

2019年05月07日

食品饮料

食品饮料年报&季报总结：三大板块表现符合预期，白酒表现仍是子行业最佳

■ **综述：食品饮料板块整体增长稳健，白酒最为优秀。**2018年食品饮料板块实现收入5,997亿元，净利润1,012亿元，分别同比增长13%和26%。同2018年1-9月增速基本接近（14%，24%）。其中Q4较Q3增速恢复明显，主要系Q3白酒板块收入增速放缓的影响（白酒2018Q1-Q3单季度收入增速分别为37.56%、14.15%、29.60%），其中2018年Q3白酒收入增速放缓，最主要原因是茅台Q3发货量同比减少，供给不足所致。2019年Q1食品饮料板块实现收入1,863亿元，利润387亿元，分别同比增长14%和23%，由于2018年Q1基数较高，加之2019年春节较早，该增速水平仍属良好。子板块中白酒收入和业绩表现更为亮眼，2018、2019Q1白酒板块营收增长分别为27%，22%，居所有子板块之首。净利润方面，2018和2019Q1白酒净利润增速分别为32.96%和28.01%，均居子板块第一位。

■ **白酒Q1收入业绩表现良好，高端酒超预期，次高端整固，地产酒结构升级继续，市场信心修复。**2018年白酒板块收入增速为27.24%，净利润增速33%，2019Q1白酒板块收入增速22.42%，净利润增速28.01%，Q1收入增速较上年同期（30.07%）有所放缓，一方面是连续两年快速增长，基数已经较高，另外一方面春节较早，旺季销售时间缩短。但就增速而言，仍然属于较好水平，符合甚至超市场预期。高端酒毛利率和净利润率持续提升，销售费用率下降，反映了高端酒品牌拉动的基本属性，竞争格局相对稳定，茅台供不应求，五粮液放量顺利，规模效应良好。次高端水井坊表现超预期，后续关注丝路版井台和喜宴版八号表现，山西汾酒Q1销售收入进度35%符合预期，后续存提速可能；地产酒古井贡酒保持强势，增速拉开差距。地产酒增速虽有差异，但结构升级是共性特征。

■ **大众品主流子行业增长稳健，2018年报重点标的业绩良好。**2018年，调味品龙头海天味业年报显示营收和利润保持平稳快速增长，预收款余额近年新高；乳业龙头伊利股份2018Q4收入增长也较快，单季度利润增速30%+（虽然有净利润率基数低因素），年报净利润略超预期。香飘飘、洽洽食品、涪陵榨菜、克明面业2018年报表现均超预期；软饮料板块养元饮品年报分红力度超预期，现金股息率高达5%以上。调味品板块营收增速保持高稳定性，2018年酱醋（包含五家上市公司）板块营收增速14.06%，2019年Q1收入增速14.22%，总体保持稳定较快水平。优势调味品企业收入增速区间在13%-17%，也基本保持稳定。2018年乳品收入增速11.38%，2019Q1收入增速12.81%。海天味业和伊利股份收入增速显著快于行业整体，龙头份额保持稳中有升，呈现强者恒强的行业竞争态势。啤酒板块销售增长改善，净利润率呈现提升态势，4月1日起增值税率下调对低净利润率水平的啤酒板块弹性贡献较大，值得重点关注。

■ **投资建议：**总体而言，食品饮料年报和一季报情况较好，符合预期。大众品主流板块如调味品和乳制品保持稳健较快增速，其中龙头增速快于行业，强者恒强，份额继续扩张，我们认为两者龙头配置价值突出。高端白酒呈现稳步扩容（销量）态势，毛利率继续走高，盈利能力优秀，其中茅台供给小于需求呈现常态化，五粮液连续放量，消费者基础在加强，目前正处于价格回升期。白酒整体周期性减弱，连续稳步增长标的浮现。白酒2019年平均预测市盈率在23x附近，亦在历史均值附近，属于重点推荐板块，核心标的：茅五泸、古井/今世缘、顺鑫汾酒。
风险提示：宏观经济走势不明朗；环保从严背景下原辅料包材价格的上涨；竞争加剧导致公司业绩不达预期。

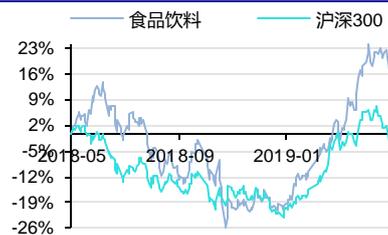
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
调高评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.20	-7.46	-6.87
绝对收益	-11.50	6.00	-10.77

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

食品饮料板块三季报前瞻：防御当先 2018-10-14

简析A股加速国际化对食品饮料板块的影响 2018-10-07

白酒板块中报总结：地产酒普遍超预期，当前位置仍看好 2018-09-03

本期专题：食品饮料行业中报分析 2018-08-27

内容目录

1. 业绩综述：整体表现稳定，子板块中白酒最为优秀	4
1.1. 食品饮料板块整体保持稳健增长态势.....	4
1.2. 白酒板块表现抢眼.....	4
1.3. 食品饮料机构持仓上升明显，白酒超配.....	5
2. 白酒板块分析	6
2.1. 白酒业绩综述：Q1 收入业绩表现良好，信心修复.....	6
2.2. 收入端：高端酒超预期，次高端整固，地产酒结构升级继续.....	7
2.3. 利润端：结构升级贡献，利润表现优于收入.....	10
2.3.1. 毛利率持续提升.....	11
2.3.2. 销售费用率整体持平或下降.....	12
2.3.3. 净利润率总体上升，高端更明显.....	13
2.4. 营运质量：营运指标良性，蓄水池依旧明显.....	14
3. 大众品板块分析	17
3.1. 主流子行业增长稳健，2018 年报重点标的业绩良好.....	17
3.1.1. 乳制品、调味品稳健性突出，龙头强者恒强.....	17
3.1.2. 啤酒行业经营改善.....	17
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：2018 食品饮料板块收入增速.....	4
图 2：2018 食品饮料板块净利润增速.....	4
图 3：2019 年一季度食品饮料板块收入增速.....	4
图 4：2019 年一季度食品饮料板块净利润增速.....	4
图 5：2018 食品饮料子板块收入增速.....	5
图 6：2018 食品饮料子板块净利润增速.....	5
图 7：2019Q1 食品饮料子板块收入增速.....	5
图 8：2019Q1 食品饮料子板块净利润增速.....	5
图 9：食品制造业累计收入及增速(更新至 2018 年 12 月).....	6
图 10：食品制造业利润总额及增速（更新至 2019 年 3 月）.....	6
图 11：基金食品饮料配置比例%（更新至 2019Q1）.....	6
图 12：基金白酒配置比例（更新至 2019Q1）.....	6
图 13：今年以来白酒板块表现显著优于大盘.....	7
图 14：2019Q1 基金显著加仓白酒.....	7
图 15：2018 各白酒企业营收同比增速.....	8
图 16：2019Q1 各白酒企业营收同比增速.....	9
图 17：单季度高端白酒营收增速.....	9
图 18：单季度次高端白酒营收增速.....	9
图 19：单季度地产酒营收增速.....	9
图 20：单季度其他酒企营收增速.....	9
图 21：高端白酒利润增速小幅回落.....	10
图 22：次高端白酒利润增速逐步放缓.....	10

图 23: 地产酒利润略放缓.....	11
图 24: 其他酒企利润较稳定.....	11
图 25: 2018 各酒企毛利率变化.....	11
图 26: 2019Q1 各酒企毛利率变化.....	11
图 27: 白酒行业毛利率（左轴）和净利润率情况.....	12
图 28: 2018 各酒企销售费用率变化.....	12
图 29: 2019Q1 各酒企销售费用率变化.....	12
图 30: 2018 各酒企管理费用率变化.....	13
图 31: 2019Q1 各酒企管理费用率变化.....	13
图 32: 白酒行业营业税金率.....	14
图 33: 高端白酒现金流入/收入保持较高水平.....	15
图 34: 次高端白酒现金流入/收入季节性波动.....	15
图 35: 地产酒现金流入/收入环比下降.....	15
图 36: 其他白酒现金流入/收入环比显著增长.....	15
图 37: 白酒与食品板块的单季度收入增速.....	18
图 38: 白酒与食品板块的单季度净利润增速.....	18
图 39: 白酒与食品板块估值对比（市盈率 TTM）.....	18
表 1: 次高端收入利润增速情况.....	7
表 2: 白酒重点企业年报一季报表现.....	9
表 3: 次高端收入利润增速情况.....	10
表 4: 各季度毛利率同比变动百分点——高端酒每季毛利率均同比提升.....	11
表 5: 销售费用率同比变动百分点情况.....	12
表 6: 净利润率同比变化百分点.....	13
表 7: 白酒上市公司营业税金率情况（%）.....	13
表 8: 白酒上市公司 2018Q4 及 2019 年 Q1 运营指标汇总.....	15
表 9: 白酒上市公司应收账款周转率变化（次）.....	16
表 10: 调味品板块收入增速十分稳定.....	17
表 11: 乳制品板块收入增速十分稳定.....	17
表 12: 啤酒公司净利润率变化情况（百分点）.....	18
表 13: 食品重点企业年报一季报表现.....	18

1. 业绩综述：整体表现稳定，子板块中白酒最为优秀

1.1. 食品饮料板块整体保持稳健增长态势

2018 年食品饮料板块实现收入 5,997 亿元,净利润 1,012 亿元,分别同比增长 13%和 26%。同 2018 年 1-9 月增速基本接近 (14%, 24%)。其中 Q4 较 Q3 增速恢复明显,主要系 Q3 白酒板块收入增速放缓的影响 (白酒 2018Q1-Q3 单季度收入增速分别为 37.56%、14.15%、29.60%),其中 2018 年 Q3 白酒收入增速放缓,最主要原因是茅台 Q3 发货量同比减少,供给不足所致。

2019 年 Q1 食品饮料板块实现收入 1,863 亿元,利润 387 亿元,分别同比增长 14%和 23%。由于 2018 年 Q1 基数较高,加之 2019 年春节较早,该增速水平仍属良好。

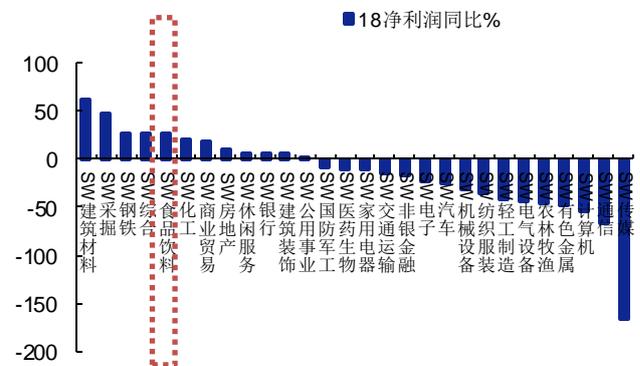
2018 年食品饮料行业收入增速在 A 股各行业中排名处中上游水平(11/28 个申万一级行业),但利润增速排名更好 (5/28 个申万一级行业),2019 年 Q1 分别为 12/28 和 8/28。

图 1: 2018 食品饮料板块收入增速



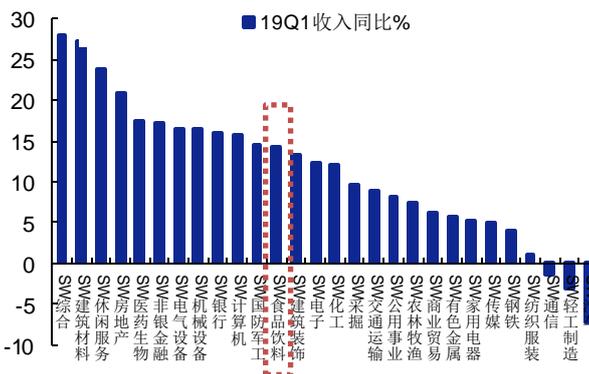
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 2: 2018 食品饮料板块净利润增速



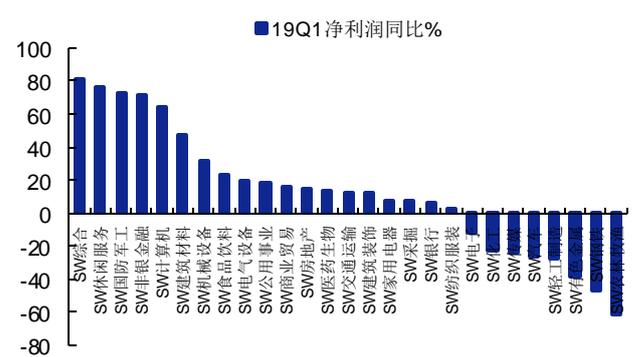
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 3: 2019 年一季度食品饮料板块收入增速



资料来源: wind,安信证券研究中心

图 4: 2019 年一季度食品饮料板块净利润增速

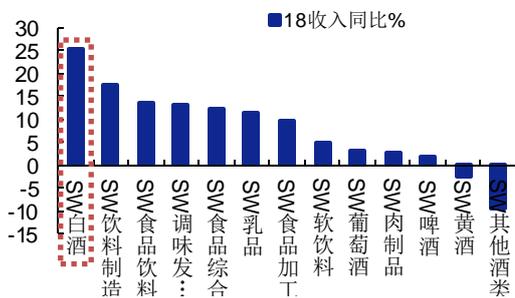


资料来源: wind,安信证券研究中心

1.2. 白酒板块表现抢眼

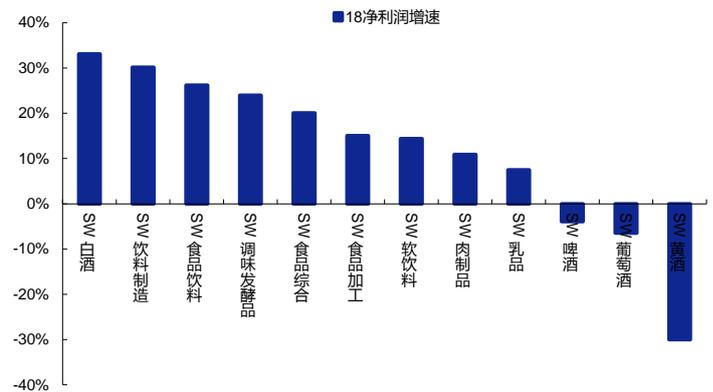
子板块中,白酒板块收入业绩表现更为亮眼,2018、2019Q1 白酒板块营收增长分别为 27%、22%,居所有子板块之首。净利润方面,2018 和 2019Q1 白酒净利润增速分别为 32.96% (子板块排名第一) 和 28.01% (子板块排名第一)。

图 5：2018 食品饮料子板块收入增速



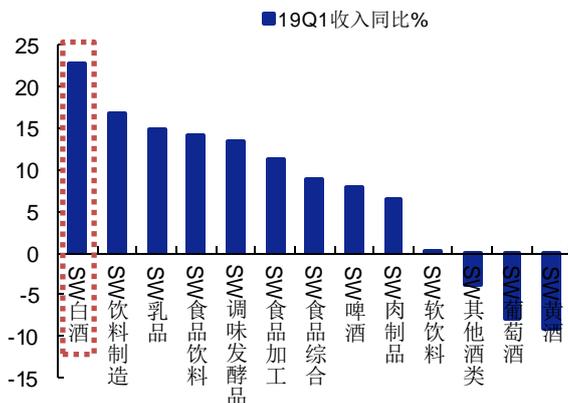
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：2018 食品饮料子板块净利润增速



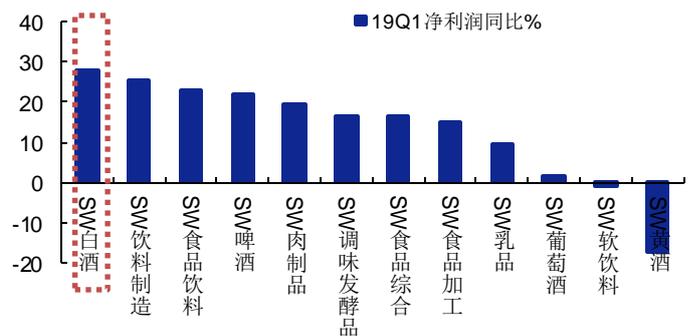
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：2019Q1 食品饮料子板块收入增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：2019Q1 食品饮料子板块净利润增速



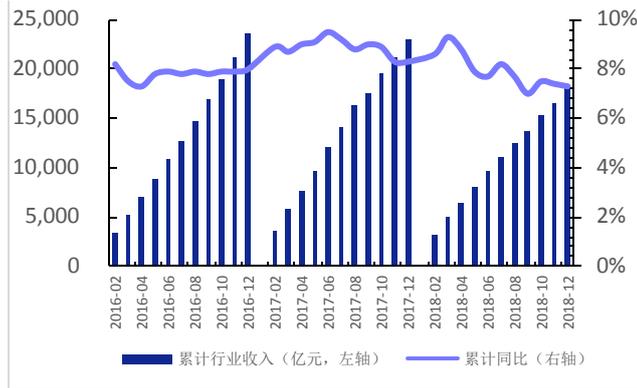
资料来源：Wind、安信证券研究中心

1.3. 食品饮料机构持仓上升明显，白酒超配

年报表现不俗，食品饮料板块受基金青睐。食品饮料板块年报业绩优秀，白酒方面贵州茅台年报超预期，其中 2018Q4 营收增速高达 36%，预收款余额再新高；五粮液实现营收超 400 亿，同样超预期，地产酒方面口子窖年报超预期。2019Q1 白酒板块加仓幅度为 2010 年以来最高水平，重回超配。2019Q1 白酒持仓比例 4.98%，基金白酒持仓环比提高 1.61pct.，可谓锐增。调味品龙头海天味业年报显示营收和利润保持平稳快速增长，预收款余额近年新高。软饮料板块养元饮品年报分红力度超预期，现金股息率高达 5% 以上；乳业龙头伊利股份年报净利润略超预期，Q1 营收和利润再度实现两位数增长。

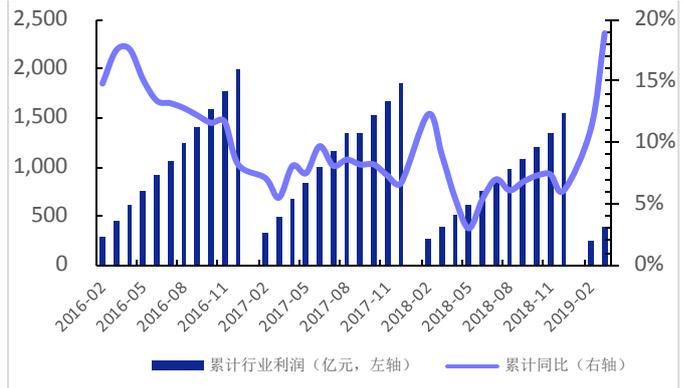
食品饮料各子板块重点/龙头公司表现均符合预期，稳定业绩表现获得基金青睐。2019Q1 基金食品饮料板块配置比例为 6.95%，环比增加 1.39pct。在经历 2018Q3、2018Q4 连续两个季度持仓下降后强势回升。

图 9：食品制造业累计收入及增速(更新至 2018 年 12 月)



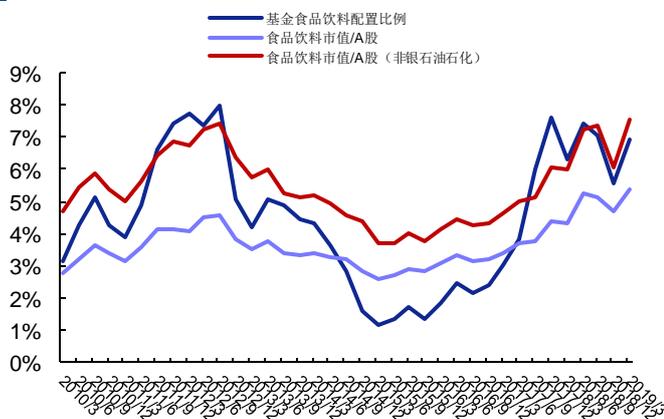
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：食品制造业利润总额及增速（更新至 2019 年 3 月）



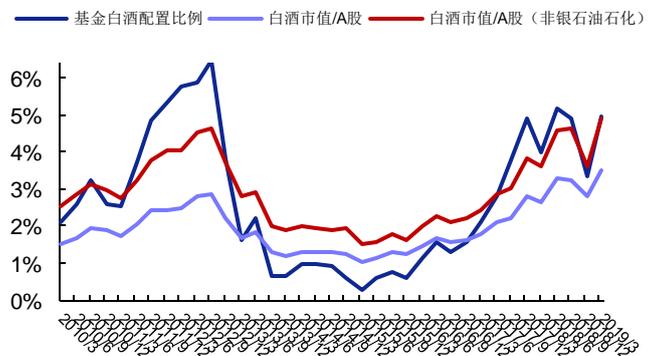
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：基金食品饮料配置比例%（更新至 2019Q1）



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 12：基金白酒配置比例（更新至 2019Q1）



资料来源：wind,安信证券研究中心

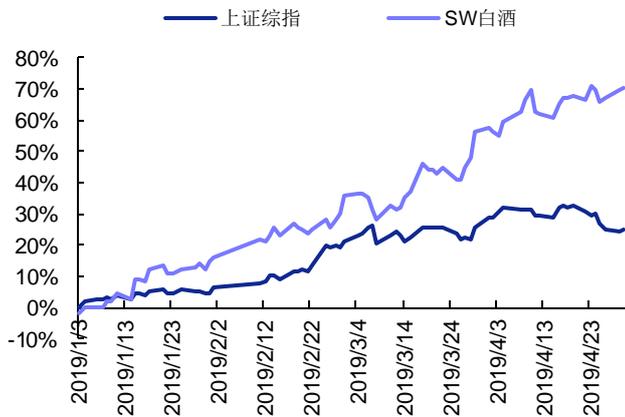
2. 白酒板块分析

2.1. 白酒业绩综述：Q1 收入业绩表现良好，信心修复

2018 年白酒板块收入增速为 27.24%，净利润增速 33%，2019Q1 白酒板块收入增速 22.42%，净利润增速 28.01%，Q1 收入增速较上年同期（30.07%）有所放缓，一方面是连续两年快速增长，基数已经较高，另外一方面春节较早，旺季销售时间缩短。但就增速而言，仍然属于较好水平，同预期相比，仍然符合甚至超预期。

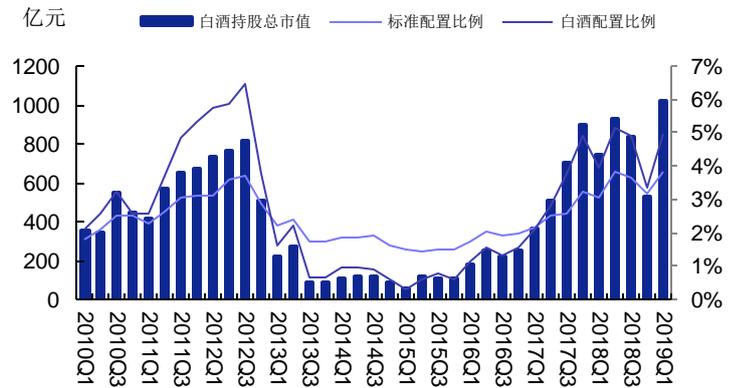
2018 年二季度开始渠道调研显示销售市场表现分化明显，市场开始预期白酒景气度下行，三季报白酒业绩放缓进一步加剧了市场对 2019 年白酒板块业绩增长的悲观判断，三四季度白酒板块持仓连续回落。总体而言，2019 年春节销售以及 Q1 报表好于预期，带动板块预期和估值修复，持仓上升。春节期间，五粮液放量明显，动销乐观；泸州老窖旺季销售超公司预期，国窖销售创新高，整体完成目标进度；茅台供不应求，价格节节走高，春节后，茅台批价继续上行，高端酒春节销售好于预期，Q1 业绩确定性较快增长。地产酒方面，今世缘保持快速增长，省内势头良好，古井贡酒春节销售同样表现良好，汾酒春节销售增长迅速。Q1 陆股通对白酒进行了加强配置，北上资金带动市场热情，糖酒会期间五粮液的经销商大会释放积极信号，白酒板块信心大幅提升。

图 13: 今年以来白酒板块表现显著优于大盘



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 14: 2019Q1 基金显著加仓白酒



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.2. 收入端：高端酒超预期，次高端整固，地产酒结构升级继续

我们对白酒上市公司分类，高端包括：茅台/五粮液/泸州老窖，次高端：山西汾酒/水井坊/沱牌舍得/酒鬼酒，地产酒：洋河股份/古井贡酒/口子窖/今世缘/迎驾贡酒等。

高端酒收入业绩表现超预期。高端酒经过第三季度收入业绩增长的短暂放缓，2018Q4，2019Q1 重回两位数增速。2018Q4 收入增速 32%，净利润增速 45.6%。2019 年 Q1 收入增速 24%，净利润增长 32.16%。茅台，五粮液，泸州老窖 2018 年收入/利润增速分别为 26%/30%，33%/38%，26%/36%。

贵州茅台 2018 报收入增速 26%，归母净利润增速 30%。Q4 单季度营业收入 222.30 亿元，同比增长 34.12%，增速大幅高于 Q3 的 3.81%，我们认为主要系 Q4 发货恢复正常所致。简单测算扣除涨价因素（2017 年底公告茅台酒平均涨价约 18%），销量增长在 14%左右，即表明 Q4 发货较为积极，以合并报表营业成本为例，Q4 同比增长 13%，从系列酒销量全年下滑角度看，主要系茅台酒产销量增加所致。

五粮液 2018 年高价酒收入 302 亿元，同比增长 41%，超市场预期。我们认为，高增长主要系：1) 量：五粮液酒销量超过 2 万吨，同比增速超过 20%；2) 价：部分经销商由于计划内配额执行完毕，使用计划外价格拿货；下半年 1618、低度等产品提高供货价，造成五粮液酒吨价提升；3) 战略聚焦：回收开发买断产品，聚焦战略对公司经营有正面作用。2018 年公司吨酒价格为 19.7 万元，同比大幅提升 26%。2019 年 Q1 收入增长近 27%，利润增长 30%，符合预期，全年 25%收入增长目标完成较为从容。**泸州老窖**春节顺利完成开门红，随后轻装上阵控货挺价，目前多地国窖批价超过 740 元，库存良性价格仍处于上升通道中，第八代五粮液上市对国窖价格较为利好；2019Q1 国窖营收增速超过 25%，延续了高增长势头。国窖品牌已逐步迈向百亿俱乐部，品牌势能不可小觑。

次高端增速整体回落，但仍处较快增速区间。2018 年次高端品牌合计收入增速在 47%左右，净利润增长 63.24%；2019Q1 收入增速 26.34%，净利润增长 25.64%。2017、2018 年次高端连续高速增长，2019 年 Q1 基数较高，增速理性放缓也属正常。Q1 利润增速慢于收入增速，主要是酒鬼酒和舍得酒业的拖累。后续关注水井坊糖酒会新品（丝路版井台、喜宴版臻酿八号）的市场表现，以及山西汾酒的片区调整后的销售表现。

表 1: 次高端收入利润增速情况

公司名称	2018 收入增速%	2019Q1 收入增速%	2018 利润增速%	2019Q1 利润增速%
山西汾酒	55.39	25.24	55.36	23.57

水井坊	37.62	24.25	72.72	41.16
舍得酒业	35.02	34.06	138.05	21.53
酒鬼酒	35.13	30.46	26.45	16.18

资料来源：公司年报季报，安信证券研究中心

山西汾酒 2018 年报收入略超预期，并表贡献直接，但低价位白酒毛利率被拉低，2019Q1 恢复明显。2018 年合并收入 93.82 亿元，超过 90 亿既定目标，2018 年实现“同一控制下公司并表”贡献约 5-6 亿元。2019 年收入保底目标 23%左右（限制性股权激励要求），目前销售符合进度，全年任务难度不大。

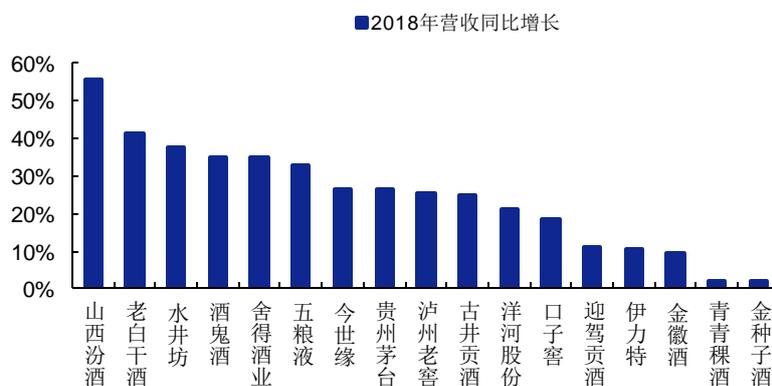
洋河股份 2018 年收入增速 22%，年公司平均吨价为 11.3 万元，同比增长 22%，梦之蓝保持 50%左右的增速，从渠道调研情况来看，2019Q1 多地区梦之蓝仍然保持了 30%以上的高增速，在次高端市场的份额进一步提升。2018 年省外市场实现营收 115.8 亿元，同比提升 25%，2019Q1 省外市场增速超过 20%，我们预计今年省外市场收入有望超过省内。

地产酒销售结构升级持续，古井贡酒保持强势。今世缘，古井贡酒一季报表现优异，2019Q1 收入/净利润增速分别为 31%/26%，43%/35%。口子窖表现平稳，2019Q1 收入/净利润增速分别为 9%/21%，考虑到春节提前因素，公司收入增速保持平稳，在 15%附近，但利润增速高于收入增速，继续反映结构升级。今世缘 2018 年公司产品出厂均价为 70 元/瓶，同比提升 27%；其中卡位次高端价格带的国缘产品逐渐成为公司的营收主力军，顺利实现了从“今世缘”到“国缘”的产品迭代，目前国缘四开、双开省内消费氛围日益浓厚，品牌知名度向上势头明显。古井贡酒从古 5 到古 8 完美实现了价格带的升级，目前古 8 及以上产品占比已超过 25%。公司前瞻性强，已提前布局次高端价格带，从目前渠道反馈情况来看，古 20 推广顺利，春节多地区古 20 配额被抢购一空，古 20 将成为公司发展的又一增长极。

口子窖销量小幅增长，销售结构升级是主基调。在 2017 年放量式增长后，公司 2018 年主基调是结构升级贡献增长。2018 年公司高档酒营收 40.60 亿，同比增加 22%，占比 96.16%（其中均价提升 10%，销量提升 11%）。公司口子窖系列为核心主力，口子窖 5 年及以上为高端产品，且 10 年以上增速更快，我们预计在 30%以上，口子窖品牌亦受益省内消费升级明显。

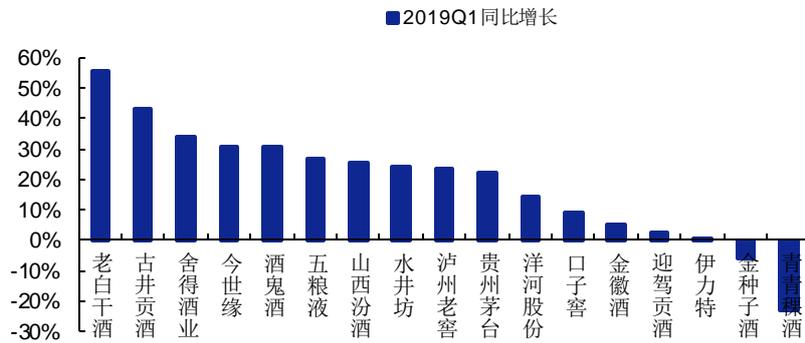
从安徽省内格局看，营收增速方面，古井贡酒>口子窖>迎驾贡酒，江苏省内今世缘>洋河股份，国缘>梦之蓝>海之蓝，安徽省内龙头强势地位保持，结构稳步升级，江苏省内今世缘差异化竞争，渠道精耕和持续市场投入取得良好效果。

图 15：2018 各白酒企业营收同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16: 2019Q1 各白酒企业营收同比增速



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 单季度高端白酒营收增速



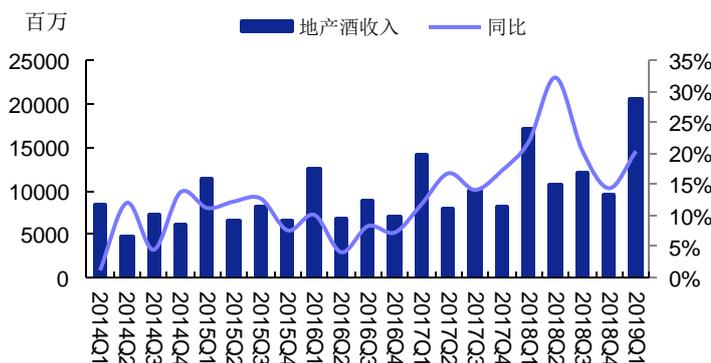
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 单季度次高端白酒营收增速



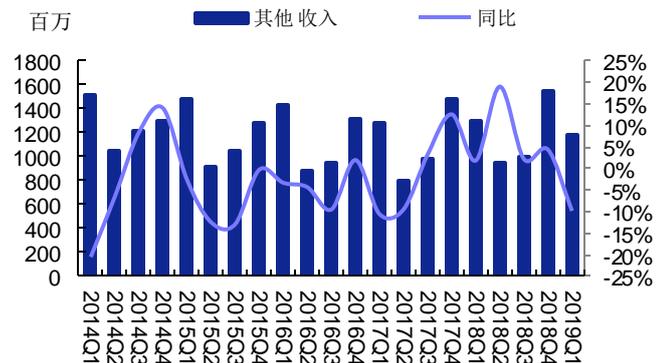
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 单季度地产酒营收增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 单季度其他酒企营收增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 2: 白酒重点企业年报一季报表现

代码	名称	2018		2019Q1		2018		2019Q1	
		收入 (亿元)	收入增速	收入 (亿元)	收入增速	净利润 (亿元)	净利润增速	净利润 (亿元)	净利润增速
600519.SH	贵州茅台	771.99	26%	224.81	22%	352.04	30%	112.19	32%
000858.SZ	五粮液	400.30	33%	175.90	27%	133.84	38%	64.75	30%

000568.SZ	泸州老窖	130.55	26%	41.69	24%	34.86	36%	15.93	43%
002304.SZ	洋河股份	241.60	21%	108.90	14%	81.15	22%	40.20	16%
600809.SH	山西汾酒	93.82	47%	40.58	20%	14.67	54%	8.82	23%
600779.SH	水井坊	28.19	38%	9.30	24%	5.79	73%	2.19	41%
600702.SH	舍得酒业	22.12	35%	6.97	34%	3.42	138%	1.01	22%
603589.SH	口子窖	42.69	18%	13.62	9%	15.33	38%	5.45	21%
603369.SH	今世缘	37.41	26%	19.55	31%	11.51	28%	6.41	26%
600197.SH	伊力特	21.24	11%	5.18	0%	4.28	21%	1.49	24%
000860.SZ	顺鑫农业	120.74	3%	47.65	20%	7.44	70%	4.29	17%

资料来源: wind,安信证券研究中心

2.3. 利润端：结构升级贡献，利润表现优于收入

白酒板块 2018 年收入增速 27.24%，利润增速 32.96%；2019Q1 收入增速 22.42%，利润增速 28.01%。

利润增速方面，2018 年次高端>高端>地产酒，2019 年 Q1 则为高端>次高端>地产酒。整体看，利润增速继续高于收入增速。

表 3：次高端收入利润增速情况

名称	2018 收入增速%	2019Q1 收入增速%	2018 利润增速%	2019Q1 利润增速%
高端	28.18	24.05	32.47	32.16
次高端	47.13	26.34	63.24	25.64
地产酒	22.09	20.39	27.72	18.73
整体	27.24	22.42	32.96	28.01

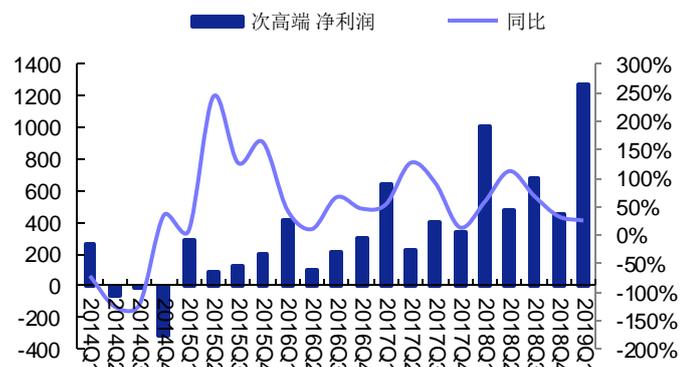
资料来源：公司年报季报，安信证券研究中心

图 21：高端白酒利润增速小幅回落



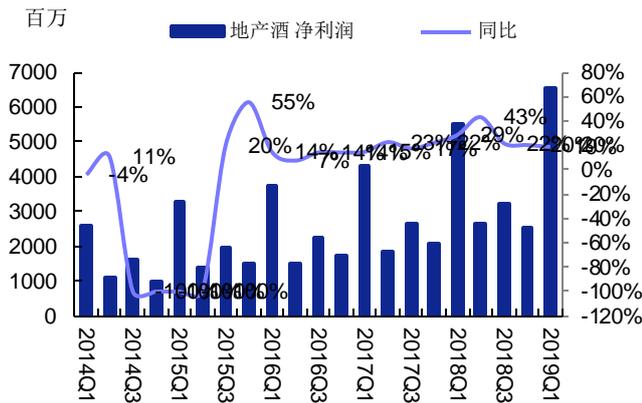
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 22：次高端白酒利润增速逐步放缓



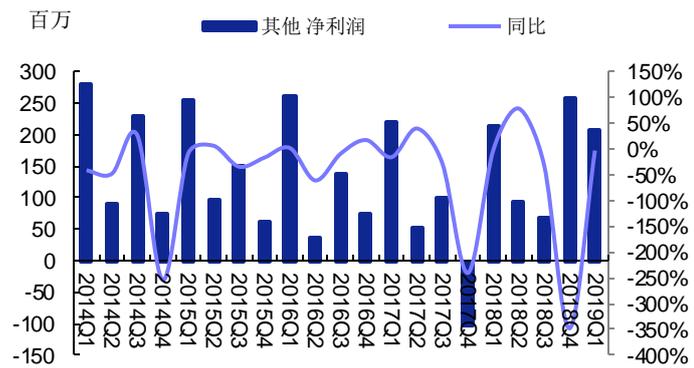
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 23: 地产酒利润略放缓



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 其他酒企利润较稳定



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.3.1. 毛利率继续提升

我们认为毛利率反映结构升级, 高端酒毛利率稳步提升。2018 年白酒板块平均毛利率 79.83%, 同比提升 2.12 个百分点, 2019 年 Q1 板块平均毛利率 79.79%, 同比提升 0.89 个百分点。

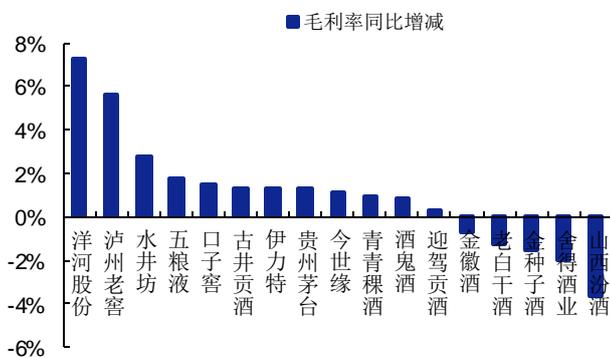
2018 年多数白酒企业毛利率普遍提高, 其中洋河股份毛利率同比提高 7pct 居首位, 主要系梦之蓝占比提升, 带动吨价稳步上移。2018 年公司平均吨价为 11.3 万元, 同比增长 22%, 梦之蓝保持 50% 左右的增速, 从渠道调研情况来看, 2019Q1 多地区梦之蓝仍然保持了 30% 以上的高增速。2019Q1 受益于高端酒提价, 茅五泸毛利率均有所提升。其中贵州茅台, 五粮液, 泸州老窖毛利率同比提升 0.66pct, 2.59pct, 4.49pct。

表 4: 各季度毛利率同比变动百分点——高端酒每季毛利率均同比提升

名称	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
高端	1.47	2.50	1.44	2.04	1.65
次高端	1.23	(3.66)	2.05	(8.41)	1.35
地产酒	8.18	5.36	5.47	(6.11)	(1.30)
整体	3.73	2.97	2.17	(0.10)	0.89

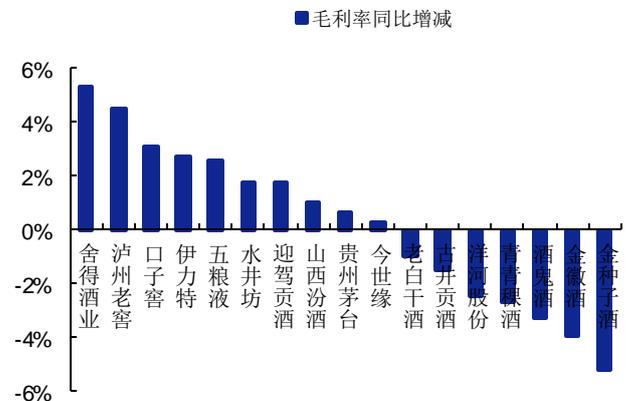
资料来源: 公司年报季报, 安信证券研究中心

图 25: 2018 各酒企毛利率变化



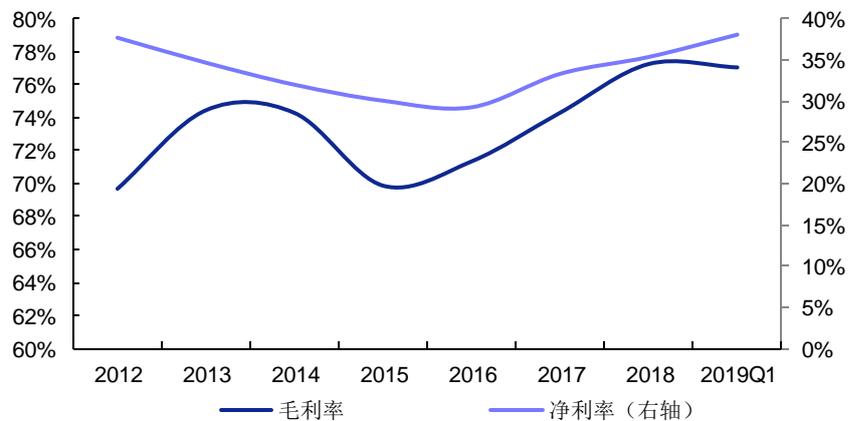
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 2019Q1 各酒企毛利率变化



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 白酒行业毛利率 (左轴) 和净利润率情况



资料来源: 安信证券研究中心

2.3.2. 销售费用率整体持平或下降

高端酒 2018 年销售费用率是同比下降的, 2019 年 Q1 销售费用率同比亦是下降, 反映高端酒品牌拉动的基本属性, 竞争格局相对稳定, 茅台供不应求, 五粮液放量顺利, 规模效应良好, 泸州老窖 2018 年销售费用率提升明显, 主要系公司坚持营销投入, 拉升品牌高度。

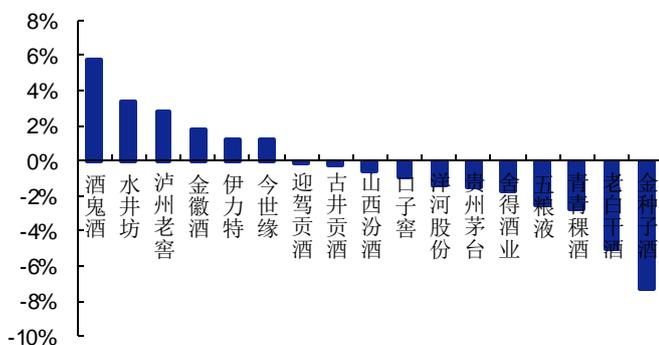
次高端市场投入强度较大, 主要是次高端处于市场扩张期和品牌培育期, 2018 年和 2019 年 Q1 销售费用率均同比提升, 也反映了需求变化, 市场竞争的加剧。

表 5: 销售费用率同比变动百分点情况

名称	2018 年 1-3 月	2018 年 1-6 月	2018 年 1-9 月	2018 年 1-12 月	2019Q1
高端	(1.76)	(0.75)	0.24	(1.40)	(0.74)
次高端	(0.18)	0.06	(0.35)	0.19	2.08
地产酒	(1.04)	(0.38)	(0.06)	(0.76)	1.18
整体	(1.38)	(0.65)	0.13	(1.15)	0.02

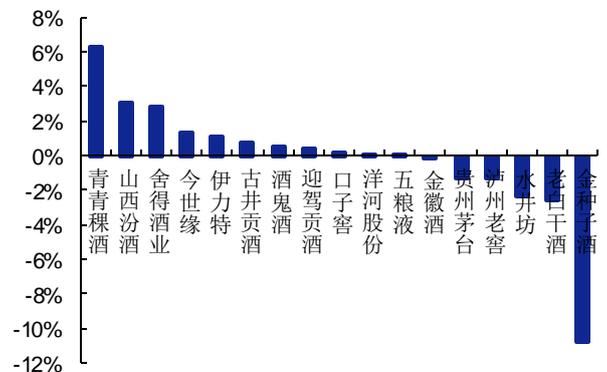
资料来源: 公司年报季报, 安信证券研究中心

图 28: 2018 各酒企销售费用率变化



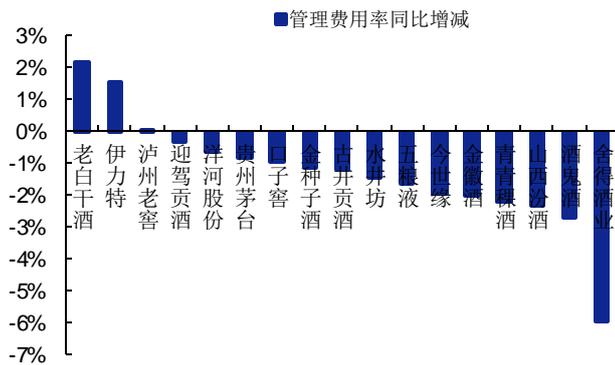
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 29: 2019Q1 各酒企销售费用率变化



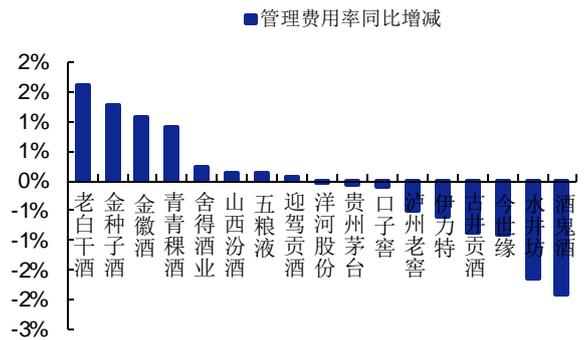
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 2018 各酒企管理费率变化



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 2019Q1 各酒企管理费率变化



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.3.3. 净利润率总体上升, 高端更明显

虽然销售费用率 2019 年 Q1 有小幅增加, 但净利润率整体仍提升了 1.65 个百分点。2018 年白酒净利润率同比提升 1.49 个百分点。

高端酒净利润率提升幅度最明显, 2018 和 2019Q1 同比分别提升了 1.29 和 2.66 个百分点, 茅五泸净利润率均保持同比提升态势。

表 6: 净利润率同比变化百分点

名称	2018 年 1-3 月	2018 年 1-6 月	2018 年 1-9 月	2018 年 1-12 月	2019Q1
高端	1.45	1.11	0.31	1.29	2.66
-贵州茅台	2.24	0.59	0.07	1.25	3.67
-五粮液	0.40	1.37	0.77	1.39	1.04
-泸州老窖	1.55	1.96	2.26	2.09	4.92
次高端	1.15	3.12	3.42	1.65	(0.12)
地产酒	1.64	1.58	1.20	1.24	(0.44)
整体	1.53	1.55	0.76	1.49	1.65

资料来源: 公司年报季报, 安信证券研究中心

增值税下调有望增厚板块利润。2019 年政府工作报告表示将实施更大规模的减税, 4 月 1 日起制造业等行业的税率将从 16% 降至 13%, 我们认为减税将提高白酒板块整体的盈利水平。原因是白酒板块对上下游均有较强的议价能力, 对上游农产品企业含税进价或降低, 即不含税成本不变, 下游终端的零售价不变, 公司出厂价(含税)不变, 则相当于间接涨价 2%-3%, 但由于白酒企业本身有较高净利率, 因此受减税影响的利润弹性较小。经我们测算, 增值税由 16% 降至 13%, 白酒板块整体利润增厚幅度为 6.5%。

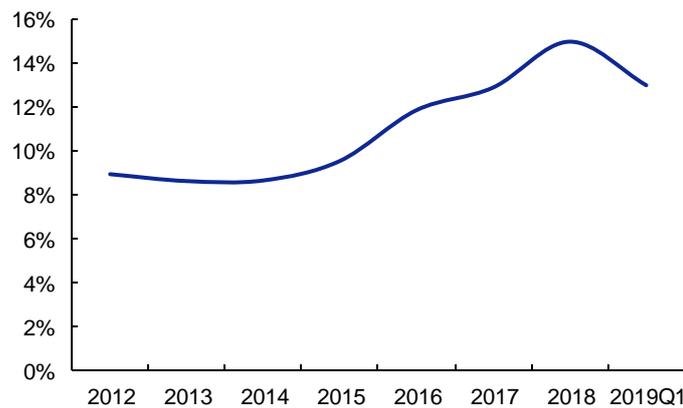
表 7: 白酒上市公司营业税金率情况 (%)

	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
贵州茅台	11.95	13.73	12.54	16.31	15.44	10.71
五粮液	14.18	14.07	14.25	17.53	14.00	13.94
泸州老窖	15.52	10.20	12.34	11.93	14.41	11.53
山西汾酒	28.37	16.34	23.08	17.47	21.21	13.43
水井坊	16.11	14.43	14.20	13.32	18.99	15.82
舍得酒业	23.34	15.50	20.18	10.43	12.50	14.21
酒鬼酒	15.72	15.67	16.50	16.07	15.86	16.41
洋河股份	19.55	16.21	11.44	19.51	12.48	14.25
古井贡酒	15.98	14.67	15.92	13.25	14.93	14.72

老白干酒	16.70	14.72	15.09	16.19	15.31	15.15
今世缘	24.64	14.01	9.76	23.54	25.91	15.18
迎驾贡酒	15.31	15.27	16.83	15.15	15.73	14.64
口子窖	15.76	15.55	16.98	15.18	16.20	14.18
金徽酒	15.06	14.46	16.45	13.90	15.20	13.93
金种子酒	15.05	13.25	13.22	11.62	11.46	10.95
伊力特	15.90	11.25	14.45	15.97	13.45	14.45
青青稞酒	15.98	17.08	15.96	16.11	17.44	15.87

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 32: 白酒行业营业税金率



资料来源: wind,安信证券研究中心

2.4. 营运质量: 营运指标良性, 蓄水池依旧明显

高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 现金流入与收入的比值分别为 1.11、1.01、1.12 和 1.13, 2019 年 Q1 现金流入与收入的比值分别为 1.01、1.30、0.81 和 1.24。

贵州茅台现金流状况优秀, 预收款余额提升, 经销商打款政策较为灵活。公司 Q4 经营性现金流反映了打款政策变化。Q4 销售商品收到现金 266.49 亿元, 扣除增值税因素, 金额仍远大于当期收入 (222.30 亿元), 导致年末预收款余额环比 Q3 继续增加 24.09 亿元。我们分析主要系 2018 年经销商打款政策灵活所致, 2018 年 Q3\Q4 连续两个季度预收款余额递增, 我们预计主要系季度末打款 2-3 个月计划所致。2018 年 8 月和 12 月都存在类似现象, 是公司根据市场需求做出的相应安排。2018 年 Q3 以来需求得不到满足, 茅台批价稳步上行, 2019 年春节期茅台供小于求状况十分明显, 体现在经销商惜售、搭售, 茅台酒价格突破 1800 元。最新调研反馈, 经销商打款积极, 一次打 2-3 个月计划, 有助于增加市场投放量, 同时公司预收款有望继续保持高水平。

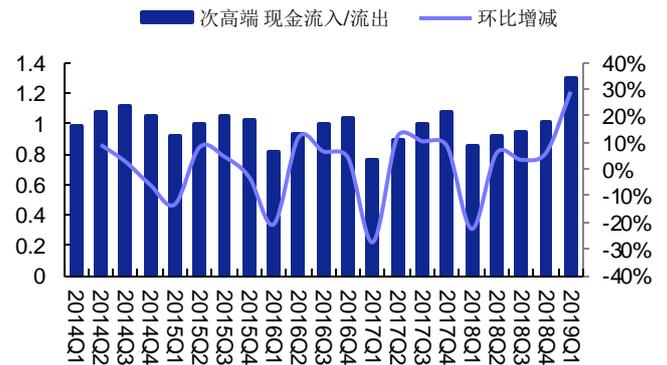
应收账款周转率提升, 名酒运营良性。从四季度数据来看, 多数名酒企业应收账款周转率提升。一方面, 行业在加速集中的过程中, 名酒的议价能力增强。另一方面, 今年下半年开始, 名酒企业主动控制发货节奏, 维持动销良性增长, 应收账款周转率提升, 运营指标更佳。

图 33: 高端白酒现金流入/收入保持较高水平



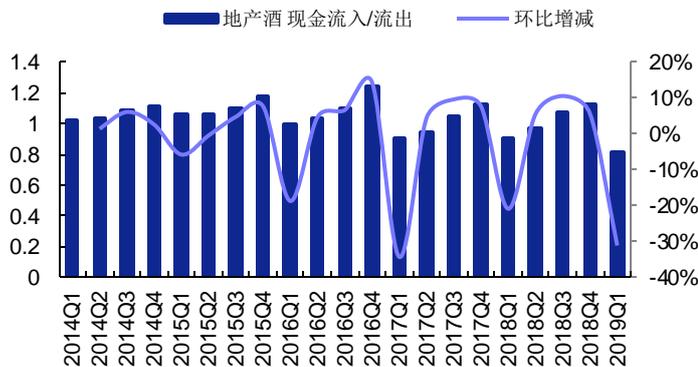
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 次高端白酒现金流入/收入季节性波动



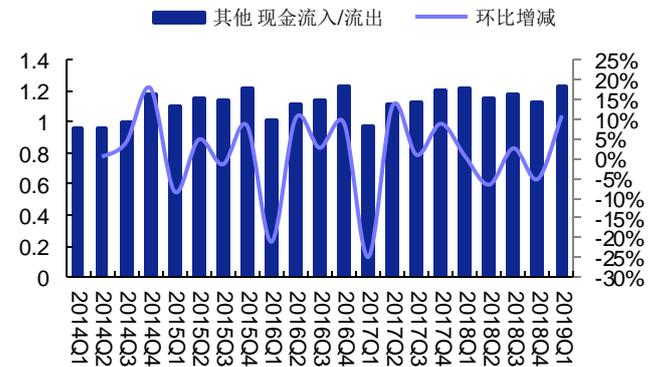
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 地产酒现金流入/收入环比下降



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 其他白酒现金流入/收入环比显著增长



资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 8: 白酒上市公司 2018Q4 及 2019 年 Q1 运营指标汇总

18Q4 运营指标汇总							
股票代码	预收款(亿元)	预收/收入	预收环比增速	预收同比增速	预付环比增速	应收环比增速	现金流入/收入
贵州茅台	135.8	18%	22%	-6%	5%	-9%	1.09
五粮液	67.1	17%	175%	44%	-67%	12%	1.15
泸州老窖	16.0	12%	14%	-18%	-12%	19%	1.14
山西汾酒	16.5	18%	110%	81%	-42%	10%	0.93
水井坊	1.6	6%	339%	-5%	-94%	0%	1.12
舍得酒业	2.5	11%	38%	29%	52%	21%	1.23
酒鬼酒	1.5	13%	171%	10%	-67%	122%	0.97
洋河股份	44.7	18%	61%	6%	-81%	97%	1.16
古井贡酒	11.5	13%	3%	128%	99%	0%	1.05
老白干酒	4.3	12%	-47%	-15%	-53%	-42%	1.06
今世缘	11.7	31%	96%	43%	-71%	-33%	1.22
迎驾贡酒	4.8	14%	61%	1%	8%	68%	1.12
口子窖	9.2	21%	60%	7%	71%	69%	1.02
金徽酒	1.3	9%	-22%	-17%	20%	-13%	1.14
金种子酒	0.8	6%	-9%	-13%	-40%	69%	1.12
伊力特	1.2	6%	-32%	-58%	-32%	82%	1.10

股票代码	预收款 (亿元)	预收/收入	预收环比增速	预收同比增速	预付环比增速	应收环比增速	现金流入/收入
青青稞酒	0.4	3%	23%	192%	55%	89%	1.18
19Q1 运营指标汇总							
贵州茅台	113.8	51%	-16%	-14%	-3%	-8%	1.01
五粮液	48.5	28%	-28%	-16%	14%	0%	1.01
泸州老窖	12.9	31%	-20%	-7%	66%	15%	1.00
山西汾酒	12.0	30%	-27%	67%	62%	-47%	1.40
水井坊	0.4	4%	-75%	-41%	34%	-53%	1.09
舍得酒业	1.5	22%	-39%	-61%	92%	-19%	1.15
酒鬼酒	1.2	35%	-22%	-12%	250%	-12%	1.04
洋河股份	19.7	18%	-56%	34%	568%	182%	0.76
古井贡酒	11.2	30%	-3%	-13%	-44%	34%	0.89
老白干酒	5.7	49%	33%	-12%	-1%	114%	1.01
今世缘	2.9	15%	-75%	19%	302%	48%	0.67
迎驾贡酒	2.9	25%	-41%	-6%	2%	-41%	0.87
口子窖	4.9	36%	-47%	1%	-59%	-29%	0.90
金徽酒	1.7	34%	38%	12%	-37%	60%	1.19
金种子酒	1.0	35%	21%	-11%	95%	-11%	1.11
伊力特	1.2	23%	2%	-69%	-51%	-22%	1.31
青青稞酒	0.3	9%	-23%	149%	-52%	-34%	1.22

资料来源: Wind、安信证券研究中心 *标红项预收/收入比值 50%以上 (含 50%)

表 9: 白酒上市公司应收账款周转率变化 (次)

	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	2018Q4	2019Q1
五粮液	136.2	195.3	277.9	105.8	148.6	217.3	338.0	77.9
泸州老窖	1,300.8	1,439.2	1,745.9	336.9	619.2	769.1	1,424	406.0
山西汾酒	74.3	78.7	164.4	57.2	214.1	121.0	829.4	176.7
水井坊	58.3	56.1	41.3	8.4	22.7	38.2	48.6	40.1
舍得酒业	29.6	69.4	47.8	8.2	16.1	22.1	24.8	5.7
酒鬼酒	58.4	87.1	252.3	42.4	83.8	119.1	192.9	57.3
洋河股份	1,134.1	1,592.6	2,063.0	1,026.2	1,828.0	2,460.4	3,475.1	2,029.8
古井贡酒	272.0	325.7	401.0	105.7	228.0	295.3	332.7	105.0
老白干酒	3,007.8	4,699.0	6,888.9	2,557.5	247.6	412.8	280.5	51.4
今世缘	67.6	66.2	154.0	54.8	76.2	125.4	111.2	34.5
迎驾贡酒	25.3	29.9	44.7	14.9	28.0	36.1	56.2	19.1
口子窖	103.8	162.9	245.4	90.6	153.6	261.6	339.4	99.3
金徽酒	80.4	97.3	129.0	38.1	75.5	81.6	132.9	36.3
金种子酒	6.8	9.2	12.7	2.8	5.5	7.7	11.3	2.3
伊力特	27.0	40.8	68.6	34.9	118.6	215.8	243.7	35.9
青青稞酒	41.6	76.6	98.6	27.1	34.2	47.9	44.3	9.8
顺鑫农业	31.6	44.7	85.9	40.5	69.8	93.9	145.23	56.52

注: 茅台应收账款为零, 资料来源: Wind、安信证券研究中心

3. 大众品板块分析

3.1. 主流子行业增长稳健，2018 年报重点标的业绩良好

食品股业绩表现相对更为稳健，大板块中，乳制品和调味品是典型。

2018 年，调味品龙头海天味业年报显示营收和利润保持平稳快速增长，预收款余额近年新高。软饮料板块养元饮品年报分红力度超预期，现金股息率高达 5% 以上；乳业龙头伊利股份 2018Q4 收入增长也较快，单季度利润增速 30%+（虽然有净利润率基数低因素），年报净利润略超预期。香飘飘、洽洽食品、涪陵榨菜、克明面业 2018 年报表表现均超预期，三全食品 Q4 盈利好于预期，2015 年来首次不亏。

3.1.1. 乳制品、调味品稳健性突出，龙头强者恒强

调味品板块营收增速保持高稳定性，2018 年酱醋（包含五家上市公司）板块营收增速 14.06%，2019 年 Q1 收入增速 14.22%，总体保持稳定较快水平。优势调味品企业收入增速区间在 13%-17%，也基本保持稳定。龙头海天味业收入增速高于行业整体，呈现强者恒强态势，份额仍在提高。

表 10：调味品板块收入增速十分稳定

名称	2018 年 1-3 月	2018 年 1-6 月	2018 年 1-9 月	2018 年 1-12 月	2019Q1
酱醋	14.58	14.67	14.53	14.06	14.22
-海天味业	17.04	17.24	17.20	16.80	16.95
鸡精味精	15.29	10.53	13.86	11.16	3.25
优势调味品	16.08	15.62	15.65	14.99	13.18
全部合计	15.85	14.05	15.10	13.80	10.27

资料来源：公司年报季报，安信证券研究中心

2018 年乳品收入增速 11.38%，2019Q1 收入增速 12.81%，其中一线龙头伊利股份收入增速显著快于行业整体，龙头份额保持稳中有升，呈现强者恒强的行业竞争态势。

表 11：乳制品板块收入增速十分稳定

名称	2018 年 1-3 月	2018 年 1-6 月	2018 年 1-9 月	2018 年 1-12 月	2019Q1
伊利股份	25.10	19.26	16.88	16.89	17.10
二线合计	1.38	5.04	7.45	7.91	9.00
中小型乳企	15.62	12.64	11.06	8.07	8.83
奶粉企业	(35.80)	(4.14)	(9.81)	(6.38)	16.37
全部合计	10.52	10.99	11.23	11.38	12.81

资料来源：公司年报季报，安信证券研究中心

3.1.2. 啤酒行业经营改善

啤酒行业营收增长改善，净利率呈现提升态势。

最近 5 个季度中，青啤有 4 个季度实现营收正增长，这是 2014 年以来最好情况。A 股 6 家啤酒公司整体情况和青啤类似，从中我们可以看出啤酒板块的营收增长有积极变化。

净利率方面，啤酒板块主要公司净利率均有所提高，其中青啤 2018 年净利率提高 0.55 个百分点，2019 年 Q1 提高 0.96 个百分点。这主要同三项费用率下降和营业税金率下降有关。

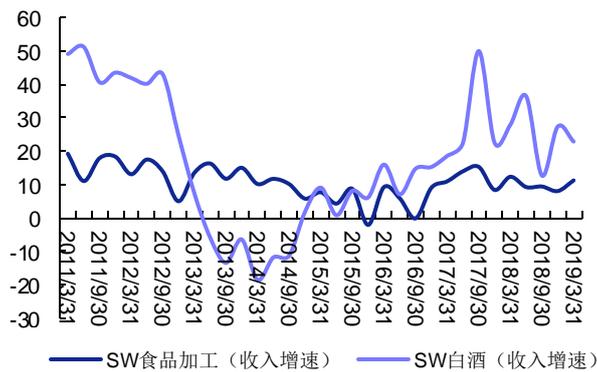
后续我们看到关厂效应显现，以及提价滞后效应，毛利率改善亦可期。值得一提的是，4 月开始执行的增值税率下调，啤酒行业作为净利率低的板块，我们的测算结果显示对啤酒板块业绩弹性贡献较明显。

表 12: 啤酒公司净利润率变化情况 (百分点)

名称	2018年 1-3月	2018年 1-6月	2018年 1-9月	2018年 1-12月	2019Q1
青岛啤酒	0.97	0.97	0.89	0.55	0.96
燕京啤酒	(0.04)	0.19	(0.02)	0.14	0.06
重庆啤酒	2.76	1.73	1.39	1.28	0.98
珠江啤酒	0.67	3.23	4.04	4.15	1.45
惠泉啤酒	3.53	0.44	3.32	(0.90)	3.59
兰州黄河	(13.95)	(13.34)	(12.45)	(16.01)	25.13

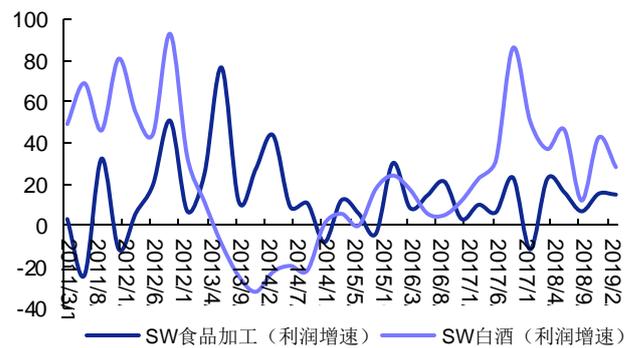
资料来源: 公司年报季报, 安信证券研究中心

图 37: 白酒与食品板块的单季度收入增速



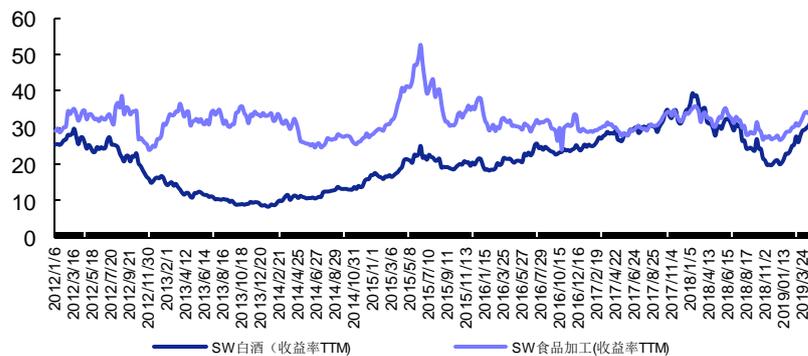
资料来源: 安信证券研究中心

图 38: 白酒与食品板块的单季度净利润增速



资料来源: 安信证券研究中心

图 39: 白酒与食品板块估值对比 (市盈率 TTM)



资料来源: 安信证券研究中心

表 13: 食品重点企业年报一季报表现

代码	名称	2018		2019Q1		2018		2019Q1	
		收入(亿元)	收入增速	收入(亿元)	收入增速	净利润(亿元)	净利润增速	净利润(亿元)	净利润增速
600887.SH	伊利股份	795.53	17%	231.30	17%	64.40	7%	21.55	8%
600872.SH	中炬高新	41.66	15%	12.31	7%	6.07	34%	1.89	12%
002507.SZ	涪陵榨菜	19.14	26%	5.27	4%	6.62	60%	1.55	35%

002557.SZ	洽洽食品	41.97	16%	10.40	1%	4.33	36%	1.12	36%
603517.SH	绝味食品	43.68	13%	11.54	20%	6.41	28%	1.78	20%
603866.SH	桃李面包	48.33	18%	11.42	16%	6.42	25%	1.21	12%

资料来源：wind,安信证券研究中心

4. 投资建议

总体而言，食品饮料年报和一季报情况较好，符合预期。白酒增速仍处于较快水平，大众品主流板块如调味品和乳制品保持稳健较快增速，其中龙头增速快于行业，强者恒强，份额继续扩张。我们认为两者龙头配置价值突出。

白酒方面，高端白酒呈现稳步扩容（销量）态势，毛利率继续走高，盈利能力优秀，其中茅台供给小于需求呈现常态化，五粮液连续放量，消费者基础在加强，目前正处于价格回升期。白酒整体周期性减弱，连续稳步增长标的浮现。

我们认为，综合“预期、估值、基本面、资金面”，食品饮料板块投资价值仍然突出，尤其白酒。

第一，白酒板块估值在食品饮料众多细分当中仍然最有优势。白酒 2019 年平均预测市盈率在 23x 附近，亦在历史均值附近，而非白酒板块平均估值要高于白酒。

第二，白酒增速领先。从 2018 年业绩以及 2019 年 Q1 表现看，白酒龙头业绩增速高于板块整体，高于调味品和乳制品。

第三，增量资金仍然会青睐白酒。白酒板块具有市值优势，从基金历史持仓看，白酒常常占据基金重仓股位置，而且在机构/资金多元化趋势下，长期资金看好优质消费品龙头的判断成立。

5. 风险提示

宏观经济走势不明朗；环保从严背景下原辅料包材价格的上涨；竞争加剧导致公司业绩不达预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034