

增持

——维持

日期：2020 年 06 月 09 日

行业：食品饮料



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

证券研究报告/行业研究/中期策略

# 调味品餐饮恢复+内部挖潜，乳制品基本面向好

——2020 年食品饮料（大众品）行业中期策略

## 主要观点

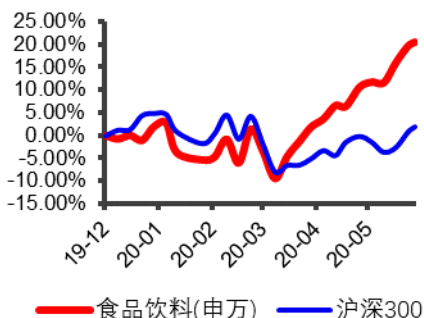
### 调味品：关注餐饮渠道恢复+家庭消费延续，龙头改革焕新

下半年餐饮渠道企稳复苏，餐饮通路动销加快回归正常区间，餐饮占比较高的海天和中炬有望在 H2 恢复两位数增长。Q1 调味品家庭端收入增速达 30% 以上，明显提速，且后疫情时期家庭做饭等习惯可能延续，预期家庭消费增长仍可保持较快速度，将成为今年调味品行业增长的主要驱动力。调味品龙头改革焕新：恒顺在新董事长带领下进行了产品、营销、考核体系等多方面的改革，内部激活；中炬在宝能入主后，将收入权重从 20% 提高至 40%，奖金向中层倾斜且力度加大；天味对管理层及销售团队实施股权激励，20 年收入增长保 30% 冲 50%，目标积极。

### 乳制品：下半年基本面向好，关注升级子品类

疫情对乳制品行业的负面影响有望在 Q2 基本消除，目前龙头乳企渠道去库存良好，叠加下半年传统旺季，营收料逐季改善、环比增长明显，营销费用投放趋于理性，盈利将回归正增长，乳制品 H2 基本面向好。疫情期间，消费升级子品类低温鲜奶、奶酪等表现出较好的抗压性，家庭消费较旺，该趋势有望在后疫情时期延续，开启升级子品类的成长大门，中长期视角下看好低温奶、奶酪等升级乳品的发展潜力。

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



## 投资建议

### 未来十二个月内，维持食品饮料行业“增持”评级

建议调味品和乳制品行业关注以下主线：一是修复改善，如餐饮渠道占比较高的调味品龙头和销售终端回暖的常温奶龙头；二是内部机制改革；三是家庭消费延续的升级品类，如高端基础调味品、乳制品升级子品类等。

## 风险提示

食品安全风险、市场竞价加剧风险、原材料价格波动风险等。

## 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
恒顺醋业	600305	17.20	0.32	0.35	0.43	54	49	40	5.8	增持
中炬高新	600872	51.36	0.90	1.05	1.26	57	49	41	9.9	增持
天味食品	603317	47.69	0.5	0.57	0.75	95	84	64	10.3	增持
光明乳业	600597	15.56	0.41	0.43	0.52	38	36	30	3.4	增持

资料来源：wind，上海证券研究所（股价数据为 2020 年 6 月 8 日收盘价）

## 目 录

一、行情回顾.....	5
1.1 年初至今食品饮料板块涨幅领先.....	5
1.2 食品饮料板块整体估值处于历史高位水平.....	5
二、调味品：关注餐饮渠道恢复+家庭消费延续，龙头改革焕新.....	6
2.1 餐饮逐渐企稳，家庭消费较旺.....	6
2.2 基础看集中度提升，复合调味品行业成长红利.....	10
2.3 推进改革，勤练内功.....	14
三、乳制品：下半年基本面向好，关注升级子品类.....	16
3.1 疫情影响逐渐褪去，下半年乳企基本面向好.....	16
3.2 关注消费升级子品类：低温奶+奶酪.....	18
3.2.1 低温奶：成长性佳，区域乳企以“鲜”突围.....	18
3.2.2 奶酪：零售渠道快速增长，妙可蓝多国产领先.....	22
四、投资建议.....	25
五、风险提示.....	26

图

图 1 年初至今板块涨跌幅 (%)	5
图 2 年初至今食品饮料指数走势图	5
图 3 年初至今食品饮料子板块涨跌幅 (%)	5
图 4 年初至今食品饮料板块估值走势	6
图 5 食品饮料板块近十年估值溢价率 (相对沪深 300)	6
图 6 食品饮料各子板块的 PE 估值 (TTM_整体法)	6
图 7 食品饮料主要子板块年初至今估值溢价率 (相对沪深 300)	6
图 8 调味品及发酵行业市场规模 (亿元)	7
图 9 我国调味品行业各渠道份额占比 (2020.2)	7
图 10 近年来我国餐饮业收入保持 10% 左右的增长	8
图 11 5 月全国餐饮业复工率已达 87%	8
图 12 5 月 11 日美团外卖日订单量已恢复至疫情前 80% 的水平	8
图 13 2018 年我国调味品市场消费结构 (%)	10
图 14 2012-2018 年酱油行业零售额 (亿元)	11
图 15 2012-2018 年酱油消费量及价格增长变化 (%)	11
图 16 我国酱油行业市场集中度较低	11
图 17 2012-2018 年食醋百强企业销售收入 (亿元)	12
图 18 我国食醋人均消费量较低	12
图 19 2016-2018 年百强企业食醋均价 (元/吨)	12
图 20 我国食醋行业市场集中度有较大提升空间	12
图 21 2013-2018 年我国复合调味料市场规模 (亿元)	12
图 22 2010-2020 年火锅底料市场规模 (亿元)	13
图 23 中高端火锅底料市场份额持续上升	13
图 24 2011-2021 年中式复合调味料市场规模 (亿元)	14
图 25 中式复合调味料增速最快	14
图 26 恒顺醋业改革要点	15
图 27 中炬高新新的绩效考核提高了收入指标权重	15
图 27 天味食品实施股权激励的营收考核目标 (亿元)	16
图 28 2020 年 3 月快消品子行业线下销售额增长表现 (%)	17
图 29 2019-2020Q1 伊利股份各业务营收 (亿元)	17
图 30 2019-2020Q1 光明乳业各业务营收 (亿元)	17
图 31 2016-2019 年中国飞鹤营收及高端婴幼儿配方奶粉收入 (亿元)	18
图 32 2018 年我国低温奶和常温奶营收及增速 (亿元)	18
图 33 我国低温奶在液态奶的消费占比较低	18
图 34 我国 70% 的奶源分布在华北、东北、西北的草原地区	19
图 35 2011-2018 年我国公路冷链运输车保有量 (万辆)	19
图 36 蒙牛旗下“每日鲜语”是国内高端鲜奶第一品牌	20

图 37 2016-2018 年光明鲜奶销量全国第一.....	20
图 38 国内乳业原奶年收奶量分布（百万吨） .....	21
图 39 各乳企自有奶源占比（%） .....	21
图 40 2014-2020Q1 年光明乳业营收及归属净利润情况（亿元） .....	21
图 41 光明乳业旗下光明牧业拥有 28 个规模牧场 .....	22
图 42 光明乳业旗下领鲜物流在全国建有 65 座综合物流中心 .....	22
图 43 乳制品行业发展的三个阶段.....	22
图 44 2018 年各国人均奶酪消费量（kg/人） .....	22
图 45 我国奶酪消费渠道分布 .....	23
图 46 2013-2019 年我国餐饮奶酪销量（万吨） .....	23
图 47 我国零售奶酪市场规模（亿元） .....	23
图 48 2019 年我国奶酪市场品牌结构（%） .....	24
图 49 妙可蓝多营收及奶酪收入（百万元） .....	24
图 50 公司零售终端网点数量增长情况（万个） .....	25
图 51 公司广告宣传陆续登陆主流媒介 .....	25

## 表

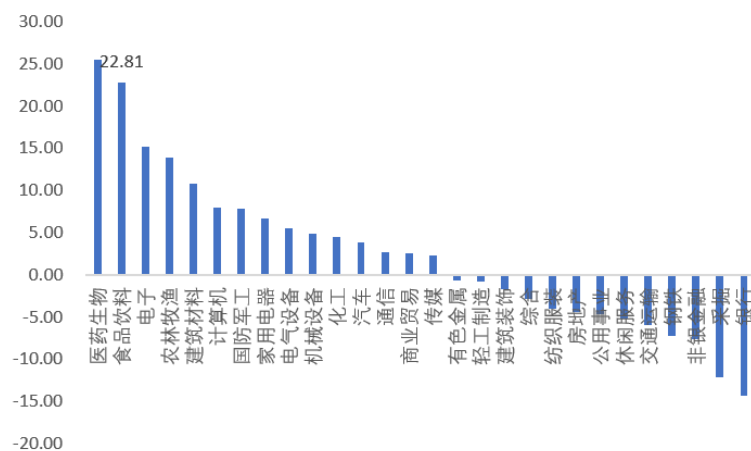
表 1 调味品上市公司经营情况比较.....	9
表 2 调味品上市公司财务数据比较.....	9
表 3 乳企收购上游奶源部分事项统计 .....	20
表 4 重点公司盈利预测 .....	26

## 一、行情回顾

### 1.1 年初至今食品饮料板块涨幅领先

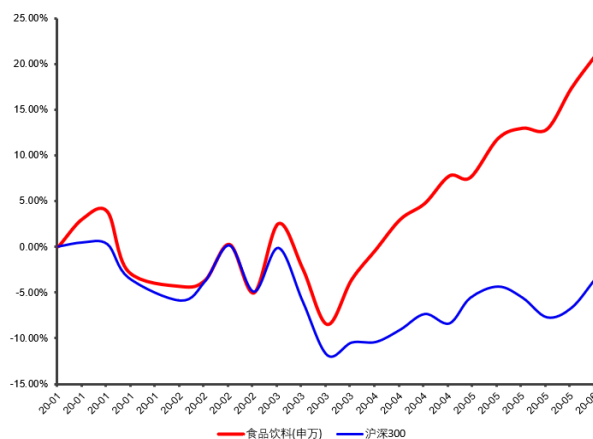
截止6月8日，申万一级行业中，食品饮料年初至今涨跌幅排名第二，上涨22.81%，仅次于医药生物（+25.48%）。同期沪深300下跌2.02%，食品饮料跑赢大盘24.83个百分点，超额收益明显。子板块中，食品综合和调味发酵品表现亮眼，分别上涨44.52%和36.01%，疫情下必选消费因为刚需带来业绩增长的稳定性和确定性，享受了业绩增长和估值提升的双击。

图1 年初至今板块涨跌幅（%）



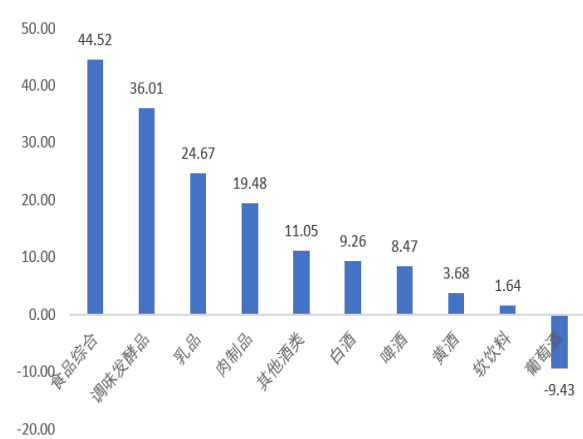
数据来源：wind，上海证券研究所（注：截止2020/6/8，下同）

图2 年初至今食品饮料指数走势图



数据来源：wind，上海证券研究所

图3 年初至今食品饮料子板块涨跌幅（%）



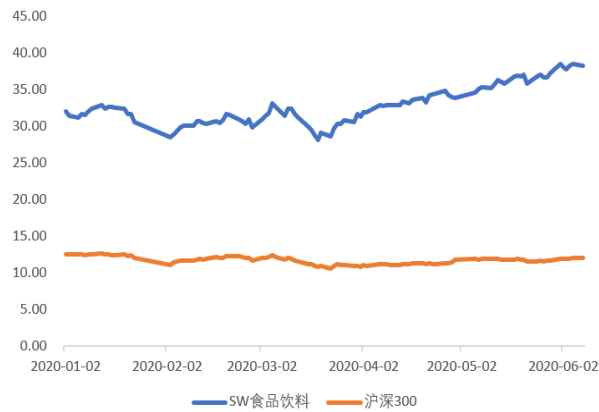
数据来源：wind，上海证券研究所

### 1.2 食品饮料板块整体估值处于历史高位水平

截止6月8日，食品饮料板块绝对估值PE（TTM\_整体法）约为38倍，相对于沪深300的估值溢价率约318%，估值处于近十年

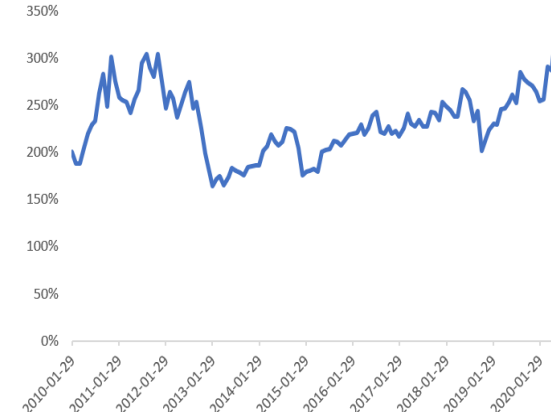
的高位水平。从板块估值波动来看，板块估值在 Q1 基本围绕 30 倍上下小幅波动，Q2 进入明显的上行通道。主要子板块中，调味品估值最高，PE 为 65 倍；啤酒和食品综合估值约在 50 倍左右；白酒和乳品估值均约在 36-37 倍；肉制品估值最低，PE 为 26 倍。

图 4 年初至今食品饮料板块估值走势



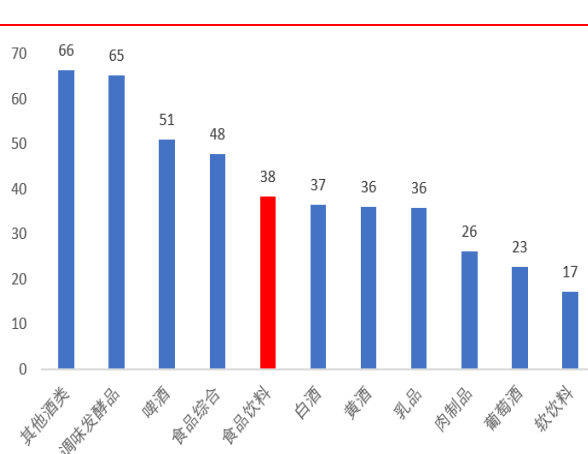
数据来源：wind，上海证券研究所

图 5 食品饮料板块近十年估值溢价率（相对沪深 300）



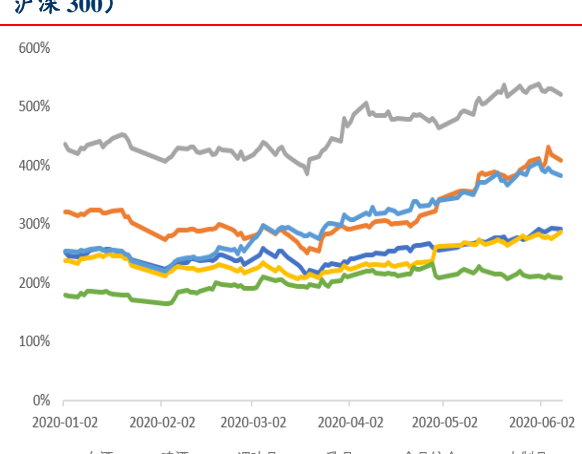
数据来源：wind，上海证券研究所

图 6 食品饮料各子板块的 PE 估值（TTM\_整体法）



数据来源：wind，上海证券研究所

图 7 食品饮料主要子板块年初至今估值溢价率（相对沪深 300）



数据来源：wind，上海证券研究所

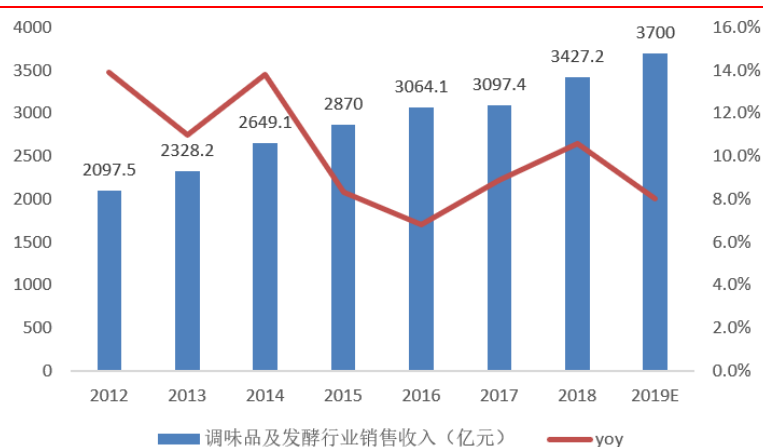
## 二、调味品：关注餐饮渠道恢复+家庭消费延续，龙头改革焕新

### 2.1 餐饮逐渐企稳，家庭消费较旺

调味品属于必选消费，刚需性强、周期性弱，行业发展空间大。一方面餐饮市场逐年持续增长推动调味品需求稳健增长，另一方面城镇化发展及中高阶层消费群体扩大促进调味品产品升级，我国调

调味品市场呈高个位数增长。2018 年全国调味品及发酵行业销售收入为 3427.2 亿元,同比增长 10.6%,2012-2018 年年均复合增长 8.53%,预计 2019 年将超过 3700 亿元,同比增长约 8.0%。

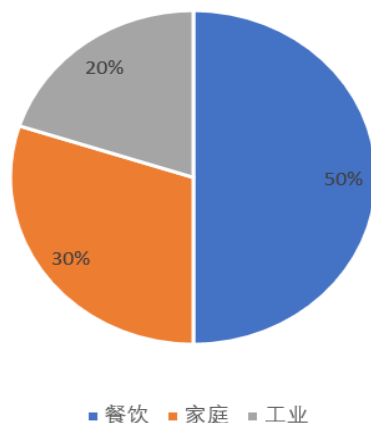
图 8 调味品及发酵行业市场规模 (亿元)



数据来源: 中商产业研究院, 上海证券研究所

调味品下游销售主要分餐饮、家庭和工业三个渠道,原格局为 4:3:3,餐饮为最大的销售渠道。近年来随着餐饮业的快速发展(2013 年以来每年增长 10%左右)及新型餐饮业态的诞生(外卖、团餐、轻餐饮、半成品等),餐饮渠道占比不断提高,根据调味品协会 2 月最新数据,调味品的餐饮渠道占比已提高至 50%。

图 9 我国调味品行业各渠道份额占比 (2020.2)



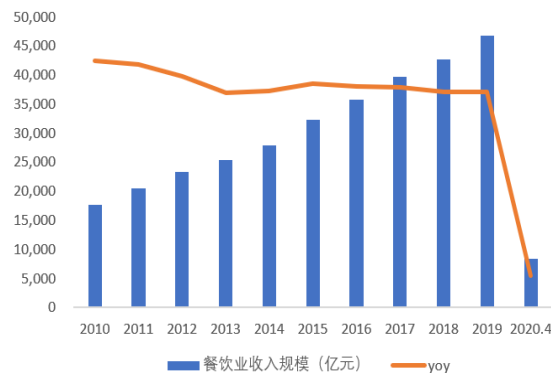
数据来源: 中国调味品协会, 上海证券研究所

Q1 餐饮承压, Q2 加快恢复,后市料逐季向好,调味品的餐饮动销有望回归常态。受疫情影响,2020 年 1-4 月餐饮行业累计收入规模同比下滑 41.20%,其中 4 月同比下降 31.10%,环比收窄 15.7 个百分点,餐饮业逐渐恢复。截止 5 月 18 日,全国餐饮业复工率由 2 月的 25%提高至约 87%。相较于堂食,外卖市场恢复更快,美团数据显示,美团外卖订单量在 3 月份迅速恢复,3 月中每日订单量约为疫情前的 45%,3 月底已增至 75%,5 月进一步提高至 80%。外卖成为餐厅自救的重要方式,3 月品牌餐厅超过 50%的收入来自



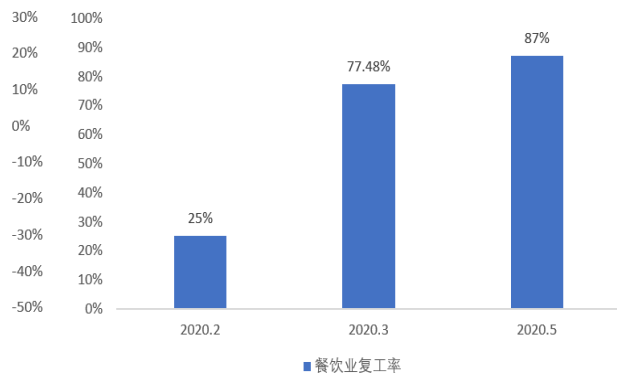
外卖业务，而去年底该数据仅为 30%。我们认为，随着国内疫情控制稳当，各行各业将加快恢复，餐饮业料逐季向好，调味品在餐饮渠道的动销有望回归正常水平，全年来看，调味品餐饮消费前低后高，全年受影响程度预计在可控范围内。

图 10 近年来我国餐饮业收入保持 10% 左右的增长



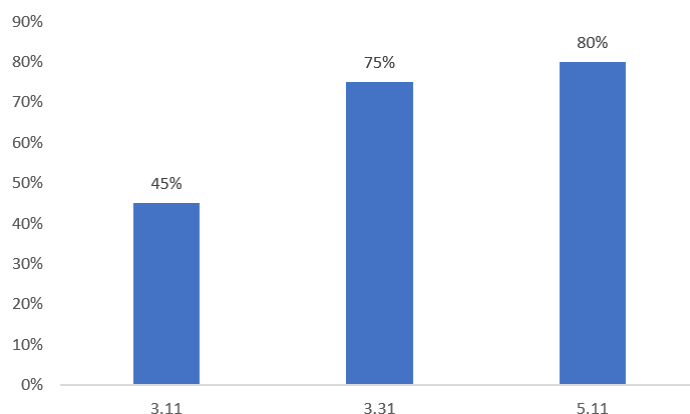
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 11 5 月全国餐饮业复工率已达 87%



数据来源: 工信部, 上海证券研究所

图 12 5 月 11 日美国外卖日订单量已恢复至疫情前 80% 的水平



数据来源: 美团, 上海证券研究所

与餐饮相反，调味品家庭消费在疫情期间大幅提升，Q1 收入增速达 30% 以上，相比以往 10% 左右的增长有显著提升，且后疫情时期家庭做饭等习惯可能延续，预期家庭消费增长仍可保持较快速度，将成为今年调味品行业增长的主要驱动力。Q1 家庭端消费占比较高的千禾味业、天味食品、恒顺醋业营收分别增长 23.6%、9.2%、1.3%，增长韧性较强。千禾味业定位高端，主推零添加系列产品，高端酱油占比超过 80%，且 95% 为家庭消费。阿里数据显示，Q1 千禾味业线上销售额为 2900.59 万元，同比增长 108.28%，销售额仅次于海天。海天 50% 以上的收入来自餐饮渠道，疫情期间提高进货返点来鼓励经销商向商超等渠道补货，并推出两瓶促销装系列产品刺激家庭消费，家庭端销售增长超过 30%，有效对冲了餐饮销售下滑的压力。Q1 海天营收同比增长 7.2%、盈利增长 9.2%，且坚持

请务必阅读尾页重要声明



全年收入增长 15%、利润增长 18% 的乐观指引，体现了王者应对疫情危机的迅速反应能力和自身高壁垒造就的信心（强大的品牌力、高密度且多元化的渠道力、领先的产品力等）。涪陵榨菜去年主要在做渠道的梳理调整，加快了下沉裂变，全年新拓展 500 个空白县，期末覆盖县级市超过 1400 个，计划 2020 年继续拓展 200 个。经销商数量从 2018 年的 1200 家增至 2019 年的 1600 家，全国办事处从 37 家裂变至 67 家，并对大量县级客户直接供货，服务的广度、深度、精细度全面提升。经过一年的调整，公司的渠道库存于今年初回归正常水平。Q1 疫情爆发，公司的生产和物流受限，导致营收同比下降，但进一步催化了渠道去库存，部分地区终端出现缺货情况，经销商补库存打款积极，Q1 末公司预收账款高达 2.67 亿元，环比增加 1.65 亿元。

表 1 调味品上市公司经营情况比较

上市公司	餐饮占比 (2019 年)	营收 (亿元)			归属净利润 (亿元)		
		2020Q1	2019Q1	yoy	2020Q1	2019Q1	yoy
海天味业	50-60%	58.84	54.90	7.2%	16.13	14.77	9.2%
中炬高新	28.54%	11.53	12.31	-6.3%	2.06	1.89	8.9%
恒顺醋业	10%	4.66	4.60	1.3%	0.76	0.72	5.3%
千禾味业	5%	3.59	2.91	23.6%	0.70	0.51	39.3%
加加食品	不高	4.92	5.53	-11.0%	0.50	0.56	-9.6%
涪陵榨菜	15%	4.83	5.27	-8.3%	1.66	1.55	6.7%
天味食品	20% (小 B+ 定制餐调)	3.34	3.06	9.2%	0.77	0.73	4.7%

数据来源：公司公告，wind，上海证券研究所

预收账款+合同负债同比高增，Q2 收入环比或明显改善。Q1 因生产、物流受限，部分调味品企业的发货量低于去年同期，导致营收端出现下滑，尚未确认的收入主要体现在预收账款+合同负债，可以看到 Q1 千禾味业、涪陵榨菜、天味食品的预收账款+合同负债同比翻倍增长，销售商品、提供劳务收到的现金也同比增长达 25-35% 左右。海天的预收账款+合同负债同比增长 94.0%、销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 15.3%。随着生产、物流复工，预计 Q2 预收款项将得到较好的转化，核心调味品上市公司 Q2 收入环比或明显改善。

表 2 调味品上市公司财务数据比较

上市公司	预收+合同负债 (亿元)			销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)		
	2020Q1	2019Q1	yoy	2020Q1	2019Q1	yoy
海天味业	25.14	12.96	94.0%	51.30	44.48	15.3%
中炬高新	1.28	1.12	13.9%	13.39	14.13	-5.2%
恒顺醋业	0.52	0.53	-0.6%	5.56	5.46	1.8%
千禾味业	0.29	0.08	257.7%	4.02	3.20	25.6%

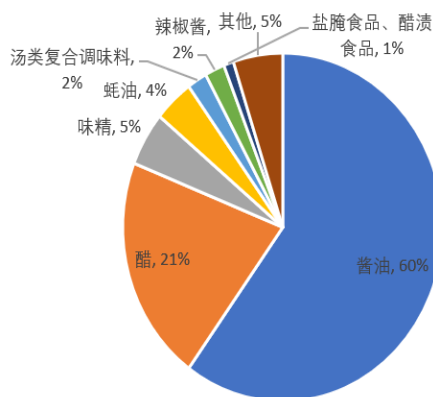
加加食品	0.55	0.48	13.8%	5.57	5.88	-5.2%
涪陵榨菜	2.67	0.98	173.0%	6.73	4.95	36.0%
天味食品	1.09	0.53	106.4%	4.68	3.59	30.5%

数据来源: wind, 上海证券研究所

## 2.2 基础看集中度提升, 复合享行业成长红利

调味品分基础调味品和复合调味品, 基础调味品通常仅包含一种主要材料, 如酱油、蚝油、料酒、醋、腐乳、香辛料、味精等, 复合调味品则由两种或以上材料组成, 主要包括鸡精、火锅调味料(火锅底料、火锅蘸料)、中式复合调味料、西式复合调味料及日式和东南亚式等其他复合调味料。我国调味品消费以基础调味品为主, 其中酱油消费量最大, 占 60%, 其次是醋, 占 21%, 其他品类占比均不足 5%。

图 13 2018 年我国调味品市场消费结构 (%)



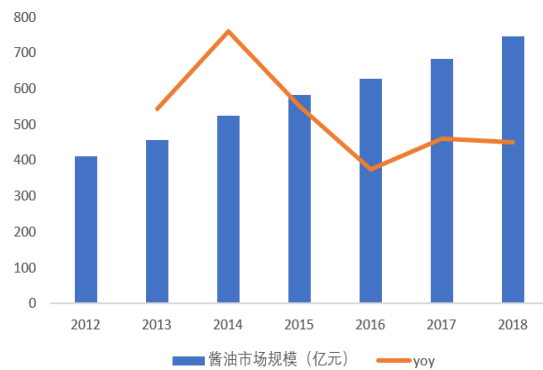
数据来源: 欧睿国际, 上海证券研究所

酱油的消费渠道主要在餐饮, 受餐饮业持续增长及家庭端产品结构升级影响, 国内酱油行业市场规模逐年增长。2018 年酱油行业零售额约 745.55 亿元, 同比增长 9.0%, 2012-2018 年 CAGR 为 10.4%。我国酱油仍处于量价齐升的发展阶段, 其中量增是驱动行业增长的主因, 2018 年酱油消费量同比增长 6.33%, 预计随着行业发展逐渐成熟, 未来酱油消费量增速将稳定在 5% 左右; 2018 年酱油价格同比增长 2.51%, 主要系各大厂商着力推广中高端系列产品, 酱油的产品结构得到升级, 叠加提价周期, 未来酱油行业价升趋势延续, 我们预计可维持在 2% 左右的增长, 今年受疫情影响提价效应短期偏弱。整体来看, 酱油行业规模有望维持高个位数增长。头部企业海天、中炬收入增长稳定在 10-15%, 定位中高端的千禾收入增速更高达 25-30%, 远高于行业整体增长水平, 龙头持续抢占市场份额。目前我国酱油 CR3 约为 21%, 而日本酱油 CR3 高达 48%, 国内酱油市场集中度仍有翻倍提升空间。我国酱油是一超多强的格局, 海天已形成全国性品牌, 李锦记、美味鲜、千禾、欣和等区域性仍较强, 未来头部企业通过渠道下沉至区县乡镇及深入推进全国化将持

请务必阅读尾页重要声明

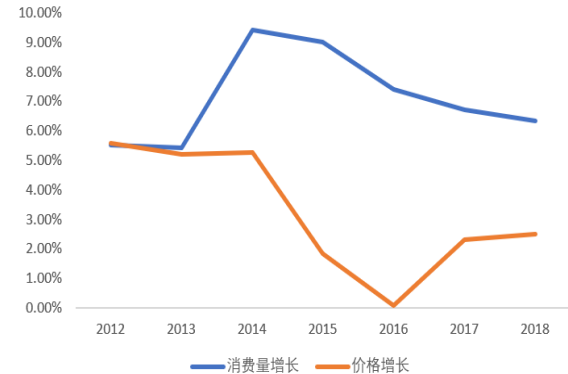
持续提升酱油行业市场集中度。

图 14 2012-2018 年酱油行业零售额 (亿元)



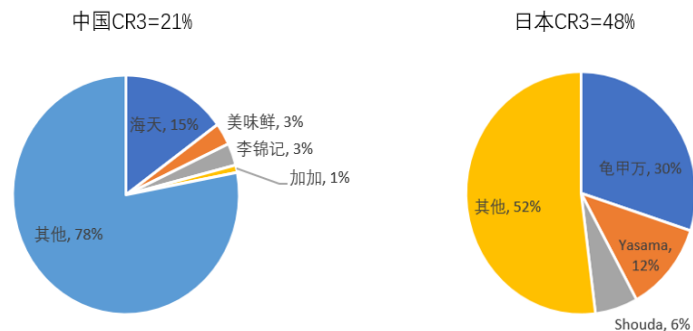
数据来源: 欧睿国际, 上海证券研究所

图 15 2012-2018 年酱油消费量及价格增长变化 (%)



数据来源: 欧睿国际, 上海证券研究所

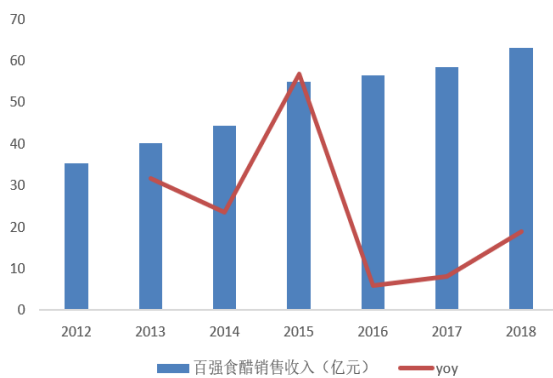
图 16 我国酱油行业市场集中度较低



数据来源: 欧睿国际, 上海证券研究所

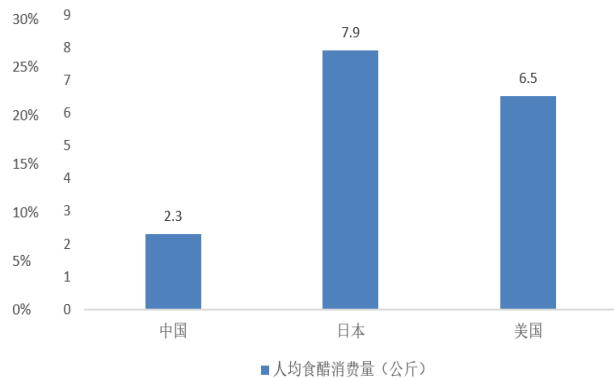
食醋行业发展空间大, 市场集中度亟待提升。2018 年, 我国百强食醋企业销售收入为 63.11 亿元, 同比增长 8.1%, 2012-2018 年 CAGR 为 10.1%, 食醋行业保持稳定增长。目前我国的食醋消费量仍处于较低水平, 人均食醋消费量仅约为 2.3 公斤, 日本和美国的人均食醋消费量则分别达到 7.9 公斤和 6.5 公斤, 以此对标, 我国食醋的人均消费量至少还有 2-3 倍以上的增长空间。一方面, 醋产品类型日渐多元化, 如保健醋、醋饮料、醋胶囊等, 食醋从调味品向健康食品及休闲食品等领域延伸; 另一方面, 顺应消费升级趋势, 食醋产品结构向中高端迁移, 行业价格带上升, 百强企业食醋均价从 2016 年的 3386 元/吨上涨至 2018 年的 3845 元/吨。竞争格局方面, 我国食醋行业的市场集中度较低, 年产量 10 万吨以上的企业仅 4 家, 食醋行业 CR5 仅为 16% 左右, 其中恒顺醋业作为醋龙头, 市占率约 10%。对比日本 CR5 高达 68%, 我国食醋行业集中度仍有较大的提升空间。龙头企业在产品品质和品牌粘性等方面具有先发优势, 随着渠道扩张有望获取更多的市场份额。

图 17 2012-2018 年食醋百强企业销售收入 (亿元)



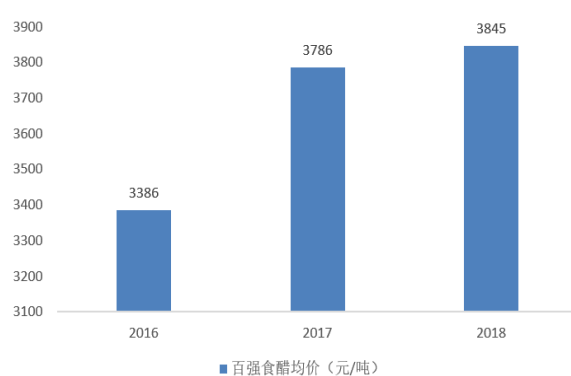
数据来源：中国调味品协会，上海证券研究所

图 18 我国食醋人均消费量较低



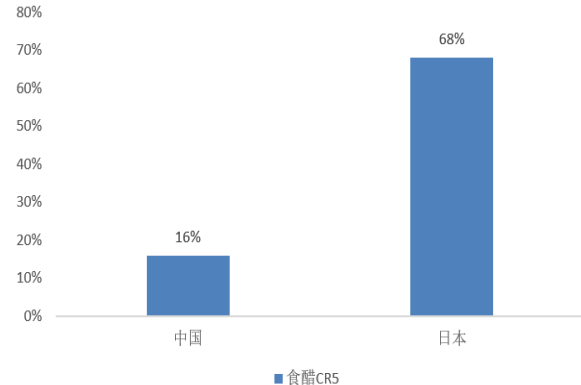
数据来源：中国产业信息网，上海证券研究所

图 19 2016-2018 年百强企业食醋均价 (元/吨)



数据来源：中国调味品协会，上海证券研究所

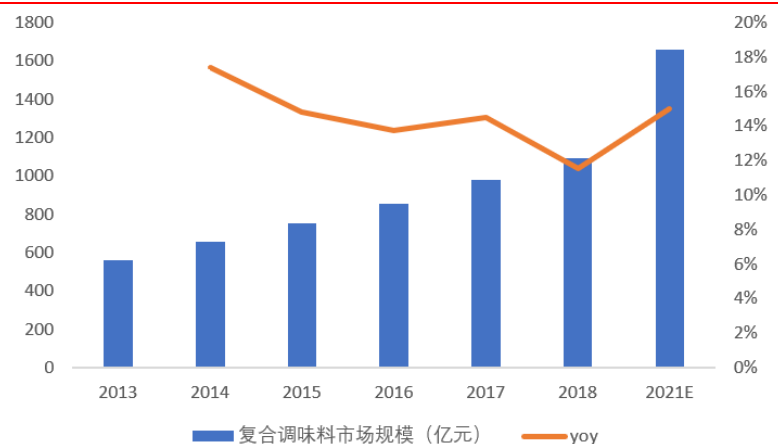
图 20 我国食醋行业市场集中度有较大提升空间



数据来源：公司公告，上海证券研究所

受益于 B 端餐饮连锁化发展对定制餐调产品需求上升和 C 端家庭厨房使用人群切换至 90 后、对烹饪方便快捷的诉求上升，复合调味料市场迎来了快速发展期。2018 年，我国复合调味料市场规模已超千亿，约为 1091 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 14.4%，预计 2021 年达到 1658 亿元，期间年均增长 15.0%，成为调味品行业的重要增长动力。其中，火锅调味料和中式复合调味料表现亮眼。

图 21 2013-2018 年我国复合调味料市场规模 (亿元)



数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

➤ 火锅调味料: 火锅调味料是仅次于鸡精的第二大复合调味品品类, 包括火锅底料和火锅蘸料, 其中火锅底料占八成以上。火锅底料是火锅经营的重要原材料之一, 也是火锅店差异化优势的体现点, 基于品质优、口味稳定且提升效率的考虑, 越来越多的火锅店从专业的底料供应商处进行定制化的产品采购, 推动了火锅底料市场的快速发展。2019 年, 全国火锅底料市场规模约为 223 亿元, 2010-2019 年 CAGR 为 15.9%, 预计 2020 年达到 255 亿元, 同比增长约 14.3%。其中, 中高端的植物油火锅因减油减盐、更加健康, 需求不断增加, 2019 年规模约为 63 亿元, 市场份额从 2010 年的 14.6% 提高至 28.4%, 预计 2020 年进一步提高至 29.6%。

图 22 2010-2020 年火锅底料市场规模 (亿元)

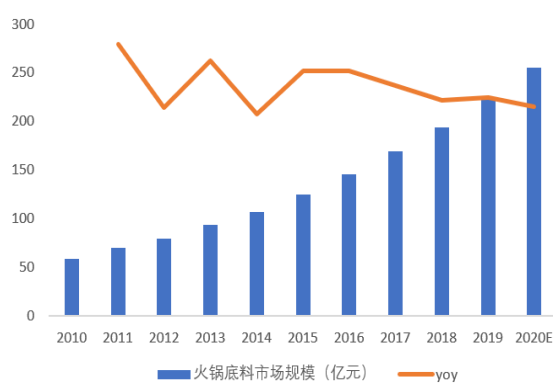
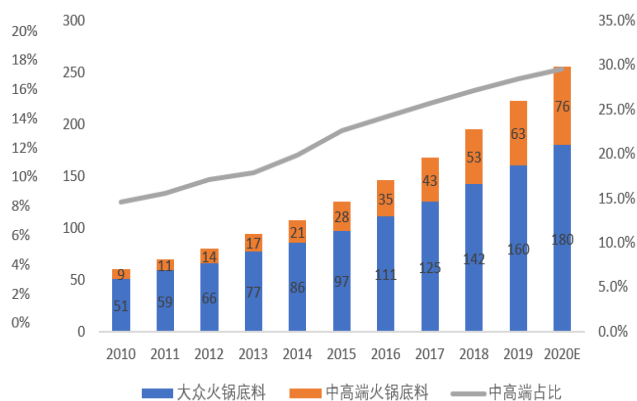


图 23 中高端火锅底料市场份额持续上升

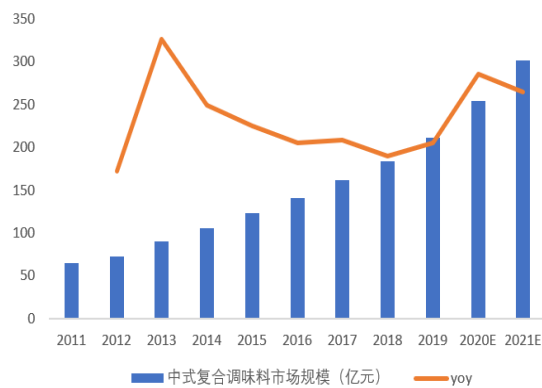


数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

数据来源: Frost & Sullivan, 上海证券研究所

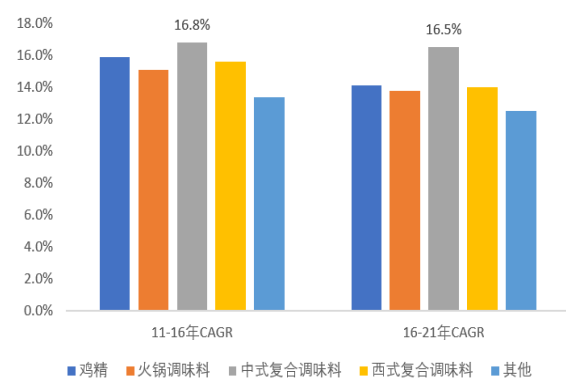
➤ 中式复合调味料: 中式复合调味料是复合调味品中增长最快的子品类, 2019 年市场规模约为 211 亿元, 同比增长 14.7%, 2011-2019 年 CAGR 为 15.9%, 预计 2021 年将突破 300 亿元, 期间复合增速高达 19.6%。其中, 主打麻辣酸爽的川式复合调味料最为流行, 背靠川菜推出酸菜鱼、麻婆豆腐、宫保鸡丁、水煮肉片等多种经典菜肴调料包, 天然具有打造大单品的品类及客源基础。目前鱼调料系列发展较为成熟, 包括酸菜鱼、青花椒鱼、麻辣水煮鱼、泡椒鱼等, 天味食品在鱼调料领域处于头部, 年销售额过亿。近年来小龙虾消费持续火爆, 各大厂商陆续推出小龙虾系列调料, 口味更加丰富, 包括香辣、麻辣、蒜香、十三香、酱香、油焖、卤香等, 有望成就中式复合调味料下一个大单品系列。

图 24 2011-2021 年中式复合调味料市场规模（亿元）



数据来源：Frost & Sullivan, 上海证券研究所

图 25 中式复合调味料增速最快



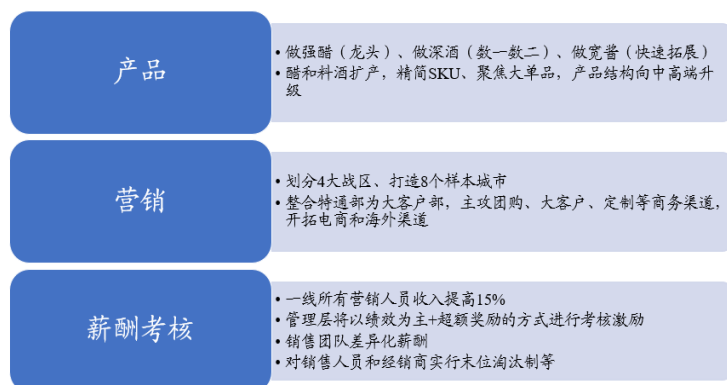
数据来源：Frost & Sullivan, 上海证券研究所

## 2.3 推进改革，勤练内功

恒顺醋业：公司去年底进行了主要领导调整，新董事长杭祝鸿履历优秀，上任后大刀阔斧推动改革，对公司产品、营销、薪酬考核、内部治理等进行了综合性的顶层设计。第一，产品端做强醋、做深酒（黄酒、料酒）、做宽酱（酱油、酱菜、酱料），目标做到醋业龙头地位稳固、料酒数一数二、酱类快速拓展。加大醋和料酒的产能建设（扩产后香醋增产 8 万吨/年、料酒产能翻番），精简 SKU、聚焦大单品，产品结构向中高端升级。第二，营销端将现有 36 个片区重新整合划分成 4 大战区（华东、北方、南方、本部），设战区长官进行个性化考核，并打造 8 个样板城市，即本部镇江、上海、杭州、北京、广州、武汉、郑州、南昌，以点带面地拉动公司布局进一步全国化。同时，整合特通部为大客户部，主攻团购、大客户、定制等商务渠道，开拓电商和海外渠道。第三，构建全新考核体系，包括一线所有营销人员收入提高 15%，管理层将以绩效为主+超额奖励的方式进行考核激励，销售团队采取差异化薪酬，对销售人员和经销商实行末位淘汰制等，以更加市场化的薪酬体系激发员工活力。2020 年，公司预计主营调味品业务收入 19.26 亿元，同比增长 12%，扣非归属净利润 2.84 亿元，同比增长 12%。我们认为，新董事长杭总为公司制定了清晰的战略规划，突出了“恒顺”在业内领先的品牌力和产品力，也认识到渠道力与同行相比仍有不足，遂以营销体系变革为首，多管齐下从内挖潜。公司迎改革元年，上下一心凝聚力增强，未来改革红利可期。



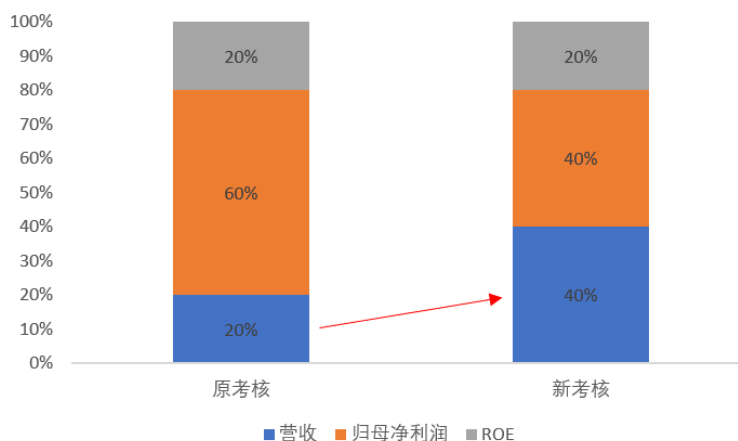
图 26 恒顺醋业改革要点



数据来源：上海证券研究所

中炬高新：宝能入主后对公司绩效考核及薪酬激励制度进行了革新：（1）提高收入指标权重，营收：归母净利润：ROE 的权重比例从 2:6:2 调整为 4:4:2，契合五年“双百”目标；（2）奖金分配从高层管理人员向中层业务骨干倾斜；（3）超额奖励方面，除原归母净利润的 5% 作为奖励外，对完成率达 1.1 倍及 1.2 倍的情况分别提取归母净利润超额部分 15% 及 25% 加入奖金包。

图 27 中炬高新新的绩效考核提高了收入指标权重



数据来源：公司公告，上海证券研究所

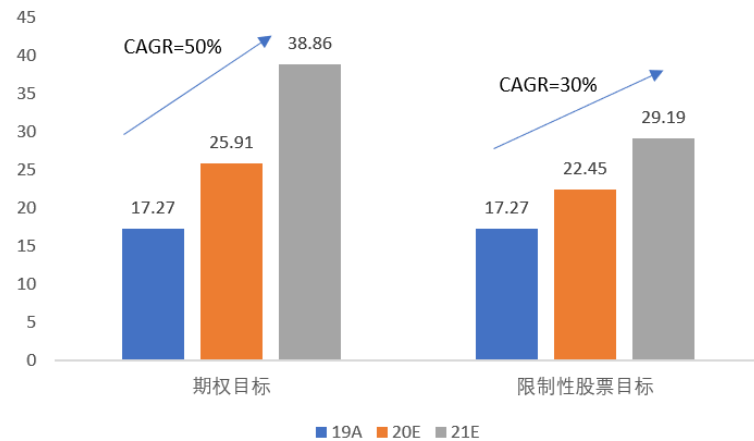
天味食品：公司上市后实施股权激励，拟向 176 名激励对象（包括当前在公司或子公司任职的董事、高级/中层管理人员）授予权益共计 730 万份（420 万份股票期权+310 万份限制性股票），约占总股本的 1.22%。首次授予的股票期权行权价格为 39.80 元/份，首次授予的限制性股票授予价格为 19.90 元/股。股票期权激励（针对销售人员）的考核目标为 2020、2021 年营收较 2019 年分别增长 50%、125%（即年均复合增长 50%），限制性股票激励（针对管理层）的考核目标为 2020、2021 年营收较 2019 年分别增长 30%、69%（即年均复合增长 30%），公司收入增长规划目标积极，旨在趁着复合调味料行业景气发展的东风不断扩大市场份额。公司具备较强的市场调研及产品开发能力，且“好人家”“大红袍”两大品牌已形成

请务必阅读尾页重要声明



一定影响力，未来通过增加经销商数量（2020 年计划新增经销商 500-700 家）、下沉渠道及口味迭代、持续推新等助力高增长目标的实现。

图 28 天味食品实施股权激励的营收考核目标（亿元）



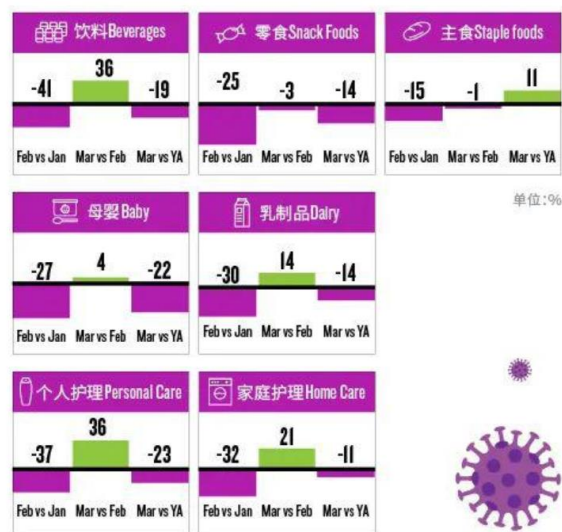
数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 三、乳制品：下半年基本面向好，关注升级子品类

#### 3.1 疫情影响逐渐褪去，下半年乳企基本面向好

Q1 受疫情影响，春节送礼需求大幅下降，且线下渠道有关门情况，乳制品终端销售受阻。尼尔森数据显示，快消品中除主食品类（+11%）外，大部分行业线下销售受到明显影响，其中乳制品 3 月线下销售额同比下降 14%，但降幅仅次于家庭护理（-11%），刚需属性较强，且环比 2 月提升 14%，显现复苏迹象，并在 4 月份增长趋于稳定。我们认为，进入 Q2 线下渠道将继续稳步复苏，有助于稳定乳制品销售的基本盘，同时，后疫情时期消费者的健康营养意识强化，叠加下半年双节临近开启乳制品传统消费旺季，乳制品基本面有望从 Q2 开始呈逐季改善的情况。

图 29 2020 年 3 月快消品子行业线下销售额增长表现 (%)



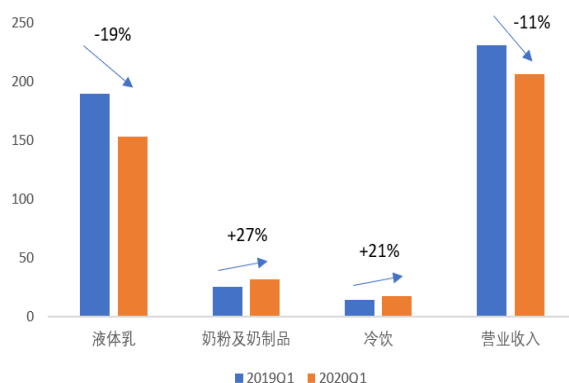
数据来源: 尼尔森, 上海证券研究所

Q1 常温液奶受疫情影响较大, 主要系高端白奶的春节送礼需求弱化和传统线下渠道受阻。伊利 Q1 收入同比下降 10.71%, 占比最大的液奶业务收入同比下降 19.0%。伊利于 2 月份开始加大买赠促销力度以推动终端货品周转, 目前渠道库存去化良好, 3 月份白奶恢复正增长, 5 月个别市场出现断货, 预计 Q2 液奶销售将恢复至正常水平, 下半年线下销售渠道阻力变小叠加需求景气回升, H2 液奶收入或将回归双位数增长水平。

低温奶主要为鲜奶和酸奶, 营养价值高于常温奶, 符合消费升级趋势, 受疫情影响较常温奶小, 中国奶业协会数据显示, 3 月上旬低温奶销售恢复至 84% 左右, 而常温奶恢复约 70%。低温奶占比较高的光明乳业 Q1 收入同比下滑 5.84%, 体现了产品结构优势。

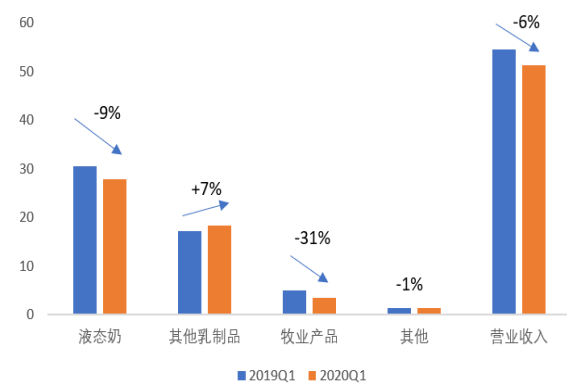
婴幼儿奶粉属于刚需产品, 受疫情影响不大, 且高端的婴幼儿奶粉产品呈现出强劲的增长动力, 中国飞鹤表示 1-2 月收入仍保持增长, 预估 Q1 收入增速不低于 30%。

图 30 2019-2020Q1 伊利股份各业务营收 (亿元)



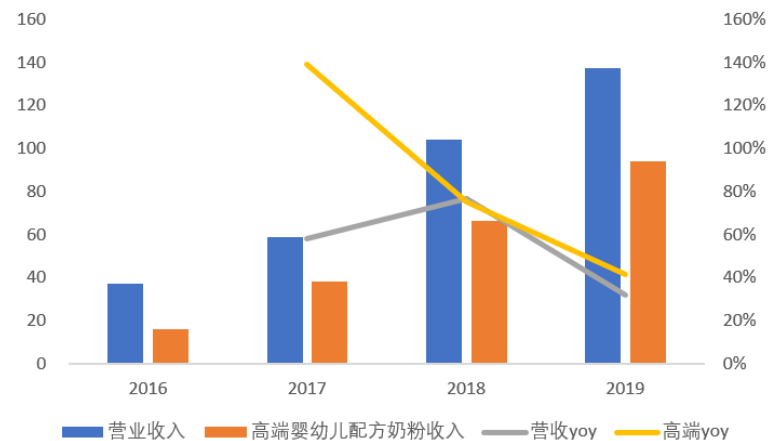
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 31 2019-2020Q1 光明乳业各业务营收 (亿元)



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 32 2016-2019 年中国飞鹤营收及高端婴幼儿配方奶粉收入 (亿元)



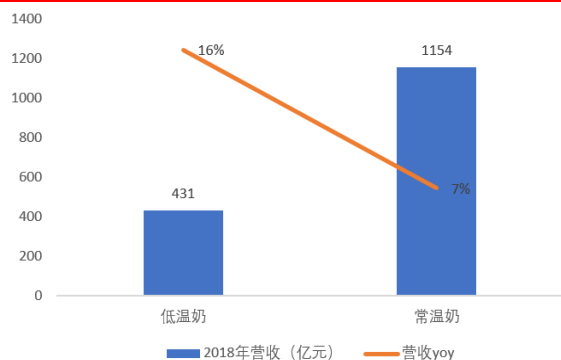
数据来源: wind, 上海证券研究所

### 3.2 关注消费升级子品类: 低温奶+奶酪

#### 3.2.1 低温奶: 成长性佳, 区域乳企以“鲜”突围

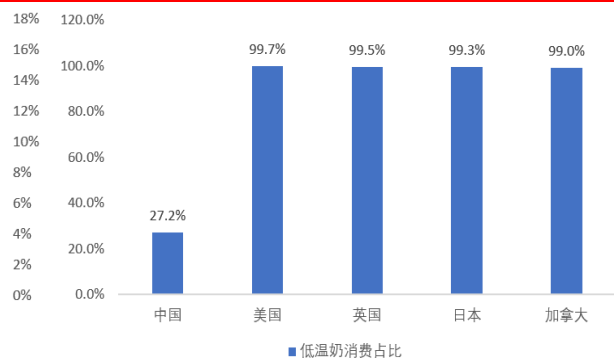
低温奶又称巴氏杀菌奶或巴氏消毒奶, 由生鲜乳经低温杀菌加工而成的风味新鲜纯正、营养价值全面的乳制品。与常温奶相比, 低温奶保留了生乳本身各种天然活性物质和酶的高活性, 且蛋白质含量、钙含量、维生素含量均优于常温奶, 是液态奶消费升级的子品类。尼尔森数据显示, 2018 年我国低温奶销售额 431 亿元, 同比增长 16%, 同期常温奶销售额 1154 亿元, 同比增长 7%, 低温奶显示出更好的成长性, 是乳制品行业未来发展的重要趋势之一。受奶源分布多在农牧区域、而城市周边较少, 冷链运输能力较弱的影响, 低温奶在我国液态奶中的占比一直不高, 目前仍不足 30%, 而美国、日本、英国、加拿大等国家的低温奶消费占比超过 90%, 我国低温奶消费与国外相比仍有较大差距。随着奶源分布日益均衡、冷链运输条件改善等, 低温奶未来发展前景良好。

图 33 2018 年我国低温奶和常温奶营收及增速 (亿元)



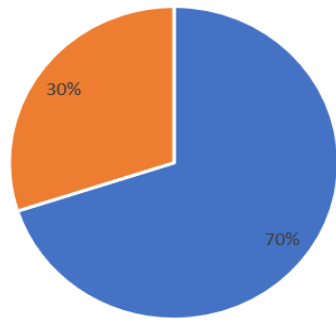
数据来源: 尼尔森, 上海证券研究所

图 34 我国低温奶在液态奶的消费占比较低



数据来源: 尼尔森, 上海证券研究所

图 35 我国 70% 的奶源分布在华北、东北、西北的草原地区



■ 华北、东北、西北草原地区 ■ 其他

数据来源：艾媒咨询，上海证券研究所

图 36 2011-2018 年我国公路冷链运输车保有量（万辆）



数据来源：wind，上海证券研究所

低温奶保质期较短，通常为 4-7 天，对冷链物流的要求较高，全程必须放在 2-6℃ 的冷藏柜中运输，因此对上游奶源的原料奶供应需要就近获取，销售半径也多限制在 300-500 公里，较难形成全国化的规模销售，低温鲜奶多以地方性品牌经营为主，且中小型企业进入难度较大。同时，低温奶因为营养价值高、生产运输条件更严苛导致销售单价比常温奶高，目前主流的消费人群仍集中在一二线城市，上海、江苏和北京三地的鲜奶消费占全国的五成以上，其中上海的鲜奶消费就占到了 30%。

国内低温奶赛道主要有以下三方参与：一是传统的全国型乳企两巨头，伊利 2019 年 12 月推出金典鲜牛奶、牧场清晨和伊利鲜牛奶三款低温鲜奶产品，加快鲜奶布局；蒙牛 2018 年初推出高端鲜奶品牌“每日鲜语”，2019 年实现销售额同比增长近 500%，奠定国内高端鲜奶第一品牌地位，并新推出每日鲜语沙漠有机鲜牛奶和每日鲜语鲜牛奶春日限定款两款新品，继续加码鲜奶业务。二是区域型的地方乳企龙头，地方性乳企通常将低温奶打造成对抗常温奶巨头的差异化产品，且提前抢占了一二线城市周边的奶源资源、建立了较为完善的冷链物流网络，在低温奶领域具有一定的先发优势。光明乳业和新乳业都坚持发展“鲜战略”，光明乳业目前是低温鲜奶领域行业第一，市场份额约 45%，伊利、蒙牛、三元合计约 20%。新乳业通过并购整合成为西南地区乳企龙头，产品结构中低温奶销售占比已超过 60%。三是知名外资品牌，如恒天然旗下安佳推出首款采用中国本土奶源的低温鲜奶产品“安佳鲜牛乳”。此外，生鲜电商每日优鲜也与恒天然合作，以反向定制的方式开发首款高品质低温鲜奶产品“诚实的鲜牛乳”。

图 37 蒙牛旗下“每日鲜语”是国内高端鲜奶第一品牌



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 38 2016-2018 年光明鲜奶销量全国第一



数据来源：公司官网，上海证券研究所

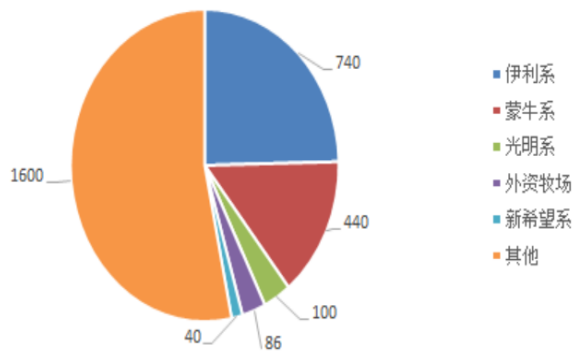
低温奶行业的竞争壁垒主要在于奶源、冷链运输和销售渠道，其中奶源因受限于天然物理条件导致稀缺性更高，成为各大乳企竞相争夺的重要资源。除自建牧场外，近几年行业内并购牧场的动作频频，其中新乳业上市后在收购区域型乳企方面最为迅速，先后收购福州澳牛 55% 股权和现代牧业 9.28% 股权，近日公告拟收购夏进乳业 100% 股权。此外，伊利、蒙牛、光明也在加大上游奶源的并购力度。从年收奶量来看，伊利、蒙牛、光明稳居前三，年收奶量均超过百万吨。其中，伊利自有奶源占比约 50%，光明约 38%。区域型乳企燕塘自有奶源占比约 33%，2019 年新乳业自有奶源占比超过 20%，今年拟再新建三个牧场，叠加对外投资，预计自有奶源（含现代牧业）占比将提高至约 40-50%，与第一梯队齐肩。

表 3 乳企收购上游奶源部分事项统计

时间	收购事项
2019.5	蒙牛以 3.03 亿元收购圣牧高科奶业 51% 股权
2019.7	伊利旗下优然牧业以 22.78 亿元收购赛科星 58.36% 股权
2019.8	新乳业以 1.93 亿元收购福州澳牛 55% 股权
2019.9	新乳业以 7.09 亿元完成收购现代牧业 9.28% 股权，成为现代牧业的第二大股东
2019.12	光明乳业 7.51 亿元竞拍收购江苏辉山乳业及江苏辉山乳业相关资产
2020.1	蒙牛以 800 万元收购圣牧高科奶业剩余 49% 股权
2020.5	新乳业拟以 17.11 亿元收购夏进乳业 100% 股权

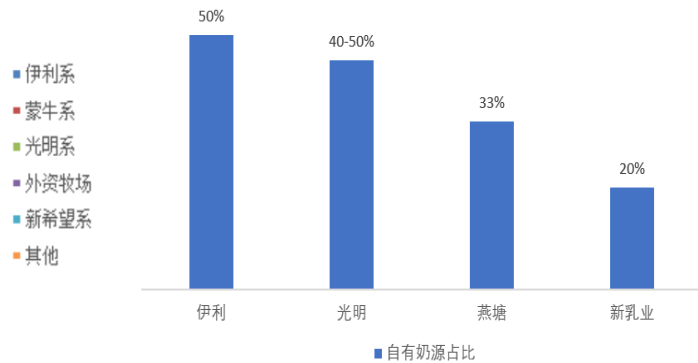
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 39 国内乳业原奶年收奶量分布 (百万吨)



数据来源：知食君，上海证券研究所

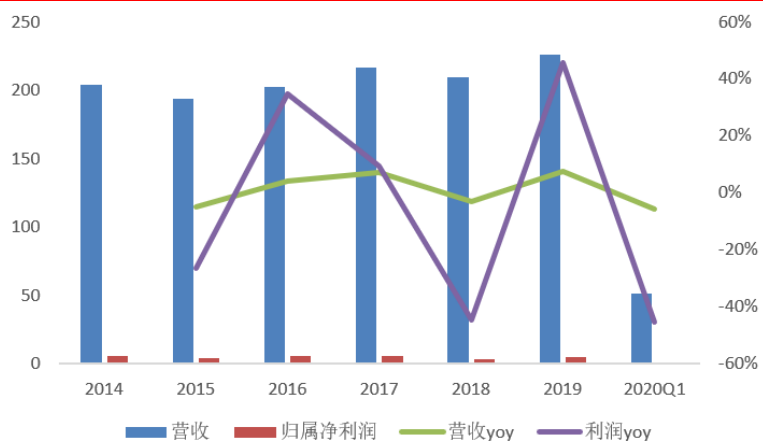
图 40 各乳企自有奶源占比 (%)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

光明乳业是全国鲜奶领导企业，拥有优倍、致优两大低温鲜奶品牌，其中优倍是全国第一鲜奶品牌，采用 75°C 巴氏杀菌工艺生产，2019 年陆续推出优倍减脂肪 50% 鲜牛奶、优倍浓醇鲜牛奶，SKU 持续丰富，全年优倍鲜奶销售额达 20 亿元；致优是定位高端的鲜奶品牌，2019 年推出致优娟姗鲜牛乳，每 100ml 含有 3.8g 优质蛋白质，引领鲜奶饮用高品质升级。上游奶源方面，公司的控股子公司光明牧业在上海、江苏、浙江、天津、河南、湖北、山东、黑龙江等地拥有 28 个规模牧场、存栏量近 9 万头，奶源资源在业内处于领先地位。2019 年底公司以 7.51 亿元成功竞拍辉山乳业、辉山牧业相关资产，快速获取射阳的牧业资源和工厂资源，有利于公司进一步增加奶牛存栏数，完善华东、华北地区奶源基地和生产基地布局，有助于拓展江苏、山东、安徽等市场。冷链运输方面，公司全资子公司领鲜物流在全国建有 65 座综合物流中心，冷藏和冷冻库面积合计达 5.22 万平方米，在华东地区拥有冷藏（含协作冷藏）车辆 816 辆，华东以外地区拥有冷藏车辆 322 台，日配送终端网点数多达 5 万余家，正从华东区域走向全国。

图 41 2014-2020Q1 年光明乳业营收及归属净利润情况 (亿元)



数据来源：wind，上海证券研究所



图 42 光明乳业旗下光明牧业拥有 28 个规模牧场



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 43 光明乳业旗下领鲜物流在全国建有 65 座综合物流中心



数据来源：公司官网，上海证券研究所

### 3.2.2 奶酪：零售渠道快速增长，妙可蓝多国产领先

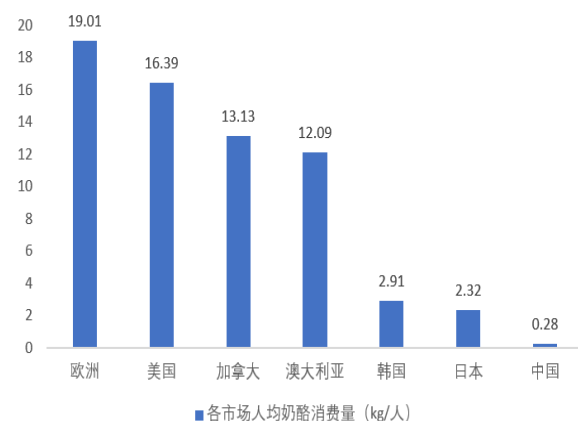
奶酪是生鲜乳在发酵剂与凝乳酶作用下发生凝固并经成熟而制成的固态乳制品，每 1 公斤奶酪由约 10 公斤的牛奶浓缩而成，因此奶酪又被称为“牛奶的精华”“奶黄金”。奶酪含有丰富的蛋白质、钙、脂肪、磷和维生素等营养成分，其蛋白质含量是牛奶的 8-10 倍，钙奶的 6-8 倍，且经过乳酸菌等微生物及酶的作用后可适用于患有乳糖不耐症的消费者。奶酪位于乳制品结构金字塔的顶端，是乳制品消费升级的主要方向之一，目前国内的奶酪消费仍处于起步阶段，人均奶酪消费量仅为 0.28kg/人，远低于欧洲的 19.01kg/人、美国的 16.39kg/人，也低于韩国的 2.91kg/人、日本的 2.32kg/人，我国奶酪消费有极大的提升空间。

图 44 乳制品行业发展的三个阶段



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 45 2018 年各国人均奶酪消费量 (kg/人)



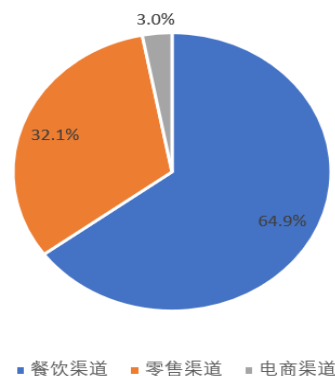
数据来源：OECD，上海证券研究所

我国奶酪销售渠道主要包括餐饮、零售和电商三大渠道。餐饮为主渠道，占比 64.9%，常用于西餐、快餐、烘焙、新茶饮等，2019 年全国餐饮渠道奶酪销量为 13.5 万吨，同比增长 14.8%，2013-2019



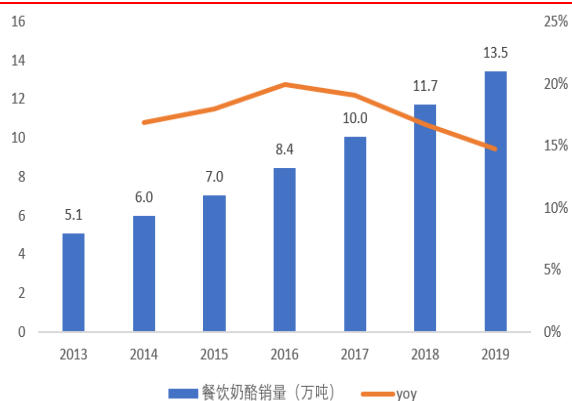
年 CAGR 为 17.5%，其中马苏里拉奶酪、切片奶酪、奶油奶酪是主要的餐饮奶酪产品。零售渠道占比 32.1%，儿童奶酪成为零售奶酪的突破口，同时家庭烘焙、早餐食用、休闲零食等场景挖掘也推动了零售奶酪市场的快速发展，2019 年零售奶酪市场规模约为 65.5 亿元，同比增长 12.7%，2013-2019 年 CAGR 为 19.2%，预计 2023 年将突破百亿元大关，期间保持两位数以上增长。电商渠道占比 3.0%，疫情期间通过直播带货、社群团购、生鲜到家等多方式多平台加快奶酪品类渗透，京东大数据显示，Q1 奶酪黄油成交额同比增速位列乳制品细分品类第二，仅次于调味奶，高于低温奶、成人奶粉、婴幼儿奶粉。

图 46 我国奶酪消费渠道分布



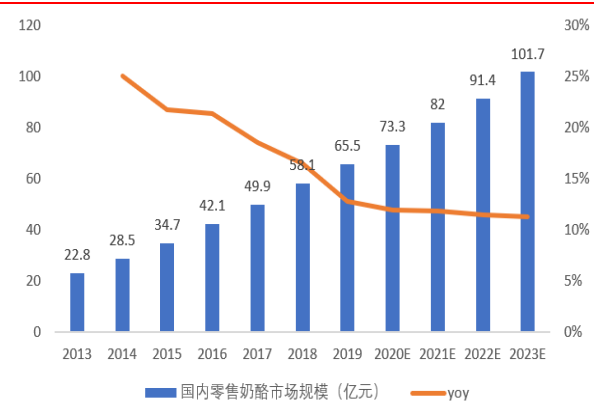
数据来源：《2019 年中国奶酪市场消费建议与实现途径》，上海证券研究所

图 47 2013-2019 年我国餐饮奶酪销量（万吨）



数据来源：欧睿，上海证券研究所

图 48 我国零售奶酪市场规模（亿元）

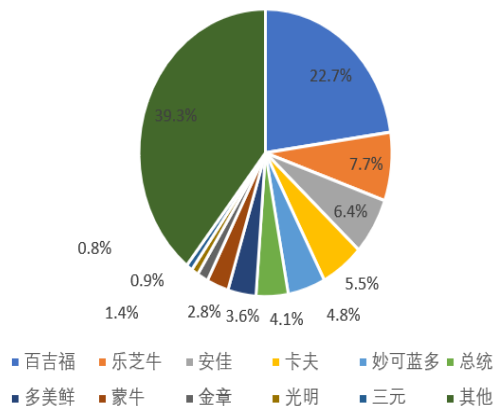


数据来源：欧睿，上海证券研究所

我国奶酪市场格局较为分散，2019 年 CR3 为 36.76%，前三大品牌分别是百吉福（22.7%）、乐芝牛（7.7%）和安佳（6.4%），均为海外品牌，主要系海外品牌进入国内时间较早，在核心的餐饮渠道占据主导，如恒天然旗下的安佳在国内披萨市场占比超过 50%。但目前国内奶酪市场零售端快速增长，C 端消费者对奶酪品类的认识加强，但品牌意识仍较弱，这给了国内厂商弯道超车的机会。妙

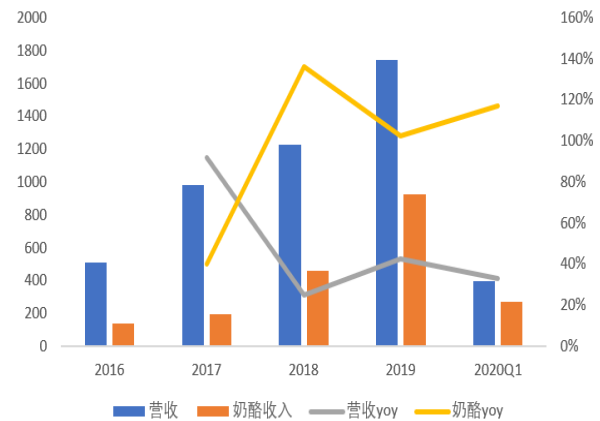
可蓝多专注于奶酪品类，在产品体系、产能规模、渠道布局和品牌影响力等方面处于领先地位，2019 年公司收入 17.44 亿元，同比增长 42.3%，其中奶酪收入 9.21 亿元，同比增长 102.2%，2020Q1 公司收入 3.95 亿元，同比增长 32.7%，其中奶酪收入 2.71 亿元，同比增长 116.8%。公司是国产奶酪领导品牌，市场份额 4.8%，高于蒙牛的 2.8%、光明的 0.9%、三元的 0.8%、伊利尚不足 0.6%。

图 49 2019 年我国奶酪市场品牌结构 (%)



数据来源：欧睿，上海证券研究所

图 50 妙可蓝多营收及奶酪收入 (百万元)



数据来源：wind，上海证券研究所

妙可蓝多的奶酪业务优势：

(1) 产品丰富、品质佳。公司奶酪包括儿童奶酪、家庭烘焙、休闲零食和餐饮工业四大系列，每个系列下有 3-4 种产品，SKU 丰富，且拥有奶酪棒和马苏里拉奶酪两个大单品。公司奶酪原材料均采自国外进口奶源，并引进国外一流的生产设备保障生产工艺技术领先，且组建专家团队进行国人偏好口味的本土化研发，塑造了过硬的产品力。

(2) 产能规模领先。公司在上海、天津、吉林建立了奶酪生产工厂，产线数量快速增加，从 2017 年的 2 条增至 2019 年的 12 条，预计今年进一步增至 30 条，计划 2-3 年内奶酪产能超过 10 万吨，将成为国内奶酪产能最大的乳企。

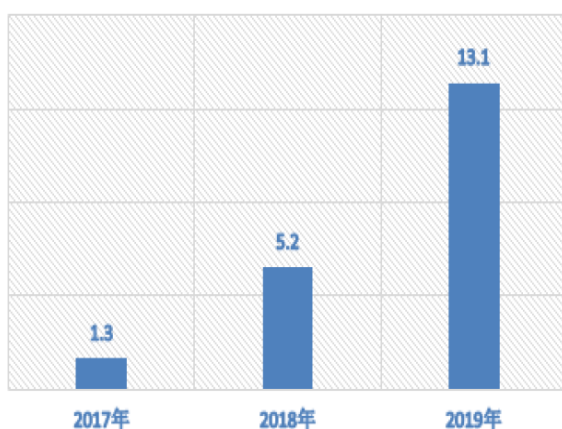
(3) 渠道布局日臻完善。餐饮工业是公司传统的优势渠道，凭借出色的产品定制化能力不断开拓连锁大客户。零售渠道近几年重点发力，终端网点数量大幅增加，从 2017 年的 1.3 万个增至 2019 年的 13.1 万个。去年零售渠道完成全国所有大卖场的进场，今年将主攻传统渠道和 KA 渠道，且持续拓展母婴店、便利店等渠道。电商渠道完善主流的天猫、京东等平台覆盖，多次获得各大电商节奶酪销量冠军，并积极拓展盒马鲜生、叮咚买菜、每日优鲜、蜜芽、有赞、下厨房等新兴平台。

(4) “国民奶酪”品牌深入人心。2019 年是公司的品牌建设年，在分众、央视等主流媒介投放大量的广告宣传片，加强目标客群对

公司品牌的认知度，“奶酪就选妙可蓝多”的品牌形象和价值诉求深入人心，公司荣获阿里巴巴“年度标杆品牌”等诸多行业奖项。

(5) 蒙牛入股，协同发展。蒙牛现持有公司 5% 的股份，是公司的第二大股东，若考虑定增预案的认购方案，蒙牛届时将持有公司股份不超过 8.81%。蒙牛入股体现出巨头对公司作为国产奶酪品牌领导者的认可，同时针对公司被诟病的资金占用等问题，蒙牛将派出相关财务人员进行监管，有助于改善公司内部治理、提升管理效率。未来双方将在采购、生产、研发、销售、营销等多环节发挥各自优势展开深度合作，协同效应有望加强。

图 51 公司零售终端网点数量增长情况（万个）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 52 公司广告宣传陆续登陆主流媒介



数据来源：公司公告，上海证券研究所

## 四、投资建议

Q1 疫情背景下，刚需性强的食品饮料板块呈现出较强的增长韧劲，也因此获得资金青睐，涨幅居首，估值明显提升。大众品方面：(1) 目前调味品估值处于历史高位水平，或需要以时间换空间，但长期行业增长的稳定性、竞争格局的改善性仍将凸显调味品板块的投资价值，尤其是龙头企业。下半年餐饮渠道企稳复苏，餐饮通路动销加快回归正常区间，餐饮占比较高的海天和中炬有望在 H2 恢复两位数增长。家庭端消费习惯或将延续，全年来看有望成为调味品行业增长主要动力，千禾受益于渠道格局变化。同时，部分企业开启内部机制改革（销售体系、股权激励等），勤练内功挖掘增长潜力，目标积极，关注恒顺、天味改革进展。(2) 我们预计疫情对乳制品行业的负面影响有望在 Q2 基本消除，目前龙头乳企渠道去库存良好、销售恢复正常状态，叠加下半年传统旺季，营收料逐季改善、环比增长明显，营销费用投放趋于理性，盈利将回归正增长，乳制品 H2 基本面向好。疫情期间，消费升级子品类低温鲜奶、

奶酪等表现出较好的抗压性，家庭消费较旺，该趋势有望在后疫情时期延续，开启升级子品类的成长大门，中长期视角下看好低温奶、奶酪等升级乳品的发展潜力。

展望 2020 年下半年，我们建议调味品和乳制品行业关注以下主线：一是修复改善，如餐饮渠道占比较高的调味品龙头和销售终端回暖的常温奶龙头；二是内部机制改革，如实施了股权激励、管理层更新等；三是家庭消费延续的升级品类，如高端基础调味品、乳制品升级子品类（低温奶、奶酪）等。

表 4 重点公司盈利预测

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
600305	恒顺醋业	17.20	0.32	0.35	0.43	53.75	49.14	40.00	5.79	增持
600872	中炬高新	51.36	0.90	1.05	1.26	57.07	48.91	40.76	9.85	增持
603317	天味食品	47.69	0.5	0.57	0.75	95.38	83.67	63.59	10.27	增持
600597	光明乳业	15.56	0.41	0.43	0.52	37.95	36.19	29.92	3.43	增持

数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 股价为 2020/6/8 收盘价)

## 五、风险提示

食品安全风险、市场竞价加剧风险、原材料价格波动风险等。

## 分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。