

食品饮料行业 2019 年中期投资策略

守望价值高回报，咬定龙头不放松

推荐（维持）

- **回顾与展望：守望价值高回报，行业龙头进入高质量发展阶段，咬定龙头不放松。**我们在年度策略观点中提出，无关晴雨守望价值，事实上从年初以来，守望价值得到了不错的回报。展望全年及未来，我们认为，近年来多数食品饮料子行业不再依靠量增逻辑驱动增长，消费升级和集中度提升则是主旋律，行业龙头目前正进入高质量发展阶段，龙头业绩更趋稳健，白酒、乳制品及调味品龙头均是良好印证。这背后核心来自于三方面因素驱动：**1) 集中度继续提升。**需求端的消费升级叠加供给端的龙头竞争优势强化，份额继续向龙头靠拢，如白酒正进入品牌时代，未来十年均是总量放缓集中度提升的结构性机遇。**2) 持续聚焦主业。**业绩稳健龙头基本上持续聚焦主业发展，当前阶段完全可依靠内生发展继续提升份额。**3) 管理水平改善。**消费品多为竞争性行业，龙头通过长期经营证明管理能力领先，并仍在持续改善，如白酒龙头的业绩调整能力明显好于上一轮。此外，期待国企改革推进，加快相关龙头经营机制改善，提升经营活力。因此，我们建议继续守望价值，咬定龙头不放松，投资眼光放长仍将获得良好回报。
- **白酒板块：名酒稳健成长，依旧结构性繁荣。**业绩回顾来看，名酒龙头年报平稳收官，一季报实现开门红，从春节旺季及春糖会反馈来看，名酒企业经营成熟度逐步提升，龙头经营稳健性凸显。展望全年，**高端白酒：业绩稳健性和确定性兼备。**茅台营销体系平稳转型，直销有望如期加快，五粮液改革力度空前，主动求变迎来积极改善，老窖等亦受益于量价空间改善；**次高端白酒：继续把握优秀品牌全国化进程。**以梦之蓝汾酒水井坊为代表全国化品牌继续加快市场扩张，而以古井今世缘为代表的区域白酒龙头也正加快布局次高端，升级成效明显；**大众酒：优选势能释放期龙头。**古井战略性布局次高端收效良好，高端化全国化再上台阶，今世缘势能持续释放，扩张动力明显提升，继续看好牛栏山全国化布局持续推进。我们维持长周期板块结构性繁荣的观点，行业料将加速集中，聚焦酒业改革四大核心，即产品聚焦高端化、渠道深耕精细化、品牌营销情怀化、体制改革灵活化。
- **大众品板块：找寻成长的巨人和小巨人。主线一：必选需求保持稳健，龙头份额稳步提升。**以乳制品、调味品为代表的龙头份额持续提升，关注肉制品龙头提价及新品推出带来的变化。**主线二：把握细分行业成长小巨人。**不少细分行业龙头竞争优势正加快建立，依靠全国化布局和渠道扩张筑宽壁垒，规模优势逐步显现，代表如短保烘焙、速冻食品及卤制品龙头。此外，餐饮连锁化风口之下，火锅底料及速冻料理品龙头料将积极受益。**主线三：寻找产品生命周期下的成长大单品。**关注以香飘飘果汁茶、洽洽每日坚果、维他柠檬茶为代表大单品的爆发成长。**主线四：全渠道融合下增长机遇。**休闲食品线上线下积极融合，洽洽大单品推陈出新加快渠道渗透；保健食品如汤臣倍健线上稳健增长，线下借助 LSG 加快药店之外渠道开拓。**主线五：啤酒格局改善渐行渐近。**啤酒龙头推动产品高端化，吨价提升逐步兑现，继续推进产能优化和费用控制，格局有望加快改善，战略性配置相关龙头。
- **行业投资策略：守望价值高回报，咬定龙头不放松。**白酒方面，继续把握板块从周期成长转向稳健成长思维，名酒龙头经营更趋稳健，年初以来板块开门红预期良好，进一步印证龙头业绩稳健性，中线基于板块稳健成长，在资流入带来估值体系重构之下，估值中枢仍有望稳步提升，长线板块结构性繁荣，品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面，核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等，此外低估值品种关注洋河股份、口子窖等。大众品方面，必选消费需求稳健，消费升级及定价权决定了龙头份额持续提升，从而龙头业绩保持稳健，乳品龙头份额提升确定，调味品板块仍是优质赛道，持续推荐伊利股份、中炬高新、恒顺醋业等；继续深挖基础消费品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；低估值且业绩改善标的方面，推荐双汇发展、安琪酵母、上海梅林、西王食品等；啤酒行业格局改善趋于积极，战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。
- **风险提示：经济回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。**

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

证券分析师：张燕

电话：021-20572507
邮箱：zhangyan1@hcyjs.com
执业编号：S0360518120001

联系人：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

联系人：杨传忻

电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	90	2.49
总市值(亿元)	33,845.0	5.47
流通市值(亿元)	31,278.5	6.91

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	6.04	49.33	36.93
相对表现	7.5	30.39	32.95



相关研究报告

《食品饮料行业 2019 年一季报前瞻：白酒开门红预期良好，大众品龙头业绩平稳》

2019-04-14

《食品饮料行业周报（20190415-20190421）：茅台加快直销布局，板块开门红预期不改》

2019-04-21

《食品饮料 19Q1 基金持仓分析：板块整体环比加仓，白酒持仓显著回升》

2019-04-24

目录

一、回顾与展望：坚守价值高回报，行业龙头迎来高质量成长阶段.....	8
（一）基本面：经济企稳，消费回暖.....	8
（二）市场回顾：白酒跑赢大盘，估值持续修复，白酒重仓比例显著提升.....	8
（三）展望全年：行业龙头进入高质量发展阶段，守望价值高回报，咬定龙头不放松.....	10
二、白酒：名酒稳健成长，依旧结构性繁荣.....	11
（一）短周期名酒稳健成长.....	11
1、业绩回顾：行业集中度提升，名酒龙头成长稳健。.....	11
2、产业见闻：春节旺季及春糖会凸显龙头经营稳健性.....	12
（二）长周期结构性繁荣.....	19
（三）估值体系：外资战略性配置，重构龙头估值体系.....	21
二、大众品：咬定龙头不放松，找寻成长的巨人.....	24
（一）主线一：必选需求稳健，龙头份额持续提升.....	24
1、乳制品：竞争有望趋缓，龙头战略分化.....	24
2、肉制品：屠宰长期整合趋势不改，肉制品经营思路积极变化.....	27
3、调味品：集中度提升，盈利能力稳步提升.....	28
（二）主线二：把握细分行业成长冠军.....	29
1、餐饮连锁化风口之下，产业链机会凸显.....	29
2、全国化布局筑宽壁垒，规模效应优势逐步凸显.....	31
（三）主线三：寻找产品周期中的成长大单品.....	36
（四）主线四：全渠道融合下的增长机遇.....	38
（五）主线五：啤酒格局改善渐行渐近.....	43
四、投资策略：守望价值高回报，咬定龙头不放松.....	45
五、风险提示.....	46

图表目录

图表 1	历年国内 GDP 增速变化 (%)	8
图表 2	消费者信心指数 2018 年 9 月以来稳步回升	8
图表 3	社零当月同比增速变化 (%)	8
图表 4	食品烟酒类 CPI 变化 (%)	8
图表 5	2019 年初至今行业涨幅前 10 (申万分类)	9
图表 6	近 5 年食品饮料板块与沪深 300 指数对比	9
图表 7	白酒板块估值走势情况	9
图表 8	调味品及乳制品等大众品板块估值走势	9
图表 9	食品饮料板块持股总市值、重仓比例及标准配置比例 (2019Q1)	10
图表 10	白酒行业产量及增速	11
图表 11	白酒行业收入及增速	11
图表 12	白酒行业销量及增速	11
图表 13	白酒行业库存比年初增长持续下降	11
图表 14	白酒板块收入及增速	12
图表 15	白酒板块净利润及增速	12
图表 16	白酒上市公司 2018 年及 2019Q1 业绩一览 (亿元; %)	12
图表 17	水井坊发布臻酿 8 号及井台新品	13
图表 18	酒鬼酒重点打造内参和高度柔和酒鬼	13
图表 19	舍得推出沱牌曲酒新品	14
图表 20	光瓶酒成为低端酒流行趋势	14
图表 21	茅五批价走势图 (元)	15
图表 22	茅五分季度收入及增速 (亿元, %)	15
图表 23	茅台直销渠道分季度收入及占比 (%)	15
图表 24	茅台国内经销商数量 (家)	15
图表 25	五粮液今年以来主动积极求变	16
图表 26	泸州老窖高档酒收入及增速	16
图表 27	泸州老窖高中低档酒毛利率趋势 (%)	16
图表 28	山西汾酒省内及省外收入占比	17
图表 29	水井坊分区域收入情况	17
图表 30	汾酒舍得经销商数量稳步增加	17
图表 31	汾酒水井坊舍得酒鬼酒销售人员变化	17
图表 32	古井今世缘口子窖产品结构快速升级	18

图表 33	古井今世缘口子窖毛利率 (%)	18
图表 34	今世缘 1+2+4+N 市场战略	18
图表 35	顺鑫农业白酒收入及增速	19
图表 36	顺鑫外埠市场占比逐步提升 (%)	19
图表 37	顺鑫预收款季度变化 (亿元, %)	19
图表 38	顺鑫净利率逐步提升 (%)	19
图表 39	人均可支配收入/茅台零售价	20
图表 40	高端白酒销量占比中长期提升空间大	20
图表 41	老六大名酒收入占行业比重 (%)	20
图表 42	老六大名酒利润总额占行业比重 (%)	20
图表 43	酒业变革四维度	21
图表 44	2019 年至今北上持续买入 A 股 (亿元)	21
图表 45	QFII 获批额度不断增加	21
图表 46	食品饮料龙头北上资金持股变化 (%)	22
图表 47	北上资金板块配置结构 (%)	22
图表 48	QFII 资金板块配置结构 (%)	22
图表 49	食品饮料及白酒板块 PE-TTM 走势	23
图表 50	一线白酒龙头 PE-TTM 走势	23
图表 51	全球主要烈性酒公司 PE-TTM 走势	23
图表 52	全球主要烈性酒业绩增速 (%)	23
图表 53	必选消费品需求稳健, 受经济波动影响较小	24
图表 54	增长逐步由价升驱动, 调味品仍实现量价齐升	24
图表 55	乳制品零售额规模及增速	24
图表 56	调味品零售额规模及增速	24
图表 57	乳制品下线城市销售额/销售量增速逐步加快	25
图表 58	伊利蒙牛产品结构继续升级	25
图表 59	伊利持续产品创新	25
图表 60	伊利常温及奶粉市场份额持续上升	26
图表 61	蒙牛低温市场份额保持领先	26
图表 62	原奶价格温和上涨背景下, 龙头企业通过与奶源战略合作, 优化产品结构保障盈利	26
图表 63	猪价和生猪价格走势 (元/千克)	27
图表 64	行业定点生猪屠宰量增速	27
图表 65	双汇单季屠宰量及增速 (万头, %)	27
图表 66	双汇屠宰头均利润及利润率	27

图表 67	双汇单季肉制品销量及增速	28
图表 68	双汇肉制品吨价及利润率	28
图表 69	调味品行业各子品类占比	28
图表 70	调味品行业渠道结构占比	28
图表 71	调味品行业竞争格局较为分散，集中度提升空间较大	29
图表 72	连锁餐饮门店数提升迅速	29
图表 73	火锅底料规模持续提升	29
图表 74	颐海营收及增速（亿元，%）	30
图表 75	颐海净利及增速（亿元，%）	30
图表 76	天味食品营收及增速（亿元，%）	30
图表 77	天味食品归母净利及增速（亿元，%）	30
图表 78	安井营收及增速（亿元，%）	31
图表 79	安井归母净利及增速（亿元，%）	31
图表 80	中国面包行业零售额及增速（亿元）	31
图表 81	达利园及桃李烘焙产品市场份额（%）	31
图表 82	桃李面包营业收入及增速（亿元，%）	32
图表 83	桃李面包归母净利润及增速（亿元，%）	32
图表 84	部分桃李面包产能布局	32
图表 85	桃李面包面包及糕点产量（千吨）	32
图表 86	绝味食品与周黑鸭门店数量对比	33
图表 87	绝味食品与周黑鸭盈利能力对比	33
图表 88	部分绝味食品产能布局	33
图表 89	速冻火锅料制品销量（千吨，%）	34
图表 90	速冻火锅料市场需求情况（万吨，%）	34
图表 91	速冻面米产量（万吨，%）	34
图表 92	速冻米面市场需求情况（万吨，%）	34
图表 93	安井食品产量及增速	35
图表 94	安井食品收入及增速	35
图表 95	安井绝味桃李净利率（%）	35
图表 96	煌上煌及海欣食品净利率（%）	35
图表 97	产品生命周期曲线	36
图表 98	香飘飘即饮类产品收入及增速（万元，%）	37
图表 99	香飘飘果汁茶收入占比（%）	37
图表 100	每日坚果市场竞争格局（2018 年）	37

图表 101	每日坚果市场规模预测.....	37
图表 102	维他奶大陆业务收入及增速（百万元，%）.....	37
图表 103	维他柠檬茶微信表情包.....	37
图表 104	露露杏仁露收入及增速（亿元，%）.....	38
图表 105	养元核桃乳收入及增速（亿元，%）.....	38
图表 106	第一代和第二代休闲食品龙头收入增速对比.....	38
图表 107	第一代和第二代休闲食品龙头净利率对比.....	38
图表 108	洽洽不断推出创新品类.....	39
图表 109	洽洽小黄袋销售额快速增长.....	39
图表 110	中国保健品行业结构（2018 年）.....	39
图表 111	全球主要膳食营养补充剂市场增速情况.....	39
图表 112	中国维生素&膳食营养补充剂渠道结构.....	40
图表 113	全球主要市场线上渠道占比变化（%）.....	40
图表 114	阿里平台保健品行业销售额.....	40
图表 115	2018 全年线上保健品行业格局.....	40
图表 116	H&H 国际控股业绩及增速（亿元，%）.....	41
图表 117	汤臣倍健业绩及增速（亿元，%）.....	41
图表 118	中国运动营养市场规模及增速.....	41
图表 119	中国市场增速位居世界第一.....	41
图表 120	国内运动营养竞争格局（2018 年）.....	42
图表 121	国内运动营养集中度持续提升（%）.....	42
图表 122	Muscletech 线上数据及增速（万元，%）.....	42
图表 123	蛋白粉、氨基酸阿里渠道市场份额.....	42
图表 124	公司经销商数量规划.....	43
图表 125	公司积极拓展线下渠道.....	43
图表 126	啤酒行业新增产能（万吨/年，%）.....	43
图表 127	啤酒行业月度产量（万千升，%）.....	43
图表 128	主要啤酒公司吨价增速（%）.....	44
图表 129	主要啤酒公司销量增速（%）.....	44
图表 130	主要啤酒公司 2018 年毛利率变化.....	44
图表 131	主要啤酒公司 2018 年销售费用率变化.....	44
图表 132	主要啤酒公司 2018 年管理费用率变化（%）.....	44
图表 133	主要啤酒公司 2018 年扣非净利率变化（%）.....	44
图表 134	主要啤酒厂商关厂进展.....	45

图表 135 食品饮料板块重点覆盖公司估值表..... 45

一、回顾与展望：坚守价值高回报，行业龙头迎来高质量成长阶段

（一）基本面：经济企稳，消费回暖

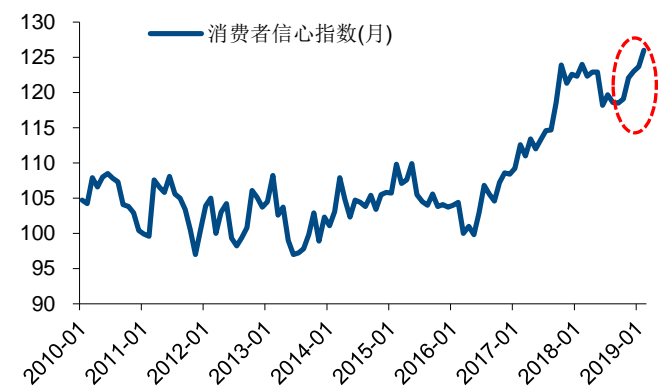
宏观经济企稳，消费逐步回暖。2019 年以来，外部环境上中美贸易战逐渐缓和，内部在积极政策发力下，基建企稳回升和地产施工的持续改善，叠加减税降费利好，整体国内经济增速企稳，一季度 GDP 同比增长 6.4%，投资、消费、进出口等增速有所回暖。从社零数据来看，2019Q1 社会消费品零售总额 9.78 万亿，同增 8.3%。此外，3 月食品烟酒 CPI 同比增速为 3.5%，较上月增速提升 2.3pcts。从消费者信心指数来看，2018 年 9 月以来指数环比稳步回升，2019 年 2 月消费者信心指数为 126，创历史新高，表明居民消费信心及意愿逐渐回暖。

图表 1 历年国内 GDP 增速变化 (%)



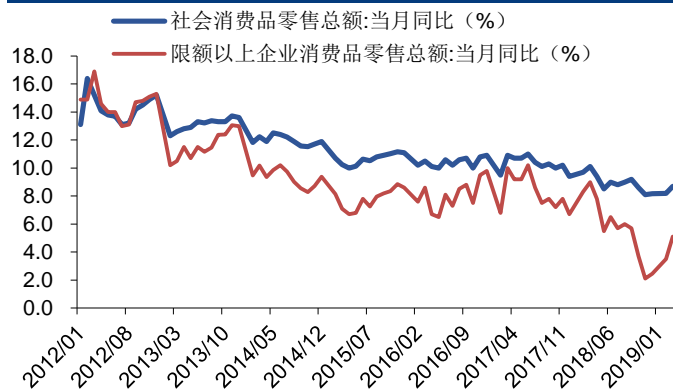
资料来源：Wind、华创证券

图表 2 消费者信心指数 2018 年 9 月以来稳步回升



资料来源：Wind、华创证券

图表 3 社零当月同比增速变化 (%)



资料来源：Wind、华创证券

图表 4 食品烟酒类 CPI 变化 (%)

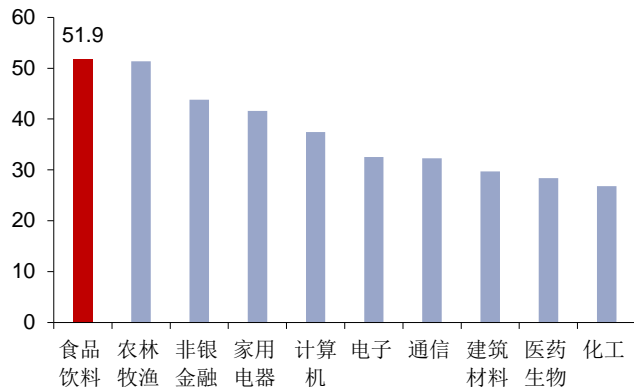


资料来源：Wind、华创证券

（二）市场回顾：白酒跑赢大盘，估值持续修复，白酒重仓比例显著提升

行情回顾：截至 2019 年 4 月底，沪深 300 指数上涨 29.97%，申万食品饮料指数上涨 52.27%，跑赢沪深 300 指数 22.3pcts，板块表现在申万 28 个子行业中排名首位，尤其白酒板块经历 2018 年下半年的短暂调整之后，2019 年业绩预期稳步改善，估值持续修复。

图表 5 2019 年初至今行业涨幅前 10 (申万分类)



资料来源: Wind、华创证券 数据截至 2019/4/29

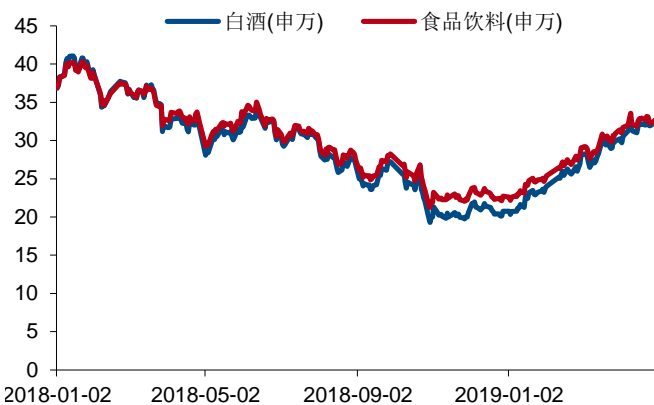
图表 6 近 5 年食品饮料板块与沪深 300 指数对比



资料来源: Wind、华创证券

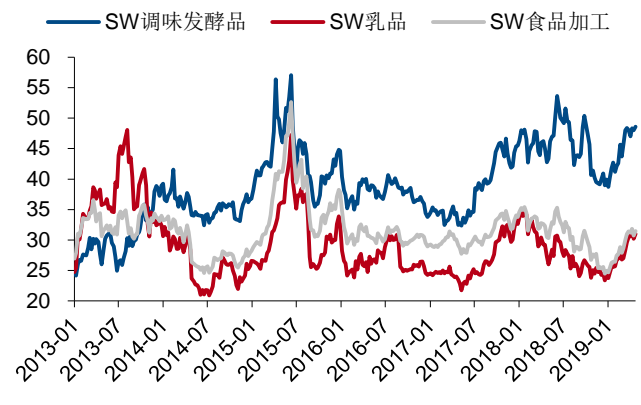
估值角度: 白酒估值中枢回升, 食品估值同步提升。白酒板块, 年初以来白酒板块春节动销良好, 外资持续配置, 整体估值从年初的 20X 左右提升至目前 30X 以上。食品加工板块 PE-TTM 估值从年初的 25X 提升至目前的 31X, 其中调味品板块估值依旧坚挺, 乳制品板块年初以来结束此前估值下行趋势。

图表 7 白酒板块估值走势情况



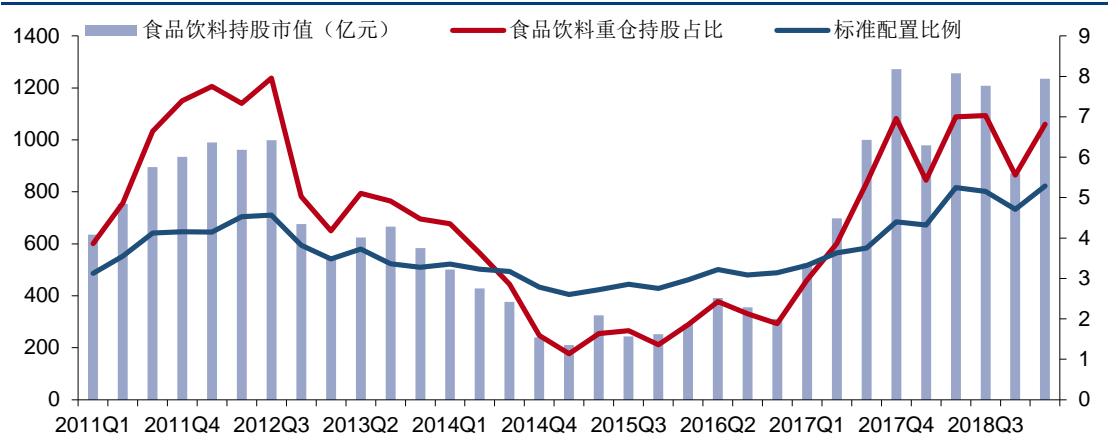
资料来源: Wind、华创证券

图表 8 调味品及乳制品等大众品板块估值走势



资料来源: Wind、华创证券

持仓回顾: 食品饮料板块环比加仓, 白酒比重显著回升。2019Q1 食品饮料板块重仓持股占基金持股市值比 6.95%, 环比上升 1.39pcts (18Q4 末占比为 5.56%), 食品饮料基金持股总市值合计 1422 亿元, 环比增加 63.4%。其中 19Q1 末白酒重仓持股比例和持股总市值环比上升, 重仓持股比例为 4.98%, 环比上升 1.60pcts, 持股总市值为 1018.79 亿元, 环比上升 92.90%。19Q1 大众品重仓比例为 1.97%, 环比下降 0.22pct, 持股总市值为 403.26 亿元, 环比下降 17.91%。**茅台排名稳定, 伊利略有下降, 五粮液回归前五。**2019Q1 末基金前十大重仓股中, 食品饮料板块占据三席, 贵州茅台、五粮液、伊利股份分别排名 2、4、5 位, 贵州茅台重仓比例为 1.98%, 环比上升 0.36pct, 排名不变; 伊利股份重仓比例为 1.08%, 环比上升 0.02pct, 排名下降 1 位; 五粮液重仓比例 1.12%, 环比上升 0.68pct, 排名上升重回前五; 泸州老窖重仓比例 0.62%, 环比上升 0.17pct, 排名第 11 位。

图表 9 食品饮料板块持股总市值、重仓比例及标准配置比例 (2019Q1)


资料来源: Wind、华创证券 注: 标准配置计算方式: 板块内所有股票市值/A 股总市值

(三) 展望全年: 行业龙头进入高质量发展阶段, 守望价值高回报, 咬定龙头不放松

多数食品饮料行业不再以量增为主逻辑。我们看到, 近年来食品饮料多数行业增长驱动不再以量增为主, 消费升级和集中度提升则成为多数子行业发展的主旋律。根据统计局数据显示, 以白酒行业为例, 规模以上企业 1445 家, 2018 年累计产量 871.2 万吨, 同增 3.1%, 销售收入 5363.8 亿元, 同增 12.9%, 实现利润总额 1250.5 亿元, 同增 30.0%。啤酒方面, 2018 年规模以上啤酒企业 415 家, 总产量 3812.2 万千升, 同增 0.5%; 完成销售收入 1472.5 亿元, 同增 7.1%; 实现利润总额 121.9 亿元, 同增 5.6%。其他行业亦是如此, 行业增长动力从依靠人均消费量提升逐步转向依靠消费升级带动价增, 龙头增长动力则更多来自份额提升。

但我们看到, 龙头增长更趋稳健。以白酒龙头为例, 从近期春节旺季及春糖会渠道反馈来看, 名酒龙头经营更趋稳健, 内生经营理性健康, 在品牌投入、渠道建设、管理能力方面均好于上一轮, 从业绩表现上看, 茅五泸为代表的高端白酒均实现 Q1 开门红, 业绩稳健性继续强化。对于乳制品、调味品龙头也是如此, 龙头凭借品牌渠道优势继续提升份额, 龙头规模增速均明显快于行业, 盈利能力逐步改善。一些食品细分行业也能看到, 细分行业龙头正通过产能扩张、渠道下沉等方式稳步提升份额, 规模效应显现构筑竞争壁垒, 代表如短保烘焙、速冻食品、卤制品等细分行业, 相关龙头过去业绩复合增长稳健, 预计后续成长路径依旧清晰。

背后三方面驱动: 集中度提升, 龙头持续聚焦主业, 管理水平改善。我们认为, 行业龙头正进入高质量发展阶段, 其背后核心来自三方面因素驱动。**第一, 集中度继续提升。**无论是需求端的消费升级趋势不改, 还是供给端龙头竞争优势持续强化, 均使得行业集中度继续向龙头靠拢。白酒以上市公司或老八大名酒样本为代表, 收入及利润占比稳步提升, 行业已进入品牌时代, 消费向中高端品牌集中趋势不改, 未来十年就是典型的总量放缓、集中度提升的发展机遇期。大众品以乳制品及调味品为代表, 伊利蒙牛双龙头持续提升细分品类上的市场份额, 调味品龙头如海天、中炬、恒顺等持续保持快于行业的稳健增速。**第二, 持续聚焦主业。**我们看到, 业绩表现稳健的龙头基本上均持续聚焦主业发展, 我们认为, 食品饮料龙头在当前所处阶段, 完全可依靠内生发展提升所在行业份额。**第三, 管理水平改善。**消费品行业多为竞争性行业, 人和管理能力必不可少, 龙头通过长期经营证明了管理能力的领先, 且管理水平仍在持续改善。如白酒龙头经营更趋稳健, 通过品牌投入、加强营销及对渠道库存理性控制, 更好地规避了过去库存周期带来的较大波动, 使得业绩的调整能力明显好于过去。大众品龙头的管理水平改善, 更多体现在产品持续创新能力以及渠道掌控力等方面。

期待并呼吁国企改革, 龙头经营改善可期。从国企改革情况来看, 政策层面预期有所加速, 我们期待并呼吁国企改革加快龙头经营机制改善, 提升经营活力。近年来行业内国企改革案例也逐步增加, 白酒行业过去地方政府控股居多, 近年来汾酒、舍得、五粮液、老白干等均通过各自方式实现国改推进, 从业绩表现来看也明显实现了不错

的经营改善。我们认为，中长期来看要积极聚焦酒业改革，品牌是酒的核心壁垒，确立了酒的议价能力和高盈利能力，奢侈品的盈利属性，快消品的周转属性，是世上最好的生意之一。酒类企业经营改革，核心就是四个方面：产品聚焦高端化、渠道深耕精细化、品牌营销情怀化、体制改革灵活化，消费品行业是竞争性行业，根本在人和体制。

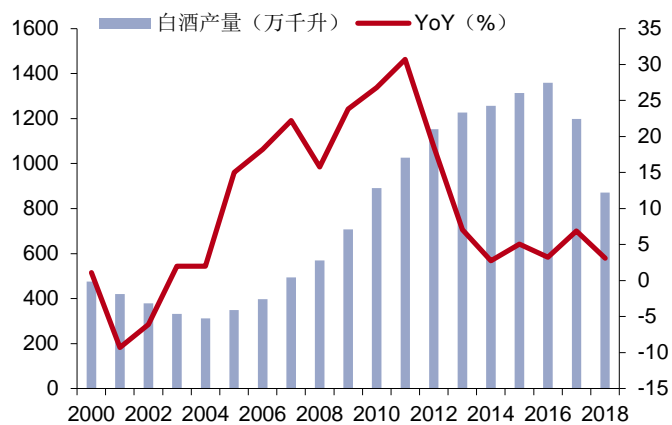
二、白酒：名酒稳健成长，依旧结构性繁荣

（一）短周期名酒稳健成长

1、业绩回顾：行业集中度提升，名酒龙头成长稳健。

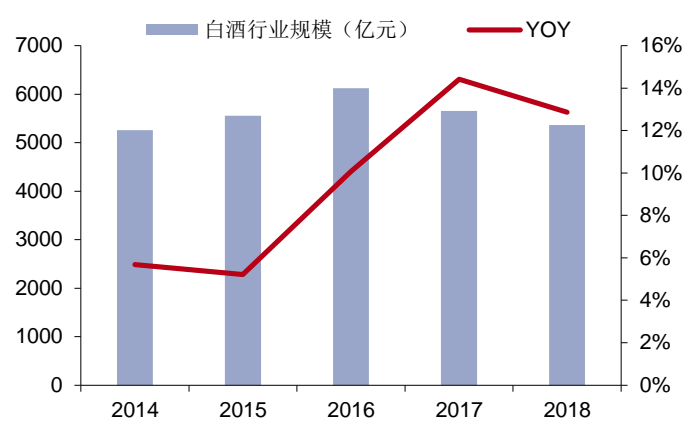
从行业上看，国家统计局数据显示，2018 年白酒行业产量 871 万千升，同增 3.1%，销售收入 5364 亿元，同增 12.9%。白酒（折 65 度）行业销量为 854.7 万千升，同减 26.4%，行业库存比年初减少 3.6%。

图表 10 白酒行业产量及增速



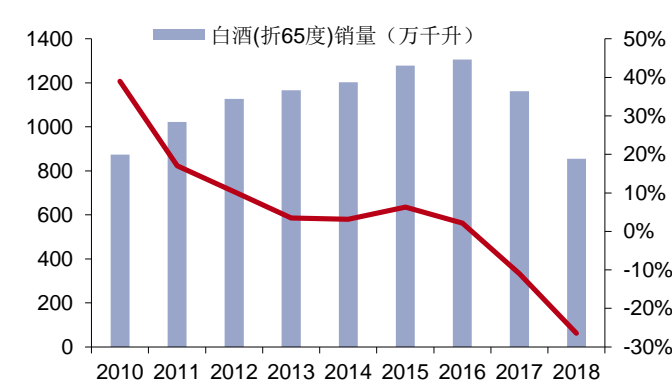
资料来源：国家统计局、华创证券 注：白酒行业产量增速调整后数据

图表 11 白酒行业收入及增速



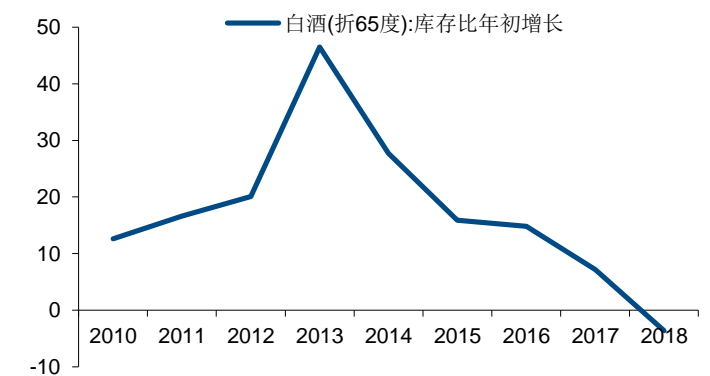
资料来源：白酒行业协会、华创证券 注：白酒行业收入增速为调整后数据

图表 12 白酒行业销量及增速



资料来源：Wind、华创证券

图表 13 白酒行业库存比年初增长持续下降

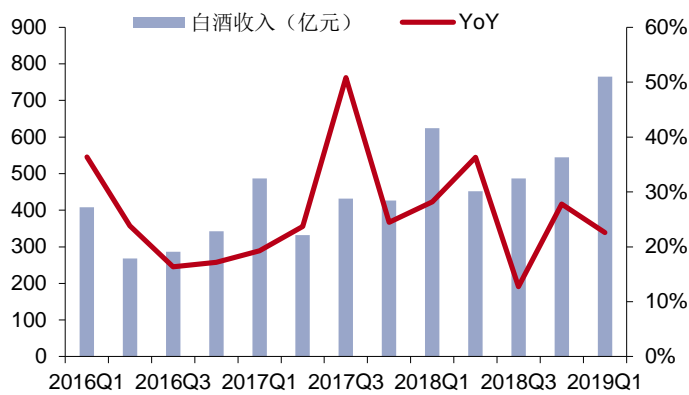


资料来源：Wind、华创证券

从上市公司板块来看，名酒龙头稳健成长。根据申万行业分类，2018/2019Q1 白酒上市公司收入分别为 2108/765 亿元，同增 25.7%/22.6%，归母净利润合计为 697/276 亿元，同增 33.1%/28.2%。2019Q1 白酒板块实现良好开门红，一线龙头保持较快增长，贵州茅台/五粮液/泸州老窖 2018 年收入分别为 772/400/131 亿元，同增 26.4%/32.6%/25.6%，归母净利润分别为 352/134/35 亿元，同增 30.0%/38.4%/36.3%，2019Q1 收入分别为 225/176/42 亿元，同增

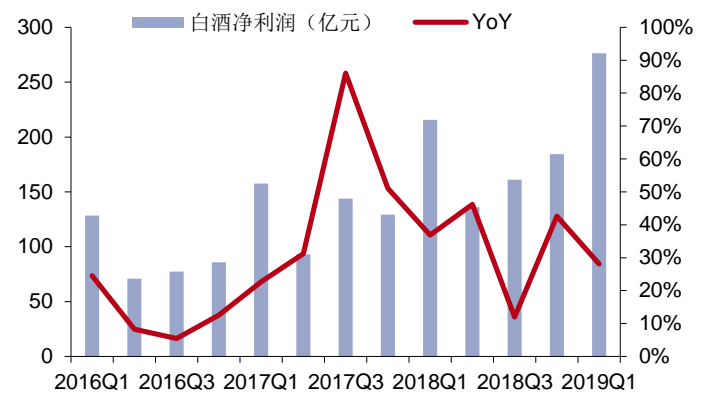
22.2%/26.6%/23.7%，归母净利润分别为 112/65/15 亿元，同增 31.9%/30.3%/43.1%。

图表 14 白酒板块收入及增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 15 白酒板块净利润及增速



资料来源: Wind、华创证券

图表 16 白酒上市公司 2018 年及 2019Q1 业绩一览 (亿元; %)

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2018A	YoY	2019Q1	YoY	2018A	YoY	2019Q1	YoY
贵州茅台	771.99	26.4%	224.81	22.2%	352.04	30.0%	112.21	31.9%
五粮液	400.30	32.6%	175.90	26.6%	133.84	38.4%	64.75	30.3%
洋河股份	241.60	21.3%	108.90	14.2%	81.15	22.5%	40.21	15.7%
泸州老窖	130.55	25.6%	41.69	23.7%	34.86	36.3%	15.15	43.1%
古井贡酒	86.86	24.7%	36.69	43.3%	16.95	47.6%	7.83	34.8%
山西汾酒	93.82	55.4%	40.58	25.2%	14.67	55.4%	8.77	23.6%
口子窖	42.69	18.5%	13.62	9.0%	15.33	37.6%	5.45	21.4%
顺鑫农业	120.74	2.9%	47.65	19.9%	7.44	69.8%	4.29	17.2%
今世缘	37.41	26.5%	19.55	31.1%	11.51	28.4%	6.41	26.0%
水井坊	28.19	37.6%	9.30	24.2%	5.79	72.7%	2.19	41.2%
迎驾贡酒	34.89	11.2%	11.60	2.7%	7.79	16.8%	3.53	9.0%
老白干酒	35.83	41.3%	11.49	55.8%	3.50	114.3%	1.17	57.1%
舍得酒业	22.12	35.0%	6.97	34.1%	3.42	138.1%	1.01	21.5%
酒鬼酒	11.87	35.1%	3.46	30.5%	2.23	26.5%	0.73	16.2%
伊力特	21.24	10.7%	5.18	0.1%	4.28	21.1%	1.49	23.8%
金徽酒	14.62	9.7%	5.14	5.5%	2.59	2.2%	1.09	-9.9%
金种子酒	13.15	1.9%	2.89	-6.1%	1.02	1144.1%	0.09	21.5%
*ST 皇台	0.25	-46.5%	0.07	-7.8%	-0.95	-49.1%	-0.06	-50.5%

资料来源: Wind、华创证券

2、产业见闻：春节旺季及春糖会凸显龙头经营稳健性

名酒企业自身经营成熟度正逐步提升。我们认为，名酒龙头无论是经营机制还是应对市场能力更加成熟，更加关注消费者群体培育、文化品牌营销传播、渠道精细化管理以及库存健康水平等方面，体现了行业优势企业内生更

加理性健康，也表明未来优秀酒企龙头的业绩波动有望得以更好平滑调整，业绩表现将更具备可持续性和稳定性。

集中度趋势：行业结构性繁荣，名酒品牌回归。行业集中度提升体现在几方面：1) 名酒企业普遍 Q1 开门红预期良好。行业整体规模空间在没有太大增长的情况下，名酒企业 19Q1 普遍开门红情况良好，反映了名酒企业更强的业绩增长能力。2) 消费升级趋势依旧明显，名酒企业更为受益。从需求角度来看，白酒在宴席等消费场景的消费升级趋势依旧明显，调研反馈沿海江苏上海等地宴席基本以剑南春和梦之蓝起步，安徽城镇主流消费价格带也逐步走向 200 元以上。主流次高端价格带逐步升级到 400 元-700 元区间，区域性酒企也正从 100-200 元价格带加快向 300-400 元价格带主动升级出击，开启高端化战略。因此，名酒企业无论是产能、品牌还是产品等角度，仍将更为受益于消费升级。

需求趋势：旺季更加集中，高端和低端需求更为刚性。从需求角度来看，旺季需求体现出更加集中的趋势，如春节旺季需求无论是渠道备货还是终端购买都更加集中，往往在节前 1-2 周集中爆发。分价格带来看：1) 高端酒需求总体保持良好，茅台发货量偏紧使得节后批价仍处高位，目前仍在 1850-1900 元左右，五粮液性价比优势凸显使其春节前后动销保持顺畅，国窖在控货挺价后也相应受益。2) 次高端白酒需求以商务宴请等为主，总体来说相对受经济波动影响较大，春节期间增速相对偏弱，但次高端价格带空间扩容仍将延续，目前预计在 600 亿左右，在过去几年次高端品牌经历跑马圈地之后，加快次高端布局的区域白酒龙头和全国性名酒之间的竞争将进入深水区。3) 大众酒及低端酒需求方面，大众酒需求稳步升级，低端酒以光瓶酒为代表正形成主流消费趋势，低端酒以自饮需求为主，消费更为刚性，其中牛栏山凭借高性价比优势正加快全国化布局，抢占低端酒份额。

价格带趋势：升级趋势不改，区域酒企加快升级。高端酒（700 元以上价格带）：茅台价格坚挺带来五粮液机遇。茅台继续独享千元以上价格带，生肖酒在价格逐步回归理性后动销放大，精品等非标产品今年投放量也将有所加大，飞天价格节后继续维持高位；茅台价格天花板的持续坚挺为其他品牌带来机遇期，五粮液发布升级版普五新品，价格体系将在收藏版（859 元）基础上调价 20-30 元，力图通过精细化管理和控盘分利策略实现渠道价格体系优化及渠道利润提升，国窖在前期控货挺价之后批价也回升至 740 元左右，动销保持良好。

次高端酒（400 元-700 元价格带）：区域酒企加快布局次高端，竞争将有所加剧。次高端价格带从过去的 300-600 元价格带继续上移，龙头剑南春和洋河梦天系列规模领先，水井坊汾酒舍得及酒鬼酒的品牌具备全国化潜力，过去几年牢牢抓住次高端风口加快渠道扩张和品牌升级，春糖会期间水井坊推出 8 号和井台新品加大宴席市场投入，力图恢复渠道推力；汾酒继续加快提升青花汾酒系列占比，目标打造 30 亿元单品系列；舍得以智慧舍得为品牌标杆，以品味舍得为销量主力；酒鬼酒次高端主要打造高度柔和，目前占酒鬼系列 22%，未来目标提至 35%-40%，传承版逐步发力，高端品牌内参希望通过激活销售机制实现放量。除此之外，区域白酒龙头也在加快布局次高端价格带，古井开启古 20 战略后收效良好，省内及省外市场加快产品升级，今世缘国缘系列在江苏省内取得良好的培育效果，未来地产酒升级和次高端全国化名酒之间竞争将加剧。

图表 17 水井坊发布臻酿 8 号及井台新品



资料来源：微酒

图表 18 酒鬼酒重点打造内参和高度柔和酒鬼



资料来源：微酒

低端酒（100 元以下价格带）：光瓶酒成为流行趋势，高性价比是关键。从升级的角度，低端酒价格带也在消费升级，并非降级。光瓶酒成为低端酒当中更为确定的消费趋势，消费理性使得过去盒装低端酒需求快速萎缩，高性价比光瓶酒更受欢迎。低端酒市场空间大，牛栏山依靠全国化布局稳步推进正快速实现白酒收入规模提升，百亿之后稳健增长依旧可期，其他如汾酒波汾、江小白、小郎酒等光瓶酒代表品牌规模也具备较大增长空间。糖酒会期间，舍得酒业在过去沱牌系列砍条码、打造天特优之后，推出沱牌曲酒名酒复刻版，调整过去沱牌品牌的运作思路，重新打造双品牌战略。

图表 19 舍得推出沱牌曲酒新品



资料来源：微酒

图表 20 光瓶酒成为低端酒流行趋势



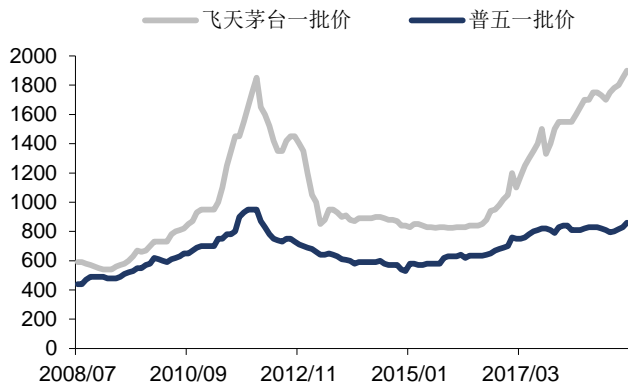
资料来源：公司官网，华创证券

渠道格局趋势：理解库存周期和渠道推力，追求精细化管理。从 19Q1 调研反馈来看，春节期间销售超此前预期的一个原因还在于酒企加大费用投入之后改善原先较弱的渠道进货意愿，酒企也试图积极改善渠道推力来保证渠道良性。酒企在进行全国化市场布局过程中面临几个渠道挑战：1) 实现费用落地，维持渠道推力。如剑南春加大宴席等投入，水井坊推新品，汾酒春节期间扫码积分加大投入等，均力图维持良好渠道推力。2) 渠道深度聚焦还是持续铺开。次高端除了剑南春基本实现全国化布局之外，其他 10-20 亿体量酒企还面临渠道扩张过程当中是选择深度聚焦还是持续铺开的策略选择。汾酒在成功突围环山西市场之后，今年将重点突破华东及华南市场；水井坊在原有 5+5+5 核心市场上继续寻求增量，蘑菇战略逐步推进；舍得调整思路以优势城市为根据点打造多个城市群市场，继续深度下沉；酒鬼酒将依托湖南根据地，采取点状突破核心城市，打造京津冀、华南、华北等战略市场。此外，渠道精细化方面，五粮液推进数字化系统及控盘分利政策，老窖直分销模式基本成型，华东南市场继续加大渠道投入；不少酒企均提出要加大对消费者培育，通过大数据分析和渠道精细化管理来实现更好的费用落地和消费者精准培育。

1) 高端白酒：茅台定海神针，稳健性凸显

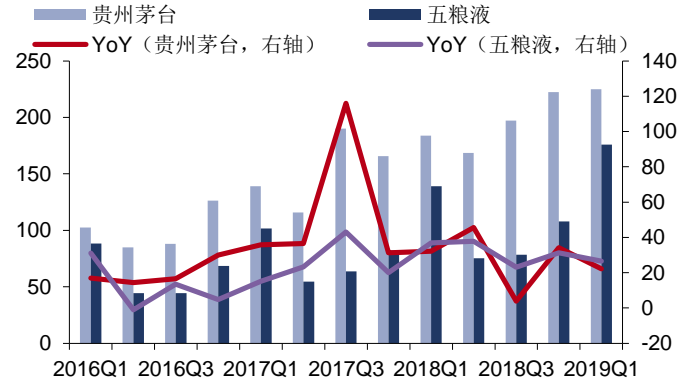
贵州茅台：营销体系平稳转型，直销有望如期加快。公司从去年下半年以来经销商持续优化，在此背景下，业绩节奏保持极强的调整能力，Q1 如期实现开门红，营销体系正平稳转型。从市场非常关注的直销进度来看，公司 Q1 直销收入 10.9 亿元，同比下降 21.6%，直销占比 5.0%，下降 3pcts，说明 Q1 公司直销方案并未落地放开，但 4 月以来公司直销已如期加快，股份公司下属销售公司主导团购商超渠道招商布局。根据贵州省招标网公告，贵州茅台酒销售公司对首批全国及贵州本地商超卖场进行公开招商，首批拟招商全国商超服务商 3 家，飞天 400 吨，贵州当地服务商 3 家，飞天 200 吨。此外，公司为加快终端渠道体系建设，公布关于收集优质团购、商超卖场资源的部署要求，列举 9 类符合首批推荐条件的团购对象。茅台当前加快直销进度符合前期判断，在完成开门红之后，近期从茅台集团筹建营销公司之后，直销方案逐步落定，文件来看此次招商由股份公司下属销售公司主导，预计团购和商超将成为股份公司直销放量的主力渠道，后续直销放量节奏有望加快，保驾业绩确定性较快增长。

图表 21 茅五批价走势图（元）



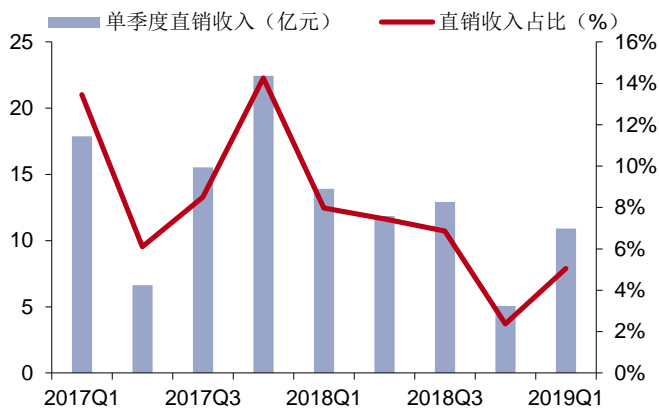
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 茅五分季度收入及增速（亿元，%）



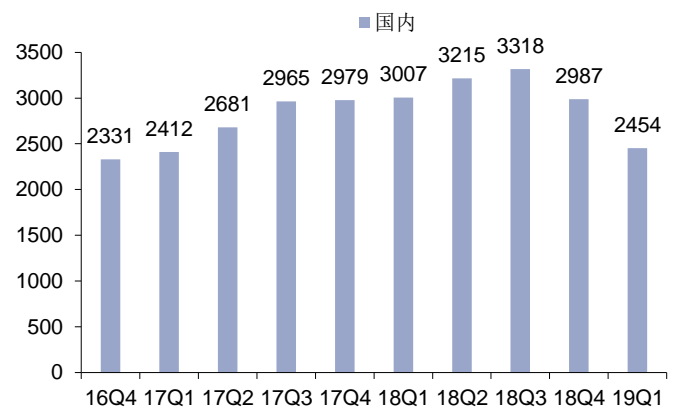
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 茅台直销渠道分季度收入及占比（%）



资料来源: Wind, 华创证券

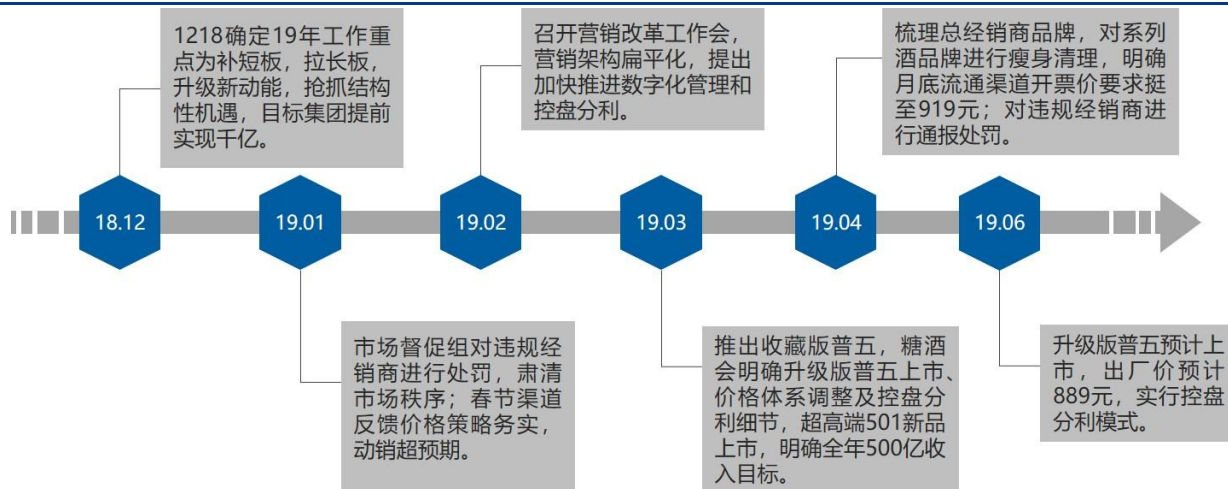
图表 24 茅台国内经销商数量（家）



资料来源: Wind, 华创证券

五粮液：改革力度空前，主动求变迎改善。公司年初以来动作频繁，节前受益于茅台价高货紧以及自身加大促销力度使得动销表现超预期，2月召开营销改革会议落地多项方案，推进营销架构扁平化转为省级战区，3月品牌营销会议上市升级版普五、披露数字化管理及控盘分利政策细则，上市超高端 501 新品继续拉升品牌价值，4月召开二季度市场工作调度会，明确五粮液总经销商品牌梳理，并明确月底流通渠道开票价要求挺至 919 元。我们认为，营销架构扁平化利于提升对市场精耕细作和快速响应能力，升级版普五上市将全面采用扫码积分系统实现精细化及数字化渠道管理，价格体系也将确定提升，目前渠道批价持续回升至 860-870 元，渠道信心加速改善。今年以来公司品牌聚焦战略更趋清晰，营销渠道破局渐有成效，从推普五新品、开发品牌瘦身清理、渠道控货挺价到梳理总经销商产品等系列动作来看，公司改革力度空前，敢于动刀的决心明确，为下半年新品上市及控盘分利理顺价格体系打下良好基础。

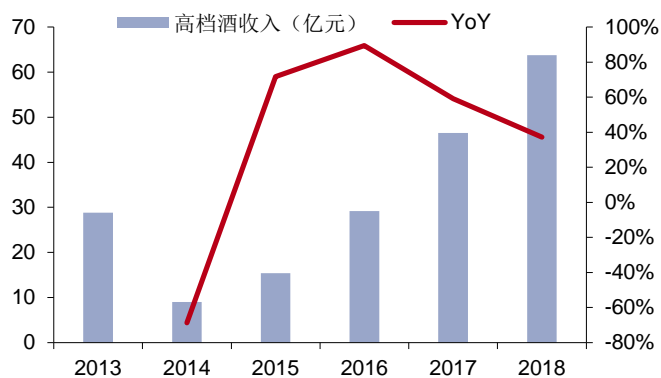
图表 25 五粮液今年以来主动积极求变



资料来源：糖酒快讯、华创证券整理

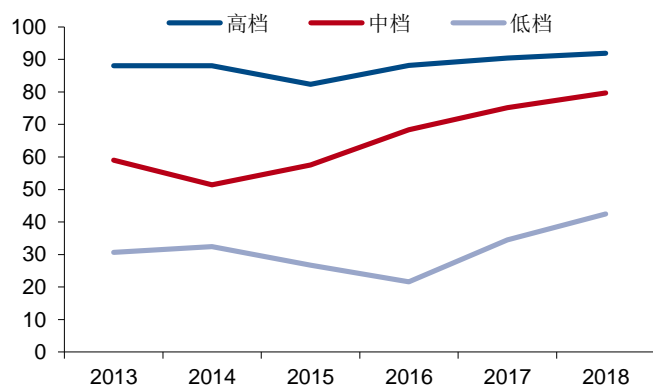
泸州老窖：春节销售好于预期，Q1 业绩超预期。 1) 公司春节销售好于预期，在 1 月初主动控货挺价之后，2 月放开打款发货，库存低于去年同期。公司销售考核重视终端动销，严控渠道，库存较低。年前控货市场担心增速不高，控货带来批价回升，实际回款增速较好，略超预期。2) 双品牌持续推进，价格提升循序渐进。公司将继续推进双品牌运作，继续加大高端国窖 1573 的品牌投入力度，提升品牌高度，价格上继续采取跟随策略，根据五粮液提价情况或将跟进适度提价。3) 东进南下市场攻坚，费用投入更加精细。公司将继续加大华东华南市场开发力度，力争实现进一步市场破局。费用投入会更加精细，货补未来预计会逐步减少，品牌建设投入仍会持续加大，整体费用率有望逐步下行。

图表 26 泸州老窖高档酒收入及增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 27 泸州老窖高中低档酒毛利率趋势 (%)



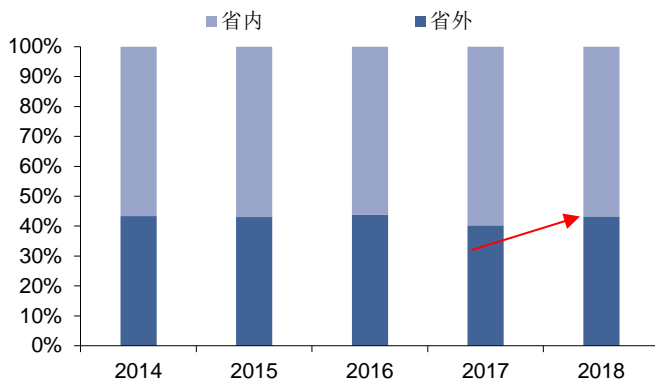
资料来源：Wind，华创证券

2) 次高端：把握优秀品牌全国化进程

区域酒企加快布局次高端，竞争将有所加剧。 次高端价格带从过去的 300-600 元价格带继续上移，龙头剑南春和洋河梦天系列规模领先，水井坊汾酒舍得及酒鬼酒的品牌具备全国化潜力，过去几年牢牢抓住次高端风口加快渠道扩张和品牌升级，水井坊推出 8 号和井台新品加大宴席市场投入，力图恢复渠道推力；汾酒继续加快提升青花汾酒系列占比，目标打造 30 亿元单品系列；舍得以智慧舍得为品牌标杆，以品味舍得为销量主力；酒鬼酒次高端主要打造高度柔和，目前占酒鬼系列 22%，未来目标提至 35%-40%，传承版逐步发力，高端品牌内参希望通过激活销售机制实现放量。除此之外，区域白酒龙头也在加快布局次高端价格带，古井开启古 20 战略后收效良好，省内及省外市场加快产品升级，今世缘国缘系列在江苏省内取得良好的培育效果，未来地产酒升级和次高端全国化名酒之间竞争将加剧。

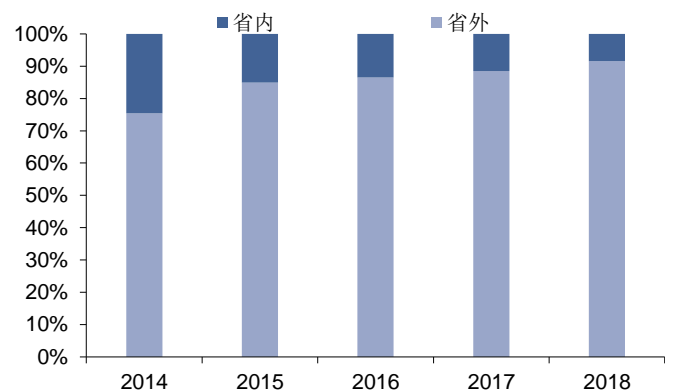
把握次高端优秀品牌全国化进程。汾酒在成功突围环山西市场之后，今年提出要加速拓展省外市场，重点“过长江、破华东、占上海”，今年将重点突破华东及华南市场；水井坊在原有 5+5+5 核心市场上继续寻求增量，蘑菇战略逐步推进；舍得调整思路以优势城市为根据点打造多个城市群市场，继续深度下沉；酒鬼酒将依托湖南根据地，采取点状突破核心城市，打造京津冀、华南、华北等战略市场。

图表 28 山西汾酒省内及省外收入占比



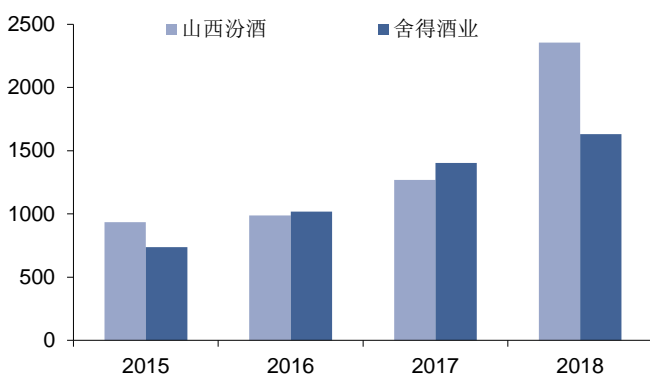
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 水井坊分区域收入情况



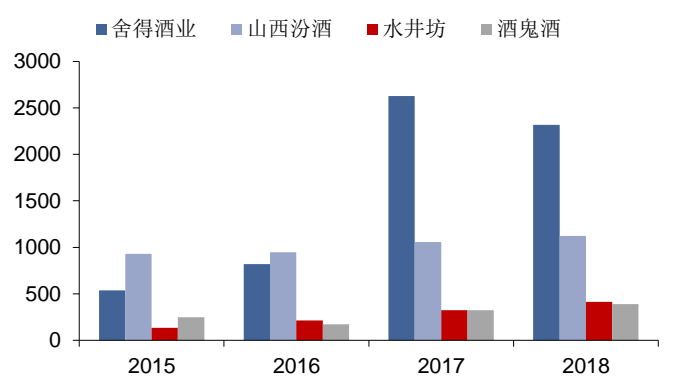
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 汾酒舍得经销商数量稳步增加



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 汾酒水井坊舍得酒鬼酒销售人员变化



资料来源: Wind, 华创证券

3) 大众酒: 优选处势能释放期龙头

大众酒板块优选处势能释放期龙头。古井战略性布局次高端收效良好，高端化全国化再上台阶；今世缘产品品质叠加渠道推力形成品牌势能释放，积极加快省外布局，扩张能力明显提升；继续看好顺鑫农业旗下牛栏山全国化布局持续推进，白酒主业收入稳增，盈利能力稳步提升。

古井贡酒：高端化全国化再上台阶。第一，省内持续受益价格带升级，竞争格局继续趋好。安徽省内消费升级趋势不改，合肥等省会城市主流消费价格带已逐渐向 200 元以上升级，而省内乡镇市场主流价格带也在快速上移。徽酒竞争格局来看，本土品牌逐步形成三大阵营，品牌分化趋势继续显现，古井和口子在百元以上价格带竞争优势明显，古井作为省内龙头逐步清晰，一超多强格局基本形成。徽酒渠道营销精细扁平，省内龙头品牌定位及价格带卡位优势明显，省外品牌进攻布局不易，未来古井和口子作为徽酒双龙头有望继续受益价格带升级趋势，竞争格局持续趋好。公司作为老八大名酒，品牌力强，省内市场凭借渠道继续下沉和产品持续升级，份额提升趋势依旧确定。**第二，战略性布局次高端，产品升级上台阶。**白酒次高端价格带未来仍将稳步扩容，公司 18 年 7 月提出古井贡酒与黄鹤楼双品牌复兴工程，重点即价位、品质和全国化，加快推进古 8/古 16 以及古 20 产品布局，积极匹配资源培育

重点市场，抢占 200-400 元次高端价格带。渠道调研反馈，省内重点市场春节期间古 16 和古 20 增长势头强劲，春节动销突出；省外市场，公司在地产酒竞争激烈的河南市场也逐步升级产品价格带，从原先的幸福版逐步向古 7 和古 8 升级，公司年份原浆系列推出十余年后，产品升级再上台阶，次高端价格带更好占位也将利于公司全国化布局稳步推进。

今世缘：全面转向积极进取，品牌提升，渠道起势。公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的经营目标，精耕省内，突破省外，加速构建品牌全国化新格局，积极扩充营销团队。我们认为，公司 2018 年起经营战略上全面转向积极进取，省内省外市场双轮驱动。省内市场受益于次高端价格带继续升级扩容，同时自身渠道进一步扁平化，取消 13 个地市营销中心，区域办事处直接对接大区经理，省内依靠品质口碑及渠道推力积累的渠道势能有望继续释放；省外市场输出渠道管理积极布局山东市场，周边华东市场依靠大商充分释放势能进行积极招商布局。我们预计，省内核心市场已进入良好成长期，省外市场扩张动力增强，以点带面，重点市场将进入渠道布局红利期。

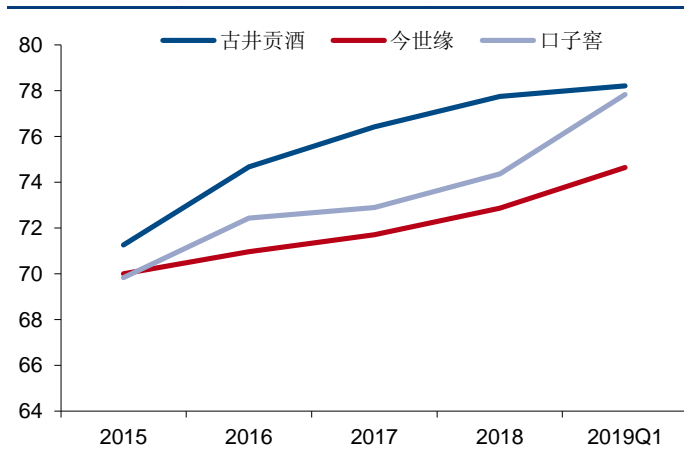
图表 32 古井今世缘口子窖产品结构快速升级



资料来源：Wind、华创证券

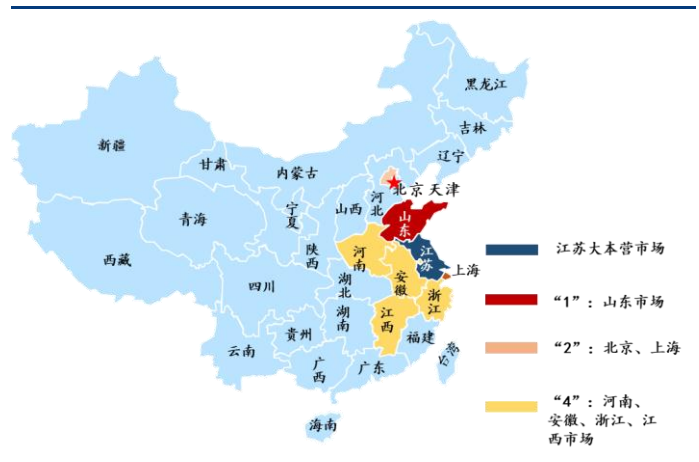
注：京东价格供参考，实际成交价略有差异

图表 33 古井今世缘口子窖毛利率 (%)



资料来源：Wind、华创证券

图表 34 今世缘 1+2+4+N 市场战略

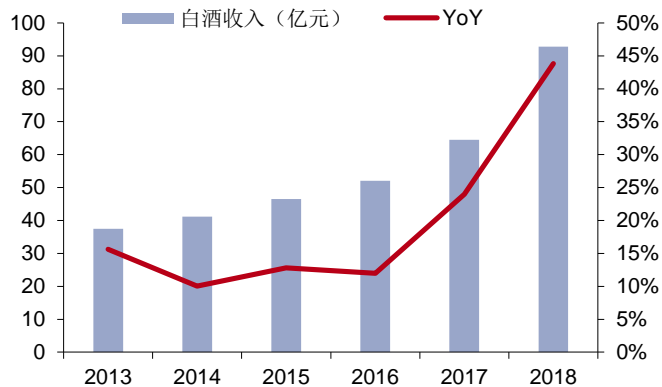


资料来源：华创证券整理

顺鑫农业：泛全国化正当时，外埠市场增量明显。公司外埠市场持续发力，增量明显，根据渠道调研显示，长三角地区继续保持较快增长，江苏地区节前回款已完成全年计划的 50% 以上，渠道动销良好，我们认为牛栏山陈酿

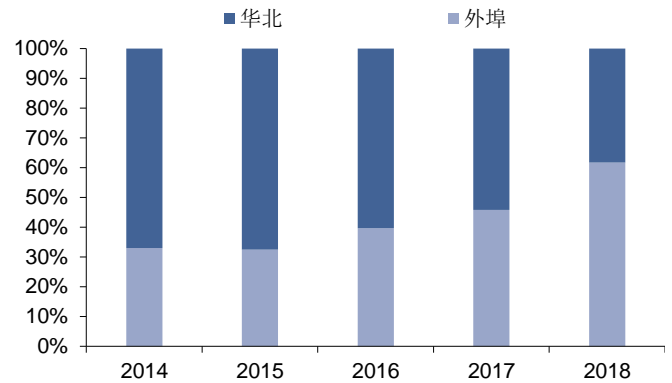
大单品凭借高性价比优势，正持续挤占其他光瓶酒份额，低端酒份额继续提升，预计全国化进程持续推进，亿元市场继续增加，同时白酒主业净利率仍有提升空间。

图表 35 顺鑫农业白酒收入及增速



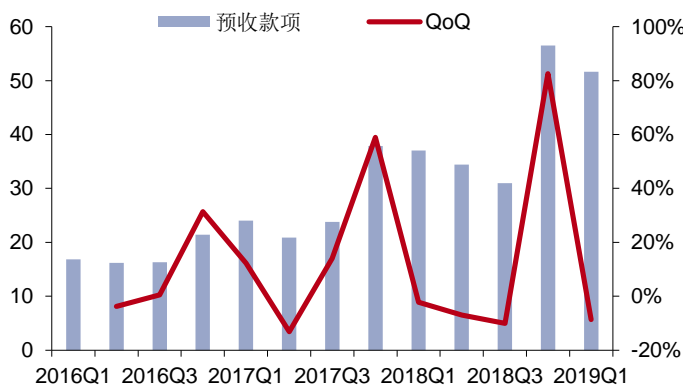
资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 顺鑫外埠市场占比逐步提升 (%)



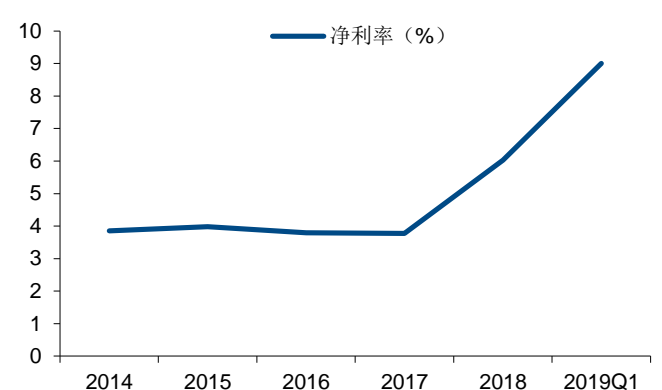
资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 顺鑫预收款季度变化 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 顺鑫净利率逐步提升 (%)



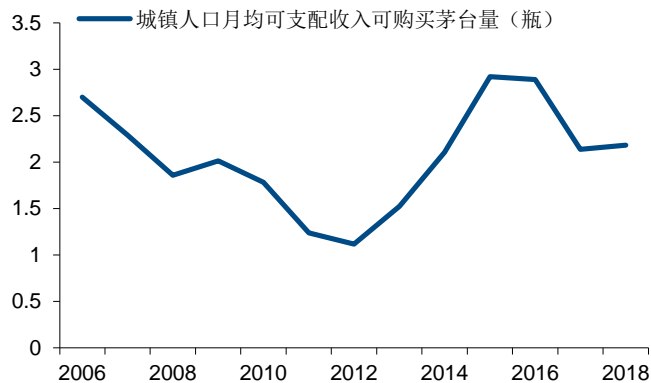
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 长周期结构性繁荣

我们维持之前对白酒行业长周期结构性繁荣的观点，白酒行业十年一段长繁荣，消费升级和品牌集中提升仍是驱动行业持续前行的核心因素，行业后续将加速集中。

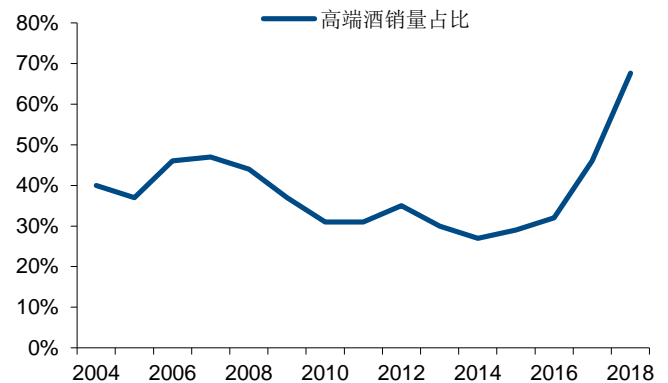
产品结构升级趋势不改，中高端白酒占比提升空间大。中长期来看，随着居民可支配收入稳步提升，白酒延续消费升级趋势，中高端白酒品牌持续受益。以城镇月均可支配收入可购买茅台量为例，当前城镇月均可支配收入可购买 2 瓶茅台，高端白酒的消费基础仍具备提升潜力。此外，从中高端白酒销量占比来看，目前销量占比仍然较低，中长期具备较大提升空间。

图表 39 人均可支配收入/茅台零售价



资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

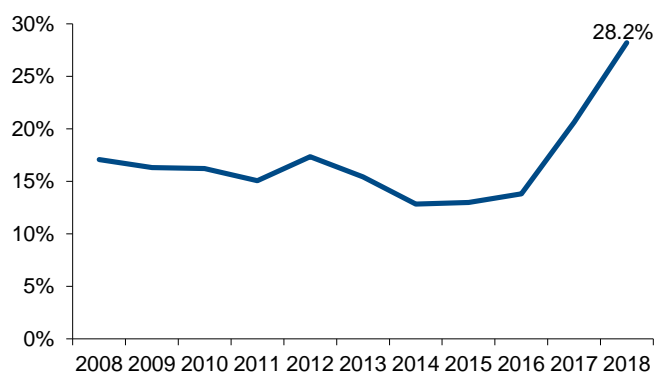
图表 40 高端白酒销量占比中长期提升空间大



资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

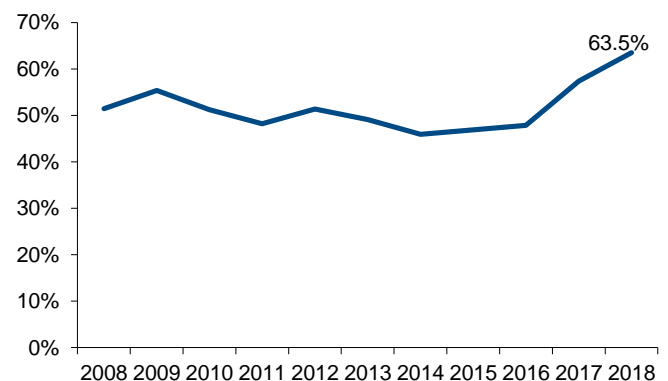
黄金时代品牌份额降低, 中小企业全面发展; 白银时代品牌份额提升, 中小企业受到挤压。从六大名酒收入占比和利润占比趋势来看, 黄金时代品牌白酒份额在降低, 中小企业在全面发展。而在白银时代, 品牌份额在持续提升, 品牌酒企借助品牌力及费用投入优势, 加快挤压中小企业市场份额, 未来品牌集中度料将持续提升。

图表 41 老六大名酒收入占行业比重 (%)



资料来源: Wind, 华创证券 注: 六大名酒为茅台、五粮液、老窖、汾酒、古井、水井坊

图表 42 老六大名酒利润总额占行业比重 (%)



资料来源: Wind, 华创证券 注: 六大名酒为茅台、五粮液、老窖、汾酒、古井、水井坊

中长期聚焦酒业改革四个核心。我们认为, 中长期要积极聚焦酒业改革, 品牌是酒的核心壁垒, 确立了酒的议价能力和高盈利能力, 白酒具备奢侈品的盈利属性和快消品的周转属性, 是最好的生意之一。酒类企业经营改革, 核心就是四个方面: 产品聚焦高端化、渠道深耕精细化、品牌营销情怀化、体制改革灵活化, 消费品行业是竞争性行业, 根本在人和体制。

图表 43 酒业变革四维度

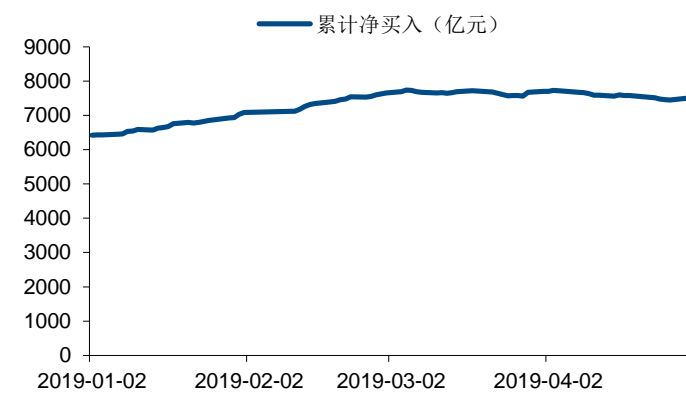
产品高端化	渠道精细化	品牌情怀化	体制灵活化
<ul style="list-style-type: none"> ◆80年代末：五粮液引领提价，湘泉酒推出酒鬼酒 ◆90年代末00年代初：茅台推出年份酒；老窖推出国窖1573；全兴推出水井坊；沱牌推出舍得；洋河推出蓝色经典；郎酒推出红花郎 ◆00年代末：古井推年份原浆；汾酒推青花瓷 	<ul style="list-style-type: none"> ◆五粮液推行品牌运营商 ◆口子窖推行盘中盘 ◆洋河推行团购商和深度分销 ◆茅台推行专卖店体系 ◆国窖推品牌专营公司 ◆牛栏山推行平台商 ◆... 	<ul style="list-style-type: none"> ◆国酒茅台喝出健康来 ◆中国的五粮液，世界的五粮液 ◆品味470年的历史 ◆男人的情怀 ◆骨子里的中国 ◆高尚生活元素 ◆... 	<ul style="list-style-type: none"> ◆98-02年：洋河混改；今世缘混改；郎酒私有化；剑南春私有化；全兴私有化；张裕私有化。。。 ◆15-18年：老白干混改；沱牌舍得私有化；五粮液混改；汾酒引入战投和改革机制

资料来源：华创证券整理

（三）估值体系：外资战略性配置，重构龙头估值体系

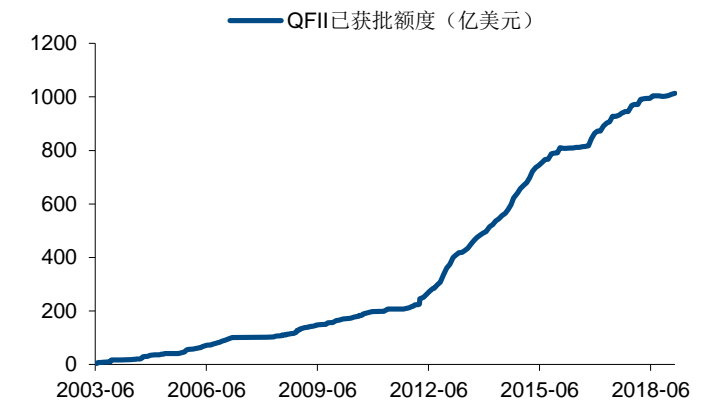
A 股继续加快国际化，增量资金有望持续流入，重构龙头估值体系。2017 年 6 月，A 股正式纳入 MSCI 指数此后，MSCI 分别于 2018 年 6 月和 2018 年 9 月将纳入因子提高至 2.5%/5%。同时，根据 FTSE 指数时间表，预计到 2020 年第三批次审核完成后，整体 A 股合计纳入富时全球指数占比为 7.5%。此外，A 股将于 2019 年 9 月纳入标普道琼斯的 6 个指数。随着 A 股实质性加快国际化开放进程，外资对于板块的配置比重以及投资者结构变化有望在未来几年内重构龙头估值体系。

图表 44 2019 年至今北上持续买入 A 股（亿元）



资料来源：Wind、华创证券 数据截至 2019/4/29

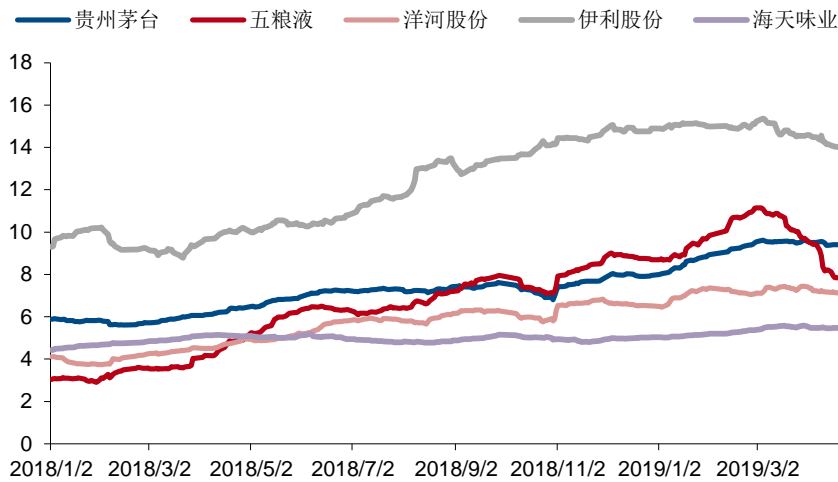
图表 45 QFII 获批额度不断增加



资料来源：Wind、华创证券

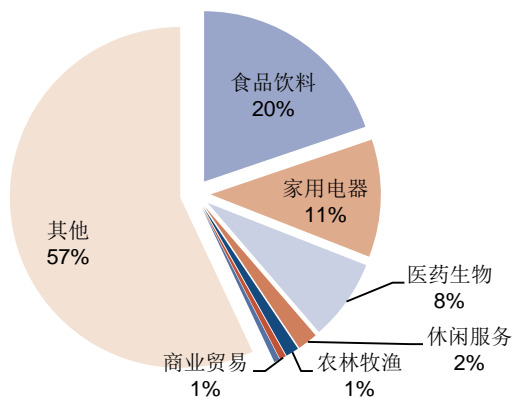
外资在 A 股行业配置上存在明显行业偏好，更加青睐以食品饮料、家电为代表的消费品板块；个股配置上存在明显龙头偏好，各板块基本集中配置在业绩成长更加稳健确定的龙头上。北上资金来看，2018 年来贵州茅台、五粮液、洋河股份、伊利股份、海天味业等龙头公司外资持股比例持续提升，截至 4 月底，上述龙头公司北上资金持股比例分别为 9.3%、7.6%、7.1%、13.8%、5.5%，较 2018 年初提升 3.4/4.5/3.0/4.5/1.1pcts。

图表 46 食品饮料龙头北上资金持股变化 (%)



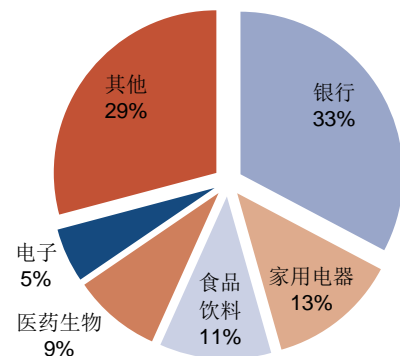
资料来源: Wind、华创证券 数据截至 2019/4/29

图表 47 北上资金板块配置结构 (%)



资料来源: Wind、华创证券 注: 截至 2019 年 4 月 29 日

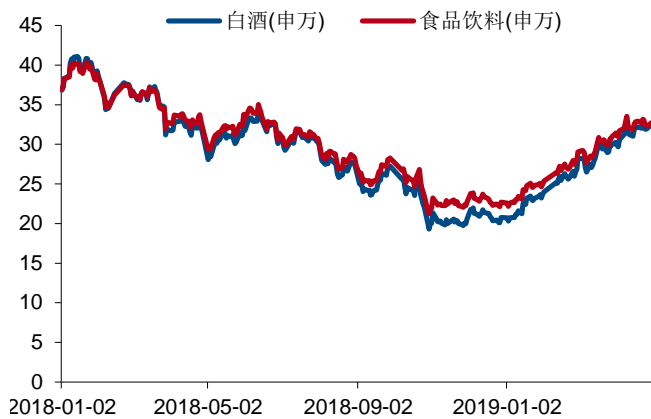
图表 48 QFII 资金板块配置结构 (%)



资料来源: Wind、华创证券 注: 截至 2018 年底数据

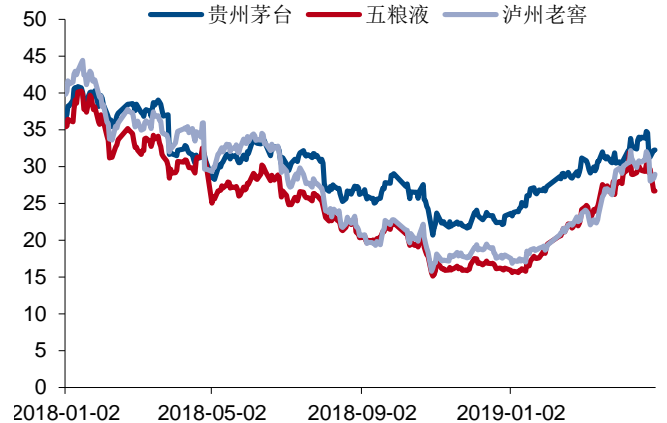
外资配置逻辑: 长周期视角配置优质行业龙头。从外资配置白酒板块的逻辑来看, 此前在去年底悲观预期逐步消化之后, 板块中长期配置价值凸显是核心因素。从 PE-TTM 角度看, 白酒板块 2018 年估值从年初接近 40X 逐步调整至 18 年底的 20X 以内, 部分个股估值调整至 15X 左右, 估值水平对于长线资金具备吸引力, 此后年初以来板块迎来估值修复行情。展望未来, 白酒行业具备稀缺性、高盈利能力等属性, 龙头业绩稳健成长趋势不改, 外资基于长周期视角有望继续战略性配置行业龙头。

图表 49 食品饮料及白酒板块 PE-TTM 走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 50 一线白酒龙头 PE-TTM 走势



资料来源: Wind, 华创证券

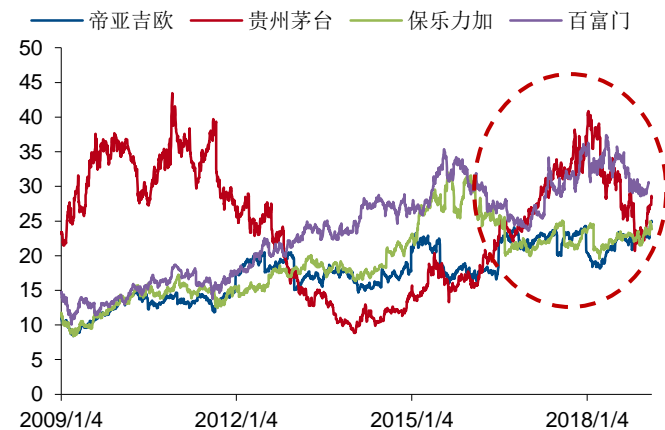
我们认为, 长周期行业结构繁荣之下, 高端白酒为代表的中国品牌消费品仍有巨大成长空间, 随着机构成熟度提升以及价值投资理念深入, 以白酒为代表的品牌消费龙头的估值稳定性也会提高。

第一, 未来品牌消费品的空间? 我们认为, 中国品牌消费品仍有巨大成长空间, 高端白酒宽护城河特性显著, 具备历史性配置机会。从海外烈性酒巨头帝亚吉欧和保乐力加股价走势和估值走势来看, 拉长周期来看, 这些具有品牌优势的国际烈酒企业股价表现相对坚挺, 基本处于持续稳定上涨状态, 在业绩增速相对有限的情况下, 估值长期维持在 20 倍以上。对标来看, 我们认为中国品牌消费品尤其是高端白酒龙头依旧具有巨大成长空间, 当前估值已有所修复, 中长期看, 高端白酒龙头所处行业竞争格局良好、品牌力强、盈利能力稳定等特性依旧构筑良好护城河, 中长期价值依旧凸显, 后续外资有望继续加强战略性配置。

第二, 龙头的估值稳定性如何? 我们认为, 伴随机构的成熟与价值投资的普及, 品牌消费的龙头稳定性应能提高。随着陆股通及 A 股纳入 MSCI 等持续推进, 白酒龙头外资持股比例稳步提升, 虽然 19Q1 末有所回落, 但整体上升趋势不变。我们认为随着国内机构的成熟和近年来价值投资理念深入, 以高端白酒为代表的品牌消费龙头仍有望受到关注, 中长期白酒龙头估值稳定性有望继续提升。

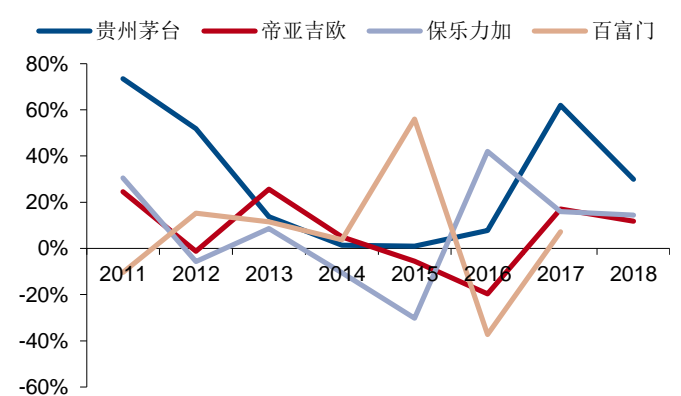
此外, 我们认为, 放眼在全球视角下外资配置消费品优质资产, 我们看到国内龙头的业绩成长性整体好于海外龙头, 估值水平不高, 带来业绩与估值整体的性价比优势凸显, 提升外资配置热情。

图表 51 全球主要烈性酒公司 PE-TTM 走势



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

图表 52 全球主要烈性酒业绩增速 (%)



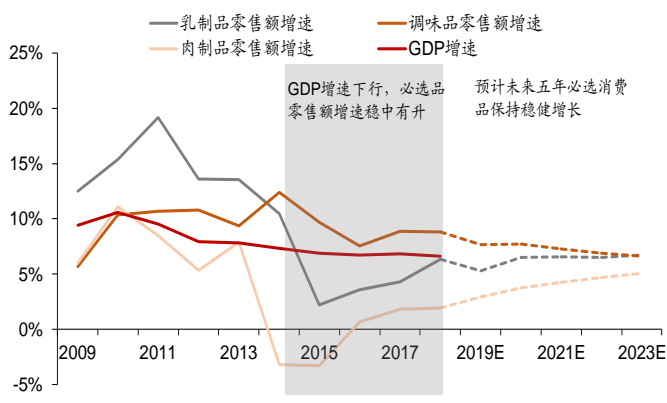
资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

二、大众品：咬定龙头不放松，找寻成长的巨人

（一）主线一：必选需求稳健，龙头份额继续提升

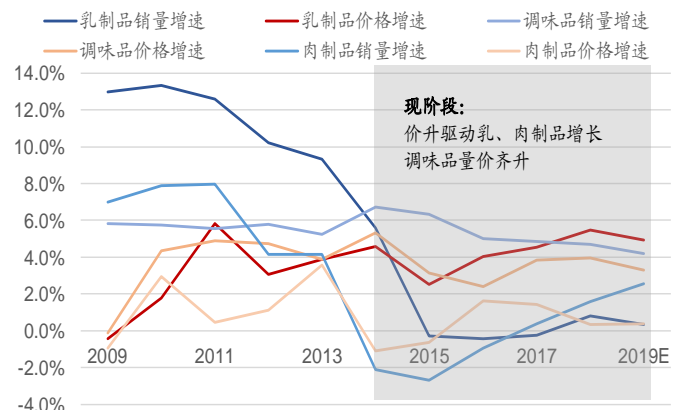
必选消费品需求稳健，结构升级贡献增量。必选消费品因需求较为刚性，受经济波动影响较小，近年来在 GDP 增速下滑的背景下仍保持稳健增速，同时 CPI 预期进入上行周期，将进一步推升消费需求。纵向看，必选品零售额增速经历前期高增长后放缓，乳制品/调味品/肉制品近五年复合增速分别 5.3%/9.4%/-0.5%；结构升级带来的价升贡献主要增量，必选品销量增速普遍在 5%以下，低于 GDP 增速，其中乳制品/调味品/肉制品近五年复合增速分别 1.1%/5.5%/-0.8%，相比于 09-13 年复合增速 11.4%/5.6%/6.0%，增长明显由销量驱动转换为由价升驱动。根据欧睿预测，未来五年必选品整体保持约 5%复合增速。

图表 53 必选消费品需求稳健，受经济波动影响较小



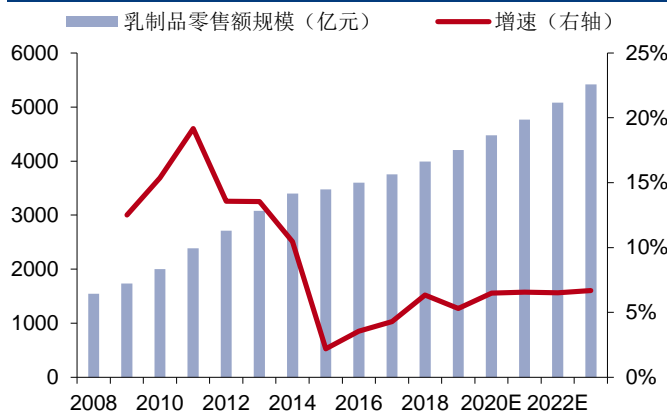
资料来源：Euromonitor、华创证券

图表 54 增长逐步由价升驱动，调味品仍实现量价齐升



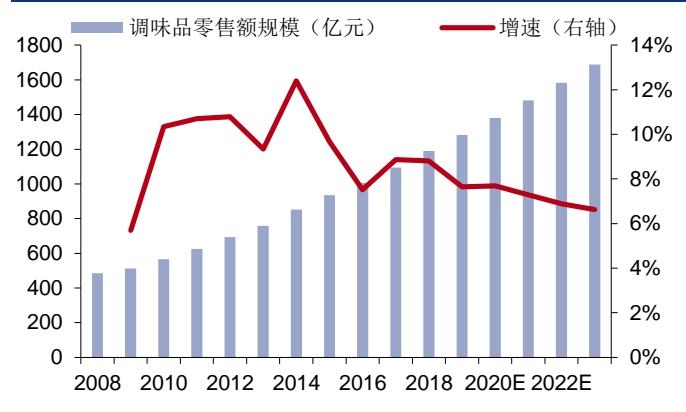
资料来源：Euromonitor、华创证券

图表 55 乳制品零售额规模及增速



资料来源：Euromonitor、华创证券

图表 56 调味品零售额规模及增速

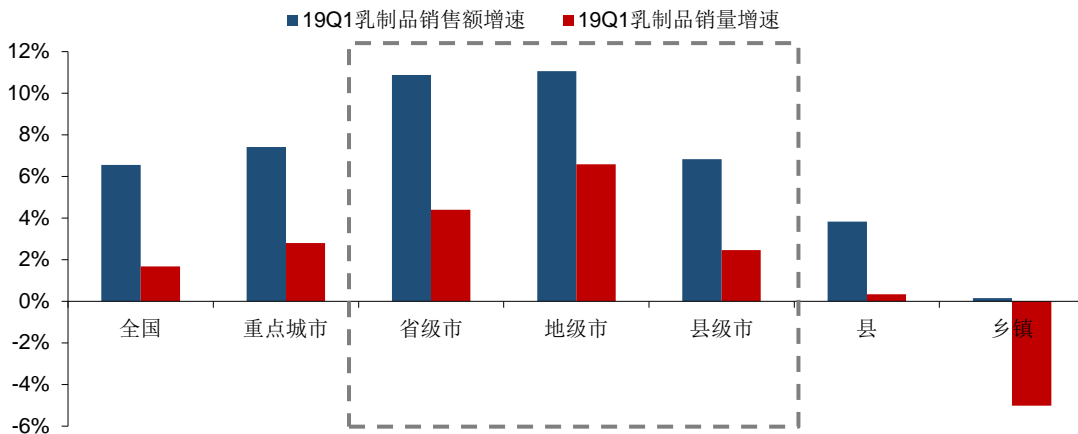


资料来源：Euromonitor、华创证券

1、乳制品：竞争有望趋缓，龙头战略分化

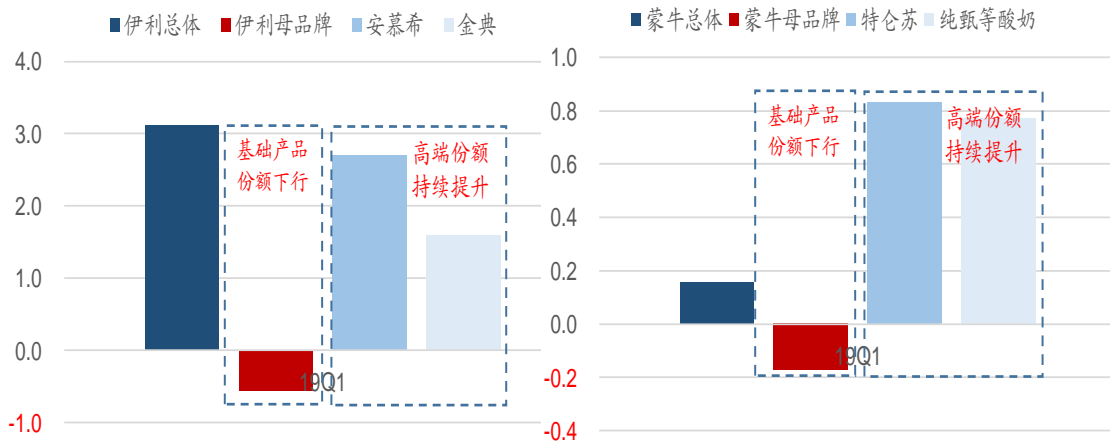
行业整体增长稳健，产品结构升级，新产品涌现。1) 主要增量来自下线城市：19Q1 重点城市乳制品销售额增长约 7%，省地级市增速超过 10%，低线渠道增长更快，预计全年乳制品行业维持高个位数增长；2) 结构持续升级：行业龙头伊利/蒙牛高端产品份额持续提升，19Q1 金典/安慕希份额同比+1.6/2.7pcts，特仑苏/纯甄份额同比+0.8/0.8pct，产品结构稳步提升；3) 新产品不断涌现：我们看到龙头伊利新品推出的思路发现从最开始的拓展新品类、新包装，到细分口味、推高端，现在已发展成多元化拓展非乳新品类，18 年末至 19 年初伊利推出妙芝、伊然等多款新品，在非乳产品方向明显发力。

图表 57 乳制品下线城市销售额/销售量增速逐步加快



资料来源: AC 尼尔森, 华创证券

图表 58 伊利蒙牛产品结构继续升级



资料来源: AC 尼尔森, 华创证券

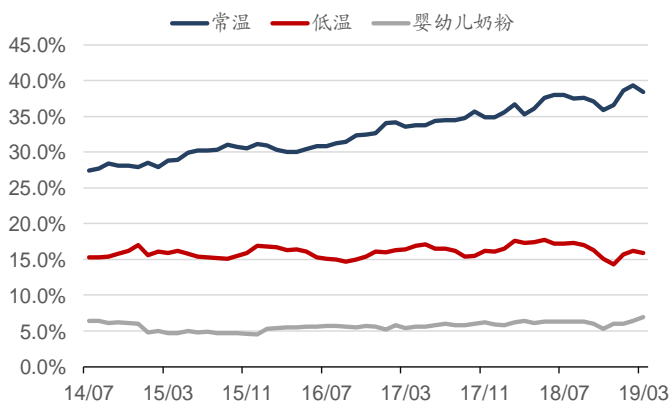
图表 59 伊利持续产品创新

伊利新品推出思路													
2018-2019: 多元拓展非乳新品类							2017-2018: 口味精细化、高端化						
伊然 (2019.04)	安慕希高端畅饮果肉 (2018.12)	植选畅饮型浓香豆乳 (2018.12)	金典娟娟奶 (2018.12)	妙芝士撕撕鲜切酪 (2018.10)	“帕瑞缇”褐色炭烧酸奶 (2018.09)	柏菲兰纯牛奶 (2018.08)	安慕希芒果百香果 (2018.07)	混合果味果果昔 (2018.07)	安慕希草莓燕麦 (2018.03)	每益添丹麦进口活菌 (2018.03)	舒化无乳糖牛奶 (2018.01)	畅轻褐色炭烧 (2018.01)	畅饮型 Joy Day 菠萝+椰子 (2018.01)
2017-2018: 口味精细化、高端化							2016-2017: 拓展品类、推出新包装						
小白奶 (2017.11)	谷粒多红黑扛旗 (2017.10)	QQ星有机奶 (2017.10)	安慕希草莓 (2017.08)	味可滋咖啡 (2017.08)	安慕希瓶装 (2017.04)	谷粒多核桃燕麦 (2017.03)	褐色炭烧酸奶 (2017.02)	Pureday 酪乳 (2017.01)	酪艺乳酪 (2017.01)	斯谷营养棒 (2017.01)	安慕希黄桃燕麦 (2017.01)	拜拜君脱脂奶 (2016.12)	JoyDay 酸奶 (2016.12)

资料来源: 华创证券整理

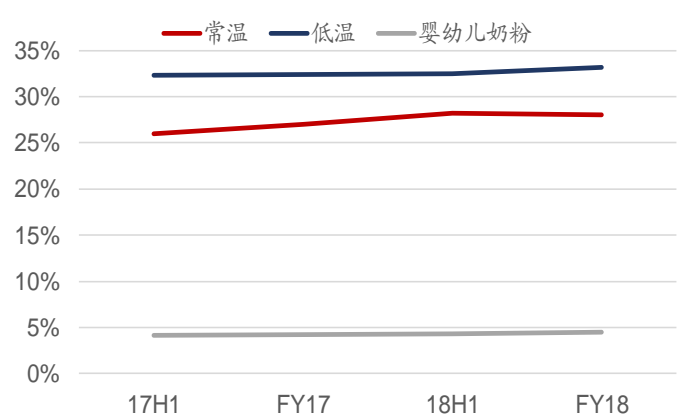
成本上涨，竞争放缓，龙头保持份额领先。 1) **成本端**：原奶供需偏紧支撑奶价步入上行周期，预计原奶价格小个位数增长。复盘历史上原奶价格经历的三个周期中龙头成本和费用的变化，我们发现早期原奶成本上涨，龙头的毛利率及费用率相应下行，随龙头战略性布局上游原奶、优化产品结构等，原奶价格上行时期龙头盈利能力及份额进一步提升；2) **费用端**：18 年龙头加大费用主动投放，不断提升市场份额，伊利 19Q1 常温、低温及婴幼儿奶粉市占率分别达 38.4%、15.9%和 6.9%，分别同比+3.1/-1.4/0.5pcts，常温份额继续强力提升，低温竞争激烈市占率提升相对较慢，蒙牛常温、低温及婴幼儿奶粉市占率分别达 33.2%、28.0%和 4.5%，分别同比+0.8/1.0/0.3pct。但 19 年以来，原奶价格温和上涨，促销投入放缓，草根调研反馈，19Q1 终端买赠促销力度有所下降。我们认为，19 年成本端温和上涨，竞争放缓，行业龙头继续借助品牌及渠道渗透优势抢占中小地方性品牌份额趋势不变，份额加速集中。

图表 60 伊利常温及奶粉市场份额持续上升



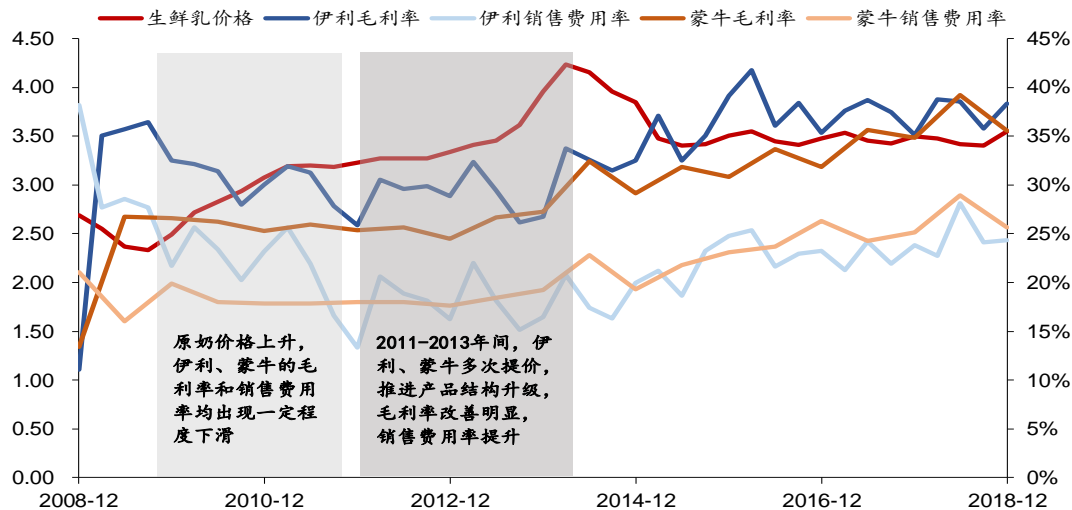
资料来源：AC 尼尔森，华创证券

图表 61 蒙牛低温市场份额保持领先



资料来源：AC 尼尔森，华创证券

图表 62 原奶价格温和上涨背景下，龙头企业通过与奶源战略合作，优化产品结构保障盈利



资料来源：Wind，华创证券

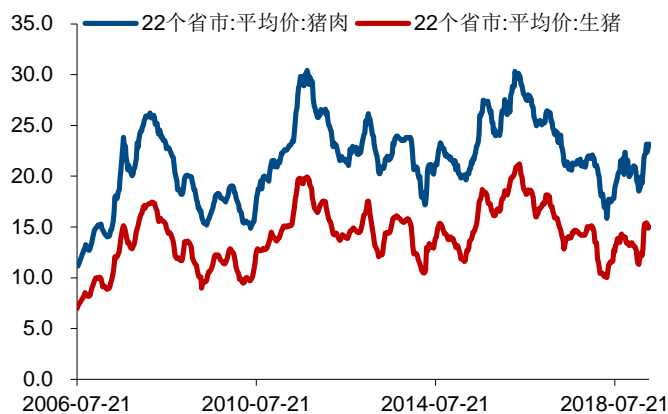
龙头战略分化：伊利外延扩规模，蒙牛提效保盈利。 19 年行业整体增速预计放缓，原奶供需偏紧支撑奶价步入上行周期。伊利计划实现营业总收入 900 亿元（同比+13%），利润总额 76 亿，与 18 年基本持平；蒙牛计划收入低双位数，净利润超过收入增速，产品结构改善及销售费用管理带动经营利润率（剔除现代牧业影响）提升 0.5pct 以上。竞争策略上，伊利将保持拉开对手差距战略，市场投入预计不会大幅压缩；蒙牛则计划结构性改善费用投入，提升使用效率，预计 2019 年费用率持平或下降，营销费用加大投入在提升品牌形象、加大奶粉投入及精耕市场上。总体看，两者均将保持份额领先的竞争策略，但方式不同，伊利将借助品牌及渠道优势实现份额加速集中，同时加

快并购及国际化步伐，力争加快实现五强千亿战略目标；蒙牛则通过提升品牌、改善自身业务及加大新业务开发来保持内生盈利改善。

2、肉制品：屠宰长期整合趋势不改，肉制品经营思路积极变化

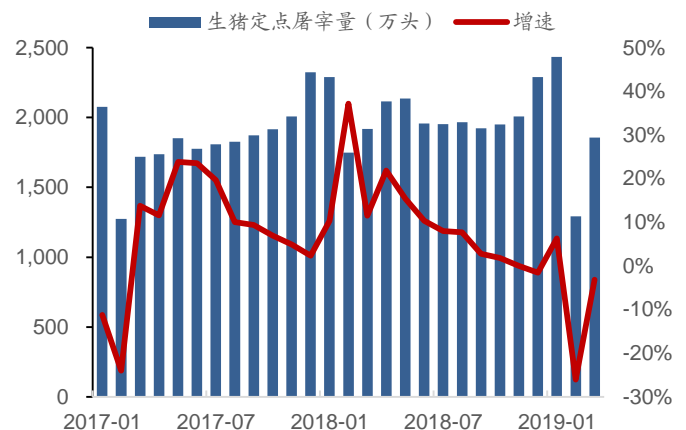
龙头屠宰持续上量，19Q1 头均利润再创新高。双汇 19Q1 屠宰分部实现收入 70.07 亿元，同比-0.6%，其中屠宰量 472.7 万头（同比+20.71%），自非洲猪瘟爆发以来首次重回两位数增速，相比之下，19Q1 行业生猪定点屠宰量 5582 万头，同比-6.25%。Q1 屠宰头均利润为 113.40 元/头，同比+92.3%，再创新高，公司屠宰量增速、头均净利逆势增长源于全国布局及规模化优势，公司亦把握春节前生猪价格偏低的时机积极上量，同时政策对私屠滥宰的加严亦是利好规模化屠宰场的助推剂。一季度生鲜肉销量 36.8 万吨，同比+0.7%，消费端短期仍受制于猪瘟及猪价上涨。一季度屠宰经营利润率为 7.7%，同比+4.4pcts。同时，Q1 末公司存货同比+24.7%，下半年猪价上涨预期下公司持续加大冻肉库存。进口猪肉方面，公司 19 年计划从万洲及罗特克斯进口猪肉金额达 57 亿元，同比 18 年计划金额+56.3%。

图表 63 猪价和生猪价格走势（元/千克）



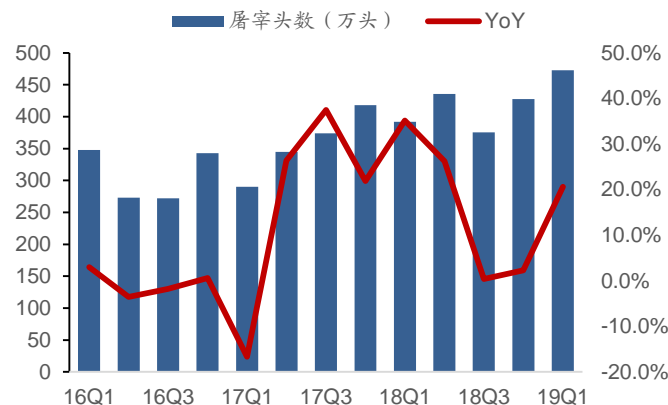
资料来源：Wind，华创证券

图表 64 行业定点生猪屠宰量增速



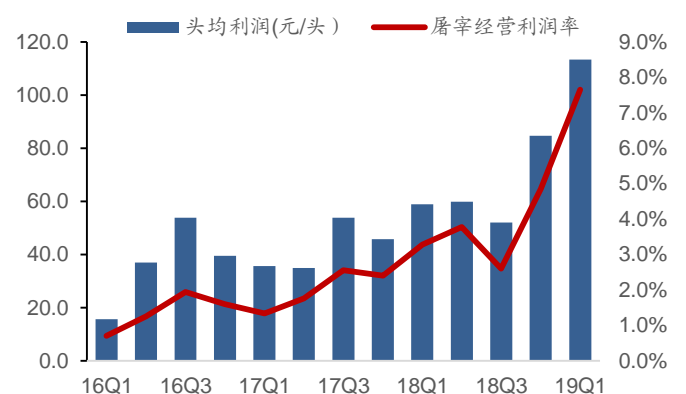
资料来源：Wind，华创证券

图表 65 双汇单季屠宰量及增速（万头，%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 66 双汇屠宰头均利润及利润率

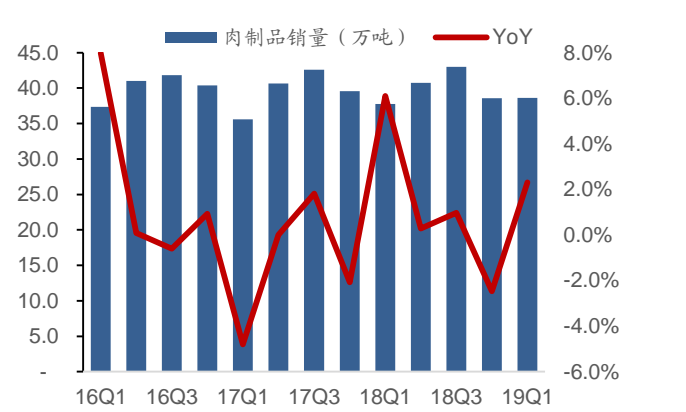


资料来源：Wind，华创证券

肉制品销量增速平稳，提价应对成本上涨，关注吨价提升。19Q1 双汇肉制品收入 58.64 亿元，同比+4.2%，销量 38.61 万吨，同比+2.3%，吨价 1.51 万元，同比+1.8%，收入增长主要源于产品结构升级及涨价带来的价格提升。

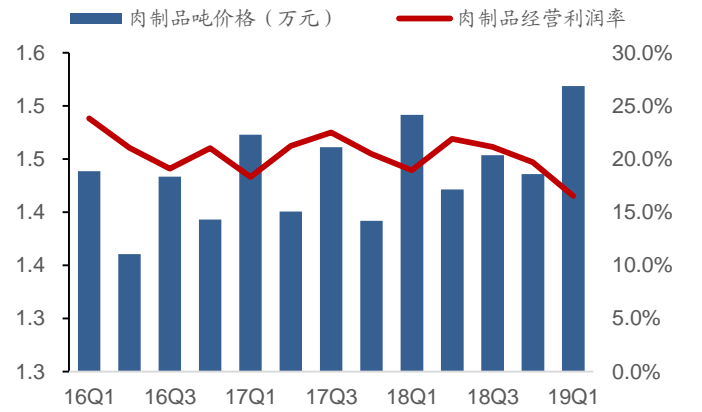
其中经营利润率为 16.5%，创历史新低，主要系一季度加大市场投入、员工工资提升及鸡肉等原料成本上升等，后续公司将通过涨价、进口猪肉、把握税收政策、优化产品结构、提效控费等方式应对成本上涨压力，预计后期肉制品业务盈利能力有望回升，但成本上涨背景下预计达到前期的 20% 利润率尚有压力，我们认为本期肉制品业务经营利润率较低体现公司加大市场投入的决心和执行力，同时，为应对成本上涨，公司通过产品提价以理顺产品价格体系，改善渠道利润，春节及四月已实施两次提价，下半年仍有提价计划，我们认为龙头积极提价反映经营思路积极转变，关注提价及高价新品推出带动吨价提升，中长期看营销发力及渠道改善带动肉制品业务量价良性增长。

图表 67 双汇单季肉制品销量及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 68 双汇肉制品吨价及利润率

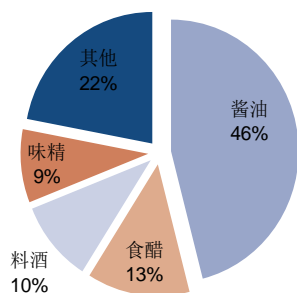


资料来源: Wind, 华创证券

3、调味品：集中度提升，盈利能力稳步提升

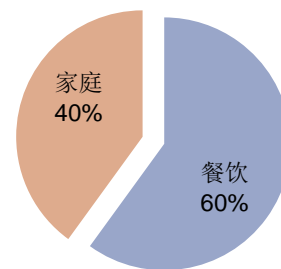
行业需求总体保持稳定。国内调味品行业 2018 年市场规模约为 3348 亿元，近十年年均复合增速超过 15%，对比全球调味品市场，行业在消费人群、人均消费量、售价上仍有提升空间，受益于餐饮及外卖行业快速增长，品类多样化及渗透率提升，产品结构升级带来的量价齐升，至 2022 年我国调味品行业规模有望达到 5392 亿元，未来五年行业收入复合增速有望保持 10% 左右增长。

图表 69 调味品行业各子品类占比



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 70 调味品行业渠道结构占比

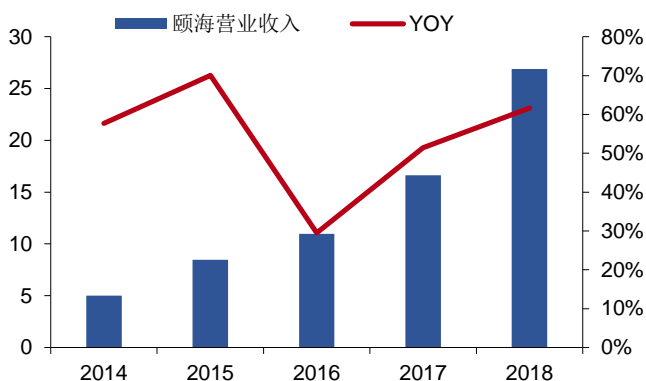


资料来源: 智研咨询, 华创证券

集中度持续提升，提升空间较大。当前调味品行业格局较为分散，从行业集中度来看，酱油 CR5 不足 35%，醋 CR5 不足 20%。相对应，日本调味品龙头龟甲万占日本酱油市场份额达 33.5%。我们认为，随着龙头品牌继续加大渠道网络布局及产品品类延伸，行业集中度仍有较大提升空间。

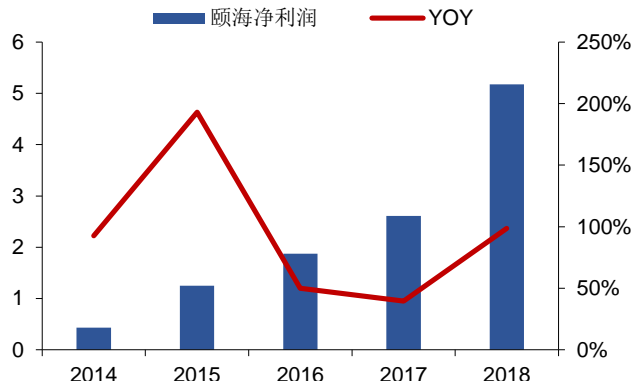
- **颐海国际：中高端火锅底料龙头，借助海底捞品牌快速成长。**业务包括为海底捞提供火锅底料，向第三方销售调味料等。公司新品研发能力强，每年可推出 10 种以上新品；同时与海底捞紧密合作，海底捞开店速度加快保证关联方业务稳步提升；此外公司产能不断扩张，2021 年总产能有望达 47 万吨。好赛道、强品牌、与海底捞的紧密合作预计给公司带来持续的高速增长。公司 2018 年实现营收 26.9 亿元，同比增长 61.7%，净利润 5.2 亿元，同比增长达 98.6%，净利率达 20.4%。

图表 74 颐海营收及增速 (亿元, %)



资料来源：公司年报，华创证券

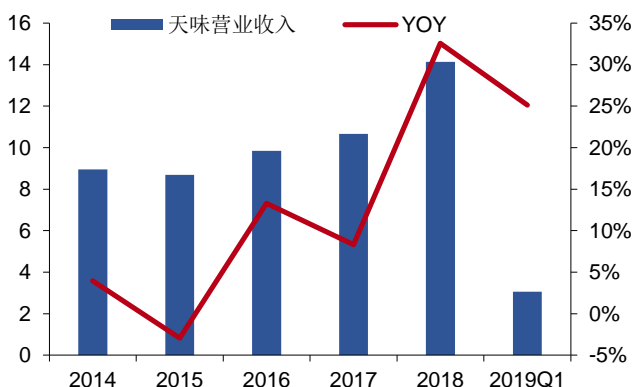
图表 75 颐海净利及增速 (亿元, %)



资料来源：公司年报，华创证券

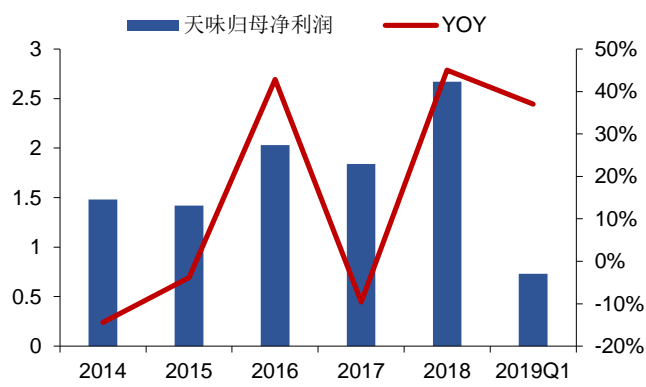
- **天味食品：川式调味料龙头企业。**公司自成立起主营川味复合调味料的研发、生产和销售，历经十余年深耕已发展成以火锅底料和川菜调料为主导的川味复合调味料生产企业。2018 年公司火锅底料和川菜调料业务收入占比分别为 48.6%、36.7%，两者合计超过 85%，是公司的主要收入来源。公司主营业务包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 9 大类 100 多个品种（不包含定制餐调产品），主要用于家庭、餐饮的烹调。公司核心品牌“大红袍”及“好人家”产品畅销全国并远销海外。公司 2018 年实现营收 14.1 亿元，同比增长 32.6%，归母净利 2.7 亿元，同比增长 45.1%，净利率达 18.9%。

图表 76 天味食品营收及增速 (亿元, %)



资料来源：公司年报，华创证券

图表 77 天味食品归母净利及增速 (亿元, %)

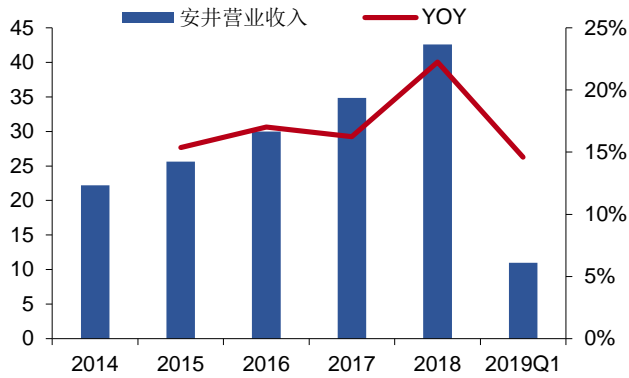


资料来源：公司年报，华创证券

- **安井食品：速冻食品龙头企业，三剑合璧餐饮发力。**公司“三剑合璧、餐饮发力”的经营策略清晰，2018 年速冻火锅料制品、速冻面米制品和速冻菜肴类占比分别为 64.9%/25.8%/9.3%。产品方面，公司主打大单品战略，整体新品和次新品比重逐年提升。2013 年开始相继推出了手抓饼、霞米饺、蛋饺、红糖馒头、红糖发糕等大单品，2018 年下半年推出丸之尊和冻品先生系列，高端品牌丸之尊商超渠道试水效果良好，有望放量增长，冻品先生聚焦餐饮潜力新品，2019 年有望迎来量增。渠道方面，公司坚持餐饮流通渠道为主，商超渠道为辅的渠道策略，2018 年流通渠道占比 85.5%，商超渠道占比 12.0%。此外，公司产能布局稳步推进，销地产模式下规

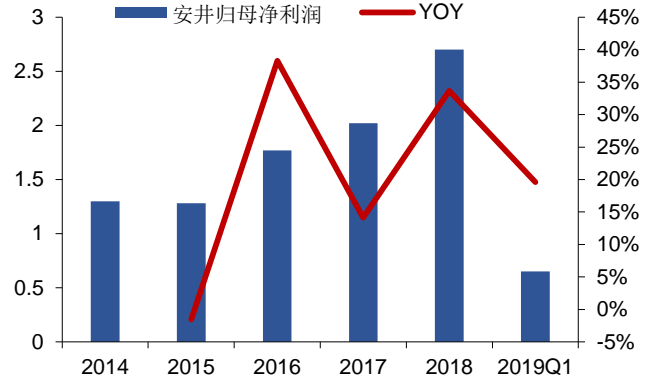
模优势持续强化，市场份额持续提升。公司 2018 年实现营收 42.6 亿元，同比增长 22.3%，归母净利 2.7 亿元，同比增长 33.5%，净利率达 6.4%。

图表 78 安井营收及增速（亿元，%）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 79 安井归母净利及增速（亿元，%）



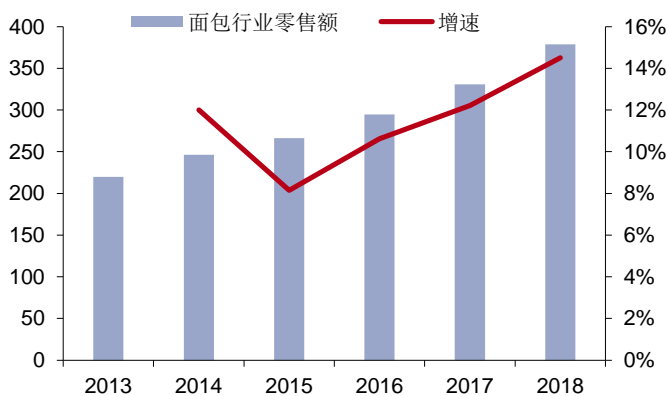
资料来源：公司年报，华创证券

2、全国化布局筑宽壁垒，规模效应优势逐步凸显

1) 短保烘焙：行业稳步增长，龙头加码全国化布局

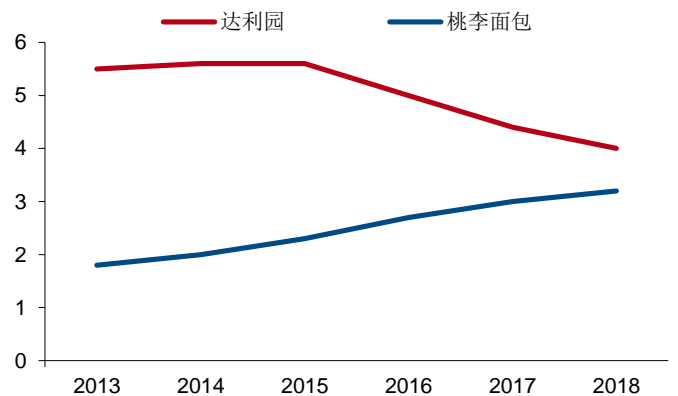
面包行业稳步增长，桃李面包快速扩张。Euromonitor 数据显示，国内面包行业快速增长，销售额从 2013 年的 219.95 亿元增长到 2018 年 378.67 亿元，CAGR 为 11.5%。近年来面包行业加速增长，增速从 2015 年的 8.1% 提升至 2018 年的 14.5%，一方面产品结构升级及提价推动行业零售额增长，另一方面饮食西式化、便捷化亦贡献部分增量。2018 年烘焙产品市场中，龙头达利园市场份额为 4.0%，桃李面包排名第二，市场份额为 3.2%。近年来以短保为主业桃李面包正快速全国化扩张，2013-2018 年间其市占率从 1.8% 提升至 3.2%，而以长保面包主业的达利园份额从 5.5% 下降到 4.0%。

图表 80 中国面包行业零售额及增速（亿元）



资料来源：Euromonitor，华创证券 注：不包含面包房

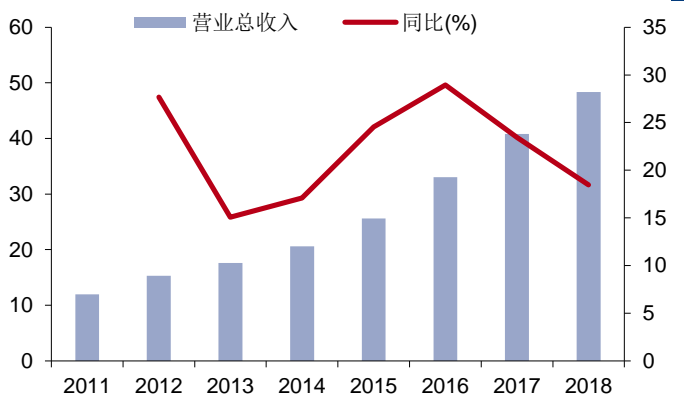
图表 81 达利园及桃李烘焙产品市场份额（%）



资料来源：Euromonitor，华创证券 注：烘焙类产品包含面包，蛋糕，混合甜点，冷冻烘焙品，糕点等

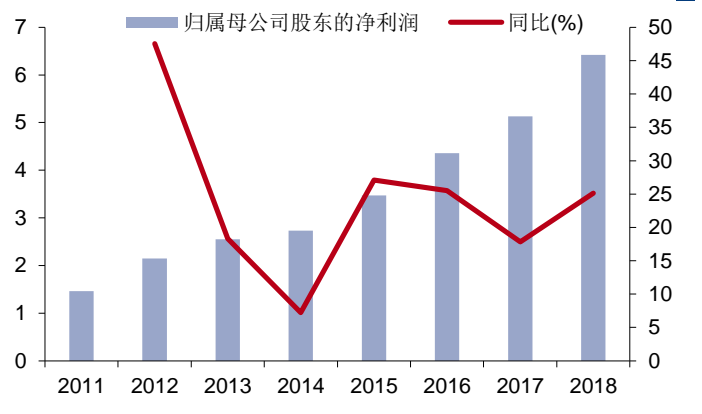
短保龙头产能逐步释放，业绩稳步增长。短保龙头桃李面包 18 年产能逐步释放，新项目天津桃李 18 年 3 月投产亦贡献部分产能，华南东莞工厂产能利用率有所提升，在公司渠道持续下沉和网络细化下，收入业绩快速增长，2011-2018 年公司收入从 11.96 亿元增长至 48.33 亿元，CAGR 为 22.08%，归母净利润从 1.46 亿元增长至 6.42 亿元，CAGR 为 23.56%。

图表 82 桃李面包营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 83 桃李面包归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

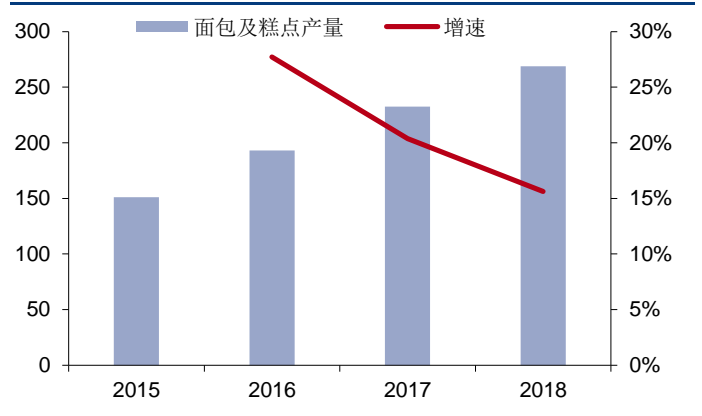
全国化布局持续推进, 中长期成长路径清晰。目前桃李已在全国 17 个地区建立生产基地, 近期公司筹划江苏、四川、青岛、浙江项目, 江苏、武汉、山东、沈阳等产线仍在建设中, 公司东莞工厂实施改造, 产能利用率有望提升。中长期来看, 公司多地工厂陆续建设投产, 全国化布局持续推进, 规模效应有望逐步显现。渠道方面, Q1 公司新增经销商 77 家, 合计经销商数目达 627 家, 预计公司将加快销售网络建设步伐, 在东北、华北等成熟市场渠道继续下沉, 华南、华东市场渗透率持续提升, KA 渠道销售稳步增长。

图表 84 部分桃李面包产能布局



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 85 桃李面包面包及糕点产量 (千吨)

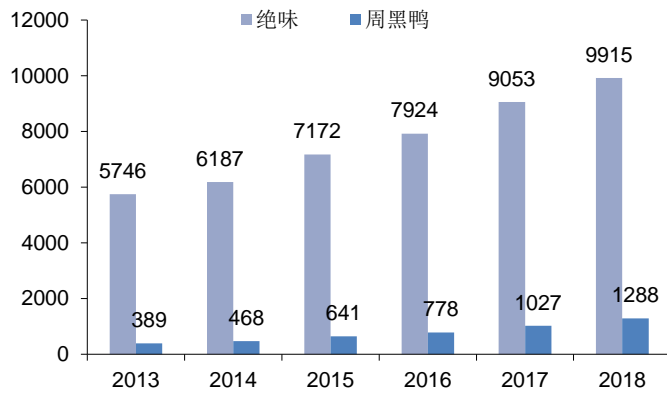


资料来源: 公司公告, 华创证券

2) 卤制品: 行业保持较快增长, 龙头处门店扩张期

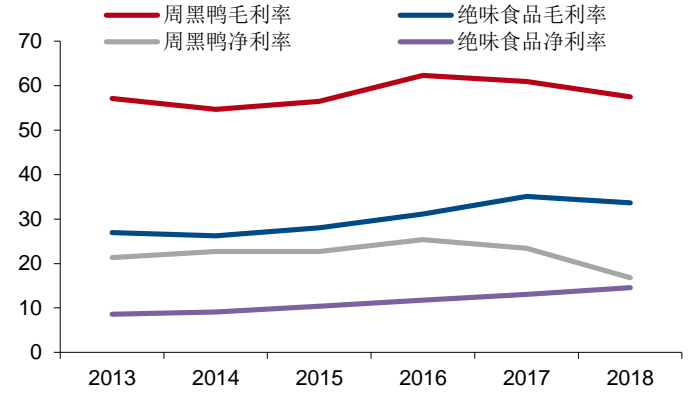
绝味门店稳步扩张, 规模效应逐步显现。2013-2018 年, 绝味食品门店数从 5746 家增至 9915 家, CAGR 为 11.53%, 周黑鸭门店数从 2013 年的 389 家增至 2018 年的 1288 家, CAGR 为 27.06%。绝味食品通过加盟模式轻资产扩张, 供应链管理及门店数量优势带来规模优势凸显, 其吨成本大幅低于周黑鸭。19 年公司规划新开店 800-1200 家, 今年 3 月发行可转债 10 亿元用于建设天津、江苏、武汉、海南合计 7.93 万吨产能的生产基地项目, 加码京津、长三角发达地区产能布局, 助力该区域门店扩张。中长期看, 公司具备产能及供应链管理优势, 在进一步加大渠道下沉和产能加码过程中, 规模效应有望逐渐强化。

图表 86 绝味食品与周黑鸭门店数量对比



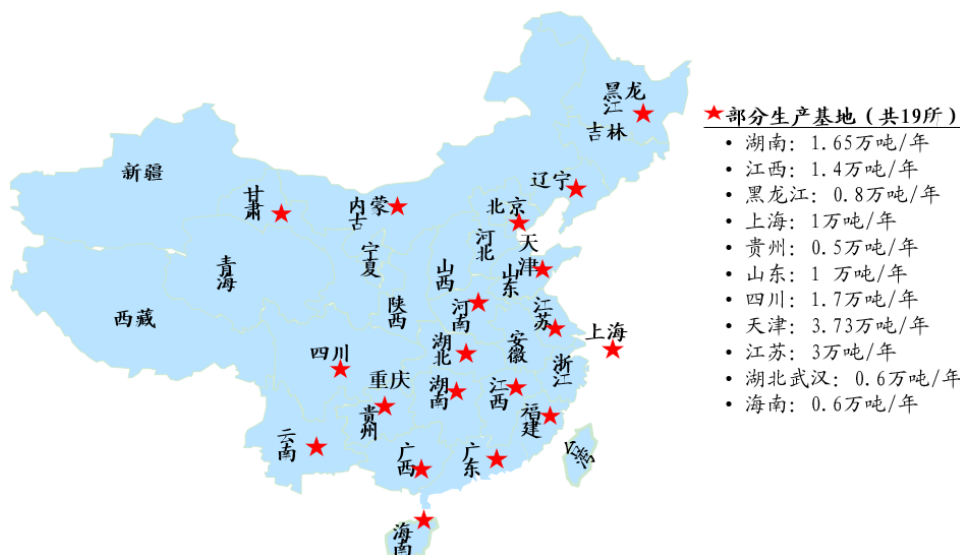
资料来源: Wind、华创证券

图表 87 绝味食品与周黑鸭盈利能力对比 (%)



资料来源: Wind、华创证券

图表 88 部分绝味食品产能布局

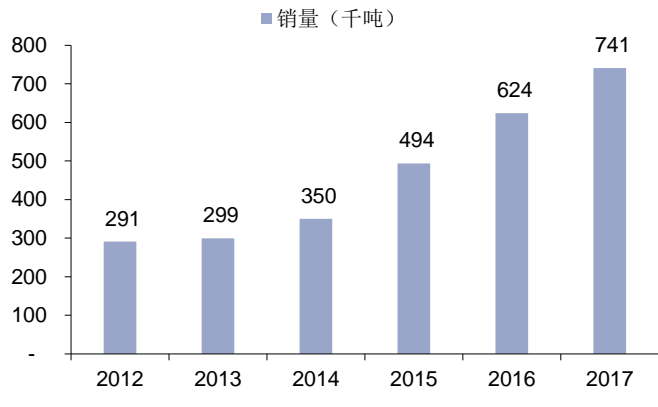


资料来源: 公司公告、华创证券整理

3) 速冻食品: 餐饮连锁化下成长性良好, 龙头规模优势显现

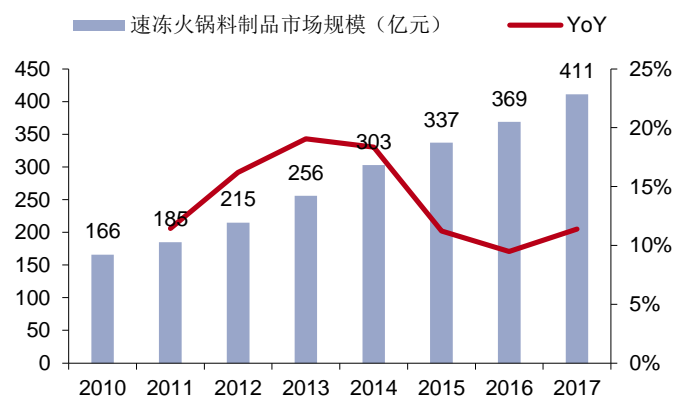
火锅料制品市场成长性良好。我国火锅料制品行业近几年得到快速发展, 2017 年火锅料制品市场销售规模 411 亿, 2010-2017CAGR 为 14%, 2017 年销量为 74 万吨, 近 5 年 CAGR 为 21%。

图表 89 速冻火锅料制品销量 (千吨, %)



资料来源: 前瞻产业研究院、华创证券

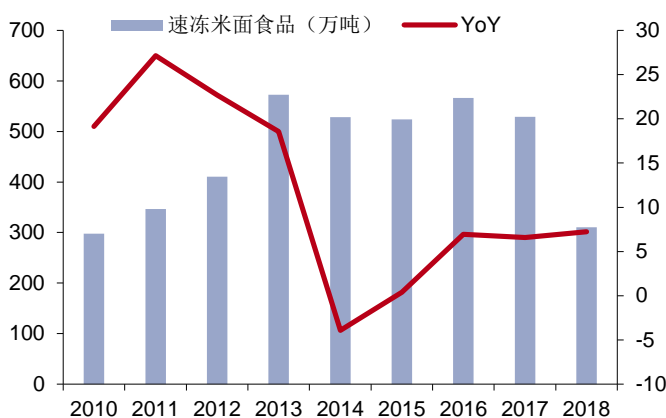
图表 90 速冻火锅料市场需求情况 (万吨, %)



资料来源: 前瞻产业研究院、华创证券

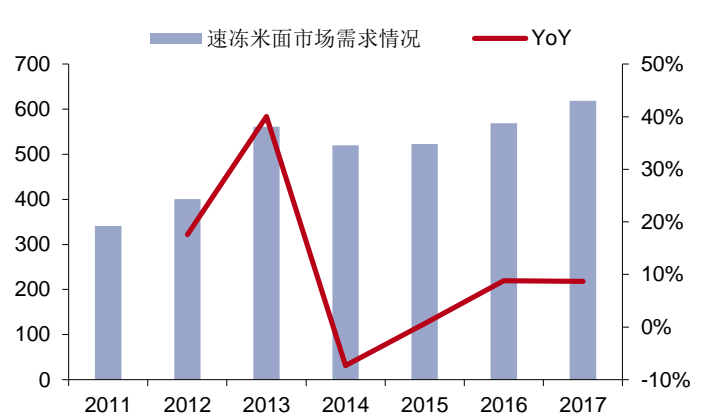
速冻米面制品: 需求稳定, 产品呈差异化发展。我国速冻米面制品供需较为稳定, 近年来保持 6-7% 增速 (2018 年因统计局口径变化出现绝对值的下滑, 同口径增速为 7.2%), 2017 年需求量为 618.5 万吨, 近三年年均复合增长率为 6%。近年来, 除传统的速冻水饺、汤圆外, 速冻米面制品也涌现出了红糖发糕、桂花糕等新品。

图表 91 速冻米面产量 (万吨, %)



资料来源: 国家统计局、华创证券 注: 2018 年因统计局口径变化出现绝对值的下滑, 同口径增速为 7.2%

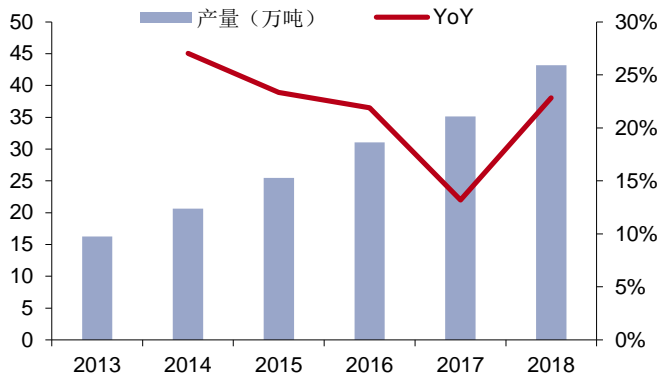
图表 92 速冻米面市场需求情况 (万吨, %)



资料来源: 前瞻产业研究院、华创证券

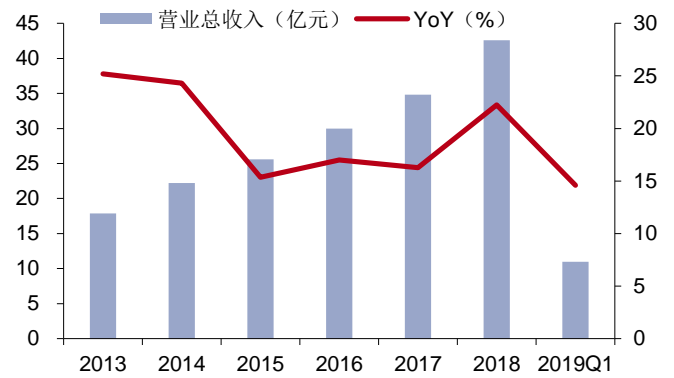
安井产能稳步释放, 销地产模式助力全国化布局。2018 年公司共有厦门、辽宁、无锡、泰州、四川、湖北、湖南 7 大生产基地, 年实际产量为 43 万吨, 2019 年四川工厂预计新增产能 2 万吨, 泰州及辽宁工厂技改增量, 公司公告变更可转债募投项目, 新增无锡民生 7 万吨速冻食品项目。预计未来公司产能释放增速约 15%-20%。随着产能的陆续释放, 大单品及销地产模式带来规模优势持续强化, 龙头份额进一步提升。

图表 93 安井食品产量及增速



资料来源：公司公告，华创证券

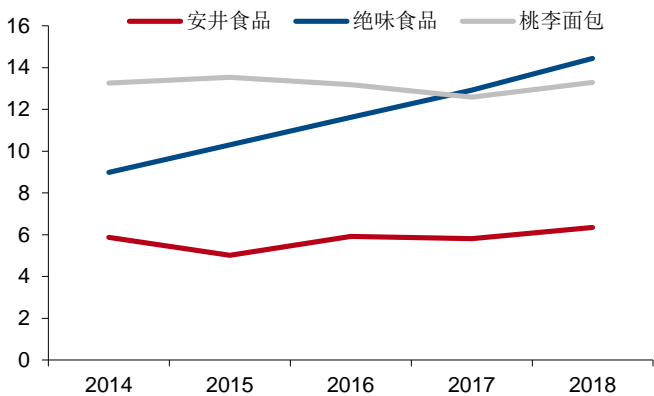
图表 94 安井食品收入及增速



资料来源：Wind，华创证券

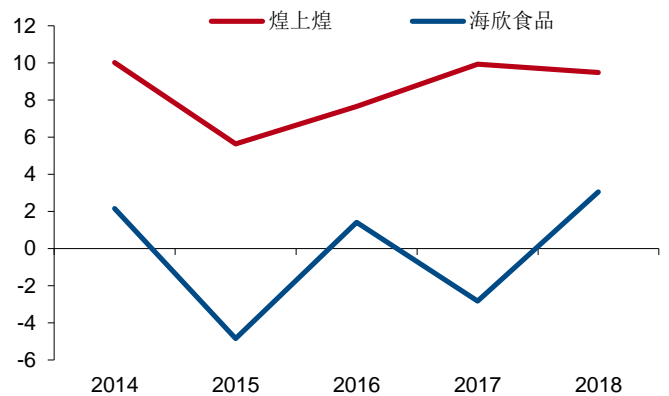
细分行业龙头全国化布局进行中，随着产能布局逐渐完善、渠道继续下沉，规模效应持续显现，盈利能力稳步提升。2014-2018 年间，绝味食品净利率从 8.99% 提升至 14.44%，安井食品净利率从 5.87% 提升至 6.35%，桃李面包因近年渠道下沉及新市场开拓导致费用率提升，净利率维持相对稳定。反观细分行业中第二梯队公司如煌上煌、海欣食品等，其规模效应尚不突出，盈利能力略微逊色。

图表 95 安井绝味桃李净利率 (%)



资料来源：Wind，华创证券

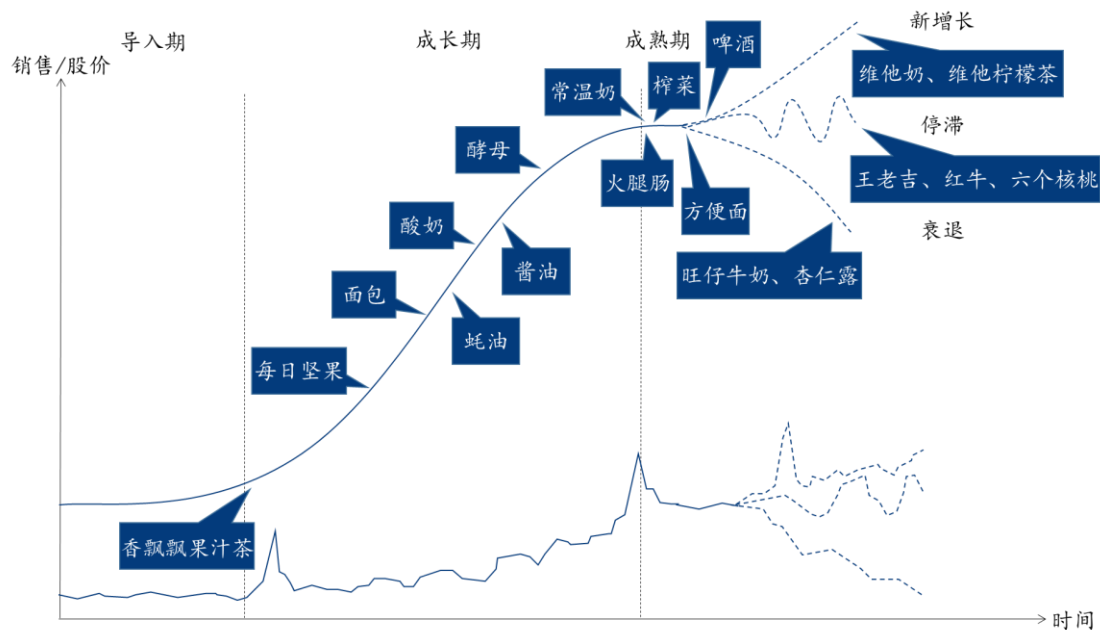
图表 96 煌上煌及海欣食品净利率 (%)



资料来源：Wind，华创证券

(三) 主线三：寻找产品周期中的成长大单品

图表 97 产品生命周期曲线



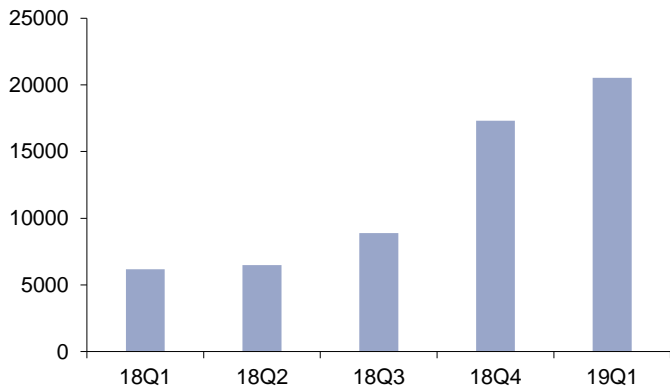
资料来源：华创证券整理

我们认为，对于许多快消品牌而言，其产品成长初期主要靠渠道力，中期主要依靠产品力，后期走向取决于定位力和创新力，营销力则在全周期提供支持。

- **初期看渠道力。**快消品消费决策取决于看得见，想得到，买得起，对于有一定知名度的快消品牌，在产品生命周期之初重点放在铺货上，因为消费者在心智中已存在该品牌，无需做过多营销亦能产生购买。此阶段持续时长一般在数月一年。
- **中期看产品力。**完成渠道铺货后，产品成长性主要取决于产品力带来的复购率提升，并决定了产品上市 1-3 年的市场表现。在此阶段，好的产品+适当的营销将带来产品快速增长。
- **后期看定位力及创新力。**在成长末期，定位力及创新力皆较强的产品能实现新增长，譬如在产品上推陈出新、在营销手段上创新、通过定位拓宽消费场景等；定位能力或创新能力只得其一的产品增长稳定或逐步停滞，譬如王老吉定位降火，红牛定位解困解累，收入体量亦能维持相对稳定；定位及创新能力较弱的产品则容易进入衰退期，如露露杏仁露。

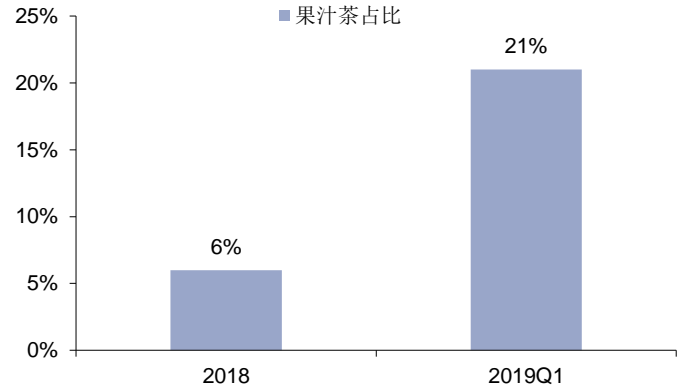
香飘飘果汁茶和洽洽每日坚果目前处在成长初期。香飘飘果汁茶于 18 年 7 月上市，2018 年贡献收入约 2 亿元，表现亮眼。19 年开年果汁茶仍保持良好增长势头，19Q1 实现收入 1.71 亿元，推动其即饮类产品稳步增长，大单品雏形初显。短期看，果汁茶产品力较好且铺货逻辑清晰，在旺季来临、产能释放及渠道协同等因素推动下，后续季度有望快速放量，带动收入稳步提升；中期看，果汁茶具备成为十亿大单品潜力，规模效应有望带来盈利能力改善；长期看，公司产品生命力取决于其新品开发及场景定位能力。洽洽每日坚果自 2017 年推出以来快速放量，2018 年实现销售额 5 亿元，2019 年销售额目标 11 亿元，目标线下第一，线上前二。

图表 98 香飘飘即饮类产品收入及增速 (万元, %)



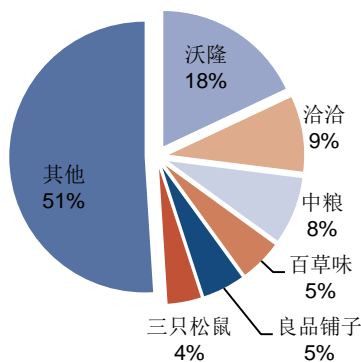
资料来源: 业绩发布会调研, 华创证券

图表 99 香飘飘果汁茶收入占比 (%)



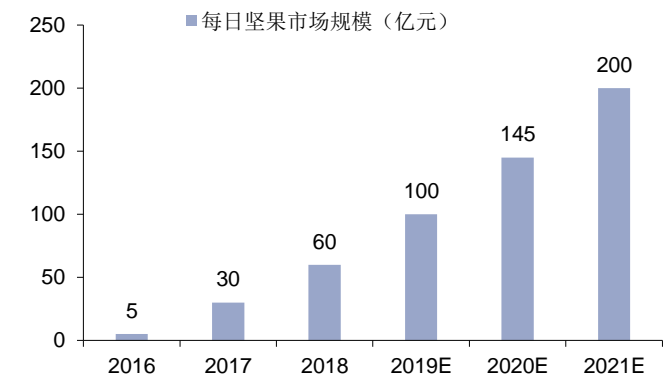
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 100 每日坚果市场竞争格局 (2018 年)



资料来源: 公司调研, 华创证券

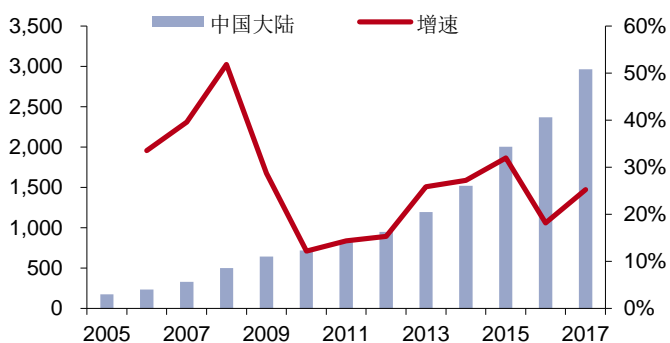
图表 101 每日坚果市场规模预测



资料来源: 公司调研, 华创证券

公司如煌上煌、海欣食品等, 其规模效应尚不突出, 盈利能力略微逊色。

图表 102 维他奶大陆业务收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 华创证券

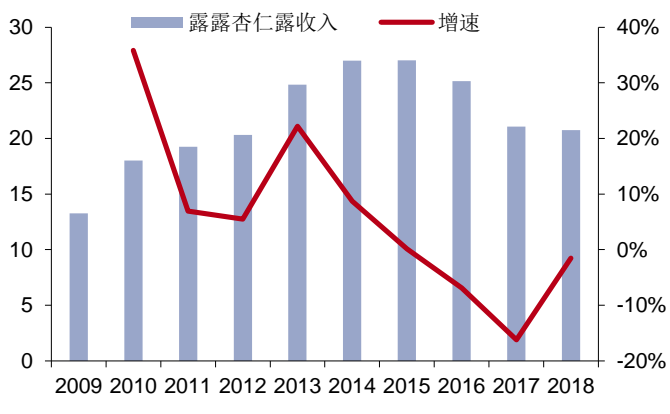
图表 103 维他柠檬茶微信表情包



资料来源: 微信

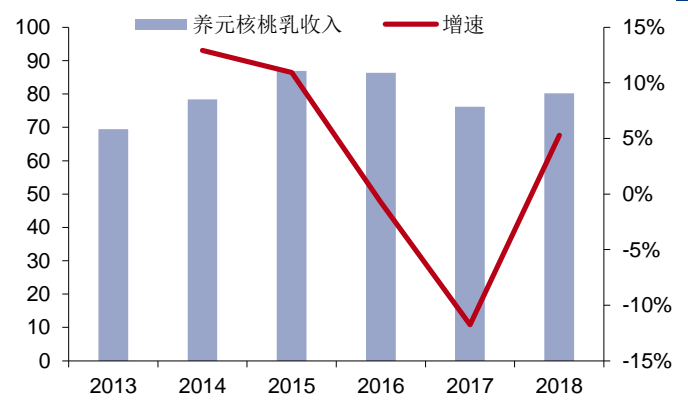
露露杏仁露、六个核桃成长性放缓。露露杏仁露是杏仁露龙头, 近年来由于外部竞争加剧、内部产品品类单一、定位不明晰等导致消费者群体有所断层, 收入从 2015 年的 27.06 亿下降到 2018 年的 20.75 亿元; 六个核桃为核桃乳龙头, 产品亦存在产品品类单一等问题, 但由于场景定位能力较强、占据消费者健脑心智, 其收入波动相对较小, 近年维持在 80 亿元左右。

图表 104 露露杏仁露收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 105 养元核桃乳收入及增速 (亿元, %)



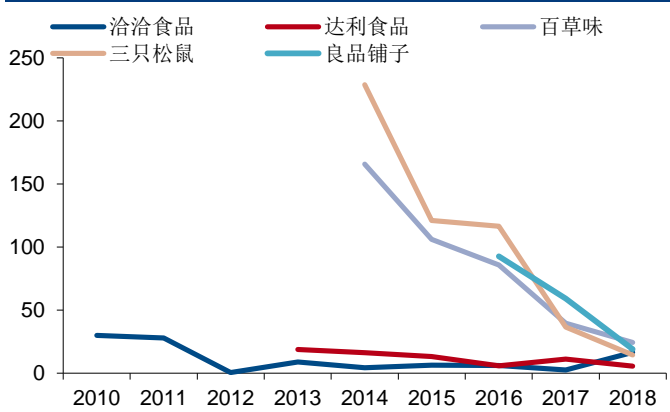
资料来源: Wind, 华创证券

(四) 主线四: 全渠道融合下的增长机遇

1) 休闲食品: 多品类全渠道竞争时代, 线上线下加快融合

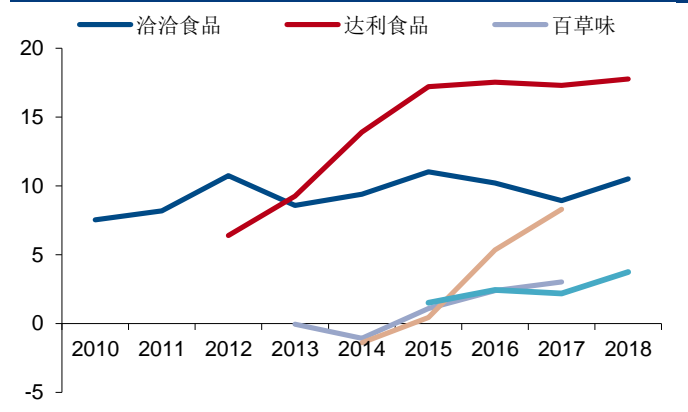
行业进入多品类全渠道竞争时代。休闲食品行业总体集中度较低, 细分行业众多, 因此第一代休闲食品龙头往往是从细分子领域切入, 占领该细分行业, 成为龙头公司和该品类的代名词。但 2010 年后, 涌现出如三只松鼠、百草味等专注电商渠道的休闲零食品牌和如良品铺子、来伊份等零食专卖店品牌, 成为第二代休闲食品龙头。第一代企业从线下出发, 一步步招商, 成长过程相对慢, 但渠道相对封闭, 做成的企业品牌力较好, 盈利能力强。第二代企业从线上起家, 借助互联网流量红利, 迅速聚集消费者, 平台化运作, 以坚果品类导流, 更类似超市模式, 如今已经寡头割据, 流量红利逐步衰退。

图表 106 第一代和第二代休闲食品龙头收入增速对比



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华创证券

图表 107 第一代和第二代休闲食品龙头净利率对比



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华创证券

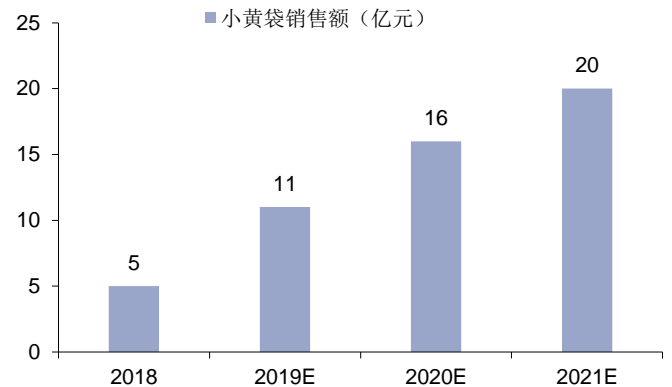
拥有核心渠道优势的企业正加速向核心外渠道渗透。具有线上渠道优势的电商品牌, 逐步开拓线下市场, 如三只松鼠 2016 年开始开设线下投食店, 2018 年门店数已达 45 家。具有线下渠道优势的传统品牌, 一方面基于优势渠道推出新品, 如洽洽近年来推出蓝袋、小黄袋、山药脆片系列, 2018 年新品放量增长, 另一方面线下传统品牌也在积极向线上融合, 如洽洽 2018 年推出专属于线上的每日坚果和山药脆片产品。

图表 108 洽洽不断推出创新品类



资料来源：公司官网、京东、华创证券

图表 109 洽洽小黄袋销售额快速增长



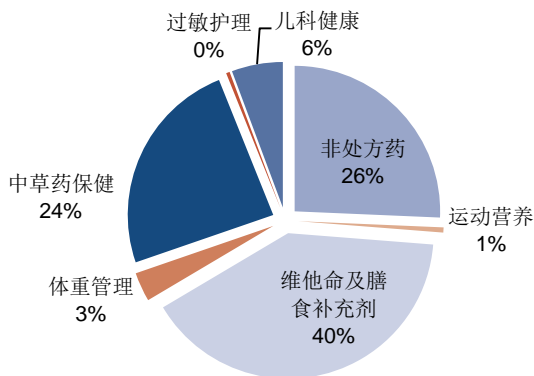
资料来源：公司调研、华创证券

2) 保健品：线上线下增长保持良好，龙头寻求全渠道均衡发展

➢ 膳食补充剂：行业方兴未艾，线上快速发展

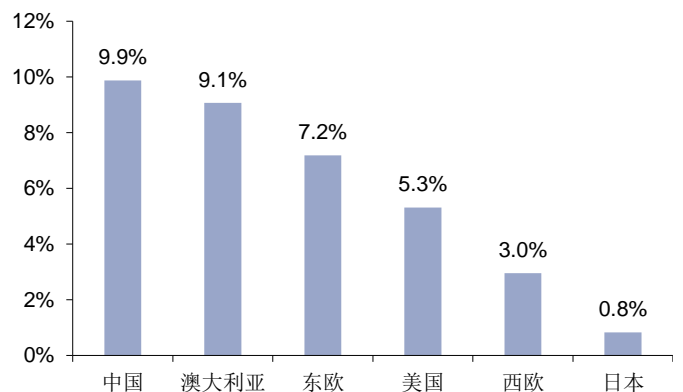
膳食营养补充剂为中国保健品主要子行业，全球主要市场中中国增长最快。根据 Euromonitor 数据显示，2018 年中国保健品市场规模为 2574 亿元，近 5 年 CAGR 为 9%。中国保健品行业主要分为非处方药、运动营养，维生素 & 膳食营养补充剂，体重管理，传统草药产品，过敏护理及儿童保健品，其中维生素 & 膳食营养补充剂占比最大，Euromonitor 数据显示，2018 年中国维生素 & 膳食营养补充剂市场规模为 1486 亿元，占保健品市场 40%。从全球主要市场来看，中国维生素 & 膳食营养补充剂市场增速最快，2004-2018 年 CAGR 约为 10%。

图表 110 中国保健品行业结构 (2018 年)



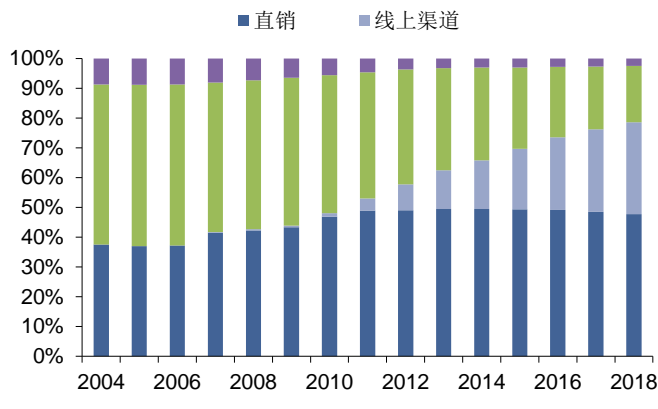
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 111 全球主要膳食营养补充剂市场增速情况



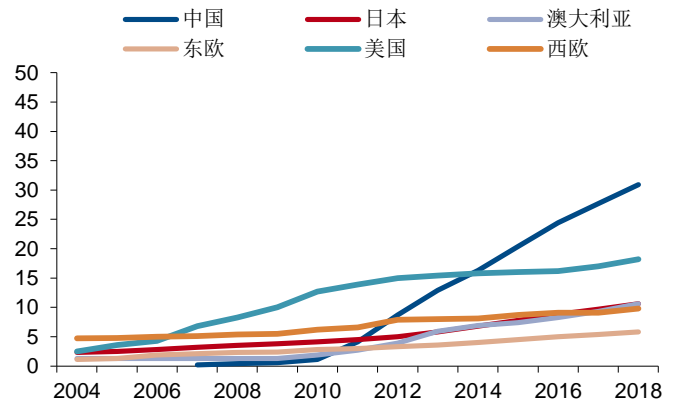
资料来源：Euromonitor，华创证券 注：2004-2018 年 CAGR

图表 112 中国维生素&膳食营养补充剂渠道结构



资料来源: Euromonitor, 华创证券

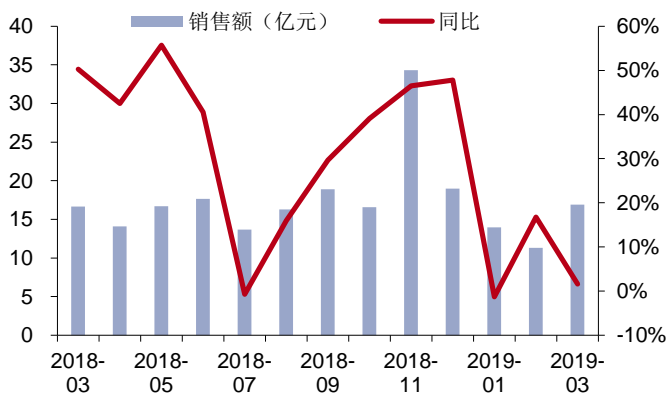
图表 113 全球主要市场线上渠道占比变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

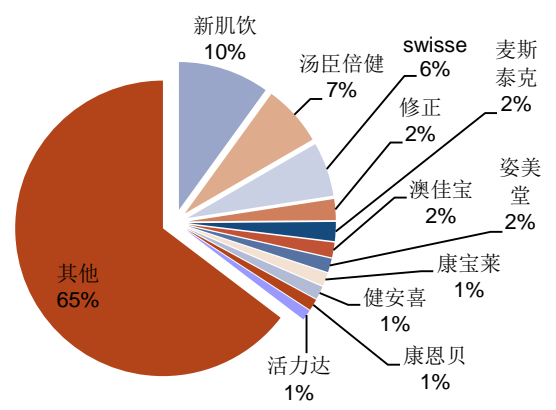
线上渠道增速平稳, 汤臣、Swisse 优势明显。阿里平台数据显示, 2018 年全年线上保健品销售额 207.6 亿元, 同增 37%, 19 年以来由于权健事件波及及线上红利衰退, 保健品行业增速有所下滑, 但长期来看线下转线上趋势不改。此外, 19 年跨境电商政策落地, 海外品牌有望受益, 或进一步推动整体线上销售。分品牌来看, 2018 年线上膳食补充剂销售中汤臣倍健及 H&H 旗下品牌 Swisse 占比最大, 分别为 7%、6%, 大幅高于其竞争对手, 头部品牌优势明显。2018 年汤臣倍健线上销售扣除健之宝业务后同增超 45%, 19 年公司开启电商品牌化 3.0 战略, 启动线上专业年轻品牌 YEP、IWOW 等, Swisse 受益于跨境电商政策落地, 19 年线上销售有望较快增长。

图表 114 阿里平台保健品行业销售额



资料来源: 阿里平台数据, 华创证券

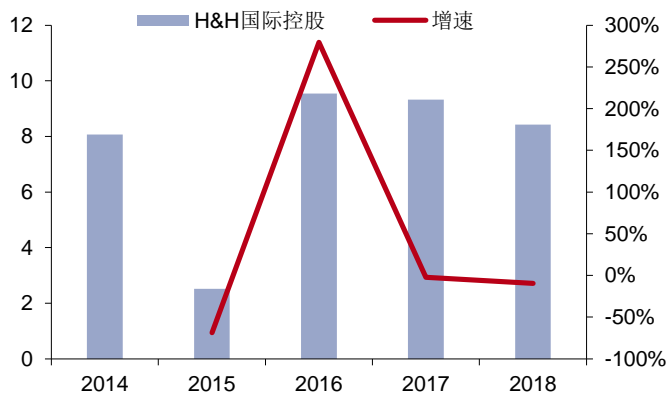
图表 115 2018 全年线上保健品行业格局



资料来源: 阿里平台数据, 华创证券

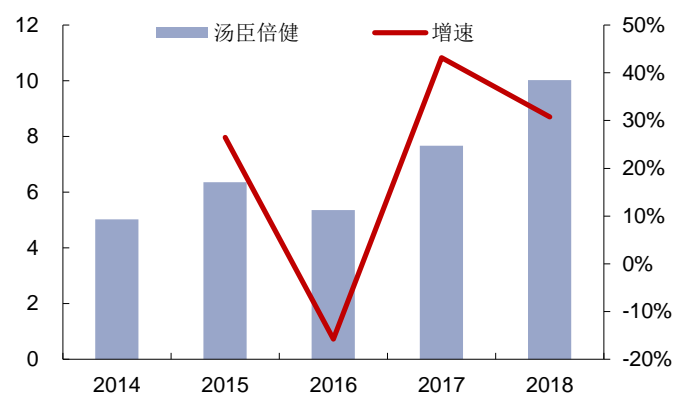
线下多渠道布局, 打造新增长点。汤臣倍健方面, 2018 年公司以药店为主的线下渠道约占 80% 收入, 健力多带动线下渠道同增超 35%, 公司今年三大单品齐发: **1) 健力多在处在氨糖软骨素行业高速发展期, 其收入业绩高速增长。**据 Euromonitor 数据测算, 中国氨糖类产品人均零售额为 2.7 元, 而老龄化较严重的日本人均氨糖类产品零售额为 27.6 元, 未来随着老龄化及人均可支配收入提升, 该品类仍有较大提升空间, 健力多亦能受益行业增长; **2) 健视佳布局亦符合当下发展趋势。**Euromonitor 数据显示, 2018 年日本眼部保健品市场规模约为 632 亿日元, 高于氨糖类市场的 585 亿日元, 眼部保健市场目标客户主要为人口老龄化导致视力衰退的老年人、长期面对屏幕加班加点工作的白领、已过面对丰富电子产品并成为低头族的青少年。反观中国, 随着人口老龄化加剧, 年轻群体工作生活压力增加, 消费电子进一步普及, 居民将更加重视眼部健康, 国内眼部保健市场或迎来高速发展; **3) Life-Space 或迎来益生菌品类爆发期。**中国益生菌补充剂市场为全球第三大市场, 15-18 年品类 CAGR 约为 21%, 公司在线下积极布局母婴渠道并与汤臣药店渠道协同, 规划今年 5 月完成对 3 万家终端铺货, 全年完成 5 万家终端铺货, 未来有望迎来快速增长期。H&H 国际控股方面, 18 年公司深耕母婴渠道, 终端数量从 17 年的 2.67 万增长至 18 年的 3.14 万家, 预计 19 年数个产品获得蓝帽子开启线下销售, 部分产品或将放量。

图表 116 H&H 国际控股业绩及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 117 汤臣倍健业绩及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

➤ 运动营养: 蓝海市场, 线上市场份额领先, 线下积极布局

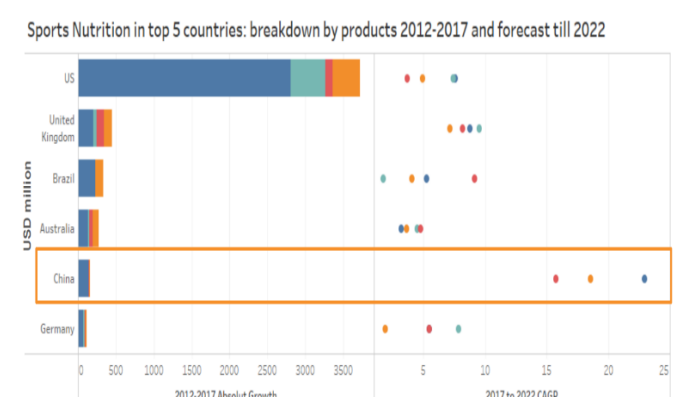
国内运动营养和体重管理市场保持快速增长。根据 Euromonitor 数据, 2018 年我国运动营养及体重管理市场规模 21 亿元, 近 10 年来年均复合增长率为 29%, 预计到 2023 年运动营养市场有望翻倍增长, 达 62 亿元, 2018-2023 年均复合增长率为 24%。和海外其他地区相比, 尽管我国运动营养市场仍处于原始阶段, 规模较小, 但增速位居世界第一, 未来增长空间巨大。

图表 118 中国运动营养市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

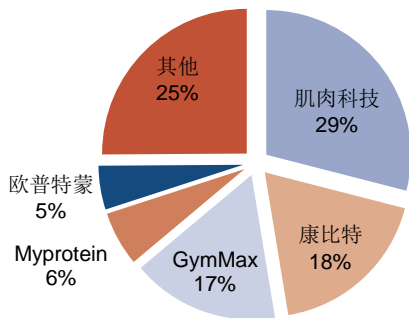
图表 119 中国市场增速位居世界第一



资料来源: Euromonitor, 华创证券

国内运动营养集中度持续提升, 肌肉科技龙头地位稳固。从运动营养的竞争格局来看, 2018 年肌肉科技市占率为 29%, 位居第一。自 2016 年收购完成, 北京奥威特成立后, 肌肉科技的增长势头迅猛, 2017 年肌肉科技市占率为 26%。首次超过康比特 (21%), 2018 年康比特尽管仍位居第二, 但市场份额持续下滑, 和肌肉科技的差距逐步拉大。从行业集中度来看, 近 3 年行业 CR5 持续提升, 2018 年 CR5 已经高达 74.9%, 肌肉科技作为龙头公司有望持续受益集中度提升。

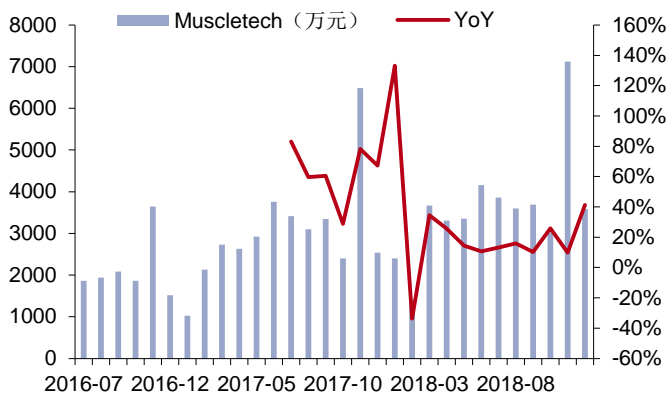
图表 120 国内运动营养竞争格局（2018 年）



资料来源: Euromonitor、华创证券

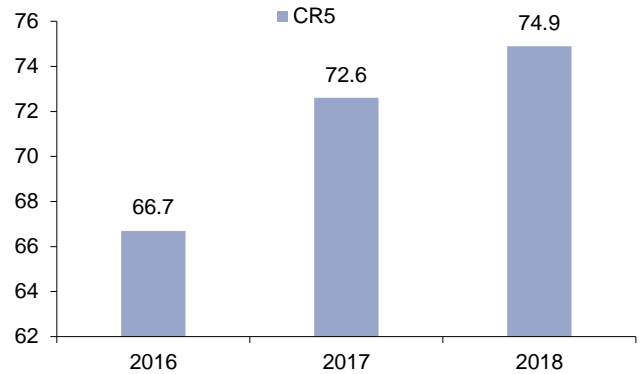
西王线上份额领先，线下积极布局。公司国内保健品主要以线上渠道为主，线上占比约 90%，2018 年 Muscletech 阿里渠道实现销售额 4.32 亿元，同比增长 18.3%。同时，Muscletech 于 2018 年 12 月在蛋白粉、氨基酸阿里渠道中占据 18% 左右的市场份额，位居第一。线下来看，2019 年公司将积极扩充经销商，预计到 2019 年底经销商数量将从 100 家增加至 150 家。公司联合经销商开发布局健身房和健身学院等渠道，目前已与一兆韦德、金吉鸟、黄金时代等国内门店数量领先健身房开展合作，在一兆韦德公司以 Sixstar 产品专销，公司在健身机构的合作中，通过签约营养导师等方式加强营销。此外，公司还通过赞助专业性健身比赛，如一战到底健身挑战赛，加深公司品牌与运动营养之间的关联度，扩大线下品牌知名度。

图表 122 Muscletech 线上数据及增速（万元。%）



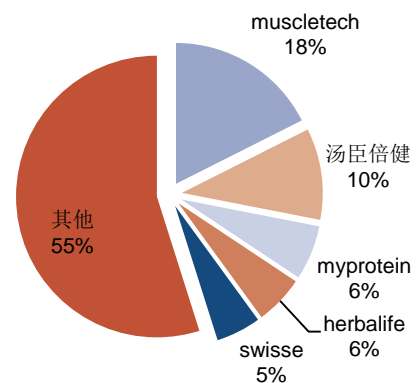
资料来源: 淘数据、华创证券

图表 121 国内运动营养集中度持续提升 (%)



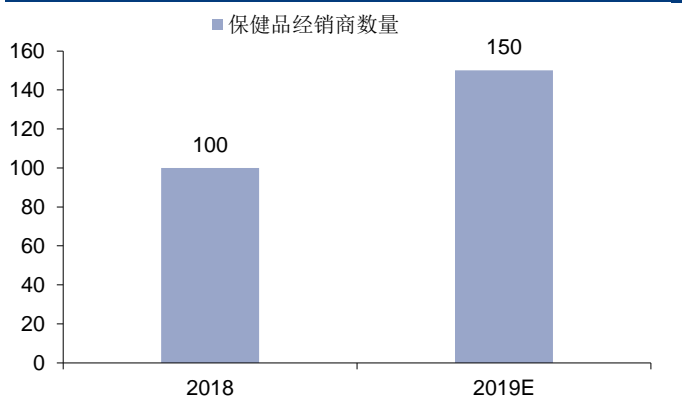
资料来源: Euromonitor、华创证券

图表 123 国内运动蛋白粉阿里渠道市场份额



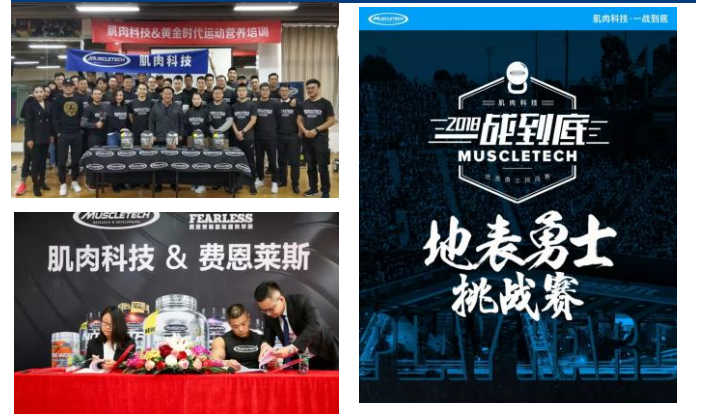
资料来源: 淘数据、华创证券

图表 124 西王经销商数量规划



资料来源：公司调研、华创证券

图表 125 西王积极拓展线下渠道

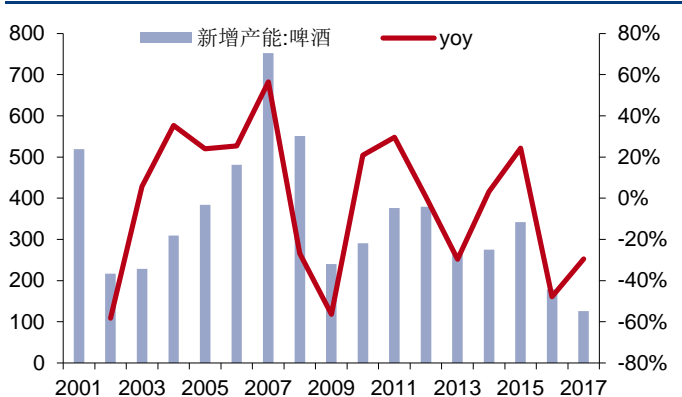


资料来源：公司官网、华创证券

(五) 主线五：啤酒格局改善渐行渐近

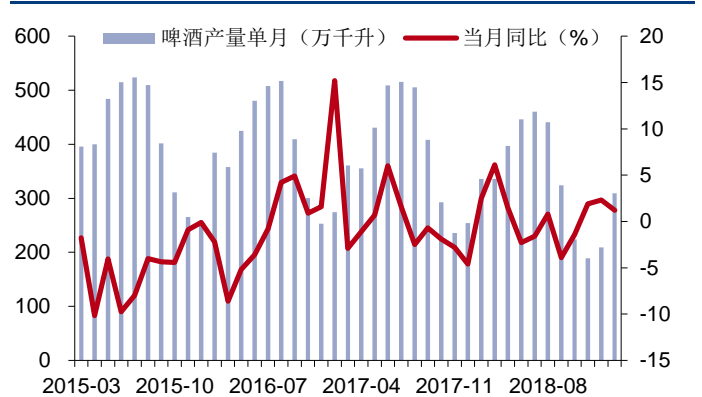
行业产能持续优化，产量增速有所回升。自 2015 年开始，啤酒行业新增产能持续减少，2017 年啤酒行业新增产能 126 万吨，同比减少 29.5%，从 2018 年主要啤酒厂商经营情况来看，预计啤酒行业新增产能仍将减少，产能持续优化。产量方面，2019Q1 啤酒行业累计产量 847 万千升，同比增长 3.0%，其中 1-2 月产量为 539 万千升，同增 4.2%，3 月产量为 309 万千升，同增 1.2%，产量增速较前期有所回升。

图表 126 啤酒行业新增产能（万吨/年，%）



资料来源：Wind、华创证券

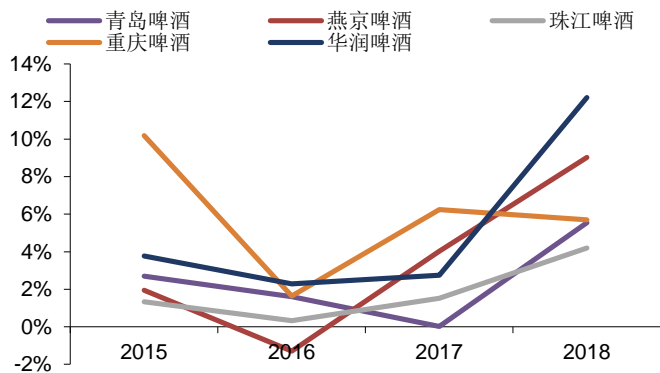
图表 127 啤酒行业月度产量（万千升，%）



资料来源：Wind、华创证券

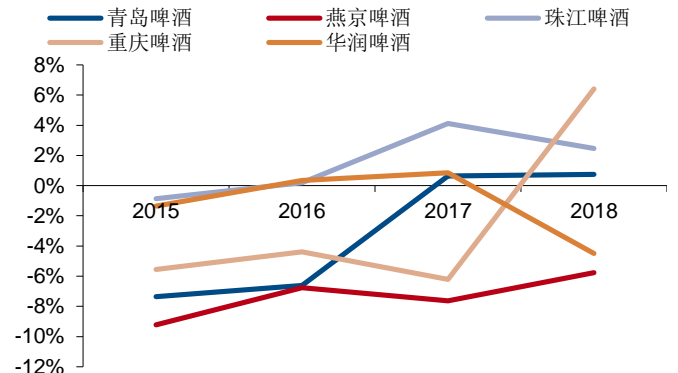
龙头量稳价增，收入利润有所改善。2018 年各主要啤酒公司业绩均有所改善，华润/青啤/燕京/重啤/珠江啤酒收入分别为 319/276/113/35/40 亿元，分别同增 7.4%/5.1%/1.3%/9.2%/7.3%，扣非净利润分别为 7.0/10.5/1.5/3.5/1.3 亿元，其中青啤/重啤/燕京/珠江均较去年有所改善。量方面：啤酒行业整体处于成熟期，销量增长较为稳定，主要啤酒公司 2018 年销量均保持个位数增长。其中华润/青啤/燕京/重啤/珠江销量分别为 1129/803/392/94/124 万千升，分别同增 -4.5%/+0.8%/+6.4%/+2.5%；价方面：主要公司自 2018 年初开始通过提价和产品高端化的方式提升均价，华润/青啤/燕京/重啤/珠江吨价分别为 2822/3441/2737/3672/3118 元，分别同增 12.2%/5.5%/9.0%/5.7%/4.2%。

图表 128 主要啤酒公司吨价增速 (%)



资料来源：公司公告、华创证券

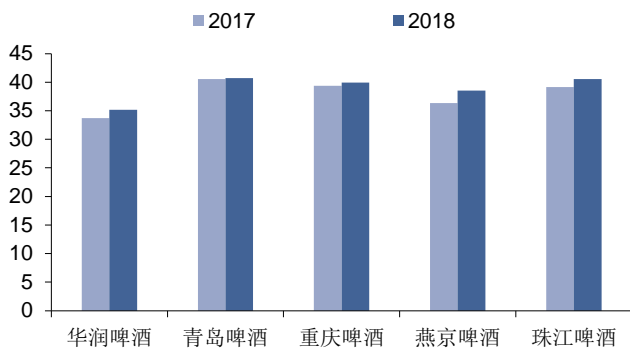
图表 129 主要啤酒公司销量增速 (%)



资料来源：公司公告、华创证券

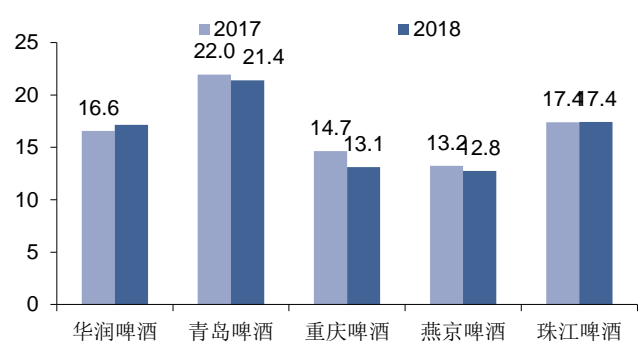
结构升级费用优化，盈利能力均有所提升。2018 年各主要啤酒公司毛利率均同比提升，华润/青啤/燕京/重啤/珠江啤酒毛利率分别为 35.1%/40.7%/38.5%/39.9%/40.6%，分别同比提升 1.4/0.2/2.2/0.6/1.4pcts。费用率方面，主要啤酒厂商均提升费用投放效率，费用率有所控制，2018 年华润/青啤/燕京/重啤/珠江啤酒的销售费用率分别为 17.2%/21.4%/12.8%/13.1%/17.4%，其中青啤/燕京/重啤同比下降 0.6/0.5/1.5pcts。总体来看，受益于毛利率提升和费用投放的改善，各啤酒公司盈利能力均逐步改善，考虑到关厂等带来的费用及减值损失影响，实际盈利能力改善更为明显。

图表 130 主要啤酒公司 2018 年毛利率变化



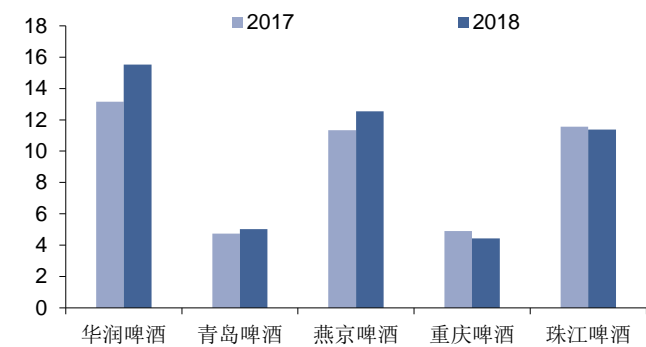
资料来源：公司公告、华创证券 注：青岛啤酒采用同比口径

图表 131 主要啤酒公司 2018 年销售费用率变化



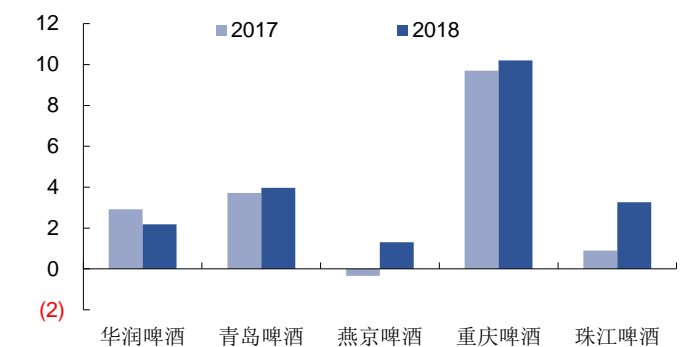
资料来源：Wind、华创证券 注：青岛啤酒采用同比口径

图表 132 主要啤酒公司 2018 年管理费用率变化 (%)



资料来源：Wind、华创证券 注：青岛啤酒采用同比口径

图表 133 主要啤酒公司 2018 年扣非净利率变化 (%)



资料来源：Wind、华创证券 注：青岛啤酒采用同比口径

展望未来：关厂增效趋势不改，战略性配置啤酒板块。近年来各主要公司关厂优化产能持续推进，重庆啤酒已累计关闭或出售 8 家子公司，青岛啤酒于 2018 年关停杨浦和芜湖工厂，华润啤酒 2017 年关闭 5 家工厂，2018 年关闭 13 家工厂，后续仍将继续关厂，百威英博 2016 年关闭浙江舟山工厂、河南新乡亚洲啤酒厂，珠江啤酒 2017 年关闭汕头工厂。啤酒行业在消费升级驱动下，高端化趋势显现，龙头厂商积极推进产能优化、提升产品结构、控制费用投放、提升经营效率，行业竞争格局持续向好，板块有望逐步迎来格局拐点和业绩逐步兑现。

图表 134 主要啤酒厂商关厂进展

公司名称	时间	关停数量	详细情况
重庆啤酒	2015 年	3 家	关闭綦江、九华山、永川公司
	2016 年	4 家	关闭六盘水、黔江、亳州公司，转让大梁山公司 70% 股份
	2017 年	1 家	关闭金山公司
	2018 年	2 家	转让柳州公司、关闭常德酒厂
华润啤酒	2017 年	5 家	关闭 5 家工厂
	2018 年	13 家	关闭 13 家工厂，含晋中公司
	2019 年	1 家	北京公司申请注销食品生产许可证
燕京啤酒	2017 年	-	燕京啤酒关闭多家工厂
珠江啤酒	2017 年	1 家	关闭汕头工厂
青岛啤酒	2018 年	2 家	关闭杨浦和芜湖公司
百威英博	2016 年	2 家	关闭浙江舟山、河南新乡工厂

资料来源：各公司年报、华创证券整理

四、投资策略：守望价值高回报，咬定龙头不放松

白酒方面，继续把握板块从周期成长转向稳健成长思维，名酒龙头经营更趋稳健，年初以来板块开门红预期良好，进一步印证龙头业绩稳健性，中线基于板块稳健成长，在外资流入带来估值体系重构之下，估值中枢仍有望稳步提升，长线板块结构性繁荣，品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面，核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等，此外低估值品种关注洋河股份、口子窖等。

大众品方面，必选消费需求稳健，消费升级及定价权决定了龙头份额持续提升，从而龙头业绩保持稳健，乳品龙头份额提升确定，调味品板块仍是优质赛道，持续推荐伊利股份、中炬高新、恒顺醋业等；继续深挖基础消费品品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；低估值且业绩改善标的方面，推荐双汇发展、安琪酵母、上海梅林、西王食品等；啤酒行业格局改善趋于积极，战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。

图表 135 食品饮料板块重点覆盖公司估值表

简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS (元/股)			PE (倍)			目标价(元)	投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	12,235	974.00	28.02	33.46	39.25	35	29	25	1000.0	强推
五粮液	3,973	102.36	3.45	4.42	5.27	30	23	19	110.5	强推
泸州老窖	1,141	77.88	2.38	3.26	4.02	33	24	19	100.0	强推
洋河股份	1,773	117.66	5.39	6.22	6.99	22	19	17	156.0	强推
山西汾酒	497	57.43	1.69	2.14	2.63	34	27	22	71.0	强推

水井坊	246	50.39	1.19	1.45	1.74	42	35	29	-	推荐
舍得酒业	99	29.35	1.01	1.22	1.55	29	24	19	39.0	强推
古井贡酒	519	117.55	3.37	4.53	5.68	35	26	21	142.0	强推
口子窖	390	64.99	2.55	3.13	3.69	25	21	18	78.0	推荐
顺鑫农业	331	58.00	1.30	2.00	2.56	44	29	23	60.0	强推
酒鬼酒	79	24.32	0.69	0.91	1.16	35	27	21	29.0	推荐
今世缘	328	26.12	0.92	1.20	1.51	28	22	17	37.8	强推
伊利股份	1,890	31.00	1.06	1.16	1.30	29	27	24	36.4	强推
海天味业	2,411	89.28	1.62	1.96	2.36	55	46	38	94.4	强推
中炬高新	287	36.05	0.76	0.98	1.24	47	37	29	43.4	强推
恒顺醋业	103	13.13	0.39	0.43	0.50	34	31	26	15.0	推荐
千禾味业	76	23.17	0.74	0.68	0.83	31	34	28	24.9	推荐
涪陵榨菜	226	28.69	0.84	1.02	1.24	34	28	23	37.2	强推
双汇发展	918	27.83	1.49	1.61	1.77	19	17	16	28.3	强推
绝味食品	190	46.46	1.56	1.88	2.25	30	25	21	56.3	强推
汤臣倍健	319	21.69	0.68	0.88	1.10	32	25	20	25.8	强推
好想你	50	9.78	0.25	0.33	0.41	39	29	24	12.2	推荐
洽洽食品	114	22.51	0.85	1.05	1.21	26	21	19	30.0	强推
安井食品	98	45.46	1.25	1.49	1.82	36	31	25	45.5	强推
桃李面包	247	37.50	0.97	1.12	1.35	38	33	28	40.5	推荐
西王食品	69	8.97	0.61	0.66	0.76	15	14	12	12.0	强推
上海梅林	100	10.70	0.33	0.55	0.69	33	20	16	11.0	强推
青岛啤酒	652	51.00	1.05	1.30	1.59	48	39	32	-	推荐
重庆啤酒	179	37.00	0.83	1.04	1.27	44	36	29	38.0	推荐

资料来源: Wind、华创证券预测 注: 以 2019 年 4 月 29 日收盘价计

五、风险提示

经济持续回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：张燕

上海社会科学院硕士，2 年食品饮料研究经验，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台(600519),根据上市公司公告,贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500