

# 食品饮料

## 消费税立法靴子落地，后续白酒板块怎么看？

消费税立法靴子落地，提振市场信心，上周白酒板块止跌回升；临近年末，经销商逐渐开始打款备货，为春节旺季动销做准备。对于白酒板块，后续该关注什么？我们怎么看？本文尝试通过与2018年底白酒市场情况的对比，做一些分析和论述。

### 2018 VS 2019 有何相同点？

**宏观层面：前高后低，下半年增速回落明显。**2018年6月开始经济增速开始退坡，PPI增速持续回落；2019年初减税降费政策出台，经济数据小幅回升，但随着中美贸易摩擦等原因，下半年PPI指标转负，经济数据承压。**行业层面：春节动销显著好于中秋，高端酒批价先增后降。**我们从微观角度来看，2018年与2019年的春节动销均显著好于中秋，一方面受宏观经济的影响，另一方面消费者行为的变化亦使得春节动销占比提升。

**来年展望：经济存在不确定性，但有多方面刺激政策出台；经销商持谨慎态度，库存合理。**由于下半年经济增速回落，中秋动销弱于春节，高端酒价盘稳中有降，在惯性思维下，经销商和烟酒店对来年动销较为谨慎，除茅台外对于其他品种的打款和进货积极性一般，并严控库存；在此背景下，四季度行业经历了一波去库存，经销商和终端的库存处于合理水平。

### 2018 VS 2019 有何不同点？

**行业分化更加明显，品牌张力日现。**2015年开始，由于中国人口结构的变化，在此背景下，行业挤压式增长的趋势明显。虽然中小酒企的处境日趋艰难，但2017/2018年大多数品牌酒企保持了较快的收入业绩增长。然而，2019年行业从“大吃小”向“龙头间蚕食”进化。**在此趋势下，品牌张力越强的公司实现了戴维斯双击，行业估值亦出现了分化。**茅台对应2020年的市盈率接近30倍，山西汾酒对于2020年的甚至超过30倍，而洋河、口子窖的估值在16倍以下。这在一定程度上反应了行业加速分化的背景下，投资人抱团龙头的投资决策。**展望2020年，是否有“选边站选错了的投资机会”，低估值标的是否有反转和变化，值得关注 and 跟踪。**

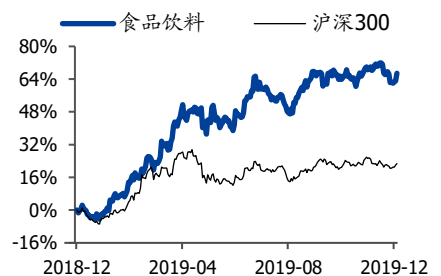
**消费者对于茅台价格的认知提升，对于高端酒价盘无需过度担忧。**回顾2018年底，茅台团购价格在1600元以上时需求出现明显下移。2019年随着茅台价格一路走高，并维持了半年以上超过2000元的价格，消费者对于茅台价格的认知明显提升，团购价在2100元以下时需求明显增加。由于消费者对于茅台价格认知的提升，我们认为高端酒的价盘有一定的支撑，这对五粮液站稳千元价格带和国窖价盘提升亦有正面作用。**展望明年，降低预期收益率，高端酒的配置价值依旧明显。**

**周观点：白酒方面：降低预期收益率，配置价值依旧明显。**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，关注低估值有边际变化的洋河股份、口子窖、古井贡酒，并继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；**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；高端酒价盘大幅波动。

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：安徽白酒实地走访情况反馈》  
2019-12-01
- 2、《食品饮料：本周专题：啤酒为何涨，后续如何看？》  
2019-11-17
- 3、《食品饮料：本周专题：海外啤酒品牌在中国系列之嘉士伯》  
2019-11-10



## 内容目录

1、消费税立法靴子落地，后续白酒板块怎么看？	4
1.1 2018 VS 2019 有何相同点？	4
1.2 2018 VS 2019 有何不同点？	5
2、本周食品饮料板块综述	6
3、近期报告汇总	8
3.1 行业/公司深度	8
3.2 行业专题	15
4、行业要闻	22
5、重点公司公告	24
6、下周重要事项	25
7、重点数据跟踪	26
7.1 本周市场表现	26
7.2 重点数据跟踪	28
8、风险提示	29

## 图表目录

图表 1: PPI 同比增速 (2018 年 VS 2019 年)	4
图表 2: 飞天茅台批价变化 (2018 年 VS 2019 年) 单位: 元	4
图表 3: 贵州茅台收入与归母净利润增速变化	5
图表 4: 五粮液收入与归母净利润增速变化	5
图表 5: 贵州茅台市盈率 (TTM) 2018 VS 2019	6
图表 6: 五粮液市盈率 (TTM) 2018 VS 2019	6
图表 7: 茅台沪港通持股	6
图表 8: 五粮液沪港通持股	6
图表 9: 泸州老窖沪港通持股	7
图表 10: 洋河股份沪港通持股	7
图表 11: 山西汾酒沪港通持股	7
图表 12: 水井坊沪港通持股	7
图表 13: 伊利股份沪港通持股	7
图表 14: 涪陵榨菜沪港通持股	7
图表 15: 中炬高新沪股通持股比例	8
图表 16: 绝味食品沪股通持股	8
图表 17: 重点公司公告	24
图表 18: 下周股东大会召开信息	25
图表 19: 年初至今各行业收益率 (%)	26
图表 20: 本周各行业收益率 (%)	26
图表 21: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)	26
图表 22: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)	26
图表 23: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	27
图表 24: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数	27
图表 25: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	27

图表 26: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	27
图表 27: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤) .....	28
图表 28: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨) .....	28
图表 29: 全国黄玉米二等价格 (元/吨) .....	28
图表 30: 猪肉价格.....	28
图表 31: 大豆价格.....	28
图表 32: 玻璃价格.....	28

## 1、消费税立法靴子落地，后续白酒板块怎么看？

上周国务院下发《中华人民共和国》(征求意见稿)税目税率表，白酒消费税率不变，并明确在生产(进口)环节征税，税率为20%加0.5元/500克，基本消除了市场对于白酒消费税后移征收和加税的可能性。

回顾白酒消费税变迁的历史，加税的背景均为经济“困难时期”，白酒税负增加的趋势不变。2009年国税总局对最低计税价格作出规定，防止避税行为；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%。目前从上市白酒企业的报表来看，均执行了60%以上的消费税率，部分公司甚至顶格(70%)缴纳，即消费税/收入在12-14%区间。目前法定税率不变，即便后续征收税基逐步上移，我们认为后续对名酒公司的影响有限。

消费税立法靴子落地，提振市场信心，上周白酒板块止跌回升；临近年关，经销商逐渐开始打款备货，为春节旺季动销做准备。对于白酒板块，后续该关注什么？我们怎么看？本文尝试通过与2018年底白酒市场情况的对比，做一些分析和论述。

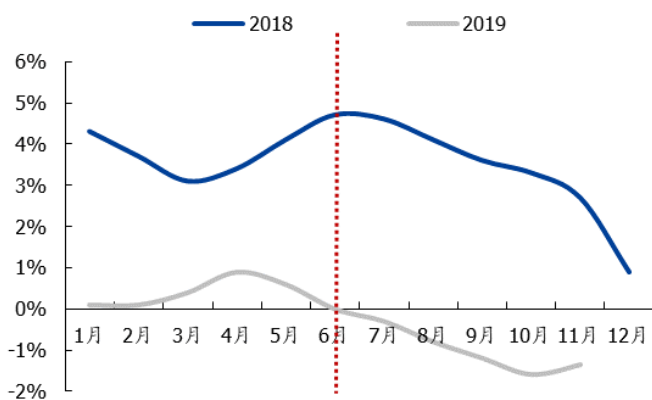
### 1.1 2018 VS 2019 有何相同点？

**宏观层面：前高后低，下半年增速回落明显。**由于资管新规等原因，2018年6月开始经济增速开始退坡，PPI增速持续回落；2019年初减税降费等政策出台，经济数据小幅回升，但随着中美贸易摩擦等原因，下半年PPI指标转负，经济数据承压。

**行业层面：春节动销显著好于中秋，高端酒批价先增后降。**由于消费场景等原因，高端酒动销与经济周期有一定的相关性，批价呈现先增后降的趋势。我们从微观角度来看，2018年与2019年的春节动销均显著好于中秋，一方面受宏观经济的影响，另一方面消费者行为的变化亦使得春节动销占比提升。

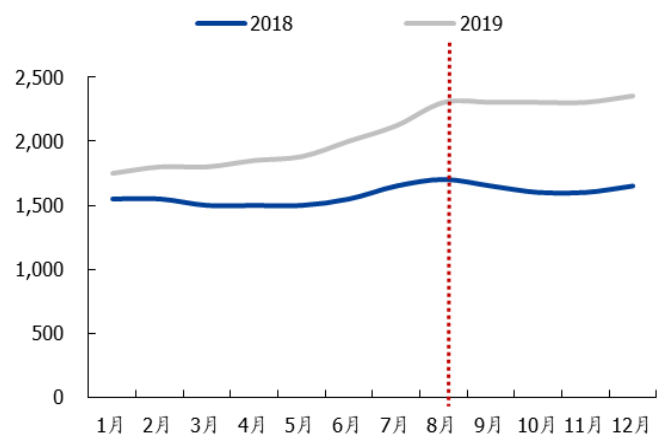
**来年展望：经济存在不确定性，但有多方面刺激政策出台；经销商持谨慎态度，库存合理。**由于下半年经济回落，中秋动销弱于春节，高端酒价盘稳中有降，在惯性思维下，经销商和终端烟酒店对来年动销持较为谨慎的态度，除茅台外对于其他品种的打款和进货积极性一般，并严控库存，以防止需求疲软行业出现较大程度的调整；在此背景下，四季度行业经历了一波去库存，经销商和终端的库存处于合理水平。

图表1：PPI同比增速(2018年VS2019年)



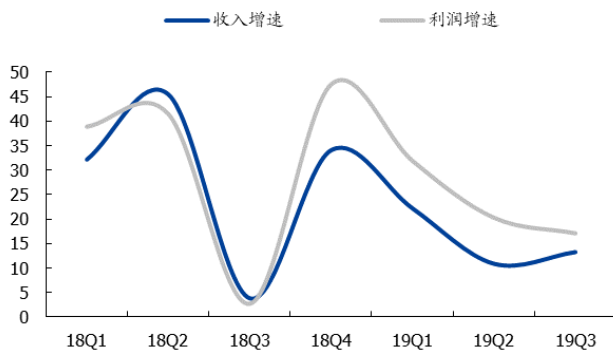
资料来源：wind，国盛证券研究所 注：2019年11月使用wind预测值

图表2：飞天茅台批价变化(2018年VS2019年) 单位：元



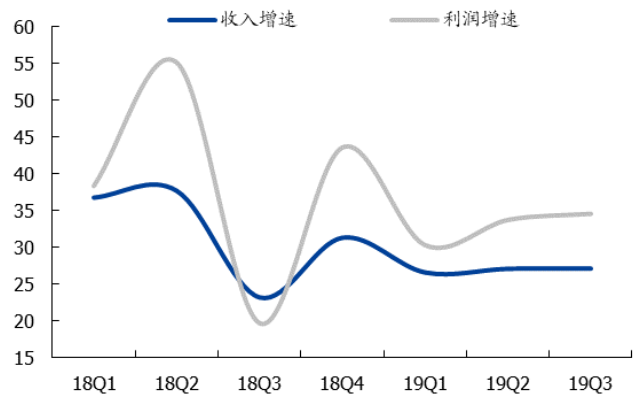
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表3：贵州茅台收入与归母净利润增速变化（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表4：五粮液收入与归母净利润增速变化（%）



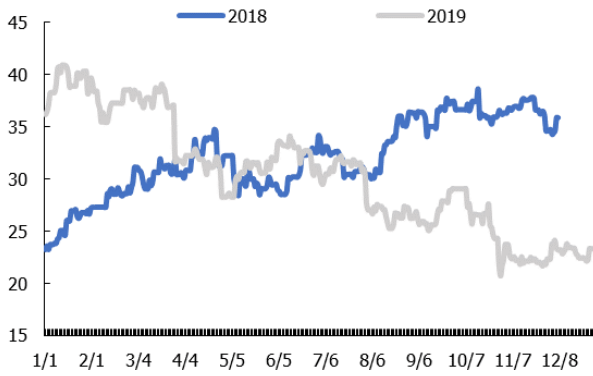
资料来源：wind，国盛证券研究所

## 1.2 2018 VS 2019 有何不同点？

行业分化更加明显，品牌张力日现。2015年开始，由于中国人口结构的变化，白酒、啤酒等很多行业的销量出现稳中略降的趋势，在此背景下，行业挤压式增长的趋势明显。虽然中小酒企的处境日趋艰难，但从上市公司的报表上看，2017/2018年大多数品牌酒企保持了较快的收入业绩增长。然而，2019年我们可以看到区域酒企基本是CR2也逐渐呈现出此消彼长的趋势，行业从“大吃小”向“龙头间蚕食”进化。在此趋势下，品牌张力越强的公司实现了戴维斯双击，行业估值亦出现了分化。茅台在强品牌力的支撑下，价盘一路冲高，对应2020年的市盈率也涨至接近30倍，山西汾酒对于2020年的甚至超过30倍，而洋河、口子窖的估值在16倍以下。这种近乎一倍的估值差是在2018年难以见到的，在一定程度上反应了行业加速分化的背景下，投资人抱团龙头的投资决策。展望2020年，是否有“选边站选错了的投资机会”，低估值标的是否有反转和变化，值得关注和跟踪。

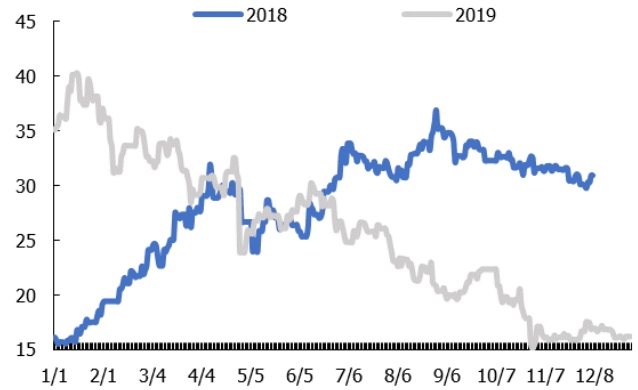
消费者对于茅台价格的心理认知提升，对于高端酒价盘无需过度担忧。回顾2018年底，在行业悲观预期的作用下，对于茅台的价盘是否会跌破1600元出现了分歧，从微观情况来看，茅台团购价格在1600元以上时需求出现明显下移。2019年随着茅台价格一路走高，并维持了半年以上超过2000元的价格，消费者对于茅台价格的心理认知出现了明显的提升，目前部分经销反馈，茅台团购价在2100元以下时需求明显增加。由于消费者对于茅台价格认知的提升；在茅台供需关系紧平衡的背景下，我们认为高端酒的价盘有一定的支撑，这对五粮液站稳千元价格带和国窖价盘提升亦有正面作用。虽然今年高端酒无论从价盘还是估值上同比都有明显的提升，展望明年，降低预期收益率，高端酒的配置价值依旧明显。

图表5：贵州茅台市盈率（TTM）2018 VS 2019



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：五粮液市盈率（TTM）2018 VS 2019



资料来源：wind，国盛证券研究所

## 2、本周食品饮料板块综述

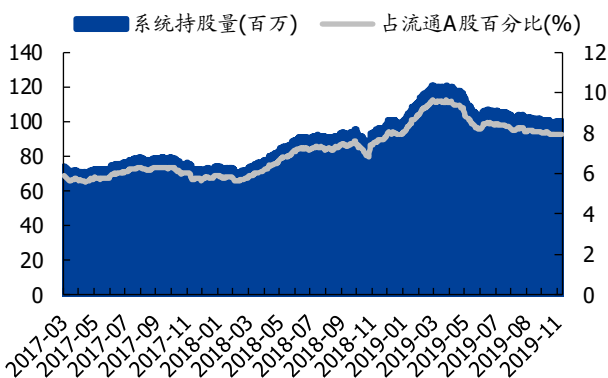
本周板块综述：

本周（12/02-12/06）上证指数上涨 1.39%，沪深 300 上涨 1.93%，食品饮料板块上涨 2.79%，在申万 28 个子行业中排名第 9 位。子板块中乳品涨幅最大，为 3.70%。（乳品 3.70% 黄酒 3.50% > 食品综合 3.31% > 白酒 2.97% > 啤酒 2.94% > 葡萄酒 2.49% > 调味发酵品 1.1% > 其他酒类 0.34% > 软饮料 0.34% > 肉制品 -1.53%）。

个股涨幅前五位分别是：惠发食品（15.38%）、古井贡酒（13.08%）、ST 椰岛（12.01%）、\*ST 莲花（11.74%）、涪陵榨菜（9.54%）；跌幅前五位分别是：中炬高新（-9.50%）、双汇发展（-4.07%）、百润股份（-3.73%）、贝因美（-2.75%）、香飘飘（-1.94%）。

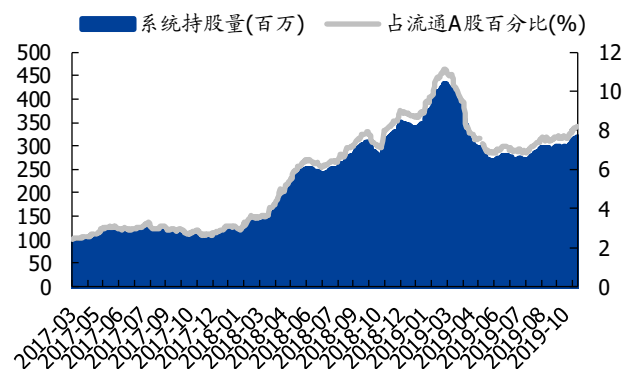
外资持股数据更新：

图表7：茅台沪港通持股



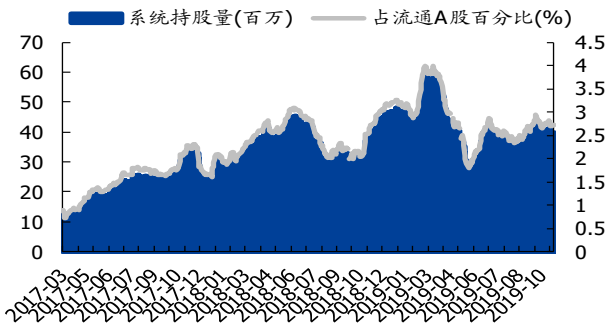
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表8：五粮液沪港通持股



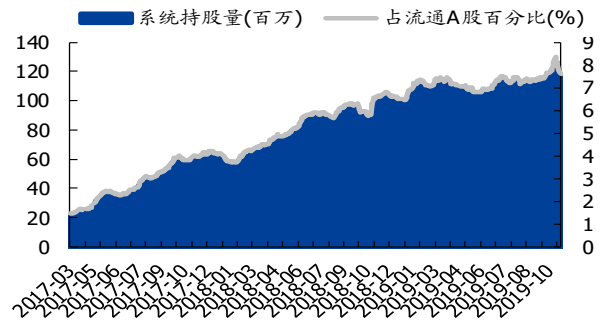
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 9：泸州老窖沪港通持股



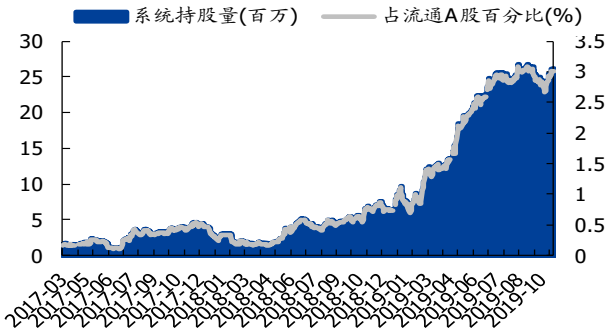
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 10：洋河股份沪港通持股



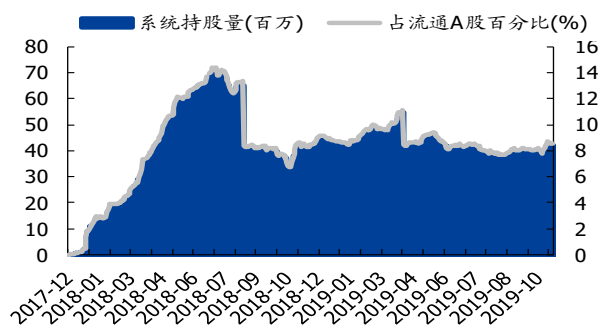
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 11：山西汾酒沪港通持股



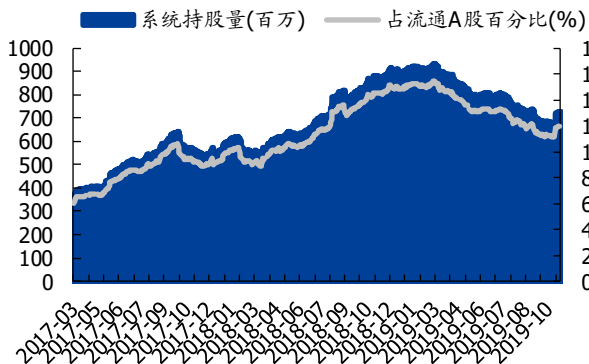
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 12：水井坊沪港通持股



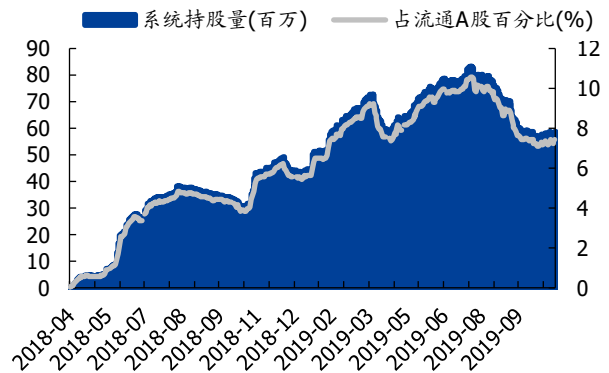
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 13：伊利股份沪港通持股



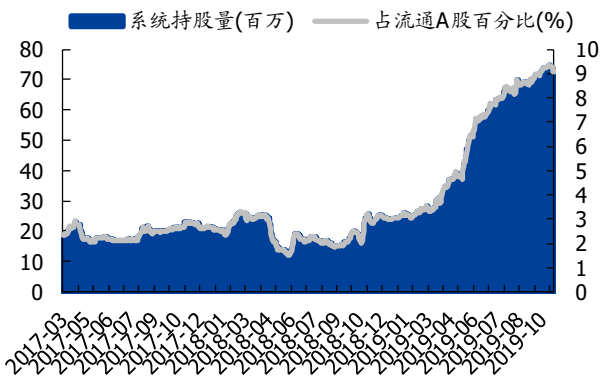
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 14：涪陵榨菜沪港通持股



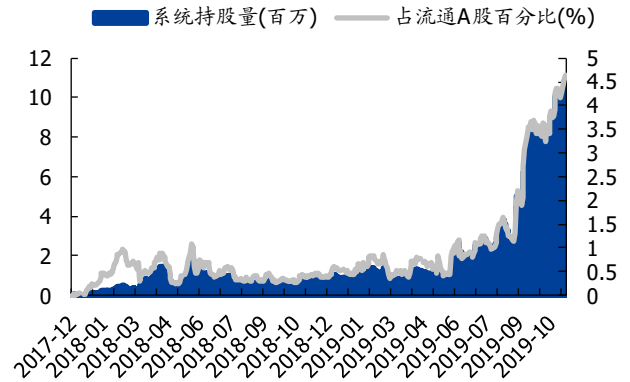
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 15: 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 16: 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，相较于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，改染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%，尽管市场占有率仍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。

➤ **重庆啤酒：嘉士伯西南重将，风劲扬帆正当时**

- **西南啤酒龙头，嘉士伯集团成员。**公司是西南区域型啤酒龙头，在重庆本土市场市占率超过85%，嘉士伯集团2013年通过要约收购成为实际控制人。嘉士伯入主后通过引入国际品牌丰富产品组合，实施供应链优化提升运营管理效率，推动公司持续改善盈利能力。
- **啤酒行业：高端化风起，运营效率待提升。**啤酒消费量上行空间有限，行业增长主要逻辑转移至高端化推动吨酒价格提升。同时从长期角度看，国内啤酒企业当前产能利用率较低，在产能优化、供应链效率改善方面仍有较大提升空间。高端化产品组合改善叠加运营效率改善，啤酒行业未来将进入利润加速释放阶段。
- **嘉士伯对重啤的改变：1）完善产品组合，打造本土强势+国际化高端品牌组合。**2013-15年公司推进“勇者之路”计划，削减瓶型、升级品牌。公司用“重庆”逐渐替换“山城”；国际品牌方面成功在8-10元价格带打造乐堡大单品，并逐步引入1664、格林堡等国际化品牌。**2）供应链效率提升，产能优化排头兵。**2015-18年公司践行“资援新征程”计划，2015-16年分别关停6家/2家工厂，并对持续亏损酒厂进行减值；2018年关停湖南常德工厂。关停落后产能对财务报表有1-2年短期影响，长期看提高产能利用率、费效比，从而推动盈利能力改善。
- **高ROE背后的本质：基地市场优势+管理效率改善。**公司ROE持续提升的主要

推动力是净利润率快速上行。公司在重庆具备基地市场优势，高端化市场基础深、销售费用投入费效比高、渠道话语权强决定了公司盈利能力和权益乘数高于同行。此外嘉士伯对公司的管理输出，运营效率持续改善也是高ROE水平的重要助推手。

- **前景展望：“扬帆 22”正起航，资产注入窗口期。**“扬帆 22”旨在加强核心品牌、市场优势的同时，着重于未来在亚洲地区快速增长，以及发展精酿、无酒精啤酒品类。2020年时嘉士伯承诺资产注入窗口期最后一年，如若落地相当于再造一个重啤。

#### ➤ **古井贡酒：稳扎稳打，步步为营，期待再上台阶**

- **老八代名酒几经起落，王者归来。**古井贡酒具有 1700 余年的历史，四次蝉联全国白酒评比金奖，是我国浓香型白酒的代表。公司的前身为明代正德十年（公元 1515 年）的公兴槽坊，1959 年改制为国营亳县古井酒厂，1996 年古井贡酒正式登陆 A 股市场。公司深耕安徽省市场，产品定位中高端，主打年份原浆系列，逐渐发展成为徽酒领军者。

2009-2018 年，公司归母净利润增长 11 倍，居上市酒企首位，古井作为地产酒品牌，主要销售区域在省内，为何可以在过去十年表现如此亮眼？我们从内因和外因两个方面分析。

- **外因：1) 天时：2008 年公司新管理层对公司开启改革，抓住黄金十年机遇期的尾巴。2) 地利：安徽省白酒市场规模有 250 亿左右，是典型的产销大省。且安徽省白酒市场区域壁垒高，对地产酒品牌起到保护作用，为省内酒企发展提供良好的土壤。同时，安徽省经济快速增长支撑安徽省白酒市场景气度，也是消费升级的基础。内因：1) 管理：2007 年公司管理层换血，新管理层对公司进行大刀阔斧的改革，使公司重回良性增长轨道。2) 品牌：古井贡酒是八大名酒之一，品牌历史积淀深厚，90 年代的“降价降度”策略使公司品牌力受到削弱。自 2008 年推出年份原浆以来，公司持续加强品牌建设，品牌力逐渐复兴。3) 产品：随着省内经济的发展，公司通过加大中高端产品的推广和渠道部署力度来引导省内消费升级，受益省内价格带跃迁，公司产品结构持续优化。4) 渠道：公司实施三通工程，深耕渠道，同时采取深度分销模式，加强对终端的掌控力度，省内渠道下沉卓有成效。**

- **看未来：省内：安徽省白酒市场扩容主要以价增驱动。目前合肥市已升级到 200 元以上价格带，古 8 成为大流通产品。而周边城市由 120-150 元向 200 元价格带的消费升级持续。长期来看，对标江苏省，安徽省白酒市场空间可以达到 300 亿左右。费用率方面，公司销售费用率据上市酒企首位，随着古 8 在合肥进入成熟期，品牌势能形成，我们预计综合促销费用有下降空间，销售费用率有望下降。省外：公司着力布局“安徽+河南+湖北”核心市场，以带动整个华中区域的销售。2019 年，河南作为古井在省外的第二市场，目标增速 35%。2016 年公司收购黄鹤楼酒业 51% 股权，双品牌协同下公司在湖北市场有较大发展潜力。**

#### ➤ **珠江啤酒：享天时地利，昔日华南王加速奔跑**

- **公司简介：深耕珠三角，围绕啤酒双主业运营。**珠江啤酒是广东本土知名啤酒品牌，啤酒酿造销售+啤酒文化产业双主业协同发展。公司 2018 年啤酒营收占比 95.7%，广东省内销量占比超过 90%，其他销售区域还包括河北、广西、湖南。经历 2012-13 年调整期后，公司销量规模稳步增长，至 2018 年销量达到 124 万千升。公司实际控制人是广州国资委，百威英博参股 29.99% 是第二大股东，此外还设立员工持股平台形成长期有效的激励机制。

- **享受天时地利：啤酒行业高端化加速确立，广东处于前沿。**啤酒行业进入存量

时期，高端化趋势显现。低端啤酒销量萎缩、高档啤酒保持双位数增长，行业处于结构调整期。我国主要啤酒企业吨酒价保持 CAGR3% 左右增幅，横向比较仍有较大提升空间。当前竞争格局相对稳定，2018 年以来龙头企业对利润诉求达成一致，行业进入利润释放期。广东省是华南地区核心市场，也是啤酒销量第二大省份，广东地区经济发展程度较高，啤酒市场高端化领先，但竞争格局仍然割据，公司保持领先，百威、华润、青啤紧随其后。

- **啤酒业务：纯生和罐装占比提升，运营效率改善，未来发力餐饮渠道。**公司吨酒价持续增长的原因：一方面聚焦珠江纯生，致力于产品结构升级，2019 年前三季度高档啤酒销量占比达到 37.18%；另一方面推动易拉罐销量占比提升，有利于吨酒价和利润增长，当前罐化率接近 30% 处于行业领先。2013 年销售政策改革成效显著，运营效率逐步改善，应收账款周转、存货周转加快，项目资金投入使用后资产周转率加快 ROE 有望提升至 10% 以上。公司在广东省内具备较强品牌拉力，未来计划加大餐饮渠道推力，市场份额有望平稳上行。
- **其他业务：餐饮租赁、商业地产，打造啤酒文化产业。**餐饮租赁 2018 年贡献约 1500 万归母净利润，预计保持稳健增长；商业地产项目预计 2022 年开始贡献收益，出售部分预计贡献 10 亿多净利润，自营部分预计每年实现 2 亿多稳定利润。

### 3.2 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，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。

#### ➤ 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，相较于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。

➤ **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。

➤ **周专题：啤酒为何涨，后续如何看？**

- 本周啤酒板块股价为何涨？
- 1) **年关将至，提价预期引爆市场情绪。**2017年以来，每逢年底啤酒板块均会因为“提价预期”迎来一波上涨。上周，市场调研反馈，各家啤酒企业有望在2020年初再迎一波涨价潮，行业盈利能力有望持续提升。与此同时，由于经济疲软，CPI持续走高，市场对于明年有提价能力的细分品类关注度较高。
- 2) **盈利持续兑现，三季度业绩呈现加速增长趋势。**从季报情况来看，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，啤酒行业旺季销量下降明显，在销量小幅下滑的背景下，行业整体利润端呈现加速增长态势。
- 3) **机构持仓较低，增量资金边际效应明显。**三季度啤酒行业的销量小幅下滑，市场对于季报的预期下调，基金配置比例亦出现大幅回落，2019Q3啤酒板块的机构配置比例为0.10%，环比下滑0.14%，整体配置比例降至标配以下。
- **啤酒板块后续如何看？**
- 1) **量增已成“历史”，转变视角，行业发展仍可期。**人口结构变化下，销量稳中有降是必然趋势，行业整合仍将存在。中国目前15-64岁人口比重呈现下降趋势，与美国的1980年代和日本的1990年代情况相似，在人口结构变化驱动下，美国、日本的啤酒产销量均出现向下拐点，与此同时，出现了产业间的大型并购，集中度进一步提升直至稳态。目前中国啤酒行业CR3为59%，未来并购整合仍将存在。
- 2) **“提价”成为行业共识，盈利有望保持较快增速。**价格战时期，国产啤酒价格滞涨，2010-2018年国产啤酒企业吨价在1%-6%之间，百威(中国)吨价约10%基本与GDP同步。由于行业销量趋于稳定，龙头华润转变思路，并率先提价；在产品结构升级和产品提价的双轮驱动下，目前国产啤酒公司的吨价增速提升明显。
- 3) **效率提升空间仍较大，费用率有压缩空间。**管理费用率方面，人均效率有较大提升空间。产能方面，国内啤酒企业运营效率改善空间大。扩张阶段收购了较多低效产能，目前在整合阶段。

➤ **周专题：安徽白酒实地走访情况反馈**

- 本周我们走访了安徽省合肥、淮北的部分烟酒店终端，整体来看，各家酒企以树价盘为主，为春节动销做准备。具体情况如下：
- **地产酒：合肥市主流价格带200-400元，古8，古16实际成交价同比提升，口10，口20同比略降。**古8/古16目前终端价220-240元/360-380元，较去年同期200-

220元/320-350元有所上涨。口10，口20实际成交价同比略有下滑，口10/口20目前终端价240-260元/360-380元。古井三季度以树价盘为主，未采用压货措施。目前口子窖积极调整，9月以来已连续召开两次经销商会议，针对市场问题提出解决措施，公司未来将加大市场费用投入，增加对经销商的资源支持，我们预计公司的调整措施将给公司带来幅度较大的边际改善，后续省内竞争格局值得观察跟踪。

- **次高端：**古20终端提价幅度较大，洋河成交价较去年同期平稳，剑南春同比上升。
  - 1) **古20：**公司2018年推出古20，去年终端成交价400元左右，今年公司将合肥古20的销售权收回厂家，独立运作，近期受厂家提价预期影响，终端成交价上涨至550元。古20作为公司形象产品获得资源倾斜，在合肥高铁站，公交车，电视广告等均有宣传，体现公司对提升品牌拉力的决心。
  - 2) **洋河：**受去年陈列铺货影响，洋河终端库存仍在消化过程中，天之蓝目前成交价320元左右，较去年同期略有下滑（去年同期成交价320-350元）。梦3成交价450-500元，较去年同期持平，部分货品出厂日期为2018年底；梦6未见大规模陈列，价盘同比有所提升。
  - 3) **剑南春：**剑南春去年同期成交价380元，受提价影响，目前成交价小幅上涨至400-410元。
  
- **高端酒：**五粮液成交价环比回落，茅台部分缺货，国窖陈列较少。从陈列来看，烟酒店高端酒陈列以茅台，普五，1618为主，国窖陈列较少（安徽是国窖的弱势地区）。
  - 1) **茅台：**飞天茅台终端价2600-2700元，受供需关系影响，近期价格环比提升明显；去年同期飞天成交价1600元左右，部分烟酒店缺货。
  - 2) **五粮液：**普五站稳千元价格带，库存良性，货源多为中秋前后，终端价1000-1050元，环比略有回落，同比增幅约20%；1618终端成交价950-970元左右，作为战术性产品，提供一定的价格支撑。受春节打款及明年动销预期影响，普五批价近期有所松动。
  - 3) **国窖：**积极挺价，终端价在850-900元，环比略有提升，同比增幅约15%。安徽属于国窖的弱势市场，国窖动销和陈列较少，烟酒店陈列以特曲为主，终端价260-280元。

## 4、行业要闻

- 1、【微酒突发】继经典装后，低度和差异化国窖全面提价，最高达50元.....  
<https://dwz.cn/AWHj4sta>
- 2、前10月全国规上酒、饮料制造业利润同比增17.6%；川酒集团川东北营销中心成立 | 酒业家情报局  
<https://dwz.cn/GTVfNcUh>
- 3、白酒密集进攻江苏，苏酒那么容易打吗？ | 云酒独家  
<https://dwz.cn/nTc2MBd9>
- 4、国窖1573再提价；\*ST皇台保壳进展；澳大利亚出新政，假酒要凉？ | 云酒早知道  
<https://dwz.cn/p1HIe6RG>
- 5、突发 | 白酒行业迎重大利好！消费税法征求意见稿公布，白酒税率、征收环节均保持不变！  
<https://dwz.cn/C8SIB8jI>
- 6、李保芳博鳌纵论高质量发展：品牌力量不应该也不能够靠“国酒”加持  
<https://dwz.cn/8Ey4y10j>
- 7、12.4酒业简报 | 青花郎终端供货价上涨60元；赖茅易捷今年销售额有望破10亿.....  
<https://dwz.cn/BBq9sJom>
- 8、突发 | 长城葡萄酒再次“动刀”，一口气淘汰192个条码，2020年战略或提前曝光？  
<https://dwz.cn/IgaKTjX0>
- 9、茅台与中石化易捷探讨赖茅合作；李保芳：集团涉足金融板块的决策正确；林丹、谢杏芳与王老吉合作进军酒业 | 酒业家情报局  
<https://dwz.cn/LV1ytKEv>

- 10、12.5 酒业简报 | 茅台集团 163 名“最年轻”一批干部履新；金徽拟出资 500 万设立海南销售公司  
<https://dwz.cn/qm3RdWYk>
- 11、王茅登陆郑州，连入河南五地有何谋划？  
<https://dwz.cn/o248pwdv>
- 12、“百亿俱乐部”加速扩容，挤压增长的存量时代，将塑造怎样的酒业格局？ | 观察  
<https://dwz.cn/x1FIuCtO>
- 13、赢在未来！荣耀 70 年，走进新时代，2019 华糖万商领袖大会开启千亿商机  
<https://dwz.cn/sFCdQqAO>
- 14、威士忌巨头加码中国市场，麦卡伦全球首家品牌体验中心落户上海 | 关注  
<https://dwz.cn/myMasvGb>
- 15、12.6 酒业简报 | 茅台专题研讨“基础建设年”实施方案；百威亚太到访五粮液集团.....  
<https://dwz.cn/jifjsEaC>

## 5、重点公司公告

图表 17: 重点公司公告

公司	公告日期	公告类型	主要内容
华统股份	2019/12/02	对外投资	公司与恒晋汇达共同投资设立义乌华昇牧业有限公司。华昇牧业注册资本为人民币 10,000 万元，由公司控股，其中公司拟以自有资金出资 8,500 万元，持有华昇牧业 85% 的股权；恒晋汇达拟以现金出资 1,500 万元，持有华昇牧业 15% 的股权。
星湖科技	2019/12/02	对外投资	公司投资建设 5000 吨/年天然绿色健康复合调味品升级改造和 300 吨/年肌苷、900 吨/年脯氨酸、150 吨/年利巴韦林的生产线。
绝味食品	2019/12/02	对外投资	公司全资子公司深圳网聚投资有限责任公司作为有限合伙人，湖南香与韵企业管理有限公司、闫永波、湖南良师胜友企业管理咨询合伙企业共同出资设立湖南重熙累盛私募股权基金企业。
龙大肉食	2019/12/03	股权激励	公司按股票期权与限制性股票激励计划的规定授予，激励计划获授的股票期权数量为 1665.17 万份，占目前股本总额的比例 1.70%。获授的限制性股票数量为 1658.93 万股，占目前股本总额的比例 1.69%。
绝味食品	2019/12/03	终止评级	中诚信证评决定终止对公司绝味转债债券的跟踪评级,并将不再更新其信用评级结果。
金徽酒	2019/12/04	对外投资	公司拟在海南省海口市投资设立金徽酒海南销售有限公司。海南销售公司注册资本为人民币 500 万元，公司出资 500 万元，持股比例 100%。
广州酒家	2019/12/04	合作协议	公司与食尚国味、尹江波签署了《合作框架协议》，食尚国味和尹江波及其实际控制的、使用第 11630024 号及其他“陶陶居”注册商标经营餐馆的经营主体拟以现金及资产出资方式对陶陶居公司增资。增资完成后，公司持有陶陶居公司约 55% 股权且为控股股东及实际控制人，合作方合计持有陶陶居公司约 45% 股权。
百润股份	2019/12/04	股份质押	公司持股 5% 以上的股东柳海彬先生进行股份质押，本次质押 6860000 股，本次质押占其所持股份比例 14.94%。
口子窖	2019/12/05	股份解除质押	周图亮先生解除质押 1,601,000 股，本次解除质押后，周图亮先生持有本公司股份累计质押数量为 1,071,500 股，占其持股数量比例为 10.74%。
庄园牧场	2019/12/05	非公开发行	公司非公开发行募集资金总额（含发行费用）将不超过 38,000.00 万元，拟用于金川区万头奶牛养殖循环产业园项目以及偿还银行借款。
来伊份	2019/12/06	对外投资	公司拟以附属企业上海来伊份企业发展合伙企业参与投资宿迁中宽汇英资产管理合伙企业。基金规模为人民币 1 亿元人民币，来伊份企业发展以自有资金投资人民币 1000 万元，比例为 10%，承担的投资风险仅以公司出资额为限。
光明乳业	2019/12/06	对外投资	公司投资 2.85 亿美元给下属全资子公司光明乳业国际投资有限公司，用于归还光明乳业国际投资有限公司部分美元贷款。

资料来源: wind, 国盛证券研究所



## 6、下周重要事项

图表 18: 下周股东大会召开信息

名称	会议日期	会议类型
山西汾酒	2019/12/11	股东大会
酒鬼酒	2019/12/11	股东大会

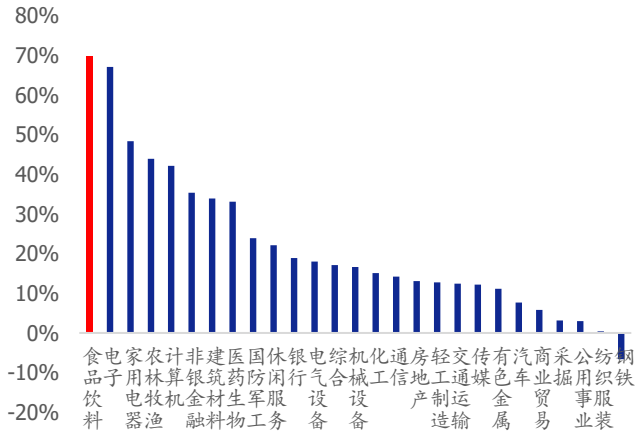
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 7、重点数据跟踪

### 7.1 本周市场表现

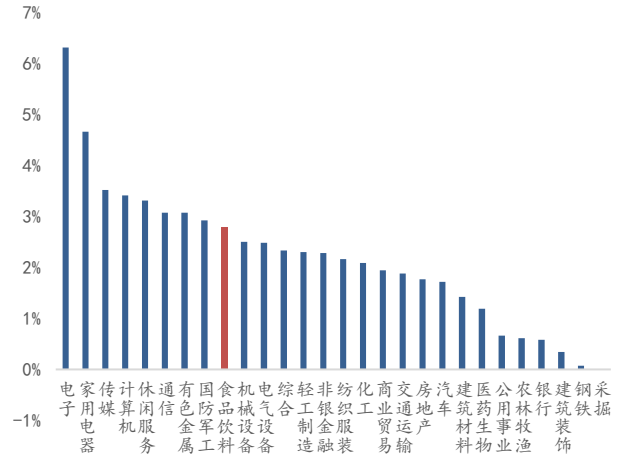
大盘及各行业走势（12/02-12/06）

图表 19: 年初至今各行业收益率 (%)



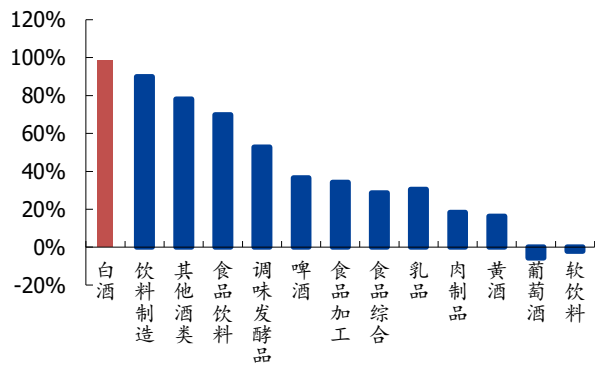
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 本周各行业收益率 (%)



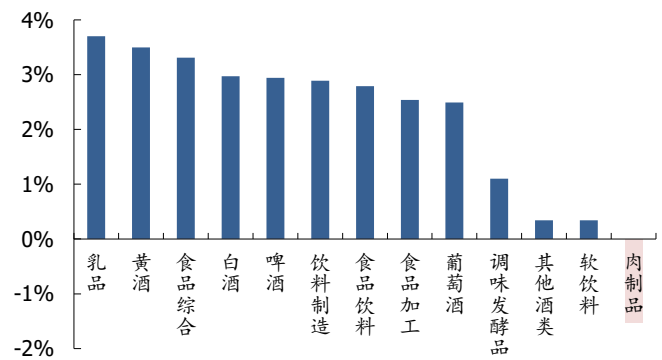
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 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 22: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

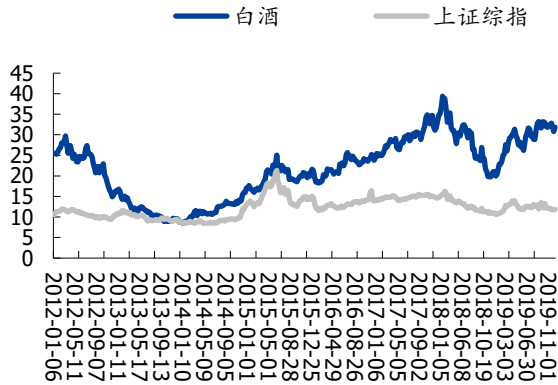


资料来源: wind, 国盛证券研究所

#### 板块估值情况

白酒板块估值 31.80 倍，相对于上证综指相对估值 2.67 倍（上周为 2.63 倍），食品加工行业板块估值为 33.97 倍，相对于上证综指相对估值 2.86 倍（上周为 2.83 倍）。2012 年至今白酒行业平均估值 21.77 倍（相对上证综指 1.8 倍），食品加工行业平均估值 31.89 倍（相对上证综指 2.60 倍）。

图表 23: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



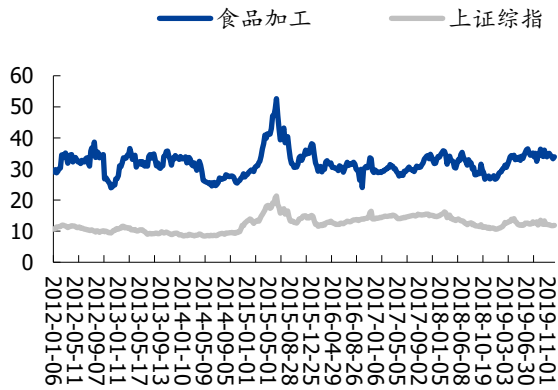
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



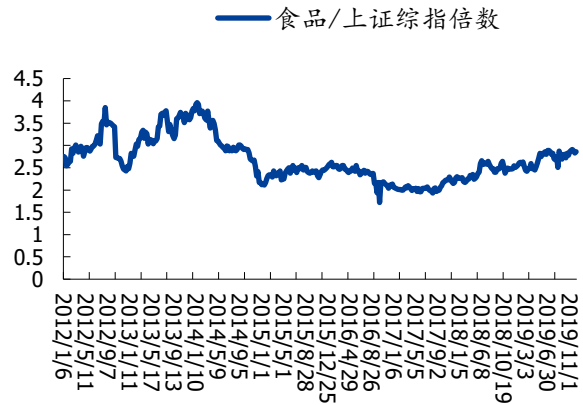
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

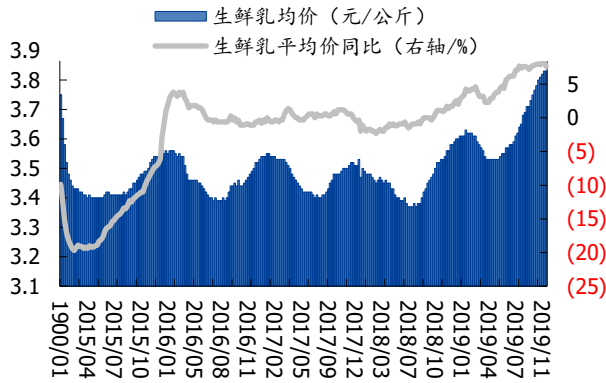
图表 26: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

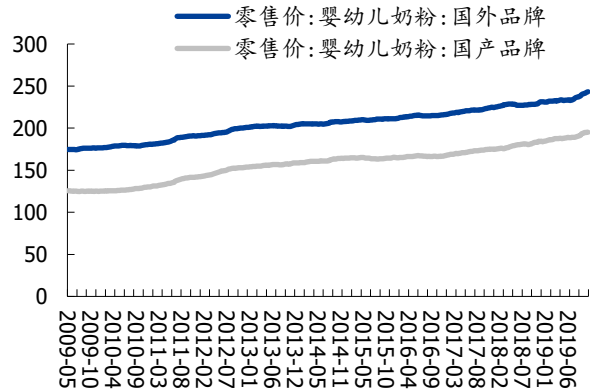
7.2 重点数据跟踪

图表 27: 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 28: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨)



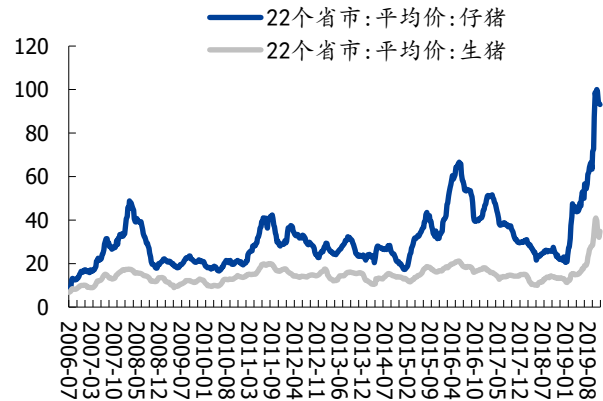
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 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 30: 猪肉价格



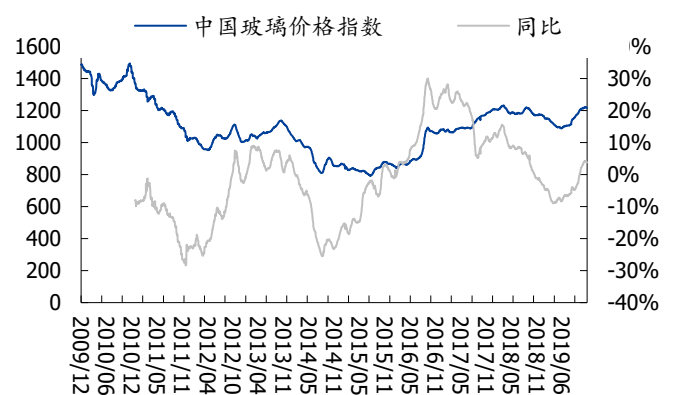
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 大豆价格



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 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，行业竞争加剧风险。

### 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