

## 食品饮料行业周报（20190729-20190804）

**推荐（维持）**
**白酒估值具备支撑，调味品聚焦中报业绩**

- **茅台商超直销开始落地，高端酒价格旺季易涨难跌。**本周酒说微信公众号报道，物美等商超公告8月初开始进行飞天茅台直销预售，官方指导价1499元，但针对会员有一定购买条件。公司在4月进行首批商超渠道600吨招标，从公示结果来看，华润万家、大润发及物美超市3家成为首批全国商超卖场服务商，贵州星力百货、贵州华联和贵州合力3家成为首批贵州本地服务商。7月18日，销售公司拟选择全国性电商进行招标，首批飞天400吨。从公司今年营销体制转型直销进展来看，下半年不可避免要加快直销，尤其是在中秋国庆旺季之前加快直销放量更合乎情理。从目前渠道价格表现来看，批价仍在上行，基本印证了我们此前提出的最强涨价预期就在今年，旺季之前价格易涨难跌的判断，后续价格走势大概率仍取决于直销放量节奏，但若放量持续性不强，价格调整幅度预计较为有限。当然，目前价格突破历史新高之后继续上行，在延续价格周期带来板块基本面稳健保障的同时，短期也加大了市场对于价格冲高带来渠道风险的担忧。茅台之外，五粮液从8月10日起，渠道向终端供货价将上调至1006元/瓶，零售价1399元/瓶，目前渠道发货动销保持平稳，价格上行符合预期。老窖方面则采取价格跟进策略，从8月2日起，国窖1573经典装计划外提价30元/瓶，建议零售价919元，终端零售价1099元。我们此前提及，当前价格传导机制仍在演绎，只是后续再上行空间相对有限，对于跟随者的价格能否持续跟进是研判本轮周期拐点的重要跟踪指标。
- **白酒板块估值具备支撑，存旺季后重启年度估值切换条件。**我们上周周报分析当前时点从基本面、估值及配置三维度评估板块状态，我们认为短期对估值和配置分歧加大，增量配置动力不足，但基本面仍然稳定，近期股价属于理性回调，按历史经验，回调幅度有限。近期板块逐步进入中报披露期，市场关注中报业绩确定性，我们维持此前观点，当前茅台带动价格周期延续，板块基本面预期稳健良好，尤其是高端酒龙头（茅五泸）和势头释放良好标的（古井今世缘顺鑫等），短期也逐步临近中秋国庆旺季，企业普遍存业绩献礼动力，因此估值有支撑，存在回调后重启年度估值切换的条件。
- **短期市场加大对调味品业绩关注，中长期持续推荐调味品龙头。**本周调味品板块整体有所回调，其中涪陵榨菜中报业绩低于预期，股价调整较多，由于调味品板块整体估值水平上半年提升较为明显，目前属合理偏上限水平，部分个股短期业绩低预期引发市场对板块整体担忧。我们认为，榨菜业绩不及预期更多来自短期渠道节奏的调整，中长期来看，其在细分行业的高定价权依旧突出，集中度提升和规模效应优势仍将延续，估值仍有望保持稳定中枢水平。就整个调味品板块而言，短期表现的更多是估值水平较高，但多数龙头的业绩稳健性依旧较强，中长期行业集中度提升的逻辑不变，且食品估值思维更多从成长转向格局之后，龙头业绩确定性及格局溢价料仍将突出，中长期持续推荐调味品龙头公司如海天中炬恒顺及千禾，观察榨菜后续业绩向上拐点信息。
- **投资建议：白酒方面，名酒龙头经营更趋稳健，高端酒价格周期仍在延续，估值具备支撑，中线基于板块稳健成长，在资金流入带来估值体系重构之下，估值中枢仍有望稳步提升，长线板块结构性繁荣，品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面，核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等。大众品方面，必选消费需求稳健，龙头份额提升，供应链管理是长期致胜因素，优先推荐伊利股份、安琪酵母、桃李面包，持续推荐中炬高新、恒顺醋业等；继续深挖基础消费品品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；啤酒行业格局改善趋于积极，建议战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。**
- **风险提示：经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。**

**华创证券研究所**
**证券分析师：方振**

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

**证券分析师：董广阳**

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

**联系人：于芝欢**

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

**联系人：杨传忻**

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

**联系人：程航**

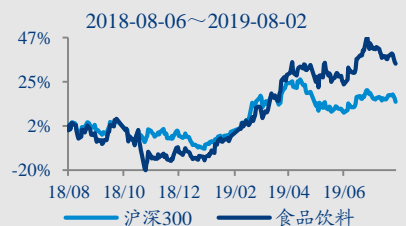
 电话：021-20572565  
 邮箱：chenghang@hcyjs.com

**行业基本数据**

		占比%
股票家数(只)	94	2.56
总市值(亿元)	34,294.44	5.8
流通市值(亿元)	31,637.92	7.33

**相对指数表现**

%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.67	37.99	41.83
相对表现	-2.92	22.59	28.79


**相关研究报告**

《食品饮料行业深度研究报告：他山之石—养乐多：一个小红瓶，走遍全天下》

2019-07-16

《食品饮料行业周报（20190715-20190721）：抱团之殇？》

2019-07-21

《食品饮料行业周报（20190722-20190728）：三维度评估白酒状态》

2019-07-28

# 目录

一、行业近期投资策略.....	5
二、本周调味品板块点评.....	6
三、本周重点公司点评.....	8
1、今世缘：业绩符合预期，势能稳步释放.....	8
2、汤臣倍健：短期增速放缓，龙头优势依旧明显.....	8
3、涪陵榨菜：渠道调整尚需时日.....	9
四、本周渠道反馈：普飞批价保持强势，常温酸奶价格有所下降.....	9
五、投资策略.....	11
六、行业数据.....	11
七、上周行情回顾.....	11
八、北上资金跟踪.....	12
九、估值.....	13
十、行业一周数据及点评.....	14
（一）白酒.....	14
（二）葡萄酒.....	16
（三）啤酒.....	17
（四）乳制品.....	18
（五）肉制品.....	19
（六）原材料及包材.....	19
十一、行业一周重要事件及股东大会提示.....	20
十二、风险提示.....	21

# 图表目录

图表 1	物美会员购买飞天茅台条件	5
图表 2	物美茅台活动宣传	6
图表 3	大润发茅台活动宣传	6
图表 4	涪陵榨菜提价情况	7
图表 5	涪陵榨菜营业收入季度波动	7
图表 6	涪陵榨菜归母净利季度波动	7
图表 7	涪陵榨菜季度盈利能力变化	7
图表 8	涪陵榨菜估值变化	7
图表 9	伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）	10
图表 10	三地产品新鲜度情况	10
图表 11	本周乳制品主要产品价格促销跟踪表	10
图表 12	2018 年初至今食品饮料走势	11
图表 13	2019 年以来各行业涨跌幅前 10 名	11
图表 14	食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）	11
图表 15	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	12
图表 16	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	12
图表 17	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	12
图表 18	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	12
图表 19	贵州茅台成交净买入及总金额	13
图表 20	五粮液成交净买入及总金额	13
图表 21	洋河股份成交净买入及总金额	13
图表 22	伊利股份成交净买入及总金额	13
图表 23	食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图	14
图表 24	食品饮料相对 PE 和 PB 走势图	14
图表 25	食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图（2005 年至今，周）	14
图表 26	食品饮料、白酒相对 PE 走势图（2005 年至今，周）	14
图表 27	53 度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶	15
图表 28	52 度 500ml 五粮液价格走势元/瓶	15
图表 29	洋河梦之蓝(M3)京东价格走势元/瓶	15
图表 30	剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势元/瓶	15
图表 31	白酒产量月度走势图	15
图表 32	白酒产量年度走势图	15

图表 33	Live-exFineWine100 指数走势图 .....	16
图表 34	张裕终端价格走势图元/瓶.....	16
图表 35	国外品牌葡萄酒价格走势图 .....	16
图表 36	葡萄酒进口量和进口价格走势图.....	16
图表 37	葡萄酒产量月度走势图 .....	17
图表 38	葡萄酒产量年度走势图 .....	17
图表 39	青啤和哈啤价格走势图 .....	17
图表 40	国外啤酒品牌价格走势图 .....	17
图表 41	啤酒产量月度走势图 .....	18
图表 42	啤酒产量年度走势图 .....	18
图表 43	生鲜乳价格走势图 .....	18
图表 44	牛奶和酸奶零售价走势图 .....	18
图表 45	婴幼儿奶粉零售价走势图 .....	19
图表 46	芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅 .....	19
图表 47	生猪和猪肉价格走势图元/公斤 .....	19
图表 48	生猪养殖盈利走势图元/头 .....	19
图表 49	豆粕现货价走势图（元/吨） .....	20
图表 50	全国大豆市场价走势图（元/吨） .....	20
图表 51	箱板纸国内平均价走势图（元/吨） .....	20
图表 52	瓦楞纸出厂平均价走势图（元/吨） .....	20
图表 53	OPEC 原油价格走势图（美元/桶） .....	20
图表 54	中国塑料价格指数走势图 .....	20

## 一、本周白酒板块点评

本周，申万食品饮料指数下跌 2.86%，沪深 300 下跌 2.88%，食品饮料板块相对收益基本持平。其中申万白酒指数下跌 2.31%，乳制品指数下跌 3.70%，调味品指数下跌 4.21%。

**茅台商超直销开始落地，高端酒价格旺季易涨难跌。** 本周酒说微信公众号报道，物美等商超公告 8 月初开始进行飞天茅台直销预售，官方指导价 1499 元，但针对会员有一定购买条件。公司在 4 月进行首批商超渠道 600 吨招标，从公示结果来看，华润万家、大润发及物美超市 3 家成为首批全国商超卖场服务商，贵州星力百货、贵州华联和贵州合力 3 家成为首批贵州本地服务商。7 月 18 日，销售公司拟选择全国性电商进行招标，首批飞天 400 吨。从公司今年营销体制转型直销进展来看，下半年不可避免要加快直销，尤其是在中秋国庆旺季之前加快直销放量更合乎情理。从目前渠道价格表现来看，批价确实仍在上行，很好印证了我们此前提出的最强涨价预期就在今年，旺季之前价格易涨难跌的判断，后续价格走势大概率仍取决于直销放量节奏，但若放量持续性不强，价格调整幅度将较为有限。当然，目前价格突破历史新高之后继续上行，在延续价格周期带来板块基本面稳健保障的同时，短期则加大了市场对于价格冲高带来渠道风险的担忧。茅台之外，五粮液从 8 月 10 日起，渠道向终端供货价将上调至 1006 元/瓶，零售价 1399 元/瓶，目前渠道发货动销保持平稳，价格上行符合预期。老窖方面则采取价格跟进策略，从 8 月 2 日起，国窖 1573 经典装计划外提价 30 元/瓶，建议零售价 919 元，终端零售价 1099 元。我们此前提及，当前价格传导机制仍在演绎，只是后续再上行空间相对有限，对于跟随者的价格能否持续跟进是研判本轮周期拐点的重要跟踪指标。

白酒方面，我们上周周报分析当前时点从基本面、估值及配置三维度评估板块状态，我们认为短期对估值和配置分歧加大，增量配置动力不足，但基本面仍然稳定，近期股价属于理性回调，按历史经验，回调幅度有限。近期板块逐步进入中报披露期，市场关注中报业绩确定性，我们维持此前观点，当前茅台带动价格周期延续，板块基本面预期稳健良好，尤其是高端酒龙头和势头释放良好标的，短期也逐步临近中秋国庆旺季，企业普遍存业绩献礼动力，因此估值有支撑，存在回调后重启年度估值切换的条件。

图表 1 物美会员购买飞天茅台条件

消费条件	购买瓶数
物美电子会员预购前 3 个自然月在物美超市消费，累计实付金额大于 2000 元。	当月 2 瓶
物美电子会员预购前连续 6 个自然月在物美超市消费，累计实付金额大于 3000 元	当月 4 瓶
物美电子会员预购前连续 6 个自然月在物美超市消费，累计实付金额大于 5000 元。	当月 6 瓶

资料来源：物美网站、华创证券



图表 2 物美茅台活动宣传



资料来源：物美官方公众号

图表 3 大润发茅台活动宣传



资料来源：渠道调研，华创证券

## 二、本周调味品板块点评

短期市场加大对调味品业绩关注，中长期持续推荐调味品龙头。本周调味品板块整体有所回调，其中涪陵榨菜中报业绩低于预期，股价调整较多，由于调味品板块整体估值水平上半年提升较为明显，目前属合理偏上限水平，部分个股短期业绩低预期引发市场对板块整体担忧。我们认为，榨菜业绩不及预期更多来自短期渠道节奏的调整，中长期来看，其在细分行业的高定价权依旧突出，集中度提升和规模效应优势仍将延续，估值有望保持稳定中枢水平。就整个调味品板块而言，短期表现的更多是估值水平较高，但多数龙头的业绩稳健性依旧较强，中长期行业集中度提升的逻辑不变，且食品估值思维更多从成长转向格局之后，龙头业绩确定性及格局溢价仍将突出，中长期持续推荐调味品龙头公司如海天中炬恒顺及千禾，观察榨菜后续业绩向上拐点信息。

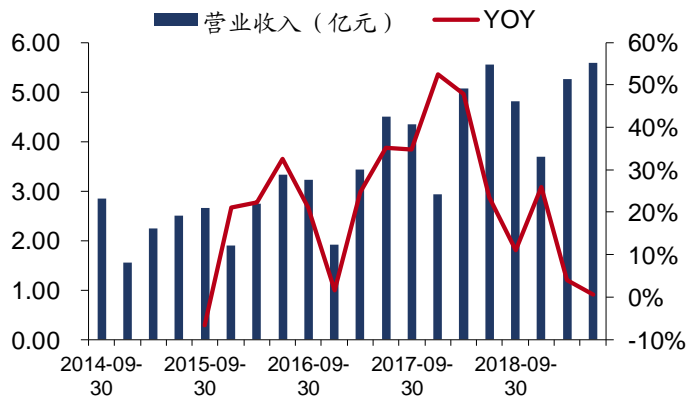
榨菜过去几年连续提价体现强定价权，短期渠道节奏调整致业绩波动。榨菜业绩过去连续三年呈现高速增长，2016-2018 年营收增速分别达 20.3%/35.6%/25.9%，业绩增速高达 63.5%/61.0%/59.8%，主要系多次提价致盈利能力持续提升，净利率分别为 23.0%/27.2%/34.6%，连续提价背后是公司在行业内强定价权的体现。从估值水平上看，公司估值水平稳步提升，估值中枢水平普遍稳步在 30-35 倍。公司 19H1 中报业绩不及预期，我们认为经营节奏尤其是渠道库存调整和渠道裂变等战略调整效果还未体现等是主要因素，18H1 公司实施大水漫灌政策抢占市场份额，致力于提升市占率，18 年末为统一全国价格体系对产品继续提价。公司前期较为积极的渠道政策客观上致渠道库存较高，动销变缓，同时致力于渠道下沉三四线城市，渠道下沉效果体现到收入端仍需一定时间。我们认为，短期看公司渠道库存的消化，渠道下沉的开拓及新品的推进仍需要过程，但长期视角来看，公司领先的规模优势、品牌力、产品力将助力份额持续提升。

图表 4 涪陵榨菜提价情况

提价时间	提价情况
2016/7	因“原材料和劳动力上涨”，将11个单品的产品到岸价格提高8%~12%
2017/2	因“缓解成本压力”，上调80g和88g榨菜9个单品的产品到岸价格，提价幅度为15%~17%不等
2017/12	将脆口榨菜从175g包装降低至150g，主力榨菜由88g降至80g，变相提价10%~16.7%
2018/11	因“统一全国流通产品价格体系，防止窜货保护渠道各成员利益”，上调80克鲜脆菜丝（全国版、北京版）、80克原味菜片等7个单品的产品到岸价格，提价幅度约10%

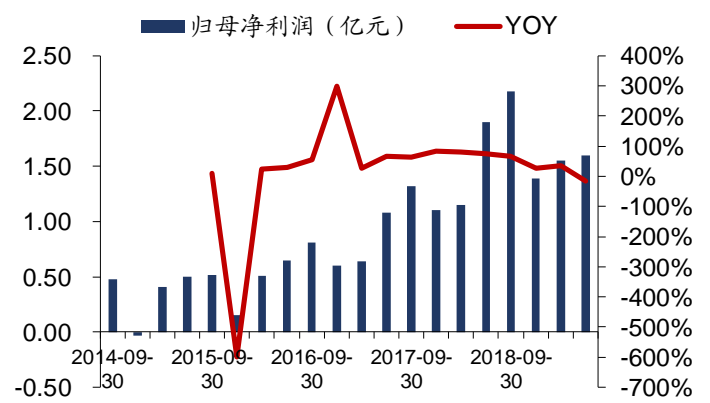
资料来源：华创证券整理

图表 5 涪陵榨菜营业收入分季度情况



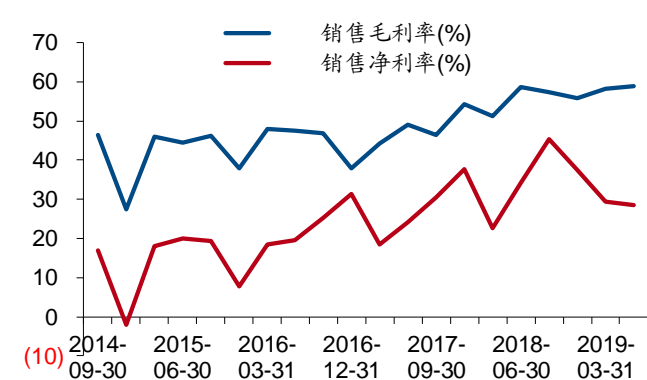
资料来源：wind，华创证券

图表 6 涪陵榨菜归母净利润分季度情况



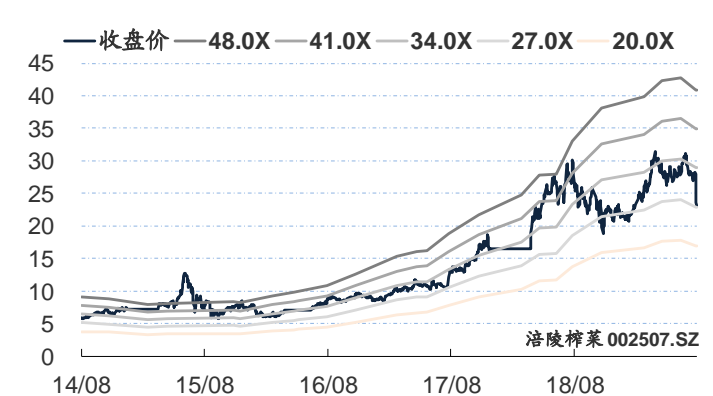
资料来源：wind，华创证券

图表 7 涪陵榨菜分季度盈利能力变化



资料来源：wind，华创证券

图表 8 涪陵榨菜估值走势



资料来源：wind，华创证券

调味品龙头具备良好定价权，从规模及格局视角看中长期成长确定性。目前调味品行业处在消费升级驱动的份额加速集中的发展阶段，龙头从生产到渠道端的规模优势、经营优势持续强化，业绩具备稳健成长预期。我们认为，在具备良好竞争格局的细分行业中，短期因经营周期及渠道节奏会带来一定的业绩波动，但中长期看龙头公司仍具备良好的规模扩张能力及盈利提升空间。

### 三、本周重点公司点评

#### 1、今世缘：业绩符合预期，势能稳步释放

**国缘系列延续高增，省内保持稳健增长。**分产品看，19H1 特 A+类产品收入 16.74 亿元，同增 44.3%，延续高增趋势，其中国缘四开对开仍为主力放量产品，V 系列上市后铺货良好，增速最快，后续公司将 V 系列作为重要增长点进行打造；特 A 类产品 19H1 收入 9.73 亿元，同增 19.8%。19H1 公司特 A 及以上产品收入占比合计为 86.9%，同比提升 3.0pcts，产品结构持续优化，价格体系稳步上移。分区域来看，19H1 省内收入保持稳健增长，收入 28.57 亿元，同增 28.4%，其中淮安/徐州大区 Q2 收入同增 28.9%/66.0%，环比 Q1 增速加快，南京大区保持高位增长，收入同增 41.4%，符合我们此前草根调研反馈，南京市场四开势能持续释放，苏南/盐城大区 Q2 收入分别同增 8.8%/3.9%，增速略有下滑，主要系产品结构调整短期影响。19H1 省外收入 1.87 亿元，同增 51.4%，省外经销商数量已达 356 家，较 19Q1 增加 55 家，省外“1+2+4”战略持续突破，部分重点市场初步形成“新兴名酒+区域大商”的示范效应。

**毛利率保持平稳，盈利水平依旧出色。**19H1 公司毛利率 72.0%，同比基本持平，19Q2 毛利率 67.2%，同比下降 0.6pct。公司于 6 月 25 日起对国缘价格体系有所上调，国缘部分主导产品出厂价统一上调，四开/对开国缘零售价和团购价分别上调 30/20 元，预计下半年毛利率仍有改善空间。19H1 公司营业税金率 13.6%，同比提升 1.1pcts，主要系消费税率提升所致，19H1 消费税率 11.7%，同比提升 1.2pcts。费用率方面，公司 19H1 销售费用率 12.9%，同比提升 0.4pct，Q2 淡季费用投放不大，预计 H2 费用投入将有所加大。整体来看，19H1 净利率为 35.1%，同比略降 1.2pcts，盈利水平总体依旧保持出色。

**品牌渠道双轮驱动，势能释放扩张正当时。**今年初公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的经营目标，着力构建“品牌+渠道”双驱动营销体系，新五年开局之年目前进展良好，省内精耕省外突破初现成效，高质量发展态势已然形成。展望省内市场发展，我们认为，公司根据地市场持续夯实，大单品国缘系列受益于省内次高端价格带稳步扩容，品质口碑及渠道推力结合的势能仍在释放，短期竞品加大应对但不改省内市场步入成长期。省外市场方面，扩张动力增强，与大商合作进展顺利，以点带面，重点市场将进入渠道布局红利期，看好省外周边重点市场在运作深度及布局广度上继续强化，实现持续高增。

#### 2、汤臣倍健：短期增速放缓，龙头优势依旧明显

**收入保持较快增长，线上增速有所放缓。**公司 19H1 收入 29.7 亿元，同增 36.9%，单 Q2 实现收入 14.0 亿元，同增 26.9%，环比有所降速。分品牌来看，19H1 主品牌“汤臣倍健”同增 14.4%，健力多同增 53.7%。分渠道看，19H1 线下渠道短期有所承压，主要受国家整治行动及药品零售行业改革影响；线上渠道方面，受新电商法及行业整顿影响，公司线上渠道实现个位数增长，阿里系平台数据显示汤臣倍健上半年收入为 6.5 亿元，同增 6.9%。境外业务方面，新电商法实施后 Life-Space 跨境代购销售短期受到影响，澳洲本土零售额则保持平稳增长，在中国电商平台主动销售保持较快增长态势。公司发行股份购买资产事项已获核准，目前在积极整合 LSG 业务，预计整合仍需一定时间周期。

**业绩基本符合预期，费用率维持较高水平。**19H1 公司归母净利润 8.7 亿元，同增 23.0%，单 Q2 归母净利润 3.7 亿元，同增 11.1%，业绩基本符合预期。毛利率方面，公司 H1 毛利率为 68.0%，同降 1.2pcts，单 Q2 毛利率为 68.9%，同降 1.8pcts，毛利率下滑或受 LSG 并表影响。费用率方面，公司 H1 销售费用率为 25.0%，同增 2.3pcts，单 Q2 销售费用率为 31.7%，同增 2.1pcts，主要系 19 年公司采取适度激进的市场策略，品牌推广费投入有所增加所致。公司一季度投放健力多广告，二季度投放汤臣倍健及健视佳等广告，预计下半年公司持续深化母婴渠道，加速商超渠道建设，持续加大主品牌广告投放，销售费用率预计仍维持较高水平，但不超过过去三年峰值。公司管理费用率为 6.3%，同增 1.76pcts，主要系 LSG 并表无形资产摊销所致。公司 H1 归母净利率 29.2%，同降 3.3pcts。

**夯实大单品战略，深化多渠道建设。**从上半年来看，政策变化和监管收紧对公司业务带来短期影响，但行业健康长期更利好龙头发展。公司下半年将继续夯实大单品战略，预计健力多通过推新产品及新包装覆盖更多人群，健视佳



扩大试点范围后持续精准营销推动品类扩容，Life-Space 在药店及母婴渠道加快整合协同。此外，公司加强深化多渠道建设，在商超渠道进一步开拓网点覆盖数量、完善商超门店产品分销体系、创新终端动销模式，在母婴渠道通过参加产业活动、邀请明星推荐等方式扩大线上和线下渠道影响力，在海外维持 Life-Space 在澳洲的品牌声量并加大跨境电商平台开拓力度。

### 3、涪陵榨菜：渠道调整尚需时日

**高基数、渠道调整致收入增长放缓。**公司 19H1 收入增速略低，分业务看，上半年榨菜/泡菜/佐餐菜分别同比增 3.3%/-5.9%/-3.0%。19Q2 收入低增速一方面源于 18Q2 “大水漫灌”致基数较高，另一方面 19Q1 渠道政策严格、库存较高致经销商积极性不高，四月份开始公司放宽渠道政策，包括缩短经销商返利期限，降低考核难度，放宽赊销政策，以激发经销商积极性，19H1 应收账款为 0.47 亿元，比期初增长 500.77%，为公司对部分客户采取滚动赊销政策所致。同时，公司今年大力度开拓县级、三线市场渠道，上半年销售办事处机构已裂变至 67 个，目前办事处、省区经理已设置好，正在推进业务员招募。在政策调整及渠道推进下，公司动销已现边际好转。**分地区看**，19H1 西南本埠、华东保持两位数增长，华北、华中、中原市场增速下滑。

**成本红利延续，销售费用拉低净利率。**公司 19Q2 毛利率 58.9%，同比提升 0.4pct，源于成本红利及产品结构优化。**成本方面**，19H1 使用 18 年采购的低价青菜头原料，成本保持低位，同时计划年中开始使用 19 年新采购原料，新季青菜头继续丰产，采购价格在 700~800 元低位，预计全年毛利率维持高位。**产品结构上**，目前主力流通产品包装铝箔化已完成，鲜香萝卜、餐饮配料、零售通小箱、乌江瓶装系列等新品已先后投产入市，进一步推进品类细分。**费用上**，公司 19Q2 销售费用率 22.1%，同比+5.5pcts，主要系市场推广费用及工资费提升所致，分别同比+23.8%/+54.6%，公司分品类推进市场推广，榨菜入局马拉松赛事，萝卜做品类推广，下饭菜、泡菜推广高端瓶装产品，同时持续开展“红动中国”、“惊雷行动”等常规品牌活动。销售费用率的提升拉低公司净利率至 28.6%，同比-5.7pcts。

**新产能有序推进，关注渠道下沉及结构优化。**18 年公司产能偏紧，目前在建产能进展顺利，白鹤梁 1.6 万吨脆口榨菜进入设备安装阶段。眉山 5.3 万吨袋装榨菜（置换 1.3 万吨，新增 4 万吨）项目进入进厂安装及逐步投产阶段。东北基地年产 5 万吨萝卜项目窖池已建成，正推进厂房建设。同时，公司持续推动小乌江到大乌江升级，把萝卜、泡菜、下饭菜品类用乌江品牌资产品牌化，借助品牌力进一步推动新品类扩张。

### 四、本周渠道反馈：普飞批价保持强势，常温酸奶价格有所下降

**白酒方面**，普飞在商超落地直销消息发布之后，批价整体仍保持强势，多地批价保持在 2350-2380 元左右，由于商超渠道首批配额不大，按月发货，渠道货源反馈依旧紧张。五粮液方面，七代普五停止渠道供货，八代普五按月打款发货，后续马上按 1006 元渠道出货，目前批价在 950-960 元之间，关注届时渠道价格表现。

**乳制品方面**，常温酸奶价格有所下降，低温酸奶价格基本持平，整体买赠力度下降。根据上海地区多家 KA 的调研情况，常温酸奶方面，本周安慕希价格在 50-70 元，最低价和最高价较上周均有所下降；安慕希 PET 瓶多地价格在 70-78 元，价格与上周基本持平；纯甄价格在 40-66 元，最高价较上周有所上升；光明莫斯利安价格为 50-62 元，最低价与上周基本持平，最高价较上周有所上升。高端白奶方面，金典价格在 49-65 元，最低价与上周略有下降，最高价较上周持平；特仑苏多地价格在 55-88 元，最高价较上周有所上升。基础白奶方面，蒙牛纯牛奶（16 盒装）价格 32 元，伊利纯牛奶（16 盒装）价格在 35-37 元，伊利与蒙牛纯牛奶多家 KA 缺货。低温产品方面，伊利畅轻（250g）价格在 8-9 元，价格较上周略有上升；伊利 Joyday（220g）价格 9.9 元，价格较上周有所上升；蒙牛冠益乳（250g）价格在 8.5 元，价格与上周基本持平。在买赠方面，安慕希两箱 99 元、降价 12 元、3 件 95 折；安慕希 PET 瓶 3 件 95 折；安慕希 PET 瓶芒果百香果满 3 件 95 折；金典纯牛奶赠送 6 包 250ml 金典纯牛奶、买 2 箱 99 元；畅轻部分三件 95 折、两件 79 折；纯甄原味每提立减 11 元、3 件 95 折；纯甄 PET 瓶 3 件 95 折；特仑苏两箱 99 元、3 件 95 折；冠益乳（250g）买 2 赠 1、三件 95 折。本周整体买赠力度较上周有所下降，伊利整体买赠力度大于蒙牛。

**图表 9 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度 (单位: 元)**

	上海
安慕希	61
纯甄	51
莫斯利安	53
特仑苏	68
金典	63

资料来源: 草根调研, 华创证券

便利店酸奶降价促销明显增强, 产品动销良好, 蒙牛终端出货优于伊利光明, 整体促销员配备力度下降。综合来看, 产品新鲜度多以 19 年 6-7 月为主, 蒙牛终端出货情况略优于伊利光明; 伊利、蒙牛常温产品在 KA 卖场堆头规模整体相当, 优于光明; 本周促销员配备力度整体下降。

**图表 10 三地产品新鲜度情况**

	上海
安慕希	5-6 月为主
纯甄	6-7 月为主
莫斯利安	6-7 月为主
特仑苏	6-7 月为主
金典	6-7 月为主

资料来源: 草根调研, 华创证券

**图表 11 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表**

	品牌	原品/规格	上海									
			家乐福	买赠促销	麦德龙	买赠促销	沃尔玛	买赠促销	大润发	买赠促销		
常温	伊利	安慕希原味	66	205g*12	69.6	无	54	3件95折	66	两箱99元	54	降价12元
		安慕希PET瓶原味	80	230g*10	78	无	78	3件95折	72	无	78	无
		安慕希PET瓶芒果百香果	80	230g*10	78	无	77.3	3件95折	72	无	78	无
		伊利纯牛奶		250ml*16	无	无	无	无	36.8	无	35.2	无
		金典纯牛奶	66	250ml*12	62.5	无	64.8	3件95折	49.5	两箱99元	49.4	赠送6包250ml金典纯牛奶
	蒙牛	纯甄原味	70.8	200g*12	49	每提立减11元	49.51	3件95折	39.9	无	66	无
		纯甄PET瓶原味	80	230g*10	65	无	80	3件95折	65	无	80	无
		特仑苏纯牛奶	68	250ml*12	63	无	55	3件95折	64.5	两箱99元	87.6	无
		蒙牛纯牛奶	46.4	250ml*16	无	无	32	3件95折	32	特价32元	无	无
	光明	莫斯利安		200g*12	49.9	额外赠送4瓶200g瓶装莫斯利安	62	3件95折	49.9	无	49.9	无
you+			200ml*12	53.5	额外赠送4瓶200g瓶装莫斯利安	58.2	3件95折	无	无	无	无	
低温	伊利	畅轻		250g/100ml	8.5	无	8.6	3件95折	7.5	2件79折	7.8	无
		Joyday		220g	9.9	买3送一	无	无	无	无	无	无
	蒙牛	冠益乳		250g/100ml	8.5	买二送一	8.4	3件95折	8.5	无	8.5	无

资料来源: 草根调研, 华创证券

## 五、投资策略

**白酒方面**，名酒龙头经营更趋稳健，高端酒价格周期仍在延续，估值具备支撑，中线基于板块稳健成长，在外资流入带来估值体系重构之下，估值中枢仍有望稳步提升，长线板块结构性繁荣，品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面，核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等。

**大众品方面**，必选消费需求稳健，龙头份额提升，供应链管理是长期致胜因素，优先推荐伊利股份、安琪酵母、桃李面包，持续推荐中炬高新、恒顺醋业等；继续深挖基础消费品品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；啤酒行业格局改善趋于积极，建议战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。

## 六、行业数据

行业产量数据：2019年1-6月，全国白酒（折65度，商品量）产量397.60万千升，同比增长2.20%；2019年1-6月全国啤酒产量1948.80万千升，同比上涨0.80%；全国葡萄酒产量24.50万千升，同比下降19.90%。

8月2日京东数据：52度五粮液1299元/瓶，较上周上涨4.00%；52度剑南春价格438元/瓶，较上周上涨7.35%；52度泸州老窖特曲258元/瓶，与上周持平；52度洋河梦之蓝M3为559元/瓶，与上周持平；52度水井坊价格539元/瓶，较上周上涨3.85%；53度30年青花汾酒679元/瓶，与上周持平。

8月2日，拉菲传奇AOC级干红京东89元/瓶，与上周持平；杰卡斯干红京东89元/瓶，与上周持平；张裕干红（特选龙蛇珠）京东108元/瓶，较上周下降8.47%；92年长城干红（赤霞珠）京东228元/瓶，与上周持平。

## 七、上周行情回顾

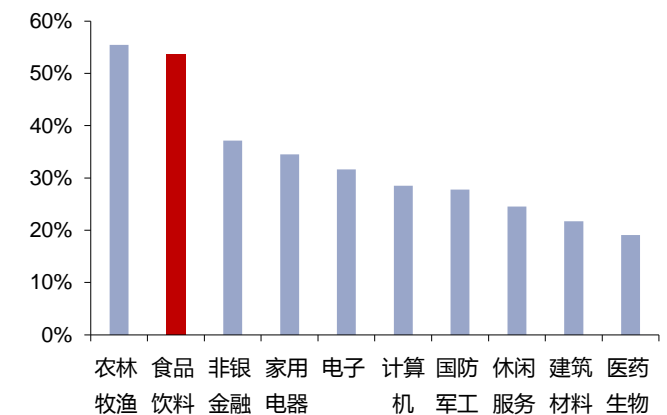
2019年年初至今申万食品饮料指数上涨53.57%，沪深300指数上涨24.47%，2019年至今食品饮料板块在申万28个子行业中排名第2位。本周(7月29日-8月2日)申万食品饮料指数下跌2.86%，沪深300指数较上周下跌2.88%。

图表 12 2018年初至今食品饮料走势



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 2019年以来各行业涨跌幅前10名



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）

排序	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价
1	金字火腿	5.08	5.17	涪陵榨菜	-17.71	23.10
2	百润股份	4.20	20.35	恒顺醋业	-9.28	14.95
3	西藏发展	2.21	4.17	洋河股份	-8.88	109.62
4	中葡股份	1.81	2.25	得利斯	-6.85	6.80

排序	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价
5	汤臣倍健	1.55	19.00	双塔食品	-6.73	6.38

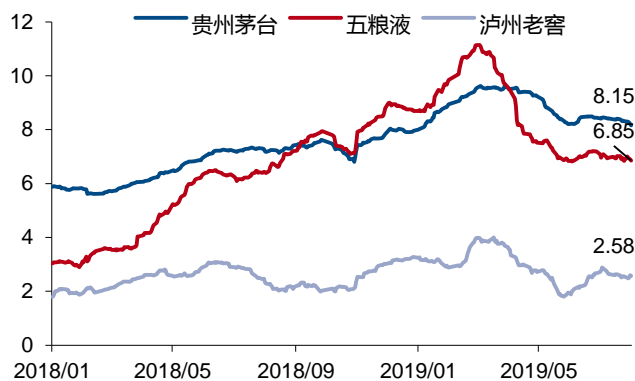
资料来源: Wind, 华创证券

## 八、北上资金跟踪

**白酒:** 2019年8月2日, 贵州茅台北上资金持股占A股总股数比重为8.15%, 较上周下降0.16pct; 五粮液北上资金持股占A股总股数比重为6.85%, 较上周上升0.02pct; 泸州老窖北上资金持股占A股总股数比重为2.58%, 较上周上升0.02pct; 洋河股份北上资金持股占A股总股数比重为7.30%, 较上周上升0.03pct; 水井坊北上资金持股占A股总股数比重为7.98%, 较上周下降0.10pct; 顺鑫农业北上资金持股占A股总股数比重为3.20%, 较上周下降0.03pct。同时, 本周贵州茅台合计净流出18.74亿元, 五粮液合计净流入1.00亿元, 洋河合计净流入1.00亿元。

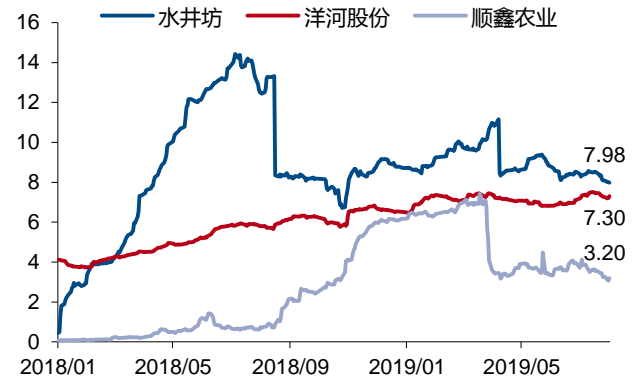
**大众品:** 2019年8月2日, 伊利股份北上资金持股占A股总股数比重为12.45%, 较上周下降0.42pct; 双汇发展北上资金持股占A股总股数比重为1.79%, 较上周下降0.02pct; 承德露露北上资金持股占A股总股数比重为4.66%, 较上周上升0.04pct; 中炬高新北上资金持股占A股总股数比重为8.43%, 较上周上升0.45pct; 海天味业北上资金持股占A股总股数比重为5.73%, 较上周下降0.02pct; 安琪酵母北上资金持股占A股总股数比重为12.59%, 较上周上升0.01pct; 涪陵榨菜北上资金持股占A股总股数比重为9.91%, 较上周下降0.60pct。

图表 15 2018年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



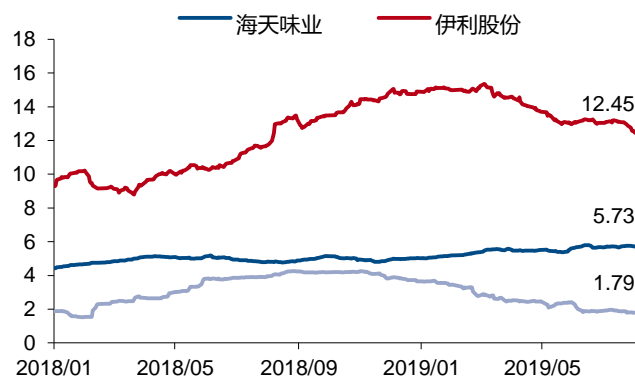
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 2018年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



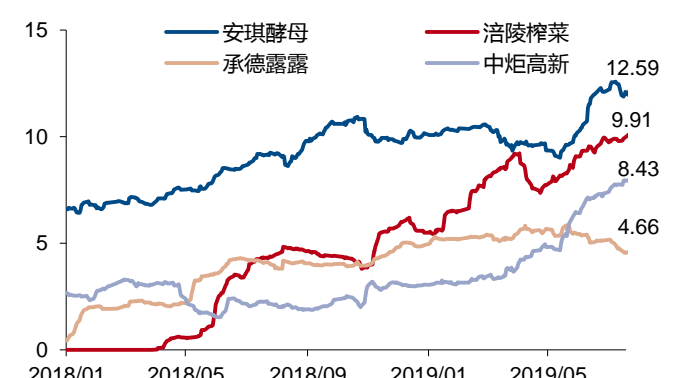
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 2018年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

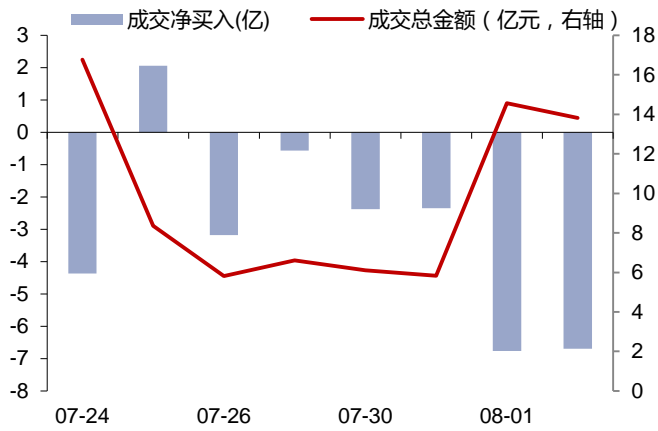
图表 18 2018年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

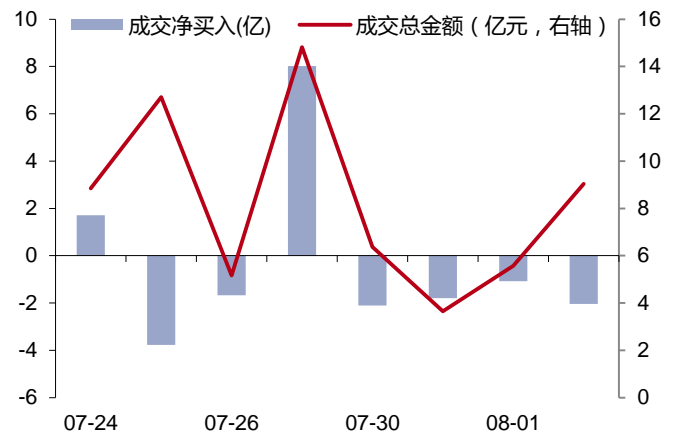


图表 19 贵州茅台成交净买入及总金额



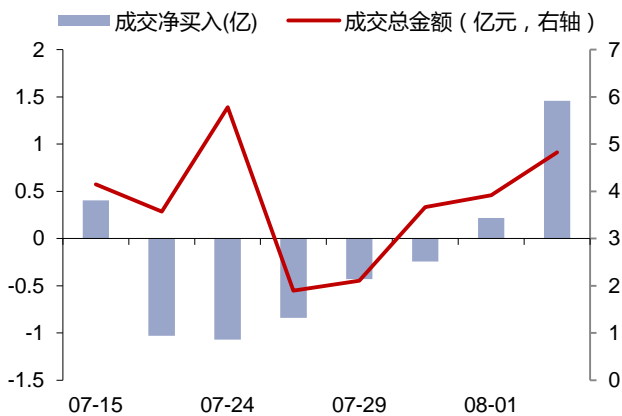
资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 五粮液成交净买入及总金额



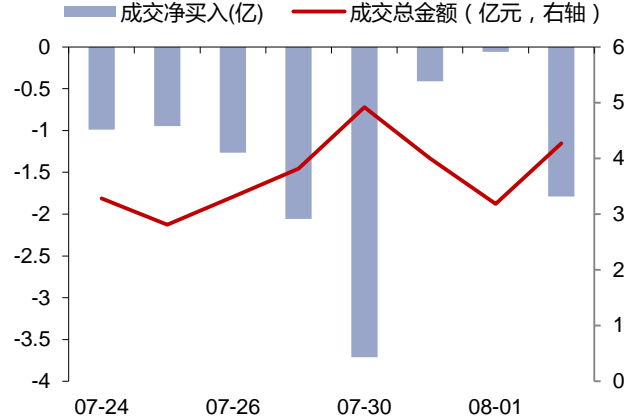
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 洋河股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 伊利股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

## 九、估值

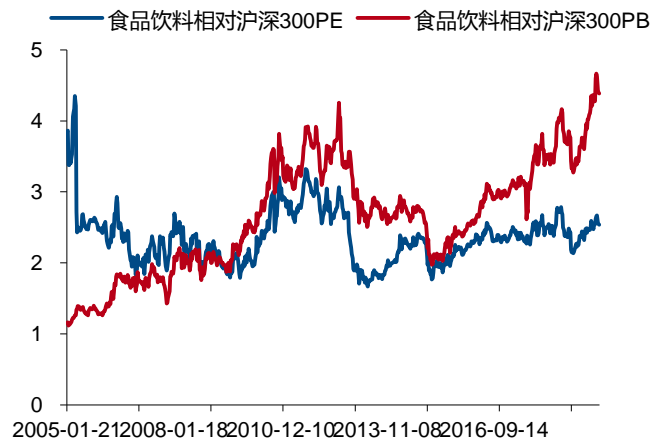
2019年8月2日食品饮料板块绝对PE和绝对PB分别为30.70倍和6.38倍,2005-2019年食品饮料板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为39.09倍和5.52倍;8月2日食品饮料板块相对沪深300PE和PB分别为2.54倍和4.39倍,历史均值分别为2.36倍和2.64倍。

图表 23 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 24 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图



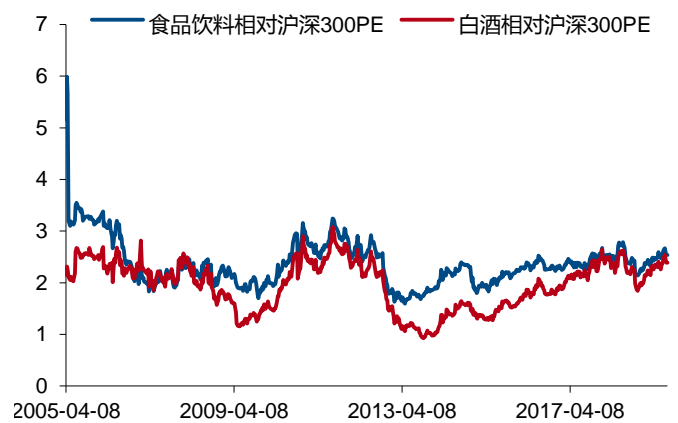
资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 25 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)



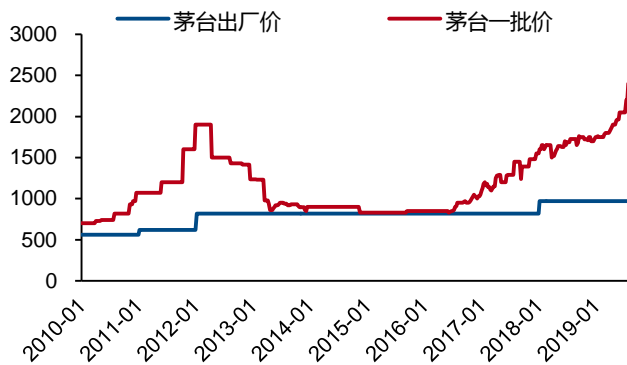
资料来源: Wind, 华创证券

## 十、行业一周数据及点评

### (一) 白酒

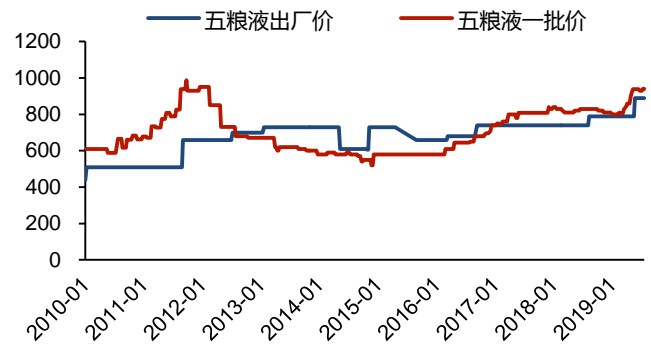
8月2日京东数据: 52度五粮液 1299元/瓶, 较上周上升 4.00%; 52度剑南春价格 438元/瓶, 较上周上升 7.35%; 52度泸州老窖特曲 258元/瓶, 与上周持平; 52度洋河梦之蓝 M3 为 559元/瓶, 较上周持平; 52度水井坊价格 539元/瓶, 较上周上升 3.85%; 53度 30年青花汾酒 679元/瓶, 与上周持平。2019年 1-6月, 全国白酒(折 65度, 商品量)产量 397.60 万千升, 同比增长 2.20%。

图表 27 53 度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶



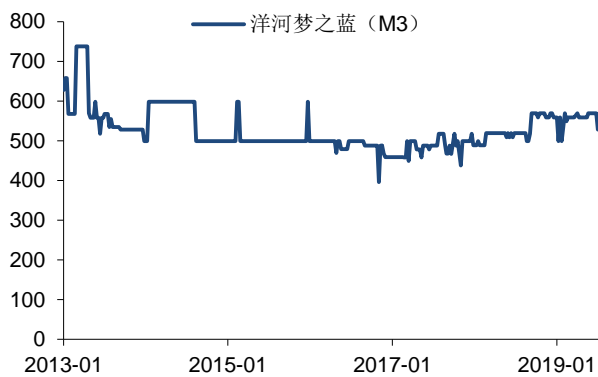
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 28 52 度 500ml 五粮液价格走势元/瓶



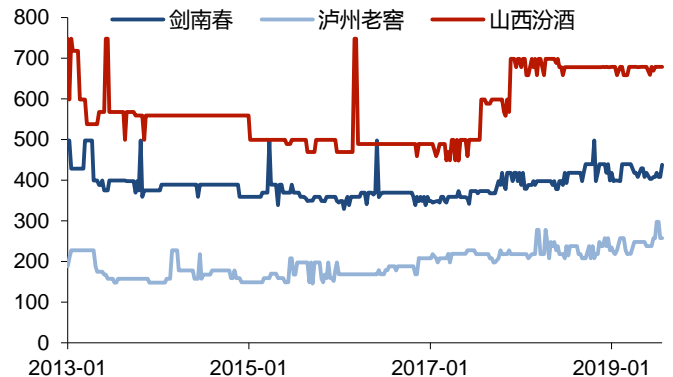
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 29 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势元/瓶



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势元/瓶



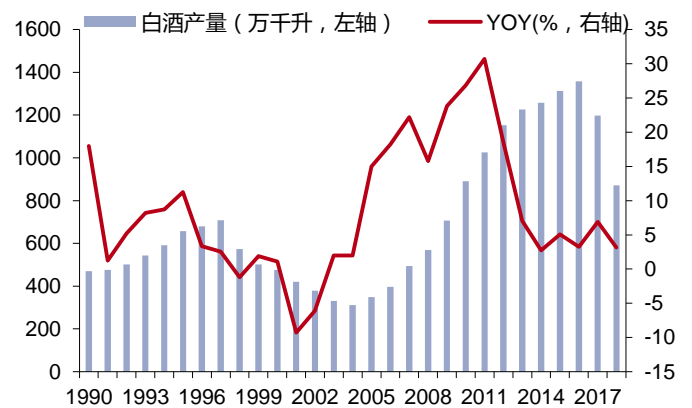
资料来源: Wind, 华创证券 图例分别为水晶剑、特曲及 30 年青  
花汾酒

图表 31 白酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 32 白酒产量年度走势图



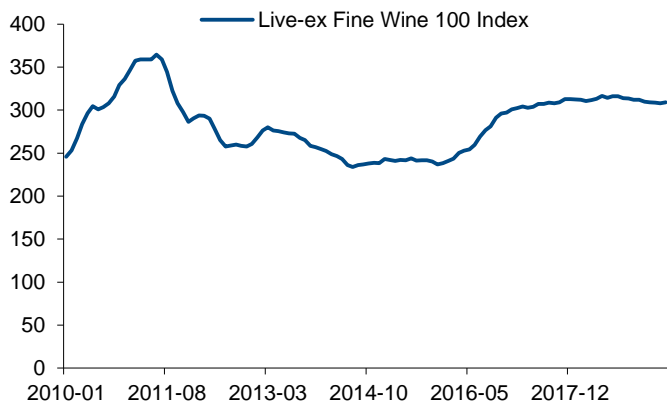
资料来源: 国家统计局, 华创证券

## (二) 葡萄酒

Live-ex 高级葡萄酒交易所成立于 1999 年, 经 Live-ex 完成的交易额超过全球高级葡萄酒总交易额的四分之三, 依据欧洲地区注明葡萄酒价格走势编制该指数。2019 年 6 月 Live-ex Fine Wine100 指数报收于 309.22, 5 月数据为 308.01, 较 5 月上涨 0.39%。

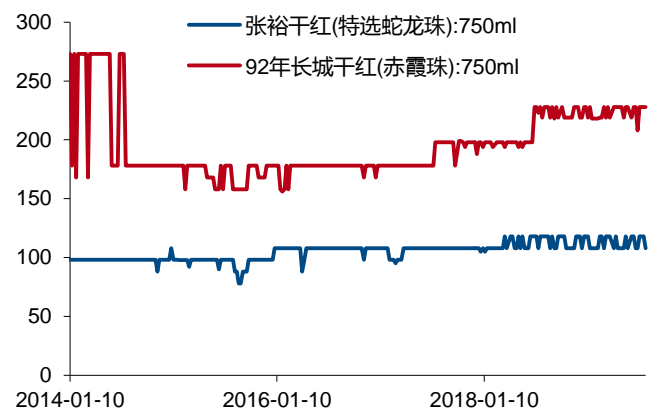
8 月 2 日, 拉菲传奇 AOC 级干红京东 89 元/瓶, 与上周持平; 杰卡斯干红京东 89 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红 (特选龙蛇珠) 京东 108 元/瓶, 较上周下降 8.47%; 92 年长城干红 (赤霞珠) 京东 228 元/瓶, 与上周持平。2019 年 1-6 月葡萄酒总产量 24.50 万千升, 与上周持平; 2019 年 6 月葡萄酒进口量 5.89 万千升, 与上周持平。

图表 33 Live-ex Fine Wine100 指数走势图



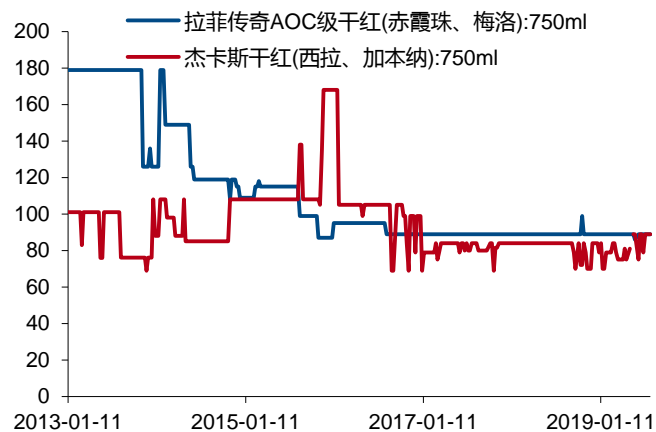
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 张裕终端价格走势图表元/瓶



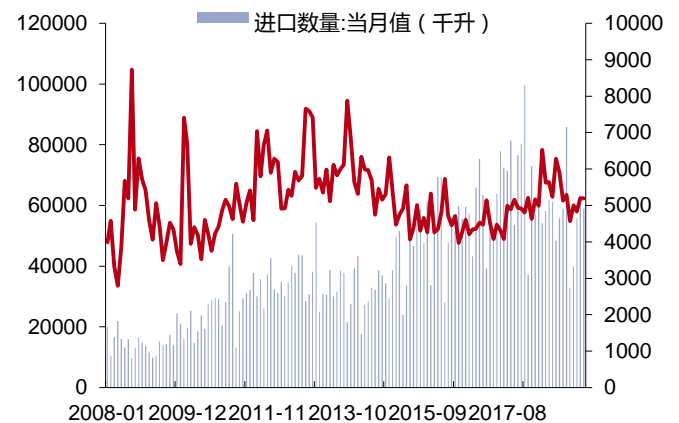
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 35 国外品牌葡萄酒价格走势



资料来源: 酒仙网, 华创证券

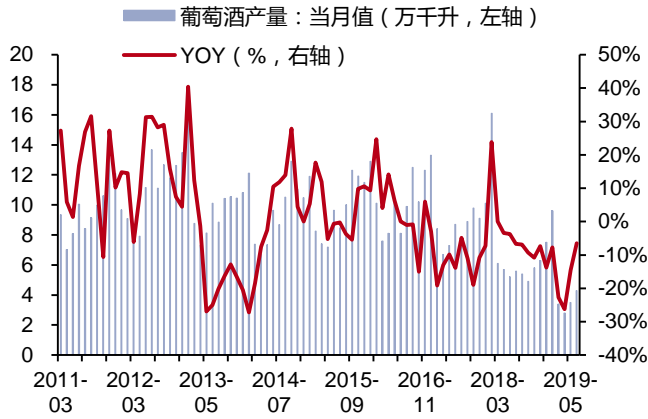
图表 36 葡萄酒进口量和进口价格走势



资料来源: Wind, 华创证券

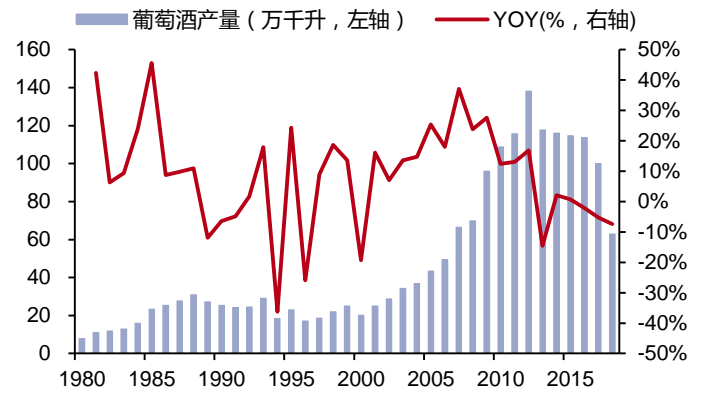


图表 37 葡萄酒产量月度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 38 葡萄酒产量年度走势图

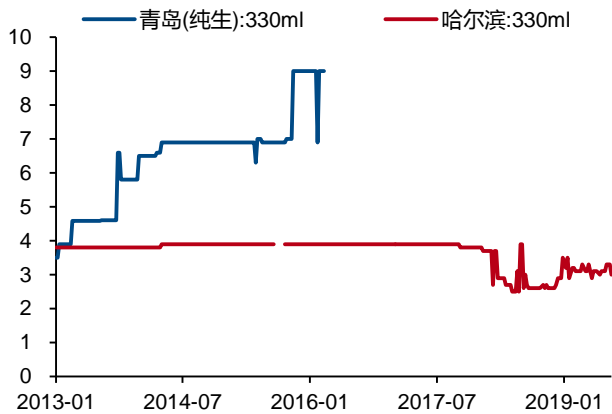


资料来源：国家统计局，华创证券

### (三) 啤酒

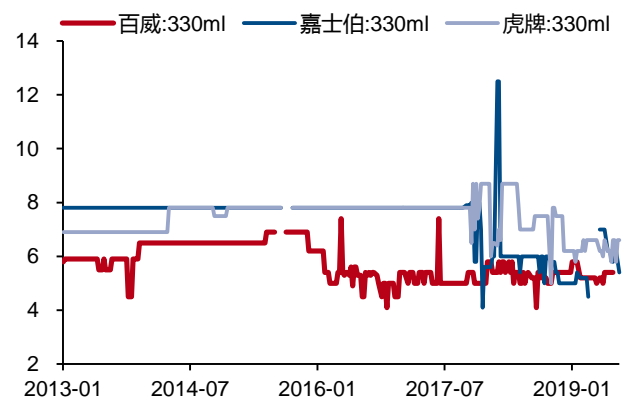
2019年1-6月全国啤酒产量1948.80万千升，同比上涨0.80%。

图表 39 青啤和哈啤价格走势图



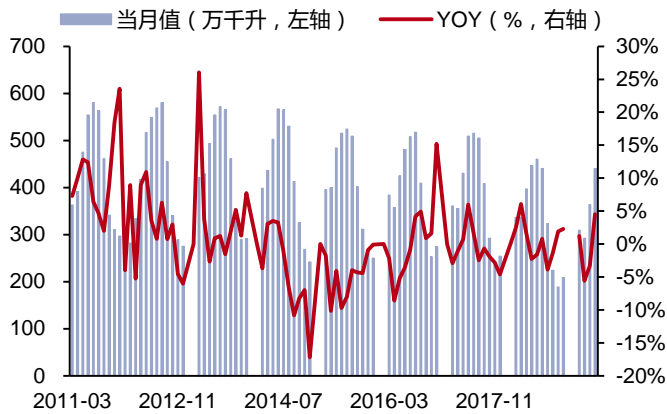
资料来源：酒仙网，华创证券

图表 40 国外啤酒品牌价格走势图



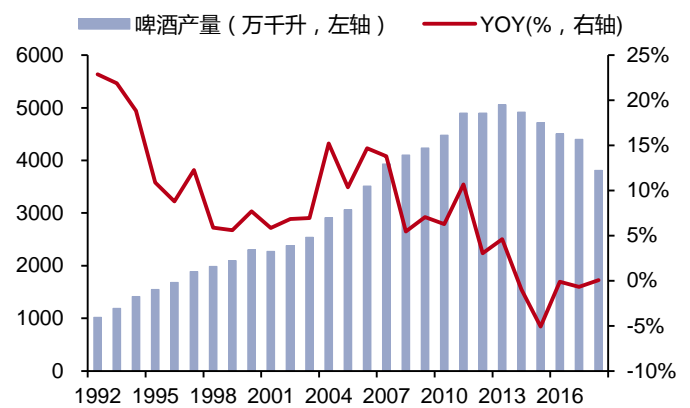
资料来源：酒仙网，华创证券

图表 41 啤酒产量月度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 42 啤酒产量年度走势图

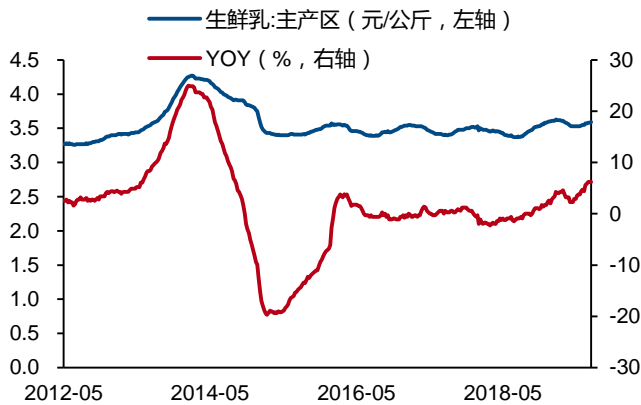


资料来源：国家统计局，华创证券

#### (四) 乳制品

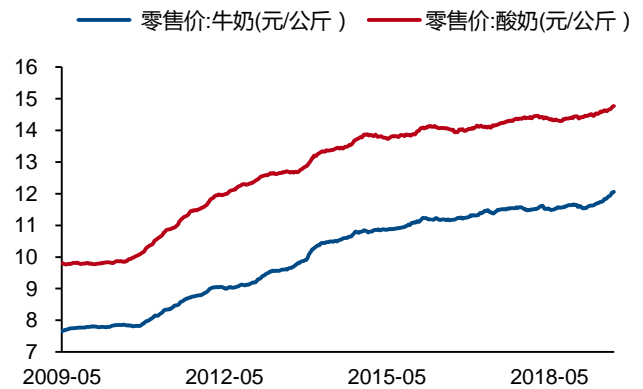
2019年7月24日，内蒙古、河北等10个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格3.59元/公斤，较上周上涨0.28%。2019年7月26日国产婴幼儿奶粉零售均价189.15元/公斤，较上周上涨0.17%；进口婴幼儿奶粉零售均价233.29元/公斤，较上周上涨0.09%；2019年7月26日牛奶零售价12.06元/公斤，较上周上涨0.17%；酸奶零售价14.77元/公斤，较上周上升0.07%；2019年7月31日芝加哥脱脂奶粉现货价为102.00美分/磅，较上周下降0.97%。

图表 43 生鲜乳价格走势图



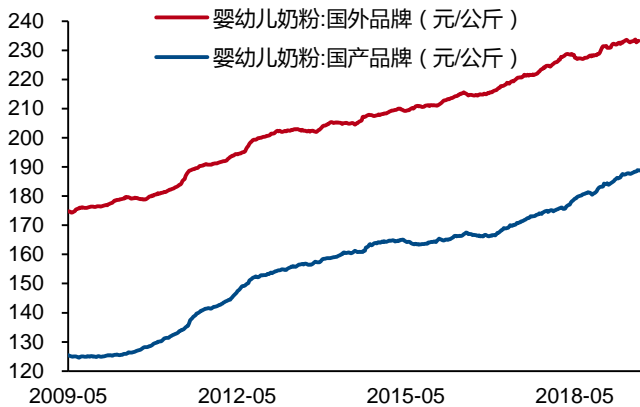
资料来源：Wind，华创证券

图表 44 牛奶和酸奶零售价走势图



资料来源：Wind，华创证券

图表 45 婴幼儿奶粉零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅

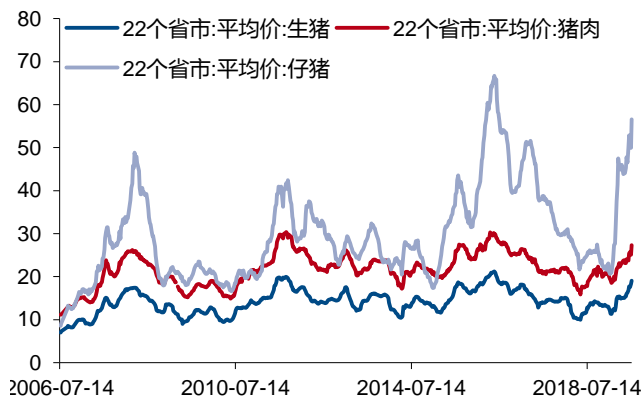


资料来源: Wind, 华创证券

### (五) 肉制品

2019年7月19日, 22省市生猪平均价格19.09元/公斤, 较上周上涨4.32%; 22省市猪肉平均价格27.30元/公斤, 较上周上涨8.85%; 22省市仔猪价格56.55元/公斤, 较上周上涨13.26%; 22省市猪粮比价9.36, 较上周上涨3.88%。

图表 47 生猪和猪肉价格走势图元/公斤



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 生猪养殖盈利走势图元/头



资料来源: Wind, 华创证券

### (六) 原材料及包材

2019年8月2日豆粕现货价2852.00元/吨, 较上周上升0.26%; 2019年3月15日华北、华东、华南三地箱板纸均价4409.33元/吨, 较上周下降2.53%; 华北、华东、华南三地瓦楞纸均价3918.33元/吨, 较上周下降3.29%; 2019年8月2日塑交所中国塑料价格指数1170.70, 较上周持平; 2019年8月1日, OPEC一揽子原油价63.54美元/桶, 较上周下降0.75%。

图表 49 豆粕现货价走势图 (元/吨)



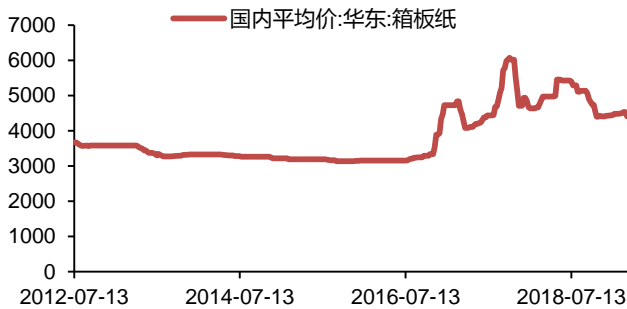
资料来源: Wind, 华创证券

图表 50 全国大豆市场价走势图 (元/吨)



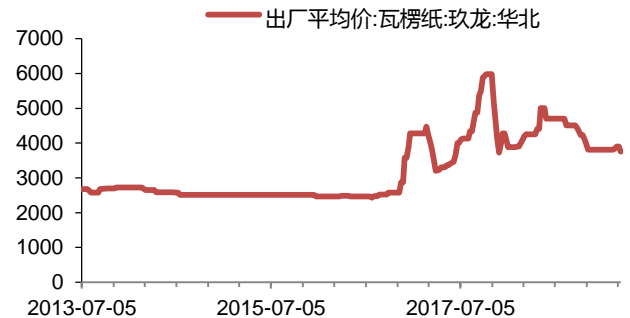
资料来源: Wind, 华创证券

图表 51 箱板纸国内平均价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 瓦楞纸出厂平均价走势图 (元/吨)



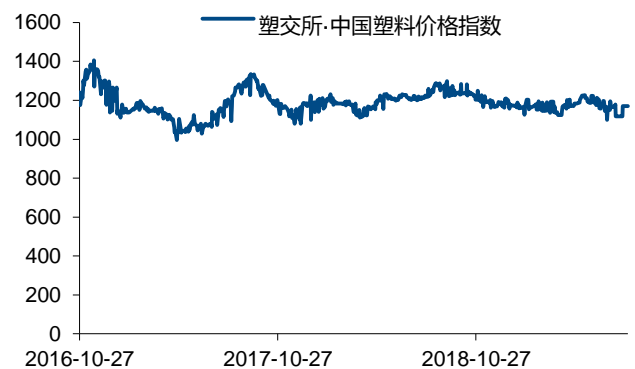
资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 OPEC 原油价格走势图 (美元/桶)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 中国塑料价格指数走势图



资料来源: Wind, 华创证券

## 十一、行业一周重要事件及股东大会提示

### 本周重要公告一览

- 1) 【汤臣倍健】半年度报告: 公司实现营收 29.70 亿元, 同比增长 36.88%; 归母净利润为 8.67 亿元, 同比增长 23.03%。



- 2) 【今世缘】半年度报告: 公司实现营收 30.55 亿元, 同比增长 29.45%; 归母净利润为 10.72 亿元, 同比增长 25.23%。
- 3) 【涪陵榨菜】半年度报告: 公司实现营收 10.86 亿元, 同比增长 2.11%; 归母净利润为 3.15 亿元, 同比增长 3.14%。
- 4) 【佩蒂股份】半年度报告: 公司实现营收 4.00 亿元, 同比增长 1.61%; 归母净利润为 2293.14 万元, 同比下降 66.36%。
- 5) 【元祖股份】业绩快报: 公司 2019 年度半年度实现营业收入 8.33 亿元, 同比增长 15.33%; 归母净利润为 3541.47 万元, 同比增长 35.63%。
- 6) 【三元股份】业绩预增: 预计 2019 年半年度实现归母净利润与上年同期相比增加 5800 万元左右, 同比增加 46%。
- 7) 【\*ST 莲花】业绩预盈: 预计 2019 年半年度业绩扭亏为盈, 实现归母净利润 1.29 亿元左右。
- 8) 【青岛啤酒】管理层变动: 公司董事会同意聘任姜宗祥先生为公司副总裁兼供应链总裁; 聘任徐楠女士为公司副总裁兼制造总裁、总酿酒师; 聘任王少波先生为公司副总裁。
- 9) 【桃李面包】减持结果: 盛雅莉女士、吴学东先生减持公司股份 1315.08 万股, 约占公司总股本的 2.00%; 肖蜀岩女士、吴志道先生减持 64.21 万股, 约占公司总股本的 0.10%。
- 10) 【黑芝麻】股票质押: 黑五类集团将其所持公司合计 500 万股股票质押给方正证券股份有限公司。黑五类集团累计质押的股份为 1.67 亿股, 占公司总股本的 22.38%。
- 11) 1) 【维维股份】股份解除质押: 中国银行股份有限公司徐州铜山支行将维维集团股份有限公司质押的公司 3079 万股股票予以解除质押, 解除质押股票占公司总股本的 1.84%。
- 12) 【伊利股份】收购完成: 全资子公司金港控股完成对新西兰 Westland Co-Operative Dairy Company Limited 100% 股权的收购, 股权总对价 2.44 亿新西兰元。
- 13) 【金字火腿】重大资产重组: 同意由娄底中钰、禹勃、马贤明、金涛、王波宇、王徽以现金方式回购公司所持中钰资本 51.00% 的股权, 中钰资本也作为共同回购人, 一并承担回购义务。

## 十二、风险提示

经济持续回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

## 华创证券团队介绍

### 组长、高级分析师：方振

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

### 研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

### 助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券。

### 研究所所长、首席分析师：董广阳

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

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

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

### 行业投资评级说明:

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

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

## 华创证券研究所

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