

# 食品饮料行业

## 2019 下半年策略：白酒景气度有望持续，食品龙头业绩稳健

### 核心观点：

#### ● 经济上升期白酒龙头表现好，经济衰退期食品龙头表现好

白酒龙头净利润增速变动趋势同步于 GDP 增速变动趋势；食品龙头净利润增速变动趋势滞后于 GDP 增速变动趋势，且抗周期能力强。从股价表现来看，经济上行期白酒龙头股价表现明显优于食品龙头和大盘：2016Q1~2018Q1 白酒龙头股价上涨 206.46%、食品龙头股价上涨 62.43%、上证综指下跌 10.41%。经济衰退期食品龙头股价表现明显优于白酒龙头和大盘：2011Q3~2012Q3 食品龙头股价上涨 4.72%、白酒龙头股价上涨 0.66%、上证综指下跌 20.24%。2018Q2 至今食品龙头股价上涨 65.72%、白酒龙头股价上涨 44.72%、上证综指下跌 5.26%。根据广发宏观，2019 年下半年经济增速不确定性较强。我们认为下半年白酒景气度有望持续，食品景气度维持较高水平。

#### ● 白酒受益消费升级，高端、次高端稳健增长

白酒行业收入 18Q4-19Q1 恢复较快增长，我们认为主要源于“去杠杆”政策转向“稳杠杆”、民间消费占比提升后春节效应被放大、以及行业消费升级和集中度提升。受益消费升级，我们预计高端和次高端行业未来 5 年收入 CAGR 分别为 17%和 18%，具有品牌、渠道优势的高端和次高端龙头有望显著受益于行业增长。据彭博数据，2018 年低端酒行业收入大约在 1500 亿元左右，我们预计未来 3 年 CAGR 为-3%，行业进入衰退期，光瓶酒龙头集中度有望持续提升。白酒行业的消费升级和集中度提升趋势有望抵消经济增速不确定性较强影响，经营相对稳健或明显改善的高端、次高端龙头业绩有望稳健增长。

#### ● 食品需求刚性，有望维持较高景气度

**1.调味品：**调味品行业景气度与餐饮收入相关性较强，受益大众餐饮崛起，餐饮和调味品受宏观经济影响进一步减弱。根据彭博，2018 年调味品行业收入同增 8.8%，较 2017 年 8.9%增速维持稳定。我们预计调味品有望维持高景气度，未来 3 年收入 CAGR 为 10%。且受益于行业集中度提升，行业龙头稳定性高于行业整体。**2.乳制品：**受益于消费升级和下线城市消费崛起，我们预计未来 3 年乳制品行业收入 CAGR 为 5%，常温酸奶和高端白奶收入 CAGR 为 15%/10%。原奶价格进入新一轮上涨周期，我们预计 2019 年有望同增 3-5%。行业竞争格局持续改善，龙头最受益，利润弹性有望释放。**3.休闲食品：**休闲卤制品、火锅料、烘焙食品以及膳食补充剂行业仍处成长阶段，预计未来 3 年收入复合增长 10%+。**4.啤酒：**预计未来 10 年行业量微幅下滑，提价和产品结构升级有望推动均价提升。我国啤酒行业集中度将持续提升，龙头盈利能力同步提升。**5.肉制品：**国内肉制品消费处于高温到低温肉制品升级阶段，根据彭博，目前我国低温肉制品消费量占比仅为 30-40%，美国肉制品市场低温占比 90%+，且我国龙头企业开启提价周期。

#### ● 个股推荐

**1.白酒：**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业。**2.食品：**调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头绝味食品、安井食品、汤臣倍健、桃李面包。

● **风险提示：**宏观经济增长低于预期影响部分行业需求；食品安全。

### 行业评级

买入

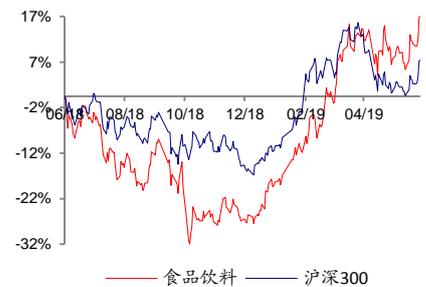
前次评级

买入

报告日期

2019-06-24

### 相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 相关研究：

食品饮料行业：白酒淡季控量 2019-06-02

挺价，食品龙头业绩有望稳定增长

食品饮料行业：A 股消费在全 2019-05-31

球最具竞争优势，消费龙头有望演绎长期牛市

食品饮料行业：白酒高景气度 2019-05-06

延续，大众品龙头业绩稳健

联系人：刘景瑜 010-59136617

gfliujingyu@gf.com.cn

联系人：陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

联系人：袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519.SH	CNY	976.30	2019-04-25	买入	1,039.00	34.64	43.54	28	22	17.03	13.06	31.4	31.6
五粮液	000858.SZ	CNY	112.98	2019-04-29	买入	112.25	4.49	5.53	25	20	14.55	11.31	23.3	24.0
泸州老窖	000568.SZ	CNY	75.80	2019-04-26	买入	77.50	3.10	3.79	24	20	17.28	13.88	24.7	27.9
洋河股份	002304.SZ	CNY	120.11	2019-04-29	买入	135.00	6.14	7.20	20	17	13.75	11.31	23.7	24.2
水井坊	600779.SH	CNY	47.29	2019-04-28	买入	48.30	1.61	2.06	29	23	22.75	17.61	36.6	41.2
山西汾酒	600809.SH	CNY	62.02	2019-04-28	买入	60.00	2.10	2.44	30	25	16.48	13.90	25.0	25.2
今世缘	603369.SH	CNY	26.74	2019-04-23	买入	30.00	1.15	1.49	23	18	17.35	13.24	20.9	23.4
古井贡酒	000596.SZ	CNY	111.75	2019-04-28	买入	118.53	4.39	5.63	25	20	18.19	13.73	24.3	25.5
口子窖	603589.SH	CNY	59.97	2019-04-18	买入	60.20	3.01	3.45	20	17	14.50	12.13	25.5	25.7
海天味业	603288.SH	CNY	102.14	2019-04-26	买入	90.00	1.96	2.39	52	43	40.22	31.95	27.6	25.2
中炬高新	600872.SH	CNY	39.99	2019-04-29	买入	39.00	0.89	1.16	45	34	29.82	22.31	16.5	17.6
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	29.61	2019-04-21	买入	35.00	1.01	1.20	29	25	24.56	20.20	24.5	22.4
伊利股份	600887.SH	CNY	32.32	2019-04-26	买入	34.50	1.15	1.30	28	25	19.61	16.78	22.9	23.7
双汇发展	000895.SZ	CNY	24.82	2019-04-30	买入	31.60	1.58	1.73	16	14	12.70	11.15	35	33.8
绝味食品	603517.SH	CNY	36.74	2019-04-28	买入	37.80	1.35	1.63	27	23	18.62	15.07	21.8	22.3
安井食品	603345.SH	CNY	47.76	2019-04-26	买入	44.80	1.40	1.72	34	28	20.90	16.69	13.9	15.2
汤臣倍健	300146.SZ	CNY	19.24	2019-04-26	买入	24.60	0.82	1.05	23	18	17.63	13.82	15.6	18.4
桃李面包	603866.SH	CNY	41.30	2019-04-28	增持	42.00	1.15	1.36	36	31	24.65	19.76	19.5	21.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019 年 6 月 21 日收盘价计算, 绝味食品、安井食品股本变动导致 eps 变化

## 目录索引

一、经济上升期白酒表现好，经济衰退期食品表现好 .....	6
二、白酒受益消费升级，高端、次高端稳健增长 .....	8
1. 经济增速不确定性较强，但受益消费升级白酒龙头收入仍稳健增长 .....	8
2. 高端酒价格上涨打开全行业增长空间，次高端竞争略有加剧 .....	9
(1) 茅台批价不断上涨，五粮液和国窖充分受益 .....	9
(2) 地产龙头酒企布局次高端，行业竞争略有加剧 .....	10
(3) 光瓶酒龙头顺鑫农业预收款维持高位，全年收入稳健增长可期 .....	11
三、食品需求刚性，有望维持较高景气度 .....	12
1. 调味品抗周期性最强，龙头业绩稳健增长 .....	12
2. 乳制品竞争格局持续改善，龙头企业最受益 .....	15
3. 休闲食品优选成长阶段子行业 .....	17
4. 啤酒行业未来集中度有望持续提升，期待成本下降释放龙头利润弹性 .....	18
5. 肉制品景气度稳定，产品结构升级和提价有望推动行业盈利能力提升 .....	20
四、重点公司推荐 .....	21
1. 白酒：推荐能够抵御宏观经济波动的行业龙头 .....	21
(1) 贵州茅台：渠道改革，渠道直销占比提升保障业绩稳健增长 .....	21
(2) 五粮液：改革提速，全年大概率完成收入目标 .....	21
(3) 泸州老窖：以直控终端+直营子公司模式布局空白市场，国窖有望量价齐升 .....	22
(4) 古井贡酒：省内产品继续升级、省外并加快全国化布局，有望实现收入目标 .....	23
(5) 口子窖：稳健经营，受益省内消费升级 .....	23
(6) 顺鑫农业：光瓶酒行业龙头，受益集中度提升 .....	23
2. 食品：重点推荐业绩稳定的龙头 .....	24
(1) 海天味业：管理机制和渠道力强，有望打造调味品平台型企业 .....	24
(2) 中炬高新：机制改善激发企业经营活力，调味品收入有望加速增长 .....	24
(3) 涪陵榨菜：新一轮渠道扩张期，公司收入有望稳健增长 .....	25
(4) 伊利股份：最受益于竞争格局改善，利润弹性有望释放 .....	26
(5) 绝味食品：门店数量和单店收入稳步提升，看好业绩持续性 .....	26
(6) 安井食品：速冻火锅料行业龙头，产能扩张推动公司收入稳健增长 .....	27
(7) 桃李面包：短保面包龙头，市场扩张和渠道下沉推动业绩增长 .....	28
(8) 汤臣倍健：大单品战略和电商品牌化驱动公司增长 .....	29

## 图表索引

图 1: 白酒龙头净利润增速变动趋势同步于 GDP 增速变动趋势 .....	6
图 2: 食品龙头净利润增速变动趋势滞后于 GDP 增速变动趋势 .....	6
图 3: 经济上升期白酒龙头股价表现好, 经济衰退期食品龙头股价表现好 .....	7
图 4: 18Q4-19Q1 宏观经济持续放缓 .....	8
图 5: 白酒板块 18Q4-19Q1 收入和净利润加速增长 .....	8
图 6: 2018 年白酒制造业收入同比增长 12.88% .....	8
图 7: 18 年龙头多数实现了 20%+ 的收入增长, 行业集中度提升 .....	8
图 8: 茅台批价持续上行, 利于五粮液和国窖放量 .....	9
图 9: 2018Q4-19Q1 收入有所加速 .....	9
图 10: 19Q1 茅五泸净利润增幅超过收入增幅 .....	9
图 11: 19Q1 预收款均同比下降, 但指引意义减弱 .....	9
图 12: 18Q4-19Q1 次高端酒企收入维持较快增长, 其中地产龙头酒企有所加速 .....	10
图 13: 18Q4-19Q1 次高端酒企中全国性龙头净利润高于收入增速, 地产龙头酒企加大投入低于收入增速 .....	10
图 14: 全国性龙头渠道扩张, 18 年省外收入增速高于省内 .....	10
图 15: 地产龙头酒企布局次高端, 18 年高档产品高速增长 .....	10
图 16: 18 年顺鑫农业收入增长 44%, 保持较高增速 .....	11
图 17: 顺鑫农业预收款 19Q1 为 41 亿, 维持高位 .....	11
图 18: 调味品行业景气度与餐饮收入相关性较强 .....	12
图 19: 2018 年国内酱油收入 CR5=31.53% .....	13
图 20: 2016 年日本酱油行业收入 CR5=59% .....	13
图 21: 2018 年乳制品行业需求回暖 .....	15
图 22: 中国大陆常温酸奶和高端白奶仍处成长期 .....	15
图 23: 2019 年中国奶牛数量同比持平 .....	15
图 24: 2019 年以来生鲜乳价格同比增长 3%+ .....	15
图 25: 中国大陆乳制品行业 2018 年 CR2=46.0% ( % ) .....	16
图 26: 中国大陆常温奶双寡头垄断, CR2=65.2% (2018 年) .....	16
图 27: 伊利蒙牛铺货率明显高于其他企业 .....	17
图 28: 休闲食品行业整体进入成熟期 .....	17
图 29: 我国休闲食品人均消费远不及美英日韩 (美元) .....	17
图 30: 闲卤制品、火锅料、烘焙食品以及膳食补充剂行业仍处成长阶段 .....	18
图 31: 联合国预测中国啤酒主力消费者人口占比 2015-2030 年均下降 0.35 个 PCT .....	18
图 32: 预计中国未来 10 年啤酒销量 CAGR 为 -1% 左右 .....	18
图 33: 2000-2017 年啤酒行业吨价 CAGR 为 4.38%, 提升幅度较慢 .....	19
图 34: 2017 年我国啤酒零售价为 12.36 元/升, 仅为全球均价的 56% .....	19
图 35: 肉制品行业收入稳增长, 净利润增速超越收入 .....	20
图 36: 中国低温肉消费量目前仍较低 .....	20
图 37: 美国低温肉制品占比远高于高温肉制品 .....	20

图 38: 我国面包人均消费量仅日本 1/5, 欧洲 1/10 .....	28
图 39: 面包行业集中度较低, 桃李面包凭借高性价比和强大配送能力有望提升市场份额 .....	28
图 40: 行业零售额 1486 亿元, 近五年 CAGR10.29% .....	29
图 41: 中国人均消费金额低于美日等 (美元/人) .....	29
表 1: 我们预计未来 5 年次高端行业仍是未来增长最快的价格带 .....	11
表 2: 调味品各子行业集中度均有提升空间 .....	13
表 3: 调味品龙头业绩稳健, 高于行业整体增速 (亿元) .....	14

## 一、经济上升期白酒表现好，经济衰退期食品表现好

白酒龙头净利润增速变动趋势同步于GDP增速变动趋势，且受宏观经济影响较明显。白酒行业价格带宽，高端白酒单价高且存在政商务消费，终端需求受宏观经济影响较明显。白酒龙头（如贵州茅台、五粮液、泸州老窖和洋河股份）净利润增速变动趋势与GDP增速变动趋势同步。经济较好时期白酒终端需求恢复，龙头净利润弹性明显释放。

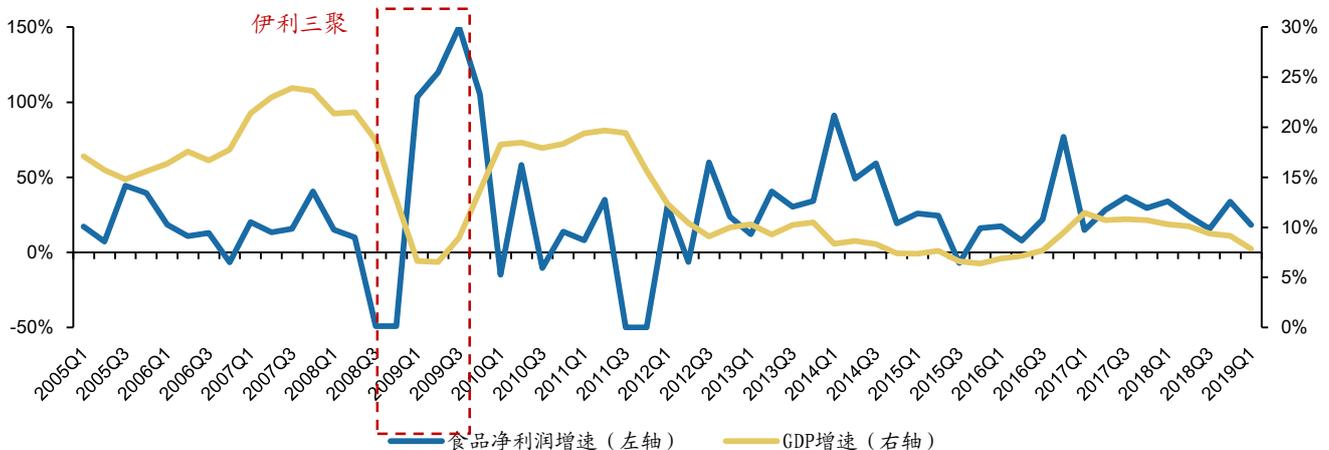
食品龙头净利润增速变动趋势滞后于GDP增速变动趋势，且受宏观经济影响较小。食品单价较低且需求刚性，受宏观经济影响小，且经济环境低迷时食品龙头有望通过抢占行业份额维持业绩增长。因此，食品龙头（如伊利股份、海天味业、中炬高新）净利润增速变动趋势滞后于GDP增速变动趋势。

图 1：白酒龙头净利润增速变动趋势同步于GDP增速变动趋势



资料来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：白酒龙头包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖和洋河股份，GDP增速采用名义增速

图 2：食品龙头净利润增速变动趋势滞后于GDP增速变动趋势



资料来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：食品龙头包括伊利股份、海天味业、桃李面包、中炬高新、涪陵榨菜，GDP增速采用名义增速

经济上行时期白酒龙头股价涨幅明显优于食品龙头和大盘，经济衰退时期食品龙头股价涨幅明显优于白酒龙头和大盘。我们采取GDP增速和PPI增速来划分经济周期——2010年以来宏观经济经历两轮上升期，分别为2012Q4~2014Q2、2016Q1~2018Q1；2010年以来宏观经济经历三轮衰退期，分别为2011Q3~2012Q3、2014Q3~2015Q4以及2018Q2至今。

经济上行时期白酒龙头股价涨幅明显优于食品龙头和大盘：2016Q1~2018Q1白酒龙头股价上涨206.46%、食品龙头股价上涨62.43%、上证综指下跌10.41%；2012Q4~2014Q2白酒龙头股价下跌29.99%、食品龙头股价上涨179.66%、上证综指上涨0.02%（2012Q4~2014Q2由于三公政策限制，白酒业绩和估值双杀，股价下跌，不具备参考意义）。

经济衰退时期食品龙头股价涨幅明显优于白酒龙头和大盘：2011Q3~2012Q3食品龙头股价上涨4.72%、白酒龙头股价上涨0.66%、上证综指下跌20.24%；2014Q3~2015Q4食品龙头股价上涨84.83%、白酒龙头股价上涨73.11%、上证综指上涨72.71%；2018Q2至今食品龙头股价上涨65.72%、白酒龙头股价上涨44.72%、上证综指下跌15.26%。

根据广发宏观，2019下半年经济增速不确定性较强：（1）外部贸易条件继续变差，下半年经济走势类2018年四季度末-2019年初；（2）外部环境没有继续变化但保留不确定性，下半年经济走势类2018年三季度；（3）外部环境显著好转，经济韧性。

图 3：经济上升期白酒龙头股价表现好，经济衰退期食品龙头股价表现好



资料来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：食指数采取伊利、中炬、海天、榨菜、桃李加权市值涨幅，白酒指数采取茅五泸洋加权市值涨幅

## 二、白酒受益消费升级，高端、次高端稳健增长

### 1. 经济增速不确定性较强，但受益消费升级白酒龙头收入仍稳健增长

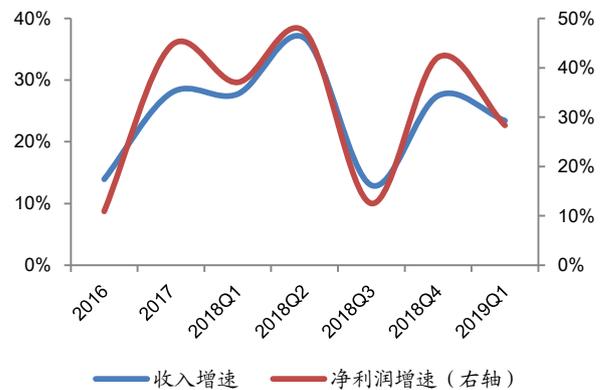
宏观经济增速继续放缓，但受益消费升级高端和次高端白酒进入稳健增长阶段。18Q2以来宏观经济持续放缓，尤其去年开启的“去杠杆”政策和中美贸易冲突对企业信心产生一定影响，叠加白酒板块在17Q3高基数，18Q3白酒板块收入大幅放缓。但18Q4开始白酒板块收入又开始加速，我们认为主要是因为：1) 政策转向“稳杠杆”，“去杠杆”政策结束；2) 春节期间白酒消费更加刚性，个人消费占比较高，春节效应放大；3) 消费升级趋势下，白酒行业向龙头、高价位段聚集，18年白酒龙头均获得了超过行业的收入增速。因此，抵消了经济增速不确定性较强产生的负面影响，我们认为该趋势将会延续，尽管今年下半年宏观经济形势不明朗，但是高端、次高端白酒仍能获得稳健的收入增长。

图 4：18Q4-19Q1宏观经济持续放缓



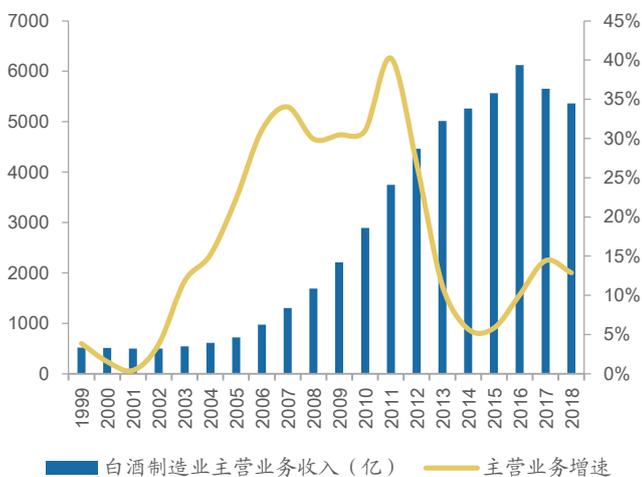
数据来源：wind，广发证券发展研究中心，注：GDP为名义值

图 5：白酒板块18Q4-19Q1收入和净利润加速增长



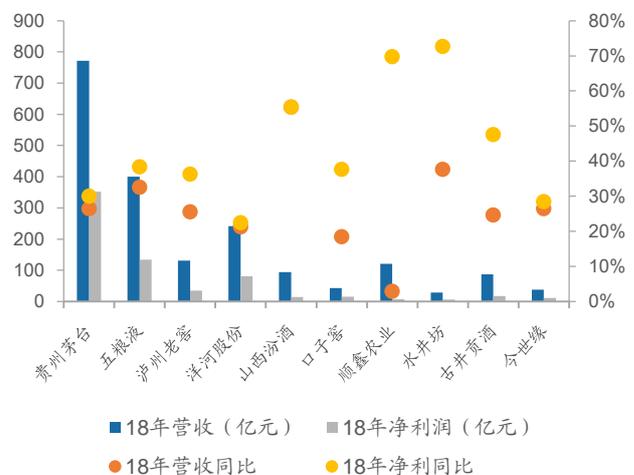
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：2018年白酒制造业收入同比增长12.88%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 7：18年龙头多数实现了20%+的收入增长，行业集中度提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 2. 高端酒价格上涨打开全行业增长空间，次高端竞争略有加剧

### (1) 茅台批价不断上涨，五粮液和国窖充分受益

春节以来茅台批价不断上涨，利于五粮液和国窖放量。据wind，茅台今年一季度收入增长22.21%，超出了年度经营目标，净利润增速达31.91%，高于收入增幅。我们认为主要是三方面的原因：1) 公司19Q1有可能加大了非标产品的投放，推动了茅台酒均价的提升。2) 18Q1公司预收款环比下降了12.57亿元，因公司17年底预收账款主要以每瓶819元为主，我们认为18Q1收入中未全面体现提价效应，该部分提价效应在19Q1体现。3) 公司19Q1预收款113.85亿元，环比下降了21.92亿元，同比下降了13.57%，我们认为有可能是公司对于经销政策的调整所致。尽管茅台通过渠道调整和产品结构调整能够实现报表上的收入稳健增长，但是由于今年整体投放量仅3.18万吨，同比微幅增长，飞天茅台批价自春节以来便不断上行。而茅台批价上行有利于五粮液和国窖放量，五粮液和泸州老窖一季度分别实现了26.57%和23.72%的收入增长，由于高端产品增长较快，带动净利率上升，五粮液和泸州老窖一季度净利润增速分别为30.26%和43.08%，高于收入增幅。而五粮液和老窖的预收款均出现了同比下滑，因五粮液6月推出新品，我们预计尚未与经销商签订合同，而老窖正在进行渠道模式改革，据酒业家数据，老窖16年开始在各地成立直营子公司，预计渠道调整较彻底，我们认为预收账款指引意义减弱。

图 8: 茅台批价持续上行，利于五粮液和国窖放量

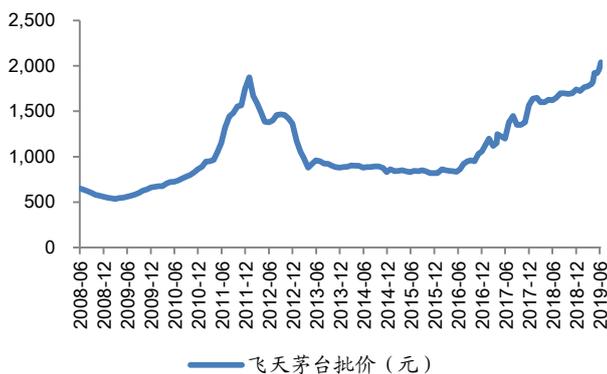


图 9: 2018Q4-19Q1收入有所加速



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10: 19Q1茅五泸净利润增幅超过收入增幅

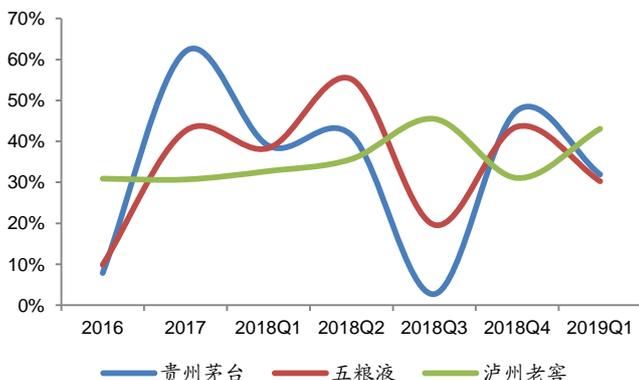
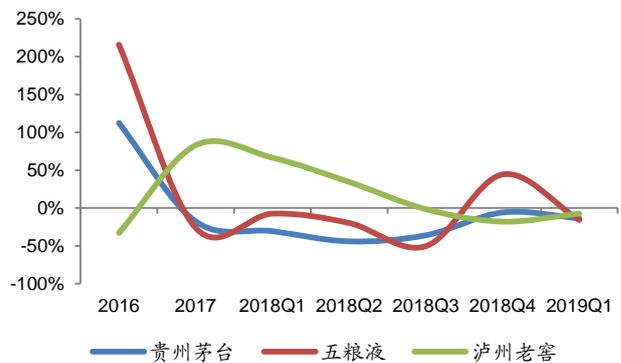


图 11: 19Q1预收款均同比下降，但指引意义减弱



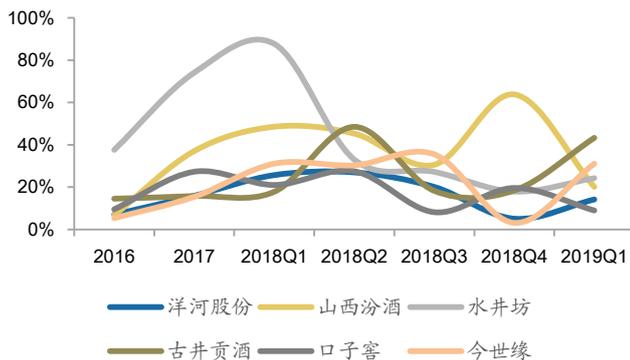
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## (2) 地产龙头酒企布局次高端，行业竞争略有加剧

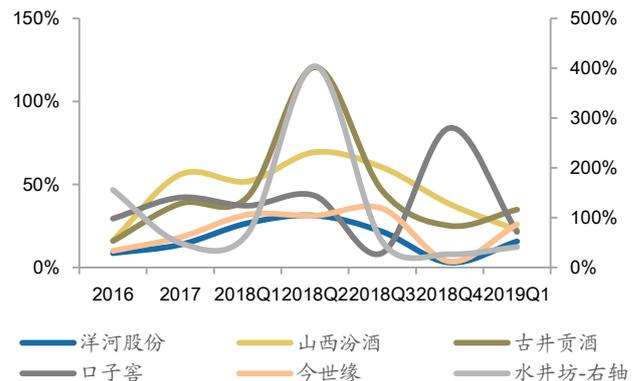
地产龙头酒企布局次高端，行业竞争略有加剧。18年开始地产龙头酒企相继大力推广其次高端产品，凭借其地缘优势以及对当地渠道的掌控，同时其次高端产品体量尚小、渠道利润尚不透明，次高端产品迅速起量。整个次高端行业的竞争略有加剧。19Q1以古井贡、今世缘为代表的地产龙头酒企收入均加速增长，收入分别增长43.31%、31.07%，但由于正在进行推广过程中，投入较大，因此净利润增速尚低于收入增速，分别为34.82%、26.00%。口子窖经营较为稳健且收入不做平滑，按18Q4+19Q1合并计算，收入同比增长13.38%，且厂商一体的模式使得其并未做大量投入，净利润增速更高，19Q1同比增长21.43%，18Q4+19Q1同比增长41.39%。全国性次高端龙头渠道仍处在全国化扩张中，且次高端行业目前仍是白酒行业中增长最快的价位段，收入均保持稳健的增速，18年洋河股份、山西汾酒、水井坊收入分别增长21.30%、47.48%、37.62%，19Q1分别增长14.18%、20.12%、24.25%，较18年出现了放缓，一方面是因为基数较高，增速自然回落；另外一方面也受到地产龙头酒企布局次高端的影响。相应的，19Q1净利润增速也均有所放缓，但仍旧高于收入增幅，18年洋河股份、山西汾酒、水井坊净利润分别同比增长22.45%、54.01%、72.72%，19Q1分别同比增长15.7%、22.58%、41.16%。

图 12: 18Q4-19Q1次高端酒企收入维持较快增长，其中地产龙头酒企有所加速



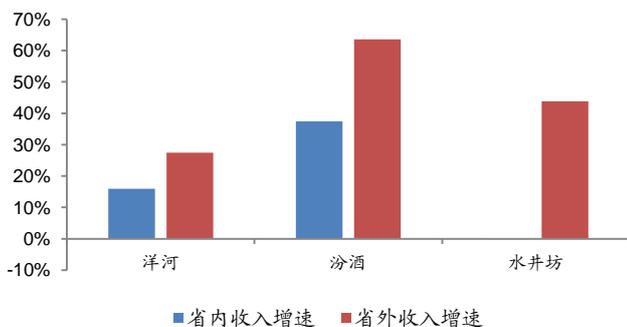
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 18Q4-19Q1次高端酒企中全国性龙头净利润高于收入增速，地产龙头酒企加大投入低于收入增速



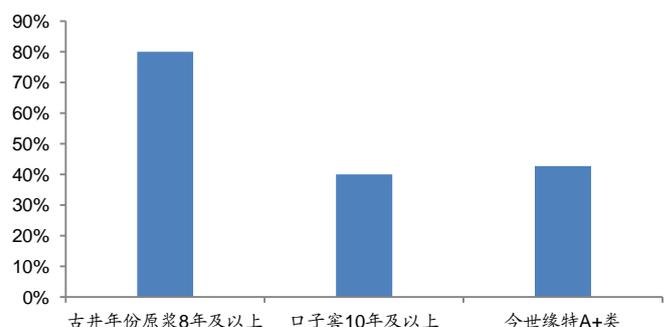
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 全国性龙头渠道扩张，18年省外收入增速高于省内



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 地产龙头酒企布局次高端，18年高档产品高速增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 我们预计未来5年次高端行业仍是未来增长最快的价格带

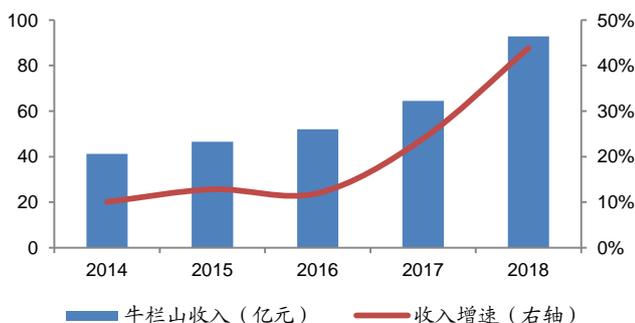
价格段	2018 年收入 (亿元)	2019E 收入 (亿元)	2020E 收入 (亿元)	2021E 收入 (亿元)	2022E 收入 (亿元)	2023E 收入 (亿元)	19-23CAGR
高端 (>600 元)	1074	1299	1597	1888	2115	2326	
YOY	30%	21%	23%	18%	12.00%	10.00%	17%
次高端 (300-600 元)	405	506	608	711	817	915	
YOY	35%	25%	20%	17%	15%	12%	18%
中端 (100-300 元)	2420	2565	2693	2801	2885	2972	
YOY	10%	6%	5%	4%	3%	3%	4%
中低端 (100 元以下)	1547	1547	1501	1441	1383	1314	
YOY	9%	0%	-3%	-4%	-4%	-5%	-3%
合计	5364	5918	6399	6841	7201	7528	
YOY	12.88%	10%	8%	7%	5%	5%	7.01%

数据来源: 广发证券发展研究中心。注: 以上数据借鉴彭博数据库, 为广发食品饮料组预测

### (3) 光瓶酒龙头顺鑫农业预收款维持高位, 全年收入稳健增长可期

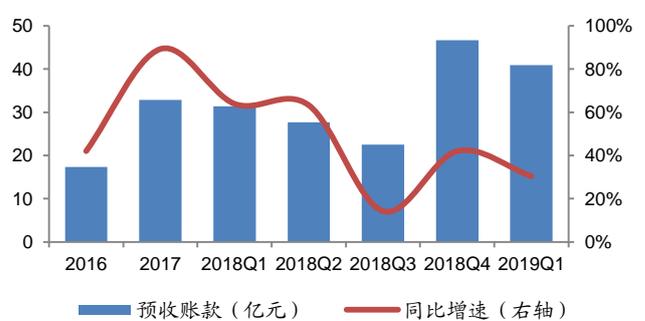
光瓶酒龙头顺鑫农业预收款维持高位, 全年收入稳健增长可期。据wind, 光瓶酒龙头顺鑫农业18年收入同比增长43.82%至92.78亿元, 我们预计19Q1收入增长在25-30%左右, 顺鑫农业在经济增速不确定性较强的背景下仍保持了稳健的收入增长, 主要因为顺鑫农业省外市场的扩张和省内产品结构升级, 省外市场销量持续高增长推动了收入的增长。18-19Q1顺鑫农业珍品陈酿等中档产品增速较快, 高档产品次高端黄龙系列在北京市场认可度较高, 也保持了较快增长。顺鑫农业18年和19Q1预收账款分别为46.68亿元和40.86亿元(母公司为顺鑫农业和猪肉, 但猪肉业务基本无预收款, 可全部看成顺鑫农业预收款), 分别同比增长42.01%和30.38%, 维持高位水平, 说明下游经销商打款积极, 保障19年下半年收入继续稳健增长。

图 16: 18年顺鑫农业收入增长44%, 保持较高增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 顺鑫农业预收款19Q1为41亿, 维持高位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

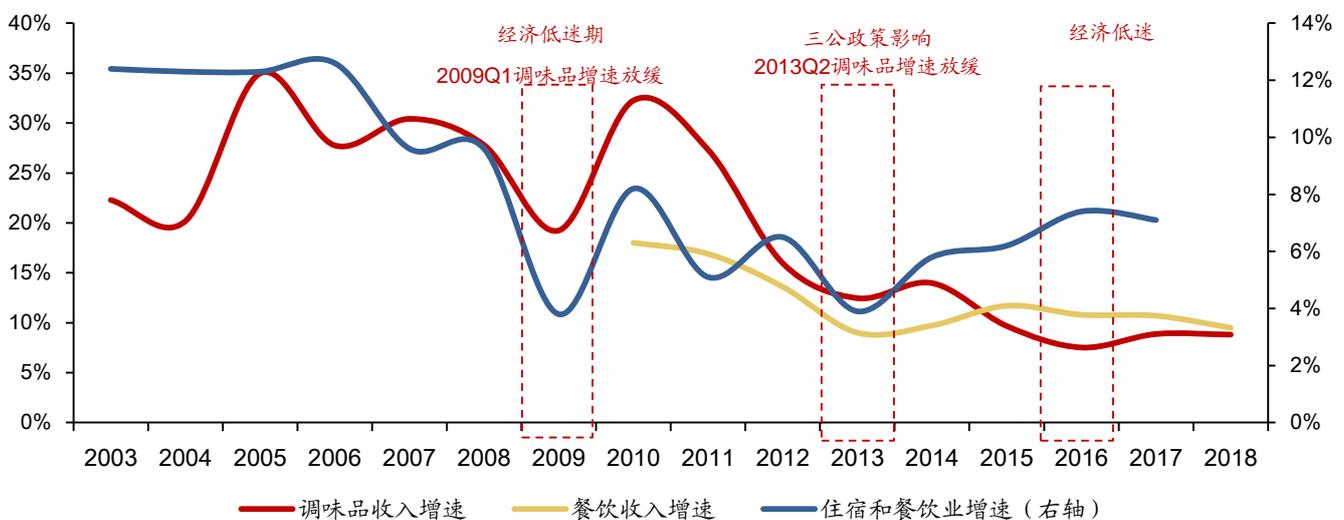
### 三、食品需求刚性，有望维持较高景气度

#### 1. 调味品抗周期性最强，龙头业绩稳健增长

调味品行业景气度与餐饮收入相关性较强。受益大众餐饮崛起，餐饮和调味品行业受宏观经济影响进一步减弱，调味品行业有望维持较高景气度。宏观经济对调味品行业的影响主要通过餐饮渠道传导——调味品行业主要分为餐饮渠道、家庭渠道、食品加工渠道，据我们18年发布的《海天味业：管理团队和渠道为核心竞争优势，公司有望成为调味品平台型企业》报告，餐饮、家庭、食品加工渠道收入占比分别为45%、30%、25%。家庭渠道需求刚性，受宏观经济影响较小。调味品行业景气度与餐饮收入增速相关性较强，调味品景气低点一般发生在餐饮收入增速放缓时期。近几年受益于外卖形式发展，大众餐饮（部分在统计口径之外）蓬勃发展，餐饮受宏观经济影响相对减弱——根据wind，2018年餐饮收入同比增长9.5%，略低于2017年增速（10.7%），且由于部分大众餐饮在统计口径之外，我们预计实际餐饮行业增速高于9.5%。根据彭博，2018年调味品行业收入同比增长8.81%，较2017年8.87%增速维持稳定。

我们预计调味品行业有望维持高景气度，未来3年收入有望维持10%左右复合增长。根据彭博，近5年调味品行业收入复合增长9.75%，我们预计未来3年收入有望维持10%左右复合增长——（1）大众餐饮持续稳增长。餐饮渠道每千克食物调味品摄入量为家庭渠道的1.56倍。受益于外卖形式发展，2015年餐饮业餐费收入增速回升至5%以上，未来大众餐饮有望持续稳增长，推动调味品销量增长。（2）家庭烹饪精细化趋势明显。相较之前家庭油盐酱醋各一瓶的现象，目前家庭调味品种类增多，如酱油按功能裂变为老抽、生抽，蚝油、料酒等逐渐走进家庭厨房。（3）居民收入提升推动调味品行业消费升级，如酱油目前正往高端鲜味酱油升级，推动行业均价提升；成本压力提升推动行业龙头主动提价，无法跟随提价的小企业受制于成本压力逐渐退出行业，行业均价提升。

图 18：调味品行业景气度与餐饮收入相关性较强



资料来源：彭博，wind，广发证券发展研究中心

受益行业集中度提升，行业龙头防御性高于行业整体，业绩有望持续稳健增长。分子行业来看，酱油行业空间大，2018年高达597亿元，且竞争格局一超多强，龙头海天味业和中炬高新竞争优势明显，未来最有望受益于行业集中度提升。根据wind，2018年酱油行业龙头海天味业收入市占率17.15%，美味鲜市占率4.34%，行业CR5为31.53%。借鉴2016年日本酱油行业龙头龟甲万收入市占率33.20%，CR5=59%，我国酱油行业集中度仍有较大提升空间。另外，蚝油行业增速较快且海天一家独大，预计海天最受益行业扩容，中炬等提前布局的行业有望跟随受益。榨菜行业集中度提升空间大，在竞争对手逐渐退出、让渡市场份额的背景下，预计涪陵榨菜收入仍有望维持较高增长。

图 19: 2018年国内酱油收入CR5=31.53%

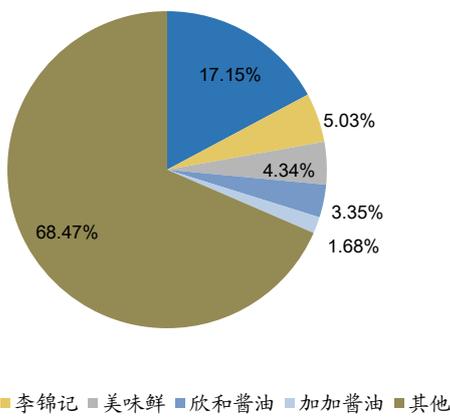
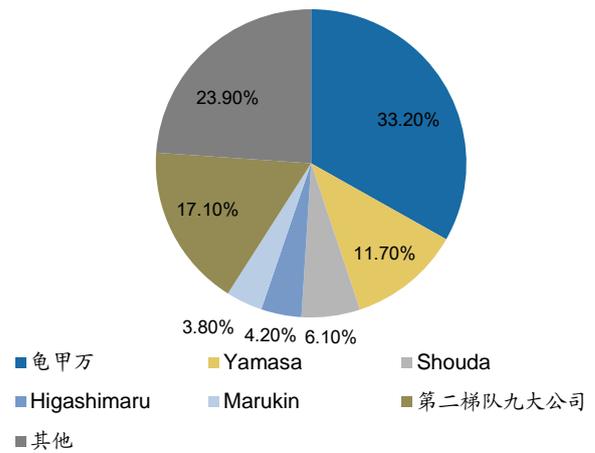


图 20: 2016年日本酱油行业收入CR5=59%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

表 2: 调味品各子行业集中度均有提升空间

调味品品类	2018 年收入规模 (亿元)	2018 年产量规模 (万吨)	2010-2018 复合年收入增速	前五大品牌	竞争格局 (收入市占率)	预计未来 3 年复合增速
酱油	597	1095	11.31%	海天、李锦记、美味鲜、六月鲜、加加	31.53% (海天 17.15%)	5-8%
蚝油	59	66	14.00%	海天、李锦记、厨邦、欣和、味事达	海天市占率 45% 左右	10%+
醋	150+	424	10.33% (2017 年增长 7%左右)	恒顺、水塔、紫林、四川保宁、佛山海天	CR5=17%	5%+
酱类	450+	376	11.84%	老干妈、李锦记、阿香婆、吉香居	品类较多, 竞争格局分散	5%+
料酒	215	300+	20%+	老恒和, 王致和, 老才臣, 恒顺, 成都巨龙	格局分散 (龙头老恒和市占率 3%)	15%+
鸡精鸡粉	200	99	16.70%	太太乐、美极、	CR5=85%	10%+

				豪吉、家乐、佳隆		
榨菜	75	85	基本为零	涪陵榨菜一家独大	CR5=38.56% (涪陵榨菜16.79%)	小个位数增长
泡菜	400+	—	10%左右	吉香居、味聚特、川南、鱼泉、铜钱桥	竞争格局分散 (龙头年收入10亿元以下)	5%+
味精	150+	814	-3.70%	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花	CR2=65%+	负增长

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

受益行业集中度提升，龙头防御性高于行业整体，业绩有望持续稳健增长。根据wind数据，龙头海天味业和中炬高新调味品2018年收入分别同比增长16.80%、10.34%，明显高于行业整体增速，加加食品出现负增长。2019Q1海天和中炬高新调味品收入持续稳健增长，收入分别同比增长16.95%、15.31%。龙头公司收入增速明显高于竞争对手，主要源于龙头公司渠道占有率高，且其渠道力持续加强——海天持续招商推动渠道细化，挖掘渠道潜力，根据wind，2019Q1公司经销商数量4989家，较2018年末增加182家；中炬高新持续招商推动全国化布局，根据wind，2019Q1公司经销商数量907家，较2018年末增加44家。千禾味业实行差异化竞争战略，定位零添加进行全国化，2019年开始公司区域扩张加速，招商力度增加、加大对销售人员激励和对渠道的专业培训，2019Q1收入明显加速，同比增长18.46%。

表 3：调味品龙头业绩稳健，高于行业整体增速（亿元）

公司	2018 年				2019Q1			
	收入	增速	净利润	增速	收入	增速	净利润	增速
海天味业	170.34	16.80%	43.65	23.60%	54.90	16.95%	14.77	22.81%
中炬高新	41.66	15.43%	6.07	34.01%	12.31	6.72%	1.89	11.53%
涪陵榨菜	19.14	25.92%	6.62	59.78%	5.27	3.81%	1.55	35.15%
千禾味业	10.65	12.37%	2.40	66.61%	2.91	18.46%	0.51	-54.05%
恒顺醋业	16.94	9.87%	3.05	8.44%	4.60	15.15%	0.72	21.66%
安记食品	3.39	33.58%	0.39	-4.26%	1.21	70.67%	0.13	22.09%
星湖科技	8.59	25.06%	0.42	126.71%	2.98	28.89%	0.37	367.05%
梅花生物	126.48	13.62%	10.02	-14.66%	33.38	4.11%	3.42	37.84%
加加食品	17.88	-5.44%	1.15	-27.58%	5.53	3.75%	0.56	2.42%
佳隆股份	3.19	11.12%	0.35	64.35%	0.80	-7.46%	0.08	-26.15%

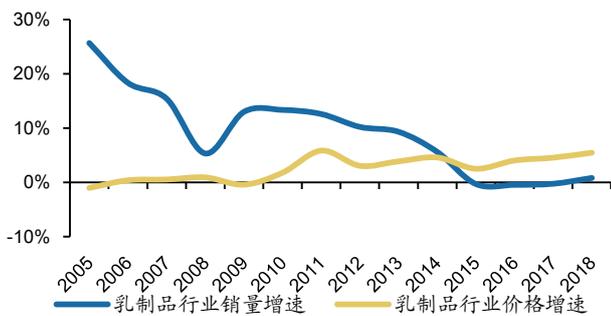
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 2. 乳制品竞争格局持续改善，龙头企业最受益

受益于消费升级和下线城市消费崛起，预计未来3年乳制品行业收入复合增长5%左右。其中常温酸奶和高端白奶品类收入仍有望维持15%和10%复合增长。彭博数据显示，2018年乳制品行业（不含婴幼儿奶粉）收入3991亿元，近5年（2013-2018年）收入复合增长5.33%。2018年行业需求回暖，主要受益于消费升级和三四线城市乳制品消费崛起。受益于消费升级和三四线城市消费崛起，我们预计未来5年液奶收入有望维持5%左右复合增长。从产品生命周期看，常温酸奶和高端白奶仍处成长期，未来5年有望维持较好的增长趋势；基础白奶处成熟期，增速稳定；风味奶、含乳饮料则处成熟期，近几年连续负增长、预计逐渐被替代。

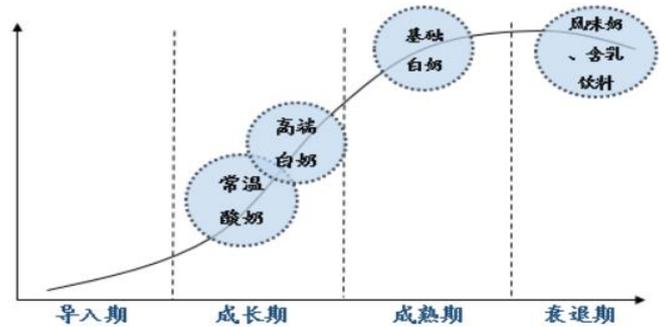
据彭博，2018年常温酸奶收入423亿元，近5年复合增长58.48%，同比增速维持20%+。2018年高端白奶收入390亿元，近5年复合增长15.40%。受益产品结构升级和渠道扩张，我们预计未来5年常温酸奶和高端白奶品类收入仍有望维持15%和10%复合增长。

图 21：2018年乳制品行业需求回暖



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 22：中国大陆常温酸奶和高端白奶仍处成长期



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心

2018下半年以来生鲜乳价格温和上涨，本轮原奶上行周期有望拉长至2020年。我们预计2019年原奶价格有望同比增长3-5%。2018下半年以来原奶价格进入明显上涨周期，2019年以来同比上涨3%+。据wind数据显示，2019年初我国奶牛数量低位稳定，同比持平，原奶价格进入上涨周期。

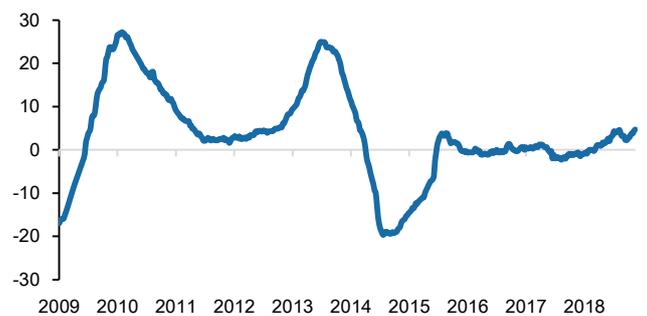
受益于单头奶牛产量提升，本轮原奶上行周期原奶价格上涨幅度温和。我们预计2018-2020年均为原奶上行周期——价格温和回升，涨幅减小，但周期拉长，预计2019年原奶价格涨幅3-5%。

图 23：2019年中国奶牛数量同比持平



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 24：2019年以来生鲜乳价格同比增长3%+

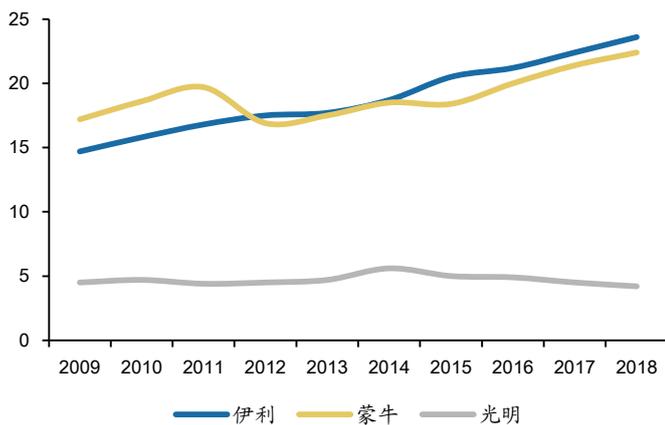


资料来源：wind，广发证券发展研究中心

行业竞争格局持续改善，龙头最受益，利润弹性有望释放。中国大陆乳制品行业（不含婴幼儿奶粉）双寡头竞争格局明显。根据彭博数据，2018年收入3991亿元，CR2达46.0%。伊利和蒙牛市占率分别为23.6%和22.4%，第三名光明市占率4.2%。纵观历史来看，双寡头市占率持续提升，且差距一直较小，其他企业市占率逐渐缩减。

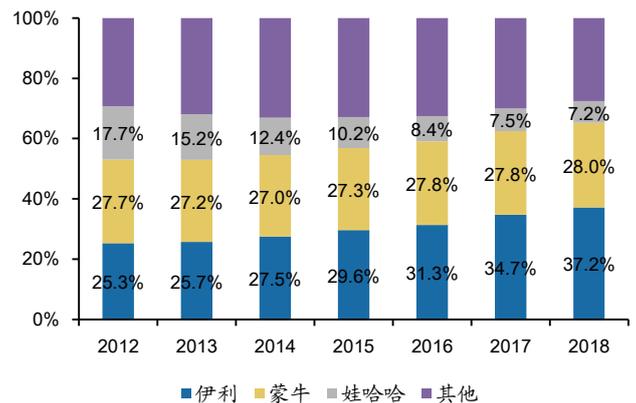
常温奶是乳制品最重要的子品类，2018年收入占比66.12%。常温奶竞争格局加速优化，CR2有望提升至75%左右，市场份额加速向伊利集中。根据公司官网，常温奶双寡头垄断格局明显，2018年其CR2高达65.2%，其中第一名伊利市占率37.2%，第二名蒙牛市占率28.0%，远超第三名娃哈哈市占率（7.2%）。从市占率提升历程来看，伊利市占率提升最快，2018年市占率较2012年提升11.9个PCT，近两年提升速度加快，每年提升3个PCT左右；蒙牛市占率基本维持稳定，2018年较2012年提升0.3个PCT；其他企业市占率持续下降。

图 25: 中国大陆乳制品行业2018年CR2=46.0% (%)



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心

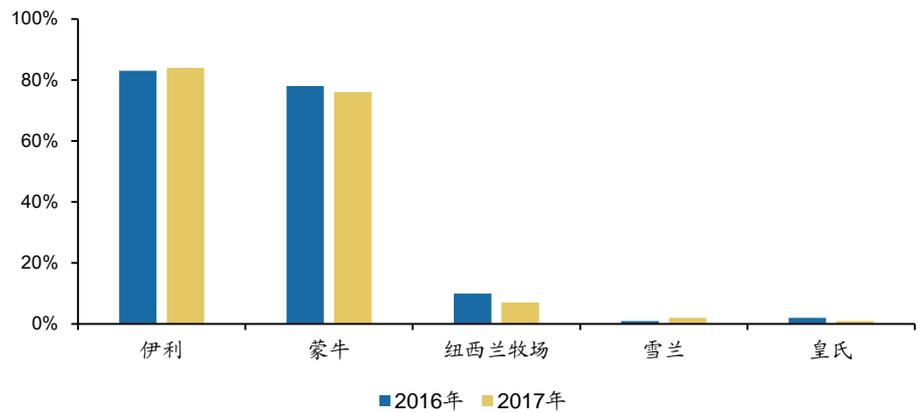
图 26: 中国大陆常温奶双寡头垄断，CR2=65.2% (2018年)



资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

常温奶无需依赖冷链运输和贮藏，是龙头进行全国化扩张首选品类，因此渠道是其核心竞争力。伊利和蒙牛渠道铺设明显优于竞争对手，且目前两大寡头的核心竞争市场逐渐下沉至下线城市，伊利在下线城市渠道覆盖率和渠道管控制力均优于蒙牛，市场份额有望加速向伊利集中。根据乳业资讯网，目前伊利和蒙牛全国铺货率75%以上，第三名企业纽西兰牧场全国铺货率仅为7%。伊利铺货率明显高于蒙牛，且差距逐渐扩大——2017年伊利全国铺货率84%，蒙牛为76%；伊利铺货率持续提升。

图 27: 伊利蒙牛铺货率明显高于其他企业



资料来源: 乳业资讯网, 广发证券发展研究中心

### 3. 休闲食品优选成长阶段子行业

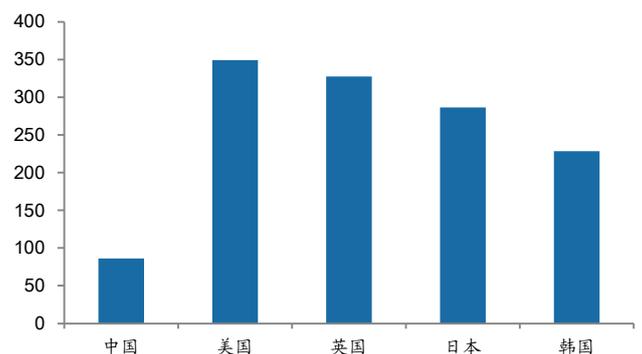
我国休闲食品人均消费量低于发达国家水平, 预计未来3年休闲食品维持4%左右复合增长。休闲食品是指跳出正餐时间限制消费及食用的食品, 主要包括休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干等多种品类。彭博数据显示, 休闲食品整体行业已进入成熟期, 近三年收入复合增长3.90%。尽管目前我国休闲食品已具备较大市场规模, 但在人均消费上仍远不及美英日韩等国家, 据Frost&Sullivan数据, 目前韩国休闲食品人均消费量是我国的2.6倍, 美国则达到我国的4倍。与国外发达国家相比, 我国休闲食品行业仍具有较大的增长空间。随着我国人均可支配收入提升以及闲暇时间增加, 我们预计未来3年休闲食品行业将维持4%左右复合增长。

图 28: 休闲食品行业整体进入成熟期



资料来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

图 29: 我国休闲食品人均消费远不及美英日韩 (美元)

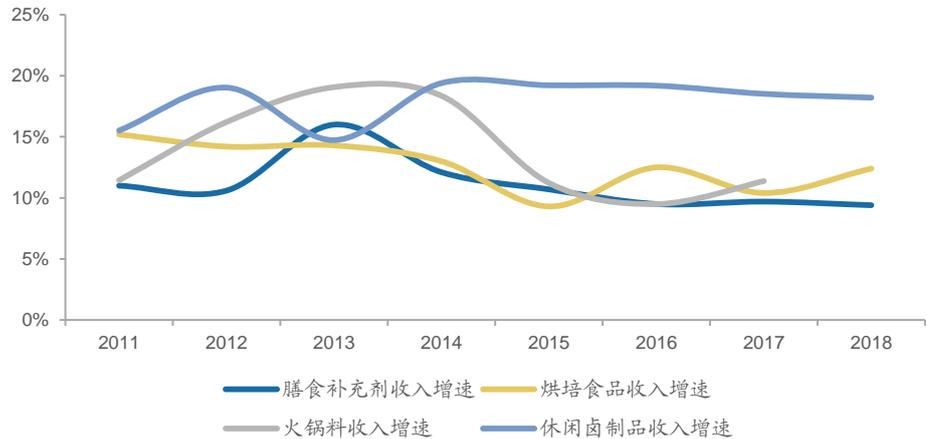


资料来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心。注: 截至 2018 年

休闲卤制品、火锅料、烘焙食品以及膳食补充剂行业仍处成长阶段, 预计未来3年收入CAGR10%左右或更快增长。食品综合版块子行业众多, 据欧睿等数据显示, 其中休闲卤制品、火锅料、烘焙食品以及膳食补充剂增长迅速, 仍处于成长阶段, 均高于休闲食品行业增速。连锁化和电商化趋势推动休闲卤制品销量提升, 品牌化

和包装化推动均价提升，量价齐升预计推动行业维持15%以上增长。随着火锅餐饮行业高增长，以及麻辣烫、冒菜等餐饮店走向全国，火锅料行业预计维持10%以上增长。饮食西化及人均收入提升预计推动烘焙食品收入维持10%以上增长。随着居民收入水平和健康意识提升以及人口老龄化，预计膳食补充剂行业收入维持10%左右增长。

图 30: 休闲卤制品、火锅料、烘焙食品以及膳食补充剂行业仍处成长阶段

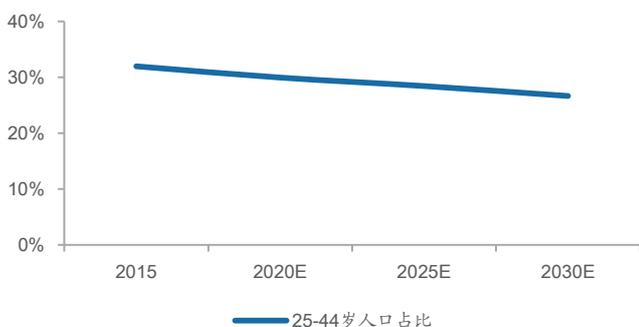


资料来源：欧睿，智研咨询，Frost&Sullivan，广发证券发展研究中心

#### 4. 啤酒行业未来集中度有望持续提升，期待成本下降释放龙头利润弹性

长期视角来看，主力消费人口减少导致未来10年我国啤酒销量CAGR约为-1%。根据我们18年7月份发布的《啤酒行业未来10年有望形成双寡头格局，CR2有望达60%+》深度报告。我们认为未来啤酒行业销量遇瓶颈，预计未来10年销量CAGR约为-1%。借鉴海外啤酒业发展历史，因主力人群减少（联合国预测中国2015-2030年25-44岁人群占比年均下滑0.35个PCT）、健康诉求提升，我国啤酒人均消费量将缓慢下降，由于人口增长缓慢，预计未来10年啤酒销量GACR约为-1%。

图 31: 联合国预测中国啤酒主力消费者人口占比 2015-2030年均下降0.35个PCT



资料来源：联合国，广发证券发展研究中心

图 32: 预计中国未来10年啤酒销量CAGR为-1%左右

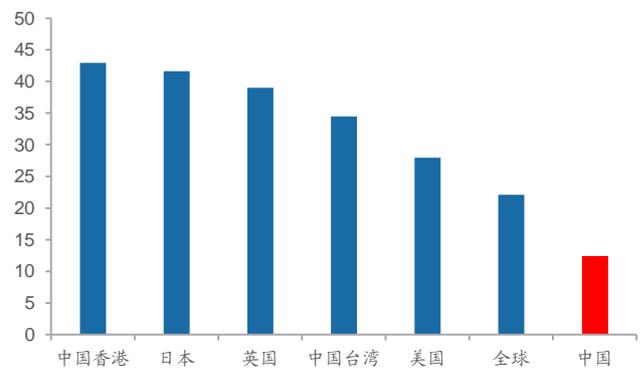
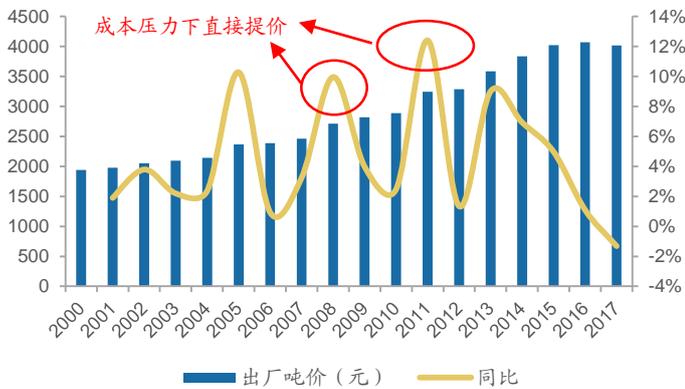


资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

**产品结构升级叠加直接提价，未来10年啤酒吨价CAGR有望达5%。**据欧睿，我国啤酒零售均价12.36元/升，仅为全球的56%，未来提升空间大。过去近二十年，啤酒行业格局未定，主要啤酒企业之间奉行“低价走量抢份额”战略，导致行业均价提升缓慢，据欧睿，2000-2017年我国啤酒出厂吨价CAGR仅为4.38%。据欧睿，横向全球对比来看，目前我国啤酒零售均价为12.36元/L，相比日本的41.63元/L以及世界平均水平的22.11元/L，我国啤酒零售价格依然相对很低，仅为全球平均水平的56%，从均价来看仍有很大的提升空间，在消费升级和高盈利水平的驱动下，各大啤酒公司均力推公司中高档新品，抢占非现饮终端高档听装产品的市场，加强终端分销覆盖及陈列。此外定位高端的精酿啤酒快速发展有助于提升啤酒产品结构和吨价。在量增空间有限，消费升级的背景下，我们预计未来各啤酒企业将加快进度推进产品升级，叠加直接提价。预计未来10年行业吨价CAGR将快于2000-2017年的4.38%，有望达到5%左右，推动收入（出厂口径）CAGR有望达4%左右。

图 33: 2000-2017年啤酒行业吨价CAGR为4.38%，提升幅度较慢

图 34: 2017年我国啤酒零售价为12.36元/升，仅为全球均价的56%



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**长期看我国啤酒行业集中度将持续提升，龙头盈利能力同步提升。**啤酒行业规模效应显著，世界啤酒产量前十名的市场多数形成双寡头竞争格局，据欧睿，和我国市场规模相近的美国/日本均为双寡头格局，CR2分别达69%/66%。我国70%以上省份格局已定，五大龙头开始聚焦各自优势市场，战略放弃劣势市场，预计各省份集中度有望进一步提升，未来10年，我国啤酒行业五大龙头将进一步聚焦优势市场，中小品牌有望加速退出，CR5有望从17年的75%提升至85%+。

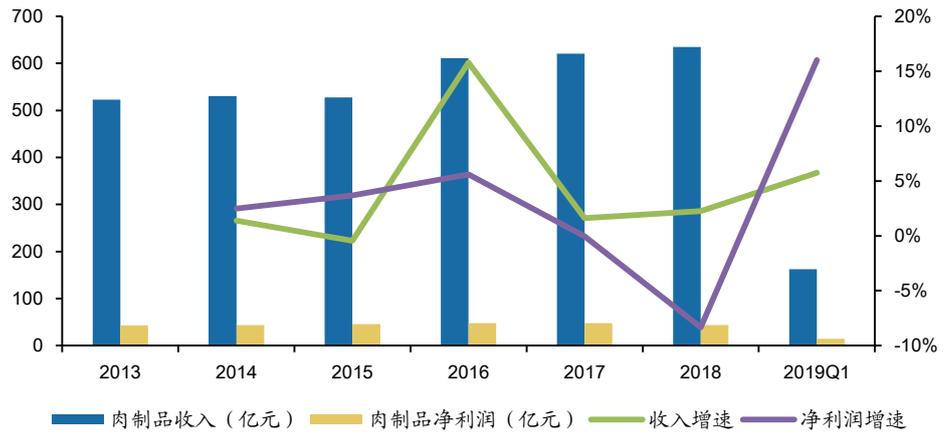
啤酒行业竞争本质是通过压倒性的市占率获取利润，市占率与盈利水平正相关，对标海外啤酒龙头百威英博和朝日啤酒，我们认为啤酒行业竞争趋缓和关闭低效工厂将分别促进销售费用率/管理费用率下降，叠加产品结构升级，有望推动啤酒行业龙头盈利能力提升。

### 5. 肉制品景气度稳定，产品结构升级和提价有望推动行业盈利能力提升

我国肉制品行业已经步入成熟期，综合A股6家肉制品上市公司业绩，2017和2018年收入增长放缓，整体增速分别为1.61%和2.25%。2019Q1增速明显回升。

2019年以来肉制品整体净利润增速明显超过收入增速，2019Q1肉制品上市公司整体净利润增速16.03%，高于收入增速。我们预计未来3年行业销量低速稳增长，收入增长主要依靠价增，价增的主要方式为产品结构升级和龙头提价。

图 35: 肉制品行业收入稳增长，净利润增速超越收入

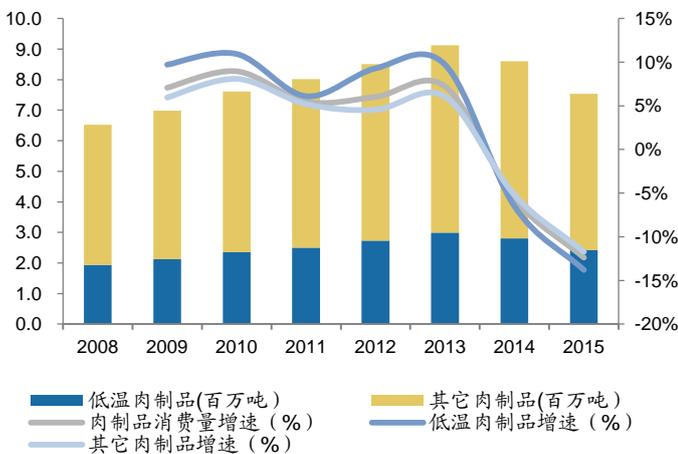


资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

根据彭博，国内肉制品消费正处于高温到低温肉制品升级的阶段，但目前我国低温肉制品消费量仍然较低，消费量占比仅为30-40%，对比美国肉制品市场（低温占比90%以上），我国低温肉制品有较大发展空间。且龙头双汇迎合消费升级趋势推出低温肉制品业务，有望培育消费者、推动行业性产品结构升级。

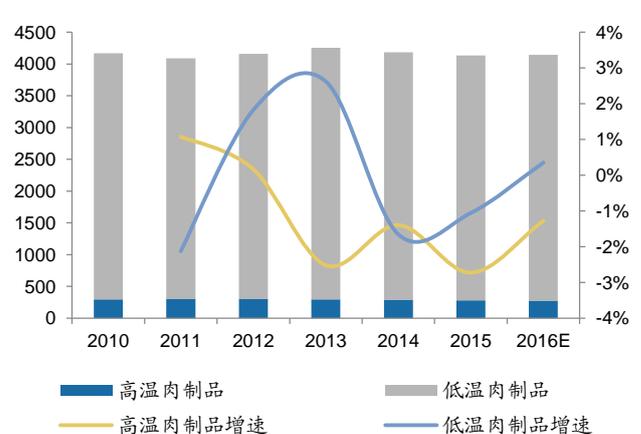
另外，2018年底以来，龙头双汇发展肉制品业务开启提价周期，有望进一步推动肉制品盈利能力提升。

图 36: 中国低温肉消费量目前仍较低



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 37: 美国低温肉制品占比远高于高温肉制品



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 四、重点公司推荐

### 1. 白酒：推荐能够抵御宏观经济波动的行业龙头

宏观经济不确定性背景下，建议关注自身改善明显及经营相对稳健的行业龙头。我们认为尽管下半年宏观经济仍有一定的不确定性，但只要不出现明显失速，白酒行业自身正在发生的消费升级和集中度提升便可抵消经济增速不确定性较强带来的影响。但如果出现较大幅度放缓，我们认为应该自下而上选择自身有明显改善或者经营相对稳健、对宏观经济波动不够敏感的企业，以抵御不确定性：1) 贵州茅台：渠道直销比例提升，保障收入稳健增长。2) 五粮液：改革提速，潜力不断释放。3) 泸州老窖：国窖最受益普五批价提升，收入有望保持25-30%的增长。4) 古井贡酒：渠道强势，受益省内大众消费升级产品结构提升迅速。5) 口子窖：经营稳健，受益省内消费升级自然增长。6) 顺鑫农业：低端光瓶酒龙头，受益行业集中度提升。

#### (1) 贵州茅台：渠道改革，渠道直销占比提升保障业绩稳健增长

渠道结构优化推动均价提升，预计19年茅台酒收入有望实现15%以上的增长。据公司2018年12月28日公告《关于2019年茅台酒销售计划的公告》，19年茅台酒销量计划3.1万吨左右，公司收入目标增长14%左右。但根据公司历史公告，我们认为该目标均为较保守目标，公司有能力和通过跨期调配等方式对成品酒产量在一定范围内进行调整，因此我们预计19年度茅台酒实际销量有望略高于计划量，较18年持平或略有增长。据和讯网，公司目前已经公开招商，首批直供商超600吨/年，我们预计19年公司直销战略将逐步落地，我们预计19年直销占比有望提升至20%以上，估算将推动公司净利润增长18%左右（考虑增值税率下调）。据搜狐新闻，公司18年底的经销商大会，系列酒19年销量目标3万吨左右，收入目标为100亿元（含税），我们认为在不增量的情况下，公司将进一步调整优化产品结构以突出大单品，我们预计19年系列酒收入有望同比增长15%以上。

我们预计19-21年公司收入分别为911.51/1113.49/1319.59亿元，分别同比增长18.07%/22.16%/18.51%；归母净利润分别为435.20/546.94/656.52亿元，分别同比增长23.62%/25.67%/20.04%；EPS分别为34.64/43.54/52.26元/股，对应PE为28/22/19倍，维持买入评级。

风险提示：宏观经济不达预期，茅台批价下行风险。

#### (2) 五粮液：改革提速，全年大概率完成收入目标

公司渠道和产品体系改革逐渐落地，收入有望保持较快增长。据搜狐网，公司在19年3月的经销商大会上提出，19年6月上市新普五（出厂价889元），同时配合新品上市公司一系列渠道改革措施将落地：1) 新品上市后采用控盘分利的方式销售，同时导入扫码系统。2) 18年公司与IBM合作建设数字化营销体系，将以新品上市为契机推进营销体系的改革，加强对于终端的管控，升级营销方式，从传统分销升级为以终端为场所的精准营销。在产品体系方面，公司一方面清理高仿系列酒品牌，另外一方面对于高端酒总经销品牌进行梳理和整顿，并要求总经销五粮液产品

出厂价高于同一时期普五的市场建议零售价，全面为普五让路。我们认为19年公司管理、产品和渠道上均会出现明显改善，释放体制改革红利将保持稳健的收入增长。新品提价叠加增值税率下调，盈利能力有望进一步提升。

据搜狐网，公司19年普五计划共1.5万吨，其中老普五（出厂价789元）占比56%，珍藏版普五（出厂价859元）占比9%，新普五占比35%，估算提价幅度约4.8%，其余高端产品也会同步提价。据新浪网，19年4月1号起增值税率从16%下调至13%，名酒企业议价权强能保持含税卖价不变，相当于变相提价2.3%。叠加系列酒聚焦核心大单品并对部分产品提价，我们预计19年公司整体吨价提升幅度在8%以上。我们预计公司毛利率有望进一步上升。但考虑到公司正在进行营销改革可能增大费用投放，因此19年销售费用率可能维持不变或略有上升，毛利率提升将带动公司盈利能力提升。

我们预计19-21年公司收入分别为500.46/598.58/690.83亿元，同比增长25.02%/19.61%/15.41%；归母净利润分别为174.19/214.83/255.20亿元，同比增长30.15%/23.33%/18.80%；EPS分别为4.49/5.53/6.57元/股，对应PE为25/20/17倍，维持买入评级。

风险提示：宏观经济不达预期，渠道库存积压风险。

### （3）泸州老窖：以直控终端+直营子公司模式布局空白市场，国窖有望量价齐升

普五批价上行有利于国窖放量，预计19年国窖受益渠道扩张和下沉有望实现量价齐升。除此之外，据微酒，为推进特曲的价值回归，老字号特曲将于19年5月1号起提升结算价10元/瓶。公司毛利率有望进一步提升。

公司在部分市场采取直营子公司的模式，直接由子公司对接品牌专营公司并进行市场运作，在另外一部分市场则采用厂商1+1模式，厂家直接参与对终端的管控。该种模式下公司对于渠道的掌控力度大幅增强，符合行业的发展趋势，目前来看成效显著。同时，在市场投入上逐渐向终端和消费者转移，继终端国窖荟后，我们预计公司未来加快建设消费者国窖荟，提升公司在核心消费群体中的影响力，以推动渠道的下沉和开拓。渠道扩张将驱动公司收入保持稳健增长，但考虑到公司的渠道运作模式仍需要投放大量费用，预计费用率下降幅度有限。

我们预计19-21年公司收入分别为157.79/185.77/214.03亿元，同比增长20.86%/17.73%/15.21%，归母净利润分别为45.38/55.54/66.06亿元，同比增长30.19%/22.38%/18.94%，EPS分别为3.10/3.79/4.51元/股，按最新收盘价对应PE为24/20/17倍。

风险提示：宏观经济不达预期，华东扩张不及预期。

#### (4) 古井贡酒：省内产品继续升级、省外并加快全国化布局，有望实现收入目标

公司作为徽酒龙头、八大名酒之一，在省内渠道强势，市占率较高，各价位段产品布局完善。安徽省内大众消费持续向200元以上价位升级，预计18年公司年份原浆8年及以上高端产品实现了50%以上的高速增长，我们认为公司未来有望持续受益省内大众消费升级，收入实现稳健的增长。公司近几年加大了全国化的布局，加快了对河南河北以及湖北等地区的渠道扩张，河南市场调整完毕后预计19年继续恢复性增长；湖北市场公司收购了黄鹤楼之后输出渠道管理经验，未来3年有望完成承诺业绩目标。据公司2018年年报，公司19年收入增长目标为17.74%，利润总额增长目标6.19%。但参照历史经验，我们认为公司目标较为保守（18年收入增长目标14.31%，利润总额增长目标20.3%）。我们认为公司能够完成收入目标，但考虑到公司全国化过程中仍需要投入大量费用，预计费用率下降幅度有限，但增值税率下调将增厚公司利润。

我们预计19-21年公司收入分别为113.16/141.97/168.46亿元，同比增长30.28%/25.46%/18.65%，归母净利润分别为22.12/28.37/34.36亿元，同比增长30.48%/28.25%/21.12%，EPS分别为4.39/5.63/6.82元/股，按最新收盘价对应PE为25/20/16倍。

风险提示：宏观经济不达预期，河南动销不达预期，黄鹤楼业绩不达预期。

#### (5) 口子窖：稳健经营，受益省内消费升级

我们预计19年公司收入有望保持15%左右的增长，净利率受益结构升级将出现明显提升：1) 公司作为徽酒双龙头之一，将持续受益安徽省内消费升级，高档产品将保持稳健增长。目前省内消费人群相对已经固化，尽管公司在渠道上与竞品相比不够强势，但在产品本身上具有独特性，消费者基本盘稳固。2) 公司省内具有核心的市场，与省内优秀经销商合作近20年，厂商关系稳固，核心市场很难受到冲击，公司未来在省内渠道向乡镇进一步下沉，在省外则派出省内大商运作，效果逐渐显现，18年和19Q1省外收入增速开始明显超过省内。3) 公司经营一向稳健，厂商一体的模式使得公司保持了较低的费用率，我们预计费用率未来也会保持平稳。毛利率提升将使得公司净利润增速明显快于收入增速。

我们预计19-21年公司收入分别为47.24/52.81/58.89亿元，同比增长10.67%/11.77%/11.53%，归母净利润分别为18.04/20.71/23.56亿元，同比增长17.68%/14.80%/13.81%，EPS分别为3.01/3.45/3.93元/股，按最新收盘价对应PE为20/17/15倍。

风险提示：宏观经济不达预期，省外窜货。

#### (6) 顺鑫农业：光瓶酒行业龙头，受益集中度提升

光瓶酒龙头顺鑫农业2018年营收达93亿元，同比增长43.82%，销量达62万千万升，同比增长44.66%。顺鑫农业自2016年加速推进全国化战略已初显成效，现已拥

有亿元以上省级销售市场22个，其中长三角、珠三角市场增长迅速，泛全国化格局已基本确定，未来几年会继续打造亿元升级样本市场。顺鑫农业通过大单品陈酿抢占省外光瓶酒市场后，目前正在向珍品陈酿等高端光瓶酒进行升级，18年中高档产品精制、珍品陈酿等收入增速已超过低档产品增速。18年顺鑫农业毛利率达49.63%，净利率约为12%。根据彭博数据推算，低端酒行业（100元以下）18年收入达1500亿元左右，我们预计未来3年收入CAGR为-3%左右，龙头顺鑫农业18年市占率仅为6%左右。

风险提示：宏观经济不达预期，全国扩张不达预期，食品安全问题。

## 2. 食品：重点推荐业绩稳定的龙头

### （1）海天味业：管理机制和渠道力强，有望打造调味品平台型企业

**1、优秀管理团队为公司最核心竞争优势。**海天管理团队优秀，薪酬、股权激励水平远超同行业竞争对手，甚至超过白酒与乳业的管理标杆洋河股份与伊利股份，高激励水平推动管理层的高积极性。公司ROE维持30%+，其中管理层严格成本控制导致公司净利率维持20%+，高效存货、账款管理导致公司维持高总资产周转率。**2、渠道高占有率是公司另一个核心竞争优势。**餐饮渠道易守难攻、公司无明显竞争对手，2017年海天收入市占率20.78%，第二品牌李锦记市占率8.23%，第三品牌美味鲜市占率2.21%。家庭渠道竞争相对激烈，海天收入市占率15.58%，第二品牌美味鲜市占率10.49%。海天渠道在全国范围下沉至县级市，终端覆盖率远超竞品。**3、公司拥有产品定价权。**渠道高占有率导致公司能实现主动提价，提价频率平均两年一次。

2019年公司收入目标增长16%，净利润目标增长20%，有望顺利完成。公司酱油业务收入稳健增长：特级和味极鲜酱油高增长推动产品结构升级，渠道细化推动放量；公司蚝油业务弹性大：2019年公司将蚝油作为重点发展品类，2018年底新成立蚝油公司，渠道扩张推动放量。酱类业务有望恢复10%左右增长：受益于品类扩张、市场操作手法调整和广告投放，2019年酱类收入增速逐步回暖，有望恢复10%左右增长。另外，公司积极布局醋和料酒品类，推动放量。

我们预计2019-2021年公司收入199.54/232.11/267.03亿元，同比增长17.1%/16.3%/15.0%；净利润52.85/64.41/77.49亿元，同比增长21.1%/21.9%/20.3%；EPS为1.96/2.39/2.87元/股，目前股价对应PE估值52/43/36倍，维持买入评级。

风险提示：行业增速不达预期，高端产品动销不达预期，食品安全问题。

### （2）中炬高新：机制改善激发企业经营活力，调味品收入有望加速增长

相较海天的总成本领先竞争战略，中炬高新采取差异化竞争战略——公司酱油业务聚焦中高端鲜味酱油，2018年公司厨邦410ml大单品（鲜味酱油，单价8.5元/瓶）收入15亿元以上，迎合行业消费升级的风口——我们认为高鲜酱油是目前酱油

行业升级的风口，预计未来5年其收入增速高于酱油行业整体增速。

公司是继海天之后，最有望覆盖全国市场的调味品公司。目前调味品行业中仅海天一家实现了充分全国化（全国范围渠道下沉至乡镇级市场）。李锦记虽然覆盖全国，但由于产品定位高端且公司兼顾海外业务，渠道仅下沉至地级市。我们认为中炬高新有望成为第二家充分全国化的调味品企业——公司具备渠道深耕的能力，在华南大本营地区，公司渠道下沉至乡镇市场。目前公司正积极拓展外埠市场，外埠市场渠道有望进一步向县级市场下沉，主要源于以下两方面推动力：（1）公司外埠市场品牌力逐渐提升；（2）产品定位迎合消费升级，空间广阔。

2018年底公司从国企体制改为民营企业，2019年为公司内部调整年（梳理内部关系、进行人员调整），我们预计未来3年公司收入有望逐年加速增长。我们预计2019-2021年公司收入同比增长11.1%/23.9%/16.2%；净利润同比增长16.5%/30.1%/21.3%；EPS为0.89/1.16/1.40元/股，目前股价对应PE估值45/34/29倍。

我们预计2019-2021年公司调味品业务收入44.14/51.33/60.60亿元，同比增长14.6%/16.3%/18.1%；调味品业务净利润6.94/8.41/10.36亿元，同比增长21.3%/21.2%/23.3%。剔除房地产业务后公司调味品市值为279亿元，调味品业务对应PE估值为40/33/27倍，维持买入评级。

风险提示：渠道扩张不达预期，食品安全问题。

### （3）涪陵榨菜：新一轮渠道扩张期，公司收入有望稳健增长

公司具备原材料资源占有壁垒和品牌护城河，导致其拥有产品定价权。1、公司具备原材料资源占有壁垒。根据农业信息网，原材料青菜头运输困难且产地集中，2017年重庆和浙江青菜头产量全国占比79.50%，外地企业难抢占。涪陵榨菜占据青菜头最优原产地，抢夺原材料能力最强。近年来浙江青菜头质量下降，当地规模最大的铜钱桥和备得福2017年市占率下降。2、公司具备很深的品牌护城河。公司拥有榨菜行业唯一全国性品牌，根据彭博，2017年公司榨菜收入市占率16.79%，第二品牌鱼泉市占率7.09%，第三品牌四川高福记市占率5.56%，行业单寡头竞争格局明显。3、公司拥有很强的产品定价权。2010-2017年重庆涪陵区青菜头产量复合增长3.08%，2010-2018年青菜头收购价复合增长2.83%。与之相对应，2010-2017年公司榨菜销售吨价复合增长8.04%，公司主要通过换包装提价方式提价，换包装提价频率平均每年一次。

目前公司原有渠道较成熟，进入新一轮渠道扩张期，业绩短期承压。但公司榨菜行业龙头地位稳固，市占率有望持续提升，业绩有望稳健增长。我们预计公司2019-2021年收入22.89/26.82/31.42亿元，同比增长19.6%/17.2%/17.1%；净利润8.01/9.45/11.13亿元，同比增长21.1%/18.0%/17.8%；EPS为1.01/1.20/1.41元/股。目前股价对应PE估值29/25/21倍，维持买入评级。

风险提示：渠道扩张不达预期，食品安全问题。

#### (4) 伊利股份：最受益于竞争格局改善，利润弹性有望释放

**核心大单品持续放量，公司收入有望持续稳健增长。**伊利渠道下沉至镇级市场，经销商数量3000多个，销售人员15000个以上，助力渠道布局。公司在三四线城市的布局明显优于竞争对手（最大的竞争对手蒙牛在三四线城市掌控力弱、存在窜货等现象），且公司继续渠道布局，保持渠道优势，有望最受益于行业下线城市需求提升的趋势。另外受益于渠道扩张和产品结构升级，公司核心大单品产品（安慕希、金典）放量明显，保障公司收入持续稳健增长。

公司在常温液奶领域的优势地位正在持续加强。目前高端产品的竞争主要发生在三四线及以下城市，伊利在这些区域较蒙牛的渠道优势更明显，竞争优势有望进一步加强。受益于竞争格局改善，公司的费用率有望维持高位稳定甚至略有下降，叠加产品结构升级带来的毛利率提升，公司毛销差有望稳步提升，利润弹性有望释放。

核心大单品安慕希和金典维持高增长，且基础白奶维持近两位数增长，2020年公司千亿目标有望顺利达成。我们预计公司2019-2021年收入分别同比增长13.1%/11.8%/11.0%；净利润分别同比增长8.2%/13.2%/13.8%；EPS分别为1.15/1.30/1.48元，对应PE估值为28/25/22倍，维持“买入”评级。

风险提示：费用投放超预期，食品安全问题。

#### (5) 绝味食品：门店数量和单店收入稳步提升，看好业绩持续性

**19Q1开店超预期推动收入高增长，二季度延续较快开店节奏，下半年开店速度将放缓，全年1000家目标压力不大。**据年报，2018年公司拥有9915家门店，117家直营店和9798家加盟店，门店数量稳步增长，据新浪财经，公司提出未来每年新增门店800-1200家，未来三年门店复合增速10%左右。公司19年开始给予老加盟商加盟费优惠，在公司内开展开店竞赛，19Q1公司净开店370多家，同比增长12%左右，推动收入增长19.63%。二季度绝味维持较快开店节奏，预计下半年开店增速会有所放缓，预计全年开店1000家，对应增速10%。

上半年开店较多，叠加门店生动化、产品结构升级等因素，预计19年单店收入有望维持3%以上。19Q1单店收入增长7%，主要由于：1) 19Q1新开店数量较多，门店促销较多；2) 19年春节和情人节相对18年间隔更远，节日效益更明显；3) 18年成本提升导致部分中小型企业退出。今年公司上半年新开门店数量较多，有望提升全年单店收入水平，公司有望通过门店生动化、高势能门店占比提升、提价和产品结构优化等方式提升单店收入，预计19年单店收入增速维持3%以上。

**19年成本压力不大，新建仓储中心进一步提升成本控制能力。**公司18年四季度未在鸭副价格下跌时积极囤货，19年上半年成本压力不大；我们预计19年鸭副产品维持前低后高趋势，但下半年同比18H2的高基数提升空间有限，且猪瘟疫情下毛鸭供给增加，但鸭副需求端提升不大，预计全年公司成本压力不大。且据公司可转债募集说明书，公司在主要原材料采购地山东建设3万吨大型仓储中心，有望提升公司原材料储存能力，有助于公司在合适时间囤货来平滑成本波动，提升成本控制能力。

公司核心竞争力是冷链生鲜日配到店能力和加盟商管理能力，通过再造一个绝味（椒椒有味）以及赋能被投企业两个路径实现打造美食平台的愿景。（1）椒椒有味串串店定位偏餐饮，主要开在商圈店或者高势能店，客单价和毛利率高于绝味鸭脖，公司测算全国可开2000家。目前在华中开了30家左右，已经对A级加盟商开放加盟，全年目标200家，下半年将加速开店。（2）据公司可转债募集说明书，公司目前将物流管理部独立成为上海绝配柔性供应链公司，未来有望对被投企业开放服务，有望提升公司配送效率，降低运输费用，同时推动被投企业扩张。

预计19-21年公司收入分别为50.02/57.07/64.82亿元，同比增长14.52%/14.09%/13.59%，净利润分别为7.74/9.33/11.15亿元，同比增长20.85%/20.59%/19.16%，EPS分别为1.35/1.63/1.94元/股，对应PE为27/23/19倍，维持买入评级。

风险提示：门店扩张不达预期，食品安全问题。

## （6）安井食品：速冻火锅料行业龙头，产能扩张推动公司收入稳健增长

未来三年产能复合增速20%左右，有望推动安井收入稳健增长。公司收入增长主要系销量推动，18年总销量41.34万吨，增长20.70%；均价1.03万元/吨，增长1.29%。19Q1收入增速14.61%，环比放缓，主要系19年春节较早，部分春节发货计入18Q4，且19年1月份猪瘟事件，导致公司肉制品收入增速放缓，19Q1肉制品收入2.90亿元，降低4.29%。14-18年公司产能利用率持续大于1，公司18年产能为37万吨，产能利用率高达116%，供给紧缺。据公司募投计划，随着四川、河南、湖北、无锡工厂投产，未来3年产能复合增速达20%左右。

19年产能扩张和提价有望推动全年收入维持20%左右。18年公司产能为43万吨，19年四川工厂拟增加2万吨产能，同时泰州工厂二期、辽宁工厂二车间也将通过增加设备、技术改造等方式提高产能，预计19年产能可达50万吨，对应产量增速为16%。据冷冻食品网，公司通过火锅料制品、米面制品和菜肴制品相结合的方式开拓餐饮渠道，并通过代工模式推出“冻品先生”品牌，开发餐饮市场潜力新品，有望推动餐饮渠道较快增长。安井去年9月和12月两度提价，今年夏季计划再度提价，叠加产品结构升级，有望带动产品均价提升。预计全年收入增速有望接近20%。

公司通过产品配方修改、提价和产品结构优化降低成本压力。因19年1月猪瘟事件，公司采用进口猪肉替代国产猪肉，但毛利率仅下降0.59个PCT，主要系：1）18年9月、12月公司两次提价，基本覆盖公司所有产品，提价幅度约3%；2）降低猪肉采购量，部分产品用鸡肉替代，降低总成本。为应对成本上升，公司夏季可能再度提价，叠加高端三大丸和丸之尊占比提升推动结构升级，均价有望持续提升；且公司下游以流通渠道为主，增值税率下调后，公司能够变相要求上游降价，对下游涨价，叠加降低猪肉使用量，预计19年Q2公司成本压力有限。

预计19-21年公司收入分别为50.11/59.73/71.15亿元，同比增长17.65%/19.21%/19.12%；归母净利润分别为3.17/3.89/4.81亿元，同比增长17.29%/22.61%/23.86%，EPS分别为1.40/1.72/2.12元/股，对应PE为34/28/23倍，

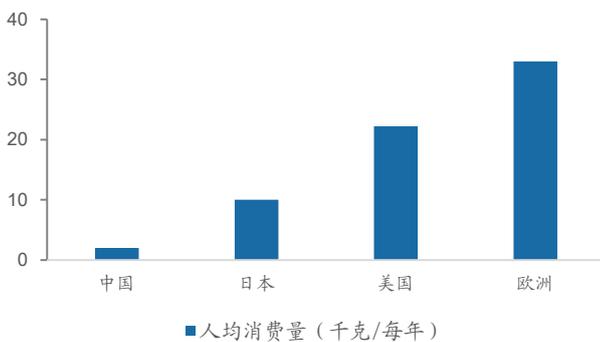
维持买入评级。

### (7) 桃李面包：短保面包龙头，市场扩张和渠道下沉推动业绩增长

主食西化推动面包行业稳健增长，必需属性下经济增速放缓对面包行业影响较小。据欧睿，我国面包人均消费量仅日本的1/5，欧洲的1/10，生活节奏加快下面包代餐属性凸显，随着饮食西化及人均收入提升，面包行业将继续稳健增长。同时，面包主食化下，刚需属性凸显，经济增速放缓下面包弹性较小，因此经济扰动对面包行业增长影响不大。

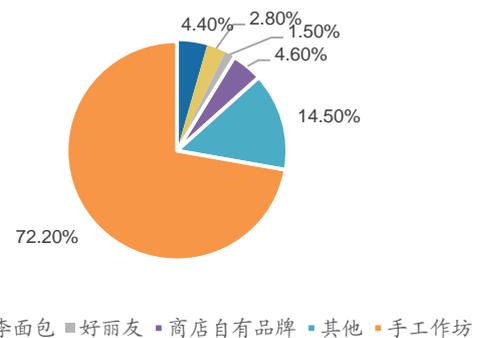
竞争格局分散，桃李面包为短保行业龙头。面包行业集中度较低，达利市占率达4.4%排名第一，桃李面包市占率达2.8%排名第二，行业主要为手工作坊产品，占比达72.2%。面包还可以细分为长保面包与短保面包，其中达利园为长保面包龙头，桃李面包为短保行业龙头。

图 38：我国面包人均消费量仅日本1/5，欧洲1/10



数据来源：欧睿，广发证券发展研究中心

图 39：面包行业集中度较低，桃李面包凭借高性价比和强大配送能力有望提升市场份额



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

成熟区域加密下沉，外埠扩张，推动桃李面包19年收入维持稳定增长。公司收入增速中枢维持在15%-20%之间。本埠市场如东北区域，在渠道加密下沉中仍然维持较高增长，18年东北市场增速17.6%；其他区域如华中、西北区域较为成熟，收入增速稳健，18年华北收入增速24.97%，西北18.78%；华南/华东仍处在扩张期，收入增速较高，18年华东收入增速26.94%，华南87.68%；华中是继华南后最后一个空白市场，据公司年报，18年底亏损172.69万元，19年中华中武汉工厂投产，预计推动华中收入高增长。19年全年成熟市场维持15%以上的增长，开拓性市场如华东稳健扩张，华南、华中产能释放推动收入高增长，全年收入增速较为稳健。19Q1为应对达利进攻，公司可能加大货折，导致19Q1收入增速放缓至15.52%，19Q2收入增速有望环比改善。随着成熟地区加密下沉，外埠市场快速扩张推动下，19年桃李面包收入维持稳定增长。

应对竞争对手以及开拓华东市场导致一季度费用率较高，未来费用率有望改善。达利美培辰的投产及对其母公司达利集团销售网络的依托，对短保面包整行业竞争带来较大压力，桃李面包作为行业龙头同样承压。公司19Q1费用投放加大，在本埠东北市场加大达利的阻击，且华东市场今年通过高费用的方式压缩自身利润开拓市

场，未来随着达利降低促销力度以及华东市场逐渐成熟，费用率有望改善。

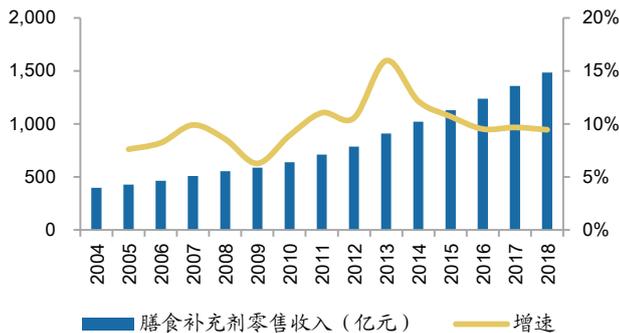
预计 19-21 年公司收入分别为 57.14/66.95/78.16 亿元，同比增长 18.22%/17.16%/16.75%；净利润分别为 7.54/8.92/10.59 亿元，同比增长 17.47%/18.31%/18.68%；EPS 分别为 1.14/1.35/1.61 元/股，对应 PE 为 36/31/26 倍，维持增持评级。

风险提示：渠道扩张不达预期，终端动销不达预期，食品安全问题。

### （8）汤臣倍健：大单品战略和电商品牌化驱动公司增长

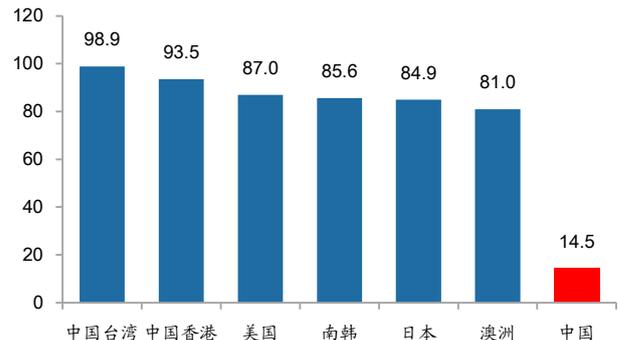
随着居民收入水平和健康意识提升以及人口老龄化，未来三年我国膳食补充剂行业有望维持 10% 左右增长。据欧睿，我国 18 年膳食补充剂零售额 1486 亿元，14-18 年复合增速达 10.29%，维持较快增长。我国人均膳食补充剂消费金额仅 14.5 美元，远低于其他发达国家和地区，未来提升空间巨大。未来随着居民消费水平提升、健康意识提升以及人口老龄化，我国膳食补充剂行业有望长期维持较高景气度，预计未来 3 年膳食补充剂行业收入复合增速达 10% 左右。

图 40：行业零售额 1486 亿元，近五年 CAGR 10.29%



数据来源：欧睿，广发证券发展研究中心

图 41：中国人均消费金额低于美日等（美元/人）



数据来源：欧睿，广发证券发展研究中心

**大单品收入高增长，带动主品牌交叉销售，带来收入稳定增长。**据公司年报，18 年健力多收入 8.09 亿元，同比增长 128.80%，19Q1 同比增长 69.48%，推动 18 年主品牌“汤臣倍健”收入 29.82 亿元，同比增长 24.39%，19Q1 同比增长 29.84%。近年来主品牌恢复性增长主要系健力多维持极高增速，大单品作为爆款持续引流消费者，带动主品牌交叉销售，推动主品牌恢复性增长。

**三大单品齐发力，19 年收入有望高增长。**18 年健力多营业收入为 8 亿元，19 年健力多 19 年加速渠道下沉，提升铺货率，同时推出消炎版氨糖等产品，有望推动结构升级，预计增长 40% 以上。LSG 定位高成长的益生菌品类，今年同样有望依托汤臣倍健主品牌渠道进行铺货，联合其旗下定位母婴渠道的 penta-vite、天然博士，有望实现该品类超预期增长。据 18 年股东大会，健视佳今年试点从去年 2 个省份提升至 6 个，预计 19 年有望翻倍增长。同时，蛋白粉作为公司主要产品之一，具备较好的消费基础，据经济观察报，19 年定位为形象产品，加大蛋白粉广告投入，在央视播出

广告，有望进一步推动公司品牌建设和主品牌增长。

**19年费用维持高投放，预计收入增速快于净利润增速。**公司19年针对蛋白粉、益生菌的费用投放将维持高位，预计全年销售费用率维持较高水平，导致收入增速快于净利润增速。19Q1公司费用率有所下降主要系公司历来一季度费用投放均较少，结算集中在四季度，导致19Q1费用率相比16-18年全年有所下降。

考虑LSG并表影响，我们预计19-21年公司收入分别为59.99/73.82/88.28亿元，同比增长37.88%/23.06%/19.59%，净利润分别为12.94/16.49/19.92亿元，同比增长29.11%/27.42%/20.85%。公司拟发行1.14亿股股份购买汤臣佰盛 46.67%股权，发行前公司19-21年EPS分别为0.88/1.12/1.36元/股，发行股份摊薄后EPS分别为0.82/1.05/1.27元/股，对应最新收盘价PE为23/18/15倍。

风险提示：渠道扩张不达预期，医保政策风险，食品安全问题。

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。