

食品饮料

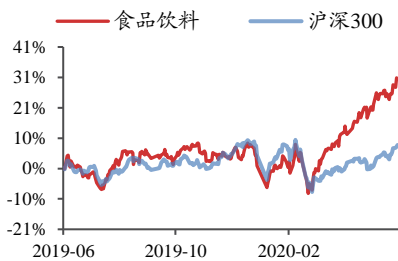
2020年06月27日

投资评级：看好（维持）

食品饮料行业 2020 年中期投资策略：把握确定性成长标的，寻找边际改善投资机会

——行业投资策略

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-社零数据验证行业回暖，啤酒复苏势头强劲》-2020.6.21

《行业点评报告-5月社零数据持续改善，饮料、烟酒回暖势头不减》-2020.6.15

《行业周报-扰动中复苏，变化中发展》-2020.6.14

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

逢晓娟（联系人）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790120030038

● 市场表现：食品饮料实现戴维斯双击，2020H1 板块跑赢大盘

2020年1-6月食品饮料板块上涨25.5%，跑赢沪深300约26.6pct，在一级子行业中排名第二，其中肉制品(+45.5%)、调味品(+42.6%)、食品综合(+40.3%)超额收益明显。涨幅分解来看，食品饮料实现戴维斯双击，2020年1-6月PE较2019年底提升8%，预计2020年净利增长15%，两者共同作用，年初至今板块市值上涨约26%。2020年5-6月食品饮料板块涨幅明显，应是与疫情得到控制、消费复苏回暖直接相关。个股方面：2020年最大变化在于疫情影响，消费者集中在家庭消费，具有居家囤货需求的必选消费以及具备“宅文化”属性的休闲食品个股涨幅居前。从基金重仓持股来看，2020Q1食品饮料配置比例由2019Q4的7.6%回落至6.9%水平，预计2020Q2基金持仓食品饮料比例大概率回升。

● 白酒：边际趋势向好，动销逐渐恢复良性，回款仍有分化

白酒仍处两极格局。一方面以贵州茅台为主的高端白酒需求相对稳定，受疫情影响较小，部分终端仍有囤货需求。另一方面大众餐饮回暖带动中低端白酒较快复苏，玻汾等光瓶酒表现相对较好，100-300元价位带市场开始活跃，边际改善趋势向上。从回款角度，目前多数白酒企业正在消化春节库存，酒厂也出台多项措施来减轻经销商压力。除贵州茅台、五粮液等公司外，估计多数酒企二季度回款可能仍低于2019年同期水平，品牌力好、渠道力强、有团购资源的酒企可能率先受益。

● 大众品：疫情影响逐渐减弱，二季度业绩增速大概率上行

2020Q1经济总量下滑，社零数据2月触底后开始复苏反弹。食品制造企业2020年1-2月营收增速探底，3-5月增速降幅均有明显收窄。疫情导致消费场景缺失，节后礼品需求占比自然回落，加之餐饮逐渐复苏，大众品呈现明显的回暖趋势。如牛奶2020年4月份以来增长较快；调味品餐饮端已有部分动销，商超渠道依然供需两旺；疫情利好需求的榨菜，估计二季度也会开启补库存周期，推动报表业绩加速增长。估计多数大众品公司二季度业绩增速上行。

● 2020年下半年投资主线：把握确定性强的细分龙头，寻找底部拐点性机会

往2020H2展望，大背景环境是经济活动仍受疫情影响，随着疫情得到有效控制，对消费需求的负面影响是逐渐递减。从基本面来看，多数子行业处于复苏改善过程。我们选取2020年下半年食品饮料交易策略两条主线：一是选择高成长性 or 业绩确定性强的公司；二是寻找低估值股票，基本面可能出现边际改善的公司。综合分析产业变化趋势及投资主线，我们首推白酒中的贵州茅台、五粮液、山西汾酒；大众品中伊利股份、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜等，建议关注洋河股份深度调整后的基本面改善机会。

● 风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

目 录

1、 食品饮料跑赢市场，预期利润增长是股价上涨主因.....	4
1.1、 2020年1-6月食品饮料板块涨幅跑赢市场.....	4
1.2、 个股涨跌幅：休闲食品表现优异，调味品普遍向好.....	6
1.3、 2020Q1基金重仓食品饮料比例回落.....	6
2、 投资主线：把握复苏节奏，寻找确定性及拐点型标的.....	8
2.1、 总量判断：疫情导致需求锐减，二季度消费缓慢复苏.....	8
2.2、 2020Q2基本面判断：白酒回款有分化，大众品龙头增速上行.....	9
2.3、 投资主线：把握确定性强的细分龙头，寻找底部拐点性机会.....	10
3、 行业：疫情后期消费复苏，外部冲击助力集中度提升.....	10
3.1、 白酒：动销明显改善，高端白酒表现最佳.....	10
3.2、 啤酒：结构有望持续改善，费用水平仍有下降空间.....	15
3.3、 乳制品：乳制品需求回暖，低温奶发展潜力大.....	17
3.4、 肉制品：猪价或呈前高后低走势，肉制品业务利润弹性较大.....	21
3.5、 调味品：疫情后期加速回暖，行业景气度持续上行.....	23
4、 重点个股：追求确定性，龙头更优.....	24
4.1、 贵州茅台：直营加速落地，业绩确定性强.....	24
4.2、 五粮液：改革持续深化，渠道正反馈开启.....	25
4.3、 山西汾酒：2020年营收目标较高，彰显发展信心.....	25
4.4、 伊利股份：疫情影响业绩承压，长期仍具配置价值.....	26
4.5、 双汇发展：业绩稳定增长，布局养殖业搭建产业闭环.....	26
4.6、 海天味业：疫情后加速回暖，全年业绩确定性强.....	27
4.7、 中炬高新：环比加速改善，经营效率得到提升.....	27
4.8、 涪陵榨菜：补库存推动营收加速，渠道精耕持续释放红利.....	28
4.9、 桃李面包：季报业绩超预期，员工持股提振士气.....	28
4.10、 西麦食品：疫情导致业绩承压，长期仍平稳发展.....	28
4.11、 重点公司盈利预测及估值：追求确定性，龙头更优.....	29
5、 风险提示.....	29

图表目录

图 1： 2020年1-6月食品饮料涨跌幅市场排名 2/28.....	4
图 2： 2020年1-6月肉制品在食品饮料子行业中涨幅最高.....	4
图 3： 2020年1-6月食品饮料板块市值提升更多来自于预期利润增长.....	5
图 4： 2020年6月食品饮料涨跌幅市场排名 7/28.....	5
图 5： 2020年6月啤酒在食品饮料子行业中涨幅最高.....	6
图 6： 2020年1-6月休闲食品表现优异.....	6
图 7： 2020Q1基金重仓食品饮料比例回落至6.9%水平（单位：%）.....	7
图 8： 2020Q1白酒重仓比例下降，非白酒重仓比例回升.....	7
图 9： 2020Q1调味品、肉制品配置比例回升.....	7
图 10： 2020Q1基金前十大重仓股中消费公司占有6席.....	8
图 11： 2020Q1国内GDP增速-6.8%.....	8
图 12： 2020年1-5月社零增速触底后开始反弹.....	8

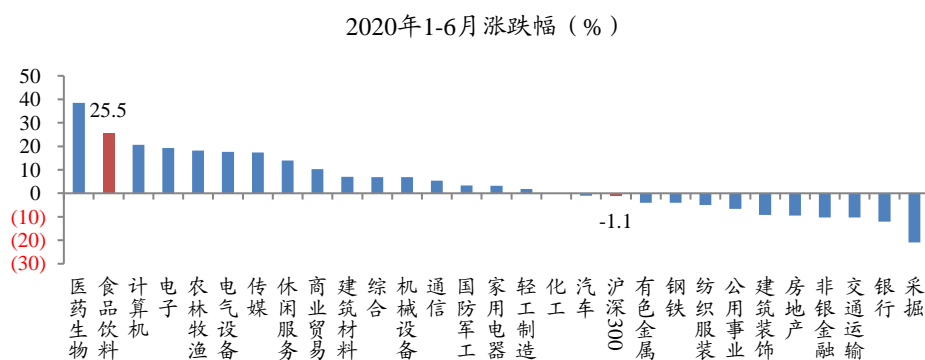
图 13: 2020 年食品制造企业营收与利润增速触底后逐渐回升.....	9
图 14: 2020 年乳制品、白酒、啤酒增速触底后有明显回暖.....	9
图 15: 2020Q1 白酒规模以上企业收入同比下降 5.7%	11
图 16: 2020Q1 白酒规模以上企业利润同比增长 7.5%	11
图 17: 2020 年 1-4 月酿酒行业中白酒营收下滑幅度最小	11
图 18: 2020 年 1-4 月酿酒行业中仅白酒利润实现正增长	11
图 19: 2020Q1 上市白酒企业整体收入同比增长 1.3%	12
图 20: 2020Q1 上市白酒企业整体利润同比增长 9.3%	12
图 21: 2020 年 1-4 月份规模以上白酒销售收入降幅收窄	12
图 22: 2020Q1 分价格带营收增速高端白酒表现最佳.....	13
图 23: 2020Q1 分价格带净利润增速高端表现最佳.....	13
图 24: 低端盒装酒有很大被替代空间	13
图 25: 光瓶酒市场规模快速增长 (单位: 亿)	13
图 26: 2019 年下半年, 剑南春标杆价格呈上升趋势.....	14
图 27: 2020 年 5 月国内啤酒产量同比增 14.6%	16
图 28: 2020 年 1-5 月啤酒产量下降 14.2%	16
图 29: 2020Q1 啤酒上市公司整体营收同比下降 27.6%, 利润同比下降 69.8%	16
图 30: 2020Q1 啤酒上市公司整体销售费用率 18.9%, 同比提升 4.1pct.....	17
图 31: 2020Q1A 股上市乳企营收同比降 11%, 净利同比降 59%.....	17
图 32: 2019 年中国人均乳制品消费金额较低.....	18
图 33: 2019 年中国人均乳制品消费量较低.....	18
图 34: 2019 年日本牛奶消费占比达 77.7%	18
图 35: 2019 年中国牛奶消费占比达 49.5%	18
图 36: 2019 年日本鲜奶消费占比达 98.3%	19
图 37: 2019 年中国常温奶消费占比达 73.3%	19
图 38: 2019 年中国鲜奶子行业增速较快, 达 11.6%	19
图 39: 2020 年 6 月 16 日全脂奶粉同比降 5.9%	20
图 40: 2020 年 6 月 10 日生鲜乳同比增 0.6%	20
图 41: 2020Q1 伊利股份常温奶市占率同比增 1.1pct.....	20
图 42: 2020Q1 伊利股份低温奶市占率同比增 0.3pct.....	20
图 43: 2020Q1 全国性乳企营收下滑幅度较小.....	21
图 44: 2020Q1 全国性乳企净利下滑幅度较小.....	21
图 45: 2020Q1A 股上市肉企营收同比增 58%, 净利同比增 18%	21
图 46: 2018Q2 以来猪价、生猪价处于上行周期.....	22
图 47: 2020 年 5 月生猪定点屠宰量同比降 27.7%	22
图 48: 2020Q1 生猪存栏同比降 14.4%	22
图 49: 2020 年 3 月能繁母猪存栏同比降 19.1%	22
图 50: 2020Q1 调味品上市公司销售费用率处于低位.....	23
图 51: 2020Q1 调味品上市公司净利率处于高位.....	23
图 52: 2020 年 4 月、5 月餐饮营收增速降幅收窄.....	24
图 53: 2020 年 4 月、5 月限额以上餐饮增速明显改善.....	24
表 1: 大部分白酒公司 2021 年业绩对应估值仍处在合理范围内	14
表 2: 重点公司盈利预测及估值	29

1、食品饮料跑赢市场，预期利润增长是股价上涨主因

1.1、2020年1-6月食品饮料板块涨幅跑赢市场

食品饮料涨幅领跑大盘，肉制品表现优异。2020年1-6月食品饮料板块上涨25.5%，跑赢沪深300约26.6pct，在一级子行业中排名第二，仅次于医药生物。分子行业看，肉制品(+45.5%)、调味品(+42.6%)、食品综合(+40.3%)超额收益明显。白酒(+22.6%)、乳制品(+9.0%)等虽跑赢大盘，但跑输食品饮料板块。

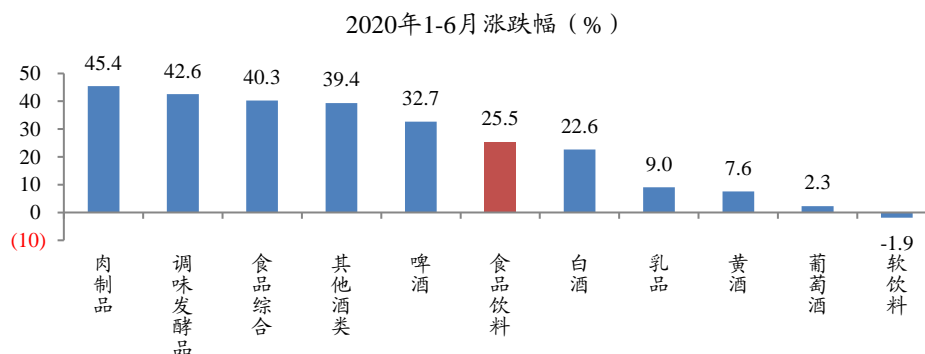
图1：2020年1-6月食品饮料涨跌幅市场排名 2/28



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年6月24日

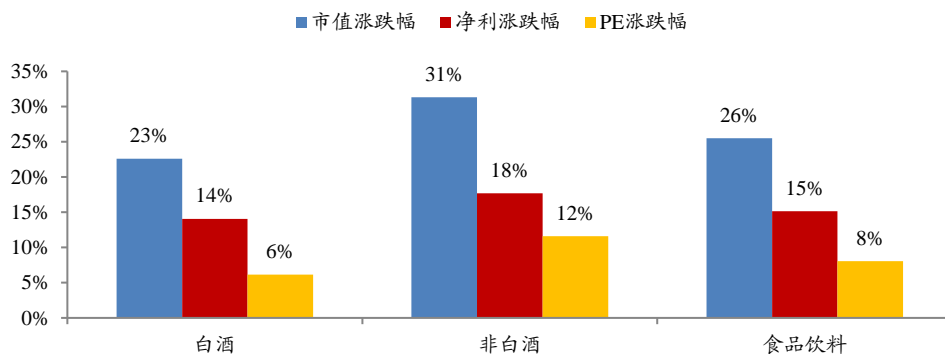
图2：2020年1-6月肉制品在食品饮料子行业中涨幅最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年6月24日

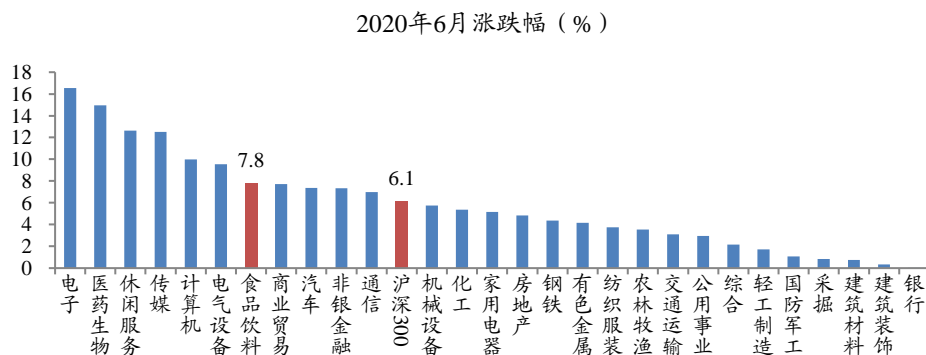
2020年1-6月食品饮料板块实现戴维斯双击，市值提升更多来自于预期利润增长。食品饮料2020年1-6月PE较2019年底提升8%，预计2020年净利增长15%，两者共同作用，年初至今板块市值上涨26%。其中：白酒估值同比增6%，预计2020年净利提升14%，带动白酒板块市值上涨23%；非白酒估值提升12%，预计2020年净利增长18%，带动市值上涨31%。整体来看2020年初以来食品饮料实现戴维斯双击，其中板块市值提升更多是由预期利润增长贡献。

图3：2020年1-6月食品饮料板块市值提升更多来自于预期利润增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

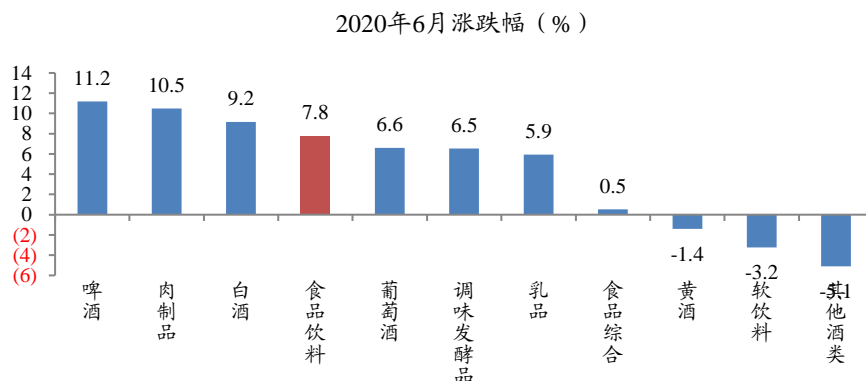
备注：股价涨跌幅截至2020年6月24日

2020年6月食品饮料股价涨幅跑赢大盘。2020年6月食品饮料板块上涨7.8%，跑赢沪深300约1.7pct，在一级子行业中排名第七。分子行业看，啤酒（+11.2%）表现最好，肉制品（+10.5%）、白酒（+9.2%）跑赢食品指数。黄酒（-1.4%）、软饮料（-3.2%）、其他酒类（-5.1%）子行业股价下行。我们分析6月表现与疫情得到有效控制、消费复苏回暖直接相关。

图4：2020年6月食品饮料涨跌幅市场排名7/28


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年6月24日

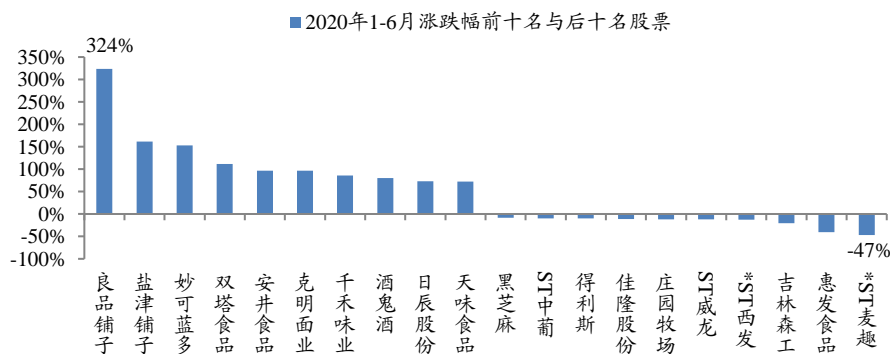
图5：2020年6月啤酒在食品饮料子行业中涨幅最高


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：股价涨跌幅截至2020年6月24日

1.2、个股涨跌幅：休闲食品表现优异，调味品普遍向好

休闲零食整体表现较好，2020年1-6月超额收益明显。2020年最大变化在于疫情影响。疫情期间消费场景发生变化，社交距离的延长使得餐饮、礼品属性消费品受到冲击。消费者更多集中在家庭消费，具有居家囤货需求的必选消费以及具备“宅文化”属性的休闲食品表现较好。2020年1-6月板块涨幅前10股票中，休闲零食表现优异：良品铺子（+324%）涨幅位居榜首；盐津铺子（+162%）、妙可蓝多（+153%）分列涨幅第二、第三。居家消费使得安井食品（+97%）、克明面业（+97%）等均有不错表现。调味品中千禾味业（+86%）、日辰股份（+73%）、天味食品（+73%）涨幅居前。

图6：2020年1-6月休闲食品表现优异


数据来源：Wind、开源证券研究所

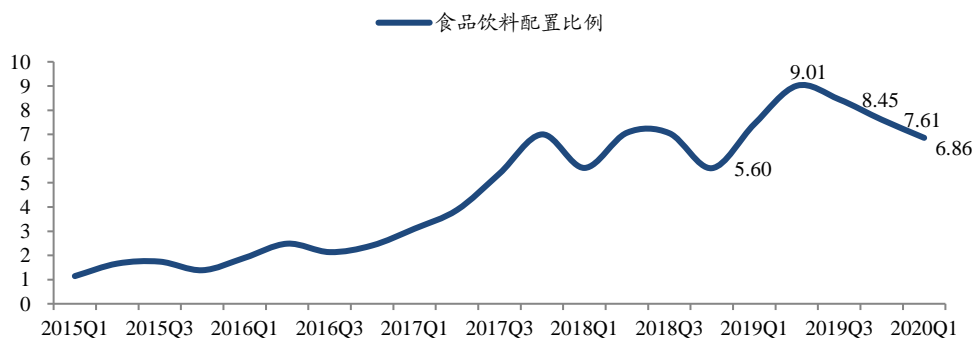
备注：股价涨跌幅截至2020年6月24日

1.3、2020Q1 基金重仓食品饮料比例回落

2020Q1 食品饮料配置比例回落。从基金重仓持股情况来看，2020Q1 食品饮料配置比例由2019Q4的7.6%回落至6.9%水平，已连续三个季度回落，但仍高于2018Q4基金配置比例。2019年食品饮料超额收益较高，机构抱团核心资产现象明显。2020年初疫情对消费产生负面影响，2020Q1配置比例环比回落也属正常现象。考虑到食

品饮料需求刚性，消费复苏期间板块可能更获青睐，我们预计 2020Q2 基金持仓食品饮料比例可能回升。

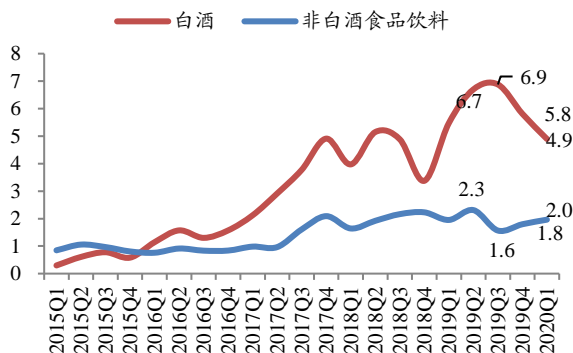
图7: 2020Q1 基金重仓食品饮料比例回落至 6.9%水平 (单位: %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

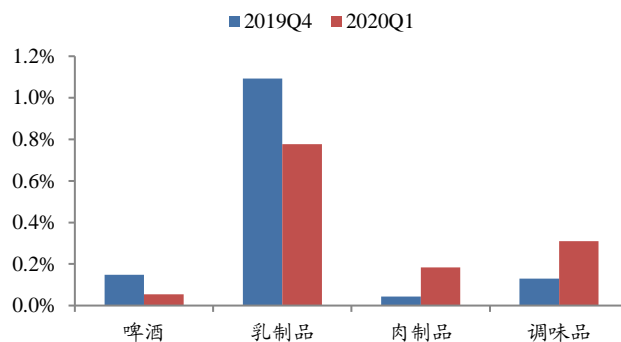
从子行业分解来看,基金持仓白酒比例由 2019Q4 的 5.8%回落至 2020Q1 的 4.9%水平。从持有基金数量来看,除了伊力特与口子窖外,其余白酒公司的持有基金数均有增加,表明越来越多的基金配置白酒。从基金持仓变动来看出现分化:基金大幅增持的白酒公司只有贵州茅台与五粮液,小幅增持的包括酒鬼酒、沱牌舍得、水井坊、金徽酒等。基金减持的白酒公司包括泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、今世缘、口子窖、山西汾酒等。而 2020Q1 非白酒食品饮料的基金重仓比例回升 0.17pct 至 1.96%水平。其中啤酒、乳制品配置比例回落;肉制品、调味品配置比例回升。

图8: 2020Q1 白酒重仓比例下降, 非白酒重仓比例回升



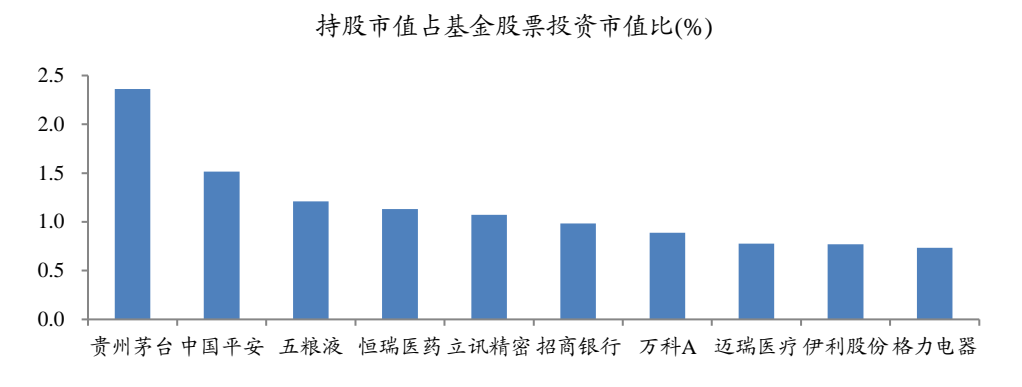
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2020Q1 调味品、肉制品配置比例回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

基金十大重仓股中食品占有六席,消费公司占据主流。观测 2020Q1 市场整体的基金前十大重仓股,食品饮料占有三席:贵州茅台、五粮液、伊利股份。十大重仓股中消费公司占有六席(除食品饮料公司外,还有医药行业的恒瑞医药与迈瑞医疗,以及家电行业的格力电器)。与 2019Q4 相比,美的集团、海康威视、泸州老窖跌出前十,恒瑞医药、迈瑞医疗、立讯精密进来补位。

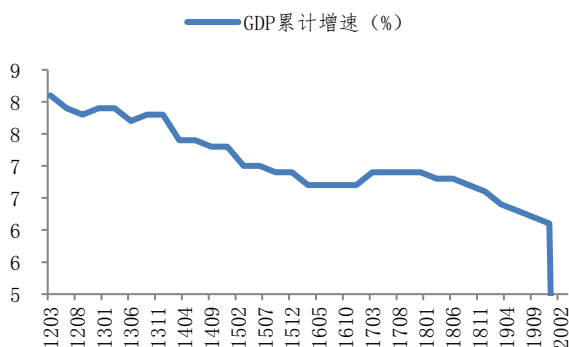
图10: 2020Q1 基金前十大重仓股中消费公司占有 6 席


数据来源: Wind、开源证券研究所

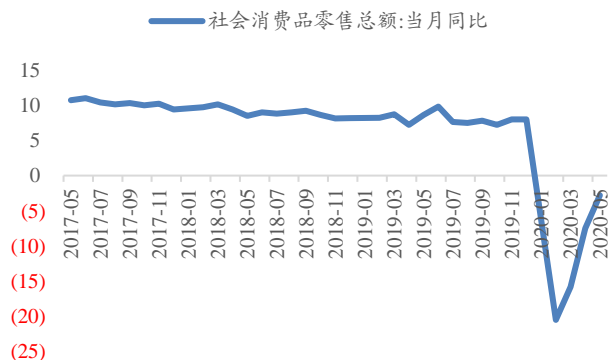
2、投资主线: 把握复苏节奏, 寻找确定性及拐点型标的

2.1、总量判断: 疫情导致需求锐减, 二季度消费缓慢复苏

从宏观层面来看, 疫情影响导致 2020Q1 经济下滑, 社零数据触底后开始复苏。2020Q1 中国 GDP 增速-6.8%, 首次出现负增长, 预计 2020Q2 应会企稳, 但全年增长仍有压力。从社零数据来看, 2020 年 1-5 月走出触底复苏的 V 型: 受到疫情冲击, 2020 年 1-2 月社会消费品零售总额同比下降 20.5%, 3 月开始下滑幅度收窄, 至 2020 年 5 月社零增速为-2.8%, 同比仍有下降, 表明整体消费环境较弱, 但增速环比有明显改善, 验证消费缓慢复苏趋势。估计年内宏观经济整体压力较大, 影响可能贯穿 2020 年全年。

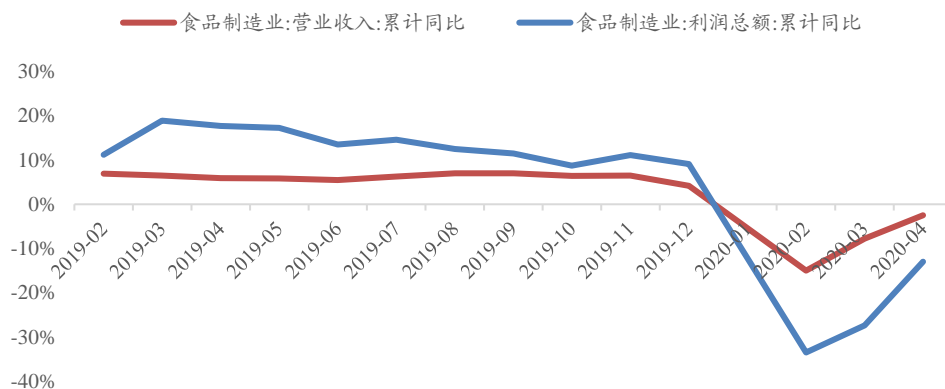
图11: 2020Q1 国内 GDP 增速-6.8%


数据来源: Wind、开源证券研究所

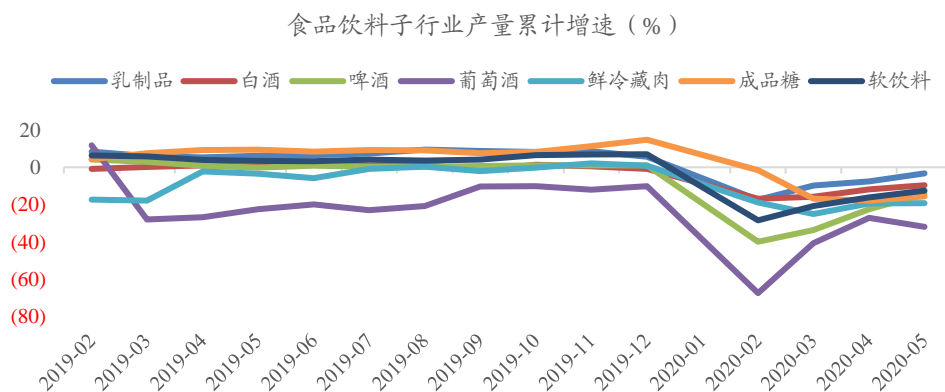
图12: 2020 年 1-5 月社零增速触底后开始反弹


数据来源: Wind、开源证券研究所

从微观层面来看产业表现: 食品制造企业 2020 年 1-2 月营收增速-15%, 应是受到疫情负面影响; 利润同降 33.5%, 增速不及营收。2020 年 1-3 月及 1-4 月营收与利润降幅收窄, 均表明行业处于复苏趋势。观察行业数据, 2020 年 2 月多数行业增速下行触底, 其中乳制品、白酒、啤酒、软饮料在 2020 年 3-5 月增速下滑势头收敛; 葡萄酒、成品糖增速仍然偏弱。

图13: 2020年食品制造企业营收与利润增速触底后逐渐回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2020年乳制品、白酒、啤酒增速触底后有明显回暖


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、2020Q2 基本面判断: 白酒回款有分化, 大众品龙头增速上行

白酒: 边际趋势向好, 回款仍有分化。白酒仍处两极格局, “两头好, 中间弱”。以贵州茅台为主的高端白酒需求相对稳定, 受疫情影响较小, 部分终端仍有囤货需求。大众餐饮带动中低端白酒较快复苏, 玻汾、牛栏山等光瓶酒表现相对较好, 100-300元价位带市场开始活跃, 边际改善趋势向上。从回款角度, 目前多数白酒企业二季度正在消化春节库存, 酒厂也出台多项措施来减轻经销商压力。除贵州茅台、五粮液等公司外, 估计多数酒企二季度回款可能仍低于2019年同期水平, 品牌力好、渠道力强、有团购资源的酒企可能率先受益。

大众品: 疫情影响逐渐减弱, 二季度业绩增速大概率上行。疫情导致消费场景缺失, 与餐饮及礼品相关需求受到冲击。节后礼品需求占比自然回落, 加之餐饮逐渐复苏, 大众品呈现明显的回暖趋势。如牛奶2020年4月份以来增长较快; 调味品餐饮端已有部分动销, 商超渠道依然供需两旺; 疫情利好需求的榨菜, 估计二季度也会开启补库存周期, 推动报表业绩加速增长。估计多数大众品公司二季度业绩增速上行。

2.3、投资主线：把握确定性强的细分龙头，寻找底部拐点性机会

2020年食品饮料板块表现较好，主要逻辑在于疫情期间多数子行业表现出较强稳定性，疫情之后复苏势头良好，边际改善明显；长期来看食品饮料具有较强的成长性以及持续的盈利能力。年初至今板块股价上涨更多是源于基本面的持续改善以及市场预期的变化。

往2020H2展望，大背景环境是经济活动仍然受到疫情影响，疫情得到有效控制，对消费需求的负面影响是逐渐递减。从基本面的角度来看，多数子行业应处于复苏改善过程；从估值角度来看，目前多数食品饮料公司估值已在高位。我们选取2020年下半年食品饮料交易策略两条主线：一是选择高成长性 or 业绩确定性强的公司；二是寻找低估值股票，自身基本有边际改善，或业绩可能出现拐点的公司。具体来看：

策略一：选择成长性好、业绩稳健的细分行业龙头。2020年二季度消费呈现明显复苏趋势，原因在于一方面疫情得到有效控制后经济活动逐渐恢复；另一方面疫情期间部分压制的需求集中释放，补偿性消费逐渐开启。消费复苏集中表现为餐饮市场回暖，并带动相关产业如酒类需求释放。我们提出着眼于消费复苏的弹性，短期从边际变化与全年业绩确定性两个角度来寻找投资机会；长期建议从红利角度，把握可持续获得成长红利的企业。结合行业前景、竞争格局等综合判断，我们认为高端白酒、调味品行业仍是投资首选。推荐贵州茅台、五粮液、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜等。

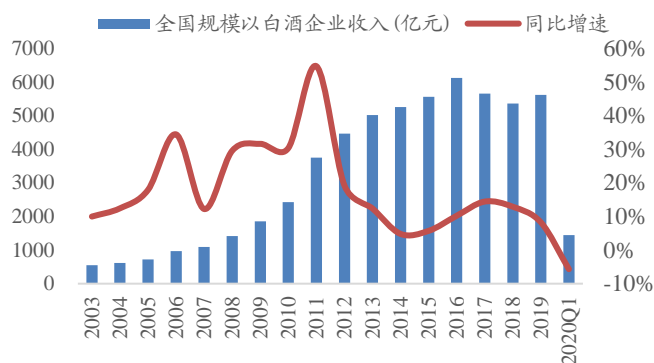
策略二：关注低估值、基本面可能出现边际改善的公司。从产业经营周期、产能扩张、成本变化、渠道体系调节等角度考虑，企业经营处于调整时期，同时股价、预期都在底部，2020H2可能出现经营边际改善的情况。经营性拐点企业投资思路趋同，投资逻辑各异。我们一方面理顺投资逻辑；另一方面从经营情况进行跟踪验证，确认拐点到来的最佳时机。洋河股份进行深度调整后可能出现底部反转，值得重点关注，观察的重要时点在于中秋旺季备货，观察的重要指标在于M6+产品的首批回款情况，以及市场动销进度与库存消化情况。

3、行业：疫情后期消费复苏，外部冲击助力集中度提升

3.1、白酒：动销明显改善，高端白酒表现最佳

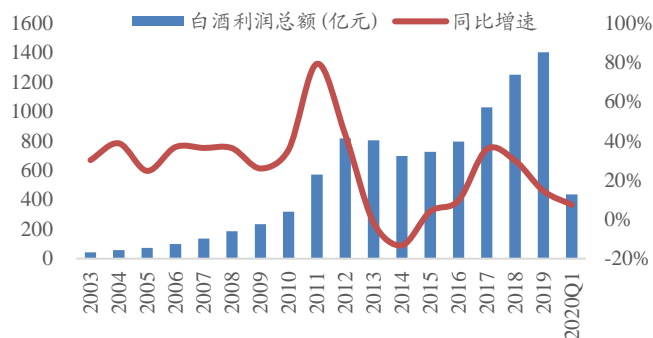
2020Q1行业受疫情冲击明显，规模企业整体营收增速十年来首次下滑。春节前后是白酒消费的旺季，行业一季度销售收入一般占全年三分之一左右，由2020年1月份开始的疫情使得白酒饮用场景减少，白酒消费量下滑明显。国家统计局统计数据显示，2020年1-3月全国白酒行业规模以上企业销售收入1442.0亿元，同比下降5.7%，利润437.8亿元，同比增长7.5%。

图15: 2020Q1 白酒规模以上企业收入同比下降 5.7%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

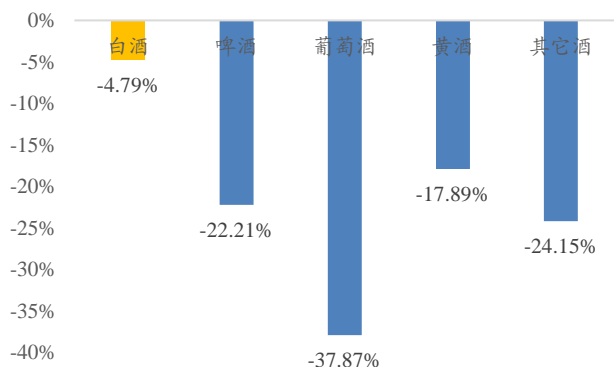
图16: 2020Q1 白酒规模以上企业利润同比增长 7.5%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

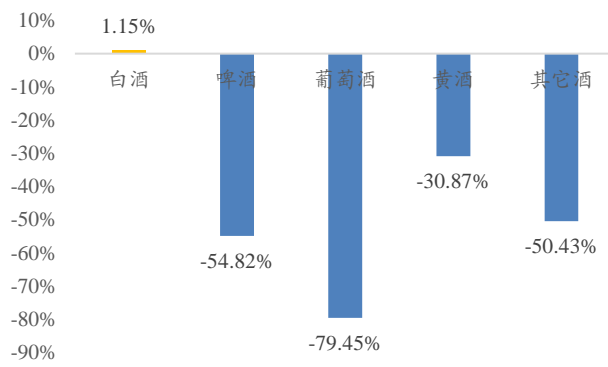
白酒商业模式韧性凸显，品牌集中度进一步提升。面对疫情的冲击，白酒行业尤其是龙头公司体现出了较好的韧性，进一步验证了白酒商业模式的优越性以及龙头公司对市场更强的掌控能力。白酒由于没有保质期限制甚至长期存储价格可以提升，因此相较于其他行业渠道蓄水容量更大、抗压性更强，传导给企业的压力更小。疫情期间白酒大部分经销商与终端可坚持生存，我们估计仅有约 10%的经销商及终端退出市场，但同时又有新的进入者进来参与。

图17: 2020年 1-4 月酿酒行业中白酒营收下滑幅度最小



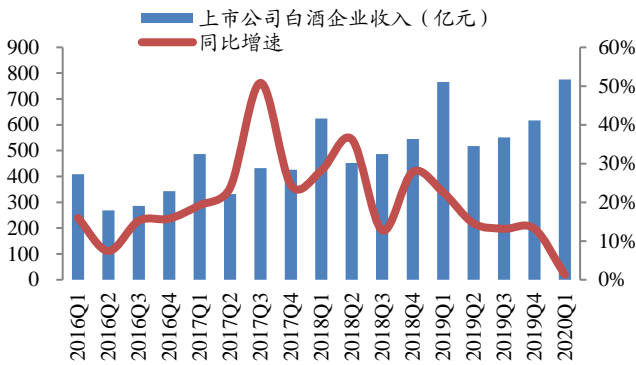
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图18: 2020年 1-4 月酿酒行业中仅白酒利润实现正增长

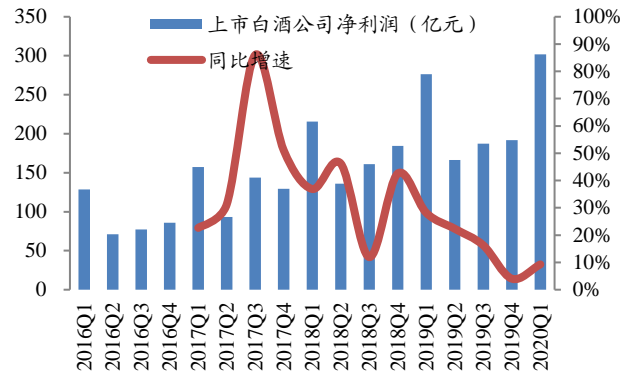


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

疫情之后，在代理品牌的选择上，出于谨慎考虑，渠道更加倾向代理动销更快、市场投入更从容的主流品牌。上市公司整体表现优于行业，2020Q1 上市白酒公司整体收入 775.2 亿元，同比增长 1.3%，实现净利润 301.9 亿元，同比增长 9.3%。

图19: 2020Q1 上市白酒企业整体收入同比增长 1.3%


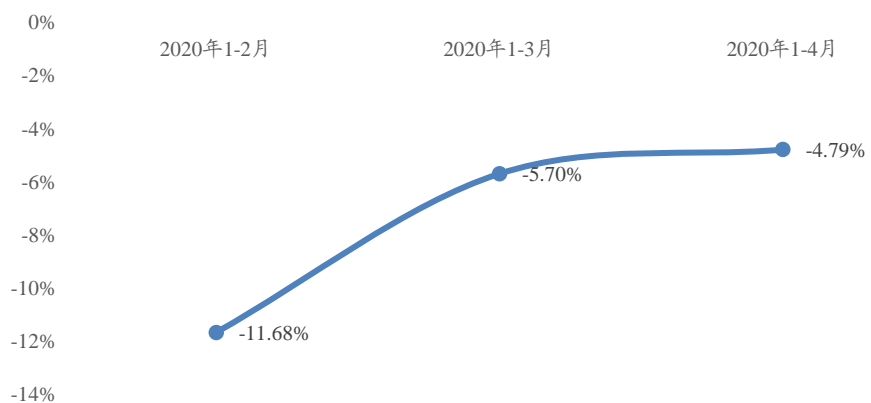
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2020Q1 上市白酒企业整体利润同比增长 9.3%


数据来源: Wind、开源证券研究所

不同价格带抗压能力亦不相同，高端表现较好，牛栏山、玻汾等光瓶酒也有优势。高端品牌基本春节前已经通过提前回款锁定一季度大部分营收，且具备礼品属性，春节前基本动销至消费者手中，因此一季度收入影响有限。2020Q1 高端酒收入、净利润增速分别为+11%、+17%。以顺鑫农业为代表的大众普通白酒，自饮场景占比较高，聚餐消费场景部分转换到个人饮用，营收下滑幅度较低，但由于市场费用大幅增加，净利润增速表现不佳。2020Q1 营收增速、净利润增速分别为-1%、-40%。次高端和大众高端价格带产品以聚饮场景为主，且春节前回款比例普遍不如高端，叠加 2020Q1 回款停滞，2020 年一季度收入利润下滑明显。次高端、大众高端板块 2020Q1 营收增速分别为-12%、-20%；净利润增速分别为+5%、-28%。

2020 年二季度开始白酒消费场景逐步出现，白酒动销明显改善。进入二季度，随着国内疫情得到较好控制，消费场景与经济活动逐步回归常态，同时伴随五一、端午等传统节日到来，餐饮、聚会、礼赠等白酒消费场景逐步活跃起来，白酒动销随之有了明显改善。酒厂放缓发货节奏、推出配套费用政策，积极协助经销商和终端进行库存去化，随着动销逐渐顺畅，渠道陆续出现回款动作，多数酒企二季度营收相对于一季度将出现降幅收窄或者实现正增长。

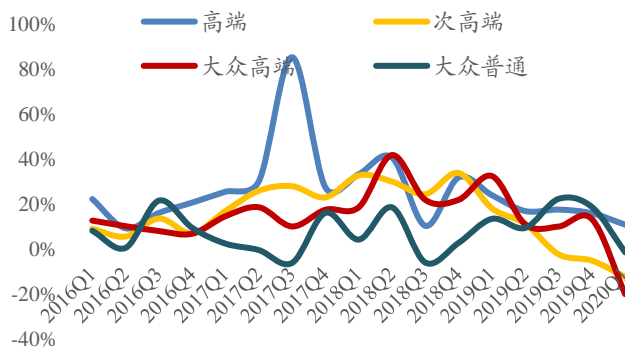
图21: 2020 年 1-4 月份规模以上白酒销售收入降幅收窄


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

动销恢复进程中，产品之间复苏强弱程度也有分化，高端白酒表现最佳。在较弱的市场环境中，高端白酒需求体现出了更强的稳定性。第一，高端产品礼品属性更重，随着经济活动陆续展开，竞争激烈的经济环境促使企业加大维护关系成本，

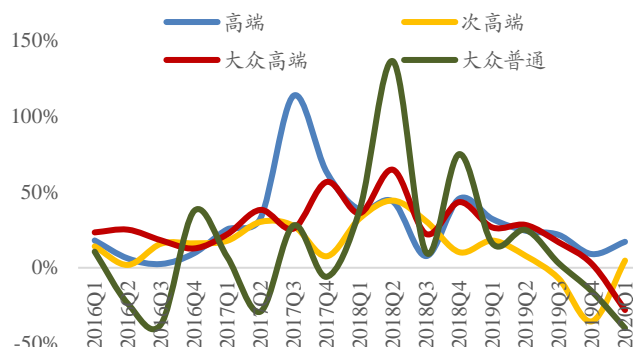
市场普遍反馈高端白酒作为接待及送礼的常用产品单次用量较以往加大。第二，以茅台为代表的高端白酒不仅局限于消费，还有金融、收藏等属性，在价格低位时消费者囤货意愿较其他价格带产品也更强。最重要的一点是高端品牌由于其强大的渠道议价能力，市场运作空间更大、反应也更快，渗透率提升明显。其动作具体表现为：（1）市场策略更加精细化；（2）营销手段更加多样化；（3）市场管控力度加大；（4）针对消费者精准营销趋势更加明显。高端白酒企业在疫情中渗透率的提升部分程度对冲了疫情对行业整体需求的负面影响。

图22：2020Q1分价格带营收增速高端白酒表现最佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

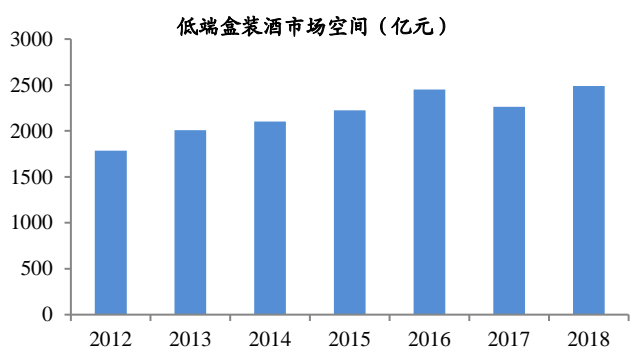
图23：2020Q1分价格带净利润增速高端表现最佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

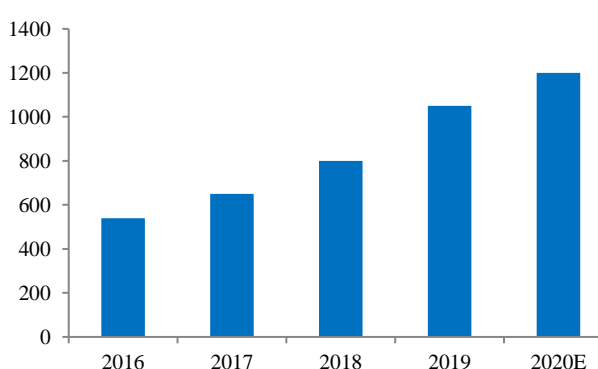
2020年疫情影响，光瓶酒市场再次提速。2016年以来，随着光瓶酒从10元价格带向15元价格带升级，光瓶酒市场得到了快速发展，进入2020年，高线光瓶市场被进一步激活。绵柔尖庄、汾酒玻汾等产品表现亮眼。如2020年5月五粮液股东大会上提到尖庄光瓶酒超越了去年同期水平，山西汾酒的光瓶玻汾预计上半年增速接近30%。

图24：低端盒装酒有很大被替代空间



数据来源：《中国光瓶酒营销白皮书 2017版》、开源证券研究所

图25：光瓶酒市场规模快速增长（单位：亿）

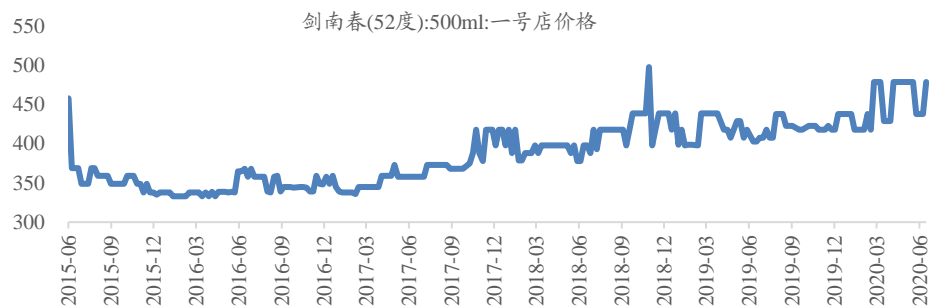


数据来源：《中国光瓶酒营销白皮书 2017版》、开源证券研究所

区域名酒下半年也将保持较好稳定性。首先区域龙头在根据地市场消费者忠诚度高，公司对渠道掌控力强，且拥有人员与组织优势，一季度末较早的展开了促销活动，动销恢复较为顺畅。其次，区域名酒产品矩阵完善，可以满足自饮、家庭朋友聚会、小型商务宴请等多种场景，而以上三种小型聚会场景将在下半年得到较好恢复。第三，疫情普适性冲击下，区域小品牌受损更大，加速区域名酒渗透率提升。

次高端作为受疫情影响较大价格带，也在继续发展新的动能。2020 年大型商务宴请、婚宴、寿宴等次高端消费场景受损严重，预计下半年将逐步放开，但规模仍然受到限制，次高端总消费量大概率受到缩减。次高端白酒市场经过 2016-2018 年的量价齐升，2019 年开始价格提升动能减弱，全国化成为主要成长逻辑，相应竞争也有所加剧。随着茅台价格的不断提升，五粮液、国窖 2019 年提价之后逐步站稳，为白酒行业推动次高端价格带上移提供外部环境，2020 年 400 元以上价格带品牌提价趋势已现，例如剑南春、红花郎、红坛酒鬼酒等年初以来不断提升标杆价格，洋河股份推出梦 6+ 等，为次高端价格带下一个阶段的成长积蓄力量。

图26: 2019 年下半年，剑南春标杆价格呈上升趋势



数据来源：一号店网站、开源证券研究所

根据以上分析，我们对 2020 年下半年白酒板块投资有以下判断：

第一，疫情冲击是一次性影响，我们对于优质酒企下半年以及未来保持乐观。面对疫情冲击，白酒商业模式优越性凸显，龙头酒企变危为机，积极变革，抢占市场，优质企业成长趋势不变。同时，白酒企业 2021 年业绩弹性较大，目前估值仍处在合理范围内，我们建议仍可积极配置，布局下半年估值切换。

表1: 大部分白酒公司 2021 年业绩对应估值仍处在合理范围内

代码	证券简称	市值 亿元	股价 元	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	18,341	1,460	37.4	43.79	49.56	39	33	29
000858.SZ	五粮液	6,545	169	5.26	6.10	7.27	32	28	20
000568.SZ	泸州老窖	1,354	92	3.63	4.44	5.29	25	21	17
600779.SH	水井坊	305	62	1.80	2.24	2.61	35	28	24
600809.SH	山西汾酒	1,204	138	2.79	3.44	4.22	50	40	33
002304.SZ	洋河股份	1,587	105	5.11	5.76	6.62	21	18	16
600702.SH	舍得酒业	119	35	1.60	1.96	2.37	22	18	15
603589.SH	口子窖	296	49	3.07	3.56	3.75	16	14	13
000596.SZ	古井贡酒	668	150	4.64	5.70	6.74	32	26	22
603369.SH	今世缘	477	38	1.32	1.63	1.99	29	23	19
600559.SH	老白干	100	11	0.39	0.51	0.56	28	22	20
000860.SZ	顺鑫农业	411	55	1.37	1.77	2.22	40	31	25
平均值							31	25	21

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：股价截止 2020 年 6 月 24 日；除山西汾酒、贵州茅台、口子窖、洋河股份、五粮液外，其他均使用 Wind 一致预期

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

第二，高端白酒全年景气度仍将是最佳，首推高端白酒。虽然行业逐步恢复，但疫情管控未全部解除之前，白酒的部分消费场景仍会受一定限制。在较弱的市场环境中，高端白酒在需求端具有更强的稳定性，渗透率不断提升，保证了销量目标。我们看到疫情以来贵州茅台经销商回款态度积极，酒厂通过加大非标产品的投放，二季度以来加快直销渠道布局等方式，加强全年业绩确定性；五粮液管理效率进一步提升，市场运作更加科学化，第一季度精准施策，帮扶经销商、维护市场秩序，进入二季度开始实施“两管控、一加快”，厂商联动开辟宴席、团购等渠道积极抢抓补偿性消费机遇，内外动能进一步释放；泸州老窖一季度削减经销商配额，维持价盘稳定，近期在河南市场启动2020年首个会战计划。在价格方面，贵州茅台经销商渠道飞天茅台酒供给量的只减不增，价格将维持高位。五粮液大力削减经销商渠道配额、控制发货节奏、对交杯等产品进行停货，也将推动第八代五粮液价格不断回升。

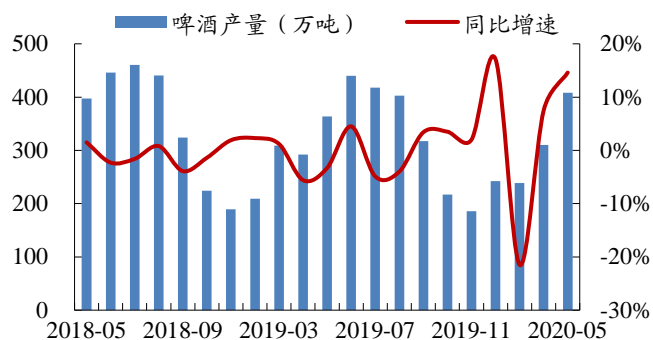
第三，疫情给区域龙头酒企在根据地市场市占率提升提供了机遇，看好皖、苏、晋市场白酒龙头。一方面，面对需求放缓、动销变弱情况下，经销商和终端更倾向代理区域内动销更快的强势品牌，对单瓶利润高、但流转速度慢的产品逐渐舍弃。另一方面，区域龙头酒企规模实力强，人员组织完善，对市场管控与支持力度更大，加强了对经销商的帮扶和沟通，而实力较弱的小品牌只能放弃部分市场，固守优势市场。我们看到山西汾酒加大了对省内经销商的任务压力以及加强了对省内终端的控制，古井贡酒在市场活动策划、费用投入以及与渠道沟通帮扶上力度明显超其他企业，洋河股份在省内积极推进渠道结构改革与产品创新，今世缘也保持了很高的市场活动频率。根据地市场消费者忠诚度高、对渠道掌控力强，稳固的大本营市场为区域龙头抵御疫情冲击提供了依靠，同时疫情也加速了区域龙头在根据地市场市占率提升的速度。我们长期看好改革动力不断释放，基地市场稳固的山西汾酒。

3.2、啤酒：结构有望持续改善，费用水平仍有下降空间

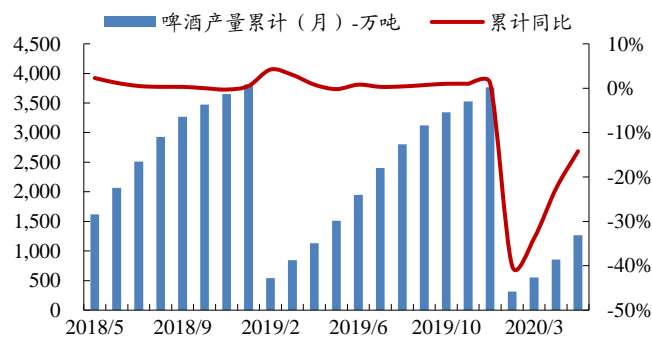
国内啤酒产量大幅下滑，进口啤酒数量加速下行。行业数据显示，2019年啤酒行业产量同比增1.1%，啤酒经历三年产量连续下滑后基数已低，行业供需实现弱平衡。2020年1-3月啤酒行业产量同比下降33.8%，主要是受到疫情影响，餐饮及夜场渠道受到较大冲击。2020年4月以来餐饮已逐渐复苏，但夜场由于环境相对封闭，复苏节奏可能稍有延迟。往未来展望由于消费习惯改变、竞品持续挤压、啤酒重度消费群体数量递减等原因，行业总量大体维持现有水平。进口啤酒数量增速低于国内产量，2019年进口啤酒数量下滑12.7%；2020年1-3月进口啤酒数量下滑18.7%。

旺季到来加快啤酒消费复苏。统计局数据显示2020年4月、5月规模以上啤酒行业产量同比增5.4%、14.6%，扭转了一季度行业下滑的颓势。我们认为主要的原因有二：第一，二季度疫情趋缓之后餐饮逐渐复工，叠加旺季到来迅速刺激啤酒需求恢复；第二，一季度酒厂过于悲观导致从酒厂到流通环节备货不足，面临突入起来的需求恢复加快赶工，尤其一季度渠道去库存力度较大，导致渠道库存基本上处于非正常水平，为二季度的恢复提供了条件。

预计2020年6月份产销量仍有增长。啤酒2020年1-5月产量同比下滑14.2%，同比1-4月的销量下滑有所收窄。预计2020年6月份渠道仍有一定的补库存需求，酒企的产销量仍保持增长，但因为5月释放了大部分补库存需求，增速相对5月份可能会有所放缓，预计6月行业啤酒产销有可能获得个位数增长。

图27: 2020年5月国内啤酒产量同比增14.6%


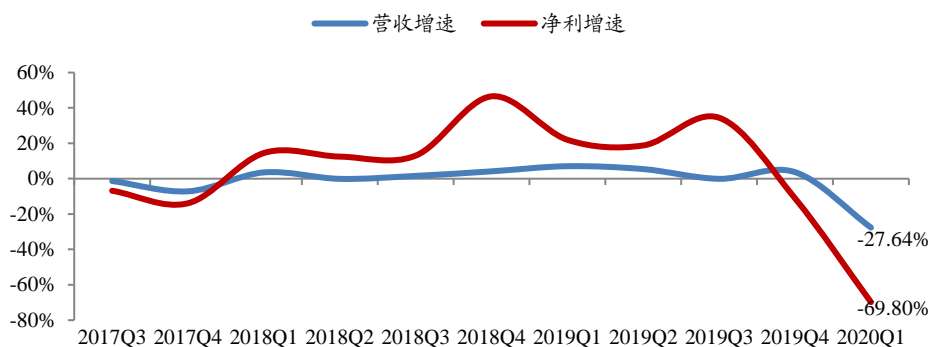
数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 2020年1-5月啤酒产量下降14.2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

总量趋稳，但结构变化值得关注。行业总量目前已经趋稳，更多是关注结构变化，尤其2020Q1疫情影响对结构变化影响较大。第一，高端餐饮及夜场渠道面临较大的冲击压力，从而对现饮渠道的高端及超高端啤酒带来一定的压力。第二，到家模式、KA渠道增长以及电商渠道的助力下居家消费有所增加，商超渠道的罐装以及中高档产品的消费有所增长。总体上，商超渠道占比较高的酒企有望受益，而高端餐饮渠道及夜场渠道占比高的仍面临压力。

销售费用率仍有下降空间，业绩仍有一定弹性。受益于行业需求的快速恢复，以及2020年体育赛事的推迟，预计行业主要酒企的销售费用预算将有所调整。首先出于谨慎投入和保利润的目的，总体销售费用体量可能下降，其次行业广告费用预算因为赛事推迟会有大量节省，节省的广告费用转投线下渠道和市场的费用预计有限。综合来看啤酒企业的销售费用水平仍有下降空间，预计二季度业绩可能有较大弹性。

图29: 2020Q1啤酒上市公司整体营收同比下降27.6%，利润同比下降69.8%


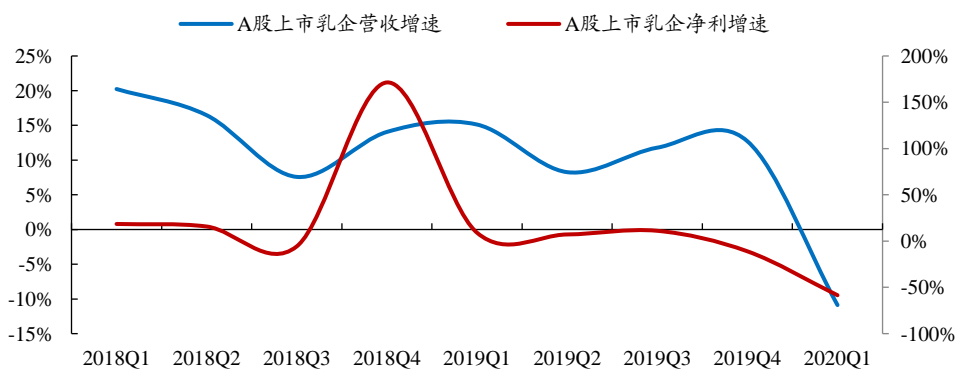
数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 2020Q1啤酒上市公司整体销售费用率 18.9%，同比提升 4.1pct


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、乳制品: 乳制品需求回暖, 低温奶发展潜力大

随着疫情得到控制, 乳制品行业需求回暖。新冠疫情爆发后, 消费者居家隔离, 门店客流量及走亲访友活动减少, 乳制品销售受影响。从上市公司层面来看, A股上市乳制品企业 2020Q1 营收同比降 11%, 净利同比降 59%。随着疫情得到控制, 2020Q2 乳制品动销良好, 主因: (1) 疫情后消费者集中在卖场等渠道购买产品, 叠加五一节日催化, 乳制品需求回暖; (2) 大型乳制品企业在 2-3 月已基本处理完高库存产品, 渠道库存良性, 经销商补库存; (3) 疫情期间多位专家提出乳制品有助于增强人体免疫力, 提高消费者对乳制品的认识, 刺激乳制品消费需求提升。

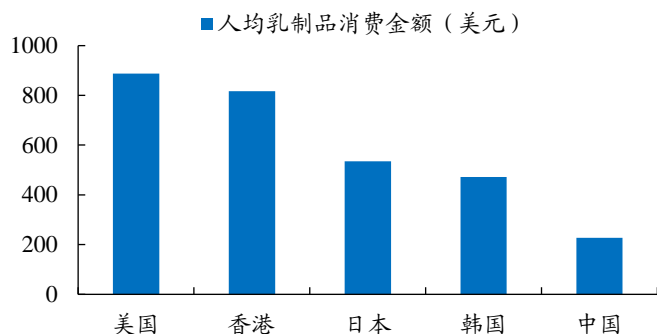
图31: 2020Q1A股上市乳企营收同比降 11%，净利同比降 59%


数据来源: Wind、开源证券研究所

目前我国乳制品行业人均消费量仍较低, 消费结构升级空间大。根据 Euromonitor 数据, 2019 年我国的人均乳制品消费金额为 227.3 美元, 人均乳制品消费量为 21.6 千克, 均远小于饮食习惯相近的日本、香港。在饮用奶子行业中, 日本牛奶消费占比达 77.7%, 调味乳消费占比为 6.9%; 而中国调味乳消费占比达 22.2%, 牛奶消费占比为 49.5%, 牛奶消费占比仍较低。具体分城市看, 目前我国一二线城市人均乳制品消费量已达发达国家水平, 且一二线城市居民消费能力强、品牌及健康意识强, 乳制品消费西化; 而三四线城市及农村人均乳制品消费量在 15kg 以下, 且消费结构较为落后, 如乡镇较为习惯消费调味乳产品, 未来乳制品结构升级仍有较

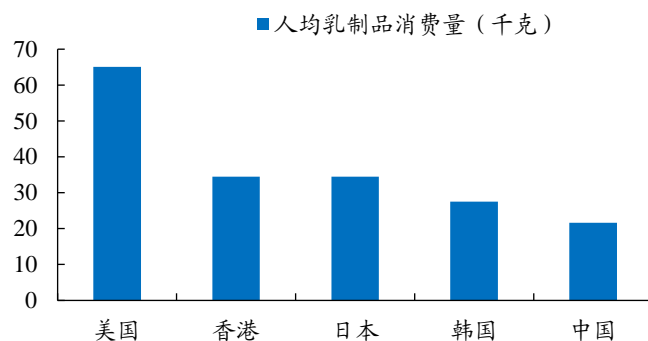
大空间。

图32: 2019年中国人均乳制品消费金额较低



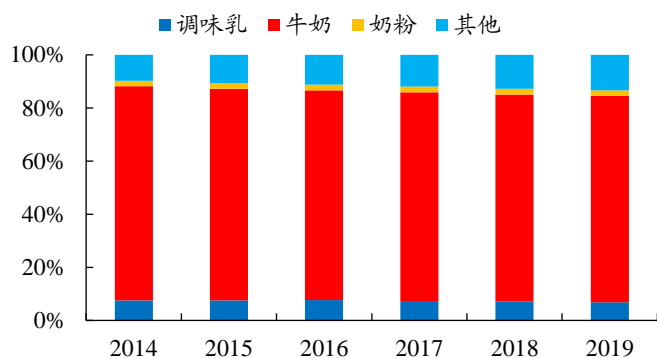
数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图33: 2019年中国人均乳制品消费量较低



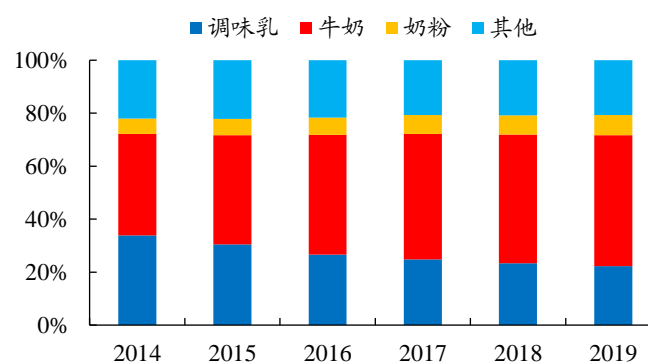
数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图34: 2019年日本牛奶消费占比达77.7%



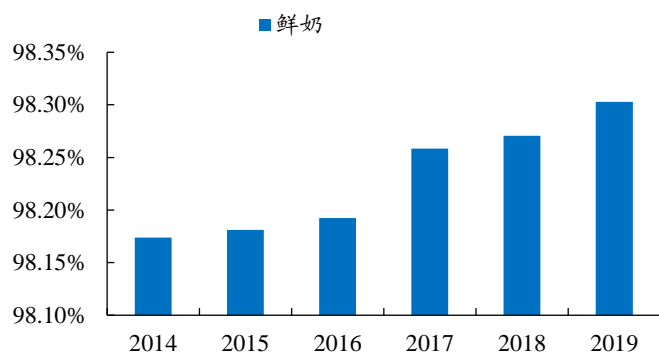
数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图35: 2019年中国牛奶消费占比达49.5%

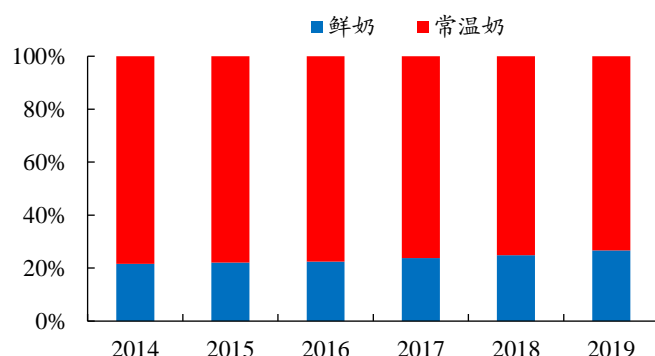


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

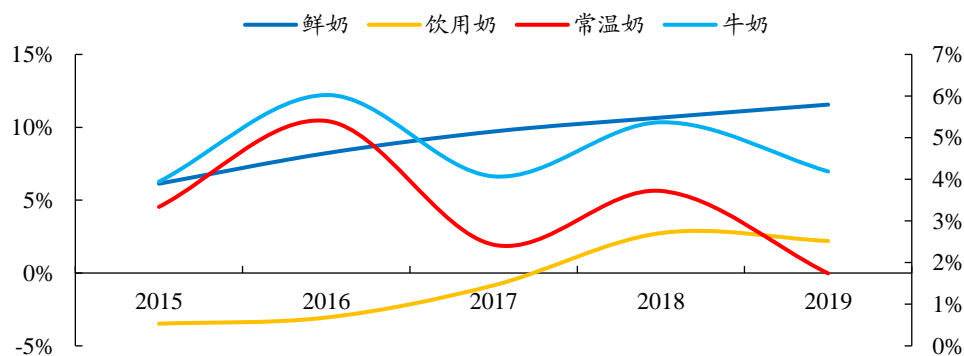
常温奶增速放缓，鲜奶发展潜力大。根据 Euromonitor 数据，2019 年牛奶子行业中日本鲜奶消费占比达 98.3%；而中国常温奶消费占比达 73.3%，鲜奶占比 26.7%。中国低温奶占比较低主因：（1）中国不同层级城市居民消费能力、消费观念、消费习惯不同，大部分消费者习惯喝温热的产品，低温奶消费习惯尚需培育；（2）我国奶源分布不均衡，但鲜奶由于保质期较短销售半径有限，对奶源布局要求较高；（3）目前冷链建设不完善，冷链运输能力较弱。我国鲜奶体量仍较小，但增速较快，2019 年鲜奶增速为 11.6%，高于常温奶 1.7% 和牛奶 4% 的增速。鲜奶保质期短、营养价值高，是乳制品消费升级的趋势之一。长期看，随着冷链建设完善、运输能力增强、消费者消费习惯转换，鲜奶发展潜力大。

图36: 2019年日本鲜奶消费占比达98.3%


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图37: 2019年中国常温奶消费占比达73.3%


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

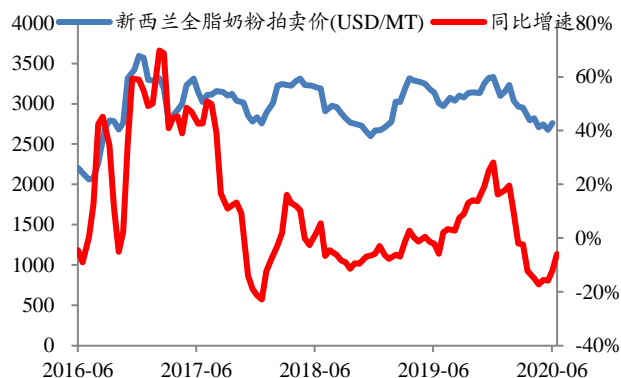
图38: 2019年中国鲜奶子行业增速较快, 达11.6%


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

短期原奶供需趋紧, 长期原奶仍处上行周期。2020年6月10日生鲜乳价格为3.6元, 同比增0.6%, 环比持平; 2020年6月16日全脂奶粉中标价2829美元/吨, 同比降5.9%, 环比增2.5%。随着疫情得到控制, 乳制品需求较好, 部分乳制品企业出现缺货现象, 原奶处于供需偏紧状态。长期看, 目前我国奶牛存栏量仍处低位, 原奶价格仍处于上行周期。

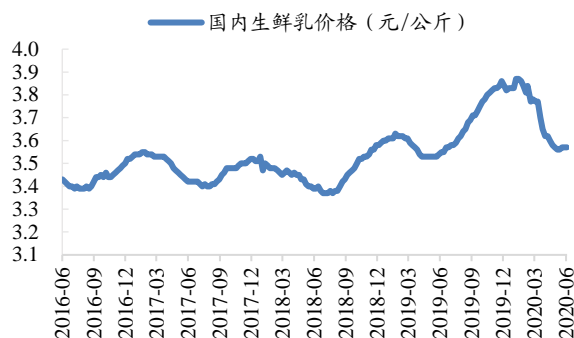
原奶供需紧平衡下行业理性竞争, 买赠促销等市场投入趋缓。2020Q1乳制品企业加大买赠促销力度以消化产品库存, 2020Q2产品库存已经处于正常水平。随着需求回暖、原奶供应偏紧, 行业竞争趋于理性, 各大乳制品企业买赠促销力度减少, 市场费用率或呈下行趋势。

图39: 2020年6月16日全脂奶粉同比降5.9%



数据来源: GDT、开源证券研究所

图40: 2020年6月10日生鲜乳同比增0.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

龙头市占率持续提升, 疫情爆发或加速行业集中。2020Q1 龙头伊利股份市场份额持续提升, 领先优势稳固。根据尼尔森数据, 2020Q1 伊利股份常温奶市占率同比增 1.1pct 至 39.3%; 低温奶市占率同比增 0.3pct 至 14.8%。部分中小乳企品牌力弱、产品结构以低端产品为主、可销品项少、渠道力弱, 故疫情爆发后消化库存期间压力较大, 或逐步退出市场。而大型乳制品企业如伊利股份经销商体系稳定, 资金实力雄厚, 渠道力、产品力、品牌力强, 可收割份额, 行业集中度可持续提升。

图41: 2020Q1 伊利股份常温奶市占率同比增 1.1pct



数据来源: 尼尔森、开源证券研究所

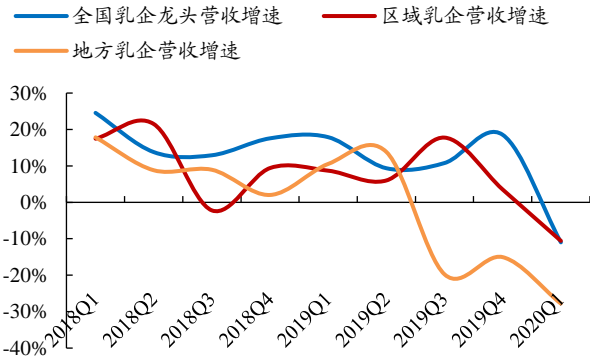
图42: 2020Q1 伊利股份低温奶市占率同比增 0.3pct



数据来源: 尼尔森、开源证券研究所

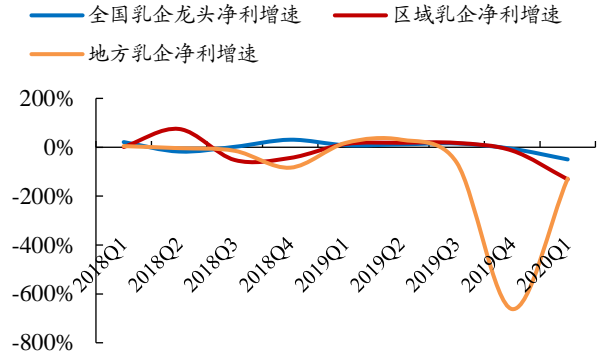
全国性乳企营收、净利下滑幅度相对较小, 净利率较高。根据乳企规模和经营地域大小分类来看, 全国性乳企(伊利股份)高端产品销售受新冠疫情影响较大, 2020Q1 液态奶同比降 19%, 使得营收同比降 11%; 毛利率下降、销售费用率增加使得公司净利同比降 49.8%, 净利率为 5.6%。区域乳企(光明乳业、新乳业、三元股份) 2020Q1 营收降 11%, 净利降 131.4%, 净利率为-0.9%。地区乳企(燕塘乳业、科迪乳业、天润乳业) 2020Q1 营收降 27.8%, 净利降 128.3%, 净利率为-3.1%。全国性乳企竞争优势稳固, 受疫情影响可控且恢复能力较强, 营收、净利下滑幅度相对区域乳企、地区乳企较小, 净利率相对较高。

图43: 2020Q1 全国性乳企营收下滑幅度较小



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 2020Q1 全国性乳企净利下滑幅度较小



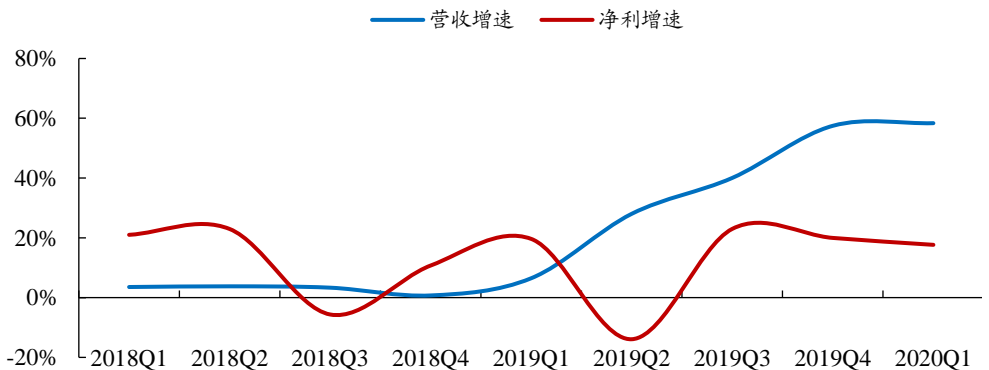
数据来源: Wind、开源证券研究所

推荐护城河稳固，市占率稳步提升，推进平台化战略的龙头伊利股份。伊利股份品牌和渠道优势稳固，市场份额持续提升。公司采取多元化和全球化战略：在多元化上以乳制品起家，逐渐试水植物蛋白饮料植选、能量饮料焕醒源、奶酪、饮用水、乳矿轻饮、咖啡、奶茶、矿泉水等其他业务，未来新业务可贡献新动力；在全球化上收购泰国冰淇淋企业 Chomthana、新西兰老牌企业 Westland 等，加速布局东南亚市场。长期来看，伊利股份受益于集中度提升，产品多元化扩张，全球化发展等，仍具有配置价值。

3.4、肉制品：猪价或呈前高后低走势，肉制品业务利润弹性较大

2020Q1 行业营收、净利稳步增长。新冠疫情爆发后，肉制品需求较为旺盛，肉制品上市企业 2020Q1 实现营收 273.5 亿元，同比增 58.4%；实现净利 17.9 亿元，同比增 17.7%。其中 2020Q1 双汇发展的屠宰吨价、吨利皆提升，但由于非洲猪瘟导致生猪供应减少、疫情影响生产使得屠宰量下降，降低屠宰业务盈利空间。春节期间高端产品销量较高、提价效应显现使得肉制品业务盈利改善，肉制品业务利润弹性较大。

图45: 2020Q1A 股上市肉企营收同比增 58%，净利同比增 18%



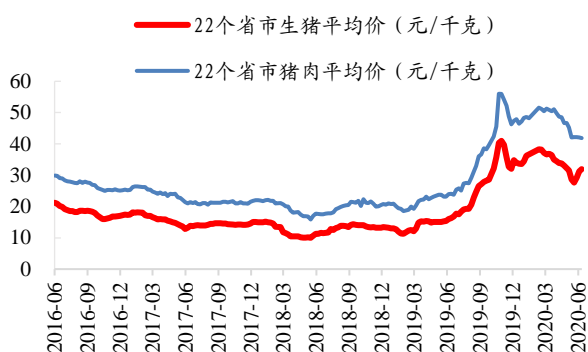
数据来源: Wind、开源证券研究所

受非洲猪瘟及新冠疫情影响，屠宰量持续走低。2020 年 5 月生猪定点屠宰企业屠宰量为 1385.2 万头，同比降 27.7%。此外，生猪存栏和能繁母猪存栏持续走低，2020Q1 生猪存栏同比降 14.4%；2020 年 3 月能繁母猪存栏同比降 19.1%。猪周期处

于上行阶段，猪价增长下龙头企业屠宰业务吨价、吨利皆提升。但受非洲猪瘟影响，生猪供应量仍处低位，叠加疫情爆发使得生产受限影响，2020Q1 龙头企业双汇发展屠宰量同比降 64.8%，屠宰部门盈利降 23.7%。双汇发展生猪屠宰量有望在 2020H2 明显恢复，屠宰业务或可改善。往未来展望，非洲猪瘟爆发后，政府加强对屠宰业的管控，长期看有助于屠宰行业集中度进一步提升。

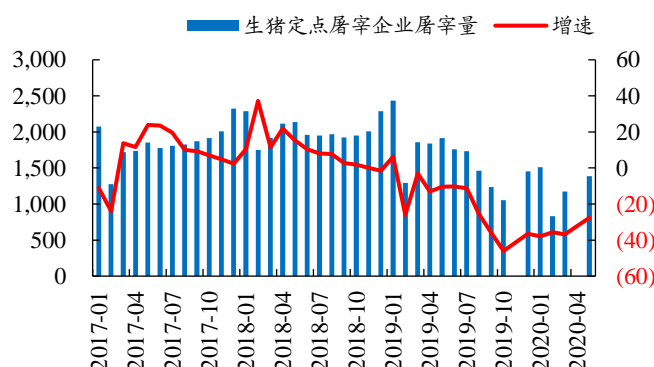
养殖持续恢复，猪价或呈前高后低走势。6月12日，生猪价格 32.0 元/公斤，同比+95.9%，环比+2.6%；猪肉价格 41.9 元/公斤，同比+74.4%，环比-0.5%，猪价目前仍处高位。2020 年非洲猪瘟防疫能力增强、生猪养殖盈利高，叠加国家政策支持，农户生猪养殖积极性强，养殖持续恢复。预计猪价 2020H2 开始会逐渐步入下行周期。

图46: 2018Q2 以来猪价、生猪价处于上行周期



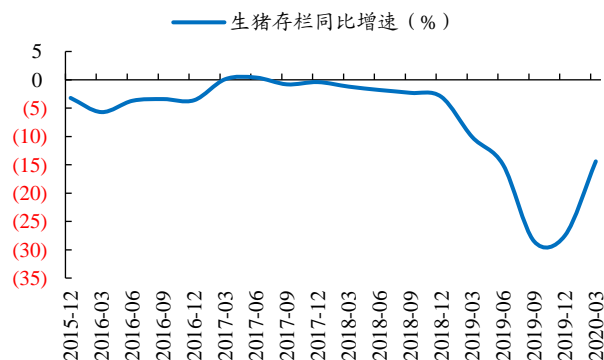
数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: 2020 年 5 月生猪定点屠宰量同比降 27.7%



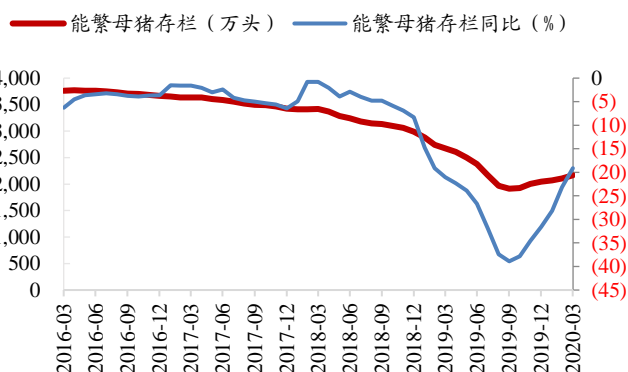
数据来源: Wind、开源证券研究所

图48: 2020Q1 生猪存栏同比降 14.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图49: 2020 年 3 月能繁母猪存栏同比降 19.1%



数据来源: Wind、开源证券研究所

提价逐渐显效，肉制品业务利润弹性较大。2020Q1 龙头双汇发展肉制品业务营业利润同比增 39.5%，肉制品业务改善主因 2019 年提价效应显现及产品结构升级。2020H2 猪价或逐步下降，我们预计公司不会下调产品价格，肉制品业务利润弹性较大。

龙头双汇发展布局养殖业，形成产业闭环。双汇发展采用非公开发行股票方式募集不超过 70 亿元，进行肉鸡产业化产能建设、生猪养殖产能建设、生猪屠宰及调理制品技术改造、肉制品加工技术改造等项目。公司拟采用自繁自养方式布局养殖

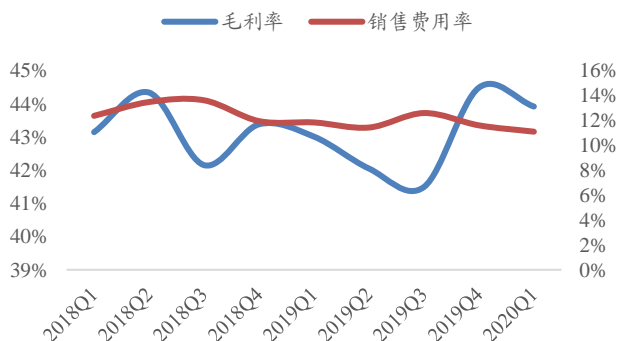
业，未来几年将生猪自养比例自 6% 提升至 30%。构建养殖、屠宰、肉制品加工和销售的产业闭环后，公司可进一步平滑成本波动，增强产业协同效应，提升屠宰及肉制品业务的盈利能力。双汇分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

3.5、调味品：疫情后期加速回暖，行业景气度持续上行

2020Q1 调味品上市公司营收利润降速增长。2020Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）整体实现营业收入 88 亿元，同比增速回落至 3.0%；整体归母净利润为 21 亿元，同比增速回落至 7.8%。调味品行业餐饮渠道的销量占比较高，受到疫情影响餐饮需求锐减，直接影响企业销量。调味品需求相对刚性，餐饮消费需求转移至家庭，疫情期间 KA、电商等渠道需求大幅增长，企业也加大居民家庭消费渠道投入力度，部分程度弥补餐饮渠道下滑。整体来看调味品上市公司一季度业绩有回落，但整体可控。4 月以来随着疫情得到有效控制，餐饮逐渐回暖，调味品需求复苏，预计二季度营收增速大概率企稳回升。

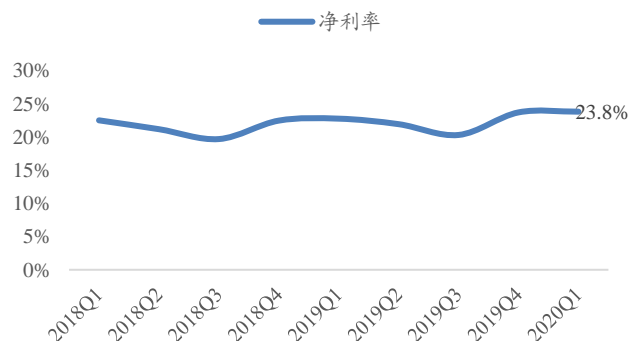
从盈利能力来看，2020Q1 调味品上市公司（扣除莲花健康以及星湖科技）的毛利率为 43.9%，同比增加 0.9pct，应是和家庭渠道产品（通常毛利率较高）销售占比提升有关。一季度上市公司整体销售费用率为 11.1%，处于 2018 年以来的低位，主要原因在于疫情期间餐饮渠道影响较大，费用投放大幅缩减。2020Q1 调味品上市公司净利率 23.8%，处于 2018 年以来的单季度最高水平。

图50：2020Q1 调味品上市公司销售费用率处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

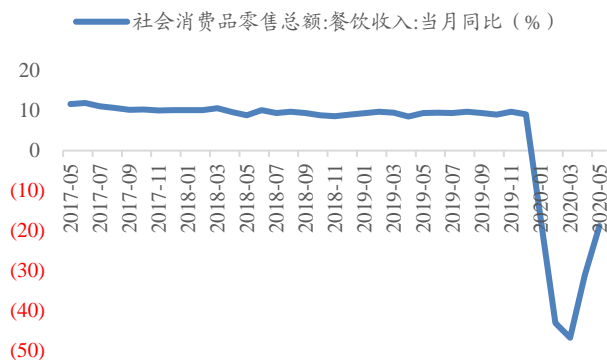
图51：2020Q1 调味品上市公司净利率处于高位



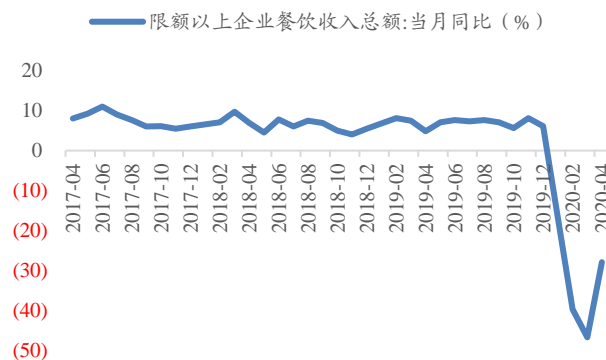
数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q1 重点调味品公司业绩多数回落，千禾味业保持较快增长。就调味品五家重点公司（海天味业、中炬高新、恒顺醋业、千禾味业、天味食品）来看，2020Q1 千禾味业收入依然保持强劲增长，是由于公司主流渠道为 KA 商超，受益于消费需求的转移。其他调味品企业受到疫情影响，营收增速均有较大幅度回落。海天味业一季度末预收款较多，为二季度留出余粮。2020Q1 五家重点公司的净利率均有提升，主要来自于销售费用率的下降。

2020Q2 餐饮复苏带动调味品行业回暖。2020 年 4 月、5 月社零数据中餐饮及限额以上餐饮增速虽有下滑，但下滑幅度明显收窄。疫情得到有效控制后，餐饮业回暖带动调味品销量提升。我们估计龙头企业如海天味业、中炬高新、恒顺醋业等 2020Q2 增速应均有明显改善。同时结构升级趋势持续，家庭消费渠道占比提升，推动行业均价走高。长期来看调味品行业仍处景气度向上周期。

图52: 2020年4月、5月餐饮营收增速降幅收窄


数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: 2020年4月、5月限额以上餐饮增速明显改善


数据来源: Wind、开源证券研究所

2020年调味品上市公司业绩大概率前低后高。疫情负面影响多在一季度显现。2020年4月随着疫情得到有效控制,餐饮逐渐回暖,消费开始复苏。行业受到外部冲击,龙头企业抗风险能力强,大概率抢占市场份额,提高市占率。上市公司一季度业绩均有回落,影响最大的时刻已经过去,我们预判二季度逐渐复苏,下半年行业集中度提升效果可能显现,龙头企业可能追回疫情损失加速成长。我们估计2020年调味品上市公司业绩大概率是前低后高的节奏。

投资建议: 外部冲击、行业震荡时期,正是龙头企业扩张好阶段。海天味业、中炬高新之前积累的渠道、品牌优势此时得到体现。如海天味业促销活动以酱油带动食醋、料酒等品类,形成多品类的一站式服务,挤压中小企业生存空间。中炬高新疫情期间注重对年轻人高端酱油消费习惯的培养,企业均在各自优势渠道进行强化。我们仍推荐行业龙头海天味业与中炬高新,同时建议关注恒顺醋业新管理层上任,渠道体系理顺后带来的投资机会。

4、重点个股: 追求确定性, 龙头更优

4.1、贵州茅台: 直营加速落地, 业绩确定性强

2020年一季度茅台酒量价齐升,增长稳健。2020Q1茅台酒实现营收222.2亿元,同比增长14.0%,渠道拆分来看,直销渠道收入19.4亿,同比增长77.6%;经销渠道实现收入224.5亿,同比增长9.3%。量价拆分来看,我们测算2020Q1报表确认销量超9000吨,同比个位数增长;由于直营渠道以及个性化产品占比提升,估计吨酒价格有高个位数增幅。系列酒受疫情影响增速放缓,2020Q1实现营收21.7亿元,同比增长1.7%。

2020年二季度公司直营渠道加速落地,渠道利润回流增厚业绩。2020年6月份,公司在去年基础上,继续新增22家区域型商超代理资格,预计公司全年仍将继续签约区域型商超,以覆盖被取缔经销商留下的空白区域,加快渠道转型,直接接触消费者。经销商渠道维持供需紧平衡,直营渠道不断落地将是2020年贵州茅台的重点工作之一。

2020年以来,生肖、非标产品投放进度加快,产品结构不断升级。2020Q1公司要求经销商大面积申购“走进系列”产品配额,确保了2020Q1的开门红业绩。2020

年 6 月份要求经销商提前执行生肖酒三季度配额，高价产品投放进度明显加快，产品结构升级带来整体吨酒价格不断上升，为完成收入目标提供保障。

业绩增长确定性强，成长路径清晰。展望 2020 年，公司秉承“计划不变、任务不减、指标不调、收入不降”的目标，通过直营渠道投放量增加，个性化产品占比提升，保证业绩增长。长期来看茅台供需偏紧格局不变，渠道价差较大，价格提升空间充足；产能未来 3-5 年产能逐步扩增，销量增长空间可观。行业周期性减弱，业绩增长带来公司估值体系的变化，公司 2019 年以来估值体系重构，稳定性大幅增强，是穿越周期的好品种。

4.2、五粮液：改革持续深化，渠道正反馈开启

疫情发生后，公司反应迅速、措施精准、主动作为，从源头提升了经销商的信心。疫情发生以后，公司提出优化计划配额，加快市场费用核报，切实加强客户服务，严格管控发货、出货节奏等科学措施，维护了市场秩序，第八代五粮液批发价格稳中有升，从 880-890 元不断提升至 910-920 元之间。

进入二季度，需求供给两手抓，激活渠道正循环。在需求层面，公司提出“三损三补”，通过厂商联动，加强品牌运营与消费者互动、加大团购、宴席等渠道开拓，积极抢占需求；在供给层面，进一步根据实际动销能力，大幅削减经销渠道供应量，进一步梳理产品体系，推动第八代五粮液价格回升，从而带动渠道加库存积极性，激活渠道正循环。经销商动销顺畅，库存逐渐降低，渠道规模回款积极性强，考虑春节前大、中运营商完成全年回款比例较高等因素，二季度收入增长无忧。

改革红利持续释放，未来挖潜空间仍足。2019 年公司营销改革取得突破，改革框架基本完成，并在建立新营销模式、提升产品价格等方面取得了重大突破。同时改革也是循序渐进、逐渐深化的过程。后续公司将在提升团队管理效率和执行力、完善营销队伍建设，实现计划和需求更加匹配、增强渠道掌控力、挖掘品牌内涵等方面，仍有潜力可供释放。展望未来，随着公司品牌、市场管理水平的提升，公司将持续受益于白酒行业消费升级与品牌集中化的趋势，实现成长。

4.3、山西汾酒：2020 年营收目标较高，彰显发展信心

2020Q1 仍然维持了正增长，玻汾增速靛眼。2020Q1 汾酒系列实现营收约 38.2 亿，同比增长 8.9%。受疫情影响，预计青花系列增速放缓至个位数增长；玻汾回款积极，影响较小，预计营收实现接近 20% 增长；腰部产品小幅下滑。系列酒实现营收 1.6 亿，同比下滑 59.1%，配置酒实现营收 1.3 亿，同比增长 8.8%。

展望 2020 年，公司制定较高营收目标，彰显公司增长信心。2020 年公司计划营收增长 20% 左右，彰显发展信心。公司目前状态良好，市场库存良性，动销逐步恢复，产品价格体系在合理范围内，考虑公司优质品牌众多，产品矩阵完善高中低档占比均衡，品类之间调整灵活性强，且省内市场基础稳固，省外市场多、潜力大，后期恢复调整更加从容。

展望未来 3-5 年，公司仍然处在全国化与结构升级的黄金成长阶段。疫情发生之前公司计划 2020 年开始进一步聚焦青花系列，开启青花第二轮冲刺阶段。受疫情影响产品结构升级进度可能暂缓、但是后续聚焦青花的战略仍会坚定执行，公司净利率提升将是长期趋势。公司正处于渠道扩张黄金时期，以山西为基地市场，从环山西市场入手突破，同时布局潜力市场，全国化进入势能加速期。高端产品放量、玻汾势能提速，全国化持续推进，公司下一个阶段成长路径清晰，成长速度仍快。

经过此轮改革，公司管理理念更加市场化、人才培养更加完善，晋升机制更加畅通、激励机制不断市场化、考核机制更加科学，从而带动了外部营销策略的细致化和科学化。未来公司在内部治理、公司运营层面将不断完善，外部营销更加着重长远发展，驱动公司穿越周期，持续成长。

4.4、伊利股份：疫情影响业绩承压，长期仍具配置价值

2020Q1 营收增速低于预期，净利率下降。营收下滑主因液态奶受疫情影响较大。新冠疫情爆发后，客流量下降及春节走亲访友活动减少，使得高端产品销售受到较大影响，2020Q1 液态奶收入同比下滑 19%。公司净利率同比降 4.3pct，主因：（1）高端产品动销受到疫情影响；Westland 前期生产效率较低；叠加买赠增加，毛利率降 2.6pct 至 37.5%；（2）公司投入费用消化产品库存，销售费用率增 1.3pct 至 25.3%；（3）估计收购的新西兰 Westland 公司一季度仍然亏损；（4）对外捐赠导致营业外支出增加。目前公司渠道库存已降至良性区间，且乳制品需求回暖，产品动销较好，金典、白奶增速均在 20% 以上，预计 2020Q2 营收增速约 15%。2020Q2 部分市场白奶出现断货现象，原奶供需偏紧，买赠促销力度下降，预计费用率可能持平略降。

短期利润指引承压，长期仍是优秀配置标的。公司公告 2020 年计划实现营收 970 亿，利润总额 61 亿。公司业绩指引仅为底线目标，伊利股份仍会努力向收入千亿目标靠拢，业绩也会尽力完成股权激励设定计划，全年利润仍有超年度目标完成可能。长期来看，伊利股份受益于集中度提升，产品多元化扩张，全球化发展等，仍具有配置价值。

投资建议：集中度提升趋势不变，公司强化自身渠道推力及产品竞争力，份额仍可扩张。由于疫情影响，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 70.3 亿、81.9 亿、92.7 亿，EPS 分别 1.16、1.35、1.53 元，维持“买入”投资评级。

4.5、双汇发展：业绩稳定增长，布局养殖业搭建产业闭环

吨价上行推动屠宰收入增长，屠宰量下滑降低屠宰盈利空间。2020Q1 双汇发展屠宰量为 166.5 万头，同比降 64.8%，主因：（1）非洲猪瘟导致生猪供应减少；（2）新冠疫情影响生产；（3）2019Q1 公司在猪价较低期间扩大生产规模，使得基数较高。生鲜肉销量约 32 万吨，同比降 11.5%，公司进口猪肉使得生鲜肉销量降幅小于屠宰量。吨价同比增 87.7%，使得屠宰部门收入同比增 66.2%。头均盈利同比增 116.6%，但屠宰量较低减少屠宰盈利空间，使得部门盈利降 23.7%。生猪屠宰量有望在 2020H2 明显恢复，屠宰业务或可进一步改善。

销量下滑主因疫情影响复工延迟，提价显效推升肉制品利润。2020Q1 肉制品销量为 36 万吨，降 7.5%。销量下滑主因疫情影响延迟复工，产品缺货较多，公司补货不足。肉制品收入 66.4 亿，增 13.3%，产品吨价提升 22.5%。肉制品营业利润约 13.5 亿，增 39.5%，吨利增约 50.8%。部门盈利较好主因：（1）春节期间高端产品销量较高；（2）2019 年产品提价显效。预计 2020 年公司肉制品销量可保持增长；产品提价逐渐显效、产品结构持续升级可进一步提升吨价；2020H2 猪价或回落，而我们预计公司不会下调产品价格，肉制品业务利润弹性增大。

拟布局养殖业，构建产业闭环。双汇发展采用非公开发行股票方式募集不超过 70 亿元，进行肉鸡产业化产能建设、生猪养殖产能建设、生猪屠宰及调理制品基地建设、肉制品加工技术改造等项目。从长期看，公司构建养殖、屠宰、肉制品加工

和销售的产业闭环，可进一步平滑成本波动，增强协同效应。产业闭环形成后，成本对公司业务的影响将进一步降低，业务稳定性增强。

投资建议：我们预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 62.7 亿、70.4 亿、76.4 亿，EPS 分别 1.89、2.12、2.3 元。公司利润弹性大，分红率高，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

4.6、海天味业：疫情后加速回暖，全年业绩确定性强

2020 年疫情影响客观存在，公司积极调整留出余粮。2020Q1 实现营收 58.5 亿，同比增 7.2%；净利 16.1 亿，同比增 9.2%，扣非净利 15.7 亿，同比增 12.5%。疫情导致调味品餐饮渠道需求锐减，海天味业餐饮渠道占比超过五成，承担较大压力。为此公司积极调整，一方面加大商超、电商、社区团购等投放力度；另一方面给予餐饮经销商较大优惠，以强化餐饮渠道市场份额。2020Q1 预收款同比大增 94%，为二季度业绩留出余粮。

餐饮复苏带动营收回暖，强化经销商建设，渠道推力持续提升。估计公司 2020Q2 营收增速 13%-15%。受益于餐饮复苏与食堂（特通渠道）回暖，海天味业动销恢复较快。估算库存降至 2.5 周，接近正常水平。二季度销售费用率略有增加，但管理费用持续优化，预计 2020Q2 利润增速与收入相当。海天依靠新增经销商加快品类推广，新老经销商按产品划分，渠道推力进一步增强。

危中取机，强化优势。海天味业在疫情复苏时期抓住机会，给予渠道较大优惠力度，以此发力强势渠道，进一步强化竞争优势，推升市场份额。我们认为龙头逆市扩张，危中取机，为后续长远发展打下坚实基础。对于海天味业更应着眼长期，不断拉大的市场优势将推动企业高质量发展。我们预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 63.2 亿、73.7 亿、85.6 亿，EPS 分别 2.34、2.73、3.17 元，维持“增持”投资评级。

4.7、中炬高新：环比加速改善，经营效率得到提升

2020 年疫情影响缓解，未来更加从容。2020Q1 调味品业务营收下降 6%，其中酱油、鸡精鸡粉等主品类收入分别降 3.9%、33.4%，主因疫情导致餐饮渠道受阻，以及复工延迟工厂发货略有影响。公司积极开发社区团购、电商平台等新零售渠道，4 月份销售趋势向好，渠道库存处于低位。2020 年公司持续采取渠道深耕与精细化管理、产品纵向延伸等策略，预计全年大概率可完成营收 14% 增长目标。

随着疫情得到有效控制，餐饮逐渐回暖，中炬高新处于加速复苏阶段。公司主动调节全年任务节奏，减轻上半年任务压力。随着疫情后消费回暖，公司二季度增速应有明显改善。我们估计 2020Q2 调味增速约 18%-20%。公司开发二梯队产品，深度挖掘餐饮市场需求；同时渠道精耕持续进行。宝能成为实控人后带来管理效率提升，受益于采购成本下降及少数股东权益减少，估计 2020Q2 调味品利润增速高于营收，20% 以上。

消费逐渐复苏回暖，全年增长确定性较强。随着国内疫情得到控制，消费逐渐复苏回暖，调味品整体趋势向好。行业受到外部冲击，龙头企业抗风险能力强，包括海天味业、中炬高新在内的品牌企业均加速扩张，抢占市场。我们预计 2020-2022 年归母净利分别为 8.4 亿、10.2 亿、12.2 亿，EPS 分别为 1.06、1.28、1.54 元，维持“买入”投资评级。

4.8、涪陵榨菜：补库存推动营收加速，渠道精耕持续释放红利

2020Q1 疫情利好需求，工厂发货不足致营收下降。公司 2020Q1 实现营收 4.8 亿，同比降 8.3%；净利 1.7 亿，同比增 6.7%。疫情期间消费场景转变为居家消费，具有囤货属性的榨菜需求增长，但受制于工厂年初备货较少，以及疫情影响开工率，短期供给不足。叠加 2019Q1 基数较高，2020Q1 营收下降 8.3%。观测一季度末预收款 2.7 亿，同比大增 173%；收到现金 6.7 亿，同比增长 36%，表明经销商打款积极，订单充足。

低基数叠加补库存推动二季度营收增速加速增长。考虑到涪陵榨菜 2019Q2 营收基数较低，以及 2020Q2 有渠道补库存作用，我们估计 2Q20 营收增速在 25%-30%。利润方面，2019Q2 公司投放费用协助经销商去库存，销售费用率处于高位。公司 2020Q2 订单充足，多数时间处于满产满销状态，销售费用投放相对不多。我们预计 2020Q2 利润增速 35%-40%。并且我们观测到市场上已有 70g 规格榨菜上市，缩减规格将在 2020H2 对利润起到推动作用。

渠道发力，多点开花。2019 年公司开展渠道下沉，疫情期间的榨菜旺销加快了 2020H1 的县级市场开发进度。2020 年可能渠道多点发力，除了继续下沉外，还包括传统渠道扁平化、重视线上市场等。总体思路是渠道精细化管理，既有纵向县级市场的开拓，也有横向渠道联销体扁平化改造，对于市场的管控程度更高。我们看好涪陵榨菜渠道红利带来的持续增长，维持“买入”评级。

4.9、桃李面包：季报业绩超预期，员工持股提振士气

2020Q1 营收稳步增长，净利率提升。公司复工及时、补货能力强、供应链高效、面包消费需求旺盛，使得企业经营恢复速度较快。2020Q1 净利率提升 4.1pct，主因：（1）疫情期间公司买赠投入减少，居民宅家面包动销好使得退货率下降，导致毛利率同比增 3.9pct 至 43.2%；（2）面包购买自关停门店转移至没关停的门店，单店销售额提升，集中配送效率更高，规模效应使得销售费用率同比降 2.3pct 至 20.7%。此外，国家阶段性社保减免政策减少成本费用。行业整体价格竞争较去年放缓，但部分区域竞争仍较为激烈。公司 2020Q2 仍需大力开拓新市场，将逐步增加促销支出，预计费用率仍处高位。

疫情加速行业集中度提升，员工持股计划增强团队凝聚力。疫情爆发后，桃李面包及时复工、自有物流可控性更强，生产及供应链恢复效率高；而小型企业在生产、供应链、品牌上的优势不明显。疫情加速中小面包企业淘汰，公司市场份额可进一步提升。此外，公司发布第四期员工持股计划，覆盖 127 人，可提升员工士气。目前武汉、山东工厂已投产，未来随着产能陆续释放、渠道布局进一步完善，桃李面包仍可稳定、持续成长，仍处发展黄金期。

投资建议：公司有望凭借“中央工厂+批发”模式和高性价比产品实现全国扩张，预计 2020-2022 年归母净利润分别 8.2、9.9、11.8 亿，EPS 为 1.25、1.50、1.80 元，维持“买入”评级。

4.10、西麦食品：疫情导致业绩承压，长期仍平稳发展

受疫情影响 2020Q1 收入下滑，净利下滑主因营收及毛利率下降。受新冠疫情影响，线下门店人流量减少、春节期间销售占比较大的礼盒需求放缓，使得公司 2020Q1 营业收入同比下降 29.1%。2020Q1 净利同比下降 27.1%，主因营收和毛利率下滑。受疫情影响，公司工厂、经销商及渠道的库存较大。公司通过搭赠、买赠等

方式消化产品库存，叠加原料成本价格上行，2020Q1 公司毛利率同比下降 4.6pct 至 55.5%。市场推广活动投入受疫情影响减少，销售费用率同比下降 2.8pct 至 33.1%。公司 3-4 月已基本消化高库存产品，目前渠道库存良性。4-6 月产品动销情况良好，预计 2020Q2 营收增 20-30%，可完成原定二季度目标，并补回部分 2020Q1 营收目标缺口。此外，公司加大新品支持力度，针对部分新品在重点城市给予额外费用支持，预计费用投入仍处高位。

产品多元、渠道力持续增强、产能释放助推公司成长。西麦食品采用多元化战略，在巩固热食燕麦优势的基础上布局冷食燕麦，开拓年轻消费者，并通过线上直播等方式传播“西澳阳光”品牌。此外，未来公司渠道力可进一步增强：（1）线下：渠道持续下沉、提升重点门店单店卖力；（2）线上：布局电商、新零售渠道。公司现阶段注重扩大营收规模、提升市场份额，但仍不会放弃利润。未来随着产能陆续释放、新品推出、渠道体系完善，公司仍处于发展黄金期。

投资建议：公司为行业龙头，渠道优势稳固，未来随着新品陆续推出、渠道铺设完善，仍处于稳定发展阶段。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别 1.7、2.1、2.6 亿，EPS 为 2.17、2.59、3.19 元，维持“买入”评级。

4.11、重点公司盈利预测及估值：追求确定性，龙头更优

我们选取 2020 年下半年食品饮料交易策略两条主线：一是选择高成长性或业绩确定性强的公司；二是寻找低估值股票，基本面可能出现边际改善的公司。综合分析产业变化趋势及投资主线，我们首推白酒中的贵州茅台、五粮液、山西汾酒；大众品中伊利股份、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜等，建议关注洋河股份深度调整后的基本面改善机会。

表2：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价(元)	EPS			PE			投资评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600519.SH	贵州茅台	1460.0	37.40	43.79	49.56	39.0	33.3	29.5	买入
000858.SZ	五粮液	168.6	5.26	6.10	7.27	32.1	27.6	23.2	买入
002304.SZ	洋河股份	105.3	5.11	5.76	6.62	20.6	18.3	15.9	增持
600809.SH	山西汾酒	138.2	2.79	3.44	4.22	49.5	40.2	32.7	买入
603589.SH	口子窖	49.3	2.97	3.49	4.00	16.6	14.1	12.3	增持
600887.SH	伊利股份	30.8	1.16	1.35	1.53	26.6	22.8	20.1	买入
000895.SZ	双汇发展	43.8	1.89	2.12	2.30	23.2	20.7	19.1	增持
600872.SH	中炬高新	56.2	1.06	1.28	1.54	53.0	43.9	36.5	买入
002507.SZ	涪陵榨菜	35.5	0.91	1.08	1.26	39.0	32.9	28.2	买入
603288.SH	海天味业	123.8	2.34	2.73	3.17	52.9	45.3	39.1	增持
002956.SZ	西麦食品	92.3	2.17	2.59	3.19	42.5	35.6	28.9	买入
603866.SH	桃李面包	49.8	1.25	1.50	1.80	39.8	33.2	27.7	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020 年 6 月 24 日）

5、风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835