

食品饮料

消费税靴子落地，古井春节消费乐观

-中泰食品饮料周报(第49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

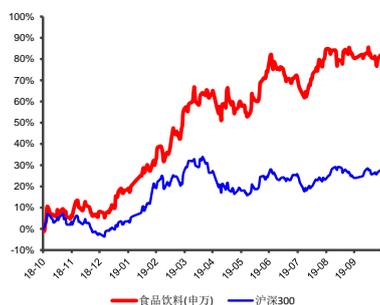
研究助理：房昭强

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

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		
古井贡酒	122.31	2.28	3.37	4.55	5.79	28.79	16.03	26.88	21.12	0.74	买入
顺鑫农业	50.17	0.77	1.30	1.62	2.16	25.00	24.45	30.97	23.23	0.71	买入
青岛啤酒	52.10	0.93	1.05	1.37	1.76	42.07	33.11	38.03	29.60	1.24	买入
伊利股份	30.25	0.99	1.06	1.13	1.19	25.11	32.36	26.77	25.42	1.12	买入
中炬高新	40.85	0.57	0.76	0.91	1.17	31.82	24.27	44.89	34.91	1.08	买入

备注：股价为2019年12月6日收盘价。

投资要点

- 12月组合：古井贡酒表现抢眼。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为古井贡酒(13.08%)、顺鑫农业(0.24%)、青岛啤酒(2.78%)、伊利股份(3.99%)、中炬高新(-9.50%)，组合收益率为2.12%。同期上证综指上涨1.39%，组合领先上证综指0.72%。
- 消费税政策点评：消费税靴子落地，短期潜在利空解除。**本周财政部公布了《中华人民共和国消费税法征求意见稿》，从税目税率以及征收环节来看，白酒征税并没有发生什么变化，依然维持20%的加0.5元/500ml的税率，且仍在生产(进口)环节征收，由于市场此前普遍担忧新的税法会将白酒纳入消费税征收环节后移的类目中，因此这项政策的靴子落地消除了这项潜在利空。从长期来看，我们依然维持之前的观点：第一，由于白酒流通渠道复杂、终端数量庞大，因此消费税征收环节后移对白酒实施的可行性很低；第二，如果实施，将加剧行业分化，对于酒企的品牌力和渠道管控能力提出更高考验，因此具备强品牌力的高端酒以及部分具备强渠道力的中高端酒企将相对受益。
- 白酒：板块如期回暖，关注春节备货情况。**本周茅台批价2450元左右，普五批价900-910元，茅台价格较上周上行约150元，需求持续保持旺盛，同时茅台价格坚挺也为行业明年景气度提供保障。我们上周提示短期市场的噪音不改板块的投资机会，认为年底资金行为实属正常，板块调整后性价比凸显，本周白酒(申万)指数上涨2.97%，贵州茅台上涨3.63%，基本收回上周跌幅。展望未来，我们认为在白酒春节消费越来越集中、占比越来越高的背景下，短期主要看春节备货情况，重点关注酒企的库存水平，大多酒企今年相比去年库存水平偏低，因此备货的库存压力不大，春节动销预计偏积极。同时应关注年底各家酒企对于明年的目标，我们预计厂家理性调低明年增长目标的情况下，明年实现概率更大，确定性更高，明年依然值得期待。
- 古井贡酒：安徽春节白酒消费有望超预期，古井品牌力持续提升。**三季度因中秋省内需求平淡，引起市场悲观预期，实际上这主要是由于安徽是劳务输出大省，中秋节大量的流动人口并没有返乡，从10月份公布的经济数据来看，安徽前三季度GDP增速仍有7.8%，经济增速依然处于全国前列。但是对于春节这个最重要的传统节日而言，我们预判大多数本地人都会返乡，有望带动省内白酒消费迎来爆发，加上现在白酒春节消费越来越集中，我们对安徽白酒接下来的春节表现，要比全国市场更为乐观。今年古井连续第五年冠名央视春晚，主推产品逐渐由古8、古16跃迁至古20，“亳州”宣传效果明显，古井品牌力明显提升，进

而带动省外招商相比过去也更加容易。目前古井是二线白酒预期差最大的企业，也是春节集中效应的最大受益者，本周大涨后当前股价对应2020年估值约21倍，明年利润有望实现25%的增长，持续重点推荐。

- **中炬高新：人事变动不改经营向好趋势，关注回调后布局机会。**（1）关于少数股权变动。公司公告仲裁结果，阳西厨邦少数股权收回未果。公司后续会通过包括但不限于重新洽谈（不排除提高收购价格）、诉诸法律等手段，力争解决厨邦少数股权的问题。（2）关于美味鲜人事变动。公司推行“强集团、强总部”战略，加强对下层公司管控，因此撤销美味鲜董事会，设置一个执行董事和一个总经理职务，集团总经理李翠旭现任美味鲜执行董事。张卫华作为美味鲜前法定代表人，因工作失职导致阳西厨邦少数股权收回未果，被免去中炬高新副总经理和美味鲜总经理职务，后续留公司任职，但无实际管理权，上半年其对美味鲜管理及业务的具体参与已较少。预计李翠旭后续将兼任美味鲜总经理职务，美味鲜经营班子除张卫华外暂保持稳定。未来美味鲜将以自有团队为主，以李翠旭为领导，四位副总分管各自领域。市场较为关注的销售团队仍以张万庆为核心，且将加速扩张团队，今年扩招150人，明年预计扩招300人。美味鲜以集体决策为主，个人在公司经营中影响有限，且除张卫华外其他副总均保持稳定。我们认为在宝能大股东地位稳固的情况下，张卫华个人免职对公司经营影响有限，同时强集团有望加速扁平化管理提升运营效率。我们继续看好公司五年双百的发展路径，建议关注股价回调机会。
- **天味食品：成本上涨推动提价落地，展现龙头定价权。**今年8月公司更换包装升级产品，提升终端售价，出货价格保持不变，经过一个季度消化目前终端接受度较高。由于今年辣椒等原材料成本大幅上涨，公司在终端价格调整到位后，于今年底调整出厂价格。渠道调研反馈11月公司大红袍小规格等非常规性产品提价，12月老坛酸菜鱼、青花鱼调料等主力产品跟进提价，单箱提价12-35元，幅度约在7-10%。公司鱼调料、火锅底料等在基地市场处于领先地位，提价展现公司强定价权。未来公司将加大经销商和销售人员激励，市场开拓策略更加精细化，经销商渠道将重点开拓BC超市和餐饮渠道，弥补过度依靠农贸的渠道短板。
- **河南乳业调研：消费大省，伊利蒙牛最为强势。**伊利河南近期销售收入稳健增长，买赠略有减弱，控费提效驱动利润。蒙牛打折买赠环比减弱，同比仍加大。根据我们草根调研走访，预计伊利、蒙牛10月河南常温奶销售收入增速均在13-15%。其中市占率上伊利略高于蒙牛，从产品日期新鲜度和买赠力度看，伊利日期基本在10月下旬和11月，价格体系相对坚挺，金典原味老日期99元/2箱，新日期在55-60元/箱，梦幻盖75元/箱；特仑苏新日期11月99.8元/2箱，梦幻盖75元/箱，特仑苏原味的打折买赠常态化，终端反馈原味特仑苏品牌下降至基础品类。常温酸奶上，伊利安慕希原味99元/箱，安慕希果粒及PET畅饮75-80元/箱；纯甄原味新日期11月仅89.8元/2箱，纯甄小蛮腰果粒78-80元/箱；整体看，高端品类蒙牛打折力度大于伊利。走访河南终端整体反馈基础白奶收入提速，预计是经济不景气下销售者出于性价比考虑日常饮用选择，金典、特仑苏原味降价至50元后为日常饮用产品。节庆送礼产品基本在60元/箱以上价格带，金典和特仑苏梦幻盖定位送礼消

费。渠道调研了解 10 月渠道新鲜度管理后，基本伊利经销商库存在 15-20 天，蒙牛预计也在 20 天以内，从终端样本走访看，伊利日期略新于蒙牛。渠道费用看，伊利河南市场 8-9 月开始逐渐收紧，渠道费用率预计稳中有降，蒙牛的渠道费用率预计平稳。

- **现代牧业：控本提效+原奶涨价双重驱动，盈利能力逐渐改善。**近期我们调研了现代牧业，据公司公开路演：1) 牧场南北分布，原奶量价齐升驱动收入增长。公司牧场遍布全国七个省区，26 个万头规模大牧场，南北方牧场数量各一半。量：成牛乳数量及单产均有提升。目前现代牧业奶牛数量 23.3 万头，成乳牛数量占比 58.3%，同比+1.2pct；成乳牛单产不断提高，截至 19Q3 原奶产量 101.8 万吨，同比+8%，原奶销量 99.8 万吨，同比+8.9%。预计 2019 年全年销量突破 135 万吨，同比+11%，产量 138 万吨以上。价：行业性供给短缺驱动原奶售价温和上涨。2019 年 Q1-Q3 公司原奶售价 3.94 元/kg，同比+3.4%，其中前三季度原奶每 kg 售价 19Q1 是 3.81 元，同比+1.1%，19Q2 为 3.89 元，同比+5.4%，19Q3 为 4.13 元，同比+4.3%。预计全年牧业收入增速在 15% 以上。2) 控本提效驱动利润率不断提升。现金成本有效控制：19 年 Q1-Q3 公斤奶的饲料现金成本 1.79 元，同比下降 1 毛；现金成本 2.34 元/kg，同比下降 1 毛 1。有息债务规模下降：2019 年 9 月有息债务规模 65 亿内，半年报 69.2 亿（已下降 4 个亿），预计年内下降至 65 亿以内，3 年累计下降 10 亿，未来三年减持去杠杆，预计 2022 年降低至 55 亿规模。公司控本提效不断增强获利能力：公司准确预判青贮玉米、豆粕、苜蓿草等价格波动，灵活调整饲料配比，加大青贮采购量，保证牛只饲料营养含量，控制成本的同时不断提升单产。公司预计未来 2 年单产再提升 0.6 吨，公斤奶饲料成本再降低 6 分，假设奶价保持 4 元的水平，会超越 14 年最高奶价 5.1 元下的单头牛毛利额获利水平。3) 牧业专业养殖，液态奶走差异化赛道，看好长期发展。长期看公司下游供给稳定，保证销量持续稳健增长。公司 80% 原奶供应蒙牛，引入新希望乳业为第二大股东后，原奶供应新希望 10%，剩下 10% 社会化销售，下游供给增速较快的龙头乳企，保证未来长期销量稳定，同时控本提效稳步提升牧业利润率。液态奶找准“牧场奶”定位，联动蒙牛物流和仓储体系，积极拓建经销商，农村包围城市，看好抢占三四线城市 50-60 元中端价格带空白市场的成长性。
- **双汇发展：冻肉库存赚价差+肉制品 6 次提价，驱动利润释放。**近期我们调研了双汇发展，据公司股东大会：1) 屠宰/鲜冻肉：吨价提升驱动收入和业绩高增长。根据公司三季报及关联交易，19Q3 公司屠宰收入 90.1 亿元，同比+44%，营业利润为 4.8 亿元，同比+108.8%，利润弹性较大。我们预计 19Q3 鲜冻肉预计销量 37 万吨，同比-2.6%，吨价 24339 元/kg，同比+47.8%，业绩驱动主要来自冻肉吨价提升及低价成本储备优势。11 月 14 日公司公告增加与罗特克斯的关联交易，预计猪肉进口从 45 亿元，新增 10 亿元至 55 亿元，截至 19Q3 公司已发生 39.8 亿元，预计 19Q4 进口猪肉采购 15.2 亿元，同比 2018 年全年采购仅 24.1 亿元，增加较多。综合考虑进口政策，中美猪肉 5 倍价差的利润大头主要体现在史密斯菲尔德和万洲国际，双汇享受进口含税后猪肉与国内生鲜冻肉的价差，我们预计 19Q4 屠宰收入稳健，利润仍有较快增长。2) 肉制品：调结构、控成本，提价后对冲成本压力。根据公司股

东大会交流，2019 年公司肉制品 6 次提价，预计涨幅 20%，2020 年随着猪价上涨，肉制品持续提价预期较强。我们预计公司通过结构调整升级和渠道开拓，肉制品收入个位数增长。提价+结构调整对冲成本压力，预计毛利率逐渐平稳或有向上空间，期间费用率下降，利润逐渐改善。期待 2020 年鸡猪价平稳下跌后，肉制品利润弹性逐渐凸显。公司高分红高股息率，建议积极关注。

- **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、顺鑫农业、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、口子窖、洋河股份等；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 1.75%，子板块黄酒涨幅居前	- 6 -
2019 年 11 月投资组合：茅台、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、安琪酵母	- 6 -

图表目录

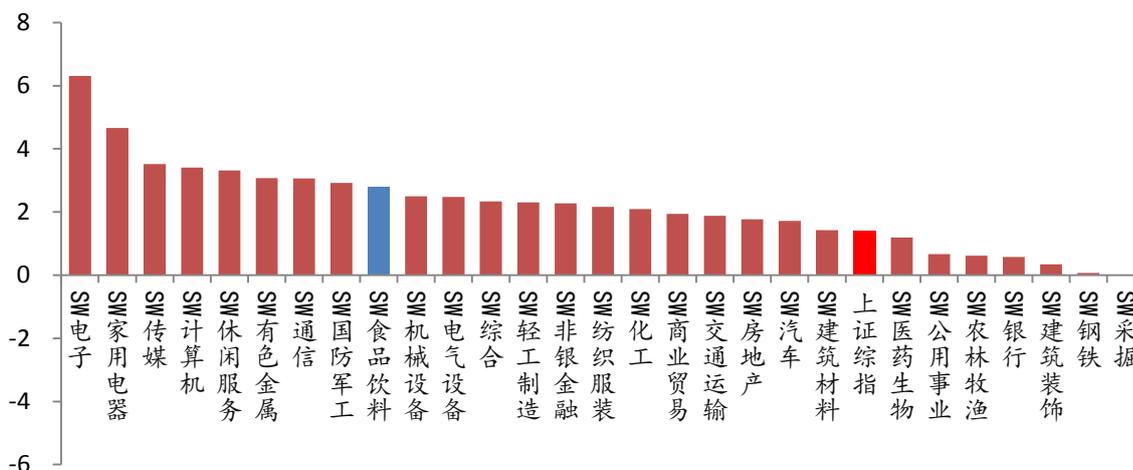
图表 1：食品饮料行业周上涨 2.79%，领先上证综指 1.40%	- 6 -
图表 2：子板块乳品涨幅居前	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 6 -
图表 4：12 月组合收益率为 2.12%	- 7 -
图表 5：伊利草根调研图片	- 7 -
图表 6：蒙牛草根调研图片	- 7 -
图表 7：重点公司盈利预测表	- 8 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 1.40%，子板块乳品涨幅居前

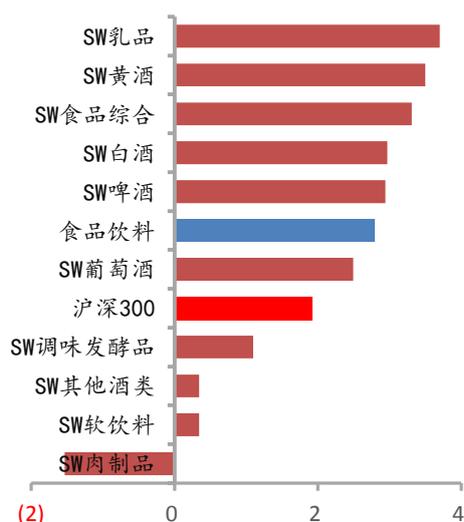
- 市场回顾：**本周上证综指上涨 1.39%，食品饮料板块下上涨 2.79%，领先上证综指 1.40 个百分点。子板块方面其乳品、黄酒、食品综合、白酒、啤酒、葡萄酒、调味发酵品、其它酒类、软饮料分别上涨 3.70%、3.50%、3.31%、2.97%、2.94%、2.49%、1.10%、0.34%、0.34%、，肉制品下跌 1.53%。个股方面，古井贡酒领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨 2.79%，领先上证综指 1.40%



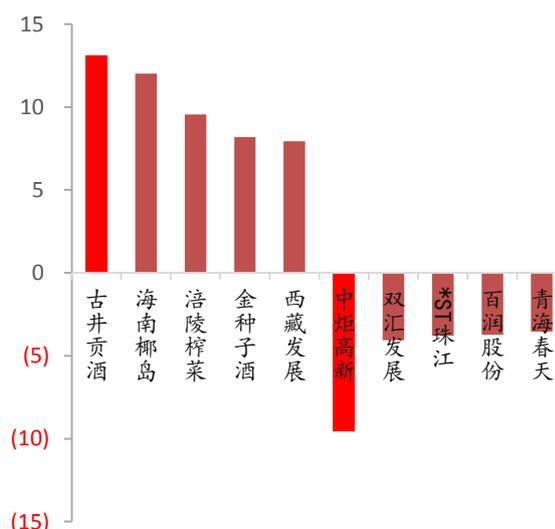
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块乳品涨幅居前



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 12 月投资组合：伊利 股份、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、中炬高新

- 12月推荐组合：伊利股份、古井贡酒、顺鑫农业、青岛啤酒、中炬高新。当月内五者涨跌幅分别为伊利股份(3.99%)、古井贡酒(13.08%)、顺鑫农业(0.24%)、青岛啤酒(2.78%)、中炬高新(-9.50%)，组合收益率为2.12%。同期上证综指上涨1.39%，组合领先上证综指0.72%。

图表4：12月组合收益率为2.12%

公司名称	代码	权重	11月区间涨跌幅	核心推荐理由	组合收益率
伊利股份	600887.SH	20%	3.99%	收入稳健增长，利润表现靓丽	2.12%
古井贡酒	000596.SZ	20%	13.08%	产品迭代顺利，利润空间持续打开	
顺鑫农业	000860.SZ	20%	0.24%	费用确认致利润波动，白酒增长依旧稳健	
青岛啤酒	600600.SH	20%	2.78%	调味品主业加速增长，期待经营活力释放	
中炬高新	600872.SH	20%	-9.50%	利润释放内外兼修，期待改革深化	

来源：wind，中泰证券研究所

图表5：伊利草根调研图片



来源：中泰证券研究所

图表6：蒙牛草根调研图片



来源：中泰证券研究所

图表 7: 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	1170.00	14,697.5	28.02	35.06	41.08	41.76	33.37	28.48
五粮液	130.98	5,084.1	3.47	4.56	5.77	37.70	28.72	22.70
泸州老窖	82.59	1,209.7	2.38	3.21	4.00	34.70	25.73	20.65
洋河股份	100.00	1,507.0	5.39	5.44	5.82	18.57	18.38	17.18
古井贡酒	122.31	535.8	3.37	4.55	5.79	36.29	26.88	21.12
山西汾酒	89.61	781.0	1.69	2.22	2.76	52.90	40.36	32.47
今世缘	30.98	388.6	0.92	1.15	1.41	33.77	26.94	21.97
口子窖	54.10	324.6	2.55	2.99	3.39	21.22	18.09	15.96
水井坊	56.91	278.0	1.19	1.55	1.86	47.98	36.72	30.60
顺鑫农业	50.17	372.1	1.30	1.62	2.16	38.46	30.97	23.23
伊利股份	30.25	1844.4	1.06	1.13	1.19	28.54	26.77	25.42
绝味食品	43.95	267.5	1.56	1.88	2.22	28.17	23.38	19.80
元祖股份	18.60	44.6	1.01	1.44	1.72	18.42	12.92	10.81
青岛啤酒	52.10	657.6	1.05	1.37	1.76	49.48	38.03	29.60
重庆啤酒	50.50	244.4	0.83	1.05	1.23	60.84	48.10	41.06
中炬高新	40.85	325.4	0.76	0.91	1.17	53.57	44.89	34.91
海天味业	111.24	3003.9	1.62	1.94	2.33	68.67	57.34	47.74
安琪酵母	29.31	241.5	1.04	1.13	1.31	28.20	25.94	22.37
双汇发展	29.73	986.8	1.49	1.57	1.69	19.96	18.94	17.59
恒顺醋业	14.17	111.0	0.39	0.42	0.48	36.45	33.74	29.52

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。