

食品饮料

 茅台直营及五粮液中报预告的利好有望引领行业继续前行
 -中泰食品饮料周报(第32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

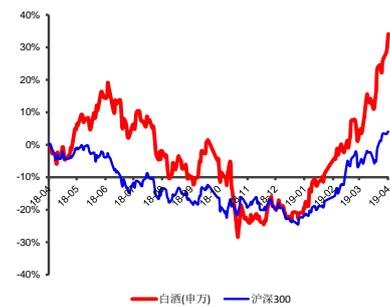
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

行业-市场走势对比

相关报告

《天味食品：火锅底料增速回暖，渠道开拓初见成效》2019.08.05

《五粮液：不负众望，继续高歌猛进》2019.08.06

《啤酒行业深度报告：从优秀到卓越，高端定位与高效运营铸就啤酒巨头 -百威英博成长启示录》2019.08.08

《伊利 股份：潮起潮落“后千亿”，股权激励保业绩》2019.08.09

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		
五粮液	118.02	2.55	3.47	4.56	5.77	38.20	28.00	26.46	22.14	0.47	买入
口子窖	58.53	1.86	2.55	3.05	3.57	28.42	23.25	19.19	16.39	0.74	买入
青岛啤酒	44.61	0.94	1.05	1.37	1.76	49.60	42.80	32.56	25.35	0.71	买入
伊利 股份	27.4	0.99	1.06	1.20	1.37	30.70	30.42	22.83	20.00	0.83	买入
绝味食品	37.51	1.26	1.56	1.88	2.22	27.30	22.00	19.95	16.90	0.76	买入

备注：股价为2019年8月9日收盘价。

投资要点

■ **本周事件比较多，茅台直营方案的落地带来的惊喜，结合我们近期参观中国高档酒业展览会的见闻，对安琪酵母、保健品线上的调研以及五粮液、伊利、青岛啤酒等公司的动态追踪。我们认为高档酒引领白酒板块不断成长，三季度有望继续保持较好的增长；食品行业龙头不断强化自己的竞争力以确保中长期的成长，主要表现为：伊利出台股权激励以保中长期增长，青岛啤酒推动组织变革红利逐现，安琪酵母董事长虽更换但不改双百目标、积极推动产能搬迁与扩建。**

■ **贵州茅台：直营之路，曲折中带有惊喜。**本周茅台回复了交易所监管工作函，2019年公司遵循不超过2018年末净资产金额5%的标准（56亿元），继续向茅台集团销售本公司产品，若按2018年茅台酒均价测算，56亿元对应供应量约2776吨，剔除2018年报中的茅台集团电商和机场等关联交易约25亿元，集团营销公司配额约1537吨，符合我们预期，明显好于市场预期。根据公告显示，公司重新统筹因违规被收回的茅台酒经营权，将其投放到自营、团购等符合本公司营销战略布局的渠道和方式，我们预计茅台销售公司自营和团购等渠道供应量在4500吨左右，测算全年茅台酒均价有望提升5.7%。此外，公司计划在中秋、国庆前夕，向市场集中投放7400吨茅台酒，我们认为这里面将会包含一部分自营和团购渠道供应量，此举一方面可以增厚业绩，另一方面也可以适度平抑价格过快上涨势头，对龙头茅台健康持续发展具备重要意义。结合7月以来发货量以及去年三季度发货量，我们预计三季度茅台发货量有望实现15%以上增长，对应收入增速有望达20%以上。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。

■ **五粮液：不负众望，继续高歌猛进。**本周五粮液发布中报业绩预告，19Q2公司收入同比增长27.08%，略快于全年规划的25%目标，净利润同比增长32.07%，利润增速不负众望，我们认为高端酒增速快于系列酒，产品结构进一步上移，下半年系列酒三家合并后有望发力。同时，第八代普五上市均价提升带动毛利率上移，盈利能力进一步增强。从价格情况来看，目前八代普五主流一批价保持在959元，8月10日起一批价将上行至1006元，零售价将从1199元提升至1399元，终端实际接受度有待进一步观察，但维持实际成交价千元以上预期。从北京地区反馈情况来看，目前市场对于第八代接受度良好，消费者需求旺盛，终端进货意愿足，当前第七代和第八代库存水平均较低，部分甚至存在缺货现象，且七代存量的消化殆尽也进一步推升了其价格体系。目前淡季

公司以市场维护为主，通过控量、整治渠道窜货等方式力保价格体系提升，为中秋旺季放量做好充分准备。五粮液是今年边际改善最为明显的公司，普五换装升级、系列酒三家合而为一、建立数字化营销体系等等，都体现出公司灵活的机制和管理层敢作敢为的干练的作风。随着控盘分利模式的稳步实施，我们认为下半年普五提价有望在渠道端逐步落地，持续重点推荐。

■ **中酒展见闻：高端为王，次高端突围，酱酒热凸显。**本周我们参加 2019 第三届中酒展，主要见闻如下：

1) 关注度冷热不均：从展馆布局来看，茅台、五粮液人气最为火爆，展馆内参观与品鉴络绎不绝，反映高端酒仍然最受关注；本届与往届最大不同在于酱酒展馆显著增多，郎酒、国台、金沙等展馆人气升温明显，反映酱酒热潮受到市场追捧。

2) 强者恒强：行业正在消费升级的带动下迈入结构性繁荣阶段，一方面寡头效应日益明显，另一方面次高端迎来机遇，区域强势品牌有望崛起。

3) 酱酒热：酱香有望成为中国白酒品质升级的最后一战，一方面在于 2018 年酱酒规模达 1200 亿，预计未来达到 2000 亿，另一方面在于酱酒发展速度比行业平均快两到三倍。但酱酒产能仅为 60 万吨，因此未来仍将呈现供不应求状态，也决定了酱香酒企未来将以聚焦小众、定位中高端、走品质化营销为主。

4) 小酒市场依旧存有空间：目前小瓶酒市场规模约 200 亿，未来两三年有望达到 500 亿元，面对这一市场，酒企应从颜值、品质、场景、内容、营销等方面做好创新，而容量小和度数低则是年轻群体对小酒的主要诉求。

■ **乳业：伊利出台股权激励，龙头买赠继续加大。**本周伊利 股份公告 2019 年限制性股票激励计划草案，授予激励对象公司限制性股票总计 1.83 亿股，占总股本 3.00%。一次性授予，价格为 15.46 元/股，覆盖 474 人包含高管和公司核心业务骨干，分五期解除限售，解锁条件为以 2018 年净利润为基数设定 2019-2023 年度净利润增长率为 8%、18%、28%、38%、48%，设定 2019-2023 年度净资产收益率为 15%，我们测算扣非利润 5 年复合增速 8.2%，草案略低于市场预期；长期看，目前公司市占率稳步提升，收入预计保持双位数增长。成本端预计未来 2 年原奶价格均会上涨，买赠近期加大，长期预计趋向稳定，产品结构升级持续；考虑公司品牌加持和渠道不断开拓精细，预计除了部分刚性销售费用外，整体销售费用率稳健，考虑未来股权激励分摊预计带来一定管理费用的压力。我们认为短期利空风险基本释放完毕，预期在较低位置，股权激励目标稳健增长，长期投资价值凸显，继续推荐。

■ **保健品：汤臣倍健 7 月数据改善，预计三季度业绩环比改善。**1) 根据阿里系数据，预计 7 月公司淘宝+天猫收入增速恢复至 20%，显著回暖。7 月保健品行业销售额增速 9.4%，环比下降主因 6 月有 618 大促；7 月汤臣倍健销售额增速 20.1%，环比提升明显，主因公司积极调整电商政策增速回暖。2) 根据我们渠道调研了解，7 月药店收入增速预计在双位数增长，环比提升明显。分产品看，我们预计主品牌收入占比约 70%，预计个位数增长；健力多收入占比 25%，预计 40-50% 的增长；7 月益生菌终端活动增多，动销+品牌宣传稳步推进，反馈较好。我们

认为药店渠道收入略有提速，一是前期库存自然消化，二是终端动销活动增加驱动，如健康大讲堂、夺宝奇兵销售竞赛等活动销售拉动明显。我们认为二季度医保政策收严、电商平台政策影响、渠道库存略高等已预期充分反应，展望三季度，我们预计电商增速恢复在 20%以上，药店受政策影响边际递减，终端活动增多有效提升药店渠道收入增长，预计三季度业绩环比改善。

- **青岛啤酒：二季度结构升级加速，公司组织变革深化。**根据青岛市工业和信息化局，2019H1 青岛啤酒销量增长 3.6%，高于行业 2.8 个 pct，其中高端产品共实现销量 105 万千升，同比增长达 10%。公司整体呈现出利润增长高于收入增长，收入增长高于销量增长的趋势。2019Q2 公司整体销量增长约 1%，其中高端产品增长接近 10%。对比 2019Q1 高端比整体销量增速快 3.9 个 pct，2019Q2 结构升级加速。近期公司还公告聘任姜宗祥（47 岁）为公司副总裁兼供应链总裁，徐楠（51 岁）为公司副总裁兼制造总裁、总酿酒师，王少波（51 岁）为公司副总裁，管理团队进一步壮大且年轻化。公司新设供应链中心，由原营销中心物流管理总部及原制造中心采购管理总部组成，有望全面提升供应链运行效率。同时成立了健康饮品事业总部，并于 7 月底推出王子海藻苏打水，有望享受行业快速增长红利。
- **天味食品：火锅底料增速回暖，渠道开拓初见成效。**2019Q2 公司营业收入增长 39%，归母净利润增长 52%，收入与利润增长均超预期。单二季度火锅底料收入增长 33%，环比一季度 6% 的增长加速明显，主要受益于经销商增长渠道开拓；川菜调料收入增长 48%，维持了 50% 左右的高速增长。2019Q2 公司经销商数量环比一季度末净增加 85 家至 882 家，其中华北、华中、华东均新增约 20 家经销商。分地区看，2019Q2 华中、华南、华东收入占比环比提升 3.5、2.8、1.7 个 pct，外阜市场开拓效果初现。截止 2019 年 6 月，公司销售网络覆盖约 32 万个零售终端、5.96 万个商超卖场和 4.2 万家餐饮连锁单店，对比 2018 年底的约 30.8 万个零售终端、5.86 万个商超卖场和 4.1 万家餐饮连锁单店进一步增长。根据公司半年报及下半年将进一步加大品牌宣传和品牌推广力度的情况，我们认为公司全年收入增速有望超过 21% 的财务预算目标，同时下半年销售费用投放力度将继续加大。
- **安琪酵母：董事长更换不改双百目标，积极推动产能搬迁与扩建。**近期我们参加了安琪酵母临时股东大会，新董事长熊总正式就职。公司仍维持 2021 年双百目标，新董事长信心充足。（1）分业务单元看，公司烘焙面食收入占比 40-50%，增长 15% 左右；YE 食品和发酵占比约 15%，增长 18-20%；保健品、酿酒、植物营养占比 15% 左右，增长约 25-28%。公司积极布局营养健康业务，产品开发创新立足于酵母特色，主销婴童渠道。（2）产能方面，伊犁工厂由于环保限产因素，去年下半年产能受限，今年上半年产能利用率有所恢复，但对利润仍有一定压制。公司计划搬迁伊犁工厂根本性解决环保问题，有望在 2 年内完成搬迁工作。俄罗斯二期扩建工程在国资委审批中，作为公司国际化战略中的重要项目，有望加快推进。（3）公司长期发展以效益为先，追求高质量发展，进一步加强费用率控制。（4）新的员工持股和激励方向不变，新董事长由大股东推荐，与国资委层面的交流有望更加顺畅。
- **8 月组合：组合跑赢大盘。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液

(-2.23%)、口子窖(-3.43%)、青岛啤酒(-0.45%)、伊利股份(-12.18%)、绝味食品(-1.45%)，组合收益率为-3.95%。同期上证综指下跌-5.38%，组合领先上证综指 1.43%。

- **投资策略：**行业结构性机会依旧明显，即使经济增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。参照美国、日本等发达国家的发展经验，消费都是经济增长的绝对主力，中长期领涨。后期减税降费发力以及外资的流入，食品饮料板块有望不断超预期。当下核心上市公司估值不贵，我们长期最看看高端白酒。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	- 6 -
每周市场回顾：板块领先综指 1.08%，子板块其他酒类涨幅居前	- 6 -
2019 年 8 月投资组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利、绝味.....	- 6 -
最新重点报告观点（第 32 周）	- 8 -
天味食品：火锅底料增速回暖，渠道开拓初见成效	- 8 -
五粮液：不负众望，继续高歌猛进.....	- 8 -
啤酒行业深度报告：从优秀到卓越，高端定位与高效运营铸就啤酒巨头....	- 9 -
伊利 股份：潮起潮落“后千亿”，股权激励保业绩	- 11 -

图表目录

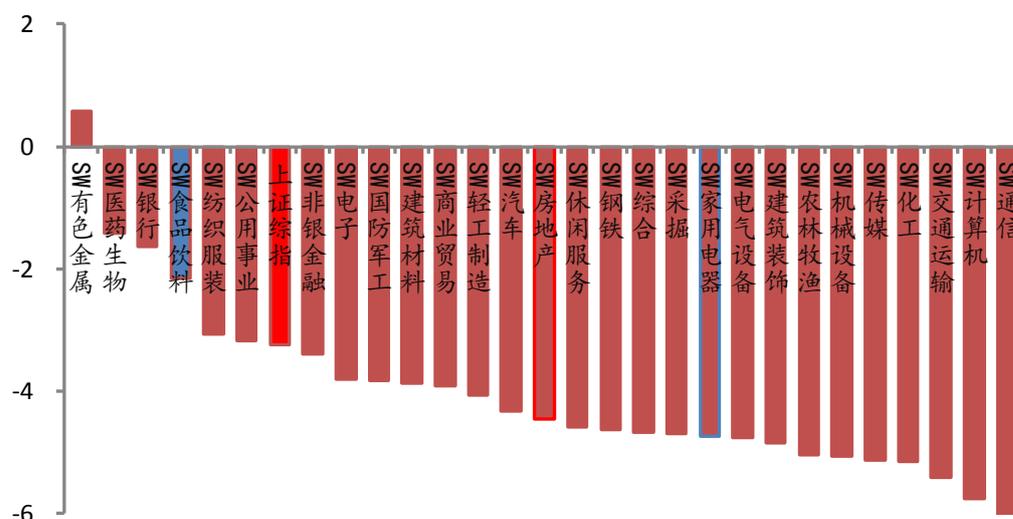
图表 1：食品饮料行业周下跌-2.86%，落后上证综指-0.25%.....	- 6 -
图表 2：子板块其他酒类居前.....	- 6 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览.....	- 6 -
图表 4：8 月组合收益率为-1.28%.....	- 7 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 1.08%，子板块其他酒类涨幅居前

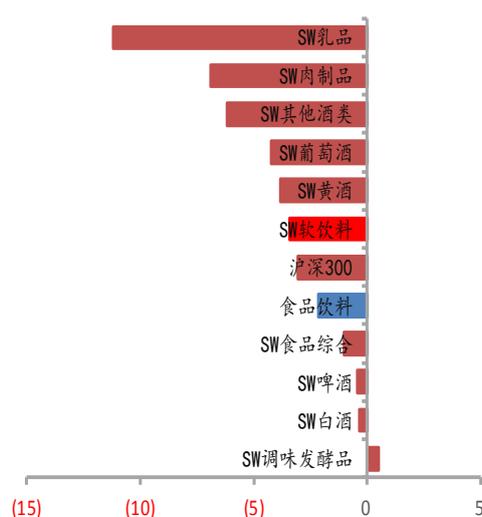
- 市场回顾：**本周上证综指下跌-3.25%，食品饮料板块下跌-2.16%，领先上证综指 1.08 个百分点。子板块方面调味发酵品上涨 0.5%。白酒、啤酒、食品综合、软饮料、黄酒、葡萄酒、其他酒类、肉制品和乳品分别下跌-0.33%、-0.42%、-1.02%、-3.42%、-3.85%、-4.25%、-6.18%、-6.88%、和-11.2%。个股方面，桃李面包（7.06%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周下跌-2.16%，领先上证综指 1.08%



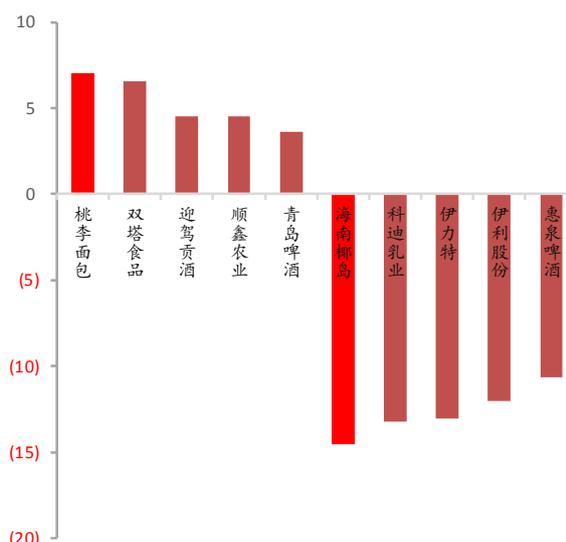
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块其他酒类居前



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 8 月投资组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利、绝味

- **8月推荐组合：五粮液、口子窖、青岛啤酒、伊利股份、绝味食品。**当月内五者涨跌幅分别为五粮液（-2.23%）、口子窖（-3.43%）、青岛啤酒（-0.45%）、伊利股份（-12.18%）、绝味食品（-1.45%），组合收益率为-3.95%。同期上证综指下跌-5.38%，组合领先上证综指1.43%。

图表4：8月组合收益率为-3.95%

公司名称	代码	时间范围	权重	8月区间涨跌幅	核心推荐理由	组合收益率
五粮液	000858.SZ	2019/8/1	20%	-2.23%	营销改革进一步落地，普五批价持续上行，新品顺价销售可待，看好量价齐升带动公司收入实现快速增长。	-3.95%
口子窖	603589.SH		20%	-3.43%	省内价盘稳健、库存良性，产品结构持续升级，省外发展步入正轨，预计口子窖二季度收入有望超预期。	
青岛啤酒	600600.SH		20%	-0.45%	二季度销量预计实现正增长，产品结构升级加速，叠加增值税税率下调红利，ASP快速提升，预计二季度利润有望超预期。	
伊利股份	600887.SH	2019/8/11	20%	-12.18%	大单品+品类均衡发展，品牌、渠道壁垒加深驱动市占率快速提升，预计二季度利润增速有望实现20%以上。	
绝味食品	603517.SH		20%	-1.45%	开店节奏靠前新店贡献更显著，辣椒有味有望进入快速扩张期，今年预计开店200家左右。	

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	962.03	12083.1	28.02	35.06	41.08	34.33	27.44	23.42
五粮液	118.02	4480.0	3.47	4.46	5.33	33.97	26.46	22.14
泸州老窖	77.38	1084.9	2.38	3.11	3.88	32.51	24.88	19.94
洋河股份	104.33	1572.3	5.39	6.15	7.13	19.37	16.96	14.63
古井贡酒	114.00	574.6	3.37	4.42	5.57	33.83	25.79	20.47
山西汾酒	64.50	558.6	1.69	2.15	2.68	38.08	30.00	24.07
口子窖	58.53	351.2	2.55	3.05	3.57	22.95	19.19	16.39
水井坊	44.27	216.5	1.19	1.55	1.86	37.32	28.56	23.80
沱牌舍得	26.04	87.8	1.02	1.24	1.61	25.48	21.00	16.17
顺鑫农业	46.76	267.0	1.30	2.27	2.95	35.85	20.60	15.85
伊力特	14.63	64.5	0.97	1.22	1.40	15.08	11.99	10.45
迎驾贡酒	17.67	141.4	0.97	1.05	1.11	18.22	16.83	15.92
伊利股份	27.40	1679.3	1.06	1.20	1.37	25.85	22.83	20.00
绝味食品	37.51	153.8	1.56	1.88	2.22	24.04	19.95	16.90
元祖股份	21.09	50.6	1.01	1.44	1.72	20.88	14.65	12.26
青岛啤酒	44.61	602.2	1.05	1.37	1.76	42.36	32.56	25.35
重庆啤酒	41.76	202.1	0.83	1.05	1.23	50.31	39.77	33.95
中炬高新	39.70	316.4	0.76	0.91	1.17	52.07	43.63	33.93
海天味业	98.89	2676.0	1.62	1.94	2.33	61.04	50.97	42.44
安琪酵母	26.90	88.8	1.04	1.21	1.42	25.88	22.23	18.94
双汇发展	21.85	721.1	1.49	1.57	1.69	14.67	13.92	12.93
恒顺醋业	14.39	86.8	0.39	0.42	0.48	37.02	34.26	29.98

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 32 周）

天味食品：火锅底料增速回暖，渠道开拓初见成效

- **事件：**2019H1 公司实现营业收入 6.29 亿元，同比增长 32.10%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比增长 40.85%。其中 2019Q2 实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 39.43%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 51.58%，二季度收入与利润增长均超预期。二季度末预收账款环比一季度末增长 62%至 0.86 亿元，经销商旺季备货积极。
- **2019Q2 火锅底料加速增长，川菜调料保持高增速。**2019H1 公司火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱、其他产品收入分别为 2.54、3.24、0.04、0.22、0.16、0.09 亿元，同比分别增长 17.84%、50.68%、307.87%、18.60%、66.86%、-35.74%。其中 2019Q2 火锅底料收入为 1.24 亿元，同比增长 33.39%，环比一季度 6.07% 的增长加速明显；川菜调料收入为 1.71 亿元，同比增长 47.96%，维持了 50% 左右的高速增长；鸡精和香辣酱单二季度收入分别为 0.14 和 0.09 亿元，同比增长 35.38% 和 63.96%。2019Q2 公司销售毛利率下降 0.99 个 pct 至 37.70%，主要系成本上升。
- **渠道开拓初见成效，西南以外收入占比提升。**2019Q2 公司经销商数量环比一季度末净增加 85 家至 882 家，其中华北、华中、华东、西南、华南、西北经销商环比增加 23、20、19、11、9、7 家，东北环比减少 4 家。分地区看，2019Q2 西南、东北地区收入占比环比 Q1 下降 4.1、5.1 个 pct，华中、华南、华东收入占比环比提升 3.5、2.8、1.7 个 pct。截止到 2019 年 6 月，公司销售网络覆盖约 32 万个零售终端、5.96 万个商超卖场和 4.2 万家餐饮连锁单店，对比 2018 年底的约 30.8 万个零售终端、5.86 万个商超卖场和 4.1 万家餐饮连锁单店进一步增长。分渠道看，2019Q2 经销商和定制餐调收入占比提升 1.9、0.1 个 pct，电商和直营商超收入占比下降 1.5、0.4 个 pct。
- **品牌宣传和市场推广力度加大致销售费用率上升，咨询服务费下降管理费用率收缩。**2019H1 公司销售/管理/研发费用率同比 +1.25/-1.29/-0.30 个 pct 至 14.88%/4.30%/1.69%。其中销售费用率上升主要系公司加大品牌宣传和市场推广力度，业务宣传费增长 123%至 0.33 亿元。管理费用率下降主要系咨询服务费下降 62%至 0.02 亿元。综合来看，2019Q2 公司销售净利率提升 0.74 个 pct 至 8.99%。
- **盈利预测：**根据公司半年报及下半年将进一步加大品牌宣传和市场推广力度的情况，我们认为公司全年收入增速有望超过 21% 的财务预算目标，同时下半年销售费用投放力度将继续加大。我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年收入分别为 18.33、23.06、28.86 亿元，归母净利润分别为 3.08、4.03、5.22 亿元，EPS 分别为 0.75、0.97、1.26 元，对应 PE 为 53 倍、41 倍、31 倍。考虑到公司对应明年的估值处于合理水平（参照海天等）以及公司中长期的成长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料采购质量安全控制的风险；主要原材料价格波动的风险

五粮液：不负众望，继续高歌猛进

- **事件：**五粮液发布 2019 年半年度主要业绩数据公告，上半年营业收入 271.5 亿元左右，同比增长 26.50%左右；归母净利润为 93 亿元左右，同比增长 31%左右。
- **普五量价齐升，业绩符合预期。**19Q2 公司收入约为 95.60 亿元，同比增长 27.08%，略快于全年收入规划的 25%增长目标，净利润约为 28.25 亿元，同比增长 32.07%，利润增速不负众望，我们认为高端酒增速快于系列酒，产品结构进一步上移，下半年系列酒三家合并后有望发力。同时，19Q2 公司利润增速快于收入增速，我们认为主要得益于第八代普五上市均价提升带动毛利率上移，受益于此 19Q2 公司净利率达到约 29.55%，同比提升约 1.12pct，盈利能力进一步增强。
- **价格体系持续提升，期待中秋旺季放量。**从价格情况来看，目前八代普五主流一批价保持在 959 元，8 月 10 日起一批价将上行至 1006 元，零售价将从 1199 元提升至 1399 元，终端实际接受度有待进一步观察，但维持实际成交价千元以上预期。从北京地区反馈情况来看，目前市场对于第八代接受度良好，消费者需求旺盛，终端进货意愿足，当前第七代和第八代库存水平均较低，部分甚至存在缺货现象，且七代存量的消化殆尽也进一步推升了其价格体系。从公司控盘分利推进情况来看，扫码系统前期导入工作已完成，目前已正式投入运用，其中经销商和终端层面严格执行，消费者层面正在通过提升权益等方式培养其扫码习惯，扫码闭环形成有助于公司加大对渠道掌控，经销商窜货现象与利润水平有望改善。目前淡季公司以市场维护为主，通过控量、整治渠道窜货等方式力保价格体系提升，为中秋旺季放量做好充分准备。
- **五粮液是今年边际改善最为明显的公司，改革红利进入深度释放期。**自 2017 年李董事长履新后，“二次创业”理念深入人心，公司价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善，2019 年以来更是将改革推向纵深，普五换装升级、系列酒三家合而为一、建立数字化营销体系等等，都体现出公司灵活的机制和管理层敢作敢为的干练的作风。今年 6 月提价策略的部署明显趋于精细化，反映内部营销改革正在加快进行，经销商信心明显增强，随着控盘分利模式的稳步实施，我们认为下半年普五提价有望在渠道端逐步落地。结合高档酒的发展态势以及公司改革执行落地的情况，我们认为茅五龙头之间的估值折价有望逐步缩小，持续重点推荐。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 510/632/779 亿元，同比增长 27%/24%/23%；净利润分别为 177/224/281 亿元，同比增长 32%/27%/26%，对应 EPS 分别为 4.56/5.77/7.25 元。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。

啤酒行业深度报告：从优秀到卓越，高端定位与高效运营铸就啤酒巨头 -百威英博成长启示录

- **核心观点：**2018 年 12 月以来我们发布多篇深度报告推荐啤酒板块。本文详细复盘了全球啤酒龙头百威英博的成长路径，我们认为高端定位及高效的运营能力保证了公司卓越的盈利能力。对标百威亚太（中国），国产啤酒在定价与运营效率上均有明显提升空间。青啤和华润若三年

ASP 保持 5% 的 CAGR，假设其他条件不变，则净利率有望翻倍。此外，随着中国龙头企业的经营逐步多元化与全球化，并购的机会将越来越多，而百威英博充分重视协同效应的成功案例值得学习。

- **剖析从最大到最好之谜，源于百威英博的高效运营。**百威英博精准选择本土市场份额高的优质品牌作为标的，通过并购快速抢占新市场，2017 年百威英博销量超过 2-4 名总和。在全球十大最有价值啤酒品牌中，百威英博占据 7 席。公司拥有 Budweiser、Corona、StellaArtois 三大全球品牌，再辅以多国品牌和本地品牌的组合。由于百威英博的高效运营及规模优势，其 EBITDA 利润率远高于喜力和嘉士伯。历次并购中，公司在优势市场互补、品牌组合增强、通过管理输出降本增效方面形成多维协同。百威英博拥有固定的并购“配方”：将 3G 资本优秀的企业文化和管理经验植入被收购公司，然后注入合伙人、成立精英团队负责管理和运营被收购公司，并在新公司大力削减成本，再配合 3G 资本的可变薪酬制度和股权激励，高效整合新公司实现效益大幅提升。
- **复盘百威英博的并购整合之路，协同效应的充分实践：**
- **(1) 2003 年前：Interbrew 立足西欧，快速开拓中东欧市场。**欧洲以外仅布局了加拿大、美国、中国、韩国等少数国家。
- **(2) 2004 年：收购 AmBev 成立 InBev，奠定南美霸主地位。**AmBev 是南美啤酒龙头，在地理上形成互补。合并后的 InBev 在超过 20 个国家市占率前二，南美市场占据领导地位。巴西是前五大啤酒消费国，兼具量增和结构升级。InBev 在巴西市占率接近 70%，而第二名份额未超过 15%。InBev 主要定位中高端，在高端市场的份额达 93%，核心市场的份额达 75%，符合消费升级，同时 InBev 包揽了巴西前三大品牌 Skol、Brahma、Antarctica。通过重构销售组织架构提升效率，2006-2013 年拉美北部（含巴西）的百升酒收入与 EBITDA 明显上升。
- **(3) 2008 年：收购 Anheuser-Busch，美国市场领先并收获百威品牌。**收购 A-B 弥补了 InBev 在美国（第一大啤酒利润池）的弱势，A-B InBev 在全球前五大啤酒市场中市占率均处于前三。A-B 旗下 BudLight 和百威是美国最畅销的两大品牌，2012 年美国前十大销量的啤酒品牌中百威英博拥有 6 个，同时百威啤酒借助英博原有资源向全球推广。A-B 在美国的市占率近 50%，第二名 Miller Coors 近 30%，三四名均只有约 5%，A-B 龙头地位较稳固；在进口以外的各细分市场，百威英博旗下品牌都占据第一。通过英博管理模式的输入及协同，北美地区的 EBITDA 利润率从 2009 年的 37.9% 上升至 2011 年的 42.9%。
- **(4) 2012 年：收购墨西哥 Modelo，斩获全球顶级出口品牌 Corona。**墨西哥是全球第四大啤酒利润池，也是最大的啤酒出口国，该国 80% 的出口量来自 Modelo。Modelo 旗下 Corona 是 38 个国家的主要进口啤酒，在全球啤酒品牌价值榜居第四。2008-2011 年 Modelo 在墨西哥的市占率从 56% 提升至 59%，领先优势明显。百威英博收购 Modelo 后，通过其全球分销网络进一步扩大 Corona 在全球的销售，同时至 2015 年已实现了 9.4 亿美元成本协同。
- **(5) 2016 年：收购第二名 SABMiller，进入高成长非洲市场。**A-B InBev 收购了第二大啤酒公司 SABMiller，新公司的啤酒销量超过 2-4 名总和。收购 SABMiller 弥补了百威英博在非洲、印度、澳大利亚、南美洲西部地区的空白。2016-2018 年，公司已累计实现 29.38 亿美元的成本协同。

- **对标百威英博，看中国啤酒企业的高端化和效率提升。**百威英博在中国的产品结构明显优于行业，公司持续聚焦高端及核心+，推动盈利能力提升。2011-2014 年高端百威啤酒销量保持 29% 的 CAGR，核心+哈尔滨啤酒销量保持 11% 的 CAGR。受益产品结构升级，2010-2014 年百威英博中国 ASP 的 CAGR 为 11%，毛利率提升了 3.91 个 pct，EBITDA 利润率提升了 1.96 个 pct。国产品牌对标百威亚太改善空间明显，从产品结构看，2018 年百威亚太西部的均价为 4153 元/升，国内啤酒企业有 20%-60% 的提升空间；从运营效率看，百威亚太西部产能利用率、百威中国单厂产量均领先，人均销量仅次于重庆啤酒。高端定位与高效运营决定了百威英博的盈利能力领先。假设其他条件不变，若青啤和华润的 ASP 保持三年 5% 的 CAGR，则净利率有望翻倍。
- **投资建议：**参考百威英博，高端定位和高效运营是其成功的关键。目前我国啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，产品结构升级较好的标的将更受益。同时以重啤为代表的公司已率先完成产能优化，提高运营效率。目前龙头企业已跟进关厂，未来将通过提升产能利用率节约成本。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。
- **风险提示：**因不可抗力要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动。

伊利 股份：潮起潮落“后千亿”，股权激励保业绩

- **事件：**公司近期公布了 2019 年限制性股票激励计划草案。
- **2019 年限制性股票激励计划草案介绍及解读：**
- **激励额度：**激励对象授予公司限制性股票总计 1.83 亿股，占本激励计划草案公告时公司总股本 60.97 亿股的 3.00%。本次激励股份为二级市场回购，额度 58 亿元。本次授予为一次性授予，无预留权益。
- **激励方式：**本激励计划授予的限制性股票的授予价格为 15.46 元/股，授予价格不低于下述价格较高者：（1）本激励计划（草案）公布前 1 个交易日的公司股票交易均价的 50%，即 15.46 元/股；（2）本激励计划（草案）公布前 120 个交易日的公司股票交易均价的 50%，即 14.94 元/股。
- **激励对象：**本计划授予的激励对象总人数为 474 人，包括公司公告本激励计划草案时在公司任职的董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干以及公司认为应当激励对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工。
- 激励对象依本激励计划认购相关限制性股票的资金全部以自筹方式解决。公司承诺不为激励对象依本激励计划获取相关限制性股票提供贷款以及其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保。
- **激励对象的审核：**本激励计划经董事会审议通过后，并在公司召开股东大会前，公司在内部公示激励对象的姓名和职务，公示期不少于 10 天；我们预计股东大会最快召开的时间为 8 月 16 日以后。公司监事会将激励对象名单进行审核，充分听取公示意见，并在公司股东大会审议本激励计划前 5 日披露监事会对激励对象名单审核及公示情况的说明。调整的激励对象名单亦应经公司监事会审核。

- **股权激励解锁条件：**本次激励计划公司层面的业绩指标选取了“净资产收益率”和“净利润增长率”两个指标，该等指标有助于直接反映上市公司的盈利能力和成长能力等。公司综合考虑了历史业绩、经营环境、行业状况以及公司未来的发展规划等相关因素，以2018年净利润为基数设定2019-2023年度净利润增长率为8%、18%、28%、38%、48%，设定2019-2023年度净资产收益率为15%，本计划授予的限制性股票分五期解除限售，基期为2018年，每一期解除限售的业绩条件如下：
 - 1. 上述指标均以经审计的年度合并口径财务数据为依据；
 - 2. 上述“净利润”“净利润增长率”“净资产收益率”中所涉及的净利润指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，并且剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据；我们解读为本草案涉及提及的扣非净利润没有包含股权激励费用确认。
 - 3. 在本计划有效期内，若公司当年实施公开发行股票、可转债或非公开发行股票等行为，新增加的净资产可不计入当年以及未来年度净资产增加额的计算。
- **我们测算对2019-2023年利润的影响：**
 - 1) **扣非后归母净利润：**按照2018年为基准，我们估算2019-2023年扣非利润5年复合增速为8.2%。
 - 2) **股权激励分摊费用：**据测算，本激励计划的股份支付费用总额为22.15亿元（我们预计是税后），前述总费用由公司在实施激励计划的限售期，在相应的年度内按每次解除限售比例分摊。对各期会计成本的影响如下：
 - 3) **非经常损益：**我们按照之前历史数据，剔除2016年非经常损益（因出售优然牧业）偏高有11.35亿元，其余年份在6亿左右，主要是政府财政补贴。考虑2019年后公司资本开支增多，新建产能和厂房、创造就业，政府补贴会持续在6亿或以上，我们保守估算2019-2023年非经常损益每年为6亿。因2020年计提分摊费用为9.38亿元高于平均值4.33亿异常高，若非经常损益继续按照6亿估算，预计归母净利负增长，若非经常损益在7.45亿元，则归母利润增速转正。
 - 4) **实际归母净利润=扣非归母净利润+非经常损益-股权激励费用影响。**我们解读草案中的扣非净利润没有包含股权激励费用分摊的影响，因此在股权激励解锁目标业绩中需要扣除激励费用的影响，盈利预测中体现在管理费用科目)，我们估算2019-2023年公司目标业绩如下：
- 本次2018-2023年股权激励解锁条件仅为估算，我们预计实际业绩完成情况可能好于目标增速，可以参考上一期股权激励完成情况如下：
 - 激励草案获股东大会同意条件
 - 股东大会应当对《激励管理办法》第九条规定的股权激励计划内容进行表决，并经过出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。除公司董事、监事、高级管理人员、单独或合计持有公司5%以上股份的股东以外，其他股东的投票情况将单独统计并予以披露。股东大会审议股权激励计划时，拟作为激励对象的股东或者与激励对象存在关联关系的股东，应当回避表决；
- **解除限售时间安排：**激励对象自限制性股票授予日起满12个月后、并满足约定解除限售条件后方可开始分期解除限售，时间安排如下：
- **个人解除限售的条件：**根据《考核办法》，每一个会计年度结束后，由董事会薪酬与考核委员会组织对激励对象依据工作业绩、工作态度和安

合规等方面进行个人业绩综合考核，并对考核结果进行评审评估分档。若激励对象年度绩效综合考核结果对应等级为及格及以上，则激励对象可解除当期限制性股票的限售；若激励对象综合考核结果为不及格，公司按照激励计划的有关规定将激励对象所获限制性股票当期拟解除限售份额回购并注销。

■ **我们的几点研究思考：**

■ **为什么股权激励费用分摊不是每年平均 3.7 亿元，2020 年高达 9.38 亿元原因？**草案给出的解释是根据公司综合考虑了历史业绩、经营环境、行业状况以及公司未来的发展规划等相关因素，使用 Black-Scholes 模型估算。我们认为从反向思维看，反而说明 2020 年真实利润具有释放空间，可以抵消相对大额的股权激励费用分摊影响，因而多确认一些。而 2022 年北京冬奥会，公司作为独家赞助商，相关广告和品牌费用投入会增多，费用投入较刚性，业绩抵消股权激励费用会略有压力，因而少确认一些。

■ **伊利未来长期的收入增长空间如何？驱动来自哪里？**我们渠道调研了解公司规划 2020 年实现全球乳业 5 强，收入千亿的目标预计可顺利实现。而伊利的下一个 10 年目标是什么？我们大胆猜测是全球乳业第一，健康食品五强。因此参考当前乳业第一的雀巢 Nestle 在 2018 年乳制品业务收入 242 亿美元（估算约 1694 亿元人民币），假设未来 10 年雀巢收入小个位数增长，我们预计伊利未来 5-10 年收入增速保持在双位数增长，实现路径一是内生增长，乳制品业务不断抢占市占率与主要竞争企业拉开差距，细分品类下不断创新，奶酪、乳饮料等引导成为爆品等，还有渠道多元化开拓，接触开拓餐饮等 2B 渠道；二是外延扩张，通过并购乳业+新健康品类资产优中选优，做好整合和战略协同驱动企业不断成长。

■ **市场大部分预期 5 年扣非利润增速在 10% 左右，伊利为什么业绩指引 8.2% 略低市场预期？**1) 首先是为什么要做股权激励？消费品公司人才是第一位，所谓的渠道壁垒、品牌壁垒都是因为人才队伍创新、强执行力、强大稳定性的驱动和保障。因此本次股权激励一是在于锁定人才且不断吸引人才。从业务角度看，公司目前常温、低温、奶粉、冷饮四大传统事业部为公司长期收入利润贡献较大，需要给与股权激励共享企业发展成果，同时公司 2018 年新增健康饮品、奶酪事业部、东南亚和国际事业部，新增部门初期收入和市占率考核占比教大，与传统优势饮料龙头可口可乐、农夫山泉等 PK，伊利需要不断引进饮料业务人才，发挥部分乳业渠道和品牌的共享优势，在乳业之外的饮料业务对于伊利而言是一个全新的挑战，需要完善的激励机制激发员工积极性，后起之秀有望超越饮料龙头，因此股权激励有稳定团队、激发动力、长期绑定的作用。2) **业绩指引略低于市场预期，我们预计公司层面考虑了成本、竞争、风险和员工预期目标的可实现度。**一是本次股权激励金额大，5 年周期长，覆盖 474 人核心业务主干，我们预计涉及高管、事业部总经理、总监、销售大区经理层面，解除限售的条件必须是企业目标达成且个人的考核在 71 分及以上合格标准，条件严格，目标设定预计自下而上听取了员工意见、自上而下考虑集团长期目标，最终给出的方案。二是近期乳业的一些变化有原奶成本上涨超预期，我们预计公司 2019 年原奶收购价涨幅在 7-10%，2020-2021 逐渐温和上涨，成本端略有承压。三是近期伊利蒙牛竞争激烈，终端买赠加大，在原奶价格上涨的情况下，双寡头加大买

赠抢占更多中小乳企的份额，我们预计会持续一段时间，长期看一波价格战结束，双寡头市占率没有继续提升空间后，格局趋向稳定毛利率的弹性会逐渐释放。我们认为乳业是一个研究相对复杂的行业，上游原奶产业具有一定的周期性，供求、成本、环保等政策均会决定价格波动。下游是基本是双寡头格局，伊利蒙牛的竞争策略会相互影响，在市占率差距没有明显拉大，或者格局没有稳定在一超多强的情况下，买赠力度和销售费用投入都是在不断变化中，因此企业的股权激励业绩目标比市场预期略低一些，按照以往的惯例，我们认为可期待一定的超额增速。

- **盈利预测及投资建议：**目前公司市占率稳步提升，收入预计保持双位数增长。成本端考虑原奶价格上涨超预期，加之近期和未来一段时间买赠加大，结构升级难以抵消以上影响，小幅下调毛利率；同时考虑公司品牌加持和渠道不断开拓精细，预计除了部分刚性销售费用外，整体销售费用率稳健，考虑未来股权激励分摊预计带来一定管理费用的压力，我们盈利预测保持收入预期不变，小幅调整利润，预计 2019-2021 年收入分别为 904.4、1000.3、1109.2 亿元，同比+13.7%、10.6%、10.9%，净利润分别为 68.5、72.2、83.5 亿元，同比+6.3%、5.5%、15.5%，EPS 分别为 1.13、1.19、1.37 元，对应 PE 分别为 25、23.7、20.5X，我们认为短期利空风险基本释放完毕，预期在较低位置，股权激励目标稳健增长，长期投资价值凸显，继续推荐。
- **风险提示：**行业竞争激烈，买赠力度和销售费用投入超预期；原奶价格上涨超预期增加成本压力；食品安全风险。

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。本报告中请务必阅读重要声明部分，不构成客户私人咨询建议。