

2020年05月03日

行业研究•证券研究报告

食品饮料

需求逐步回暖，二季度改善可期

投资要点

◆ **20Q1 行业整体业绩受疫情影响，板块有分化：** 2020Q1 食品饮料（申万）整体营业收入 1917.94 亿元，同比增长 2.95%，整体净利润实现 405.31 亿元，同比 +0.61%。分子版块看，白酒板块收入/净利润分别实现 775 亿元 (+1.27%) /313 亿 (+8.88%)、调味品实现 94 亿 (+5.93%) /22 亿 (+15.62%)、乳品实现 306 亿 (-10.97%) /11 亿 (-59.60%)、啤酒实现 96 亿 (-27.64%) /3 亿 (-70.09%)、食品综合 244 亿 (+5.82%) /26 亿 (+18.24%)、肉制品 338 亿 (+95.82%) /21 亿 (+32.35%)。

◆ **Q2 展望：重点关注有望迎来边际改善细分板块。** (1) 白酒方面。高端白酒由于自身的送礼需求以及供不应求的状态以及提前备货的特性，受疫情影响较小；动销从 3 月下旬开始逐步恢复，茅台渠道完成了 6 月打款，五粮液通过一系列的经销商扶持措施积极应对影响，批价已经企稳回升，因此我们预计高端白酒终端恢复相对更快，全年业绩确定性高；次高端白酒更多是以走亲访友、宴席为消费场景，疫情直接影响了需求；Q2 随着各地提振内需的政策频出，需求有望逐步改善，而且餐饮端在逐步恢复当中，部分区域逐步在恢复婚宴市场等，宴席、婚庆的补偿性消费也将逐步恢复；但同时我们认为出现全面报复性消费的可能性概率小，因此对于次高端白酒的恢复也要适当降低预期，优选次高端里优势根据地更加稳固的品种，业绩弹性更大。(2) 乳品方面。由于高端乳品春节礼赠需求被弱化，新鲜度的管理导致终端促销压力大，Q1 承压明显。Q2 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。根据此前的草根调研，Q2 伴随渠道通路的打开，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 月将以继续消化库存为主，但促销压力减轻。我们认为乳品的风险在 Q1 已基本释放，Q2 环比改善可期。(3) 其它板块方面，宅需品的收入将延续增长，费用投放逐步回归正常，建议优先关注休闲食品行业；同时随着餐饮端的逐步恢复，B 端占比较大的产品收入承压的因素将减弱，建议优先关注完成全年业绩确定性更高的调味品行业。

◆ **建议三条投资主线布局：** (1) 全年业绩确定性较高的品种：高端白酒的贵州茅台、五粮液；(2) 环比 Q1 业绩有明显改善的品种：乳制品的伊利股份；其次建议关注白酒中的古井贡酒、山西汾酒、今世缘、顺鑫农业、泸州老窖等的弹性机会；(3) 建议关注宅需求产品的机会：中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、百润股份、涪陵榨菜、洽洽食品等，以及 B 端龙头机会：海天味业、安井食品等

◆ **风险提示：** 食品安全风险、行业竞争加剧、疫情防控不及预期

行业动态分析

投资评级 领先大市-A 上调

首选股票	评级
600519 贵州茅台	买入-A
000858 五粮液	买入-A
600887 伊利股份	买入-A
002568 百润股份	买入-B
002507 涪陵榨菜	买入-A
600872 中炬高新	买入-A
600305 恒顺醋业	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	2.64	13.73	19.34
绝对收益	8.01	19.81	19.32

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenzenzhi@huajinsc.cn
 021-20377051

分析师

周蓉

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

报告联系人

王颖洁

 wangyingjie@huajinsc.cn
 021-20377191

相关报告

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 三季报总结：龙头企业稳健增长，白酒业绩持续向好 2019-11-09

调味品：调味品行业深度分析 2019-11-07

内容目录

一、2020Q1 行业整体业绩受疫情影响，板块之间有所分化.....	4
(一)、20Q1 行业：收入保持正增长，盈利能力小幅下降.....	4
(二) 子板块：疫情导致分化，宅家相关产品更为受益	4
二、Q2 展望，重点关注有望迎来边际改善的细分板块.....	9
(一) 白酒：内部有分化，高端白酒全年确定性强，次高端白酒或迎来补偿性消费	9
(二) 乳制品：Q1 风险基本释放，Q2 环比改善可期	11
(三) 其它板块：宅需品优势延续，B 端逐步恢复增长.....	13
三、主要推荐标的.....	16
四、风险提示.....	16

图表目录

图 1：食品饮料行业收入及增速（2017Q1-2020Q1）	4
图 2：食品饮料行业净利润及增速（2017Q1-2020Q1）	4
图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2017Q1-2020Q1）	4
图 4：食品饮料行业三项费用率（2017Q1-2020Q1）	4
图 5：白酒行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）	5
图 6：白酒行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）	5
图 7：白酒行业毛利率%与净利率%.....	5
图 8：白酒行业主要费用率%.....	5
图 9：啤酒行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）	6
图 10：啤酒行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）	6
图 11：啤酒行业毛利率%与净利率%.....	6
图 12：啤酒行业主要费用率%.....	6
图 13：乳品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）	6
图 14：乳品行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）	6
图 15：乳品行业毛利率%与净利率%.....	7
图 16：乳品行业主要费用率%.....	7
图 17：调味品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）	7
图 18：调味品行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）	7
图 19：调味品行业毛利率%与净利率%.....	8
图 20：调味品行业主要费用率%	8
图 21：食品综合行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）	8
图 22：食品综合行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）	8
图 23：食品综合行业毛利率%与净利率%.....	8
图 24：食品综合行业主要费用率%	8
图 25：肉制品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）	9
图 26：肉制品行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）	9
图 27：肉制品行业毛利率%与净利率%	9
图 28：肉制品行业主要费用率%	9
图 29：我国奶牛存栏量（万头）	12
图 30：我国牛奶产量（万吨）	12
图 31：国内生鲜乳主产区平均价走势	12

图 32: 我国休闲零食行业产值.....	14
图 33: 2016 年人均坚果消费量对比	14
表 1: 白酒上市公司 20Q1 收入及净利润表现 (单位: 亿元)	10
表 2: 乳品上市公司 20Q1 收入及净利润表现 (单位: 亿元)	11
表 3: 宅需求相关产品 Q1 收入及净利润情况	13
表 4: 调味品行业 20Q1 收入/净利润表现	15
表 5: 重点推荐标的	16
表 6: 申万食品饮料 100 家上市公司 2019 年报及 2020 一季报业绩汇总	16

一、2020Q1 行业整体业绩受疫情影响，板块之间有所分化

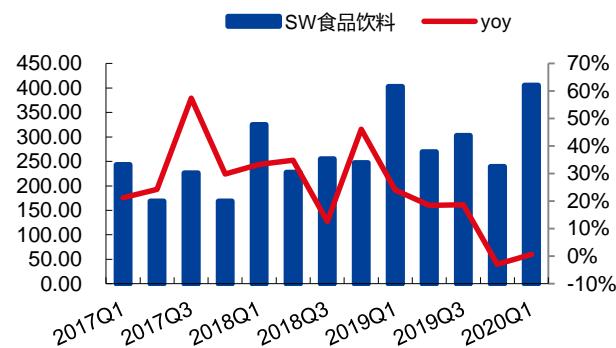
(一)、20Q1 行业：收入保持正增长，盈利能力小幅下降

2020Q1 行业收入受疫情影响有所承压，净利润增速放缓：2020Q1 食品饮料（申万）整体营业收入 1917.94 亿元，同比增长 2.95%，整体净利润实现 405.31 亿元，同比+0.61%，归母净利润实现 390.70 亿元，同比+0.86%。食品饮料行业总体属于刚性需求，Q1 受疫情影响整体影响有所，一季度营业收入增速下滑但依然维持正增长，净利润增速有所放缓。

图 1：食品饮料行业收入及增速（2017Q1-2020Q1）



图 2：食品饮料行业净利润及增速（2017Q1-2020Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

资料来源：wind、华金证券研究所

净利率有所下降，主要系毛利率下滑，费用率同比有所减少：2020Q1 行业整体毛利率 49.55%，同比减少了 1.81 个百分点；三项费用率合计 16.93%，同比减少 0.42 个百分点，其中整体销售费用率 12.71%，同比减少 0.47 个百分点，管理费用率 4.39%，同比减少 0.02 个百分点。综合影响下，整体净利率 21.24%，同比减少 0.48 个百分点。

图 3：食品饮料行业毛利率及净利率（2017Q1-2020Q1）

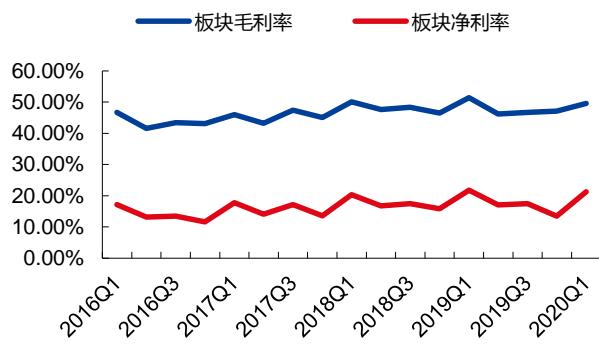
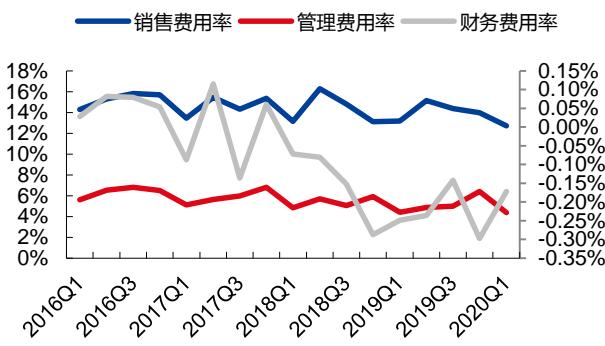


图 4：食品饮料行业三项费用率（2017Q1-2020Q1）



资料来源：wind、华金证券研究所

资料来源：wind、华金证券研究所

(二) 子板块：疫情导致分化，宅家相关产品更为受益

分子板块来看，板块之间有所分化，白酒、乳制品、啤酒、调味品受疫情负面影响，食品综合（休闲食品、速冻食品）肉制品受疫情影响更为正面。

白酒行业：收入增速下降，费用率减少提升净利率水平。白酒行业的分化是近两年来的大趋势，而疫情也正向加强了分化的趋势。板块来说，行业 2020Q1 营收 775.22 亿元，同比+1.27%，相较于前三年增速有较大幅度的下降，主要系疫情影响了白酒的消费场景减少了消费需求，尤其是以宴席、聚会为主的次高端白酒需求。Q1 净利润实现 313.50 亿元，同比+8.88%。盈利能力方面，白酒毛利率依然保持高位，2020Q1 为 77.48%，同比+0.45 个 pct；净利率实现 40.91%，同比+2.88 个 pct，主要系费用率的下降，其中销售费用率 8.89%，同比-0.93 个 pct，管理费用率 5.11%，同比-0.02 个 pct。

图 5：白酒行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



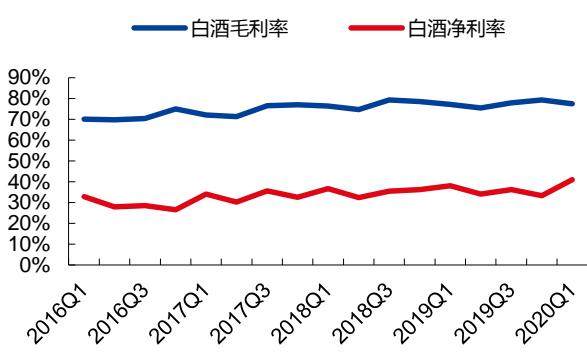
资料来源：wind、华金证券研究所

图 6：白酒行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）



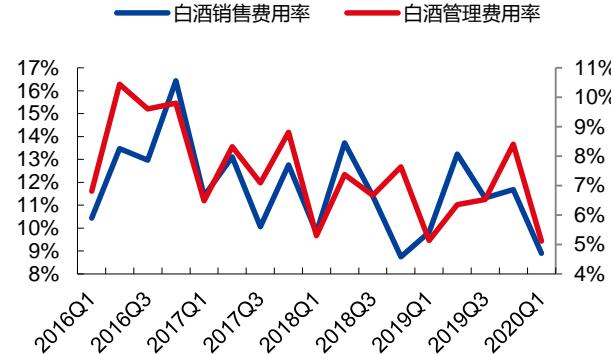
资料来源：wind、华金证券研究所

图 7：白酒行业毛利率%与净利率%



资料来源：wind、华金证券研究所

图 8：白酒行业主要费用率%



资料来源：wind、华金证券研究所

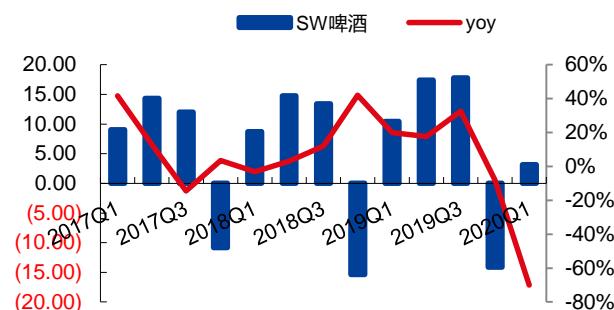
啤酒行业：受疫情影响较重，收入业绩双降。2020Q1 实现营业收入 96.23 亿元，同比-27.64%，受疫情影响，餐饮端停摆，啤酒的主要销售渠道受阻，收入有较大幅度的下滑；Q1 净利润实现 3.13 亿元，同比-70%。盈利能力方面，受益于行业产品高端化的发展，Q1 毛利率 36.90%，同比-0.29 个 pct；此外为了促进渠道动销，费用投放有所增加，销售费用率 18.94%，同比+4.06 个 pct，管理费用率 7.30%，同比+1.56 个 pct，推动净利率实现 3.25%，同比-4.61 个 pct。

图 9: 啤酒行业的营收及增速 (2017Q1-2020Q1)



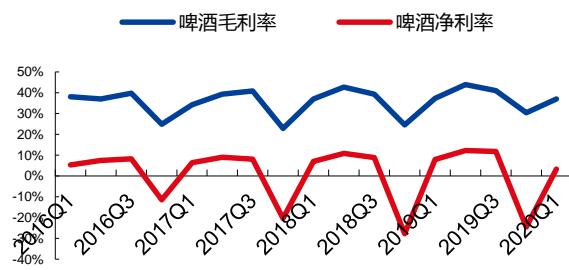
资料来源: wind、华金证券研究所

图 10: 啤酒行业的净利润及增速 (2017Q1-2020Q1)



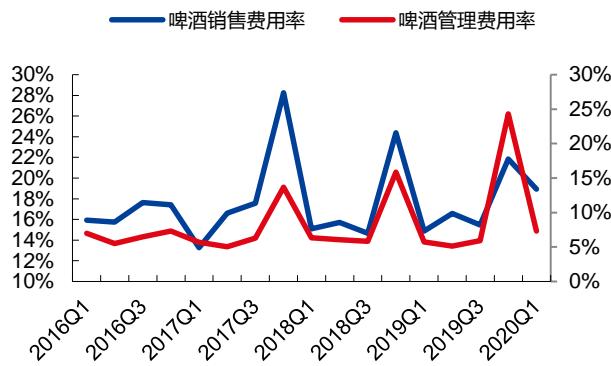
资料来源: wind、华金证券研究所

图 11: 啤酒行业毛利率%与净利率%



资料来源: wind、华金证券研究所

图 12: 啤酒行业主要费用率%



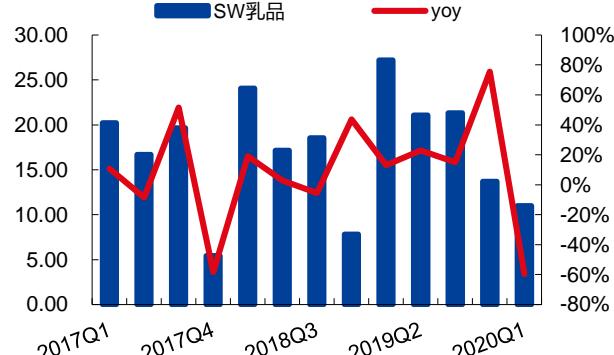
资料来源: wind、华金证券研究所

乳制品:受疫情影响较大,盈利能力下降。2020Q1 实现营业收入 306.23 亿元,同比-10.97%,主要系疫情影响,社区封闭和物流受阻,以及礼盒装的消费需求暂时消失,乳制品的销售受到了较大的冲击;净利润 10.98 亿元,同比-59.60%。盈利能力方面,毛利率实现 36.05%,同比下降 1.64 个 pct,销售费用率 25.42%,同比+2.20 个 pct,管理费用率 4.54%,同比+0.25 个 pct,因此净利率实现 3.60%,同比-4.32 个 pct。

图 13: 乳品行业的营收及增速 (2017Q1-2020Q1)


<http://www.huajinsc.cn/6 / 21>

图 14: 乳品行业的净利润及增速 (2017Q1-2020Q1)

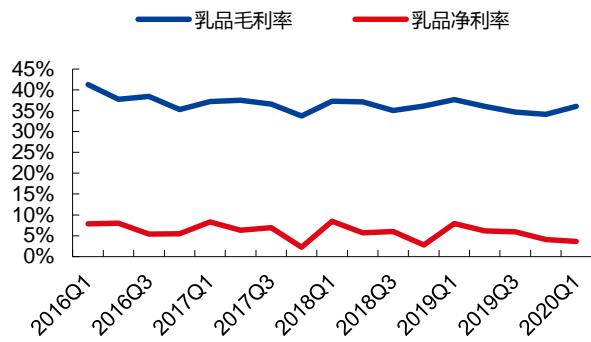


请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源: wind、华金证券研究所

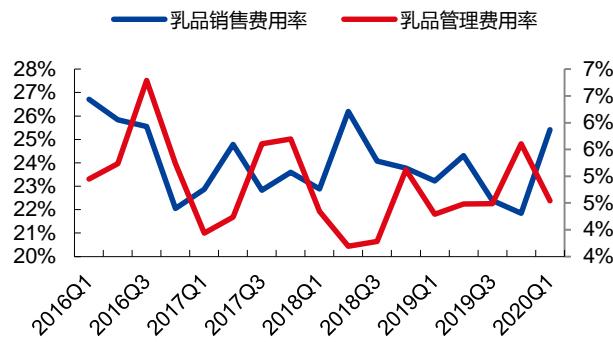
资料来源: wind、华金证券研究所

图 15: 乳品行业毛利率%与净利率%



资料来源: wind、华金证券研究所

图 16: 乳品行业主要费用率%



资料来源: wind、华金证券研究所

调味品: 需求刚性, 收入和利润增速有所放缓。由于疫情对餐饮渠道的影响, 2020Q1 实现营业收入 94.28 亿元, 同比+5.93%, 增速有比较明显的放缓; 净利润实现 21.71 亿元, 同比+15.62%。盈利能力方面, 调味品体现更为刚性的消费需求, 毛利率 42.93%, 同比+1.57 个 pct; 主要系投放费用节奏的调整, 整体销售费用率 10.74%, 同比-0.77 个 pct, 管理费用率 3.03%, 同比-0.13%。

图 17: 调味品行业的营收及增速 (2017Q1-2020Q1)



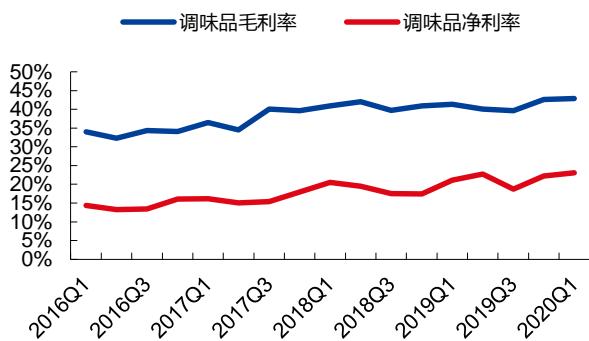
资料来源: wind、华金证券研究所

图 18: 调味品行业的净利润及增速 (2017Q1-2020Q1)



资料来源: wind、华金证券研究所

图 19: 调味品行业毛利率%与净利率%



资料来源: wind、华金证券研究所

图 20: 调味品行业主要费用率%



资料来源: wind、华金证券研究所

食品综合板块: 宅家需求消费增加, 受影响较为正面。2020Q1 实现收入 244.14 亿元, 同比+5.82%; 净利润实现 18.24 亿元, 同比+18%。其中像休闲零、烘焙面包、面条等食品在疫情期间因为宅家的因素消费剧增, 食品综合板块大部分企业是受益的。盈利能力方面, 毛利率实现 35.86%, 同比+4.58 个 pct, 销售费用率 17.92%, 同比+2.46 个 pct, 管理费用率 4.30%, 同比+0.33 个 pct, 推动净利率实现 10.53%, 同比+1.11 个 pct。

图 21: 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 22: 食品综合行业的净利润及增速 (2017Q1-2020Q1)



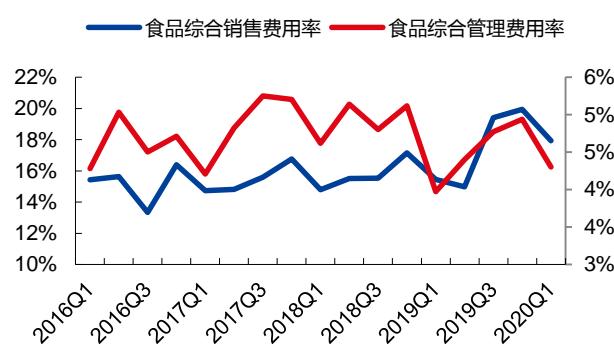
资料来源: wind、华金证券研究所

图 23: 食品综合行业毛利率%与净利率%



资料来源: wind、华金证券研究所

图 24: 食品综合行业主要费用率%



资料来源: wind、华金证券研究所

肉制品：受益于去年的涨价效应，2020Q1 实现收入 338.51 亿元，同比+95.82%，净利润实现 21.11 亿元，同比+32.35%。盈利能力方面，Q1 毛利率实现 14.72%，同比-3.37 个 pct，销售费用率实现 3.96%，同比-0.79 个 pct，管理费用率 1.79%，同比-0.41 个 pct，推动净利润 6.24%，同比下降 3 个 pct。

图 25：肉制品行业的营收及增速（2017Q1-2020Q1）



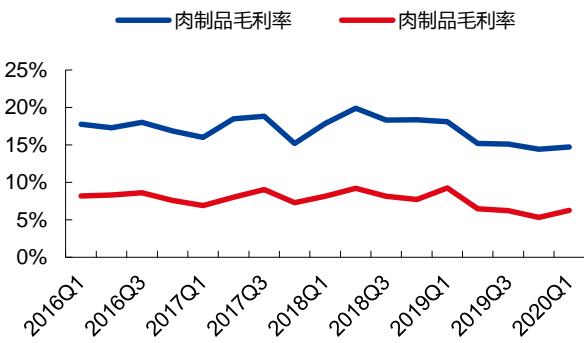
资料来源：wind、华金证券研究所

图 26：肉制品行业的净利润及增速（2017Q1-2020Q1）



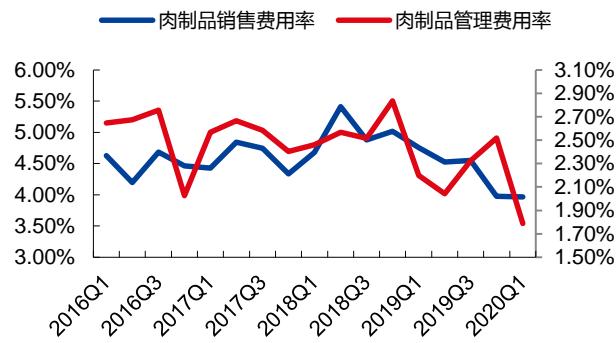
资料来源：wind、华金证券研究所

图 27：肉制品行业毛利率%与净利率%



资料来源：wind、华金证券研究所

图 28：肉制品行业主要费用率%



资料来源：wind、华金证券研究所

二、Q2 展望，重点关注有望迎来边际改善的细分板块

（一）白酒：内部有分化，高端白酒全年确定性强，次高端白酒或迎来补偿性消费

从 Q1 的营收增速来看，疫情对板块内部影响不一：（1）贵州茅台、五粮液等高端白酒厂商一般在春节前大部分完成了春节的动销，疫情爆发在春节伊始，因此对于高端白酒影响相对较小，全年确定性较强；（2）次高端白酒更多是以走亲访友、宴席为消费场景，疫情直接影响了需求，

整体次高端白酒的压力较大，其中只有山西汾酒 Q1 实现了收入正增长；(3) 低端酒并不是春节期间的主力，居家自饮的场景并没有太大变化，受到影响相对较小。

表 1：白酒上市公司 20Q1 收入及净利润表现（单位：亿元）

证券代码	证券简称	20Q1 收入	增速	20Q1 归母净利润	增速
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%
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%
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%
600197.SH	伊力特	1.53	-70.45%	0.08	-94.42%
000995.SZ	*ST 皇台	0.08	19.10%	-0.06	0.85%
000860.SZ	顺鑫农业	55.24	15.93%	3.53	-17.64%

资料来源：华金证券研究所

放眼二季度，随着国内疫情接近尾声，北京、武汉等相继将突发公共卫生事件应急响应从一级下调到二级，白酒需求恢复也好于市场的悲观预期：

1、需求端：疫情阻断影响减弱，二季度起消费需求将逐渐恢复

(1) 餐饮端在逐步恢复当中，餐饮店的营业门店数量、账单数、账单流水等同比下滑较大，但处于逐渐好转的过程当中；已经开放的餐饮门店中，推行隔桌而坐、堂食限流、包厢限人等措施，因此目前来说，包厢复苏快于堂食。

(2) 随着各地促消费措施出台、提振内需的政策频出，预计也能在五一期间和端午节迎来消费小高峰。而且，各地基建工程的项目出台，商务需求也在逐渐的恢复，预期团购渠道的恢复相对于烟酒店更快。

(3) 部分前期控制得当的区域已经逐步恢复婚宴市场、小型聚饮等，对次高端白酒影响较大的宴席、婚庆等补偿性消费也将逐步恢复；而且大城市因为客流量比较大，还存在输入型病例的风险，因此三四线城镇和农村消费复苏相对更好于一二线城市。

2、价格带复苏：高档酒恢复将快于中档酒

以贵州茅台、五粮液为首的高端白酒由于自身的送礼需求以及供不应求的状态，受经济的影响偏小，加上名优高端白酒品牌一般都有提前备货，因此疫情影响是最小的。从之前的草根调研来看，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，也会正常恢复打下基础。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。

但我们也认为即使渠道开始逐渐恢复正常，在国外疫情还在蔓延、国内病例还有所增加的情况下，消费者更多还是趋于谨慎，出现报复性消费的可能性小。因此次高端是在恢复的，但是也要适当降低预期，优选次高端里优势根据地更加稳固的品种，业绩弹性更大。

（二）乳制品：Q1 风险基本释放，Q2 环比改善可期

20Q1 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。

表 2：乳品上市公司 20Q1 收入及净利润表现（单位：亿元）

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%
600429.SH	三元股份	15.18	-21.90%	-1.19	-325.00%
002946.SZ	新乳业	10.55	-13.66%	-0.26	-216.79%
002570.SZ	贝因美	7.14	12.79%	0.13	45.24%
600882.SH	妙可蓝多	3.95	32.66%	0.10	319.11%
002329.SZ	皇氏集团	3.50	-25.10%	-0.44	-520.55%
600419.SH	天润乳业	3.47	-0.07%	0.20	-36.17%
002732.SZ	燕塘乳业	2.58	-8.13%	0.01	-92.19%
002910.SZ	庄园牧场	1.41	-27.09%	-0.10	-156.04%
002770.SZ	科迪乳业	0.58	-80.10%	-0.41	-236.58%

资料来源：华金证券研究所

展望二季度，我们预计乳制品的改善可期。根据此前的草根调研，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 月将以继续消化库存为主，但促销压力减轻。作为高周转、低库存模式行业，乳制品行业风险在一季度已基本释放。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。

同时对于行业的竞争格局，我们判断疫情之后竞争加剧，行业龙头会强化优势，提高市场份额，行业集中度会加速提升：

1、成本端：奶价全年温和上涨趋势不变，龙头更具议价空间

整体来看，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，原奶需求量短期或将有所回落，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。

图 29：我国奶牛存栏量（万头）

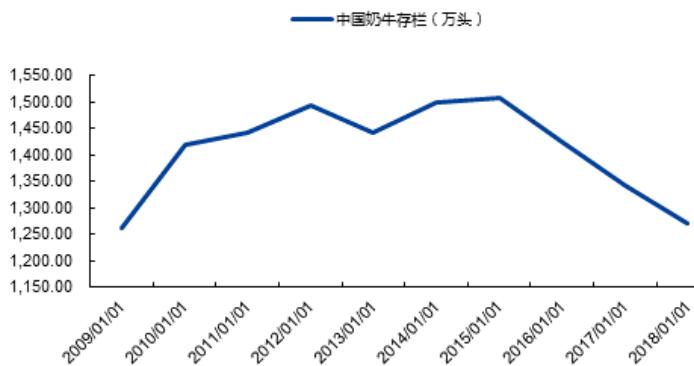
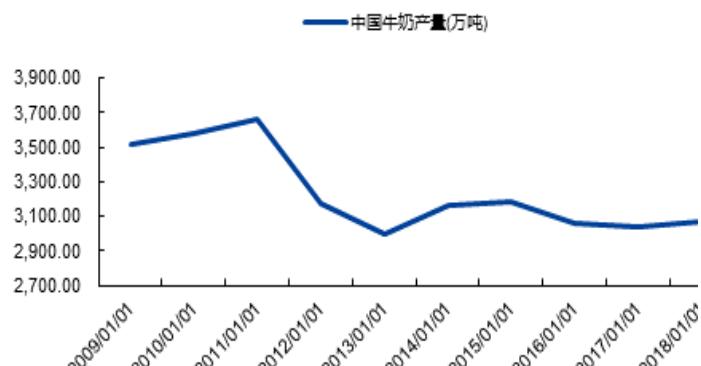


图 30：我国牛奶产量（万吨）



资料来源：中国奶业年鉴、华金证券研究所

资料来源：国家统计局、华金证券研究所

图 31：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

在奶价上升背景下，行业龙头对原奶供应商有相对的议价空间，同时由于自供奶源的原因，边际成本影响相对较小。而成本压力之下，小企业在终端的促销力度会降低，有利于行业龙头强化成本优势，抢占市场份额。

2、竞争格局：行业集中度或加速提升，有利龙头提高市占率

新冠肺炎疫情爆发后，送礼属性的高端乳制品受疫情影响较大，经销商和终端库存较高。乳制品企业需要投入市场费用以消化产品库存，但在此过程中小型乳制品企业品牌力弱、以低端产品为主且可销品种少、渠道力弱，故在消化库存期间：**a.**部分中小型乳制品企业需要补贴费用给经销商，可能由于盈利压力大而放弃一些网点；**b.**部分中小型乳制品企业由于品牌力较弱，高端产品的消化周期会拉长。因此，小型乳制品企业资金压力大，而龙头乳制品企业经销商体系稳定，

渠道影响力和品牌力影响力强，且资金实力雄厚，可在此期间提高市占率，行业集中度或加速提升。

伊利股份：伴随渠道通路打开，三月基础白奶已恢复增长，预计5月金典预计可实现双位数增长，普通白奶也可恢复至高个位数增长，逐步踏入良性轨道。婴配奶粉需求稳定，同时持续受益国产替代，预计可以实现快速增长。目前公司经销商库存处于良性，部分终端5月仍将继续处理库存为主，但促销压力将环比收窄。行业景气度受损时，伊利作为龙头，竞争优势将被放大，后续持续发力，强化优势。中长期坚定看好公司产品化平台、国际化平台、渠道影响力和品牌影响力优势。

(三) 其它板块：宅需品优势延续，B端逐步恢复增长

1、C端宅需求产品收入优势将延续，费用投放回归正常，更建议关注休闲食品行业

在《食品饮料宅需求》报告中，我们认为互联网技术的发展、物流配送体系的日渐完善以及网络支付工具的革新正在潜移默化地改变着人们的生活方式，“宅经济”越来越盛行。此次疫情增加了消费者居家隔离的时间，被动提升了宅需求。因此，面向C端，更能贴合居民日常正餐、休闲加餐和保健免疫方面的市场需求大幅增加，像休闲零食、速冻食品、面食等。

展望二季度，我们认为，居家消费还将继续延续，费用投放将回归正常。从需求端来看，随着小商超、便利店等陆续开门，需求渠道是在慢慢复苏的；但是国外新增确诊病例还在慢慢增加，居民的消费依然相对谨慎，消费也有惯性，因此宅需求产品的消费场景仍在；宅需品德收入增长也将保持延续。同时，疫情加速行业分化，品牌效应越来越明显，随着生活出行等逐步恢复正常，部分Q1没有增加的市场费用和品牌宣传费用投放将会恢复正常化。

表3：宅需求相关产品Q1收入及净利润情况

证券代码	证券简称	20Q1 营收 (亿元)	增速	20Q1 归母净利润 (亿元)	增速
002661.SZ	克明面业	8.86	12.83%	1.04	69.72%
300783.SZ	三只松鼠	34.12	19.00%	1.88	-24.58%
603719.SH	良品铺子	19.09	4.16%	0.88	-19.43%
002557.SZ	洽洽食品	11.47	10.29%	1.49	30.78%
002507.SZ	涪陵榨菜	4.83	-8.33%	1.66	6.67%
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%
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%

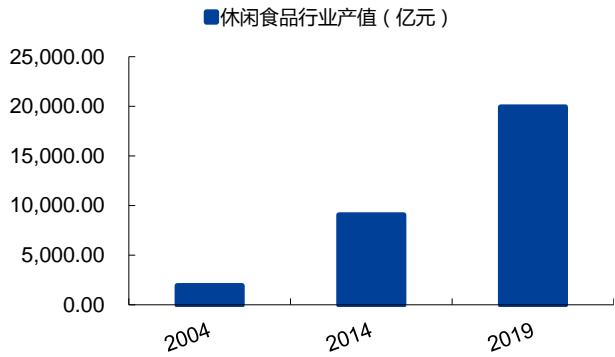
资料来源：华金证券研究所

从细分行业来看，宅需品方面更加建议关注休闲食品。我们认为休闲食品受消费升级和宅经济的推动，未来增长潜力大，同时市场份额在不断集中，龙头公司更享有竞争红利：

(1) 市场空间大。近年来受宅趋势的消费习惯驱动，坚果、零食等休闲食品品类增长迅速，休闲食品行业产值从2004年的1931亿增长到2019年的19925亿元，年均复合增长率为16.8%；而以坚果为例，与国外发达国家相比，人均消费量显著更低，未来有较大增长潜力。而且我国

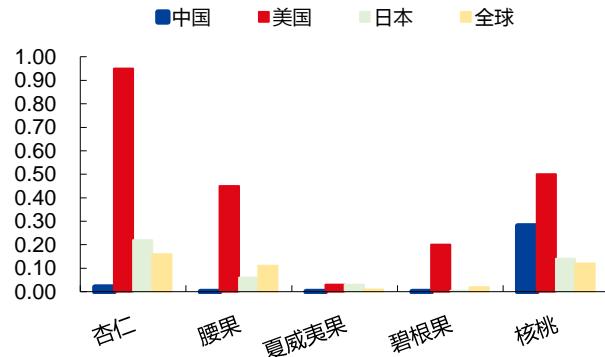
25-35岁是消费休闲食品的主力军，新奇想法更多的年轻人赋予休闲食品的消费场景愈加多元化，因此随着消费场景的不断扩充，一切非正餐、可代餐等食品都可能被休闲零食化，未来市场空间大。

图 32：我国休闲零食行业产值



资料来源：中国食品工业协会、华金证券研究所

图 33：2016 年人均坚果消费量对比



资料来源：INC、华金证券研究所

(2) 行业受消费升级的驱动，份额在不断向名优品牌集中。受消费升级的影响，一方面，消费者从“吃零食”到吃“好的零食”到“健康吃零食”，更加注重产品品质，对于品牌产品的忠诚度也在不断提高；另一方面，渠道格局不断丰富，从商超、便利店、专卖店等传统渠道扩宽到电商、新零售等新兴渠道。对应这几年的休闲零食板块的表现是，虽然产品具有同质化，但是品牌影响力越来越占据优势，以前散装的休闲零食品逐步被袋装的品牌产品所取代，现在的品牌具备保鲜技术、营养均衡化、口味多样化等特性才能更好的获得消费者的青睐；同时过去依靠单个渠道红利模式已经落后，厂商需要依靠多渠道的扩展占据市场份额，综合影响下大的品牌厂商更加具备有扩张优势，行业市场份额将继续集中。

洽洽食品：公司是坚果炒货、烘烤类综合休闲食品厂商，主力产品有红黄蓝三系列产品，以明艳的色彩、精确的定位和更加凸显“新鲜”的包装发力市场，实现销量的快速增长。公司目前有华东、华南、华北、西南、西北、东北市场的生产基地，实现销地建厂和综合厂策略相结合，提高运营效率。此外，近几年线上销售和海外销售的快速增长，更大地拓宽了公司的销售范围。同时，配合不间断的营销活动和品牌推广活动，让品牌的影响力为销量赋能。对内，公司每年推出一期员工持股计划，通过绑定员工和公司的利益一致，充分调动员工的积极性，也充分展现了公司长期可持续稳健发展的信心。

2、餐饮端逐步改善，B 端占比大的产品承压减弱，更建议关注刚需的调味品行业

此次疫情导致餐饮端的停摆，因此 B 端占比大的公司业绩承压更加明显，但像海天味业这样的调味品龙头公司，以自身强大的渠道能力，依然实现了一季度业绩的正向增长；全年维持 15% 的目标努力；因此在调味品方面，需求刚性，终端竞争更加激烈和渠道整体库存整体较高的背景下，经销商实力强劲、有能力进行大规模终端促销的品牌企业以及能够通过促销拉动真实动销的企业，在此次行业承压下更加占有优势。同时，像 B 端占比也较高的安井食品，在疫情积极调整产品生产和渠道结构，一季度录得 16.6% 的收入增长，也是体现了龙头强劲的调整能力。

展望二季度，随着餐饮端的需求逐渐在恢复，疫情期间行业细分龙头公司也摸索出了应对之道，自身的龙头优势和定价权并没有被短期疫情所影响，反而还有所增强。因此建议二三季度都积极关注餐饮恢复带动相关行业的需求改善和行业集中度的提升，比如调味品行业、啤酒行业。

表 4：调味品行业 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%
002650.SZ	加加食品	4.92	-10.96%	0.50	-9.59%
600305.SH	恒顺醋业	4.66	0.35%	0.76	3.69%
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%
600186.SH	莲花健康	2.96	-21.59%	0.12	130.01%
600866.SH	星湖科技	2.87	-3.79%	0.32	-13.02%
603696.SH	安记食品	0.77	-36.13%	0.11	-19.76%
603755.SH	日辰股份	0.46	-15.53%	0.15	0.81%
002495.SZ	佳隆股份	0.32	-59.87%	-0.11	-234.85%

资料来源：华金证券研究所

细分板块，当前建议继续积极关注调味品。我们认为疫情将加速调味品行业的集中，龙头企业的优势将更加明显，完成全年目标的概率较大。

(1) 行业向名优品牌集中。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。产品多样化使得市场分散，目前整体行业 **CR5=21%**，整体集中度较低，未来随着消费者对品牌的认知度越来越高，行业将呈现向名优品牌靠拢、集中度提高的趋势。在疫情的背景下，龙头公司通过长时间多渠道的促销的活动促进终端动销，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，市场份额将更像名优品牌进行集中。

(2) 细分公司来看，**海天味业**具备强大的品牌和渠道实力，是调味品行业当之无愧的王者。伴随消费升级，公司将继续酱油产品纵向结构的升级和横向调味品品类的拓宽，平台属性彰显，增强龙头优势，实现市占率的提升，疫情影响了公司 2 月份的销量，但是全年公司将继续像收入 **15%**，利润 **18%** 的目标进发，一季报也给予市场充分的信心。**中炬高新** Q1 收入受疫情影响有所承压，随着公司的生产经营恢复和下游需求端改善，公司将继续释放成长红利；此外，公司改革在途，随着阳西产能提升和中山技改，内部效率和规模化效应将有望逐步提升业绩；全年将向收入 **+13.3%**，归母利润 **+16%** 的目标努力。**千禾味业**通过聚焦零添加产品，省外高举高打重点一线城市，陆续铺开省会城市和百强县的营销网络建设，差异化的道路获得了高速的增长；随着后续产能的逐步释放，未来有望实现加速增长；公司制定全年向收入 **+29%**、归母净利润 **46%** 的目标继续努力。**恒顺醋业**在去年年底杭董事长上任以后，表示要坚定不移聚焦主业，将优秀资源整合到调味品主业上，打造恒顺产品三剑客（醋、酱料、料酒），渠道上将 **36** 个营销片区整合为 **4** 大战区进行营销体系改革和管理，积极打造样本市场，通过聚焦产品、深化营销改革，推动效率提速，期待未来改革效果的逐步显现。今年将向调味品业务收入 **+12%**，扣非净利 **+12%** 的目标进发。

三、主要推荐标的

鉴于上述思路，我们建议三条投资主线布局：(1) 全年业绩确定性较高的品种：高端白酒的贵州茅台、五粮液；(2) 环比 Q1 业绩有明显改善的品种：乳制品的伊利股份；其次建议关注白酒中的古井贡酒、山西汾酒、今世缘、顺鑫农业、泸州老窖等的弹性机会；(3) 建议关注宅需求产品的机会：中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、百润股份、涪陵榨菜、洽洽食品等，以及 B 端龙头机会：海天味业、安井食品等。

表 5：重点推荐标的

证券代码	证券简称	收盘价		EPS				PE			投资评级
		2020-4-30	18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E	
600519.SH	贵州茅台	1265.7	28.02	32.80	38.03	44.86	45.17	38.59	33.28	28.21	买入-A
000858.SZ	五粮液	135.77	3.47	4.48	5.39	6.51	39.08	30.29	25.19	20.86	买入-A
603369.SH	今世缘	32.6	0.92	1.16	1.30	1.60	35.54	28.05	25.08	20.38	买入-B
600809.SH	山西汾酒	107.31	1.69	2.23	2.83	3.43	63.35	48.04	37.92	31.29	买入-A
000860.SZ	顺鑫农业	54.38	1.30	1.09	1.38	1.78	41.69	49.85	39.30	30.55	--
603288.SH	海天味业	122.93	1.62	1.98	2.34	2.77	75.88	62.09	52.53	44.38	买入-B
600872.SH	中炬高新	47.34	0.76	0.90	1.06	1.29	62.09	52.53	44.66	36.70	买入-A
603027.SH	千禾味业	30.68	0.72	0.42	0.57	0.79	42.55	73.34	53.82	38.84	增持-A
600305.SH	恒顺醋业	19.09	0.39	0.41	0.48	0.56	49.11	46.09	39.77	34.09	买入-B
002507.SZ	涪陵榨菜	33.27	0.84	0.77	0.92	1.11	39.61	43.21	36.30	29.97	买入-A
600887.SH	伊利股份	29.24	1.06	1.15	1.22	1.35	27.58	25.43	23.97	21.68	买入-A
603345.SH	安井食品	93.8	1.24	1.62	1.79	2.58	75.65	57.90	52.40	36.36	增持-A
002557.SZ	洽洽食品	48.08	0.85	1.19	1.43	1.71	56.30	40.34	33.62	28.12	买入-B
002568.SZ	百润股份	39.15	0.20	0.58	0.70	0.86	195.75	67.50	55.93	45.52	买入-B

资料来源：华金证券研究所

四、风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧、疫情控制不及预期

附表：

表 6：申万食品饮料 100 家上市公司 2019 年报及 2020 一季报业绩汇总

证券代码	证券简称	19 营收 (亿元)		19 年归母 净利 (亿元)		20Q1 营收 (亿元)	增速	20Q1 归母 净利 (亿元)		增速
		增速	净利	增速	净利			增速	净利	
600887.SH	伊利股份	902.23	13.41%	69.34	7.67%	206.53	-10.71%	11.43	-49.78%	
600519.SH	贵州茅台	888.54	15.10%	412.06	17.05%	252.98	12.54%	130.94	16.69%	
000895.SZ	双汇发展	603.48	23.43%	54.38	10.70%	175.92	46.94%	14.65	13.82%	
000858.SZ	五粮液	501.18	25.20%	174.02	30.02%	202.38	15.05%	77.04	18.98%	
600600.SH	青岛啤酒	279.84	5.30%	18.52	30.23%	62.93	-20.86%	5.37	-33.48%	

证券代码	证券简称	19 营收 (亿元)	19 年归母		20Q1 营收 (亿元)	20Q1 归母			
			增速	净利 (亿元)		增速	净利 (亿元)	增速	
600073.SH	上海梅林	234.04	5.42%	3.66	20.38%	64.86	-0.86%	1.48	-16.21%
002304.SZ	洋河股份	231.26	-4.28%	73.83	-9.02%	92.68	-14.89%	40.02	-0.46%
600597.SH	光明乳业	225.63	7.52%	4.98	45.84%	51.34	-5.84%	0.77	-45.35%
603288.SH	海天味业	197.97	16.22%	53.53	22.64%	58.84	7.17%	16.13	9.17%
002726.SZ	龙大肉食	168.22	91.63%	2.41	36.04%	59.14	116.31%	1.43	77.83%
000568.SZ	泸州老窖	158.17	21.15%	46.42	33.17%	35.52	-14.79%	17.07	12.72%
000860.SZ	顺鑫农业	149.00	23.40%	8.09	8.73%	55.24	15.93%	3.53	-17.64%
600809.SH	山西汾酒	118.80	25.79%	19.39	28.63%	41.40	1.71%	12.25	39.36%
000729.SZ	燕京啤酒	114.68	1.10%	2.30	27.76%	20.05	-41.86%	-2.46	-518.03%
000596.SZ	古井贡酒	104.17	19.93%	20.98	23.73%	32.81	-10.55%	6.37	-18.71%
200596.SZ	古井贡 B	104.17	19.93%	20.98	23.73%	32.81	-10.55%	6.37	-18.71%
300783.SZ	三只松鼠	101.73	45.30%	2.39	-21.43%	34.12	19.00%	1.88	-24.58%
600429.SH	三元股份	81.51	9.32%	1.34	-25.51%	15.18	-21.90%	-1.19	-325.00%
603719.SH	良品铺子	77.15	20.97%	3.40	42.68%	19.09	4.16%	0.88	-19.43%
002840.SZ	华统股份	77.06	50.56%	1.32	-12.35%	21.33	59.69%	0.44	-6.93%
603156.SH	养元饮品	74.59	-8.41%	26.95	-4.99%	12.78	-48.78%	5.26	-38.16%
002216.SZ	三全食品	59.86	8.06%	2.20	115.91%	22.17	16.14%	2.58	541.13%
002582.SZ	好想你	59.61	20.44%	1.93	48.66%	17.74	-7.71%	0.29	-78.03%
000639.SZ	西王食品	57.27	-2.02%	-7.52	-260.52%	12.08	-12.68%	0.78	-15.44%
002946.SZ	新乳业	56.75	14.14%	2.44	0.41%	10.55	-13.66%	-0.26	-216.79%
603866.SH	桃李面包	56.44	16.77%	6.83	6.42%	13.23	15.79%	1.94	60.47%
603345.SH	安井食品	52.67	23.66%	3.73	38.14%	12.78	16.63%	0.88	35.33%
300146.SZ	汤臣倍健	52.62	20.94%	-3.56	-135.51%	14.95	-4.84%	5.35	7.46%
603517.SH	绝味食品	51.72	18.41%	8.01	25.06%	10.66	-7.59%	0.63	-65.27%
600300.SH	维维股份	50.39	0.12%	0.73	22.22%	10.65	-30.52%	0.92	0.27%
000869.SZ	张裕 A	50.31	-2.16%	11.30	8.35%	8.01	-51.99%	2.33	-48.92%
200869.SZ	张裕 B	50.31	-2.16%	11.30	8.35%	8.01	-51.99%	2.33	-48.92%
603369.SH	今世缘	48.74	30.28%	14.58	26.71%	17.71	-9.42%	5.80	-9.52%
002557.SZ	洽洽食品	48.37	15.25%	6.04	39.44%	11.47	10.29%	1.49	30.78%
600872.SH	中炬高新	46.75	12.20%	7.18	18.19%	11.53	-6.32%	2.06	8.94%
603589.SH	口子窖	46.72	9.44%	17.20	12.24%	7.77	-42.92%	2.43	-55.36%
000716.SZ	黑芝麻	44.76	12.90%	0.34	-43.51%	5.64	-40.68%	-0.27	-454.55%
002461.SZ	珠江啤酒	42.44	5.06%	4.97	35.77%	5.53	-26.31%	0.20	-31.06%
600559.SH	老白干酒	40.30	12.47%	4.04	15.38%	7.56	-34.19%	0.66	-44.05%
603777.SH	来伊份	40.02	2.86%	0.10	2.59%	13.14	10.08%	0.73	12.94%
603711.SH	香飘飘	39.78	22.36%	3.47	10.39%	4.30	-48.61%	-0.86	-264.67%
603198.SH	迎驾贡酒	37.77	8.26%	9.30	19.49%	7.71	-33.55%	2.33	-34.07%
600132.SH	重庆啤酒	35.82	3.30%	6.57	62.61%	5.55	-33.36%	0.34	-60.20%
600779.SH	水井坊	35.39	25.53%	8.26	42.60%	7.29	-21.63%	1.91	-12.64%
002661.SZ	克明面业	30.34	6.22%	2.07	11.17%	8.86	12.83%	1.04	69.72%
603043.SH	广州酒家	30.29	19.38%	3.84	0.06%	5.33	0.14%	0.12	-73.17%
002570.SZ	贝因美	27.85	11.83%	-1.03	-350.73%	7.14	12.79%	0.13	45.24%
600702.SH	舍得酒业	26.50	19.79%	5.08	48.61%	4.04	-42.02%	0.27	-73.46%

证券代码	证券简称	19 营收 (亿元)	19 年归母		20Q1 营收 (亿元)	20Q1 归母			
			增速	净利 (亿元)		增速	净利 (亿元)	增速	
603020.SH	爱普股份	24.75	-1.00%	1.52	37.80%	5.81	-5.64%	0.34	15.82%
002330.SZ	得利斯	23.46	16.25%	0.08	-0.07%	9.94	53.16%	0.20	34.18%
600197.SH	伊力特	23.02	8.36%	4.47	4.43%	1.53	-70.45%	0.08	-94.42%
000848.SZ	承德露露	22.55	6.29%	4.65	12.54%	8.49	-8.80%	1.82	-17.97%
002329.SZ	皇氏集团	22.53	-3.54%	0.49	107.89%	3.50	-25.10%	-0.44	-520.55%
603886.SH	元祖股份	22.23	12.68%	2.48	-2.38%	3.14	-7.85%	-0.31	-352.37%
300741.SZ	华宝股份	21.85	0.75%	12.36	5.09%	4.45	0.34%	2.69	-8.28%
002481.SZ	双塔食品	21.22	-10.82%	1.87	103.56%	4.27	18.30%	0.71	89.98%
002695.SZ	煌上煌	21.17	11.56%	2.20	27.45%	5.41	8.28%	0.65	2.08%
002650.SZ	加加食品	20.40	14.05%	1.62	40.86%	4.92	-10.96%	0.50	-9.59%
002507.SZ	涪陵榨菜	19.90	3.93%	6.05	-8.55%	4.83	-8.33%	1.66	6.67%
600305.SH	恒顺醋业	18.32	7.51%	3.25	5.68%	4.66	0.35%	0.76	3.69%
600059.SH	古越龙山	17.59	2.47%	2.10	21.85%	3.66	-41.96%	0.46	-34.11%
600882.SH	妙可蓝多	17.44	42.32%	0.19	80.72%	3.95	32.66%	0.10	319.11%
603317.SH	天味食品	17.27	22.26%	2.97	11.39%	3.36	9.83%	0.77	4.75%
600186.SH	莲花健康	17.03	-1.52%	0.69	120.82%	2.96	-21.59%	0.12	130.01%
603919.SH	金徽酒	16.34	11.76%	2.71	4.64%	3.42	-33.37%	0.58	-47.00%
600189.SH	吉林森工	16.33	5.62%	-3.90	-1028.13%	1.45	-35.08%	-0.79	-471.99%
600419.SH	天润乳业	16.27	11.26%	1.40	22.25%	3.47	-0.07%	0.20	-36.17%
300791.SZ	仙乐健康	15.80	-0.99%	1.43	-29.87%	3.58	-6.61%	0.50	36.66%
000799.SZ	酒鬼酒	15.12	27.38%	3.00	34.50%	3.13	-9.68%	0.96	32.24%
002732.SZ	燕塘乳业	14.71	13.38%	1.24	193.71%	2.58	-8.13%	0.01	-92.19%
002568.SZ	百润股份	14.68	19.39%	3.00	142.67%	3.38	19.12%	0.62	45.16%
002847.SZ	盐津铺子	13.99	26.34%	1.28	81.58%	4.64	35.43%	0.57	100.80%
002702.SZ	海欣食品	13.85	21.03%	0.07	-80.40%	3.30	5.29%	0.22	66.40%
603027.SH	千禾味业	13.55	27.19%	1.98	-17.40%	3.59	23.65%	0.70	39.33%
002646.SZ	青青稞酒	12.54	-7.04%	0.36	-66.42%	2.03	-44.56%	-0.05	-109.25%
603536.SH	惠发食品	12.10	16.13%	0.06	-86.91%	1.61	-0.03%	-0.16	36.99%
601579.SH	会稽山	11.71	-2.30%	1.66	-3.77%	2.55	-24.35%	0.34	-48.50%
600866.SH	星湖科技	10.50	22.17%	1.50	253.72%	2.87	-3.79%	0.32	-13.02%
603697.SH	有友食品	10.08	-8.44%	1.79	0.48%	2.10	-12.03%	0.41	-9.53%
600365.SH	通葡股份	9.76	-4.93%	-0.31	-845.97%	2.20	-43.15%	-0.01	-147.67%
002956.SZ	西麦食品	9.73	14.33%	1.57	15.02%	1.90	-29.13%	0.35	-27.12%
600616.SH	金枫酒业	9.44	5.08%	0.29	142.75%	1.47	-35.45%	-0.02	-105.05%
600199.SH	金种子酒	9.14	-30.46%	-2.05	-300.71%	1.94	-32.94%	-0.26	-391.83%
002910.SZ	庄园牧场	8.14	23.69%	0.51	-19.22%	1.41	-27.09%	-0.10	-156.04%
002770.SZ	科迪乳业	8.13	-36.77%	-0.50	-138.43%	0.58	-80.10%	-0.41	-236.58%
002719.SZ	麦趣尔	6.71	11.72%	-0.69	54.93%	1.76	27.14%	0.04	6.61%
603779.SH	ST 威龙	6.67	-15.32%	-0.26	-150.09%	1.10	-48.88%	-0.38	-344.62%
600238.SH	ST 椰岛	6.25	-11.41%	-2.68	-760.68%	1.00	-49.81%	-0.26	-35.27%
600573.SH	惠泉啤酒	5.63	2.12%	0.20	7.15%	1.10	-12.40%	-0.07	-25.16%
002820.SZ	桂发祥	5.08	5.57%	0.85	0.56%	0.92	-41.34%	0.04	-84.02%
000929.SZ	兰州黄河	4.55	-10.45%	0.16	123.14%	0.61	-48.64%	-0.20	-178.39%

证券代码	证券简称	19 营收 (亿元)	19 年归母			20Q1 营收 (亿元)	20Q1 归母		
			增速	净利 (亿元)	增速		增速	净利 (亿元)	增速
603696.SH	安记食品	4.21	24.27%	0.43	8.40%	0.77	-36.13%	0.11	-19.76%
000752.SZ	*ST 西发	3.18	-1.47%	-3.33	20.08%	0.46	-34.76%	-0.23	-4.77%
688089.SH	嘉必优	3.12	8.89%	1.18	21.85%	0.56	-15.71%	0.25	13.90%
002495.SZ	佳隆股份	2.97	-7.01%	0.28	-20.50%	0.32	-59.87%	-0.11	-234.85%
603755.SH	日辰股份	2.86	20.27%	0.85	22.15%	0.46	-15.53%	0.15	0.81%
002515.SZ	金字火腿	2.82	-33.98%	0.34	497.94%	1.91	103.34%	0.49	53.35%
600084.SH	*ST 中葡	2.48	-27.48%	0.15	109.49%	0.10	-83.59%	-0.19	-391.25%
600543.SH	莫高股份	1.77	-23.29%	0.27	0.66%	0.17	-70.26%	-0.07	-159.28%
000995.SZ	*ST 皇台	0.99	288.67%	0.68	171.44%	0.08	19.10%	-0.06	0.85%

资料来源：华金证券研究所

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.cn