

食品饮料行业 2020 年度投资策略

行稳致远，剩者为王

推荐（维持）

- **白酒板块：下半场行稳致远，弱化周期。本轮行情周期两大本质特征有望延续。1) 高端酒价格周期总体延续，名酒稳健成长预期强化。核心问题之一：如何看待今年以来的价格走势？**茅台酒价疯涨之后理性回归，五粮液老窖并未过度跟随，使得价格周期平稳得以延续，有效规避大幅波动带来的系统性风险。**核心问题之二：名酒业绩稳健预期缘何得以强化？**本轮名酒龙头尤其是自去年底以来展现的业绩稳健性，更多来自管理能力改善、营销精细化及渠道库存理性等多维度改善所致，并非单单所谓消费升级带来集中度提升的逻辑。2) 估值认知仍在积极重构，全球比较优势依旧突出。今年上半年业绩估值同步修复，下半年茅台稳健带动估值进一步上移，明年随行业平均增速将有所放缓，预期正常情况下白酒估值水平有所回落，品牌力越强、外资关注度越高的公司估值稳定性越高。全球对标来看，外资长周期配置龙头趋势不改，中国品牌资产价值优势依旧突出。**展望明年，对于行业趋势我们应抱有什么样的预期？**第一，高端酒价格上行动力弱化。供应增长、需求放缓及资金收益率下降将导致价格再上行的动力减弱。第二，行业总量放缓之下，分化依旧在强化。明年在经营外部环境不确定性依旧存在的情况下，总量放缓趋势预计延续，经营环境清醒认识和提前积极应对的酒企仍有望实现稳健经营，品牌分化预计将继续强化和演绎。第三，名酒管理改善经营理性，驱动业绩周期弱化。五粮液、老窖、古井等都已经考虑到未来不利经济环境下的应对策略，有望使经营更稳健可预期，同时，本轮周期库存水平比上轮高点良性很多，不少酒企都在努力控制渠道库存，避免再出现价格和销售崩盘。我们认为，在白酒行业继续分化及进入下半场之后，明年龙头有望体现行稳致远、周期弱化的特征。
- **大众品板块：强供应链，剩者为王。主线一：餐饮连锁化风起，供应链能大力筑就强者。**上游食材品类持续受益是中长期产业逻辑；看好底料为代代表复合调味品品类及速冻半成品两条核心赛道；强调供应链管理将是核心竞争壁垒。主题二：必选需求稳健，龙头份额稳步提升。以乳制品、调味品为代表必选需求龙头份额持续提升，关注肉制品龙头短期业绩弹性，长期提价及新品推出带来的经营改善。主题三：关注估值底部品种业绩改善机会。如安琪、双汇、榨菜、汤臣等。估值展望：剩者为王，大众品估值逻辑已变。估值权重增速让位于格局，大众品当中部分子行业总量增长趋弱，龙头竞争优势更强，部分细分行业呈现典型大行业小龙头特征，龙头商业模式及格局亦更加清晰，看好龙头估值中枢稳步上移。
- **行业投资策略：行稳致远，剩者为王。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，但中高端白酒的需求稳定性更高，尤其一线酒增长路径清晰，更有望平滑周期波动，预期即使增速放缓，估值回调空间非常有限，建议坚守二线酒业绩波动略大，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，供应链管理能力强是长期致胜因素，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：**经济回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
贵州茅台	1,205.0	34.74	39.8	47.59	34.69	30.28	25.32	13.41	强推
五粮液	134.59	4.51	5.58	6.65	29.84	24.12	20.24	8.23	强推
伊利股份	29.47	1.19	1.25	1.46	24.76	23.58	20.18	6.44	强推
中炬高新	45.61	0.9	1.15	1.38	50.68	39.66	33.05	10.08	推荐
安井食品	55.8	1.43	1.75	2.14	39.02	31.89	26.07	6.75	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年11月8日收盘价

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	2.58
总市值(亿元)	39,594.71	6.33
流通市值(亿元)	35,985.31	7.85

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	3.48	18.41	74.92	
相对表现	-0.67	11.63	51.6	



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2019年三季度报总结：白酒板块行稳致远，大众品龙头稳健改善》

2019-11-03

目录

一、板块回顾：龙头丰收年，估值重塑年.....	7
（一）基本面：经济总体稳健，消费良性增长.....	7
（二）市场回顾：跑赢大盘，估值持续修复，白酒重仓比例继续提升.....	9
二、白酒板块：行稳致远，弱化周期.....	10
（一）景气延续，分化加剧.....	10
1、茅五龙头千亿目标在望，百亿俱乐部再添新军.....	10
2、次高端地产酒渐现分化，跑马圈地竞争有所加剧.....	11
3、低端酒：牛二和玻汾双重演绎，强化大单品全国化逻辑.....	12
4、酱酒热：沉云拂水长风起，酱酒扬帆正当时.....	13
（二）本轮行情周期的两大本质特征.....	15
1、高端酒价格周期总体延续，名酒稳健成长预期强化.....	15
2、估值认知仍在积极重构，全球比较优势依旧突出.....	20
（三）展望明年：下半场行稳致远，周期弱化.....	23
（四）这轮周期继续看十年：分化下的集中度加速提升.....	27
三、大众品：强供应链，剩者为王.....	28
（一）餐饮连锁化风起，关注供应链能力强者.....	28
（二）必选需求稳健，龙头格局稳定，经营价值向上.....	32
1、乳制品：成本温和上涨，竞争维持，龙头挖掘新品类机遇.....	32
2、肉制品：短期具备弹性，长期看屠宰集中度提升、肉制品改善.....	34
3、调味品：集中度提升，盈利能力稳步提升.....	36
（三）关注估值底部品种业绩改善机会.....	37
1、安琪酵母：估值处在低位，明年业绩有望改善.....	37
2、双汇发展：业绩弹性释放有望延续.....	38
3、汤臣倍健：估值处在历史底部，期待业绩重回正轨.....	38
4、涪陵榨菜：渠道调整现成效，来年业绩拐点可期.....	39
（四）估值展望：剩者为王，大众品估值逻辑已变.....	40
四、投资策略：行稳致远，剩者为王.....	44
五、风险提示.....	45

图表目录

图表 1	历年国内 GDP 增速变化 (%)	7
图表 2	消费者信心指数 6 月以来小幅波动	7
图表 3	社零当月同比增速变化 (%)	7
图表 4	食品烟酒类 CPI 变化 (%)	7
图表 5	白酒板块单季收入 (亿元, %)	8
图表 6	白酒板块归母净利润 (亿元, %)	8
图表 7	乳品单季收入及增速 (亿元, %)	8
图表 8	乳品归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 9	调味品单季收入及增速 (亿元, %)	8
图表 10	调味品归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 11	2019 年初至今行业涨幅前 10 (申万分类)	9
图表 12	近 5 年食品饮料板块与沪深 300 指数对比	9
图表 13	白酒板块估值走势情况	9
图表 14	调味品及乳制品等大众品板块估值走势	9
图表 15	食品饮料板块持股总市值、重仓比例及标准配置比例 (2019Q3)	10
图表 16	酒企全年目标正在兑现	11
图表 17	次高端价格带主流品牌梳理	11
图表 18	次高端酒企单季度收入增速 (%)	12
图表 19	次高端酒企单季度销售费用率 (%)	12
图表 20	古井口子收入季度累计增速对比 (%)	12
图表 21	洋河今世缘收入季度累计增速对比 (%)	12
图表 22	牛栏山白酒业务收入及增速 (亿元)	13
图表 23	汾酒低价白酒营收及增速	13
图表 24	酱酒行业分价格带规模及主流品牌	14
图表 25	茅台酒、系列酒营收及占比 (亿元, %)	14
图表 26	郎酒销售额及增速 (亿元, %)	14
图表 27	习酒销售额及增速 (亿元, %)	14
图表 28	国台营业收入及增速 (亿元, %)	14
图表 29	高端酒价格周期的传导机制图	15
图表 30	茅台批价当前理性回归, 五粮液国窖并未过度跟随 (单位: 元)	16
图表 31	茅台今年以来稳价措施梳理	16
图表 32	本轮周期销售人员数量显著超越上轮周期	17

图表 33	部分酒企经销商网络积极扩张	17
图表 34	五粮液数字化运营平台	18
图表 35	部分酒企今年以来一些控货挺价措施梳理	18
图表 36	五粮液今年以来营销改革快速落地、管理稳步改善	19
图表 37	山西汾酒自 2017 年国改以来经营持续改善	20
图表 38	白酒板块历史估值走势 (PE-TTM)	20
图表 39	贵州茅台估值走势 (PE-TTM)	21
图表 40	五粮液估值走势 (PE-TTM)	21
图表 41	山西汾酒估值走势 (PE-TTM)	21
图表 42	白酒龙头北上资金持股变化 (%)	22
图表 43	白酒龙头北上资金持股变化 (%)	22
图表 44	北上资金板块配置结构 (%)	22
图表 45	QFII 资金板块配置结构 (%)	22
图表 46	全球主要烈性酒公司近年估值走势	23
图表 47	全球主要烈性酒公司业绩增速	23
图表 48	飞天茅台、五粮液、国窖 1573 批发与零售价走势 (单位: 元)	24
图表 49	高端酒历年销量 (吨)	24
图表 50	茅台历年基酒产量及增速	24
图表 51	白酒行业产量及增速	25
图表 52	主要酒企的品牌营销	25
图表 53	一线名酒近 4 年收入增速 (%)	26
图表 54	一线名酒近 4 年利润增速 (%)	26
图表 55	二线名酒近 4 年收入增速 (%)	26
图表 56	二线名酒近 4 年利润增速 (%)	26
图表 57	2015 年白酒各省产量占比	27
图表 58	2018 年白酒各省产量占比	27
图表 59	黔酒中国行活动	27
图表 60	川酒全国行活动	27
图表 61	老六大名酒收入占行业比重 (%)	28
图表 62	老六大名酒利润总额占行业比重 (%)	28
图表 63	餐饮业规模及增速	28
图表 64	快餐连锁餐饮门店数量快速增加	28
图表 65	火锅底料 B 端市场渗透率仍有较大提升空间	29
图表 66	我国速冻食品市场规模及增速	29

图表 67	火锅餐饮门店数量迅速扩张.....	29
图表 68	麻辣烫门店数保持持续扩张.....	29
图表 69	连锁卤制品门店数迅速扩张.....	30
图表 70	巴比馒头连锁门店数近两年迅速扩张.....	30
图表 71	餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理.....	30
图表 72	供应链管理指标归纳.....	31
图表 73	子行业 B 端诉求及供应链关键能力.....	31
图表 74	餐饮变革趋势下产业链受益标的一览.....	32
图表 75	乳制品零售额规模及增速.....	33
图表 76	乳品人均消费额相比美日仍有较大提升空间.....	33
图表 77	伊利常温奶市占率.....	33
图表 78	伊利低温奶市占率.....	33
图表 79	蒙牛低温市场份额保持领先.....	34
图表 80	原奶上涨背景下，龙头通过优化结构保障盈利.....	34
图表 81	猪价和生猪价格走势（元/千克）.....	34
图表 82	行业定点生猪屠宰量增速.....	34
图表 83	双汇单季屠宰量及增速（万头，%）.....	35
图表 84	双汇屠宰头均利润及利润率.....	35
图表 85	双汇发展关联交易额.....	35
图表 86	双汇发展存货情况.....	35
图表 87	双汇单季肉制品销量及增速.....	36
图表 88	双汇肉制品吨价及利润率.....	36
图表 89	调味品零售额规模及增速.....	36
图表 90	调味品人均消费额仍有较大提升空间.....	36
图表 91	我国酱油行业格局（零售价值）.....	37
图表 92	日本酱油行业格局（零售价值）.....	37
图表 93	安琪酵母收入及增速（亿元，%）.....	错误!未定义书签。
图表 94	安琪酵母业绩及增速（亿元，%）.....	错误!未定义书签。
图表 95	双汇发展收入及增速（亿元，%）.....	38
图表 96	双汇发展业绩及增速（亿元，%）.....	38
图表 97	汤臣倍健收入及增速（亿元，%）.....	39
图表 98	汤臣倍健业绩及增速（亿元，%）.....	39
图表 99	涪陵榨菜收入及增速（亿元，%）.....	39
图表 100	涪陵榨菜业绩及增速（亿元，%）.....	39

图表 101	双汇、安琪、榨菜、汤臣历史估值走势	40
图表 102	乳制品行业规模及增速（百万元，%）	40
图表 103	调味品行业规模及增速（百万元，%）	40
图表 104	啤酒行业规模及增速（百万升，%）	41
图表 105	饮料行业规模及增速（百万升，%）	41
图表 106	伊利、蒙牛收入及增速（亿元，%）	41
图表 107	海天味业收入及增速（亿元，%）	41
图表 108	桃李面包收入及增速（亿元，%）	41
图表 109	安井食品收入及增速（亿元，%）	41
图表 110	龟甲万、味好美、雀巢、荷美尔收入增速	42
图表 111	龟甲万、味好美、雀巢、荷美尔净利润增速	42
图表 112	龟甲万、味好美、雀巢、荷美尔 P/E	43
图表 113	海天味业单季度利润增速保持极强稳健性	43
图表 114	桃李、安井、绝味归母利润增速	43
图表 115	海天味业估值走势	44
图表 116	桃李、安井、绝味 P/E	44
图表 117	部分细分子行业龙头外资持股比例持续提升	44
图表 118	食品饮料板块重点覆盖公司估值表	45

一、板块回顾：龙头丰收年，估值重塑年

(一) 基本面：经济总体稳健，消费良性增长

宏观经济总体稳健。2019 年以来，外部环境上中美贸易战逐渐缓和，内部在积极政策发力，基建企稳回升和地产施工的持续改善，叠加减税降费利好，整体国内经济增速企稳，前三季度 GDP 现价同比增长 7.21%。从社零数据来看，2019 年前三季度社会消费品零售总额 29.7 万亿，同比名义增长 8.2%，总体保持平稳。此外，9 月食品烟酒 CPI 同比增速为 8.4%，较上月增速提升 1.1pcts。从消费者信心指数来看，6 月以来指数环比小幅波动，2019 年 9 月消费者信心指数为 124，保持相对高位，表明居民消费信心及意愿较强。

图表 1 历年国内 GDP 增速变化 (%)



资料来源：Wind、华创证券

图表 2 消费者信心指数 6 月以来小幅波动



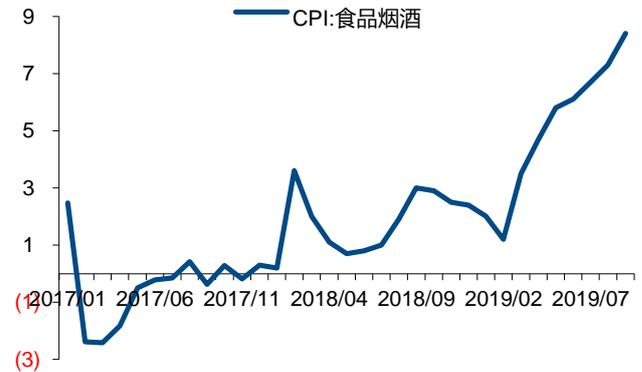
资料来源：Wind、华创证券

图表 3 社零当月同比增速变化 (%)



资料来源：Wind、华创证券

图表 4 食品烟酒类 CPI 变化 (%)



资料来源：Wind、华创证券

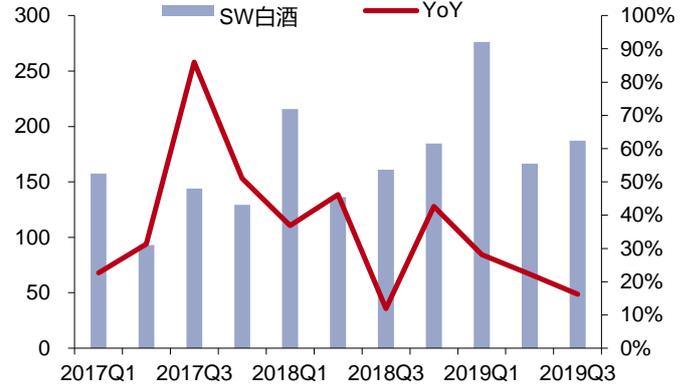
白酒板块：总体保持稳健，分化明显。2019Q1-3 白酒板块实现收入 1834.40 亿元，同增 17.34%，归母净利润 630.09 亿元，同增 22.84%，板块业绩保持稳健增长。从规模以上白酒企业表现来看，2019 年 1-9 月，全国规模以上白酒企业营业收入达 4123 亿元，同增 9.7%，利润总额 1040 亿元，同增 19.4%，2019 年 1-9 月，规模以上白酒企业产量累计达 575 万千升，同降 1.8%。

图表 5 白酒板块单季收入 (亿元, %)



资料来源: Wind、华创证券

图表 6 白酒板块归母净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind、华创证券

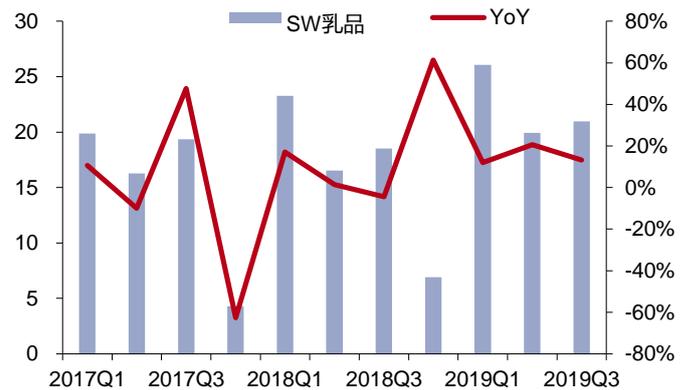
大众品板块: 必选行业总体保持稳健。乳制品: 乳制品板块 2019Q1-3 收入 1047.39 亿元, 同增 15.45%, 归母净利润 66.86 亿元, 同增 13.33%, 龙头增长稳健。**调味品:** 调味品板块 2019Q1-3 收入 260.52 亿元, 同增 20.75%, 归母净利润 54.02 亿元, 同增 31.53%, 板块保持良好景气度。**啤酒:** 啤酒板块 2019Q1-3 收入 428.75 亿元, 同增 3.88%, 归母净利润 42.63 亿元, 同增 25.30%, 业绩表现好于同期。

图表 7 乳品单季收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、华创证券

图表 8 乳品归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、华创证券

图表 9 调味品单季收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、华创证券

图表 10 调味品归母净利润及增速 (亿元, %)

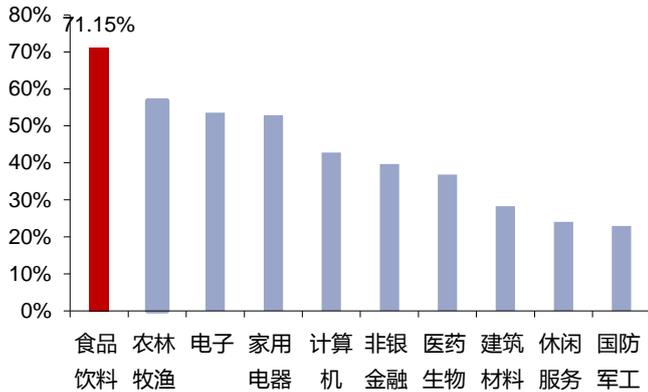


资料来源: Wind、华创证券

(二) 市场回顾：跑赢大盘，估值持续修复，白酒重仓比例继续提升

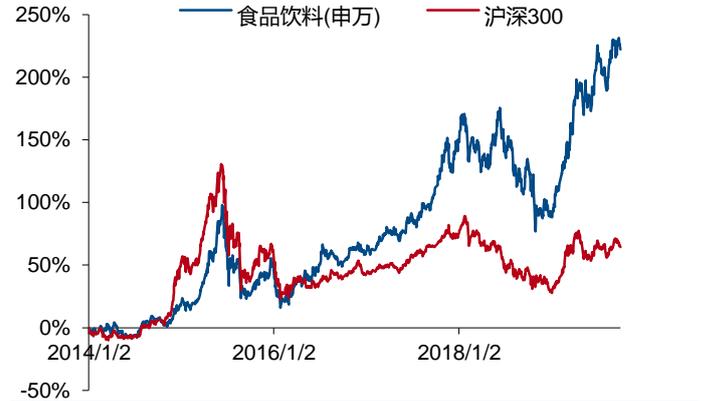
行情回顾：截至 2019 年 11 月 5 日，沪深 300 指数上涨 32.95%，申万食品饮料指数上涨 73.18%，跑赢沪深 300 指数 40.22pcts，板块表现在申万 28 个子行业中排名首位，尤其白酒板块经历 2018 年下半年的短暂调整之后，2019 年业绩预期稳步改善，估值持续修复。

图表 11 2019 年初至今行业涨幅前 10 (申万分类)



资料来源：Wind、华创证券 数据截至 2019/11/1

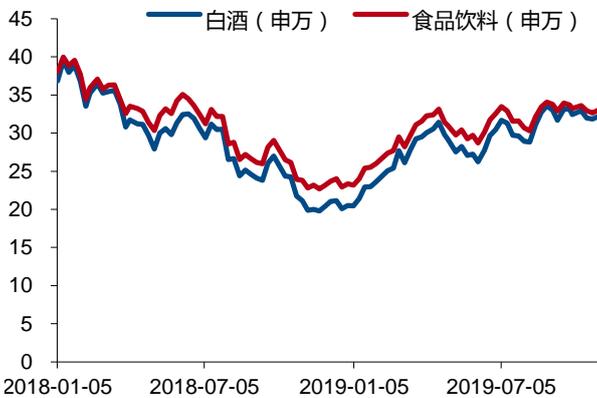
图表 12 近 5 年食品饮料板块与沪深 300 指数对比



资料来源：Wind、华创证券

估值状态：白酒板块估值中枢整体上移，大众品当中调味品板块上移最为突出。白酒板块，三季度以来白酒板块动销良好，外资持续配置，整体估值稳定在 30X 左右小幅波动。食品加工板块 PE-TTM 估值维持在 35X 附近，其中调味品板块估值依旧坚挺，乳制品板块三季度以来估值小幅下行至目前 31X。

图表 13 白酒板块估值走势情况



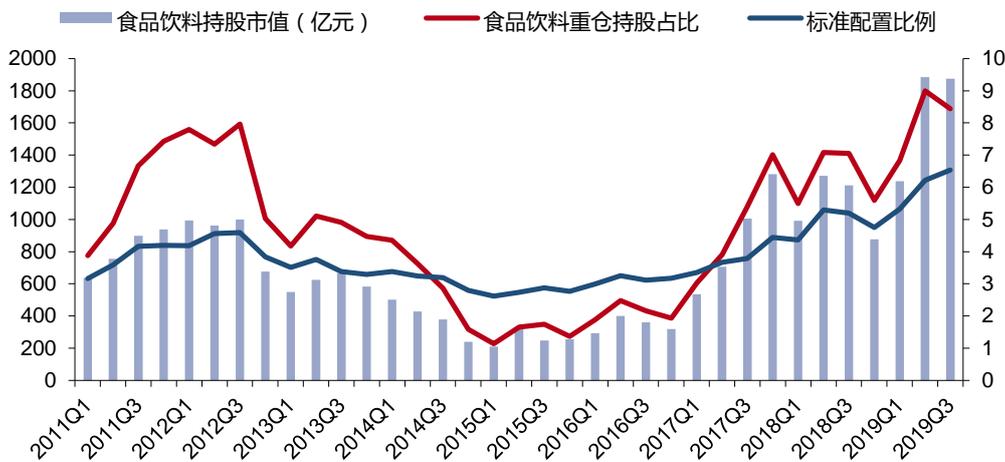
资料来源：Wind、华创证券

图表 14 调味品及乳制品等大众品板块估值走势



资料来源：Wind、华创证券

持仓状态：食品饮料重仓比例环比略有下滑。2019Q3 食品饮料板块重仓持股占基金持股市值比 8.44%，环比下降 0.56pct (19Q2 末占比为 9.00%)，食品饮料基金持股总市值合计 1875 亿元，环比下降 0.55%。其中 19Q3 末白酒重仓持股比例和持股总市值环比上升，重仓持股比例为 6.89%，环比上升 0.19pct，持股总市值为 1529.80 亿元，环比上升 9.09%。19Q3 大众品重仓比例为 1.55%，环比下降 0.75pct，持股总市值为 344.82 亿元，环比下降 28.48%。**茅台占比持续提升，伊利排名有所下降。**2019Q3 末基金前十大重仓股中，食品饮料板块占据四席，贵州茅台、五粮液、伊利股份、泸州老窖分别排名 2、3、9、10 位，贵州茅台重仓比例为 3.14%，环比上升 0.42pct，排名不变；五粮液重仓比例 1.73%，环比下降 0.09pct，排名不变；伊利股份重仓比例为 0.84%，环比下降 0.52pct，排名下滑至第 9 名；泸州老窖重仓比例 0.81%，环比下降 0.04pct，排名下滑至第 10 名。

图表 15 食品饮料板块持股总市值、重仓占比及标准配置比例（2019Q3）


资料来源: Wind、华创证券 注: 标准配置计算方式: 板块内所有股票市值/A 股总市值

二、白酒板块: 行稳致远, 弱化周期

(一) 景气延续, 分化加剧

1、茅五龙头千亿目标在望, 百亿俱乐部再添新军

茅五完成千亿壮举。今年以来, 高端白酒以茅台、五粮液为代表的名酒龙头全年目标正稳步推进。具体来看, **茅台:**集团 19Q1-3 营收超 700 亿元, 同增 16.8%, 完成全年计划 70.9%, 净利润同增 19.5%, 完成全年计划的 73.1%, 其中, 股份公司实现收入 635.09 亿元, 同增 15.5%, 经销渠道提前执行全年发货计划, 商超、电商、团购直销加速落地, 习酒公司实现收入 50.45 亿元, 同增 34.4%, 实现全年任务目标的 78%; **五粮液:**集团 19Q1-3 实现销售收入 811 亿元, 全年千亿目标完成无虞, 股份公司 19Q1-3 实现收入 371.0 亿元, 同增 26.8%, 有望完成年初酒类 500 亿元的规划。

百亿俱乐部再添新军。**泸州老窖:**国窖 1573 前三季度收入同增约 30%, 回款百亿目标基本完成, 专营公司轧账预计提前; **古井贡酒:**19Q1-3 收入 82.03 亿元, 同增 21.3%, 全年任务基本完成, 站稳百亿规模; **山西汾酒:**集团收入冲刺 120 亿目标, 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; **顺鑫农业:**19Q1-3 实现收入 110.62 亿元, 同增 20.2%, 白酒主业牛栏山跨入百亿阵营后, 在全国化驱动之下, 白酒主业仍可实现 15%-20% 的稳健增长。

图表 16 酒企全年目标正在兑现


资料来源：渠道调研、茅台时空公众号、新浪财经、Wind、华创证券

2、次高端地产酒渐现分化，跑马圈地竞争有所加剧

次高端白酒：短期业绩分化，客观面对竞争加剧局面。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。**舍得方面**，短期业绩平稳，渠道营销战略逐步调整后关注改善。

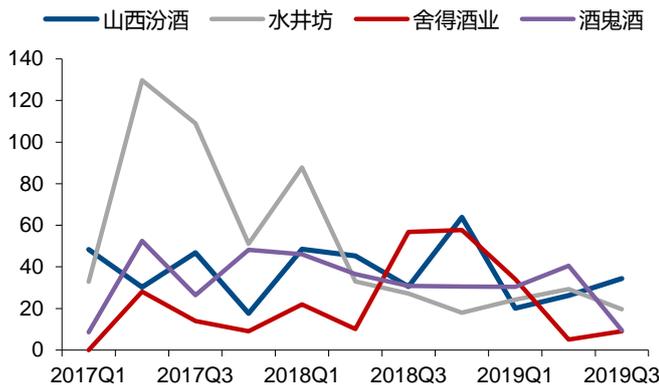
图表 17 次高端价格带主流品牌梳理

	品牌	产品	价格（52 度/500ml）
高端品牌系列产品	茅台	汉酱等	汉酱 358 元
	泸州老窖	特曲窖龄系列	特曲 60 版 400 元左右，特曲 300 元左右，窖龄 60 年 304 元
次高端	洋河	梦系列	M3 569 元，M6 769 元
		天之蓝	389 元
	郎酒	郎牌特曲	郎牌特曲 T12 488 元
	汾酒	青花系列	青花 20 400 元左右，青花 30 600 元左右
		老白汾系列	金奖陈酿/巴拿马 300 元左右
	水井坊	井台、臻酿八号	井台 519 元，臻酿八号 359 元
	舍得	舍得系列	品味舍得 438 元、智慧舍得 618 元
	酒鬼酒	酒鬼酒系列	红坛酒鬼酒 568 元
剑南春	水晶剑	418 元	

	习酒	习酒窖藏系列	窖藏 1998 388 元，窖藏 1988 雅致版 528 元，窖藏 1988 628 元
区域龙头次高端品牌	古井	古 8/古 16	古 8 409 元，古 16 588 元
	今世缘	国缘	3K 358 元，四开 588 元
	口子窖	10 年及以上	口子 10 年 368 元，口子 20 年 618 元
	老白干酒	古法 15/古法 20	古法 15 349 元，古法 20 549 元

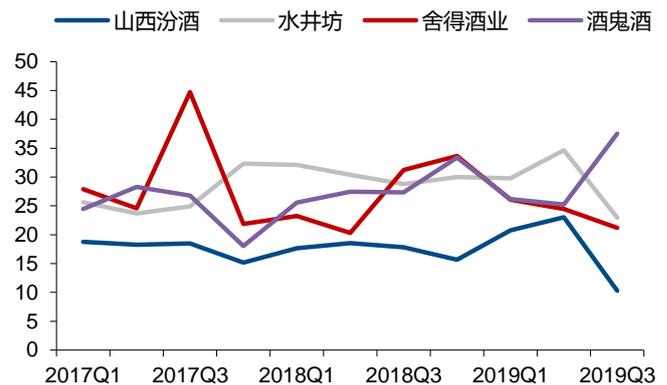
资料来源：各公司官网、京东、天猫、华创证券，注：价格为线上平台终端价，实际成交价略有差异

图表 18 次高端酒企单季度收入增速 (%)



资料来源：Wind、华创证券

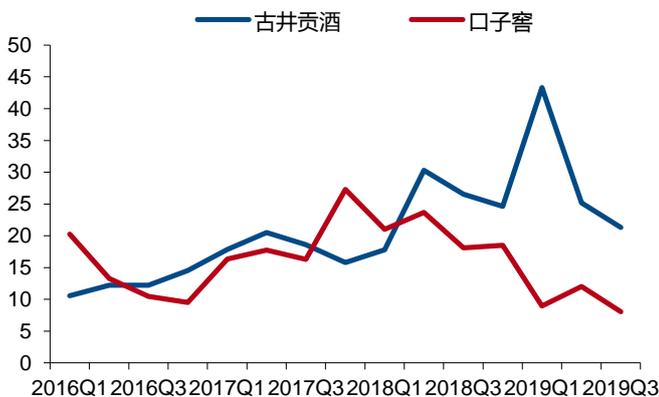
图表 19 次高端酒企单季度销售费用率 (%)



资料来源：Wind、华创证券

苏酒和徽酒龙头短期也有所分化。1) 苏酒方面：今世缘国缘系列仍为主力放量产品，前三季度 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。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%。2) 徽酒方面：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。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。

图表 20 古井口子收入季度累计增速对比 (%)



资料来源：Wind、华创证券

图表 21 洋河今世缘收入季度累计增速对比 (%)



资料来源：Wind、华创证券

3、低端酒：牛二和玻汾双重演绎，强化大单品全国化逻辑

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，2019Q1-3 白酒收入增长保持在 15% 左右，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。

玻汾方面，预计前三季度增速在 60% 左右。玻汾加大空白市场开发，保持较快增长。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，品牌势能和渠道动能是牛栏山和玻汾两大单品在低端酒市场破局关键。低端酒市场规模约 2000 亿元，竞争激烈，同时低端光瓶酒消费者需求偏刚性，以自饮为主。牛栏山通过持续的费用投入打造二锅头第一品牌，玻汾则借助汾酒八大名酒优势积累了良好的口碑，相较竞品性价比优势明显。同时，牛栏山和玻汾渠道利润稳定，周转率高，渠道资源投入相对竞品较大，因此保持了较高经销商忠诚度。

图表 22 牛栏山白酒业务收入及增速（亿元）



资料来源：Wind、华创证券

图表 23 汾酒低价白酒营收及增速



资料来源：Wind、华创证券

4、酱酒热：沉云拂水长风起，酱酒扬帆正当时

沉云拂水长风起，酱香扬帆正当时。今年以来，市场对酱香型白酒行业关注度持续升温，酱香酒各品牌发展势头良好，保持较快增长。我们认为尽管酱香白酒产能产量占比较低，但收入利润在行业中占比较高，在茅台等龙头品牌带领和培育下品牌集群逐步形成，竞争格局呈现一超多强的形式。具体来看，茅台依托强品牌力成就千亿时代，未来依靠战略驱动。过去几年茅台酒与系列酒双轮驱动战略成效显著，系列酒实现高增长转向高质量发展，今年目标销量 3 万吨销售额 100 亿，未来茅台酒与系列酒产能均规划至 5.6 万吨，达到 1:1。系列酒打造 5+5 战略，加大省外拓展力度同时渠道梳理逐步清晰，经销商体系优化，确保稳健增长。郎酒青花郎定位酱香大单品，对标飞天茅台，持续广告投入，稳步提价强化高端定位，目标打造百亿收入。公司战略眼光长远，未来产能规划 5 万吨，基酒储存 30 万吨，产能底蕴雄厚，核心竞争力显现。习酒战略聚焦窖藏系列，近年窖藏量价齐升，19Q1-3 实现营业收入 50.45 亿元，同比增长 34.41%；利润总额同比增长 41.16%，市场层面全国化战略稳步推进，省外市场营收已超省内，初步实现从区域性品牌向全国性品牌转变。国台近三年营收高速增长，2018 年收入达 11.4 亿元，其中国标酒单品销售额近 10 亿，为重点打造单品，净利率提升至 20% 以上，在产能扩大和渠道加快覆盖之后，业绩有望快速增长。

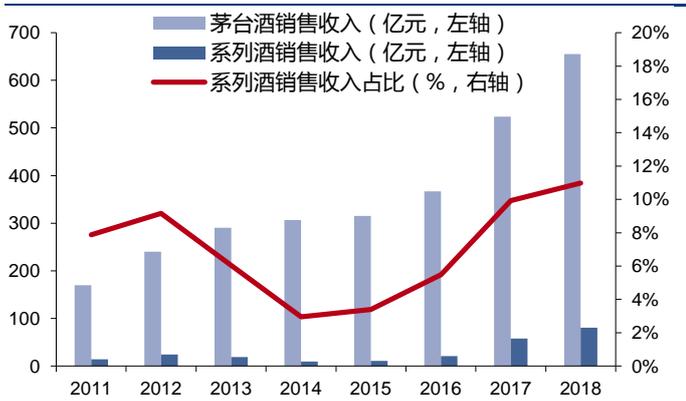
建议加强核心产区营销，共同推动酱酒行业发展。酱香型白酒产区更为集中，具备打造核心产区营销的基础，大小企业良性互动，省政府推动共同积极做大酱香市场。建议参考葡萄酒产区制度，建立产区生产标准，立法保护产区生产环境，为口味和酒质形成背书。由于酱酒生产周期较长，加大市场供需判断难度，在抵御市场风险方面，建议尝试销售期酒，设立产业基金在市场波动情况下对优质基酒进行回购等措施。

图表 24 酱酒行业分价格带规模及主流品牌

价格带	价格带规模	主流产品
1500 元以上 (超高端)	约 650 亿	茅台酒
600-1500 元 (高端)	约 50 亿	郎酒青花郎系列、国标 15 年 钓鱼台国宾系列, 国缘 V9
300-600 元 (次高端)	约 200 亿	习酒窖藏系列、国台国标酒 郎酒红花郎、钓鱼台贵宾酒、珍酒珍 15、 潭酒紫潭、茅台系列酒赖茅、汉酱
100-300 元 (中端)	约 130 亿	茅台王子酒、习酒金钻系列、丹泉洞藏 10
100 元以下 (低端)	约 70 亿	习酒习酱、茅台迎宾酒、其他散装酱香型白酒

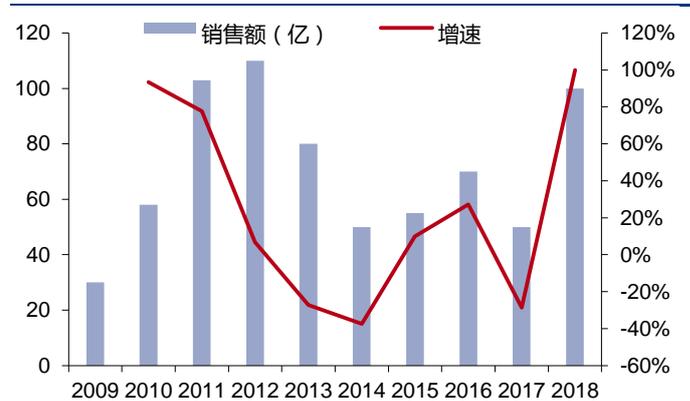
资料来源: 各公司官网, 微酒等公众号, 华创证券整理

图表 25 茅台酒、系列酒营收及占比 (亿元, %)



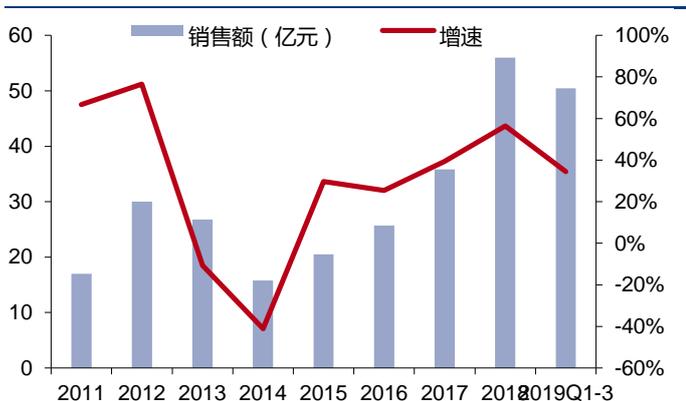
资料来源: Wind、华创证券

图表 26 郎酒销售额及增速 (亿元, %)



资料来源: 微酒、华创证券

图表 27 习酒销售额及增速 (亿元, %)



资料来源: 茅台时空、习酒经销商大会, 华创证券

图表 28 国台营业收入及增速 (亿元, %)



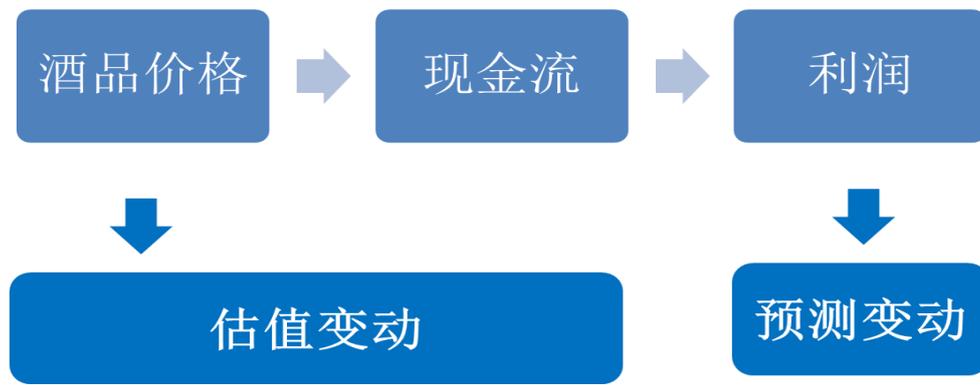
资料来源: Wind、华创证券

（二）本轮行情周期的两大本质特征

1、高端酒价格周期总体延续，名酒稳健成长预期强化

理解白酒行情周期本质就在于高端酒的价格周期。从传导机制上看，首先，从产品价格到业绩的传导：产品价格上涨，带动进货动力加强现金改善，再到企业利润改善，期间基本相隔 1 个季度；其次，从产品价格到股价的传导：产品价格上涨，带动基本面扭转预期的估值修复，利润预测上调再实现估值业绩双击。因此，判断高端酒价格是关键输入变量，尤其茅台酒价格。

图表 29 高端酒价格周期的传导机制图



资料来源：华创证券整理

核心问题之一：如何看待今年以来的价格走势？

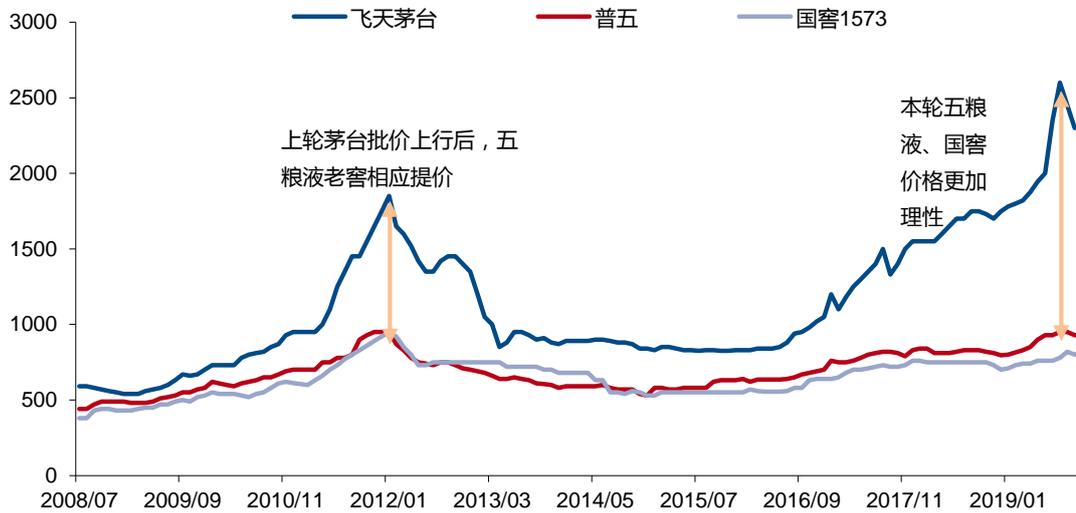
上半年茅台价格疯涨，符合我们此前预判。首先，前几轮飞天茅台价格上涨同时伴随公司产品的持续滞后放量，使得价格涨到高位后持续放量下跌；而这次我们认为确实是因为供给的收缩。2015 年基酒欠缺导致 2019 年可供量实质性紧张，大量经销商额度的收回，为了集团实现千亿将更多飞天基酒用于生产生肖酒和精品茅台等更高端产品，以及严控价格导致经销商不敢卖高又不肯卖低 1499 等等，都导致飞天茅台市场流通量的严重不足。其次，几轮价格上涨时茅台所有高端产品如年份酒等同步上涨，而这次年份酒上涨极少，生肖酒自 2017 年初上涨到 2018 年 4 月后，已有显著回落（鸡年、狗年高峰时 5000 元一瓶，现在都在 2500-2600 左右），源于对年份酒价值认知开始理性化，以及生肖酒的持续生产放量打击了投资者。加之今年精品茅台放量，市场价格也回调至指导零售价以下。因此飞天茅台的价格也有瓶颈，天花板在于生肖酒和精品茅台的价格，这两者的涨价空间相对有限。

供应不足、流通不畅、资金囤积成为茅台酒价火箭式上升的三个加速器。我们认为，从去年下半年到今年一季度，酒价上涨核心还是因为茅台公司供应不足，当时内部整顿、外部收回经销商额度，且没有准备好新投放渠道。但 2 季度起，茅台酒的流通不畅和资金囤积因素显著强化了价格上涨。一方面，传统的无风险投资渠道房地产、P2P 相继证伪，又有宏观经济下行下政策放松预期，囤茅台酒涨价获利的外部条件强化；另一方面，茅台酒今年供应量有限，渠道流通量更有限，推动涨价的资金要求更少，确定性更高。这一点，不论是业外资金，还是经销商，都能看到。更进一步加大困局的是，公司强力管控经销商要求按照 1499 出售的初衷虽好，但是经销商看到天天来排队购买的基本是黄牛时，反而加剧了惜售的心态，市场批价越涨，惜售心态越强，凭什么要把剩余的几百上千让黄牛和背后的资金方去挣？于是流通更少，批价进入更进一步上涨的自循环。

Q3 起茅台强力控价，价格理性回归。茅台三季度开始对市场价格进行强力控价稳市，茅台经销商在 9 月提前执行四季度剩余计划和配售指标，指导经销商做好销售计划，确保每天店面有酒可售，切实落实 8.7 会议精神，同时确保 9 月发货完毕。同时，电商商超渠道逐步落地，直销体系日趋完善。中秋国庆之后批价开始出现理性回归，我们一直强调，没有不可跌的价格，越早回落越利于长远发展，前期疯涨才危险。因此，当前茅台酒价理性回归，应

是经营者、经销商和消费者可以形成的共识。同时这一轮我们看到，五粮液老窖现任的管理层，显然要清醒得多，理性得多，对市场渠道的管控能力也要强有力得多，社会库存一直得以有效控制。因此高端酒价格周期平稳，对于价格总体保持理性，有效规避了高端酒价格出现大幅波动的系统性风险。

图表 30 茅台批价当前理性回归，五粮液国窖并未过度跟随（单位：元）



资料来源：Wind、华创证券

图表 31 茅台今年以来稳价措施梳理

时间	事项	具体内容
2019.4.11	直销进展	发布《关于开展团购、商超卖场信息收集通知》，征集团购、商超卖场相关信息。
2019.4.19	直销进展	发布首批全国商超、卖场招商公告，将在全国范围选择 3 家商超卖场，供应 400 吨飞天茅台、贵州本地选择 3 家服务商，供应 200 吨飞天茅台。
2019.4.28	经销商座谈会	李保芳强调，茅台始终以服务国家、服务大局为原则，销售公司与营销公司要秉承互为“同胞兄弟”原则，双方明确各自的职责。
2019.5.29	年度股东大会	公司领导在会场郑重承诺一定保证股东利益，不会伤害股东的利益，会维护大家的合法权益，大股东不会与小股东争利。解释了营销公司成立的起因：保障廉洁，整合团购客户，统筹集团多品牌、多酒种经营。
2019.6.12	丹寨经销商联谊会会长会议	要求经销商严格遵守厂商合同约定，严守 1499 元的价格底线，严禁高价销售、囤货惜售，保证销售渠道畅通。茅台最近 20 天将投放 2000 吨茅台酒到市场，下半年按计划茅台酒的投放量约 1.8 万吨，下半年后劲十足。
2019.6.21	直销进展	华润万家、康成投资和物美科技集团三家成为贵州茅台酒首批全国商超、卖场的经销商；贵阳星力百货集团、贵州华联综合超市和贵州合力购物等 3 家成为贵州本地的茅台酒首批商超、卖场服务商。
2019.7.15	集团 2019 年上半年生产经营情况汇报会	理顺和完善茅台酒营销体制，是上半年最重要、最压头的一项工作，现已初见成效。集团党委拟将明年定为茅台基础建设年，在谈到明年经营工作时，李保芳表示，原则上既要保持适度增长，又要留有适当余地，不做超负荷计划，不搞不切实际的“假大空、高大上”。
2019.7.18	直销进展	贵州茅台销售有限公司发布电商招标公告，拟向全国计划招募 3 家综合类电商，按排名分别供应 170 吨、130 吨、100 吨 53 度飞天茅台酒。
2019.8.7	市场工作会议	会议提出，把握市场稳定大局，统一思想，凝聚共识，坚决打好打赢价格稳定战。为维护茅台酒市场稳定，确保茅台酒持续稳定健康发展，维护茅台品牌，兼顾利益平衡，茅台公司在中秋国庆前夕向市场集中投放 7400 吨茅台酒，将多措并举控价稳市。

时间	事项	具体内容
2019.9.20	直销进展	贵州省招标投标公共服务平台公示贵州茅台酒全国综合电商招商公告，浙江天猫技术有限公司和苏宁易购集团股份有限公司首批入围。
2019.9	增加投放量	中秋期间对上海 Costco 超市追加投放 5 吨。
2019.10	直销进展	天猫、苏宁两家首批直营电商限量开售 1499 元飞天茅台，通过规定抢购资格及限量购买等方式保证销售规范直达消费者。
2019.11	增加投放量	贵州省多家渠道放量 1499 元平价茅台，包含 8 家机场（共 800 吨），10 个高铁站点（共 320 吨），酒旅融合（共 950 吨）。

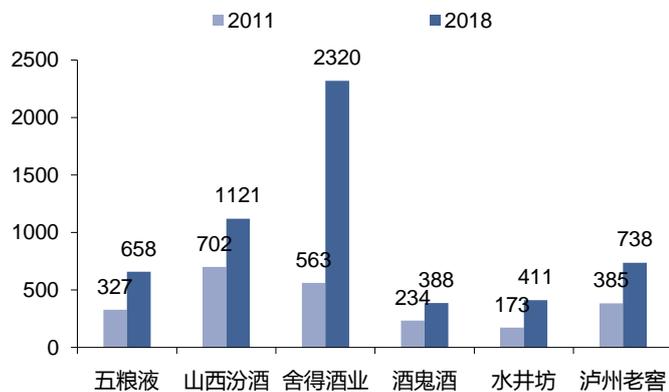
资料来源：茅台时空、糖酒快讯、华创证券整理

核心问题之二：本轮名酒龙头业绩稳健预期缘何在强化？

我们一直强调，本轮行业分化集中之下，名酒龙头尤其是自去年底以来展现的业绩稳健性，外在驱动来自消费升级，而在内驱动则更多来自管理能力改善、营销精细化及渠道库存理性等多维度改善所致。本轮名酒企业自身经营成熟度也在逐步提升，无论是经营机制还是应对市场能力更加成熟，更加关注消费者群体培育、文化品牌营销传播、渠道精细化管理以及库存健康水平等方面，体现了行业优势企业内生更加理性健康，也表明未来优秀酒企龙头的业绩波动有望得以更好平滑调整，业绩表现将更具备可持续性和稳定性。

➤ **营销模式：精细化扁平化成为趋势。**上一轮白酒牛市中，酒企营销多以电视广告投放和渠道推广为主，本轮白酒营销模式无疑更为精细化和扁平化。不少酒企通过大数据完善消费者画像，广告投放直达终端，精准营销终端消费者，如茅台针对茅粉积极推动文化茅台建设，五粮液针对渠道终端推出数字化积分扫码系统，并积极开展消费者俱乐部终端活动，汾酒开展行走的汾酒等全国性文化传播活动，泸州老窖针对核心消费者举办七星盛宴、国窖荟等活动，水井坊品鉴会模式持续升级。

图表 32 本轮周期销售人员数量显著超越上轮周期



资料来源：Wind、华创证券

图表 33 部分酒企经销商网络积极扩张



资料来源：Wind、华创证券

图表 34 五粮液数字化运营平台



资料来源: 五粮液官方微信公众号、华创证券

➤ 渠道管理: 库存控制更理性, 费用落地更有效

1) 库存控制: 本轮不少酒企不再盲目压货, 针对库存情况及时控货, 明显感受到对于渠道库存控制更加理性。五粮液采用扫码出库系统, 发货节奏调整至按月发货, 通过系统对渠道进行数据分析, 甄别调整商家结构, 对渠道终端需求及计划量进行动态匹配; 泸州老窖一直坚持控货挺价政策积极控制渠道库存, 国窖 1573 配额制执行坚决; 酒鬼酒、洋河下半年开始主动控货, 目的也是积极调整渠道库存; 汾酒年初 3 月以来对青花 30 年主动控货, 采取配额制驱动批价上行, 渠道库存总体保持良性。

2) 稳固价盘: 不少酒企通过推新提价等方式积极稳固价盘。五粮液今年推出第八代五粮液, 通过第七代到收藏版到第八代的稳步过渡实施换代升级, 组合拳效果明显, 价格体系实现顺价, 渠道信心明显改善; 水井坊推出井台丝路版/珍藏版和臻酿八号禧庆版, 意图拉升价格体系, 改善当前渠道推力下降的局面; 老窖则多次对国窖计划内及计划外实施有序提价, 特曲方面推广特曲 60 版, 提出升级第十代特曲目标卡位 300 元价格带; 汾酒青花 20/30 年过去几年批价也上行明显。

3) 投放效率: 费用实现更有效落地, 经销商角色有所弱化。如五粮液通过积分扫码要求终端要有目标销售客户, 并通过扫码与消费者实现更直接精准的服务; 泸州老窖明确提出费用投放更加精确, 在渠道和终端陈列上提升使用效率; 汾酒分级授权费用精细管理, 优化费用投放方式等。

图表 35 部分酒企今年以来一些控货挺价措施梳理

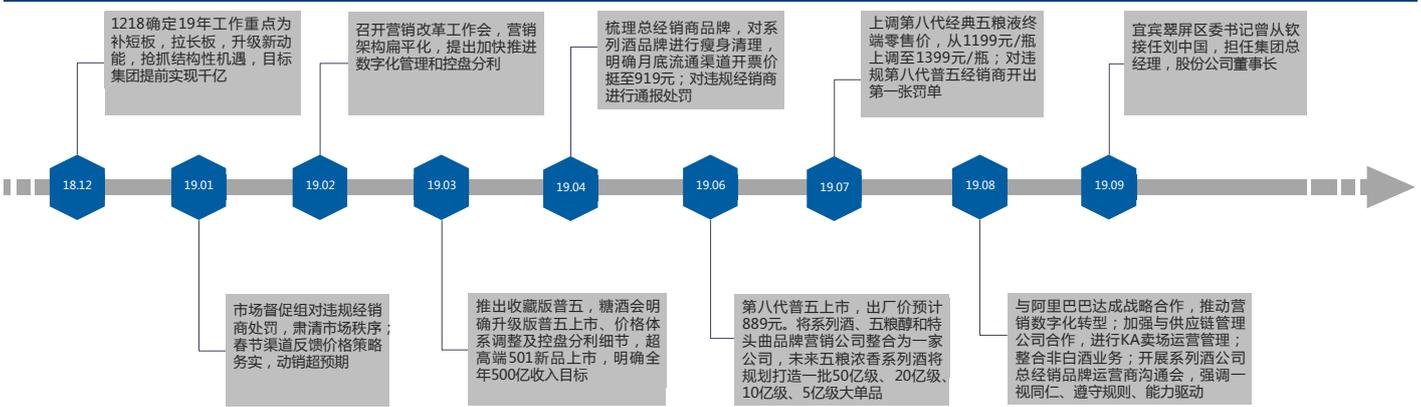
品牌	日期	措施
五粮液	2019Q2	公司为导入新品, 顺利提价, 进行控货
泸州老窖	2019 年 1 月 3 日	停止重庆区域国窖 1573 经典装供货
	2019 年 1 月 8 日	2019 年 1 月 52 度国窖经典装产品配额扣减 20% 执行
	2019 年 1 月 26 日	泸州老窖全面停货
	2019 年 4 月 9 日	暂停接收百年泸州老窖窖龄酒和泸州老窖百年酒系列产品的订单
	2019 年 5 月	山东、湖南、重庆、华北、华东大区国窖 1573 经典装先后停止接受订单和货物发运
	2019 年 7 月	43 度、46 度国窖 1573, 以及 50ml/100ml/750ml 等规格国窖 1573 全部停货; 上半年 300 万以下的区域取消投放

	2019年9月	取消执行9月份国窖1573经典装计划配额
	2019年9月6日	暂停接收百年泸州老窖窖龄酒60年的订单
洋河	2019年5月6日	梦之蓝手工班、M9上半年配额已经全部用完，中秋节前两款产品将不再增加市场配额供给，全面停止开票
	2019年6月4日	海之蓝、天之蓝、梦之蓝（M3/M6/M9）、梦之蓝手工班产品全面停止向江苏市场经销商供货
汾酒	2019年3月	青花30年控货
郎酒	2019年5月7日	青花郎发布停货通知
	2019年5月19日	郎酒奢香藏品暂停接受订单，暂停发货
	2019年8月6日	红花郎（15）停止发货
古井贡	2019年5月15日	暂停接受年份原浆古16产品订单
酒鬼酒	2019年2月1日	内参酒湖南市场在3月19日至4月30日期间停止供货
	2019年4月11日	湖南市场52度500mL内参酒自5月份继续停止供货。停货期间，公司不再接受订单及发货事宜
	2019年6月28日	湖南市场酒鬼系列产品暂停供货，恢复供货时间将另行通知

资料来源：糖酒快讯、渠道调研、华创证券

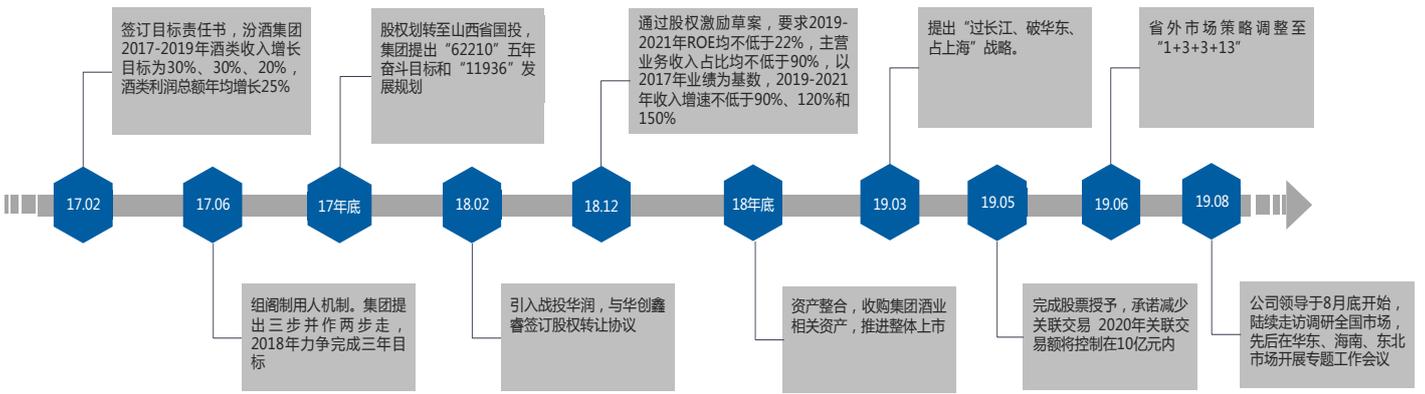
➤ **管理改善：经营更趋理性，机制改善提升经营活力。**白酒行业从过去几轮表现来看，名酒表现未必强于区域酒或小酒增速，但本轮以来，名酒企业在制度及管理等方面均有长足改善，以五粮液、汾酒为代表的过去管理相对粗放的名酒企业相继实现股权机制优化和管理层优化，使得管理差距在快速缩小，从而凭借公认的品牌和品质底蕴实现经营能力和活力明显改善，老名酒焕发新活力，增长势头有望持续。此外，洋河在主动性进行短期营销调整之后，实施回购并作股权激励，目的也为调动公司骨干积极性。

图表 36 五粮液今年以来营销改革快速落地、管理稳步改善



资料来源：微酒、公司公告、华创证券

图表 37 山西汾酒自 2017 年国改以来经营持续改善



资料来源：微酒、公司公告、华创证券

2、估值认知仍在积极重构，全球比较优势依旧突出

白酒板块自 2005 年以来有三轮估值变化：1) 2005-2008 年：起步时白酒龙头估值最低时不到 20 倍，PEG 小于 1，最高时达 50 倍，市场普遍接受 30-50 倍估值，2008 年杀估值降一半；二线成长股估值 50-100 倍；2) 2009-2014 年：起步时白酒龙头估值 20 倍左右，PEG 小于 1，最高时约 35 倍，市场普遍接受 25-35 倍估值，2013 年杀估值降一半，继续杀业绩；二线成长股估值 50-100 倍；3) 2015 年至今：起步时白酒龙头 10 倍左右，PEG 大于 1，最高时约 30 倍出头，市场普遍接受 20-30 倍估值；二线成长股估值 30-50 倍。此外，宏观经济预期的回落，对白酒每次杀估值的影响明显大于大众食品（如 08 年、11 年、18 年）。

图表 38 白酒板块历史估值走势（PE-TTM）



资料来源：Wind、华创证券

本轮以来，尤其是从去年底以来，我们回顾在白酒板块上的关键逻辑拐点判断。1 月底春节前后对茅台价格坚挺的确认、国内资金面放宽及北上资金抢筹，是行情修复的第一催化；2 月连续提出对估值修复行情的思考；3 月糖会反馈形成对名酒改革持续推进，经营更趋稳健的判断是行情深化的第二催化；5 月份我们中期策略延续守望价值高回报，咬定龙头不放松的策略，并判断消费品牌正处于估值国际化的关键时期：行业龙头估值溢价显著，股价波动性或减弱，行业间估值差异更看重周期和格局；7 月初我们在茅台千元之后，白酒向何处的专题中，前瞻提到

理解白酒行情周期就是高端酒的价格周期和估值认知重构；此后在白酒板块持续上涨行情之下，我们从抱团之殇到三维度评估白酒状态到茅台靴子落地驱动估值强势上修等角度给予判断；进入 8 月之后，茅台批价疯涨成为市场关注焦点，我们连续几周专题进行解读，与市场声音不同，我们提出茅台价格为何不可跌，五粮液老窖价格为何不可涨的命题，指出茅台酒价理性回归才是希望。

估值逻辑上看，上半年业绩估值同步修复，下半年茅台稳健带动估值进一步上移。上半年板块估值底部逐步修复，名酒龙头业绩更趋稳健，业绩预期逐步上调，估值也同步上移。下半年关键节点在于茅台关联交易方案稳妥落地，驱动龙头估值明显上修，批价泡沫化之后理性回归也利好行业长期发展，估值整体合理可控。

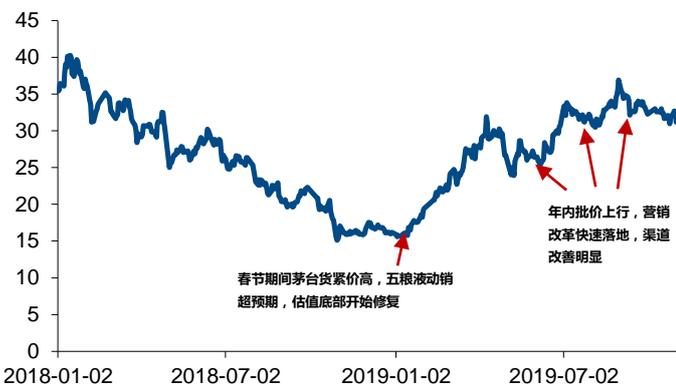
图表 39 贵州茅台估值走势 (PE-TTM)



资料来源: Wind、华创证券

五粮液汾酒经营层面持续改善，估值中枢上行。五粮液提出二次创业以来，尤其今年以来大刀阔斧的改革逐步落地，在品牌重塑、营销变革、消费者培育等多维度持续提升，补短板见到成效，管理改善持续兑现。山西汾酒则借助三年国改深化经营改革，引入战投、实施股权激励、集团资产注入稳步推进，经营层面青花与玻汾同步放量，终端费用投放模式改善，全国化进程稳步推进，经营改善明显。因此，年内估值中枢也明显稳步上行。

图表 40 五粮液估值走势 (PE-TTM)



资料来源: Wind、华创证券

图表 41 山西汾酒估值走势 (PE-TTM)



资料来源: Wind、华创证券

外资长周期视角配置龙头趋势不改。从外资配置白酒板块的逻辑来看，板块中长期配置价值依旧突出，我们继续认为高端白酒为代表的中国品牌消费品仍有巨大成长空间，随着机构成熟度提升以及价值投资理念深入，以白酒为代表的品牌消费龙头的估值稳定性也会提高。今年以来也明显看到，外资基于长期视角配置逻辑使得板块估值调

整的时间和空间均在缩小，波动在不断收敛。

增速放缓，估值水平平移或有所回落，全球比较之下，中国品牌资产价值优势突出。随着行业平均增速将有所放缓，我们预期正常情况下白酒估值水平有所回落，品牌力越强、外资关注度越高的公司估值稳定性越高。因此，我们认为茅台在增速回落中估值水平有望平移，其他公司略回落，但回落幅度有限。国际烈酒的预期平均复合增速大概在 3%，而中国名酒的增速仍有望 10% 以上，近期估值比较看，估值优势再次明显显现。**因此，放眼在全球视角下外资配置消费品优质资产，我们看到国内龙头的业绩成长性整体好于海外龙头，带来业绩与估值整体的性价比优势凸显，中长期仍会继续提升外资配置热情。**

图表 42 白酒龙头北上资金持股变化 (%)



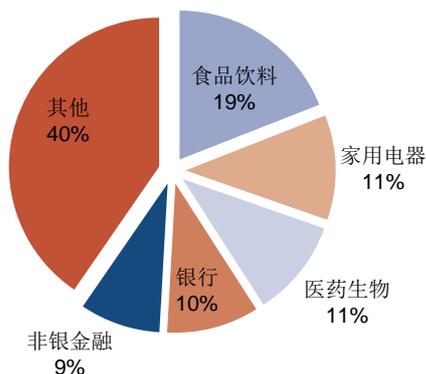
资料来源: Wind、华创证券 数据截至 2019/11/1

图表 43 白酒龙头北上资金持股变化 (%)



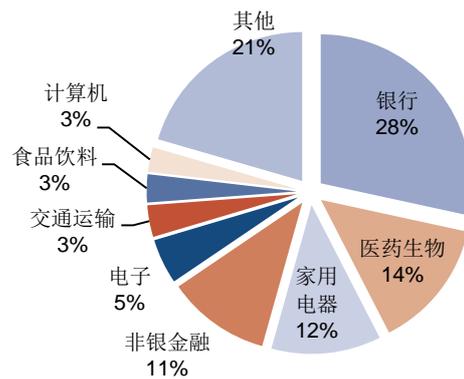
资料来源: Wind、华创证券 数据截至 2019/11/1 注: 水井坊因要约收购出现调整

图表 44 北上资金板块配置结构 (%)



资料来源: Wind、华创证券 注: 截至 2019 年 11 月 5 日

图表 45 QFII 资金板块配置结构 (%)



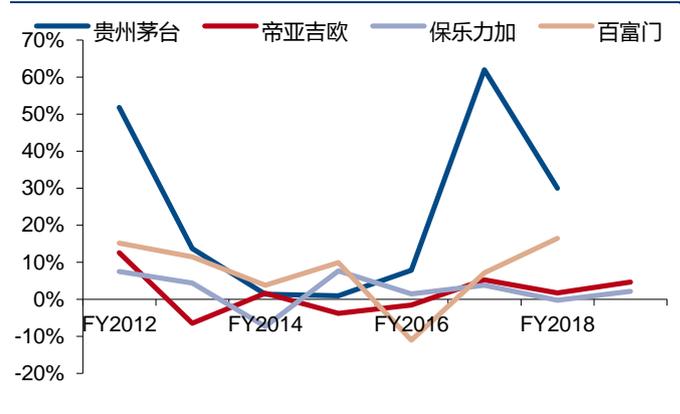
资料来源: Wind、华创证券 注: 截至 2019Q3 末数据

图表 46 全球主要烈性酒公司近年估值走势



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

图表 47 全球主要烈性酒公司业绩增速



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

(三) 展望明年: 下半场行稳致远, 周期弱化

首先, 对于行业趋势, 我们应该抱有什么样的预期?

高端酒价格上行动力弱化。我们在今年提出本轮行情周期本质是高端酒价格周期和估值认知重构, 上半年茅台批价继续坚挺上行使得高端酒继续受益价格空间, 但三季度 7-9 月期间茅台酒价火箭式上升也明显加大了市场担忧, 我们当时连续对茅台酒价进行专题分析, 认为供应不足、流通不畅、资金囤积成为彼时茅台酒价火箭式上升的三个加速器, 酒价明显进入泡沫化状态, 中秋国庆节后在直销渠道放量以及真实需求开始受到价格制约之后, 批价开始理性回归。包括本次秋糖会期间对高端酒价格关注度依旧颇高, 首日有渠道反馈茅台大商提前执行明年 Q1 打款并加 200 元保证金引起广泛关注, 后来从多数经销商处了解应无此事, 但也反映市场对于明年茅台是否提价以及高端酒价格趋势的关注。

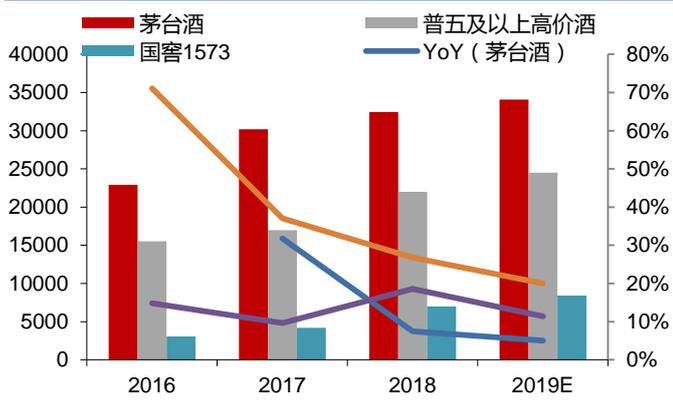
我们认为, 供应增长、需求放缓及资金收益率下降将导致价格再上行的动力减弱。从基酒产量角度来看, 明年茅台的可供应量预计可度过 2019 困难期, 继续增长 3000 吨以上。此外, 茅台的销售渠道将不再单纯依赖经销商, 在电商、团购、商超等渠道布局也有所增加, 价格炒作难度加大。而 2500 元价格经过测试也基本可以确认是短期消费价格的天花板, 价格再往上需求将会明显放缓。五粮液和老窖则预计将持续放量 10% 以上。对于五粮液而言, 节后因发货节奏加快及茅台价格回落带来八代普五批价小幅回落, 但公司今年产品换代升级和积分扫码系统执行还是获得渠道广泛认可, 渠道利润水平总体在改善, 明年预期增量但明确传统渠道不增量, 重点开拓三四线增量和团购等渠道, 批发价格目标料仍将站稳 1006 元。

图表 48 飞天茅台、五粮液、国窖 1573 批发与零售价走势 (单位: 元)



资料来源: 渠道调研, 华创证券 注: 零售价参考京东、天猫、烟酒店调研

图表 49 高端酒历年销量 (吨)



资料来源: Wind, 华创证券

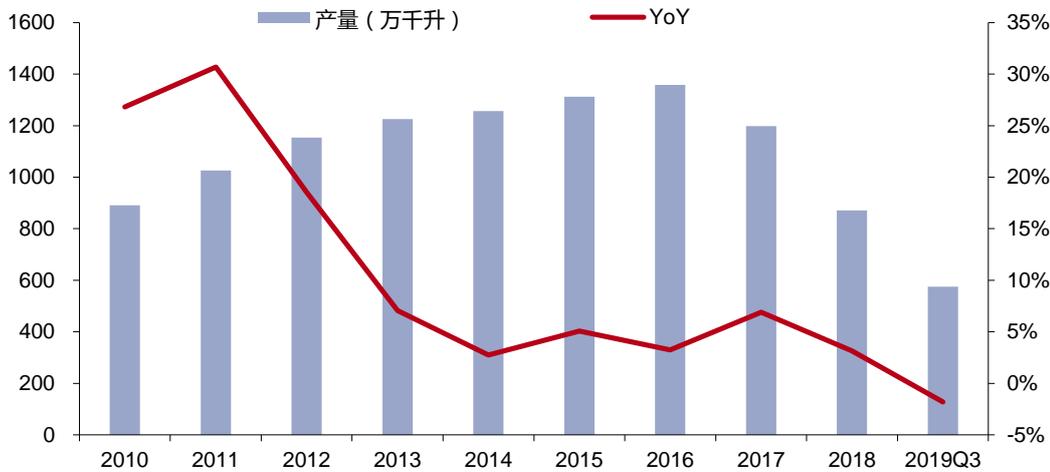
图表 50 茅台历年基酒产量及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

行业总量放缓之下, 分化依旧在强化。其实白酒行业总量趋缓之下分化明显的情况在之前的一些渠道调研当中已有很多印证, 市场也逐步认识到分化之下名酒龙头的结构性机会更突出。总量趋缓与品牌分化可分两个维度去分析: 首先, 需求端, 2019 年 1-9 月, 全国白酒 (折 65 度, 商品量) 产量 574.80 万千升, 同比下降 1.80%, 过去几年增速已明显放缓, 但本轮周期当中, 消费升级驱动各核心价格带稳步上移, 名酒龙头这轮集中度反而在加速提升。其次, 供给端, 这一轮名酒无论是品牌投入、渠道下沉还是管理能力上均有明显改善, 较中小酒企的差距在快速拉大, 以五粮液和汾酒为代表的过去相对管理粗放的名酒企业更是借助国改实现股权机制优化和管理层优化, 以老窖为代表的企业则在这一轮持续保持行业谨慎乐观、自身稳扎稳打的经营基调, 这使得名酒龙头这一轮依托品牌和品质底蕴, 借助管理和渠道改善实现更持续的增长。我们认为, 明年在经营外部环境不确定性依旧存在的情况下, 总量放缓趋势预计延续, 经营环境清醒认识和提前积极应对的酒企仍有望实现稳健经营, 品牌分化预计将继续强化和演绎。

图表 51 白酒行业产量及增速



资料来源：国家统计局、华创证券 注：口径为规模以上白酒企业产量

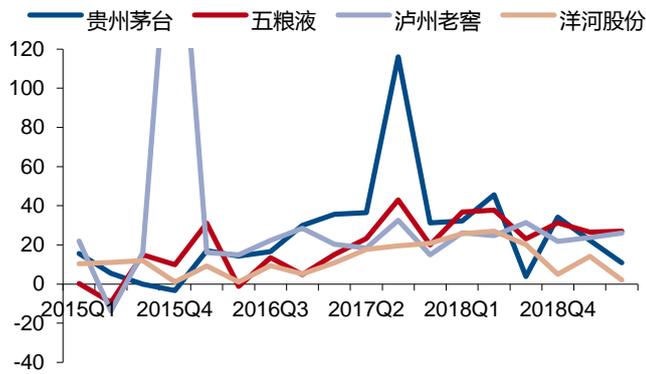
名酒管理改善经营理性，驱动业绩周期弱化。从秋糖会反馈来看，五粮液、老窖、古井等都已经考虑到来年不利经济环境下的应对策略，有望使经营更稳健可预期。另外从渠道库存角度来看，本轮周期高端酒价格虽超上轮高点，但库存水平应比上轮高点良性很多，不少酒企在完成全年目标之后，都在努力控制渠道库存，避免再出现价格和销量崩盘。如茅台通过各自措施实现价格降温，避免价格泡沫化，本身也使得囤货库存不至于出现崩盘风险，反映经营更加理性；五粮液去年以来一直持续重视库存水平，执行月度发货计划的同时，借助积分扫码系统实现渠道监测、防止窜货和动态调整发货节奏；国窖 1573 完成全年百亿回款目标过程中，始终对产品配额进行有效控制，确保控货挺价策略延续；汾酒在年初省外停货去库存之后，省外对青花 30 等产品执行配额制，渠道价格稳步上行；古井在基本完成销售任务之后，预计 Q4 也将积极去库存备战春节。因此，在白酒行业继续分化及进入下半场之后，明年龙头有望更体现行稳致远、周期弱化的特征。

图表 52 主要酒企的品牌营销



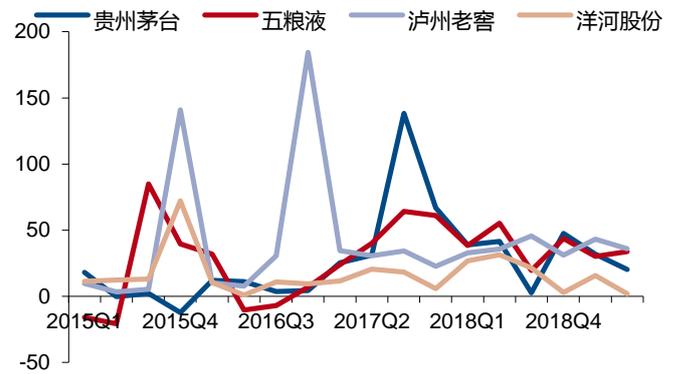
资料来源：相关公司官网

图表 53 一线名酒近 4 年收入增速 (%)



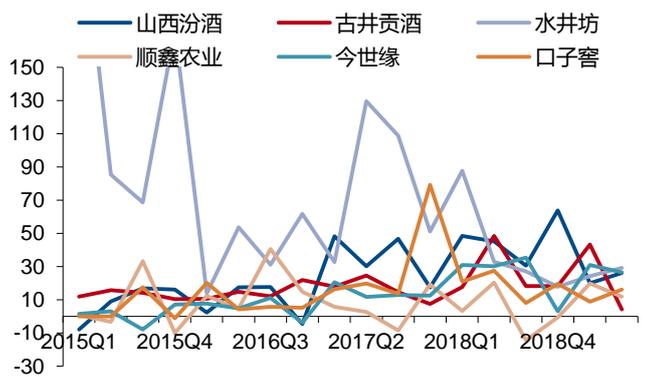
资料来源: Wind, 华创证券 注: 一线名酒为茅台、五粮液、泸州老窖、洋河 泸州老窖 2015Q4 增速为 225%

图表 54 一线名酒近 4 年利润增速 (%)



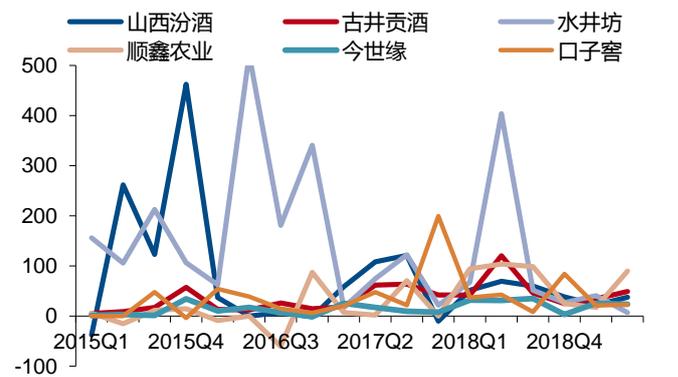
资料来源: Wind, 华创证券 注: 一线名酒为茅台、五粮液、泸州老窖、洋河

图表 55 二线名酒近 4 年收入增速 (%)



资料来源: Wind, 华创证券 注: 二线名酒为汾酒、古井、水井坊、顺鑫、今世缘、口子窖, 水井坊 2015Q1/2015Q4 收入增速分别为 255%/172%

图表 56 二线名酒近 4 年利润增速 (%)



资料来源: Wind, 华创证券 注: 二线名酒为汾酒、古井、水井坊、顺鑫、今世缘、口子窖, 水井坊 2016Q2 利润增速为 522%

其次, 分价格带怎么看? 一高端次高端依旧较好, 中低档有所分化

高端酒: 茅五进入后千亿时代, 巩固千亿基础过程中, 经营将更加稳健。展望明年, 茅台明年定调为基础建设年, 原则上既要保持适度增长, 又要留有适当余地, 千亿之后更加注重健康、稳定、可持续的增长, 预计明年业绩规划更加稳健理性, 看点在于直销体系全面建立。五粮液明年传统渠道计划不增量, 但会继续推动渠道下沉和团购等增量渠道开拓, 预计整体发货量计划仍保持双位数增长, 公司二次创业以来, 营销渠道改革持续推进, 补短板工作成效显著, 明年管理改善有望继续兑现。国窖 1573 持续保持价格跟随战略, 强化自身品牌以及量价平衡, 管理层思路清晰, 打造双品牌双百亿, 在政府规划优势产业之下, 目标保持良性较快发展, 全国化持续推进。

次高端: 汾酒水井坊势头良好, 跑马圈地竞争依旧激烈。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。

区域强势酒: 古井今世缘增长势能延续, 洋河刮骨疗伤静待企稳。古井今世缘省内结构升级和省外扩张仍在演

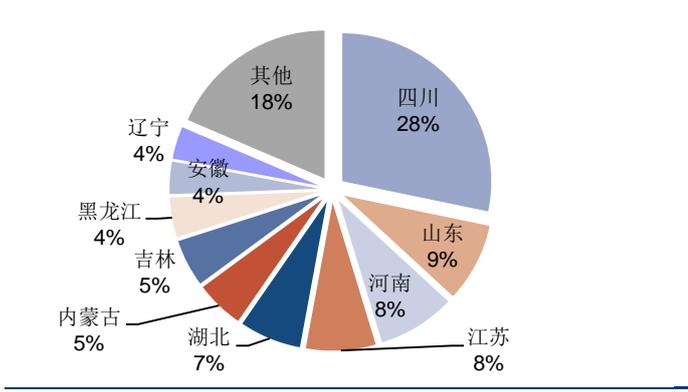
绎：古井省内古 8 及以上占比稳步提升，古 20 积极卡位次高端，国缘系列尤其四开单品放量增长，V 系列提前布局高端；古井省外在河南市场之外，积极发力以河北为核心的北方大区，省外局面正在积极改善，今世缘则借助大商实现江苏周边市场积极布局，省外市场低规模下高增可期。洋河在新销售领导上任之后，通过控制发货、增加费用支持及考核体系优化等措施进行积极调整，未来继续深度挖掘梦之蓝品牌内涵，核心单品聚焦梦 6，推出梦 6+，卡位国缘四开之上，提升营销积极性，对产品品质再升级，期待后续业绩逐步企稳回升。

低端酒：顺鑫巩固百亿，玻汾势头不减。顺鑫在牛栏山跨过百亿之后，全国化扩张逻辑依旧扎实，预计白酒主业仍可实现稳健增长。玻汾今年加大空白市场开发，快速实现渠道铺货，增长势头强劲，预计后续一方面巩固现有市场，另一方继续加大空白市场开发，增长势头有望保持。

（四）这轮周期继续看十年：分化下的集中度加速提升

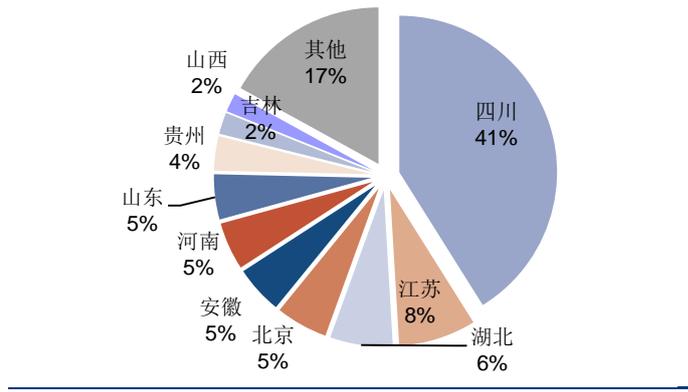
1) 产区香型抱团发展，品牌集中趋势明显。近年来，白酒从产区和香型角度也出现品牌集中趋势，如贵州及四川等名酒主产区，政府重视白酒行业发展，自上而下积极规划产区建设，如 2019 年 1-8 月四川地区白酒产量在全国白酒总产量中占比高达 45.3%，较 2015 年大幅提升 17 pct，积极支持六朵金花发展之外，成立川酒集团积极整合中小品牌，举办川酒全国行系列活动，抱团出征，竞合发展；又如贵州产区，借助茅台多年以来对酱香型白酒的香型宣传和打造，贵州省正积极打造世界酱香白酒产业基地核心区，推出黔酒中国行等品牌宣传活动。

图表 57 2015 年白酒各省产量占比



资料来源：Wind、华创证券

图表 58 2018 年白酒各省产量占比



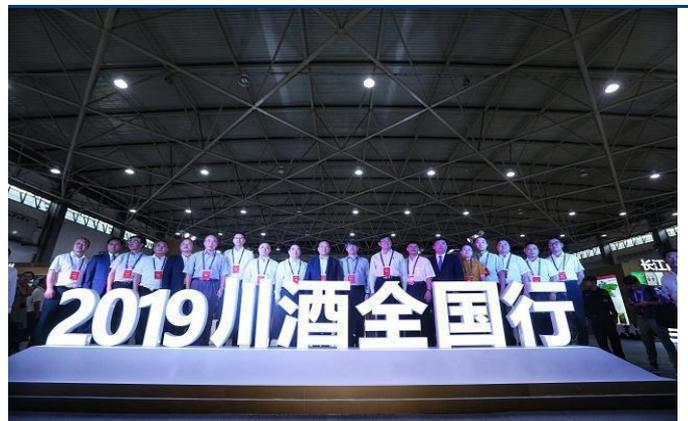
资料来源：Wind、华创证券

图表 59 黔酒中国行活动



资料来源：新浪财经

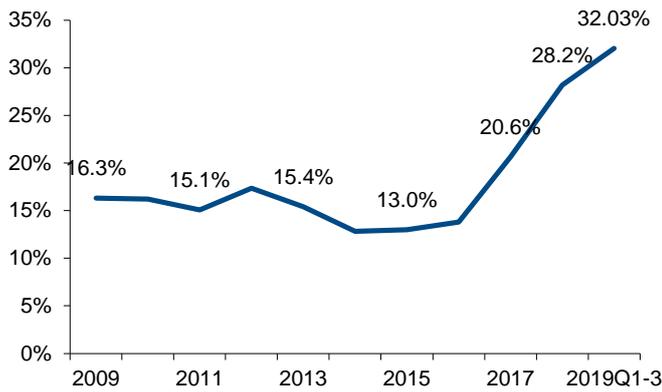
图表 60 川酒全国行活动



资料来源：新浪财经

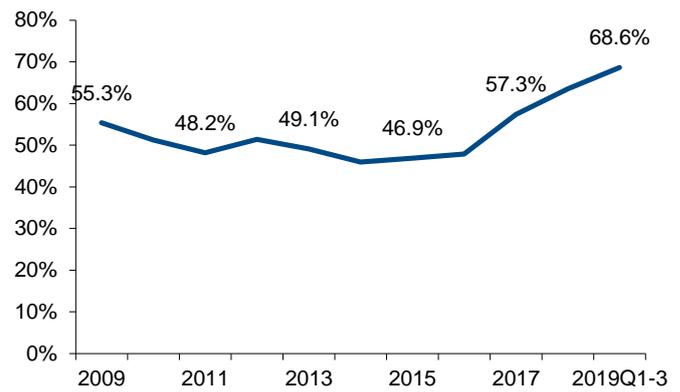
2) 白酒进入品牌制胜时代，名优酒集中度加速提升。我们此前提出，自 2015 年行业复苏以来，行业进入白银时代，结构性繁荣可看十年，上一轮黄金时代品牌份额降低，中小企业全面发展；白银时代品牌份额提升，中小企业受到挤压。从老六大名酒收入和利润占比趋势来看，黄金时代品牌白酒份额并未提升，阶段性还在降低，中小企业在全面发展。而本轮白酒行业进入白银时代，品牌酒企收入及利润份额加速提升，根据 2019 年前三季度统计，收入占比提升至 32.0%，利润占比提升至近 70%，品牌酒企借助品牌力及费用投入优势，加快挤压中小企业市场份额，未来品牌集中度料将持续提升。我们认为，名酒企业不断深度挖掘品牌内涵将是这个时代的核心制高点。

图表 61 老六大名酒收入占行业比重 (%)



资料来源: Wind, 华创证券 注: 六大名酒为茅台、五粮液、老窖、汾酒、古井、水井坊

图表 62 老六大名酒利润总额占行业比重 (%)



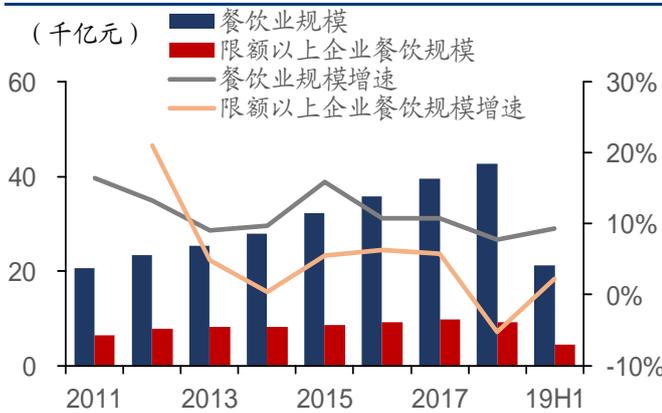
资料来源: Wind, 华创证券 注: 六大名酒为茅台、五粮液、老窖、汾酒、古井、水井坊

三、大众品：强供应链，剩者为王

(一) 餐饮连锁化风起，关注供应链能力强

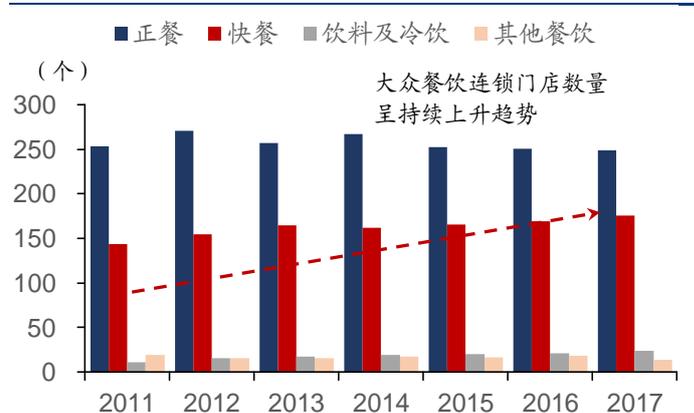
餐饮变革产业机遇：长尾品类连锁化&食材工业化。餐饮供应链变革是近年来非常大的产业趋势，下游门店连锁化加速带来“长尾品类连锁化”及“食材半成品需求增加”。1) 在外卖快速发展、成本压力提升驱动下，餐饮连锁化发展提速，火锅、快餐及小吃等长尾品类逐步品牌化、连锁化替代无品牌；2) 连锁化餐饮对效率、成本的追求及冷链物流的成熟驱动食材工业化生产进入黄金窗口。2018 年我国餐饮业规模 4.63 万亿元，近五年复合增速达 7.4%，假设原料采购占收入比 35%，食材采购规模达 1.62 万亿元，预计至 2023 年餐饮业规模达 6.07 万亿元，五年复合增速达 5.5%，食材采购规模达 2.13 万亿元。

图表 63 餐饮业规模及增速



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 64 快餐连锁餐饮门店数量快速增加

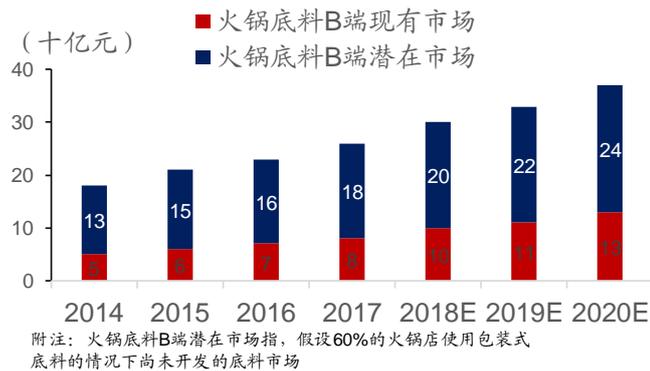


资料来源: 公司年报, 华创证券

食材工业化进入黄金窗口，看好预制半成品赛道机会。如底料、速冻赛道，下游餐饮连锁化加速带动上游食材需求增长，主要体现为出于食品安全、稳定性及成本的考量，采购更为标准化的半成品。具体体现为：1) 火锅料需求稳步提升：连锁火锅餐饮购买品牌火锅料替代人工炒料、小厂料，火锅料需求保持 15% 以上的复合增速，17 年 B 端火锅料市场规模约 80 亿，潜在市场约 180 亿，供给端目前较为分散，随环保压力及生产成本上行，集中度不断提升；2) 速冻半成品和食品需求爆发：连锁餐饮采购速冻食品替代人工加工，速冻行业保持 10% 以上的复合增速，目前行业主要公司以 C 端业务为主，相比日本速冻食品餐饮下游占比 60% 以上，仍有较大发展空间。

图表 65 火锅底料 B 端市场渗透率仍有较大提升空间

图表 66 我国速冻食品市场规模及增速



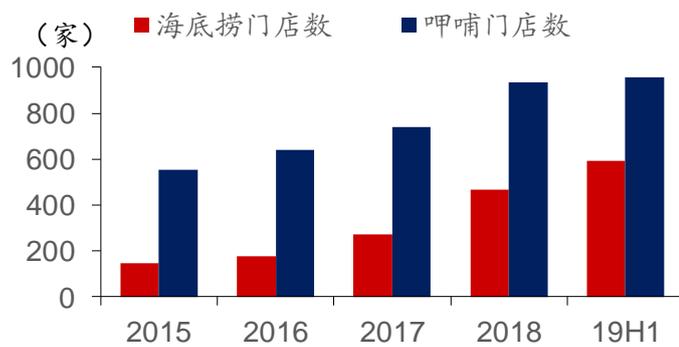
资料来源：公司年报，华创证券

资料来源：公司年报，华创证券

长尾品类连锁化、品牌化，卤品、早点趋势明显。我国餐饮行业大众消费占比超过 80%，结构呈现以大众餐饮为主的纺锤型，长尾效应明显，连锁化率相比美、日具备较高提升空间。在消费升级驱动下，高端品类实现品牌化后，很多单价较低、竞争激烈、工业化程度较低、散装、无品牌产品居多的长尾品类中品牌连锁逐步替代夫妻老婆店、无品牌产品，如腌卤制品、麻辣烫、拉面、早点店等，实现快速增长。

图表 67 火锅餐饮门店数量迅速扩张

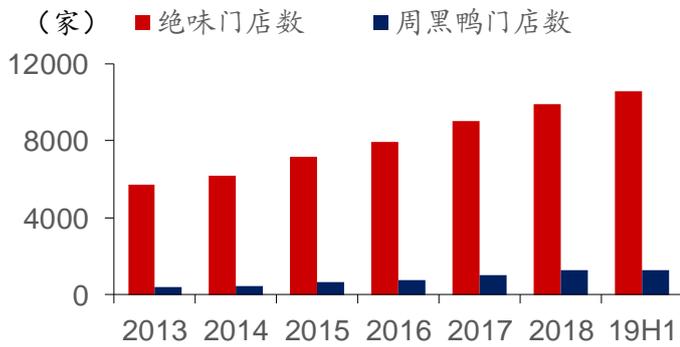
图表 68 麻辣烫门店数保持持续扩张



资料来源：公司公告，华创证券

资料来源：公司官网，华创证券

图表 69 连锁卤制品门店数迅速扩张



资料来源：公司公告，华创证券

图表 70 巴比馒头连锁门店数近两年迅速扩张



资料来源：公司官网，华创证券

关注餐饮产业变革下的机遇：供应链能力筑就强者。供应链能力在餐饮产业变革机遇下尤为重要：在诸如卤制品门店扩张、速冻食品 B 端渠道扩张过程当中，龙头的供应链管理优势其实是在持续强化。一旦建立起规模竞争优势，竞争壁垒将不断加强，盈利能力也有望得以提升。1) 火锅底料及速冻受益于下游餐饮连锁化：如火锅底料的 B 端定制，如颐海、天味；速冻食品的 B 端扩张，如安井食品。2) 卤制品门店扩张：绝味已达万家门店，仍以千家门店节奏稳步扩张，在串串品类上加快拓展，体现强大的供应链管理能力和配送效率优势。

图表 71 餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理



资料来源：华创证券整理

我们将受益于餐饮趋势下各子行业公司的所需的供应链优势进行梳理得出结论如下图所示：1) 在供应链采购、研发、生产、配送、分销等各个环节均有关键竞争点，如采购端对应规模化产生的议价能力，研发端需要对需求快速反应的研发力，配送端则与产销模式、工厂布局、物流体系相关，分销环节关键在于 B/C 端渠道占比、门店模式等，各环节分别影响企业的收入，成本及盈利能力；2) 底料、速冻品、卤制品因行业特点及 B 端诉求不同，相应需要的供应链关键能力不同，其中底料以规模化、产品研发力等为核心，速冻以规模化、冷链物流、全国化工厂布局为核心，卤制品则以冷链物流、全国化工厂为核心。

图表 72 供应链管理能力和指标归纳

供应链环节	关键竞争点	影响指标
采购	规模化产生的议价能力	成本等
研发	对需求快速反应的研发力	收入、大单品规模等
生产	柔性生产能力	收入等
配送	产销模式	销售费用率（主要为运输费用率）等
	工厂布局	销售费用率（主要为运输费用率）等
	物流体系	销售费用率（主要为运输费用率）等
分销	B/C端渠道	收入、销售费用率等
	经销商管理	销售费用率等
	门店模式及布局	收入等

资料来源：华创证券整理

图表 73 子行业 B 端诉求及供应链关键能力

	B端诉求	供应链关键能力	典型企业
火锅料	性价比、品质稳定、研发与生产快速响应	规模化、产品研发、柔性生产线、分销能力	具备研发能力，率先开拓B端的天味食品
速冻品	性价比、高效冷链物流、完善分销渠道	规模化、冷链物流、全国化工厂布局、分销能力	规模化优势降低成本、全国化工厂布局的安井食品
卤制品	高效冷链物流、最优门店与工厂选址	冷链物流、全国化工厂布局、全国化门店布局	具备全国化工厂、门店布局、高效日配物流的绝味食品

资料来源：华创证券整理

在餐饮连锁化提速的大趋势之下，我们明确看好餐饮供应链环节上优秀公司持续成长，从投资逻辑上，我们从选产业、选赛道到选公司总结如下。

1.选产业：餐饮连锁化趋势提速，上游相关食材品类持续受益将是中长期产业逻辑。目前来看国内餐饮连锁化率不高，但近年来连锁化趋势正在明显提速，对比国外发达国家仍有很大提升空间，背后核心还是消费者在消费升级过程当中追求便捷化的趋势在持续强化，对应带来上游食材品类的规模化、工业化及标准化加快的产业机遇。在食品饮料行业多数子行业量增逻辑趋弱的背景下，餐饮供应链子产业成长性良好，发展空间值得中长期看好。

2.选赛道：我们看好底料为代表的复合调味品品类及速冻半成品两条核心赛道。餐饮变革之下带来整个餐饮产业链上下游各方受益品类，在上游环节，我们看好火锅底料为代表的复合调味品以及速冻食品两类赛道；在下游环节，除了中式传统餐饮连锁化之外，长尾品类也在加快品牌化连锁化进程，如卤制品、中式面点类门店等。竞争格局方面，相关品类龙头优势逐步显现，但市场份额中长期来看仍有较大提升空间，属于典型的大行业小龙头特征。

3.选公司：继续强调供应链管理能力和指标将是核心竞争壁垒，B端渠道并非看定价权，而应是供应链效率和规模优势。我们强调的供应链管理能力和指标是围绕全产业链环节展开的，体现在采购成本优势、全国化布局带来物流配送优势、渠道营销能力以及新品反应速度等等，最终是通过规模优势的强化从而构筑竞争壁垒，同时龙头竞争优势依托长期聚焦生意而建立，新进入者面临一定的学习曲线挑战。中长期而言，我们看好复合调味料龙头颐海国际、天味食品，速冻食品龙头安井食品，卤制品龙头绝味食品，关注逐步转型切入到餐饮渠道的公司如三全食品等，聚焦B端复合调味品业务的日辰股份。

图表 74 餐饮变革趋势下产业链受益标的一览

代码	股价	总市值	每股净利润				市盈率				净资产收益率(%)				净利润 CAGR 18-21	PEG	
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
单一调味料																	
海天味业	603288	115.2	3,111	2	2.0	2.3	2.7	71.3	59.1	49.6	42.1	31.4	30.6	29.6	28.5	18.5%	3.2
中炬高新	600872	46.5	371	0.8	0.9	1.1	1.4	61.0	51.1	40.8	33.6	16.9	17.1	18.2	18.9	23.3%	2.2
恒顺醋业	600305	14.6	114	0.5	0.4	0.5	0.6	37.6	33.5	29.5	25.8	19.5	14.7	14.7	14.8	13.9%	2.4
复合料																	
颐海国际	1579.HK	54.1	566	0.5	0.7	0.9	1.2	109.4	77.9	57.4	43.9	27.9	27.2	27.5	28.2	32.1%	2.4
天味食品	603317	49.1	203	-	0.8	1.0	1.2	-	61.8	49.0	39.5	-	19.2	20.2	20.8	25.1%	2.5
日辰股份	603755	55.4	55														
速冻半成品																	
安井食品	603345	57.0	131	1.3	1.4	1.7	2.2	45.6	40.6	33.2	26.1	14.2	13.2	14.4	15.8	24.6%	1.6
三全食品	2216	11.1	89	0.1	0.2	0.2	0.3	88.4	63.7	46.5	33.8	4.9	6.4	8.1	9.8	37.3%	1.7
火锅																	
海底捞	6862.HK	38.1	2,019	0.3	0.5	0.7	0.9	122.7	79.0	54.6	41.3	20.3	24.2	26.9	26.9	40.9%	1.9
呷哺呷哺	0520.HK	10.5	113	0.4	0.4	0.5	0.7	24.5	24.3	19.8	16.0	20.9	18.4	19.9	21.0	14.7%	1.7
中西餐																	
广州酒家	603043	31.7	128	1.0	1.1	1.3	1.6	33.3	29.3	24.1	20.1	19.7	19.1	19.6	19.7	20.8%	1.4
百胜中国	YUMC.N	42.7	16,106	1.8	1.8	2.0	2.2	22.7	23.8	21.6	19.4	24.4	20.7	20.3	20.0	11.1%	2.1
中式小食																	
绝味食品	603517	46.2	269	1.6	1.4	1.6	1.9	29.5	23.9	19.9	16.8	21.2	21.5	21.6	21.4	19.2%	1.2
周黑鸭	1458.HK	4.0	95	0.2	0.2	0.2	0.2	39.2	47.1	42.7	38.7	13.3	9.5	10.0	9.7	-0.1%	n.m
中饮食品	19269	-	-														

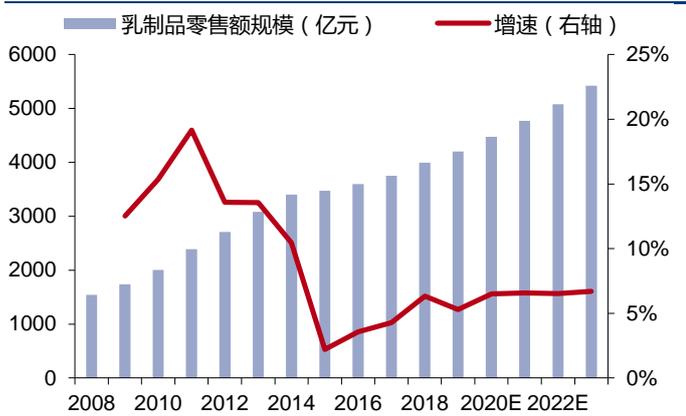
资料来源：公司公告、华创证券（其中预测均使用万德一致预测，港股及美股单位相应为本地货币）

（二）必选需求稳健，龙头格局稳定，经营价值向上

1、乳制品：成本温和上涨，竞争维持，龙头挖掘新品类机遇

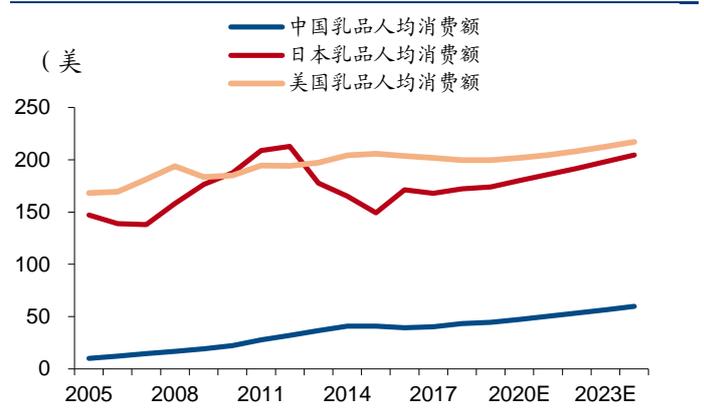
行业平稳增长，聚焦结构升级及低线城市增量。乳制品行业增速保持平稳，19 年整体增速较 18 年放缓，19 年前三季度液态奶同比+2%，常温、低温同比+3%/-2.5%，预计 19 年行业增速保持个位数增长，20 年保持该趋势。人均乳品消费额、消费习惯相比美日仍有较大提升空间，目前我国人均年消费额为 45 美元，日本、美国分别为 174、200 美元，为我国 4~5 倍。从增量上看，1) 下线城市贡献更高增速：其中重点城市乳制品销售额增长保持个位数，省地级市增速超过 10%，低线渠道增长更快；2) 结构持续升级：行业龙头伊利/蒙牛高端产品份额持续提升，根据尼尔森数据，19 年前三季度伊利重点产品金典、安慕希、金领冠增速分别 17.8%/17%/28.6%，保持高速增长，

图表 75 乳制品零售额规模及增速



资料来源: Euromonitor、华创证券

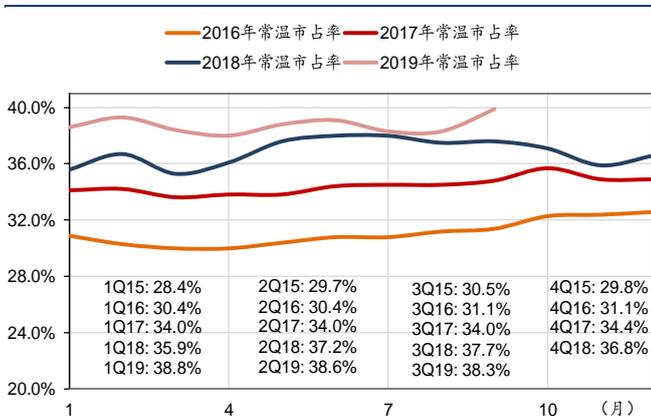
图表 76 乳品人均消费额相比美日仍有较大提升空间



资料来源: Euromonitor、华创证券

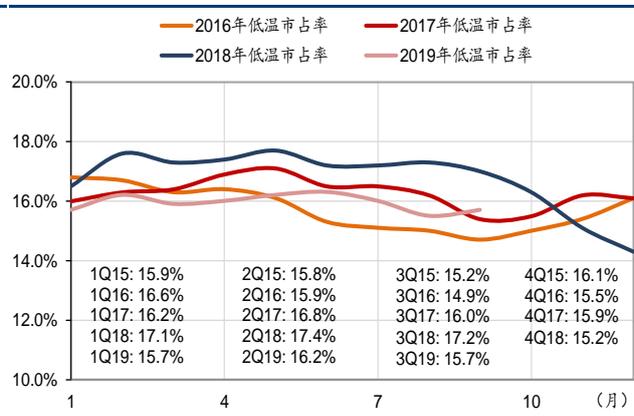
成本上涨，竞争保持，龙头份额加速上升。19 年成本端温和上涨，竞争保持，行业龙头继续借助品牌及渠道渗透优势抢占中小地方性品牌份额趋势不变，份额加速集中。**1) 成本端:** 原奶供需偏紧支撑奶价上行，19 年前三季度原奶价格同比+7%，考虑 18Q4 奶价基数较高，预计 19 年全年涨幅约 6%，2020 年原奶仍处于上涨周期。原奶价格上行虽然给成本端带来压力，但龙头凭借与产业链上游原奶的紧密合作、不断优化产品结构及规模效应等，实现盈利能力及份额进一步提升；**2) 费用端:** 目前行业进入中后期整合阶段，在行业缓慢增长下，各细分品类竞争均在加剧，19 年市场促销相较去年没有明显放缓，龙头加大促销力度争夺份额，二季度以来蒙牛加大市场投放力度，5 月始蒙牛单月收入增速高于伊利，伊利于三季度加大金典促销力度，9 月增速反超蒙牛，收入差距不再缩小。伊利 19Q3 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。

图表 77 伊利常温奶市占率



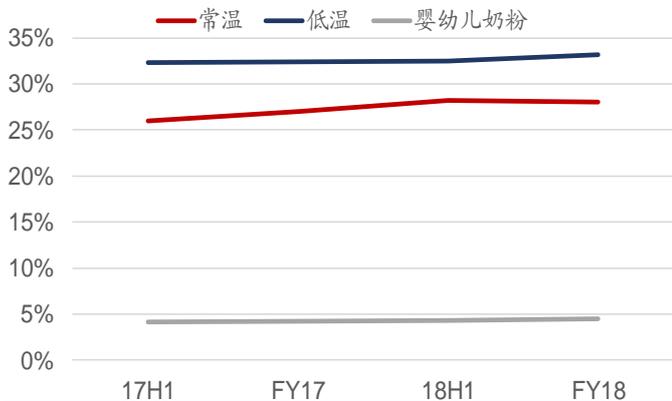
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 78 伊利低温奶市占率



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 79 蒙牛低温市场份额保持领先



资料来源: AC 尼尔森, 华创证券

图表 80 原奶上涨背景下, 龙头通过优化结构保障盈利

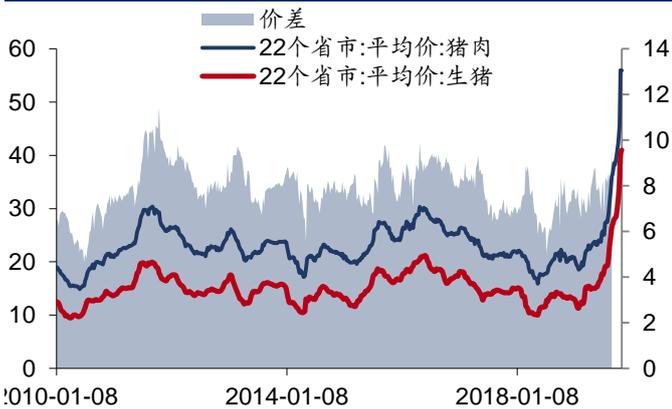


资料来源: AC 尼尔森, 华创证券

2、肉制品: 短期具备弹性, 长期看屠宰集中度提升、肉制品改善

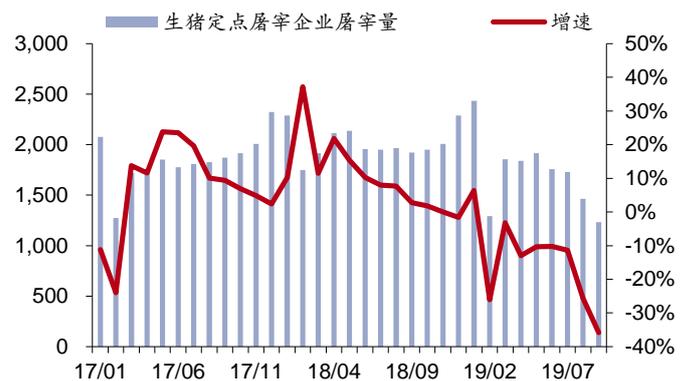
低成本原料带来弹性, 头均净利创新高。19 年至今猪价保持上涨趋势, 龙头通过使用低价原料带来业绩弹性, 19Q3 龙头双汇屠宰收入 105.5 亿元, 同比+40.6%, Q3 屠宰量 269 万头, 同比-28.3%, 19Q3 行业定点生猪屠宰量 4427 万头, 同比-24.3%, 公司市占率提升速度放缓; 利润端, 头均利润 179.3 元/头, 同比+244.8%, 提升主要来自于冻肉库存释放及进口肉增加所致。低成本原料储备达历史高点, 预计 Q4 业绩改善趋势延续。19Q3 双汇与罗特克斯关联交易达 18.7 亿元, 18 年以来整体进口量呈现 U 形, 原因在于中美贸易摩擦提高进口猪肉关税导致中美猪肉价差缩小, 但在国内猪价持续上涨下中美猪肉价差优势进一步显现, 目前中国生猪价格约为美国 5 倍水平, 同时双汇亦从欧洲地区进口猪肉。冻肉方面, 19Q3 末双汇存货 77.6 亿元, 达历史高点。同时公司亦增加副产品猪毛肠的关联交易金额平抑成本波动, 预计在 19Q4 猪价持续上涨趋势下, 低成本原料使用及提价效应将继续释放业绩弹性。

图表 81 猪价和生猪价格走势 (元/千克)



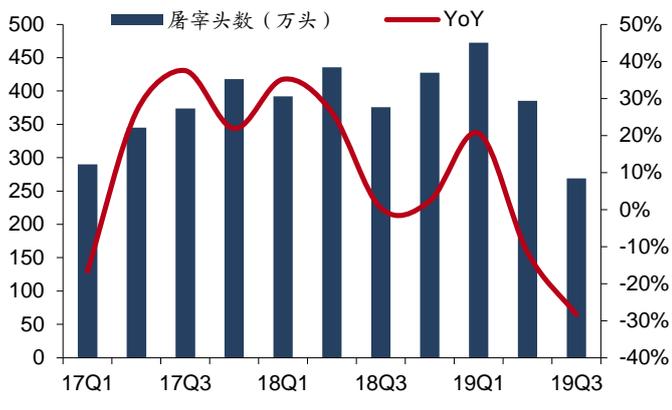
资料来源: Wind, 华创证券

图表 82 行业定点生猪屠宰量增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 83 双汇单季屠宰量及增速 (万头, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 84 双汇屠宰头均利润及利润率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 85 双汇发展关联交易额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 86 双汇发展存货情况

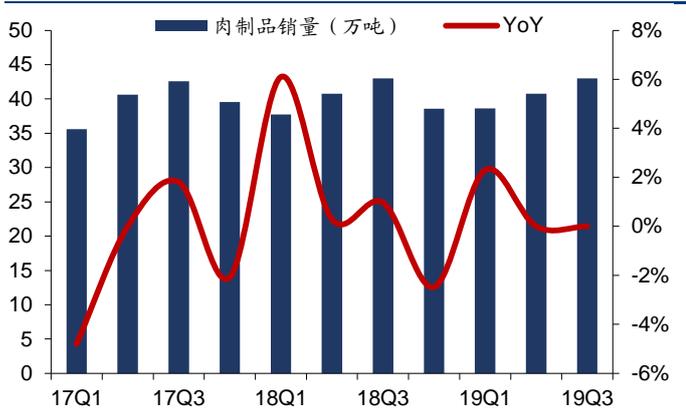


资料来源: Wind, 华创证券

年内 5 次提价拉动肉制品盈利提升。猪价上涨背景下，龙头肉制品业务被动提价带来效益提升。19Q3 双汇肉制品收入 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，双汇对肉制品采取被动提价策略，随猪价持续上涨，预计年内仍将有提价举动。

我们认为，短期看，猪价上涨背景下，低成本原料、提价释放龙头业绩弹性；长期看，屠宰行业加快整合趋势不改，龙头公司借助产业链一体化优势有望熨平波动，肉制品业务积极关注经营改善持续性。

图表 87 双汇单季肉制品销量及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 88 双汇肉制品吨价及利润率

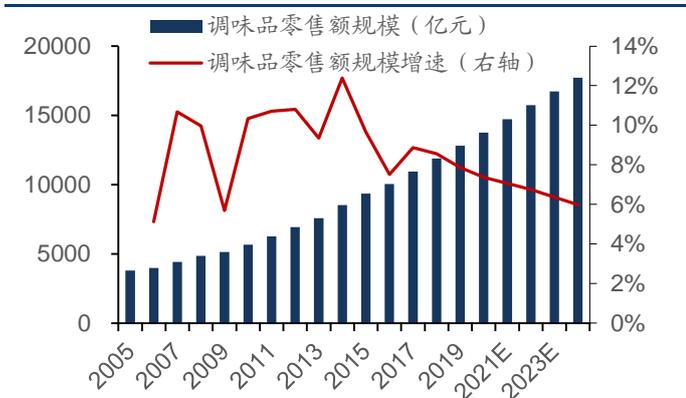


资料来源: Wind, 华创证券

3、调味品：集中度提升，盈利能力稳步提升

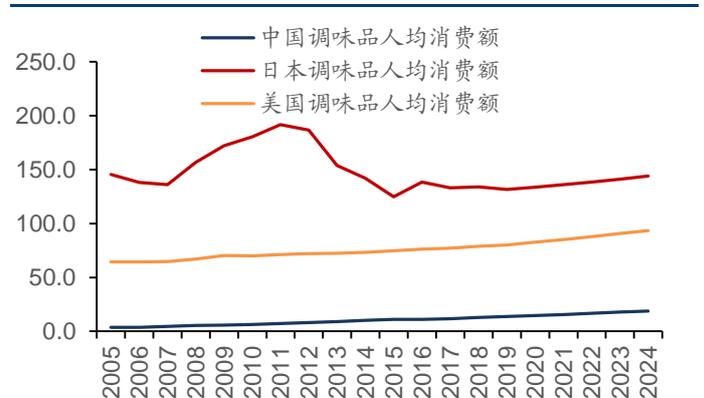
行业需求总体保持稳定。国内调味品行业 2018 年市场规模约为 3348 亿元，近十年年均复合增速超过 15%，对比全球调味品市场，行业在消费人群、人均消费量、售价上仍有提升空间，受益于餐饮及外卖行业快速增长，品类多样化及渗透率提升，产品结构升级带来的量价齐升，至 2022 年我国调味品行业规模有望达到 5392 亿元，未来五年行业收入复合增速有望保持 10% 左右增长。

图表 89 调味品零售额规模及增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

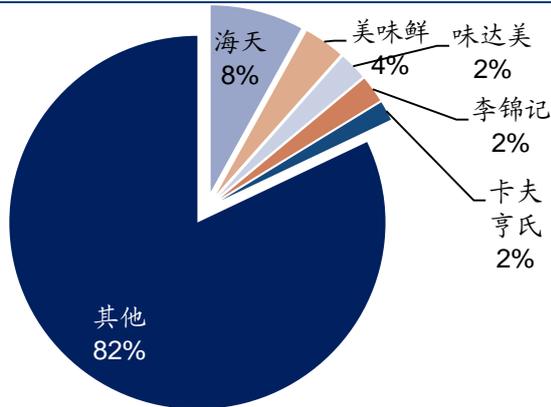
图表 90 调味品人均消费额仍有较大提升空间



资料来源: Euromonitor, 华创证券

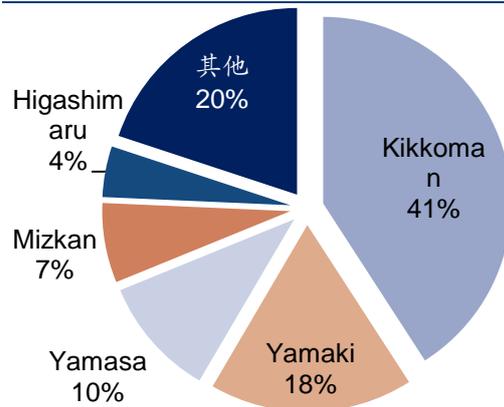
集中度持续提升,提升空间较大。我国调味品行业格局较为分散,从零售价值看,我国整体调味品 CR5 为 21.4%, CR10 为 29.1%,日本 CR5 为 25.9%, CR10 为 36.3%;细分品类看,我国酱油 CR5 约 17.9%,而日本调味品龙头龟甲万份额达 40.9%,差距更为明显。我们认为,随着龙头品牌继续加大渠道网络布局及产品品类延伸,行业集中度仍有较大提升空间。

图表 91 我国酱油行业格局（零售价值）



资料来源：Euromonitor、华创证券

图表 92 日本酱油行业格局（零售价值）



资料来源：Euromonitor、华创证券

海天、中炬收入持续稳健，部分龙头因经营节奏增速略放缓，盈利能力持续提升。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%。海天的酱油、蚝油销量稳健增长，高端酱油保持 20+% 增速。美味鲜 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、涪陵榨菜因提价及梳理渠道原因，收入增速略有放缓，但榨菜渠道库存目前处于正常水平，增速环比小幅改善。毛利率受制原料成本上行压力，龙头提价、控费提升盈利。在原料采购成本提升下，海天、中炬 Q3 毛利率同比略降；但涪陵榨菜、恒顺醋业在提价效应显现下，毛利率持续提升。费用率方面，19 前三季度龙头销售费用率基本保持平稳，凸显规模效应下良好的费用摊薄能力，整体看，19 前三季度盈利能力保持提升趋势，展望 20 年，通胀下成本端预计温和上行，龙头凭借规模效应及产业链议价能力仍将保持较好盈利。

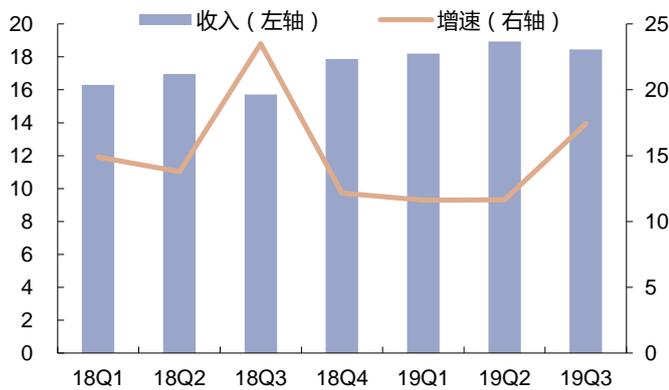
（三）关注估值底部品种业绩改善机会

1、安琪酵母：估值处在低位，明年业绩有望改善

Q3 逐季改善逻辑得到验证，经营指标有所好转。公司 Q3 实现收入 18.46 亿元，同增 17.4%，归母净利润 2.01 亿元，同增 17.8%，相比 Q1/Q2 的增速-14.6%/+0.8%，盈利环比逐季改善明显。公司前三季度毛利率为 35.4%，在低毛利白糖业务扩大销售的同时仍保持平稳。Q3 整体期间费用率+0.45pct，所得税率同比下降 0.9pct 至 13.2%，归母净利率为 10.9%，同比基本持平，若剔除白糖销售及减值影响后同比有一定提升。此外，在内部持续调整下，公司经营指标已开始向好，Q3 末应收款及存货环比分别减少 9963 万及 1.36 亿，收入现金比从 Q2 的 0.84 提升至 Q3 的 1.34。

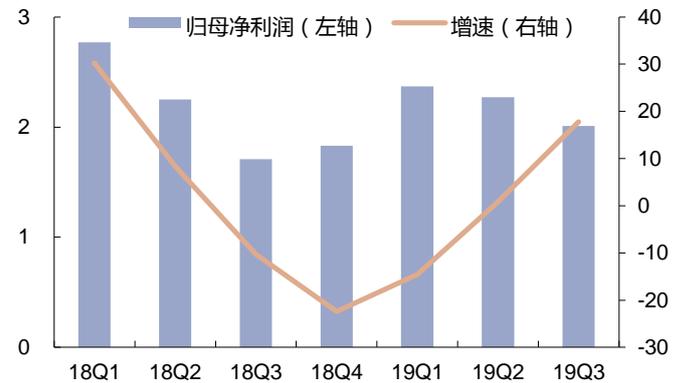
公司估值处在低位，期待明年业绩改善。展望明年，预计公司埃及产能持续释放，部分海外市场或有所提价，伊犁工厂产能利用率恢复正常水平，所得税影响有所降低，内部调整或带来费用成本有所控制，糖蜜价格在其部分下游行业需求减少下或维持平稳或有所下滑。中长期来看，公司在国内寡头垄断优势明显，市占率稳步提升，海外业务积极布局稳步扩张，百亿战略之下成长路径依旧清晰，期待明年业绩改善。

图表 93 安琪酵母收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 94 安琪酵母业绩及增速 (亿元, %)

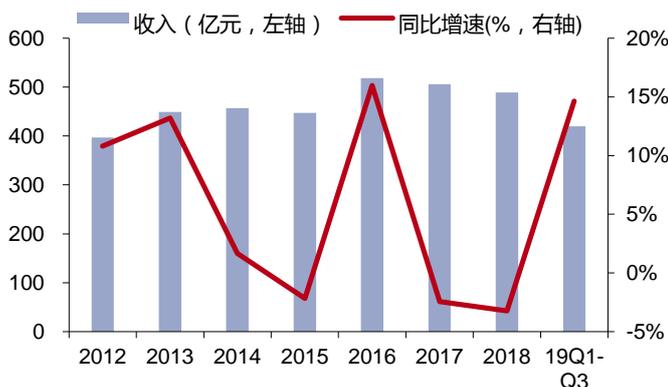


资料来源: Wind, 华创证券

2、双汇发展: 业绩弹性释放有望延续

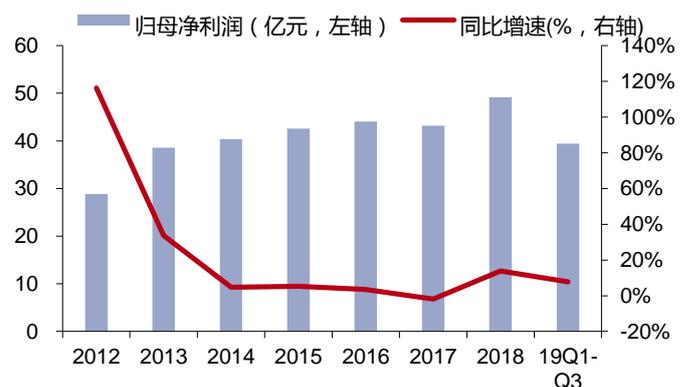
19Q3 肉制品收入 68.2 亿元, 同比+9.0%, 增长由价升贡献, 经营利润率达 21.5%, 同比+0.4pct。预计收入盈利提升主要源于提价效应, 低成本原料、技术及工艺创新亦综合对冲了成本上行。Q4 随猪价持续上涨, 预计公司仍有提价举动。屠宰业务方面, 19Q3 屠宰收入 105.5 亿元, 同比+40.6%, 头均利润 179.3 元/头, 同比+244.8%, 判断利润提升主要来自于冻肉库存释放及进口肉增加所致。19Q3 生鲜肉销量 37 万吨, 同比-2.6%, 生鲜肉销售均价 28.5 元/kg, 同比+44.4%。目前中国生猪价格约为美国 5 倍水平, 19Q3 公司与罗特克斯关联交易达 18.7 亿元, 环比出现大幅增长, 同时公司亦从欧洲地区进口猪肉。冻肉方面, 19Q3 末公司存货 77.6 亿元, 达历史高点, 同时亦增加副产品猪毛肠的关联交易金额平抑成本波动, 预计在 19Q4 猪价持续上涨趋势下, 低成本原料使用及提价效应将继续释放业绩弹性。

图表 95 双汇发展收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 96 双汇发展业绩及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

3、汤臣倍健: 估值处在历史底部, 期待业绩重回正轨

从前三季度业绩表现来看, 政策变化和监管收紧对公司业务带来短期影响, 估值亦调整至历史底部。公司 Q3 收入 14.11 亿元, 同增 12.73%, 增速逐季下滑, 主要系国家整治行动、药品零售行业改革及电商政策影响。其中主品牌“汤臣倍健”收入同增约 9%, 线上渠道仅实现个位数增长, LSG 则受新电商法打击跨境代购影响。公司采取适度激进市场策略, 品牌推广费投入有所增加, 19Q3 销售费用率为 33.18%, +9.73pcts; 管理费用率因并表 LSG 后无形资产摊销+2.70pcts 至 8.55%, 净利率同比-5.27pcts 至 22.97%, 目前估值约 22X, 处在历史底部。

展望明年：1) 在地方药店与监管部门博弈中，药店下架保健品现象或更加明朗；2) 新电商法对 LSG 澳洲市场影响或有所减弱；3) 行业运动式整顿力度或有所放缓。长期来看行业规范化将成为常态，公司在品牌、资金、渠道等方面优势明显，经营亦相对稳健，在行业逐步规范的过程中，行业整顿、药品零售政策变化及电商法实施等因素短期造成公司部分业务承压，但长期来看利好龙头公司发展，期待业绩重回稳健增长轨道，积极关注业绩拐点信息。

图表 97 汤臣倍健收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 98 汤臣倍健业绩及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

4、涪陵榨菜：渠道调整现成效，来年业绩拐点可期

公司 19Q3 实现营收 5.18 亿元，同比增长 7.64%，收入环比小幅改善。渠道情况反馈，19Q3 公司经历去库存动作后，渠道拿货积极性有所回升，当前渠道库存已接近 1 个月左右，终端生产日期多在 6 月份左右，均有改善。预计公司将持续执行去库存策略，保证渠道动销健康，为明年业绩改善做准备。19Q3 毛利率达 59.95%，同比+2.7pcts，源于此前青菜头原料采购价格较低低位，19 年收采青菜头原料预计使用至 20 年中，高位毛利率有望持续至明年年中。公司渠道费用投放节奏一般集中在上半年，预计 Q4 销售费用率仍位于低位，但考虑持续加大渠道下沉力度，环比三季度将有所提升。公司作为细分行业龙头，产品提价及高净利率体现强定价权，未来有望凭借品类扩张及渠道持续下沉继续提升份额，盈利能力保持较高水平。目前渠道调整及动销出现改善，明年业绩有望出现拐点，建议关注左侧布局机会。

图表 99 涪陵榨菜收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 100 涪陵榨菜业绩及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 101 双汇、安琪、榨菜、汤臣历史估值走势

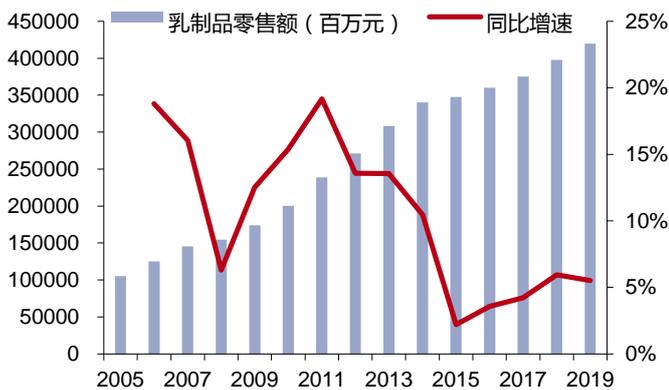


资料来源: Wind, 华创证券

(四) 估值展望: 剩者为王, 大众品估值逻辑已变

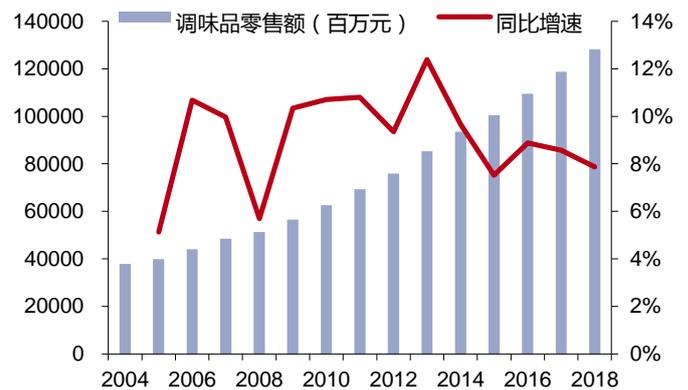
大众品行业增速放缓, 增量市场逐渐转向存量市场。据 Euromonitor 数据显示, 乳制品 2019 年零售额约为 4196.28 亿元, 同增 5.52%, 调味品 2018 年零售额为 1281.52 亿元, 同增 7.87%, 啤酒 2018 年零售量为 454.99 亿升, 同降 0.08%, 软饮料 2018 年零售量为 867.34 亿升, 同增 3.86%。整体来看, 部分行业增速处在中个位数附近, 增量市场逐渐转向存量市场。

图表 102 乳制品行业规模及增速 (百万元, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 103 调味品行业规模及增速 (百万元, %)



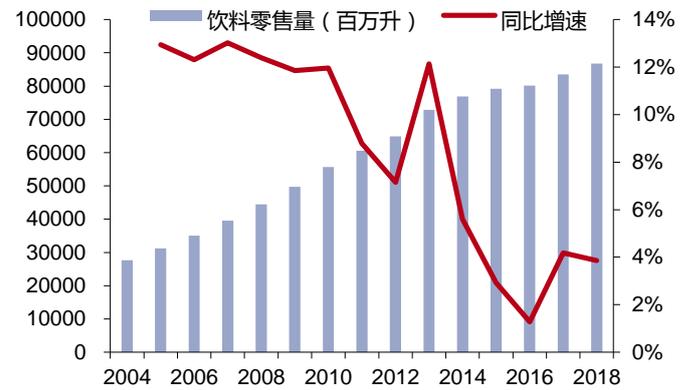
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 104 啤酒行业规模及增速 (百万升, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

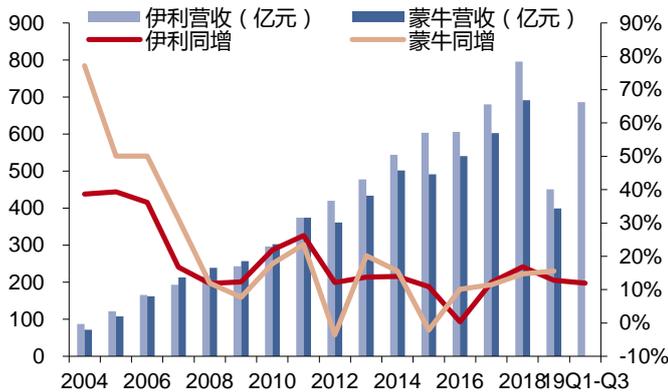
图表 105 饮料行业规模及增速 (百万升, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

龙头抢占份额, 业绩仍可实现稳健增长。国内主要食品饮料龙头公司中, 伊利近 5 年收入 CAGR 约为 11%, 蒙牛近 5 年收入 CAGR 约为 10%, 海天味业近 5 年收入 CAGR 约为 15%; 细分行业龙头方面, 如桃李面包近 5 年收入 CAGR 约为 22%, 安井食品近 5 年收入 CAGR 约为 19%。龙头企业凭借品牌、渠道等优势提升市场份额, 业绩总体保持稳健成长。

图表 106 伊利、蒙牛收入及增速 (亿元, %)



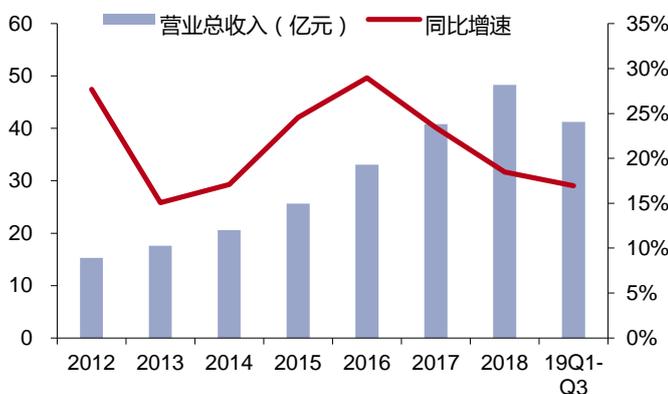
资料来源: Wind, 华创证券

图表 107 海天味业收入及增速 (亿元, %)



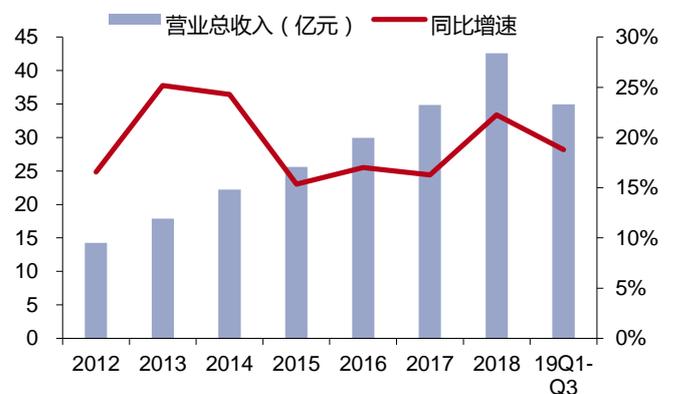
资料来源: Wind, 华创证券

图表 108 桃李面包收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

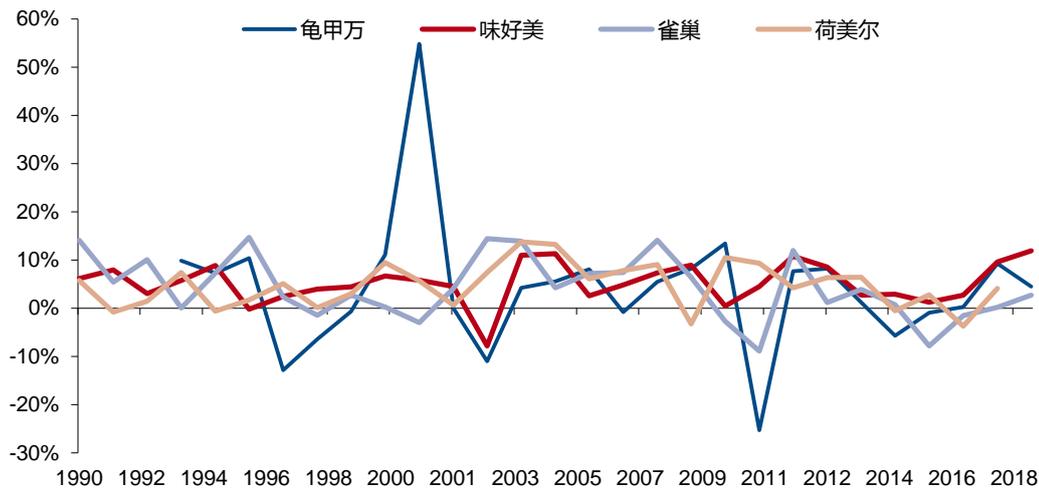
图表 109 安井食品收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华创证券

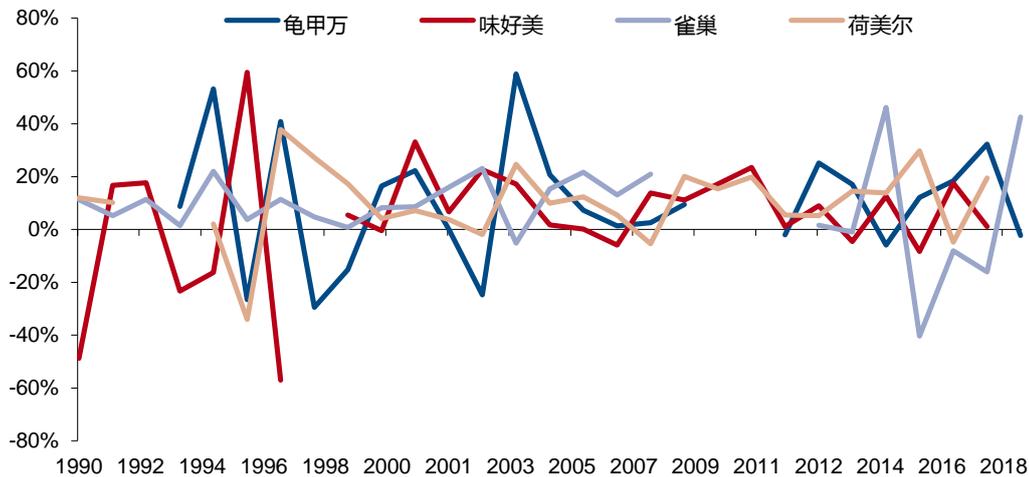
从海外经验来看，龙头中长期复合业绩表现稳定，长周期估值稳步抬升。估值的决定因素在于行业空间、商业周期及竞争格局等多因素，细分子行业中龙头凭借份额提升能力，中长期逐步强化经营稳健性及成长确定性，估值中枢有望借此上行。从海外食品饮料龙头发展来看，在行业进入存量稳定市场之后，多数食品饮料龙头公司在收入端增速相对平稳，业绩表现总体好于收入表现，长周期来看估值水平稳步提升。如龟甲万、味好美、雀巢及荷美尔等行业龙头，近 20 年收入 CAGR 分别为 4%、5%、3%、6%，近 20 年净利润 CAGR 分别为 9%、12%、7%、10%，利润增速快于收入增速。估值方面，味好美、雀巢及荷美尔逐步提升至近年 20-25X 区间水平，龟甲万则从 90 年代初的 25X 提升至近年的 35X 以上。

图表 110 龟甲万、味好美、雀巢、荷美尔收入增速



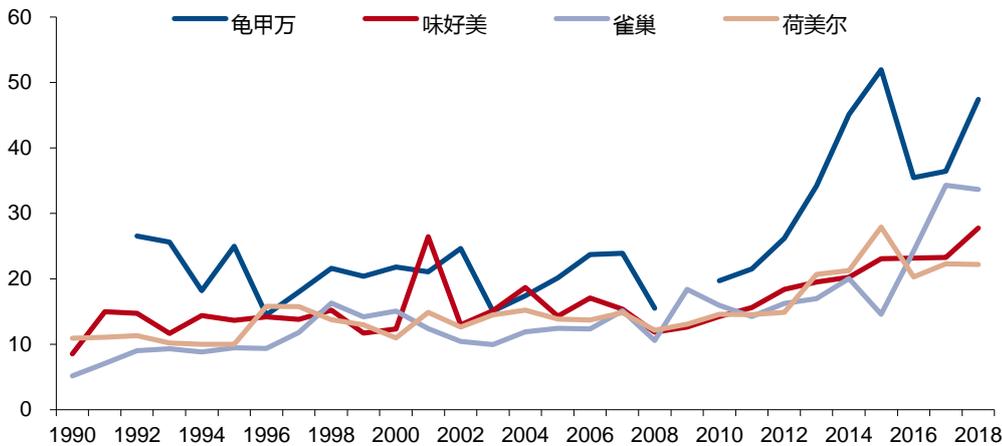
资料来源: Bloomberg, 华创证券 注: 按当年汇率换算后计算的增速和本币增速或有偏差

图表 111 龟甲万、味好美、雀巢、荷美尔净利润增速



资料来源: Bloomberg, 华创证券 注: 剔除部分极端数据, 按当年汇率换算后计算的增速和本币增速或有偏差

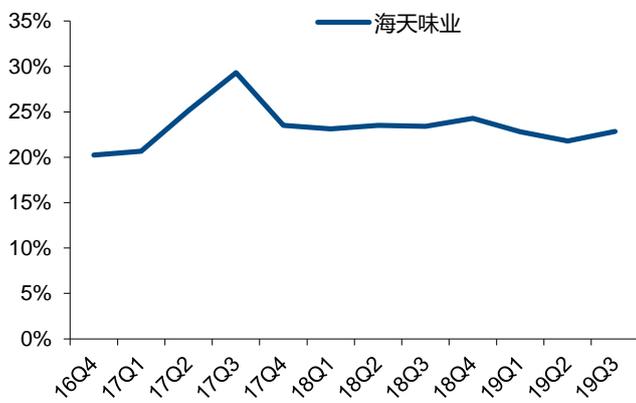
图表 112 龟甲万、味好美、雀巢、荷美尔 P/E



资料来源: Bloomberg, 华创证券 注: 剔除部分极端数据

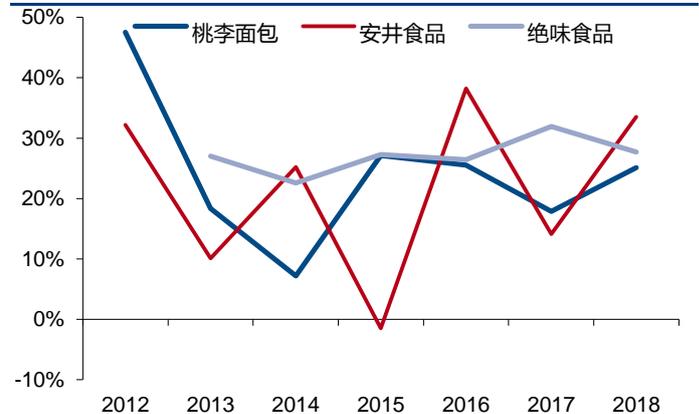
格局思维主导, 细分食品龙头享受估值溢价, 外资持股比例提升更显龙头成色。调味品行业赛道竞争格局稳定, 龙头份额提升空间仍大, 中长期具备品类扩张逻辑, 海天过去多年季度业绩表现高稳健性, 净利润增速保持在 20%-25% 水平, 基于格局思维, 市场给予确定性溢价, 当期估值水平持续上行; 部分细分行业龙头如桃李、安井、绝味等, 近 5 年业绩 CAGR 分别约为 20%、21%、27%, 在业绩稳健预期不断强化之下, 估值中枢上移至 25X-30X 甚至以上, 反映市场对于具备良好成长性的细分龙头给予估值更长周期的考量。此外, 今年以来外资对食品龙头持股比例仍稳步提升, Q3 末海天、中炬、桃李、绝味、安琪外资持股比例较年初分别提升 0.9/5.9/2.6/2.9/2.8pcts, 更显龙头成色。

图表 113 海天味业单季度利润增速保持极强稳健性



资料来源: Wind, 华创证券

图表 114 桃李、安井、绝味归母利润增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 115 海天味业估值走势



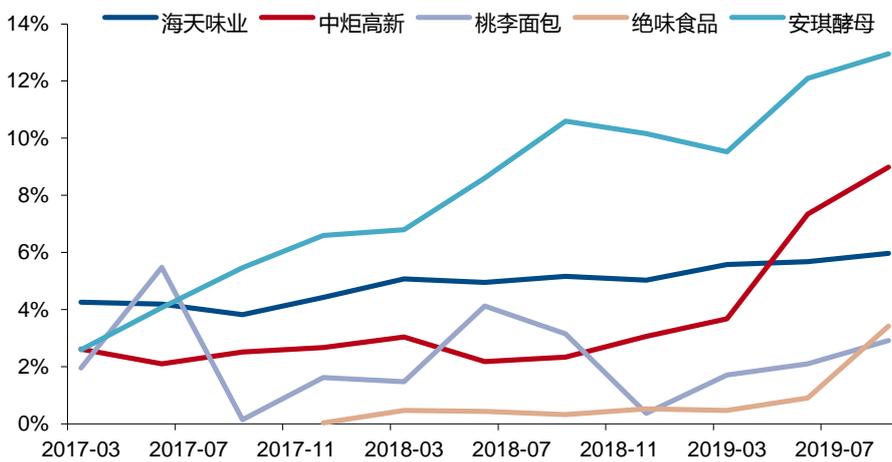
资料来源: Wind, 华创证券

图表 116 桃李、安井、绝味 P/E



资料来源: Wind, 华创证券

图表 117 部分细分子行业龙头外资持股比例持续提升



资料来源: Wind, 华创证券 注: 上图为北上+QFII 占流通 A 股比例

四、投资策略：行稳致远，剩者为王

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，估值回调空间有限，建议坚守。二线酒业绩波动略大，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。

图表 118 食品饮料板块重点覆盖公司估值表

简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS(元/股)			PE			目标价	评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
贵州茅台	15,137	1205.00	34.74	39.81	47.59	35	30	25	1250	强推
五粮液	5,224	134.59	4.51	5.58	6.65	30	24	20	165	强推
泸州老窖	1,254	85.62	3.26	4.09	4.99	26	21	17	100	强推
洋河股份	1,501	99.58	5.43	5.86	6.80	18	17	15	117	推荐
山西汾酒	791	90.77	2.23	2.72	3.22	41	33	28	95	强推
水井坊	277	56.78	1.59	1.91	2.33	36	30	24	57	强推
舍得酒业	113	33.47	1.22	1.55	1.95	27	22	17	39	强推
古井贡酒	490	110.12	4.54	5.76	7.08	24	19	16	142	强推
顺鑫农业	354	47.66	1.37	1.85	2.42	35	26	20	60	强推
今世缘	398	31.75	1.17	1.47	1.76	27	22	18	38	强推
伊利股份	1,797	29.47	1.19	1.25	1.46	25	24	20	35	强推
海天味业	3,073	113.81	1.96	2.36	2.78	58	48	41	118	推荐
中炬高新	363	45.61	0.90	1.15	1.38	50	40	33	50	推荐
恒顺醋业	116	14.86	0.43	0.50	0.60	35	30	25	18	推荐
千禾味业	110	23.63	0.47	0.62	0.74	50	38	32	25	推荐
安琪酵母	253	30.70	1.10	1.28	1.46	28	24	21	33	强推
涪陵榨菜	198	25.10	0.84	0.92	1.05	30	27	24	28	推荐
双汇发展	1,111	33.47	1.63	1.77	1.97	21	19	17	32	推荐
绝味食品	259	44.57	1.39	1.66	1.95	32	27	23	50	强推
汤臣倍健	259	16.35	0.72	0.86	1.07	23	19	15	24	推荐
好想你	44	8.51	0.33	0.41	0.47	26	21	18	12	推荐
洽洽食品	170	33.49	1.11	1.30	1.50	30	26	22	33	强推
安井食品	128	55.80	1.43	1.75	2.14	39	32	26	60	强推
桃李面包	285	43.30	1.08	1.24	1.45	40	35	30	50	推荐
青岛啤酒	618	48.92	1.32	1.56	1.82	37	31	27	55	推荐
天味食品	202	49.01	0.81	1.02	1.25	61	48	39	48	推荐

资料来源: Wind、华创证券预测 注: 收盘价截至 2019.11.8

五、风险提示

经济回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，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