

食品饮料

 短期扰动不改三季度报稳健预期，理性看待啤酒季度波动
 -中泰食品饮料周报(第42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

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

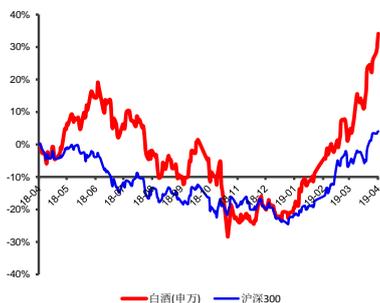
Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@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

《贵州茅台：体系梳理不易，稳增长仍可期》2019.10.16

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	1,175.8	21.56	28.02	35.06	41.08	38.20	28.00	33.54	28.62	1.12	买入
五粮液	127.30	2.55	3.47	4.56	5.77	28.42	23.25	27.92	22.06	0.74	买入
顺鑫农业	50.60	0.77	1.30	1.75	2.27	49.60	42.80	28.91	22.29	0.71	买入
中炬高新	41.60	0.57	0.76	0.91	1.17	30.70	30.42	45.71	35.56	1.24	买入
伊利股份	28.01	0.98	1.06	1.13	1.19	27.30	22.00	24.79	23.54	1.08	买入

备注：股价为2019年10月18日收盘价。

投资要点

- 9月社零数据点评：中秋错位致9月食品饮料行业增速回落。**从9月社零数据来看，9月社零总额增速7.8%，环比提升0.3pct，主要是汽车零售数据回暖带动整体增速提升；从9月食品饮料行业社零数据来看，9月粮油、食品类增速10.4%，环比下降2.1pct，饮料类增速8.9%，环比下降1.5pct，烟酒类增速4.2%，环比提升8.4pct，主要是节日错位导致中秋消费提前至8月所致，实际上将8月和9月社零数据平滑来看，烟酒类平均增速环比7月下约2.5pct，下滑幅度并不明显。
- 白酒：整体稳健、分化成长仍将是三季度主旋律，关注秋糖产业密集反馈。**本周贵州茅台、酒鬼酒相继发布三季报，其中贵州茅台业绩略低于预期，酒鬼酒业绩低于预期，引发市场对于白酒板块产生担忧，白酒（申万）指数本周下跌1.15%。我们认为，白酒板块不会再现去年大幅下挫的行情，原因有以下四点：1) 去年部分酒企中秋旺季销量不达预期，但今年渠道反馈三季度动销良好，茅台加大发货下供求依然紧张，普五和国窖批价亦保持坚挺；2) 去年三季度部分酒企库存较高，因此努力去库存影响销量，而今年行业库存较为良性，大多保持在两个月以内；3) 去年秋糖期间部分酒企释放悲观预期，今年在行业景气度回升下大多厂家态度将更为理性，部分酒企受竞争加剧影响而短期承压，而非行业普遍现象；4) 去年市场担忧宏观经济增速下行会影响行业需求，而今年行业已验证受宏观经济影响减小，行业自我调节能力增强，周期性正逐渐弱化，因此宏观经济影响趋于平稳。展望后市，下周板块将迎来两大事件：1) 秋糖会将于天津召开，密集关注渠道反馈与酒企量价策略，对四季度库存消化、春节备货情况有较强指导意义；2) 下周开始三季报将陆续披露，结合我们的三季报前瞻，我们认为名酒三季报将以整体稳健+分化成长为主，高端酒业确定性仍最强，我们继续看好板块中长期投资机会。
- 贵州茅台：体系梳理不易，稳增长仍可期。**19Q3公司营业收入为214.47亿元，同比增长13.81%，报告期末预收账款为112.55亿元，环比下降8.17%，三季度末经销商已完成全年打款合同量，但预收账款环比仍小幅下降主要受取消经销商影响。19Q3公司净利润为105.04亿元，同比增长17.11%，费用管控效率提升驱动利润增速快于收入。分渠道来看，19Q3直销收入为15.01亿元，占比提高至7%，反映33家自营店投放量增加明显；报告期末经销商数量为2507家，年初以来合计减少595家，主要是为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力。由于去年四季度开始公司取消了部分经销商，而直营渠道以及集团营销公司具体策

略未全面落地，今年以来公司不断让经销商提前执行合同量来满足市场需求，导致预收账款波动较大。我们认为就目前的渠道体系来看，预收账款的参考意义已经不是很大，一批价才是反映基本面最重要的指标，目前普飞一批价仍稳定在 2300 元左右，终端需求持续旺盛，未来茅台酒价格具备充足的提升基础。全年来看，考虑到计划发货量的增长以及产品结构的调整，我们认为公司有望顺利完成收入增长 14% 的目标。

- **啤酒：理性看待 Q3 产销量下滑，中长期结构升级逻辑不变。**根据国家统计局数据，2019 年 9 月规模以上啤酒企业产量为 317.6 万千升，同比增长 3.4%；1-9 月累计产量为 3119.4 万千升，同比增长 0.7%。对比 7、8 月行业产量分别增长-4.9%和-4%，9 月产量回暖。我们认为主要受益于（1）经过 7-8 月的消化后，渠道库存恢复至正常水平，（2）中秋国庆旺季备货。渠道调研反馈，2019Q3 青啤、百威、华润等主要啤酒公司销量均出现下滑，仅珠啤 Q3 销量略有增长。我们认为一方面系 7-8 月消化 6 月底旺季备货，另一方面系今年 Q3 旺季气温不高影响啤酒终端消费。若剔除旺季备货导致的季度间销量波动，2019Q1-Q3 行业及主要上市公司产销量均呈持平或微增趋势，与我们一直以来的判断一致。我们重申目前啤酒行业中长期增长的核心逻辑在于结构升级推动盈利能力提升，行业产量预计呈持平趋势，龙头受益集中度提升预计销量略有增长，应理性看待季度间的产销量波动。根据草根调研反馈，2019Q3 啤酒龙头仍保持结构升级趋势。2019Q3 青啤中高档产品延续增长，普低档的区域性品牌下滑较多；百威英博超高端双位数增长，高档和中档高持平，主流产品下滑。近期因季度销量波动导致啤酒板块股价回调，但中长期结构升级逻辑不变，建议关注超跌机会。
- **10 月组合：**本月推荐组合标的涨跌幅分别为贵州茅台（2.24%）、五粮液（-1.93%）、顺鑫农业（-2.99%）、中炬高新（-1.96%）、伊利股份（-1.79%），组合收益率为-1.28%。同期上证综指上涨 1.13%，组合落后上证综指 2.42%。
- **投资策略：**近期消费总体表现稳健，茅台价格的回落也实属正常，我们了解茅台的开瓶率比较高，无需过多担心社会库存。中长期来看，行业结构性机会依旧明显，我们长期最看好高端白酒。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：板块落后综指 1.25%，子板块肉制品涨幅居前	- 4 -
2019 年 10 月投资组合：茅台、五粮液、顺鑫农业、中炬高新、伊利 股份	- 4 -
最新重点报告观点（第 42 周）	- 5 -
贵州茅台：体系梳理不易，稳增长仍可期	- 6 -

图表目录

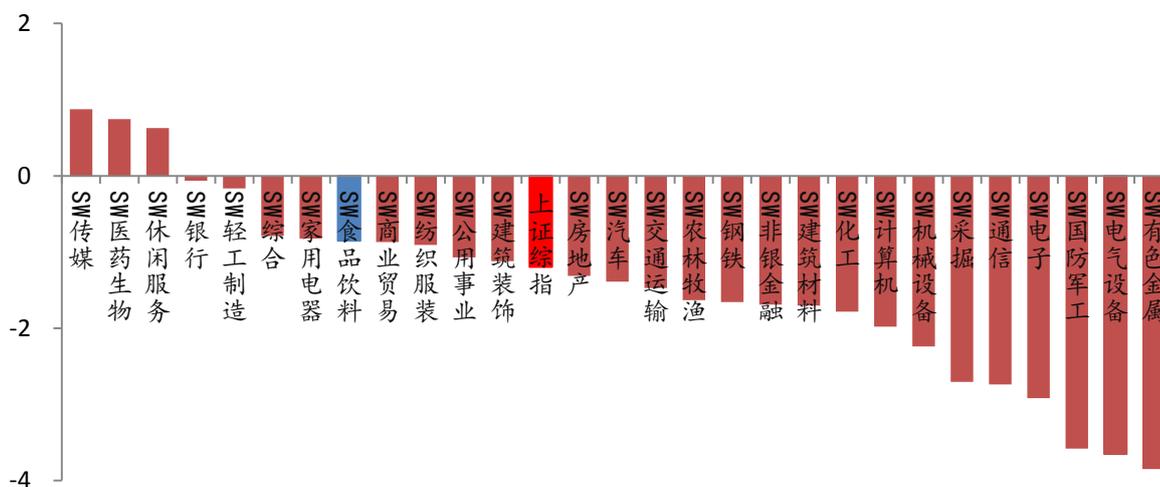
图表 1：食品饮料行业周下跌 0.85%，领先上证综指 0.34%	- 4 -
图表 2：子板块调味肉制品居前	- 4 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 4 -
图表 4：10 月组合收益率为-1.28%	- 5 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后综指 1.25%，子板块肉制品涨幅居前

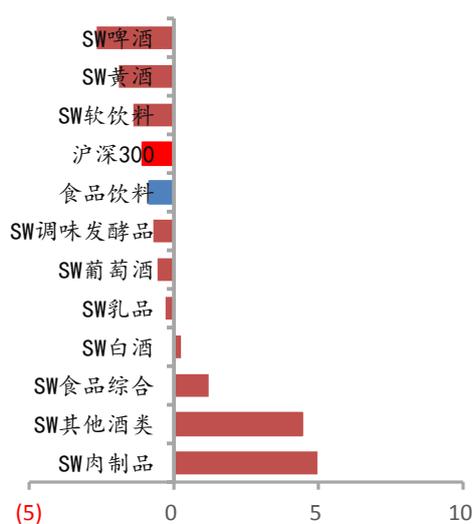
- 市场回顾：**本周上证综指下跌 1.19%，食品饮料板块下跌 0.85%，领先上证综指 0.34 个百分点。子板块方面肉制品、其他酒类、食品综合和白酒分别上涨 4.96%、4.44%、1.21% 和 0.24%。乳品、葡萄酒、调味发酵品、软饮料、黄酒和啤酒分别下跌 0.28%、0.56%、0.70%、1.40%、1.90% 和 2.67%。个股方面，金字火腿（33.81%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周下跌 0.85%，领先上证综指 0.34%



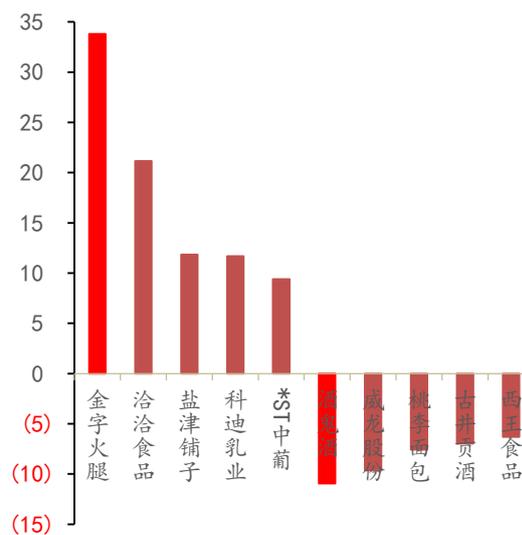
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味肉制品居前



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 10 月投资组合：茅台、五粮液、顺鑫农业、中炬高新、伊利 股份

- **10月推荐组合：贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、中炬高新、伊利股份。**
 当月内五者涨跌幅分别为贵州茅台（2.24%）、五粮液（-1.93%）、顺鑫农业（-2.99%）、中炬高新（-1.96%）、伊利股份（-1.79%），组合收益率为-1.28%。同期上证综指上涨1.13%，组合落后上证综指2.42%。

图表4：10月组合收益率为-1.28%

公司名称	代码	权重	10月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	600519.SH	20%	2.24%	直营之路，曲折中带有惊喜	-1.28%
五粮液	000858.SZ	20%	-1.93%	普五量价齐升，业绩强劲增长	
顺鑫农业	000860.SZ	20%	-2.99%	牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效	
中炬高新	600872.SH	20%	-1.96%	调味品主业加速增长，期待经营活力释放	
伊利股份	600887.SH	20%	-1.79%	市占率稳步提升，业绩稳健释放	

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	1175.79	14767.9	28.02	35.06	41.08	41.96	33.54	28.62
五粮液	127.30	4832.3	3.47	4.56	5.77	36.64	27.92	22.06
泸州老窖	84.50	1184.7	2.38	3.21	4.00	35.50	26.32	21.13
洋河股份	102.00	1537.1	5.39	6.15	7.13	18.94	16.59	14.31
古井贡酒	106.02	534.3	3.37	4.42	5.57	31.46	23.99	19.03
山西汾酒	83.60	724.0	1.69	2.15	2.68	49.35	38.88	31.19
口子窖	54.09	324.5	2.55	3.05	3.57	21.21	17.73	15.15
水井坊	45.90	224.5	1.19	1.55	1.86	38.70	29.61	24.68
沱牌舍得	29.57	99.7	1.02	1.24	1.61	28.94	23.85	18.37
顺鑫农业	50.60	288.9	1.30	1.75	2.27	38.79	28.91	22.29
伊力特	15.23	67.2	0.97	1.22	1.40	15.70	12.48	10.88
迎驾贡酒	20.44	163.5	0.97	1.05	1.11	21.07	19.47	18.41
伊利股份	28.01	1716.7	1.06	1.13	1.19	26.42	24.79	23.54
绝味食品	45.20	185.3	1.56	1.88	2.22	28.97	24.04	20.36
元祖股份	17.88	42.9	1.01	1.44	1.72	17.70	12.42	10.40
青岛啤酒	47.38	639.6	1.05	1.37	1.76	45.00	34.58	26.92
重庆啤酒	41.17	199.3	0.83	1.05	1.23	49.60	39.21	33.47
中炬高新	41.60	331.6	0.76	0.91	1.17	54.56	45.71	35.56
海天味业	107.44	2907.3	1.62	1.94	2.33	66.32	55.38	46.11
安琪酵母	27.37	90.3	1.04	1.21	1.42	26.33	22.62	19.27
双汇发展	26.08	860.6	1.49	1.57	1.69	17.51	16.61	15.43
恒顺醋业	14.51	87.5	0.39	0.42	0.48	37.33	34.55	30.23

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第42周）

贵州茅台：体系梳理不易，稳增长仍可期

- **事件：**2019 年前三季度公司实现营业收入 609.35 亿元，同比增长 16.64%；实现归母净利润 304.55 亿元，同比增长 23.13%，基本每股收益为 24.24 元，同比增长 23.13%；单三季度营业收入 214.47 亿元，同比增长 13.81%，归母净利润 105.04 亿元，同比增长 17.11%。
- 三季报略低于预期，直营放量有所加大。19Q3 公司营业收入为 214.47 亿元，同比增长 13.81%，报告期末预收账款为 112.55 亿元，环比下降 8.17%，同比增长 0.79%，三季度末经销商已完成全年打款合同量，但预收账款环比仍小幅下降主要受取消经销商影响。19Q3 公司净利润为 105.04 亿元，同比增长 17.11%，费用管控效率提升驱动利润增速快于收入。分产品来看，19Q3 茅台酒收入 190.37 亿元，同比增长 12.76%，系列酒收入 23.83 亿元，同比增长 22.78%。分渠道来看，19Q3 直销收入为 15.01 亿元，占比提高至 7%，反映 33 家自营店投放量增加明显；报告期末经销商数量为 2507 家，年初以来合计减少 595 家，主要是为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，报告期内减少酱香系列酒经销商 494 家。
- 毛利率微降，期间费用率继续下行。19Q3 公司毛利率为 90.79%，同比下降 0.66pct，主要是系列酒增速更快所致；期间费用率为 9.19%，同比下降 0.33pct，其中销售费用率为 2.81%，同比下降 0.47pct，主要是市场投入费用减少所致，管理费用率为 6.37%，同比基本持平；净利率为 52.30%，同比提高 1.09pct。19Q3 公司经营活动产生现金流量净额为 32.28 亿元，同比下降 69.21%，主要是本期客户存款和同业存放款项净增加额减少所致。
- 一批价坚挺反映基本面仍旧强劲，全年集团收入坚实迈向千亿目标。由于去年四季度开始公司取消了部分经销商，而直营渠道以及集团营销公司具体策略未全面落地，今年以来公司不断让经销商提前执行合同量来满足市场需求，导致预收账款波动较大。我们认为就目前的渠道体系来看，预收账款的参考意义已经不是很大，一批价才是反映基本面最重要的指标，目前普飞一批价仍稳定在 2300 元左右，终端需求持续旺盛，未来茅台酒价格具备充足的提升基础。全年来看，考虑到计划发货量的增长以及产品结构的调整，我们认为公司有望顺利完成收入增长 14%的目标。
- 中长期来看，茅台有望持续实现稳健增长。尽管 2018 年以来公司内部调整力度较大，但茅台龙头品牌地位短期不会改变，我们认为企业偶尔遇到波折其实有助于内部体系的充分梳理和完善，长期来看茅台酒的增长仍应聚焦到供需关系上。根据基酒供应量和市场需求情况，我们认为茅台酒供需偏紧的格局将长期存在，考虑到当前渠道价差充足，未来茅台酒仍具备继续提价能力，即使价格不变，保守估计公司仍可通过调整产品结构等策略使得收入实现 15%左右增长。长期来看，渠道价差终将回归正常水平，我们建议以更长远视角来看待公司投资机会，持续重点推荐。
- **投资建议：**维持“买入”评级，持续重点推荐。我们预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 913/1062/1230 亿元，同比增长

18%/16%/16%；净利润分别为 440/516/601 亿元，同比增长 25%/17%/16%，对应 EPS 分别为 35.06/41.08/47.84 元。

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。