

行业研究/中期策略

2019年05月10日

行业评级:

食品饮料

增持 (维持)

# 高端白酒仍是我们下半年的首选

## 食品饮料行业 2019 年中期策略

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

**王楠** 执业证书编号: S0570516040004  
研究员 010-63211166  
wangnan2@htsc.com

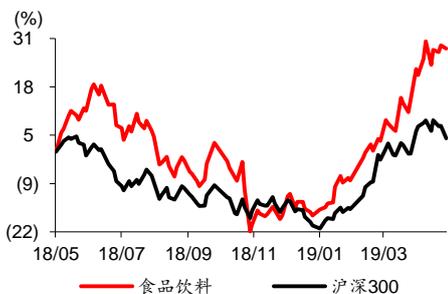
**李晴** 执业证书编号: S0570518110003  
研究员 021-28972093  
liqing3@htsc.com

**张晋溢** 010-56793951  
联系人 zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《华致酒行(300755,增持): 单店收入提升 + 前瞻性备货计划》2019.04
- 2 《中炬高新(600872,增持): 美味鲜利润超预期, 运营效率提升》2019.04
- 3 《光明乳业(600597,增持): 液态奶业务企稳》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

**看好 2019 年下半年白酒板块业绩和估值双提升带来的投资机会**

2019 年上半年在强劲的基本面支撑下,白酒板块的悲观预期得到扭转,估值水平得到明显的修复,食品饮料行业在白酒板块的带领下明显跑赢上证指数。截止 4 月 30 日,食品饮料行业 PE(TTM)较过去十年均值低 1%,虽然估值修复的行情基本已经结束,但白酒板块仍然是 2019 年下半年我们在食品饮料行业细分领域中的首选,我们看好业绩和估值的双提升带来的股价弹性。白酒板块中我们关注需求增长更加强劲,竞争格局更加稳定和清晰的高端白酒,推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖。

**回顾 2019H1: 基本面改善,白酒带领食品饮料跑赢上证指数**

行情表现方面,截止 2019 年 4 月 30 日,食品饮料行业年内涨幅 51%,表现在 29 个中信一级行业中排名第 2,仅次于农林牧渔。期间跑赢上证指数 27.9pct,表现明显优于大盘。基本面方面,整个消费环境出现改善,宏观角度看社会消费品零售增速和消费者信心从 18Q4 开始回升,微观角度看食品饮料行业 18Q4 和 19Q1 的收入增速分别为 27%和 19%,相较 18Q3 的 16%有明显回升。同时行业 18Q4 和 19Q1 的净利增速分别为 44%和 24%,明显高于同期收入增速,行业盈利能力仍在持续改善中。

**白酒行业展望: 高端酒需求强劲,估值有望看高一线**

我们认为从需求结构、竞争格局和渠道管控三个维度看,当前的白酒行业要优于 2011 年。从需求结构看,民间需求的占比从 2011 年的 10%上升至 2018 年的 45%,成为驱动白酒行业增长的重要力量。从竞争格局看,根据中国产业信息网的统计,2018 年贵州茅台、五粮液和泸州老窖占据 96% 的高端白酒市场份额,集中度优于 2011 年,而且贵州茅台的领先优势十分明显。从渠道管控角度看,扁平化的渠道结构、严格的价格和库存管理标准都加强了酒企对市场的掌控力度,一定程度上避免了渠道库存对产品价格的冲击,有利于行业中长期的稳健发展。

**投资建议: 推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖**

在白酒行业中,高端白酒的需求增长更加强劲,竞争格局更加的稳定和清晰,是我们重点推荐的子板块。贵州茅台作为高端白酒的代表,旗舰产品飞天茅台供不应求的格局短期内难以扭转,产品批发价格的持续上行将提升出厂价上调的预期,业绩弹性较大。五粮液 2019 年推行的产品升级和渠道改革将有助于释放品牌潜力,公司和经销商合力拉动业绩增长。泸州老窖凭借国窖 1573 卡位高端白酒,将较为充分的受益于高端白酒的量价齐升,同时渠道网络的领先布局也将给泸州老窖带来较大的增长潜力。

风险提示: 飞天茅台的需求不达预期; 高端白酒的渠道和社会库存高于预期; 食品安全。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600519	贵州茅台	858.81	买入	28.02	35.76	45.47	54.26	31	24	19	16
000858	五粮液	91.81	买入	3.45	4.70	6.05	7.32	27	20	15	13
000568	泸州老窖	67.70	买入	2.38	3.37	4.35	5.34	28	20	16	13

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

2019 年上半年回顾：白酒带领食品饮料板块跑赢上证指数.....	4
行情回顾：白酒牵头，食品饮料跑赢上证指数.....	4
基本面回顾：消费者信心低点已过，上市公司业绩稳健增长.....	5
2019 年下半年展望：白酒仍是最值得关注的品种.....	10
白酒行业：高端酒需求强劲，估值有望看高一线.....	10
需求结构更加健康：民间消费的占比明显提升.....	11
竞争格局更加稳定：茅台领跑，优势尽显.....	12
渠道管控更加深入：扁平的渠道结构 + 严格的价格和库存管理.....	13
乳制品行业：生鲜乳价格上升周期中，费用压力有所缩减.....	14
高端乳品需求旺盛，产品升级推动行业规模持续增长.....	14
2019 年费用压力相较 2018 年或将有所缓解.....	14
需求稳步上升而供给受限，生鲜乳价格重心有望上移.....	15
啤酒行业：产量企稳，提价进行中.....	16
产品价格提升成为行业发展的主线.....	16
企业盈利能力改善空间较大.....	16
投资建议：把握白酒板块业绩估值双提升的机会.....	17
贵州茅台：供不应求为主要矛盾.....	17
五粮液：产品和渠道改革加速品牌潜力释放.....	18
泸州老窖：卡位高端，受益于高端白酒的量价齐升.....	19

## 图表目录

图表 1：食品饮料行业区间内（20190101~20190430）上涨 51%.....	4
图表 2：食品饮料行业区间内（20190101~20190430）相对上证指数跑赢 27.9pct.....	4
图表 3：区间内（20190101~20190430）白酒表现最好，葡萄酒表现较差.....	5
图表 4：食品饮料板块从 2019 年 3 月中旬开始明显跑赢上证指数.....	5
图表 5：社会消费品零售同比增速在 2018Q4 的低位上有所回升.....	6
图表 6：消费者信心指数在经历了 18Q3 的低谷期后开始出现明显回升.....	6
图表 7：食品饮料行业单季收入及增长情况.....	7
图表 8：食品饮料行业单季净利及增长情况.....	7
图表 9：白酒行业单季收入及增速.....	7
图表 10：白酒行业单季净利及增速.....	7
图表 11：2018 年是飞天茅台最近一次上调出厂价后的第一年.....	7
图表 12：乳制品行业单季收入及增速.....	8
图表 13：乳制品行业单季净利及增速.....	8
图表 14：啤酒行业单季收入及增速.....	8
图表 15：啤酒行业单季净利及增速.....	8
图表 16：肉制品行业单季收入及增速.....	8

图表 17: 肉制品行业单季净利及增速.....	8
图表 18: 调味品行业单季收入及增速.....	9
图表 19: 调味品行业单季净利及增速.....	9
图表 20: 调味品行业单季收入及增速.....	9
图表 21: 调味品行业单季净利及增速.....	9
图表 22: 食品饮料板块 PE (TTM) 情况.....	10
图表 23: 食品饮料板块 PB (LF) 情况.....	10
图表 24: 规模以上白酒企业收入情况.....	10
图表 25: 规模以上白酒企业利润总额情况.....	10
图表 26: 2011 年民间需求仅占据白酒需求的 10%.....	11
图表 27: 2018 年民间需求占据白酒需求的 45%.....	11
图表 28: 2016 年以来部分地区政府和机构颁布的禁酒令情况.....	11
图表 29: 城镇居民人均可支配收入持续增长.....	11
图表 30: 2018 年餐饮行业收入 42716 亿元, 同比+9.50%.....	11
图表 31: 飞天茅台 2019 年京东价格维持 1499 元, 但存在缺货情况.....	12
图表 32: 普通五粮液 2019 年京东价格达到 1099 元.....	12
图表 33: 2018 年高端白酒市场主要公司的份额情况.....	12
图表 34: 代表性的区域性白酒企业.....	12
图表 35: 贵州茅台加大对经销商的管控力度.....	13
图表 36: 液态乳行业销售额增速情况.....	14
图表 37: 2018 年中国人均饮奶量情况.....	14
图表 38: 高端白奶代表产品特仑苏销售额情况.....	14
图表 39: 常温酸奶代表产品安慕希销售额情况.....	14
图表 40: 伊利股份销售费用率 18Q2 见顶后回落.....	15
图表 41: 中国奶牛存栏数已经见顶回落.....	15
图表 42: 2018 年中国啤酒产量同比增长 0.5%.....	16
图表 43: 华润啤酒吨酒价格情况.....	16
图表 44: 青岛啤酒吨酒价格情况.....	16
图表 45: 贵州茅台单季收入及同比增速.....	17
图表 46: 贵州茅台单季净利及同比增速.....	17
图表 47: 五粮液单季收入及同比增速.....	18
图表 48: 五粮液单季净利及同比增速.....	18
图表 49: 泸州老窖单季收入及同比增速.....	19
图表 50: 泸州老窖单季净利及同比增速.....	19

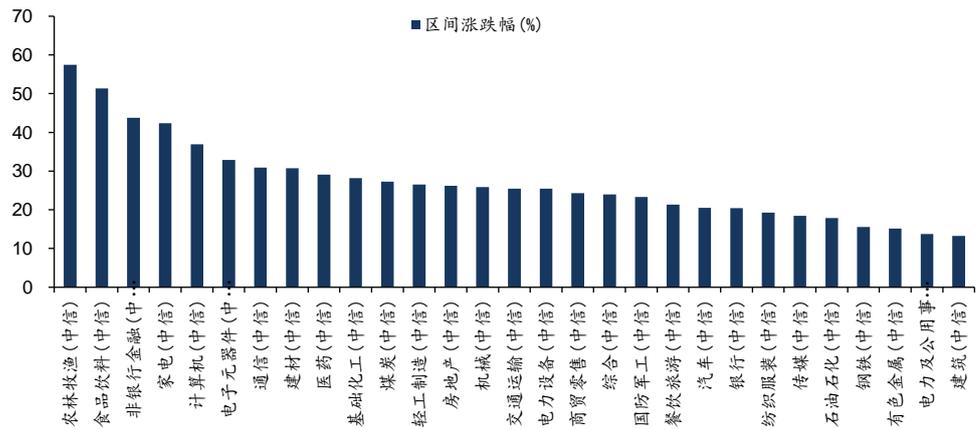
## 2019年上半年回顾：白酒带领食品饮料板块跑赢上证指数

### 行情回顾：白酒牵头，食品饮料跑赢上证指数

2019年上半年食品饮料板块的表现整体处于市场前列的水平。截止2019年4月30日，食品饮料行业年内的表现在29个中信一级行业中排名第2。

- 1) 从绝对涨幅看，食品饮料行业2019年1月1日至4月30日期间上涨幅度为51%，表现次于农林牧渔行业。

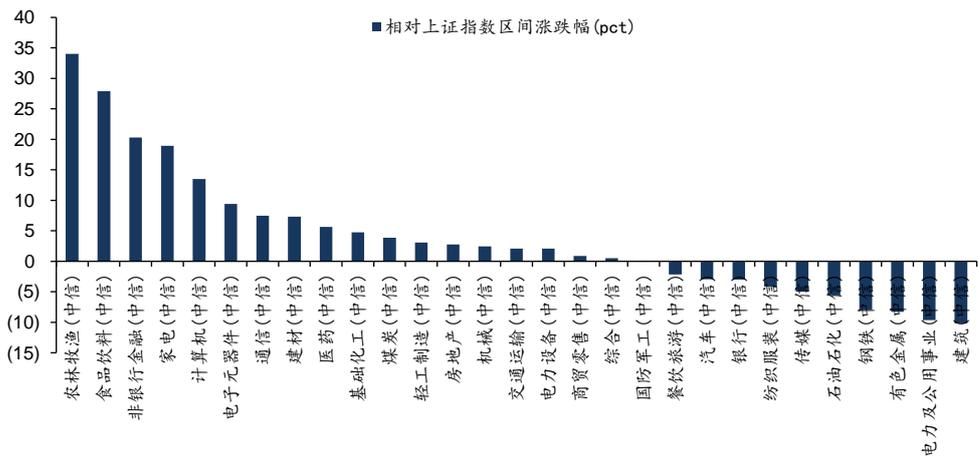
图表1：食品饮料行业区间内（20190101~20190430）上涨51%



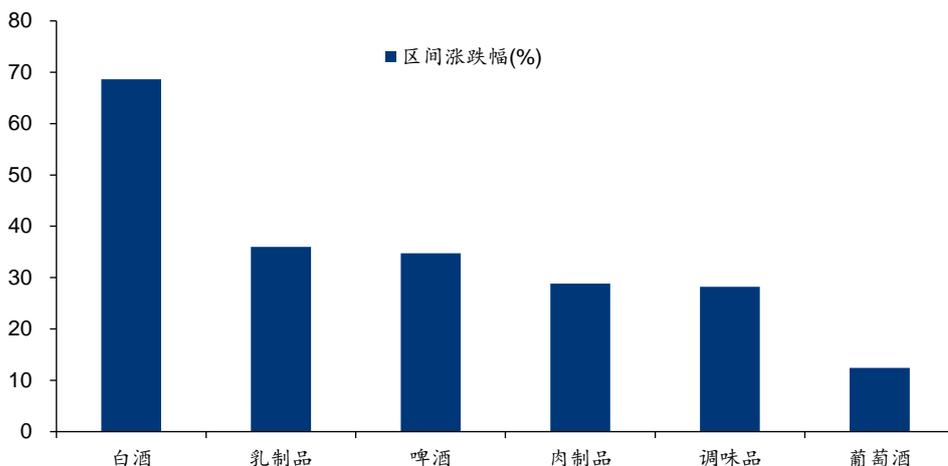
资料来源：Wind，华泰证券研究所

- 2) 从相对涨幅看，食品饮料行业2019年1月1日至4月30日期间跑赢上证指数27.9pct，表现明显优于大盘。

图表2：食品饮料行业区间内（20190101~20190430）相对上证指数跑赢27.9pct



**图表3： 区间内（20190101~20190430）白酒表现最好，葡萄酒表现较差**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

动态角度看，食品饮料板块自3月中旬开始明显跑赢上证指数。食品饮料行业自3月中旬开始明显跑赢上证指数的重要原因是市场对白酒行业的谨慎预期出现扭转，尤其在3月21~3月23日的糖酒会期间机构投资者通过与主要酒企、经销商的集中交流，开始逐步调整年初到3月份对于白酒相对谨慎的观点，上调了2018年四季度和2019年一季度的市场需求和上市公司业绩的预期。

**图表4： 食品饮料板块从2019年3月中旬开始明显跑赢上证指数**

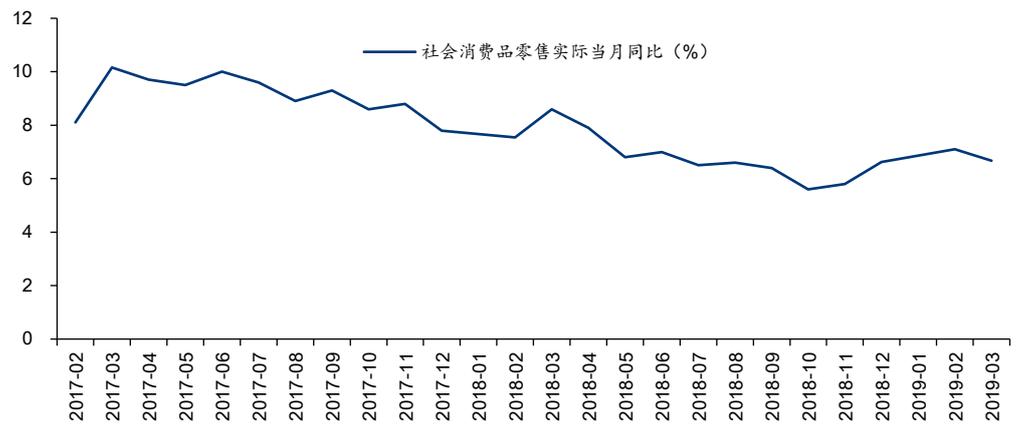


资料来源：Wind，华泰证券研究所

综上所述，白酒细分板块的预期修复是2019年上半年食品饮料板块明显跑赢市场的重要原因。2018年投资者出于对白酒终端需求和库存压力的担忧，对白酒上市公司业绩的预期不断下降，然而这种悲观预期在2019年一季度见底回升，推动白酒细分板块取得了良好表现。

### 基本面回顾：消费者信心低点已过，上市公司业绩稳健增长

由于消费者对收入增长和财产增值的预期在2018Q4的悲观基础上有所好转，消费意愿对需求增长产生了边际上向好的推力。根据国家统计局的数据，进入2019Q1社会消费品零售的增长速度相较2018Q4有一定程度的改善，我们认为宏观经济活跃度的回升和不动产价格的企稳促使消费者的购买行为出现向好的边际改善。

**图表5：社会消费品零售同比增速在2018Q4的低位上有所回升**

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

消费者信心经过18Q3的低点之后，出现较为明显的回升。根据国家统计局的数据，消费者信心指数在2018年6月开始出现较为明显的下滑，随后低位运行了4个月，直到2018年11月开始，消费者的信心指数开始出现明显的回升，并在2019年2月创下2018年以来的新高。

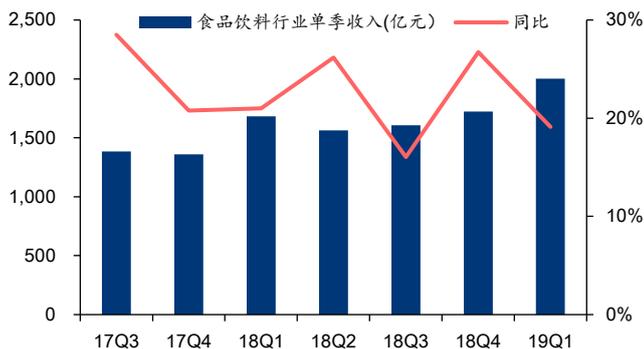
**图表6：消费者信心指数在经历了18Q3的低谷期后开始出现明显回升**

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

食品饮料行业上市公司的业绩稳健增长，从微观层面印证了消费的韧性。食品饮料行业2018Q4和2019Q1的收入和利润增长仍然稳健，且均高于2018Q3的增速，并未出现大幅下滑的情形，我们认为这从微观层面说明了消费需求的韧性。

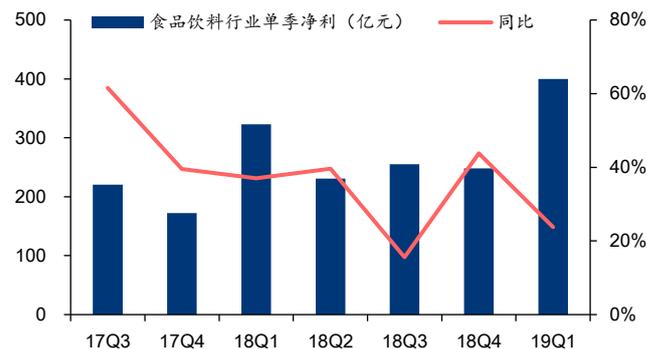
- 1) 根据Wind的统计，2018Q4食品饮料行业上市公司实现收入1722亿元，同比增长27%；2019Q1实现收入2003亿元，同比增长19%。连续两个季度的收入增速高于2018Q3的16%。
- 2) 根据Wind的统计，2018Q4食品饮料行业上市公司实现净利248亿元，同比增长44%；2019Q1实现净利400亿元，同比增长24%。连续两个季度的净利增速高于2018Q3的16%。

图表7: 食品饮料行业单季收入及增长情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 食品饮料行业单季净利及增长情况

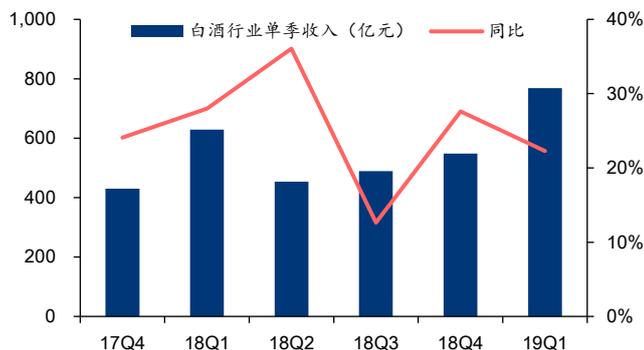


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

细分行业的股价涨幅有较为明显的差距, 背后有基本面分化的支撑。虽然细分领域在 2019 年上半年普遍上涨, 但是食品饮料行业中的细分领域的基本面表现存在比较明显的分化, 这与市场表现的分化具有较高的吻合度。

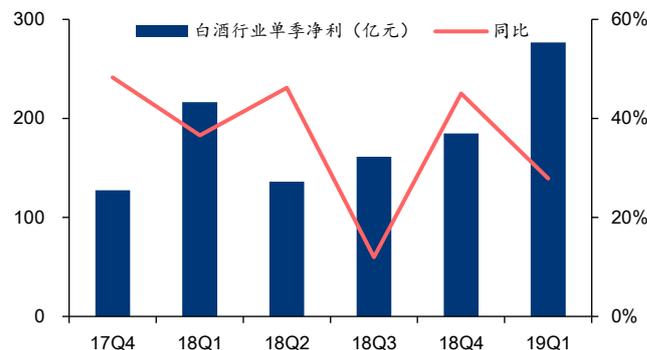
- 1) 白酒行业的基本面在主要的食品饮料子行业中表现最为强劲。根据 Wind 的统计, 2018Q4 白酒行业上市公司实现收入 549 亿元, 同比增长 28%; 同期实现净利 185 亿元, 同比增长 45%。2019Q1 白酒行业上市公司实现收入 769 亿元, 同比增长 22%; 同期实现净利 277 亿元, 同比增长 28%。

图表9: 白酒行业单季收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 白酒行业单季净利及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

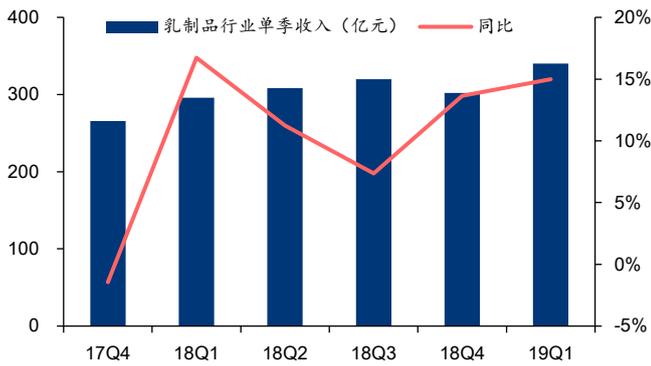
图表11: 2018年是飞天茅台最近一次上调出厂价后的第一年

时间	提价幅度	提价后飞天茅台价格(元/瓶)	距离上次提价时间(月)
2001年8月	28%	218	20
2003年10月	23%	268	26
2006年2月	15%	308	28
2007年3月	16%	358	13
2008年1月	23%	439	10
2009年1月	14%	499	12
2010年1月	13%	563	12
2011年1月	10%	619	12
2012年1月	32%	819	12
2017年12月	18%	969	72

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

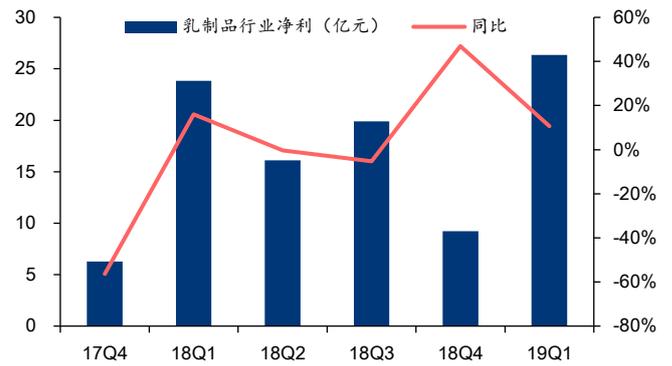
- 2) 乳制品行业的利润率在费用压力缓解的背景下有所回升。根据 Wind 的统计, 2018Q4 乳制品行业上市公司实现收入 302 亿元, 同比增长 14%; 同期实现净利 9 亿元, 同比增长 47%。2019Q1 乳制品行业上市公司实现收入 340 亿元, 同比增长 15%; 同期实现净利 26 亿元, 同比增长 11%。

图表12: 乳制品行业单季收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

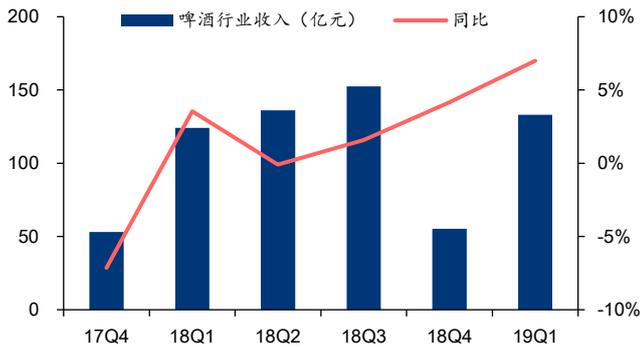
图表13: 乳制品行业单季净利及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

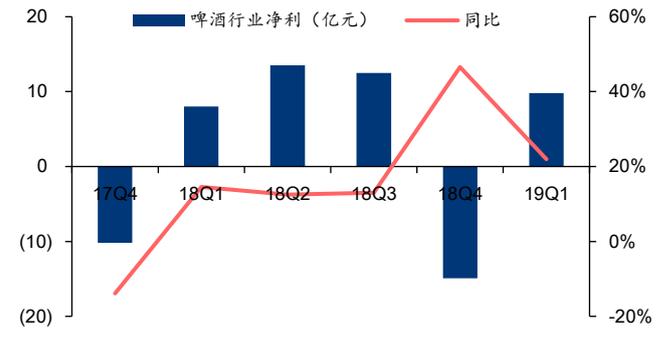
3) 啤酒行业的收入增速处于上升通道。根据 Wind 的统计, 2018Q4 啤酒行业上市公司实现收入 55 亿元, 同比增长 4%; 同期实现亏损-15 亿元, 亏损同比增长 47%。2019Q1 啤酒行业上市公司实现收入 133 亿元, 同比增长 7%; 同期实现净利 10 亿元, 同比增长 22%。

图表14: 啤酒行业单季收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

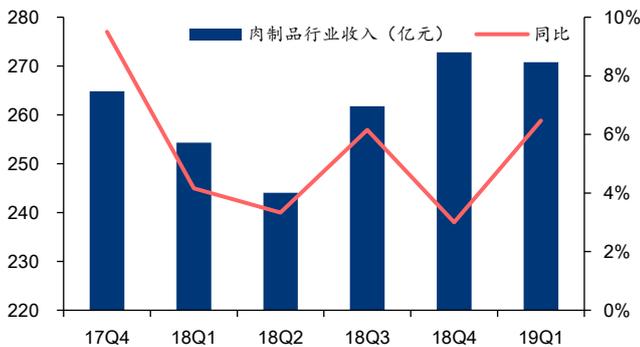
图表15: 啤酒行业单季净利及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

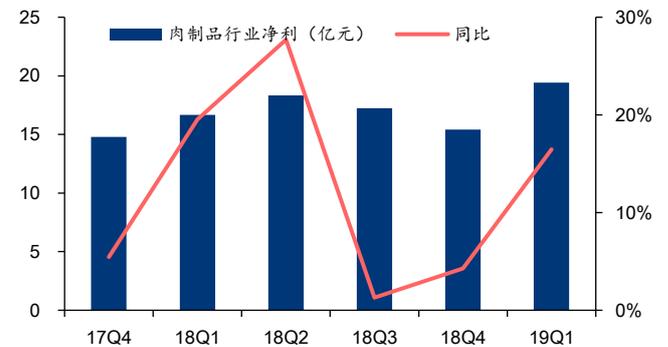
4) 肉制品行业的利润率水平有所上升。根据 Wind 的统计, 2018Q4 肉制品行业上市公司实现收入 273 亿元, 同比增长 3%; 同期实现净利 15 亿元, 同比增长 4%。2019Q1 肉制品行业上市公司实现收入 271 亿元, 同比增长 6%; 同期实现净利 19 亿元, 同比增长 16%。

图表16: 肉制品行业单季收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

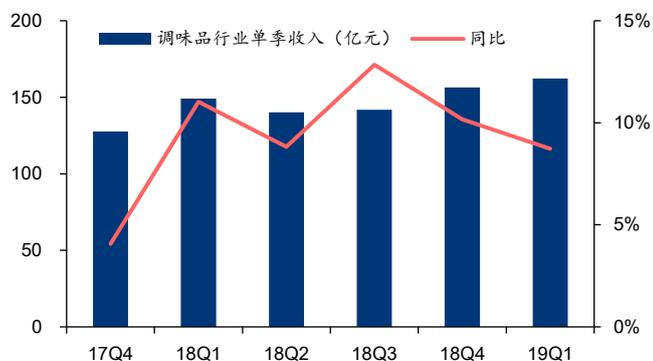
图表17: 肉制品行业单季净利及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

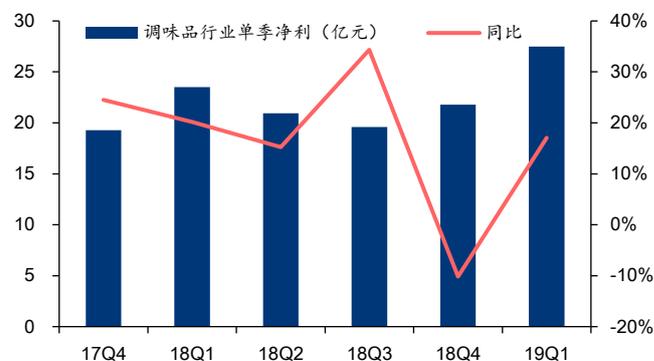
- 5) 调味品行业的收入增长稳健,与宏观环境的关联度较弱。根据 Wind 的统计,2018Q4 调味品行业上市公司实现收入 156 亿元,同比增长 10%;同期实现净利 22 亿元,同比下降 10%。2019Q1 调味品行业上市公司实现收入 162 亿元,同比增长 9%;同期实现净利 28 亿元,同比增长 17%。

图表18: 调味品行业单季收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

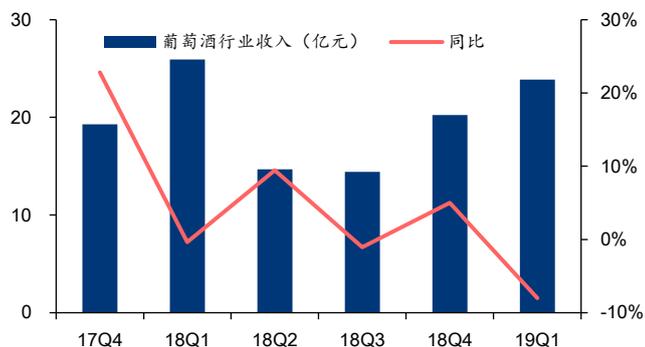
图表19: 调味品行业单季净利及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

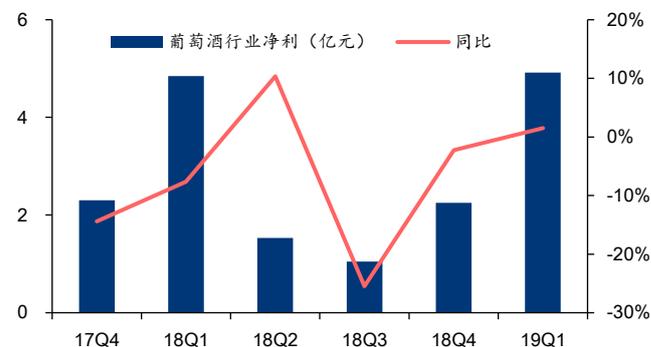
- 6) 葡萄酒行业仍然处于调整期。根据 Wind 的统计,2018Q4 葡萄酒行业上市公司实现收入 20 亿元,同比增长 5%;同期实现净利 2 亿元,同比下降 2%。2019Q1 葡萄酒行业上市公司实现收入 24 亿元,同比下降 8%;同期实现净利 5 亿元,同比增长 1%。

图表20: 葡萄酒行业单季收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 葡萄酒行业单季净利及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 2019年下半年展望：白酒仍是最值得关注的品种

食品饮料板块在2019年上半年取得良好表现，相当程度上体现的是市场悲观情绪的扭转，以及由此推动的板块的估值水平的修复。我们认为经过上半年的估值修复，当前食品饮料行业的估值水平已经恢复至历史估值中枢附近。

- 1) 从PE (TTM) 的角度看，截止2019年4月30日，食品饮料板块的PE (TTM) 为30.82倍，相较过去10年平均水平低1%。
- 2) 从PB的角度看，截止2019年4月30日，食品饮料板块的PB (LF) 为5.38倍，相较过去10年平均水平高7%。

图表22：食品饮料板块PE (TTM) 情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23：食品饮料板块PB (LF) 情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019年下半年食品饮料板块有望迎来业绩和估值的双重抬升。业绩方面，由于消费者的谨慎情绪在宏观经济企稳的背景下有所缓解，这将对食品饮料需求产生正面影响，最终传导至上市公司的业绩层面。估值方面，在业绩增速回升的背景下，我们认为食品饮料板块的估值水平有望在当前历史估值中枢附近的水平上继续抬升。

### 白酒行业：高端酒需求强劲，估值有望看高一线

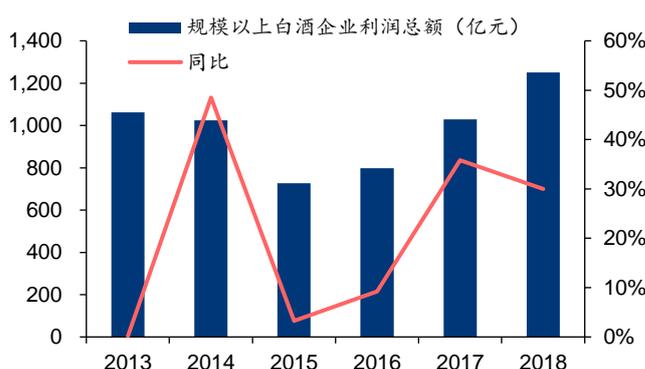
白酒行业需求依然向好，而且行业盈利能力仍在上升。根据国家统计局的数据，2018年规模以上白酒企业销售收入5363亿元，同比增长13%，行业基本延续了自2016年以来的需求回暖的基本态势。规模以上白酒企业利润总额1250亿元，同比增长30%，连续第2年行业利润总额增速超过行业收入增速，行业盈利能力仍在上升。

图表24：规模以上白酒企业收入情况



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表25：规模以上白酒企业利润总额情况

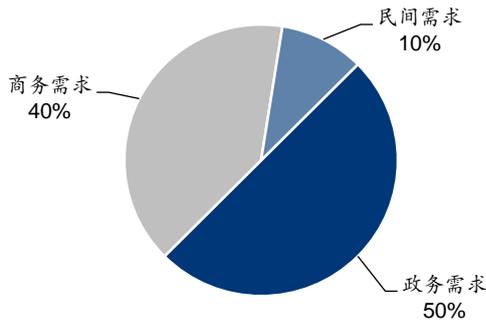


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**需求结构更加健康：民间消费的占比明显提升**

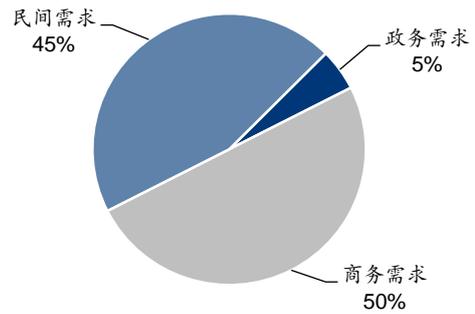
民间消费在白酒需求中的占比明显提升。白酒的需求主要分为三类，包括民间消费、商务消费和政务消费。民间需求一度在白酒需求中的占比很小，根据中国产业信息网的统计，2011年民间消费占据白酒消费的10%。当“三公消费”禁令出台后，白酒的政务需求出现大幅度的下滑，白酒行业的需求结构出现了明显的调整，2018年民间需求在白酒需求中的占比上升至45%，成为驱动白酒需求增长的重要力量。

**图表26： 2011年民间需求仅占据白酒需求的10%**



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

**图表27： 2018年民间需求占据白酒需求的45%**



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

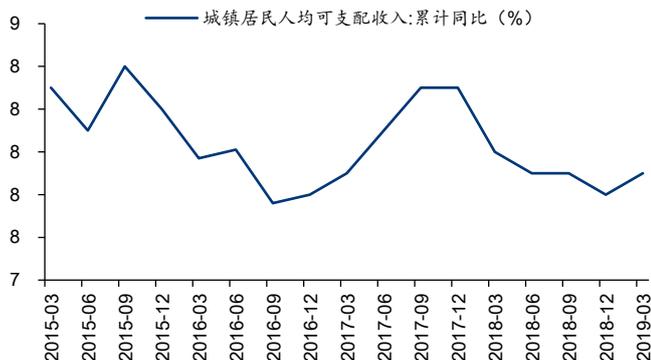
民间消费与政策关联度小，而且受到居民可支配收入持续增长的拉动。与政务消费不同，民间消费与白酒政策的关联度很弱，自2016年开始的禁酒令并未对白酒的市场需求产生明显影响，这在一定程度上表明民间消费已经逐步替代政府消费，成为白酒需求的重要驱动力。居民可支配收入的持续增长有力的拉动餐饮行业收入的增长，以及白酒行业需求的增长。

**图表28： 2016年以来部分地区政府和机构颁布的禁酒令情况**

发布时间	发布机构	相关文件
2016年7月	安徽省委办公厅、省政府办公厅	发布《省内公务活动禁止饮酒规定》
2016年9月	新疆自治区党委办公厅	发布《自治区公务接待禁止饮酒的规定》
2017年8月	贵州省委办公厅、省政府办公厅	发布《贵州省公务活动全面禁酒的规定》
2017年9月	保监会	发布《关于保监会公务活动中禁止饮酒有关事宜的通知》
2018年6月	江苏省委办公厅、省政府办公厅	发布《关于公务接待和商务接待禁止饮酒相关事项的通知》

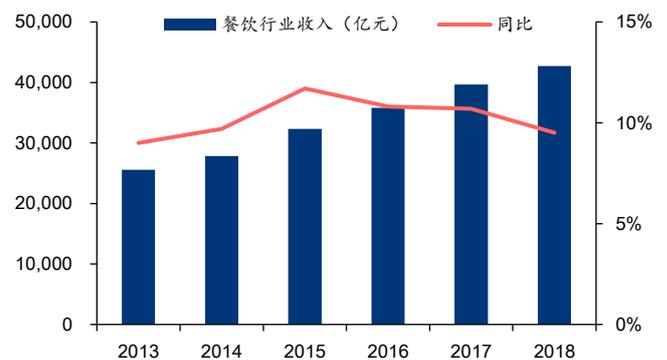
资料来源：安徽省人民政府网，新疆维吾尔自治区人民政府网，贵州省人民政府网，保监会，江苏省人民政府网，华泰证券研究所

**图表29： 城镇居民人均可支配收入持续增长**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**图表30： 2018年餐饮行业收入42716亿元，同比+9.50%**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**竞争格局更加稳定：茅台领跑，优势尽显**

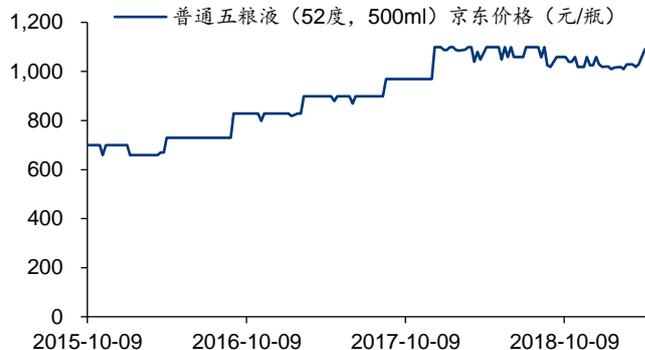
产品价格层面上，贵州茅台的领先优势明显。根据京东商城的统计，飞天茅台进入 2019 年后零售价格维持在 1499 元/瓶，但是缺货的现象较为严重，购买难度较大。普通五粮液进入 2019 年后零售价格达到 1099 元/瓶，但仍与飞天茅台的价格存在明显的差距。

**图表31： 飞天茅台 2019 年京东价格维持 1499 元，但存在缺货情况**

**图表32： 普通五粮液 2019 年京东价格达到 1099 元**



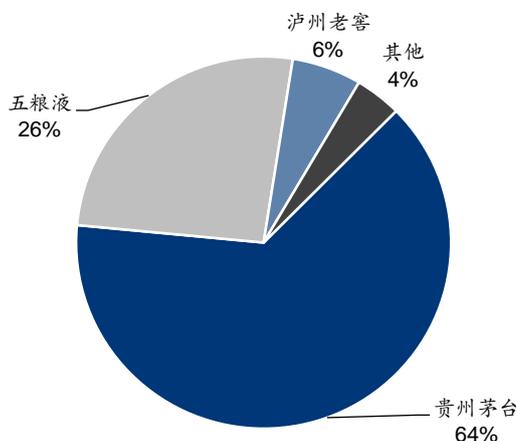
资料来源：京东商城，Wind，华泰证券研究所



资料来源：京东商城，Wind，华泰证券研究所

由于高档白酒主要由品牌驱动，行业较高的进入壁垒决定了新进入者的出现是小概率事件。在高端白酒行业当中，产品和渠道的作用力相对较小，决定性的要素是品牌实力。白酒作为传统的行业，短期内出现新的高端品牌是小概率事件。高端白酒市场现在基本被贵州茅台、五粮液和泸州老窖三家白酒企业瓜分，其他次高端白酒品牌和区域性白酒品牌的品牌力不足以支撑其向存量的 3 家高端白酒企业发起挑战。

**图表33： 2018 年高端白酒市场主要公司的份额情况**



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

区域性白酒的全国化扩张的机遇期或已基本结束，增长更多是向存量的优势市场要效益。由于整个白酒行业已经处于成熟期，在整个市场需求保持稳定的情况下，市场份额向龙头企业开始集中。未来区域性白酒主要的增长方向是存量市场份额提升和产品结构的优化。

**图表34： 代表性的区域性白酒企业**

股票代码	股票简称	优势市场	2018 年收入 (亿元)	2018 年净利 (亿元)
002304.SZ	洋河股份	江苏省	241.60	81.15
600809.SH	山西汾酒	山西省	93.82	14.67
000596.SZ	古井贡酒	安徽省	86.86	16.95

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 渠道管控更加深入：扁平的渠道结构 + 严格的价格和库存管理

白酒企业普遍推进渠道的扁平化，减少对大型经销商的依赖。在白酒企业跑马圈地的发展时期，经销商在资金、物流和客户资源等方面的优势对白酒企业的吸引力较大，能够在较短时间内实现当地业务的突破。但是当业务体量达到一定规模后，白酒企业与经销商的利益会出现一定程度的分歧，过于依赖经销商会对公司的发展产生不利影响。

- 1) 五粮液的“百城千县万店”工程：根据公司公告，五粮液计划通过在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家高质量的核心销售终端，优化现有的渠道结构，实现五粮液向终端营销的转型。
- 2) 泸州老窖的“双124”工程：根据公司公告，泸州老窖通过渠道下沉和终端配额的方式实现产品、政策和服务在销售终端的落实，提升终端网点的数量和公司对网点的掌控。

白酒企业对经销商的需求从“资源型”经销商向“能力型”经销商转变。过往民间消费在白酒消费中占比相对较小，“资源型”经销商由于手中有较多的客户资源而受到白酒企业的欢迎。但是伴随着白酒的消费中民间消费占比的提升，认同企业理念、营销能力和执行能力更强的“能力型”经销商将越来越受到白酒企业的青睐。

白酒企业对于产品价格和库存管理的重视程度提高，这要求企业对经销商有更强的管控能力。由于白酒产品的终端售价直接关系到品牌定位和渠道利润水平，因此白酒企业愈发重视产品价格的管理。同时，经销商环节的库存波动将对产品的市场供需产生影响，因此管理经销商库存也是管理产品价格的重要环节。

图表35： 贵州茅台加大对经销商的管控力度

时间	被处分经销商	处分原因
2018/4/4	珠海市吉喆贸易公司	不执行公司提货管理规定、存在损害合同约定的经销商业模式和经销秩序
2018/4/4	广东鸿腾贸易等4家	基础管理差，茅台酒进销存数据不符，售出茅台酒物流码登记不完整，大单销售未及时报备
2018/4/4	北京利丰顺泽商贸有限公司等19家	未严格按“7S”标准开展日常管理，客户档案等基础资料未完善
2018/2/5	遵义、上海、长沙、广州等地5家	哄抬茅台酒价格、搭售、转移销售
2018/2/5	河南、南京、上海等地4家	哄抬茅台酒价格
2017/9/25	北京晟强贸易有限公司等3家	违反经销秩序
2017/9/25	天津德飞皓龙商贸有限公司等4家	违背其承诺区域销售
2017/6/8	云南龙禧酒业有限公司等13家	未健全客户档案、日常销售记录等基础资料
2017/6/8	昆明鑫国商贸有限公司等20家	专卖店日常管理未达“5S”标准
2017/6/8	昆明鸿酱酒业有限公司等3家	未建立健全进销存台账记录、日常销售记录、月销售计划表、客户档案，或专卖店营业员不足2名
2017/6/8	昆明市盘龙区展振百货经营部等5家	产品销售记录弄虚作假、应付检查、部分产品销售流向无记录，相关基础档案严重不齐
2017/6/8	丽江金显鑫商贸有限公司	产品销售记录、进销存台账记录、日报表、月报表数据弄虚作假，应付检查
2017/4/30	茅台王子经销商	在福建省蕉城区销售53度500毫升
2017/4/25	北京德华永胜商贸有限公司等6家	私自向电子商务平台供货
2017/4/25	青岛大有酒业有限公司等34家	跨区域销售
2017/4/25	广西翠屏酒业有限公司等10家	不顾公司三令五申，损坏消费者利益和茅台品牌形象，扰乱市场秩序
2017/4/25	贵州龙源天成酒业有限公司等17家	不顾公司三令五申，损坏消费者利益和茅台品牌形象，跨区域销售，扰乱市场秩序
2017/1/16	新耀泰商贸有限公司	专卖店店内基础管理达不到“竞致尽美”管理标准，销售基础材料不齐全；日常考核不达标。
2017/1/16	银川新华百货连锁超市	扰乱市场秩序
2017/1/16	大庆世纪华龙经贸有限公司	专卖店店堂基础管理混乱，产品陈列不合格，不符合“竞致尽美”管理标准；销售基础材料不齐全
2017/1/16	嵊州仁义贸易有限公司	产品陈列不规范，不符合“竞致尽美”管理标准；销售基础材料不齐全
2017/1/16	曲靖开发区甘美经营部	专卖店营业员未佩戴工作牌，未定期更换陈列产品，不符合“竞致尽美”管理标准；销售基础材料不齐
2017/1/16	武汉市百久信商贸有限公司	营业时间无故停业，未通知省区；且不能提供日常考核资料
2017/1/16	甘肃丰盈商贸有限责任公司	专卖店店内基础管理不符合“5S”管理标准
2017/1/16	贵阳鑫宝商贸有限公司	经营场所杂乱，产品摆放标牌描述不清，销售基础材料不齐全；日常考核不达标
2017/1/4	浙江君道酒业有限公司	明显低于成本销售贵州茅台酒，甚至销售假冒伪劣贵州茅台酒等不法行为

资料来源：官方网站，华泰证券研究所

## 乳制品行业：生鲜乳价格上升周期中，费用压力有所缩减

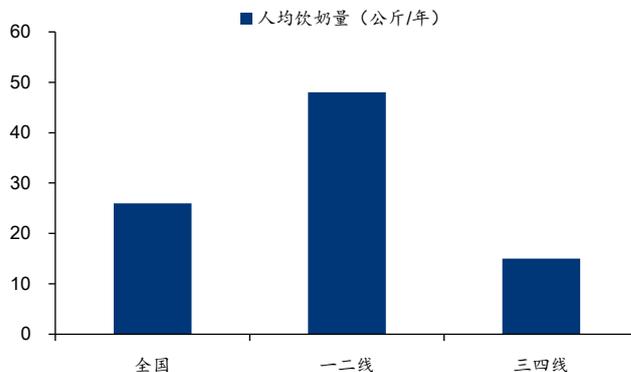
液态奶的需求向好，行业增速持续回升中。根据 Nielsen 的统计，液态奶销售额的增长速度在 2015 年触底之后开始回升，自 2015 年以来已经连续 3 年增速加快。根据中国乳业年鉴的统计，2018 年中国人均饮奶量仅为 26 公斤/年，同时三四线城市的饮奶量和一二线城市也存在较大的差距，发展潜力仍然较大。

图表36： 液态乳行业销售额增速情况



资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

图表37： 2018 年中国人均饮奶量情况

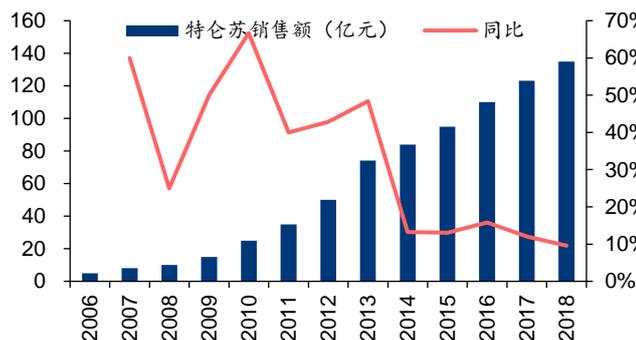


资料来源：中国乳业年鉴，华泰证券研究所

## 高端乳品需求旺盛，产品升级推动行业规模持续增长

以安慕希和特仑苏为代表的高端产品的快速增长推动龙头乳制品企业的产品结构改善。消费者对中高档乳品的需求增长较为迅速，使得以安慕希为代表的常温酸奶和以特仑苏为代表的高端白奶的销售规模快速增长。高端产品的售价更高，盈利能力也更高，高端产品的快速增长一方面提升了龙头乳制品企业的收入增速，另一方面也推动了盈利能力的改善。

图表38： 高端白奶代表产品特仑苏销售额情况



资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

图表39： 常温酸奶代表产品安慕希销售额情况



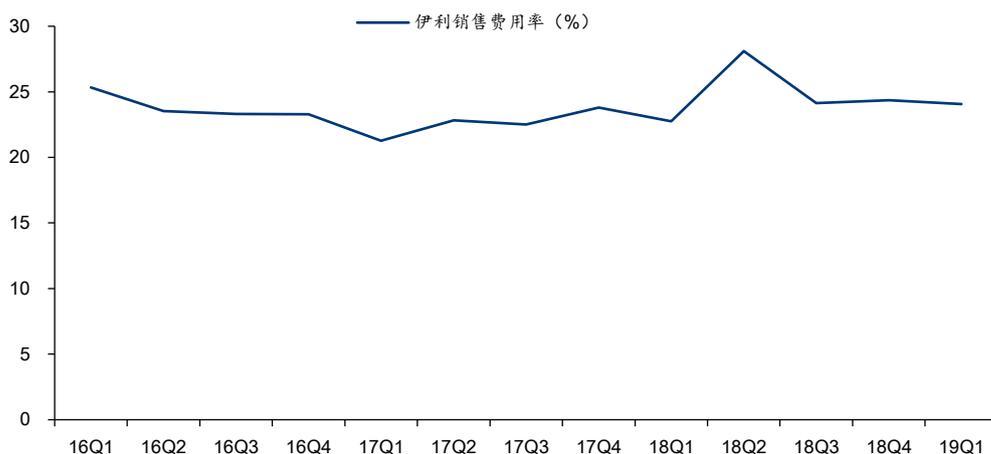
资料来源：Nielsen，华泰证券研究所

## 2019 年费用压力相较 2018 年或将有所缓解

2018 年龙头乳制品企业的费用投放压力较大，而且对盈利能力产生了负面影响。由于 2018 年生鲜乳的价格处于低位，乳制品企业的成本压力相对较小，同时蒙牛成为 2018 年世界杯的赞助商，加大了费用投放力度。这直接导致两家大型乳制品企业的费用率出现较大幅度的增长，给 2018 年的业绩增长带来了压力。

伊利股份的费用压力在 2018Q2 达到阶段性的顶峰。伊利股份 2018Q2 的销售费用率为 28.10%，同比增加 5.27pct，创下了自 2009Q2 以来的最高水平。

**图表40： 伊利股份销售费用率 18Q2 见顶后回落**



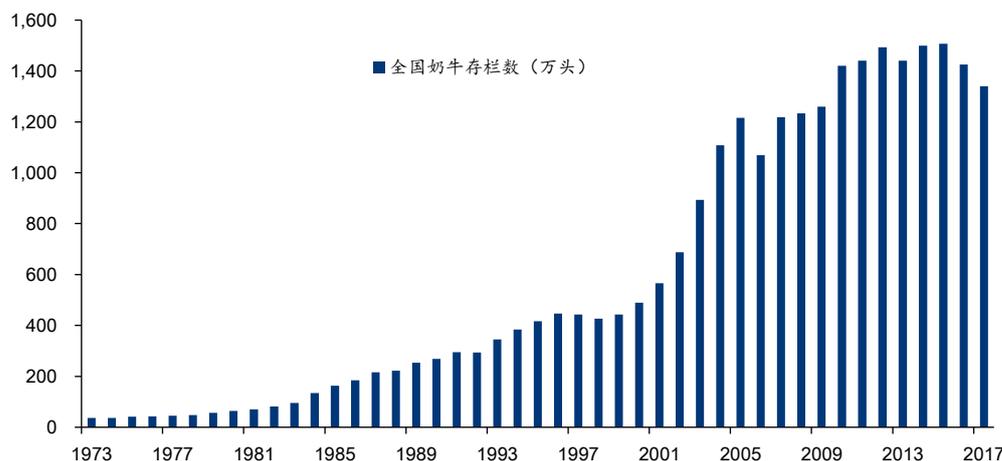
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们预计 2019 年龙头乳制品企业的费用压力或将有所改善。由于 2019 年年内不再有全球性的大型体育赛事，龙头乳制品企业也没有体育赛事的冠名计划，因此相较 2018 年，销售费用支出的压力将有所改善，尤其在 2018Q2 的高销售费用率基础上有望有一定幅度的下降。

**需求稳步上升而供给受限，生鲜乳价格重心有望上移**

由于需求增长稳定而供给受限，生鲜乳的价格重心有望上移。液态奶的市场需求仍然在稳步增长，但是由于上游奶牛养殖的经济性较差，奶牛存栏数量出现下降，这将明显的对生鲜乳的供给产生制约。

**图表41： 中国奶牛存栏数已经见顶回落**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在生鲜乳价格上升周期，乳制品企业迫于盈利压力一般会在费用支出方面保持谨慎。生鲜乳作为乳制品加工企业的重要原材料之一，价格上涨将直接影响到企业的毛利率水平。在毛利率承压的背景下，乳制品企业倾向于通过收缩费用的投放来维持利润率的稳定，因此在生鲜乳价格上升周期，乳制品企业会主动控制销售费用率，而销售费用率的弹性一般要比毛利率更大，因此在生鲜乳价格温和上涨时期，乳制品加工企业的利润率水平反而会出现改善。

## 啤酒行业：产量企稳，提价进行中

中国啤酒行业产量经历了4年连续的下滑之后开始企稳。根据国家统计局的数据，2018年中国啤酒产量为3812万千升，同比增长0.5%，结束了行业自2014年开始的下滑趋势。

图表42：2018年中国啤酒产量同比增长0.5%

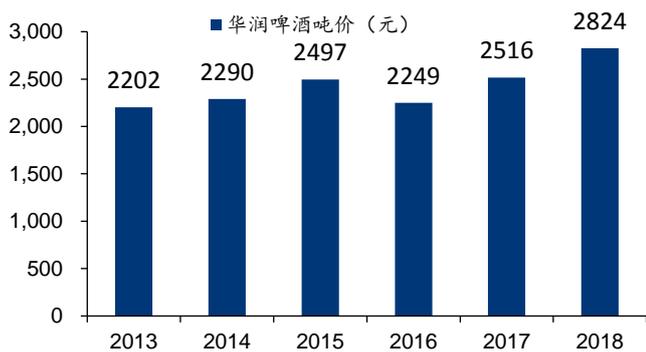


资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 产品价格提升成为行业发展的主线

在量维持基本稳定的情况下，产品价格提升是行业发展的主线。我们认为中国啤酒产品的价格仍然处在较低水平，在消费者可支配收入持续提升的背景下，主流啤酒价格带有望上升。包括华润啤酒在内的主流啤酒企业持续推进产品价格的提升。

图表43：华润啤酒吨酒价格情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44：青岛啤酒吨酒价格情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 企业盈利能力改善空间较大

产品售价低和产能利用率低造成了啤酒公司低利润率的情况，2016~2018年期间华润啤酒的平均净利率仅为3.94%，青岛啤酒的平均净利率仅为5.12%，显著低于其他快速消费品龙头企业的利润率水平。伴随着产品价格提升和产能优化的进行，啤酒公司的利润率水平仍然有较大的提升空间。

## 投资建议：把握白酒板块业绩估值双提升的机会

我们看好白酒板块在 2019 年下半年的业绩和估值双提升的机会。白酒板块的需求增长强劲，行业竞争格局清晰，另外酒企对经销商的严格管控也将一定程度上避免渠道库存对市场供需产生大的扰动。在飞天茅台供不应求的背景下，各个档次的白酒产品的价格都将获得强有力的支撑。看好白酒公司的业绩弹性以及由此带来的估值提升。

### 贵州茅台：供不应求为主要矛盾

飞天茅台的供不应求或将持续推升产品价格，这是茅台业绩增长的重要基础。由于飞天茅台的供给受限而需求增长强劲，批发价格在持续上升中。在出厂价不变的情况下，批发价格的上升使得渠道的利润加大。在渠道利润不断加大的背景下，上调产品出厂价的预期将升温，上调出厂价则直接对应公司的业绩弹性。

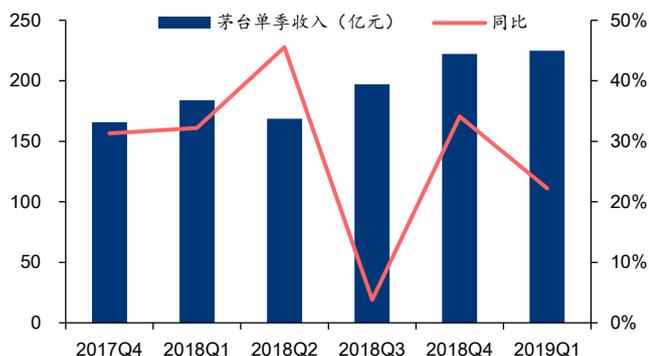
2019 年一季度，公司茅台酒实现收入 194.98 亿元，占白酒收入的 90%，收入占比较 2018 年底提升 1 个百分点；系列酒实现收入 21.3 亿元，占白酒收入的 10%。销售渠道来看，一季度公司直销收入 10.92 亿元，占白酒收入的 5%；批发渠道实现收入 205.38 亿元，占白酒收入的 95%。茅台酒销售占比的提升带动公司毛利率水平持续提高，2019 年一季度，公司毛利率达到 92.11%，较上年同期提高了 0.8 个百分点。

为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，公司对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，根据公司公告，一季度减少酱香系列酒经销商 533 家，淘汰数量较 2018 年全年的 437 家继续扩大。2019 年一季度，公司国内经销商数量为 2454 个，国外经销商数量为 115 个。

受产品销量增加的带动，一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 227.6 亿元，同比增长 17.52%；公司预收账款 113.8 亿元，较上年同期的 131.7 亿元减少 17.9 亿元。报告期内，公司销售费用 8.72 亿元，同比下降 7.79%，销售费用率为 3.88%，较上年同期下降 1.26 个百分点。毛利率上升和销售费用率下降共同影响下，公司销售净利润达到 55.05%，较上年同期提高了 2.77 个百分点。

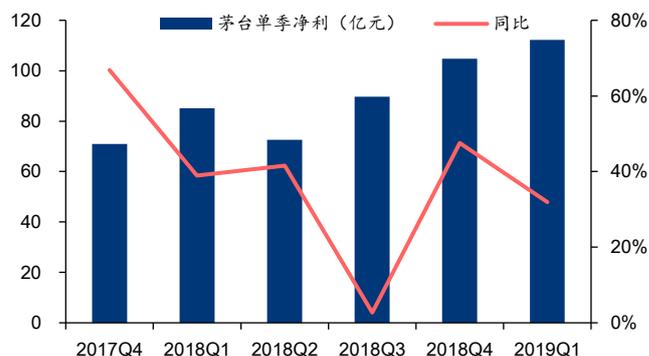
我们认为 2019 年公司将通过加大直营门店发货量、向全国大型商超公开招标等方式，扩大产品直销比例，公司业绩将保持较快增长。我们预计贵州茅台 2019~2021 年分别实现销售收入 927.81 亿元、1151.5 亿元和 1357.41 亿元，分别同比增长 20%、24%和 18%；EPS 分别为 35.76 元、45.47 元和 54.26 元，分别同比增长 28%、27%和 19%。给予公司 2019 年 30~32 倍 PE 估值，目标价范围为 1072.80 元~1144.32 元，维持“买入”评级。

图表45： 贵州茅台单季收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表46： 贵州茅台单季净利及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 五粮液：产品和渠道改革加速品牌潜力释放

产品和渠道层面的改革是五粮液 2019 年的最大看点。产品方面，推出第八代五粮液一方面推升了 52 度五粮液的价格中枢，另一方面 2019 年一季度，公司实现营业收入 175.90 亿元，同比增长 26.57%；实现归母净利润 64.75 亿元，同比增长 30.26%；基本每股收益为 1.67 元。报告期内，公司加大产品线清理力度，资源聚焦核心单品，强化品牌营销，进一步提高了公司的品牌价值，巩固了浓香型高端白酒市场的龙头地位。

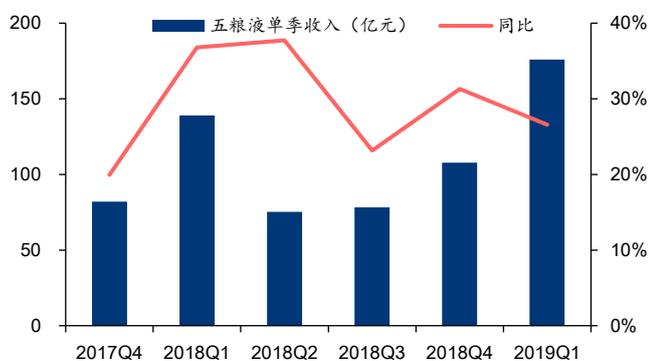
3 月 18 日，五粮液品牌经销商营销工作会在成都召开，会上第八代经典五粮液正式亮相，这是五粮液在 1995 年推出晶质多棱瓶的 52 度五粮液后的再一次产品端的重大变革，停产将赋予老包装 52 度五粮液稀缺属性，这将有助于价格企稳和反弹。从终端表现来看，第八代五粮液亮相以来，第七代五粮液产品一批价不断提升，经销商打款积极性大幅提升。2019 年一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金达到 176.98 亿元，同比增长 69.94%，增速较上年同期提高了 34.78 个百分点；公司经营活动产生的现金流量净额为 79.27 亿元，同比增长 230.55%。

2019 年一季度，公司预收账款 48.53 亿元，较上年同期下降 9.19 亿元，较 2018 年末下降 18.54 亿元；公司应收票据 158.91 亿元，较上年同期下降 13.05 亿元，较 2018 年末下降 2.44 亿元；公司应收账款为 3.25 亿元，较上年同期增加 1.72 亿元，较 2018 年末增加 1.98 亿元。

渠道方面，公司加速扁平化，成立营销战区，同时加快数字化平台建设，进一步为一线营销组织和经销商持续赋能，加强对终端的管控。2019 年一季度，公司销售费用 12.74 亿元，同比增长 27.0%，销售费用率为 7.24%，较上年同期基本持平。公司管理费用 7.77 亿元，同比增长 32.70%，管理费用率为 4.41%，较上年同期提高 0.13 个百分点。2019 年一季度，公司毛利率为 75.78%，较上年同期提高了 2.59 个百分点；公司净利润率为 38.72%，较上年同期提高了 1.20 个百分点。

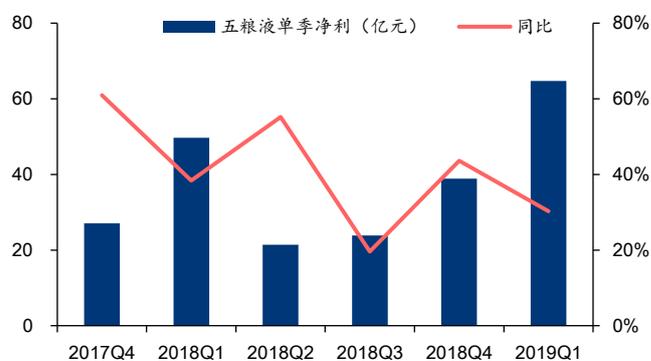
五粮液终端价格持续提升，凸显公司品牌力不断增强，我们预计第八代五粮液正式推出以后将推动公司产品一批价进一步提升，进而打开提价空间，公司业绩或将继续保持较快增长。我们预计 2019~2021 年销售收入分别为 519.7 亿元、646.2 亿元和 773.5 亿元，分别同比增长 30%、24%和 20%；EPS 分别为 4.70 元、6.05 元和 7.32 元，分别同比增长 36%、29%和 21%。给予公司 2019 年 25~27 倍 PE 估值，目标价范围为 117.50 元~126.90 元，维持“买入”评级。

图表47： 五粮液单季收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表48： 五粮液单季净利及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 泸州老窖：卡位高端，受益于高端白酒的量价齐升

2018年度公司实现营业收入130.55亿元，同比增加25.60%；实现归母净利润34.86亿元，同比增加36.27%，业绩超出2017年制定的实现营业收入25%的年度经营目标，业绩符合我们预期。2019年一季度，公司营业收入41.69亿元，同比增长23.72%；归母净利润15.15亿元，同比增长43.08%。2019年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，公司2019年经营目标为实现营业收入同比增长15%-25%。

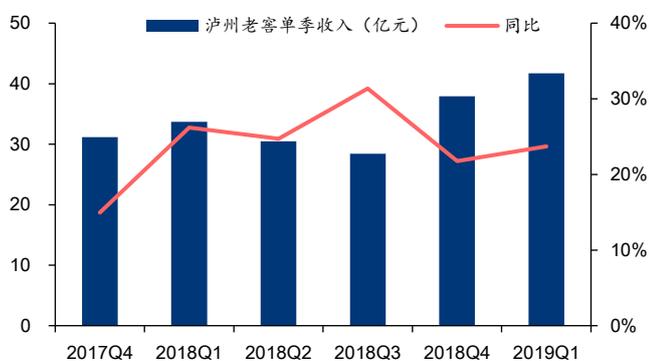
公司坚定实施竞争型营销战略和大单品战略，国窖1573实现高动销、高利润的良性增长，泸州老窖特曲和窖龄酒保持快速发展势头，头曲、二曲成功实现复苏。2018年，以国窖1573为代表的高档酒类产品营业收入63.78亿元，同比增长37.21%，占公司白酒收入的比重由2017年的44.72%提升至49.60%；中档酒类实现营业收入36.75亿元，同比增长27.83%；低档酒类实现收入28.07亿元，同比增长8.30%。高档酒类产品占比的提升带动公司整体毛利率较上年提升5.60个百分点，达到77.53%。2019年一季度，公司毛利率水平进一步提升至79.15%，毛利率水平创上市以来的新高。

2018年公司打响“品牌复兴”战役，在金砖国家工商论坛、俄罗斯世界杯、澳大利亚网球公开赛等活动植入宣传，加大了广告宣传和市场营销力度，公司销售费用为33.93亿元，同比增长40.67%，销售费用率为25.99%，较上年同期提升2.79个百分点。2019年一季度，公司销售费用7.06亿元，同比增长15.03%，销售费用率下降至16.93%。在毛利率大幅提升和费用率下降的双重影响下，2019年一季度公司销售净利率达到了37.28%，较2018年提升10.39个百分点。

2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金148.28亿元，同比增长19.38%；2019年一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金为41.58亿元，同比增长16.20%。2018年公司应收票据23.88亿元，同比下降4.19%；2019年应收票据为27.48亿元，同比增长20.33%。由于提前收到经销商货款，公司2018预收款为16.04亿元，2019年一季度，公司预收款小幅回落至12.86亿元。

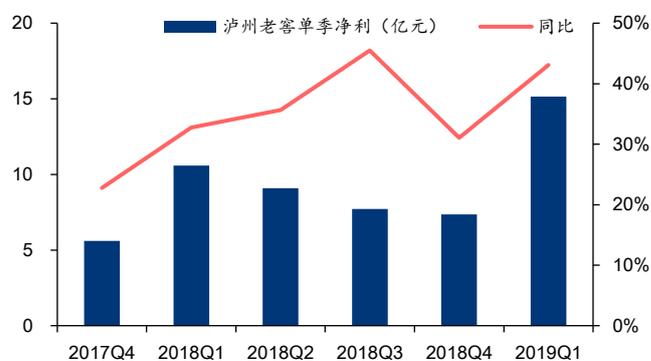
公司年报中提出，2019年将对公司未来发展产生深远而重大的影响，将全力冲刺努力实现跨越发展，我们预计2019~2021年分别实现销售收入164.22亿元、198.95亿元和234.58亿元，分别同比增长26%、21%和18%，预计EPS分别为3.37元、4.35元和5.34元。给予公司2019年24~26倍PE估值，目标价范围为80.88元~87.62元，维持“买入”评级。

图表49：泸州老窖单季收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表50：泸州老窖单季净利及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 风险提示

飞天茅台需求不达预期的风险。由于飞天茅台是高端白酒的价格风向标，如果飞天茅台的市场需求不达预期，价格出现下行压力，则对整个高端白酒行业产生较大的增长压力。

高端白酒渠道和社会库存高于预期的风险。如果高端白酒的渠道和社会库存高于预期，在高端白酒价格上升速度放缓的情况下，库存可能会加大产品供给导致供需结构失衡，给高端白酒的价格带来下行压力。

食品安全问题。如果高端白酒出现食品安全问题，则会显著影响消费者的消费意愿，会对行业的需求产生较大的负面冲击。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com