



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2017年投资策略研讨会

证券研究报告 2016年11月21日

厚积薄发，静候曙光

——2017年食品饮料行业投资策略

行业评级：增持

姓名：闫伟（分析师）
邮箱：yanwei@gtjas.com
电话：021-38674873
证书编号：S0880515080002

姓名：区少萍（研究助理）
邮箱：oushaoping@gtjas.com
电话：0755-23976861
证书编号：S0880115040044

姓名：王鹏（研究助理）
邮箱：wangpeng016587@gtjas.com
电话：021-38677799
证书编号：S0880116040020

姓名：赵瑞（研究助理）
邮箱：zhaorui017499@gtjas.com
电话：021-38032034
证书编号：S0880116090111

姓名：胡春霞（分析师）
邮箱：huchunxia@gtjas.com
电话：021-38676186
证书编号：S0880511010015

1、坚守一线白酒价值，关注行业供给侧改革机会

- 茅台供不应求格局明显，批价进入长期提升通道，板块提价、补库存逻辑延续；
- 行业挤压式增长、酒企业绩分化，行业并购将继续加速；
- 关注二三线白酒可能的高弹性机会，如水井坊、沱牌舍得、山西汾酒等。

2、大众品：竞争格局改善、新成长

- 乳品：原奶低位企稳，促销力度减弱下格局有望趋稳；
- 凉茶：加多宝长期高投入下资金压力渐显，竞争天平利好王老吉一方，份额差距有望继续拉大；
- 啤酒：行业持续不景气催生业内并购良机，百威全球范围内收购SAB已完成，国内整合步伐有望加速；
- 速冻食品：龙头份额趋稳，格局改善下有望释放盈利弹性；
- 新成长：零食电商、西王食品、安琪酵母

3、国企改革东风延续，投资价值再现

- 激励制度完善，盈利弹性释放：中炬高新；
- 混合所有制/股权激励改革预期：贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、燕京啤酒、顺鑫农业。

4、投资建议：增持龙头

- 酒类：泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、张裕A、洋河股份；
- 大众品：中炬高新、好想你、白云山、双汇发展、伊利股份。

01

食品饮料市场表现回顾

02

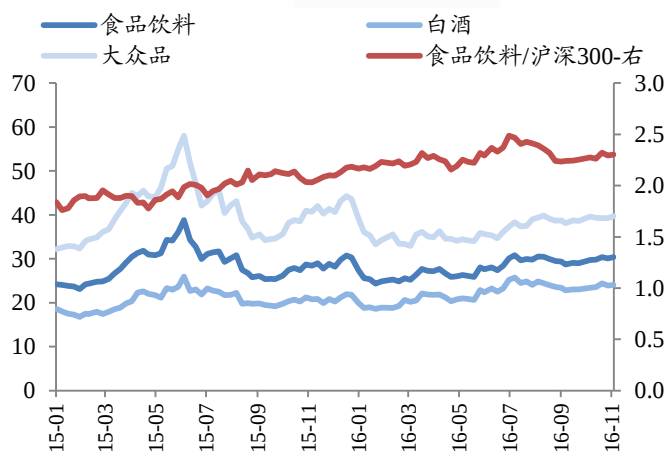
坚守一线白酒价值，关注大众品格局改善机会

03

投资建议

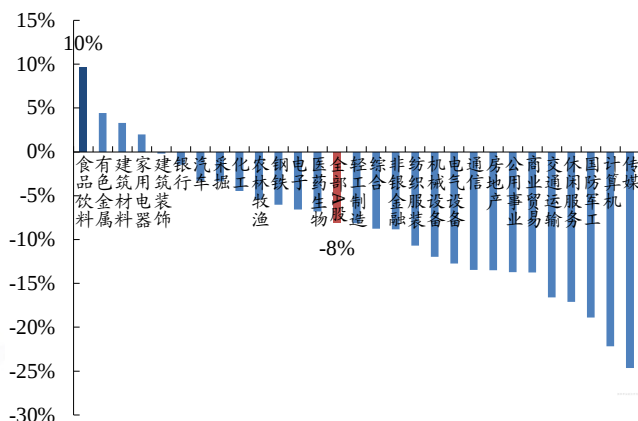
市场回顾：白酒龙头行情带动下食品饮料涨幅居A股前列

近期食品饮料板块估值较为平稳



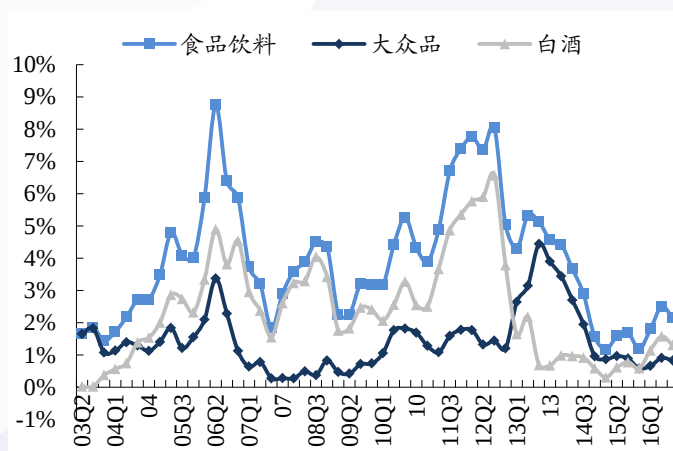
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

年初至今食品饮料板块涨幅居前



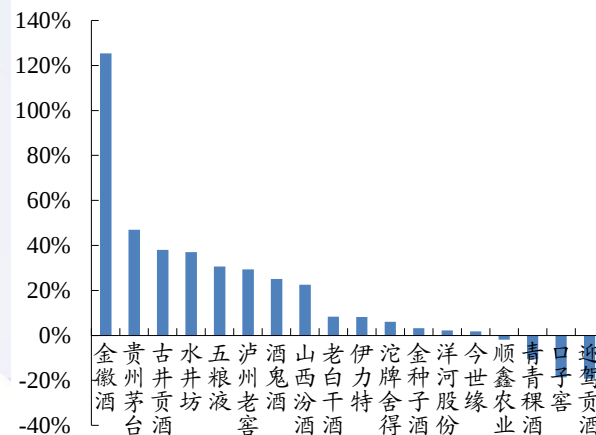
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，截至2016/11/15

2016Q3基金重仓白酒比例环比下降，仍处历史底部



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

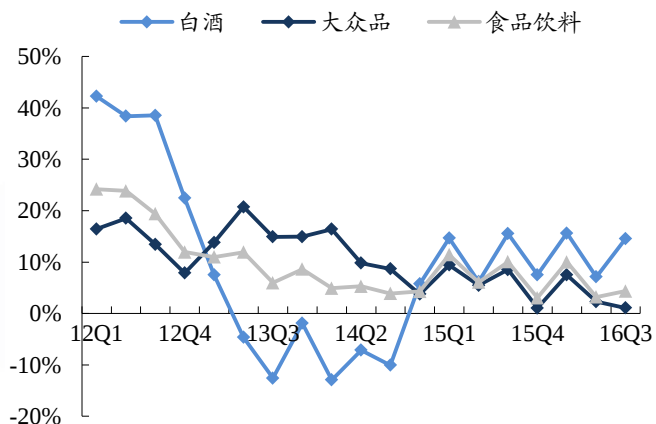
年初至今白酒龙头涨幅居前



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，截至2016/11/15

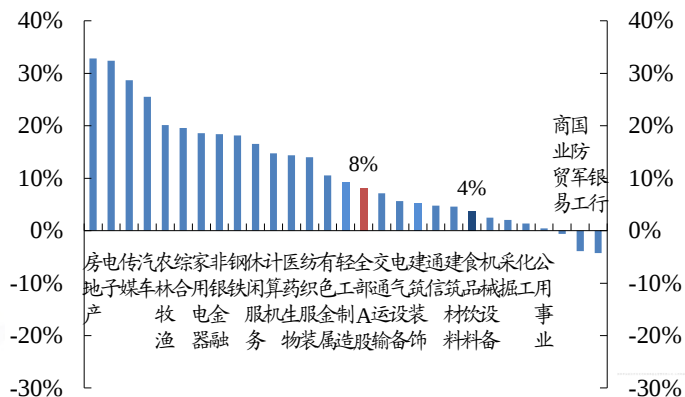
2016Q3白酒、大众品业绩增速稳健

2016Q3白酒收入增速同比略升



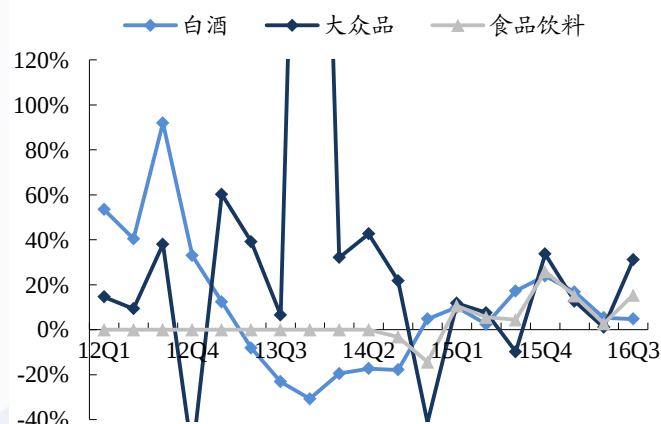
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2016Q3食品饮料板块收入增速排名A股第22位



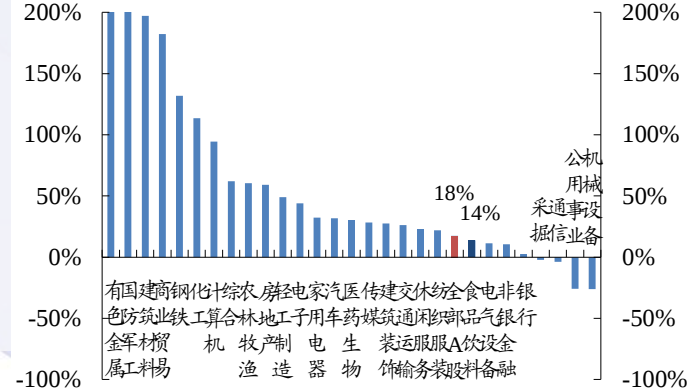
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2016Q3白酒净利增速同比下降、大众品同比上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

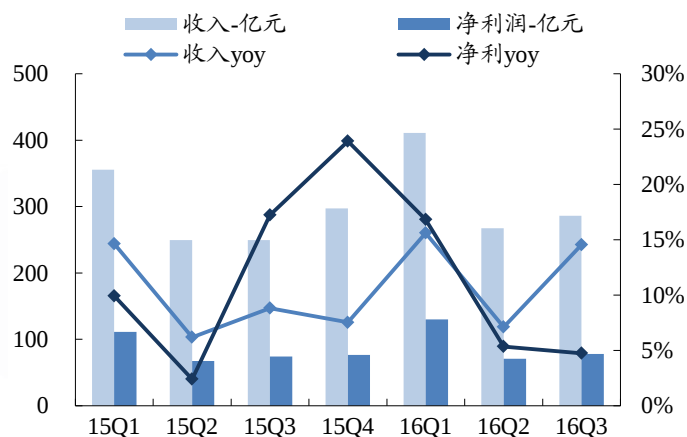
2016Q3食品饮料板块净利润增速排名A股第22位



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

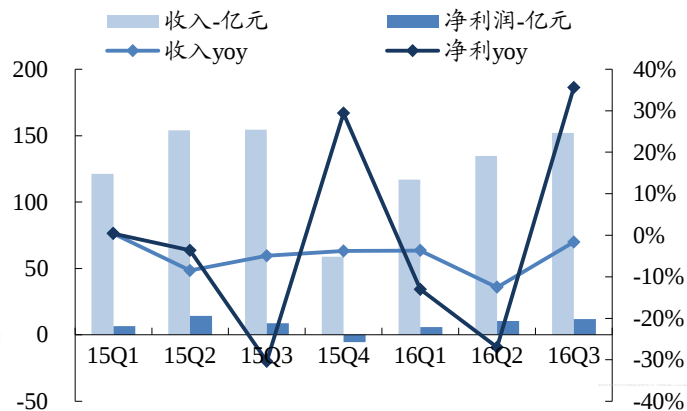
2016Q3食品饮料子板块增速

2016Q3白酒板块收入增15%、净利润增5%



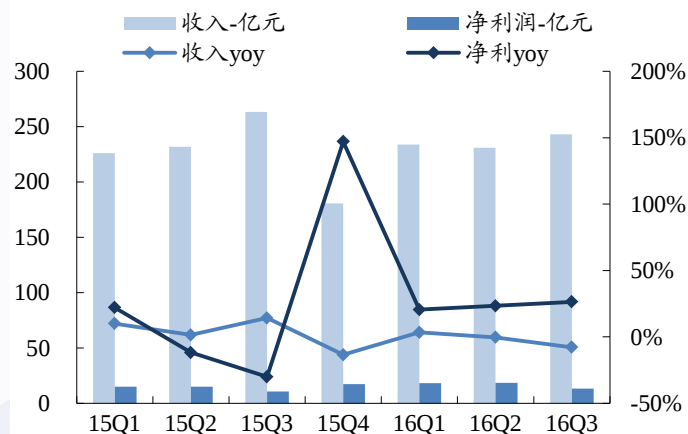
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2016Q3啤酒板块收入降2%、净利润增36%



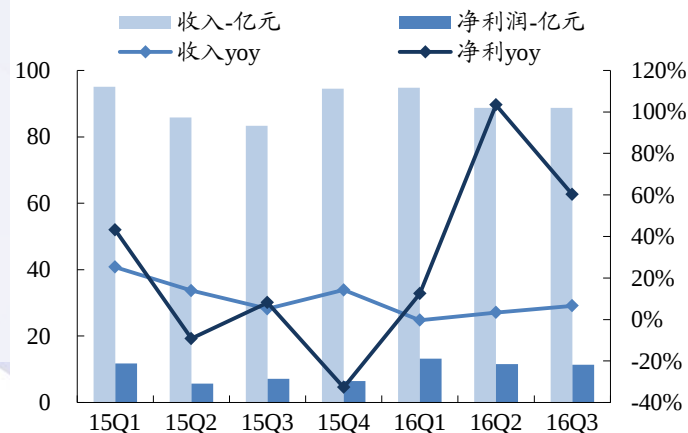
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2016Q3乳制品板块收入降8%、净利润增26%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

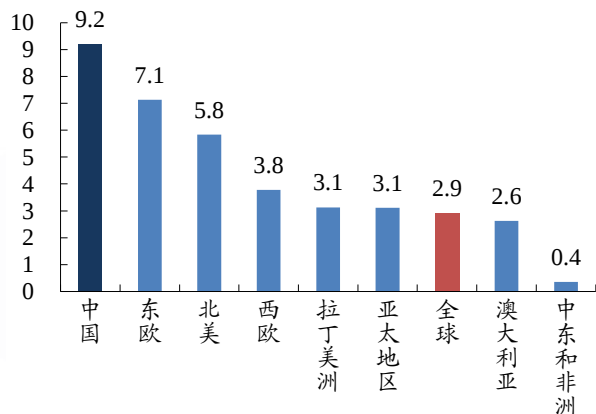
2016Q3调味品板块收入增7%、净利润增60%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

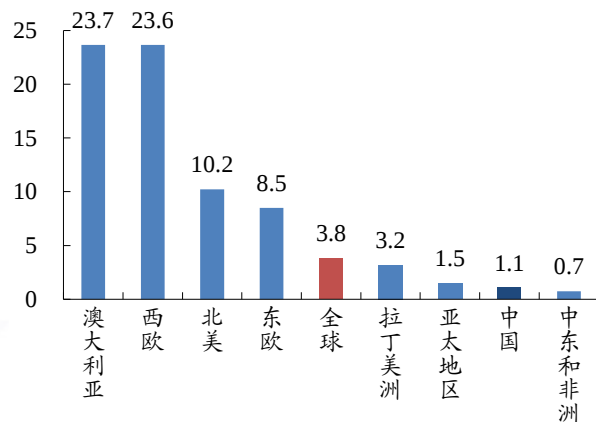
我国主要食品饮料品类人均消费量和国际比较

2014年我国烈酒人均消费量已超全球平均水平（升）



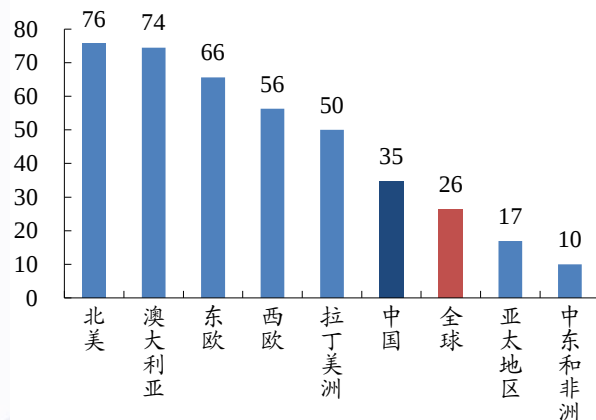
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2015年我国葡萄酒人均消费量仅1.1升（升）



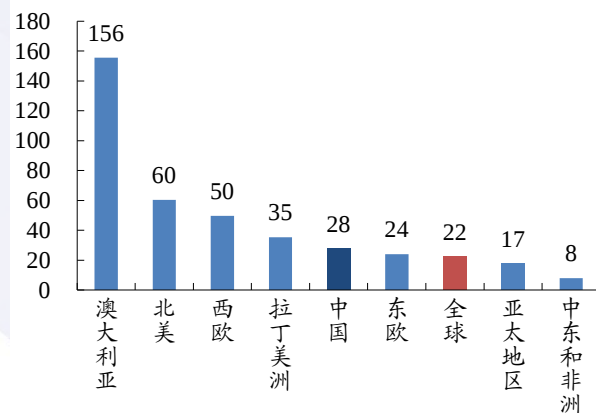
数据来源：FAO，国泰君安证券研究

2015年我国啤酒人均消费量已超全球平均水平（升）



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

我国液体奶人均消费量提升空间较大（美元）



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究。图为2015年数据。

A股及食品饮料行业基金重仓比例变化

	A股市场前十大基金重仓标的				食品饮料行业前十大基金重仓标的			
	2016Q3	重仓比例%	2016Q2	重仓比例%	2016Q3	重仓比例%	2016Q2	重仓比例%
1	中国平安	0.76	中国平安	0.76	贵州茅台	0.66	贵州茅台	0.67
2	兴业银行	0.67	贵州茅台	0.67	伊利股份	0.38	伊利股份	0.47
3	贵州茅台	0.66	兴业银行	0.57	五粮液	0.28	五粮液	0.38
4	民生银行	0.53	招商银行	0.51	泸州老窖	0.20	泸州老窖	0.20
5	招商银行	0.51	伊利股份	0.47	双汇发展	0.09	洋河股份	0.07
6	格力电器	0.47	民生银行	0.46	好想你	0.05	顺鑫农业	0.06
7	中信证券	0.47	中信证券	0.45	顺鑫农业	0.04	双汇发展	0.06
8	海通证券	0.45	网宿科技	0.39	洋河股份	0.04	恒顺醋业	0.05
9	浦发银行	0.45	海通证券	0.39	恒顺醋业	0.04	安琪酵母	0.05
10	美的集团	0.41	交通银行	0.39	安琪酵母	0.03	古井贡酒	0.04

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

01

食品饮料市场表现回顾

02

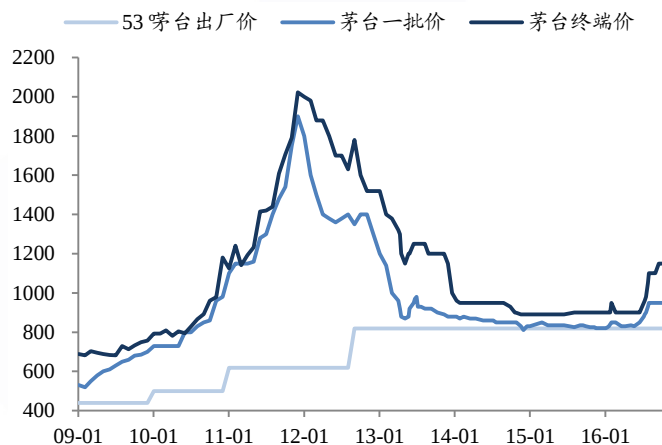
坚守一线白酒价值，关注大众品格局改善机会

03

投资建议

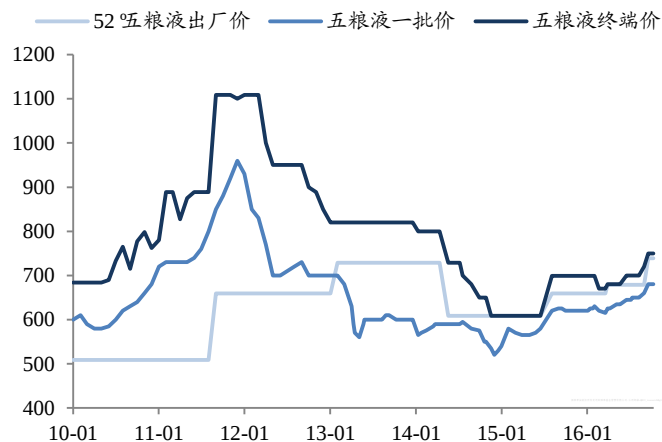
白酒：茅台批价过干，板块延续提价、补库存逻辑

53度飞天茅台一批价升至1050元左右



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

52度五粮液一批价升至685元左右



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

业绩增速稳健，名酒复苏趋势进一步明朗

- 白酒上市公司Q3业绩增速稳健（收入、净利同比增16%、5%），Q3茅五预收款达高位（同比上升118、61亿），真实收入显著高于报表，奠定全年业绩基础；
- 消费升级态势下，名酒复苏态势进一步明朗，当前CR4仅16%，仍有较大提升空间。

2

茅台批价过干，板块延续提价、补库存逻辑

- 国庆后茅台供不应求格局愈发明显，批价突破千元关口，未来将进入长期提升通道；
- 茅台2017来年不调价、量增15%，预计消费升级背景下供不应求态势延续，板块将延续提价、补库存逻辑。

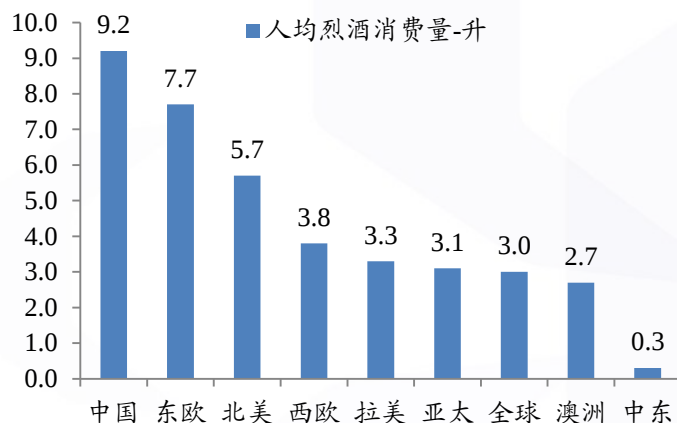
3

基金配置仍处低位

- 2016Q3末基金重仓白酒比例为1.3%，较2016Q2环比下降0.3pct，仍处低配，亦大幅低于历史均值（2.3%，峰值为6.6%）；我们认为，名酒复苏趋势明朗，提价、补库存逻辑下板块情绪有望提升。

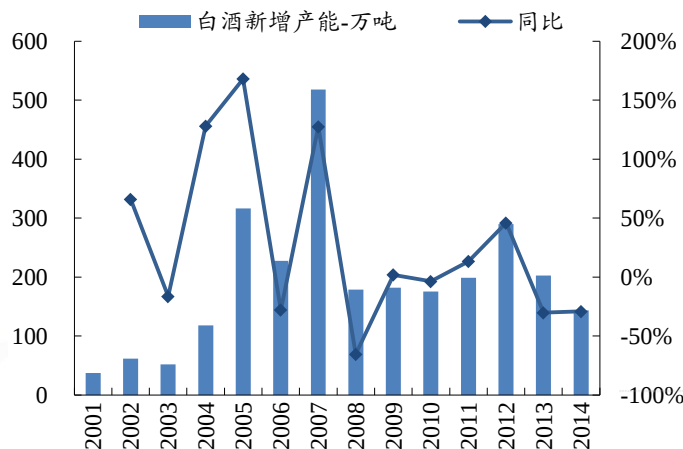
关注白酒供给侧改革机会

2014年我国人均烈酒消费量超全球平均水平



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2013年起白酒行业新增产能明显下降



数据来源：wind，国泰君安证券研究

1

行业产能过剩，挤压式增长下业绩分化

- 需求：置业人群数量已达长周期峰值；人均烈酒消费9.2升大幅高于全球平均，行业景气度难再大幅提升，扩容式增长不再；
- 供给：员工数量、新增产能及资本开支、存货周转率、酒类平均价格等多维度数据显示白酒行业已处于产能过剩阶段。

2

多地出台供给侧改革政策，并购趋势加速

- 近期贵州省发文支持省内外优强企业参与省内品牌资源整合；前期四川省出台白酒转型升级发展意见，亦提及行业整合、兼并的大趋势；
- 古井收购黄鹤楼拉开供给侧改革序幕，协同作用良好、有望带来示范效应；部分酒企亦具并购计划和预期（五粮液未来5年拟斥资100亿元用于收购，四川酒业等亦传出并购信息），业内并购有望加速。

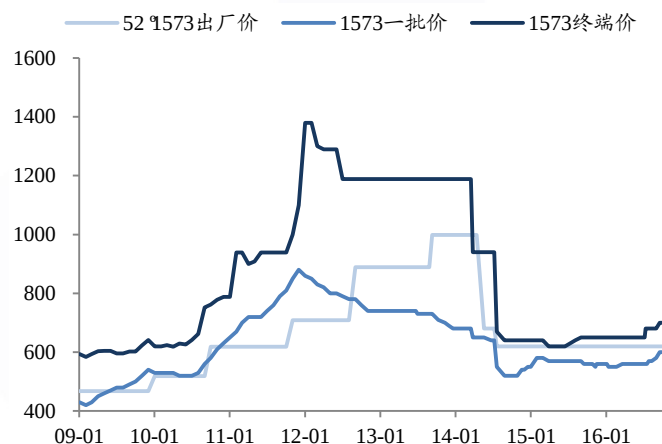
3

名酒集中趋势明显，2017年并购浪潮有望加速

- 名酒企业在品牌、产品、渠道上寻求提升自身竞争力，努力超越行业增速，或通过并购其他酒企获得协同效应，强者恒强格局有望进一步确立；
- 具品牌、产品力但经营差的地方酒企具并购价值；
- 缺乏品牌、产品、渠道力的三无企业可能面临消亡。

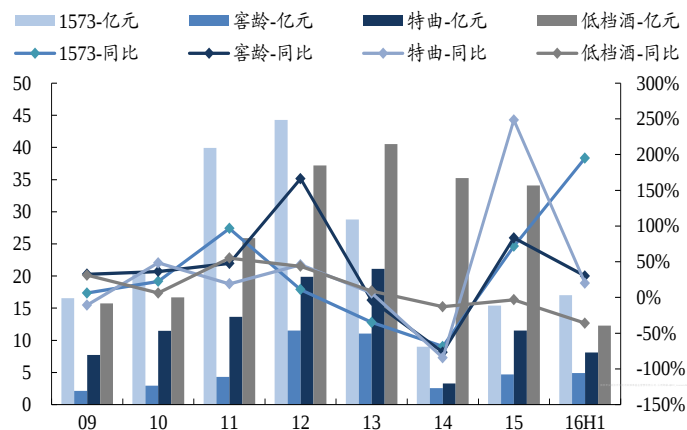
泸州老窖：底部反转进一步明确，一线白酒弹性最大

52度国窖1573近期批发价格保持稳定



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2015年起各产品营收明显增长，中高端上升幅度明显



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

中高档酒高速增长，底部反转进一步明确

- Q3单季预计1573收入同比增100%至8-10亿元，窖龄增20%、特曲增80%；
- 当前1573一批价620-630元，近3月已提升60元左右，全年销量有望增100%至3500吨左右、收入有望增100%至30亿左右。
- 自2015年中开始聚焦核心单品、分品牌运作、大幅增加终端管控的类洋河模式持续见效，底部反转趋势进一步明确。

2

历史遗留问题肃清，2017年高弹性将完全显现

- 据渠道调研，Q2开始补贴经销商历史亏损问题基本肃清，H2中档酒受益低基数，预计增速达50%，H2利润增速将达30%；
- 2017年受益产品结构升级带动毛利率提升、费用率不增，投资收益大的负面因素消除，将体现出明显利润弹性，预计净利增速30%左右。

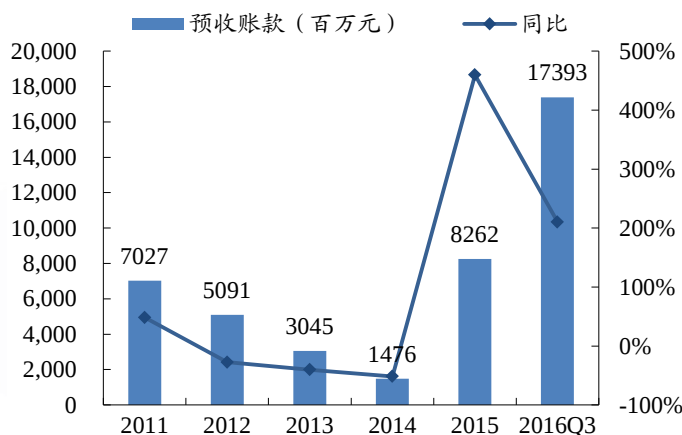
3

投资建议：目标价43元，增持评级

- 预计2016-17年EPS1.31、1.69元。底部反转进一步明确、1573恢复速度超市场预期，目标价43元，增持。

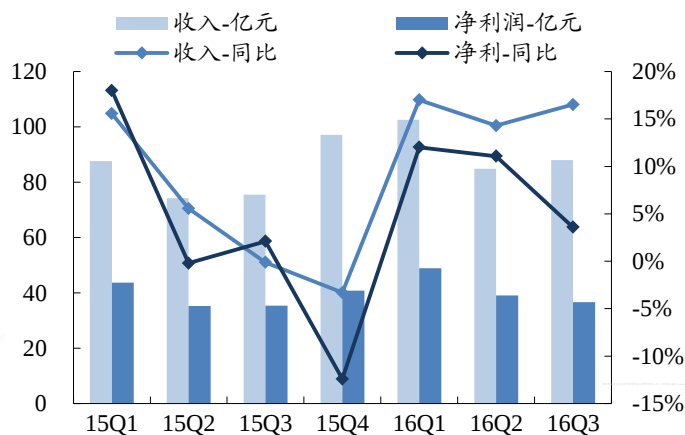
贵州茅台：预收款再创新高，奠定坚实业绩基础

2016Q3贵州茅台预收款再创新高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2016Q3贵州茅台收入增17%、净利增4%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

Q3整体订单量增长30%，预收款大增奠定业绩

- 以两个指标测算整体订单量：销售收现+△应收（前三季、Q2、Q3同比增26%、54%、29%）；收入+△预收，（前三季、Q2、Q3增31%、64%、35%）。Q3实际订单量和现金流仍大幅增长、明显好于利润表，主因6月中旬起茅台批价2个月内提升100元至950元，期间终端提前囤货、经销商提前打款等；
- Q3末预收款余额达174亿、环比大增59亿，再创历史新高，奠定坚实业绩基础。

2

2017年量增15%，有望强势聚拢渠道资源

- 近期厂家生产量大于投放量，主因春节提前备货，致供不应求格局愈发明显，国庆后一批价已突破千元至1050元左右，春节前有望至1100元以上；
- 茅台表示2017年将不调出厂价、计划量增15%至2.5万吨，我们认为规划反映了茅台稳价以平衡经销商与渠道利益、量增以回归稳健发展的整体思路，在当前竞品提价下有望强势聚拢渠道资源。

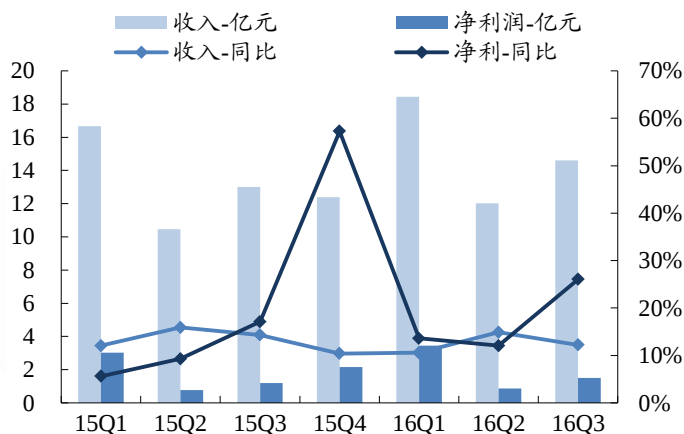
3

投资建议：目标价380元，增持评级

- 预计2016-17年EPS13.95、16.18元。公司为品牌力强大、稳健增长、业绩确定性较强的白酒龙头，配置价值凸显，目标价380元，增持评级。

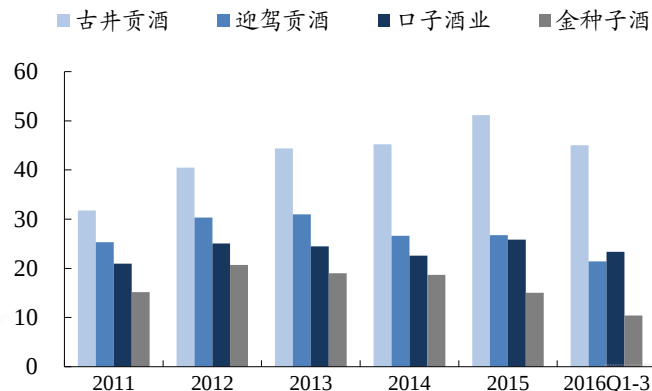
古井贡酒：产品结构升级明显，省外扩张加速推进

2016Q3古井贡酒收入增12%、净利增26%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

与省内竞品相比，古井贡酒规模优势明显（亿元）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

省内产品结构升级明显，份额有望持续提高

- 省内消费升级明显，主流消费价位段由80元提升至120元，年份原浆5年受益明显（预计Q1-3收入增25%左右，占比超30%，带动毛利率同比升3.9pct至74.3%），未来有望持续量价齐升，在品牌优势、渠道下沉推动下，省内份额仍有提升空间。
- 2017年集团目标为实现百亿营收规模，预计公司将通过持续提价、优化产品结构、加大品牌营销与终端深耕等，持续抢占市场份额，营收有望增10-15%。

2

黄鹤楼报表确认谨慎，未来省外扩张加速推进

- 6月黄鹤楼开始并表，单月收入7420万元，Q3并表收入确认5100万元左右，渠道调研中秋期间黄鹤楼营收增长同比翻倍，我们认为本次报表确认偏谨慎，预计黄鹤楼全年实际营收达8-9亿元。
- 当前公司与黄鹤楼团队整合完成，未来复制古井深度分销模式具较高可行性，2018年收入有望达15亿元以上，远超承诺（2018年10亿元，未来5年20亿元，每年净利率不低于11%），古井贡酒有望开启徽酒第三轮繁荣。

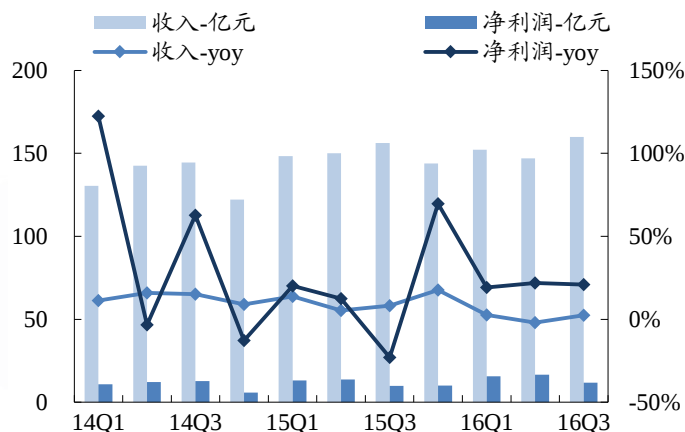
3

投资建议：目标价55元，增持评级

- 预计2016-17年EPS为1.65、2.09元，目标价55元，增持评级。

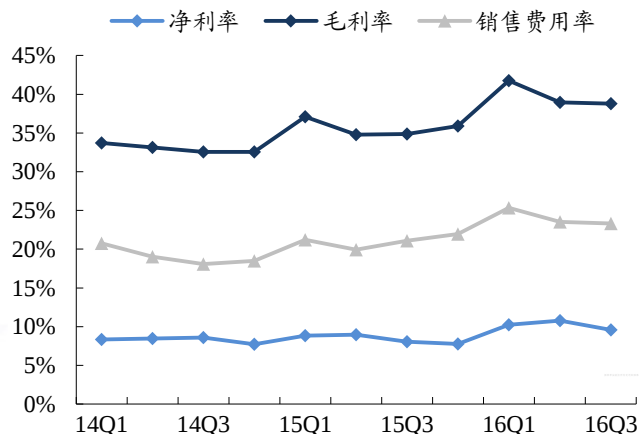
伊利股份：抢滩业内优质资源，高端、多元化继续迈进

2016Q3伊利股份收入增2%、净利增21%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2016Q3毛利率环比提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

收购圣牧协同效用明显，继续向高端化发展

- 预计公司将充分发挥圣牧有机奶产业链稀缺优势与伊利渠道优势，发展涵盖酸奶、儿童奶、常温奶的有机大品类，继续抢占高端奶市场份额。

2

5 年定增+股票激励，有效提升管理层控制权

- 定增后呼市城投、内蒙交投、呼和浩特投资及 6 名董监高合计持股 20.2%，管理层控制权将保持稳定；
- 股票激励计划下业绩目标为2015-17 年扣非净利润 CAGR 需达 14%，将有效提升全员动力。

3

Q3毛利率继续提升，竞争格局暂难缓和

- 毛利率升3pct 至 38.4%，主因原奶成本下降，但激烈竞争下销售费用率仍维持高位；蒙牛 9 月换帅、抢占份额目标明确，预计乳业竞争格局暂难缓和；
- 当前国内原奶仍供大于求，但供需渐趋平衡下原奶价有望于2017H1回升。

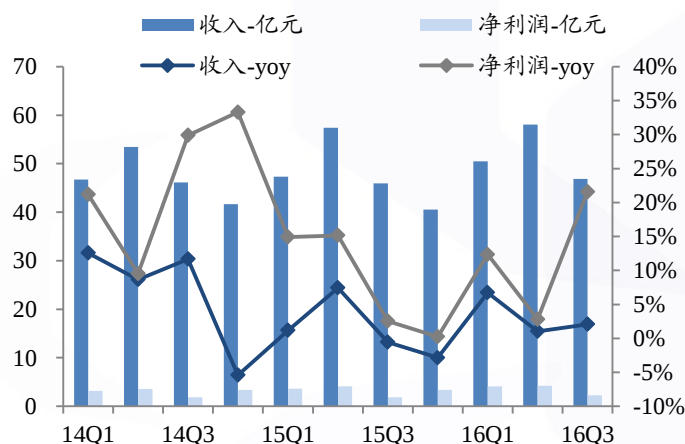
4

投资建议：目标价23.3元，增持评级

- 预计2016-17年EPS0.9、1.01元。若考虑增发、不考虑激励，参考可比公司给予中国圣牧 2016 年 20 倍 PE，并购完成后公司合理市值将达 1529 亿元，对应目标价23.3元，增持。

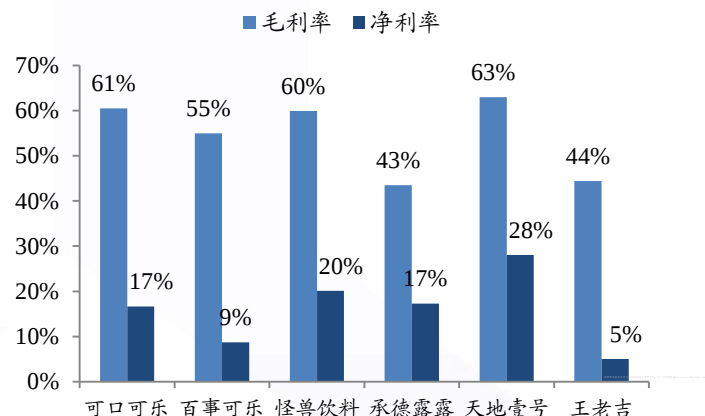
白云山：格局天平倾向王老吉，盈利拐点有望加速到来

2016Q3白云山收入增2%、净利增22%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

王老吉净利率远低于其他品类饮料龙头



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

竞争格局迎来边际改善，品牌力量正逐渐取胜

- 竞品换装，与王老吉产品辨识度提升，品牌基础相对薄弱下经销商缺乏信心而转投王老吉，叠加王老吉自身大力补足餐饮短板，品牌资源掩护下，王老吉渠道实力大增顺理成章；
- 竞品发展三年规模停滞，品牌、渠道均呈压力，近期香港母公司停止注资，公司全面收缩高投入空中广告转投线下，渠道激励、人员、产能均在调整；
- Q3王老吉与竞品份额差距继续拉大至6:4，格局继续利好王老吉一方。

2

格局渐利，盈利拐点有望加速到来

- 预计全年在价格战下王老吉收入增速平淡，但长远看凉茶已进入餐饮、产品生命周期相对其他品类更长、区域渗透仍有空间，格局利好王老吉态势下，未来五年收入CAGR有望达15%；
- 当前王老吉净利率仅约6%、远低于其他饮料品类，主因份额相当、竞争激烈，促销加剧下毛利率偏低、销售费用率高企；我们认为在双方份额差距拉大、竞争趋缓下，未来3-5年王老吉净利率有望向10%靠拢。

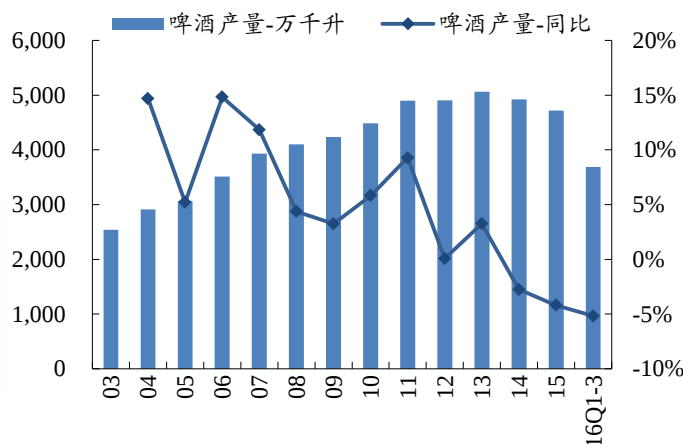
3

投资建议：目标价32元，增持评级

- 预计2016-17年EPS0.86、0.99元，目标价32元，增持。

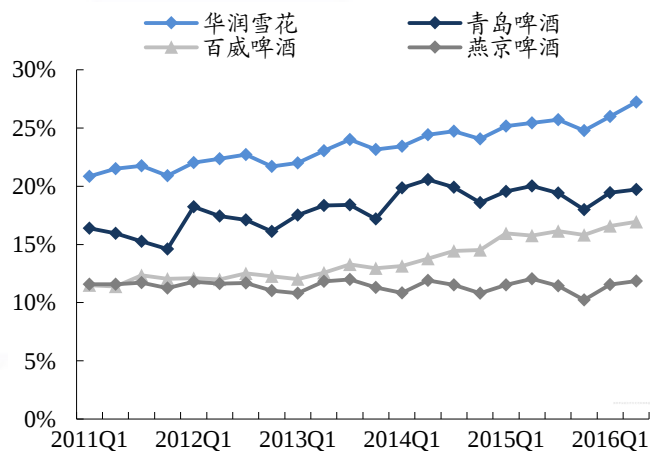
啤酒：行业景气低迷催生并购良机，竞争格局有望迎来改善

2016Q1-3啤酒行业产量延续下降态势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

当前啤酒龙头间份额差距并不大，竞争依然十分激烈



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1

行业景气低迷，短期内尚难改善

- 2016Q1-3行业产量降5%，板块收入降5%，净利润降6%，仍延续下滑态势；
- 预计在经济增速下行、啤酒人均量提升空间有限背景下行业景气仍较低迷；

2

百威已完成SAB并购，国内整合有望加速

- 历时一年，10/13百威宣布已完成对SAB并购事项，行业整合大势得以印证；
- 2016年间国内第一龙头华润啤酒先后收购SAB持有雪花49%股权、宣布配股募资95亿港元以用于前述收购及后续潜在投资与收购；据中国国际啤酒网报道，公司亦参与了SAB中欧及东欧部分资产的竞购队列。
- 我们认为行业低迷催生并购良机，雪花有望凭借资本优势成为整合者。

3

期待竞争格局改善，行业盈利水平有望提高

- 当前国内啤酒龙头净利率不足10%，主要原因：一是龙头间份额差距较小，任一龙头都不敢轻易提价或降低费用；二是国际龙头百威进攻势头强劲、争当第一决心昭然，国内龙头为应对竞争不得不加大投入；
- 我们认为，一旦行业龙头间完成合并，第一、二龙头间份额差距足够拉开，板块将有望通过降费、提价的路径提升盈利能力。

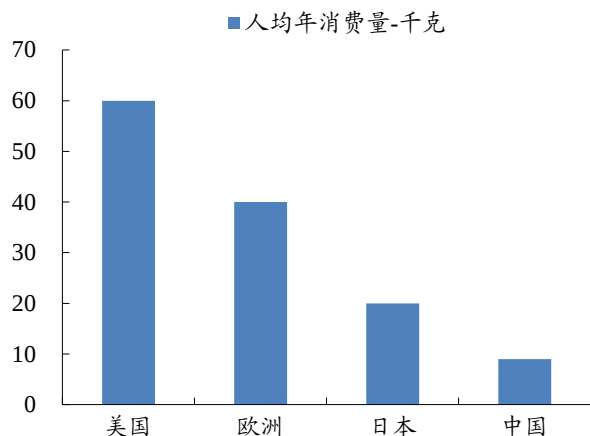
4

借力国企改革东风，关注龙头整合机会

- 华润啤酒、燕京啤酒、青岛啤酒均为国有企业，2017年国企改革有望继续加速，龙头整合有望催化。

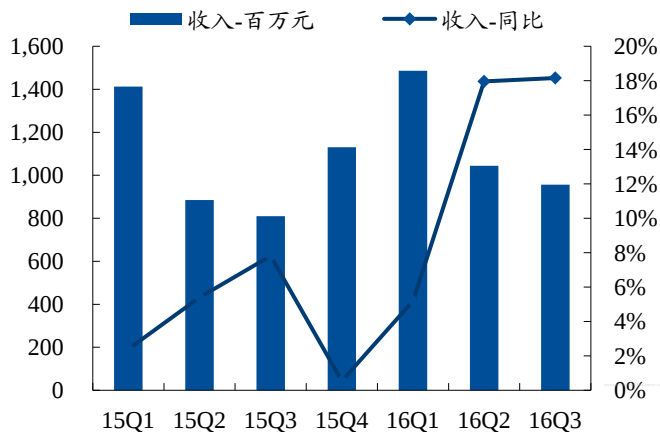
三全食品：持续发力高端新品，未来竞争格局有望企稳

我国速冻食品年人均消费量不到10千克



数据来源：中国产业信息网，国泰君安证券研究

近期三全食品营业收入增长明显



数据来源：wind，国泰君安证券研究

1

高端新品持续发力，打造餐桌食品方案提供商

- 速冻行业近年保持较为稳定增长，国际比较来看，美、欧、日速冻食品年人均消费量为60、40、20kg，而我国仅9kg，仍有较大提升空间；
- 受城镇化推进、居民生活节奏加快、餐饮渠道快速拓展推动，未来3-5年行业仍可实现两位数增长；
- 公司意图由产品提供商升级为餐桌食品方案提供商，品类拓展有望加速；近期持续发力毛利率较高的高端新品（儿童、炫彩等），未来蒸蛋糕、丸子等其他品类将加速拓展。

2

期待竞争格局改善，盈利弹性显现

- 三全+龙凤市占率约30%，行业第一；主要竞品思念市占率约20%，近年加大费用投放，但市占率未明显提升，且连年不盈利，规模与业绩皆逊色于三全；
- 未来行业竞争格局可能企稳改善，三全费用率有望降低，盈利弹性有望逐步显现。

3

三代鲜食机参照便利店模式，品类更为丰富

- 三代鲜食机单台机器共200个产品位置，产品除午餐外，还包括早餐、饮料、零食等。预计单台日销售额达400-500元，较二代机可实现翻倍增长；

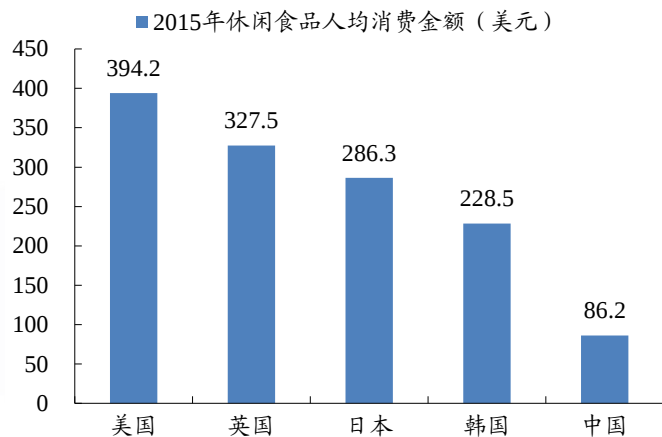
4

投资建议：目标价11元，增持评级

- 预计2016-17年EPS为0.1、0.17元，目标价11元，增持。

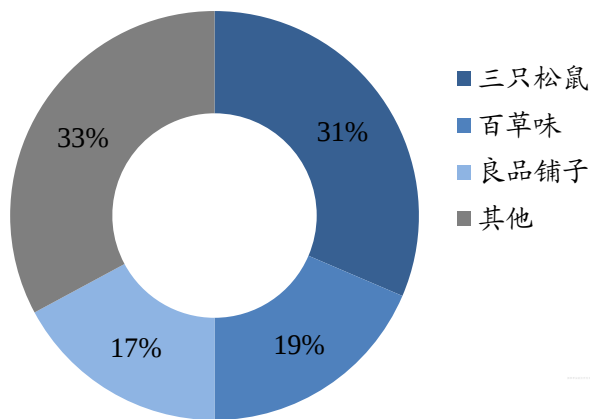
零食电商：行业格局趋于稳定，龙头潜在净利率达8-10%

我国休闲食品人均消费金额不足美国1/4



数据来源：Frost&Sullivan，国泰君安证券研究

2015年垂直零食电商CR3约70%



数据来源：国泰君安证券研究

1

休闲食品规模近万亿，线上渗透率提升空间大

- 国际比较来看，2015年我国休闲食品人均消费为86元，不及美国1/4，提升空间很大，未来5年休闲食品行业可保持10%增速，预计2018年规模破万亿；
- 受益年轻消费群体需求拉动、烘焙新品类线上快速渗透，预计未来3年休闲食品线上渗透率由5%到10%，零食电商行业营收CAGR达30%。

2

行业格局趋稳，零食电商龙头潜在净利率8-10%

- 目前行业格局趋稳，三只松鼠、百草味处于绝对领先，近期双方价格战力度减小，均具有提价动作，利润趋向向下均存在继续提价可能性，未来线上坚果价格有15%左右提升空间；
- 高毛利品类扩张、完善分仓布局、入仓占比继续提升等将进一步提升盈利水平，潜在净利率达8-10%。

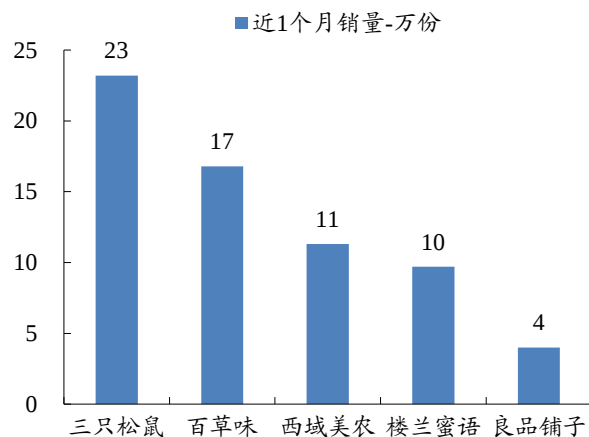
3

后价格战时代，龙头差异化竞争加速

- 三只松鼠侧重品牌营销、打造萌文化，以娱乐营销、跨界动漫强力塑造品牌IP，未来将开设线下体验店、延伸周边，打造2.0用户体验；
- 百草味侧重供应链，积极拓展短保新品类，抱抱果等短保食品已成为线上流行IP大单品；
- 品牌营销将加速引流、快速培育消费者品牌忠诚度，可能具有更高边际效应。

好想你：与百草味协同效应明显，未来将加速打造IP大单品

百草味枣夹核桃上线1个月，销量居于前列



数据来源：天猫商城，国泰君安证券研究

抱抱果采用小动物手绘包装，加强情感互动



数据来源：百草味天猫旗舰店

1

与百草味协同效应明显，IP大单品将加速打造

- 8/26百草味推出短保新品抱抱果，借助娱乐营销快速引流，上线18天即实现1000万销售额，是好想你工厂模式和百草味品类需求结合的成功大单品，未来有望向毛利较高的烘焙品类发展；
- 双十一百草味全网销售额2.5亿，天猫旗舰店2亿、同比增61%，势头良好。
- 抱抱果、仁仁果快速增长印证休闲食品线上快速替代线下逻辑持续加强，百草味当前已具备有效运营大单品能力，未来有望打造数款IP潜能大单品；

2

与百草味并表2个月，2017年将充分体现盈利

- 2017年百草味将与公司全面并表，利润增量有望充分显现（2017-18年百草味业绩承诺不低于8500万、1.1亿，我们预计整体净利润达1亿、1.5亿元）；
- 百草味毛利率仍有提升空间，主要通过产品创新（如改进坚果开口方式提升附加值）、拓展高毛利新品（如抱抱果等IP大单品）、新型品牌营销（体验式营销、情感互动等），实现差异化发展。

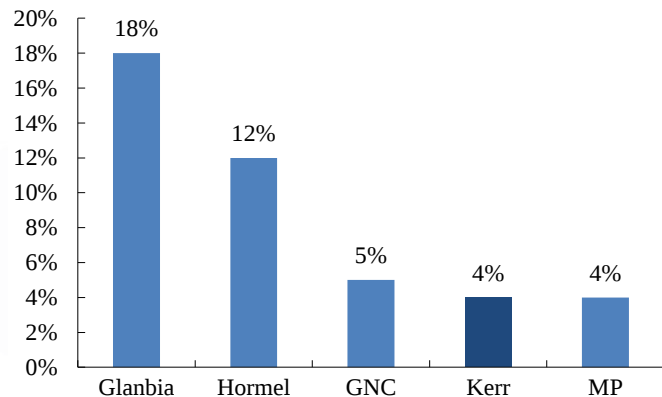
3

投资建议：目标价45元，增持评级

- 预计2016-17年EPS为0.11、0.4元，目标价45元，增持。

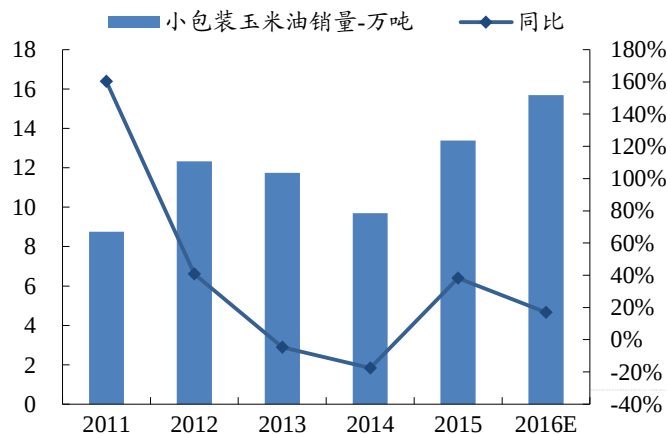
西王食品：并购加拿大保健品龙头Kerr，迈向健康食品龙头

Kerr为北美市场运动营养产品龙头，市占率较高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

预计2016年西王食品小包装玉米油销量增速将达20%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

并购加拿大保健品龙头Kerr，迈向健康食品龙头

- 公司拟联合春华资本收购加拿大保健品企业Kerr100%股权，公司将首期持有Kerr60%权益、全部收购后持有80%；
- Kerr为北美运动营养和体重管理保健品龙头，其专注于运动营养和体重管理产品，旗下MuscleTech、Hydroxycut等品牌在北美市场份额前五，近年来收入快速增长；
- 自然销售下Kerr目前国内销售约2亿元，受益国内快速增长的保健品市场，与西王协同效应值得期待。

2

品牌营销、渠道建设持续推进，竞争优势持续加强

- 公司持续推进创新营销（如微博话题、赞助节目、广告植入等），深耕非转基因定位，玉米油龙头品牌优势有望加强；
- 公司持续加强渠道建设，Q3末终端数量11万家、较2015年底提升3万家，带动Q3小包装油销量同比增长20%左右；后续仍将加大渠道建设力度，市占率持续提升逻辑不改。

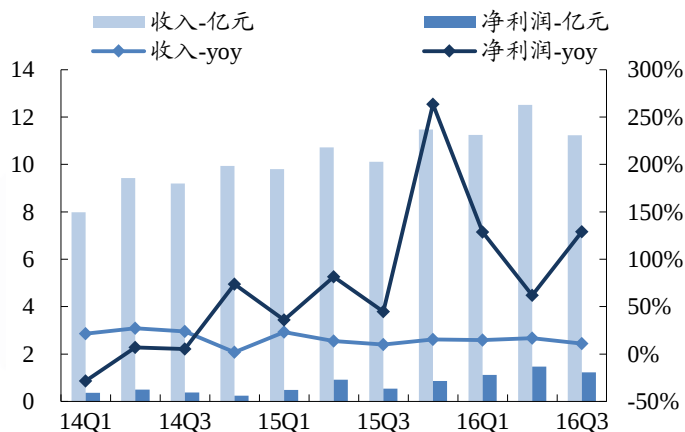
3

投资建议：目标价29.74元，增持评级

- 预计2016-17年EPS为0.33、0.42元，考虑收购预期给予公司估值溢价，目标价29.74元，增持评级。

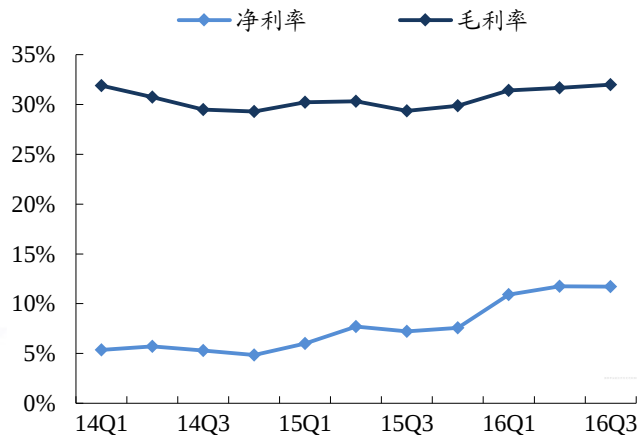
安琪酵母：规模扩张稳步推进，格局优化下净利率有望继续提高

2016Q3安琪酵母收入增11%、净利增129%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2016Q3安琪酵母毛利率、净利率持续提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

Q3毛利率、净利率继续坚挺

- Q3 公司毛利率达 33%，同比增 5pct、环比增近 1pct，预计主因：1）5月主力产品面用酵母提价 5%，产品结构同比、环比均有所优化；2）糖蜜采购成本同比约降 4%；3）上年同期因高毛利产品增速放缓、伊犁公司因环保问题停工一月等带来吨成本提升，毛利率基数较低（仅 27%）。
- 公司期间费用基本平稳，但税收筹划持续优化使得所得税费用占比降 0.5pct，Q3 净利率升近 5.6pct 至 10.9%。

2

预计来年糖蜜采购价格仍将下降

- 11 月起糖蜜采购季将至，预计在当前国内酒精需求下降、环保管控政策趋严态势下，糖蜜主力需求将下降，但糖价回升背景下糖蜜供应增加，来年糖蜜采购价有望降至810元以下，降幅达10%-15%。

3

格局优化下提价预期加强，净利率有望继续提高

- 继关闭东北新厂、外籍总监调离、母公司考虑出售在华糖业之后，马利退出中国进程继续，公司与乐斯福双寡头格局下，议价能力有望继续提高。

4

投资建议：目标价45元，增持评级

- 预计2016-17年EPS预测为0.6、0.77 元，目标价21 元，增持评级。

国企改革政策最新进展及领先地区食品饮料相关受益标的

	进展	相关公司
全国	以《关于深化国有企业改革的指导意见》为引领、若干文件为配套的“1+N”政策体系基本形成；中央企业子企业公司制改制面超过92%，28个省（市、自治区）所监管企业公司制改革面达到90%	
上海	全国地方国改排头兵，将创新体制机制，建立现代企业制度，发挥国有企业各类人才积极性、主动性和创造性作为重要着力点	光明乳业、上海梅林
广东	推进“二次混改”旨在进一步以股权换公平、以股权换机制、以股权换发展的改革机遇和挑战	白云山、中炬高新、珠江啤酒、燕塘乳业
北京	研究制定改组国有资本投资运营公司试点方案，积极探索国有资本授权经营模式；研究制定职业经理人、薪酬分配差异化、分类收缴国有资本收益等试点方案	燕京啤酒、顺鑫农业
山东	国企改革首批选择的58户试点企业，目前已有22户企业制订了混改方案	青岛啤酒

1

国企改革持续推进，东风有望再起

- 中央国企改革政策体系已基本形成（1+N），广东、北京、山东等地区皆深入推进；
- 食品饮料行业为完全竞争行业，许多国企效率低下、模式粗放，行业回归挤压式增长下，有望倒逼企业加速改革；
- 2016年以来中炬高新、五粮液、白云山、沱牌舍得国企改革方案持续推进，龙头带动下行业国企改革有望加速

2

白酒：五粮液推进国企改革示范效用明显

- 五粮液作为一线白酒龙头，拟定增引入员工、经销商及战投持股，贵州茅台亦承诺2017年12月底前推进制定股权激励办法。龙头大力度改革方案在白酒行业自上而下树立了标杆，行业国企改革有望加速，泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等有望受益。

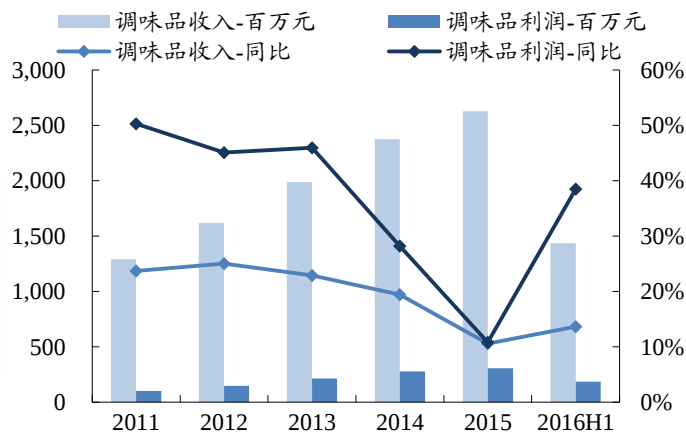
3

其他国企改革相关标的

- 中炬高新：孵化器项目用地解决，定增进程加速，调味品净利率提升确定性显著增强，当前管理红利已开始释放，未来2-3年净利率有望提升至15%以上；
- 燕京啤酒：有望引入战投混改，股权激励有望2017年推行；
- 顺鑫农业：酒业、肉类主业战略方向明晰，未来资产整合有望继续深化；
- 珠江啤酒：定增后英特布鲁国际持股比例将增至30%，并实施员工持股计划。

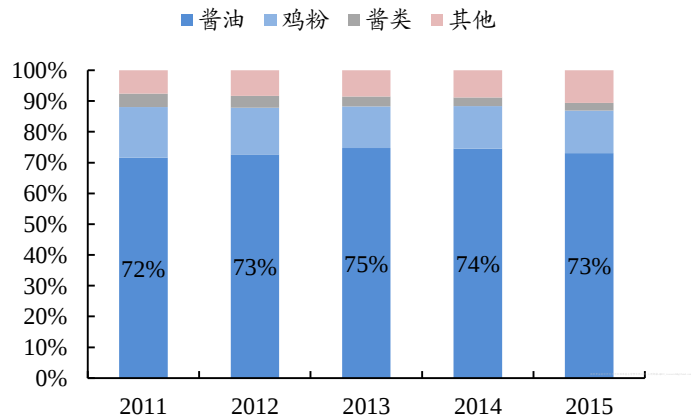
中炬高新：孵化器项目用地落地，管理红利已开始释放

2016H1中炬高新调味品业务利润增39%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

品类拓展下酱油应收占比未来有望降低



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1

定增加速推进，代理问题理顺后净利率有望提升

- 公司已拍下中山火炬开发区珊洲村74亩工业用地以用作定增拟投资的孵化器用地，搁置一年的定增将加速推进，2017Q2有望完成；
- 定增加速推进下，后续激励机制有望完善，公司有望进一步推进管理精细化，压缩成本、节约费用；
- 定增顺利叠加工艺改进，未来2-3年调味品净利率有望提升至15%以上。

2

区域扩张、品类拓展，调味品业务将延续高增长

- 酱油行业集中度较低，目前国内CR5仅不足30%，较日本的50%仍有较大提升空间；公司调味品70%营收集中东南部，北部、中西部市场尚有较大开发空间；
- 公司拟加快发展小品类调味品、食用油等，品类扩张加速下有望支撑收入延续高增长。

3

定增完成后，宝能系入驻有望加速存量土地开发

- 2016H1中山房价环比涨幅全国前三，楼市火爆背景下，上半年公司房产销售49套，金额1.5亿。其中6100万已签合同，下半年有望确认收入；
- 宝能系具更成熟房地产运作经验，入驻有望加速存量土地开发；未来三年公司计划每年开发18万平方米左右，预计年均贡献收入18亿元、净利润2.2亿。

4

投资建议：目标价21元，增持评级

- 预计2016-17年EPS为0.44、0.56元，目标价21元，增持。

01

食品饮料市场表现回顾

02

坚守一线白酒价值，关注大众品格局变化机会

03

投资建议

1、白酒：布局竞争力持续提升的龙头，或具被并购价值的酒企

- 持续提升自身竞争力或通过并购寻求协同效应龙头：泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、洋河股份、山西汾酒；受益标的：五粮液、顺鑫农业等。
- 具一定品牌及产品力但经营不善，具并购价值的企业，受益标的：沱牌舍得、酒鬼酒。

2、大众品：受益竞争格局改善，净利率有望提升的龙头

- 好想你、白云山、伊利股份、安琪酵母、西王食品、三全食品

3、国企改革主题标的

- 中炬高新、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、燕京啤酒、顺鑫农业

4、重点推荐

- 酒类：泸州老窖、贵州茅台、古井贡酒、张裕A、洋河股份；
- 大众品：中炬高新、好想你、白云山、双汇发展、伊利股份。

重点公司盈利预测表

2016/11/18	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2015-17	PE			PEG	PS			评级
		15A	16E	17E		15A	16E	17E		15A	16E	17E	
贵州茅台	3,894	12.34	13.98	16.19	15%	25	22	19	1.5	11.9	10.2	8.8	增持
泸州老窖	467	1.05	1.31	1.69	27%	32	25	20	1.0	6.8	5.8	4.7	增持
洋河股份	1,018	3.56	3.67	4.03	6%	19	18	17	2.9	6.3	5.9	5.4	增持
山西汾酒	194	0.60	0.73	0.82	17%	37	31	27	1.8	4.7	4.2	3.7	增持
古井贡酒	241	1.42	1.65	2.09	21%	34	29	23	1.4	4.6	3.7	2.9	增持
伊利股份	1,084	0.76	0.90	1.01	15%	23	20	18	1.3	1.8	1.8	1.6	增持
青岛啤酒	417	1.27	1.16	1.20	-3%	24	27	26	-	1.5	1.6	1.5	谨慎增持
燕京啤酒	214	0.21	0.29	0.30	21%	36	27	25	1.3	1.7	1.6	1.5	增持
汤臣倍健	187	0.44	0.53	0.63	20%	29	24	20	1.2	8.3	6.8	5.7	增持
海天味业	838	0.93	1.06	1.22	15%	33	29	25	2.0	7.4	6.6	5.9	增持
中炬高新	133	0.31	0.44	0.56	34%	54	38	30	1.1	4.8	4.2	3.5	增持
恒顺醋业	73	0.40	0.25	0.30	-13%	30	48	40	-	5.6	4.9	4.3	增持
加加食品	97	0.13	0.14	0.16	13%	66	59	52	4.7	5.5	4.9	4.3	增持
双汇发展	729	1.29	1.37	1.48	7%	17	16	15	2.3	1.6	1.4	1.4	增持
张裕A	258	1.50	1.48	1.70	6%	25	26	22	4.1	5.6	5.4	4.8	增持
西王食品	108	0.32	0.33	0.42	14%	74	71	57	5.1	4.8	4.0	3.3	增持
好想你	107	-0.01	0.10	0.40	-	-	398	103	-	9.6	5.8	2.6	增持
三全食品	80	0.04	0.10	0.17	97%	229	97	59	1.0	1.9	1.7	1.5	增持
白云山	414	0.80	1.28	1.51	37%	32	20	17	0.5	2.2	1.7	1.6	增持
承德露露	114	0.47	0.56	0.63	16%	25	21	18	1.3	4.2	3.3	2.9	增持
双塔食品	101	0.15	0.15	0.20	14%	53	53	41	3.8	8.1	6.0	5.3	增持
安琪酵母	138	0.34	0.61	0.77	50%	49	28	22	0.6	3.3	2.9	2.6	增持
洽洽食品	89	0.72	0.79	0.88	11%	24	22	20	2.1	2.7	2.4	2.2	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES