



## 食品饮料

# 【联讯食品饮料】年报及一季报总结：单季收入增速环比提升，马太效应显著

2019年05月06日

### 投资要点

中性(维持)

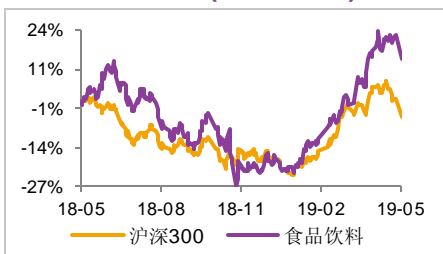
分析师：徐鸿飞

执业编号：S0300518090001

电话：010-66235689

邮箱：xuhongfei@lxsec.com

### 行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

### 相关研究

《【联讯食品饮料】茅台披露一季度经营数据，营收增速超市场预期》2019-04-07

《【联讯食品饮料】个股表现出现分化，关注季报行情演绎》2019-04-14

《【联讯食品饮料】季报密集发布多有亮点》2019-04-22

### 单季收入增速环比持续提升，多数子行业收入增长回暖

2018年，食品饮料行业（CS）完成营业收入 6592.64 亿元（+15.32%）；归母净利润 1061.88 亿元（+25.21%）。1Q19，食品饮料行业（CS）完成营业收入 1996.54 亿元（+14.83%）；归母净利润 400.61 亿元（+21.96%）。其中，4Q18 单季度板块营业收入同比增长 12.13%，环比提升 3.27 pct；1Q19 板块营业收入同比增长 13.21%，环比提升 1.08 pct。

1Q19，白酒、乳制品与其他饮料延续了两位数的收入增长；仅其他食品与黄酒两个子行业的扣非净利润仍有负增长，葡萄酒实现微增，而其他板块的扣非净利润均保持两位数以上的单季度增速。

### 白酒板块延续高增长，高端白酒盈利能力持续提升

白酒板块恢复高增长，盈利能力持续强化，头部酒企优势显著。茅台营收恢复高增速，白酒企业迎来开门红，扭转了市场对行业可能出现下行的悲观预期。行业市场份额向头部酒企集中，高端白酒企业盈利能力持续增强，毛利率与净利率进一步提升，收入占行业总收入比重小幅增加。次高端与大众白酒收入与利润份额降低，整体利润率同比略有下滑。

进一步细分，次高端品牌与大众白酒的头部酒企在各自领域内也有较快增长，如山西汾酒、古井贡酒、今世缘、顺鑫农业等。未来，高端白酒仍然保有量价齐升空间，而整个次高端白酒市场规模将随之从百亿级别提升到千亿级别，留给地方龙头酒企的市场空间提升。

### 大众消费品：龙头企业增长稳健

收入体量居前的龙头公司在高基数下仍然实现较快增长，如海天味业、伊利股份和青岛啤酒等。调味品行业竞争格局一超多强，海天是全国化布局最好的龙头企业；乳制品行业双寡头份额提升，产品结构整体上移；啤酒行业在去产能环境下，供需与竞争格局得到改善。这些企业所处行业规模体量较大，龙头企业未来将持续受益于行业格局的进一步优化。

我们曾在 2019 年年度策略中提到关注产品线的拓展与跨赛道发展所带来的边际改善。一季报中，一些细分赛道的龙头公司也正受益于行业增长与份额提升的双重红利，如绝味食品、安井食品、香飘飘等。

### 投资建议

我们建议从核心资产标的，细分领域有明显边际增长两方面入手，推荐：核心资产标的——贵州茅台、五粮液、伊利股份、海天味业、青岛啤酒；边际增长——山西汾酒、今世缘、绝味食品、安井食品等。



#### ◇ 风险提示

食品安全风险；宏观经济波动，消费增长放缓；行业政策风险；竞争加剧风险；市场波动风险。



## 目 录

一、食品饮料行业业绩总体表现 .....	6
(一) 4Q18 与 1Q19 食品饮料行业单季收入增速环比持续提升 .....	6
(二) 子行业：多数子行业收入增速回暖 .....	7
(三) 白酒：盈利能力持续强化，头部酒企优势显著 .....	8
1、营业收入：1Q19 增幅同比有所放缓，但过半酒企仍保持 20% 以上的快速增长 .....	8
2、归母净利润：盈利能力持续增强 .....	9
3、市场份额向头部集中，高端白酒利润率稳步提升 .....	10
(四) 乳制品：伊利助行业增长稳健 .....	13
1、营业收入：伊利提速带动行业维持较快增长 .....	13
2、归母净利润：伊利利润率下滑致行业 1Q19 增幅同比回落 .....	14
(五) 调味品：行业增速放缓，优势向龙头集中 .....	15
1、营业收入：增速连续两个季度回落 .....	15
2、归母净利润：海天增长强劲支撑行业 1 季度双位数增长 .....	16
(六) 啤酒：边际改善强化，收入利润增幅扩大 .....	17
1、营业收入：行业加速增长，青岛啤酒贡献度大 .....	17
2、归母净利润：1Q19 增幅扩大，龙头盈利能力提升 .....	18
(七) 肉制品 .....	20
1、营业收入：1Q19 单季增速同比提高 2.73 pct .....	20
2、归母净利润：1Q19 单季增速同比减少 3.06 pct .....	21
(八) 其他食品 .....	23
1、营业收入：1Q19 增幅同比回落 28.06 pct .....	23
2、归母净利润：1Q19 同比下降 3.92%，增速由正转负 .....	24
三、总结与投资建议 .....	25
四、风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：食品饮料主要业绩指标（亿元） .....	6
图表 2：食品饮料主要业绩指标增速（亿元） .....	6
图表 3：中信行业板块 4Q18 单季收入增速及环比变化 .....	6
图表 4：中信行业板块 1Q19 单季收入增速及环比变化 .....	7
图表 5：子行业单季收入及增速（亿元） .....	7
图表 6：子行业单季归母净利润及增速（亿元） .....	7
图表 7：子行业单季扣非归母净利润及增速（亿元） .....	8
图表 8：子行业单季营业收入占比 .....	8
图表 9：白酒上市公司 2018 年度营业收入（亿元） .....	8
图表 10：白酒上市公司 2018 年度营业收入增速 .....	8
图表 11：白酒上市公司 1Q19 营业收入（亿元） .....	9
图表 12：白酒上市公司 1Q19 营业收入增速 .....	9



图表 13: 白酒上市公司单季营业收入增速比较 .....	9
图表 14: 白酒上市公司 2018 年度归母净利润 (亿元) .....	9
图表 15: 白酒上市公司 2018 年度归母净利润增速 .....	9
图表 16: 白酒上市公司 1Q19 归母净利润 (亿元) .....	10
图表 17: 白酒上市公司 1Q19 归母净利润增速 .....	10
图表 18: 白酒上市公司单季归母净利润增速比较 .....	10
图表 19: 高端白酒单季收入及增速 (亿元) .....	11
图表 20: 次高端白酒单季收入及增速 (亿元) .....	11
图表 21: 大众酒单季收入及增速 (亿元) .....	11
图表 22: 高端、次高端白酒收入占比 .....	11
图表 23: 高端白酒单季归母净利润及增速 (亿元) .....	12
图表 24: 次高端白酒单季归母净利润及增速 (亿元) .....	12
图表 25: 大众酒单季归母净利润及增速 (亿元) .....	12
图表 26: 高端、次高端白酒归母净利润占比 .....	12
图表 27: 白酒企业单季销售毛利率 .....	12
图表 28: 白酒企业单季归母净利率 .....	12
图表 29: 乳制品上市公司 2018 年度营业收入 (亿元) .....	13
图表 30: 乳制品上市公司 2018 年度营业收入增速 .....	13
图表 31: 乳制品上市公司 1Q19 营业收入 (亿元) .....	13
图表 32: 乳制品上市公司 1Q19 营业收入增速 .....	13
图表 33: 乳制品上市公司单季营业收入增速比较 .....	14
图表 34: 乳制品上市公司 2018 年度归母净利润 (亿元) .....	14
图表 35: 乳制品上市公司 2018 年度归母净利润增速 .....	14
图表 36: 乳制品上市公司 1Q19 归母净利润 (亿元) .....	14
图表 37: 乳制品上市公司 1Q19 归母净利润增速 .....	14
图表 38: 乳制品上市公司单季归母净利润增速比较 .....	15
图表 39: 调味品上市公司 2018 年营业收入 (亿元) .....	15
图表 40: 调味品上市公司 2018 年营业收入增速 .....	15
图表 41: 调味品上市公司 1Q19 营业收入 (亿元) .....	16
图表 42: 调味品上市公司 1Q19 营业收入增速 .....	16
图表 43: 调味品公司单季收入增速比较 .....	16
图表 44: 调味品上市公司 2018 年归母净利润 (亿元) .....	16
图表 45: 调味品上市公司 2018 年归母净利润增速 .....	16
图表 46: 调味品上市公司 1Q19 归母净利润 (亿元) .....	17
图表 47: 调味品上市公司 1Q19 归母净利润增速 .....	17
图表 48: 调味品公司单季归母净利润增速比较 .....	17
图表 49: 啤酒上市公司 2018 年度营业收入 (亿元) .....	18
图表 50: 啤酒上市公司 2018 年度营业收入增速 .....	18



图表 51: 啤酒上市公司 1Q19 营业收入 (亿元) .....	18
图表 52: 啤酒上市公司 1Q19 营业收入增速.....	18
图表 53: 啤酒公司单季收入增速 .....	18
图表 54: 啤酒上市公司 2018 年归母净利润 (亿元) .....	19
图表 55: 啤酒上市公司 2018 年归母净利润增速.....	19
图表 56: 啤酒上市公司 1Q19 归母净利润 (亿元) .....	19
图表 57: 啤酒上市公司 1Q19 归母净利润增速.....	19
图表 58: 啤酒公司单季归母净利润增速.....	19
图表 59: 啤酒公司销售毛利率比较.....	19
图表 60: 啤酒公司销售净利率比较.....	20
图表 61: 肉制品上市公司 2018 年营业收入 (亿元) .....	20
图表 62: 肉制品上市公司 2018 年营业收入增速.....	20
图表 63: 肉制品上市公司 1Q19 营业收入 (亿元) .....	21
图表 64: 肉制品上市公司 1Q19 营业收入增速.....	21
图表 65: 肉制品单季营业收入增速比较.....	21
图表 66: 肉制品上市公司 2018 年归母净利润 (亿元) .....	22
图表 67: 肉制品上市公司 2018 年归母净利润增速 .....	22
图表 68: 肉制品上市公司 1Q19 归母净利润 (亿元) .....	22
图表 69: 肉制品上市公司 1Q19 归母净利润增速.....	22
图表 70: 肉制品单季归母净利润增速比较 .....	22
图表 71: 其他食品 (CS) 2018 年营业收入 (亿元) .....	23
图表 72: 其他食品 (CS) 2018 年营业收入增速.....	23
图表 73: 其他食品 (CS) 1Q19 营业收入 (亿元) .....	23
图表 74: 其他食品 (CS) 1Q19 营业收入增速.....	23
图表 75: 其他食品 (CS) 单季营业收入增速比较 .....	24
图表 76: 其他食品 (CS) 2018 年归母净利润 (亿元) .....	24
图表 77: 其他食品 (CS) 2018 年归母净利润增速.....	24
图表 78: 其他食品 (CS) 1Q19 归母净利润 (亿元) .....	25
图表 79: 其他食品 (CS) 1Q19 归母净利润增速.....	25
图表 80: 其他食品 (CS) 单季归母净利润增速比较.....	25



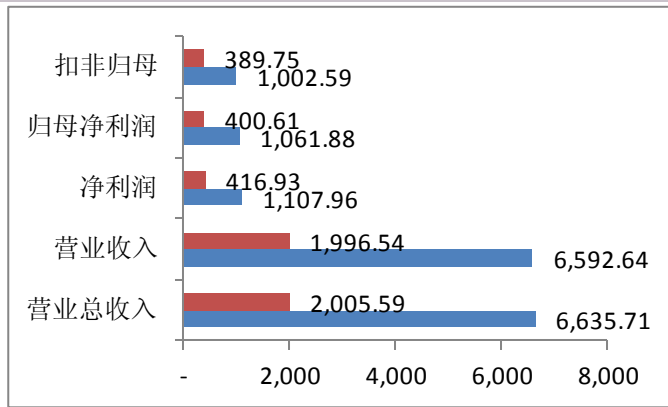
## 一、食品饮料行业业绩总体表现

### (一) 4Q18 与 1Q19 食品饮料行业单季收入增速环比持续提升

2018 年，食品饮料行业（CS）完成营业总收入 6637.71 亿元，同比增长 15.37%；营业收入 6592.64 亿元，同比增长 15.32%；净利润 1107.96 亿元，同比增长 24.96%；归母净利润 1061.88 亿元，同比增长 25.21%。

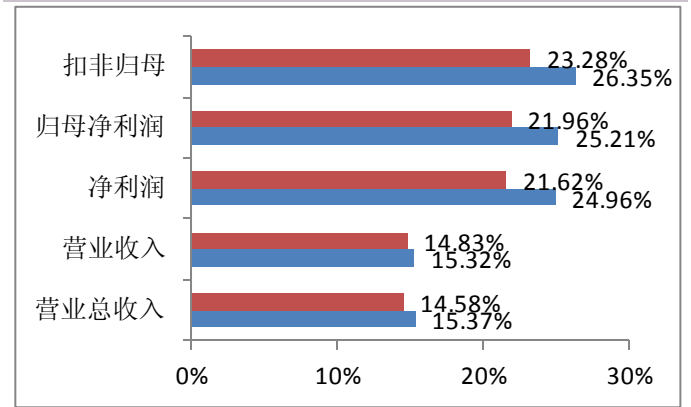
2019 年 1 季度，食品饮料行业（CS）完成营业总收入 2005.59 亿元，同比增长 14.58%；营业收入 1996.54 亿元，同比增长 14.83%；净利润 416.93 亿元，同比增长 21.62%；归母净利润 400.61 亿元，同比增长 21.96%。

图表1： 食品饮料主要业绩指标（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

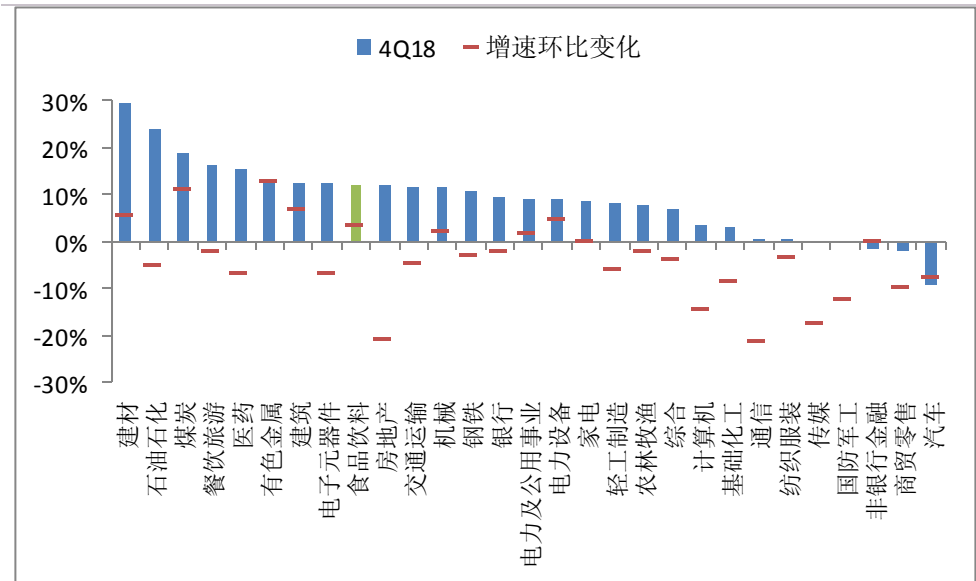
图表2： 食品饮料主要业绩指标增速（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

其中，4Q18 单季度食品饮料板块营业收入同比增长 12.13%，增速环比提升 3.27 pct；单季增速位居全部 29 个行业中的第 9 位。

图表3： 中信行业板块 4Q18 单季收入增速及环比变化

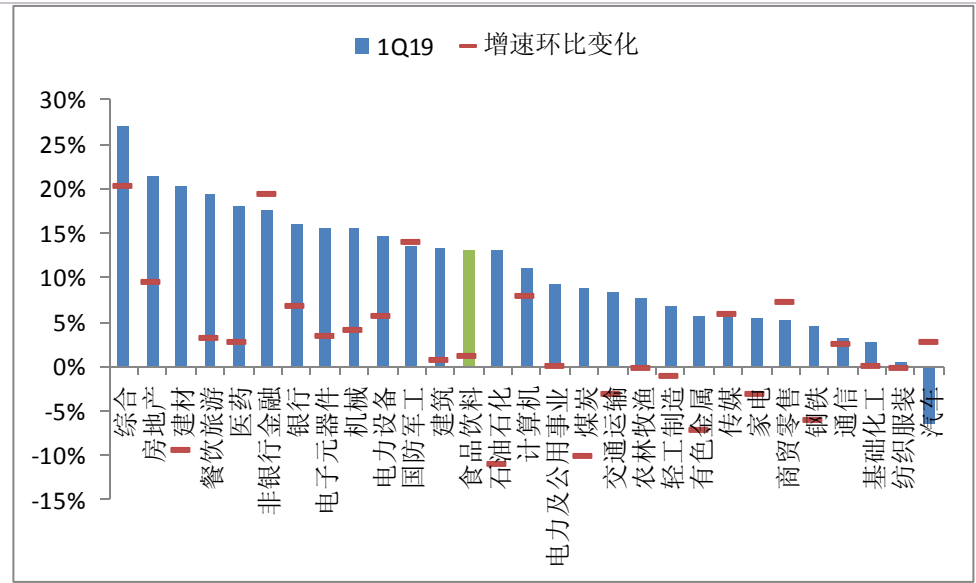


资料来源：Wind，联讯证券

1Q19 单季度食品饮料板块营业收入同比增长 13.21%，增速环比提升 1.08 pct；单季增速位居全部 29 个行业中的第 13 位。



图表4： 中信行业板块 1Q19 单季收入增速及环比变化



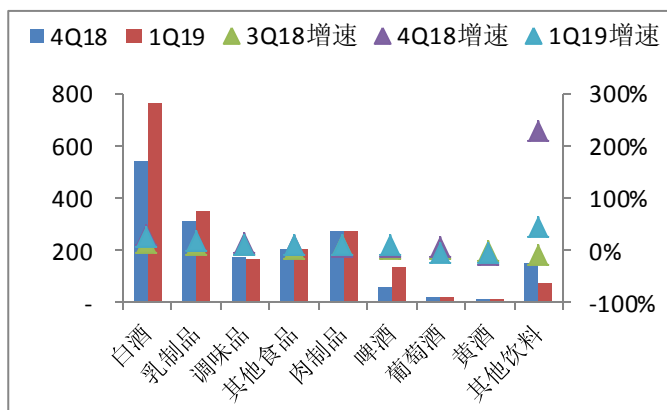
资料来源:Wind, 联讯证券

(二) 子行业：多数子行业收入增速回暖

分子行业看，除葡萄酒与黄酒外，其他子行业 4Q18 单季收入增速均高于 3Q18；扣非净利润方面，白酒、乳制品、啤酒与其他饮料单季度实现较高增速，而调味品、其他食品、葡萄酒与黄酒则出现单季度负增长。

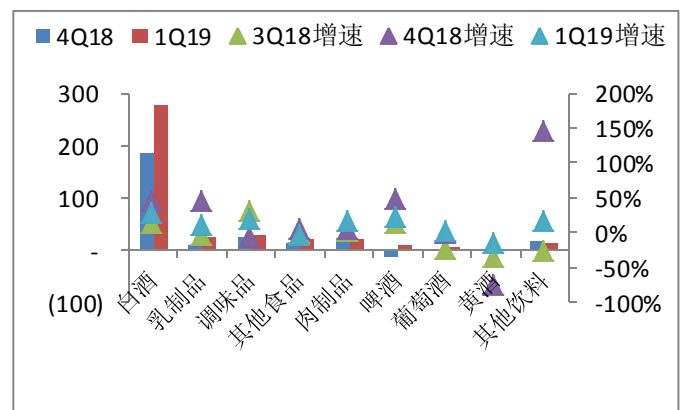
2019 年 1 季度，白酒、乳制品与其他饮料仍保持了双位数的收入增速；扣非净利润上，仅其他食品与黄酒两个子行业仍有负增长，葡萄酒实现微增，而其他板块扣非净利润保持 2 位数以上的单季度增速。

图表5： 子行业单季收入及增速（亿元）



资料来源: Wind, 联讯证券

图表6： 子行业单季归母净利润及增速（亿元）

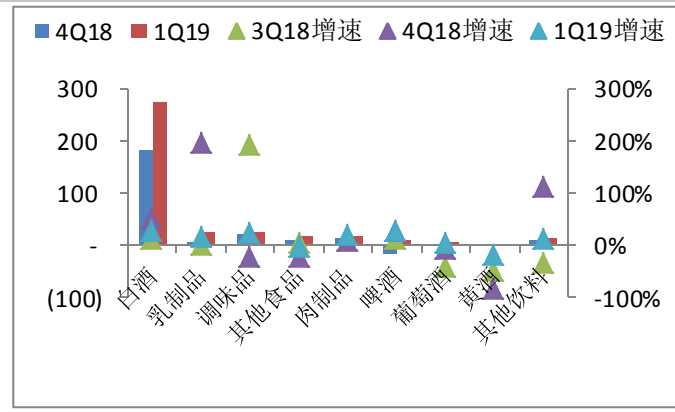


资料来源: Wind, 联讯证券



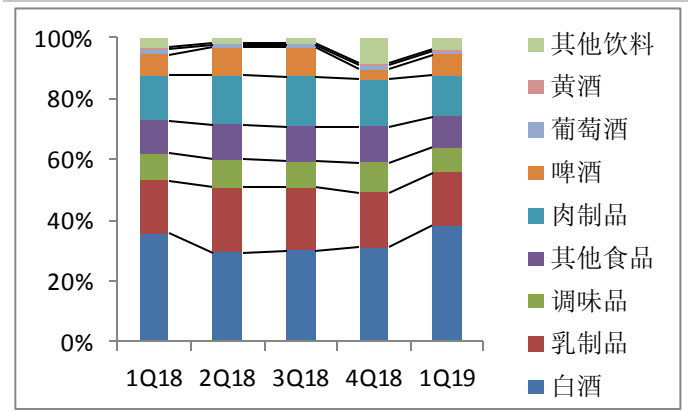


图表7：子行业单季扣非归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表8：子行业单季营业收入占比



资料来源：Wind，联讯证券

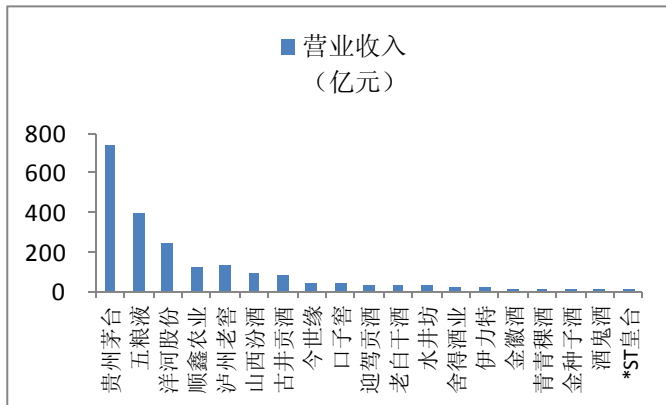
### （三）白酒：盈利能力持续强化，头部酒企优势显著

#### 1、营业收入：1Q19 增幅同比有所放缓，但过半酒企仍保持 20%以上的快速增长

2018 年，白酒板块实现营业收入合计 2085.97 亿元，同比增长 25.54%；其中 4Q 单季收入 540.51 亿元，同比增长 28.08%。

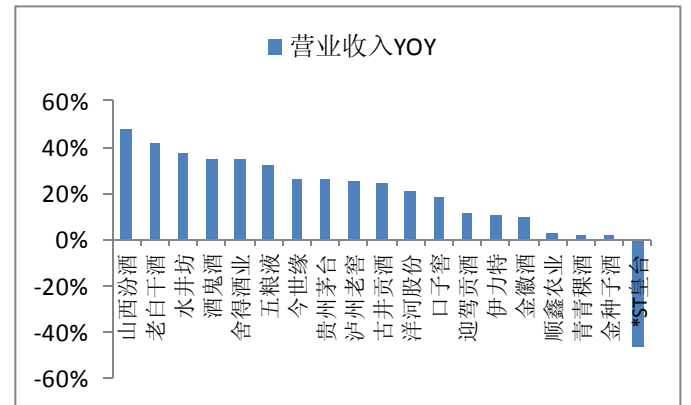
2018 年，共有 5 家白酒企业营业收入超过百亿，其中贵州茅台、五粮液、洋河股份分别以 736.39 亿元、400.30 亿元、241.60 亿元排在营业收入前 3 位。增速上，山西汾酒、老白干酒、水井坊收入增速排在前 3 名，分别为 47.5%、41.3%、37.6%。

图表9：白酒上市公司 2018 年度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表10：白酒上市公司 2018 年度营业收入增速



资料来源：Wind，联讯证券

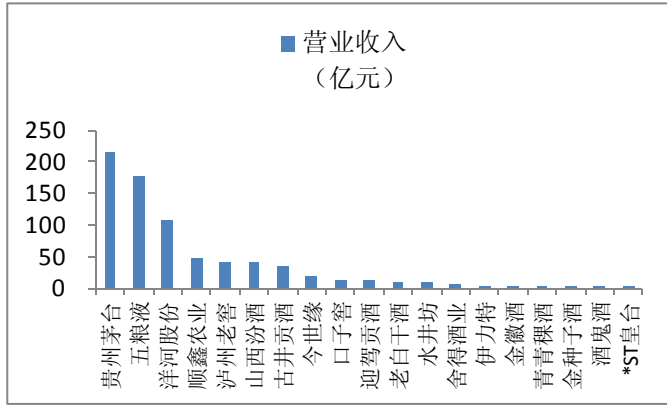
2019 年 1 季度，白酒板块实现营业收入合计 760.77 亿元，同比增长 22.74%，增速同比减少 4.91 pct。

1 季度，贵州茅台、五粮液、洋河股份分别以 216.44 亿元、175.90 亿元、108.90 亿元稳居营业收入前 3 位。增速上，老白干酒、古井贡酒、舍得酒业收入增速排在前 3 名，分别为 55.8%、43.3%、34.1%。



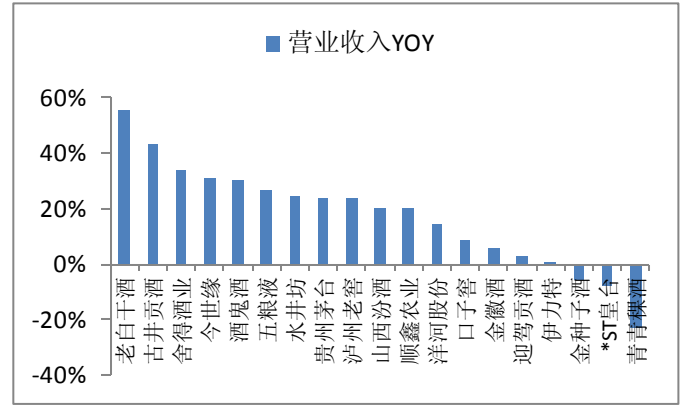


图表11: 白酒上市公司 1Q19 营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表12: 白酒上市公司 1Q19 营业收入增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表13: 白酒上市公司单季营业收入增速比较

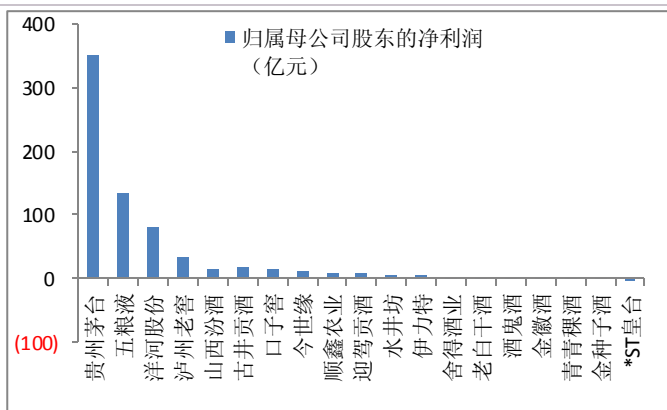
单季营业收入增速	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	单季营业收入增速	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
老白干酒	6%	75%	56%	43%	56%	顺鑫农业	3%	21%	-4%	0%	20%
古井贡酒	18%	49%	18%	18%	43%	洋河股份	26%	27%	20%	5%	14%
舍得酒业	22%	10%	57%	58%	34%	口子窖	21%	28%	8%	20%	9%
今世缘	31%	30%	36%	3%	31%	金徽酒	5%	19%	-3%	27%	5%
酒鬼酒	46%	37%	31%	31%	30%	迎驾贡酒	12%	9%	13%	10%	3%
五粮液	37%	38%	23%	31%	27%	伊力特	9%	36%	9%	-1%	0%
水井坊	88%	33%	27%	18%	24%	金种子酒	-12%	7%	3%	12%	-6%
贵州茅台	31%	46%	3%	36%	24%	*ST皇台	-22%	-9%	-30%	129%	-8%
泸州老窖	26%	25%	31%	22%	24%	青青稞酒	5%	3%	5%	4%	-23%
山西汾酒	49%	45%	31%	64%	20%						

资料来源: Wind, 联讯证券

## 2、归母净利润: 盈利能力持续增强

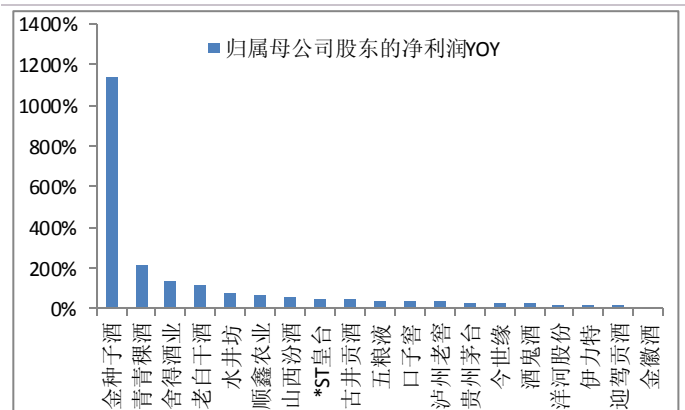
2018年,白酒行业录得归母净利润698.52亿元,同比增长33.57%;其中,4Q单季184.72亿元,同比增长45.03%。茅台、五粮液、洋河依然排名前3位;金种子酒、青青稞酒与舍得酒业在增速上排名前3位。

图表14: 白酒上市公司 2018 年度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表15: 白酒上市公司 2018 年度归母净利润增速

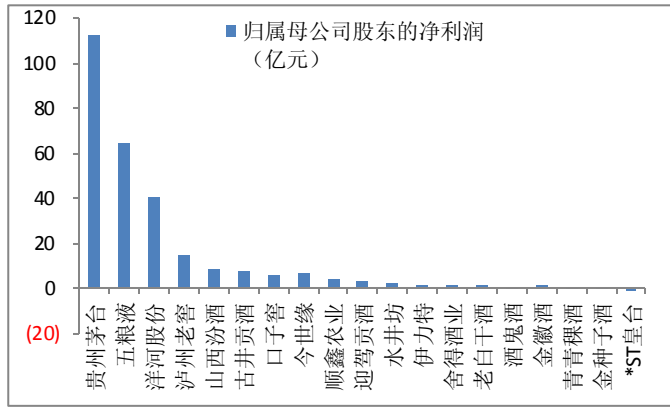


资料来源: Wind, 联讯证券



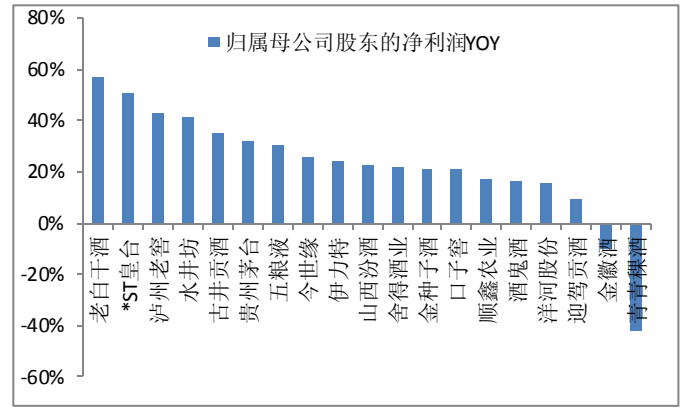
2019年1季度，白酒行业录得归母净利润276.82亿元，同比增长27.87%；贵州茅台、五粮液、洋河分别实现112.2、64.8、40.2亿元，排名前3位；老白干酒、泸州老窖水井坊在增速上排名前3位。

图16: 白酒上市公司1Q19归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图17: 白酒上市公司1Q19归母净利润增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图18: 白酒上市公司单季归母净利润增速比较

单季归母净利润YOY	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	单季归母净利润YOY	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
老白干酒	81%	1059%	41%	127%	57%	舍得酒业	103%	287%	224%	43%	22%
*ST皇台	2%	59%	6%	55%	51%	金种子酒	17%	-14%	-3913%	3024%	21%
泸州老窖	33%	36%	45%	31%	43%	口子窖	37%	43%	9%	84%	21%
水井坊	68%	404%	52%	27%	41%	顺鑫农业	95%	104%	99%	25%	17%
古井贡酒	43%	121%	46%	25%	35%	酒鬼酒	69%	14%	38%	3%	16%
贵州茅台	39%	42%	3%	48%	32%	洋河股份	27%	31%	22%	3%	16%
五粮液	38%	55%	20%	44%	30%	迎驾贡酒	12%	40%	18%	17%	9%
今世缘	32%	31%	35%	4%	26%	金徽酒	7%	29%	-92%	29%	-10%
伊力特	8%	88%	-22%	43%	24%	青青稞酒	-15%	-67%	-129%	110%	-42%
山西汾酒	52%	69%	60%	38%	23%						

资料来源: Wind, 联讯证券

### 3、市场份额向头部集中，高端白酒利润率稳步提升

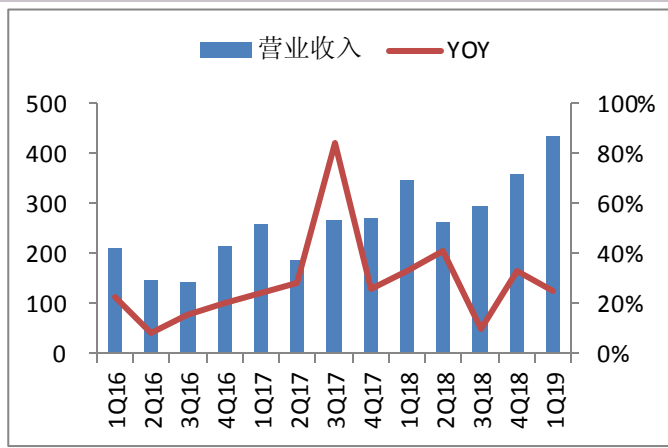
2018年4季度，高端白酒单季收入同比增长32.77%，增幅提高6.75pct，次高端白酒单季收入同比增长28.75%，增幅提高8.20pct，大众酒单季收入同比增长2.95%，同比下降11.32pct。

2019年1季度，高端白酒单季收入同比增长24.96%，增幅同比下降7.93pct，次高端白酒单季收入同比增长22.71%，增幅同比下降5.31pct，大众酒单季收入同比增长10.83%，增速同比提升6.43pct。

截至1季度末，高端白酒收入占比57.1%(+1.0pct)、次高端酒占比33.6%(0.0pct)、大众酒占比9.3%(-1.0pct)。

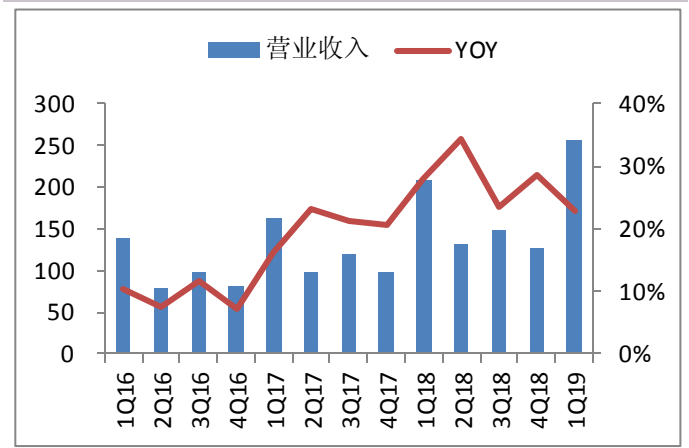


图表19: 高端白酒单季收入及增速 (亿元)



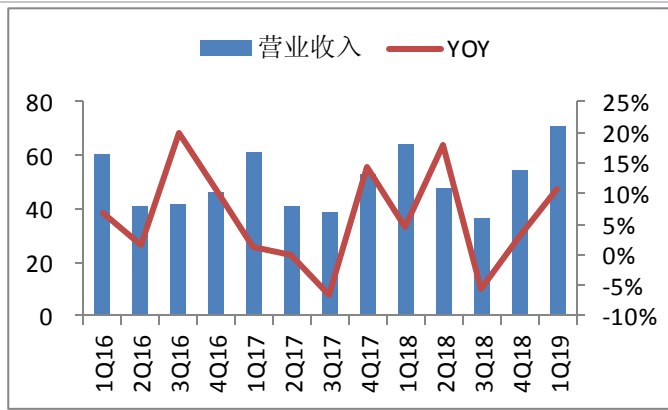
资料来源: Wind, 联讯证券

图表20: 次高端白酒单季收入及增速 (亿元)



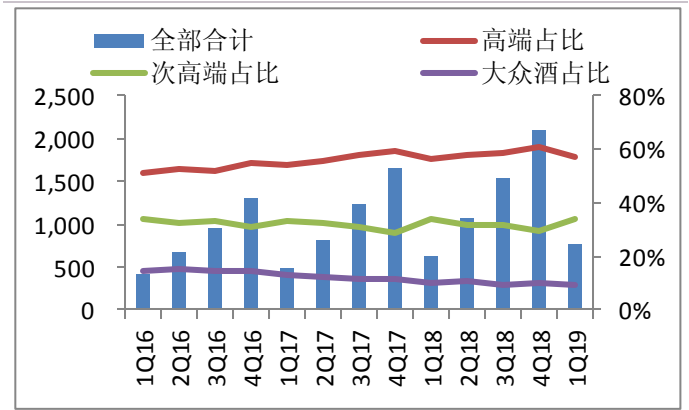
资料来源: Wind, 联讯证券

图表21: 大众酒单季收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表22: 高端、次高端白酒收入占比



资料来源: Wind, 联讯证券

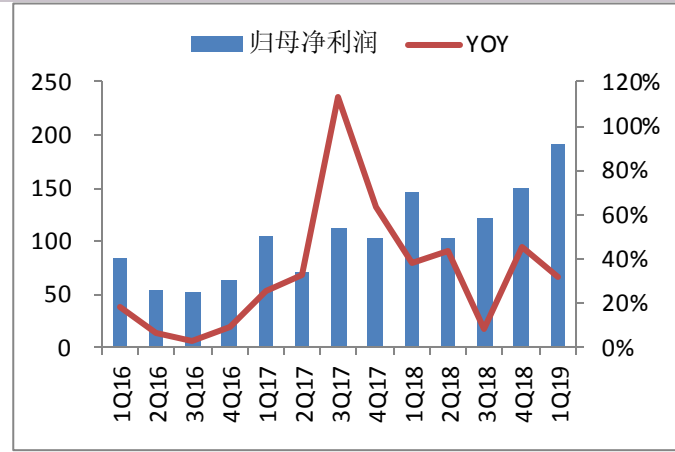
2018年4季度, 高端白酒单季归母净利润同比增长45.63%, 增幅同比回落17.41 pct, 次高端白酒归母净利润单季增速同比增长22.47%, 增幅同比提高0.83 pct, 大众酒单季归母净利润同比增长284.69%。

2019年1季度, 高端白酒单季归母净利润增速同比增长32.16%, 增幅同比下降6.10 pct, 次高端白酒归母净利润单季增速同比增长20.36%, 增幅同比下降13.24 pct, 大众酒单季归母净利润同比增长10.39%, 增速同比下降20.27 pct。

截至1季度末, 高端白酒归母净利润占比69.4% (+2.3 pct)、次高端酒占比27.0% (-1.7 pct)、大众酒占比3.0% (-0.6 pct)。

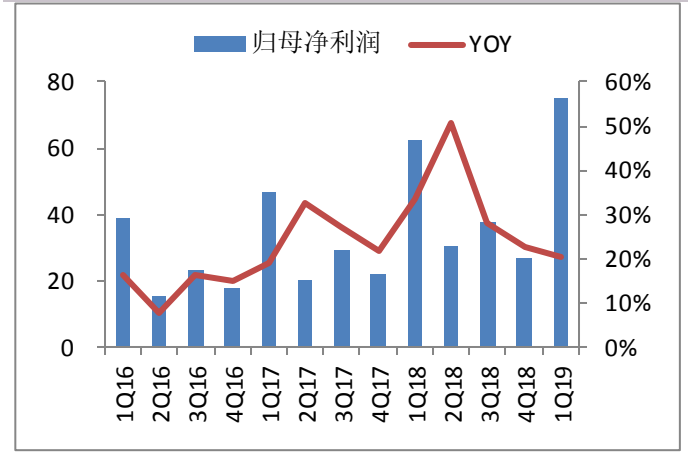


图表23: 高端白酒单季归母净利润及增速 (亿元)



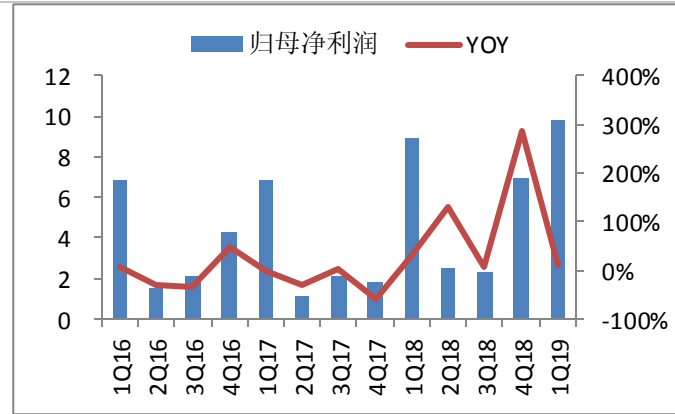
资料来源: : Wind, 联讯证券

图表24: 次高端白酒单季归母净利润及增速 (亿元)



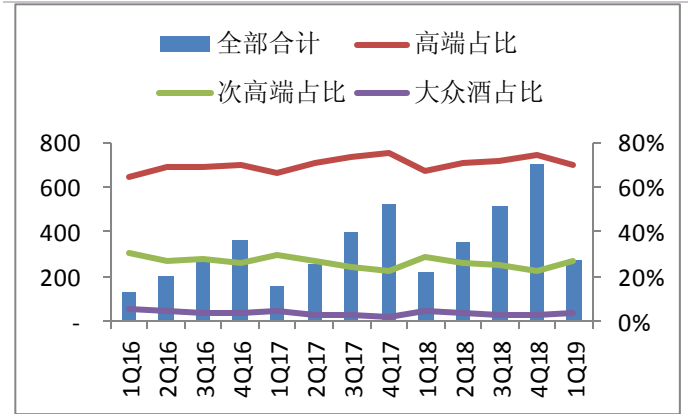
资料来源: : Wind, 联讯证券

图表25: 大众酒单季归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: : Wind, 联讯证券

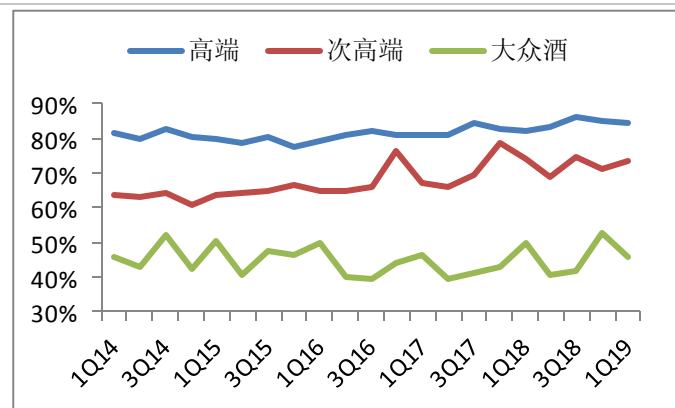
图表26: 高端、次高端白酒归母净利润占比



资料来源: : Wind, 联讯证券

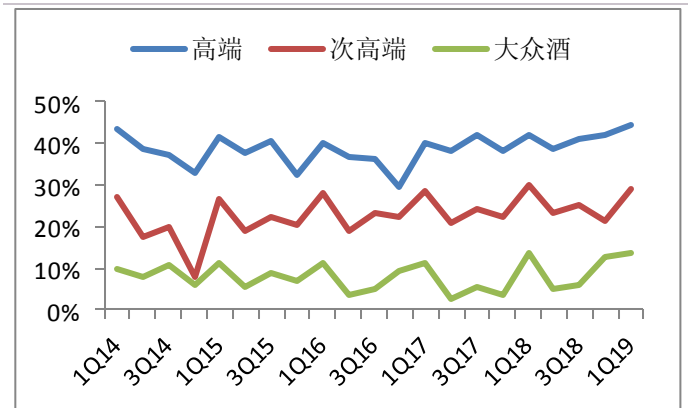
高端白酒盈利能力持续增强, 其他档次白酒毛利率有所下滑。1Q19 高端白酒毛利率 84.2% (+1.8 pct), 归母净利率 44.3% (+2.4 pct); 次高端白酒销售毛利率 73.3% (-0.9 pct), 归母净利率 29.3% (-0.6 pct); 大众酒销售毛利率 45.8% (-4.0 pct), 归母净利率 13.9% (-0.1 pct)。

图表27: 白酒企业单季销售毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表28: 白酒企业单季归母净利率



资料来源: Wind, 联讯证券



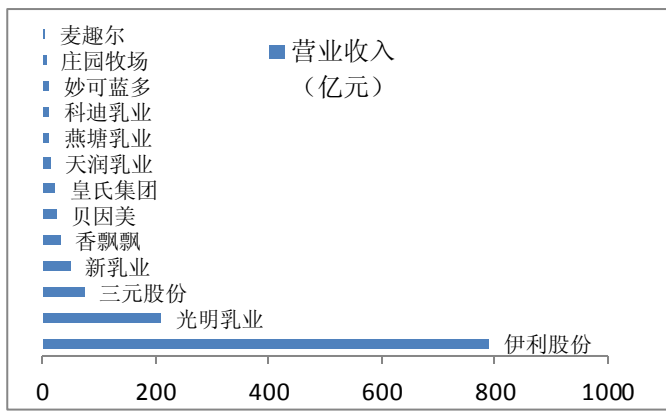
#### （四）乳制品：伊利助行业增长稳健

##### 1、营业收入：伊利提速带动行业维持较快增长

2018 年，乳制品板块实现营业收入合计 1269.95 亿元，同比增长 12.05%；其中 4Q 单季收入 313.47 亿元，同比增长 13.87%。如果剔除次新股新乳业，2018 年板块营业收入合计 1220.24 亿元，同比增长 12.03%，4Q 单季度收入同比增长 14.00%，增速环比增加 6.50 pct。

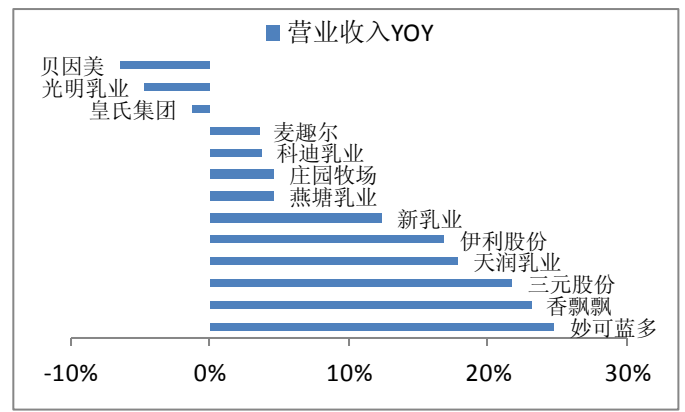
伊利在 2018 录得营业收入 789.76 亿元，同比增长 16.9%，贡献乳制品板块 62% 的收入来源；其中 4Q 单季度收入同比增长 17.57%，增幅同比扩大 10.40 pct，是行业增长提速的重要推手。增速上，妙可蓝多、天润乳业和三元股份分别取得收入增速前 3 名。

图表29： 乳制品上市公司 2018 年度营业收入（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

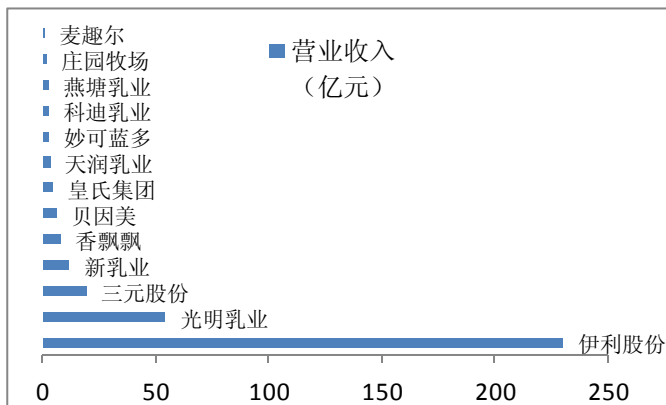
图表30： 乳制品上市公司 2018 年度营业收入增速



资料来源：Wind，联讯证券

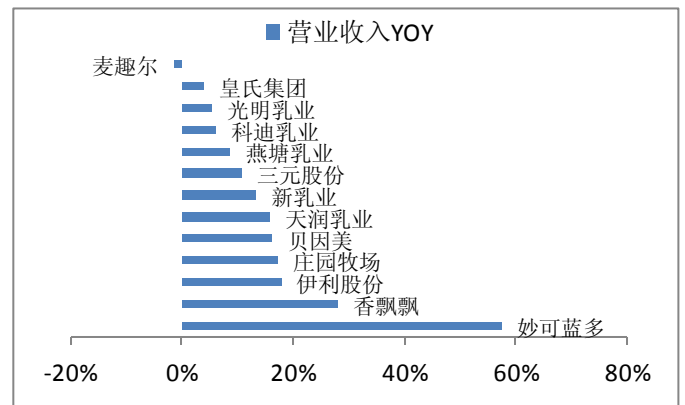
2019 年 1 季度，乳制品板块实现营业收入合计 351.81 亿元，同比增长 15.44%，增幅同比回落 5.19 pct；如果剔除新乳业，则 1Q19 营业收入同比增长 15.51%，增幅同比回落 0.86 pct。1 季度，妙可蓝多、香飘飘、伊利股份位居收入增速前 3 位。

图表31： 乳制品上市公司 1Q19 营业收入（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表32： 乳制品上市公司 1Q19 营业收入增速



资料来源：Wind，联讯证券



图表33: 乳制品上市公司单季营业收入增速比较

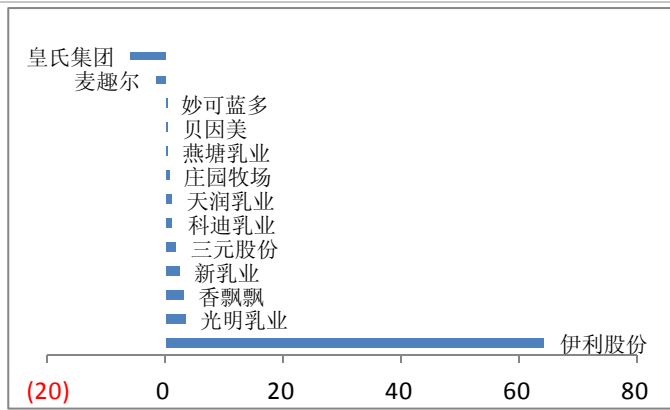
证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
妙可蓝多	-5%	18%	14%	61%	58%	三元股份	27%	20%	18%	24%	11%
香飘飘	111%	-13%	4%	21%	28%	燕塘乳业	9%	5%	3%	2%	9%
伊利股份	25%	14%	13%	18%	18%	科迪乳业	21%	1%	3%	-5%	6%
庄园牧场	11%	-8%	-9%	27%	17%	光明乳业	-5%	-2%	-11%	-2%	6%
贝因美	-36%	57%	-20%	4%	16%	皇氏集团	-1%	3%	17%	-15%	4%
天润乳业	23%	19%	23%	9%	16%	麦趣尔	4%	23%	20%	-14%	-1%
新乳业			10%	11%	13%						

资料来源: Wind, 联讯证券

## 2、归母净利润: 伊利润率下滑致行业1Q19增幅同比回落

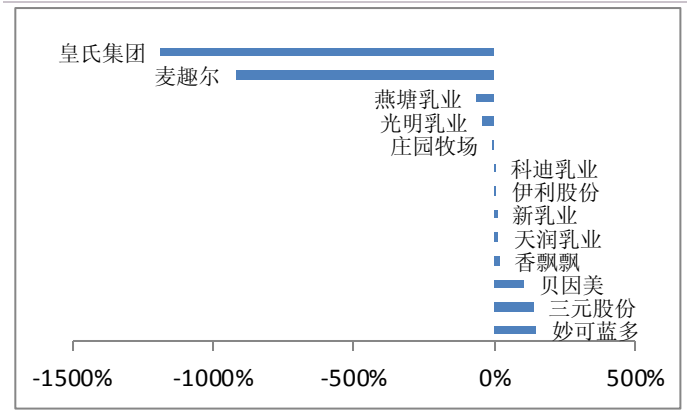
2018年, 乳制品行业录得归母净利润71.50亿元, 同比增长7.97%; 其中, 4Q单季9.91亿元, 同比增长43.99%。剔除新乳业后, 行业归母净利润合计69.07亿元, 同比7.93%, 其中4Q同比增长46.97%, 一是得益于贝因美的扭亏为盈, 二是源于伊利保持了稳健增长。

图表34: 乳制品上市公司2018年度归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

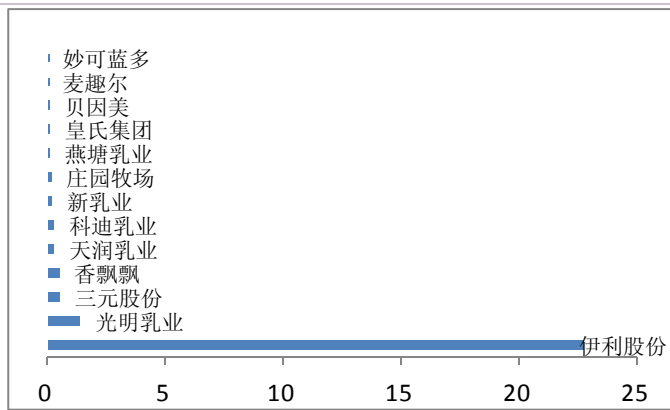
图表35: 乳制品上市公司2018年度归母净利润增速



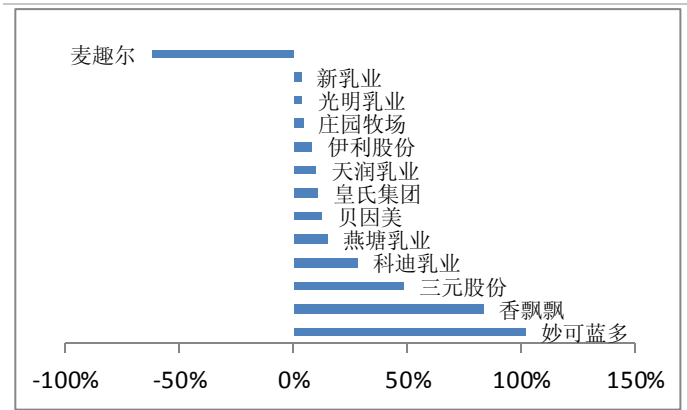
资料来源: Wind, 联讯证券

2019年1季度, 乳制品行业录得归母净利润26.58亿元, 同比增长10.54%; 增幅同比降低6.48pct。剔除新乳业后, 归母净利润同比增长10.61%。主要系伊利费用率提高, 净利率下降导致净利润同比涨幅放缓。

图表36: 乳制品上市公司1Q19归母净利润(亿元)



图表37: 乳制品上市公司1Q19归母净利润增速







资料来源: Wind, 联讯证券

资料来源: Wind, 联讯证券

图表38: 乳制品上市公司单季归母净利润增速比较

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
妙可蓝多	-54%	166%	-52%	106%	102%	天润乳业	19%	15%	31%	-23%	10%
香飘飘	35%	-61%	23%	24%	84%	伊利股份	21%	-17%	2%	31%	8%
三元股份	171%	192%	-82%	187%	49%	庄园牧场	-1%	-36%	-35%	88%	4%
科迪乳业	4%	16%	-3%	-19%	28%	光明乳业	-29%	12%	-64%	-157%	4%
燕塘乳业	-21%	-32%	-51%	-25%	15%	新乳业			16%	13%	4%
贝因美	-38%	100%	229%	102%	13%	麦趣尔	194%	-36%	19%	-376%	-62%
皇氏集团	-3%	213%	19%	-91%	11%						

资料来源: Wind, 联讯证券

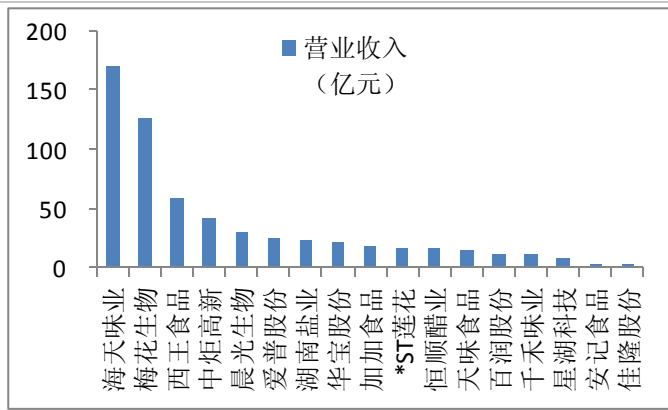
### (五) 调味品: 行业增速放缓, 优势向龙头集中

#### 1、营业收入: 增速连续两个季度回落

2018年, 调味品行业营业收入总额 601.65 亿元, 同比增长 11.12%; 其中 4Q 单季营收 170.54 亿元, 同比增长 11.74%。剔除次新股天味食品, 营业收入总计 587.53 亿元, 同比增长 10.69%, 4Q 单季度同比增长 10.18%, 增速环比回落 2.67 pct。

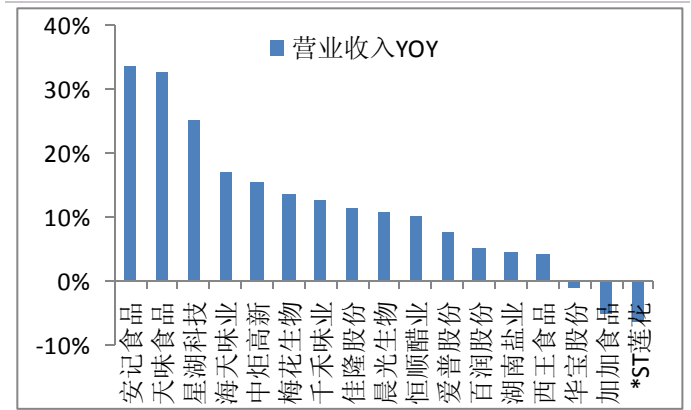
海天味业、梅花生物、西王食品营业收入排名前 3 位; 安记食品、天味食品和星湖科技营业收入增速排在前 3 位。

图表39: 调味品上市公司 2018 年营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表40: 调味品上市公司 2018 年营业收入增速



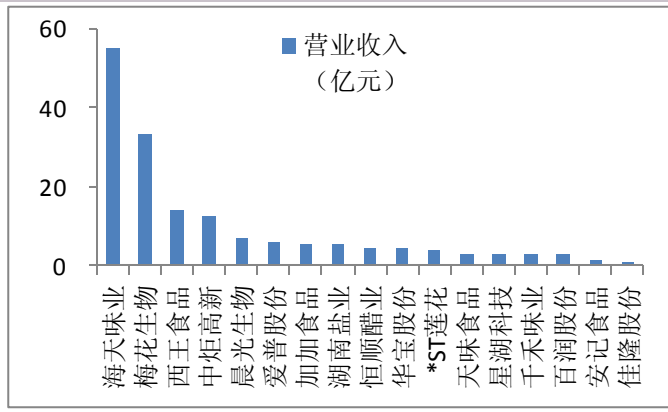
资料来源: Wind, 联讯证券

2019 年 1 季度, 调味品行业营业收入总额 165.27 亿元, 同比增长 8.99%, 增速同比回落 3.85 pct。剔除天味食品, 营业收入 162.21 亿元, 同比增长 8.73%, 增速同比回落 2.30 pct。

海天味业、梅花生物、西王食品营业收入排名前 3 位; 安记食品、星湖科技、天味食品营业收入增速排在前 3 位。

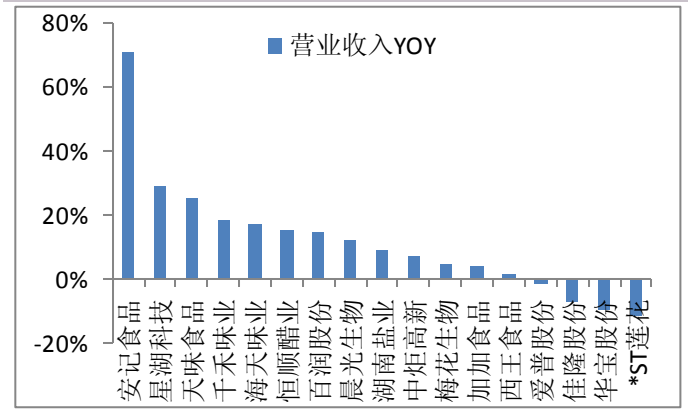


图表41: 调味品上市公司 1Q19 营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表42: 调味品上市公司 1Q19 营业收入增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表43: 调味品公司单季收入增速比较

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
安记食品	23%	48%	14%	50%	71%	中炬高新	18%	23%	7%	14%	7%
星湖科技	105%	28%	-1%	5%	29%	梅花生物	17%	7%	29%	5%	4%
天味食品	0%	0%	0%	0%	25%	加加食品	2%	-12%	-1%	-11%	4%
千禾味业	-3%	3%	28%	24%	18%	西王食品	-9%	1%	7%	19%	2%
海天味业	17%	17%	17%	16%	17%	爱普股份	7%	0%	11%	12%	-2%
恒顺醋业	8%	11%	13%	7%	15%	佳隆股份	41%	3%	-7%	12%	-7%
百润股份	-10%	26%	5%	2%	15%	华宝股份	8%	-7%	2%	-6%	10%
晨光生物	6%	-4%	2%	40%	12%	*ST莲花	-1%	-8%	-10%	-8%	12%
湖南盐业	2%	17%	5%	-4%	9%						

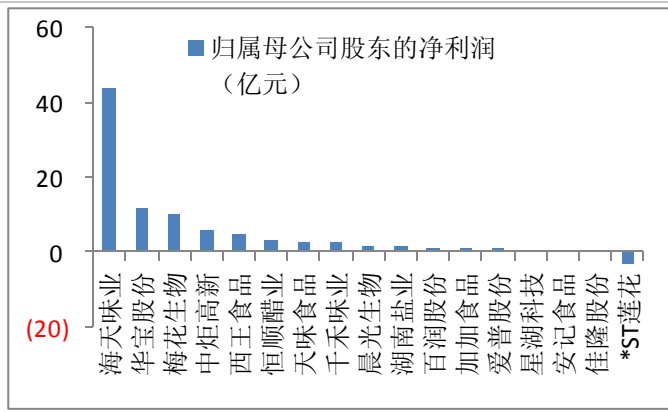
资料来源: Wind, 联讯证券

## 2、归母净利润: 海天增长强劲支撑行业 1 季度双位数增长

2018 年, 调味品行业录得归母净利润 88.51 亿元, 同比增长 12.78%; 其中, 4Q 单季 24.46 亿元, 同比下降 6.48%。剔除次新股天味食品, 行业归母净利润总计 85.84 亿元, 同比增长 12.00%; 其中 4Q 净利润 21.79 亿元, 同比下降 10.38%。

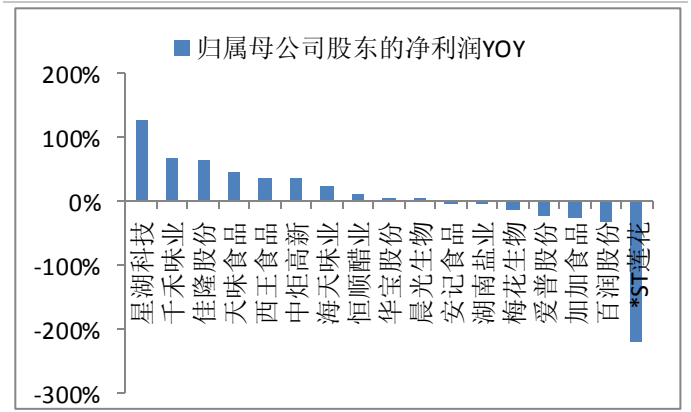
海天味业、华宝股份、梅花生物归母净利润排名前 3 位; 星湖科技、千禾味业、佳隆股份在归母净利润增速上排名前 3。

图表44: 调味品上市公司 2018 年归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表45: 调味品上市公司 2018 年归母净利润增速



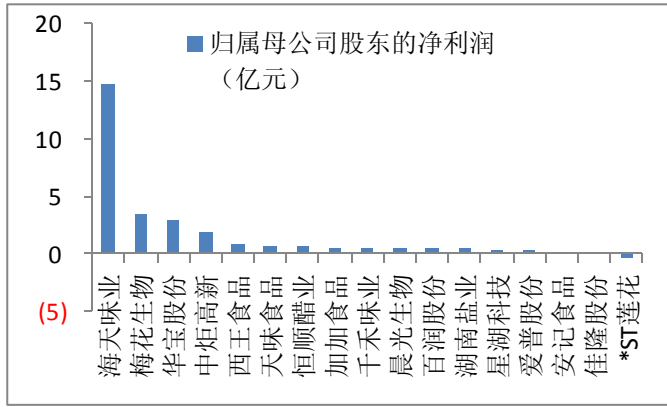
资料来源: Wind, 联讯证券



2019年1季度，调味品行业录得归母净利润28.24亿元，同比增长17.50%，增幅同比下降5.43pct。剔除天味食品，归母净利润27.50亿元，同比增长17.06%，增幅同比回落3.13pct。

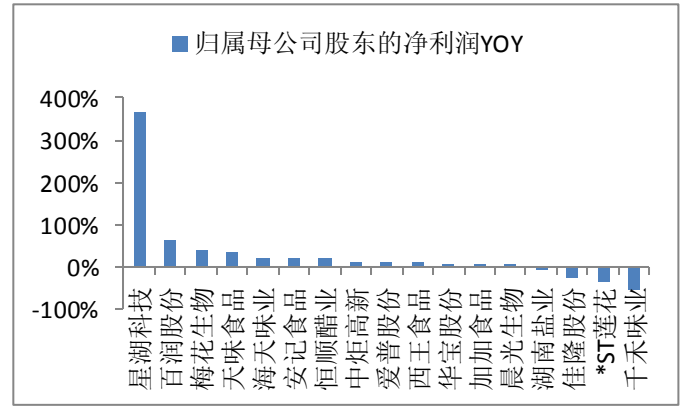
海天味业、梅花生物、华宝股份归母净利润排名前3位；星湖科技、千禾味业、佳隆股份在归母净利润增速上排名前3。

图表46：调味品上市公司1Q19归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，联讯证券

图表47：调味品上市公司1Q19归母净利润增速



资料来源：Wind，联讯证券

图表48：调味品公司单季归母净利润增速比较

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
星湖科技	131%	157%	560%	109%	367%	西王食品	11%	60%	49%	29%	9%
百润股份	25%	30%	-7%	-110%	66%	华宝股份	23%	5%	4%	-11%	6%
梅花生物	-27%	-21%	247%	-43%	38%	加加食品	-8%	-34%	-23%	-61%	2%
天味食品	0%	0%	0%	0%	37%	晨光生物	36%	8%	-11%	-35%	2%
海天味业	23%	24%	23%	24%	23%	湖南盐业	-2%	9%	42%	-27%	-7%
安记食品	10%	46%	1%	-40%	22%	佳隆股份	84%	12%	70%	91%	-26%
恒顺醋业	33%	29%	87%	-37%	22%	*ST莲花	26%	-48%	17%	-41%	-37%
中炬高新	47%	77%	2%	23%	12%	千禾味业	193%	-33%	32%	67%	-54%
爱普股份	-28%	-48%	-1%	19%	11%						

资料来源：Wind，联讯证券

## （六）啤酒：边际改善强化，收入利润增幅扩大

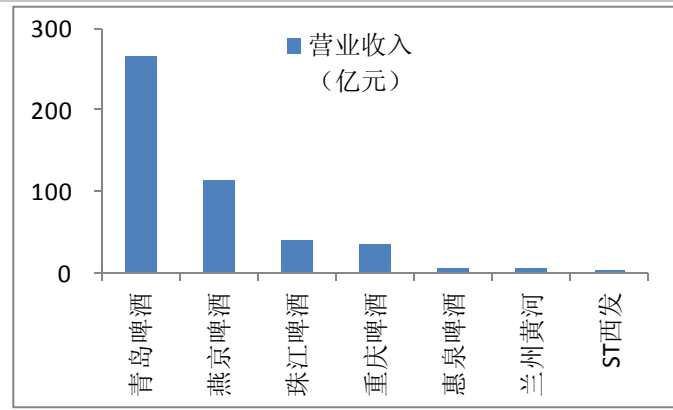
### 1、营业收入：行业加速增长，青岛啤酒贡献度大

2018年，啤酒行业收入总额468.09亿元，同比增长1.89%；其中4Q单季营收55.35亿元，同比增长4.15%，增幅环比提升2.57pct。

2019年1季度，啤酒行业收入总额132.98亿元，同比增长7.05%，增速同比提高3.50pct。龙头青岛啤酒营业收入实现双位数增长带动行业增长提速。

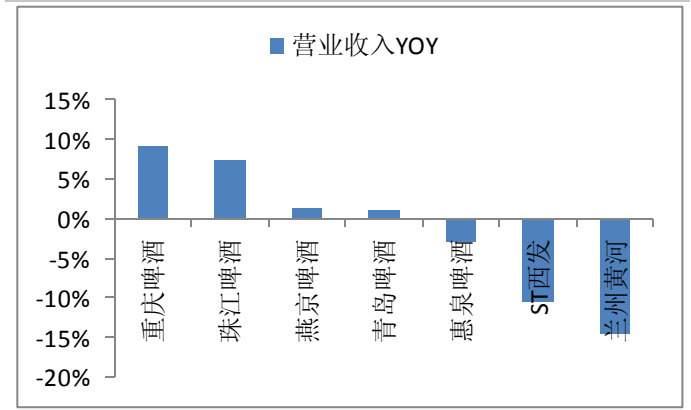


图表49: 啤酒上市公司 2018 年度营业收入 (亿元)



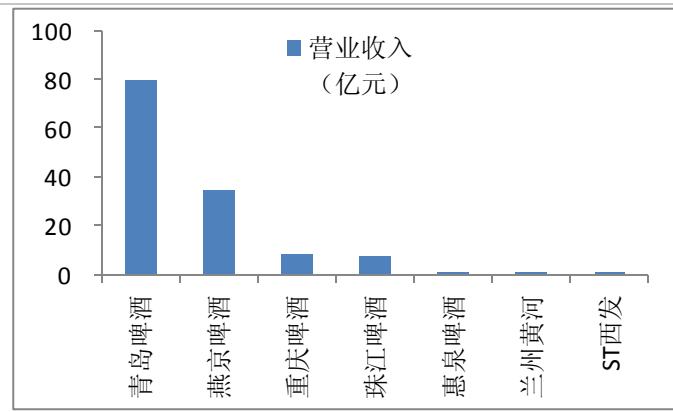
资料来源: Wind, 联讯证券

图表50: 啤酒上市公司 2018 年度营业收入增速



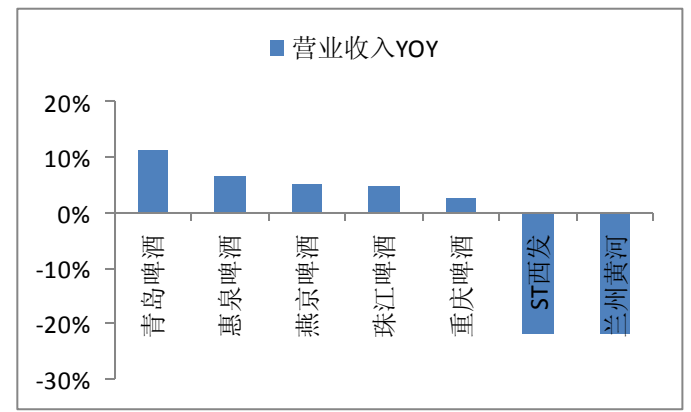
资料来源: Wind, 联讯证券

图表51: 啤酒上市公司 1Q19 营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表52: 啤酒上市公司 1Q19 营业收入增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表53: 啤酒公司单季收入增速

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
青岛啤酒	3%	-2%	2%	1%	11%
惠泉啤酒	2%	0%	-1%	23%	7%
燕京啤酒	3%	-2%	0%	11%	5%
珠江啤酒	8%	10%	4%	9%	5%
重庆啤酒	10%	11%	6%	11%	3%
ST西发	-2%	-7%	7%	37%	-22%
兰州黄河	-12%	-19%	-25%	7%	-22%

资料来源: Wind, 联讯证券

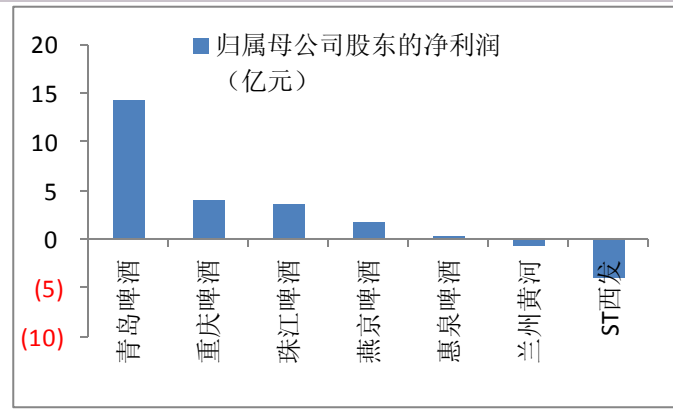
## 2、归母净利润: 1Q19 增幅扩大, 龙头盈利能力提升

2018 年, 啤酒行业录得归母净利润 19.11 亿元, 同比下降 3.91%; 其中, 单季亏损 14.91 亿元, 主要源于一是青岛啤酒季节性亏损, 二是\*ST 西发大幅亏损。

2019 年 1 季度, 啤酒行业录得归母净利润 9.80 亿元, 同比增长 21.99%, 增速同比扩大 7.46 pct。青岛啤酒、重庆啤酒等龙头企业利润率提升, 行业盈利出现边际改善。

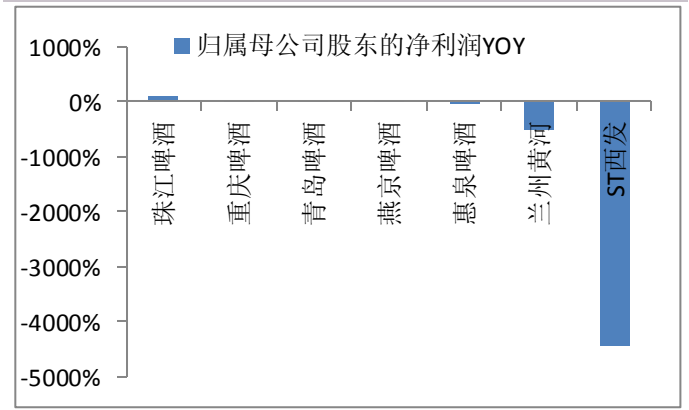


图表54: 啤酒上市公司 2018 年归母净利润 (亿元)



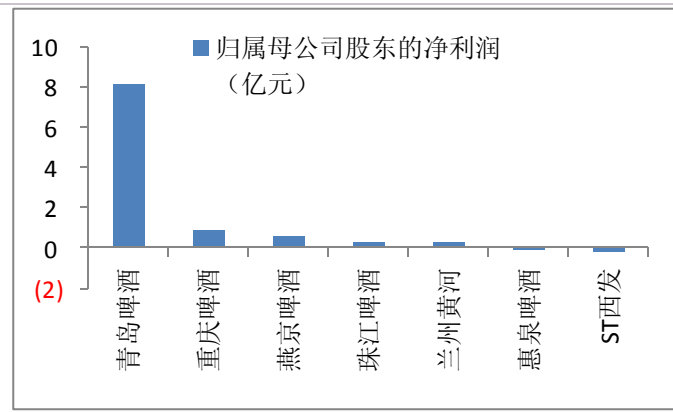
资料来源: Wind, 联讯证券

图表55: 啤酒上市公司 2018 年归母净利润增速



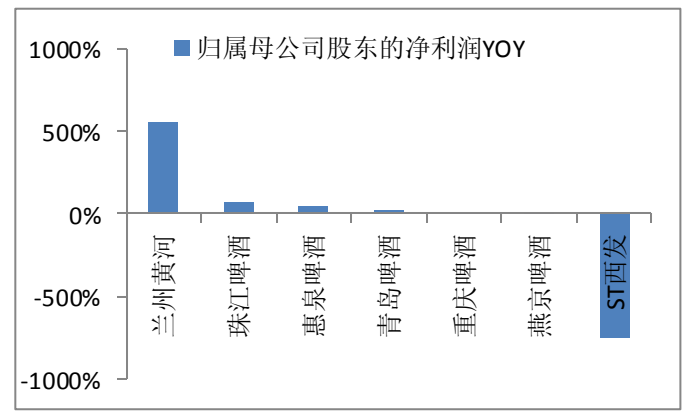
资料来源: Wind, 联讯证券

图表56: 啤酒上市公司 1Q19 归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表57: 啤酒上市公司 1Q19 归母净利润增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表58: 啤酒公司单季归母净利润增速

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
兰州黄河	-32%	146%	-116%	-550%	555%
珠江啤酒	47%	93%	84%	253%	66%
惠泉啤酒	29%	-17%	248%	-138%	41%
青岛啤酒	15%	12%	11%	-12%	21%
重庆啤酒	57%	18%	13%	44%	13%
燕京啤酒	1%	3%	-12%	4%	9%
ST西发	-8%	9%	-382%	-245906%	-752%

资料来源: Wind, 联讯证券

图表59: 啤酒公司销售毛利率比较

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
青岛啤酒	40%	39%	39%	38%	40%
重庆啤酒	35%	39%	41%	40%	37%
珠江啤酒	33%	40%	42%	41%	37%
燕京啤酒	32%	42%	41%	39%	32%
兰州黄河	36%	36%	36%	31%	30%
惠泉啤酒	21%	25%	27%	25%	26%
ST西发	23%	26%	27%	26%	22%



资料来源: Wind, 联讯证券

图表60: 啤酒公司销售净利率比较

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
兰州黄河	-1%	-9%	-5%	-3%	21%
重庆啤酒	11%	13%	14%	12%	12%
青岛啤酒	10%	9%	10%	6%	11%
珠江啤酒	3%	8%	10%	9%	4%
燕京啤酒	2%	9%	6%	2%	2%
惠泉啤酒	-9%	1%	5%	3%	-5%
ST西发	10%	12%	9%	-11%	-27%

资料来源: Wind, 联讯证券

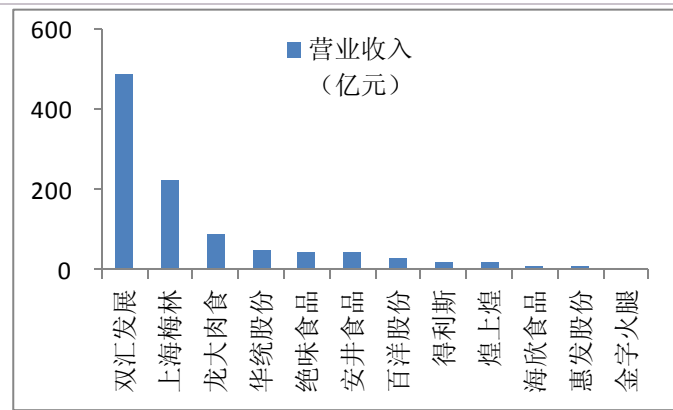
### (七) 肉制品

#### 1、营业收入: 1Q19 单季增速同比提高 2.73 pct

2018 年, 肉制品板块收入总额 1031.33 亿元, 同比增长 4.12%; 其中 4Q 单季营收 272.56 亿元, 同比增长 3.14%, 增幅环比回落 3.00 pct。

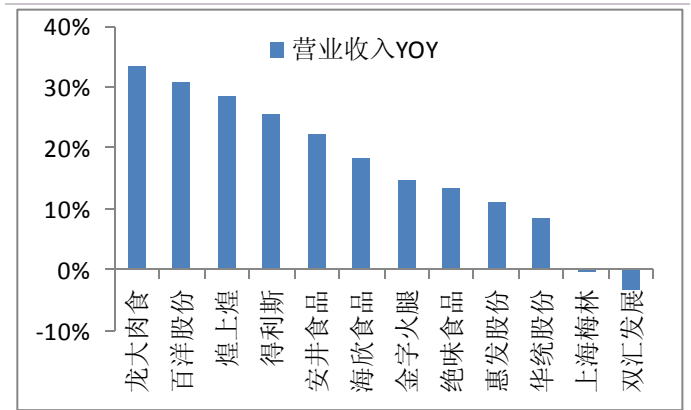
剔除百洋股份, 双汇发展、上海梅林、龙大肉食营业收入排名前 3 位; 龙大肉食、煌上煌、得利斯收入增速排在前 3 位。

图表61: 肉制品上市公司 2018 年营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表62: 肉制品上市公司 2018 年营业收入增速



资料来源: Wind, 联讯证券

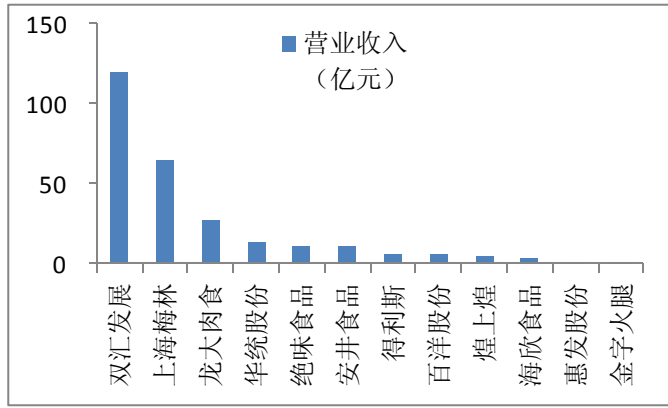
2019 年 1 季度, 肉制品板块收入总额 270.63 亿元, 同比增长 6.69%, 增速同比提高 2.73 pct。

剔除百洋股份, 双汇发展、上海梅林、龙大肉食营业收入排名前 3 位; 龙大肉食、煌上煌、绝味食品收入增速排在前 3 位。



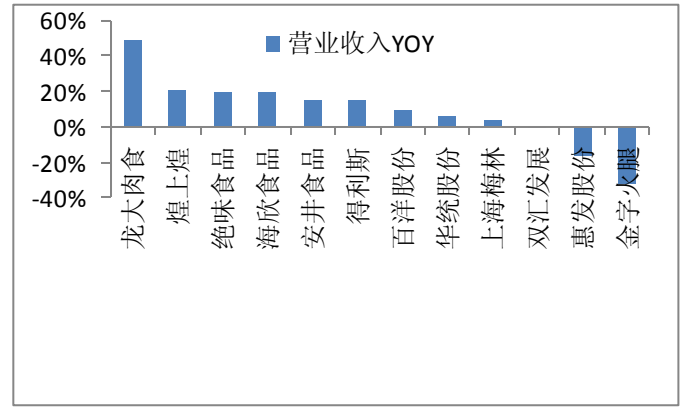


图表63: 肉制品上市公司 1Q19 营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表64: 肉制品上市公司 1Q19 营业收入增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表65: 肉制品单季营业收入增速比较

单季营业收入增速	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
龙大肉食	25%	25%	38%	42%	49%
煌上煌	23%	47%	13%	28%	20%
绝味食品	10%	15%	14%	15%	20%
海欣食品	43%	9%	13%	14%	19%
安井食品	19%	18%	25%	26%	15%
得利斯	42%	38%	18%	11%	15%
百洋股份	29%	38%	41%	18%	9%
华统股份	12%	5%	17%	2%	6%
上海梅林	-1%	-5%	6%	1%	4%
双汇发展	-2%	-1%	-3%	-7%	0%
惠发股份	16%	15%	7%	10%	-17%
金字火腿	20%	7%	6%	25%	-32%

资料来源: Wind, 联讯证券

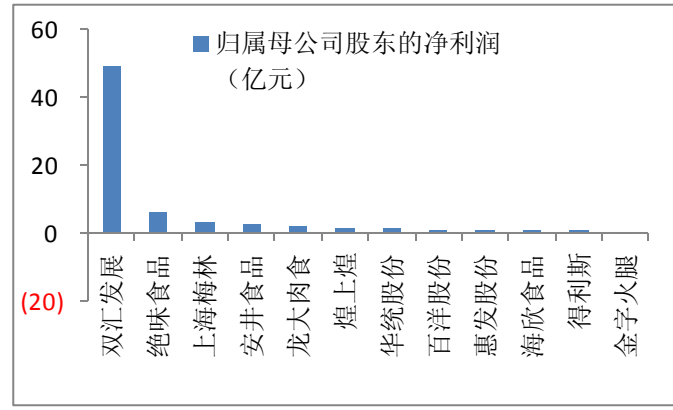
## 2、归母净利润: 1Q19 单季增速同比减少 3.06 pct

2018 年, 肉制品板块归母净利润总额 67.69 亿元, 同比增长 12.57%; 其中 4Q 单季归母净利润 15.42 亿元, 同比增长 4.27%。

双汇发展、绝味食品、上海梅林归母净利润排名前 3 位; 海欣食品、安井食品、绝味食品归母净利润增速排在前 3 位。

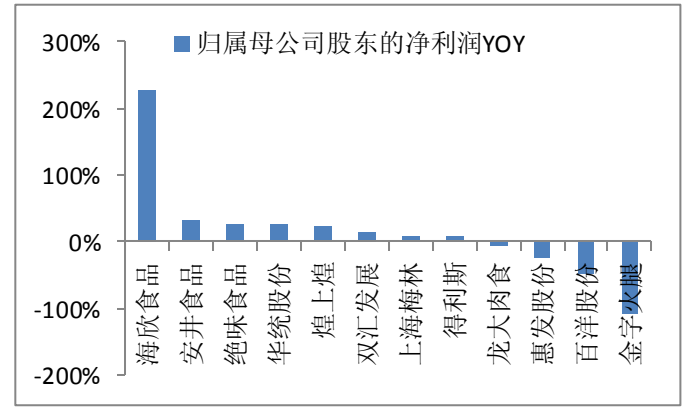


图表66: 肉制品上市公司 2018 年归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表67: 肉制品上市公司 2018 年归母净利润增速

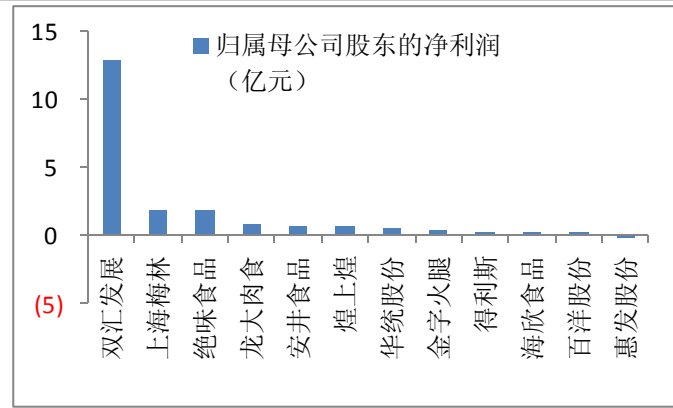


资料来源: Wind, 联讯证券

2019 年 1 季度, 肉制品板块归母净利润总额 19.43 亿元, 同比增长 16.47%增幅同比减少 3.06 pct。

双汇发展、上海梅林、绝味食品归母净利润排名前 3 位; 金字火腿、得利斯、煌上煌归母净利润增速排在前 3 位。

图表68: 肉制品上市公司 1Q19 归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表69: 肉制品上市公司 1Q19 归母净利润增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表70: 肉制品单季归母净利润增速比较

单季归母净利润YOY	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
金字火腿	29%	-56%	-108%	22%	69%
得利斯	28%	-27%	15%	-9%	51%
煌上煌	43%	42%	31%	-78%	27%
绝味食品	31%	34%	23%	24%	20%
双汇发展	21%	29%	2%	8%	20%
安井食品	21%	50%	52%	17%	20%
上海梅林	-10%	32%	-47%	121%	10%
海欣食品	409%	86%	306%	485%	6%
龙大肉食	2%	-86%	27%	116%	2%
华统股份	34%	2%	-2%	62%	1%
百洋股份	1630%	139%	123%	-215%	-46%
惠发股份	-71%	-4%	-32%	-17%	-1296%



资料来源: Wind, 联讯证券

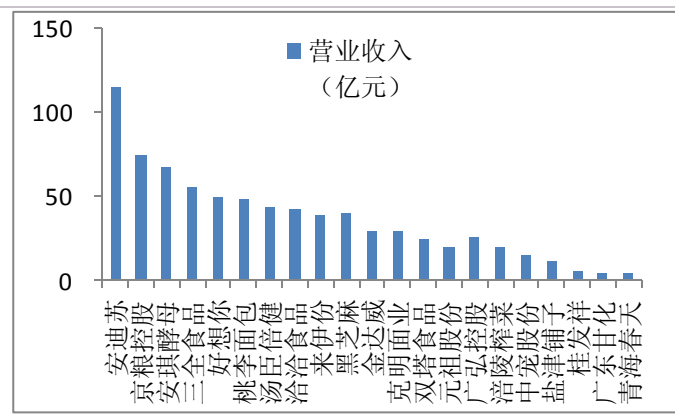
### (八) 其他食品

#### 1、营业收入：1Q19 增幅同比回落 28.06 pct

2018 年，中信其他食品板块收入总额 754.60 亿元，同比增长 14.60%；其中 4Q 单季营收 204.59 亿元，同比增长 6.23%。

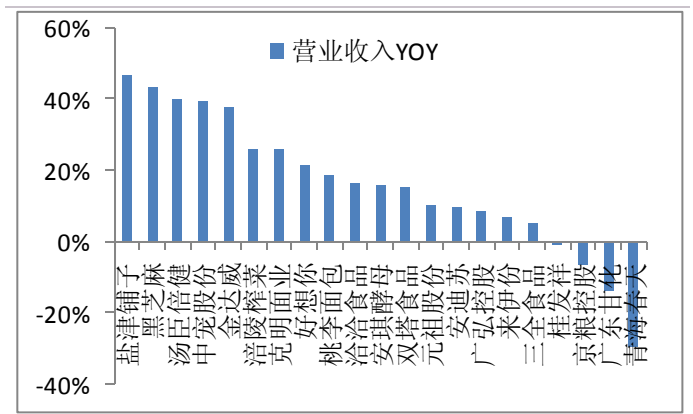
安迪苏、京粮控股、安琪酵母营业收入排名前 3 位；盐津铺子、黑芝麻和汤臣倍健收入增速排在前 3 位。

图表71：其他食品（CS）2018 年营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 联讯证券

图表72：其他食品（CS）2018 年营业收入增速

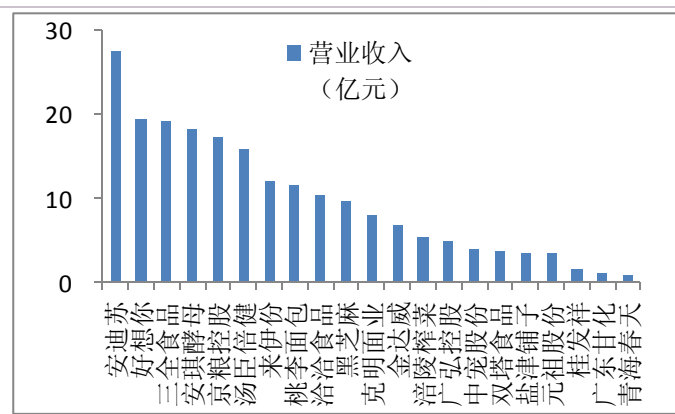


资料来源: Wind, 联讯证券

2019 年 1 季度，中信其他食品板块收入总额 201.99 亿元，同比增长 5.98%，增幅同比回落 28.06 pct。

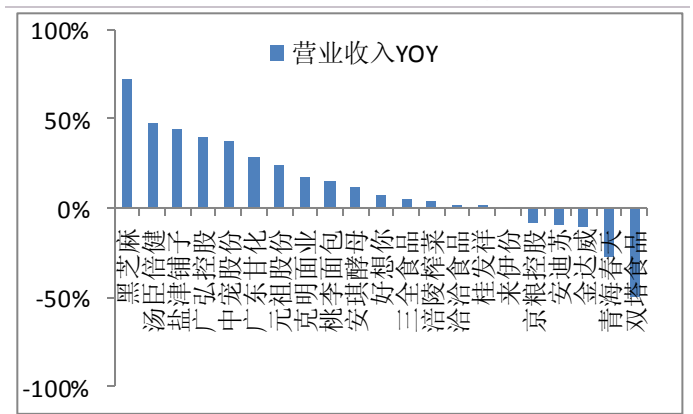
安迪苏、好想你、三全食品营业收入排名前 3 位；黑芝麻、汤臣倍健、盐津铺子收入增速排在前 3 位。

图表73：其他食品（CS）1Q19 营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 联讯证券

图表74：其他食品（CS）1Q19 营业收入增速



资料来源: Wind, 联讯证券


**图75： 其他食品（CS）单季营业收入增速比较**

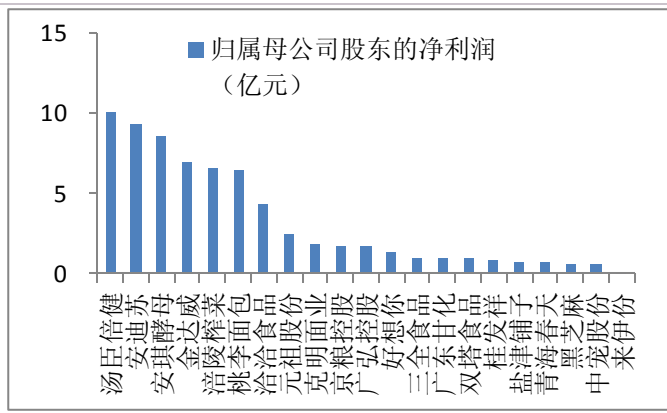
证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
黑芝麻	18%	72%	65%	32%	72%	三全食品	8%	9%	7%	-2%	5%
汤臣倍健	45%	47%	45%	22%	47%	涪陵榨菜	48%	24%	11%	26%	4%
盐津铺子	15%	56%	48%	69%	44%	洽洽食品	28%	6%	14%	18%	1%
广弘控股	-39%	55%	15%	9%	40%	桂发祥	3%	0%	-5%	-4%	1%
中宠股份	28%	48%	40%	39%	37%	来伊份	12%	10%	10%	-2%	0%
广东甘化	14%	-76%	84%	632%	29%	京粮控股	21%	2%	-15%	-22%	-9%
元祖股份	2%	13%	24%	-13%	24%	安迪苏	22%	11%	3%	4%	-9%
克明面业	45%	11%	23%	28%	18%	金达威	80%	19%	61%	11%	-11%
桃李面包	21%	18%	19%	16%	16%	青海春天	-16%	-11%	-56%	-24%	-28%
安琪酵母	15%	14%	24%	12%	12%	双塔食品	82%	-4%	100%	-36%	-50%
好想你	38%	30%	8%	10%	7%						

资料来源: Wind, 联讯证券

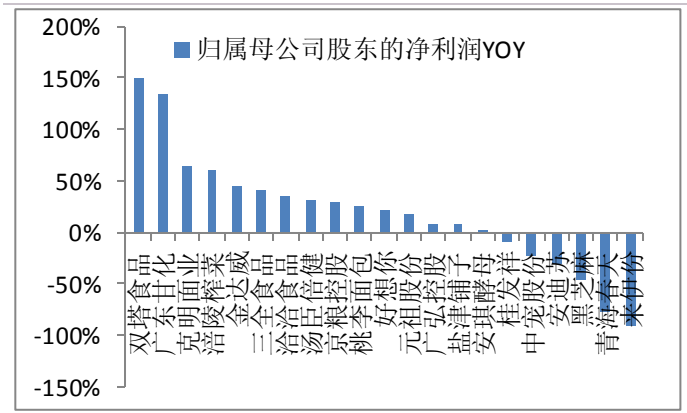
## 2、归母净利润：1Q19 同比下降 3.92%，增速由正转负

2018 年，中信其他食品板块录得归母净利润 67.43 亿元，同比增长 13.37%；其中，4Q 单季 12.40 亿元，同比增长 3.32%。

汤臣倍健、安迪苏、安琪酵母归母净利润排名前 3 位；金达威、涪陵榨菜、克明面业在归母净利润增速上排名前 3。

**图76： 其他食品（CS）2018 年归母净利润（亿元）**


资料来源: Wind, 联讯证券

**图77： 其他食品（CS）2018 年归母净利润增速**


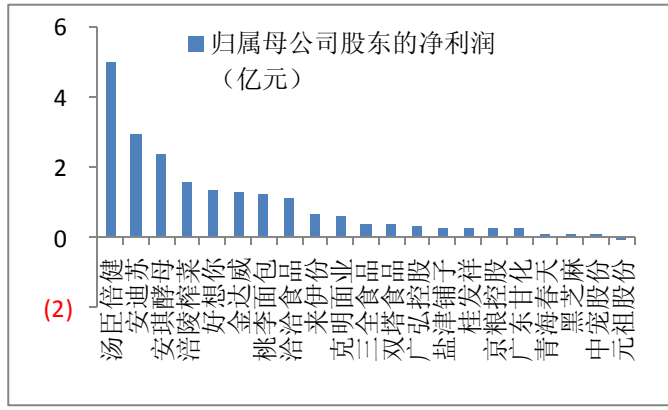
资料来源: Wind, 联讯证券

2019 年 1 季度，中信其他食品板块录得归母净利润 20.40 亿元，同比下降 3.92%，增速由正转负。

汤臣倍健、安迪苏、安琪酵母归母净利润排名前 3 位；广东甘化（扭亏为盈）、元祖股份、来伊份在归母净利润增速上排名前 3 位。

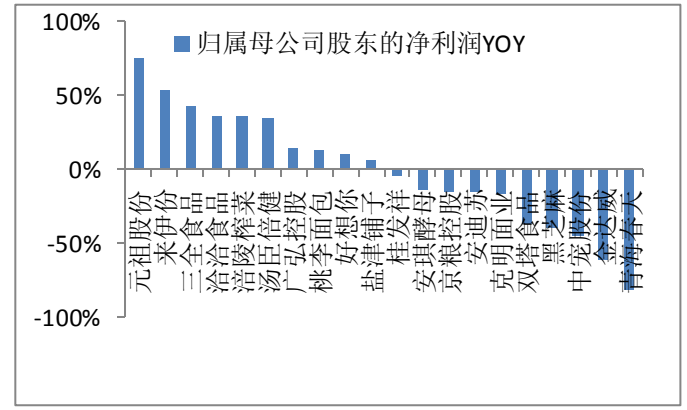


图78: 其他食品 (CS) 1Q19 归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 联讯证券

图79: 其他食品 (CS) 1Q19 归母净利润增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图80: 其他食品 (CS) 单季归母净利润增速比较

证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	证券简称	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
广东甘化	111%	-50%	38%	154%	1554%	桂发祥	-6%	-15%	-7%	-11%	-5%
元祖股份	-57%	127%	17%	185%	75%	安琪酵母	30%	8%	10%	-22%	-15%
来伊份	-43%	-134%	-274%	-373%	53%	京粮控股	5%	-4%	0%	137%	-15%
三全食品	6%	17%	4%	257%	42%	安迪苏	11%	-47%	-34%	-47%	-16%
洽洽食品	9%	23%	9%	157%	36%	克明面业	111%	27%	58%	52%	-17%
涪陵榨菜	80%	75%	65%	26%	35%	双塔食品	102%	-42%	-70%	235%	-37%
汤臣倍健	31%	11%	60%	-51%	34%	黑芝麻	-46%	-4%	-48%	-48%	-40%
广弘控股	11%	10%	0%	11%	14%	中宠股份	-43%	-34%	-5%	1%	-46%
桃李面包	52%	33%	4%	16%	12%	金达威	410%	83%	77%	-84%	-61%
好想你	102%	-235%	-77%	16%	10%	青海春天	14%	-16%	-17%	-97%	-82%
盐津铺子	6%	-5%	32%	28%	6%						

资料来源: Wind, 联讯证券

### 三、总结与投资建议

总体来看, 食品饮料板块仍呈现出马太效应特征, 各细分领域龙头企业表现优异; 消费升级趋势明显, 收入结构整体上移。

白酒板块延续高增长是食品饮料板块能够维持较快增长的关键因素。2018 年 4 季度和 2019 年 1 季度, 茅台营收恢复高增速, 扭转市场对行业可能出现下行的悲观预期。白酒行业市场份额向头部酒企集中, 高端白酒盈利能力持续增强, 次高端与大众白酒收入与利润份额降低。进一步细分, 次高端与大众白酒的头部酒企在各自领域内也有较快增长, 如山西汾酒、古井贡酒、今世缘、顺鑫农业等。

大众消费品板块, 主要系收入体量居前的龙头公司在高基数下仍然实现较快增长, 如海天味业、伊利股份和青岛啤酒等。而一些细分赛道的龙头公司仍然能享有行业增长与份额提升的双重红利, 如绝味食品、安井食品等。

4 月过后, 前期快速赚钱效应减弱。从行业比较来看, 食品饮料业绩增势良好, 尤其是白酒和部分食品个股 2019 年依旧保持较快增速, 且板块估值存在比较优势, 属于进可攻、退可守的板块, 配置价值突出。



我们建议从核心资产标的，细分领域有明显边际增长两方面入手，推荐：核心资产标的——贵州茅台、五粮液、伊利股份、海天味业、青岛啤酒；边际增长——山西汾酒、今世缘、绝味食品、安井食品等。

#### 四、风险提示

食品安全风险；宏观经济波动，消费增长放缓；行业政策风险；竞争加剧风险；市场波动风险。





## 分析师简介

徐鸿飞，中国人民大学本科，2016年7月加入联讯证券，现任食品饮料分析师，证书编号：S0300518090001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

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

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)