

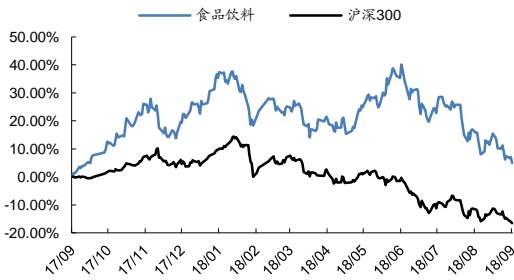
研究所

证券分析师: 余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
证券分析师: 陈鹏 S0350517070001  
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn  
联系人: 李鑫鑫 S0350117090009  
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

## 白酒关注两端, 食品关注 2C 类必需品

### ——食品饮料行业 2018 中报总结

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-10.2	-22.4	6.2
沪深300	-6.0	-15.3	-16.3

相关报告

- 《食品饮料行业周报: 白酒建议关注头尾, 食品关注 2C 类必需品》——2018-09-10
- 《食品饮料行业周报: 白酒建议关注一头一尾, 贵州茅台及顺鑫农业》——2018-09-02
- 《食品饮料行业周报: 白酒终端表现强劲, 必须消费板块持续看好》——2018-08-27
- 《食品饮料行业周报: 板块继续调整, 看好必须消费板块》——2018-08-20
- 《食品饮料行业周报: 中报披露密集期, 关注超预期个股》——2018-08-12

### 投资要点:

- 总体回顾:** (1) 基本面: 食品饮料板块 2018H1 营收同比增长 16.5%, 净利润同比增长 31.23%, 在 28 个一级子行业中排名第 9 位, 子行业中白酒、调味发酵品行业营业收入、归母净利润增速均位居前三, 彰显了该子行业的高景气度和良好的盈利状况 (以申万三级子行业为准); (2) 股价表现: 截至 2018/6/30 食品饮料板块上涨 0.14%, 在 28 个一级子行业中排名第 3 位, 子行业中白酒、调味发酵品、食品综合、啤酒分别上涨 17.76%、4.75%、3.94%、0.96%, 其余均下跌; 截至 2018 年 8 月 31 日, 食品饮料板块下跌 12.49%, 在 28 个一级子行业中排名第 5 位, 子板块中, 调味发酵品、食品综合实现上涨, 分别上涨 11.68%、0.29%, 其余子板块均有一定下跌, 其中白酒下跌最小, 为 10.28%。在内外环境变化、行情波动中, 调味发酵品、食品综合板块体现了较好的抗跌属性, 白酒出现了一定补跌现象, 啤酒事件驱动结束后出现了一定回调。
- 白酒: 经济下行压力大, 白酒看两端。** 2018 上半年白酒板块实现收入 1076.33 亿元, 同比增长 31.47%, 实现净利润 368.63 亿元, 同比增长 40.85%, 业绩依旧高增长。从近期消费数据来看, 显示消费需求疲软, 从宏观经济来看, 7 月工业企业盈利增速明显回落, 贸易战下出口受到较大影响, 宏观经济下行压力大。在经济不好的情形下, 白酒看两端, 高端看贵州茅台, 低端看顺鑫农业。
- 乳品: 需求持续复苏, 费用投放增加。** 据尼尔森数据, 乳品行业 2018 上半年增速仍在加快, 常温奶继续快速增长, 低温奶增速有所回落, 婴幼儿奶粉增速大幅提升, 乳制品需求仍旧强劲。2018 上半年乳制品行业实现净利润 41.94 亿元, 同比增长 10.92%, 净利润增速较收入放缓, 主要是 2018Q2 受到世界杯重大赛事影响, 乳企加大销售费用投入。
- 肉制品: 屠宰加速放量, 非洲猪瘟影响小。** 2018 上半年猪价同比继续下降, 根据 wind 数据, 截止 2018 年 6 月底, 22 省市仔猪、生猪、猪肉平均价同比分别下降 35.44%、17.07% 和 16.92%, 猪价下行利好屠宰放量, 从双汇发展数据来看, 猪价下行推动屠宰业务放量, 上半年屠宰量 827.45 万头, 同比增长 30.42%, 其中二季度屠宰量达到 435 万头, 同比增长 26.4%。二季度头均净利润达到 60 元。随

着非洲猪瘟的连续爆发，市场担忧非洲猪瘟疫情对公司的影响，从目前来看，非洲猪瘟影响有限。

- **调味品：行业高成长，贸易战对成本存影响。**（1）行业层面：2018H 收入增长 14.51%，净利润增长 28.82%，收入利润延续之前的高增速状态，其中 Q2 收入、利润增速略低于 Q1，主要系：餐饮渠道收入增速小幅下行；2017Q1 末及 Q2 主流调味品公司提价导致高基数影响。（2）贸易战方面：对美豆加征关税，预计对酱油企业产生一定影响，加征关税前美豆到岸完税价约为 3300-3400 元/吨，加征 25% 关税后，到岸完税价提高至 4100 元/吨左右，进口成本增加至 700 元/吨（增幅 22% 左右），情景分析下我们推测国内大豆价格提价幅度为 7.5%-22%，9 月份以后美豆迎来收获期，预计 9 月份大豆价格可能会迎来一波新的上涨。若大豆价格变动在 7.5%-22%，海天味业（原材料中大豆占比 17%）敏感分析测算公司毛利率预计下降 0.69%-2.03%；中炬高新（原材料中大豆占比 27%）敏感分析测算公司毛利率下降 3.00%-8.79%。海天味业、中炬高新可通过提价、期货对冲等方式进行成本转嫁和平滑。
- **休闲食品：线上模式领跑，规模优势逐渐显现。**2018H1 年休闲食品典型上市公司实现营收 103.56 亿元，同比增长 20.92%，净利润 6.59 亿元，同比下降 7.60%，其中 Q2 实现营收 45.70 亿元，同比增长 19.38%，净利润 2.35 亿元，同比下降 20.31%。休闲零食具有品类多、延迟消费、产品生命周期短、类标品等特性，线上渠道天然占优。线上零食渠道商好想你/百草味享受行业增长高红利，上半年实现营收增长 35.11%。2018H1 休闲食品行业毛利率 34.77%，同比下降 1.52pct，主要系 1) 行业内龙头公司，如三只松鼠挑起价格战，促销产品走量不走价；2) 公司产品不断多元化，较低毛利产品如短保烘焙类产品占比提升，拉低了总体毛利率。2018H 销售费用率 17.87%，同比下降 0.84pct，在销量不断增加的情况下，休闲食品公司规模优势逐渐显现。
- **烘焙食品：行业高景气，毛利不断提升。**2018H1 烘焙食品上市公司继续保持高增长，实现营收 28.83 亿元，同比增长 16.45%；实现净利润 2.84 亿元，同比增长 52.19%，行业继续保持了较高的景气度。“中央工厂+批发”模式公司桃李面包已进入成长中期，公司核心竞争力突出，商业模式不断打磨，地区收入及业绩增速显现公司模式优良，异地扩张阻力较小。“中央工厂+门店”模式公司元祖股份凭借优秀的门店管理能力和控费能力，不断丰富产品品类和总结销售经验，在上半年淡季情况下，收入实现了 8%+ 的收入增长。2018H 毛利率提升主要来源于公司不断进行品类创新，毛利产品占比不断提升，上市公司毛利率 44.82%，同比提升 2.36pct。
- **维持食品饮料行业“推荐”评级。**从基本面来看，在经济不好的情形下，白酒看两端，高端看贵州茅台，低端看顺鑫农业。食品板块中 2C 类必需品公司受贸易战影响较小，建议关注。从估值来看，主要龙头公司估值仍处于合理水平。结合行业基本面和估值水平，维

持行业“推荐”评级。

- **风险提示：**食品安全事故，公司业绩不及预期风险，宏观经济低迷，重点推荐公司业绩不达预期的风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-09-12 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	37.95	0.77	1.77	2.26	49.29	21.44	16.79	买入
000895.SZ	双汇发展	23.6	1.31	1.4	1.51	18.02	16.86	15.63	买入
002582.SZ	好想你	8.58	0.21	0.35	0.53	40.86	24.51	16.19	买入
002661.SZ	克明面业	12.0	0.34	0.6	0.78	35.29	20.0	15.38	买入
600519.SH	贵州茅台	630.0	21.56	30.21	38.83	29.22	20.85	16.22	买入
603517.SH	绝味食品	38.07	1.22	1.56	1.92	31.2	24.4	19.83	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

## 内容目录

1、 行业总体回顾 .....	7
1.1、 板块业绩综述 .....	7
1.2、 市场表现回顾 .....	8
2、 子行业梳理 .....	9
3、 白酒：经济下行压力大，白酒看两端 .....	10
3.1、 业绩依旧高增长，行业分化明显 .....	10
3.2、 经济下行压力大，白酒看两端 .....	11
4、 乳品：需求持续复苏，费用投放增加 .....	12
4.1、 需求依旧强劲 .....	12
4.2、 费用率有所提升 .....	13
5、 肉制品：屠宰加速放量，非洲猪瘟影响小 .....	14
5.1、 行业利润快速增长 .....	14
5.2、 猪价下跌屠宰放量 .....	14
5.3、 非洲猪瘟对双汇影响小 .....	15
6、 调味品：行业高成长，贸易战对成本存影响 .....	16
6.1、 行业高增长，毛利持续提升 .....	16
6.2、 贸易战影响成本，提价或期货有望对冲 .....	18
7、 休闲食品：线上模式领跑，规模优势逐渐显现 .....	21
7.1、 收入高增长，线上模式领跑 .....	21
7.2、 期间费用继续下行，规模优势不断显现 .....	22
8、 烘焙食品：行业高景气，毛利不断提升 .....	23
8.1、 行业高景气，模式不同表现不一 .....	23
8.2、 品类丰富，毛利不断提升 .....	23
9、 行业评级及投资策略 .....	24
10、 重点推荐个股 .....	24
10.1、 贵州茅台 .....	24
10.2、 顺鑫农业 .....	25
10.3、 克明面业 .....	27
10.4、 好想你 .....	28
10.5、 双汇发展 .....	29
10.6、 绝味食品 .....	30
11、 风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1: 2018H1 食品饮料收入增速位列 A 股 9 位 (%)	7
图 2: 2018H1 食品饮料净利润增速位列 A 股 9 位 (%)	7
图 3: 2018H1 年各细分行业收入增速 (%)	8
图 4: 2018H1 年各细分行业利润增速 (%)	8
图 5: 2018 年 H1 食品饮料涨幅第三	9
图 6: 2018 年 H1 食品饮料各子行业年初至今涨跌幅	9
图 7: 白酒行业营业收入及增速	11
图 8: 白酒行业净利润及增速	11
图 9: 白酒公司业绩分化	11
图 10: 贵州茅台营业收入及增速	12
图 11: 贵州茅台净利润及增速	12
图 12: 顺鑫农业营业收入及增速	12
图 13: 牛栏山白酒性价比高	12
图 14: 乳品上市公司营收及同比变化	13
图 15: 乳品上市公司净利润及同比变化	13
图 16: 乳品上市公司销售毛利率和净利率	14
图 17: 乳品上市公司期间费用率	14
图 18: 肉制品行业收入及增速	14
图 19: 肉制品行业净利润及增速	14
图 20: 猪价大幅下跌 (元/千克)	15
图 21: 双汇发展营业收入及增速	16
图 22: 双汇发展净利润及增速	16
图 23: 调味品行业营业收入及增速 (单季度)	17
图 24: 调味品行业净利润及增速 (单季度)	17
图 25: 餐饮行业收入及增速 (当月值)	17
图 26: 限额以上餐饮行业收入及增速 (当月值)	17
图 27: 调味品行业毛利率及净利率	17
图 28: 调味品行业销售/管理/财务费用率	17
图 29: 进口大豆到岸完税价	20
图 30: 进口大豆到港成本	20
图 31: 休闲食品上市公司营收及增速 (单季度)	22
图 32: 休闲食品上市公司净利润及增速 (单季度)	22
图 33: 休闲食品上市公司销售毛利率和净利率	22
图 34: 休闲食品上市公司期间费用率	22
图 35: 烘焙食品上市公司营收及增速 (单季度)	23
图 36: 烘焙食品上市公司净利润及增速 (单季度)	23
图 37: 烘焙食品上市公司利润率水平	24
图 38: 烘焙食品上市公司费用率水平	24
表 1: 食品饮料重点子行业分类	9
表 2: 食品饮料重点行业 2018H&单 Q2 财务数据	10
表 3: 调味品行业典型上市公司营业收入和净利润	16
表 4: 国内大豆价格涨幅情景分析	19
表 5: 海天味业大豆价格弹性分析	20

表 6: 中炬高新大豆价格弹性分析 .....	20
表 7: 休闲食品典型上市公司营业收入和净利润 .....	21
表 8: 烘焙食品行业上市公司营业收入和净利润 .....	23

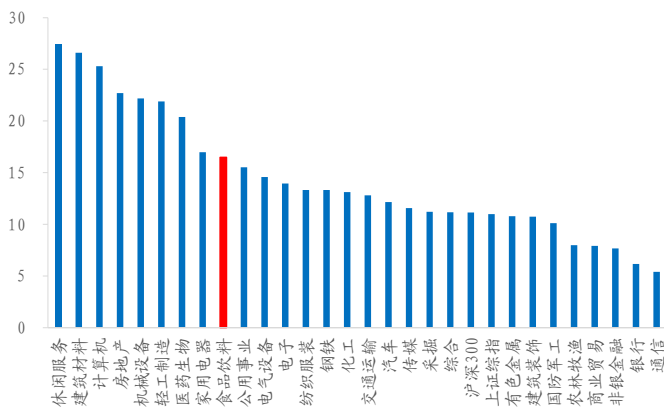
# 1、行业总体回顾

## 1.1、板块业绩综述

2018 年上半年，食品饮料板块营收同比增长 16.5%，在 28 个一级子行业中排名第 9 位，位居前八的为休闲服务、建筑材料、计算机、房地产、机械设备、轻工制造、医药生物和家电；净利润同比增长 31.23%，在 28 个一级子行业中排名同样位于第 9 位，前八分别为钢铁、建筑材料、商业贸易、化工、国防军工、房地产、采掘和有色金属（以申万一级行业为准）。

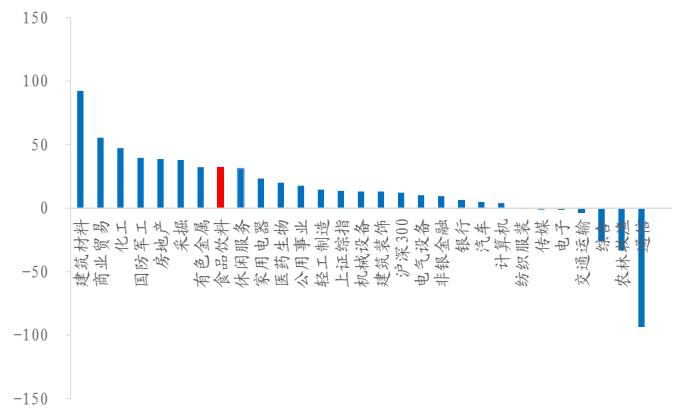
食品饮料子行业中，（1）收入来看，2018H1 除其他酒类外，其余子行业均收入均实现增长，白酒、软饮料、调味发酵品、乳品、食品综合增速位居前五，收入增速分别 31.29%、22.46%、14.56%、13.19%、12.33%；其中白酒增速位居所有子行业第一，印证了上半年白酒行业的高景气度，软饮料增速位列第二是因为香飘飘于 2017 年 11 月上市，上半年营收增长 55.38%，对板块贡献较大；（2）归母净利润来看，除其他酒类外，其余子行业净利润均实现增长，软饮料、白酒、调味发酵品、食品综合、肉制品归母净利润增速位居前五，归母净利润增速分别为 54.35%、40.35%、31.03%、22.92%、22.03%，其中白酒归母净利润增速位居所有子行业第二，显示了上半年白酒企业盈利状况良好，软饮料增速较快主要系养元饮品归母净利润增长较快及其他公司亏损减少所致。（3）综合来看，白酒、调味发酵品行业营业收入、归母净利润增速均位居前三，彰显了该子行业的高景气度和良好的盈利状况（以申万三级子行业为准）。

图 1：2018H1 食品饮料收入增速位列 A 股 9 位（%）



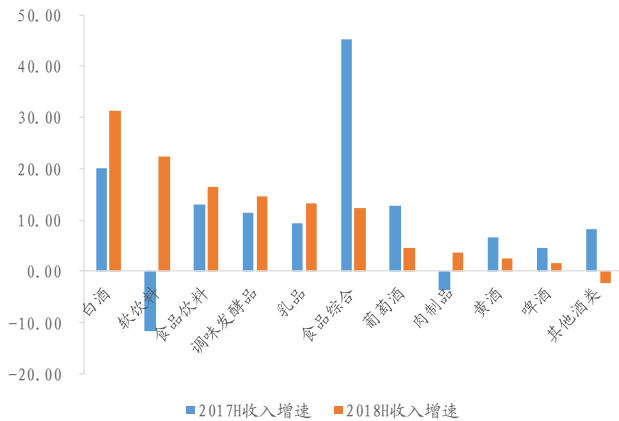
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2018H1 食品饮料净利润增速位列 A 股 9 位（%）



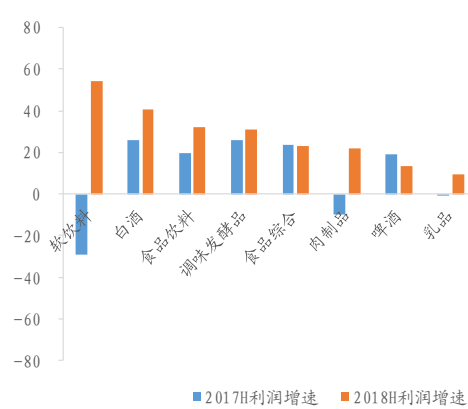
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3: 2018H1 年各细分行业收入增速 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2018H1 年各细分行业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 1.2、市场表现回顾

从年初至 2018 年 6 月 30 日, 食品饮料板块上涨 0.14%, 在 28 个一级子行业中排名第 3 位, 仅次于休闲服务 (8.98%) 和医药生物 (3.11%)。子板块中, 白酒、调味发酵品、食品综合、啤酒分别上涨 17.76%、4.57%、3.94%、0.96%, 其余子板块均处于下跌态势。

从年初至 2018 年 8 月 31 日, 食品饮料板块下跌 12.49%, 在 28 个一级子行业中排名第 5 位, 涨幅排名前四的分别是休闲服务 (-1.31%)、计算机 (-9.75%)、银行 (-10.66%)、医药生物 (-11.00%)。子板块中, 调味发酵品、食品综合实现上涨, 分别上涨 11.68%、0.29%, 其余子板块均有一定下跌, 其中白酒下跌最少, 跌幅为 10.28%。

从 7/8 月份来看, 受中美贸易战、内外环境变化和市场情绪的影响, 食品饮料板块出现一定补跌, 其中跌幅最重的子板块是肉制品、白酒、啤酒、软饮料, 分别下跌 15.52%、14.86%、14.61%、14.30%, 回调比较少的子板块是食品综合、葡萄酒、其他酒类、调味发酵品, 分别下跌 3.64%、3.83%、5.86%、6.08%。

综合来看, 在内外环境变化、行情波动中, 调味发酵品、食品综合板块体现了较好的抗跌属性, 白酒出现了一定补跌现象, 啤酒事件驱动结束后出现了一定回调。



图 5: 2018 年 H1 食品饮料涨幅第三

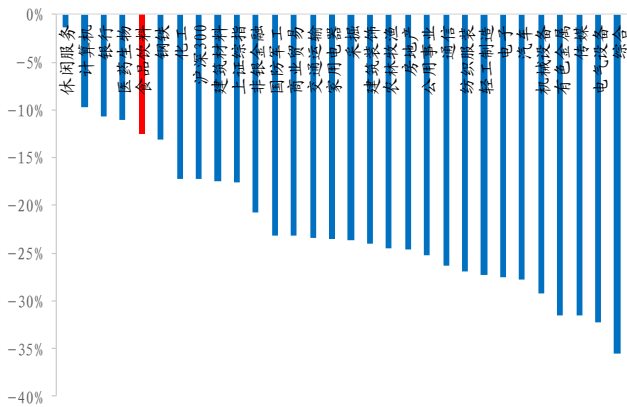
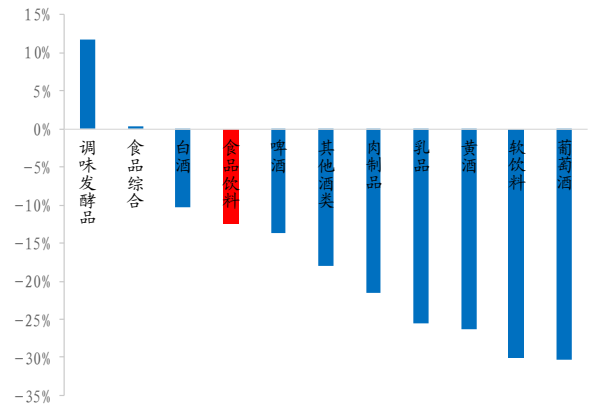


图 6: 2018 年 H1 食品饮料各子行业年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 2、子行业梳理

在保留申万行业三级分类基础上,我们结合团队对公司覆盖情况,将食品饮料重点公司子行业进行梳理,分为白酒、乳品、调味发酵品、肉制品、啤酒、休闲食品、保健食品、烘焙食品、食品综合、软饮料、黄酒、葡萄酒、其他酒类等子行业,具体划分如下。

表 1: 食品饮料重点子行业分类

行业	代码	公司	行业	代码	公司	行业	代码	公司	
白酒	000568.SZ	泸州老窖	调味发酵品	002495.SZ	佳隆股份	食品综合	002507.SZ	涪陵榨菜	
	000596.SZ	古井贡酒		002650.SZ	加加食品		002661.SZ	克明面业	
	000799.SZ	酒鬼酒		600186.SH	莲花健康		002216.SZ	三全食品	
	000858.SZ	五粮液		600305.SH	恒顺醋业		603345.SH	安井食品	
	000860.SZ	顺鑫农业		600866.SH	星湖科技		603536.SH	惠发股份	
	000995.SZ	*ST 皇台		600872.SH	中炬高新		002702.SZ	海欣食品	
	002304.SZ	洋河股份		603027.SH	千禾味业		603043.SH	广州酒家	
	600197.SH	伊力特		603288.SH	海天味业		300741.SZ	华宝股份	
	600199.SH	金种子酒		603696.SH	安记食品		600073.SH	上海梅林	
	600519.SH	贵州茅台		600298.SH	安琪酵母		600381.SH	青海春天	
	600559.SH	老白干酒		肉制品	000895.SZ		双汇发展	000716.SZ	黑芝麻
	600702.SH	舍得酒业			002330.SZ		得利斯	002481.SZ	双塔食品
	600779.SH	水井坊			002515.SZ		金字火腿	603020.SH	爱普股份
	600809.SH	山西汾酒			002726.SZ		龙大肉食	软饮料	000019.SZ
603198.SH	迎驾贡酒	002840.SZ	华统股份	000848.SZ	承德露露				
603369.SH	今世缘	啤酒	000729.SZ	燕京啤酒	600300.SH	维维股份			
603589.SH	口子窖		000752.SZ	西藏发展	603031.SH	安德利			
603919.SH	金徽酒		000929.SZ	兰州黄河	603156.SH	养元饮品			
乳品	002570.SZ		*ST 因美	002461.SZ	珠江啤酒	603711.SH	香飘飘		
	002719.SZ	麦趣尔	600132.SH	重庆啤酒	黄酒	600059.SH	古越龙山		
	002732.SZ	燕塘乳业	600573.SH	惠泉啤酒		600616.SH	金枫酒业		

	002770.SZ	科迪乳业		600600.SH	青岛啤酒		601579.SH	会稽山	
	002910.SZ	庄园牧场	休闲食品	002557.SZ	洽洽食品	葡萄酒	000869.SZ	张裕 A	
	600419.SH	天润乳业		002820.SZ	桂发祥		600084.SH	中葡股份	
	600429.SH	三元股份		002847.SZ	盐津铺子		600365.SH	通葡股份	
	600597.SH	光明乳业		603517.SH	绝味食品		600543.SH	莫高股份	
	600882.SH	广泽股份		002695.SZ	煌上煌		603779.SH	威龙股份	
	600887.SH	伊利股份		002582.SZ	好想你		其他酒类	002568.SZ	百润股份
保健食品	300146.SZ	汤臣倍健		603777.SH	来伊份			002646.SZ	青青稞酒
	000639.SZ	西王食品	烘焙食品	603866.SH	桃李面包	600238.SH		*ST 椰岛	
				603886.SH	元祖股份				

2018H 各个子行业表现各有不同，其中绝大部分行业收入和净利润均实现了增长，其中净利润增速快于收入增速的有白酒、调味品、肉制品、啤酒、烘焙食品、保健食品。单 Q2 来看，各子行业收入和净利润增速与上半年趋势基本一致，其中啤酒收入下滑，休闲食品净利润增速下滑，保健食品净利润增速不及收入增速。

表 2: 食品饮料重点行业 2018H&单 Q2 财务数据

子行业	2018H				2018Q2			
	营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)
白酒	1076.33	31.47%	368.63	40.85%	451.97	36.28%	143.14	46.13%
乳制品	595.34	13.42%	41.94	10.92%	306.11	11.46%	17.58	2.73%
调味品	147.28	14.56%	29.52	31.29%	68.85	13.59%	13.44	27.13%
肉制品	309.51	3.04%	26.45	20.02%	150.80	2.63%	13.72	18.69%
啤酒	260.38	1.61%	23.50	15.00%	136.16	-0.10%	14.78	13.90%
休闲食品	103.56	20.92%	6.59	-7.60%	45.70	19.38%	2.36	-20.31%
烘焙食品	28.83	16.45%	2.84	52.19%	16.22	16.71%	2.06	53.21%
保健食品	49.28	12.84%	9.08	13.09%	24.98	16.84%	4.35	6.08%
合计 (申万一级)		16.50%		32.18%		16.22%		35.39%

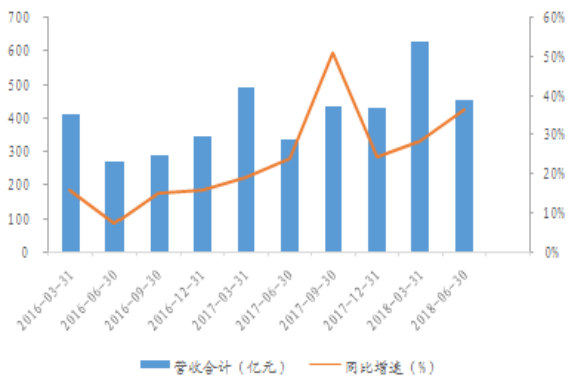
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 3、白酒: 经济下行压力大, 白酒看两端

#### 3.1、业绩依旧高增长, 行业分化明显

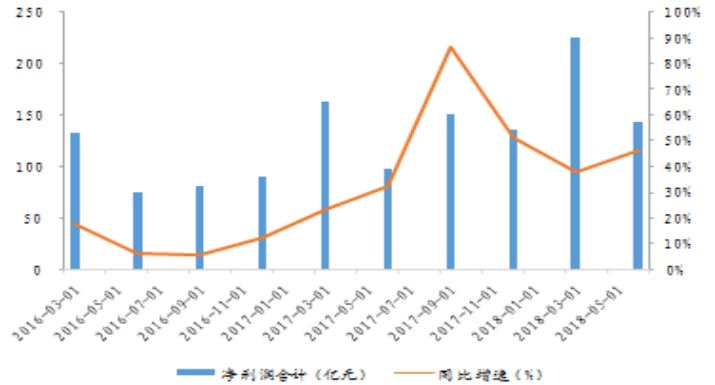
目前来看, 白酒行业基本面依然较好, 业绩依旧高增长。2018 上半年白酒板块实现收入 1076.33 亿元, 同比增长 31.47%, 实现净利润 368.63 亿元, 同比增长 40.85%, 其中 2018Q2 白酒板块实现营业收入 451.97 亿元, 同比增长 36.28%, 实现净利润 143.14 亿元, 同比增长 46.13%, 环比 2018Q1 分别提升 7.6、8.6 个百分点。高端酒淡季保持快速增长, 贵州茅台有所加速。次高端酒报表端收入延续高增长, 动销端略有放缓。区域龙头继续受益消费升级, 高档产品放量增长, 动销/报表端两旺。

图 7：白酒行业营业收入及增速



资料来源：wind，国海证券研究所

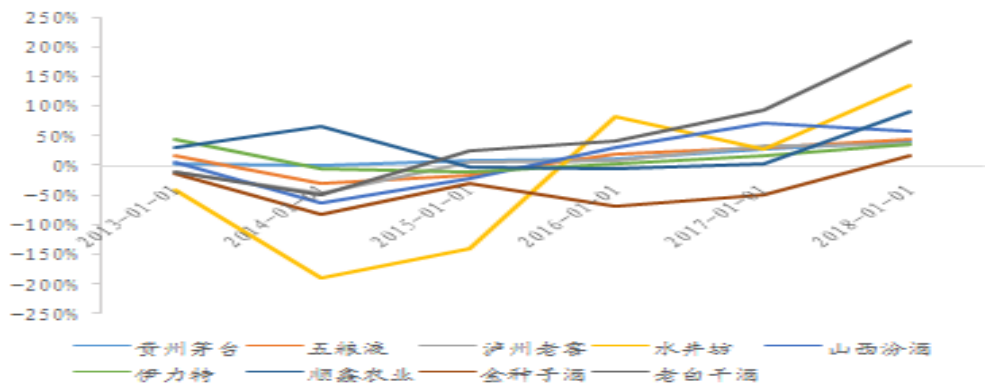
图 8：白酒行业净利润及增速



资料来源：wind，国海证券研究所

在消费升级大背景下，龙头表现更佳，而品牌、渠道较弱的小酒企业绩继续承压，业绩分化较为明显。高端白酒消费景气持续，2018 上半年高端酒营收同比增长 36%，2018Q2 营收同比增长 41%，业绩表现靓丽。次高端增速有所下降，但仍保持快速增长，2018 上半年水井坊、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒营收同比分别增 59%、47%、16%、41%。低端酒或地方性品牌迎驾贡酒、金种子、伊力特、皇台酒业增长很低或下滑。在“少喝酒、喝好酒”和消费升级的趋势下，会逐步向龙头集中，行业分化会越来越明显。

图 9：白酒公司业绩分化



资料来源：wind，国海证券研究所

### 3.2、经济下行压力大，白酒看两端

从消费需求来看，7 月社零总额同比增长 8.8%，增速环比下滑 0.2 个百分点，同比下降 1.6 个百分点，其中烟酒类 7 月同比增长 6.3%，环比下降 5.1 个百分点，同比下降-1.3 个百分点；7 月份 50 家重点企业零售额同比下降 3.9%，增速环比回落 5.1 个百分点，显示消费数据疲软。从宏观经济来看，7 月工业企业盈利增速明显回落，贸易战下出口受到较大影响，宏观经济下行压力大。在经济不好的情形下，白酒看两端，高端看贵州茅台，低端看顺鑫农业。

高端白酒看贵州茅台。从营收来看，2018 年二季度贵州茅台同比增长 46.40%，

增长有所加速,从净利润来看,2018年二季度贵州茅台净利润同比增长41.53%,业绩依旧靓丽。近期消费数据疲软,市场担忧宏观经济下行,高端白酒需求量可能下滑,导致茅台一批价下跌,除了刚需,在买涨不买跌的作用下,囤货需求下降,原先的社会资本也会出货,会进一步导致供给量增加,一批价进一步下跌,对五粮液、国窖、次高端都会有冲击。近期茅台加大投放量,一批价有所回落,即使一批价下行,对业绩没什么影响,公司要保持业绩增长,不提价就会放量。

图 10: 贵州茅台营业收入及增速

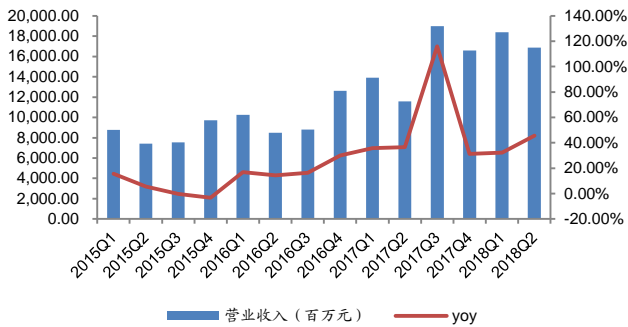
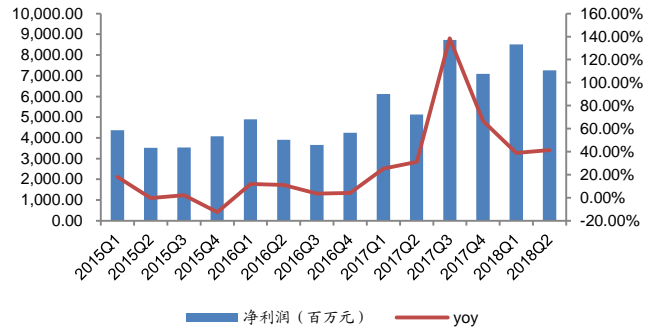


图 11: 贵州茅台净利润及增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

低端白酒看顺鑫农业。2018上半年,顺鑫农业白酒营收达57.73亿元,同比增长62.29%,百亿征程再进一步。公司是光瓶酒龙头,品牌知名度高,王刚代言的“正宗二锅头,地道北京味”广告响遍全国各地。与主要竞品相比,牛栏山二锅头具有较为明显的价格优势,同时在香型和品质上又胜过竞品,因此性价比很高。公司白酒总体上以中低端为主,我国拥有14亿多人口,大部分人仍然生活在社会的底层,经济不好销售量反而可能更大。

图 12: 顺鑫农业营业收入及增速

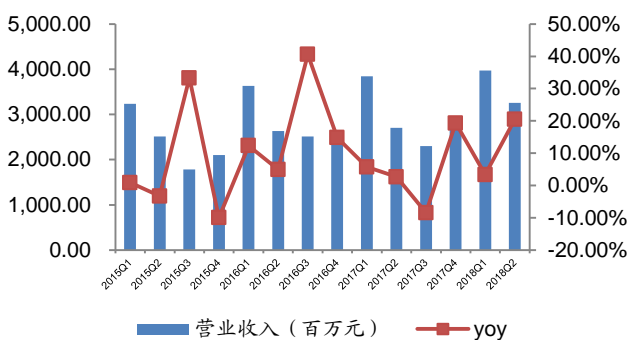


图 13: 牛栏山白酒性价比

品牌	产品名称	度数	规格	价格 (京东零售价)
牛栏山	42度陈酿	42	500ml	14元
牛栏山	精制陈酿	43	500ml	19.8元
老村长	老村长	42	500ml	30元
红星	小二	56	100ml	8元

资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: 京东网站, 国海证券研究所

## 4、乳品: 需求持续复苏, 费用投放增加

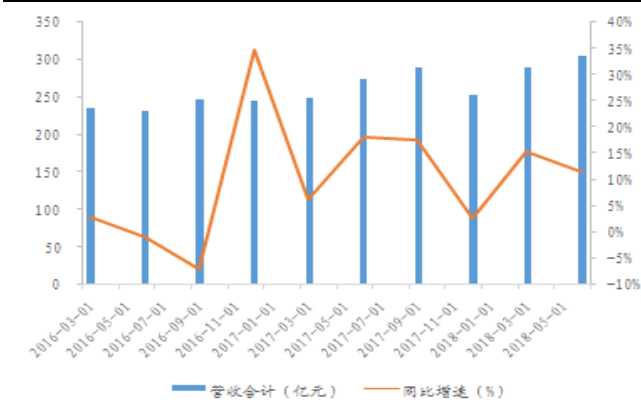
### 4.1、需求依旧强劲

据尼尔森数据,乳品行业2018上半年增速仍在加快,常温奶继续快速增长,低温

奶增速有所回落，婴幼儿奶粉增速大幅提升，乳制品需求仍旧强劲。2018上半年乳制品行业实现营业收入595.34亿元，同比增长13.42%，收入端增长提速，主要得益于消费升级延续，产品端企业加大新品研发力度，不断升级产品结构适应市场需求，渠道端三四线及以下市场升级表现更为明显。2018上半年乳制品行业实现净利润41.94亿元，同比增长10.92%，增速较收入放缓，主要是2018Q2受到世界杯重大赛事影响，乳企加大销售费用投入。

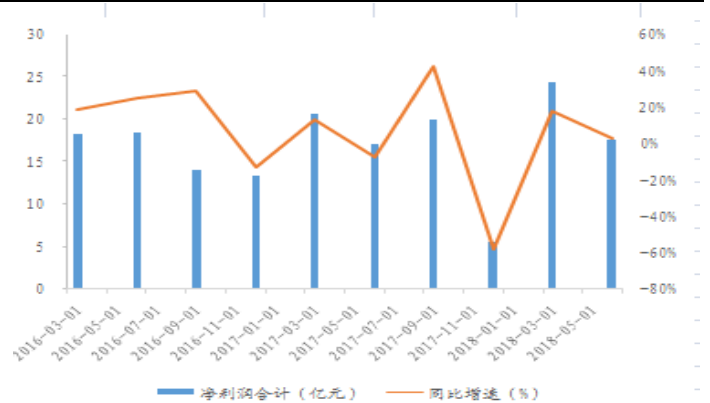
根据尼尔森数据，2018上半年伊利常温液态奶市场零售额份额比上年提高2.4个百分点，龙头市占率不断提升。龙头伊利股份2018上半年实现营业收入399.43亿元，同比增长19.26%，实现净利润34.36亿元，同比增长2.43%，主要是营销费用投放和冬奥会费用结算影响净利润。在行业保持较好景气度的同时，龙头乳企持续保持快于行业的增速，说明龙头凭借竞争优势加速收割行业份额。

图 14: 乳品上市公司营收及同比变化



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 15: 乳品上市公司净利润及同比变化

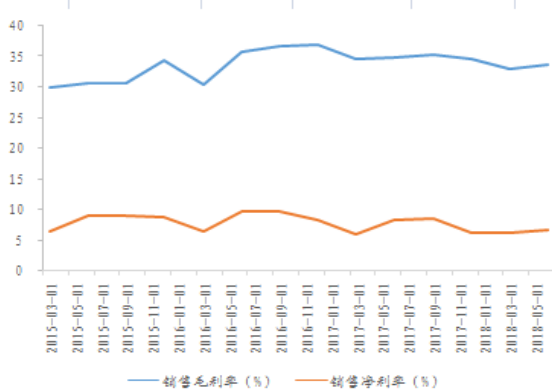


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 4.2、费用率有所提升

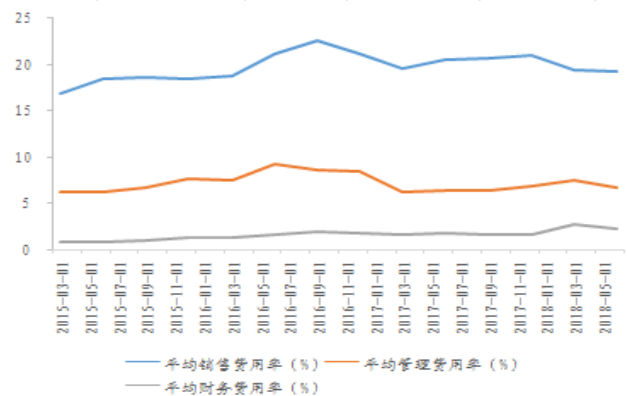
从原材料来看，2018上半年国内生鲜乳价格同比持平，大包粉价格略有上涨，白糖价格有所回落，包材同比上涨明显，导致整体成本有所上涨。同时，高端产品增速持续快于整体增速及奶粉保持快于液态奶增速，产品结构改善对毛利率有所贡献，毛利率基本稳定。2018上半年板块销售费用率24.58%，小幅上升0.71个百分点，主要是市场竞争愈加激烈的情况下，龙头企业竞相加大广告营销投入。2018上半年伊利、蒙牛销售费用率分别为25.5%、28.9%，分别同比上升2.7、3.8个百分点，费用投放强度有所提升，伊利坚持与竞争对手拉开差距的战略，而蒙牛在战略调整成效显现的背景下，也以更积极的态度应对竞争，短期费用投放压力较大。

图 16: 乳品上市公司销售毛利率和净利率



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 17: 乳品上市公司期间费用率



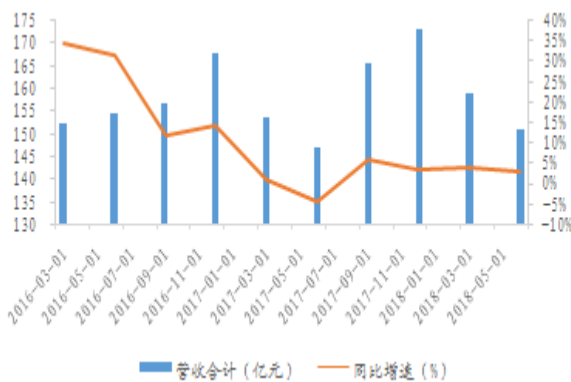
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 5、肉制品: 屠宰加速放量, 非洲猪瘟影响小

### 5.1、行业利润快速增长

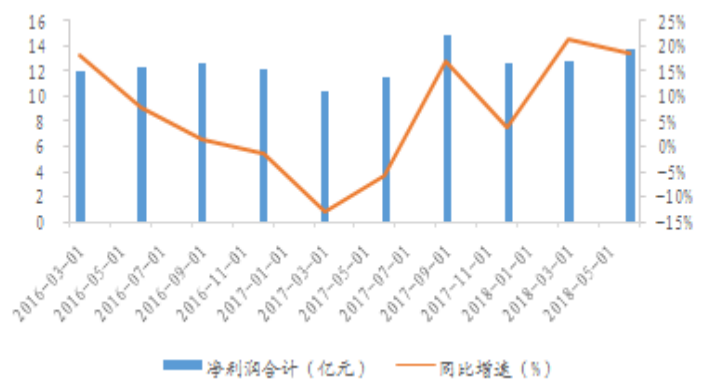
肉制品板块 2018 上半年实现营业收入 309.51 亿元, 同比增长 3.04%, 实现净利润 26.45 亿元, 同比增长 20.02%, 净利润增长主要得益于上半年生猪价格同比下滑明显, 猪价下行带动屠宰业务放量。2018 上半年肉制品板块销售毛利率 18.84%, 同比提升 1.62 个百分点, 盈利能力提升较为显著, 一方面, 猪价下行降低生猪采购成本, 屠宰价差扩大, 屠宰盈利水平提升显著, 另一方面, 猪价下行降低肉制品成本, 盈利改善逐步显现。

图 18: 肉制品行业收入及增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 肉制品行业净利润及增速



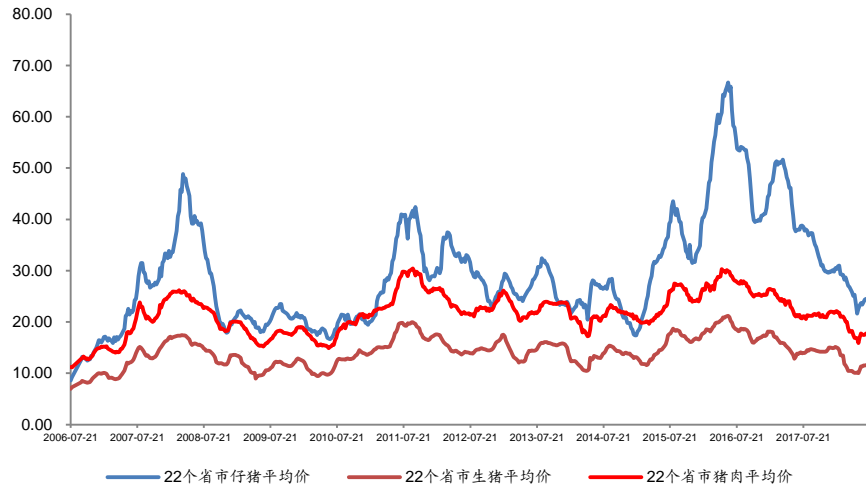
资料来源: wind, 国海证券研究所

### 5.2、猪价下跌屠宰放量

2018 上半年猪价同比继续下降, 根据 wind 数据, 截止 2018 年 6 月底, 22 省市仔猪、生猪、猪肉均价同比分别下降 35.44%、17.07%和 16.92%。猪价下行利好屠宰, 一方面, 肉价下降促进了消费端对猪肉的需求, 进而带来屠宰量的

增加，另一方面，增加屠宰量会提升产能利用率，带来成本下降。从双汇发展数据来看，猪价下行推动屠宰业务放量，上半年屠宰量 827.45 万头，同比增长 30.42%，其中二季度屠宰量达到 435 万头，同比增长 26.4%。二季度头均净利润达到 60 元，屠宰部门整体利润达到 2.6 亿元，同比增长 116%。

图 20: 猪价大幅下跌 (元/千克)



资料来源: wind, 国海证券研究所

### 5.3、非洲猪瘟对双汇影响小

双汇发展 2018 上半年实现营业收入 236.21 亿元，同比下滑 1.57%，实现归属于上市公司股东的净利润 23.85 亿元，同比增长 25.28%。分业务看，屠宰业务实现收入 139.52 亿元，同比下滑 4.22%，主要是受猪价下行影响。肉制品业务实现收入 114.22 亿元，同比增长 4.49%，主要是通过引入高端新品、拓展新渠道、改组销售队伍，肉制品产品结构转型初见成效，高端产品带动增长。

非洲猪瘟对公司影响有限。随着非洲猪瘟的连续爆发，市场担忧非洲猪瘟疫情对公司的影响，从目前来看，非洲猪瘟影响有限：(1) 目前非洲猪瘟呈现点状爆发态势，并没有呈面状爆发；(2) 疫情爆发后，政府迅速采取处置措施，防止疫情蔓延；(3) 非洲猪瘟不会传染给人类，55℃加热 30 分钟或 60℃加热 10 分钟可以杀死病毒，预计不会对消费造成影响；(4) 目前双汇其他工厂并未检测出非洲猪瘟疫情；(5) 郑州双汇根据要求暂停生产，积极配合做好相关工作，郑州双汇目前的市场订单已经转移到双汇其他屠宰厂，不影响市场供应；(6) 其他工厂将加强生猪收购环节的检验检疫工作，确保不接受有问题的生猪，确保发往市场的产品完全放心。

图 21: 双汇发展营业收入及增速

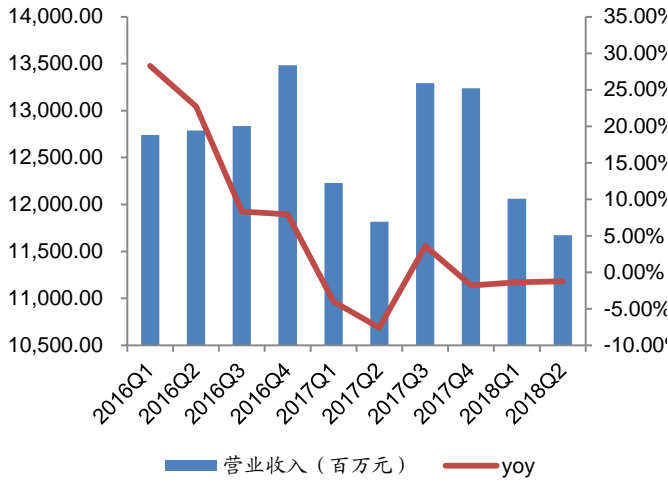
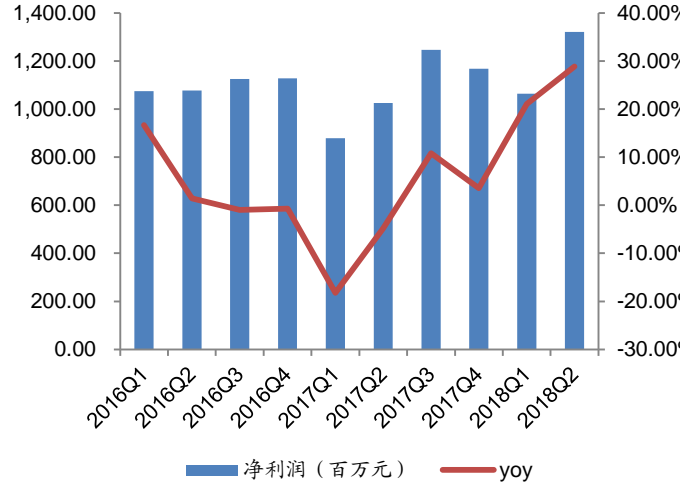


图 22: 双汇发展净利润及增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

## 6、调味品: 行业高成长, 贸易战对成本存影响

### 6.1、行业高增长, 毛利持续提升

行业继续高增长, 高基数增速小幅下滑。2018H1 调味品板块收入 180.55 亿元, 同比增长 14.51%, 净利润 34.71 亿元, 同比增长 28.82%。2018Q2 板块收入 85.81 亿元, 同比增长 13.63%, 净利润 15.80 亿元, 同比增长 23.57%。调味品板块 Q2 收入、利润增速较 Q1 有所下降, 主要原因系: 1) 量: 调味品下游餐饮渠道收入增速有小幅下行, 2018H 餐饮收入累计同比增长 9.9%, 低于 Q1 的增速 10.30%; 2) 部分上市公司 2017Q1 末或 2017Q2 进行提价, 高基数影响下增速有所回落。

表 3: 调味品行业典型上市公司营业收入和净利润

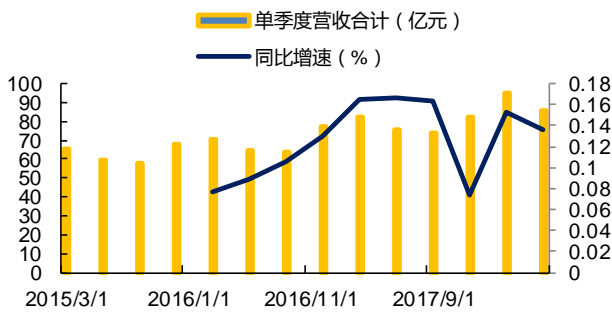
代码	公司名称	2018H1				2018Q2			
		营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)
002495.SZ	佳隆股份	1.72	18.76%	0.25	36.36%	0.85	2.60%	0.13	11.82%
002650.SZ	加加食品	9.31	-4.57%	0.81	-18.48%	3.99	-11.73%	0.27	-33.59%
600305.SH	恒顺醋业	8.05	9.71%	1.22	29.21%	4.05	11.24%	0.63	29.48%
600872.SH	中炬高新	21.74	20.49%	3.75	58.39%	10.20	22.94%	1.89	78.32%
603027.SH	千禾味业	4.79	-0.33%	1.35	79.80%	2.33	2.64%	0.26	-32.54%
603288.SH	海天味业	87.20	17.24%	22.49	23.43%	40.26	17.48%	10.46	23.55%
600298.SH	安琪酵母	33.27	14.33%	5.20	16.39%	16.96	13.78%	2.36	6.59%
600866.SH	星湖科技	4.44	59.04%	0.17	-140.36%	2.12	27.90%	0.09	-157.40%
600186.SH	莲花健康	8.49	-4.28%	-0.73	-0.59%	4.20	-7.74%	-0.38	47.44%



603696.SH	安记食品	1.54	35.10%	0.21	24.94%	0.84	47.50%	0.10	45.89%
合计		147.28	14.56%	29.52	31.29%	68.85	13.59%	13.44	27.13%

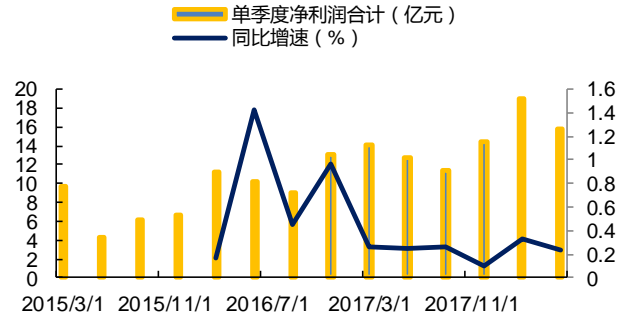
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 23: 调味品行业营业收入及增速 (单季度)



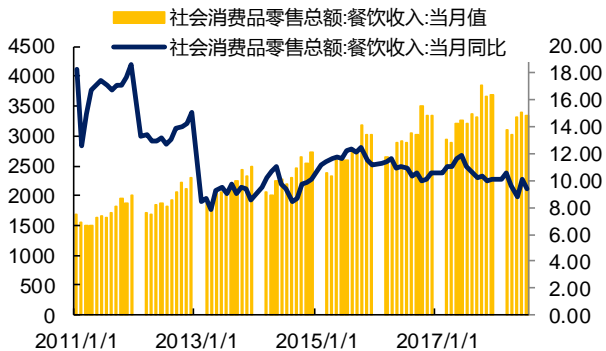
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 调味品行业净利润及增速 (单季度)



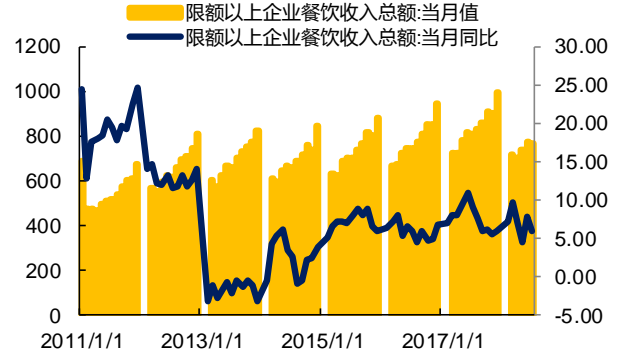
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 餐饮行业收入及增速 (当月值)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 限额以上餐饮行业收入及增速 (当月值)

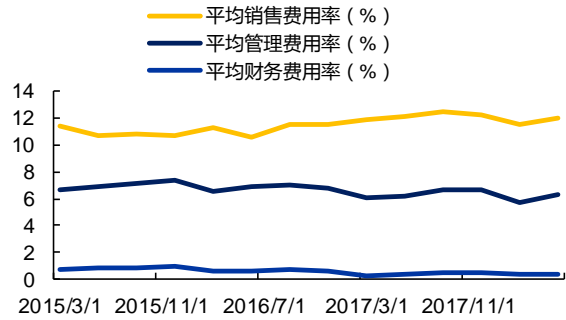
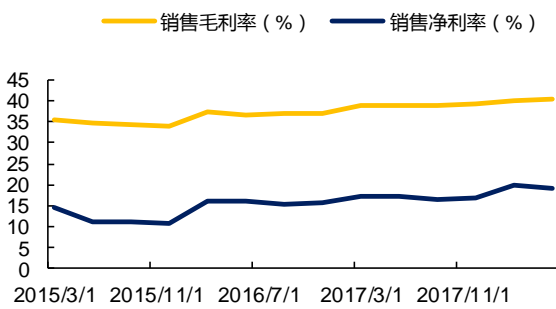


资料来源: wind, 国海证券研究所

毛利率、净利率同比提升, 费用投放回归正常。2018H1 调味品板块毛利率 40.54%, 同比提升 1.75pct, 提价叠加产品升级是主要因素; 销售费用率下行 0.18pct, 主要系 2017 年提价背景下调味品公司增加费用返利, 2018 年费用支出回归正常所致; 毛利率提升叠加费用投放优化, 板块净利率有所提升, 2018H1 调味品公司净利率 19.23%, 同比提升 2.14pct, 盈利能力持续改善。

图 27: 调味品行业毛利率及净利率

图 28: 调味品行业销售/管理/财务费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

## 6.2、贸易战影响成本，提价或期货有望对冲

### (1) 美国大豆加征关税事件

2018年4月4日，国务院关税税则委员会发布了对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告，决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，具体实施日期将视美国政府对我国商品加征关税实施情况另行公布。2018年6月15日，美国政府突然宣布对中国进口的500亿美元产品加征关税，其中340亿美元产品于7月6日起实施。作为回应，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中545项约340亿美元商品自7月6日起实施，优先征收关税的以农产品、汽车和水产品为主。在中国政府加征关税措施之前，中国进口美大豆关税仅为3%。

### (2) 大豆供需判断及加税对美豆价格影响

国内大豆价格受供需双方影响。需求端来看，国内大豆消费量较为稳定，压榨为主要用途。供给端来看，国内大豆大量依赖进口，进口国主要为巴西和美国(53%、34%)。供需上来看，由于我国国内大豆供给依赖进口，国内大豆现货价格与进口大豆成本紧密联系。

#### 1) 需求端

大豆消费量稳中有升，压榨为最大用途。我国是世界上大豆主要消费国，大豆消费量稳步上升，根据中国产业信息网数据，2017年我国大豆消费量超过1.1亿吨，位居世界首位，2017年国内大豆消费中用作压榨用途的大豆占比达到83%，食用消耗占比为14%，饲用消耗占比仅为2%。

#### 2) 供给端

国内大豆主要依赖进口，进口国主要为巴西、美国。以2017年为例，根据中国产业信息网数据，国内大豆产量仅为1530万吨，进口大豆量达到9600万吨，

进口大豆份额高达 86%（未考虑期初库存）。目前我国进口大豆来源国单一，主要为巴西、美国。以 2017 年为例，根据中国产业信息网数据，巴西大豆占我国进口大豆总量的 53%，美国大豆占比 34%。近年来，我国逐渐降低对美国大豆的依赖，大豆进口地逐渐转向巴西、阿根廷等南美洲国家。

由于我国国内大豆供给依赖进口，国内大豆现货价格与进口大豆成本紧密联系。美豆和南美豆的进口成本直接关系到当年国内大豆现货价水平。另外，南美豆和美豆的进口成本差别不大，且高度相关。

供给存季节性，美豆旺季集中在每年 9 月份以后。南美大豆和美豆在不同时期主导全球大豆市场，3-8 月份为美豆淡季，巴西旺季，9 月-次年 2 月为美豆旺季，巴西淡季。

### 3) 价格判断

#### 理论分析:

加征关税后美豆价格可至 4100 元/吨之间。进口大豆价格主要由 FOB 价格、运费、保险费、税费等组成。目前关税税率为 3%，增值税税率为 11%（2017 年 7 月开始农产品进口增值税税率由 13% 下降至 11%）。加征关税前美豆到岸完税价约为 3300-3400 元/吨，加征 25% 关税后，根据农业组测算，到岸完税价提高至 4100 元/吨左右，进口成本增加至 700 元/吨（增幅 22% 左右）。

情景分析下，国内大豆价格提价幅度为 7.5%-22%。假设加征关税对供给结构无影响，乐观预期下，美豆价格上涨，其他地区不受影响，国内大豆价格将上行 7.5%，悲观预期下，美豆价格上涨带动全球大豆价格均上行 22%，则国内大豆价格将上行 22%。

表 4: 国内大豆价格涨幅情景分析

	占比	乐观提价	悲观提价
美国	34%	22%	22%
巴西	53%	0%	22%
阿根廷	7%	0%	22%
其他	6%	0%	22%
合计	100%	7.58%	22%

数据来源：中国产业信息网；国海证券研究所

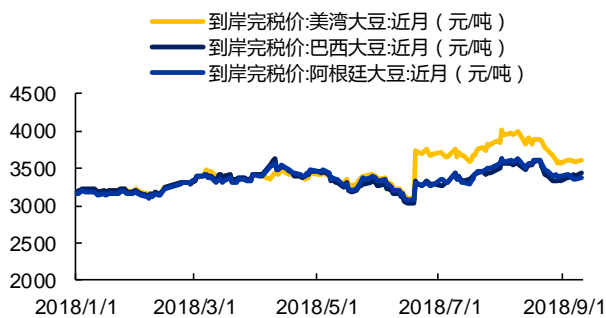
#### 实际价格:

加征关税后美豆到岸完税价格上涨 20%，较南美豆溢价 8%-13%。2018 年 6 月 15 日美国宣布确定加征关税，6 月 18 日，美豆到岸完税价由先前的 3104 元/吨提高至 3747 元/吨，涨幅 20.71%，同时也带动了巴西大豆、阿根廷大豆上涨，分别上涨 9.38%、7.51%。6 月 15 日以来，美豆价格维持在 3600 元-3800 元/吨之间，较南美豆溢价 8%-13%。

国内大豆价格尚未变动，预期美豆旺季来临，国内大豆价格会迎来一波上涨。

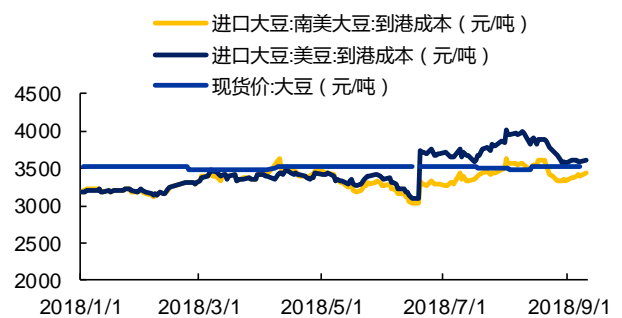
2018 年以来，国内大豆现货价格维持稳定，维持在 3450-3550 元/吨之间。目前尚处于美豆淡季，对国内大豆价格影响不大。9 月份以后，美豆迎来收获期，美豆将对价格起到更决定性作用，预计 9 月份大豆价格可能会迎来一波新的上涨，上涨幅度预计约为 7.5%-22%。

图 29: 进口大豆到岸完税价



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 30: 进口大豆到港成本



资料来源: wind, 国海证券研究所

### (3) 大豆价格变动对调味品行业毛利率影响

海天味业: 上游采购为东北大豆、豆粕, 根据招股说明书数据, 2012 年原材料中大豆占比 17%。我们对海天味业毛利率对大豆价格进行敏感性分析, 若大豆价格变动在 7.5%-22%, 公司毛利率下降 0.69%-2.03%。

中炬高新: 全部购买东北大豆, 根据公司公告, 2012 年公司原材料中大豆占比 27%。我们对海天味业毛利率对大豆价格进行敏感性分析, 若大豆价格变动在 7.5%-22%, 公司毛利率下降 3.00%-8.79%。

表 5: 海天味业大豆价格弹性分析

	基准	0%	5%	7.50%	10%	15%	22%
大豆在总成本中占比	17%						
收入	100%						
成本	54.30%						
毛利率 (2017)	45.70%						
毛利率变动	—	0.00%	0.46%	0.69%	0.92%	1.38%	2.03%
变动后毛利率	—	45.70%	45.24%	45.01%	44.78%	44.32%	43.67%

数据来源: 国海证券研究所

表 6: 中炬高新大豆价格弹性分析

	基准	0%	5%	7.50%	10%	15%	22%
大豆在总成本中占比	27%						
收入	100%						
成本	60.06%						
毛利率(2017)	39.94%						
毛利率变动	—	0.00%	2.00%	3.00%	3.99%	5.99%	8.79%
变动后毛利率	—	39.94%	37.94%	36.94%	35.95%	33.95%	31.15%

数据来源：国海证券研究所

#### (4) 调味品可能应对措施

海天味业：海天上游议价能力强，原材料有价格锁定机制；同时公司对下游议价能力强，可通过提价进行原材料成本转嫁，或通过期货对冲等方式进行价格平滑。

中炬高新：中炬高新采购东北大豆，采购价格跟随市场波动，公司具有一定的品牌力，也可以通过提价进行一定的成本转嫁，或通过期货对冲等方式进行价格平滑。

## 7、休闲食品：线上模式领跑，规模优势逐渐显现

### 7.1、收入高增长，线上模式领跑

收入高增长彰显行业高景气，毛利率下行净利润负增长。2018H1 年休闲食品典型上市公司实现营收 103.56 亿元，同比增长 20.92%，净利润 6.59 亿元，同比下降 7.60%，其中 Q2 实现营收 45.70 亿元，同比增长 19.38%，净利润 2.35 亿元，同比下降 20.31%。收入端来看，子行业维持了 20%+增速，彰显出行业较高景气度。净利润端来看，抛开 2017Q4 受春节延后因素影响导致净利润增速下滑之外，这是 2016 年以来首次单季度净利润出现负增长，主要原因是毛利率下降所致。

线上模式领跑行业，线下模式表现各异。休闲零食具有品类多、延迟消费、产品生命周期短、类标品等特性，线上渠道天然占优。线上零食渠道商好想你/百草味享受行业增长高红利，上半年实现营收增长 35.11%。线下品牌商盐津铺子通过品类聚焦坚果、烘焙两大品类，重点开拓省外 KA 渠道，营收增长 33.12%。线下渠道商来伊份收入同比增长 11.17%，而线下品牌+渠道商桂发祥同比增长 1.75%，主要系单店收入增长不高所致，煌上煌同比增长 36.64%，主要系加大省外区域市场扩张，以及非休闲卤制品/米制品业务大增所致。

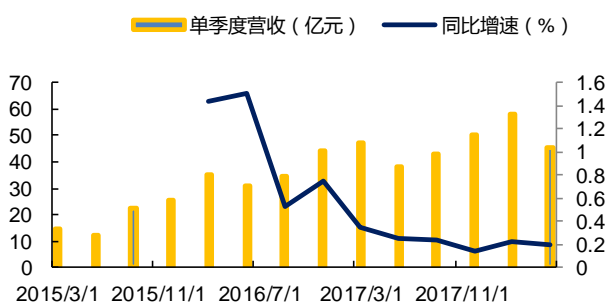
表 7：休闲食品典型上市公司营业收入和净利润

代码	公司名称	2018H1				2018Q2			
		营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)
002557.SZ	洽洽食品	18.74	17.14%	1.77	19.06%	8.48	5.86%	0.91	27.40%
002582.SZ	好想你	26.26	35.11%	0.94	43.04%	8.35	29.87%	-0.23	-410.81%

603517.SH	绝味食品	20.85	12.62%	3.11	31.44%	11.20	14.87%	1.62	32.47%
002847.SZ	盐津铺子	4.88	33.12%	0.39	-4.87%	2.50	55.94%	0.12	-23.26%
603777.SH	来伊份	19.93	11.17%	0.37	-57.26%	7.98	9.79%	-0.05	-144.45%
002820.SZ	桂发祥	2.57	1.75%	0.46	-9.65%	1.02	0.41%	0.16	-15.41%
002695.SZ	煌上煌	10.33	36.34%	1.20	44.62%	6.18	46.67%	0.70	45.95%
合计		103.56	20.92%	6.59	-7.60%	45.70	19.38%	2.36	-20.31%

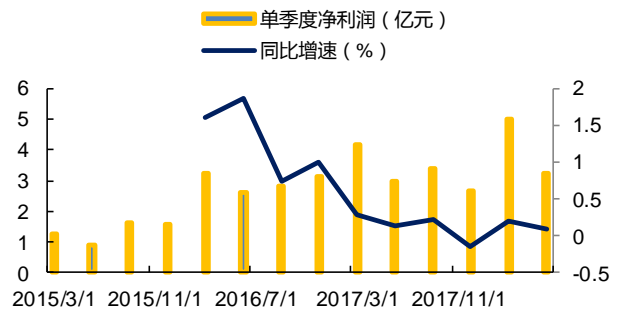
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 31: 休闲食品上市公司营收及增速 (单季度)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 32: 休闲食品上市公司净利润及增速 (单季度)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 7.2、期间费用继续下行, 规模优势不断显现

2018H1 休闲食品行业毛利率 34.77%，同比下降 1.52pct。毛利率下降主要原因有：1）行业内龙头公司，如三只松鼠挑起价格战，促销产品走量不走价；2）公司产品不断多元化，较低毛利产品如短保烘焙类产品占比提升，拉低了总体毛利率。净利率 7.96%，同比下降 0.36pct，主要系毛利下行所致。2018H 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 17.87%（同比下降 0.84pct）、6.80%（同比提升 0.01pct）、0.05%（同比下降 0.19pct），在销量不断增加的情况下，休闲食品公司规模优势逐渐显现。

图 33: 休闲食品上市公司销售毛利率和净利率

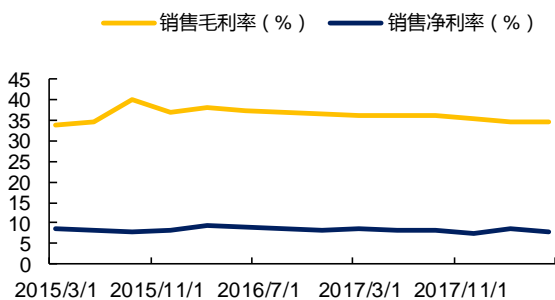
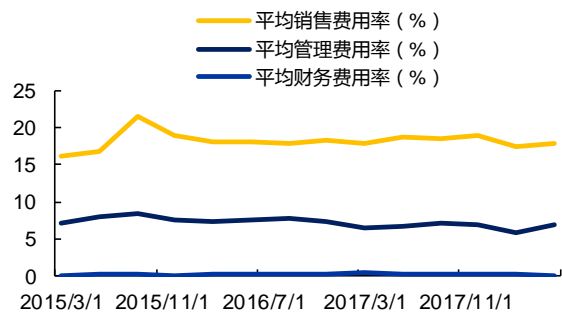


图 34: 休闲食品上市公司期间费用率



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

## 8、烘焙食品：行业高景气，毛利不断提升

### 8.1、行业高景气，模式不同表现不一

行业高景气，收入 15%+ 增长。2018H1 烘焙食品上市公司继续保持高增长，实现营收 28.83 亿元，同比增长 16.45%；实现净利润 2.84 亿元，同比增长 52.19%，其中 Q2 行业实现营收 16.22 亿元，同比增长 16.71%，实现净利润 2.06 亿元，同比增长 53.21%，行业持续保持高速增长，彰显出烘焙品类的高景气度。

模式不同，表现不一。“中央工厂+批发”模式公司桃李面包已进入成长中期，公司核心竞争力突出，商业模式不断打磨，地区收入及业绩增速显现公司模式优良，异地扩张阻力较小。“中央工厂+门店”模式公司元祖股份凭借优秀的门店管理能力和控费能力，不断丰富产品品类和总结销售经验，在上半年淡季情况下，收入实现了 8%+ 的收入增长。

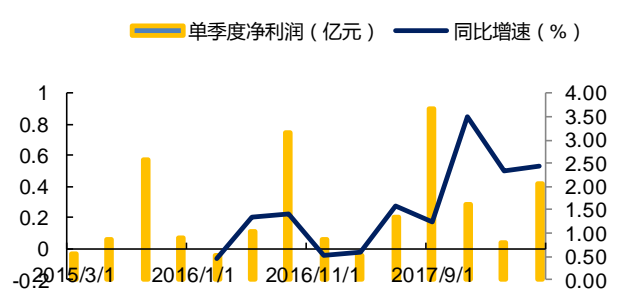
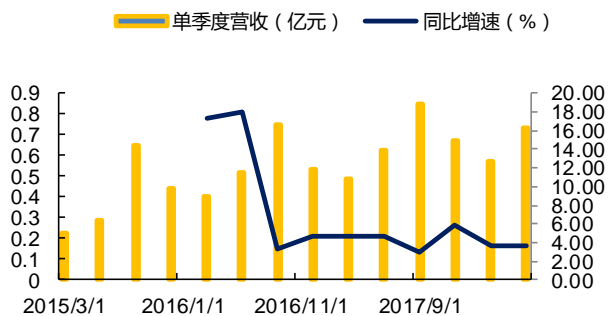
表 8：烘焙食品行业上市公司营业收入和净利润

代码	公司名称	2018H1				2018Q2			
		营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)	营业收入 (亿元)	YOY (%)	净利润 (亿元)	YOY (%)
603866.SH	桃李面包	21.67	19.33%	2.63	43.54%	11.78	18.30%	1.55	38.41%
603886.SH	元祖股份	7.17	8.56%	0.21	517.10%	4.44	12.69%	0.51	127.15%
合计		28.83	16.45%	2.84	52.19%	16.22	16.71%	2.06	53.21%

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 35：烘焙食品上市公司营收及增速（单季度）

图 36：烘焙食品上市公司净利润及增速（单季度）



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

### 8.2、品类丰富，毛利不断提升

毛利率、净利率稳中有升，费用下降规模优势凸显。2018H 烘焙上市公司毛利率 44.82%，同比提升 2.36pct，毛利率提升主要来源于公司不断进行品类创新，毛利产品占比不断提升。公司期间费用率 31.81%，与上期持平，其中销售费用率

28.48%，同比提高了 0.77pct，管理费用率 3.59%，同比下降了 0.51pct。净利率 9.85%，同比提升 2.31pct，净利率提升主要受益于行业内公司毛利提升和费用可控。

图 37: 烘焙食品上市公司利润率水平

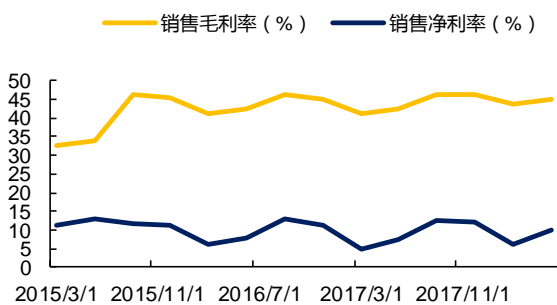
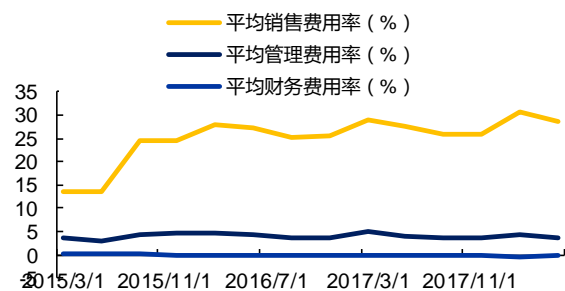


图 38: 烘焙食品上市公司费用率水平



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 9、行业评级及投资策略

维持食品饮料行业“推荐”评级。从基本面来看，在经济不好的情形下，白酒看两端，高端看贵州茅台，低端看顺鑫农业。食品板块中 2C 类必需品公司受贸易战影响较小，建议关注。从估值来看，主要龙头公司估值仍处于合理水平。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。

## 10、重点推荐个股

### 10.1、贵州茅台

#### (1) 二季度收入超预期

公司上半年净利润同比增长 40%，主要是：(1) 2018 年 12 月底，公司上调茅台酒产品价格，平均上调幅度 18%左右；(2) 茅台酒发货量仍有增长，同时系列酒快速增长，量价齐升拉动业绩增长。分季度来看，二季度实现总收入 166 亿元，同比增长 43%，收入增长超预期，主要是公司二季度茅台酒发货量 5000 吨左右，同时非标产品和生肖酒占比提升，均价提升超预期。



## (2) 毛利率小幅提升

公司上半年毛利率 90.94%，同比上升 1.32 个百分点，主要是 2018 年底提价和产品结构提升。从预收账款来看，一季度末公司尚有预收账款 131.72 亿元，上半年预收账款 99.4 亿元，同比下降 31%，主要是公司仅允许经销商按月打款，从而降低了渠道为了尽早排队到货的提前打款意愿，经销商预付的货款减少。公司为了减少经销商占款、提升发货效率，2018 年下半年就改变了传统打款发货方式，预计后续还会持续回落。

## (3) 系列酒快速增长

分产品看，茅台酒上半年实现收入 294 亿元，同比增长 35.86%，上半年发货量小幅增长，价格提升贡献较大，2018 年茅台酒吨酒价格 173.5 万，预计 2018Q2 提价贡献 22%以上，茅台酒吨酒价格达 210 万左右。在茅台酒供应有限的情况下，公司积极推动系列酒放量，系列酒上半年实现收入 40 亿元，同比增长 56.65%，上半年茅台酱香酒的销量近 1.6 万吨，占全年计划的 53%，销量和结构提升均超预期，王子酒和汉酱的表现十分抢眼，从新招商的情况和销售增长来看，系列酒的市场拓展比较顺利，营销渠道下沉和大单品发力，全年有望完成 80 亿元收入目标。

## (4) 一批价总体平稳

近期茅台一批价基本在 1600-1700 元，终端烟酒店价格普遍在 1700 元以上，部分商超仍旧无货，在公司控价的背景下，价格总体平稳。为了吸取 2012 年因囤货投机导致价格泡沫的教训，公司从 2018 年开始就已经采取了一系列的控价措施，包括强制限价和旺季大幅放量，最大限度的促进真实消费。我们认为，茅台吸取上一轮白酒调整的教训，变得更加理性，在市场繁荣阶段积极主动的控制价格和发货节奏，防止价格过快上涨，让茅台的增长更加健康和稳定，拉长繁荣周期。

**(5) 投资建议：**公司是高端酒第一品牌，茅台酒量价齐升，系列酒快速增长，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；食品安全事件；需求不达预期。

## 10.2、顺鑫农业

### (1) 白酒拉动增长，外埠市场猛增

分产品看，白酒行业实现销售收入 57.74 亿元，同比增长 62.29%，屠宰行业实现销售收入 12.31 亿元，同比下滑 23.11%。分区域看，大本营北京地区实现营业收入 28.76 亿元，同比下降 28%，外埠地区实现营业收入 43.46 亿元，同比增长 71.31%，公司循序渐进拓展京外市场，全国化之路稳步推进，外埠市场占比有望进一步提升。

## (2) 白酒毛利率下降，期间费用率下降

公司 2018 年上半年毛利率 39.75%，同比上升 3.59 个百分点，其中白酒行业毛利率 47.66%，同比下降 12 个百分点，主要是由于 2017 年下半年开始，公司白酒业务改变了市场开发及推广投入的方式，市场开发及推广费用让经销商承担，然后给予经销商产品销售折扣，导致营业成本上升，毛利率下降。2018 上半年期间费用率 18.92%，同比下降 1.83 个百分点，公司销售规模在白酒上市公司中最大，远高于全国化能力最强的洋河，销售规模的快速扩大将带来规模效应，费用率仍有下降空间。

## (3) 品牌知名度高，产品性价比优势凸显

公司白酒总体上以中低端为主，在低价位上仍然能保持较高的毛利率，实现较好的盈利能力。一方面在于公司控制成本的能力，通过生产极简（固液法）、包装极简（光瓶酒）、运营模式极简（大商模式），实现大众白酒的效率领先；另一方面，公司白酒品牌知名度高，王刚代言的“正宗二锅头，地道北京味”广告响遍全国。我国拥有 14 亿多人口，牛栏山产品性价比高，具有广泛的基层消费群体，牛栏山白酒销售规模的扩大，符合消费升级趋势，是对众多散装酒和杂牌低端盒装酒的替代。

## (4) 由北向南，全国化扩张之路逐渐推进

公司全国化战略稳扎稳打，市场开拓由京城到周边，由北向南依次推进。2005 年，公司提出“一城、两洲、三区”的全国化销售布局，2012 年，提出“1+4+5”策略，2015 年，提出“2+6+2”市场深耕策略，深化“北方板块”的同时，开始发力“南方板块”。目前牛栏山已经拥有了包括河北、内蒙、江苏等多达 18 个亿元级省级市场，外埠市场销售收入逐年提高，2018 上半年长江三角洲市场销售收入同比增长 78%，湖南市场销售收入同比增长 103%，新疆市场销售收入同比增长 160%，全国化布局收效显著。未来几年，公司将重点打造“样板市场群”，在长三角、珠三角、华北、东北和西北，甄选并培育 5-10 个外阜重点市场，形成 5-10 亿元销售规模的省级样板市场。

## (5) 牛栏山产品结构也在逐步升级

陈酿的发展源于消费升级下对散装酒和杂牌低端盒酒的替代。同时，在消费升级下，陈酿自身也在升级，比如向上发展精制陈酿（零售价 22 元/500ml 左右）和珍品陈酿（30 元/500ml 左右）。此外，基于陈酿系列的成功经验，公司在成熟市场主动推进百元系列产品，目前以三牛为代表的百年牛栏山系列估计年销售额 10 亿元以上，已经初具气候。牛栏山酒立足北京市场深耕多年，在北京人民心中美誉度高，可类比其他强势地产酒如洋河，古井等在省内引导的升级。

## (6) 产能布局合理，辐射西南、西北地区

公司 2017 年销量 43 万吨，同比增长 28.75%，为了满足销量的不断增长，公司产能持续扩充。目前，牛栏山拥有三个生产基地，分别位于北京顺义、河北香河、四川成都，2017 年 4 月，顺鑫成都新生产基地投入运营，基地坐落四川省成

都市蒲江县，可享受优越的酿酒条件，有利于降低生产成本，同时，基地可以有效辐射西南地区，减少运输成本。

**(7) 投资建议：**公司是光瓶酒龙头，品牌知名度高，产品性价比优势凸显，产品结构逐步升级，全国化格局有望快速提升，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全事件；宏观经济下行；行业竞争加剧

## 10.3、克明面业

### (1) 营销策略调整得当，实际效果逐渐显现

公司 2018 上半年营业收入同比增长 26.53%，保持良好的增长势头。上半年业绩增长较好主要是：(1) 公司管理层紧紧围绕发展战略，积极推行核心终端建设和渠道建设开发，营销策略调整得当，实际效果逐渐显现；(2) 产业链一体化，原材料面粉实现部分自供，产品成本得到显著降低；(3) 公司收到的政府补助增加。总体来看，营销策略调整得当为公司 2018 年面条增长奠定良好基础，叠加 2016 年底提价过激行为的负面影响带来的低基数，2018 年销量同比增速有望明显提升。

### (2) 产业链一体化布局，毛利率将稳步上升

公司产业链一体化效果开始显现，2018 上半年毛利率 23.81%，同比上升 2.15 个百分点。公司面粉实现自给，预计能节省成本 150-170 元/吨，2018 年面粉自给 50%，2019 年预计实现 75%面粉自给，2020 年预计实现 100%面粉自给，考虑到小麦每年 6-7 月份是收购季节，在收购季节是买入收储，价格是相对低点，成本更低，总体贡献 3-4 个点毛利率。2018 上半年期间费用率 14.79%，同比下降 0.04 个百分点，其中销售费用率 9.65 个百分点，同比下降 0.48 个百分点，管理费用率 4.36%，同比上升 0.22 个百分点，主要是本期较上年同期子公司增加，财务费用率 0.78%，同比上升 0.22 个百分点，主要是银行短期借款确认的利息支出增加。总体来看，公司费用控制较好，随着销售规模扩大，规模优势逐步显现，费用率有望下降。

### (3) 挂面行业增长潜力依旧较大

挂面行业市场规模从 2009 年的 144 亿元增长到 2015 年的 462 亿元，保持较快增长，未来行业增长潜力依旧较大，面条行业增长主要来源于：(1) 南方人吃面习惯改善，吃面频率增加；(2) 随着生活水平的提升，消费者对品牌越来越注重，加上环保、成本上涨等因素导致小作坊加速退出，市场份额会逐步向克明等龙头集中；(3) 随着消费升级演进，高端产品及功能、口感创新产品将维持高增长。

### (4) 鲜湿面仍以小作坊为主，克明有望抢占再成龙头

鲜湿面营养健康，又具有方便快捷的特点，目前消费以 B2B 为主，主要供给

餐饮，随着生活水平的提升，外出就餐增加，餐饮行业的持续增长带动鲜湿面快速增长。目前行业市场空间较大，行业仍以小作坊为主，公司在湖南南县、长沙、湖北武汉、四川成都、河南以及后续在华东地区建有生产基地，可辐射方圆 300 公里，预计 2020 年公司鲜湿面有望大力发力，在 B2B 领域再创辉煌。

#### (5) 五谷道场协同发展，预计有望扭亏为盈

五谷道场在非油炸领域深耕多年，产品契合健康消费趋势，具备强大品牌影响力，克明面业收购五谷道场后，有望通过成本、管理、渠道方面的协同实现较好发展，实现扭亏为盈：（1）五谷道场和公司挂面渠道 60%以上重叠，可借助公司渠道从北方区域向南方区域渗透。2018 年公司计划将五谷道场的产品导入至 100 个挂面经销商；（2）五谷道场采取事业部制独立运作，原有核心人员均得以保留，公司现有的管理方式和员工激励方式更能调动员工积极性；（3）从成本端来看，五谷道场从北京搬到新乡，面粉原辅料采购成本会更低。

#### (6) 激励机制完善，员工利益深度绑定

公司已推出两期员工持股计划，第一期员工持股计划已于 2018 年 5 月完成买入，占总股本 4.81%，均价 16.64 元(17 年分红后 16.24 元)。第二期员工持股计划于 2018 年 11 月完成买入，占总股本 4.52%，均价 15.45 元(17 年分红后 15.25 元)。两期员工持股合计 31270261 股，占公司总股本 9.33%。员工持股按照 2:1 杠杆，假设按 5%付息，则目前员工持股成本预计要达到 18 元/股左右。2018 年 7 月 18 日，公司发布股票期权激励计划，拟向激励对象授予权益总计 1721 万份，行权价格为 13.41 元。通过股权激励、员工持股计划实现管理层、员工和公司利益深度绑定，有望推动公司业绩稳步增长。

**(7) 投资建议：**公司并购业务扭亏为盈，产业链一体化提升毛利率，未来三年有望较快增长，员工持股激励到位，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全事件；市场拓展不确定性；新品销售不达预期；并购业务发展的不确定性

## 10.4、好想你

#### (1) 百草味：零食电商竞争进入下半场，爆品可期

行业上，零食电商线上红利逐渐消失，单位获客成本逐渐攀升，线上已形成三只松鼠、百草味、良品铺子为首的寡头竞争局面。公司上，1) 产品：2016 年百草味实行超级大单品战略，成功打造了“抱抱果”、“90 日鲜”每日坚果两大单品。今年公司将研发百余款新品，预期 2 款爆品出现，在双 11 期间大力推出。2) 渠道：百草味成立线下团队，运用阿里零售通等新零售方式布局商超、便利店等线下终端。

#### (2) 好想你本部：新品、渠道、营销改善向好

1) 产品: 新推 FD 系列, 主打清菲菲。2018 年 9 月, 公司推出首款 FD 产品“清菲菲”, 2018 年公司将推出新品 FD 果蔬系列、果果茶等。截至目前, 在未进行广告投放情况下, 清菲菲已实现销售收入(出厂口径)4000 万元, 今年公司将加大“清菲菲”产品的推广力度, 兼具“健康+方便+代餐”特性单品有望迎来高速增长。2) 渠道: 未来拟打造四大门店形态: 专卖店、社区店、商业组合体店、商超店中店, 其中专卖店将从目前的 1.0-3.0 升级到 4.0 版本。3) 营销: 公司聘请国际知名广告公司, 对公司部分产品包装进行升级。好百牵手后, 本部新品推出、门店及包装升级, 改善向好明显。

### (3) 未来趋势: 好百联姻, 协同效应日渐凸显

2016 年好想你收购百草味, 休闲食品线上渠道与线下渠道形式上实现联姻。经过两年的磨合, 双方已在人员、物流、资金、生产等后端支持方面实现了协同。目前公司实现双品牌运作模式, 未来双方将在更多方面进行尝试。

### (4) 盈利预测和投资评级: 维持“买入”评级

好想你本部产品、渠道均有大幅改善, 百草味今年拟推两款独家新品, 好百联姻, 未来合作可期, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧; 食品安全问题; 新品推出能力不及预期; 费用控制不及预期; 与百草味合作协同效果低于预期。

## 10.5、双汇发展

### (1) 开启全面战略调整

2017 年底新团队到位后, 开启了全方位战略调整。肉制品调结构促升级, 方向为稳高温、上低温、重视中式产品工业化, 核心在于调整产品结构, 通过淘汰低端产品, 开发“高品质、高销价、高盈利”产品, 促进产品结构的升级, 同时提高产品销量。屠宰大进大出上规模, 2017 年屠宰业务坚持建网络、扩鲜销, 大进大出上规模, 实现了量利齐升, 屠宰业务的中长期目标一定是扩规模, 通过占有率提升实现利润率提升。

### (2) 屠宰业务继续放量

2018 年二季度猪价延续下行趋势, 生猪和猪肉均价二季度同比分别下降 24.84% 和 23.53%, 推动屠宰业务放量, 上半年屠宰量 827.45 万头, 同比增长 30.42%, 其中二季度屠宰量达到 435 万头, 同比增长 26.4%。二季度头均净利润达到 60 元, 屠宰部门整体利润达到 2.6 亿元, 同比增长 116%。目前国内屠宰行业集中度低, 相比美国、荷兰、丹麦等成熟市场, CR3 市场份额超过 50% 并呈现寡头垄断竞争的格局, 我们认为, 在食品安全、政策支持淘汰落后产能、环保趋严、规模优势等因素的作用下, 国内屠宰行业集中度有望稳步提升, 双汇作为龙头将受益。

### (3) 肉制品业务调结构

2018 上半年肉制品业务实现收入 114.22 亿元，同比增长 4.49%，其中高温肉制品实现收入 72.3 亿元，同比增长 6.0%，低温肉制品收入 41.2 亿元，同比增长 2.0%，纯低温肉制品同比增长 13%左右。2018 上半年肉制品销量 78.4 万吨，同比增长 3.2%，延续正增长趋势。受益于公司高端产品放量贡献，以及猪价年内大幅下跌，带动肉制品部门盈利增长 5%左右。公司管理层换届以来，对肉制品部门进行了比较彻底的梳理，包括新品创新机制、产品结构和经销商结构等，每年新品数量减少但是质量提高。管理层已经意识到目前产品结构偏低端，不符合未来消费升级的趋势，2018 下半年公司将推出四大高温制品，中式熟肉制品和西式烤肉制品等高品质、高价格、高毛利的产品。

### (4) 非洲猪瘟影响有限

8 月 1 日，辽宁沈阳爆发第一起非洲猪瘟疫情；8 月 16 日，河南郑州爆发第二起非洲猪瘟疫情；8 月 19 日，江苏连云港爆发第三起非洲猪瘟疫情。随着非洲猪瘟的连续爆发，市场担忧非洲猪瘟疫情对公司的影响，从目前来看，非洲猪瘟影响有限：(1) 目前非洲猪瘟呈现点状爆发态势，并没有呈面状爆发；(2) 疫情爆发后，政府迅速采取处置措施，防止疫情蔓延；(3) 非洲猪瘟不会传染给人类，加热被感染病毒的血液 55℃30 分或 60℃10 分钟，病毒可以被破坏，预计不会对消费造成影响；(4) 目前双汇其他工厂并未检测出非洲猪瘟疫情；(5) 郑州双汇根据要求暂停生产，积极配合做好相关工作，郑州双汇目前的市场订单已经转移到双汇其他屠宰厂，不影响市场供应；(6) 其他工厂将加强生猪收购环节的检验检疫工作，确保不接受有问题的生猪，确保发往市场的产品完全放心。

**(5) 投资建议：**公司是肉制品龙头，屠宰受益猪价下行，分红率高，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全事件；猪价波动风险；行业集中度提升不及预期；低温肉制品推广不达预期；公司与大股东万洲国际已收购的史密斯菲尔德（SFD）以及 Campofrio 公司协同效应低于预期；非洲猪瘟疫情影响的不确定性

## 10.6、绝味食品

### (1) 业绩回顾

2018H1 实现营收 20.85 亿元（同比+12.62%），归母净利润 3.15 亿元（同比+32.55%），归母扣非净利润 3.11 亿元（同比 +36.76%）。2018H1 毛利率 35.48%（同比-0.15pct），净利率 14.92%（同比+2.14pct），销售费用率 8.32%（同比-3.32pct），管理费用率 6.29%（同比-0.02pct），财务费用率-0.06%（同比-0.13pct），期间费用率 14.55%（同比-3.47pct）。经营活动产生的现金流量 3.32 亿元（同比-24.74%），其中销售商品、提供劳务收到现金+13.25%，购买商品、接受劳务支付的现金+34.31%。2018H1 存货 4.45 亿元，其中原材料 4.20 亿元，预付款项 1.38 亿元，预收款项 1.12 亿元，均比 Q1 略升。

## (2) 收入分析: 门店净增贡献收入增长, 海外市场稳步发展

公司上半年实现营收 20.85 亿元, 同比+12.62%(Q1: +10.11%; Q2: 14.87%), Q2 为开店旺季增速快于 Q1。收入增长主要来自门店数量的增加和单店收入的增长。截至 2018H, 公司门店数量 9459 家, 较去年同期净增 849 家, 门店增长对收入贡献约为 9.86%, 单店收入增长贡献则为 3%左右。海外门店来看, 新加坡已设门店 8 家、香港约设立门店 10 家。全年来看, 公司国内实现年增 800-1200 家预定目标无忧, 海外市场开拓继续推进中。

## (3) 利润分析: 上半年毛利率持续提升, 下半年鸭价上涨毛利率存压

2018H1 毛利率 35.48% (Q1: 34.42%; Q2: 36.39%), 同比-0.15pct, 其中 Q2 环比 Q1 提升 1.97pct。1) 毛利率环比提升主要系公司辅料成本下行所致。2) 2018H 存货 4.45 亿元 (同比+62.65%), 其中原材料 4.20 亿元, 主要系鸭价低位公司备货所致; 3) 2018H 预付款项 1.38 亿元 (+72.29%), 其中占比最高的为天水天椒商贸由西安公司 (占比 21.41%), 主要系为防辅料涨价, 公司进行提前备货。4) 鸭价来看 (采用河南许昌毛鸭平均价), 上半年毛鸭价格维持在 3.25 元/斤-3.5 元/斤之间, Q3 以来鸭价上行, 截至 2018/8/17 已涨至 3.85 元/斤, 涨幅达 10%, 公司下半年毛利率存压。

## (4) 费用分析: 广宣投放下行, 未来费用维持合理水平

2018H1 期间费用率 14.55% (同比-3.47%), 销售费用率 8.32% (同比-3.32pct), 其中广告宣传费大幅下行, 上半年广告宣传费 2802 万, 同比 -71.52%, 主要系公司秉承“大市场小做, 小市场大做”的原则, 去年借上市之机费用投放较多, 基数较高, 叠加今年世界杯事件本身引流作用较强, 费用投放较少。公司将根据市场竞争情况, 进行费用投放, 预期下半年费用维持在合理水平。

## (5) 未来展望: 短期定位管理能力输出, 长期展望“美食生态圈”

短期来看, 公司依托核心竞争力, 对成熟市场门店主动优化, 成长市场空白区域门店开拓, 未来将充分受益于三四线城市的消费升级。长期来看, 公司将从内向型服务转变为开放型对外服务, 将公司成熟的供应链能力、信息化技术等优势对外开放服务, 公司通过新项目孵化、投资并购等方式布局“美食生态圈”, 致力成为轻餐饮和特色美食加速器。

## (6) 盈利预测和投资评级: 维持买入评级

公司为休闲卤制品行业龙头, 短期定位管理能力输出, 长期展望“美食生态圈”, 发展路径清晰, 维持“买入”评级。

风险提示: 渠道拓展不及预期; 行业竞争加剧; 原材料等成本快速上升; 商品安全问题。





重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-09-12 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000860.SZ	顺鑫农业	37.95	0.77	1.77	2.26	49.29	21.44	16.79	买入
000895.SZ	双汇发展	23.6	1.31	1.4	1.51	18.02	16.86	15.63	买入
002582.SZ	好想你	8.58	0.21	0.35	0.53	40.86	24.51	16.19	买入
002661.SZ	克明面业	12.0	0.34	0.6	0.78	35.29	20.0	15.38	买入
600519.SH	贵州茅台	630.0	21.56	30.21	38.83	29.22	20.85	16.22	买入
603517.SH	绝味食品	38.07	1.22	1.56	1.92	31.2	24.4	19.83	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

## 11、风险提示

- 1) 食品安全事故;
- 2) 公司业绩不及预期风险;
- 3) 宏观经济低迷;
- 4) 重点推荐公司业绩不达预期的风险;

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，8年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。