

# 行稳致远，格局为王

## ——食品饮料超额收益那些事儿

行业深度

◆白酒和食品加工的超额收益交替实现，此消彼长。我们根据白酒和食品加工板块的历史表现按其超额收益实现时期进行阶段性划分后发现：

(1) 白酒板块 2004 年开始出现超额收益，并持续坚守至 2011 年完成 8 年长跑；随后经历过长时间的调整期后在 2016-2017 通过“戴维斯双击”产生显著的超额收益。(2) 食品加工板块全面跑赢白酒和大盘主要集中在三个时期：2010 年、2013 年、2018 年，其中 2013 年与 2018 年均是白酒板块深度调整的下行时期。

◆白酒板块超额收益来源：货币效应对“价升”的传导、需求扩大对“量增”的刺激。(1) 高端白酒的绝对收益来源于充裕的流动性，相对收益来自于无可比拟的竞争格局。表面上看，2004-2006 通胀环境下 CPI-PPI 剪刀差扩大白酒受益明显；2009-2011 通胀压力加剧高端白酒复苏重演。但背后驱动因素均是信贷和货币大幅扩张；2016-2017 社会流动性充裕，白酒金融属性再次强化，高端提价打开次高端扩容空间，次高端加速全国化布局抢占市场份额，白酒牛市逻辑再次重复。(2) 需求端的阶段性规模增长也带来强大的推动力：2005-2006 年，随着经济总需求的扩张，商务宴请需求增大，白酒在经历了多年的产量收缩以后开始进入景气回升期；受制于 2013 年“三公消费”政策对需求产生激烈震荡白酒进入低迷期，而 2016-2017 由于“面子消费”与“财富效应”对高端白酒需求的拉动白酒进入新一轮增长期。

◆食品加工板块超额收益来源：“竞争后的集中”、“通胀下的提价”。(1) 食品加工板块集中化的趋势愈发明显，竞争格局从“多而弱”向“少而强”开始转变是超额收益的来源：比如伊利市场份额的持续攀升也使得其成为食品饮料板块唯一一个在 2009-2017 年期间连续获得正收益的代表性品种；2016-2018 食品加工多个子行业集中度的提升也使得其防御性充分显现；(2) 集中度提升企业通过产品结构升级/直接提价转嫁成本：2009-2010 伊利通过发展高端婴儿奶粉推动产品结构升级化解原奶价格上涨压力；2013 年龙头乳制品企业年内两次提价，乳制品板块大涨 87%；2017 年后调味品等大众消费品提价潮正式启动，本轮提价也成为食品饮料行业最为主要的盈利驱动因素。(3) 公司治理结构的改善、激励政策的实施也是食品板块个股实现超额收益的根源。

◆我们分别从宏观、中观和微观三个维度梳理出了两套核心指标构建评测体系。(1) 宏观指标：货币/信贷/流动性、CPI、房价、城镇居民消费支出增速、核心消费人群等；(2) 中观指标：渗透率/市场集中度/库存/原材料成本；(3) 微观指标：渠道价差/提价/产销缺口/公司治理。我们判断 2019 年：食品板块短期表现或优于酒类、高端酒企调整幅度或有限，其中宏观政策逆周期的调控力度是关键变量。

◆投资策略：，酒类建议关注高端品种茅台/五粮液/洋河；食品板块优选竞争格局，建议关注中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品。

◆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

叶倩瑜（执业证书编号：S0930517100003）  
021-52523657  
[yeqianyu@ebsecn.com](mailto:yeqianyu@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

分化加剧，聚焦龙头——食品饮料行业 2018 年 Q3 回顾与总结  
..... 2018-11-04

# 目 录

1、 食品饮料超额收益来源的区间段划分 .....	6
1.1、 白酒板块超额收益.....	6
1.2、 食品加工板块超额收益 .....	7
2、 白酒板块超额收益来源的历史分析.....	8
2.1、 2004-2011 年：周期上行，次第花开.....	8
2.2、 2012-2015 年：政策扰动加剧，行业深度调整.....	17
2.3、 2016-2017 年：物竞天择，“胜”者生存.....	18
2.4、 分析框架探讨：高端白酒，识别驱动“需求复苏”的货币效应 .....	26
3、 食品加工板块超额收益来源的历史分析 .....	28
3.1、 2009-2011 年：温和通胀/产品升级推动.....	28
3.2、 2012-2013：“弃酒从奶”的风格切换.....	30
3.3、 2016-2018：食品加工板块防御力显露.....	32
3.4、 分析框架探讨：大众品，慢比快好，格局为王.....	33
4、 启示和结论 .....	34
4.1、 光大食品饮料板块宏/中/微评测体系构建.....	34
4.2、 食品短期表现或优于酒类.....	35
4.3、 高端酒企调整幅度或有限.....	36
4.4、 食品优选竞争格局.....	37
4.5、 投资策略 .....	38
5、 风险提示.....	38

## 图表目录

图 1：2005-2006 年各板块涨跌幅（%） .....	8
图 2：2001-2011 年 CPI 与 PPI 变化（%） .....	9
图 3：2002-2008 年上中下游代表行业利润增速（%） .....	9
图 4：2002-2006 年期间食品饮料各板块产量同比（%） .....	10
图 5：2003-2011 年茅台零售价格/北京人均月收入 .....	10
图 6：2006 年白酒行业消费格局 .....	10
图 7：2004-2006 年期间白酒行业吨酒价格 .....	10
图 8：茅台/五粮液/国窖 1573 历年出厂价（元） .....	11
图 9：2002-2007 年期间各档次白酒营收复合增速（%） .....	11
图 10：2009-2011 年食品饮料指数涨跌幅（%） .....	12
图 11：2008-2011 年食品饮料/A 股历史 PE .....	12
图 12：2009-2011 年期间货币及通胀价格（%） .....	13
图 13：2006-2012 年信贷环境（%） .....	13
图 14：2006-2012 年人民币存款准备金率（%） .....	13
图 15：2008-2011 年消费品净利润增速表现（%） .....	13
图 16：2011 年各白酒企业收入水平及“十二五”收入规划（亿元） .....	14
图 17：2001-2011 年期间茅台渠道价差占比 .....	14
图 18：2008-2011 白酒企业营收复合增速（%） .....	14
图 19：2008-2012 洋河省外销售收入占比提高明显 .....	15
图 20：山西汾酒 2009 年收入反弹增长 .....	15
图 21：2008-2012 年次高端/地产酒股价表现（%） .....	16
图 22：2011-2016 年期间 A 股制造业盈利能力（%） .....	17
图 23：2012-2017 年 A 股融资买入额占比（%） .....	17
图 24：2012-2015 年 A 股/食品饮料指数 .....	17
图 25：2010-2017 年 A 股/食品饮料净利润增速（%） .....	17
图 26：2012-2018 周期性行业企业利润同比（%） .....	18
图 27：2016-2017 年各板块涨跌幅（%） .....	18
图 28：2012-2018 年新增信贷/社融滚动同比增速 .....	18
图 29：SHIBOR/十年国债收益率及贷款加权平均利率 .....	18
图 30：2012-2018 年投资和出口增速（%） .....	19
图 31：PPI 回升带动工业企业利润率回升 .....	19
图 32：白酒消费结构反转 .....	19
图 33：2015 年茅台零售价/人均收入重回底部 .....	19
图 34：奢侈品销售与社会消费品零售额（%） .....	19
图 35：必选消费与可选消费（%） .....	19
图 36：国内居民收入基尼系数和富豪价格指数 .....	20

图 37：分行业最高工资与最低工资之比 .....	20
图 38：百城住宅价格指数与茅台京东零售价 .....	20
图 39：棚改货币化提振高端消费 .....	20
图 40：水井坊省外收入占比.....	21
图 41：水井坊传统总代与新总代模式 .....	21
图 42：古井贡渠道体系升级“2.0+3.0”版本.....	22
图 43：2017 年上半年汾酒中高价产品收入占比提高 .....	22
图 44：2005-2017 年白酒产销季度同比（%） .....	23
图 45：2005-2017 年白酒龙头企业销量占比.....	23
图 46：牛栏山渠道扩张和管理效率带来的销售提升 .....	23
图 47：顺鑫农业白酒销量增速和吨酒价格.....	23
图 48：2017 白酒各价位段的市场容量占比.....	25
图 49：2013-2018 年各档次白酒营收增速（%） .....	25
图 50：2015-2018 年各档次白酒市值涨幅情况（以 2015 年 1 月底数据定基） .....	25
图 51：高端白酒超额收益来源的宏观分析框架 .....	27
图 52：2010 年进入通胀上升期（%） .....	28
图 53：2008-2011 双汇收入/利润/利润率变化 .....	28
图 54：2003-2010 年期间伊利和蒙牛市场集中度之和 .....	29
图 55：2008-2018 年生鲜乳和全球牛奶价格走势.....	29
图 56：2011 年伊利各业务收入/成本增速归因分析 .....	29
图 57：2005-2017 年期间伊利销售费用率和净利率（%） .....	29
图 58：2012-2013 食品各细分板块涨跌幅.....	30
图 59：2012-2013 生鲜乳价格（元/公斤） .....	31
图 60：2012-2013 国产婴幼儿奶粉价格（元/公斤） .....	31
图 61：2012-2013 调味品行业收入及利润增速（%） .....	31
图 62：2012-2014 年调味品原材料价格降低（元/吨） .....	31
图 63：2016-2018 食品各细分板块涨跌幅.....	32
图 64：2013-2018 快速消费品城镇零售市场销售额增长率 .....	32
图 65：2013-2018 快消品城镇零售市场销量增长率 .....	33
图 66：2013-2018 快消品城镇零售市场平均售价增长率.....	33
图 67：产业发展各阶段的收入和利润变化趋势 .....	33
图 68：光大食品饮料板块宏观/产业指标观测体系.....	34
图 69：房价预期指数.....	35
图 70：博彩/化妆品金银珠宝零售累计同比（%） .....	35
图 71：城镇居民人均消费性支出累计同比（%） .....	35
图 72：限额以上零售总额累计同比（%） .....	35
图 73：白酒企业预收款整体增速（%） .....	36
图 74：白酒企业滚动回款同比增速（%） .....	36

图 75：高端品种渠道价差（元） .....	36
图 76：白酒行业各档次品牌 CR3 市场份额 .....	37
图 77：食品饮料各板块竞争格局变化 .....	38
表 1：白酒超额收益来源分拆 .....	6
表 2：食品加工超额收益来源分拆 .....	7
表 3：食品加工、白酒、A 股各年表现比较（%） .....	7
表 4：2005/2006 年食品饮料个股区间涨跌幅（%） .....	8
表 5：2006 年茅台/五粮液/泸州老窖价格体系和渠道体系 .....	11
表 6：2011 年食品饮料板块各公司股价涨跌（%） .....	12
表 7：2016-2017 年高端白酒提价事件 .....	24
表 8：2016-2017 年次高端白酒提价事件 .....	24
表 9：2013 年乳制品行业监管政策 .....	30

## 1、食品饮料超额收益来源的区间段划分

### 1.1、白酒板块超额收益

我们试图通过一个宏观背景与产业周期叠加的视角来分拆每一轮波动背后的宏观驱动和产业驱动因素。2000年以来白酒板块相对A股整体运行趋势基本可以切割为四个片段：从2000-2003年的基本同步，至2004-2011年开始出现超额收益；经历2012年-2015年期间的深度调整，最后在2016-2017通过“戴维斯双击”产生显著的超额收益。

表1：白酒超额收益来源分拆

时间段	年份	白酒涨跌幅 (%)	A股涨跌幅 (%)	白酒归母净利润增速 (%)	A股归母净利润增速 (%)	白酒历史PE	A股历史PE	估值扩张贡献 (%)	净利润相对优势贡献 (%)	超额收益	超额收益产生来源
2000-2003	2000年	89.6	51.9	-8.7	5.0	54	68			不明显	
	2001年	-40.8	-24.0	-27.3	-34.9	42	45	17%	12%		
	2002年	-26.1	-18.9	-59.5	4.4	49	59	-12%	-61%		
	2003年	-18.7	-2.8	53.3	35.4	76	39	135%	13%		
2004-2011	2004年	6.1	-16.8	10.8	26.1	40	23	-9%	-12%	开始显现	
	2005年	18.9	-11.5	69.4	-6.3	46	21	24%	81%		盈利驱动
	2006年	368.6	103.9	62.8	50.4	83	39	-2%	8%		盈利驱动
	2007年	164.9	167.2	113.6	59.5	126	49	19%	34%		周期品主导
	2008年	-60.4	-62.8	23.4	-18.3	26	14	-33%	51%		盈利驱动，估值拖累，超额不明显
	2009年	102.7	105.6	43.4	23.8	47	35	-23%	16%		估值扩张
	2010年	18.0	-6.8	31.8	37.0	39	20	46%	-4%		盈利驱动
	2011年	-0.3	-28.6	60.2	11.8	27	13	8%	43%		估值拖累
2012-2015	2012年	2.0	4.9	54.5	0.1	16	14	-44%	54%	负	估值、盈利拖累
	2013年	-43.6	6.3	-12.1	13.8	9	12	-38%	-23%		盈利拖累
	2014年	44.0	44.9	-17.9	5.4	18	17	42%	-22%		盈利弱复苏，A股风格转换
	2015年	23.6	35.3	10.6	-2.5	22	23	-8%	13%		盈利持续复苏，估值扩张
2016-2017	2016年	29.1	-13.6	10.7	5.6	26	21	22%	5%	明显	盈利得到确认，估值扩张明显
	2017年	94.1	2.2	44.4	17.9	35	20	56%	23%		估值拖累
2018	2018年	-21.9	-26.1	30.0	18.9	21	14	-19%	9%	不明显	估值拖累

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：估值扩张贡献=当年白酒板块相对A股估值倍数/上年白酒板块相对A股估值倍数，净利润相对优势贡献=(白酒板块净利润增幅+1)/(A股净利润增幅+1)-1；数据口径选择白酒(申万)、申万A股，由于白酒(申万)指标2010年之前市盈率数据缺失，2010年之前口径采用葡萄酒和白酒指数(wind)；股价时间截止至2018/12/26，下同

## 1.2、食品加工板块超额收益

从食品加工板块来看，2010-2011 表现出明显的超额收益，尤其是在 2010 年在整体大盘下行的趋势下，逆势上涨 37.6%；随后 2012 年受到估值拖累，食品加工板块出现向下调整。但另一方面当年盈利情况开始复苏并延续至 2013 年；2014-2015 食品加工板块跟随白酒板块同步产生深度调整，并在 2016 年后进入复苏轨道。

其中，食品加工板块全面跑赢白酒和大盘的时期主要集中在三个时期：2010 年（食品加工+37.6%、白酒+18%、A 股-6.8%）、2013 年（食品加工+66.2%、白酒-43.8%、A 股+6.3%）、2018 年（食品加工-17.2%、白酒-21.9%、A 股-26.2%）。

表 2：食品加工超额收益来源分拆

时间段	年份	食品加工 涨跌幅 (%)	A 股涨跌 幅 (%)	食品加工 归母净利 润增速 (%)	A 股归母 净利润增 速 (%)	食品加工 历史 PE	A 股历史 PE	估值扩张 贡献 (%)	净利润相 对优势贡 献 (%)	超额收益	超额收益 产生来源
2010-2011	2010 年	37.6	-6.8	—	—	—	—	—	—	明显	
	2011 年	-17.3	-28.6	—	—	33	13	—	—	明显	
2012-2013	2012 年	-2.9	4.9	31.6	0.09	29	14	-19%	32%	负	估值拖 累，盈利 复苏
	2013 年	66.2	6.3	30.7	13.75	38	12	46%	15%	明显	估值扩张
2014-2015	2014 年	0.5	44.9	10.0	5.45	30	17	-43%	4%	负	估值拖累
	2015 年	29.8	35.3	9.3	-2.49	43	23	8%	12%	负	盈利、估 值扩张缓 慢
2016-2018	2016 年	-7.1	-13.6	17.6	5.63	32	21	-21%	11%	开始出现	盈利复苏
	2017 年	29.3	2.2	5.9	17.87	36.	20	24%	-10%	明显	估值扩张
	2018 年	-16.7	-26.1	15.3	10.43	29	14	10%	4%	明显	估值扩张

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 3：食品加工、白酒、A 股各年表现比较 (%)

	食品加工(申万)	白酒(申万)	申万 A 股
2009 年	114.5	102.7	105.6
<b>2010 年</b>	<b>37.6</b>	<b>18.0</b>	<b>-6.8</b>
2011 年	-17.3	-0.3	-28.6
2012 年	-2.9	2.0	4.9
<b>2013 年</b>	<b>66.2</b>	<b>-43.6</b>	<b>6.3</b>
2014 年	0.5	44.0	44.9
2015 年	29.8	23.6	35.3
2016 年	-7.1	29.1	-13.6
2017 年	29.3	94.1	2.2
<b>2018 年</b>	<b>-17.2</b>	<b>-21.9</b>	<b>-26.2</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所

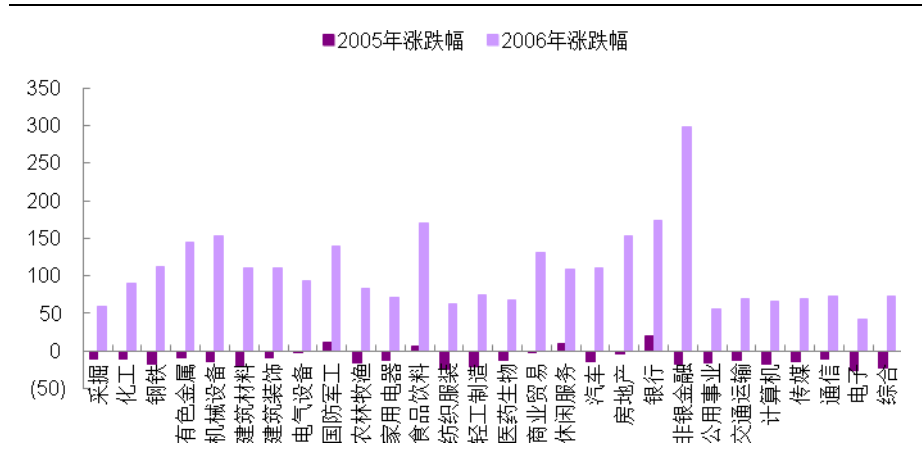
## 2、白酒板块超额收益来源的历史分析

### 2.1、2004-2011 年：周期上行，次第花开

#### 2.1.1、2004-2006 年：超高端格局初定

市场表现方面，基于当时市场对经济周期进入下降轨道的担忧，市场关注点转向非周期性的食品饮料板块，因此食品饮料板也成为 2005 年实现正收益的四个行业之一（其余三个分别是银行、国防军工、休闲服务）。但是，2006 年信贷的大量投放带动需求快速反弹，工业企业利润在二季度开始显著回升。全年来看，上游资源类受益于基础原材料市场的繁荣，下游消费品受益于持续扩大的 CPI-PPI 剪刀差和居民收入的大幅提升，成为利润高增的典型行业。2006 年，虽然有色金属、钢铁资源品涨幅明显，但食品饮料行业凭借利润高速增长，板块全年上涨 171%，仅次于非银，位列所有板块第二。

图 1：2005-2006 年各板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 4：2005/2006 年食品饮料个股区间涨跌幅（%）

代码	简称	2005 年	2006 年	代码	简称	2005 年	2006 年
000568.SZ	泸州老窖	60.20	485.52	600702.SH	舍得酒业	-0.26	106.63
600809.SH	山西汾酒	36.87	419.79	000752.SZ	西藏发展	-24.67	104.93
600519.SH	贵州茅台	50.77	341.23	600600.SH	青岛啤酒	-12.53	103.70
600779.SH	水井坊	-39.78	315.77	000995.SZ	*ST 皇台	16.56	102.08
000799.SZ	酒鬼酒	-14.80	282.62	600300.SH	维维股份	-1.20	95.35
000869.SZ	张裕 A	79.76	274.90	000729.SZ	燕京啤酒	-14.06	86.66
000848.SZ	承德露露	17.59	273.55	600616.SH	金枫酒业	44.37	86.63
000858.SZ	五粮液	8.36	271.49	600597.SH	光明乳业	-33.52	83.72
600084.SH	中葡股份	-35.41	269.17	600238.SH	*ST 椰岛	-10.51	82.78
200869.SZ	张裕 B	79.79	268.17	600882.SH	广泽股份	-25.99	76.85
600059.SH	古越龙山	12.16	242.03	600305.SH	恒顺醋业	10.45	76.45
600132.SH	重庆啤酒	4.25	233.14	600429.SH	三元股份	-23.75	73.76
600199.SH	金种子酒	-43.87	179.18	000716.SZ	黑芝麻	-46.40	71.62
600887.SH	伊利股份	64.02	165.09	600543.SH	莫高股份	-18.57	69.98
200596.SZ	古井贡 B	-37.14	163.07	600365.SH	通葡股份	32.17	67.04

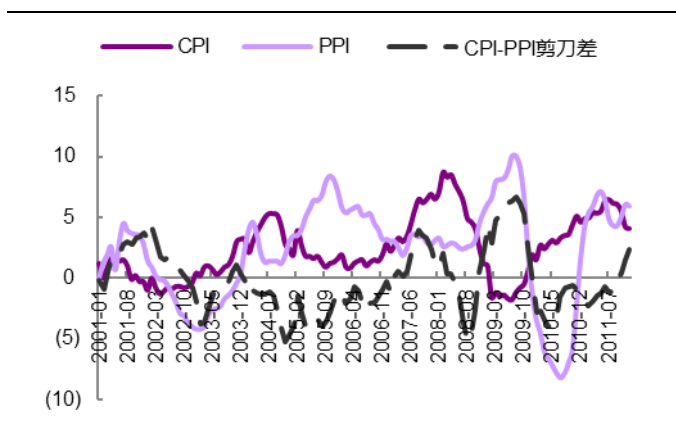


000895.SZ	双汇发展	7.21	150.48	000019.SZ	深深宝 A	-15.83	62.18
600872.SH	中炬高新	-28.49	147.65	200019.SZ	深深宝 B	-20.21	55.11
000596.SZ	古井贡酒	-28.07	145.51	600559.SH	老白干酒	-18.58	44.89
000860.SZ	顺鑫农业	3.15	141.08	600573.SH	惠泉啤酒	-30.47	31.58
600197.SH	伊力特	-9.14	136.14	600866.SH	星湖科技	-30.24	24.60
600186.SH	莲花健康	-16.74	122.68	600073.SH	上海梅林	-32.97	20.28
000929.SZ	兰州黄河	-27.71	119.97	600419.SH	天润乳业	-23.97	18.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 按 2006 年涨幅降序排列

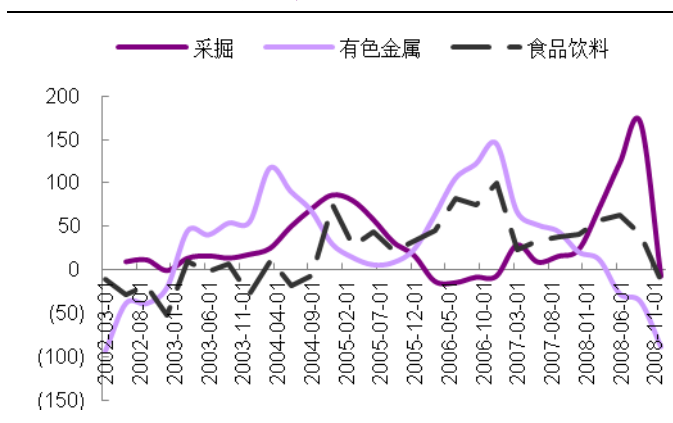
**2004-2006 年的宏观背景基本呈现两个基本特征, 即货币/信贷显著放松提振需求、通胀温和上行带动 CPI-PPI 剪刀差扩大。** (1) 在经历了 2004 年严厉的宏观调控之后, 国内货币供应量开始逐步恢复。M2 的回升从 2005 年初一直持续至 2006 年上半年。并且信贷投放的力度也大超市场预期。与此同时, 叠加当时人民币升值的预期, 2006 年全年处于流动性极度宽松的环境之下。(2) CPI 于 2005 年三季度开始企稳, 并在 2006 年开始迈入长达两年的趋势性上升期 (当时 CPI 见顶是在 2008 年一季度)。另外一方面, 受制于产能过剩, PPI 指数趋势性回落直至 2007 年上半年才得以结束。CPI-PPI 剪刀差的触底回升, 下游受成本约束行业的迎来转机, 以农副加工食品为主的下游消费品行业毛利率出现显著抬升。

图 2: 2001-2011 年 CPI 与 PPI 变化 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

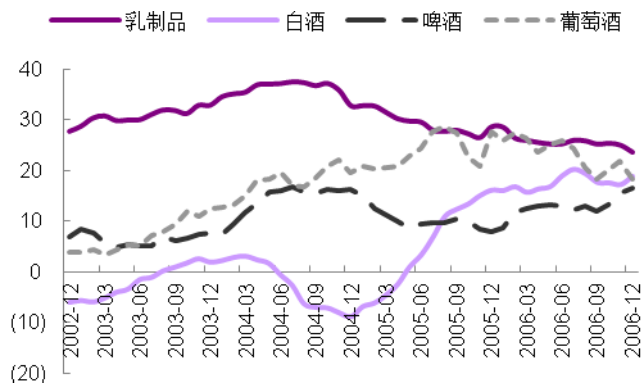
图 3: 2002-2008 年上中下游代表行业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

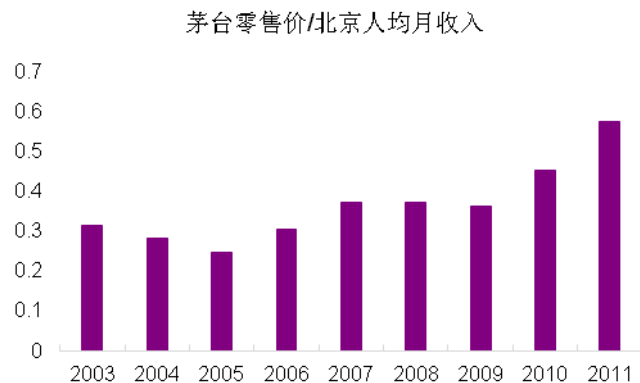
**量价齐升, 行业步入快速成长期。**2005-2006 年, 白酒在经历了多年的产量收缩以后开始进入量价齐升的景气回升期。从推动白酒需求增长的因素来看, 一方面经济增长和居民收入的快速提升开始逐步抬高一般商务接待和普通应酬的消费水准, 白酒行业价的上涨已具备基础; 另外一方面, 随着当时经济总需求的扩张, 商务宴请需求增大, 白酒行业量的上涨打开空间。

图 4：2002-2006 年期间食品饮料各板块产量同比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

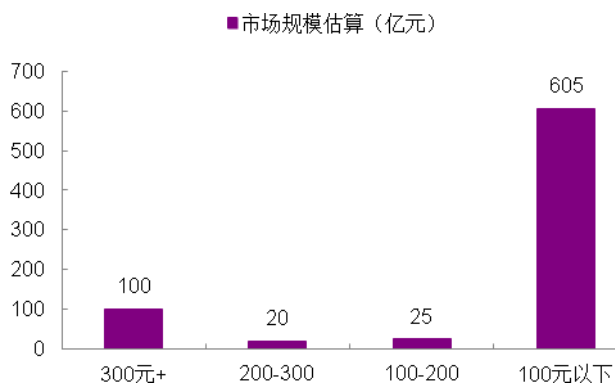
图 5：2003-2011 年茅台零售价格/北京人均月收入



资料来源：Wind，光大证券研究所

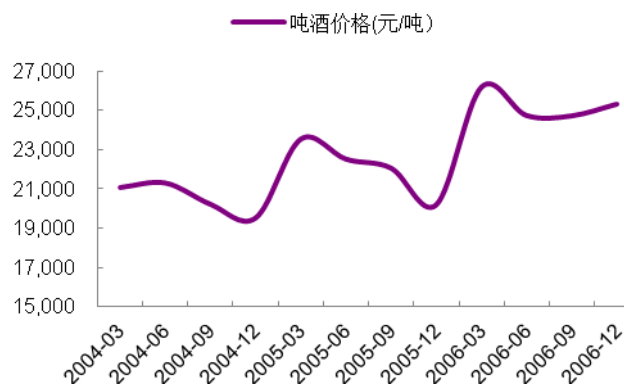
品牌力是关键，而品牌力背后显示的则是产品结构差异化和行业内部竞争格局的变化。白酒行业的产品结构在提价前经历调整。虽然白酒整体销量在 2005 年前持续下降，但是吨酒价格稳步上行，意味着行业产品结构得到优化并且消费结构出现从低端向高端迁移的趋势。根据 2006 年白酒上市公司和行业收入总量的估算，以茅台/五粮液/国窖 1573 为主 300 元以上价格带的白酒占消费总量比重接近 13%，而 100-300 元价格带的消费占比仅有 6%。2005-2007 年期间，五粮液出厂价上调五次，从 343 元上调至 418 元；泸州老窖出厂价上调三次，从 328 元上调至 388 元；茅台出厂价则从 2006 年的 308 元上调至 358 元。2002-2007 年之间，高端白酒收入复合增速显著高于中低端品种，高端白酒凭借超强品牌力充分受益于消费升级。

图 6：2006 年白酒行业消费格局



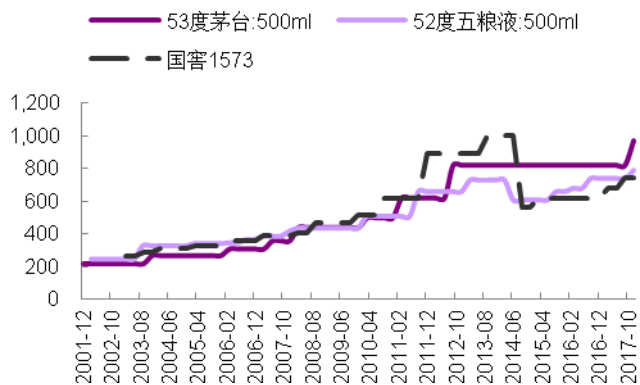
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：2004-2006 年期间白酒行业吨酒价格



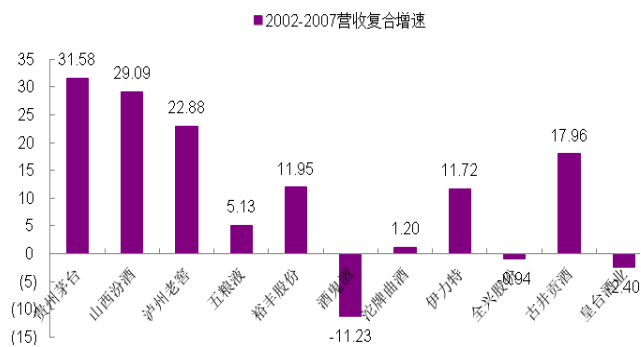
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：茅台/五粮液/国窖 1573 历年出厂价（元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：2002-2007 年期间各档次白酒营收复合增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

管理能力带来的效率提升不可忽视。由于白酒具有先天的品牌壁垒，企业市场管理能力成为决定白酒格局变化的内在因素。2005-2006 年期间，茅台/泸州老窖凭借对价格体系的维护和产品战略上的调整逐步改变了五粮液一家独大的格局。

表 5：2006 年茅台/五粮液/泸州老窖价格体系和渠道体系

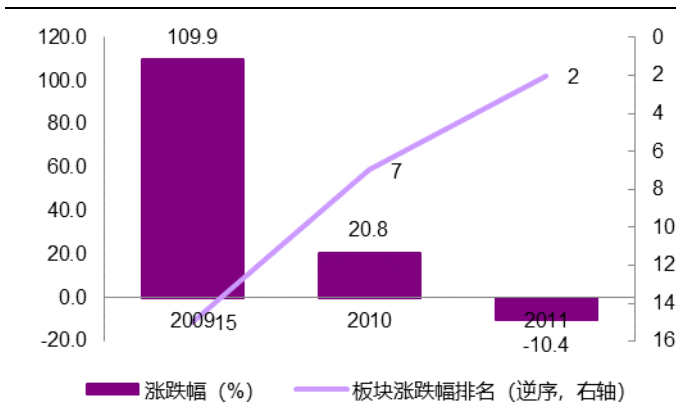
品种	出厂价 (元)	终端零售价 (元)	经销商及渠道利润分配
茅台	308	388	渠道整体利润为 80 元价差。公司要求一级经销商批发价为 342 元，以确保各级经销商及零售终端的利润。
五粮液	368	388	公司给一级经销商的渠道利润为 20 元价差，同时给予返点，返点使经销商愿意以更低的价格给终端，导致价格体系紊乱
国窖 1573	358	398-408	渠道利润为 40 元价差+20 元保证金返还+一定比例费用支持。公司规定一级经销商的批发价为 388 元。虽然渠道价差并不高，但公司通过保证金返还方式既保证了价格体系的维护又增厚了经销商利润

资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 2.1.2、2009-2011 年：中高端后来居上

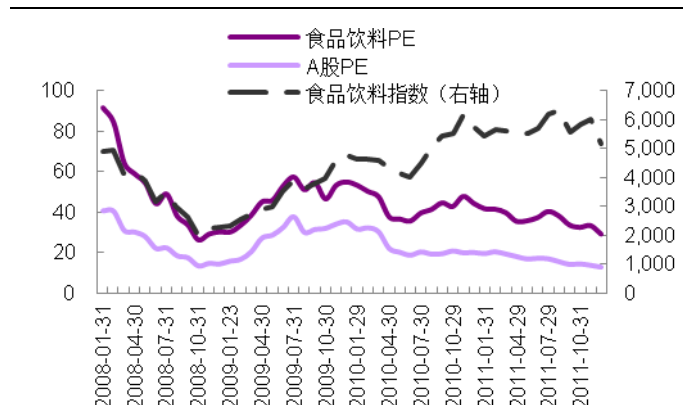
市场表现方面，2009-2011 年期间，宏观经济和指数走势完美演绎了一轮典型的牛熊转换。2009/2010/2011 年，食品饮料板块涨跌幅排名分别位列全市场 15/7/2 名，相对收益显著，整体防御性价值显著。但是，我们同样也观察到板块内部股价表现的明显分化，在估值大幅压缩的 2011 年，板块内股价实现正收益的仅有茅台/洋河/张裕/等龙头企业。

图 10：2009-2011 年食品饮料指数涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2008-2011 年食品饮料/A 股历史 PE



资料来源：Wind，光大证券研究所

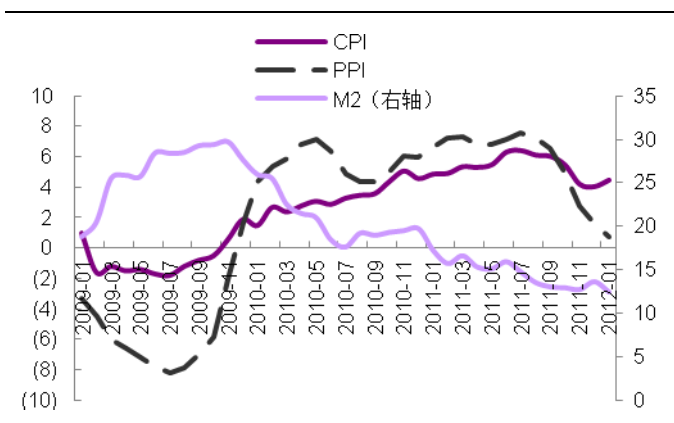
表 6：2011 年食品饮料板块各公司股价涨跌 (%)

代码	简称	涨跌幅	代码	简称	涨跌幅	代码	简称	涨跌幅
600519.SH	贵州茅台	16.9	600882.SH	广泽股份	-16.4	000860.SZ	顺鑫农业	-37.6
002304.SZ	洋河股份	15.7	002481.SZ	双塔食品	-16.4	002515.SZ	金字火腿	-39.1
000869.SZ	张裕 A	14.1	000895.SZ	双汇发展	-19.0	600197.SH	伊力特	-40.4
000752.SZ	西藏发展	13.0	600702.SH	舍得酒业	-21.6	002330.SZ	得利斯	-42.2
000799.SZ	酒鬼酒	7.8	600059.SH	古越龙山	-23.1	002570.SZ	*ST 因美	-42.8
000596.SZ	古井贡酒	7.7	600543.SH	莫高股份	-24.8	002568.SZ	百润股份	-43.4
002582.SZ	好想你	7.0	600616.SH	金枫酒业	-27.0	600872.SH	中炬高新	-43.5
600887.SH	伊利股份	6.8	600073.SH	上海梅林	-27.4	002329.SZ	皇氏集团	-44.5
300146.SZ	汤臣倍健	4.9	000019.SZ	深深宝 A	-27.8	600559.SH	老白干酒	-44.5
600600.SH	青岛啤酒	-3.0	000729.SZ	燕京啤酒	-28.2	002507.SZ	涪陵榨菜	-44.6
600779.SH	水井坊	-4.0	600199.SH	金种子酒	-28.6	600084.SH	中葡股份	-45.2
000858.SZ	五粮液	-4.4	000716.SZ	黑芝麻	-29.1	600573.SH	惠泉啤酒	-46.1
000568.SZ	泸州老窖	-6.8	200019.SZ	深深宝 B	-29.4	600305.SH	恒顺醋业	-46.9
600809.SH	山西汾酒	-7.2	600429.SH	三元股份	-30.2	600132.SH	重庆啤酒	-48.4
600597.SH	光明乳业	-11.6	600186.SH	莲花健康	-30.3	600365.SH	通葡股份	-50.0
002646.SZ	青青稞酒	-12.4	600238.SH	*ST 椰岛	-32.3	002495.SZ	佳隆股份	-50.6
002557.SZ	洽洽食品	-13.4	000848.SZ	承德露露	-32.4	002461.SZ	珠江啤酒	-50.7
000995.SZ	*ST 皇台	-13.6	600300.SH	维维股份	-34.1	000929.SZ	兰州黄河	-52.9
002216.SZ	三全食品	-15.4	600419.SH	天润乳业	-35.6	600866.SH	星湖科技	-60.5

资料来源：Wind，光大证券研究所

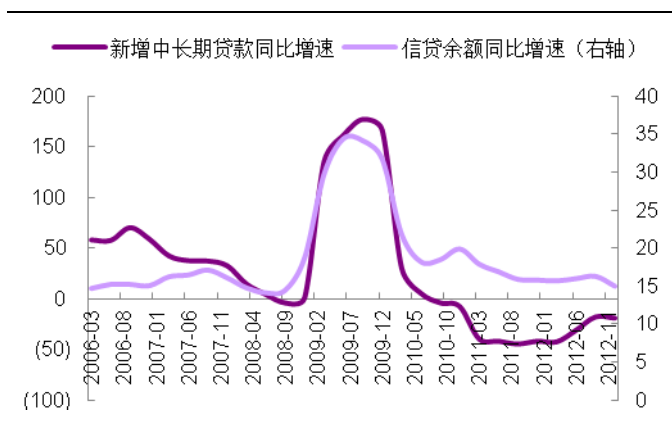
**2009-2011 年的宏观背景与 2004-2006 年期间的一个共同特征是货币/信贷都经历了一轮快速的扩张。不同的地方则是，通胀压力使得政策紧缩的强度和跨度都比 2004-2006 年更大。**（1）CPI 从 2009 年 11 月转正后持续上升至 2011 年 8 月的 6.15% 才拐头。在此期间，2010-2011 年 6 月，存款准备金率累计上调 6 次，直至 2011 年 12 月货币政策才出现转向。流动性紧缩局面贯穿于 2010-2011 年。（2）2008 年三季度开启的信贷扩张和稍早时候启动的基建投资在 2009 年见效显著，企业利润在 2009 年迎来爆发式增长。受制于不断显现的通胀压力和资产泡沫压力，紧缩的宏观调控政策造成需求开始收缩，工业企业利润增速从 2010 年下半年开始逐步回落直至 2011 年年末见底。**2009-2011 年，食品饮料行业成为消费品中利润增长率最为稳定平均增速最高的行业。**

图 12: 2009-2011 年期间货币及通胀价格 (%)



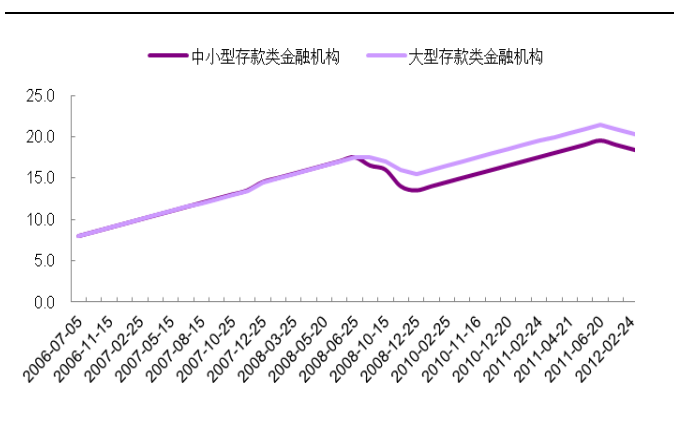
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 2006-2012 年信贷环境 (%)



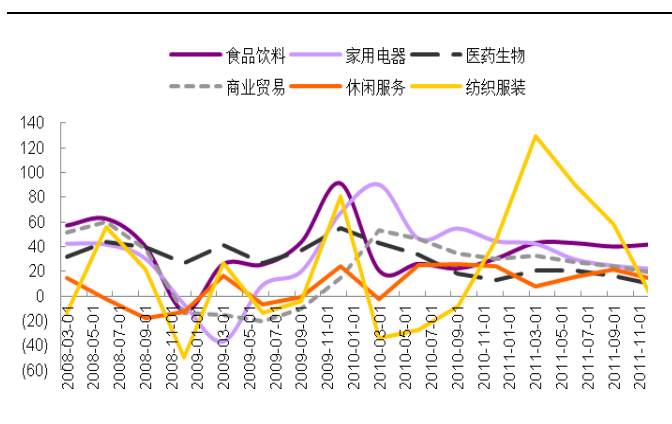
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 2006-2012 年人民币存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

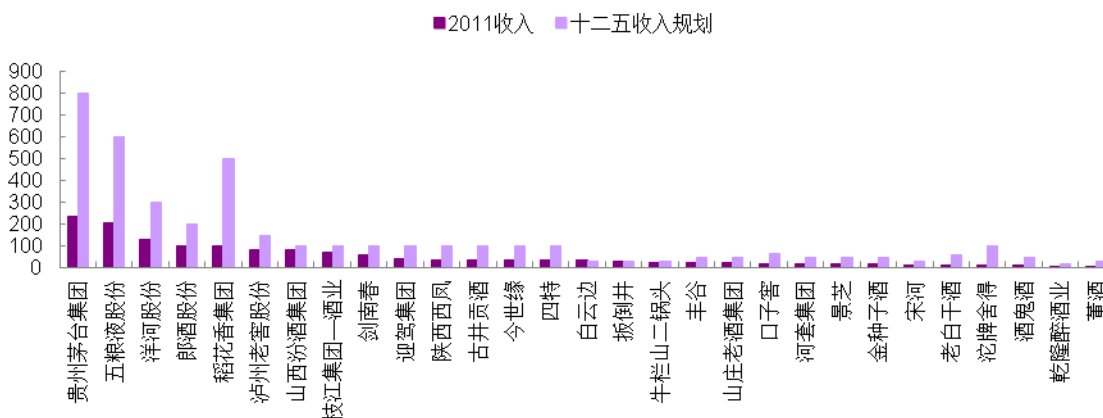
图 15: 2008-2011 年消费品净利润增速表现 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

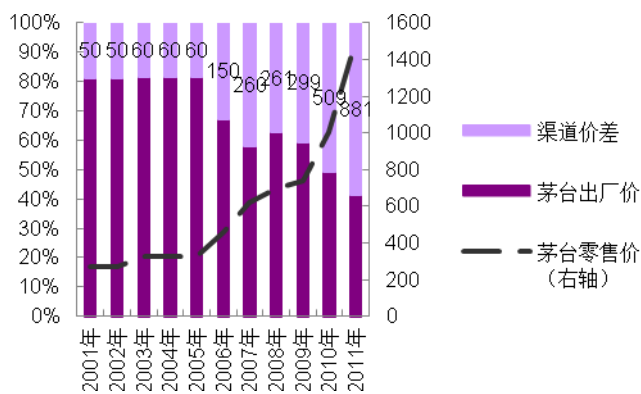
高端白酒需求复苏受益通胀的逻辑再次重演，次高端受益于价格带和渠道的双重扩容。2005-2006 年和 2009-2011 年固定资产的投资弹性不尽相同，但是货币和信贷放松导致的通胀节奏基本类似，这是解释高端白酒上两轮实现超额收益的核心论据。除此以外，2009-2011 年期间，白酒板块出现的另外一个显著变化则是次高端/中高端白酒企业的迅速崛起，这背后的逻辑来源于价格带和渠道的双重扩容。2009-2011 年，茅台零售价迅速上升，渠道价差从 2009 年的 300 元上涨至 2011 年 881 元，渠道价差占零售价的比重接近 60%，较 05/06 年的 18%/33% 出现了大幅提升，这从客观上为高端/中高端白酒提供了发展空间。

图 16：2011 年各白酒企业收入水平及“十二五”收入规划（亿元）



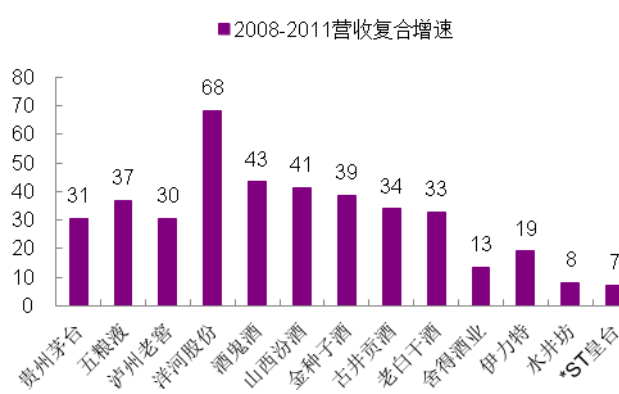
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：2001-2011 年期间茅台渠道价差占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

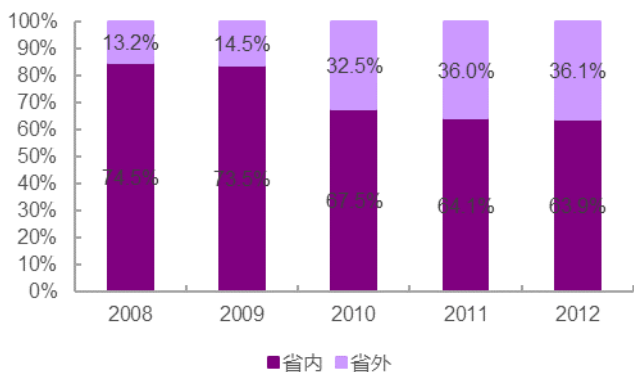
图 18：2008-2011 白酒企业营收复合增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

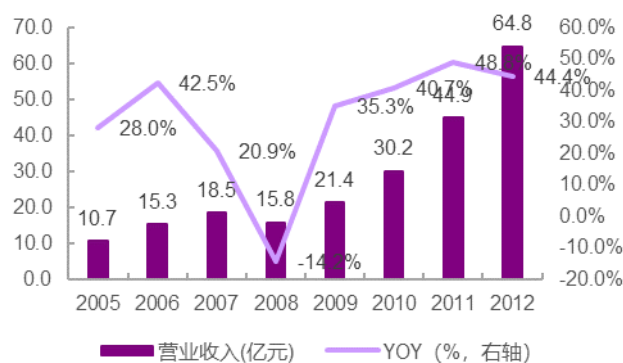
在这期间，区域强势品牌通过产品细化、营销强化、渠道深化与管理优化等举措，完成向次高端品牌的跃迁。**(1) 洋河将营销重心下延到消费者层面**，通过实施“盘中盘”和“4×3”营销模式，对终端客户实现拦截，同时对营销网点采用与经销商合作开发市场的“1+1”模式，强势推进全国化销售战略，逐步打开省外市场；**(2) 汾酒同时启动了管理体系的优化、产品体系的梳理与销售体系的改革**，一方面公司内部领导岗位的调动与管理部门的调整逐渐破除原有国企属性固有的低效通病，另一方面完成对产品价格以及产品结构的重新梳理，最后对销售策略进行有效调整，设立重点销售区域、成立专卖店，省外市场出现恢复性增长；**(3) 酒鬼酒的营销建设与渠道网络进一步完善**，营销网络以团购为核心，覆盖专卖店、酒店、餐馆、商超等多种渠道；销售区域布局以湖南为中心，基本确立了湖南、山东、华北和广东四大片区，并启动广东、山东、北京、天津、东三省、河北、河南等重点市场的拓展路径；**(4) 沱牌舍得对自身产品结构全面升级**，不仅打造从超高端到低端的全线产品，并且将整体定价结构显著向上调整，外观包装档次也明显提高；2010年共推出了二十多类产品，在超高端市场推出超过900元的水晶舍得以及三款舍得年份酒、三款舍得窖龄酒，在中高端市场推出天曲系列、百年沱牌及年份特曲等品类，在中低端布局了中华沱牌和特曲。

图 19: 2008-2012 洋河省外销售收入占比提高明显



资料来源: Wind, 光大证券研究所

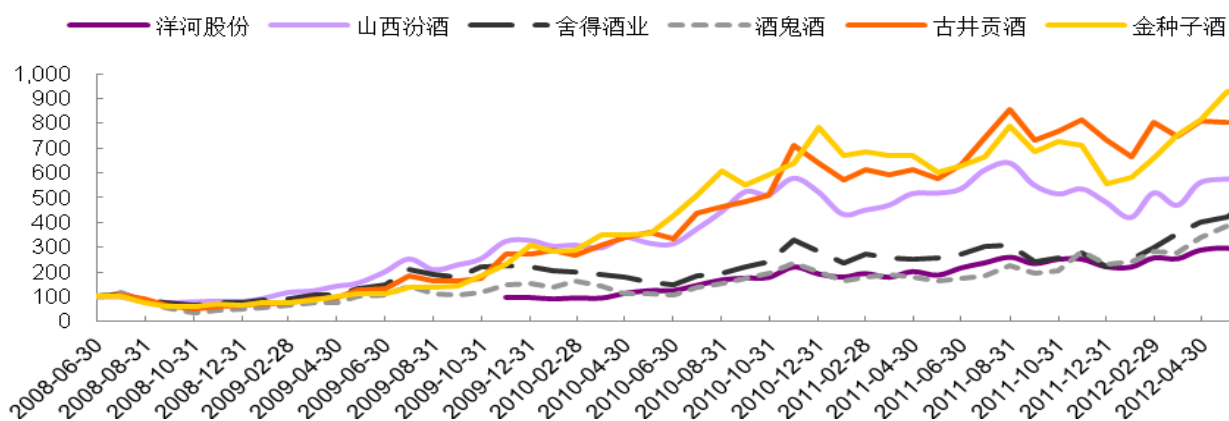
图 20: 山西汾酒 2009 年收入反弹增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

地产酒以本区域为发展轴心，强化当地市场营销建设并且增强向周边的辐射能力。（1）金种子酒白酒市场主要集中在安徽省内，在对营销与物流网络的再建设中将运营中心设立在省会合肥、大部分营销网点设在安徽省各地，其余营销网点重点设在安徽周边的省份；该举措一方面有利于形成对自身主力市场的有效保护，同时逐步扩大有限市场的覆盖范围，另一方面逐渐形成厂家、经销商、终端的营销协同网络，增强面对市场的协同配合能力、快速响应能力与终端服务能力等；（2）古井贡在09年完成公司战略的自我调整之后，回归聚焦白酒主业，以安徽为根据地市场，“鲁豫苏”为重点市场，全力开发18个重点城市，达到辐射周边市场的目的。

图 21：2008-2012 年次高端/地产酒股价表现 (%)



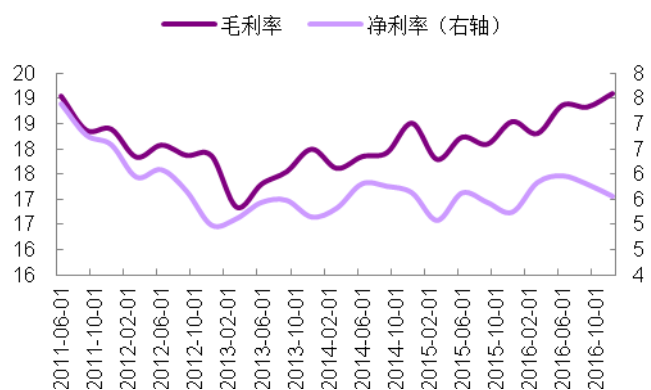
资料来源：Wind，光大证券研究所



## 2.2、2012-2015 年：政策扰动加剧，行业深度调整

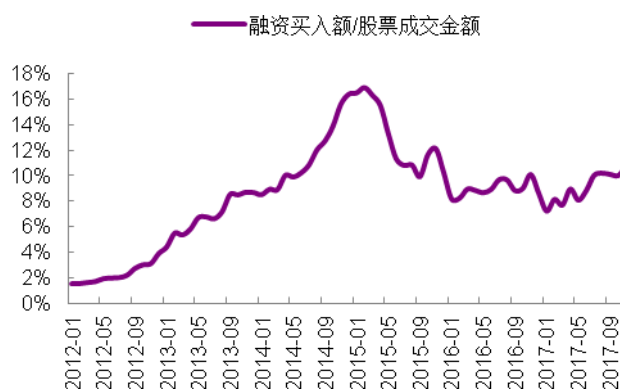
2012-2015 年市场宏观背景的主要特征是供给逐渐取代需求成为影响工业企业盈利的核心变量，过往由需求驱动的行业轮动逐渐淡化，各行业自身的竞争格局成为主导周期性板块走势的主要因素。另外一方面，金融改革导致的市场流动性泛滥则促成了非银金融和 TMT 板块在 2014-2105 年期间的巨大涨幅。食品饮料板块受制于“三公消费和塑化剂事件”的压制，指数表现在 2012-2014 年上半年期间出现了持续性调整（2014 年 1 月板块最低估值跌至 16 倍），直至 2014 年下半年行业底部逐渐确认。从板块指数年度表现来看，2012-2015 年期间，食品饮料涨跌幅分别位列 14/21/27/21 名（累计 28 个行业）。

图 22：2011-2016 年期间 A 股制造业盈利能力 (%)



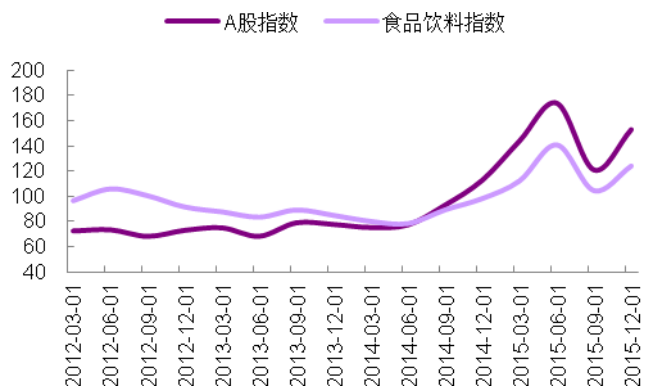
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：2012-2017 年 A 股融资买入额占比 (%)



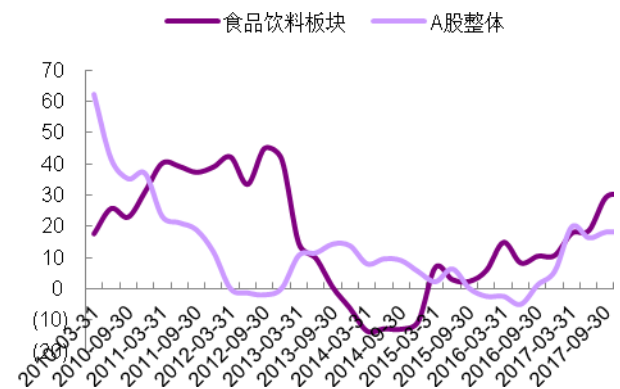
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：2012-2015 年 A 股/食品饮料指数



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：2010-2017 年 A 股/食品饮料净利润增速 (%)

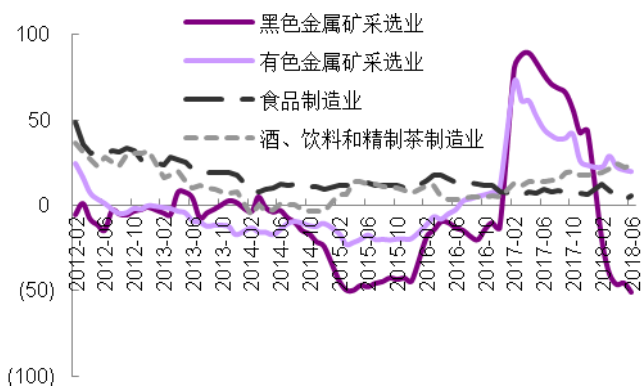


资料来源：Wind，光大证券研究所

### 2.3、2016-2017年：物竞天择，“胜”者生存

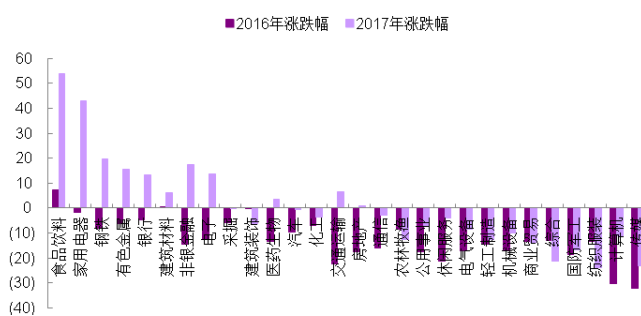
2016-2017年市场风格分化演绎到极致，流动性紧缩使得A股整体估值提升十分有限。需求惯性下滑导致行业和行业之间的差异越来越取决于行业本身竞争格局的变化，供给侧改革进一步带来行业内部之间利润加速向龙头倾斜。工业企业利润方面，钢铁有色弹性最大，食品制造基本走平，酒饮制造利润增速中枢从4%上升15%，利润率从9.6%上升至12%，较2012年之前的景气周期更高。股票涨幅方面，食品饮料连续两年位列28个行业第一，相对A股的估值溢价从14%提升至80%。

图 26：2012-2018 周期性行业企业利润同比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

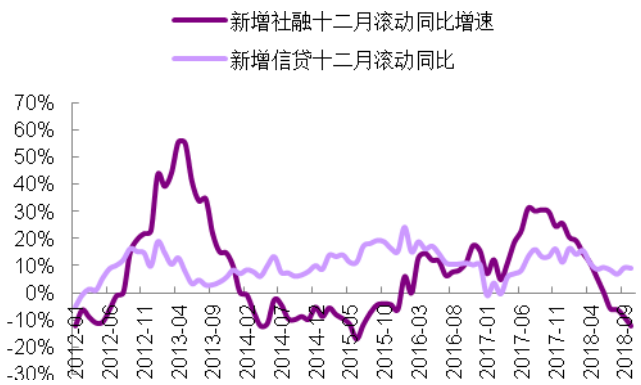
图 27：2016-2017 年各板块涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

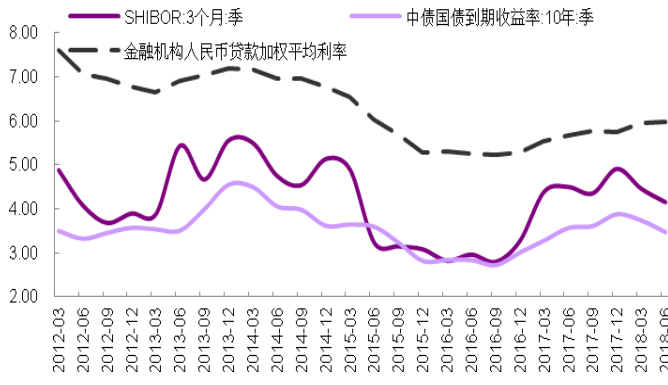
2015 年底开启的“三去一降一补”（即：去产能、去库存、去杠杆，降成本、补短板）成为 2016-2017 年宏观经济运行的主要特征。（1）货币政策的工作重心在督促金融部门的杠杆去化和调降实体融资成本。2016 年开始的新增信贷收缩一直持续至 2017 年二季度，银行间资金成本的上升从 2016 年三季度迅速提升上升；（2）在地产和制造业投资增速惯性下滑的背景下，基建和财政托底经济增长。另外一方面，海外需求的复苏对出口部门形成支撑。供给侧改革成效显著，工业企业产能利用率大幅回升，PPI 强劲反弹推动工业企业利润率甚至恢复至 2005 以来的最好水平。

图 28：2012-2018 年新增信贷/社融滚动同比增速



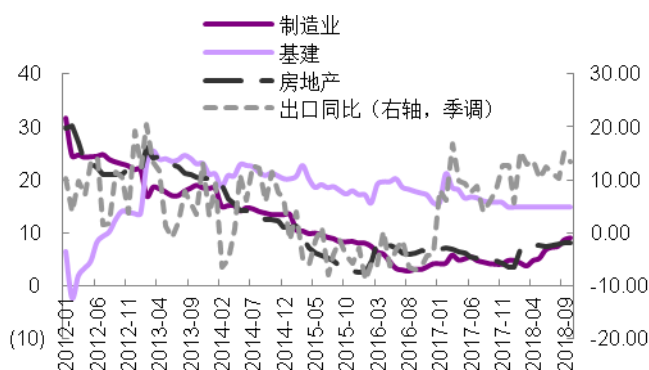
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：SHIBOR/十年国债收益率及贷款加权平均利率



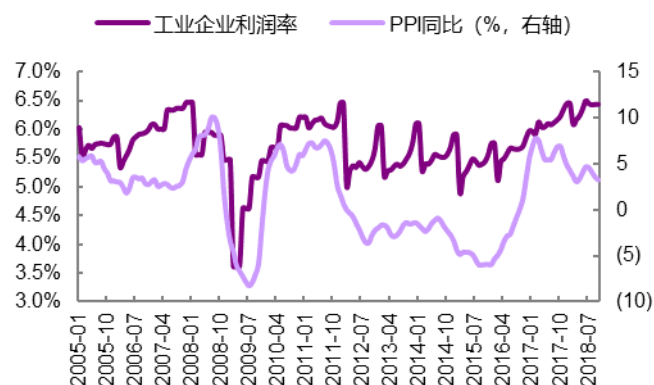
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30: 2012-2018 年投资和出口增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

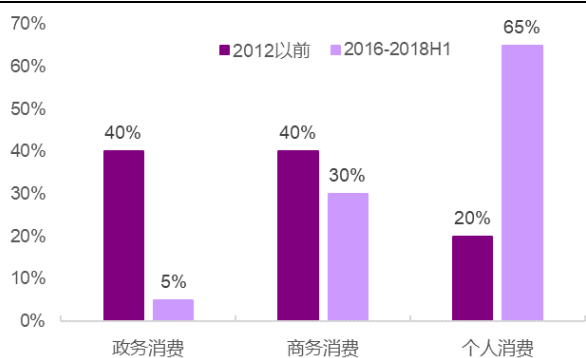
图 31: PPI 回升带动工业企业利润率回升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

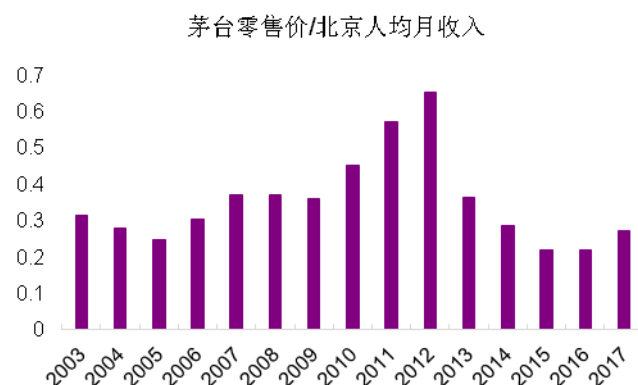
**需求换挡遇上消费分级。**2012-2015 年三公消费打掉带来两大显著变化，其一，高端白酒消费结构发生反转；其二，行业库存（用预收款近似替代）/产能/销量触底导致高端白酒价格与居民收入比值重回底部。同期，我们也跟踪到奢侈品销售与社消零售额、可选消费与必选消费、富豪消费价格与零售价格发生明显背离。将本轮白酒的复苏放置于更为宏观的视角下可以看到居民收入或者更准确地说是居民的财富效应是非常关键的决定性因素。

图 32: 白酒消费结构反转



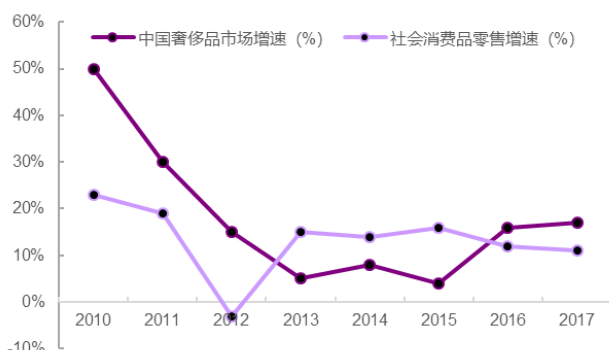
资料来源: 草根调研, 光大证券研究所

图 33: 2015 年茅台零售价/人均收入重回底部



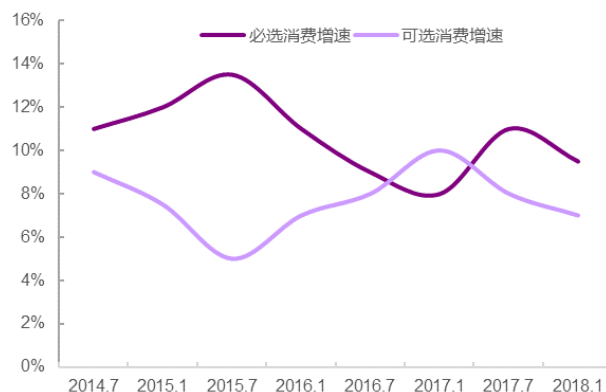
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 34: 奢侈品销售与社会消费品零售额 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

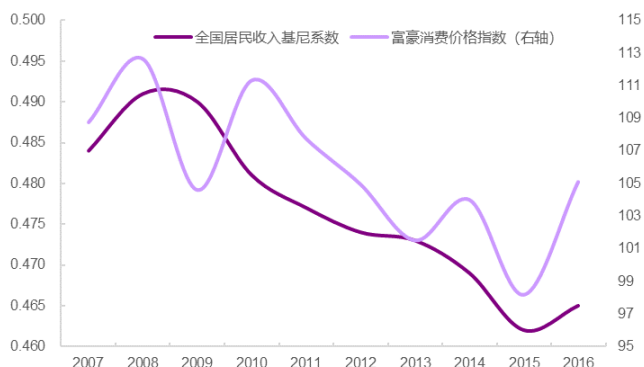
图 35: 必选消费与可选消费 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

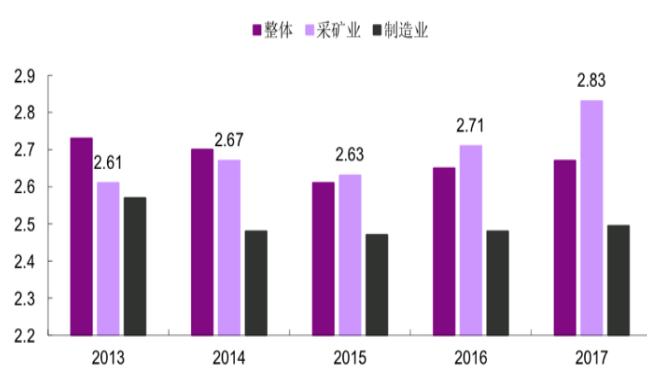
**白酒需求复苏的宏观逻辑之一：贫富分化，促进面子消费。**（1）全国居民收入基尼系数和富豪消费价格指数于 2015 年见底后快速反弹；从需求侧的短期因素来说，收入分化加剧刺激了高端消费的增长，白酒作为一种彰显购买者身份的高端消费产品，满足了人们面子消费的心理诉求，消费需求开始提升。（2）供给侧改革大幅提升了相关行业产品的价格和企业利润，加剧了行业之间和行业内部的收入不平等程度：整体行业最高工资与最低工资之比 2015 年后开始回升，受供给侧改革最直接的采矿业增幅更加明显；收入不平等在一定程度上也造成了高端消费的相对高增长。

图 36：国内居民收入基尼系数和富豪价格指数



资料来源：Wind，光大证券研究所

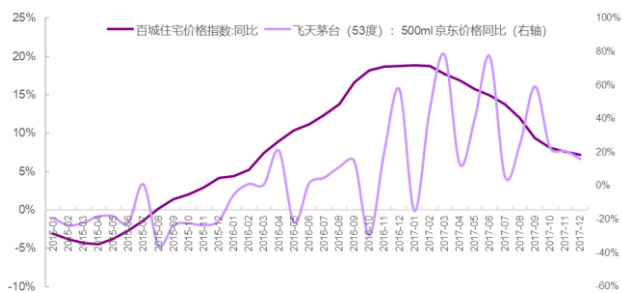
图 37：分行业最高工资与最低工资之比



资料来源：Wind，光大证券研究所

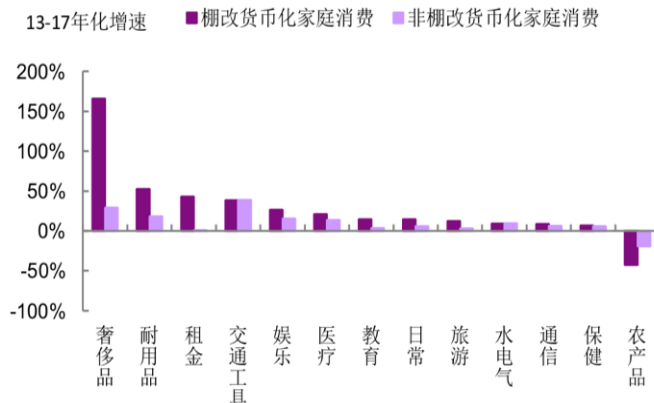
**白酒需求复苏宏观逻辑之二：地产周期带动的财富效应。**（1）从茅台景气度与百城住宅价格变化趋势来看，酒价与房价的波动具有显著的同步性，且房价领先于酒价小半个身位；一方面是由于房地产市场表现良好增加关联行业的实际收入，从而拉动可选消费，另一方面则是财富效应激发了高端消费的活力；（2）棚改货币化产生的收入效应同样对高端消费产生积极作用：2015 年中开始大力推行的货币化安置方式，2015-2017 年的货币化安置率达到了 29.9%、48.5%、53.9%；大部分棚改货币化家庭在获得补偿之后并未将补偿款用于购房，而是花费在了高端消费上；2013-2017 棚改货币化家庭的奢侈品消费年化增速超过 150%，而非棚改家庭远低于 50%。

图 38：百城住宅价格指数与茅台京东零售价



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 39：棚改货币化提振高端消费



资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，光大证券研究所

次高端品牌通过对营销模式以及产品结构的调整迎合市场需求的变动。

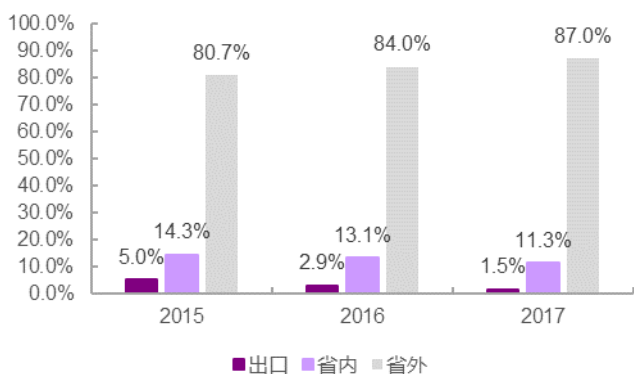
**(1) 水井坊：探索新总代模式，加速全国化布局。**从 15 年整体行业回暖之后，水井坊开始回归总代模式，并探索出一条与总代理商全新的合作路径：公司负责销售前端管理，实现对销售点的拓展和管控，总代负责销售后端的订单处理、物流、仓储、收款等工作。相比于传统代理模式，“新总代”模式可以强化公司对销售门店实际市场状况的即时监控，包括商品销售、价格监督、消费者行为等各个环节，有利于总部对市场变动作出快速响应。新总代模式逐步在上海、浙江、四川、福建、广东、北京、江西等市场开始推行；2016 年公司经销商减少了 151 家，扁平化的分销模式开始向总代模式转型。与此同时，公司加速全国范围内的直营门店扩张，2016 年公司直控核心门店数量 3000 家，到 2017 年已拓展至超过 4000 家；直营门店数量的增加有助于公司铺货率提高与核心区域的扩展，进一步实现渠道覆盖范围的扩大。

**(2) 古井贡酒强化既有“厂+商”的营销模式 2.0 版，又直营渠道的营销模式 3.0 版，对不同市场选择差异化营销策略：**合肥、北京、郑州、深圳等城市设立直营公司，采用“3.0”版模式，由公司营销团队直接运营终端市场；在其他大多数市场采用“2.0”版模式由厂家派出的营销团队与经销商共同开发和运维市场。与此同时，古井贡酒提出“路路通，店店通和人人通”的“三通工程”，通过对终端网点的精细化建设与终端消费人群的互动强化，实现公司销售渠道的有力下沉。

**(3) 2016 年开始汾酒对自身产品进行了区域分隔并且对产品结构进行改善升级：**一方面将青花瓷 20 年和金奖 20 年分别区分于省外销售与省内销售，严格划分，有效抑制区域间的窜货乱象与价格倒挂；另一方面改善产品结构，重点力推次高端产品，中高价白酒收入占比从 2016 年年底的 64% 提升到 2017H1 的 67%。

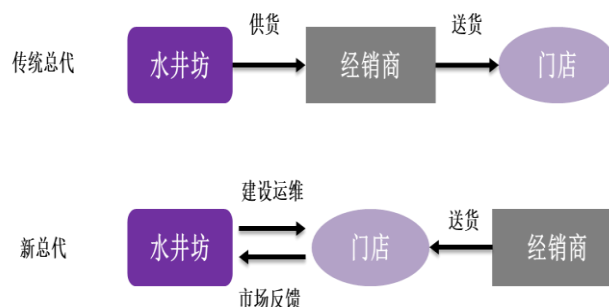
**(4) 沱牌舍得大幅削减产品品类，将低价定制产品移出产品线，品类规模从原有的 2000 多款减少到 50 款以内；**同时集中资源打造超级单品“品味舍得”冲击次高端市场，以“水晶舍得”塑造高端品牌标杆，以“沱牌天曲”和“沱牌特曲”定位中低端市场，公司各产品价格与品类定位梳理逐渐清晰。

图 40：水井坊省外收入占比



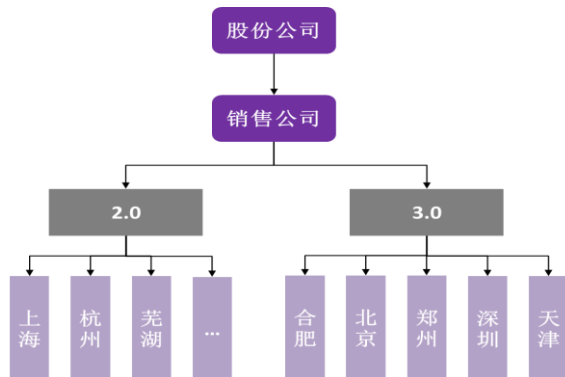
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 41：水井坊传统总代与新总代模式



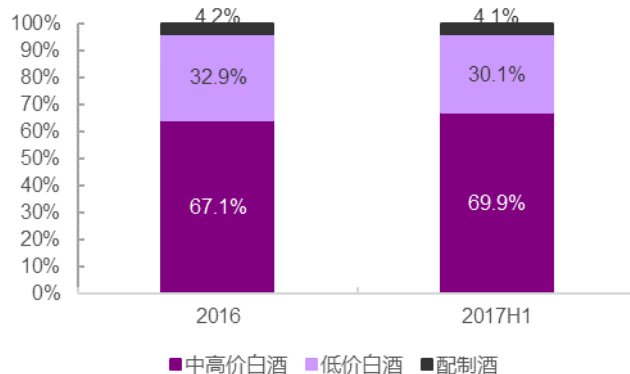
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 42：古井贡渠道体系升级“2.0+3.0”版本



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 43：2017 年上半年汾酒中高价产品收入占比提高

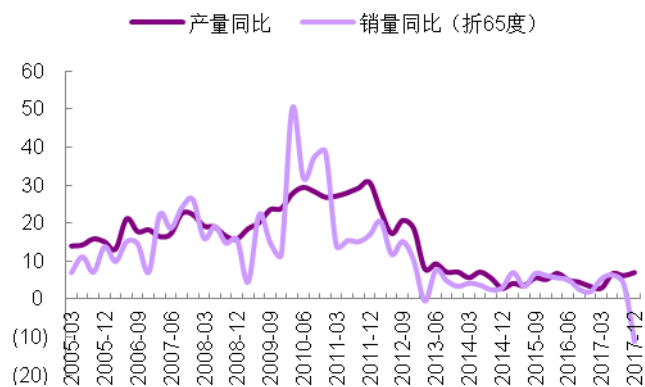


资料来源：公司公告，光大证券研究所

**消费分级，集中度提升大势所趋。**与上两轮白酒牛市期间产销两旺的局面形成明显反差的是，2016-2017 年期间白酒销量同比增速从 2015 年的 6.3% 跌至 2017 年的 -11%。虽然这种情形在白酒历史上十分罕见，但是却与同期宏观经济的特征高度匹配。需求疲弱导致的消费分级和产业集中度提升同时出现，茅五泸洋四家 2017 年累计销量逆势增长 8%，销量占比回升至 5.25% 的历史最高水平。第二个差异来自于低端消费的崛起。当然，消费升级一直存在，我们所定义的低端消费只是相对价格的高低。从顺鑫农业披露的数据可以看到，2016-2017 年其销量增速大幅回升的同时吨酒价格回落了 6%，这意味着供给端收缩加速行业集中度提升的逻辑在低端消费品中同样成立。在经历了上一轮深度调整之后，企业自身管理效率和渠道能力的提升是不可忽视的主观原因。以牛栏山为例，2017 年公司强化渠道建设，提升营销效率，运用“普通推广+免费陈列”的营销模式，加大三四线城市的渠道布局；2017 年在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场，福建、新疆等新兴市场销售收入同比增长 50% 以上，长江三角洲市场增幅达 70% 以上，全国化布局收效显著。

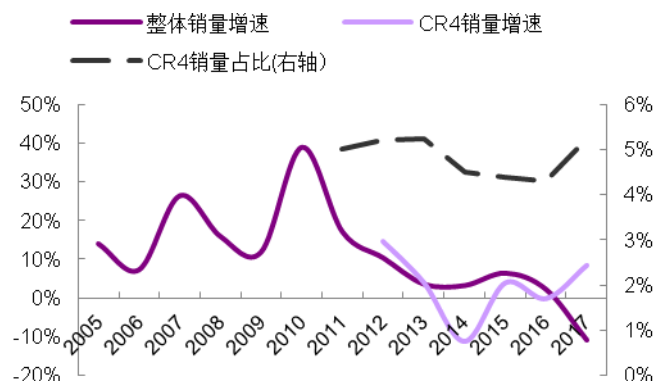
**消费升级的趋势也使得原为定位低端的酒企消费人群流失。**以金种子酒为例，随着市场主流价位上移，公司销售占比较高的柔和种子酒、祥和种子酒等产品已逐渐脱离市场主流价位，导致产品销售出现逐年萎缩，公司净利润出现连续五年下滑的颓势；同样迎驾贡酒为了顺应消费升级带来的产业变化，也对自身进行“产业、产品、区域”三大战略调整：产业上，以白酒为主业；产品上，实行产品升级战略，主推生态洞藏系列白酒；区域上，实行区域聚焦战略，聚焦安徽、江苏、上海等核心市场。

图 44：2005-2017 年白酒产销季度同比 (%)



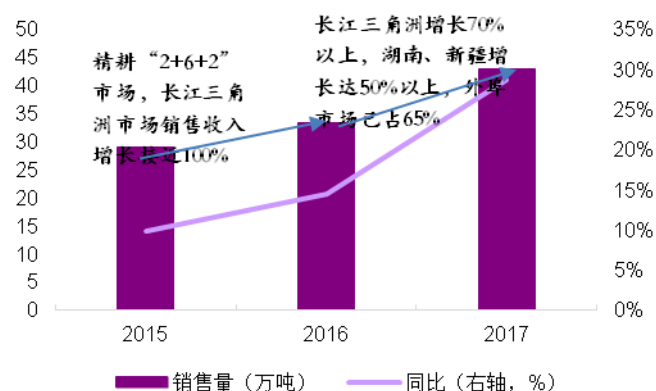
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 45：2005-2017 年白酒龙头企业销量占比



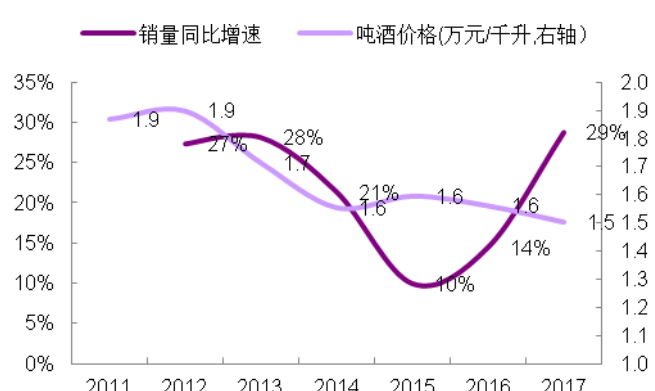
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 46：牛栏山渠道扩张和管理效率带来的销售提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 47：顺鑫农业白酒销量增速和吨酒价格



资料来源：公司公告，光大证券研究所

“太阳底下并无新鲜事”，内在逻辑不断重复。2016-2017 年白酒板块轮动节奏依然遵循前两轮牛市的规律，即高端提价打开次高端扩容空间。随即，次高端加速全国化布局抢占市场份额，但受制于次高端总容量有限，竞争加剧带来酒企之间的经营策略分化明显。相比较于高端和次高端酒企，专注中端和中低端的区域强势酒企大众消费属性更为强烈，在本轮周期的上半场收入增速相对稳健。而随着落后产能的退出，行业之间整合明显加速，部分酒企凭借当地的渠道优势和品牌认知来提升区域市场集中度或者推进全国化战略，收入增速后来居上。资本市场的逻辑主线异常清晰，以 2015 年 1 月底市值为基准，高端/次高端/区域强势品牌分别在 2017 年 6 月/2018 年 3 月/2018 年 4 月实现 1.5 倍涨幅，顺鑫农业直至 2018 年二季度才开始通过持续的上涨完成估值的修复。

表 7：2016-2017 年高端白酒提价事件

时间	品牌	提价事件
2016.03-2017.11	五粮液	五粮液在 2016 年开启了两轮涨价潮：先是于当年 3 月，将 52 度经典水晶瓶五粮液（以下简称“普五”）出厂价直接从 659 元/瓶恢复性调整到 679 元/瓶，后于当年 8 月底，邻近中秋国庆用酒高峰时，将“普五”出厂价上调 60 元至 739 元/瓶，同时建议零售价格为 829 元/瓶。2017 年，五粮液则进行了三轮涨价。第一次为 2017 年 2 月，五粮液向商超渠道发出《调价函》，要求 52 度 1618 五粮液出厂单价调至 769 元，批发单价不低于 819 元，零售单价 919 元；“普五”商超供应价调整为 809 元，零售单价 899 元。2017 年 11 月 30 日，“普五”市场零售价宣布从 969 元上调至 1099 元，五粮液 1618 零售价调至 1199 元。
2017.03-2017.10	泸州老窖	2017 年 3 月 21 日，国窖 1573 经典装出厂价上调至 680 元。2017 年 7 月 22 日，国窖 1573 经典装价格进行调整，52 度 500ml 经典装计划内配额确定为 740 元，计划外 810 元。2017 年 10 月 11 日，52 度国窖 1573 建议零售价调至 969 元/瓶。
2017.12	茅台	2017 年 12 月 28 日茅台官方宣布出厂价提到 969 元，这是 5 年之后，茅台再次提价，涨幅在 150 元。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

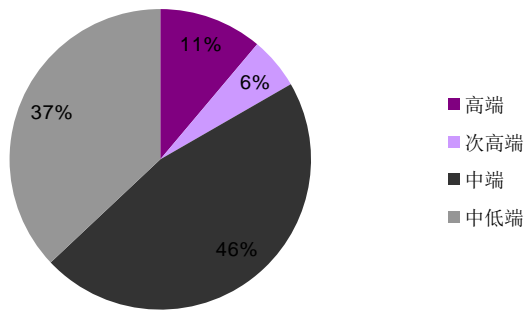
表 8：2016-2017 年次高端白酒提价事件

时间	品牌	提价事件
2016 年底-2017.05	汾酒	继 2016 年年底对玻汾部分产品上涨价格后，汾酒在 2017 年 5 月对 52 度青花(20)和 42 度青花(20)进行价格调整，团购指导价分别是 418 元和 398 元，而升级版的青花(30)团购价格 53 度和 48 度分别为 558 元和 548 元。
2017.01-2017.12	剑南春	2017 年剑南春经过 5 次价格调整：1 月，水晶剑通过减少政策的方式，将出厂价调整 10 元/瓶，烟酒店成交指导价为 370 元/瓶；5 月，水晶剑终端价提价 10 元，达到 380 元/瓶；9 月 6 日，四川汇金商贸发布的《关于水晶剑价格调整的通知》显示，10 月 10 日起，水晶剑统一零售价格不低于 398 元/瓶；9 月 14 日，四川汇金商贸再次发文，要求在 10 月 22 日前，水晶剑的零售价格不得低于 418 元/瓶；12 月 8 日，52 度水晶剑建议成交价 439 元/瓶，同时更是以降政策的方式，变向提升出厂价。
2017.01	舍得	2017 年 1 月上调产品价格，其中 500ml 的 52 度舍得酒供经销商价为 418 元/盒，供分销商及终端渠道价为 418 元/盒，供团购价、分销商及名烟名酒店团购价为 468 元/盒，商超餐饮店零售指导价为 568 元/盒。38 度与 42 度舍得酒供经销商价格为 388 元/盒，供分销商即终端渠道价为 388 元/盒，供团购价、分销商即名烟名酒店团购价为 438 元/盒，商超餐饮店零售价格指导价为 518 元/盒。
2017.05	酒鬼	2017 年 5 月，42° 酒鬼酒的出厂价格于 5 月 1 日起上调 20 元/瓶，酒鬼酒供销有限责任公司要求市场各环节统一上调价格不低于 20 元/瓶。
2017.07	水井坊	2017 年 7 月水井坊上调产品价格，主力高档及中高档产品典藏、井台、臻酿八号的出厂价分别上涨 15 元/瓶，10 元/瓶，10 元/瓶，其他产品如晶莹装、鸿运装、小水井等都有一定涨幅。
2017.09	洋河	2017 年 9 月洋河酒提价：每箱上涨幅度至少 30 元，预计海之蓝上涨超过 6 元/瓶，天之蓝超过 9 元/瓶，梦之蓝约 20 元/瓶。
2017.12	郎酒	2017 年 12 月 13 日，郎酒发布 3 个文件，宣布从 2018 年 1 月 1 日起，53 度红花郎（10）供货价将上调 40 元/瓶，53 度红花郎（15）供货价将上调 60 元/瓶，53 度青花郎供货价将上调 182 元/瓶。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

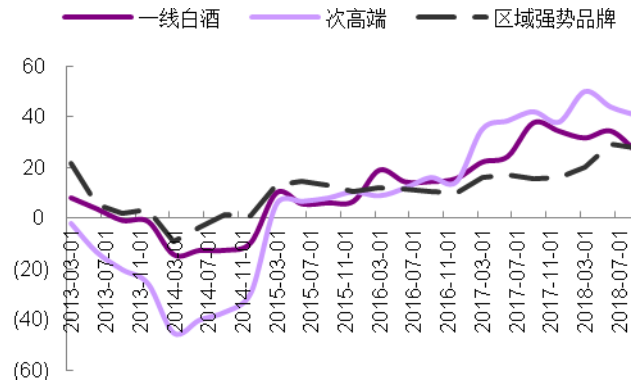


图 48: 2017 白酒各价位段的市场容量占比



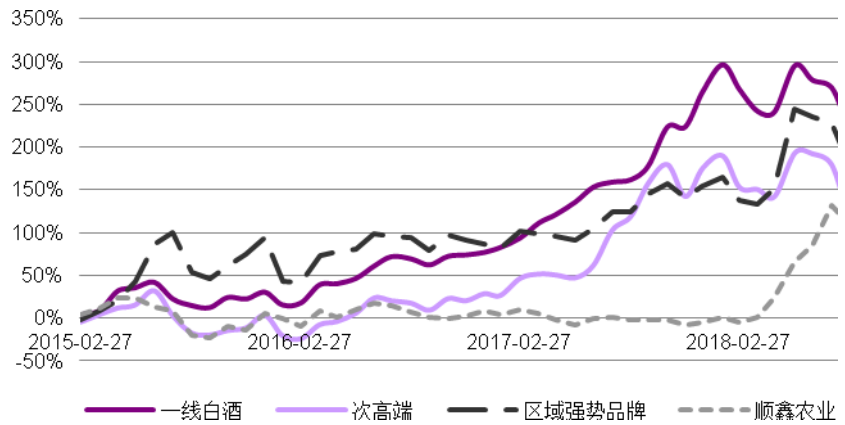
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 49: 2013-2018 年各档次白酒营收增速 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 50: 2015-2018 年各档次白酒市值涨幅情况 (以 2015 年 1 月底数据定基)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 2.4、分析框架探讨：高端白酒，识别驱动“需求复苏”的货币效应

从市值角度来看，白酒决定食品饮料板块表现，高端白酒决定白酒板块表现。高端白酒兼具实物商品和金融资产的双重属性。高端白酒定价权的不断加固意味着成本端的波动对盈利的影响非常有限。

那么，收入的分析至关重要。实现收入的快速增长无非是在增量和存量两种市场环境，增量市场下需求驱动份额增长，存量市场下供给收缩带来集中度从而提升驱动龙头份额。

从商品属性来看，高端白酒的需求以 2012 年为分水岭，从政商到居民的转换意味着需求分析的抓手从以固定资产投资衡量的经济活动转向以实际可支配收入衡量的高端消费。不管是所谓的消费升级（指价）还是所谓的中产阶层增加（指量），作为长周期慢变量其实很难解释中短期的需求波动。

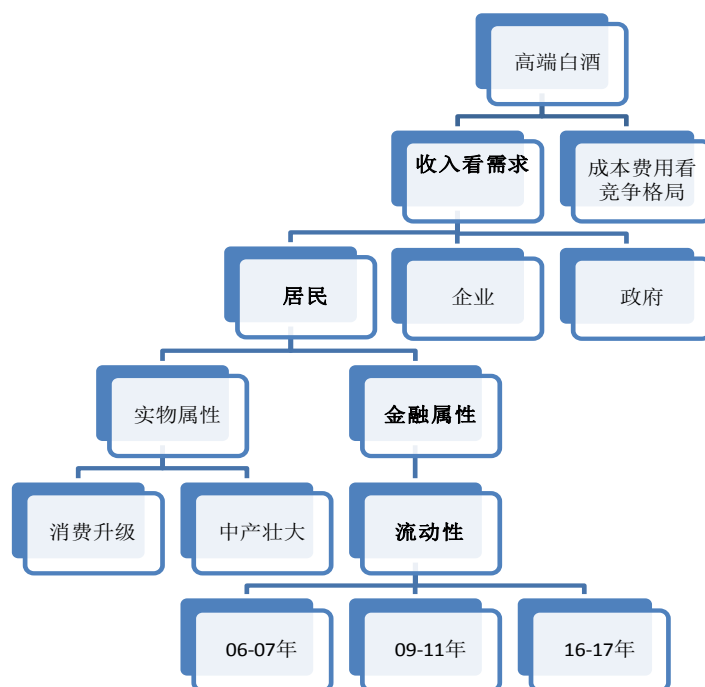
从金融属性来看，高端白酒的需求其实是一种货币行为。05-06 年/09-11 年/16-17 年三轮白酒大牛市都可以用“需求复苏”来简而代之，但我们真正关心的是这种“短期需求”背后的原始驱动在哪里？显然，逻辑推导至此，我们发现宏观视角比产业视角更有助于解决这个疑虑。三个历史片段的背景都伴随流动性泛滥，05-06 年/09-11 年的表现均是信贷和货币大幅扩张。16-17 年的情形相对复杂，一方面，去杠杆导致了表内信贷收缩，另外一方面，货币向实体传导受阻致使货币增速走平。但是两者共同揭示了一个事实，那就是货币在金融资产间的空转并未得到很好的解决。考虑到万亿量级的 PPP 项目投资总额和棚户区改造贷款，以及供给侧改革带来的贫富分化，高端白酒这种具备典型“凡勃仑效应”的商品迎来需求的爆发，奢侈品、高端化妆品，澳门博彩业的繁荣均强化了此种判断的论证力。

房地产也是一种具备金融属性的资产，为什么它并不与高端白酒同步？两个解释，其一，需求释放大部分来自于信贷放松；其二，行业准入门槛更高，产能进退的机会成本远高于高端白酒。所以，高端白酒的周期性波动不仅更明显，而且间隔周期更短，所以高端白酒从金融投资的实战意义上而言显然更具配置价值。

谈及产能进退自然涉及供给。对茅台而言，通过控货挺价来强化其奢侈品形象才是其最核心要义。考虑到渠道库存作为供需的放大器，我们判断茅台在 2018 年三季度突然放缓供给的深远意义在于提前熨平终端需求可能隐藏的大幅摆动，这是企业经历上一次深度调整之后管理能力进化的结果。

高端白酒的绝对收益来源于充裕的流动性，相对收益来自于无可比拟的竞争格局。如果我们认可高端白酒的金融资产属性强于实物商品属性，高端白酒本身就是周期。只是相对 A 股的其他产业来说，其无可比拟的竞争格局缓冲了其每一轮调整的幅度，这是相对收益的根源。

图 51： 高端白酒超额收益来源的宏观分析框架



资料来源：光大证券研究所

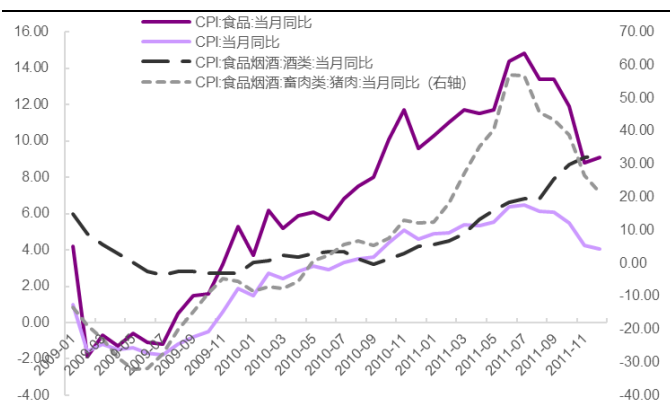
### 3、食品加工板块超额收益来源的历史分析

#### 3.1、2009-2011 年：温和通胀/产品升级推动

2008 年金融危机后的宽松政策催生了 09 年 A 股整体的全线大涨，白酒、食品加工板块受益颇丰，09 年实现绝对涨幅分别达到 103%和 115%。10 年 A 股下调近 7 个百分点，但食品加工和白酒板块分别上涨 38%和 18%，实现板块配置的超额收益。

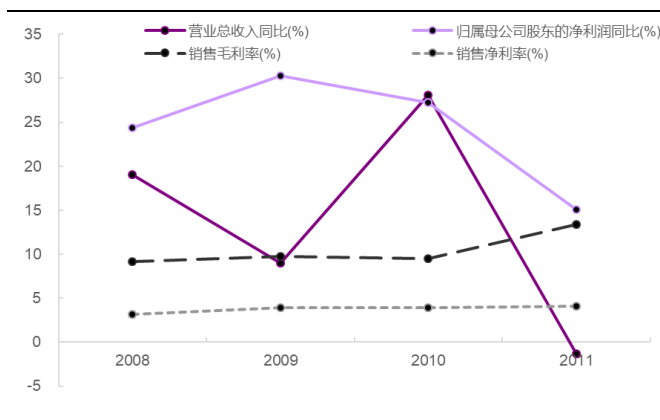
2010 年食品加工板块的配置逻辑来源于通胀的支撑，可以明显看到肉制品该时期取得了领先的收益率。通胀时期必选消费前期承压后期通过提价改善盈利状况，龙头企业双汇发展当年进行资产重组，对自身多年纠缠的关联交易问题妥善解决，同时实现收入和利润的高增长，带动整体肉制品板块上涨。

图 52：2010 年进入通胀上升期 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：2008-2011 双汇收入/利润/利润率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

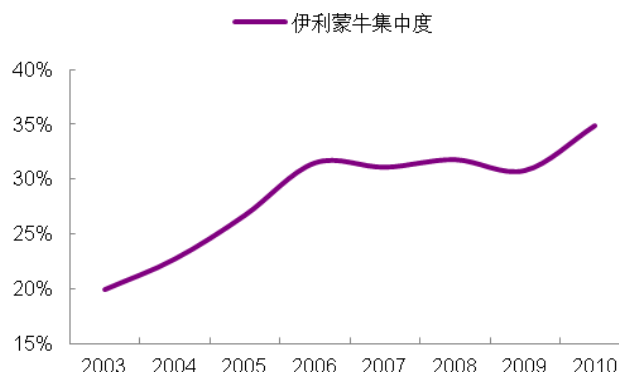
相较于白酒板块的“进攻性”，2009-2011 年期间大众消费龙头穿越周期的防御能力开始显现。伊利作为食品饮料板块唯一一个在 2009-2017 年期间连续获得正收益的品种最具代表性。

总量增长-结构升级-市场垄断是消费品行业产业演进的基本规律。对于大众消费品而言，原材料和包材是主要的成本项，虽然两者在中短期内存在周期性波动，但是从长期来看价格上涨则是趋势性的。通过争夺定价权来转嫁成本上涨是大众消费品公司在产业生命周期唯一的使命。

在行业成长初期，需求端的爆发式增长看似美好，但是参与者众多，市场快速由蓝海转变成红海，投资者基本只能凭借市场份额来对企业进行评估，由于多数企业并未经历成本上涨和需求放缓的考验，因此在这个阶段大众消费品公司穿越周期的能力并不明显。2009 年以前的乳制品行业便是典型，当时产品结构较为单一，乳企围绕 UHT 奶展开激烈竞争，毛利和净利的提升举步维艰。因此，我们可以看到在 2005-2007 年食品饮料大牛市期间，伊利的超额收益并不明显，不管是进攻力和防守力均未得以体现。

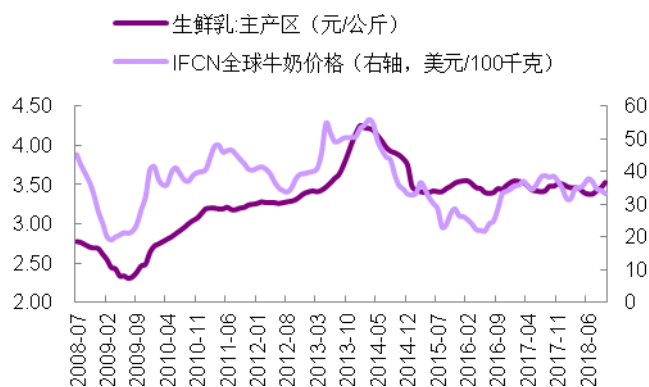
在总量增长放缓之后，冗余产能加速退出，竞争对手的格局从“多而弱”转为“少而强”。另外一方面，周期性地成本上涨成为行业内优质公司的试金石。在此阶段，优秀消费品公司的定价权虽然不能从直接提价得以体现，但是可以通过产品结构升级逐步拓宽护城河。以2009-2011年的伊利为例，原奶价格从09年开启趋势性上涨直至2013年年底，伊利的毛利率从2009年第三季度的35.8%降至2011年底的29.3%。但是，伊利通过主推营养舒化奶/金典系列、发展高端婴儿奶粉，推动产品结构的持续升级。2011年年报显示，虽然主力品种液态奶毛利率下滑2.3Pct至26.5%，但是，冷饮/奶粉及制品（2011年毛利率分别为29.81%/42.60%）通过单价上涨带来的营收增长达到18.62%/14.17%，对应原材料上涨带来的成本上涨幅度17.52%/6.95%。与此同时，由于竞争格局的优化，销售费用率由2009年最高时的28.2%降至2011年底的19.5%，推动净利率见底回升。

图 54：2003-2010 年期间伊利和蒙牛市场集中度之和



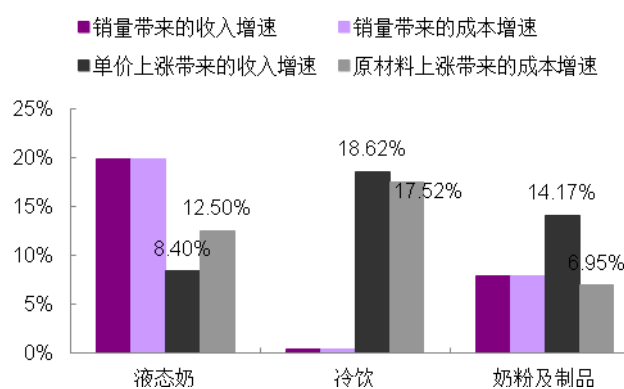
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 55：2008-2018 年生鲜乳和全球牛奶价格走势



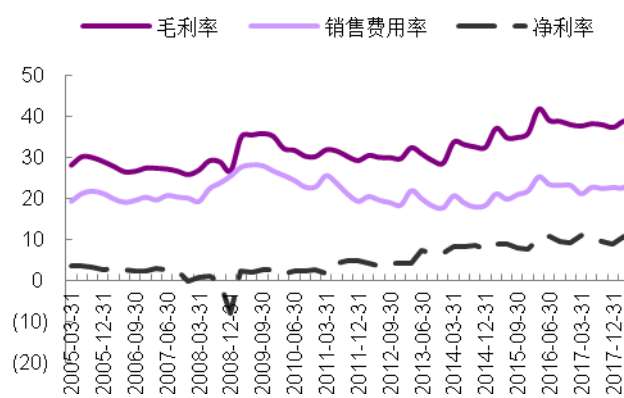
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 56：2011 年伊利各业务收入/成本增速归因分析



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 57：2005-2017 年期间伊利销售费用率和净利率 (%)

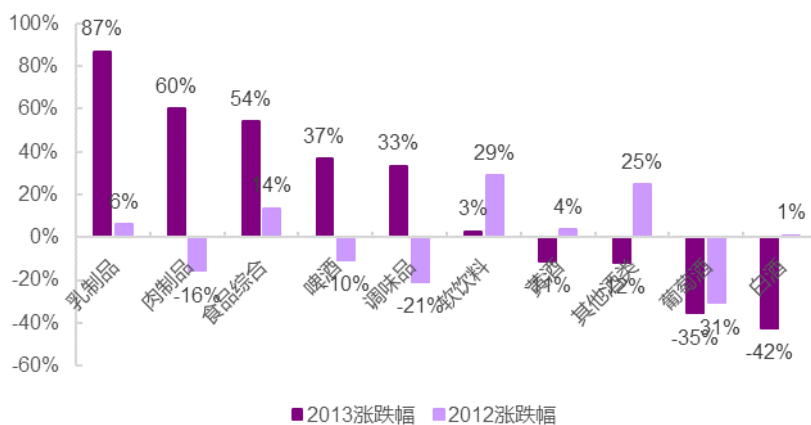


资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.2、2012-2013：“弃酒从奶”的风格切换

2013 年食品饮料整体板块下跌近 10%，根本原因在于以白酒为主导包括葡萄酒、黄酒等酒类板块的全线大跌。以乳制品为引领的非酒类板块转变为 13 年食品加工板块的主力支撑，其中肉制品、啤酒、调味品完成 12 年到 13 年的跌势反转。

图 58：2012-2013 食品各细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

乳制品 13 年的基本面利好一方面来自于政策对国产乳业竞争力的保护，另一方面来自乳制品竞争格局提升后通过提价手段转移了成本上升的负担。在政策方面，监管层出台加强乳业产品质量监管、提高婴幼儿奶粉质量的文件重振消费者对国产品牌的信心，同时对中高端奶粉市场采取反垄断调查抑制洋品牌的涨价势头，最后推进国内奶粉企业兼并重组提升国内乳业的整体效率，使得行业集中度进一步提高。

另一方面，受到 13 年夏季高温导致奶牛减产以及中国政府对新西兰原料奶粉进口的暂时禁止影响，上游奶源紧张态势加剧，原奶价格直线上涨，受波及的奶企经营能力普遍恶化。但由于国内液态奶龙头企业具备市场定价权的能力，因此通过对终端产品提价成功卸下成本上涨压力；从当年 8 月份开始，包括伊利、蒙牛在内的大部分龙头乳企对液态奶实行超 8% 的提价幅度，在 13 年全年内顺利实施了两次提价。

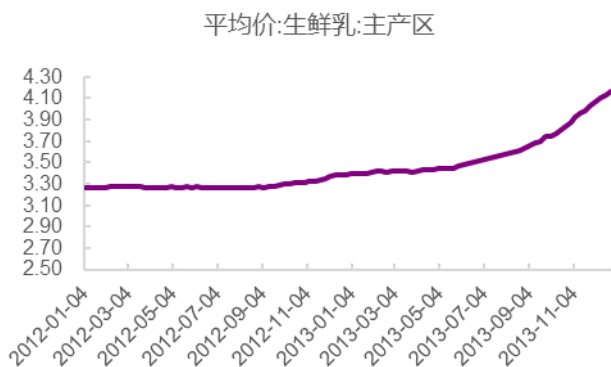
表 9：2013 年乳制品行业监管政策

时间	机构	事件	内容
2013.5.31	国务院常务会议	李克强总理研究部署加强婴幼儿奶粉质量安全工作	支持婴幼儿奶粉企业兼并重组、加强监管、提高准入门槛、严格责任追究等事项。
2013.6.18	工业和信息化部	发布《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》	婴幼儿乳品企业将从生产环节实施 GMP 认证；未来 2 年内将培育 10 家营收超过 20 亿的大型企业，将行业集中度提高到 70% 以上。
2013.6.20	国务院办公厅	国务院办公厅转发了食品药品监管总局等 9 部门《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》	提出实现婴幼儿配方乳粉从源头到消费全过程监管、提高质量安全水平，提振国产奶粉的消费信心。
2013.7.23	工业和信息化部	工信部消费品工业司官员透露，促进乳业兼并重组方案细则已经制定完成，将上报国务院，待批	据透露，细则内容包括税收、资金、并购贷款等方面的政策支持。

	准后预计 8 月公布	
--	------------	--

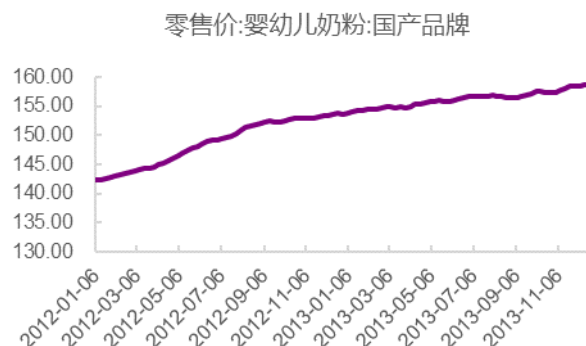
资料来源：环球网，光大证券研究所

图 59：2012-2013 生鲜乳价格（元/公斤）



资料来源：Wind，光大证券研究所

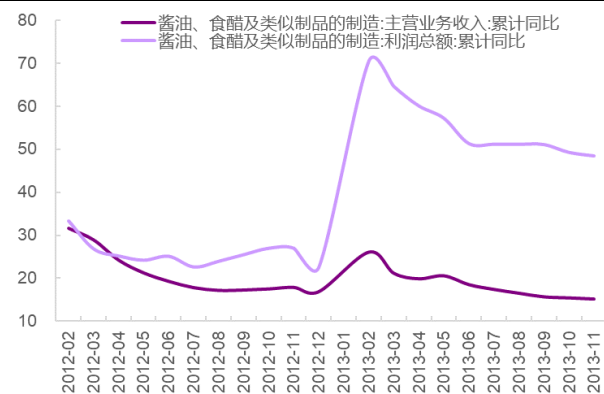
图 60：2012-2013 国产婴幼儿奶粉价格（元/公斤）



资料来源：Wind，光大证券研究所

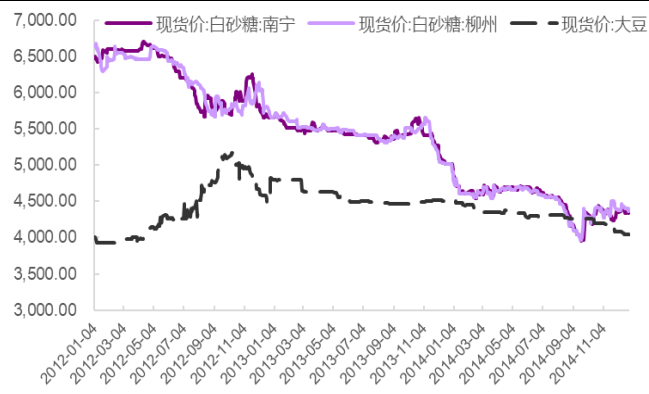
**调味品：需求复苏与成本下行对行业盈利能力的改善。**一方面是整个消费升级背景下调味品市场需求增长与产品结构升级步入“量价齐升”的增长通道，从而推动调味品企业 13 年收入明显提高；另一方面上游原材料价格的降低得以改善调味品企业的盈利能力使得利润实现更加显著增长。同时 2013 年前后，调味品行业开始加快登陆资本市场的速度，包括海天味业、加加食品、珠江桥（后中止 IPO）均是在这一时期密集接轨资本市场，调味品行业也逐渐开始更广泛地进入大众的视野。

图 61：2012-2013 调味品行业收入及利润增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 62：2012-2014 年调味品原材料价格降低（元/吨）

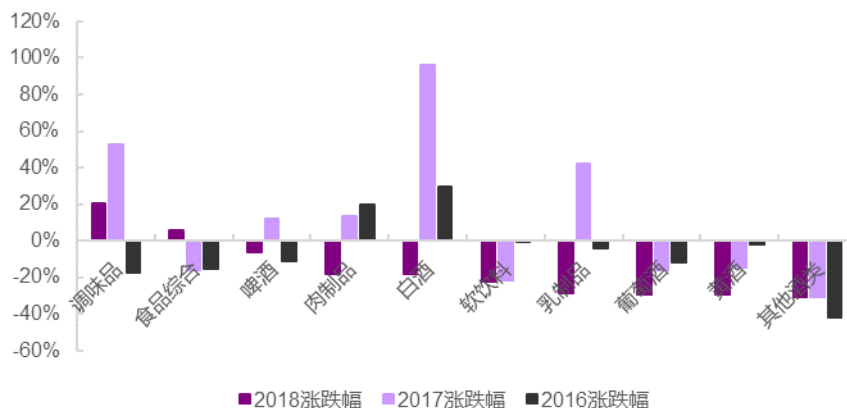


资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.3、2016-2018：食品加工板块防御力显露

食品加工板块开始显现其面对下行经济周期的防御性与坚韧性。食品加工和白酒对于 A 股 2016/2017/2018 的超额收益分别为 +6.47/+27.05/+9.02pcts 和 +42.62/+91.93/+4.28pcts。从板块内部结构来看，17 年白酒、调味品、乳制品实现行业板块领跑，调味品收入增速稳定，在 2018 年成为唯一实现正收益的子行业。

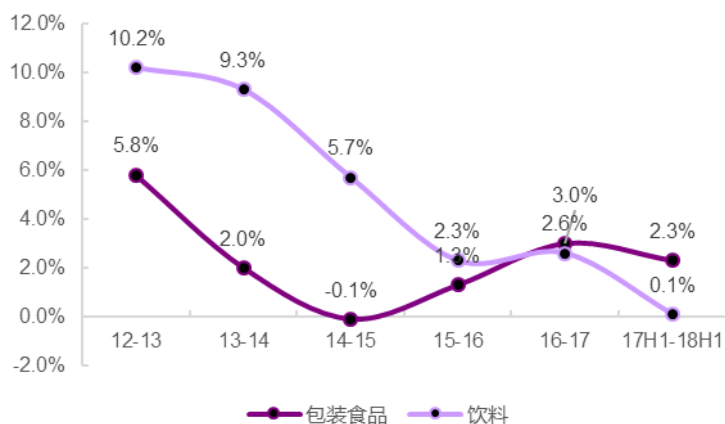
图 63：2016-2018 食品各细分板块涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

本阶段食品加工板块的两大关键词：提价、集中。食品饮料行业 17 年起以白酒为主导，以调味品、啤酒、软饮料、休闲食品为跟随的全面提价潮正式启动。本轮提价也成为食品饮料行业最为主要的盈利动力之一：根据凯度和贝恩发布的《2018 中国购物者报告》数据，包装食品销售额增速从 2015 年开始出现复苏，16-17 同比增速达到 3%；其中销售额的增长贡献主要来自价格的提高，包装食品/饮料的年增速均超过 2%，而销量增长持续低于 1%，在 17H1-18H1 之间包装食品/饮料增长率为 -1.1%、-1.9%。另一方面，食品加工板块各细分领域集中度进一步提升，龙头“马太效应”愈发显现。

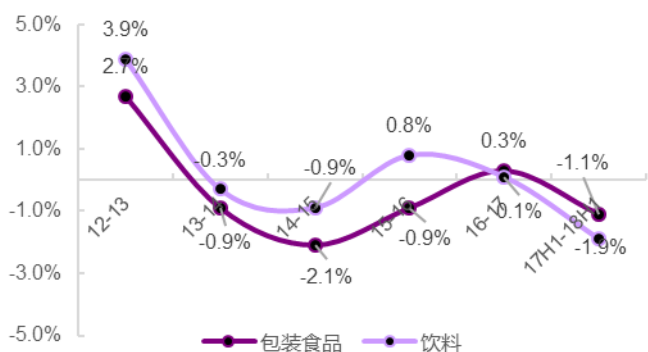
图 64：2013-2018 快速消费品城镇零售市场销售额增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所

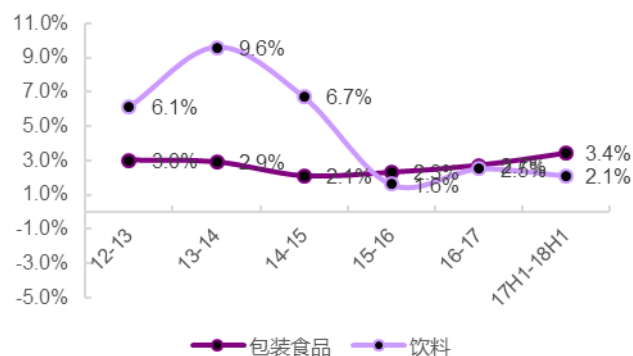


图 65：2013-2018 快消品城镇零售市场销量增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 66：2013-2018 快消品城镇零售市场平均售价增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所

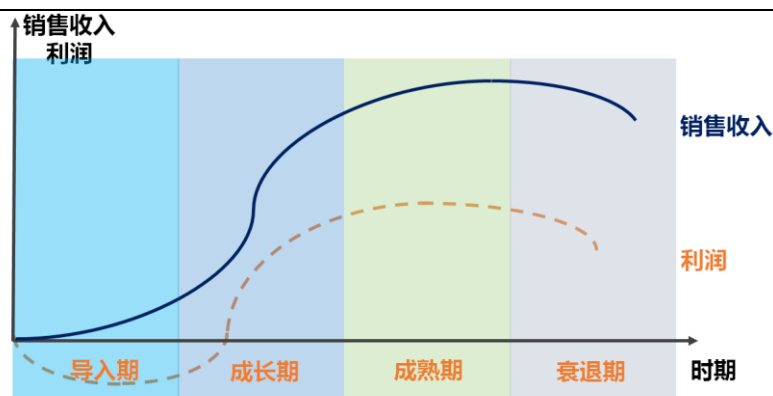
### 3.4、分析框架探讨：大众品，慢比快好，格局为王

单纯从股价绝对涨跌幅角度考虑，真正能穿越周期品种来自于大众消费品。2009-2017 年期间，A 股食品饮料板块唯一一支每年都能获取正收益的股票是伊利股份；2018 年调味品板块凭借稳定的收入增速实现正收益。考虑到国内大众消费品公司的观察样本有限，我们简单考察了美国 1981-2017 年食品饮料公司股价的涨跌幅表现，得到的结论再次强化了一些市场普遍的认知：

(1) 稳定的需求和巨大的市场空间是基础，因此，股价格能穿越市场波动的公司集中在碳酸饮料、肉制品加工、乳制品/巧克力和调味品等大众消费品领域。从行业的天然属性来看，A 股的乳制品和调味品最具代表性。

(2) 只有在竞争格局稳定后，大众消费品才具备穿越周期的可能。大众消费品由于产品差异化程度不高是典型的充分竞争行业。充分竞争行业通常会经历总量增长-结构升级-市场垄断的三个阶段。从结构升级向寡头垄断转换的阶段，行业的竞争格局才会趋于稳定，此时股价穿越周期的概率才会最大。如，可口可乐和百事可乐凭借稳定的竞争格局，在过去 40 年间，分别有 30/32 的年份均取得正回报。如，伊利在我国乳制品发展早期并未体现出穿越周期的能力，而是在行业增速放缓，竞争格局改善后才开始体现。调味品与高端白酒类似，其受益于国内悠久的饮食文化，受外资品牌的冲击相对其他快消品更小，竞争格局更优，穿越周期的概率最大。

图 67：产业发展各阶段的收入和利润变化趋势



资料来源：光大证券研究所

## 4、启示和结论

### 4.1、光大食品饮料板块宏/中/微评测体系构建

基于以上分析，我们分别从宏观、中观和微观三个维度梳理出了两套核心指标构建评测体系。（1）宏观指标：货币/信贷/流动性、CPI、房价、城镇居民消费支出增速、核心消费人群等；（2）中观指标：渗透率/市场集中度/库存/原材料成本；（3）微观指标：渠道价差/提价/产销缺口/公司治理。

图 68：光大食品饮料板块宏观/产业指标观测体系

		高端白酒	大众消费品
宏观指标	货币/信贷/流动性	★★★★★	★★
	房价	★★★	★
	城镇居民消费支出增速	★★★	★★
	CPI	★★	★★★★★
	核心消费人群数（高净值人群）	★★	★
中观指标	渗透率	★★★★★	★★★★★
	市场集中度	★★★★★	★★★★★
	库存	★★★★★	★★
	原材料成本	★	★★★★★
微观指标	渠道价差	★★★★★	★★
	提价	★★★★★	★★★★★
	产销缺口	★★★★★	★★
	公司治理	★★★★★	★★★★★

指标重要程度

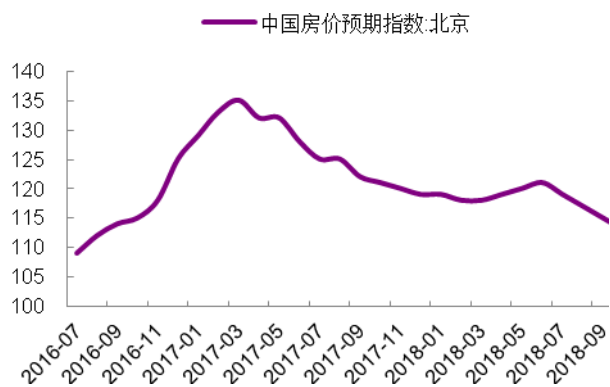
资料来源：光大证券研究所

## 4.2、食品短期表现或优于酒类

货币虽存边际改善的空间，但财富效应消减对高端消费影响仍在持续。

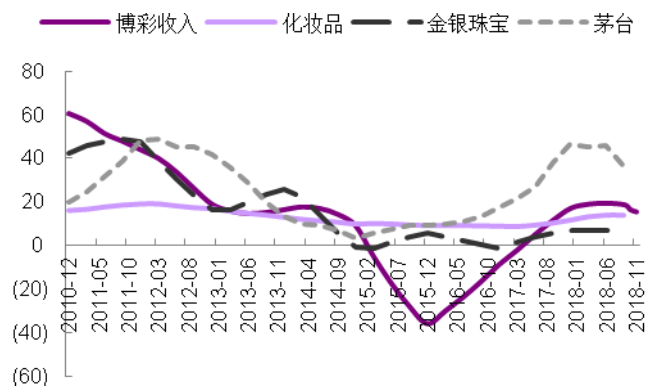
(1) 从货币和通胀来看，2019 年松货币政策虽有望延续，但在房价约束下大幅放松概率不大；CPI 在下半年存在显著的提振预期，但依然受限于通缩的大环境。(2) 房价预期继续承压的背景下高端消费持续压缩。上海/江浙等经济发达地区消费者信心指数和耐用消费品购买意愿指数明显下滑。从企业端来看，化妆品/金银珠宝等可选消费品零售额增速持续探底。与奢侈品消费增速拟合度较高的澳门博彩业收入增速见底尚早。

图 69：房价预期指数



资料来源：Wind，光大证券研究所

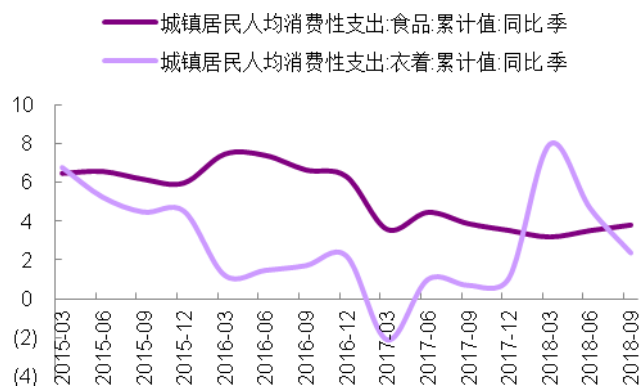
图 70：博彩/化妆品金银珠宝零售累计同比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

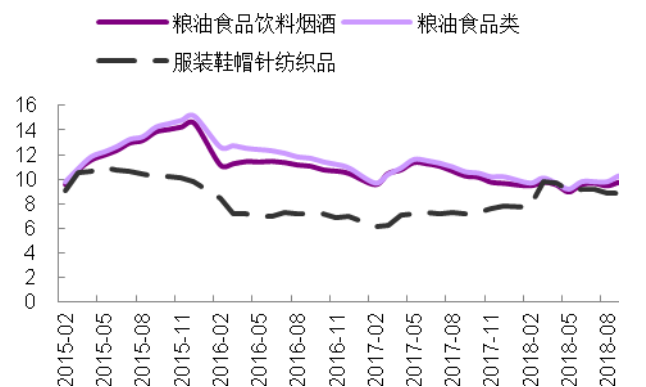
大众消费品需求虽受影响，食品类最为稳定。从城镇人均消费支出、限额以上零售以及规模以上工业增加值三个口径来看，大众消费品虽然也面临下行压力但整体增速相对稳定，不管是从居民消费端还是企业收入端来看，食品成为下游必选消费品中最为稳定的行业。

图 71：城镇居民人均消费性支出累计同比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 72：限额以上零售总额累计同比 (%)

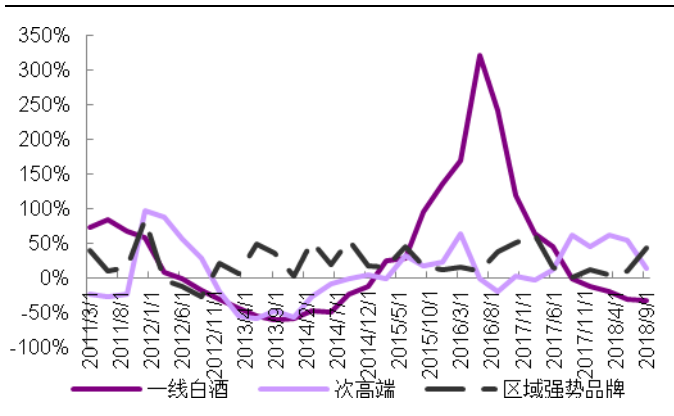


资料来源：Wind，光大证券研究所

### 4.3、高端酒企调整幅度或有限

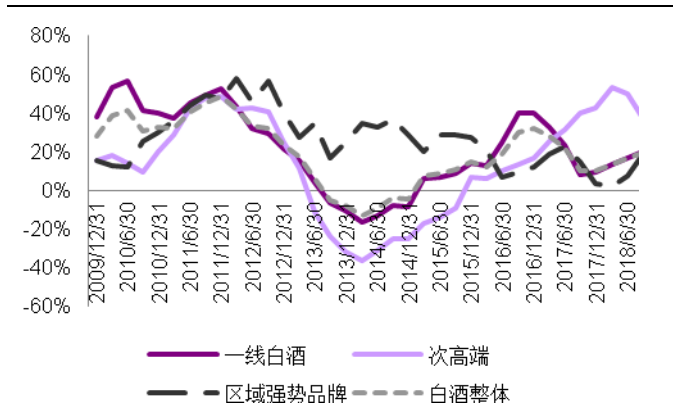
库存管控更加精细，酒企已做提前应对。与前两轮白酒行业景气高峰不同的是，本轮白酒的复苏并未伴随产销的高增长，并且由于景气周期相对更短，高端酒企对渠道库存的管理更加精细，压货行为大幅减少，通过放缓预收款增速合理调整渠道库存水平。与此同时，为了积极迎接行业波动，酒企主动强化经销商账期管理，应收票据在 18 年三季度已出现收缩。

图 73：白酒企业预收款整体增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

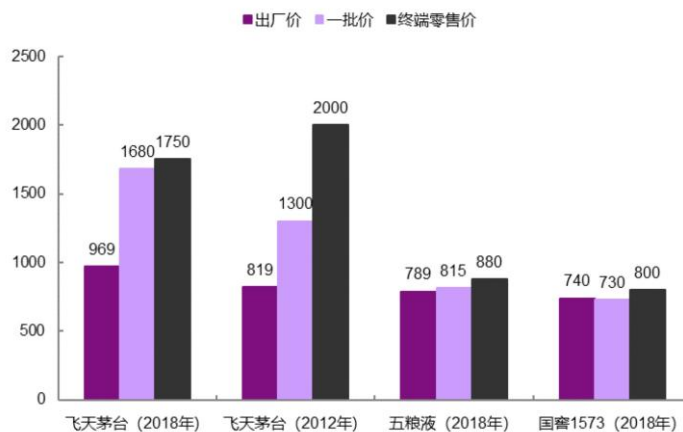
图 74：白酒企业滚动回款同比增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

渠道更加扁平，经营调整更加灵活。行业经历多年发展，渠道扁平化的程度较以往更为明显。如洋河的深度分销、国窖的直控终端模式、水井坊的新总代模式等，随着渠道层级的缩短，终端需求向厂家的传递会更加真实，有助于企业合理调整经营目标。

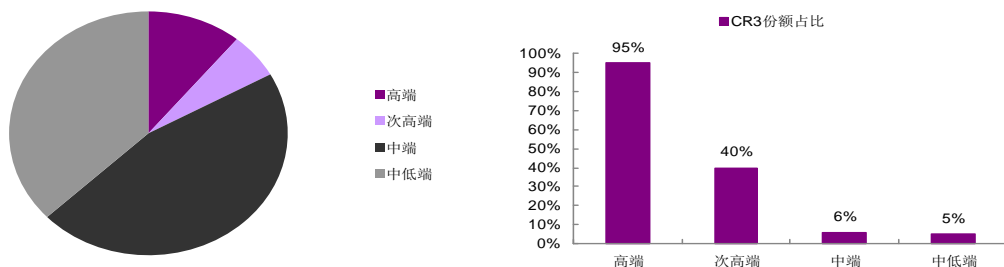
图 75：高端品种渠道价差（元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

消费意愿虽有减弱，但整体承接能力好于过往。除了对渠道囤货行为的严厉打击，管控价格也是本轮高端酒企的工作要点。以茅台零售价/北京地区人均月收入指标来看，目前 0.3 倍的水平与 2012 年 0.7 的水平相差甚远，考虑到中高收入阶层的总量持续增长，本轮终端价格提价对消费的透支程度有限。

图 76：白酒行业各档次品牌 CR3 市场份额



高端（600+）：茅台/五粮液/国窖1573

次高端（300-600）：剑南春/郎酒/洋河梦之蓝/水井坊/汾酒/舍得/酒鬼酒等

中端（100-300）：王子酒/迎宾酒/五粮春/海之蓝/天之蓝等

低端（100元以下）：洋河大曲/牛栏山等

资料来源：Wind，光大证券研究所，根据 2018 年的销售情况统计

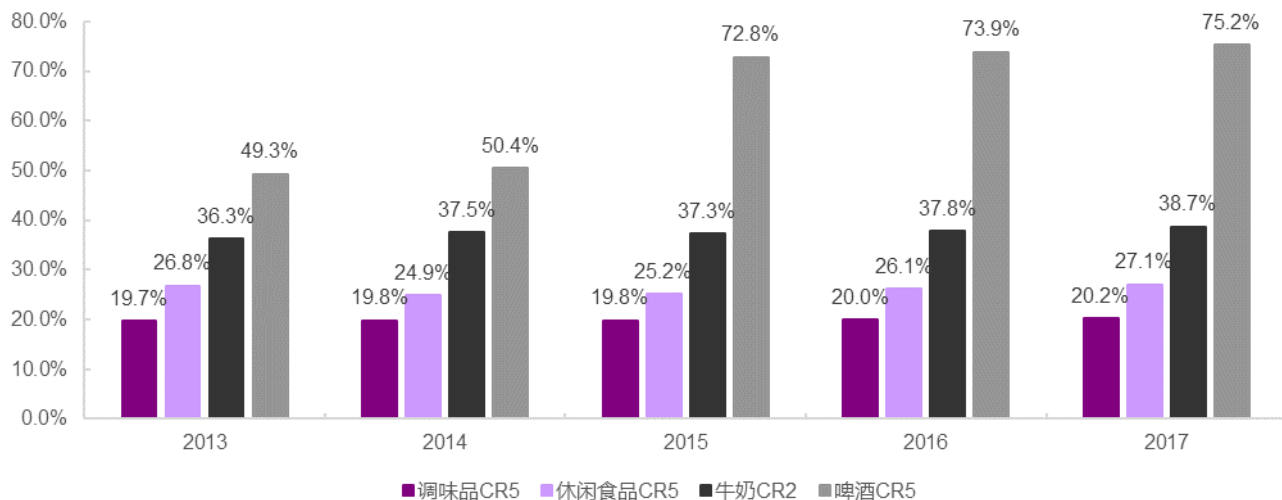
#### 4.4、食品优选竞争格局

**需求放缓/成本上行的阶段**，优良的竞争格局有助于龙头企业通过进一步提升市场份额/进行成本转嫁来实现逆势增长。2016 开始的供给侧改革叠加 2017 年以来的上游原材料价格有效地强化了各行业强者恒强的格局。食品饮料行业也不例外，在白酒/乳制品/调味品龙头份额持续提升，竞争格局清晰，穿越下行周期的能力最强。

**本轮提价周期从高端品率先发力，随后传导至大众消费品**。由于高端白酒竞争格局集中，溢价能力最强，因此首先主动上调终端价格转嫁成本，随后涨价趋势逐渐传导至次高端品类。大众消费品由于价格水平较低，竞争相对激烈，溢价能力相比于高端白酒更弱，因此提价相对滞后，在白酒率先提价之后调味品、啤酒、乳制品等大众消费品才开始步入提价的轨道之中。

**竞争格局更优的行业领先提价于竞争格局激烈的行业**。调味品行业格局稳定，寡头格局初显，并且调味品在消费者食品类支出占比较小，消费者对调味品价格的敏感度更低，因此行业龙头海天味业 17 年初率先引领行业集体价格上涨；啤酒行业在本轮提价中定位中低端的雪花、燕京由于成本压力最大，因此最先对低端产品进行提价，主动回避行业巨头陷入啤酒低端陷阱中；乳制品行业一方面是由于成本上涨因素，另一方面进入 18 年后市场竞争逐渐稳定价格战态势开始缓和，伊利、蒙牛、光明等龙头企业逐渐回调终端价格提高利润空间。

图 77：食品饮料各板块竞争格局变化



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

#### 4.5、投资策略

白酒板块整体分化，建议重点关注高端、次高端龙头品种，相关标的茅台/五粮液/洋河；大众品板块，调味品需求稳健，竞争格局优化，重点关注核心龙头中炬高新/海天味业；乳制品方面，低线城市需求增长推动龙头市占率渗透率持续提升，关注伊利股份；休闲食品方面，建议重点关注具备规模优势的细分行业龙头，如洽洽食品/绝味食品

#### 5、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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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, 光大证券股份有限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, 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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781