

食品饮料

证券研究报告
2019年02月14日

协同共赢：从海内外案例看白酒并购的过去与未来

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

刘宸倩 联系人
liuchenqian@tfzq.com

参照海内外并购情况，国内白酒并购潜力较大

1、海外历史：并购浪潮造就大型跨国企业，规模收入攀升同时财务指标坚挺，近年私募股权、跨国并购、强势企业联合特征显著；2、国内空间：国内并购起步晚，现白酒行业集中度低，对标海外烈酒整合空间大；3、结论：我国白酒板块并购潜力充足，强势品牌市占率弹性空间值得期待。

海外酒企、葡萄酒并购进展显著，树立白酒榜样

1、帝亚吉欧：全球最大洋酒企业，凭借较强资本实力收购施格兰、水井坊等优质酒企，外延并购扩张收入品类，财务指标稳健；2、保乐力加：世界第二大葡萄酒和烈酒集团，参与奥兰多、哈瓦纳俱乐部、联合多美等并购，规模地位跃进，财务指标坚挺；3、葡萄酒并购：海外优质酒庄成为竞购对象，张裕、长城等中企布局，争夺优质原料资源，推动品牌全球化。

国内白酒并购推进，动能难点并存

1、今世缘：收购山东景芝股权，弥补区域性缺陷，促进苏鲁板块共振，资源定位互补，助推“2+5+N”规划落地；2、洋河股份：并购双沟成就苏酒龙头，“双名酒”协同提升业绩，核心单品增长强劲；3、老白干酒：并购丰联构建“一树三香，五花齐放”格局，缓和板城竞争矛盾，开拓省外市场。
催化剂：国改政策举措出台，混改、定增、激励优化等路径下，业绩有较大弹性释放，催化并购做强趋势，未来二线名酒机会突出。

打造酒业版图，看好五粮液、洋河新时期并购机遇

1、五粮液：并购优质标的酒企，生成协同效应，增益中低端价位机会，丰富香型体系，实现区位互补。当前账面资金充足，国改催化下未来并购能力较强；2、洋河股份：继双沟后收购产品区位迥别的小型酒企，构筑增长支点，加码海外葡萄酒。“酒水帝国”战略下，资本实力驱动并购，打造跨类白酒巨头，助推全国化及价格带延伸；3、建议：综合上述经验，我们认为白酒优质并购应致力解决跨区域、价格带增加、香型增加三大问题，投前分析、并购方式、投后管理三大关键点对并购成效存在重大影响。

核心推荐：重点看好白酒行业龙头五粮液、洋河股份。

风险提示：宏观经济下行风险，并购成效未达预期风险，政策变动风险

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业投资策略:食品饮料行业 2018 年中期策略:强化布局调味品,继续白酒阿尔法机会》 2018-07-19
- 2 《食品饮料-行业投资策略:18 年食品饮料机会与思考:未来 2 年看好中高端白酒板块 及优质公司的核心分析》 2018-05-16
- 3 《食品饮料-行业专题研究:4200 份问卷看清中国食品消费》 2018-03-03



内容目录

1. 行业现状：并购塑造行业龙头，看好白酒并购潜力	4
1.1. 并购重组浪潮迭起，全球化成为新特征	4
1.2. 国内并购起步晚，未来白酒板块潜力较大	4
2. 酒业典型案例分析：海外并购对国内白酒板块的启示	5
2.1. 帝亚吉欧：合作顶尖品牌，助力业绩突破	5
2.2. 保乐力加：紧跟帝亚吉欧步伐，并购驱动业绩崛起	6
2.3. 对比葡萄酒板块：争夺原料市场资源，海外并购热潮涌现	8
3. 国内白酒案例分析：聚焦二线名酒并购	8
3.1. 今世缘：联姻景芝酒业，全国化进程加速	8
3.2. 洋河股份：“双名酒”联动造就龙头，驱动苏酒振兴	9
3.3. 老白干酒：收购丰联酒业，挖掘沉睡品牌潜力	10
3.4. 国企改革：国改加速催化并购，二线名酒有望做大做强	10
3.5. PEST 分析：国内并购存在难点，看好白酒海外并购	11
4. 重点企业投资分析：看好白酒企业并购机遇	12
4.1. 五粮液：并购生成协同效应，当前资金实力较优	12
4.2. 洋河股份：并购措施频繁，构筑增长新支点	12
4.3. 并购建议：“3+3” 维度激活并购成效	13

图表目录

图 1：国内并购交易数量变动情况（单位：项）	4
图 2：国内食品饮料板块并购交易数量变动情况（单位：项）	4
图 3：国内白酒行业市场集中度情况	5
图 4：帝亚吉欧主要品牌产品	5
图 5：帝亚吉欧历年核心财务数据	6
图 6：帝亚吉欧近 5 年 PE 变动情况	6
图 7：帝亚吉欧近 5 年总市值变动情况（单位：亿英镑）	6
图 8：保乐力加主要品牌及代理品牌	7
图 9：保乐力加历年核心财务数据	7
图 10：保乐力加近 10 年 PE 变动情况	8
图 11：保乐力加近 10 年总市值变动情况（单位：亿欧元）	8
图 12：2017 年今世缘营业收入分地区情况	9
图 13：今世缘近一年内财务情况（单位：亿元）	9
图 14：洋河股份历年业绩变化情况（单位：亿元）	9
图 15：2017 年 9 月并购前后主要财务数据变动	10
图 16：老白干酒近两年财务数据变动（单位：亿元）	10
图 17：国企改革路径分析	11
图 18：五粮液国改近年主要举措	11
图 19：国内白酒并购环境 PEST 模型分析	11

图 20: 五粮液历史货币资金情况 (单位: 亿元)	12
图 21: 部分白酒终端价格对比 (单位: 元)	12
图 22: VSPT 集团旗下主要酒庄	13
图 23: “3+3” 维度并购建议	13
表 1: 海外公司前五次并购浪潮历史	4
表 2: 2017 年国内白酒行业上市企业营收排名前 10 位	4
表 3: 帝亚吉欧 2000 年后部分重大并购事项	6
表 4: 保乐力加部分重大并购事项	7
表 5: 2010 年后我国葡萄酒海外并购部分重大事项	8
表 6: 2010-2011 年洋河-双沟部分产品销售增速情况	10
表 7: 丰联酒业旗下酒企概况	10
表 8: 洋河近年重大国内并购事项	12

1. 行业现状：并购塑造行业龙头，看好白酒并购潜力

1.1. 并购重组浪潮迭起，全球化成为新特征

并购重组应用历史已颇为悠久，且不同时期呈现多样化特征。19 世纪末至今，欧美发达国家市场经历了六次规模较大的并购高峰时期。这六次并购浪潮涉及横向并购、纵向并购、混合并购等多种并购模式。通过频繁且形式多样的兼并收购活动，通用电气、博通等知名企业实现了企业业绩与影响力的强势增长，诸多大型跨国企业亦由此诞生。

表 1：海外公司前五次并购浪潮历史

	时间	并购特征
第一次浪潮	1897-1904	以横向并购为主，易于形成垄断的市场结构
第二次浪潮	1916-1929	以上下游企业的纵向并购为特征，出现金字塔式的控股公司
第三次浪潮	1965-1969	以混合并购为特征，产生大量多元化经营的综合性企业
第四次浪潮	1981-1989	杠杆收购和管理层收购骤增，垃圾债券应用较为普遍
第五次浪潮	1991-2001	跨国并购、强强联合较多，互联网经济影响较大

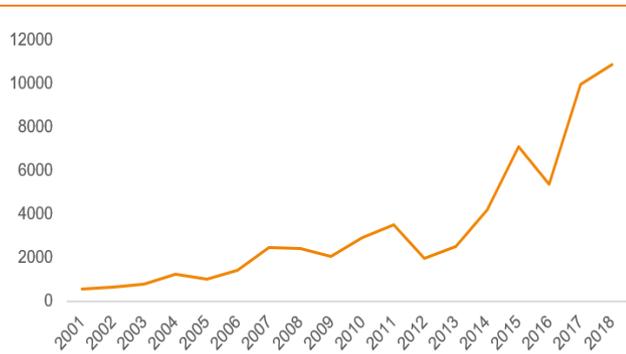
资料来源：《时代金融·美国企业并购史对中国投资银行业务发展的启示》，天风证券研究所

在 21 世纪初的十余年中，中国企业海外跨境并购增多，已取代美国成为全球跨国并购金额最大的国家，在第六次浪潮中的地位作用显著增强。

1.2. 国内并购起步晚，未来白酒板块潜力较大

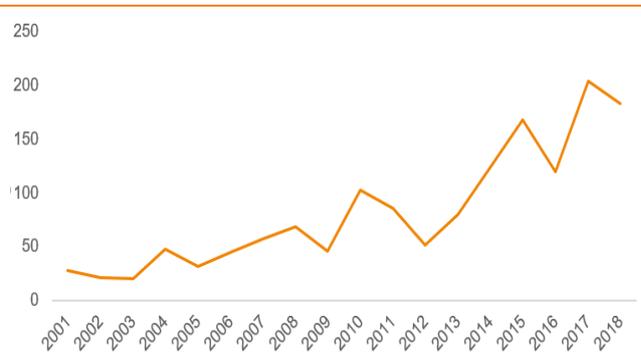
与欧美发达市场相比，我国并购业务起步较晚，增长空间较大。我国并购业务始于上世纪 80 年代中后期，并购监管及相关服务较西方国家仍有差距，多个行业板块在并购业务方面存在较大弹性空间。从历年并购数据变动情况看，国内并购交易整体数量及食品饮料板块并购交易数量均呈现总体上升趋势。

图 1：国内并购交易数量变动情况（单位：项）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：国内食品饮料板块并购交易数量变动情况（单位：项）



资料来源：Wind，天风证券研究所

国内白酒行业集中度较低，存在较大空间。2017 年，我国规模以上白酒企业达 1593 家，实现销售收入 5654.42 亿元。小微型白酒生产企业数量较多，行业分散化程度高。同年，国内营业收入排名前十的上市白酒企业（贵州茅台、五粮液、洋河股份、顺鑫农业、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、口子窖、迎驾贡酒、今世缘）营收总和达到 1531.50 亿元，占该年度 1000 余家规模以上白酒企业营收的 27.09%。

表 2：2017 年国内白酒行业上市企业营收排名前 10 位

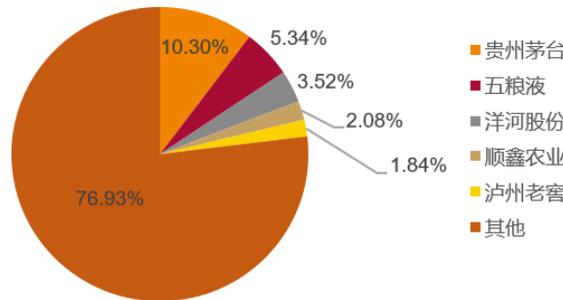
排名	企业简称	营收（单位：亿元）	所在省份
1	贵州茅台	582.18	贵州
2	五粮液	301.87	四川
3	洋河股份	199.18	江苏

4	顺鑫农业	117.34	北京
5	泸州老窖	103.95	四川
6	古井贡酒	69.68	安徽
7	山西汾酒	60.37	山西
8	口子窖	36.03	安徽
9	迎驾贡酒	31.38	安徽
10	今世缘	29.52	江苏

资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年，国外烈酒行业市场 CR5（前五大企业集中度）高达 60%，而国内白酒行业前 5 大企业仅占当年规模以上白酒企业营收的 23.07%。对标国外烈酒板块，国内白酒行业市场集中度仍有较大提升空间，未来淘汰低端小产能企业品牌可能性较高。基于优化竞争实力及体量扩张考虑，强势企业有望利用资金优势加速产业整合力度。

图 3：国内白酒行业市场集中度情况



资料来源：Wind，酒业家，天风证券研究所

2. 酒业典型案例分析：海外并购对国内白酒板块的启示

2.1. 帝亚吉欧：合作顶尖品牌，助力业绩突破

帝亚吉欧（Diageo）是全球最大的洋酒企业，旗下拥有蒸馏酒、啤酒等一系列 200 余项酒类品牌，包括尊尼获加（Johnnie Walker）、斯米诺（Smirnoff）、摩根船长（Captain Morgan）、百利（Baileys）等世界顶级名酒。公司现已占据全球近 1/3 的洋酒市场份额，在世界酒类市场中地位显赫。17-18 财年，公司实现营收 184.32 亿英镑，归母净利润达到 30.22 亿英镑，市值截至 19 年 2 月 13 日高达 805 亿英镑。

图 4：帝亚吉欧主要品牌产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

作为全球性酒业领军企业，帝亚吉欧自诞生以来便参与了频繁的并购活动。1997 年，帝亚吉欧由大都会（Grand Metropolitan）和健力士（Guinness）两大酒业公司合并成立。成立后，公司热衷于运用雄厚的资本实力收购优质的酒业资产及品牌，先后达成了对 Seagram、水井坊、Old Bushmills’ Distillery 等知名酒企的并购事项，以外延式并购整合优势品牌，

实现企业的跨越式发展。

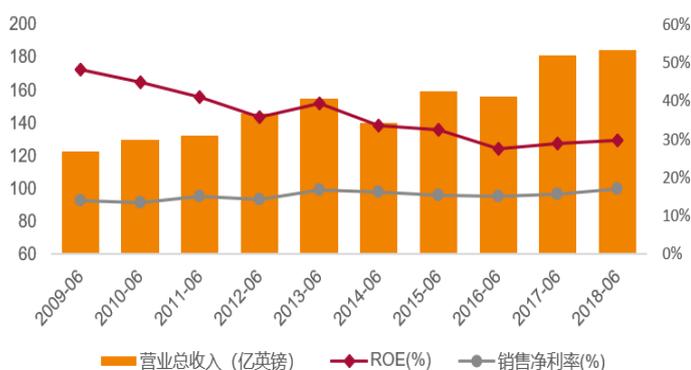
表 3: 帝亚吉欧 2000 年后部分重大并购事项

时间	事件概要	相关影响
2001	与保乐力加合作收购 Seagram 的酒类业务	获得 10 个主要烈酒品牌, 其中包括 Captain Morgan 和 Crown Royal
2011	收购土耳其蒸馏酒巨头 Mey İçki	巩固公司在土耳其这一高潜力烈酒市场地位
2013	继 2007 年后再次收购水井坊大股东全兴集团股权	100%控股全兴集团, 实现对水井坊的实际控制
2014	收购美国高端龙舌兰品牌 Peligroso Tequila	强化公司在龙舌兰领域的影响力和战略布局
2015	收购墨西哥龙舌兰品牌 Don Julio 剩余 50% 股权	实现对该品牌的绝对控股, 完善龙舌兰业务

资料来源: 公司官网, 公司公告, 天风证券研究所

依托并购等内外源增长模式, 帝亚吉欧保持了较好的财务业绩。营业总收入由 08-09 财年的 122.83 亿英镑推升至 17-18 财年的 184.32 亿英镑。期间销售净利率等财务指标始终稳健, 并未因并购活动出现短期或长期恶化情况。

图 5: 帝亚吉欧历年核心财务数据



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从市值和市盈率指标看, 帝亚吉欧近年总市值呈整体上升趋势, 而市盈率维持在相对稳定的区间, 依托外延式并购实现了较为优质的业绩体量增长。

图 6: 帝亚吉欧近 5 年 PE 变动情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 帝亚吉欧近 5 年总市值变动情况 (单位: 亿英镑)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 保乐力加: 紧跟帝亚吉欧步伐, 并购驱动业绩崛起

保乐力加 (Pernod Ricard) 是全球第二大烈性酒集团。自茴香酒业务起家后, 保乐力加致力于打造品类齐全的国际高端品牌组合, 现已拥有马爹利 (Martell)、百龄坛 (Ballantine's)、哈瓦纳俱乐部 (Havana Club) 等烈酒品牌及巴黎之花 (Perrier-Jouet)、杰卡斯 (Jacob's Creek) 等香槟和葡萄酒品牌。17-18 财年, 公司实现营收 89.87 亿欧元, 扣非归母净利润 15.77 亿欧元, 市值截至 19 年 2 月 13 日高达 393 亿欧元。

图 8：保乐力加主要品牌及代理品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

与帝亚吉欧类似，并购在保乐力加的发展历程中也发挥了重要作用。1975 年，法国两家公司 Pernod 与 Ricard 合并，保乐力加成立。数十年内，保乐力加通过参与奥兰多酒厂、哈瓦纳俱乐部、联合多美等企业或品牌的并购活动，达成市场地位及企业规模的跃进，由法国茴香酒巨头发展成为与帝亚吉欧对标的全球性多元化酒业集团。

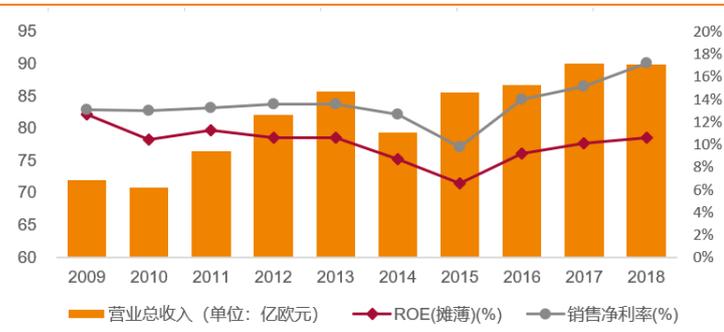
表 4：保乐力加部分重大并购事项

时间	事件概要	相关影响
1989	收购澳大利亚葡萄酒厂商奥兰多云咸集团	获得知名品牌杰卡斯，拓展葡萄酒品牌组合
1993	与古巴 Cubaron 联合成立哈瓦纳俱乐部国际公司	拥有第一个全球性朗姆酒品牌
2001	与帝亚吉欧合作收购 Seagram 39.1%的葡萄酒及烈酒业务	获得芝华士和马爹利两大品牌，一举成为全球烈性酒市场第三名
2005	与富俊公司合作收购联合多美 (Allied Domecq)	实现规模翻番，获得百龄坛、巴黎之花、玛姆等品牌，成为全球第二大烈酒及葡萄酒集团
2008	收购瑞典国有酒业集团 Vin & Spirit	获得绝对伏特加品牌，弥补伏特加组合空缺
2014	增持亚维咏 (Avión Spirits) 股份	成为超顶级龙舌兰品牌亚维咏大股东
2016	收购德国金酒品牌猴王 47 的多数股权	进一步扩张公司酒业版图

资料来源：公司官网，天风证券研究所

凭借出色的并购活动，保乐力加扩张了业务规模及产品品类，奠定了自身在行业内的领导地位。从核心财务数据看，公司历年净利率和净资产收益率维持在相对稳定水平，并未因并购造成明显下滑。

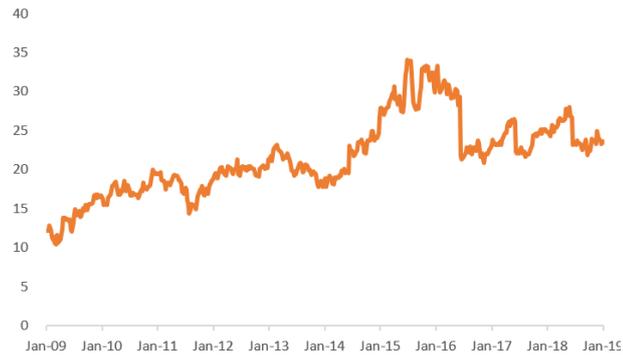
图 9：保乐力加历年核心财务数据



资料来源：Wind，天风证券研究所

从保乐力加的总市值和市盈率指标看，保乐力加近年市值增长速度较快，且估值增长幅度不大，并购保证了公司业绩高质量的提升。

图 10：保乐力加近 10 年 PE 变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：保乐力加近 10 年总市值变动情况（单位：亿欧元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 对比葡萄酒板块：争夺原料市场资源，海外并购热潮涌现

葡萄酒领域并购成为近年热点，酒庄并购、中企跨境并购频频。符合国际消费需求的优质葡萄酒酒庄成为市场竞购对象，众多葡萄酒企业选择外源性增长路径，典型案例包括 LVMH 收购美国纳帕谷寇金酒庄（Colgin Cellars）、Chanel 大股东收购波尔多名庄贝尔立凯城堡（Chateau Berliquet）、法国家族企业 EPI 集团收购意大利顶级名庄 Biondi Santi 等。

为满足优质葡萄酒消费需求，张裕、长城等多家中国酒企也参与到了收购海外优质葡萄酒酒庄的浪潮之中，获取优质原料资源的同时，推动了自身品牌的全球化进程。茅台等未以葡萄酒为核心业务的企业也通过海外并购推动了业务延伸与产业布局。

表 5：2010 年后我国葡萄酒海外并购部分重大事项

收购企业	被收购对象	时间
中粮酒业	智利比斯克酒庄	2010
中粮酒业	法国雷沃堡酒庄	2011
张裕	法国富朗多干邑酒庄	2013
茅台	法国海马酒庄	2013
张裕	西班牙爱欧公爵酒庄	2015
张裕	法国波尔多蜜合花酒庄	2015
花冠集团	澳大利亚贝尔维德尔酒庄	2016
威龙	澳大利亚 11 家葡萄园	2016
张裕	智利魔狮酒庄	2017
张裕	澳大利亚歌浓酒庄	2017
洋河	智利 VSPT 酿酒集团	2018

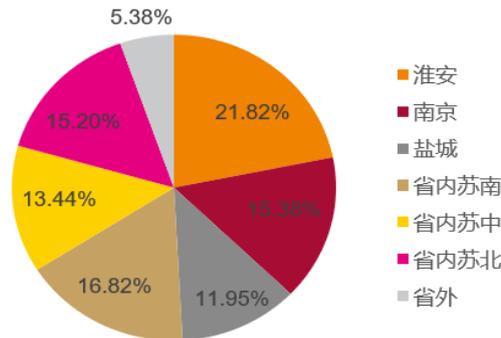
资料来源：公司官网，公司公告，一财网，酒业家，云酒头条，天风证券研究所

3. 国内白酒案例分析：聚焦二线名酒并购

3.1. 今世缘：联姻景芝酒业，全国化进程加速

作为江苏白酒龙头企业，今世缘区域性特征显著。2017 年，今世缘营业总收入达到 29.57 亿元，居国内白酒上市企业前十名，其产品“国缘”和“今世缘”分别定位次高端白酒和喜酒细分市场。从业务分地区情况看，公司产品销售集中于淮安、南京、盐城等省内区域，15-17 年省内营收占比分别达到 94.3%、94.0%和 94.6%，既增加了公司经营的市场集中风险，也对销售额长远增长造成瓶颈。

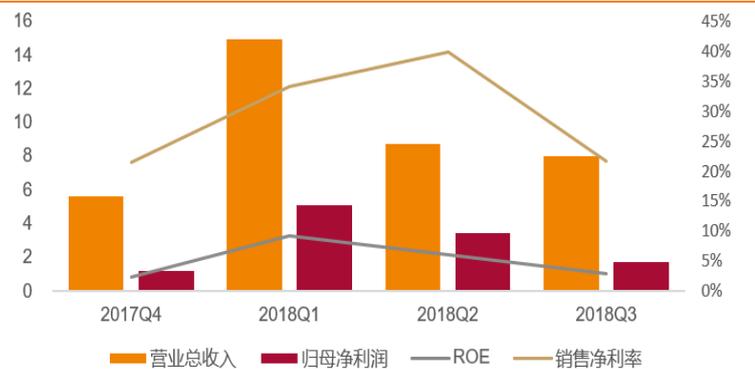
图 12：2017 年今世缘营业收入分地区情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

继同浙江商源达成战略合作后，公司于 18 年 10 月宣布收购山东景芝酒业部分股权。并购达成后，有望依托景芝酒业这一鲁酒龙头削弱公司在山东地区的区域扩张障碍，实现苏鲁白酒市场的板块共振，凭借景芝在芝麻香型酒企中的较强影响力，达成品牌定位和资源优势互补，从而加速今世缘“2+5+N”区域拓展规划落地，推动国缘及今世缘品牌的泛全国化进程，为公司长期内业绩增长突破奠定基础。

图 13：今世缘近一年内财务情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 洋河股份：“双名酒”联动造就龙头，驱动苏酒振兴

同为苏酒龙头企业，并购邻企双沟令洋河受益颇多。2017 年洋河营收达到 199.18 亿元，在 19 家白酒上市公司中排名第三，并在“全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜中位列中国第二、全球第三。公司旗下“洋河”、“双沟”等品牌在我国白酒市场上已具备较强的影响力和关注度。但在 2009 年，即洋河并购双沟的前一年，公司营收仅为 40.02 亿元，相对劣势于顺鑫农业、泸州老窖等对手企业。

图 14：洋河股份历年业绩变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2010年4月，洋河宣布收购双沟酒业40.60%股权，并于2011年3月再次收购双沟酒业剩余股权，双沟至此成为公司全资控股子公司。该系列并购结束了两家企业原有的省内竞争内耗局面，实现了研发与生产资源的优化共享，促成“洋河”与“双沟”品牌和市场的协同优化。2010与2011年，公司营收增速分别达到90.38%和67.22%。双方核心单品均实现了较为强劲的增长，在产品结构提档升级的同时推升了企业品牌形象。

表 6：2010-2011 年洋河-双沟部分产品销售增速情况

	2010	2011
洋河梦之蓝	214.46%	187.87%
洋河天之蓝	137.65%	107.08%
双沟珍宝坊	41.13%	62.65%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 老白干酒：收购丰联酒业，挖掘沉睡品牌潜力

河北衡水老白干酒业有限公司成立于1999年，是河北省酿酒行业龙头。2018年1月31日，公司成功收购丰联酒业，形成老白干香型、浓香型、酱香型“一树三香”和衡水老白干、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒、孔府家酒“五花齐放”的局面。11-12年间，联想旗下丰联集团先后并购湖南武陵酒、河北乾隆醉（板城烧锅酒）、安徽文王、山东孔府家等4家企业，但作为业外资本经营业绩并不理想。丰联酒业及旗下四家酒企终于18年4月被老白干酒收购，期望通过整合系列资源提振品牌及业绩发展。

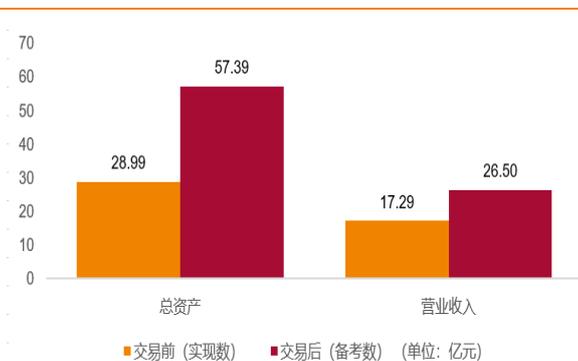
表 7：丰联酒业旗下酒企概况

企业名称	企业概况	地理位置
湖南武陵酒有限公司	武陵酒是中国十七大名酒之一、酱香型三大名酒之一，另有浓香型武陵洞庭春色、兼香型武陵芙蓉国色系列产品	湖南常德
承德乾隆醉酒业有限责任公司	主营龙印、和顺、板城烧锅酒三大系列白酒，17年营收达到8.8亿元，核心产品板城烧锅酒在冀北、冀中市场的品牌认知度较高	河北承德
安徽文王酿酒股份有限公司	安徽文王是一家拥有60年酿造历史的徽酒骨干企业，新建酿酒基地“甲子酒坊”为省内单体跨度最大的酿酒车间	安徽阜阳
曲阜孔府家酒业有限公司	前身为孔府私家酒坊，产品出口欧美、日韩、东南亚等20多个国家，在国际市场具备较强影响力	山东曲阜

资料来源：公司官网，天风证券研究所

并购丰联酒业重构了老白干酒的市场格局。丰联旗下的四家酒企分处不同区域，其中乾隆醉酒业与老白干酒同处河北省内，持有的板城烧锅酒品牌与老白干长期构成竞争态势，压制了老白干业绩发展。并购成功后，公司由与板城的省内竞争矛盾转向同山庄、泸州老窖等品牌的挤压式竞争矛盾，实现与板城在省内市场的协同互补，并依托武陵、文王、孔府家等酒企品牌及销售资源开拓湖南、安徽、山东等省外市场，促进老白干酒的全国化布局。

图 15：2017 年 9 月并购前后主要财务数据变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：老白干酒近两年财务数据变动（单位：亿元）

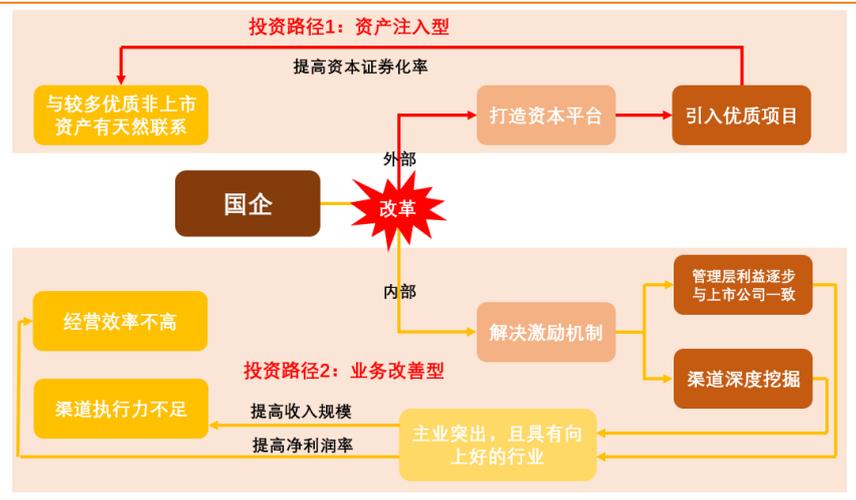


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 国企改革：国改加速催化并购，二线名酒有望做大做强

国企改革举措近年陆续出台，对国企效率问题重视增加。白酒板块国企改革核心在于解决内部激励机制和打造上市资本平台两条主线：国企内部激励机制主线即本身品牌产品资质好的“白璧微瑕”型企业依托国改解决内部动力问题，释放利润，完善渠道推升收入规模；打造上市资本平台主线意指对上市公司注入优质资产，做大做强企业，提高资本证券化率。经由股权多元化建设，部分白酒国企以二级市场利益一致的机制替代缺乏主权意识的思维，有望解决酒企收入增长乏力顽疾。叠加定增绑定利益、强化聚焦主业、渠道升级拓展等多项措施，国改催化下酒企效率业绩预期有较大弹性释放。

图 17：国企改革路径分析



资料来源：天风证券研究所

兼并重组是国企改革重要路径之一，国改背景下企业并购做强趋势明确。叠加消费升级下次高端量价齐升空间，未来二线名酒依托并购做大做强机会较大，有望整合资源及品牌影响力，提高企业竞争力和资源配置效率，突破区位限制实现业绩长远增长。

图 18：五粮液国改近年主要举措

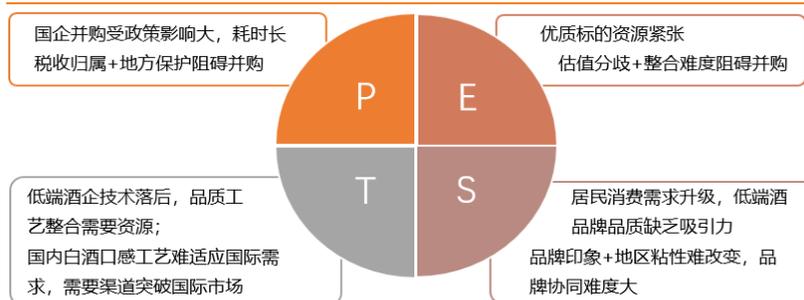


资料来源：公司公告，公司官网，云酒头条，酒业家，天风证券研究所

3.5. PEST 分析：国内并购存在难点，看好白酒海外并购

白酒板块存在较为强劲的并购需求及潜力，结合国内政治经济等综合因素，强势白酒品牌开展重大境内并购难度较大，白酒行业海外并购空间更值得期待。我们应用 PEST 模型对白酒板块国内并购环境进行分析：

图 19：国内白酒并购环境 PEST 模型分析



资料来源：天风证券研究所

政治法律环境方面，国内名优白酒多为国有企业，并购成功与否受上级主管部门政策影响大，并购程序审批耗时较长，税收归属及政府地方保护问题对跨地区并购构成阻碍；

经济环境方面，符合行业龙头企业并购标准的境内优质标的资源紧张，小体量标的并购对企业业绩助力程度不足，且存在标的估值分歧、并购后整合难等问题；

社会文化环境方面，居民消费需求持续升级，对产品品牌品质要求提高，并购低端酒类品牌对企业品牌价值无明显益处，品牌印象及地区粘性短期内较难改变，品牌协同难度较大；

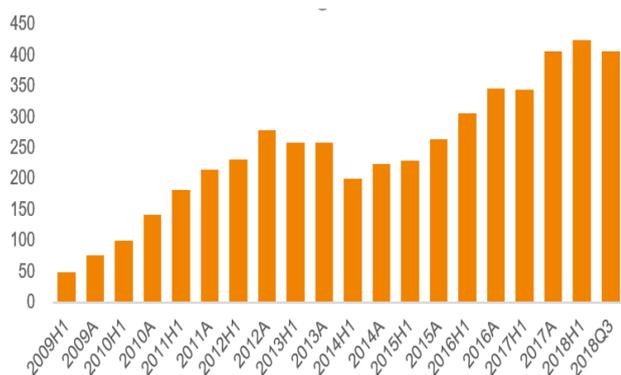
技术环境方面，低质酒企管理与生产技术落后，并购后技术品质整合升级难，国内白酒突破国际市场缺乏渠道，口感工艺难以适应国际化需求，催生海外并购动力。

4. 重点企业投资分析：看好白酒企业并购机遇

4.1. 五粮液：并购生成协同效应，当前资金实力较优

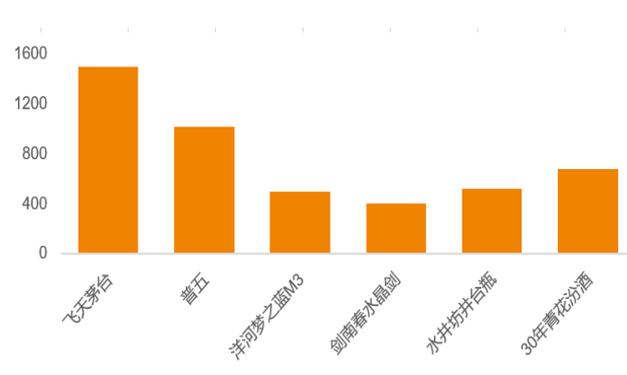
作为领军型白酒企业，近年来五粮液并购实力较优。13-14 年，公司先后成功并购永不分裂、五谷春等优质酒企，弥补产品在部分价格带上的缺位，丰富产品价格体系，依托并购标的资源产生协同效应，巩固行业龙头地位，助推长远业绩。截至 18 年 Q3 期末，五粮液账上货币资金高达 406.48 亿元，资金实力较强，有能力完成重大并购事项。

图 20：五粮液历史货币资金情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：部分白酒终端价格对比（单位：元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：该终端价为 2019 年 1 月 18 日一号店白酒终端价格，产品依次为 53 度 500ml 飞天茅台、52 度 500ml 五粮液、52 度 500ml 洋河梦之蓝 M3、52 度 500ml 剑南春、52 度 500ml 水井坊、53 度 500ml 30 年青花汾酒。

并购有利于激发五粮液与标的的协同效应。作为高端定位品牌，五粮液依托并购增益了在中低端价格带的市场机会，丰富以“浓香型”为核心的产品香型体系。作为全国性品牌，五粮液通过并购区域性酒企实现区位互补，强化了在特定地区的影响力，看好并购对公司发展的积极作用。

4.2. 洋河股份：并购措施频繁，构筑增长新支点

成功并购双沟之后，洋河在近年内进一步采取了频繁的并购措施。跨省并购方面，洋河先后收购了湖北十堰梨花村、湖南宁乡汨罗春、黑龙江宾州酿酒厂、贵州贵酒等企业。这些企业大都规模体量较小，其中贵州贵酒收购事项标的价格最高，但也仅花费 1.93 亿元，远低于洋河当前高达 1000 余亿元的市值。同时，上述酒企分处不同区位市场，核心产品种类亦存在鲜明差异，涉及浓香型、酱香型等多种细分类别，有望成为洋河全国化跨品类发展的支点。2018 年 1 月，公司斥资 6600 万美元收购智利葡萄酒集团 VSPT 部分股权，实现了对海外葡萄酒的布局加码。

表 8：洋河近年重大国内并购事项

标的名称	所在区位	标的价格 (单位：万元)	并购时间
湖北梨花村酒业有限公司	湖北十堰	300.00	2013.03

宁乡汨罗春酒业有限公司	湖南长沙	212.90	2014.01
哈尔滨市宾州酿酒厂有限公司	黑龙江哈尔滨	200.00	2014.03
贵州贵酒有限责任公司	贵州贵阳	19,330.00	2016.06

资料来源：公司年报，天风证券研究所

依托并购路径，洋河以自身“绵柔浓香型”酒品为基点，构建了横跨“浓香、酱香”两大香型的产品体系，弥补在中低端价位的不足。基于标的区位市场，推动湖北、湖南等省外业绩发力，助推品牌全国化进程。以上并购均利于洋河股份打造“酒水帝国”的战略意图，助力企业成为未来对标帝亚吉欧的跨品类白酒巨头。截至 18 年 Q3，洋河账上货币资金数额高达 12.62 亿元，资本实力较为雄厚。

图 22：VSPT 集团旗下主要酒庄



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.3. 并购建议：“3+3” 维度激活并购成效

综合上述酒企并购经验，我们认为白酒企业优质并购应致力解决三大问题：

- 1、跨区域市场问题：较多酒企区域性特征显著。并购不同区位标的利于解决区域扩张障碍，借力标的企业资源、品牌及渠道，开拓省外或海外市场，推动全国化或全球化进程；
- 2、价格带增加问题：部分酒企存在价格带缺位，错失优质潜力市场。并购价位互补标的利于填补特定价位产品空白，价格带增加拉高市占率弹性，推升竞争动能；
- 3、香型增加问题：白酒香型类别多样，酒企各有专攻。并购不同香型酒企利于丰富产品香型组合，建立跨香型品牌体系，强化企业影响力及规模地位。

图 23：“3+3” 维度并购建议



资料来源：天风证券研究所

并购过程中，我们认为有三大关键点对白酒企业并购成效具备较大影响：

- 1、投前分析：施行可靠细致的分析尽调，选择符合战略需求的潜在优质标的，剖析标的情况及价值，衡量并购可行性、成本及风险，评估并购对企业财务、产品战略等方面影响；

- 2、并购方式：设计合理交易结构，规划并购手段、支付方式、资金来源等多方面要素，选择价格合理、可行性较高的并购路径，并规避法律、政策等方面风险；
- 3、投后管理：选用适当的管理模式，整合标的要素资源，推动品牌、业务及企业文化融合，注入先进生产经营理念，强化与标的企业协同效应，催化标的增值。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com