

食品饮料

茅台还是茅台，白酒依旧牛 -中泰食品饮料周报(第26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

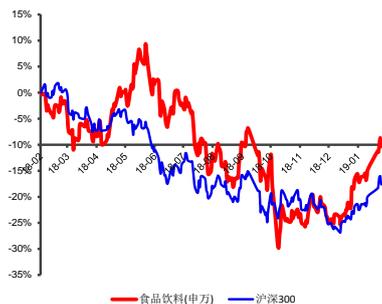
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@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

《食品饮料行业核心公司二季报前瞻：外界的起伏不改行业的稳健成长的趋势》
2019.06.27

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		
贵州茅台	984	21.56	28.02	35.06	41.08	40.00	30.80	28.07	21.00	0.71	买入
五粮液	117.95	2.55	3.47	4.46	5.33	38.20	28.00	26.45	18.30	0.47	买入
口子窖	64.42	1.86	2.55	3.05	3.57	28.42	23.25	21.12	16.61	0.74	买入
中炬高新	42.83	0.57	0.76	0.91	1.17	42.78	45.76	38.34	29.82	0.83	买入
伊利股份	33.41	0.996	1.06	1.20	1.37	31.51	28.55	25.22	22.09	0.87	买入
绝味食品	38.91	1.26	1.56	1.88	2.22	27.30	22.00	18.30	15.00	0.76	买入

备注：股价为2019年6月28日收盘价。

投资要点

- 时间过半，各类半年度总结陆续披露，公募机构排行榜刷屏朋友圈，从wind上半年的排行榜以及近3年业绩排行榜来看，消费主题型的基金排名显著靠前，中证白酒等白酒指数型基金一马当先，当下消费品的投资机会越来越受到投资者的追逐。宏观层面来看，先有5月规模以上工业企业利润同比增长1.1%，较上月回升4.8个百分点带来的利好；后有PMI数据小幅回落以及中美首脑G20峰会谈判好于预期，我们总体认为，外界的纷扰起起伏伏，消费升级以及品牌集中的趋势不变，食品饮料板块大方向继续往上。
- 6月组合：组合大幅跑赢大盘。本月推荐组合标的涨跌幅分别为贵州茅台(12.2%)、五粮液(18.53%)、口子窖(12.64%)、中炬高新(10.59%)、伊利股份(11.33%)、绝味食品(13.54%)，组合收益率为13.16%。同期上证综指上涨2.77%，组合领先上证综指10.4%。
- 贵州茅台：商标取消，股价破千，茅台依旧是茅台。本周茅台迎来了两个历史性时刻，第一茅台的“国酒”商标正式解除使用，第二茅台股价正式突破千元大关。我们认为，对于前者而言，虽然茅台“国酒”商标被取消，但茅台“国酒”的品质、品牌早已深入人心，茅台的核心竞争力没有发生任何改变，茅台依旧是茅台。茅台上市首日至今股价涨幅高达180倍，背后的核心是茅台较好的商业模式和商业格局。站在当前时点，我们认为千元既是一个里程碑，又是一个新的开始，茅台将继续享受行业结构性繁荣带来的品牌集中红利，中长期来看茅台业绩增长依然具备确定性，继续看好茅台在后千亿时代的表现。
- 白酒：二季报整体稳健，核心公司收入增速近20%。本周普飞批价达到2000-2050元，第八代普五批价达959元，新品顺价销售值得期待。本周白酒板块再度取得靓丽表现，同时上半年行情正式收官，期间申万白酒指数上涨77.57%，大幅跑赢大盘58.12个百分点，业绩提速和估值修复共同推动白酒板块取得显著超额收益。展望二季度业绩来看，结合我们股东大会的交流以及渠道的反馈，我们认为二季度茅台/五粮液/老窖/古井/口子窖/水井坊/汾酒/顺鑫（白酒部分）收入有望实现20%以上增长，洋河增速近15%。外加上产品结构升级和增值税下调带来的利好，二季度核心公司的业绩有望保持20%（或以上）的增长，且在中美谈判缓和的大背景下白酒将持续受益，继续看好白酒板块的投资机会。
- 中炬高新：积极推动渠道下沉与餐饮建设，激励机制显著提升。公司提

出 2019-2023 年实现收入过百亿、年产量过百万吨的双百计划，收入年复合增长率约 20%，整体前低后高，辅以并购。公司在销售端通过倾斜式的资源投入，打造公司及经销商两支销售队伍，解决品类、区域、渠道的不平衡。(1) 渠道下沉：公司分层级进行渠道下沉，一二线城市餐饮、流通、BC 超市三渠道联动；地级市按节奏分渠道运行；县级市通过综合经销商的开发。目前公司地级市的覆盖率 77%，力争 1-2 年完成全国地级市全覆盖，去年底公司经销商是 864 家，今年突破 1000 家。

(2) 餐饮端：从厨师意见领袖切入，带动厨邦在发达城市厨师圈的影响力，然后采取厨艺竞赛等多种方式配合地面销售的宣传拉动。目前厨邦顶级厨师俱乐部会员已经达到 15 万，专业厨师已达 7000 多人，配合地面的批发市场，打造餐批旗舰店。(3) 员工激励力度加大，3-5 年内逐步落地：开展内部干部选拔；推荐员工自荐；提供有效住房；薪酬制度改革，结合个人贡献；后续进行股权激励等。宝能入主后公司激励机制改善，经营活力增强，继续推荐。

■ **汤臣倍健中报预告解读：短期波动不改长期趋势，关注低估值布局良机。**

1) 大单品策略+渠道多元化扩张驱动收入较大幅度增长。公司预计 19H1 收入同比有较大幅度增长，19Q1 公司收入 15.7 亿元，同比增长 47.2%，19Q2 受到电商平台增速放缓、药店医保政策收严等短期波动影响，预计环比增速有所下降但我们预计 Q2 仍有近 20% 的增长。**2) 19H1 公司归母净利润预计同比增长 10-30%。**根据测算 19Q2 归母净利润在 2.78-4.19 亿元，同比增速为 -16.5-25.9%，预计利润增速低于收入，主因广告营销投入增多+LSG 并表影响部分业绩释放。考虑非经常性损益对利润影响 1600-2000 万元（去年同期 3465.85 万元），预计 19H1 扣非利润为 7.55-9 亿元，同比增速为 12.7%-34.3%，19Q2 扣非利润为 2.66-4.11 亿元，同比增速为 -11.7%-36.4%，我们倾向认为利润区间处于中上的水平。**3) 并表 LSG 的影响：**每年计提 1.4 亿无形资产，假设月度摊销，19H1 无形资产摊销增加 7000 万，19Q2 增加 3500 万，考虑汤臣持股 LSG 目前 53.33%，扣除并表 LSG 无形资产摊销费用 3733 万，19H1 扣非利润为 7.9-9.4 亿元，同比增长 18%-40%，则 19Q2 扣除 LSG 无形资产影响+非常经常损益后利润增速为 -5.5%-42.6%。我们认为人口老龄化+消费升级驱动行业增长的长逻辑不变，继续关注低估值布局良机。

■ **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	- 4 -
每周市场回顾：板块领先综指 3.64%，子板块其他酒类涨幅居前	- 4 -
2019 年 6 月投资组合：贵州茅台、五粮液、口子窖、中炬高新、伊利、绝味	- 5 -
最新重点报告观点（第 26 周）	- 6 -
食品饮料行业核心公司二季报前瞻：外界的起伏不改行业的稳健成长的趋势	- 6 -

图表目录

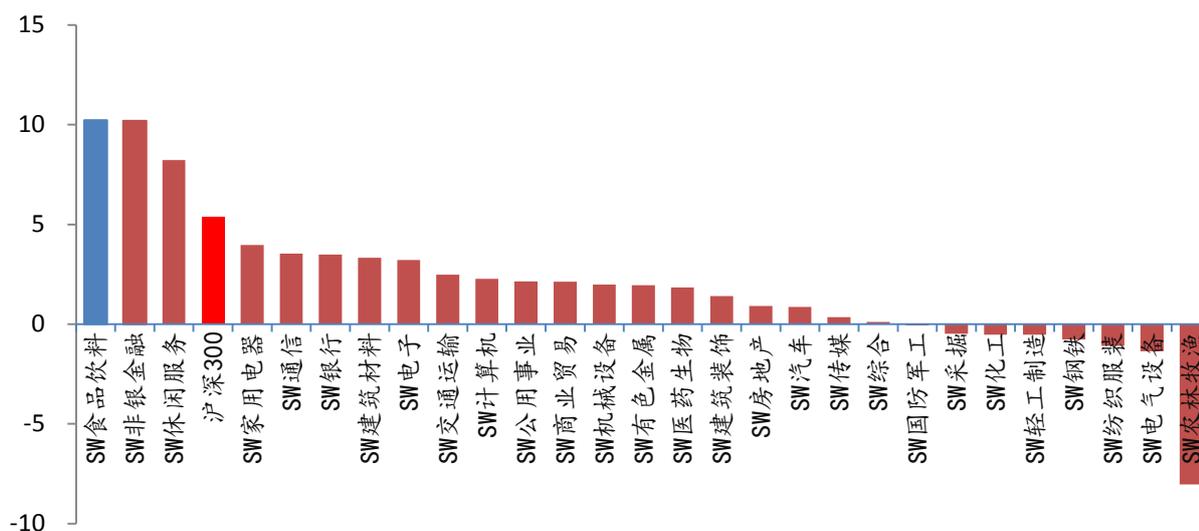
图表 1：食品饮料行业周上涨 2.87%，领先上证综指 3.64%	- 4 -
图表 2：子板块其他酒类居前	- 4 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 4 -
图表 4：6 月组合收益率为 13.16%	- 5 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 3.64%，子板块其他酒类涨幅居前

- 市场回顾：** 本周上证综指下跌-0.77%，食品饮料板块上涨 2.87%，领先上证综指 1.09 个百分点。子板块方面其他酒类、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒、葡萄酒、黄酒、食品综合分别上涨 6.02%、5.03%、3.3%、2.95%、2.89%、2.41%、1.62%和 1.33%，肉制品、软饮料分别下跌-0.4%、-1.48%。个股方面，千禾味业（15.76%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨 2.87%，领先上证综指 3.64%



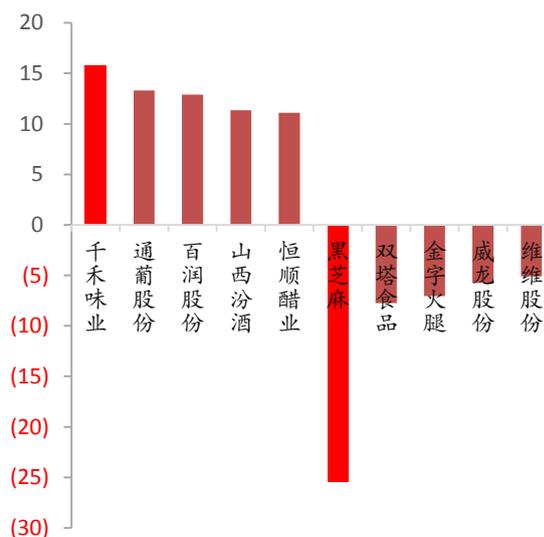
来源：wind、中泰证券研究所

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6月投资组合：贵州茅台、五粮液、口子窖、中炬高新、伊利、绝味

- 6月推荐组合：贵州茅台、五粮液、口子窖、中炬高新、伊利股份、绝味食品。**当月内六者涨跌幅分别为贵州茅台(12.2%)、五粮液(18.53%)、口子窖(12.64%)、中炬高新(10.59%)、伊利股份(11.33%)、绝味食品(13.54%)，组合收益率为13.16%。同期上证综指上涨2.77%，组合领先上证综指10.4%。

图表4：6月组合收益率为13.16%

公司名称	代码	权重	6月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	600519.SH	17%	12.20%	批价持续上行，全力迈向千亿目标。	13.16%
五粮液	000858.SZ	17%	18.53%	营销改革全力推进，新品顺价可待。	
口子窖	603589.SH	17%	12.64%	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%	10.59%	19Q1调味品主业加速增长，盈利能力继续提升；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%	11.33%	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。	
绝味食品	603517.SH	17%	13.54%	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		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	984.00	12359.0	28.02	35.06	41.08	35.12	28.07	23.95
五粮液	117.95	4477.4	3.47	4.46	5.33	33.95	26.45	22.13
泸州老窖	80.83	1133.2	2.38	3.11	3.88	33.96	25.99	20.83
洋河股份	121.56	1831.9	5.39	6.15	7.13	22.57	19.77	17.05
古井贡酒	118.51	597.3	3.37	4.42	5.57	35.17	26.81	21.28
山西汾酒	69.05	598.0	1.69	2.15	2.68	40.76	32.12	25.76
口子窖	64.42	386.5	2.55	3.05	3.57	25.26	21.12	18.04
水井坊	50.82	248.5	1.19	1.55	1.86	42.85	32.79	27.32
沱牌舍得	27.18	91.6	1.02	1.24	1.61	26.60	21.92	16.88
顺鑫农业	46.65	266.4	1.30	2.27	2.95	35.76	20.55	15.81
伊力特	19.30	85.1	0.97	1.22	1.40	19.89	15.82	13.79
迎驾贡酒	17.91	143.3	0.97	1.05	1.11	18.46	17.06	16.14
伊利股份	33.41	2047.7	1.06	1.20	1.37	31.52	27.84	24.39
绝味食品	38.91	159.5	1.56	1.88	2.22	24.94	20.70	17.53
元祖股份	26.49	63.6	1.01	1.44	1.72	26.23	18.40	15.40
青岛啤酒	49.93	674.1	1.05	1.37	1.76	47.42	36.45	28.37
重庆啤酒	47.16	228.3	0.83	1.05	1.23	56.82	44.91	38.34
中炬高新	42.83	341.4	0.76	0.91	1.17	56.17	47.07	36.61
海天味业	105.00	2841.3	1.62	1.94	2.33	64.81	54.12	45.06
安琪酵母	31.63	104.4	1.04	1.21	1.42	30.43	26.14	22.27
双汇发展	24.89	821.4	1.49	1.57	1.69	16.71	15.85	14.73
恒顺醋业	18.42	111.1	0.39	0.42	0.48	47.39	43.86	38.38

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第26周）

食品饮料行业核心公司半年报前瞻：外界的起伏不改行业的稳健成长的趋势

- 截止到6月26日，2019年申万食品饮料指数上涨58.24%，涨幅位居行业第一。即便是外界的纷扰以及由经济增速下行的考验，我们认为食品饮料商业模式好、韧性强，结合我们二季度的前瞻，行业依旧保持稳健的增长。
- 白酒：2019Q2核心产品价格稳中向上，收入保持近20%的增长。二季度是白酒行业传统淡季，但今年淡季不淡，有两点积极变化值得重视：1) 价格趋势稳中向上。当前普飞、普五批价已分别上行至2020元、925元左右，较季度初明显提升；今年Q2名酒提价频率显著高于往年，积极梳理价格体系的背后一方面为了抢占茅台为行业打开的价格空间，另一方

面也彰显了行业稳健向上的信心；2) 核心公司销售增速近 20%，茅台跨季度打款提前锁定二季报业绩，二季报整体增速稳健。结合我们股东大会的交流以及渠道的反馈，我们认为二季度茅台/五粮液/老窖/古井/口子窖/水井坊/汾酒/顺鑫（白酒部分）有望实现 20%以上增长，洋河增速近 15%。外加上产品结构升级和增值税下调带来的利好，二季度核心公司的业绩有望保持 20%（或以上）的增长。

- **中长期分化逻辑延续，最看好高档酒的成长性。** 下半年来看，名酒挺价为旺季放量做好了准备，中秋动销值得期待，考虑到低基数因素以及新中国成立 70 周年，我们对下半年名酒业绩增长依旧有信心；中长期来看，我们认为白酒行业分化成长成为主旋律，优质公司可穿越周期实现双位数以上的增长。考虑到富人越来越多和现有行业的竞争格局，最看好高档酒的成长性。白酒作为国内自主定价权最强的消费品行业，长期仍具备持续稳健回报的投资机会。我们继续重点推荐贵州茅台、五粮液、古井、口子窖、泸州老窖、顺鑫、洋河、汾酒等。
- **大众品：大众消费品行业增长稳健，挖掘细分子行业龙头机会。**
- **啤酒：**行业复苏趋势下预计量将保持稳定增长，结构升级+提价滞后+补提推动吨酒收入保持强劲增长，伴随原材料压力减缓及关厂提效节约成本，再叠加 19Q2 开始增值税税率下调，2019 年啤酒行业利润将迎来快速释放期。
- **乳制品：**常温液态奶伊利蒙牛集中度加速提升，低温液态奶区域乳企异军突起，呈现百花齐放局面；未来我们看好龙头伊利在渠道、品牌和成本议价能力的优势，关注细分低温奶龙头光明乳业、新乳业、奶酪行业龙头妙可蓝多的成长机会。
- **调味品：**餐饮业良好发展势头带动调味品行业稳健增长，而结构升级持续推升产品吨价；海天和中炬两大龙头，不断推进品类多元化和全国化布局。新兴复合调味品行业高速增长，对比成熟的美国和日本市场空间大；其中火锅底料和川菜调料细分品类增长快、集中度提升空间足，细分龙头天味食品成长值得期待。休闲卤制品龙头绝味主要发展稳健，串串测试加速，公司投资项目日渐成效，中长期看好。
- **保健品：**行业 CR5 市占率仅 19.8%，2019 年是行业政策变动艰难时刻，也是龙头抢占市场的机遇之年。人口老龄化+保健消费年轻化持续驱动行业高成长，看好非直销龙头汤臣倍健大单品策略+电商药店母婴多渠道开拓优势。
- **烘焙：**受益城镇化、消费升级驱动高成长，关注细分行业龙头扩张带来的投资机会，我们继续看好元祖股份；桃李面包在短保面包供应链、高周转运营、区域扩张塑造的先发优势。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、国内外经济增速的下行、食品安全风险、行业竞争加剧。

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。