

食品饮料

茅台批价超预期，重燃旺季板块行情

-中泰食品饮料周报(第39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

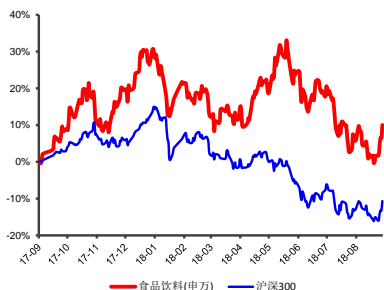
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数 90
行业总市值(百万元) 2454678.05
行业流通市值(百万元) 2238277.27

行业-市场走势对比



相关报告

<<桃李面包（603866.SH）_深度报告：区域扩张正当时，龙头业绩稳增长>>2018.09.09

<<中炬高新（600872.SH）_点评报告：体制改革又进一步，经营活力有望释放>>2018.09.11

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
洋河股份	124.8	3.87	4.4	5.58	7.03	32.2	28.4	22.4	17.8	0.83	买入
绝味食品	40.95	1.06	1.26	1.59	2.01	38.6	32.5	25.8	20.4	0.86	买入
贵州茅台	700.0	13.31	21.56	29.2	35.87	52.6	32.5	24.0	19.5	0.68	买入

备注：股价为2018年9月21日收盘价。

投资要点

■ **白酒观点更新：茅台批价超预期，重燃旺季板块行情。**上周茅台一批价普遍报1700元以上，中秋一批价达到1750元以上，旺季发货量加大后批价逆势上涨，体现出终端需求依旧强劲，前期市场预期旺季一批价区间在1500-1600元，目前来看批价显著超预期。上周是节前一周重点观察窗口，渠道反馈信息参考性强，名酒渠道动销依旧良好，三季度表现最好的仍是上半年基本面突出的茅台和区域酒，次高端酒增速放缓是预期内的正常回归；考虑到今年中秋与国庆不重叠，旺季时间将持续更长，三季度业绩仍将继续靓丽。整体来看全年名酒业绩预期基本落地，估值切换行情进入全面开启阶段，目前名酒对应2018年估值在20倍上下，稳健收益品种继续重推茅台、五粮液、老窖，弹性品种继续重推区域酒洋河、顺鑫、古井、口子窖、汾酒等。

■ **洋河股份：梦之蓝继续强力增长，双击在望。**洋河股份作为我们9月金股，本周涨幅位列行业第一，高达16%。根据渠道反馈，上海地区9月12号中秋配额已用完，截至9月16日全国回款和发货增速超过20%，9月17日开始全国市场加配额，经销商出货节奏正常，库存良性。三季度以来梦之蓝依旧保持50%以上增长，上海地区翻倍增长，团购和家宴渠道为主。经济压力主要对烟酒店的销售有一定影响，但团购渠道仍在快速上量，体现出洋河的客户资源挖掘优势。公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，长期竞争优势依旧明显，近年来在产品力及品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝得到消费者热捧。我们认为压制公司估值的要素在加快消除，梦之蓝高速增长正在逐步改变市场对公司的认知。目前对应18/19年估值22/18倍，增速上一台阶，估值逐步抬升。9月金股持续重点推荐，详细内容参考8月发布的深度报告《梦之蓝引领新一轮成长，新江苏打开全国化空间》。

■ **徽酒跟踪：旺季良性动销，消费换挡逻辑持续兑现。**我们对徽酒渠道动销进行了跟踪，安徽酒企整体稳中向好，三季度继续保持平稳发展势头，继续重点推荐古井+口子窖。1) **古井**：全年销售公司收入目标增长20%，目前一半以上市场已完成全年任务，我们预计三季度末全年任务有望全面达成。200元以上产品继续爆发增长，我们预计古井8年继续保持80%以上增长，省外多地市场（江苏、山东、河北等）开拓顺利，特别是古20的导入引起众多大商对古井的关注度；二季度年份原浆提价后各地终端价格有序回升，偏高库存运行模式对古井而言是抢占市场份额的重要方式，目前库存处于良性区间，无需担忧。2) **口子窖**：三季度渠道库存良性，终端提价策略成功落地，中秋处于调价窗口期，后续价格变动值得跟踪，口子窖6年、10年和20年增速依旧较快，5年渠道备货有所放缓，省内核心经销商反馈三季度收入20%增长信心充足。

- **乳业：三季度中秋动销旺盛，原奶季节性短缺造成部分缺货。**根据草根调研，经销商自8月开始为中秋备货。1) 目前7+8月全国常温液奶的增速依旧保持15%以上的增长，安慕希增速在30%左右、金典增速不到20%，基础白奶年初以来一直保持高个位数增长，其他品类如优酸乳也存在部分缺货，2) 三季度一般是国内奶牛的产奶淡季，目前的缺货主因上游奶源季节性供给不足，在公司的预期之内。18年缺货周期控制在一周左右，通过多品类供应替代，缓解缺货影响（对比17年中秋前金典、安慕希缺货长达半个月左右，18年已经改善）。同时临近中秋前几天，产品逐渐到货，缓解了短期供求问题，预计整体9月的销售依旧靓丽。3) 三季度以来，渠道产品货龄新鲜，库存压力很小，伊利蒙牛终端促销在7-8月环比、同比，均略有减弱，9月主要是节庆活动常规促销。4) 我们预计伊利蒙牛三季度竞争环比改善较为明显，线上广告+线下渠道投入环比均减弱，但是同比尚不确定，保守认为三季度收入依旧在15%以上，利润的增速略低于收入的增速。
- **元祖股份：中秋月饼动销旺盛，蛋糕和糕点稳健增长。**1) 7、8月公司月饼销售额同比增长15%左右，公司9月4-8日八八折活动周，整体销售额同比增速35%，预计整个月饼节庆整体销售额同比去年有15%的增长。三季度蛋糕和中西式糕点增速在10%左右。2) 从地区看，江苏、四川、湖北、湖南地区表现较为强劲，均高于全国整体增速。从品类看，雪月饼和部分高端产品动销较好，考虑消费者接受度，三季度月饼产品均未提价，19年几款产品存在提价空间。3) 目前总部广告投放同比略有增加，但是地区分公司的渠道费用投入同比减弱，整体费用较为稳健。4) 我们预计2018年门店数量净增长20家以上，同店增长依旧保持较快增长。考虑中秋节庆时间错位影响，2018年中秋在9月（2017年中秋在10月），预计报表端18Q3收入、利润均较快增长。
- **投资策略：**分子行业来看，白酒继续重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，二三线酒洋河股份、顺鑫农业、古井贡酒、口子窖、山西汾酒、水井坊等；啤酒行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品、元祖股份、海天味业，保健品行业建议关注汤臣倍健、西王食品、H&H，烘焙面包行业建议关注桃李面包、广州酒家，肉制品行业积极关注龙头双汇发展。
- **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。

內容目錄

市場回顧與盈利預測	- 4 -
每周市場回顧：板塊領先上證綜指 3.93%，子板塊白酒漲幅居前	- 4 -
2018 年 9 月投資組合：洋河股份、絕味食品、貴州茅台	- 4 -
最新重點報告觀點（第 39 周）	- 5 -
桃李麵包：區域擴張正當時，龍頭業績穩增長	- 5 -
中炬高新：體制改革又進一步，經營活力有望釋放	- 6 -
風險提示	- 7 -

圖表目錄

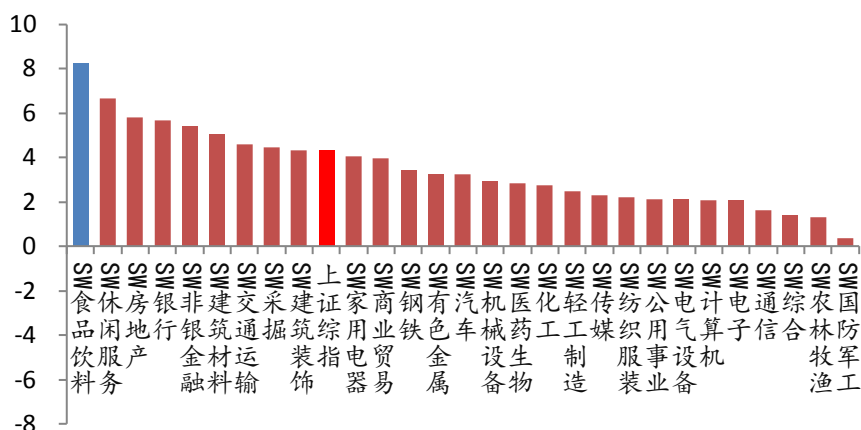
圖表 1：食品飲料行業周漲幅為 8.25%，領先上證綜指 3.93%	- 4 -
圖表 2：子板塊白酒漲幅居前	- 4 -
圖表 3：周漲跌幅前五個股一覽	- 4 -
圖表 4：9 月組合收益率為 6.17%	- 5 -
圖表 5：重點公司盈利預測表	- 5 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先上证综指 3.93%，子板块白酒涨幅居前

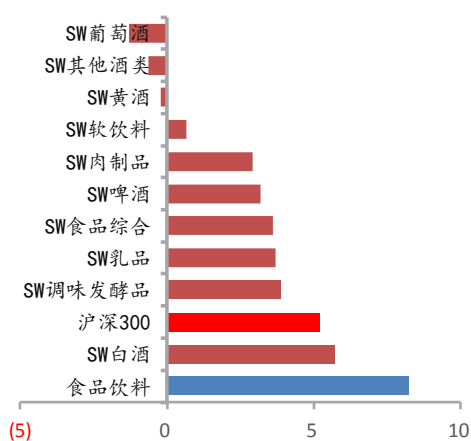
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 4.32%，食品饮料板块上涨 8.25%，领先上证综指 3.93 个百分点。子板块方面，白酒、调味发酵品、乳品、食品综合、啤酒、肉制品、软饮料分别上涨 5.71%、3.86%、3.71%、3.60%、3.20%、2.92%、0.67%，黄酒、其他酒类、葡萄酒分别下跌 0.21%、0.64%、1.29%。个股方面，洋河股份（15.93%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 8.25%，领先上证综指 3.93%



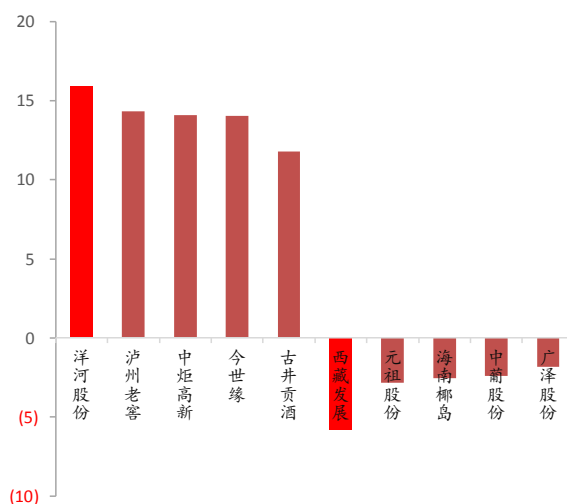
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块白酒涨幅居前



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

2018 年 9 月投资组合：洋河股份、绝味食品、贵州茅台

- **9 月推荐组合：**洋河股份、绝味食品、贵州茅台。当月内三者涨跌幅分别为洋河股份（8.21%）、绝味食品（4.12%）、贵州茅台（6.19%），组

合收益率为 6.17%，同期上证综指上涨 2.65%，组合领先上证综指 3.52%。

图表 4：9 月组合收益率为 6.17%

公司名称	权重	9 月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
洋河股份	33%	8.21%	梦之蓝强力增长，双击在望	6.17%
绝味食品	33%	4.12%	渠道护城河奠定成长空间，龙头兼具上下游议价权	
贵州茅台	33%	6.19%	稳字当头，明年仍值得期待	

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			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
贵州茅台	700.01	8792.1	21.56	29.20	35.87	32.5	24.0	19.5	买入
五粮液	66.42	2521.3	2.55	3.47	4.33	26.0	19.1	15.3	买入
泸州老窖	47.31	663.3	1.80	2.42	3.06	26.3	19.5	15.5	买入
洋河股份	124.80	1880.7	4.40	5.58	7.03	28.4	22.4	17.8	买入
古井贡酒	80.10	403.7	2.28	3.18	4.31	35.1	25.2	18.6	买入
山西汾酒	45.55	394.5	1.09	1.72	2.30	41.8	26.5	19.8	买入
口子窖	50.80	304.8	1.86	2.56	3.14	27.3	19.8	16.2	买入
水井坊	38.31	187.3	0.69	1.22	1.59	55.5	31.4	24.1	买入
沱牌舍得	27.20	91.7	0.43	0.93	1.33	63.3	29.2	20.5	买入
顺鑫农业	43.62	249.1	0.77	1.50	1.84	56.6	29.1	23.7	买入
伊力特	18.39	81.1	0.80	1.07	1.34	23.0	17.2	13.7	买入
老白干酒	17.87	78.3	0.37	0.73	1.04	48.3	24.5	17.2	买入
迎驾贡酒	15.67	125.4	0.83	0.93	1.03	18.9	16.8	15.2	增持
伊利股份	24.92	1527.3	0.99	1.20	1.50	25.2	20.8	16.6	买入
绝味食品	40.95	167.9	1.26	1.59	2.01	32.5	25.8	20.4	买入
元祖股份	16.87	40.5	0.85	1.02	1.22	19.8	16.5	13.8	买入
青岛啤酒	34.25	462.4	0.94	1.32	1.74	36.4	25.9	19.7	买入
重庆啤酒	28.55	138.2	0.68	0.87	1.00	42.0	32.8	28.6	买入
中炬高新	31.72	252.8	0.57	0.77	0.97	55.6	41.2	32.7	买入
海天味业	76.30	2064.7	1.31	1.58	1.92	58.2	48.3	39.7	买入
西王食品	8.44	65.1	0.76	0.59	0.66	11.1	14.3	12.8	买入
安琪酵母	27.80	91.7	1.03	1.32	1.67	27.0	21.1	16.6	买入
双汇发展	26.06	860.0	1.31	1.49	1.65	19.9	17.5	15.8	买入
恒顺醋业	10.40	62.7	0.47	0.45	0.51	22.1	23.1	20.4	买入
金禾实业	16.50	93.7	1.81	2.05	2.42	9.1	8.0	6.8	买入
光明乳业	9.37	114.7	0.50	0.59	0.68	18.7	15.9	13.8	增持

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 39 周）

桃李面包：区域扩张正当时，龙头业绩稳增长

- **短保面包行业高成长，集中度低，桃李一枝独秀。**烘焙行业千亿规模，10年复合增速约12%，其中面包约占烘焙市场收入17%，规模达333亿元，国内面包人均消费量仅1.6kg/年，显著低于饮食结构相似日本7.1kg/年、香港7.9kg/年，简单测算有4倍以上提升空间。随着城镇化+消费升级+饮食西化驱动，预计行业未来保持10%以上增速。目前国内面包行业CR5市占率23.9%，桃李面包市占率9.9%，对比宾堡(美国17%)，山崎(日本25.8%)有很大空间。为什么看好短保质面包行业的成长？短保VS长保：立足早餐市场，顺应消费升级和健康饮食。短保VS新鲜：短保“中央工厂+批发”模式，无门店租金+人员压力，便于快速扩张和塑造渠道壁垒。
- **桃李面包未来的增长空间？**增量空间一：面包产品不断推陈出新，市场接受度较高。增量空间二：区域扩张+渠道精耕，终端网点数量超过20万家。从广度看，加强渠道覆盖率，18H1门店新增1万多家。从深度看，提高配送服务，增加存量网点的单店铺货率和销售额。增量空间三：考虑到短保质期3-8天面包日配+最佳运输半径200-300公里，目前公司已在全国16个生产基地，扩产能保证供给，预计未来三年收入保持20%以上增长。
- **理性看待季度波动，未来利润为何会加速释放？**1) 决定毛利率的三要素：成本、生产效率、提价（直接提价+产品结构及包装升级）。公司18Q2毛利率39.7%，同比+3.6pct，主因17Q3公司提价3%+工厂产能利用率提升+结构升级驱动毛利率增长。2) 费用端：目前桃李处于区域市场开拓期，期待规模效应释放利润。18H1期间费用率三年同比提升了4.69pct至23%。其中销售费用率21.12%、管理费用率2.25%，财务费用率可忽略不计。销售费用中产品物流配送费高达60%，其次是人员工资和薪酬，目前处于必要的运输、人工等投入，规模不经济状态。2012年产品配送费率从5%快速增长至18H1的13%。3) 随着区域拓长，网点密度增加，最后一公里运输成本逐渐摊薄，费用率呈现先升后降，届时利润会加速释放。
- **个股盈利预测及投资建议：**我们预计公司2018-2020年收入分别为49.3、59.5、71.9亿元，分别增长20.8%、20.7%、20.8%；净利润6.6、8.2、10.04亿元，同比增长28.6%、24.4%、22.3%，对应PE分别为38X、30.6X、25x，看好面包龙头的高成长，给予买入评级。
- **风险提示：**食品安全风险，行业扩张不及预期，渠道竞争加剧。

中炬高新：体制改革又进一步，经营活力有望释放

- **事件：**中炬高新发布权益变动报告书。公司第一大股东前海人寿与中山润田投资于2018年9月7日签署《股份转让协议》，前海人寿将其持有的公司1.99亿股股份转让给中山润田。转让价格为28.76元/股，标的股份转让价款合计为57.09亿元。本次股份转让后，中山润田持有公司24.92%股权，成为本公司第一大股东，前海人寿不再持有公司股份。
- **第一大股东变更，体制改革取得进展。**中山润田为钜盛华旗下全资孙公司，实际控制人为姚振华先生，与前海人寿同属于宝能系且实际控制人相同。但与目前公司第一大股东前海人寿相比，中山润田不属于保险资金的范畴。前海人寿2015年4月23日增持中炬高新股票后达到举牌线，

2015 年 9 月 22 日增持后成为中炬高新第一大股东，至 2016 年底持股比例上升至 24.92%。但由于保监会 2017 年 1 月 24 日开始实施的《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》对险资收购上市公司的一系列限制，前海人寿收购中炬高新存在潜在的合规风险。至今前海人寿在中炬高新董事会中只有一个席位，实际控制人变更处于停滞。本次公司第一大股东由前海人寿变更为中山润田，有效的避开了潜在的合规风险。更为重要的是，我们认为 2018 年 8 月 21 日公司董事会全票通过《公司章程》修订及本次第一大股东变更，标志着宝能集团和火炬开发区管委会就中炬高新收购事宜取得共识，后续事宜有望顺利推进。

- **体制改革释放企业活力，公司 ROE 有望提升。**中炬高新与海天味业等采取股权激励的民企相比，经营偏保守且激励力度不够。一方面，中炬高新每年设定的目标偏保守，业绩完成难度较小，符合国企经营偏保守的特点。另一方面，中炬高新高管无公司股权，激励力度有待提升。因此中炬高新在基数远低于海天味业的情况下，2012-2017 年收入的 CAGR 并未明显高于海天味业（中炬高新美味鲜子公司收入 CAGR 为 16.6%，海天味业调味品收入 CAGR 为 15.0%）。随着宝能集团入主，公司体制转变后有望充分释放经营活力，调味品业务将加速增长。同时体制改革有望带动管理费用率下行及经营效率提升，ROE 有望提升向海天味业靠拢。
- **投资建议：**我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 42.67、48.47、59.66 亿元，归母净利润分别为 6.16、7.69、10.15 亿元，EPS 分别为 0.77、0.97、1.27 元，对应 PE 为 37 倍、30 倍、22 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期。

风险提示

- **打压三公消费力度继续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但是 2017 年地方政府还是陆续出台了“禁酒令”，未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。
- **消费升级进程不及预期。**尽管居民收入水平的提高会一定程度上增加食品饮料方面的支出，但消费者对产品的偏好是有差别的，存在消费升级在某些品类上的趋势不达市场预期。
- **食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

投資評級說明：

	評級	說明
股票評級	買入	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在 15%以上
	增持	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在 5%~15%之間
	持有	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數漲幅在-10%~+5%之間
	減持	預期未來 6~12 個月內相對同期基準指數跌幅在 10%以上
行業評級	增持	預期未來 6~12 個月內對同期基準指數漲幅在 10%以上
	中性	預期未來 6~12 個月內對同期基準指數漲幅在-10%~+10%之間
	減持	預期未來 6~12 個月內對同期基準指數跌幅在 10%以上

備註：評級標準為報告發布日后的 6~12 個月內公司股價（或行業指數）相對同期基準指數的相對市場表現。其中 A 股市場以滬深 300 指數為基準；新三板市場以三板成指（針對協議轉讓標的）或三板做市指數（針對做市轉讓標的）為基準；香港市場以摩根士丹利中國指數為基準，美股市場以標普 500 指數或納斯達克綜合指數為基準（另有說明的除外）。

重要聲明：

中泰證券股份有限公司（以下簡稱“本公司”）具有中國證券監督管理委員會許可的證券投資諮詢業務資格。本報告僅供本公司的客戶使用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為客戶。

本報告基於本公司及其研究人員認為可信的公開資料或實地調研資料，反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響。但本公司及其研究人員對這些信息的準確性和完整性不作任何保證，且本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整。本公司對本報告所含信息可在不發出通知的情形下做出修改，投資者應當自行關注相應的更新或修改。本報告所載的資料、工具、意見、信息及推測只提供給客戶作參考之用，不構成任何投資、法律、會計或稅務的最終操作建議，本公司不就報告中的內容對最終操作建議做出任何擔保。本報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。

市場有風險，投資需謹慎。在任何情況下，本公司不對任何人因使用本報告中的任何內容所引致的任何損失負任何責任。

投資者應注意，在法律允許的情況下，本公司及其本公司的關聯機構可能會持有報告中涉及的公司所發行的證券並進行交易，並可能為這些公司正在提供或爭取提供投資銀行、財務顧問和金融產品等各種金融服務。本公司及其本公司的關聯機構或個人可能在本報告公開發布之前已經使用或了解其中的信息。

本報告版權歸“中泰證券股份有限公司”所有。未經事先本公司書面授權，任何人不得對本報告進行任何形式的發布、复制。如引用、刊發，需註明出處為“中泰證券研究所”，且不得對本報告進行有悖原意的刪節或修改。