

食品饮料

本周专题：海外啤酒品牌在中国系列之嘉士伯

周专题：海外啤酒品牌在中国系列之嘉士伯

亚太是嘉士伯第二大啤酒市场，高端化驱动快速增长。2018年嘉士伯亚太市场营收/营业利润分别占嘉士伯集团的25%/29%，是仅次于西欧的第二大啤酒市场。2018年以来嘉士伯亚太量价齐升，营业利润加速增长。2018年亚太地区销量344万吨(YoY+8.6%)，营收155.3亿丹麦克朗(YoY+13.3%)，营业利润31.64亿丹麦克朗(YoY+15.8%)，高端化趋势驱动业绩全面领先。

嘉士伯亚太在中国西部、东南亚地区市占率领先，未来提升空间仍大。嘉士伯在亚太6个国家和地区市场份额位列第一、第二，在中国整体市场份额6%位列第五，中国西部市场份额61%位列第一。亚太地区人均啤酒消费量差距较大，东南亚国家越南、老挝、柬埔寨人均消费量超过40升，部分国家和地区仍未达到上限，未来仍有增量空间。吨酒价方面，2018年嘉士伯亚太吨酒价约4659元/吨，同比增长4%，远低于西欧市场7887元/吨，未来受益高端化趋势预计仍会保持稳步提升趋势。

嘉士伯中国是西部啤酒之王，也是增速领跑的绩优生。2003-2013年嘉士伯通过收购、合资等方式进军中国西部市场，在新疆、西藏、甘肃、云南、重庆地区市占率领先。此外嘉士伯中国在这些市场逐步引进嘉士伯、乐堡、1664等中高端啤酒品牌，构造完善的品牌组合。2018年嘉士伯中国营收75.09亿丹麦克朗(约为77.5亿人民币)，占嘉士伯集团的12%。中国地区2017年以来量价齐升，国际品牌销量保持双位数增长，推动吨酒价加速提升。本土品牌中重庆啤酒在本土品牌中规模领先，2018年营收占嘉士伯中国40%左右，其他本土啤酒品牌销售规模较小，市场份额缩小。

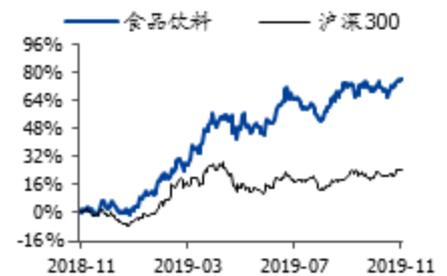
展望未来，嘉士伯中国将强化产品组合+大城市计划扩张。嘉士伯中国将继续推动建设“强势本土品牌+国际高端品牌”组合，同时前瞻性布局本土精酿品牌京A。嘉士伯中国在西部核心省份以外推行“大城市”计划以扩大版图，截至2018年已进入超过20个大城市。当前国内高端啤酒市场格局尚未确定，嘉士伯有望凭借完善产品组合及优秀的运营管理体系，继续扩大中国市场份额。

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。**核心推荐中炬高新、伊利股份、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、日辰股份等；同时关注高端化趋势明显的啤酒板块。

风险提示：宏观经济增速放缓导致需求不及预期；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

研究助理 沈阳

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：三季报总结：白酒分化明显，食品多点开花》2019-11-03
- 2、《食品饮料：茅台虹吸效应明显》2019-10-27
- 3、《本周专题：长期分化，短期背离——关于酒行业的几个思考：本周专题：长期分化，短期背离——关于酒行业的几个思考》2019-10-20



内容目录

1、“海外啤酒品牌在中国”系列之嘉士伯.....	4
亚太是嘉士伯第二大啤酒市场	4
嘉士伯中国：西部啤酒之王.....	7
嘉士伯中国的发展历程.....	7
嘉士伯中国是增速领先的绩优生	8
嘉士伯中国战略：强化产品组合+大城市计划	10
2、本周食品饮料板块综述.....	11
3、近期报告汇总	14
3.1 行业/公司深度.....	14
3.2 季报点评	19
3.3 行业专题.....	23
4、行业要闻.....	29
5、重点公司公告	30
6、下周重要事项	30
7、重点数据跟踪	31
7.1 本周市场表现	31
7.2 重点数据跟踪	32
8、风险提示.....	33

图表目录

图表 1: 嘉士伯各区域收入占比(2018年).....	4
图表 2: 嘉士伯各区域营业利润占比(2018年).....	4
图表 3: 嘉士伯主要销售区域稳定增长(2018年).....	4
图表 4: 嘉士伯亚太地区销量及吨酒价增速(%).....	5
图表 5: 嘉士伯亚太地区营业利润率持续提升	5
图表 6: 嘉士伯在亚洲市场概况	5
图表 7: 嘉士伯的品牌及产品组合.....	6
图表 8: 嘉士伯各地区吨酒价比较(人民币/吨).....	6
图表 9: 嘉士伯在中国的发展历程.....	7
图表 10: 嘉士伯本土品牌啤酒布局	8
图表 11: 嘉士伯中国地区销量增速(%).....	9
图表 12: 嘉士伯中国地区吨酒价增速(%).....	9
图表 13: 重庆啤酒历年收入及毛利率(百万元).....	9
图表 14: 兰州黄河历年啤酒业务收入及毛利率(百万元).....	9
图表 15: 西藏发展历年啤酒业务收入及毛利率(百万元).....	10
图表 16: 啤酒花 2011-2015 年啤酒业务收入及毛利率(百万元).....	10
图表 17: 嘉士伯高端品牌销量增速(%).....	10
图表 18: “扬帆 22”计划.....	11
图表 19: 茅台沪港通持股.....	11
图表 20: 五粮液沪港通持股.....	11
图表 21: 泸州老窖沪港通持股.....	12

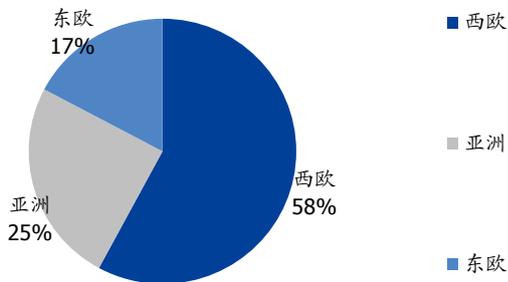
图表 22: 洋河股份沪港通持股.....	12
图表 23: 山西汾酒沪港通持股.....	13
图表 24: 水井坊沪港通持股.....	13
图表 25: 伊利股份沪港通持股.....	13
图表 26: 涪陵榨菜沪港通持股.....	13
图表 27: 中炬高新沪股通持股比例.....	13
图表 28: 绝味食品沪股通持股.....	13
图表 29: 重点公司公告.....	30
图表 30: 下周股东大会召开信息.....	30
图表 31: 年初至今各行业收益率 (%).....	31
图表 32: 本周各行业收益率 (%).....	31
图表 33: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%).....	31
图表 34: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%).....	31
图表 35: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	32
图表 36: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	32
图表 37: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	32
图表 38: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	32
图表 39: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤).....	32
图表 40: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨).....	32
图表 41: 全国黄玉米二等价格 (元/吨).....	33
图表 42: 猪肉价格.....	33
图表 43: 大豆价格.....	33
图表 44: 玻璃价格.....	33

1、“海外啤酒品牌在中国”系列之嘉士伯

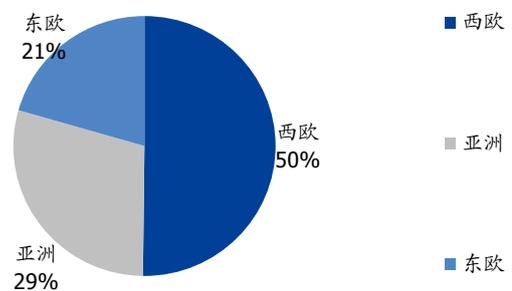
亚太是嘉士伯第二大啤酒市场

嘉士伯起源于丹麦，创立于1847年，是历史最悠久也是位列全球第三的啤酒制造商，拥有500多个子品牌。2018年嘉士伯共销售啤酒1123万吨，其他饮料208万吨，营业收入625.03亿丹麦克朗。嘉士伯在西欧、亚洲和东欧的25个市场中占据第一或第二的市场份额，这些市场销量大约占比75%。西欧是嘉士伯最大的销售区域，营收和营业利润分别占比58%/50%；亚洲已经成长为嘉士伯第二大销售区域，营收和营业利润分别占比25%/29%；东欧是嘉士伯市占率领先的区域，营收和营业利润分别占比17%/21%。

图表 1: 嘉士伯各区域收入占比(2018年)



图表 2: 嘉士伯各区域营业利润占比(2018年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

亚太是增长较快的潜力市场。亚太市场高端化趋势明显，嘉士伯旗下国际品牌保持强劲增长。2018年嘉士伯在亚太市场实现销量344万吨，同比增长8.6%；实现收入155.3亿丹麦克朗，同比增长13.3%；营业利润同比增长15.8%。2018年乐堡品牌在亚太市场继续保持良好的势头，实现销量同比增长13%。

图表 3: 嘉士伯主要销售区域稳定增长(2018年)

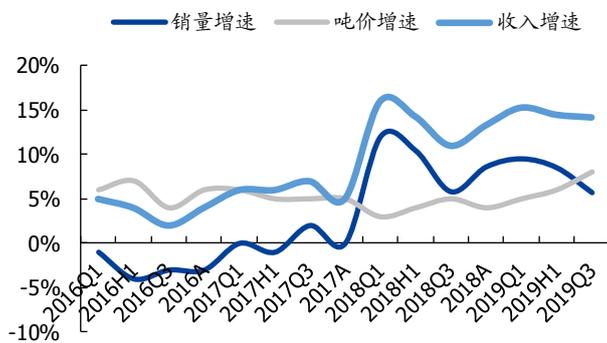


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

嘉士伯亚太自 2018 年量价齐升，利润加速提升。2015-2017 年嘉士伯“资援新征程”计划的 3 年，受到市场低迷，以及公司关闭落后产能、淘汰低端产品影响，短期销量出现下滑。2016-17 年嘉士伯整体销量每年下滑 2%，嘉士伯亚太销量分别同比下滑 3%/0%，亚太区受益于产品结构优化吨酒价分别增长 6%/5%，维持收入个位数增长。2018 年以来嘉士伯亚太呈现加速发展态势，2018 年销量同比增长 8.6%，叠加吨价增长 4%，收入端增长达到双位数。2019 前三季度持续加速增长势头，Q3 销量 117 万吨，同比增长 5.7%，吨酒价同比增长 8%，收入增速达到 14.2%。

嘉士伯亚太区受益高端化趋势，营业利润增速自 2018 年加速。2018 年实现营业利润 31.64 亿丹麦克朗，同比增长 15.8%，2019 上半年增速达到 35.5%，营业利润率自 2016 年的 19.1% 提升至 2018 年 20.4%，2019H1 达到 22.1%。公司在亚太地区的业绩增长主要受益于亚太地区啤酒高端化趋势，根据公司年报，2018 年嘉士伯亚洲地区乐堡品牌实现 13% 的快速增长。

图表 4: 嘉士伯亚太地区销量及吨酒价增速(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 嘉士伯亚太地区营业利润率持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

亚太地区仍是增量市场，嘉士伯在中国西部、东南亚市场份额领先。亚太地区啤酒的人均消费量差距较大，东南亚国家越南、老挝和柬埔寨人均消费量领先，人均啤酒消费量接近发达国家平均水平，部分国家和地区人均啤酒消费量仍未达到上限。当前嘉士伯在亚太地区 6 个国家和地区市场份额排名位列第一、第二，在中国地区整体市场份额为 6%，排名第 5，但是在中国西部地区市场份额为 61%，位列第一。

图表 6: 嘉士伯在亚洲市场概况

市场	人均消费量(升)	市场地位(排名)	市场份额(%)	工厂数量
中国	27	5/1	6/61	25
越南	42	4	8	1
老挝	44	1	95	2
柬埔寨	59	3	17	1
尼泊尔	4	1	63	1
印度	2	3	n/a	8
缅甸	8	2	8	1
马来西亚	6	2	40	1
新加坡	22	2	22	--
香港特别行政区	23	1	28	--

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所(注: 中国市场分为“整体/中国西部”)

嘉士伯集团品牌及产品组合完善。公司核心啤酒品类分为国际化品牌和本地品牌，核心啤酒占到整体啤酒销量/收入的 93%/87%。其中国际化品牌为乐堡、嘉士伯，本土化品牌通常是收购当地强势本土品牌。国际化品牌保持良好增长势头，2018 年乐堡销量同比增长 10%，嘉士伯同比增长 5%。此外公司着眼未来积极发展精酿工艺啤酒、无酒精啤酒品类，2018 年占整体啤酒销量/收入的 7%/13%，其中 1664 销量同比增长 49%，格林堡销量增长 14%。当前亚太地区强势本土品牌销量占比超过 50%，国际化品牌保持较快增速，高端化仍有空间。

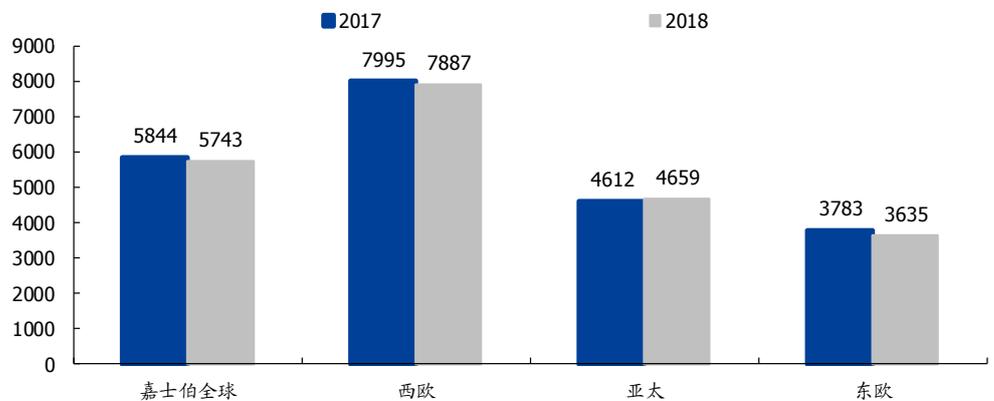
图表 7: 嘉士伯的品牌及产品组合



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

嘉士伯亚太地区吨酒价低于西欧，吨价稳步提升。嘉士伯西欧地区产品结构较为成熟，因而吨酒价已经处于较高水平，2018 年吨酒价 7887 元/吨，可比口径同比下降 1%。嘉士伯亚太地区吨酒价 4659 元/吨，同比增长 4%，吨酒价稳定增长主要受益于该地区产品结构持续改善，尤其是中国地区高端化组合表现强劲。根据百威亚太招股书，2018 年百威亚太吨酒价约为 4887 元/吨，由于百威亚太在在发达国家韩国市占率领先，且在中国地区占据高端及超高端市场 46.6% 份额，吨酒价略高于嘉士伯亚太。

图表 8: 嘉士伯各地区吨酒价比较(人民币/吨)



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

嘉士伯中国：西部啤酒之王

嘉士伯中国的发展历程

嘉士伯是最早进入中国的国外啤酒产品之一，1995年嘉士伯并购了位于广东惠州的一家啤酒厂，成立了最早的嘉士伯啤酒(广东)有限公司，1999年香港的啤酒生产转移至惠州。起初嘉士伯也试图开发华东市场，1998年在上海建立了第二家独资工厂，但由于水土不服，2000年8月将上海嘉士伯工厂卖给了当时正在扩张的青岛啤酒。

东方不亮，嘉士伯发力中国西部市场，成为西部啤酒之王。2003年嘉士伯现后收购云南华狮啤酒厂、大理啤酒厂，其中大理啤酒当时在云南市场市场份额高达40%，占据了云南啤酒市场领头羊位置。云南也是嘉士伯在中国地区仅次于广东的第二大出口市场，主要出口至东南亚市场。

2004年嘉士伯收购了拉萨啤酒厂50%股份，合资组建西藏拉萨啤酒有限公司，拉萨啤酒在拉萨地区市占率达到80%，在整个西藏市场也有50%的市占率。2004-2007年间，拉萨啤酒产销以15%的速度快速发展。

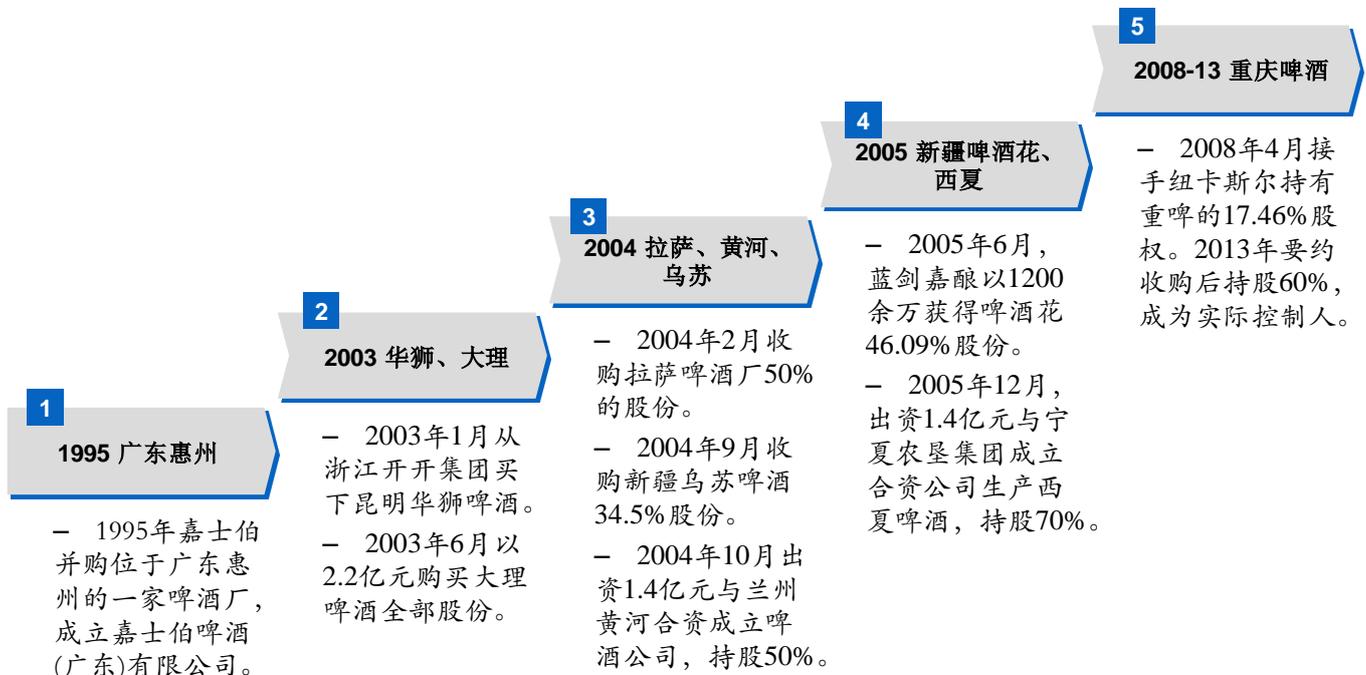
2004年10月嘉士伯与兰州黄河成立了新的合资公司，持股50%，共同经营在兰州市场市占率60%的黄河啤酒。同时嘉士伯还与黄河啤酒在兰州、天水、酒泉、青海西宁组建合资啤酒企业。

2004-2005年嘉士伯现后收购新疆乌苏啤酒34.5%股权和啤酒花46.09%的股权，获得了乌苏啤酒、新疆啤酒两个品牌。此外啤酒花也是新疆最大的啤酒花生产企业，嘉士伯由此也在全国啤酒花原料市场取得主导权。

2005年12月与宁夏农垦企业集团签订了总投资2亿元，年产20万吨啤酒的合资协议，得以在宁夏地区经营西夏啤酒品牌。

2008-2013年嘉士伯不断增持重啤，获得重啤60%股权成为实际控制人。重庆啤酒在重庆地区市占率超过80%，在做强区域龙头品牌的同时，嘉士伯积极引入更多国际品牌，获得了在西南市场的强大影响力。重啤同时也在嘉士伯东进战略中发挥重要作用。

图表 9: 嘉士伯在中国的发展历程



资料来源：国盛证券研究所整理

通过以上合资和收购，嘉士伯中国在中国西部地区市占率达到60%，建立起强大的本地

品牌组合以及收获了当地的工厂及销售渠道。强势本土品牌在各自地区发挥着连接本地消费者的重任，同时嘉士伯中国委托当地工厂加工嘉士伯啤酒，以满足不同文化背景的消费者在不同场合的需求。2012年在亚太地区引入乐堡啤酒，也弥补了定位6-8元左右中高端价位产品的缺憾。

嘉士伯中国的品牌组合呈现金字塔型，中高端品牌是发展重点。塔基是售价在4-6元的主流价格带的本土啤酒品牌，如风花雪月、大理、西夏、拉萨、新疆、乌苏、黄河、山城、重庆等，2013年这些品牌占到嘉士伯中国销量的75%左右。售价在8-10元左右的中档品牌，如乐堡、嘉士伯冰纯；售价在10元以上高端品牌，如凯旋1664、奇捷尼、健力士等，这些中高端品牌占销量约为25%。而在利润贡献则基本呈倒金字塔，2013年低端和中高端各占50%。

中高端品牌是嘉士伯发展重点，公司将广告资源重点投放至国际化品牌，如李宇春代言乐堡品牌，通过草莓音乐节与年轻人连接；而针对主打法式优雅，更适合现代女性的高端品牌凯旋1664，则选择知性女明星倪妮代言。

图表 10: 嘉士伯本土品牌啤酒布局

地区	公司名称	持股比例	经营品牌
广东	嘉士伯广东	99%	嘉士伯、乐堡、1664等
云南	昆明华狮啤酒有限公司	100%	华狮
	大理啤酒有限公司	100%	大理、风花雪月
西藏	西藏拉萨啤酒有限公司	50%	拉萨
甘肃	兰州黄河嘉酿啤酒有限公司	50%	黄河
	天水黄河嘉酿啤酒有限公司	50%	黄河
	酒泉西部啤酒有限公司	50%	黄河
青海	青海黄河嘉酿啤酒有限公司	50%	黄河
新疆	新疆嘉酿投资有限公司	90%	乌苏、新疆
	新疆啤酒花股份有限公司	30%	新疆(2016年被同济堂借壳)
	新疆乌苏啤酒有限责任公司	65%	乌苏
宁夏	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	70%	西夏
重庆	重庆啤酒	60%	重庆、山城

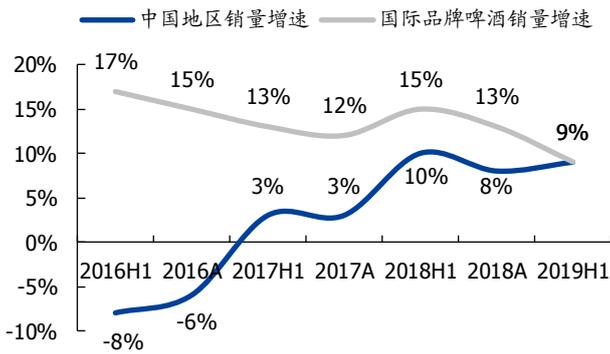
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

嘉士伯中国是增速领先的绩优生

中国是嘉士伯亚太地区的重要战略市场，2018年已经成为前两大市场之一。2018年嘉士伯中国地区营收75.09亿DKK，营收占比12%，与俄罗斯75.07亿DKK的营收并驾齐驱。嘉士伯中国区2015-16年实施供应链优化，以重啤为代表，分别关停了6个、2个产能落后工厂，整体销量受到影响，但高端部分产品销量保持双位数增长。2017年以来整体销量逐步回暖，2018年嘉士伯中国销量同比增长8%，其中高端部分销量同比增长13%。

2017年以来公司本土、国际品牌升级齐头并进。一方面公司不断对本土品牌进行升级，例如重庆啤酒推出重庆纯生、小麦白、醇麦国宾，抢占更高价格带；此外乌苏啤酒在2019年也成为网红啤酒，跟随新疆餐饮文化走出了新疆。国际品牌方面，公司持续推动嘉士伯、乐堡、1664等高端品牌增长，贡献公司吨酒价加速提升。

图表 11: 嘉士伯中国地区销量增速(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

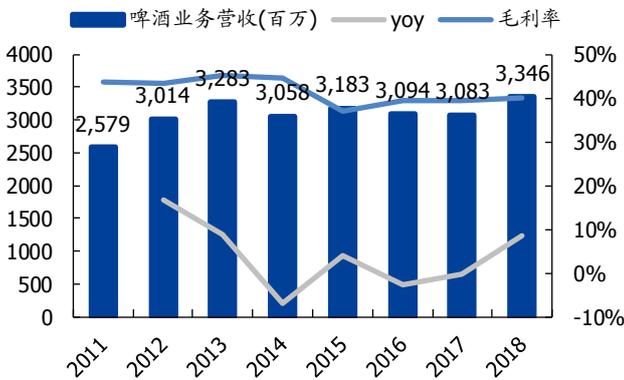
图表 12: 嘉士伯中国地区吨酒价增速(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

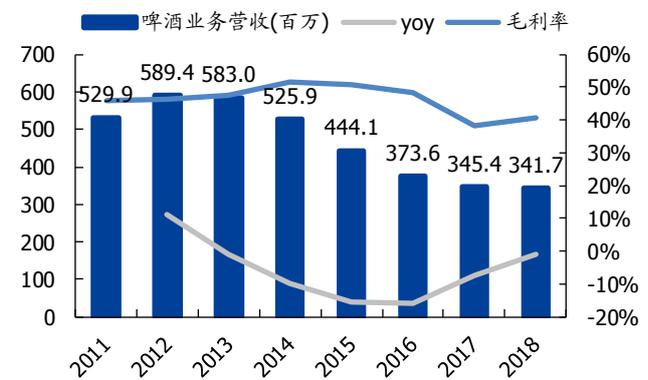
区分不同主体, 重庆啤酒规模领先、稳定增长。2018 年重庆啤酒主营业务收入 33.46 亿元, 同比增长 8.5%, 占嘉士伯中国营收的 40%左右, 并且近几年重啤的营收保持稳定增长趋势, 2011-18 年收入增长 CAGR 为 3.7%。公司与兰州黄河合资的啤酒业务近几年呈现下滑趋势, 2018 年兰州黄河啤酒业务收入 3.42 亿元, 2011-18 年收入增长 CAGR 为 -6.1%。

图表 13: 重庆啤酒历年收入及毛利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

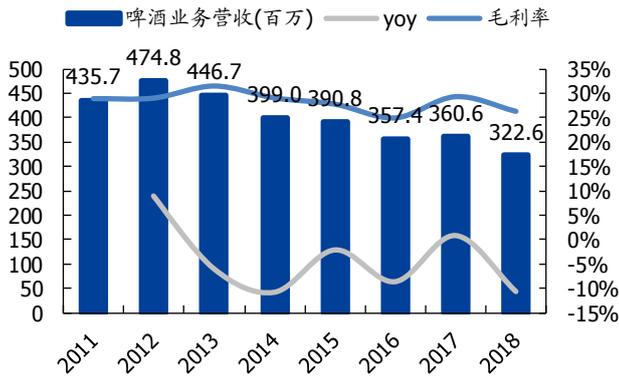
图表 14: 兰州黄河历年啤酒业务收入及毛利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

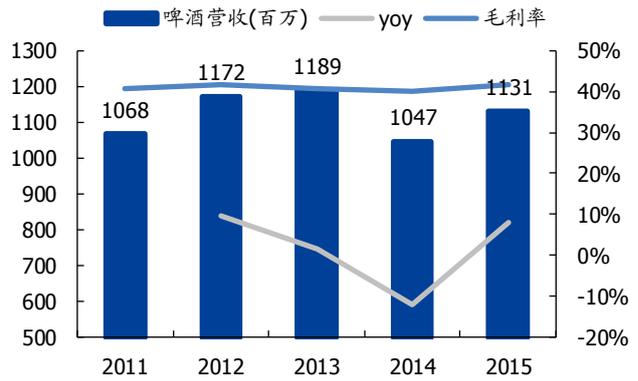
西藏拉萨啤酒有限公司中嘉士伯持股 50%, 生产和销售拉萨啤酒为主, 2018 年该公司啤酒业务收入 3.22 亿元, 同比下滑 10.6%; 2011-18 年啤酒业务营收增长 CAGR 为 -4.2%。西藏拉萨啤酒毛利率也持续下滑, 自 2011 年 28.8% 下滑至 2018 年 26.2%。新疆啤酒花公司 2016 年 1 月份被同济堂借壳, 嘉士伯获得乌苏啤酒 100% 股权, 能够看到 2015 年乌苏啤酒营收 11.31 亿元, 同比增长 8%, 乌苏啤酒毛利率水平 41.7%, 与重庆啤酒接近。

图表 15: 西藏发展历年啤酒业务收入及毛利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 啤酒花 2011-2015 年啤酒业务收入及毛利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

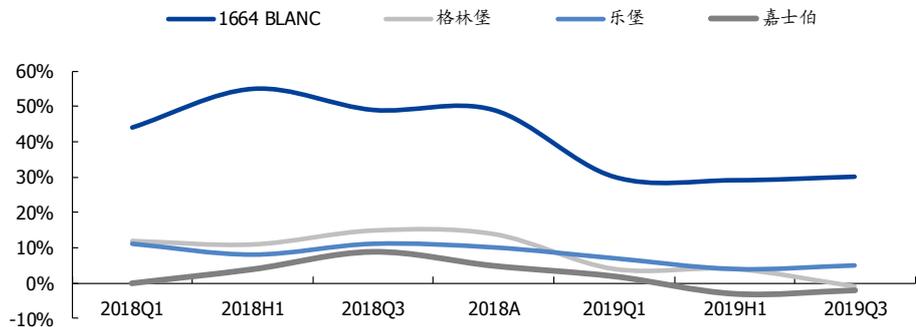
嘉士伯中国战略: 强化产品组合+大城市计划

强势本土品牌+国际高端品牌组合, 同时前瞻性布局本土精酿。嘉士伯中国通过本土强势品牌进行区域覆盖和渗透, 这些品牌经过多年深耕区域市场, 渠道经销网络、物流已经较为成熟, 消费者也对本土品牌认知度较高, 同时区域强势品牌能带来充足的现金流。高端品牌虽然没有区域销售限制、利润率更高, 但缺乏基地市场基础难以单独存活。高端品牌借助区域品牌在当地的渠道和影响力, 再通过体育和电视广告这些全国性的推广活动, 做大中高端市场, 起到完善产品组合, 满足高端消费需求的作用。

嘉士伯高端品牌近年来销量保持快速增长, 2017-18 年 1664 BLANC 销量增速保持在 40-50% 区间, 2019 年由于全球经济放缓、天气恶化以及中国地区夜生活渠道受影响, 高端品牌销量增速略有放缓。2019H1 嘉士伯、乐堡、格林堡、1664 销量增速分别为 -3%/4%/4%/29%。

此外, 2019 年 3 月嘉士伯集团收购了部分京 A 啤酒股权, 京 A 是创立于 2012 年的中国本土特色精酿啤酒品牌, 此次投资有助于京 A 做大做强, 也丰富了嘉士伯在中国的产品组合。

图表 17: 嘉士伯高端品牌销量增速(%)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

践行“扬帆 22”计划, 扩大在中国的市场份额。嘉士伯中国不会满足于西部啤酒之王, 借高端化东风的东进战略一直在酝酿之中。2018 年嘉士伯继续在西部核心省份以外推行“大城市”计划以扩大版图, 截至 2018 年底公司进入超过 20 个大城市, 消费者对公司

国际产品组合的反馈十分积极。当前国内高端啤酒市场的竞争格局尚未确定，公司有望凭借完善产品组合以及优秀的运营管理体系，继续扩大中国市场份额。

图表 18: “扬帆22”计划



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、本周食品饮料板块综述

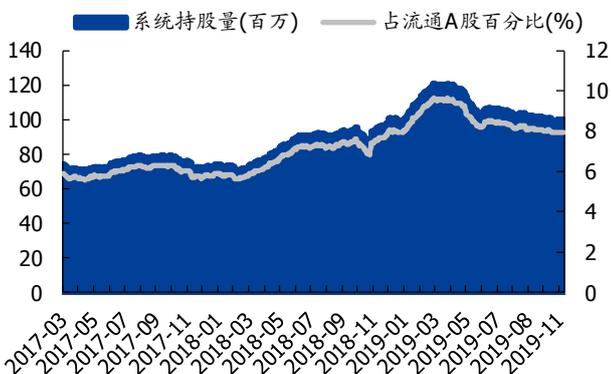
本周板块综述:

本周(11/4-11/8)上证指数上涨0.20%，沪深300上涨0.52%，食品饮料板块上涨1.20%，在申万28个子行业中排名第5位。子板块中软饮料涨幅最大，为5.93%。(软饮料5.93%>肉制品3.94%>啤酒2.19%>调味品1.55%>白酒1.27%>乳品0.29%>食品综合0.05%>其他酒类-0.15%>黄酒-0.52%>葡萄酒-1.73%)。

个股涨幅前五位分别是：口子窖(14.19%)、酒鬼酒(12.02%)、双汇发展(10.21%)、燕塘乳业(9.76%)、养元饮品(9.43%)；跌幅前五位分别是：麦趣尔(-11.68%)、科迪乳业(-8.30%)、三只松鼠(-7.62%)、上海梅林(-6.36%)、绝味食品(-5.77%)。

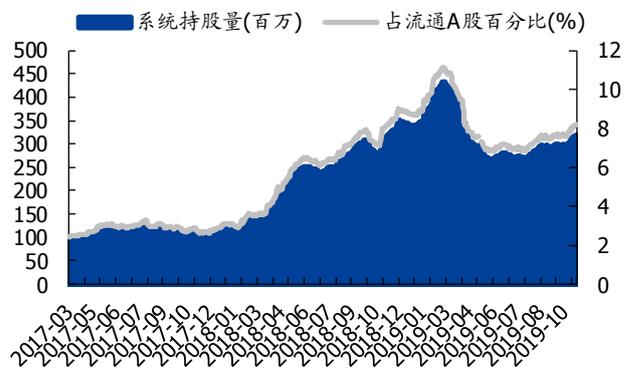
外资持股数据更新:

图表 19: 茅台沪港通持股



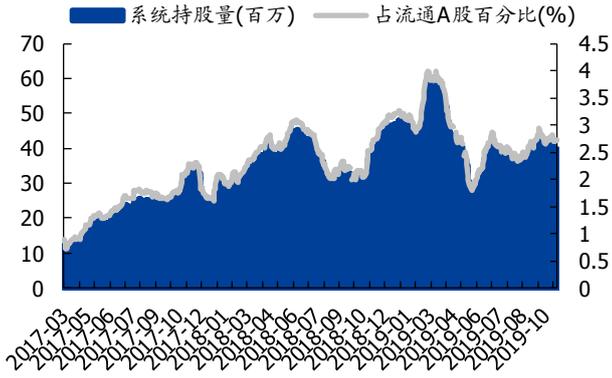
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 五粮液沪港通持股



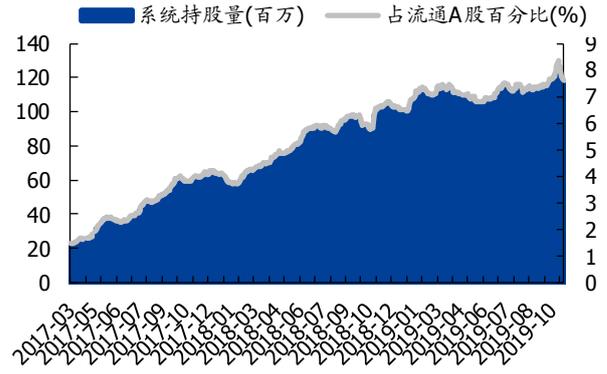
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 泸州老窖沪港通持股



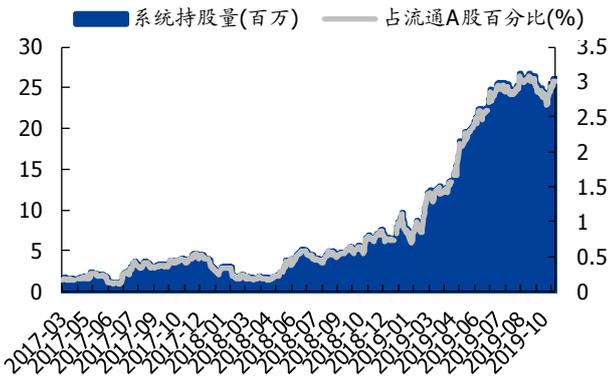
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 洋河股份沪港通持股



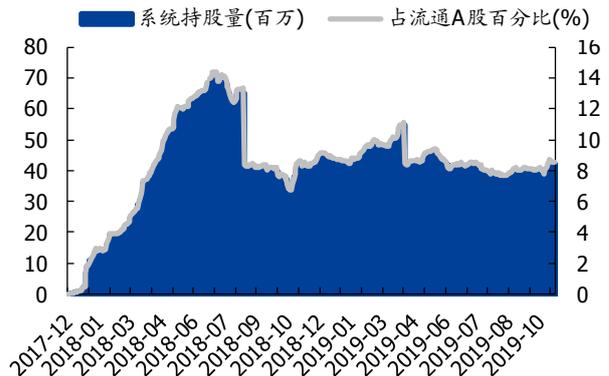
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 山西汾酒沪港通持股



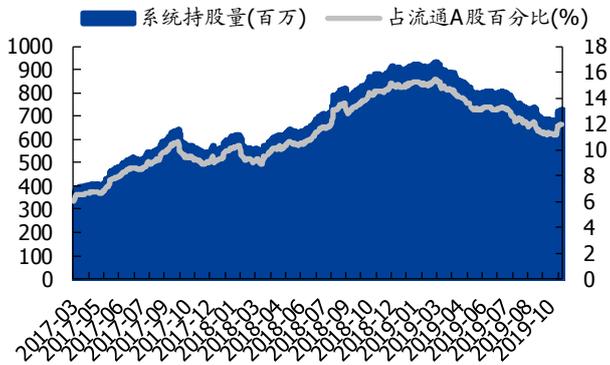
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 水井坊沪港通持股



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 伊利股份沪港通持股



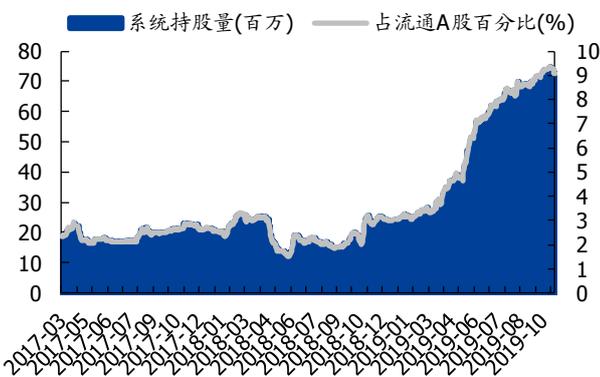
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 涪陵榨菜沪港通持股



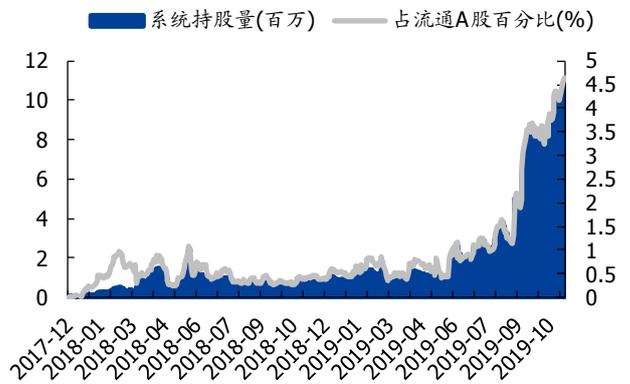
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 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 28: 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。
- **安井食品：百年经典，聚焦品牌升级**
 - **公司是火锅料行业龙头**，主要产品有速冻火锅料，速冻面米，速冻菜肴产品等速冻调理制品。近年来公司营收平稳快速增长，近5年营收增速均保持在15%以上安井在速冻火锅料行业份额8%左右，一家独大，是速冻火锅料行业龙头。
 - **公司竞争逻辑：规模效应下的低成本和强渠道。**行业发展初期，行业处于快速扩容阶段，供给小于需求，竞争核心要素是产能。公司凭借迅速扩张的产能和对手公司拉开差距。现阶段行业增速放缓，进入存量竞争时代，行业竞争逻辑发生变化。从行业属性看，火锅料行业属于专业市场，产品同质性强，下游客户以小B为主，品牌效应弱化，选择产品时以性价比为主。**现阶段行业竞争逻辑核心在于规模效应下的低成本和强渠道。公司规模效应带来两方面的优势：**
 - 1) 成本优势：**采购成本方面，规模效应下公司对上游议价能力提升，降低采购成本；物流成本方面，公司较大的销售规模使得“销地产”模式成为可能，降低物流运输成本；营销，管理成本方面，规模效应带来营销和管理费用的摊薄效益。
 - 2) 强化渠道网络，扩大规模效应形成正循环：**有规模的企业才有可能建立强大的销售网络，增强公司渠道推力。低成本优势确保公司在价格定位上的运作空间，公司坚持高质中高价战略，以高性价比产品和强大的渠道能力抢夺市场份额。
 - **公司成长逻辑：1) 短期看主业稳增长+全国化推进+产能释放保障。火锅料方面**，受益于火锅行业的发展，叠加消费升级趋势，预计未来三年行业收入复合增速15%左右。安井作为龙头，预计增速快于行业增速。速冻面点方面，**面点产品**作为速冻面米行业中新兴的品类，增速快于速冻面米行业，公司享受行业扩容红利，预计增速15%-18%。**产能方面**，公司未来三年产能复合增速达23%，保障公司收入增长不受产能瓶颈的限制。**全国化推进势头良好。**伴随公司各地产能的释放，以及全国化销售网络布局日益完善，公司在全国各地增长势头均良好。
 - **2) 中长期看火锅料行业集中度提升以及餐饮渠道表现：**火锅料行业进入壁垒低，产品同质化，行业格局分散，安井一家独大，规模领先优势下低成本+强渠道的竞争优势不断强化，公司增速远高于行业增速水平。目前安井市占率仅8%左右，长期来看市场份额有较大提升空间。**餐饮渠道发力：**公司近年来提高对餐饮渠道的重视程度，定位餐饮市场中央厨房概念，推出速冻菜肴制品，并成立“冻品先生”外协事业部，聚焦餐饮市场潜力新品。4万亿的餐饮大市场面临着后厨人工成本增加、物业租金提高等因素制约，长期来看速冻菜肴在餐饮渠道的增长潜力。餐饮渠道呈现品牌化趋势，安井有望享受品牌集中红利。
- **安琪酵母：放眼全球，扬帆起航**
 - **亚洲第一、全球第三的酵母行业龙头。**安琪酵母始终立足酵母主业，通过采取农村包围城市、北方面点市场切入等策略逐步发展起来，目前安琪拥有24.9万吨的酵母产能及7.8万吨的酵母提取物（YE）产能，奠定了其亚洲第一、全球第三的酵母龙头地位。
 - **酵母行业发展成熟，酵母提取物（YE）尚处成长期。**高资本投入+高技术壁垒+严环保监管共筑酵母行业高门槛，行业集中度明显。**1) 酵母行业：**目前酵母行业发展已经成熟，我们预计烘焙市场发展以及酵母对老面的替代将成为未来主要增长点，预计我国酵母行业产量未来五年CAGR约为1.7%。**2) 酵母提取物（YE）行业：**目前尚处起步阶段，应用领域极为广泛，随着经济水平的发展，YE对味精替代比例的提升将创造其增长空间。我们通过下游需求测算及对味精整体替代两种方式进行测算，预计2018-2023年我国YE需求CAGR超10%，拉长视角看国内YE空间超50万吨。

- **海外市场开拓及 YE 战略布局为未来发展重点。**目前安琪国内市场霸主地位稳固，国内市占率高达 55%，尽管市场占有仍略有上行空间但较为有限。**1) 我们认为比国内更重要的是国外市场**，亚洲、中东、南美及非洲成为烘焙市场最大的增长引擎，目前安琪积极进行海外产能布局，**海外市场有望成为安琪发展的重点突破口**；**2) 安琪作为全球最大的 YE 生产商，有望优先受益 YE 行业发展。**全球视角来看，若对标欧美日韩 YE 在鲜味剂市场的替代比例 (30-40%)，全球 YE 市场空间有望达到 87-116 万吨。目前味精主要消费地区与安琪强势区域重叠，安琪有望优先受益。
- **糖蜜价格为影响公司盈利能力的最主要因素。**目前甘蔗处于增产周期，我们预计 2019 年糖蜜价格可能仍有下行空间，从而创造盈利能力提升空间。随着甘蔗即将进入减产周期，2020-2021 年国内糖蜜价格或将略微提升，但一方面糖蜜价格波动幅度近年来呈收窄趋势，另一方面公司积极海外建厂有利于其享受国外糖蜜低成本优势，因此从公司角度而言，我们认为 2020-2021 年国内糖蜜提升的可能性对公司整体盈利能力影响可控。

3.2 三季报点评

➤ 贵州茅台：放眼长远，脚踏实地

- **事件：**公司发布 2019 年三季报。2019 年前三季度营收总收入 635.1 亿，同比增加 15.5%；归母净利润 304.5 亿，同比增加 23.1%。其中 2019Q3 单季度营收 223.4 亿元，同比增加 13.3%；归母净利润 105 亿元，同比增加 17.1%。
 - **茅台酒保持平稳增长，经销商调整短期影响犹在。**2019 年前三季度茅台酒实现营收 538.3 亿元，同比增长 16%，其中单三季度实现营收 190.4 亿元，同比增长 13%，我们预计三季度茅台酒发货量在 8500 吨左右 (略低于此前预期)，同比增速约 6%。从经销商数量来看，2019 年三季度茅台酒经销商继续减少 39 家 (1-9 月累计减少茅台酒经销商 134 个)，去年四季度以来，公司持续优化和整顿经销商，但目前边际影响已逐步减弱。**直销占比如期提升，渠道改革值得期待。**2019 年三季度公司直销收入占比 7.0%，环比提升 4.1pct，同比提升 0.1pct。公司较强与阿里苏宁等头部电商合作等，物美、阿里等渠道中秋国庆发货量增长明显；随着公司渠道结构的不断优化，直销占比有望持续提升。
 - **系列酒保持较快增长，预收款环比小幅回落。**2019 年三季度系列酒实现营收 23.4 亿元，同比增长 23%，贡献部分营收增量，但由于系列酒毛利率较低，公司三季度综合毛利率为 90.8%，同比下降 0.7pct。三季度预收款为 112.6 亿元，环比下降 10 亿元，同比基本持平，由于今年以来打款政策变化较大，预收款的指引效应下降。预收款在一定程度上反应经销商的打款的积极性，但由于茅台长期以来超高的渠道利润，经销商打款情绪持续高涨，茅台预收款受公司打款政策影响较大，参考意义逐渐弱化。
 - **全年集团千亿目标在途，中长期来看茅台供求有望持续紧平衡。**2019 年公司领导提出集团将向千亿营收目标 (+16%) 发起冲击，随着关联交易的落地和直销比例的回升，渠道结构有望持续优化。从中长期的维度来看，茅台供求紧平衡的情况将持续存在，在强品牌力的护城河作用下，公司有望保持稳定增长；此外，由于公司渠道利润较为丰厚，出厂价的提升空间较大，使公司在较长时间内的量价提升成为可能。
- **青岛啤酒：产品结构持续改善，减税扭亏贡献业绩增长**
- **事件：**公司发布 2019 年三季报。2019 年前三季度公司实现营业收入 248.97 亿元，同比+5.31%；实现归母净利润 25.86 亿元，同比+23.15%；其中 Q3 营收 83.46 亿元，同比-1.66%；Q3 归母净利润为 9.55 亿元，同比+19.77%，业绩符合市场预期。

- **无需过分担忧 Q3 销量下滑，应当重点关注吨价提升。**2019 年前三季度公司啤酒销量 719.5 万吨，同比持平；单 Q3 销量 246.5 万吨，同比-5.9%，主要原因是：1) 今年雨水较多，受天气影响 7-8 月整体行业销量下滑；2) 上半年销量同比增加 16 万吨，部分地区渠道库存增加；3) 公司在基地市场进行产品升级，部分低端销量被竞争对手获取。单 Q3 公司青岛主品牌销量下滑 2.4%，低于整体销量下滑幅度，青岛主品牌销量占比同比提升 1.7 pct 至 47.5%。公司 Q3 吨酒价同比+4.3%，预计其中约有 1.5-2 pct 来自于增值税下调，另外 2-3%来自于产品结构改善，公司 2018 年以来加快高端化进程，目前在山东、广东、上海等地区高端产品表现亮眼。
- **Q3 成本端压力仍存，费用率略有提升，所得税率下降对业绩贡献较大。**公司 Q3 吨酒成本同比+2.3%，较 Q1/Q2 的增速 3.5%/4.6%放缓，毛利率水平为 40.3%，同比+1.3 pct。Q3 销售费用率为 16.1%，较去年同期+0.8 pct；Q3 管理费用同比下滑 7.7%，体现出管理效率改善。2019Q3 公司没有发生资产减值损失(2018Q3 资产减值 5187 万元)，同时公司 Q3 政府补助 1.31 亿元同比增长 74.5%，如果剔除资产减值、政府补助影响，Q3 调整后 EBIT 同比+0.7%。由于公司部分省区扭亏为盈，Q3 所得税率为 24.9%，较去年同期下降 4.7 pct，对业绩增长亦有较大贡献。
- **展望全年预计收入端保持个位数增长，业绩增长保持 20%左右。**季度销量波动无须担心，预计全年销量增长 1%左右，产品结构改善+增值税下调贡献吨酒价提升 4-6%。公司今年在基地市场加快产品结构升级，部分省区实现扭亏为盈，虽然丢失部分低端产品销量，但毛利率提升、经营效率改善叠加所得税率下降，预计业绩保持 20%左右增长。

➤ **洋河股份：全新的洋河值得期待**

- **事件：公司发布 2019 年三季报。**2019 年前三季度公司实现营业收入 210.98 亿元，同比增长 0.63%；实现归母净利润 71.46 亿元，同比增长 1.53%；其中 Q3 营收 50.99 亿元，同比下降 20.61%；Q3 归母净利润为 15.65 亿元，同比下降 23.07%。同时公司推出 10 亿-15 亿规模的股份回购方案，回购股份拟用于股权激励或员工持股计划。
- **正视问题，去库存，理渠道。**去年三季度以来，公司省内外市场出现了一些问题，比如：1) 海天产品渠道库存较高；2) 市场价格波动；3) 厂商关系存在部分不协调现象；反应在报表端，就是收入利润的降速换挡，公司三季度营收和净利润同比下滑 20.61%和 23.07%，同时由于渠道货折的增加，毛利率同比下滑 2.57%，销售费用率同比增长 5.06%。从渠道调研的情况来看，6 月份开始公司主力产品开始控货，中秋国庆仍以树价盘、清库存为主要目标，造成了短期回款出现下滑，我们认为是在短期和长期利益之前的权衡，只有勇敢的面对问题才有长远的未来。价盘是产品的“生命线”，厂商关系是公司发展的“基石”，正视问题，脚踏实地才能走的更远。为构建厂商信心，形成合作伙伴关系，公司提出“一商为主，多商互补”的经销模式，统一指挥，相互协商，充分调动经销商积极性。
- **团队战斗力仍领先行业，品牌拉升尚需时间。**在过去的发展中，洋河形成了业内极具竞争力的渠道队伍，无论从人员数量还是质量方面，都领先行业。而在流量碎片化的时代，以茅台五粮液为代表的强品牌和以洋河为代表的强渠道，今年的表现出现了较大的分化。虽然，洋河降速有其客观原因，但是也似乎成为了“渠道易改，品牌难做”在当前环境下的佐证之一，如何拔高品牌价值，在高端市场撕开一个缺口亦是公司中长期发展需要考量的问题之一。但是我们仍然相信，洋河优秀的团队或将再塑一段蓝色传奇。
- **推激励，注活力，再上征程。**时隔十余年，公司拟再次推出员工激励，10-15 亿规模的股份回购拟用于股权激励或员工持股计划，预计全方位覆盖公司核心员工，对于转型中的洋河来说意义非凡，洋河的攻守之战已然打响，省内海天的渠道梳理、省外梦之蓝的全国化拓展等等都需要一只有力量的队伍，期待后续员工激励的落地为公司中长期发展注入活力。。

➤ **海天味业：茁壮成长，稳健为王**

- **事件：公司披露 2019 年三季报。**2019Q1-Q3 公司实现营收 148.24 亿元，同比增长

- 16.62%；实现归母净利润 38.35 亿元，同比增长 22.48%；其中 Q3 营收 46.64 亿元，同比增长 16.85%；归母净利润 10.85 亿元，同比上升 22.84%。
- **酱油稳中有增，蚝油表现亮眼。**海天作为酱油领域的绝对龙头，在始终立足酱油版块业务的基础上，开始重点聚焦蚝油及酱类业务。**1) 酱油业务：**目前酱油业务已初具规模，近年来仍然保持稳健双位数增长。2019Q1-Q3 海天酱油业务同比增长 13.76%，其中酱油 Q3 营收稳中有增 (+14.08%)；**2) 蚝油业务：**蚝油品类正逐渐成长为推动公司发展的又一重要增长极。2019Q1-Q3 公司蚝油营收增速为 20.33%，Q3 同比快速增长 18.70%。**3) 酱类业务：**酱类作为公司重点聚焦的三大品类之一，三季度增速显著提升至 13.80%，带动酱类 Q1-Q3 增速较 H1 提升 1.73pct 至 9.21%。
 - **盈利维持稳定，费用管控良好。**由于受到产品结构变动、贸易摩擦带来成本端压力及固定资产摊销影响，公司毛利率水平呈略下行态势。2019Q1-Q3 毛利率为 44.51%，较去年同期下降 1.96pct，但从单季度来看，2019Q3 毛利率 43.75%，同比下滑 1.32pct，环比微减 0.02pct，整体稳定可控。Q3 费用率管控良好，净利率同比抬升 1.13pct。Q3 公司整体费用率为 16.37%，较去年同期减少 4.14pct，其中销售费用率、管理费用率（含研发）及财务费用率分别为 12.87%、5.27%、-1.77%，同比分别下滑 2.81pct、0.66pct、0.66pct，销售费用的缩减较为明显。
 - **中西部地区加速崛起，线上新兴渠道重点发力。**尽管公司已经实现对中国地级及以上城市 100% 的覆盖，但是中西部地区为海天相对弱势区域，渠道下沉仍有较大空间。报告期内，公司重点发展相对弱势区域，中部、西部地区分别增加经销商 132 人、144 人，受此影响，2019Q1-Q3 中部及西部地区并分别实现营收增长 20.22%、26.00%。其中，单三季度中西部地区增长加速，营收同比增速分别提升至 23.41%、30.68%。**传统渠道霸主地位稳固，线上渠道保持快速增长。**报告期内，公司线下收入稳中有增，2019Q1-Q3 增速为 14.79%，传统渠道霸主地位稳固。与此同时，公司愈加重视线上等新兴渠道的发展，线上渠道收入保持快速增长 (+34.60%)，成为支撑公司稳定增长的重要因素之一。

➤ **泸州老窖：国窖增速领跑，迎来新百亿时代**

- **事件：**公司发布 2019 年三季报。公司发布 2019 年三季报。2019 年前三季度公司实现营业收入 114.77 亿元，同比增长 23.90%；实现归母净利润 37.95 亿元，同比增长 37.96%；其中 Q3 营收 34.64 亿元，同比增长 21.86%；Q3 归母净利润为 10.46 亿元，同比增长 35.50%。
- **国窖增速领跑，进入“新百亿时代”。**国窖品牌复兴进行时，今年以来消费氛围日盛，在价格稳步提升的同时销量创历史新高，成功跻身百亿大单品。2019 年前三季度国窖增速超过 30%，其中价格贡献约 10%，销量贡献超过 20%。品牌复兴进行时，后百亿时代已经来临，近日公司再发涨价通知，11 月 10 日起 52 度国窖计划内配额价格再上调 20 元/瓶。在涨价的背后是国窖品牌力的日渐提升，从封藏大典到“让世界品味中国”全球文化之旅，从国窖会到七星盛宴，公司以文化和品味为内核，不断进行消费者培育工作。分地区来看，目前西南、华中等传统优势市场稳定增长；华东市场增速领跑，苏南、上海等地销售氛围日盛，后续发展空间较大。
- **特曲控货挺价，大单品雏形已现。**2015 年以来特曲价格持续提升，今年以来特曲老字号出厂价从 168 提升到 178 元，同时第十代新版特曲出厂价 198 元，再上台阶；为配合特曲涨价，三季度特曲主动控货梳理市场，受控货影响，特曲增速阶段性放缓，展望未来，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，公司渠道深耕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。
- **毛利率提升贡献业绩增量，高费用投放为品牌赋能。**2019Q3 公司综合毛利率为 84.2%，同比提升 2.8pct，主要系高端国窖产品占比的提升；同时公司维持了高品牌投放的发展战略，2019Q3 销售费用率 30.8%，领跑所有上市白酒企业，高费用投放持续为公司品牌赋能，目前公司品牌力仍在上升通道中。此外，2019Q3 营业税金率为 9.9%，同比下降 2.0%，贡献了部分业绩增量。

➤ **五粮液：改革行在途中，品牌势能显现**

- 事件：公司发布 2019 年三季报。2019 年前三季度公司实现营业收入 371.02 亿元，同比增长 26.84%；实现归母净利润 125.44 亿元，同比增长 32.11%；其中 Q3 营收 99.51 亿元，同比增长 27.10%；Q3 归母净利润为 32.08 亿元，同比增长 34.55%；预收款 58.65 亿元，环比增加 15.11 亿元。
 - 普五提前完成全年配额，现金流同比大幅提升。2019Q3 公司销售商品收到的现金共 143.6 亿元（同期实现营业收入 99.5 亿元），同比增长 55.6%。根据吨价测算，2019 年 1-3 季度五粮液酒销量约 2.05 万吨，截止三季度末第八代五粮液配额基本执行完毕，三季度投放量约 5000 吨，在同比增量明显的情况下，普五批价保持在 930 元左右的水平（春节批价约 800 元），一方面测试了消费者的价格接受能力，另一方面亦是厂商关系改善的表现。今年以来，公司在品牌塑造、渠道改革、队伍建设等方面做出了大幅度的改革，收效明显。
 - 系列酒清品牌，搞会战，改革行在途中。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、VV、1918 等 73 款产品，受清品牌影响上半年系列酒整体收入同比略有下滑。三季度公司对系列酒分品牌分区域，一地一策，一品一策，通过厂家主导，商家配合，各行其道的方式，把销售资源用到动销环节，用实际动销结果和销售费用的使用达到强关联，从渠道反馈的情况来看，三季度系列酒同比实现增长。
 - 全年 500 亿收入目标可期，展望明年权衡量价，期待高质量增长。中秋以后，目前市场库存合理，为春节开门红做准备，在行业明显分化的趋势下，五粮液品牌力较强，护城河明显，展望明年，权衡量价，五粮液酒步入正轨，系列酒调整到位，期待公司实现跑得更稳，跑得更远。
- **今世缘：省内多点开花，国缘加速增长**
- 公司发布 2019 年三季报。2019 年前三季度公司实现营业收入 41.13 亿元，同比增长 30.20%；实现归母净利润 12.94 亿元，同比增长 25.75%；其中 Q3 营收 10.58 亿元，同比增长 32.41%；Q3 归母净利润为 2.22 亿元，同比增长 28.32%。
 - 国缘环比加速，产品结构持续优化。分产品看，2019Q3 特 A+类产品加速增长，Q3 收入 6.32 亿元，同比增长 57%（Q2 增速 44%）。其中四开对开深耕团购渠道，表现亮眼，带动流通渠道快速发展。2018 年 V 系列上市后铺货良好，后续公司将围绕 V3、V6 打造新的增长极，以 V9 作为高端形象产品。特 A 类产品收入 3.15 亿元，同比增长 18%。A 类、B 类、C 类产品 Q3 同比下滑 12%、15%和 9%，特 A 以上产品占比持续扩大，产品结构提升明显。
 - 苏南表现亮眼，南京徐州延续高增。2019Q3 省内多点开花，实现营收 9.78 亿元，同比增长 30%。苏南地区增速改善明显，第三季度营收 1.69 亿元，环比大幅加速（Q2 增速 9%，Q3 增速 40%），苏南地区经济发达，全国名酒竞争激烈，是地产酒品牌的洼地，公司在苏南实现高增验证营销模式的优越。南京，徐州大区维持高增，营收分别为 2.43 亿/0.87 亿，同比增长 44%/58%。南京市场作为省会，对周边有较强辐射作用，徐州处于四省交界处，是淮海经济区的核心区域，战略意义中大。徐州市场以洋河和徽酒为主，公司体量较小，未来有望保持高增速。省外方面，2019Q3 公司省外营收 0.78 亿元，同比增长 96%。2019 年，公司把原有的“2+5+N”的策略，调整为“1+2+4”战略，进行重点区域的渠道精耕，山东地区目前正处于市场导入期，未来发展空间较大。
 - 货折略有提升造成毛利率波动，营业税金率短期影响业绩增速。今年公司对于渠道的货折增加，造成毛利率略有下降，同时现金返利减少使得销售费用率同比下降 2.8pct。此外，营业税金率同比小幅提升 2.8ct，主要系补交历史遗留消费税，预计后续消费税补缴影响减弱；此外，管理费用率同比下降 1.45pct。品牌渠道双轮驱动，目标五年翻两番。今年初公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的经营目标，即 2023 年营收 150 亿左右。2019 作为开局之年表现良好，省内多点开花，南京，徐州，苏南等地实现爆发式增长。受益省内主流价格带升级，国缘在团购渠道大放异彩，2018 年以来快速放量，V 系列作为迭代产品有望成为新的增长极。省外寻找重点市场进行深耕，在小范围形成消费氛围后向周边拓展，期待公司省外市场打开局面，持续贡献增量。

- **中炬高新：调味品发展稳健，全国化未来可期**
 - 公司披露 2019 年三季报。19Q1-Q3 公司实现营收 35.31 亿元，同比增长 11.56%；实现归母净利润 5.46 亿元，同比增长 12.30%。其中 Q3 营收 11.38 亿元，同比增长 14.93%；归母净利润 1.80 亿元，同比上升 22.32%。
 - **调味品业务稳定增长势头不变，非主业 Q3 快速增长。**1) 美味鲜子公司增长稳定。美味鲜子公司 19Q1-Q3 实现营收 33.57 亿元，同比增 14.97%，归母净利润 5.43 亿元，同比增 19.08%；其中 Q3 营收 10.95 亿元，同比增 14.3%（较去年同期 +7.89pct），Q3 归母净利润 1.81 亿元，同比增长 17.53%。其中主营中占比最大的酱油及鸡精鸡粉增长稳定，Q1-Q3 分别同增 9.85%、19.20%，食用油 Q3 增长开始加速，增速较 H1 提升 15.03pct 至 42.23%。2) 同期高基数影响因素消除，非主业 Q3 实现近两倍增长。公司本部于 18H1 出售了一笔资产，实现营收 1.13 亿元，高基数致 19H1 其他业务增速大幅下滑，受此影响，公司整体增速稍慢于调味品业务。Q3 该高基数影响因素消除，中汇合创 Q1-Q3 营收 0.78 亿元，同增 71.27%，其中单三季度增幅高达 196%。
 - **产品结构+成本压力+促销政策致美味鲜毛利率略下行。**19Q1-Q3 美味鲜毛利率为 39.0%，同比下滑 0.17pct，其中 Q3 毛利率为 37.8%。主要原因系：1) 产品结构变化。高毛利率酱油、鸡精鸡粉占比逐步下降，19 Q3 收入占比分别为 58.8%、10.9%（较 H1 分别下降 2.6pct、0.4pct）；2) 成本端压力提升。味精及 I+G 价格上行带来成本端压力，但下游需求走弱，我们预计味精价格难以得到长期支撑；3) 采取以加速开拓市场为目的的促销方式。目前公司为进行市场开拓采取了一些降价措施，在一定程度上也对毛利率产生拖累。费用率管控良好。19Q1-Q3 整体费用率为 18.1%，同比下滑 0.03pct，整体稳定可控，其中销售/管理（含研发）/财务费用分别同比变动-0.21/+0.09/+0.09pct。报告期内美味鲜归母净利润同比增速大幅提升（+17.5%）主要是政府补助叠加阳西厨邦利润贡献所致。
 - **激励优化释放活力，全国布局未来可期。**我们认为从长远角度来看，激励优化机制有望为公司全国化长远发展蓄力储能。目前公司积极推进“稳步发展东南沿海、重点提升中北东北、加速开拓西南区域、逐步发展西北市场”渠道规划战略，19Q1-Q3 共计新增 145 个经销商，中西部及北部区域分别净增经销商 53 个、61 个，带动中西部（+25.95%）及北部（+18.69%）营收快速增长，东部及南部收入分别稳步提升 11.94%、12.26%。此外，公司所采取的经销商为主+直销为辅营销模式也为市场终端的深度覆盖助力，报告期内分销模式创造的营收稳定增长 15.99%。

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,亦会有一些的估值溢价。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。

► 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。

► 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。

■ **三季报总结：白酒分化明显，食品多点开花**

- **2019前三季度食品饮料板块保持稳健增长态势，增速在A股各板块中属于中上游水平。**2019年Q1-3食品饮料板块实现收入5240亿元，净利润944亿元，分别同比增长14%和20%，同2018Q1-3增速相比略有放缓（14%，23%）。子板块多点开花，各有看点；肉制品、白酒、调味品板块收入表现亮眼；净利润方面，啤酒板块同比明显提速。持仓方面，白酒或小幅加仓，乳制品减仓明显，调味品表现稳健。
- **白酒板块：品牌分化扩大，整体表现符合预期。**高端酒表现基本符合预期；茅台批价理性回落，稳增长预期下业绩表现基本与上半年同步，五粮液中秋放量明显，业绩与现金流均保持高增长，国窖提升带动泸州老窖延续上半年增速。次高端仍是增速最快价格带，利润表现略超预期。三季度高端酒价盘上移明显，次高端价格天花板打开，费用环比略有下降，山西汾酒、水井坊利润弹性显现，略超市场预期。长期来看，次高端价格带行业格局未定，费用率是否出现拐点仍需观察。地产酒分化扩大，古井今世缘表现较优。与去年同期相比，今年地产酒渠道良性，主流酒企未大规模压货，价盘表现良好，健康发展。洋河中秋国庆仍以树价盘、清库存为主要目标，造成短期回款出现下滑，我们认为是在短期和长期利益之前的权衡。
- **大众品板块：调味品保持稳健主旋律，复合调味料增速最快。**酱醋行业作为最优质的赛道之一，其中酱醋类各公司2019Q1-Q3营收增速整体均呈现稳中略增的喜人态势，成本压力+新品推广+促销政策对盈利能力产生短期影响，但难改产品升级对毛利率的长期推动逻辑；复合调味料作为新兴的板块之一，目前尚处于导入期，报告期内增速最快，其中日辰股份2019Q3加速增长。乳制品营收稳健增长，利润增速略有改善。三四线渠道下沉贡献营收增量，龙头伊利市占率稳步提升，产品结构升级抵消成本上涨压力，毛利率小幅提升。受到原奶成本持续上升的影响，预计三季

度原奶采购成本上升 6-7%，伊利通过降低产品促销力度，升级产品结构，发挥高端产品带动作用，使毛利率有小幅上升。啤酒板块产品结构改善持续，利润加速提升。天气原因影响三季度收入增速，利润呈加速增长态势。受天气影响，7-8 月销量下降明显，2019 年 Q1/Q2/Q3 啤酒板块收入增速分别为 7.6%/5.5%/0.1%。行业整体利润端呈现加速增长态势，2019 年 Q1/Q2/Q3 归母净利润增速分别为 21.2%/18.3%/35.2%。啤酒行业经过 2014-18 年的产品结构升级、产能优化后，毛利率水平逐步提升，管理效率改善，一次性资产减值损失也逐步减少，利润端进入加速释放阶段。

4、行业要闻

- 1、纳曲青稞年均增速达 40%，劲牌、青青稞、奇正三强联合拓宽健康白酒市场
<https://dwz.cn/thbSfCjq>
- 2、中粮信托斥资 2 亿囤 90000 余瓶茅台；习酒计划明年从江西砍下 2 亿
<https://dwz.cn/sUM4dnrT>
- 3、均价提高、份额上升，一场品鉴会解密西班牙葡萄酒为何能绽放中国市场？
<https://dwz.cn/G5V0uamc>
- 4、省外营收首超省内近 1 亿，汾酒如何再造了一个“山西”？
<https://dwz.cn/AOgIR9JL>
- 5、保乐力加、衡水老白干闪亮进博会；RCEP 谈判成功，利好进口酒关税；丰德独代霍布斯采取“一城一商”策略
<https://dwz.cn/1J59LGU3>
- 6、李渡发布停货通知；近 29 万人参加苏宁飞天抢购；调酒界“奥运会”在成都开幕
<https://dwz.cn/lvTxsky>
- 7、连续 4 年掘金生肖酒之后，想要“3 年破 5 亿”的泸州老窖定制酒准备怎么干？
<https://dwz.cn/zc136bQw>
- 8、对外开放再举重措，进口关税有望下调；泸州推出超 300 亿元酒类投资项目……
<https://dwz.cn/mJG830IQ>
- 9、站在未来看白酒：中高端市场将破 2000 亿？腰部规模将增 300%？
<https://dwz.cn/DK7Xca1z>
- 10、从“5 瓶有其 2”到“2 瓶有其 1”，川酒“群狼”领跑全国的深层原因是什么？ | 观察
<https://dwz.cn/q3kYcTL>
- 11、进攻海外的江小白，将是可口可乐味儿？ | 云酒独家
<https://dwz.cn/D9Tq3XLU>
- 12、高晟天纵论保乐力加中国战略，透露新千邑 XXO 下月中国上市 | 重磅
<https://dwz.cn/K8XQcLck>

5、重点公司公告

图表 29: 重点公司公告

公司	公告日期	公告类型	主要内容
洋河股份	2019/11/4	股份回购	公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币 10 亿元且不超过人民币 15 亿元，回购价格不超过人民币 135.00 元/股。
华统股份	2019/11/4	设立合资公司	公司和温氏股份签订《生猪养殖业务合作协议》，决定拟在浙江省义乌市共同投资设立浙江温氏华统牧业有限公司。温氏华统注册资本为人民币 40000 万元，由温氏股份控股，公司参股。其中温氏股份持有温氏华统 51% 的股权；公司合计出资 19600 万元，持有温氏华统 49% 的股权。
来伊份	2019/11/5	收到政府补助	公司获得的政府补助共 187.243015 万元，计入当期损益。
迎驾贡酒	2019/11/5	公司减持股份	公司减持无限售流通股 500,000 股，占本公司总股本的 0.06%。本次减持后尚持有公司无限售条件流通股 39,500,000 股，占公司总股本的 4.9%。
好想你	2019/11/6	股份回购	公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量共 13,742,564 股，占公司总股本的 2.66%，最高成交价为 10.34 元/股，最低成交价为 7.48 元/股，支付总金额为 116,168,069.20 元。
绝味食品	2019/11/6	可转债赎回	公司决定对“赎回登记日”登记在册的绝味转债全部赎回，赎回价格为 100.281 元/张。
桃李面包	2019/11/7	股东减持	桃李面包收到公司大股东吴志刚先生减持股份的通知，吴志刚先生于 2019 年 11 月 7 日通过大宗交易的方式减持公司无限售流通股共计 5,950,000 股，占公司总股本的 0.9%。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

6、下周重要事项

图表 30: 下周股东大会召开信息

名称	会议日期	会议类型
伊力特	2019-11-11	临时股东大会
西麦食品	2019-11-12	临时股东大会
安井食品	2019-11-13	临时股东大会
三元股份	2019-11-14	临时股东大会
来伊份	2019-11-15	临时股东大会
三只松鼠	2019-11-15	临时股东大会
盐津铺子	2019-11-15	临时股东大会

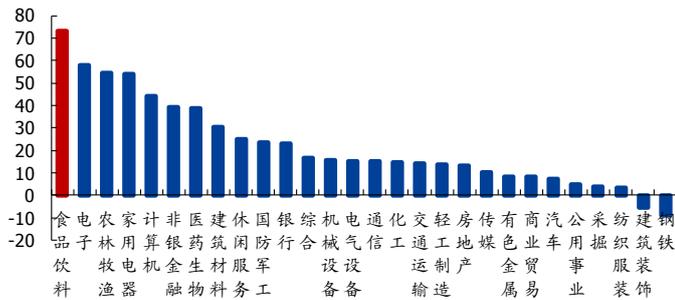
资料来源: 国盛证券研究所

7、重点数据跟踪

7.1 本周市场表现

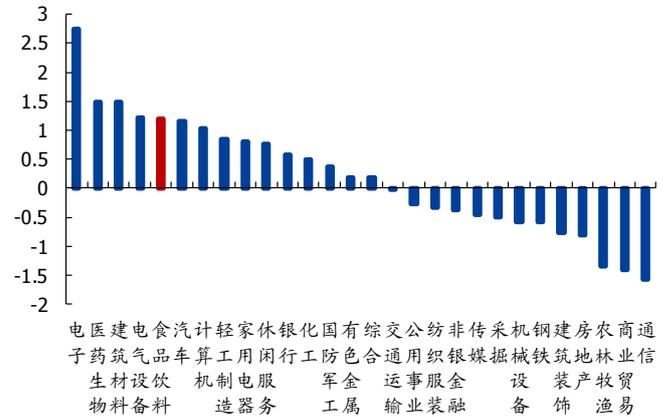
大盘及各行业走势 (11/04-11/09)

图表 31: 年初至今各行业收益率 (%)



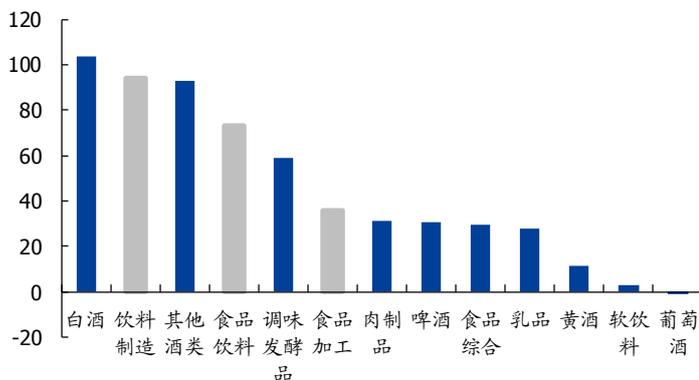
资料来源: 国盛证券研究所

图表 32: 本周各行业收益率 (%)



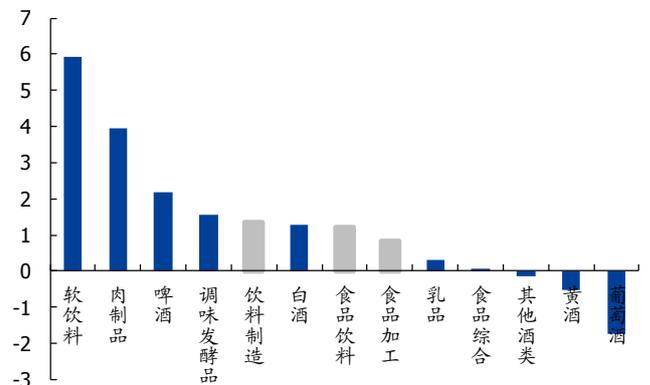
资料来源: 国盛证券研究所

图表 33: 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 34: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

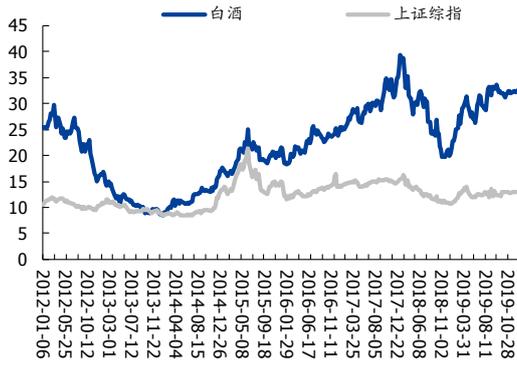


资料来源: wind, 国盛证券研究所

板块估值情况

白酒板块估值 32.53 倍, 相对于上证综指相对估值 2.52 倍 (上周为 2.49 倍), 食品加工行业板块估值为 36.71 倍, 相对于上证综指相对估值 2.84 倍 (上周为 2.83 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 22.08 倍 (相对上证综指 1.8 倍), 食品加工行业平均估值 32.04 倍 (相对上证综指 2.6 倍)。

图表 35: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



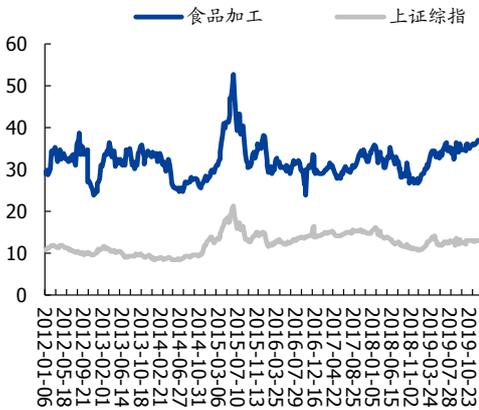
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 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 37: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

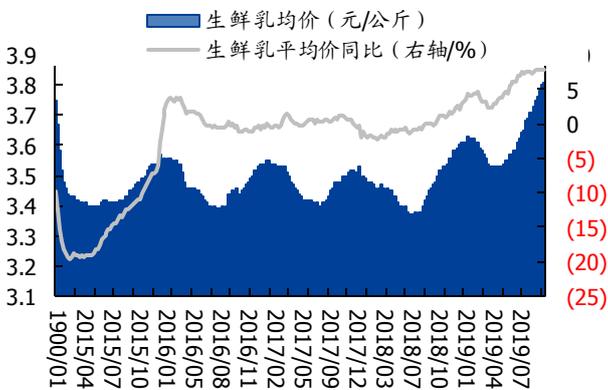
图表 38: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

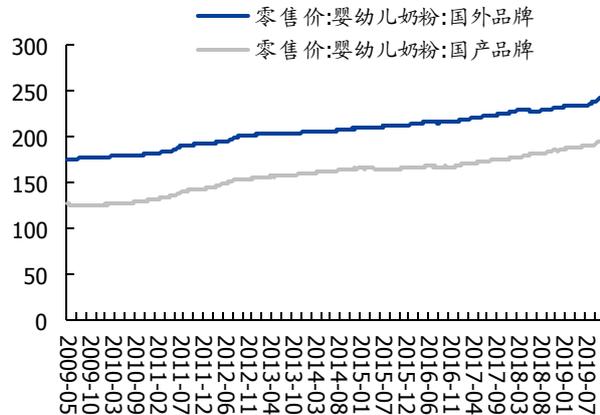
7.2 重点数据跟踪

图表 39: 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 40: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 全国黄玉米二等价格 (元/吨)



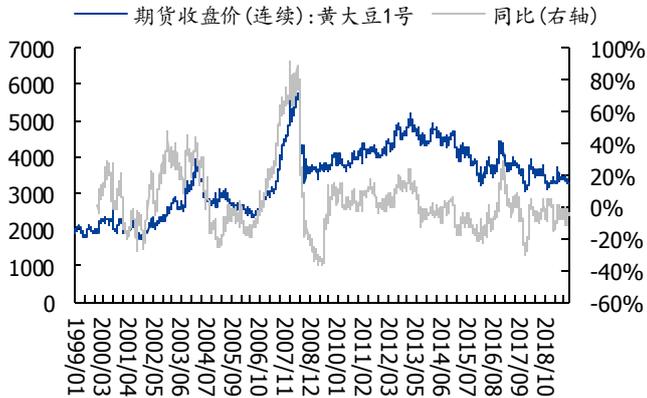
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 猪肉价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 大豆价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 44: 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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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