

## 食品饮料行业 2019 年中报总结

## 白酒如期兑现业绩，大众品份额加速集中

推荐（维持）

- **白酒板块：名酒龙头如期实现稳健增长，高端酒表现更优。**白酒板块上半年整体业绩表现良好，印证了我们前瞻提到的高端酒价格周期延续，带来名酒龙头业绩确定性高的判断。**高端白酒：价格周期延续，业绩表现强势。**受益于茅台批价上行，上半年高端酒量价齐升局面确立，茅台业绩增长符合逻辑，直销方案落地后旺季投放加快，全年咬定千亿目标；五粮液借助普五升级换代及品牌梳理，渠道消费者多维度改善，批价持续上行，H1 七代普五配额发货基本完成，八代计划三季度投放 5000 吨左右；国窖 1573 延续价格跟随战略，多次控货提价，国窖同增 30%，百亿回款目标可期，特曲逐步接力增长。**次高端白酒：增速有所换挡，省外市场有所突破。**次高端价格带仍处扩容阶段，但跑马圈地之后竞争有所加剧，汾酒水井坊等收入增速逐步换挡至 20% 稳健水平，酒鬼酒规模基数下增速加快。全国化方面继续有所突破，汾酒华东、内蒙、陕西等区域增速靠前，水井坊北区/中区收入增速超 40%，酒鬼酒省外市场开启较快增长。**区域及大众白酒：卡位核心放量价格带，龙头势能持续释放。**古井今世缘卡位省内核心放量价格带，古 8 以上产品持续放量占比提升，国缘四开对开主力放量，整体增长势能良好；顺鑫白酒同增 15% 实现稳定增长，外埠市场表现保持良好。**从预收账款来看，**淡季总体预收款环比略降，茅五泸预收款表现良好，反映良好备货意愿。**从现金流表现来看，**整体回款及现金流净额情况较好，一线表现更优，洋河主动渠道调整略显逊色。**盈利能力方面，**结构提升及提价因素带动高端白酒毛利率提升，次高端费用投放加大，费用率有所提升，整体高端酒净利率提升明显，古井费用优化释放业绩弹性。
- **大众品板块：龙头份额加速提升趋势不改，供应链管理带来细分龙头规模效应优势。****乳制品：行业增速小幅放缓，龙头市占率持续提升。**19Q2 乳制品行业增速放缓，龙头伊利、蒙牛收入维持稳健增长，龙头加大终端费用投放，不断提升市场份额。原奶上涨叠加促销拉低毛利率，高基数下费用率同比下降，全年预计原奶价格涨幅超过 5%；同时考虑激烈竞争保持，预计下半年费用投放仍保持一定力度。**调味品：海天持续稳健，部分龙头收入略有放缓，盈利能力稳步提升。**龙头海天继续保持稳健增长，调味品收入增长 16.5%，中炬、榨菜及恒顺收入表现略有放缓，虽毛利率受制原料成本上行压力，但龙头公司凭借良好费用控制提升效率，盈利能力稳步提升。安琪酵母 19H1 收入基本符合预期，酵母相关业务仍稳步增长，下半年业绩逐季改善逻辑不改，18H2 低基数下增速有望加快。**肉制品：双汇 Q2 屠宰量回落，头均利润维持高位。**猪瘟疫情致需求下滑，但单价提升，公司市占率持续提升。肉制品提价效果明显，成本上涨致盈利承压，吨价同比+3.1%，吨价提升主要来自于产品提价，下半年预计公司将进一步通过提价、提升产品结构、进口替代等方式对冲成本上行。**啤酒：产品高端化+降税政策推动龙头业绩释放。**上半年行业升级趋势明显，龙头中高端销量均实现较快增长。华润青啤等龙头业绩弹性逐步兑现释放，主要来自高端化与增值税下降贡献，并持续推进关厂减员提效策略。**保健品：行业增速受行业整顿及电商法影响有所放缓，但龙头汤臣倍健及 H&H 国内业务仍保持稳健增长，领先行业。****烘焙面包：桃李 Q2 业绩提速打消市场担忧，短期内受渠道下沉、新市场开拓及竞品入局影响，费用率有所增加，未来随着产能逐步释放、渠道网络成熟带来规模效应持续强化，盈利能力有望稳步提升。****卤制品：绝味开店节奏较快，在良好费用控制及规模效应下，业绩超预期。****速冻食品：安井猪瘟影响逐步消退，有效应对成本上行压力，规模优势下盈利能力稳定。****休闲食品：三只松鼠线上保持高增，零食产品放量；洽洽上半年蓝袋和小黄袋继续放量，去年提价效应下盈利能力有所提升。**
- **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，在外资流入带来估值体系重构之下，估值中枢有望稳步提升，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，**短期股价回调凸显长线投资价值，**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：经济下行风险，行业竞争加剧的风险。**

## 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：yuzhizhuan@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)	95	2.58
总市值(亿元)	38,700.02	6.45
流通市值(亿元)	35,882.37	8.18

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	8.99	38.17	64.58
相对表现	9.93	34.62	50.63



## 相关研究报告

《食品饮料行业 7 月线上数据专题：休闲食品龙头高增，汤臣增速有所回升》

2019-08-11

《食品饮料行业周报（20190812-20190818）：茅台估值强势上修，啤酒业绩稳步兑现》

2019-08-18

《食品饮料行业周报（20190819-20190825）：中秋旺季预期平稳，估值切换如期来临》

2019-08-25

# 目录

<b>一、白酒板块总结：高端领跑，板块如期实现稳健增长</b> .....	<b>5</b>
(一) 收入分析：高端稳增，次高端换挡，区域强势品牌势能稳步释放 .....	5
(二) 预收账款分析：淡季预收款环比略降，高端茅五泸表现良好 .....	8
(三) 现金流分析：整体回款情况较好，现金流表现有所分化 .....	9
(四) 盈利能力分析：高端白酒表现更优，次高端费用投放加大 .....	10
<b>二、大众品板块总结：龙头份额提升趋势不改，规模优势继续显现</b> .....	<b>13</b>
(一) 乳制品板块：行业增速放缓，龙头市占率持续提升 .....	13
(二) 调味品板块：龙头收入略有放缓，盈利能力持续提升 .....	15
(三) 啤酒板块：高端化趋势明显，龙头业绩稳步兑现 .....	17
(四) 肉制品板块：龙头 Q2 屠宰量回落，肉制品提价效果明显 .....	18
(五) 其他食品板块：龙头增速领先行业，规模优势下盈利能力稳中有升 .....	19
1、保健品：线上增速放缓，龙头增长稳健 .....	19
2、烘焙面包：龙头 Q2 提速打消市场担忧，盈利能力保持稳健 .....	20
3、卤制品：龙头开店节奏较快，盈利能力稳步提升 .....	21
4、速冻食品：安井猪瘟影响逐步消退，规模优势下盈利能力稳定 .....	22
5、休闲食品：线上松鼠高增，线下洽洽大单品放量 .....	23
<b>三、风险提示</b> .....	<b>24</b>

# 图表目录

图表 1	上市酒企收入及增速 (亿元, %)	5
图表 2	上市酒企净利润及增速 (亿元, %)	5
图表 3	次高端白酒近 3 年收入增速变化 (%)	6
图表 4	白酒上市公司单季度收入及增速表 (亿元)	7
图表 5	白酒上市公司单季度归母净利润及增速表 (亿元)	8
图表 6	白酒上市公司预收账款 (亿元)	9
图表 7	白酒上市公司经营活动现金净流量一览表 (亿元)	9
图表 8	白酒上市公司毛利率一览表 (%)	10
图表 9	白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)	11
图表 10	白酒板块毛利率趋势 (%)	12
图表 11	白酒板块净利率趋势 (%)	12
图表 12	白酒上市公司净利率一览表	12
图表 13	伊利常温奶市占率	13
图表 14	伊利低温奶市占率	13
图表 15	伊利营业收入及增速 (亿元, %)	14
图表 16	蒙牛营业收入及增速 (亿元, %)	14
图表 17	伊利/蒙牛净利率对比	14
图表 18	原奶收购价走势 (元, %)	14
图表 19	伊利/蒙牛期间毛利率对比	15
图表 20	伊利/蒙牛销售费用率对比	15
图表 21	乳制品板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)	15
图表 22	调味品上市公司及龙头单季度收入及增速 (亿元, %)	16
图表 23	主要调味品公司毛利率同比情况 (%)	16
图表 24	主要调味品公司费用率同比情况 (%)	16
图表 25	调味品板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)	16
图表 26	啤酒行业新增产能 (万吨, %)	17
图表 27	啤酒行业月度产量 (万千升, %)	17
图表 28	部分啤酒公司销量增速	18
图表 29	部分啤酒公司吨价增速	18
图表 30	啤酒板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)	18
图表 31	行业定点生猪屠宰量及增速 (万头)	19
图表 32	猪价和生猪价格走势 (元/公斤)	19

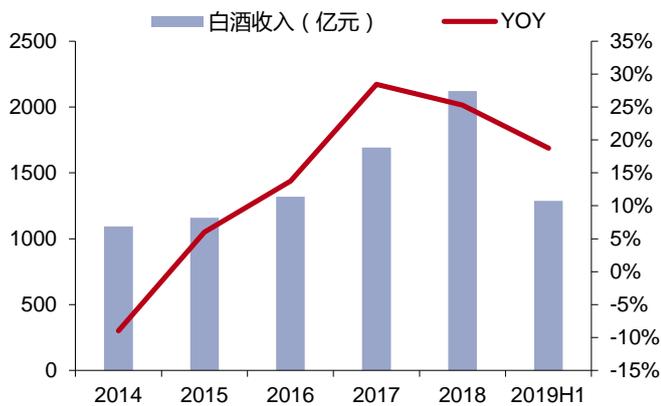
图表 33	双汇单季屠宰量 (万头)	19
图表 34	双汇单季肉制品销量 (万吨)	19
图表 35	阿里平台保健品行业销售额	20
图表 36	天猫品牌店占比稳步提升	20
图表 37	汤臣倍健收入情况 (亿元, %)	20
图表 38	汤臣倍健归母净利润情况 (亿元, %)	20
图表 39	桃李面包营业收入及增速 (亿元, %)	21
图表 40	桃李面包归母净利润及增速 (亿元, %)	21
图表 41	绝味食品与周黑鸭门店数量对比	21
图表 42	绝味食品收入及增速 (亿元, %)	21
图表 43	绝味食品业绩及增速 (亿元, %)	22
图表 44	绝味食品与周黑鸭盈利能力对比	22
图表 45	安井营收及增速 (亿元, %)	22
图表 46	安井归母净利及增速 (亿元, %)	22
图表 47	休闲食品公司 19H1 收入及增速 (亿元, %)	23
图表 48	休闲食品公司 19H1 收入及增速 (亿元, %)	23
图表 49	其他食品板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)	23

## 一、白酒板块总结：高端领跑，板块如期实现稳健增长

### （一）收入分析：高端稳增，次高端换挡，区域强势品牌势能稳步释放

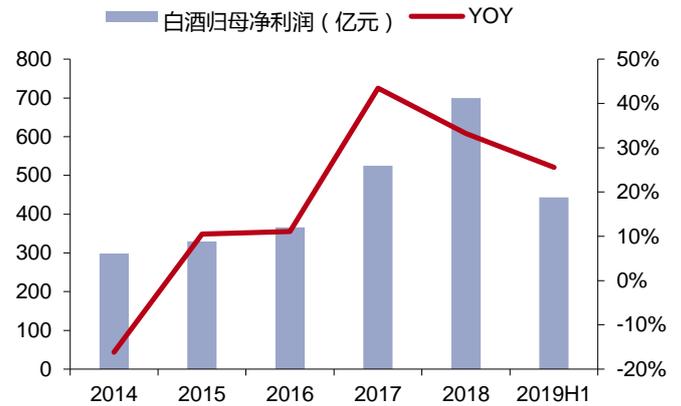
上半年行业增长表现稳健。2019H1 上市白酒企业共计实现收入 1288.56 亿元，同增 18.8%，归母净利润 443.19 亿元，同增 25.6%。单季度来看，2019Q2 白酒上市公司合计实现收入 519.48 亿元，同增 14.3%，归母净利润 166.31 亿元，同增 22.0%。从规模以上白酒企业表现来看，根据国家统计局数据，2019 年 1-6 月，全国规模以上酿酒企业营业收入达 4275.9 亿元，同增 7.3%，利润总额 857.8 亿元，同增 18.3%，规模以上白酒企业产量累计达 398.0 万吨，同增 2.2%。

图表 1 上市酒企收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

图表 2 上市酒企净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

**高端白酒：价格周期延续，收入增长稳健，五粮液国窖量价齐升。**2019H1 高端白酒依旧延续稳健增长态势，上半年受益于茅台批价上行，高端酒价格周期延续，五粮液推动经典普五升级换代，七代普五配额发货基本完成，八代投放节奏及渠道节奏更趋良性，计划三季度投放 5000 吨左右；价格则制定 1006 元渠道流通价，1399 元建议零售价，旺季期间市场价格仍有望进一步上行，全年来看，五粮液量价齐升格局基本确立。国窖 1573 采取跟随战略，经过多次控货提价，打款价由 780 元提升至 820 元，后续仍有望积极跟进提价，国窖全年百亿回款目标可期。

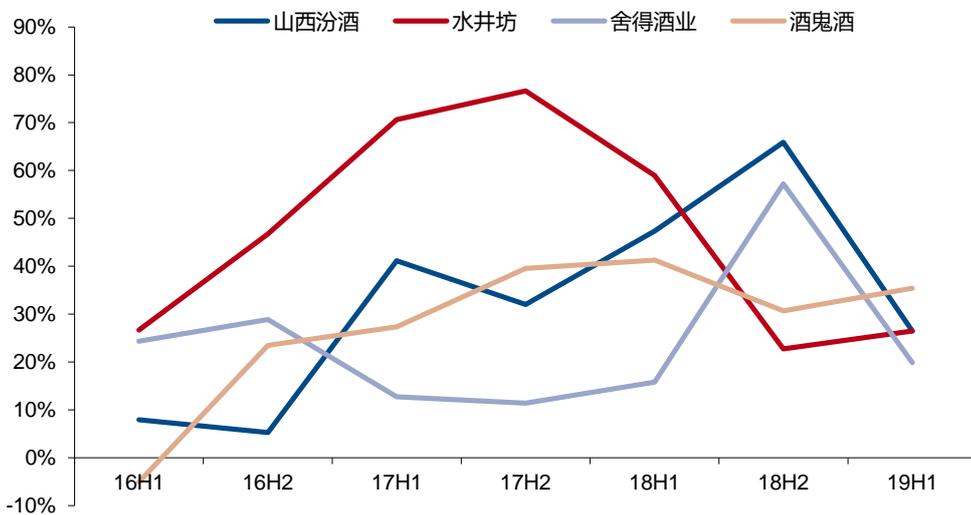
**贵州茅台：咬定千亿目标，持续稳健发展。**2019H1 茅台酒收入 347.9 亿元，同增 18.4%，其中 Q2 茅台酒收入 153.0 亿元，同增 12.3%。此前保芳书记提出上半年完成投放量超 1.4 万吨，近期又披露销售公司 H1 销售量完成率 50%，由此推断看茅台上半年销量同比增幅不大，但均价提升显著，这符合上半年飞天难买，精品放量的市场调研感受。H1 末预收款为 122.6 亿元，环增 8.7 亿元，同增 23.2 亿元，近期该数已经由于通过打款政策调整基本钝化，参考意义不大。系列酒 H1 实现收入 46.6 亿元，同增 16.7%，Q2 收入 25.2 亿元，同增 9.5%，系列酒经销商减少 494 家，说明系列酒需要稳固市场，消化库存，但盈利水平则显著提升。

**五粮液：经典五粮液成功升级，渠道消费者多维度改善。**2019H1 公司实现营业收入 271.5 亿元，同增 26.8%，上半年是公司推动经典五粮液升级换代的关键过渡期，渠道维度上，从七代五粮液到收藏版到八代五粮液，配额严格控制，库存保持良好，市场价格顺势稳步上移，经销商对于升级换代的信心明显改善，6 月初渠道打款八代新品相当积极，当前七代暂停发货，库存逐步消化，八代按月发货打款，动销保持良好，批价上行至 1006 元。消费者维度上，八代新品在品质口感上形成良好口碑，产品当前在高端酒品牌中性价比优势也进一步凸显，消费者群体活跃度提升。量价方面，七代普五配额发货基本完成，随着数字化系统导入，八代投放节奏及渠道节奏更趋良性，计划三季度投放 5000 吨左右；价格则制定 1006 元渠道流通价，1399 元建议零售价，旺季期间市场价格仍有望进一步上行，全年来看，五粮液量价齐升格局基本确立。

**泸州老窖：国窖量价齐升，特曲接力增长。**分产品看，2019H1 公司高档酒类实现收入 43.13 亿元，同增 30.5%，中档酒类收入 22.24 亿元，同增 35.1%，低档酒类收入 13.84 亿元，同增 0.68%。根据渠道调研显示，国窖 1573 上半年多次控货提价，继续保持较快增速，在西南大本营、河北、北京等市场增长稳健，华东、华南等市场在“东进南下”策略下，继续加强品牌投入，品牌在终端及消费者层面活跃度持续提升；中档酒接力增长，其中特曲上半年总体保持较快增长，次高端特曲 60 版在团购等渠道表现抢眼，部分市场有效带动了老窖品牌的活力，带动老字号特曲提升实现；良好发力，河北、山东、安徽等市场增量明显，全年目标完成进度良好。窖龄酒方面，后续计划对经销商体系进行有序调整，确保实现增长提速。

**次高端白酒：增速有所换挡，省外市场有所突破。**次高端价格带仍处扩容阶段，但跑马圈地之后竞争有所加剧，汾酒水井坊等收入增速逐步换挡至 20% 稳健水平，酒鬼酒规模低基数下增速加快。全国化方面继续有所突破，汾酒华东、内蒙、陕西等区域增速靠前，水井坊北区/中区收入增速超 40%，酒鬼酒省外市场规模低基数之下开启较快增长，表现亮眼。

**图表 3 次高端白酒近 3 年收入增速变化 (%)**



资料来源：Wind、华创证券

**山西汾酒：玻汾快速放量，省外占比过半。**公司继续推进抓两头带中间的产品策略，青花系列在去年高增速之下保持稳健增长，玻汾调整思路，加快终端渠道扩张，上半年实现放量增长，增速预计达 40%-50%。同时，上半年省外收入 31.67 亿元，同增 48.8%，占比首超省内，同比提升 7.6pcts。华东、内蒙及陕西等区域增速靠前，环山西市场预期保持在 30-40% 增速，增长更为稳健。

**水井坊：收入增长符合预期，核心产品稳健增长。**19H1 公司高档酒收入 16.1 亿元，同增 25.7%，臻酿八号仍是放量主力，公司上半年分别推出井台丝路版、臻酿八号禧庆版和井台珍藏版新品，基于原有品牌进行升级，力图拉升价格改善渠道推力，目前铺市计划均在推进，发货情况符合预期，预计成效将逐步显现。

**酒鬼酒：高端内参放量增长，省外市场开启快增。**高端内参系列保持快速放量态势，上半年销量翻倍增长，实现收入 1.59 亿元，同增 56.1%，去年 12 月公司与大商共同出资成立内参销售公司，经销商动能充分释放；次高端酒鬼系列实现收入 4.69 亿元，同增 34.2%，19H1 华北/华东/华南地区收入分别为 1.78 亿元/4781 万元/3400 万元，同增 39.4%/27.4%/50.5%，省外市场规模低基数之下开启较快增长。

**区域强势及大众白酒：卡位核心放量价格带，古井今世缘势能持续释放。**古井贡酒和今世缘分别立足于安徽和江苏两个省内市场，上半年积极运作 300 元左右单品系列，卡位省内核心放量价格带，其中古井的古 8/古 16 持续放量，

占比提升，今世缘国缘四开对开为大力放量产品，势能持续释放。同时，古井和今世缘也相应推出更高端产品，古井的古 20 于去年初上市后布局有力，不着急思路运作，积极抢占省内核心次高端消费人群，今世缘 V 系列上市后铺货良好，后续公司目标将 V 系列作为重要增长点进行打造。顺鑫白酒同增 15% 实现稳定增长，外埠市场表现保持良好。

**古井贡酒：Q2 季节性波动，H1 整体增长势头良好。**上半年白酒收入 58.8 亿元，同增 24.85%，经营目标完成良好，Q2 收入增速环比放缓，主要系 Q1 收入结算确认较多，淡季发货确认较少及同期较高基数所致。省内来看，省内部分市场古 8 及以上占比快速提升，造血功能进一步强化。省外来看，公司在省外市场组织架构配合和费用投放预投等方面积极调整。河南市场过去提出再造安徽市场，遇到结构调整难等问题，但去年以来市场局面逐步打开，调整发力点产品积极升级，古 7 古 8 产品占比提升。黄鹤楼 H1 收入 4.57 亿元，同增 6.4%，夯实市场基础重于短期冲销量；河北山东等市场招商布局形势良好。

**今世缘：国缘系列延续高增，省内保持稳健增长。**19H1 特 A+类产品收入 16.74 亿元，同增 44.3%，延续高增趋势，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，价格体系稳步上移。19H1 省内收入保持稳健增长，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%，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。

**口子窖：Q2 收入环比加速，省外占比稳步提升。**19H1 高端白酒实现收入 22.82 亿，同增 11.7%，中档白酒实现收入 6784 万元，同增 30.8%。分地区来看，19H1 公司省内收入 19.27 亿元，同增 9.3%，主要系 Q1 公司省内稳价控货，Q2 省内增速有所改善，公司省内持续渠道下沉，19H1 末经销商数量 384 家，较 18 年末增加 32 家；19H1 公司省外收入 4.70 亿元，同增 26.9%，其中 Q2 增速 32.8%，环比 Q1 加速，公司省外占比达 19.6%，同比提升 2.2pcts，公司省外市场继续采取优胜劣汰的方式保持经销商队伍的健康良性发展，H1 省外经销商数量为 234 个，与 18 年末持平。

**顺鑫农业：白酒业务稳定增长，全国化进程加速。**公司上半年白酒销售收入 66.58 亿元，同增 15.3%，收入占比达 79.1%。今年以来，公司加速三大转变，即深分销、调结构、树样板。结合渠道调研感受，公司今年积极市场渠道下沉、继续强化终端渠道管理，产品结构上向明星产品多头并进转变，部分市场效果逐步显现，外埠亿元省份市场继续增加，如长三角等样板市场持续保持较快增长，目前看全国化市场布局稳步推进。

图表 4 白酒上市公司单季度收入及增速表（亿元）

公司名称	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019H1	YoY
贵州茅台	224.81	22.2%	186.92	10.9%	411.73	16.8%
五粮液	175.90	26.6%	95.61	27.1%	271.51	26.7%
泸州老窖	41.69	23.7%	38.44	26.0%	80.13	24.8%
洋河股份	108.90	14.2%	51.09	2.1%	159.99	10.0%
山西汾酒	40.58	20.1%	23.20	26.3%	63.77	22.3%
水井坊	9.30	24.2%	7.60	29.3%	16.90	26.5%
舍得酒业	6.97	34.1%	5.23	5.0%	12.21	19.9%
酒鬼酒	3.46	30.5%	3.63	40.5%	7.09	35.4%
古井贡酒	36.69	43.3%	23.20	4.3%	59.88	25.2%
口子窖	13.62	9.0%	10.57	16.3%	24.19	12.0%
今世缘	19.55	31.1%	11.02	26.5%	30.57	29.4%
老白干酒	11.49	55.8%	8.10	12.3%	19.59	34.3%

公司名称	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019H1	YoY
顺鑫农业	47.65	19.9%	36.51	12.0%	84.16	16.4%
伊力特	5.18	0.1%	4.22	-12.0%	9.40	-5.7%
迎驾贡酒	11.60	2.7%	7.22	19.6%	18.82	8.6%
金徽酒	5.14	5.5%	3.01	-1.9%	8.15	2.6%
金种子酒	2.89	-6.1%	2.18	-10.0%	5.06	-7.8%
青青稞酒	3.66	-23.0%	1.76	-21.2%	5.42	-22.5%
合计	769.08	22.0%	519.48	14.3%	1,288.56	18.8%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业, 顺鑫农业 19H1 白酒收入为 66.58 亿元, 同增 15.3%

图表 5 白酒上市公司单季度归母净利润及增速表 (亿元)

公司名称	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019H1	YoY
贵州茅台	112.21	31.9%	87.30	20.3%	199.51	26.6%
五粮液	64.75	30.3%	28.61	33.7%	93.36	31.3%
泸州老窖	15.15	43.1%	12.35	36.0%	27.50	39.8%
洋河股份	40.21	15.7%	15.61	2.0%	55.82	11.5%
山西汾酒	8.77	22.6%	3.13	38.0%	11.90	26.3%
水井坊	2.19	41.2%	1.21	7.5%	3.40	27.0%
舍得酒业	1.01	21.5%	0.85	2.1%	1.85	11.8%
酒鬼酒	0.73	16.2%	0.83	60.1%	1.56	36.1%
古井贡酒	7.83	34.8%	4.65	49.3%	12.48	39.9%
口子窖	5.45	21.4%	3.50	23.0%	8.95	22.0%
今世缘	6.41	26.0%	4.31	24.1%	10.72	25.2%
老白干酒	1.17	57.1%	0.77	7.1%	1.94	32.7%
顺鑫农业	4.29	17.2%	2.19	89.9%	6.48	34.6%
伊力特	1.49	23.8%	0.52	-44.8%	2.02	-6.4%
迎驾贡酒	3.53	9.0%	0.91	57.8%	4.45	16.4%
金徽酒	1.09	-9.9%	0.26	-29.2%	1.35	-14.4%
金种子酒	0.09	21.5%	-0.41	2834.8%	-0.32	-629.2%
青青稞酒	0.50	-41.8%	-0.28	-2339.4%	0.22	-74.5%
合计	276.88	27.8%	166.31	22.0%	443.19	25.6%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业, 顺鑫农业 19H1 白酒净利率预计提升至 13%

## (二) 预收账款分析: 淡季预收款环比略降, 高端茅五泸表现良好

**淡季预收款环比略降。**整体来看, 2019H1 末白酒上市公司预收款合计 287.53 亿元, 同增 14.9%, 环比小幅下降 2.1%。

**高端白酒: 预收款表现良好。**茅台、老窖 2019H1 末预收账款环比均有所增长, 经销商打款积极, 五粮液 2019H1 末预收款环降 10.3%, 主要系 6 月后八代按月打款所致, 但实际渠道备货意愿较强, 旺季渠道预期良好。

**次高端白酒: 汾酒、水井坊预收账款表现良好。**汾酒、水井坊 19H1 末预收账款环比增长, 增速分别为 23.1%/46.7%,

经销商打款保持良好。其中水井坊主要系上半年推出井台丝路版、臻酿八号禧庆版和井台珍藏版新品，基于原有品牌进行升级，力图拉升价格改善渠道推力；汾酒在加强价格管控和配额制管理之下，渠道库存及备货意愿 Q2 环比有所改善。

**区域强势品牌及大众酒：**口子窖、今世缘预收账款 2019H1 末环比小幅增加，预收账款分别为 5.15/3.07 亿元，环增 5.3%/5.3%，H1 末顺鑫农业母公司预收账款为 38.5 亿元，环比仅小幅下降 5.9%，继续保持高位。

图表 6 白酒上市公司预收账款（亿元）

公司名称	预收款				YoY		QoQ	
	18Q1	18H1	19Q1	19H1	19Q1	19H1	19Q1	19H1
贵州茅台	131.72	99.40	113.85	122.57	-13.6%	23.3%	-16.1%	7.7%
五粮液	57.72	44.19	48.53	43.54	-15.9%	-1.5%	-27.6%	-10.3%
泸州老窖	13.88	10.94	12.86	13.92	-7.4%	27.2%	-19.9%	8.3%
洋河股份	14.68	20.58	19.74	17.79	34.4%	-13.5%	-55.8%	-9.8%
山西汾酒	7.19	8.20	12.03	14.81	67.3%	80.6%	-27.2%	23.1%
水井坊	0.69	0.33	0.41	0.59	-40.9%	82.2%	-74.7%	46.7%
舍得酒业	3.84	1.32	1.50	1.26	-60.9%	-4.8%	-39.2%	-16.4%
酒鬼酒	1.37	0.91	1.20	0.74	-12.4%	-18.3%	-22.3%	-37.8%
古井贡酒	12.86	8.03	11.15	5.17	-13.2%	-35.6%	-2.9%	-53.6%
口子窖	4.84	5.86	4.89	5.15	0.9%	-12.1%	-46.8%	5.3%
今世缘	2.45	2.37	2.92	3.07	19.2%	29.4%	-75.0%	5.3%
老白干酒	6.48	6.33	5.69	3.30	-12.2%	-47.9%	32.5%	-42.0%
顺鑫农业	37.01	34.41	51.66	49.55	39.6%	44.0%	-8.6%	-4.1%
伊力特	3.80	1.53	1.19	0.71	-68.6%	-53.7%	1.6%	-40.7%
迎驾贡酒	3.05	2.99	2.87	2.13	-5.6%	-28.6%	-40.5%	-25.7%
金徽酒	1.55	1.60	1.74	1.40	11.9%	-12.2%	37.8%	-19.5%
金种子酒	1.13	0.96	1.01	1.17	-11.2%	22.5%	20.8%	16.3%
青青稞酒	0.13	0.23	0.33	0.64	149.1%	183.2%	-23.2%	94.0%

资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

### （三）现金流分析：整体回款情况较好，现金流表现有所分化

**回款：**白酒板块整体回款情况较好，2019H1 白酒板块合计销售回款 1307.46 亿元，同增 26.5%，其中 Q2 回款 547.81 亿元，同增 25.0%。其中，五粮液、泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒上半年回款增速均超 30%，洋河等表现稍显逊色，主要系上半年主动渠道调整消化库存，期待旺季表现改善。

**经营现金净流量：**板块分化，高端表现较优。贵州茅台 2019H1 经营活动现金流量净额 240.87 亿元，同增 35.8%，五粮液经营活动现金流量净额 83.66 亿元，同比大幅增长，泸州老窖经营活动现金流量净额 17.07 亿元，同增 316.4%。

图表 7 白酒上市公司经营活动现金净流量一览表（亿元）

	回款		YOY		现金净流量		YOY	
	2019H1	2019Q2	2019H1	2019Q2	2019H1	2019Q2	2019H1	2019Q2
贵州茅台	433.29	205.71	25.2%	34.9%	240.87	228.98	35.8%	78.9%

	回款		YOY		现金净流量		YOY	
五粮液	279.65	102.67	62.5%	51.1%	83.66	4.39	1302.1%	-
泸州老窖	81.52	39.94	32.1%	54.2%	17.07	11.46	316.4%	1765.0%
洋河股份	130.85	48.55	-6.5%	-11.8%	-5.10	-6.33	-	-
山西汾酒	74.72	18.09	86.1%	1.3%	16.91	-8.14	-	-
水井坊	19.08	8.99	30.2%	28.7%	5.04	2.58	-	217.7%
舍得酒业	14.22	6.17	0.4%	15.0%	-1.39	-1.28	-	-
酒鬼酒	7.55	3.93	40.7%	50.0%	1.22	1.28	62.6%	68.4%
古井贡酒	53.52	20.70	28.4%	11.8%	10.42	0.31	55.7%	-93.5%
口子窖	23.46	11.25	11.5%	30.7%	1.96	1.32	3976.6%	-20.2%
今世缘	25.35	12.24	18.2%	26.1%	2.98	3.53	-24.5%	43.3%
老白干酒	20.57	8.91	20.6%	-2.6%	-1.79	-1.21	-	-
顺鑫农业	90.53	38.31	6.2%	2.5%	-1.64	-4.01	-	-
伊力特	11.92	5.11	4.2%	23.7%	-0.20	-0.91	-	-
迎驾贡酒	18.05	7.90	2.7%	9.7%	-1.76	-0.09	-	-
金徽酒	9.55	3.42	2.6%	-5.3%	2.10	0.46	182.9%	-
金种子酒	6.01	2.80	-4.7%	-14.5%	-1.78	-0.10	-	-
青青稞酒	7.61	3.14	-6.0%	20.0%	-0.99	-0.93	-	-

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业, 标注“-”为前后正负不一致, 计算同比无意义

#### (四) 盈利能力分析: 高端白酒表现更优, 次高端费用投放加大

**毛利率: 产品结构升级叠加提价因素推动毛利率提升。**整体来看, 2019H1 白酒板块整体毛利率 76.4%, 同比提升 0.7pct。**高端酒方面,** 茅台受益于产品吨价提升, 尤其是生肖酒及精品茅台为主的非标占比提升, 毛利率持续提升, 五粮液核心产品量价齐升, 第八代五粮液出厂价上行至 889 元, 系列酒品牌瘦身清理, 带动毛利率提升, 泸州老窖国窖 1573 量价齐升, 特曲 60 带动腰部产品结构改善, 毛利率大幅提升。洋河 19H1 白酒业务毛利率 73.06%, 同降 0.55pct, 推测部分系经销商返利政策调整带来的影响。

**次高端方面,** 汾酒在 18 年初集团个性化品牌以汾牌形式并入股份公司所导致低基数的条件下, 积极梳理系列酒品牌, 毛利率有所改善。水井坊、酒鬼酒产品结构持续升级, 酒鬼酒内参放量增长, 带动毛利率提升。**区域强势品牌方面,** 古井贡酒白酒毛利率同降 1.1pcts 至 77.5%, 推测主要系包材及人工成本上涨所致; 今世缘毛利率同比持平, 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。**大众酒方面,** 顺鑫农业白酒业务毛利率同降 3.1pcts 至 44.6%。公司 17 年下半年已开始改变市场开发及推广投入模式, 经销商销售折扣计入成本影响毛利率表现。因而推测除原材料成本略有上涨之外, 毛利率下降主要系渠道投入或折扣力度同比加大, 产品结构仍以低端为主。

图表 8 白酒上市公司毛利率一览表 (%)

公司名称	2019H1	同比 (pcts)	2019Q2	同比 (pcts)
贵州茅台	91.9%	0.9	91.6%	1.0
五粮液	73.8%	1.0	70.2%	-2.0
泸州老窖	79.7%	4.8	80.3%	5.1
洋河股份	70.9%	-0.6	68.1%	2.8

公司名称	2019H1	同比 (pcts)	2019Q2	同比 (pcts)
山西汾酒	71.5%	2.2	70.6%	0.4
水井坊	82.2%	1.1	81.8%	0.2
舍得酒业	74.5%	5.1	74.2%	4.8
酒鬼酒	77.6%	-0.8	77.6%	1.8
古井贡酒	76.7%	-1.5	74.4%	-2.1
口子窖	75.9%	1.5	73.5%	-0.4
今世缘	72.0%	0.0	67.2%	-0.6
老白干酒	61.6%	-1.0	62.6%	-0.8
顺鑫农业	36.8%	-2.9	34.8%	-0.8
伊力特	51.3%	3.1	49.5%	3.2
迎驾贡酒	63.0%	1.9	56.2%	3.4
金徽酒	57.9%	-5.1	57.6%	-6.8
金种子酒	41.4%	-7.6	35.8%	-11.0
青青稞酒	64.9%	-1.5	64.7%	1.1

资料来源: Wind、华创证券 注: 剔除皇台酒业、顺鑫农业 19H1 白酒业务毛利率 44.6%, 同降 3.1pcts

**费用率: 次高端酒企费用投放持续加大。销售费用率方面, 高端酒:** 茅台、五粮液、泸州老窖销售费用率持续优化, 茅台、五粮液、泸州老窖 2019H1 销售费用率分别变化-1.6/-0.3/+0.6pcts, 持续优化费用投放方式, 提升费用投放效率, 老窖继续加大双品牌投入, 渠道费用投入有望有所压缩。**次高端和区域强势品牌:** 考虑到次高端价格带竞争有所加剧, 销售费用率有所提升, 其中山西汾酒 2019H1 销售费用率同比提升 3.3pcts, 水井坊 2019H1 销售费用率同比提升 0.6pct (Q2 大幅提升 4.3pcts), 舍得酒业销售费用率提升 3.6pcts, 洋河因省内竞争加剧, 2019H1/2019Q2 销售费用率同比分别提升 0.5/2.7pcts, 今世缘 2019H1 费用率同比提升 0.4pct, Q2 淡季费用投放不大, 预计 H2 费用投入将有所加大。但古井贡酒上半年费用有所优化, 19H1 销售费用率 30.7%, 同比下降 2.7pcts, 其中 Q2 销售费用率同比下降 7.1pcts 至 29.0%, 主要系公司综合促销费用优化, 19H1 综合促销费用 7.88 亿元, 同减 3.3%, 但广告费用 4.42 亿元, 同增 29.8%, 持续保持品牌曝光度。**管理费用率:** 考虑到研发费用单列的影响, 按照可比口径, 酒企加强费用精细化管理, 多数企业均有所下降。

图表 9 白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)

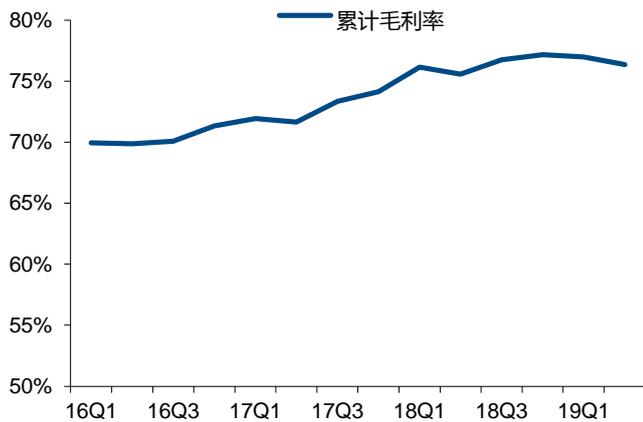
公司名称	销售费用率			管理费用率				
	2019H1	2019Q2	同比 (pcts)	2019H1	2019Q2	同比 (pcts)		
贵州茅台	5.0%	6.3%	-1.6	-1.6	7.0%	7.3%	-0.4	-0.6
五粮液	9.8%	14.4%	-0.3	-0.9	4.8%	5.3%	-0.7	-2.5
泸州老窖	19.2%	21.7%	0.6	2.7	4.5%	5.2%	-1.0	-1.8
洋河股份	8.6%	13.2%	0.5	1.8	6.0%	8.2%	0.0	0.0
山西汾酒	21.6%	23.0%	3.3	3.5	5.2%	7.4%	0.1	-0.4
水井坊	32.0%	34.7%	0.6	4.3	7.6%	9.7%	-2.1	-2.7
舍得酒业	25.4%	24.5%	3.6	4.2	14.2%	17.1%	2.6	4.7
酒鬼酒	25.7%	25.3%	-0.8	-2.2	7.8%	8.6%	-1.7	-1.6
古井贡酒	30.7%	29.0%	-2.7	-7.1	5.3%	6.9%	-0.6	0.0
口子窖	9.5%	10.1%	0.3	0.5	4.5%	5.8%	0.5	1.1

公司名称	销售费用率				管理费用率			
	16Q1	16Q3	17Q1	17Q3	18Q1	18Q3	19Q1	19Q2
今世缘	12.9%	7.5%	0.4	-1.5	2.6%	3.1%	-0.4	0.4
老白干酒	26.2%	28.1%	-2.0	-0.8	8.9%	8.1%	-0.6	-3.6
顺鑫农业	10.2%	11.1%	-2.0	-4.7	4.8%	4.6%	-0.8	0.2
伊力特	8.1%	12.9%	3.1	5.7	3.0%	3.6%	0.5	1.0
迎驾贡酒	13.5%	20.5%	0.9	0.9	5.1%	6.7%	0.4	0.2
金徽酒	13.3%	18.0%	-0.8	-1.6	9.9%	14.7%	1.8	2.3
金种子酒	28.7%	38.6%	1.4	17.4	13.0%	14.0%	1.1	-1.8
青青稞酒	30.2%	47.0%	7.8	10.6	14.4%	23.9%	4.3	9.2

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

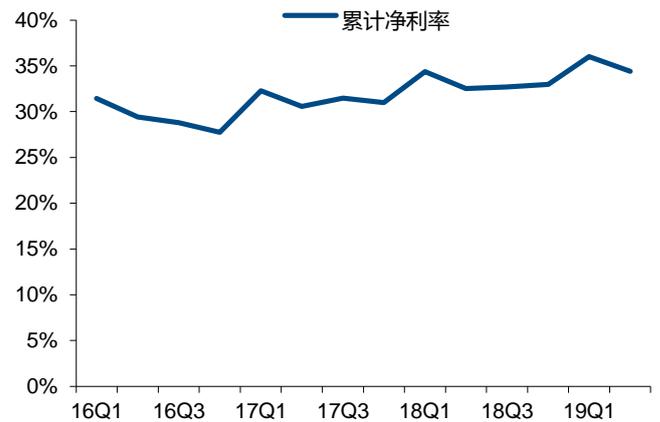
**净利率表现: 多数酒企实现同增, 古井费用优化释放业绩弹性。** 综上受毛利率和费用率影响, 2019H1 高端酒茅台、五粮液、泸州老窖结构升级叠加费用精细化投放, 盈利能力持续提升, 归母净利率分别提升 3.7/1.2/3.7pcts。次高端和部分区域强势品牌因竞争激烈, 费用投放加大, 归母净利率稳中略升, 2019H1 山西汾酒/水井坊/洋河/今世缘归母净利率分别变动+0.6/+0.1/+0.5/-1.2pcts。古井贡酒上半年优化费用, 释放业绩弹性, 归母净利率提升明显, 19H1/19Q2 净利率分别提升 2.2/6.0pcts。

图表 10 白酒板块毛利率趋势 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 白酒板块净利率趋势 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 白酒上市公司净利率一览表

公司名称	19H1	同比 (pcts)	19Q2	同比 (pcts)
贵州茅台	48.5%	3.7	46.7%	3.6
五粮液	34.4%	1.2	29.9%	1.5
泸州老窖	34.3%	3.7	32.1%	2.4
洋河股份	34.9%	0.5	30.6%	0.0
山西汾酒	18.7%	0.6	13.5%	1.1
水井坊	20.1%	0.1	15.9%	-3.2
舍得酒业	15.2%	-1.1	16.2%	-0.5
酒鬼酒	22.0%	0.1	22.9%	2.8
古井贡酒	20.8%	2.2	20.0%	6.0

公司名称	19H1	同比 (pcts)	19Q2	同比 (pcts)
口子窖	37.0%	3.0	33.1%	1.8
今世缘	35.1%	-1.2	39.1%	-0.8
老白干酒	9.9%	-0.1	9.5%	-0.5
顺鑫农业	7.7%	1.0	6.0%	2.5
伊力特	21.5%	-0.1	12.4%	-7.4
迎驾贡酒	23.6%	1.6	12.7%	3.1
金徽酒	16.6%	-3.3	8.6%	-3.3
金种子酒	-6.3%	-7.4	-18.7%	-18.1
青青稞酒	4.1%	-8.5	-15.9%	-16.5

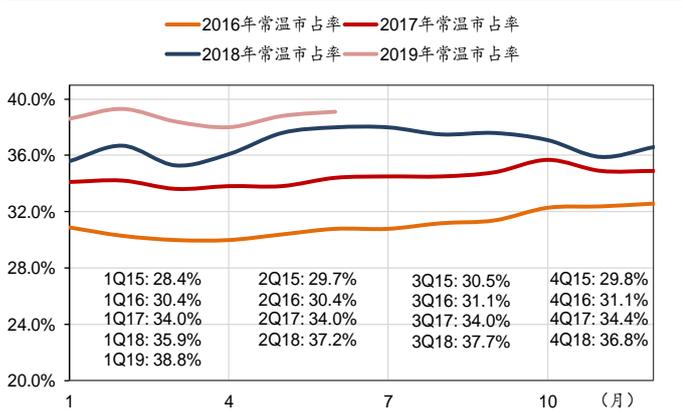
资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

## 二、大众品板块总结: 龙头份额提升趋势不改, 规模优势继续显现

### (一) 乳制品板块: 行业增速放缓, 龙头市占率持续提升

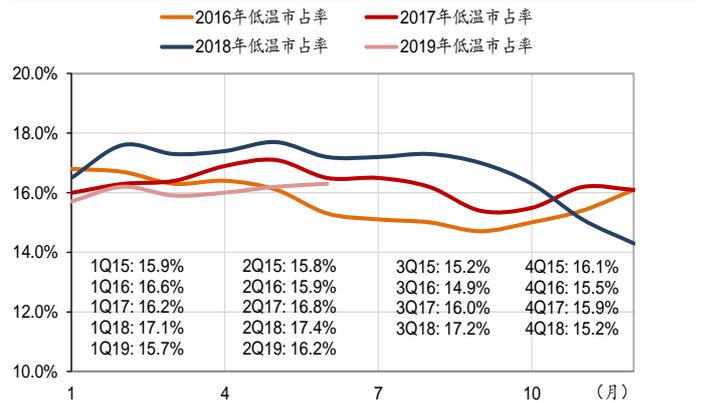
**收入端: 龙头收入增长稳健, 份额持续提升。**19Q2 乳制品行业增速放缓, 根据尼尔森, 19H1 常温奶、低温奶、奶粉、有机乳品行业零售额分别同比+3.0%/-0.7%/+8.8%/+13.8%, 其中二季度液态奶增速约 1.4%, 常温奶维持低速增长, 低温奶同比下滑。龙头伊利、蒙牛收入维持稳健增长, 19H1 分别实现收入 449.65 亿元、398.57 亿元, 同比 +13.58%/+15.6%。19Q2 开始龙头加大终端费用投放, 不断提升市场份额, 19H1 伊利常温奶份额市占率 38.7%, 同比 +2.4pcts, 其中常温酸奶份额同比+5.8pcts; 低温奶市占率 15.9%, 同比-1.1pcts, 其中活性乳酸菌饮料份额同比+0.6pct; 婴儿粉市占率 6.3%, 同比+0.6pct。蒙牛常温、低温及婴幼儿奶粉市占率分别达 33.2%、28.0%和 4.5%, 分别同比+0.8/1.0/0.3pct; 蒙牛常温奶份额 28.5%, 同比+0.2pct, 低温酸 34.5%, 同比+1.5pcts, 鲜奶 5.1%, 同比+2.7pcts。

图表 13 伊利常温奶市占率



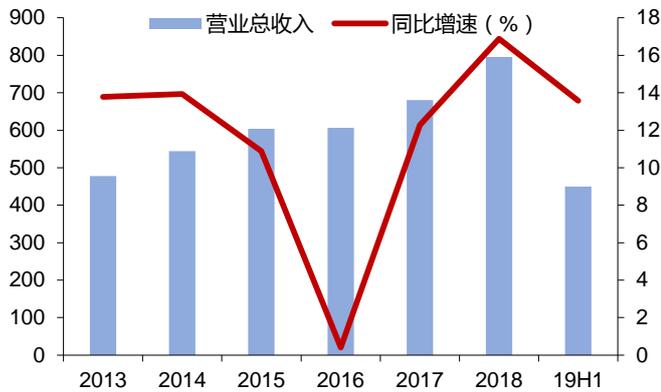
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 14 伊利低温奶市占率



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 15 伊利营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、华创证券

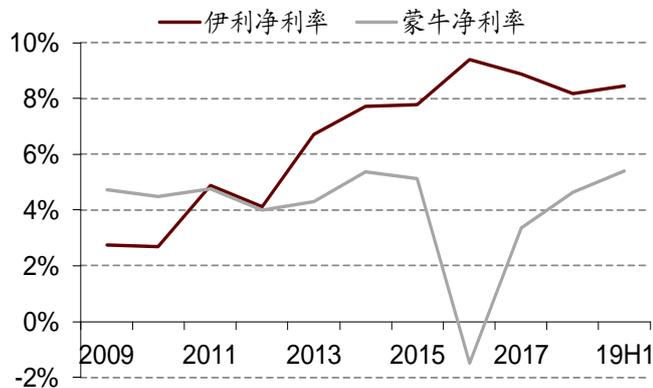
图表 16 蒙牛营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、华创证券

**利润端: 原奶上涨叠加促销拉低毛利率, 高基数下费用率同比下降。**19H1 伊利实现毛利率 38.6%, 同比-0.08pct, 19Q2 公司实现毛利率 37.1%, 同比-1.4pcts, 毛利率下滑主要源于原奶价格上涨及买赠力度加大, 全年预计原奶价格涨幅超过 5%; 同时因竞争加大, 公司买赠力度加强拉低毛利。因去年销售费用基数较高, 19H1 销售费用率 24.7%, 同比-0.1pct, 19Q2 销售费用率同比-3.1pcts 至 25.3%, 但考虑激烈竞争保持, 预计费用投放仍保持一定力度, 19H1 实现净利率 8.4%, 同比-0.3pct, 19Q2 实现净利率 6.9%, 同比+0.2pct。蒙牛方面, 产品结构提升、高基数下费用率下降、投资收益转正抬升盈利表现, 19H1 毛利率同比-0.1pct 至 39.1%, 此外投资收益实现盈利 1.0 亿元 (去年同期亏损 1.0 亿元)。19H1 实现净利润 20.77 亿元, 同比+33.0%, EBITDA 利润率同比+0.9pc 至 8.8%, 净利率同比+0.61pct 至 5.42%。

图表 17 伊利/蒙牛净利率对比

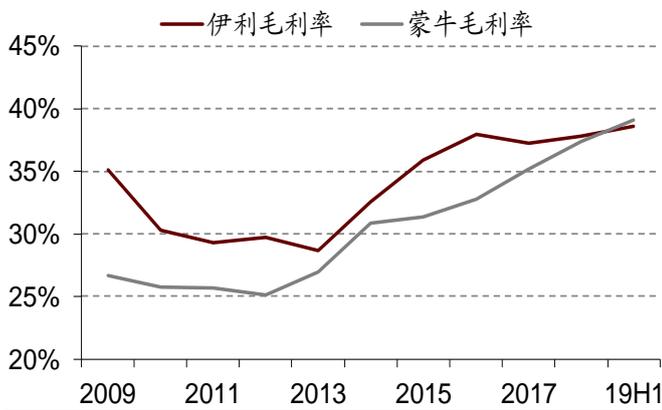


资料来源: Wind、华创证券

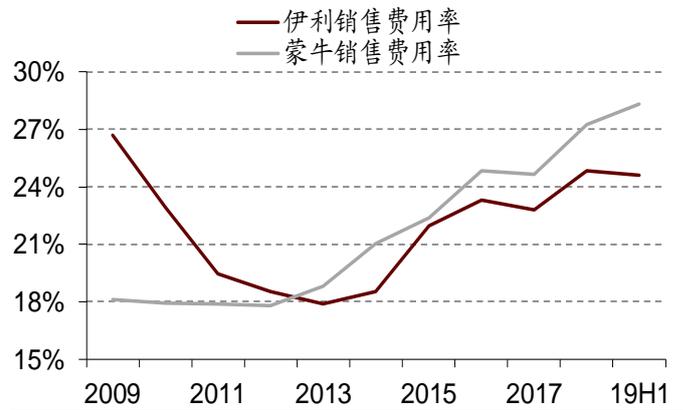
图表 18 原奶收购价走势 (元, %)



资料来源: Wind、华创证券

**图表 19 伊利/蒙牛期间毛利率对比**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 20 伊利/蒙牛销售费用率对比**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 21 乳制品板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)**

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2018A	YoY	19H1	YoY	2018A	YoY	19Q1	YoY
伊利股份	795.5	16.9	450.7	12.8	64.4	7.3	37.8	9.7
蒙牛乳业	691.7	14.7	398.5	15.6	30.4	48.6	20.8	33.0
光明乳业	209.9	-4.7	110.9	3.2	3.4	-44.9	3.7	8.1
皇氏集团	23.4	-1.3	9.8	-1.7	-6.2	-1,186.0	0.1	120.4
贝因美	24.9	-6.4	13.0	5.2	0.4	103.9	-1.2	-1,527.6
麦趣尔	6.0	3.6	2.9	-2.5	-1.5	-918.3	0.1	-35.9
燕塘乳业	13.0	4.7	7.0	13.8	0.4	-65.1	0.7	57.1
科迪乳业	12.9	3.7	6.3	9.5	1.3	1.9	0.8	22.7
庄园牧场	6.6	4.7	4.0	26.6	0.6	-7.0	0.3	1.4
新乳业	49.7	12.4	27.1	13.5	2.4	9.2	1.0	1.9
天润乳业	14.6	17.9	8.2	13.5	1.1	15.2	0.8	11.3
三元股份	74.6	21.8	41.7	10.0	1.8	137.2	1.8	47.3

资料来源：Wind、华创证券

## (二) 调味品板块：龙头收入略有放缓，盈利能力持续提升

**收入端：海天收入持续稳健，部分龙头收入略有放缓。**19H1 海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业的收入分别为 101.60 /23.92/10.86/19.14/8.81 亿元，同比+16.51%/+10.03%/+2.11%/+9.43%，调味品龙头公司收入略有放缓。海天味业 19H1 收入稳健增长，三大品类酱油/蚝油/酱分别同比+13.61%/+21.13%/+7.48%，其中酱油、蚝油销量稳健增长，18 年底酱类渠道梳理完毕后，19 年酱类增速逐季改善，19H1 末预收款 12.80 亿元，环比基本持平，渠道打款保持良性。中炬高新美味鲜 19H1 营收 22.62 亿元，同比+15.26%，其中调味品中酱油和酱稳健增长，分别同比+10.44%/12.01%，蚝油、料酒因行业增长及积极拓展持续放量，分别同比+60.93%/65.63%，食用油、腐乳增速超过 25%。恒顺实现收入 8.81 亿元，同比+9.43%；其中调味品收入 8.19 亿元，同比+10.58%，年初公司针对收入占比约 13.5%的产品提价，一季度渠道积极备货致动销良好，二季度备货效应有所减弱，但料酒因积极开拓市场仍录得较高增速，其中醋、料酒分别实现收入 3.14/0.53 亿元，同比+2.6%/27.5%。安琪酵母 19H1 收入 37.1 亿元，同增 11.6%，酵母及相关业务收入为 33.4 亿元，同增 13.3%，其中国内面食+14%，国际烘焙+6%，YE+14%，营养健康+24%，动物营养+25%，

微生物营养+16%，酵母及相关业务稳步增长，白糖业务因糖价下跌公司惜售导致 19H1 收入同比减少 9000 万元，影响公司整体收入表现。

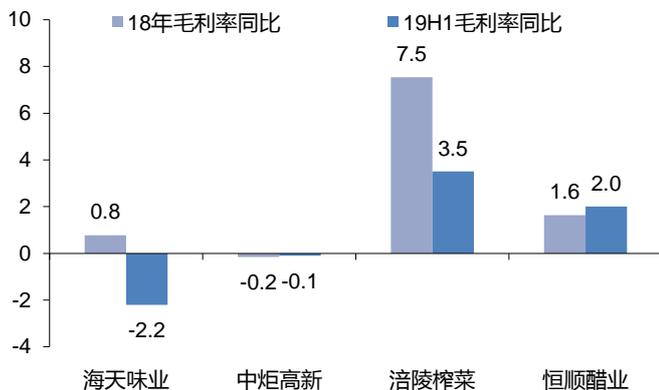
图表 22 调味品上市公司及龙头单季度收入及增速（亿元，%）



资料来源: Wind、华创证券; 注调味品上市公司为申万分类调味发酵品和安琪酵母, 涪陵榨菜; 龙头公司为市值前 5 名的海天味业、中炬高新、安琪酵母、涪陵榨菜、恒顺醋业。

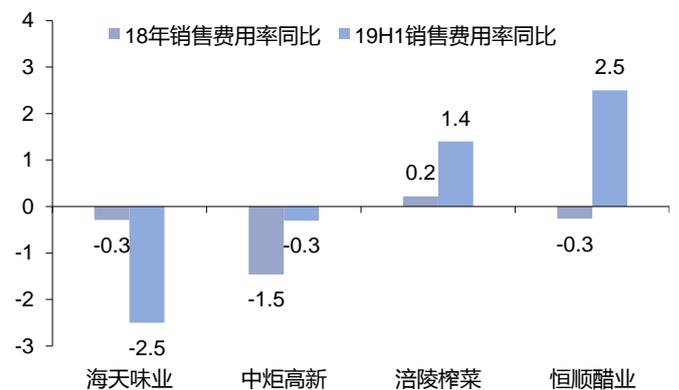
**利润端: 毛利率受制原料成本上行压力, 龙头费用控制良好盈利水平稳升。** 毛利率方面, 19H1 海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业的毛利率分别为 44.9%/39.8%/58.6%/43.9%, 同比-2.2/-0.1/+3.5/+2.0pcts; 其中海天、中炬毛利率阶段性下滑主要由于原料、包装辅料、添加剂采购成本同比上升, 非酱油产品占比上升等原因所致, 涪陵榨菜、恒顺醋业毛利率上行则主要源于产品结构优化等原因。**费用率方面,** 19H1 海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业的销售费用率分别为 11.0%/10.3%/21.1%/16.43%, 同比-2.5/-0.3/+1.4/+2.5pcts。虽原料包材价格有提升, 但龙头公司凭借精益的费用控制提升效率, 盈利能力稳步提升, 净利率方面, 19H1 海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业分别为 27.1%/15.3%/29.0%/16.1%, 同比+1.3/-0.3/+0.2/+0.8pcts。安琪酵母公司 H1 归母净利润 4.6 亿元, 同降 7.7%, 单 Q2 为 2.3 亿元, 同增 0.8%, 低于此前市场预期。1 净利率 12.5%, 同降 2.61pcts, 考虑到 18H2 低基数, 19H2 盈利能力有望逐季改善。

图表 23 主要调味品公司毛利率同比情况 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 主要调味品公司费用率同比情况 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 调味品板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2018A	YoY	19H1	YoY	2018A	YoY	19H1	YoY
海天味业	170.3	16.8	54.9	17.0	43.6	23.6	27.5	22.3

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2019H1	2018H1	2019H2	2018H2	2019H1	2018H1	2019H2	2018H2
中炬高新	41.7	15.4	12.3	6.7	6.1	34.0	3.7	8.0
安琪酵母	66.9	15.8	18.2	11.6	8.6	1.1	4.6	-7.7
涪陵榨菜	19.1	25.9	5.3	3.8	6.6	59.8	3.1	3.1
恒顺醋业	16.9	9.9	4.6	15.2	3.0	8.4	1.4	15.3
天味食品	14.1	32.6	3.1	25.1	2.7	45.0	1.0	40.9
安记食品	3.4	33.6	1.2	70.7	0.4	-4.3	0.3	33.2
千禾味业	10.7	12.4	2.9	18.5	2.4	66.6	0.9	-35.6
星湖科技	8.6	25.1	3.0	28.9	0.4	126.7	0.8	365.7
佳隆股份	3.2	11.1	0.8	-7.5	0.4	64.3	0.2	-24.9
加加食品	17.9	-5.4	-	-	1.2	-27.6	-	-
*ST 莲花	17.3	-6.7	3.8	-12.1	-3.3	-221.5	1.3	319.8

资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 啤酒板块: 高端化趋势明显, 龙头业绩稳步兑现

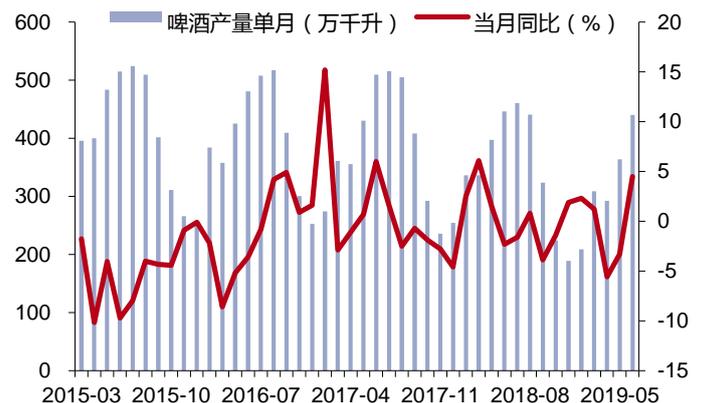
**产品高端化+降税政策推动龙头业绩释放。**国家统计局数据显示, 2019 年 1-7 月中国规模以上啤酒企业累计产量 2399.5 万千升, 同比增长 0.3%, 1-5 月啤酒销售收入 675.37 亿元, 增长 6.5%, 利润 65.58 亿元, 增长 25.1%, 整体结构升级明显。分公司来看: **1) 嘉士伯:** 上半年中国市场销量+9%, 其中高端产品销量+9%, 推动销售额有机增长 19%; 其中重庆啤酒上半年销售额+3.9%, 业绩+13.8%, 销量方面, 公司销量+2.3%, 吨价+4%; **2) 百威英博:** 上半年中国市场销量-0.2%, 而销售额+7.4%, 吨价+7.6%; **3) 华润啤酒:** 上半年公司销售额+7.2%, 业绩+24.1%。销量方面, 公司销量+2.6%, 其中中高端啤酒销量+7.0%, 带动吨价+4.5%; **4) 青岛啤酒:** 上半年公司销售额+9.2%, 业绩+25.2%。销量方面, 公司销量+3.6%, 其中高端产品销量+10%, 带动吨价+5.5%。

图表 26 啤酒行业新增产能 (万吨, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 啤酒行业月度产量 (万千升, %)

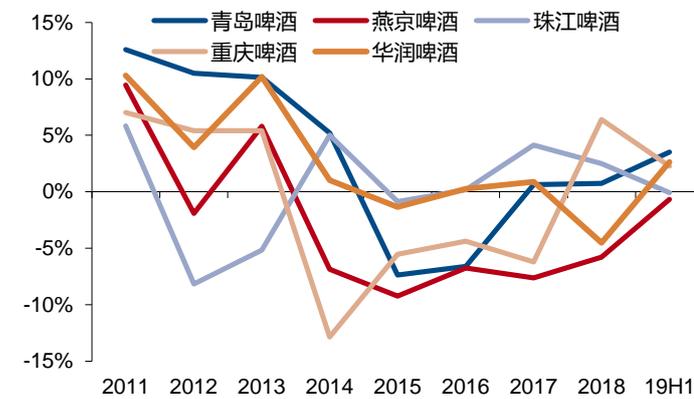


资料来源: Wind, 华创证券

**关厂减员策略稳步推进, 生产经营效率提升。**1) 青岛啤酒: 公司 2018 年关闭杨浦和芜湖公司, 关厂等因素导致资产减值损失为 1.47 亿元, 员工安置成本约 4759 万元, 实际产能利用率提升 6.3pcts 至 77.7%。19H1 公司职工安置支出约为 4193.3 万元, 未来关厂策略延续, 预计经营效率稳步提升; 2) 华润啤酒: 公司 2018 年关厂 18 家, 今年上半年停止运营一间啤酒厂并裁员 5000 人, 完成对喜力收购后新增三家酒厂, 未来公司继续推动产能优化, 提高生产经营效率。

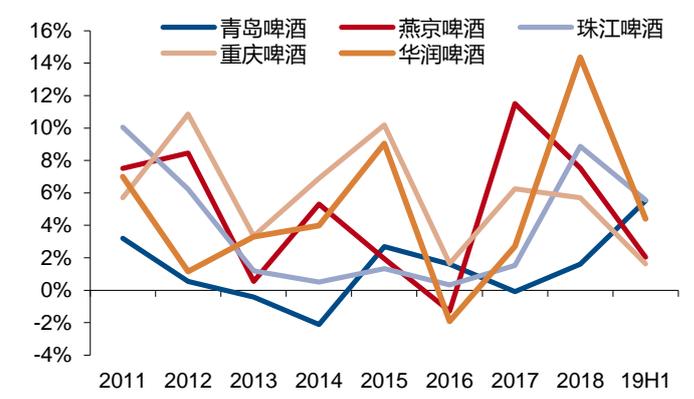
**增值税率下降增厚龙头业绩。**19 年 4 月增值税税率从 16% 下调至 13%，对此前净利率较低啤酒酒厂业绩有所增厚。在结构升级叠加增值税降税政策下，青岛啤酒 19H1 毛利率同增 0.74pct，净利率同增 1.22pcts，华润啤酒 19H1 毛利率同增 1.85pcts，净利率同增 1.30pcts，重庆啤酒 19H1 毛利率同增 1.3pcts，净利率同增 1.49pcts。在产品高端化、产能优化、费用投入趋缓、增值税率下降等驱动下，龙头盈利水平有望稳步提升。

**图表 28 部分啤酒公司销量增速**



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 29 部分啤酒公司吨价增速**



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 30 啤酒板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)**

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	19H1	YoY	19Q2	YoY	19H1	YoY	19Q2	YoY
华润啤酒	191.8	7.2	-	-	18.7	24.1	-	-
青岛啤酒	165.5	9.2	86.0	7.3	16.3	25.2	8.2	29.6
燕京啤酒	64.6	1.4	30.1	-2.6	5.1	1.1	4.5	0.2
重庆啤酒	18.3	3.9	10.0	5.1	2.4	13.7	1.5	14.0
珠江啤酒	21.1	5.5	13.6	6.0	2.1	35.9	1.8	32.1
兰州黄河	2.5	-10.5	1.3	3.0	0.2	171.9	0.0	89.6
惠泉啤酒	3.0	0.4	1.7	-3.6	0.1	80.8	0.1	-9.2
ST 西发	1.5	-12.4	0.8	-1.4	-0.4	-	-0.2	-

资料来源: Wind, 华创证券

**(四) 肉制品板块: 龙头 Q2 屠宰量回落, 肉制品提价效果明显**

**二季度屠宰量回落, 头均利润维持高位。**19H1 屠宰业务实现营收 150.39 亿元 (对外交易/内转分别 127/23 亿元, 同比分别+10.07%/-3.24%), 猪肉价格上行带动收入同比+7.79%。19H1 公司屠宰生猪 857.79 万头, 同比+3.67%, 头均利润 96 元/头, 同比+62.15%, 相比之下, 19H1 行业生猪定点屠宰量 11.1 亿头, 同比-9.0%, 公司市占率持续提升; 生鲜肉外销量约 74 万吨, 同比-3.0%, 猪瘟疫情致需求下滑, 但单价提升 11.1% 至 20.2 元/公斤。单二季度屠宰量 385 万头, 同比-11.6%, 头均利润 75 元/头, 同比+26.1%, 保持高位。

**肉制品提价效果明显, 成本上涨致盈利承压。**19H1 肉制品实现营收 119.03 亿, 同比+4.21%, 销量同比约+1.1%, 吨价约 1.48 万元, 同比+3.1%, 吨价提升主要来自产品提价, 成本上涨拉低毛利率 3.66pcts 至 26.33%, 经营利润率为 16.3%。其中 19Q2 收入 60.4 亿元, 同比+4.3%, 销量同比基本持平, 吨价同比+4.3%, 经营利润率 16.1%, 持续下行。成本上涨背景下, 下半年预计公司将进一步通过提价、提升产品结构、进口猪肉及冻肉等方式对冲成本上行。

图表 31 行业定点生猪屠宰量及增速 (万头)



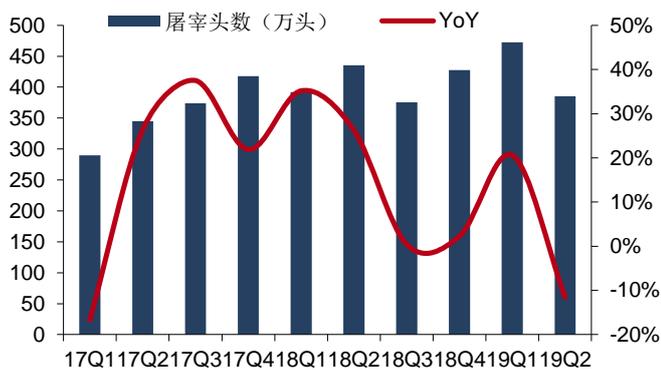
资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 猪价和生猪价格走势 (元/公斤)



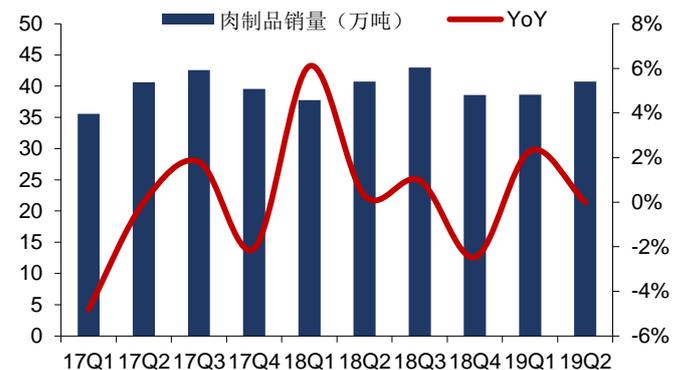
资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 双汇单季屠宰量 (万头)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 双汇单季肉制品销量 (万吨)



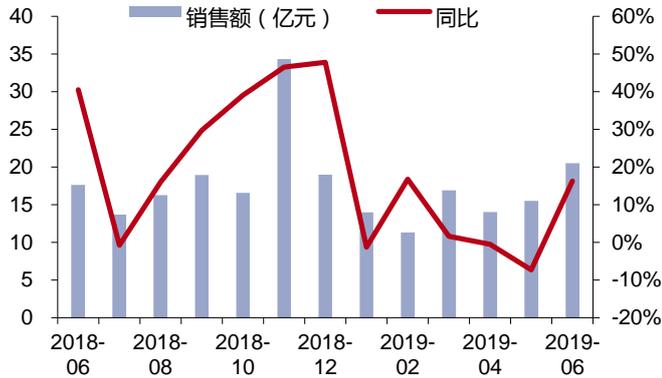
资料来源: Wind, 华创证券

### (五) 其他食品板块: 龙头增速领先行业, 规模优势下盈利能力稳中有升

#### 1、保健品: 线上增速放缓, 龙头增长稳健

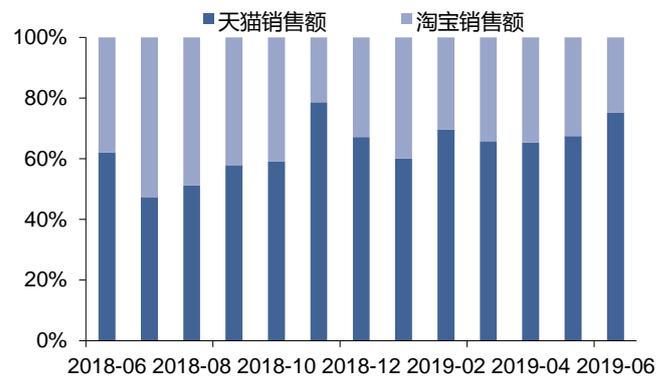
线上销售增速放缓, 份额向品牌店集中。阿里平台数据显示, 19H1 线上保健品销售额为 92.2 亿元, 同增 3.7%, 海外保健品销售额为 44.3 亿元, 同增 15.3%。19 年以来受行业整顿、电商法及线上红利消退等因素影响, 保健品线上销售额增速有所下滑, 而海外保健品销售额仍保持较好增长。此外, 6 月天猫销售占比为 75.3%, 同比提升 13.2pcts, 在行业整顿规范过程中, 份额快速向品牌店集中。

图表 35 阿里平台保健品行业销售额



资料来源：阿里平台数据，华创证券

图表 36 天猫品牌店占比稳步提升



资料来源：阿里平台数据，华创证券

**龙头收入增速有所放缓，但依旧领先行业。**汤臣倍健 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%。H&H 国际成人营养及护理用品业务收入为 3.8 亿澳元，同增 4.8%，受电商法打击代购影响，其澳洲及新西兰市场销售下滑 11.7%，而中国市场销售同增 21.9%。

图表 37 汤臣倍健收入情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，华创证券

图表 38 汤臣倍健归母净利润情况 (亿元, %)

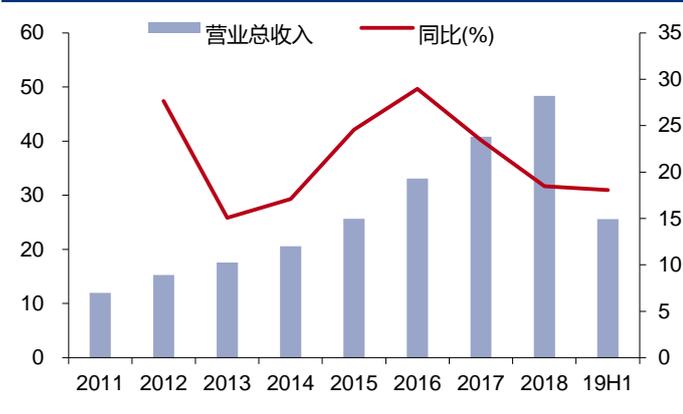


资料来源：Wind，华创证券

## 2、烘焙面包：龙头 Q2 提速打消市场担忧，盈利能力保持稳健

**桃李业绩保持稳健，竞品入局影响可控。**收入端：桃李面包 19H1 实现收入 25.6 亿元，同增 18.1%，单 Q2 看，公司实现收入 14.2 亿元，同增 20.2%，与 18Q4 的+16.40%、19Q1 的+15.52%相比增速有所加快，推断主要系：1) 成熟市场持续下沉；2) 部分市场经调整后有所好转；3) 积极新市场开拓。达利食品 19H1 糕点业务销售额为 29.4 亿元，同增 0.9%。**利润端：**19H1 净利率为 11.87%，同降 0.26pct，毛利率为 39.62%，同比提升 0.32pct，销售费用率为 22.11%，同增 0.99pct，管理费用率为 2.06%，同降 0.19pct。短期来看，公司处在全国跑马圈地及成熟市场渠道下沉阶段，渠道物流、人工等费用投放有所增加，与此同时，竞品入局后公司适度加大费用投放积极应对；长期来看，未来随着产能逐步释放、渠道网络成熟带来规模效应持续强化，盈利能力有望稳步提升。

图表 39 桃李面包营业收入及增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 桃李面包归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 华创证券

### 3、卤制品：龙头开店节奏较快，盈利能力稳步提升

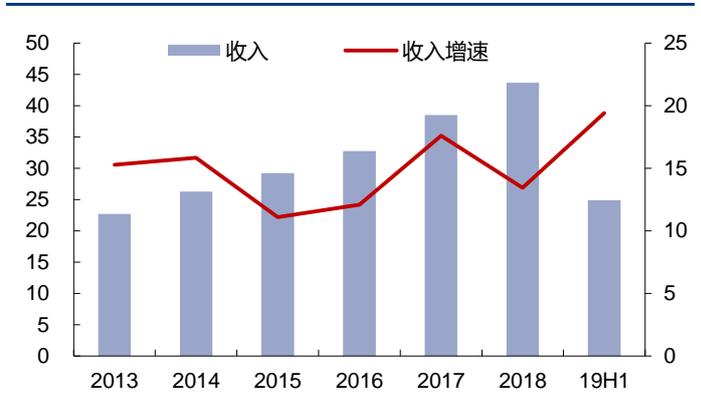
绝味开店节奏良好，收入保持较快增长。绝味上半年共有门店 10598 家，新开店 683 家，与去年同期比开店速度有所加快（18H1 新增 406 家），单 Q2 开店 333 家，仍保持较快开店节奏，预计公司全年 800-1200 家开店目标完成无虞。受益于门店快速扩张，绝味食品收入稳步提升，上半年实现收入 24.90 亿元，同增 19.42%，单 Q2 收入 13.36 亿元，同增 19.24%。海外业务方面，19H1 新加坡及香港市场实现收入 3263.07 万元，公司公告投资 4 亿日元设立日本全资子公司，加快海外业务拓展。周黑鸭 19H1 共拥有门店 1255 家，门店扩张节奏放缓，收入为 16.2 亿元，同增 1.8%，净利润 2.2 亿元，同降 32.4%。

图表 41 绝味食品与周黑鸭门店数量对比



资料来源: Wind, 华创证券

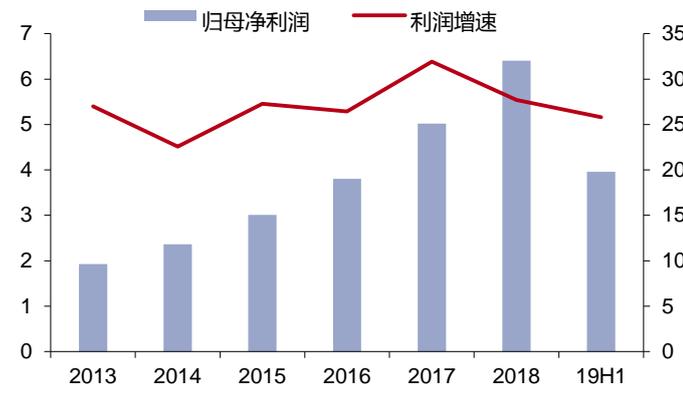
图表 42 绝味食品收入及增速（亿元，%）



资料来源: Wind, 华创证券

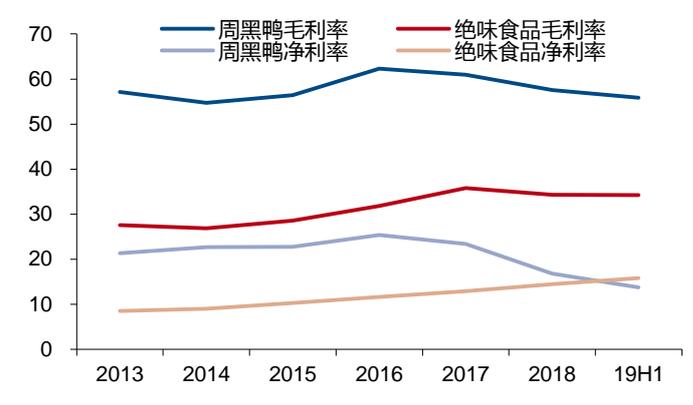
费用控制良好，盈利能力稳步提升。公司 19H1 归母净利润 3.96 亿元，同增 25.81%，单 Q2 归母净利润 2.15 亿元，同增 30.77%。费用率方面，公司 19H1 销售费用率为 8.20%，同降 0.12pct，主要系广告宣传费同降 44.47% 所致，公司预计 19H2 延续上半年费用投放策略；管理费用率 5.08%，同降 1.21pcts，整体费用控制表现良好。成本方面，公司鸭附等原材料成本有所上升，但预计成本压力不超去年水平。整体来看，公司上半年费用控制良好，规模效应逐步显现，其净利率同比提升 0.81pct 至 15.92%，盈利能力稳步提升。中长期看，公司具备品牌渠道及供应链管理优势，在进一步加大渠道下沉和产能加码过程中，规模效应有望逐渐强化。

图表 43 绝味食品业绩及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 绝味食品与周黑鸭盈利能力对比



资料来源: Wind, 华创证券

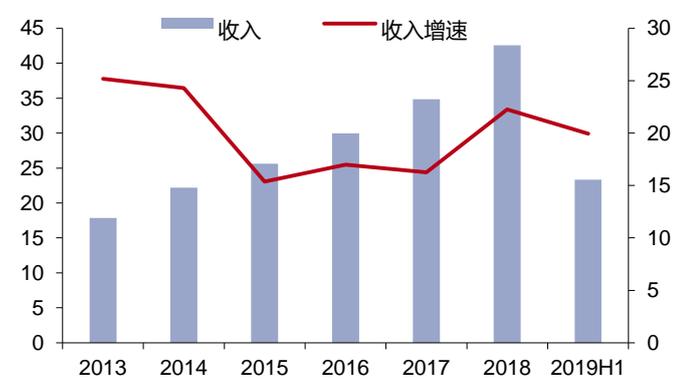
#### 4、速冻食品: 安井猪瘟影响逐步消退, 规模优势下盈利能力稳定

**收入 Q2 环比提速, 猪瘟事件影响消退。**2019H1 公司面米制品收入 6.39 亿元, 同增 25.6%; 肉制品收入 5.94 亿元, 同增 4.9%, 年初非洲猪瘟事件影响逐步消退, 3 月份恢复正常生产后肉制品 Q2 收入增速环比回升。经销商渠道收入 19.89 亿元, 同增 22.5%, Q2 有所提速; 商超渠道收入 2.89 亿元, 同增 2.2%, Q2 增速下滑主要系 Q1 商超渠道提前对账所致, 公司坚持 B 端为主渠道策略不变; 草根调研反馈, 华东地区整体增速稳健, 尤其面点类产品在福建、上海、江苏等地单品销量排名靠前。2019H1 末公司经销商数量 662 家, 较年初增长 44 家。

**毛利率短期小幅承压, 规模优势带来盈利能力稳定。**2019H1 公司毛利率 25.5%, 同比下降 1.2pcts, 其中 Q2 毛利率 24.7%, 同比下降 1.6pcts, 预计 Q2 肉制品成本因素有所显现, 但针对猪肉成本上行压力, 公司积极调整产品结构, 在去年 H2 提价降促基础上动态调整, 成本应对措施多样。费用率方面, 销地产模式下产能逐步达产, 规模优势稳步显现, 2019H1 销售费用率 12.0%, 同降 1.1pcts, 其中广宣、促销进场及物流费用均控制良好。综合来看, 2019H1 公司净利率 7.1%, 同比下降 0.2pct, 其中单 Q2 净利率为 8.1%, 同比下降 0.8pct, 在去年高基数之下表现良好。

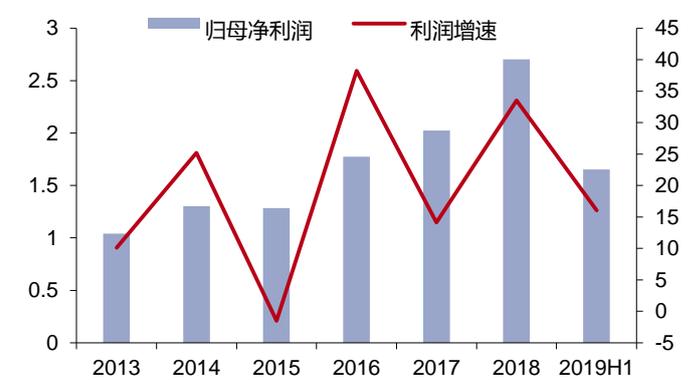
**公告再发行可转债, 意在加快产能全国化布局。**公司首期 5 亿元可转债 7 月已完成转股及赎回, 本次公司公告拟发行总额不超 9 亿元可转债, 分别投入湖北 15 万吨、河南 10 万吨和辽宁 4 万吨速冻食品项目。我们认为, 公司正处于产能全国布局的关键节点, 近年来公司持续加快产能扩张, 四川工厂陆续新增产能, 泰州及辽宁工厂技改增量, 4 月变更可转债募投项目, 新增无锡民生 7 万吨速冻食品项目, 全国化布局积极推进, 我们维持公司未来 3 年 15%-20% 产能释放增速预期。本次转债发行规模高于上期, 后续若转股带来一定业绩摊薄, 但现阶段公司加大资本性投入很有必要, 为后续产能释放及规模优势建立夯实基础。

图表 45 安井营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 安井归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

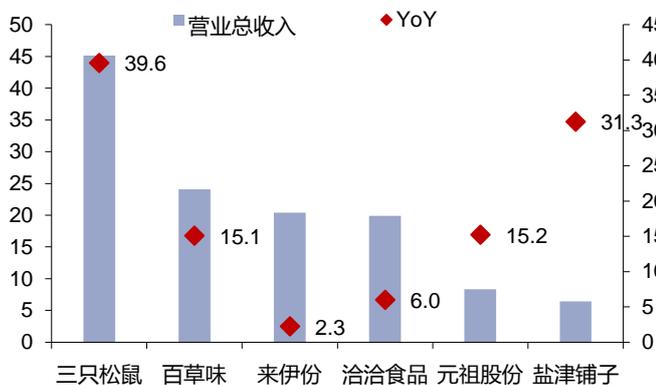
### 5、休闲食品：线上松鼠高增，线下洽洽大单品放量

**三只松鼠：**线上保持高增，零食产品放量。**收入端：**2019H1 公司实现收入 45.1 亿元，同增 39.6%，Q2 增速 68%，环比 Q1 大幅提速。主要系“618”电商购物节推动，公司 618 活动期间，三天全网销售额同增超 155%，分产品来看，零食产品快速放量，2019H1 零食收入 15.6 亿元，同增 75.7%，占比持续提升。分渠道来看，线上收入 40 亿元，同增约 30%，线下投食店已达 73 家，联盟小店达 78 家，助力线下渠道放量增长。**利润端：**2019H1 整体毛利率 30.9%，同比提升 0.36pct。坚果毛利率同比提升 2.1pcts，销售费用率 20.5%，同比提升 1.1pcts，净利率为 5.9%，盈利能力保持稳定。

**好想你：**百草味收入增长稳健，积极布局线下渠道。百草味 2019H1 营收 24.06 亿元，同增 15.1%，净利润 1.35 亿元，同增 31.5%，净利率 5.62%，同比提升 0.7pcts。其中，Q2 百草味实现营收 7.73 亿元，同增 19.4%，净利润 896 万元，同增 63.2%，净利率 1.16%，同比提升 0.31pct。公司上半年 618 等线上活动表现较优，肉脯海鲜类产品放量增长，19H1 增速分别为 42.7%/63.3%。另外，百草味加强线下渠道建设，与阿里零售通等达成战略合作，并于 618 期间在杭州开出首个线下门店，计划今年开出 10 家线下门店。

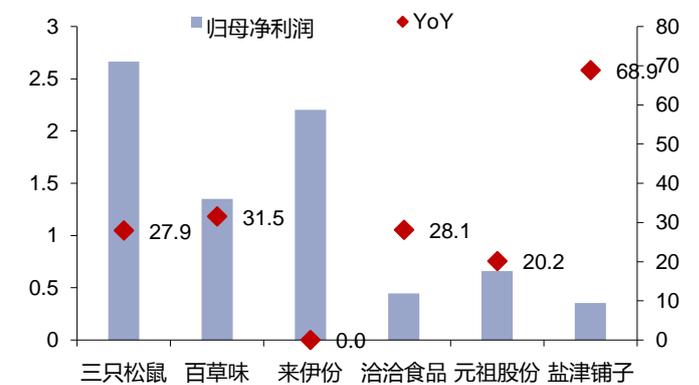
**洽洽食品：**蓝袋小黄袋保持高增，提价效应仍存。**收入端：**2019H1 葵花子收入 13.70 亿元，同增 14.29%，其中红袋系列收入增速约 8% 左右，蓝袋系列同增约 30%；坚果类收入 2.79 亿元，同增 39.83%，其中每日坚果小黄袋同增约 40%，蓝袋和每日坚果小黄袋延续放量态势。公司于 18H2 剥离上海洽洽、江苏洽康等子公司，预计影响收入约 8000 万元，若未剥离则 19H1 收入同增约 10%。**利润端：**2019H1 公司毛利率 31.8%，同比提升 1.6pcts，其中葵花子业务毛利率同比提升 0.4pct，坚果类毛利率同比提升 5.5pcts。毛利率提升主要系提价效应和每日坚果包装自动化程度提升。公司此前分别于 2018 年 6 月底和 7 月底对每日坚果和红袋产品出厂价进行提价，带来毛利率的改善，但预计 19H1 瓜子原材料成本的上升对毛利率提升有一定拖累。费用率方面，2019H1 公司销售费用率 13.5%，同比提升 0.5pct，其中广告促销费 1.44 亿元，同增 13.1%。综合来看，公司 19H1 盈利能力持续提升，净利率为 11.2%，同比提升 1.7pcts。

图表 47 休闲食品公司 19H1 收入及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 48 休闲食品公司 19H1 收入及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 49 其他食品板块上市公司上半年财务数据一览 (亿元, %)

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2019H1	YoY	19Q2	YoY	2019H1	YoY	19Q2	YoY
<b>保健品</b>								
汤臣倍健	29.7	36.9	14.0	26.9	8.7	23.0	3.7	26.9
西王食品	27.7	0.6	13.9	-0.4	2.2	9.7	1.3	-0.4
<b>烘焙食品</b>								
桃李面包	25.6	18.1	14.2	20.2	3.0	15.5	1.8	20.2

公司名称	营业总收入				归母净利润			
卤制品								
绝味食品	24.9	19.4	13.4	19.2	4.0	25.8	2.2	19.2
速冻食品								
安井食品	23.4	19.9	12.4	25.1	1.7	16.0	1.0	25.1
三全食品	30.4	-1.1	11.3	-10.1	0.9	8.0	0.5	-10.1
休闲食品								
三只松鼠	45.1	39.6	16.4	68.2	2.7	27.9	0.2	68.2
洽洽食品	19.9	6.0	9.5	11.8	2.2	28.1	1.1	11.8
好想你	28.6	8.8	9.4	12.0	1.3	22.7	-0.1	12.0
来伊份	20.4	2.3	8.4	5.7	0.4	20.2	-0.2	5.7
盐津铺子	6.4	31.3	3.0	19.2	0.7	68.9	0.4	19.2
元祖股份	8.3	15.2	4.9	10.0	0.4	36.1	0.4	10.0

资料来源: Wind, 华创证券

### 三、风险提示

经济下行风险, 行业竞争加剧的风险。

## 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，4 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，2 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。

### 研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 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
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@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	zhangjiani@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	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500