

# 食品饮料

## 本周专题：白酒行业消费税政策的变迁与影响

### 本周专题：白酒行业消费税政策的变迁与影响

事件：国务院印发了《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，该方案具体提出了三个方面的政策措施：一是保持增值税“五五分享”比例稳定；二是调整完善增值税留抵退税分担机制；三是后移消费税征收环节至批发（或零售环节），并稳步下划地方。先对高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等条件成熟的品目实施改革，再结合消费税立法对其他具备条件的品目实施改革试点。

**几次税改的经济背景及影响：**税改的背景多为“经济压力期”，经济指标下行压力较大。白酒行业作为毛利率较高的行业，在经济的压力期承担着“税收稳定剂”的作用。消费税改革的影响：1) 2001年增加从量税导致酒企纷纷导入中高端产品，并掀起涨价热潮，以量取胜的行业发展期逐渐过渡到品牌制胜的名酒时代。2) 2017年以来规范消费税的核价基准（变相提升消费税）加速了行业的挤压式增长，行业集中化加速进行。

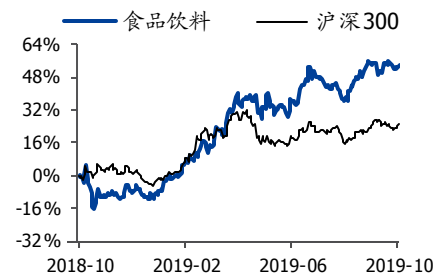
**本次事件点评：**1) **消费税改革背景：减税降费财政压力加大，奢侈品消费增速较快。**2018年下半年以来，经济增速下行明显，与此同时，减税降费措施频出，部分地区财政在一定程度上出现了压力。而另一方面，高档珠宝、手表手袋等奢侈品增速较快，国内高端烟酒等销售亦表现亮眼。2) **当前批发、零售渠道比较分散，征税环节下移的难度较大，改革条件尚不成熟。**烟、成品油、乘用车、酒四类商品贡献90%以上的消费税，此次改革目前尚未涉及。3) **若消费税征收环节由生产环节后移至批发或零售环节，消费税基计算将由出厂价转变为批发价或零售价。**对于强势企业来说，对于下游的议价能力较强（如茅台），若消费税后移征收，则酒企的盈利性或将有所改善；对于弱势企业来说，将与流通环节共担增加的税负，部分公司或下调出厂价以保证销量和经销商利润空间。4) **对高端，次高端，低端酒企的影响或然分析：**高端酒品牌溢价能力较强，可以将消费税增加的影响转嫁给渠道和消费者，相较低端酒而言影响较小。但消费税率的征收方法未定，要适征收方法和税率综合分析对于不同价格带酒企的影响。5) **流通环节的利润率或受影响，整合速度将加快。**白酒行业品牌效应明显，名酒的溢价能力较强，中游经销商较为分散，目前中小型烟酒店仍是白酒售卖的主力军，若消费税在流通和批发环节征收，渠道商的利润空间或将被挤压，在此背景下，分散的经销环节将加快整合的节奏。6) **征税环节后移有益于税源的均匀分布，但对于贵州等地而言影响较大。**白酒消费税从生产环节征收，税源往往分布主要是在四川、贵州，其他省份比较少。如果在零售环节征收，税源分布更均匀。地方财政则将受益当地白酒消费，这将有助于地方政府改善消费环境，并减少对省外酒企的打击。但对于贵州等地政府而言，消费税后移征收将减少其财政收入，且白酒企业所在地多为偏远落后地区，名酒企业对于当地的税收贡献率较大。

**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：**白酒消费税大幅度提升；需求疲软行业动销显著放缓。

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：三季报前瞻》2019-10-07
- 2、《食品饮料：本周专题：啤酒行业估值探讨》2019-09-28
- 3、《食品饮料：本周专题：浅谈高端酒价格问题》2019-09-14



## 内容目录

1、本周专题：白酒行业消费税政策的变迁与影响.....	4
1.1 白酒消费税改革历史回顾 .....	4
1.2 几次税改的经济背景与影响分析 .....	6
1.3 本次事件点评 .....	7
2、本周食品饮料板块综述 .....	8
3、近期报告汇总 .....	10
3.1 行业/公司深度 .....	11
3.2 中报点评 .....	15
3.3 行业专题 .....	19
4、行业要闻 .....	24
5、重点公司公告 .....	26
6、下周重要事项 .....	27
7、重点数据跟踪 .....	27
7.1 本周市场表现 .....	27
7.2 重点数据跟踪 .....	29
8、风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 白酒企业主要缴纳税种 .....	4
图表 2: 消费税 2009 年征收规则 .....	5
图表 3: 消费税 2017 年征收规则 .....	5
图表 4: 主要白酒企业营业税金率变化情况 .....	6
图表 5: 消费税改的经济背景 .....	6
图表 6: GDP 同比增速情况 (单位: %)	7
图表 7: PPI 同比增速情况 (单位: %)	7
图表 8: 征收环节后移对消费税 (从价部分) 的影响 .....	8
图表 9: 茅台沪港通持股 .....	9
图表 10: 五粮液沪港通持股 .....	9
图表 11: 泸州老窖沪港通持股 .....	9
图表 12: 洋河股份沪港通持股 .....	9
图表 13: 山西汾酒沪港通持股 .....	10
图表 14: 水井坊沪港通持股 .....	10
图表 15: 伊利股份沪港通持股 .....	10
图表 16: 涪陵榨菜沪港通持股 .....	10
图表 17: 中炬高新沪股通持股比例 .....	10
图表 18: 绝味食品沪股通持股 .....	10
图表 19: 重点公司公告 .....	26
图表 20: 下周重要事项 .....	27
图表 21: 年初至今各行业收益率 (%) .....	27
图表 22: 本周各行业收益率 (%) .....	27
图表 23: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%) .....	28
图表 24: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%) .....	28
图表 25: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	28
图表 26: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数 .....	28

---

图表 27: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM) .....	29
图表 28: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	29
图表 29: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤) .....	29
图表 30: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨) .....	29
图表 31: 全国黄玉米二等价格 (元/吨) .....	29
图表 32: 猪肉价格.....	29
图表 33: 大豆价格.....	30
图表 34: 玻璃价格.....	30

## 1、本周专题：白酒行业消费税政策的变迁与影响

国务院印发了《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，该方案具体提出了三个方面的政策措施：一是保持增值税“五五分享”比例稳定；二是调整完善增值税留抵退税分担机制；三是后移消费税征收环节至批发（或零售环节），并稳步下划地方。先对高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等条件成熟的品目实施改革，再结合消费税立法对其他具备条件的品目实施改革试点。改革调整的存量部分核定基数，由地方上解中央，增量部分原则上将归属地方，确保中央与地方既有财力格局稳定。

### 1.1 白酒消费税改革历史回顾

白酒行业属于税负较重的行业，白酒生产企业适用的主要税种包括1) 所得税（企业所得税）；2) 流转税（增值税和消费税）；3) 其他税种（城市维护建设税，教育费附加等）。白酒流通渠道通常需要缴纳生产增值税，城建税，教育费附加，地方教育费，企业所得税等，无需缴纳消费税。

图表 1: 白酒企业主要缴纳税种

税种名称	税种	计税依据	税率	税收归属
流转税	增值税	销售货物、应税销售服务收入、无形资产或者不动产	13%	共享税，中央50%，地方50%
	消费税	从价部分 从量部分	计税价格*20% 从量-0.5元/斤	中央税
其他税种	城市维护建设税	(增值税+营业税+消费税)*适用税率(市/县/村)	7%/5%/1%	共享税
	教育费附加	(增值税+营业税+消费税)*适用税率(3%)	3%	地方税
	地方教育费附加	(增值税+营业税+消费税)*适用税率(2%)	2%	地方税
	房产税, 车船税, 土地使用税, 印花税等		占比较小	
所得税	企业所得税	应纳税所得额	25%	共享税，中央60%，地方40%

资料来源：国家税务总局官网，国盛证券研究所

回顾白酒企业消费税的改革历史，主要历经5次变革，总体而言税负趋重、征管趋严，几次较大的变革如下：

#### 1) 1994年：消费税首次设立

目前通用的酒类征税制度源头是源于1994年的税制改革，对酒类同时征收增值税和消费税。白酒消费税税率为粮食白酒25%、薯类白酒15%；增值税税率为17%。

消费税设立的初衷在于削弱和缓解贫富悬殊，引导消费结构。通过对烟、酒等嗜好性消费品及贵重首饰，化妆品等奢侈品和非生活必需品采用较高的税率缓解收入分配不公的矛盾，并通过对木制一次性筷子等产品征消费税引导人们环保，节省的消费方式，从而调整消费结构。

#### 2) 2001年：加增从量税，白酒行业向高端转型

2001年国家改白酒的从价税为从价从量复合征税，粮食白酒、薯类白酒在按出厂价格依25%和15%的税率从价征收消费税的前提下，再对每斤白酒按0.5元从量征收一道消费税。另外，取消外购或委托加工收回的酒已纳税款准予抵扣的政策。

**影响：**2001年的从量税改革对白酒行业影响深远。中低端酒企税负大幅提升，白酒行业过去以量取胜的时代落幕，酒企纷纷转型求生，推出高档品牌，如老窖，全兴分别推出“国窖1573”，“水井坊”等高端产品。此外，白酒行业随后掀起涨价热潮，“茅五剑”纷纷提价。本次税改改善了白酒行业酒企众多，质量良莠不齐的问题，有利于行业向规

模较大的优质白酒企业集中。

**3) 2006年：取消粮食白酒 25%和薯类白酒 15%的差别消费税率，改为 20%的统一税率。**

**影响：**对通过薯类白酒税率较低进行避税的行为进行有效监管。我国高端白酒以粮食白酒为主，薯类白酒多数属于低端白酒。粮食白酒从价税率由 25%降至 20%、薯类白酒税率由 15%升至 20%，对中高端酒企是利好，有利于行业向中高端发展。

**4) 2009年：对最低计税价格作出规定，防止避税行为**

从价征收部分针对关联交易对计税价格作出规定，从量征收部分不变：

白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定。其中生产规模较大、利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内。

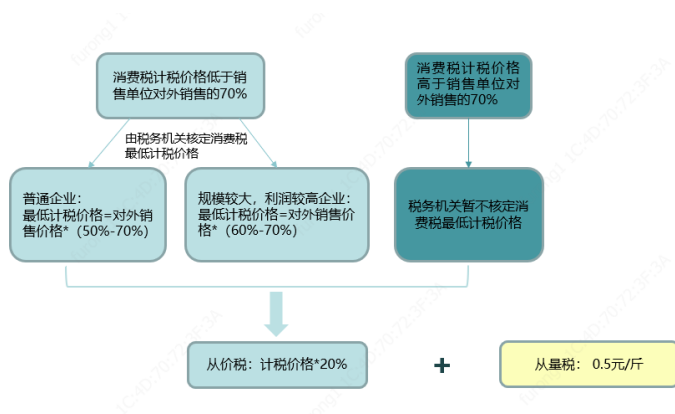
**影响：**由于消费税的征收环节在生产、委托加工和进口环节，在之后的批零环节不再缴纳，酒企通过分离生产公司和销售公司，生产公司以低价销售给关联的销售公司，并由销售公司在对外销售的方式进行避税。09年税改后，由于存在税务机关核定最低计税价格的规定，以关联交易低价销售进行避税的问题得以有效避免。

**5) 2017年：加强对最低计税价格的规定**

2017年白酒消费税最低计税价格核定比例由 50%至 70%统一调整为 60%。

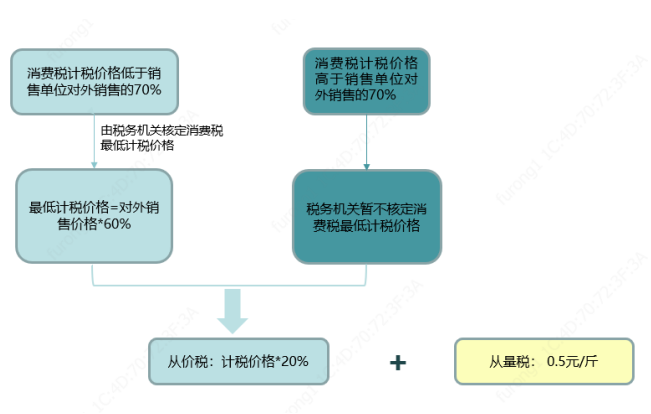
**影响：**在 2009年的基础上，统一对白酒消费税最低计税价格的规定，最低计税价格核定的规范性提升。因此，2017-2018年白酒企业的消费税率逐步提升，目前多数酒企的消费税率在 12%以上。

图表 2: 消费税 2009 年征收规则



资料来源：国家税务总局官网，国盛证券研究所

图表 3: 消费税 2017 年征收规则



资料来源：国家税务总局官网，国盛证券研究所

图表 4: 主要白酒企业营业税金率变化情况

	2014	2015	2016	2017	2018
贵州茅台	9%	10%	16%	14%	15%
五粮液	7%	8%	8%	12%	15%
泸州老窖	6%	8%	10%	13%	12%
洋河股份	1%	1%	2%	6%	16%
今世缘	10%	10%	10%	14%	17%
水井坊	14%	14%	13%	15%	15%
山西汾酒	15%	17%	20%	21%	19%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

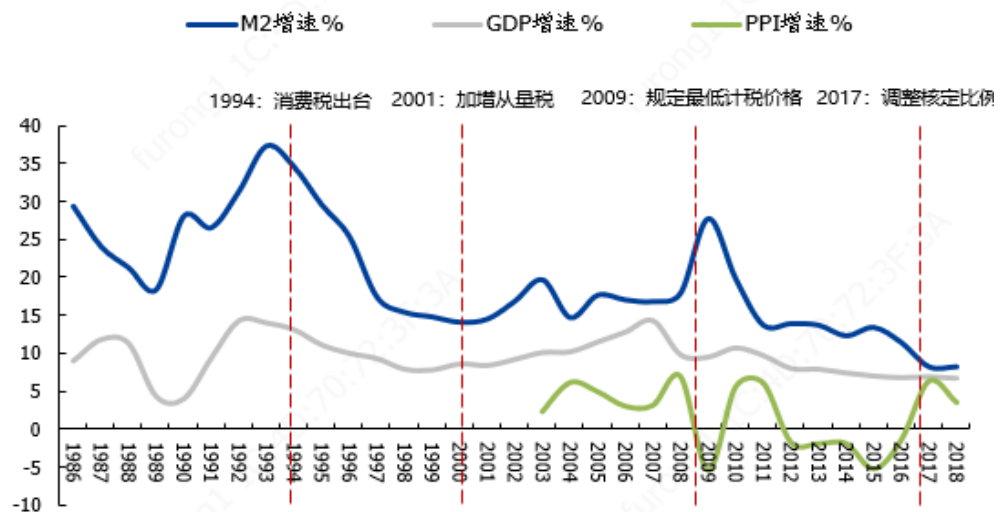
## 1.2 几次税改的经济背景与影响分析

税改的背景多为“经济压力期”，经济指标下行压力较大。从税改的经济背景来看，几次消费税税改均出现于 M2 增速，PPI 或 GDP 增速下行时期。1994 年，GDP 增速 13%，同比下降 0.9pct，M2 增速 34.5%，同比下降 2.8pct。2001 年 GDP 增速 8.3%，同比下降 0.2pct。2009 年 GDP 增速 9.4%，同比下降 0.3pct，PPI 增速-5.4%，2003 年以来首次为负，2017 年 M2 增速 8.1%，同比下降 11.3%。

白酒行业作为“盈利大户”，消费税率逐渐增加。从消费税设立的初衷来看，是要在一定程度上引导和调整消费结构，通过对烟、酒等嗜好性消费品及贵重首饰，化妆品等奢侈品和非生活必需品采用较高的税率，对收入进行调节。白酒行业作为毛利率较高的行业，在经济的压力期承担着“税收稳定剂”的作用。

消费税政策变化对于白酒行业的发展有着较为重要的影响。回顾几次消费税改革，1) 2001 年增加从量税导致酒企纷纷导入中高端产品，并掀起涨价热潮，以量取胜的行业发展期逐渐过渡到品牌制胜的名酒时代。2) 2017 年以来规范消费税的核价基准（变相提升消费税）加速了行业的挤压式增长，小企业的生存愈发艰难，行业集中化加速进行。

图表 5: 消费税改的经济背景



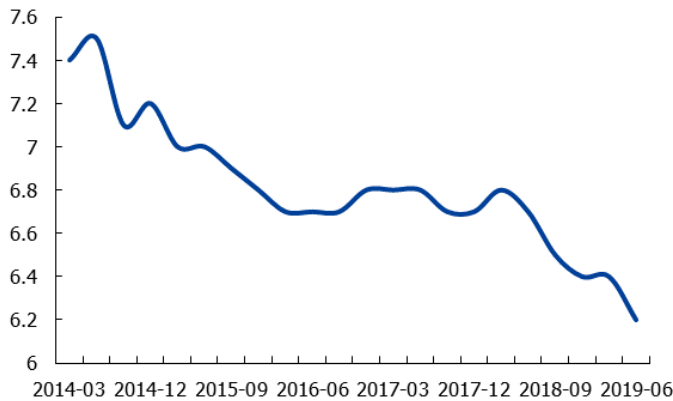
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.3 本次事件点评

#### 1) 消费税改革背景：减税降费财政压力加大，奢侈品消费增速较快

2018 年下半年以来，经济增速下行明显，2019 年二季度 GDP 增速降至 6.2%，同时 PPI 转负，2019 年 8 月 PPI 同比增速为-0.8%；与此同时，由于今年减税降费措施频出，部分地区财政在一定程度上出现了压力。而另一方面，高档珠宝、手表手袋等奢侈品增速较快，在 LVMH、CHANEL 等奢侈品财报中，均表示中国市场增速强劲，国内高端烟酒等销售亦表现亮眼，在此背景下，消费税作为一项财政手段，有助于调节财政收支。

图表 6: GDP 同比增速情况 (单位: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: PPI 同比增速情况 (单位: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

#### 2) 白酒批发与零售渠道较为分散，后移征税难度较大

2018 年国内单独消费税实现收入 1.06 万亿元，占全部税收比重约为 6.8%。此次改革包含三个品类，高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等，其中高档手表主要在进口环节征收消费税，贵重首饰、珠宝玉石本身就在零售环节征税，因此本次改革的实际影响较小。从消费税结构来看，烟、成品油、乘用车、酒四类商品贡献 90% 以上的消费税，此次改革目前尚未涉及。就白酒而言，当前批发、零售渠道比较分散，征税环节下移的难度较大，改革条件尚不成熟，如果后移征收环节至消费端，或影响开票率导致纳税基础下降。

#### 3) 若税基上调，行业整体税负提升，将加速行业集中化趋势

若消费税征收环节由生产环节后移至批发或零售环节，消费税基计算将由出厂价转变为批发价或零售价，在开票率不变的情况下将提高白酒行业税负。我们以 2018 年白酒行业收入 5364 亿元（报表口径）计算，白酒行业渠道整体加价率（从出厂到零售终端）20%~30% 计算，若税率不变，则行业整体消费税提升 129~193 亿元。

对于强势企业来说，对于下游的议价能力较强（如茅台），若消费税后移征收，则酒企的盈利性或将会有所改善；对于弱势企业来说，将与流通环节共担增加的税负，部分公司或下调出厂价以保证销量和经销商利润空间。在此背景下，小企业的生存难度更大，强者恒强的行业发展趋势将更加明显。

#### 4) 流通环节的利润率或受影响，整合速度将加快

白酒行业品牌效应明显，名酒的溢价能力较强，中游经销商较为分散，目前中小型烟酒店仍是白酒售卖的主力军，若消费税在流通和批发环节征收，渠道商的利润空间或将被挤压，在此背景下，分散的经销环节将加快整合的节奏。

### 5) 对高端，次高端，低端酒企的影响或然分析

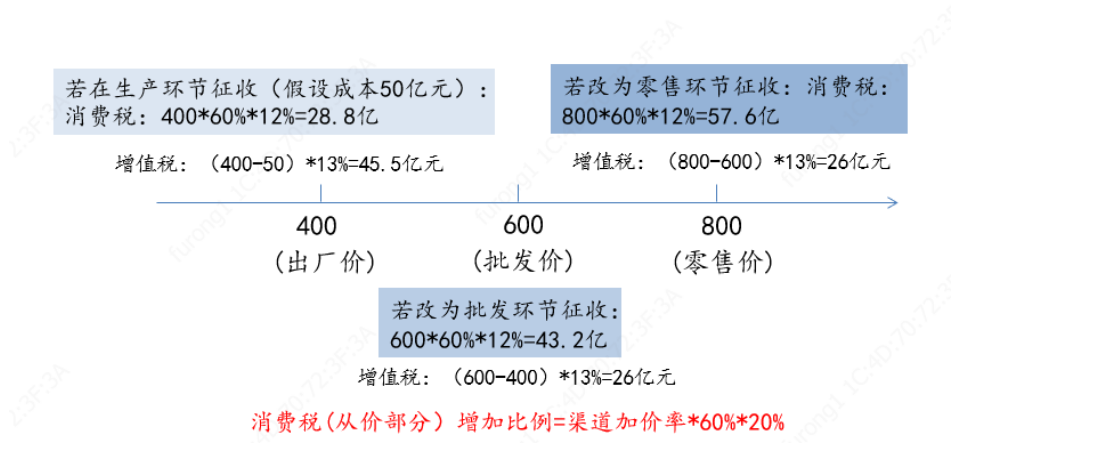
高端酒品牌溢价能力较强，可以将消费税增加的影响转嫁给渠道和消费者，相较低端酒而言影响较小。但消费税率的征收方法未定，要适征收方法和税率综合分析对于不同价格带酒企的影响。

**高端酒：**茅五泸对比来看，茅台影响最小。虽然茅台加价率达100%以上，但其渠道利润够厚，消费者价格敏感性相对较小，供需关系偏紧是主要矛盾，预计消费税增幅大概率由经销商和消费者吸收，对茅台的报表和动销而言影响较小，若消费税移出报表后会增厚业绩。对五粮液，泸州老窖而言消费税对公司的影响要看两者的战略选择和博弈过程。若共同提价将消费税转移则对公司报表和动销影响较小，若采取不同的补贴和涨价政策，两者量价关系可能会发生变化。**次高端酒：**目前处于抢占份额的跑马圈地阶段，提价幅度相较与往年已放缓。我们预计次高端行业出现整体性的提价，或由厂商对渠道进行补贴，防止经销商渠道利润下滑影响动销。对于品牌酒企而言，溢价能力较强，对厂家影响更小。**低端酒：**由于渠道加价率高，渠道议价能力较低，且消费者的价格敏感度高，因此我们预计消费税改革将对低端酒企的盈利能力造成一定的影响。对顺鑫农业而言，其有一定的品牌溢价能力，可以将部分消费税转移；此外，若从消费税征收的初衷来看，低端酒的税率或与中高端白酒不同。

### 6) 若后移消费税征收，对于白酒生产大省而言影响较大

征税环节后移有益于税源的均匀分布，但对于贵州等地而言影响较大。白酒消费税从生产环节征收，税源往往分布主要是在四川、贵州，其他省份比较少。如果在零售环节征收，税源分布更均匀。此外消费税目前属于中央税，此次方案中还提到消费税改革调整存量部分核定基数，由地方上解中央，增量部分原则上将归属地方，相当于将消费税从中央税改为央地共享税，即政府财政则将受益当地白酒消费，这将有助于地方政府改善消费环境，并减少对省外酒企的打击。但对于贵州等地政府而言，消费税后移征收将减少其财政收入，且白酒企业所在地多为偏远落后地区，名酒企业对于当地的税收贡献率较大。

图表 8: 征收环节后移对消费税(从价部分)的影响



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2、本周食品饮料板块综述



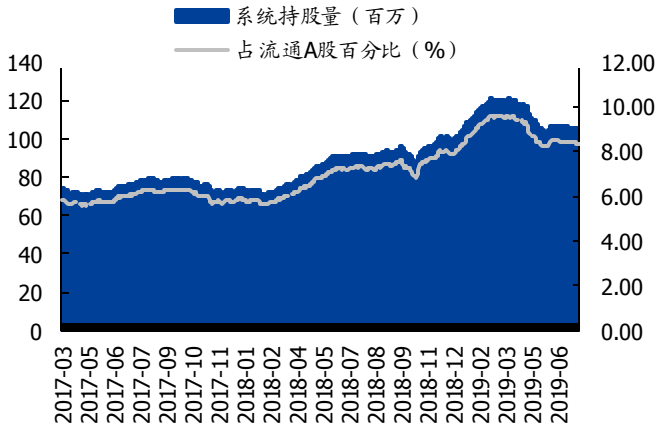
本周板块综述:

本周(10/08-10/11)上证指数上升2.36%,深证成指上升2.33%,食品饮料板块上升1.11%,在申万28个子行业中排名23位。子板块中肉制品涨幅最大,为1.61%。(肉制品1.61%>啤酒1.51%>白酒1.45%>软饮料1.35%>调味发酵品1.09%>黄酒0.63%>其他酒类0.32%>乳品-0.54%>葡萄酒-0.72%)。

个股涨幅前五位分别是:金字火腿(10.85%)、三全食品(10.65%)、黑芝麻(8.75%)、安井食品(8.46%)、科迪乳业(8.16%);跌幅前五位分别是:来伊份(-10.47%)、汤臣倍健(-6.97%)、威龙股份(-5.74%)、广州酒家(-5.15%)、伊力特(-5.11%)。

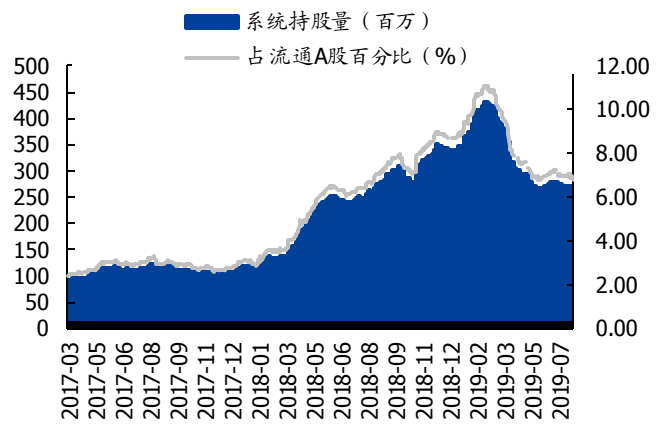
外资持股数据更新:

图表9: 茅台沪港通持股



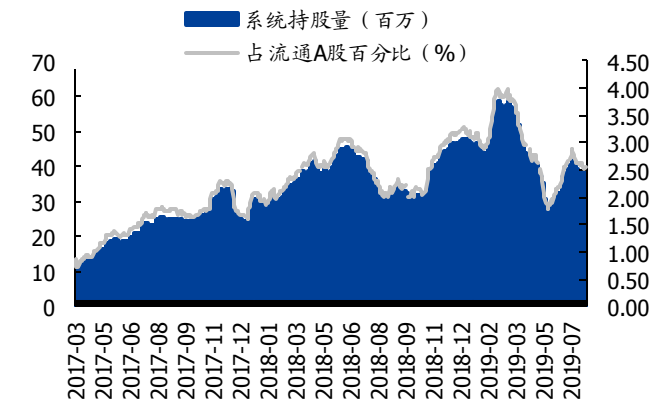
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表10: 五粮液沪港通持股



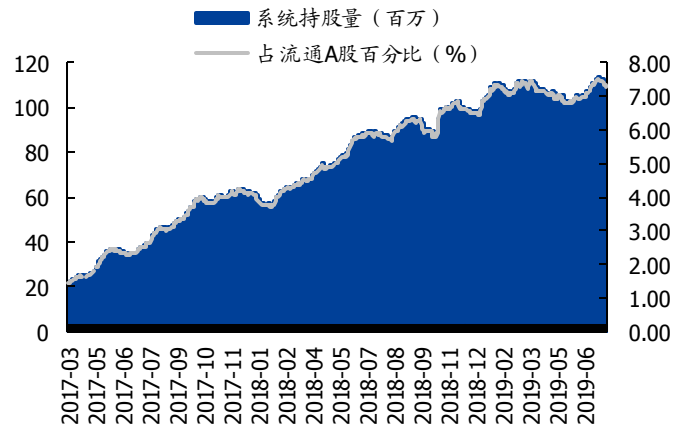
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表11: 泸州老窖沪港通持股



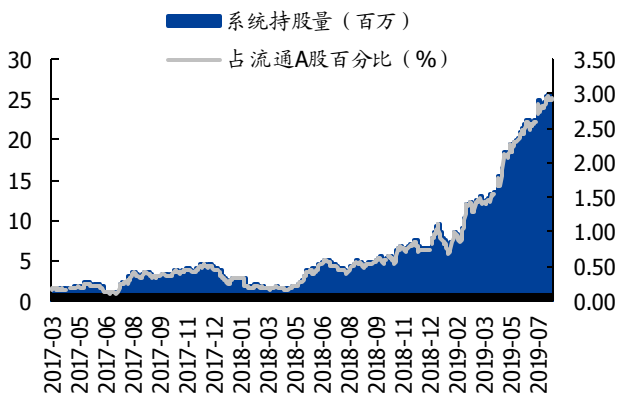
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表12: 洋河股份沪港通持股



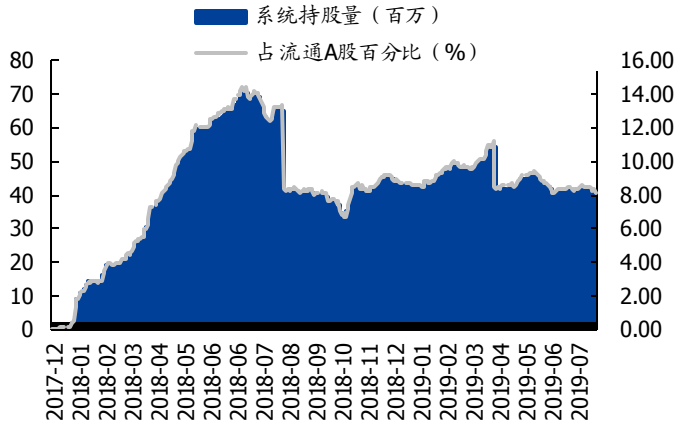
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 山西汾酒沪港通持股



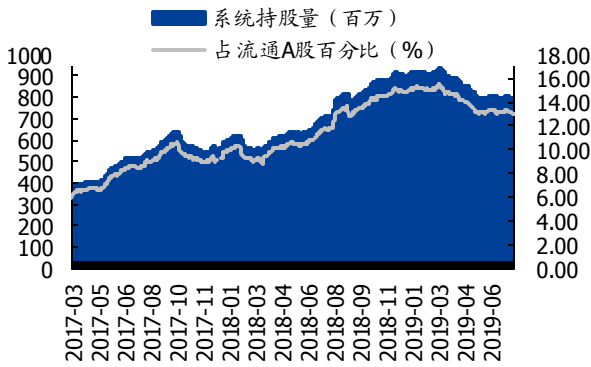
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 水井坊沪港通持股



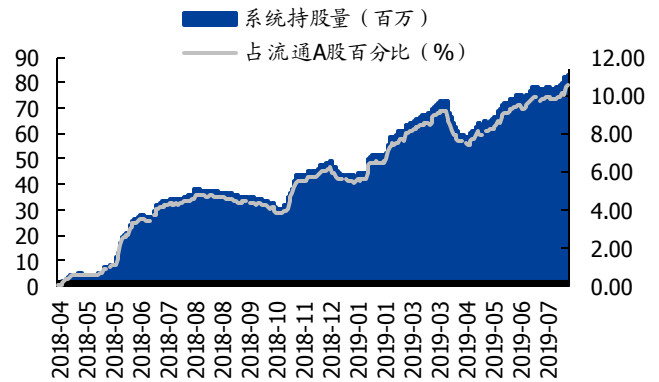
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 伊利股份沪港通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 涪陵榨菜沪港通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 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 18: 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，改柒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。**华东华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1pct。
  - 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，抽调精兵强将进入战略性市场，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。

### ➤ 青岛啤酒：百年经典，聚焦品牌升级

- **百年青啤：**领导换届进入新的发展阶段。青啤在不同发展阶段受到领导人影响深远，从2000年左右“做大做强”、2002-12年“做强做大”、2012-18年“规模和利润并举”，2018年进入黄克兴时代，期待重振品牌价值。2017年底复星国际接棒朝日成为第二大股东，期待管理机制改善、国际化加速。
- **啤酒行业：**区域格局初定，高端化驱动成长。我国啤酒整体消费量上行空间有限，人均消费量已处于高位，未来驱动力来自产品结构优化贡献吨酒价提升。青啤整体市占率位列第二，在中高端啤酒市场占据优势。啤酒行业区域竞争格局差异大，经过十多年的产能整合，当前区域竞争格局基本稳固，基地市场作为利润池，盈利能力更高。当前行业发展阶段从“跑马圈地扩份额”变为“注重利润增长”，未来有望进入业绩快速释放期。
- **聚焦产品结构升级，盈利改善可期。1) 品牌长青：**青啤历史悠久，品牌力强，具备国际化优势。公司当前推行“1+1”品牌战略，青岛主品牌定位中高端市场，承担产品结构升级重任，第二品牌崂山定位大众市场。**2) 产品战略上，公司进行多层次组合布局、聚焦腰部以上产品：**青岛品牌在高端化趋势下替代崂山品牌，8元经典1903逐步替代大单品5-6元青岛传统经典系列。未来高端产品占比提升是贡献吨酒价增长主要驱动力。
- **巩固基地市场，加快建设“沿海沿黄”。**公司基地市场稳固，聚焦突破区域市场：青啤山东和华北地区是利润池，同时制定“沿黄”、“沿海”战略提振洼地市场利润水平，未来3年有望实现恢复性增长。渠道运作采取“大客户+微观运营”模式，因地制宜根据不同区域市场竞争格局特征、经销商能力采取不同运作模式，强化市场推广力度和深化市场销售网络。
- **产能优化，效率提升。**2017-18年公司减员增效效果显著，计划未来5年关闭10家低效工厂。我们测算产能优化对未来5年毛利率改善幅度在1-2.8 pct；

长期看对 EBIT margin 提升空间约为 8.7 pct。

➤ **今世缘：长期耕耘，国缘迈入发展黄金期**

- 公司地处江苏省著名酒乡淮安，属于黄淮名酒带，旗下拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个品牌，年产白酒 3 万余吨。公司深耕江苏省白酒市场，占江苏白酒市场份额 15% 左右，省内收入占公司整体营收的 94%。1984 年第四届全国评酒会上高沟酒荣获浓香型白酒第二名的佳绩，具备名酒基因。公司实际控制人是涟水县人民政府，截至 2019H1 持股比例 44.72%，主要管理层均有持股，利益与公司充分绑定。
- 2017 年以来，江苏省白酒主流价格带由 200-300 元上移至 300 以上，省内次高端产品迎来放量，国缘和洋河梦之蓝定位 300-600 元价格带，共同受益省内消费升级，营收快速增长。**为何国缘产品可以实现快速增长，并且增速快于省内梦之蓝的增速？**我们尝试从内因和外因两个角度分析。
- **外因：**1) 江苏省完成了核心价格带从 150-300 元，到 300 元以上的跃迁。国缘开系列与梦之蓝 (M3/M6) 定位次高端，共享省内消费升级红利。2) 近年来洋河全国化拓展，部分资源投入新江苏市场。**内因：1) 渠道：**团购渠道优势显著，公司以政府团购起家，并且持续对团购场景和客户进行创新，团购占比 60% 左右。**流通渠道利润较厚。**公司在流通渠道切入较晚，网点密度小，价格透明度低，因此渠道利润较丰厚。**2) 产品：**公司产品以中度进行差异化定位，在苏派绵柔中保留了醇厚口感，在度数和口感上与洋河及高度名酒形成了差异化，体现健康导向。**3) 品牌：**公司自 2004 年推出国缘品牌即定位高端，通过长期的培育核心消费者人群中形成良好的口碑。
- **看未来：1) 省内：**目前公司在省内白酒市场占比 15% 左右，仍有较大的提升空间。具体而言，面对洋河的省内聚焦和省外品牌的加强投入，2018 年以来公司仍在南京市场取得爆发式增长，我们认为苏南，徐州等地发展较薄弱有望复制南京的经验接力增长。**2) 省外：**地产酒的省外开拓，核心即如何在省外市场增强品牌知名度。公司以“缘文化”差异化定位，对于公司省外市场品牌力的打造具有较好的记忆点和宣传点。此外公司重点拓展徐州市场，希望通过在徐州市场形成消费氛围，实现对淮海经济区（山东，河南，安徽，江苏）的辐射，发挥桥头堡效应。

### 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 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、VW、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居各行业之首。
- **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。

➤ **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)** 百威亚太剥离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。

➤ **食品饮料行业 2019 年三季报前瞻: 白酒高增可期, 大众品表现稳健**

- **白酒：终端动销量好，低基数下有望实现高增长。**2018年第三季度白酒板块增速显著放缓，低基数下预计白酒板块三季报表现稳健，从中秋国庆发货和动销情况来看，行业有望维持上半年的高增长。随着白酒整体产量同比下滑，行业步入挤压式增长阶段，预计个股表现出现分化，龙头酒企表现稳健。其中，高端酒确定性强，动销良性，预计茅五泸业绩增速均较快增长；次高端竞争加剧，预计销售费用率同比上行，整体增速回归良性增长，但仍是白酒行业中增速最快的“成长型”价格带。地产酒分化较明显，其中今世缘古井表现较优。
  
- **高端酒确定性强，验证行业景气度持续。贵州茅台：**经销商座谈会上表示中秋国庆计划投放7400吨茅台酒，9月亦提前执行四季度计划配额，预计三季度共发货1万吨左右销量同比增速超过15%。与此同时电商、直营等渠道加大投放，预计出厂吨价同比亦有显著提升。**五粮液：**三季度投放普五约5000吨，叠加1618、低度等五粮液酒，预计销量增速超过两位数；价格方面，普五出厂价提升100元(+13%)，全年营收500亿目标可期。**泸州老窖：**国窖量价齐升，品牌势能日盛，茅五价盘同比大幅度提升，国窖性价比优势明显，中秋国庆销量增速明显。同时特曲量价齐升，有望成为200-300元的大单品。
  
- **调味品：酱油行业是调味品中最主要的板块，也是增长最为稳定的板块之一。**行业龙头营收及业绩增长稳健，从中报营收及业绩表现来看，龙头海天业绩确定性再次被验证，中炬高新受到房地产业务去年同期高基数影响，营收增长略有下滑，但是其美味鲜子公司的增长仍然复合预期，表现较为稳定。从成本端来看，酱油行业主要原材料黄豆的价格出现较为明显上涨，2019年1-9月全国黄豆市场平均价格为4171元/吨，较去年同期上涨6.5%。受成本端压力的影响，叠加行业2-3年提价周期规律判断，我们预计行业提价可能性或将增加(经济增速放缓对提价有负面影响)，从而在一定程度上推动行业集中度的进一步提升，行业龙头有望优先受益。
  
- **乳制品：原奶价格上行，买赠依旧加大，业绩短期较难加速增长。**从需求端看，根据尼尔森数据，2019H1常温液态奶、低温液态奶和奶粉市场规模分别比同比增长3.0%、-0.7%、8.8%，三季度常温液态奶增速有所回升，其中安慕希、经典保持20%以上增长。从费用端看，三季度买赠力度依旧加大，预计促销费用同比提升明显。从成本端看，原奶价格持续上行导致乳企毛利率承压，2019H1乳制品板块毛利率同比下降0.3pct，预计第三季度毛利率变动趋势不变。
  
- **啤酒：销量方面，7-8月份是啤酒消费旺季，部分地区天气不佳导致销量同比下滑，**2019年1-8月我国啤酒产量同比增长0.4%，预计主要上市啤酒企业三季度销量同比略有下滑。价格方面，主要啤酒企业产品结构持续优化，预计贡献吨酒价同比增长3%左右；此外仍然受益于增值税下调贡献吨酒价提升1-2pct。费用率方面，由于龙头2018年以来改变竞争策略，以注重利润增长为主，行业竞争呈现趋缓迹象，预计市场助销费用投放减少，但考虑主要啤酒企业推广高价格带新品提升品牌拉力，预计销售费用率持平。此外伴随产能优化，关停落后产能、裁减多余人员，预计管理费用率有所改善，但会计提部分一次性减值损失拉低业绩。

## 4、行业要闻

- 1、山东市场暴增81%，是今世缘一次性投入14.7亿的背后逻辑吗？ | 云酒观察  
<https://dwz.cn/IGKkoaTk>
- 2、金融资讯：4家川酒上市公司上半年净利近百亿元五粮液“入摩”又“入富”成外资香饽饽  
<https://dwz.cn/eCPzxAm8>



- 3、总投资 2.5 亿元！天润乳业新厂在这地开工建设  
<https://dwz.cn/3xgcy2Nh>
- 4、上涨 50 元！明日起珍藏剑启动阶梯涨价模式加码次高端  
<https://dwz.cn/dqMZayM1>
- 5、10.9 酒业简报 | 华为与五粮液签署战略合作协议；李保芳接受俄罗斯记者专访……  
<https://dwz.cn/bMr8YX4G>
- 6、陇酒发力百亿，3 天后路径出炉 | 云酒独家  
<https://dwz.cn/Kx94RCR0>
- 7、海底捞、小鹿茶等大牌进军下沉市场，真的能捞金成功吗？  
<https://dwz.cn/TGHq0WuX>
- 8、【突发】消费税征收环节后移，“东风”未至，酒业已“火”！  
<https://dwz.cn/Hskj6WWf>
- 9、“中秋会战”同比增长超 30%，仰韶实力领唱豫酒振兴“进行曲”  
<https://dwz.cn/zI34xq95>
- 10、一省之力扭转白酒产量下滑态势，川酒的爆发靠什么？  
<https://dwz.cn/00q7xAeg>
- 11、国窖 1573 “鹏飞”大兴机场！白酒在国际化上再迈大步；茅台集团清理整顿子公司，计划年底清理 56 家  
<https://dwz.cn/0hZF4Z7B>
- 12、白酒消费税“变脸”猜想：一场百亿级利益大转移？ | 云酒独家  
<https://dwz.cn/TCGkSveH>
- 13、新希望刘永好：未来三年在川新增投资 500 亿元  
<https://dwz.cn/HZFQ7ajT>
- 14、酒说日报| 冯俊任茅台集团营销公司总经理；酒业 16 位企业家上榜胡润百富榜单……  
<https://dwz.cn/8P1A4tAL>

## 5、重点公司公告

图表 19: 重点公司公告

公司	公告日期	公告类型	主要内容
今世缘	2019/10/08	董事会决议	公司于 2019 年 10 月 7 日召开第三届董事会第二十四次会议,会议审议通过了《关于新建五万吨陶坛酒库的议案》,同意公司新建“五万吨陶坛酒库”,本次五万吨陶坛酒库项目主要建设内容为陶坛储酒,陶坛储量为 5 万吨,拟建筑面积 16.5 万平方米。
佩蒂股份	2019/10/08	对外投资	公司通过了《关于向全资子公司佩蒂智创(杭州)宠物科技有限公司增资的议案》,同意向全资子公司佩蒂智创(杭州)宠物科技有限公司增资 3,000 万元人民币,作为运营资金。
好想你	2019/10/08	解除限售	解除限售的股东包括杭州浩红投资管理有限公司、杭州越群投资咨询合伙企业等 2 名交易对象以及石聚彬、招证资管-同赢之好想你 1 号员工持股计划等 10 名特定对象。本次解除限售股份的数量为 134,668,148 股,占公司股份总数的 26.1145%。
爱普股份	2019/10/08	股东减持	上海馨宇投资管理有限公司持有公司无限售流通股 2,560 万股,占公司总股本 8%。本减持计划公告之日起 15 交易日后的 6 个月内,馨宇投资拟通过集中竞价交易方式减持不超过 320 万股公司股票,减持比例不超过公司总股本 1%。
贝因美	2019/10/09	业绩预告	公司发布 2019 年前三季度业绩预告。预计公司 2019 年前三季度实现归母净利润-12000 万元至-9800 万元,去年同期为 2796.40 万元;2019 年第三季度实现归母净利润 178.22 万元至 2378.22 万元,比上年同期:下降 90%至增长 22%。
古越龙山	2019/10/09	股权变动	绍兴市国资委将其持有的黄酒集团 45.90%股权无偿划转至绍兴市国有资本运营有限公司。本次权益变动前,绍兴市国资运营公司未持有上市公司股份;本次权益变动之后,绍兴市国资运营公司持有黄酒集团 45.90%股权,黄酒集团持有古越龙山 41.39%股权,绍兴市国资运营公司间接持有古越龙山 19.00% 股权。
燕塘乳业	2019/10/10	业绩预告	公司发布 2019 年前三季度业绩预告。预计公司 2019 年前三季度实现归母净利润 1.04 亿元至 1.16 亿元,同比增长 60%至 80%;2019 年第三季度实现归母净利润 0.37 亿元至 0.50 亿元,同比增长 65.58%至 123.46%。
桃李面包	2019/10/10	发行可转债	公司发布可转债上市公告书,即将发行可转换债 100,000 万元(1,000 万张,100 万手),上市时间为 2019 年 10 月 15 日,存续起止日期为 2019 年 9 月 20 日至 2025 年 9 月 19 日。
双塔食品	2019/10/10	股权质押和解除质押	公司控股股东君兴农业于 9 月 27 日和 10 月 9 日分别解除质押 500,000,000 股和 50,299,600 股,占其所持股份比例 11.49%和 11.56%,于 9 月 26 日和 10 月 8 日质押 46,000,000 股和 27,000,000 股,占其所持股份比例 10.57%和 6.2%。
好想你	2019/10/10	股东减持	公司于 2019 年 10 月 10 日收到张五须先生出具的《关于股份减持计划完成及未来减持计划的告知函》,张五须先生计划在新减持计划公告之日起十五个交易日后的三个月内,以集中竞价或大宗交易方式减持公司股份数量不超过 4,383,300 股(占公司总股本比例 0.85%)。
来伊份	2019/10/11	限售股上市流通	公司首次公开发行限售股上市流通,本次限售股上市流通数量为 226,800,000 股,上市流通日期为 2019 年 10 月 17 日。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 6、下周重要事项

图表 20: 下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
龙大肉食	2019/10/15	股东大会
桂发祥	2019/10/15	股东大会
贵州茅台	2019/10/16	三季报披露, 股东大会
洽洽食品	2019/10/18	三季报披露
酒鬼酒	2019/10/18	三季报披露
青青稞酒	2019/10/18	股东大会

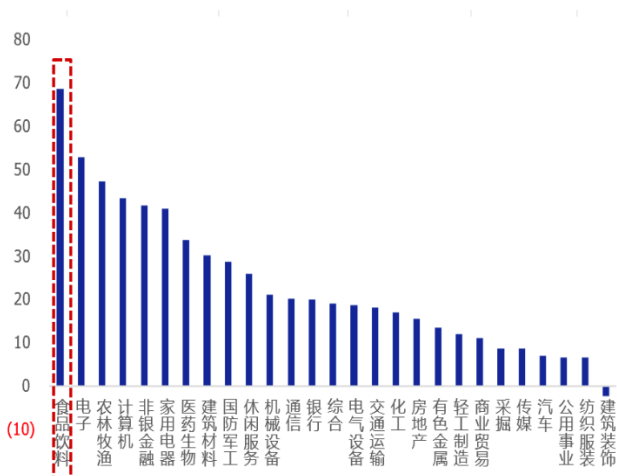
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 7、重点数据跟踪

### 7.1 本周市场表现

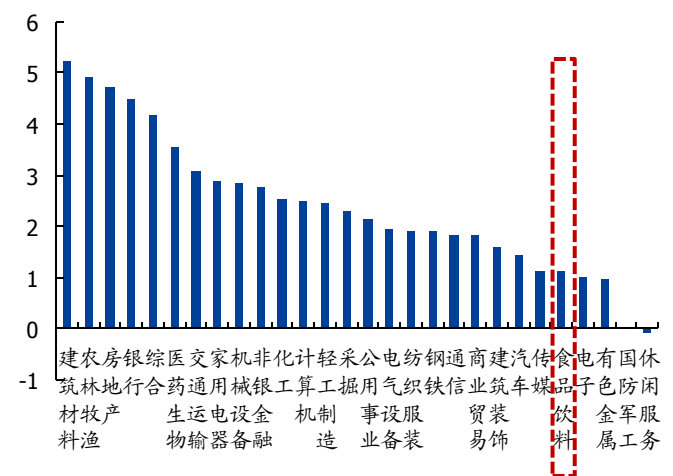
大盘及各行业走势 (10/08-10/11)

图表 21: 年初至今各行业收益率 (%)



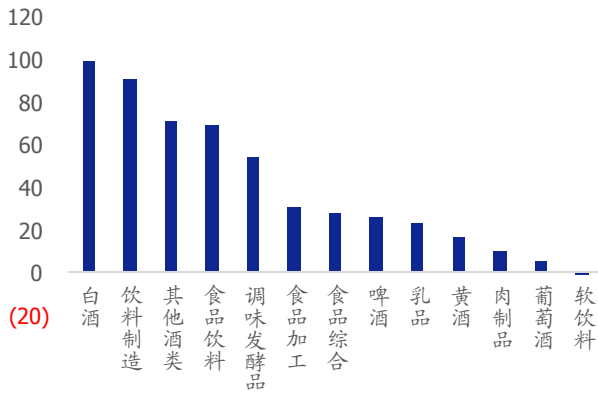
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 本周各行业收益率 (%)



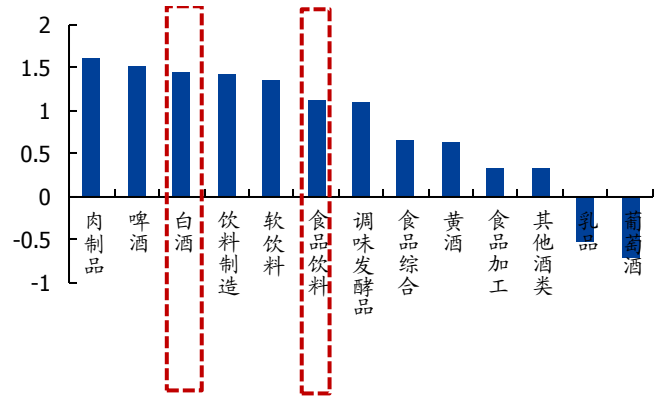
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

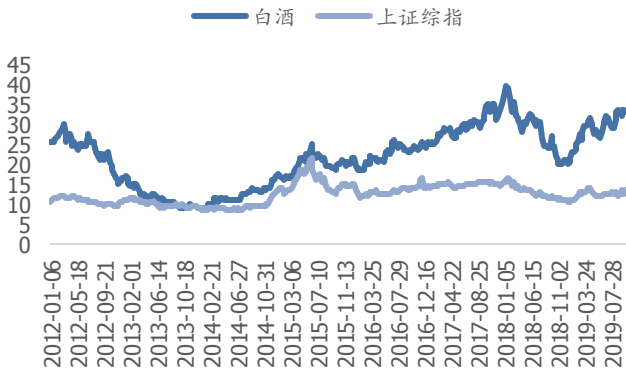


资料来源: wind, 国盛证券研究所

板块估值情况

白酒板块估值 32.92 倍, 相对于上证综指相对估值 2.48 倍 (上周为 2.73 倍), 食品加工行业板块估值为 36.06 倍, 相对于上证综指相对估值 2.72 倍 (上周为 2.80 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 21.56 倍 (相对上证综指 1.8 倍), 食品加工行业平均估值 31.85 倍 (相对上证综指 2.59 倍)。

图表 25: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



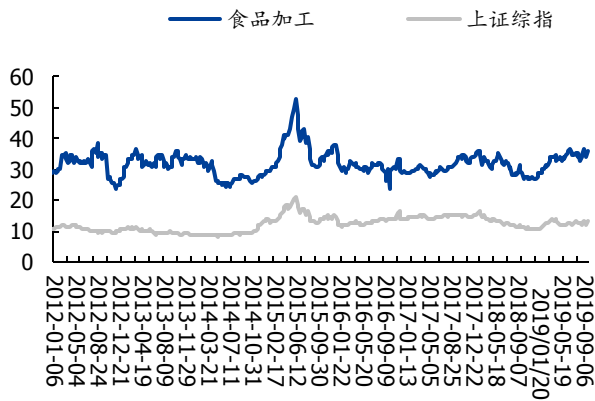
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



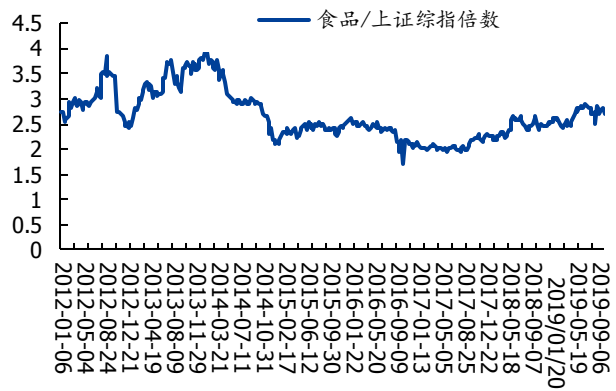
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

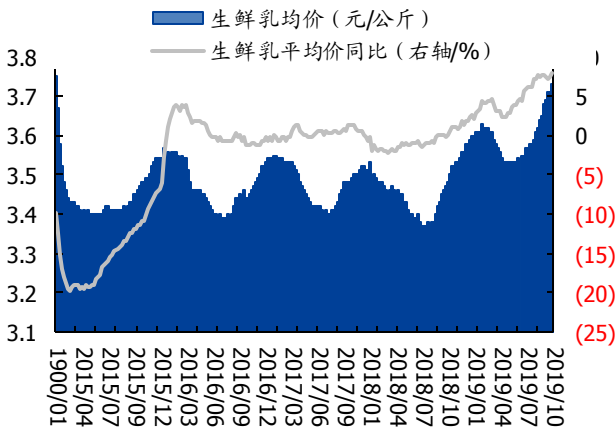
图表 28: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

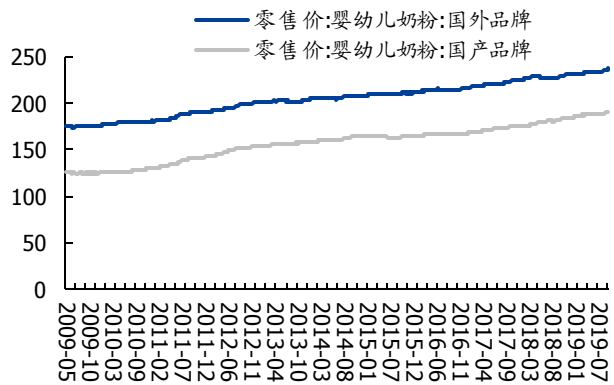
## 7.2 重点数据跟踪

图表 29: 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 30: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨)



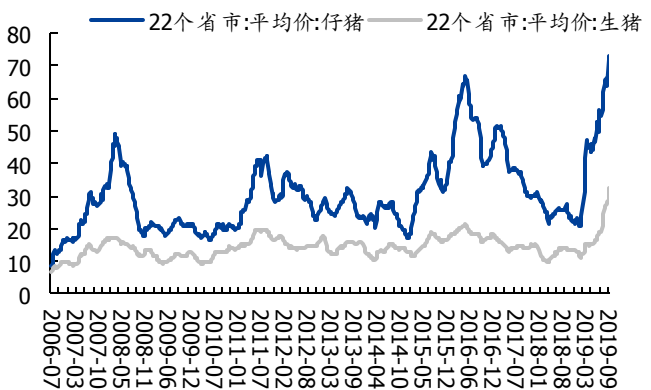
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 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 32: 猪肉价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 33: 大豆价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 玻璃价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 8、风险提示

白酒消费税大幅度提升; 需求疲软行业动销显著放缓。

### 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