



# 新一轮改革下看好餐饮央国企投资价值提升

## —— 央国企专题系列

分析师：刘来珍

分析师：刘光意

研究助理：彭潇颖



# 新一轮改革下看好食品饮料央企投资价值提升

## —— 央国企专题系列

2024年11月18日

### 核心观点

- 新一轮央国企改革主题下食品饮料行业投资机会：**建议关注以下几条投资主线：1) 强化重点领域保障。确保产业链供应链安全，强化国有经济在粮食等基础性保障领域的战略纵深。2) 深度参与全球分工，打造中国品牌。3) 加大重整力度，完善特色治理，健全国资监管。包括：①国有上市公司市值管理要求有望进一步加强。②国企效率提升、并购整合主题。
- 白酒：新一轮央国企改革下板块投资价值提升。**白酒上市国企是地方政府的“钱袋子”。我们认为在新一轮央国企改革背景下，白酒板块投资价值提升，原因在于：第一，国企在应对本轮行业周期调整过程中的灵活度提升。第二，成长性减弱，白酒国企增加分红回报。第三，新一轮化债背景下更加重视当地优质资产的市值管理。
- 大众品：从三大维度寻找板块内的央国企改革投资线索。**1) 强化重点领域保障，以乳制品、调味品为例，有望由央国企率领产业走出周期底部，实现长期良性发展。2) 深度参与全球分工，央国企有望以更高水平应对全球竞争，打造具有国际影响力的中国产品和中国品牌，例如蒙牛乳业、安琪酵母目前在海外市场已经取得阶段性突破。3) 兼并重组与效率提升，我们认为恒顺醋业、蒙牛乳业、三元股份、华润饮料等未来或受益于国企改革，盈利能力对标行业标杆企业有较大提升空间。从投资节奏来看，我们认为大致遵循三个阶段：①改革事件向资本市场释放积极信号，短期估值快速提升；②半年-1年窗口期内观察改革落地效果；③通过关键信号或完整1-2年判断改革是否成功。
- 投资建议：**白酒板块建议关注贵州茅台，五粮液，山西汾酒，今世缘。大众品板块，我们认为可以从强化重点领域保障、深度参与全球分工、并购重组与效率提升这三大角度寻找国企改革主题的投资线索，建议重点关注恒顺醋业、安琪酵母、华润饮料、蒙牛乳业、中炬高新。
- 风险提示：**外部需求不佳使短期业绩不及预期的风险，改革不及预期的风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	59.49	67.45	80.43	26	23	19	推荐
000858.SZ	五粮液	7.78	8.33	9.02	19	18	17	推荐
600809.SH	山西汾酒	8.56	10.16	11.54	25	21	18	推荐
603369.SH	今世缘	2.5	2.85	3.31	18	16	14	推荐
2460.HK	华润饮料	0.66	0.70	0.87	19	18	15	推荐
600872.SH	中炬高新	2.16	1.03	1.24	10	22	18	推荐
600298.SH	安琪酵母	1.46	1.57	1.81	24	23	20	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 食品饮料行业

推荐 维持

### 分析师

#### 刘来珍

☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

#### 刘光意

☎：021-2025-2650

✉：liuguang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

### 研究助理

#### 彭潇颖

✉：pengxiaoying\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深300表现图

2014-11-20



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

## 目录

### Catalog

一、 新一轮央国企改革催化下白酒板块投资价值提升 .....	4
(一) 白酒上市企业与当地财政的关系 .....	4
(二) 新一轮央国企改革下重视白酒上市国企投资价值 .....	5
二、 大众品：从三大维度寻找央国企改革投资线索 .....	8
(一) 强化重点领域保障 .....	8
(二) 深度参与全球分工 .....	9
(三) 并购重组与效率提升 .....	11
三、 投资建议 .....	22
四、 风险提示 .....	22

# 一、新一轮央国企改革催化下白酒板块投资价值提升

## (一) 白酒上市企业与当地财政的关系

**地方政府的“钱袋子”**。上市白酒企业是地方优质资产，对于所在地财政收入贡献较大。白酒上市国企对当地财政贡献体现在几个方面：**第一，税收贡献**。白酒企业生产经营活动产生各类税收，税收金额占收入比重较高。其中包括消费税（归属于中央，未来有望转移至地方）、增值税（中央和地方共享）、城市维护建设税等各项附加税（主要归属于地方），以及企业所得税（中央和地方共享）。**第二，分红收益**。白酒企业商业模式优秀，ROE 较高，先款后货现金流充沛，因此具备较强的分红实力。**第三，股权价值**。从历史上看，地方政府使用白酒企业股权价值包括了两次动作：1) 2019 年开启的一轮地方政府化解隐性债务工作中，贵州省利用茅台股权价值化债，开启了“白酒化债”先河。2) 2017 年 11 月，国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，划转工作于 2019 年全面推开。在 2020-2021 年，泸州老窖、老白干酒、古井贡酒的国资实控人先后将其直接或间接持有的部分上市公司股权无偿划转至所在省财政厅，由省财政厅代社保基金持有，以充实社保基金。

表1：白酒板块央国企及对当地财政贡献（单位：亿元）

公司简称	企业属性	酒厂所在地	实控人	国资持股比例	为所在地贡献 税收（估算）	占当地税收比重	分红贡献额
贵州茅台	地方国有企业	贵州省遵义市	贵州省国资委	61%	243	占贵州省：20%	382
五粮液	地方国有企业	四川省宜宾市	宜宾市国资委	55%	110	占宜宾市：59.70%	99
山西汾酒	地方国有企业	山西省汾阳市	山西省国资委	57%	41	占山西省：1.60%	31
泸州老窖	地方国有企业	四川省泸州市	泸州市国资委	51%	45	占泸州市：35.28%	40
洋河股份	地方国有企业	江苏省宿迁市	宿迁市国资委	34%	39	占宿迁市：16.40%	24
古井贡酒	地方国有企业	安徽省亳州市	亳州市国资委	31%	23	占亳州市：23.37%	7
今世缘	地方国有企业	江苏省淮安市	江苏省涟水县人民政府	45%	12	占涟水县：44%；占淮安市 5%	6
酒鬼酒	中央国有企业	湖南省湘西州	中粮集团有限公司	16%	3	占湖南省：0.15%	1
老白干酒	地方国有企业	河北省衡水市	衡水市财政局	25%	5	占衡水市：6.29%	1
顺鑫农业	地方国有企业	北京市	北京市顺义区国资委	38%	7	占北京市：0.13%	-
金种子酒	地方国有企业	安徽省阜阳市	阜阳市国资委	27%	1	占阜阳市：0.86%	-
伊力特	地方国有企业	新疆可克达拉市	新疆生产建设兵团第四师国资委	42%	2	占兵团第四师财政收入约 18%	1

资料来源：公司公告、各地政府网站，中国银河证券研究院。备注：为所在地贡献税收按照各税种的地方分成比例计算，与企业实际缴纳税收可能有差异。

表2: 地方政府使用白酒上市国企股权的事件案例

公司简称	事件
贵州茅台	2019年12月、2020年12月, 茅台集团先后两次将共计8%的股份无偿划转至贵州省国有资本运营公司; 2020年下半年-2021上半年, 贵州国资运营公司在公开市场减持了3.46%的贵州茅台股份, 套现还债。 2020年9月, 贵州茅台公告, 控股子公司贵州茅台集团财务有限公司开展固定收益有价证券投资业务, 投资总额不超过其资本总额的70% 2021年9月, 贵州国资委将持有的茅台集团10%股权无偿划转给贵州贵民投资集团公司, 以充实社保基金 2022年-2024年中期, 贵州茅台派发现金分红1529亿元
古井贡酒	2021年1月, 亳州市国有资本运营公司将持有的古井集团6%股权无偿划转至安徽省财政厅持有, 委托安徽省国有资本运营控股集团有限公司作为承接主体, 对划转的国有股权进行专户管理, 用以充实社保基金。
泸州老窖	2020年10月, 泸州市国资委将11.1193万股泸州老窖股份, 及老窖集团10%股权, 一致行动人兴泸集团10%股权无偿划转给四川省财政厅, 由四川省财政厅代社保基金持有。
老白干酒	2020年12月, 衡水市财政局将老白干集团10%股权无偿划转给河北省财政厅, 用以充实社保基金。

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

## (二) 新一轮央企改革下重视白酒上市国企投资价值

2023年6月, 中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案(2023—2025年)》。在新一轮国企改革背景进程之下, 结合白酒产业当前发展所处阶段, 我们认为应该更加注重国有上市白酒企业的投资价值。理由如下:

**第一, 国企在应对本轮行业周期调整过程中的灵活度提升。**2024年以来, 国内经济下行压力加大。现阶段白酒产业发展呈现出与经济周期强相关的特征, 其中白酒消费的商务和送礼消费需求部分与经济周期、经济结构转型相关, 宴席消费的部分也受到大众消费紧缩的影响, 整体呈现消费需求明显下降、消费降级的现象。供给端则较为充分, 由此造成渠道库存增加和价格下行压力。以往发展过程中, 由于背负地方经济增长和税收指标, 白酒国企的业绩增长目标较为刚性; 需求下行阶段, 酒厂的业绩增长压力实则转移至渠道商承载, 并反映到价格。但是在应对本轮行业周期的调整时, 我们观察到国企的目标刚性程度在下降, 且更注重维护与经销商的合作关系。今年二季度行业需求遇冷, 部分企业例如今世缘即开始放松经销商提前打款要求, 减轻经销商资金压力; 三季度多数酒企业绩增速明显放缓, 不再刻意追求达成年度业绩目标, 而是在保障渠道库存合理、维护好产品价格和市场秩序的前提下量力而行。国企在应对本轮行业周期性过程中的灵活度提升, 背后原因可能有地方政府自身对于经济增长目标的刚性程度下降; 也可能因酒企吸取了过往周期调整中积累的经验教训, 更为理性和及时应对本轮调整周期; 或是因在当前电商高度发达的市场环境下, 价格透明, 渠道商的库存承载能力被削弱所致。国企经营灵活度的提升意味着产业链中积累的风险下降, 本轮周期调整所需时间并不会过长。

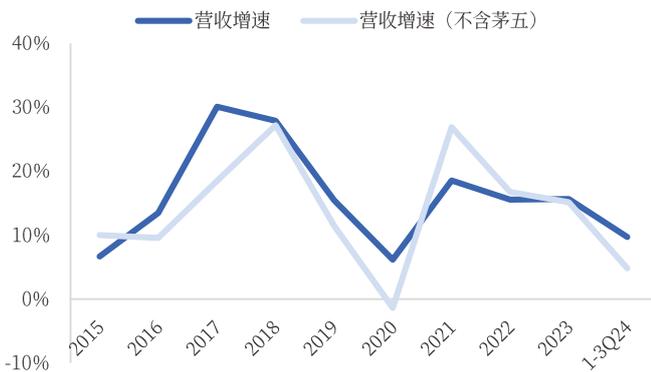
另一方面, 在周期调整过程中, 国有企业有更强的定力, 着眼于长期, 坚持推进产能建设、存老酒, 坚持维护品牌价值; 也会得到当地政府更多的政策支持, 地方政府并不会放弃其“钱袋子”。因此从长周期来看, 国有企业有更强的经营稳健性和更低的风险, 产业周期低谷期提供买入机会。

图1：白酒行业的几轮周期



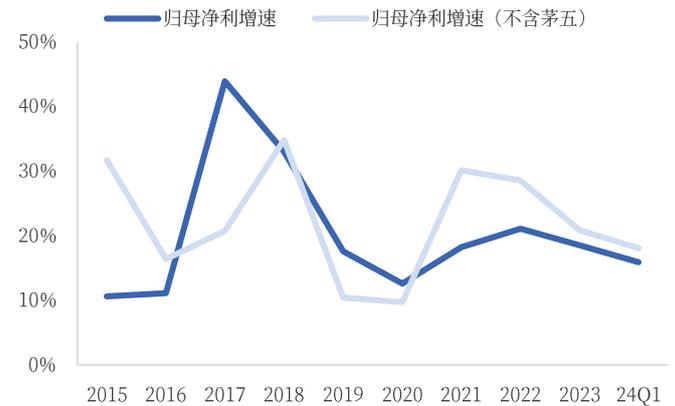
资料来源：今日酒价，中国银河证券研究院

图2：A股白酒板块上市公司收入同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：A股白酒板块上市公司归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**第二，成长性减弱，白酒国企增加分红回报。**在宏观经济增长动能减弱、结构转型风险提升的大背景下，近两年资本市场对于上市企业提高分红的诉求强烈。白酒行业是轻资产行业，资本开支数额不大；同时产品毛利高，先款后货，经营活动产生的现金流充沛；虽然2021年以来行业增长放缓，酒企增加了老酒存货投资，但是所消耗现金流仍然有限。因此整体来看，白酒企业具备充足的分红实力。2022年以来，在以贵州茅台为代表的白酒国企引领下，白酒企业明显加大了分红回报力度；2024年贵州茅台、五粮液、洋河股份先后进一步明确了2024-2026年的分红规划。从各家白酒企业分红比例来看，对比茅台，其余白酒企业分红比例仍有提升空间。

图4: A 股白酒板块现金流和分红情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表3: 白酒企业分红比例

证券简称	2020	2021	2022	2023	股息率% (2023)	分红规划
贵州茅台	52%	52%	96%	84%	3.2	2024-2026 年每年分红比例不低于 75%
五粮液	50%	50%	55%	60%	3.0	2024-2026 年每年分红比例不低于 70%, 且不低于 200 亿元 (含税)
泸州老窖	50%	60%	60%	60%	3.7	
山西汾酒	6%	41%	50%	51%	2.0	
洋河股份	60%	60%	60%	70%	5.2	2024-2026 年每年分红比例不低于 70%, 且不低于 70 亿元 (含税)
古井贡酒	41%	51%	50%	52%	2.2	
今世缘	36%	36%	36%	40%	2.1	
迎驾贡酒	59%	52%	52%	45%	2.0	
舍得酒业	26%	21%	30%	40%	2.8	
酒鬼酒	46%	47%	40%	59%	1.6	
水井坊	80%	30%	30%	35%	1.6	
口子窖	56%	52%	58%	52%	3.5	
老白干酒	43%	35%	39%	62%	2.0	
金种子酒	0%	0%	0%	0%	0.0	
顺鑫农业	18%	18%	0%	0%	0.0	
金徽酒	37%	34%	54%	60%	1.8	
伊力特	56%	62%	117%	54%	2.1	
天佑德酒	0%	37%	38%	70%	1.2	

资料来源: Wind、中国银河证券研究院。股息率按照 (2023 年每股分红) / (2024/11/14 收盘价) 计算。

**第三, 新一轮化债背景下更加重视当地优质资产的市值管理。**2019 年推进地方政府化债的过程中, 贵州省“茅台化债”就充分利用了茅台的股权价值。当前开启新一轮化债, 上市白酒国企作为当地政府的优质资产, 盘活存量、做好上市企业的市值管理对于依赖度高的地方财政也有重要意义。

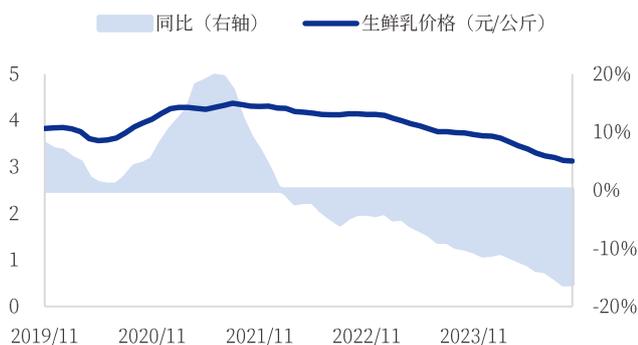
## 二、大众品：从三大维度寻找央国企改革投资线索

### (一) 强化重点领域保障

国有企业是维护国家战略安全的重要基石，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中、强化重点领域保障既是政策导向，国企亦有责任、有能力发挥主观能动性，引领产业长期发展。**乳制品与调味品与国民健康、民生生计密切相关，行业内国央企占比相对更重，有望在央国企的率领下走出周期底部，实现产业升级与良性发展。**

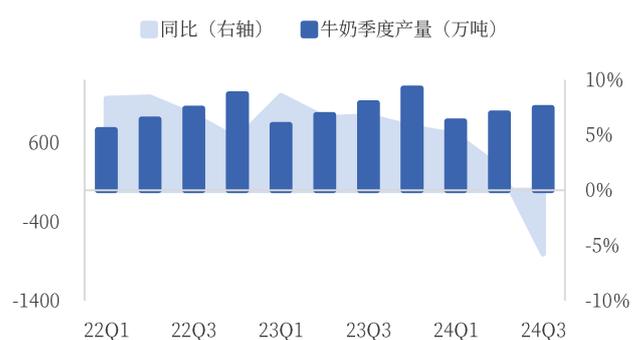
**乳制品：优化供需结构，平抑周期波动。**乳品上游的原奶供给存在 1) 奶牛养殖有时滞性、2) 原奶储存时间短成本高的特点，因此供给端周期较为明显；叠加前期需求端有所承压，供需剪刀差再次加大，致使本轮奶价下行周期时间较长、幅度较深，产业链上游盈利能力受挫。国有乳企有望引导、辅助周期调节，同时依据自身优势平抑周期波动。2024H1 乳企协同奶源推行去产能，现代牧业等大型牧业集团奶牛存栏有不同程度下降；同时，国有乳企能够精耕产业建设、实现技术拓展，24 年 5 月蒙牛深加工产业链关键技术取得阶段性进展，有望入局新的需求领域。

图5：2022 年以来原奶价格进入下行周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

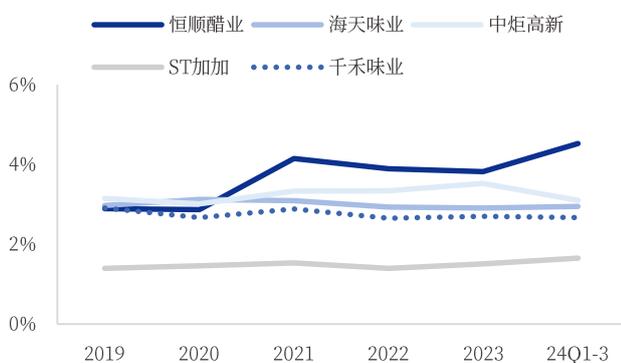
图6：24Q3 原奶供给同比改善



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

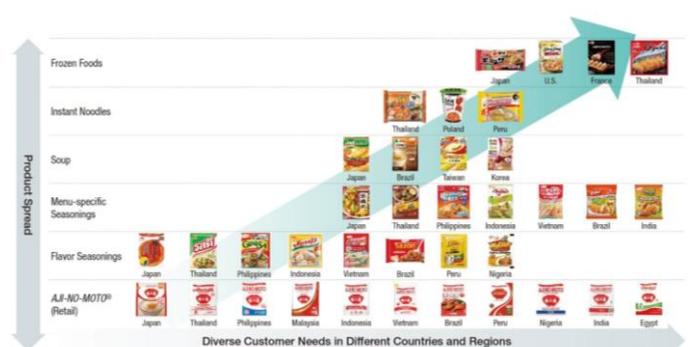
**调味品：提升产品创新力，促进行业发展。**当前调味品行业进入底部向上周期，政策刺激和旺季催化，餐饮链需求有望回暖，带动量能修复。从更长期维度展望，我们认为行业的驱动将来自 1) 复调产品创新带来的新的需求增长；2) 品质健康化、功能细分化驱动的品类和价格升级。恒顺醋业、安琪酵母等国有调味品企业有望通过资源投入与研发实力引领行业升级。

图7：恒顺醋业研发费用率高于可比公司



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：海外龙头通过创新打造复合调味品矩阵



资料来源：味之素公司官网，中国银河证券研究院

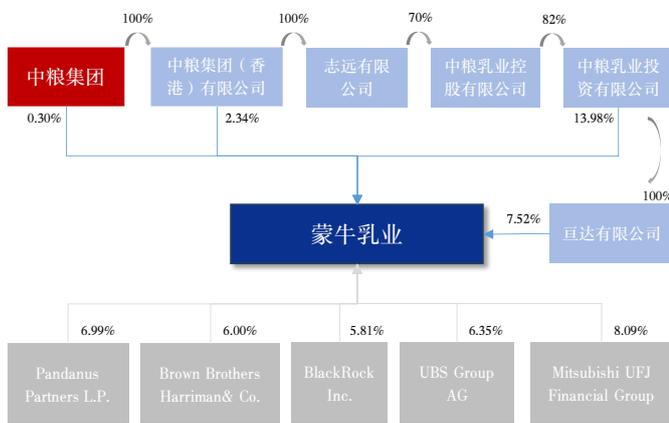
## (二) 深度参与全球分工

国有企业因具备更为充分的资源禀赋与更为系统的组织结构，已在我国食品饮料多个细分行业中实现领军站位。新一轮改革以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，央企有望以更高水平应对全球竞争，实施国际化经营战略，打造具备全球竞争力的中国产品、塑造具有国际影响力的中国品牌，向世界一流企业迈进。

### 1. 蒙牛乳业

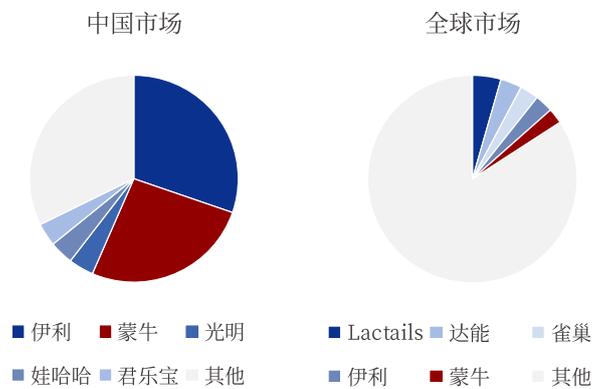
**牛根生时代：中粮集团入主实现转型，蒙牛从中国牛到世界牛。**2009年蒙牛乳制品在国内同类产品销量、销售额居于首位，基本完成创立之初从“草原牛”到“中国牛”再到“世界牛”发展蓝图的前半程。彼时创始人牛总出于民族品牌全球化等的诉求，选择与中粮集团强强联合，中粮入股蒙牛并成为第一大股东，公司从民营企业转型，期望借助中粮遍及世界的业务网络，有效调配销售资源，提升国内销售并加快建立国际市场。

图9：蒙牛股权结构（截至2024年6月30日）



资料来源：蒙牛乳业公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

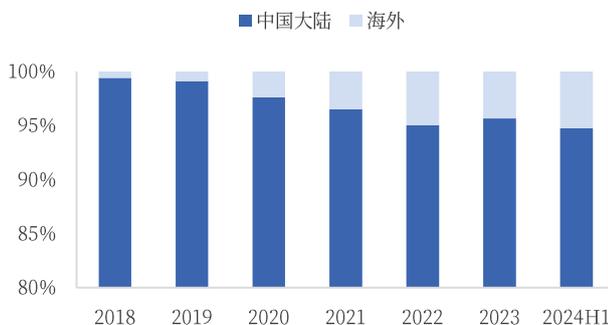
图10：蒙牛市场占有率（2023年）



资料来源：Euromonitor, 中国银河证券研究院

**卢敏放时代：对内调整管理团队与经营体系，对外加速推进国际化进程。**2015年以来公司实行系列股权激励、兼并收购举措，卢敏放上任后推动公司架构变革并加速推进全国化。供应链上，蒙牛开创了国内乳品企业海外全产业链布局的先河；通过收购、合资等方式在东南亚、大洋洲等地完善产能布局。品牌上，蒙牛是世界杯历史上全球范围的第一个乳业品牌赞助商，亦是首个乳制品行业的奥林匹克全球合作伙伴。技术上，取得国际专利亦标志着公司核心技术获得国际认可。

图11：蒙牛海外营收占比增加



资料来源：蒙牛乳业公司公告, 中国银河证券研究院

图12：蒙牛全球市场排名



资料来源：蒙牛官网, Foodaily, Foodtalks, 界面新闻, 中国银河证券研究院

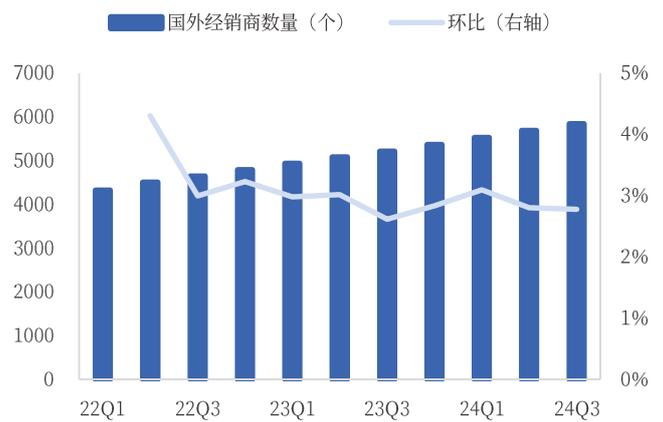


图17: 安琪酵母海外市场收入与增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 安琪酵母持续进行海外招商



资料来源: 安琪酵母公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 并购重组与效率提升

#### 3.1 哪些企业可能存在相关预期?

**兼并重组方向:** 我们判断行业内央国企内部重组整合的概率较低, 更可能收购其他公司, 主要归因于: 1) 地方实控人分属不同地区, 行业中企业多隶属不同地区国资委, 相互并购概率相对较低, 考虑更可能由地方国资委牵头, 完成省内同类产业资源整合; 2) 集团公司垂类业务划分清晰, 国务院国资委实控华润饮料(华润集团)、蒙牛乳业、中国食品、中粮家佳康(中粮集团); 上海国资委实控光明肉业、光明乳业(光明集团), 尽管为同一实控人, 然而集团多个垂类上市平台间的业务划分合理、清晰, 因此集团内并购预期也相对较弱。另一方面, 上述企业均有对外收购能力, 有望实现横向整合, 提升经营规模和效率, 例如蒙牛乳业、光明乳业、三元股份、天润乳业、中国食品在历史上都曾并购行业内其他企业。

**效率提升方向:** 我们认为行业内央国企有较大概率进行自身效率改革, 可以从三个维度梳理存在变革可能性的企业:

1) 管理层近期换届或预期变更。 管理层变更往往为企业注入全新活力, 包括引进外部管理经验、优化组织架构、梳理产品渠道、调整薪酬激励等, 有望实现整体效率提升。在2024年履新的8位董事长或总裁中, 75%为公司内部晋升, 25%来自集团调任或其他企业, 分别为华润饮料李树清、三元股份袁浩宗。此外, 5位核心领导接近法定退休年龄, 或将带来管理层变动。

2) 历史上曾经发生过国企改革。 国企改革成功落地后将促成经营改善、释放业绩弹性, 曾把握住改革红利的国有企业有动力通过改革持续提效。如蒙牛、三元、光明等多数乳企多次通过兼并收购的方式拓展业务线与产业链; 安琪酵母继2021年后再度推出股权激励。

3) 股东方改革经验丰富, 且公司存在提效诉求。 高管的集团间调任在一定程度上能够活化管理层经营思路, 股东方控管的其他企业的先进经验也有望通过人员流动充分复用。以华润饮料为例, 华润集团自身已在国企改革三年行动中取得积极成效, 华润饮料面对扩规模、增利润诉求, 有望再次学习华润啤酒等兄弟企业成功的改革经验。

综上所述，我们认为央国企改革相关标的可关注恒顺醋业、安琪酵母、蒙牛乳业、三元股份、天润乳业、光明乳业、华润饮料、中国食品。

图19：可能发生并购重组与效率提升的非酒类食品饮料央国企上市公司

当前变动/重要并购	预期变动/内部重组	历史变动	
股权穿透	高管变动	股权激励	历史业务并购重组（部分）
<b>华润饮料</b>	国务院国资委	总经理：李树清，2024年9月上任	兄弟企业华润啤酒等曾多次通过收购完成业务布局
<b>泉阳泉</b>	吉林省国资委	总经理：王尽晖，今年60岁	吉林森工定增收购新泉阳泉75.45%股权和园区园林100%股权（2017）
<b>中国食品</b>	国务院国资委		收购河北、内蒙、天津、长沙等多地中粮可口可乐股权（2021-2023）
<b>蒙牛乳业</b>	国务院国资委	总经理：高飞，2024年3月上任	2014年起股票奖励计划，有效期至2026年
			收购现代牧业部分股权（2013、2017）； 收购雅士利国际部分股权（2014）； 控股妙可蓝多（2021）并由妙可蓝多重组奶酪业务（2024）； 收购君乐宝（2010）并出售（2019）
<b>三元股份</b>	北京市国资委	董事长：袁浩宗，2024年2月上任	2022年开始，考核2023-2025年
			收购三元双宝53%股权/唐山三元70%股权（2015/2018年，解决同业竞争）； 收购艾莱发善股权（2016、2020年，提升经营规模，整合资源优势）； 收购首农畜牧股权（2020、2022，2024年因三元种业增资，首农出表）
<b>天润乳业</b>	新疆第十二师国资委	董事长：刘让，今年61岁	2022年6月公司完成股份回购，预期用于员工持股计划或股权激励；三年内（截至2025年）未完成部分将注销
			收购天澳牧业100%股权（2015） 收购新农乳业100%股权（2023）
<b>燕塘乳业</b>	农业农村部		
<b>现代牧业</b>	国务院国资委		2018年起股份奖励计划，十年有效
<b>西部牧业</b>	新疆第八师国资委		收购天山广和100%股权（2021）
<b>庄园牧场</b>	甘肃省国资委	董事长：杨毅，2024年5月上任； 总经理：马铁民，2024年5月上任	2023年12月到期
			收购东方乳业82%股权（2018）； 内部划转子公司和孙公司（2024年10月）
<b>维维股份</b>	徐州市国资委	总经理：赵惠卿，今年59岁	
			控股怡清源茶业（2013）； 出售贵州醇55%股权（2019）； 转让枝江酒业71%股权（2020）
<b>光明乳业</b>	上海市国资委		2014年开始，已结束
			收购荷兰斯坦牧业45%股权（2017） 收购小西牛公司60%股权（2021）
<b>光明肉业</b>	上海市国资委	董事长兼任总经理：李俊龙，2024年7月任总经理	
			持续进行业务梳理，出售正广和饮用水、正广和便利、上海奶牛棚等， 收购光明生猪41%股权、光明农牧10%股权
<b>恒顺醋业</b>	镇江市国资委	董事长：杭祝鸿，今年59岁； 总经理：何春阳，2024年3月离任	2024年7月公告，考核2024-2026年
			剥离房地产业务（2011-2013年） 收购恒润调味品100%股权（2021年，整合营销资源，统一规范销售渠道，有效发挥区域渠道优势，进一步规范和减少公司关联交易）
<b>涪陵榨菜</b>	重庆市涪陵区国资委		
			收购惠通食业100%股权（2015） 定增收购四川恒星100%股权，味之浓100%股权（2018，收购失败）
<b>老恒和酿造</b>	湖州市吴兴区国有资本监督管理服务中心		
			吴兴城投要约收购53.61%股份（2023年）
<b>安琪酵母</b>	宜昌市国资委		2024年6月公告，考核2024-2026年
			收购安琪邦泰60%股权（2023）
<b>青岛食品</b>	青岛市国资委		
			收购华琨生物34%股权（2024）
<b>桂发祥</b>	天津市河西区国资委		
<b>中粮家佳康</b>	国务院国资委	董事长：高翔，2024年3月上任； 总经理：张楠，2024年4月上任	2017年新股份奖励计划
			收购中粮嘉华100%股权（2024年10月，中粮嘉华主营业务为投资控股，全资控股中粮饲料，有利于集团完善全产业链战略布局，降低养殖成本）
<b>双塔食品</b>	金岭镇人民政府	董事长：杨君敏，今年62岁	2024年2月到期
<b>广弘控股</b>	广东省人民政府		
<b>广州酒家</b>	广州市国资委		2018年开始，考核2019-2021年
			受让陶陶居公司100%股权（2019） 收购海越公司100%股权（2021）

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 3.2 研判：对公司的业绩弹性影响如何？

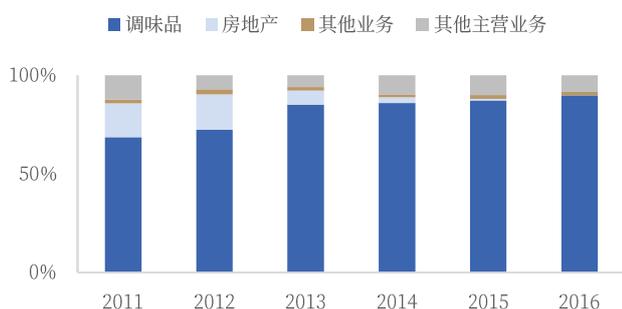
基于上述对改革历史、当前调整与未来预期的梳理，我们重点分析恒顺醋业、蒙牛乳业、三元股份、华润饮料，探讨国企改革带来的业绩弹性空间。

### 3.2.1 调味品：恒顺醋业

纵向看：复盘恒顺醋业历史上存在的两次国企改革行情，均由管理层变动引发，结果是带来了公司组织战术和整体效率的优化。

1) 尹名年总、张玉宏总期间：2012年年底开始剥离房地产业务、聚焦调味品主业，公司财务费用快速下降，效益稳步提升；2016年分离完成时资产质量和经营效率显见改善，较2012年ROE/毛利率/扣非净利率分别+19pcts/8pcts/15pcts。

图20: 恒顺醋业业务逐渐聚焦调味品



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 恒顺醋业财务费用率显著下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 改革后恒顺醋业收益能力良性提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 拆分ROE来看, 毛利率与净利率中枢抬升



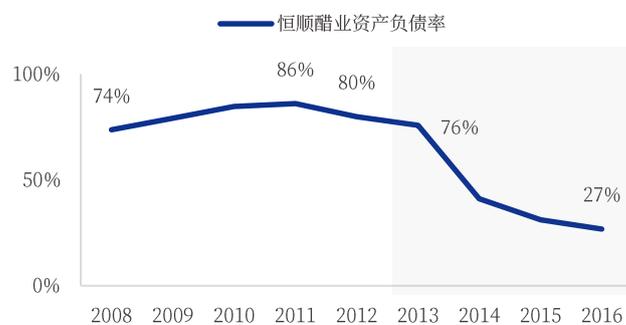
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 拆分ROE来看, 改革盘活资产效率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 拆分ROE来看, 改革后资产负债率结构更为健康



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

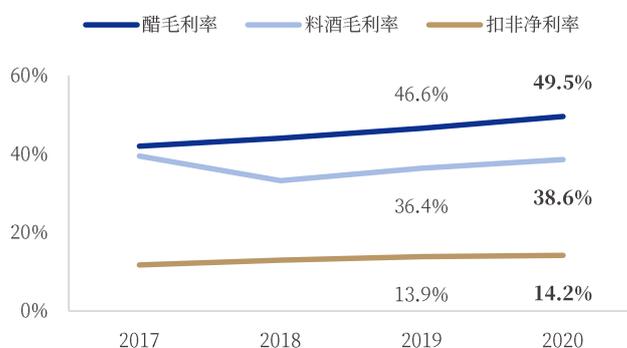
2) **杭祝鸿总期间**：杭总上任后快速推进内部机制提效和市场作战能力强化，包括薪酬市场化、营销体制、品牌建设、产品体系多重改革，体现极强的执行力和变革决心。提出改革的第一个完整年度盈利能力显著上行，**2020年醋/料酒毛利率同比+3.0pcts/2.2pcts，公司扣非净利率同比提升0.3pcts。**

图26：杭总上任后快速梳理出系列改革举措提振市场信心

<b>产品</b>	聚焦主业，“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”
<b>营销</b>	传统渠道营销体系变革，将36个片区化为八大战区
<b>渠道</b>	深耕传统、精耕商超、强攻电商、切入餐饮+大客户
<b>品牌</b>	加强媒体合作，深挖百年文化，重视品牌价值
<b>体系</b>	改进考核体系，完善内部激励，提升管理效率

资料来源：Wind，恒顺醋业公司公告，中国银河证券研究院

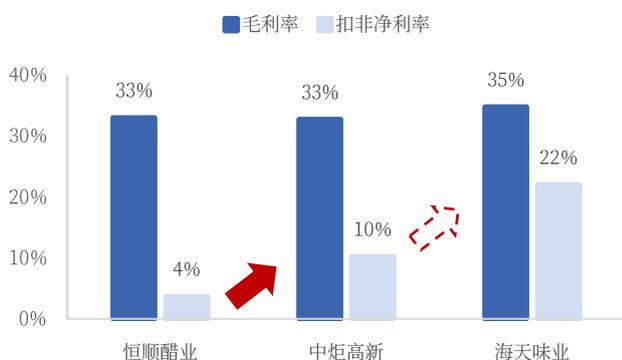
图27：恒顺醋业2020年主业毛利率与扣非净利率上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**横向看：对比调味品行业标杆企业，公司效率仍有提升空间。**尽管两轮改革均释放成效，但相较于调味品头部企业（海天味业、中炬高新），我们认为从净利率、ROE等角度来看，恒顺醋业仍有较大提升空间。

图28：恒顺醋业费效提升空间充足（2023年）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：恒顺醋业ROE具备提升空间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 3.2.2 乳制品：蒙牛乳业、三元股份

#### 蒙牛乳业

纵向看，业务并购与换帅是蒙牛乳业2010年以来改革的两条主线，分别在2013-2014年和2017-2019年取得良好增长。

1) **第一轮改革**：2010/2013年公司分别并购君乐宝与雅士利，优化产品结构、扩大企业规模，对应其后两年平均收入增速中枢上抬超过10pcts。但因管理层和股东频繁变动导致战略等不连续，叠加对并购业务的管理不足，蒙牛在2015年有所失速。

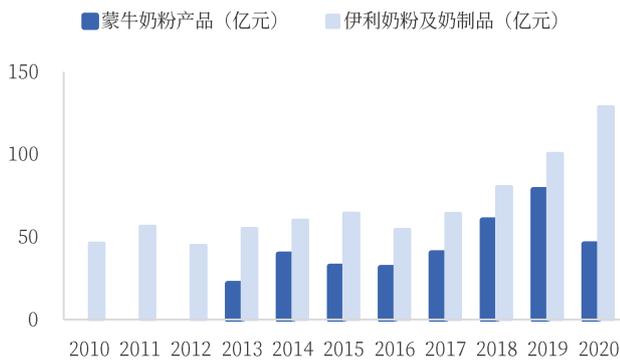
2) 第二轮改革：卢敏放总 2016 年上任后重新率领组织变革，调整回以品类为核心的事业部制，同时加速推进多元化与国际化；其后三年公司核心指标持续向好，2019 年毛利率/净利率/ROE 分别较 2016 年提升 19pcts/5pcts/7pcts。

图30：蒙牛外延并购历史

时间	布局板块	情况
2010年	酸奶	4.692亿元收购君乐宝51%股权
2013年	奶源	增持现代牧业并成为其单一最大股东
2013年	奶粉	要约收购雅士利
2013年	奶源	6000万美金投资原生态牧业
2015年	奶粉	雅士利联合蒙牛1.5亿欧元全资收购多美滋
2017年	奶源	多次增持现代牧业
2018年	奶源	3.03亿元购入圣牧高科49%股权
2019年		40.1亿元出售君乐宝51%股权
2019年	奶粉	收购贝拉米
2020年	奶源	800万元收购圣牧高科51%股权
2021年	奶酪	收购妙可蓝多部分股权
2022年		达能购回多美滋
2024年		妙可蓝多4.48亿元收购蒙牛奶酪

资料来源：蒙牛官网，中国证券网，界面新闻，Wind，中国银河证券研究院

图32：蒙牛通过并购补充奶粉业务，缩小与伊利营收差距



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：2013-2014年、2017-2019年蒙牛乳业毛利率提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：蒙牛换帅带动事业部变革



资料来源：食业家，第一财经，中国银河证券研究院

图33：2013-2014年、2017-2019年蒙牛乳业ROE提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：2013-2014年、2017-2019年蒙牛乳业净利率提升

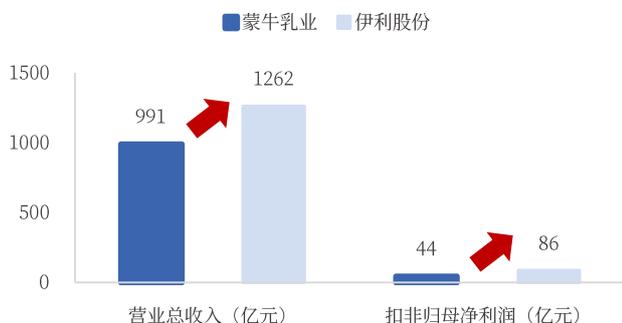


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**横向看：蒙牛对比伊利具备提升空间。**蒙牛与伊利为我国奶业双雄，早年间业务规模与步调较为相似，但在 2020 年起差距逐渐加大，主要为蒙牛出售君乐宝后奶粉业务的差距；而奶粉利润率

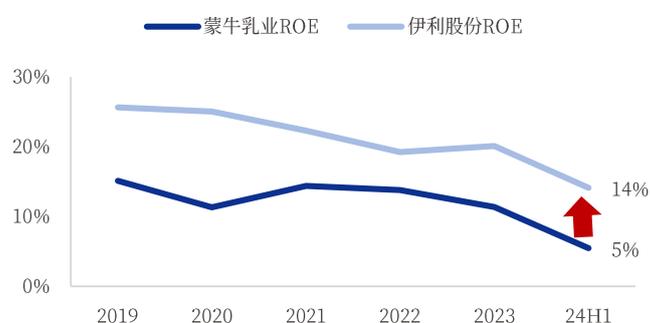
水平高于其他乳品：2023年蒙牛液态奶收入与伊利基本相当，总收入为伊利的79%，扣非归母净利润率仅为伊利的51%。当前蒙牛体内仍在持续孵化奶粉业务，改革势能充分释放后有望再次对齐伊利，补充规模的同时，扣非归母净利润率存在加倍空间（24H1蒙牛 vs 伊利为 4.2% vs 8.9%）。

图36：蒙牛与伊利营收与利润规模对比（2023年）



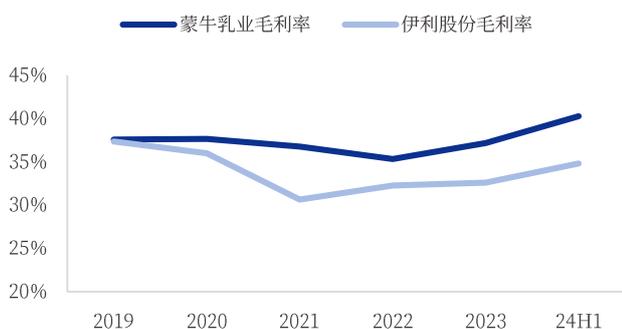
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图37：蒙牛与伊利 ROE 对比



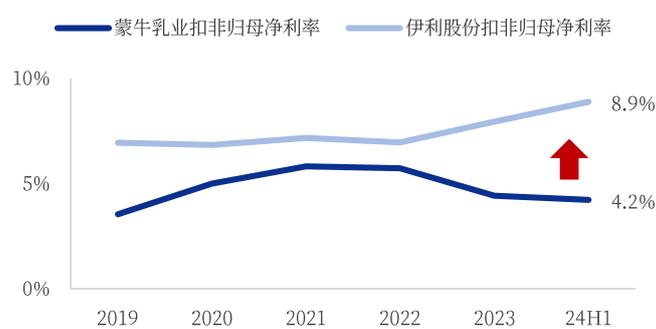
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图38：蒙牛与伊利毛利率对比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图39：蒙牛与伊利扣非归母净利润率对比

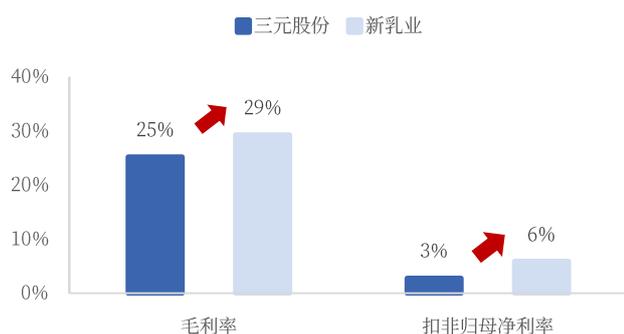


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

### 三元股份

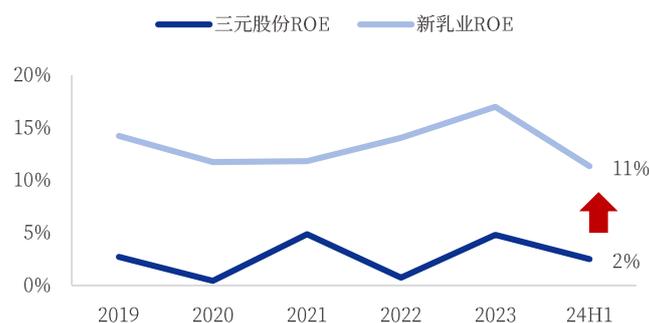
横向看，对比新乳业，三元盈利能力与运营效率尚存提升空间。三元液奶业务毛利率偏低（2023年液体乳毛利率，三元 vs 新乳业为 22.4% vs. 28.8%），而在北京大本营激烈竞争下公司费用投放更为激进，24Q3 新乳业等泛区域型乳企毛销差多数同比改善，三元则同比-3.8pcts。袁浩宗总在三元的实控人首农食品集团担任要职，此次袁总上任有望改善公司前期多次尝试收购资产却不尽人意的困境，实现盈利能力与效率提升。

图40: 三元股份与新乳业盈利能力对比 (2024H1)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图41: 三元股份与新乳业 ROE 对比

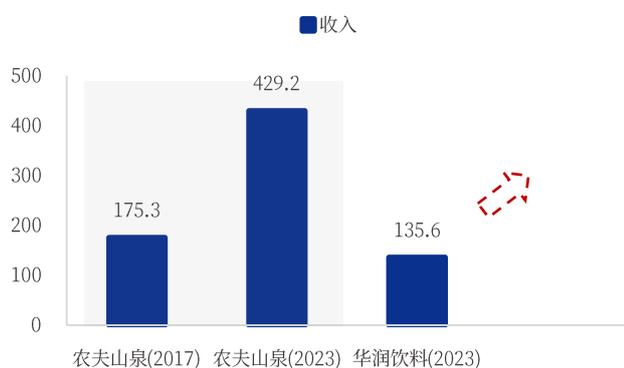


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3.2.3 软饮料: 华润饮料

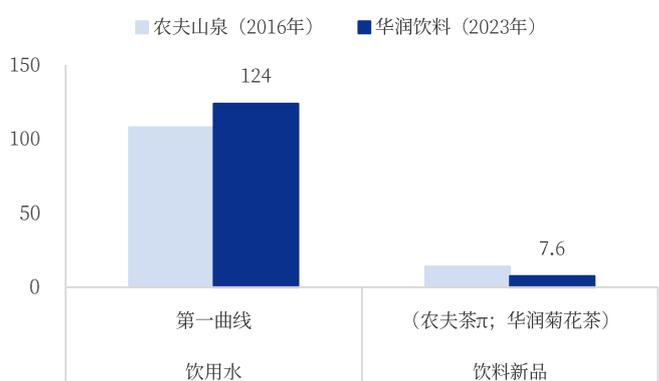
**坚守成为综合性饮料的企业目标, 通过生产布局提高主业盈利能力。** 华润饮料历经 40 年发展, 已成长为我国第二大包装饮用水、最大的饮用纯净水企业。公司当前正处于由大单品怡宝驱动向饮料多品类转型的新一轮增长期, 一方面包装水业务通过积极提升自有产能占比与优化生产成本, 有望推动盈利能力改善, 同时继续精耕渠道、补充水种矩阵, 应对市场竞争。另一方面饮料业务亦积极布局, 重点打造菊花茶单品, 有望复制农夫茶成功经验, 推动渠道杠杆效应释放。

图42: 农夫山泉总收入 vs 华润饮料总收入 (亿元)



资料来源: 中国连锁经营协会, 食业头条, Wind, 中国银河证券研究院

图43: 农夫山泉大单品收入 vs 华润饮料大单品收入 (亿元)



资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院

图44: 农夫山泉毛利率 vs 华润饮料毛利率



资料来源: 中国连锁经营协会, 食业头条, Wind, 中国银河证券研究院

图45: 农夫山泉净利率 vs 华润饮料净利率



资料来源: 中国连锁经营协会, 食业头条, Wind, 中国银河证券研究院

### 3.3 投资：如何把握国企改革的投资节奏？

复盘市场多起国企改革案例，我们发现从股价投资角度，大致遵循三个阶段：1) 重大改革或人事变动向资本市场释放积极信号，短期估值快速提升，催化股价上涨；2) 半年-1年窗口期内观察改革落地效果，估值对业绩波动具备容忍性；3) 通过关键信号或完整1-2年判断改革是否成功，业绩增长与估值中枢抬升将促成戴维斯双击。

## 3.3.1 恒顺醋业

图46：恒顺醋业历史上曾走出两轮国企改革行情



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

#### 第一轮改革：

2012年12月-2015年，资产剥离叠加管理层变动带来的经营变革，期间股价绝对收益达到322%，相对沪深300超额收益248%。

1) 事件驱动 (2012.12)：PE脉冲上涨，股价提升20% (PE-ttm绝对值口径，下同)。房地产业务对业绩造成明显拖累，市场已经有其他企业完成剥离的经验，2012年12月3日公司正式公告剥离业务并停牌，复牌后三个交易日股价拉升20%。

2) 观察窗口 (2012.12-2013.4)：估值驱动，PE由94x提升至172x，股价上涨82%。公司4月16日发布2012年报，尽管报表端同比亏损，股价并未做出过大下修反应。

3) 成效确认 (2013.4-2014)：PE逐渐回归，业绩驱动股价上涨23%。公司2013年4月27日披露13年一季报，利润端实现明显改善。2013年全年各季度扣非归母净利润均为正数，全年实现扭亏为盈，资产效率大幅提升。其后估值稳定在70-90x，股价转向由业绩增长驱动。

4) 管理层变动 (2014.6)：管理层再次调整，6月张玉宏从总经理出任董事长一职，有望加速聚焦主业、剥离其他业务，国企改革预期积极，估值持续提升；1年窗口期后估值趋于稳定。2018年公司成功消化提价因素，全年收入同比提速2.8pcts至10%，扣非归母净利润同比提速5.4pcts至21%，年报披露时点间PE由23x提升至33x，股价上涨62%，迎来戴维斯双击。

图47: 恒顺醋业 2012-2015 年改革行情



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**第二轮改革:**

2019年-2024年, 杭祝鸿总上任, 一方面展现地方政府对于做强恒顺的决心; 且杭总上任后快速传达出改革信号与具体思路, 期间股价高增。

1) 事件驱动 (2019.12-2020.1): 履新公告公布当日公司股价上涨 5%; 结合恒顺第一次国企改革主浪的优秀成果, 向市场释放积极信号。2020年1月10日杭总亮相股东大会并向市场传达未来发展战略和经营思路, 次日再次上涨 5.9%。

2) 观察窗口 (2020年): 估值驱动, PE 由年初 35x 提升至年末 70x, 股价涨幅 92%。杭总上任一周年内, 季度间收入持续增长, 且全年调味品达成年初双位数增长目标; 尽管部分时段没有观察到预期的增长提速, 但公司多重变革措施持续落地, 市场信心充分。

图48: 恒顺醋业 2019-2020 年改革行情



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 3.3.2 蒙牛乳业

#### 第一轮改革：

蒙牛乳业 2013 年 124.6 亿港元要约收购雅士利部分股权，为其时中国乳业最大规模的一次并购，继前期通过并购补充上游供应链后，向外释放蒙牛在奶粉领域发力的重要信号。

1) 事件驱动 (2013.5)：公告复牌首日蒙牛/雅士利国际股价分别+7%/3%。公司先后公告增持现代牧业、控股雅士利国际，进一步通过并购完善业务布局。

2) 观察窗口 (2013.6-2014.3)：PE 由 34x 提升至 40x，估值驱动蒙牛/雅士利股价分别+39%/22%。借助雅士利对蒙牛业务补充，公司营收规模扩大的确定性较强，有望追赶与伊利的收入差距。此外，期间公布的半年报显示蒙牛自身亦恢复正增。

#### 第二轮改革：

原雅士利总裁卢敏放 2016 年 9 月上任蒙牛总裁后，对事业部制度调整、推动数字化战略转型、拓展多元化、国际化业务。

1) 事件驱动 (2016.9)：卢敏放出任公告次个交易日蒙牛股价-3%。

2) 观察窗口 (2016.9-2017.8)：PE 基本稳定，股价上涨 16%。卢总上任后较为低调，市场情绪稳定；履新日至 2016 年 12 月 5 日 PE 从 23x 变动至 24x，股价小幅上行 4%；而因雅士利商誉减值造成的首亏预告并未造成过大影响。2016 年年报显示蒙牛基础白奶、纯甄、特仑苏等多个产品的逆势增长，自身业绩催化股价再次向上。

3) 成效确认 (2017.8-2019.12)：实现戴维斯双击，股价上涨 87%。2017 年半年报验证事业部改革成效，且 2018 年雅士利亦走上正轨，2019 年 PE 中枢抬升至 32x，业绩与估值同步回暖，实现戴维斯双击。

图49：蒙牛乳业 2013 年、2016 年两轮改革行情



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、投资建议

白酒板块建议关注贵州茅台，五粮液，山西汾酒，今世缘。大众品板块，我们认为可以从强化重点领域保障、深化参与全球分工、并购重组与效率提升这三大角度寻找国企改革主题的投资线索，建议重点关注恒顺醋业、安琪酵母、华润饮料、蒙牛乳业、中炬高新。

表 4: 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	59.49	67.45	80.43	26	23	19	推荐
000858.SZ	五粮液	7.78	8.33	9.02	19	18	17	推荐
600809.SH	山西汾酒	8.56	10.16	11.54	25	21	18	推荐
603369.SH	今世缘	2.5	2.85	3.31	18	16	14	推荐
2460.HK	华润饮料	0.66	0.70	0.87	19	18	15	推荐
600872.SH	中炬高新	2.16	1.03	1.24	10	22	18	推荐
600298.SH	安琪酵母	1.46	1.57	1.81	24	23	20	推荐

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

### 四、风险提示

1) 外部需求不佳使短期业绩不及预期的风险: 目前行业发展整体比较依赖外部消费环境的变化, 如果经济刺激政策不及预期、消费需求改善不明显, 使得相关食品饮料企业短期业绩不及预期, 市场同样会质疑改革的效果。

2) 改革不及预期的风险: 主要指的力度、进度不及市场预期的风险。

## 图表目录

图 1: 白酒行业的几轮周期 .....	6
图 2: A 股白酒板块上市公司收入同比增速 .....	6
图 3: A 股白酒板块上市公司归母净利润同比增速 .....	6
图 4: A 股白酒板块现金流和分红情况 .....	7
图 5: 2022 年以来原奶价格进入下行周期 .....	8
图 6: 24Q3 原奶供给同比改善 .....	8
图 7: 恒顺醋业研发费用率高于可比公司 .....	8
图 8: 海外龙头通过创新打造复合调味品矩阵 .....	8
图 9: 蒙牛股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日) .....	9
图 10: 蒙牛市场占有率 (2023 年) .....	9
图 11: 蒙牛海外营收占比增加 .....	9
图 12: 蒙牛全球市场排名 .....	9
图 13: 高飞时代蒙牛 FIRST 与一体两翼战略 .....	10
图 14: 蒙牛全球布局 (2024 年) .....	10
图 15: 安琪酵母股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日) .....	10
图 16: 安琪酵母产能占市场产能比例较高 (2024H1) .....	10
图 17: 安琪酵母海外市场收入与增速 .....	11
图 18: 安琪酵母持续进行海外招商 .....	11
图 19: 可能发生并购重组与效率提升的非酒类食品饮料央国企上市公司 .....	12
图 20: 恒顺醋业业务逐渐聚焦调味品 .....	13
图 21: 恒顺醋业财务费用率显著下降 .....	13
图 22: 改革后恒顺醋业收益能力良性提升 .....	13
图 23: 拆分 ROE 来看, 毛利率与净利率中枢抬升 .....	13
图 24: 拆分 ROE 来看, 改革盘活资产效率 .....	13
图 25: 拆分 ROE 来看, 改革后资产负债率结构更为健康 .....	13
图 26: 杭总上任后快速梳理出系列改革举措提振市场信心 .....	14
图 27: 恒顺醋业 2020 年主业毛利率与扣非净利率上行 .....	14
图 28: 恒顺醋业费效提升空间充足 (2023 年) .....	14
图 29: 恒顺醋业 ROE 具备提升空间 .....	14
图 30: 蒙牛外延并购历史 .....	15
图 31: 蒙牛换帅带动事业部变革 .....	15
图 32: 蒙牛通过并购补充奶粉业务, 缩小与伊利营收差距 .....	15
图 33: 2013-2014 年、2017-2019 年蒙牛乳业 ROE 提升 .....	15
图 34: 2013-2014 年、2017-2019 年蒙牛乳业毛利率提升 .....	15

图 35: 2013-2014 年、2017-2019 年蒙牛乳业净利率提升 .....	15
图 36: 蒙牛与伊利营收与利润规模对比 (2023 年) .....	16
图 37: 蒙牛与伊利 ROE 对比 .....	16
图 38: 蒙牛与伊利毛利率对比 .....	16
图 39: 蒙牛与伊利扣非归母净利率对比 .....	16
图 40: 三元股份与新乳业盈利能力对比 (2024H1) .....	17
图 41: 三元股份与新乳业 ROE 对比 .....	17
图 42: 农夫山泉总收入 vs 华润饮料总收入 (亿元) .....	17
图 43: 农夫山泉大单品收入 vs 华润饮料大单品收入 (亿元) .....	17
图 44: 农夫山泉毛利率 vs 华润饮料毛利率 .....	18
图 45: 农夫山泉净利率 vs 华润饮料净利率 .....	18
图 46: 恒顺醋业历史上曾走出两轮国企改革行情 .....	19
图 47: 恒顺醋业 2012-2015 年改革行情 .....	20
图 48: 恒顺醋业 2019-2020 年改革行情 .....	20
图 49: 蒙牛乳业 2013 年、2016 年两轮改革行情 .....	21

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘来珍** 上海交通大学金融学硕士，7年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

**刘光意** 经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn