

## 食品饮料行业 2019 年三季报总结

# 白酒板块行稳致远，大众品龙头稳健改善

**推荐（维持）**

- 白酒板块：高端酒兑现业绩稳健性，板块下半场行稳致远。高端白酒：全年计划完成前置，收入增长稳健。**茅台虽 Q3 发货量略低预期，但关联交易方案妥善落地、直销体系逐步推进以及价格理性回归，使得业绩仍可实现稳健理性增长；五粮液管理改善带来的红利仍在延续，针对营销渠道改革及八代普五换装升级的组合拳赢得高度认可，全年发货提前完成，公司年初 500 亿目标完成在望；国窖回款迈入百亿，特曲控货推新，处于良性较快发展节奏；洋河对渠道开展主动性调整，刮骨疗伤，静待企稳。**次高端白酒：汾酒基本面扎实，短期费用节奏波动，业绩存分化。**汾酒水井坊 Q3 增长势头良好，汾酒省外爆发增长，玻汾青花放量，三年国改即将顺利收官；水井坊 300-400 元仍为核心放量价格带，收入保持 20% 左右稳健增长。**区域及大众白酒：苏酒徽酒龙头业绩短期分化，牛二玻汾双重演绎低端酒全国化逻辑。**古井省内产品结构升级及省外局面改善仍在持续，业绩弹性释放；今世缘国缘系列持续放量，省外市场突破明显；顺鑫全国化进程扎实推进，稳步跨入百亿阵营。**从盈利能力看，**高端酒表现稳健，次高端汾酒水井坊因费用投放节奏提升净利率，古井今世缘结构升级费用优化；**从预收账款来看，**旺季预收款多数环增，高端次高端表现较好；**从现金流表现来看，**回款增速优于收入，整体增长质量良好，现金流表现有所分化，高端五粮液老窖较优，次高端汾酒水井亮眼。
- 大众品板块：必选龙头业绩稳健改善，细分龙头规模优势继续显现。乳制品：龙头把握 Q3 旺季节奏，收入增速加快。**19Q3 行业增速回升，龙头增速领先，伊利 Q3 业绩增速环比改善；公司通过掌控奶源、产品结构升级平抑成本压力，高基数下销售费用率同比下行，提升净利率。**调味品：海天等龙头保持稳健，安琪业绩逐季改善。**龙头海天继续保持稳健增长，中炬、恒顺、千禾收入表现稳健，盈利能力保持稳步提升；安琪酵母业绩逐季改善得到验证；榨菜短期积极去库存调整。**肉制品：双汇低价原料及提价贡献弹性，Q4 有望延续。**双汇年内 5 次提价拉动肉制品盈利提升，19Q3 肉制品同比+9.0%，增长由价升贡献，预计年内仍将有提价举动。低成本原料带来弹性，头均净利创新高。19Q3 屠宰收入同增 40.6%，利润提升主要来自于冻肉库存释放及进口肉增加所致。**速冻食品：安井成本仍可从容应对，业绩表现持续稳健，股权激励绑定核心团队。****烘焙面包：桃李 Q3 费用率有所提升，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：绝味开店节奏及同店收入维持稳步增长，收入业绩仍保持较快增长。****休闲食品：Q3 促销力度加大，收入保持较快增长，松鼠收入保持高增，洽洽业绩提速超预期。****保健品：行业增速受行业整顿及电商法影响有所放缓，龙头短期承压，静待政策影响出清。****啤酒：高端化趋势及增值税利好带动吨价继续提升，但 Q3 销量表现不佳，中长期龙头业绩稳步兑现。**
- 投资建议：白酒方面，**行业短期对来年经济环境和内在增长动力确实弱化，但中高端酒的需求稳定性更高，尤其一线酒增长路径清晰，更有望平滑周期性，预期即使增速放缓，估值回调空间非常有限，建议坚守。二线酒业波动略大，股价波动也略大，但企业经营管理能力强，应紧密关注估值回调区间，在增速放缓确认后积极选择低估值配置。**标的方面，**弱化周期，行稳致远，继续首推**一线高端酒茅五泸，关注二线高端酒估值回调后的配置机会（古井、顺鑫、今世缘、汾酒、洋河、口子窖）。**大众品方面，必选消费需求保持稳健，龙头份额提升，供应链管理是长期致胜因素，关注餐饮产业变革下的机遇。**配置伊利股份、安琪酵母、双汇发展等业绩改善、估值较低标的；**细分龙头成长稳健值得坚守，**继续推荐安井食品、中炬高新、绝味食品、桃李面包等；**等待涪陵榨菜、汤臣倍健等改善拐点；啤酒行业格局改善趋于积极，战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。
- 风险提示：经济下行，行业竞争加剧。**

**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

**证券分析师：于芝欢**

 邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com  
 执业编号：S0360519090001

**证券分析师：程航**

 电话：021-20572565  
 邮箱：chenghang@hcyjs.com  
 执业编号：S0360519100004

**联系人：杨传忻**

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

**行业基本数据**

		占比%
股票家数(只)	96	2.59
总市值(亿元)	39,094.19	6.29
流通市值(亿元)	35,555.96	7.79

**相对指数表现**

%	1M	6M	12M
绝对表现	2.57	12.08	67.37
相对表现	-1.04	11.08	47.25


**相关研究报告**

- 《食品饮料行业秋糖专题报告：秋糖思考总结：下半场行稳致远，周期弱化》  
 2019-10-28
- 《食品饮料行业周报（20191021-20191027）：白酒持仓再创新高，下半场行稳致远》  
 2019-10-28

# 目录

一、白酒板块总结：高端酒业绩兑现确定性，板块下半场行稳致远.....	5
(一) 收入分析：高端次高端表现较好，区域龙头势能继续释放.....	5
1、高端白酒：全年计划完成前置，收入增长稳健.....	5
2、次高端白酒：汾酒基本面更为扎实，短期业绩有所分化.....	6
3、区域强势及大众白酒：苏酒徽酒代表市场龙头短期分化，牛二玻汾双重演绎大单品全国化逻辑.....	7
(二) 盈利能力分析：结构升级趋势平稳，次高端费用投放节奏提升盈利能力.....	9
(三) 预收账款分析：旺季预收款多数环比回升，次高端表现良好.....	11
(四) 现金流分析：整体回款质量保持良好，现金流表现有分化.....	12
二、大众品板块总结：必选龙头稳步改善，细分龙头规模优势继续显现.....	14
(一) 乳制品板块：龙头把握 Q3 旺季节奏，收入增速加快.....	14
(二) 调味品板块：龙头收入稳健，盈利持续提升.....	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：低价原料、提价贡献弹性，Q4 有望延续.....	18
(五) 其他食品板块：休闲食品龙头收入提速，速冻卤制品龙头规模优势依旧突出.....	19
1、保健品：行业整顿持续，龙头短期承压.....	19
2、烘焙面包：龙头 Q3 收入稳步增长，费用投放较维持较高水平.....	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：安井成本仍可从容应对，业绩表现持续稳健.....	22
5、休闲食品：促销力度加大，收入快速增长.....	23
三、风险提示.....	24

# 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	白酒上市公司单季度收入及增速 (亿元; %)	8
图表 4	白酒上市公司单季度净利润及增速 (亿元; %)	8
图表 5	白酒上市公司毛利率一览表 (%)	9
图表 6	白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)	10
图表 7	白酒板块毛利率趋势 (%)	11
图表 8	白酒板块净利率趋势 (%)	11
图表 9	白酒上市公司归母净利率一览表	11
图表 10	白酒上市公司预收账款 (亿元)	12
图表 11	白酒上市公司经营活动现金净流量一览表 (亿元)	13
图表 12	伊利常温奶市占率	14
图表 13	伊利低温奶市占率	14
图表 14	伊利/蒙牛净利率对比	14
图表 15	原奶收购价走势	14
图表 16	伊利/蒙牛期间毛利率对比	15
图表 17	伊利/蒙牛销售费用率对比	15
图表 18	乳制品板块上市公司财务数据一览 (亿元, %)	15
图表 19	调味品上市公司及龙头单季度收入及增速 (亿元, %)	16
图表 20	主要调味品公司毛利率同比情况 (%)	16
图表 21	主要调味品公司费用率同比情况 (%)	16
图表 22	调味品板块上市公司三季度财务数据一览 (亿元, %)	16
图表 23	啤酒行业新增产能 (万吨, %)	17
图表 24	啤酒行业月度产量 (万千升, %)	17
图表 25	部分啤酒公司销量增速	18
图表 26	部分啤酒公司吨价增速	18
图表 27	啤酒板块上市公司前三季度财务数据一览 (亿元, %)	18
图表 28	行业定点生猪屠宰量及增速 (万头)	19
图表 29	猪价和生猪价格走势 (元/公斤)	19
图表 30	双汇单季屠宰量 (万头)	19
图表 31	双汇单季肉制品销量 (万吨)	19
图表 32	阿里平台保健品行业销售额	20

图表 33	天猫品牌店占比稳步提升.....	20
图表 34	汤臣倍健收入情况（亿元，%）.....	20
图表 35	汤臣倍健归母净利润情况（亿元，%）.....	20
图表 36	桃李面包营业收入及增速（亿元，%）.....	21
图表 37	桃李面包归母净利润及增速（亿元，%）.....	21
图表 38	绝味食品与周黑鸭门店数量对比.....	21
图表 39	绝味食品收入及增速（亿元，%）.....	21
图表 40	绝味食品业绩及增速（亿元，%）.....	22
图表 41	绝味食品与周黑鸭盈利能力对比.....	22
图表 42	安井营收及增速（亿元，%）.....	22
图表 43	安井归母净利及增速（亿元，%）.....	22
图表 44	休闲食品 19Q1-3 收入及增速（亿元，%）.....	23
图表 45	休闲食品 19Q1-3 净利润及增速（亿元，%）.....	23
图表 46	其他食品板块上市公司财务数据一览（亿元，%）.....	23

## 一、白酒板块总结：高端酒业业绩兑现确定性，板块下半场行稳致远

### （一）收入分析：高端次高端表现较好，区域龙头势能继续释放

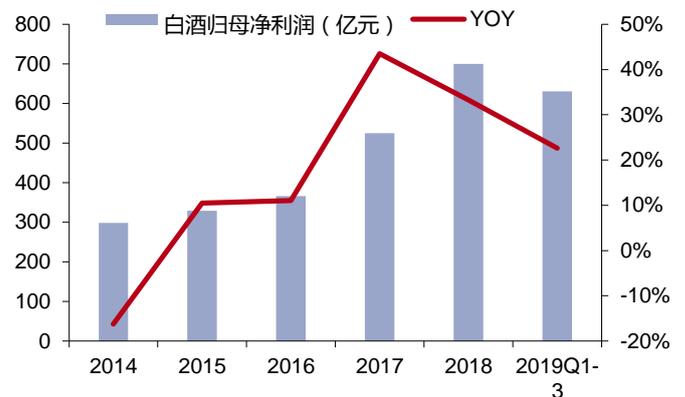
白酒板块总体保持稳健增长。2019Q1-3 白酒上市公司合计实现收入 1842.27 亿元，同增 16.9%，归母净利润 630.50 亿元，同增 22.6%。单季度来看，2019Q3 白酒上市公司合计实现收入 553.71 亿元，同增 12.7%，归母净利润 187.32 亿元，同增 16.2%。从规模以上白酒企业表现来看，根据工信部数据，2019 年 1-8 月，全国规模以上酿酒企业营业收入达 5487.2 亿元，同增 8.1%，利润总额 1045.2 亿元，同增 18.7%，2019 年 1-9 月，规模以上白酒企业产量累计达 574.8 万吨，同降 1.8%。

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

### 1、高端白酒：全年计划完成前置，收入增长稳健

从前三季度来看，茅台、五粮液、国窖 1573 全年计划基本前置完成，茅台五粮液集团千亿目标预计都将提前实现。前三季度高端白酒依旧延续稳健增长态势，茅台尽管因直销未完全放开，经销计划继续收回，Q3 发货量略低预期，但关联交易方案妥善落地、直销体系逐步推进以及价格理性回归，使得业绩仍可实现稳健理性增长。茅台 Q3 以来商超电商直销相继落地，经销渠道提前执行剩余全年计划；五粮液 Q3 八代五粮液发货 5000 多吨，前三季度已完成全年 2.3 万吨发货计划，展望明年现有管理班子搭建成型，开拓团购等增量渠道，发货量保持双位数增长，继续重视改革带来改善的持续兑现；国窖 1573 前三季度回款百亿元目标基本完成，专营公司轧账预计提前，特曲接力增长，新品推出提升产品结构，处于良性较快发展节奏。洋河在新销售领导上任后对渠道开展主动性调整，刮骨疗伤，静待企稳改善。

**贵州茅台：Q3 发货略低预期，业绩稳健理性。**2019Q1-3 茅台酒收入 538.3 亿元，同增 16.4%，单 Q3 茅台酒收入 190.4 亿元，同增 12.8%。Q3 末预收款为 112.6 亿元，小幅回落。我们估算 Q3 实际发货量在 8400 吨左右，同比并无增长。前三季度茅台发货低于市场预期，推测由于直销未放开，经销仍在收回所致。短期虽然直销发货并未全面放开，但随着直销体系逐步建立，期待后续直销渠道稳步推进。Q3 商超电商等直销落地后，对中秋国庆旺季价格理性回归起到明显作用，我们认为酒价理性回归之后的小幅波动远比节前酒价一路疯涨来得要好，利好茅台及行业发展应是市场共识。系列酒方面，前三季度实现收入 70.38 亿元，同增 18.6%，Q3 实现收入 23.83 亿元，同增 22.8%。

**五粮液：全年目标完成在望，组合拳带来积极改善。**2019Q1-3 公司实现营业收入 371.02 亿元，同增 26.8%。公司今年以来针对营销渠道改革及八代普五换装升级的组合拳赢得高度认可，结合渠道调研反馈，八代五粮液 Q3 发货 5000 吨左右，前三季度已完成年度 2.3 万吨发货计划，部分经销商已新增部分打款。因此年初公司收入 500 亿，保持 25% 左右增长的目标完成顺利在望。中秋国庆期间，公司适度加大发货节奏，批价有所回落，但基于积分扫码

系统逐步落地完善，后续有望通过渠道优化、终端计划量匹配以及加强市场秩序管理等手段实现更好的渠道和价格把控，当前库存水平合理，批价仍有望稳中有升，公司目标批价仍将挺至千元。

**泸州老窖：国窖迈入百亿，特曲控货推新。**高档酒方面，结合渠道反馈，预计前三季度国窖 1573 专营公司回款百亿目标基本完成，增速预计保持在 30% 左右。西南、河北、山东等传统强势市场增长稳健，华东、华南等薄弱市场实现较快增长，“东进南下”策略收效明显。中档酒方面，特曲 60 版持续发力团购渠道，老字号特曲 H1 增速明显，Q3 第九代特曲控货提价，因此增速短期有所放缓，但新推第十代新品，卡位 300 元价格带，深耕县级市场，后续积极导入市场，目标实现特曲品牌复兴。窖龄酒主推窖龄 60、90 年，卡位次高端，短期积极调整，静待后续放量增长。

**洋河股份：刮骨疗伤，静待企稳。**从今年二季度以来，公司进入到主动性的营销和渠道调整周期，也展现忍受短期业绩阵痛、敢于刮骨疗伤的勇气，销售领导新上任之后，对于此前公司长期逐步积累的问题进行全面解决，如渠道库存偏高、部分地区压货、厂商关系不和谐、核心产品渠道利润下降带来的市场秩序等问题。公司正视短期问题，从 6 月起开展海天梦核心产品控货，基于对库存水平监测，中秋前后继续实施控货，因此导致单 Q3 发货下降带来报表增速全面下滑，预计公司在本轮达到目标批价及合理库存水平之前，将继续执行控货政策。

## 2、次高端白酒：汾酒基本面更为扎实，短期业绩有所分化

从三季报来看，次高端板块内部有所分化，汾酒水井坊增长势头良好，前三季度业绩增速超 30%。汾酒方面，公司省内市场稳定增长，省外市场爆发增长，省外收入占比已过半，其中玻汾系列针对空白市场快速放量，青花系列高举高打，加强价格管控及配额管理。渠道调研反馈，省外各市场计划完成度推进良好，环山西如山东等地保持较快增长，华东市场目标完成良性实现高增速。今年公司三年国改即将顺利收官，期间经营管理持续改善，预计明年青花有望提速，玻汾势头不减。水井坊方面，公司新总经理到位后，加大渠道精细化管控，指标明确，外企风格强化，预计仍设定相对积极考核指标，新销售财年回款指标良好，300-400 元井台和臻酿八号前三季度收入同增 27%，仍为核心放量价格带。未来全国化仍将稳步推进，井台和臻酿八号维持竞争优势，不过渠道推力下降的状况亟待改善。酒鬼酒方面，Q3 主动调整渠道库存，业绩略低预期，但内参在成立专营公司后，高端酒后续放量势头值得关注。舍得短期业绩平稳，渠道营销战略逐步调整后关注改善。

**山西汾酒：玻汾青花放量增长，省外占比继续提升。**19Q1-3 汾酒收入 79.89 亿元，占比 88.3%，系列酒 6.93 亿元，占比 7.7%，配制酒收入 3.63 亿元，同增 82.5%。公司深入推进抓两头带中间的产品策略，青花系列高举高打，核心终端扩张带来稳步放量；玻汾系列势能持续释放。分区域看，草根调研反馈省外各市场计划完成度推进良好，环山西如山东等地保持较快增长，华东市场目标完成良性实现高增速。Q3 新增经销商 171 家至 2432 家，预计新增经销商以中小商为主，库存较为良性。

**水井坊：收入保持稳健增长，300-400 元仍是放量核心价格带。**量价来看，公司 19Q1-3 实现销量 6626 吨，同增 24%，吨价提升 2%，营收增长主要来源于分销网络的扩张和稳步高端化。分产品来看，19Q1-3 公司高档酒收入 25.41 亿元，同增 23.2%，八号及井台仍将是公司现阶段核心放量单品。分地区来看，19Q1-3 北区延续高增，南区、西区环比加速，中区增速有所放缓，东区收入稳健增长。

**酒鬼酒：**公司 Q3 对酒鬼及内参系列有所控货，调整渠道库存，业绩短期有所波动，今年以来内参在成立专营公司后，渠道活力有所改善，高端酒后续放量势头值得关注。**舍得酒业：**公司总体业绩增长平淡，单 Q3 收入增长 9.1%，利润增长 9.6%，继续聚焦舍得系列，沱牌积极推新品，前三季度中高档酒收入 15.27 亿元，同增 18.7%，占比 97.2%。

展望明年，总体来看，我们认为次高端品牌过去几年跑马圈地之后，客观上渠道投入及终端资源竞争正逐步加剧，部分公司短期季度费用率下降更多是确认节奏所致，同时次高端价格带需求更易受到经济及消费信心波动影响。汾酒和水井坊基本面相对扎实，汾酒国改带来的经营改善仍在兑现，水井坊稳健风格预计仍能保持 20% 左右的稳健

成长，酒鬼酒与舍得等品牌积极关注改善。当然，如古井、今世缘等酒企次高端产品也在快速放量，驱动其产品结构稳步升级。

### 3、区域强势及大众白酒：苏酒徽酒代表市场龙头短期分化，牛二玻汾双重演绎大单品全国化逻辑

从三季报来看，苏酒和徽酒两大代表性省级样本龙头业绩短期也有所分化。古井省内产品结构升级及省外局面改善两方面仍在持续，渠道反馈 Q3 已基本完成全年回款任务，库存水平优于去年同期，蓄力 Q4 去库存及春节备货。省内公司卡位 200-300 元消费升级价格带，古 8 及以上产品发力，古 7 古 8 产品占比提升。今世缘国缘系列仍为大力放量产品，300 元以上特 A+ 产品收入同增 47.7%，调研反馈省内南京及华东省外市场动销库存保持良性，省外市场明显突破，Q3 省外增速高达 96.0%，经销商净增 109 家至 382 家。与此同时，徽酒口子窖收入增速有所放缓，19Q1-3 省内收入同增 5.3%，单季度收入近年来首次出现负增长；洋河主动进入营销和渠道调整周期，Q3 执行控货政策致发货量下降，单 Q3 收入 50.99 亿元，同降 20.6%。

低端酒市场近年来呈现的光瓶酒热仍在持续，牛栏山陈酿和汾酒玻汾目前成为扩张势头最好的两大单品。牛栏山方面，2018 年销售收入 92.78 亿元，同增 43.8%，今年前三季度白酒收入增长保持在 15% 左右，全年顺利进入百亿阵营。近期酒博会及秋糖会等调研反馈，外埠市场渠道进一步下沉，产品结构稳步升级，新一代陈酿、精品陈酿和珍品陈酿等升级产品逐步起量，整体动销回款保持良好，外埠市场如山东、江苏及上海等市场继续保持较快增长，全国化稳步扎实推进。我们认为，今年牛栏山跨入百亿阵营之后，在全国化驱动之下，白酒主业仍可实现 15%-20% 的稳健增长。玻汾方面，玻汾系列势能持续释放，预计前三季度增速在 60% 左右，加大空白市场开发，继续保持较快增速。渠道调研反馈，内蒙、河南、山西等市场增长表现良好，东北华北及华东等地今年铺货带来销量增长也较为明显，山东地区玻汾增长预计翻倍，零售价 48 元在终端接受度良好，烟酒店等渠道反馈周转快。我们认为，牛二和玻汾两款大单品正凭借品质和渠道优势，稳步实现全国化扩张，光瓶酒大单品全国化逻辑持续演绎。

**古井贡酒：收入保持稳健增长，产品结构持续升级。**前三季度收入整体表现保持稳健增长，渠道反馈 Q3 已基本完成全年回款任务，渠道打款备货良性，库存水平优于去年同期。省内公司卡位 200-300 元消费升级价格带，古 8 及以上产品发力宴席渠道，精准营销核心意见领袖，保持较快增长。同时，古 20 也在积极卡位，发力团购渠道。省外河南、河北市场全年任务已经完成，古 7 古 8 产品占比提升。同时，公司继去年 10 月将河北列为战略市场后，今年 6 月将河北、东北、西北市场统一为北方大区，预计后续将持续发力。

**今世缘：国缘系列持续高增，省外市场明显突破。**分产品看，300 元以上特 A+ 产品收入同增 47.66%，占比提升 6.6pcts 至 56.2%，特 A 类产品收入同增 19.4%，继续驱动增长。渠道调研反馈，国缘系列渠道动销良好，产品结构稳步升级。分市场看，前三季度省内南京大区和徐州大区收入同增 47.84% 和 60.42%，南京大区超越大本营淮安成为营收首要贡献极；省外市场前三季度收入 2.66 亿元，同增 62.3%，占比提升 0.88pct，其中 Q3 省外市场明显突破，增速高达 96.0%，与渠道调研反馈省外大商合作稳步推进一致，Q3 省外经销商净增 109 家至 382 家。

**口子窖：Q3 收入增速低预期，省内增长短期放缓。**19Q1-3 公司实现收入 34.66 亿元，同增 8.1%，Q3 收入 10.47 亿元，同降 0.15%，其中高档白酒实现收入 32.69 亿元，同增 7.5%。分地区来看，19Q1-3 省内收入 27.54 亿元，同增 5.3%，省外收入 6.72 亿元，同增 20.6%。

**顺鑫农业：Q3 收入表现良好，白酒业务增长稳健。**公司 Q3 收入 26.46 亿元，同增 34.25%，增速有所提升，其中白酒业务增长稳健，预计增速保持在 15% 左右，肉类业务收入及地产业务确认也有所贡献。白酒业务方面，调研反馈新一代陈酿、精品陈酿和珍品陈酿等升级产品逐步起量；外埠市场如山东、江苏及上海等市场继续保持较快增长，全国化稳步扎实推进。从预收款表现来看，Q3 末母公司预收款 36.71 亿元，同增 63.0%，环比仅小幅下降 4.6%，渠道整体回款情况继续保持优异，渠道调研也反馈，牛栏山渠道利润稳定，渠道资源投入相对竞品较大，流通经销商忠诚度高，打款积极。

图表 3 白酒上市公司单季度收入及增速 (亿元; %)

	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q1-3	YoY
贵州茅台	224.81	22.2%	186.92	10.9%	223.36	13.3%	635.09	15.5%
五粮液	175.90	26.6%	95.61	27.1%	99.51	27.1%	371.02	26.8%
泸州老窖	41.69	23.7%	38.44	26.0%	34.64	21.9%	114.77	23.9%
洋河股份	108.90	14.2%	51.09	2.1%	50.99	-20.6%	210.98	0.6%
山西汾酒	40.58	20.1%	23.20	26.3%	27.49	24.5%	91.27	25.7%
水井坊	9.30	24.2%	7.60	29.3%	9.61	19.7%	26.51	23.9%
舍得酒业	6.97	34.1%	5.23	5.0%	6.23	9.1%	18.43	16.0%
酒鬼酒	3.46	30.5%	3.63	40.5%	2.59	9.5%	9.68	27.3%
古井贡酒	36.69	43.3%	23.20	4.3%	22.15	11.9%	82.03	21.3%
口子窖	13.62	9.0%	10.57	16.3%	10.47	-0.2%	34.66	8.1%
今世缘	19.55	31.1%	11.02	26.5%	10.59	32.3%	41.16	30.1%
老白干酒	11.49	55.8%	8.10	12.3%	8.63	-11.3%	28.22	16.1%
顺鑫农业	47.65	19.9%	36.51	12.0%	26.46	34.3%	110.62	20.2%
伊力特	5.18	0.1%	4.22	-12.0%	5.70	13.9%	15.11	0.8%
迎驾贡酒	11.60	2.7%	7.22	19.6%	7.67	8.9%	26.49	8.7%
金徽酒	5.14	5.5%	3.01	-1.9%	2.92	70.4%	11.06	14.6%
金种子酒	2.89	-6.1%	2.18	-10.0%	1.87	-24.9%	6.93	-13.1%
青青稞酒	3.66	-23.0%	1.76	-21.2%	2.85	12.5%	8.26	-13.2%
合计	769.08	22.0%	519.48	14.3%	553.71	13.1%	1842.27	18.4%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

图表 4 白酒上市公司单季度净利润及增速 (亿元; %)

	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q1-3	YoY
贵州茅台	112.21	31.9%	87.30	20.3%	105.04	17.1%	304.55	23.1%
五粮液	64.75	30.3%	28.61	33.7%	32.08	34.6%	125.44	32.1%
泸州老窖	15.15	43.1%	12.35	36.0%	10.46	35.5%	37.95	38.6%
洋河股份	40.21	15.7%	15.61	2.0%	15.65	-23.1%	71.46	1.5%
山西汾酒	8.77	22.6%	3.13	38.0%	5.06	53.6%	16.96	33.4%
水井坊	2.19	41.2%	1.21	7.5%	3.00	53.4%	6.39	38.1%
舍得酒业	1.01	21.5%	0.85	2.1%	1.17	9.6%	3.03	10.9%
酒鬼酒	0.73	16.2%	0.83	60.1%	0.28	-39.5%	1.84	14.3%
古井贡酒	7.83	34.8%	4.65	49.3%	4.93	35.8%	17.42	38.7%
口子窖	5.45	21.4%	3.50	23.0%	4.01	-1.8%	12.96	13.5%
今世缘	6.41	26.0%	4.31	24.1%	2.22	28.3%	12.94	25.7%
老白干酒	1.17	57.1%	0.77	7.1%	0.77	-21.0%	2.71	11.2%
顺鑫农业	4.29	17.2%	2.19	89.9%	0.17	-69.7%	6.65	23.9%
伊力特	1.49	23.8%	0.52	-44.8%	1.01	35.7%	3.02	4.4%

	2019Q1	YoY	2019Q2	YoY	2019Q3	YoY	2019Q1-3	YoY
迎驾贡酒	3.53	9.0%	0.91	57.8%	1.56	34.2%	6.00	20.5%
金徽酒	1.09	-9.9%	0.26	-29.2%	0.28	878.0%	1.63	1.3%
金种子酒	0.09	21.5%	-0.41	-	(0.40)	-	-0.72	-
青青稞酒	0.50	-41.8%	-0.28	-	0.05	-	0.28	-68.3%

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

## (二) 盈利能力分析: 结构升级趋势平稳, 次高端费用投放节奏提升盈利能力

**毛利率: 高端酒总体稳步改善, 部分公司有所波动。**整体来看, 2019Q1-3 白酒板块加权平均毛利率 76.8%, 同比小幅提升。**高端酒方面**, 茅台单 Q3 毛利率同比略降 0.6pct, 预计受产品结构短期波动影响; 五粮液受益于核心产品量价齐升以及系列酒品牌瘦身清理, 前三季度毛利率有所提升, 单 Q3 毛利率因产品结构及非酒业务季度波动同降 1.4pcts; 泸州老窖受益国窖 1573 及特曲产品多次提价, 特曲 60 带动腰部产品结构改善, 毛利率明显提升。洋河 19Q1-3 毛利率 71.7%, 同降 1.4pcts, 推测部分系经销商返利政策调整带来的影响。**次高端方面**, 汾酒因青花及玻汾提价以及系列酒品牌积极瘦身梳理, 毛利率有所改善。水井坊、酒鬼酒产品结构稳步升级, 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 2019Q1-3 公司毛利率 76.3%, 同降 1.6pcts, 推测主要系包材及人工成本上涨所致; 今世缘 2019Q1-3 毛利率 72.5%, 同比略降 0.2pct, 主要系产品结构较去年同期特 A+ 系列占比小幅下降所致。**大众酒方面**, 顺鑫农业 2019Q1-3 毛利率同降 3.2pcts 至 34.91%, 主要系营业成本增长明显, Q3 营业成本同增 41.06%, 预计由毛猪及猪肉价格快速上涨至屠宰毛利率继续承压以及 Q3 低端酒销售及核算占比大所致。

图表 5 白酒上市公司毛利率一览表 (%)

公司名称	2019Q1-3	同增 (pcts)	2019Q3	同增 (pcts)
贵州茅台	91.5%	0.4	90.8%	-0.7
五粮液	73.8%	0.3	73.8%	-1.4
泸州老窖	81.1%	4.1	84.2%	2.8
洋河股份	71.7%	-1.4	73.9%	-2.6
山西汾酒	69.2%	1.2	63.9%	-0.7
水井坊	82.5%	0.9	83.0%	0.7
舍得酒业	75.6%	3.5	77.6%	0.7
酒鬼酒	77.6%	-0.3	77.6%	0.9
古井贡酒	76.3%	-1.6	75.2%	-2.1
口子窖	74.3%	-0.1	70.4%	-3.8
今世缘	72.5%	-0.2	73.9%	-0.9
老白干酒	62.3%	-0.4	63.9%	1.0
顺鑫农业	34.9%	-3.2	28.8%	-3.4
伊力特	50.2%	2.4	48.5%	1.5
迎驾贡酒	62.4%	2.2	61.2%	2.9
金徽酒	60.0%	-2.5	66.1%	5.4
金种子酒	38.2%	-8.5	29.6%	-12.0
青青稞酒	64.8%	-1.2	64.6%	-0.2

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

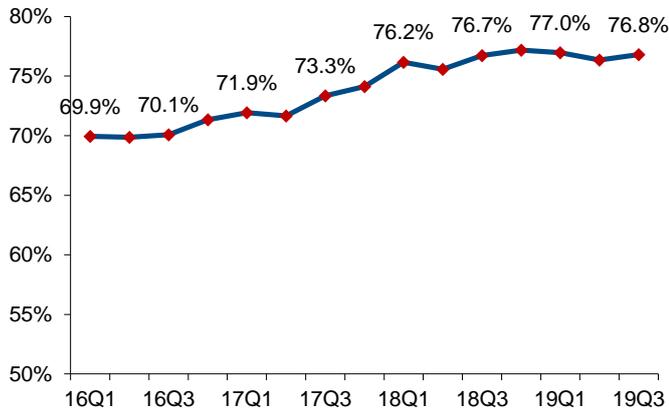
**费用率：次高端费用投放节奏有所波动，古井今世缘结构升级费用优化。**次高端部分公司短期季度费用率下降主要系确认节奏所致，山西汾酒 Q3 销售费用率 10.3%，同降 7.7pcts，水井坊 Q3 销售费用率 22.9%，同降 5.8pcts，舍得酒业 Q3 销售费用率同降 10.0pcts，带来业绩弹性。古井今世缘在省内产品结构持续升级，销售费用投放效率提升，带来费用率的优化，其中古井 Q3 销售费用率 25.8%，同降 7.3pcts，今世缘 Q3 销售费用率 17.4%，同降 2.8pcts。此外，洋河因省内竞争加剧及加大费用投入，2019Q1-3/2019Q3 销售费用率同比分别提升 1.3/5.1pcts。**管理费用率：**酒企加强费用精细化管理，多数企业总体管理费用率平稳或有所下降。

图表 6 白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)

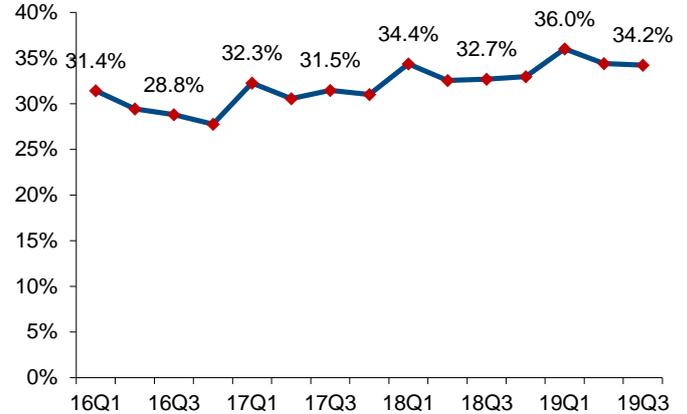
公司名称	销售费用率				管理费用率			
	2019Q1-3	同增 (pcts)	2019Q3	同增 (pcts)	2019Q1-3	同增 (pcts)	2019Q3	同增 (pcts)
贵州茅台	4.3%	-1.2	2.9%	-0.5	6.9%	-0.2	6.7%	0.1
五粮液	10.9%	0.4	14.0%	2.2	5.0%	-0.9	5.5%	-1.6
泸州老窖	22.7%	0.2	30.8%	-0.6	5.0%	-0.6	6.2%	0.3
洋河股份	10.8%	1.3	17.6%	5.1	6.6%	0.3	8.4%	1.5
山西汾酒	18.2%	0.0	10.3%	-7.7	5.8%	0.2	7.3%	0.4
水井坊	28.7%	-1.7	22.9%	-5.8	7.3%	-1.9	6.7%	-1.7
舍得酒业	24.0%	-1.2	21.2%	-10.0	13.6%	1.5	12.4%	-0.4
酒鬼酒	28.9%	2.1	37.5%	10.2	8.7%	-1.3	11.1%	0.0
古井贡酒	29.4%	-3.9	25.8%	-7.3	5.9%	-0.7	7.5%	-0.7
口子窖	8.3%	0.4	5.7%	0.2	4.6%	0.6	4.9%	0.8
今世缘	14.0%	-0.4	17.4%	-2.8	3.4%	-0.6	5.7%	-1.3
老白干酒	27.6%	-0.1	30.8%	3.8	9.1%	0.6	9.6%	2.6
顺鑫农业	9.3%	-1.2	6.7%	2.4	5.4%	-0.5	7.6%	0.3
伊力特	6.3%	1.1	3.2%	-2.1	2.7%	0.3	2.4%	0.1
迎驾贡酒	13.9%	-0.3	14.7%	-3.2	5.5%	0.6	6.6%	1.1
金徽酒	16.2%	-0.1	24.5%	-2.3	10.9%	0.8	14.0%	-6.0
金种子酒	29.5%	3.6	31.7%	8.8	14.3%	2	17.8%	4.5
青青稞酒	32.2%	5.7	36.1%	-1.8	14.1%	2.8	13.4%	-1.0

资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

**净利率：盈利能力总体稳步提升，部分公司短期有所波动。**综上受毛利率和费用率影响，整体白酒板块盈利能力持续提升，其中高端龙头茅台五粮液老窖提升更为明显；次高端受益短期费用确认节奏的影响，汾酒水井坊 Q3 净利率提升明显；古井受益结构升级及费用优化，净利率继续提升；洋河及顺鑫短期净利率水平有所波动。

**图表 7 白酒板块毛利率趋势 (%)**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 8 白酒板块净利率趋势 (%)**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 9 白酒上市公司归母净利润率一览表**

公司名称	19Q1-3	同增 (pcts)	19Q3	同增 (pcts)
贵州茅台	48.0%	3.0	47.0%	1.5
五粮液	33.8%	1.3	32.2%	1.8
泸州老窖	33.1%	3.4	30.2%	2.6
洋河股份	33.9%	0.3	30.7%	-1.0
山西汾酒	18.6%	1.2	18.4%	2.7
水井坊	24.1%	2.5	31.2%	6.9
舍得酒业	16.4%	-0.8	18.9%	0.1
酒鬼酒	19.0%	-2.2	10.9%	-8.8
古井贡酒	21.2%	2.7	22.3%	3.9
口子窖	37.4%	1.8	38.3%	-0.6
今世缘	31.4%	-1.1	20.9%	-0.6
老白干酒	9.6%	-0.4	9.0%	-1.1
顺鑫农业	6.0%	0.2	0.6%	-2.2
伊力特	20.0%	0.7	17.6%	2.8
迎驾贡酒	22.7%	2.2	20.3%	3.8
金徽酒	14.7%	-1.9	9.4%	7.8
金种子酒	-10.3%	-10.5	-21.3%	-19.6
青青稞酒	3.3%	-5.8	1.8%	2.3

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

### (三) 预收账款分析: 旺季预收款多数环比回升, 次高端表现良好

**旺季经销商打款积极。高端白酒:** 五粮液、老窖 Q3 末预收账款环比均有所增长, 经销商打款积极, 茅台 Q3 末预收款环降 8.2%, 主要系打款政策调整所致。**次高端白酒:** 汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒 19Q3 末预收账款环比均有增长, 增速分别为 24.3%/35.6%/86.6%/80.4%, Q3 旺季经销商打款积极。**区域强势品牌及大众酒:** 口子窖、今世缘预收账款 2019Q3 末环比小幅增加, 预收账款分别为 5.79/4.74 亿元, 环增 12.6%/54.4%, Q3 末顺鑫农业母公司预

收款为 36.71 亿元，同增 63.0%，环比仅小幅下降 4.6%，

图表 10 白酒上市公司预收账款（亿元）

公司名称	预收款				YoY		QoQ	
	18H1	18Q3	19H1	19Q3	19H1	19Q3	19H1	19Q3
贵州茅台	99.40	111.68	122.57	112.55	23.3%	0.8%	7.7%	-8.2%
五粮液	44.19	24.40	43.54	58.65	-1.5%	140.4%	-10.3%	34.7%
泸州老窖	10.94	14.12	13.92	15.92	27.2%	12.8%	8.3%	14.4%
洋河股份	20.58	27.72	17.79	19.79	-13.5%	-28.6%	-9.8%	11.2%
山西汾酒	8.20	7.87	14.81	18.41	80.6%	133.9%	23.1%	24.3%
水井坊	0.33	0.37	0.59	0.81	82.2%	120.8%	46.7%	35.6%
舍得酒业	1.32	1.79	1.26	2.35	-4.8%	30.8%	-16.4%	86.6%
酒鬼酒	0.91	0.57	0.74	1.34	-18.3%	136.1%	-37.8%	80.4%
古井贡酒	8.03	11.14	5.17	8.90	-35.6%	-20.1%	-53.6%	72.1%
口子窖	5.86	5.72	5.15	5.79	-12.1%	1.2%	5.3%	12.6%
今世缘	2.37	5.98	3.07	4.74	29.4%	-20.7%	5.3%	54.4%
老白干酒	6.33	8.08	3.30	4.95	-47.9%	-38.7%	-42.0%	50.2%
顺鑫农业	34.41	30.96	49.55	48.26	44.0%	55.9%	-4.1%	-2.6%
伊力特	1.53	1.72	0.71	1.22	-53.7%	-28.8%	-40.7%	72.5%
迎驾贡酒	2.99	3.00	2.13	1.88	-28.6%	-37.2%	-25.7%	-11.7%
金徽酒	1.60	1.62	1.40	2.26	-12.2%	39.4%	-19.5%	61.1%
金种子酒	0.96	0.91	1.17	1.28	22.5%	40.6%	16.3%	9.4%
青青稞酒	0.23	0.35	0.64	0.75	183.2%	113.8%	94.0%	16.3%

资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

#### （四）现金流分析：整体回款质量保持良好，现金流表现有分化

**回款：**回款增速优于收入，增长质量有保障。2019Q1-3 白酒板块合计销售回款 1951.51 亿元，同增 19.5%，优于收入增速，Q3 回款 644.06 亿元，同增 7.3%。其中，五粮液、水井坊、汾酒、酒鬼酒前三季度回款增速均超 30%，洋河等表现稍显逊色，主要系前三季度主动渠道调整消化库存，期待来年表现改善。回款/收入指标来看，白酒板块整体回款/收入普遍大于 100%，板块增长健康良性，其中 Q3 五粮液及古井回款/收入指标表现领先。

**经营现金净流量：**板块有所分化，高端五粮液老窖较优，次高端汾酒水井亮眼。高端白酒方面，19Q1-3 五粮液经营活动现金流量净额 161.91 亿元，同增超 3 倍，泸州老窖经营活动现金流量净额 33.45 亿元，同增 47.9%。次高端方面，汾酒、水井坊表现较优，19Q1-3 经营活动现金流量净额分别为 18.96/7.19 亿元，同增 449.4%/390.7%。

**图表 11 白酒上市公司经营活动现金净流量一览表 (亿元)**

	回款		YOY		回款/收入		现金净流量		YOY	
	2019Q1-3	2019Q3								
贵州茅台	661.68	228.39	14.8%	-0.7%	104.2%	102.3%	273.15	32.28	-3.2%	-69.2%
五粮液	423.24	143.60	60.1%	55.6%	114.1%	144.3%	161.91	78.26	317.6%	138.6%
泸州老窖	122.53	41.01	13.7%	-10.9%	106.8%	118.4%	33.45	16.39	47.9%	-11.6%
洋河股份	191.04	60.19	-14.3%	-27.4%	90.6%	118.0%	17.19	22.29	-70.7%	-47.1%
山西汾酒	104.31	29.59	66.3%	31.2%	114.3%	107.6%	18.96	2.05	449.4%	-44.8%
水井坊	30.02	10.94	31.6%	34.3%	113.3%	113.9%	7.19	2.15	390.7%	35.6%
舍得酒业	21.24	7.03	3.5%	10.5%	115.2%	112.8%	2.63	4.02	2.8%	253.2%
酒鬼酒	10.42	2.88	43.2%	50.2%	107.7%	111.1%	1.79	0.56	215.2%	-404.4%
古井贡酒	82.52	29.00	14.1%	-5.4%	100.6%	130.9%	22.41	12.00	-11.7%	-35.8%
口子窖	35.47	12.01	10.5%	8.5%	102.3%	114.7%	6.03	4.06	51.4%	3.3%
今世缘	38.31	12.96	12.9%	3.7%	93.1%	122.4%	5.50	2.52	-30.4%	-36.3%
老白干酒	30.97	10.40	8.7%	-9.2%	109.8%	120.6%	-0.28	1.51	-105.9%	-66.1%
顺鑫农业	121.33	30.80	13.1%	39.9%	109.7%	116.4%	-2.30	-0.66	-132.4%	-91.4%
伊力特	19.49	7.57	11.2%	24.3%	129.0%	132.8%	2.73	2.93	263.2%	1834.8%
迎驾贡酒	26.20	8.15	2.7%	2.7%	98.9%	106.2%	0.50	2.26	-73.1%	2.8%
金徽酒	13.71	4.16	21.8%	112.8%	124.0%	142.8%	2.88	0.77	-2367.6%	-188.9%
金种子酒	8.93	2.91	-7.1%	-11.8%	128.8%	156.0%	-1.73	0.05	12.9%	-91.7%
青青稞酒	10.08	2.47	-9.2%	-18.0%	122.0%	86.6%	-1.04	-0.05	-5920.7%	125.6%

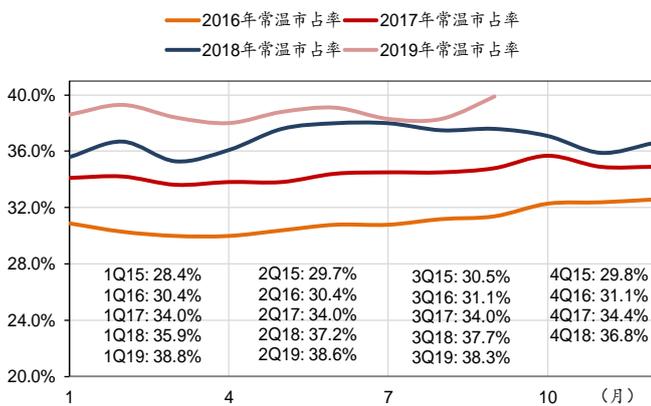
资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业, 标注“-”为前后正负不一致, 计算同比无意义

## 二、大众品板块总结：必选龙头稳步改善，细分龙头规模优势继续显现

### (一) 乳制品板块：龙头把握 Q3 旺季节奏，收入增速加快

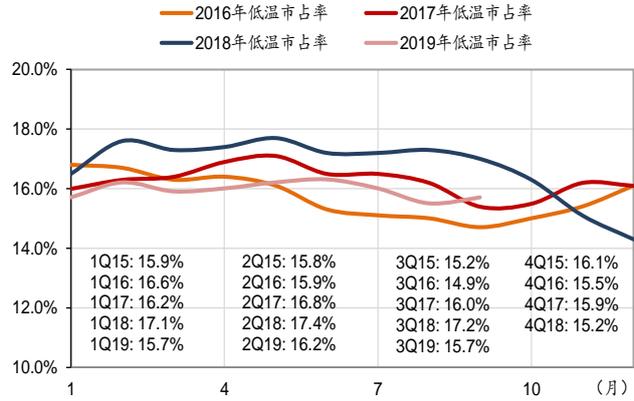
**收入端：龙头收入增长加速，份额持续提升。**19Q3 伊利收入稳增，份额持续提升。19 年前三季度收入同比+11.98%，预计销量/结构/单价分别贡献增速 6%-7%/4%/1%-2%，前三季度金典、安慕希增速保持 15%~20%，小白奶双位数增长，金领冠增速 30%。根据尼尔森，Q3 行业增速回升，龙头增速领先，5 月始蒙牛单月收入增速高于公司，9 月公司增速反超，收入差距不再缩小。Q3 公司常温奶份额同比上升，随竞争加剧，环比略微下滑，常温/低温/婴儿粉份额分别 38.3%/15.7%/6.4%，同比+0.6pct/-1.5pcts/+0.1pct，环比-0.3pct/-0.5pct/+0.0pct。

图表 12 伊利常温奶市占率



资料来源：公司公告，华创证券

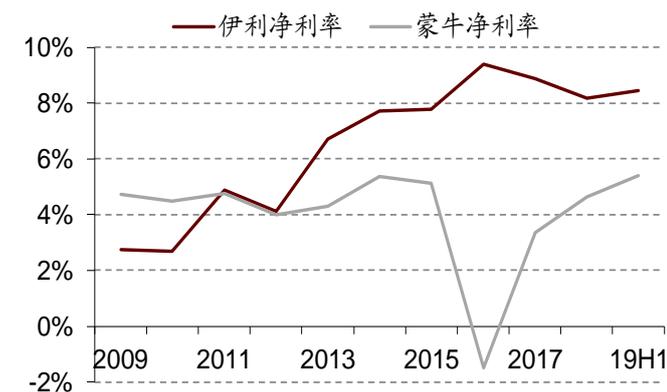
图表 13 伊利低温奶市占率



资料来源：公司公告，华创证券

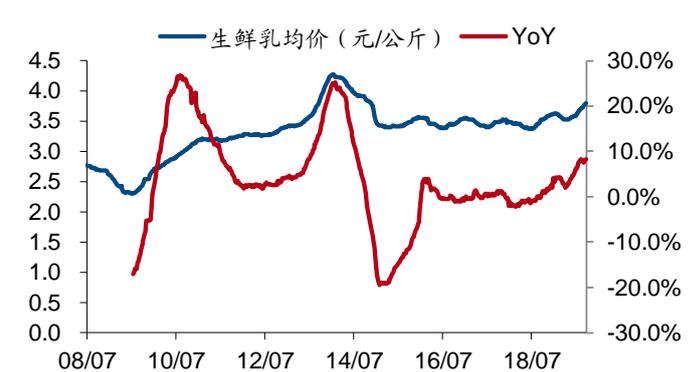
**利润端：结构升级平抑成本压力，高基数下费用率同比下降。**19Q3 伊利毛利率同比基本持平，原奶成本上涨背景下，公司通过掌控奶源、产品结构升级平抑成本压力，凸显全产业链经营能力及强大的规模效应，高基数下销售费用率同比-2.4pcts，管理费用率提升则源于薪酬、研发等费用提升。销售费用率下行拉升净利率+0.3pct。

图表 14 伊利/蒙牛净利率对比

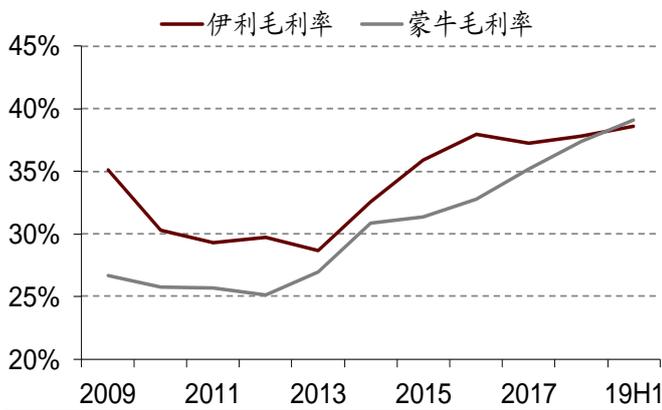


资料来源：Wind，华创证券

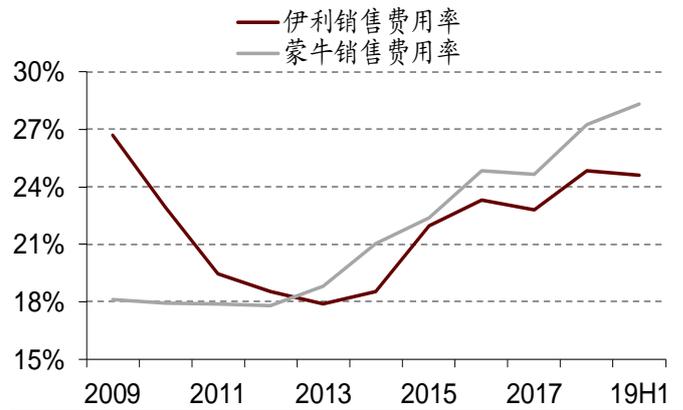
图表 15 原奶收购价走势



资料来源：Wind，华创证券

**图表 16 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 17 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 18 乳制品板块上市公司财务数据一览 (亿元, %)**

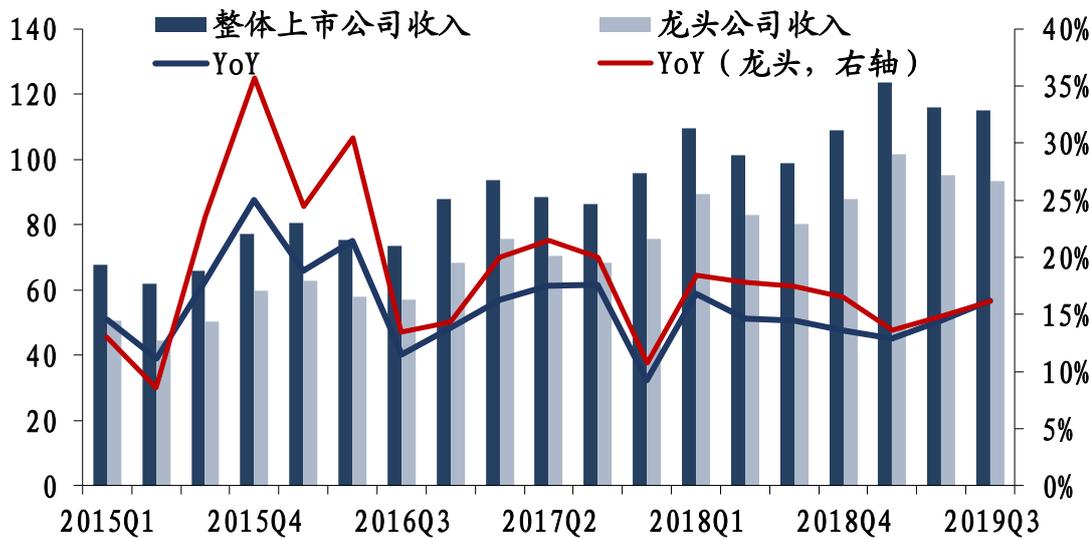
	营业总收入				归母净利润			
	19Q1-Q3	YoY	19Q3	YoY	19Q1-Q3	YoY	19Q3	YoY
伊利股份	686.8	12.0	236.1	10.4	56.3	11.5	18.5	15.5
光明乳业	171.4	8.3	60.5	18.9	4.4	11.3	0.8	29.7
皇氏集团	15.8	-2.1	6.0	-2.9	0.2	145.6	0.1	-81.3
贝因美	20.2	11.5	7.2	24.9	-1.1	-478.9	0.2	-18.5
麦趣尔	5.0	8.0	2.1	11.5	0.2	-28.7	0.1	-21.8
燕塘乳业	10.9	13.1	3.9	11.8	1.1	70.9	0.4	97.3
科迪乳业	7.5	-22.9	1.1	-70.9	0.3	-69.7	-0.5	-208.1
庄园牧场	6.1	30.3	2.1	38.0	0.4	3.2	0.1	7.5
新乳业	42.2	13.3	15.1	13.0	1.8	1.9	0.7	1.8
天润乳业	12.2	10.2	3.9	3.8	1.2	12.8	0.4	15.8
三元股份	62.8	10.7	21.1	12.3	2.1	47.4	0.2	48.6

资料来源：Wind，华创证券

## (二) 调味品板块：龙头收入稳健，盈利持续提升

**收入端：海天收入持续稳健，部分龙头收入略有放缓。**19 前三季度海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业收入分别为 148.24/35.31/16.04/13.30 亿元，同比+16.62%/+11.56%/+3.83%/+7.62%。海天味业 19 前三季度收入稳健增长，三大品类酱油/蚝油/酱分别同比+14.10%/+18.70%/+13.80%，其中酱油、蚝油销量稳健增长，高端酱油保持 20+% 增速，19 年酱类增速逐季改善，19 前三季度预收款 19.38 亿元，环比增长 7.4 亿，渠道打款积极性高。中炬高新美味鲜 19 前三季度营收 33.57 亿元，同比+14.97%，19 年前三季度酱油/鸡精鸡粉/食用油分别同比+9.85%/+19.20%/+33.27%，保持稳健。恒顺醋业实现收入 13.30 亿元，同比+7.62%；其中调味品收入 12.0 亿元，同比+11.1%，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，三季度环比增速改善，料酒因积极开拓市场录得较高增速，其中 19Q3 醋、料酒分别实现收入 3.05/0.70 亿元，同比+3.91%/+39.06%。榨菜、天味三季度以梳理、理顺渠道为主，榨菜收入增速环比小幅改善，天味收入增速出现放缓。

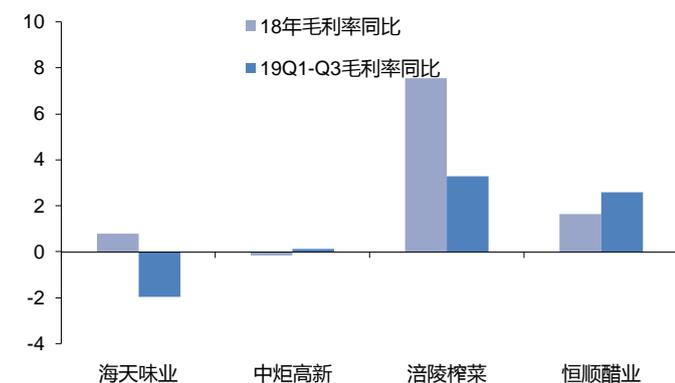
图表 19 调味品上市公司及龙头单季度收入及增速 (亿元, %)



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。

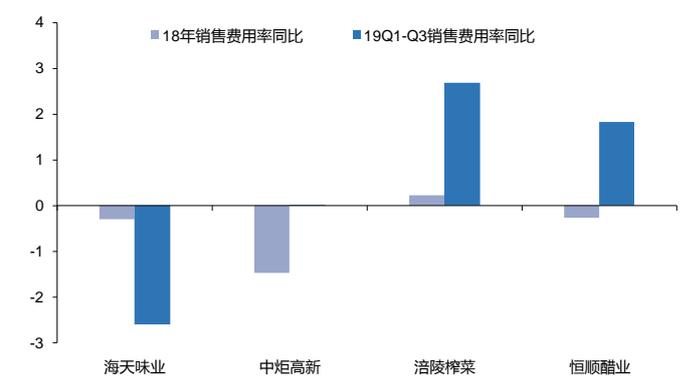
**利润端: 毛利率受制原料成本上行压力, 龙头费用控制良好盈利水平稳升。**毛利率方面, 19 前三季度海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业的毛利率分别为 44.5%/39.01%/59.95%/44.44%, 同比-1.96/-0.17/+2.7/+3.7pcts。海天 19Q3 毛利率同比略降, 源于阶段性加大技改资本投入, 原料采购成本上升。中炬 Q3 毛利率同比下降 0.17pct, 源于高毛利酱油品类占比下降、原料价格略升(味精/I+G)及降价促销力度加大。涪陵榨菜、恒顺醋业毛利率上行则主要源于提价效应、产品结构优化等原因。**费用率方面,** 19 前三季度海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业的销售费用率分别为 11.6%/9.8%/18.7%/16.3%, 同比-2.6/+0.0/+0.7/+1.8pcts。但龙头公司凭借规模效应, 盈利能力保持提升趋势, 净利率方面, 19 前三季度海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业分别为 25.9%/17.0%/32.3%/19.1%, 同比+1.2/+0.0/-1.5/+0.5pcts。

图表 20 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 21 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 22 调味品板块上市公司三季度财务数据一览 (亿元, %)

	营业总收入				归母净利润			
	19Q1-Q3	YoY	19Q3	YoY	19Q1-Q3	YoY	19Q3	YoY
海天味业	148.2	16.6	46.64	16.85	38.4	22.5	10.8496	22.84

	营业总收入				归母净利润			
	2018	2017	2016	2015	2018	2017	2016	2015
中炬高新	35.3	11.6	11.38	14.93	5.5	12.3	5.5	22.32
安琪酵母	55.6	13.5	18.46	17.43	6.7	-1.2	6.7	17.76
涪陵榨菜	16.0	3.8	5.18	7.64	5.2	-1.0	5.2	-6.78
恒顺醋业	13.3	7.6	4.50	4.24	2.5	14.8	2.5	14.21
天味食品	10.8	24.3	4.48	14.77	2.0	19.5	2.0	2.43
安记食品	3.1	32.7	0.98	27.51	0.4	25.7	0.4	8.39
千禾味业	9.3	24.6	3.36	25.61	1.4	-21.4	1.4	28.64
星湖科技	8.4	31.4	2.91	46.02	1.2	281.4	1.2	190.71
佳隆股份	2.2	-5.4	0.67	10.27	0.2	-23.4	0.2	-17.71
加加食品	14.7	12.4	4.50	18.13	1.0	1.5	-	-16.30
*ST 莲花	13.1	1.1	4.78	6.77	0.9	194.0	0.9	10.23

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

**Q3 销量有所下滑, 高端化趋势持续推进。**国家统计局数据显示, 2019 年 1-9 月中国规模以上啤酒企业累计产量 3119.4 万千升, 同比增长 0.7%, 其中 Q3 产量 1137.6 万千升, 同降 7.1%, 主要系部分地区气温异常以及终端去库存影响。1-8 月全国规模以上啤酒企业销售收入 1179.55 亿元, 同增 6.59%, 利润总额 129.73 亿元, 同增 16.14%, 行业利润稳健增长。分公司来看: **1) 嘉士伯:** Q3 中国市场销量+6%, 其中高端产品销量+8%, 推动销售额有机增长 20%; 其中重庆啤酒 Q3 销售额+2.8%, 业绩+103.2%, 销量-2.1%, 吨价+6.8%; **2) 百威亚太:** Q3 中国市场销量-5.9%, 而销售额同比略微下降, 吨价+5.9%; **3) 青岛啤酒:** Q3 公司销售额-1.7%, 业绩+19.8%。销量方面, Q3 公司销量-5.9%, 其中主品牌销量-2.4%, 吨价+4.5%。

图表 23 啤酒行业新增产能 (万吨, %)



资料来源: wind, 华创证券

图表 24 啤酒行业月度产量 (万千升, %)

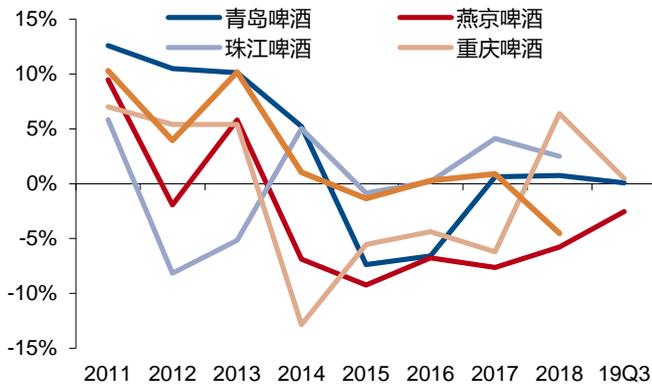


资料来源: wind, 华创证券

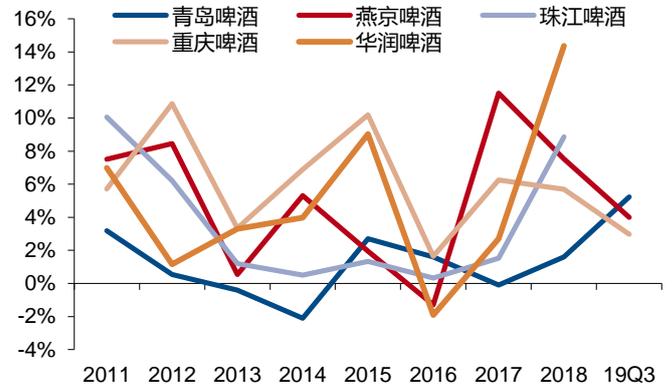
**关厂减员策略稳步推进, 生产经营效率提升。**1) 青岛啤酒: 公司 2018 年关闭杨浦和芜湖公司, 关厂等因素导致资产减值损失为 1.47 亿元, 员工安置成本约 4759 万元, 实际产能利用率提升 6.3pcts 至 77.7%。19H1 公司职工安置支出约为 4193.3 万元, Q3 职工安置支出约 457.1 万元, 未来关厂策略延续, 预计经营效率稳步提升; 2) 华润啤酒: 公司 2018 年关厂 18 家, 今年上半年停止运营一间啤酒厂并裁员 5000 人, 完成对喜力收购后新增三家酒厂, 未来公司继续推动产能优化, 提高生产经营效率。

**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 19Q3 毛利率同增 1.3pcts，净利率同增 2.0pcts，重庆啤酒 19Q3 毛利率同降 0.3pct，扣非归母净利率同增 1.5pcts。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 25 部分啤酒公司销量增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 26 部分啤酒公司吨价增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 27 啤酒板块上市公司前三季度财务数据一览 (亿元, %)**

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	Q1-Q3	YoY	19Q3	YoY	Q1-Q3	YoY	19Q3	YoY
青岛啤酒	249.0	5.3	83.5	-1.7	25.9	23.1	9.6	19.8
燕京啤酒	103.7	1.3	39.1	1.3	6.4	4.6	1.3	21.8
重庆啤酒	30.3	3.5	11.9	2.8	5.9	54.4	3.6	103.2
珠江啤酒	34.9	5.5	13.8	5.4	4.5	43.4	2.4	50.6
兰州黄河	3.6	-12.1	1.1	-15.8	0.2	-	-0.1	-
惠泉啤酒	5.0	0.8	2.0	1.2	0.3	12.3	0.2	1.6
ST 西发	2.3	-10.8	0.8	-7.8	-0.5	-	-0.2	-

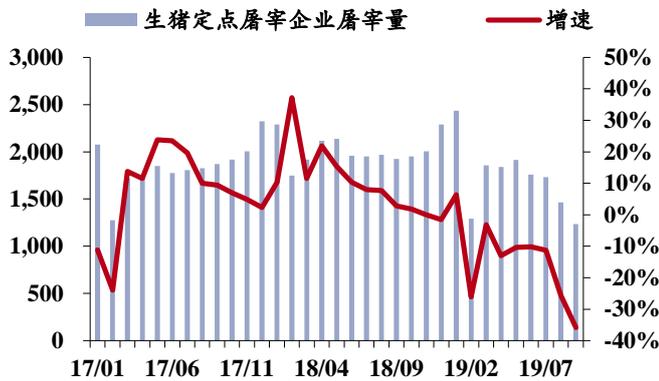
资料来源: Wind, 华创证券

#### (四) 肉制品板块: 低价原料、提价贡献弹性, Q4 有望延续

**年内 5 次提价拉动肉制品盈利提升。**19Q3 肉制品收入 68.2 亿元, 同比+9.0%, 增长由价升贡献, 肉制品销量 43 万吨同比持平, 吨价 1.59 万元, 同比+9.0%, 经营利润率达 21.5%, 同比+0.4pct, 环比上升 5.4pcts。预计盈利提升主要源于提价效应, 但低成本原料、技术及工艺创新亦综合对冲了成本上行。展望四季度, 因公司对肉制品采取被动提价策略, 随猪价持续上涨, 预计公司年内仍将有提价举动。

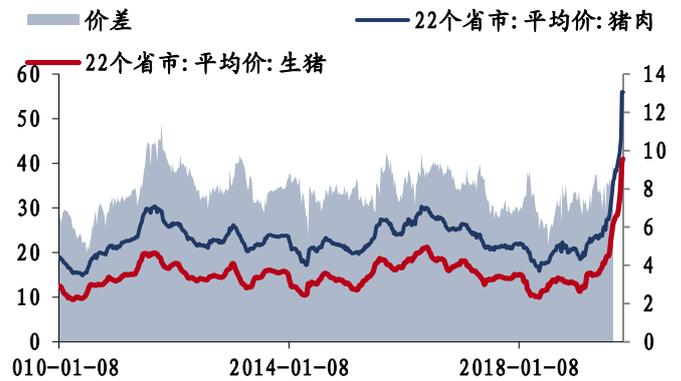
**低成本原料带来弹性, 头均净利创新高。**19Q3 屠宰收入 105.5 亿元, 同比 +40.6%, Q3 屠宰量 269 万头, 同比-28.3%, 19Q3 行业定点生猪屠宰量 4427 万头, 同比-24.3%, 公司市占率提升速度放缓; 利润端, 头均利润 179.3 元/头, 同比+244.8%, 判断利润提升主要来自于冻肉库存释放及进口肉增加所致。19Q3 生鲜肉销量 37 万吨, 同比-2.6%, 生鲜肉销售均价 28.5 元/kg, 同比+44.4%。

图表 28 行业定点生猪屠宰量及增速 (万头)



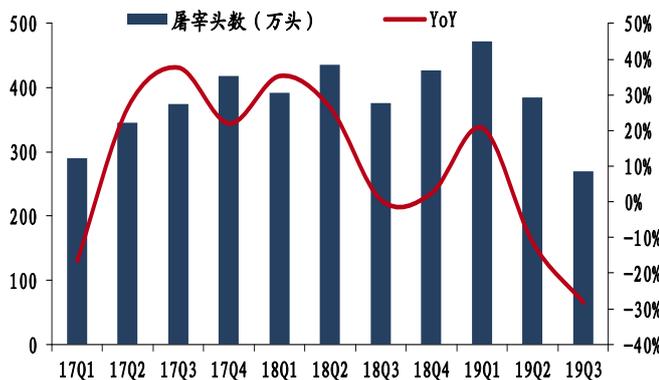
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 猪价和生猪价格走势 (元/公斤)



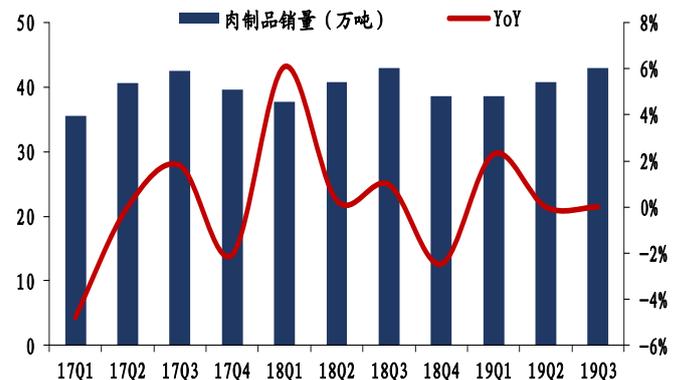
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 双汇单季屠宰量 (万头)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 双汇单季肉制品销量 (万吨)



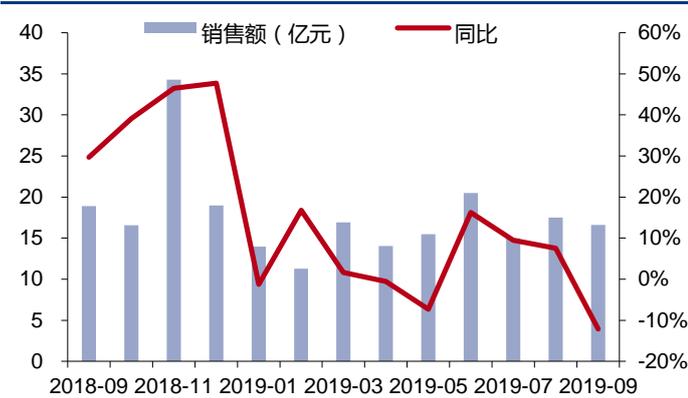
资料来源: Wind, 华创证券

### (五) 其他食品板块: 休闲食品龙头收入提速, 速冻卤制品龙头规模优势依旧突出

#### 1、保健品: 行业整顿持续, 龙头短期承压

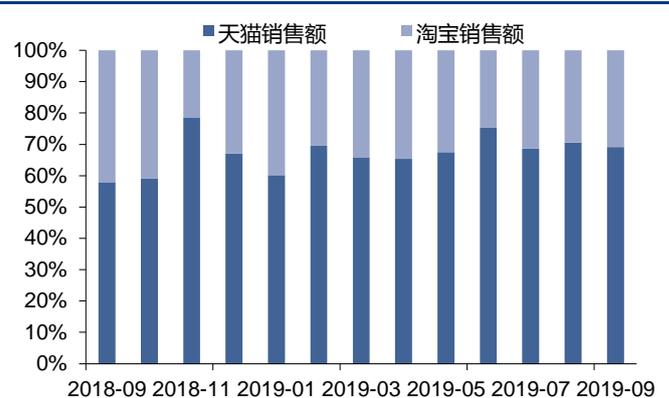
线上销售增速放缓, 份额向品牌店集中。阿里平台数据显示, 19Q3 线上保健品销售额为 49.1 亿元, 同增 0.5%, 海外保健品销售额为 24.3 亿元, 同增 15.9%。19 年以来受行业整顿、电商法及线上红利消退等因素影响, 保健品线上销售额增速有所下滑, 而海外保健品销售额仍保持较好增长。此外, 9 月天猫销售占比为 69.1%, 同比提升 11.1pcts, 在行业整顿规范过程中, 份额快速向品牌店集中。

图表 32 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

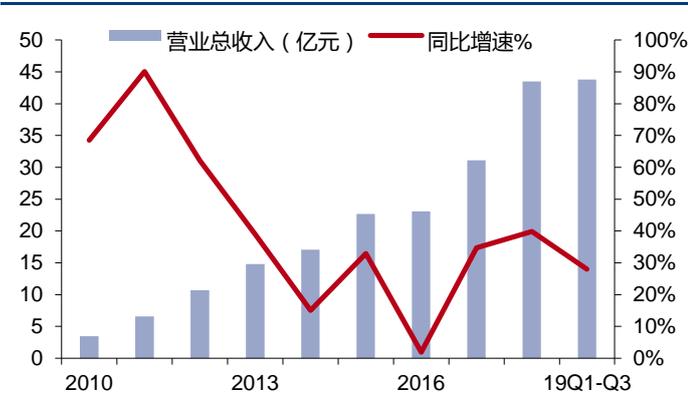
图表 33 天猫品牌店占比稳步提升



资料来源：阿里平台数据，华创证券

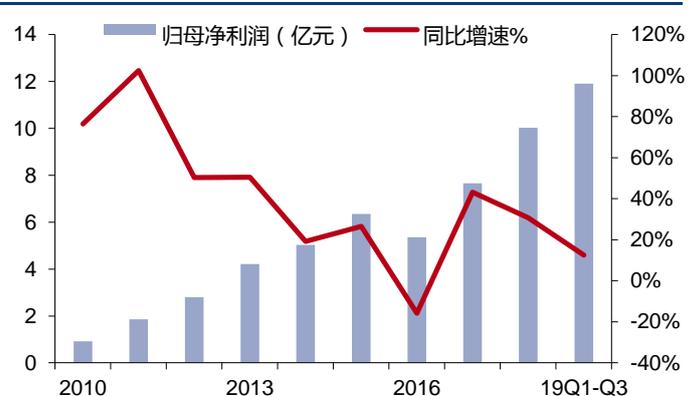
**龙头业绩短期仍有挑战，改善仍需时日。**汤臣倍健单 Q3 收入 14.11 亿元，同增 12.73%，逐季增速下滑，主要系国家整治行动、药品零售行业改革及电商政策影响。分品牌看，前三季度公司主品牌“汤臣倍健”收入同增约 9%，增速略低预期，“健力多”收入同增约 50%，仍保持较快增长。线上渠道方面，受电商平台政策变化等因素影响，公司线上渠道仅实现个位数增长，阿里系平台数据显示汤臣倍健前三季度收入为 10.36 亿元，同增 10.4%，线上份额排名第一。LSG 方面，受新电商法打击跨境代购影响，代购业务占比较多澳洲市场受到冲击，客户和渠道正在转型及实施去库存行为。目前公司在积极整合 LSG 业务，预计整合仍需一定时间周期。

图表 34 汤臣倍健收入情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，华创证券

图表 35 汤臣倍健归母净利润情况 (亿元, %)

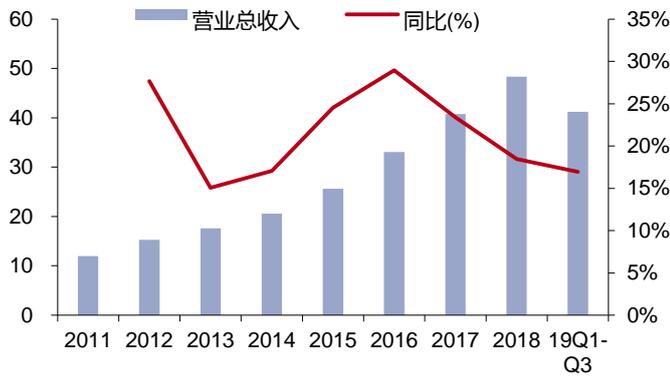


资料来源：Wind，华创证券

## 2、烘焙面包：龙头 Q3 收入稳步增长，费用投放较维持较高水平

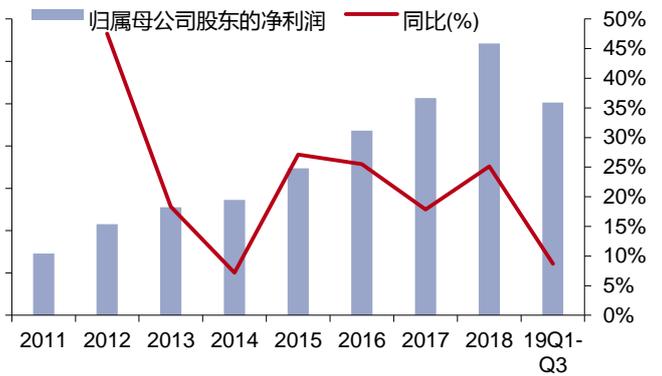
**竞品入局下收入保持较快增长，费用短期维持较高水平。****收入端：**公司 Q3 实现收入 15.6 亿元，同增 15.2%，但仍保持较快增长，推断主要系：1) 成熟市场持续下沉；2) 部分市场经调整后有所好转；3) 积极新市场开拓。公司在竞品入局下积极应对，收入端仍保持较快增长，预计明年武汉工厂投产及部分地区改扩建产线投产后，公司产能压力有所缓解，预计收入仍能保持较快增长。**利润端：**19Q3 毛利率为 39.6%，同比提升 0.2pct，销售费用率为 20.9%，同增 1.5pcts，增幅环比有所扩大 (Q2 销售费用率+0.8pct)，投资收益及其他收益为 856 万，同比减少 2252 万。公司前三季度归母净利率同降 0.9pct 至 12.2%。我们认为短期公司费用投放或维持较高水平：1) 竞品终端铺货率提升后竞争料将加剧，公司适度加大费用投放积极应对；2) 在竞品尚未站稳脚跟以及公司产能陆续释放之时，公司或加快跑马圈地及渠道下沉占领市场。但中长期来看，公司加大投放抢占市场份额，未来随着全国化布局继续完善，规模效应逐步显现，盈利能力有望稳步提升。

图表 36 桃李面包营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 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

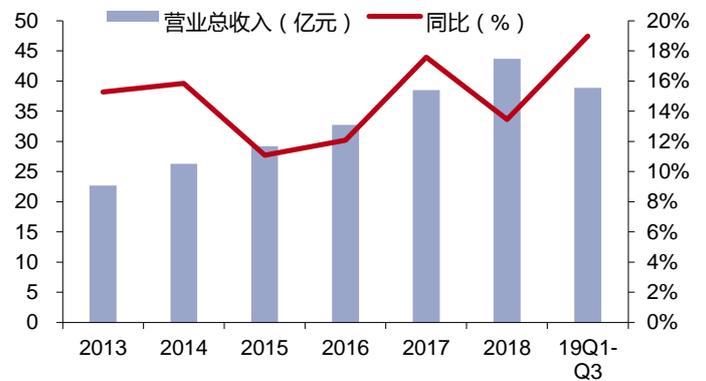
绝味收入保持较快增长, 开店及同店节奏良好。公司 Q3 收入 13.96 亿元, 同增 18.21%, 增速延续较快增长, 预计 Q3 开店及同店增长仍维持良好节奏, 预计全年完成开店 800-1200 家目标完成无虞。分地区看, 前三季度华中、华东、华南、西南、华北、西北分别实现收入 10.05 亿元、9.63 亿元、7.15 亿元、5.45 亿元、4.47 亿元、6709.56 万元, 分别同增 18.30%、14.57%、29.99%、16.71%、13.98%、11.11%, 其中华中、华南市场增长较快。境外业务方面, 新加坡及香港地区市场实现收入 5739.25 万元, 同增 42.98%。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 38 绝味食品与周黑鸭门店数量对比



资料来源: Wind, 华创证券

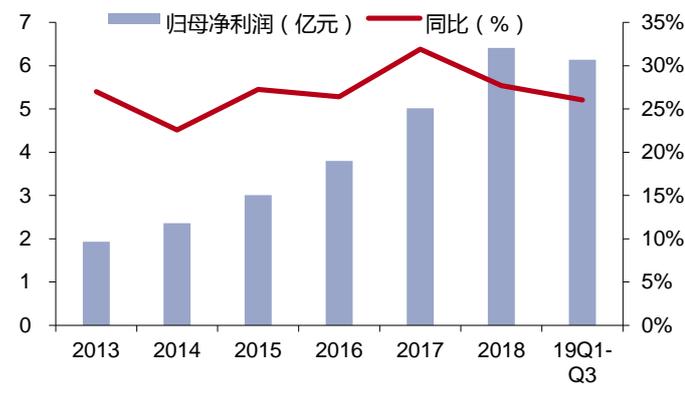
图表 39 绝味食品收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

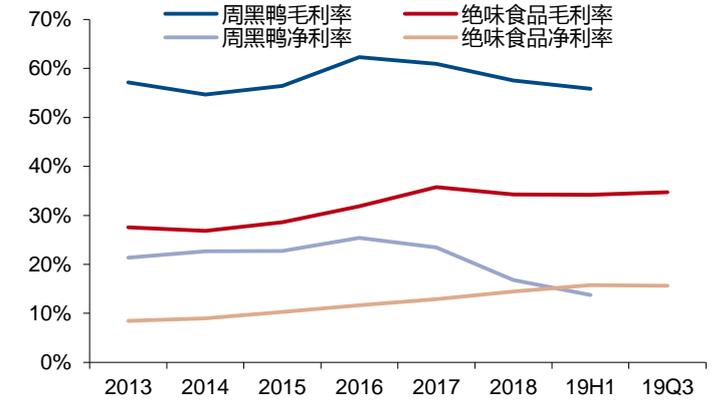
Q3 毛利率提升明显, 盈利能力有所提升。绝味前三季度毛利率 34.70%, 同比下降 0.21pct, 单 Q3 毛利率为 35.52%, 同比提升 1.60pcts, 环比提升 0.49pct, 毛利率提升推测来自于原材料成本回落, 此前渠道调研反馈上半年鸭脖等成本有所上涨, 三季度略有回落, 预计全年同比保持平稳。费用率方面, 公司 19Q3 销售费用率为 9.66%, 同比提升 1.12pcts; 管理费用率 5.40%, 同降 0.78pct。综上, 公司前三季度净利率为 15.81%, 同比提升 0.89pct, Q3 净利率同比提升 0.99pct 至 15.38%, 盈利能力有所提升。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 40 绝味食品业绩及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 绝味食品与周黑鸭盈利能力对比



资料来源: Wind, 华创证券

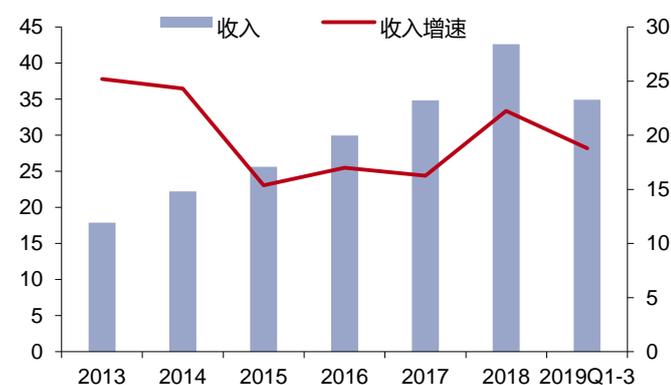
#### 4、速冻食品：安井成本仍可从容应对，业绩表现持续稳健

**收入表现持续稳健，产品结构调整良好。**分产品来看，19Q3 公司面米制品收入 3.24 亿元，同增 19.1%，鱼糜制品收入 4.29 亿元，同增 20.6%，菜肴制品收入 1.37 亿元，增速 30.3%，延续上半年良好增长趋势，多款大单品持续发力。肉制品收入 2.66 亿元，同增 2.8%，较 H1 增速 (+4.93%) 有所下降，公司针对猪价上涨主动调整产能结构，降低肉制品占比。分区域来看，19Q3 华北、华南、西南地区较快增长，同增 37.3%/59.4%/47.6%，辽宁及四川工厂扩产辐射效应明显；东北地区 Q3 同减 22.6%，H1 高增后属阶段性区域政策正常调整。19Q3 末经销商数量 668 家，较年初增长 50 家，Q3 华东、西南、华中地区招商效果良好，经销商数量分别增加 10/10/8 家。

**成本仍可从容应对，规模效应持续显现。**19Q1-3 公司毛利率 25.0%，同降 1.3pcts，预计部分系肉类等成本上行影响所致，公司已于 9 月采取提价动作，涨价幅度 3-10 元/件，后续判断仍有提价动作可能，同时积极调整产品结构，有助于 Q4 积极应对成本压力。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，19Q1-3 销售费用率 12.0%，同降 1.0pct。19Q1-3 公司净利率 6.8%，同比提升 0.1pct，其中单 Q3 净利率为 6.3%，同比提升 0.9pct，规模效应持续显现。

**股权激励出炉，强化竞争优势。**此次股权激励公司针对营业收入进行考核，若按下限水平计算，2019-2021 年收入 CAGR 为 14%，分别对应增速为 18.0%/14.4%/9.6%，业绩考核条件体现了公司一贯稳健的经营风格。预计首次授予需摊销费用 9029.1 万元，其中 2019-2022 年分别摊销 536/6066/1866/560 万元。我们认为，业绩考核条件设定虽然稍显稳健保守，摊销费用对明后年利润也会带来一定影响，但预计业绩仍可保持稳健增长，对此市场无需过度担忧。首先，销地产模式之下产能仍在积极推进全国化，公司未来三年产能释放增速预计在 15%-20% 左右；其次，虽仅考核收入，但从利润角度来看，规模优势持续显现之下，盈利水平仍有望保持稳中向好。

图表 42 安井营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 安井归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

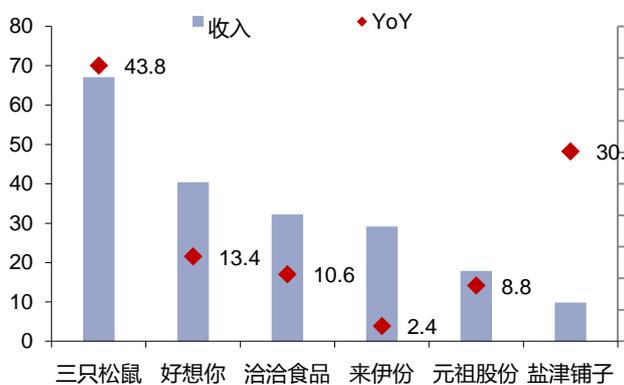
## 5、休闲食品：促销力度加大，收入快速增长

**三只松鼠：收入保持高增，促销致毛利率下降。**19Q1-3 公司实现收入 67.15 亿元，同增 43.8%，Q3 实现收入 22.03 亿元，同增 53.2%，受上市促销引流影响，公司 Q3 保持较高增速。**利润端：**19Q1-3 公司毛利率 29.2%，同降 0.05pct，其中 Q3 公司毛利率 25.7%，同降 0.7pct，主要系公司上市后进行促销活动，部分促销费用确认成本。同时，19Q1-3 销售费用率 20.94%，同升 0.8pct，其中 Q3 销售费用率同降 0.1pct。此外，公司政府补助下降 4400 万元。综合来看 19Q1-3 公司净利率 4.4%，同降 1.3pcts。

**好想你：百草味环比提速，促销力度加大。**百草味 Q1-3 实现收入 33.70 亿元，同增 21%，净利润 1.40 亿元，同增 32%，净利率 4.2%，同比提升 0.4pct，Q3 实现收入 9.70 亿元，同增 39.0%，净利润 500 万元，同增 60%，净利率 0.5%，同比提升 0.1pct。百草味业绩对赌期结束后下半年加大营销力度，各类产品积极上量，收入环比上半年提速。其中每日坚果预计销售额约 3 亿元，全年节奏良好，有望稳步实现 4 亿元销售目标。公司 Q1-3 毛利率 28.8%，同比提升 0.3pct，Q3 毛利率 25.9%，同比下降 2.0pcts，主要系 Q3 休闲零食电商价格促销战加剧，百草味促销力度加大。

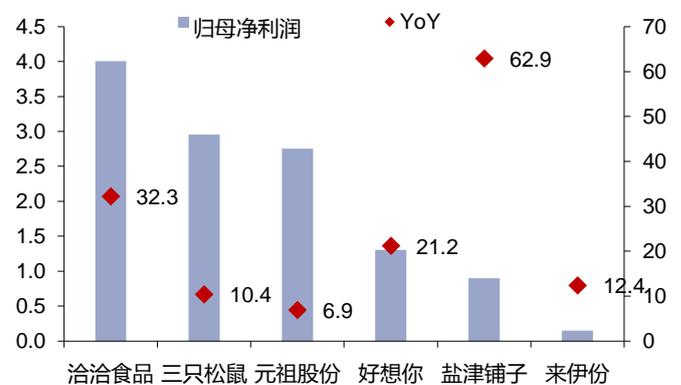
**洽洽食品：收入逐季提速，业绩超预期。**分产品来看，红袋系列深耕低线渠道，借上市 20 周年契机加大营销力度，促销力度有所加强，同时与国潮品牌关联迎合年轻的消费人群，老品焕发新机，19Q3 收入预计保持高个位数增长；蓝袋系列同增约 30%，保持稳健增长；每日坚果小黄袋进入 Q3 旺季之后，动销明显提速，收入预计翻番增长。2019Q3 公司毛利率 35.8%，同比提升 1.2pcts，去年提价效应逐步减弱后，毛利率仍保持稳步提升，主要系：1) 坚果自动化技术的提升，预计后续坚果品类毛利率有望提升 2-3pcts。2) 蓝袋高增带动瓜子业务结构优化。费用率方面，随着公司红袋和小黄袋营销力度的加强，19Q3 销售费用率 15.9%，同比提升 1.1pcts。综合来看，公司 19Q3 净利率 14.6%，在同期较高基数之下提升 2.0pcts，前三季度净利率 12.5%，同比提升 1.9pcts。

图表 44 休闲食品 19Q1-3 收入及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 休闲食品 19Q1-3 净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 其他食品板块上市公司财务数据一览 (亿元, %)

公司名称	营业总收入				归母净利润			
	2019Q1-3	YoY	19Q3	YoY	2019Q1-3	YoY	19Q3	YoY
<b>保健品</b>								
汤臣倍健	43.8	28.0	14.1	12.7	11.9	12.6	3.2	-8.3
西王食品	42.1	-1.0	14.3	-4.0	3.3	0.9	1.1	-13.5
<b>烘焙食品</b>								
桃李面包	41.2	16.9	15.6	15.2	5.0	8.7	2.0	-0.2
<b>卤制品</b>								

公司名称	营业总收入				归母净利润			
绝味食品	38.9	19.0	14.0	18.2	6.1	26.1	2.2	26.5
速冻食品								
安井食品	34.9	18.8	11.6	16.6	2.4	21.2	0.7	35.0
三全食品	42.1	0.4	11.7	4.8	1.2	30.3	0.3	280.3
休闲食品								
三只松鼠	67.1	43.8	22.0	53.2	3.0	10.4	0.3	-51.0
洽洽食品	32.2	10.6	12.3	19.0	4.0	32.3	1.8	37.8
好想你	40.4	13.4	11.8	26.4	1.3	21.2	0.0	-13.7
来伊份	29.1	2.4	8.8	2.7	0.2	12.4	-0.3	-24.6
盐津铺子	9.8	30.1	3.4	28.0	0.9	62.9	0.2	48.3
元祖股份	17.9	8.8	9.6	3.8	2.8	6.9	2.4	3.6

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。

### 分析师：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。

### 分析师：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：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：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	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@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
	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	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@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