

食品饮料行业周报（20190722-20190728）

三维度评估白酒状态

推荐（维持）

- **三维度评估当前白酒行业状态：短期增量配置动力不足，但基本面仍然稳定，估值有支撑。**本周不少自媒体报道茅台批价继续冲高，引发市场对白酒旺季前后价格可能冲高回落担忧，加之水井坊中报消费税率及费用率提升较快带来利润增速低预期，白酒板块有所调整。当前时点我们从基本面、估值及配置三维度评估板块状态，我们认为短期对估值和配置分歧加大，增量配置动力不足，但基本面仍然稳定，近期股价属于理性回调，按历史经验，回调幅度有限。短期来看，茅台价格带动的基本面走势仍然稳健，中秋国庆旺季临近，价格易涨难跌，白酒企业普遍存在业绩献礼的动力，因此估值有支撑，甚至存在回调后重启年度估值切换的条件。展望明年，白酒经过过去几年快速发展，价格再上升空间有限，渠道再库存也基本完成，以茅台五粮液为代表预计会通过适度放缓增速巩固千亿基础，古井汾酒顺鑫则巩固百亿基础，洋河趁行业增速放缓外部压力较小实现内部梳理调整。
- **供应链管理是食品龙头长期致胜因素。**今年以来我们在大众品板块观点上一一直强调转变估值思维，找寻成长巨人。我们看到，供应链管理带来的规模效应优势是食品龙头长期的致胜因素。在乳制品、肉类及调味品等典型赛道上：伊利、双汇等具备上游更好的规模化原奶/肉类供应、规模化加工制造成本及密集渠道网络带来的规模化分销能力；调味品龙头海天生产效率及产能规模领先，下游建立强大经销商掌控力及餐饮B端粘性，均是供应链管理能力的体现。在诸如卤制品门店扩张、短保类渠道扩张及速冻食品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。
- **本周点评：伊利完成回购进度超预期，安琪管理层调整不改百亿战略，桃李Q2增速加快。**1) **伊利股份：回购进度超预期，期待激励方案落地。**本周伊利完成股份回购，累计回购股份数量为1.83亿股，成交均价31.67元/股，支付总金额为57.93亿元。本次伊利回购规模低于市场预期，预计摊销费用也将小于此前预期，短期业绩预期也回归平稳水平，站在明年时点展望未来，公司跨界业务开展稳步推进，持续培育新品，同时行业竞争程度也有望改善，业绩增速有望提升。2) **安琪酵母：业绩重拾改善，管理层调整不改百亿战略。**我们认为，公司过去建立了国有控股但管理层参与持股的良好治理结构，目前中高层员工保持稳定，公司2021年目标百亿的战略不改。展望下半年，考虑到多项不利因素正逐步改善及18H2较低基数，公司业绩逐季改善确定性较强。本轮周期收入百亿目标明确，全年收入增长15%指引仍有望完成，盈利水平稳步提升可期。3) **桃李面包：Q2增速环比加快，短期竞争压力可控。**公司Q2实现收入14.16亿元，同增20.20%，增速环比有所加快，市场担忧有所改善。短期来看，公司处在全国跑马圈地及成熟市场渠道下沉阶段，费用投放有所增加，竞品入局后公司适度加大费用投放积极应对；长期来看，未来随着产能逐步释放、渠道网络成熟带来规模效应持续强化，对标日本公司仍有较大提升空间，可转债获准加码产能布局。后续盈利能力有望稳步提升，估值稳定性较强。
- **投资建议：白酒方面，名酒龙头经营更趋稳健，高端酒价格周期仍在延续，估值具备支撑，中线基于板块稳健成长，在外资流入带来估值体系重构之下，估值中枢仍有望稳步提升，长线板块结构性繁荣，品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面，核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等。大众品方面，必选消费需求稳健，龙头份额提升，供应链管理是长期致胜因素，优先推荐伊利股份、安琪酵母、桃李面包，持续推荐中炬高新、恒顺醋业等；继续深挖基础消费品品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；啤酒行业格局改善趋于积极，建议战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。**
- **风险提示：经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。**

华创证券研究所

证券分析师：方振

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

证券分析师：董广阳

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

联系人：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

联系人：杨传忻

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

联系人：程航

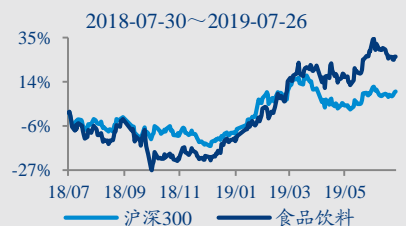
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	94	2.57
总市值(亿元)	35,290.1	5.84
流通市值(亿元)	32,523.75	7.37

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.97	44.55	33.59
相对表现	-2.59	23.38	24.01



相关研究报告

《食品饮料6月线上数据分析专题：休闲食品松鼠高增，保健品增速有所回升》

2019-07-14

《食品饮料行业深度研究报告：他山之石一养乐多：一个小红瓶，走遍全天下》

2019-07-16

《食品饮料行业周报（20190715-20190721）：抱团之殇？》

2019-07-21

目录

一、行业近期投资策略.....	5
二、本周公司点评.....	6
1、伊利股份：回购进度超预期，期待激励方案落地.....	6
2、安琪酵母：管理层调整不改百亿战略.....	6
3、桃李面包：Q2 增速环比加快，短期竞争压力可控.....	8
三、本周调研反馈：三只松鼠—供应链优势助力全渠道发力.....	8
四、本周渠道反馈：飞天普五批价上行，常温酸奶价格有所上升.....	8
五、投资策略.....	10
六、行业数据.....	10
七、上周行情回顾.....	11
七、北上资金跟踪.....	11
八、估值.....	13
九、行业一周数据及点评.....	14
（一）白酒.....	14
（二）葡萄酒.....	15
（三）啤酒.....	17
（四）乳制品.....	17
（五）肉制品.....	18
（六）原材料及包材.....	19
十、行业一周重要事件及股东大会提示.....	20
十一、风险提示.....	21

图表目录

图表 1	白酒基金重仓占比变化 (%)	5
图表 2	茅台、五粮液批价走势	5
图表 3	绝味和周黑鸭门店数量对比	6
图表 4	安井绝味桃李收入增速	6
图表 5	颐海天味业绩对比	6
图表 6	桃李继续稳步全国化扩张	6
图表 7	伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度 (单位: 元)	9
图表 8	三地产品新鲜度情况	9
图表 9	本周乳制品主要产品价格促销跟踪表	10
图表 10	2018 年初至今食品饮料走势	11
图表 11	2019 年以来各行业涨跌幅前 10 名	11
图表 12	食品饮料板块周涨跌幅前五名列表 (申万分类)	11
图表 13	2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)	12
图表 14	2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)	12
图表 15	2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)	12
图表 16	2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)	12
图表 17	贵州茅台成交净买入及总金额	12
图表 18	五粮液成交净买入及总金额	12
图表 19	洋河股份成交净买入及总金额	13
图表 20	伊利股份成交净买入及总金额	13
图表 21	食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图	13
图表 22	食品饮料相对 PE 和 PB 走势图	13
图表 23	食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)	14
图表 24	食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)	14
图表 25	53 度 500ml 飞天茅台价格走势图元/瓶	14
图表 26	52 度 500ml 五粮液价格走势图元/瓶	14
图表 27	洋河梦之蓝(M3)京东价格走势图 (元/瓶)	15
图表 28	剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势图 (元/瓶)	15
图表 29	白酒产量月度走势图	15
图表 30	白酒产量年度走势图	15
图表 31	Live-exFineWine100 指数走势图	16
图表 32	张裕终端价格走势图元/瓶	16
图表 33	国外品牌葡萄酒价格走势图	16

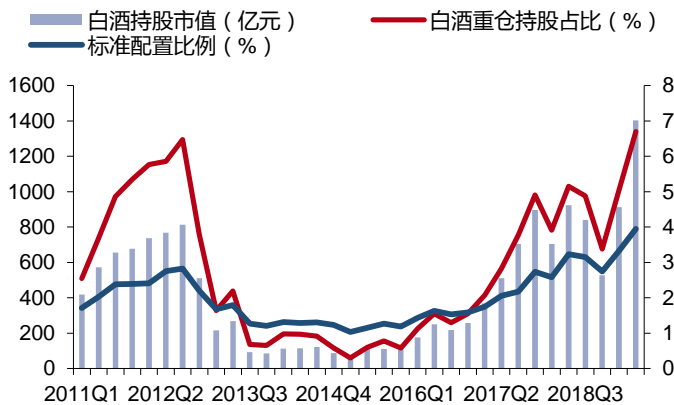
图表 34	葡萄酒进口量和进口价格走势	16
图表 35	葡萄酒产量月度走势	16
图表 36	葡萄酒产量年度走势	16
图表 37	青啤和哈啤价格走势	17
图表 38	国外啤酒品牌价格走势	17
图表 39	啤酒产量月度走势	17
图表 40	啤酒产量年度走势	17
图表 41	生鲜乳价格走势	18
图表 42	牛奶和酸奶零售价走势	18
图表 43	婴幼儿奶粉零售价走势	18
图表 44	芝加哥牛奶现货价走势(美分/磅)	18
图表 45	生猪和猪肉价格走势(元/公斤)	19
图表 46	生猪养殖盈利走势(元/头)	19
图表 47	豆粕现货价走势(元/吨)	19
图表 48	全国大豆市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

一、行业近期投资策略

本周，申万食品饮料指数上涨 0.08%，沪深 300 上涨 1.33%，食品饮料板块跑输大盘。其中申万白酒指数下跌 0.32%，乳制品指数上涨 0.35%，调味品指数上涨 0.35%。

三维度评估当前白酒行业状态：短期增量配置动力不足，但基本面仍然稳定，估值有支撑。本周不少自媒体报道茅台批价继续冲高，引发市场对白酒旺季前价格冲高回落担忧，结合水井坊中报消费税率及费用率提升较快带来利润增速低预期，白酒板块有所调整。当前时点我们从基本面、估值及配置三维度评估板块状态。**首先，基本面状态上，白酒行业依旧稳健良好。**重申本轮行情周期本质上是高端酒的价格周期，当前临近中秋国庆旺季，茅台等高端酒价格向上动力较强，易涨难跌。**其次，估值状态上，短期估值再上行动力不足，中长期估值认知重构之下，中枢有望稳步上移，估值稳定性加强。**最后，配置状态上，H1 基金持仓水平创新高，一线龙头持续加仓，短期对于估值和配置开始出现分歧，但中期继续看好消费白马龙头的配置可望进一步提升。即随着消费品为代表的白马股随着各自行业加速集中，龙头成色越来越确定，又随着 A 股市场持续开放，看重绝对估值法和长期收益率的外资对估值容忍度显著超过公募机构，我们认为消费白马龙头的估值中枢这几年一定是上移的，公募基金的配置比例也很难再出现极端反转，否则只会导致国内机构定价权越发丧失，重现台湾地区、日本、韩国当年开放 MSCI 之后龙头基本被外资锁仓的结果。归根结底，决定未来抱团的不再仅仅是成长和周期，更多来自是否具备强大护城河。

图表 1 白酒基金重仓占比变化 (%)



资料来源：wind、华创证券

图表 2 茅台、五粮液最新批价走势



资料来源：渠道调研、华创证券

我们认为短期对估值和配置分歧加大，增量配置动力不足，但基本面仍然稳定，近期股价属于理性回调，按历史经验，回调幅度有限。短期来看，茅台价格带动的基本面走势仍然稳健，中秋国庆旺季临近，价格易涨难跌，白酒企业普遍存在业绩献礼的动力，因此估值有支撑，甚至存在回调后重启年度估值切换的条件。展望明年，白酒经过过去几年快速发展，价格再上升空间有限，渠道再库存也基本完成，以茅台五粮液为代表预计会通过适度放缓增速巩固千亿基础，古井汾酒顺鑫则巩固百亿基础，洋河趁行业增速放缓外部压力较小实现内部梳理调整。个股方面，仍然优先推荐高端白酒茅台五粮液老窖，此外推荐古井、汾酒、今世缘、顺鑫，口子窖洋河作为低估值品种值得配置。

供应链管理是食品龙头长期致胜因素。今年以来我们在大众品板块观点上一一直强调转变估值思维，找寻成长巨人。我们看到，供应链管理带来的规模效应优势是食品龙头长期的致胜因素。从生产到渠道网络，供应链管理一直是食品行业龙头的致胜因素。食品行业公司从激烈的同质化竞争中最后胜出，本质来自生产和渠道的供应链管理优势，努力追求规模效应，体现在规模化扩张后更低的单位原料和制造成本、更低的分销和广告费用，并且这个竞争优势是随规模递进的，导致竞争优势带来的份额提升到发展后期更为显著。

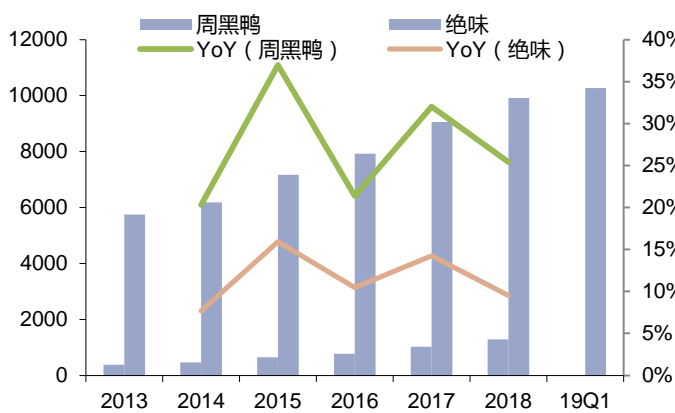
在乳制品、肉类及调味品等典型赛道上：伊利、双汇等具备上游更好的规模化原奶/肉类供应、规模化加工制造成本及密集渠道网络带来的规模化分销能力；调味品龙头海天生产效率及产能规模领先，下游建立强大经销商掌控

力及餐饮 B 端粘性，均是供应链管理能力的体现。

在诸如卤制品门店扩张、短保类渠道扩张及速冻食品 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。**如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。**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。**短保烘焙渠道扩张**：短保生意本质上对于渠道配送、货品退货率等管理要求较高，桃李长期深耕短保生意并持续推进全国化扩张，竞争优势确立。

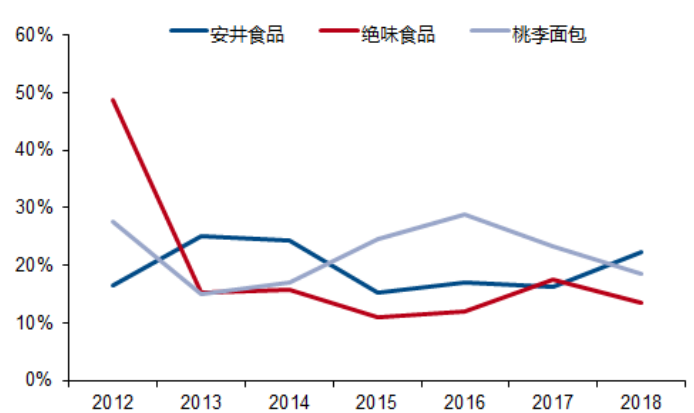
个股方面，当前优先推荐伊利、安琪、桃李，中长期持续推荐调味品（海天、中炬、恒顺、千禾）和餐饮供应链标的（安井、颐海、绝味），观察汤臣、榨菜及啤酒等向上拐点信息。

图表 3 绝味和周黑鸭门店数量对比



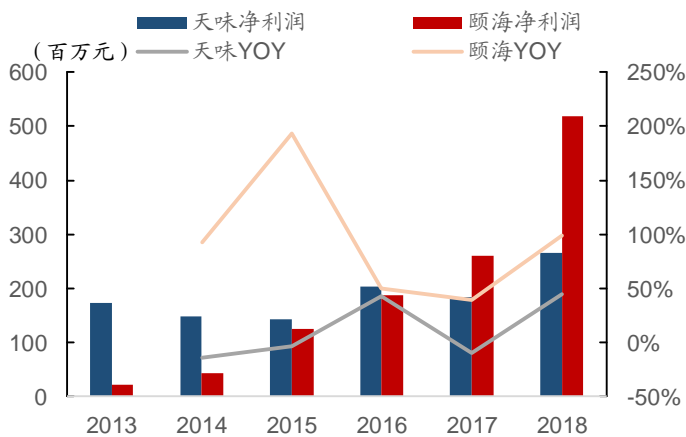
资料来源: wind, 华创证券

图表 4 安井绝味桃李收入增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 5 颐海天味业绩对比



资料来源: wind, 华创证券

图表 6 桃李继续稳步全国化扩张



资料来源: wind, 华创证券

二、本周公司点评

1、伊利股份：回购进度超预期，期待激励方案落地

回购利好超预期，期待后续股权激励落地。从本次回购情况来看，回购进度超预期，额度小于预期，公司计划回购数量占总股本比例为 2.5%~5.0%，回购资金总额不超过 106.37 亿元，回购价格不超过人民币 35.00 元/股；实际

回购股份占总股本比例 3.0%，支付金额 57.93 亿元，成交均价 31.67 元/股。本次回购在中报前加速完成，充分体现管理层对公司股票内在价值的认可，以及对未来长期发展的信心，同时回购金额小于预期，预计后续摊销费用将低于预期，期待后续股权激励方案落地将核心团队利益与公司利益绑定，助力公司长期发展。

Q2 促销力度环比加大，优化结构保持份额提升。19Q2 乳品消费进入淡季，因需求增速不及 Q1、原奶供给更为充足，厂商需要调整新鲜度，此外降税红利反哺渠道及消费者，行业整体促销力度加大。公司份额保持提升，1-6 月份常温份额 38.7%，同比+2.4%；低温份额约 16%，略微下降；1-5 月婴儿粉份额同比+0.6%。大单品方面，1-5 月份金典增长约 17%，安慕希约 20+%，今年安慕希推出新口味（阳光橙凤梨），金典推出娟姗奶，后期金典会推出新包装；金领冠延续 Q1 良好增速。面对胶着竞争环境、成本持续上行，公司依靠产品结构提升、渠道下沉，保持份额提升。

积极提升份额，冲刺五强千亿。19 年行业竞争态势与 18 年相仿，激烈竞争中乳业双雄均需不断提升市场地位，伊利经营思路体现为：1) 保持市场投入，积极提升份额：草根调研显示公司终端促销力度维持，且随对手 4,5 月份开始对市场投入加大，公司促销力度亦呈现加大趋势；2) 加大资本支出，投并加速：年初公司提出 19 年计划 250 亿投资，投资计划以生产线扩张为主，同时考虑新品并购，预计公司未来将加速进行投资并购以扩张规模。中长期看，公司将借助品牌及渠道优势实现份额加速集中，同时不断加快国际化步伐，力争加快实现五强千亿战略目标。

2、安琪酵母：管理层调整不改百亿战略

管理层调整，但不改公司长期稳健发展战略。公司在俞董事长的带领之下，始终专注酵母产业发展，目前酵母总产能 24.9 万吨，YE 产能 7.8 万吨，已成长为亚洲第一、全球第三大酵母公司，应该说俞董事长在任 33 年，当之无愧第一功臣。对于此次董事长辞职调整，我们认为，公司过去建立了国有控股但管理层参与持股的良好治理结构，经营风格稳健，目前中高层员工保持稳定，公司 2021 年目标百亿的战略应该不会受到影响，更要看到公司在酵母行业内已逐步建立全球领先的产能、技术及产品优势，国内行业格局稳固，酵母市占率近 60%，YE 市占率更高，海外市场稳步扩张产能，未来规划南美洲及东南亚建厂，持续开拓市场，积极提升市占率，长期发展空间依然广阔。因此，管理层调整，应不会对公司长期发展战略带来影响。

展望下半年，低基数下业绩有望逐季改善。18Q3-19Q1 受赤峰工厂停产、伊犁工厂限产、去年 10 月产品提价及汇率波动等多重不利因素影响，公司业绩表现有所承压，其归母净利润分别为 1.71、1.83、2.37 亿元，同比-10.32%、-22.37%、-14.56%，19Q1 净利率虽有所恢复，但在高基数仍同比下降 3.9pcts。结合近期公司反馈来看，目前多项不利因素正逐步消除。1) 产能方面：伊犁工厂预计 7 月起可达满产，产能利用率逐步恢复，赤峰工厂预计 19 年新增约 1.4 万吨酵母产能，埃及工厂 YE 产能 4 月投产，预计今年最多可生产 8000 吨；2) 成本及费用方面：19 年公司糖蜜采购价格同降约 8%，糖蜜供应稳定，下半年成本体现应逐步下降；费用方面，预计上半年销售费用率同比上升，但全年应有相应费用控制，下半年费用率趋势将改善。3) 价格方面：3 月俄罗斯工厂出厂价有所提升，此外国内糖价回升利于公司白糖业务后续减亏；4) 汇率方面：人民币今年以来有所贬值，目前来看 H2 大概率难以升值到去年同期水平，利好公司出口收入及海外公司的汇兑损益。我们认为，考虑到多项不利因素正逐步改善及 18H2 较低基数，公司业绩逐季改善确定性较强。

未来业绩有望稳健增长，百亿目标可期。相比 2015-2017 年公司产能扩张阶段带来高业绩弹性，本轮周期产能提升幅度较前期有所放缓，预计未来 3 年酵母产能年均提升 8%，YE 产能年均提升 10%，下游需求方面，国内酵母需求增长仍可保持 10%增速，YE 下游需求增长超 15%，国外市场空间更大，因此在产能偏紧情况下，预计通过提升品种结构、调整产品价格等措施实现稳健的业绩增长，加上下游保健品等 C 端业务增长较快，公司未来三年百亿收入目标明确，全年收入增长 15%指引仍有望完成。盈利能力方面，毛利率水平总体稳定在 36%-40%的水平，上游糖蜜成本波动趋缓、国内良好的提价能力以及业务多元化发展均有望保证毛利率水平，同时规模效应有望控制费用率，未来利润率将有望维持稳定。

3、桃李面包：Q2 增速环比加快，短期竞争压力可控

Q2 收入增速加快，市场担忧有所改善。公司 Q2 实现收入 14.16 亿元，同增 20.20%，与 18Q4 的+16.40%、19Q1 的+15.52%相比增速有所加快，推断主要系：1）成熟市场持续下沉；2）部分市场经调整后有所好转；3）积极新市场开拓。此前达利推出美焙辰入局短保行业受到市场关注，市场对公司短保竞争优势能否维持有所担忧，Q2 公司业绩尤其是收入增速环比加快后，市场担忧应有所改善。我们依旧认为公司有较强的产能、产品及渠道深耕优势，市场稳步扩张，预计公司仍可实现全年 15%左右收入指引。

短期费用投放加大，长期规模效应可期。公司 Q2 预计实现归母净利润 1.83 亿元，同增 18.06%，净利率 12.9%，环比均有所提升，推断主要系：1）收入快增后规模效应增强；2）产品结构升级；3）部分地区返货率下降及产能利用率提升。短期来看，公司处在全国跑马圈地及成熟市场渠道下沉阶段，渠道物流、人工等费用投放有所增加，与此同时，竞品入局后公司适度加大费用投放积极应对；长期来看，未来随着产能逐步释放、渠道网络成熟带来规模效应持续强化，盈利能力有望稳步提升。

对标日本仍有较大提升空间，可转债获准加码产能布局。山崎面包 2018 年收入规模达 655 亿元，其在日本市场烘焙类业务占比超 90%，市占率约 24%，中国国土面积约为日本的 25 倍，人口数量约为日本的 13 倍，而桃李面包收入仅为山崎的 1/13，其在中国市占率仅为 3%，对标日本仍有较大提升空间。我们认为，中国短保烘焙市场保持良好成长，短期尚未达到挤压竞争阶段，达利入局短保更利好行业做大蛋糕。此外，近期区域草根调研反馈，达利在价格上采取跟随战略，在部分 KA 渠道中对公司影响有限。近日，公司可转债项目已获得发审委通过，未来将加码江苏、四川、青岛、浙江地区产能建设，全国化进程稳步推进。

三、本周调研反馈：三只松鼠一供应链优势助力全渠道发力

核心竞争优势：高效供应链管理。公司作为休闲食品头部品牌，具有行业资源聚拢效应，在实际选品生产过程中将很多供应链工作前置，一旦洞察到需求，能够最快的时间找到合适的代工厂，研发和质量人眼同步进厂，包装策划同步跟进，从选品到上新耗时低于 40 天。同时，在触达终端方面，公司配送中心附近聚集生产厂商，通过数字化供应系统导入生产端，将供应链物理折叠，渠道之间下发订单，实现 2B/2C 同仓，提高效率。

线上坚持促销，线下自建加盟协同布局。当前公司判断线上渗透率仍然较低，线上重心仍放在新品类和新人群上，坚持通过促销引流，17 年坚果果干品类促销，18 年烘焙品类促销，预计今年 7-8 月将推出详细的促销计划。线下来看，公司将综合自建投食店和加盟的方式协同布局，以数字化运营，投食店注重品牌体验，松鼠小店注重商圈和用户的便利触达，公司也会在资金和管理方面给予松鼠小店一定的支持。当前公司线下已经开设 70 多家直营店和 90 多家松鼠小店，其中 12 家满一年的直营店销售额约 800 万元，加盟店年销售预计 300-400 万元，18 年开业的 17 家中一半左右开始盈利。

线上竞争依旧激烈，效率优势和规模化提升盈利水平。当前，线上竞争依旧激烈，促销战价格战频发，公司 2018 年整体毛利率/净利率分别为 28.3%/4.3%，仍处于较低水平。我们认为短期来看，公司毛利率水平改善空间不大。预计公司有望通过规模优势降低推广成本，同时结合极致的供应链效率优势，持续优化费用投放效率，降低周转成本，提升盈利水平。

四、本周渠道反馈：飞天普五批价上行，常温酸奶价格有所上升

白酒方面，普飞批价环比继续上涨，多地批价在 2350-2380 元左右，终端门店报价不一，渠道货源反馈非常紧张。五粮液方面，七代普五批价多地上行至 940-950 元，基本停止渠道供货，八代普五按月打款发货，目前基本按 959 元批价出货，针对八代普五在 8 月起终端价格提至 1399 元，关注届时渠道价格表现。

乳制品方面，常温酸奶价格有所提升，低温酸奶价格基本持平，整体买赠力度加大。根据上海地区多家 KA 的调研情况，常温酸奶方面，本周安慕希价格在 54-78 元，最低价和最高价较上周均有所上升；安慕希 PET 瓶多地价格在 70-78 元，价格与上周基本持平；纯甄价格均为 49 元，最高价较上周有所下降；光明莫斯利安价格为 50-56 元，

最低价与上周基本持平, 最高价较上周有所上升。高端白奶方面, 金典价格在 50-65 元, 最低价与上周持平, 最高价较上周有所上升; 特仑苏多地价格在 55-65 元, 价格与上周基本持平。基础白奶方面, 蒙牛纯牛奶 (16 盒装) 价格在 32-42 元, 伊利纯牛奶 (16 盒装) 价格在 32-37 元, 伊利与蒙牛纯牛奶多家 KA 缺货。低温产品方面, 伊利畅轻 (250g) 价格在 7-8 元, 价格较上周略有下降; 伊利 Joyday (220g) 价格在 7.4-8.8 元, 价格较上周有所下降; 蒙牛冠益乳 (250g) 价格在 8.5 元, 价格与上周基本持平。在买赠方面, 安慕希满 30 元立减 5 元、买 1 提送 6 盒酸奶饮品、3 件 95 折; 安慕希 PET 瓶 3 件 95 折、满 30 元立减 5 元; 安慕希 PET 瓶芒果百香果满 30 元立减 5 元、3 件 95 折、买 1 提送 3 盒酸奶; 金典纯牛奶满 30 元立减 5 元、买 2 箱 99 元; 畅轻部分买 3 赠 1、折后 6.37 元、16.9 元 3 瓶; 纯甄原味买 1 箱送 4 盒酸奶、每提立减 11 元、3 件 95 折; 纯甄 PET 瓶买 1 箱送 4 盒酸奶; 特仑苏两箱 99 元、3 件 95 折、折后价 55 元; 冠益乳 (250g) 买 2 赠 1、三件 95 折、两件 9.9 元。本周整体买赠力度较上周有所提升, 伊利整体买赠力度大于蒙牛。

图表 7 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度 (单位: 元)

	上海
安慕希	63
纯甄	49
莫斯利安	50
特仑苏	55
金典	49.5

资料来源: 草根调研, 华创证券

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

图表 8 三地产品新鲜度情况

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

资料来源: 草根调研, 华创证券

图表 9 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表

	品牌	原价/规格	上海									
			家乐福	买赠促销	麦德龙	买赠促销	沃尔玛	买赠促销	大润发	买赠促销		
常温	伊利	安慕希原味	66									
		205g*12	63	满30立减5元	66	3件95折	66	送6盒酸奶	54	送6盒酸奶		
		安慕希PET瓶原味	80									
		230g*10	78	满30立减5元	77	3件95折	72	无	72	无		
		安慕希PET瓶芒果百香果	80									
	230g*10	78	满30立减5元	77	3件95折	70	送3盒酸奶	78	无			
	伊利纯牛奶	250ml*16	无	无	无	无	37	无	32	无		
	金典纯牛奶	66										
	250ml*12	65	满30立减5元	无	无	50	两箱99元	50	无			
	70.8											
	200g*12	49	每提立减11元	49	3件95折	49	无	49	送4盒酸奶			
	蒙牛	纯甄原味	80									
230g*10		80	无	80	无	65	无	64	送4盒酸奶			
特仑苏纯牛奶		68										
250ml*12		55	折后价	55	3件95折	65	两箱99元	55	无			
蒙牛纯牛奶	46.4											
250ml*16	32	无	32	3件95折	42	无	无	无				
光明	莫斯利安	200g*12	56	无	50	降价促销	50	无	50	两箱99元		
	you+	200ml*12	53.5	送4盒莫斯利安+2盒优酸乳	58	3件95折	46	无	43	无		
低温	伊利	畅轻	250g/100ml	6	折后价	无	无	9	买3赠1	8	16.9元3瓶	
		Joyday	220g	7	折后价	无	无	9	满25元减5元	9	无	
	蒙牛	冠益乳	250g/100ml	9	两件9.9元	8	3件95折	9	买2赠1	9	无	

资料来源: 草根调研, 华创证券

五、投资策略

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

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

六、行业数据

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

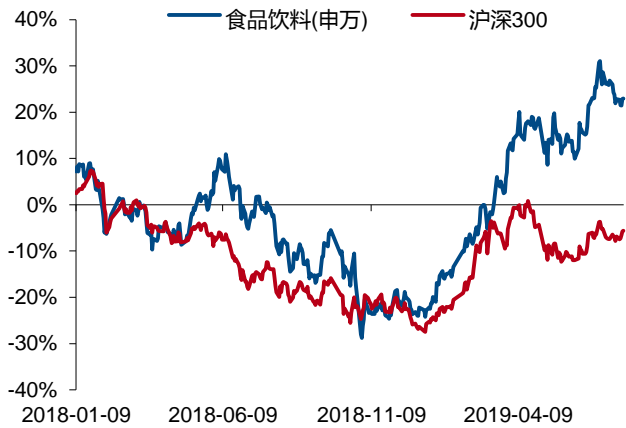
7月26日京东数据: 52度五粮液1249元/瓶, 较上周下降0.79%; 52度剑南春价格408元/瓶, 较上周持平; 52度泸州老窖特曲258元/瓶, 与上周下降13.42%; 52度洋河梦之蓝M3为559元/瓶, 较上周下降1.76%; 52度水井坊价格519元/瓶, 较上周下降1.70%; 53度30年青花汾酒679元/瓶, 与上周持平。

7月26日, 拉菲传奇AOC级干红京东89元/瓶, 与上周持平; 杰卡斯干红京东89元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(特选龙蛇珠)京东118元/瓶, 与上周持平; 92年长城干红(赤霞珠)京东228元/瓶, 与上周持平。

七、上周行情回顾

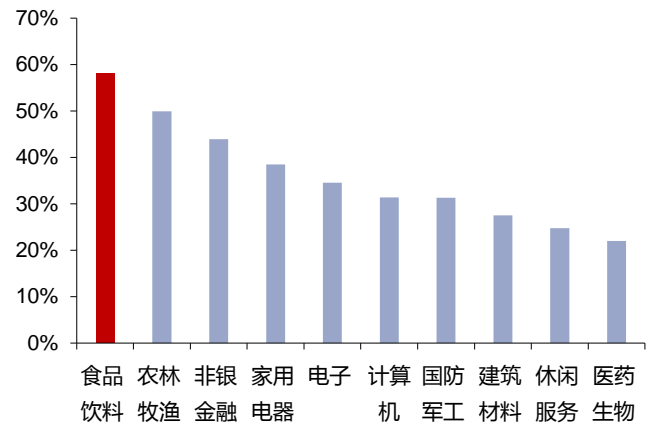
2019 年年初至今申万食品饮料指数上涨 58.08%，沪深 300 指数上涨 28.16%，2019 年至今食品饮料板块在申万 28 个子行业中排名第 1 位。本周（7 月 22 日-7 月 26 日）申万食品饮料指数上涨 0.08%，沪深 300 指数较上周上涨 1.33%。

图表 10 2018 年初至今食品饮料走势



资料来源: Wind、华创证券

图表 11 2019 年以来各行业涨跌幅前 10 名



资料来源: Wind、华创证券

图表 12 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表 (申万分类)

排序	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价
1	ST 椰岛	17.76	9.88	龙大肉食	-16.88	9.90
2	百润股份	17.72	19.53	得利斯	-4.82	7.30
3	燕塘乳业	11.73	20.77	洋河股份	-4.51	120.30
4	双塔食品	10.68	6.84	皇氏集团	-3.41	4.53
5	通葡股份	5.26	5.20	盐津铺子	-3.23	31.18

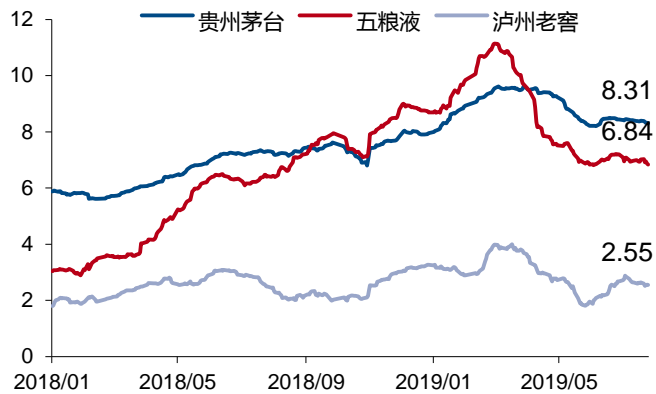
资料来源: Wind、华创证券

八、北上资金跟踪

白酒: 2019 年 7 月 26 日, 贵州茅台北上资金持股占 A 股总股数比重为 8.31%, 较上周下降 0.09pct; 五粮液北上资金持股占 A 股总股数比重为 6.84%, 较上周下降 0.18pct; 泸州老窖北上资金持股占 A 股总股数比重为 2.55%, 较上周下降 0.08pct; 洋河股份北上资金持股占 A 股总股数比重为 7.27%, 较上周下降 0.19pct; 水井坊北上资金持股占 A 股总股数比重为 8.08%, 较上周下降 0.40pct; 顺鑫农业北上资金持股占 A 股总股数比重为 3.24%, 较上周下降 0.34pct。同时, 本周贵州茅台合计净流出 11.35 亿元, 五粮液合计净流出 8.57 亿元, 洋河合计净流出 2.94 亿元。

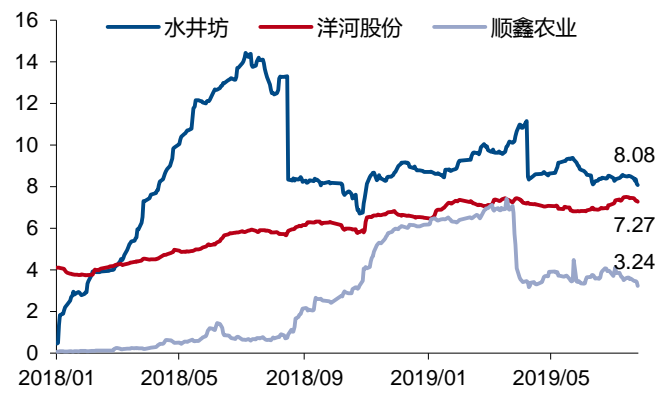
大众品: 2019 年 7 月 26 日, 伊利股份北上资金持股占 A 股总股数比重为 12.87%, 较上周下降 0.22pct; 双汇发展北上资金持股占 A 股总股数比重为 1.81%, 较上周下降 0.07pct; 承德露露北上资金持股占 A 股总股数比重为 4.62%, 较上周上升 0.07pct; 中炬高新北上资金持股占 A 股总股数比重为 7.99%, 较上周上升 0.06pct; 海天味业北上资金持股占 A 股总股数比重为 5.75%, 与上周上升 0.03pct; 安琪酵母北上资金持股占 A 股总股数比重为 12.57%, 较上周上升 0.48pct; 涪陵榨菜北上资金持股占 A 股总股数比重为 10.51%, 较上周上升 0.54pct。

图表 13 2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



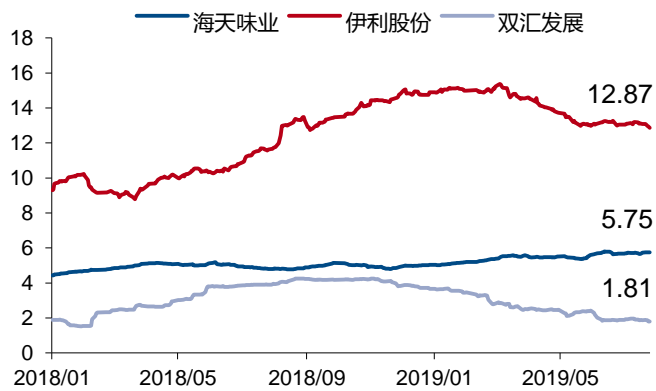
资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



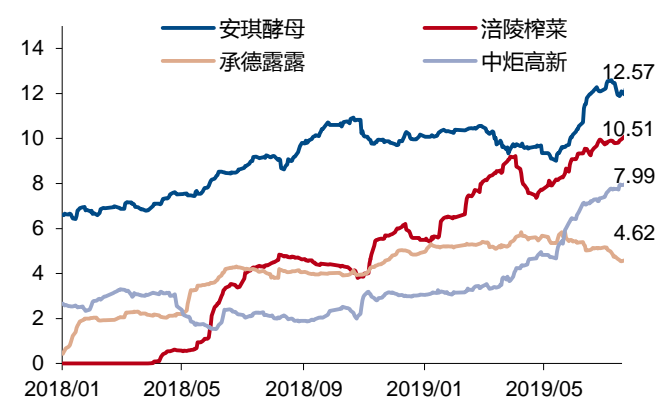
资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



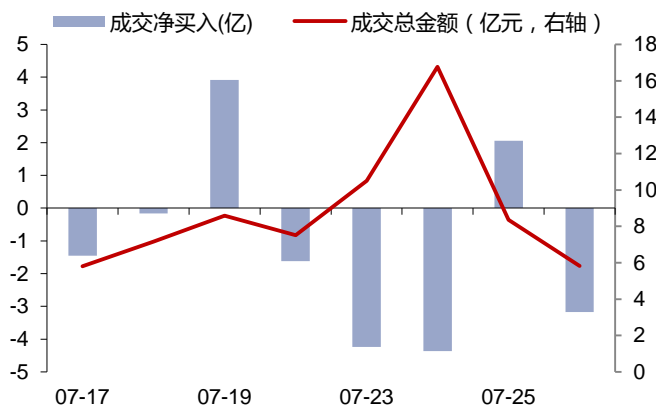
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



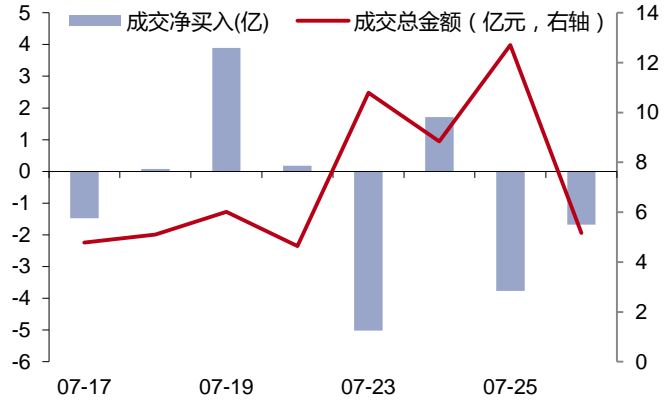
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 贵州茅台成交净买入及总金额



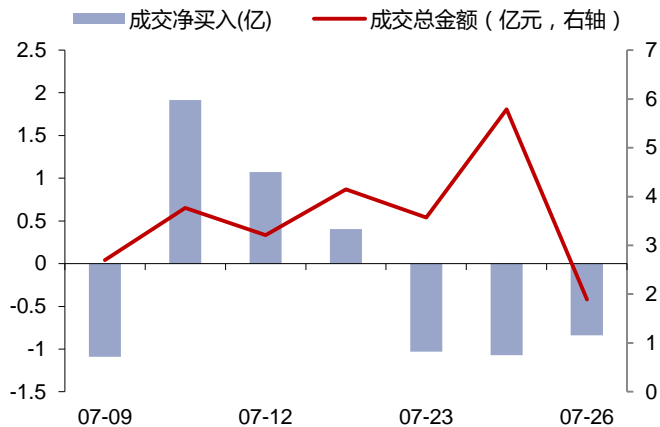
资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 五粮液成交净买入及总金额



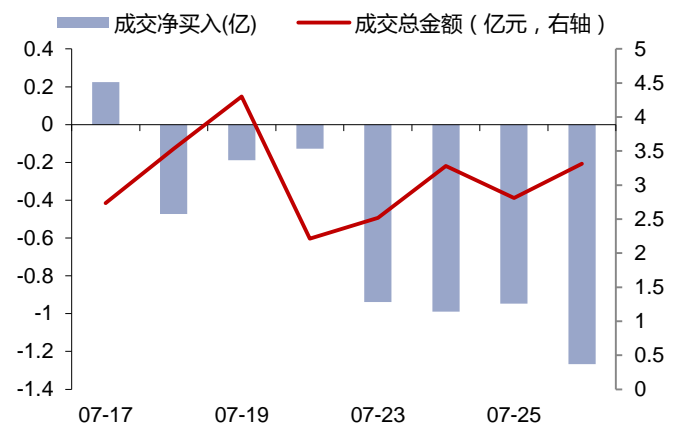
资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 洋河股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 伊利股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

九、估值

2019年7月26日食品饮料板块绝对PE和绝对PB分别为31.61倍和6.58倍,2005-2019年食品饮料板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为39.10倍和5.52倍;7月26日食品饮料板块相对沪深300PE和PB分别为2.55倍和4.40倍,历史均值分别为2.36倍和2.63倍。

图表 21 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 22 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 23 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)



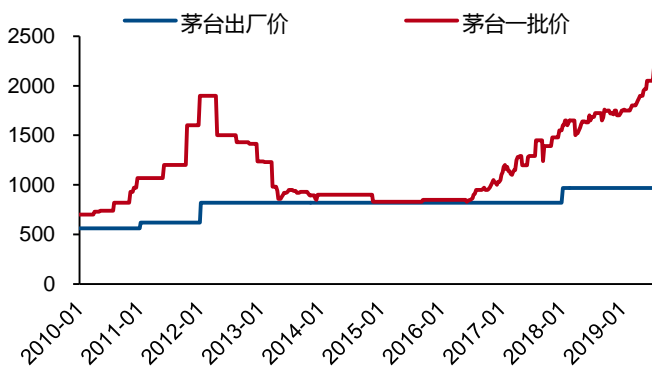
资料来源: Wind, 华创证券

十、行业一周数据及点评

(一) 白酒

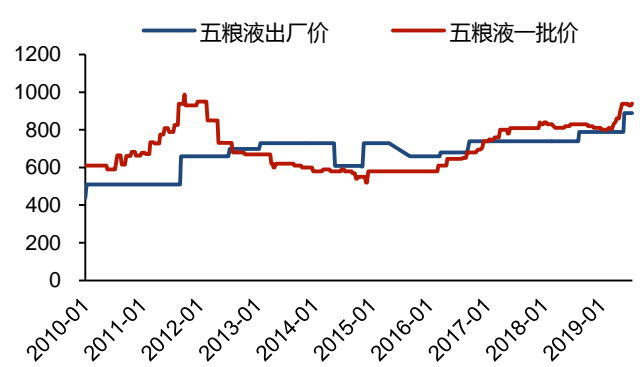
7月26日京东数据: 52度五粮液 1249元/瓶, 较上周下降0.79%; 52度剑南春价格408元/瓶, 较上周持平; 52度泸州老窖特曲258元/瓶, 与上周下降13.42%; 52度洋河梦之蓝M3为559元/瓶, 较上周下降1.76%; 52度水井坊价格519元/瓶, 较上周下降1.70%; 53度30年青花汾酒679元/瓶, 与上周持平。2019年1-6月, 全国白酒(折65度, 商品量)产量397.60万千升, 同比增长2.20%。

图表 25 53度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶



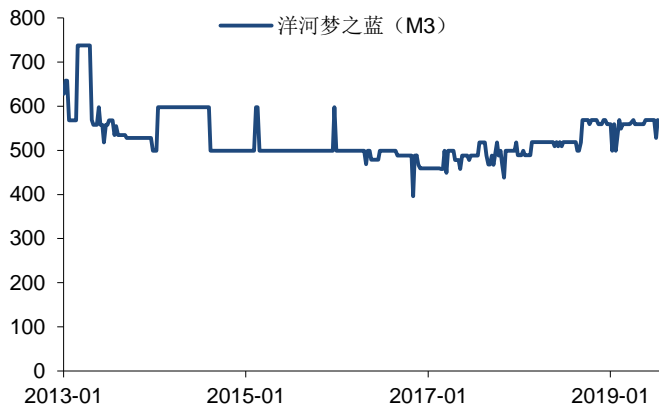
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 26 52度 500ml 五粮液价格走势元/瓶



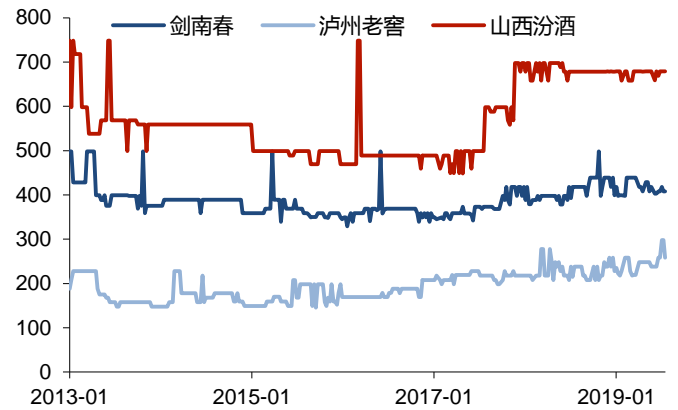
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 27 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势(元/瓶)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势(元/瓶)



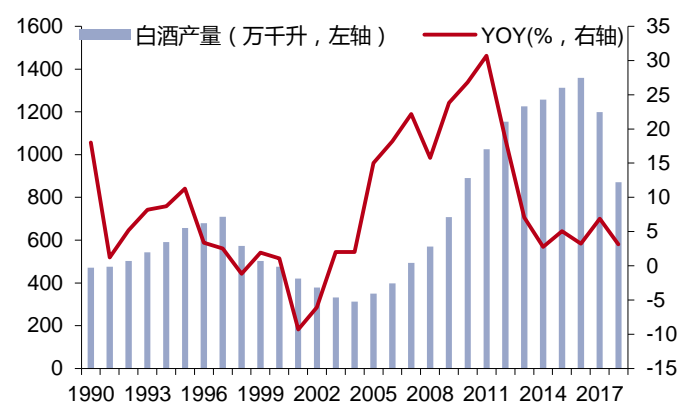
资料来源: Wind, 华创证券 图例分别为水晶剑、特曲及 30 年青花汾酒

图表 29 白酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 30 白酒产量年度走势图



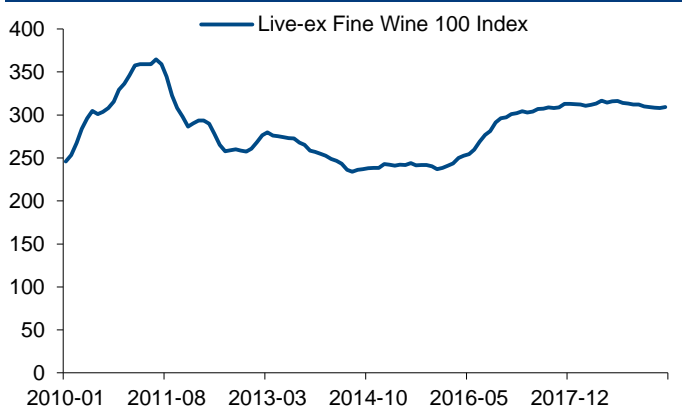
资料来源: 国家统计局, 华创证券

(二) 葡萄酒

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

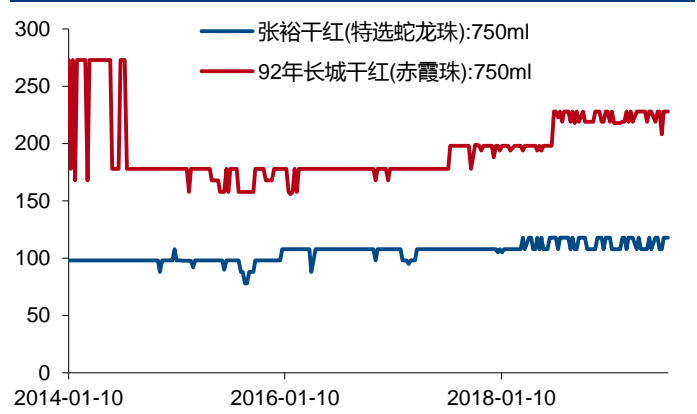
7 月 26 日, 拉菲传奇 AOC 级干红京东 89 元/瓶, 与上周持平; 杰卡斯干红京东 89 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(特选龙蛇珠)京东 118 元/瓶, 与上周持平; 92 年长城干红(赤霞珠)京东 228 元/瓶, 与上周持平。2019 年 1-6 月葡萄酒总产量 24.50 万千升, 与上周持平; 2019 年 6 月葡萄酒进口量 5.89 万千升, 与上周持平。

图表 31 Live-exFineWine100 指数走势图



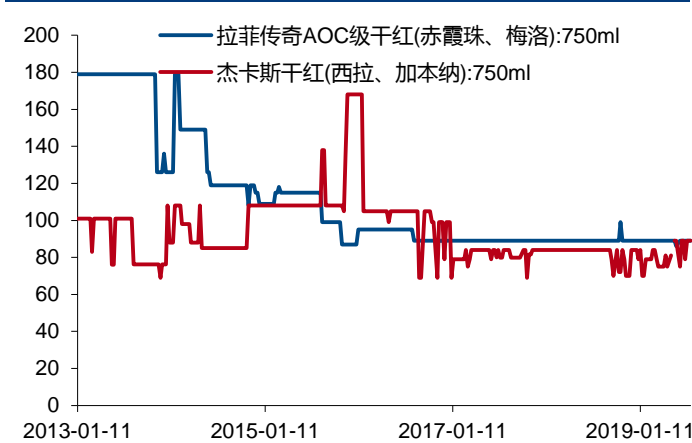
资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 张裕终端价格走势元/瓶



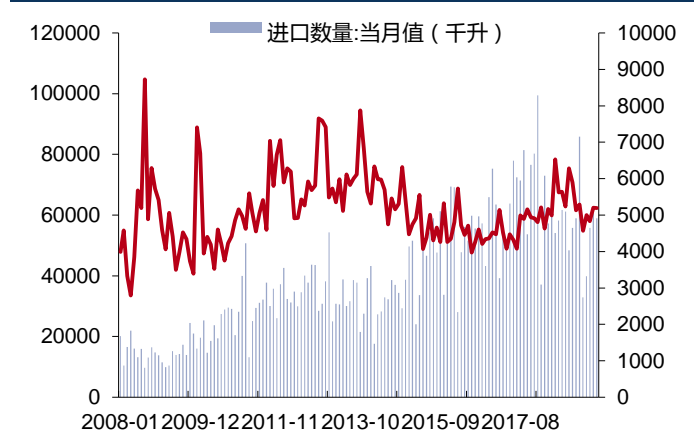
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 33 国外品牌葡萄酒价格走势



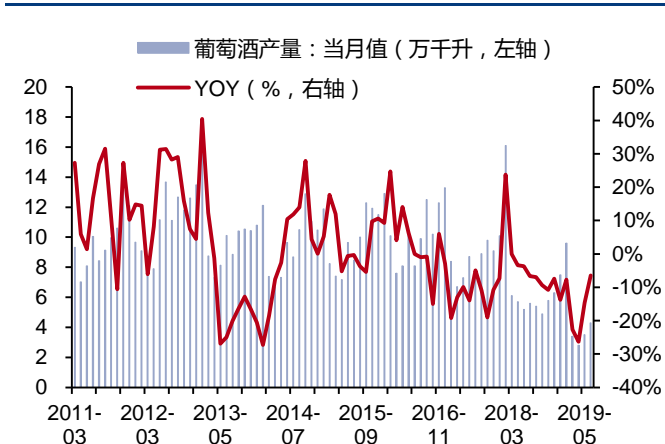
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 34 葡萄酒进口量和进口价格走势



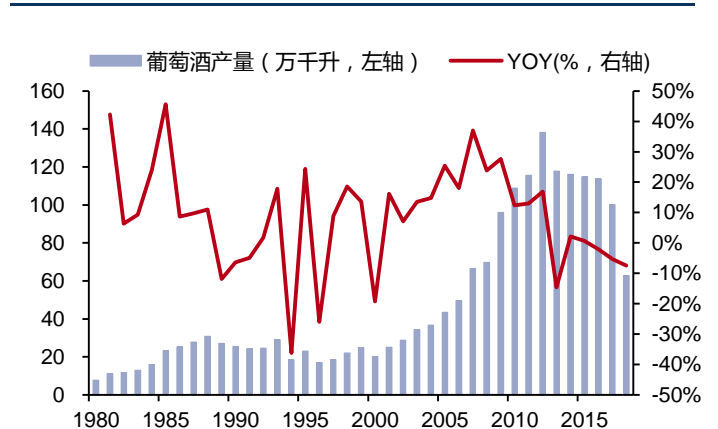
资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 葡萄酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 36 葡萄酒产量年度走势图

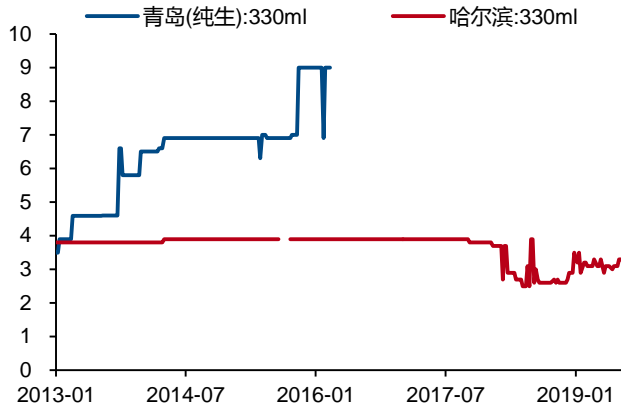


资料来源: 国家统计局, 华创证券

(三) 啤酒

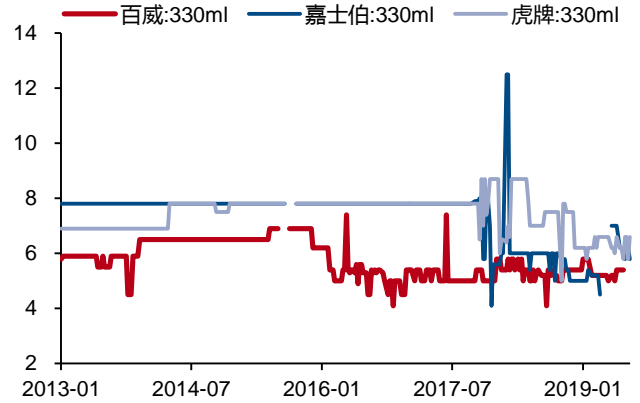
2019年1-6月全国啤酒产量1948.80万千升，同比上涨0.80%。

图表 37 青啤和哈啤价格走势



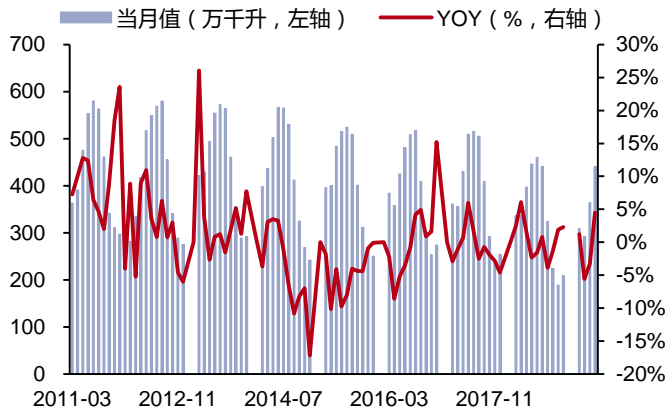
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 38 国外啤酒品牌价格走势



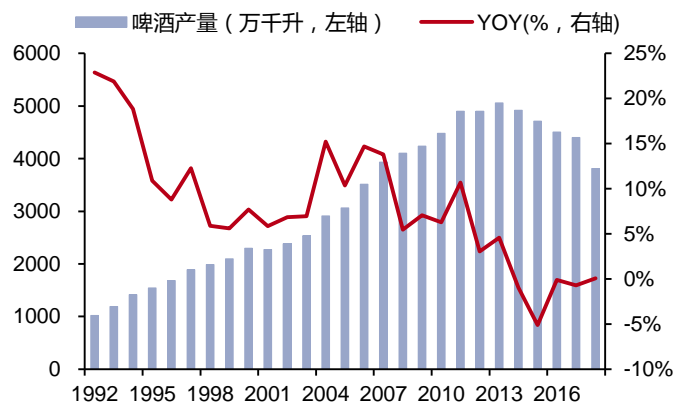
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 39 啤酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 40 啤酒产量年度走势图

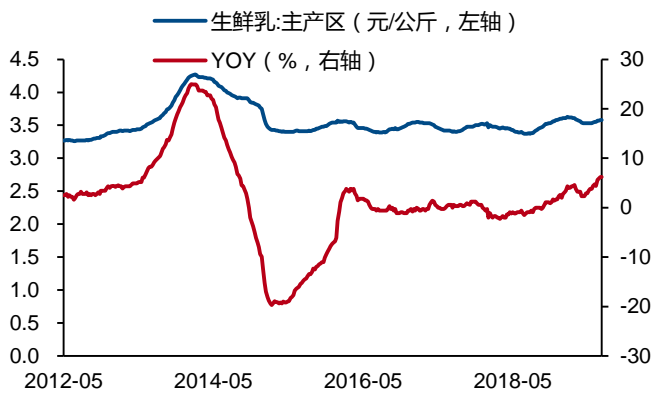


资料来源: 国家统计局, 华创证券

(四) 乳制品

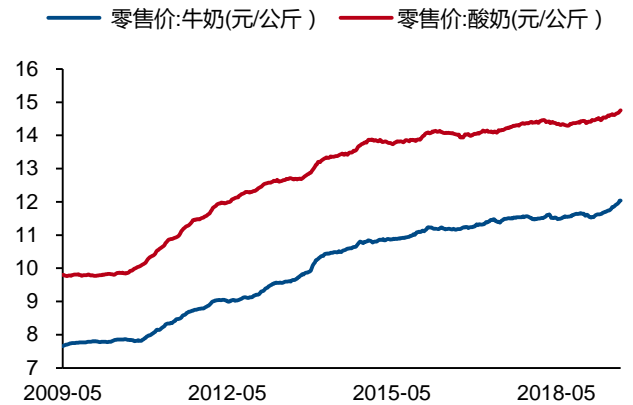
2019年7月17日, 内蒙古、河北等10个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格3.58元/公斤, 较上周持平。2019年7月19日国产婴幼儿奶粉零售均价188.82元/公斤, 较上周上涨0.02%; 进口婴幼儿奶粉零售均价233.09元/公斤, 较上周上涨0.14%; 2019年7月19日牛奶零售价12.04元/公斤, 较上周持平; 酸奶零售价14.76元/公斤, 较上周上升0.20%; 2019年7月24日芝加哥脱脂奶粉现货价为103.00美分/磅, 较上周上涨1.23%。

图表 41 生鲜乳价格走势



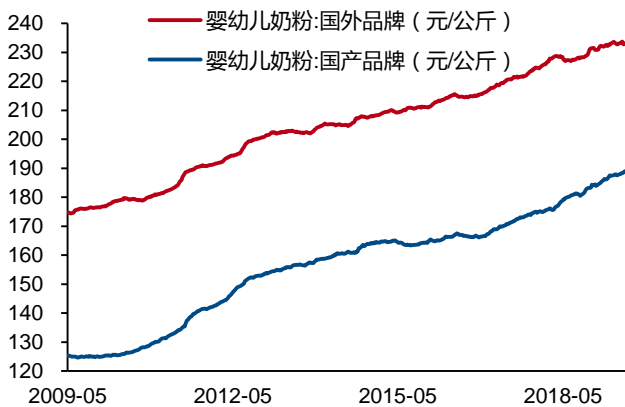
资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 牛奶和酸奶零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 婴幼儿奶粉零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅

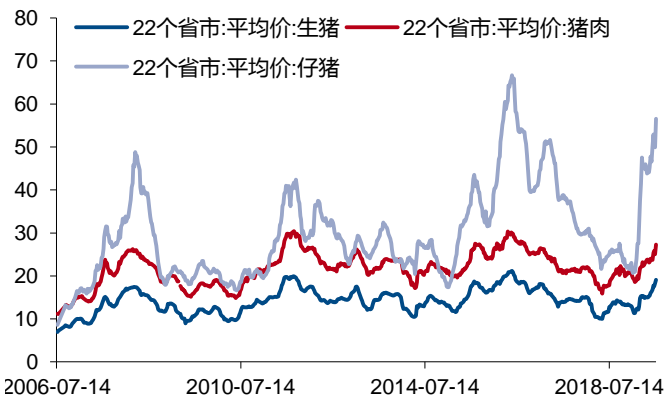


资料来源: Wind, 华创证券

(五) 肉制品

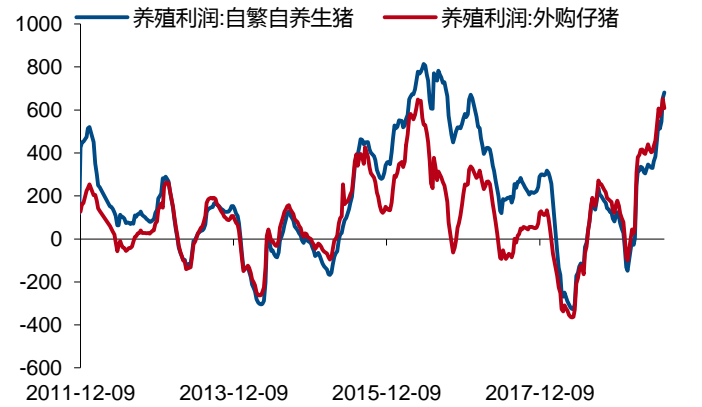
2019年7月19日, 22省市生猪平均价格18.09元/公斤, 较上周上涨4.32%; 22省市猪肉平均价格27.30元/公斤, 较上周上涨8.85%; 22省市仔猪价格56.55元/公斤, 较上周上涨13.26%; 22省市猪粮比价9.36, 较上周上涨3.88%。

图表 45 生猪和猪肉价格走势图元/公斤



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 生猪养殖盈利走势图元/头



资料来源: Wind, 华创证券

(六) 原材料及包材

2019年7月26日豆粕现货价2844.57元/吨,较上周下降1.01%;2019年3月15日华北、华东、华南三地箱板纸均价4409.33元/吨,较上周下降2.53%;华北、华东、华南三地瓦楞纸均价3918.33元/吨,较上周下降3.29%;2019年7月25日塑交所中国塑料价格指数1170.70,较上周上升4.72%;2019年7月25日,OPEC一揽子原油价64.55美元/桶,较上周上涨2.57%。

图表 47 豆粕现货价走势图(元/吨)



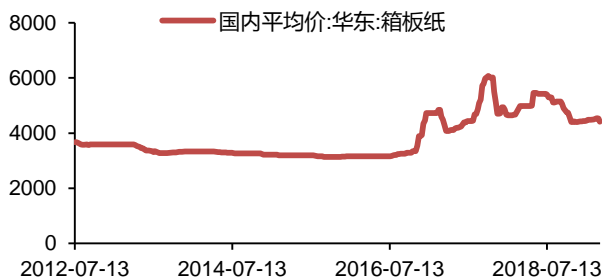
资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 全国大豆市场价走势图(元/吨)



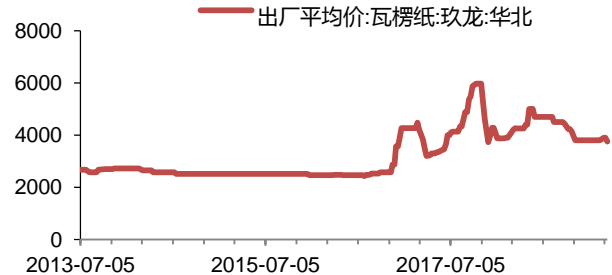
资料来源: Wind, 华创证券

图表 49 箱板纸国内均价走势图(元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 50 瓦楞纸出厂均价走势图(元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 51 OPEC 原油价格走势 (美元/桶)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 中国塑料价格指数走势图


资料来源: Wind, 华创证券

十一、行业一周重要事件及股东大会提示

本周重要公告一览

- 1) **【水井坊】**半年度报告: 公司实现收入 16.90 亿元, 同比增长 26.47%; 归母净利润为 3.40 亿元, 同比增长 26.97%。
- 2) **【香飘飘】**高管变动: 徐震海先生申请辞去公司第三届股东代表监事、监事会主席职务, 公司监事会同意提名商钢明先生为第三届监事会股东代表监事候选人。
- 3) **【三全食品】**调整股票回购价格: 鉴于公司 2018 年度利润分配情况, 尚未解锁首次授予的限制性股票的回购价格由 4.33 元/股调整为 4.30 元/股; 尚未解锁预留部分授予的限制性股票的回购价格由 4.28 元/股调整为 4.25 元/股。
- 4) **【金字火腿】**股权转让: 公司下属公司金华金字将其持有的金字优品电子商务有限公司 49% 的股权转让给金华有鲜电子商务有限公司。
- 5) **【安琪酵母】**高管变动: 俞学锋先生因到龄退休原因, 辞去公司第八届董事会董事、董事长、董事会战略委员会主任委员及提名委员会委员职务, 董事会拟增补熊涛为公司第八届董事会非独立董事候选人。
- 6) **【百润股份】**半年度报告: 公司实现收入 6.36 亿元, 同比增长 14.39%; 归母净利润为 1.37 亿元, 同比增长 73.72%, 预计 2019 年 1-9 月归母净利润同比上升 50% 至 70%。
- 7) **【梅花生物】**半年度报告: 公司实现收入 69.80 亿元, 同比增长 11.01%; 归母净利润为 6.64 亿元, 同比增长 41.40%。
- 8) **【燕塘乳业】**半年度报告: 公司实现收入 6.99 亿元, 同比增长 13.85%; 归母净利润为 6650.81 万元, 同比增长 57.06%。
- 9) **【龙大肉食】**设立全资孙公司: 公司全资子公司烟台龙大养殖有限公司拟出资设立安丘龙大养殖有限公司, 注册资本为人民币 1 亿元。
- 10) **【贝因美】**产品生产获批: 全资子公司杭州贝因美母婴营养品有限公司新增产品“特殊医学用途婴儿配方食品(早产/低出生体重婴儿配方)”获得浙江省市场监督管理局颁发的《食品生产许可证》。
- 11) **【伊利股份】**回购股份进展: 公司已完成本次股份回购, 累计回购股份数量为 1.83 亿股, 占公司总股本的比例为 3.00%, 已支付的总金额为 57.93 亿元。
- 12) **【维维股份】**回购股份进展: 公司已完成本次股份回购, 实际回购股份数量为 5485.78 万股, 占公司总股本的比例为 3.28%, 使用资金总额为人民币 1.67 亿元。

- 13) **【ST 椰岛】** 高管变动: 公司副总经理陈曦先生因个人原因辞去公司副总经理职务, 辞职后不在公司担任任何职务。
- 14) **【安记食品】** 员工持股计划实施进展: 锁定期届满后, 公司员工持股计划已累计卖出股票数量为 224.68 万股, 剩余股票数为 137.84 万股, 占公司现有总股本比例的 0.59%。
- 15) **【泸州老窖】** 债券发行: 公司收到证监会《关于核准泸州老窖股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》, 核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 40 亿元的公司债券。
- 16) **【惠发股份】** 半年度业绩预亏: 公司预计 2019 年半年度经营业绩为亏损, 实现归属于上市公司股东的净利润为 -4400 万元至 -4900 万元。

十二、风险提示

经济持续回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

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

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券。

研究所所长、首席分析师：董广阳

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

华创证券机构销售通讯录

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

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

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

行业投资评级说明:

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

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

华创证券研究所

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