上而下梳理白酒研究框架时，发现在直接影响白酒需求的宏观经济层面，同样存在一些超预期变量：

今年以来我国“逆周期稳增长”持续推进，信用宽松、利率低位运行、地方债发行加速，地产和基建投资增速均环比回升，即信用、货币、发债、投资等各维度均预示着我国经济正在迎来边际改善，而这将直接带动白酒需求持续回暖。结合我们对历史的复盘以及今昔的对比，我们认为今年与2009年行情既相似又不同，在总量经济回升的作用下，本轮白酒板块有望再获显著超额收益，但在品牌集中、行业结构性增长的浪潮下，具有品牌优势的高端酒表现或将更为优异。

- **寻找超预期：宏观与产业共振，经济浴火带动白酒需求涅槃。**自上而下来看，宏观经济直接对白酒需求产生影响，我们从信用、利率、固投与产业四个角度寻找宏观经济的超预期变量：**1) 信用方面**，2019年1-2月社融存量增速环比回升0.4pct，整体见底企稳并出现边际改善，全年信用环境有望持续宽松。**2) 利率方面**，今年以来资金利率水平持续走低，shibor隔夜多日下行至2%以下，10年期国债利率也一度逼近3%，为实体经济营造货币宽松环境；**3) 固投方面**，2019年1-2月固投增速环比提升0.2pct，其中地产投资继续维持了去年以来的高韧性，增速环比提升2.1pct；基建投资亦延续了企稳回升的态势，增速环比提升0.5pct，随着基建审批加速以及地方政府专项债的落地，全年基建扩张方向性确定，我们认为基建和地产将共同推动今年投资端持续向好。**4) 产业方面**，钢铁等周期品需求今年以来维持高位偏强态势，终端需求超市场预期，验证了投资活动景气度回暖。总结来看，我国经济总量与投资数据正出现边际改善，3月PMI重回荣枯线上进一步验证，受此影响政府、企业之间的投资、商业活动将持续升温，从而有力拉动白酒需求强势回暖。
- **复盘09年：总量数据回升为白酒带来显著超额收益**，本轮高端酒更值得关注。2008年底四万亿计划出台后，需求回暖、量价齐升带动白酒业绩快速增长，白酒板块大幅跑赢大盘，自四万亿出台至2010年底白酒涨幅约为大盘的3倍，且次高端酒由于体量小、扩张快、成长性高，股价表现更为优异。对比当下，我们认为当前与09年既相似又不同：**从总量环境来看**，当前总量环境与09年相类似，总量数据和投资增速均面临边际改善拐点，因此白酒有望再次获得显著超额收益，年初至今白酒收益率约为大盘的2倍，相对收益依然可观；**但是从产业环境来看**，当前产业环境与09年相比发生明显变化，09年行业处于产能扩张驱动的量价齐升阶段，次高端价格带由于体量小、扩容快而更为受益，而当前行业进入品牌集中的结构性增长阶段，份额将持续向具备品牌优势、渠道优势的名酒集中，我们认为具有强品牌力的高端酒（茅五泸）和具有强渠道力的品牌（古井、顺鑫等）有望取得更加明显的超额收益。
- **股市财富效应推升白酒消费，餐饮边际复苏扩大白酒场景。**从大众需求来看，财富效应是支撑白酒大众需求以及消费升级的重要推动力。2015-17年的上一轮白酒牛市中，居民的财富效应主要来自于地产投资，而当下我们认为股市上涨将成为白酒新一轮财富效应的重要来源，今年以来我国A股市场涨幅领先全球，居民有望从中充分享受了股市上涨带来的投资收益，我们认为这有望进一步推动居民对白酒尤其是高端白酒的消费意愿，这一点从今年春节以来名酒动销强劲、批价持续提升可见一斑。同时，餐饮渠道是白酒的重要消费场景，餐饮行业收入与白酒行业收入存在明显正相关性，2019年1-2月我国餐饮收入增速与限上餐饮收入增速出现环比回升，我们认为这将直接推动白酒整体销量增长，而

限上餐饮更强的复苏趋势有利于白酒的消费升级。

- **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。**

#### 洋河股份：价格回升验证省内治理改善，估值提升在望

- **淡季价格体系回升，二季度动销势头有望改善。**今年白酒板块超额收益显著，当前来看补涨需求最强的当属洋河，年初以来公司涨幅大幅落后其他名酒，主要压制因素是春节省内动销一般，拖累一季度增速，我们预计一季度公司收入增速在 10%-15%。根据近期渠道跟踪显示，一季度库存充分消化后，二季度轻装上阵，省内核心产品价格体系开始回升，动销趋势得到改善，南京市场开始回归增长通道，我们预计二季度省内市场亦有望实现正增长，省外市场有望延续 20%增长，整体收入增速有望环比改善，考虑增值税下调增厚利润影响，利润端增速有望更快。全年来看，公司销售口径规划收入增长 15%，报表端亦有望实现双位数增长。
- **新品对标国缘四开，省内龙头地位依旧无法撼动。**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，春节海天在部分市场未达到预期效果，进入二季度淡季后蓝色经典终端价小幅上行 5-10 元，渠道盈利逐步向好。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，同时推出一款新品对标国缘四开，定价 480 元左右，我们认为短期的市场竞争氛围有助于企业提高危机意识，竞合格局有利于促进产品创新和管理体系的优化，由于今世缘与洋河体量相差较大，本质上洋河在省内的龙头地位依旧稳固，未来市场份额有望继续提升。
- **公司长期竞争优势显著，继续看好省外市场充足发展潜力。**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，省外收入占比已超过 50%，中长期成长的天花板充分打开，未来 3-5 年业绩仍旧有望实现稳健增长，目前对应 2019 年仅 19 倍，结合外资持续流入重构优质消费品龙头估值体系的趋势，我们建议以中长期视角配置优秀企业，继续重点推荐。
- **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 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、省外增速放缓、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。