

食品饮料 Q2 基金持仓分析：重仓持股 环比提升，白酒板块持股占比最高

核心观点：

食品饮料行业二季度重仓持股比例环比提升，白酒板块重仓持股占比最高，大众品板块持股波动较小。

根据对主动股票型基金重仓持股情况分析，二季度食品饮料行业重仓持股市值占比为 12.84%，仅次于医药生物行业位居第二位。食品饮料行业占比在一季度下降后，二季度环比提升 2.98pcts。从重仓持股占比与标准配置对比来看，食品饮料重仓持股占比较标准配置高出 6.50%，属于超高配行业。

综合对比各子板块，白酒是重仓持股比例最高的子板块，比例高达 10.11%。从食品饮料子板块基金重仓持股比例变动趋势来看，白酒板块自 2012Q3 后，受政策因素的影响，重仓持股比例持续降低，2016 年以后逐渐恢复增长，今年二季度突破 10%，但与历史高点相比仍有空间。而大众品板块持股波动较小。

从食品饮料行业具体个股持股市值来看，和一季度相比，前十名排名略有变化，顺鑫农业进入前十。从持股市值占行业持股市值比重分析，前五名均出现下滑，其中伊利股份下降幅度最大，持股比例从 16.04% 下降至 11.53%，而环比上升幅度最大的为口子窖，较一季度提升 2.27pcts，其次为古井贡酒 1.26pcts。

食品饮料持股市值占北上资金持比重小幅提升，白酒是支撑占比提升的主要力量。

2018 二季度末，食品饮料行业持股市值占北上资金持股市值比重环比上升 2.48%。在食品饮料子板块中，持股市值占北上资金持股总市值比重前四为白酒、乳品、调味发酵品、肉制品。去年以来子板块持股市值占比均呈现先增后降趋势，与食品饮料行业着整体保持一致，白酒板块是支撑食品饮料行业持股市值占比上升的主要力量。个股方面，持股主要以白酒为主。Q2 末占流通 A 股比例与一季度相比，除海天外，其余个股比例环比一季度均有提升，其中水井坊环比提升 6.39pcts，涪陵榨菜提升 3.39pcts。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、口子窖、水井坊、涪陵榨菜、中炬高新、海天味业、伊利股份、养元饮品、好想你、桃李面包、绝味食品、华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒。

食品饮料

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

研究助理：纪宗亚

jizongya@csc.com.cn

010-86451018

研究助理：杨斌

yangbinzgs@csc.com.cn

010-86451007

发布日期：2018 年 07 月 30 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、食品饮料行业二季度基金重仓持股环比提升.....	1
二、白酒板块重仓持股占比最高，大众品板块持股波动较小，顺鑫农业进入行业持股前十.....	2
三、食品饮料行业二季度末占北上资金持股市值比重小幅提升.....	5
四、投资建议.....	8

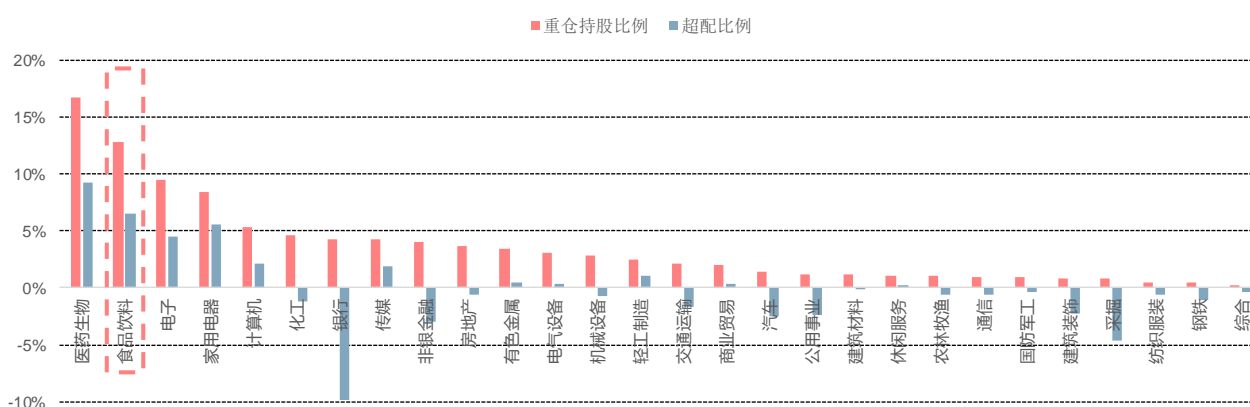
图表

表 1：2018 年一季度及二季度食品饮料行业个股重仓持股情况.....	3
表 2：近两年基金前十大重仓股及重仓比例（%）.....	5
表 3：2018 年二季度末全行业北上资金持股市值排名前十公司.....	7
表 4：食品饮料行业二季度末北上资金持股市值排名前十公司.....	7
图 1：2018 年二季度各行业基金重仓持股比例及超配比例.....	1
图 2：一季度和二季度各行业基金重仓持股比例环比变动.....	1
图 3：2005 年以来食品饮料行业基金重仓持股比例变动趋势.....	2
图 4：二季度申万三级行业中前十大重仓持股板块.....	2
图 5：白酒板块中基金重仓持股比例变动趋势.....	3
图 6：大众品板块基金重仓持股比例变动趋势.....	3
图 7：前十大重仓股持股市值及持股占比变化趋势.....	4

一、食品饮料行业二季度基金重仓持股环比提升

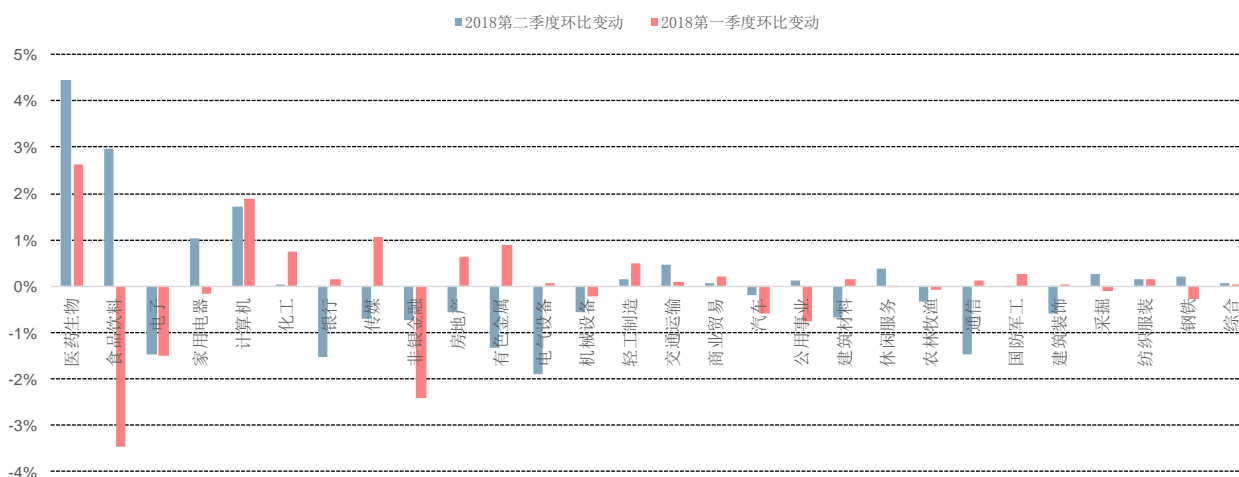
食品饮料二季度基金重仓持股环比提升。根据对主动股票型基金(包括普通股票型基金和偏股混合型基金)重仓持股情况分析,二季度食品饮料行业重仓持股市值占比为 12.84%,仅次于医药生物行业的 16.70%,位居申万一级行业的第二位。食品饮料行业在一季度环比下降后,二季度市值占比环比提升 2.98pcts,已经接近 2013 年以来的最高持股比例,但与历史最高持股比例有差距,预计未来仍有提升空间。从重仓持股占比与标准配置对比来看,食品饮料重仓持股占比较标准配置(行业流通 A 股市值与流通 A 股总市值比重)高出 6.50%,也仅次于医药行业,属于超高配行业。

图 1: 2018 年二季度各行业基金重仓持股比例及超配比例



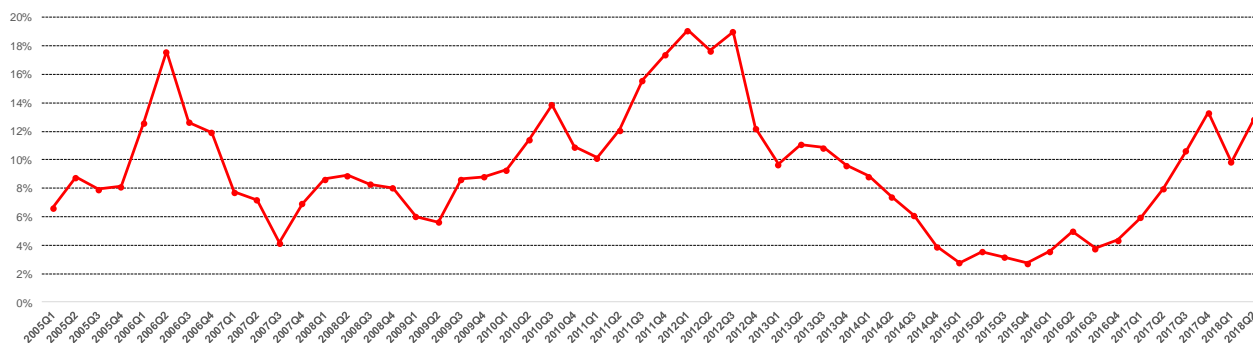
数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 2: 一季度和二季度各行业基金重仓持股比例环比变动



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 3：2005 年以来食品饮料行业基金重仓持股比例变动趋势



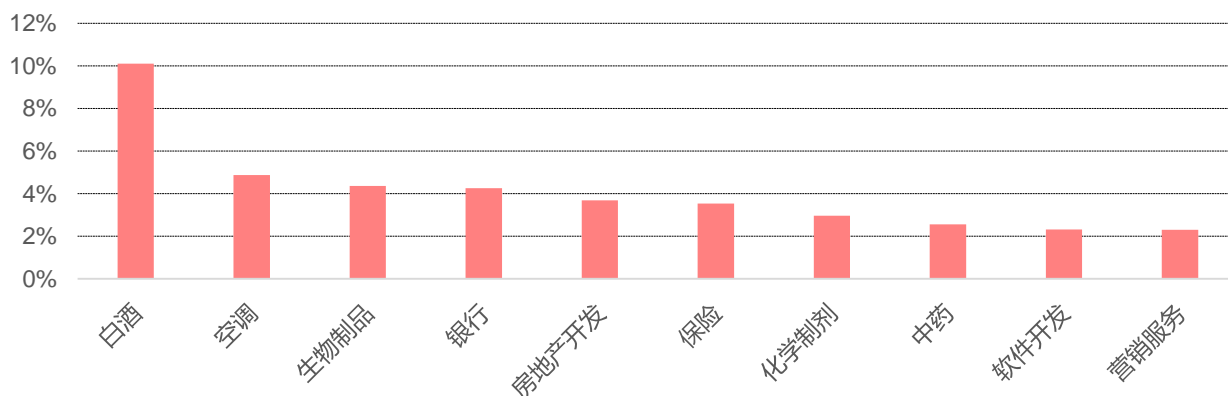
数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

二、白酒板块重仓持股占比最高，大众品板块持股波动较小，顺鑫农业进入行业持股前十

白酒板块重仓持股占比最高，但与历史最高水平相比仍有空间，大众品板块持股整体波动较小。综合对比各子板块，白酒是重仓持股比例最高的子板块，比例高达 10.11%。而从行业内对比来看，白酒也是占比最高的子板块，占比超过 10%，较一季度提升 2.61pcts；其次肉制品、调味发酵品占比也略有提升，尤其是涪陵榨菜、中炬高新，今年持股占比提升较大。

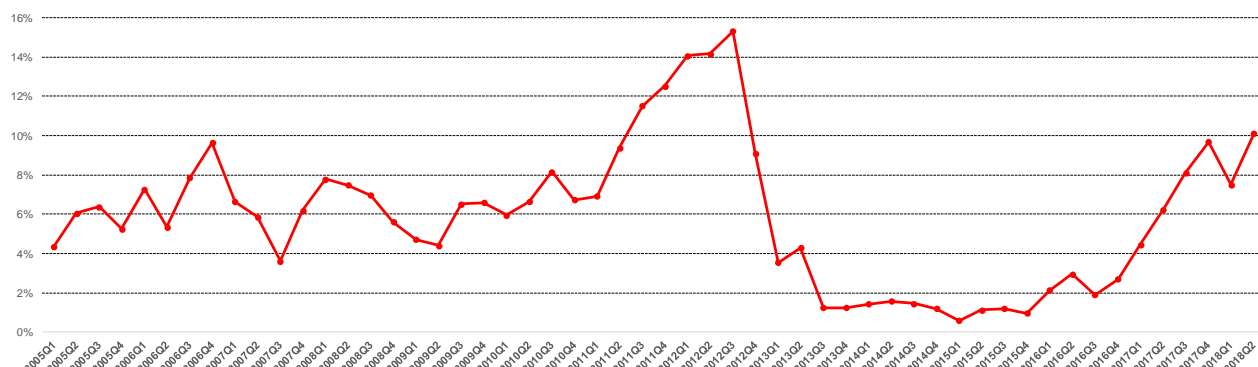
而从食品饮料子板块基金重仓持股比例变动趋势来看，白酒板块自 2012Q3 达到历史高点 15.31%后，受政策因素的影响，重仓持股比例持续降低，2015Q1 达到持股比例达到最低 0.6%。2016 年以后逐渐恢复增长，2017 年迅速反弹，白酒板块行业持股比例稳步上升，今年二季度突破 10%，但与历史高点相比仍有空间。而大众品板块持股波动较小，其中乳制品持股比例 2013 年后持续走低，2017 年弱复苏达到近期历史高点 2.85%。肉制品、调味发酵品及食品综合占比基本保持平稳。

图 4：二季度申万三级行业中前十大重仓持股板块



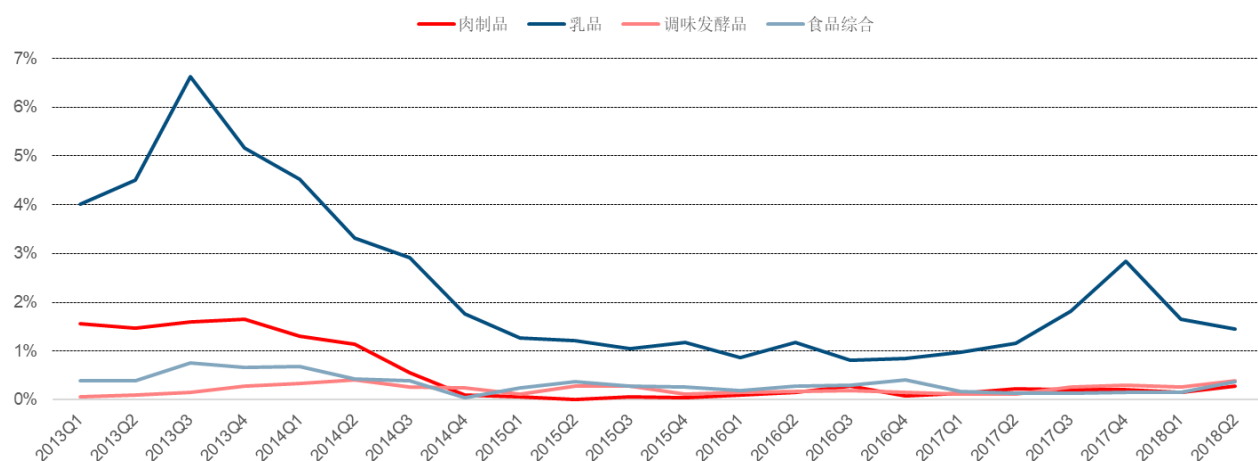
数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 5：白酒板块中基金重仓持股比例变动趋势



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 6：大众品板块基金重仓持股比例变动趋势



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

个股持股市值排名略有变化，顺鑫农业排名进入前十。从食品饮料行业具体个股持股市值来看，和一季度相比，前十名中，贵州茅台和五粮液稳居前两位，伊利股份、洋河股份分别下降一位，水井坊跌出前十，排名到第十二名，而顺鑫农业成为二季度持股比例排名进步最快的个股，从第十六名进入第十名。从持股市值占食品饮料持股市值比重分析，前五名持股比例均出现下滑，其中伊利股份下降幅度最大，持股比例从 16.04% 下降至 11.53%，而环比上升幅度最大的为口子窖，较一季度提升 2.27pcts，其次为古井贡酒提升 1.26pcts，涪陵榨菜提升 0.71pcts。

表 1：2018 年一季度及二季度食品饮料行业个股重仓持股情况

	股票简称	持有基金数	2018 二季度		2018 一季度		持股市值占行业持股比例	
			持股市值 (亿元)	持股市值占行业持股比例	持股市值 (亿元)	持股市值占行业持股比例		
1	贵州茅台	195.00	132.91	25.07%	贵州茅台	170.00	109.82	25.38%
2	五粮液	103.00	74.29	14.01%	五粮液	93.00	71.68	16.57%

3	泸州老窖	54.00	61.15	11.53%	伊利股份	114.00	69.41	16.04%
4	伊利股份	107.00	58.07	10.95%	泸州老窖	56.00	52.35	12.10%
5	山西汾酒	43.00	28.54	5.38%	山西汾酒	40.00	26.11	6.03%
6	口子窖	46.00	26.43	4.99%	洋河股份	29.00	20.27	4.68%
7	洋河股份	56.00	25.96	4.90%	水井坊	22.00	12.49	2.89%
8	古井贡酒	32.00	19.48	3.67%	口子窖	14.00	11.78	2.72%
9	中炬高新	33.00	14.19	2.68%	古井贡酒	15.00	10.41	2.41%
10	顺鑫农业	16.00	12.63	2.38%	中炬高新	19.00	9.17	2.12%
11	双汇发展	29.00	11.86	2.24%	舍得酒业	16.00	9.04	2.09%
12	水井坊	16.00	10.91	2.06%	双汇发展	18.00	6.68	1.54%
13	涪陵榨菜	21.00	8.12	1.53%	涪陵榨菜	8.00	3.57	0.82%
14	舍得酒业	19.00	7.20	1.36%	青岛啤酒	6.00	2.98	0.69%
15	今世缘	18.00	6.97	1.31%	天润乳业	7.00	2.69	0.62%
合计		498.70	94.06%			418.46	96.70%	

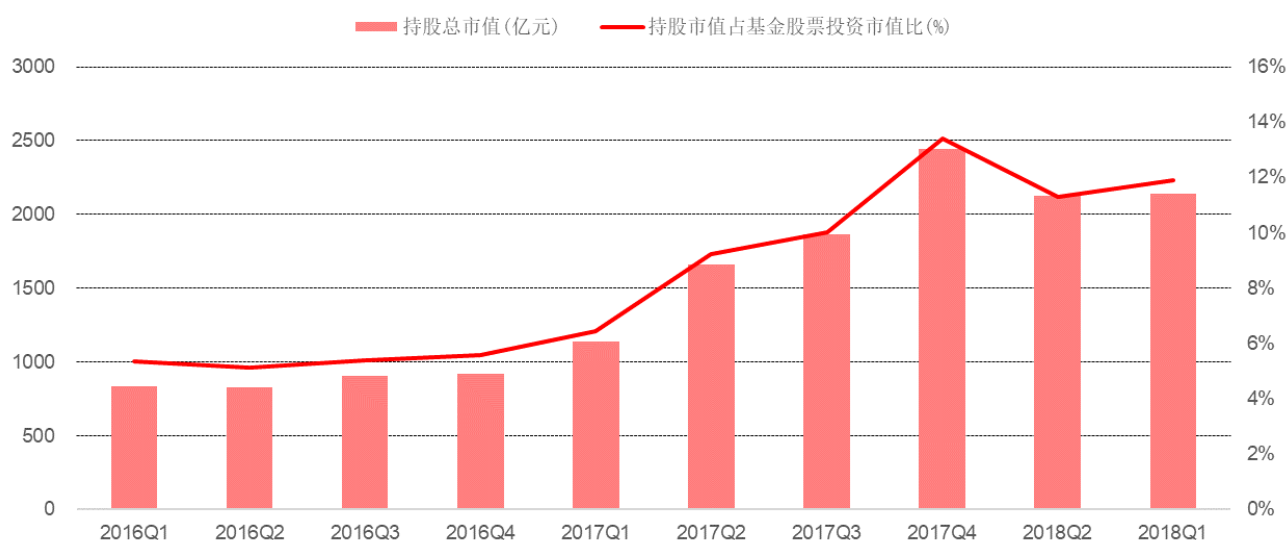
数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

注: 持股市值占行业持股比例=个股市值/基金投资食品饮料行业持股市值

注: 以上图表重仓持股比例基于主动型主动股票型基金(包括普通股票型基金和偏股混合型基金)计算得出。

而从整个基金持仓来看,2018年二季度前十大重仓持股中,食品饮料行业占据四席,分别是贵州茅台(1.96%)、伊利股份(1.22%)、五粮液(1.00%)、泸州老窖(0.65%)。和一季度相比,泸州老窖重新回到前十。从2017年一季度以来,近六个季度中,有五个季度食品饮料占据4席,贵州茅台基本稳定在前三。而从2016年以来,前十大的重仓持股比例由5.36%增长到11.91%,比例最高时达到13.41%,虽然今年一季度虽然有所回落,但二季度恢复增长。

图7: 前十大重仓股持股市值及持股占比变化趋势



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

注: 此部分持股市值比重基于全部基金持仓计算得出

表 2：近两年基金前十大重仓股及重仓比例（%）

2018Q2		2018Q1		2017Q4		2017Q3		2017Q2		
名称	重仓比例	名称	重仓比例	名称	重仓比例	名称	重仓比例	名称	重仓比例	
1	中国平安	1.98	中国平安	2.23	中国平安	2.69	中国平安	1.97	中国平安	1.89
2	贵州茅台	1.96	贵州茅台	1.63	伊利股份	1.68	贵州茅台	1.26	格力电器	1.21
3	美的集团	1.26	美的集团	1.19	贵州茅台	1.67	伊利股份	1.22	贵州茅台	1.03
4	格力电器	1.24	伊利股份	1.15	五粮液	1.57	五粮液	1.06	招商银行	1.01
5	伊利股份	1.22	招商银行	1.14	招商银行	1.22	招商银行	1.02	五粮液	0.93
6	招商银行	1.01	格力电器	1.14	美的集团	1.14	格力电器	0.86	美的集团	0.85
7	五粮液	1.00	五粮液	0.90	格力电器	1.11	美的集团	0.80	伊利股份	0.72
8	分众传媒	0.88	分众传媒	0.78	分众传媒	0.87	泸州老窖	0.62	兴业银行	0.59
9	恒瑞医药	0.71	保利地产	0.58	中国太保	0.75	中国太保	0.61	泸州老窖	0.51
10	泸州老窖	0.65	工商银行	0.56	泸州老窖	0.70	兴业银行	0.61	中信证券	0.50
合计		11.91		11.91		13.41		10.04		9.24
2017Q1		2016Q4		2016Q3		2016Q2		2016Q1		
名称	重仓比例	名称	重仓比例	名称	重仓比例	名称	重仓比例	名称	重仓比例	
1	中国平安	0.86	中国平安	0.82	中国平安	0.77	中国平安	0.76	中国平安	0.86
2	格力电器	0.84	贵州茅台	0.79	兴业银行	0.68	贵州茅台	0.68	兴业银行	0.68
3	贵州茅台	0.82	兴业银行	0.68	贵州茅台	0.66	兴业银行	0.58	民生银行	0.63
4	招商银行	0.64	民生银行	0.52	民生银行	0.53	招商银行	0.52	中信证券	0.58
5	五粮液	0.62	招商银行	0.51	招商银行	0.51	伊利股份	0.47	招商银行	0.50
6	美的集团	0.61	交通银行	0.51	中信证券	0.47	民生银行	0.47	贵州茅台	0.49
7	伊利股份	0.57	美的集团	0.45	格力电器	0.47	中信证券	0.46	浦发银行	0.48
8	兴业银行	0.54	浦发银行	0.44	海通证券	0.45	海通证券	0.40	农业银行	0.42
9	泸州老窖	0.51	格力电器	0.44	浦发银行	0.45	网宿科技	0.40	交通银行	0.38
10	中信证券	0.44	伊利股份	0.42	美的集团	0.41	交通银行	0.39	网宿科技	0.34
合计		6.46		5.57		5.40		5.12		5.36

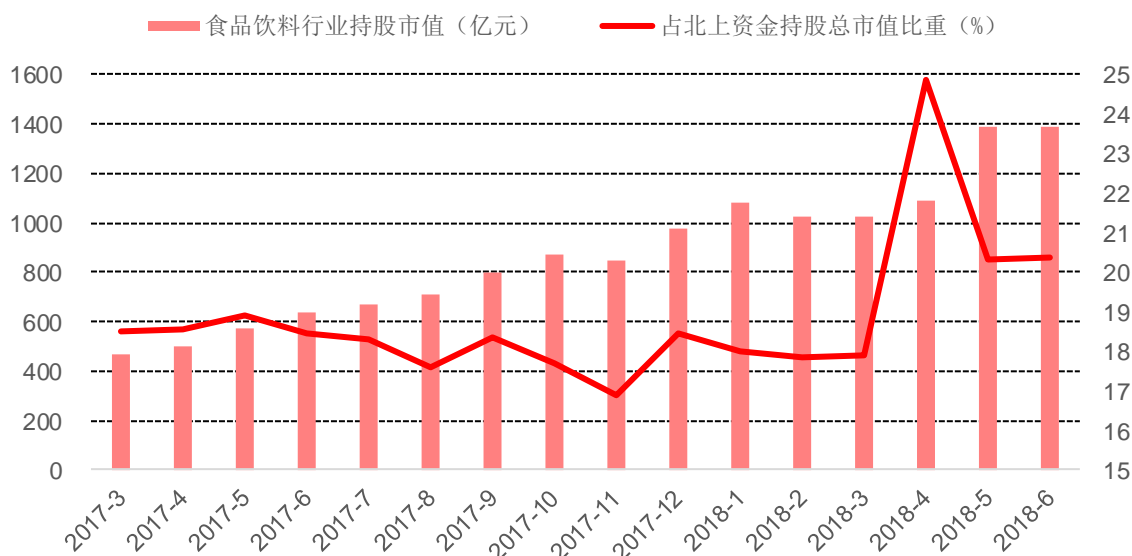
数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

注：此部分重仓持股比例基于全部基金持仓计算得出

三、食品饮料行业二季度末占北上资金持股市值比重小幅提升

食品饮料二季度持股市值占北上资金持股市值比重小幅提升。2017年3月至2018年3月，食品饮料行业北上资金（沪深股通）市值占比波动较小，基本维持在16%-19%之间。今年3月份之后出现较大幅度的波动，4月末较3月占比上升9.98%，随后下降4.57%，但整体来说占比依然在20%以上。而2018二季度末，食品饮料行业持股市值占北上资金持股市值比重较一季度环比上升2.48%。

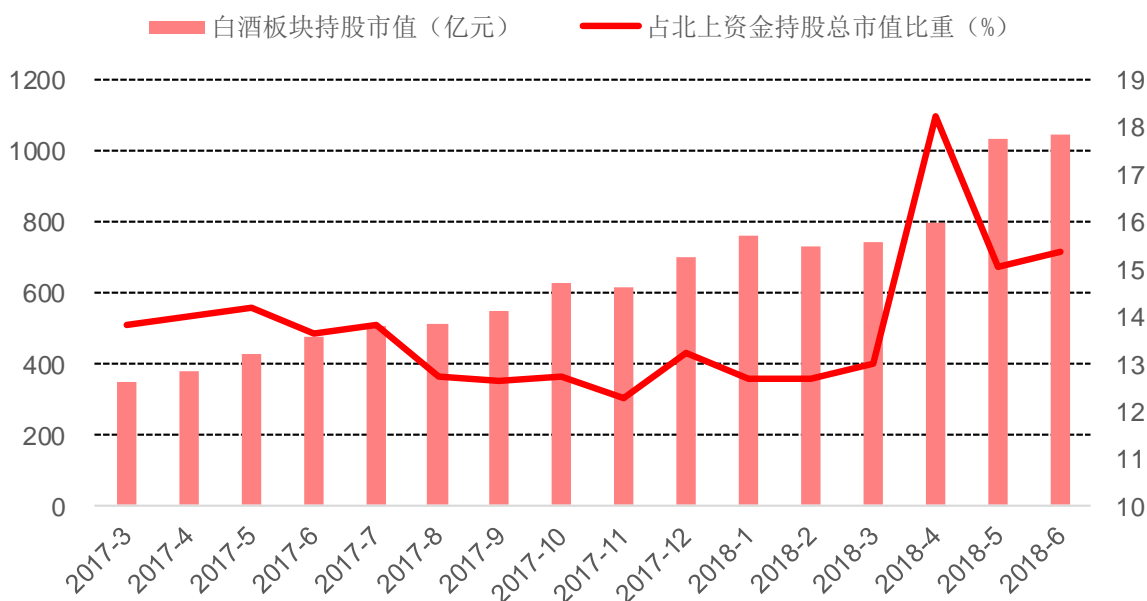
图 8：食品饮料行业北上资金持股市值及占北上资金持股总市值比重



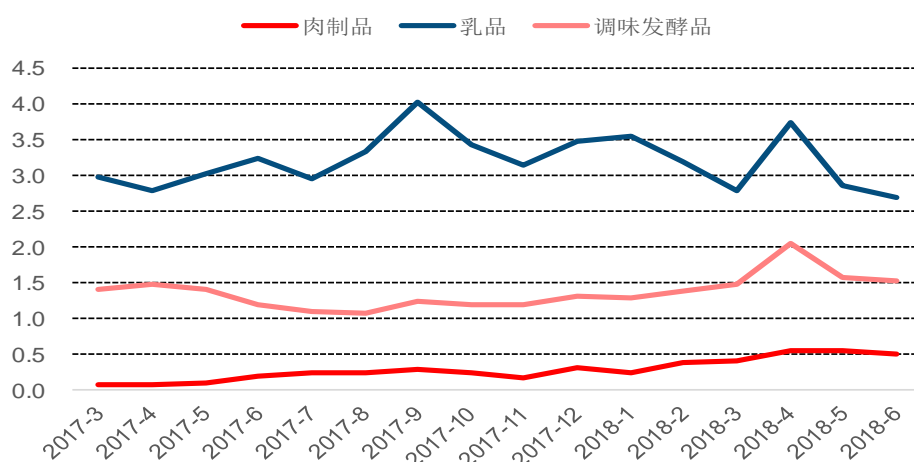
数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

食品饮料子板块持股比重先增后降，白酒是支撑占比提升的主要力量。在食品饮料行业的子板块中，持股市值占北上资金持股总市值比重前四为白酒、乳品、调味发酵品、肉制品。2018Q2 白酒板块持股市值 1045.46 亿元，占比上升 2.34%，乳品持股市值 183.72 亿元，占比下降 0.09%，调味发酵品持股市值 103.90 亿元，上升 0.05%。二季度四个子板块持股市值占比均呈现先增后降趋势，与食品饮料行业整体保持一致，白酒板块是支撑食品饮料行业持股市值占比上升的主要力量。

图 9：白酒板块北上资金持股市值及占北上资金持股总市值比重



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 10: 乳品、肉制品、调味发酵品板块占北上资金持股总市值比重


数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

北上资金在二季度末持股市值占比前十的公司中,属于食品饮料行业的有三家,分别为贵州茅台(665.53 亿元)、五粮液(186.99 亿元)、伊利股份(183.08 亿元),而 Q1 末进入前十的企业仅有贵州茅台和伊利股份。与 Q1 相比, Q2 末贵州茅台、五粮液、伊利股份占流通 A 股比例分别提升 1.19%、2.30%、1.47%。

表 3: 2018 年二季度末全行业北上资金持股市值排名前十公司

证券简称	持股市值(亿元)	Q2 末占流通 A 股比例 (%)	Q1 末占流通 A 股比例 (%)	Q2 比例变化 (%)
贵州茅台	665.53	7.24	6.05	1.19
恒瑞医药	416.26	15.00	14.11	0.89
美的集团	401.20	11.59	9.61	1.98
海康威视	382.44	11.16	10.85	0.31
中国平安	303.01	4.77	3.73	1.04
格力电器	220.73	7.78	8.15	-0.37
长江电力	190.97	10.28	9.84	0.44
五粮液	186.99	6.33	4.03	2.30
伊利股份	183.08	10.87	9.40	1.47
上海机场	179.32	29.55	32.69	-3.14

数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

食品饮料行业二季度末北上资金持股市值前十公司。在食品饮料行业中,二季度末北上资金持股市值前十公司主要以白酒为主持股前五为贵州茅台、五粮液、伊利股份、洋河股份和海天味业。从 Q2 末占流通 A 股比例分析,水井坊占比最高,达到 13.7%,其次伊利股份占比 10.87。而与一季度相比,除海天外,其余个股比例环比一季度均有提升,其中水井坊环比提升 6.39pcts,涪陵榨菜提升 3.39pcts。

表 4: 食品饮料行业二季度末北上资金持股市值排名前十公司

证券简称	持股市值(亿元)	Q2 末占流通 A 股比例 (%)	Q1 末占流通 A 股比例 (%)	Q2 比例变化 (%)
贵州茅台	665.53	7.24	6.05	1.19
五粮液	186.99	6.33	4.03	2.30

伊利股份	183.08	10.87	9.40	1.47
洋河股份	115.13	5.80	4.53	1.27
海天味业	98.38	4.95	5.08	-0.13
水井坊	36.98	13.70	7.31	6.39
双汇发展	33.55	3.85	2.68	1.17
泸州老窖	25.97	2.91	2.49	0.42
涪陵榨菜	6.89	3.39	0.00	3.39
口子窖	5.89	3.26	1.80	1.46

数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

四、投资建议

4.1 食品饮料行业观点

白酒: 我们认为此轮白酒与上一轮相比, 周期性将会拉长, 相对更加健康。主要是 **1:** 居民绝对(人均可支配收入)和相对(人均可支配收入/茅台终端价格)购买力都在明显提升, 购买力的提升使得此轮白酒的消费基础更加坚实, 并未出现如上一轮一样非理性的繁荣。**2:** 从消费结构上看, 此轮白酒行业经过 2012-2015 年调整, 大众及商务消费成为行业的重要支撑。**3:** 从库存的角度看, 此轮白酒普遍库存较低, 并未出现上一轮, 渠道及终端库存高企的情况, 目前的渠道库存皆比较良性。**4:** 此轮白酒增长是结构性增长, 高端及次高端白酒营收和利润增速明显好于行业, 马太效应凸显, 龙头集中度提升, 我们认为这个趋势在未来一段时间内将会延续。我们认为此轮白酒较难出现如 2012 年需求大幅下滑的情况。我们的中期策略, 主要逻辑是优选龙头。当前位置, 我们仍然延续此前的观点, 继续坚定看好高端白酒。在高端白酒里, 我们首推茅台。次高端未来扩容式增长潜力仍然巨大, 我们仍然看好次高端价格带龙头水井坊和汾酒, 建议积极关注舍得和酒鬼酒的改善。地产酒我们同样建议优中选优, 推荐洋河、今世缘, 和口子窖、古井贡酒。

调味发酵品: 伴随 2018 中报的持续披露, 海天、中炬高新、恒顺醋业等龙头、次龙头、区域龙头和子行业龙头业绩也即将释放, 我们测算海天、中炬高新、恒顺醋业单二季度归母净利润均达 15% 以上, 均有稳健表现。其中根据中炬高新已发布的 2018H1 业绩预告, 测算出 2018Q2 公司的归母净利润增速约 71%, 上周中炬高新回调出现逾 4% 的跌幅, 海天味业则出现 4% 的调整, 我们认为当前是买入的好机会。伴随优质调味发酵品企业的业绩释放, 估值回归中更要坚守价值龙头。

乳制品: 当前二季报公布在即, 前期下跌影响将出现分化, 从近期草根调研数据看, 伊利、蒙牛的主要产品走货依然较为流畅, 相比之下三元、光明表现略差, 建议重点关注二季报确定性较高的龙头公司, 适当布局全国性龙头蒙牛、伊利, 业绩确定性较高的区域龙头天润乳业等。

啤酒行业: 啤酒板块从 2017 年末、2018 年初开始关注度迅速提升。主要是因为提价等信息密集爆发, 但跟踪下来我们认为提价只是初步的表象, 实际上行业可能在经历一个十年来的拐点: 企业诉求由原来的争抢份额, 转向高端能力和盈利能力的竞争。啤酒行业的总利润盘子扩大, 主要来自销量基本稳定、吨价和利润率提升。国内啤酒市场销量 2014 年开始出现比较大的降幅, 2016-2017 跌势已经基本稳住, 我们预计未来 5-10 年, 啤酒市场总量基本稳定在目前水平上。未来吨价提升将是大概率事件, 主要来自于主动提价及产品结构提升带来的吨价提升, 也有望带动行业利润率大幅提升。由于国内啤酒市场竞争环境长期比较恶劣, 目前正处在一个

盈利的低点，同时也是一个拐点，未来几年都很可能看到啤酒企业盈利快速增长的过程。所以建议投资者站在长远的角度来看待啤酒行业和公司，目前的相对高的股价和估值会随着业绩快速增长而消化，建议关注这个未来 3-5 年都会保持快速增长的板块和标的。重点推荐：华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒和燕京啤酒。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、口子窖、水井坊、涪陵榨菜、中炬高新、海天味业、伊利股份、养元饮品、好想你、桃李面包、绝味食品、华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒和燕京啤酒。

4.2 部分重点推荐个股点评

1、贵州茅台：一线龙头双轮驱动，产品结构调整助力盈利提升

2017 年，公司实现营业总收入 610.63 亿元，同比增长 52.07%，其中营业收入 582.18 亿元，同比增长 49.81%，归母净利润 270.79 亿元，同比增长 61.97%，扣非归母净利润 272.24 亿元，同比增长 60.57%，基本每股收益 21.56 元，同比增长 61.97%。2018 年第一季度，公司实现营业收入 174.66 亿元，同比增长 31.24%，归母净利润 85.07 亿元，同比增长 38.93%，扣非归母净利润 85.11 亿元，同比增长 38.43%，基本每股收益 6.77 元，同比增长 38.93%。

行业层面上，高端酒景气格局没有改变，茅台供需仍然紧张，普飞批价回升至 1650 元左右，未来这个价格不会有太大的波动，价格上面的的风险得以抑制。公司年初对产品进行提价，但由于消化去年预收款的原因，提价红利在一季报并没有完全显现，二季度开始利润端受到提价的影响会有比较好的表现。

茅台酒方面，今年量不会有太大变化，基本和去年相同，围绕在 3 万吨左右来进行发货，主要看点在产品结构的提升。去年非标在量上占比约 30%，收入占比约 35%，今年非标占比将进一步提升。提价作用叠加产品结构升级，公司今年盈利能力将进一步提升。

系列酒也在高速发展，双轮驱动已经形成。18Q1 公司系列酒实现营业收入 16.88 亿元，同比大幅增长 80.51%，收入占比达到了 9.66%，成为了及茅台酒后公司又一重要的收入来源。同时，公司继续扩大系列酒招商范围，18Q1 公司国内经销商增加 28 家，国外经销商增加 1 家，主要为系列酒的经销商。系列酒去年销售额 65 亿，今年目标 80 亿以上。从量上来看，今年系列酒不增量，主要是来自于产品结构的提升，非标占比会增加。

目前市场上茅台酒仍处于供需偏紧的状态，提价效应从 18Q2 起将持续体现，叠加产品结构升级，公司盈利能力将近一步提升。我们预计公司 2018-2020 年营收增速为 31.2%、22.1%和 18.2%，净利润增速分别为 38.9%、23.4%和 20.1%，对应的 EPS 分别为 29.94、36.96 和 44.40 元，维持“买入”评级。

2、五粮液：改革红利释放，产品渠道均有看点

公司 2017 年实现营收 301.87 亿，同比增 22.99%；归母净利润 96.74 亿，同比增 42.58%；扣非归母净利润为 96.42 亿，同比增 43.4%；2017 年加权 ROE 为 19.38%，同比提升 4.37pct；EPS 为 2.548 元，同比增 42.59%。2018Q1 实现营收 138.98 亿，同比增 36.8%；归母净利润录得 49.71 亿，同比增 38.35%；扣非归母净利润为 49.6 亿，同比增 38.22%；2018Q1 加权 ROE 为 8.91%，同比提升 1.56pct；EPS 为 1.31 元，同比增 38.33%。

公司定增历时近三年终于 4 月 20 日上市发行，此次定增对象包括五粮液部分高管和员工，以及优秀经销商共 23 名，经销商合计认购金额 4.2 亿，占非公开发行总金额 22.7%，占发行后总股本 0.5%。此次定增的落实，进一步优化了公司股权结构，实现管理层与公司利益更加紧密相连，公司与经销商利益互绑，未来将提高经销

商销售产品积极性和参与度，为公司营销改革自下而上推广更助一力。

公司目前优质品率近 15%，依靠窖池、技能培训、工艺管理等的提升，未来 5-10 年将达到 30%-40%，为五粮液的增量提供重要保障。

公司作为仅次于茅台的高端酒品牌，将充分受益于茅台产能不足带来的高端酒供需缺口。产品结构上，公司精简产品线，聚焦重点产品，坚定执行核心品牌五粮液“1+3”战略和系列酒品牌“4+4”战略，进一步突出核心产品 52 度新品五粮液经典大单品地位，同时系列酒重点产品增速将达到 50%以上。渠道方面，公司持续推进“百城千县万店”工程建设，同时加快推进线上线下一体的“五粮 e 店”新零售网络全国布局。

李总履任后，公司改革成果不断显现，红利持续释放，公司 2018 年经营计划实现营收增长 26%，利润上百亿台阶，增长 30%以上。我们认为伴随公司产品认可度提高、量价齐升，目标较易实现。我们预测公司 2018-2019EPS 为 3.23 和 4.03 元，维持“买入”评级。

3、泸州老窖：国窖特曲双轮驱动，公司重回百亿规模

2018Q1 实现营业收入 33.69 亿元，同比增长 26.2%，归属于上市公司股东净利润 12.11 亿元，同比增长 51.86%，扣非净利润 10.53 亿元，同比增长 32.39%。

2018Q1 公司增长基本符合预期，收入端和利润端都出现了大幅增长，一方面再次印证了白酒旺季的延续，另一方面也是对公司去年产品结构调整和渠道调整的肯定。Q1 末公司预收款 13.87 亿元，较期初 19.57 下降 29.13%，主要受春节旺季结束影响，但同比增长 66.3%，说明经销商打款意愿仍较强，公司销售将继续保持良好态势。报告期内流动资产增长 137.75%，增加了 1 亿元，主要是报告期留抵增值税增加影响所致；应缴税费减少 3.4 亿，主要年初应交未交税费在当期解缴影响所致；税金及附加主要受子公司泸州老窖酿酒有限责任公司影响，较上期 1.15 亿，增长 50.87%；Q1 公司投资收益大幅增长 853.7%，主要是报告期投资的华西证券上市致使本期投资收益增加了约 1.53 亿元。

公司中高档酒销售占比持续提升，Q1 毛利率 74.67%，同比提升了 4.42 个百分点，净利率 37.5%，同比提升 6.72 个百分点。后半年公司产品做梳理后，国窖、窖龄酒和特曲等中高端产品恢复增长迅速，产品结构迅速调整升级，提升了公司的毛利率和净利率。报告期公司加大了广告宣传，销售费用增加了 1.71 亿元，同比增长了 38.66%，主要是期间公司继续加大广告宣传和促销的力度，导致广告宣传费和市场拓展费增加所致，但从公司净利率提升幅度来看，高档酒的增长对公司净利率的拉升贡献明显更大，2017 年高档酒增长 59%，草根调研显示，一季度增长大概率也维持在 50%以上。

公司 2017 年收入重新回到百亿，产品端来看，公司十三五目标重回行业前三，希望能够实现三个百亿的目标（国窖系列超百亿，特曲、窖龄酒等中高档酒破百亿，养生酒和创新酒破百亿）。从渠道看，经过去年公司的一些调整部署，华北依旧保持强势，去年增长达到 46%，今年有望延续；华中地区去年进行大规模会战后品牌和渠道的渗透率都出现大幅提升；西南地区作为公司的大本营，在面对前期高速增长后的回调，去年对市场进行了主动调整，机遇西南地区的体量较大，我们认为未来公司在该区域仍将保持稳定增长态势。

我们预计未来中高档白酒市场仍将保持较快增长，老窖公司也将利用这次机会进一步提升公司产品结构，同时加大营销力度，做大市场。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.34、3.12、4.07 元，维持“买入”评级。

4、山西汾酒：青花系列高增长，改革红利持续释放

2017 年公司营业实现收入 60.37 亿元，同比增长 37.06%，实现归属于上市公司股东净利润 9.44 亿元，同比增长 56.02%，扣非后归母净利润 9.43 亿元，同比增长 56.38%。2018Q1 公司实现营业收入 32.4 亿元，同比增长 48.56%，实现归属于上市公司股东净利润 7.10 亿元，同比增长 51.82%，扣非后归母净利润 7.10 亿元，同比增长 52.05%。

2017 年，公司实现营业收入 60.37 亿元，同比增长 37.06%，收入端实现全面增长，超额完成考核目标。实现归属于上市公司股东净利润 9.44 亿元，同比增长 56.02%，扣非后归母净利润 9.43 亿元，同比增长 56.38%。净利润高速增长且远超收入增速，公司整体盈利能力向好。我们认为主要原因有二，一是省内经济回暖，消费升级拉动省内市场中高端产品快速放量；二是公司持续主推核心产品青花系列，产品结构加速升级。

分产品来看，产品结构进一步优化，核心产品青花系列、老白汾系列实现高增长。主要得益于行业持续向好，消费升级驱动下中高端白酒首先迎来快速放量。以青花汾酒、巴拿马金奖系列、老白汾系列为代表的中高端白酒实现收入 37.41 亿元，同比增长 33.24%，销量 13,580.12 千升，同比增长 36.71%。玻汾等低价白酒销量 34,883.48 千升，同比增长 22.60%，营收 20.18 亿元，同比增长高达 46.74%。玻汾系列实行全国化市场，在省内外市场共同发力的情况下 2017 年继续高速增长。竹叶青等配制酒销量 3,927.94 千升，同比增长 18.35%，营收 2.22 亿元，同比增长 28.06%。配制酒虽然目前占比较小，但显现出不错的增长态势。竹叶青是国家名酒中唯一保健酒，成长潜力巨大，或成为公司又一业绩增长点。分地区来看，省内消费升级带动省内市场销售收入同比增长 45.80%，成为拉动 2017 年度收入端增长的主要因素之一。

2017 年 2 月，股权上引入战投华润集团，未来公司治理结构将进一步优化，营销团队激励进一步改善，未来公司管理、渠道建设和市场资源协同性不断释放，为公司长期增长提供内生动力。2017 年 2 月，公司与国资委签订考核责任状，2017-2019 年业绩增长分别为 30%、30%、20%，如未实现将解聘董事长。此后，公司多次提出“三步并作两步走，三年任务两年完成”，充分彰显管理层信心。

公司是老名酒品牌，作为清香型白酒的代表，与浓香型和酱香型形成差异化竞争，在次高端有一定的品牌影响力。鉴于山西汾酒去年采取的一系列改革措施初见成效，同时，公司加大产品升级和渠道拓展力度，引入华润集团，随着改革的进一步推进，我们相信，新的汾酒已经起航。预测 2018-2020 年净利润 15.66、21.43、27.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.81、2.48、3.18 元/股，维持“买入”评级。

5、水井坊：聚焦次高端，高增长可期

2017 年，公司实现营业收入 20.48 亿元，同比增长 74.13%，归母净利润 3.35 亿元，同比增长 49.24%，扣非归母净利润 3.57 亿元，同比增长 66.35%，基本每股收益 0.6867 元，同比增长 49.25%。2018 年一季度，公司实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 87.73%，归母净利润 1.55 亿元，同比增长 68.01%，扣非归母净利润 1.49 亿元，同比增长 61.42%。

公司主打水井坊高端品牌，17 年在臻酿八号和井台装的基础上，相继推出了更为高端的典藏大师版和菁翠，同时，公司增加品牌宣传力度，与 2017 年《财富》全球论坛合作，成为独家官方白酒，还独家赞助了《国家宝藏》，提升了品牌形象与知名度。2017 年，公司广告促销费同比大幅增长 121.58%，占总营收的 20.95%。伴随着知名度的提升，公司水井坊品牌产品销量也有着显著的提升，2017 年，公司水井坊品牌产品销量 5,024.03 千升，同比大幅增长 61.13%，销售收入 19.24 亿元，同比增长 72.49%，营收占比达到 94.14%，中高端核心产品销售

增长 2.7 倍，产品结构进一步提升，毛利率同比提升 2.50pct 至 80.78%。

销售端，公司新、老总代并行，并将原有的扁平化分销模式逐步转变为新总代模式，2017 年末，公司经销商共 48 家，相比 2016 年末净减少 29 家。2017 年，公司在全国各大区全面开花，销售网络增长 2.8 倍，分销门店超过 2 万家，销售人员增长 50%，超过 300 人，东、南、西、北区销售收入分别同比增长 67.24%、86.64%、53.03%和 78.05%，同时，公司 17 年重点打造的电商和 KA 渠道，销售收入同比大幅增长 85.06%，收入占比达到了 11.98%，逐渐成为公司的重要销售渠道。

公司水井坊品牌产品结构优化明显，高端产品占比进一步提升，新总代模式稳步推进，全国区域全面开花，5+5+5 核心市场快速发展，18 年预计将延续高增长态势。不考虑诉讼案件对 18 年业绩的影响，我们预测公司 2018-2020 年度的营业收入增速分别为 63.5%、43.7%和 38.6%；归母净利润增速分别为 98.7%、58.6%和 42.2%，对应 EPS 分别为 1.36/2.16/3.08 元/股，维持“买入”评级。

6、洋河股份：梦之蓝高速增长，新江苏市场快速扩张

2017 年，公司实现营业收入 199.18 亿元，同比增长 15.92%；归母净利润 66.27 亿元，同比增长 13.73%，扣非归母净利润 61.36 亿元，同比增长 13.50%，基本每股收益 4.40 元，同比增长 13.70%。2018 年一季度，公司实现营业收入 95.38 亿元，同比增长 25.68%，归母净利润 34.75 亿元，同比增长 26.69%，扣非归母净利润 33.34 亿元，同比增长 25.38%。

2017 年，公司注重品牌形象的打造，广告促销费用同比大幅增长 47.50%至 12.11 亿元，尤其是高端的梦系列产品，成功冠名博鳌高端峰会，并于 18 年春节期间携手央视打造爆款节目《经典咏流传》，树立产品高端形象。同时，受益于白酒行业的复苏与消费升级，公司梦之蓝系列产品放量增长，是公司业绩增长的主要动力。蓝色经典占比逐步提升，16 年 70%左右，17 年超过 70%，18Q1 占比进一步提高，未来可达 80%。梦系列省内省外占比：17 年：75:25；18Q1：70:30，总量在增加，省外增速更快，梦之蓝未来将成为百亿俱乐部的一员。17 年公司白酒销量 21.60 万吨，同比增长 8.96%，吨销售收入约为 8.88 万元，相比 16 年高约 0.56 万元，同比增长约 6.7%，产品结构升级较为显著。

公司在江苏省内竞争优势显著，份额绝对领先，目前省内调整结束，17 年收入重回正增长。省外新江苏市场已经由 2016 年的 393 个进一步增加至 450 余个，省外酒类业务销售收入也同比增长 21.86%至 92.39 亿元，增速远高于省内部分的 11.18%。酒类收入省外占比同比进一步提升了 2.29pct 至 47.46%。未来，随着新江苏市场的进一步开拓，公司省外收入有望超过省内收入，并在 2020 年向 70%占比靠拢。

公司聚焦酒类主业，追求长期可持续增长，不盲目追求短期高增长，次高端价格带优势显著，蓝色经典系列占比逐步提升，未来盈利能力将持续提升。新江苏市场作为公司省外扩张的重点，发展快速，未来省外市场占比将进一步提高。预测公司 2018-2020 年 eps 为 5.50,6.97 和 8.58 元，维持增持评级。

7、口子窖：徽酒地产龙头，充分受益省内消费升级

安徽省内市场进入壁垒较高，公司作为徽酒龙头，省内发展具有很深的护城河。一方面，安徽省的白酒文化、消费习惯和安徽省内经销大商的强悍实力，决定了安徽省内市场较为坚固，与其他省市白酒行业相比相对难以进入，口子窖为安徽省内第二大白酒企业，优势明显。另一方面，公司安徽省内市场份额不断提升，2017 年公司省内市场规模 30.3 亿，同比增 31%，仅次于古井贡 41.6 亿的市场规模，市场份额占比 14%，较上年提升

2.3pct；口子窖省内市场规模增长显著，市占率提升快速，竞争力显现，省内市场份额与古井贡差距逐渐缩小，在六大徽酒中市场份额增长最快。

公司拥有完善的产品线，将充分受益于省内消费升级，盈利能力将进一步提升。安徽省内白酒价格带逐步由 100 元以下提升至 200-400 元，口子五年、六年、御尊口子窖、小池窖、十年都集中在此价格带，顺应省内消费升级，公司中高端产品占比已提升至 93%，优势显著。此外，公司凭借强大的经销商实力和市场渠道管理，控费能力显著，2017 年期间费用率同比下降 5.48pct，2018Q1 期间费用率同比下降 1.52pct 至 12.24%，因此净利率提升显著，2017 年和 2018Q1 公司净利率同比分别提升 3.2pct、4.2pct 至 30.91%、35.9%，未来随省内白酒消费升级，公司 300 元以上产品规模有望持续增长，盈利能力具备提升空间。

经销商利润绑定，发展动力十足。公司早已引入经销商持股，安徽省黄海商贸有限公司、淮北市顺达商贸有限公司和陕西天驹实业股份有限公司是公司前三大经销商，分别持股比例为 2.84%、2.5%和 2.02%，其他管理层也持有部分股份，公司通过捆绑管理层和经销商，达到利益共同体，驱动业绩增长。我们预测公司 2018/2019EPS 为 2.45、3.03 元，“买入”评级。

8、海天味业：规模效应叠加市场细化，盈利水平新高

2018Q1 公司实现营收 46.94 亿，同比增 17.04%；实现归母净利润 12.03 亿，同比增 23.11%。2017Q4 由于春节旺季，渠道提前备货打款致年初预收款高至 26.79 亿，同时存货在上年年底达到 10.41 亿，2018Q1 基本消化，预收款和存货分别下降 63.4%、42.1%至 6.03 亿、9.8 亿，恢复常态。分品类，2018Q1 酱油增速预计持平或放缓，不高于整体增速；食醋和料酒销量逐渐提升，公司收购的镇江丹和醋业 2018Q1 销售规模增长，对应报表中应收帐款由年初 246 万增至 476 万。作为行业龙头进行调味品多品类扩张，公司除传统产品酱油、蚝油、调味酱以外的食醋、料酒、腐乳等调味品，在借助全国市场和渠道后预计未来将持续较高增长，规模完全放量还需静观。

公司盈利水平再创新高，为盈利能力的显著提升在于：第一，龙头的品牌溢价支撑公司在行业普遍提价后，仍以产品高渗透率获得超额红利；第二，高端产品如味极鲜等销售规模扩张，高端产品占比提升 5pct 至 35%；第三，成本管控能力良好，2018Q1 营业成本增速同比下滑 0.66pct 至 12.77%，销售成本率同比下降 2.01pct 至 53.3%，一方面 2018Q1 原材料价格波动不大，另一方面公司上游原材料掌控议价权，在豆粕及包材价格上涨温和上涨时期通过提价等方式能够有效对冲成本压力，并获盈利提升。

2018Q1 公司期间费用率 16.18%，同比提升 0.6pct，主要由销售费用增长带动。在全国市场渠道下沉中，公司仍将重点放在品牌建设和市场网络扩张，深耕成熟市场、拓展村镇一级渠道，中西部地区持续快速增长并保持高毛利率水平，公司 2018Q1 销售费用率再次提升 0.93pct 至 13.18%。

我们预测 2018/2019 年归母净利润为 42.8 亿、50.6 亿，2018/2019 年 EPS 为 1.59/1.87 元。考虑公司规模和品牌效应突出，在面临政策性风险时抗风险能力强，维持“增持”评级。

9、中炬高新：产能扩张与市场拓展并行，盈利提升空间大

公司 2017 年营收实现 36.09 亿，同比增 14.29%；归母净利润实现 4.53 亿，同比增 25.08%；公司 2018Q1 实现营收 11.54 亿，同比增 18.42%；2018Q1 归母净利润为 1.7 亿，同比增 47.4%。

公司品总产量约 47.7 万吨，同比增 13.03%。酱油公司调味品营收增速整体快于产销量增速，认为主要由 2017 年产品提价和产品结构优化所致。2017 年美味鲜公司净利润 5.12 亿，同比增 33.68%，除提价带来的营收较快增长外，一方面，阳西基地产能持续建设投产使生产效率连续提升，同时公司管理效率也有改善；另一方面，2017 年营业成本增 9.6%，增幅小于营收增速，2017 年营业总成本与总营收之比为 85.82%，较上年下降 0.82pct，在全年原材料成本上涨下体现公司较强成本费用管控能力。

公司 2017 年持续拓展市场，全国一级经销商同比增 10%达 800 余家；分销商逾 5000 家、终端销售网点 25 万家；公司目前已开发 236 个地级市，覆盖率达 70%，与以往偏重华南主力市场比，覆盖率提升显著。从区域营收看，东、南、中西、北部地区营收增速分别达 17.2%、8.6%、25.9%、28.4%，中西部及北部以往较为薄弱市场增长迅速，南部市场有所巩固。

渠道上，公司近两年重视餐饮渠道，餐饮渠道 2017 年增速 25%左右，餐饮渠道销售占比亦提升至总营收的 24%，其中东南部主力市场餐饮发展成熟，餐饮占比高于平均水平。此外，公司电商渠道销售获翻倍增长，目前前年销售额已实现 2560 余万。预测 2018/2019 年 EPS 为 0.78/1.00 元，维持“买入”评级。

10、伊利股份：龙头收割市场，伊利潜力更胜一筹

伊利是全国乳品市场占有率最大的行业龙头企业之一，也是中国唯一一家符合世博标准、为上海世博会提供乳制品的企业。2017 年公司实现营业总收入 680.58 亿元，较上年同期增长 17.7%。伊利的增长速度高于行业增长速度。实现净利润 60.03 亿元，较上年同期增长 5.89%。“产品结构升级+渠道优势”将成为下一阶段公司增长的重要发力点。

近年来，伊利重视产品结构的升级，扩展多条产品线。其调整适应消费升级的大环境，成果已经出显。伊利产品线多，从众多产品同时爆发增长，在常温、奶粉、冷饮各方面，均具备更强的盈利能力，尤其是安慕希、金典和金领冠等单品贡献显著，且占比持续提升。据公司公告揭示，金典、安慕希等产品是公司增长主要来源，2017 年金典营业收入为 85 亿元，同比增长 25%以上；安慕希 110 多亿元，同比增长 40%左右。

同时，公司继续优化产品结构，持续扩展非奶业务。根据公司公告显示在达能的产品结构中，非奶业务占到了近 50%。公司 17 年公司推出的豆奶等产品揭示了伊利非奶业务发展的策略目标。伊利致力于在未来不仅仅是一家乳制品公司，而是定位健康食品公司。在进一步优化产品结构顺应市场需求的调整下，公司的竞争力和盈利能力均会提升。

伊利的渠道模式潜力很大，下沉速率为行业之首。伊利三四线城市销量增速为 12.5%，乡镇的消费增速是 21%。对比行业下沉速度第二的蒙牛集团，伊利的增速超出有两倍之多。随着三四线消费能力的释放，伊利在三四线去扩展市场，提升份额并同时减少库存。从渠道上来看，2017 年公司进一步深耕渠道，将更多的终端门店纳入到标准化规范化的服务管理范围之列。伊利利用其强大的资源体系形成规模经济，而提上了营销资源投入产出效益。根据伊利公司公告显示，截止至 2017 年，公司直控村级网点近 53 万家，比同年提升了 54%，渗透能力进一步加强。除了在区域上扩展外，渠道上也进一步向外扩散，17 年电商业务收入较上年增长 130%，在母婴渠道上，公司的零售额较上年增长 38.9%，在便利店渠道上，公司常温液态奶业务的零售额市占比较上年提升了 0.7%。

2018 年公司在产品结构升级和渠道下沉方面将有望取得进一步拓展，我们预测公司 2018-2020 年净利润分别为 77.8、94.1、112.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.28、1.55、1.86 元/股，对应 PE 分别为 24.04X/19.85X/16.54X，

维持“买入”评级。

11、养元饮品：植饮看龙头，拓品类、强渠道寻找新增长

细分领域集中度高，植饮市场空间大。近年来我国软饮料市场表现低迷，但植物蛋白饮料份额由 2007 年的 9.9% 上升到 2016 年的 18.7%，预计 2020 年将达到 24.2% 成为饮料业最大的新分品类。植饮行业总体呈现较为分散的格局，但从各细分领域来看，各代表性龙头企业均占据了 50% 以上的市场份额，集中度非常高。随着新进入者不断涌现，市场竞争日趋激烈，未来健康化多样化将是趋势，对动物蛋白的替代性将成为持续推动植物饮料的动力。目前我国桃乳市场呈现出寡头垄断的特征，养元饮品占据了 80% 以上的市场份额。

产品优势明显，渠道独具特色，营销定位精准。养元公司在产品的价格优势和品牌作用明显；1、公司坚持“六个核桃”大单品的战略，产品定位精准；2、在渠道方面主要依赖经销，采取“分区域定渠道独家经销模式”，但各地区发展不平衡，公司乡镇比重超过三分之二；3、公司在广告营销上投放定位精准，且效果显著；4、公司募投项目将进一步提升公司的营销、渠道能力，同时提升产能及规模效率。

财务表现良好，规模优势明显。2015 年之前，公司营收持续高速增长，2015 年达到 91 亿元，2016 年以来，公司销售规模有所下降，但仍远超竞争者，规模优势显著。核桃乳的销售收入占营收比重达到 98.4%，生产成本受直接材料影响较大，提升议价能力是关键。同时，公司广告投入持续增加，研发力度不断加大，效果显著，盈利能力行业领先。

由于 2018 年春节较晚等因素的影响，预计今年销量将有约 10% 的提升，营收有望达到 86 亿元，增幅 11%；净利润 26 亿元，增幅 14.5%；未来三年预计 EPS 分别为 3.51、4.09 和 4.57，合理 PE 区间 25-28 倍，对应年内目标价格 89-99 元。

12、桃李面包：面包行业龙头，渠道布局全国

公司是国内面包行业的知名企业，通过“中央工厂+批发”的经营模式，生产和销售桃李品牌的烘焙和节日食品，在面包行业中取得领先地位；2017 年公司实现营业收入 40.8 亿元，较上年同期增长 23.4%；实现营业利润 6.5 亿元，较上年同期增长 21.3%；实现净利润 5.1 亿元，较上年同期增长 17.9%。2017 年公司毛利率 16.0%，较上年同期下降 30.4pct；净利率 12.6%，较上年同期下降 0.6pct。销售费用、管理费用和财务费用分别为 7.6 亿元、0.8 亿元、-0.04 亿元。

2018 年一季度公司实现营业收入 9.9 亿元，较上年同期增长 20.6%；实现营业利润 1.4 亿元，较上年同期增长 60.3%，实现净利润 1.1 亿元，较上年同期增长 51.6%。一季度公司毛利率 13.8%，较上年同期增长 3.4pct；净利率 10.9%，较上年同期增长 2.2pct。销售费用、管理费用和财务费用分别为 2.1 亿元、0.3 亿元、-0.05 亿元。

近年来，面包行业保持较高增速，根据 Euromonitor 预测，未来几年，面包行业的复合增速为 11.6%，面包行业发展空间巨大。2018 年一季度，公司在东北、华北等重点地区持续稳健增长，同时，华南市场表现抢眼，东莞工厂开工率已达 40%，重庆、天津工厂投产，有助于拓展华北、西南等地区渠道。根据 Euromonitor 数据计算，2017 年桃李在面包行业的市占率约为 40%，已经成为行业龙头企业，规模优势凸显，目前市场上其他的“中央工厂+批发”模式的面包企业在体量上与桃李相差甚远，现阶段桃李在价格、渠道和规模等方面更具优势。公司的核心竞争力在于高性价比、品牌效应、庞大的线下零售渠道以及“中央工厂+批发”模式带来的高附加值。随着各地区产能布局日趋完善，预计短时间内仍将保持较高增速。建议未来企业在稳固中低端面包市场的同时

向多元化、高端化的方向发展，提高在消费升级大背景下的抗风险能力。

随着公司新产能的投产，市场布局也逐步完善，渠道深耕力度加大，有望为公司接下来几年带来稳定持续的增长机会。我们预计公司 2018-2020 净利润分别为 6.66、8.38、10.34 亿元，对应 EPS 分别为 1.42、1.78、2.2 元/股,对应 PE 分别为 42.41X/33.83X/27.37X，给予“增持”评级。

分析师介绍

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003, 中信建投证券食品饮料首席分析师, 英国莱彻斯特大学经济学硕士, 专注白酒行业研究, 把握产业趋势。 anyaze@csc.com.cn

研究助理：纪宗亚 18310009081 jizongya@csc.com.cn

研究助理：杨斌 18810644771 yangbinzgs@csc.com.cn

报告贡献人

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

张乔昕 010-85130481 zhangqiaoxin@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859