

行业名称

结构机会清晰，中长期看点仍足

-成都策略会心得

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

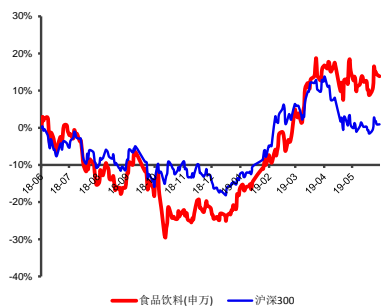
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.06
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比



相关报告

- 《周观点 24：茅台再现跨季度打款，五粮液大力推行改革》2019.06.16
- 《周观点 23：洋河控货挺价，口子省外加速》2019.06.09
- 《周观点 22：茅台大会彰显信心，行业淡季需求稳健》2019.06.02

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018A	2019E	2020E	2017	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	932	21.5	28.02	35.06	41.08	40.0	33.26	26.58	22.69	0.71	买入
五粮液	106	2.55	3.47	4.46	5.33	38.2	30.48	23.74	19.87	0.47	买入
口子窖	56.9	1.86	2.55	3.05	3.57	28.4	22.33	18.67	15.95	0.74	买入
中炬高新	38.8	0.57	0.76	0.91	1.17	42.7	50.86	42.62	33.15	0.83	买入
伊利股份	31.7	0.99	1.06	1.20	1.37	31.5	29.95	26.46	23.18	0.87	买入
绝味食品	35.4	1.26	1.56	1.88	2.22	27.3	22.68	18.82	15.94	0.76	买入

备注：股价为 2019 年 6 月 19 日收盘价。

投资要点

■ 6 月中旬我们在成都举行中期策略会，会议期间我们邀请了白酒、乳业（包括奶酪）等核心公司进行交流，也邀请了茅台、青岛啤酒、乳业等方面的专家做相关的演讲。结合我们近期的一些调研情况，白酒、乳业（包括奶酪）、啤酒等行业的核心结论如下：

■ 一、白酒篇

■ **茅台专家观点：茅台成功更多的是一种体系成功。**茅台从一个小的企业发展到现在世界一流企业，它的成功不是单个方面的成功，应该是战略性的，或者是呈体系的成功。**产品设计来看**，公司对产品品质要求十分的严格，什么样的品质卖怎样的价格。整个茅台的产品不只是一款飞天，在整个价格带上都有无数个产品在做填空，如果是大环境变了，只在某个价格区间把那款产品放量或者填充就可以。茅台把中国每年发生的历史事件通过一款酒或者几款酒表态出来，改革开放、澳门回归、香港回归、抗战纪念酒、一带一路、建军多少周年、神州飞船、航空母舰、世博会等等，所有的这些产品无疑是在丰富整个茅台酒文化的内涵。**茅台的文化以及品牌的宣传来看**，厂里上上下下的领导以及员工，无论车间还是销售人员，他们在市场上反复自豪地讲他们的红色文化，红色基因等，宣传的十分到位。茅台将老酒市场的刻度化，把白酒等级化，老酒市场兴起把茅台经销商的心态改变，以前卖酒比谁卖得多卖得快，今日比谁卖得少，这里面形成一个蓄水池。当下不仅要看新酒消费属性，还要看老酒的特点。近 1-2 年兴起另外一个文化形式就是茅台的朝圣文化，不少投资机构以及茅粉，去茅台的人数显著增加。**从茅台的成长性来看**，2019 年的销量对应的是 2015 年的基酒。要算 2024 年的茅台销量对应的是 2020 年基酒，2024 年茅台供应量是 4.5-4.6 万吨，相当于 1100-1200 亿（包含部分利息收入），系列酒从 3 万吨 100 亿到 2024 年 6 万吨（信息来自于茅台时空）对应的是 200 亿，这两个数加起来至少 1300-1400 亿（假设产品都实现顺利的销售）。考虑到当下有很大的提价空间，参照 2012-2018 年提价 18% 的幅度来推算，到 2024 年我们认为提价的幅度约 20%。这样 20% 的提价假设算出 2024 年茅台的收入 1560-1680 亿，相当于 2018 年销售收入的翻倍，这样倒推回来每年的收入可实现百分之十几的增长。

- **我们的观点:** 茅台二季度以来普飞价格不断上涨,目前一批价站上 2100 元,根据渠道反馈以及我们测算上半年计划发货量约 1.6 万吨,6 月下半月发货量约 2000 吨,预计上半年销量同比仍有近 10% 以上的增长,供不应求格局持续体现。近期厂家要求经销商打下半年(三四季度)货款,我们认为核心目的在于管控市场价格过快上涨,通过提前打款策略促使经销商彻底出货来回笼足够多的资金,放量是引导价格回归的最有效手段,预计后续放量落地后,普飞一批价有望出现小幅回落,但低于 1800 元难度较大,提前打款亦对公司中报业绩提供一定保障。
- **五粮液:改革大力推进,系列酒有望成为有益增长引擎。** 近期我们参加了五粮液系列酒经销商沟通会议,这是继高端酒普五价格梳理到位后迎来的又一次改革进程,公司将原三大系列酒公司合并为一家,邹涛出任新系列酒董事长。新公司将继续坚持浓香品牌,大刀阔斧削减开发产品,未来系列酒大单品要向 20-50 亿元级别迈进。我们认为,系列酒是公司主业的重要组成部分,但长期存在品牌繁杂、营销落后、缺乏规划等问题,此次合并将有助于改变过往系列酒品牌各自为政、分散作战、过度透支主品牌的问题,在统筹规划下资源投放将更加聚焦、高效,五粮液和系列酒相辅相成,目前五粮液腰部品牌较为缺失,我们看好新公司加大市场投入有利于形成腰部大单品,系列酒有望成为公司又一增长引擎。
- **泸州老窖:稳扎稳打,华东显著增长。** 二季度以来公司按照既定目标扎实推进,对行业继续维持总量萎缩、品牌高端化、行业分化复苏的判断。分产品而言,增长主要来自于国窖和特曲的贡献,国窖和特曲的占比进一步扩大,窖龄酒还处于调整中,主推 60 年和 90 年。分市场而言,华东市场继续维持高增,是全国增速最快的区域,华北市场是最大的省外市场,湖南市场以国窖为主,大本营西南市场则以稳为主。目前渠道库存处于两个月以下合理水平,价格体系继续采取跟随普五策略,仍将密切观察五粮液提价效果。全年来看,我们预计公司收入有望实现 20% 以上增长,其中国窖和特曲有望实现 30% 增长。
- **水井坊:次高端崛起,公司有望持续受益。** 当下 300-600 元价位占全国白酒收入的比例在 8%-10% 之间,按照现有公司的竞争力,我们预计 2020 年财年水井坊在全国次高端价位的收入占比 6.5-7%;目前公司新老总代比例基本是 1:1,今年的重点还是品鉴会和核心门店的精细化上面,二季度的跟踪来看渠道库存比较良性,全年我们维持收入增长 20%,利润增长 30% 的规划判断。
- **华致酒行:酒业流通第一股,值得期待。** 公司定位为一家具备自主研发能力的大经销商,一方面经销茅台和五粮液等名酒,其中飞天茅台一年合同配额约 40 吨,五粮液是 10 年年份酒全国总经销,此外也从市场上回收产品销售,这部分比配额量还要大;另一方面自主研发推出酱香荷花酒,团购价 500 元,目前处于市场培育期。渠道方面,目前公司只有 4 家自营店(2 家华致酒行、2 家华致酒库),零售收入占比不到 5%,其它都是加盟商,当前酒行和酒库合计约 1000 家,其中酒库 800 家,未来 3 年华致酒库随着品牌、模式逐步成熟,后期开店速度有望加

快。

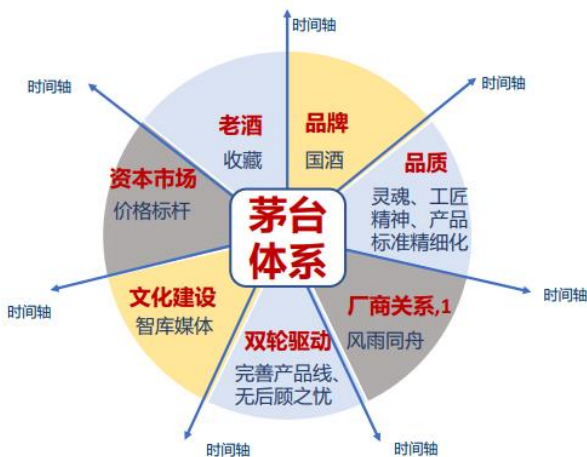
■ 二、乳业篇

- 乳业观点：上游原奶温和上涨，下游龙头强者恒强。根据农业部奶站监测，2018年生鲜乳产量1934.46万吨，同比增长2.87%，奶牛单产提高，存栏减少。展望2019年，预计国内需求稳健增长，原奶供给略有不足，大包粉进口增加，生鲜乳价格温和上涨。截至5月29日国内主产区生鲜乳价格3.53元/kg，同比+3.8%。下游常温奶伊利集中度加速提升，蒙牛持平。4-5月两家买赠环比加大，但整体竞争形势好于2018年同期，继续看好伊利收入高增长，业绩有望稳健释放。低温奶区域乳企崛起，城市牧场+冷库冷链配送半径形成区域市场进入壁垒，竞争格局百花齐放，看好光明乳业、新乳业、君乐宝的区域优势。关注妙可蓝多在细分奶酪市场的高成长。
- 新乳业：十年探索并购整合模式复制性，城市型乳企攻克低温奶行业难题。1) 顺应消费升级+健康意识的提升，随着冷链冷库建设的完善，看好低温行业未来的爆发性。目前消费者对于牛奶的追求更加新鲜化。公司聚焦低温酸奶和低温鲜奶，拥有城市记忆、活润、24小时、初心、澳特兰等重点差异化产品。2) 生产-配送-销售全链条管控，区域开拓潜力较大。目前公司自建奶源占比超20%，未来预计提升到30%的自供比例。通过合并13家区域乳业，形成四川乳业、西昌三牧，云南昆明雪兰、云南蝶泉、昆明海子、七彩云，华东地区杭州双峰、安徽白帝、苏州双喜，河北天香、青岛琴牌、朝日乳业以及湖南南山等全国布局，目前10亿以上收入乳企仅2家，西南、华东收入占比58.2%、22.4%、华北和其他仅占11.7%、7.7%，潜力较大，双品牌战略+差异化产品助力抢占区域市场份额。3) 规模经济+最优配送半径问题，有效平滑降低费用率。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%，未来随着网点和收入规模效应提升，费用率有望逐渐下降。看好公司10年探索区域乳企的整合所积累的盈利模式可复制经验。
- 妙可蓝多：奶酪零食化开启新需求，广告加大投放及渠道扩张打开产品的市场空间。1) 好行业好赛道：根据欧睿2C端销售数据+行业专家数据，预计奶酪行业100亿销售额，其中零售约50亿，餐饮约50亿，行业收入保持20%以上高增长，5年翻倍。目前行业集中度不高，餐饮CR2是恒天然安佳和妙可蓝多、零售CR2是百吉福和妙可蓝多。龙头成长潜力大。2) 公司扩张型战略，商超渠道基本全国布局，央视+分众传媒广告投入快速塑造品牌力。目前公司商超渠道基本全国布局，优势地区主要在三四线如湘潭、华北等地。一季度开始分众传媒高频次播放覆盖上亿次人群，品牌知名度快速提升。3) 液态奶+贸易业务稳健发展，聚焦奶酪有望翻倍增长。根据我们渠道调研，公司2018年餐饮奶酪预计3亿多，预计2019年增速在30%以上。零售端主推儿童棒棒奶酪，2018年1亿多，2019年爆发式增长。我们认为奶酪行业将迎来高速增长期，龙头蒙牛、伊利、光明逐渐加入教育奶酪市场。看好妙可蓝多产能+技术优势，最早扩张塑造奶酪品牌先发优势，建议关注。

■ 三、啤酒篇

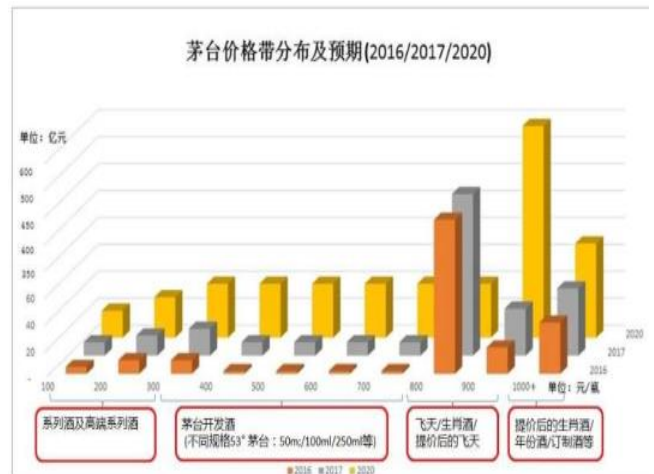
- **1-5 月量高开低走，全年预计维持平稳增长。**2013 年啤酒行业产量达到峰值，此后连续四年下滑，2018 年行业产量止跌企稳增速转正。今年啤酒产量高开低走，一季度产量增长 3%，主要系（1）企业抢开局，渠道压仓；（2）餐饮行业回暖；（3）新年促销。4-5 月行业产量下滑，其中青岛啤酒销量预计下降 4-5%，主要系（1）气温同比去年偏低，影响啤酒销量；（2）消化库存；（3）夜场关店。全年看我们维持行业的量平稳增长的判断。
- **结构升级推动均价上升，涨价有望实现常态化。**消费升级推动行业结构从金字塔形转向纺锥形，在总量平稳的情况下一升一降，即高档酒增长迅速、低档酒下滑较快。餐饮渠道 5-8 元、流通渠道 3-6 元成为主流价格带，腰部产品凸显。各大厂商布局中高档，雪花布局脸谱、匠心、马尔斯绿、超级勇闯；青岛布局鸿运当头、奥古特、白啤、1903；百威英博布局金尊、纯生、哈啤纯生；嘉士伯布局 1664、特醇、乐堡纯生。行业本轮涨价并非一次性，而是基于竞争环境分产品分地区多次提价。部分公司提价权限下放到地区，总部审批，流程更为灵活。我们认为啤酒提价符合行业趋势：（1）消费水平持续上升，长期看啤酒提价较少；（2）成本压力推动行业提价；（3）行业玩家在部分市场形成默契，诉求向利润转移。
- **外部存在整合预期，内部产能优化提效。**前五大公司雪花、青岛、百威、燕京、嘉士伯市场份额总计超过 70%，预计 3-5 年内将达到 80%以上。目前行业变局在于珠江和金星，产销量均为百万吨级别，若出现并购或退出，格局有望进一步集中。行业产能利用率偏低，各大厂家注重关厂减员提效。雪花去年关闭 13 家工厂，青岛关闭 2 家工厂；预计今年雪花关闭 10 家左右，青岛啤酒已关闭一家，另有一家规划中。青岛啤酒目前产销结合有 4 万人左右，减员提效仍有较大空间；雪花提出三年减员 1.2 万人，提高了对经销商团队人员编制的要求。
- **费用投放趋于理性，重视费效比。**费用投入更注重精准营销。第一，即饮渠道买店趋于理性；第二，非即饮渠道快速发展，促销费低于餐饮等渠道；第三，大数据背景下讲究精准营销，促销费用投入更为科学合理，节约市场费用。行业逐步从终端为王转向消费者为王，目前终端费用仍占绝大部分，但消费者费用占比逐渐提升。
- **短期视角下的得与失。**（1）**增值税：**增值税税率从 16%下降到 13%，保守估计至少有 1 个 pct 对利润增长有贡献，其余部分投入市场，对低净利率的啤酒行业弹性较大。（2）**玻璃瓶成本：**新瓶短缺，旧瓶抢夺激烈，经销商回瓶压力加大，听装酒发展有望解决回瓶问题。（3）**夜场整治：**夜场渠道兼具量与利润，预计全年影响行业销量 50 万千升，重点是短期对利润影响较大。
- **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。

图1：茅台的体系



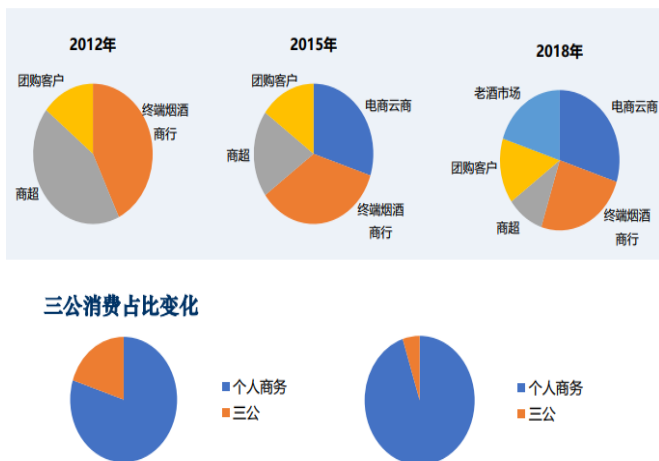
资料来源：中泰证券研究所

图2：茅台的价格体系



资料来源：中泰证券研究所

图3：茅台的产品市场结构



资料来源：中泰证券研究所

图5：五粮液系列酒团队



资料来源：酒业家、中泰证券研究所

图7：乳制品细分行业拆分

图4：茅台的传播

朝圣文化 带动投资、竞合、当地经济



资料来源：茅台时空、中泰证券研究所

图6：五粮液系列酒核心领导演讲



资料来源：酒业家、中泰证券研究所

图8：乳业龙头市占率对比

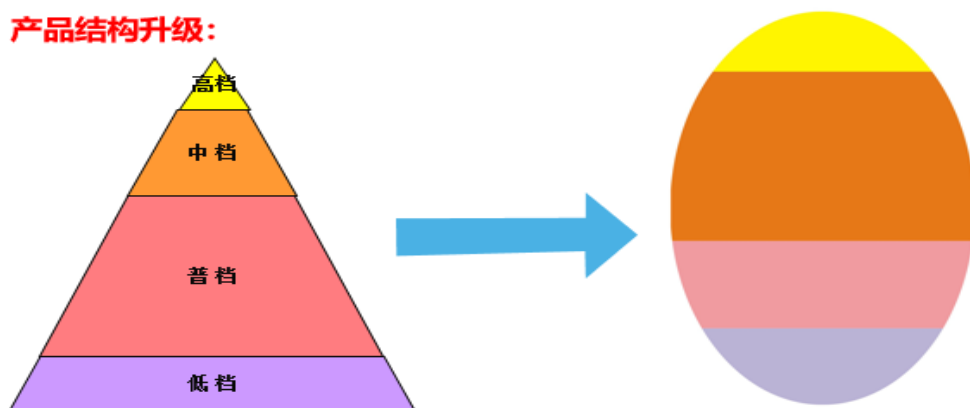


资料来源：信索咨询、中泰证券研究所

品牌	YTD 1812	同比	2019.1-4	同比
常温：伊利	36.7%	2.3%	38.5%	2.8%
常温：蒙牛	27.5%	0.5%	28.3%	-0.2%
低温：伊利	16.6%	0.5%	16.8%	-0.3%
低温：蒙牛	30.8%	0.4%	31.2%	0.1%
奶粉：伊利	5.8%	3.15%	6.3%	0.6%
奶粉：蒙牛	5.0%	2.13%	5.9%	1.0%
冰淇淋：伊利	18.2%	8.49%	18.7%	2.5%
冰淇淋：蒙牛	7.3%	8.4%	5.5%	-0.4%

资料来源：尼尔森、中泰证券研究所

图 9：啤酒行业结构升级，腰部产品凸显



资料来源：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。