

推荐 (维持)

掘金大食代

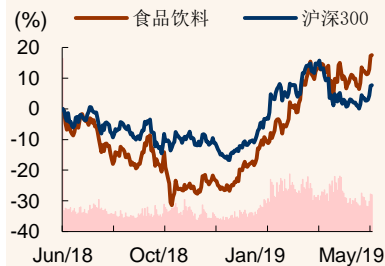
2019年06月23日

食品饮料行业2019年中期投资策略

上证指数	3002	
行业规模		
股票家数 (只)	106	占比%
总市值 (亿元)	35385	6.6
流通市值 (亿元)	33049	7.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	7.2	57.2	17.7
相对表现	2.6	30.7	11.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报 (2019.6.13) 一首推高端白酒, 买入乳业改善》2019-06-13
- 2、《食品饮料行业周报 (2019.6.2) 一茅台股东会互信共商, 今世缘主力产品提价》2019-06-03
- 3、《食品饮料行业周报 (2019.5.27) 一新普五正式亮相, 国窖停调调价》2019-05-27

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn
S1090519040003

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn
S1090518090005

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
S1090519020001

在逐步告别总量增长后, 餐饮行业逐步迈入结构红利期, 增长逻辑的转换加速改变行业竞争格局, 名酒企业依靠品牌高度, 食品巨头仰仗供应链优势, 不断巩固自身行业龙头地位, 估值溢价即源于此, 建议投资者继续加买龙头, 掘金大食代! 展望下半年, 白酒估值修复行情之后, 更看需求长逻辑推动的估值切换, 其中高端白酒景气度最高; 食品板块需求韧性足, 龙头走向超级定价权, 乳业调味品最为明显, 同时关注左侧品种布局机会。报告附上对龙头企业建立经营壁垒的思考, 探究估值溢价的本质, 推荐阅读!

- **行业逐步告别总量增长, 进入结构红利期, 白酒进入闭门峰会时代, 剩者为王加速显现, 估值溢价即源于此。**我们在18年中期策略报告中分析, 在国内消费者对酒精、糖等摄入量达到全球水平后, 餐饮各子行业开始告别总量增长时代, 进入结构升级红利期。行业增长逻辑的转换, 对竞争格局有着深远影响: 品牌对于白酒企业的重要性愈发凸显, 行业开始进入闭门峰会、你追我赶的竞合时代; 全产业链掌控力开始成为食品企业构筑壁垒的手段, 上游资源垄断、下游管理赋能, 让“剩者为王”的逻辑在食品行业加速演绎。这是过去几年我们报告的投资建议中“分化”、“龙头”频繁出现的根本原因, 我们相信此产业趋势行未过半。叠加全球开放的资本制度安排, 市场将进一步探究龙头企业的经营壁垒, 并逐步抬高估值中枢, 守望估值溢价。
- **白酒板块: 估值修复行情充分演绎, 需求长逻辑将推动板块下半年估值切换, 高端白酒景气度最高。**我们去年底判断, 行业盘整的核心是企业过高的经营目标, 在经历去年底控货去库存, 调低增长目标后, 行业迎来预期反转的估值修复行情。回顾来看, 去年底的行业判断得到验证, 估值底部时间点较我们预判时点略提早出现。当前时点, 行业估值回升至历史中枢的合理水平。从需求结构的长逻辑看, 白酒将持续受益结构升级, 高端白酒过去十年量价分别复合增长10.1%、6.4%, 预计未来仍将显著跑赢通胀水平, 引领行业景气度持续向上, 其中茅台当为行业中流砥柱, 确保行业2020年稳健成长, 这是下半年行情估值切换的基础; 从渠道利润的短逻辑看, 高端渠道利润源自品牌壁垒带来的确定性, 茅台维持高价差, 五粮液渠道动力明显增强, 中档渠道利润来自于大众的需求韧性, 次高端白酒企业的高增长目标, 让渠道利润空间有所反复, 期待次高端白酒企业重视渠道利润, 步步为营, 以为后图。
- **食品板块: 乳业调味品需求韧性足, 龙头凭借全产业链优势, 走向超级定价权。**我们从年初以来跟踪来看, 食品板块保持相当的需求韧性, 其中乳业、调味品最为明显, 我们认为这与减税降费、低线城市消费升级有关。从近期渠道动销及库存跟踪来看, 下半年食品板块仍将保持稳健增长。投资上可沿着两条思路选股: 持续买入龙头公司的超级定价权, 我们认为食品行业从总量进入结构升级期, 行业集中度将进一步提升, 若伴随成本抬高和需求边际放缓, 提升速度则会更快, 各家龙头凭借全产业链优势, 近年来展现出行业内的超级定价权, 其中乳业、调味品最为明显, 细分龙头桃李、绝味也在持续构建自身护城河; 另外关注具有周期属性食品股的左侧布局机会, 包括成本红利、渠道下沉的榨菜, 以及全球扩张、周期弱化的安琪。
- **投资策略: 1) 白酒板块: 继续推荐需求长逻辑, 高端白酒景气度最高。**行业估值回升至合理水平, 继续推荐行业需求长逻辑带来的估值溢价, 以及下半年估值切换行情, 其中高端白酒景气度最高, 首推茅五泸, 推荐古井、今世缘、口子、洋河、汾酒。2) **食品板块: 需求具备韧性, 布局龙头超级定价权, 关注左侧品种。**食品需求具备韧性, 乳业调味品为先, 继续买入乳业、调味品板块龙头, 首推伊利、海天、中炬, 关注恒顺; 推荐细分龙头绝味、桃李; 关注个股左侧布局机会, 关注榨菜、安琪。
- **风险提示: 需求超预期回落/成本上涨/外资流出/税收政策变化/行业竞争加剧**

正文目录

序：长资金的定价时代	7
一、掘金大食代，拥抱常青树	8
1.1 前世：罗马建成记	8
(1) 品牌壁垒：通过品牌实现定价权	8
(2) 供应链壁垒：通过管理能力增效降本	10
1.2 今生：行业的白银时代，龙头的黄金时代	10
1.3 未来：寻找更大的价、量空间	13
(1) 差异化	13
(2) 出海	14
(3) 扩品	15
1.4 小结：掘金大食代，拥抱常青树	16
二、白酒板块：景气周期未过半，高端确定性最足	17
2.1 长逻辑：高端引领景气度，估值切换具备基础	17
(1) 茅台作为行业中流砥柱，保障行业景气度延续	17
(2) 高端价格有望持续跑赢通胀，行业天花板不断打开	18
(3) 高端引领景气，布局估值切换	19
2.2 短逻辑：渠道利润不一，期待步步为营	20
(1) 高端白酒：渠道稳定性巩固增幅确定性	20
(2) 次高端白酒：渠道利润反复，期望步步为营	22
2.3 行业预判：全年目标无忧，动销质量定调来年	23
(1) 19 年目标大概率完成，全年增速平稳换挡	23
(2) 高端白酒增长最为良性，景气度最高	24
(3) 下半年增长质量，奠定来年基础	24
2.4 下半年投资策略：景气周期未过半，首选高端确定，布局估值切换	25
2.5 重点公司跟踪	26
三、大众品板块：守望龙头溢价，左侧布局周期	28
3.1 复盘“漂亮 50”：行业集中时代，核心资产双击	28
3.2 基本面：需求降速差收窄，CPI、减税对冲	30
(1) 需求增速换挡，降速差收窄	30

(2) 成本上行与减税效应的对冲 31

3.3 估值：龙头溢价放大，产业定价权在资本市场演绎 32

3.4 投资时点：有点瑕疵也挺好，估值压制期买入优质资产 33

3.5 下半年投资策略：守望龙头溢价，左侧布局周期 36

3.6 重点公司跟踪 38

四、风险提示 41

五、行业重点公司估值表 41

【附】上半年板块回顾：估值修复行情，超额收益明显 42

图表目录

图 1：A 股换手率高于国外市场 7

图 2：中国 GDP 增速仍远高于全球 7

图 3：过去二十年春晚广告赞助回顾 8

图 4：伊利常温奶毛利率显著行业竞品 9

图 5：优秀企业享有更高定价权 9

图 6：主要国家酒精摄入量对比（单位：L/人） 10

图 7：华润啤酒量价增速贡献拆分 11

图 8：乳制品近几年量增速贡献明显缩小 11

图 9：不同企业阶段面临不同市场特征 12

图 10：伊利 2010-2018 净利率持续攀升（单位：%） 12

图 11：烘焙食品与调味品人均消费量平稳增长（左轴单位：kg/人） 13

图 12：烘焙与调味品人均消费量与其他国家还有较大差距（左轴单位：kg/人） 13

图 13：火锅食材市场增长（左轴单位：千亿元） 13

图 14：火锅底料蘸料 5 年 CAGR 或可超 15% 13

图 15：蒙牛、伊利产品的差异化布局 14

图 16：帝亚吉欧全球不同地区营收贡献占比 14

图 17：龟甲万海外批发公司分布图 14

图 18：茅台的全球化布局将继续深入推进 15

图 19：伊利乳制品（液体乳+奶粉）贡献超 90% 营收 15

图 20：雀巢丰富的品类生态均衡贡献营收 15

图 21：雀巢丰富多元的产品生态 16

图 22: 龟甲万四大产品品类	16
图 23: 茅台近十年销量复合增速 11.2%	17
图 24: 茅台近十年价格复合增速 8.2%	17
图 25: 茅台基酒产量在 2020 年达到 5.6 万吨	17
图 26: 茅台可供销量在 2024 年预计达到 4.6 万吨左右	17
图 27: 高端白酒销量复合增速有望维持 10%左右	18
图 28: 高端白酒销量出厂价复合增速有望维持 5%左右	18
图 29: 高端白酒量价增速贡献拆分	19
图 30: 高端白酒经销商体系稳定性更高	20
图 31: 高端白酒经销商体系稳定性更高	21
图 32: 高端白酒品牌壁垒下, 渠道利润空间具备稳定性	21
图 33: 茅台经销商盈利持续高位	22
图 34: 五粮液经销商盈利情况明显提升	22
图 35: 次高端板块进入增速换挡期, 预计增速中速回落至 15%	22
图 36: 次高端三大梯队形成, 酒企间竞争加剧	23
图 37: 社零增速下行, 趋势有所收窄	30
图 38: 全部工业品 PPI 及 CPI 持续上涨	31
图 39: 食品类 PPI 及 CPI 持续上涨	31
图 40: 年初至今部分原材料价格上涨	32
图 41: Q3 部分重要原材料成本环比上升	32
图 42: 年初至今原奶价格触底, 6 月份小幅回升	32
图 43: 海天 vs 板块 PE (TTM)	32
图 44: 华润啤酒 vs 板块 PE(TTM)	32
图 45: 海天股价在 18Q3、19Q2 达到高点	33
图 46: 美国 GDP 季度环比 (%)	28
图 47: 行情前后可口可乐股价及相对大盘收益率	28
图 48: “漂亮 50” 食品饮料公司行情后收益率 vs SP 500	29
图 49: 1950-1980s 美国饮料行业竞争格局变动	29
图 50 “漂亮 50” 公司盈利能力强	29
图 51: 可口可乐 1960-1980s 净利润变动	29
图 52: 海天业绩估值同步释放	30

图 53: 可乐在碳酸饮料中份额: 12-15 年优势强化	34
图 54: 伊利在泛乳产品中份额: 12-15 年优势强化	34
图 55: 海天味业 2015 年持有至今 CAGR48.7%	34
图 56: 伊利 2016 年持有至今 CAGR33.5%	34
图 57: 可口可乐市盈率变动	35
图 58: 可口可乐 1981—2000 业绩变动 (百万美元)	35
图 59: 1987 各国年可口可乐人均消费量同比增长	36
图 60: 伊利 vs 板块 PE(TTM)	37
图 61: 榨菜 30X 是估值底	37
图 62: 啤酒行业产品结构持续提升	38
图 63: 食品饮料板块持续走高, Q2 超额收益明显	42
图 64: 上市白酒企业收入利润及增速 (左轴: 亿元)	42
图 65: 上市调味品企业收入利润及增速 (左轴: 亿元)	42
图 66: 年初至今食品饮料板块相对沪深 300 表现 (截至 19 年 6 月 21 日)	43
图 67: 年初至今各子行业涨跌幅 (截止 19 年 6 月 21 日)	43
图 68: 食品饮料行业绝对 PE (TTM) 变化	44
图 69: 食品饮料行业相对沪深 300 PE (TTM) 变化	44
图 70: 白酒子板块绝对 PE (TTM) 变化	44
图 71: 白酒子板相对沪深 300 PE (TTM) 变化	44
图 72: 调味品子板块绝对 PE (TTM) 变化	44
图 73: 调味品子板相对沪深 300 PE (TTM) 变化	44
图 74: 基金持股白酒市值及占比	46
图 75: 19 年上半年食品饮料龙头企业陆股通持仓占流通股比例	47
表 1: 茅台未来价格走势推演敏感性分析	19
表 2: 核心白酒公司渠道库存跟踪情况 (一颗星代表一个月库存)	24
表 3: 次高端白酒增长目标调整至更为理性	25
表 4: 涪陵榨菜收入增速、还原增速	31
表 5: 伊利在 2012Q2、2015Q3 表现相对较差	34
表 6: 1980s 末可口可乐公司海外收入迅速增长 (百万美元)	35
表 7: 重点公司估值表	41

表 8: 横向比较 A 股部分板块和市场整体估值与增速 44

表 9: 食品龙头企业估值及增速对比 45

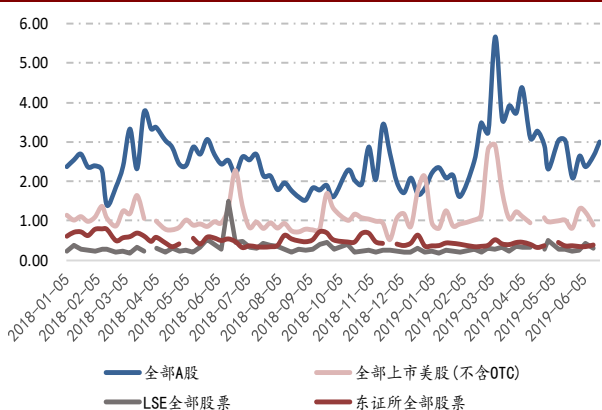
表 10: 最近 4 个季度公募基金对食品饮料板块持仓先降后升 (占基金市值比, %) 46

序：长资金的定价时代

中国优质标的估值相对全球仍然偏低。从全球配置的角度，中国 GDP 增速虽然有下行压力，但在未来较长一段时间，仍将远高于全球水平，但海外市场龙头估值并不低，这也意味着他们相对 A 股龙头的 PEG 估值水平更贵。

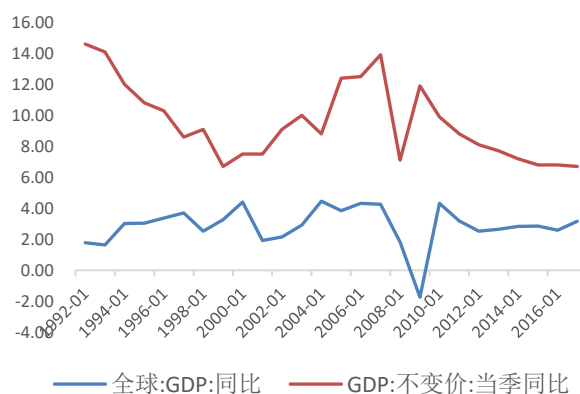
外资换手率相对较低，持股标的更加集中。MSCI 等放开后，海外资金流入，虽然外资投资风格也有多种，但平均来看海外市场换手率相对 A 股偏低，看重公司长期逻辑的更多。与此同时，海外资金配置 A 股，受国别文化、研究精力限制，持股必然更加集中，也更加偏向持有高研究性价比、低投资风险的各行业龙头。

图 1 A 股换手率高于国外市场



资料来源：wind，招商证券

图 2 中国 GDP 增速仍远高于全球



资料来源：wind，招商证券

三年白马行情，市场资金偏好发生明显改变。首先，过往业绩表现将影响资金对新发基金的选择；其次，价值理念的教育将投资者在标的上的偏好，买惯了标的人在决策差标的上会有更多的心理抵触，因此对买点等方面要求更加苛刻，这如同消费升级一样，在某种程度上是不可逆的。

长资金的定价时代有望到来。站在这个时点，首先，长资金越来越多；其次，长资金价值观更容易受到认同、投资方法可习得性较强；再次，长资金因为集中持有部分股票的更多筹码，主动、被动原因会降低交易频次；最后，长资金更要求深刻的长期基本面研究。由于深刻研究导致的定价正确概率提升、以及较低的交易频次，长资金的定价时代有望逐步到来。

掘金常青树式的价值标的是这个时代对我们的要求，对优质标的的反复研究、再理解将是重要途径，也是隐含在我们本篇策略报告内的价值观基础。

一、掘金大食代，拥抱常青树

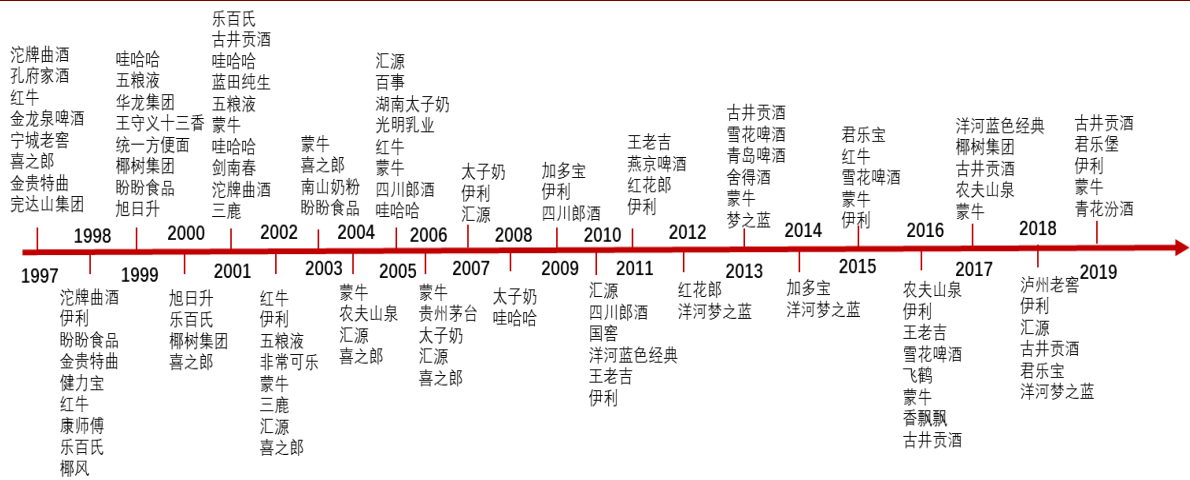
1.1 前世：罗马建成记

当下，市场越来越注重产业思维在投资中演绎，讨论产业壁垒的声音也在逐步增多，我们认为，关于壁垒的讨论，核心就是讨论为什么优秀企业能有不错的净利率（优于普通公司 5% 以上）和 ROE，而同行业企业难以做到的问题。上述壁垒是通过更高的产业定价，或者更低的综合运营成本实现的，定性的来说，我们认为“品牌”和“供应链管理能力”是构建壁垒的两个途径。

（1）品牌壁垒：通过品牌实现定价权

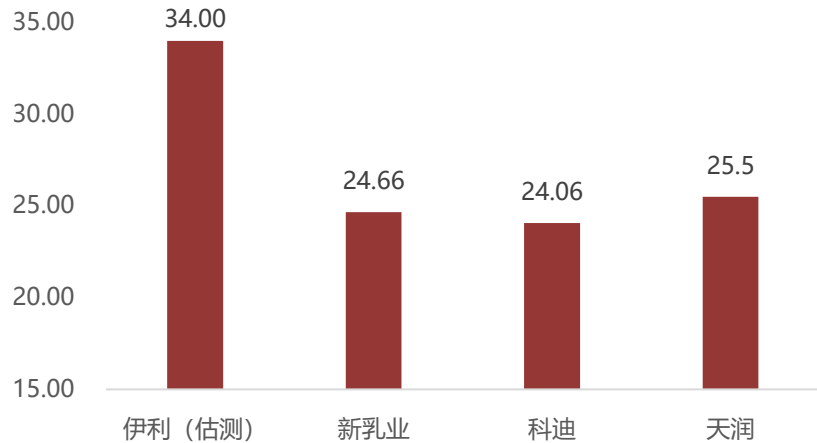
罗马并非一日建成，品牌构建亦需长期的投入和积累。通过建设品牌实现定价权，可以帮助企业实现优于行业平均的盈利能力。比如伊利通过品牌建设，可以将常温奶的盈利能力做到显著优于同行。过去二十年，是中国传统消费品品牌化黄金时期，白酒、海天酱油、乌江榨菜、洽洽瓜子、香飘飘奶茶都是伴随广告走出来的阳型品牌，但近年来随着媒体的碎片化，当下重塑一个品牌的难度明显增大。

图 3 过去二十年春晚广告赞助回顾



资料来源：招商证券 注：2004 年以前广告赞助商根据春晚前后播放广告统计

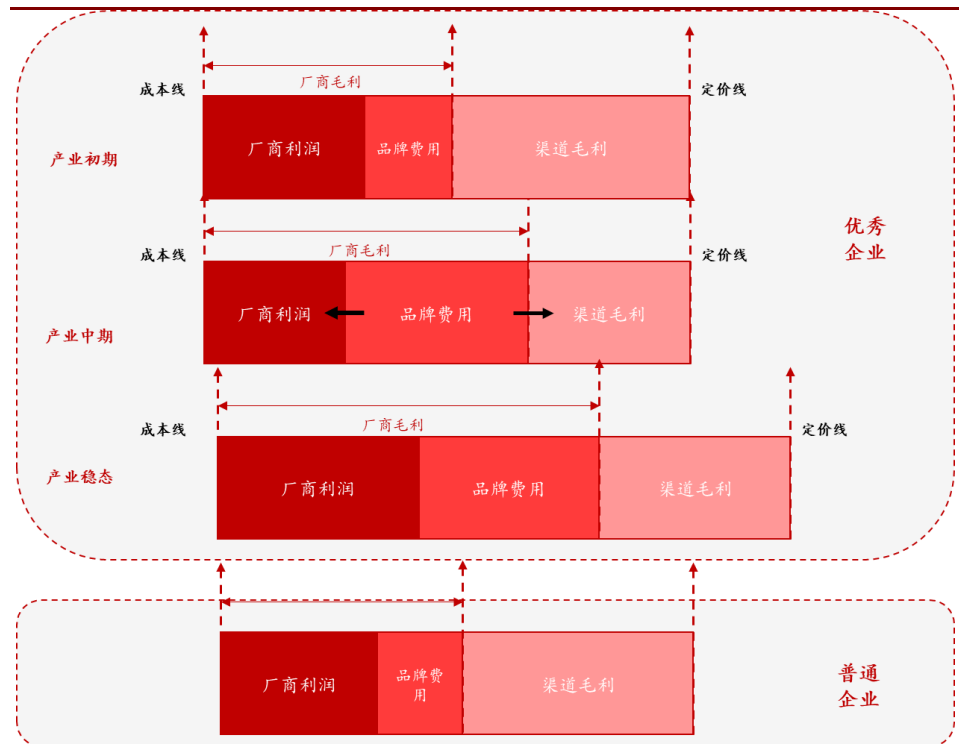
图 4 伊利常温奶毛利率显著行业竞品



资料来源：年报（天润为 2018 年，其余为 2017 年），招商证券

高端品价格天花板更高，更加依靠品牌维持净利率的稳定。生意模式的不同，根源上是产业链价差和产业链利润分割方式决定的。天然产业链加成较高的产业往往是消费者愿意甚至乐意高价买单的行业，如高端、次高端白酒，消费者买的就是高价格（面子消费），或者奶粉行业消费者存在不理性（安全诉求），在产业初期高产业链加成将吸引入局者不断涌入。从产业链的利润分割方式来看，一般情况下，无论是将利润留在渠道、还是将利润留在厂商体内，都很难让产业格局稳定下来，而通过投入品牌费用实现定价权，才能从根源上保障优秀企业同时享有较高的净利率水平和稳定的行业格局。

图 5 优秀企业享有更高定价权



资料来源：招商证券

（2）供应链壁垒:通过管理能力增效降本

在产业加成天然偏低的行业,超额利润的来源,一方面是垄断资源带来的利润分割加大,另一方面是来自优秀的管理能力带来的成本节约。上下游整合供应链管理的能力决定了如何压低成本曲线。

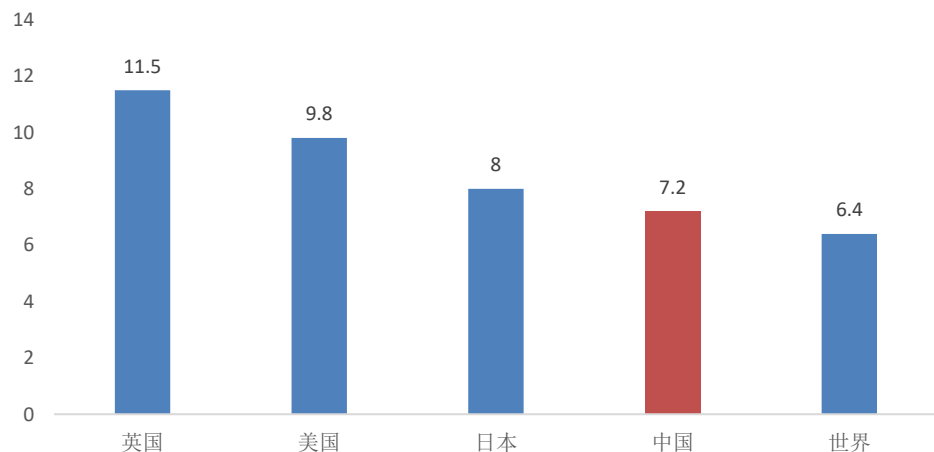
垄断资源:通过上下游资源垄断分割更多产业链利润。1)上游垄断:对于上游具有一定稀缺性、或短期内复制能力有限的品类,规模决定了上游定价能力,比如榨菜、安井鱼糜制品、绝味鸭脖,在品类内享有定价优势。2)下游垄断:如啤酒企业对部分渠道的垄断意味着更高的利润。

管理赋能:管理能力一般体现在强周转的操作能力和产销匹配能力。1)保质期越短的产品操作难度越大,短保质期意味着较高的临期处理费用、更加辛苦的渠道操作模式,如果没有较强的供应链管理的能力,很难实现较高的盈利水平,常见的生意如短保面包、牛奶(尤其是低温)、休闲卤制品等,在这样的难做的生意中存活下来的企业,也普遍具有更强的壁垒。2)产销匹配体现了管理层深度行业洞察。产销不匹配短则影响销售,严重甚至会影响企业存活,因为过度保守损失销量措施机会者有之,盲目扩张导致渠道崩盘、资金断裂也不鲜见。3)供应链运营能力,如电商企业处理供应波峰、波谷剧烈波动的能力,复合调味品处理多供应商的能力。

1.2 今生:行业的白银时代,龙头的黄金时代

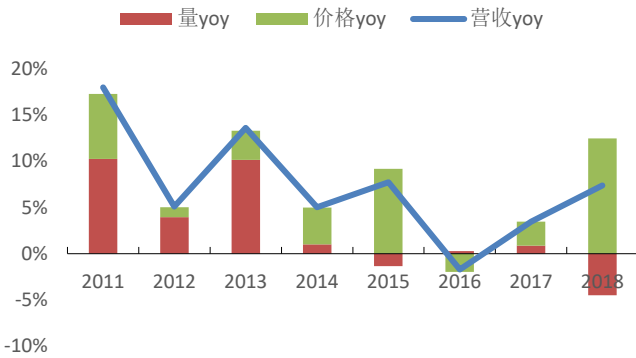
行业现状:总量低增长或不增长,集中升级是主驱动力。回顾食品饮料各子行业发展情况,过去行业核心驱动来源于消费量的增长,但近年来几大板块的人均消费量逐步接近世界平均,增速边际回落或不增长。其中,白酒、啤酒、肉制品、常温液体乳制品的消费量增长有限,集中和升级成为行业成长、龙头扩张的主要力量。

图 6 主要国家酒精摄入量对比(单位:L/人)



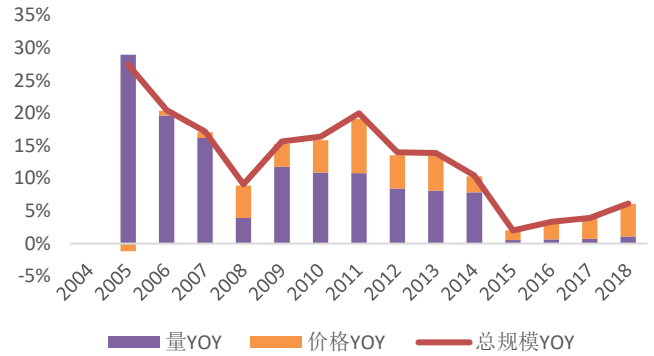
资料来源: World Bank, 招商证券

图 7 华润啤酒量价增速贡献拆分



资料来源：公司年报，招商证券

图 8 乳制品近几年量增速贡献明显缩小



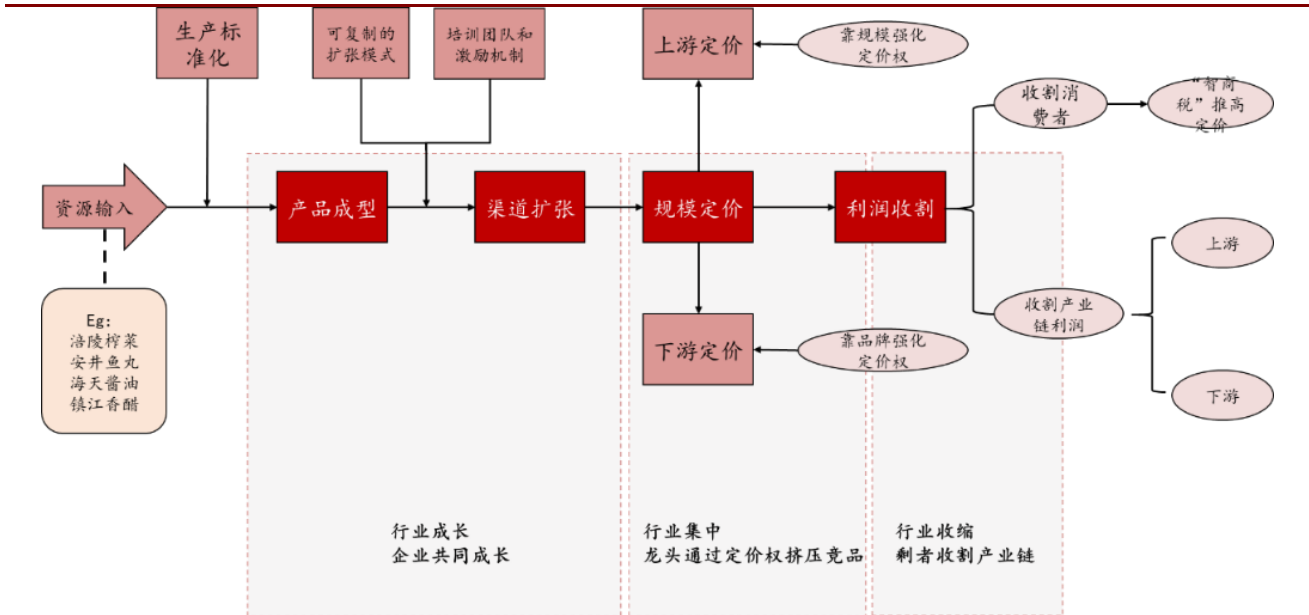
资料来源：欧睿，招商证券 注：乳制品主要包括常、低温牛奶、酸奶及其他液体乳饮品（不含奶粉）

行业集中时代，定价权兑现将意味着更大的分化。一般来说，企业将经历产品成形、渠道扩张、规模定价、利润收割几个阶段。

- **产品成型**：食品行业的诸多龙头是从资源输入区域发展起来的，产品的工业化生产是企业的扩张基础，生产标准化也是实现成本竞争力的关键。
- **渠道扩张**：局部市场的突破、样板市场的打造、经验总结和模式的复制，有助于实现全国的布局，而这背后高效的渠道激励机制则往往成为成败关键。
- **规模定价**：通过规模优势，企业能形成上下游更高的议价权，比如绝味通过更大的规模实现更高的上游定价权，有效实现成本控制。规模起来之后，企业有足够的实力和性价比去做品牌，再通过品牌定价，兑现下游的议价权。
- **利润收割**：行业进入衰退期后，企业开始收割上下游利润，留足现金流补充其他成长性业务板块。

存量时代大部分公司进入了后面两个阶段，龙头通过规模和品牌上的优势实现上下游定价，并通过定价权挤压竞品的生存空间。行业内的企业从规模普遍成长，逐步出现成长性和盈利能力上的分化。

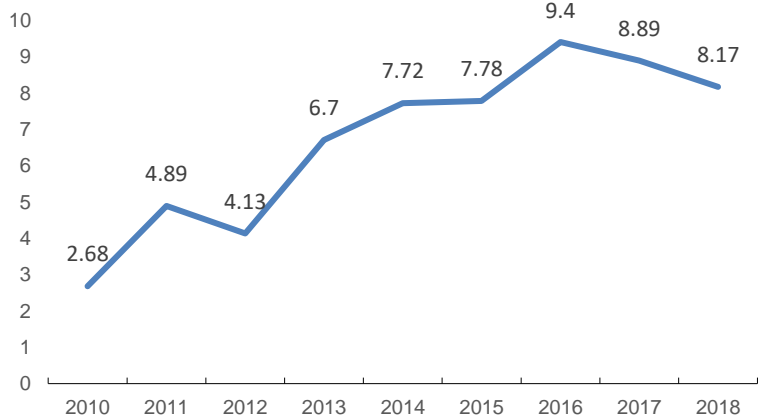
图 9 不同企业阶段面临不同市场特征



资料来源：招商证券

行业的白银时代，龙头的黄金时代。行业高增长落幕，进入白银时代，但对于龙头来说，却是最好的时代，这意味着销量上更确定的增长或不增长预期，（产销不匹配等因素导致的）犯错概率大大降低，而定价权的兑现，更有利于形成产业合力，行业可以从价格上（提价、高端化）进一步实现规模扩张扩张，有定价权的企业通过收割上下游利润连收获现金。

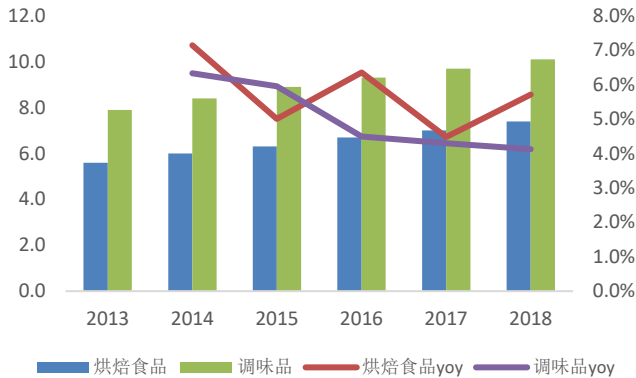
图 10 伊利 2010-2018 净利率持续攀升（单位：%）



资料来源：招商证券

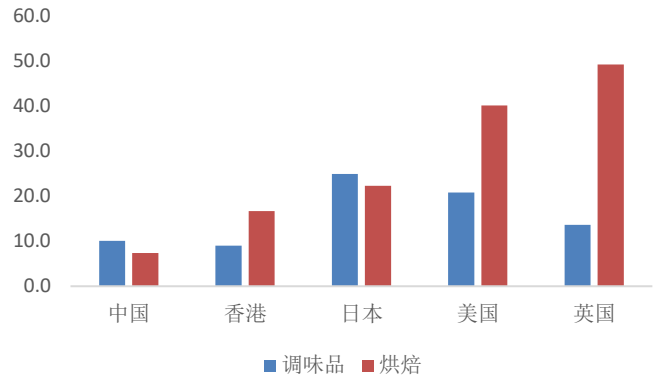
少数子行业仍处于增量阶段。尽管很多子行业已逐步步入存量时代，但不可忽略烘焙食品、调味品、火锅料等细分行业还有不错的成长性。如烘焙行业增速保持在 10% 以上，调味品行业也有高个位数以上的增长。

图 11 烘焙食品与调味品人均消费量平稳增长（左轴单位：kg/人）



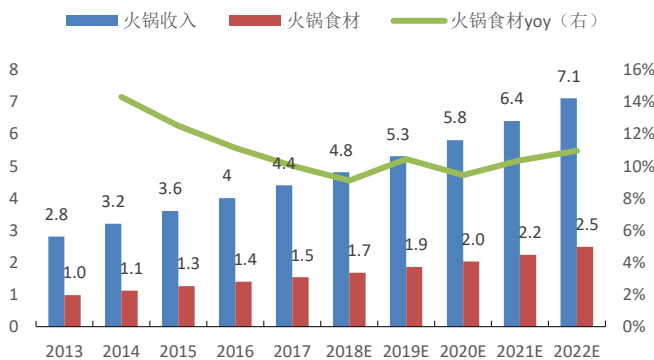
资料来源：Euromonitor，招商证券

图 12 烘焙与调味品人均消费量与其他国家还有较大差距（左轴单位：kg/人）



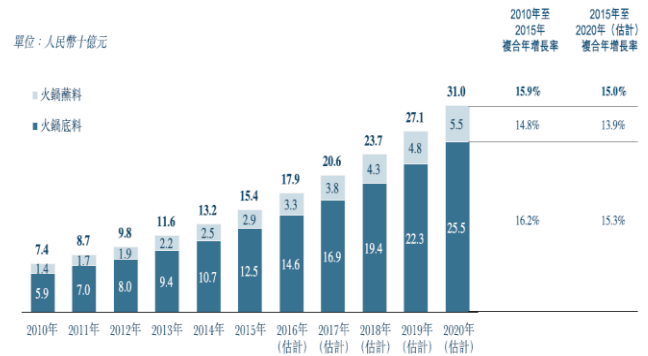
资料来源：Euromonitor，招商证券

图 13: 火锅食材市场增长（左轴单位：千亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，招商证券 注：根据中国饭店协会报告数据，以火锅食材成本占比 35% 计算

图 14 火锅底料蘸料 5 年 CAGR 或可超 15%



资料来源：Frost & Sullivan，招商证券

“罗马建成记”给了我们更多看成长股的视角。现阶段，对于成长股投资，除了空间、增速，市场也将更注商业模式、产业壁垒的讨论，龙头的成长史提供了更多核心竞争力的判断依据。对大众品来说，供应链整合运营能力更强的企业将更具有投资吸引力。

1.3 未来：寻找更大的价、量空间

(1) 差异化

龙一龙二竞争策略（产品、渠道、品牌）差异化。存量时代，龙头一方面开始品类内“收割”，另一方面，龙头将普遍面临着品类扩张来寻找新的空间，领域内的“剩者”管理能力更强，进入新兴的、没有绝对领导者的行业，龙二一般会避开龙一，进入另一个领域。以乳制品为例，伊利或将偏重有足够规模、稳态净利率水平较高的细分行业，坚持“安慕希”模式，高举高打，利用渠道优势和品牌建设优势，复制管理能力。蒙牛或利用自己的核心网点及上游高端奶源的优势，在低温酸奶、巴氏奶上做更长远布局。差异化战略下，预计两个企业逐步跳出现有的焦灼竞争状态，走出独立成长曲线。

图 15 蒙牛、伊利产品的差异化布局



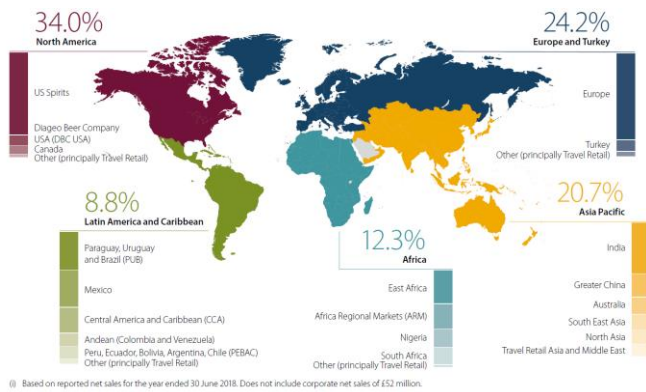
资料来源：公司官网，网易新闻网，招商证券

小品牌绑定品类，抢夺心智。面对龙头在品牌投放、渠道上的领先优势，小品牌唯有绑定品类，让品牌成为品类的代名词，才能够稳定长青。如香飘飘代表了“奶茶”，洽洽代表了“瓜子”，再如千禾在“零添加”领域的努力，专注在一个细分领域反复进行心智绑定，有利于小品牌的存货发展、基业长青。

(2) 出海

学习消费品巨头，国内龙头开始试水海外。海外龙头的全球布局非常早，经验也更为丰富。国内龙头企业享有巨大的内需市场，是天然的优势，但也因此在当下，并不具有较强的海外经营管理经验。近年来，中国品牌也在加大境外试水，抱团出海，谋求更大的发展空间和更广的品牌认知。

图 16 帝亚吉欧全球不同地区营收贡献占比



资料来源：公司年报，招商证券

图 17 龟甲万海外批发公司分布图



资料来源：公司官网，招商证券

图 18 茅台的全球化布局将继续深入推进

品牌宣传：“桥头堡”——免税渠道

以中国免税品集团公司遍布全国各个口岸的170多家店面（截至2015年底数据）触达海外游客



经销商：飘香世界——覆盖近70个国家和地区

每年召开海外经销商大会；截至18年底，茅台共有分布于五大洲68个国家和地区的115家海外经销商，当年新增“一带一路”沿线市场12个；19年继续重点开拓“一带一路”沿线及非洲空白市场

部分经销网络一览

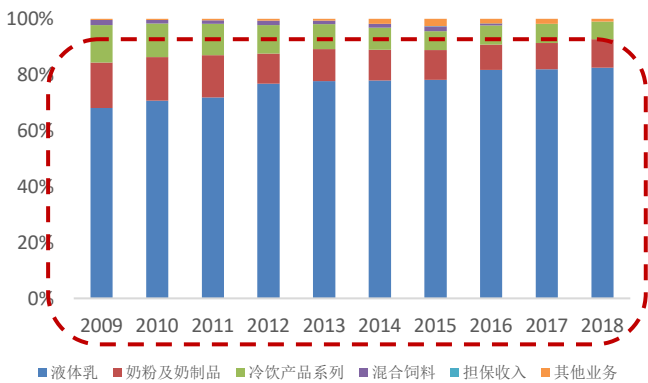


资料来源：公司及 CDF 官网，招商证券

(3) 扩品

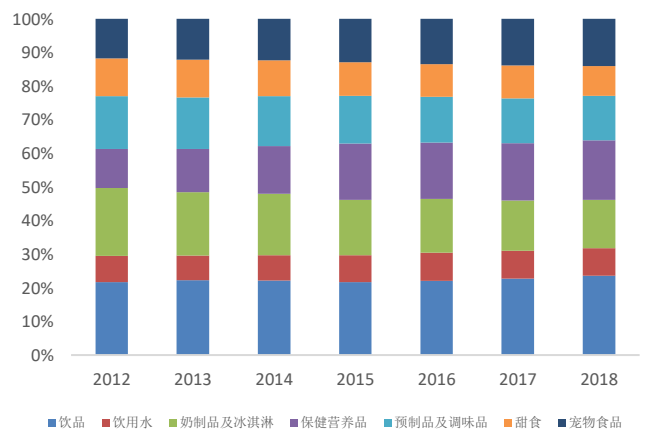
品牌在品类间的迁移能力、多事业部管理能力仍需强化。雀巢、龟甲万等国际巨头产品生态丰富。18年，雀巢旗下拥有饮品、保健营养品、奶制品及冰淇淋等多品类的丰富生态；龟甲万也以酱油、食品、饮品及酒等多品类共同创造了4300亿日元（约合人民币274亿）销售额。相比之下，国内尚缺乏多品牌、多品类综合运营的龙头公司，这要求中国企业加强品牌在品类间的迁移能力，以及多在事业部管理过程中，梳理机制、不断激活组织活力。

图 19 伊利乳制品（液体乳+奶粉）贡献超 90%营收



资料来源：Wind，招商证券

图 20 雀巢丰富的品类生态均衡贡献营收收



资料来源：年报，招商证券

图 21 雀巢丰富多元的产品生态



资料来源：公司官网，招商证券

图 22 龟甲万四大产品品类



资料来源：公司公告，招商证券

1.4 小结：掘金大食代，拥抱常青树

拥抱龙头的黄金时代，挖掘壁垒和成长性兼具的公司。我们在 18 年中期策略报告中提到，在国内消费者对酒精、糖等人均摄入量达到全球水平后，饮食各子行业开始告别总量增长时代，进入结构升级红利期。在这一时期，行业内企业生存状态分化，头部企业净利率提升，叠加确定性增强获得更高估值，估值业绩获双击，因此，行业的白银时代却为龙头的黄金时代。我们需要拥抱处于黄金时代的龙头，同时（通过复盘、学习优秀公司成长历程）不断挖掘有经营壁垒、有望成为下一批龙头的公司，也需要对未来龙头发展趋势、空间有更加前瞻的判断。

白酒进入闭门峰会时代，食品剩者为王加速显现，估值溢价即源于此。行业增长逻辑的转换，对竞争格局有着深远影响：品牌对于白酒企业的重要性愈发凸显，食品“剩者为王”的逻辑在食品行业加速演绎，建立在定价权基础上的经营优势、盈利能力强化更明显。这是过去几年我们报告的投资建议中“分化”、“龙头”频繁出现的根本原因，我们相信此产业趋势行未过半。叠加全球开放的资本制度安排，市场将进一步探究龙头企业的经营壁垒，并逐步抬高估值中枢，或曰估值溢价。

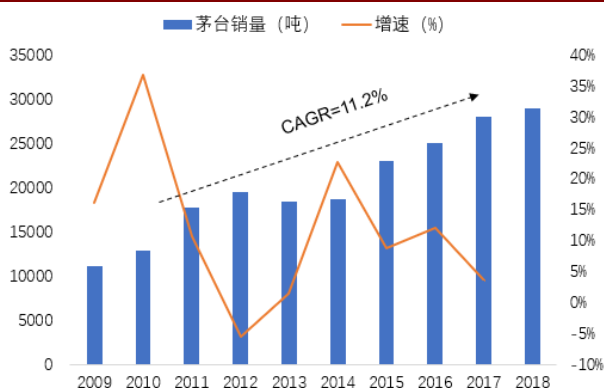
二、白酒板块：景气周期未过半，高端确定性最足

2.1 长逻辑：高端引领景气度，估值切换具备基础

(1) 茅台作为行业中流砥柱，保障行业景气度延续

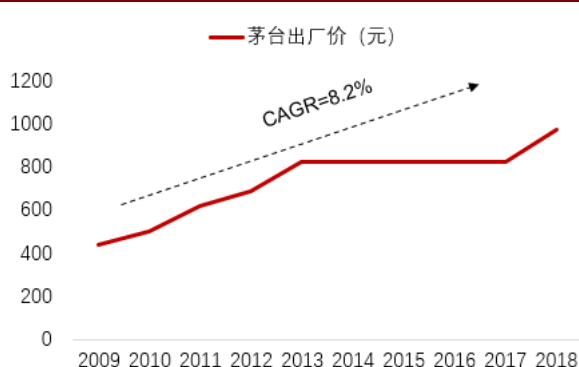
量价十年复盘：销量平稳增长，价格稳步提升。茅台的销量从09年的1.1万吨增长至18年的2.9万吨（按实际发货量统计口径），复合增长率达11.2%，出厂价从09年的439元提升至18年的969元，复合增长率为8.2%，销量和出厂价均稳步提升，品牌壁垒持续强化，龙头地位不断加固。

图 23：茅台近十年销量复合增速 11.2%



资料来源：招商证券

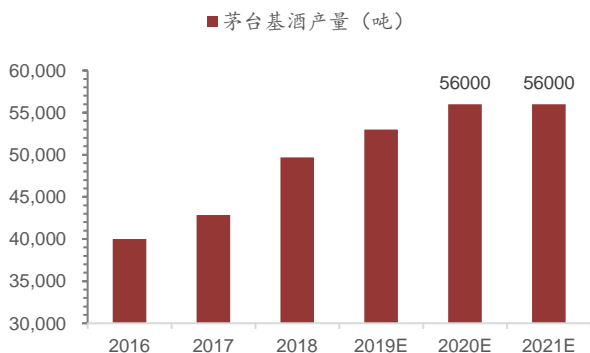
图 24：茅台近十年价格复合增速 8.2%



资料来源：招商证券

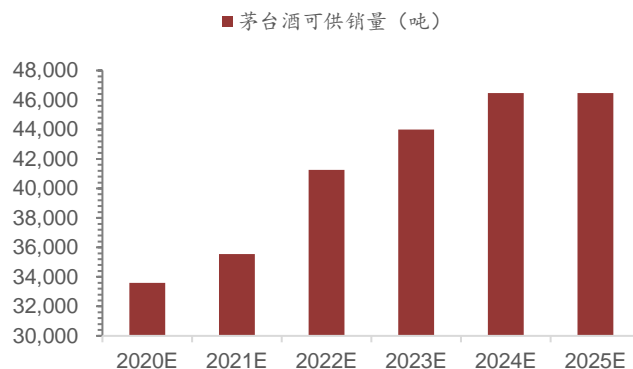
茅台供需紧张稳健扩容，成为行业的中流砥柱，保证白酒行业高景气度持续。本轮周期由大众消费驱动，居民购买力持续增强，2014-2017年中国拥有资产超过1000万的高净值人群数量复合增速达22%，中产阶级人数已超过1亿人，大众消费能力持续提升。从供给端来看，茅台规划2020年5.6万吨基酒生产，之后相当长一段时间不会再扩产，对应2024年成品酒可供销量4.6万吨左右（按0.83系数转换），对应可供销量1亿瓶左右。供需紧张格局将延续，作为行业品牌和体量龙头，茅台景气度平稳向上将保证白酒行业高景气度趋势不改。

图 25：茅台基酒产量在 2020 年达到 5.6 万吨



资料来源：调研资料汇总，招商证券

图 26：茅台可供销量在 2024 年预计达到 4.6 万吨左右



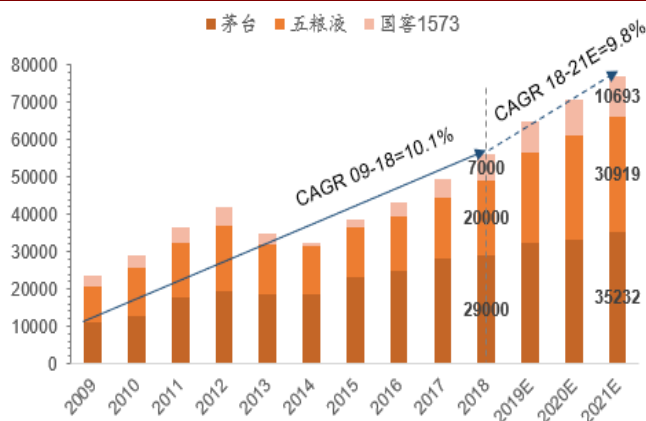
资料来源：招商证券测算

(2) 高端价格有望持续跑赢通胀，行业天花板不断打开

白酒将持续受益结构升级，行业天花板不断打开。高端白酒过去十年量价分别复合增长10.1%、6.4%，预计未来仍将显著跑赢通胀水平，引领行业景气度持续向上，行业10-15%增长中枢。

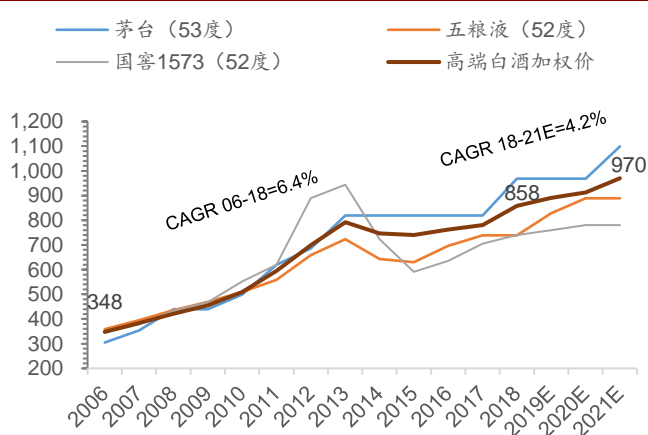
- **高端白酒销量：平稳增长，10%左右复合增速。**茅五泸三家高端白酒销量从09年2.6万吨增长至18年5.8万吨，整体复合增速达10.1%。根据我们预测，21年有望达7.7万吨，CAGR3有望达9.8%。
- **高端白酒价格：价格天花板不断打开，出厂价复合增速有望达5%左右。**高端白酒出厂价（根据茅五泸主力标准瓶量价加权计算）从06年348元提升至18年858元，复合增长率达6.4%。我们预计21年有望达970元，复合增速达略高于通胀率的5%左右，行业价格天花板温和打开，持续性和确定性都较强。价格提升方面，以上分析仅以出厂价直接提价测算，叠加产品结构和渠道结构调整因素，具有更多增长余力空间。

图 27：高端白酒销量复合增速有望维持 10%左右



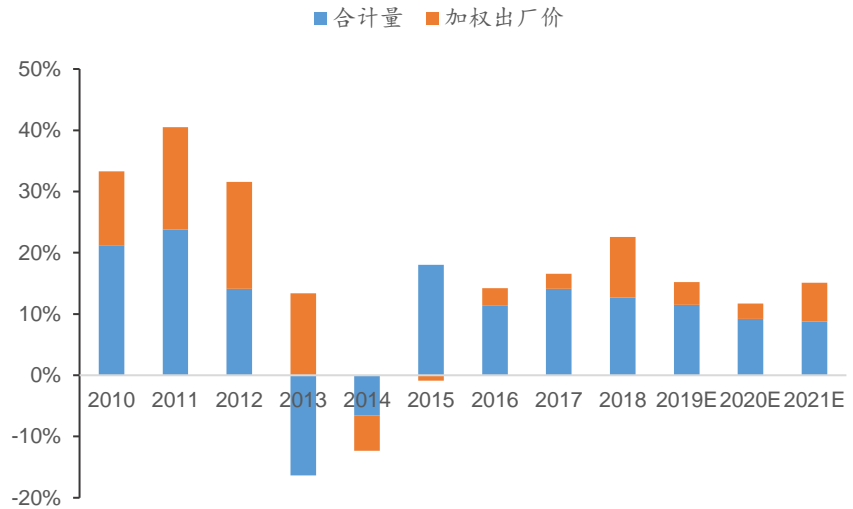
资料来源：招商证券

图 28：高端白酒销量出厂价复合增速有望维持 5%左右



资料来源：招商证券

图 29：高端白酒量价增速贡献拆分



资料来源：招商证券（注：本图仅考虑高端白酒直接提价贡献，未包括产品结构提升和渠道结构调整对价贡献，预测更具审慎性）

茅台未来价格走势推演：

- 按照谨慎假设条件，出厂价每年复合增速 2%，2023 年茅台的出厂价将为 1070 元；
- 按照中性假设条件，出厂价每年复合增速 5%，2023 年茅台的出厂价将为 1236 元；
- 按照乐观假设条件，出厂价每年复合增速 7%，2023 年茅台的出厂价将为 1359 元。

茅台作为品牌龙头，支撑行业天花板持续打开。展望未来，随着居民消费水平的不断提升以及消费结构的持续升级，预计茅台的出厂价仍将继续提升，经我们测算，按照中性假设条件（出厂价每年提升 5%），到 2023 年茅台的出厂价将为 1236 元。茅台作为行业龙头，价格的稳步提升，将撑起行业天花板持续上移。

表 1：茅台未来价格走势推演敏感性分析

2019 年出厂价	复合增长率		2023 年出厂价
969 元	谨慎假设	2%	1070 元
	中性假设	5%	1236 元
	乐观假设	7%	1359 元

资料来源：招商证券

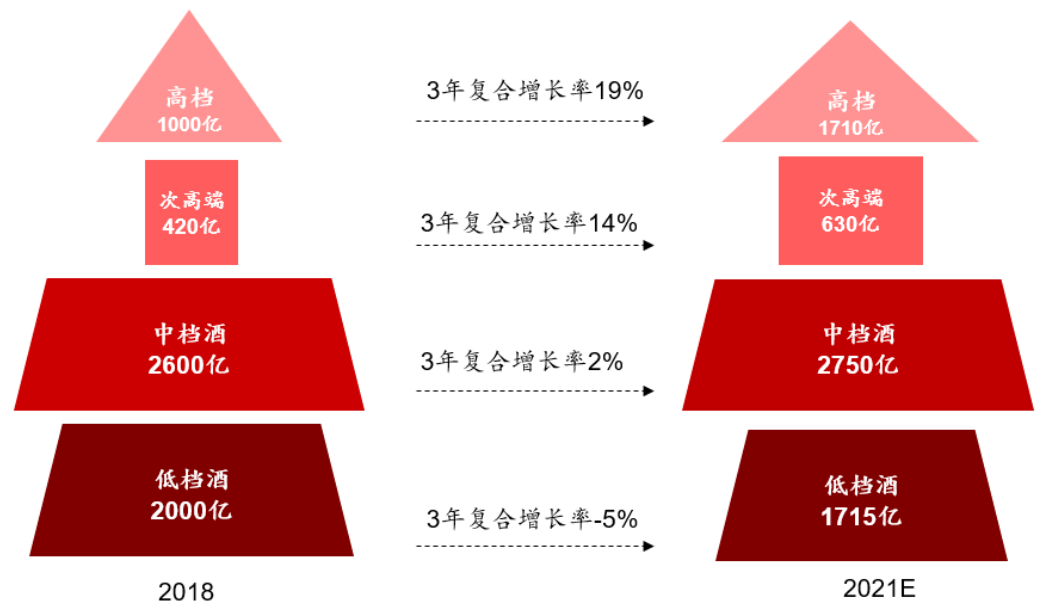
(3) 高端引领景气，布局估值切换

需求结构提升，升级逻辑加速演绎，高端和次高端价格带长期持续扩容。高端白酒量价空间打开，引领行业景气度持续向上，高端次高端价格带长期持续扩容。高端白酒当前规模达到 1000 亿元，层次分明，格局清晰，在量价均衡持续推动下，未来三年周期看将是增速最快的价格带，复合增长率有望达到 19%。次高端价格带当前进入恢复性高增长后的换挡期，全国化扩张开始降速，预计未来三年将保持 15%复合增长率扩容。中档酒是当年存量最大的价格带，结构升级和份额集中逻辑加速演绎，整体增长不高，龙头效应会更加明显。

2020 年行业稳健成长，是板块 19H2 估值切换的基础。高端和次高端持续扩容，行业

需求长逻辑有望助推板块估值中枢提升。放眼 1-2 年维度，高端白酒引领下的行业高景气度延续，确保行业 2020 年稳健成长趋势向上，行业基本面持续稳定正增长，将是 2019 年下半年板块估值切换的基本面支撑。

图 30：高端白酒经销商体系稳定性更高



资料来源：招商证券预测（注：高档酒定义为 600 元以上价格带，次高端酒定义为 300-600 元价格带，中档酒定义 100-300 元价格带，低档酒定义 100 元以内价格带）

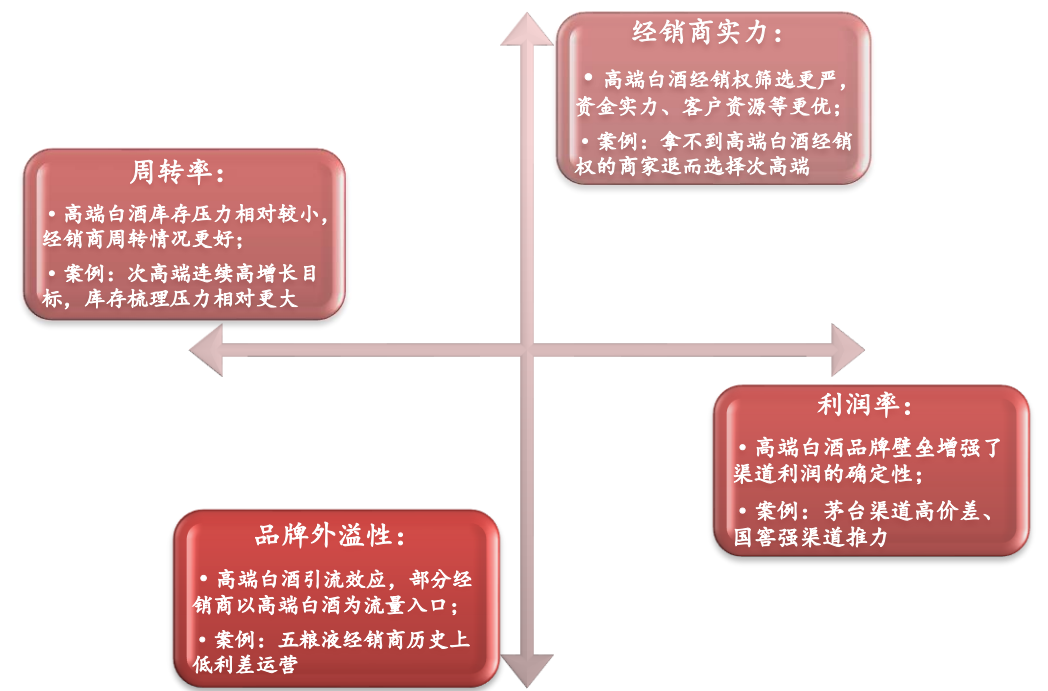
2.2 短逻辑：渠道利润不一，期待步步为营

(1) 高端白酒：渠道稳定性巩固增幅确定性

高端渠道稳定性源自渠道利润的确定性，及渠道对高端品牌的高粘性。具体而言：

- **高端品牌壁垒增强渠道利润的确定性。** 高端渠道在品牌背书下，利润空间确定性更足，相对次高端渠道利润波动性明显较小，其中茅台强品牌最强，渠道利润持续丰厚，老窖渠道利润空间充足，当前五粮液渠道利润显著改善。其次，高端白酒品牌层次分明，企业规划和增长节奏相对次高端更为平稳，当前库存压力相对较小，茅台紧缺，五粮液和国窖库存较低，经销商对渠道库存梳理和动销的担忧明显低于次高端。结合渠道价差和渠道周转率两个维度的确定性，高端渠道 ROE 的确定性更足。
- **高端品牌外溢性提升渠道粘性。** 高端品牌具有外溢效应，一方面由于高端经销权筛选更严，对资金实力等要求更高（茅台已全面停止招商、五粮液招商趋严，优质经销商是前提），通常可视为经销商的实力背书，高端品牌经销商助力经销商开拓客户资源，另一方面部分经销商以高端白酒作为其他产品经销的流量入口，即便在渠道利润较低时期，品牌外溢带来的流量效应，也增强了渠道粘性。

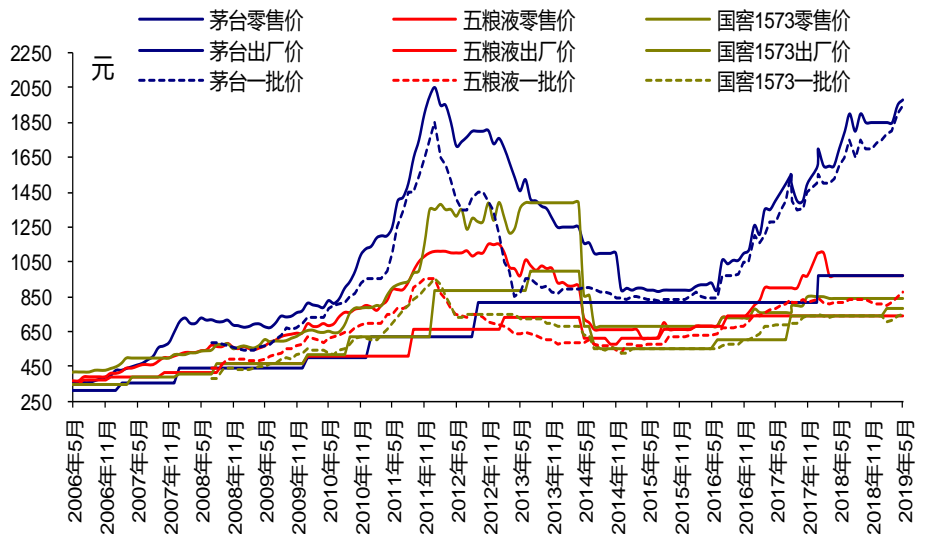
图 31：高端白酒经销商体系稳定性更高



资料来源：招商证券

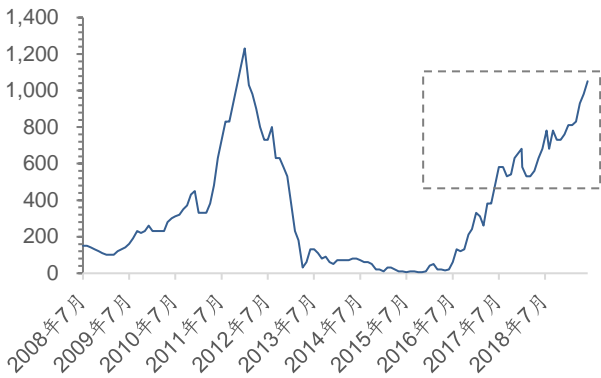
当下茅台维持高价差，五粮液渠道动力明显增强，巩固增长确定性。当前看，茅台高渠道价差维持，渠道结构和产品结构优化均可贡献 1-2 年维度业绩增量，巩固增长确定性。五粮液系统化营销改革逐步落地，普五批价持续回升，当前站稳 900 元，渠道正循环开启，经销商动力明显增长，改革红利释放增长业绩持续性。国窖 1573 渠道毛利率维持在 10%左右，高费用推力和较强的渠道和终端掌控力，在高端需求景气度延续下，增长确定性也相应提升。

图 32：高端白酒品牌壁垒下，渠道利润空间具备稳定性



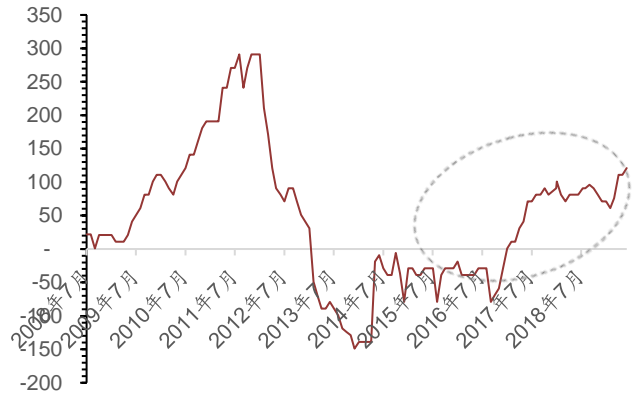
资料来源：招商证券

图 33: 茅台经销商盈利持续高位



资料来源: 招商证券

图 34: 五粮液经销商盈利情况明显提升

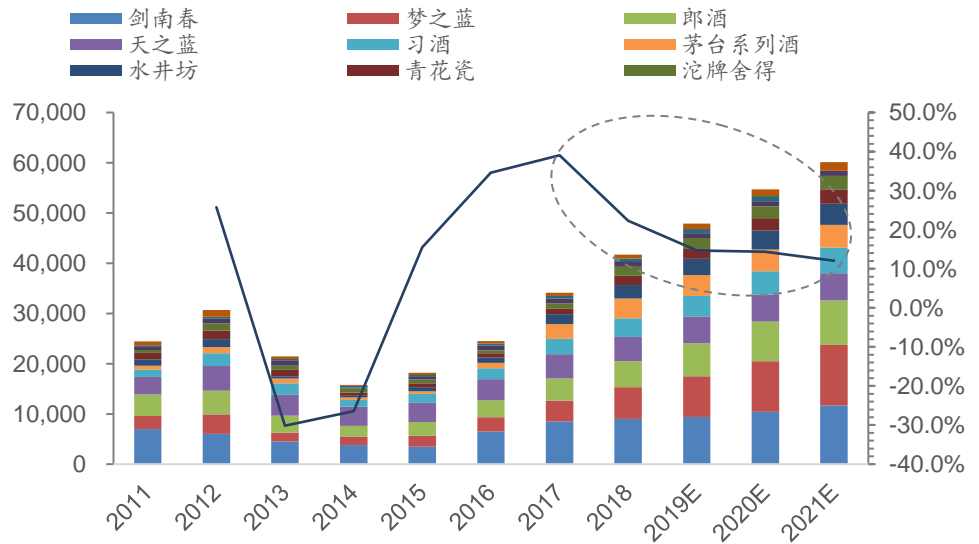


资料来源: 招商证券

(2) 次高端白酒: 渠道利润反复, 期望步步为营

次高端板块进入高增长后的降速期, 全国化渠道扩张进入压力测试期。次高端价格带目前已达 400-500 亿元规模, 未来需求结构提升仍将推动次高端持续扩容。从增速角度看, 次高端经历过去三年恢复性高增长后, 进入降速换挡期, 未来至少三年增速中枢预计将回落至 15%左右。渠道密度饱和度加大后, 次高端酒企全国化扩张面临区域性名酒升级后正面交接, 渠道扩张进入压力测试期。

图 35: 次高端板块进入增速换挡期, 预计增速中速回落至 15%



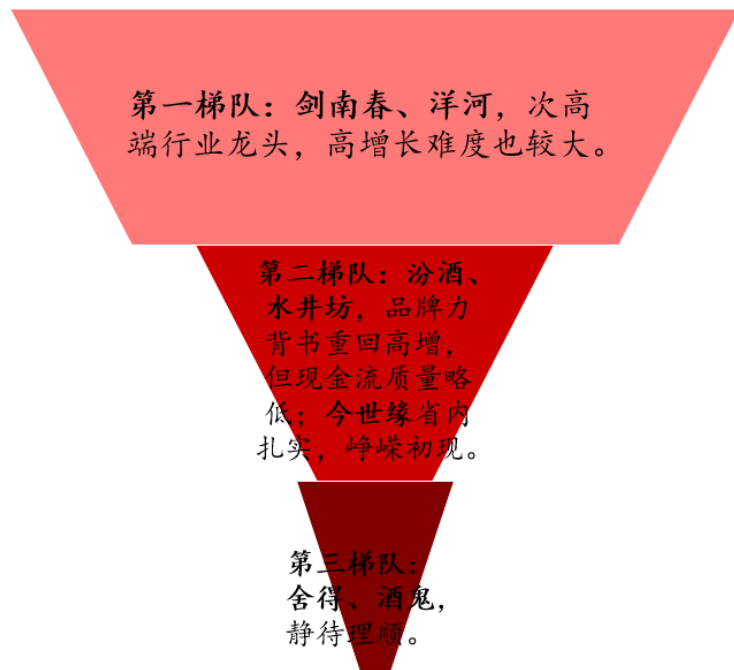
资料来源: 招商证券

次高端名酒相互挤压加剧, 渠道利润空间有所反复, 渠道推力势能边际放缓。今年主要的次高端上市酒企全国化扩张步入短兵交接阶段: 内功修炼上, 汾酒股权激励已经落地, 制定较高增长目标; 近期舍得定增 25 亿, 全面布局投放营销网络等; 水井坊大股东两次要约收购, 全球视角下加码次高端价格带; 今世缘三年翻番目标。外部竞争上, 次高

端在高预期、高目标、高库存下进入 19 年，酒企目标虽逐步调整至理性范围，各家酒企间相互挤压仍在加剧，这一过程让渠道利润空间出现有所反复，渠道推力势能边际明显放缓。

渠道利润反复将放大次高端增速波动，期待企业重视渠道利润，步步为营，以为后图。考虑库存、品牌外溢性等层面逊于高端白酒，渠道利润空间指标在次高端价格带更为关键，当前各家酒企都在着手梳理，做的不好的公司，渠道扩张逻辑存在逆转的风险，甚至将会出现区域收缩，经销商数量下降的情况。渠道利润空间反复将会放大次高端短期增速波动，期待次高端白酒企业重视渠道利润梳理，保证渠道合理利润空间的稳定性，步步为营，以为后图。

图 36：次高端三大梯队形成，酒企间竞争加剧



资料来源：招商证券

2.3 行业预判：全年目标无忧，动销质量定调来年

(1) 19 年目标大概率完成，全年增速平稳换挡

Q2 企业停货挺价去库存，白酒库存指标依然合理。各家酒企经历过行业调整期，对上轮仍历历在目，节奏上已更加稳健，19Q2 各家酒企在控货挺价政策下，对量价管控非常严厉。

➤ **库存指标方面：高端最为健康，次高端略有分化，整体合理。**高端茅台供需紧张，五粮液库存略高于 1 个月，国窖库存控制在 2 个月，均十分良好，次高端酒企略有分化，整体仍处于合理，水井坊、汾酒库存均在在 3 个月以内，酒鬼酒在淡季梳理后，省内库存仅在 2 个月，次高端龙头剑南春华东库存 2 个月以内，洋河库存 2 个月左右，虽略有增大，但仍可控，舍得库存仍在 3 个月以上。我们对比主要企业

历史数据，当前库存明显小于行业最差时间，处于良好状态。

- **价格指标方面：茅台批价高位有望回落，放大真实需求，利好行业平稳增长。**茅台价格持续高企，系由于上半年渠道调整、直营体系尚未放量，叠加基酒供应不足，下半年直营放量后，预计茅台价格将回落，放大真实需求，也利好行业平稳发展。其他酒企在挺价控量政策下，批价指标维持健康，其中五粮液批价加速上升，中秋旺季普五有望实现顺价销售。

行业 19 年平稳降速应是大概率。在需求结构提升长逻辑演绎过程中，龙头茅台打开行业空间，行业内生结构指标保持健康，预计行业 19 年实际动销情况大概率平稳降速，从报表端看，一季报利润表与运营资本等指标，奠定全年行业增长基调，报表平稳降速而非断档式失速，确定性更高。

从完成度看，预计主要酒企大概率能完成 19 年制定增长目标。各家酒企在目标制定上更加稳健，高端三家目标制定较为审慎，目前完成概率最大。次高端各家酒企主动下调增长目标，更加合理客观，预计重新调整预期之后完成难度也不大。

表 2：核心白酒公司渠道库存跟踪情况（一颗星代表一个月库存）

	最差时间 (13 年底-14 年清明)	2015 年春节后	2015 年清明	2018 年春节后	2018 年 6 月	2018 年 11 月	2019 年 6 月
高端酒	茅台	★★★	★★	★	☆	☆	☆
	五粮液	★★★★★	★★★	★★★	★★	★☆	★☆
	国窖 1573	★★★★★★★	★★★★	★★★★	★★	★★☆	★★
次高端	洋河	★★★★★	★★★	★★	★	★	★☆
	水井坊	★★★★★	★★★	★★	★★★	★★	★★☆
	汾酒	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★	★★	★★★
中档	古井	★★★★	★★	★★★	★★	★★★	★★☆

资料来源：渠道调研、招商证券

(2) 高端白酒增长最为良性，景气度最高

展望来年，高端景气度延续确定性最高，估值切换基础最为坚实。预判下半年动销质量，展望来年景气度，结合当前库存和批价指标，给予渠道足够的利润稳定性，巩固了来年平稳增长。从长期来看，高端品牌壁垒带来的确定性增长空间，对其他价格带具有引领作用，保障 2020 年平稳增长基础，估值切换基础相应最为坚实。

(3) 下半年增长质量，奠定来年基础

下半年动销情况奠定来年增速基础。在 19 年报表目标完成概率较大的预期下，来年持续增长是 19 年下半年估值切换的基础，实际动销质量更显关键。一是看渠道利润空间确定性程度成为增幅调节器，行业提价后的效果，关键看能否有效增大渠道利润空间，及终端需求能否有效承接，二是库存等指标能否持续有效梳理，维持可控状态，这将为行业来年景气度定下基调。

表 3: 次高端白酒增长目标调整至更为理性

		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E
茅台	目标	3%	1%	4%	15%	15%	14%
	实现	2.11%	3.43%	18.99%	49.81%	26.5%	
五粮液	目标	>0%	(实现业绩平稳)	10%	≥10%	26%	25%
	实现	-15%	3.08%	13.31%	22.99%	32.6%	
老窖	目标	0%	5%	10%	10%	≥20%	15-25%
	实现	-2.34%	9.41%	7.04%	15.92%	25.6%	
洋河	目标	0%	5%	10%	10%	≥20%	12%
	实现	-2.34%	9.41%	7.04%	15.92%	21.3%	
汾酒	目标	(实现平稳增长)	(实现平稳增长)	10%	≥30%	40%	20%以上
	实现	35.67%	5.43%	6.69%	37.06	47.5%	
水井坊	目标	-26.92%	70%	10.6%	35%	40%	20%以上
	实现	-24.88%	134%	37.6%	74.1%	37.6%	
古井	目标	(实现增长)	(努力实现增长)	(努力实现增长)	(努力实现增长)	20.3%	17.7%
	实现	1.53%	12.96%	14.54%	15.81%	26%	

资料来源: 草根调研、招商证券

2.4 下半年投资策略：景气周期未过半，首选高端确定，布局估值切换

板块估值回升至合理水平，景气周期未过半，继续买入需求长逻辑。在行业需求景气度长逻辑演绎下，春节度过压力测试点，符合我们去年底判断，行业盘整的核心是企业过高的经营目标，在经历去年底控货去库存，调低增长目标后，行业迎来预期反转的估值修复行情。当前板块回升至合理水平，市场对于白酒板块整体预期尚属合理。高端白酒引领行业景气度持续向上，继续买入行业需求长逻辑带来的估值溢价。

长短逻辑兼具，高端白酒确定性最高。长逻辑看，茅台作为行业中流砥柱，高端次高端白酒持续扩容，成长具备稳健性和持续性。短逻辑看，高端白酒品牌壁垒带来渠道利润空间的确定性。当前行业淡季期，各企业价格策略频出，提价挺价交错，后续关注批价变动及中秋旺季回款情况，高端白酒确定性最高。

19H2 投资建议：首选高端白酒，布局估值切换。行业需求长逻辑演绎，确保行业 2020 年稳健成长趋势延续，这是下半年行情估值切换的基础。当前看核心酒企完成 19 年增长目标难度不大，核心是下半年真实动销质量，将奠定 2020 年增幅的基调，高端白酒的景气度和确定性最足。投资标的上，首推茅台、五粮液、泸州老窖，推荐古井、今世缘、口子、洋河、汾酒。

2.5 重点公司跟踪

高端确定性品种:

贵州茅台：积极共商互信，核心逻辑未变。我们认为，茅台在消费者心目中的超强品牌力，以及相对目前需求而言紧缺的供给量造成的丰厚利差，是驱动渠道及消费者拥趸茅台的核心护城河。而营销公司不构成投资茅台的核心矛盾，后续仍需积极关注直营放量进展。根据最新股东大会的反馈，茅台酒产能扩张后，2020年将达到5.6万吨基酒生产能力，之后相当长时间不再扩产，据此推算，2024年成品酒供应有望超过4.5万吨，5年销量复合增长率7%左右。2019年14%的增长目标，集团千亿达成后，也会继续做更多。因此我们预计19-20年EPS为34.50元和41.80元，当前股价对应28.3倍和23.4倍PE。维持“强烈推荐-A”评级。

五粮液：改革加速推进，重视渠道正循环红利。五粮液营销系统化改革推进至系列酒板块，原三家系列酒营销公司整合为一家，系列酒当前大而不强等核心问题导致的成长乏力，有望通过统筹改革突破瓶颈。系列酒公司整合意味着五粮液进一步深化改革，且进度超之前预期。普5批价自3月份以来加速回升，渠道顺价下经销商信心回升，渠道正循环一旦开始，渠道推力、品牌拉力将形成向上循环合力，红利释放将推动公司增速高于行业平均水平。我们认为公司挺价至千元价格带之后将优先放量，19-20年EPS预计在4.47元和5.49元，当前股价对应25.3倍和20.6倍PE。维持“强烈推荐-A”评级。

泸州老窖：挺价先于放量，业绩达成保障型性强。公司从年初全面停货酝酿挺价，特曲和头曲在5月份以来相继提价，价格体系层次清晰，全年挺价为先的策略顺利推进。在五粮液批价加速回升的背景下，国窖年内继续提价应该是大概率事件，业绩达成目标保障更强，具备超出市场预期的潜力。全年给出15%-25%的增长规划，19年全力冲刺，国窖-特曲-博大各条战线体系发力，奠基20达成年。我们预计19-20年EPS为3.13元和3.90元，当前股价对应24.2倍和19.4倍PE。维持“强烈推荐-A”评级。

次高端-中档稳健性标的:

今世缘：提价彰显信心，高增势头延续。近期国缘部分产品顺应白酒消费升级的趋势提价，彰显了品牌信心，有望增厚下半年收入业绩。省内竞品加大投入导致竞争加剧，但竞品的渠道调整和利润提升仍需要时间，国缘的相对优势依然存在。当前品牌分化加剧，公司加速抢占市场份额是为上策，利于长期发展，但短期可能造成费用率有所上移，利润弹性不宜期待过高，但长期看收入有望保持高增。我们预计19-20年EPS为1.15元和1.38元，当前股价对应23.3倍和19.4倍PE。维持“强烈推荐-A”评级。

古井贡酒：后百亿时代战略思路清晰。春节期间古井省内表现强势，合肥城区逐步向合肥周边扩散，相较省内竞品，古井营销更为狼性，省内市占率加速提升。我们认为，作为安徽省内白酒龙头，公司有望受益“升级+提升”逻辑，进入省内份额收割期。公司对后百亿的战略方向、内部数据化管控、聚焦省内高端等全面布局思路清晰，未来三年收入高增、业绩弹性释放可期。我们预计19-20年EPS为4.40元和5.27元，当前股价对应25.4倍和21.2倍PE。维持“强烈推荐-A”评级。

洋河股份：积极调整，稳中求进。19年由于高基数和竞争加剧，省内增速放缓引发担忧，但公司近期打出提价、停货组合拳，目的是解决渠道利润问题。同事省外新江苏市场持续发力，增速亮眼，未来占比有望继续提升。我们认为，洋河仍是行业能力一流的

公司，具有超强的内部管理及调整能力，全年稳健增长仍然可期。据此，我们小幅上调19-20年的EPS为6.13元和6.84元，当前股价对应19.6倍和17.6倍PE。维持“强烈推荐-A”评级。

三、大众品板块：守望龙头溢价，左侧布局周期

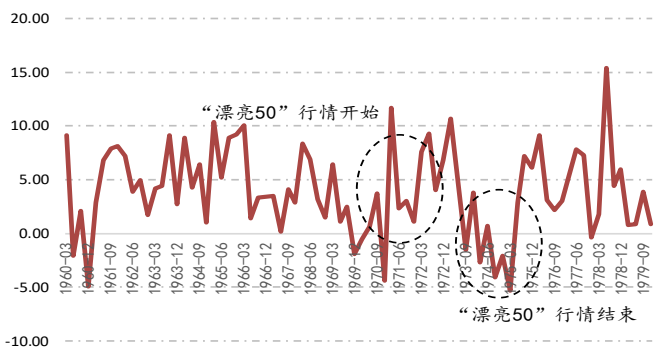
3.1 复盘“漂亮 50”：行业集中时代，核心资产双击

“漂亮”50 是指上世纪七十年代纽约证券交易所备受追捧的 50 支股票，这些股票的特点是盈利增长稳定，同时具有较高的 PE 比率。行情顶点时期，“漂亮”50 公司平均市盈率达到 41 倍，同期 SP500 市盈率为 19 倍。

“漂亮 50”的开启与结束：宏观环境是催化剂。漂亮 50 食品公司诞生于 20 世纪 60 年代末，这个时间段美国刚刚经过 1960-1969 十年的“黄金时代”增长，1969 年底经济出现负增长，1970 年出现回暖。美国经济不确定性加大，投资者偏好具有确定性的公司，叠加短期经济回暖催化，具有稳健增长、护城河深厚的“漂亮 50”应运而生。同样的，“漂亮 50”行情 1972 年末从高点开始回落，对应美国国内 1973-1975 经济危机的爆发，宏观经济步入下滑轨道，“漂亮 50”估值泡沫随之破裂。

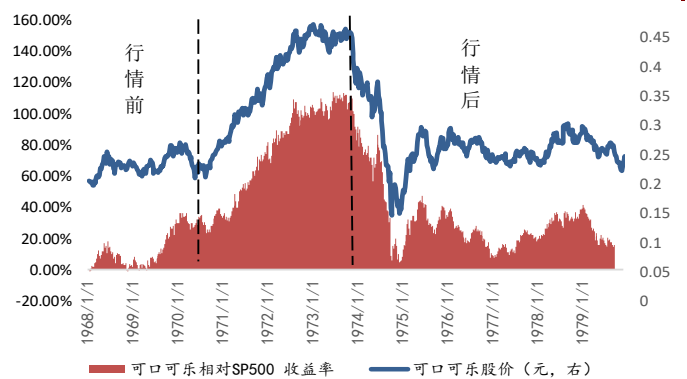
估值溢价出现在何处：集中度提升的行业，盈利领先的公司。“漂亮 50”行情发生的行业比较集中，主要在制药、饮料、日化等制造行业，这些行业在当时一个显著的特点就是集中度处于快速提升阶段，单看食品饮料行业为例，美国饮料行业在 1960s 前二十大公司市占率提升了近 10%。龙头公司在这个阶段护城河强化，规模效应催化利润释放，ROE 与行业其他公司拉开差距，以可口可乐公司为例，1962—1970 年期间净利润年复合增长率达到 17%。漂亮 50 行情期间公司的价值重构，可以看做是在行业集中度提升、龙头护城河深化背景下，对其盈利释放的估值奖赏。

图 37 美国 GDP 季度环比 (%)



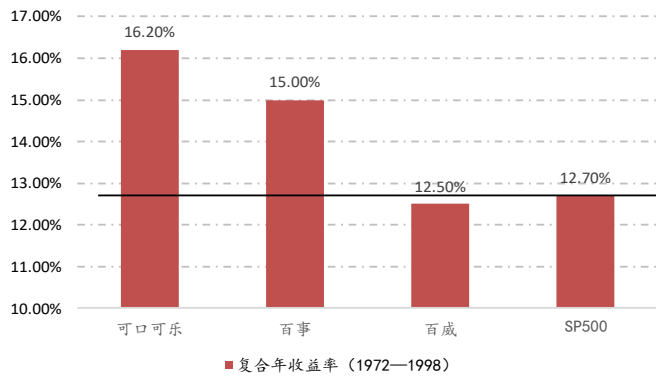
资料来源：Wind，招商证券

图 38 行情前后可口可乐股价及相对大盘收益率



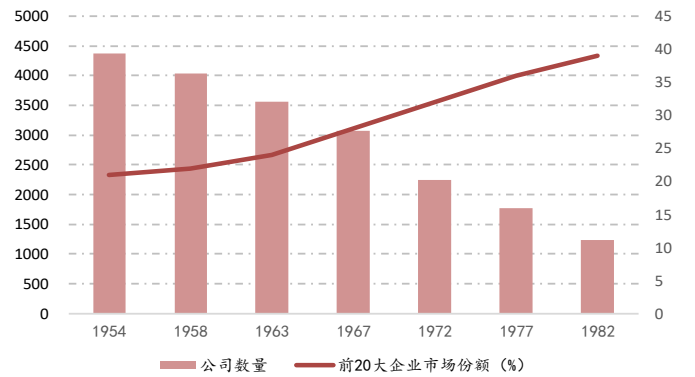
资料来源：Bloomberg，招商证券

图 39 “漂亮 50” 食品饮料公司行情后收益率 vs SP 500



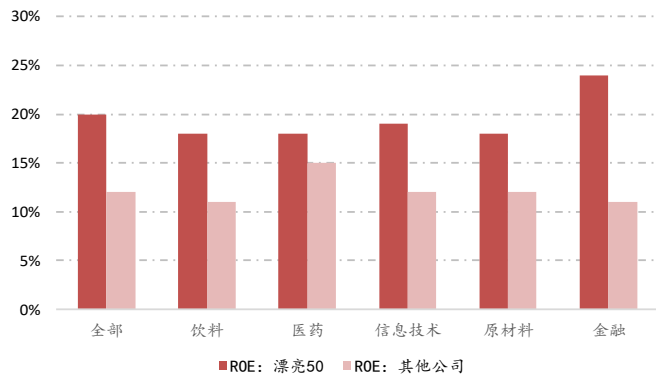
资料来源:《Valuing Growth Stocks:Revisiting the Nifty Fifty》,招商证券

图 40 1950-1980s 美国饮料行业竞争格局变动



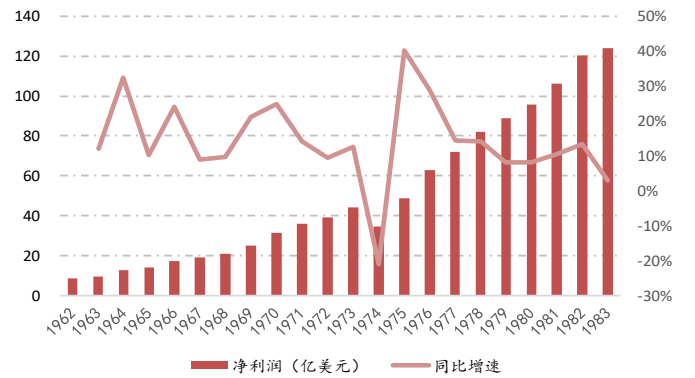
资料来源: U.S. Department of Commerce,招商证券

图 41 “漂亮 50” 公司盈利能力强



资料来源: Wind, 招商证券

图 42 可口可乐 1960-1980s 净利润变动

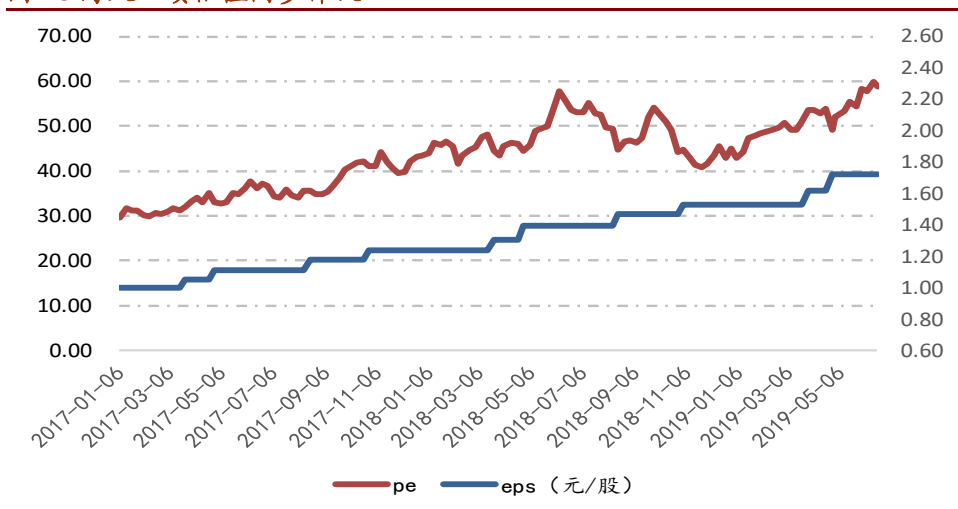


资料来源: Bloomberg, 招商证券

以可口可乐公司为例:假设 1968 年开始持有,到行情之前相对大盘收益率中枢在近 20% 的水平, 1970 年 7 月开始股价快速上涨, 1972-1973 年到达顶点, 巅峰时期收益率超大盘 100%。1973 年末股价开始向下修正, 1975 年年中左右企稳。不过可以看到: 无论是泡沫形成、推升、破灭前后, 可乐始终有正收益。在 1975 年行情结束之后, 可口可乐依然享有超额收益, 1975-1979 年间, 可口可乐维持了超出大盘 20% 的收益率。

对国内大众品龙头估值的思考: 当下和“漂亮 50”行情时期的相似之处: 1) 宏观背景类似。需求增速下行, 伴随短期回暖, 与 1960s 末的美国经济环境较为相似, 相对稳健的大众食品板块获得投资者喜爱。2) 部分行业进入格局强化阶段, 部分龙头开始释放利润。对当下大众品借鉴意义: 1) 行情过后, 价值龙头被赋予新的价值坐标。“漂亮 50”中的食品饮料公司包括可口可乐、百事、百威, 行情之后, 可口可乐、百事公司仍然维持了超出大盘的收益率, 龙头被赋予了新的价值坐标。2) 关注宏观边际变化。“漂亮 50”估值泡沫的破裂发生在经济出现向下拐点时, 密切关注宏观边际变化。

图 43 海天业绩估值同步释放



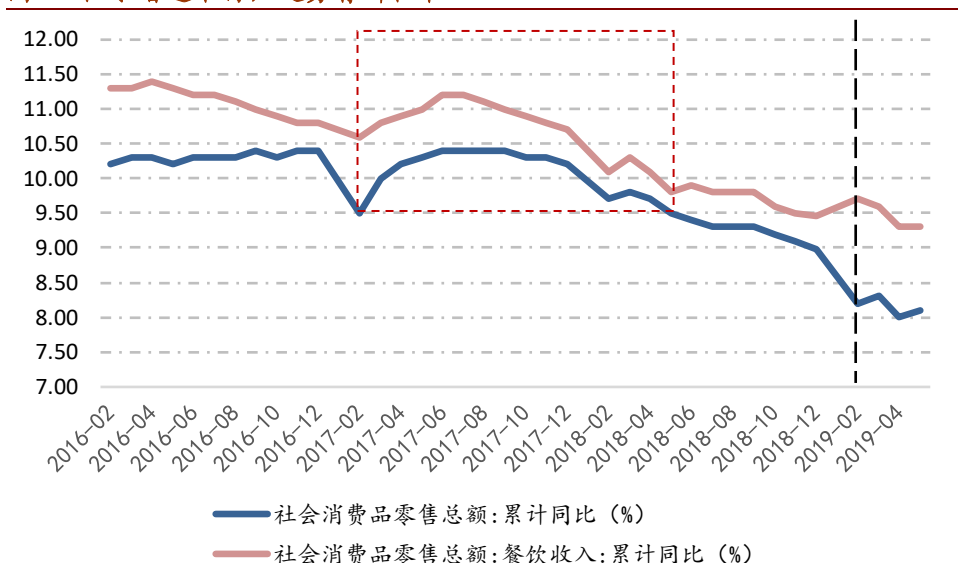
资料来源: Wind, 招商证券

3.2 基本面：需求降速差收窄，CPI、减税对冲

(1) 需求增速换挡，降速差收窄

宏观来看，社零增速降速差收窄，下半年有望保持平稳。17Q2-18H1 需求回暖，社零增速保持在 9.5%以上，18H2 开始增速换挡，19 年 1-5 保持 8%左右的增长，5 月相对 4 月略有反弹，19 年以来相对 18H2 降速差收窄，展望 H2 虽然有需求有进一步回落的可能，但是我们判断，一方面下半年增长率同比基数相对低，另一方面，政策面在消费刺激力度预计不减，因此对需求增长不必过分悲观。

图 44 社零增速下行，趋势有所收窄



资料来源: Wind, 招商证券

微观来看，敏感度相对较高品种已逐步触底。由于榨菜部分消费群体的特殊性、叠加一定的渠道杠杆，因此对消费环境的敏感度更高，我们常将榨菜销售作为微观环境的跟踪指标，根据草根调研、报表增速和预收账款分析，我们判断榨菜的还原增速 Q3 为 15-20%、Q4 为 10%左右、19Q1 小个位数，二季度从库存、动销来看，接近触底。

表 4: 涪陵榨菜收入增速、还原增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营收(百万元)	343.42	449.62	433.84	293.36	507.29	556.23	481.61	369.22	526.60
营收增速(%)	25.08%	35.15%	34.74%	53.14%	47.72%	23.71%	11.01%	25.86%	3.81%
预收账款(百万元)	150.82	92.14	98.46	237.91	179.51	138.94	185.20	155.44	97.88
还原增速(%)							20%左右	10%左右	

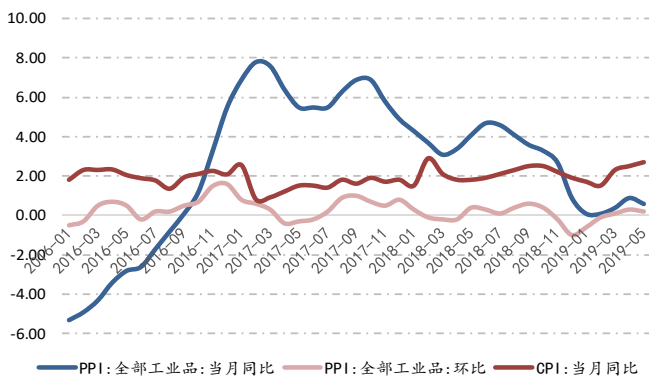
资料来源: Wind, 招商证券

(2) 成本上行与减税效应的对冲

CPI 抬升，后续或推高成本传导至企业报表。19 年年初以来，猪肉、原奶价格推升，包装、运输成本保持平稳，二季度后 CPI 抬升，后续或在产业链内传导，推高企业成本。

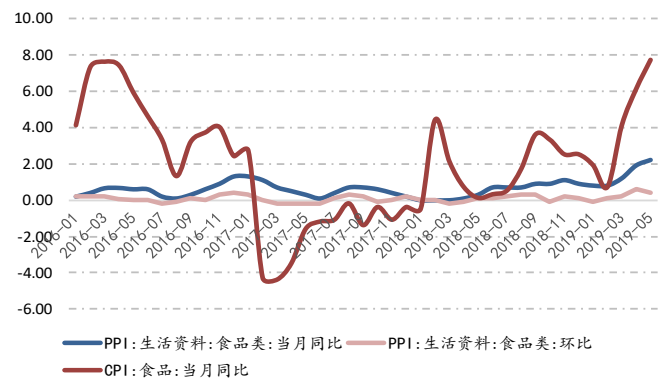
减税利好效应第二季度开始释放，对冲成本上行压力。4 月份国务院下达更大规模减税降费的决策部署，对增税税率进行下调，并全面试行留抵退税制度。减税利好对冲成本上行，议价能力强、净利率基数低的公司预计受益更多。

图 45: 全部工业品 PPI 及 CPI 持续上涨



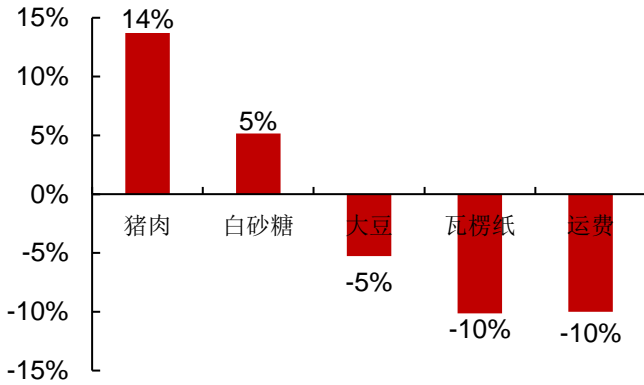
资料来源: Wind、招商证券

图 46: 食品类 PPI 及 CPI 持续上涨



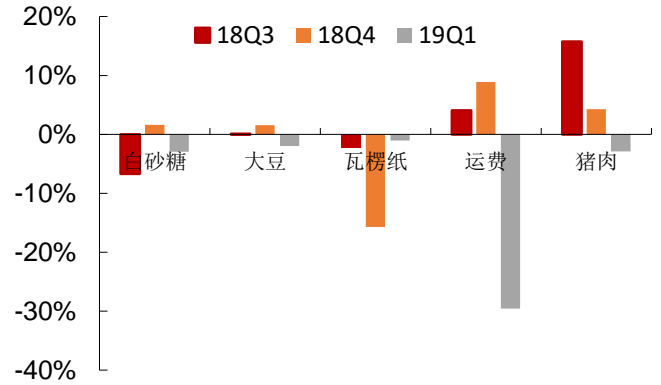
资料来源: wind、招商证券

图 47: 年初至今部分原材料价格上涨



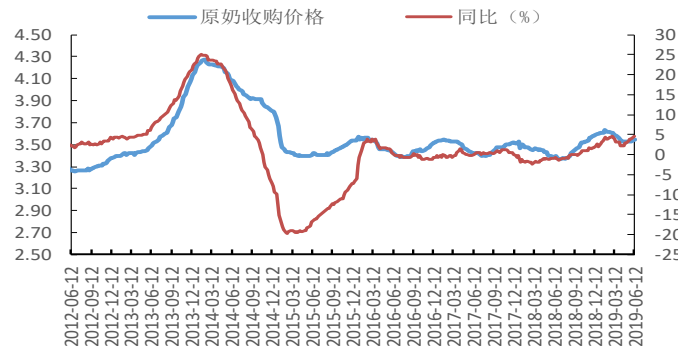
资料来源: wind、招商证券

图 48: Q3 部分重要原材料成本环比上升



资料来源: wind、招商证券

图 49: 年初至今原奶价格触底, 6 月份小幅回升



资料来源: wind、招商证券

3.3 估值: 龙头溢价放大, 产业定价权在资本市场演绎

优质资产筹码“越买越少”, 龙头的估值溢价仍在放大。2018 年以来, 海天、华润啤酒等大众品龙头相对板块平均估值有溢价, 且有放大趋势。海外资金换手率普遍低于国内, 长期增量资金锁定一部分筹码, 优质资产或将“越买越少”。

图 50 海天 vs 板块 PE (TTM)

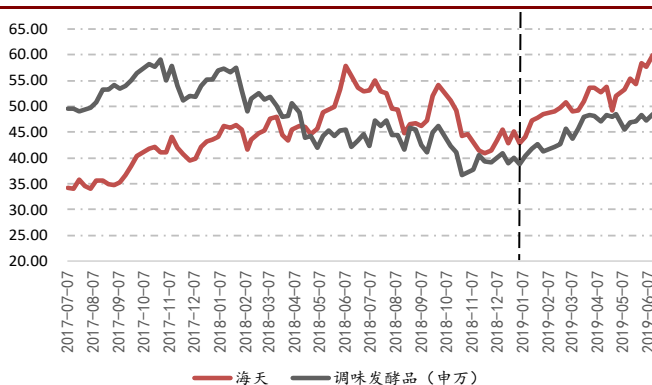


图 51 华润啤酒 vs 板块 PE(TTM)



资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: Wind, 招商证券

海天作为标签股，估值已脱离传统估值体系。一方面，海天从空间、格局、治理各个方面均非常优秀，业绩稳定性较强，另一方面，海天是投资长期壁垒公司的典范，17年后不断强化的行情也把它逐步推到估值标杆。如我们此前在《调味品相对收益》中提及，海天长期逻辑更顺，在外部环境较为波动、避险情绪浓重时，短期估值会进一步强化。这在去年18Q3、19Q2均有验证。

图 52 海天股价在 18Q3、19Q2 达到高点



资料来源: Wind, 招商证券

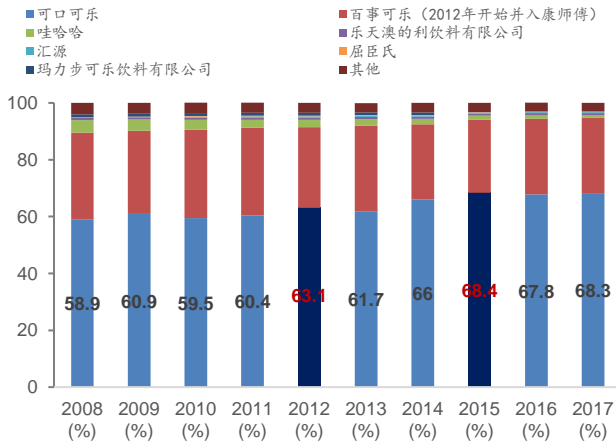
估值随产业壁垒认知而提振，成为投资新趋势。最初的海天和调味品板块、后来的桃李、安井、绝味等公司，随着大众对产业壁垒的认知加深，估值也逐步强化。过去市场更重视基本面拐点的挖掘，而当下产业壁垒的发现和再认识也成为市场的重要关注点，对应的是估值提振带来的投资机会。

3.4 投资时点：有点瑕疵也挺好，估值压制期买入优质资产

基本面增速强化难度加大，保持稳定也挺好。即便食品行业被市场给予抗周期的厚望，但我们必须说任何行业不会脱离宏观，对于大部分食品公司来说，经过了两年消费回暖带来的业绩复苏，收入在提速的难度加大，不过即便下行也会相对稳健，正常心态面对增速换挡也不错。

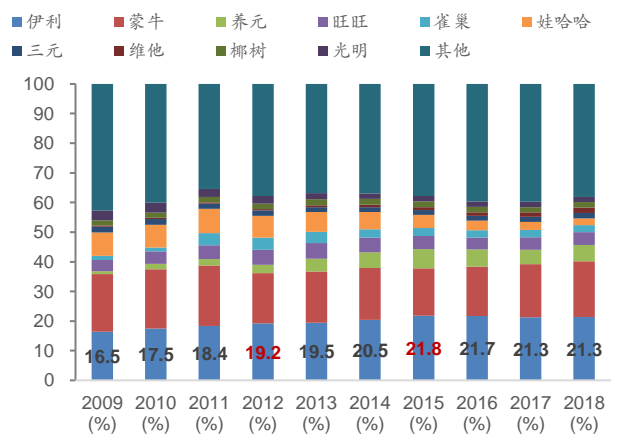
危机与机遇相生相伴，困境对强者来说也挺好。外在的波动是企业决策者的试金石。环境不好时候，优秀的公司也可以通过扩张份额奠定自己的优势，环境好的时候，决策不当盲目扩产导致的产销不匹配导致资金链的断裂，其实很难判断哪种环境对公司的成长更有利。况且有时候，对需求的错误预期也会导致竞争地位的丧失，比如认为需求会不好而放弃减产，事后发现产能布局不足，拱手让出市场份额。

图 53: 可乐在碳酸饮料中份额: 12-15 年优势强化



资料来源: Euromonitor、招商证券

图 54: 伊利在泛乳产品中份额: 12-15 年优势强化



资料来源: Euromonitor、招商证券 (注: 根据 Euromonitor 定义, 牛奶及牛奶饮料, 不含酸奶类)

左侧布局: 寻找优秀企业雪中送炭的机会。过去市场围绕短期增速的 PEG 定价更多, 周期向上时往往出现戴维斯双击, 周期向下时出现双杀, 其实波动背后是短期问题长期化带来的市场定价偏差, 但也带来较强的赚钱效应。我们做了一个有趣的统计: 假设在企业经营最差的时候买入持有三年, 比如在 2012 年 8 月 22 日 (H2 中报披露后) 买入, 持有三年的年复合收益率是 36%。2015 年 11 月 2 日 (Q3 业绩披露后) 买入, 持有三年的年复合收益率是 17%。类似的, 如果我们 2016 年 Q1 后买入海天持有三年, 将获得 41% 的复合年化收益率。

表 5: 伊利在 2012Q2、2015Q3 表现相对较差

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
营业总收入	1,025,791.12	1,092,306.63	1,172,821.65	908,149.81	1,499,223.57	1,515,885.20	1,572,837.00	1,448,041.62	1,532,611.85
同比 (%)	13.21	10.50	14.37	10.07	14.35	5.56	7.74	17.09	2.23
归属母公司股东的净利润	41,075.65	35,077.73	60,473.98	35,093.28	130,276.79	135,941.05	97,512.97	99,448.37	155,373.88
同比 (%)	183.35	-47.72	0.42	-10.26	20.16	12.47	-22.93	69.64	19.26
EPS	0.26	0.22	0.38	0.22	0.43	0.22	0.16	0.16	0.26

资料来源: wind, 招商证券

图 55: 海天味业 2015 年持有至今 CAGR48.7%

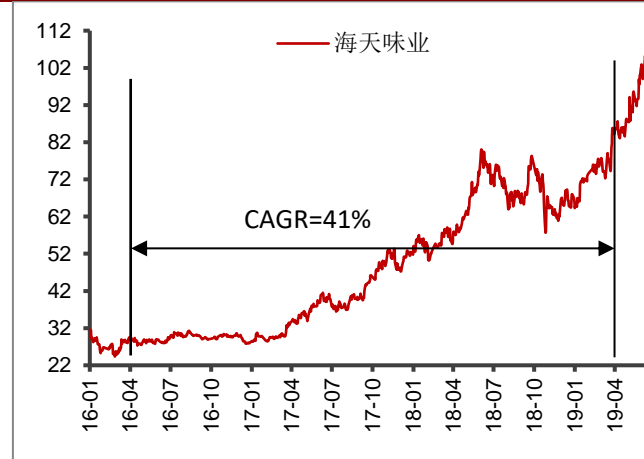
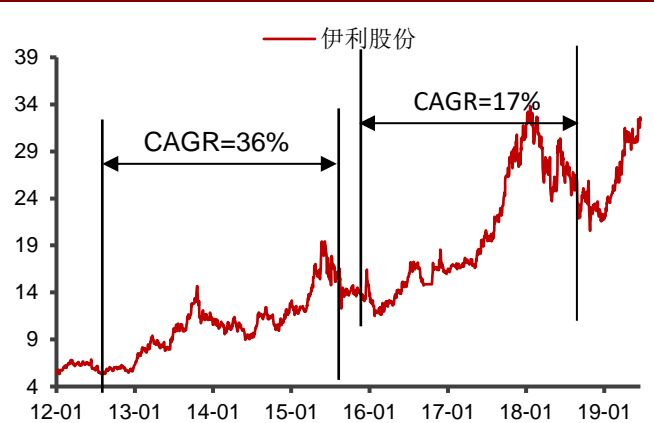


图 56: 伊利 2016 年持有至今 CAGR33.5%



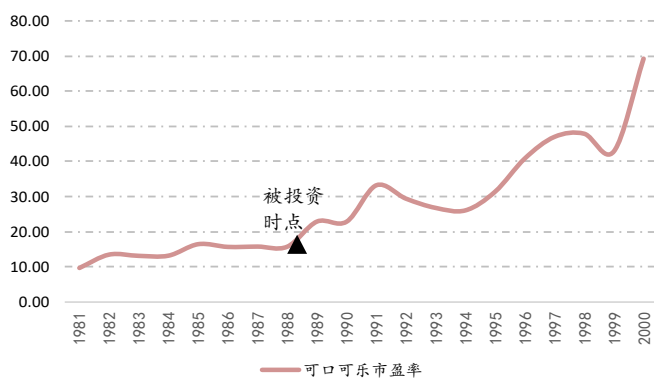
资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

有点瑕疵，也挺好。系统性风险、黑天鹅导致的优质资产被错杀低估，毕竟可遇不可求，如果消费环境（榨菜等）、竞争格局（伊利、桃李等）、管理磨合（如中炬等）等方面阶段性有些瑕疵，不影响本质的竞争力，但估值受到一定压制，也不失为投资的好时点。

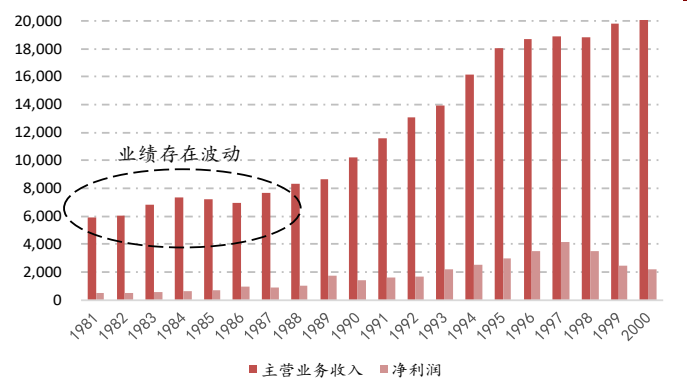
再以可口可乐公司投资为例：二十世纪八十年代末，美国国内百事可乐和可口可乐竞争非常激烈，一定程度上压低了可口可乐的估值。此时可口可乐产品在美国国内增长率已经很小，1987 年人均消费量仅增长了 1%，但是海外市场可乐饮料正在蓬勃发展，人均增速普遍在两位数以上，可口可乐虽然在国内受到竞争压制，但是其优秀的全球化战略正在帮助可口可乐快速抢占海外市场。回到 1988 年巴菲特投资可口可乐的时点，可口可乐的估值仅为 15x。不畏浮云遮望眼，只要长期增长空间存在，短期的瑕疵很有可能就是机会。

图 57 可口可乐市盈率变动



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 58 可口可乐 1981—2000 业绩变动（百万美元）



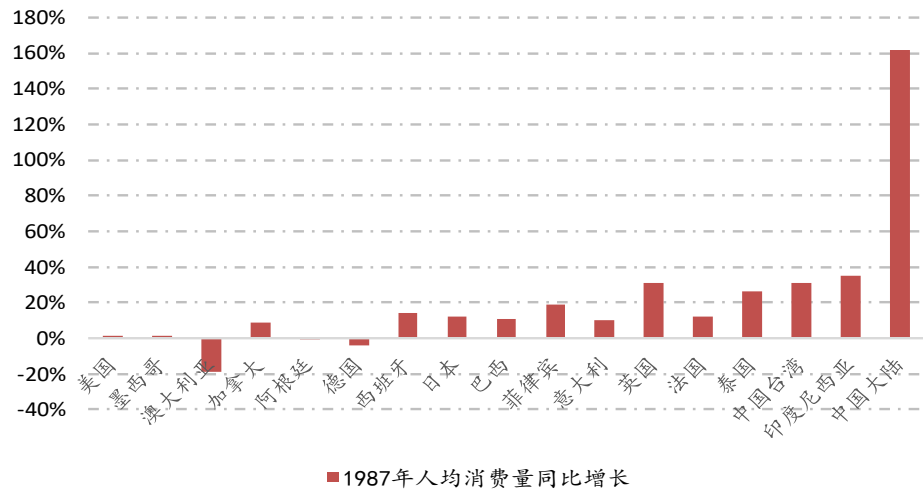
资料来源：Bloomberg，招商证券

表 6: 1980s 末可口可乐公司海外收入迅速增长（百万美元）

	1985	1986	1987	CAGR
美国				
收入	1864.7	2016.3	2120.1	6.60%
息税前利润	217.2	293.3	323.6	22.10%
息税前利润率	11.60%	14.50%	15.30%	
海外				
收入	2676.7	3628.6	4109.2	23.90%
息税前利润	672.8	888	1108.9	28.40%
息税前利润率	25.10%	24.50%	27.00%	
总收入	4541.4	5644.9	6229.3	17.10%
总息税前利润	890	1181.3	1432.5	26.90%

资料来源：《巴菲特的估值逻辑》，招商证券

图 59 1987 各国年可口可乐人均消费量同比增长



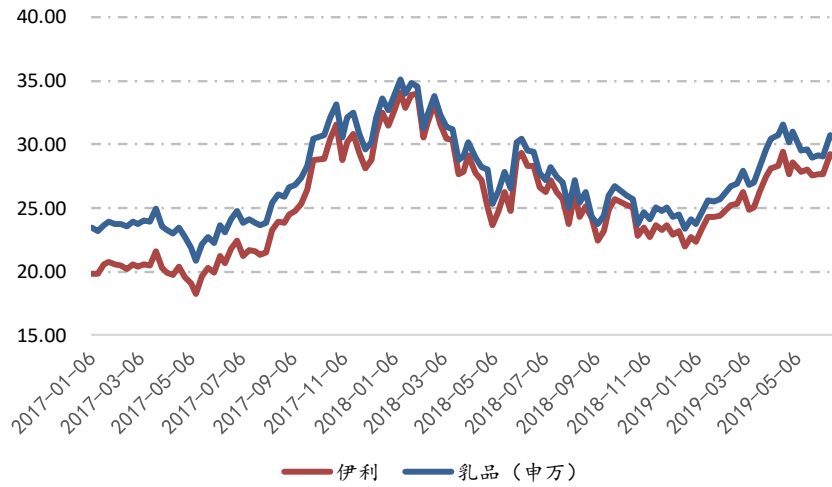
资料来源：《巴菲特的估值逻辑》，招商证券

3.5 下半年投资策略：守望龙头溢价，左侧布局周期

守望龙头溢价，左侧布局周期。展望 H2，需求仍有不确定性，龙头稳健性更强，CPI 或推动成本，但减税可一定程度对冲压力，业绩仍可乐观期待。食品板块投资机会主要来自两类：**第一是具有超级定价权的优质资产**，享受两方面的收益：一部分是护城河获得认可带来的估值提升的收益，一部分是长期业绩成长的收益，优质资产的股权筹码也将被抢夺。**第二类是估值随着基本面触底，具备相当的安全边际的公司。**

乳制品：龙头享超级定价权，估值可看更高。基本上，我们在《供求展望和价格传导》中对乳制品需求、格局进行了深度展望，目前看逐步验证。需求上，奶价进入景气上行周期，龙头享有更高定价权，将在上下游价格控制上表现更好，加快份额抢占。龙头之间，中期内仍然存在反复博弈的可能性，直至需求见顶或新业务空间打开。长期来看，常温产品将保持一个稳定规模和净利率水平，双寡头的决策也将更加逐步差异化。**估值上**，龙头地位稳固，但龙头的估值溢价尚未显现。反思原因，我们认为 **1) 市场过于侧重关注竞争关系，忽略了行业壁垒**（相当复杂的供应链处理能力），**和企业壁垒**（规模效应下的定价权）。**2) 对龙头产业延展能力不够乐观**：乳制品作为新鲜度高的刚需品，是粘住渠道的绝佳品类，扩张进入相对低壁垒品类，逻辑更顺，伊利等公司的管理能力、优秀机制也将有所保障。因此我们认为调味品、啤酒的龙头溢价应当在乳制品行业重演。

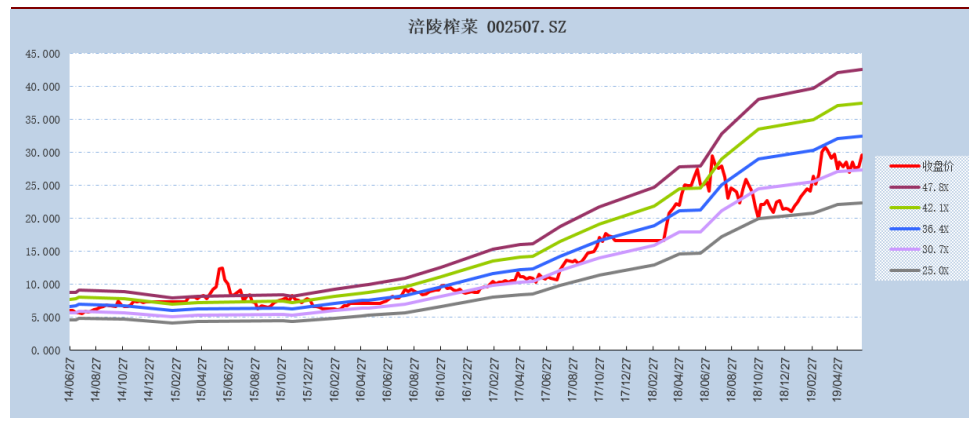
图 60 伊利 vs 板块 PE(TTM)



资料来源：wind、招商证券

调味品：布局业绩超预期标的，关注榨菜、安琪左侧买点。调味品定价权相对高，减税效应下受益最为明显，我们认为二季度开始业绩有望超预期，中炬恒顺等基数相对低的或将弹性更大。受制消费环境疲软，榨菜等标的阶段性增速回落，属于正常的经营波动，估值随基本面触底后安全边际更足，且公司仍在市场开拓、新品筹备上积极运作，这意味着后续超预期可能，建议左侧布局。

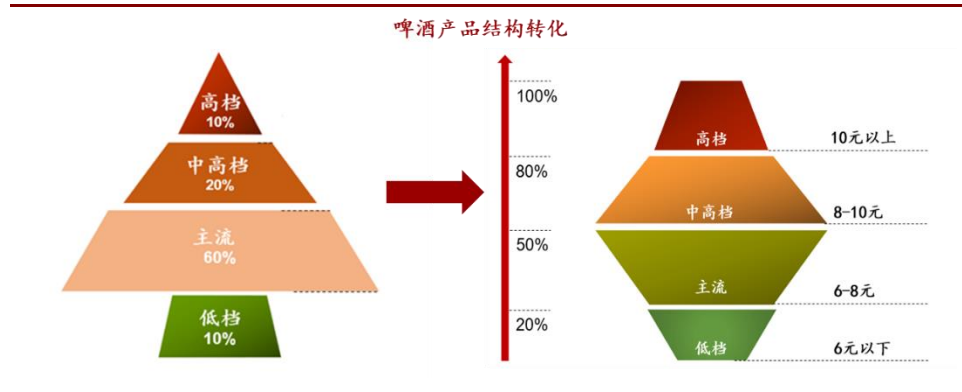
图 61 榨菜 30X 是估值底



资料来源：wind，招商证券

啤酒：改善逻辑验证，底部逐步抬升。存量博弈下，高端化加速+产能优化，行业拐点右侧，利润改善长逻辑延续演绎。19 年内维度，预计提价效应+高端化+降税等多重利好可抵消成本上涨压力，利润率有望维持稳健提升。啤酒长线逻辑不断验证，行业底部不断抬升过程，业绩支撑相对 18 年更为坚实，建议以中长期视角布局有望成为绝对龙头华润啤酒，把握股价回调低点，逢低即可布局；关注内部机制潜在改善的青岛啤酒。

图 62 啤酒行业产品结构持续提升



资料来源：招商证券

细分食品龙头：掘金产业壁垒，享受长期收益。休闲零食板块公司众多，有部分公司的价值并未被充分挖掘。过去市场更看重业绩拐点和弹性，而从去年开始，桃李、安井等公司经营壁垒被认识后，估值提振也带来相当的收益空间。展望未来，小食品的投资将从单纯的 EPS 挖掘变成 PE、EPS 两条腿走路。标的上建议关注桃李、绝味等。

3.6 重点公司跟踪

伊利股份：投资当有长期视角，19 年关键布局之年。19 年整体需求稳健，市占率快速提升，核心单品维持高增速，节后淡季库存略有加大，但公司积极加大投入保障动销。受益较强的下游议价力，预计可享受增值税减税红利，费用投入更加游刃有余。拉长时问，综合考虑原奶周期、千亿目标达成后的收入利润策略，2021 年很有可能进入利润释放年，自然需求超预期情况下也可能提前释放，目前产业逻辑正不断验证。公司大规模回购用于激励，新一轮激励落地后，公司凝聚力和战斗力有望再升。我们预计 19-20 年 EPS 为 1.14 元和 1.32 元，当前股价对应 28.4 倍和 24.5 倍 PE。维持“强烈推荐-A”评级。

海天味业：乐观进取，穿越周期。虽然外部环境存在较强的不确定性，但复盘显示调味品受经济波动影响相对较小且有 0.5-1 年的滞后效应，目前在行业成长与集中度提升的大逻辑下，公司仍然努力达成收入利润 16/20 的增长目标，尽全力穿越周期。调研数据也显示 4、5 月份海天依然维持较为稳定的增长，我们预计 19-20 年 EPS 为 1.95 元和 2.37 元，当前股价对应 52.4 倍和 43.1 倍 PE。维持“强烈推荐-A”评级。

中炬高新：受益减税弹性，期待治理理顺。一季度美味鲜业绩增速 33.93%超预期，酱油、鸡精鸡粉和食用油保持较快增速，渠道方面整体招商进度高于往年，新招经销商逐步发力，品类渠道滚雪球效应再度验证。经营层面，期待公司后续在营销、KPI 重塑以及激励方面逐步展开改革。根据公司规划，19-23 年内外并举，力争实现营收过百亿和年产销量过百万吨的双百目标。草根调研反馈，公司 4-5 月调味品增长稳中有升，依然看好公司第二梯队突围。我们预计 19-20 年 EPS 为 0.95 元和 1.17 元，当前股价对应 42.1 倍和 34.2 倍 PE。维持“强烈推荐-A”评级。

双汇发展：全年稳增愈清晰，更待肉制品激活。一季度受益猪价回升和免征所得税的屠

宰等业务利润大幅增长，公司归母净利同比增长 20.3% 超出市场预期。面对非洲猪瘟引发的猪价继续上涨的成本压力，公司一季度存货大幅增加，加大原材料储备积极应对。18 年至今已有 2/3 的产品提价，预计后续仍将规划提价，综合看全年稳健增长愈发清晰。我们期待在提价窗口期，一方面保证平稳传导至终端，另一方面能够进一步放大渠道利润，借此来调整经销商结构及激发渠道活力，促进更大转型成效，为中长期稳健发展奠定基础。我们预计 19-20 年 EPS 为 1.57 元和 1.70 元，当前股价对应 15.8 倍和 14.6 倍 PE，叠加高分红政策，仍具备配置的性价比，维持“强烈推荐-A”评级。

涪陵榨菜：基本面逐步触底，布局左侧买点。榨菜去年一二季度业绩高增，但市场对提价和业绩爆发的持续性始终存有争议。我们认为，榨菜并非成长行业，基本面会跟随消费、产品和渠道边际变化体现一定的周期性，阶段性的增长回落符合预期。随着渠道红利减弱动销放缓，公司努力通过促销等手段拉动终端，同时办事处裂变和招商逐步展开，并开拓餐饮渠道，积极布局外卖配菜领域，多举措推动收入增速下半年提升，并受益于持续的成本红利，预期全年业绩依然保持弹性。根据最新调研，管理层对下半年有信心，库存压力也在逐步消化。公司上游的稀缺性和品牌力构成护城河，也贡献了长期的议价空间。我们预计 19-20 年 EPS 为 0.98 元和 1.13 元，当前股价对应 30.2 倍和 26.2 倍 PE。维持“审慎推荐-A”评级。

恒顺醋业：销售力争稳定，期待改革落地。年初恒顺对五个品种占比约 15% 的产品提价，提价幅度 6.45%-15.04%，按销售收入加权测算综合提价率 13%。在备货积极、打款政策也较好的情况下一季度顺利实现开门红。二季度增值税政策优惠落地，预计公司将加大市场投入，积极参与市场竞争，保障收入稳定增长。长期来看，公司作为食醋龙头仍然保持稳定增长，但市场期待公司强化品类龙头竞争优势实现更快发展。在主要酱油龙头积极发力食醋市场的环境下，期待公司积极的参与品牌和渠道建设，不断巩固竞争优势。市场也期待公司改革尽快落地，为发展增添动力。我们预计 19-20 年 EPS 为 0.46 元和 0.53 元，当前股价对应 36.0 倍和 31.3 倍 PE。维持“审慎推荐-A”评级。

安琪酵母：调整仍需时间，静待经营好转。公司一季度归母净利下滑 14.6%，同时收入增速放缓至 11.6%，在利润高基数前提下，基本符合预期。但公司运营资产关键指标仍未见好转，应收账款 9.2 亿元，同比增加 30.2%，周转率等指标仍有压力。环比来看，毛利率企稳，费用率和所得税率大幅提升，盈利能力已有所恢复。公司核心团队稳定，全球化布局和围绕酵母主业多元化发展将成为两大核心驱动力，期待新一轮股权激励绑定管理层和核心骨干迈向 2021 年百亿收入目标。我们预计 19-20 年 EPS 为 1.15 元和 1.36 元，当前股价对应 26.8 倍和 22.6 倍 PE。调整需要时间，有望逐季企稳回升，维持“审慎推荐-A”评级。

绝味食品：品类创新初探，中长期路径清晰。公司一季报开门红，收入加速增长，各项经营指标保持稳健，毛利率环比有所提升，净利率提升 0.1% 至 15.6%，盈利能力略有强化。从渠道反馈看，一季度开店提速，同店保持小个位增长，增长策略也较为稳健。公司核心竞争力在渠道管控和供应链管理，19 年公司初探新品类，椒椒有味串串店先行试点，有望对单店价格和毛利率有正面贡献。后续也有可能持续推出各类轻餐饮形态，打开企业经营的量价空间，贡献长期发展驱动力。我们预计 19-20 年 EPS 为 1.91 元和 2.22 元，当前股价对应 19.2 倍和 16.5 倍 PE。维持“强烈推荐-A”评级。

青岛啤酒：改善略超预期，更宜长线把握。啤酒行业利润改善中长期逻辑依然是在存量博弈下，高端化叠加产能优化。从一季度来看，改善趋势仍在，一季度总销量同比增长 6.6% 达到 216.6 万千升，销量恢复超出预期，但对后续销量增长预期仍不宜过高。19 年玻璃、大麦等成本上涨压力依然明显，后续各季也会逐步体现，但有望通过价格策略

实现成本压力对冲。核心逻辑仍看高端化带动吨价提升持续驱动成长，我们更期待体制改革给公司带来实质性进展，带动突破式成长。建议积极关注4月1日以来增值税下调对全年业绩的增厚作用，我们预计19-20年EPS为1.19元和1.35元，当前股价对应40.1倍和35.3倍PE。维持“审慎推荐-A”评级。

四、风险提示

- 1、大众消费放缓，需求疲软。宏观经济不确定性或带来大众消费放缓风险，食品饮料消费，特别是高端品消费将会受明显压制。
- 2、白酒行业价格泡沫化，内生结构失衡。高端品板块若持续出现供需失衡，导致价格失控上涨，价格泡沫化将演变成行业内部结构风险。
- 3、产业政策边际从严。在减税背景下，白酒消费税基存在提升可能性。
- 4、持仓结构高位，短期业绩波动加大板块震幅。机构持仓高位，高关注度下，短期业绩波动将加大板块震幅。

五、行业重点公司估值表

表 7：重点公司估值表

	代码	公司名称	投资评级	市值	股价	EPS				PE			
						18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E
高端 阳型	600519	贵州茅台	强烈推荐	12264.3	976.3	28.03	34.49	41.80	47.75	34.8	28.3	23.4	20.4
	000858	五粮液	强烈推荐	4385.4	113.0	3.47	4.47	5.49	6.35	32.6	25.3	20.6	17.8
	000568	泸州老窖	强烈推荐	1110.3	75.8	2.28	3.13	3.90	4.69	33.2	24.2	19.4	16.2
	002304	洋河股份	强烈推荐	1810.0	120.1	5.38	6.13	6.84	7.61	22.3	19.6	17.6	15.8
	000596	古井贡酒	强烈推荐	495.8	111.8	3.33	4.40	5.27	6.15	33.6	25.4	21.2	18.2
	600779	水井坊	强烈推荐	231.0	47.3	1.19	1.53	1.83	2.11	39.7	30.9	25.8	22.4
	600702	舍得酒业	强烈推荐	87.8	26.0	1.01	1.16	1.41	1.82	25.8	22.4	18.5	14.3
	000799	酒鬼酒	审慎推荐	83.9	25.8	0.69	0.93	1.23	1.50	37.4	27.8	21.0	17.2
	600809	山西汾酒	强烈推荐	540.5	62.0	1.72	2.07	2.41	2.77	36.1	30.0	25.7	22.4
	000860	顺鑫农业	强烈推荐	312.7	42.2	1.30	1.76	2.26	2.83	32.4	23.9	18.7	14.9
	600559	老白干酒	强烈推荐	114.6	12.8	0.53	1.00	1.30	1.20	24.1	12.8	9.8	10.6
	603369	今世缘	强烈推荐	335.5	26.7	0.90	1.15	1.38	1.62	29.7	23.3	19.4	16.5
	603589	口子窖	强烈推荐	359.8	60.0	2.56	3.06	3.51	3.94	23.4	19.6	17.1	15.2
	603198	迎驾贡酒	审慎推荐	134.2	16.8	0.97	1.05	1.11	1.16	17.3	16.0	15.1	14.5
300146	汤臣倍健	审慎推荐	282.6	19.2	0.68	0.88	1.10	1.30	28.3	21.9	17.5	14.8	
大众 阳型	600887	伊利股份	强烈推荐	1970.6	32.3	1.06	1.14	1.32	1.63	30.5	28.4	24.5	19.8
	000895	双汇发展	强烈推荐	819.0	24.8	1.49	1.57	1.70	1.87	16.7	15.8	14.6	13.3
	603288	海天味业	强烈推荐	2758.2	102.1	1.62	1.95	2.37	2.75	63.0	52.4	43.1	37.1
	002507	涪陵榨菜	审慎推荐	233.7	29.6	0.84	0.98	1.13	1.26	35.3	30.2	26.2	23.5
	600298	安琪酵母	审慎推荐	253.6	30.8	1.04	1.15	1.36	1.75	29.6	26.8	22.6	17.6
	600872	中炬高新	强烈推荐	318.6	40.0	0.76	0.95	1.17	1.39	52.6	42.1	34.2	28.8
	600305	恒顺醋业	审慎推荐	129.9	16.6	0.39	0.46	0.53	0.60	42.5	36.0	31.3	27.6
	603866	桃李面包	强烈推荐	272.1	41.3	1.36	1.12	1.29	1.53	30.4	36.9	32.0	27.0
002557	洽洽食品	审慎推荐	118.1	23.3	0.85	1.01	1.11	1.22	22.3	23.1	21.0	19.1	
大众 阴型	002582	好想你	审慎推荐	47.5	9.2	0.25	0.33	0.42	0.50	36.9	27.9	22.0	18.4
	603517	绝味食品	强烈推荐	210.9	36.7	1.56	1.91	2.22	2.52	23.6	19.2	16.5	14.6
	600600	青岛啤酒	审慎推荐	610.8	47.7	1.05	1.19	1.35	1.59	45.4	40.1	35.3	30.0

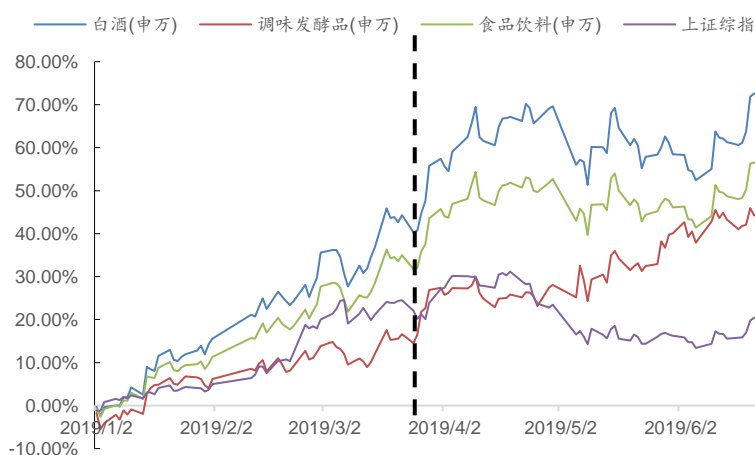
资料来源：招商证券研究 注 1：皆为 6 月 21 日收盘价；注 2：阳型是销售半径大公司，阴型是销售半径小公司

【附】上半年板块回顾：估值修复行情，超额收益明显

【附】1：上半年板块持续走高，Q2 超额收益扩大

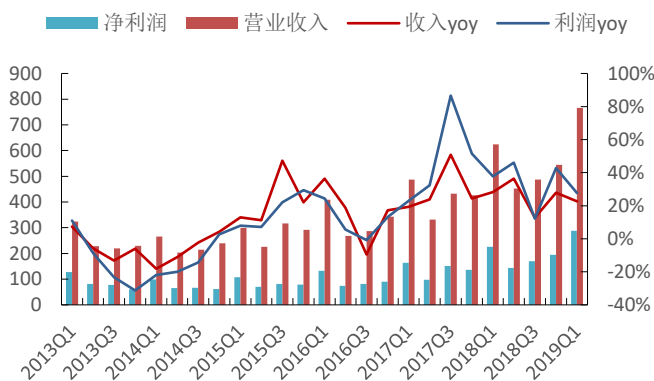
板块上半年超额收益明显，Q2 扩大，白酒板块涨幅最高。2019 年初至今，沪深 300 指数上涨 27.35%，食品饮料板块上涨 56.52%，跑赢沪深 300 指数 29.17pct，在 28 个申万一级行业中排名第 1。分子行业来看，所有子行业均上涨，其中白酒板块上涨涨幅最高，达 72.59%；调味品板块上涨 44.27%；乳制品板块上涨 38.89%。上半年整体表现靓丽，超额收益明显。尤其 Q2 起，税降费效应显现，对消费刺激作用明显，超额收益进一步扩大；5 月上证综指回调，食品饮料板块超额收益持续扩大。

图 63 食品饮料板块持续走高，Q2 超额收益明显



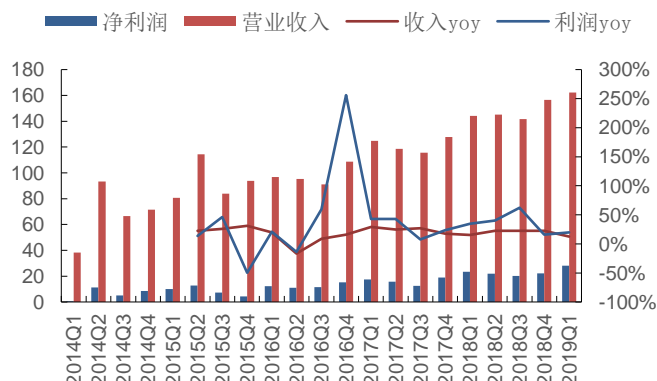
资料来源：Wind，招商证券

图 64 上市白酒企业收入利润及增速（左轴：亿元）



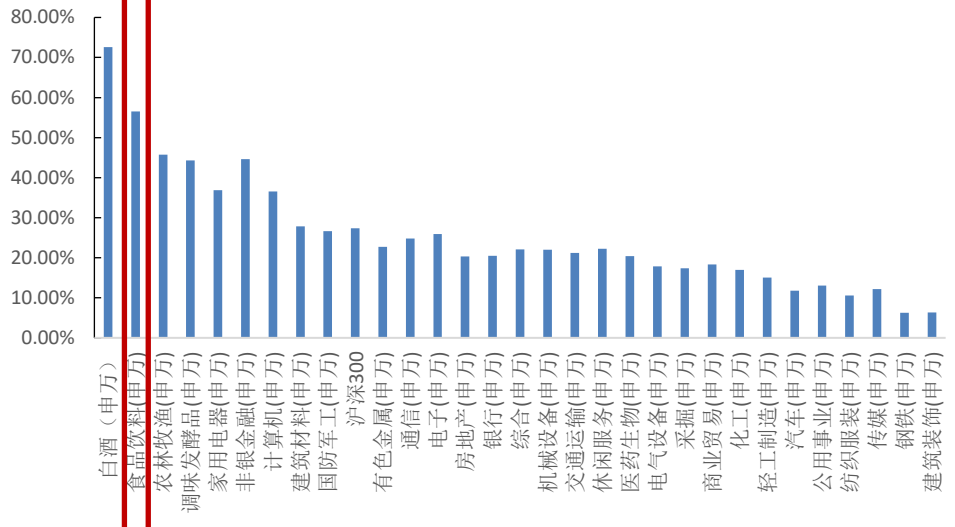
资料来源：Wind，招商证券

图 65 上市调味品企业收入利润及增速（左轴：亿元）



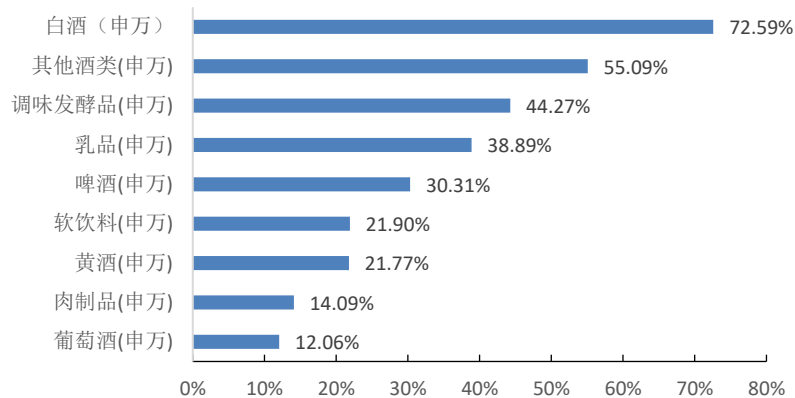
资料来源：Wind，招商证券

图 66 年初至今食品饮料板块相对沪深 300 表现 (截至 19 年 6 月 21 日)



资料来源: Wind, 招商证券

图 67 年初至今各子行业涨跌幅 (截止 19 年 6 月 21 日)

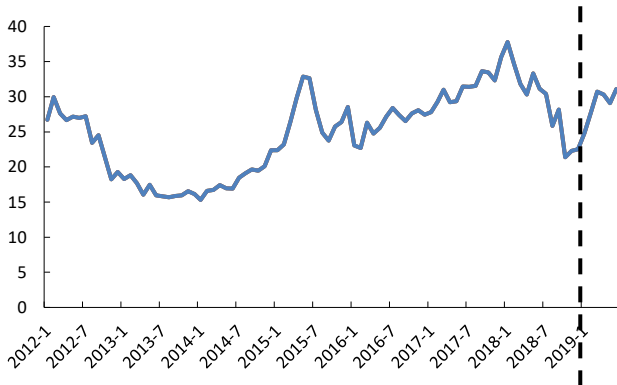


资料来源: Wind, 招商证券

【附】2: 纵横比较: 估值明显修复, 回升至历史中枢水平

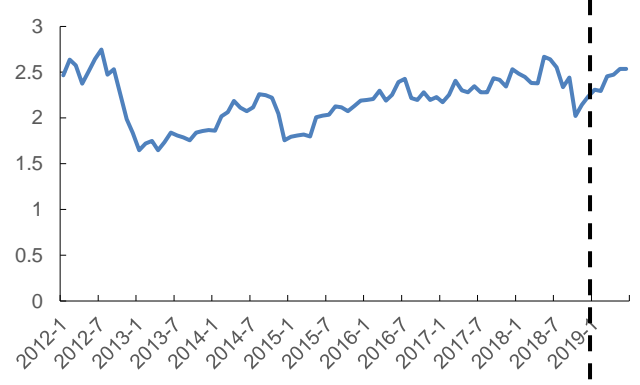
食品饮料板块及白酒子板块估值回升至历史中枢水平, 调味品子板块估值不断提升。年初至今, 食品饮料板块、调味品及白酒子板块估值在去年大幅下行后, 开始逐步回升至历史中枢水平。一方面, 有外资进入的催化; 另一方面, 板块 Q1 业绩靓丽, 双轨共同支撑全行业估值不断提升。白酒子板块在经历去年底控货去库存, 调低增长目标后, 迎来估值修复行情, 估值回升至历史中枢水平。

图 68 食品饮料行业绝对 PE (TTM) 变化



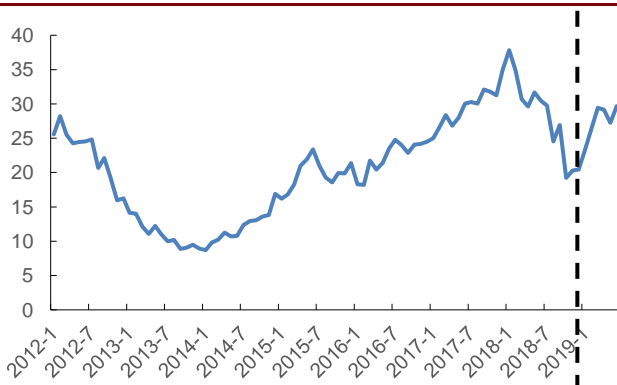
资料来源: Wind, 招商证券

图 69 食品饮料行业相对沪深 300 PE (TTM) 变化



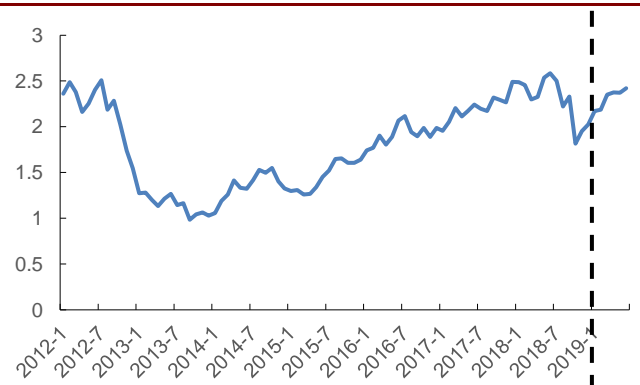
资料来源: Wind, 招商证券

图 70 白酒子板块绝对 PE (TTM) 变化



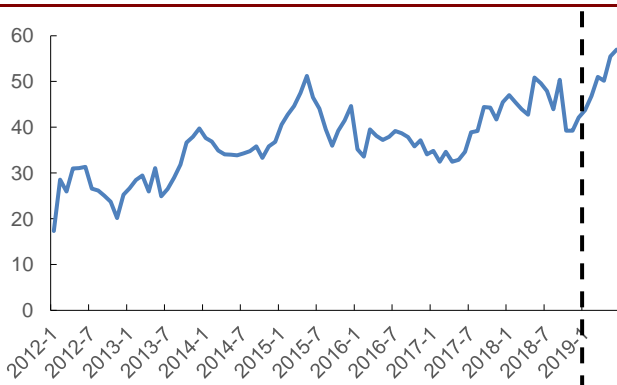
资料来源: Wind, 招商证券

图 71 白酒子板相对沪深 300 PE (TTM) 变化



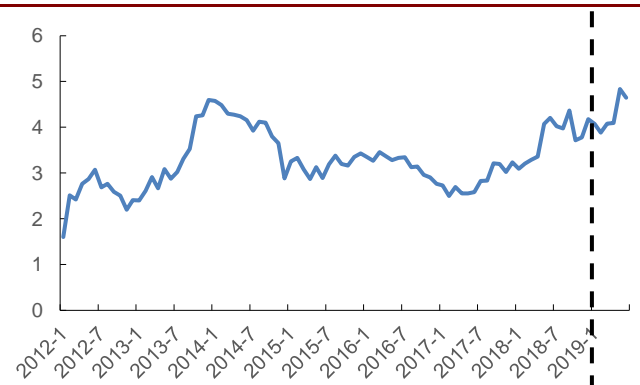
资料来源: Wind, 招商证券

图 72 调味品子板块绝对 PE (TTM) 变化



资料来源: Wind, 招商证券

图 73 调味品子板相对沪深 300 PE (TTM) 变化



资料来源: Wind, 招商证券

表 8: 横向比较 A 股部分板块和市场整体估值与增速

	PE-TTM, 整体法	19Q1 营收增速 (%)	19Q1 净利增速 (%)
SW 白酒	29.66	22.33	27.69
SW 调味发酵品	56.98	13.48	16.78
SW 食品饮料	31.08	13.99	23.49
SW 家用电器	16.56	5.18	7.99
SW 汽车	14.97	-7.06	-27.26

	PE-TTM, 整体法	19Q1 营收增速 (%)	19Q1 净利增速 (%)
SW 纺织服装	18.58	1.10	3.47
SW 医药生物	30.23	17.45	9.68
SW 传媒	26.85	4.99	-25.39
创业板	40.33	11.51	-13.56
全部 A 股	14.85	10.95	10.29

资料来源: Wind, 招商证券

全球食品巨头公司估值基本稳定, 国内高端白酒估值回升至稳定, 大众食品估值提升。今年以来, 全球食品巨头保持营收平稳维持低增速, 估值未有明显变化。烈酒板块上, 以帝亚吉欧、保乐力加和布朗福曼全球最大的三家烈酒公司(剔除中国白酒)为例, 除布朗福曼略高以外, 帝亚吉欧和保乐力加估值均维持在 25-30 倍。帝亚吉欧近 3 年复合增速最快, 约 5%; 布朗福曼增 2.47%; 保乐力加最低, 为 1.64%。相比较而言, 国内高端白酒估值也基本稳定, 但增速远超国际巨头, 性价比显现。乳制品及调味品板块上, 雀巢及龟甲万估值也维持稳定, 略有下滑, 且营收增速低, 雀巢 0.99%, 龟甲万 5.06%。而伊利和海天估值虽持续上升, 但景气度维持高位, 业绩良好, 且在外资持续进入的背景下, 食品饮料板块龙头估值重构还在持续演绎过程中。

表 9: 食品龙头企业估值及增速对比

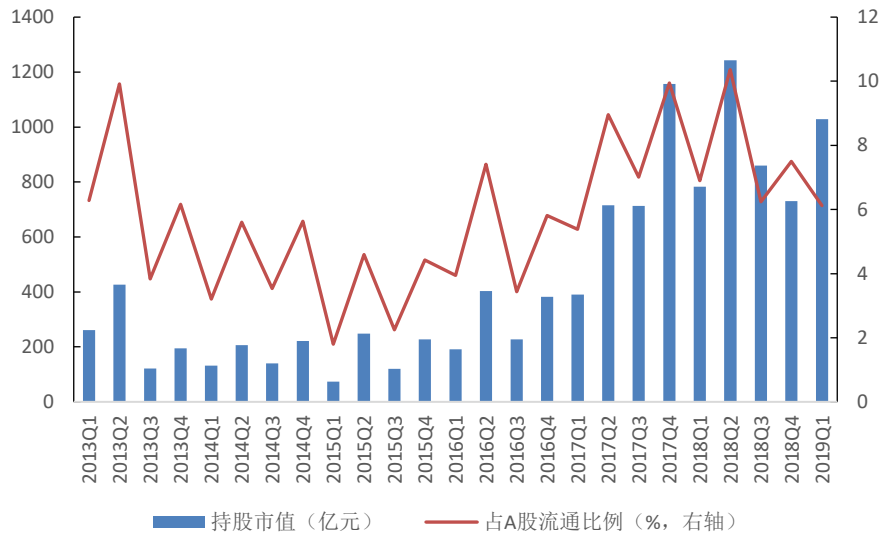
	2 年前 PE	当前 PE	CAGR3 (%)	市值(亿元)
帝亚吉欧	27.35	26.68	4.90	800.09
保乐力加	26.31	27.56	1.64	430.03
布朗福曼	28.36	31.15	2.47	261.48
贵州茅台	33.08	32.34	30.00	12,264.26
五粮液	27.50	29.46	19.74	4,385.44
泸州老窖	32.86	28.17	21.51	1,110.28
雀巢	30.55	30.21	0.99	3010.969
伊利股份	21.48	30.07	9.55	1,970.59
龟甲万	39.78	37.77	5.06	8,930.66
海天味业	36.06	60.25	14.61	2,758.16

资料来源: Wind, 招商证券 注: 市值为企业本币

【附】3: 持仓分析: 机构持仓高位, 外资加买龙头

基金持仓高位, 龙头持仓提升。Q1 基金持仓白酒板块占流通市值 6.12%, 环比下降 1.38pct, 主要系去年年底市场对白酒的悲观预期仍未彻底缓解。但基金对白酒、乳制品、肉制品龙头的持仓有大幅提升。这符合我们从去年底以来对产业逻辑的预期——龙头优势在不断加强。根据我们年初的跟踪, 白酒板块估值修复行情将继续演绎, 尤其高端白酒景气度最高; 乳业调味品需求韧性足, 龙头定价权推动行情。

图 74 基金持股白酒市值及占比



资料来源: Wind, 招商证券

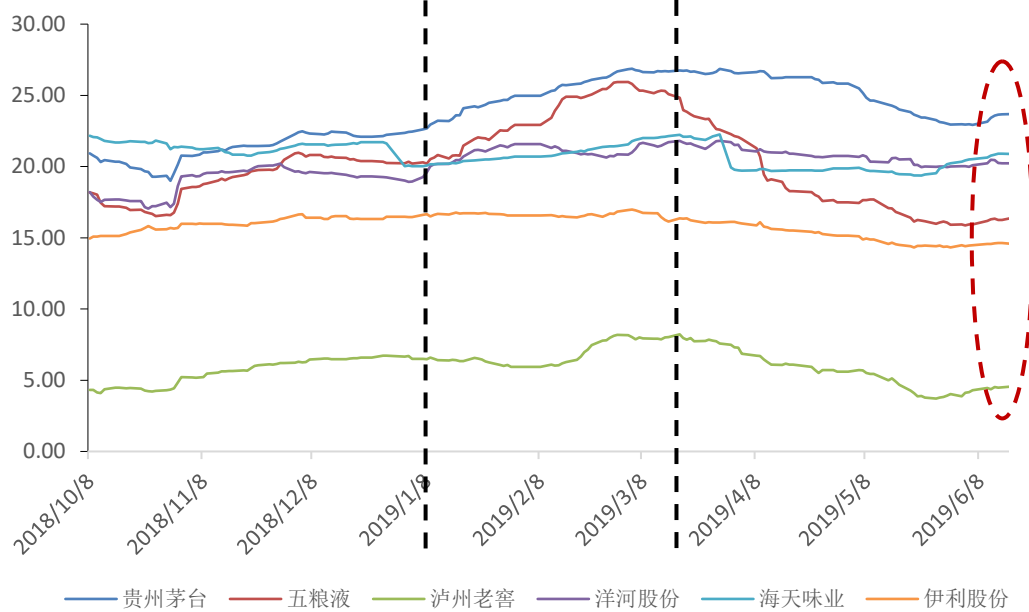
表 10: 最近 4 个季度公募基金对食品饮料板块持仓先降后升 (占基金市值比, %)

	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
贵州茅台	1.96	2.20	1.62	1.98 ↑
五粮液	1.00	0.76	0.50	1.18 ↑
泸州老窖	0.65	0.50	0.43	0.60 ↑
洋河股份	0.36	0.49	0.33	0.25 ↓
山西汾酒	0.23	0.12	0.08	0.18 ↑
水井坊	0.17	0.05	0.04	0.04 -
古井贡酒	0.17	0.18	0.05	0.21 ↑
海天味业	0.06	0.10	0.12	0.11 ↓
中炬高新	0.12	0.22	0.22	0.17 ↓
双汇发展	0.15	0.16	0.04	0.11 ↑
伊利股份	1.22	1.15	1.06	1.08 ↑
合计	6.09	5.93	4.49	5.91 ↑
白酒合计	4.54	4.30	3.05	4.44 ↑

资料来源: Wind, 招商证券

北上资金及外资占食品饮料龙头的持股比例稳定, 有持续流入趋势。19Q1 北上资金及外资占食品饮料龙头的持股比例持续上升, 茅台、五粮液、老窖、洋河、海天都较明显。Q1 末到 Q2, 受外部不确定性因素影响, 外资部分流出, 但就目前来看, 陆股通持仓有回升趋势外资对 A 股食品饮料龙头企业的估值影响愈发明显。

图 75 19 年上半年食品饮料龙头企业陆股通持仓占流通股比例



资料来源: Wind, 招商证券

参考报告:

- 1、《从年报季报回顾,看食品饮料行业六大趋势:食品饮料行业 2019 年 5 月月报》2019/5/13
- 2、《季报具备催化,板块仍需加配:食品饮料业 19 年 4 月报暨一季报前瞻》2019/04/21
- 3、《寻火炼真金,蓄势再出发:食品饮料行业 2019 年度投资策略》2018/11/25

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

截至本报告发布之日，本公司持有恒顺醋业股票达到已发行股份 1%以上。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。