

# 食品饮料

证券研究报告  
2019年06月24日

## 详解食品饮料板块国企改革效果及动因

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《食品饮料-行业深度研究:二次加速:益生菌开启阿尔法投资黄金十年》  
2019-06-12

2 《食品饮料-行业点评:政策加持,国产奶粉迎来转机——《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》点评》  
2019-06-06

3 《食品饮料-行业专题研究:协同共赢:从海内外案例看白酒并购的过去与未来》  
2019-02-14

### 1. 国改解决动力问题、加速发展,但对公司资质和边界有要求

老式国企机制动力不足,带来的主要影响是:利润率偏低和渠道执行力不足。一方面由于内部费用跑冒滴漏,企业利润水平低于潜在利润水平;另一方面,国企渠道深度相对较弱,市场做不透。因此国企改革解决的是内部动力问题,通过国改加速发展,提升公司发展的斜率和结构,可以带来(1)随着管理层利益逐步和上市公司发展一致,利润率逐步释放;(2)渠道可以得到完善和推进,提高收入规模。但是国企改革对公司的资质和边界有要求,不能改变公司和行业的发展模式,国改最为看好白酒和调味品行业。

### 2. 国改措施有三法:加法、减法和乘法

国企改革可归纳为三法:加法、减法和乘法。1. 减法,指剥离掉部分不佳的资产,专精主业,如恒顺醋业剥离房地产业务。2. 加法,指的是注入一些好资产,形成协同发展,如山西汾酒把杏花村、竹叶青等资产置入公司。3. 乘法,指的是提高效率,带动利润率和收入增长;这在政策上来源于于国企考核方向的变化,最终落脚点则是公司 ROE 和市值,如山西汾酒通过减少跑冒滴漏、提升效率和进一步的营销提升、收入提升,给公司带来边际改善。

### 3. 未来展望和投资建议

对标行业标杆或与历史情况对比,汾酒、五粮液、恒顺、白云山在利润率、费用率方面仍有改进空间。

国务院印发方案再次强调加快国资国企改革,推进国有资本投资。国改热度不断提升,2019年将成为国企改革重点突破、步伐加速的一年,市场对于国改预期加强,核心品种如五粮液、汾酒等公司有望优先受益。

#### 投资建议:

1)白酒方面,继续推荐国企改革核心品种五粮液、汾酒,其次关注古井贡酒。五粮液和汾酒的改革已经产生一定效果,在和茅台价差加大的情况下,通过做品牌、做产品来提升性价比,产生竞争优势,国企改革使得五粮液和汾酒在这一轮白酒上涨中有明显的 $\alpha$ 。顺鑫农业也可以关注,改革有望提速,牛栏山二锅头优势明显。

2)食品主要看调味品,关注恒顺醋业,内外管控持续加强,渠道拓展迅速。上海梅林也可以关注。

3)乳业上,推荐伊利股份并关注蒙牛,今年大国企蒙牛受益于中粮的改革,对于费用的管理也会更佳到位,追求效率提升,而不是盲目和对手去打费用战。因此蒙牛和伊利也受益。

**风险提示:** 国改表现不达预期,食品安全问题



国企改革一直是证券市场上较为火热的概念，但许多投资者对国企改革的理解仅仅停留在概念的炒作上。实际上，国企改革能够促成公司短期和长期基本面向好发展，是不容忽视的因素。国企改革能推动企业经营效率提升，造成“反转型”和“成长型”投资机会，是投资的 $\alpha$ 来源之一。

本文将结合食品饮料公司的国企改革案例，从以下三方面展开，论证食品饮料行业国企改革的效果及其动因：1. 国企改革解决什么问题？2. 国企改革具体做些什么？3. 食品饮料行业国企改革具体标的

## 1. 国改解决动力问题、加速发展，但对公司资质和边界有要求

**老式国企机制动力不足，带来的主要影响是：利润率偏低和渠道执行力不足，收入扩张欲望差。**一方面由于内部费用跑冒滴漏，企业利润水平低于潜在利润水平；另一方面，国企渠道深度相对较弱，市场做不透。食品饮料公司竞争市场化，渠道拓展主要比拼执行力。没有合理激励机制的国企机制，相比充分激励、扁平化管理的民营体制来说，渠道方面是其最落后的地方。

**国企改革解决的是内部动力问题，通过国改加速发展，提升公司发展的斜率和结构。**因为食品行业是完全竞争的行业，市场的力量是主导。国企改革就是改变公司发展的斜率和结构，让好的公司更好，一般的公司进步到好的阶段。内部激励机制得到改善，是优秀公司的改善催化剂，可以带来（1）随着管理层利益逐步和上市公司发展一致，利润率逐步释放；（2）渠道可以得到完善和推进，提高收入规模。下文以五粮液，山西汾酒两家公司为例具体分析。

**五粮液自 13 年开始筹划混改开始，主要从产品、渠道、体制三方面入手，不断推行改革举措。**17 年 3 月李曙光同志任五粮液集团有限公司党委书记、董事长、五粮液股份有限公司党委书记，围绕战略、形势、市场、营销四个方面布局五粮液的工作，带领五粮液开启“二次创业”时代，提出“十三五”要打造千亿集团的目标，千亿目标中酒业贡献度将达到 60%，改革进入加速阶段。

**产品方面通过品牌梳理结构升级高端化，清理部分低端产品和提升高端产品价格，**体现品牌价值回归，提升五粮液品牌的纯净度，提升消费者的辨识度，从而有利于“1+3”及系列酒“4+4”核心产品体系更好的拓展自身价格带市场，在价格稳定情况下和茅台比产品性价比优势逐步凸显，提高产品复购率；

**渠道方面扁平化、数字化，提升从经销商到终端的控制力。**五粮液向消费者驱动的终端型渠道转化，加速控盘分利模式导入，重点在经销商、终端和新型团购三个方面做出改革。“百城千县万店”工程推进渠道下沉，强化终端营销转型，同时推动线上线下融合，创新销售模式，推动营销体系快速走上精细化运营之路。五粮 e 店可以对终端销售数据进行持续的采集和累积，进而为公司决策层的营销调度、决策提供数据支撑，有助于公司整合更多的优质市场资源，形成更大的优势。这些变革以及五粮液数字化营销转型的主要目的都是与消费者形成良性互动、扩大消费者群体。随着第八代五粮液逐渐全面上市，控盘分利系统也将发挥更大的作用。

**体制方面定增落地，盘活员工经营积极性。**17 年 11 月证监会通过批文，员工持股计划认购不超过 2200 万股，认购金额不超过 5.1 亿元，经销商认购不超过 1800 万股，从而优化多方利益，盘活员工经营积极性，捆绑重点经销商利益，增强渠道执行力。同时五粮液启动人才工程，引进高端人才，并且进行薪酬制度的改革，强调收入和贡献密切挂钩，加强营销的激励和考评。多项措施并下，改革不断推进，对比五粮液改革前后，利润率得到释放，费用率下降，估值不断提升，国改效果显著。

表 1: 五粮液改革措施

角度	改革措施	时间
产品	清理品牌，砍掉众多中低端系列品牌和贴牌品牌； 优化产品结构，重塑价格体系：公司坚持贯彻主品牌“1+3”策略，系列酒“4+4”策略；	2017 年年底的第 21 届五粮液共商共建共享大会首次提出
	1、调整经销商结构，重启小商模式； 2、“百城千县万店”工程：渠道终端化； 3、“五粮 e 店”上线，打造新零售试验田； 4、扁平化：七大营销中心变为 21 个营销战区，同时推动总部横向专业化、区域纵向扁平化转型 5、数字化：公司通过利用数字化技术构建符合未来发展的渠道体系，向消费者驱动的终端型渠道转变，控盘分利和扫码积分系统顺利落地	2017 年 6 月 2017 年 6 月 2017 年 11 月 2019 年 5 月 10 日 五粮液 2018 年度股东大会
体制	1、李曙光于 17 年 3 月任五粮液集团董事长	2017 年 3 月 23 日
	2、定增预案于 17 年 11 月落地，盘活员工经营积极性	2017 年 11 月
	3、“千百十人才计划”，完善人才引进和培养体系	2017 年 8 月

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**汾酒集团的混改在 17 年正式启动，同年 2 月董事长李秋喜为汾酒集团定下 2017 年度及 2017 年-2019 年任期经营业绩目标责任书。**核心内容包括：2017 年、2018 年、2019 年收入（酒类）增长目标为 30%、30%和 20%，三年利润（酒类）增长目标为 25%、25%、25%；三年内完成汾酒集团整体上市，而今年就是军令状的关键一年。改革措施方面，山西汾酒主要通过三大举措推进改革。

**集团资产注入。**自 18 年 12 月以来，山西汾酒短期内连续发起四次关联交易收购股东汾酒集团资产，意在提升公司市场竞争力和盈利能力，进一步扩大酒曲产量，提升白酒产能，扩展省外及海外的销售渠道，整合营销资源并减少不必要的同业竞争，在助力全国化步伐的同时为整体上市做准备；

**引入华润战投。**华润具备国际化视野和并购整合经验，依托华润的平台整合资源，汾酒能够改善公司的治理结构，实现人才优化，同时华润在南方的渠道和啤酒的渠道能给公司带来渠道协同，在消费品上的管理运营经验能帮助公司实现提升，从而提高汾酒的整体竞争力，加速全国化发展，汾酒计划在 19 年将省内和省外收入比例优化到 4：6，在 20 年达到 3：7；

**实施股权激励计划。**使管理层利益逐步与公司一致，管理层和员工持股推动了股权多元化，同时完善公司法人治理结构，充分调动员工的主观能动性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，有望提升人员效率，在白酒行业激烈竞争中提升整体竞争力，为近年来的高端化和全国化发展提供有利条件。山西汾酒收入规模快速扩大，19 年仅一季度就收入 40.58 亿，接近改革前 16 年全年收入 44 亿；同时对比改革前后利润率，费用率都有所改善，估值大幅提升。

表 2：汾酒改革措施

三大举措	具体内容	时间
集团资产注入	自 18 年 12 月起，汾酒不断发起关联交易收购股东汾酒集团资产。12 月 3 日宣布拟以 9282.75 万元，收购汾酒集团全资子公司西杏花村国际贸易有限责任公司旗下 6 家销售公司的 100% 股权及少量资产。紧接着 12 月 14 日，汾酒集团再次宣布拟以 1.22 亿元的价格，收购山西杏花村汾酒集团酒业发展区销售有限责任公司 51% 股权。19 年 3 月 5 日又宣布拟以 9945.04 万元的价格购买关联方山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分固定资产，另拟现金收购汾酒集团部分资产，交易金额为 891.03 万元。	2018 年 12 月至 2019 年 3 月
引入战投华润	18 年 2 月 4 日汾酒发布权益变动公告，公司控股股东汾酒集团将以协议转让方式，作价 51.6 亿元，向华创鑫睿（香港）有限公司（下称“华润鑫睿”）转让山西汾酒 9915 万股无限售流通股，占上市公司总股本的 11.45%。权益变动后，华润将成为汾酒第二大股东。	2018 年 2 月 4 日
实施股权激励	19 年 3 月 27 日，汾酒发布公告，决定向 395 名激励对象授予 568 万股限制性股票，股权激励计划正式落地。	2019 年 3 月 27 日

资料来源：公司公告，天风证券研究所

但是国企改革对公司的资质和边界有要求，不能改变公司 and 行业的发展模式，国改最为看好白酒和调味品行业。白酒和调味品行业从商业模式上看是好行业，赚钱的行业。白酒和调味品原料便宜，高毛利，粘度强，复购率高。调味品和白酒依托；于中国传统餐饮文化，有效阻断了国外竞争者，通过文化形成事实上的市场壁垒，而像啤酒和乳业均面临着来自国外对手的激烈竞争。在表现好的行业中，资产有很大潜力，国企改革能发挥更大的效力。此外，改革之后的收入增长更是关键，公司能否收入增速提高上去，还要看未来的竞争格局和努力。汾酒、五粮液、古井贡酒，顺鑫、白云山、恒顺、涪陵榨菜等都有过国企改革带来的机会。但如果公司潜力不够、行业发展模式不好，国企改革也只是短期战术性的价格机会。

表 3：国企改革前后标的公司数据对比

	改革前/改革时间节点前一年					改革时间节点	改革后/2018 年				
	总市值 /亿元	收入 /亿元	净利率 /%	期间费用率 /%	陆股通持股比例 /%		总市值 /亿元	收入 /亿元	净利率 /%	期间费用率 /%	陆股通持股比例 /%
山西汾酒	269.71	44.05	14.56	27.24	0.36	2017.2.23 李秋喜立“军令状”	517.00	93.82	23.25	26.28	8.42
五粮液	1653.52	245.44	28.75	24.74	5.62	2017.3.23 李曙光任董事长	4110.62	400.30	35.07	12.79	15.95
古井贡酒	276.38	69.68	20.04	39.63	4.27	2018.11.29 完成员工持股试点改革，引入战投	534.57	86.86	21.69	36.07	5.70
顺鑫	133.35	94.81	3.77	17.96	0.52	2018.4.9 顺鑫农业	300.49	120.74	6.03	17.08	5.92

农业						重大人事调整					
恒顺醋业	50.57	12.08	6.72	26.53	0.34	2014年11月新管理层上任	128.35	16.94	17.94	24.85	2.88
白云山	385.08	188.00	6.44	27.1	0.63	2015.1.13员工持股计划、百亿融资结盟阿里	625.44	422.34	8.37	17.37	2.14
涪陵榨菜	57.65	9.06	14.56	4.43	0.05	2015年10月8日并购整合惠通,开启集团化运营	224.65	19.14	34.57	17.60	15.94

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 改革前市值取改革时间节点当天, 其中恒顺醋业为11月最后一个交易日; 改革后市值为2019.6.20市值

## 2. 国改措施有三法: 加法、减法和乘法

国企改革可归纳为三法: 加法、减法和乘法。1. 减法, 指剥离掉部分不佳的资产, 专精主业。2. 加法, 指的是注入一些好资产, 形成协同发展。3. 乘法, 指的是提高效率, 带动利润率和收入增长; 这在政策上来源于国企考核方向, 最终落脚点则是公司 ROE 和市值。

**减法案例: 恒顺醋业剥离房地产业务。**恒顺醋业自 2001 年上市长期以来业务较为多元, 并非纯调味品公司。公司在国企改革中的主要策略是聚焦主业, 不断缩减非主业资产。公司于 2012 年开始剥离占比近一半的房地产业务, 2016 年实现完全剥离, 只留下调味品这一个主营业务, 占比接近 90%。剥离房地产业务之后, 公司的经营效率上升显著, 财务费用快速下降、净利润显著回暖, 开始专营酱醋调味料, 整体被盘活, 一跃成为调味品行业的龙头企业。类似的案例还有香港的中国食品剥离长城葡萄酒, 顺鑫农业剥离建筑工程。

**加法案例: 山西汾酒把杏花村、竹叶青等资产置入公司。**2017 年 9 月 15 日, “竹叶青”并入汾酒销售公司一体化运作, 不再设置单独的销售体系。2019 年 3 月 6 日, 山西汾酒发布公告称, 拟现金收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产, 交易金额为 9945.04 万元, 这是半年以来山西汾酒第四次收购汾酒集团旗下未上市资产。山西汾酒的收购行为是混改之后集团整体上市的一部分, 通过收购梳理集团内部关系, 优化汾酒内部产销链条, 同时公司估值得到提升。

国企改革除了加减法, 还需要提升效率的乘法, 随着国改考核方向变化, 经营上需向行业标杆学习, 从而提高估值。国企改革考核指标体系在不断变化, 在传统的资产、收入、利润指标外不断有所拓展, 逐渐由管资产向管资本迁移, 突出经济增加值的考核。以山西汾酒为代表的国企还在探索直接以市值增长为部分目标的考核机制, 更加直接地对公司整体运营情况进行综合考核。在如今更加细致, 精准的考核政策下, 公司经营效率将被倒逼提升, 减少跑冒滴漏, 提升利润率和 ROE。

**乘法案例: 山西汾酒改革分两步: 第一步减费增效, 提升利润率, 解决低效的问题; 第二步通过股权激励、引入华润战投, 绑定核心人群利益, 提高渠道执行力, 快速拓展收入。**18 年 3 月股权激励计划正式落地, 盘活员工积极性, 减少跑冒滴漏, 提升经营效率, 利润率由 16 年的 14.56% 提升至 19 年一季度的 23.25%, 费用率也从 27.24% 降至 26.28%。18 年 2 月引入华润战投, 未来借助华润的南方渠道和啤酒渠道壮大自身发展, 同时 18 年底至 19 年初四个月发起四次收购, 稳步推进集团整体上市。汾酒收入在国改过程中有大幅提升,

16 年全年收入 44 亿，而 19 年一季度收入已经达到 40.58 亿。

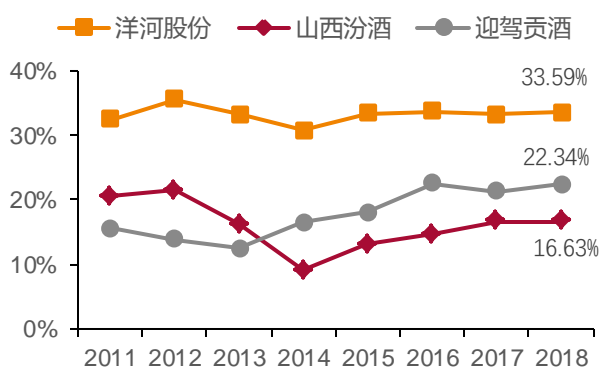
### 3. 未来展望和投资建议

#### 3.1. 改革还在路上，仍有提升空间

食品饮料行业有三大标杆公司，白酒行业标杆是洋河，调味品行业标杆是海天，乳业标杆是伊利。目前，汾酒、五粮液、恒顺醋业和白云山四家公司国改已取得了不错的成绩，但是相较行业标杆，利润率、费用率方面仍有改善空间。

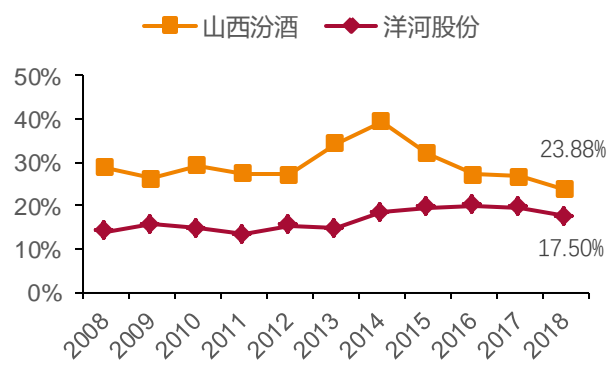
汾酒在净利率和费率方面距离可比公司仍有差距，通过进一步深化改革，提升经营效率，未来空间较大。对标行业标杆洋河，汾酒 18 年毛利率约为 58%，而洋河在 69% 左右，差距较大。迎驾贡酒作为行业二三线的民营企业，净利率仍高于汾酒。迎驾贡酒 18 年净利率为 22.34%，显著高于汾酒的 16.63%。尽管 18 年汾酒并入了低毛利的杏花村系列酒业务，拉低了整体毛利水平，但相较于管理扁平化、更注重利润率的民营企业，汾酒还有很大改善空间。考虑到汾酒历史悠久，品牌力强，未来通过生产整合，产品结构上移，对标洋河来看，汾酒的毛利率有 10% 以上的提升空间。

图 1：山西汾酒与标杆公司/民营企业净利率纵向比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

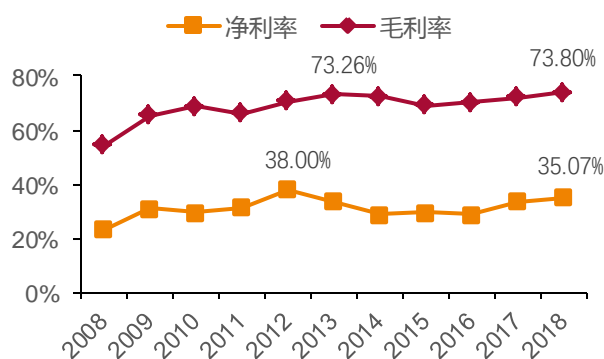
图 2：山西汾酒与标杆公司期间费用率纵向比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

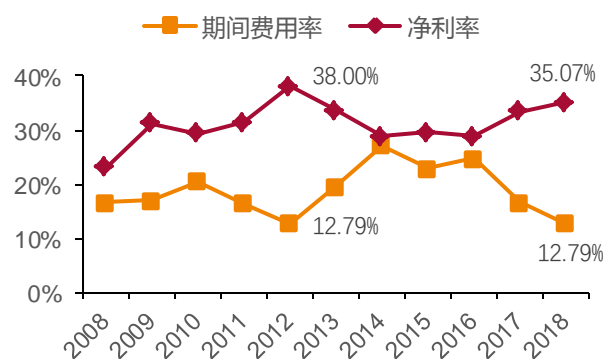
五粮液通过国改，效率大幅提升，期间费用率、毛利率已达历史最佳，但净利率距历史高位仍有提升空间。从白酒行业格局上来看，经过了 3 年的高速发展期，行业集中度仍在不断提升，名酒企如五粮液受益于行业竞争格局改善，抢占了区域内小酒企的份额，不断壮大。五粮液通过自身改革也在创造超越行业的  $\alpha$ 。五粮液持续推进改革措施，从普 5 升级，控量提价到系列酒整合，五粮液循序渐进，始终走在正确的道路上，产品批价不断提升，毛利率有望随之提升。同时公司营销渠道改革不断推进，数字化营销体系在建，控盘分利模式加速精细化运营，可以预见公司效率将不断提高，进一步提升利润水平。

图 3：2008-2018 年五粮液净利率与毛利率纵向比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2008-2018 年五粮液净利率与期间费用率纵向比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

恒顺醋业在净利润，收入方面距标杆海天仍有较大改善空间。从行业来看，恒顺醋业作为龙头企业将优先受益于行业集中度的提升。我国食醋行业仍然以大量中小企业为主，食醋行业 CR5 集中度不足 15%。在行业进入成熟期，大企业通过兼并收购抢占小企业市场份额的情形将会不断出现，预计未来行业集中度会有较大幅度的提升，规模最大的醋企恒顺将优先收益，随着不断扩张中规模效应的不断显现，未来有望实现营收和利润的双重增长。

恒顺开启国改之后，实行了一系列改革措施。在渠道方面，恒顺围绕做强做优做大主业的逻辑，不断深耕县乡及社区店渠道，加快全渠道营销网络建设。持续打造“A类核心产品”和“高端产品”，持续推动“大单品”策略，提升“恒顺香醋”的品牌知名度。进一步实施公司“醋酒并举”的品牌发展战略，通过醋和料酒产品的高度聚焦，打造中高端产品、实现销量与利润的双高速增长。

同时，恒顺建立了合理的考核激励制度，收入向一线员工、销售、研发、高技能人才和有特殊贡献人员倾斜。激励上，针对中高层及核心业务骨干设立奖励基金，并在考核上实现考核销售额与考核销售量并存，重视对高端产品的考核。改革能够实现对员工的激励，有利于公司发展和提速。恒顺醋业毛利率的提高（不是提价而是成本费用下降）和管理费用率的下降已经体现出机制改变的效果，随着国改深入，还有继续改善的预期。

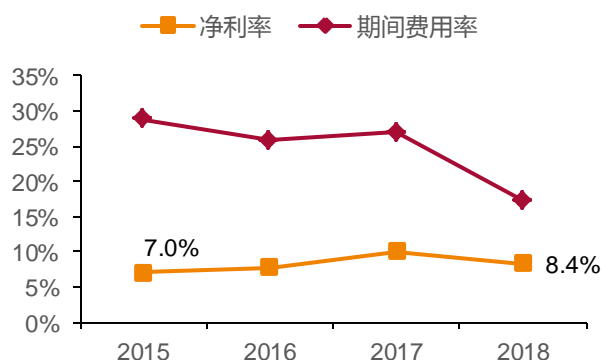
表 4：调味品推荐公司与标杆公司净利率、营收对比

公司	2018 净利率/%	2018 主业营收/亿元
恒顺醋业	16.35	16.94
海天味业	25.63	170.34
差异度	9.28	153.40

资料来源：Wind，天风证券研究所

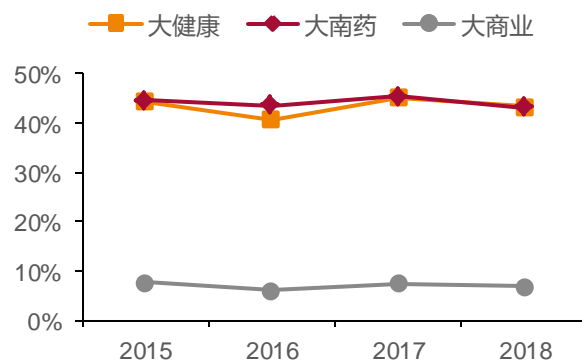
广药集团进入国改“双百名单”，白云山改革或有重点突破。根据国资委 2019 年 5 月 8 日发布的《关于调整部分“双百企业”名单有关事项的通知》，广药集团已被新增纳入国企改革“双百企业”名单，19 年白云山改革或有重点突破。凉茶行业相对增速放缓，王老吉在凉茶市场上市占率已成为第一，行业格局稳定，费用投放相对减少。15-18 年，公司毛利率稳中略有波动，但随着费用缩减，净利率上行，由 7% 提升至 8%，并且有望进一步提高。18 年公司收购广药 30% 股权之后持股 80%，收购王老吉药业 48% 股权之后持股 96%，均由合资公司改为控股子公司，减少少数股东损益。同时王老吉与加多宝息战后，着力打造优价优质高附加值产品，随着产品高端化，毛利率或有提升。改革红利仍将不断释放。

图 5：2015 年-2018 年白云山净利率、期间费用率纵向对比



资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

图 6：2015 年-2018 年白云山三大板块毛利率纵向对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3.2. 国有资本经营体制改革加速，国改预期加强

国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，通过四大主要举措，赋予企业更多自主经营权，对于改制完成的企业逐步落实董事会职权，激发管理层活力。

(1) **优化出资人代表机构履职方式。**出资人代表机构要依法科学界定职责定位，通过实行清单管理、强化章程约束、发挥董事作用、创新监管方式，加快转变履职方式，依据股权关系对国家出资企业开展授权放权。

(2) **分类开展授权放权。**对国有资本投资、运营公司，一企一策有侧重、分先后地向符合条件的企业开展授权放权。对其他商业类和公益类企业，要充分落实企业的经营自主权。对其中已完成公司制改制、董事会建设较规范的企业，要逐步落实董事会职权。

(3) **加强企业行权能力建设。**通过完善公司治理、夯实管理基础、优化集团管控、提升资本运作能力，确保各项授权放权接得住、行得稳。

(4) **完善监督监管体系。**通过搭建实时在线的国资监管平台，整合监督资源，严格责任追究，实现对国有资本的全面有效监管。

**本次国务院印发方案再次强调加快国资国企改革，推进国有资本投资。**本轮国企改革自13年开始，核心可归纳为仿照新加坡的淡马锡模式，进行“管资本”改革。在企业 and 政府之间建立“隔离层”——投资或运营公司，形成两层管理关系：政府管理投资或运营公司，投资或运营公司再管理企业。

《改革国有资本授权经营体制方案》是这项改革中的重要文件，核心就在于处理这两层关系。对于第一层政府和“隔离层”的关系，重新明确国资委（出资人代表机构）的职责，弱化管理色彩。对于第二层“隔离层”和下属企业的关系，明确了对“隔离层”的授权放权内容，包括战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理等，即要坐实“隔离层”；同时，对于暂未进行“隔离层”改革试点的企业，也要求充分落实企业经营自主权。

文件最后要求到2020年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果。意味着19年将成为国改关键一年，国改有望步伐加速，取得重点突破。国改热度不断提升，市场对于国改预期加强，核心品种如五粮液、汾酒等公司有望优先受益。

### 3.3. 投资建议

1)白酒方面，继续推荐国企改革核心品种五粮液、汾酒，其次关注古井贡酒。五粮液和汾酒的改革已经产生一定效果，在和茅台价差加大的情况下，通过做品牌、做产品来提升性价比，产生竞争优势，国企改革使得五粮液和汾酒在这一轮白酒上涨中有明显的 $\alpha$ 。顺鑫农业也可以关注，改革有望提速，牛栏山二锅头优势明显。

2)食品主要看调味品，关注恒顺醋业，内外管控持续加强，渠道拓展迅速。白云山和上海梅林也可以关注。

3)乳业上，推荐伊利股份并关注蒙牛，今年大国企蒙牛受益于中粮的改革，对于费用的管理也会更佳到位，追求效率提升，而不是盲目和对手去打费用战。因此蒙牛和伊利也受益。



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