

食品饮料

## 五粮液快马加鞭不断突破，啤酒业绩加速得验证 -中泰食品饮料周报(第27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

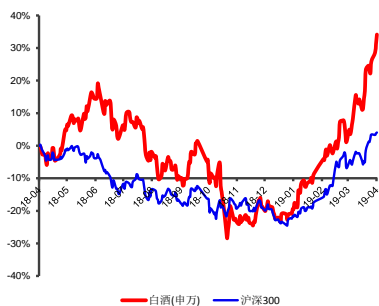
研究助理：熊欣慰

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

《酱酒行业深度报告：茅台千元时代，酱香黄金时代——写在茅台股价破千之时》  
2019.07.01

### 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	999.82	21.56	28.02	35.06	41.08	40.00	35.68	28.52	24.34	0.71	买入
五粮液	129.81	2.55	3.47	4.46	5.33	38.20	37.37	29.11	24.35	0.47	买入
口子窖	63.66	1.86	2.55	3.05	3.57	28.42	24.96	20.87	17.83	0.74	买入
元祖股份	26.32	0.85	1.01	1.44	1.72	28.40	26.06	18.28	15.30	0.83	买入
绝味食品	37.51	1.26	1.56	1.88	2.22	27.30	24.04	19.95	16.90	0.76	买入

备注：股价为2019年7月5日收盘价。

### 投资要点

- 7月组合：五粮液超额收益明显。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为贵州茅台(1.61%)、五粮液(10.06%)、口子窖(-1.18%)、元祖股份(-0.64%)、绝味食品(-3.60%)，组合收益率为1.25%。同期上证综指上涨1.08%，组合领先上证综指0.17%。
- 五粮液：快马加鞭，后劲十足。**子行业中我们最看好高档酒。公司来看，五粮液立志宏大，做事魄力足。2015年至今可圈可点的持股计划（绑定核心员工和优质的经销商）、产品率先提价、系列酒改革、薪酬调整、技术改革、数据化营销改革等，无一例外都是大事，体现出公司灵活的机制和管理层敢作敢为的干练的作风。虽然高档酒空间很好，我们更看好的是公司能够快马加鞭、不断突破的做事能力及潜力。产品来看，第八代五粮液在产品品质、防伪、包装设计、消费者服务等方面考虑更多，五粮液技术的不断提升也加大优质出酒率的提升，为可持续的发展提供有力的保障；品牌来看，第八代五粮液广告画面质感强烈，公司清理掉一部分的系列酒，加大501的推广以提升主品牌的地位，加大体验中心的建设以便消费者更好的感知。品牌建设的循序渐进我们也看到了卓有成效的胜利；渠道方面公司加大销售体系的建设，员工激励在行业中处于领先的水平，管理层执行落地，团队战斗力显著提升。我们认为，五粮液公司要求不断突破并且行动落到实处，对于全年的经营目标，依照现有的增长态势，我们认为公司有望超额完成。
- 白酒：茅台新一届管理层落定，五粮液系列酒整装待发。**本周普飞批价达2050元以上，八代普五批价达959元，淡季名酒价格保持稳健。本周茅台和五粮液相继发布人事变动，其中茅台方面，李静仁将任茅台集团总经理和股份公司代行总经理，万波任集团副总，刘刚任股份公司副总和财务总监。新上任管理层大多来自贵州省内政界、企业届和司法界，职业背景和经验阅历足够丰富，且整体更加年轻，我们认为高管换届完成将保障公司治理更加完善、决策更加科学、抗风险能力加强，为茅台发展注入新的活力；五粮液方面，五粮浓香系列酒公司召开大会，邹涛将任公司董事长，黄华任总经理，我们认为这意味着系列酒公司组织架构已基本形成，后续将围绕“4+4”品牌矩阵展开工作，看好公司在资源聚焦下做大腰部单品。我们认为，茅五的组织人事变动虽出发点不同，茅台稳字当先，五粮液全力冲刺，但背后均反映出名酒在行业新周期下稳健向上的发展信心，结合5、6月名酒纷纷对主力产品进行挺价，今年淡季行业动作频繁，为即将到来的旺季放量做好了充分准备，继续维持行业分化成长、龙头强者愈强的判断，名酒长期仍具备持续稳健回报

的投资机会。

- **水井坊：推行股票激励计划，考核对标同行优秀企业，彰显公司发展决心。**水井坊发布 2019 年限制性股票激励计划，拟以 25.56 元/股的价格，向公司董事、高管、核心骨干等 15 名人员推行 25.62 万股的激励计划，其解锁条件较为严格，两次解锁条件分别为 2019-2020 年、2019-2021 年营收增速均值不低于 A 股前 10 名酒企均值的 110%。我们认为，一方面，与传统的以自身增速为考核条件不同，水井坊以动态跑赢优秀企业为考核目标，更为务实、理性，同时彰显公司积极向行业前十迈进的决心；另一方面，公司此次考核以收入作为目标，表明公司成长期仍以收入和份额为导向，预计未来两年公司费用投放仍将继续聚焦品牌建设和渠道扩张，通过加大投入从而在竞争激烈的次高端市场争取更多份额，这利于公司长远发展，建议持续关注公司在次高端市场的发展前景。
- **啤酒：业绩加速释放持续验证，6 月量增有望转正。**根据国家统计局，2019 年 1-5 月全国啤酒产量为 1508.47 万千升，同比下降 0.24%；销售收入为 675.37 亿元，同比增长 6.49%；利润总额为 65.58 亿元，同比大幅增长 25.13%。2018 年啤酒产量增长 0.50%，销售收入增长 7.08%，利润总额增长 5.61%。对比 2018 年，2019 年啤酒行业仍保持了强劲的 ASP 增长，收入增速超过产量增速约 7 个 pct，主要受益于结构升级+提价。草根调研反馈 2019 年 1-5 月华润总量增长 2%左右，中档以上增长超过 5%，高档以上增长接近 15%；青岛啤酒一季报显示高端销量增长 10.5%快于主品牌的 8.5%快于整体的 6.6%，且草根调研反馈公司 4-5 月在山东、华南等地区有分产品提价。同时，1-5 月行业利润总额大幅增长 25%，远高于去年 6%的增速，主要受益于 ASP 的强劲增长+成本压力趋缓+良好的费用率控制，同时叠加 4 月 1 日增值税税率下调 3 个 pct 的红利。经历 4-5 月连续的产量下滑后，啤酒行业库存逐渐回归正常水平，6 月产量增速有望转正。渠道调研反馈青岛啤酒经历 4-5 月连续 2 个月接近 5%的销量下滑后，6 月销量受益低基数(去年上合峰会)和旺季备货实现高个位数增长，预计公司 2019Q2 销量同比持平。
- **恒顺醋业：历久弥新，龙头启航。**恒顺醋业多元化业务错失了行业的黄金发展期，公司重新规划以壮大调味品主业为战略方向。2014-2018 年调味品收入 CAGR 保持 10%左右的稳健增长，扣非后归母净利润增速稳定到高于收入的水平。镇江国资委是公司的实际控制人，恒顺醋业董事会与管理层无持股，期待激励机制改善及管理费用率下降。公司具备较强的产品力，2018 年华东大本营贡献调味品业务 54%的收入，且增长 20%最快。公司苏南市场最成熟，镇江、南京、苏州均实现过亿销售，华东其他省市均有挖潜空间。华东以外公司目前主要通过流通渠道进行铺货，长期具备想象空间。2018 年恒顺餐饮收入增长 15%至 2 亿元，占调味品收入的 13%，对比中炬和海天有较大提升空间。近两年恒顺的食醋吨价保持约 4%的增长，受益结构升级+提价将继续提升。2018 年恒顺高端醋（毛利率超过 50%）增长 15.1%，快于食醋整体 12.5%的增长。公司华东大区产品结构优于其他大区，毛利率更高；同时华东地区结构升级力度大，毛利率上升更快。恒顺约 3 年一个提价周期，主要为抵御通胀导致的成本上涨，2019 年初公司在业内率先提价。伴随恒顺产销量增长，食醋和料酒的吨制造费用下降，规模效应逐渐体

现。

- **现代牧业：聚焦养殖，控本增效，盈利改善。**1) 量价齐升带动收入稳健增长。现代牧业液态奶部分全权委托蒙牛代为销售，目前主营业务聚焦上游养殖业，原奶产量供给蒙牛占比高达 80%以上。量：现代牧业 2018 年中国内地 7 个省，营运 26 个牧场，奶牛数量 23.15 万头，同比增长 58%，2018 年原奶产量预计 128 万吨，我们预计 2019 年公司原奶产量有望同比增长 9%。价：2018 年原料奶外部平均销售单价 3.85 元/kg，同比 2017 年的 3.83 元/kg 增长 0.52%，我们预计 2019 年全年奶价整体涨幅 3%以上。2) 成本：前期饲料调配+储备到位，预计饲料价格保持平稳。单价提升有望带动毛利率提升。2018 年公司原料奶公平值调整前的销售成本 24.5 亿元，吨奶成本 2.45 元/kg，同比增长 0.82%，预计 2019 年吨奶成本较为稳健。具体拆分成本看原材料占比 74%、劳工成本 7.4%、公用事业费用 3%、折旧 7.6%、畜牧场其他开支 8%。原材料成本占比中，青贮玉米 40%以上、豆粕 25%、苜蓿草 8%，目前苜蓿草价格一直上涨，主因全球供不应求及进口关税影响。2018 年公司毛利率 31.46%，预计 2019 年平稳增加。3) 公司通过增产增群和基因改良提高奶牛单产、降低财务杠杆、合理控制奶牛减值，全年净利润有望转正。
- **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，子行业中长期最看好高端白酒。重点推荐五粮液、贵州茅台、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 .....	- 5 -
每周市场回顾: 板块领先综指 1.67%, 子板块黄酒涨幅居前 .....	- 5 -
2019 年 7 月投资组合: 贵州茅台、五粮液、口子窖、元祖股份、绝味 .....	- 6 -
最新重点报告观点 (第 27 周) .....	- 7 -
酱酒行业深度报告: 茅台千元时代, 酱香黄金时代——写在茅台股价破千之时	- 7 -

## 图表目录

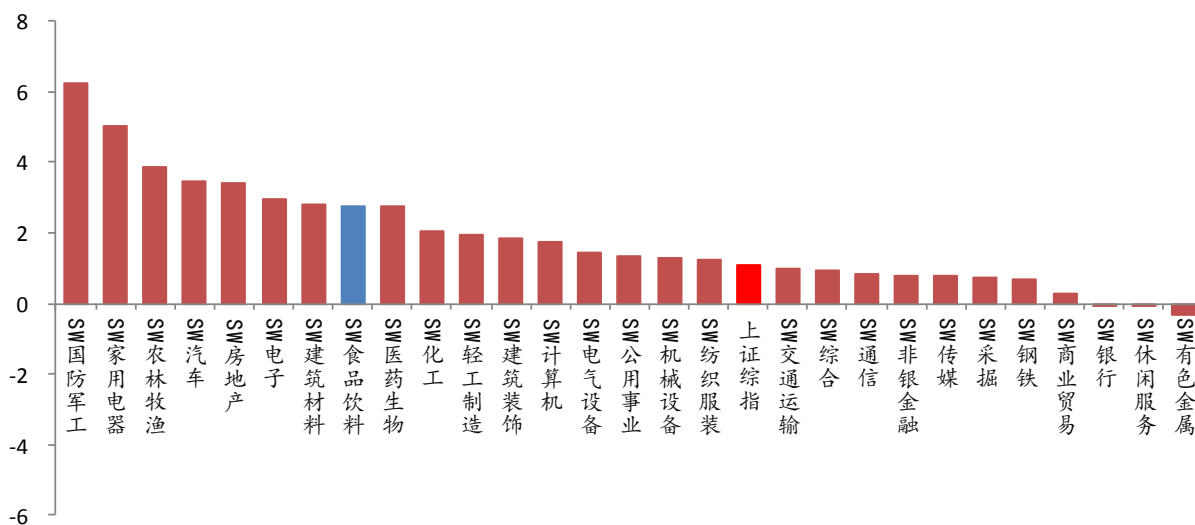
图表 1: 食品饮料行业周上涨 2.75%, 领先上证综指 1.67% .....	- 5 -
图表 2: 子板块黄酒居前 .....	- 5 -
图表 3: 周涨跌幅前五个股一览 .....	- 5 -
图表 4: 7 月组合收益率为 1.25% .....	- 6 -

## 市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 1.67%，子板块黄酒涨幅居前

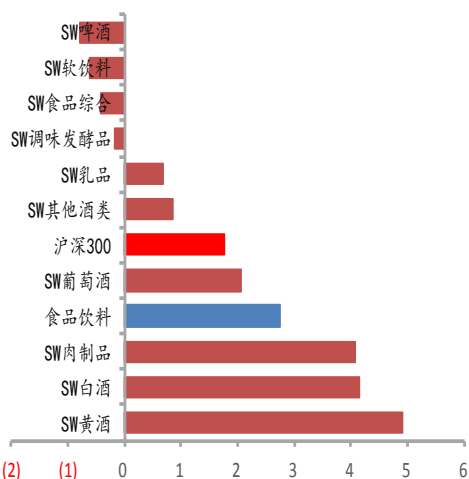
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 1.08%，食品饮料板块上涨 2.75%，领先上证综指 1.67 个百分点。子板块方面黄酒、白酒、肉制品、葡萄酒、其他酒类和乳品分别上涨 4.92%、4.14%、4.07%、2.08%、0.86% 和 0.70%，调味发酵品、食品综合、软饮料和啤酒分别下跌 -0.17%、-0.41%、-0.62% 和 -0.78%。个股方面，加加食品（16.58%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨 2.75%，领先上证综指 1.67%



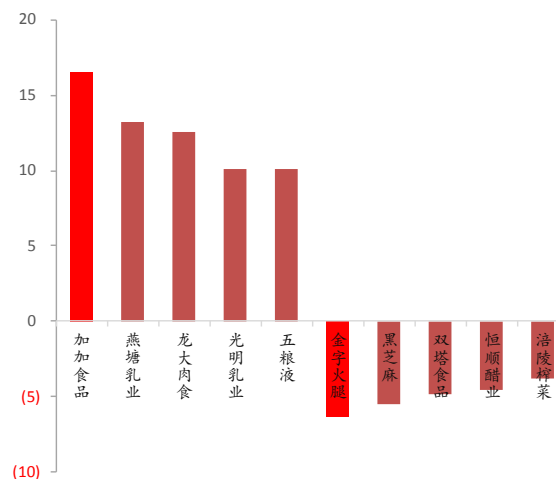
来源：wind、中泰证券研究所

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7月投资组合：贵州茅台、五粮液、口子窖、元祖股份、绝味食品

- 7月推荐组合：贵州茅台、五粮液、口子窖、元祖股份、绝味食品。当月内五者涨跌幅分别为贵州茅台（1.61%）、五粮液（10.06%）、口子窖（-1.18%）、元祖股份（-0.64%）、绝味食品（-3.60%），组合收益率为1.25%。同期上证综指上涨1.08%，组合领先上证综指0.17%。

图表4：7月组合收益率为1.25%

公司名称	代码	权重	7月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	600519.SH	20%	1.61%	6月份发货加速，跨极度打款政策执行提前锁定二季度业绩。	1.25%
五粮液	000858.SZ	20%	10.06%	营销改革全力推进，新品顺价可待。	
口子窖	603589.SH	20%	-1.18%	省内结构升级加速，省外发展步入正轨。	
元祖股份	603886.SH	20%	-0.64%	门店扩张+提价+睡眠卡确认驱动业绩高速增长。	
绝味食品	603517.SH	20%	-3.60%	开店节奏靠前新店贡献更显著，椒椒有味有望进入快速扩张期。	

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	999.82	12557.7	28.02	35.06	41.08	35.68	28.52	24.34
五粮液	129.81	4927.6	3.47	4.46	5.33	37.37	29.11	24.35
泸州老窖	84.90	1190.3	2.38	3.11	3.88	35.67	27.30	21.88
洋河股份	129.38	1949.8	5.39	6.15	7.13	24.03	21.04	18.15
古井贡酒	123.00	619.9	3.37	4.42	5.57	36.50	27.83	22.08
山西汾酒	71.68	620.7	1.69	2.15	2.68	42.31	33.34	26.75
口子窖	63.66	382.0	2.55	3.05	3.57	24.96	20.87	17.83
水井坊	51.38	251.2	1.19	1.55	1.86	43.32	33.15	27.62
沱牌舍得	29.43	99.2	1.02	1.24	1.61	28.80	23.73	18.28
顺鑫农业	48.80	278.6	1.30	2.27	2.95	37.41	21.50	16.54
伊力特	19.21	84.7	0.97	1.22	1.40	19.80	15.75	13.72
迎驾贡酒	18.98	151.8	0.97	1.05	1.11	19.57	18.08	17.10
伊利股份	33.47	2051.4	1.06	1.20	1.37	31.58	27.89	24.43
绝味食品	37.51	153.8	1.56	1.88	2.22	24.04	19.95	16.90
元祖股份	26.32	63.2	1.01	1.44	1.72	26.06	18.28	15.30
青岛啤酒	48.31	652.2	1.05	1.37	1.76	45.88	35.26	27.45
重庆啤酒	45.94	222.3	0.83	1.05	1.23	55.35	43.75	37.35
中炬高新	42.19	336.3	0.76	0.91	1.17	55.33	46.36	36.06
海天味业	105.09	2843.7	1.62	1.94	2.33	64.87	54.17	45.10
安琪酵母	31.27	103.2	1.04	1.21	1.42	30.08	25.84	22.02
双汇发展	25.95	856.4	1.49	1.57	1.69	17.42	16.53	15.36
恒顺醋业	17.45	105.2	0.39	0.42	0.48	44.89	41.55	36.35

来源：wind、中泰证券研究所

## 最新重点报告观点（第 27 周）

酱酒行业深度报告：茅台千元时代，酱香黄金时代——写在茅台股价破千之时

- **核心观点：茅台千元时代，酱香黄金时代。**本周茅台正式迎来股价破千元的历史性时刻，“酱香热”亦逐渐成为当前白酒市场的关键词之一，我们对本轮酱香热潮的演变、表现与原因进行了系统性梳理分析，发现2017年以来在茅台的引领下，酱酒企业普遍取得了远超行业平均的高速增长，次高端开始放量承接茅台溢出红利，其原因既在于茅台的消费者培育开始见效，更在于酱酒的高品质迎合了消费升级需求。进一步地，我们对行业代表性品牌茅台和郎酒进行分析，认为茅台当前价格并未泡沫化，社会库存因老酒市场的“化库存为消费”而无需过度担心，未来几年保持稳健增长仍具备确定性；郎酒近年来发展迅猛，在上市前通过加大费用投放来拔高品牌、开拓市场，“狼性”进取决心十足，预计未来两年仍将保持快速成长。
- **香型热潮演变：江山代有名酒出，各领风骚数十年。**香型概念自第三届

评酒会确立以来，至今已迎来三波热潮：1) 第一波由清香型引领，由于具有粮耗低、出酒率高等优势，清香型满足了产品短缺时代人们对白酒的消费需求，“汾老大”山西汾酒独占鳌头，1980年清香型产量占比达70%；2) 第二波由浓香型引领，改革开放后清香型优势不再，此消彼长，由川酒为代表的浓香型逐渐向全国输出扩散，五粮液通过不断提价强势崛起，马太效应下众多酒企纷纷转型效仿，2000年浓香型销量占比达70%以上；3) 第三波由酱香型引领，茅台一骑绝尘带动酱酒市场快速成长，当前以全行业4%的产能占据了20%的收入和35%的利润，酱酒市场正迎来最好的时代。

- **原因探究：高品质迎合了本轮消费升级，茅台投资需求兴起。** 1) **本质原因：**从根本上来讲，品质是消费品征服消费者的最重要因素，酱酒严格的原料、苛刻的产区、复杂的工艺、长周期的储存保证了其品质的上乘，我们认为这是驱动本轮酱香热的根本原因。2) **为什么是茅台？**茅台是引领本轮行业复苏的龙头，依靠其强大的品牌力以及不断强化的供需格局，率先为消费者树立起高端、优质、稀缺的品牌形象，培育了酱酒第一批忠实消费者，因此我们认为茅台的品牌效应和消费者培育使其引领了本轮酱香热潮。3) **为什么是当前时点？**近两年消费者对酱酒的认可度明显提升，从消费需求角度，近两年消费升级风起，人们开始追求健康、品质消费，而酱酒的高品质刚好迎合了“少喝酒、喝好酒”的消费理念，满足了当代消费者对于白酒的消费需求；从投资需求角度，近两年茅台投资属性爆发，茅台生肖酒、年份酒价格飙涨激起了消费者对于酱酒的购买热情，成为酱酒在当前时点爆发的另一重要推动力。
- **茅台、郎酒：不同的体量，相同的成长。**
- **1、茅台：茅台是我国酱酒行业的价值标杆，既是本轮酱香热最大的推动者，又是所有酱香酒企中最大的受益者。**我们对当前市场关心的三大问题作出解读：1) 当前价格过高了吗？定性分析来看，相比12年当前茅台消费结构更为健康，价格形成更为市场化，定量分析来看，当前茅台零售价与人均可支配月收入之比仍在40%-60%区间，未进入泡沫区间，因此我们认为当前价格尚未泡沫化，短期随着放量落地价格有望小幅回落；2) 当前库存过高了吗？近年来茅台老酒市场兴起，老酒消费将茅台消费属性大大延长，即如今很大一部分社会库存虽然表面用于储存，但未来仍将作为老酒用于消费，而非用于增值套利，因此社会库存问题无需过度担心；3) 未来成长性如何？从基酒的角度进行计算可得，未来几年茅台保持年化百分之十几的增长是具备确定性的，若考虑产品结构提升以及自营比例提升，未来业绩有望实现更高水平的成长。
- **2、郎酒：郎酒近年来发展迅猛，近年来在董事长汪总的带领下，通过加大费用投放（年投放约30亿）来拔高品牌、开拓市场，抓住本轮酱香热的机遇期以及上市之前的窗口期。**其中，青花郎作为公司核心单品，以“中国两大酱香白酒”的定位对标茅台，我们认为其独特的品质优势以及产能的稀缺性为其价值回归提供了保障，近期公司抛出3年内提至1500元的提价计划，再次彰显了青花郎价值回归的决心。乘着本轮酱香热潮之东风，青、红花郎迎来爆发式增长，2018年销售额达50亿，2019年目标实现销售额70亿元，同比增长约40%。
- **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。



**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。