

2020年06月15日

食品饮料

行业中期策略

抓边际改善，守业绩确定

投资评级

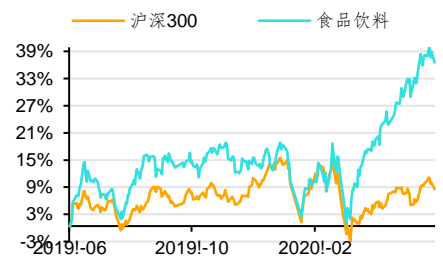
领先大市-B 维持

投资要点

- ◆ **短期估值推动股价，个股屡创新高：**从2月3日至今，SW食品饮料板块涨幅27.51%，其中饮料制造板块涨幅8.84%，食品加工板块涨幅41.60%，食品加工板块超额收益明显。分区间来看，一季度业绩推动食品加工板块跑赢大盘；而从5月份以来，二季度业绩尚未完全明朗，食品饮料板块整体涨幅达到13.61%，主要受益于估值修复。其中饮料制造板块实现14.51%的增幅，食品加工板块继续延续强势，5月份以来期间上涨幅度达到11.38%。这期间共有24只个股创历史新高，其中白酒6只、啤酒1只、乳制品1只、肉制品1只、调味品6只、食品综合9只。其中食品综合板块里，创新高个股皆为必选宅产品，受益于疫情宅家的趋势，均实现较好的动销。
- ◆ **疫情影响板块分化，供需格局逐步变化：**1月末至3月中旬疫情影响封城封路、禁止走亲访友、餐饮歇业等方面，大部分白酒、啤酒、乳制品的需求大大减少，导致Q1收入和利润的大幅下滑，调味品作为必须消费品，增速有所下滑；同时，因为宅家时间增加，宅需品的需求剧增，主要为面食、速冻食品、休闲零食等。而从3月底至今，随着国内疫情的逐步控制，餐饮、宴席等逐渐试运行开放，随着一些国家节假日的到来，国内走亲访友的频率也逐渐增加，居民生活在逐渐趋于正常化，其中餐饮需求端在逐渐复苏，家庭消费渠道的正餐、零食、保健需求均将有所延续。供给端方面，厂商在疫情期间更多适应家庭渠道的销售。同时积极探索各种各样的新式销售渠道，通过多元化渠道进行销售，其中龙头企业具备更强的生产优势，更充足的现金流和更广深的渠道，在激烈的竞争中更占优势。
- ◆ **细分板块抓边际改善，坚守确定性：**（1）白酒：疫情对于行业的短期冲击不小，阻断了需求端加速行业的出清，但是随着消费场景的逐渐恢复，行业将恢复到之前降速平稳发展的状态。疫情之后行业集中度继续提升的趋势不变，而且具备更高品牌效应的龙头产品抗风险能力更强，而且应对突发事件的手段更加积极灵活，在加速行业出清的过程中将更受益。（2）乳制品：行业由于春节礼赠需求弱化，加之商超及传统门店关门或销售量减少，需求存在缺口，同时由于乳制品行业高周转、低库存模式，行业需要持续进行新鲜度管理，很难将库存转移，终端促销压力较大，一季度收入及利润受到冲击，预计为全年低点。随着二季度和下半年的逐步恢复，以及对下半年原奶价格及乳制品行业竞争格局的判断，看好龙头的发展。（3）啤酒：下半年啤酒行业将继续恢复，国际性赛事后移到2021年，2020年受疫情影响的低基数，叠加来看啤酒的发展势头是向好的。建议积极关注啤酒板块的业绩改善和高端化发展进程。（4）调味品：需求刚性，餐饮需求未来仍然是带动调味品行业发展的主要动力，疫情将加速行业向优势企业集中，业绩确定性也更强；板块因此也享受一定的估值溢价。行业调价的时点也将至，建议关注更具竞争优势的龙头企业，主要推荐中炬高新、恒顺醋业。（5）食品综合板块：疫情加速了行业出清的过程，也进一步放大了龙头企业的竞争优

| 首选股票 | 评级 |
|--------|------------|
| 600519 | 贵州茅台 买入-A |
| 000858 | 五粮液 买入-A |
| 600809 | 山西汾酒 买入-A |
| 600887 | 伊利股份 买入-A |
| 600600 | 青岛啤酒 买入-A |
| 00322 | 康师傅控股 买入-B |

一年行业表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 4.79 | 21.41 | 27.33 |
| 绝对收益 | 5.87 | 22.94 | 35.54 |

分析师

 陈振志
 SAC 执业证书编号：S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

分析师

 周蓉
 SAC 执业证书编号：S0910520030001
 zhourong@huajinsec.cn

相关报告

 食品饮料：需求逐步回暖，二季度改善可期
 2020-05-03

 食品饮料：宅居推动养宠线上消费，宠物经济持续扩张逻辑不改
 2020-02-11

 食品饮料：食品饮料消费中的“宅”趋势
 2020-02-09

 白酒：白酒行业快报
 2019-12-04

 食品饮料：2019 季报总结：龙头企业稳健增长，白酒业绩持续向好
 2019-11-09

势,更加具备规模优势和全渠道优势更有助于公司应对成本的波动、抓住销售机会抢占市场份额。

- ◆ **投资策略:** 按照当前的板块整体估值水平,目前食品饮料板块位于估值较高水平,估值进一步上行对应的风险加大,更加建议从业绩端考量,在需求逐季改善和供给端强者恒强的背景下,建议优先关注全年业绩确定性相对较高的白酒板块以及环比逐季改善的乳制品板块和啤酒板块,其它个股方面优选具有竞争优势和成长路径清晰的龙头。重点推荐标的:**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、伊利股份、青岛啤酒、康师傅(港股)**。
- ◆ **风险提示:** 食品安全问题、海外疫情持续加剧、行业竞争加剧、销售不及预期、板块高估值风险

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、短期估值推动股价上涨，个股屡创新高 | 5 |
| 二、下半年的供需格局变化 | 7 |
| (一) 上半年：疫情影响不同，板块分化 | 7 |
| (二) 需求变化：餐饮逐步复苏，家庭渠道消费延续 | 8 |
| (三) 供给变化：龙头优势愈加显著，强者恒强 | 9 |
| 三、细分行业竞争格局的变化 | 10 |
| (一) 白酒板块：消费场景有序恢复，下半年业绩有望逐步回升 | 10 |
| (二) 乳制品板块：行业低点已过 业绩增长可期 | 14 |
| (三) 啤酒板块：关注行业环比改善空间，疫情不改高端化的趋势 | 17 |
| (四) 调味品板块：疫情加速行业集中，龙头企业优势显著 | 18 |
| (五) 食品综合板块：板块有分化，关注有渠道和规模优势的龙头 | 21 |
| 四、投资策略 | 23 |
| (一) 伊利股份：业绩短期承压，疫情不改龙头本色 | 23 |
| (二) 贵州茅台：无惧疫情影响，彰显王者风范 | 24 |
| (三) 五粮液：改革红利持续释放，完成全年目标信心足 | 24 |
| (四) 山西汾酒：国改收官，稳健发力 | 25 |
| (五) 青岛啤酒：股权激励彰显信心，盈利能力逐步提升 | 26 |
| (六) 康师傅控股：快消品行业常青树，竞争优势显著 | 26 |
| 五、风险提示 | 27 |

图表目录

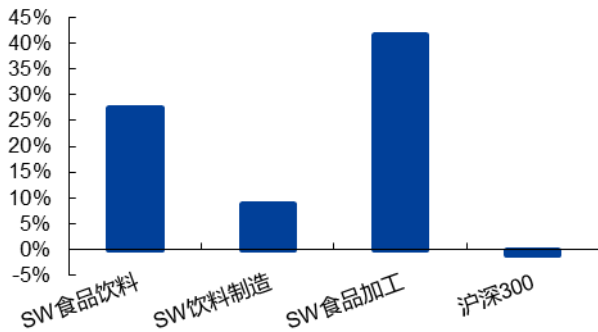
| | |
|--|----|
| 图 1：板块区间涨幅（2.3-6.12） | 5 |
| 图 2：板块区间涨幅（5.5-6.12） | 5 |
| 图 3：SW 饮料制造板块区间涨跌幅（5.5-6.12） | 5 |
| 图 4：SW 食品加工板块区间涨跌幅（5.5-6.12） | 5 |
| 图 5：饮料制造板块的市盈率变动（TTM） | 6 |
| 图 6：食品综合板块的市盈率变动（TTM） | 6 |
| 图 6：白酒行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1） | 7 |
| 图 7：啤酒行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1） | 7 |
| 图 8：乳品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1） | 7 |
| 图 9：调味品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1） | 7 |
| 图 10：食品综合行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1） | 8 |
| 图 11：肉制品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1） | 8 |
| 图 13：2020 年月度餐饮收入及同比增速 | 8 |
| 图 14：2020 年月度限额以上餐饮收入及同比增速 | 8 |
| 图 12：营业门店增长率% | 9 |
| 图 13：同店帐单数增长率% | 9 |
| 图 14：各大公司启动招募社区合伙人 | 10 |
| 图 15：罗永浩直播带货洽洽食品 | 10 |
| 图 16：2001-2003 年白酒行业月产量（单位：万千升） | 10 |
| 图 17：2002Q1-2003Q4 白酒收入增速% | 10 |
| 图 18：白酒行业月产量及同比% | 13 |

| | |
|--|----|
| 图 19: 白酒板块从 3 月至今的股价涨幅% | 13 |
| 图 20: 主要国家人均牛奶消费量 | 14 |
| 图 21: 国内城乡人均液态奶消费量 | 14 |
| 图 22: 中国、亚洲及美国乳制品消费结构对比 | 14 |
| 图 23: 2014-2019 年中国乳制品产量及增速 | 15 |
| 图 24: 2015-2019 年伊利&蒙牛合计市占率 | 15 |
| 图 25: 国内生鲜乳主产区平均价走势 | 16 |
| 图 26: 新西兰恒天然原奶价格走势 | 16 |
| 图 27: 中国奶牛存栏量 (万头) | 16 |
| 图 28: 中国牛奶产量 (万吨) | 16 |
| 图 29: 2008-2018 国内生鲜乳主产区平均价&伊利销售毛利率走势 | 17 |
| 图 30: 2001-2017 年啤酒产量的增长 | 18 |
| 图 31: 2014 年起啤酒销量下滑 (单位: 万千升) | 18 |
| 图 32: 调味品的市占份额分散 | 19 |
| 图 33: 中国调味品 CR5 集中度远低于其它国家 | 19 |
| 图 34: 限额以上企业餐饮收入同比增速% | 19 |
| 图 35: 调味品下游渠道分布 | 19 |
| 图 36: 酱油行业的竞争格局 | 20 |
| 图 37: 高端酱油行业规模 (单位: 亿元) | 20 |
| 图 38: 中美日复合调味料的规模比较 | 20 |
| 图 39: 2016 年餐饮业按营业额占比 | 20 |
| 图 40: 中国的居民消费水平提升 (单位: 元/年) | 21 |
| 图 41: 我国速冻食品的人均消费量仍有提升空间 (kg/人) | 21 |
| 图 42: 中式餐饮市场份额中火锅占据最大比重 | 22 |
| 图 43: 我国团餐的市场份额 (单位: 万亿元) | 22 |
| | |
| 表 1: 食品饮料年后创新高个股汇总 (区间为 2020.2.3-6.12) | 6 |
| 表 2: 2003 年白酒上市公司的收入增速% | 11 |
| 表 3: 2003 年白酒上市公司的销售费用增速% | 11 |
| 表 4: 2003 年白酒上市公司净利润增速% | 11 |
| 表 3: 高端、次高端、中高端和低端白酒 2020Q1 业绩 | 12 |
| 表 4: 部分乳制品企业 20Q1 收入/净利润表现 | 17 |
| 表 5: 部分啤酒企业 20Q1 收入/净利润表现 | 18 |
| 表 6: 部分调味品企业 20Q1 收入/净利润表现 | 20 |
| 表 7: 部分食品综合企业 20Q1 收入/净利润表现 | 23 |

一、短期估值推动股价上涨，个股屡创新高

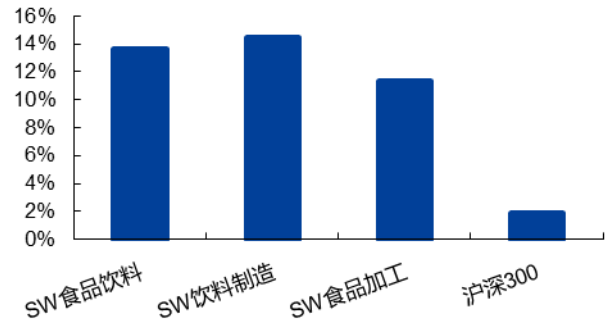
估值推动股价上涨加快，业绩尚未体现：从2月3日至今，SW食品饮料板块涨幅27.51%，其中饮料制造板块涨幅8.84%，食品加工板块涨幅41.60%，食品加工板块超额收益明显。分区间来看，一季度业绩推动食品加工板块跑赢大盘；而从5月份以来，二季度业绩尚未完全明朗，食品饮料板块整体涨幅达到13.61%，主要受益于估值修复。其中饮料制造板块实现14.51%的增幅，食品加工板块继续延续强势，5月份以来期间上涨幅度达到11.38%。

图 1：板块区间涨幅（2.3-6.12）



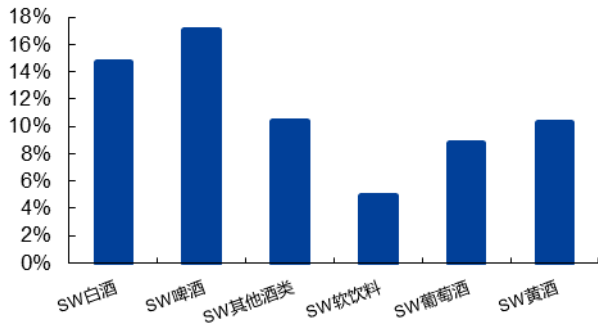
资料来源：wind、华金证券研究所

图 2：板块区间涨幅（5.5-6.12）



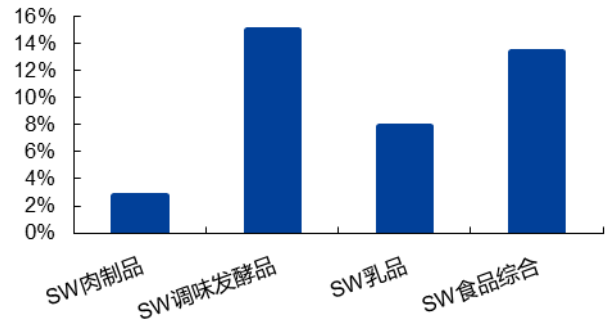
资料来源：wind、华金证券研究所

图 3：SW 饮料制造板块区间涨跌幅（5.5-6.12）



资料来源：wind、华金证券研究所

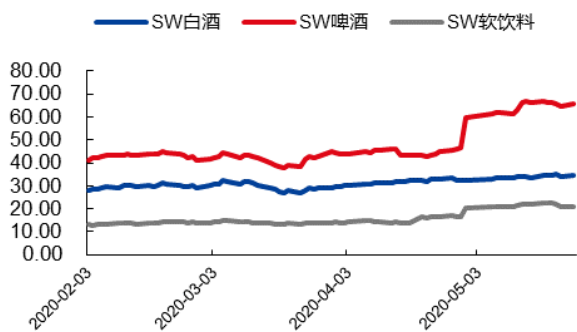
图 4：SW 食品加工板块区间涨跌幅（5.5-6.12）



资料来源：wind、华金证券研究所

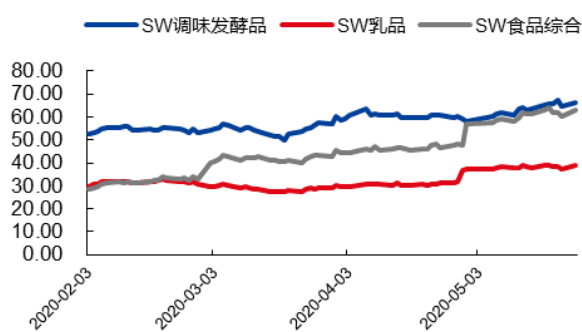
板块估值上行到较高的位置：截至6月12日，SW食品饮料板块整体动态市盈率达到40倍，其中白酒、啤酒、肉制品、调味品、乳品、食品综合的动态市盈率分别达到36/69/26/66/39/64倍，估值上行达到较高的位置。

图 5: 饮料制造板块的市盈率变动 (TTM)



资料来源: wind、华金证券研究所

图 6: 食品综合板块的市盈率变动 (TTM)



资料来源: wind、华金证券研究所

个股屡创新高，必选消费品为主：从 2 月 3 日以来，食品饮料板块共有 24 只股票创历史新高，其中食品综合板块里，创新高个股皆为必选宅产品，受益于疫情宅家的趋势，达成了较好的销量水平。

表 1: 食品饮料年后创新高个股汇总 (区间为 2020.2.3-6.12)

| 证券代码 | 证券简称 | 近期创历史新高次数 | 区间涨跌幅 | 子板块 |
|-----------|------|-----------|---------|------|
| 000858.SZ | 五粮液 | 10 | 28.01% | 白酒 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 14 | 34.53% | 白酒 |
| 603369.SH | 今世缘 | 9 | 21.22% | 白酒 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 7 | 1.48% | 白酒 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 13 | 47.57% | 白酒 |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 6 | 5.22% | 白酒 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 8 | 33.14% | 啤酒 |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 12 | 39.69% | 肉制品 |
| 600305.SH | 恒顺醋业 | 10 | 33.13% | 调味品 |
| 603288.SH | 海天味业 | 11 | 29.93% | 调味品 |
| 600872.SH | 中炬高新 | 12 | 38.56% | 调味品 |
| 603755.SH | 日辰股份 | 12 | 84.67% | 调味品 |
| 603027.SH | 千禾味业 | 19 | 92.43% | 调味品 |
| 603317.SH | 天味食品 | 5 | 80.99% | 调味品 |
| 600882.SH | 妙可蓝多 | 26 | 98.04% | 乳制品 |
| 002661.SZ | 克明面业 | 5 | 101.35% | 食品综合 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 18 | 72.76% | 食品综合 |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 15 | 51.30% | 食品综合 |
| 603345.SH | 安井食品 | 22 | 114.84% | 食品综合 |
| 002216.SZ | 三全食品 | 2 | 63.56% | 食品综合 |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 16 | 130.56% | 食品综合 |
| 300783.SZ | 三只松鼠 | 6 | 34.51% | 食品综合 |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 6 | 42.46% | 食品综合 |
| 603866.SH | 桃李面包 | 5 | 36.58% | 食品综合 |

资料来源: wind、华金证券研究所

整体来说，食品饮料板块作为业绩成长性最为确定的行业之一，短期受到资金的青睐，估值水平的提升推动了股价的上行。当前整体估值水平上升到较高的位置，在外围不稳定和资金青睐确定性行业的背景下，板块估值溢价尚具备合理性，但同时估值进一步上行的估值也有所加大。

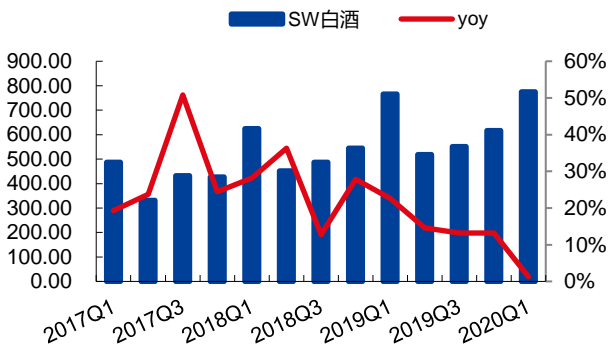
二、下半年的供需格局变化

（一）上半年：疫情影响不同，板块分化

可上半年的时间点分为两个阶段，第一是疫情期间，各地上调突发公共卫生事件应急响应至一级，全城戒备，主要是从1月末至3月中旬；第二是国内疫情控制，生产生活逐步恢复，但整体生活尚未完全正常化，即从3月底至今。

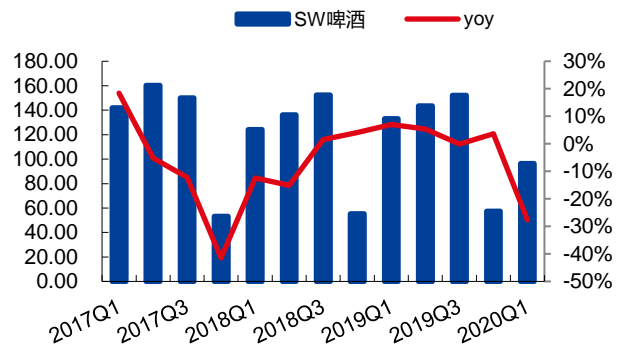
在第一阶段里，疫情影响封城封路、禁止走亲访友、餐饮歇业等方面，大部分白酒、啤酒、乳制品的需求大大减少，导致Q1收入和利润的大幅下滑，调味品作为必须消费品，增速有所下滑；同时，因为宅家时间增加，宅需品的需求剧增，主要为面食、速冻食品、休闲零食等。

图 7：白酒行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



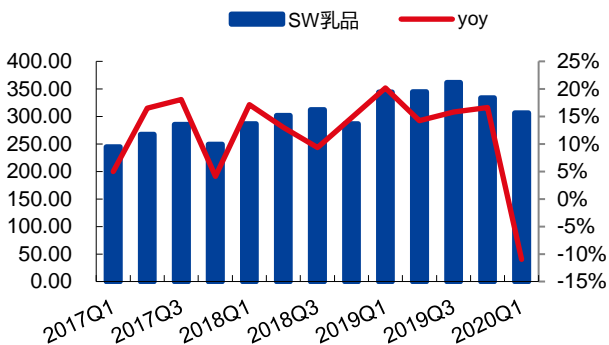
资料来源：wind、华金证券研究所

图 8：啤酒行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



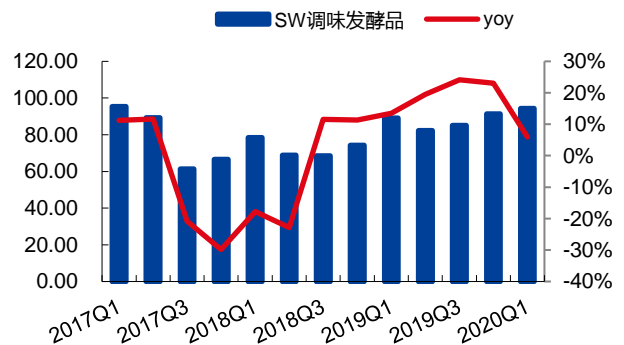
资料来源：wind、华金证券研究所

图 9：乳品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



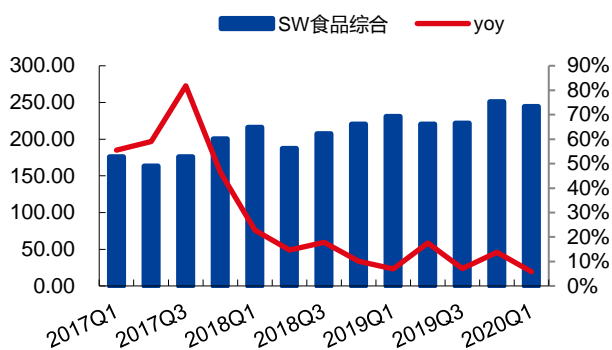
资料来源：wind、华金证券研究所

图 10：调味品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



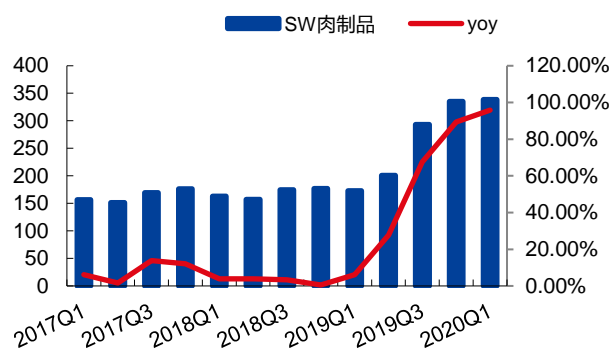
资料来源：wind、华金证券研究所

图 11：食品综合行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

图 12：肉制品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

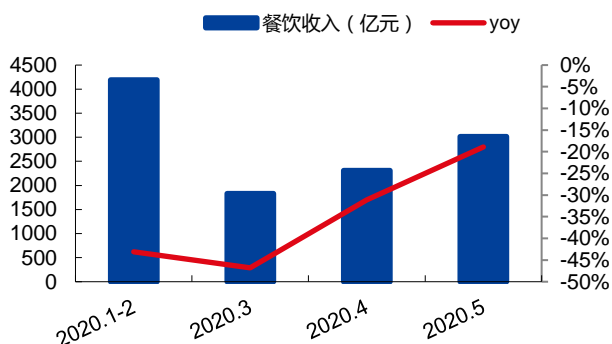
第二阶段，从 3 月底至今，随着国内疫情的逐步控制，餐饮、宴席等逐渐试运行开放，随着一些国家节假日的到来，国内走亲访友的频率也逐渐增加，居民生活在逐渐趋于正常化。疫情的逐步控制，生活正常化对于食品饮料行业的影响主要从供需格局进行如下讨论。

（二）需求变化：餐饮逐步复苏，家庭渠道消费延续

1、餐饮逐步复苏，环比改善明显

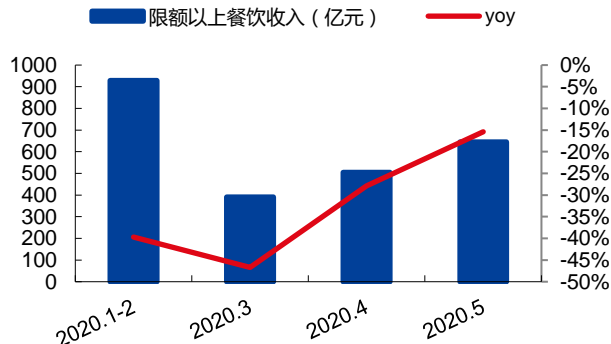
社零数据发布，餐饮行业有需复苏。6 月 15 日国家统计局发布了 5 月社会消费品零售总额数据。5 月份，社会消费品零售总额 31973 亿元，同比名义下降 2.8%（扣除价格因素实际下降 3.7%），降幅比 4 月份收窄 4.7 个百分点；1-5 月份，社会消费品零售总额 138730 亿元，同比名义下降 13.5%。就餐饮端来说，5 月份餐饮收入 3013 亿元（-18.9%），降幅较 3 月份缩小了 12.2pct；其中限额以上单位餐饮收入 645 亿元（-15.4%），降幅较 3 月缩小了 12.5pct。1-5 月份餐饮收入 11346 亿元（-36.5%）；其中限额以上单位餐饮收入 2434 亿元（-33.9%）。本月餐饮及限额以上单位餐饮收入降幅较上月有所收窄，复工复产有序进行，对于餐饮消费促进作用较为明显。

图 13：2020 年月度餐饮收入及同比增速



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

图 14：2020 年月度限额以上餐饮收入及同比增速



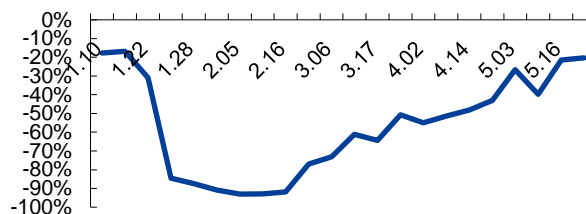
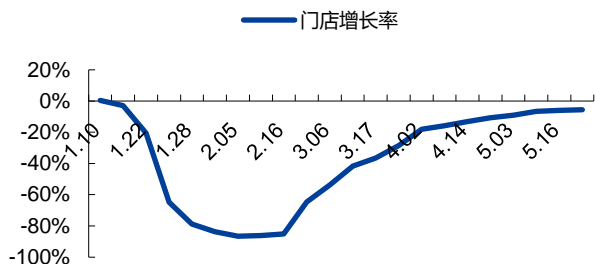
资料来源：国家统计局、华金证券研究所

发放消费券，疫情防控等级的下调，继续加速消费正常化。从 3 月份开始全国各地多个城市发放消费券，对于餐饮行业拉动作用逐渐显现，根据南方周末报的报道截至 5 月 18 日全国发

放消费券的省、直辖市、自治区 29 个，涉及 172 个城市，就上海来说 55 美食购物节、66 夜生活节等的推出，努力助推餐饮消费的回暖。随着各个地区都下调了疫情防控等级，正常生产生活秩序获得了更好的保证，有助于推动餐饮端的进一步复苏。餐饮行业 1-2 月多数为停业的状态，从 3 月份开始陆续复工，随着 4 月份疫情得到相对有效的控制，5 月份餐企已经逐步恢复到正常的状态，大部分地区餐饮水平已经恢复到往期的 6-7 成。根据哗啦啦大数据显示，每日营业门店数量同比增长率和同店账单数量都在明显改善之中。

图 15: 营业门店增长率%

图 16: 同店账单数增长率%



资料来源：哗啦啦大数据、华金证券研究所（反映每日营业门店对比 2020.1.1 的涨跌）

资料来源：哗啦啦大数据、华金证券研究所（反映账单数对比 2020.1.1 的涨跌）

2、宅需求继续延续，多样渠道刺激需求

疫情短期激增需求，宅需求下半年将会持续：（1）正餐化需求延续：对于过去长期外出就餐或者外卖解决的消费者在疫情管控隔离的限制下不得不自己下厨，因此短期内激增了对面条、水饺、馄饨、自煮小火锅等方便食品的需求，同时对于家用调味品的需求量也有所的增加。（2）零食需求有所延续：宅家时间增加以后，玩手机、玩电脑等休闲娱乐生活提高了对休闲小零食的需求量；（3）健康需求延续：受 2003 年非典的影响人们就开始越来越重视身体健康，而此次疫情之后，人们更加重视对维生素&膳食补充剂补充，认知逐渐从“舶来品”转向了日常产品，需求量继续增加。

花式营销、渠道多样化刺激消费需求：目前线上渠道已经步入流量红利的末期，过去的纯线上企业向线下发展，通过全渠道打造品牌力。一方面，通过多种方式创新线下渠道的发展，比如社区、熟人经济等；另一方面，结合线上线下进行渠道的发展，比如盒马、超级物种等新零售的出现，利用抖音、快手等平台进行各种花式营销等，通过各式各样的渠道、多样化的营销方式，从而打造全渠道的发展，培育消费者对于产品及品牌的认知度，也刺激消费需求的增长。

（三）供给变化：龙头优势愈加显著，强者恒强

疫情期间，在餐饮端的停摆而家庭端动销旺盛的需求格局下，厂商也相应调整自身的生产，通过产品小包装化、经销商的选取、广告宣传等方面更多适应渠道的销售。同时，厂商也积极探索各种各样的新式销售渠道，积极使用双微一抖、小红书等直播方式，通过社区销售、线上零售、小程序、直播带货等多元化渠道进行销售。

图 17：各大公司启动招募社区合伙人



资料来源：百度、华金证券研究所

图 18：罗永浩直播带货洽洽食品



资料来源：百度、华金证券研究所

龙头企业强者恒强：疫情对于现金流较紧、渠道较少的小企业是较为重大的考验，随着时间的延长，也在倒逼行业加速出清的过程。其中，龙头企业具备更强的生产优势，更充足的现金流和更广深的渠道，在激烈的竞争中更占优势。

三、细分行业竞争格局的变化

短期看，疫情影响是上半年食品饮料结构化趋势的主要催化因素；中长期角度，短期公共事件不改整个板块顺应消费升级而发生的高端化趋势和集中度提升逻辑。

对于下半年的细分行业，当前随着疫情影响逐步减弱，我们更建议**优先关注白酒、乳制品、啤酒板块的逐步恢复改善板块**，其次综合当前估值因素，我们建议从其它细分板块中去筛选更具竞争优势和业绩确定性较强的相关标的。

（一）白酒板块：消费场景有序恢复，下半年业绩有望逐步回升

复盘 SARS 期间的影响：产量小幅下降，收入二季度下滑最多。2003 年非典主要影响生活的时段从 2002 年的 11 月到此年的 6 月底，影响最严重的阶段是 3-6 月份。产量端受疫情影响有小幅的下滑，2003 年上半年实现总产量 150.59 万千升，同比下降 14.7%；其中 2003Q2 下滑 17.3%。在 2003 年的一二季度收入增速下滑明显，2003Q2 收入增速同比-5%，从下半年呈现逐步回升的状态。

图 19：2001-2003 年白酒行业月产量（单位：万千升）

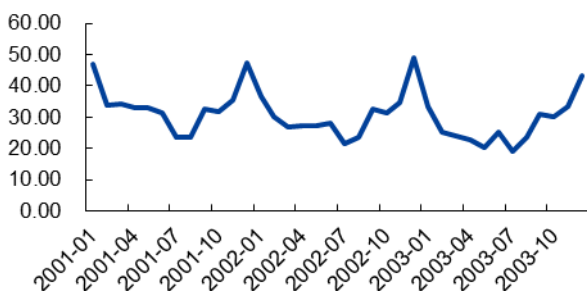
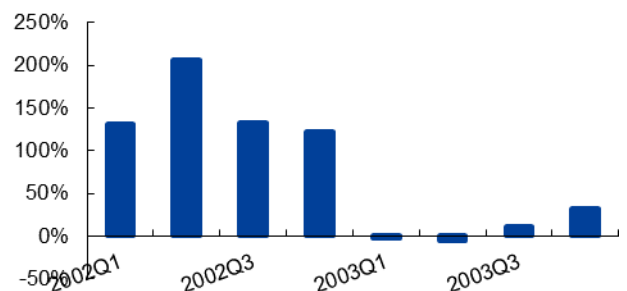


图 20：2002Q1-2003Q4 白酒收入增速%



资料来源: wind、华金证券研究所

资料来源: wind、华金证券研究所

SARS 对高端和低端的白酒影响较小, 中高端影响较大, 下半年都迎来恢复性的回升。五粮液 Q2 有小幅下滑, 但整体幅度较小, Q3 将产品出厂价上调到 328 元; 茅台在 2003Q2 依然保持正增长的状态, 且在 Q3 行业逐渐恢复之后将出厂价格上涨到 268 元; 从下半年随着生活的正常化, 公共卫生事件结束以后, 整体业绩也都迎来了恢复性的回升。

表 2: 2003 年白酒上市公司的收入增速%

| | 2003Q1 | 2003Q2 | 2003Q3 | 2003Q4 |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 五粮液 | 0.51% | -3.92% | 18.93% | 38.34% |
| 贵州茅台 | 2.21% | 15.79% | 33.18% | 80.10% |
| 泸州老窖 | 4.32% | -11.33% | 2.03% | 51.42% |
| 山西汾酒 | 28.21% | -14.93% | 20.86% | 37.47% |
| 水井坊 | -7.77% | -15.27% | -18.97% | -11.12% |
| 酒鬼酒 | -49.78% | -23.00% | 48.42% | 34.60% |
| 舍得酒业 | -24.44% | -7.60% | -10.70% | -6.12% |
| 古井贡酒 | -5.50% | 16.37% | 7.82% | 16.02% |
| 伊力特 | -35.68% | 10.31% | 15.11% | 23.64% |
| 金种子酒 | -1.72% | -13.07% | -12.88% | -7.04% |
| 顺鑫农业 | 44.34% | 14.01% | 41.36% | 17.13% |

资料来源: wind、华金证券研究所

表 3: 2003 年白酒上市公司的销售费用增速%

| | 2003Q1 | 2003Q2 | 2003Q3 | 2003Q4 |
|------|---------|----------|---------|----------|
| 五粮液 | 4.12% | -29.01% | 24.60% | 283.66% |
| 贵州茅台 | -3.83% | -23.45% | 35.94% | 73.28% |
| 泸州老窖 | -1.59% | -26.42% | 30.22% | 45.56% |
| 山西汾酒 | 19.66% | -47.85% | -62.22% | 125.16% |
| 顺鑫农业 | 36.55% | -23.80% | 41.22% | -1.47% |
| 舍得酒业 | -33.37% | -14.03% | 5.61% | 50.29% |
| 水井坊 | -1.20% | 343.80% | 365.01% | 106.16% |
| 古井贡酒 | 5.11% | 57.98% | 3.22% | 28.47% |
| 酒鬼酒 | -65.26% | -182.29% | 5.00% | -61.04% |
| 伊力特 | -67.68% | -180.94% | 155.96% | 30.22% |
| 金种子酒 | -26.25% | -22.41% | -52.40% | 1934.44% |

资料来源: wind、华金证券研究所

表 4: 2003 年白酒上市公司净利润增速%

| | 2003Q1 | 2003Q2 | 2003Q3 | 2003Q4 |
|------|---------|----------|-----------|-----------|
| 五粮液 | 15.97% | -9.10% | 11.04% | 40.01% |
| 贵州茅台 | 5.41% | 9.68% | 43.69% | 243.82% |
| 泸州老窖 | 38.44% | 229.17% | -9820.00% | -256.92% |
| 山西汾酒 | 147.02% | -17.57% | 236.83% | -194.87% |
| 顺鑫农业 | 15.60% | 12.80% | 14.40% | 6.85% |
| 舍得酒业 | -62.33% | 173.08% | -20.24% | 525.93% |
| 水井坊 | -41.24% | -535.33% | 181.40% | -676.74% |
| 古井贡酒 | -19.96% | -225.63% | -58.29% | -1133.33% |

| | 2003Q1 | 2003Q2 | 2003Q3 | 2003Q4 |
|------|----------|----------|----------|----------|
| 酒鬼酒 | -245.16% | -233.58% | -128.63% | -47.49% |
| 伊力特 | -21.48% | 5.31% | 29.42% | -4.47% |
| 金种子酒 | -38.80% | -42.33% | -63.91% | 7443.52% |

资料来源: wind、华金证券研究所

对比之下, SARS 与新冠疫情的时间较为相似, 但是后者影响面更广。SARS 限制了部分省份的餐厅等聚饮消费的减少, 从而影响了终端的动销, 但随着 SARS 的控制和结束, 终端消费较为明显的回升。相比较来看, 2020 年初的新冠疫情, 从时间上也是以 2-4 月份是防控力度最强的时候, 但最大的不同点在于, 此次疫情影响比 SARS 影响面更宽, 从覆盖面上涉及到了全国的省份, 以及从 3 月以后国外的蔓延; 对于终端影响上, 基本在 2-3 月份全国的餐饮端、夜店端都是停滞的, 聚饮消费基本被遏制, 终端消费的需求消失了一大部分。

此次新冠疫情对高端和低端影响较小, 次高端消费场景大部分消失。高端白酒如茅台、五粮液主要消费场景为节前的送礼, 因此大部分消费者提前完成了消费需求, 厂商节前完成了大部分的春节销售任务, 疫情爆发在春节伊始, 因此对于高端白酒影响较小; 低端酒如牛栏山等光瓶酒系列主要也是以自饮和家庭消费为主, 居家自饮一定程度上减缓了疫情的影响。而次高端白酒的消费场景与当时 SARS 期间类似, 更多是以走亲访友、宴席为消费场景, 更大范围的疫情直接扼杀了需求, 对次高端白酒收入产生较大的压力, 仅汾酒 Q1 实现了收入正增长。

表 5: 高端、次高端、中高端和低端白酒 2020Q1 业绩

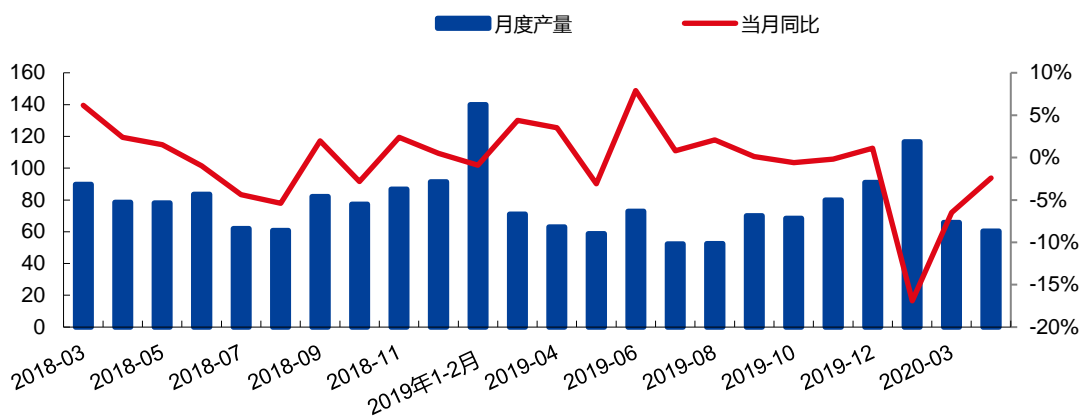
| 价格带 | 证券代码 | 证券简称 | 20Q1 收入 | 增速 | 20Q1 归母净利润 | 增速 |
|-----|-----------|------|---------|---------|------------|----------|
| 高端 | 600519.SH | 贵州茅台 | 252.98 | 12.54% | 130.94 | 16.69% |
| | 000858.SZ | 五粮液 | 202.38 | 15.05% | 77.04 | 18.98% |
| | 000568.SZ | 泸州老窖 | 35.52 | -14.79% | 17.07 | 12.72% |
| | 002304.SZ | 洋河股份 | 92.68 | -14.89% | 40.02 | -0.46% |
| 次高端 | 600809.SH | 山西汾酒 | 41.40 | 1.71% | 12.25 | 39.36% |
| | 600779.SH | 水井坊 | 7.29 | -21.63% | 1.91 | -12.64% |
| | 000799.SZ | 酒鬼酒 | 3.13 | -9.68% | 0.96 | 32.24% |
| | 600702.SH | 舍得酒业 | 4.04 | -42.02% | 0.27 | -73.46% |
| | 000596.SZ | 古井贡酒 | 32.81 | -10.55% | 6.37 | -18.71% |
| 中高端 | 603369.SH | 今世缘 | 17.71 | -9.42% | 5.80 | -9.52% |
| | 603589.SH | 口子窖 | 7.77 | -42.92% | 2.43 | -55.36% |
| | 603198.SH | 迎驾贡酒 | 7.71 | -33.55% | 2.33 | -34.07% |
| | 603919.SH | 金徽酒 | 3.42 | -33.37% | 0.58 | -47.00% |
| | 600559.SH | 老白干酒 | 7.56 | -34.19% | 0.66 | -44.05% |
| | 600199.SH | 金种子酒 | 1.94 | -32.94% | -0.26 | -391.83% |
| 低端 | 600197.SH | 伊力特 | 1.53 | -70.45% | 0.08 | -94.42% |
| | 000860.SZ | 顺鑫农业 | 55.24 | 15.93% | 3.53 | -17.64% |

资料来源: wind、华金证券研究所

因此, 从对比 SARS 期间发展角度, 或者从消费场景逐步有序复苏的角度看, 行业环比逐步改善的情况下, 下半年的收入有望实现恢复性增长:

(1) 产量端环比改善明显。3 月和 4 月的白酒行业产量分别同比小幅下降 6.5%/2.4%, 相较于 1-2 月整体 16.9% 的下降幅度出现明显改善。

图 21: 白酒行业月产量及同比%

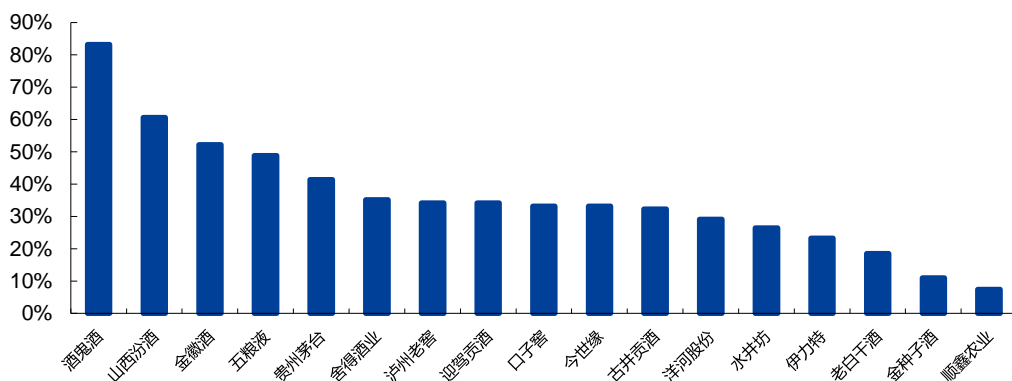


资料来源: wind、华金证券研究所

(2) 3月起高端白酒的整体率先恢复。从草根调研来看，高端白酒动销从3月下旬开始逐步恢复，茅台渠道也完成了6月打款，批价回升，回款能力仍然保持强势。五粮液方面，公司加快市场复工复产，通过一系列的渠道管理措施增强经销商信心和拉动终端动销，普五批价企稳回升。而且在厂商控制发货背景下，疫情也加快了渠道去库存，茅五的渠道库存不高，也为正常恢复打下基础。因此，我们预计茅台、五粮液完成全年的量价目标概率大，业绩确定性也高。

(3) 次高端消费有所补偿。从5月起，疫情期间受阻的商务宴请、走亲访友及宴席等主要消费场景也陆续恢复之中，餐饮门店陆续开放，婚宴市场和小型聚饮从5月期间开始有所恢复。但尽管国内疫情已经得到了较好的控制，国外情况仍然不容乐观，还要防范疫情的常态化影响，因此消费人群相对还是趋于谨慎，在政府的逐渐引导消费过程中，出现爆发式大规模消费的可能性较低，因此要短期出现较大幅度次高端厂商的营销修复概率较小。但是次高端厂商在疫情期间也是严格控货，渠道库存整体较轻，消费陆续恢复加速白酒终端动销及经销商去库存进程，已经开始陆续补货，整体形势还是向好。

图 22: 白酒板块从 3 月至今的股价涨幅%



资料来源: wind、华金证券研究所

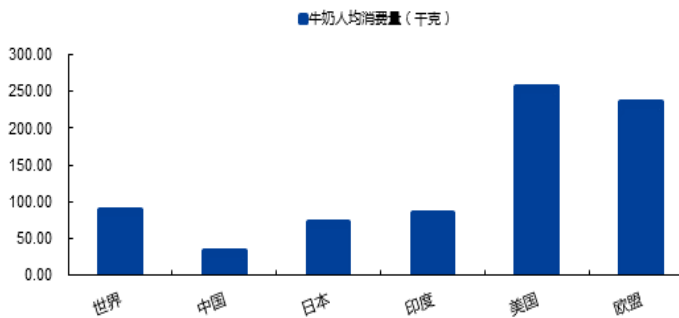
投资建议：整体来说，疫情对于白酒短期冲击不小，但随着消费场景的逐渐恢复，行业将恢复到之前降速平稳发展的状态。我们认为，在疫情之后行业集中度继续提升的趋势不变，而且具备更高品牌效应的龙头产品抗风险能力更强，而且应对突发事件的手段更加积极灵活，在加速行

业出清的过程中将更受益。主要推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、顺鑫农业，以及关注泸州老窖、今世缘。

（二）乳制品板块：行业低点已过 业绩增长可期

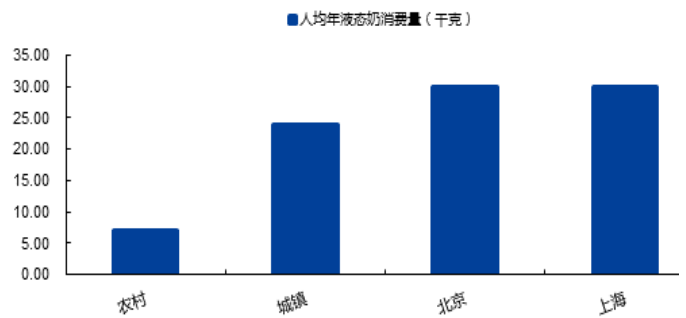
国内乳制品行业仍存增长空间：目前，上海北京一线城市人均液态奶消费量约 30 千克，城镇居民 24 千克左右，农村居民仅有 7 千克左右。同比饮食习惯类似的日本、韩国，日本韩国液态奶人均消费量为 30KG 左右，中国一线城市与发达国家接近，但农村市场还有 3 倍以上提升空间。

图 23：主要国家人均牛奶消费量



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

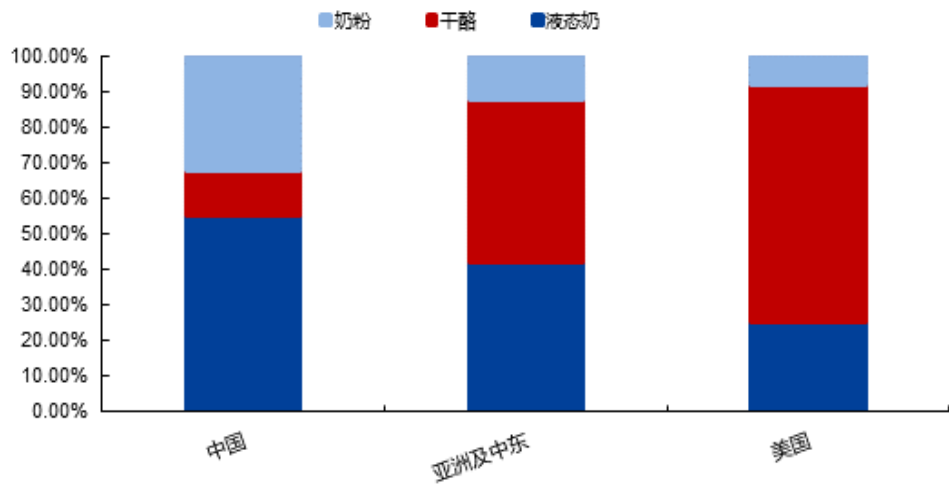
图 24：国内城乡人均液态奶消费量



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

国内乳制品消费结构相对单一：中国的乳制品消费结构与美国、亚洲地区的结构相差比较大，中国的乳制品消费主要以液态奶和奶粉为主，干酪消费量非常少。我国乳制品消费液态奶占比 55%，干酪占比 12%，亚洲其他国家及中东液态奶占比 42%，干酪占比 46%，美国液态奶占比 25%、干酪占比 67%，未来我国固态乳制品消费量仍有提升空间。

图 25：中国、亚洲及美国乳制品消费结构对比

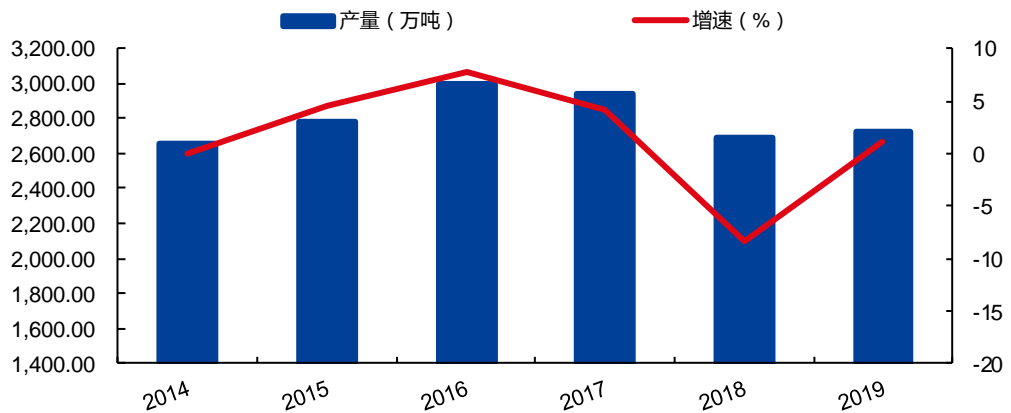


资料来源：尼尔森、前瞻产业研究院、华金证券研究所

未来 3 到 5 年乳制品行业市场仍会不断扩大并趋于成熟，中国将成为世界上乳制品消费最大的潜在市场。同时也将刺激中国乳制品产量进一步提高。从近几年乳制品产量情况来看，除 2018

年产量呈负增长之外，其余年份都呈正增长态势。其中，2017年我国乳制品产量达2935万吨，2019达到2719.1万吨，预计未来五年年均复合增长率约为5%左右。

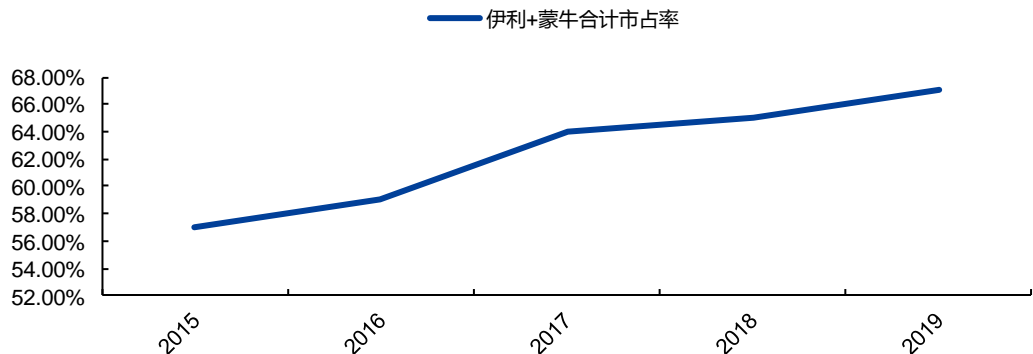
图 26：2014-2019 年中国乳制品产量及增速



资料来源：国家统计局、智研咨询、华金证券研究所

行业双寡头竞争格局下，平台优势突出：参考2019年年报，伊利营业收入同比增长13.41%，蒙牛营业收入同比增长14.6%，继续领先多数中小企业，利润也均获得10%左右的增长幅度。表明乳制品行业中小企业越来越难以对头部企业构成威胁，市场继续加速向头部企业集中。

图 27：2015-2019 年伊利&蒙牛合计市占率



资料来源：中国产业信息网、华金证券研究所

原奶价格上行趋势下 龙头抢占市场份额：(1) 国内来看，2020年原奶供需偏紧的趋势将依旧持续，受新冠肺炎疫情影响，原奶需求量短期有所回落，但从长期趋势来看，原奶需求量稳步增长趋势不变，2020年奶价在一季度小幅回落之后，预计全年温和上涨趋势不变。(2) 国际来看，中国的进口奶源占比多维持在14%左右，国际奶价与国内联动。2019年，七个主要乳制品出口国原奶产量在去产能的影响下供给收缩，增速下滑，新西兰、澳大利亚等甚至出现负增长，从而导致国际奶价的不断上涨，2019年12月新西兰恒天然原奶价格攀升至33.80欧元/千克，同比增长15%。预计中短期国际市场原奶供应将依旧保持偏紧。

图 28：国内生鲜乳主产区平均价走势



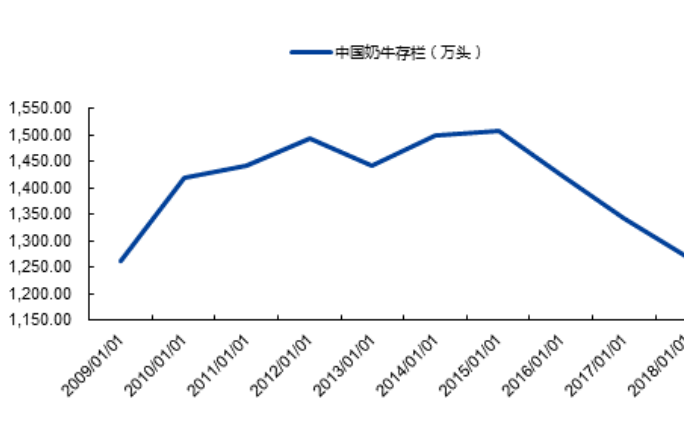
资料来源：农业部、华金证券研究所

图 29：新西兰恒天然原奶价格走势



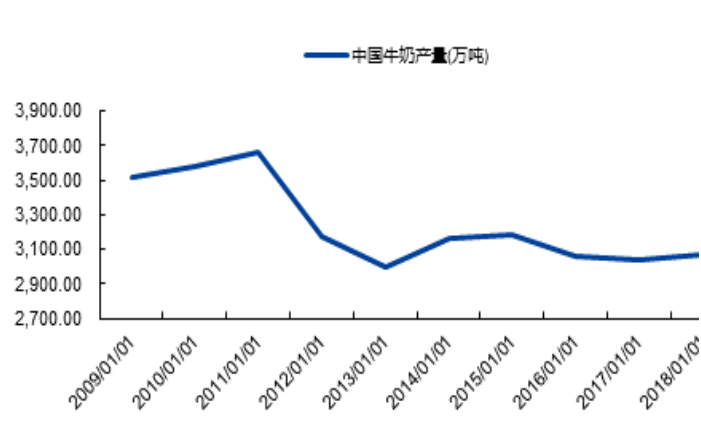
资料来源：wind、华金证券研究所

图 30：中国奶牛存栏量（万头）



资料来源：中国奶业年鉴、华金证券研究所

图 31：中国牛奶产量（万吨）

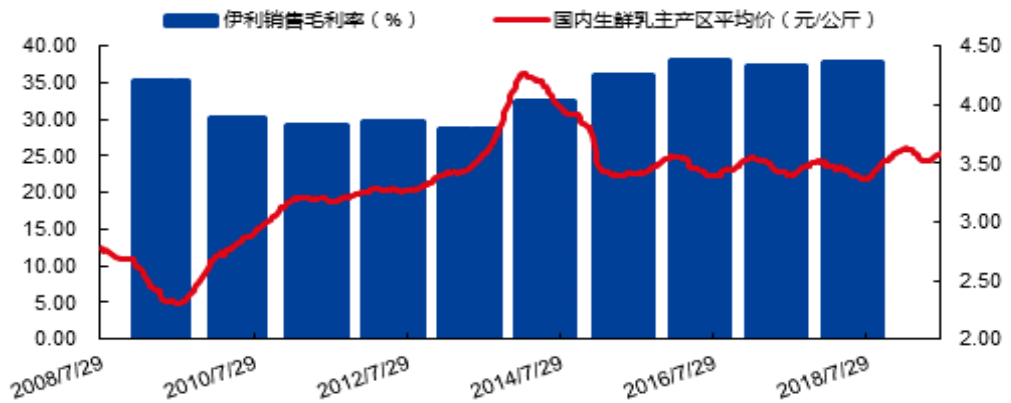


资料来源：国家统计局、华金证券研究所

整体来看，奶牛生长周期为 1.5-2 年，从此推测至 2020 年原奶供需偏紧的趋势将依旧持续，由于短期受新冠肺炎疫情影响，原奶需求量短期或将有所回落，但从长期趋势来看，原奶的需求量稳步增长趋势不变，2020 年奶价在一季度增速或有所放缓，但预计全年温和上涨趋势不变

龙头发挥平台优势，提升市占率及盈利能力：2020 年在原奶紧平衡、价格温和上涨背景下，龙头企业有望凭借强大的品牌、渠道和原奶掌控力，持续抢夺份额和提升产品结构，实现量价齐升，不断提升市场占比。1) 原奶压力下行业竞争有望趋缓，龙头可以通过与大型牧场长期合作保证奶源，并通过提价与产品结构上移减轻成本影响。2) 参考上几轮奶价周期，龙头公司拥有提价的主动权，可以应对成本的快速上涨，从而盈利能力有望逆势保持平稳。

图 32：2008-2018 国内生鲜乳主产区平均价&伊利销售毛利率走势



资料来源：wind、华金证券研究所

20 年 Q1 业绩低点确立 环比改善确定性增强：根据草根调研，伴随渠道通路的打开，乳制品行业动销基本从 3 月开始恢复，截止 4 月底消费力可达到正常水平的 80-90%。预计 6 月底前整个行业的消费力可以全面恢复。4-5 月以继续消化库存为主，但促销力度已逐月减弱。二季度以来伴随社会全面复工、学校逐步复课，未来需求会逐步恢复，同时疫情引起社会各界倡导健康饮食，高端白奶需求有望持续保持高景气，从而带动乳品企业环比不断增长。

表 6：部分乳制品企业 20Q1 收入/净利润表现

| 证券代码 | 证券简称 | 20Q1 收入 | 增速 | 20Q1 归母净利润 | 增速 |
|-----------|------|---------|---------|------------|----------|
| 600887.SH | 伊利股份 | 206.53 | -10.71% | 11.43 | -49.78% |
| 600597.SH | 光明乳业 | 51.34 | -5.84% | 0.77 | -45.35% |
| 600882.SH | 妙可蓝多 | 3.95 | 32.66% | 0.10 | 319.11% |
| 002946.SZ | 新乳业 | 10.55 | -13.66% | -0.26 | -216.79% |

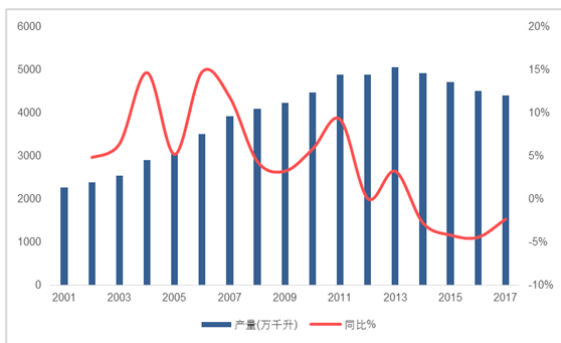
资料来源：wind、华金证券研究所

投资建议：2020 年一季度在新型冠状病毒疫情影响之下，乳制品行业由于春节礼增需求弱化，加之商超及传统门店关门或销售量减少，需求存在缺口，同时由于乳制品行业高周转、低库存模式，行业需要持续进行新鲜度管理，很难将库存转移，终端促销压力较大，一季度收入及利润受到冲击，预计为全年低点。随着二季度和下半年的逐步恢复，以及对下半年原奶价格及乳制品行业竞争格局的判断，我们依然看好龙头优势显著的伊利股份。

（三）啤酒板块：关注行业环比改善空间，疫情不改高端化的趋势

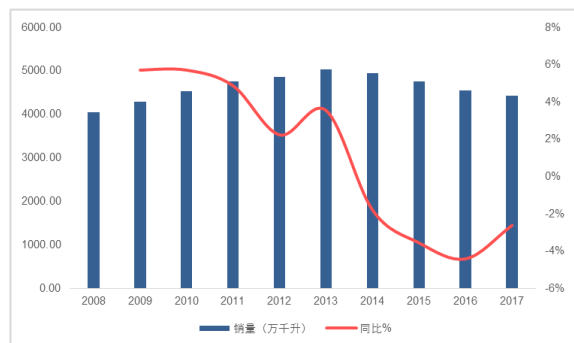
产销量提升空间有限，高端化战略推动行业规模增长。随着人口老龄化的到来，我国的啤酒销量也呈现下滑的趋势，对照发达国家的啤酒总消费量基本保持稳定，未来不是靠量的增长拉动啤酒企业的发展，尤其是目前的前几大企业之间市场份额相对非常稳定，已很难此消彼长。同时，为了优势基地份额的考量，提价会是谨慎而缓慢的，因此高端化战略成为了企业的共识，通过产品结构升级带来的均价稳定扩宽未来的行业空间。

图 33: 2001-2017 年啤酒产量的增长



资料来源: wind、华金证券研究所

图 34: 2014 年起啤酒销量下滑 (单位: 万千升)



资料来源: wind、华金证券研究所

当前行业正快速复苏，需求同比恢复至七成以上。根据统计局 1-2 月的数据显示规模以上的啤酒企业产量 315.9 万千升（同比下降 40%）；到 3 月整体企业产量 549.5 万千升（同比下降 -33.8%）；4 月啤酒产量达到 307.9 万千升（同比增长 5.4%），逐季环比改善明显。随着餐饮端的逐步复苏、天气逐渐炎热，啤酒消费也呈现逐季改善的态势，目前恢复至同比的七成左右。

下半年报复性消费概率小，行业依然向高端化进程推进。由于消费复苏进程变得更有节奏和今年大部分体育赛事取消等的影响，旺季和下半年呈现消费报复性反弹的概率较小。配合消费升级的大趋势，行业更需要加快向中高端产品发展的进程，我们预计下半年啤酒公司将会继续加大高端产品和高端市场的投放力度，以利润导向的发展逻辑没有发生变化。

表 7: 部分啤酒企业 20Q1 收入/净利润表现

| 证券代码 | 证券简称 | 20Q1 收入 | 增速 | 20Q1 归母净利润 | 增速 |
|-----------|------|---------|---------|------------|---------|
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 62.93 | -20.86% | 5.37 | -33.48% |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 5.55 | -33.36% | 0.34 | -60.20% |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 5.53 | -26.31% | 0.20 | -31.06% |

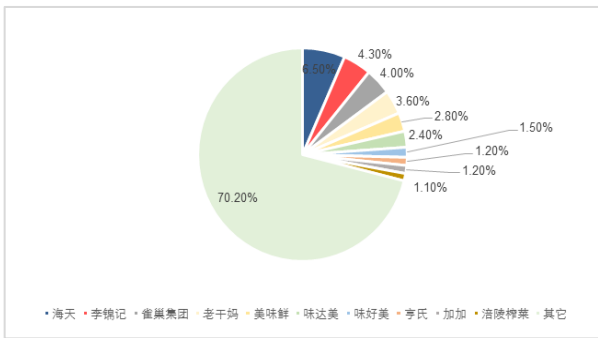
资料来源: wind、华金证券研究所

投资建议: 当下时点看下半年，啤酒行业是环比消费恢复，同时国际性赛事后移到 2021 年，2020 年受疫情影响的低基数，叠加来看啤酒的发展势头是向好的。建议继续积极关注啤酒板块的业绩改善和高端化发展进程，重点推荐青岛啤酒。

(四) 调味品板块: 疫情加速行业集中, 龙头企业优势显著

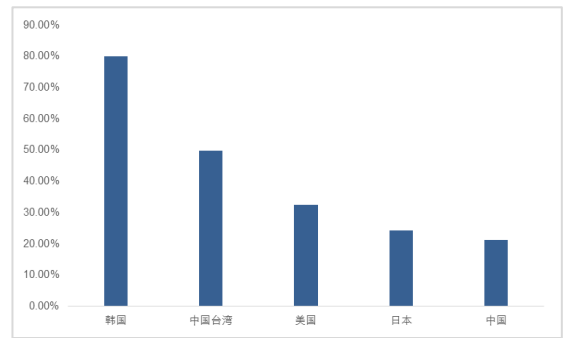
调味品需求刚性，市占率未来向龙头品牌集中。调味品具有产品种类多、消费额低、复购率高的特性，受经济周期波动影响小，刚需的属性带来提价的能力，是盈利能力与防御能力兼具的行业。根据调味品行业蓝皮书显示，调味品行业占最大市占率的是海天（约 6.5%），CR3=15%，CR5=21%，而且我国的行业集中度是远低于其它国家和地区。随着消费者对品牌的认知度越来越高，行业继续呈现向名优品牌靠拢、集中度提高的趋势。

图 35: 调味品的市占份额分散



资料来源:《调味品行业蓝皮书》、华金证券研究所

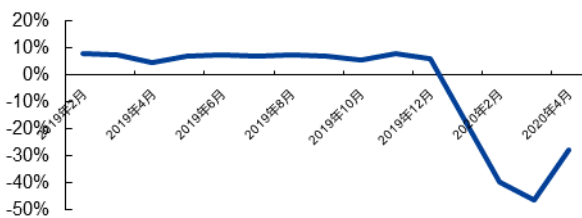
图 36: 中国调味品 CR5 集中度远低于其它国家



资料来源:《调味品行业蓝皮书》、华金证券研究所

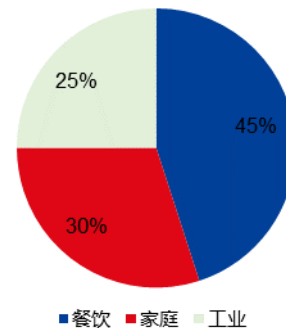
家庭端竞争加剧，疫情刺激市场份额向名优品牌加速集中。而从短期来看，疫情期间出行受阻，餐饮端停摆，调味品整体行业有 45% 的下游渠道在餐饮端，餐饮端需求的减少对于调味品企业整体压力较大，尤其是餐饮端需求占比较高的企业，为了缓解部分压力，品牌公司一季度均大幅转向家庭端，使得整个家庭端的竞争愈发激烈。其中龙头公司具备更受认可的品牌实力以及更大的规模和应对能力，可以通过长时间大力度的多渠道促销活动来促进家庭端的终端动销，从性价比和渠道购买方便性角度都完胜小品牌或者不知名的调味品公司，加速了市场份额向名优品牌集中的趋势。

图 37: 限额以上企业餐饮收入同比增速%



资料来源: wind、华金证券研究所

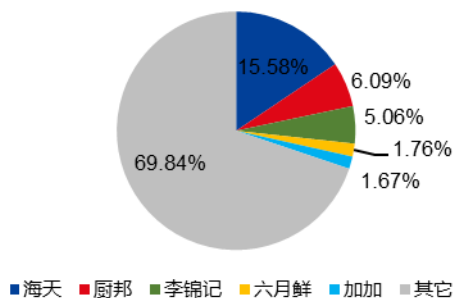
图 38: 调味品下游渠道分布



资料来源: 调味品协会、华金证券研究所

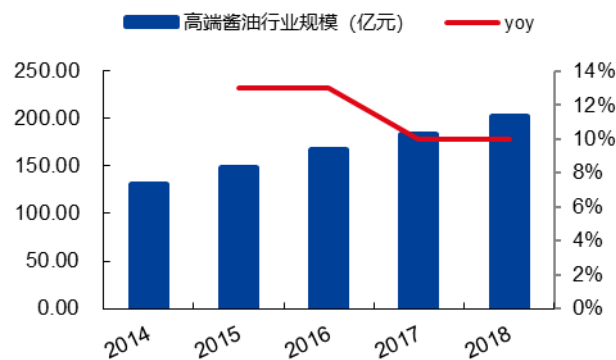
传统单味调味品增长稳定，市占率集中和产品高端化趋势延续。以酱油为例，受益于粤式菜系的推动，广式酱油获得了大发展，截至 2017 年酱油 CR5 市占率为 30%，其中海天一家独大，占据了约 16% 的市场份额。随着品牌认可度逐渐提高，公司在行业筑造的护城河越宽，预计国内酱油行业最终将形成“由几大强势品牌主导市场、另外几家作为补充”的格局。同时，参考日本的消费升级，随着集中度的提升，日本经历了三次价格中枢的上移，龟甲万产品价格定位为超过每瓶 30 元（万字甜口酱油京东价 39 元/瓶）；对比我国，千禾大容量的零添加酱油均价在每瓶 20 多元，海天高端酱油均价在每瓶 10 多元，随着国内消费者消费升级观念和接受度的增强，我国当前高档酱油产品将逐渐扩容，高档价格带将逐渐上移，向上打开酱油的市场空间。

图 39: 酱油行业的竞争格局



资料来源: 产业信息网、华金证券研究所

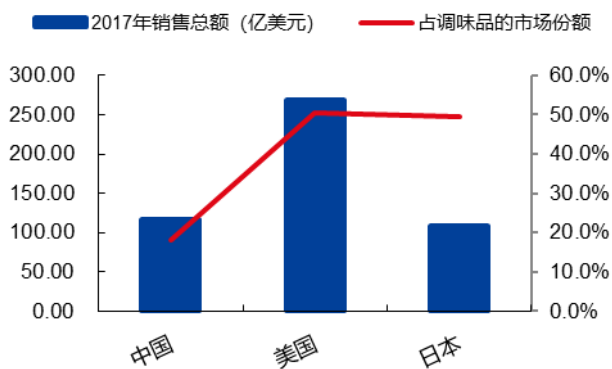
图 40: 高端酱油行业规模 (单位: 亿元)



资料来源: 产业信息网、华金证券研究所

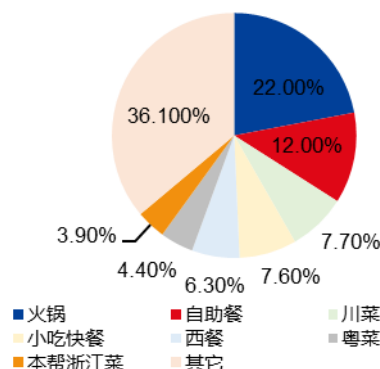
复合调味料增速最快, 赛道前景广阔: 以复合调味料和火锅调味料为主的复合化调味品成为增速最快的品类, 主要系一方面调味品的复合化可以符合更多的年轻家庭方便做菜需求, 解决其不会做和没有时间做的痛点; 另一方面餐饮的连锁化发展和规范化经营带来了标准复合调味料的需求快速增长。根据 Frost&Sullivan 的统计数据, 2017 年我国复合调味料市场销售总额 751 亿元 (占调味料的市场份额 18.2%), 美国约 269.2 亿美元 (占比 50.5%), 日本 107.9 亿美元 (占比 49.5%), 从销售规模和集中度来说我国的复合调味料都还有较大的成长空间。尤其在我国, 受益于川菜和火锅的迅速普及, 川调的消费需求在快速释放, 具有广阔的发展前景, 同时随着不规范的小企业逐步出清, 行业整合进一步加速, 有利于龙头企业的发展。

图 41: 中美日复合调味料的规模比较



资料来源: Frost&Sullivan、华金证券研究所

图 42: 2016 年餐饮业按营业额占比



资料来源: 美团点评研究院、华金证券研究所

疫情期间, 行业刚需特性受影响较小, 厂商坚守全年目标。从已经披露的 Q1 业绩来看, 海天、中炬、恒顺和涪陵的收入增速受影响有小幅的下降, 千禾和天味因为家庭渠道为主继续保持高增。从全年目标来看, 海天 2020 年收入保持+15%, 归母净利润+18%, 中炬全年收入+13.3%, 归母利润+16%, 千禾全年收入+29%、归母净利润+46%, 恒顺调味品收入+12%, 扣非净利润+12%的增速, 不改增速目标, 充分彰显头部品牌企业的发展信心。

表 8: 部分调味品企业 20Q1 收入/净利润表现

| 证券代码 | 证券简称 | 20Q1 收入 | 增速 | 20Q1 归母净利润 | 增速 |
|-----------|------|---------|--------|------------|-------|
| 603288.SH | 海天味业 | 58.84 | 7.17% | 16.13 | 9.17% |
| 600872.SH | 中炬高新 | 11.53 | -6.32% | 2.06 | 8.94% |
| 600305.SH | 恒顺醋业 | 4.66 | 0.35% | 0.76 | 3.69% |

| 证券代码 | 证券简称 | 20Q1 收入 | 增速 | 20Q1 归母净利润 | 增速 |
|-----------|------|---------|--------|------------|--------|
| 603027.SH | 千禾味业 | 3.59 | 23.65% | 0.70 | 39.33% |
| 603317.SH | 天味食品 | 3.36 | 9.83% | 0.77 | 4.75% |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 4.83 | -8.33% | 1.66 | 6.67% |

资料来源: wind、华金证券研究所

投资建议: 调味品行业需求刚性, 餐饮需求未来仍然是带动调味品行业发展的主要动力, 名优品牌企业因为拥有更大的规模优势、更强的品牌力和更多元化的渠道所以优势明显, 疫情将加速行业向优势企业集中, 业绩确定性也更强; 板块因此也享受一定的估值溢价。行业调价的时点也将至, 建议继续关注中炬高新、海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、恒顺醋业、天味食品。

(五) 食品综合板块: 板块有分化, 关注有渠道和规模优势的龙头

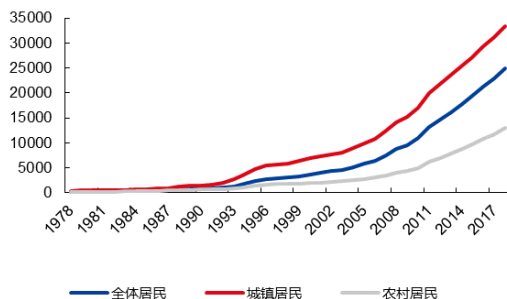
Q1 表现优秀, Q2 强势延续: 食品综合板块机会有所分化, 主要分疫情受益和疫情非受益的子行业。其中疫情受益相关行业有肉制品、速冻食品、小食品、面点食品等, 在疫情期间, C 端消费需求旺盛带动了这部分产品的销售, 线下商超渠道和线上渠道动销非常好, 一季报体现的业绩也优于其它板块; 二季度由于疫情正在逐步趋缓, 消费者相对还是保持谨慎的态度, 二季度的业绩依然有较好的延续。

下半年来看, 疫情期间由于物流受阻和开店受阻导致整体供应链还不顺畅, 下半年受益于供应链的恢复和全渠道运营顺畅化, 更具备渠道优势和规模优势的龙头公司有望在行业加速出清的过程中继续实现快速增长。

1、速冻食品: 餐饮渠道需求大, 推动行业快速增长

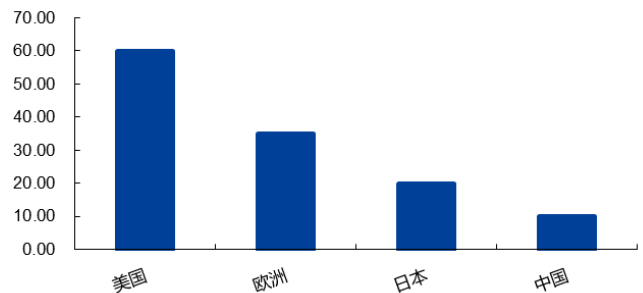
便捷需求催生需求, 人均消费提升空间大。 伴随着生活水平的逐步提高、生活节奏加快, 人们对于金钱换时间、便捷换时间的观念越来越浓, 速冻食品的需求更旺盛。从国际经验来看, 经济越发达对速冻食品需求就越高, 比如美国人均年消费量 60 千克以上、欧洲地区人均年消费量 30-40 千克、日本是亚洲 2012 年人均年消费量为 20 千克左右, 但对应我国的人均消费量尚不足 10kg, 我们认为未来随着快节奏生活方式的普及、冷链运输技术提升, 速冻食品将逐步渗透进空白市场和新消费场景, 扩大消费人群, 预计人均速冻食品消费量将逐步提升。

图 43: 中国的居民消费水平提升 (单位: 元/年)



资料来源: wind、华金证券研究所

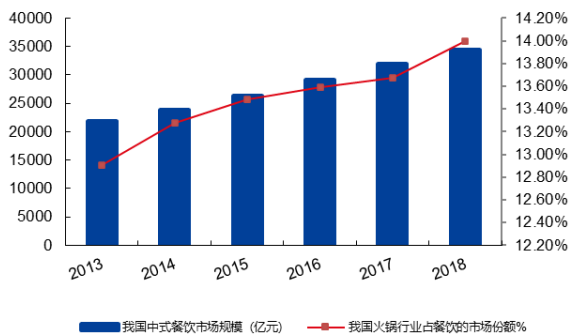
图 44: 我国速冻食品的人均消费量仍有提升空间 (kg/人)



资料来源: wind、华金证券研究所

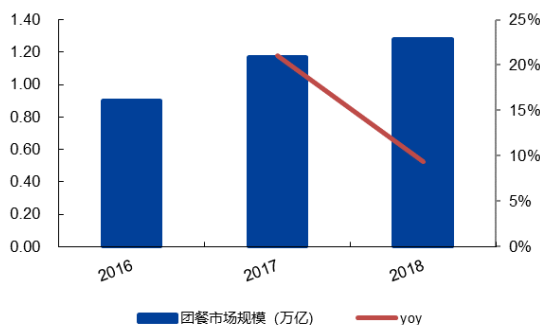
餐饮市场仍是最大需求端，标准化流程扩宽速冻半成品的需求。餐饮食材市场规模超万亿，我国餐饮行业的整体收入规模突破 4 万亿，渠道所需半成品的食材量大，且需求旺盛；虽然近几年受高端餐饮的降速，但通过各种创新模式、扩大品类、延伸消费场景，餐饮行业推陈出新，随着人们的消费能力和消费理念的提升，餐饮还是拉动内需的主攻方向。细分看，火锅及其衍生的麻辣烫和关东煮在中餐的占比最大，当前均呈现品牌化和连锁化加剧的态势，一方面，火锅的快速发展扩宽速冻火锅料的需求增长，另一方面火锅的连锁化对于定制化供应半成品需求也继续增加；包括近几年势头强劲的团餐，迅速响应和标准化出品的团餐需求也倒逼食材的标准化。因此未来餐饮标准化的需求将继续提升对预制半成品、速冻食品的需求。

图 45：中式餐饮市场份额中火锅占据最大比重



资料来源：wind、华金证券研究所

图 46：我国团餐的市场份额（单位：万亿元）



资料来源：wind、华金证券研究所

投资建议：我们继续看好餐饮供应链未来的成长性，面向 B 端餐饮渠道的速冻火锅料制品和预制菜肴有望维系高增长。建议关注安井食品。

2、宅需品：规模和供应链优势，利好公司经营

宅需品受益于疫情影响，全年保持稳健增长。疫情增加了消费者的宅家时间，像面食、烘焙食品、休闲食品、鸡尾酒等终端销售快速增加，二季度依然还延续较高的增长。看下半年，零食等宅需品具有一定的消费惯性，而且随着二季度以后小店等通路的客流的陆续恢复，全年预计宅需品保持稳健增长的节奏。

厂商全渠道运营能力加强，费用投放恢复正常。疫情期间因为餐饮渠道的停摆，这要求厂商要积极扩宽销售渠道，强化线下家庭渠道的优势和稳固 B 端的市场份额，同时更积极开拓线上和新零售渠道。一季度由于疫情影响，部分促销方式受阻，但整体并不影响公司的销售，从二季度起随着人流量增加，需求渠道在慢慢复苏，生活逐步的正常化，厂商也逐步正常化市场费用和品牌宣传费用的投放。其中，更具备全渠道优势和规模化的企业占优，具备强渠道力的精耕和更大力度的市场推广费用的企业更能够获得流量。

投资建议：疫情加速了行业出清的过程，也进一步放大了龙头企业的竞争优势，更加具备规模优势和全渠道优势更有助于公司应对成本的波动、抓住销售机会抢占市场份额。重点推荐康师傅（港股），建议继续关注桃李面包、洽洽食品。

表 9：部分食品综合企业 20Q1 收入/净利润表现

| 证券代码 | 证券简称 | 20Q1 收入 | 增速 | 20Q1 归母净利润 | 增速 |
|-----------|------|---------|--------|------------|---------|
| 000895.SZ | 双汇发展 | 175.92 | 46.94% | 14.65 | 13.82% |
| 603345.SH | 安井食品 | 12.78 | 16.63% | 0.88 | 35.33% |
| 002216.SZ | 三全食品 | 22.17 | 16.14% | 2.58 | 541.13% |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 11.47 | 10.29% | 1.49 | 30.78% |
| 603866.SH | 桃李面包 | 13.23 | 15.79% | 1.94 | 60.47% |
| 002568.SZ | 百润股份 | 3.38 | 19.12% | 0.62 | 45.16% |

资料来源：wind、华金证券研究所

四、投资策略

从估值角度，目前食品饮料板块位于估值较高水平，对应估值进一步上行的风险加大。但同时，国内外资金面宽松，海外疫情依然还在蔓延，避险情绪下整体板块估值短期出现大幅度回落的概率也较小，估值角度尚不明朗。

从业绩角度，需求在逐渐恢复，疫情期间较为受损的子版块随着生活的逐步正常化也将逐步改善，而供给端方面，在行业持续出清的背景下，具备龙头品牌优势的企业将占据更大的优势，强者恒强。因此建议优先关注全年业绩确定性相对较高的白酒板块以及环比逐季改善的乳制品板块和啤酒板块；其它个股方面优选具有竞争优势和成长路径清晰的龙头。**重点推荐标的：伊利股份、贵州茅台、五粮液、山西汾酒、青岛啤酒、康师傅（港股）**；建议关注：海天味业、中炬高新、涪陵榨菜、安井食品等。

（一）伊利股份：业绩短期承压，疫情不改龙头本色

乳制品双寡头竞争格局已形成，未来有望走出双赢格局。国内乳制品行业伊利蒙牛双寡头格局仍在存在。判断未来伊利蒙牛在经营战略上分化，有望走出双赢格局。伊利 2019 年首次提出“全球乳业第一、健康食品五强”新战略目标，为实现这一新目标，对标全球乳品排名第一的雀巢，伊利着眼于国际赛道，丰富产品结构，继续发挥扁平化、精细化渠道优势，判断未来会迎来营业收入持续增长，净利润率重新提升的黄金发展期。

原奶价格温和上涨，伊利迎来扩大份额良机。在 2019 年奶牛存栏量下降，原奶产量下降及国际原奶供给偏紧情况下，我们判断 2020 年原奶供需偏紧趋势依旧持续，短期受新冠肺炎疫情影响，原奶需求量或将有所回落，但从长期来看，原奶需求稳步增长趋势不变。2020 年奶价一季度在疫情影响之下有所回落，伴随需求恢复，预计全年温和上涨趋势不变。上一轮 2013-2016 年奶价周期，在奶价上涨背景下，伊利提过提价、降低销售费用等，毛利率受短期影响之后迅速提升，2016 年达到 37.94%，市值中位线提升至 1500 亿元。此轮奶价上涨周期，伊利有望继续凭借强大的品牌、渠道和原奶掌控力，持续抢夺份额和提升产品结构，实现量价齐升，不断提升市场占比。

Q1 风险压力基本释放，后续环比改善确定性强。1) 液态奶业务：全年目标在 4 月份进行调整，调整之后，4 月份全国区域常温液态奶增长 8%。高端、纯奶等产品营养价值较高、提升免疫力为主的产品在 4 月份实现正增长，动销恢复较快，安慕希、金典实现 10% 以上增长，纯奶 7% 左右增长。5 月份整体液态奶增速比 4 月要快，疫情影响基本消除，动销已恢复到正常状

态。2) 奶粉业务：婴配奶粉需求稳定，受益国产替代，预计 20 年可实现较快速增长。在高周转、低库存模式下，伊利风险基本已在 Q1 集中释放，进入 Q2 后，由于工厂、学校等传统渠道进一步恢复，需求继续环比改善，目前经销商库存处于良性，公司逐步踏入良性轨道。

投资建议：2020 年公司计划实现营收 970 亿元，利润总额 61 亿元。疫情引起社会倡导健康饮食，高端白奶需求有望持续保持高景气，带动乳制品行业环比不断改善。在此背景下，预计伊利 20 年依旧会在传统优势领域液态乳市场实现稳定增长，2020-2022 年每股收益分别为 1.22、1.35 和 1.42 元。当前对应 PE 为 25X/23X/21X，维持买入-A 评级。

风险提示：市场竞争加剧、销售不及预期、高端产品推广不及预期

（二）贵州茅台：无惧疫情影响，彰显王者风范

酱香高端酒龙头优势依旧，独占领跑赛道。消费升级及高收入群体扩容为行业优质化、品牌化、高端化提供重要逻辑支撑。酱酒主打优质稀缺性，在茅台引领下强势崛起。目前，高端酒市场份额不足 20%，产销量占比不足 1%，市场需求规模至 2025 年 CAGR 预计约为 15%，成长空间大，格局清晰稳定，是确定性最强的优选赛道。2019 年初新冠疫情影响白酒消费需求，伴随需求逐步回暖，龙头最先回暖，同时加速行业集中度上升。

品牌+产品+渠道三重影响力，构建护城河。“国酒”定位深入人心，品牌力强大，形成自然销售拉力；产品具有独特稀缺性，越陈越香，产品线完备满足多方需求；多元渠道体系，不断推进渠道扁平化，渠道控制力及抗风险能力较强。

产能扩张及量价催化，保证业绩长期稳定增长。产能瓶颈基本突破，直营扩张+产品结构升级间接提价。量：2020 年茅台酒基酒产能计划达 5.6 万吨，产能瓶颈基本突破，为 4-5 年后可供销量提供支撑；2020 年预计销量 3.45 万吨，计划量同增 11.29%，预计顺利完成目标。价：渠道利润率高企，具备直接提价空间，未来持续推进直营扩张，叠加产品结构向上升级，加大非标放量，亦可完成间接提价。

投资建议：我们预测 2020-2022 年公司营业收入分别为 982.37/1133.01/1306.87 亿元，同比增长 10.6%/15.3%/15.3%。归母净利润 472.98/554.83/650.23 亿元，同比增长 14.8%/17.3%/17.2%。对应 EPS 分别为 37.65/44.17/51.76 元。考虑高端白酒和公司高成长性给予估值溢价，给予公司 21 年 PE35X 估值，给予公司“买入-A”评级。

风险提示：终端消费疲软、直销渠道不及预期、相关税收政策

（三）五粮液：改革红利持续释放，完成全年目标信心足

二次创业开花结硕果，经营业绩再创新高。2017 年以来，五粮液顺应消费升级、名酒品牌集中化的行业趋势，从营销转型、品牌创新、数字化战略等方面开展全方位的改革，克服重重难关，2017 年初步完成对渠道管理、组织管理的理顺，2019 年完成八代五粮液的产品更迭，今年以来继续加强计划、渠道、结构的三个优化，加快机制、团队、营销的三个转型，继续促进二次创业的开花结果。2019 年公司实现营收 501 亿元，同比增长 25%，连续三年每年营收跨百亿元的台阶。

积极应对疫情影响，全年两位数以上的收入增长目标不变。疫情期间，公司积极应对，一方面，进一步优化数字化运营，实时掌控经销商的准确库存及动销数据，协助经销商进行库存优化及分流。另一方面，利用五粮液品牌优势，协助经销商开发团购客户资源，进一步提供需求增量。同时，积极探索新的销售渠道和销售模式，开发“五粮液数字酒证”，进一步强化五粮液的投资收藏价值。公司坚守价格红线，同时良好的发货节奏保证了公司渠道顺价，批价从3月底开始逐步有所平稳回升；从5月份以来，五粮液主品牌的动销水平已经达到正常年份的70%，随着终端需求的逐渐改善，后续批价继续回暖可期，全年双位数以上的收入增长目标概率高，信心足。

投资建议：公司自开启“二次创业”以来，着力补短板、拉长板、升级新动能，五粮液的牌力、品质力和营销力从过去几年中有了显著的提升。2020年为公司十三五的收官之年，也是持续深化改革的关键之年，公司将继续完善产品体系、渠道梳理、激发内生活力，持续兑现改革的成效，确保十三五规划圆满收官，并给十四五规划开局夯实基础。我们预计公司20-22年的EPS为5.39/6.51/7.89，维持买入-A评级。

风险提示：终端消费疲软，提价不及预期，相关政策风险

（四）山西汾酒：国改收官，稳健发力

汾酒既是清香型龙头，又是次高端主力军，拥有双重成长逻辑。2017-2019三年间，酱香酒热度高，清香型增长亦显著快于行业（以汾酒和牛栏山作为典型代表，两者收入增长均显著高于白酒行业）。公司独占清香赛道，同浓香次高端竞争激烈相比，具有一定差异化，处在清香价值链顶端位置，将受益于清香的普及和消费升级。同时作为清香龙头，汾酒品牌存在继续高端酒发展的空间。汾酒在300-400元价格带优势已显，青花20增长持续放量中，青花30定位升级，未来高端化产品前景相对更乐观。汾酒已经在产品升级上做好准备，在青花20、30基础上，重新推出中国装（青花40）。高端酒价格即是价值的外在表现，中国装终端定价1999元，实际成交价1399-1599元。

产品和市场两个结构可调整，2020年抗风险能力凸显。从产品结构看，公司产品组合具有优势，尤其是光瓶酒性价比高，营业占比约三分之一，光瓶酒具有放量优势，在疫情和宏观经济双重压力下，需求表现相对更好，公司可通过调节光瓶酒销售计划和节奏，减轻自身增长压力。从市场结构看，省内省外各占一半，任务结构具有调节空间。从经验看，省外市场发育程度不同，目标增长压力不同，也具有较大调节空间。省内市场为传统优势市场，疫情影响之下20Q1公司省内市场仍然实现正增长，为完成20年收入目标提供保障。

全国化进程刚过半，增量市场仍可期。2019年12月，公司召开“长三角珠三角重点市场营销工作推进会”，对长江以南市场的新一轮拓展布局，江苏、浙江、上海、安徽、广东等5省份35城被汾酒划定为长江以南核心市场重点布局，确立三年平均增速超50%的目标，创造长江以南增长极。汾酒华东市场的阶段目标：局部形成品牌主导优势，样板市场占有率进入当地前五名，核心样板市场进入前三名，与此同时，通过多元模式创新的探索实践，形成适合华东市场发展的汾酒模式，在此基础上打造2-3个亿元级、5-10个5000万元级、20-30个1000万元级的地级市场，并完成县级市场全覆盖。按照此目标，华东市场未来将贡献6.5亿-11亿元收入增量。

投资建议：我们预测2020-2022年公司营业收入分别为143.56/167.52/197.29亿元，同比增长20.8%/16.7%/17.8%。归母净利润24.63/29.92/37.56亿元，同比增长19.9%/21.5%/25.5%

(并表前)。对应 EPS 分别为 2.83/3.43/4.31 元(摊薄前)。考虑次高端白酒和公司高成长性给予估值溢价, 给予公司 21 年 PE40X 估值, 给予公司“买入-A”评级。

风险提示: 终端消费疲软, 省外扩张不及预期, 相关政策风险

(五) 青岛啤酒: 股权激励彰显信心, 盈利能力逐步提升

百年青啤迎变革, 机制改善红利可期。青啤始创于 1903 年, 2017 年复星入股开启了公司的国改之路, 2018 年公司管理层换届为青啤提供了内生改革机遇, 整体机制改善可期。2019 年公司实现总营收 279.84 亿元, 同增 5.3%, 归母净利润实现 18.52 亿元, 同增 30.23%。

聚焦产品结构升级, 高端化驱动成长。公司积极推进“青岛品牌+崂山品牌”的双品牌战略, 近年来通过把握市场的产品策略, 积极加大产品结构升级方面的研发, 先后上市销售了经典 1903、全麦白啤、原浆、皮尔森、青岛啤酒 IPA 等高端化产品, 进一步推动公司的产品结构提升。2019 年公司实现啤酒销量 805 万千升, 其中主品牌青岛啤酒的销量占比超过 50%, 继续加快高端化进程的布局。而且产品结构的高端化推动吨价的提升, 主品牌销量的增长支撑了青啤的盈利能力。

股权激励彰显信心, 考核目标强调利润。公司 3 月发布股权激励方案, 拟授予不超过 660 人(占公司员工总数 1.68%) 1350 万股限制性股票, 占公司总股份的 0.9993%, 其中首次授予 1320 万股, 预留 30 万股, 股票授予价格为 21.73 元。解锁条件强调对利润的考核, 主要包括三个方面: 1) 2020-2022 年公司净资产收益率分别不低于 8.1%、8.3%、8.5%; 2) 以 2016-2018 年净利润均值为基数, 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 50%、70%、90%, 且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和; 3) 2020-2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。考虑到公司产能将继续优化, 在计提固定资产减值损失及员工安置费用后, 考核目标整体合理但不轻松。我们认为, 此次股权激励彰显公司对未来发展的信心, 范围广的激励措施也将有利于增强管理层及相关核心人员与公司的利益相关, 充分激发业绩增长的动力。

投资建议:青啤作为百年啤酒企业, 具备较强的品牌实力, 公司将适应行业发展趋势, 继续推进自身的产能优化和产品结构提升, 盈利能力有望继续提升。我们预计公司 2020-2021 年的 EPS 分别为 1.39 元/1.57 元, 净资产收益率为 9.2%/9.7%, 维持买入-A 评级。

风险提示: 原材料成本上升、中高端啤酒市场竞争加剧, 关厂不及预期

(六) 康师傅控股: 快消品行业常青树, 竞争优势显著

快消品行业领导品牌, 多年耕耘实力雄厚。康师傅 1992 年正式开启在大陆市场的方便面业务, 1996 年将自身业务扩大到方便食品和饮品。公司先后在国内四十余个城市设立了生产基地, 方便面市场销量始终保持领先地位。饮品方面, 还与百事中国饮料业务、星巴克即饮业务结成战略联盟, 通过规模的扩大、品类的快速扩充提升康师傅的产品覆盖程度, 满足更多消费者的需求。2016-2019 年收入端的年均复合增长率为 3.70%, 方便面业务收入增长率 5.47%, 饮品业务 3.09%; 公司利润端的复合增长率为 42.05%, 方便面业务利润增长率 23.41%, 饮品业务 75.10%, 截至 2019 年, 康师傅方便面销量市占率 43.3%, 销售额市占率 46.6%, 仍然维持第一的位置; 即饮茶销量市占率 45.7%, 稳居首位, 果汁、即饮咖啡、百事碳酸饮料销量市占率分别为 15.9%、17.6%和 32.9%, 位居市场第二; 包装水销量市占率 5.4%。

修炼内功积极推进高端化战略，竞争优势显著。面对广大的消费市场和消费升级，康师傅通过从生产端、产品端、渠道端不断进行发展和优化，构筑强大竞争优势。(1) 加强品牌投资：通过不断地运动类营销、媒体宣传、IP 合作新品等方式吸引消费人群，提高品牌的曝光度。(2) 规模优势显著：截至 2019 财年，公司共拥有总体 182 间仓库，公司 14 个方便面事业基地，165 条方便面生产线，72 个饮料事业生产基地，425 条饮品生产线，自动化程度高，规模优势明显，有很强的成本把控能力和产品研发能力，积极推动高端化战略的发展，提升盈利能力。(3) 绵密的渠道通路：公司通过通路精耕完成了全国 371 间营业所、超过 3.6 万家的经销商和 18.5 万家直营零售商的全国渠道网络布局，积累消费人群的同时，具备快速铺货的能力，积极抢占市场。(4) 充足的现金流：一直坚持现金为王理念，减少资产折旧费用、有息负债带来的财务费用，保持充足自有资金和健康的财务结构，截至 2019 年末，公司的现金及现金等值物 174.30 亿元。

方便面独占鳌头，饮品步履稳健。通过对方便面的扩充产品口味、丰富价格矩阵、内外包装升级等措施，公司始终牢牢把握方便面的领先地位，销售额达到 253 亿元，销量市占率 43.3%，稳居首位；尤其在高端面方面应收逐年上升，高端方便面销售额占比目前达到 89%，净利润率 8.70%，高于统一，在逐步缩小与日清的利润率差距。饮品收入规模高于方便面，未来公司将积极通过精耕核心大单品、扩充口味和高端化饮品来积极布局饮品市场，利润率从 2016 年起逐步回暖。截至 2019 年公司的饮品净利率实现 2.66%，同比提升了 1.1 个百分点。

投资建议：公司深耕快消品行业多年，修炼内功，实力强劲，稳健发展；即便是 2020 年初的疫情期间公司也能做到快速响应，主动化疫为机。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.54、0.59 和 0.63 元，给予买入-B 建议

风险提示：行业竞争加剧、高端产品销售不及预期、食品安全问题、地缘政治风险

五、风险提示

- **估值波动影响：**19 年以来板块估值持续上行，由于疫情影响的进一步推动，当前食品饮料估值达到较高位置，进一步上行对应的波动风险有加大
- **行业竞争加剧：**行业较低门槛和较高盈利能力的特性未变，因此存在未来还有新竞争者和新资本重新流入行业导致竞争加剧的风险
- **食品安全风险：**食品安全是最重要的食饮企业红线，如果发生会严重影响需求
- **市场需求疲软：**倘若方便面和饮品市场需求疲软，则业绩不达预期的概率加大
- **海外疫情加剧：**海外疫情目前尚未结束，谨防海外疫情加剧及输入性风险

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

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

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

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

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

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

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

免责声明：

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

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

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

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

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com