

# 6 月份市场不确定性增强，白酒板块配置价值凸显

食品饮料行业周报

2020 年 6 月 8 日

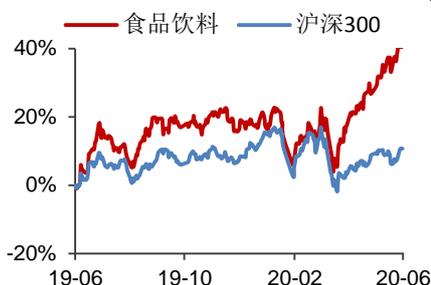
### 报告摘要：

- 6 月模拟组合：泸州老窖（25%）、顺鑫农业（25%）、洋河股份（25%）、燕塘乳业（25%）。**本周民生食品饮料模拟组合收益+3.86%，跑赢中信食品饮料指数（+3.02%）、上证综指（+2.75%）及沪深 300 指数（+3.47%）。
- 白酒：茅台批价本周窄幅震荡，6 月份白酒板块配置价值将凸显。**继上周周内上摸至 2400 元高点之后，茅台飞天批价出现 30-50 元回调，而本周飞天批价呈现窄幅震荡走势，在 2350-2370 元附近震荡。4 月份之后批价持续回暖，一方面来自于市场配额稀缺；另一方面也来自于疫情好转后市场需求开始逐渐回暖（货币宽松带来的投资需求以及真实需求叠加，但预计投资需求是主要因素，因为整件和散飞价差正在快速拉大）。而近期触顶回调，我们认为一方面是经销商层面传言 6 月上旬可能打半年配额的款导致渠道回笼资金需求增加，另一方面也是 2400 元价格基本触及年前水平，市场炒作情绪有所减弱所致。不过我们认为，飞天批价并不存在持续调整的基础，预计未来走势仍是窄幅震荡为主（不过集中打款前以及新配额到货前，批价或将短期承压），但我们判断下半年仍有再见年内新高的可能。我们认为，茅台批价的回升对于茅台股价以及整个白酒板块的情绪来说都具有十分重要的正向意义。我们持续强调——从历史经验来看，Q2 白酒板块取得绝对及相对收益的概率为全年最高，因此我们持续强调白酒正在迎来年内的最佳配置期，尤其是进入 6 月份之后，大盘不确定性将显著增加，白酒相对于食品板块的估值优势将进一步凸显。同时基本面方面，餐饮情况环比改善也较为明显，4 月餐饮收入降幅已显著收窄，预计 5-6 月下月将进一步收窄，基本面也在持续环比改善。投资建议：核心推荐高端茅五泸组合，同时建议关注洋河股份、今世缘、古井贡酒、顺鑫农业等标的。
- 调味品：近期跟踪厨邦、恒顺、榨菜补库存动作均有望推动 20Q2 有较优异表现。**海天味业：2020 年公司整体销售目标不做调整、经销商任务原则上也不做调整，是目前海天营销端的核心指导思想。渠道网络层面，公司加大新网络开发力度，未来 3 个月实施增量比拼；同时，针对面对客观困难、复工较慢的经销商，实施“弱化责任田、加大双供模式”等方式，力保渠道不断货。具体渠道措施层面，以“抢占先机、主动作为”作为指导思想，先期针对 KA/BC 渠道，开展大规模“货折+渠道尾随费用+返点”组合拳。按照公司规划，公司将在 3-5 月开展阶段性的销售攻坚战，新网络开拓、任务返点、渠道跟随费用均聚焦 3-5 月，一切销售任务前提，以确保今年上半年至少实现双位数增长。**中炬高新：**公司 2 月底开启名为“春雷行动”的终端返利赠送活动，但渠道端并未主动给经销商大幅压货。目前厨邦渠道库存水平低于海天约 1 个月，因此我们前期判断 20Q2 将开启加快追赶销售进度。而最近跟踪来看，4-5 月渠道如期预期开启补库存动作，推动公司出货口径开始大幅提速，我们判断 20H1 公司调味品业务收入端将大概率实现中高个位数的正增长。**涪陵榨菜：**最新跟踪渠道库存回升至 3-4 周左右水平，伴随生产和物流逐渐恢复，公司将于二季度正式进入补库存阶段。尽管终端动销环比有所降速，但补库存动作将推动公司出货口径开始显著提速。因此公司 20H1 迎来基本面拐点完全确认。**恒顺醋业：**2020 年销售任务增速仍不做调整。近期跟踪显示，公司 Q2 仍将维持积极营销策略，预计将在同比低基数基础上显著推升销售增长，因此预计 20Q2 收入端增速也将实现环比显著提速，预计大概率实现双位数收入增长。**投资建议：重点推荐恒顺醋业+中炬高新+涪陵榨菜组合。**
- 乳制品：伊利正迎来中长期买点，重点推荐小而美的低估值品种——燕塘乳业。**近期渠道调研跟踪来看，伊利的渠道战略似乎正在发生变化。伊利已不强求在终端与

推荐

维持评级

### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

蒙牛针对高端产品线展开价格战，而有逐步向母品牌进行费用倾斜的迹象。而近期 CTR 数据也验证了这一判断。从费效比角度看，高端产品费效比一定低于母品牌，因此如伊利短期将费用倾向于母品牌，则一方面可以快速拉动母品牌销售放量，另一方面也可以降低高端产品的竞争热度和无效投入。我们认为伊利股份目前已现中长期买点。我们认为，在当前两强相争格局中，蒙牛受制于：（1）丢掉君乐宝，低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力下降；（2）成本红利期已过，17 年以来原奶事业部能提供的利润增量贡献显著下降；（3）与伊利的品牌差距客观存在，费用投放难以聚焦，在成本红利期已过的背景下，空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力；（4）渠道下沉能力有限，在行业消费整体疲软情况下，难以通过大规模渠道下沉获取增量市场份额等种种制约，追赶伊利脚步正在放缓。我们认为，伊利通过更有效率的费用投放及更坚定的渠道下沉动作，将逆势快速实现份额扩张，为未来实现业绩弹性的恢复增添砝码。因此，我们认为，短期疫情冲击将为伊利带来中长期的绝佳买点。此外，我们建议重点关注小而美的低估值区域乳企燕塘乳业。投资建议：重点推荐伊利股份+光明乳业+燕塘乳业组合。

- **啤酒：4 月渠道补库存推动行业出货超市场预期，预计 5 月环比小幅降速但仍有望保持稳健增长。**疫情发生以来，受餐饮、夜场等堂饮消费场景缺失及开工不足、运输不畅等因素影响，啤酒产销出现明显下滑。20Q1 国内啤酒产量为 549 万千升，同比-35.10%。总体看疫情对啤酒消费负面冲击是非常明显。但 Q1 为啤酒消费传统淡季，预计伴随疫情趋缓、消费恢复，旺季利润有望弥补 Q1 大部分损失。从最近跟踪来看，受 3 月份渠道保守拿货导致的低库存以及非堂饮消费快速复苏等因素提振，4 月啤酒渠道库存动作非常明显，多家厂商取得双位数增长，行业复苏态势初现。堂饮消费中的餐饮消费已有环比改善，夜场等渠道尚处低谷，因此夜场渠道占比相对较低、尤其是非堂饮渠道占比较高的厂商有望率先复苏。尽管 5 月行业增速或小幅低于 4 月，但我们考虑到消费持续环比好转以及近期天气情况较为配合，我们仍然对于 5 月行业增长持乐观态度。推荐组合为青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒。

- **风险提示：**

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 6月5日	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519	贵州茅台	1425.00	38.15	45.20	52.87	34	29	25	推荐
000858	五粮液	160.09	5.20	6.37	7.57	27	22	19	推荐
000568	泸州老窖	93.59	3.81	4.65	5.47	21	18	15	推荐
002304	洋河股份	109.30	5.16	5.99	6.80	19	17	15	推荐
000596	古井贡酒	148.00	4.35	5.25	6.18	32	27	23	推荐
000860	顺鑫农业	57.75	1.62	2.12	2.49	34	26	22	推荐
600887	伊利股份	28.48	1.09	1.36	1.51	27	22	19	推荐
600597	光明乳业	15.68	0.44	0.49	0.56	29	26	23	推荐
002732	燕塘乳业	21.77	0.88	1.01	1.15	21	19	16	推荐
600305	恒顺醋业	17.58	0.47	0.56	0.66	42	35	30	推荐
600872	中炬高新	52.27	1.07	1.32	1.62	48	39	31	推荐
002507	涪陵榨菜	34.04	0.98	1.16	1.37	35	30	25	推荐
600600	青岛啤酒	65.54	1.42	1.72	2.06	39	32	27	推荐
002461	珠江啤酒	9.58	0.23	0.25	0.26	32	30	28	推荐
600132	重庆啤酒	60.83	1.10	1.37	1.57	51	41	36	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 目录

<b>一、本周行业投资建议</b> .....	<b>4</b>
(一) 白酒: 茅台批价如预期窄幅震荡, 6 月份白酒板块配置价值年内最高 .....	4
(二) 乳业: 伊利正逐渐迎来中长期买点, 近期重点关注燕塘乳业 .....	8
(三) 调味品: Q2 调味品补库存动作有望使得板块高估值持续 .....	12
(四) 啤酒: 4 月渠道补库存推动厂商口径出货显著提速, 预计 5 月环比小幅降速但大概率仍保持稳健增长 .....	14
<b>二、本周行情回顾</b> .....	<b>15</b>
<b>三、重点数据跟踪</b> .....	<b>18</b>
(一) 白酒 .....	18
(二) 葡萄酒 .....	18
(三) 啤酒 .....	19
(四) 乳制品 .....	19
(五) 肉制品 .....	20
<b>四、行业要闻及重点公司公告</b> .....	<b>20</b>
(一) 行业要闻 .....	20
(二) 公司公告 .....	21
<b>五、风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>27</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>27</b>

## 一、本周行业投资建议

### (一) 白酒：茅台批价如预期窄幅震荡，6 月份白酒板块配置价值年内最高

本周中信白酒指数上涨 5.36%，跑赢沪深 300 指数(+3.47%)及上证综指(+2.75%)。本周北上资金净流入白酒板块，北上资金持有白酒板块市值增加 109.33 亿元；一线白酒持有市值增加 101.39 亿元。

从估值来看，近期白酒板块 PE-TTM 已处于近 5 年以来的较高位置（95%分位以上），分析来看主要得益于茅五等超级权重股的带动。近期来，茅台、五粮液等超级权重股的股价纷纷再创历史新高，带动白酒指数以及板块估值持续走高，背后反映的是白酒板块情绪正在发生结构性改善，全年增速受疫情冲击相对较小、基本面相对较为确定的部分公司估值已超疫情前水平。我们认为，伴随头部公司估值水平恢复正常化，后续基本面恢复相对较慢的企业也有望受益于头部企业的估值带动，存在补涨机会。

图 1：近期白酒估值（PE-TTM）已来到近 5 年高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

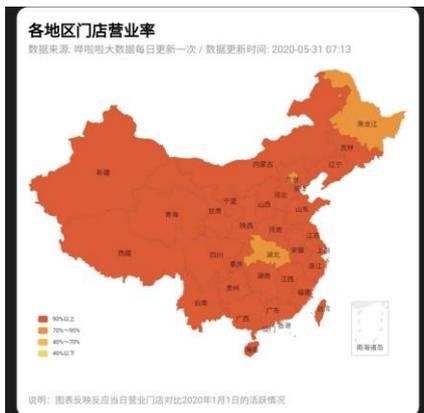
#### (1) 餐饮数据仍在持续环比改善，茅台批价本周出现回调

继上周周内上摸至 2400 元高点之后，茅台飞天批价出现 30-50 元回调，而本周飞天批价呈现窄幅震荡走势，在 2350-2370 元附近震荡。4 月份之后批价持续回暖，一方面来自于市场配额稀缺；另一方面也来自于疫情好转后市场需求开始逐渐回暖（货币宽松带来的投资需求以及真实需求叠加，但预计投资需求是主要因素，因为整件和散飞价差正在快速拉大）。而近期触顶回调，我们认为一方面是经销商层面传言 6 月上旬可能打半年配额的款导致渠道回笼资金需求增加，另一方面也是 2400 元价格基本触及年前水平，市场炒作情绪有所减弱所致。不过我们认为，飞天批价并不存在持续调整的基础，预计未来走势仍是窄幅震荡为主（不过集中打款前以及新配额到货前，批价或将短期承压），但我们判断下半年仍有再见年内新高的可能。我们认为，茅台批价的回升对于茅台股价以及整个白酒板块的情绪来说都具有十分重要的正向意义。

伴随疫情好转，终端消费正在逐步向正常化迈进。尽管短期来看，受消费淡季因素以及疫情因素仍然将部分拖累聚集性餐饮消费（根据国家统计局数据，2/3/4 月社会消费品

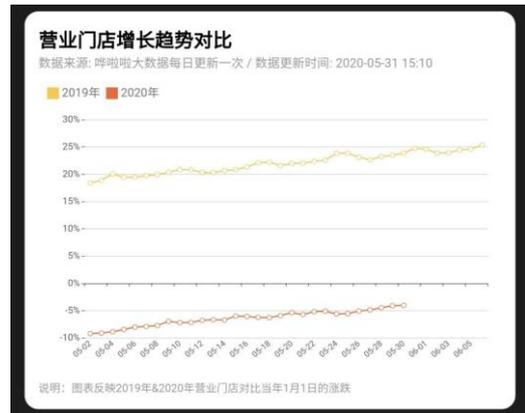
零售总额中分别下滑 43.1%/46.8%/31.1%，4 月环比改善明显，预计 5 月有望改善至-20% 一线)。根据哗啦啦统计，截至 5 月 30 日，其统计口径下的营业门店数及账单流水数同比数据环比来看降幅在持续收窄，显示出餐饮行业环比改善情况仍在持续。因此我们认为 20Q2 白酒板块情绪段有望迎来显著提振，板块整体估值有望得到明显修复。

图 2：全国各省餐饮门店营业率（哗啦啦统计）



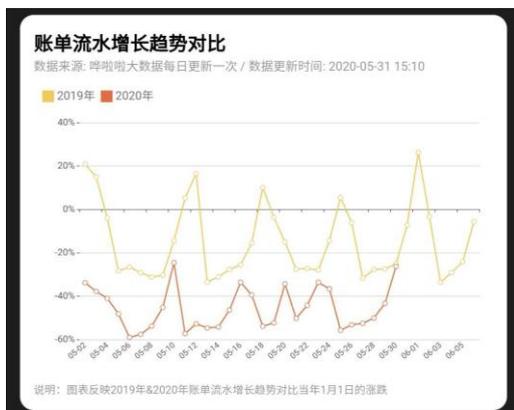
资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

图 3：营业门店及账单趋势（哗啦啦统计）



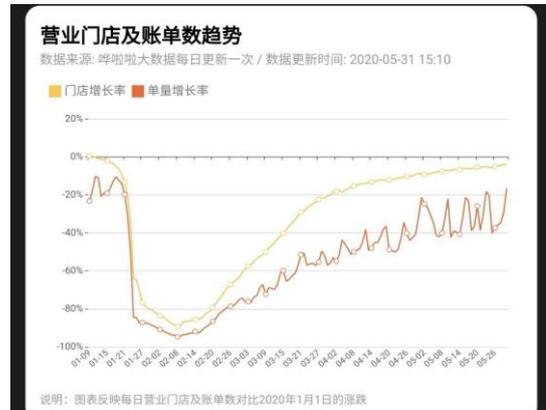
资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

图 4：账单流水增长趋势对比（哗啦啦统计）



资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

图 5：营业门店及账单数增长趋势对比（哗啦啦统计）



资料来源：哗啦啦，民生证券研究院

## (2) 贵州茅台：经销商层面反馈茅台 6 月中旬前或集中打下半年配额款项

### 1、2020 年计划配额 3.45 万吨，增量预计投放于集团销售公司及电商

茅台前期公布 2020 年茅台酒计划配额为 3.45 万吨，相比去年计划 3.1 万吨增长约 11.3%，略超市场预期的 3.4 万吨。不过考虑到 2019 年确认量有可能达到 3.2 万吨，因此预计实际量增比例在 8-9%（2020 年 3.45-3.5 万吨 VS2019 年 3.2 万吨）。

从渠道分布分析，由于 2020 年经销商渠道秉持“不增不减”原则，因此预计 3500 吨增量配额将主要用于集团销售公司、自营店等渠道。尤其是公司对自营渠道的表达为“原则上翻倍”，因此可以判断 2020 年自营店计划将上看 3000 吨（2019 年计划量 1600 吨，实际执行超 2000 吨）。自营店计划增加将持续利好于吨价上行。

总体而言，茅台 2020 年仍将大概率实现 12-14% 左右的收入增长速度，量为主（预计量贡献 9%）、价为辅（预计贡献 3-5%），预测 2020 年收入增速基本与 2019 年接近。

## 2、近期茅台渠道及批价跟踪：渠道传言 6 月或一次性打下半年配额款项，本周批价出现小幅回调

5 月中旬之前，茅台批价走势显著超市场预期，从节后最低 1930 元上涨至 2400 元左右。不过上周经销商打款消息出来之后，批价出现触顶回调走势，上摸 2400 元之后出现 30-50 元的小幅回调。而本周批价走出窄幅震荡格局，大概在 2350-2370 元附近震荡。

前期批价持续回暖一方面来自于近期市场新增配额的稀缺；另一方面也来自于疫情好转后市场需求开始逐渐回暖（货币宽松带来的投资需求以及真实需求叠加，但预计投资需求是主要因素，因为整件和散飞价差正在快速拉大）。而近期触顶小幅回调，我们认为一方面是经销商层面传言 6 月上旬可能打半年配额的款导致回笼资金需求增加，另一方面也是 2400 元价格基本触及年前水平，市场炒作情绪有所减弱所致。不过我们认为，飞天批价并不存在持续调整的基础，预计未来走势仍是窄幅震荡为主（后续或受制于经销商集中打款及 6 月配额倒货而出现短期调整），但下半年仍然不排除再见年内新高（超过 2400 元）的可能性。我们认为，茅台批价的回升对于茅台股价以及整个白酒板块的情绪来说都具有十分重要的正向意义。

散瓶飞天市场因商超和电商持续放货、供应较为充足，整件和散飞的差价被逐渐拉大，从节后最低的约 100 元差价已拉大至目前 300 元左右。这也部分说明，推动茅台批价上行的核心原因仍然并非完全是真实需求，而更多是整件配额供给空窗期下投资需求+真实需求叠加共振的效果。此外，近期市场存在下半年提价的传言也对茅台批价上行存在一定的推波助澜的作用。

从结果来看，茅台批价的总体走势基本符合我们前期预判的大势，但上涨速度超我们此前预期。我们再次强调——就中期来看，由于出厂和渠道利差的套利空间仍然客观存在，加之国内疫情已得到基本控制、后续消费反弹可期，因此我们认为茅台供需格局仍难颠覆，下半年预计茅台价格仍然总体是牛市格局，而 2020 年底至 2021 年初极有可能是茅台提出厂价的关键时间窗口。我们认为，茅台批价的回升对于茅台股价以及整个白酒板块的投资情绪来说都具有十分重要的正向意义。

### （3）五粮液：做好“四个标杆”、“三大工作”，保障 2020 年全年双位数增长目标实现

五粮液集团公司董事长李曙光在出席 2020 年全国两会时谈到：“从目前市场恢复的情况来看，我们有信心在二季度实现时间过半任务过半的‘双过半’，有信心全年完成两位数增长的预期目标。”“作为行业龙头企业，五粮液要继续坚持加快发展、高质量发展不动摇，坚持稳中求进总基调，做强主业、做优多元、做大平台，努力稳增长、创一流，为‘六稳’‘六保’多作贡献，全面夺取疫情防控和企业发展的‘双胜利’。”

按照公司规划，2020 年股份公司仍将保持收入双位数以上增长，其中五粮液投放量增加 5%-8% 左右。在近期五粮液股份公司股东大会上，五粮液再次强调：2020 年，五粮

液要完成“两位数”的增长目标。股份公司董事长曾从钦将这一任务进行“分解”，主要包括“四个标杆”的建设和做好“三大工作”来保障目标的实现。所谓“四个标杆”建设，即：中国酒行业规模化领先的标杆、数字化转型的标杆、生态化发展的标杆以及文化建设的标杆。在建设好“四个标杆”的同时，五粮液要全力以赴围绕“品牌提升、渠道创新、数字化技术赋能”三个方面，实现市场高质量销售，开展全渠道数字化运营管理，培育增长新模式。

**节前反馈较为乐观，节前部分中转仓出现断货情况。**根据节前调研，多地渠道反馈均有明显增长，整体反馈较为乐观。得益于节前茅台供需矛盾仍然存在以及批价整体处于高位，同时疫情尚未冒头，因此五粮液需求端仍然较为良性，普5、1618以及低度五粮液充分发挥产品矩阵的联动作用，带动整体销售稳健上移。据调研显示，部分完成情况较好的战区有同比20%左右的增长。

**得益于控量保价政策批价略有起色，终端商盈利情况尚可。**得益于年底巡查力度加强，经销商低价出货情况被遏制，价盘企稳但回升力度不足，普遍在900元附近。节后，由于疫情影响叠加茅台批价持续下移，五粮液批价最低曾出现短暂倒挂。目前批价仍在910-920元附近，环比前期有10-20元上涨，控量保价政策初见成效。不过，整个经销环节中，仅一批商经营利润不足，终端商盈利情况明显好于一批商。

**给予经销商金融扶持政策，多地渠道反馈已基本接近完成半年计划。**根据调研反馈，基于各经销商情况不同，近期配额公司不搞“一刀切”政策，仍按经销商库存水平进行灵活打款，不压经销商库存，为经销商减压以及维持批价意图明显。同时，部分经销商尤其是大商给予金融扶持政策，允许部分配额可以使用承兑汇票方式进行打款，以减少经销商资金压力。根据近期调研显示，多地渠道已基本接近完成半年计划。在这一背景下，批价仍出现小幅上行，说明一方面渠道库存压力及经销商抛售压力不大，另一方面也显示五粮液渠道维护工作也有明显改善。近期五粮液股东大会上公司也透露，不论高端还是大众产品5月份以来都有明显恢复，主品牌方面5月份动销已达到正常水平的70%以上，而尖庄光瓶酒的动销还超越了去年同期水平。

### (3) 泸州老窖：5月恢复配额及打款，情绪有望逐渐好转

**多项举措并举协助经销商渡过困难时期，区域内调货、回购在部分区域内已展开实施。**根据调研了解，部分区域的运营公司为缓解经销商库存压力，已出台多项举措协助经销商渡过难关。2-3月份全国配额实质性取消、4月部分渠道恢复柔性打款，同时根据我们跟踪，成都国窖公司、湖南国窖公司均有回购动作，以帮助经销商解决库存及资金压力。

**5月开始恢复配额及打款。**国窖1573取消经销商2/3月份配额，4月仅部分渠道恢复柔性打款。而根据最新调研显示，5月配额正式恢复打款，代表渠道库存消化在过去三个月左右的时间里已取得一定效果。尽管终端动销仍相对缓慢，但渠道打款动作有望恢复市场悲观情绪。泸州老窖目前估值显著低于茅台及五粮液的核心原因在于前期配额取消导致市场对全年出货预期从双位数下调至个位数，不过国窖近期批价同八代五粮液价差基本保持平稳，我们认为下半年国窖仍有望通过类似于19年下半年的提价操作使渠道提前备货，

以弥补近期配额的部分缺失。

**(4) 投资建议：6 月份是白酒板块配置价值的黄金时间，近十几年板块指数相对于上证指数超额收益胜率为 100%**

图 6：白酒板块 Q2 取得绝对收益、相对收益的概率为全年最高

绝对收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	6.2	13.8	4.5	41.4	21.7	9.0	-5.3	0.0	3.9	6.2	23.9	31.5
2007	12.3	-5.7	7.1	22.1	10.4	5.3	12.7	12.9	4.9	12.7	-13.9	28.8
2008	-13.4	-1.8	-15.2	3.5	-10.7	-19.2	13.6	-12.6	-9.1	-28.2	14.5	-2.1
2009	0.7	9.9	3.3	3.3	1.3	24.9	10.3	-5.8	5.3	0.8	19.4	3.0
2010	-4.5	-1.7	-2.4	-9.2	-1.5	-2.9	14.1	14.2	6.7	2.1	16.3	-10.2
2011	-5.7	2.5	-0.5	2.1	2.3	5.8	7.3	5.1	-12.3	4.3	2.8	-11.6
2012	-2.2	11.9	-3.3	11.8	0.3	2.0	0.8	-8.7	7.3	0.4	-17.8	3.5
2013	-12.1	-0.3	-11.6	-2.9	10.4	-10.4	-7.9	1.1	-13.0	-4.7	4.6	-6.1
2014	-5.7	8.0	3.0	4.1	-4.8	1.7	12.5	0.1	1.4	-3.6	2.0	21.3
2015	-3.5	2.8	6.5	18.4	4.0	6.5	-14.8	-8.5	-2.5	9.4	-0.3	7.6
2016	-14.1	0.9	18.9	1.3	4.6	10.5	5.6	-1.9	-4.6	6.7	0.2	1.2
2017	2.3	6.6	7.3	3.5	4.6	7.9	4.4	1.2	6.2	14.3	-1.4	12.2
2018	7.1	-8.0	-8.2	-0.1	17.6	-3.7	-2.1	-12.3	9.4	-26.6	5.9	0.5
2019	14.3	13.4	20.2	8.9	-5.4	13.5	-0.8	14.75	-0.6	1.22	-3.24	5.09
2020	-7.6	-3.0	0.8	13.4	8.9							
正收益概率	40.0%	60.0%	60.0%	80.0%	73.3%	71.4%	64.3%	50.0%	57.1%	71.4%	64.3%	71.4%

超额收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	-2.2	10.5	4.5	30.5	7.7	7.1	-1.8	-2.9	-1.8	1.4	9.7	4.1
2007	8.2	-9.1	-3.4	1.5	3.4	12.3	-4.3	-3.8	-1.5	5.5	4.3	20.8
2008	3.3	-1.1	5.0	-2.8	-3.7	1.1	12.2	1.0	-4.8	-3.6	6.2	0.6
2009	-8.6	5.3	-10.7	-1.1	-4.9	12.5	-5.0	16.0	1.1	-7.0	12.8	0.4
2010	4.3	-3.8	-4.3	-1.5	8.2	4.6	4.1	14.2	6.1	-10.0	21.6	-9.8
2011	-5.0	-1.6	-1.2	2.6	8.1	5.1	9.5	10.1	-4.2	-0.3	8.3	-5.9
2012	-6.4	6.0	3.5	5.9	1.3	8.2	6.3	-6.0	5.4	1.2	-13.6	-11.1
2013	-17.2	0.6	-6.1	-0.3	4.8	3.6	-8.7	-4.1	-16.7	-3.2	0.9	-1.4
2014	-1.8	6.9	4.1	4.5	-5.4	1.2	5.0	-0.6	-5.2	-6.0	-3.9	0.7
2015	-2.7	-0.3	-6.8	-0.2	0.1	13.8	-0.4	4.0	2.3	-1.4	-2.1	4.9
2016	8.5	2.7	7.2	3.4	5.3	10.1	3.9	-5.4	-2.0	3.5	-4.6	5.7
2017	0.5	4.0	7.9	5.6	5.8	5.4	1.9	-1.4	6.6	12.9	0.9	12.5
2018	1.9	-1.7	-3.4	2.7	17.1	4.3	-3.2	-7.1	5.9	-18.9	6.4	4.1
2019	10.7	-0.4	15.1	9.3	-0.5	10.7	0.8	16.33	-2.2	0.4	-1.29	-1.11
2020	-4.4	0.7	5.3	10.9	9.2							
正超额收益概率	46.7%	53.3%	53.3%	66.7%	73.3%	100.0%	57.1%	42.9%	42.9%	42.9%	64.3%	64.3%

资料来源：Wind，民生证券研究院

4 月以来，我们一直强调，茅台批价持续高位叠加餐饮逐渐向正常化过渡，我们认为白酒板块情绪端及估值端将迎来一波修复行情，Q2 将迎来白酒板块年内最佳配置时机。从历史经验来看，Q2 白酒板块取得绝对及相对收益的概率为全年最高（见上图 6），而 4 月/5 月白酒板块的表现均验证了我们此前的判断，白酒板块指数相对于上证综指分别有 10.9/9.2 个百分点的超额收益。

投资建议：核心推荐高端茅五泸组合，同时建议重点关注洋河股份、今世缘、古井贡酒等标的。

## （二）乳业：伊利正逐渐迎来中长期买点，近期重点关注燕塘乳业

### （1）下游乳制品行业整体判断：终端促销仍在持续但有环比趋弱迹象

节后乳制品行业在终端面临较为残酷的短期价格战，经销商将以促销形式尽快回笼资金（近期渠道跟踪来看，伊利、蒙牛、三元、光明等经销商均有对年前如 19 年 12 月份的产品进行买一赠一的促销活动，但 20 年 1 月份日期之后的产品仍是正常小幅度促销）。但预计不会持续太长时间，4-5 月份将有望逐渐恢复正常。根据近期调研显示，终端促销仍在持续但有减弱迹象（主要是年前日期老产品已逐渐接近出清），目前终端促销产品已过渡至 2020 年 1 月日期，促销压力相较于年前日期产品要小得多，因此目前渠道促销力度环比来看有一定降温。

## (2) 2020 年收入导向大战略不变，伊利费用投放策略正在发生重要变化

2020 千亿战略下竞争总体维持高位，但预计伊利竞争策略或将发生一定变化。19Q2 以来，蒙牛在终端操作方面率先对特仑苏降价，拉响了高端常温白奶竞争加剧的号角，这是蒙牛对 2018 年特仑苏增速显著低于金典（预计落后约 10 个百分点）的战略回应，以防止长期把持中国高端白奶第一品牌的特仑苏被金典取代。因此在 19Q2 之后的部分时间中，两强针对高端白奶展开数波终端价格战，但调研显示特仑苏始终未有效甩开金典追赶。

从近期渠道调研跟踪来看，伊利渠道战略似乎发生了一定的变化。伊利已不强求在终端与蒙牛针对高端产品线展开价格战，而有逐步向母品牌进行费用倾斜的迹象。我们认为，如果此为公司核心策略，其符合公司“以收入为导向、同时兼顾利润”的大方针。

图 7：近期全民营养周活动，伊利以主品牌宣导为主



资料来源：民生证券研究院

从费效比角度来讲，高端产品费效比一定低于母品牌，因此如果伊利短期将费用倾向于母品牌，则一方面可以快速拉动母品牌销售放量（伊利母品牌销售收入规模与高端线基本接近），另一方面也可以降低高端产品的竞争热度和无效投入。尽管从毛利率角度看，母品牌毛利率显著低于高端产品线，但基于母品牌费效比更好，因此这一策略并不意味着公司整体毛销差会恶化。同时，受行业需求整体不畅影响，今年原奶价格显著好于预期，因此成本端总体看也较为宽松，预计一季度短期喷粉的成本扰动效应不会延续太久。

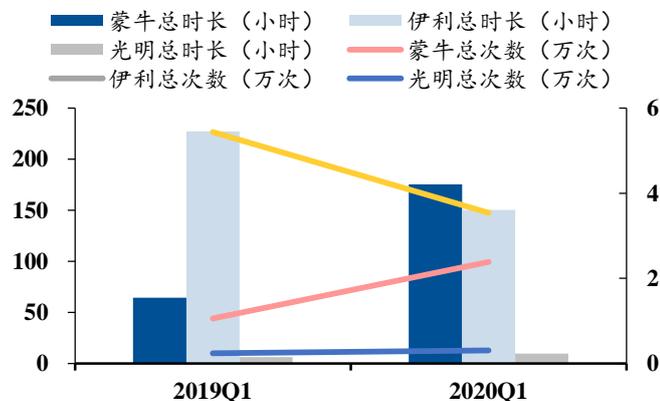
## (3) CTR 数据同时显示，伊利正在积极收缩空中费用投放力度，并逐渐加大母品牌投放力度，而蒙牛、光明正在积极实施扩张策略以进行对冲

### 从时长看——20Q1 蒙牛、光明电视广告投放量同比大增，伊利同比下滑

根据我们监测的 CTR 数据显示，2020Q1 伊利电视广告投放次数/总时长分别为 3.54 万次/150.42 小时，同比分别-34.84%/-33.78%。总体预测 2020 年伊利空中费用投放策将趋向保守，预计地推等直接促销所占比重将有所上升。蒙牛广告投放总次数/总时长分别为 2.38 万次/175.29 小时，同比+125.96%/+173.09%，同比出现大幅上升。光明广告投放总次数/总时长分别为 0.31 万次/9.53 小时，同比+27.54%/+56.31%，同比出现大幅上升，但小

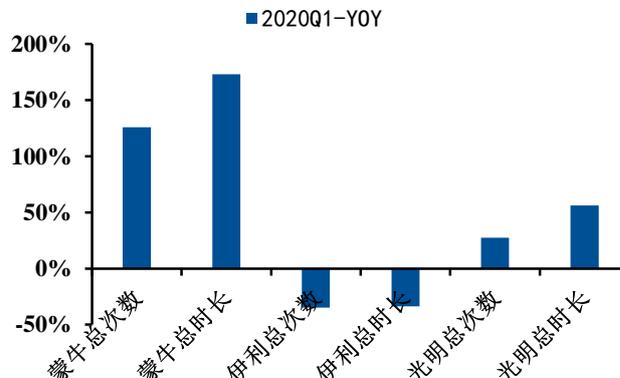
于蒙牛同比上升幅度。2020Q1 伊利的硬广投放更加追求投放效率；蒙牛加大对伊利的追赶力度，大幅提高电视广告投放强度；光明空中费用投放同比上行显示公司扩张态势。

图 8：乳制品三强广告投放总次数与总时长



资料来源：CTR，民生证券研究院

图 9：2020Q1 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化



资料来源：CTR，民生证券研究院

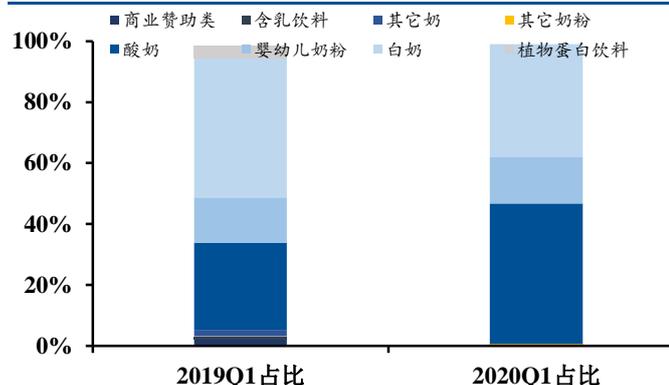
从结构看——2020Q1 伊利、蒙牛加大基础白奶广告投放力度，光明加强低温白奶

伊利广告投放的重点品种是白奶、酸奶，两者占比的 83.06%。核心单品品种是金典+安慕希，基础白奶占比有所提高。金典+安慕希组合占比超过 90%，核心地位稳固。2020Q1 伊利基础白奶广告投入同比+7.43%。

蒙牛广告投放重点是白奶和酸奶，两者占比合计 76.82%。核心单品是特仑苏、纯甄、基础白奶，特仑苏核心地位稳固。特仑苏+纯甄组合占比为 87.25%。2020Q1 蒙牛坚持特仑苏核心地位，并加强了基础白奶的投放。在疫情大背景下，伊利、蒙牛选择在严守高端核心单品的同时，均加大基础白奶广告投放策略。上述策略选择显示在高端产品增长受疫情影响较大的同时，两强均寄希望于放大低端产品对整体收入的拉动作用。

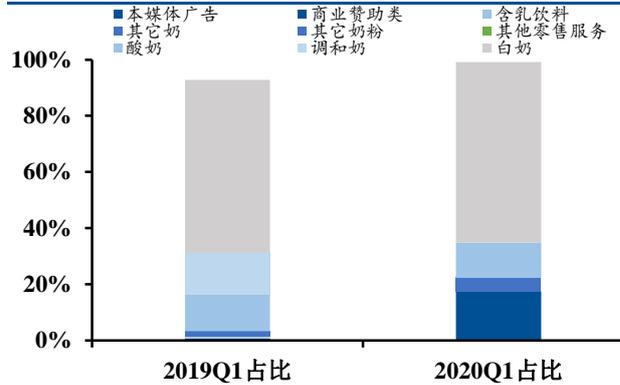
光明广告投放重点是酸奶、白奶、系列奶，白奶+酸奶占比 67.86%。核心单品是莫斯利安、优倍、致优，优倍投入增长较快，三者合计占比接近 100%。光明由于在上海市场的区域优势，低温奶在生产和配送上具备更强的竞争力，光明在紧守莫斯利安单品同时，大幅增加对优倍等低温白奶的支持力度，与两强形成差异竞争。

图 10：伊利大类品种广告时长构成



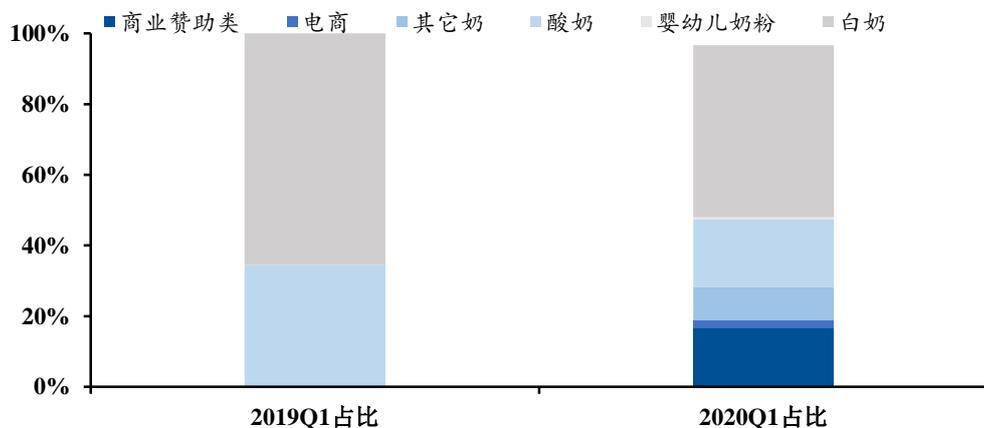
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 11：蒙牛大类品种广告时长构成



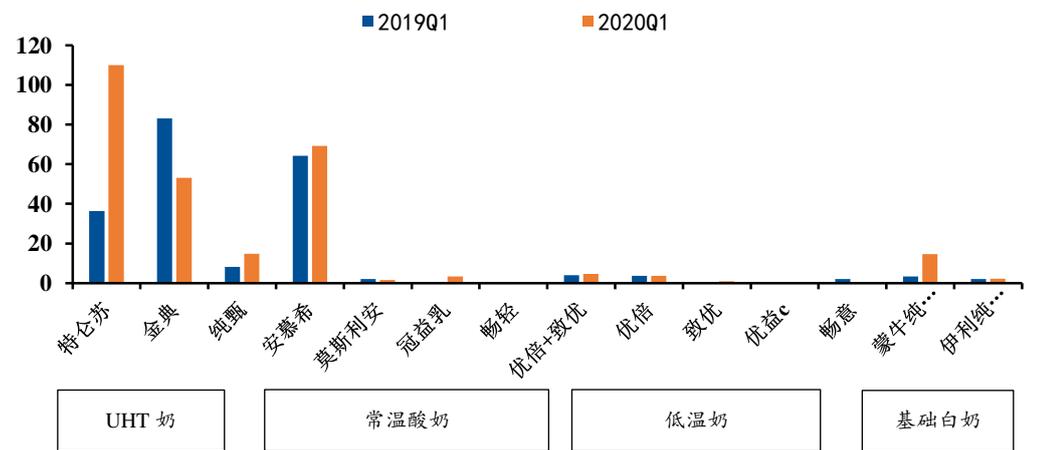
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 12: 光明大类产品广告时长构成



资料来源: CTR, 民生证券研究院

图 13: 乳制品三强主要产品广告投放时长比较 (小时)



资料来源: CTR, 民生证券研究院

总体来看, 我们判断在两强收入导向不变的大环境下, 乳制品行业整体竞争总体仍处于高位, 但是近期跟踪来看行业竞争似乎正在发生一定的变化, 后续我们将持续进行跟踪。我们也强调要重视伊利股份目前已现中长期买点。我们认为, 在当前的头部两强相争格局中, 蒙牛受制于 (1) 丢掉君乐宝, 低温及奶粉业务牵制伊利的战略能力显著下降; (2) 成本红利期已过, 17 年以来原奶事业部能提供的利润增量贡献已显著下降; (3) 与伊利的品牌差距客观存在, 费用投放难以聚焦, 在成本红利期已基本过去的大背景下, 空中、地面齐头并进的策略将会给利润端带来极大压力; (4) 渠道下沉能力仍然有限, 在宏观消费整体疲软的情况下, 难以通过大规模下沉至下线市场以获取增量市场份额等种种制约, 追赶伊利的脚步正在放缓。我们认为, 伊利通过更有效率的费用投放以及更坚定的渠道下沉动作, 将逆势快速实现份额扩张, 为未来实现业绩弹性的恢复增添砝码。因此, 我们认为, 短期疫情冲击将为伊利带来中长期的绝佳买点。

(4) 重点推荐小而美的低估值标的——燕塘乳业: 产能扩张及品类扩张保证中长期成长性, 当下估值优势凸现

**新厂逐步达产，缓解中长期产能瓶颈。**2019年以来，新工厂逐步进入预定生产状态，预计公司各工厂满产产能合计超过22万吨，大幅超过19年16万吨的乳制品产量，中长期稳健成长的产能准备充裕。

**上游原奶供应稳定，保证下游高品质乳制出产。**目前该公司自有牧场供应原奶比例达30%，远期供应规模有望达到4万吨/年。公司目前与10多家广东省内存量1000头以上的奶牛场保持长期合作关系，远期合作供奶规模超过8万吨/年。上游较为充足的奶源供给保证了高品质乳制品生产。

**产品矩阵完善丰富，低温、常温业务双轮驱动。**公司为岭南地区老牌乳制品企业，在广州持续经营超过50年，具备良好的消费者基础和品牌形象。产品上公司形成覆盖高低温、白奶、酸奶、乳饮料、冰淇淋的完善产品线，其中低温巴氏奶、老广州酸奶、杨枝甘露牛奶饮品等产品有望作为推动公司持续增长的核心单品。目前公司低温、常温业务收入贡献占比大概为1:1，业务分部均衡，形成双轮驱动、齐头并进之势。

**持续向整个珠三角区域及广东周边省份市场扩张渗透。**公司早年经营范围仅限广州及粤东市场，近年来通过加强渠道建设，逐步向整个珠三角地区及周边省份市场进行渠道扩张及渗透。目前公司通过KA、商超、便利店等渠道逐步进入深圳、珠海市场，同时稳步渗透湖南、江西、海南、广西等周边省份市场。我们认为，持续的区域市场扩张将有效承接公司乳制品产能扩张。

**疫情短暂拖累Q1业绩表现，4月起生产经营稳步恢复。**20Q1公司营收/归母净利润同比分别-8.13%/-92.19%，疫情对动销短期形成了一定的冲击。根据渠道调研情况来看，1月处于春节前备货期，公司动销基本不受影响；2月份为疫情高峰，广东境内商超、学校等渠道人流量下降明显，下游消费需求下滑严重造成动销困难，3月份随着复工率的逐步攀升，下游动销逐步恢复。4月份以来，全国常温奶生产和销售恢复正增长，渠道库存接近正常水平。草根调研显示，4月上半月，公司广州市场销售已恢复至正常年份的8成以上，广州以外市场销售恢复至7成以上。我们判断，5-6月份公司销售将逐步回到正常的增长轨道上来，预计Q2大概率扭转Q1的下滑局面。

**公司估值处于行业最低位，成长稳健、安全边际凸显。**预计20-22年公司实现营业收入16.72/19.25/22.09亿元，同比+13.7%/+15.1%/+14.8%；实现归属上市公司净利润1.39/1.59/1.80亿元，同比+12.3%/+13.9%/+13.8%，对应EPS为0.88/1.01/1.15元，对应PE为26/22/20倍。按照wind一致预期，可比公司中2020年伊利股份27XPE、光明乳业35XPE、天润乳业29XPE、新乳业54XPE。公司估值显著低于同行业可比公司，公司成长路径清晰、稳健，现阶段估值优势明显，强调“推荐”评级。

### （三）调味品：Q2调味品补库存动作有望使得板块高估值持续

**海天味业：近期开启大规模力度促销活动，全年目标仍维持不变，20H1有望达成双位数增长。**春节后海天开启大规模渠道让利促销。2020年公司整体销售目标不做调整、经销商任务原则上也不做调整，是目前海天营销端的核心指导思想。渠道网络层面，公

司加大新网络开发力度，未来3个月实施增量比拼；同时，针对面对客观困难、复工较慢的经销商，实施“弱化责任田、加大双供模式”等方式，力保渠道不断货。具体渠道措施层面，以“抢占先机、主动作为”作为指导思想，先期针对KA/BC渠道，开展大规模“货折+渠道尾随费用+返点”组合拳。按照公司规划，公司将在3-5月开展阶段性的销售攻坚战，新网络开拓、任务返点、渠道跟随费用均聚焦3-5月，一切销售任务前提，以确保今年上半年至少实现双位数增长。根据近期调研，经销商主动或被动打款的动作频频，库存水平开始进入上行趋势。而根据渠道了解，在疫情相对缓和的非一级响应地区，一批商已开启向下属分销商户转移库存的动作，以降低库存压力。KA渠道近期已开启大面积促销动作，预计促销动作将持续到5月中下旬。

中炬高新：Q2加库存动作开始显著提速，预计20H1调味品业务整体收入有望追回至中高个位数增长。2月底开始，公司在渠道端开展了名为“春雷（耕）行动”的渠道买赠活动，根据过去历史经验来看，美味鲜渠道买赠活动较少，因此预计此举将对终端备货积极性提升产生一定提振，此举预计将有效追赶公司在1-2月份落下的部分销售进度。不过公司压货力度显著小于海天，因此从表观增速来看，美味鲜实际收入增速20Q1慢于海天、取得负增长，但目前渠道库存反馈情况也明显好于海天（预计少于海天约1个月左右）。我们判断20Q2开始美味鲜也将加大追赶力度，预计20H1美味鲜公司仍有望实现接近2位数的中高个位数增长。根据我们近期跟踪，4月开始渠道加库存动作如我们此前预期判断开始显著提速，同时得益于去年同期基数相对较低，跟踪4月单月公司出口口径取得显著增长；而5月份以来，渠道加库存动作仍然持续，预计取得稳健增长也是大概率事件。

涪陵榨菜：20Q1报表增速为负但终端动销旺盛，渠道补库存动作已开启，预计20Q2报表环比显著提速。尽管20Q1报表收入端仍为负增长，但主要原因并不在于动销，而在于：（1）落于20Q1的春节备货期相较于19Q1短约10天，造成部分需求前置于19Q4；（2）疫情发生之后，生产及物流问题导致渠道补货未能及时跟上。但渠道调研显示，终端动销受益于家庭消费增加而大幅提速，因此渠道库存快速走低。根据最新调研来，看库存仍处于历史偏低位置（3-4周，仍有部分地区库存低于这一水平或者部分品种缺货），我们认为公司将于20Q2正式进入补库存阶段（近期跟踪4-5月份情况，渠道补库存动作已非常明显，库存水平已逐步开始缓慢走高），因此预计20Q2报表收入端将显著好于20Q1。此外，疫情也使得19年至20Q1公司开发县级客户的存活率和回款拿货情况好于预期。我们强烈看好2020年公司收入增速重回双位数（10%）以上。同时，得益于费用端的收缩，公司今年上半年乃至全年业绩弹性将大概率显著高于收入弹性。

恒顺醋业：4-5月份开启积极渠道促销，20Q2收入增速有望超市场预期。恒顺销售周期为前一年12月至来年11月，而且得益于传统的“开门红”政策，渠道一般在12月和1月即提前完成一季度任务，因此2月疫情扩散之后实际上对恒顺的销售冲击很小。同时，考虑到一季度后库存处于高位，实际3月销售任务也并不重。因此短期来说，恒顺的错期销售周期似的其销售受疫情影响相对较小，不过不可否认疫情也使得终端库存去化速度有所降低。前期公司公告杭祝鸿将担任集团及股份公司董事长。新董事长上任后不久，

已有部分动作表明其改革决心。2020 年公司将制定更高目标增长任务，为配合更高增长目标，目前渠道改革动作已经开启，销售人员已实现近年来最大幅度提薪动作（尤其是最基层销售人员，提薪幅度在 25-30% 一线），同时各区域费用比也有所提升（投放重心仍然偏向于华东核心市场，外围市场也有增长，但本身费用比就高于核心市场，因此新增幅度低于核心市场）。近期根据最新调研显示，公司在原本任务最低的 Q2 仍然维持较为积极的终端操作，4-5 月份预计将针对更大范围产品进行促销。目前来看，4 月份公司取得双位数以上增长，预计 5 月份将大概率提速（进入半年最后一个月的冲刺期），因此我们判断公司有望在同比较低基数的情况（19Q1 有提价动作，厂商提前备货，因此 19Q2 收入基数较低）下实现较快增长，预计今年 Q2 公司增速有望超市场预期。

#### （四）啤酒：4 月渠道补库存推动厂商口径出货显著提速，预计 5 月环比小幅降速但大概率仍保持稳健增长

2020Q1 疫情发生以来，受餐饮、夜场等堂饮消费场景缺失以及开工不足、运输不畅等因素综合影响，导致啤酒产销出现明显下滑。2020Q1 国内啤酒产量为 549 万千升，同比-35.10%。受此影响，啤酒业绩表现出现行业整体性下滑。2020Q1 啤酒板块实现收入 96 亿元，同比-27.64%；实现归母净利润 2.96 亿元，同比-69.80%。总体看，疫情对啤酒消费的负面冲击是非常明显的，餐饮渠道、日常消费均受到明显影响。但是，Q1 为啤酒消费传统淡季，预计伴随疫情趋缓、消费恢复，旺季利润有望弥补 Q1 大部分损失。

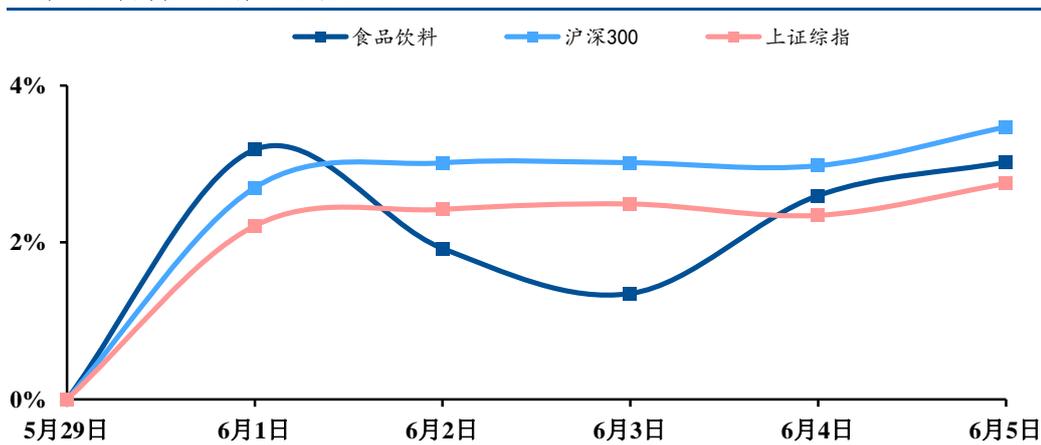
从最近跟踪来看，受 3 月份渠道保守拿货导致的低库存以及非堂饮消费快速复苏等因素提振，4 月份啤酒渠道库存动作非常明显、多家厂商出货有双位数增长，行业复苏态势已初现。堂饮消费中的餐饮消费已有较明显环比改善，夜场等渠道尚处低谷，因此夜场渠道占比相对较低、尤其是非堂饮渠道占比较高的厂商有望率先复苏。不过，客观来说，4 月厂商出货端补库存动作难以持续，5 月同比数字环比看小幅降速仍是大概率事件，但得益于消费恢复以及近期天气情况较为配合，预计行业仍有望保持稳健增长。

我们仍然长期看好啤酒板块表现，推荐组合为青岛啤酒+重庆啤酒+珠江啤酒。

## 二、本周行情回顾

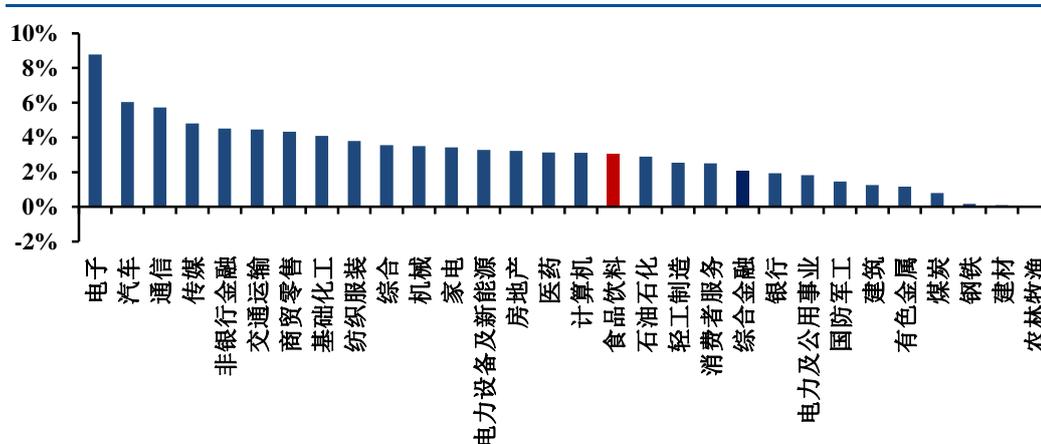
本周（2020年6月1日-2020年6月5日）食品饮料指数上涨3.02%，沪深300指数上涨3.47%，上证综指上涨2.75%，总体表现和大盘相当，涨跌幅位于30个行业第17位。具体子行业中，涨跌幅前三为白酒（5.36%）、啤酒（3.34%）、肉制品（1.81%）。

图 14：本周食品饮料板块指数上涨 3.02%



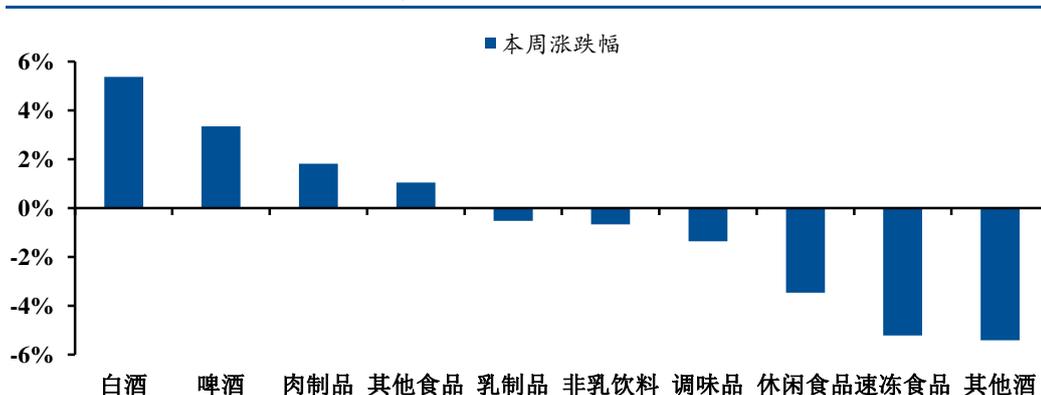
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：食品饮料板块表现位于 30 个行业第 17 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：本周食品饮料各个子行业中，白酒（5.36%）、啤酒（3.34%）、肉制品（1.81%）涨跌幅前三



资料来源：Wind，民生证券研究院

本周涨幅前十的公司包括：双塔食品(16.32%)、香飘飘(15.77%)、酒鬼酒(15.18%)、龙大肉食(12.82%)、嘉必优(11.53%)、得利斯(10.75%)、ST 椰岛(10.63%)、泸州老窖(9.72%)、惠发食品(8.86%)、海欣食品(8.32%)；跌幅前十的公司包括：百润股份(-13.23%)、来伊份(-8.50%)、煌上煌(-7.69%)、盐津铺子(-7.61%)、三全食品(-7.59%)、绝味食品(-7.45%)、安琪酵母(-7.05%)、安井食品(-6.64%)、天润乳业(-6.38%)、克明面业(-6.24%)。

**表 1：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十**

涨幅前十名		跌幅前十名	
公司简称	本周涨幅 (%)	公司简称	本周跌幅 (%)
双塔食品	16.32%	百润股份	-13.23%
香飘飘	15.77%	来伊份	-8.50%
酒鬼酒	15.18%	煌上煌	-7.69%
龙大肉食	12.82%	盐津铺子	-7.61%
嘉必优	11.53%	三全食品	-7.59%
得利斯	10.75%	绝味食品	-7.45%
ST 椰岛	10.63%	安琪酵母	-7.05%
泸州老窖	9.72%	安井食品	-6.64%
惠发食品	8.86%	天润乳业	-6.38%
海欣食品	8.32%	克明面业	-6.24%

资料来源：Wind，民生证券研究院

本周沪港通交易金额 1497 亿元，其中买入金额 808 亿元，卖出金额 689 亿元，净买入 119 亿元，沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台、伊利股份。深港通交易金额为 2215 亿元，其中买入金额 1169 亿元，卖出金额 1047 亿元，净买入 122 亿元，深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液。

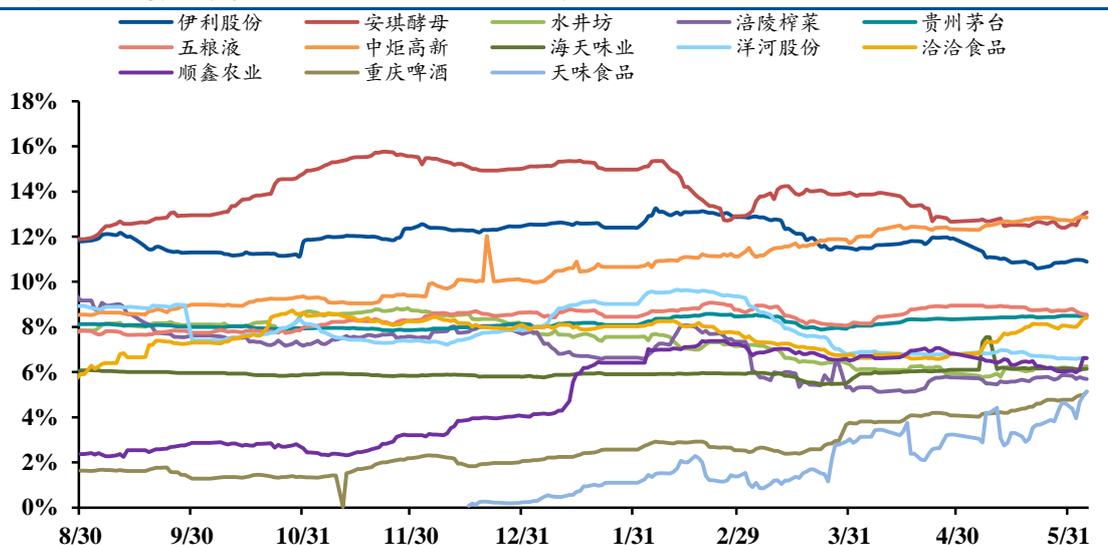
**表 2：本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向**

证券名称	合计买卖总额(亿元)	买入金额(亿元)	卖出金额(亿元)	成交净买入(亿元)	北上资金持有流通股本周比例变动
贵州茅台	61.65	31.46	30.19	1.27	0.01%
五粮液	71.93	30.69	41.24	-10.56	-0.17%
伊利股份	18.87	9.72	9.15	0.57	0.03%

资料来源：Wind，民生证券研究院

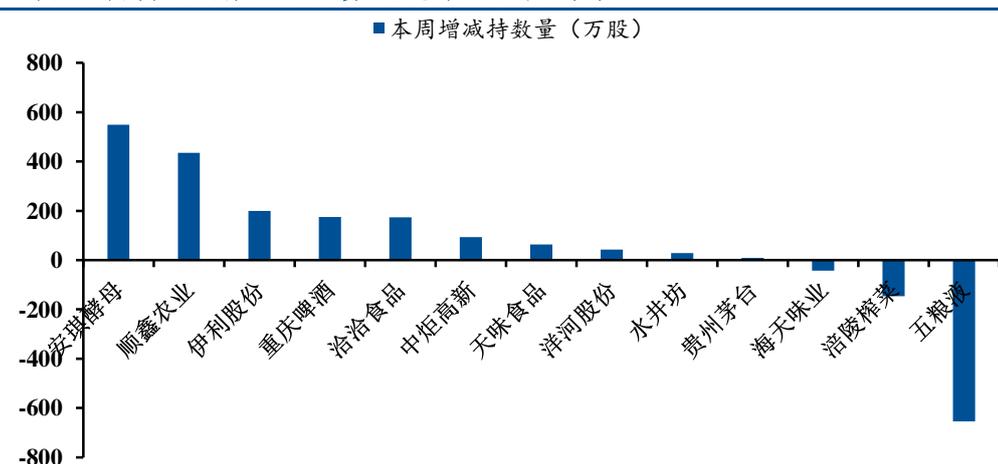
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中，安琪酵母、顺鑫农业、天味食品、重庆啤酒、洽洽食品、中炬高新、水井坊、伊利股份、洋河股份、贵州茅台持股比例上升，海天味业、五粮液、涪陵榨菜持股比例下降。增减持方面安琪酵母、顺鑫农业、伊利股份、重庆啤酒、洽洽食品、中炬高新、天味食品、洋河股份、水井坊、贵州茅台获资金增持，海天味业、涪陵榨菜、五粮液获资金减持。

图 17: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



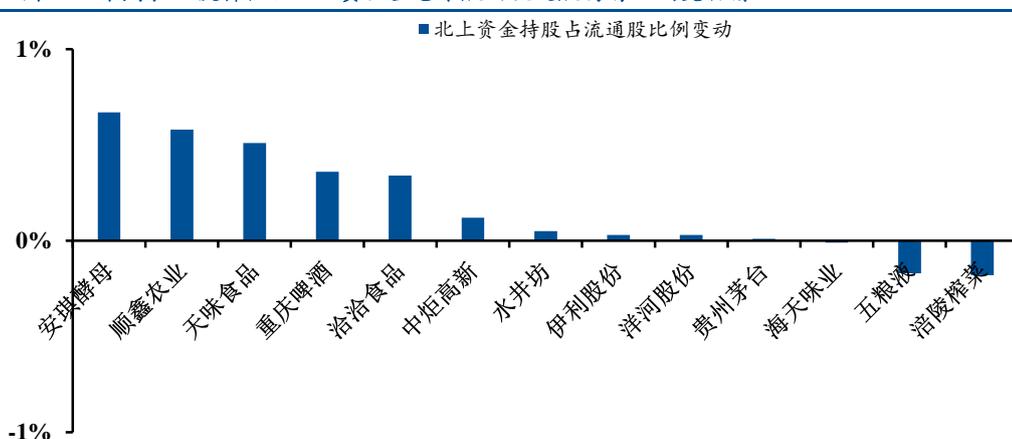
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况

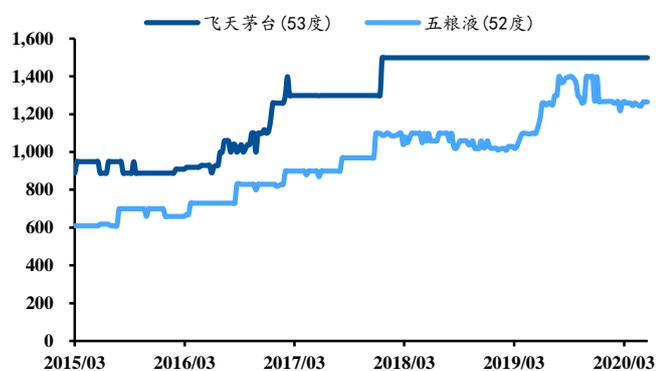


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 三、重点数据跟踪

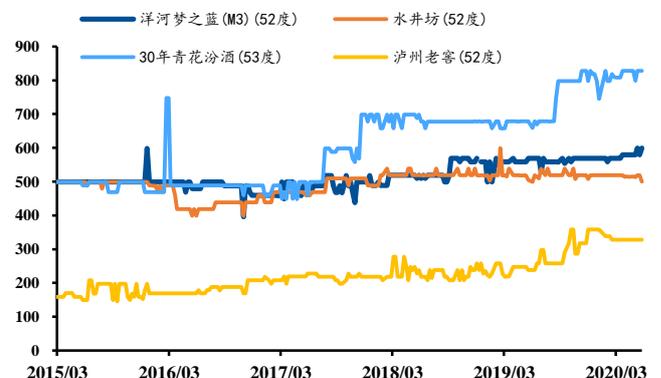
#### (一) 白酒

图 20: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL)



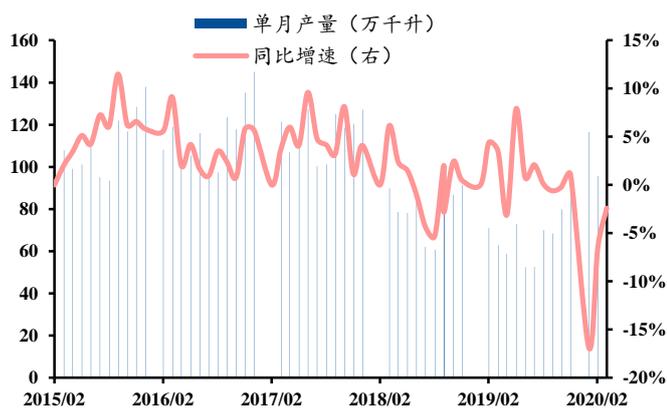
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 白酒价格保持稳定 (元/500mL)



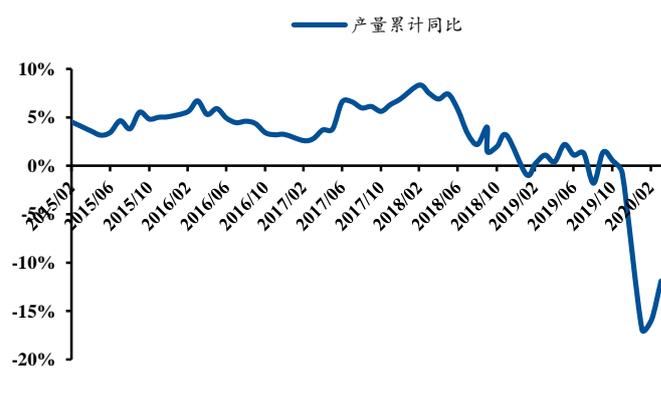
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 2020 年 4 月白酒产量同比下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 2020 年 4 月白酒产量累计同比大幅下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

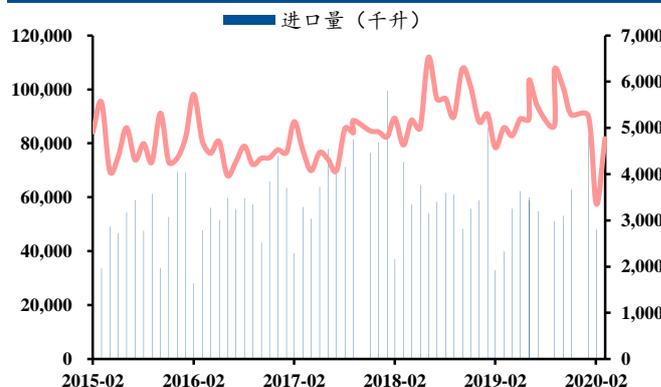
#### (二) 葡萄酒

图 24: 5 月 Liv-exFineWine100 指数下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

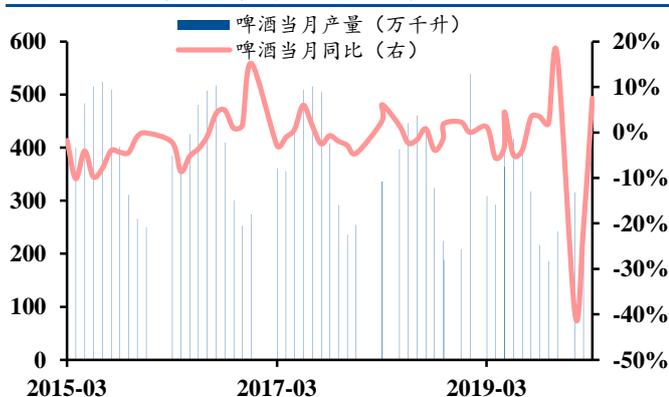
图 25: 2020 年 4 月葡萄酒进口量同比大幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究

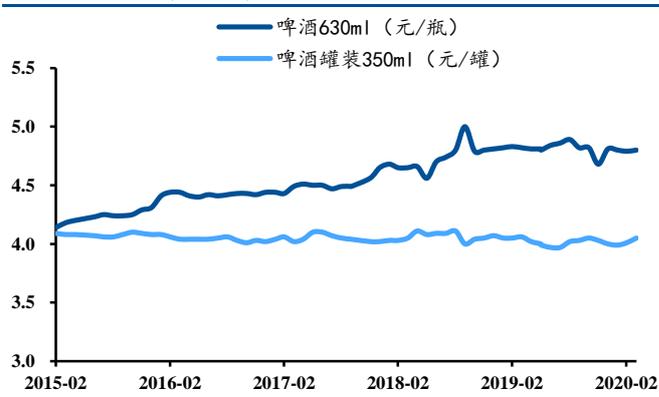
### (三) 啤酒

图 26: 2020 年 4 月啤酒产量同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

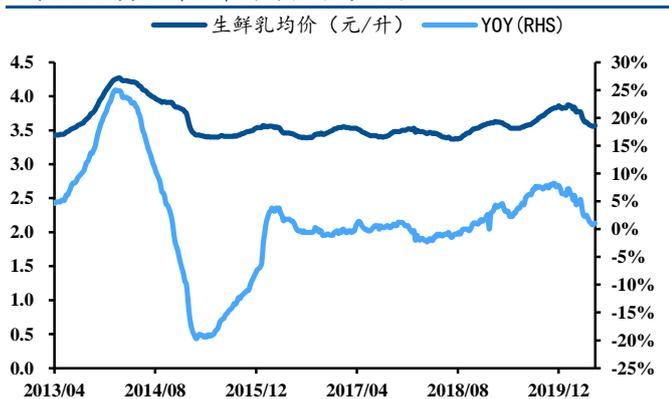
图 27: 2020 年 4 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

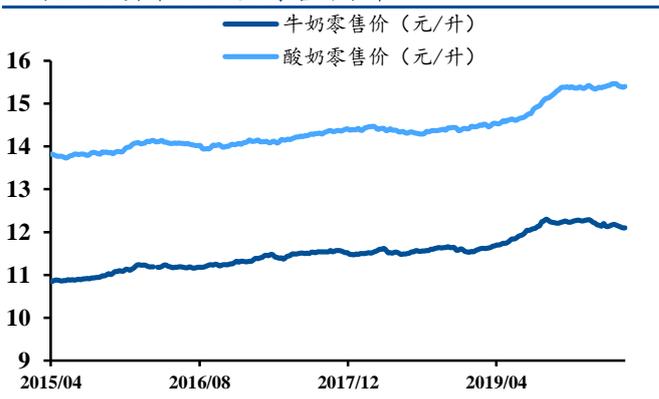
### (四) 乳制品

图 28: 5 月生鲜乳平均价格保持稳定



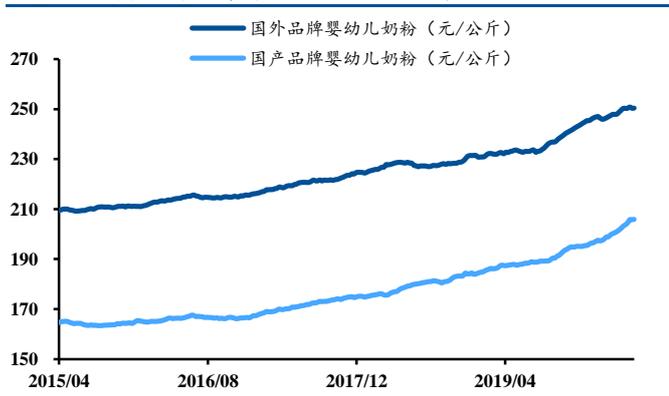
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 29: 5 月牛奶、酸奶零售价下降



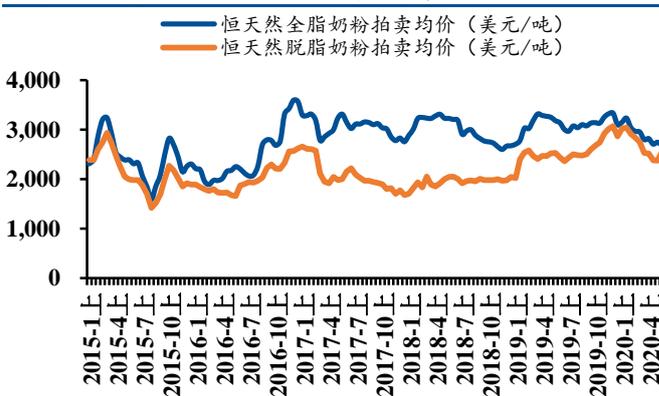
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 5 月国内品牌婴幼儿奶粉价格上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

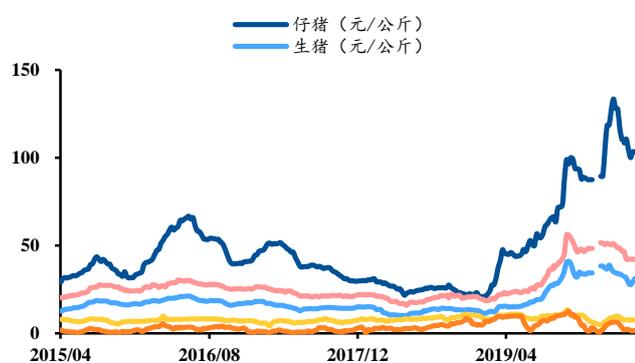
图 31: 5 月恒天然全脂奶粉拍卖价下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## （五）肉制品

图 32：5 月猪、鸡产品价格回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：3 月生猪屠宰量上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、行业要闻及重点公司公告

### （一）行业要闻

#### 1. 2020 年 1-3 月饮料制造业营业收入同比降低 23%，利润同比降低 49.9%

2020 年 1-3 月，饮料制造业营业收入同比降低 23%。其中，碳酸饮料制造业同比降低 14.3%，瓶（罐）装饮用水制造业同比降低 23.2%，果菜汁及果菜汁饮料制造业同比降低 20.2%，含乳饮料和植物蛋白饮料制造业同比降低 30.4%，固体饮料制造业同比降低 17.7%，茶饮料及其他软饮料制造业同比降低 24.6%。2020 年 1-3 月，饮料制造业利润总额同比降低 49.9%。其中，碳酸饮料制造业同比降低 49.5%，瓶（罐）装饮用水制造业同比降低 64.5%，果菜汁及果菜汁饮料制造业同比降低 33%，含乳饮料和植物蛋白饮料制造业同比降低 61.2%，固体饮料制造业同比降低 56.2%，茶饮料及其他软饮料制造业同比降低 31.3%。（信息来源：轻工业网）

#### 2. 《啤酒术语和分类》团体标准研讨会在京召开

6 月 5 日，《啤酒术语和分类》团体标准研讨会在北京召开。本次会议采取线上线下相结合的方式。《啤酒术语和分类》团体标准自 2019 年 2 月启动了行业调研与数据征集工作，截至目前已完成了 2 次意见征集和会上讨论工作。制定符合我国啤酒行业的分类体系，为更好的满足国内啤酒产品升级创新需求，进一步规范行业术语和分类，填补国内啤酒行业该领域空白，为日后制定相关标准，传播中国啤酒品类优势文化，争得国际市场竞争主导权和话语权具有重要意义。（信息来源：微酒）

#### 3. 郎酒股份预披露招股书：拟中小板上市募资 74 亿

6 月 5 日，证监会网站发布四川郎酒股份有限公司（郎酒股份）首次公开发行股票招股说明书。招股书显示郎酒股份 2019 年实现了 83.48 亿元营业收入和 24.44 亿元净利润，同比增长约 12%和 237%。郎酒股份本次拟赴深交所中小板上市，首发不超过 7000 万股 A

股，募集资金 74.54 亿元将主要用于扩大白酒产能等项目。（信息来源：重庆商报）

#### 4. 青岛啤酒与美团点评达成战略合作

青岛啤酒与美团点评共同宣布达成战略合作。双方将依托各自资源优势，拓展构建更丰富的消费场景，进行全渠道品牌渗透。美团将打通餐饮渠道业务和新零售闪购业务，提升青岛啤酒在餐饮渠道和新零售领域的增长机会。同时，美团平台的大数据分析和挖掘优势，还将促进青岛啤酒 O2O 业务的数字化能力升级。（信息来源：e 公司）

#### 5. 京东 618 首份战报：酒类 1 分钟成交额增长 4 倍

6 月 1 日零点，京东 618 全球年中购物节迎来开门红。其中，酒类商品开场 1 分钟整体成交额同比增长 400%，茅台 5 分钟成交额达去年同期的 118 倍，尊尼获加 5 分钟成交额是去年同期的 114 倍，轩尼诗 5 分钟成交额是去年同期的 10 倍。此外，啤酒品类 5 分钟成交额是去年的 10 倍，而精酿啤酒 10 分钟成交额达去年的 10 倍。（信息来源：微酒）

#### 6. 玖藏西凤年份酒涨价

自 2020 年 6 月 1 日起，玖藏西凤年份酒经销商打款价格与市场执行价格同步上调，其中：玖藏西凤年份酒 10 年，每瓶上调 10 元；玖藏西凤年份酒 20 年，每瓶上调 20 元；玖藏西凤年份酒 30 年，每瓶上调 50 元。（信息来源：中国白酒网）

#### 7. 剑南春水晶剑 52 度 558 毫升京东全球独家首发上线

剑南春战略新品水晶剑 52 度 558 毫升于 6 月 1 日正式在京东商城“剑南春京东自营旗舰店”，全球独家首发上线，产品首发价格 458 元/瓶。整箱价格 2748 元/件。剑南春百亿战略单品全新升级，品质名酒倾情回馈。（信息来源：微酒）

## （二）公司公告

### 1、增/减持

【妙可蓝多】6 月 1 日，公司发布部分董事、高级管理人员集中竞价减持股份计划公告，因个人资金需求，公司董事兼高级管理人员刘宗尚和高级管理人员胡彦超拟自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内（窗口期不减持）以集中竞价交易方式减持公司股份合计不超过 525,000 股（占公司总股本比例的 0.13%）。截至本公告披露之日，公司董事兼高级管理人员刘宗尚和高级管理人员胡彦超合计持有本公司股份 2,100,000 股，约占公司目前股份总数的 0.51%。

【克明面业】6 月 1 日，公司发布关于持股 5% 以上股东减持股份比例达到 1% 暨减持计划实施完毕的公告，根据公司 2020 年 03 月 10 日披露的《关于 5% 以上股东减持计划预披露公告》，湖南资管计划减持公司股份不超过 9,864,253 股（占公司总股本的 3.00%）。截至 2020 年 05 月 29 日，湖南资管通过大宗交易减持公司股份 328.70 万股，占公司总股本的 0.9904%，通过集中竞价和大宗交易合计减持 986.38 万股，占公司总股本的比例为 2.9720%。本次减持计划实施完毕。

【千禾味业】6月2日，公司发布董事、高级管理人员集中竞价减持股份结果公告，2020年6月1日，公司董事会秘书吕科霖女士通过集中竞价交易减持公司股份52,500股，本次减持计划已实施完毕。吕科霖仍持有公司股份157,500股，占公司总股本475,581,770股的0.033%，其中无限售条件流通股份17,500股，有限售条件流通股份140,000股。2020年6月1日，公司董事胡高宏先生通过集中竞价交易减持公司股份87,200股，本次减持计划已实施完毕。胡高宏仍持有公司股份261,929股，占公司总股本475,581,770股的0.055%，其中无限售条件流通股份126,619股，有限售条件流通股份135,310股。

【珠江啤酒】6月2日，公司发布关于控股股东的一致行动人减持计划的预披露公告，公司股东永信国际持有公司股票12,000,000股，占公司总股数的0.54%，其计划自减持计划公告之日起15个交易日后的6个月内，以集中竞价交易方式减持股份不超过12,000,000股，即不超过公司股份总数的0.54%。

【安井食品】6月4日，公司发布股东减持股份计划公告，公司董事长刘鸣鸣先生计划自2020年6月30日起直至2020年12月27日通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过4,000,000股（约占公司总股本的1.6922%）；其中任意连续90日内通过集中竞价交易方式减持的股份总数不超过公司股份总数的1%。公司董事兼总经理张清苗先生计划自2020年6月30日起直至2019年12月27日通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持数量不超过2,000,000股（约占公司总股本的0.8461%）。截至本公告披露日，公司董事长刘鸣鸣先生持有安井食品19,486,093股，约占公司总股本的8.24%；公司董事兼总经理张清苗先生持有安井食品10,690,000股，约占公司总股本的4.52%。

## 2、股份回购

【晨光生物】6月1日，公司发布关于回购公司股份的进展公告，根据公司《关于回购公司股份方案的议案》，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份，用于实施员工持股计划或股权激励计划。截至2020年5月31日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份30,306,515股，占公司总股本的比例为5.92%，本次回购股份的最高成交价为9.44元/股，最低成交价为6.72元/股，成交金额为人民币232,697,972.97元（不含交易费用），本次回购符合公司回购股份方案及相关法律法规的要求。

【承德露露】6月1日，公司发布关于股份回购进展情况的公告，公司于2020年5月15日召开第八届董事会第一次会议，审议通过了《关于回购部分社会公众股份方案的议案》，同意使用公司自有资金，以集中竞价交易方式，以不超过人民币10.23元/股的价格回购本公司部分人民币普通股A股股份，回购资金总额不低于人民币15,000.00万元（含），不超过人民币30,000.00万元（含）。截至2020年5月31日，公司尚未实施股份回购。

【克明面业】6月1日，公司发布关于股份回购进展情况的公告，公司于2019年7月11日召开第五届董事会第二次会议、2019年7月29日召开2019年第三次临时股东大会，审议通过了《关于公司回购部分社会公众股份方案的议案》，公司拟使用自有资金及

自筹资金以集中竞价交易方式回购公司部分股份。截止 2020 年 05 月 31 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购股份数量为 9,848,437 股，占公司目前总股本的 2.964%，成交均价为 11.99 元/股，最低价为 10.85 元/股，最高价为 12.99 元/股，支付总金额为 11,811.10 万元（不含交易费用）。

【贝因美】6 月 2 日，公司发布关于回购公司股份的进展公告，根据回购方案，公司拟使用自有或自筹资金回购公司股份，回购资金总额不低于人民币 2.5 亿元，不超过人民币 5 亿元，回购价格不超过每股 7.5 元，回购方式为采用集中竞价交易的方式从二级市场回购，本次回购的股份将用于员工持股计划或股权激励计划。截至 2020 年 5 月 31 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量 8,286,307 股，约占公司总股本的 0.81%，最高成交价为 6.52 元/股，最低成交价为 5.02 元/股，支付总金额为 46,006,170.90 元（不含交易费用）。

【洋河股份】6 月 2 日，公司发布关于回购公司股份的进展公告，公司于 2019 年 10 月 29 日召开第六届董事会第九次会议，审议通过了《关于回购部分社会公众股份的方案》，同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，本次回购股份用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。截至 2020 年 5 月 31 日，公司通过股份回购专用证券账户使用自有资金以集中竞价交易方式，已回购股份数量为 5,992,103 股，占公司总股本比例为 0.3976%，购买的最高价为 110.88 元/股，最低价为 80.37 元/股，已使用资金总额为 553,327,279.29 元（含交易费用）。

【口子窖】6 月 2 日，公司发布关于以集中竞价交易方式回购股份进展的公告，公司于 2020 年 3 月 25 日召开第三届董事会第十一次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，截至 2020 年 5 月 31 日，公司已在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司开立了回购专用证券账户，公司尚未回购公司股份。

【百洋股份】6 月 2 日，公司发布关于回购公司股份进展情况的公告，公司于 2019 年 11 月 13 日召开的第四届董事会第四次会议审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的议案》，拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司部分股份，用于后期实施员工持股计划或股权激励计划。截至 2020 年 5 月 31 日，公司使用自有资金通过集中竞价交易方式已累计回购公司股份数量为 1,009,248 股，占公司总股本的比例为 0.29%，成交的最高价为 5.25 元/股，成交的最低价为 5.00 元/股，已支付的总金额为 5,131,160.69 元（含交易费用）。

### 3、股权质押

【青青稞酒】6 月 1 日，公司发布关于控股股东部分股份质押的公告，近日公司控股股东华实投资将其持有的本公司股份 8,750 万股办理了质押，占其持股比例的 31.67%，占公司总股本的 19.44%。截至公告披露日，控股股东华实投资累计质押公司 267,760,000 股股份，占其所持股份比例为 96.90%，占公司总股本的 59.50%。

【海欣食品】6 月 4 日，公司发布关于公司股东股权质押延期购回的公告，公司股东

滕用伟先生质押于海通证券股份有限公司的 2150 万股公司股份办理了延期购回手续，原质押到期日为 2020 年 6 月 3 日，延期后质押到期日为 2020 年 7 月 3 日，截至目前上述股东及其一致行动人累计质押公司 10,425 股股份，占其持股比例的 48.29%，占公司总股本的 21.68%。

#### 4、政府补助

【妙可蓝多】6 月 3 日，公司发布关于收到政府补助的公告，公司下属子公司及孙公司广泽乳业有限公司、妙可蓝多（天津）食品科技有限公司、上海芝然乳品有限公司于近期收到政府补助合计人民币 2,007,435.86 元。

【来伊份】6 月 3 日，公司发布关于获得政府补助的公告，公司子公司于 2020 年 5 月 1 日至 2020 年 6 月 1 日收到与收益相关的政府补助人民币 112.27 万元，超过 2019 年净利润 1037.07 万元的 10%。

【香飘飘】6 月 5 日，公司发布关于获得政府补助的公告，公司及子公司兰芳园食品有限公司、天津香飘飘食品工业有限公司、天津兰芳园食品有限公司、杭州香飘飘食品销售有限公司、香飘飘四川食品有限公司、兰芳园食品制造四川有限公司及兰芳园（广东）食品有限公司、宁波同创亨达贸易有限公司，自 2020 年 3 月 7 日至本公告披露日，累计收到与收益相关的政府补助资金共 36,885,645.13 元。

#### 5、其他

【泸州老窖】6 月 1 日，公司发布关于增加酿酒工程技改项目投资的公告，2016 年 4 月 26 日和 2016 年 6 月 22 日，公司第八届董事会七次会议、2015 年度股东大会先后审议通过了《关于子公司投资酿酒工程技改项目的议案》，决定以自有资金结合其他融资方式投资 741,428 万元建设酿酒工程技改项目，项目完成后，将形成年产优质基酒 10 万吨，曲药 10 万吨，储酒能力 30 万吨的现代化产业基地。由于项目建设期间材料成本上涨以及建设难度大于预计，为保障项目建设顺利推进，拟在项目原总投资计划金额 741,428 万元的基础上按照设计概算金额增加投资 146,299.65 万元。增资后项目建设规模扩大，储酒能力提升，部分建筑建设标准提高，储酒能力由 30 万吨提升至 38 万吨，厂房及酒库设计标准提高。截至目前，本项目已完成整体工程进度的 88%，建成窖池进行了投粮试生产，项目建设期调整为 2016 年 12 月至 2020 年 12 月。

【百洋股份】6 月 1 日，公司发布关于完成股份过户登记暨控股权变更的公告，2020 年 6 月 1 日，公司收到公司原控股股东、实际控制人孙忠义先生、蔡晶女士及海洋产业投资基金、海洋新动能基金的通知：海洋产业投资基金及海洋新动能基金已成为公司的控股股东，其实际控制人青岛市国资委已成为公司实际控制人。本次股份过户完成后，海洋产业投资基金持有公司 58,881,390 股，占上市公司股份总数的 16.85%，为公司第一大股东；海洋新动能基金持有公司 45,597,071 股，占上市公司股份总数的 13.05%，为公司第二大股东，海洋产业投资基金和海洋新动能基金合计持有公司股份 104,478,461 股，股份性质为无限售流通股，占上市公司股份总数的 29.90%，占上市公司有表决权股份总数的 29.99%，

公司的控股股东变更为海洋产业投资基金和海洋新动能基金,实际控制人变更为青岛市国资委。孙忠义先生持有公司 41,612,820 股,占上市公司股份总数的 11.91%,为公司第三大股东;蔡晶女士持有公司 17,000,000 股,占上市公司股份总数的 4.87%,为公司第四大股东。

【克明面业】6月1日,公司发布关于聘请刘涛为公司品牌形象代言人的公告,为进一步提升“陈克明”品牌知名度,增强品牌影响力和竞争力,公司于2020年5月29日与北京刘涛演艺文化中心签署《代言服务合同》,聘请刘涛女士担任公司“陈克明”品牌面条、小包装面粉代言人,代言期为两年,自合同生效之日起算,代言区域为中华人民共和国大陆地区。

【妙可蓝多】6月2日,公司发布关于2017年员工持股计划股票出售完毕暨终止的公告,截至本公告披露日,公司2017年员工持股计划所持有公司35,798,749股股票已全部出售完毕,根据公司2017年员工持股计划的相关规定,本次员工持股计划实施完毕并将终止,后续将进行财产清算和分配工作。

【金徽酒】6月2日,公司发布关于拟与关联方签订工程施工合同的公告,为进一步优化产品结构,提高公司产品质量,提升公司市场竞争力,公司拟与关联方甘肃懋达建设工程有限公司签订《工程施工合同》,由其承建金徽酒股份有限公司生产及综合配套中心建设项目(检测与酒体设计中心)工程,合同造价(暂定)1,949.83万元。

【华统股份】6月3日,公司发布关于全资子公司完成募集资金增资工商变更登记的公告,公司于2020年5月15日召开了董事会和监事会会议,审议通过了《关于公司以募集资金增资全资子公司实施募投项目的议案》,同意公司使用募集资金498,400,943.40元向全资子公司衢州牧业进行增资,用于实施“衢州华统现代化生态养殖场建设项目”、“衢州华统现代化华垅生猪养殖建设项目”、“衢州华统现代化东方生猪养殖建设项目”的募投项目。近日,公司全资子公司衢州牧业在衢州市衢江区市场监督管理局办理完成了本次增资工商变更登记手续,并于2020年6月3日收到了变更后的《营业执照》。

【华统股份】6月3日,公司发布关于收购控股子公司桐庐县华统食品有限公司30%股权的公告,2020年6月3日,经公司与桐庐四海协商一致,双方共同签订了《股权转让协议》,公司拟以自有资金人民币150万元收购桐庐四海持有的桐庐县华统食品有限公司30%的股权(30%股权实缴出资额为人民币150万元)。收购完成后,桐庐县华统食品有限公司将由公司控股子公司变更为全资子公司。

【桂发祥】6月3日,公司发布关于公开挂牌转让参股公司股权的进展公告,公司于2020年4月24日召开第三届董事会第十一次会议,审议通过了《关于公开挂牌转让参股公司昆汀科技股权的议案》,同意在天津产权交易中心公开挂牌转让公司持有的参股公司昆汀科技22.4219%股权。挂牌期满后,公司收到天津产权交易中心的《受让资格确认意见函》,狮头股份为本次挂牌交易的唯一受让方。经确认狮头股份的受让方资格后,公司于2020年6月3日与狮头股份签署了经天津产权交易中心审核的附条件生效的《产权交易合同》,转让价格为71,936,305元。

【好想你】6月3日，公司发布重大资产出售实施情况报告书，公司通过现金出售的方式，向百事饮料出售上市公司持有的郝姆斯100%股权，其中郝姆斯持有的新疆百草味100%的股权以及南通勋铭33%的财产份额拟进行剥离，不纳入本次交易标的范围。交易双方确定的企业价值为7.05亿美元，本次交易价格由基本金额和调整金额构成。截至本报告书出具日，交易对方百事饮料已向上市公司支付6.98亿美元。

【妙可蓝多】6月5日，公司发布关于控股股东及实际控制人拟收购吉林省联祥消防信息工程有限公司100%股权暨调整承诺的公告，本次控股股东、实际控制人柴琇或其配偶控制的主体收购吉林省联祥消防信息工程有限公司100%的股权完成后，根据《股票上市规则》10.1.3第二款，联祥消防及其担任普通合伙人的渤海华美八期将成为公司的关联方。

## 五、风险提示

宏观经济不达预期、疫情持续时间超预期、食品安全问题等。

## 插图目录

图 1: 近期白酒估值 (PE-TTM) 已来到近 5 年高位.....	4
图 2: 全国各省餐饮门店营业率 (哗啦啦统计) .....	5
图 3: 营业门店及账单趋势 (哗啦啦统计) .....	5
图 4: 账单流水增长趋势对比 (哗啦啦统计) .....	5
图 5: 营业门店及账单数增长趋势对比 (哗啦啦统计) .....	5
图 6: 白酒板块 Q2 取得绝对收益、相对收益的概率为全年最高 .....	8
图 7: 近期全民营养周活动, 伊利以主品牌宣导为主 .....	9
图 8: 乳制品三强广告投放总次数与总时长 .....	10
图 9: 20Q1 乳制品三强广告投放总次数与时长同比变化 .....	10
图 10: 伊利大类品种广告时长构成 .....	10
图 11: 蒙牛大类品种广告时长构成 .....	10
图 12: 光明大类品种广告时长构成 .....	11
图 13: 乳制品三强主要产品广告投放时长比较 (小时) .....	11
图 14: 本周食品饮料板块指数上涨 3.02% .....	15
图 15: 食品饮料板块表现位于 30 个行业第 17 位 .....	15
图 16: 本周食品饮料各个子行业中, 白酒 (5.36%)、啤酒 (3.34%)、肉制品 (1.81%) 涨跌幅前三 .....	15
图 17: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股 .....	17
图 18: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况 .....	17
图 19: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况 .....	17
图 20: 五粮液价格保持稳定 (元/500mL) .....	18
图 21: 白酒价格保持稳定 (元/500mL) .....	18
图 22: 2020 年 4 月白酒产量同比下滑 .....	18
图 23: 2020 年 4 月白酒产量累计同比大幅下滑 .....	18
图 24: 5 月 Liv-exFineWine100 指数下降 .....	18
图 25: 2020 年 4 月葡萄酒进口量同比大幅下降 .....	18
图 26: 2020 年 4 月啤酒产量同比上升 .....	19
图 27: 2020 年 4 月啤酒价格保持稳定 .....	19
图 28: 5 月生鲜乳平均价格保持稳定 .....	19
图 29: 5 月牛奶、酸奶零售价下降 .....	19
图 30: 5 月国内品牌婴幼儿奶粉价格上升 .....	19
图 31: 5 月恒天然全脂奶粉拍卖价下降 .....	19
图 32: 5 月猪、鸡产品价格回落 .....	20
图 33: 3 月生猪屠宰量上升 .....	20

## 表格目录

表 1: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十 .....	16
表 2: 本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向 .....	16

## 分析师与研究助理简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。