

食品饮料

股东大会人气高涨，白酒价格坚挺

-中泰食品饮料周报(第21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

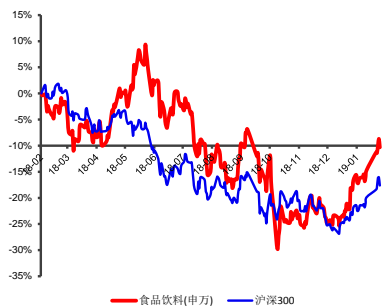
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评 级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
五粮液	101.02	2.55	3.47	4.46	5.33	35.06	28.55	22.24	18.61	0.71	买入
古井贡酒	108.05	2.28	3.37	4.42	5.57	31.66	32.11	24.48	19.43	0.47	买入
口子窖	58.79	1.86	2.55	3.05	3.57	28.42	23.25	19.44	16.61	0.74	买入
中炬高新	38.02	0.57	0.76	0.91	1.17	42.78	45.76	38.34	29.82	0.83	买入
伊利股份	29.90	0.99	1.06	1.20	1.37	31.51	28.55	25.22	22.09	0.87	买入
元祖股份	23.65	0.85	1.01	1.44	1.72	27.87	23.97	16.81	14.08	0.76	买入

备注：股价为2019年5月24日收盘价。

投资要点

- 5月组合：组合继续跑赢大盘。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液(-1.31%)、古井贡酒(-8.08%)、口子窖(-9.54%)、中炬高新(5.46%)、伊利股份(-3.55%)、元祖股份(-2.67%)，组合收益率为-3.29%。同期上证综指下跌-7.32%，组合领先上证综指4.03%。
- 股东大会人气高涨。**无论是白酒的股东大会还是食品饮料的股东大会，参与人数较多，反馈积极。继五粮液股东大会投资者参与人数创新高外，本周洋河的股东大会参与者超300人，也是公司接待投资者人数之最，下周茅台股东大会预计人气爆棚，大量投资者的参与反馈资本市场对食品饮料板块的重视和偏好。
- 白酒：老窖、郎酒跟进提价，二季报信心仍足。**本周飞天茅台批价达到1950元以上，部分地区突破2000元，普五批价达到910-939元，名酒淡季价格持续保持坚挺。继上周名酒相继提价后，本周老窖、郎酒再次跟进，其中多个地区将停货，同时终端配送价调至860元，建议终端团购价为919元；郎酒青花郎出厂价提升79元。我们认为，这一方面再次彰显了名酒对于价格回归的自信，背后反映了行业需求仍稳健；另一方面郎酒、老窖的本次提价均指向千元（零售价），意在抢占茅台留下的千元以上价格带。二季度以来名酒提价频繁，需求稳健，淡季不淡，结合一季度完成的情况以及后期减税降费带来的实实在在的利好以及我们参与股东大会的一些交流，我们认为核心公司的业绩在二季度依旧保持较好的增长。
- 洋河：省内追求良性发展，省外未来目标占比70%。**洋河本周召开股东大会，我们对核心信息梳理如下：**1）产品方面**，今年初成立高端酒品牌事业部，主抓梦3、梦6的国际版，梦9已成为千元以上大单品，手工班对标茅台，目前还差经销商1万多件，高端化要由省内向省外推进，公司将力保今年梦系列能达到30%以上增长，上周提价后海、天终端价格有望回升，从而改善渠道利润；**2）省外市场方面**，公司目前已进入深度全国化，预计今年省内外占比仍将是50:50，未来三年要实现省外占比达70%以上；去年新江苏市场由495个增长到570个，占省外市场收入的70%，未来洋河将在保持海之蓝大单品领先的同时，进一步扩大天、梦的市场份额；**3）省内市场方面**，公司一方面进行组织细化，成立苏中大区、淮安大区，另一方面加大对团购、家宴、名酒终端适度增加费用投入，公司表示将反对大区盲目压货，同时费用投入意在提高费效比，且海、天的销售目前均为需求拉动，因此公司在省

内将追求良性可持续增长。我们认为，公司此次股东大会释放发展信心，本质上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，预计二季度省内市场有望实现正增长，省外市场有望延续 20% 增长。

- **中炬高新：产能与渠道建设齐发力，奠定五年双百基础。**公司提出五年营收过百亿，年产销量过百万吨的双百目标，2019 年作为计划第一年，美味鲜积极推进产能和渠道建设，为后续快速增长奠定基础。**(1) 2019 年迎来产能释放期。**2019 年酱油产量预计可达到 45 万吨，同时公司推动阳西 10 万吨酱油扩建，新产能 2020 年初投放、2021 年满产，届时酱油总产能将达到 60 万吨。为实现双百目标，公司将继续对酱油进行扩产。2019 年小品类中蚝油进行 5.5 万吨扩产，黄豆酱 2 万吨扩产。公司多品类发展，蚝油、鸡精鸡粉、食用油向 10 亿品类发展，酱类、醋向 5 亿品类发展，预计百亿目标达成时酱油收入占比从 68% 下降至 60% 左右。目前小品类毛利率 20%+，受益阳西先进产能投产带动生产效率提升以及规模扩大对上游议价力增强，毛利率有望提升至 30% 以上。**(2) 渠道建设持续发力，瞄准餐饮开拓和区域扩张。**2018 年餐饮占比 25%，未来力争提升至 40%，公司对经销商开拓将更注重专业化分工，精耕各个区域和渠道。区域市场上将重点开发北部和西南，一季度末经销商 907 家，全年规划达到 1000 家，五年双百目标完成时预计将超过 1500 家。伴随渠道开拓经销商数量增加，公司地级市覆盖率要从 77% 提升至 100%，县级渗透率从 50% 提升至 80%。**(3) 经营积极性提升+少数股权有望收回。**受益宝能入主后狼性文化的引入，美味鲜市场开拓将更加积极，销售费用上加大投入力度，管理费用端持续缩减。此外，阳西厨邦少数股权回收目前进入仲裁，有望增厚公司净利润。
- **汤臣倍健：LSG 整合稳步推进，大单品策略+渠道多元化保障高成长。****1) 市场关心的问题一：LSG 海外整合和国内线下销售如何？**Life-Space 是澳大利亚第一益生菌品牌，在澳洲等海外市场销售稳健，但受到新电商法限制中小代购影响，跨境购业务受到影响，公司成立海外官方旗舰店+寻找优质跨境代理商积极解决，预计二三季度后逐渐好转。国内线下药店、母婴渠道针对婴幼儿、儿童、成人、孕妇推出了四款“Life-Space”益生菌产品，在外包装、规格、剂型等方面与跨境电商产品有一定区别，目前 2019 年上半年以铺货和关注动销反馈为主，母婴渠道反馈积极，下半年集中品牌推广，益生菌线下表现值得期待。**2) 问题二：大单品健力多、主品牌的表现和增长空间？**19Q1 健力多收入增长 69.48%，目前渠道调研反馈积极，动销向好，健力多在汤臣药店覆盖率进一步提升，同时功效显著复购率提升，全年有望实现双位数高成长。健视佳等接力产品稳步试点推广扩大到 6 个省，全年有望超预期。公司大单品目标为单品收入超过 10 亿元且在所属细分领域的市占率达到 60% 以上，健力多、益生菌、健视佳市场空间大，生命周期长，看好接力发展。主品牌渠道下沉和聚焦蛋白粉再次拉动成长。19Q1 主品牌汤臣倍健收入同比增长 29.84%，目前蛋白粉作为拳头产品重点发力礼盒装、投入广告重塑品牌力，2019 年主品牌有望保持稳健增长。**3) 问题三：渠道扩展和壁垒是什么？**药店渠道稳步扩张，根据 IMS19Q1 地级市以上药店系统数据，汤臣在药店市占率 32%，养生堂 5%，远高于其他竞争对手，先发优势+蓝帽子政策+渠道服务能力强，塑造较强壁垒。电商增速略有放缓，

母婴渠道积极开拓，渠道多样化增强公司的拉力。医保政策逐渐收严的大背景下，公司依旧保持渠道活力。4) 公司大单品毛利率高于整体，费用率管控相对平稳，销售费用季度投入同比去年更加平滑。继续看好人口老龄化驱动保健品行业高成长，百亿汤臣，黄金时代，公司药店渠道高壁垒+品牌力不断增强，继续积极推荐。

- **新乳业：区域乳企并购整合能力强，开拓新鲜乳业市场新气象。**2018年公司营收49.7亿元，同比增长12.44%，归母净利润2.4亿元，同比增长9.22%。2019年公司规划营业收入同比增长14%以上，利润正增长。几大举措保障增长：1) **公司的产品策略：突出新鲜产品差异化和聚焦拳头产品。向新而生，领鲜生活**，集中资源，聚焦城市记忆、活润、24小时、初心、澳特兰等重点产品，突出产品差异化竞争优势。同时重视子公司地方畅销品、基础爆品，投入适度资源抓住全年重要档期性促销，提升整体销售规模。2) **控股公司全国联动，区域开拓稳步推进。**公司目前控股子公司13家，包括四川地区的四川乳业、西昌三牧，云南地区的昆明雪兰、云南蝶泉、昆明海子、七彩云，华东地区的杭州双峰、安徽白帝、苏州双喜，华北地区的河北天香、青岛琴牌、朝日乳业以及位于湖南的湖南南山。19Q1公司西南、华东、华北和其他地区收入占比分别为58.2%、22.4%、11.7%、7.7%。充分发挥多区域、多工厂、多产品线的特点。3) **上游原奶保障30%的自有供给比例。**公司原奶采购来自规模化自有牧场、第三方大型牧场及专业合作社。截至2018年底，公司共拥有四川、云南、浙江、山东等地11个规模化牧场，奶牛总存栏数19,740头，原奶自供占比在30%左右，有效保障奶源安全和供给充足。公司产品定位新鲜，在建立健全ERP信息化管理系统的基础上，通过应用客户关系管理(CRM)、供应商关系管理(SRM)、商务智能分析(BI)系统，实现对消费数据和消费动向的及时把控。4) **销售模式灵活，保障费用的有效投放。**2018、19Q1公司销售费用率分别为21.5%、22.2%，其中广告及营销费占比33%、运输费用33%、人工成本23%。公司销售渠道主要集中在现代渠道(大型卖场、连锁)和大中型销售网点、送奶入户及外埠经销商等。在城区市场有完善的销售网络以及冷链技术，送达终端消费者所需的环节相对较少，因此主要销售流程有：①厂家/奶站-终端-消费者(直销模式)；②厂家-经销商-消费者(经销模式)。而在外埠市场上，受地理因素、冷链技术以及物流因素的影响，公司的销售链条相对较长，主要通过经销模式。销售模式较为灵活，有效保障产品的周转动销。我们看好未来新鲜乳业行业成长性，公司产品差异化路线+渠道区域市场不断开拓，结合行业的增长态势我们预计公司收入今年保持双位数增长，销售费用率略有提升，利润增长稳健，建议关注。
- **投资策略：**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。参照美国、日本等发达国家的发展经验，消费都是经济增长的绝对主力，中长期领涨。后期减税降费发力以及外资的流入，食品饮料板块有望不断超预期。当下核心上市公司估值不贵，我们长期最看看高端白酒。重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、山西汾酒等；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：板块落后综指-2.76%，子板块黄酒涨幅居前	- 6 -
2019年5月投资组合：五粮液、古井、口子窖、中炬高新、伊利、元祖...	- 7 -

图表目录

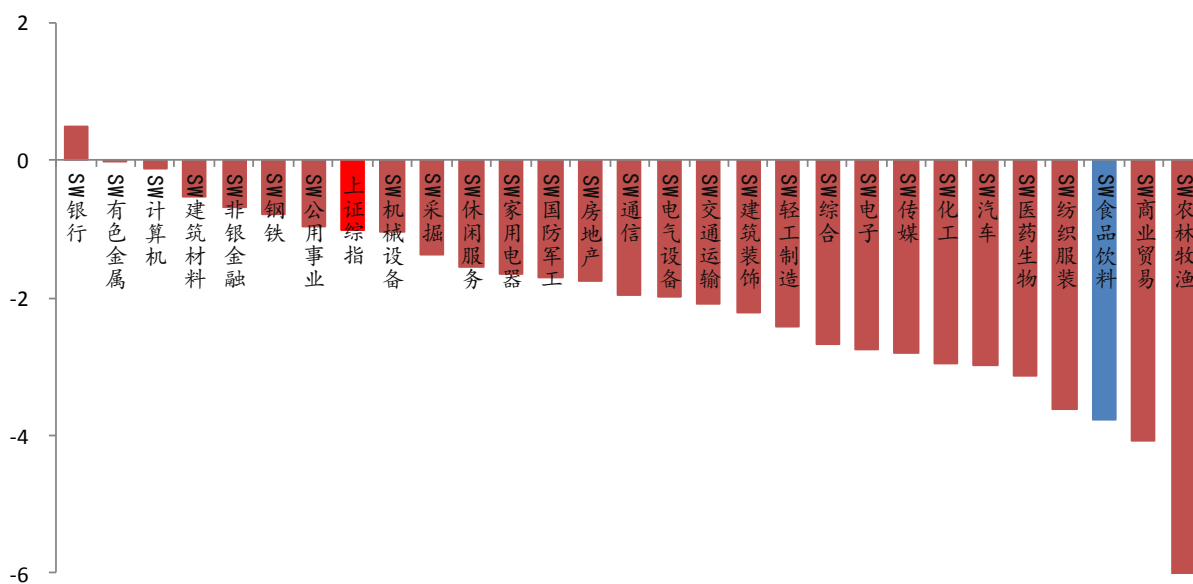
图表1：食品饮料行业周下跌为-3.78%，落后上证综指-2.76%	- 6 -
图表2：子板块黄酒居前	- 6 -
图表3：周涨跌幅前五个股一览	- 6 -
图表4：5月组合收益率为 -3.29%	- 7 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后综指-2.76%，子板块黄酒涨幅居前

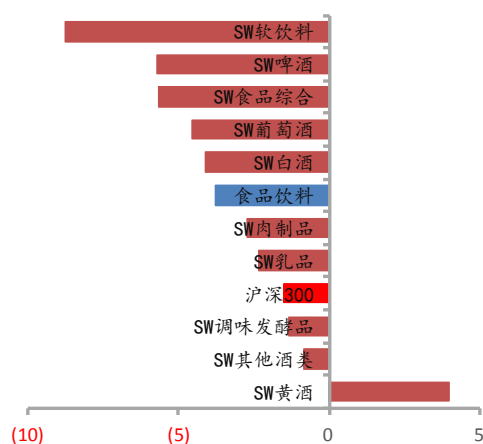
- 市场回顾：**本周上证综指下跌-1.02%，食品饮料板块下跌-3.78%，落后上证综指2.76个百分点。子板块方面黄酒上涨3.99%。其他酒类、调味发酵品、乳品、肉制品、白酒、葡萄酒、食品综合、啤酒和软饮料分别下跌-0.83%、-1.32%、-2.30%、-2.70%、-4.11%、-4.52%、-5.65%、-5.68%和-8.75%。个股方面，金字火腿（12.75%）领涨板块。

图表1：食品饮料行业周下跌为-3.78%，落后上证综指-2.76%



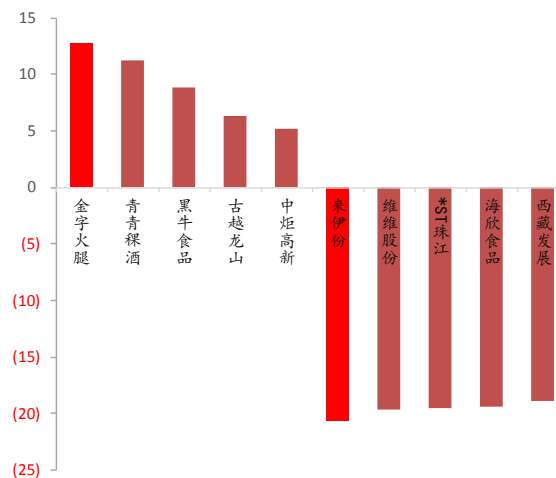
来源：wind、中泰证券研究所

图表2：子板块黄酒居前



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5月投资组合：五粮液、古井、口子窖、中炬高新、伊利、元祖

- 5月推荐组合：五粮液、古井、口子窖、中炬高新、伊利股份、元祖股份。**当月内六者涨跌幅分别为五粮液（-1.31%）、古井贡酒（-8.08%）、口子窖（-9.54%）、中炬高新（5.46%）、伊利股份（-3.55%）、元祖股份（-2.67%），组合收益率为-3.29%。同期上证综指下跌-7.32%，组合领先上证综指4.03%。

图表4：5月组合收益率为-3.29%

公司名称	代码	权重	5月区间涨跌幅	核心推荐理由	组合收益率
五粮液	000858.SZ	17%	-1.31%	普五动销显著好于市场预期，性价比优势凸显；下半年普五提价，业绩有望量价齐升。	-3.29%
古井贡酒	000596.SZ	17%	-8.08%	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。	
口子窖	603589.SH	17%	-9.54%	2018和19Q1利润增速均超预期，200元以上产品快速放量，结构换挡升级显著，目前估值21倍，具备性价比优势。	
中炬高新	600872.SH	17%	5.46%	19Q1调味品主业加速增长，盈利能力持续提升；公司转变为民营体制，宝能入主后公司激励机制有望加强。	
伊利股份	600887.SH	17%	-3.55%	市占率加速提升，利润稳健增长，渠道和品牌壁垒正在逐渐增强，有望进入利润释放期。	
元祖股份	603886.SH	17%	-2.67%	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	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
贵州茅台	878.50	11034.0	21.56	28.02	33.05	40.7	31.4	26.6
五粮液	101.02	3834.7	2.55	3.47	4.46	39.6	29.1	22.7
泸州老窖	72.20	1012.2	1.75	2.38	2.75	41.3	30.3	26.3
洋河股份	114.85	1730.8	4.40	5.39	6.16	26.1	21.3	18.6
古井贡酒	108.05	544.6	2.28	3.37	4.42	47.4	32.1	24.4
山西汾酒	56.11	485.9	1.09	1.69	2.10	51.5	33.1	26.7
口子窖	58.79	352.7	1.86	2.55	3.05	31.6	23.1	19.3
水井坊	48.64	237.8	0.69	1.19	1.59	70.5	41.0	30.6
沱牌舍得	26.29	88.6	0.43	1.02	1.33	61.1	25.7	19.8
顺鑫农业	54.17	309.3	0.77	1.30	2.27	70.4	41.5	23.9
伊力特	16.77	74.0	0.80	0.97	1.34	21.0	17.3	12.5
老白干酒	15.25	66.8	0.37	0.54	1.04	41.2	28.2	14.7
迎驾贡酒	16.95	135.6	0.83	0.97	1.03	20.4	17.5	16.5
伊利股份	29.90	1832.6	0.99	1.06	1.20	30.2	28.2	24.9
绝味食品	45.50	186.6	1.26	1.56	1.95	36.1	29.2	23.3
元祖股份	23.65	56.8	0.85	1.01	1.44	27.8	23.4	16.4
青岛啤酒	49.50	668.3	0.94	1.05	1.37	1.6	47.0	36.1
重庆啤酒	40.13	194.2	0.68	0.83	1.02	59.0	48.3	39.3
中炬高新	38.02	303.0	0.57	0.76	0.91	66.7	49.9	41.8
海天味业	93.46	2529.0	1.31	1.62	1.94	71.3	57.7	48.2
安琪酵母	27.74	91.5	1.03	1.04	1.41	26.9	26.7	19.7
双汇发展	24.81	818.7	1.31	1.49	1.65	18.9	16.7	15.0
恒顺醋业	13.60	82.0	0.47	0.39	0.44	28.9	35.0	30.9
光明乳业	9.40	115.1	0.50	0.28	0.68	18.8	33.6	13.8

来源：wind、中泰证券研究所

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。