

# 食品饮料

## 本周专题：啤酒行业估值探讨

### 本周专题：啤酒行业估值探讨

**为何采用 EV/EBITDA 估值方法：**与 PE 估值方法相比，EV/EBITDA 估值方法在分母方面考量了债权价值，在分子方面剔除了折旧摊销、利息费用、所得税。**1)**啤酒行业属于资本密集型行业，并购频出带来负债，估值需考量债务影响。以百威英博为例，2018 年公司净负债 1025 亿美元，基本与市值相当。**2)**产品及物流特点决定了啤酒行业是一个重资产行业，折旧摊销占比高挤压利润率。**3)**啤酒板块折旧摊销占收入比高于其他子行业，经营活动净现金流显著高于归母净利润。**4)**递延所得税资产导致啤酒公司所得税率差异较大，对净利润有“干扰影响”。

**不同生命周期阶段的估值水平不同：**从人口及经济发展水平角度看，欧美及日本发达国家啤酒市场处于较为成熟的阶段，我国仍处于成长期。成熟啤酒市场 EV/EBITDA 在 12 倍，成长型市场估值接近 20 倍。**1)**美国标普 500 啤酒行业指数 2000-2018 年 EV/EBITDA 估值平均水平在 12 倍左右。**2)**从一级市场交易的估值角度验证，成熟啤酒市场估值低于发展中市场。成熟啤酒市场并购估值在 10-15 倍。亚太啤酒市场并购估值在 18-25 倍。**3)**百威亚太剔除澳洲业务后再次港股 IPO，估值水平提升。2019 年 9 月百威亚太剔除澳洲市场业务后重启 IPO，对应 2018 年 EV/EBITDA 为 24.4 倍，高于首次 IPO 时估值水平（EV/EBITDA 为 21.2 倍）。

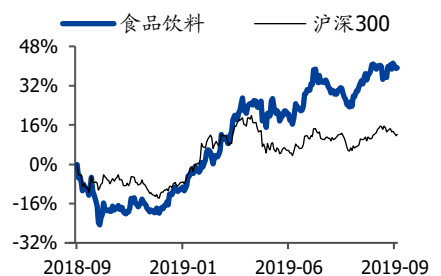
**伴随 ROE 改善，估值水平提升：**2015 年以来国内啤酒企业通过产品结构高端化、产能优化，净利润率逐步改善，尤其以重庆啤酒最为显著。被嘉士伯收购之后，重庆啤酒加快进行产品结构升级、供应链整合，资产周转率提升高于同行业。华润啤酒 2017-18 年加快关停工厂，固定资产、存货以及负债大幅减少后资产周转率提升。**海外主要啤酒企业历史 ROE 水平变化和 EV/EBITDA 估值基本吻合，略提前于 ROE 的变化。**剔除掉短期业绩波动而导致估值水平剧烈波动的情况下，海外主要啤酒企业的估值水平与 ROE 变化趋势基本一致。2008 年 A-B 公司与英博合并，估值先于 ROE 提升；1989-2002 年喜力啤酒估值水平持续同样略领先于 ROE 提升。

**周观点：白酒方面：时间换空间，静待估值切换。**行业挤压式增长趋势不变，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，并持续关注省内竞争格局变化的洋河股份和今世缘，以及势能处于释放期的古井贡酒、山西汾酒和顺鑫农业。**大众品方面：必选消费需求稳健增长，行业集中度持续提升。**核心推荐伊利股份、中炬高新、绝味食品等，并持续关注细分子行业龙头安井食品、洽洽食品、香飘飘等。

**风险提示：宏观经济放缓明显导致需求不及预期；高端化趋势低于预期。**

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：本周专题：浅谈高端酒价格问题》2019-09-14
- 2、《食品饮料：本周专题：安徽白酒实地调研反馈》2019-09-08
- 3、《食品饮料：食品饮料板块中报总结》2019-09-03



## 内容目录

1、本周专题：啤酒行业估值探讨 .....	4
为何采用 EV/EBITDA 估值方法.....	4
不同生命周期阶段的估值水平.....	5
伴随 ROE 改善，估值水平提升.....	8
2、本周食品饮料板块综述.....	9
3、近期报告汇总.....	11
3.1 行业/公司深度.....	12
3.2 中报点评 .....	15
3.3 行业专题 .....	19
4、行业要闻 .....	23
5、重点公司公告.....	24
6、下周重要事项.....	25
7、重点数据跟踪.....	25
7.1 本周市场表现 .....	25
7.2 重点数据跟踪 .....	27
8、风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 食品饮料主要子板块折旧摊销占比(2018 年).....	4
图表 2: 食品饮料主要子板块经营净现金流/归母净利润 .....	4
图表 3: 啤酒企业所得税率比较(2018 年).....	5
图表 4: 啤酒企业现金与市值比例 (2018 年) .....	5
图表 5: 不同财务准则中消费税在财报中差别 .....	5
图表 6: 人口结构变化是导致啤酒产量变化的主要原因之一(%).....	6
图表 7: 对标美国日本, 啤酒产量进入存量期(万吨).....	6
图表 8: 亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP .....	6
图表 9: 主要国家人均 GDP 变化趋势(单位: 元/年).....	6
图表 10: 不同酒类中高端品牌在各成熟度市场的占比(%).....	6
图表 11: 美国标普 500 啤酒行业指数估值走势 .....	7
图表 12: 主要啤酒并购案例交易价值/EBITDA 估值比较.....	7
图表 13: 国内主要啤酒企业 ROE 拆分及对应估值 .....	8
图表 14: 百威英博历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化.....	9
图表 15: 摩森康胜历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化.....	9
图表 16: 喜力历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化.....	9
图表 17: 嘉士伯历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化.....	9
图表 18: 茅台沪港通持股.....	10
图表 19: 五粮液沪港通持股 .....	10
图表 20: 泸州老窖沪港通持股 .....	10
图表 21: 洋河股份沪港通持股 .....	10
图表 22: 山西汾酒沪港通持股 .....	11
图表 23: 水井坊沪港通持股 .....	11
图表 24: 伊利股份沪港通持股 .....	11
图表 25: 涪陵榨菜沪港通持股 .....	11
图表 26: 中炬高新沪股通持股比例.....	11

图表 27: 绝味食品沪股通持股.....	11
图表 28: 重点公司公告.....	24
图表 29: 下周重要事项.....	25
图表 30: 年初至今各行业收益率 (%) .....	26
图表 31: 本周各行业收益率 (%) .....	26
图表 32: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%) .....	26
图表 33: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%) .....	26
图表 34: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	27
图表 35: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	27
图表 36: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	27
图表 37: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	27
图表 38: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤) .....	27
图表 39: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨) .....	27
图表 40: 全国黄玉米二等价格 (元/吨) .....	28
图表 41: 猪肉价格.....	28
图表 42: 大豆价格.....	28
图表 43: 玻璃价格.....	28

## 1、本周专题：啤酒行业估值探讨

### 为何采用 EV/EBITDA 估值方法

**EV 即公司价值**， $EV = \text{市值} + \text{总负债} - \text{总现金} = \text{市值} + \text{净负债}$ ；不仅仅包含了股权价值，还包含了公司的外债。**EBITDA 即息税前利润加回折旧摊销**，我们采用反推法计算 EBITDA，即  $\text{税前利润} + \text{净财务费用} + \text{折旧摊销}$ 。与 PE 估值方法相比，**EV/EBITDA 估值方法在分母方面考量了债权价值，在分子方面剔除了折旧摊销、利息费用、所得税。**

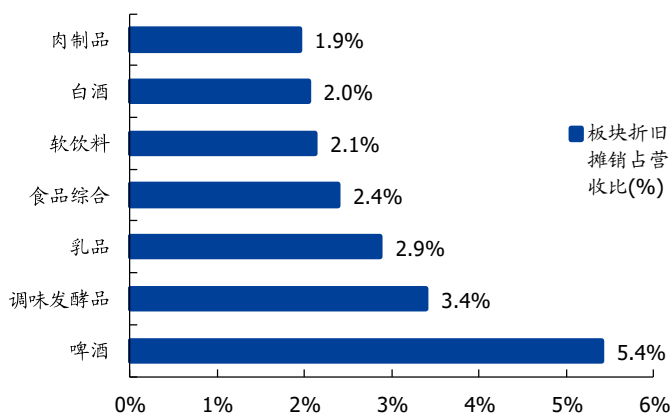
啤酒行业属于资本密集型行业，并购频出带来负债，估值需考量债务影响。由于啤酒行业的机械化程度较高，属于资本密集型行业，全国窖球啤酒行业的发展史伴随着大企业间并购，而企业多使用财务杠杆进行并购整合，造成负债较高。以百威英博为例，2018 年公司净负债 1025 亿美元，基本与市值相当（2018 年底市值为 1065 亿美元）。若采用 PE 估值方法，仅考虑了股权价值，无法全面的反应公司的实际情况。

产品及物流特点决定了啤酒行业是一个重资产行业，折旧摊销占比高挤压利润率。啤酒消费量大，与白酒红酒相比啤酒消费广度最为宽泛，更接近于大众饮料，通常 1 万吨啤酒约为半个县级市的销量，因而一个产量十几万吨的工厂仅能够满足一个地级市场。啤酒属于重货而货值较低，具有销售半径。物流特点决定了啤酒企业想要进行区域扩张只能选择新建厂、收购厂。以上特点决定啤酒企业前期需要投入较大的固定资产，且龙头由于收购兼并产生较大资本投入也导致利息支出多，压低真实盈利能力。因而相比于净利润而言，EBITDA 与企业现金流情况更为接近，更能反应啤酒企业的真实经营情况。

啤酒板块折旧摊销占收入比高于其他子行业，经营活动净现金流显著高于归母净利润。啤酒板块整体折旧摊销占收入比约为 5.4%，明显高于食品饮料其他主要子板块。此外啤酒板块经营净现金流是归母净利润的 3.3 倍，并且这一比例自 2014 年之后呈现逐步扩大的趋势。导致这一变化的主要原因是 2015 年啤酒板块以重庆啤酒为先驱进行产能优化，关停产能落后工厂计提资产减值损失，而并未导致真实现金流流出。

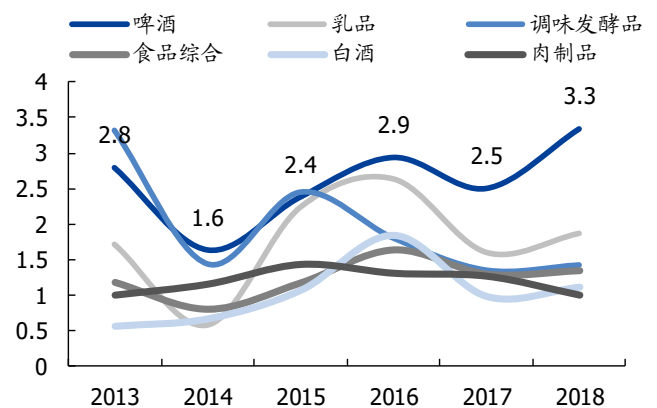
递延所得税资产导致啤酒公司所得税率差异较大，对净利润有“干扰影响”。中国啤酒企业经历了并购浪潮后，产能冗余和价格战等因素导致部分子公司出现持续亏损，在会计处理方面，母公司盈利子公司亏损会出现递延所得税资产，导致所得税率虚高，而在关厂之后子公司实现盈利，所得税率下降，并逐渐回归正常。所以在看待啤酒公司实际盈利时，应剔除所得税的变化影响。

图表 1：食品饮料主要子板块折旧摊销占比(2018 年)



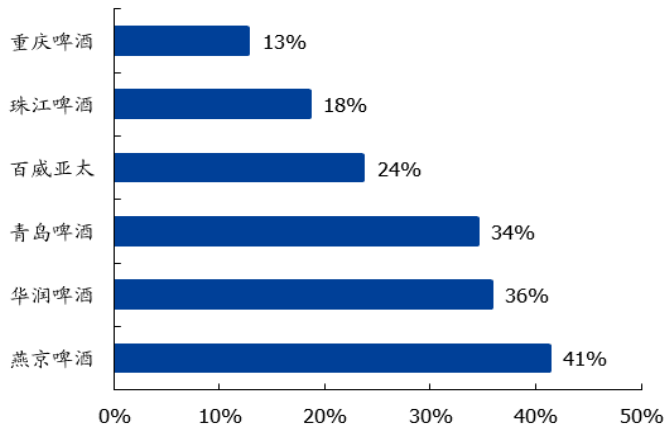
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 2：食品饮料主要子板块经营净现金流/归母净利润



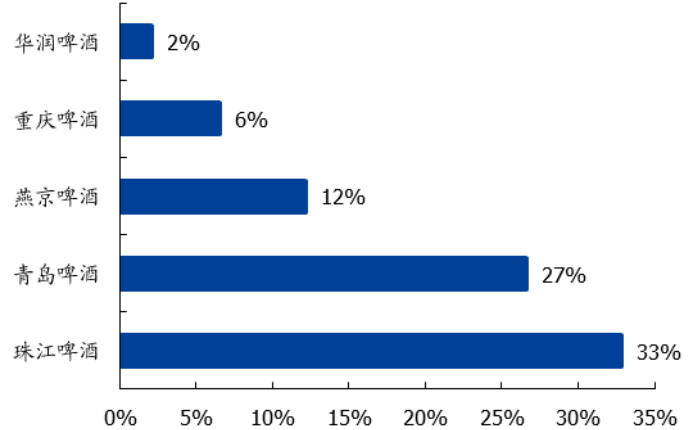
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 3: 啤酒企业所得税率比较(2018年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 啤酒企业现金与市值比例(2018年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

由于 A 股、港股、海外财务报表差异(主要在于消费税及附加的口径), 本文统一采用扣除消费税及附加的口径进行可比口径分析。国内啤酒企业按照从量法缴纳消费税, 对于出厂价在 3000 元以上的啤酒每吨消费税 250 元, 3000 元以下的每吨 220 元。消费税体现在财报里“税金及附加”科目, 2018 年青岛啤酒消费税为 17.34 亿元。根据百威英博年报, 在大部分地区消费税构成顾客购买啤酒支付价格的较大部分。海外啤酒企业将消费税从营收中扣除, 2018 年百威英博增值税和消费税共计 61.66 亿美元。

图表 5: 不同财务准则中消费税在财报中差别

	A 股(青岛啤酒)	港股(华润啤酒)	海外(百威英博)
消费税的计税方法	每吨啤酒出厂价格(含包装物及包装物押金)在 3000 元及以上的, 单位消费税额为每吨 250 元, 其他啤酒按每吨 220 元。		美国: 每大桶(31 加仑)18 美元, 换算后约为 1073.7 人民币/吨。
在财报里体现方式	税金及附加科目	计入 COGS	从收入中扣除
税金及附加占收入比(%)	8.8%	约 8.1%	--

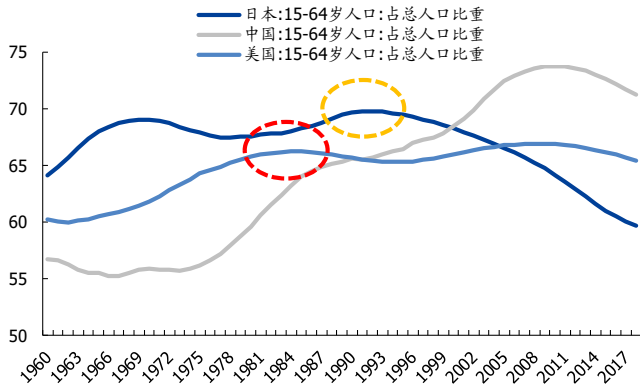
资料来源: 公司公告, NationalJournal, 国盛证券研究所

## 不同生命周期阶段的估值水平

从人口及经济发展水平角度看, 欧美及日本发达国家啤酒市场处于较为成熟的阶段, 我国及亚太部分国家仍处于成长期。人口总量和结构影响啤酒消费量, 由于美国战后 1946-1964 年代婴儿潮, 在 20 世纪 70-80 年代, 15-64 岁人口占比达到顶峰; 日本该年龄段人口比例在 19 世纪 90 年代达到高点, 相对应美国、日本啤酒产量在这一阶段同时达到顶峰开始进入存量时期。我国 15-64 岁人口占比在 2013-14 年达到顶峰, 因而这一阶段啤酒产量也达到高位。

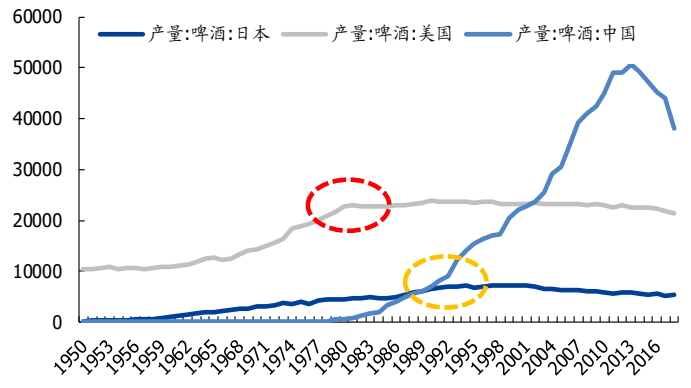
从人均 GDP 与人均啤酒消费量角度看, 当前我国的人均啤酒消费量约为 34 升/年, 略低于与我国消费习惯相近的日本(43 升/年)、韩国(40.4 升/年), 高于世界平均水平的 26.8 升/年。美国人均 GDP 在 1980 年左右达到 1 万美元/年, 日本人均 GDP 在 1985 年左右达到 1 万美元/年, 我国人均 GDP 在 2018 年左右接近 1 万美元/年。我国啤酒行业当前接近于美国的 1980 年代和日本的 1990 年代, 处于中度成熟市场, 预计未来人均啤酒消费量保持平稳, 高端化趋势驱动行业规模增长。

图表6: 人口结构变化是导致啤酒产量变化的主要原因之一(%)



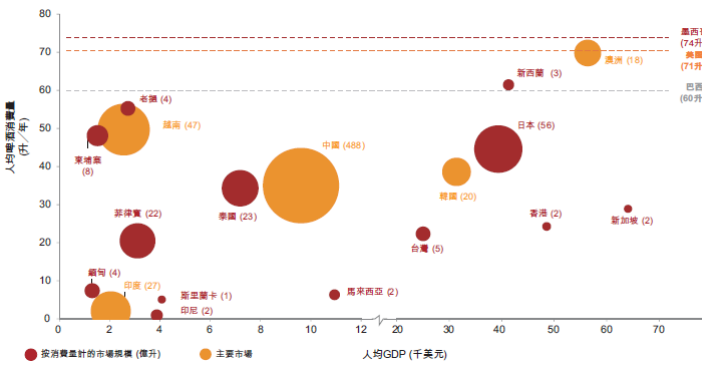
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 对标美国日本, 啤酒产量进入存量期(万吨)



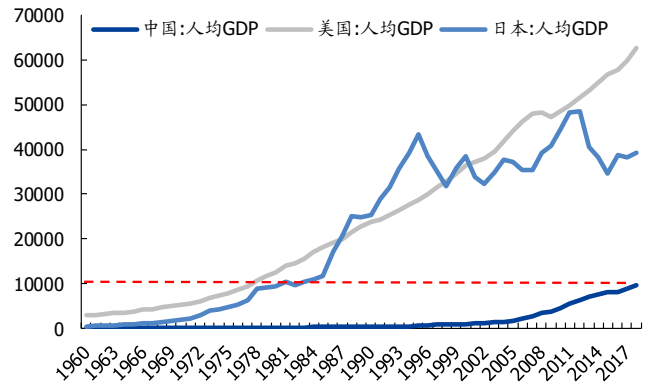
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均GDP



资料来源: 百威亚太招股书, 国盛证券研究所

图表9: 主要国家人均GDP变化趋势(单位: 元/年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**发展中市场高端化空间仍大。**根据百威英博年报, 啤酒行业当前重要的趋势是高端化, 更多消费者愿意购买中高档啤酒以获得更好的体验。同时相比于烈酒和葡萄酒, 啤酒当前正处于高端化的早期阶段, 这些市场高端啤酒仍有较大发展空间。

图表10: 不同酒类中高端品牌在各成熟度市场的占比(%)

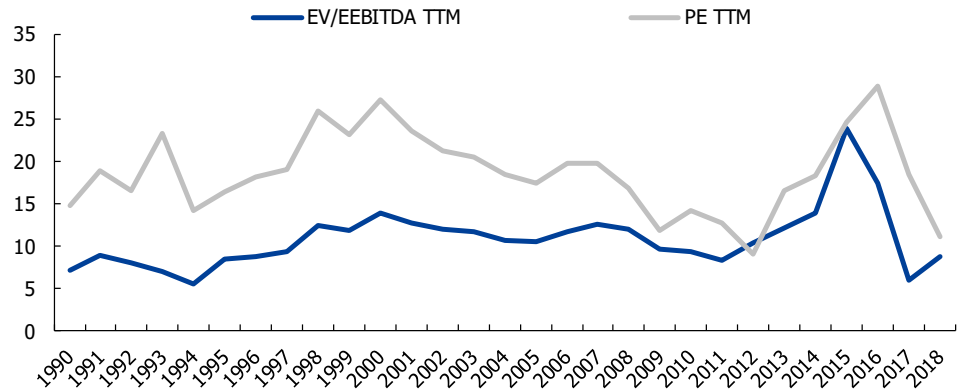
	啤酒	烈酒	葡萄酒
轻成熟度市场	0%	7%	18%
中成熟度市场	3%	17%	70%
高成熟度市场	6%	30%	85%

资料来源: 百威英博年报, 国盛证券研究所

**成熟啤酒市场 EV/EBITDA 在 12 倍, 成长型市场估值接近 20 倍。**

美国标普 500 啤酒行业指数 2000-2018 年 EV/EBITDA 估值平均水平在 12 倍左右。美国啤酒行业 1990 年代后期处于成熟期, 主要啤酒企业开始进行对外扩张先后收购欧洲、韩国啤酒品牌。2000 年左右美国啤酒行业竞争激烈, 行业整体销量年均增速在过去 10 年小于 1%, 前 3 大啤酒制造商市占率达到 79%, 仍然需要通过增加营销和市场投放保持市场份额。这一阶段美国啤酒企业开始在亚太地区进行布局, 例如 A-B 公司 2004 年收购国内的哈尔滨啤酒、2006 年收购雪津啤酒。对外扩张阶段美国啤酒行业的平均 EV/EBITDA 估值较 1990 年代有所提升, 从 10 倍以内提升至 12 倍左右。

图表 11: 美国标普 500 啤酒行业指数估值走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

此外从一级市场交易的估值角度验证, 成熟啤酒市场估值低于发展中市场。

成熟啤酒市场并购估值在 10-15 倍。2004-05 年加拿大 Molson 啤酒与美国 Coors 啤酒合并成为世界啤酒产量排名第五的啤酒企业, 交易对价估值为 10.03 倍; 2008 年安海斯-布希与英博合并时交易对价估值为 15.53 倍。

亚太啤酒市场并购估值在 18-25 倍。2003 年苏格兰纽卡斯尔收购重庆啤酒部分股权时对应估值为 17.73 倍, 2013 年嘉士伯控股收购重啤对应估值为 24.53 倍; 2004 年安海斯-布希公司收购哈尔滨啤酒对应估值为 18 倍; 2012 年帝亚吉欧收购印度联合酒业 53.4% 股权进入印度市场, 对应估值为 18.71 倍。

图表 12: 主要啤酒并购案例交易价值/EBITDA 估值比较

时间	交易类型	标的名称	收购方	交易价值/EBITDA
1995	M&A	LA Brasserie Labatt Ltee	百威英博股份公司	10.36
2004	M&A	Molson ULC	摩森康胜	10.03
2008	M&A	安海斯-布希有限公司	百威英博股份公司	15.53
2019	M&A	Carlton&United Breweries(CUB)	朝日集团	14.90
2003	少数股权	重庆啤酒	苏格兰纽卡斯尔	17.73
2004	M&A	哈尔滨啤酒集团	安海斯-布希有限公司	18.00
2012	M&A	联合酒业有限公司	帝亚吉欧	18.71
2013	M&A	重庆啤酒	嘉士伯公司	24.53

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

百威亚太剥离澳洲业务后再次港股 IPO, 估值水平提升。

百威亚太 2019 年 7 月第一次计划港股 IPO 时定价区间 40-47 港币/股, 按照公司定价下限每股 40 港币计算, 百威亚太 2018 年 EV/EBITDA 为 21.2 倍。但百威随即取消了香港 IPO, 7 月 19 日百威英博以 160 亿澳元(约合 113 亿美元)将其澳大利亚子公司 Carlton&United Breweries(CUB)出售给朝日集团, 交易对价为 2018 年调整后 EBITDA 的 14.9 倍。成熟市场澳洲市场 2018 年啤酒消费量 17.6 亿升, 人均啤酒消费量约 70 升, 预计未来 5 年啤酒消费量复合增速约为 0.2%; 2018 年啤酒整体市场规模 151 亿美元, 预计未来 5 年市场规模复合增速约为 1.2%。2019 年 9 月百威亚太剔除澳洲市场业务后

重启 IPO，定价定在 27 港币/股，对应 2018 年 EV/EBITDA 为 24.4 倍，高于首次 IPO 时估值水平（EV/EBITDA 为 21.2 倍）。

### 伴随 ROE 改善，估值水平提升

**主要啤酒企业经调整净利润率逐年提升推动 ROE 改善。**对国内主要啤酒企业的杜邦分析，本文剔除资产减值损失影响计算经调整净利润率，可以发现 2015 年以来国内啤酒企业通过产品结构高端化、产能优化，净利润率逐步改善，尤其以重庆啤酒最为显著。被嘉士伯收购之后，重庆啤酒加快进行产品结构升级、供应链整合，资产周转率提升高于同行业，经调整净利润率自 2015 年的 8.4% 提升至 2018 年的 14.0%。华润啤酒 2017-18 年加快关停工厂，固定资产、存货以及负债大幅减少后资产周转率提升。

**伴随 ROE 水平改善，估值水平提升。**2016-18 年华润啤酒的经调整 ROE 水平逐年改善，估值水平也逐步提升。ROE 逐步改善体现出国内啤酒行业景气度向上，未来 2-3 年将进入产品结构改善推动吨价提升的快车道，叠加产能优化顺利推进，啤酒行业估值水平仍有提升。

图表 13: 国内主要啤酒企业 ROE 拆分及对应估值

	2015	2016	2017	2018
<b>华润啤酒</b>				
<b>经调整 ROE</b>	<b>3.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.9%</b>
经调整净利润率	2.8%	3.5%	5.6%	5.7%
资产周转率	0.3	0.7	0.7	0.8
权益乘数	3.8	3.1	2.3	2.1
PE TTM	30.2	62.7	64.9	80.1
EV/EBITDA TTM	8.6	14.0	21.6	24.6
<b>青岛啤酒</b>				
<b>经调整 ROE</b>	<b>10.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.6%</b>
经调整净利润率	6.2%	4.0%	4.8%	5.7%
资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
权益乘数	1.7	1.8	1.8	1.9
PE TTM	28.6	23.8	37.1	41.2
EV/EBITDA TTM	15.0	13.5	13.3	13.4
<b>重庆啤酒</b>				
<b>经调整 ROE</b>	<b>23.1%</b>	<b>32.3%</b>	<b>32.9%</b>	<b>42.1%</b>
经调整净利润率	8.4%	12.0%	12.4%	14.0%
资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
权益乘数	3.2	3.0	2.9	2.9
PE TTM	124.9	27.0	29.5	34.3
EV/EBITDA TTM	31.3	22.6	21.2	23.6

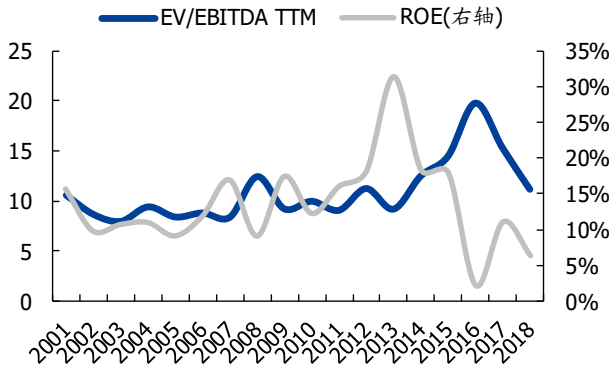
资料来源：公司年报，Wind，国盛证券研究所

海外主要啤酒企业历史 ROE 水平变化和 EV/EBITDA 估值基本吻合，略提前于 ROE 的变化。剔除掉短期业绩波动而导致估值水平剧烈波动的情况下，海外主要啤酒企业的估值水平与 ROE 变化趋势基本一致。2008 年 A-B 公司与英博合并，估值先于 ROE 提升；



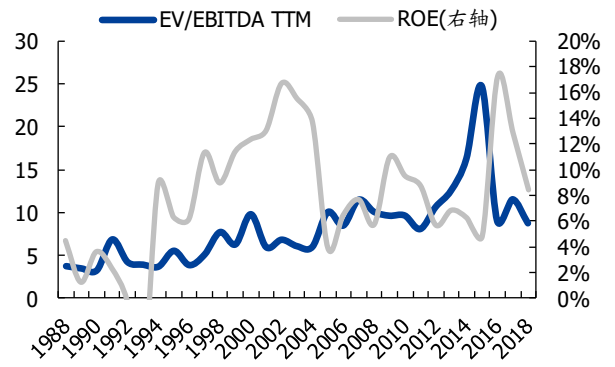
1989-2002年喜力啤酒估值水平持续同样略领先于ROE提升。

图表 14: 百威英博历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化



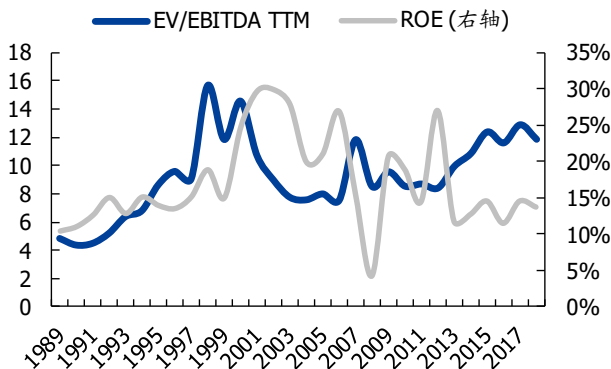
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 15: 摩森康胜历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化



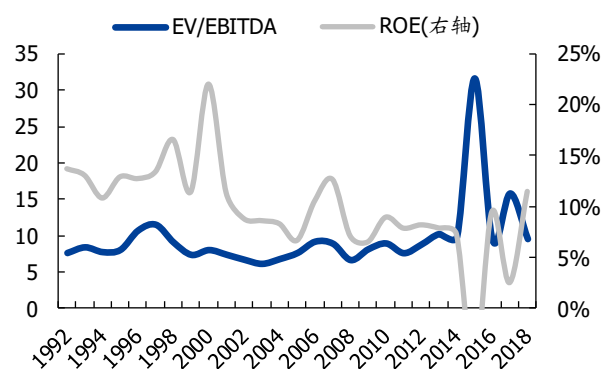
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 16: 喜力历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 17: 嘉士伯历年 ROE 与 EV/EBITDA 变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 2、本周食品饮料板块综述

本周板块综述:

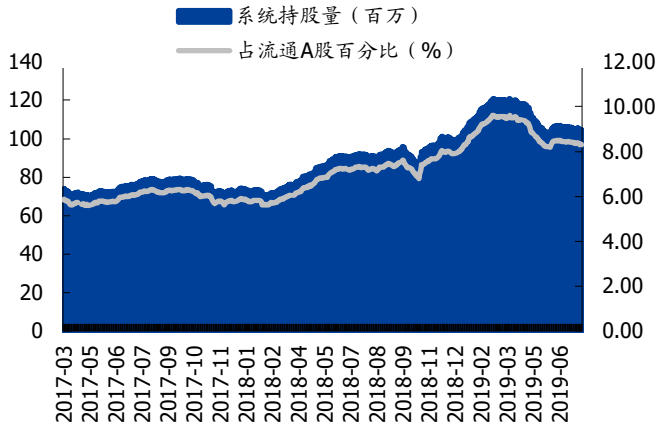
本周(09/23-09/27)上证指数下滑 2.47%，深证成指下滑 3.36%，食品饮料板块下滑 0.91%，在申万 28 个子行业中排名第 2 位。子板块中其他酒类涨幅最大，为 0.07%。

(其他酒类 0.07% > 白酒 -0.19% > 葡萄酒 -1.12% > 调味品 -1.69% > 乳品 -2.23% > 软饮料 -3.33% > 啤酒 -3.35% > 肉制品 -3.83% > 黄酒 -3.88%)。

个股涨幅前五位分别是: 金徽酒 (20.39%)、妙可蓝多 (9.29%)、舍得酒业 (6.70%)、珠江啤酒 (4.92%)、三全食品 (3.54%); 跌幅前五位分别是: 唐人神 (-12.14%)、安记食品 (-9.08%)、双塔食品 (-7.92%)、海欣食品 (-7.90%)、皇氏集团 (-7.13%)。

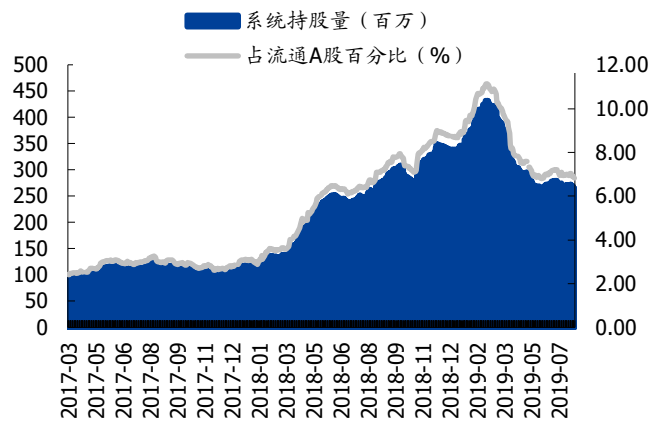
外资持股数据更新:

图表 18: 茅台沪港通持股



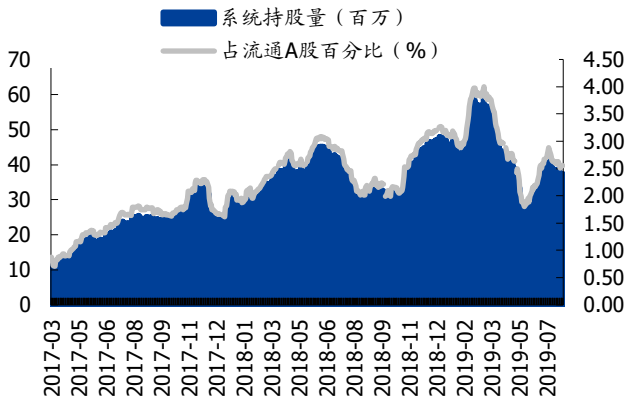
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 五粮液沪港通持股



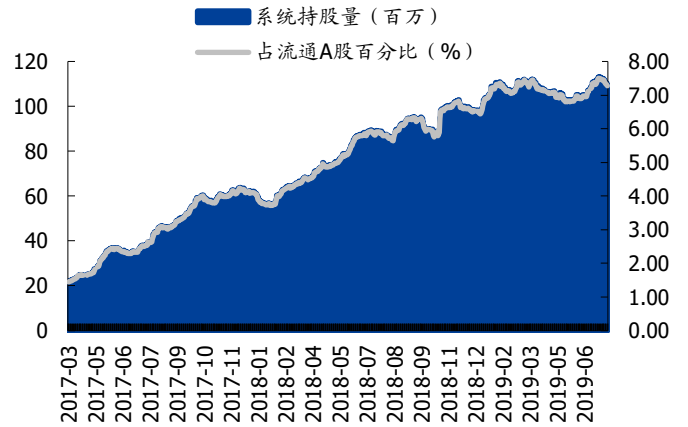
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 泸州老窖沪港通持股



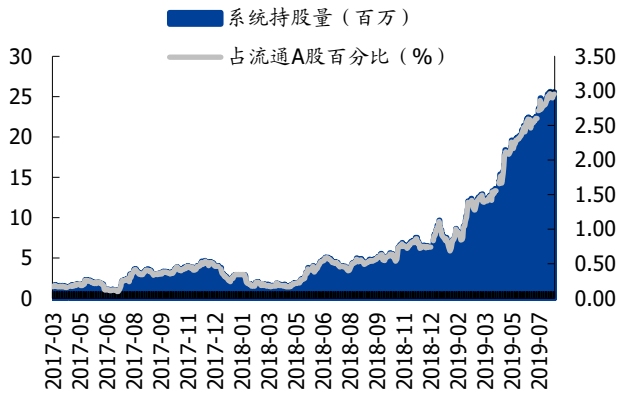
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 洋河股份沪港通持股



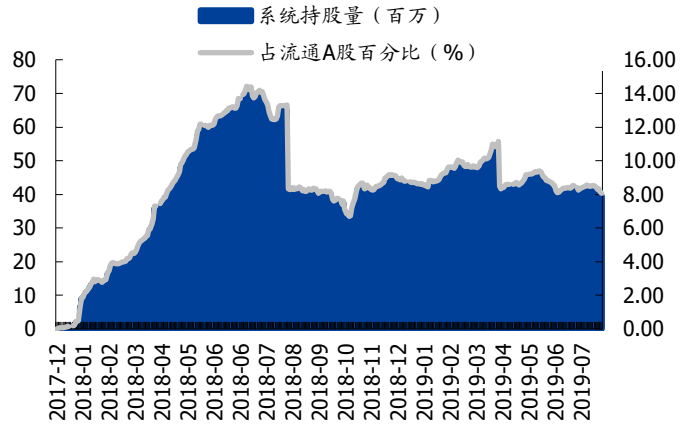
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 山西汾酒沪港通持股



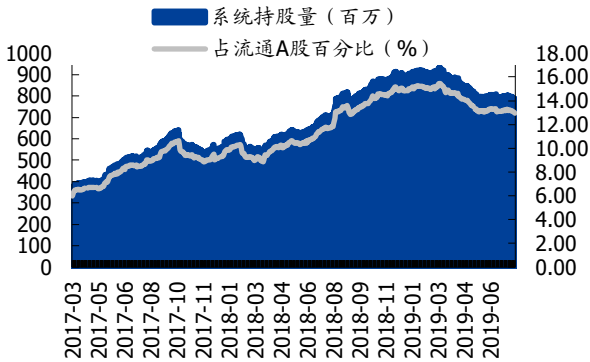
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 水井坊沪港通持股



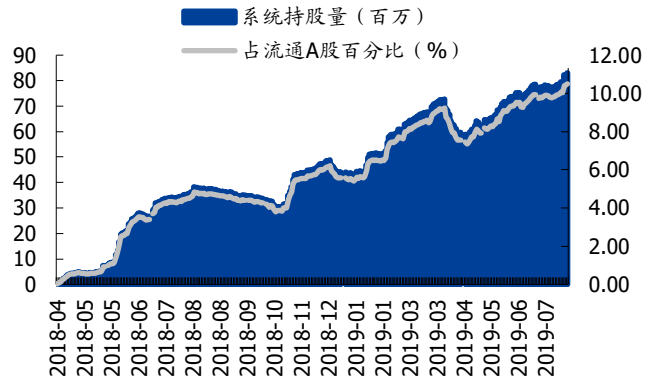
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 伊利股份沪港通持股



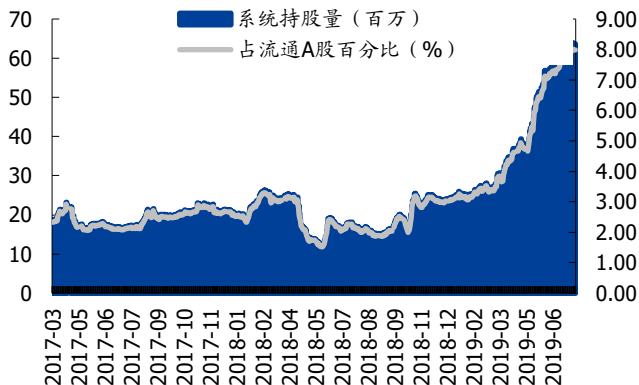
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 涪陵榨菜沪港通持股



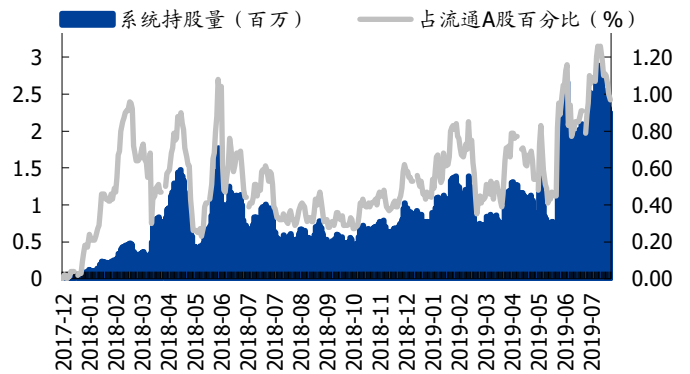
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 中炬高新沪股通持股比例



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 绝味食品沪股通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3、近期报告汇总

### 3.1 行业/公司深度

#### ➤ 白酒行业研究笔记

- **白酒行业属性：弱周期性的消费品，投资者眼中的“长青行业”。**白酒行业空间大且价格带宽；行业挤压式增长，“赢家通吃”效应明显。白酒行业价格带较宽，从十几元的牛栏山到上万元的年份茅台，每个价格带都“大有可为”。价值内在挖掘衍生出高端品牌，造就品牌力跃迁机会。而对于品牌酒企而言，品牌力的跃迁常常取决于一个大单品的爆发。对于投资者而言，品牌力的跃迁将伴随着企业价值的大幅提升，值得关注和重视。此外，白酒行业兼具消费品与周期品属性，行业螺旋式上升，国运决定了消费升级的速度。
- **高端酒：大变革产生大机会，十年一周期龙头更替。**龙头定价权的转移背后往往都潜藏着行业的大变革，排序一旦变化，公司价值将产生质的飞跃。站在当下，茅台、五粮液、泸州老窖、洋河、汾酒等公司稳中求变。过去十年茅台量价政策稳定，价格提升速度领先行业，成就了其绝对的领头地位。展望未来，行业在稳定中寻求突破，大变革产生大机会，我们应该用动态的眼光看待白酒行业，下个十年我们亦可期待十倍股的出现。
- **次高端：“成长性行业”，格局存变数。**目前次高端产品普遍定位 300-600 元，相较于 2012 年更接地气。与此同时，随着消费者购买力的提升，次高端的消费基础更加夯实。全国化品牌与地产酒的攻守之战上演，通常情况下，全国化品牌会选择“多点开花”的策略；地产酒品牌会选择“临近扩面”的策略。而对于地产酒而言，消费升级既是机遇亦是挑战。
- **地产酒：消费升级，大单品更替，机遇与挑战并存。**一方面，消费升级势不可挡，大单品的崛起为地产酒提供了品牌跃迁的机会，亦伴随着全国化酒企的“高端盖帽”风险，如何防止河南、山东等地区的“悲剧重演”，需要地产酒提前布局，未雨绸缪。另一方面，“走出去”需要强大的品牌背书和精细化的渠道运作，难度不可谓不大，但回报亦十分丰厚。
- **低端酒：白酒里的“大众品”，被忽略的大市场。**低端酒需求受经济环境的影响较小，抗周期的属性较强。从行业竞争格局的角度来看，龙头市占率有较大提升空间。名酒的取舍之间，牛栏山的“升级困局”，名酒的种种措施，让我们看到了低端酒市场竞争态势的或然变化。对于牛栏山来说，是否能在 30 元以上价格带再塑大单品为后续发展蓄力，亦值得关注。
- **白酒掘金：品牌再造与治理改善。**品牌再造促使酒企跳跃式发展，诞生投资大机会。“从无到有”并久立于世的产品并不多，需要企业深入挖掘品牌内在价值。企业家精神伴随着公司的蜕变，龙头的崛起背后都有优秀的企业家身影。国企改革从投资的角度来看，亦创造了戴维斯双击的可能性。

#### ➤ 五粮液：鉴往观今看未来，昔日酒王再腾飞

- **鉴往：大国浓香，中国酒王。**90 年代，五粮液凭借市场化的渠道模式，价格策略以及产品策略，迅速崛起成为一代酒王。白酒行业在创新中发展，时过境迁，进入 21 世纪，曾为五粮液崛起立下汗马功劳的大商模式显露出其弊端，公司改革势在必行。
- **观今：积极改革，风华正茂。**新任管理层上任以来，公司对产品，渠道，品牌，组织架构等多方面进行了优化和改革。品牌端，推出第八代五粮液，发布超高端 501 五粮液，重塑品牌核心价值。产品端，坚持“三性一度”原则，持续对系列酒品牌进行清理，采取聚焦的大单品战略，将优势资源向优质品牌集中。渠道端，推进渠道扁平化，营销组织裂变从而更贴近市场。控盘分利模式开启营销数字化赋能。我们认为本轮改革具备天时，地利，人和。新任领导班子改革思路清晰，政策落地，人员执行力强。公司变化日新月异，目前改革取得的成果显著。新普五终端价不断上移，动销情况良好，库存良性，厂商关系改善，在管理层新血液的带领下，一个崭新的五粮液值得期待。
- **看未来：成长确定性强，盈利改善可期。**成长确定性：从行业层面来看，高端酒格局稳定，坐享扩容红利，我们预计未来五年高端酒行业营收复合增速在 15%

左右。从公司层面来看，公司作为千元价格带的龙头公司，坐享消费升级红利，增速可期。此外，改革红利逐渐显现，目前厂商关系逐渐修复，渠道推力增强，第八代五粮液有望量价齐升；系列酒打出一系列组合拳，销量提升以及产品结构优化可以期待。从产能的角度来看，公司90年代的四次大的拓产为未来的销量增长奠定了坚实基础。盈利改善可期：短期来看，产品结构优化和经营效率的提高对盈利水平提升有正面效应，长期来看，我们看好公司品牌价值恢复对盈利能力的改善作用。

#### ➤ 绝味食品：再论绝味的护城河

- **渠道：广度、深度超过竞争对手。**全国门店布局已经初步完成，各区域分布均衡，在广度(曝光率)、深度(购买便利性)上远超竞争对手，保障了产品复购率及门店客流量。休闲卤制品具有上瘾性，消费群体较为固定，并且购买决策的关键因素是购买便利性，因而在行业增长较快的阶段，抢先进行渠道布局的重要性凸显。绝味早期的两个策略“定位大众化”、“跑马圈地，饱和开店”决定其市场空间更大、扩店效率更高，构成渠道壁垒后在一二线城市挤压周黑鸭份额。
- **供应链：低成本+高效率。**在采购端体现为规模化带来成本优势明显，对上游话语权增强，且公司具备成本平滑能力、成本转嫁能力。绝味采购规模接近周黑鸭的2倍，鸭及鸭副平均采购成本较其低21%。公司前5大供应商采购金额占比自2013年的61.9%下行至40.8%，对上游话语权增强。定量分析得出公司原材料价格波动对成本影响可控，公司通过加大冷库储备规模、调整产品价格，保持毛利率水平相对稳定。
- **管理能力：管理层具备企业家格局与远见，加盟商管理体系成熟。**回顾绝味的十几年发展历程，管理层的格局和远见对公司发展壮大起到决定作用。此外，绝味独特的加盟商委员会体系形成稳定紧密的组织，在门店扩张中发挥极其重要作用。

#### ➤ 海天味业：优质赛道中的长跑冠军

- **调味品行业消费升级，龙头海天风华正茂。**通过对标日本调味品行业发展历程，我们认为我国调味品行业尚处消费升级中期阶段，2012年推出鲜味酱油成为进入消费升级期的重要标志。从发展历程上看，相较日本调味品龙头龟甲万，海天整体落后60-80年，目前收入利润持续提升、费用率维持稳定的特点明显，我们判断其仍处于成长期。从公司优势上看，海天与龟甲万拥有相似的文化理念、有效的激励机制以及强大的产品开发潜力，我们认为这些特征共同决定海天未来龙头强化路径清晰。
- **发展前景判断：2030年或将成为调味品行业重要转折点，未来十年量价齐升、集中度提升趋势明确。**
  - 1) **量：供需双轮推动量增。**调味品供给端新品开发催生多元化供给，同时各厂商积极进行产能储备；需求端受益人口红利以及人均消费量增加，调味品需求稳定上升。
  - 2) **价：行业目前呈现2-3年稳定提价周期。**CPI+消费升级共同拉动调味品价格带上移。综合考虑人口增长及人口结构变化等影响因素，我们认为未来十年调味品行业量价齐升逻辑不变。经过测算，我们预计酱油行业或将维持约6.5%（量+4.2%，价+2.3%）的年复合增长水平。
  - 3) **海天有望加速收割市场份额，预计2030年市占率提升至30%。**我们预计海天酱油业务将维持约10%的年复合增长，高于行业平均增速，龙头地位将进一步得到稳固。
- **海天全产业链优势尽显，行业霸主地位稳固。**海天作为调味品行业龙头，一直深耕主业，全产业链优势尽显：
  - 1) **行业价格意见领袖。**在行业稳定提价周期中，海天通常率先提价从而带动调味品行业整体价格的上涨。海天依赖其强渠道议价能力，通过提价有效实现利润空间增厚；
  - 2) **餐饮渠道霸主。**渠道方面，餐饮渠道是海天布局最深也是最重要的渠道，在海天整体渠道布局中占比约70%。同时餐饮渠道具有易守难攻的特性，海天在该渠道建立的霸主地位对其龙头地位起到有效的巩固作用。
  - 3) **产品结构持续优化。**海天高端产品占比不断提升，拉动其盈利能力稳步上行。

➤ **泸州老窖：破立之间，复兴当时**

- **浓香代表，底蕴深厚。**公司是中国浓香型白酒的代表，具有400多年酿酒历史，拥有我国始建于公元1573年的老窖池群，被誉为“中国第一窖”。公司蝉联五届中国名酒的浓香型白酒品牌，品牌历史悠久，积淀深厚，浓香型一度被称为泸香型。
- **国窖1573横空出世，形成品牌跃迁。**1989年调整期后公司走民酒路线，丧失高端地位，高端酒形成茅五剑的竞争格局。2001国窖1573横空出世，突入高端白酒阵营，经历了4年的艰难探索期后，国窖1573量价齐升，跻身高端白酒前三，顺利完成品牌跃迁。
- **破而后立，改革奋进。**2012-2015年，三公消费受限，白酒行业步入调整期。由于公司渠道模式的弊端，价格策略的失误以及产品线的过度开发，公司整体收入业绩经历了两年的迅速下滑，品牌力被削弱。2015年淼锋组合临危受命，开始全面接管公司。产品方面，大幅削减产品线，聚焦五大单品。渠道方面，控货降价清理堰塞湖，改柴泉模式为品牌专营模式，推进渠道扁平化。品牌方面，公司开展国窖荟等品牌活动以增强品牌拉力。公司通过改革面目焕然一新，随着渠道价格理顺，价盘提升，终端动销恢复，2015年公司即开始恢复性增长。2017年国窖销售量6000吨左右，回归历史峰值。
- **看今朝，目标三甲，复兴当时。**1) **产品端：双品牌双百亿值得期待。**高端酒竞争格局稳固，公司坐享高端酒扩容红利。特曲发展趋势良好，老字号有望成为200元价格带全国化大单品。低端酒调价顺利，头曲，二曲恢复性增长。2) **渠道端：公司目前仍属“类全国化品牌”，区域间发展较不平衡。**华东南等地区公司营收仅位列酒企前十，与公司整体的营收体量和地位不相匹。2017年公司提出东进南下策略，加强对华东、华南薄弱市场的开拓，有较大发展空间。3) **品牌端：目前国窖百亿单品势能形成，品牌拉力提升同时公司强调资源投放费效比，未来公司销售费用率下降，盈利改善空间较大。**

➤ **对标百威亚太：我国啤酒行业的进阶之路**

- **啤酒之王欲分拆亚太资产上市，中国市场是皇冠上的明珠。**百威英博是全球最大的啤酒集团，旗下啤酒品牌超过500个，2018年啤酒销量567亿升，销量占全球市场份额超过30%。亚太是全球最大的啤酒消费市场，2018年占全球啤酒消费量的37%，作为新兴市场代表，相比于发达国家成熟市场量利成长空间大，是百威英博重点战略市场。而中国区在百威亚太销量占比73%，收入端占比58.5%，更是皇冠上的明珠。国内啤酒市场高端化趋势加速，百威英博在高端及超高端啤酒市场消费量占比46.6%把握主动权，国内本土啤酒企业通过产品结构升级抢占更高价格带。
- **本文对百威亚太招股书详细解读，从开源和节流两个方面阐述其对我国啤酒行业未来发展方向的启示：**
  - 1) 开源：抓住高端化趋势、提升吨酒价是国内啤酒企业突围的首要任务。**运营模式的差别决定了高端啤酒销售半径更大、销售渠道附加值更高、利润空间更大。百威英博长袖善舞，凭借丰富且多层次的品牌及产品组合、出色的市场营销能力、与产品匹配的渠道优势，在亚太地区高端啤酒市场占据一席之地。从财务角度看，高端/超高端啤酒的毛利率分别是实惠啤酒的5x/9x，是提高毛利率的主要推动力。对标百威亚太，国内啤酒企业吨价及毛利率仍有较大提升空间，静态角度看整体吨酒价每提升5%，毛利率增加1 pct。
  - 2) 节流：国内啤酒企业产能优化及效率提升空间大。**3G资本将其削减成本、精英化管理的文化精髓植入百威英博，秉承避免不必要成本以释放资源进一步投放品牌及营销的经营策略。对标百威亚太，国内啤酒企业产能利用率、单厂啤酒产量较低，在产能优化及供应链效率方面具备改善空间。2015-16年重庆啤酒率先开启供应链优化，关停9家低效工厂，提升费效比，2018年EBITDA margin达到19.1%，领先其他本土啤酒品牌。

### ➤ 洋河股份：洋河的攻守之战

- **公司简介：**公司位于江苏省宿迁市，酿酒历史悠久，底蕴深厚，是中国白酒行业中唯一拥有洋河、双沟两大“中国名酒”和两个“中华老字号”的企业。1979年第三届评酒会上，洋河大曲与茅台、汾酒、五粮液等一同被评为“新八大名酒”。
- 公司于 2003 年推出蓝色经典系列，海之蓝在全国刮起蓝色旋风，成为百元价格带的全国化大单品。随着消费升级，海之蓝增速逐渐放缓，梦之蓝成为公司新的增长极。**梦之蓝能否接棒海之蓝，成为次高端价格带的大一品牌？**我们尝试从外部环境和内在条件两方面予以论述。
- **外部环境：**海之蓝在经济高速发展，白酒行业黄金十年的背景下快速成长。百元价格带主要竞争者为地产酒，相较而言海之蓝的品牌力和产品品质有较大优势。目前次高端处于成长期，竞争激烈，次高端价格带相较于百元价格带，对竞争者的品牌要求越高，所以酒企的数量与百元价格带相比较小，未来市场集中度有望高于百元价格带。从这个角度来看，梦之蓝相较于海之蓝有较大的营收增长空间。**内部条件：**梦之蓝以商务和高端个人消费为主，公司加强对团购渠道的聚焦，此外在信息碎片化的背景下，品牌打造难度增强，公司在品牌力的跃迁上抓住先机，占据先发优势。在梦之蓝品牌力打造方面公司将与时俱进，进行内容相关、紧密融合的品牌宣传。
- **洋河的攻守之战正在进行：**随着白酒行业步入挤压式增长，公司省内外面临一定的挑战，省外市场品牌酒企的竞争日益激烈，省内主要竞争对手加大投入。面对省内省外的复杂竞争形式，公司如何展开攻守之战？**省外市场：**渠道和品牌红利依旧，省外市场拓展可期。目前省外仍有较多空白点待开发，省外市场有较大增长空间。**省内市场：**2019 年以来公司加大对省内市场的聚焦，抽调精兵强进入战略性市场，并成立苏中大区、淮安大区等，进一步聚焦重点市场。2018 年公司推出新版海天产品，我们认为随着老版海天库存的消化以及经销商和消费者对新版海天认知度的提升，公司渠道利润有望提高，终端动销情况有望改善。省内市场有望短暂调整再出发。

## 3.2 中报点评

### ➤ 贵州茅台：稳增长，调结构，谋长远

- **事件：**公司发布 2019 年中报。2019 上半年公司实现营业收入 395 亿元，同比增长 18.24%；归母净利润 200 亿元，同比增长 26.75%；其中 Q2 营收 178.44 亿元，同比增长 12%，Q2 归母净利润为 87.60 亿元，同比增长 20.71%**供应链：**低成本+高效率。在采购端体现为规模化带来成本优势明显，对上游话语权增强，且公司具备成本平滑能力、成本转嫁能力。绝味采购规模接近周黑鸭的 2 倍，鸭及鸭副平均采购成本较其低 21%。公司前 5 大供应商采购金额占比自 2013 年的 61.9%下行至 40.8%，对上游话语权增强。定量分析得出公司原材料价格波动对成本影响可控，公司通过加大冷库储备规模、调整产品价格，保持毛利率水平相对稳定。
- **分产品来看，茅台酒与系列酒增速基本同步。**2019H1 茅台酒营收 347.95 亿元，同比增长 18%，其中 Q2 茅台酒营收 152.97 亿元，同比增长 12%。经测算，报表对应 19H1 茅台酒销量约 1.5 万吨，同比增长 10%左右，略低于渠道跟踪。二季度末预收款环比增加 8.72 亿。剔除预收款因素，Q2 营收实际增速超过 30%（2018Q2 预收环比下降 32 亿元，若剔除预收款影响，预计实际发货量约 5500 吨）。2019H1 系列酒营收 46.55 亿元，同比增加 17%，Q2 系列酒营收 25.23 亿，同比增长 10%，我们认为系列酒收入增速略放缓主要系系列酒经销商招商力度缩减所致。
- **分渠道来看，直营占比略有下降，期待后续直营放量缓解供需关系。**19H1 直销渠道营收 16.02 亿，同比下降 38%，占比 4.1%，同比下降 3.7 个百分点。其中 Q2 直销渠道营收 5.1 亿，同比下降 57%，占比 2.9%，同比下降 4.6 个百分点，我们认为直营占比下降主要系电商和批条酒占比减少。我们期待集团营销公司能够妥善协调各方关系，理顺各方利益，推进直营方案落地，期待下半年直营放量。经销商方面，

报告期末国内经销商数量 2415 家，较 2018 年末减少经销商 593 家，较一季度末减少 39 家。

- **结构优化叠加费用率下降，盈利能力稳步提升。** Q2 业绩增速显著优于收入增速，主要系盈利能力的提升。19Q2 毛利率 91.57%，同比提升 1.03pct，主要系产品结构提升推动吨酒价格提升。上半年茅台非标产品（年份酒、生肖酒、精品酒）占比提升显著，系列酒产品结构也得到优化。费用率方面，2019Q2 销售费用率 5.97%，同比下降 1.47pct，管理费用率 6.97%，同比下降 0.48pct。
- **现金流表现良性，预收款环比略有提升。** 2019 上半年公司销售商品提供劳务收到的现金/经营活动现金流净额分别为 433.29 亿/240.87 亿，同比增长 25%/36%，其中 19Q2 经营活动现金流净额 228.98 亿，同比增长 79%，销售商品提供劳务收到的现金 205.71 亿，同比增长 35%。Q2 现金流净额增速明显快于销售商品提供劳务的现金流增速，主要系吸收同业存款余额 235.66 亿元，同比增加 120.93 亿元。

#### ➤ **海天味业：均衡发展，稳健增长**

- **事件：**公司披露 2019 年半年报。2019H1 公司实现营收 101.60 亿元，同比增长 16.51%；实现归母净利润 27.50 亿元，同比增长 22.34%。基本 EPS1.02 元。其中 Q2 营收 46.70 亿元，同比增长 16.00%；归母净利润 12.73 亿元，同比上升 21.79%。
- **营收增速维持稳定，三大品类稳健增长。** 1) **分产品来看：**2019H1 酱油实现营收 59.87 亿元，同比增长 13.61%，整体增速维持稳定；蚝油借助公司市场网络的发展不断推进全国化布局，且保持从 2B 餐饮端向 2C 居民端快速发展势头，上半年实现营收 17.15 亿元，增长势头强劲（+21.13%）；调味酱结构规格不断优化，2019H1 实现营收 12.61 亿元，同比增长 7.48%。2) **分地区来看：**尽管公司已经实现对中国地级及以上城市 100% 的覆盖，但在中国内陆省份中，仍有约 10% 的省份销售未破亿，渠道布局有较大下沉空间。报告期内，全国范围内经销商净增加 485 个，主要集中在西部（净增 100 个）和北部（净增 164 个）等相对弱势区域。在营收方面，2019H1 所有地区均实现两位数快速增长，其中中西部地区营收增长相对较快，西部地区由于基数较小，2019H1 同比增速高达 23.92%。
- **产品结构变化+成本端压力+固定资产摊销共同导致毛利率下行，预计后期仍有一定的恢复空间。** 2019H1 公司毛利率为 44.86%，较去年同期同比下滑 2.25pct，其中单二季度来看，公司毛利率同比下滑 3.81pct 至 43.78%。我们认为主要原因系：1) **毛利率较低产品占比有所提升。** 2019H1 公司其他业务（主要包括小康物流等）占比同比提升 8.86pct 至 11.77%，而其他业务毛利率约为 11%，该部分产品占比的提升拉低了整体毛利率约 3.32pct。同时毛利率水平偏低的蚝油品类的快速增长也在一定程度上对毛利率水平产生负面影响。2) **贸易摩擦对原材料成本造成了一定的压力。** 2019H1 大豆市场价格有所上升，同时中美贸易摩擦也对公司原材料价格造成一定压力，但是公司通过锁价等手段尽可能规避原材料价格波动的风险。3) **固定资产的摊销影响。** 综上，我们认为毛利率的短期下滑不影响产品结构高端化推动毛利率上行的逻辑，同时提价也为公司实现毛利率提升、渠道利润空间拓宽及转移成本端压力的重要手段之一。我们预计毛利率后期仍有一定的恢复空间。
- **运输模式改变带来销售费用率大幅下降，净利率同比稳步提升。** 公司 2019H1 整体费用率水平为 13.48%，同比下降 3.39pct。2019H1 公司销售费用率同比下滑 2.49pct 至 11%，销售费用率的减少为整体费用率下行的主要贡献因素。我们认为销售费用率下降的主要原因系公司运输模式发生了改变，部分经销商选择了自提的方式，从而带来运输费用的减少。同时由于选择自提方式的经销商实付价格相对较低，因此也会对毛利率产生一定的拉低影响。费用的减少与毛利率的拉低相互抵消，使得公司在净利率方面仍然保持稳定提升的态势，2019H1 净利率同比提升 1.29pct，整体盈利能力维持稳定。

#### ➤ **绝味食品：Q2 开店加速，全年业绩向好**

- **事件：**公司发布 2019 半年度业绩，上半年实现营收 24.90 亿元，同比+19.42%；



归母净利润 3.96 亿元，同比+25.81%。单 Q2 实现收入 13.36 亿元，同比+19.2%；归母净利润 2.15 亿元，同比+30.8%，超市场预期。

- **Q2 保持较快开店速度，预计全年开店在 1000-1200 家区间。**公司二季度保持较快开店速度，截至 2019 上半年公司门店数量 10598 家，上半年净增 683 家门店(去年同期净增 406 家)，门店数量同比增长 12%。2019 年上半年行业景气度高，门店销售情况同比改善，此外公司 Q1 对鸭掌、鸭肠部分品类提价，Q2 减少促销活动，以及增值税率下调，多重利好促进公司 Q2 单店销售同比增长约 7%，保持较快增长。我们预计在行业景气度较高阶段，公司下半年仍将保持稳健拓店增速，预计全年新增门店在 1000-1200 家区间。
- **毛利率环比改善，塞飞亚贡献高投资收益对冲成本压力。**公司 Q2 毛利率为 35%，环比 Q1 提升 1.7 pct，同比 2018Q2 下滑 1.4 pct。Q2 上游原材料采购成本同比仍处于高位，公司在 2018 年底价格低位时增加了原材料储备锁定成本，由于库存结构因素 Q2 成本压力略有缓解。同时上半年鸭价行情向好，公司参股公司塞飞亚确认 1882 万投资收益，去年同期为 40.6 万元，起到了对冲成本压力增厚业绩的作用。若剔除投资收益影响，Q2 归母净利润同比增幅 20%左右，较 Q1 增速 13%环比加速。下半年由于猪价快速上行，带动肉鸭养殖景气度提升，预计全年塞飞亚能够持续贡献较高投资收益。
- **展望下半年，预计成本压力有所缓解，募投项目有序投产，保证主业保持稳健增长。**根据中国饲料工业协会数据，2019 年上半年肉鸭料销量同比增长 19.2%，说明肉鸭养殖景气度提高，据此推断下半年肉鸭供给增加。由于鸭脖、鸭掌等鸭副产品主要用于卤味制作，供给更加宽裕，公司采购成本有望下行，我们预计下半年鸭副采购成本从高位回落 15-20%区间，同比持平或微增。上半年公司募投项目进展有序，发生资本开支 2.56 亿元，新增产能有助于缓解产能瓶颈、提升工厂自动化水平，为公司门店扩张、效率改善提供保证。

#### ➤ 泸州老窖：剑指三甲，国窖特曲齐发力

- **事件：公司发布 2019 年中报。**2019 年上半年公司实现营业收入 80.1 亿元，同比增加 24.8%；实现归母净利润 27.5 亿元，同比增加 39.8%；其中 Q2 营收 38.4 亿元，同比增加 26.0%；Q2 归母净利润为 12.4 亿元，同比增加 36.0%。
- **国窖量价齐升，品牌势能日盛。**今年以来高端酒价格持续走高，为国窖的放量创造了较好的条件，上半年公司高档酒实现营收 43.1 亿元，同比增长 30.5%；其中价格提升（含增值税影响）贡献约 10%，销量增加贡献 15-20%。分地区来看，公司目前仍属“类全国化品牌”，区域间发展较不平衡。华东华南等地区营收仅位列酒企前十，发展空间较大。华东市场今年增速领跑，消费氛围日起。同时，四川、湖南、河北等传统优势市场保持了较快的增速。
- **特曲全国化持续推进，品牌复兴进行时。**2015 年以来特曲价格持续走高，上半年公司中档酒实现营收 22.2 亿元，同比增长 35.2%，其中特曲产品（含 60 版等）占比约 3/4，增速接近 40%。今年以来特曲出厂价从 168 提升到 178 元，同时第十代新版特曲出厂价 198 元；从量价拆分对的情况来看，价格提升贡献约 10%，销量增长贡献 20-25%。特曲作为老名酒品牌，势能犹在，有望成为 200-300 元价格带的全国化大单品。此外，60 版定位次高端，补足了公司的腰部价格带。从渠道来看，目前公司进行渠道深耕，横向增点扩面，纵向深入三四线城市，同时充分调动经销商资源，共建网络，携手发展。
- **产品结构优化和中低档酒吨价增长带动毛利率提升。**上半年公司综合毛利率 79.7%，同比提升 4.8pct；其中高档酒、中档酒、低档酒毛利率分别提升了 0.5pct、5.1pct 和 6.5pct。此外，高档酒、中档酒的收入占比进一步提升至 53.8%（+2.3pct）和 27.8%（+2.1pct）。持续高费用投放，培育核心消费者。2016 年以来，公司保持了较高的销售费用率，今年公司减少了经销商货折的同时将更多的费用直接投放到消费者层面，高端品鉴会七星盛宴，冰 joys 等活动力度加大；反映在报表端，2019 上半年公司销售费用 15.4 亿元，其中广告宣传费及市场推广费 11.1 亿元，同比增长了 24.6%。我们认为持续的消费者投入有助于提升品牌拉力，有利于公司中长期的发展。

- **剑指三甲，力争双品牌双百亿目标。**2019年初，在经销商大会上，公司领导提出12字营销方针：升品牌、抢机遇、提速度、重管理；并提出“国窖1573”、“泸州老窖”双品牌实现双百亿。作为重回三甲的冲刺年，公司全速前进，今年上半年营收和业绩保持了较快的增长。展望未来，国窖消费氛围日起，特曲品牌复兴在途，值得期待。
- **洋河股份：调架构，谋长远，再出发**
  - **事件：公司发布2019年中报。**2019年上半年公司实现营业收入159.99亿元，同比增加10.11%；实现归母净利润55.82亿元，同比增加11.42%；其中Q2营收51.09亿元，同比增长1.98%；Q2归母净利润为15.61亿元，同比增长2.03%。
  - **省内处于调整期，营收稳中有增。**2019年上半年公司省内实现收入80.73亿元，同比增长3.0%。江苏市场消费升级持续进行，目前主流消费价位带进入300-600元，在此背景下，海之蓝等单品的消费逐渐被高端产品替代，去年以来终端进货积极性减弱，经销商库存逐渐增加。今年以来，公司立足长远，省内以清理库存为主，虽然短期内增速回落，但有利于中长期价盘的稳定性。全国化稳步推进，省外保持较快增长。2019年上半年公司省内实现收入79.26亿元，同比增长18.2%。目前省外营收占比提升至49.5%，其中河南、山东、安徽、浙江等省收入超过10亿元，江西等市场消费氛围日起，多点开花，后续增长可期。
  - **梦之蓝保持较快增速，发力团购渠道。**2019年上半年梦之蓝保持了20%以上的较快增速，与此同时，公司加大对团购渠道的投入。次高端行业目前处于跑马圈地的阶段，今年以来，各家酒企加大了对消费者和终端的投入，竞争格局有变化的可能性。目前梦之蓝在品牌影响力、渠道掌控力等方面优势明显，中长期来看，有赢家通吃的可能性。毛利率小幅回落，销售费用率略有提升。受竞争态势的影响，上半年酒类业务毛利率同比下降0.66pct，销售费用率同比提升0.50pct。与此同时，由于给经销商的政策支持力度加大，公司现金回款增速小于营收增速。
  - **清库存，谋长远，再出发。**5月以来公司主动降库存，对海天梦进行控货，为中秋旺季做准备，旧版海天产品库存有望得到消化。目前公司针对省内市场营销精细化运作进行了机构和人事方面的调整，并在部分重点市场增设营销大区，强化省内市场的管理，省内有望短暂调整后恢复稳定增长。与此同时，省外市场对于费用投放方向亦做了针对性的变化，并增强对于团购和消费者培育工作的倾斜，期待公司重整之后再出发。
- **五粮液：行在途中，迎来千元时代**
  - **事件：公司发布2019年中报。**2019年上半年公司实现营收271.51亿元，同比增加26.75%；实现归母净利润93.36亿元，同比增加31.30%；其中Q2实现营收95.61亿元，同比增长27.14%；Q2归母净利润为28.61亿元，同比增长33.69%。
  - **五粮液量价齐升，步入千元价格带。**1) **价格方面：**2019年6月第八代五粮液上市，出厂价889元/瓶，较第七代五粮液出厂价高100元左右，产品迭代推升五粮液酒吨价。此外，终端成交价稳步提升，普五成功步入千元价格带的同时，极大增强了市场信心，经销商也实现了较好的盈利，补货积极。2) **销量方面：**展望未来，行业挤压式增长下，品牌酒企的市占率将持续提升，五粮液作为千元价格带龙头，坐享消费升级，未来3-5年销量复合增速有望保持10%+。**系列酒重塑体系，规划化运作。**2019年6月系列酒公司成立，聚焦系列酒大单品的打造。系列酒坚持向自有品牌，优势品牌，中高价位产品聚焦，2019年4月清理ptvip、VVV、1918等73款产品。从中长期来看，大单品战略有利于系列酒放量以及产品结构优化，助推吨价上移和盈利能力提升。
  - **营销变革进行时，渠道推力显著增强。**1) **组织变革，精细化运作。**公司按照“纵向扁平化、横向专业化”的思路，将原有7大营销中心改为21个营销战区，并下设60个营销基地，同时补充了260多位营销人员。2) **全渠道经销网络基本完成。**百千万工程进入第二阶段收尾期，目前经销商总数接近2400家，其中运营商767家，KA和其他电商247家。即将进入第三阶段消费者培育，目前公司加大了品鉴会、品牌广告投放等工作，旨在培育核心消费者，提升品牌拉力。

- **酒类毛利率持续走高，现金流情况良好。**上半年公司酒类业务实现营收 254.19 亿元，同比增长 25.50%，受普五占比提升和收藏版发货影响，毛利率进一步提升至 78.16%，同比增长 1.63pct。现金流方面，经销商打款积极，2019Q2 销售商品、提供劳务收到的现金 102.7 亿元，同比增长 51.07%；预收款 43.54 亿元，同比基本持平。**全年营收目标不改，价格有望稳中提升。**2019 年公司目标营收增长 25%，目前时间过半任务过半，展望下半年，价格稳中有升，目前已步入千元价格带，量价齐升值得期待。
- **华致酒行：品牌门店数量稳定增加，中报业绩高增长**
- **公司披露 2019 年半年报。**公司是国内领先的精品酒类营销服务商之一，依托多年经验构建起遍布全国的全渠道营销网络体系。2019H1 公司实现营收 18.92 亿元，同比增长 32.89%；实现归母净利润 2.01 亿元，同比增长 45.40%。公司 Q2 单季度实现收入 7.65 亿元，同比增长 22.37%；单季实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 45.58%。
- **华致酒库项目加速布局，门店保质保量增长。**公司充分发挥品牌效应，展开多渠道营销。报告期内，公司门店数量增长 24.7%，单店销售收入增长 20.4%，目前基本实现覆盖全国。2018 年底，公司华致酒库及华致酒行的门店数量分别为 700 家和 151 家。公司计划在未来三年内稳步增加门店数量，增扩至 3000 家，对应复合增长率 33.15%。以稳扎稳打的、保质保量的节奏扩大门店规模。
- **产品结构进一步优化，定制酒收入占比提升，高毛利产品增厚业绩。**公司与供应商一直保持良好的关系。公司与贵州茅台集团、五粮液集团合作推出的定制酒产品贵州茅台酒（金）、五粮液年份酒等产品销售情况稳中向好。公司战略单品荷花自推出后，今年在宣传和品鉴会的推广下，销售情况提升明显。高毛利率的定制酒产品不仅进一步优化了公司的产品结构，还为打开业绩空间提供了有效保证。
- **推出华致优选线上电商平台，运营状况良好。**公司于今年 4 月推出华致优选电商平台，主要面向高端消费者需求。平台主要销售各类飞天茅台、名优老酒、名庄葡萄酒等产品。推出至今，华致优选小程序运营情况良好，试运行期间成交额破亿元。
- **公司同步公布高送转预案，拟向全体股东每 10 股转增 8 股。**鉴于公司目前经营状况良好，为保证公司健康持续经营，稳定回报股东。公司拟进行资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 8 股，进一步优化公司股本结构和增强公司股票流动性。

### 3.3 行业专题

#### ➤ 安徽白酒实地调研反馈

- **安徽省饮酒文化浓厚，是典型产销大省，徽酒“六朵金花”主导主流价格带。**2017 年平均每人日均饮酒 33.7 毫升，位列全国各省市日均饮酒第七，白酒市场规模约 260-300 亿元。从消费区域看，安徽省内不同区域白酒消费价、量差异变化比较大，皖北量高价低，皖中量少价高，皖南量少价中。徽酒市场相对封闭，本土品牌占主导。古井和口子窖合计市占率接近 50%。分价格带看，省内高端酒以茅五为主，市场容量 20 亿左右，占比不足 10%。次高端白酒品牌有洋河梦之蓝、剑南春、古井 20 年，口子 20 等，目前市场扩容持续进行，处于跑马圈地的状态。省内 200 元以下产品被地产酒垄断。省内消费主流价格带 100-200 元，占比约 70%。
- **高端酒及优势地产酒普遍涨价，涨价后终端动销良性。**安徽作为五粮液的强势市场，五粮液涨价幅度较高目前终端成交价 1050-1100，去年同期 850 元。今年茅台，五粮液终端动销较去年同期有一定提高。古 5，古 8 今年价盘均上移，古 8 目前成交价 220-240 元，较全年同期上涨 20 元左右。价盘提高有利于提高产品形象，在送礼以及招待中满足面子需求，因此优势地产酒以及高端酒产品涨价后反而有利于动销。
- **古 8 保持较快增长，古 20 消费者接受度高。**受益安徽省内主流价格带由 100-200

元向 200 元以上跃迁，古 8 及以上增速较快。全省来看古 8 及以上销售额 20 亿，占比 30% 以上。省会的示范效应较强，今年以来安庆、芜湖等市场古 8 占比持续提升，贡献营收增量。古 20 动销良性，品牌力在次高端价格带亦受认可。古 20 定价 500 元以上。

- **口子窖表现稳健，迎驾贡产品升级势头初显。** 口子窖始终保持稳健增长，经销商利润率稳定，渠道顺价销售，库存良性。迎驾贡酒洞藏 9，16 开始放量，产品结构升级势头初显。金种子目前没有主导的高端，次高端产品，在产品升级方面较省内其他三家酒企较为落后。
- **洋河主推梦之蓝，增长主要来自梦系列。** 合肥地区为例，前年以来洋河在合肥地区开始以推广梦系列为主，今年占比达 37%。今年以来公司以清库存为主，洋河在安徽省内库存良性，压货情况较少，目前仍有许多空白市场待开发。同时，公司目前整理渠道结构，发力团购渠道，在流通环节整顿价盘，为中长期发展蓄力。

### ➤ 食品饮料 2019 中报总结

- **2019 上半年食品饮料板块收入业绩整体表现稳健，增速在 A 股各板块中属于中上游水平。** 上半年食品饮料板块实现收入 3461 亿元，净利润 648 亿元，分别同比增长 14% 和 21%，同 2018 上半年增速相比有所放缓（17%，32%）。子板块中，白酒，调味品板块收入业绩表现亮眼。2019 上半年白酒板块营收增长为 19.0%，居所有子板块之首，调味品以 14.6% 的收入增速居第 2 位。净利润方面，2019 上半年调味品，白酒板块净利润增速分别为 26.1%，25.9%，均快于收入增速，分列子行业二三位。业绩为王，基金配置较大。截至二季度末基金白酒板块配置比例 6.59%，创历史新高（2012Q3 白酒板块配置比例为 6.49%），环比 2019Q1 提高 1.61pct。
- **白酒板块：2019 上半年白酒收入业绩表现复合预期，收入增速为 19%，净利润增速 26%，较 2018 上半年（收入增速 32%，净利润增速 40%）略有放缓，其中单二季度白酒板块收入增速 15%，净利润增速 22%。业绩持续兑现，白酒板块业绩与估值双升，年初至今白酒板块涨幅 95%，居各行业之首。其中高端酒表现亮眼，上半年高端酒收入业绩增速均在 20% 以上，毛利率同比提升，现金流表现良好。茅台批价从春节的 1600 元一路飙涨至 2300 元，供需紧平衡，作为白酒行业景气度的风向标验证行业向好趋势不变。五粮液于 6 月上市第八代五粮液，新品接受度良好，补货积极，终端成交价买入千元价格带。泸州老窖冲刺年，国窖量价齐升，品牌势能日盛，特曲出厂价上调，品牌基础好，接受度较高。次高端酒企收入业绩增速同比放缓，但扩容趋势不改，依然是白酒中增速最快的价格带。地产酒表现出现分化，古井，今世缘表现稳健，作为安徽和江苏省强势地产酒品牌，公司享受省内消费升级，业绩持续释放。**
- **大众品板块：调味品行业营收增长稳健，龙头海天表现稳定。** 从收入端来看，2019H1 调味品板块整体营收实现 12.27% 的增长。海天作为调味品行业的绝对龙头，2019H1 营收同比稳定增长 16.51%。盈利端，成本端压力导致毛利率小幅回落。乳制品板块整体营收增速稳中有增，2019 年上半年营收同比增长 11.15%，较去年同期同比增长 0.16pct。乳制品龙头伊利营收增速虽略有放缓，常温液态奶市场份额逐步提升。2019 上半年伊利及蒙牛销售费用率同比略有回落，但仍然维持高位。啤酒板块龙头快速增长，行业集中度有待进一步提高。目前啤酒行业增速略有放缓，2018 年市场规模同比增长约 7.3%，2013-2018 年复合增速约为 6.5%。吨价提升为推动行业增长的主动力。行业整体来看，根据国家统计局数据，我国啤酒行业 2019 年上半年累计总产量为 1948.80 万千升，同比下滑 5.6%。上市公司 2019 年上半年营收同比增长 6.3%，价格增长为带动行业发展的主要推动力。

### ➤ 山东白酒实地调研反馈

- **山东是人口大省，白酒产销大省。** 山东人口数量庞大，拥有将近一亿人口，且饮酒文化浓厚，2017 年山东白酒产量为 115 万千升，位列全国第三。地产酒盘踞百元价格带，全国化品牌攻势猛烈。山东有 500 多家当地酒企，2017 年营收超过 20 亿元以上的 10 家左右，但是鲜少有品牌突破百元价格带。全国化酒企近年来攻势猛烈，

高端酒寡头垄断，茅五份额优势明显，国窖起势较快。次高端品牌习酒、梦之蓝、青花汾酒、水井坊、舍得、剑南春等均有一定的消费群体。

本周我们走访了山东地区多位白酒行业专家，并实地调研了济南地区的部分烟酒店。与去年同期的走访相比，我们认为有以下几方面的变化：

- 1) 行业挤压式增长，地产酒生存更加艰难。以济南为例，本地品牌趵突泉终端动销明显减少，烟酒店进货积极性下降。
- 2) 酱香消费氛围日起，清香亦呈上升势头。酱香酒消费势头日起，如习酒、汉酱等品牌强势崛起。清香酒方面，汾酒在山东增速较快，今年销售额有望突破8亿。
- 3) 高端酒价盘同比提升明显，整体呈现阶梯增长趋势。今年以来，品牌酒企的价格提升幅度排序：茅台>五粮液>国窖>次高端品牌。
- 4) 7月以来五粮液终端价提升明显，期待旺季表现。随着消费者接受度的提升和厂商的正面引导，五粮液终端价站上千元价格带。
- 5) 洋河向消费者培育战略倾斜，期待去库存之后的表现。为了中长期的良性发展和价盘的稳定性，公司加强了对终端去库存、消费者培育的投入。

### ➤ 上海市场草根调研报告

白酒消费旺季（中秋、国庆）即将来临，通常情况下，中秋国庆消费量占全年白酒总销量的 20-25%，是仅次于春节的旺季。此次双节的动销情况成为下半年白酒行情的重要观测点，本周，我们实地走访了上海地区多家商超和烟酒店，尝试对旺季来临前的价盘、库存等情况进行汇总。

#### ■ 白酒：五粮液价盘走高，国窖销量同比增长明显

**价格方面：茅五终端价同比大幅提升，国窖销量提升明显。** 高端酒价格涨幅较大，茅五终端价涨幅达 20%以上，国窖终端价表现较平稳，有个位数增长。烟酒店普遍反映春节以来茅五价格上涨较快，目前，茅台烟酒店均价达 2570 元，同比上涨 38.2%，环比 7 月略有下降。普五烟酒店均价 1192 元，同比上涨 22%，环比 7 月小幅提升（烟酒店利润空间改善明显），商超渠道均价 1399，同比上涨 36%。国窖 1573 均价 960 元，同比上涨 5.4%，商超渠道均价 998，同比上涨 3%。此外，商超反馈，近期国窖走量为主，性价比较高（部分商场 580ml 国窖价格低于标准版，变相做活动促销）。次高端产品价格烟酒店渠道同比略有下滑，商超价格小幅上涨。

**销量方面：高端酒动销良性，终端销售以第七代五粮液为主，国窖高性价比销量改善明显。** 茅台供需偏紧，商超标价较高，烟酒店库存在一箱以内，部分茅台专卖店每人限购一瓶，定价 1499 元。五粮液终端渠道的生产日期集中在 2019 年 2 月前后，第七代和第八代五粮液在终端均有售卖，第七代五粮液占比较高。随着中秋旺季的动销，第七代有望逐步消化。此外，由于五粮液的标价涨至 1399 元，商超 48 度、55 度等非标五粮液酒动销较快，经销商非标产品库存的消化，有利于五粮液后续大单品战略的实行。国窖 1573 去年以来消费氛围改善较明显，目前性价比较高，销量提升明显。

#### ■ 乳制品：伊利蒙牛竞争激烈，促销力度较大

**价格：促销力度较大，竞品折扣力度相近。** 伊利蒙牛竞争激烈，促销力度较大以完成销售指标。促销基本从 8 月初开始，持续到 8 月末。伊利的安慕希和蒙牛的纯甄价格均在 49.5 元左右，特仑苏和金典价格均为 60 元左右（部分商超价格 50 元左右）。

**动销情况：动销良性，准备中秋前进新货。** 超市最显眼的堆头被伊利、蒙牛占据，其他品牌如安佳，光明也有设置堆头。伊利主推安慕希和金典，蒙牛主推特仑苏和纯甄。从生产日期上来看，主流品牌的出厂日期大多为 2019 年 5 月-7 月，生产日期较新，动销良性。莫斯利安新老包装都有销售，老包装搭赠 3 瓶莫斯利安。部分商超纯甄的生产日期较安慕希新。

### ➤ 2019H1 基金持仓报告：食品饮料超配扩大，白酒持仓显著提升

- 基金 2019 年中报披露完毕，食品饮料板块为基金最爱，持仓占比居各行业之首。2019 年以来基金配置食品饮料板块比例呈上升趋势，2018Q1-2019Q2 的食品饮料持仓分别为 6.32%、7.45%、7.03%、5.56%、6.95%、8.83%，经历 2018Q3、2018Q4

连续两个季度持仓下降后，今年以来食品饮料配置比例强势回升。2019Q2 基金食品饮料持仓比例 8.83%，环比提高 1.88pct，超越历史峰值（2012Q3 食品饮料板块配置比例为 7.97%）。横向对比来看食品饮料持仓占比据各行业之首。

- **高端酒均入前十大，持仓比例显著提升。**截止 6 月底，基金持仓比例最高前十名中食品饮料股占四只，分别是茅台、伊利、五粮液、泸州老窖，重仓股标的未变而均获加仓。高端酒加仓明显，2019Q2 高端酒持仓 5.29pct，环比提升 1.53pct，其中茅台，五粮液，泸州老窖持仓分别为 2.67%/1.79%/0.83%，环比提升 0.68pct/0.61pct/0.24pct，五粮液持仓比例首次进入前三。伊利股份排名未变，持仓比例环比提升 0.25pct 至 1.33%。
- **19Q2 食品饮料板块受基金关注度持续增加，持有基金数量显著提升。**根据我们对食品饮料板块持有基金数最多的前十名公司的跟踪来看，2019 年以来，食品饮料尤其是白酒板块所受关注度整体持续增加，乳制品伊利持有基金数量也稳步提升，调味品海天持有基金数量略有减少。进入 Q2，除洋河股份持有基金数量稍有下滑，前十名公司中九席所受关注度出现不同程度增强，其中贵州茅台、五粮液、伊利股份、泸州老窖及洋河股份依然稳居前五的位置。
- **持仓向龙头集中趋势明显，白酒龙头获得优先超配。**从季度持仓变动情况来看，白酒板块出现分化，地产酒口子窖，今世缘，古井贡酒均获得不同程度的减仓，而高端酒，次高端以及低端酒龙头均获加仓。啤酒板块的重庆啤酒（+20.67%）、乳制品板块的伊利股份（+7.86%）以及食品板块的绝味食品（+25.25%）、安井食品（+23.69%）均获得较大幅度的加仓，而调味品板块海天味业及涪陵榨菜减仓程度较为明显。我们认为主要原因是调味品板块周期性相对较弱，在整体板块上行期间，基金将寻找弹性更大的投资标的，白酒企业成为配置首选。但从长远来看，调味品依然是板块中最为稳健的品类之一。

#### ➤ 高端酒量价的再思考

- 上周，茅台事件频出，8 月 7 日晚，茅台股份公司召开市场工作会，时隔两年再谈价格问题。8 月 9 日，茅台发布公告明确关联交易方案，交易方案的快速落地亦表现出公司对于中秋控价放量的决心。2015 年以来，高端白酒无论从品牌影响力到业绩表现均十分亮眼，股价也一路走高，本次我们尝试对高端酒的量价进行一些再思考。
- 宏观层面：高端酒景气度的背后是经济的发展，国运影响消费升级的速度。高端酒的价格弹性较大，在经济的上行周期，其价格的上涨幅度较大。如果我们将 PPI 和茅台终端价增速做复盘分析，可以发现，其同步性较强。2019 上半年 PPI 小幅上涨，茅台价格也一路走高，而值得注意的是，7 月 PPI 同比小幅下滑（-0.3%）。回顾 7 月茅台价格在供需关系的作用下，批价上涨至 2300 元，出现了跟宏观指标的小幅背离。若茅台后续在放量的背景下，价格有望小幅回落。
- 行业层面：行业挤压式增长，酒企出清速度超预期。中国经济从高速发展阶段向平稳发展过度，集中度提升在很多行业中演绎，而白酒行业的出清速度是比较快的。2016 年中国白酒行业销量达到峰值水平（1306 万吨）。2018 年白酒总销量为 855 万吨，同比下降 26%；2019 上半年销量保持了较快的下降速度（同比下降 21%）。从企业数量来看，2018 年底中国白酒行业规模以上酒企共 1445 家，2019 年 5 月降至 1175 家。
- 品牌酒企充分受益，高端酒表现亮眼。中小酒企和品牌酒企的处境可谓冰火两重天，一面是行业产能出清，中小企业入不敷出，一面是品牌酒企量价齐升，业绩连续三年高增长。白酒行业在挤压式增长的背景下，品牌酒企充分受益。消费者“少喝酒，喝好酒”的观念日益形成，若以销量计算，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 销量占白酒总销量的比例仅为 0.7%。随着消费升级的进行和品牌集中度的进一步提升，高端白酒的景气度有望保持在较高水平。

#### ➤ 高端酒量价的再思考

- 定价权的转移伴随着估值差的变动。如果我们把茅台和五粮液的估值比分为两个阶段（2003-2009 年和 2010-2019 年）来看，可以发现第一阶段茅五的估值基本相同，

且较长时间内五粮液的估值略高于茅台；第二阶段茅五的估值差拉大，茅台的估值长时间领先于五粮液。

- 经销商价差的安全垫效应作为估值差的影响因素之一。2010-2012年和2016-2018年茅五的估值差进一步扩大。这两个时间段恰恰也是茅台经销商利润持续走高的两个时间段，渠道价差一方面会成为行业调整期的安全垫，另一方面亦为公司提供了提价的可能性。
- 行业调整初期，龙头的估值溢价明显。当行业处于调整期，行业整体估值下移，龙头的估值溢价较为明晰。行业经历了08年、12年、18年三次行业调整期，彼时龙头相较于竞品的估值溢价较为明显。调整期中龙头公司由于品牌力较强，产业链会选择抱团核心品牌，所以龙头的价盘会相对稳定。
- 行业格局变化，茅五已分属不同价格带，换个角度看估值差。目前茅台的价盘已超过2100元，五粮液和国窖的价盘仍处在千元价格带，2倍以上的价差已让茅台和五粮液分属不同价格带。虽然茅台价格的波动对于五粮液的价盘仍有一定的影响，但其影响的效应将较此前有所减弱。体现在估值上，我们在考虑茅台、五粮液估值的时候，是否也应该换个角度来分析。
- 公司的治理改善，亦会有一定的估值溢价。如果我们回顾五粮液近三年的估值水平，可以发现2018年初和2019年中旬五粮液的估值与茅台比肩，从2018年的百千万工程到2019年的渠道换血，投资人看到了公司的变化，亦对公司的内部改善给予了一定的估值溢价。

## 4、行业要闻

- 1 众品食品启动预重整 身负百亿债务此前曾计划借壳上市  
<https://dwz.cn/zgDSMPXj>
- 2、加加食品信披违规被证监会处罚 或将影响41.7亿并购  
<https://dwz.cn/8pSRj7C6>
- 3、【微酒观察】三大亮点打造别致文化盛宴，汉酱135BC探索酱酒品牌新表达  
<https://dwz.cn/B9c4SBiX>
- 4、数据|截至2019年8月中国奶业形势如何？  
<https://dwz.cn/0HR764XF>
- 5、【微酒突发】2019财年单品破120亿，水晶剑南春10月1日起控量挺价！  
<https://dwz.cn/Ifn8HXmi>
- 6、伊利、蒙牛、光明、三元、新希望……上市乳企上半年赚走了多少行业利润？  
<https://dwz.cn/6RuHsBmU>
- 7、快讯|预计6天后！全国消费者将能在苏宁买到1499茅台酒！  
<https://dwz.cn/zOzRtRBp>
- 8、外有群雄，内有古、口，徽酒“中间力量”全省化反扑兵锋正锐  
<https://dwz.cn/De4ujk08>
- 9、上游是中国奶业根基，综合实力强的乳企已具有占领优势！新乳业入股现代牧业完成交割  
<https://dwz.cn/u7i3qMfP>
- 10、1-7月进口烈酒猛增32.11%；苏宁易购10月起开售平价茅台；会稽山推50元左右新品  
<https://dwz.cn/NGk0tT8E>
- 11、白云边20年涨至458元，“塔尖”调价是占位还是冲量？  
<https://dwz.cn/4cDS4I8o>
- 12、雪花啤酒“抄后路”整合批发商！对经销商来说，是福还是祸？  
<https://dwz.cn/WFk0CdeX>

13、全国乳品企业最新动态  
<https://dwz.cn/lrESToi1>

## 5、重点公司公告

图表 28: 重点公司公告

公司	公告日期	公告类型	主要内容
百润股份	2019/9/23	股份质押变动	刘晓东先生于近日将质押给华宝信托有限责任公司的 72,030,000 股解除质押。截至公告披露日, 刘晓东先生持有公司股份 217,136,991 股(其中无限售条件流通股 54,284,248 股), 占公司总股本的 41.77%; 其中处于质押状态的股份累计 109,270,000 股, 占刘晓东先生所持公司股份的 50.32%, 占公司总股本的 21.02%。
双塔食品	2019/9/23	股份解除质押	控股股东君兴农业公司解除质押 39,699,500 股, 本次质押占其所持股份比例为 9.12%。截止本公告日, 君兴农业持有公司 435,250,137 股, 占公司股份总数的 35.01%, 本次质押后其处于质押状态的股份数为 287,299,600 股, 占其所持股份总数的 66.01%, 占公司总股本的 23.11%。
恒顺醋业	2019/9/25	股权收购	江苏恒顺醋业股份有限公司拟出资 4,424.49 万元收购控股股东江苏恒顺集团有限公司所属全资子公司镇江恒顺商场有限公司的 100% 股权。
克明面业	2019/9/25	股份解除质押	克明食品集团为 7,082,387 股公司股票办理了解除质押, 本次解除质押占所持股份比例为 7.69%。截至本公告披露日, 公司控股股东及其关联股东合计持有本公司股份 104,815,490 股, 占本公司股份总数的 31.88%, 本次解除质押后, 公司控股股东及其关联股东累计质押 85,000,000 股, 占其所持本公司股份的 81.09%, 占本公司股份总数的 25.85%。
龙大肉食	2019/9/25	股权激励	公司拟向激励对象授予权益总计 2560.00 万份, 涉及的标的股票种类为 A 股普通股, 约占本计划草案公告时公司股本总额 75554.80 万股的 3.39%。其中股票期权为 1283.30 万份, 约占本计划草案公告时公司股本总额 1.70%, 限制性股票为 1276.70 万股, 约占本计划草案公告时公司股本总额 1.69%。
皇氏集团	2019/9/25	对外投资	公司全资子公司西藏皇氏投资管理有限公司(出资 2100 万元)、全资子公司浙江完美在线网络科技有限公司(出资 8000 万元)与广西投资引导基金有限责任公司(出资 2000 万元)、上海小村资产管理有限公司(出资 50 万元)共同投资设立广西皇氏产业投资发展基金合伙企业并签署基金合伙协议。
今世缘	2019/9/26	对外投资	公司全资子公司江苏今世缘投资管理有限公司与上海君犀投资管理有限公司、国泰君安证券股份有限公司签署《君犀犀浦 7 号私募证券投资基金私募基金合同》, 今世缘投资使用自有资金认购“君犀犀浦 7 号私募证券投资基金”份额 2 亿元, 拟投资期限为 1 年。
会稽山	2019/9/26	董事会决议	公司董事会选举虞伟强先生为公司第五届董事会董事长, 傅祖康先生、王强先生为公司第五届董事会副董事长, 任期三年, 自本次董事会审议通过之日起至公司第五届董事会届满时止。
威龙股份	2019/9/27	股权质押	王珍海先生将其持有的本公司 1767.90 万股股票质押给龙口市道恩盛融小额贷款股份有限公司, 占公司总股本的 7.70%, 截至本公告日, 王珍海先生已累计质押公司股份 1.08 亿股, 占本公司总股本的 47.23%



广州酒家	2019/9/27	对外投资	公司与千行盛泰、千行资本于2019年9月27日签署了《广东福宴产业投资合伙企业（有限合伙）之有限合伙协议》。公司将作为有限合伙人认缴出资6000万元，千行盛泰作为有限合伙人认缴出资1.39亿元，千行资本作为普通合伙人出资100万元。
五粮液	2019/9/27	董事会决议	会议选举曾从钦先生为公司第五届董事会董事长。
双塔食品	2019/9/27	股份解除质押	杨君敏先生解除质押数量860万股股票，本次质押占其所持股份比例4.91%，截止本公告日，董事长持有公司1.75亿股，占公司股份总数的14.08%，本次延期购回及解除质押后其处于质押状态的股份数为1.05亿股，占其所持股份总数的59.83%，占公司总股本的8.42%。
洽洽食品	2019/9/27	股份质押	华泰集团将其持有的1510万股公司股份质押给中德证券，本次质押占其所持股份比例6.72%。截至本公告日，华泰集团目前持有本公司2.25亿股股份，约占本公司已发行股本总数44.30%；其中华泰集团已累计质押本公司股份0.73亿股，占其持有本公司股份总数的32.51%，占公司总股本的14.40%。
双汇发展	2019/9/27	发行股份	公司向罗特克斯有限公司发行19.75亿股股份。同时，河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司持有的公司19.55亿股股份注销，公司股份总数由33.00亿股增加至33.19亿股，注册资本由人民币33亿元增加至人民币33.19亿元
汤臣倍健	2019/9/27	签署协议	公司与DuPont Nutrition Biosciences ApS签署《创新战略合作协议》。双方将围绕肠道微生态相关技术的联合研究和开发（包括欧洲Phenflex项目）、潜在新功能益生菌及其应用的联合研究和开发（包括抗衰老、皮肤健康和口腔健康）、以及在中国开展益生菌类保健食品的研发与注册合作等创新项目建立战略合作关系。

资料来源：wind，国盛证券研究所

## 6、下周重要事项

图表 29：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
维维股份	2019/10/06	三季报披露
燕塘乳业	2019/10/08	股东大会
ST 椰岛	2019/10/08	股东大会
维维股份	2019/10/08	股东大会
承德露露	2019/10/12	股东大会

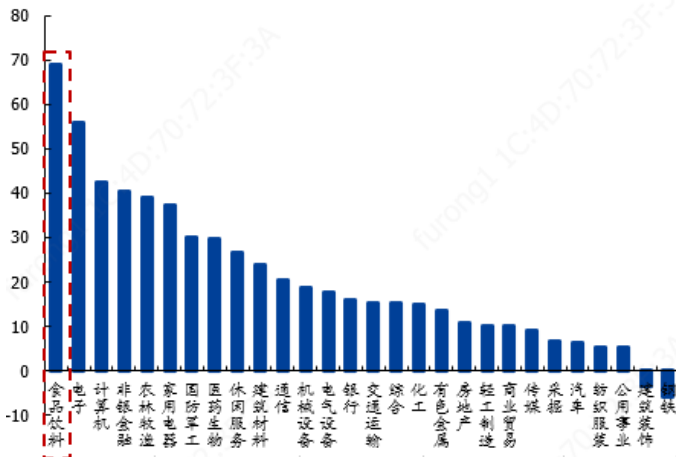
资料来源：wind，国盛证券研究所

## 7、重点数据跟踪

### 7.1 本周市场表现

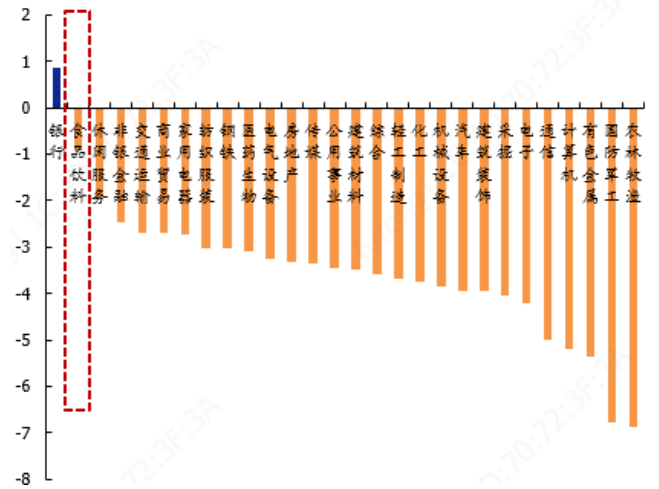
大盘及各行业走势 (09/23-09/27)

图表 30: 年初至今各行业收益率 (%)

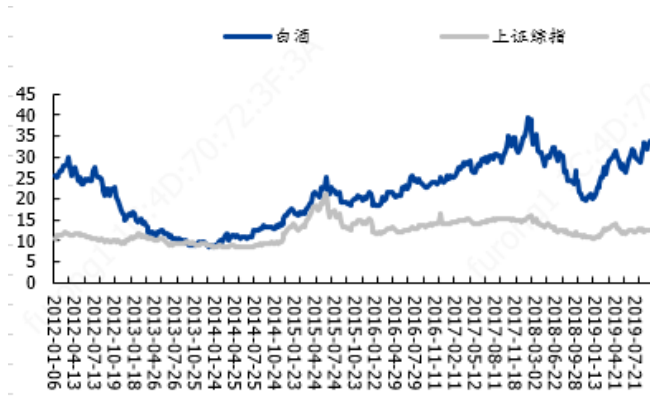


资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 本周各行业收益率 (%)



图表 34: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



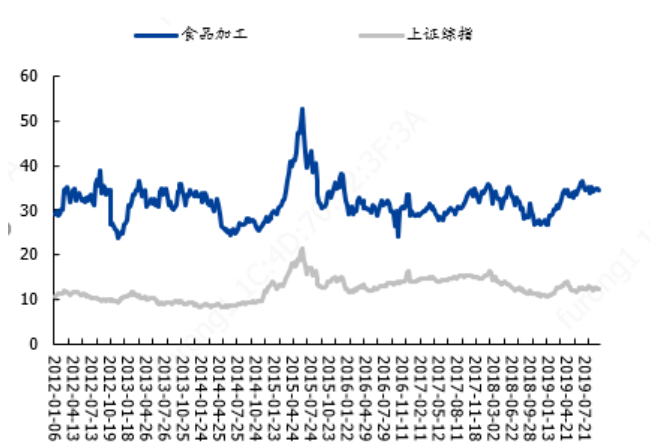
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

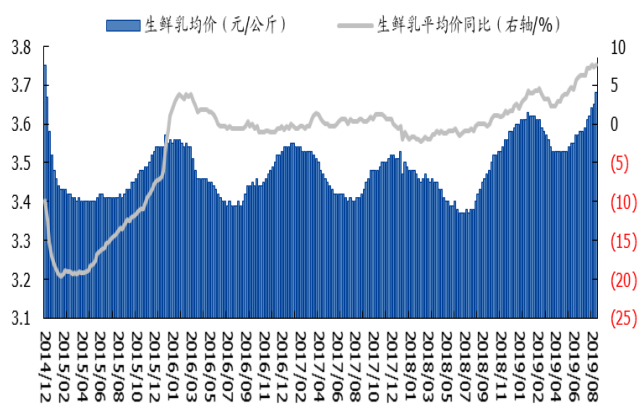
图表 37: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

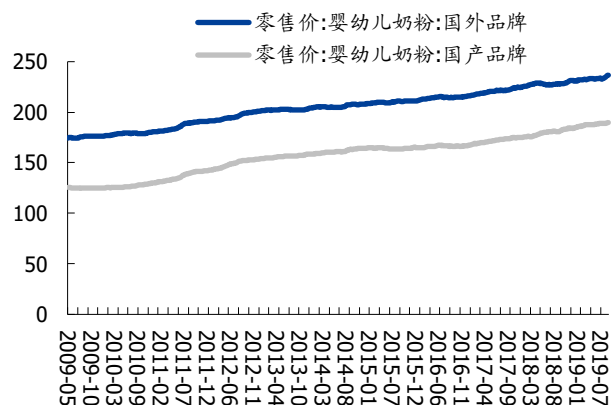
## 7.2 重点数据跟踪

图表 38: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 39: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨)



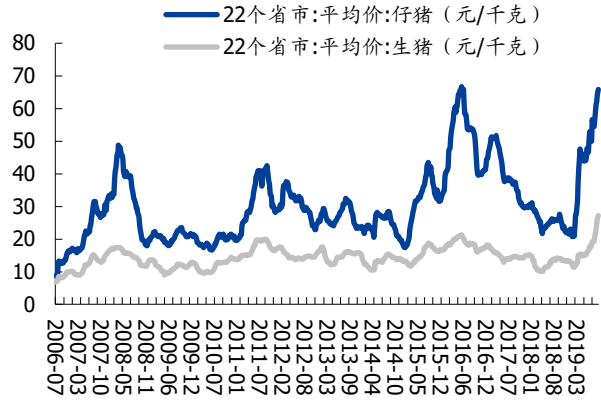
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 全国黄玉米二等价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 猪肉价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 大豆价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 玻璃价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 8、风险提示

宏观经济放缓明显导致需求不及预期; 高端化趋势低于预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com