

食品饮料行业 2019 年报及 2020 年一季报总结

推荐 (维持)

白酒冲击显现业绩分化，居家必选业绩如期兑现

- **白酒板块：19 年业绩顺利收官，Q1 短期承压业绩分化。**从 2019 年报来看，主流酒企业绩顺利收官，多数完成年初经营目标规划，行业周期延续平稳态势，中高端名酒加快份额抢占；从 20 年一季报来看，春节旺季遇疫情冲击，板块整体业绩压力开始显现，收入之外，回款及现金流指标也受冲击，但我们看到，高端白酒以茅五为代表兑现战略定力足影响程度小，逆势之下实现稳健增长，二线白酒因消费场景因素冲击更大，多数出现不同程度下滑，短期需求冲击反而加快供给侧加速集中和分化。从各酒企披露的 20 年经营规划来看，总体名酒龙头还是比较理性务实，价盘稳定、渠道减压有望使得行业周期总体仍可保持平稳。1) **高端白酒：茅五定力十足，逆势增长引领板块。**Q1 茅五疫情影响最小，疫情之下收入均保持双位数增长，总体保持定力，老窖虽然 Q1 收入增速较茅五有所逊色，但也保持良性运营节奏。2) **次高端白酒：汾酒水井坊 19 年顺利收官，Q1 汾酒力保正增长。**从年报来看，次高端各家酒企顺利收官，汾酒三年国改圆满收官，全国化进程稳步推进。从一季报来看，短期收入均有所承压，但产品结构被动有所提升，业绩受损程度减弱，汾酒实现收入正增长，业绩具备弹性较为稀缺。3) **区域龙头及大众白酒：古井今世缘仍是出色代表，业绩表现相对更好。**从年报来看，古井今世缘产品结构高端化及省外市场扩张带来的势能持续释放，经营势头良好，Q1 收入及业绩虽然有所下滑，但调整幅度好于其他二线酒企，随着需求恢复预计业绩也有望率先改善，调整后的经营目标实现依旧可期。此外，从盈利能力来看，Q1 高端产品影响小于中端大众产品，部分酒企产品被动升级带来毛利率提升，加之酒企因疫情市场投入减少，Q1 盈利能力受损不显著，但后续随着各家酒企抢占疫情后需求恢复，预计盈利能力将回归正常水平。从预收款来看，19 年底各家酒企预收账款表现良好，Q1 大部分酒企为保障量价平衡和渠道良性健康发展，对节后的打款和配额节奏有所调整，Q1 预收款同比和环比多数均有所下降。从现金流来看，Q1 因疫情影响面临节后渠道去库存，回款和现金流整体下降，中小酒企影响程度较大。
- **大众品板块：居家必选业绩如期兑现，其他细分板块紧盯预期改善。**总体来看，居家必选个股业绩普遍超过此前预期，来自渠道需求快速增长及费用率明显下降，代表如调味品、速冻食品、休闲食品等相关龙头；必选乳制品龙头伊利业绩低预期，但不改逐季改善趋势。卤制品、啤酒、保健食品等板块继续紧盯预期触底改善。具体：1) **乳制品：龙头借优势加快份额提升。**19 年乳制品行业延续良好趋势，龙头伊利蒙牛收入维持两位数增长，伊利 20Q1 销量及收入短期受到影响，但去库存之后销量已逐步恢复，疫情期间份额加快提升，后续业绩逐季改善趋势清晰。2) **调味品：需求兑现必选属性，龙头渠道掌控力优异。**总体来看调味品 C 端需求必选属性强，千禾受益与此实现快增；海天中炬体现良好渠道掌控力，调味品业务表现符合预期。3) **肉制品：提价持续拉升盈利。**双汇由于屠宰量下滑拉低规模效应，屠宰利润下滑明显；肉制品提价效应持续显现，Q1 终端动销良好。4) **速冻食品：安井实属速冻赛道真正的成长龙头，业绩连续超预期，体现优异渠道调整能力，盈利能力有望继续提升；三全体现转型 B 端带来的业绩弹性。**5) **休闲食品：洽洽疫情影响可控，瓜子品类增长良好，延续业绩弹性；短保烘焙桃李加快份额提升，业绩超预期，疫情反而放大产能布局及供应链优势；卤制品龙头绝味门店扩张节奏良好，以短期利润换取长期发展。**6) **啤酒：20Q1 销量及业绩下滑明显，Q2 消费逐步恢复，行业格局向好逻辑不改。**7) **保健食品：19 年受政策影响较大，20Q1 龙头小幅恢复，线上渠道增速放缓，汤臣及 Swisse 优势领先，汤臣 Life-Space 线下全面铺货，预计费用投放恢复正常水平。**
- **投资建议：看需求改善更看供给集中，继续把握两条主线。**1) **以内在价值为锚，坚定布局价值龙头。**白酒是典型的龙头借助疫情加快份额提升的板块，Q2 继续关注需求恢复和预期改善拐点，以内在真实价值为锚，具备估值安全边际，积极布局价值龙头，持续重点推荐龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖；二线龙头重点推荐古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业。2) **紧盯确定性及疫情受益的居家必选标的，看好报表兑现能力及 Q2 业绩趋势延续。**居家消费及必选消费等疫情期间受益板块，在当下波动较大的市场环境下，有望持续受到关注，一季报龙头业绩兑现能力强，Q2 有望延续良好业绩趋势。首推伊利股份，继续推荐居家必选的安井食品、洽洽食品、恒顺醋业、中炬高新、涪陵榨菜核心标的，关注桃李面包、安琪酵母、汤臣倍健等标的。
- **风险提示：经济下行风险，行业竞争加剧的风险。**

华创证券研究所

证券分析师：方振

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

证券分析师：于芝欢

邮箱：yuzhiguan@hcyjs.com
执业编号：S0360519090001

证券分析师：程航

电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

证券分析师：董广阳

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

联系人：杨传忻

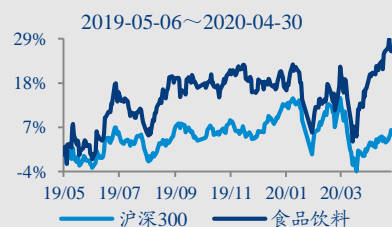
电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	98	2.56
总市值(亿元)	41,885.29	6.43
流通市值(亿元)	38,057.78	7.94

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		7.89	4.32	17.83
相对表现		2.52	5.97	17.85



相关研究报告

《食品饮料行业周报(20200413-20200417)：供给侧，哪些行业可能加速份额集中？》

2020-04-19

《食品饮料行业 2020Q1 基金持仓及北上分析：白酒重仓小幅回落，北上波动后再次加仓》

2020-04-27

目录

一、白酒板块总结：短期承压，分化加速.....	5
（一）收入分析：19 年圆满收官，20Q1 短期承压	5
（二）预收账款分析：保障渠道良性健康，预收款有所回落	7
（三）现金流分析：19 年回款情况良好，Q1 回款及现金流有所下降	8
（四）盈利能力分析：毛利率短暂分化，盈利能力保持良好	9
二、大众品板块：居家必选业绩如期兑现，其他细分板块紧盯预期改善.....	12
（一）乳制品板块：龙头加快份额提升，业绩有望逐季改善	12
（二）调味品板块：需求兑现必选属性，龙头渠道掌控力优异	14
（三）啤酒板块：19 年行业量稳价增，长期业绩改善逻辑不变	16
（四）其他食品板块：居家消费明显受益，业绩兑现能力强	19
1、保健品：19 年受政策影响较大，20Q1 盈利有所提升	19
2、烘焙面包：龙头份额加速提升，疫情反而扩大优势	20
3、卤制品：门店扩张节奏良好，以短期利润换取长期发展	21
4、速冻食品：龙头疫情应对能力突出，盈利能力继续提升	22
5、休闲食品：线上集中度稳步提升，线下商超渠道受益	23
三、投资建议.....	24
四、风险提示.....	24

图表目录

图表 1	白酒板块收入及增速 (亿元, %)	5
图表 2	白酒板块净利润及增速 (亿元, %)	5
图表 3	白酒上市公司单季度收入及增速表 (亿元)	6
图表 4	白酒上市公司单季度归母净利润及增速表 (亿元)	6
图表 5	白酒上市公司预收账款 (亿元)	7
图表 6	白酒上市公司经营活动现金净流量一览表 (亿元)	8
图表 7	上市公司毛利率一览表 (%)	9
图表 8	白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)	10
图表 9	白酒板块毛利率表现趋势 (%)	11
图表 10	白酒板块净利率表现趋势 (%)	11
图表 11	各白酒上市公司净利率一览表	11
图表 12	伊利常温奶市占率	12
图表 13	伊利低温奶市占率	12
图表 14	伊利营业收入及增速 (亿元/%)	12
图表 15	蒙牛营业收入及增速 (亿元/%)	12
图表 16	伊利单季度毛利率 (%)	13
图表 17	伊利单季度费用率 (%)	13
图表 18	伊利单季度净利率 (%)	13
图表 19	乳制品板块上市公司 19 年及 20Q1 财务数据 (亿元, %)	13
图表 20	调味品上市公司及龙头单季度收入及增速 (亿元, %)	14
图表 21	主要调味品公司毛利率同比情况 (%)	15
图表 22	主要调味品公司费用率率同比情况 (%)	15
图表 23	调味品板块上市公司 19 年及 20Q1 财务数据 (亿元/%)	15
图表 24	行业定点生猪屠宰量及增速 (万头)	16
图表 25	猪价和生猪价格走势 (元/公斤)	16
图表 26	双汇单季屠宰量 (万头)	16
图表 27	双汇单季肉制品销量 (万吨)	16
图表 28	啤酒行业新增产能 (万吨/年, %)	17
图表 29	啤酒行业月度产量 (万千升, %)	17
图表 30	主要啤酒公司吨价增速 (%)	17
图表 31	主要啤酒公司销量增速 (%)	17
图表 32	主要啤酒公司 2019 年毛利率变化	18
图表 33	主要啤酒公司 2019 年销售费用率变化	18

图表 34	主要啤酒公司 2019 年管理费用率变化 (%)	18
图表 35	主要啤酒公司 2019 年扣非净利率变化 (%)	18
图表 36	啤酒板块上市公司 19 及 20Q1 财务数据一览 (亿元)	18
图表 37	阿里平台保健品行业销售额	19
图表 38	2019 全年线上保健品行业格局	19
图表 39	公司收入情况 (亿元, %)	19
图表 40	公司归母净利润情况 (亿元, %)	19
图表 41	中国面包行业零售额及增速 (亿元)	20
图表 42	达利园及桃李烘焙产品市场份额 (%)	20
图表 43	桃李面包营业收入及增速 (亿元, %)	20
图表 44	桃李面包归母净利润及增速 (亿元, %)	20
图表 45	部分桃李面包产能布局	21
图表 46	桃李面包面包及糕点产量 (千吨)	21
图表 47	绝味食品与周黑鸭门店数量对比	21
图表 48	绝味食品收入及增速 (亿元, %)	21
图表 49	绝味食品业绩及增速 (亿元, %)	22
图表 50	绝味食品与周黑鸭盈利能力对比	22
图表 51	安井食品收入及增速	23
图表 52	安井食品归母净利润及增速	23
图表 53	休闲食品主要公司收入增速 (%)	23
图表 54	休闲食品主要公司净利率 (%)	23
图表 55	其他食品板块上市公司 19 年及 20Q1 财务数据 (亿元, %)	24

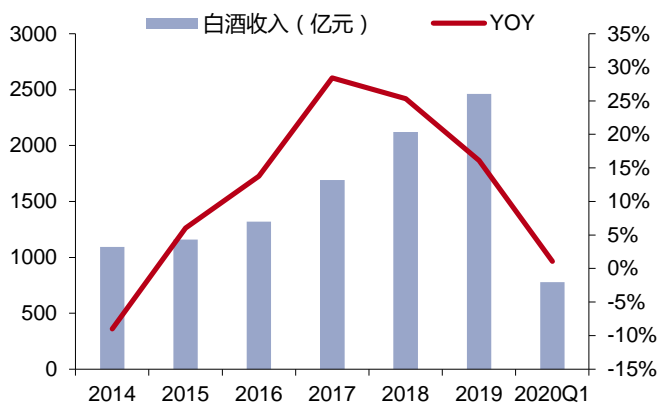
一、白酒板块总结：短期承压，分化加速

（一）收入分析：19 年圆满收官，20Q1 短期承压

短期承压，加快分化。2019 年上市白酒企业实现收入 2462.71 亿元，同增 16.09%，实现归母净利润 821.74 亿元，同增 17.5%，酒企依旧保持稳健成长。分季度来看，2019Q4 白酒上市企业实现收入 620.44 亿元，同增 13.1%，归母净利润 191.24 亿元，同增 3.2%；2020Q1 受疫情因素影响，节后聚餐、宴请等消费场景短期消失，收入持平略增，实现收入 777.16 亿元，同增 1.1%，归母净利润 301.93 亿元，同增 9.0%。考虑春节错位因素，2019Q4 与 2020Q1 合计实现收入 1397.60 亿元，同增 6.1%，归母净利润 493.17 亿元，同增 6.7%。

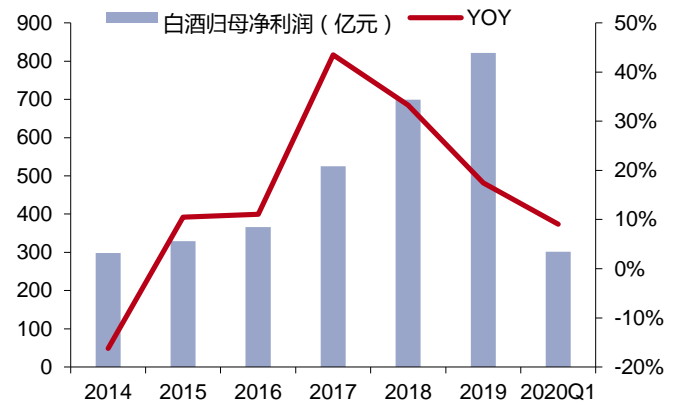
从规模以上酒企表现来看，根据国家统计局数据，2019 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；实现销售收入 5617.82 亿元，同比增长 8.24%；实现利润总额 1404.09 亿元，同比增长 14.54%。2020 年 1-2 月全国规模以上白酒企业完成销售 887.20 亿元，同比下降 11.68%，利润总额 241.70 亿元，同比下降 8.84%，2020 年 1-3 月全国规模以上白酒企业实现产量 169.3 万千升(折 65 度)，同比下降 15.9%。可以看出，疫情短期冲击行业整体出现下滑，同时进一步加快行业经营分化。

图表 1 白酒板块收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

图表 2 白酒板块净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

高端白酒：茅五定力十足，逆势增长引领板块。从年报来看，茅台、五粮液、老窖均圆满完成全年任务规划，总体延续稳健成长态势。具体来看，茅台继续实现量价齐升，茅台酒全年实际销量超年初投放计划，产品和渠道结构优化带动吨价提升；五粮液顺利实现第八代普五产品更迭升级，价格体系亦顺势理顺，实现量价齐升，系列酒积极整合，持续清理同质化产品优化总经销品牌；国窖专营公司顺利实现百亿目标，特曲适度控货，全面升级换装。从一季度来看，茅五相对影响较小，疫情之下收入均保持双位数增长，逆势增长保持定力。具体来看，茅台疫情当季发货及需求保持稳定，彰显逆势增长之力，同时公司渠道改革持续推进，Q1 直销渠道收入同增 77.6%，延续去年营销体制改革以来的高增趋势；五粮液疫情之后明确不搞一刀切，总体维持按月打款、按月发货政策，当前合同计划正常执行；泸州老窖虽然 Q1 收入增速较茅五有所逊色，但更多体现了管理层极强定力，保持良性运营节奏，不压货不促销。

次高端白酒：19 年目标完成情况良好，疫情下短期收入承压。从年报来看，次高端各家酒企 19 年均实现圆满收官，全国化进程也在稳步推进。具体来看，汾酒三年国改完美收官，集团酒类资产整合后产品层次更加清晰，青花及玻汾两头明显放量，省外市场实现高增，占比过半；水井坊价稳量增，东区市场稳定扩张，北区南区持续提升品牌影响力和市场份额，保持较高增速；酒鬼酒在 Q3 短期停货调整后，Q4 恢复较快增长，内参专营公司亦圆满实现全年任务，以湖南为主的华中地区收入同增 22.8%；舍得酒类收入同增 23.7%，Q4 营收有所加速。从一季报来看，疫情冲击收入压力开始显现，汾酒表现最佳。具体来看，汾酒 Q1 实现营业收入 41.40 亿元，同增 1.71%，仍实现小

幅正增长；水井坊菁翠和典藏系列收入同减 4%，井台和臻酿八号收入同减 29%，各区域市场短期也均有不同程度的下滑；酒鬼酒其中内参定位高端，受疫情影响小，酒鬼和湘泉系列产品受冲击明显。

区域龙头及大众白酒：古井今世缘 19 年高端化和全国化趋势明显，各家酒企 Q1 收入均短期承压。从年报来看，古井今世缘紧抓大本营市场消费升级趋势，积极卡位消费升级价格带，产品结构持续升级，大本营市场份额稳固，省外泛全国化稳步推进。具体来看，古井古 8 及以上产品发力保持放量态势，尤其古 20 次高端产品明显发力，同时华北/华南市场渠道招商质量及广度明显提升，收入保持较快增速；今世缘特 A+类同增 47.2%，占比 55.77%，同比提升 6.38pcts，省外收入达 3.09 亿元，同增 54.96%，省外经销商净增加 152 家至 425 家，上海山东等市场拓展顺利；口子窖 19 年收入同增 9.4%，表现相对较弱；顺鑫 19 年外阜市场持续增长，白酒规模正式进入百亿时代。**从一季报来看，各家酒企 Q1 收入均短期承压。**具体来看，古井 Q1 收入负增长，预计黄鹤楼身处湖北冲击较大，但古井本身仍有增长；今世缘受疫情影响渠道打款政策有所放松，但终端铺设计划不曾放缓；顺鑫农业终端销售也受到影响，收入增速略低于预期。

图表 3 白酒上市公司单季度收入及增速表（亿元）

	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY	2019Q4+2020Q1	YoY
贵州茅台	253.46	14.0%	252.98	12.5%	506.44	13.3%
五粮液	130.16	20.7%	202.38	15.1%	332.55	17.2%
泸州老窖	43.40	14.4%	35.52	-14.8%	78.93	-0.9%
洋河股份	20.29	-36.5%	92.68	-14.9%	112.97	-19.8%
山西汾酒	27.54	11.6%	41.40	2.0%	68.93	5.7%
水井坊	8.88	30.5%	7.29	-21.6%	16.17	0.4%
舍得酒业	8.07	29.4%	4.04	-42.0%	12.11	-8.3%
酒鬼酒	5.44	27.5%	3.13	-9.7%	8.57	10.8%
古井贡酒	22.14	15.1%	32.81	-10.6%	54.95	-1.7%
口子窖	12.06	13.6%	7.77	-42.9%	19.84	-18.1%
今世缘	7.58	31.1%	17.71	-9.4%	25.29	-0.2%
老白干酒	12.08	4.9%	7.56	-34.2%	19.65	-14.6%
顺鑫农业	38.38	33.7%	55.24	15.9%	93.63	22.6%
伊力特	7.91	26.4%	1.53	-70.4%	9.44	-17.5%
迎驾贡酒	11.28	7.3%	7.71	-33.5%	18.99	-14.1%
金徽酒	5.28	6.2%	3.42	-33.4%	8.70	-13.9%
金种子酒	2.21	-57.3%	1.94	-32.9%	4.14	-48.5%
青青稞酒	4.27	7.7%	2.03	-44.6%	6.30	-17.4%
合计	620.44	13.1%	777.16	1.1%	1397.60	6.1%

资料来源：Wind，华创证券 注：剔除皇台酒业

图表 4 白酒上市公司单季度归母净利润及增速表（亿元）

	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY	2019Q4+2020Q1	YoY
贵州茅台	107.52	2.7%	130.94	16.7%	238.45	9.9%
五粮液	48.59	24.9%	77.04	19.0%	125.63	21.2%
泸州老窖	8.47	15.3%	17.07	12.7%	25.54	13.5%

	2019Q4	YoY	2020Q1	YoY	2019Q4+2020Q1	YoY
洋河股份	2.36	-78.0%	40.02	-0.5%	42.39	-16.8%
山西汾酒	2.43	19.5%	12.25	39.6%	14.67	35.8%
水井坊	1.87	60.3%	1.91	-12.6%	3.78	12.8%
舍得酒业	2.05	198.4%	0.27	-73.5%	2.32	36.9%
酒鬼酒	1.15	87.4%	0.96	32.2%	2.12	57.5%
古井贡酒	3.56	-19.0%	6.37	-18.7%	9.93	-18.8%
口子窖	4.25	8.5%	2.43	-55.4%	6.68	-28.7%
今世缘	1.64	34.9%	5.80	-9.5%	7.45	-2.4%
老白干酒	1.33	25.1%	0.66	-44.0%	1.99	-11.2%
顺鑫农业	1.45	-30.5%	3.53	-17.6%	4.98	-21.8%
伊力特	1.44	4.5%	0.08	-94.4%	1.53	-46.9%
迎驾贡酒	3.30	17.6%	2.33	-34.1%	5.63	-11.2%
金徽酒	1.08	10.1%	0.58	-47.0%	1.66	-20.0%
金种子酒	-1.33	-	-0.26	-	-1.59	-
青青稞酒	0.09	-58.6%	-0.05	-	0.04	-94.5%
合计	191.24	3.2%	301.93	9.0%	493.17	6.7%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

(二) 预收账款分析: 保障渠道良性健康, 预收款有所回落

高端白酒: 2019 年茅台、五粮液、泸州老窖预收款表现良好, 预收账款同比及环比增长明显。其中五粮液 2019 年末预收款同增 86.84%, 环比同增 113.66%, 主要系升级八代普五, 控盘分利提升渠道利润空间, 经销商进货积极; 20Q1 来看, 茅台虽然 Q1 预收款波动较大, 主要系去年底经销商会上公司就提出要从今年起对预收款进行改革, 原则上提前一个月打款即可。从实际渠道反馈来看, 经销渠道提前执行的 4-5 月配额计划均实现发货, 计划外走进系列打款也较快到货, 因此体现出 Q1 预收款环比明显下降。而五粮液、泸州老窖积极应对疫情冲击, 保持渠道良性健康, 其中五粮液明确不搞一刀切, 动销有压力经销商及时调减, 精准施策维持量价平衡; 泸州老窖为缓解经销商资金压力, 连续取消国窖 2-3 月经销商配额计划, 因此预收账款同比环比均出现下滑。

次高端白酒: 2019 年末洋河股份、山西汾酒预收账款表现良好。其中洋河股份 2019 年末预收款同增 51.14%, 环比 19Q3 增加 241.28%, 主要系 19Q4 推出新品梦 6+, 给予渠道较大盈利空间, 提升渠道推力所致; 山西汾酒 2019 年末预收款同比增加 70.83%, 环比 19Q3 增加 54.28%, 主要系省外积极扩张、青花放量。20Q1 受疫情影响, 汾酒、水井坊、舍得等预收款环比下降明显, 洋河预收款保持良好。

区域强势白酒: 古井贡酒 19 年末预收款同比减少 53.89%, 环比减少 40.46%, 20Q1 预收款同比增加 37.46%, 环比增加 189.38%, 推测系发货节奏调整。今世缘 19 年末预收账款同比增加 11.62%, 环比增加 175.05%, 主要系产品结构持续升级, 20Q1 预收款同比增加 0.03%, 环比减少 77.62%, 主要系疫情下渠道打款政策有所放松。

图表 5 白酒上市公司预收账款 (亿元)

	预收款					YoY		QoQ	
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	19Q4	20Q1	19Q4	20Q1
贵州茅台	113.85	122.57	112.55	137.40	69.09	1.21%	-39.31%	22.08%	-49.72%

	预收款					YoY		QoQ	
五粮液	48.53	43.54	58.65	125.31	47.69	86.84%	-1.74%	113.66%	-61.94%
泸州老窖	12.86	13.92	15.92	22.44	6.26	39.89%	-51.28%	40.97%	-72.09%
洋河股份	19.74	17.79	19.79	67.54	64.32	51.14%	225.89%	241.28%	-4.77%
山西汾酒	12.03	14.81	18.41	28.40	16.11	70.83%	33.92%	54.28%	-43.26%
水井坊	0.41	0.59	0.81	3.71	0.30	131.45%	-24.97%	359.93%	-91.80%
舍得酒业	1.50	1.26	2.35	2.53	1.71	2.51%	13.98%	8.05%	-32.41%
酒鬼酒	1.20	0.74	1.34	2.07	1.62	34.18%	35.37%	53.88%	-21.61%
古井贡酒	11.15	5.17	8.90	5.30	15.33	-53.89%	37.46%	-40.46%	189.38%
口子窖	4.89	5.15	5.79	8.00	4.54	-12.77%	-7.03%	38.18%	-43.26%
今世缘	2.92	3.07	4.74	13.04	2.92	11.62%	0.03%	175.05%	-77.62%
老白干酒	5.69	3.30	4.95	8.02	8.89	86.87%	56.34%	62.01%	10.89%
顺鑫农业	51.66	49.55	48.26	61.91	42.54	9.51%	-17.65%	28.30%	-31.28%
伊力特	1.19	0.71	1.22	0.84	0.42	-28.38%	-64.74%	-31.10%	-50.00%
迎驾贡酒	2.87	2.13	1.88	4.06	3.00	-16.01%	4.40%	115.34%	-26.06%
金徽酒	1.74	1.40	2.26	2.28	1.35	80.58%	-22.40%	1.00%	-40.78%
金种子酒	1.01	1.17	1.28	1.12	0.76	34.77%	-24.40%	-12.29%	-32.24%
青青稞酒	0.33	0.64	0.75	0.36	0.27	-16.01%	-19.36%	-51.52%	-26.26%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

(三) 现金流分析: 19 年回款情况良好, Q1 回款及现金流有所下降

2019 年白酒板块整体回款及现金流净额表现良好, 多数酒企现金流稳健增长。除金种子酒、青青稞酒外, 大部分酒企 19 年回款实现良好增长。经营活动现金净流量来看, 高端、多数次高端及部分区域强势品牌增长稳健, 五粮液、山西汾酒、水井坊等表现亮眼。部分酒企主动调整, 现金流受到一定影响, 预计调整结束后将有所恢复, 其中洋河股份 19 年回款同比增加 0.19%, 现金净流量同比减少 24.94%, 主要系公司主动调整渠道; 古井贡酒 2019 年现金净流量同比下降 86.64%, 主要系不可提前支取存款大幅增加, 扣除影响后的经营活动现金流量净额同增 38.6%; 顺鑫农业 2019 年现金净流量同比下降 58.92%, 主要系应收票据增加及原材料涨价。

2020Q1 受疫情影响白酒板块回款整体下降, 现金流短暂承压, 除茅台、古井外, 20Q1 多数酒企现金流净额下降明显, 其中规模较小的酒企受疫情冲击更为严重。伊力特、金种子酒、青青稞酒 20Q1 回款同比下降超过 50%。预计后续餐饮消费复苏下, 白酒板块整体回款情况将有所改善。

图表 6 白酒上市公司经营活动现金净流量一览表 (亿元)

	回款		YOY		现金净流量		YOY	
	2019A	2020Q1	2019A	2020Q1	2019A	2020Q1	2019A	2020Q1
贵州茅台	949.80	218.66	12.71%	-3.92%	452.11	23.03	9.24%	93.70%
五粮液	631.11	126.87	37.11%	-28.31%	231.12	-12.02	87.64%	-115.16%
泸州老窖	184.83	27.10	24.65%	-34.83%	48.42	-3.16	12.65%	-156.38%
洋河股份	281.58	59.91	0.19%	-27.21%	67.98	-3.29	-24.94%	-367.37%
山西汾酒	134.63	37.84	54.86%	-33.18%	30.77	1.26	221.92%	-94.93%

	回款		YOY		现金净流量		YOY	
水井坊	40.49	7.71	27.89%	-23.60%	8.68	0.81	101.29%	-67.03%
舍得酒业	29.35	4.85	7.58%	-39.78%	6.68	-0.74	50.64%	-578.93%
酒鬼酒	15.17	2.98	31.72%	-17.55%	3.82	-0.48	79.93%	-712.29%
古井贡酒	107.47	44.16	17.35%	34.51%	1.92	16.33	-86.64%	61.54%
口子窖	47.03	8.67	8.49%	-28.98%	12.97	-2.95	15.84%	-554.92%
今世缘	54.32	10.10	19.28%	-22.99%	13.07	-2.36	16.63%	-335.28%
老白干酒	43.90	7.87	15.21%	-32.54%	3.82	-3.10	-14.87%	-432.24%
顺鑫农业	174.50	45.00	6.51%	-13.83%	13.05	-8.58	-58.92%	-462.80%
伊力特	26.14	1.85	12.09%	-72.88%	5.60	-2.38	94.08%	-435.72%
迎驾贡酒	41.67	5.12	6.71%	-49.56%	9.25	-3.83	3.71%	-129.41%
金徽酒	19.23	3.08	15.34%	-49.89%	3.71	-0.75	330.26%	-145.44%
金种子酒	13.35	1.34	-9.16%	-58.27%	-1.75	-0.92	5.08%	45.24%
青青稞酒	14.43	2.14	-9.33%	-52.21%	-1.08	-0.99	-202.28%	-1620.73%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

(四) 盈利能力分析: 毛利率短暂分化, 盈利能力保持良好

产品升级趋势不变, 一季度毛利率短暂分化。2019/2020Q1 白酒板块整体毛利率为 77.38%/77.45%, 同比提升 0.20/0.47pct, 产品结构升级趋势不变。2019 年多数白酒上市公司通过提升出厂价格、升级产品结构, 进一步提升盈利能力。其中五粮液通过升级第八代普五提价, 泸州老窖中档及高档酒提价顺利, 2019 年毛利率分别同比提升 0.65pct/3.09pcts; 次高端白酒保持产品升级趋势, 其中山西汾酒青花放量, 2019 年毛利率同比提升 5.71pcts, 舍得酒业中高档产品提价同时低档产品销量减少, 2019 年毛利率同比提升 3.58pcts。洋河股份 2019 年毛利率同比下降 2.36pcts, 主要系梦系列产品调整; 古井毛利率下滑 1.05pcts, 主要系原料成本提升; 顺鑫农业 2019 年毛利率下降 3.76pcts, 主要系省外逐渐放量, 产品结构以低端为主。

2020 年一季度白酒上市公司毛利率整体平稳、短暂分化。受疫情影响高端酒动销好于次高端及中低端酒, 短期产品结构被动提升的泸州老窖、酒鬼酒 20Q1 毛利率同比分别提升 7.70/7.81pcts; 区域白酒古井贡酒、口子窖、今世缘次高端产品短暂承压, 毛利率略有下降; 顺鑫农业 20Q1 毛利率同比下降 9.95pcts, 主要系外埠市场产品结构偏低及包材成本上涨。

图表 7 上市公司毛利率一览表 (%)

	2019A	同增 (pcts)	2020Q1	同增 (pcts)
贵州茅台	91.30%	0.16	91.67%	-0.44
五粮液	74.46%	0.65	76.53%	0.75
泸州老窖	80.62%	3.09	86.85%	7.70
洋河股份	71.35%	-2.36	73.74%	1.45
山西汾酒	71.92%	5.71	72.22%	0.28
水井坊	82.87%	1.00	83.55%	0.96
舍得酒业	76.20%	3.58	72.36%	-2.40
酒鬼酒	77.75%	-1.08	85.40%	7.81

	2019A	同增 (pcts)	2020Q1	同增 (pcts)
古井贡酒	76.71%	-1.05	77.32%	-0.90
口子窖	74.97%	0.61	77.50%	-0.33
今世缘	72.79%	-0.08	73.21%	-1.44
老白干酒	61.47%	0.32	67.54%	6.63
顺鑫农业	36.20%	-3.76	28.44%	-9.95
伊力特	51.45%	2.44	49.54%	-3.27
迎驾贡酒	64.36%	3.43	72.07%	4.91
金徽酒	60.72%	-1.57	60.48%	2.44
金种子酒	37.87%	-13.37	35.19%	-10.38
青青稞酒	64.42%	-2.18	65.27%	0.35

资料来源: Wind、华创证券 注: 剔除皇台酒业

费用率分析: 19 年次高端费用投入加大, 20Q1 疫情影响下市场投入较低。2019 年白酒行业整体销售费用率 11.46%, 同比提升 0.62pcts, 主要系行业保持产品升级趋势, 酒企加大费用投入, 进行渠道拓展及广告推广, 提升品牌影响力及扩大市场占有率。山西汾酒 2019 年销售费用率同比提升 4.39pcts, 主要系省外扩张前置性费用投入增多; 今世缘 2019 年销售费用率提升 1.85pcts, 主要系广告费用投入增多; 舍得酒业 2019 年销售费用率下降 5.91pcts, 主要系销售人员外包给经销商职工薪酬大幅减少。20Q1 受疫情影响, 白酒行业整体销售费用率 8.95%, 同比下降 0.93pct, 主要系酒企因疫情费用投入减少, 预计 20Q2 将逐渐恢复终端促销及产品推广力度。但也存在部分酒企逆势加大投入, 积极布局疫情后消费反弹市场, 如五粮液 20Q1 销售费用率逆势提升 1.30pcts, 主要系积极抢抓疫情后反弹消费, 增加费用投入; 口子窖 20Q1 销售费用率提升 7.52pcts, 主要系新推产品后主动加大市场投入。2019/20Q1 白酒行业整体管理费用率 6.55%/5.13%, 同比下降 0.06pcts/0.01pct, 主要酒企加强费用精细化管理, 管理费用率普遍平稳或下降, 2019 年山西汾酒、舍得酒业管理费用率同比提升主要系实施股权激励所致。

图表 8 白酒上市公司销售和管理费用率情况一览表 (%)

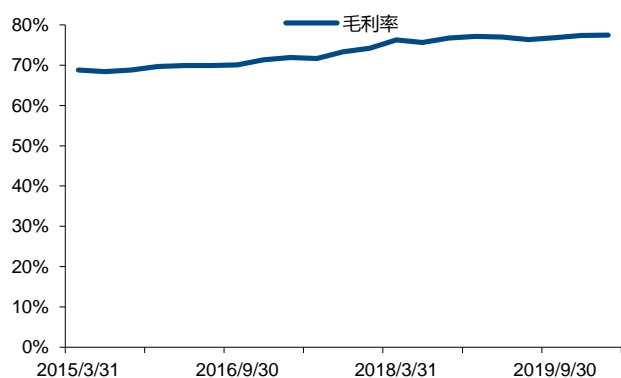
	销售费用率				管理费用率			
	2019A	2020Q1	同增 (pct)		2019A	2020Q1	同增 (pct)	
贵州茅台	3.69%	2.61%	0.36	-1.26	7.00%	6.21%	0.07	-0.31
五粮液	9.95%	8.54%	0.51	1.30	5.55%	3.61%	-0.51	-0.93
泸州老窖	26.47%	13.67%	0.48	-3.26	5.69%	4.87%	-0.32	0.97
洋河股份	11.64%	6.74%	1.04	0.34	8.72%	5.70%	1.55	0.68
山西汾酒	21.73%	21.39%	4.39	0.65	7.39%	5.54%	0.56	1.58
水井坊	30.08%	23.69%	-0.23	-6.12	7.12%	8.74%	-2.53	2.83
舍得酒业	21.66%	25.24%	-5.91	-0.85	13.96%	17.04%	1.32	5.11
酒鬼酒	25.39%	23.86%	-3.75	-2.30	10.33%	7.29%	-0.75	0.39
古井贡酒	30.57%	30.15%	-0.31	-1.67	6.99%	6.15%	-0.72	1.86
口子窖	8.47%	16.53%	0.60	7.52	4.81%	6.01%	0.48	2.52
今世缘	17.50%	12.48%	1.85	-3.39	4.54%	2.63%	-0.47	0.32
老白干酒	25.80%	32.30%	-1.12	7.48	9.38%	11.08%	0.74	1.64
顺鑫农业	9.60%	6.57%	-0.54	-2.87	5.75%	3.74%	-0.01	-1.18
伊力特	6.12%	8.07%	1.24	3.80	5.41%	5.82%	-0.76	3.37

	销售费用率				管理费用率			
	2015/3/31	2016/9/30	2018/3/31	2019/9/30	2015/3/31	2016/9/30	2018/3/31	2019/9/30
迎驾贡酒	12.26%	12.98%	-0.66	3.77	5.66%	5.74%	0.55	1.69
金徽酒	14.99%	12.41%	-0.70	1.92	10.72%	11.82%	1.45	4.81
金种子酒	34.17%	28.48%	10.28	7.33	12.95%	19.04%	4.10	6.71
青青稞酒	32.35%	32.45%	5.22	10.32	13.44%	19.45%	1.57	9.62

资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

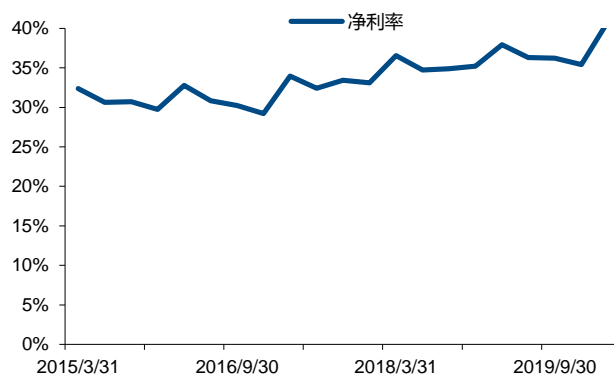
毛利率提升叠加费用率平稳表现, 净利率仍稳步提升。综上受毛利率和费用率影响, 2019 年白酒板块净利率为 35.41%, 同比提升 0.21pct; 20Q1 高端酒表现优于中档、低端酒, 板块整体净利率为 40.81%, 同比提升 2.88pcts。

图表 9 白酒板块毛利率表现趋势 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 白酒板块净利率表现趋势 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 各白酒上市公司净利率一览表

	19Q1	19H1	19 1-3Q	19FY	20Q1
贵州茅台	55.05%	53.68%	53.19%	51.47%	56.80%
五粮液	38.72%	36.12%	35.38%	36.37%	39.83%
泸州老窖	37.28%	34.69%	33.25%	29.35%	48.59%
洋河股份	36.96%	34.91%	33.90%	31.94%	43.20%
山西汾酒	23.25%	19.84%	19.85%	17.29%	29.83%
水井坊	23.51%	20.10%	24.12%	23.35%	26.20%
舍得酒业	15.49%	16.52%	17.73%	20.32%	7.72%
酒鬼酒	20.99%	21.98%	19.01%	19.81%	30.74%
古井贡酒	21.69%	21.29%	21.72%	20.71%	19.23%
口子窖	40.00%	36.99%	37.38%	36.82%	31.28%
今世缘	32.83%	35.11%	31.47%	29.94%	32.79%
老白干酒	10.22%	9.91%	9.61%	10.03%	8.69%
顺鑫农业	9.00%	7.75%	6.07%	5.49%	6.44%
伊力特	28.84%	21.68%	20.13%	19.90%	5.35%
迎驾贡酒	30.50%	23.65%	22.68%	24.66%	30.30%
金徽酒	21.24%	16.56%	14.69%	16.56%	16.89%
金种子酒	3.24%	-6.17%	-10.23%	-22.29%	-13.37%

	19Q1	19H1	19 1-3Q	19FY	20Q1
青青稞酒	13.06%	2.83%	2.07%	1.72%	-3.64%

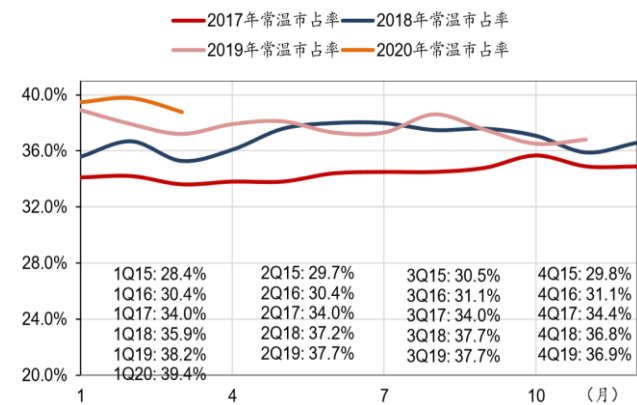
资料来源: Wind, 华创证券 注: 剔除皇台酒业

二、大众品板块: 居家必选业绩如期兑现, 其他细分板块紧盯预期改善

(一) 乳制品板块: 龙头加快份额提升, 业绩有望逐季改善

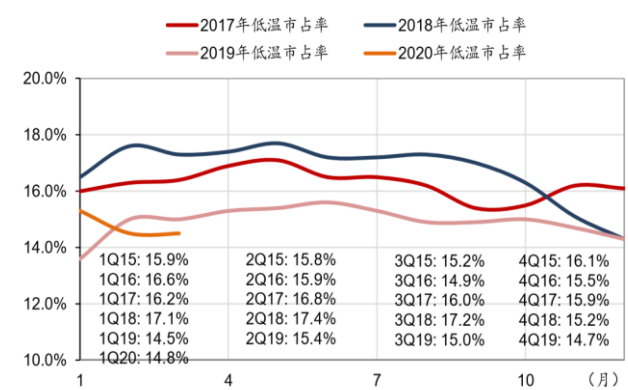
收入端: 龙头收入增长稳健, 份额逆势扩张。19 年及 20Q1 乳制品行业延续良好趋势, 行业收入增长稳健, 龙头伊利、蒙牛收入维持两位数增长, 19 年分别实现营收 902.23 亿元、790.3 亿元, 同增 13.41%、14.6%。19 年光明实现营收 225.63 亿元, 同增 7.52%, 常温奶回归贡献增长, 归母净利润同比+45.84%至 4.98 亿元, 控费提效显著。伊利 20Q1 收入 205.44 亿元, 同降 10.98%。压力下龙头份额持续扩大趋势不改, 尼尔森数据显示, 19 年销量增长及结构升级拉动龙头市场份额不断提升, 伊利 19 年常温、低温、婴儿粉市占率分别达 37.7%/15.0%/6.1%, 分别同比+1.1/+0.3/-0.1pcts, 常温份额继续提升, 20Q1 公司常温/低温婴儿粉市占率分别达 39.3%/14.8%/6.0%, 分别同比+1.4/-0.8/+0.4pcts, 实现逆势扩张。

图表 12 伊利常温奶市占率



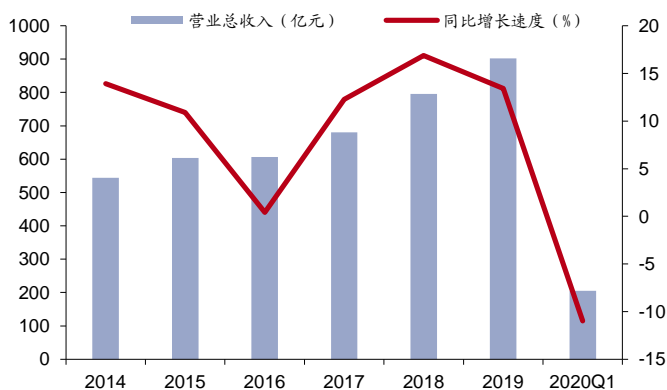
资料来源: 尼尔森, 华创证券

图表 13 伊利低温奶市占率



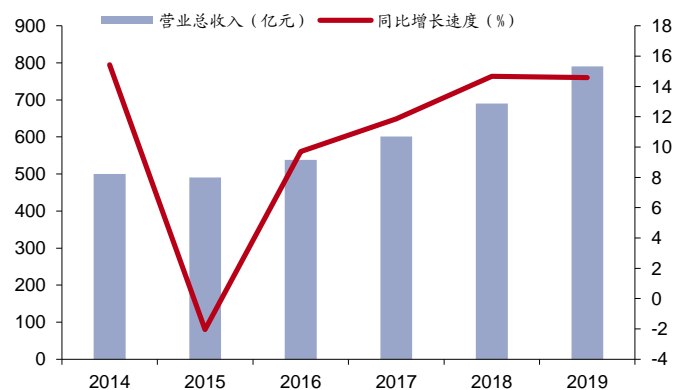
资料来源: 尼尔森, 华创证券

图表 14 伊利营业收入及增速 (亿元/%)



资料来源: Wind, 华创证券

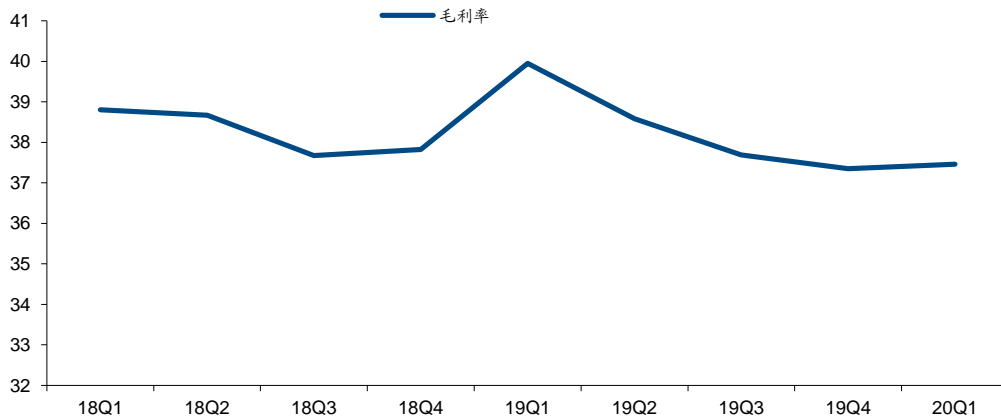
图表 15 蒙牛营业收入及增速 (亿元/%)



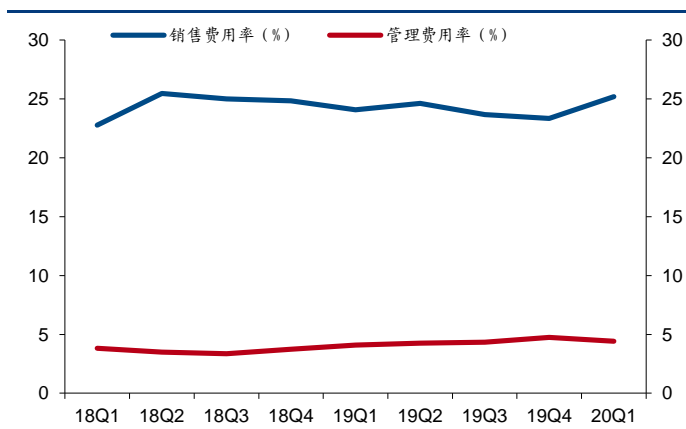
资料来源: Wind, 华创证券

利润端: 盈利能力基本持平, 费用高位彰显扩张决心。毛利率方面, 伊利 19 年毛利率 37.4%, 同降 0.47pcts; 20Q1 单季度毛利率 37.4%, 同降 2.59pcts, 主要系原奶成本上涨, 以及疫情期间买赠力度加大、高端产品需求受损所致。费用率方面, 19 年销售费用率 23.4%, 同降 1.5pcts, 系广告费用率下降所致; 20Q1 销售费用率 24.1%, 同

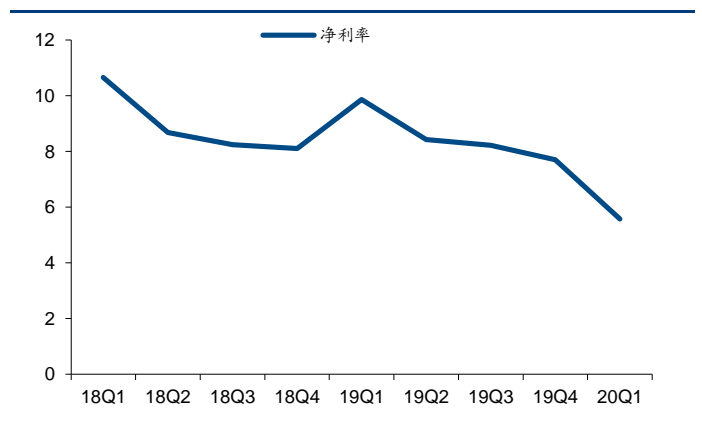
增 1.3pcts，艰难环境下仍保持费用投入，体现公司扩张决心。19 年管理费用率 4.7%，同增 1pcts；20 年管理费用率 4.5%，同增 0.4pct，系公司业务规模扩大及股权激励增加影响。我们认为，20 年初受疫情冲击较大，在公司优秀经营能力下目前恢复良好，后续预计逐季改善，19 年实现净利率 7.70%，同比-0.45pct，20Q1 实现净利率 5.58%。同比-4.28pcts。根据公司指引，预计全年原奶成本小个位数涨幅，公司销售费用提升效率将发挥规模优势。

图表 16 伊利单季度毛利率 (%)


资料来源: wind、华创证券

图表 17 伊利单季度费用率 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 伊利单季度净利率 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 乳制品板块上市公司 19 年及 20Q1 财务数据 (亿元, %)

	营业总收入				归母净利润			
	2019A	YoY	20Q1	YoY	2019A	YoY	20Q1	YoY
伊利股份	902.23	13.41	206.53	-10.98	69.34	7.67	11.43	-49.78
蒙牛乳业	790.3	14.57	-	-	41.05	34.91	-	-
光明乳业	225.63	7.52	51.34	-5.84	4.98	45.84	0.77	-45.35
皇氏集团	22.53	-3.54	3.50	-25.10	0.49	107.89	-0.44	-520.55

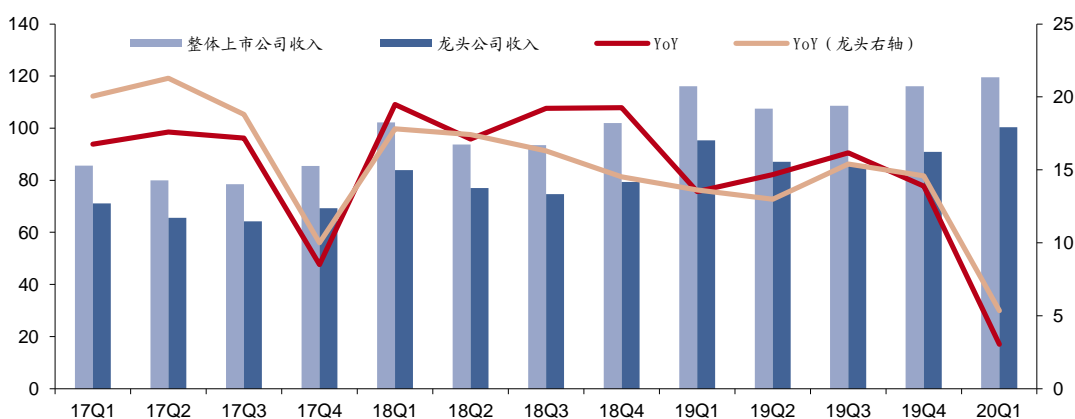
	营业总收入				归母净利润			
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
贝因美	27.85	11.83	7.14	12.79	-1.03	-350.73	0.13	45.24
麦趣尔	6.71	11.72	1.76	27.14	-0.69	54.93	0.04	6.61
燕塘乳业	14.71	13.38	2.58	-8.13	1.24	193.71	0.01	-92.19
科迪乳业	8.13	-36.77	0.58	-80.10	-0.50	-138.43	-0.41	-236.58
庄园牧场	8.14	23.69	1.41	-27.09	0.51	-19.22	-0.10	-156.04
新乳业	56.75	14.14	10.55	-13.66	2.44	0.41	-0.26	-216.79
天润乳业	16.27	11.26	3.47	-0.07	1.40	22.25	0.20	-36.17
三元股份	81.51	9.32	15.18	-21.90	1.34	-25.51	-1.19	-325.00

资料来源: Wind, 华创证券整理

(二) 调味品板块: 需求兑现必选属性, 龙头渠道掌控力优异

收入端: 龙头渠道调整能力强, 必选属性增强。19 年海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的收入分别为 197.97/46.75/76.53/19.90/18.32 亿元, 同比+16.22%/+12.20%/+14.47%/+3.93%/+7.51%; 20Q1 调味品龙头公司业绩符合预期, 必选属性加强。龙头企业经营活动净现金流分别为 4.14/3.82/2.77/2.76/0.75 亿元, 同比+681%/-0.9%/+919%/6667%/9.7%, 源于销售回款分别为 51.30/13.39/20.62/6.73/5.56 亿元, 同比+15.3%/-5.2%/11.7%/36.0%/1.8%, 现金流情况良好。19 年海天高端酱油增速加快, 酱类实现恢复性增长, 蚝油保持领先地位, 20Q1 公司在疫情压力下仍保持稳健增长, 酱油/蚝油/酱分别同比+5.81%/+4.23%/+1.56%。中炬高新的美味鲜 20Q1 营收 11.23 亿元, 同比-3.75%, 其中酱油/鸡精/食用油分别同比-3.9/-33.4/+21.1pcts。因家庭渠道占比较高, 疫情影响相对有限。恒顺 20Q1 实现营收 4.66 亿元, 同比+0.35%, 醋/料酒同比+0.18%/+26.96%, 其中受白醋受疫情刺激需求同比+25%以上, 料酒保持高增长。千禾味业 20Q1 调味品收入 3.57 亿元, 同比+24.03%, 酱油/食醋/焦糖色分别实现收入 2.19/0.74/0.23 亿元, 同比+26.44%/+62.71%/-42.16%, 酱油继续延续较快增长, 疫情刺激需求及恒康并表下食醋收入也实现高增。

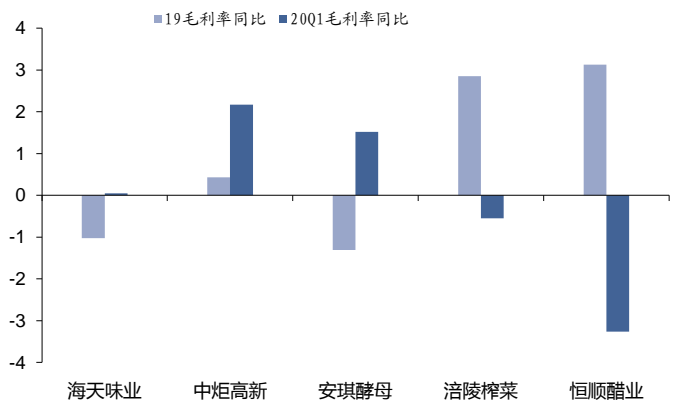
图表 20 调味品上市公司及龙头单季度收入及增速 (亿元, %)



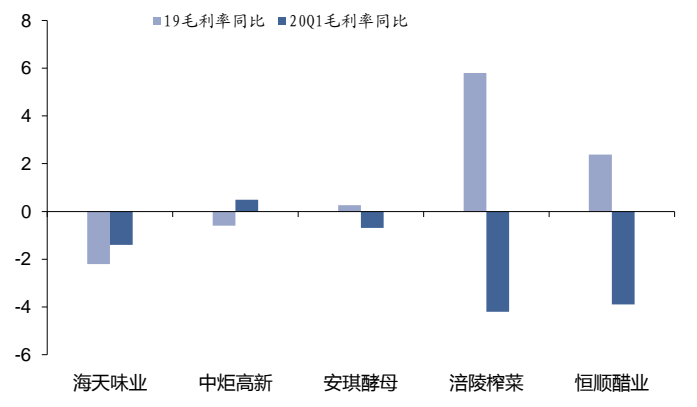
资料来源: 华创证券; 注调味品上市公司为申万分类调味品发酵品和安琪酵母、涪陵榨菜; 龙头公司为市值前 5 名的海天味业、中炬高新、安琪酵母、涪陵榨菜、恒顺醋业

利润端: 19 年提价及结构提升, 龙头盈利能力稳步提升。毛利率方面, 19 年海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的毛利率分别为 45.4%/39.5%/35.0%/58.6%/45.3%, 同比-1.0/+0.4/-1.3/+2.8/+3.1 pcts。20Q1 海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的毛利率分别为 45.8%/41.5%/37.9%/57.6%/40.5%, 同比

-1.4/+0.5/-0.7/-4.2/-3.9pcts。费用率方面，19 年海天味业/中炬高新/安琪酵母/涪陵榨菜/恒顺醋业的销售费用率分别为 10.9%/9.8%/11.6%/20.5%/17.3%，同比-2.2/-0.6/+0.3/+5.8/+2.4pcts，虽受到原料成本上涨影响，龙头公司通过优化产品结构和适时提价，盈利能力稳步提升，公司主动开拓市场、加强渠道下沉致销售费用率上升。净利率方面，19 年海天味业+1.4pcts，中炬高新+0.6pct，恒顺醋业+0.1pct；20Q1 涪陵榨菜+4.8pcts，安琪酵母+2.1pct，中炬高新+2.1pct，恒顺醋业+0.9pct，海天味业+0.5pct。总体来看，龙头公司受益于产品结构优化和提价效应，盈利能力稳步提升，疫情期产品结构稳定及费用率下降也带来盈利能力稳定表现。

图表 21 主要调味品公司毛利率同比情况 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 主要调味品公司费用率同比情况 (%)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 调味品板块上市公司 19 年及 20Q1 财务数据 (亿元/%)

	营业总收入				归母净利润			
	2019A	YoY	20Q1	YoY	2019A	YoY	20Q1	YoY
海天味业	197.97	16.22	58.84	7.17	53.53	22.64	16.13	9.17
中炬高新	46.75	12.20	11.53	-6.32	7.18	18.19	2.06	8.94
安琪酵母	76.53	14.47	20.50	12.68	9.02	5.23	3.03	28.00
涪陵榨菜	19.90	3.93	4.83	-8.33	6.05	-8.55	1.66	6.67
天味食品	17.27	22.26	3.34	9.21	2.97	11.39	0.77	4.75
恒顺醋业	18.32	7.51	4.66	0.35	3.25	5.68	0.76	3.69
安记食品	4.21	24.27	0.77	-36.13	0.43	8.40	0.11	-19.76
千禾味业	13.55	27.19	3.59	23.65	1.98	-17.40	0.70	39.33
星湖科技	10.50	22.17	2.87	-3.79	1.50	253.72	0.32	-13.02
佳隆股份	2.97	-7.01	0.32	-59.87	0.28	-20.50	-0.11	-234.85
加加食品	20.40	14.05	4.92	-10.96	1.62	40.86	0.50	-9.59
莲花健康	17.03	-1.52	2.96	-21.59	0.69	120.82	0.12	130.01

资料来源: Wind, 华创证券整理

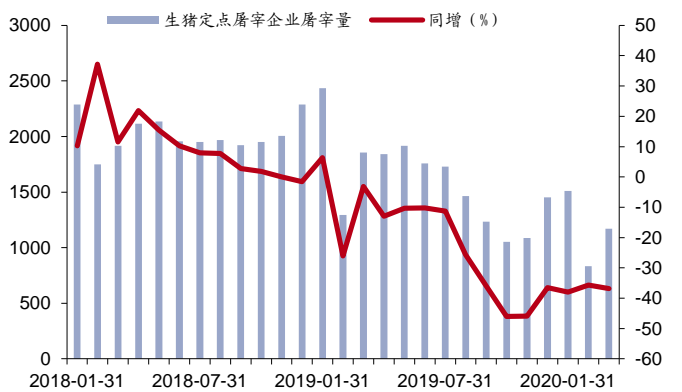
(三) 肉制品板块: 猪价驱动屠宰收入高增, 提价效应持续显现

屠宰业务: 猪价驱动屠宰收入高增, Q1 盈利水平回落。双汇 19 年生鲜肉收入 391.0 亿元, 同比+35.2%, 猪价上涨带动吨价同比+39.5%至 2.63 万元。全年屠宰生猪 1320 万头, 猪瘟致屠宰量同比-19.0%, 19 年行业生猪定点屠宰量-25.7%, 公司份额保持提升。20Q1 屠宰收入 116.44 亿元, 同比+66.19%, 猪价上涨带动生鲜肉吨价提升 66.3%至 3.2 万元, 非洲猪瘟减少供应叠加疫情影响复工, 屠宰量同比-64.78%至 166.5 万头, 受益于进口肉及库存, 生鲜肉销量

同比-11.4%至 32.6 万吨。屠宰利润同比-24%至 4.1 亿元，源于屠宰量下滑拉低规模效应，实现经营利润率 4%，同比-3pcts。

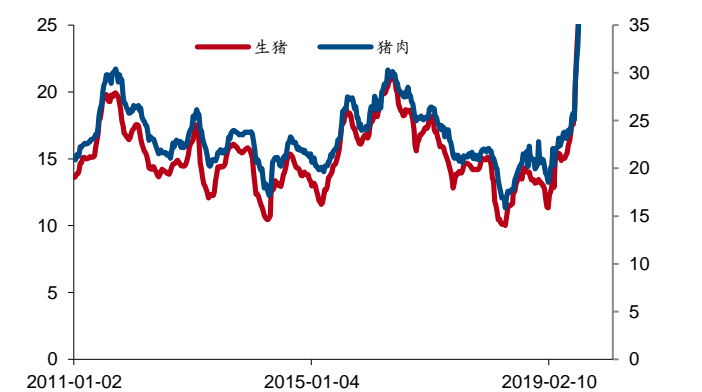
肉制品业务：提价效应持续显现，Q1 终端动销良好。 双汇肉制品业务 19 年全年收入 251.6 亿元，同比+8.4%，主要由提价及结构优化贡献，其中销量 160.2 万吨，同比+0.05%，吨价 1.57 万元/吨，同比+8.4%。20Q1 肉制品收入 66.43 亿元，同比+13.28%，销量 35.7 万吨，同比-7.5%，吨价 1.86 万元，同比+22.5%，19 年 6 次提价效应持续显现，吨价创下新高，疫情影响复产、物流致销量下滑。经营利润率达 20.3%，同比+3.8pcts，吨利同比+50.8%至 3783 元。根据渠道，一季度终端动销良好，库存持续下降，疫情下必选属性进一步凸显。我们预计 20 年肉制品量价齐升贡献业绩弹性，销量保持稳中有升，结构升级及提价效应贯穿全年，叠加 H2 成本压力下行，肉制品盈利维持高位。公司坚持“稳高温、上低温、中式产品工业化”战略，积极改善经营，目标实现稳健增长，重点关注吨价提升。

图表 24 行业定点生猪屠宰量及增速（万头）



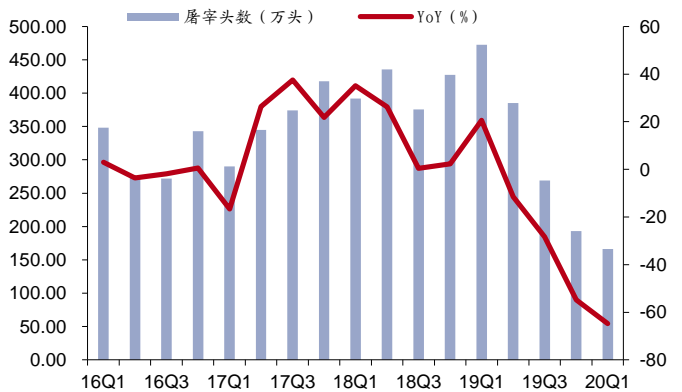
资料来源：Wind，华创证券

图表 25 猪价和生猪价格走势（元/公斤）



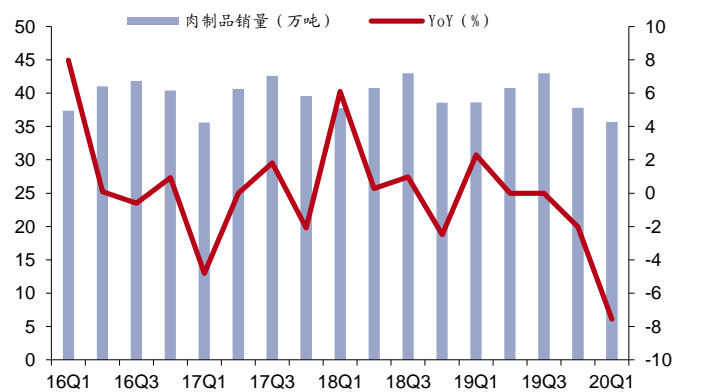
资料来源：Wind，华创证券

图表 26 双汇单季屠宰量（万头）



资料来源：Wind，华创证券

图表 27 双汇单季肉制品销量（万吨）



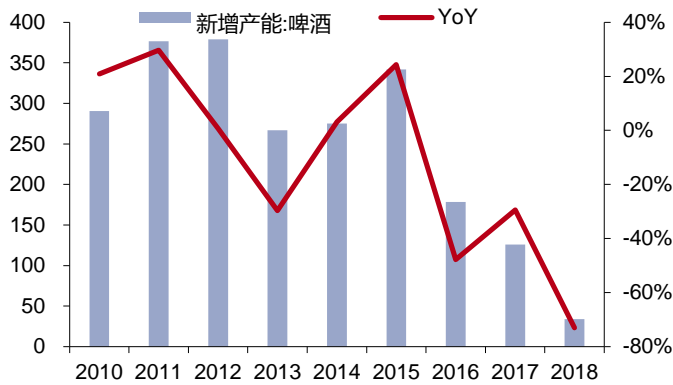
资料来源：Wind，华创证券

（三）啤酒板块：19 年行业量稳价增，长期业绩改善逻辑不变

收入端：19 年行业量稳价增，20Q1 销售大幅下滑。 量：行业产量方面，2020Q1 啤酒行业累计产量 554.4 万千升，同降 34.5%，其中 1-2 月产量为 315.9 万千升，同降 40.0%，3 月产量为 238.5 万千升，同降 21.5%，受疫情影响行业产量大幅下滑，但 3 月边际好转。龙头公司销量来看，19 年华润/青啤/燕京/重啤/珠江销量分别为 1143/805/381/94/126 万千升，分别同增+1.3%/+0.2%/-2.8%/-0.1%/+1.5%；20Q1 青啤/燕京/重啤销量分别为 163/60/15 万千升，同降

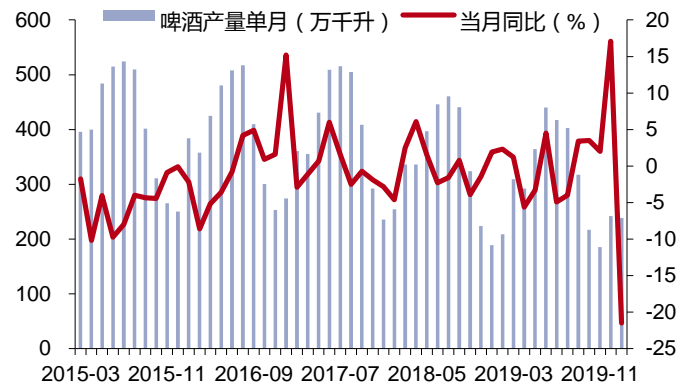
24.7/48.9/32.0%。价：主要公司年内优化产品结构且受增值税下调利好，均价有所提升，华润/青啤/燕京/重啤/珠江吨价分别为 2903/3431/2817/3719/3219 元，分别同增 2.8%/5.0%/2.9%/4.9%/3.2%。收入：2019 年各主要啤酒公司收入稳中有增，华润/青啤/燕京/重啤/珠江啤酒总营收分别为 338/280/115/36/42 亿元，分别同增 4.0%/5.3%/1.1%/3.3%/5.1%；20Q1 青啤/燕京/重啤/珠江啤酒收入分别为 62.9/20.0/5.6/5.5 亿元，分别同降 20.9%/41.9%/33.4%/26.3%，疫情对啤酒销售冲击较大。

图表 28 啤酒行业新增产能（万吨/年，%）



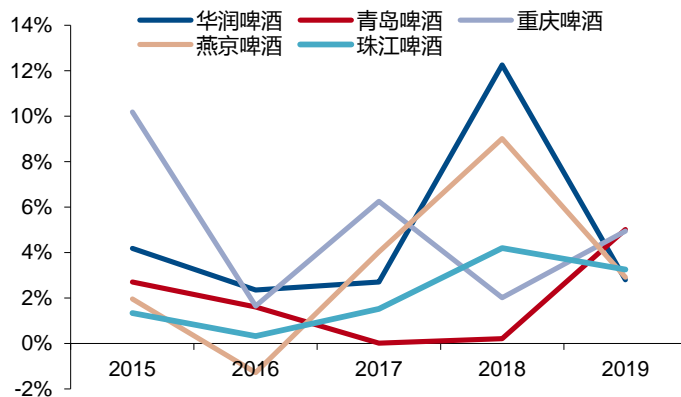
资料来源：Wind、华创证券

图表 29 啤酒行业月度产量（万千升，%）



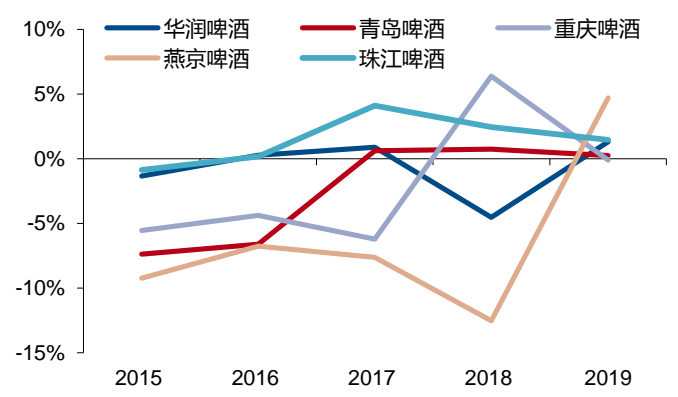
资料来源：Wind、华创证券

图表 30 主要啤酒公司吨价增速（%）



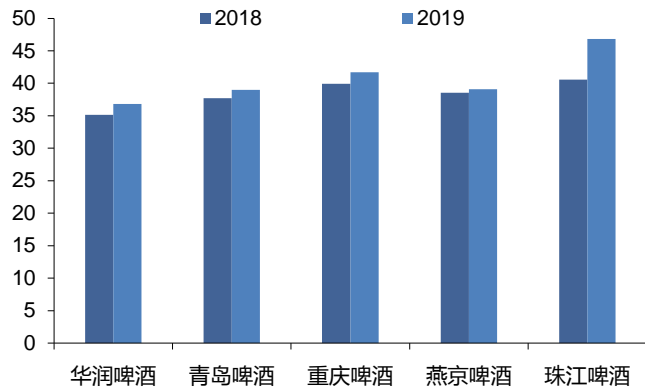
资料来源：公司公告、华创证券

图表 31 主要啤酒公司销量增速（%）

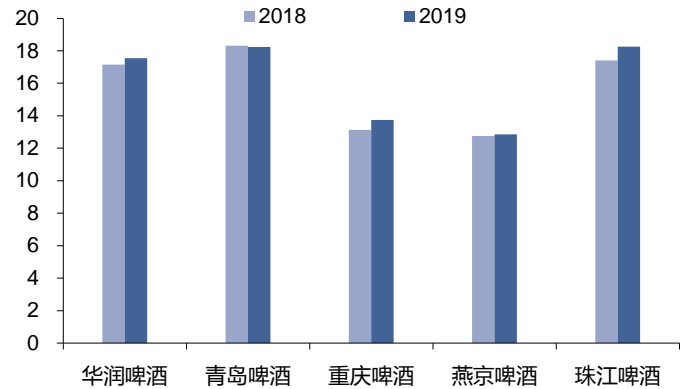


资料来源：公司公告、华创证券

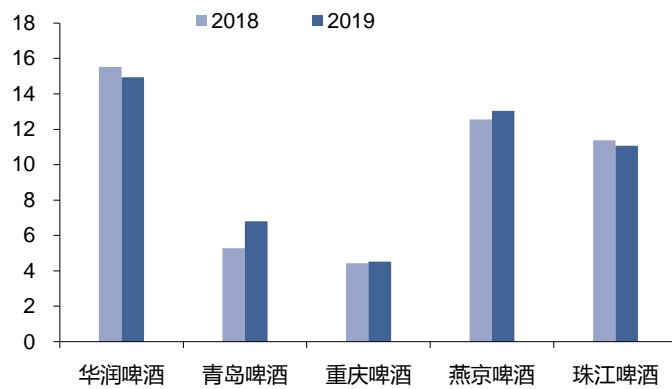
19 年盈利稳步改善，20Q1 盈利短期下滑。2019 年各主要啤酒公司毛利率均同比提升，华润/青啤/重啤/燕京/珠江啤酒毛利率分别为 36.8%/39.0%/41.7%/39.1%/46.8%，分别同比提升 1.7/1.3/1.8/0.5/6.3pcts。费用率方面，主要啤酒厂商销售费用投放略有增加，2019 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江啤酒的销售费用率分别为 17.5%/18.2%/13.7%/12.9%/18.2%，其中华润/重啤/珠江啤酒同比提升 0.4/0.6/0.8pct，其余酒厂基本持平。总体来看，受益结构升级及增值税下调影响，各啤酒公司的盈利能力稳步改善。20Q1 青啤/重啤/燕京/珠江啤酒扣非净利率分别为 7.3%/2.3%/-11.8%/-1.4%，同降 1.7/7.4/13.3/0.4pcts，一季度盈利短期大幅下滑。

图表 32 主要啤酒公司 2019 年毛利率变化


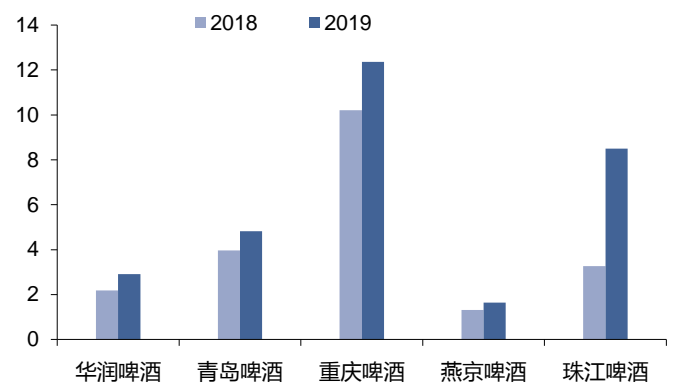
资料来源：公司公告、华创证券

图表 33 主要啤酒公司 2019 年销售费用率变化


资料来源：Wind、华创证券 注：青岛啤酒采用同比口径

图表 34 主要啤酒公司 2019 年管理费用率变化 (%)


资料来源：Wind、华创证券 注：青岛啤酒采用同比口径

图表 35 主要啤酒公司 2019 年扣非净利率变化 (%)


资料来源：Wind、华创证券 注：青岛啤酒采用同比口径

Q2 消费逐步恢复，长期业绩向好逻辑不改。渠道调研反馈，4 月后餐饮渠道陆续恢复，啤酒消费逐步回暖，预计旺季到来后恢复常态。我们认为，短期啤酒消费受疫情影响较大，但从中长期看，啤酒消费大概率恢复正常，结构升级稳步推进，行业提价常态化发展，整体业绩向好趋势不变。

图表 36 啤酒板块上市公司 19 及 20Q1 财务数据一览 (亿元)

	营业总收入				归母净利润			
	2019A	YoY	20Q1	YoY	2019A	YoY	20Q1	YoY
华润啤酒	337.7	4.0	-	-	13.1	34.3	-	-
青岛啤酒	279.8	5.3	62.9	-20.9	18.5	30.2	5.4	-33.5
重庆啤酒	35.8	3.3	5.6	-33.4	6.6	62.6	0.3	-60.2
珠江啤酒	42.4	5.1	5.5	-26.3	5.0	35.8	0.2	-31.1
燕京啤酒	114.7	1.1	20.0	-41.9	2.3	27.8	-2.5	-518.0
惠泉啤酒	5.6	2.1	1.1	-12.4	0.2	7.1	-0.1	-25.2
ST 西发	3.2	-1.5	0.5	-34.8	-3.3	20.1	-0.2	-4.8
兰州黄河	4.6	-10.4	0.6	-48.6	0.2	123.1	-0.2	-178.4

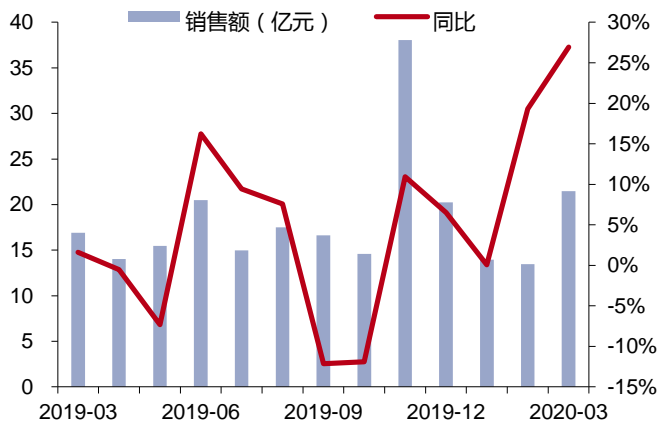
资料来源：Wind、华创证券

(四) 其他食品板块：居家消费明显受益，业绩兑现能力强

1、保健品：19 年受政策影响较大，20Q1 盈利有所提升

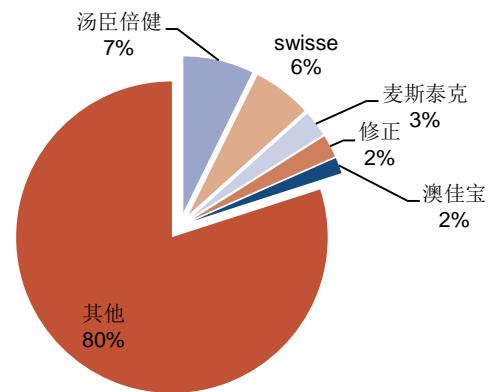
线上渠道增速放缓，汤臣、Swisse 优势明显。阿里平台数据显示，2019 年全年线上保健品销售额 214.1 亿元，同增 3.15%，主要系行业整顿及政策因素影响导致。分品牌来看，2019 年线上销售中汤臣倍健及 Swisse 占比最大，分别为 7%、6%，高于其竞争对手，头部品牌优势明显，其中汤臣倍健线上销售额同增 12.7%。20Q1 阿里系平台增速为 32.8%，主要系疫情影响下部分线下销售转向线上导致。

图表 37 阿里平台保健品行业销售额



资料来源：阿里平台数据，华创证券

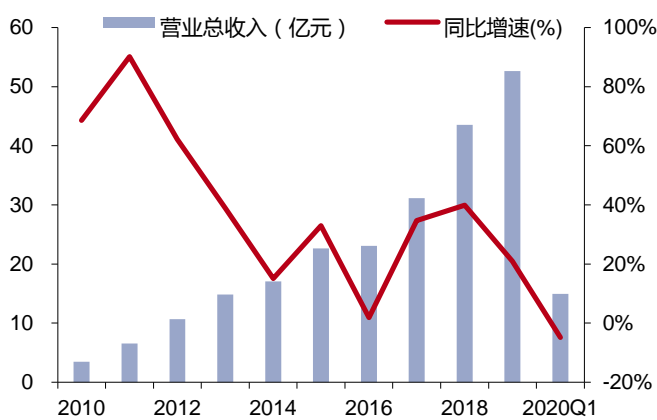
图表 38 2019 全年线上保健品行业格局



资料来源：阿里平台数据，华创证券

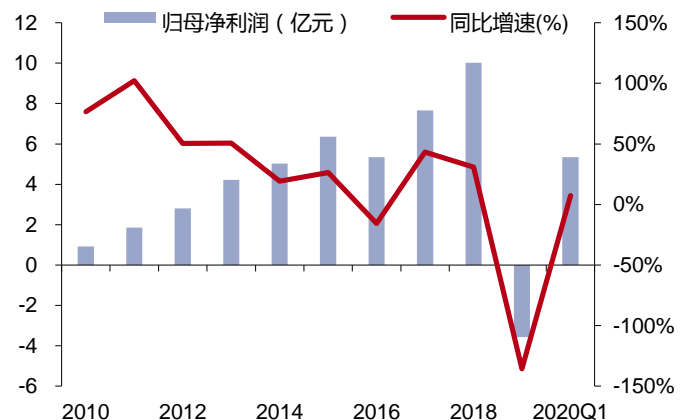
2019 年受政策影响明显，20Q1 盈利能力有所提升。2019 年汤臣倍健实现收入 52.6 亿元，同增 20.9%，归母净利润 -3.6 亿元，去年同期为 10.0 亿元，剔除商誉及无形资产计提减值影响后归母净利润为 10.5 亿元，其中线下渠道销售同增约 20%，维持较快增速。分品牌看，公司主品牌同增 8%，健力多同增 47%。此外，2019 年公司市场份额提升 2.1pcts 至 9.9%，超越无极限成为行业龙头。20Q1 公司实现收入 15.0 亿元，同降 4.8%，归母净利润 5.4 亿元，同增 7.5%，归母净利率同增 4.1pcts 至 35.8%，主要系疫情期间费用投放大幅减少所致。

图表 39 公司收入情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，华创证券

图表 40 公司归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，华创证券

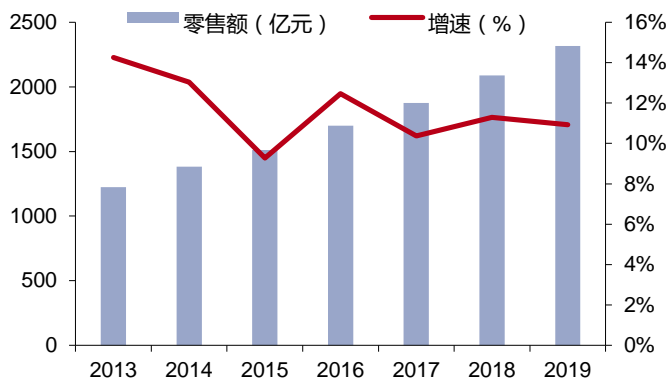
二季度 Life-Space 线下全面铺货，预计费用投放恢复正常水平。今年公司规划以“健力多”高度打造 Life-Space 产品，目前已在药店渠道铺货，据此前渠道调研反馈，终端对 Life-Space 信心较足。此外，公司已拿下“调节肠道菌

群”及“增强免疫力”双功能批文，有助于公司宣传推广。我们预计，Q2 后疫情对线下门店人流影响减弱，公司或加大新品推广力度，费用投放或恢复正常水平。

2、烘焙面包：龙头份额加速提升，疫情反而扩大优势

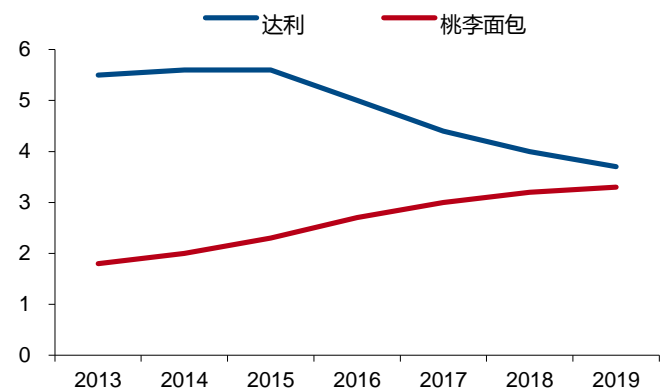
面包行业稳步增长，桃李面包份额提升。Euromonitor 数据显示，国内面包行业快速增长，销售额从 2013 年的 1223.8 亿元增长到 2019 年 2317.1 亿元，CAGR 为 11.2%。行业近三年增速均在 10% 以上，增长态势良好，一方面产品结构升级及提价推动行业零售额增长，另一方面饮食便捷化需求亦贡献部分增量。2019 年烘焙产品市场中，龙头达利园市场份额为 3.7%，桃李面包排名第二，市场份额为 3.3%。近年来以短保为主业的桃李面包正快速全国化扩张，2013-2019 年间桃李市占率从 1.8% 提升至 3.3%，而以长保面包主业的达利份额从 5.5% 下降到 3.7%。

图表 41 中国面包行业零售额及增速（亿元）



资料来源：Euromonitor，华创证券

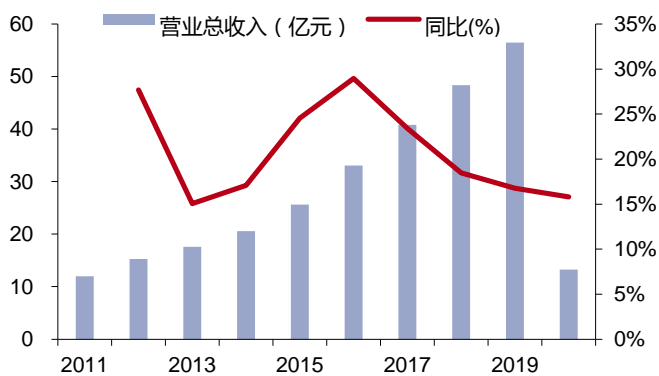
图表 42 达利园及桃李烘焙产品市场份额 (%)



资料来源：Euromonitor，华创证券 注：烘焙类产品包含面包，蛋糕，混合甜点，冷冻烘焙品，糕点等

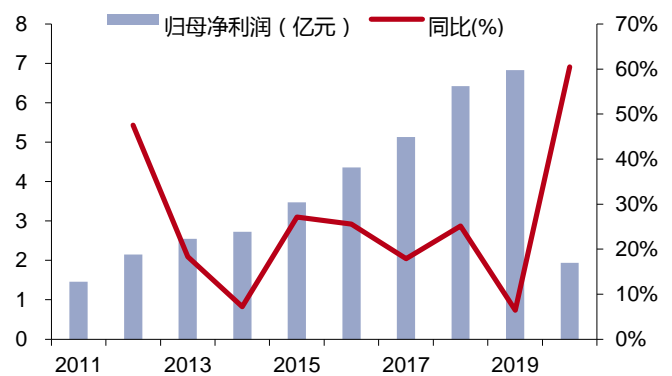
短保龙头业绩稳健增长，疫情下优势突出表现亮眼。公司多年来持续推进全国化产能布局及深耕渠道，业绩保持稳健增长，2011-2019 年公司收入从 12.0 亿元增长至 56.4 亿元，CAGR 为 21.4%，19 年收入同增 16.8%，归母净利润从 1.5 亿元增长至 6.8 亿元，CAGR 为 21.3%，19 年利润同增 6.4%，主要系新老市场投放加大导致。20Q1 公司实现收入 13.2 亿元，同增 15.8%，归母净利润 1.9 亿元，同增 60.5%，主要系疫情冲击下竞品复工受限，公司在产能布局及渠道上优势凸显，在供不应求的环境下费用投放亦大幅降低。我们认为，在疫情影响下，公司可凭借渠道、产能优势逆势扩张快速抢占竞品份额。

图表 43 桃李面包营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 44 桃李面包归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华创证券

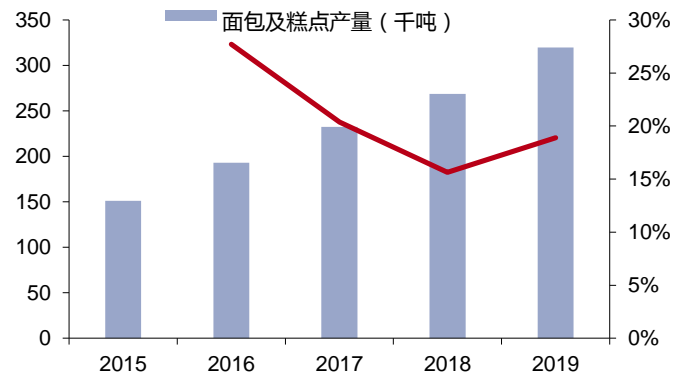
预计 Q2 加大费用投放加速扩张，产能持续释放助推份额提升。公司全国化产能布局稳步推进，19 年末武汉工厂投产，20 年 2 月山东工厂投产，沈阳、江苏、浙江、四川、青岛项目亦按计划进行。疫情下公司工厂复工及物流保障顺利，产能全国布局及渠道掌控力均明显强于中小品牌，实现逆势增长，Q2 预计公司配合新产能释放加大费用投放，助推老市场渠道下沉及新市场开拓，进一步提升份额。中长期来看，公司持续稳步扩张，规模效应有望日益加强。

图表 45 部分桃李面包产能布局



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 46 桃李面包面包及糕点产量(千吨)

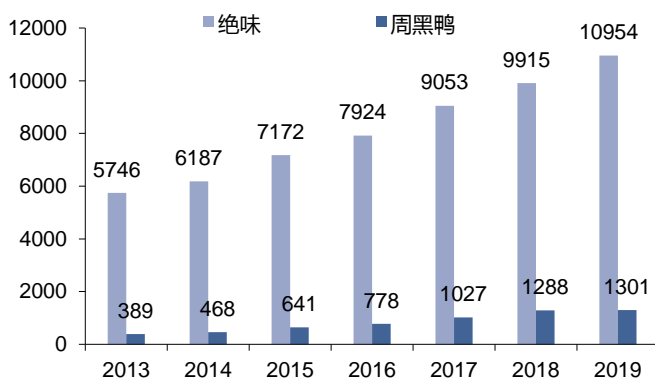


资料来源: 公司公告, 华创证券

3、卤制品: 门店扩张节奏良好, 以短期利润换取长期发展

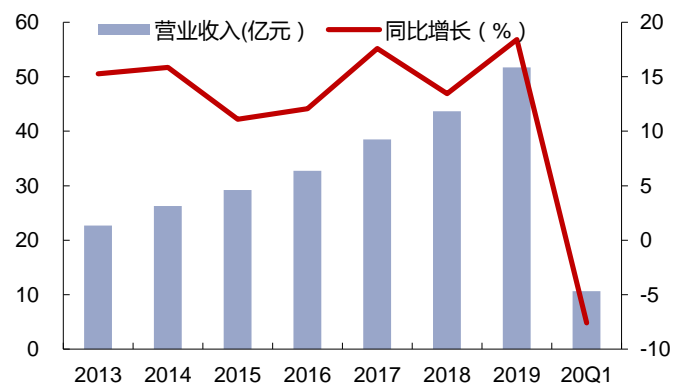
龙头门店扩张保持良好节奏, 收入业绩稳步向好。2013-2019 年, 绝味食品门店数从 5746 家增至 10954 家, CAGR 为 11.4%, 周黑鸭门店数从 389 家增至 1301 家, CAGR 为 22.3%, 煌上煌门店数从 676 家增至 3706 家, CAGR 为 32.8%, 门店扩张节奏良好。受益于门店快速扩张, 部分卤味龙头收入业绩稳步提升, 其中绝味 2019 年实现收入 51.7 亿元, 同增 18.4%, 归母净利润为 8.0 亿元, 同增 25.1%; 煌上煌实现收入 21.2 亿元, 同增 11.6%, 归母净利润为 2.2 亿元, 同增 27.5%; 受竞争及成本上涨等因素影响, 周黑鸭实现收入 31.9 亿元, 同降 0.8%, 归母净利润为 4.1 亿元, 同降 24.6%。

图表 47 绝味食品与周黑鸭门店数量对比



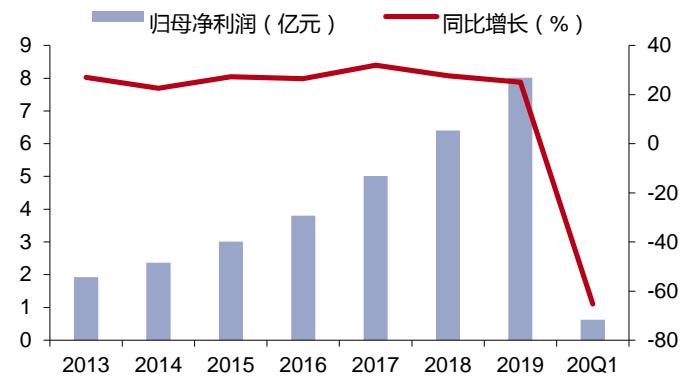
资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 绝味食品收入及增速(亿元, %)

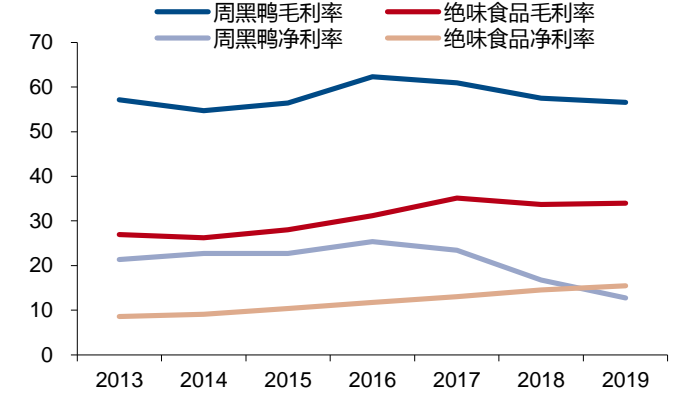


资料来源: Wind, 华创证券

Q1 受疫情影响较大, 部分品牌让利于加盟商逆势扩张。20Q1 绝味实现收入 10.66 亿元, 同降 7.59%, 归母净利润为 6295.65 万元, 同降 65.27%, 煌上煌实现收入 5.4 亿元, 同增 8.3%, 归母净利润为 6519.6 万元, 同增 2.1%。疫情期间, 龙头公司积极拓展线上及社群渠道销售, 复工门店单店销售大幅增长对冲部分损失。盈利方面, 公司在货损、货折、物流费用、防疫物资上给予加盟商支持, 鼓励加盟商尽快复工及抢占出清优质点位实现逆势扩张, 推动部分公司 Q1 费用率提升; 以直营模式为主的周黑鸭门店集中于疫区, 收入业绩受损相对严重。

图表 49 绝味食品业绩及增速 (亿元, %)


资料来源: Wind、华创证券

图表 50 绝味食品与周黑鸭盈利能力对比


资料来源: Wind、华创证券

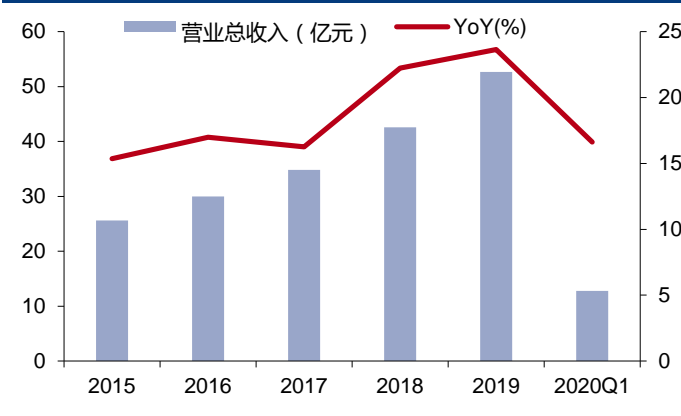
Q2 加大投放抢占市场份额, 以短期利润换取长期发展。目前疫情趋于稳定, 部分中小品牌门店倒闭, 优质点位出清。由于门店出清窗口期较短及优质点位有限, 我们预计 Q2 卤味行业各家公司将同时加大政策力度支持加盟商抢占优质点位, 行业开店或迎来高峰期, 竞争亦有所加剧, 或对 Q2 费用及成本端表现造成影响, 预计之后呈逐季好转趋势。此外, 我们认为绝味工厂全国化布局完善, 后端能力突出, 在全国范围内逆势扩张优势最为明显, 以短期利润换取先发优势是为长期发展最优解。

4、速冻食品: 龙头疫情应对能力突出, 盈利能力继续提升

安井稳步扩产并有效应对成本上行, 三全改革成效显著。安井食品 19 年产能全国化布局持续推进, 19 年实现销量 48.94 万吨, 同增 18.4%。同时, 公司针对猪肉成本上行趋势, 通过提价减促及产品结构调整, 及时有效应对成本上行, 19 年毛利率 25.8%, 同比下降 0.7pct。三全食品 19 年持续推进零售渠道改革, 调整产品结构和渠道结构, 19 年实现收入 59.86 亿元, 同增 8.1%, 归母净利润 2.20 亿元, 同增 115.9%。

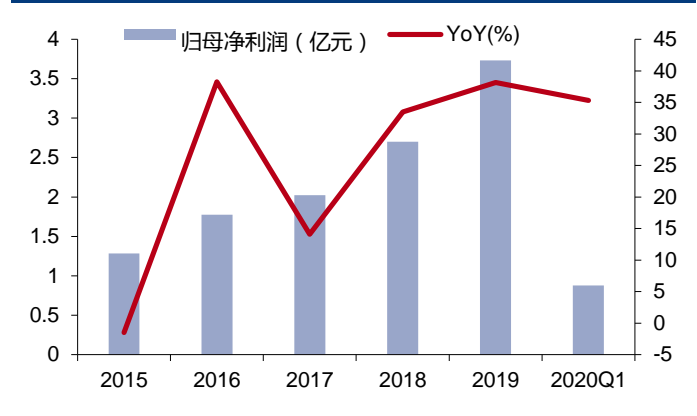
C 端需求旺盛, 渠道库存低位, 盈利能力显著提升。疫情发生以来, 速冻食品 C 端需求显著增加, 渠道库存处于低位, 出现明显缺货现象, 龙头速冻食品公司于 2 月下旬复工复产后加快生产, 2-3 月收入加速恢复。具体公司来看, 安井食品主动调整渠道结构, 提出 BC 兼顾, 双轮驱动的渠道及产品策略, 加大 C 端渠道的开发力度, BC 类经销商单季净增加 52 家, Q1 收入同增 16.6%。三全食品渠道以 C 端为主, 订单大幅增加, 收入实现较快增长, Q1 收入同增 16.1%。同时, 疫情也加快 C 端高吨价产品的渠道下沉和推广, 促销费用下降, 龙头公司盈利能力提升显著, 安井食品 Q1 毛利率同比提升 2.3pcts, 销售费用率同比下降 0.3pct, 净利率同比提升 0.9pct (受股权激励费用影响), 三全食品 Q1 毛利率同比提升 2.9pcts, 销售费用率同比下降 3.7pcts, 净利率同比提升 9.5pcts, 海欣食品 Q1 净利率同比提升 2.4pcts。

图表 51 安井食品收入及增速



资料来源: wind、华创证券

图表 52 安井食品归母净利润及增速



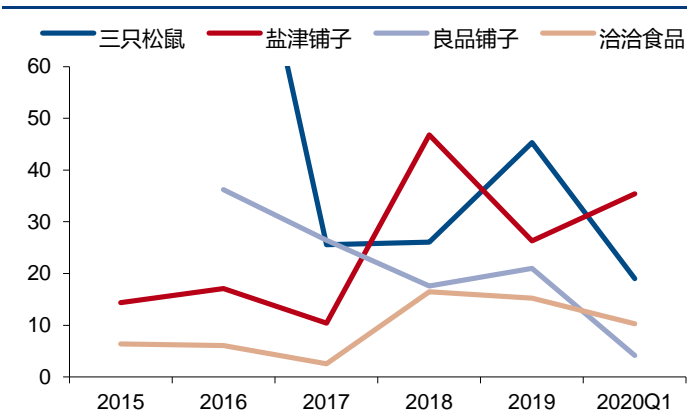
资料来源: wind、华创证券

5、休闲食品：线上集中度稳步提升，线下商超渠道受益

线上来看，19 年龙头维持较快增速，Q1 良品铺子疫情应对突出。三只松鼠、百草味、良品铺子 19 年基本维持高速增长，三只松鼠实现收入 101.73 亿元，同增 45.3%，百草味实现收入 50.23 亿元，同增 28.8%，良品铺子线上实现收入 36.93 亿元，同增 28.3%，同时线上龙头竞争趋势有所加剧，三只松鼠、百草味净利率有所下滑。一季度来看，其中三只松鼠线上业务受到物流因素发货速度放缓，收入环比有所下滑，短期承压，同增 19.0%，良品铺子尽管位于疫情重灾区，但通过全国仓储物流布局，线上仍实现稳健增长，线上平台收入同增 23.5%。

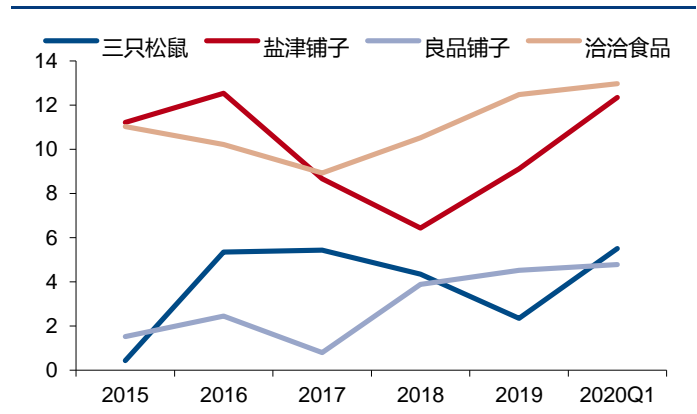
线下来看，洽洽保持稳定增长，盐津深耕商超显著受益。洽洽 19 年和 20Q1 保持收入稳定增长，传统红袋稳扎稳打，蓝袋、黄袋维持此前较快增速，顺利实现线下综合渠道第一的目标，同时结构提升和坚果自动化持续提升盈利能力。疫情应对方面，公司节后物流影响逐步消退，收入逐月提速，Q1 维持良好业绩弹性。盐津铺子 19 年持续深耕商超渠道，加速布局店中岛模式，疫情后稳步实现复工复产，同时商超渠道疫情影响有限，公司 Q1 收入和业绩分别同增 35.4%/100.8%，实现快速增长。

图表 53 休闲食品主要公司收入增速 (%)



资料来源: wind、华创证券 注: 三只松鼠 2015、2016 年增速超 100%

图表 54 休闲食品主要公司净利率 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 55 其他食品板块上市公司 19 年及 20Q1 财务数据 (亿元, %)

	营业总收入				归母净利润			
	2019A	YoY	20Q1	YoY	2019A	YoY	20Q1	YoY
汤臣倍健	52.6	20.9	15.0	-4.8	-3.6	-135.5	5.3	7.5
桃李面包	56.4	16.8	13.2	15.8	6.8	6.4	1.9	60.5
绝味食品	51.7	18.4	10.7	-7.6	8.0	25.1	0.6	-65.3
安井食品	52.7	23.7	12.8	16.6	3.7	38.1	0.9	35.3
三全食品	59.9	8.1	22.2	16.1	2.2	115.9	2.6	541.1
广州酒家	30.3	19.4	5.3	0.1	3.8	0.1	0.1	-73.2
洽洽食品	48.4	15.3	11.5	10.3	6.0	39.4	1.5	30.8
好想你	59.6	20.4	17.7	-7.7	1.9	48.7	0.3	-78.0
克明面业	30.3	6.2	8.9	12.8	2.1	11.2	1.0	69.7
元祖股份	22.2	12.7	3.1	-7.9	2.5	-2.4	-0.3	-352.4
来伊份	40.0	2.9	13.1	10.1	0.1	2.6	0.7	12.9
盐津铺子	14.0	26.3	4.6	35.4	1.3	81.6	0.6	100.8
黑芝麻	44.8	12.9	5.6	-40.7	0.3	-43.5	-0.3	-454.5

资料来源: Wind, 华创证券

三、投资建议

看需求改善更看供给集中, 继续把握两条主线。1) 以内在价值为锚, 坚定布局价值龙头。白酒是典型的龙头借助疫情加快份额提升的板块, Q2 继续关注需求恢复和预期改善拐点, 以内在真实价值为锚, 具备估值安全边际, 积极布局价值龙头, 持续重点推荐龙头贵州茅台、五粮液、泸州老窖; 二线龙头重点推荐古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业。2) 紧盯确定性及疫情受益的居家必选标的, 看好报表兑现能力及 Q2 业绩趋势延续。居家消费及必选消费等疫情期间受益板块, 在当下波动较大的市场环境下, 有望持续受到关注, 一季报龙头业绩兑现能力强, Q2 有望延续良好业绩趋势。首推伊利股份, 继续推荐居家必选的安井食品、洽洽食品、恒顺醋业、中炬高新、涪陵榨菜核心标的, 关注桃李面包、安琪酵母、汤臣倍健等标的。

四、风险提示

经济下行风险, 行业竞争加剧的风险

华创证券团队介绍

组长、首席分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

英国帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

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

行业投资评级说明:

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

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

华创证券研究所

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