

2019年11月03日

食品饮料

食品饮料三季报总结：Q3 增速改善,提价主线清晰

■ **食品饮料增速居前, Q3 提速, 非白酒子板块贡献更大。**2019 年前三季度食品饮料板块实现收入 5,213 亿元, 归母净利润 944 亿元, 分别同比增长 18.13% 和 21.89%, 收入和利润增速在 A 股各行业中 (申万一级行业) 排名靠前。Q3 食品饮料板块实现收入 1,770 亿元, 归母净利润 296 亿元, 分别同比增长 21.22%、20.88%, 环比 Q2 上升 4.20pct、1.39pct, 其中收入利润增速相较于 Q2 提速的有次高端和高端白酒、乳制品、肉制品、休闲食品、速冻食品, 龙头表现出逆境恒强、较好的穿越周期能力。我们发现环比提速的基本具有提价因素贡献, 典型的是高档白酒、速冻食品和肉制品, 休闲食品当中业绩表现超预期的洽洽食品仍在受益 2018Q3 提价。

■ **四大子板块 (白酒、调味品、乳制品、肉制品) 各有亮点,** 白酒 1-9 月营业收入同比增长 16.95%, 其中 Q3 增速继续放缓至 12.24%, 地产酒降速最明显, 次高端提速主要受山西汾酒带动, 山西汾酒全国化战略将持续推进, 低档产品快速放量既能贡献收入增长, 又能扩大消费者教育面, 更快营造清香消费氛围; 高端白酒和酱油板块表现最为稳健; 乳制品板块 1-9 月营业收入同比增长 11.14%, Q3 增 11.44%, 龙头伊利收入盈利均环比提速; 肉制品前三季度营业收入同比增 19%, Q3 增 29.44%, 相较于 Q2 增速明显提升, 受冻肉释放以及肉制品提价综合贡献, 龙头双汇发展业绩改善明显。

■ **同其他价格带内品牌的严重分化相比, 高端酒相对同步。**高端酒作为行业景气的风向标, 继续验证行业维持结构性景气。贵州茅台受制于基酒周期和发货量节奏, 但以产定销的基本逻辑不变, 当前普飞出厂价 969 元, 市场批价跟出厂价一倍以上的价差背后是旺盛的需求支撑, 中长期看, 茅台酒的稀缺性和高档白酒的消费力支撑茅台酒出厂价仍有很大的表现空间。同时茅台供需偏紧的情况在短期内预计不能有效反转, 对行业仍是积极正面贡献。茅台酒作为行业龙头, 高端标杆, 其价格快速上涨带来极大的溢出效应。今年五粮液和泸州老窖均受益茅台价升量紧, 实现了主力产品的提价, 市场操作空间打开, 业绩保持快速增长。

■ **受益投资者结构变化, 食品饮料龙头估值处于历史较好水平, 板块超额收益明显, 白酒板块继续领跑。**年初至今, 食品饮料板块上涨 71.15%, 大幅跑赢大盘, 在申万 28 个子行业中位居第一。子行业中白酒今年以来上涨 100.96%, 超额收益突出; 其他酒类涨幅 93.00% 排名第二; 饮料制造累计上涨 91.67%; 调味品、啤酒、乳制品、肉制品累计上涨 56.47%、27.73%、27.68%、26.48%。在宏观承压、外资长线资金增加的双重背景下, 市场越来越重视优质板块的长期投资价值, 食品饮料细分龙头以良好的业绩表现、更好的业绩确定性获得估值溢价。白酒、食品行业整体估值相较于 Q2 小幅提升, 当前白酒行业动态市盈率为 32.17 倍, 食品板块目前整体估值在 34.49 倍左右。

■ **投资建议:** 白酒方面核心配置行业+香型双重龙头茅五汾, 其中汾酒正在进行的全国化和品牌复兴最值得期待, 重点优质标的还有泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业, 调整给予期待的洋河股份等。食品方面, 推荐短期业绩改善、提价提升中长期盈利水平的双汇发展, 市场投入思路清晰且大单品和新品快速成长洽洽食品; 品类成长沪上“双小龙”; 深化改革见成效并且有长期 toB 逻辑的三全食品。

■ **风险提示:** 业绩波动, 预期过高, 估值分歧。

行业专题报告

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
600519 贵州茅台	1299.0	买入-A
000858 五粮液	168.00	买入-A
600809 山西汾酒	94.00	买入-A
000568 泸州老窖	106.00	买入-A
002568 百润股份	29.50	买入-B
600882 妙可蓝多	17.61	买入-A
002216 三全食品	15.59	买入-B
002557 洽洽食品	38.92	买入-A
000895 双汇发展	32.75	买入-A

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.51	-4.51	-30.82
绝对收益	0.10	0.96	-10.69

苏铖

分析师

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

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519100002
xuzq1@essence.com.cn

熊鹏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519090006
xiangpeng@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 食品饮料 Q3 提速，非白酒板块贡献明显	4
2. 细分子行业三季度回顾与分析	5
2.1. 白酒：整体增速放缓，高端更加稳健	5
2.1.1. 山西汾酒带动次高端增速领先，高端酒保持高度稳健	5
2.1.2. 次高端增速最快，山西汾酒水井坊为主要贡献	6
2.1.3. 茅台紧俏，高端整体量价齐升	6
2.1.4. 地产酒显著放缓，今世缘表现较好	6
2.1.5. 提价+结构升级贡献白酒板块利润，销售费用率整体略有下滑	7
2.2. 啤酒：产品高端化，盈利能力有所改善	9
2.3. 乳制品：收入环比改善，龙头伊利盈利转好，妙可蓝多收入维持高增	10
2.4. 肉制品：成本压力致毛利率下行，但龙头有望穿越周期	12
2.5. 调味品：酱醋板块保持平稳，火锅调味料增速环比下滑但仍维持较高水平	13
2.6. 饮料及休闲食品：速冻食品加速改善、休闲零食高增、饮料分化	15
3. 市场综述：白酒板块继续领跑，食品板块新股受追捧	16
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：食品饮料板块 19 年前三季度收入增速排名前列	4
图 2：食品饮料板块 19 年前三季度利润增速排名前列	4
图 3：2010-2019 年 1-9 月食品饮料行业收入及增速	4
图 4：2010-2019 年 1-9 月食品饮料行业利润及增速	4
图 5：社会消费品零售总额 2019 年 1-9 月增长 8.2%	5
图 6：食品制造行业收入 2018 年增长 7.3%	5
图 7：白酒板块累计收入规模及增速	8
图 8：白酒板块累计净利润规模及增速	8
图 9：高端、次高端白酒收入增速领先	8
图 10：高端、次高端白酒利润增速领先	8
图 11：啤酒板块单季度收入及增速	10
图 12：啤酒板块单季度净利润及增速	10
图 13：乳制品板块单季度收入及增速	11
图 14：乳制品板块单季度利润及增速	11
图 15：乳制品板块毛利率走势	11
图 16：乳制品板块费用率走势	11
图 17：乳制品行业 2018 年 1-5 月产量下滑 6.87%	12
图 18：国内原奶价格走势	12
图 19：肉制品行业单季度收入及增速	13
图 20：肉制品行业单季度利润及增速	13
图 21：肉制品行业毛利率走势	13
图 22：肉制品行业费用率走势	13
图 23：调味品板块单季度收入及增速	14
图 24：调味品板块单季度利润及增速	14
图 25：调味品板块毛利率走势	15

图 26: 调味品板块费用率走势.....	15
图 27: 饮料休闲食品等单季度收入规模及增速.....	16
图 28: 饮料休闲食品等单季度净利润规模及增速.....	16
图 29: 年初至今各行业收益率 (%)	17
图 30: 年初至今食品饮料各子行业收益率 (%)	17
图 31: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM), 当前在 32.2 倍.....	17
图 32: 白酒行业自 15 年股灾以来, 相对 A 股持续溢价.....	17
图 33: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM), 当前在 34.5 倍.....	17
图 34: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数, 在 2.6 倍左右.....	17
表 1: 前三季度分板块收入及盈利增速.....	5
表 2: 白酒子板块收入增速情况 (%)	7
表 3: 白酒子板块利润增速情况 (%)	7
表 4: 销售费用率走势 (%)	8
表 5: 白酒上市公司 2019 年三季度业绩概览.....	9
表 6: 啤酒板块 2019 年三季度业绩概览.....	9
表 7: 乳制品板块 2019 年三季度业绩概览.....	11
表 8: 肉制品板块 2019 年三季度业绩概览.....	12
表 9: 调味发酵品板块 2019 年三季度业绩概览.....	14
表 10: 饮料及休闲食品板块 2019 年三季度业绩概览.....	16

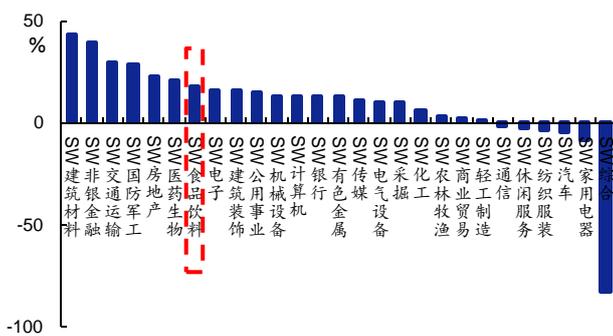
1. 食品饮料 Q3 提速，非白酒板块贡献明显

2019 年前三季度食品饮料板块实现收入 5,213 亿元，归母净利润 944 亿元，分别同比增长 18.13%和 21.89%，收入和利润增速在 A 股各行业中（申万一级行业）排名靠前。

单三季度食品饮料板块实现收入 1,770 亿元，归母净利润 296 亿元，分别同比增长 21.22%、20.88%，环比二季度上升 4.20pct、1.39pct，利润增速（盈利）改善明显的有乳制品、肉制品以及啤酒，其中乳制品 Q3 净利润增 9.8%；啤酒 Q3 增 34.93%；肉制品 Q3 增速 17.98%，相较于 Q2 均提速。

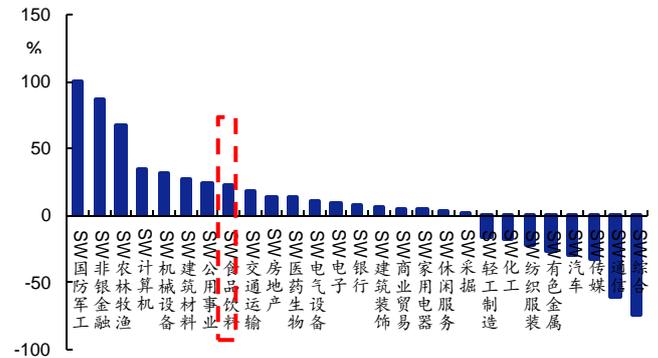
食品饮料“四大”板块（注：白酒、调味品、乳制品、肉制品）方面，白酒前三季度营业收入同比增长 16.95%，较 1-6 月份的 19.14%有所放缓，Q3 白酒收入增速为 12.24%；调味品板块收入增速继续保持平稳，1-9 月酱醋板块增速 15.23%，较 1-6 月小幅提升 0.4 个百分点，火锅和复合调味料板块增速更快，1-9 月为 25.49%；乳制品板块前三季度营业收入同比增长 11.14%，Q3 增 11.44%，增速环比小幅上升，龙头伊利收入及盈利增速均环比提速；肉制品前三季度营业收入同比增 19%，Q3 增 29.44%，主要系龙头双汇发展业绩改善带动。

图 1：食品饮料板块 19 年前三季度收入增速排名前列



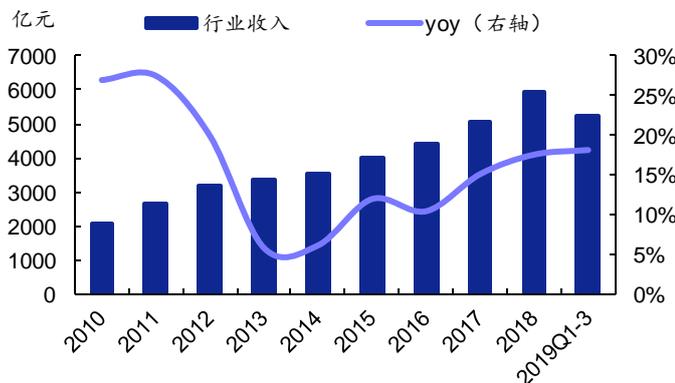
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：食品饮料板块 19 年前三季度利润增速排名前列



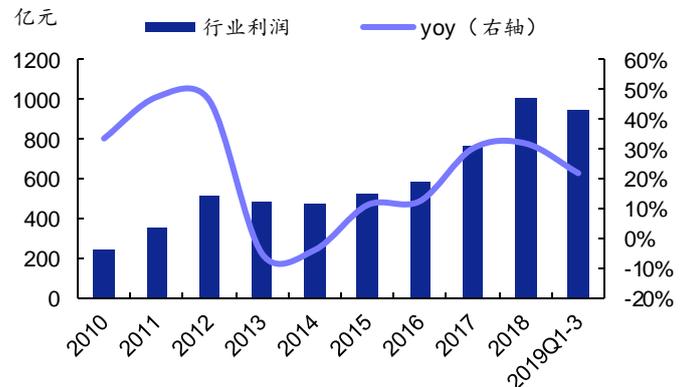
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：2010-2019 年 1-9 月食品饮料行业收入及增速



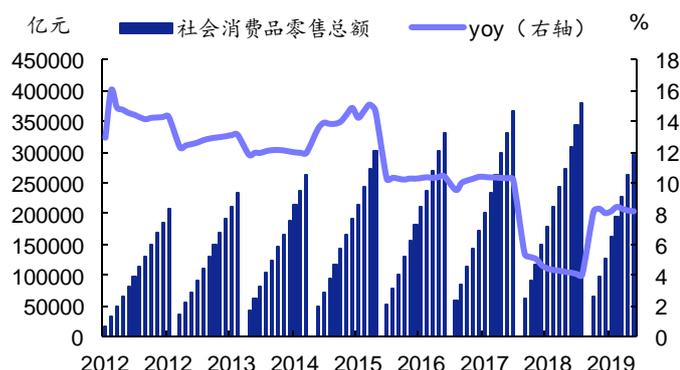
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：2010-2019 年 1-9 月食品饮料行业利润及增速



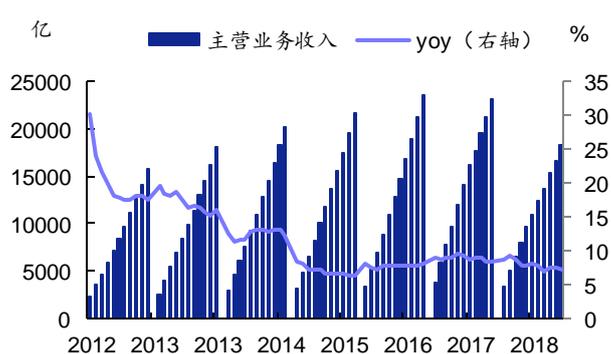
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：社会消费品零售总额 2019 年 1-9 月增长 8.2%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：食品制造行业收入 2018 年增长 7.3%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 1：前三季度分板块收入及盈利增速

	白酒	调味品	乳制品	肉制品	啤酒	饮料小食品
营收增速						
2019Q1-Q3	16.95	14.49	11.14	19.00	3.97	11.66
2019Q3	12.24	18.33	11.44	29.44	-0.04	11.75
2019Q2	14.56	14.90	7.50	22.21	5.46	16.79
2019Q1	22.42	10.55	14.56	5.62	7.27	7.88
归母净利增速						
2019Q1-Q3	22.60	17.86	9.16	8.97	26.88	13.91
2019Q3	16.50	11.01	11.25	17.98	34.93	12.99
2019Q2	21.44	27.21	7.49	-9.02	20.35	29.17
2019Q1	28.01	15.37	8.81	17.46	25.23	7.12

资料来源：wind、安信证券研究中心

2. 细分子行业三季度回顾与分析

2.1. 白酒：整体增速放缓，高端更加稳健

2.1.1. 山西汾酒带动次高端增速领先，高端酒保持高度稳健

2019 年前三季度白酒板块整体收入增速 16.95%，仅次于肉制品行业居食品饮料主要子行业增速第二位。但白酒整体增速在放缓，1-9 月增速较 1-6 月下降 2.19 个百分点，较 1 季度 22.42% 降幅更大，一方面是宏观经济疲弱影响需求，另一方面是行业竞争有利于优势品牌，行业集中度仍在动态变化。

前三季度高端酒（茅五泸三家）增速 19.90%，高于白酒板块整体。五粮液和泸州老窖 2019 年前三季度收入增速分别为 26.84% 和 23.90%，均属于较高水平。

高端白酒 Q3 单季度收入增速 17.64%（主要是茅台发货量受限影响，五粮液和老窖单季度收入增速均超过 20%），较 Q2 的 17.01% 略有提速，但同 Q1 的 24.05% 相比仍属降速。

次高端（统计水井坊、汾酒、舍得和酒鬼酒 4 个标的）整体增速在白酒分类中最高，为 27.93%，其中山西汾酒前三季度收入增速 25.72%，Q3 增速更是达到 34.45%，贡献最大，其他三家增速均低于 20%。次高端整体增速虽然最快，但同去年同期增速（40.40%）相比，降幅较大，分化明显。

2.1.2. 次高端增速最快，山西汾酒水井坊为主要贡献

前三季度次高端白酒（统计水井坊、汾酒、舍得和酒鬼酒 4 个标的）收入增长 27.93%，净利润增速为 30.61%，其中 Q3 次高端利润增速达到 40.47%，在白酒板块中增速最快，主要是山西汾酒和水井坊超过 50% 高速增长贡献。

山西汾酒 Q3 营收较上半年提速 3.4pct，主要系光瓶酒玻汾 Q2 正式深度推进全国化，动销良好，Q3 延续高增长，同时青上半年花挺价控货，Q3 抓住中秋旺季放量，增速超过 30%，较上半年明显提升。从品牌力产品力角度，青花 30 有机会再 700-800 价格带占据重要一席，目前实际成交价在 600 元附近，仍有上升空间，今年控货，随着成交价进入预期区间，明年增长贡献将会显现。

水井坊 Q3 营收 9.61 亿元，同比增长 19.71%，Q3 实现归属上市公司股东净利润 3.00 亿元，同比增长 53.41%，利润高速增长主要是新品提价以及销售费用率下滑贡献，收入增速较上半年放缓，典藏及以上产品市场推广效果不及预期，但中档酒表现略超预期。全年目标收入 20% 以上、利润 30% 以上的增长。

2.1.3. 茅台紧俏，高端整体量价齐升

同其他价格带内品牌的严重分化相比，高端酒相对同步。高端酒作为行业景气的风向标，继续验证行业维持结构性景气。

贵州茅台 Q3 营业收入 223.36 亿元，同比增长 13.28%，归属于上市公司净利润 105.04 亿元，同比增长 17.11%。在 Q3 实际发货量同 Q2 淡季相近的情况下，飞天茅台酒批价从 2600+ 回落至 2200 元上下，主要系公司控价意图坚决，信号释放明确，渠道选择有效。我们认为基于茅台酒实际投放量很难快速持续放大，平价茅台虽多点投放，但未来一段时间内总量占比仍小，非平价茅台酒的需求仍然旺盛，茅台酒批价进一步较大幅度回落的可能性较小。当前普飞出厂价 969 元，市场批价跟出厂价一倍以上的价差背后是旺盛的需求支撑，中长期看，茅台酒的稀缺性和高档白酒的消费力支撑茅台酒出厂价仍有很大的表现空间。同时茅台供需偏紧的情况在短期内预计不能有效反转，对行业仍是积极正面贡献。

茅台酒作为行业龙头，高端标杆，其价格快速上涨带来极大的溢出效应。今年以来，五粮液同样实现量价齐升，批价从年初 820 元附近上涨至目前 920-930 元，前三季度五粮液营收实现 26.84% 的增长，增速居高端酒第一位，其中 Q3 实现营业收入 99.51 亿元，同比增长 27.10%，实现归属上市公司股东净利润 32.08 亿元，同比增长 34.55%。Q3 收入加速主要系第八代普五量价齐升贡献，第八代普五出厂价较第七代提价约 100 元（+13%）并于 6 月投放市场，中秋国庆旺季加大投放量，预计三季度高端酒发货量接近 5000 吨，同比增长超过 15%。我们认为在茅台价格高企常态背景下，公司在品牌打造、渠道管控、消费者触及方面工作落实，五粮液的真实需求正在释放。在赚钱效应下，渠道和公司形成合力，良性发展持续可期。

五粮液量价齐升，同样给泸州老窖带来机遇，相较 2018 年五粮液的“量增价弱”，2019 年泸州老窖的价格压力减轻明显，渠道操作空间变大。泸州老窖抓住机遇，紧盯五粮液量价政策，同样实现了量增价升。泸州老窖 Q3 营业收入 34.64 亿元，同比增长 21.86%，归属于上市公司净利润 10.46 亿元，同比增长 35.50%，主要系占比高的高档酒（以国窖 1573 为核心）延续了量价齐升态势，贡献较大。近期国窖酒类销售公司召开股东会，披露实现破百亿（含税），2020 年目标 130 亿，我们认为国窖未来仍是公司成长核心驱动，由于国窖计划内价格未来三个月将有每月 20 元涨价计划，我们认为春节前经销商打款积极，春节销售乐观。

2.1.4. 地产酒显著放缓，今世缘表现较好

前三季度地产酒整体收入增速 8.84%，低于白酒板块整体，且同上半年相比，增速放缓 6.56 个百分点。其中今世缘前三季度收入增速 30.13%，Q3 增速达 32.27%，洋河股份、迎驾贡

酒和口子窖前三季度收入增速均低于 10%，古井贡酒前三季度收入增速为 21.31%，其中 Q3 收入增速 11.91%。

古井贡酒作为徽酒龙头，持续享受省内消费升级和集中度提升，公司 Q3 收入增速较低，主要系公司一季度结束渠道终端库存压力较大，二季度开始主动控货去库存导致。预计到三季度公司古 8 以上产品收入占比超过 30%，古 20 持续控货控价，根据渠道调研情况看，当前经销商 2019 年回款任务完成率超过 90%，终端渠道在持续控货下库存逐步下滑，省内省外库存均相对良性。

口子窖 Q3 营收 10.47 亿元，同比下滑 0.15%，Q3 实现归属上市公司股东净利润 4.01 亿元，同比下滑 1.80%，业绩下滑主要原因为：1) 受宏观经济下行、竞品挤压以及公司发货量不足影响，高档酒单三季度收入同比下滑 1.10%，中档酒收入同比下滑 12.08%；2) 公司年初开始布局省内渠道下沉，二季度逐步扩大招商，前三季度省内经销商增加数量分别为 9 个、24 个、21 个，三季度效果不明显还未到达渠道下沉收获期；3) 新品初夏、仲秋由于包材短缺，三季度产能受限部分订单未打款未发货。

洋河股份省内海之蓝、天之蓝产品成熟，库存较高，渠道利润较薄，导致经销商积极性下挫，目前正在调整期。Q3 公司营收 50.99 亿元，同比下滑 20.61%，业绩下滑主要原因为前期渠道库存较高，6 月初公司对海天梦控货，到三季度渠道库存仍然较高，公司继续实行控货政策导致。当前渠道库存环比改善明显，终端库存不高，海天梦批价终端价格均有所回升，我们认为公司调整思路清晰，决心大，终端价格和渠道利润等问题有望将逐步得到解决，预计四季度春节旺季帮助下业绩有望环比改善。

今世缘在江苏省内凭借差异化竞争，扎实的渠道精耕，以及持续大力度的市场投入和品牌打造，获得了高于竞争对手的增长，目前势头良好。Q3 公司收入同比增长 32.41%，较二季度环比提速，主要是由于特 A+类产品三季度同比增长 57%超过上半年 (44.33%)。公司在今年 6 月底统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，其中国缘对开/四开出厂价提升幅度超过 5%，显著贡献三季度业绩，同时对开/四开深耕团购渠道，依靠团购逐步带动流通渠道发展。

2.1.5. 提价+结构升级贡献白酒板块利润，销售费用率整体略有下滑

利润增速方面，2019H1 高端>次高端>地产酒，2019Q3 则为次高端>高端>地产酒，整体来看利润增速继续高于收入增速，主要系高端次高端酒企提价以及产品结构持续升级。

表 2：白酒子板块收入增速情况 (%)

	2018H1	2018Q3	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3
高端合计	36.47	10.45	28.18	24.05	20.99	17.64
次高端合计	43.70	33.43	47.13	26.34	26.22	31.82
地产酒合计	25.71	20.45	22.09	20.39	15.40	(6.26)
其他合计	8.40	2.20	5.74	(9.82)	(11.44)	3.92
全部合计	33.09	14.15	27.24	22.42	19.14	12.24

资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 3：白酒子板块利润增速情况 (%)

	2018H1	2018Q3	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3
高端合计	40.43	7.72	32.47	32.16	28.96	21.71
次高端合计	72.41	69.15	63.24	25.64	26.00	40.74
地产酒合计	32.87	21.65	27.72	18.73	17.10	(7.95)
其他合计	13.58	(30.89)	138.38	(2.79)	(37.84)	(3.87)
全部合计	39.38	11.70	32.96	28.01	25.46	16.50

资料来源：Wind、安信证券研究中心

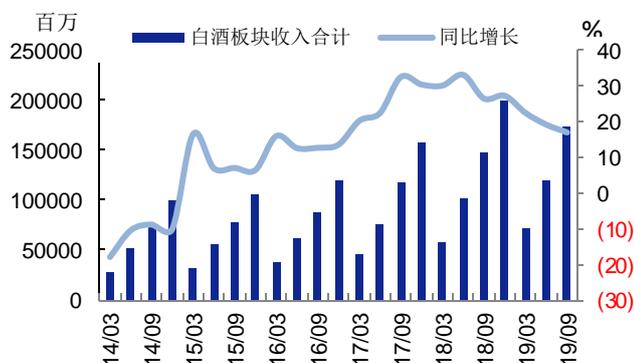
销售费用率方面，高端酒 2019H1 销售费用率同比下滑，2019Q3 销售费用率同样同比下滑，反映高端酒品牌拉动的基本属性，竞争格局相对稳定，茅台供不应求，五粮液老窖放量顺利，规模效应良好。次高端市场投入强度较大，主要是次高端处于市场扩张期和品牌培育期，且竞争格局未定，竞争力度较大。2019H1 销售费用率同比提升，2019Q3 同比小幅回落但依旧维持高位。

表 4：销售费用率走势 (%)

	2018H1	2018Q3	2018	2019Q1	2019H1	2019Q3
高端合计	8.79	8.56	7.48	6.44	8.09	8.26
次高端合计	21.30	21.88	22.03	23.07	24.09	21.53
地产酒合计	14.39	15.33	15.81	13.26	14.66	15.82
其他合计	15.88	16.49	16.37	14.00	19.36	18.65
全部合计	11.47	11.59	10.88	9.91	11.36	11.46

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：白酒板块累计收入规模及增速



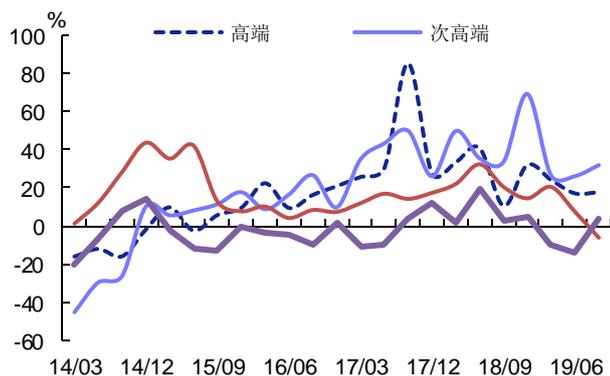
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：白酒板块累计净利润规模及增速



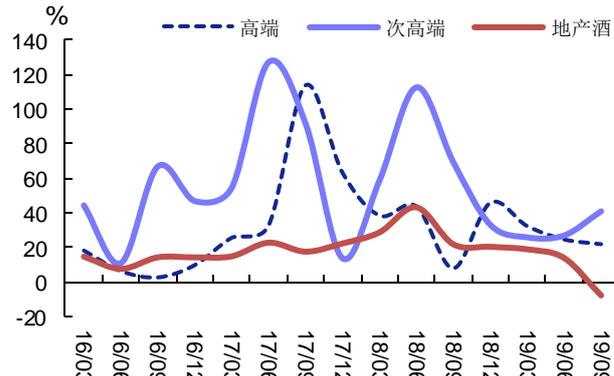
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：高端、次高端白酒收入增速领先



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：高端、次高端白酒利润增速领先



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 5: 白酒上市公司 2019 年三季度业绩概览

证券简称	2019Q3				2019Q2			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
贵州茅台	223.36	13.28	105.04	17.11	186.92	10.89	87.30	20.29
五粮液	99.51	27.10	32.08	34.55	95.61	27.08	28.61	33.72
泸州老窖	34.64	21.86	10.46	35.50	38.44	26.01	12.35	35.98
山西汾酒	27.49	34.45	5.06	53.62	26.30	28.73	3.13	37.96
水井坊	9.61	19.71	3.00	53.41	7.60	29.30	1.21	7.46
沱牌舍得	6.23	9.11	1.17	9.57	5.23	5.04	0.85	2.12
酒鬼酒	2.59	9.48	0.28	(39.50)	3.63	40.49	0.83	60.14
洋河股份	50.99	(20.61)	15.65	(23.07)	51.09	2.08	15.61	2.03
古井贡酒	22.15	11.91	4.93	35.78	23.20	4.34	4.65	49.33
老白干酒	8.63	(11.27)	0.77	(20.99)	8.10	12.34	0.77	7.08
今世缘	10.59	32.27	2.22	28.30	11.02	26.55	4.31	24.10
迎驾贡酒	7.67	8.93	1.56	34.15	7.22	19.64	0.91	57.79
口子窖	10.47	(0.15)	4.01	(1.80)	10.57	16.25	3.50	22.96
金徽酒	2.92	70.38	0.28	877.99	3.01	(1.92)	0.26	(29.18)
金种子酒	1.87	(24.87)	(0.40)	808.98	2.18	(9.98)	(0.41)	2,834.83
伊力特	5.70	13.90	1.01	35.68	4.22	(12.00)	0.52	(44.77)
青青稞酒	2.85	12.48	0.05	(505.93)	1.76	(21.23)	(0.28)	(2,339.45)

资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.2. 啤酒: 产品高端化, 盈利能力有所改善

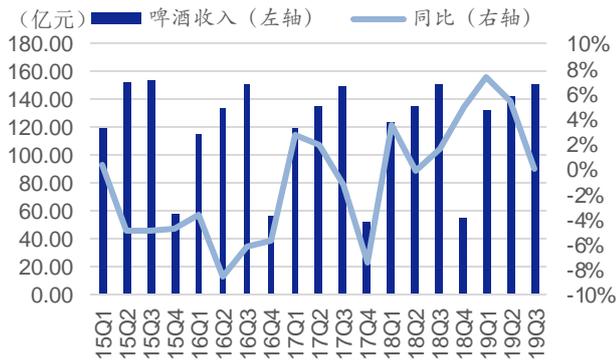
2019 年前三季度啤酒板块实现营业收入 426.42 亿元, 同比增长 3.97%, 净利润 43.18 亿元, 同比增长 26.88%, 前三季度整体毛利率 40.83%, 同比增 0.91pct, 三季度啤酒板块实现营业收入 151.39 亿元, 同比减少 0.04%, 净利润 16.95 亿元, 同比增长 34.93%, 单三季度整体毛利率 40.98%, 同比提升 1.67pct。啤酒行业盈利能力改善明显, 主要受益于产品高端化、增值税率下调、自身经营改善(关厂减亏等)。

表 6: 啤酒板块 2019 年三季度业绩概览

证券简称	2019Q3				2019Q2			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
青岛啤酒	83.46	-1.66	9.55	19.78	85.99	8.83	8.23	29.59
燕京啤酒	39.08	1.3	1.27	21.76	30.14	-2.63	4.54	0.22
重庆啤酒	11.93	2.79	3.55	103.2	1.72	-3.56	1.53	13.95
珠江啤酒	13.79	5.44	2.42	50.63	13.58	5.97	1.82	32.06
惠泉啤酒	2.03	1.21	0.22	1.56	9.99	5.11	0.12	-9.25
兰州黄河	1.10	-15.81	-0.06	161.59	1.34	3.03	-0.03	-89.61

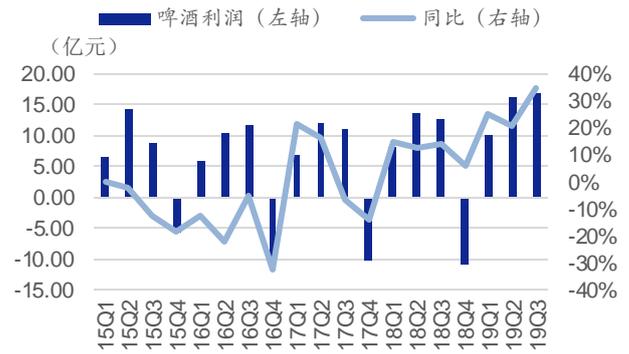
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 11：啤酒板块单季度收入及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 12：啤酒板块单季度净利润及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.3. 乳制品：收入环比改善，龙头伊利盈利转好，妙可蓝多收入维持高增

前三季度乳制品上市公司合计实现收入 976.7 亿元，同比增 11.14%，其中 Q3 收入 33.59 亿元，同比增 11.44%，前三季度归母净利 64.53 亿元，同比增 9.16%，其中 Q3 归母净利 19.85 亿元，同比增 9.8%。收入与归母净利 Q3 均呈环比改善态势。

行业毛利率小幅下滑主因原奶成本提升。前三季度行业平均毛利率 36.57%，同比下滑 0.45pct，其中 Q3 毛利率 35.10%，同比下滑 0.48pct，环比下滑 1.34pct，主因原奶成本上涨、行业竞争激烈。

销售费用率下行。前三季度行业销售费用率 23.65%，同比下滑 1pct，其中第三季度销售费用率 22.70%，同比下滑 1.71pct，环比下滑 2pct。

龙头伊利股份从容面对竞争，三季度利润超预期。伊利股份前三季度营收增速 11.98%，其中 Q3 增 10.39%，增速环比上升 1.72pct，分业务看，前三季度伊利常温液奶、奶粉均双位数增长，低温同比下滑 1% 左右，快于行业增速，其中 Q3 常温保持较好增长，低温、奶粉相较于上半年略有放缓；贡献因素分拆，前三季度量贡献 6-7%，产品结构贡献 4%，单价 1-2%，其中 Q3 量、价、产品结构均正贡献，其中单价贡献 2%，可见买赠力度稍有减弱，公司面对激烈竞争，沉稳应对、并表现相对出色，常温市占率稳步提升。同时伊利前三季度归母净利为 56.31 亿元，同比增 11.55%，其中 Q3 实现归母净利 18.50 亿元，同比增 15.49%，主因毛利率微增、销售费用率下滑 2.43pct，受益于产品结构升级+买赠减少，Q3 毛利率微增 0.19pct，而销售费用率下滑 2.43pct，主因收入规模效应以及费用投放季度间波动，建议以全年维度看待销售费用率。

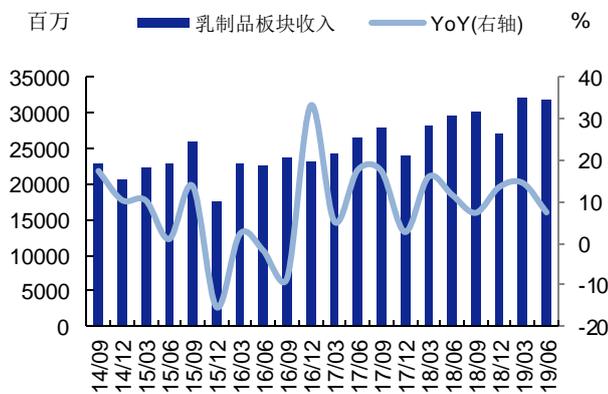
妙可蓝多儿童奶酪棒持续放量。妙可蓝多 Q3 实现收入 4.45 亿元，同比 46.12%，归母净利 376 万元，同比下滑 12.68%，扣非归母净利后 343 万元（去年同期亏损 635 万元），收入拆分来看，Q3 奶酪棒实现收入 1.32 亿元，环比增约 30%，主要系渠道持续扩张与下沉；电商双十一旺季+渠道持续扩张，预计四季度奶酪棒收入继续维持高增。

表 7: 乳制品板块 2019 年三季度业绩概览

证券简称	2019Q3				2019Q2			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
伊利股份	236.06	10.39	18.50	15.49	219.41	8.67	15.05	11.83
光明乳业	60.47	21.10	0.77	29.98	56.38	3.04	2.26	12.38
三元股份	21.10	12.31	0.21	48.57	22.29	9.18	1.31	46.81
科迪乳业	1.14	(70.90)	(0.47)	(208.11)	3.45	12.45	0.50	19.65
燕塘乳业	3.93	11.82	0.44	97.26	4.17	17.50	0.56	69.20
天润乳业	3.94	3.75	0.40	15.82	4.76	11.79	0.47	12.07
麦趣尔	2.07	11.51	0.10	(21.79)	1.51	(3.60)	0.05	28.01
贝因美	7.22	24.89	0.16	(18.49)	6.63	(3.70)	(1.31)	-

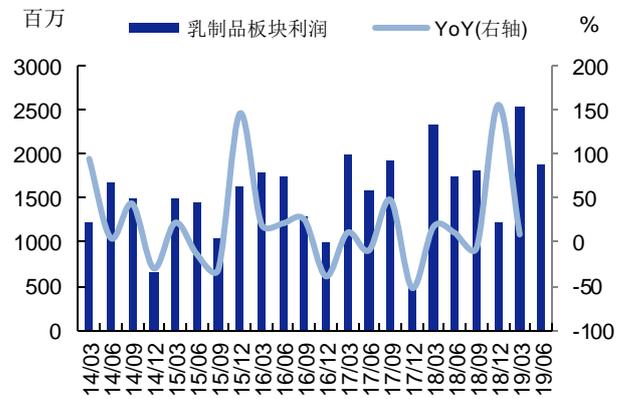
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 13: 乳制品板块单季度收入及增速



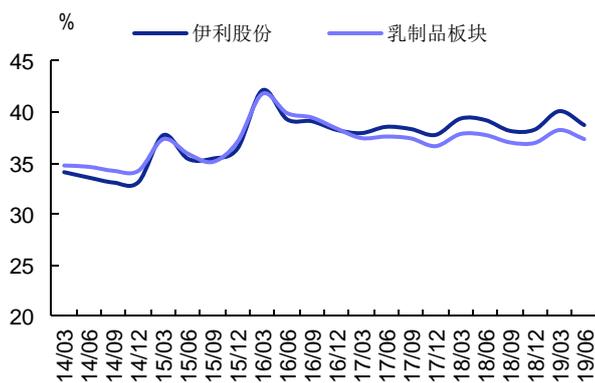
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 14: 乳制品板块单季度利润及增速



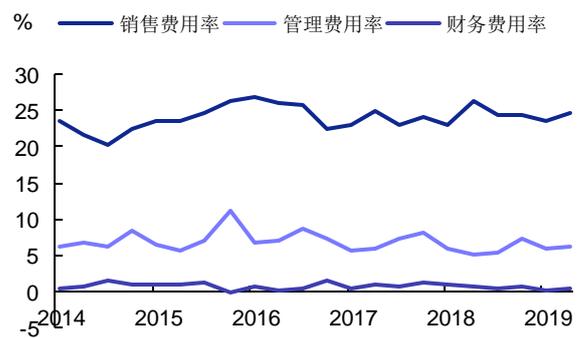
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 15: 乳制品板块毛利率走势



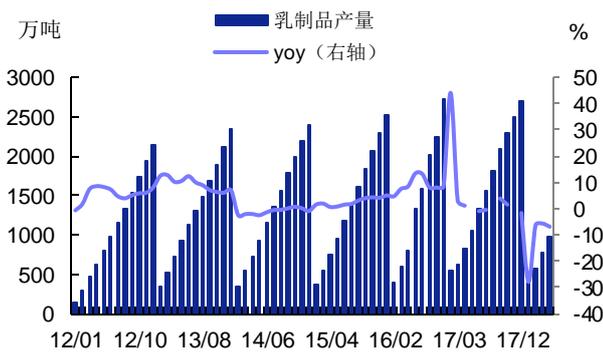
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 16: 乳制品板块费用率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 17: 乳制品行业 2018 年 1-5 月产量下滑 6.87%



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18: 国内原奶价格走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.4. 肉制品: 成本压力致毛利率下行, 但龙头有望穿越周期

2019 年前三季度肉制品板块收入 758.34 亿元, 同比增长 19.00%, 净利润 45.13 亿元, 同比增 8.97%。单三季度肉制品板块收入实现收入 282.08 亿元, 同比增长 29.44%, 净利润 16.18 亿元, 同比增长 17.98%。

成本压力下毛利率同比下行。2019 年前三季度肉制品上市公司平均毛利率 15.55%, 同比下滑 1.73pct, 其中 Q3 毛利率 14.97%, 同比下滑 1.63pct, 环比提升 0.18pct, 同比下滑主要系成本提升 (猪肉/鸡肉价格大幅上涨)。

双汇发展 Q3 盈利拐点显现。双汇发展前三季度实现收入 419.94 亿元, 净利润 39.43 亿元, 分别同比增 14.57%和 7.96%, 其中 Q3 实现收入 165.57 亿元, 净利润 15.44 亿元, 同比增 28.13%和 21.85%, 盈利能力大幅改善, 分板块看, 肉制品方面, Q3 肉制品收入增 9%, 预计主要为价贡献; 营业利润率环比增 5.4pct, 同比增 0.4pct, 主因提价+鸡肉成本红利; 屠宰方面, Q3 屠宰业务收入增 40.6%, 营业利润增 147.2%, 屠宰量下滑 28.3%, 头均净利达 179 元, 判断主因: 1) 冻肉库存释放; 2) 进口肉增加; 3) 猪肉-生猪价差提升。我们预计 Q4 盈利继续转好, 主要系 Q4 提价效应进一步显现、冻肉库存贡献屠宰盈利弹性。

表 8: 肉制品板块 2019 年三季度业绩概览

证券简称	2019Q3				2019Q2			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY (%)
双汇发展	135.57	28.13	15.44	21.85	134.81	15.5	11.02	-16.58
龙大肉食	47.77	110.61	0.58	43.48	33.64	88.74	0.15	91.07
得利斯	5.50	10.43	0.04	12.76	4.66	14.33	-0.13	50.32
上海梅林	48.51	-2.55	0.20	85.29	63.56	14.61	1.29	3.86
新五丰	6.61	40.92	-0.48	-477.76	4.29	23.52	0.35	-169.05
金字火腿	0.43	-60.37	0.08	-191.77	0.32	-60.31	0.07	375.15
伊赛牛肉	7.70	40.1	0.31	-31.62	5.94	50.83	0.16	-38.13

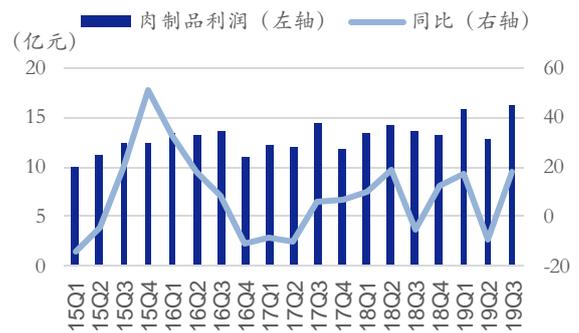
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19：肉制品行业单季度收入及增速



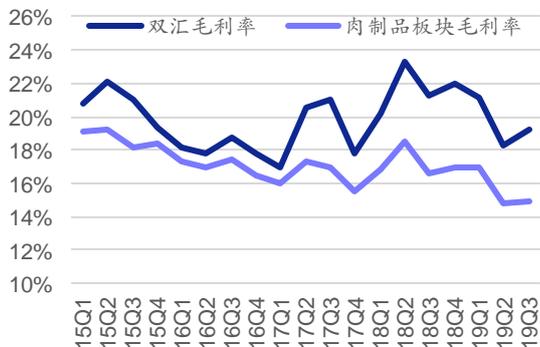
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 20：肉制品行业单季度利润及增速



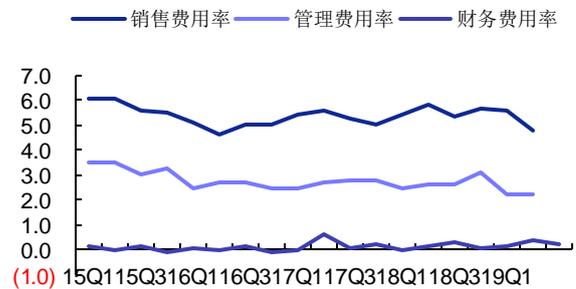
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 21：肉制品行业毛利率走势



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 22：肉制品行业费用率走势



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.5. 调味品：酱醋板块保持平稳，火锅调味料增速环比下滑但仍维持较高水平

2019 年 Q3 调味品板块收入 143.96 亿元，同比增长 18.33%，净利润 21.29 亿元，同比增长 11.01%。分板块来看，酱醋行业收入增速相对平稳，单三季度收入同比增长 16.11%，环比二季度提高 0.60pct，利润同比增长 21.53%，环比提升 2.26pct，整体优势调味品（酱醋+榨菜、酵母）Q3 收入增速 15.86%，净利润增速 17.20%，增速环比略有增加主因涪陵榨菜 Q3 收入增速回升至 7.64%；火锅复合调味料板块 Q3 收入增 18.09%，增速相较于 Q2 明显下滑，主要系天味食品 Q3 收入增长低于预期，净利润增 5.10%，环比下滑 44.15pct.，主因安记食品与天味食品 Q3 净利润增速大幅下降。

海天味业 Q3 营收 46.64 亿元，同比增 16.85%，环比 Q2 提速，归母净利 10.85 亿元，同比增 22.84%，分品类，Q3 酱油收入增 14%，蚝油增 19%，酱类增 14%，相对 Q2 均提速，酱类改善明显，平台化布局逐步形成，预计全年达到年初制定收入/利润增速 16%/20%的目标。

中炬高新 Q3 营收/归母净利 11.38/1.80 亿元，同比增 14.93%/22.32%，其中美味鲜 Q3 收入同比增 14.3%，净利润同比增 17.53%，收入与利润增速均维持相对平稳，分品类，Q3 酱油、鸡精粉营收增速分别为 8.6%、18.9%，增速相较于上半年微幅放缓；食用油 Q3 收入增 42.2%，相较于上半年（27.20%）加速，后期公司通过体制改革、阳西产能释放，有望达成五年“双百”目标。

千禾味业 Q3 实现收入 3.36 亿元，同比增 25.61%，归母净利 4949 万元，同比增 28.64%，扣非后归母净利 4772 万元，同比增 40.70%，分产品看，Q3 酱油、食醋、焦糖色收入分别增

35.86%、15.89%、-12.60%，酱油维持快速增长，其中主力产品零添加增速达 40-45%，带动产品结构持续升级。

恒顺醋业 Q3 实现收入 4.5 亿元，同比增长 4.24%，归母净利 1.09 亿元，同比增长 14.21%，分产品看，食醋收入同比增 3.91%，料酒同比增 39.06%，环比二季度加速，Q3 毛利率 44.43%，同比提升 3.72pct，主因产品结构优化及年初提价。

总体来看，尽管今年以来宏观经济低迷、餐饮需求放缓，但是酱醋龙头多品类均衡发展、对渠道保持强控制力，市占率持续提升，业绩稳定性高。

毛利率方面，2019 年三季度调味品板块毛利率 34.52%，同比下滑 1.89pct；酱醋板块毛利率 41.92%，环比下滑 0.33pct，同比下滑 0.42pct，判断主要系原材料成本以及人工提升；火锅复合调味料板块三季度毛利率 36.54%，同比减 3.12pct，主要系成本提升以及产品结构变化。

销售费用方面，三季度调味品板块投入有所减少，板块整体销售费用率 11.11%，同比下滑 0.41pct；其中酱醋板块销售费用率 12.84%，同比下滑 1.34pct，规模效应显现；火锅复合调味料三季度销售费用率 9.65%，同比增 2.71pct，主要系区域龙头企业积极渠道扩张与品牌建设、以及人员薪酬增加。

表 9：调味发酵品板块 2019 年三季度业绩概览

证券简称	2019Q3				2019Q2			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
海天味业	46.64	16.85	10.85	22.84	46.70	16.00	12.73	21.79
中炬高新	11.38	14.93	1.80	22.32	11.61	13.78	1.77	4.43
恒顺醋业	4.50	4.24	1.09	14.21	4.20	3.79	0.70	9.37
加加食品	4.50	18.13	0.19	(16.30)	4.72	18.36	0.31	14.58
千禾味业	3.36	25.61	0.49	28.64	3.03	29.96	0.37	44.09
涪陵榨菜	5.18	7.64	2.03	(6.78)	5.59	0.56	1.60	(16.18)
安琪酵母	18.46	17.43	2.01	17.76	18.94	11.65	2.27	0.83
梅花生物	38.22	26.88	1.91	(26.49)	36.42	18.20	3.22	45.37
*ST 莲花	4.78	6.77	(0.36)	(10.23)	4.56	8.56	1.71	(695.89)
佳隆股份	0.67	10.27	0.05	(17.71)	0.73	(14.39)	0.10	(23.79)
安记食品	0.98	27.51	0.10	8.39	0.88	5.17	0.15	44.92
天味食品	4.48	14.77	0.93	2.43	3.24	39.01	0.29	51.58

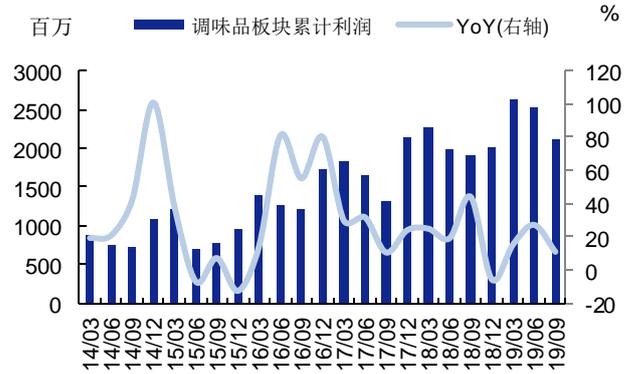
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 23：调味品板块单季度收入及增速



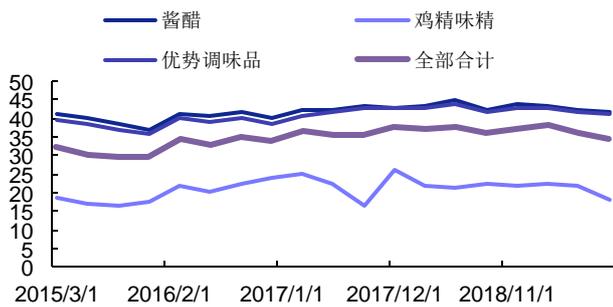
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：调味品板块单季度利润及增速



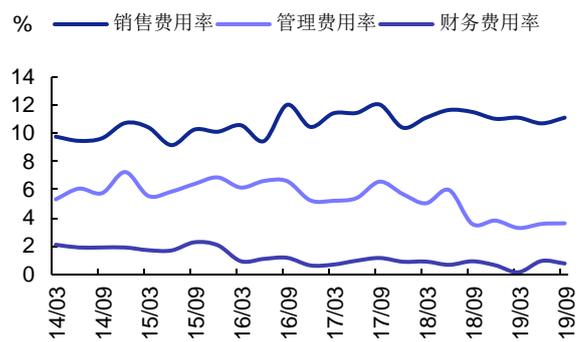
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 25: 调味品板块毛利率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 调味品板块费用率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.6. 饮料及休闲食品: 速冻食品加速改善、休闲零食高增、饮料分化

三季度休闲零食及卤制品、速冻食品收入加速。Q3 休闲零食及卤制品、小食品、速冻食品、烘焙类、饮料板块收入 77.42 亿元、23.78 亿元、23.26 亿元、25.20 亿元、43.02 亿元，分别同比+26.23%、-6.65%、+10.34%、+10.89%、+2.91%，其中速冻类和休闲零食及卤制品 Q3 收入提速，三季度净利润 4.96、1.25、1.01、4.39、7.65 亿元，同比增长 19.90%、54.42%、64.18%、3.08%、5.90%，速冻类盈利持续转好。

Q3 速冻食品盈利普遍好于市场预期，预计 Q4 提价效应进一步显现。安井食品三季度收入、净利润增速 16.59%、34.95%，收入增速相较于 Q2 放缓主要系高基数影响，净利润弹性来自销售费用率/财务费用率同比下滑 0.9pct/1pct，在成本压力下，根据草根调研，公司于 9 月对部分肉制品提价，11 月仍有提价计划，预计提价效应将在 Q4 进一步体现。三全食品 Q3 营业收入 11.68 亿元，同比增 4.78%；归母净利 2782 万元，同比增 280.26%，利润弹性来自费用率下滑（Q3 销售费用率同比下滑 1.37pct，受益于零售业务体制改革），同时根据草根调研，为对冲成本上行，公司于 9 月开始对水饺产品变相提价，预计 Q4 费用率持续回落+提价，预计四季度盈利持续转好。

休闲零食方面，洽洽食品收入加速、净利润超预期主因小黄袋放量、规模效应下开始盈利，三只松鼠收入维持高增。洽洽食品 Q3 公司实现营业收入 12.32 亿，同比增 19.01%，归母净利 1.8 亿，同比增 37.79%，公司收入盈利均超预期，主因小黄袋高增带来规模效应，蓝袋瓜子大单品保持快增导致整体毛利率提升，预计四季度小黄袋维持快增，主因节庆销售旺季，同时公司加大拓展江浙沪团购市场，同时判断目前小黄袋略微跨过盈亏平衡点，后期盈利弹性大。三只松鼠第三季度 2019Q3 实现营业收入 22.03 亿元，同比增 53.24%，归母净利 2921 万元，同比增 50.95%，主要系今年较去年三季度政府补助减少 4403.53 万元，剔除政府补助影响，扣非后归母净利 2340 万元，同比增 10.06%，收入快速增长主因：1) 上市大促；2) 多品类矩阵（烘焙品类放量），目前公司积极筹备双十一（上新品引流、合作物流仓），预计 Q4 收入维持高增。

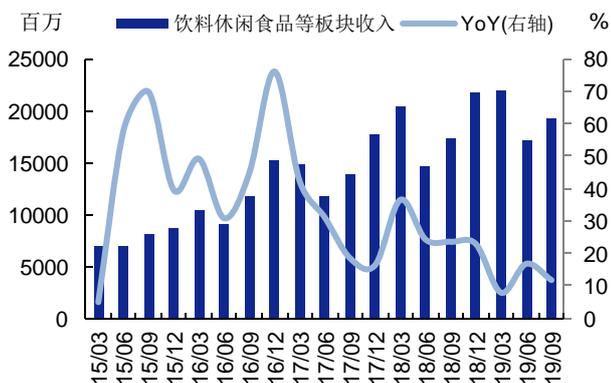
饮料分化明显，预调酒重拾快速增长。百润股份 Q3 收入增速 27.85%，净利润增速 77.53%，收入高增主要系微醺系列预调酒放量，利润弹性主要来自规模效应下费用率下滑；香飘飘 Q3 收入增速 23.85%，净利润同比减 21.57%，分品类果汁茶 Q3 收入 1.83 亿元，Q1-Q3 实现收入约 7.7 亿元，Q3 环比一二季度放缓，判断主因天气转凉销售放缓，而盈利下降主因销售费用率增 3.98pct（签约代言人等费用）、股权激励摊销费用增加。传统植物蛋白饮料公司养元饮品和承德露露营收增长乏力。

表 10: 饮料及休闲食品板块 2019 年三季度业绩概览

证券简称	2019Q3				2019Q2			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
休闲食品								
洽洽食品	12.32	19.01	1.80	37.79	9.47	11.78	1.07	20.79
好想你	11.84	26.39	0.04	-13.72	9.35	11.99	-0.06	-64.48
煌上煌	5.09	20.5	0.71	29.86	6.69	8.32	0.76	20.33
来伊份	8.77	2.72	-0.29	24.58	8.44	5.73	-0.20	283.47
绝味食品	13.96	18.21	2.18	26.54	13.36	19.24	2.15	30.77
盐津铺子	3.41	28	0.24	48.29	2.98	19.22	0.38	209.06
三只松鼠	22.03	53.24	0.29	-50.95	16.44	68.22	0.17	-169.14
小食品								
金字火腿	0.43	-60.37	0.08	-191.77	0.32	-60.31	0.07	375.15
桂发祥	1.33	5.78	0.24	-6.68	1.07	5.15	0.18	9.97
双塔食品	4.57	-32.14	0.54	-418.86	7.90	97.49	0.56	572.59
克明面业	7.35	3.51	0.29	-41.47	7.29	17.58	0.43	4.76
黑芝麻	10.11	8.51	0.10	-70.01	10.34	29.65	0.12	199.44
速冻食品								
三全食品	11.68	4.78	0.28	280.26	11.34	-10.07	0.49	-9.91
安井食品	11.58	16.59	0.73	34.95	12.39	25.07	1.00	13.85
烘焙食品								
元祖股份	9.56	4.52	2.40	6.01	4.92	10.83	0.42	-16.73
桃李面包	15.64	15.18	1.99	-0.24	14.16	20.19	1.83	17.89
饮料								
香飘飘	10.03	23.85	1.09	-21.57	5.40	148.22	-0.28	-65.69
维维股份	9.78	-0.71	0.01	-24.6	12.88	6.07	-0.005	-101.01
百润股份	3.81	27.85	0.92	77.53	3.52	14.21	0.94	77.62
承德露露	5.15	4.29	1.01	3.4	3.26	14.79	0.40	16.93
养元饮品	14.25	-10.59	4.62	6.82	9.62	-26.64	4.18	10.53

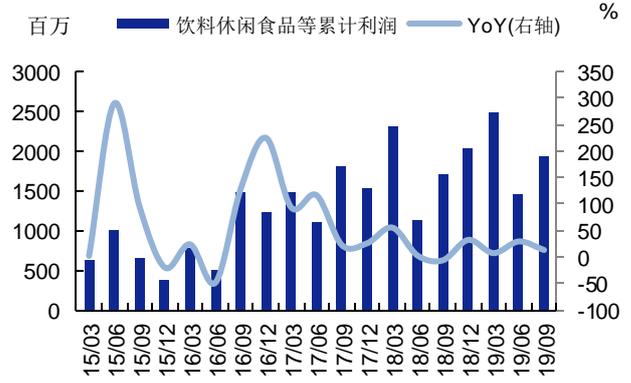
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 饮料休闲食品等单季度收入规模及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 饮料休闲食品等单季度净利润规模及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

3. 市场综述: 白酒板块继续领跑, 食品板块新股受追捧

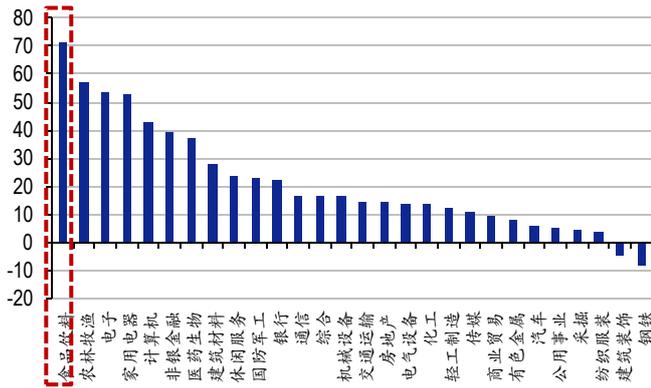
板块超额收益明显, 白酒板块继续领跑, 食品板块新股受追捧。年初至今, 食品饮料板块上涨 71.15%, 上证综指上涨 18.62%, 创业板增长 34.90%, 食品饮料板块大幅跑赢大盘, 在申万 28 个子行业中位居第一。

分子行业来看, 白酒年初以来上涨 100.96%, 超额收益突出; 其他酒类板块排名第二, 年初至今上涨 93.00%; 饮料制造累计上涨 91.67%; 调味品前三季度累计上涨 56.47%; 啤酒板块上涨 27.73%; 乳制品板块前三季度累计上涨 27.68%; 个股来看, 年初以来涨幅前 20 位

的个股中（截至11月1日，剔除次新股），9家为白酒公司。

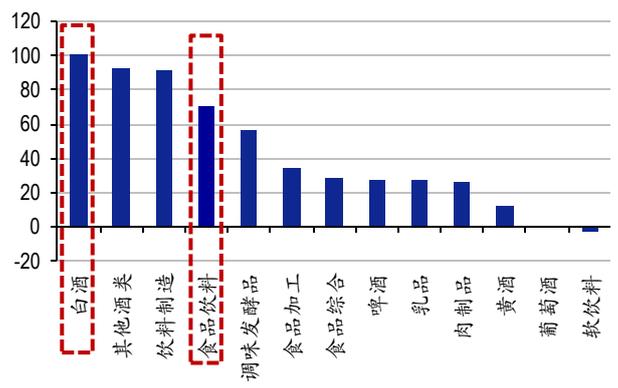
白酒板块溢价凸显，食品板块估值稳定上行。白酒行业整体估值三季度维持相对平稳，截至11月1日收盘行业动态市盈率为32.17倍，较年初上涨近57.8%，白酒相对A股估值倍数由年初的1.92倍提升至2.70倍。在宏观承压、外资长线资金增加的双重背景下，市场越来越重视优质板块的长期投资价值，食品饮料板块以良好的业绩表现、更好的业绩确定性获得估值溢价。食品板块目前整体估值在34.49倍左右，较年初上涨28.3%，相对A股的估值倍数为2.89倍左右。

图 29：年初至今各行业收益率（%）



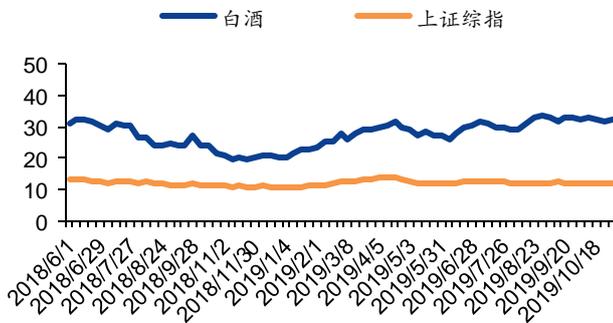
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 30：年初至今食品饮料各子行业收益率（%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 31：白酒行业市盈率走势（PE-TTM），当前在 32.2 倍



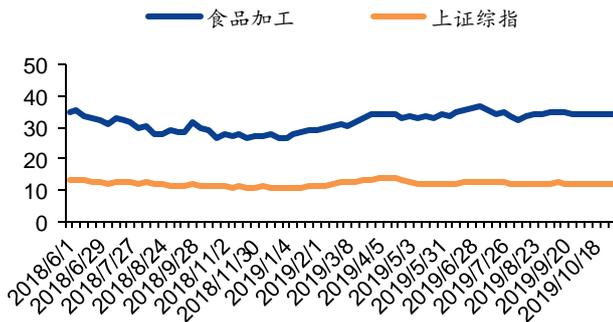
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 32：白酒行业自 15 年股灾以来，相对 A 股持续溢价



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 33：非酒行业市盈率走势（PE-TTM），当前在 34.5 倍



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 34：非酒行业市盈率相对上证综指倍数，在 2.6 倍左右



资料来源：Wind、安信证券研究中心

4. 投资建议

核心推荐：白酒方面核心配置行业+香型**双重龙头茅五汾**，其中茅台酒销量从目前3万吨附近到未来5万吨左右（根据基酒产量合理推算）的销售达成路径清晰，我们预计市值和价值会与之匹配，具有长期投资价值；山西汾酒的销售规模和预计市值将会与汾酒的复兴（通过体制机制持续深化改革完善，持续推动全国化，品牌回归，高端品牌影响力提升，以青花30占位700-800元成功为标志的高端化）相匹配，其中过程或许波动，但整体确定性是高的。白酒其他重点优质标的还有泸州老窖、古井贡酒、顺鑫农业，正在积极渠道营销调整的洋河股份等。

食品方面，推荐短期业绩改善、提价提升中长期盈利水平的双汇发展，市场投入思路清晰且大单品和新品快速成长洽洽食品，品类快速成长的妙可蓝多，深度改革见成效并且有长期toB逻辑的三全食品。

食品大板块值得长期跟踪覆盖甚至推荐的四极：调味品，肉制品，乳制品，速冻食品（我们建议积极关注），目前我们侧重推荐的是肉制品（双汇）和速冻食品（安井，三全食品，以及火锅料产业）。

5. 风险提示

板块存在食品质量安全风险，估值过高而业绩波动较大甚至不达预期的风险；2020年春节较早导致Q1开门红压力较大。

■ 行业评级体系

收益评级:

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

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

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

风险评级:

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

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

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

■ 免责声明

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

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

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn				
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn				
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn				
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn				
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn				
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn				
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn				
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn				
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn				
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn				
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn				
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn			
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn			
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn			
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn				
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn				
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn				
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn				
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn				
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn				
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn			
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn				
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn				
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn				
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn				
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn				
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn				
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn				
	18221132911	黎欢	王红彦	黄秋琪	巢莫雯	杨萍	聂欣

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034