

食品饮料

名酒业绩表现优异，季报行情如期上演

-中泰食品饮料周报(第17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

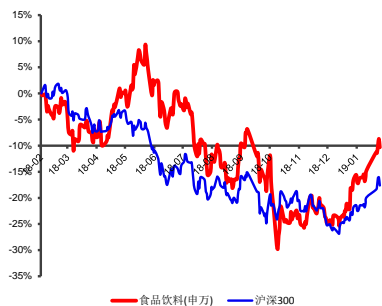
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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

《2019Q1 食品饮料行业基金持仓分析：白酒大幅加仓，板块持仓创新高》2019.04.24

《贵州茅台：业绩再超预期，剑指千亿目标》2019.04.25

《天味食品：川味复合调味料龙头，立足西南开启全国扩张》2019.04.25

《泸州老窖：国窖快速增长，决胜年加速前进》2019.04.26

《海天味业：收入保持稳健增长，调味酱增速回暖》2019.04.26

《舍得酒业：结构、费用双升，静待改革红利释放》2019.04.26

《汤臣倍健：业绩大超预期，拥抱黄金时代》2019.04.26

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	102.27	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	28.7	23.4	0.71	买入
古井贡酒	115.80	1.65	2.28	3.37	4.42	27.6	35.2	34.4	26.2	0.47	买入
青岛啤酒	48.59	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	46.5	35.6	0.76	买入
元祖股份	26.05	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	21.4	17.9	0.77	买入
顺鑫农业	58.19	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26日收盘价。

投资要点

■ **4月组合：4月组合超额收益明显。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液(7.65%)、古井贡酒(7.72%)、顺鑫农业(-4.02%)、青岛啤酒(12.56%)、元祖股份(9.50%)，组合收益率为6.68%。同期上证综指下跌-0.14%，组合领先上证综指6.82%。

■ **白酒：名酒业绩优异，板块大幅跑赢大盘。**本周茅台批价继续维持在1900元以上，首批直销方案的出台并未对市场价格造成影响，核心在于缺货现象并未得到根本性缓解；普五在870元以上，批价进一步回升，反映公司年初以来清理高仿产品和严惩违规经销商的管控行为取得一定成效。本周白酒上市公司陆续披露年报和一季报，茅台、顺鑫、汾酒业绩符合预期，老窖、古井业绩超预期，带动板块大幅跑赢大盘，本周白酒指数涨幅超过大盘5.22pct。我们维持之前的观点不变，年初以来名酒估值已修复至历史中枢位置，业绩超预期将成为后续行情的重要驱动力，板块将由估值修复带来的普涨行情转向个股超预期驱动的分化行情，如本周业绩超预期的老窖、古井均明显跑赢板块和大盘（二者分别上涨9.10%和2.71%）。下面我们对本周披露年报/一季报的白酒公司业绩进行梳理：

■ **贵州茅台：业绩再超预期，剑指千亿目标。**公司发布2019年一季报，2019Q1公司营收和净利润分别增长24%/32%，简评如下：19Q1公司营收和利润增速略超公告指引水平，报告期末预收账款为114亿元，环比下降16%，同比下降14%；考虑预收款变化，我们预计实际收入亦有20%左右增长，一季度茅台酒发货量约8700吨，同比增长约7%。19Q1利润增速显著快于收入增速，主要是确认预收款对应的均价提升、系列酒毛利率提升以及费用管控力度加大所致。分产品来看，19Q1茅台酒收入增长24%，系列酒收入增长26%。分渠道来看，直销收入占比仅约5%，报告期末经销商数量为2569家，同比减少533家，主要是对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰。二季度以来，普飞价格快速上涨，目前一批价普遍在1900元以上，终端需求持续旺盛，随着自营店、商超以及企业团购渠道逐步放货，我们预计后续价格有望逐步回归更为良性的水平，但仍将维持在1700-1800元较高位置。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，二是优化产品结构。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超预期达成，持续重点推荐。

■ **泸州老窖：国窖快速增长，决胜年加速前进。**公司发布2018年年报和

2019年一季报,2018和2019Q1公司营收和净利润分别增长26%/36%和24%/43%,简评如下:2018年公司收入和利润均超额完成年初既定目标,中高档酒持续发力驱动利润增速实现更快增长,其中高档酒收入增长37%,中档酒收入增长28%,低档酒收入增长8%。19Q1收入和利润增速超出市场预期,产品结构上移以及费用战略收缩推动利润快速增长,预收账款为12.86亿元,同比下降7%;分产品来看,我们预计国窖1573和特曲收入增速在25%-30%,窖龄酒收入增速对整体有所拖累;分市场来看,我们预计西南、湖南等传统优势市场收入增速相对稳健,华东、华南等空白市场布局加大后收入实现高速增长。2019年是公司十三五“战略三年冲刺期的决胜之年,规划收入增长15%-25%,根据目前渠道表现,国窖一批价逐步回升至750元以上,茅五价格上行亦为国窖放量增长提供有力基础,我们预计全年收入有望继续保持20%以上增长,持续看好公司在高中低档酒三驾马车驱动下业绩实现良性增长。

- **古井贡酒:收入加速增长,品牌势能显著提升。**公司发布2018年年报和2019年一季报,2018和2019Q1公司营收和净利润分别增长25%/48%和43%/35%,简评如下:2018年公司利润增速接近预告指引上限,产品结构升级和费用管控效率提升驱动利润实现更快增长。分产品来看,古井本部收入增长25%,我们预计古井8年及以上产品增速约80%,古井5年和献礼整体保持双位数增长;黄鹤楼收入增长26%,全面完成当年业绩承诺目标。分市场来看,华中收入增长25%,渠道反馈江苏、浙江等地增速更快,华北收入增长32%,华南收入增长1%。19Q1公司收入和利润增速超出市场预期,我们预计黄鹤楼收入增速在30%以上,整体收入加速增长主要是结构升级趋势显著以及省外市场表现持续向好所致,而短期成本上行和部分广告费用当期确认使得净利润增速慢于收入。2018年公司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。2018年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,内在经营活力得到提升,我们期待机制进一步深化,公司潜在利润弹性有望充分体现,持续重点推荐。
- **顺鑫农业:业绩符合预期,牛栏山继续稳健增长。**公司发布2019年一季报,2019Q1公司营收和净利润分别增长20%/17%,简评如下:19Q1公司整体业绩符合预期,母公司报表预收账款为40.86亿元,同比增长30%,环比下降12%,维持高位水平。其中白酒主业收入增速约25%,保持稳健增长势头,渠道反馈省外最大的江浙沪市场继续保持50%左右的快速增长,库存水平合理,我们预计白酒产品结构上移推动净利率同比微升至12%左右。19Q1公司净利润增速慢于收入增速,主要受肉类加工和房地产业务拖累,我们预计一季度猪价大幅下行导致屠宰业务亏损约小几千万元,但随着二季度猪价开始进入上行周期后,预计后续屠宰盈利将会逐步改善;预计房地产业务亏损约大几千万元,但全年仍有望实现减亏。短期来看,省外市场持续高增驱动业绩增长,预计全年白酒收入有望实现25%-30%增长。长期来看,公司当前市占率不到10%,未来有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额。随着公司主业逐步清晰,业绩弹性有望得到充分体现,持续重点推荐。

- **山西汾酒：青花、玻汾继续高增，省外市场持续发力。**公司发布 2018 年年报和 2019 年一季报，2018 和 2019Q1 公司营收和净利润分别增长 47%/54%和 20%/23%，简评如下：1) 业绩符合预期，青花、玻汾继续高增。2018 年公司中高价酒收入增长 47%，毛利率增加 2.84pct，反映青花系列持续高增，预计 18 年青花增速约 60%（销售口径），占比约为 20%；低价酒收入增长 48%，毛利率下降 8.77pct，反映玻汾放量增长，预计玻汾增速约 36%，占比提升至约 30%，我们预计 19Q1 青花和玻汾系列继续维持快速增长。2) 省外市场增速更快，重点市场开拓见效。2018 年省内和省外市场收入增速分别为 37%和 64%，省外占比从 40%进一步提升至 43%，预计环山西市场贡献主要增量，我们认为 19 年除山西和环山西之外的广大省外市场将接过增长重任，针对“3+20”市场进行重点市场筛选打造，从一季度销售情况来看目标完成率良好。3) 2019 年目标积极，老名酒迎来复苏。公司 2019 年规划收入增长 20%以上，渠道反馈今年春节以来汾酒动销势头较好、全国库存良性，我们认为汾酒品牌优势在持续放大，省外市场加速增长，19 年考核目标有望顺利实现，迎来品牌势能释放的窗口期。
- **水井坊：业绩符合预期，高端、次高端产品继续放量。**公司发布 2018 年年报和 2019 年一季报，2018 和 2019Q1 公司营收和净利润分别增长 38%/73%和 24%/41%，简评如下：1) 业绩整体符合预期，高档产品快速增长。公司业绩延续了 2018 年前三季度以来的高增长，高档产品是增长主要动力，2018 和 2019Q1 高端产品（菁萃、典藏大师版）和次高端产品（井台、臻酿 8 号）分别增长 42%/43%和 1%/30%。2) 量价拆分来看，销量增加贡献主要增量。从不含散酒的指标来看，2018 和 2019Q1 销量均同比增长 27%，分别为当期收入贡献 26%和 25%的增长，提价分别贡献 14%和 4%的增长。3) 2019 年规划来看，公司目标积极，费用投放利在长远。公司规划 2019 年收入和利润分别增长 20%和 30%，目标积极稳健，预计主要增量仍来自于销售网络扩张以及核心市场渗透率的提升。公司春糖期间推出三款新品，19 年费用投放聚焦品牌建设，抓住行业分化期争取更多份额，利于公司长远发展。
- **安琪酵母：盈利压制因素有望改善，三年百亿目标可期。**一季度公司收入增长低于 15%的年度预算目标，主要系白糖业务因为年初糖价低迷公司惜售，如果剔除此因素，国内收入增速在 15%以上。出口业务一季度收入增长 13%，而去年一季度出口仅持平，主要因人民币对比去年同期贬值促进了公司出口。预计 2019Q2 公司将继续受益人民币贬值，叠加埃及 YE 项目投产及加大海外市场投入，出口业务有望继续保持较快增长。公司盈利能力有望逐步改善：(1) 2019Q1 伊犁工厂产能部分恢复，产能利用率从 60%回升至接近 80%；(2) 赤峰公司搬迁完成，2019 年可满足负荷生产；(3) 新榨季中国及埃及糖蜜价格下降 10%，俄罗斯略有上涨，从全球看糖蜜采购成本下降 6-7%；(4) 国内糖价回升，库存白糖后期销售有望实现减亏或扭亏。同时，人民币贬值将增加海外公司汇兑损益。公司提出 2021 年实现收入 100 亿的目标，2019-2021 年年均收入增长 15%以上，2019 年利润增长超过收入。公司管理层换届维持原有班底，战略和经营上继续保持专注和连续性。
- **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 4.22%，子板块肉制品涨幅居前	- 6 -
2019 年 4 月投资组合：五粮液、古井、顺鑫、青啤、元祖	- 6 -
最新重点报告观点（第 16 周）	- 8 -
2019Q1 食品饮料行业基金持仓分析：白酒大幅加配，板块持仓创新高	- 8 -
天味食品：川味复合调味料龙头，立足西南开启全国扩张	- 9 -
贵州茅台：业绩再超预期，剑指千亿目标	- 10 -
汤臣倍健：业绩大超预期，拥抱黄金时代	- 11 -
舍得酒业：结构、费用双升，静待改革红利释放	- 12 -
海天味业：收入保持稳健增长，调味酱增速回暖	- 13 -
泸州老窖：国窖快速增长，决胜年加速前进	- 14 -

图表目录

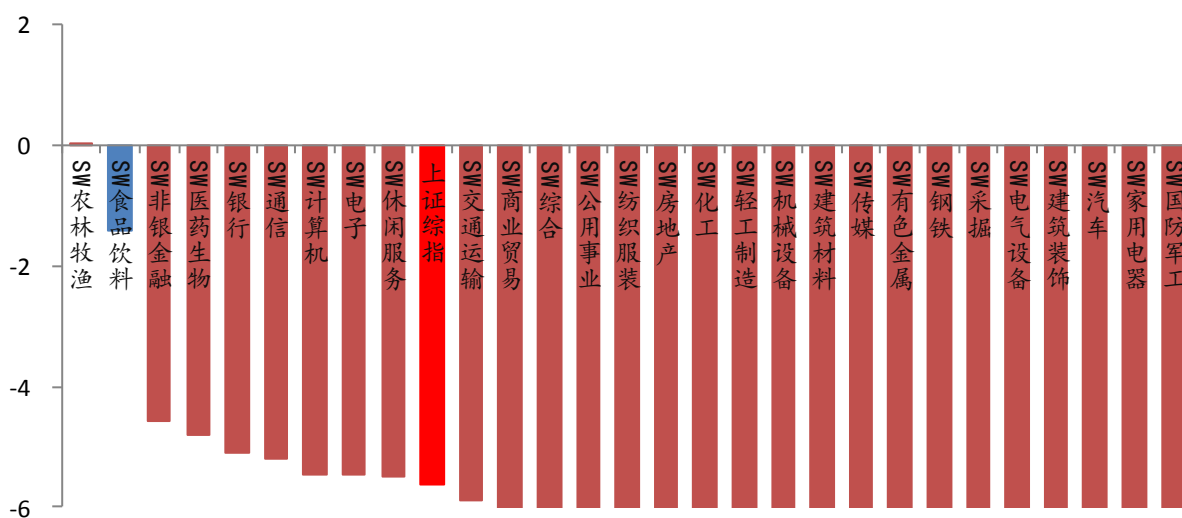
图表 1：食品饮料行业周下跌为-1.42%，领先上证综指 4.22%	- 6 -
图表 2：子板块肉制品居前	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 6 -
图表 4：4 月组合收益率为 6.68%	- 7 -
图表 5：重点公司盈利预测表	- 7 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 4.22%，子板块肉制品涨幅居前

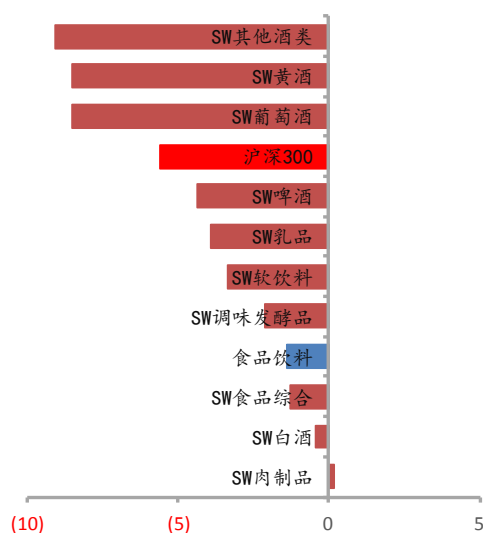
- **市场回顾：**本周上证综下跌-5.64%，食品饮料板块下跌-1.42%，领先上证综指 4.22 个百分点。子板块方面白酒、食品综合、调味发酵品、软饮料、乳品、啤酒、葡萄酒、黄酒和其他酒类分别下跌-0.42%、-1.26%、-2.14%、-3.36%、-3.93%、-4.37%、-8.51%、-8.52%和-9.07%。肉制品上涨 0.16%。个股方面，得利斯（27.50%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周下跌为-1.42%，领先上证综指 4.22%



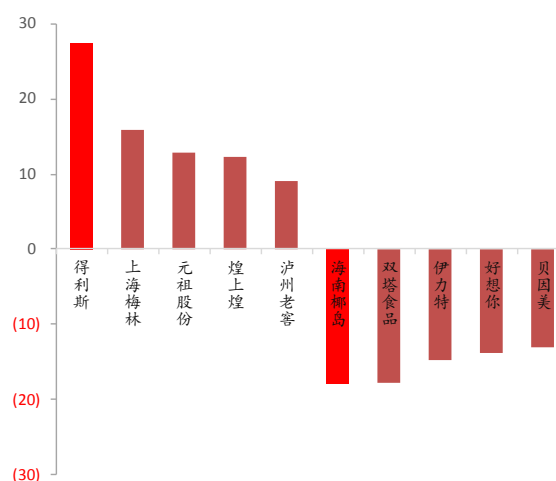
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块肉制品居前



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 4 月投资组合：五粮液、古井、顺鑫、青啤、元祖

- **4月推荐组合：五粮液、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、元祖股份。**
 当月内五者涨跌幅分别为五粮液（7.65%）、古井贡酒（7.72%）、顺鑫农业（-4.02%）、青岛啤酒（12.56%）、元祖股份（9.50%），组合收益率为6.68%。同期上证综指下跌-0.14%，组合领先上证综指6.82%。

图表4：4月组合收益率为6.68%

公司名称	代码	权重	4月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
五粮液	000858.SZ	20%	7.65%	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。	6.68%
古井贡酒	000596.SZ	20%	7.72%	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%	-4.02%	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%	12.56%	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%	9.50%	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	945.00	11869.2	21.56	28.02	33.05	43.8	33.7	28.6
五粮液	102.27	3882.2	2.55	3.47	4.25	40.1	29.5	24.1
泸州老窖	75.43	1057.5	1.75	2.37	2.75	43.1	31.8	27.4
洋河股份	117.20	1766.2	4.40	5.38	6.16	26.6	21.8	19.0
古井贡酒	115.80	583.6	2.28	3.37	4.42	50.8	34.4	26.2
山西汾酒	57.50	498.0	1.09	1.69	2.10	52.8	34.0	27.4
口子窖	62.86	377.2	1.86	2.55	3.05	33.8	24.7	20.6
水井坊	47.09	230.3	0.69	1.22	1.59	68.2	38.6	29.6
沱牌舍得	29.05	97.9	0.43	0.93	1.33	67.6	31.2	21.8
顺鑫农业	58.19	332.3	0.77	1.30	2.27	75.6	44.8	25.6
伊力特	17.64	77.8	0.80	1.07	1.34	22.1	16.5	13.2
老白干酒	18.92	82.9	0.37	0.73	1.04	51.1	25.9	18.2
迎驾贡酒	17.54	140.3	0.83	0.93	1.03	21.1	18.9	17.0
伊利股份	30.00	1838.7	0.99	1.06	1.20	30.3	28.3	25.0
绝味食品	46.55	190.9	1.26	1.58	1.95	36.9	29.5	23.9
元祖股份	26.05	62.5	0.85	1.02	1.22	30.6	25.5	21.4
青岛啤酒	48.59	656.0	0.94	1.05	1.37	1.6	46.3	35.5
重庆啤酒	35.00	169.4	0.68	0.86	1.02	51.5	40.7	34.3
中炬高新	34.29	273.3	0.57	0.76	0.95	60.2	45.1	36.1
海天味业	84.51	2286.8	1.31	1.62	1.94	64.5	52.2	43.6
安琪酵母	27.11	89.5	1.03	1.04	1.41	26.3	26.1	19.2
双汇发展	25.90	854.7	1.31	1.49	1.65	19.8	17.4	15.7
恒顺醋业	12.95	78.1	0.47	0.43	0.44	27.6	30.1	29.4
光明乳业	10.17	124.5	0.50	0.59	0.68	20.3	17.2	15.0

来源: wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 16 周）

2019Q1 食品饮料行业基金持仓分析：白酒大幅加配，板块持仓创新高

- **板块持仓分析：白酒大幅加配，带动板块持仓水平创新高。**截至 2019 年一季度末，食品饮料行业的基金持仓比例为 15.07%，环比提升 3.49pct，创下 2015 年以来本轮行情的最高水平。受此影响，食品饮料行业的超配幅度明显提升，超配比例环比提升 2.75pct 至 8.61%，同样创下 2015 年以来的最高水平，同时，一季度食品饮料行业的持仓水平和超配水平的提升幅度均位列全市场第一位。分板块来看，白酒板块持仓比例大幅提升 4.45pct 至 11.30%，是食品饮料行业持仓水平创新高的主要贡献力量，而啤酒和食品板块仓位略有下降，表明在白酒春节动销超预期、春糖反馈积极、一季报催化的综合驱动下，白酒行业的预期重回良性，基金持仓意愿亦随之增强，一季度大幅加仓成为推动板块估值修复的重要力量。
- **个股持仓分析：白酒股与食品股再分化。**从重仓股数据来看，食品饮料板块前 10 大重仓股中白酒股占据 8 席，高端酒茅、五、沪稳稳占据前三，重仓比例分别为 3.67%、2.49%、1.73%，另外两席食品股分别为伊利和中炬；从变动情况来看，白酒股加配明显，增持的前 10 名中白酒股占据 9 名，而在减持的前 10 名中非白酒股占据 9 名。从持有基金数来看，一季度白酒股持有基金数环比显著提升，食品股则略有下降。总结而言，无论从重仓占比还是从持有基金数来看，均呈现出白酒股大幅加配、食品股小幅减仓的特征，这与白酒股超额收益更加显著的现象相一致，其中五粮液的增持力度最大，重仓占比提升 1.56pct，持有基金数增加 273 家，推动五粮液一季度涨幅名列前茅。
- **外资持仓分析：外资持股先升后降，未来仍有充足增持空间。**2019 年一季度，A 股食品饮料板块经历了外资从流入到流出的“过山车”，先是年初以来流入明显加速，并主导了一季度前半段板块的估值修复行情，随着板块估值修复到一定位置之后，3 月以来部分外资陆续开始流出，五粮液、顺鑫的外资持股比例从最高点分别下降 1.4、3.3pct，食品类公司变动则较为稳健。长期来看，外资当前对龙头酒企 10%的持股比例距离 30%的持股上限仍有充足的增持空间。我们认为，食品饮料板块有望持续享受外资流入红利，外资有望成为板块的长线投资者，有助于修复并重构板块估值体系。
- **投资策略：总结来看，一季度食品饮料板块取得显著超额收益率，其背后离不开外资和内资的共同推动。**一季度内资大幅加配白酒，小幅减仓大众品，其核心在于白酒基本面边际改善更为显著，需求回暖、动销超预期将推动一季度乃至全年业绩快速增长，进而带动行业预期重回良性，估值也得以持续修复，因此一季度板块经历了业绩和估值的戴维斯双击，板块持仓水平也随之来到历史高位，若后续板块业绩能够维持稳健增长，板块持仓水平仍具提升空间。虽然外资当前出现分歧，但随着 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，需要重视外资对板块估值体系的重构作用。目前估值水平大多在 25-30 倍，

对应 2019 年业绩增速仍然相对合理,考虑到中长期的成长空间充足以及龙头企业成长的确定性较高,板块估值中枢有望上移,持续重点推荐。

- **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。**

天味食品:川味复合调味料龙头,立足西南开启全国扩张

- **公司是专注川味复合调味料的龙头企业。**天味食品专注于川味复合调味料,产品包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 9 大类 100 多品种(不包含定制餐调产品),同时公司充分利用自身研发优势为国内连锁餐饮企业提供定制餐调产品。2011-2018 年公司收入 CAGR 为 13.68%,归母净利润 CAGR 为 16.44%,销量 CAGR 为 10.68%。2015-2017 年百强企业火锅调料产量排名中公司分别位列第 2 名、第 2 名和第 3 名,百强企业复合调味料产量排名中公司分别位列第 8 名、第 6 名和第 5 名。公司五位副总经理均持有股份,激励较充分。
- **复合调味料市场潜力大,行业集中度具备提升空间。**火锅和川菜合计占餐饮行业消费额的 29.7%,已成为餐饮行业最重要的品类。根据 Frost & Sullivan,2010-2015 年我国复合调味料市场规模从 355 亿元增至 751 亿元,CAGR 为 16.1%;预计 2015-2020 年仍保持 14.7%的增长,2020 年市场规模有望达到 1488 亿元。2015 年我国复合调味料人均开支仅 8.8 美元,远低于美国的 83.3 和日本的 85.3 美元,提升空间大。其中火锅底料市场规模在 2010-2015 年从 59 亿元增长至 125 亿元,CAGR 为 16.2%;预计 2015-2020 年 CAGR 为 15.3%,2020 年达到 255 亿元。同时中高端火锅底料(10 元以上)占比从 2010 年的 14.6%增长至 2015 年的 22.6%,预计 2020 年将提升至 29.6%。中式复合调味料是增长最快的细分品类,2010-2015 年中式复合调味料市场规模从 55 亿元增至 123 亿元,CAGR 为 17.4%,预计 2015-2020 年市场规模将从 123 亿元增至 268 亿元,CAGR 为 16.9%。我国火锅底料市场 CR3 为 24.1%,前三大红九九、颐海、天味食品的市占率分别为 9.2%、7.9%、7.0%,第四名及以后的市占率不到 5%。随行业集中度提升,市场份额有望向强三大企业进一步集中。
- **火锅底料+川菜调料双轮驱动,立足西南大本营辐射全国。**火锅底料和川菜调料合计占据天味食品 85%的主营收入,2011-2018 年火锅底料收入的 CAGR 为 13.5%,川菜调料 CAGR 为 18.1%,两者销量的 CAGR 分别为 10.9%和 16.4%。2017 和 2018 年公司产品均价明显上升,2017 年主要受益于价格调整及折扣率降低,2018 年受益于手工火锅等高价新品带动产品结构升级,但由于花椒等原材料价格上升,公司近三年毛利率相对稳定。西南、华中地区占公司销售收入的 30.5%和 23.1%,通过在不同地区实行差异化营销策略,各地区自 2011 年以来保持稳健增长趋势。2018 年公司合作的经销商有 809 家,销售网络有约 30.8 万个零售终端、5.86 万个商超卖场和 4.1 万家餐饮连锁单店,覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市和 80%以上地级市。公司主要通过经销商渠道销售,经销商渠道收入占比达 85%。近年来定制餐调和电商渠道高速增长,成为公司新的增长点。公司费用率在行业中偏低,费用管控能力较强。
- **募集资金用途:**公司公开发行不超过 4,132 万股人民币普通股,募集资金用于家园生产基地改扩建项目、双流生产基地改扩建项目、营销服务

体系和信息化综合配套建设项目。主要目的在于扩大生产能力、提升服务质量、增强公司的行业优势。

- **盈利预测：**我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 17.67、21.76、25.85 亿元，同比增长 25.09%、23.13%、18.79%；实现净利润分别为 3.44、4.40、5.32 亿元，同比增长 29.08%、27.87%、20.88%，对应 EPS 分别为 0.71、0.91、1.10 元，对应 PE 为 48 倍、38 倍、31 倍。
- **风险提示：**原材料采购质量安全控制的风险；主要原材料价格波动的风险

贵州茅台：业绩再超预期，剑指千亿目标

- **事件：**2019 年一季度公司实现营业收入 216.44 亿元，同比增长 23.92%；实现归属于上市公司股东的净利润 112.21 亿元，同比增长 31.91%，基本每股收益为 8.93 元，同比增长 31.91%
- **一季报业绩超预期，均价提升+费用管控驱动利润更快增长。**19Q1 公司营业收入和利润增速为 23.9%/31.9%，略超公告指引的 20%/30%水平，报告期末预收账款为 113.85 亿元，环比下降 16.14%，同比下降 13.57%；考虑预收款变化，我们预计实际收入亦有 20%左右增长，一季度茅台酒发货量约 8700 吨，同比增长约 7%。19Q1 利润增速显著快于收入增速，主要是确认预收款对应的均价提升、系列酒毛利率提升以及费用管控力度加大所致。分产品来看，19Q1 茅台酒收入 194.98 亿元，同比增长 23.68%，系列酒收入 21.32 亿元，同比增长 26.30%。分渠道来看，直销收入为 10.92 亿元，占比仅约 5%，报告期末经销商数量为 2569 家，同比减少 533 家，主要是为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，公司减少酱香系列酒经销商 494 家。
- **毛利率如期提升，期间费用率继续下行。**19Q1 公司毛利率为 92.11%，同比提升 0.8pct，主要是产品提价所致；期间费用率为 10.8%，同比下降 1.49pct，其中销售费用率为 3.88%，同比下降 1.26pct，主要是系列酒发展步入正轨后费用投入效率提高所致，管理费用率为 6.52%，同比基本持平。2018 年公司净利率为 55.05%，同比大幅提高 2.77pct，主要得益于提价及费用使用效率提升。19Q1 公司经营活动产生现金流量净额为 11.89 亿元，同比下降 75.91%，主要是存放中央银行和同业款项净增加额及支付的各项税费增加所致。
- **全年公司收入目标有望全面完成，集团收入全力迈向千亿目标。**二季度以来，普飞价格快速上涨，目前一批价普遍在 1900 元以上，终端需求持续旺盛，随着自营店、商超以及企业团购渠道逐步放货，我们预计后续价格有望逐步回归更为良性的水平，但仍将维持在 1700-1800 元较高位置。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，目前自营渠道中专卖店配额有明显提高，商超供应已开展招标活动，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，这将有希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超预期达成，加快实现集团千亿目标。
- **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，持续重点推荐。我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 913/1062/1230 亿元，同比增长 18%/16%/16%；净利润分别为 440/516/601 亿元，同比增长 25%/17%/16%，对应 EPS 分别为 35.06/41.08/47.84 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：业绩大超预期，拥抱黄金时代

- **事件：**公司 2019 年一季报公告，营业收入 15.71 亿元，同比+47.17%，归母净利润 4.97 亿元，同比+33.69%，均超出市场预期。
- **收入端：**19Q1 收入增速 47.17%开门红，主因品牌和渠道双驱动。1) **分产品看**，主品牌汤臣倍健收入同比增长 29.84%，健力多增长 69.48%，对整体营收高增长的驱动明显。从澳洲本地销售的终端数据来看，Life-space 终端销售保持较好增长态势，在中国的主动销售亦呈现良好增长势头。2) **分渠道看**，根据我们草根调研及 2018 年渠道数据的估算，我们预计线下药店收入占比较高，收入增长高双位数增长。2019 年 1-3 月阿里系数据显示保健品行业增速分别为-1.3%、16.9%、1.6%，汤臣倍健的收入增速为 8%、41%、19.4%，继续保持线上增长行业第一。加之合生元报表反馈 Swisse 中国市场增长 32.2%，预计电商实际增速比市场预期要好。母婴和商超渠道积极开拓，低基数下预计有高双位数或翻倍增长。《中华人民共和国电子商务法》（以下简称“《电商法》”）实施，部分面对中国消费者的澳洲零售客户受到一定冲击，但从面对澳洲本地销售的终端数据来看，Life-space 终端销售依然保持较好增长态势，在中国的主动销售亦呈现良好增长势头。从中长期看，《电商法》的实施有利于规范电商运营秩序，进一步促进行业和品牌企业的健康发展。
- **全年收入实现高增长，空间来自哪里？**公司启动以蛋白质粉为形象产品的“汤臣倍健”主品牌提升策略、进一步丰富和夯实大单品战略、开启电商品牌化 3.0 战略、加速商超渠道和母婴渠道建设
- **利润端：19Q1 归母净利润增长 33.69%超市场预期，销售费用率提升 3.51%。**1) 公司 19Q1 毛利率 67.22%，同比下降 0.39pct。2) 销售费用率 19.15%，同比提升 3.51pct，主因品牌推广费的投入增加以及并表影响；3) 管理费用率 4.81%，同比提升 0.27pct，主因 LSG 并表无形资产摊销所致。4) 资产减值 601.56 万元，同比-46.19%，主因应收账款、其他应收款计提坏账减少所致 5) 营业外收入 14.26 万元，同比+146.42%，主因客户注销保证金转入以及罚款收入所致；营业外支出 26.48 万元，同比+669.13%，主因固定资产报废以及 LSG 并表所致；6) 所得税费用 1.6 亿元，同比+40.02%，主因销售增长带动所得税增加所致。

- **现金流相对稳健。**公司货币资金期末余额为 24.9 亿元，较年初上升 37.45%，主要为银行借款和理财的到期所致；经营活动现金流 724.52 万元，同比-94.06%，主要为支付年底奖金、品牌推广费以及税金增加所致；投资活动现金流量净额 2.67 亿元，同比+224.03%，主要为理财产品到期所致。预收款项期末余额 2575 万元，较年初下降 92.21%（18Q1 预收款较 2018 年初下降 70.38%），主因 2018 年末控货，客户提前备货预付货款较多，一季度发货后自然减少，属于正常。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计并表 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 22、18、14X，百亿汤臣，黄金时代，收入利润高增长，维持买入评级，积极推荐。
- **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。

舍得酒业：结构、费用双升，静待改革红利释放

- **事件：**2019 年一季度公司实现营业收入 6.97 亿元，同比增长 34.06%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 21.53%，基本每股收益为 0.30 元，同比增长 22.83%。
- **中高档产品持续放量、确认部分预收款共同推动 Q1 收入快速增长。**19Q1 公司收入为 6.97 亿元，同比增长 34.06%，主要是中高档产品继续快速增长。公司预收账款 1.50 亿元，同比下降 60.93%，环比下降 39.21%，主要是 Q1 确认了部分上年收入。19Q1 酒类业务收入达到 5.93 亿元，同比增长 35.37%，其中，分产品来看，中高档酒实现收入 5.77 亿元，同比增长 36.01%，低档酒实现收入 0.16 亿元，同比增长 15.78%，舍得系列增速明显更快，中高档酒收入占比同比提升 0.44pct 至 97.33%，产品结构持续升级。分区域来看，省内市场实现收入 1.38 亿元，同比增长 26.65%，省外市场实现收入 4.36 亿元，同比增长 35.08%，省外市场增速更快，全国化开拓取得成效，此外电商渠道实现收入 0.19 亿元，同比增长 200.28%，收入占比同比提升 1.76pct 至 3.21%。报告期末共有经销商 1638 家，环比 2018 年末增加 8 家。19Q1 公司净利润为 1.01 亿元，同比增长 21.53%，公司收入增速快于利润增速，主要是费用率大幅提升以及所得税率提升所致。
- **毛利率、费用率双升，现金流小幅下降。**19Q1 公司毛利率为 74.76%，同比提高 5.30pct，主要是中高档产品放量，产品结构继续上移；期间费用率为 38.70%，同比提高 4.80pct，其中销售费用率为 26.09%，同比提高 2.85pct，主要是加大广告宣传费用的投放所致；管理费用率为 11.93%，同比提高 1.10pct，主要是摊销股权激励费用、厂房修理费增加所致，将研发费用考虑在内之后管理费用率同比提高 1.95pct，主要是公司加大了玻璃瓶和酒类项目的研发投入；财务费用率为 0.68%，同比提高 0.85pct。19Q1 公司净利率为 15.49%，同比下降 1.11pct，一方面是费用率的增加部分抵消了毛利率的提升，另一方面公司所得税率同比提升 13.68pct，主要是母公司转回了上年可抵扣亏损计算的递延所得税费用。19Q1 公司经营活动现金流量净额为-0.11 亿元，去年同期为 2.48

亿元，主要是一方面销售收到货款有所减少，销售收现同比下降 8.56%，另一方面预付广告款大幅增加，预付账款同比大增 92.16%。

- **股权激励目标积极，中高档酒有望稳健增长。**2018 年年底公司实施股权激励计划，拟向管理层及核心骨干等 418 人授予 919 万股限制性股票，授予价格为 10.51 元，从业绩考核目标来看，按照 2018 年净利润计算，公司 2019-2022 年剔除摊销成本后归母净利润增速分别为 51.13%、25.00%、24.44%和 25.00%，公司股权激励目标积极，将进一步激发核心员工经营活力，利于公司中长期发展。目前产品线趋于清晰化，品味和智慧舍得大单品策略稳步推进，中高档酒回归稳健增长；中低端沱牌系列继续调整，聚焦天特优曲，短期拖累收入增速但利好中长期发展。公司产品体系、渠道价格正在逐渐理顺，静待改革红利持续释放。
- **投资建议：**维持“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 27.35、33.23、40.19 亿元，同比增长 23.61%/21.52%/20.92%；净利润分别为 4.18/5.44/6.84 亿元，同比增长 22.24%/30.25%/25.66%，对应 EPS 分别为 1.24/1.61/2.03 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。

海天味业：收入保持稳健增长，调味酱增速回暖

- **事件：**公司发布 2019 年一季度报告。2019Q1 公司实现营业收入 54.90 亿元，同比增长 16.95%；实现归母净利润 14.77 亿元，同比增长 22.81%；实现扣非后归母净利润 13.97 亿元，同比增长 21.46%；EPS 为 0.55 元。一季度末预收账款为 12.96 亿元，环比减少 59.97%，主要系上年末经销商提前备货打款导致年初预收账款较大。经营活动产生的现金流量净额同比下降 88.31%，主要系材料采购支出增加。
- **酱油和蚝油维持高速增长，调味酱增速回升。**分品类，2019Q1 公司实现酱油收入 32.93 亿元，同比增长 14.68%；实现蚝油收入 9.24 亿元，同比增长 24.63%，酱油和蚝油两大品类均保持高速增长趋势。2019Q1 调味酱实现收入 7.20 亿元，同比增长 6.13%，2018 年收入增速为 2.55%。调味酱经过调整后增速回暖，我们预计随调整成果逐渐显现调味酱增速有望进一步回升。分地区，西部区域由于基数较小，受益渠道开拓，2019Q1 实现收入 6.13 亿元，增长 26.39%；中部区域收入为 10.84 亿元，增长 20.16%；东部区域收入为 11.34 亿元，增长 17.11%；南部区域收入为 10.95 亿元，增长 11.13%；北部区域收入为 13.68 亿元，增长 10.27%。从经销商数量看，2019Q1 中部、北部、西部、南部、东部地区净增加经销商 47、45、37、28、25 家。分渠道，公司一季度线下渠道收入为 52.00 亿元，增长 14.93%；线上渠道收入为 0.95 亿元，增长 64.39%。
- **成本上升致毛利率小幅承压，费用率下降释放利润弹性。**2019Q1 公司毛利率下降 0.92 个 pct 至 45.78%，主要系部分原材料及包材成本上涨。费用方面，公司销售/管理(含研发)/财务费用率同比-1.15/-0.19/-0.78 个 pct 至 12.03%/3.46%/-1.43%。销售费用率下降主要系 2019Q1 市场投入较少，根据全年预算，预计后三季度会加大销售费用投放；财务费用率下降主要系本期利息收入增加。受益期间费用率下降，2019Q1 公司销售净利率提升 1.28 个 pct 至 26.91%。

- **盈利预测：**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。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 45 倍、37 倍、31 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。

泸州老窖：国窖快速增长，决胜年加速前进

- **事件：**2018 年公司实现收入 130.55 亿元，同比增长 25.60%，实现归母净利润 34.86 亿元，同比增长 36.27%，基本每股收益 2.38 元，同比增长 32.37%，拟每 10 股派发现金股利 15.50 元（含税）；2019 年一季度实现收入 41.69 亿元，同比增长 23.72%，实现归母净利润 15.15 亿元，同比增长 43.08%。
- **业绩超预期，中高档酒快速增长。**2018 年公司收入和利润均超额完成年初既定目标，中高档酒持续发力驱动利润增速实现更快增长，其中中高档酒收入 63.78 亿元，同比增长 37.21%，中档酒收入 36.75 亿元，同比增长 27.83%，低档酒收入 28.07 亿元，同比增长 8.3%。19Q1 收入和利润增速超出市场预期，产品结构上移以及费用战略收缩推动利润快速增长，预收账款为 12.86 亿元，同比下降 7.37%；分产品来看，我们预计国窖 1573 和特曲收入增速在 25%-30%，窖龄酒收入增速对整体有所拖累；分市场来看，我们预计西南、湖南等传统优势市场收入增速相对稳健，华东、华南等空白市场布局加大后收入实现高速增长。
- **19Q1 毛利率显著提升，期间费用率初步下行。**2018 年公司毛利率为 77.53%，同比提高 5.6pct；期间费用率为 30.35%，同比提高 2.7pct，其中销售费用率为 25.99%，同比提高 2.79pct，主要是加大广告宣传和市场营销力度影响所致；管理费用率为 6.01%，同比提高 0.53pct，主要是公司人员规模扩大带来绩效奖金增加所致；财务费用率为 -1.65%，同比下降 0.62pct，主要是存款利息收入增加所致；净利率为 26.89%，同比提高 1.86pct。19Q1 公司毛利率为 79.15%，同比大幅提高 8.9pct，主要是结构上移所致；期间费用率为 19.61%，同比下降 1.29pct，其中销售费用率为 16.93%，同比下降 1.27pct，主要是促销费用削减所致，管理费用率为 3.9%，同比下降 0.26pct，财务费用率为 -1.21%，同比提高 0.26pct。19Q1 公司经营活动现金流量净额为 5.61 亿元，同比大幅增长 60.99%，现金流表现优秀。
- **2019 年是三年冲刺的决胜年，收入有望继续实现 20% 增长。**老窖作为三家高端酒中机制最为灵活的企业，品牌营销能力突出，量价规划一直采取跟随策略，抗风险及调整能力更强，这无疑为长期发展奠定有利根基。2019 年是公司十三五“战略三年冲刺期的决胜之年，规划收入增长 15%-25%，根据目前渠道表现，国窖一批价逐步回升至 750 元以上，茅五价格上行亦为国窖放量增长提供有力基础，我们预计全年收入有望继续保持 20% 以上增长，持续看好公司在高中低档酒三驾马车驱动下业绩实现良性增长。

- **投资建议：**重申“买入”评级，继续重点推荐。我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 158/188/221 亿元，同比增长 21%/19%/17%；净利润分别为 46/57/70 亿元，同比增长 31%/25%/22%，对应 EPS 分别为 3.11/3.88/4.75 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。