

# 白酒景气行至何处 ——本轮白酒行情复盘、启示与展望

杨勇胜

yangys5@cmschina.com.  
cn

S1090514060001

欧阳予

ouyangyu@cmschina.co  
m.cn

S1090519040003

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com  
.cn

S1090518090005

李泽明

lizeming@cmschina.c  
om.cn

S1090519020001

报告日期：2020年2月18日

本文先以纪录片形式，回顾了13年至今的白酒行业演进过程，然后与行情走势结合，分析行业每个阶段的发展特征、驱动因素、财务表现与背后逻辑，最后在总结归纳的基础上，对白酒行业当前发展阶段和演进方向做出预判：

- 本轮白酒景气周期，与上轮有何异同？
- 当前白酒景气周期位于什么阶段？
- 改革与市场化思路，对白酒行业带来了哪些变化？
- 如何跟踪观测白酒景气值？研究方法上有哪些变化？
- 资金结构的变化，对白酒行情带来哪些改变？

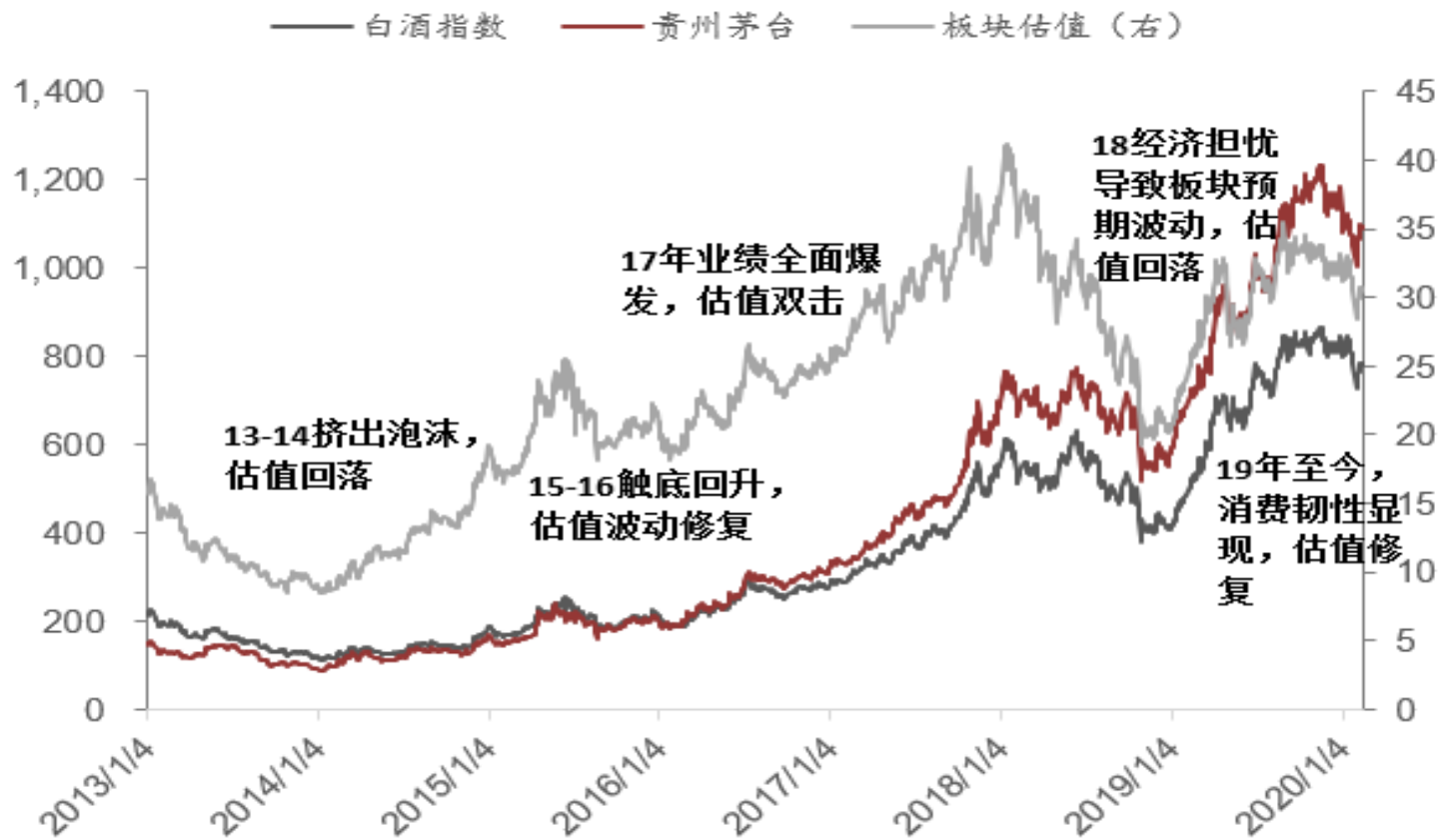
本文内容丰富，数据详实，推荐结合路演汇报一并阅读！

## 一、本轮白酒景气目前经历四个阶段

➤ 2013年以来白酒行业从底部逐步回升，历经六年牛市，中途经历一次假摔：

- 1) 13-14年：挤出泡沫，估值回落；
- 2) 15-16年：触底复苏，估值修复；
- 3) 17-19中：业绩爆发，特别是17年估值双击，18年经历预期和估值波动后，维持高位；
- 4) 2019年中以来：回归稳态，估值平稳。

图：2013-2020年申万白酒指数、茅台股价和板块估值变化



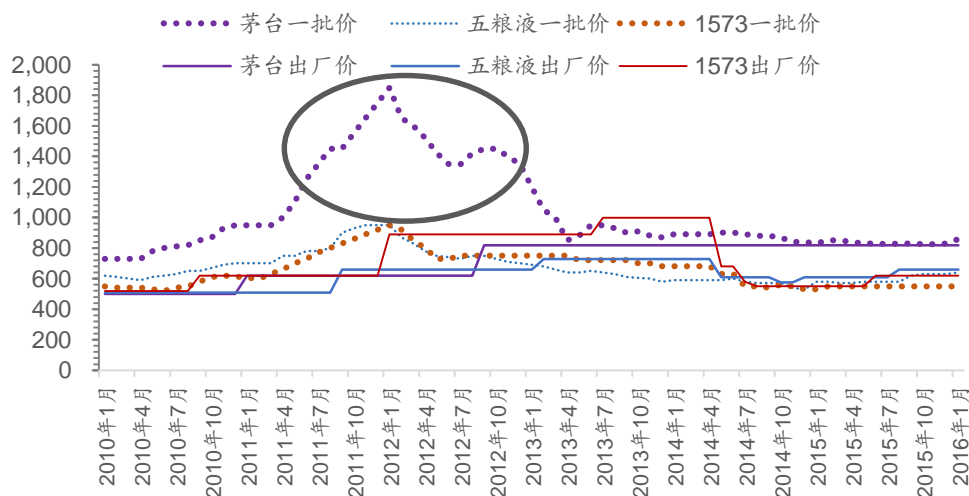
资料来源：wind

# 1、泡沫挤出期（2013-2014）

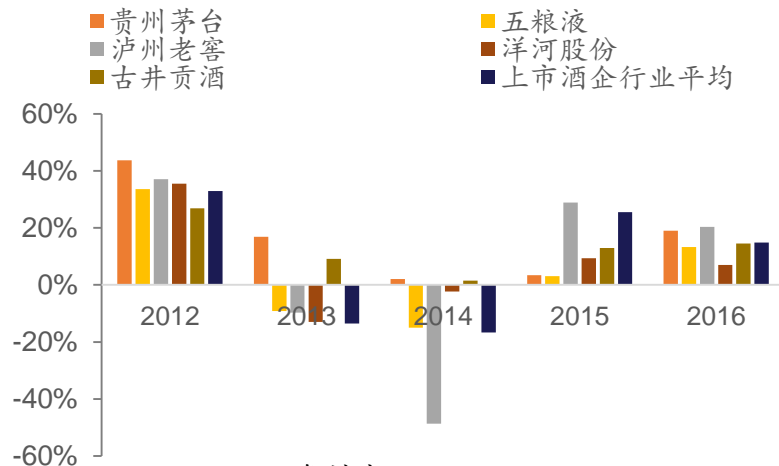
**关键词： 降价、经销商退出、报表下滑**

- 高端白酒批价持续回落，14年五粮液和国窖被迫降价；
- 前期快速扩张、渠道管控偏弱的酒企渠道网络破碎，次高端酒企尤为明显；
- 多数上市酒企收入下滑，仅茅台、古井平稳度过调整期。
  
- 重要事件：
  - 茅台：13年7月扩充经销商，填补报表下滑的缺口；
  - 五粮液：批价13年倒挂加大，公司加大补贴，将政策资源向核心经销商倾斜；
  - 泸州老窖：13年价格刚性政策，最终导致经销商大面积退出，公司被迫回购渠道存货；
  - 古井：应对较早，收入站稳利润受损；
  - 水井坊：13年前坚持高价策略，致断崖式下跌，13年底推出臻酿八号（300元）

图：高端白酒13-14年批价持续回落，出厂价刚性策略失效



图：13-14年，行业仅茅台和古井收入不下滑



资料来源：wind

## ➤ 行业特点

- 消费者泡沫、价格泡沫、渠道泡沫被充分挤出
- 行业泡沫的挤出顺序：消费端——渠道端——厂商端

## ➤ 股价表现

- 业绩持续低于市场预期，戴维斯双杀惨烈，一旦低迷的业绩不再低于市场预期后，估值修复便开始带动股价回升。上一轮茅台估值的底部，出现在市场对盈利预测调整到位后，13年中报茅台低于预期跌停，三季报基本不低于预期，公司估值和股价在14年1月初见底。
- 详细分析参见我们2013年1月2日的周报

图：茅台12-14年股价、估值及季度业绩变化情况



资料来源：wind

## 2、触底恢复期（2015-2016）

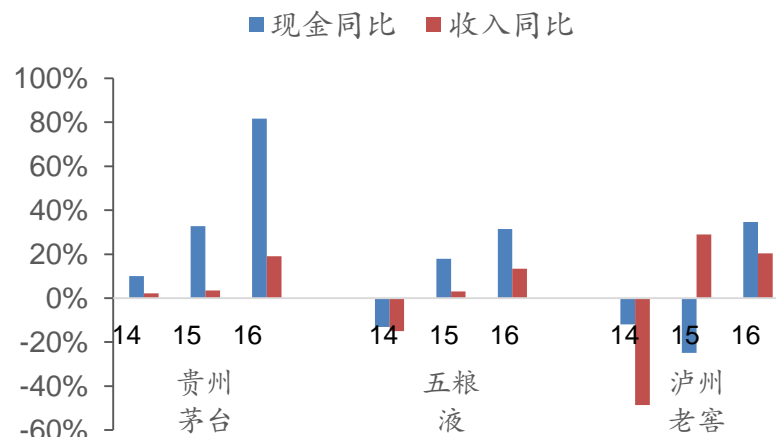
### 关键词：缺货、提价、现金流改善

- 15年春节旺季茅台开始局部断货：企业实实在在感受到终端需求的回暖好转，信心逐步回升，而初期经销商仍处于观望状态；
- 企业信心恢复，采取一系列措施：五粮液老窖开始恢复性提价；茅台保芳书记“经销商的好日子来了，茅台酒价格可能会过1000”；
- 酒企的现金流出现改善：茅台、五粮液现金流指标15年明显改善，老窖更晚一年；
- 代表事件：
  - 改制换人：五粮液推出定增方案(15年10月)，老窖管理层更换(15年6月)，天洋入主舍得(15年8月)；
  - 行业并购：2016年初，古井贡宣布洽谈入主黄鹤楼酒业；
  - 板块情绪：消费税传闻持续压制板块情绪

图：五粮液、国窖15年进入提价周期

年份	月份	茅台出厂价	五粮液出厂价	1573出厂价	
2013	2月	819	729	999	
	7月				
2014	5月		609	576	680
	7月				580
	8月				550
	10月				
	12月				
2015	6月		609	620	
	8月		659		
2016	3月		679	640	
	8月				
	9月				
	11月	680			

图：茅、五16年现金流先于收入复苏



资料来源：wind

## 2、触底恢复期（2015-2016）

### ➤ 行业特点

- 泡沫挤出后，需求触底反弹，被压低的高端白酒价格跟随触底回升
- 不同的企业感受不同，头部企业感受复苏最明显

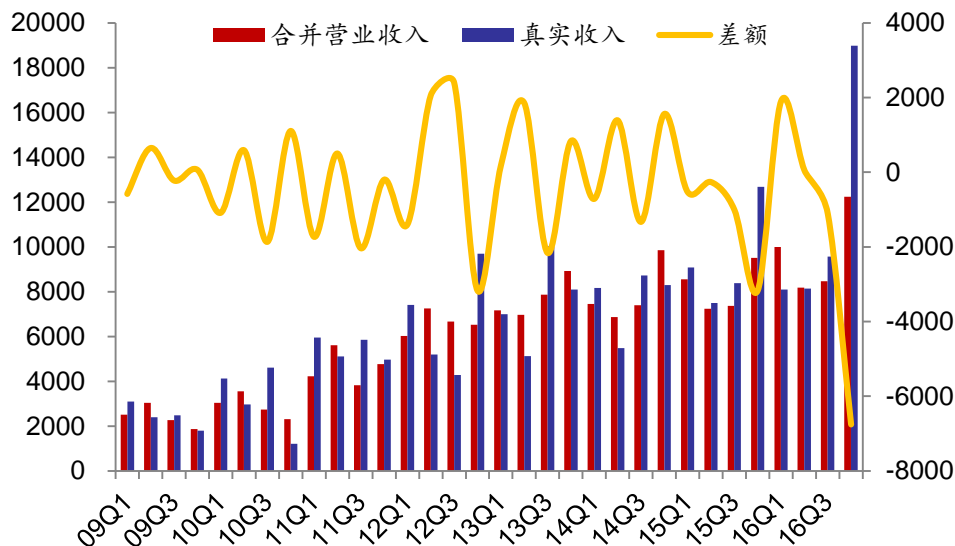
### ➤ 财报表现

- 现金流率先好转，预收账款持续好转
- 利润表尚未出现明显好转
- 茅台开始重新进入蓄水阶段

### ➤ 股价表现

- 估值继续修复，推动行情持续回升，但中途受信息影响仍有扰动。

图：经典模式测算真实收入：茅台16H2蓄水动作开始加大



图：白酒指数和茅台估值15-16年均波动式上涨



资料来源：wind



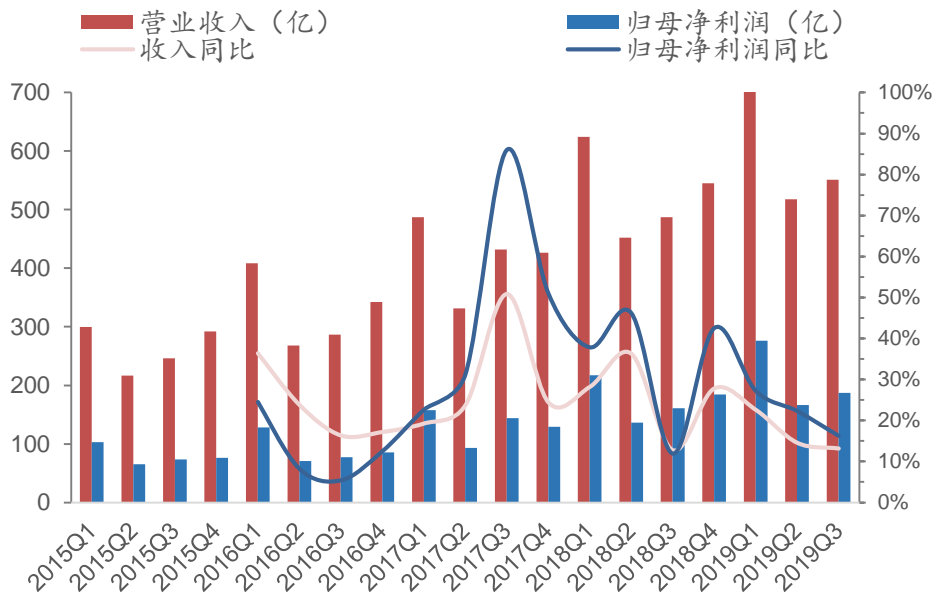
### 3、业绩爆发期（2017-2019中）

关键词：业绩爆棚、批价快涨、估值重估、次高端爆发

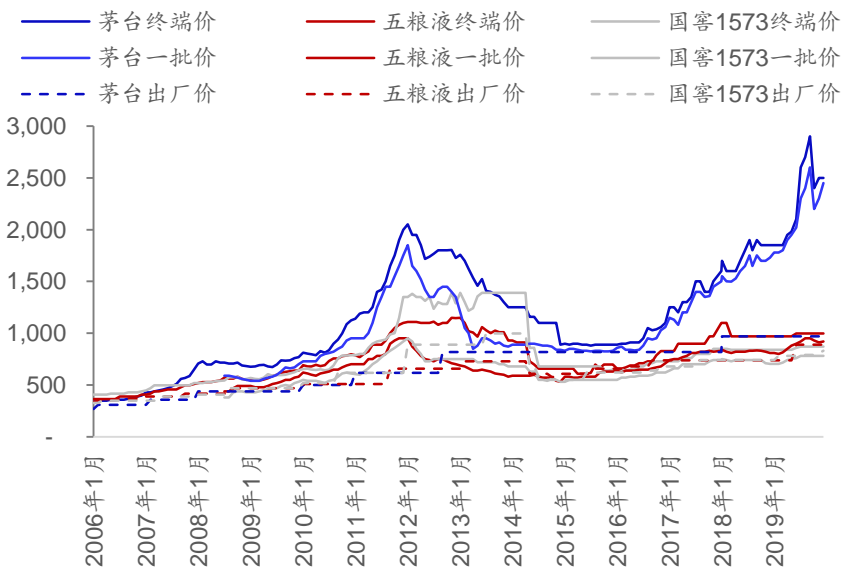
➤ 高端白酒：

- 茅台批价在17年6月份进入快速上行通道，茅台于17年底宣布提高出厂价至969元；
- 五粮液17年3月高管更换，陆续推出“百千万工程”、营销战区、第八代新品五粮液；
- 以茅台17Q3业绩为最典型代表，各家白酒企业利润表开始爆发，持续超越市场预期，市场担忧的消费税影响，被充分消化；
- 18年中开始，市场开始出现理性看待茅台股价的声音；
- 18年下半年，贸易战+经济担忧带来行业一次假摔，两个季度后快速回升并再创新高；

图：白酒行业17Q3业绩爆表



图：17年中开始，茅台批价进入快涨通道



资料来源：wind

### 3、业绩爆发期（2017-2019中）

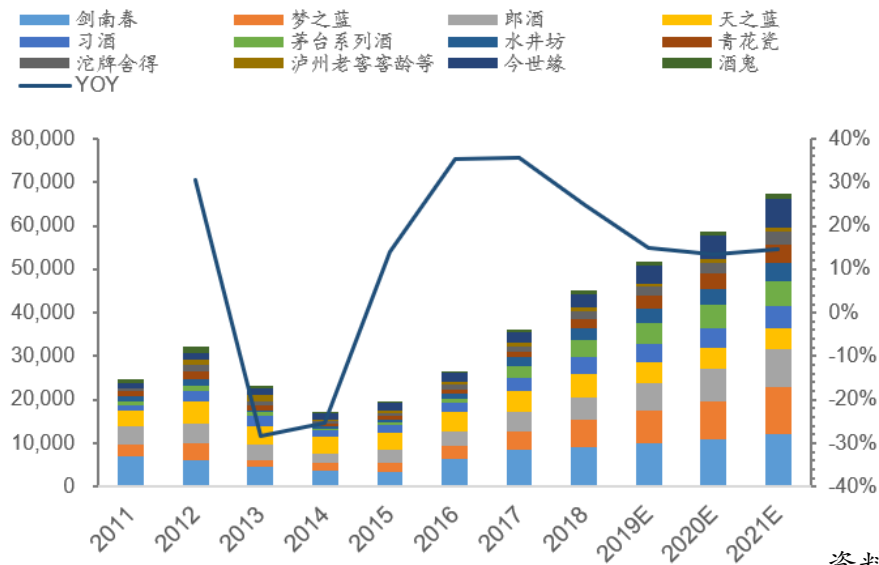
➤ 次高端：名酒全国化进程加速；

- 17年初汾酒签订三年目标责任状，18年汾酒引入华润，混改加速；
- 水井坊的新旧总代模式并行，推动公司全国范围内快速扩张；
- 17年初开启快速招商模式，经销商从16年底的881家快速扩容，19年1700家左右；

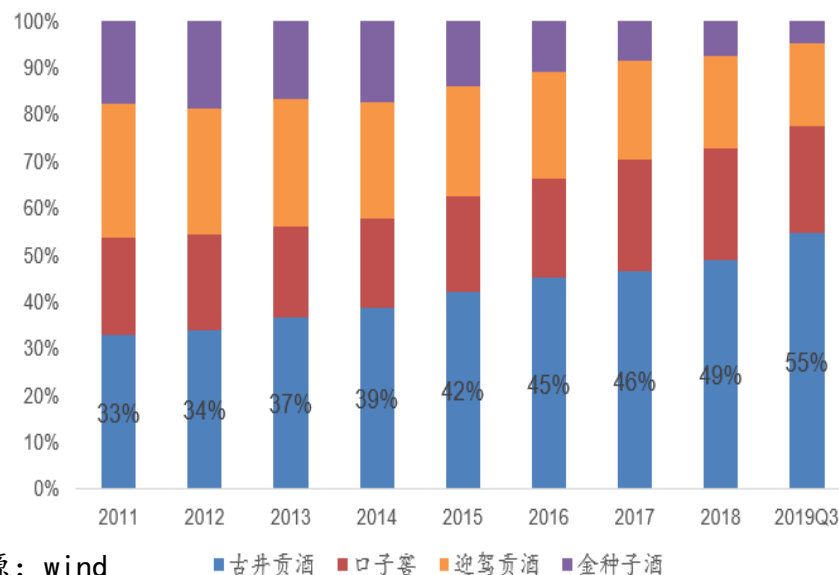
➤ 区域名酒：“升级+集中”趋势加速；

- 今世缘在江苏省内快速成长，国缘异军突起；
- 古井贡酒在2017年底正式推出古20产品，价位高于剑南春，19年已超过5亿体量；

图：全国化驱动次高端价格带快速扩容



图：徽酒行业格局



资料来源：wind

■ 古井贡酒 ■ 口子窖 ■ 迎驾贡酒 ■ 金种子酒

#### ➤ 行业特点

- 行业的回暖复苏在财报上最终得到充分体现
- 白酒开始明显分层繁荣：高端一骑绝尘量价齐升，次高端白酒企业试图高端化+全国化，但效果一般，区域名酒开始发力高端化，成效显著；

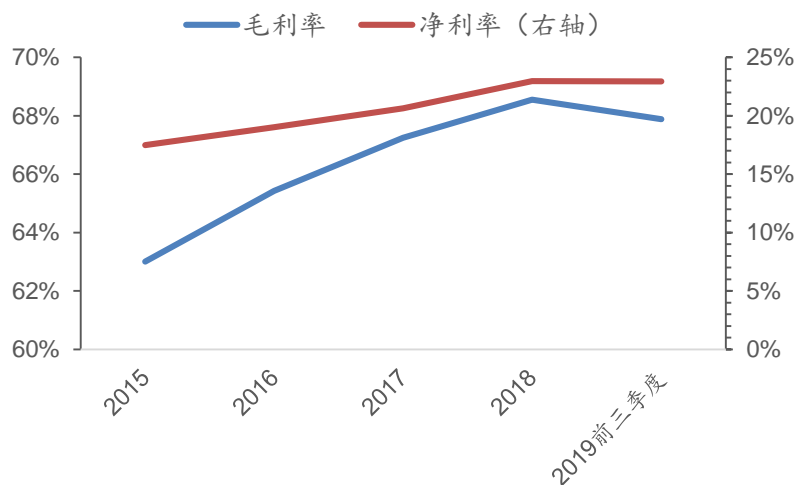
#### ➤ 财报表现

- 利润表掩盖不住的爆发
- 毛利率、净利率指标持续提升
- 预收账款、现金流持续好转后保持平稳

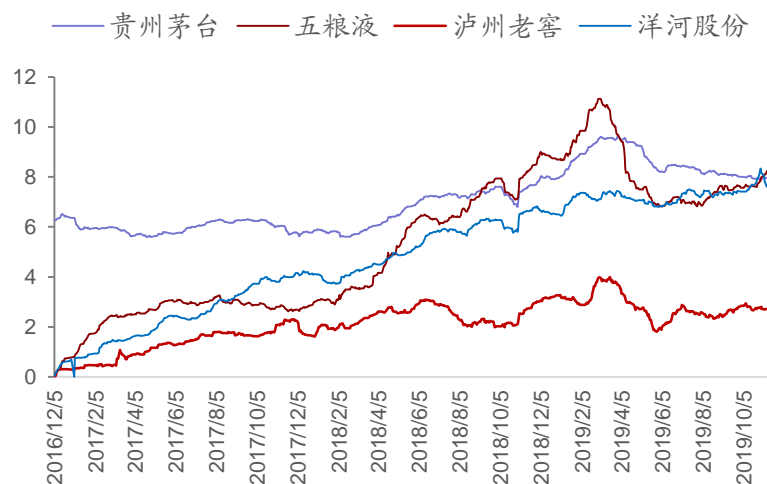
#### ➤ 股价表现

- 机构从标配走向超配，推动行情持续回升，但中途受信息影响仍有扰动
- 市场开始从商业模式、资金结构等角度探讨估值重构，并逐步形成市场共识

图：行业酒企毛利率净利率提升



图：陆股通持股占股比重持续提升 (%)



资料来源：  
wind

## 4、回归稳态期（2019中-今）

**关键词： 千亿/百亿新起点、理性规划、渠道维护**

- 2019年茅台五粮液相约迈入千亿阵营，汾酒古井顺鑫相约迈入百亿阵营；
- 2019年7月份，茅台提出2020年是基础建设年；茅五制定2020年目标都比较谨慎，茅台10%，五粮液10+%；
- 2020年初，突发疫情打乱白酒企业春节销售，节后需求抽空；
- 各家企业表态目标不做调整，渠道维护和生产复工工作快速开展。

**表：主要酒企19年增长目标下调后，20年增长目标理性规划**

		2011年	2012年	2013年	2014年	2017年	2018年	2019E	2020E
茅台	目标	-	-	20%	3%	15%	15%	14%	10%
	实现	58.19%	43.76%	17.45%	2.11%	49.81%	26.50%	16.70%	
五粮液	目标	20%	20%	15%	>0%	≥10%	26%	25%	10%以上
	实现	30.95%	33.66%	-9.13%	-15%	22.99%	32.60%	25%	
老窖	目标	37.50%	-	0.21	0%	10%	≥20%	15-25%	15-25%
	实现	56.92%	37.12%	-9.74%	-48.7%	15.92%	25.60%	23%	
洋河	目标	30%	30%	10%	0%	10%	≥20%	12%	5%
	实现	67.22%	35.55%	-13.01%	-2.34%	15.92%	21.30%	1%	
汾酒	目标	30%	实现较高增长	实现平稳增长	现平稳增长	≥30%	40%	22.6%	15%
	实现	48.78%	44.35%	-6.04%	35.67%	37.06	47.50%	28%	
水井坊	目标		20%	0%	-26.92%	35%	40%	20%以上	20%
	实现	-18.49%	10.41%	-70.31%	-24.88%	74.10%	37.60%	22%	
古井	目标	实现高增长	实现高增长	实现较高增长	实现增长	努力实现增长	20.30%	17.70%	15%
	实现	76.04%	26.88%	9.14%	1.53%	15.8%	26%	20%	
今世缘	目标				-	实现增长	25-30%	30%	25%
	实现				-4.60%	15.4%	26.5%	30%	

## 4、回归稳态期（2019中-今）

### ➤ 行业特点：

- 企业更加理性冷静
- 茅台终端价格的价值回归结束，批价快速上涨阶段逐步过去

### ➤ 财报表现：

- 高基数下报表增速逐步回落
- 预收账款、净利率等指标保持平稳

### ➤ 股价表现：

- 板块进入慢牛阶段；
- 茅台估值走向消费品，短期保持平稳，负面信息对股价扰动程度下降；
- 其他白酒品种，市场介于消费属性和周期属性给予估值，估值仍在重构中；

表：19年前三季度高端次高端均逐步降速

	2018Q1-3	2019Q1-3
全行业16家公司	25.2%	17.3%
高端白酒	26.8%	19.9%
次高端白酒	29.7%	12.0%

资料来源：wind

图：茅台PE企稳30倍附近



## 二、差异与启示

# 1、上轮周期三段行情轮番演绎

- 上轮白酒周期分为三个阶段，且各段行情清晰：
- **第一阶段：高端引领（05-07年）：**在经济和投资驱动，以茅五老窖为代表的高端酒收益率远超市场和其他品种，08年调整幅度也相对较小。
  - **第二阶段：中档地产酒崛起（09-11年）：**4万亿投资下去，高端酒价格继续上升，地产酒开始崛起，洋河海之蓝、古井年份原浆、金种子、汾酒等表现远超高端酒，高端酒业绩仍保持高增长，估值开始平稳。
  - **第三阶段：次高端发力（11-12年）：**茅五价格飙升，渠道大量囤积，次高端成为价格带，高端企业下延和地产酒上延，各路资金涌入寻找最后的金矿，酒鬼和舍得受益。

表：06-12年白酒主要公司年度涨跌幅

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q3
贵州茅台	341.2	163.5	-52.5	57.5	9.3	16.9	29.2
五粮液	271.5	179.1	-70.7	138.0	10.0	-4.4	4.8
泸州老窖	485.5	191.8	-60.0	119.3	7.4	-6.8	6.5
山西汾酒	419.8	20.2	-70.1	300.2	61.4	-7.2	21.3
酒鬼酒	282.6	157.4	-76.8	210.4	30.8	7.8	132.7
沱牌舍得	106.6	188.9	-65.5	193.8	28.9	-21.6	96.4
古井贡酒	145.5	238.8	-66.0	310.5	137.8	7.7	-14.0
金种子酒	179.2	146.6	-60.7	356.4	140.0	-28.6	44.0



## 2、本轮行情截止目前，没有明显分段

➤ 本轮行情阶段性不如上一轮明显，而更多呈现不同的特点：

- 茅台价格上涨，不能带动五粮液老窖价格跟涨，高端白酒从价位上分化为超高端及高端；
- 次高端白酒价格平稳，价位集中在300-600元，增长主要靠量增，而非价格明显上涨；
- 区域白酒分化加剧，部分企业试图通过并购方式向省外扩张（古井、老白干、今世缘）；
- 五粮液、汾酒、老窖、酒鬼酒等依靠改革释放活力，但舍得老白干等公司的改革红利释放不明显；
- 板块估值修复后并没有周期性回落

表：13-19年白酒主要公司年度涨跌幅

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	累计跌幅%
贵州茅台	-36.5	66.9	28.8	56.4	111.8	-14.2	103.4	917.0
五粮液	-42.5	42.8	29.4	29.3	136.4	-35.1	165.9	377.3
泸州老窖	-38.5	8.1	37.2	24.7	103.9	-37.0	117.0	201.9
山西汾酒	-52.3	21.7	-15.8	31.5	131.6	-37.7	158.6	200.5
酒鬼酒	-56.5	3.8	22.1	14.6	34.4	-41.3	125.7	74.5
舍得酒业	-46.7	24.1	22.9	-1.2	107.0	-51.0	32.0	53.6
古井贡酒	-33.2	67.9	-0.6	24.9	46.0	-16.9	155.3	282.3
金种子酒	-46.0	16.3	-13.6	-8.3	-16.2	-40.4	36.5	-66.5
洋河股份	-54.8	101.0	23.6	5.5	66.8	-16.1	19.8	108.9
今世缘	-	14.3	21.6	-1.2	20.0	-5.4	128.6	256.5
口子窖	-	-	86.3	-24.4	45.0	-22.8	60.6	152.9
申万白酒	-43.5	43.9	23.5	29.0	94.1	-23.4	102.4	289.9

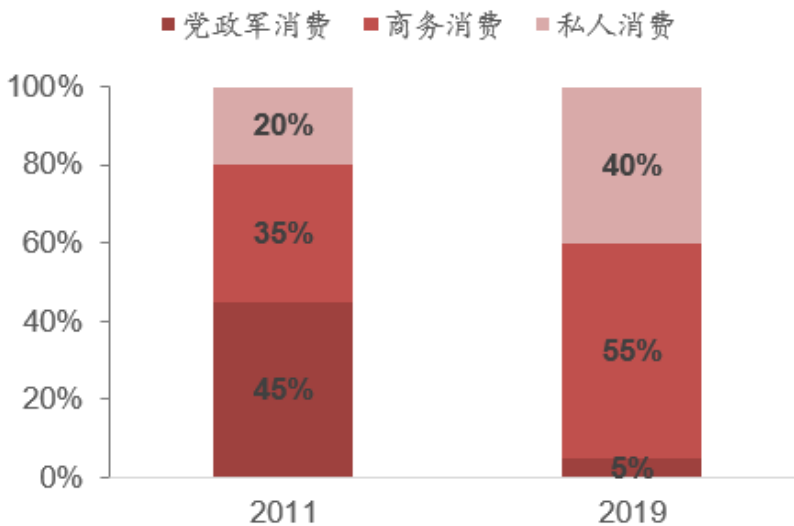
资料来源：wind



### 3、消费者结构的变化是最核心的差异

- **名酒消费结构：**与上轮三公消费占主体不同，本轮大众和商务消费已经成为中高端名酒消费的主体。同时本轮消费结构更加分散化，结构韧性更足；
- **消费者购买动机变化：**更加注重品牌，追求性价比，名酒的需求波动性下降。19年下半年茅台与COSTCO、物美、苏宁、天猫等KA和电商平台合作，KA排队直营、电商秒空爆卖，大众消费的潜力显现，而开发产品（高定价、低知名度）购买力持续降低；
- **未来消费者结构趋势展望：**商务消费和个人消费占绝对主体的结构有望更加牢固，商务消费仍是高端白酒主体，个人消费在次高端占比将越来越大。

图：高端白酒消费结构：商务及个人消费崛起



图：茅台KA爆卖



### ➤ 十八大名酒奠定品牌地位

企业名称	注册商标	产品名称	香型	届次
贵州茅台酒厂	飞天牌、贵州牌	茅台酒	酱香	①②③④⑤
杏花村汾酒总公司	古井亭、长城牌	汾酒	清香	①②③④⑤
泸州曲酒厂	泸州牌	泸州老窖	浓香	①②③④⑤
西凤酒厂	西凤牌	西凤酒	其它香	①② ④⑤
五粮液酒厂	五粮液牌	五粮液酒	浓香	②③④⑤
亳州古井酒厂	古井牌	古井贡酒	浓香	②③④⑤
成都全兴酒厂	全兴牌	全兴大曲酒	浓香	② ④⑤
遵义董酒厂	董牌	董酒	其它香	②③④⑤
绵竹剑南春酒厂	剑南春牌	剑南春酒	浓香	③④⑤
洋河酒厂	羊禾牌、洋河牌	洋河大曲	浓香	③④⑤
双沟酒厂	双沟牌	双沟大曲、特液	浓香	④⑤
武汉市酒厂	黄鹤楼牌	黄鹤楼酒	浓香	④⑤
古蔺郎酒厂	郎泉牌	郎酒	酱香	④⑤
常德武陵酒厂	武陵牌	武陵酒	酱香	⑤
宝丰酒厂	宝丰牌	宝丰酒	清香	⑤
鹿邑宋河酒厂	宋河牌	宋河粮液	浓香	⑤
射洪沱牌酒厂	沱牌	沱牌曲酒	浓香	⑤

## 4、企业决策更加理性/市场化

- 本轮行业从15年复苏至今，景气周期已经维持4年多，行业短期爆发力逊于09-12年，但行业增长的韧性和景气持续性明显更高，行业波动率降低：企业的学习效应、经销商代理决策改变、以及消费需求结构是三层重要原因。
- 企业端：
  - 企业管理现代化变革：治理理念变化，更尊重市场规律，注重科学性。组织架构和人员配备利于扁平化，数字化系统赋能；
  - 企业目标更加理性：高端白酒高增长后维持理性规划，放低增长速度，但以更高的质量。茅台：基础建设年；五粮液：稳中有进；泸州老窖：优化基础底盘；
  - 渠道梳理更得分寸：不一味硬性压货，五粮液在疫情响应政策指出，不搞一刀切，各战区不得向以团购向客户压货。

表：主要酒企库存变化

	最差时间 (13年底-14年清明)	2015年春节 后	2015年清 明	2018年 春节后	2018年6 月	2018年11 月	2019年 6月	2020年 2月
高端酒	茅台	★★★	★★	★	☆	☆	☆	☆
	五粮液	★★★★★★	★★★	★★★★	★★	★☆	★☆	★
	国窖1573	★★★★★★★★	★★★★	★★★★	★★	★★☆	★★	★☆
次高端	洋河	★★★★★	★★★	★★	★	★	★☆	★★
	水井坊	★★★★★★	★★★	★★	★★★★	★★	★★☆	★★☆
	汾酒	★★★★★★	★★★★	★★★★	★★	★★	★★★	★★★
中档	古井	★★★★	★★	★★★	★★	★★★	★★★	★★★

## 5、经销商更青睐品牌名酒，重视周转而非价差

- 经销商经销商经历上一轮洗礼，不再去代理更多杂牌，更青睐经销强品牌，“重稳”而非“重快”
- 这与行业发展阶段有关（上一轮总量高增长，本轮结构性增长，名酒占优），也与经销商的学习效应有关（上一轮开发模式利润率高，但在行业波动期销售极为困难）。

图：上一轮和本轮经销商决策思维变化

上一轮：行业总容量高增长时期，经销商热衷爆品获得短期高利润，甚至是底价独家包销模式。

案例：酒鬼酒、老窖开发品牌众多

经销商决策：  
名酒品牌 VS  
中小型酒企/  
杂牌

本轮：行业本轮结构性增长，经销商经历上一轮洗礼，更青睐经销强品牌，“重稳”而非“重快”。

案例：……

➤ 资金结构的变化：

- 长线资金不仅仅是外资
- 长线资金进入带来投资理念的变化，进而带来板块估值重构；

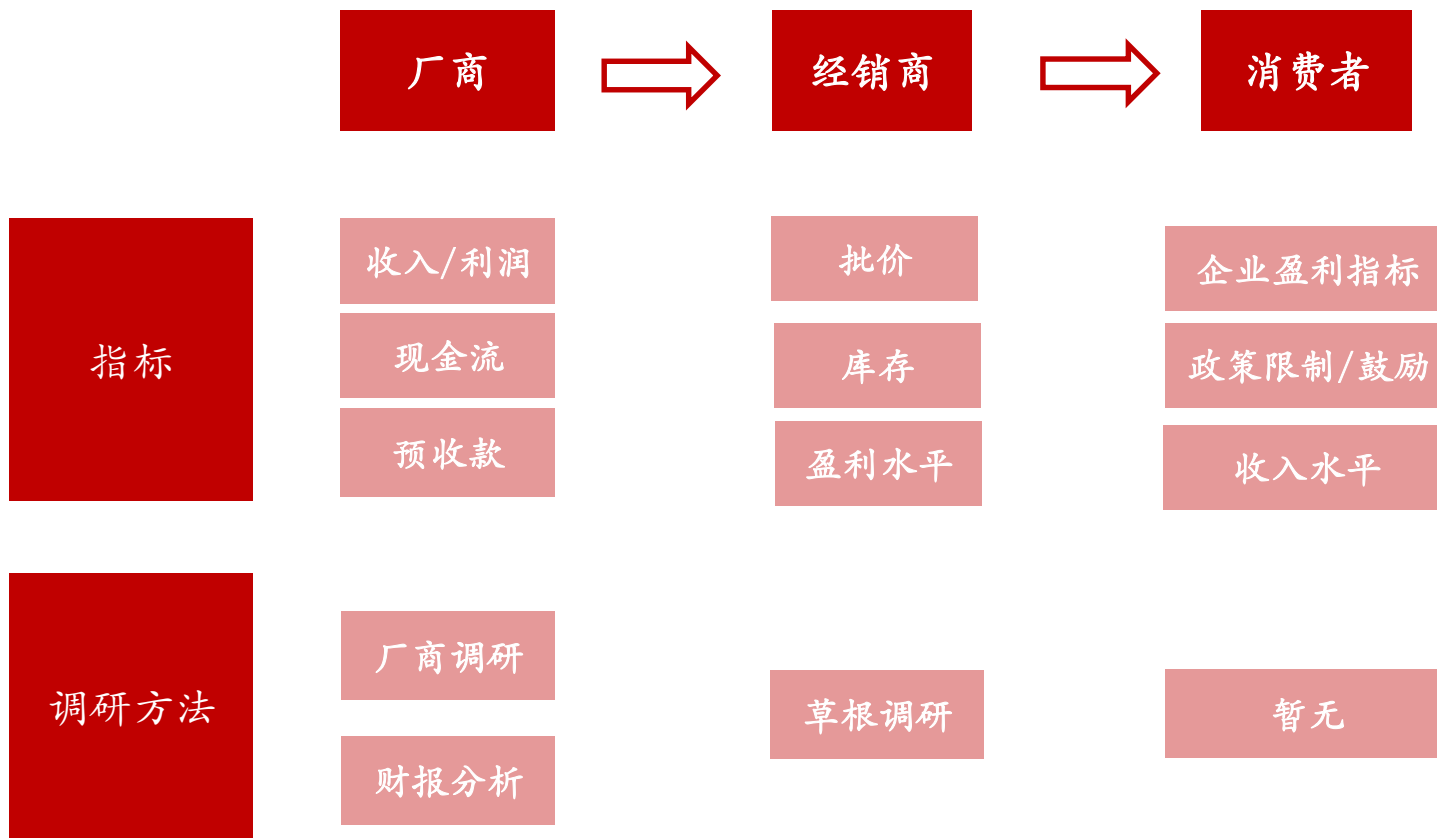
➤ 投资者从买业绩，到买业绩+商业模式；

- 对成长性要求降低，但对稳定性要求高：海外标的帝亚吉欧、保乐力加、雀巢、达能等标的，估值常年在20倍PE以上；
- 成长空间和定价权：白酒行业高端化和集中化的逻辑在加速演绎，高端白酒的入场券已经发完；

➤ 投资者对公司治理赋予更重要的权重。

### 三、研究方法论的演进

# 1、草根调研的方法已经走到极致



- 行业底部期，观察企业的行为动作，理解他们真实的想法
- 盯紧龙头的变化，龙头的量价政策对行业都是巨大的影响
- 财务指标上：现金流>预收款>收入>利润
- 短期波动或信息干扰，都不会改变一个行业既定的运行轨迹
- 历史不会完成重复，要试图思考行业players与时代背景有什么变化  
(消费者、企业、渠道深层变化趋势)

更多研究方法论上的内容，会另外专题再做汇报



## 四、白酒行业展望

1. 白酒行业在经历过去泡沫、价值修复、爆发增长后，已经回归**平稳增长期**；
2. 平稳增长是平稳+增长，并非出现拐点。消费结构变化+企业渠道理性，**白酒行业平稳增长久期拉长**；
3. **茅台酒终端价格基本实现价值回归**，其他白酒价格仍有提升空间，尤其是区域名酒；
4. 300-500元价格带将会快速增长，全国扩张的企业更考验内功，区域名酒龙头在基地市场升级趋势最为清晰；
5. 100元以下的价位逐渐萎缩，市场份额快速集中；
6. 本轮疫情来时突然、破坏力强，**品牌酒企短痛长甜**，渠道型酒企陷入困境，加速行业洗牌；
7. 市场化改革将持续释放企业活力，幅度会持续超市场预期；
8. 茅台已经进入消费品估值阶段，**市场仍然以周期品给其他白酒估值**，其他白酒估值仍有重构空间，最后的结果是**标的越来越少，估值越来越高**；
9. 公司治理将扮演更加重要的角色，投资者关系是公司治理的重要部分。

- **短期疫情下：**前期报告《穿行病霾，拨云见日：03年非典的四个阶段和餐饮行情复盘》分析，疫情控制后超跌品种预期修复，超额收益明显，考虑当前估值与基本面匹配程度，我们看好白酒在疫情后的预期修复，首推**茅台/五粮液/顺鑫**，关注**老窖/今世缘**在修复期的潜在估值回升弹性。
- **中长视角下：**看好白酒绝佳的商业模式，看好行业升级与集中的双重红利，看好波动率下降后的估值体系摆脱周期思维困扰，转向消费体系估值。首推高端白酒**茅五泸**及低端**顺鑫**，推荐**汾酒古井今世缘**，关注**洋河**预期低点。
- **行业风险：**政策风险（消费限制、税收政策等）、需求不及预期、行业竞争加剧、批价过快上涨后回落等

表：重点白酒公司最新估值表

代码	公司名称	投资评级	市值	股价	EPS				PE			
					18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E
600519	贵州茅台	强烈推荐-A	13740.5	1093.8	28.0	32.2	38.2	43.9	39.0	33.9	28.6	24.9
000858	五粮液	强烈推荐-A	4824.8	124.3	3.45	4.48	5.40	6.23	36.0	27.7	23.0	20.0
000568	泸州老窖	强烈推荐-A	1145.7	78.2	2.38	3.23	3.98	4.66	32.9	24.2	19.7	16.8
002304	洋河股份	强烈推荐-A	1556.9	103.3	5.39	5.48	5.88	6.58	19.2	18.9	17.6	15.7
000596	古井贡酒	强烈推荐-A	555.1	123.4	3.37	4.59	5.50	6.53	36.6	26.9	22.4	18.9
600779	水井坊	强烈推荐-A	227.5	46.6	1.19	1.58	1.85	2.11	39.1	29.5	25.2	22.1
600702	舍得酒业	强烈推荐-A	87.8	26.1	1.01	1.16	1.41	1.82	25.8	22.5	18.5	14.3
000799	酒鬼酒	审慎推荐-A	108.0	33.2	0.69	0.82	1.02	1.25	48.2	40.5	32.6	26.6
600809	山西汾酒	强烈推荐-A	761.7	87.4	1.69	2.25	2.90	3.45	51.7	38.8	30.1	25.3
000860	顺鑫农业	强烈推荐-A	378.3	51.0	1.30	1.35	1.71	2.26	39.2	37.8	29.8	22.6
600559	老白干酒	强烈推荐-A	86.8	9.7	0.53	0.51	0.59	0.68	18.2	19.0	16.4	14.2
603369	今世缘	强烈推荐-A	379.7	30.3	0.92	1.15	1.37	1.61	32.9	26.3	22.1	18.8
603589	口子窖	强烈推荐-A	278.1	46.4	2.55	2.97	3.33	3.70	18.2	15.6	13.9	12.5
603198	迎驾贡酒	审慎推荐-A	139.2	17.4	0.97	1.15	1.22	1.28	17.9	15.1	14.3	13.6
603919	金徽酒	审慎推荐-A	57.6	14.8	0.71	0.72	0.83	0.97	20.8	20.5	17.8	15.2

注：采用2月17日最新收盘价数据

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨勇胜：**食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014年加入招商证券。

**欧阳予：**浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017年加入招商证券。

**于佳琦：**南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，2016年就职安信证券，2017年加入招商证券。

**李泽明：**四川大学本科，北京大学金融学硕士，2017年就职国泰君安证券，2018年加入招商证券，1年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续13年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017年连获新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师第一名。

## 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

## 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

## 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



# 请关注

“招商食品饮料”微信公众号

- 深度洞察产业趋势!
- 紧密把握企业变化!
- 准确提供投资建议!
- 紧密互联资本产业!

