

顺势仍可为

——食品饮料行业 2020 年投资策略

行业年度报告

◆**复盘三年景气周期，再论板块超额收益：**截止2019年11月底，食品饮料指数以70%左右的涨幅领跑全行业，2017-2019年食品饮料指数三年涨幅达到104%，涨幅遥遥领先、超额收益显著。回归相对估值模型，超额收益来源可以分为三种类型：**1) EPS 驱动主导型：**行业景气顺周期，业绩弹性充分释放，以白酒行业为典型代表；**2) PE 驱动主导型：**享受资本市场估值溢价，估值弹性充分释放，以调味品行业为典型代表；**3) EPS+PE 双重驱动型：**以自下而上经营改善明显的个股为代表。

◆**繁华之后仍可顺势而为。坚守两个维度的中长期趋势：****1) 行业发展趋势及消费趋势不变：**延续中期策略报告《重估龙头新时代》观点，食品饮料主要行业从增量市场下的“蛋糕做大”过程逐渐转变为存量市场下“划分蛋糕”的过程中，食品饮料行业中长期的投资主线都会是龙头的集中度提升红利。**2) A 股投资者结构多元化趋势不变：**A 股国际化进程加快，北上资金持续加仓消费龙头，以 MSCI 指数为代表的全球配置指数基金纳入 A 股后，消费龙头仍是重点配置方向。

◆**重点子行业解读：****1) 白酒：变化尚未充分认知—再论周期性。**整体宏观消费环境以及行业所处的发展阶段决定景气周期处于平稳回落的过程，而自上而下的消费升级趋势、经销商杠杆能力的运用以及自下而上改革红利的释放加速了在景气回落周期的品牌分化程度，龙头估值不贵、增长相对确定，仍可适度乐观。**2) 调味品：物以稀为贵—再论估值溢价。**行业有规模、有成长，而依托厨师粘性建立的餐饮渠道壁垒是龙头确定性成长能力的核心要素，确定性溢价趋势不改，关注提价窗口的短期利润弹性。**3) 乳制品：龙头盛宴—再论成长与竞争。**双寡头竞争格局明确，全国性龙头伊利和蒙牛通过加强产业链上下游掌控力，扩大产品版图，将进一步提升集中度。**4) 啤酒：驱动因素可持续—再论盈利能力。**原材料成本有所缓解+新一轮产品提价窗口，明年的盈利能力改善依然可以期待；中长期维度，我们继续看好产品高端化趋势+产能优化进程下的行业盈利能力改善。

◆**投资策略：**白酒方面，“景气平稳回落、分化加剧”的基调判断不变，龙头的稳健增长能力更强；长周期的估值中枢有望继续抬升，建议放低预期收益率，长周期配置，重点推荐高端白酒品牌**贵州茅台、五粮液、泸州老窖**；关注增长势能良好的区域龙头品牌**古井贡酒、今世缘**等、布局**洋河股份**基本面底部。大众消费品方面，1) 确定性溢价趋势不变，调味品龙头**海天味业**为中长期配置品种，**绝味食品**的稳健成长能力仍有预期认知差，乳制品行业的竞争格局不影响龙头份额的提升，**伊利股份**的配置价值显著；啤酒行业的盈利能力复苏长周期继续兑现。2) 重视细分行业龙头在治理优化之后的基本面环比改善所带来的双击行情，重点推荐转型为**民企体制**之后、改革步入深水区的**中炬高新**；改革红利持续释放的**洽洽食品**以及积极应对短期增长瓶颈、进行渠道裂变的**涪陵榨菜**。

◆**风险提示：**经济放缓、物价下行、食品安全问题、成本上涨等风险。

买入（维持）

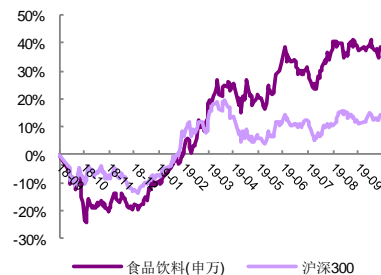
分析师

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebsec.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebsec.com

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行稳致远，格局为王——食品饮料超额收益那些事儿

..... 2019-1-4

增长有质量、景气仍确定——白酒行业 2018 年年报&2019 年一季报业绩综述

..... 2019-4-28

投资聚焦

研究背景

截止到 2019 年 11 月底，食品饮料指数以 70% 左右的年度涨幅再次领跑全行业，而 2017-2019 年食品饮料三年景气周期，食品饮料的指数涨幅达到 104%，超额收益遥遥领先。繁华之后、路向何方？如何看待食品饮料行业的中长期投资机会，正是本文的研究背景。

我们的创新之处

1) 回归相对估值方法，将景气周期内食品饮料的超额收益来源可以分为三种类型：EPS 驱动主导型：行业景气顺周期，业绩弹性充分释放，以白酒行业为典型代表；PE 驱动主导型：享受资本市场估值溢价，估值弹性充分释放，以调味品行业为典型代表；EPS+PE 双重驱动型：以自下而上经营改善明显的个股为代表。

2) 在把握细分行业景气度变化的同时，坚守两个维度的中长期趋势：第一，行业发展趋势及消费趋势不变：食品饮料主要行业从增量市场下的“蛋糕做大”过程逐渐转变为存量市场下“划分蛋糕”的过程中，食品饮料行业中长期的投资主线都会是龙头的集中度提升红利。第二，A 股投资者结构多元化趋势不变：A 股国际化进程加快，北上资金持续加仓消费龙头，以 MSCI 指数为代表的全球配置指数基金纳入 A 股后，消费龙头仍是重点配置方向。。

投资观点

繁华之后仍可顺势而为，坚守两个维度的中长期趋势；与此同时，展望 2020 年、站在中长期投资的维度，继续回归到简单的市盈率相对估值方法，分析驱动行业整体超额收益的因素是否发生变化。

1) EPS 驱动主导型：龙头继续享受集中度提升红利。白酒“景气平稳回落、分化加剧”的基调判断不变，龙头的稳健增长能力更强；乳制品行业的竞争格局不影响龙头份额的提升，配置价值显著，重点推荐高端白酒品牌贵州茅台、五粮液、泸州老窖；关注增长势能良好的区域龙头品牌古井贡酒、今世缘等、布局洋河股份基本面底部。啤酒行业的盈利能力复苏长周期继续兑现。

2) PE 驱动主导型：确定性溢价趋势不变。对于调味品行业而言，行业有规模、有成长，而依托厨师粘性建立的餐饮渠道壁垒是龙头确定性溢价的核心要素。而对于白酒板块，长周期的估值中枢有望继续抬升，对于像茅台这样的白酒龙头，应该弱化周期性思维

3) EPS+PE 双重驱动型：自下而上把握边际变化。重视细分行业龙头在治理优化之后的基本面环比改善所带来的双击行情，重点推荐转型为民企体制之后、改革步入深水区的中炬高新；改革红利持续释放的洽洽食品以及积极应对短期增长瓶颈、进行渠道裂变的涪陵榨菜等。

目 录

1、 复盘三年景气周期，再论板块超额收益	9
1.1、 行情回顾：2019 年再次领跑，长期超额收益显著	9
1.2、 驱动因素分析：回归基本相对估值模型	10
1.3、 2020 年投资主线	14
2、 白酒：变化尚未充分认知一再论周期性	14
2.1、 行情回顾：行业景气预期修复下的双击行情	14
2.2、 重新认知白酒行业所正在经历的“变”与“不变”	16
2.3、 2020 年行业研判：基本面整体基调不变，龙头仍可适度乐观	24
3、 调味品：物以稀为贵一再论估值溢价	30
3.1、 全球权益资产比较下看待海天的估值溢价	30
3.2、 调味品享受高估值溢价的产业逻辑再思考	34
3.3、 调味品行业 2020 年四大展望	36
4、 乳制品：龙头盛宴一再论成长与竞争	39
4.1、 行业成长性：人均消费量及细分品类存在提升空间	40
4.2、 竞争格局：行业龙头优势日益稳固	43
5、 啤酒：驱动因素可持续一再论盈利能力	47
5.1、 短期因素一：行业迎来提价窗口	48
5.2、 短期因素二：原材料价格有所缓解	50
5.3、 中长期因素一：高端化趋势进展顺利	51
5.4、 中长期因素二：产能优化进程持续	53
6、 投资建议及重点公司展望	56
6.1、 投资建议	56
6.2、 重点公司之白酒	56
6.3、 重点公司之大众消费品	64
7、 风险提示	73

图表目录

图 1：2019 年至今食品饮料板块涨幅领跑所有行业指数	9
图 2：2019Q1-Q3 食品饮料整体收入增速相对平稳	9
图 3：2019Q1-Q3 食品饮料整体净利润增速相对平稳	9
图 4：2017-2019 年食品饮料行业的超额收益明显	10
图 5：2017 年至今食品饮料子行业涨幅排名	10
图 6：2017 年至今食品饮料个股涨幅排名	10
图 7：主要食品饮料细分行业的产量增速回落到小个位数	11
图 8：龙头企业形成了稳固的优势闭环	12
图 9：主要食品饮料公司北上资金的持股比例变化情况	12
图 10：2017 年以来海天的市盈率不断提升	13
图 11：十年来海天的收入保持相对稳健增长	13
图 12：细分行业龙头的投资逻辑推演图	13
图 13：2019 年白酒行业的超额收益明显	15
图 14：2019 年白酒行业的个股涨跌幅排名	15
图 15：2019Q1-Q3 白酒板块整体收入增速表现	15
图 16：：2019Q1-Q3 白酒板块整体净利润增速表现	15
图 17：2018-2019 年白酒行业经历了估值波动	16
图 18：白酒行业发展阶段所正在经历的“变”与“不变”	16
图 19：食品烟酒类在居民人均消费支出的占比逐年下降	17
图 20：白酒行业的整体量增有限	17
图 21：从产品生命周期理论看食品饮料细分行业的发展阶段	17
图 22：结构优化和集中度提升是白酒行业的中长期发展趋势	18
图 23：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图	18
图 24：2013-15 年白酒行业调整的周期最长	19
图 25：2013 年的宏观因素影响程度并没有比 2003 年严重	19
图 26：茅台的渠道体系变革历史图谱	20
图 27：白酒行业超额收益表现历史复盘	20
图 28：三个维度去理解周期平稳回落过程中的分化加剧	22
图 29：经销商库存周期的波动会影响白酒的整体需求波动	22
图 30：2019 年普五的出厂价和一批价顺利上挺	23
图 31：2019 年普五在挺价基础上顺利实现放量	23
图 32：主要白酒公司北上资金的持股比例变化情况	24
图 33：2019 年的整体消费环境仍相对疲软	24
图 34：2019 年居民可支配收入同比增速略有放缓	24
图 35：2019 年前三季度白酒板块整体预收账款仍保持在高位	25
图 36：2019 年前三季度白酒板块整体预收款项环比下降	25

图 37：2019 年普五计划量中的产品占比情况.....	25
图 38：茅台净资产及对应第二年的关联交易金额上限.....	26
图 39：出售商品实际发生关联交易额与金额上限的对比.....	26
图 40：贵州茅台当前的渠道价差已经是历次提价之前的最高水平.....	26
图 41：次高端价格带白酒市场规模仍处于扩容期.....	27
图 42：次高端白酒的需求受经济影响更大.....	27
图 43：古井年份原浆系列的白酒收入占比逐年提升.....	28
图 44：今世缘特 A 类产品的收入占比逐年提升.....	28
图 45：帝亚吉欧近年来的收入和净利润表现情况.....	30
图 46：帝亚吉欧近年来的估值表现情况.....	30
图 47：茅台历史上的收入和利润同比增速表现.....	30
图 48：茅台历史上的估值波动明显.....	30
图 49：大众品各细分子版块 PE (TTM,整体法)	31
图 50：2017 年开始海天/中炬的估值 (PE) 中枢抬升.....	31
图 51：2018Q3 恒顺/榨菜估值 (PE) 提升.....	31
图 52：干禾/天味估值 (PE) 中枢持续处于高位.....	31
图 53：大众消费品各板块营收增速 (%)	31
图 54：大众消费品各板块归母净利润同比增速 (%)	31
图 55：大众消费品各板块 2014-2019Q3 营收/归母净利润各季同比增速均值.....	32
图 56：海天/中炬外资持股市值占比 (%) 变动.....	32
图 57：海天味业上市以来盈利能力表现.....	32
图 58：可口可乐市盈率与收入增速 (%)	34
图 59：可口可乐市盈率与 EBIT 同比增速 (%)	34
图 60：可口可乐市盈率与 ROE (%)	34
图 61：可口可乐市盈率与净股息率 (%)	34
图 62：全球部分顶级公司的股息率(%)与 ROIC/WACC 比率.....	34
图 63：调味品终端消费规模 (亿元)	35
图 64：2017 年大众品各板块工业销售产值 (亿元)	35
图 65：欧睿统计口径下调味品和乳制品的市场规模增速.....	35
图 66：调味品的竞争格局相对乳制品更为零散.....	36
图 67：2003-2017 年调味品/乳制品规模以上企业平均营收 (亿元)	36
图 68：调味品家庭零售终端 CR2 份额变动 (%)	36
图 69：乳制品 CR2 份额变动 (%)	36
图 70：餐饮渠道调味品/酱油消费量占比 (%)	36
图 71：调味品餐饮渠道特点.....	36
图 72：调味品成本指数.....	37
图 73：大豆/豆粕/白糖价格 (元/吨)	37
图 74：调味品公司经销商数量.....	37

图 75：海天有能力做到持续挤压渠道环节利润率	37
图 76：各酱油厂商在线上的品类竞争策略	38
图 77：2019 年天猫双十一基础调味品预售额	38
图 78：中国复合调味料市场规模（亿元）	38
图 79：伊利及蒙牛历年乳制品市场份额（按销售额计）	39
图 80：国内乳制品消费额及增速（亿美元）	40
图 81：日本乳制品消费额及增速（亿美元）	40
图 82：国内豆类饮品消费额及量价增速（百万美元）	41
图 83：国内主要液奶产品平均单价（美元/千克）	41
图 84：植物蛋白制造企业加速入局，盈利情况较为健康	42
图 85：中国奶酪消费量构成及增速（按渠道）	43
图 86：中国奶酪销售额及占整体乳制品销售额比重	43
图 87：国内主要常温白奶品牌市占率	44
图 88：国内主要酸奶类品牌市占率	44
图 89：2018 年上市公司年度专利数量（件）	44
图 90：主要乳企研发费用投入占销售比重	44
图 91：国内主要乳制品公司毛利率	45
图 92：国内主要乳制品公司销售费用率	45
图 93：我国规模牧场数量持续提升	46
图 94：牧场乳牛存栏数呈下降趋势	46
图 95：本土啤酒厂商出厂吨价变化近年有所提速（元/吨）	48
图 96：青岛啤酒与燕京啤酒过去十年毛利率表现	49
图 97：澳大利亚进口大麦当月单价（美元/吨）	50
图 98：大米（10%）国际当日现货价（美元/吨）	50
图 99：全国高强瓦楞纸市场价（元/吨）	50
图 100：全国铝 A00 现货价（元/吨）	50
图 101：中国 36 个大中城市啤酒平均销售价格（元）	52
图 102：本土啤酒厂商出厂吨价近年有所提速（元/吨）	52
图 103：2019 年前三季度啤酒各企业销量与吨价同比增幅	53
图 104：百威英博和嘉士伯中国区销量和吨价同比增速	53
图 105：中国啤酒新增产能（万吨）	54
图 106：贵州茅台上市以来的收入增速表现	56
图 107：贵州茅台上市的净利润增速表现	56
图 108：五粮液上市以来的收入增速表现	58
图 109：五粮液上市以来的净利润增速表现	58
图 110：泸州老窖上市以来的收入增速表现	59
图 111：泸州老窖上市以来的净利润表现	59
图 112：洋河股份上市以来的收入增速表现	61

图 113：洋河股份上市以来的净利润增速表现.....	61
图 114：海天/中炬餐饮家庭渠道占有率.....	66
图 115：中炬高新 PE Band.....	66
图 116：绝味鸭脖门店拓展空间较大.....	68
图 117：绝味食品 PE Band.....	68
图 118：涪陵榨菜季度营收增速（%）.....	69
图 119：涪陵榨菜 PE Band.....	69
图 120：2018 年开始洽洽收入端复苏明显.....	70
图 121：2018 年开始洽洽的利润增速同步收入改善.....	70
图 122：洽洽每日坚果包装和定位全面升级.....	71
表 1：食品饮料板块超额收益个股的驱动因素分析.....	11
表 2：白酒行业上市公司 2019Q1-Q3 的业绩表现总览.....	21
表 3：五粮液 2019 年以来的挺价战略.....	27
表 4：2019 年下半年的主要次高端品牌的挺价战略.....	28
表 5：目前中高端价格带白酒的代表产品.....	29
表 6：全球高盈利能力水平饮料公司.....	33
表 7：主要上市公司盈利预测及估值.....	39
表 8：中日乳制品细分品类人均消费量对比（2018 年）.....	40
表 9：行业龙头近年在蛋白类饮品及奶酪产品的布局.....	41
表 10：伊利股份历次股权激励计划.....	46
表 11：蒙牛乳业 17 年至今股权激励执行情况.....	47
表 12：国内国外啤酒企业估值对照.....	47
表 13：过去十年啤酒行业历次提价情况示例.....	48
表 14：吨价提升幅度（元/吨）对于各个企业 EBIT 利润弹性.....	50
表 15：今年以来各啤酒企业开展的高端化啤酒动作.....	51
表 16：主要啤酒厂商处置冗余产能情况.....	54
表 17：产能优化对于企业 EBIT 的利润弹性.....	55
表 18：茅台直营渠道的公开招标进度.....	57
表 19：贵州茅台财务数据和估值分析.....	57
表 20：五粮液财务数据和估值分析.....	59
表 21：国窖 1573 今年以来的挺价战略.....	60
表 22：泸州老窖财务数据和估值分析.....	60
表 23：2019 年二季度以来洋河股份针对现有问题的改革措施.....	61
表 24：洋河股份财务数据和估值分析.....	62
表 25：今世缘的业务分拆预测.....	63
表 26：今世缘财务数据和估值分析.....	64
表 27：今世缘与行业可比公司估值对比.....	64

表 28：伊利股份财务数据和估值分析	65
表 29：中炬高新财务数据和估值分析	67
表 30：绝味食品财务数据和估值分析	68
表 31：涪陵榨菜财务数据和估值分析	69
表 32：洽洽食品的业务分拆预测.....	72
表 33：洽洽食品财务数据和估值分析	72

1、复盘三年景气周期，再论板块超额收益

1.1、行情回顾：2019年再次领跑，长期超额收益显著

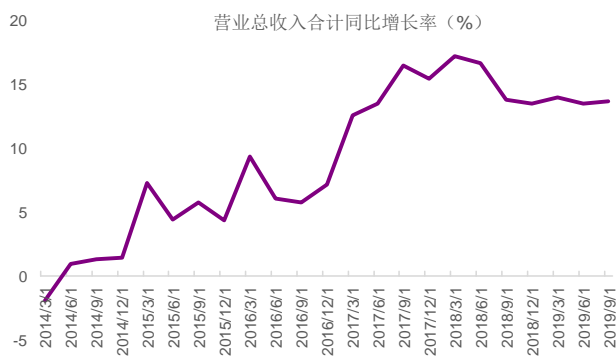
2019年食品饮料板块行情回顾：截止到11月底，涨幅领跑所有行业。截止到2019年11月底，食品饮料指数（申万一级子行业，下同）以70%左右的年度涨幅再次领跑全行业，食品饮料指数相较于沪深300指数和上证综指的超额收益分别为41%和54%。扎实的基本面表现是食品饮料行业取得超额收益的核心原因之一，2019年前三季度板块整体的收入和净利润同比增速分别为13.67%和19.65%，在较高的基数水平上维持稳健增长。

图1：2019年至今食品饮料板块涨幅领跑所有行业指数



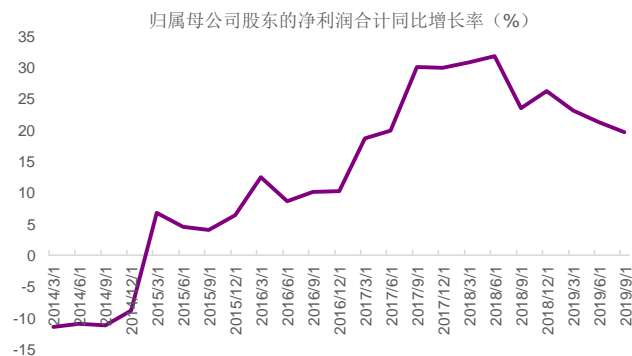
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2019/11/29）

图2：2019Q1-Q3 食品饮料整体收入增速相对平稳



资料来源：Wind，光大证券研究所

图3：2019Q1-Q3 食品饮料整体净利润增速相对平稳



资料来源：Wind，光大证券研究所

长周期的超额收益率更加显著：如果从2017年食品饮料的景气周期开始回顾，2017年到2019年11月底食品饮料指数涨幅达到104%，大幅领先于其他行业指数，排名第二和第三的行业分别为家电和非银金融，区间涨幅也分别仅有40.4%和16.7%。而同期上涨综指的涨幅为-7%，食品饮料行业指数相较于上证综指的超额收益达到110%以上。

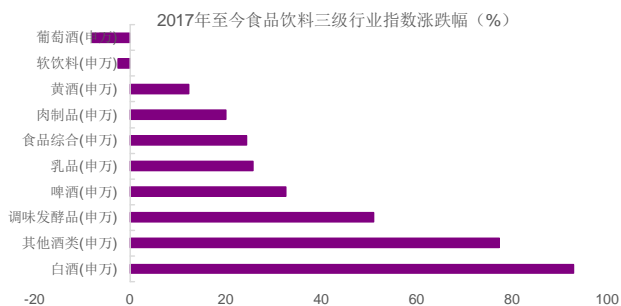
图 4：2017-2019 年食品饮料行业的超额收益明显



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/29）

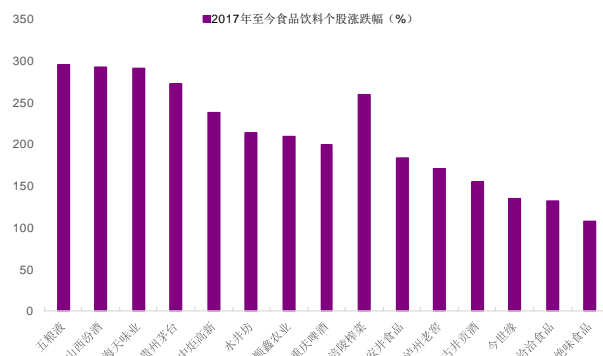
细分板块表现分化，白酒和调味品涨幅最高：食品饮料行业的细分子行业及个股表现同样有较为明显的分化，在细分子行业方面，白酒和调味品的超额收益最为明显，2017 年至今的细分行业指数涨幅分别达到 197%和 120%。具体到个股方面，共有 15 只股票获得相较于食品饮料指数的超额收益（扣除 2018 年之后上市的新股，为扣除资金行为主导的新股行情，以新股上市打开涨停板后的股价回调低点作为计算起点），涨幅排名前三的五粮液/山西汾酒/海天味业的区间涨幅分别达到了 296%/293%/292%。

图 5：2017 年至今食品饮料子行业涨幅排名



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/29）

图 6：2017 年至今食品饮料个股涨幅排名



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/29）

1.2、驱动因素分析：回归基本相对估值模型

复盘三年食品饮料牛市行情，回归相对估值模型，超额收益明显的个股可以分为三种类型：如果回归最简单的市盈率相对估值方法，超额收益明显的 15 只个股大概可以分为三种类型：**1)EPS 驱动主导型：**行业景气顺周期，业绩弹性充分释放，以白酒行业为典型代表；**2) PE 驱动主导型：**享受资本市场估值溢价，估值弹性充分释放，以调味品行业为典型代表；**3) EPS+PE 双重驱动型：**以自下而上经营改善明显的个股为代表。

表 1：食品饮料板块超额收益个股的驱动因素分析

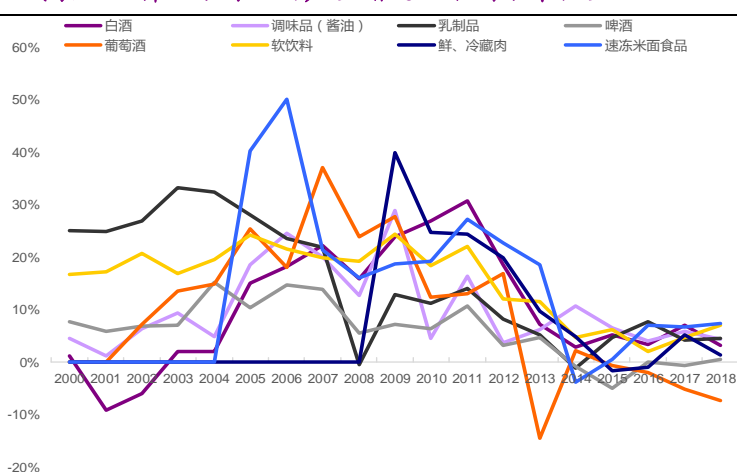
	区间股价涨幅 (P)	区间净利润增速 (EPS)	区间估值扩张程度 (PE)	主要驱动因素
五粮液	295.7%	158.8%	52.9%	EPS 驱动型
山西汾酒	293.1%	222.4%	21.9%	
贵州茅台	273.3%	158.9%	44.2%	
水井坊	238.9%	241.8%	-8.3%	
顺鑫农业	210.1%	158.7%	19.9%	
泸州老窖	170.6%	143.2%	11.2%	
古井贡酒	155.7%	168.9%	-4.9%	
今世缘	134.3%	91.8%	22.2%	
重庆啤酒	199.1%	141.7%	23.7%	
涪陵榨菜	186.6%	172.1%	5.3%	
海天味业	291.5%	85.2%	111.4%	PE 驱动型
中炬高新	238.9%	99.2%	70.1%	
安井食品	183.4%	83.1%	54.8%	
洽洽食品	131.8%	52.8%	51.7%	EPS+PE 均衡驱动型

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：重庆啤酒的区间利润增速为扣非净利润（数据截止到 2019/11/22，开始日期是 2017/1/1）

EPS 驱动主导型：宏观消费趋势延续、继续享受集中度提升红利

虽然不同行业的护城河和消费特性不同（作为过去三年 EPS 驱动型典型代表的白酒板块，将在下一部分重点阐述行业观点），但是整体面临统一的消费环境。延续我们在今年食品饮料行业中期策略报告《重估龙头新时代》的观点，经历黄金发展十年之后，食品饮料行业已经进入到新一轮发展阶段，具体表现为：1) 行业整体增速放缓，由增量市场下的“蛋糕做大”过程逐渐转变为存量市场下“划分蛋糕”的过程；2) 行业增长的驱动因素变化明显，黄金发展期行业规模增长主要依赖于销量的提升，人民生活水平改善带来的消费频率提高及粗放式的渠道扩张带来的渗透率提高均是销量提升的驱动因素。而现在食品饮料行业的增长主要依赖于销售单价的提升，人均收入水平继续提高之后品质化消费需求主导产品结构不断优化，销量的提升更多得益于粗放式渠道扩张之后的渠道精耕细作。

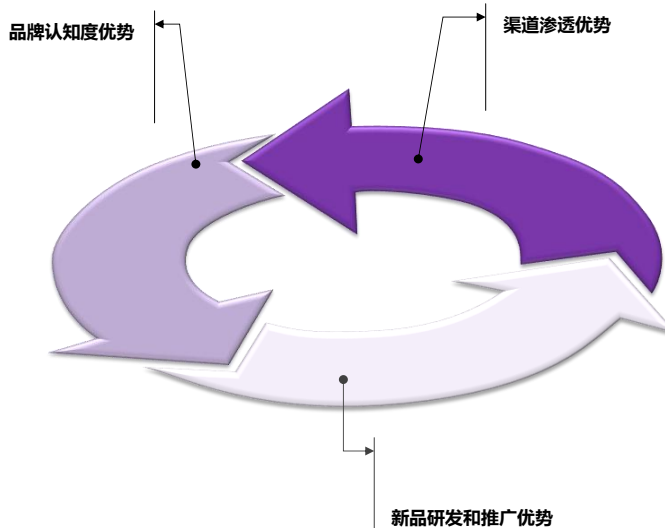
图 7：主要食品饮料细分行业的产量增速回落到个位数



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

龙头企业搭建了品牌、渠道和产品三重优势闭环，品类成熟期能够更充分受益：龙头企业具备品牌认知度优势、渠道渗透能力优势和新品研发和推广优势，而且三大核心优势相辅相成，共同搭建起龙头公司的核心竞争壁垒。在品类成熟期，龙头企业的核心竞争优势能够得到更为充分的发挥：一方面，消费升级是行业增长的最主要动力，龙头企业的品牌力和新品研发、推广能力突显，能够更充分的享有消费升级红利；另一方面，农村及低线城市消费者的食品饮料消费频次仍有提升空间，在粗放式渠道扩张已经结束的背景下，龙头企业的渠道渗透优势能够充分满足增量消费需求，抢占市场份额。

图 8：龙头企业形成了稳固的优势闭环

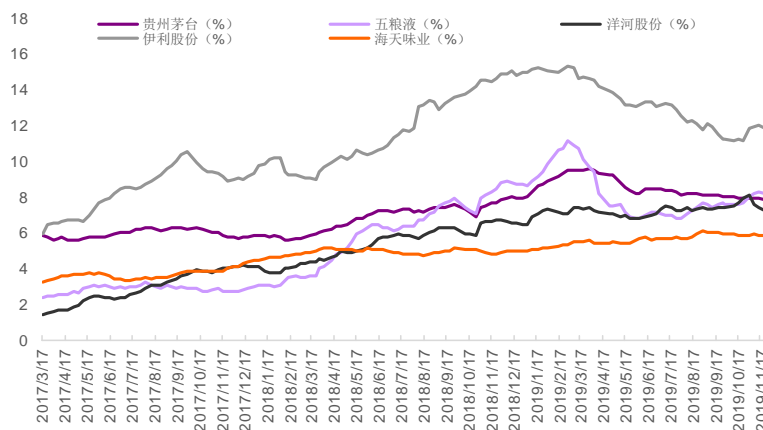


资料来源：光大证券研究所

PE 驱动主导型：投资者结构长周期优化，继续享受确定性溢价

A 股国际化进程加快，北上资金持续加仓消费龙头：从 2017 年开始，北上资金对食品饮料行业龙头的配置比例整体仍在上升通道之中。以茅台/五粮液/伊利为例，2017 年 3 月至 2019 年 11 月，北上资金持仓占其流通市值的比重分别从 5.9% 提高到 7.9%、从 2.4% 提高到 8.2%、从 6% 提高到 11.9%，提升趋势明显。同时，以 MSCI 指数为代表的全球配置指数基金纳入 A 股后，消费龙头同样是重点的配置方向，海外资金的考核周期等特性决定了其愿意为确定性支付更高的溢价。

图 9：主要食品饮料公司北上资金的持股比例变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/22）

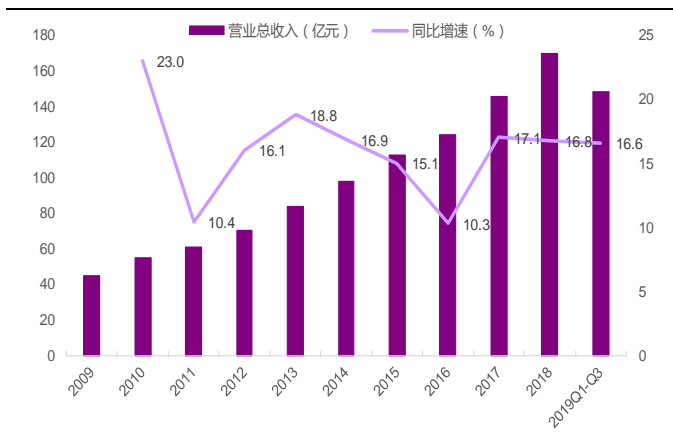
继续向确定性要溢价，以海天味业为例。作为过去三年享受估值溢价的典型代表，海天味业的动态市盈率估值从2017年初的30倍左右稳步提升到2019年11月底的60倍左右，成为股价上涨的最主要驱动因素。海天的估值抬升与调味品行业特有的消费粘性及其龙头地位巩固背景下，所展现的稳健增长能力有关。2009年到2019年前三季度，公司已经保持接近连续十年10%以上的收入增速，且波动幅度非常有限。

图 10: 2017 年以来海天的市盈率不断提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (数据截止到 2019/11/28)

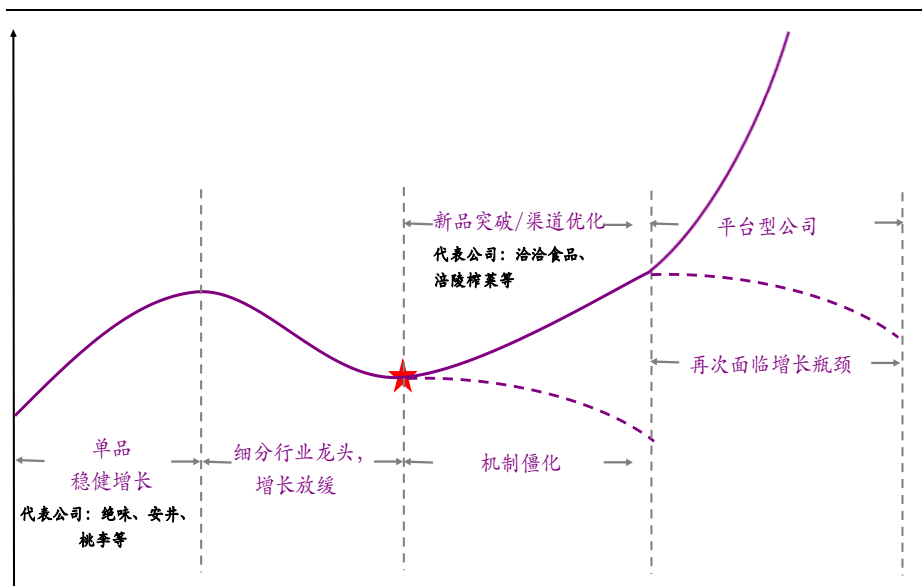
图 11: 十年来海天的收入保持相对稳健增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

EPS+PE 双重驱动型: 紧跟公司所处生命周期, 自下而上把握边际变化
关注食品饮料细分行业龙头的阶段性的双击行情: EPS+PE 双重驱动型的典型代表是细分行业龙头在治理优化之后的基本面环比改善所带来的双击行情, 以洽洽食品和 2019 年上半年的香飘飘为代表。我们认为, 此类超额收益的兑现既需要对细分行业龙头的生命周期有较为准确的把握, 同时自下而上把握公司基本面变化, 逐步确定公司变化的可持续性。以洽洽食品为例, 2017 年以来的基本面复苏直接表现是蓝袋山核桃系列和黄袋每日坚果系列的放量、以及老品瓜子的量价齐升, 更深层次的原因是董事长事业重心回归上市公司之后所推行的组织结构、内部激励等一系列改革红利的释放。

图 12: 细分行业龙头的投资逻辑推演图



资料来源: 光大证券研究所

1.3、2020 年投资主线

繁华之后仍可顺势而为，坚守两个维度的中长期趋势：1) 行业发展阶段及消费趋势不变：延续中期策略报告《重估龙头新时代》观点，食品饮料主要行业从增量市场下的“蛋糕做大”过程逐渐转变为存量市场下“划分蛋糕”的过程中，食品饮料行业中长期的投资主线都会是龙头的集中度提升红利。2) A 股投资者结构多元化趋势不变：A 股国际化进程加快，北上资金持续加仓消费龙头，以 MSCI 指数为代表的全球配置指数基金纳入 A 股后，消费龙头仍是重点配置方向。与此同时，展望 2020 年、站在中长期投资的维度，继续回归到简单的市盈率相对估值方法，我们需要分析驱动行业整体超额收益的因素是否发生变化。

1) **EPS 驱动主导型：龙头继续享受集中度提升红利。**白酒“景气平稳回落、分化加剧”的基调判断不变，龙头的稳健增长能力更强；乳制品行业的竞争格局不影响龙头份额的提升，配置价值显著；啤酒行业的盈利能力复苏长周期继续兑现。

2) **PE 驱动主导型：确定性溢价趋势不变。**对于调味品行业而言，行业有规模、有成长，而依托厨师粘性建立的餐饮渠道壁垒是龙头确定性溢价的核心要素。而对于白酒板块，长周期的估值中枢有望继续抬升，对于像茅台这样的白酒龙头，应该弱化周期性思维，对标海外龙头给予稳定的消费品龙头估值水平

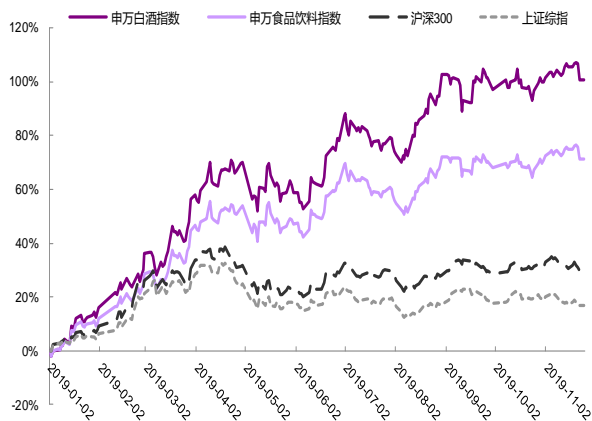
3) **EPS+PE 双重驱动型：自下而上把握边际变化。**重视细分行业龙头在治理优化之后的基本面环比改善所带来的双击行情，重点推荐转型为民企体制之后、改革步入深水区的中炬高新；改革红利持续释放的洽洽食品以及积极应对短期增长瓶颈、进行渠道裂变的涪陵榨菜等。

2、白酒：变化尚未充分认知—再论周期性

2.1、行情回顾：行业景气预期修复下的双击行情

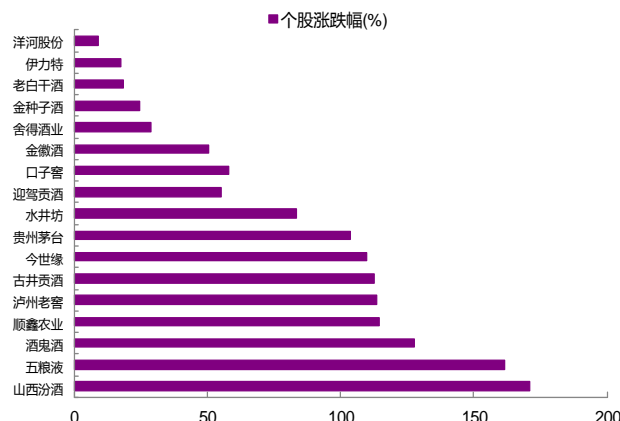
2019 年白酒板块行情回顾：行业景气预期修复下的双击行情，板块超额收益显著。经历了 2018 年的股价波动之后，2019 年白酒板块再次取得了明显的超额收益，截止到 2019 年 11 月底，白酒行业指数的年度涨幅已经超过了 100%，相较于食品饮料指数/沪深 300 指数的超额收益分别达到了 30%/71%。个股的股价表现分化相对明显，领涨的山西汾酒和五粮液的年度涨幅已经分别达到了 171%和 161%，而洋河等公司相对滞涨，大幅落后于白酒指数的涨幅。在对行业整体的景气预期修复背景下、盈利预测和估值水平的同步提升带来的双击行情是白酒行业超额收益来源的核心驱动因素。

图 13：2019 年白酒行业的超额收益明显



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/25）

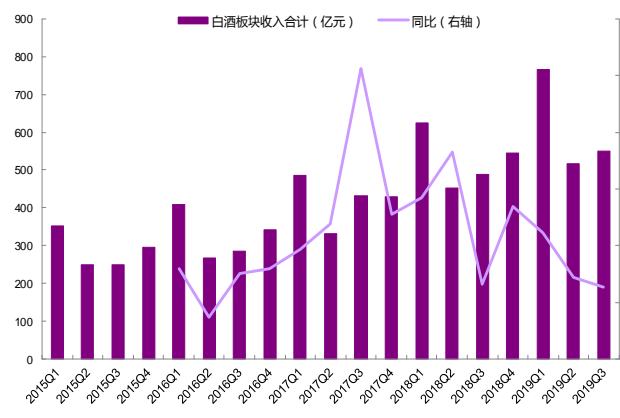
图 14：2019 年白酒行业的个股涨跌幅排名



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/22）

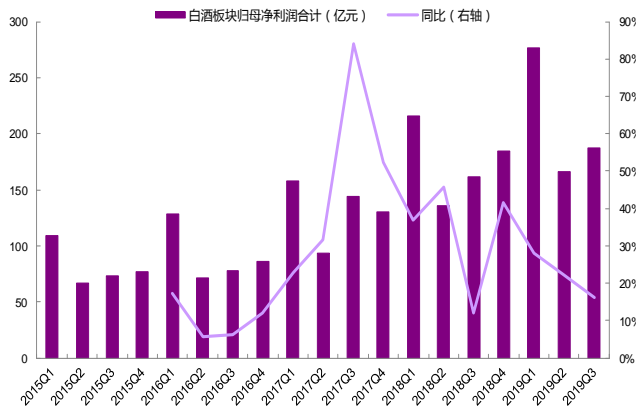
业绩表现修正市场悲观预期：高基数背景下，行业整体增速平稳回落。 2019Q1-Q3 白酒板块合计实现收入和归母净利润分别为 1834.01 亿/630.23 亿，分别同比增长 17.3%/22.7%；其中 2019Q3 的收入和归母净利润分别同比增长 12.7%和 16.1%，环比有所回落。考虑到较高的基数水平，白酒板块仍整体实现了较为稳定的增长，同时行业整体的增长质量有所保证，截止到三季度末的整体预收账款环比增加，应收款项环比回落。现金流表现方面，2019Q1-Q3 “销售商品、提供劳务收到的现金”项合计同比增长 19.6%，仍快于同期收入 17.0%的同比增速。

图 15：2019Q1-Q3 白酒板块整体收入增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：2019Q1-Q3 白酒板块整体净利润增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

估值修复明显：行业整体估值 2018 年末见底，2019 年提升明显。 伴随着行业景气预期的重新修正，白酒行业的整体估值水平也得到了明显的提升。2018-2019 年行业的整体估值经历了一轮过山车式的波动，2018 年底行业整体估值（历史 ttm-PE，下同）回落到不足 20 倍，几乎从 2018 年初的高点腰斩。2019 年开始，行业的整体估值水平逐步提升，截止到 2019 年 11 月底，行业整体估值回升到 30 倍以上。

图 17：2018-2019 年白酒行业经历了估值波动



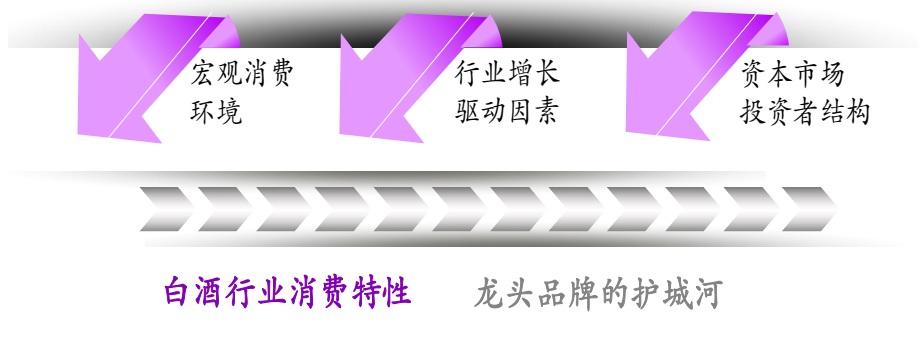
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/22）

2.2、重新认知白酒行业所正在经历的“变”与“不变”

站在年末的时间窗口，需要思考的问题是：1) 为什么一年时间内对于白酒行业的景气认知会发生这么明显的变化？2) 历史经验对于白酒基本面研究和投资指导作用是否需要调整？3) 白酒行业正在发生或者未来将会持续发生的变化，市场是否充分认知？

我们认为，无论是整体宏观消费环境、还是白酒行业所处的发展阶段、未来资本市场的投资者结构都正在发生变化；而白酒行业的消费特性及龙头品牌的护城河效应则会一直强化，在“变”与“不变”之间，对于白酒行业的研究和投资都需要一定程度的重新认知。

图 18：白酒行业发展阶段所正在经历的“变”与“不变”

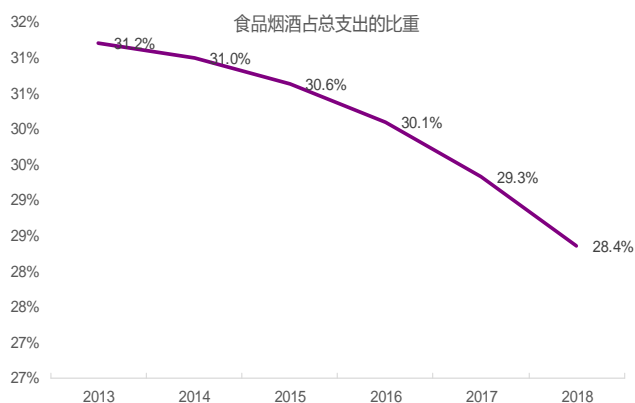


资料来源：光大证券研究所

变化之一：宏观消费环境方面，整体需求放缓、消费升级可持续

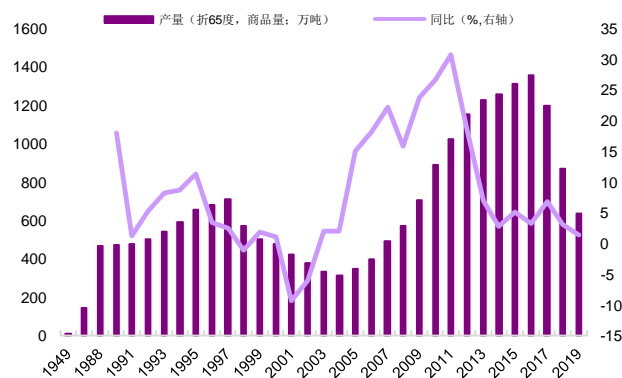
宏观消费环境：整体需求放缓、消费升级持续。延续我们在今年食品饮料行业中期策略报告《重估龙头新时代》的观点，在当前的经济发展阶段，人均可支配收入提高之后，食品饮料的渗透率已经相对较高、单纯的温饱需求已经解决，消费方向转化为品质化高质量的消费。而经历了黄金发展十年之后，食品饮料主要细分行业的增速已经回落到个位数附近，行业从快速扩容期进入到市场蛋糕的重新划分期，行业增长驱动因素也从销量的增长转变为销售单价的提高。

图 19: 食品烟酒类在居民人均消费支出的占比逐年下降



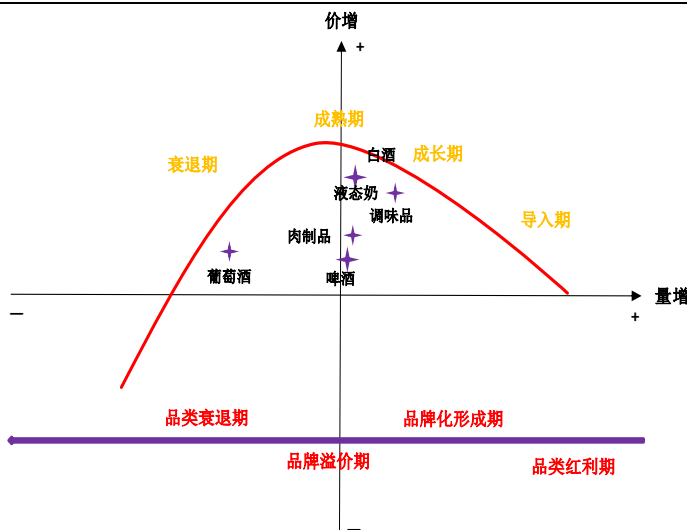
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 白酒行业的整体量增有限



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2019 年为 1-10 月数据)

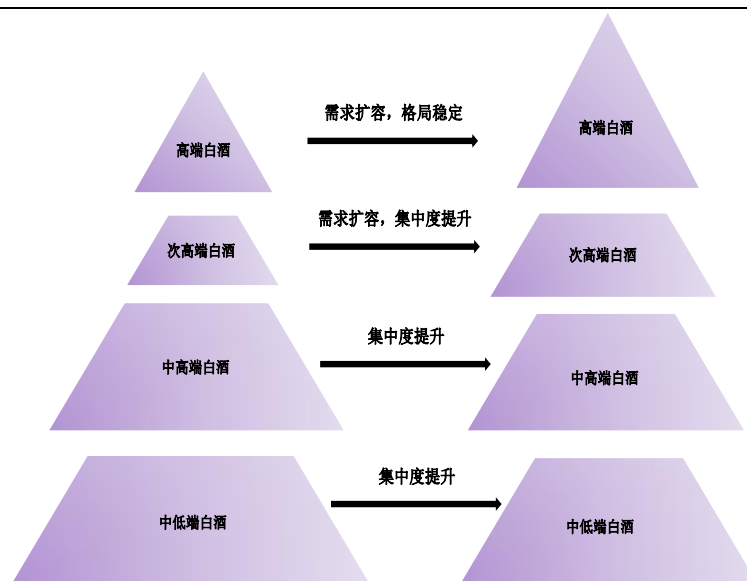
图 21: 从产品生命周期理论看食品饮料细分行业的发展阶段



资料来源: 光大证券研究所

对于白酒行业而言同样如此, 虽然白酒行业的品类特性决定了其需求会呈现出一定的周期性波动, 但消费升级的趋势同样不可逆转。不同价格带的品牌、同一价格带中的不同品牌受益于消费升级的程度不同, 将会持续呈现出分化的基本面表现, 消费升级这一中长期的主线将会为优势品牌提供自下而上的“托力”, 在周期回落的过程中展望更强的增长动能。在白酒行业未来消费量增有限的情况下, 高端白酒和次高端白酒价格带仍处于需求扩容期, 未来将充分受益于经济的增长及居民消费能力的提升; 而中高端和中低端价格带的白酒需求将会平稳回落。

图 22：结构优化和集中度提升是白酒行业的中长期发展趋势

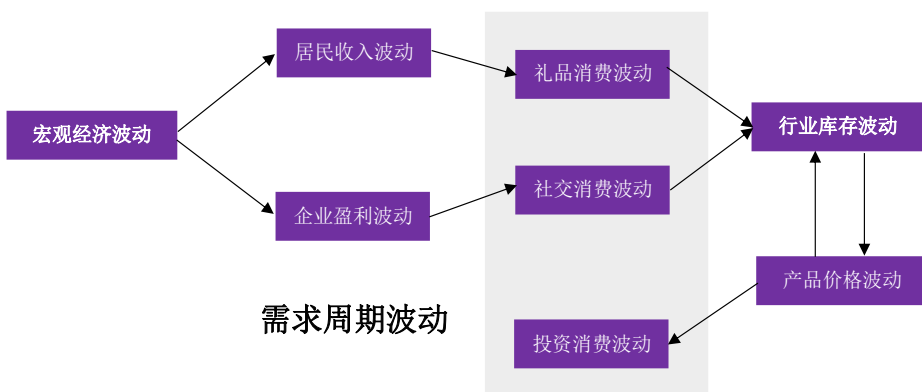


资料来源：光大证券研究所

变化之二：重新认知白酒行业尤其是龙头品牌的需求周期性

白酒特殊的消费场景及产品升值特性分别从宏观及行业层面带来白酒需求的周期性波动：宏观经济趋势向好时，无论是企业的盈利还是居民可支配收入都有改善，白酒的社交消费及礼品消费需求均有推动。而白酒特殊的保值能力使得在景气周期中，经销商和终端消费均有加库存的意愿和能力，白酒的投资需求会被进一步激发，行业层面的类牛鞭效应又放大白酒的周期性波动。与之相反，在经济下行周期，企业和居民部门的盈利能力下降带来白酒社交需求和礼品需求的活跃度下降，产品价格出现下降、渠道库存开始提高之后，行业层面也会进一步去库存，白酒的需求波动同样非常明显。

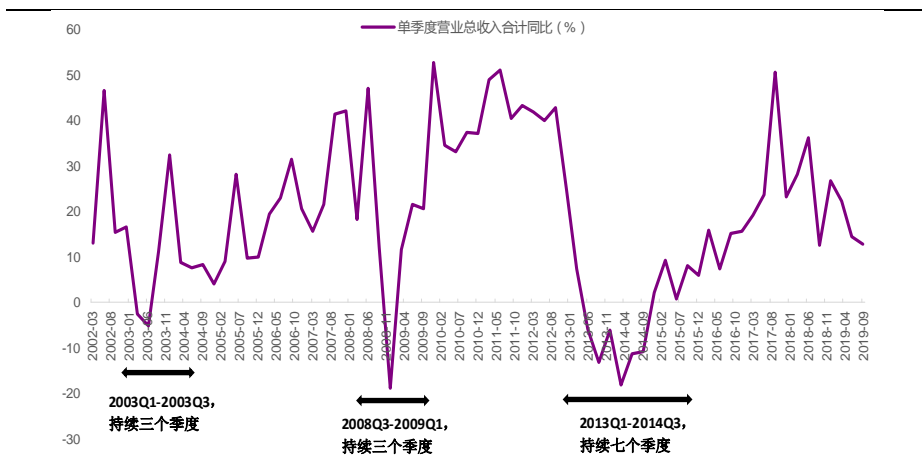
图 23：白酒需求呈现周期性波动的归因逻辑推导图



资料来源：光大证券研究所

第一：2013-15 年白酒行业深度调整期的代表性相对有限。回顾行业白酒发展历程中的几次调整期，宏观因素和中观库存的变化是影响周期波动的核心原因，同时消费税等自上而下的政策也会有边际的影响。2003 年和 2008 年白酒行业的调整周期均在 3-4 个季度，而 2013 年的行业调整周期则将近两年且波动幅度最为明显，2013Q2-2014Q3 白酒行业出现了连续 6 个季度的整体收入同比下降。

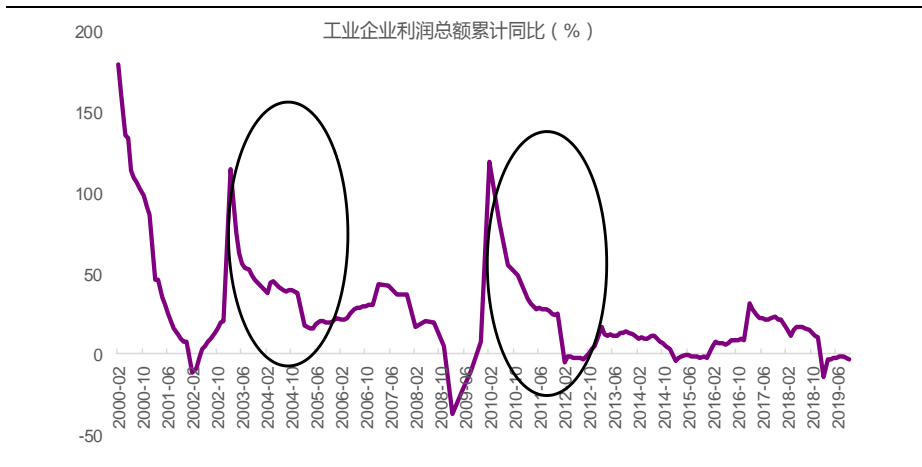
图 24：2013-15 年白酒行业调整的周期最长



资料来源：Wind，光大证券研究所

2013-15 年白酒行业调整期和前两次调整期的共同特点是宏观经济增速阶段性趋缓、三驾马车之一的投资增速放缓、企业部门的利润增速回调、居民可支配收入增速下降，渠道开启去库存周期。从实际宏观边际因素放缓的程度上来看，2013 年并没有比 2003 年及 2008 年明显。2013-15 年白酒行业调整期的特殊性在于：1) 限制三公消费的政策及塑化剂的食品安全事故的先后爆发是加速行业深度调整的主要原因；2) 2013 年之前白酒企业的消费结构不均衡、渠道扩张相对粗放，企业倾向于快速开发军政务团购渠道，常规经销渠道的重视程度弱化，限制三公消费政策的出台的杀伤力被放大。

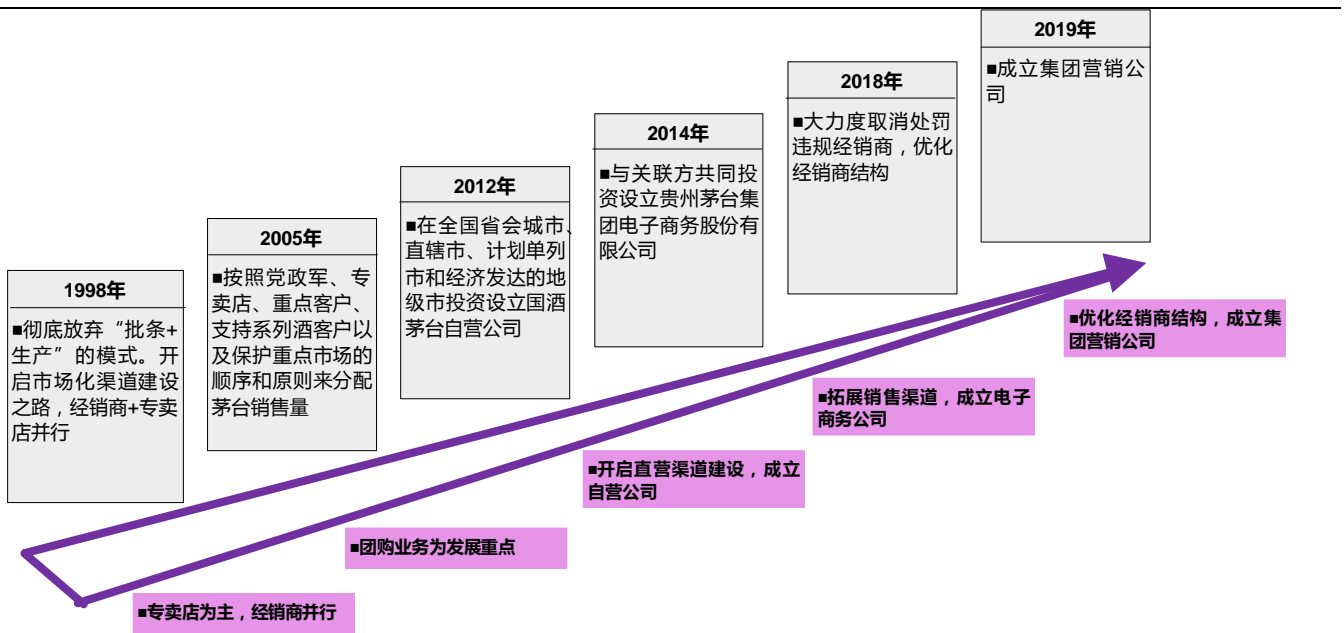
图 25：2013 年的宏观因素影响程度并没有比 2003 年严重



资料来源：Wind，光大证券研究所

以龙头茅台为例，2004 年以后茅台将团购渠道的建设提高到更为重要的战略位置，在 2004 年，公司开始为军区、大型企业集团等定制特殊包装的茅台酒，和经销商渠道的茅台酒区分开来，并且逐步将团购业务的销售范围扩大到 500 强企业。公司管理层在 2006 年的股东大会上明确提出：“按照党政军、专卖店、重点客户、支持系列酒客户以及保护重点市场的顺序和原则来分配茅台销售量，按照 70%:30%的比例分配经销商与公司的销售量。”

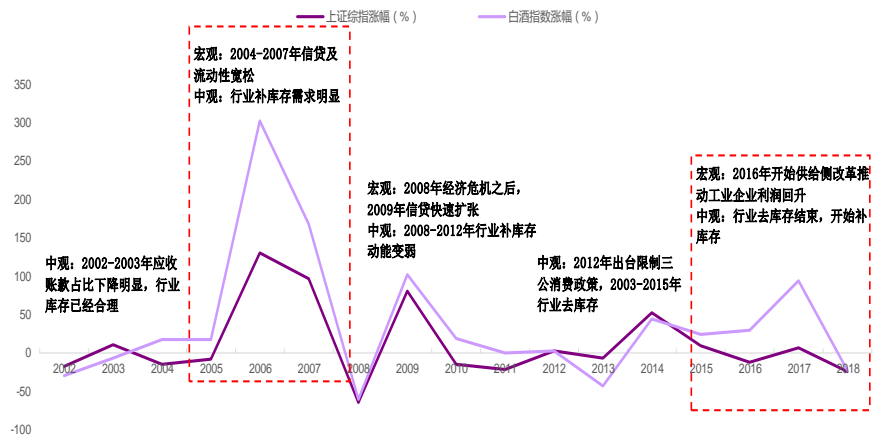
图 26：茅台的渠道体系变革历史图谱



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2016-2018年是第三次调整期之后的白酒行业新一轮景气周期，在景气周期初期行业去库存接近尾声，行业需求结构回升理性。同时供给侧改革、棚户区改造等一系列政策推动了企业部门和居民的消费能力提升，白酒行业再次迎来中观和宏观层面的双重需求刺激。伴随着宏观刺激因素和中观加库存动能同时边际变弱，2018年下半年开始白酒行业的景气度开始平稳回落，但行业景气回落的速度和持续性不应该类比2013-15年的调整周期。

图 27：白酒行业超额收益表现历史复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

第二：龙头强势品牌的需求周期性更加弱化。除了整体需求的平稳放缓，分化的加剧在2019年会更加明显。分化不仅体现在不同价格带的白酒，同样体现在同一价格带白酒的不同品牌。1) 相较于其他价格带，高端白酒无论是增长的速度还是质量都明显优于整体水平，分价格带来看，高端/次高端/中高端白酒2019Q1-Q3合计收入同比增速为17.6%/-3.8%/14.9%；利润同比增速为26.5%/8.3%/21.4%。2) 同一价格带的分化在次高端和中高端白酒尤为明显：汾酒通过自下而上的改革体现出良好的增长动能；具有区域品牌

力优势和符合消费升级方向的产品线布局的公司能够充分享受省内的消费升级红利，以古井贡酒和今世缘为代表。

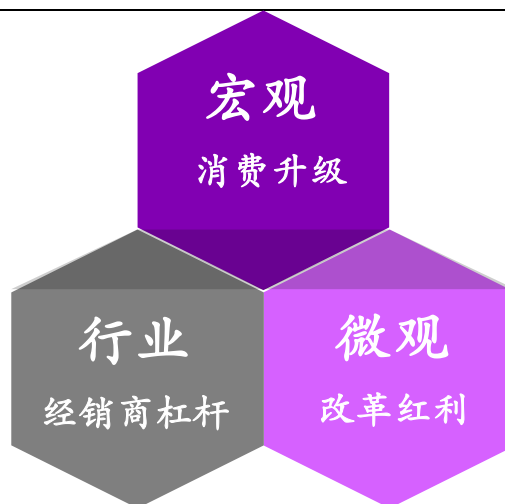
表 2：白酒行业上市公司 2019Q1-Q3 的业绩表现总览

	2019Q1-Q3 营业总收入 同比	2019Q1-Q3 还原预收款 之后收入同比	2019Q1-Q3 销售商品、提供劳务 收到的现金同比	2019Q1-Q3 归母净利润同 比
贵州茅台	15.5%	17.8%	14.8%	23.1%
五粮液	26.8%	32.9%	60.1%	32.1%
泸州老窖	23.9%	30.4%	13.7%	38.0%
高端白酒合计	19.9%	23.8%	27.3%	26.5%
洋河股份	0.6%	-4.3%	-14.3%	1.5%
山西汾酒	32.0%	37.7%	66.3%	33.4%
水井坊	23.9%	27.4%	31.6%	38.1%
舍得酒业	16.0%	16.1%	3.5%	10.9%
酒鬼酒	27.3%	38.1%	43.2%	14.3%
次高端白酒合计	10.2%	9.0%	6.2%	8.3%
顺鑫农业	20.2%	20.0%	13.1%	23.9%
古井贡酒	21.3%	9.4%	14.1%	38.7%
今世缘	30.1%	17.7%	12.9%	25.7%
口子窖	8.1%	6.9%	10.5%	13.5%
迎驾贡酒	8.7%	4.6%	2.7%	20.5%
伊力特	0.8%	7.7%	11.2%	4.4%
金种子酒	-13.1%	-7.6%	-7.1%	-4507.3%
老白干酒	16.1%	7.0%	8.7%	11.2%
金徽酒	14.6%	22.8%	21.8%	1.3%
中高端白酒合计	16.9%	12.3%	11.5%	21.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：顺鑫农业包含地产、屠宰等其他主营业务；均为 2019Q1-Q3 的合同比数据

三个维度去理解周期平稳回落过程中的分化加剧：1) 宏观维度：正是前文所描述的“变化一”，白酒行业已经从快速扩容期进入到市场蛋糕的重新划分期；人均可支配收入提高之后、白酒消费的渗透率已经相对较高，消费方向转化为品质化高质量的消费，行业增长驱动因素也已经从销量的增长转变为销售单价的提高。因此，消费升级的趋势加速给品牌名酒的市占率提高奠定外部环境支撑，我们不再展开讨论。**2) 行业维度：**品牌名酒无论是对经销商的话语权强弱还是在经销商自身的资金实力是都具备更明显的优势，在景气平稳回落的过程中，经销商的“蓄水”能力差异突显。**3) 微观维度：**白酒行业以国有企业为主，品牌运作和管理层激励的市场化程度相对有限，自下而上的改革能够释放更充分的经营活力，今年股价表现优异的山西汾酒和五粮液便是典型的代表。

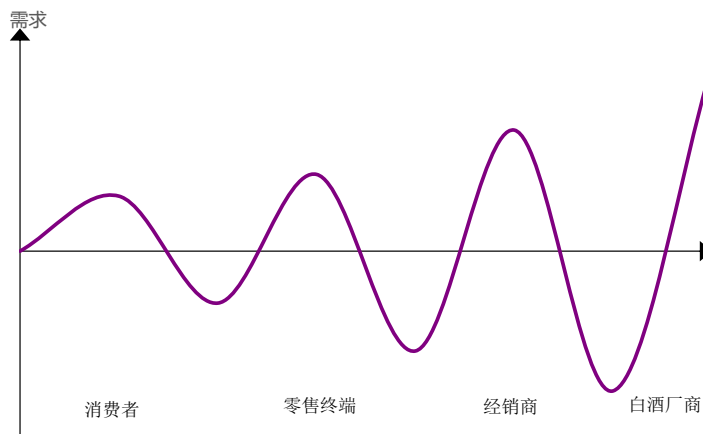
图 28：三个维度去理解周期平稳回落过程中的分化加剧



资料来源：光大证券研究所

经销商的蓄水能力是维护白酒销量平稳增长的重要手段之一：由于名酒基本都采取先款后货的打款方式，因此经销商的打款承接能力即“蓄水”能力至关重要。同时由于白酒的生产工艺特点，白酒不仅没有保质期的限制，以酱香型白酒为代表、其储藏时间越长往往越具有升值的空间，名酒的经销商通常也会有蓄水的意愿。由于经销商不会只代理一个品牌，而本身的资金实力和现金流情况是相对有限的，那么经销商的“蓄水”能力会在一定程度上加速行业的分化。

图 29：经销商库存周期的波动会影响白酒的整体需求波动

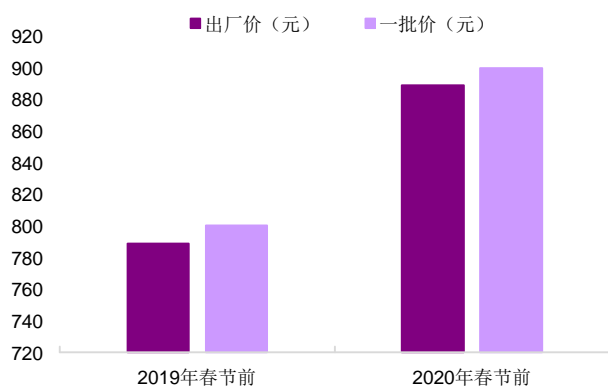


资料来源：光大证券研究所

不同价格带白酒的经销商的“蓄水”能力也有很大差异：通常高端白酒的经销商“蓄水”能力最强，一方面茅台、五粮液等强势品牌的经销商有一部分是在计划经济时代的国企性质糖烟酒公司转型而来，资金实力具有明显的优势；同时茅台丰厚的渠道价差会让经销商在打款节奏有优先考虑的积极性，而五粮液、老窖等虽然渠道价差相对有限，但是对于一般经销商而言，其品牌具备流量优势，便于自身业务的做强做大，因此也会具备打款节奏的积极性。

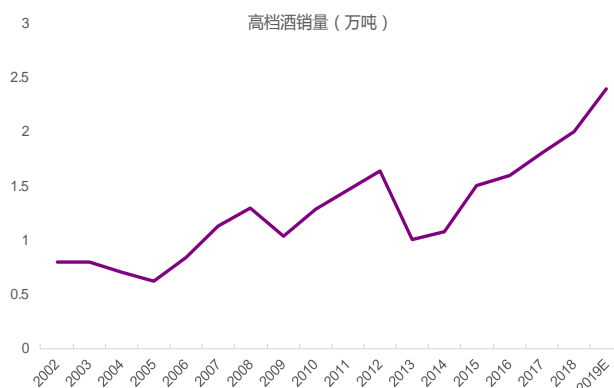
改革红利的典型代表—五粮液：1) 五粮液换代升级，2019 年实现普五量价双升：2019 年公司完成了第八代普五的上市，通过合理的量价控制和品牌宣传策略，顺利实现出厂价和一批价的上挺。通过产品的更新换代，逐步引导出厂价由 789 元向 889 元过渡；同时通过发货节奏的控制，一批价从春节之后的 800 元一路上挺至中秋节前的 970 元左右，尽管近期有所回落，但是批价仍保持在 900 元以上。在价格上挺的基础上，完全发货量计划稳步推进，五粮液系列完成年初制定的 2.3 万吨发货量已经能够基本保证。**2) 新普五控盘分利，渠道体系重构：**第八代普五在推广过程中严格执行“控盘分利”的销售策略，既能保证经销商的盈利空间，又能加速渠道下沉。为了保证控盘分利政策的执行，在营销人员的配备和营销政策的支持上都做了重要的改进。在营销层级上，取消其他营销中心，成立 21 个战区 60 个基地市场，渠道架构更加扁平化、更接近市场；在销售人员的配备上，专职访销人员增加至 500 人，加强核心终端的日常维护，保障控盘分利落地执行。

图 30：2019 年普五的出厂价和一批价顺利上挺



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：2019 年普五在挺价基础上顺利实现放量

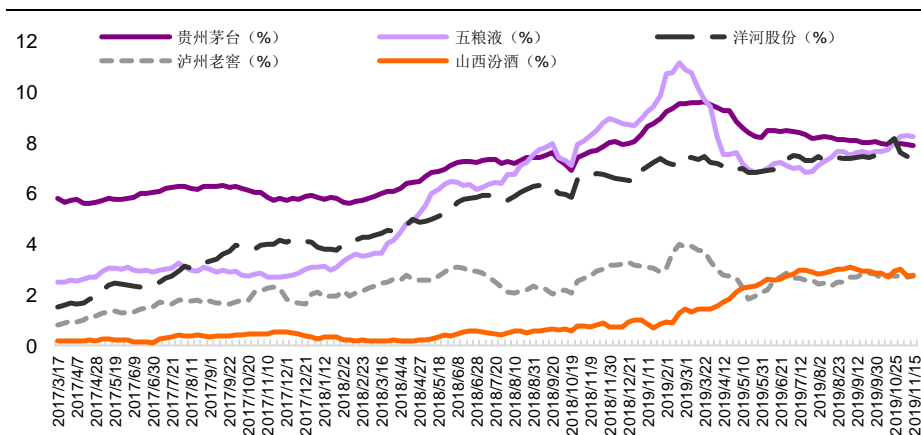


资料来源：Wind，酒业家，光大证券研究所预测

变化之三：资本市场的投资者结构变化

A 股国际化进程加速，白酒为重要配置方向：从 2017 年开始看，北上资金对于白酒龙头的配置比例便在上升通道之中，龙头公司贵州茅台/五粮液/泸州老窖/洋河股份的北上资金持股占流通股本的比例已经分别达到了 7.86%/8.21%/2.71%/7.29%。同时，随着 A 股加入 MSCI 指数等全球配置指数基金，A 股的国际化进程仍在加快，白酒龙头公司均是 MSCI 成分股名单中的组成部分，也是增量资金配置的重要方向之一。

图 32：主要白酒公司北上资金的持股比例变化情况



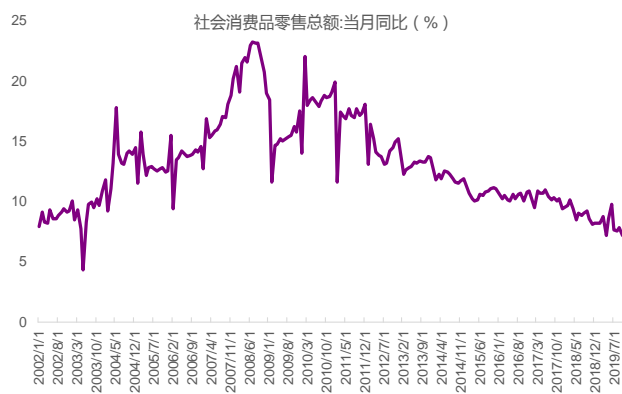
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/22）

综上，我们认为，整体宏观消费环境以及白酒行业所处的发展阶段决定了 2019 年以来行业景气周期处于平稳回落的过程，而自上而下的消费升级趋势、经销商杠杆能力的运用以及自下而上改革红利的释放加速了在景气回落周期的品牌分化程度。在“变”与“不变”之间，对于白酒行业周期性波动特别是行业龙头周期性波动的判断需要进一步认知和判断；在资本市场的投资者结构变化的背景下，外资对于龙头的定价权逐渐加强，对于白酒行业特别是行业龙头的投资价值判断也需要进一步思考。

2.3、2020 年行业研判：基本面整体基调不变，龙头仍可适度乐观

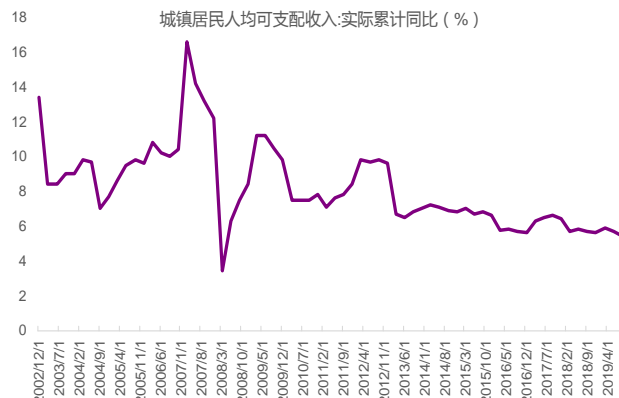
2020 年白酒行业研判：基本面整体基调不变，龙头仍可适度乐观。展望 2020 年，我们认为白酒行业仍将延续 2019 年以来的景气度平稳回落，行业分化加剧的特点，对于龙头企业的稳健增长的持续性仍可适度乐观。首先，在宏观层面，整体经济增长动能仍相对疲软，无论是居民的可支配收入增长水平还是企业的盈利能力增速水平都基本平稳，以社零总额为代表的整体消费环境也相对平淡。在没有新增的强刺激经济的宏观政策出台的前提下，我们判断宏观层面对于白酒需求的拉动相对平稳。

图 33：2019 年的整体消费环境仍相对疲软



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/10/31）

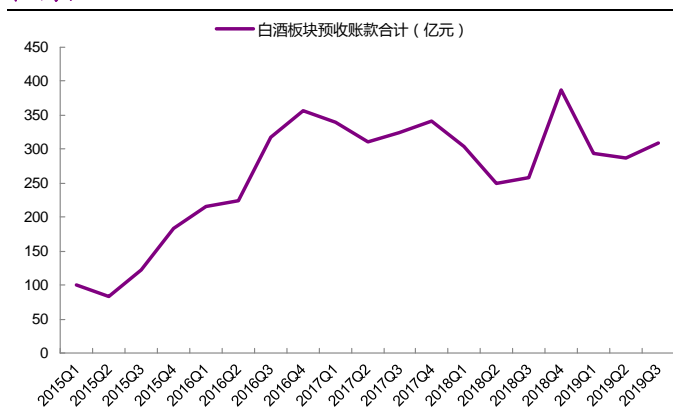
图 34：2019 年居民可支配收入同比增速略有放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/9/30）

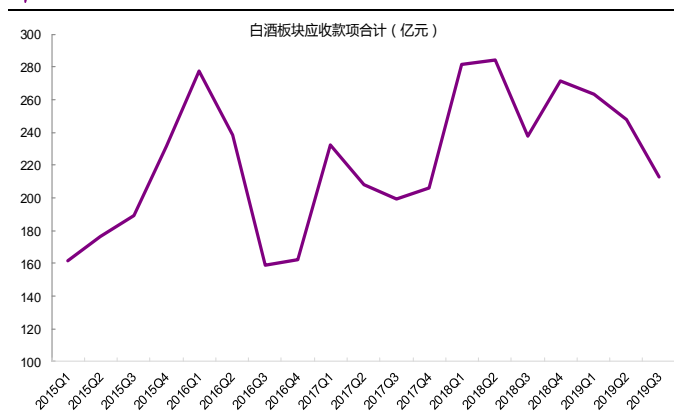
在行业层面，主要白酒品牌均在 2018 年下半年进行了控货挺价、降低经销商的库存的战略。在 2020 年春节旺季来临之前，虽然有分化、但是行业整体的库存水平仍相对良性，高端白酒的整体库存仍略低于去年同期水平。经销商的库存水平除了批价的良好表现之外，厂家的应收项、预收项的资产负债表的变化同样可以得到验证。2019Q3 白酒板块的预收账款绝对额为 309.1 亿，相对于上年同期增加 51.5 亿，继续维持在较高水位；2019Q3 白酒板块应收款项合计为 212.6 亿元，相较于上年同期下降 25.1 亿元，延续今年一季度以来的同比下降趋势。

图 35：2019 年前三季度白酒板块整体预收账款仍保持在高位



资料来源：公司公告，光大证券研究所

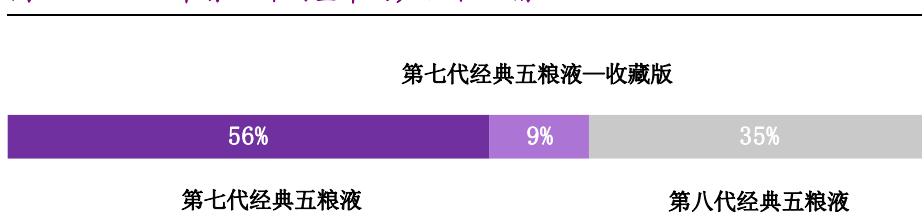
图 36：2019 年前三季度白酒板块整体预收款项环比下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所

因此，我们判断 2020 年行业基本面的整体基调仍不会有明显变化。分价格带来看，1) 高端白酒：增长最为确定，量价齐升之后，价格对业绩的贡献将在 2020 年更明显。按照前文论述的白酒行业分化的逻辑基础，高端白酒无论是消费升级的受益程度、需求的相对刚性还是经销商的“蓄水”能力都有更明显的优势，因此高端白酒价格带仍会是景气最为确定的价格带。不过相较于 2019 年五粮液、泸州老窖的量价齐升，在出厂价和一批价格顺利上挺之后，2020 年预计量增的贡献将会相对弱化，均价提升仍对 2020 年的增长贡献更显著一些。以五粮液为例，从七代普五到珍藏版五粮液和八代普五的升级换代后，出厂价格从 789 元逐步提高到 859 元和 889 元，按照七代普五/珍藏版普五/八代普五的全年计划量占比情况，2019 年的平均发货价格在 830 元左右。而 2020 年的出厂价格均为 889 元，同比提高约 7%。若今年五粮液 2.3 万吨顺利达成目标，那么量增的贡献在 15%左右，即使明年的量增预期稍微谨慎，考虑到出厂价格上调对于均价的提升贡献，明年的报表稳健收入和利润增速仍有较强的确定性。

图 37：2019 年普五计划量中的产品占比情况

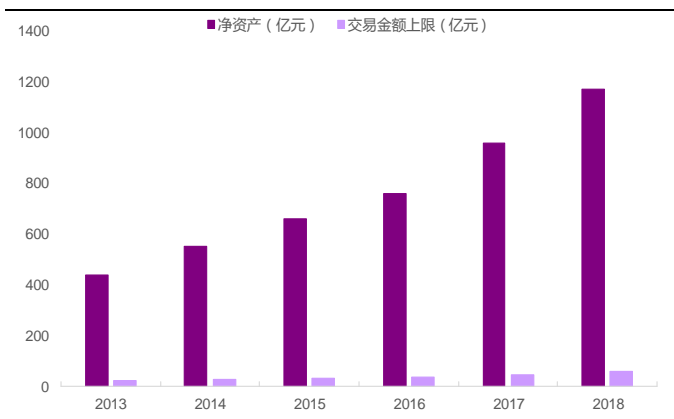


资料来源：五粮液经销商大会，光大证券研究所

茅台提价与否不影响高端白酒景气基本判断，若提价则可更乐观。明年对于高端白酒整体景气表现而言，茅台是否上调出厂价不会影响整体趋势，但是如若提价，高端白酒的价格变现和增长质量可相对更乐观。当前飞天茅台的一批价格在 2300 元左右，相较于 969 元的出厂价、渠道的加价率水平在 137%左右，已经达到了近十年来提高出厂价落地之前的最大渠道价差，具备提高出厂价的客观基础。但是考虑到长远稳健发展及茅台价格的敏感性，李保芳书记近期讲话中将 2020 年定义为茅台的“基础建设年”，所以是否提价有较大的不确定性。

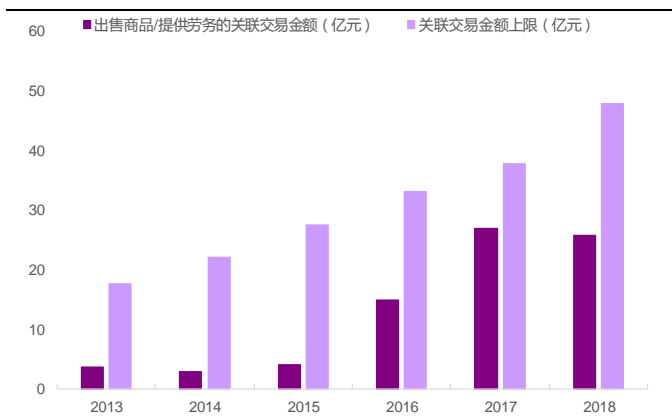
对于茅台而言，集团设立销售子公司的影响已经完全靴子落地，8 月份的向关联方销售产品的公告明确了 2019 年向集团销售商品的上限金额为 2018 年末净资产金额 5%即 56 亿元，对应不足 3000 吨茅台酒，而且与集团电子商务股份有限公司等已发生的销售商品关联交易金额同样包含在内，实际新增的面向集团营销公司的交易额相对有限。因此，即使不提高出厂价，经历了一年的直营渠道建设之后，2018 年取缔的违规经销商配额有望在 2020 年通过直营渠道充分释放，假设整体量增相对平稳，直营渠道占比提升带来的产品出厂均价将会间接提高中高个位数左右，2020 年的报表稳健增长依旧确定，若执行出厂价的上调、则 2020 年的增长弹性将会更大。

图 38：茅台净资产及对应第二年的关联交易金额上限



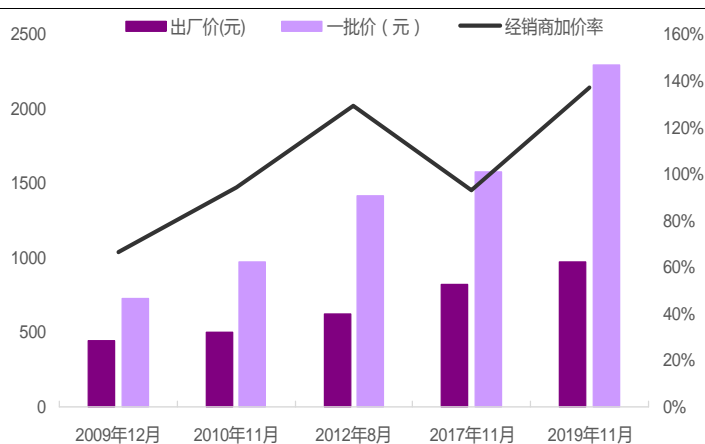
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 39：出售商品实际发生关联交易额与金额上限的对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 40：贵州茅台当前的渠道价差已经是历次提价之前的最高水平



资料来源：公司公告，光大证券研究所

对于五粮液和老窖而言，茅台若直接提高出厂价的潜在利好是批价继续上挺的压力将会缓解，报表增长的质量将会提升。以五粮液为代表，2019年上半年茅台的供应相对偏紧，叠加经销商有惜售现象，茅台的批价一度在2019年中秋节前达到2700-2800元。茅台批价的上涨为五粮液批价的上挺提供了空间，同时通过发货节奏的控制以及渠道体系等基础建设的维护，五粮液的批价也在2019年中秋节前达到970-980元的阶段性高点。中秋节后，茅台的批价在强力管控下出现回落，同时在中秋放量的情况下，八代普五的一批价格回落到920左右，在近期集中春节打款的压力下进一步回落到900元左右。目前五粮液的渠道价差在20元以内，虽然在短期价格压力之后，我们认为五粮液的批价仍会回升。但是如果茅台执行了出厂价的上调，对于五粮液而言，明年的挺价压力也会相对弱化。

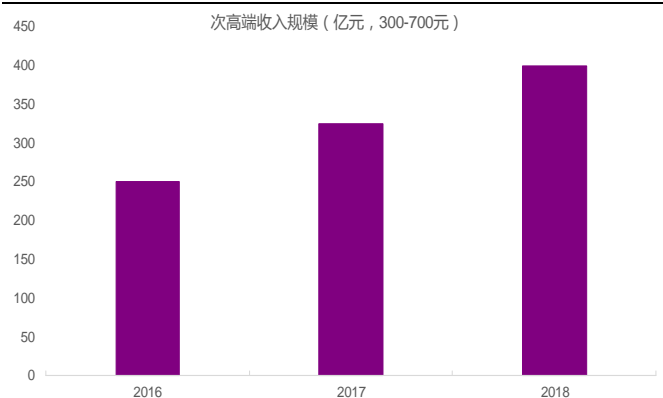
表 3：五粮液 2019 年以来的挺价战略

时间	事件
2019年3月	在第八代五粮液发布会上，五粮液公司介绍运营策略将分三步走：第一步为第七代经典五粮液低库存、拉价格；第二步为第七代经典五粮液收藏版为限量、提价；第三步为第八代经典五粮液提价、渠道控盘分利及数字化赋能
2019年5月	第八代五粮液终端供货价为959元每瓶，终端建议零售价1199元每瓶；第七代经典五粮液将于5月底停止投放，供货价调整为969元每瓶，零售价1399元每瓶
2019年7月	五粮液在南京召开经销商会议，要求从8.10起八代普五终端供货价提至1006元/瓶，终端建议零售价提至1299元/瓶

资料来源：微酒，草根调研，光大证券研究所

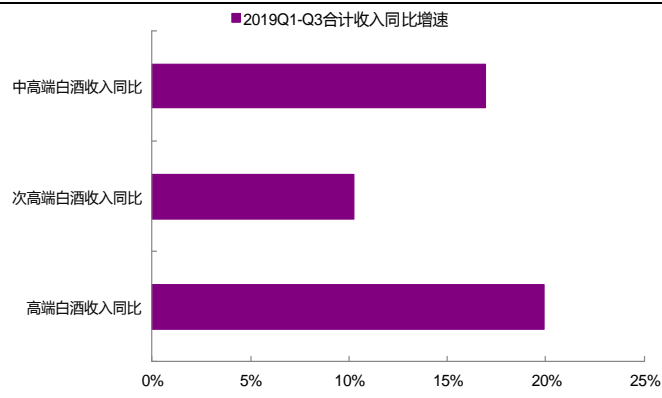
2) 次高端白酒：市场分散，挤压式增长明显。次高端价格带（此处为300-700元统计口径）在2016-18年经历了相对较快的增长，预计出厂口径市场规模从2016年的250亿元增长到2018年预计400亿元左右。次高端白酒的主要消费场景有两类：1) 普通居民包括喜宴在内的宴请需求；2) 中小型企业的商务宴请需求。从次高端价格带的增长驱动因素来看，一方面居民可支配收入提高带来的消费升级需求在提升，特别是在经济较发达地区的喜宴场景，300-500元价格带的产品已经成为消费主力。另一方面，次高端价格带白酒产品在部分地区的中小型企业商务宴请中也扮演中重要角色，因此次高端白酒的需求也和经济环境相关，但是次高端白酒的消费粘性不如高端白酒，受经济波动的影响更大。

图 41：次高端价格带白酒市场规模仍处于扩容期



资料来源：微酒，光大证券研究所

图 42：次高端白酒的需求受经济影响更大

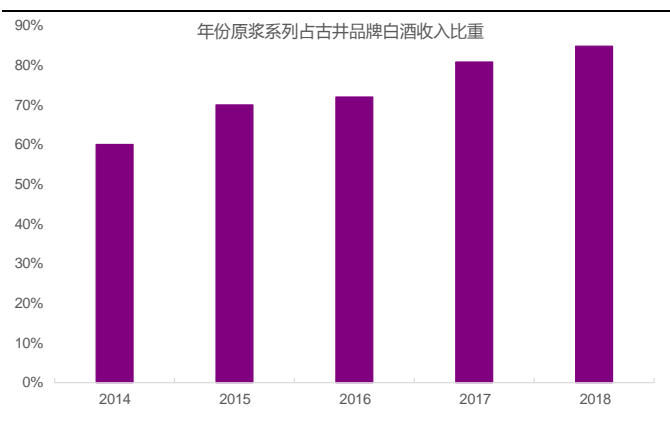


资料来源：公司公告，光大证券研究所

在竞争格局方面，不同于高端白酒、次高端价格带仍相对分散。现在全国主流的次高端白酒主要包括三类：1) 以剑南春、郎酒和水井为代表的全国市场品牌；2) 以洋河梦之蓝系列、汾酒青花系列、今世缘国缘系列和古

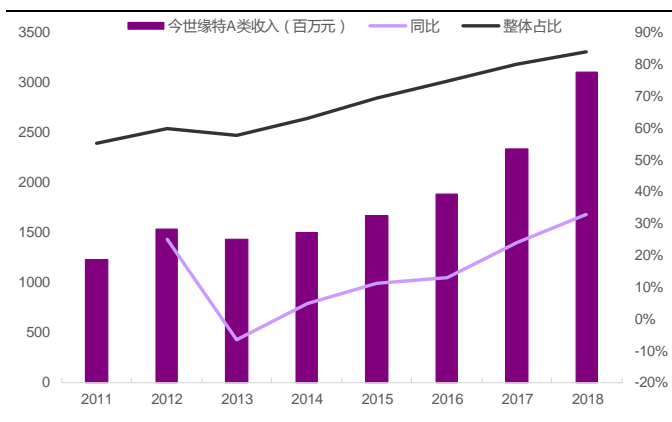
井年份原浆 16 年/20 年等为代表的地产白酒的次高端价格带产品；3) 高端白酒品牌的次高端价格带产品，以低度五粮液和老窖特曲 60 为代表。因此，在整体价格带增速有所波动的背景下，分散的竞争格局将会加大费用投放的压力，呈现出明显的挤压式增长。相较于全国性品牌分散的市场基础，我们更看好地产白酒品牌在稳定的利基市场所充分享受的省内消费升级红利，产品布局和品牌力较强的地产白酒能展现出更好的增长动能。以古井贡酒为例，安徽省内已经基本完成年份原浆品牌系列对古井贡酒系列的升级替代，在此基础上主力产品从定位 100-150 价格带的年份原浆 5 年和献礼版向定位 300 元左右的年份原浆 8 年以及价格更高的年份原浆 16 年和 20 年产品，目前年份原浆 8 年以上的产品已经成为安徽省内最主要的增长动力。在品牌建设上，未来也会着重在 300 元以上价格带树立年份原浆的品牌，而在 300 元以下逐渐淡化年份原浆的品牌。

图 43：古井年份原浆系列的白酒收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 44：今世缘特 A 类产品的收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

次高端白酒年末再现涨价潮，品牌的获益程度谨慎乐观：2019 年高端白酒三大品牌的批价均有不同程度的提高，客观上为次高端价格带品牌的价格提升奠定基础。但是受制于整体景气环境和次高端的分散竞争格局，2019 年主要次高端品牌的批价未出现明显提升。近期以剑南春、水井和酒鬼为代表的次高端品牌纷纷进行了出厂价格或者终端供货价格的上调，我们认为年末的价格调整根本出发点是在挺价的基础上、加速经销商的回款进度。次高端价格带的竞争格局相对分散而且主流产品的经销商均面临盈利能力相对有限的问题，厂商提价之后通常以货补、费用支持等方式返回终端网点及经销商，因此次高端白酒提价对于厂商的受益程度不宜过分乐观。

表 4：2019 年下半年的主要次高端品牌的挺价战略

时间	品牌	事件
2019 年 9 月	剑南春	水晶剑南春的终端建议销售价格从 10 月 1 日起每瓶上调 10 元
2019 年 11 月	酒鬼酒	2020 年 1 月 1 日起，52 度 500ml 内参酒配额内战略价上调 50 元/瓶；湖南省内 52 度 500ml 内参酒暂停供货；自 2019 年 12 月 1 日起执行 2020 年合同配额
2019 年 11 月	水井坊	从即日起（11 月 12 日），拟对 52 度水井坊·典藏大师版、52 度水井坊·臻酿八号、52 度水井坊臻酿八号禧庆版和 52 度鸿运装四款产品的建议零售价进行调整。其中，52 度水井坊·典藏大师版建议零售价每瓶上涨 60 元，提价后建议零售价 1039 元；另外三款产品的建议零售价每瓶都上涨 20 元

资料来源：微酒，佳酿网，光大证券研究所

3) 中高端白酒：地产酒主流价格带产品，增量有限但集中度仍可提升。中高端白酒（100-300 元）是居民日常消费的主流价格带，也承担一部分居

民宴请消费的功能，基本很少出现在企业商务宴请的场合。目前白酒行业的中高端白酒主要包括两种类型：1) 地产白酒的主力产品，以洋河的天之蓝和海之蓝系列、古井的年份原浆5年、口子窖6年等为代表；2) 高端及次次高端白酒的系列酒或者低端品牌，如五粮春、老窖窖龄酒系列、郎酒特曲等。全国范围内看，洋河的天之蓝和海之蓝系列是在这个价格带市场占有率最高的品牌之一。由于中高端价格带白酒以居民日常消费或者宴请消费为主，因此当地居民的消费升级是驱动整个价格带白酒规模扩张的核心因素。伴随着居民消费能力的提高，地产酒的主流产品已经慢慢开始由中高端产品向次高端价格带过渡，也是未来的核心增长看点，中高端白酒的市场份额增量相对有限。

表 5：目前中高端价格带白酒的代表产品

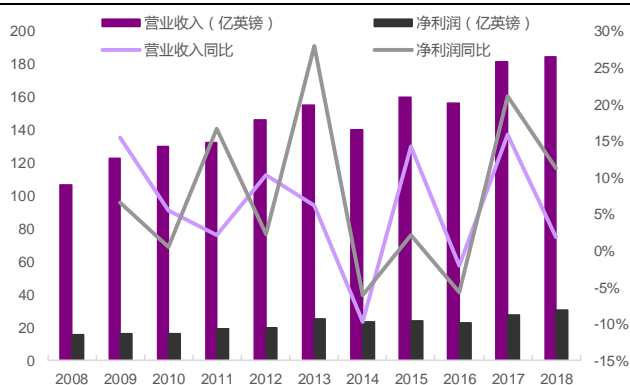
定位	品牌	代表产品
次高端品牌	郎酒	郎酒特曲
	舍得	沱牌特曲
高端品牌	五粮液	五粮春/五粮醇
	泸州老窖	窖龄酒/特曲
区域市场品牌	洋河	天之蓝/海之蓝系列
	汾酒	老白汾系列
	古井	年份原浆8年/5年
	口子窖	口子6年/5年
	今世缘	国缘对开、国缘单开

资料来源：光大证券研究所整理

放低预期收益率，2020年白酒板块仍具显著的配置价值：2019年白酒板块迎来了行业景气预期修复下的双击行情，板块超额收益显著。当前时间点对于行业基本面的预期相对合理，但是板块整体估值不贵，仍具备显著的配置价格。在A股国际化进程加快的背景下，近些年以海天为代表的稳健增长龙头获得了充分的市场溢价，而白酒板块的估值拔升并不是非常显著。我们认为，一年维度来看，白酒板块仍具备显著的配置价值，建议降低预期收益率水平，重点推荐确定性最强的高端白酒板块茅台、五粮液和老窖，关注充分享受省内消费升级红利、增长势能良好的古井贡酒和今世缘等，布局洋河股份基本面底部。长周期来看，白酒板块的估值中枢有望继续抬升，对于像茅台这样的白酒龙头，应该弱化周期性思维，对标海外龙头给予稳定的消费品龙头估值水平。

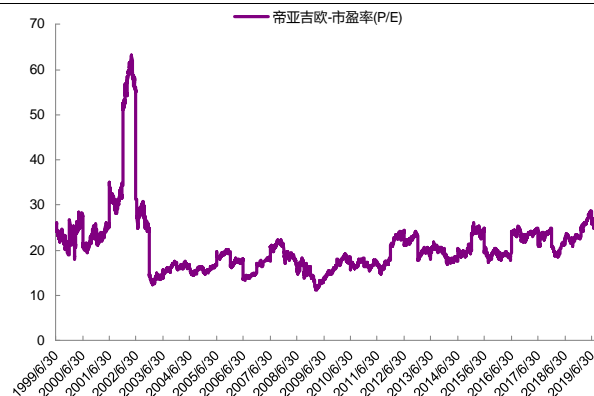
横向和纵向对标下，白酒板块整体估值仍有优势：国际对标可以发现，尽管国际烈酒龙头帝亚吉欧近年来的收入和净利润波动相对有限，2008-2018年期间的收入和净利润年均复合增速分别只有5.6%和7.1%，成长性明显弱于茅台。但是帝亚吉欧的历史估值区间相对平稳，动态市盈率水平基本保持在20-30倍之间。

图 45：帝亚吉欧近年来的收入和净利润表现情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

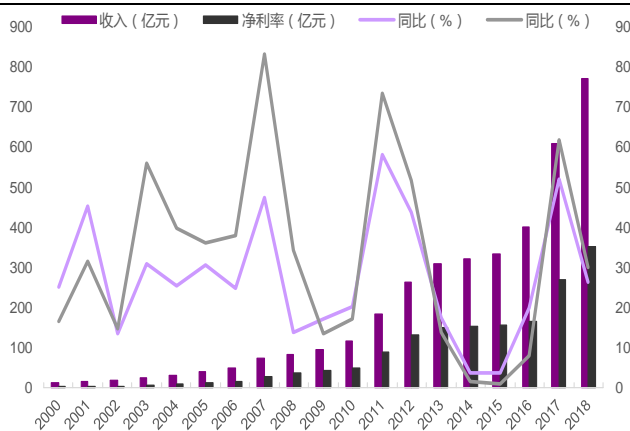
图 46：帝亚吉欧近年来的估值表现情况



资料来源：彭博，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/22）

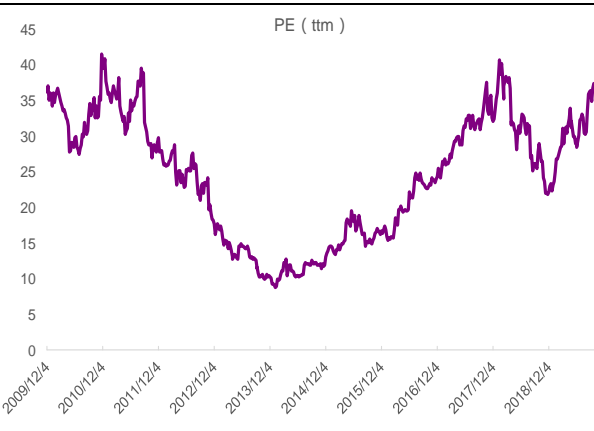
龙头企业的稳健成长能力是被显著低估的：2001 年贵州茅台正式上市，2001-2018 年公司的营业总收入从 16.2 亿增长到近 772 亿，年均复合增速高达 25.5%；2001-2018 年公司的净利润从 3.3 亿增长到近 352 亿，年均复合增速更是达到 31.7%。虽然公司的收入和净利润波动也会受到景气周期波动的影响，但是即使在深度调整的 2014-15 年，茅台的收入和净利润也都保持了小幅正增长。而茅台的历史估值水平的周期性波动同样显著，2009-2019 年茅台的动态市盈率估值波动区间在 8-42 倍之间，估值水平的波动幅度显然高于公司的业绩波动。

图 47：茅台历史上的收入和利润同比增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 48：茅台历史上的估值波动明显



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/22）

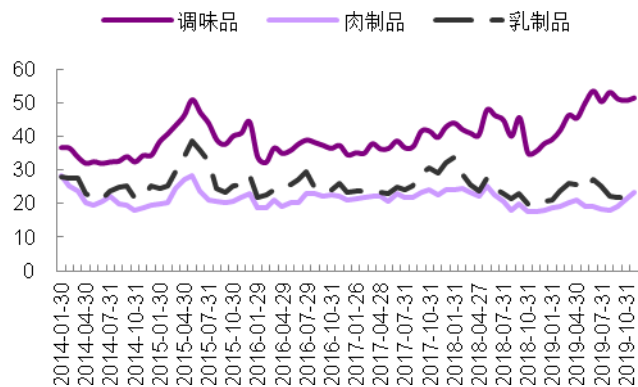
3、调味品：物以稀为贵—再论估值溢价

3.1、全球权益资产比较下看待海天的估值溢价

调味品板块估值提升源自稳定且持续的成长能力。调味品相对于肉制品、乳制品、啤酒等大众品的估值溢价历来存在。2014Q1-2019Q3 调味品上市公司整体营收/归母净利润增速均值为 12%/26%，远优于同期肉制品、乳制品和啤酒的表现。随着经济增速中枢的系统性下移，调味品板块作为防御性突出的必选消费代表正在享受成长确定性带来的估值溢价。2017 年，调味

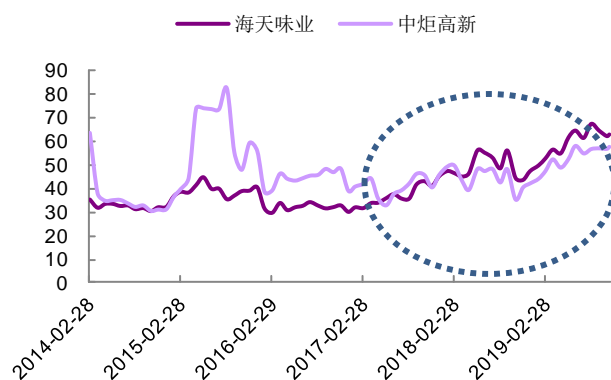
品龙头海天/中炬的估值中枢出现系统性抬升。2018 年以来，调味品相对于乳制品等其他大众消费板块的估值溢价不断创新高。

图 49：大众品各细分子版块 PE (TTM,整体法)



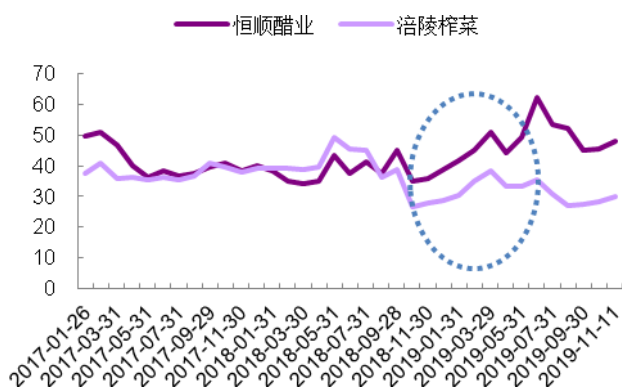
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/11）

图 50：2017 年开始海天/中炬的估值 (PE) 中枢抬升



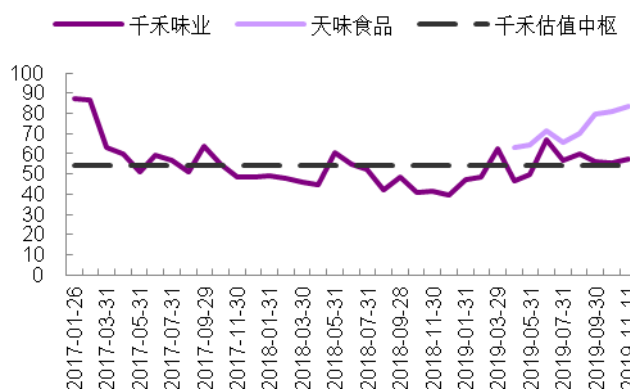
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/11）

图 51：2018Q3 恒顺/榨菜估值 (PE) 提升



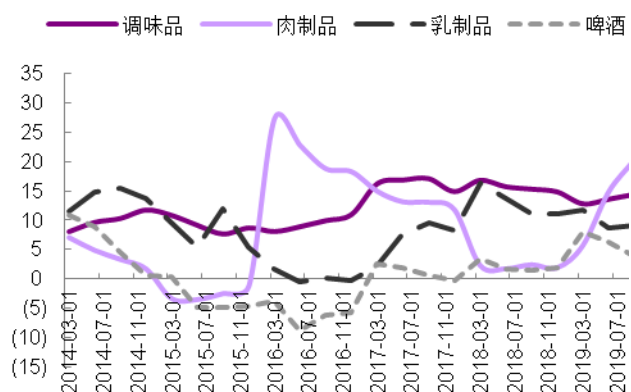
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/11）

图 52：千禾/天味估值 (PE) 中枢持续处于高位



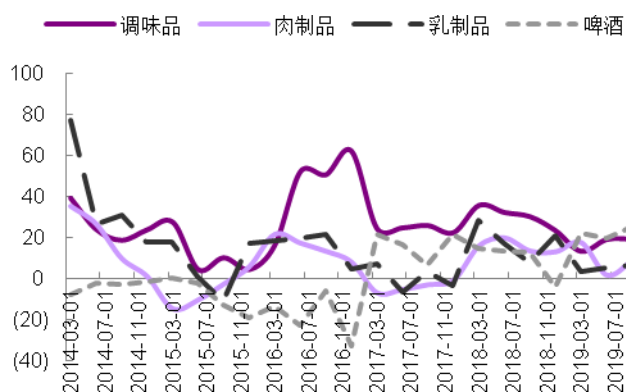
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/11/11）

图 53：大众消费品各板块营收增速 (%)



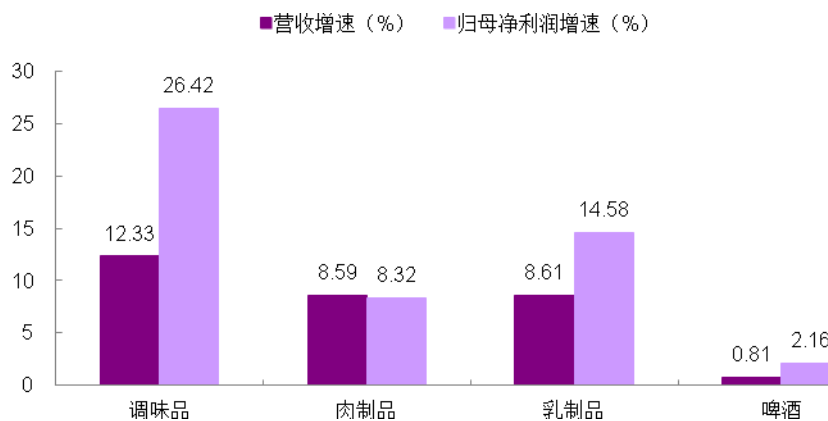
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/9/30）

图 54：大众消费品各板块归母净利润同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/9/30）

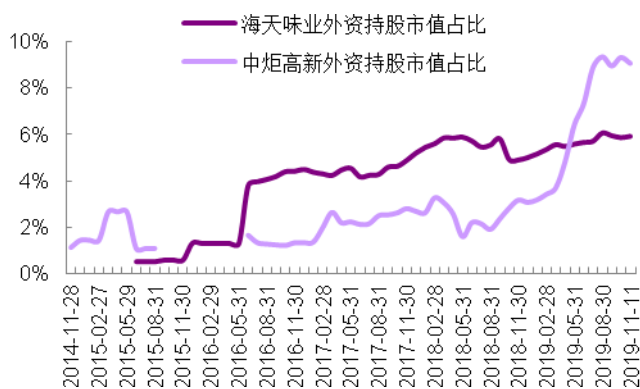
图 55: 大众消费品各板块 2014-2019Q3 营收/归母净利润各季同比增速均值



资料来源: Wind, 光大证券研究所

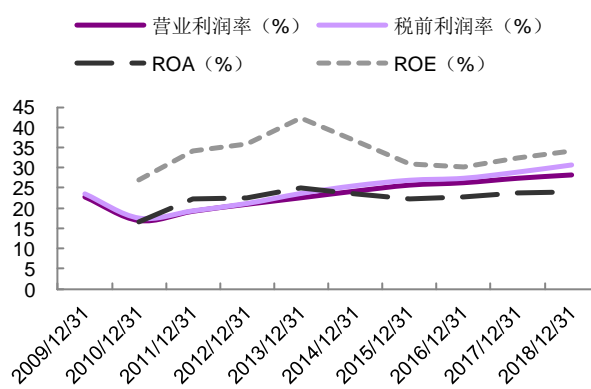
在 A 股国际化进程提速的背景下, 海天估值溢价源自全球权益资产横向比较下的稀缺性。今年我们曾在中期策略提到用 DCF 模型来看待海天估值的合理性 (详见:《重估龙头新时代-2019 年中期策略》)。截至三季度末, 海天/中炬的外资持股市值占比达到 5.9%/9.4%。在此时点, 我们不妨继续用一个全球权益资产横向比较的视角来看待海天当前的估值溢价。2018FY 海天味业的营业利润率/税前利润率/ROA/ROE 分别达到 28.1%/30.7%/23.9%/34.1%。我们以 2018FY 营业利润率»25%且 ROE(ttm)»25%为基准, 从全球全行业 5.9 万支证券进行筛选, 发现满足上述条件盈利能力上市公司且具备五个完整年度收入/利润的公司仅有 255 家。其中食品饮料相关公司仅有 13 家, A 股公司包括贵州茅台/五粮液/海天味业/泸州老窖/古井贡酒/涪陵榨菜进入名单, 海外可对标的企业主要为可口可乐和帝亚吉欧。如果进一步过去考虑过去五年公司的收入/利润/盈利能力等指标的稳定性和且可持续性, 海天味业稀缺性则更为显著。

图 56: 海天/中炬外资持股市值占比 (%) 变动



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (数据截止到 2019/11/11)

图 57: 海天味业上市以来盈利能力表现



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

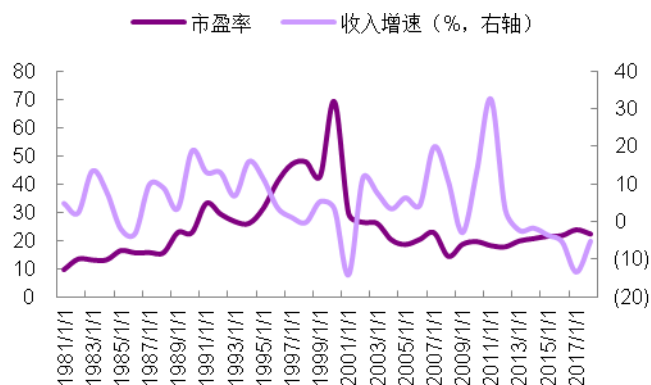
表 6: 全球高盈利能力水平饮料公司

彭博代码	名称	ROE(ttm, %)	营业利润率 (%, 2018 年)	收入 (CAGR5,%)	EBIT(CAGR5,%)	PE 五年 均值
KO US Equity	可口可乐	41.9	26.7	-6.1	-1.2	23.1
600519 CH Equity	贵州茅台	36.0	66.5	22.2	24.3	29.0
DGE LN Equity	帝亚吉欧	34.5	31.4	4.6	9.5	22.8
000858 CH Equity	五粮液	25.5	43.8	11.8	40.3	24.1
603288 CH Equity	海天味业	36.6	28.1	15.4	18.3	52.1
MNST US Equity	怪兽饮料公司	27.3	33.7	11.1	15.2	30.7
BF/B US Equity	布朗福曼	54.2	34.4	2.1	2.3	31.4
000568 CH Equity	泸州老窖	26.1	38.1	2.7	30.8	23.6
CHR DC Equity	克里斯蒂安汉森控股公司	31.9	29.4	9.0	10.5	47.0
000596 CH Equity	古井贡酒	27.7	29.0	13.4	41.9	25.3
ATM NZ Equity	a2 牛奶有限公司	42.8	31.5	63.8	222.5	36.6
FEVR LN Equity	蓝桉树饮料公共有限公司	36.4	31.7	59.1	54.9	53.6
002507 CH Equity	涪陵榨菜	25.7	38.1	18.0	32.6	30.9

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

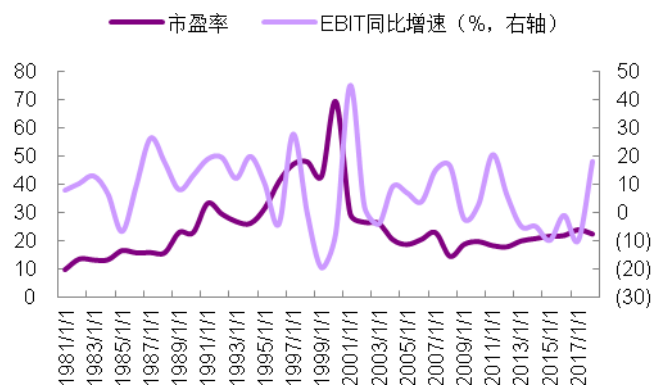
与全球顶级的消费品公司相比, 海天依然处于价值创造阶段。在过去的 40 年, 可口可乐的估值表现基本可以分为三个阶段。阶段一是在 1980-1995 年, 公司收入稳步增长盈利能力快速提升, 营收复合增速达到 8%, ROE 从 20%起步最高时触及 60%, 公司 PE 从 10 倍提升至 30 倍; 阶段二是在 1996-2008 年, 公司营收复合增速降至 5%, 且 ROE 水平从最高时的 60% 回落至 30%左右的稳态中枢, 在此期间, 公司经历估值消化阶段, PE 从 2000 年最高时的 70 倍滑落至 2008 年的 14 倍。阶段三是从 2009 年至今, 在过去的 10 年中, 公司营收复合增速零增长, ROE 中枢保持在 27%左右, 但是净股息率从 2.8%逐年稳步提升至 3.3%, 公司 PE 从 14 倍稳步上升至当前的 24 倍。从可口可乐的估值演变可以看到, 对于消费品公司而言, 相较于收入增速, 持续且高水平的盈利能力才是决定其长期估值中枢的核心因素, 因为它背后隐含了公司在产品/品牌/渠道/管理/研发等层面的高壁垒, 这也是行业进入存量时代后企业维持生存所必须具备的竞争能力。与可口可乐早已进入稳态期不同的是, 海天正在耕耘的调味品市场依然处于稳健成长期。公司也依然处于价值创造阶段, 其 ROIC/WACC 达到 3.26, 不仅高于可口可乐 1.23 的水平, 同时也高于全球许多顶级公司。

图 58: 可口可乐市盈率与收入增速 (%)



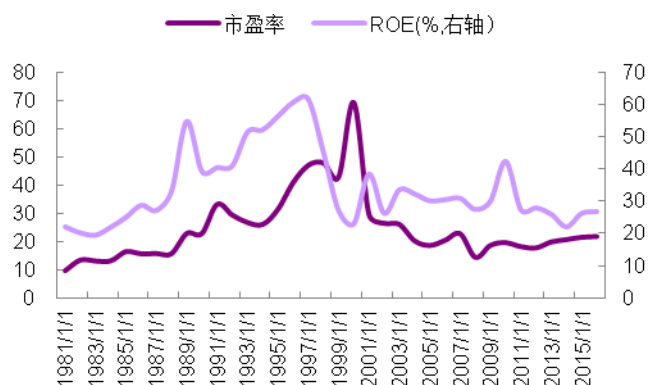
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所 (数据截止到 2018/12/31)

图 59: 可口可乐市盈率与 EBIT 同比增速 (%)



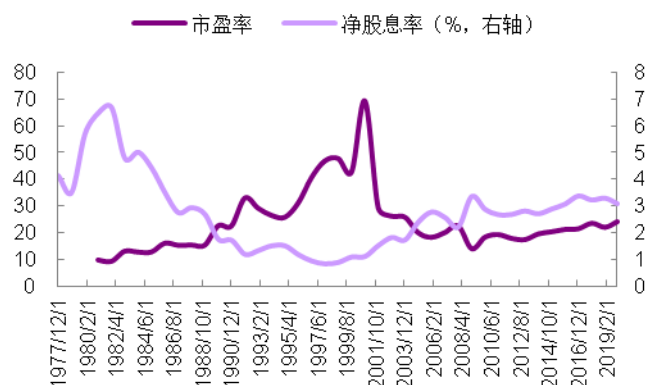
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所 (数据截止到 2018/12/31)

图 60: 可口可乐市盈率与 ROE (%)



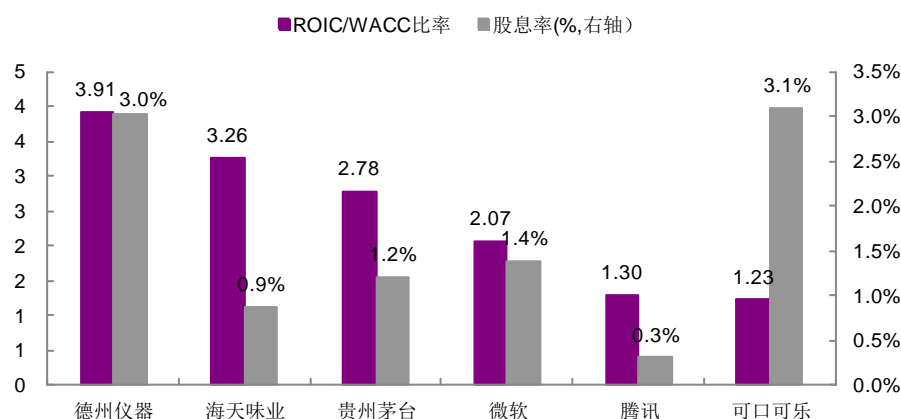
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所 (数据截止到 2018/12/31)

图 61: 可口可乐市盈率与净股息率 (%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所 (数据截止到 2018/12/31)

图 62: 全球部分顶级公司的股息率(%)与 ROIC/WACC 比率



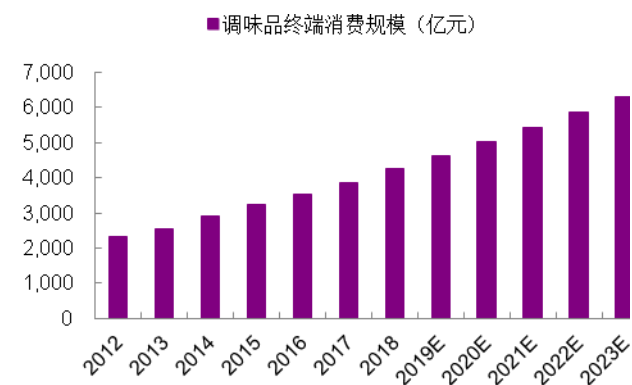
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所 (数据截止到 2019/12/2)

3.2、调味品享受高估值溢价的产业逻辑再思考

有规模、有成长，这是调味品板块实现稳健增长的必要条件也是其显著优于其他大众消费品赛道的客观事实。在行业专题《民以食为天，食以味为先》中我们曾通过欧睿数据换算预估调味品终端消费在 2023 年预计达到

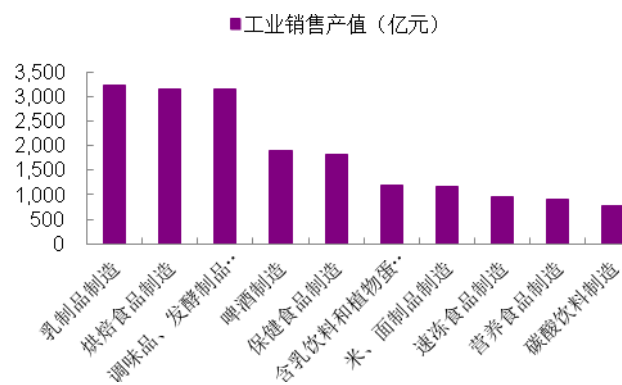
6300 亿，2019-2023 年的复合增速达到 8%，这足以支撑海天从酱油之王向调味品平台的蜕变。为了进一步感知调味品板块在主要大众品细分赛道中所处的位置，我们以工业统计年鉴公布的销售产值做横向比较。数据显示，乳制品/烘焙食品/调味品、发酵制品 2017 年的工业销售产值分别为 3222/3151/3142 亿，啤酒/保健食品处于第二梯队，分别为 1908/1802 亿。所以，仅从工业销售产业的规模来看调味品与乳制品不相上下。同时，在不考虑餐饮渠道增速的情况下，调味品家庭零售终端的市场规模增速也稳定地高于乳制品。

图 63：调味品终端消费规模（亿元）



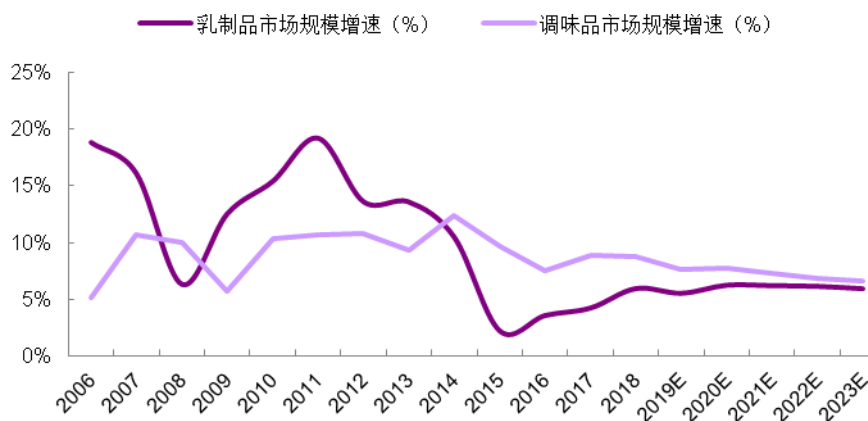
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所预测

图 64：2017 年大众品各板块工业销售产值（亿元）



资料来源：工业统计年鉴，光大证券研究所

图 65：欧睿统计口径下调味品和乳制品的市场规模增速

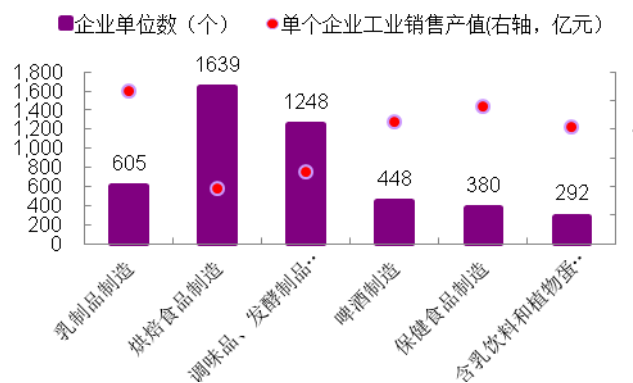


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所，调味品统计口径仅包括家庭零售端

注：2019E-2023E 的预测值均为欧睿预测值

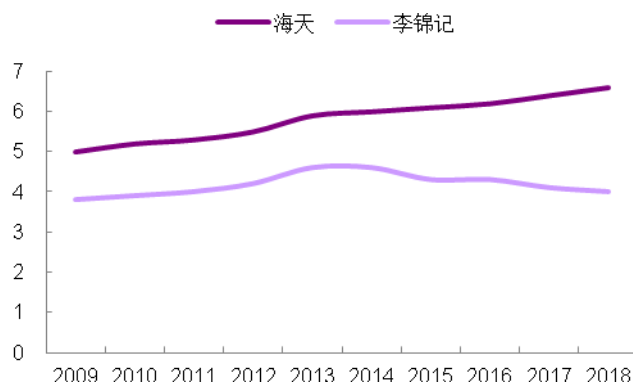
依托厨师粘性建立的餐饮渠道壁垒是调味品龙头估值溢价的核心要素。在不拆分渠道结构的情形下，我们可以观察到调味品以及烘焙食品的市场集中度大幅低于乳制品、啤酒。以规模以上企业平均营收口径的数据作为参考依据可以看到，20 年前调味品和乳制品的市场零散程度相差无几，从 2011 年以来，乳制品行业集中度提升的速度大幅超越调味品。截至 2018 年，欧睿数据口径显示的乳制品 CR2 达到 46%，而调味品在家庭零售终端的 CR2 仅为 10.6%。调味品餐饮渠道易守难攻的特性才是其竞争格局相对占优的主要原因。目前，海天在餐饮渠道市占率超过 20%，相对其他竞争对手处于明显领先地位。因此，市场给予调味品龙头的估值溢价实则来自于调味品主力消费渠道餐饮端难以撼动的竞争格局。

图 66：调味品的竞争格局相对乳制品更为零散



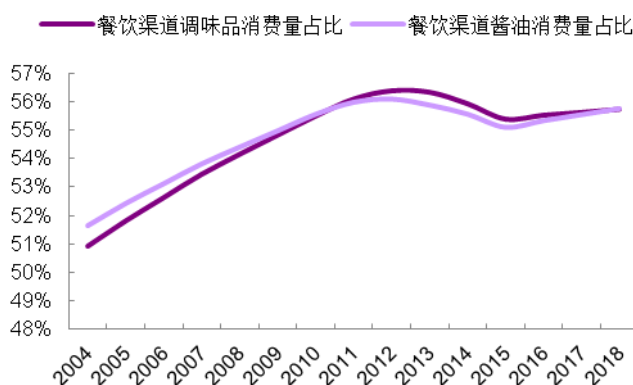
资料来源：工业统计年鉴，光大证券研究所，注：依据 2017 年数据测算

图 68：调味品家庭零售终端 CR2 份额变动 (%)



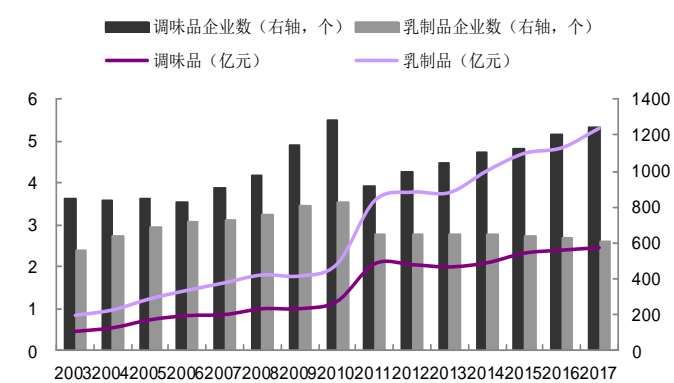
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 70：餐饮渠道调味品/酱油消费量占比 (%)



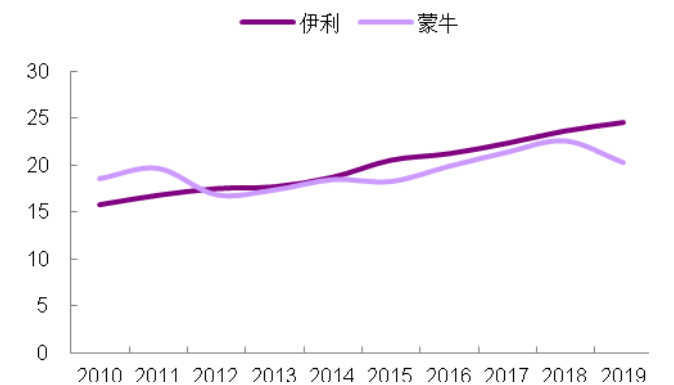
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 67：2003-2017 年调味品/乳制品规模以上企业平均营收 (亿元)



资料来源：工业统计年鉴，光大证券研究所

图 69：乳制品 CR2 份额变动 (%)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所 (数据截至到 2019/10/31)

图 71：调味品餐饮渠道特点



资料来源：《调味品营销》，作者：陈小龙 光大证券研究所

3.3、调味品行业 2020 年四大展望

展望一：原材料价格上升的压力逐步加大，提价周期利好行业龙头。受工业品通缩影响，包材/玻璃瓶/纸箱等价格维持低位，我们跟踪的调味品成本

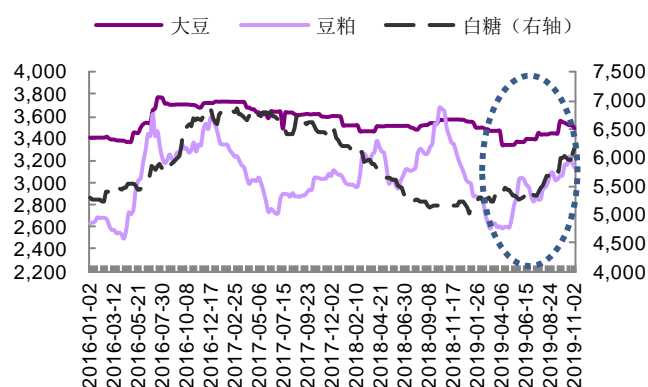
指数目前处于平稳状态。但是，大豆/豆粕/白糖等原材料上涨幅度扩大，继海天在中报反馈原材料价格有所上升后，其他调味品企业在三季度不同程度地反馈原材料成本出现抬升。2019年，CPI上涨幅度屡超预期，进一步考虑到调味品板块2-3年左右的提价周期，我们认为2020年调味品板块的提价行情依然值得期待，而手握定价权的行业龙头最为受益。

图 72：调味品成本指数



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2019/11/23）

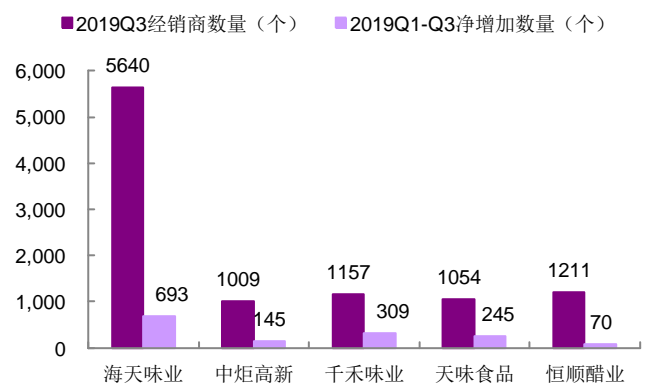
图 73：大豆/豆粕/白糖价格（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2019/11/30）

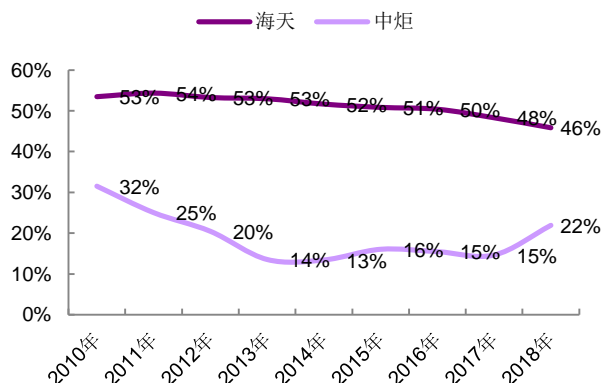
展望二：龙头加速拓展经销商，市场份额进一步向头部集中。不同细分板块的大众消费品公司在2019年均加快了渠道下沉的速度来应对行业增速下行的压力。调味品的整体增速虽然具备相对优势，但海天/中炬依然加速开拓经销商，这不仅意味着集中度提升的中长期产业逻辑在持续演绎，同时也意味着市场份额向龙头集中的趋势将进一步强化。我们曾经通过测算海天的渠道利润变动趋势来展示其对渠道的管控能力，在2019年我们进一步看到海天通过售价和运费分离的定价策略来压缩销售费用。展望2020年，我们认为龙头海天/中炬的市场份额将加速提升。

图 74：调味品公司经销商数量



资料来源：上市公司公告，光大证券研究所
(截止到2019年三季度末)

图 75：海天有能力做到持续挤压渠道环节利润率

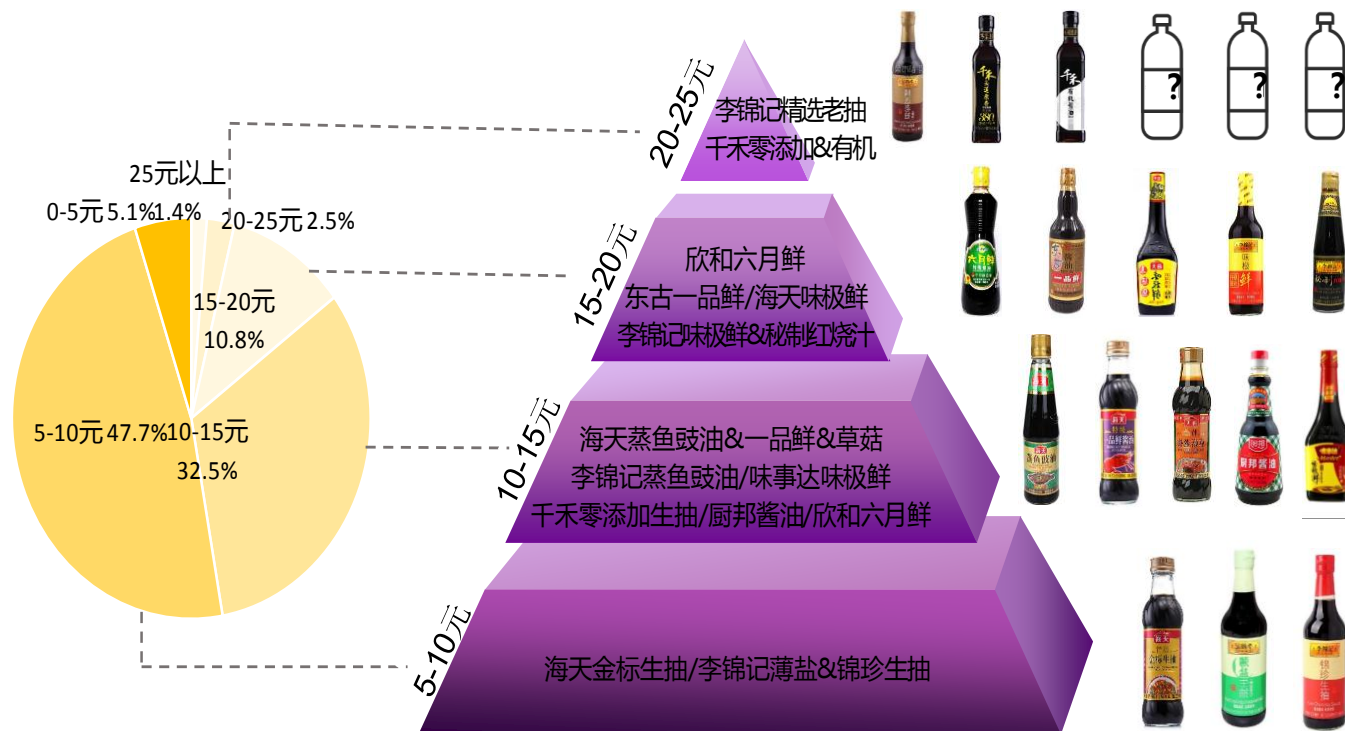


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

展望三：消费升级趋势明显，品类逻辑持续发酵。对于家庭端的基础调味品而言，7-10元虽然仍是主力价格带，但10-15元价格带的市场容量开始加速扩容，今年“双十一”预售期间，千禾、欣和在线上的销售量出现大幅领先传统厂商的趋势，中型调味品企业凭借品类差异化打开战略突围窗口。为迎合行业趋势，千禾今年进行组织架构调整，特通餐饮合并为餐饮事业部、电商部则上升至电商事业部，加上传统经销商渠道的加速布局，千禾来年表

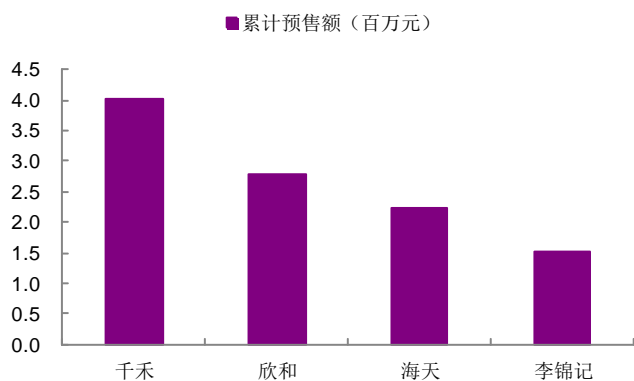
现值得期待。另外一方面，在餐饮连锁化的趋势下，火锅底料和中式复合调味料成为调味品赛道里增速最快的子领域。目前，行业进入渗透率快速提升的阶段，颐海/天味凭借上市带来的先发优势在渠道端攻城拔寨，两家公司均有望实现快速增长。

图 76：各酱油厂商在线上的品类竞争策略



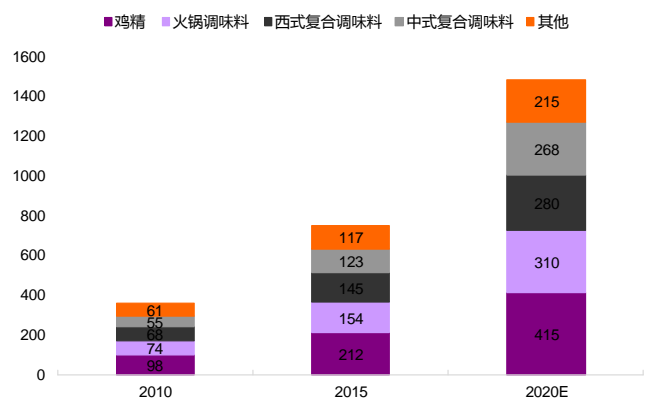
资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 77：2019 年天猫双十一基础调味品预售额



资料来源：魔镜市场情报，光大证券研究所

图 78：中国复合调味料市场规模 (亿元)



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所整理

展望四：改革释放增长动力，中炬/榨菜值得期待。中炬机制改革红利释放，2019 年前三季度调味品主业继续保持稳健增长，经销商家数破千提前完成年度任务。展望 2020 年，公司通过加大管理人员/业务骨干/基层销售人员的激励力度，体制活力得以释放。另外一方面，随着公司未来产能的逐步释放，餐饮渠道份额的提升亦值得期待。涪陵榨菜虽遭遇经营周期的波动，但通过积极的渠道变革有助于弥补公司在低线城市渠道布局的欠缺。公司具备产品力、品牌力以及极强定价权，此次渠道重塑有助于公司长远发展。

表 7：主要上市公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	总市值(亿元)	股价(元)	EPS(元)			PE(X)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603288.SH	海天味业	2,857	109.72	1.92	2.3	2.75	57	48	40
600872.SH	中炬高新	345	46.53	0.89	1.1	1.29	52	42	36
603317.SH	天味食品	181	44.16	0.83	1.04	1.27	53	42	35
603027.SH	千禾味业	96.72	21.74	0.45	0.53	0.64	48	41	34
002507.SZ	涪陵榨菜	196	24.93	0.95	1.1	1.28	26	23	19

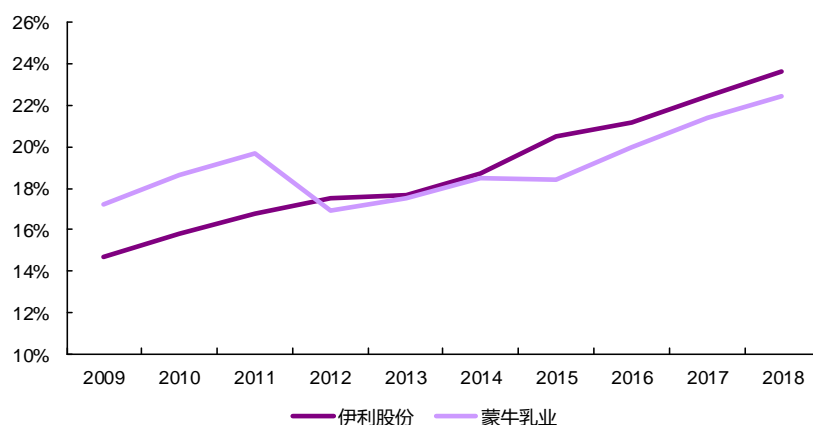
资料来源：Wind,光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月27日

4、乳制品：龙头盛宴—再论成长与竞争

乳制品行业具备显著的配置价值：尽管今年行业整体增速放缓，但乳业人均消费量依然有可见的提升空间。最主要的增量来自于低线市场人均消费量的提升和细分品类的快速发展。此外，龙头企业的优势进一步扩大，份额提升逻辑依然强化。2019年前三季度，金典/安慕希取得销售额同比增幅15-20%，伊利在常温奶市占率38%，同比提升了2个百分点。而蒙牛主要大单品3季度增速相较于上半年依然有所提速。同时在三季度奶价同比超预期上涨的情况下，二者3季度毛利率基本同比持平，显示产品组合具备较强的抗风险能力。

核心问题一：行业成长性。尽管液态奶行业进入成熟期，但龙头企业二者市占率约为60%。参考整体行业规模以上企业利润率下滑及经营负债率提升趋势，我们依然认为行业存在整合空间。叠加行业主要增量来源于低线市场，渠道渗透率领先的龙头企业将率先充分吸收该等增量。因此我们认为常温品类依然能够维持其未来2-3年的成长。在多元化布局方面，伊利在乳酸菌饮料、包装水等细分领域依然呈现全国扩张态势，综合其渠道能力及团队实力，成功概率较高；而蒙牛则采用差异化路径，国际化叠加奶粉赛道发力，将助力其未来成长之驱动能力。

图 79：伊利及蒙牛历年乳制品市场份额（按销售额计）



资料来源：Euromonitor

核心问题二：行业竞争格局。竞争依然胶着，但费用率管控政策及渠道管理能力提升有望平滑利润率。市场担心激烈的竞争格局将侵蚀龙头企业利润空间，但根据伊利三季报透露，其业绩超预期主因正是在于销售费用率的收缩(-1.3pct)。我们认为这一微观数据意义在于显示龙头对于费用投

放的克制，同时二者的毛利率持平同样验证了随量促销并未加剧。此外，我们认为龙头企业对于渠道的管理水平正在提升，有望提高费用投放效率。草根调研显示蒙牛费用补贴逐年显著下降，同时其通路精耕策略使其对终端控制能力提升，今年6月末，其乡镇销售终端已达近20万个。我们认为伊利费用投放受到新业务影响存在压力，但草根调研显示公司费用管控正在加强。因此我们认为无需过度担忧竞争对利润率的侵蚀作用。

4.1、行业成长性：人均消费量及细分品类存在提升空间

整体而言，我国乳制品行业目前仍存在较大潜力，我们认为未来增长动力主要来自于人均消费量的提升及细分品类的发展。从人均消费量来看，液奶（不含风味乳饮）、酸奶、植物基乳饮、冰激凌及奶酪等皆存在明显的提升机会。对标日本市场，结合产品结构升级机会，以上品类皆拥有2倍以上的成长空间。

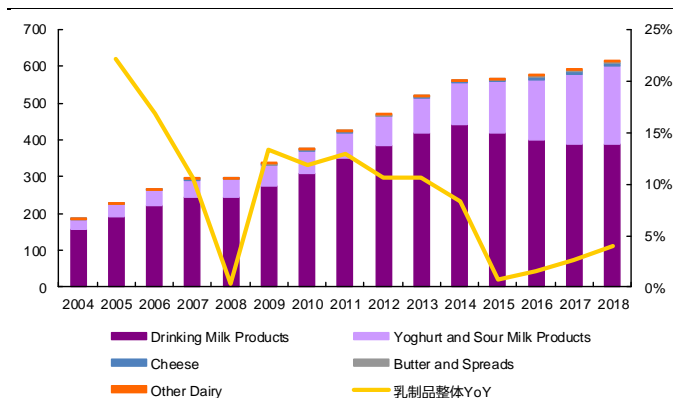
表 8：中日乳制品细分品类人均消费量对比（2018 年）

	牛奶	常温奶	鲜奶	酸奶	风味乳饮	豆奶	奶粉	冰激凌	奶酪
年消费量 (kg)									
中国	7.01	5.27	1.74	6.81	3.93	0.95	0.47	1.41	0.03
日本	16.78	0.22	16.56	11.15	0.89	2.86	0.19	4.48	1.09
日本/中国倍数	2.4x	0.04x	9.5x	1.6x	0.2x	3.0x	0.4x	3.2x	36.3x
年消费额 (USD)									
中国	13.54	10.17	3.37	15.21	6.49	1.27	18.02	4.82	0.65
日本	41.21	0.69	40.51	70.65	3.74	6.31	4.53	49.03	29.71
日本/中国倍数	3.0x	0.1x	12.0x	4.6x	0.6x	5.0x	0.3x	10.2x	45.7x
ASP									
日本/中国倍数	1.3x	1.6x	1.3x	2.8x	2.5x	1.7x	0.6x	3.2x	1.3x

资料来源：Euromonitor

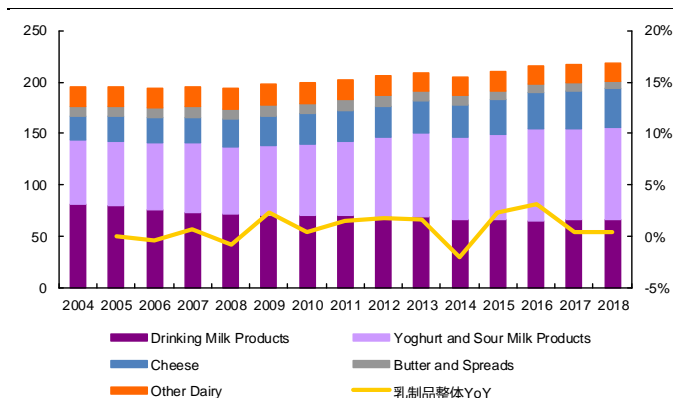
从细分品类的发展来看，我国酸奶、植物基、冰激凌及奶酪等品类拥有更多发展机会，而风味乳饮则将逐渐步入行业衰退期。此外我们奶粉行业发展由于本市场供给因素呈现独立发展行情。2018年，液态奶（含风味乳饮）在我国乳制品行业规模占比达63%，处于市场绝对核心地位。而反观日本液态奶则在行业规模上次于酸奶及乳酸菌产品，占比约30%，体现两国乳制品消费结构差异。

图 80：国内乳制品消费额及增速（亿美元）



资料来源：Euromonitor

图 81：日本乳制品消费额及增速（亿美元）



资料来源：Euromonitor

通过回顾历年数据，可以发现城乡居民人均奶类消费量仍有较大差距，且趋势上存在分化。国家统计局数据显示，城镇居民人均奶类消费量在 14 年达到峰值 18.13 千克后开始缓慢下跌至 17 年的 16.5 千克，而农村居民人均消费量则逐年上升至 6.9 千克。由此我们预计农村居民人均奶类消费水平将继续保持上升态势，逐渐缩小与城镇居民的差距，释放出较大市场空间。鉴于常温奶发展基本进入提质阶段，大部分领先企业已陆续布局其他细分品类，以期在新兴领域占据优势地位，进一步提升整体集中度。

表 9：行业龙头近年在蛋白类饮品及奶酪产品的布局

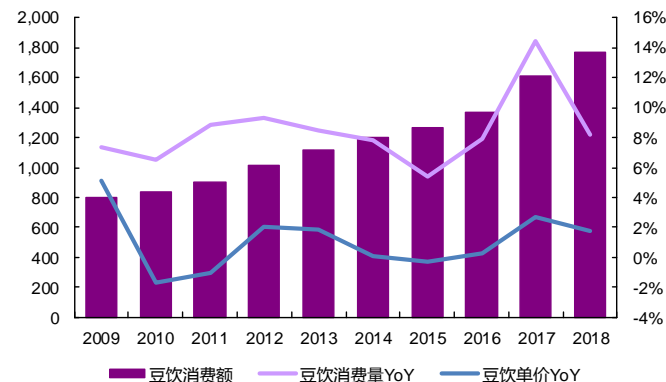
细分品类	公司	时间	具体动作
蛋白类饮品	伊利	2017 年底	推出“植选”豆乳饮品
		2018 年	新设健康饮品事业部，向包装豆奶、功能饮料扩张
	蒙牛	2014 年	与美国 WhiteWave 成立合资公司，创立植物原饮品牌 Silk 植朴磨坊，推出核桃及巴旦木口味蛋白饮品
		2018 年	推出 Silk 美式豆奶，增加北美混合莓果新系列
达利	2017 年	豆奶品牌豆本豆	
奶酪产品	伊利	2018 年	新设奶酪事业部
		2018 年 10 月	推出“妙芝”成人手撕奶酪
	蒙牛	2017 年底	推出丹麦原装进口儿童乳酪制品系列，进军奶酪零售
		2018 年	设立奶酪事业部，布局零售、乳品深加工、餐饮奶酪三大业务
	2018 年初	未来星儿童奶酪完成包装升级	
2018 年	联合 ArlaFoods 引进专业餐饮品牌 ArlaPro，推出 2B 的马苏里拉资料来源：干酪		

资料来源：行业新闻，公司公告，光大证券研究所整理

1) 植物基饮料：目前，国内以豆类饮品为代表的植物基饮料消费增长亮眼。根据 Euromonitor 数据，2018 年我国消费豆类饮品约 17.8 亿美元，13-18 年 CAGR 达 9.7%。自 15 年以来，豆类饮品销售进入加速增长阶段，该等增长主要由销量驱动。

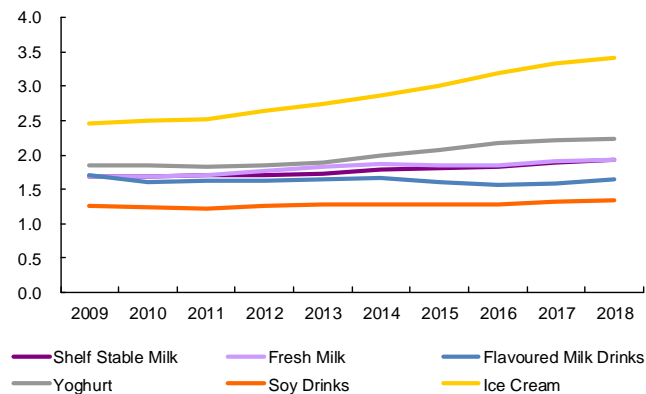
通过横向及纵向比对豆类饮品单价，我们认为其仍有相当提升空间。相比国内各类液态奶单价，豆饮一直以来处于低位区间，售价仅为 1.2-1.4 美元/千克，且 09-18 年仅增 6%。对比其他国家和地区，2018 年我国豆饮单价为 1.34 美元/kg，而日本/美国则各为 2.20/2.02 美元/kg。我们认为这一现象主要由于国内豆饮定位相对大众，且仍以豆浆为主。

图 82：国内豆类饮品消费额及量价增速（百万美元）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

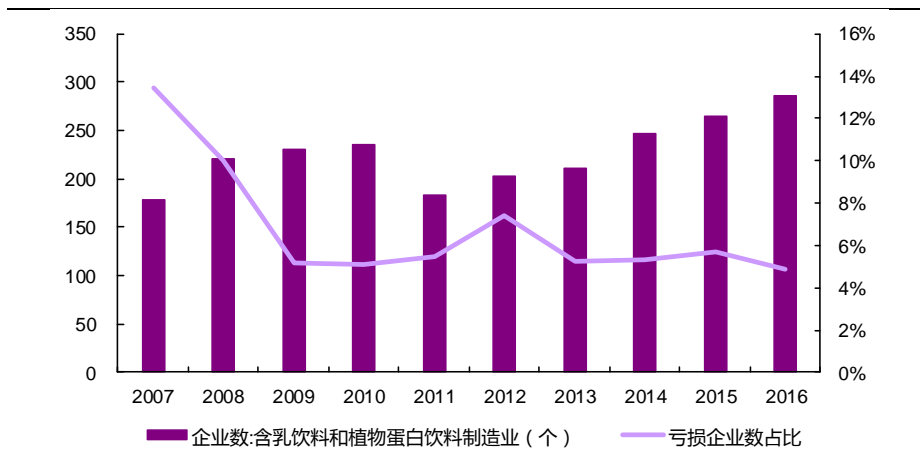
图 83：国内主要液奶产品平均单价（美元/千克）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2018年，国内豆类饮品CR5为51.9%，排名前列的公司多为区域型即饮类企业。其中维他奶市占率达40.2%，处于绝对领先地位；达利豆本豆和祖名分列二三，市占率为4.8%/3.1%。

图 84：植物蛋白制造企业加速入局，盈利情况较为健康



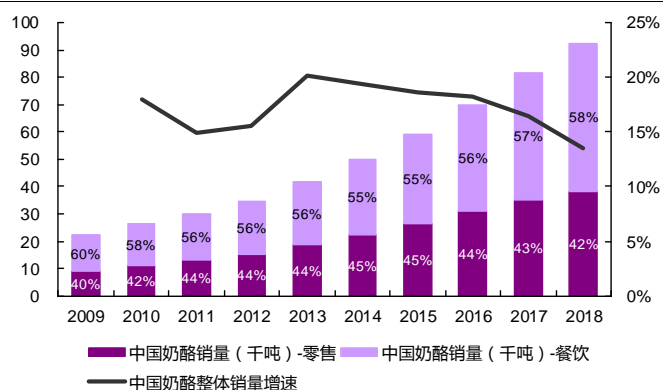
资料来源：Wind，光大证券研究所

近年来豆奶作为液奶替代品类关注度提升，龙头乳企亦相继布局。伊利于17年底推出“植选”豆乳饮品，蒙牛同年也上市Silk美式豆奶品类，其植物基饮料通过与经销体系协同、强化区域发展。根据Euromonitor市占率数据，Silk销售额于17/18年分别实现32.8%/5.8%的同比增速。此外，传统食品饮料制造商如达利食品也于17年推出豆奶品牌豆本豆，并迅速提升市场份额。当前该品类仍处于消费者教育阶段，但随着行业领先企业的纷纷加入，该品类在需求增长及品质提升上均有发展空间。

2) 奶酪：我国奶酪消费量长期保持20%上下的较高增速，自16年起销量增速有所放缓，但产品单价却加速上行，2018年奶酪品类的销量/单价同比增速分别达8.8%/5.1%。2018年国内乳酪市场CR5约54.7%，皆为进口品牌；CR10为63.5%，存在部分国产乳企如蒙牛、光明、三元。2013-18年乳酪市场总体零售额CAGR达18.5%，而CR10零售额CAGR约22.5%，企业仍享受行业整体发展带来的红利。

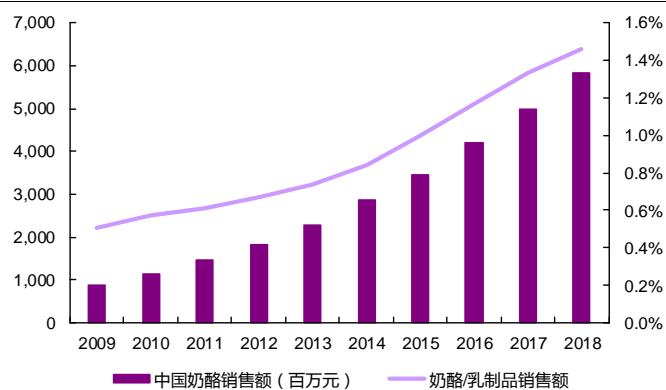
从体量上看，我国奶酪消费处于培育期，2018年零售额占我国整体乳制品消费仅1.5%，但呈现快速上升态势。从人均消费量看，奶酪具备的高营养特征符合消费需求健康化的趋势，其中有孩家庭消费仍占所有家庭的近半比重，显示其作为儿童成长零食的价值。此外，奶酪作为披萨、烘焙、奶茶等西餐及休闲饮品的重要配料，也将持续受益于我国消费者消费习惯的改变。18年我国奶酪终端消费量中，零售、餐饮渠道各占42%、58%。根据Euromonitor数据，2018年我国人均奶酪消费量为0.1千克，对标消费习惯较为接近的日本及韩国，则分别有19x/22x的提升机会。从单价来看，随着国内消费者对奶酪认知的提升，该品类面向家庭餐桌、儿童休闲食品等场景的零售市场规模将逐渐打开，长期将提升整体单价。

图 85：中国奶酪消费量构成及增速（按渠道）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 86：中国奶酪销售额及占整体乳制品销售额比重



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

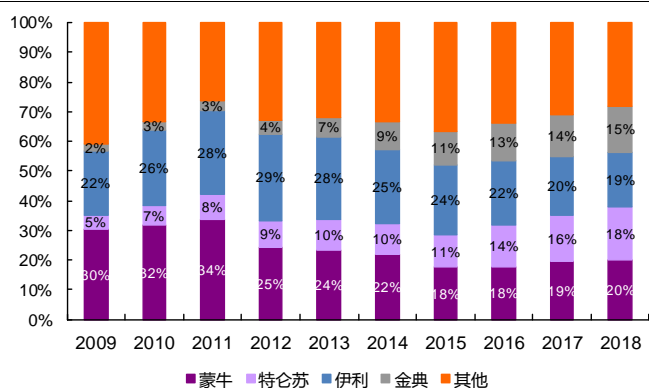
4.2、竞争格局：行业龙头优势日益稳固

当前我国乳业竞争维持胶着态势，企业经营压力整体有所加强，亏损企业则持续退出。另一方面，行业龙头通过在产品、渠道、供应链及管理层面激励等方面的竞争力打造，优势日益稳固、进一步拉开与竞争者差距。

4.2.1、产品端：大单品拉动销量，高端化提升利润

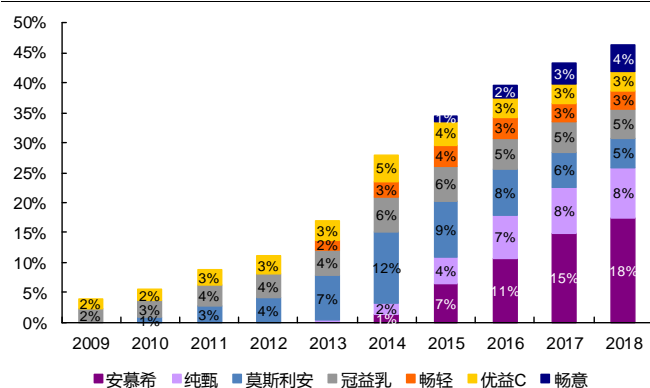
伊利、蒙牛在传统品类上均已有成熟布局，继续通过大单品保证市场地位。二者的产品从上市时间、产品价格与定位、销售规模等方面全面对标。整体上双龙头占据绝对优势，且高端品类承接消费升级迭代趋势，市占率持续上升。针对不同细分品类，两公司的控制地位有所分化。1) 常温白奶领域，蒙牛基础品牌/高端品牌的占有率均略为领先。2) 常温酸奶领域，伊利安慕希市占率大幅领先且维持高增速（2018 年安慕希/纯甄/莫斯利安在大酸奶品类市占率分别为 18%/8%/5%）。3) 其他传统品类如低温酸奶及益生菌饮品，两公司市占率基本相当。得益于安慕希，伊利的液体奶收入自 2015 年反超蒙牛，18 年该板块收入进一步拉开差距。

图 87：国内主要常温白奶品牌市占率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 88：国内主要酸奶类品牌市占率

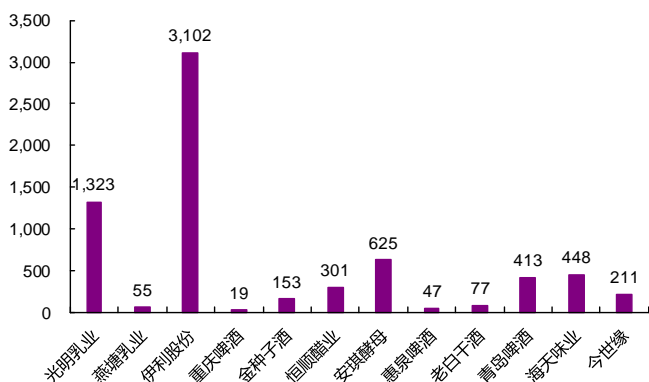


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

伊利在各细分领域发展更为均衡，蒙牛则在奶粉及冰淇淋领域相对弱势。伊利、蒙牛均在新兴领域进行储备，主要发力方向包括植物蛋白饮料、奶酪及巴氏奶，同时也着力开拓临近的海外市场。此外，持续的研发投入是支持领先乳企产品端创新的关键引擎。对比食品饮料其他子行业的头部公司，乳企拥有的专利数量大幅领先，其中伊利的专利数于 2010 年即超 1000 件。研发费用的规模优势将有助于龙头企业建立起核心技术壁垒，进一步扩大在产品创新方面的竞争优势。

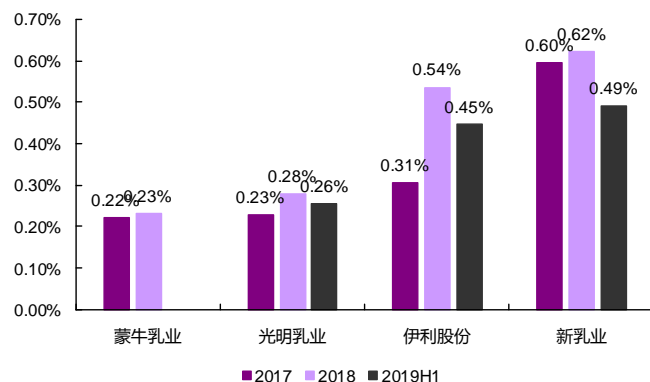
毛利率方面，贝因美、三元股份、光明股份、新乳业等国内重点乳业公司的毛利率近年来呈现类似趋势。伊利作为行业龙头毛利率始终稳定在 35% 左右，并在今年第三季度呈现出缓慢下降的趋势，从今年第一季度的 39.86% 下降至第二季度的 37.04%；再从今年第二季度的 37.04% 下降至第三季度的 35.91%。而在费用率方面，伊利在 2019 年第三季度将销售费用率从 25% 左右下压至 21.8%。

图 89：2018 年上市公司年度专利数量（件）



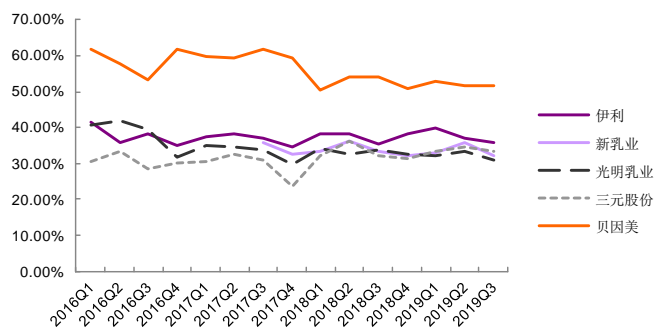
资料来源：国家知识产权局

图 90：主要乳企研发费用投入占销售比重



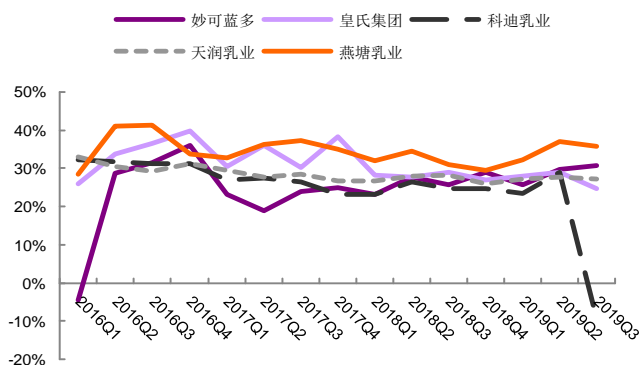
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所
注：蒙牛乳业 2019H1 研发数据未公布

图 91：国内主要乳制品公司毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 92：国内主要乳制品公司销售费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2.2、渠道端：推进渠道下沉及新兴渠道开发

伊利始终坚持渠道扁平化、精细化管理，以小型及区域经销商为主，同时下放销售人员直控终端。在全面覆盖国内市场的同时，逐步建立起全球市场体系。在渠道结构上，伊利现代商超渠道有持续上升趋势；亦积极拓展线下便利店、餐饮等新兴渠道以及线上渠道，2018年电商业务达61%增长。

蒙牛过往在渠道端采取三层分销体系，通过大经销商管理二级批发商，由二批商管理中小型零售端。目前蒙牛在渠道端进一步侧重于低线城市渗透及持续强化终端掌控力；而新兴渠道方面，在强化KA开发的同时，也拓展新兴渠道和餐饮渠道。2017年9月，蒙牛与阿里巴巴形成战略合作，并通过零售通渠道打通空白区域售点；17年10月与B2B平台惠下单合作以拓展三四线市场。

4.2.3、供应链：加速原奶布局，生产基地配合建设

伊利和蒙牛分别代表下游乳企两种主要的原奶布局方式。1) 伊利深耕奶源建设，与规模化牧场进行战略合作，通过为其配备技术人员指导以提升单产，带来长期利益连结。该模式下公司以低成本灵活性的方式获取原奶资源。2) 蒙牛更多通过参股牧场提升对奶源的直接控制力。其向上整合优势在于更好把控奶源品质与供给，在奶价上行周期有效平滑成本波动；而劣势除了更高的资本投入外，则是公司业绩易受上游企业影响。

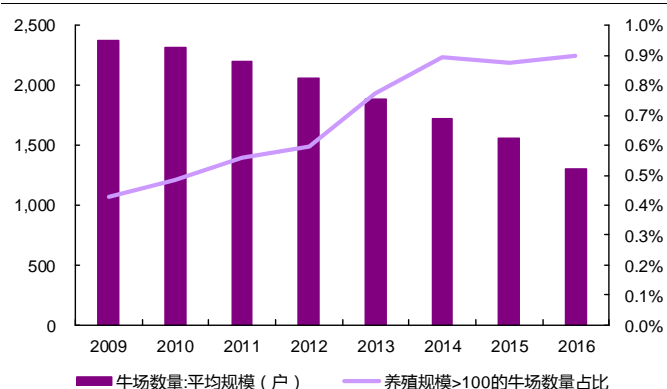
伊利通过持股方式获得优然牧业、赛科星原奶，通过战略合作方式取得辉山、中地的原奶。19年8月，伊利亦完成收购新西兰第二大乳业合作社Westland 100%股权，将优质原奶布局延伸至海外。蒙牛方面，目前则拥有现代牧业60.77%股权，通过收购圣牧下游业务51%股权间接获得其上游原奶控制权，且在原生态牧业、富源牧业等规模化上游原奶企业中拥有权益。

同时，伊利、蒙牛在全国范围内布局建立生产基地，常低温各区域基本可实现产销匹配。截至2018年，蒙牛在全国设有生产基地38个，新西兰设有生产基地1个，产能合共975万吨/年；伊利综合产能共1094万吨/年。

近年来，我国原奶供给处于紧缺状态，上游乳牛存栏数逐年递减，而牧场规模化程度进一步提升。在需求端乳制品消费迭代和高端化趋势下，掌握充足及高质量原奶，将对公司开展高端产品业务带来强有力的竞争优势。鉴

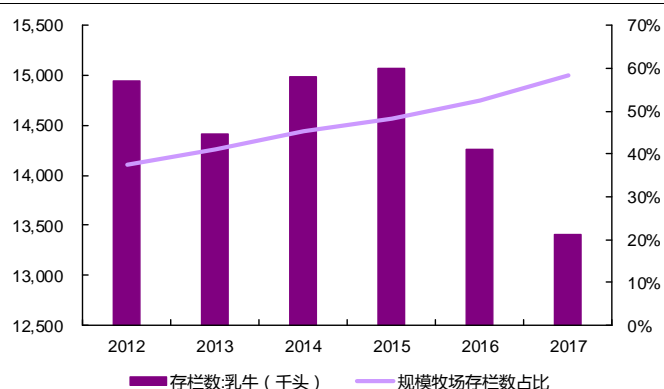
于此，行业内对大型奶源基地的争夺预计继续进行，而领先乳企的率先筛选布局和资金优势将在资源争夺中发挥重要作用。

图 93：我国规模牧场数量持续提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 94：牧场乳牛存栏数呈下降趋势



资料来源：Wind，中国奶业年鉴，光大证券研究所

4.2.4、薪酬和股权激励：机制完善，优质团队稳定

核心团队的稳定在公司战略制定及业务执行的成效上不可或缺，行业内领先企业纷纷搭建较为完善的薪酬和股权激励机制，为公司经营的持续性奠定基础。

伊利股份的激励机制一直以来为行业内领先，核心员工的利益通过多种方式与公司业绩深度绑定。自 06 年起，伊利已实施三轮股权激励计划，激励方式涉及限制性股票、员工持股、股票期权等。2019 年 8 月 5 日，公司亦公布新一轮股权激励计划草案，并于 9 月 6 日针对该草案内容发布修订稿。根据修订稿，公司拟授予 152,428,000 股限制性股票，占总股本的 2.50%，授予价格为 15.46 元，分五期解除限售。激励对象共计 480 人，包括董事高管及核心技术（业务）骨干等员工。

在多种股权激励方案下，伊利核心管理层较为稳定，董事长潘刚自 05 年上任至今。管理团队的高留存度有利于公司战略方针的持续性贯彻及业务经营的稳定性。可以看到，激励政策的历年业绩考核均成功达标，公司 06-18 年总收入 CAGR 达 12.8%，净利润 CAGR 达 12.7%。

表 10：伊利股份历次股权激励计划

年份	激励方式	涉及人员	人数 (名)	股份数量 (万股/份)	占股本比重	行权/授予价格 (元)	有效期	限制条件
2006	股票期权	公司总裁 (1)、总裁助理 (3) 和核心业务骨干：共 33 人	33	5,000	9.68%	13.33	8 年	首期行权时，上一年度 1) 扣非净利润增长率不低于 17%，2) 主营业务收入增长率不低于 20%； 首期以后行权时，上一年度主营业务收入与 2005 年相比的复合增长率不低于 15%
2014	员工持股	中高层管理人员及业务技术骨干 其中：董事高管 其中：其他员工	317 8 309	14,389 4,426 9,963			10 年期，进行至第 6 期	
2016	股票期权 限制性股票	核心业务人员 (71)、 核心技术人员 (222)	294	4500 1500	0.74% 0.25%	16.47 15.33	4 年	以 2015 年净利润为基数 第一个行权期：2017 年净利润

							增长率不低于 30%，净资产收益率不低于 12%； 第二个行权期：2018 年净利润增长率不低于 45%，净资产收益率不低于 12%
							以 2018 年净利润为基数 2019-2023 年度净利润增长率为 8%、18%、28%、38%、48%， 设定 2019-2023 年度净资产收益率为 20%且年度现金分红比例不低于 70%。
2019	限制性股票	董事高管及核心技术（业务）骨干等	480	15,243	2.50%		
		其中：董事高管	5	6,807	1.12%	15.46	6 年
		其中：其他员工	475	8,436	1.38%		

资料来源：公司公告，光大证券研究所

另一方面，蒙牛的管理层及股权架构则经历更迭。目前蒙牛管理采用职业经理人制，卢敏放先生于 2016 年 9 月出任总裁。而公司自 17 年起亦积极推进股权激励计划以激发核心高管及员工的积极性，截至目前已分别授出三轮购股权及限制性股票。

表 11：蒙牛乳业 17 年至今股权激励执行情况

		2017/7/13	2018/5/7	2018/12/24
姓名	职位	所授购股权数目（份）		
卢敏放	总裁及执行董事	865,000	690,199	9,312,210
吴文婷	执行董事	238,300	220,084	
总计		10,930,005	9,593,689	37,248,880
行使价		14.812 港元	26.05 港元	23.93 港元

		2017/7/13	2018/5/7	2019/6/5
姓名	职位	所授限制性股票数目（股）		
卢敏放	总裁及执行董事	164,100	88,143	233,130
吴文婷	执行董事	70,300	66,000	
总计		6,998,575	6,693,084	8,201,104

资料来源：公司公告，光大证券研究所

5、啤酒：驱动因素可持续—再论盈利能力

盈利能力改善趋势有望延续：2019 年啤酒行业的盈利能力改善趋势延续，展望 2020 年，原材料成本有所缓解+新一轮产品提价窗口，明年的盈利能力改善依然可以期待；中长期维度，我们继续看好产品高端化趋势+产能优化进程下的行业盈利能力改善。

表 12：国内国外啤酒企业估值对照

	EV/EBITDA			P/E (X)			P/B (X)		
	19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E
百威英博	12.37	11.96	11.34	16.98	17.27	15.77	2.14	1.99	1.83
嘉士伯	11.45	10.86	10.34	23.29	21.25	19.24	3.26	3.16	3.05
喜力	11.99	11.47	10.87	20.92	19.42	17.94	3.35	3.09	2.86
莫尔森库尔斯酿酒	9.02	9.36	9.36	12.11	12.94	12.50	0.83	0.80	0.78
国外啤酒行业平均	11.21	10.91	10.48	18.33	17.72	16.36	2.40	2.26	2.13
华润啤酒	24.68	19.86	17.05	55.04	39.33	31.25	6.35	5.75	5.11
燕京啤酒	14.10	13.51	11.47	83.50	71.06	58.60	1.43	1.42	1.39
珠江啤酒	30.62	25.31	21.14	35.59	32.97	29.78	2.06	1.98	1.92
重庆啤酒	30.32	27.35	23.90	43.59	41.77	36.19	18.22	16.86	14.42

青岛啤酒 (H)	16.33	14.70	13.05	34.66	29.67	25.63	3.34	3.14	2.94
青岛啤酒 (A)	20.16	17.61	15.16	41.85	35.22	30.12	3.90	3.61	3.32
国内啤酒行业平均	22.70	19.72	16.96	49.04	41.67	35.26	5.88	5.46	4.85

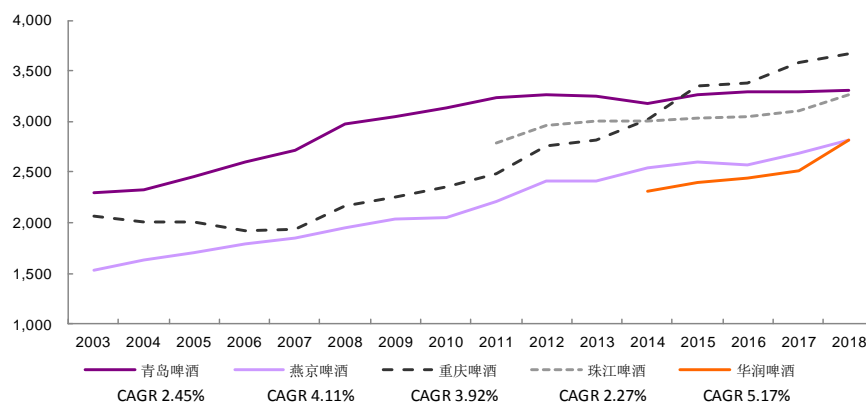
资料来源: Wind, Bloomberg, 光大证券研究所

注: 国际啤酒企业盈利预测为 Bloomberg 预测值, 国内企业为光大证券研究所预测, 股价日期为 2019 年 11 月 27 日。

1) 短期维度: 原材料成本压力有所缓解。啤酒价格近期有所回落, 尽管存在反倾销调查等不确定因素, 但需求疲弱叠加主产区产量提升令增幅收窄明显。瓦楞纸方面中长期国内需求端及出口压力仍在, 叠加行业未来几年新增产能规划, 不具备大幅上涨条件。玻璃瓶依然存在环保带来的供给压力, 但各企业加强回收率、提升罐化率等措施将平滑该等成本冲击。

2) 中长期维度: 高端化趋势进展顺利, 关厂进程可持续。季报显示主要企业吨价维持中单位数增幅, 中高档产品销量增长显著高于企业平均。国际品牌表现亦可佐证。根据测算, 润啤、燕京和青啤受益弹性较高。各企业减员增效措施正在落实。华润上半年关厂 1 家, 减员 5000 人, 预计全年将有 5-8 家工厂关闭; 青啤同样提出 5 年关闭 10 家工厂规划, 于今年完成 2 家工厂优化。

图 95: 本土啤酒厂商出厂吨价变化近年有所提速 (元/吨)



资料来源: 相关公司公告

5.1、短期因素一: 行业迎来提价窗口

啤酒目前处于消费淡季, 而淡季通常是啤酒企业的提价时间段。过去十年中, 每隔 3 年左右行业便经历一次涨价潮。在 2007-2008、2010-2011、2017-2018 这三次行业普遍的涨价潮背后, 驱动因素在于成本的上涨, 而非竞争态势的缓解。而本轮出现提价的意义在于, 在原材料价格有所缓解的时间点, 主动提价显示出各啤酒企业对于利润端的诉求较为一致, 竞争态势趋向温和。

表 13: 过去十年啤酒行业历次提价情况示例

品牌	系列	规格	提价地区	口径	调整前/元	调整后/元	调价幅度
2007-2008							
青岛		355ml 罐	广州	零售价	3.5	3.8	8.6%
青岛		600ml 瓶	广州	零售价	3.8	4.2	10.5%
青岛	纯生	600ml 瓶	广州	零售价	5.5	6.2	12.7%
青岛		600ml 瓶	青岛	零售价	2.0	2.2	10.0%
青岛	崂山	600ml 瓶	青岛	零售价	3.2	3.5	9.4%

燕京	清爽	箱	北京	出厂价	32.0	34.0	6.3%
2010-2011							
青岛	崂山	箱	山东	出厂价	25.0	31.0	24.0%
青岛		箱	山东	出厂价	40.0	43.0	7.5%
燕京	清爽	瓶	北京	出厂价	1.42	1.62	14%
燕京	清爽	箱	北京	批发价	42.00	45	7.1%
雪花		500ml 瓶	沈阳		3.50	4	14.3%
雪花		330ml 箱	沈阳		2.00	2.4	20.0%
2013-2014							
燕京	鲜啤	瓶	北京	批发价	3.5	4	14.3%
燕京	纯生	瓶	北京	批发价	6.5	7	7.7%
2017-2018							
燕京	本生	460ml 瓶	全国	零售价	4	5	25%
雪花	勇闯天涯	500m 箱	全国	零售价	48	50	4.2%
青岛	青岛优质	箱	山东	批发价	36	38	5%
青岛	经典	500ml 箱	山东	开单价	52	57	9.6%
青岛	白啤	500ml 箱	山东	开单价	50	55	10%

资料来源：光大证券研究所根据新浪财经等媒体报道整理

由于通常提价前期伴随对于经销商的一定补贴政策，此外前几轮相关公司仅在优势地区对于主流产品进行谨慎的提价调整，而该等幅度的改善在面对期间的成本上涨时，只是起到了缓冲作用。因此对于利润端贡献有限，我们观察过去几次提价的积极参与者毛利率表现，并没有看到提价之后带来利润率的迅速提升。因此考虑到提价范围、返利政策以及局部份额丢失等因素，当前同样不宜对提价带来的直接利润贡献做出过于乐观的预测。

图 96：青岛啤酒与燕京啤酒过去十年毛利率表现



资料来源：相关公司公告

注：主要比较 2007-2008、2011-2012、2017-2018 三轮提价潮影响

我们认为当前国内啤酒企业吨价偏低，以各企业最新的财报数据来测算，吨价都在 3800 元/吨以下，其中华润和燕京在 3000 元/吨附近，参考国际品牌在中国区的吨价水平（百威中国约为 4500 元/吨），提升空间可观。因此我们认为本土企业吨价提升趋势明显，该逻辑已得到多次强化。而吨价上升对于各企业利润提升意味明显，我们对于该弹性进行相关测算，能够看到润啤、燕京和青啤受益弹性最高。

表 14: 吨价提升幅度 (元/吨) 对于各个企业 EBIT 利润弹性

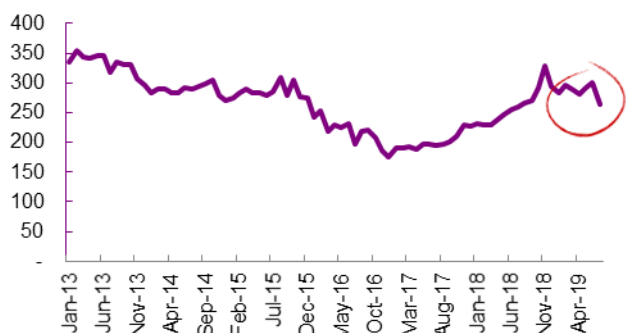
吨价上涨 EBIT 增幅	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
50	35.7%	16.8%	9.6%	49.7%	13.0%
100	71.4%	33.6%	19.1%	99.5%	25.9%
150	107.1%	50.4%	28.7%	149.2%	38.9%
200	142.8%	67.1%	38.2%	199.0%	51.8%
250	178.6%	83.9%	47.8%	248.7%	64.8%

资料来源: 光大证券研究所测算

5.2、短期因素二: 原材料价格有所缓解

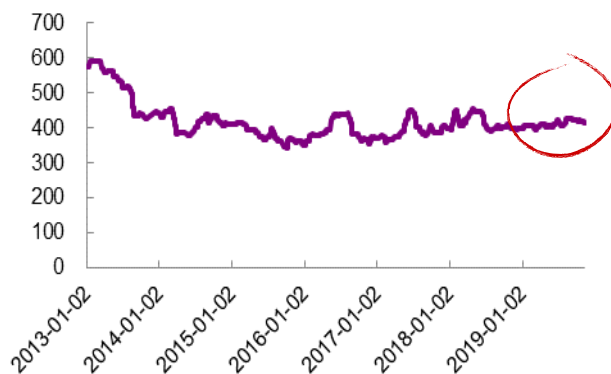
近期啤酒行业主要原材料的走势逐渐偏向正面, 成本上涨压力有所缓解。啤麦价格近期有所回落, 主产区产量均高于上年, 尽管有反倾销调查带来的关税风险, 但需求用量的下降将使得啤麦价格增势得以控制。2019 年 7 月, 澳大利亚啤麦进口价格同比增幅已下降至 2%。而大米市场则依然平稳。

图 97: 澳大利亚进口大麦当月单价 (美元/吨)



资料来源: 海关总署
注: 数据截止 2019 年 10 月 30 日

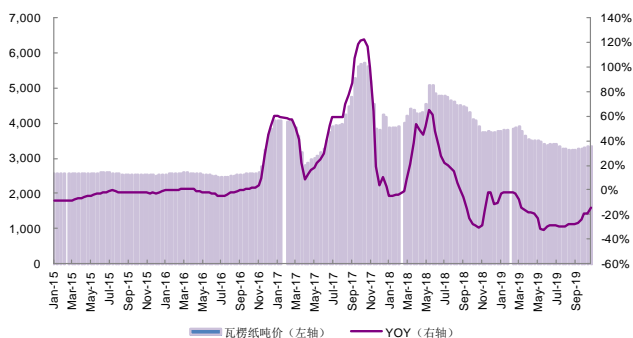
图 98: 大米 (10%) 国际当日现货价 (美元/吨)



资料来源: 农业部
注: 数据截止 2019 年 10 月 30 日

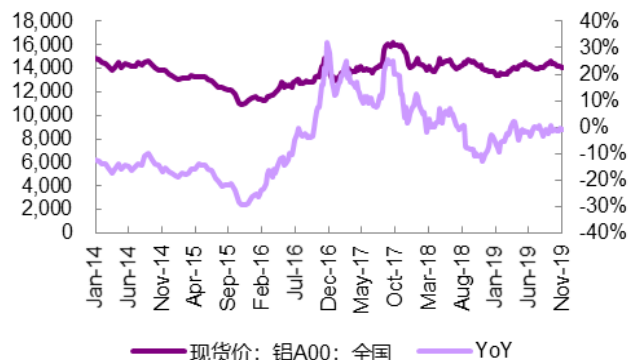
包材方面, 尽管 4 季度包材价格旺季出现短期触底迹象, 但长期来看贸易摩擦仍将对国内需求及出口需求形成压力, 同时未来几年瓦楞纸制造企业仍有比较密集的新增产能计划。因此瓦楞纸依然不具备大幅上涨的可能。玻璃瓶由于受到环保压力, 行业供给收缩, 今年以来呈现中个位数增幅, 但各家企业通过加强回收率、提升罐化率等措施平滑该等成本上涨冲击。

图 99: 全国高强瓦楞纸市场价 (元/吨)



资料来源: 国家统计局

图 100: 全国铝 A00 现货价 (元/吨)



资料来源: 商务部

注：数据截止 2019 年 10 月 30 日

注：数据截止 2019 年 10 月 30 日

5.3、中长期因素一：高端化趋势进展顺利

在我们 5 月份的啤酒行业深度报告《关注企业利润弹性及中高端布局》中，我们提出：尽管提价对于收入端的改善看上去更为直接，但产品结构升级的成功才能给利润端带来质变。而资产整合带来的费用优化是行业中长期利润率提升最有效的路径。

表 15：今年以来各啤酒企业开展的高端化啤酒动作

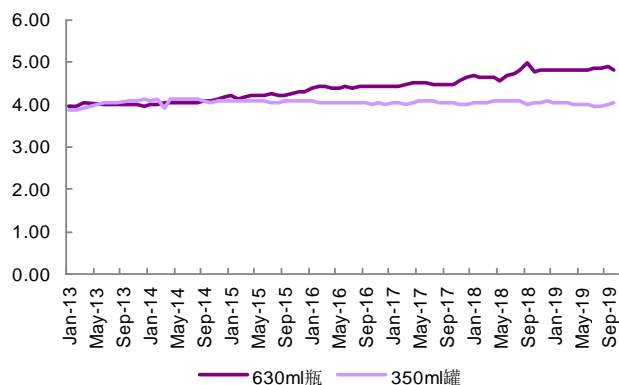
公司	日期	主要动作
华润啤酒	2019 年 4 月	雪花旗下新品 MARRSGREEN 上市，继勇闯天涯 superX 和雪花匠心营造以来的第三支中高端产品。新品主要面向 25-35 岁的年轻人群，并聘请演员井柏然和超模何穗为代言人，提升与目标消费群体的联结度
	2019 年 4 月	委任 NPLUS Digital 北京为其自媒体传播合作伙伴，探索品牌互联网化升级与社会化商业转型。帮助雪花在自媒体平台塑造及核心用户的口碑提升，通过事件营销、渠道匹配与传播、粉丝裂变、社群运营、用户精准营销等方式，优化其数字媒体互动运营体系。
	2019 年 7 月	雪花新品“黑狮白啤”上市，采用 100% 麦芽酿造，具有独特口感
	2019 年 9 月	与地铁隧道媒体“隧道酷媒”开启品牌合作，旗下高端产品雪花 superX 啤酒的视频（王嘉尔代言）可在北京、上海、深圳、杭州、成都、郑州、南昌 7 大城市数十条地铁线路里出现。隧道酷媒覆盖城市年轻、高素质的核心消费群体。
青岛啤酒	2019 年 2 月	与 NPC 合作，跨界进入纽约时装周，将品牌潮流和文化元素融入时装细节
	2019 年 6 月	青岛啤酒经典 1903 全新包装升级
	2019 年 7 月	青岛啤酒私人定制平台正式上线，主要针对个人消费者、企业或社会团体的中小批量团购定制，首发推出 10 余种主题、20 多种风格和 60 多种设计模板
	2019 年 7 月	第 29 届青岛国际啤酒节在金沙湾啤酒城举行，为其 24 天，汇集全球 1400 余种各类品牌啤酒
	2019 年 8 月	兰州青岛啤酒节嘉年华于 8 月 30 日-9 月 4 日举行
	2019 年 9 月	青岛啤酒与北星传媒合作，协助青岛啤酒进入卡拉 OK 店价，共同分担更换区库系统的成本
百威集团	2019 年 10 月	天猫旗舰店发布首个“导购式 VR 全景店”，引导场景体验升级，实现与年轻消费者的有效沟通和深度链接
	2019 年 2 月	哈尔滨啤酒与纽约潮牌 PONY 联名推出“一起哈啤”系列服装，通过“新国潮”概念再次打响品牌名号
	2019 年 7 月	福佳品牌旗下新品福佳玫瑰红啤酒与盒马鲜生开展新零售合作，发布会当日打造快闪花园
	2019 年 8 月	2019 百威啤酒音乐节在佳木斯开幕，为期 12 天
	2019 年 9 月	哈尔滨啤酒携手故宫及虚拟偶像带来说唱公益片，传递“切莫冲动酒驾，全民一起哈啤”的理念，并发布首款无醇啤酒
	2019 年 6 月	Stella Artois 宣布再次赞助爵士上海音乐节，带来更多优质的啤酒消费场景体验
	2019 年 7 月	限量款英超定制罐在苏宁易购首发，助力其百威超级比赛日活动
嘉士伯	2019 年 9 月	鹅岛精酿推出全新精酿啤酒“嘎嘎鸭轻盈 IPA”，由鹅岛亚洲酒厂打造，通过小规模投入市场及调研，在消费者投票后推出
	2019 年 9 月	百威旗下科罗娜与喜茶联合推出调制酒饮“醉醉葡萄啤”
	2019 年 11 月	联合意大利奢侈品牌 Moschino 推出联名款系列周边产品，为百威新品魄斯上市进行造势
	2019 年 4 月	在中国第一条 SLEEK（纤体罐）拉罐生产线在江苏投产，每小时可生产 50000 罐，助推华东高端啤酒和特色啤酒市场发展
重庆啤酒	2019 年 5 月	嘉士伯与雪松文旅进行战略合作，旗下本土高端啤酒“风花雪月”主题酒吧落户雪松文旅西塘花巷，打造全新文旅场景。
	2019 年 5 月	嘉士伯推出“绿光破晓”新品，推出行业领先的包装设计，鼓励在日常生活中实践绿色可持续的生活方式
	2019 年 7 月	嘉士伯啤酒携手国际设计师开展“丹麦-设计师酒吧”全国巡展
	2019 年 9 月	嘉士伯 1644 啤酒聘请倪妮担任中国区首位品牌代言人
珠江啤酒	2019 年 5 月	全新乐堡白啤上市，切入高端白啤市场；定位年轻目标群体，“清新遇见柑橘，青春找到乐趣”的产品口号，并在购物中心举办“清新不落幕派对”进行产品发布
	2019 年 5 月	乐堡啤酒年初与故宫 IP 合作，推出宫廷潮牌周边，提升年轻人与传统文化联结
珠江啤酒	2019 年 3 月	四月初上市新品 8°P 珠江纯生啤酒易拉盖瓶装

	2019年6月发布珠江纯生全新品牌形象，并亮相了珠江纯生1977黑金系列旗舰产品
燕京啤酒	2019年6月燕京定制啤酒亮相啤酒节 2019年7月联手盒马开发一款原浆啤酒，针对北京区域的市场推广 2019年8月燕京啤酒旗下的精酿产品首次征战国际啤酒赛事——世界啤酒大奖赛，其创新业务中心的产品斩获四项“中国最佳” 2019年8月燕京啤酒足协杯定制罐系列新品于京东商城上线，包括德式小麦白啤酒和10度清爽拉格啤酒
喜力	2019年5月与销路通软件签署合作协议，打造基于微信平台的“一体化”营销解决方案 2019年5月乘欧冠热进行体育营销，和玛丽黛佳跨界合作推出爆款原凉色口红，瞄准陪男友看球的女生群体
惠泉啤酒	2019年9月惠泉啤酒投资近2000万的精酿啤酒生产线项目正式投产，可年产精酿啤酒2万吨
金星啤酒	2019年6月金星1982大师精酿推出四款新品
劳特巴赫	2019年7月劳特巴赫“广元造”精酿啤酒正式面世
雪熊精酿	2019年7月雪熊精酿啤酒与哈特啤酒有限公司举行签约仪式，共同打造哈尔滨的啤酒文化旅游项目啤酒城堡
VEDETT	2019年9月VEDETT旗下白熊啤酒沉浸式快闪店亮相上海大悦城，品牌方搭建了仿制机舱，消费者可进入参观品牌故事展示区和酿酒原料，并品厂白熊啤酒
DrewDog	2019年10月DrewDog酒吧落户上海静安区

资料来源：光大证券研究所根据新浪财经等媒体报道整理

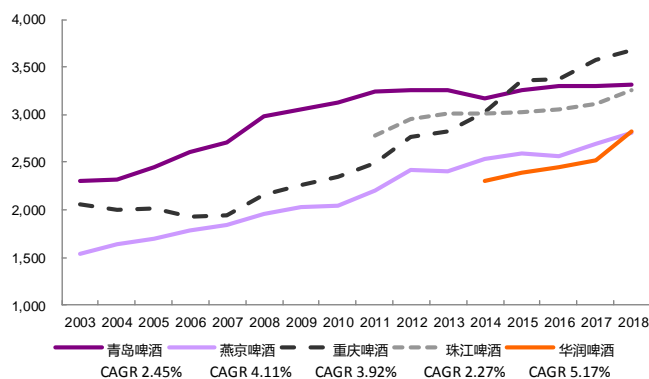
国家发改委的跟踪数据显示，啤酒产品平均销售价格依然稳健增长，其中标准瓶装啤酒价格过去5年（2013-2018）CAGR为4%，延续至今。与之呼应的则是本土啤酒厂商所公布的出厂吨价变化，值得注意的是增速在最近几个财年来有所提速，我们同样在行业3季报中捕捉到了这一明显变化。

图 101：中国 36 个大中城市啤酒平均销售价格（元）



资料来源：中国国家发改委

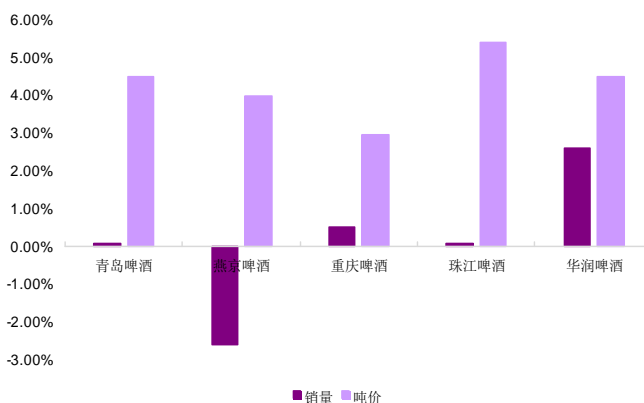
图 102：本土啤酒厂商出厂吨价近年有所提速（元/吨）



资料来源：各公司公告

三季报显示今年以来啤酒行业销量基本持平，行业及企业主要依靠吨价提升拉动收入端。各企业吨价维持中单位数提升趋势，其中主要依靠结构提升，增值税带来部分利好。

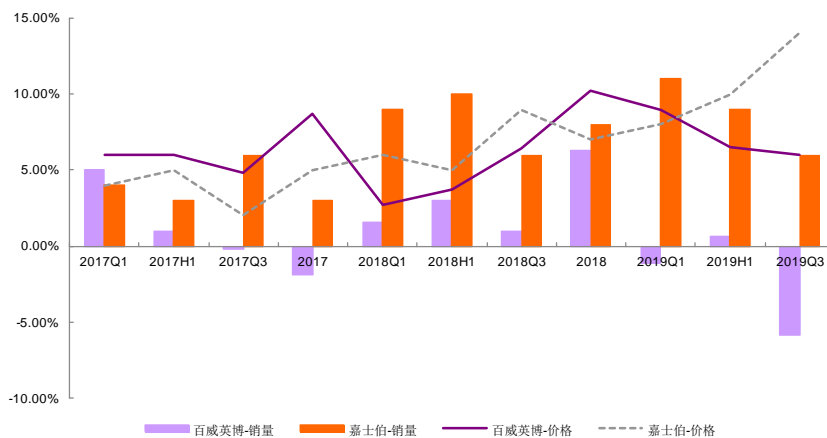
图 103：2019 年前三季度啤酒各企业销量与吨价同比增幅



资料来源：各公司财报
注：华润啤酒数据为 2019 年半年报

我们同样能够从国际品牌在中国区的表现印证行业的高端化趋势。百威及嘉士伯中国区吨价提升分别在中位数/双位数。定位更加高端的嘉士伯整体销量也有中位数以上的增速，显著高于行业平均水平。

图 104：百威英博和嘉士伯中国区销量和吨价同比增速

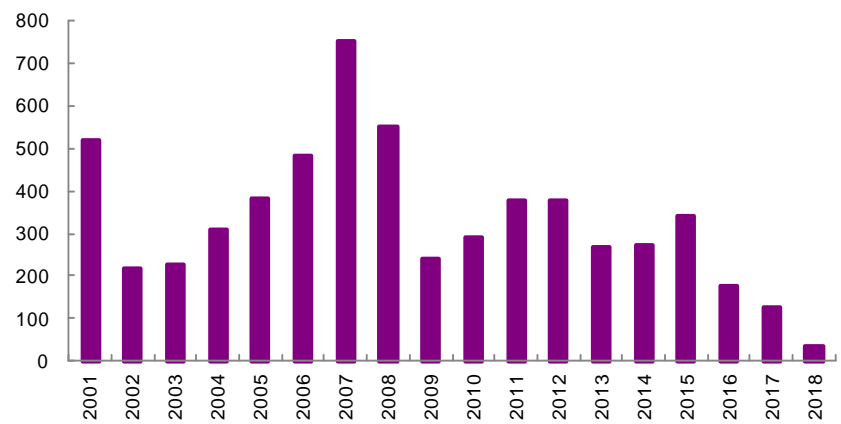


资料来源：公司财报

5.4、中长期因素二：产能优化进程持续

我国啤酒行业产能利用率较低，目前处于 50%-60%左右水平。产能整合进程目前正在实施，从 2015 年起，行业新增产能持续走低。

图 105：中国啤酒新增产能（万吨）



资料来源：国家统计局

目前各家企业已经开始实施切实可行的关厂提效规划。重庆啤酒、百威英博产能优化策略实施多年。华润在去年关闭 13 家工厂，在今年预计也将有 5-8 家工厂关闭，上半年已完成 1 家。同时在上半年减少员工 5000 人，体现出提质增效策略的落实。而青岛啤酒同样做出 5 年关闭 10 家工厂的规划，在今年完成北京、浙江 2 家工厂的优化。

表 16：主要啤酒厂商处置冗余产能情况

啤酒厂商	时间	动作或官方表态
华润啤酒	2018 年	晋中市华润雪花啤酒厂实施关停，生产计划并入运城分公司
		华润雪花啤酒（四川）有限责任公司拟吸收合并成都、遂宁、达州、内江和西昌 5 家公司
		安徽和河南各有一间工厂始终处于停产状态
燕京啤酒	2017 年	2017 年 7 月 11 日投资者关系活动记录：对个别不再有存在价值的企业，经过权衡之后，可能会与地方政府协商后关厂
百威英博	2016 年	关闭浙江舟山工厂
		关闭河南新乡亚洲啤酒厂
珠江啤酒	2017 年	关闭汕头工厂
重庆啤酒	2017 年	转让持有甘肃金山啤酒原料有限公司相关权益
	2016 年	关闭六盘水啤酒有限责任公司
		关闭黔江分公司
		关闭安徽亳州有限责任公司
		关闭宁波大梁山有限责任公司
	2015 年	关闭綦江工厂
		关闭柳州山城啤酒有限公司
关闭安徽九华山有限公司		
青岛啤酒	2018 年	关闭青岛啤酒上海杨浦有限公司
		关闭青岛啤酒芜湖有限公司

资料来源：光大证券研究所根据新浪财经等媒体报道整理

针对产能优化对于企业利润弹性的测算，我们假设了

- 1.理想的产能利用率为设计产能的 70-80%，我们定为 75%；
- 2.现实中关厂是以生产线为单位，我们理想化以单位产能为单位；

- 3.我们假设了产能主要的固定投资在于自用楼宇和机械设备，我们简单化处理以单位产能为单位，并假设折旧率不变；
- 4.对于没有明确披露销售成本中员工费用的公司，我们假设生产性员工薪酬为公司平均薪酬的46%；
- 5.调整后 EBIT 主要提出了一次性影响，如资产减值，投资收益及营业外收入支出，但包括了政府补助；
- 6.我们对于费用节省的测算仅仅从产能维度考虑，并未包括企业组织架构优化等措施带来的人员结构改善，实际产能优化措施对利润贡献应高于预测。

表 17：产能优化对于企业 EBIT 的利润弹性

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
设计产能 (千吨)	21000	14080	1790	8000	2200
实际产量(以销量替代) (千吨)	11285	8030	944.3	3920	1239.6
产能利用率	53.7%	57.0%	52.8%	49.0%	56.3%
理想产能 (千吨)	15047	10707	1259	5227	1653
差额 (千吨)	5953	3373	531	2773	547
固定资产 D&A					
自用楼宇 (千元)	9706	7087	1043	8434	1983
折旧率	4%	3%	4%	3%	3%
每千千升产能自用楼宇 (千元)	0.46	0.50	0.58	1.05	0.90
机械设备 (千元)	19789	10807	1743	11147	2603
折旧率	5.70%	5.60%	5.90%	4.80%	6.50%
每千千升产能机械设备 (千元)	0.94	0.77	0.97	1.39	1.18
每千千升产能固定资产 D&A (千元)	0.07	0.06	0.08	0.10	0.10
员工费用					
生产员工人数	20000	16991	1068	18340	2419
每千千升生产员工人数	0.95	1.21	0.60	2.29	1.10
生产员工平均薪酬 (元)	57240	55200	91386	62814	59292
每千千升产能对应员工费用 (元)	54514	66612	54525	144000	65194
调整前 EBIT	1580	2392	494	394	478.5
调整后 EBIT	3387	2577.5	593.1	460	433
理想状态下的 EBIT	4141	2993	664	1124	525
较调整前 EBIT 提高	162.1%	25.1%	34.5%	185.2%	9.7%
较调整后 EBIT 提高	22.3%	16.1%	12.0%	144.3%	21.3%
Margin					
调整前 EBIT	5.0%	9.0%	14.2%	3.5%	11.8%
调整后 EBIT	10.6%	9.7%	17.1%	4.1%	10.7%
理想状态下的 EBIT	13.0%	11.3%	19.2%	9.9%	13.0%

资料来源：各公司财报，光大证券研究所测算

6、投资建议及重点公司展望

6.1、投资建议

整体而言，我们延续中期策略报告《重估龙头新时代》对于食品饮料行业中长期的投资主线判断，食品饮料主要行业从增量市场下的“蛋糕做大”过程逐渐转变为存量市场下“划分蛋糕”的过程中，食品饮料行业中长期的投资主线都会是龙头的集中度提升红利。

具体到细分行业，白酒“景气平稳回落、分化加剧”的基调判断不变，龙头的稳健增长能力更强；同时长周期的估值中枢有望继续抬升，对于像茅台这样的白酒龙头，应该弱化周期性思维，对标海外龙头给予稳定的消费品龙头估值水平。重点推荐高端白酒品牌**贵州茅台**、**五粮液**、**泸州老窖**；关注增长势能良好的区域龙头品牌**古井贡酒**、**今世缘**等、布局**洋河股份**基本面底部。

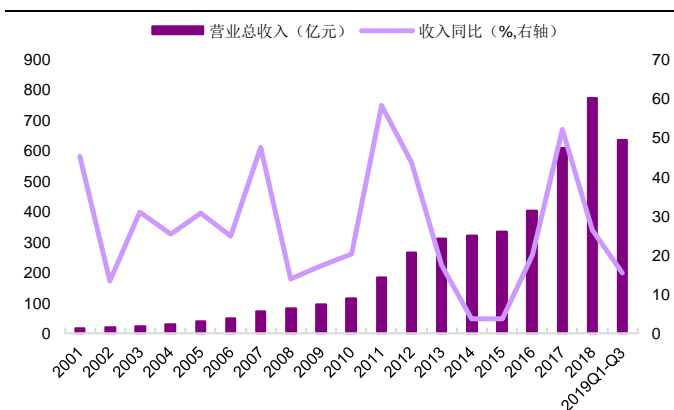
大众消费品方面，1) 确定性溢价趋势不变，调味品龙头**海天味业**为中长期配置品种，**绝味食品**的稳健成长能力仍有预期认知差，乳制品行业的竞争格局不影响龙头份额的提升，**伊利股份**的配置价值显著；啤酒行业的盈利能力复苏长周期继续兑现。2) 重视细分行业龙头在治理优化之后的基本面环比改善所带来的双击行情，重点推荐转型为民企体制之后、改革步入深水区的**中炬高新**；改革红利持续释放的**洽洽食品**以及积极应对短期增长瓶颈、进行渠道裂变的**涪陵榨菜**等。

6.2、重点公司之白酒

6.2.1、贵州茅台（600519.SH）

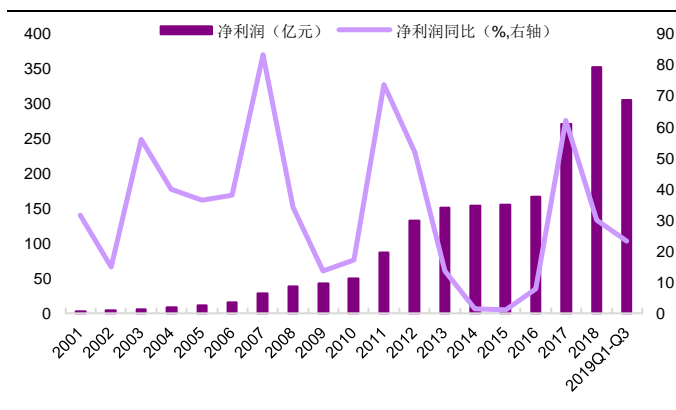
收入增长稳健，全年目标有序推进：2019年茅台继续展现出稳健增长能力，根据已经披露的三季报，2019Q1-Q3茅台实现营业收入609.35亿元，同比增长16.64%，完成年初制定的14%增长目标已经压力不大；实现归属母公司净利润304.55亿元，同比增长23.13%，销售净利率继续稳步提升。

图 106：贵州茅台上市以来的收入增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 107：贵州茅台上市以来的净利润增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

直营渠道全面放量需耐心，全年供应维持偏紧状态：2019 年为茅台的渠道建设破局之年，虽然报表增速略有放缓，但是销售渠道的完善有助于维护长期的量价平衡，符合中长期的发展战略。公司计划将 2018 年所回收的违规经销商配额将通过直营渠道的搭建释放到市场。由于直营渠道的完善需稳步推进，为了保证茅台的正常供应，茅台通过常规经销商渠道的计划量提前执行来保证茅台的正常供应，整体的供应偏紧格局仍未完全改变，2019 年前三季度的收入增速符合年初以来制定的经营节奏。

表 18：茅台直营渠道的公开招标进度

项目名称	项目内容	服务期限	最终入围商
贵州茅台酒首批全国商超、卖场公开招商	飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒（带杯）400 吨，拟选择 3 家服务商，每家服务商的供货量按照综合排名先后顺序分别为 150 吨、130 吨、120 吨	合同签订之日起至 2019 年 12 月 31 日，后期合同根据实际履约情况另行确定	华润万家有限公司 康成投资（中国）有限公司 物美科技集团有限公司
贵州茅台酒首批贵州本地商超、卖场公开招商	飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒（带杯）200 吨，拟选择 3 家服务商，按照综合排名先后顺序分别为 80 吨、70 吨、50 吨	合同签订之日起至 2019 年 12 月 31 日，后期合同根据实际履约情况另行确定	贵阳星力百货集团有限公司 贵州华联综合超市有限公司 贵州合力购物有限责任公司
贵州茅台酒全国综合类电商公开招商	飞天 53%vol 500ml 贵州茅台酒（带杯）400 吨，拟选择 3 家服务商，服务商供货量按照综合排名先后顺序分别为 170 吨、130 吨、100 吨	合同签订之日起至 2019 年 12 月 31 日，后期合同根据实际履约情况另行确定	浙江天猫技术有限公司 苏宁易购集团股份有限公司

资料来源：贵州省招标投标公共服务平台，光大证券研究所

中长期成长逻辑清晰，明年报表增长仍具确定性：茅台的中长期成长逻辑清晰，强大的品牌护城河带来茅台无可比拟的“量”+“价”的长期稳定提升空间。当前飞天茅台的一批价格在 2300 元左右，相较于 969 元的出厂价、渠道的加价率水平在 137%左右，已经达到了近十年来提高出厂价落地之前的最大渠道价差，具备提高出厂价的客观基础。假设不提高出厂价，经历了一年的直营渠道建设之后，2018 年取缔的违规经销商配额有望在 2020 年通过直营渠道充分释放，直营渠道占比提升带来的产品出厂均价将会间接提高中高个位数左右，2020 年的报表稳健增长依旧确定。

盈利预测与投资建议：我们维持盈利预测，预计贵州茅台 2019/2020/2021 年实现归母净利润 421.46/500.98/591.82 亿元，分别同比增长 19.72%/18.87%/18.13%；对应 EPS 分别为 33.55/39.88/47.11 元，当前股价对应 2019/2020/2021 年的 PE 分别为 30x/30x/26x，维持“买入”评级。

风险提示：经济环境波动影响高端白酒需求；直营渠道扩建速度不达预期；食品安全事件等。

表 19：贵州茅台财务数据和估值分析

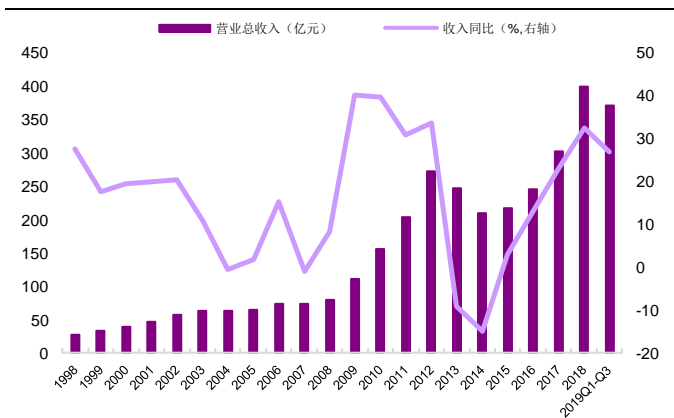
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	58,218	73,639	85,589	99,423	115,123
营业收入增长率	49.81%	26.49%	16.23%	16.16%	15.79%
净利润（百万元）	27,079	35,204	42,146	50,098	59,182
净利润增长率	61.97%	30.00%	19.72%	18.87%	18.13%
EPS（元）	21.56	28.02	33.55	39.88	47.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.61%	31.20%	31.01%	30.48%	29.99%
P/E	56	43	36	30	26
P/B	16.6	13.5	11.2	9.3	7.7

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

6.2.2、五粮液（000858.SZ）

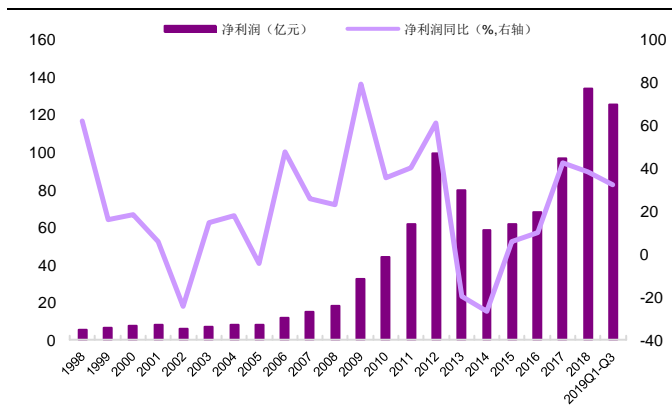
普五量价齐升，2019年不负众望：2019年五粮液在产品体系、渠道结构等方面进行了大刀阔斧的改革，普五顺利实现量价齐升，全年收入增长速度和数量兼备。根据已经披露的三季报，2019Q1-Q3 五粮液营业收入同比增长 26.84%，预收账款环比继续高增；归属母公司净利润同比增长 32.12%，普五的出厂价格提升推动盈利水平继续改善。

图 108：五粮液上市以来的收入增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 109：五粮液上市以来的净利润增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

新普五控盘分利，渠道体系重构：第八代普五在推广过程中严格执行“控盘分利”的核心销售策略，通过控盘分利，厂商可以掌握实现对终端消费者的掌控，保证各环节利润体系。为了能够保证控盘分利政策的执行，五粮液无论是在新普五的产品包装还是在营销人员的配备和营销政策的支持上都做了重要的改进。1) 在产品包装上，新普五在酒箱、酒盒、瓶盖处多码关联、整体绑定，利于层层扫码，实施控盘分利；2) 在营销层级上，今年五粮液取消其他营销中心，成立 21 个战区 60 个基地市场，渠道架构更加扁平化、更接近市场；3) 在销售人员的配备上，专职访销人员增加至 500 人，加强核心终端的日常维护，保障控盘分利落地执行。

客观看待批价波动，2020年报表增长仍确定：2019年上半年茅台的供应相对偏紧，同时春节旺季良好的动销表现为全年量增目标的完成奠定基础。春糖之后，五粮液同时通过发货节奏的控制以及渠道体系等基础建设的维护，逐步实现了批价的上挺，在2019年中秋节前达到970-980元的阶段性高点。虽然中秋旺季之后，在中秋放量以及近期春节集中打款的压力下，批价回落到900-910元，但是我们认为继续下行的压力相对有限，若春节动销正常，节后批价有望逐步回暖。

在出厂价和一批价格顺利上挺之后，2020年的报表增长依旧确定。从七代普五到珍藏版五粮液和八代普五的升级换代后，出厂价格从789元逐步提高到859元和889元，按照七代普五/珍藏版普五/八代普五的全年计划量占比情况，2019年的平均发货价格在830元左右。而2020年的出厂价格均为889元，同比提高约7%。即使明年的量增预期稍微谨慎，明年的报表稳健收入和利润增速仍有较强的确定性。

盈利预测与投资建议：我们维持盈利预测，预计五粮液2019/2020/2021年实现营业收入507.60/591.61/678.36亿元，分别同比增长

26.80%/16.55%/14.66%；归母净利润 176.39/216.44/256.60 亿元，同比增长 31.79%/22.71%/18.55%；对应 EPS 分别为 4.54/5.58/6.61 元，当前股价对应 2019/2020/2021 年 PE 分别为 29x/24x/20x，维持“买入”评级。

风险提示：经济环境波动影响高端白酒需求；普五价格上挺力度不达预期；食品安全事件等。

表 20：五粮液财务数据和估值分析

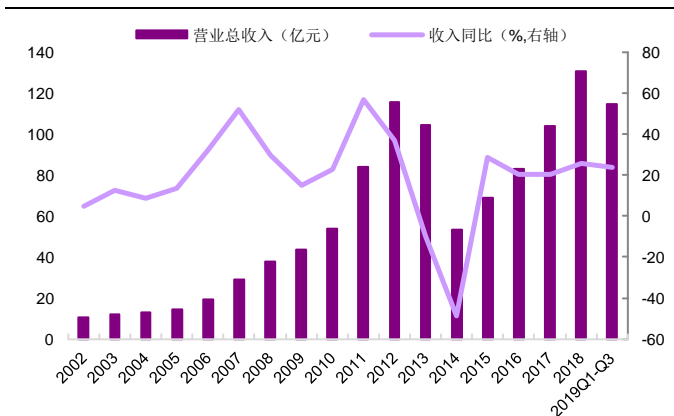
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	30,187	40,030	50,760	59,161	67,836
营业收入增长率	22.99%	32.61%	26.80%	16.55%	14.66%
净利润（百万元）	9,674	13,384	17,639	21,644	25,660
净利润增长率	42.58%	38.36%	31.79%	22.71%	18.55%
EPS（元）	2.49	3.45	4.54	5.58	6.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.14%	21.08%	23.67%	24.71%	24.96%
P/E	53	38	29	24	20
P/B	9.6	8.0	6.8	5.8	5.0

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

6.2.3、泸州老窖（000568.SZ）

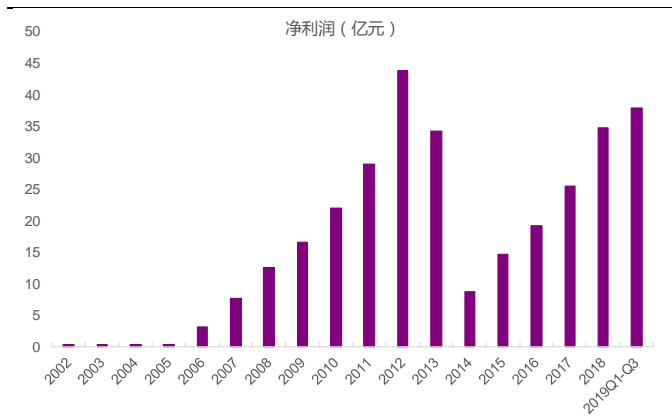
国窖 1573 量价齐升，全年收入增长稳健：受益于飞天茅台和五粮液的批价上行，2019 年高端白酒系列国窖 1573 实现量价齐升，成为收入和利润增长的最核心驱动因素。中档酒方面，2019 年特曲老字号处于第十代新版产品的更新换代阶段，前三季度以控货挺价为主，目前第十代产品已经于 11 月份正式上市。根据已经披露的三季报，泸州老窖 2019Q1-Q3 实现营业收入 114.74 亿元，同比增长 23.9%；实现归属母公司净利润 37.95 亿元，同比增长 37.96%。

图 110：泸州老窖上市以来的收入增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 111：泸州老窖上市以来的净利润表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

国窖 1573 延续挺价战略，春节旺季良性回款可期：2019 年前三季度国窖 1573 的销售口径回款已经顺利完成年初制定的百亿目标，在顺利完成增长目标的情况下，10 月底国窖公司继续挺价战略。10 月底国窖专营公司发布提价通知，从 2019 年 11 月到 2020 年 1 月，每个月 10 日 52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格上调 20 元/瓶。国窖 1573 的价格继续上调既符合公司的品牌复兴战略，又能在四季度开启的春节旺季打款周期加速经销商回款。中秋旺季之后国窖 1573 的一批价格稳定在 780 元左右，经销商库存良性，为春节打款奠定良好基础。

虽然国窖 1573 的持续挺价战略的核心意图之一在于在春节旺季来临之前能够加速经销商的回款，后续可能通过费用及其他形式返还给经销商和终端，但是国窖 1573 的出厂价上调同样有助于保证老窖明年的报表稳健收入增长。价格方面，2019 年以来国窖 1573 的出厂价从 740 元逐步上调到 790 元（8 月 20 日以后的计划外价格为 820 元），考虑到 2019 年 11 月到 2020 年 1 月连续三个月的提价行为，我们预计理论情况下 2020 年国窖 1573 的均价提升在双位数左右，在相对谨慎的量增预期下，明年的报表增长同样具备确定性。

表 21：国窖 1573 今年以来的挺价战略

时间	量价策略
2019/1/8	即日起，52 度国窖 1573 酒行建议供价 810 元/瓶，团购建议价 880 元/瓶，零售建议价 1099 元/瓶。同时鉴于国窖 1573 产能呈现饱和，2019 年 1 月 52 度国窖经典装产品配额减 20%
2019/7/18	即日起，调整 43 度国窖 1573（500ml）终端供价至 740 元/瓶，建议团购价至 859 元/瓶，建议零售价至 1019 元/瓶；调整 43 度国窖 1573（600ml）终端供价至 860 元/瓶，建议团购价至 919 元/瓶，建议零售价至 1099 元/瓶；调整 46 度国窖 1573（500ml）终端供价至 760 元/瓶，建议团购价至 899 元/瓶，建议零售价至 1059 元/瓶
2019/8/2	即日起，52 度/38 度国窖 1573 计划外价格均提升 30 元/瓶，建议团购价分别为 919 元/680 元，终端建议零售价分别为 1099 元/799 元。同时，2019 年 8-9 月，52 及 38 度国窖经典装产品配额扣减 30%
2019/10/29	即日起，52 度国窖 1573 计划外配额价格上调 20 元/瓶，团购建议价调整为 980 元/瓶；11 月 10 日起，52 度国窖 1573 计划内配额价格上调 20 元/瓶。近期公司将对 52 度国窖 1573 计划内配额价格按月度调整，12 月月 10 日及 2020 年 1 月 10 日价格体系将另行通知

资料来源：微酒，光大证券研究所

盈利预测与投资建议：我们维持盈利预测，预计泸州老窖 2019/2020/2021 年营业收入分别为 161.12/189.13/216.10 亿元，同比增长 23.41%/17.38%/14.26%；归母净利润分别为 46.92/59.27/72.83 亿元，同比增长 34.60%/26.34%/22.88%；对应 EPS 分别为 3.20/4.05/4.97 元，当前股价对应 PE 分别为 27x/21x/17x，维持“买入”评级。

风险提示：经济环境波动影响高端白酒需求；国窖 1573 销售不达预期；食品安全事件等。

表 22：泸州老窖财务数据和估值分析

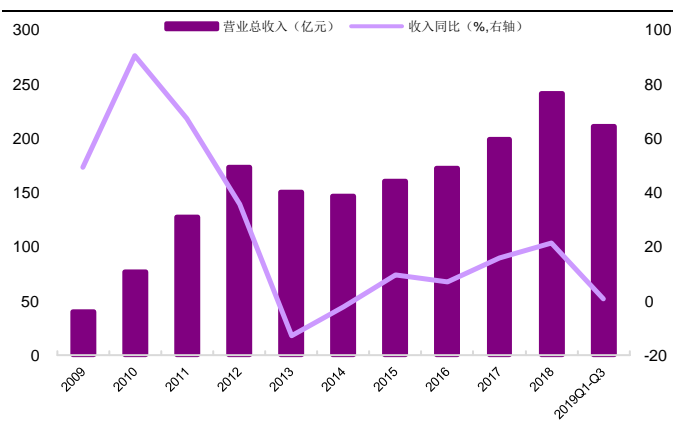
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,395	13,055	16,112	18,913	21,610
营业收入增长率	25.18%	25.60%	23.41%	17.38%	14.26%
净利润（百万元）	2,558	3,486	4,692	5,927	7,283
净利润增长率	32.69%	36.27%	34.60%	26.34%	22.88%
EPS（元）	1.75	2.38	3.20	4.05	4.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.86%	20.55%	24.20%	26.64%	28.38%
P/E	49	36	27	21	17
P/B	8.3	7.4	6.5	5.7	4.9

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

6.2.4、洋河股份（002304.SZ）

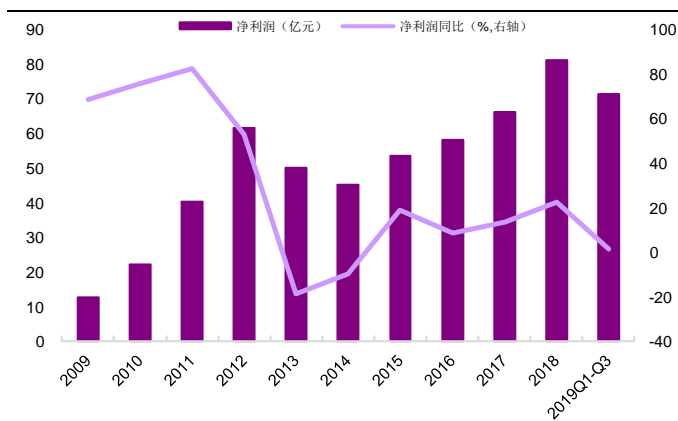
正视省内发展问题，全面控货影响报表增速：洋河股份发布 2019 年三季报，2019 前三季度公司实现营业总收入 210.98 亿元，同比增长 0.63%；实现归属母公司净利润 71.46 亿元，同比增长 1.53%。其中 2019Q3 实现营业总收入 50.99 亿元，同比下降 20.61%；实现归属母公司净利润 15.65 亿元，同比下降 23.07%。

图 112：洋河股份上市以来的收入增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 113：洋河股份上市以来的净利润增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

多方面调整静待雨过天晴：2019 年二季度以来，洋河股份省内市场出现了库存积压、厂商关系受损以及经销商利润压缩显著等问题。针对这些问题，厂方已经做出的针对性的措施，并邀请曾经带领洋河蓝色经典成长为全国化系列品牌的刘化霜再次出山，担任公司副总裁一职，致力于梳理公司现有矛盾，让洋河整理行装再出发。2019 年 10 月 30 日，公司发布公告，计划以自有资金 10-15 亿元回购公司股份，回购价格不超过 135 元/股，回购股份将用于对公司核心员工实施股权激励，将有效调动公司骨干积极性，有利于公司的长远发展。

表 23：2019 年二季度以来洋河股份针对现有问题的改革措施

要素	现有问题	改革措施
产品	蓝色经典系列推出已久，审美疲劳在所难免；海之蓝价格倒挂问题突出	产品方面推出梦 6+，力图实现产品结构再升级；调节各地费用投放，以维系价格体系的稳定
厂商关系	原有厂家销售人员流动速度快，1 年内的考核期仅关注新增经销商数量	取缔缺乏销售能力的团购经销商，维系厂商关系，在经销商混乱的区域，变成一个地方有一个大商结合中小型经销商的模式。
库存	库存积压	战略性放弃中秋国庆旺季，积极消化渠道库存

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

边际改善已经显现，布局基本面和预期底部：作为白酒行业改制成功的标杆性企业，洋河有着良好的治理结构和改革基因。经过近半年的系统性调整之后，目前渠道的整体库存水平已经接近合理水平，省内外的蓝色经典系列海之蓝/天之蓝/梦之蓝的价格也出现了一定程度的回升。我们依然看好公司的调整决心以及调整之后公司的中长期稳健增长能力。

盈利预测与投资建议：我们维持盈利预测，预计洋河股份 2019/2020/2021 年实现营业收入 249.68/275.04/304.07 亿元，分别同比增长 3.34%/10.16%/10.55%；归母净利润 83.54/94.74/109.05 亿元，同比增长 2.94%/13.40%/15.11%；对应 EPS 分别为 5.54/6.29/7.24 元，当前股价对应 2019/2020/2021 年 PE 分别为 19x/17x/15x。。洋河当前的估值水平明显低于行业平均水平，维持“买入”评级。

风险提示：经济环境波动影响高端白酒需求；省内竞争格局恶化；食品安全事件等。

表 24：洋河股份财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19,918	24,160	24,968	27,504	30,407
营业收入增长率	15.92%	21.30%	3.34%	10.16%	10.55%
净利润（百万元）	6,627	8,115	8,354	9,474	10,905
净利润增长率	13.73%	22.45%	2.94%	13.40%	15.11%
EPS（元）	4.40	5.39	5.54	6.29	7.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.45%	24.12%	22.47%	22.75%	23.27%
P/E	23	19	19	17	15
P/B	5.1	4.5	0.0	3.8	3.4

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

6.2.5、今世缘（603369.SH）

尽享次高端扩容红利，高速增长进行时。2016 年开始，受益于省内消费升级，江苏省白酒消费核心价格带提升至 300 元以上。目前省内次高端白酒销售额约占全省的 37%，是省内 4 大白酒价格带中的份额之最。国缘系列自 2004 年上市起即定价超过 300 元，尽享省内次高端白酒扩容红利，推动公司近两年业绩的高速增长。在过去的 2016-2018 年间，公司特 A+及以上产品（出厂价在 300 元/瓶以上）收入同比增速分别达 20.9%/38.3%/42.7%，复合年均增速超 40%。截至 2019 年三季度，今世缘前三季度营收实现同比增长 30.1%，单季营收同比增长 32.3%的好成绩，分别位居 17 家白酒上市公司中的第二和第三名，业绩表现亮眼。

酱香新品卡位清晰，入局高端提升产品格局。2019 年 8 月，造势已久的国缘系列清雅酱香型白酒 V9 正式问世。该产品定价 2000 元以上，带领创牌达 15 年的国缘系列直接入局白酒的“头部竞争”中，开启公司品牌建设的新征程。虽然目前 V9 供应放量有限，但仍身肩提升品牌形象的重任。

省外渠道布局加快，山东市场明年破亿可期。2019 年以来公司坚持在省外拓展有质有量的经销商，前三季度净增加 109 家经销商。在省内厂商“1+1”深度协作的良好口碑传导下，省外多地市场也出现经销商主动前来寻求合作的景象。2019 年年初，公司将原先“2+5+N”的省外区域规划改为“1+2+4+N”，重申山东市场的战略高位。截至 2019 年三季度末，山东市场营收已实现翻番，预计明年超越上海市场，成为省外第一个破亿市场。

关键假设：

(1) 特 A 类及以上系列产品，受益于省内白酒消费升级，次高端市场迅速扩容，此类别系列产品收入占比提升较快，同时省外市场国缘系列逐步成为主导产品系列，因此我们预计特 A 类及以上产品整体规模将继续保持高速增长，我们预测公司特 A+类产品 2019/2020/2021 年收入增速分别为 42%/35%/23%，特 A 类产品 2019/2020/2021 年收入增速分别为 21%/20%/18%

(2) A 类及以下系列产品，由于公司目前聚焦次高端价格带，因此预计公司将对单瓶出厂价低于 100 元的酒类产品进行精简，因此我们预测 A 类及 B 类产品维持两位数以内或者个位数的增长，而 C 类及 D 类产品将会出现小幅下滑。我们预测公司 A 类产品 2019/2020/2021 年收入增速分别为 20%/19%/18%，B 类产品 2019/2020/2021 年收入增速分别为 6%/5%/4%，

C 类产品 2019/2020/2021 年收入增速分别为 -2%/-2%/-3%，D 类产品 2019/2020/2021 年收入增速分别为 -5%/-4%/-3%。

(3) 其他业务收入，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 9%/8%/8%。

(4) 毛利率和费用率，考虑到国缘系列在省内外持续高增，公司产品结构优化推动公司的毛利率不断提升，我们预测公司 2019/2020/2021 分别为 72.89%/73.87%/74.88%。费用率方面，由于公司近两年既需要在省内直面激烈的次高端白酒竞争而加大费用投入，又需要在省外加快布局，故预计费用率有所提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 15.68%/15.50%/15.70%；我们预测公司 2019/2020/2021 年管理费用率分别为 4.63%/5.00%/4.90%。

表 25：今世缘的业务分拆预测

业务项目 (单位, 亿元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
白酒业务	29.19	36.99	48.06	61.05	73.32
特 A+ 类	12.93	18.45	26.20	35.37	43.50
yoy	38.29%	42.69%	42.00%	35.00%	23.00%
特 A 类	10.48	12.63	15.28	18.34	21.64
yoy	9.97%	20.52%	21.00%	20.00%	18.00%
A 类	2.56	3.08	3.70	4.40	5.19
yoy	-1.92%	20.31%	20.00%	19.00%	18.00%
B 类	1.59	1.65	1.75	1.84	1.91
yoy	-16.32%	3.77%	6.00%	5.00%	4.00%
C 类	1.52	1.08	1.06	1.04	1.01
yoy	-12.64%	-28.95%	-2.00%	-2.00%	-3.00%
D 类	0.11	0.08	0.08	0.07	0.07
yoy	-15.38%	-27.27%	-5.00%	-4.00%	-3.00%
其他业务	0.14	0.17	0.19	0.20	0.22
yoy	9.45%	24.46%	9.00%	8.00%	8.00%
毛利率	70.95%	71.76%	72.89%	73.87%	74.88%
销售费用率	18.29%	14.51%	15.68%	15.50%	15.70%
管理费用率	7.57%	6.62%	4.63%	5.00%	4.90%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测与投资建议。我们预测今世缘2019/2020/2021年实现营业收入48.19/61.17/73.44亿元，分别同比增长28.97%/26.96%/20.05%；归母净利润14.38/17.31/20.76亿元，同比增长25.00%/20.37%/19.91%；对应EPS分别为1.15/1.38/1.65元，当前股价对应2019/2020/2021年PE分别为27x/22x/19x。

产品方面，2016年开始的消费升级驱动下，江苏省内次高端白酒扩容速度加快，公司国缘系列因此受益步入高速成长期，销售额占比显著提升；新品V9入局行业“头部竞争”开启公司品牌建设的新征程。渠道方面，公司于省内设置77个办事处，深入各县市，精耕细作；在省外分别于2018年和2019年牵手优质大商平台，同时重申山东市场战略地位，明年有望成为省外第一个破亿市场，参考可比公司的估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济环境波动对白酒需求影响较大；省内竞争格局恶化；食品安全事件等。

表 26: 今世缘财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,952	3,736	4,819	6,117	7,344
营业收入增长率	15.57%	26.55%	28.97%	26.96%	20.05%
净利润 (百万元)	896	1,151	1,438	1,731	2,076
净利润增长率	18.79%	28.45%	25.00%	20.37%	19.91%
EPS (元)	0.71	0.92	1.15	1.38	1.66
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.02%	18.88%	20.21%	20.78%	21.22%
P/E	43	34	27	22	19
P/B	7.4	6.3	5.5	4.7	4.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 27 日

表 27: 今世缘与行业可比公司估值对比

股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				18-21 cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
002304.SZ	洋河股份	99.90	5.39	5.54	6.29	7.24	19	19	17	15	10%	1.84
600809.SH	山西汾酒	93.57	1.69	1.57	1.97	3.42	43	42	33	27	26%	1.25
600779.SH	水井坊	57.70	1.19	4.45	5.57	2.40	38	37	29	24	26%	1.12
000596.SZ	古井贡酒	111.69	3.37	1.15	1.45	6.81	28	25	20	16	26%	0.78
603589.SH	口子窖	54.57	2.55	0.87	1.15	4.09	20	18	15	13	17%	0.95
000799.SZ	酒鬼酒	38.24	0.69	1.25	1.64	1.44	53	44	33	27	28%	1.59
平均值							33	30	24	20		1.22
603369.SH	今世缘	30.84	0.92	1.15	1.38	1.66	34	27	22	19	21%	1.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 其中洋河股份 EPS 为光大证券研究所预测; 其余 EPS 取 wind 一致盈利预期; 股价时间为 2019 年 11 月 27 日

6.3、重点公司之大众消费品

6.3.1、伊利股份 (600887.SH)

公司 2019 年前三季度实现营业收入 685.2 亿元, 同比增长 12.6%; 19Q3 实现营业收入 235.5 亿元, 同比增长 10.8%, 符合预期。前三季度实现归母净利润 56.3 亿元, 同比增长 11.6%, 净利润率 8.2% (-0.03pct)。扣非归母净利润 52.6 亿元, 同比增长 12.3%, 扣非净利率 7.7% (0.02pct)。其中 19Q3 实现归母净利润 18.5 亿元, 同比增长 15.5%。19Q3 扣非归母净利润同比增长 19.6%, 超过我们预期。

常温奶业务优势扩大, 结构优化持续进行, 同时新兴领域前瞻布局。伊利在传统品类上均已成熟布局, 通过大单品带动销售增长, 持续快于行业整体增速。19 年前三季度公司的核心产品金典/安慕希/金领冠 (1-8 月) 销售增速分别为 17.8%/17.0%/28.6%, 带动公司常温/低温/奶粉 (1-8 月) 市占率分别+2/-1/+0.6pct。伊利持续推动产品结构高端化, 于今年 9 月上市金典梦幻盖包装, 同时提升蛋白质含量。目前伊利有机品类占比约 10-15%, 未来将进一步提升。此外, 伊利在新兴领域进行储备, 主要发力植物蛋白饮料、奶酪及巴氏奶等领域, 并着力开拓临近的海外市场。2018 年, 伊利增加了健康饮品及奶酪事业部, 目前健康饮品事业部已基本完成内外部体系搭建, 明年将升级整合项下品牌推出新品; 奶酪版块于今年上市儿童奶酪进入 2C 渠道, 未来将通过 Westland 开发 2B 业务。

嵌入式服务锁定上游原奶供应，渠道网络纵深加强终端掌控力。伊利与国内大型原奶供应商连结紧密，通过资本或技术合作建立利益共同体。公司通过持股方式获得优然牧业、赛科星原奶，通过战略合作方式取得辉山、中地的原奶，今年8月亦完成收购新西兰 Westland 100% 股权，全球化布局的稳定奶源供给可支撑伊利业务的持续发展。另一方面，伊利通过小经销商及直控网点等形式加强对终端掌控。2018年，公司线下液奶终端网点数达到175万家（23.2% YoY），常温液态类乳品的渗透率为82.3%（+2.2pct），直控村级网点近60.8万家（14.7% YoY）。通过对经销商的细致管理促进终端产品动销，针对经销商进行备货指导及费用支持（返利、买赠、新鲜度等），在推广新品和重点产品方面展现高效率，过去公司在核心产品的成功打造上亦验证其强大的渠道推广实力。

伊利的员工激励始终到位，短期费用投放奠定发展基础。自06年起，伊利已实施三轮股权激励计划，激励方式涉及限制性股票、员工持股、股票期权等。2019年8月5日，公司亦公布新一轮股权激励计划草案，并于近日完成限制性股票授予登记，长期绑定核心团队。主要由于新部门组建及员工激励带来的薪酬增长，导致年内管理费用率同比有所提升；同时公司亦加大研发投入以支持产品端创新、维护核心技术壁垒。此外，为解决产能限制，公司已投入新建厂房及产线以支持未来销售，预计全年资本开支约100亿。公司对渠道和品类扩展、新业务的探索短期内会对费用投放及资本开支造成一定压力，但为其拓展业务版图奠定了坚实基础。

盈利预测与投资建议：我们看好公司在常温奶领域的绝对优势及持续的高端化努力，产能扩张、新业务布局及员工激励保证其长期增长动力。我们维持公司2019-2021年归母净利润分别为69.6、72.8及83.5亿元，同比增速分别为8.08%、4.65%及14.69%。维持“买入”评级。

风险提示：乳制品需求回落，行业竞争加剧，原材料成本上涨。

表 28：伊利股份财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	68,058	79,553	90,055	100,783	111,053
营业收入增长率	12.29%	16.89%	13.20%	11.91%	10.19%
净利润（百万元）	6,001	6,440	6,960	7,284	8,354
净利润增长率	5.99%	7.31%	8.08%	4.65%	14.69%
EPS（元）	0.98	1.06	1.14	1.19	1.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.90%	23.07%	22.73%	22.05%	23.03%
P/E	30	28	26	25	22
P/B	7.2	6.4	5.9	5.4	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月27日

6.3.2、中炬高新（600872.SH）

公司前三季度实现营业收入35.31亿元，同比+11.57%；实现净利润6.00亿元，同比+11.39%；2019Q3实现营业收入11.38亿，同比+14.93%；实现净利润1.94亿元，同比+18.56%。

品类优势契合消费升级趋势，产能扩展助力冲刺“双百”目标。公司作为南派酱油的代表，致力于通过高鲜酱油来实施品类的差异化竞争策略。随着居民酱油消费价格带的提升，公司在高鲜领域多年积累的品牌效应逐步迈

入收获阶段。在过去 5 年里，美味鲜家庭端市场份额提升幅度位居品牌第一位，2018 年市场份额提升至 4.4%，仅落后于海天 2.8 个 pcts，稳居第二梯队首位。公司 2019 年提出“双百计划”，未来将依托于酱油、蚝油、食用油、鸡精鸡粉等多品类的产能扩建以及外延式发展冲刺“营收过百亿、产销量过百亿”的目标。

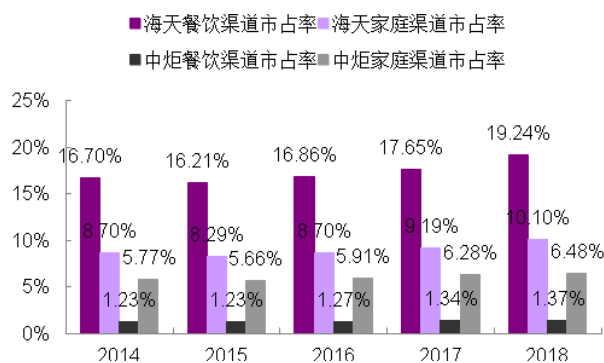
改制完成，长期战略清晰，效率提升值得期待。自 2014 年宝能举牌以来，实控人变更终于在 2018 年 11 月尘埃落定。上市公司历史财务数据证明对于完全竞争性的消费品行业而言，民营体制较国有体制在成本费用管控上优势明显，我们相信这种管理体制带来的公司治理结构的变化终将得到全方位体现。展望来年，随着高层管理人员变动结束，基层销售人员激励机制逐步完善，公司全国化布局有望继续提速。

多管齐下拓宽渠道，全国化布局提速。公司在华南地区的具备较高知名度，在东南沿海的品牌力甚至不输海天，是第二梯队中最有可能实现全国化的企业。截至 2019Q3，经销商数量达到 1009 家，提前完成年度计划目标；另餐饮渠道方面，2019 年开始重点打造餐批旗舰店和流通样板店，且推出性价比高的金标生抽大包装产品主攻餐饮；家庭渠道大力招销售人员 and 经销商，推动区域扩张和渠道下沉。

投资建议：行业增长契合消费升级趋势，公司内部改革落地，短期目标清晰，长期效率提升值得期待。我们维持公司 2019-21 年的 EPS 预测为 0.89/1.10/1.29 元，当前股价对应 PE 为 52x/42x/36x，维持“买入”评级。

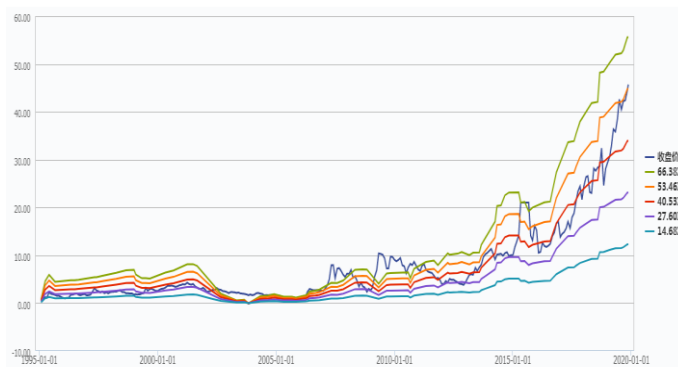
风险提示：行业竞争加剧，原材料成本上涨，食品安全。

图 114：海天/中炬餐饮家庭渠道占有率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 115：中炬高新 PE Band



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到 2019/12/2）

表 29：中炬高新财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,609	4,166	4,695	5,387	6,171
营业收入增长率	14.29%	15.43%	12.67%	14.75%	14.55%
净利润（百万元）	453	607	711	879	1,027
净利润增长率	25.08%	34.01%	17.09%	23.55%	16.86%
EPS（元）	0.57	0.76	0.89	1.10	1.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.43%	16.85%	17.21%	18.38%	18.58%
P/E	82	61	52	42	36
P/B	11.1	9.7	8.4	7.3	6.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 2 日

6.3.3、绝味食品（603517.SH）

公司 2019Q1-Q3 实现营业收入 38.86 亿元，同比+18.98%；实现净利润 6.07 亿元，同比+26.2%；其中 2019Q3 实现营业收入 13.96 亿，同比+18.2%；实现净利润 2.15 亿元，同比+26.3%。

卤制品龙头快速崛起，绝味展店空间可观。从行业增速看，休闲卤制品是休闲食品行业中增速最高的子品类。至 2019 年，鸭脖零售规模预计达到六百亿，休闲卤制品市场规模在 2300 亿左右。从行业渗透率来看，根据我们的测算，全国有接近 10 万家鸭脖门店，其中绝味正牌门店 1 万多家，市场占有率仅 10%左右。考虑绝味食品对夫妻老婆店的替代，其可供扩张的空间依然可观。

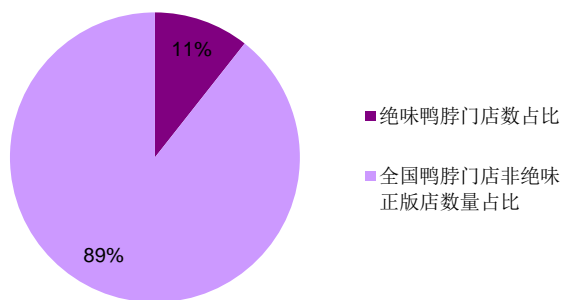
短期集中提升管理效率，巩固行业龙头地位。（1）今年前三季度绝味营收增速达 18.98%，增长超预期。在门店扩张加快的背景下，为进一步优化管理效率，公司明年将以降本增效为主要管理目标，我们预计 2020 年公司净利润增速有望继续高于收入增速的发展。（2）今年行业成本压力明显，但受益于规模效应和冻品储备，公司成本压力可控。与此同时，随着夫妻老婆店由于成本压力加速退出市场，公司份额集中的趋势正在强化。

供应链价值逐渐体现。（1）公司具备当天订货、当天生产、当天分拣、当天配送的供应链能力，能够最大程度地保证产品的新鲜程度，不仅有助于产品的动销同时能最大限度的降低食品安全问题发生的可能性，这是支撑绝味中长期门店扩张的核心能力。（2）目前绝味已通过网聚直接投资和府捞面、幸福西饼、餐北斗等企业，并且与饿了么成立绝了基金，专注连锁餐饮行业内的投资，借助其管理能力为被投资企业赋能。通过共仓共配体系，绝味可以利用不同品牌之间的组合进行调配，提高供应链营运效率，形成横向及纵向产业整合，产业协同具有想象空间。

投资建议：休闲卤制品行业增长迅速，绝味门店可供扩张空间依然可观，管理效率提升及供应链优势益于绝味加速成长。绝味的护城河正在进一步拓宽。维持公司 2019-21 年的盈利预测至 8.04/9.85/11.57 亿元，分别同比增长 25.52%/22.47%/17.45%，对应 EPS 分别为 1.40/1.72/2.02 元，当前股价对应 PE 分别为 33x/27x/23x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本上涨，食品安全。

图 116: 绝味鸭脖门店拓展空间较大



资料来源: 美团点评, 光大证券研究所

图 117: 绝味食品 PE Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (数据截止到 2019/12/2)

表 30: 绝味食品财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,850	4,368	5,137	5,836	6,585
营业收入增长率	17.59%	13.45%	17.60%	13.62%	12.82%
净利润 (百万元)	502	641	804	985	1,157
净利润增长率	31.93%	27.69%	25.54%	22.50%	17.47%
EPS (元)	0.87	1.12	1.40	1.72	2.02
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.51%	21.18%	22.47%	23.21%	23.10%
P/E	52	40	32	26	22
P/B	9.9	8.4	7.1	6.0	5.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 27 日

6.3.4、涪陵榨菜 (002507.SZ)

公司 2019Q1-Q3 实现营业收入 16.04 亿元, 同比+3.83%; 实现净利润 5.18 亿元, 同比-0.96%; 其中 2019Q3 实现营业收入 5.18 亿, 同比+7.64%; 实现净利润 2.03 亿元, 同比-6.78%。

涪陵榨菜具备绝对定价权, 利润空间提升。按 2018 年涪陵榨菜年销量 13 万吨测算, 其市占率达到 35% 左右, 属于典型小行业大公司的竞争格局。2011-2018 年期间, 公司通过直接提价或者缩包装、减克重的间接提价方式, 实现单吨售价年均复合增长 9%, 带动毛利率从 36.5% 上升至 55.7%, 体现出绝对定价权。

品类拓展/产能升级/细化考核为公司持续增长提供动力。(1) 从需求端变化看, 中老年消费人群稳定, 新增年轻消费群体扩大品类拓展空间。在传统榨菜以外, 公司近年加大新品培育力度, 推出瓶装榨菜、脆口系列等高质量产品, 通过品质提升带动价格上涨, 借助完善的营销体系, 深化走量产品和利润型产品相结合的发展路径。(2) 公司在涪陵本地新建产业园区, 在四川眉山、惠通新增原料储备基地, 为其“百亿乌江”的长期目标做下铺垫。(3) 随着网点建设发展, 针对在建网点、重塑渠道、推产品类方面细化关键考核目标, 建立自下而上, 宏观调控的考核体系, 助力公司长期发展。

加大渠道下沉力度, 深挖旺点扩大销售。2019 年公司进一步明确渠道下沉目标, 公司大区从 37 个增加到 67 个。展望未来, 公司将进一步加强

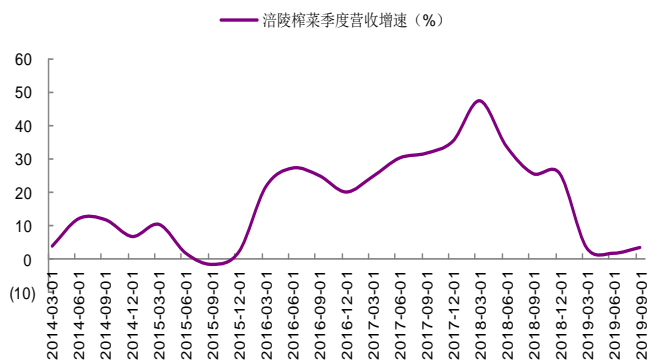
经销商的服务能力，细分渠道管理，从而提升经销商拿货的积极性，鼓励新增空白市场覆盖，有效弥补公司在低线城市渠道布局的欠缺。

成本红利有望延续至明年上半年。2019Q3 开始使用采购价格更低的2019年产青菜头，原材料成本下降红利延续，销售毛利率达59.95%，创有史以来最高水平。从全年来看，原材料继续丰产，完成全年毛利率58%的预算指引目标压力不大展望来年，预计2020年开春后青菜头价格在600-700元/吨，原材料价格相对平稳，公司的成本红利仍有望延续。

投资建议：公司行业地位优势明显，成本红利持续助推，品类拓展及深挖渠道有利于公司长远发展。我们维持公司2019-21年的盈利预测为7.50/8.72/10.14亿元，分别同比增长13.27%/16.30%/16.36%，对应EPS分别为0.95/1.10/1.28元，当前股价对应PE分别为26x/22x/19x。维持“增持”评级。

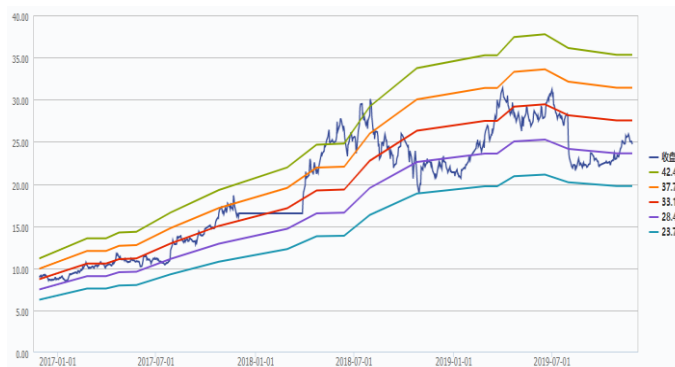
风险提示：行业竞争加剧，原材料成本上涨，食品安全。

图 118：涪陵榨菜季度营收增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 119：涪陵榨菜 PE Band



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截止到2019/12/2）

表 31：涪陵榨菜财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,520	1,914	2,036	2,278	2,533
营业收入增长率	35.64%	25.92%	6.35%	11.91%	11.18%
净利润 (百万元)	414	662	750	872	1,014
净利润增长率	61.00%	59.78%	13.27%	16.30%	16.36%
EPS (元)	0.52	0.84	0.95	1.10	1.28
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.48%	26.78%	24.86%	23.56%	22.56%
P/E	48	30	26	23	19
P/B	9.4	7.3	6.0	4.9	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月27日

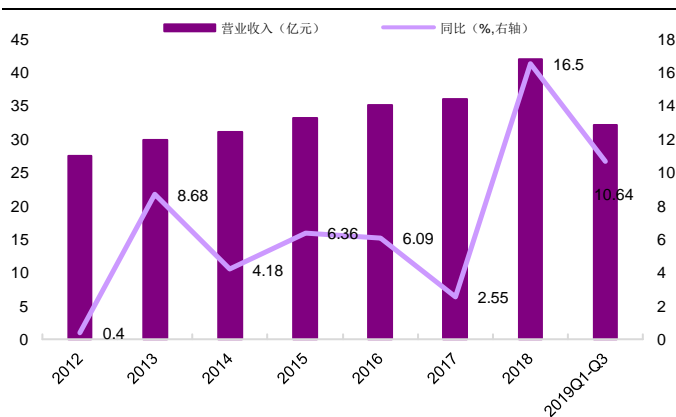
6.3.5、洽洽食品 (002557.SZ)

新品放量+老品回暖，洽洽开启新成长周期：2011-2017年洽洽的收入年均复合增速仅4.7%，其中瓜子收入占比超70%，年均复合增速仅为4.5%；2011-2017年净利润年均复合增速不足7%，利润增速的波动跟原材料成本葵花籽的价格相关性较强。公司未能找到除瓜子之外的第二主业，是典型的

面临增长瓶颈的细分行业龙头。但是 2018 年开始公司的收入和利润端同步改善，收入增速爬升至双位数以上，利润增速保持在 30% 以上的增速。

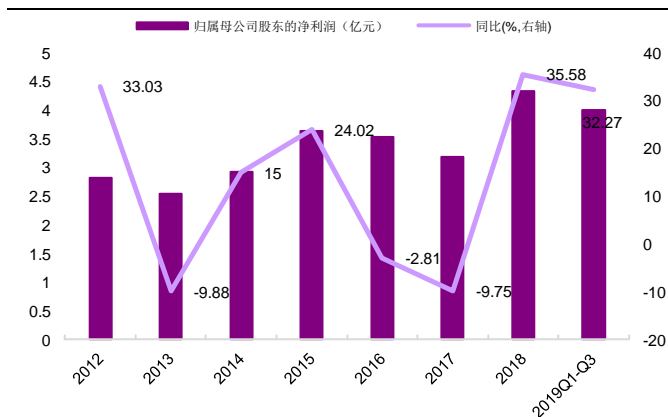
基本面改善的直接驱动因素为：**1) 蓝袋山核桃系列瓜子新品放量+老品量价齐升，瓜子业务焕发新春。**定位于差异化口感和原材料高品质的蓝袋系列于 15 年年底推出，18 年含税收入达到 7 亿左右，19 年仍保持 30% 的增速；同时主力老品瓜子量增企稳，2018 年 7 月对公司香瓜子、原香瓜子等八个品类的产品（收入占比 60% 左右）进行出厂价格调整，提价幅度为 6%-14.5% 不等。**2) 黄袋每日坚果系列快速放量。**混合果仁产品每日坚果符合坚果大类的消费升级方向，公司 17 年下半年推出每日坚果之后市场反馈良好，预计 19 年实现含税销售收入 8-10 亿元。

图 120：2018 年开始洽洽收入端复苏明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 121：2018 年开始洽洽的利润增速同步收入改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

黄袋每日坚果：坚果品类的重要突破口。虽然处于品类红利期的每日坚果市场竞争较为激烈，但洽洽的核心优势明显，能够将线下渠道优势和坚果品类高景气度相结合。一方面，作为生产型企业，公司在原材料品质把控和生产工艺的优化上具备显著优势；另一方面，洽洽的线下渠道优势突出，在品类景气初期就已经完成布局，同时线下经销商帮助开发团购、送礼市场。2019Q3 公司对黄袋每日坚果系列进行了全面的产品包装升级和精准定位优化，分化传媒等楼宇新媒体的品牌建设进一步强化了洽洽在每日坚果大类的品牌形象。

图 122：洽洽每日坚果包装和定位全面升级



资料来源：公司官网，光大证券研究所

中长期战略清晰，改革红利持续释放：2018 年开始借助外部咨询公司的建议、结合公司的发展阶段，公司制定了“聚焦瓜子、夯实主干，将瓜子从中国第一做到稳固的全球第一。同时，把握品类机会，投入资源，用五年时间将每日坚果打造成未来的主干”的清晰五年战略规划。同时董事长在 2015 年业务重心回归后对于公司自上而下的改革调整是基本面改善的最根本因素，改革红利有望持续释放。1) 组织架构上，产品事业部制改革，强化内部评比机制；2) 销售体制上，销售层级扁平化改革，扶持大经销商、；推行战略合作伙伴计划；3) 激励制度上，连续三期股权激励计划绑定核心员工利益。

关键假设

(1) 瓜子业务：对于老品瓜子业务，2018 年受益于产品提价，实现了高个位数的收入增长，在不考虑公司持续提价能力的前提下，老品瓜子能够受益于弱势区域的开拓，我们预计 2019-21 年老品瓜子业务保持中小个位数的量增，我们预计 2019/2020/2021 年收入增速分别为 3%/2%/2%。对于蓝袋山核桃系列，伴随着渠道进一步下沉和 SKU 的逐渐丰富，未来三年仍能实现相对良性的增长，我们预计 2019/2020/2021 年收入增速分别为 27%/23%/20%。因此，我们预计瓜子业务 2019/2020/2021 年合计实现收入 30.4 亿/32.6 亿/35 亿，分别同比增长 8.2%/7.4%/7.3%。

(2) 坚果业务：每日坚果品类符合消费升级的趋势，公司具备竞争优势，能够充分受益于品类红利，预计仍能保持较快的收入增速。我们预测每日坚果 2019/2020/2021 年收入 7.6 亿/10.6 亿/13.8 亿，分别同比增长 90%/40%/30%。

(3) 毛利率和费用率：毛利率方面，在不考虑原材料成本大幅波动的前提下，瓜子业务的毛利率相对平稳，但是考虑到毛利率更高的蓝袋系列收入增速更快，我们预计瓜子业务的整体毛利率保持小幅提升的态势，预计瓜子业务 2019/2020/2021 年毛利率分别为 36.8%/37.7%/38.5%；每日坚果的自动化生产效率和原材料采购成本仍有优化空间，我们判断每日坚果系列的毛利率仍处于提升通道，预计坚果业务 2019/2020/2021 年毛利率分别为 26%/28%/30%；综合来看，预计洽洽 2019/2020/2021 年的综合毛利率分别

为 33.2%/33.9%/34.7%。费用率方面，考虑到每日坚果等新品仍需要持续的品牌建设费用投入，我们预计销售费用率稳中略升，预计 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 13.78%/13.82%/13.85%；公司治理优化显著，预计管理费用率基本平稳，预计 2019/2020/2021 年管理费用率分别为 5.1%/5%/5%。

表 32：洽洽食品的业务分拆预测

项目 (单位, 亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
老品瓜子收入	24.3	24.9	23.4	20.5	22	22.7	23.1	23.6
yoy	3.1%	2.3%	-6.1%	-12.1%	7.1%	3.0%	2.0%	2.0%
蓝袋系列瓜子业务收入			2	4.5	6.1	7.8	9.5	11.4
yoy	1			125.0%	35.6%	27.0%	23.0%	20.0%
黄袋每日坚果收入				1.2	4	7.6	10.6	13.8
yoy			-		233.3%	90%	40%	30%
毛利率	31%	32.5%	31.1%	29.9%	31.2%	33.2%	33.9%	34.7%
销售费用率	13.24%	13.07%	12.83%	13.57%	13.58%	13.78%	13.82%	13.85%
管理费用率	6.53%	6.48%	5.76%	5.83%	5.15%	5.10%	5.00%	5.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测与投资建议：我们预测洽洽食品 2019/2020/2021 年实现营业收入 47.55/53.35/59.65 亿元，分别同比增长 13.3%/12.2%/11.8%；归母净利润 5.57/6.54/7.69 亿元，同比增长 28.7%/17.5%/17.5%；对应 EPS 分别为 1.10/1.29/1.52 元，当前股价对应 2019/2020/2021 年 PE 分别为 30x/25x/21x。公司新品放量叠加老品回暖，开启新成长周期，在 2018 年制定了清晰五年战略规划，我们看好公司在改革红利的持续释放背景下的稳健成长能力，参考可比公司的估值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新品推广不达预期；原材料成本大幅波动；食品安全事件等。

表 33：洽洽食品财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,603	4,197	4,755	5,335	5,965
营业收入增长率	2.55%	16.50%	13.30%	12.18%	11.82%
净利润 (百万元)	319	433	557	654	769
净利润增长率	-9.75%	35.58%	28.65%	17.52%	17.45%
EPS (元)	0.63	0.85	1.10	1.29	1.52
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.42%	13.01%	15.34%	16.53%	17.69%
P/E	52	38	30	25	21
P/B	5.4	5.0	4.5	4.2	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 27 日

表 33：洽洽食品与行业可比公司估值对比

股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (x)				18-21cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
300783.SZ	三只松鼠	56.77	0.84	0.95	1.22	1.54	68	60	47	37	27%	2.22
002847.SZ	盐津铺子	38.29	0.57	0.85	1.23	1.70	67	45	31	23	46%	0.98
002582.SZ	好想你	7.85	0.25	0.32	0.39	0.46	31	25	20	17	23%	1.09
603517.SH	绝味食品	45	1.12	1.40	1.72	2.02	40	32	26	22	22%	1.45
	平均值						52	40	31	25		1.44
002557.SZ	洽洽食品	32.86	0.85	1.10	1.29	1.52	38	30	25	21	21%	1.43

资料来源：Wind，光大证券研究所；其中绝味食品 EPS 为光大证券研究所预测；其余 EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 11 月 27 日

7、风险提示

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切，若未来物价进入持续下行时期，对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高，另一方面成品包装使用的包材成本上升，都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

食品安全问题。如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼