

食品饮料行业 2020 年中期策略

紧握龙头溢价，加配低估改善

推荐（维持）

- **产业变革时代：长期新趋势迭起，疫情催生新变化。** 尽管消费变迁是长期的过程，食品饮料行业的商业模式相对稳定，但随着城市化进程加快、主力消费群体更迭、行业进入存量阶段，近年新的产业新趋势涌现，我们正处于产业变革的时代。18年起，餐饮供应链变革孕育十年产业机遇，食材工业化及长尾品类连锁化进入黄金发展窗口，催生板块性投资机会。19年起，传统品类龙头开始加速兑现强定价权，通过直接提价或提升结构，有效驱动经营改善，并催化一批传统龙头改善的投资机会。行至20年，啤酒行业经历过去三年产品高端化及产能优化铺垫充分，开启三年盈利加速改善期，内资啤酒龙头市值仍有较大上行空间。今年新冠疫情突发，不仅对短期消费场景产生冲击，也将对行业长期趋势带来新变化，渠道现代化变革有望加快，食材包装化趋势亦将提速，同时经历疫情洗礼，龙头优势将愈发明显，均将培育新的产业投资机会。
- **白酒板块：高端确定性更加凸显，战略眼光看待扩张期名酒。** 疫情冲击加速行业洗牌，放大名酒企业的长期优势，行业席位将越来越少，优质标的更加稀缺。高端白酒中长期可预测空间明确，年内超群的稳增长实力更加凸显。放眼下半年，茅台超强品牌力下，社交属性强化，直营增量反促需求扩容，以及流动性宽松下金融属性的助推，预计批价在中秋前淡季大概率将进一步上涨，厂商稳价政策仅起到改变幅度和节奏作用。五粮液改革加速落地，彻底变革营销模式，普五批价有望稳步上行，也将打开国窖等价格空间。同时，扩张期的区域龙头在基地市场份额引领后，加速全国化扩张。清香龙头汾酒品牌回归加速，稳固环山西市场之外，加大南方重点市场布局，徽酒古井、苏酒今世缘省内竞争优势进一步强化，并吹响全国化号角，值得以中长期战略视角看待成长价值。
- **大众品板块：需求边际好转，龙头逆势扩张。** 年内维度看，疫情后刚需品类延续良好增长，受疫情影响较大的子行业（如乳业、啤酒等）边际明显恢复，预计中报将随需求复苏边际大幅好转。长期视角看，疫情带给龙头企业扩张的历史性机会，份额已在持续提升，门店型龙头逆势开店，同时在中小企业经营压力下，也留予龙头企业并购海内外优质资产的机会，建议关注潜在外延并购催化。
- **投资策略：紧握龙头溢价，加配低估改善。** 上半年板块尽享估值溢价，多数优质龙头估值已达历史高位。我们判断，20H2 板块估值将呈现分化，估值溢价将聚焦优质龙头，同时，低估值改善标的有望获得超额收益。

(1) **白酒板块：首推高端估值溢价，长线加码全国化扩张期名酒，精选小而美标的。** 第一，高端白酒长期清晰的空间及年内稳增长确定性，估值中枢加速抬升源自于此，继续首推茅台、五粮液、泸州老窖。第二，处于全国化扩张进程中的区域/泛全国化龙头，尽管短期估值较高，但品牌口碑及经营能力支撑成长空间打开，估值容忍度值得放宽，建议以中长线战略眼光看待，推荐山西汾酒、古井贡酒、今世缘和顺鑫。第三，精选特色小而美品种，关注酒鬼酒、伊力特。此外，关注低估值白酒的改善机会，建议紧盯洋河经营变化。

(2) **大众品板块：加大啤酒板块推荐，紧握优质细分龙头，加配低估值改善机会。** 建议以三条主线把握大众品板块：一是从产业中期趋势拐点视角出发，基于行业三年盈利加速提升，重点推荐啤酒板块，从当前估值及潜在盈利潜力空间看，内资啤酒龙头市值空间远未到终点，短期需求加速复苏，旺季消费成催化，推荐华润啤酒（H股）、青岛啤酒。二是紧握优质细分龙头，尽管短期估值不低，年内业绩确定性仍较高，产业长趋势下的成长潜力充足，建议用耐心赢得未来空间，持续推荐安琪、双汇、中炬、恒顺、安井、绝味、洽洽等标的。三是加配低估值改善机会，首推份额持续提升，底部景气反转的伊利股份，推荐渠道改造稳步推进，且短期补库存及提价推动收入和盈利加速的涪陵榨菜，关注汤臣倍健。
- **风险提示：板块估值过热风险、终端需求疲软、竞争加剧风险**

华创证券研究所

证券分析师：董广阳

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

证券分析师：于芝欢

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

证券分析师：程航

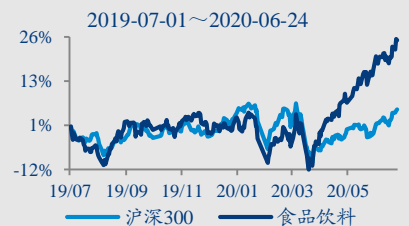
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	98	2.53
总市值(亿元)	49,154.42	7.01
流通市值(亿元)	44,754.9	8.72

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	8.76	24.3	30.53	
相对表现	1.44	21.39	22.34	



相关研究报告

- 《食品饮料行业 4-5 月线上数据分析专题：疫情受控行业回温，名酒增速表现亮眼》
2020-06-10
- 《食品饮料行业周报（20200608-20200614）：茅台行稳致远，青啤边际改善》
2020-06-16
- 《食品饮料行业周报（20200615-20200621）：品牌力的一价三知：稳价、提价与提价》
2020-06-21

投资主题

报告亮点

本文首先从产业长期逻辑，梳理近年次第迭起并加速演绎的食品饮料产业趋势，这其中孕育着板块性的投资机会：18 年起，餐饮供应链变革催生十年产业机遇，食材工业化及长尾品类连锁化进入黄金发展窗口；19 年起，品类龙头开始加速兑现强定价权，通过直接提价或提升结构，有效驱动经营改善，并催化一批传统龙头改善的投资机会；20 年起，啤酒行业开启三年盈利加速改善期，迎来收入利润双拐点，内资龙头净利率加速提升一触即发，奠定未来 3-5 年啤酒板块投资机会。

放眼年内维度，疫情洗礼带来行业新的变化。1) 白酒板块：名酒企业的长期优势放大，行业席位将越来越少，优质标的更加稀缺。年内高端确定性更加凸显，催化估值重构加速演绎，扩张期的区域白酒龙头竞争优势进一步强化，并吹响全国化号角，值得以中长期战略视角看待成长价值。2) 大众品板块：疫情后需求边际大幅好转，以乳业、啤酒为代表的板块 Q2 景气底部反转，同时刚需品类延续良好增长，高增长得以延续，以肉制品、酵母为代表。同时，疫情带给龙头企业扩张的历史性机会，份额已在持续提升，门店型龙头逆势开店，同时在中小企业经营压力下，也留予龙头企业并购海内外优质资产的机会。

投资逻辑

我们判断，20H2 板块估值将呈现分化，估值溢价将聚焦优质龙头，同时，低估值改善标的有望获得超额收益。因此板块整体思路上，紧握优质龙头，并加大低估值改善标的的推荐。

白酒板块：第一，首推高端估值溢价，包括茅台、五粮液、泸州老窖；第二，长线加码全国化扩张期名酒，推荐山西汾酒、古井贡酒、今世缘和顺鑫；第三，精选小而美标的，关注酒鬼酒、伊力特。此外，关注低估值白酒的改善机会，建议紧盯洋河经营变化。

大众品板块：第一，重点推荐啤酒板块，行业三年盈利加速提升期展开，推荐华润啤酒（H 股）、青岛啤酒；第二紧握优质细分龙头，推荐安琪、双汇、中炬、恒顺、安井、绝味、洽洽等标的；第三，下半年加大推荐低估值改善标的，首推份额持续提升，底部景气反转的伊利股份，推荐渠道改造稳步推进，且短期补库存及提价推动收入和盈利加速的涪陵榨菜，关注汤臣倍健定增进度及影响。

目录

一、产业变革时代：长期趋势迭起，疫情催生新变化.....	6
(一) 消费变迁，产业新趋势次第迭起.....	6
1、18 年起：餐饮供应链步入十年黄金期.....	6
2、19 年起：品类龙头定价权加速兑现.....	9
3、20 年起：啤酒行业迈入三年盈利加速期.....	12
(二) 疫情冲击，催生行业新变化：渠道现代化变革加快，食材包装化趋势提速.....	13
二、白酒板块：高端确定性更加凸显，战略眼光看待扩张期名酒.....	15
(一) 疫情加速洗牌，行业席位越来越少，优质标的更加稀缺.....	15
(二) 高端白酒：确定性稳增推升估值中枢.....	15
(三) 全国化扩张酒企：值得以战略视角看待成长价值.....	17
三、大众品板块：龙头逆势扩张，需求边际好转.....	19
(一) 需求明显复苏：刚需品类延续亮眼，受损品类边际反弹.....	19
(二) 龙头优势放大，关注潜在并购机会.....	19
(三) 重点子行业跟踪.....	20
1、乳制品：需求加速恢复，成本费用可控.....	20
2、啤酒：迈入盈利加速阶段，年内景气强势反转.....	21
3、调味品：供需逐步恢复，龙头化危为机.....	22
4、速冻食品：C 端短期受益，B 端加快集中.....	24
5、肉制品：销量平稳微增，提价效应护航.....	24
6、卤制品：龙头逆势开店，贡献 H2 高增.....	25
7、烘焙：桃李边际恢复，酵母业绩向好.....	26
四、投资策略：紧握龙头溢价，加配低估改善.....	27
(一) 估值展望：估值溢价将聚焦优质龙头，低估改善有望获超额收益.....	27
(二) 投资建议：坚守龙头溢价，加配低估改善.....	28
1、白酒板块：首推高端估值溢价，长线加码扩张型龙头，精选小而美标的.....	28
2、大众品板块：加大啤酒板块推荐，紧握优质细分龙头，加配低估值改善机会.....	28
五、风险提示.....	29

图表目录

图表 1	餐饮业规模及增速	6
图表 2	快餐连锁餐饮门店数量快速增加	6
图表 3	火锅底料 B 端市场渗透率仍有较大提升空间	7
图表 4	我国速冻食品市场规模及增速	7
图表 5	火锅餐饮门店数量迅速扩张	7
图表 6	麻辣烫门店数保持持续扩张	7
图表 7	连锁卤制品门店数迅速扩张	7
图表 8	巴比馒头连锁门店数近两年迅速扩张	7
图表 9	供应链管理指标归纳	8
图表 10	子行业 B 端诉求及供应链关键能力	8
图表 11	餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理	9
图表 12	大众品行业提价梳理：细分龙头定价权加速兑现	10
图表 13	低价高频产品需求相对刚性，消费者价格敏感性在明显弱化	11
图表 14	大众品细分行业量价拆分	11
图表 15	啤酒行业 20 年起，将迎来三年盈利加速阶段	12
图表 16	2013 年后产能见顶下滑	13
图表 17	2013-2017 年公司销量增速	13
图表 18	华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒近年关厂情况	13
图表 19	新冠疫情后 M2 增速及新增社融规模	14
图表 20	高端酒价格重回高位	14
图表 21	六大名酒收入占行业比重	15
图表 22	六大名酒利润总额占行业比重	15
图表 23	茅台批价社交属性强化，金融属性助推	16
图表 24	汾酒省内及省外收入	17
图表 25	汾酒产品结构持续升级	17
图表 26	安徽古井贡酒份额持续提升	18
图表 27	古井产品结构持续升级	18
图表 28	洋河省内外收入及同比增速（亿元/%）	18
图表 29	今世缘省内外收入及同比增速（亿元/%）	18
图表 30	公司白酒收入占比持续提升	19
图表 31	公司外埠市场收入占比持续提升	19
图表 32	我国常温奶、低温奶规模及增速	20

图表 33	生鲜乳价格下半年预计个位数上涨，奶企成本端可控	21
图表 34	伊利常温及奶粉市场份额持续上升	21
图表 35	蒙牛低温市场份额保持领先	21
图表 36	2019-2020 年啤酒行业产量及增速	22
图表 37	2020 年行业分季度收入利润及增速	22
图表 38	调味品行业规模稳健	23
图表 39	调味品行业渠道结构占比	23
图表 40	主要公司渠道结构占比	23
图表 41	行业主要公司收入增速	23
图表 42	行业主要公司利润增速	23
图表 43	三全速冻食品销量及其增速	24
图表 44	三全、安井收入增速	24
图表 45	猪价和生猪价格走势（元/千克）	25
图表 46	鸡肉和白羽鸡价格走势	25
图表 47	肉制品零售规模及增速	25
图表 48	行业定点生猪屠宰量增速	25
图表 49	2019 年绝味食品分季度净开店情况	26
图表 50	2019 年煌上煌及周黑鸭分季度净开店情况	26
图表 51	2019-2020 分季度收入及增速	26
图表 52	2019-2020 分季度业绩及增速	26
图表 53	年初至今食品饮料板块股价走势	27
图表 54	年初至今食品饮料板块 PE-TTM	27
图表 55	食品饮料龙头估值溢价的三点原因梳理：长线扩张机遇、年内确定性、长资金定价权	28

一、产业变革时代：长期趋势迭起，疫情催生新变化

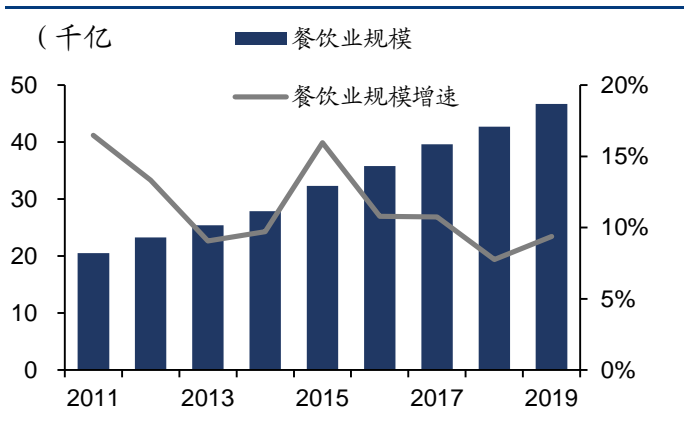
（一）消费变迁，产业新趋势次第迭起

我们正处于产业变革的关键期，并孕育大量的投资机遇。在城市化进程加快，90 后甚至 Z 世代逐渐成为消费主力等背景下，长期消费变迁在近年呈现出突变进展。低价不再是唯一诉求，综合性价比更为突出，便利化、健康化、情感化需求开始被强化，渠道端连锁化、线上化等变革顺势加速、模式持续进化。消费变迁催生出产业长期新趋势，并孕育出大量的投资机会，这一产业发展阶段带来的红利，正在加速展开。

1、18 年起：餐饮供应链步入十年黄金期

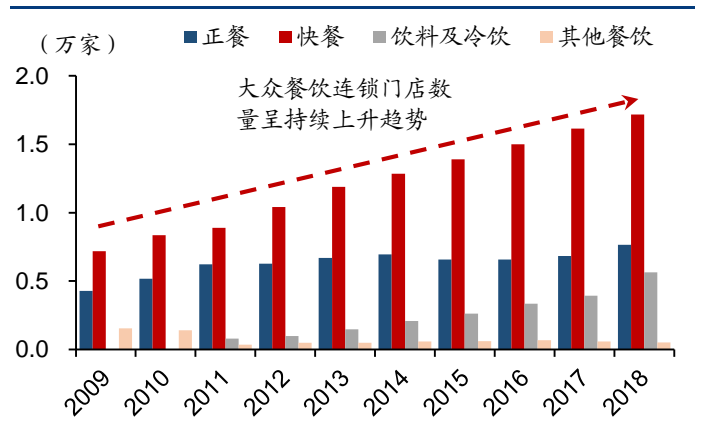
餐饮变革下的十年产业机遇：长尾品类连锁化&食材工业化。餐饮供应链近年加速变革，下游门店连锁化带来“长尾品类连锁化”及“食材半成品需求增加”。1) 在外卖快速发展、成本压力提升驱动下，餐饮连锁化发展提速，火锅、快餐及小吃等长尾品类逐步品牌化、连锁化替代无品牌；2) 连锁化餐饮对效率、成本的追求及冷链物流的成熟驱动食材工业化生产进入黄金窗口。2019 年我国餐饮业规模 4.27 万亿元，近五年复合增速达 10.89%，假设原料采购占收入比 35%，食材采购规模达 1.64 万亿元，预计至 2024 年餐饮业规模达 6.11 万亿元，五年复合增速达 5.5%，食材采购规模达 2.14 万亿元。

图表 1 餐饮业规模及增速



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 2 快餐连锁餐饮门店数量快速增加

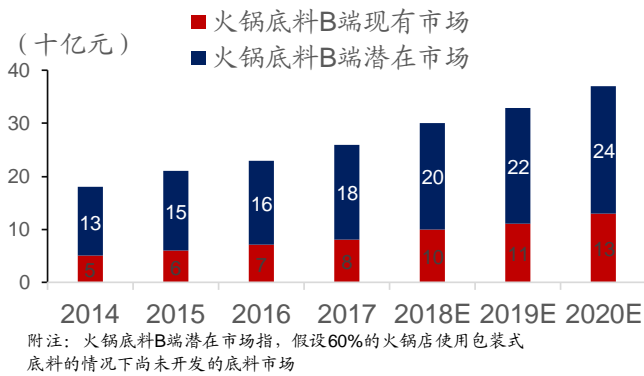


资料来源：国家统计局，华创证券

食材工业化和长尾品类连锁化两大产业趋势，各自具体而言：

- **食材工业化进入发展黄金窗口：预制半成品赛道快速扩容，调味底料、速冻潜在大空间待探。**下游餐饮连锁化加速带动上游食材需求增长，出于食品安全、稳定性及成本的考量，连锁餐饮更加倾向于采购标准化的半成品。具体体现为：1) **火锅料需求稳步提升。**连锁火锅餐饮购买品牌火锅料替代人工炒料、小厂料，火锅料需求保持 15% 以上的复合增速，17 年 B 端火锅料市场规模约 80 亿，潜在市场约 180 亿，供给端目前较为分散，随环保压力及生产成本上行，集中度不断提升；2) **速冻半成品和食品需求爆发。**连锁餐饮采购速冻食品替代人工加工，速冻行业保持 10% 以上的复合增速，目前行业主要公司以 C 端业务为主，相比日本速冻食品餐饮下游占比 60% 以上，仍有较大发展空间。

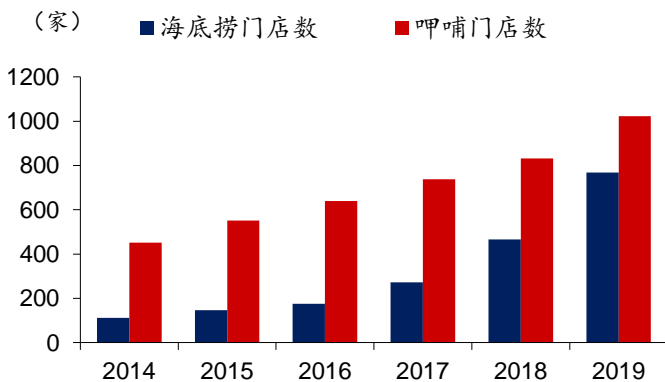
图表 3 火锅底料 B 端市场渗透率仍有较大提升空间



资料来源：沙利文咨询，华创证券

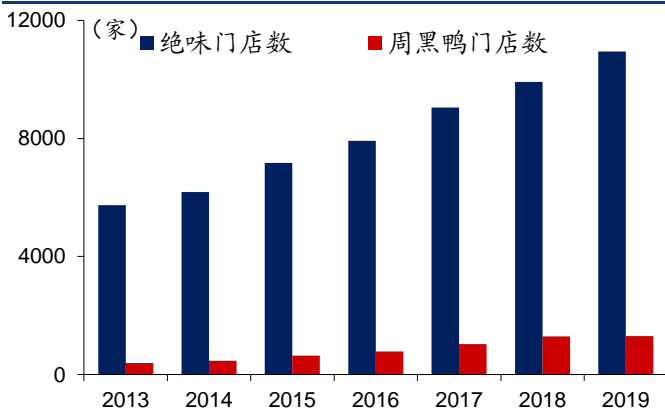
➢ **长尾品类连锁化、品牌化：卤品、早点产业化趋势明显。**我国餐饮行业大众消费占比超过 80%，长尾效应明显，连锁化率相比美、日具备较高提升空间。在消费升级驱动下，高单价品类率先实现品牌化后，在很多低单价、低工业化程度、散装及无品牌产品居多的长尾品类中，品牌连锁正加速步替代夫妻老婆店，如腌卤制品、麻辣烫、拉面、早点店等。

图表 5 火锅餐饮门店数量迅速扩张



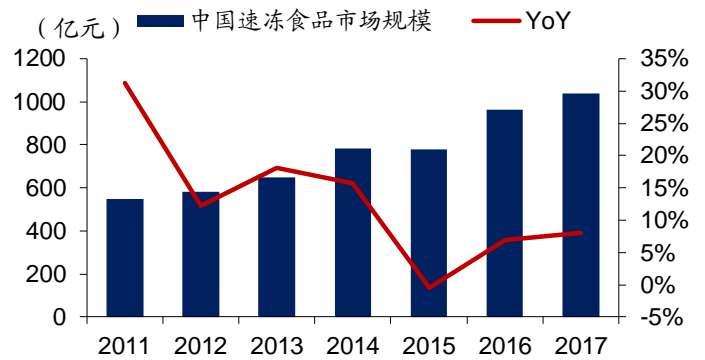
资料来源：颐海国际公司公告，华创证券

图表 7 连锁卤制品门店数迅速扩张



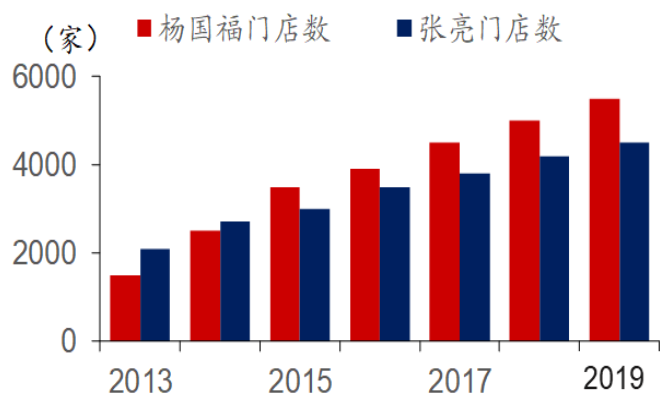
资料来源：绝味食品公司公告，华创证券

图表 4 我国速冻食品市场规模及增速



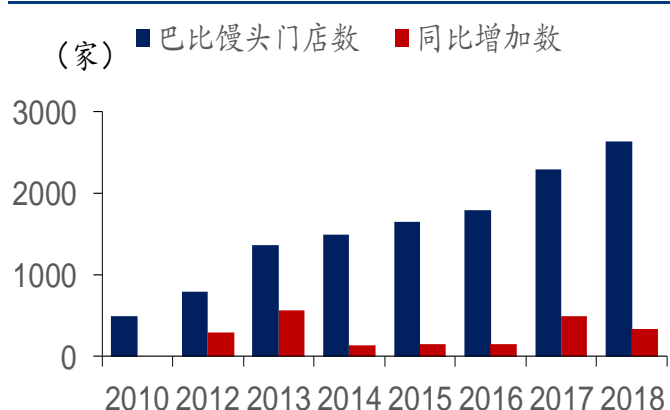
资料来源：产业信息网，华创证券

图表 6 麻辣烫门店数保持持续扩张



资料来源：杨国福及张亮麻辣烫官网，华创证券

图表 8 巴比馒头连锁门店数近两年迅速扩张



资料来源：芭比馒头公司官网，华创证券

顺应餐饮变革趋势，供应链能力铸就强者。供应链能力在餐饮产业变革机遇下尤为重要，我们将各子行业公司红利所需的供应链优势进行梳理，得出以下结论：1) 在供应链采购、研发、生产、配送、分销等各个环节，均有关键竞争点，如采购端对应规模化产生的议价能力，研发端需要有对需求快速反应的研发力，配送端则与产销模式、工厂布局、物流体系相关，分销环节关键在于 B/C 端渠道占比、门店模式等，各环节分别影响企业的收入，成本及盈利能力；2) 底料、速冻品、卤制品因行业特点及 B 端诉求不同，相应需要的供应链关键能力不同，其中底料以规模化、产品研发力等为核心，速冻以规模化、冷链物流、全国化工厂布局为核心，卤制品则以冷链物流、全国化工厂为核心。

图表 9 供应链管理指标归纳

供应链环节	关键竞争点	影响指标
采购	规模化产生的议价能力	成本等
研发	对需求快速反应的研发力	收入、大单品规模等
生产	柔性生产能力	收入等
配送	产销模式	销售费用率（主要为运输费用率）等
	工厂布局	销售费用率（主要为运输费用率）等
	物流体系	销售费用率（主要为运输费用率）等
分销	B/C 端渠道	收入、销售费用率等
	经销商管理	销售费用率等
	门店模式及布局	收入等

资料来源：华创证券整理

图表 10 子行业 B 端诉求及供应链关键能力

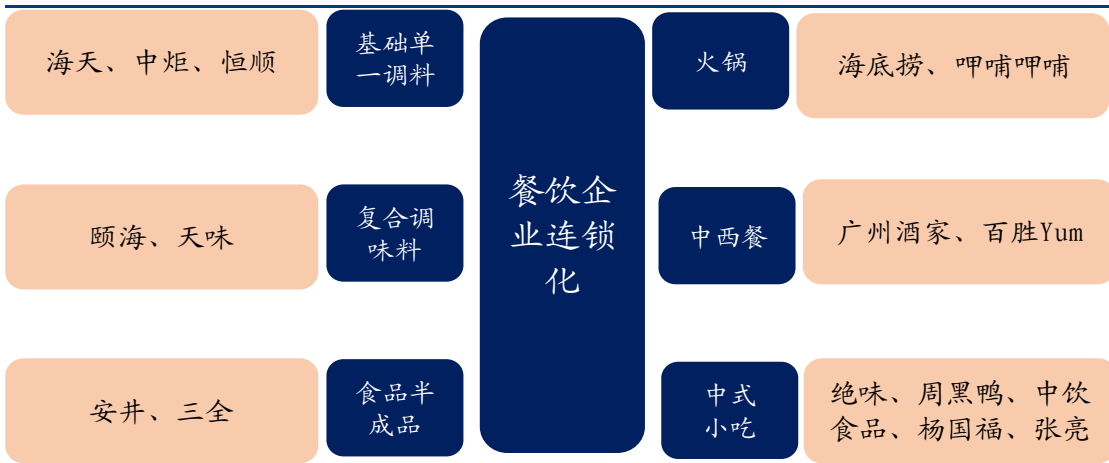
	B 端诉求	供应链关键能力	典型企业
火锅料	性价比、品质稳定、研发与生产快速响应	规模化、产品研发、柔性生产线、分销能力	具备研发能力，率先开拓 B 端的调味食品
速冻品	性价比、高效冷链物流、完善分销渠道	规模化、冷链物流、全国化工厂布局、分销能力	规模化优势降低成本、全国化工厂布局的安井食品
卤制品	高效冷链物流、最优化门店与工厂选址	冷链物流、全国化工厂布局、全国化门店布局	具备全国化工厂、门店布局、高效日配物流的绝味食品

资料来源：华创证券整理

餐饮变革趋势下的投资机会：重点关注火锅底料、速冻品类及休闲卤味连锁三大细分赛道。在诸如卤制品门店扩张、速冻食品 B 端渠道扩张过程中，龙头的供应链管理优势持续强化。一旦建立起规模竞争优势，竞争壁垒将不断加强。

1) **火锅底料及速冻品类，受益于下游餐饮连锁化：**如火锅底料的 B 端定制，如颐海（H 股）、天味；速冻食品的 B 端扩张，如安井食品。2) **卤制品门店扩张：**绝味已达万家门店，仍以每年千家左右节奏稳步扩张，在串串品类上加快拓展，体现强大的供应链管理能力和配送效率优势。

图表 11 餐饮变革趋势下产业链受益细分梳理



资料来源：华创证券整理

2、19 年起：品类龙头定价权加速兑现

消费需求变迁下，大众品竞争模式的转变：从成本制胜，到品牌认知为王。大众品品牌认知时代，品类龙头定价能力加速兑现。在消费紧缺时代，消费能力较低造成消费者价格敏感性极高，因此对于大众品企业而言，压缩生产成本，以低价获得更大消费群体成为制胜法则，并演绎在乳业、啤酒、包装饮用水、肉制品等多数子行业的发展历程上。随着消费能力提升，消费者诉求开始变迁，价格不再是消费需求的第一要素，而是综合的性价比，包括品牌背书安全、品质和服务质量，这一需求变迁在近年加速体现：

- 第一，从消费端看，消费升级、健康化诉求导致消费者对价格敏感度降低，对品牌关注更高，从价格导向转为产品、品牌导向；
- 第二，从渠道端看，经销商的经营决策从简单的财会思维（ROE 拆分下的周转率和利润率），逐步转换为持续经营思维，对综合服务能力强的公司忠诚度更高，综合能力体现在品牌号召力、服务响应度、政策兑现度等多个层面。

在此变迁趋势下，各方面全面占优的品类龙头定价权全面开启，通过直接提价、或是缩小包装变相提价、或是推新品提升产品结构，加速兑现其定价能力。

行至 19 年，传统品类龙头全面运用强定价权（包括肉制品、传统休闲食品、食醋、料酒等品类龙头），有效驱动经营改善。近年来，在行业步入存量阶段后，各大众品子行业龙头开始洞察消费变迁趋势，先后通过提价或升级运用强定价权，如包装饮用水（3 元价格带矿泉水放量）、啤酒（18 年内龙头集体提价，策略上加速高端化）、碳酸饮料等。行至 19 年，传统品类龙头提价浪潮加速，瓜子（洽洽）、肉制品（双汇）、料酒（老恒和）、食醋（恒顺）等品类龙头纷纷通过提价或提升产品结构，有效带动公司盈利能力和经营业绩改善。

图表 12 大众品行业提价梳理：细分龙头定价权加速兑现

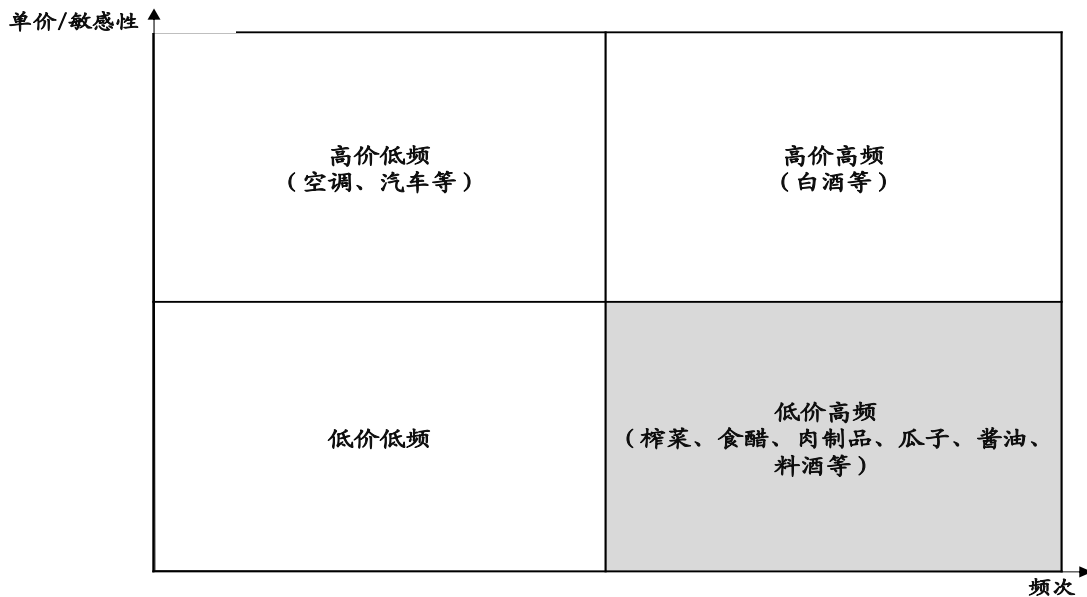
行业	公司	时间	提价措施	影响
休闲食品	洽洽食品	2011年3月	对传统产品葵花籽、西瓜子等提价8%左右，薯片提价13%	提价反映到终端销售收入，毛利率由之前的15%提高到20%以上
		2013年7月	对葵花籽类产品全面提价8%左右	提价后公司的毛利率从2013年的27.74%提升至2014年的30.96%
		2018年6月	核心单品“小黄袋”每日坚果6月完成提价，平均提价幅度约8%	当年毛利率提升1.59pcts至31.2%
		2018年7月	对红袋等八个品类进行提价，提价幅度在6%-14.5%左右	瓜子业务毛利率由上半年的34.9%提升至35.2%，红袋瓜子销量稳中有升
肉制品	双汇发展	2011年	对部分产品进行提价，2011年内制品吨价增加18.3%	315事件致肉制品销量下滑，本次提价对当年盈利提升不明显。事件影响消退后，带动2012、2013年内制品毛利率升高至22.59%、25.3%
		2018年12月	对1/3产品进行了一轮提价，提价幅度约为5-6%	提价向渠道倾斜，通过给与渠道补贴激发经销商积极性，以双汇王中王为例，提价后经销商毛利率由原来的5%提升至10%，终端毛利率也接近翻倍
		2019年4月	扩大提价面，对大部分商品进行提价，提价幅度2-3%	
		2019年7月	对部分肉制品提价，提价幅度2-3%	提价向厂商倾斜，对公司盈利能力带动作用明显
		2019年10月	对肉制品部分产品进行提价，整体提价幅度10%	
调味品	恒顺醋业	2006年7月	对部分低价位产品进行提价，平均提价幅度在15%-25%，并在下半年每个月对1个至2个品种进行10%-15%左右的滚动提价	以食醋为主导的调味品销售收入同比增长8.9%，调味品主营业务利润率达到了32.08%，较2005年提高了4.41个百分点
		2010年11月	高档产品提价10%，中低档产品提价5%	带动2011年毛利率提升1.2%
		2014年3月	对主力产品进行了5%左右的提价	
		2016年4月	对非醋类低价位产品换包装后上调出厂价，幅度为15%25%	2006和2007年分别提升4.4%及6.2%
		2016年6月	对主营经典醋系列19个单品直接提价，出厂价调整幅度为5%-15%，平均幅度约9%，此部分产品2015年销售额约5亿元，同时推出推出“三年陈”、“六年陈”、“十年陈”系列高端产品	2016年毛利率提升1.4%；2017年成本端挤压毛利率下降
		2019年1月	对公司恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒等五个品种的产品进行出厂价格调整，恒顺香醋、恒顺陈醋系列2款产品平均提价15.04%，恒顺料酒系列产品平均提价10%，镇江香醋【K型010072】系列产品平均提价10%，镇江香醋【金恒顺115050】系列产品平均提价约6.45%。上述5种产品2018年的营业额分别为9685万元、4861万元、4391万元、3716万元、958万元	19H1提价收入基本返利给渠道，醋类产品毛利率由2018年的44.03%上涨至19H146.42%，提价效应在年末进一步反应

资料来源：华创证券整理

龙头定价权趋势下的投资机会：当下重点关注低价高频属性品类、格局清晰的行业，龙头经营能力改善带来提价能力。消费者对品牌认知的提升，对细分龙头带来的投资机会，可从品类属性、行业阶段、公司能力三个维度来看：

- **第一维度，低价高频属性品类，价格敏感性更弱。**我们认为机会存在于具备低价高频属性的品类中，低价高频产品需求相对刚性，随着消费能力提升，消费者价格敏感性在明显弱化，对品质、品牌的追求，超过了对价格的追求。如榨菜、食醋、肉制品、瓜子、酱油、料酒等；

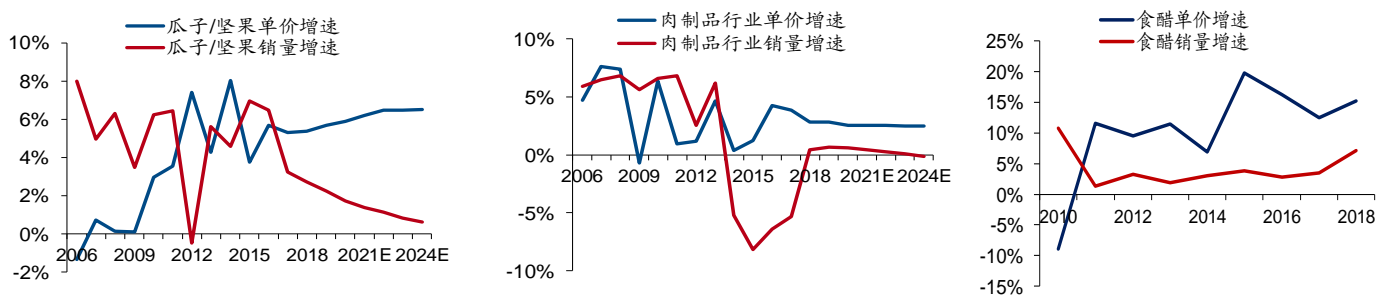
图表 13 低价高频产品需求相对刚性，消费者价格敏感性在明显弱化



资料来源：华创证券整理

- **第二维度：子行业格局清晰，将强化龙头定价权。**从行业阶段来看，成熟期和成长期阶段均有龙头高定价权的案例：1) 行业处于成熟期，竞争格局稳定，龙头凭借定价权持续实现盈利提升，如榨菜、肉制品、瓜子等，2) 行业处于成长期，集中度不高，品牌企业通过品牌力和渠道精耕持续实现份额扩张，如食醋、料酒、酱油等。从竞争格局角度则更能挖掘龙头定价逻辑，通常而言，格局越清晰的子行业，将越早体现出品牌龙头独家占据消费者心智的情况，此类子行业龙头定价权更为强化。

图表 14 大众品细分行业量价拆分



资料来源：洽洽食品，双汇发展，恒顺醋业公告，华创证券预测

- **第三维度：公司综合经营能力及所有权体制，决定定价权的兑现速度。**从公司能力上看，公司对产品、渠道、品牌等综合洞察能力越强，越能早受益这轮消费升级红利。自身能力或者体制尚需提升的标的，需要更长时间。

总结来看，我们认为涪陵榨菜、洽洽、双汇、恒顺将受益此轮升级趋势，涪陵榨菜、洽洽、双汇已处于逻辑验证阶段，恒顺也在推动营销和产品改革进展，期待后续表现。

3、20 年起：啤酒行业迈入三年盈利加速期

啤酒行业迈入盈利加速 2.0 阶段。17-20 年，行业盈利平稳改善，行业利润率由 4% 提至 7%，此阶段主要由吨价驱动改善，产能优化初期带来的节约成本，转为高端推广费用及薪酬改善，盈利改善幅度平稳。自 20 年起，产能优化带来成本效率提升、费用下降潜力刚刚开始体现，加上高端化持续推进，内资龙头企业为代表的行业利润率有望加速提升，迈入三年确定性盈利加速阶段。

- **阶段一：2013 行业产量拐点到来，啤酒行业进入调整期。**2013 年我国啤酒产量见顶至 5062 万千升，之后持续下滑，行业量增逻辑打破，酒企加剧的低端化价格战并未带来销量的提升，反而产能利用率下降，利润下降，被迫进入关厂减员提效调整阶段。2013-2017 年，受关厂、行业竞争、国家限制三公消费等因素影响，各啤酒公司销量及销售收入增速皆有所下滑。
- **阶段二：17 年企业策略转变，行业盈利触底回升。**在存量博弈下，龙头企业长期拉锯造成行业利润率处在低位，17 年行业成本（包材、运费等）上涨后，已经压近部分企业的盈亏平衡线。在此背景倒逼下，企业决策开始转变，由低价“跑马圈地”转为“量利并重”考核，因此龙头企业开始进入常态化提价阶段，同时产品结构高端化加速，并开始推动产能优化。重啤的成功调整成为行业标杆，为行业指出了过去路径依赖的“渠道为王”+“走量抢份额”模式已经失效，“高端化，打品牌”才是新时代的核心，啤酒行业从华润到青啤等相继开启主动常态化涨价及结构升级的道路。
- **阶段三：20Q2 后行业迈入盈利加速 2.0 阶段。**尽管行业 2017 年已经进入新模式拐点，但啤酒渠道及终端长期的低价思维模式仍在很多区域有惯性，同时高端品牌前期投入，以及员工薪酬提升，作为先置投放，导致盈利仅是平稳提升（每年 1pct 左右）。行至 2020 年，前述终端渠道惯性思维已经基本扭转，行业关厂减员接近尾声，资产减值及员工安置对业绩影响程度降低。企业加码高端化价格带，以及产能优化带来的效率提升，成为未来 3 年盈利加速趋势的核心动力。

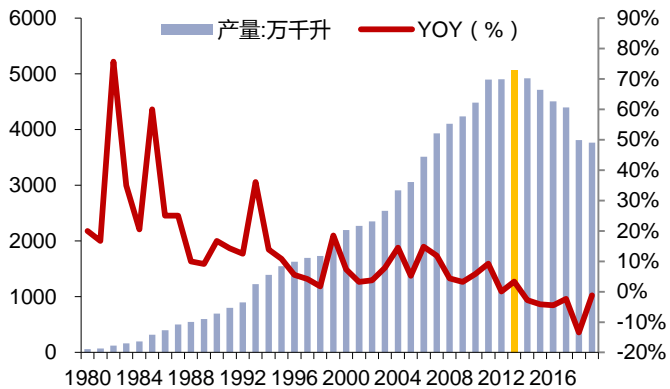
产业趋势下的投资机会：全面配置内资啤酒龙头。内资啤酒龙头华润啤酒（H 股）和青岛啤酒正处于收入和盈利提速阶段，未来三年盈利加速提升。当前短期估值虽偏高，实际上已是提前反映净利率提升至 12% 以上的盈利潜力，类似 17-18 年，部分长线资金推动估值大幅上涨，18-20 年在通过业绩兑现，逐步消化估值。当前估值及匹配的盈利潜力看，华润和青啤均具有较高确定性市值上行空间。

图表 15 啤酒行业 20 年起，将迎来三年盈利加速阶段

	2013-2016 年	2017-2019 年	2020E-2023E
关键词	产量回落、竞争拉锯、剥离聚焦	量利并重、行业提价、关厂	高端加码、成本效率、费用下降
重要事件	1) 产量连续回落; 2) 买店竞争激烈; 3) 华润剥离非啤酒资产 4) 重啤率先变化	1) 华润引领给出关厂指引; 2) 18 年初行业集体提价; 3) 各家考核逐步从量转为利 4) 重啤率先调整完成	1) 华润整合喜力落地; 2) 产能优化, 规模效率体现; 3) 关厂后的费用压缩空间 4) 提价常态化, 结构持续升级
行业特征	竞争拉锯极致, 产能开始出清	企业策略改变, 利润导向突出, 高端化+关厂启动, 吨价驱动改善	竞争转向高端, 产能优化效率体现
财务特点	吨价低位, 部分企业利润率低至盈亏平衡线	吨价驱动成长, 利润率拐点回升, 每年提升 1pct 左右	毛利率大幅提升, 费用率下降空间充足, 利润率提升加速
板块估值	估值触底, 率先回升 (至 18H1)	估值波动, 业绩兑现	板块持续高估值高盈利

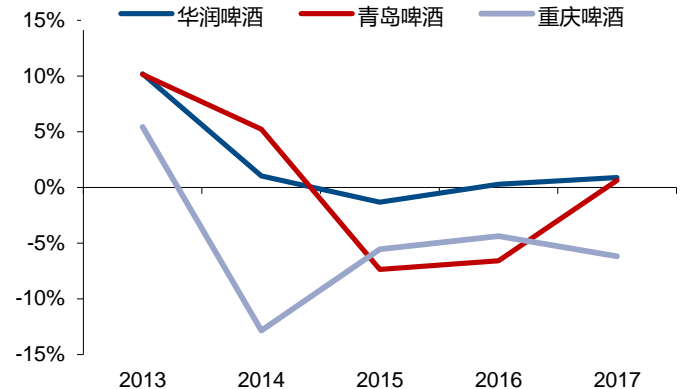
资料来源：重庆啤酒、华润啤酒公司公告，渠道调研，华创证券

图表 16 2013 年后产能见顶下滑



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 2013-2017 年公司销量增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 18 华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒近年关厂情况

时间	公司名称	关停/转让数量	产能利用率	折旧摊销/净利润	净利率
2015 年	华润啤酒	0	53.10%	-	-8.93%
	青岛啤酒	0	-	59.88%	5.83%
	重庆啤酒	4	-	-	-4.62%
2016 年	华润啤酒	2	53.18%	121.28%	4.86%
	青岛啤酒	0	65.06%	104.19%	4.24%
	重庆啤酒	4	66.36%	125.87%	4.38%
2017 年	华润啤酒	5	53.64%	143.84%	3.92%
	青岛啤酒	0	71.46%	85.27%	5.26%
	重庆啤酒	1	64.43%	49.56%	10.27%
2018 年	华润啤酒	13	53.81%	167.92%	3.03%
	青岛啤酒	2	77.71%	73.89%	5.87%
	重庆啤酒	1	79.07%	41.22%	12.15%
2019 年	华润啤酒	7	55.78%	131.60%	3.88%
	青岛啤酒	1	81.53%	57.79%	6.89%
	重庆啤酒	0	68.41%	41.22%	20.34%

资料来源: 相关公司公告, 华创证券 (注: 青岛啤酒产能利用率计算方法为当年产量/当年实际产能, 华润啤酒产能利用率计算方法为当年销量/当年产能; 重庆啤酒 2019 年净利率大幅提高主要系非经常性损益导致)

(二) 疫情冲击, 催生行业新变化: 渠道现代化变革加快, 食材包装化趋势提速

今年初新冠疫情突然, 对短期消费场景和供应链模式均造成强烈冲击。从中长期视角看, 疫情后的消费心理变化, 也必然带来行业趋势的新变化:

1、渠道模式: 采购场景将从传统农贸市场, 将加快向现代化渠道变革。本次疫情爆发地点与传统农贸市场有关, 疫情冲击过后, 一方面将推动传统农贸市场的管理整改, 另一方面也将会使得年轻消费者加速采购场景上的变化, 更加倾向现代化渠道采购。在城市化进程中, KA、生鲜连锁化、电商配送到家等渠道变革趋势已经明显, 预计疫情后

渠道现代化变革趋势将加快。

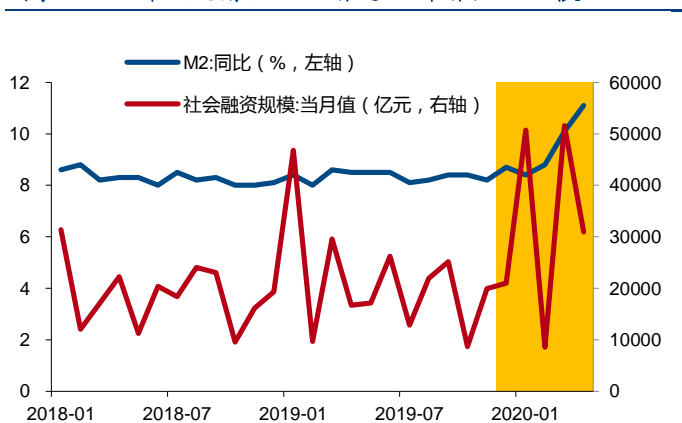
2、产品品类：食材包装化趋势提速，C 端预制品类受益。与渠道现代化变革加快同时进行的品类趋势，食材包装化将加速。速冻包装食材在疫情期间得到快速增长，疫情催生的 C 端连锁化、线上配送到家等加速趋势，也将提快食材包装化的速度（生鲜切割、预处理产品），同时主打便利化的预制品类也将加速放量（如自热小火锅、自热饭等）。B 端而言，从餐饮连锁化趋势下，中央厨房模式下的包装化配送也有望受益，包括连锁门店、团餐配送等模式。

除以上两点我们观察到的明显产业趋势变化外，疫情对已有的行业格局影响，以及逆周期对冲政策下的流动性宽松，同样带来新的变化：

3、格局演变：集中度将加速提升，龙头优势将愈发明显。疫情的短期冲击剧烈，迫使部分小品牌及 2B 小企业退出，同时经销商也会更加青睐实力更深厚、长期渠道口碑更好的品牌企业。因此，无论从资金实力、经销商经营决策、消费者品牌认知等多方面看，龙头企业的优势将进一步放大，这一点在白酒、乳业、卤制品、休闲食品等多个子行业均得到明显体现。

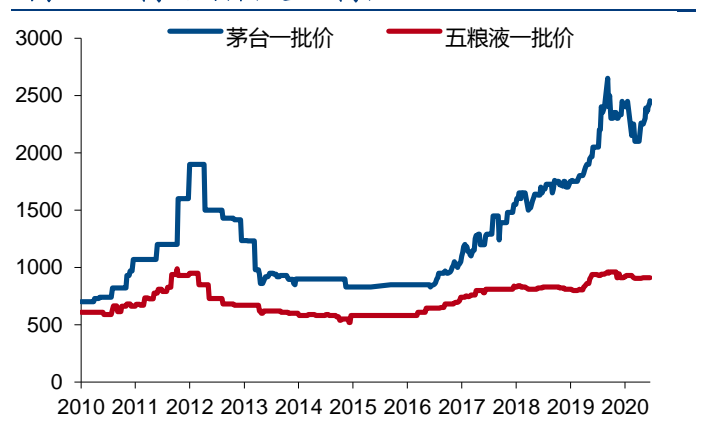
4、政策影响：短期流动性宽松，推升资产价格，高端酒批价重回高位。2020 年新冠疫情对经济增长冲击较大，一季度 GDP 同比增速大幅下滑至-6.8%。政府加大逆周期政策对冲，货币政策更加宽松灵活。流动性宽松背景下，社会资本对确定性收益资产追逐力度加大，开始推升资产价格，具备消费、礼品、收藏、投资多种属性的高端名酒涨价预期逐渐增强并兑现，推升茅台价格重回高位。同时流动性在资本市场得到体现，市场对商业模式和业绩的确定性偏好大幅提升，推升加速高端白酒估值溢价。

图表 19 新冠疫情后 M2 增速及新增社融规模



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 高端酒价格重回高位



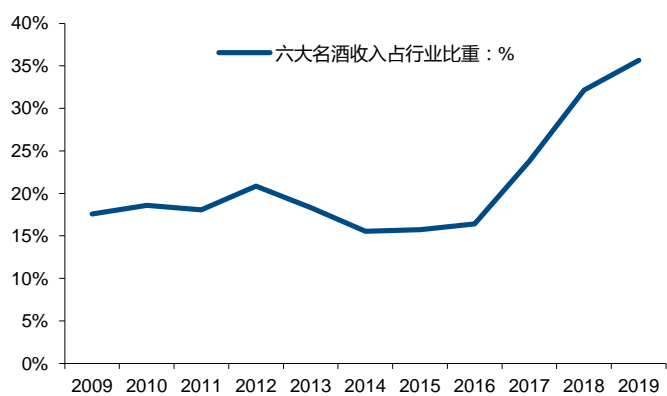
资料来源：Wind，华创证券

二、白酒板块：高端确定性更加凸显，战略眼光看待扩张期名酒

（一）疫情加速洗牌，行业席位越来越少，优质标的更加稀缺

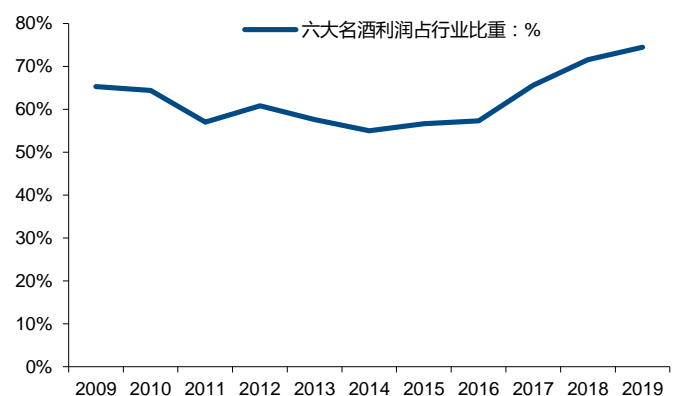
疫情放大名酒企业长期优势，行业主要席位将留予品牌底蕴深厚的龙头，及少数具备特色的品牌。疫情突发短期对需求端冲击力较强，但从行业发展趋势而言，疫情的外生冲击下，将加速产品结构升级和品牌集中度提升的逻辑。面对疫情，名酒战略定力足、渠道抗风险能力强，反而有可能借助契机加快份额提升，强化竞争优势，反而是非名酒企业在疫情冲击下更为艰难。疫情后，名酒企业将借助品牌力及费用投入优势，加快挤压中小企业市场份额，加速品牌集中度提升。未来潜力标的更加稀缺，行业席位越来越少，我们看好具备老八大名酒底蕴的品牌，及部分具备香型特色和地域风情的小而美品牌。

图表 21 六大名酒收入占行业比重



资料来源：Wind，华创证券 注：六大名酒为茅台、五粮液、老窖、洋河、汾酒、古井

图表 22 六大名酒利润总额占行业比重



资料来源：Wind，华创证券 注：六大名酒为茅台、五粮液、老窖、洋河、汾酒、古井

（二）高端白酒：确定性稳增推升估值中枢

1、看好茅五批价下半年上行空间

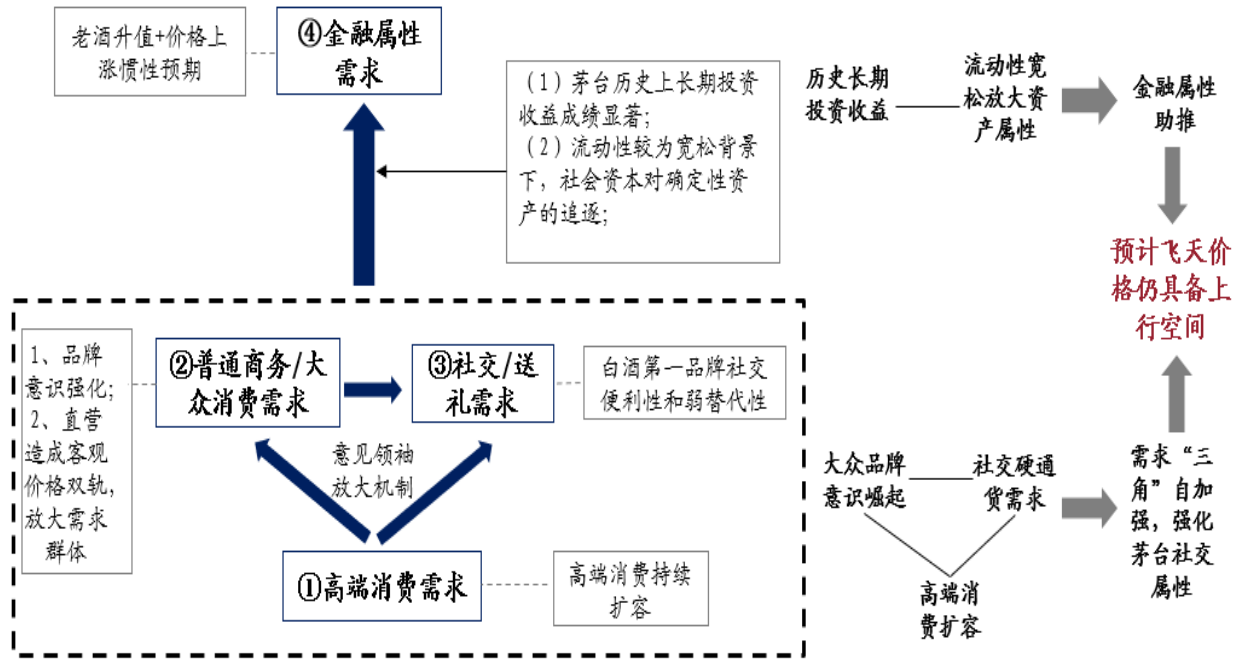
（1）茅台批价上行：超强品牌力强化社交属性，直营增量刺激需求扩容，流动性宽松下金融属性助推。

- **茅台社交属性当下难以替代，疫情冲击最小并快速恢复。** 高端需求扩容、大众消费崛起及社交需求，构成茅台消费最基础的支撑，高端消费者通常起到意见领袖的作用，加上大众品牌意识崛起，以及圈层口碑的作用下，近年加速放大了茅台的社交属性。从社交送礼便利性而言，茅台作为高端白酒第一品牌，当下难以被其他品牌或品类替代，如其他酒类、茶叶、山珍等。因此，茅台在消费需求衍生出的社交属性不断强化，进而进一步扩大了茅台的品牌认知群体，使得社交硬通货的属性反向促进消费需求。在疫情后，社交及消费活动逐步复苏的过程中，茅台需求恢复显著快于行业和其他高端白酒。
- **直营平价销售，反而扩大了消费群体。** 茅台本轮渠道调整，解约违规经销商，对留存的经销商不增量，传统渠道缩量部分新增至直营渠道（包括签约 KA、电商和直营店），经过去年直营合作模式探索和熟悉后，今年直营加快落地。直营模式通过官方指导价平价销售，造成客观的价格双轨，实际上起到饥饿营销的作用，放大了消费群体，反而加大茅台已有消费群体的购酒难度。
- **疫情下的流动性宽松，放大茅台的金融属性，助推茅台批价上行。** 每一轮宏观外部冲击引发的流动性宽松政策，均引发社会资本对确定性资产的追逐。上半年新冠疫情突发，尽管在社交活动冻结阶段，严重压制消费需求，加上三月底茅台经销商打款，飞天批价短暂回落。4 月份后随着社交活动逐步恢复，消费场景复苏、社交送礼需求快速恢复。同时政府加大逆周期政策对冲，茅台的金融属性放大，助推茅台批价重回高位，预计社会资本

对确定性收益的青睐（茅台价格上涨惯性预期+老酒升值效应），仍将成为茅台批价上行的助推力。

- **茅台批价展望：厂商稳价政策仅改变幅度和节奏，不改中秋前淡季上行方向。**茅台本轮稳价政策更为落到实处，但我们认为，由于社交属性强化、直营放大消费群体、及金融属性助推，使得需求进一步扩容。厂商通过经销商打款进度和发货节奏，将会调节批价上行幅度和节奏，在在供给增长有限背景下，供需紧张格局在下半年将进一步加剧，我们预计在中秋前淡季，茅台批价将大概率进一步上涨。

图表 23 茅台批价社交属性强化，金融属性助推



资料来源：华创证券整理

(2) **五粮液改革组合拳出台，普五批价稳步上行，当前实质上已成高端白酒的风向标。**提升批价是五粮液本轮改革重点，也是公司化蛹成蝶的关键之处，实现提升渠道利润和推力，打通销售循环的经络。今年营销改革快速推进落地，近期召开品牌营销工作会，对传统经销渠道计划量进行优化，一是传统商家不再增量，不再发展传统渠道客户，二是第八代经销商减量 4000 吨，预计将转移至团购及新零售渠道新增，三是停止五粮液 1618 发售、交杯酒停止生产，取消 1618 和低度的所有政策，四是五粮液老酒全部归口，及通过酒交所和数字酒证开拓，开启五粮液的金融价值。通过系列改革落地，彻底改变公司历史上由于管控粗放造成的批价弊病，同时也将支撑和推动批价稳步上移，看好普五批价在下半年达成公司目标 959 元价位。

(3) **其他高端品牌：受益价格空间打开，跟随批价上行。**从行业角度而言，普五批价当前已成高端白酒实质上的风向标，普五批价的上行，将对其他高端品牌起到价格拉动作用。国窖去年底三次提价，旨在推动价格提升，疫情冲击下理性应对，节后连续停货降低渠道压力，近期批价已经跟随上行。另外高端价格带的体量较小的内参，在外部价格空间打开，内部改革效应释放双重作用下，具备快速放量的能力。

2、高端白酒确定性更加凸显，估值中枢抬升源自于此

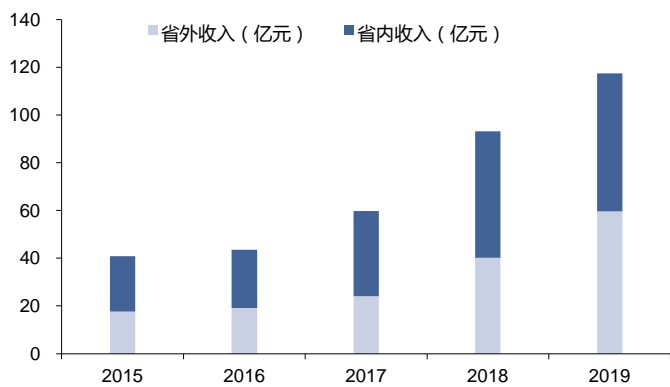
长期空间清晰，年内稳增确定，推升高端估值中枢。高端白酒今年估值加速重构，估值中枢不断抬升，核心源于商业模式的确定性，中长期空间清晰，年内超强的稳增实力凸显，成为估值加速提升的催化剂。在高端价格带层次清晰背景下，品牌定位更加分明，其中茅台超强品牌力下需求端正循环，批价高居 2000 元以上，存在客观的提价空间，

销量上平稳扩容，长期可预测空间明确，年内通过产品及渠道结构调整，促进吨价提升，保障两位数增长目标达成基本确定；五粮液在千元价格带具备强大号召力，本轮改革红利加速释放，推动批价核心指标上行，放大渠道收益空间，年内两位数以上增长目标完成概率较高。在高端价格带持续扩容的背景下，其他高端白酒必然将受益溢出效应，跟随享受价格带红利。

（三）全国化扩张酒企：值得以战略视角看待成长价值

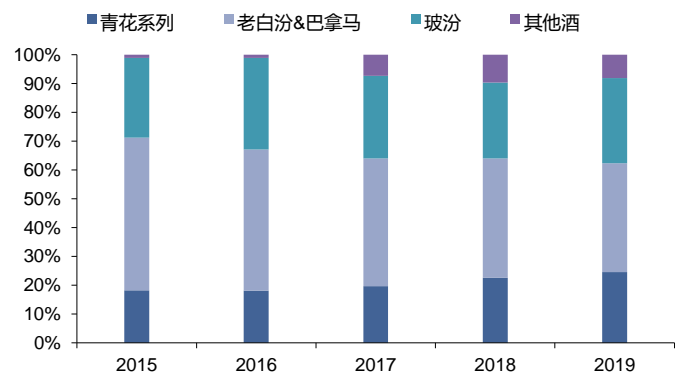
清香龙头全国化扩张：山西汾酒空间的三个层次。第一，公司改革兼顾长短期目标。长期目标在于聚焦资源培育青花单品，拉升品牌力并优化产品结构，而短期目标则兼顾完成业绩承诺。当面临短期经营压力时，汾酒通过强大的省内基地市场及量价优势明显的玻汾进行支撑，确保平稳过渡疫情；第二，公司北方核心市场消费基础良好，品牌底蕴深厚，竞争优势明显。若环山西市场深度渗透，渠道精耕，则收入达到 200 亿、利润达到 50 亿具备较强保障，市值 1500 亿以上确定性极高；第三，清香全国化顺利达成，需要持续的品牌培育及渠道建设，具有一定不确定性，也是最大的收益空间。公司当前大力开发南方市场，向位于长、珠三角的江浙沪皖粤五省全力进军，投入前置性费用加快抢占市场，加快推进全国化。我们认为公司作为清香龙头品牌价值回归加速，长期受益于品牌势能持续释放。在产品与渠道战略清晰下，中长期竞争优势明显，市值进击增长空间清晰。

图表 24 汾酒省内及省外收入



资料来源：Wind，华创证券

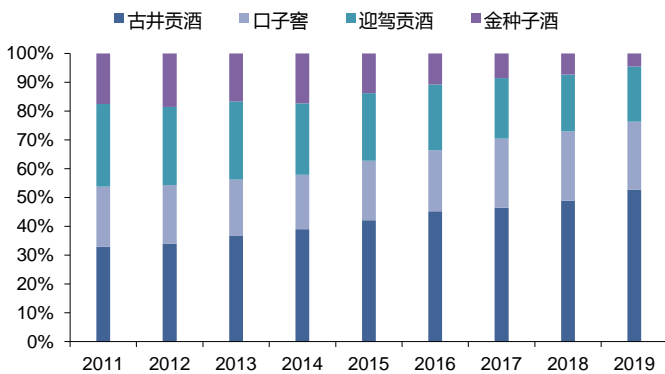
图表 25 汾酒产品结构持续升级



资料来源：Wind，华创证券

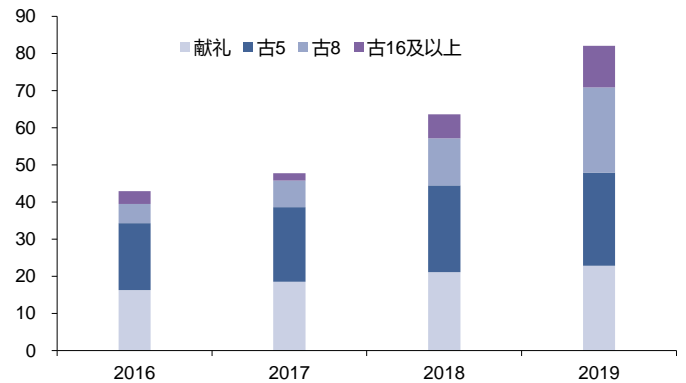
古井贡酒：高端化引领省内，全国化吹响号角。公司 09 年推出年份原浆，重振老八大名酒品牌地位，历经十年以 100-200 元价格带的古 5 和古 8 奠定省内龙头地位，18 年后公司产品战略加速布局 200 元以上产品带动省内升级。目前古井在省内的份额上已经形成了对竞品的绝对优势，其品牌影响力与在消费群体中的号召力进入良性循环强者恒强，安徽省内迎来全新竞争格局。在省内格局明朗之后，公司省外拓张的脚步不断加快，产能扩建做好品质支撑，坚定次高端发展战略。尽管省外拓张势必面临更加激烈的竞争，但公司经过数年的费用投放，无论在品牌还是渠道端均积累了较强的势能，将会在未来阶段分梯队打造核心消费市场，以点带面稳步推进全国化战略。我们继续看好公司产品结构升级和全国化拓展再上台阶，稳步推进两百亿新征程。

图表 26 安徽古井贡酒份额持续提升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 古井产品结构持续升级

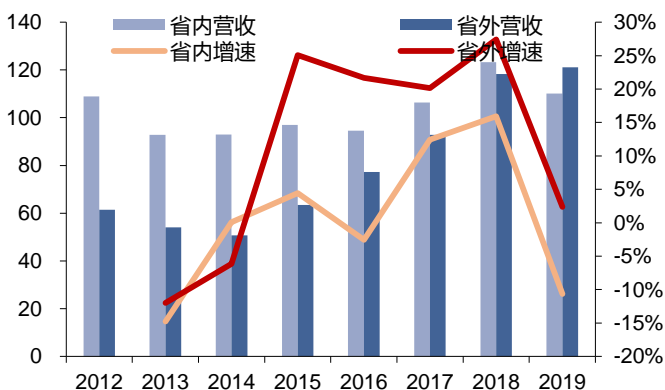


资料来源: Wind, 华创证券

苏酒: 今世缘增长势能延续, 关注洋河调整复苏。

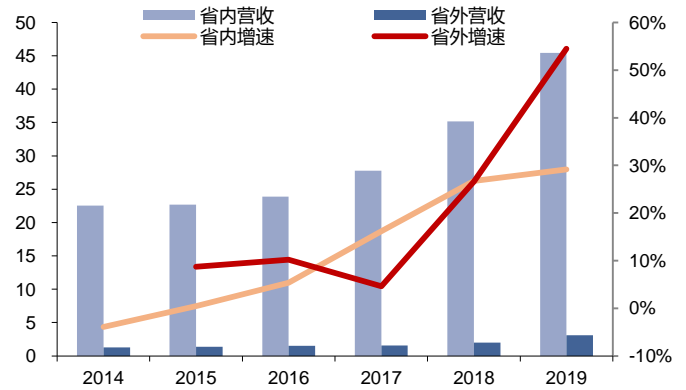
- **今世缘: 激励激发活力, 渠道优势明显。**公司管理层锐意进取, 经营治理优秀。今年推出股权激励草案彰显公司发展信心, 有望进一步激发经营活力。公司着力构建“品牌+渠道”双驱动体系, 渠道层面继续深耕, 加快终端铺设, 同时进一步提升经销商质量, 维护批价稳定, 保障较高渠道利润; 产品层面推出 V9 试水高端市场, 提升品牌形象, 未来产品结构升级趋势有望延续。公司省内营收分布不均, 未来仍有空间, 随着品牌力提升及渠道下沉, 苏南地区市占率有望进一步提升; 省外市场稳步推进, 在山东安徽浙江上海等地区逐步发力, 计划在五年时间将省外占比提升至 25%以上。我们认为公司虽受疫情影响短期业绩承压, 但中长期逻辑不改, 增长势能有望延续。
- **洋河股份: 全国化仍具优势, 调整结束后有望恢复稳健增长。**受疫情影响公司调整压力有所加剧, 但控货政策落实到位, 渠道及报表端压力均得以较充分的释放, 同时预收款处于高位, 后期仍有释放空间。内部治理方面, 公司 10~15 亿股权激励计划有序推进, 后续有望加快调动骨干积极性, 激发经营活力。渠道方面, 新型厂商关系构建顺利, 价盘与渠道推力均有提升, 渠道控制力有所加强。产品方面, 公司将资源聚焦梦 6+, 省外已开始全面铺货, 提升品牌张力的同时继续承接消费升级红利, 此外梦 6+的推出也能为天之蓝腾出发展空间, 进一步升级产品结构, 提高盈利能力。我们认为公司全国化优势明显, 根据地市场消费支撑性较高, 梦 6+有望成为战略大单品, 调整期结束后有望恢复稳健增长。

图表 28 洋河省内外收入及同比增速 (亿元/%)



资料来源: Wind, 华创证券

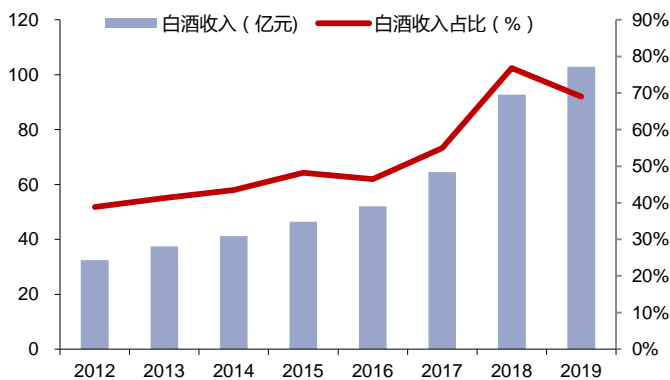
图表 29 今世缘省内外收入及同比增速 (亿元/%)



资料来源: Wind, 华创证券

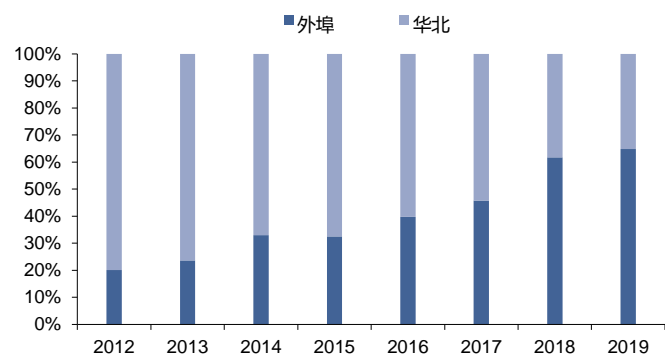
顺鑫农业：市场广阔优势明显，中长期全国化扩张逻辑清晰。20 年疫情加剧光瓶酒行业现金流压力，将加速中小企业出清，集中度有望提升，公司作为光瓶酒龙头，市场消费基础良好，规模、品牌、管理上优势明显，有望进一步扩大市场份额。虽短期受疫情和产品结构等影响，现金流、毛利率略有承压，但低端白酒偏快消品属性，周转率较高，疫情稳定后现金流状况有望快速好转。目前样板市场培育成果显现，华东、华南等市场增长较快，且这些地区经济发展水平较好，消费升级支撑性较高，待市场有一定稳固后，公司会加快导入高价位产品，结构将有明显提升，公司全国化进程无论在速度还是质量上都较为顺利。我们认为光瓶酒中长期市场空间广阔，随着聚焦白酒主业，公司竞争优势将进一步提升，凭借品牌力及规模优势持续提升份额，全国化稳步扩张逻辑清晰。

图表 30 公司白酒收入占比持续提升



资料来源：Wind，华创证券

图表 31 公司外埠市场收入占比持续提升



资料来源：Wind，华创证券

三、大众品板块：龙头逆势扩张，需求边际好转

(一) 需求明显复苏：刚需品类延续亮眼，受损品类边际反弹

刚需品类延续良好增长，受疫情影响较大品类边际明显恢复，并预计在中报即反映在报表端。疫情虽放大居家消费需求，但对大众品多个子行业的春节送礼需求、餐饮消费、供应链响应，均造成负面影响。随着国内疫情逐步控制，刚需品类延续良好，如肉制品、酵母等，受影响较大子行业开始边际恢复，乳业、啤酒、调味品等子行业均较为明显，同时由于保质期较短等特点，疫情冲击的影响在一季度基本暴露，预计二季度报表随需求复苏好转。

诉求决定投放，平衡格局下企业利润先行。疫情后企业为达成全年设置目标，下半年任务进度将加快。考虑不同子行业受疫情影响幅度不同，以及行业格局各异，预计费用投放幅度不一，份额诉求较高、且竞争激烈的企业，或将面临费用投放加大的情况，如桃李、海天、绝味等公司积极抢占竞品份额，费用投放存在加大可能，反之费用将处于可控范围，如乳业双子星偏利润诉求，预计费用投放可控，啤酒高端化浪潮中，龙头企业策略全面转向利润，彻底告别低价竞争，费用投放预计理性。

关注成本变动带来的潜在提价催化。当前整体看，大众品上游原材料成本压力不大，预计乳业原奶涨幅温和，影响大多数子行业的包材成本底部徘徊；啤酒大麦受澳麦“双反”加税影响，年底新一轮采购时，存在一定上涨预期。酵母行业中，安琪酵母糖蜜采购成本维持平稳，但受疫情影响公司糖蜜采购进度尚未完成，若酒精需求激增导致糖蜜价格上行，糖蜜成本或将上行。龙头提价能力及空间均充足，啤酒、酵母等子行业具备进一步提价催化可能。

(二) 龙头优势放大，关注潜在并购机会

龙头优势放大，份额持续提升。疫情冲击下，小企业迫于现金流和运营压力，受损明显较大，对于大多数龙头企业而言，短期虽受冲击，但长期综合优势将进一步放大。乳业龙头伊利常温市占率持续提升，绝味逆势开店，疫情加

大中小企业退出，反而成为龙头逆势扩张的历史性机会。

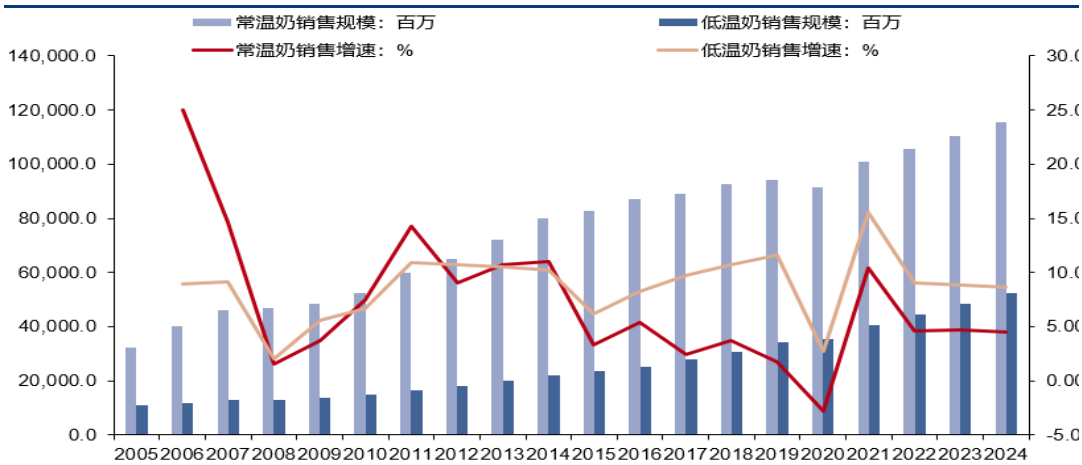
关注龙头企业潜在并购机会。在小企业退出过程中，不仅留给龙头企业份额收获机会，同时也给予龙头海内外的优质标的并购机会，从产业发展逻辑看，啤酒、乳业、酵母、保健食品等行业龙头，均具备外延并购的诉求及实力，建议关注潜在并购机会带来的催化。

（三）重点子行业跟踪

1、乳制品：需求加速恢复，成本费用可控

健康消费助推，边际加速恢复。疫情对乳制品公司一季度影响较大，但疫情催生对健康消费的重视，乳业消费明细受益，目前经营数据正在明显转好。细分品类看，低温奶疫情后增长超预期，但中长期视角下，低温奶源辐射半径有限，物流需要全程冷链（包括物运输/经销商/终端等），且国人对低温食品消费习惯形成需要时间，预计低温占比将处于稳步提升趋势。奶粉品类方面，疫情推动内资品牌高增，1-2 月阿里渠道婴幼儿奶粉子行业销售额同比增长 38.83%，考虑到奶粉消费的持续性、海外供应链受影响、及内资品牌替代趋势，看好后续延续高增。

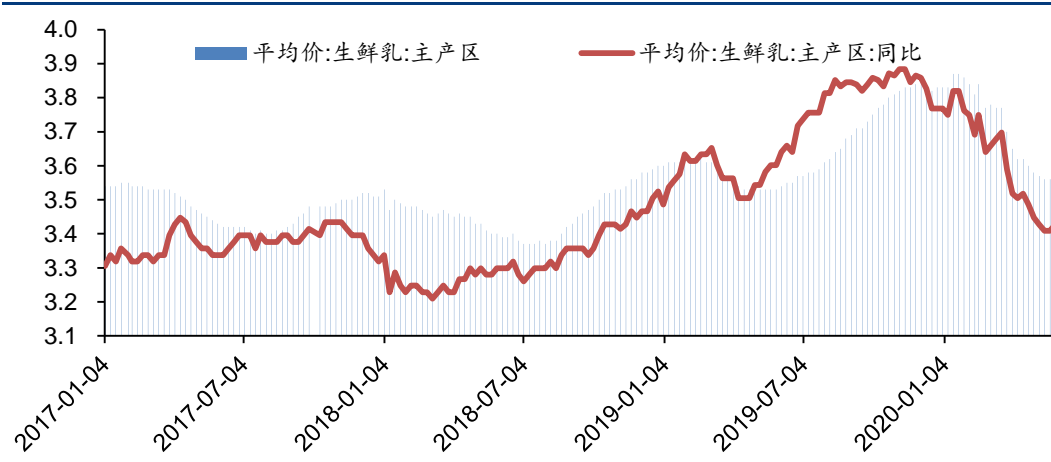
图表 32 我国常温奶、低温奶规模及增速



资料来源: Wind, 华创证券

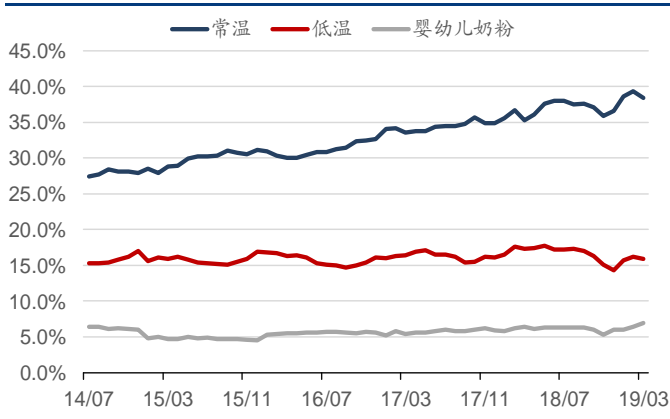
龙头伊利：份额持续提升，盈利底部反转，估值中枢值得看高。公司常温份额在疫情期间持续提升，同时优秀经营能力推动疫情后快速恢复，渠道调研显示，常温液奶 4、5 月份增长 20% 以上，预计 6 月底前各项业务恢复正常水平，上半年收入有望实现正增长，利润降幅会有所收窄，Q2 单季利润具备双位数增长潜力。全年展望看，预计常温液奶个位数增长，奶粉业务有望达到双位数增长。投资建议上，即便仅考虑液奶份额提升，龙头地位愈发明显，Q2 底部景气反转，流动性充裕背景下，当下不仅是估值安全边际凸显，估值中枢更值得看高，当下稀缺的低估值改善优质龙头标的，维持目标价 40 元，重申强烈推荐。

图表 33 生鲜乳价格下半年预计个位数上涨，奶企成本端可控



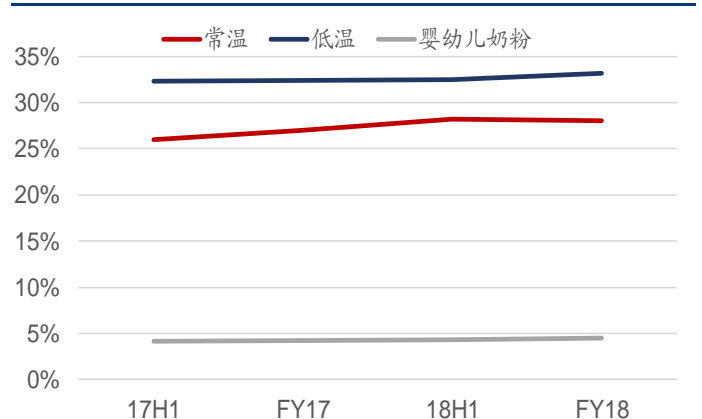
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 伊利常温及奶粉市场份额持续上升



资料来源: AC 尼尔森, 华创证券

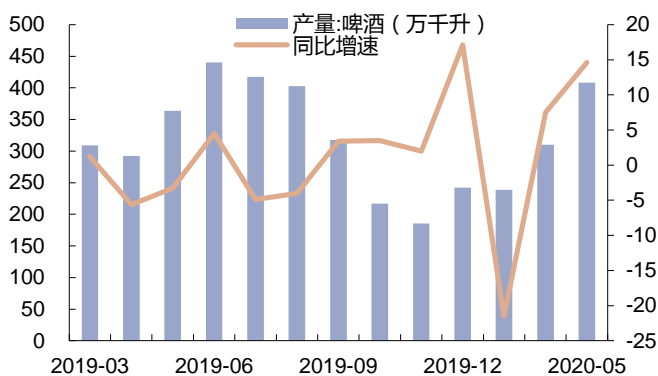
图表 35 蒙牛低温市场份额保持领先



资料来源: AC 尼尔森, 华创证券

2、啤酒: 迈入盈利加速阶段, 年内景气强势反转

Q2 景气强势反转, 业绩具备高弹性。行业数据显示, 2020 年 1-5 月啤酒总产量 1263.9 万千升, 单 4 月产量 307.9 万千升, 同增 5.4%, 单 5 月产量 406.5 万千升, 同增 11.4%, 旺季到来后行业景气强势反转。收入利润来看, 20 年 1-4 月规模以上啤酒企业实现收入 398.9 亿元, 实现利润 20.4 亿元, 单 4 月实现收入 128.3 亿元, 同增 2.8%, 实现利润 14.0 亿元, 同增 48.2%, 利润具备较大弹性。短期看, 我们预计行业 5 月产量同增双位数下, 行业 5 月利润仍然具备较大弹性。三年维度看, 在销量同比增长较好, 产能利用率提升, 部分品牌提价效应凸显下, 20 年将开启行业 3 年盈利加速向好周期。

图表 36 2019-2020 年啤酒行业产量及增速


资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 2020 年行业分季度收入利润及增速

亿元	20 年 1-4 月	2020 年 4 月
收入	398.89	128.30
YoY	-22.21%	2.82%
利润	20.40	14.03
YoY	-54.82%	48.21%

资料来源: 国家统计局, 华创证券

青岛啤酒: 收入业绩弹性足, 短期目标市值千亿。渠道调研反馈, 当前流通渠道完全恢复、餐饮渠道恢复 70%~80%、夜场等娱乐渠道恢复 30%~50%, 但公司夜场渠道占比较小, 对整体影响相对可控。我们认为, 在整体行业二季度向好下, 龙头公司优势明显, 销售情况大概率好于行业整体表现, 故预计公司 4 月、5 月销量近双位数增长, 6 月销量在去年高基数下维持平稳, 预计整体 Q2 销量增长 5%~7%, 销售收入实现近双位数增长, 业绩表现具备一定弹性。目标价 85 元, 短期目标市值看至千亿。

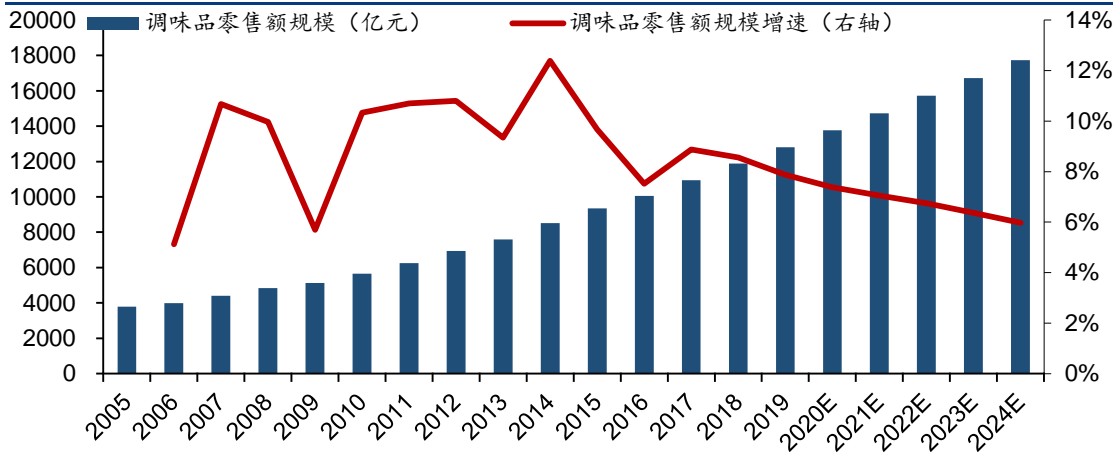
华润啤酒: 旺季消化 Q1 影响, 盈利提升周期加速。公司联手喜力高端化加速, 19 年团队、渠道和市场融合基本完成, 20 年营销战略落地、新品组合上市。渠道调研反馈, 公司餐饮、流通渠道恢复较好, 旺季到来后动销逐步恢复正轨, 库存消化较好, 预计 6 月销售完全恢复正常。此外, 公司产能优化已经关闭了 27 家工厂, 预计今年关厂数量减少至 3-5 家, 减值压力最大的阶段已经过去, 产业优化进入 2.0 阶段, 未来高端化加速+效率提升体现, 利润率提升速度有望在过去三年基础上加速。

3、调味品: 供需逐步恢复, 龙头化危为机

疫情隔离逐步解除, B 端餐饮需求有望恢复。作为居家必选板块, C 端 Q1 保持良好增长趋势, 甚至呈现爆发式增长, 补库存动作持续。但疫情期间外出餐饮消费减少冲击 B 端需求。整体而言需求兑现必选属性, 龙头渠道掌控力优异。下半年疫情影响渐进消退, 疫情风险降低将带来下游餐饮门店开门数量逐步增加。疫情期间餐饮消费停滞, 下半年或迎来报复性餐饮消费, 调味品 B 端需求将迎来大幅回升, 成为下半年行业主要增长点。

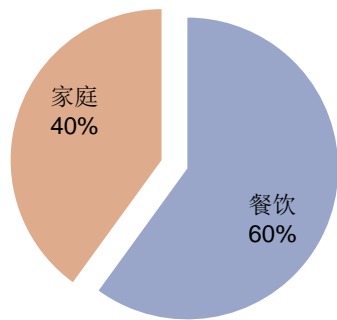
龙头公司疫情期间化危为机, 市场集中度提升带来下半年投资机会。调味品作为典型的必选优质赛道, 需求刚性影响小, 龙头反而可以借助调整能力及渠道掌控力, 抓住下半年消费恢复常态机遇加快抢占份额。毛利率方面, 虽受到原料成本上涨影响, 但龙头公司通过优化产品结构和适时提价, 盈利能力稳步提升。公司主动开拓市场、加强渠道下沉虽致销售费用率上升, 但下半年渠道下沉、市场覆盖面扩大撬动收入的效应将逐步显现。总体来看, 渠道调整与产品结构改善导致龙头公司强者恒强, 市场集中度提高, 龙头公司市场份额进一步提升, 带来规模效应、议价能力提升等好处, 投资价值提升。

图表 38 调味品行业规模稳健



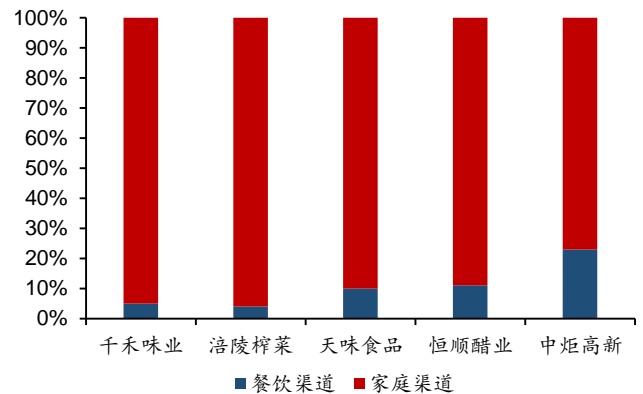
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 39 调味品行业渠道结构占比



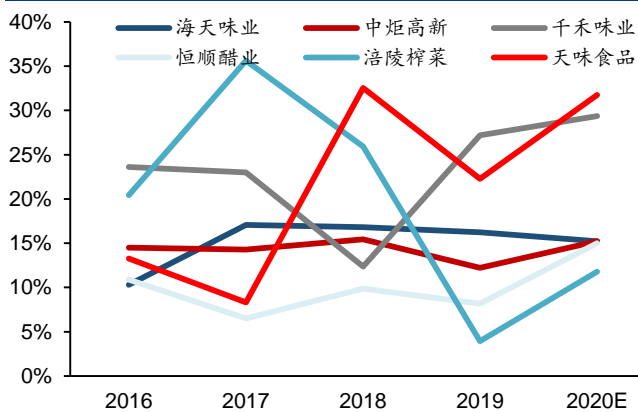
资料来源: 智研咨询, 华创证券

图表 40 主要公司渠道结构占比



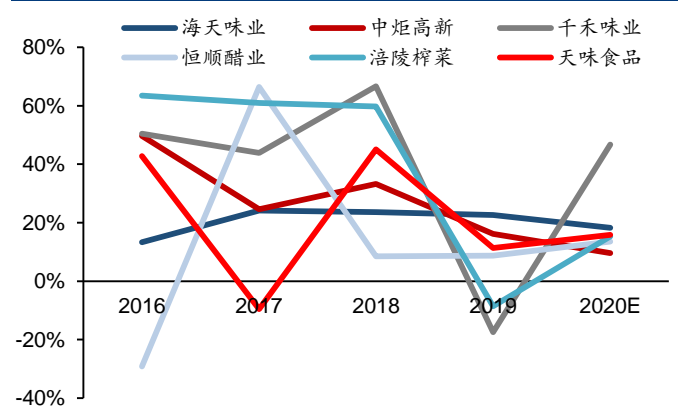
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 41 行业主要公司收入增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 行业主要公司利润增速



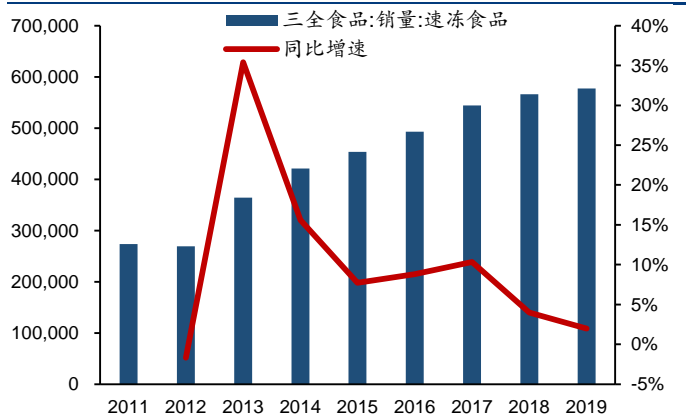
资料来源: Wind, 华创证券

4、速冻食品：C 端短期受益，B 端加快集中

C 端需求旺盛，渠道下沉加速。疫情发生以来，速冻食品 C 端需求显著增加，渠道库存处于低位，出现明显缺货现象，龙头速冻食品公司于 2 月下旬复工复产后加快生产，2-3 月收入加速恢复。预计下半年随着基本面持续改善，生产和消费全面正常化，行业将全面恢复，延续增长。疫情加快 C 端高吨价产品的渠道下沉和推广，下沉市场渠道铺设扩大消费者覆盖范围，行业规模有望进一步提升。同时促销费用下降，对盈利能力提升作用已初步显现，下半年盈利能力预计继续保持强劲。

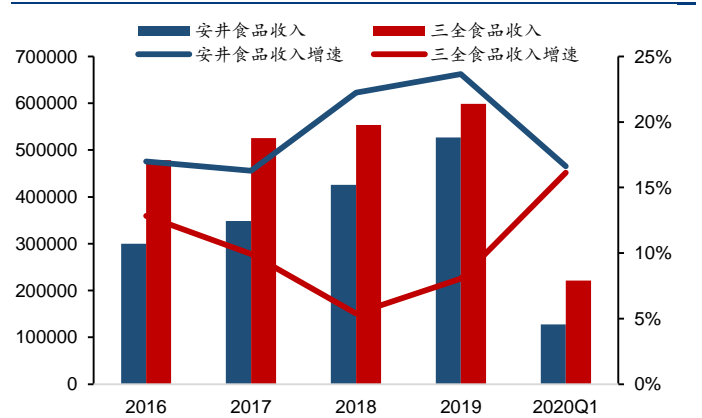
B 端受影响较大，下半年增速料将明显恢复。受疫情影响，春节期间外出餐饮消费需求基本消失，以家庭消费为主，针对 B 端为主的速冻食品企业受影响较大。但速冻产品部分节前备货充足，短期企业发货较为正常，更多因素来自于复工时间点及后续下游客户账期拖长等。下半年，外出餐饮需求将全面复苏，B 端将明显受益。短期对于 B 端渠道影响虽然较大，但也要看到速冻 B 端市场长期成长性仍较好，短期市场格局更为分散，中小品牌本身盈利水平处在低水平，此次疫情对中小品牌更是大考，预计疫情控制之后将加快速冻 B 端市场份额集中，利好规模优势更突出的龙头企业。下半年龙头企业有利于受到市场整体恢复与份额提升的双重利好。

图表 43 三全速冻食品销量及其增速



资料来源：智研咨询、华创证券

图表 44 三全、安井收入增速

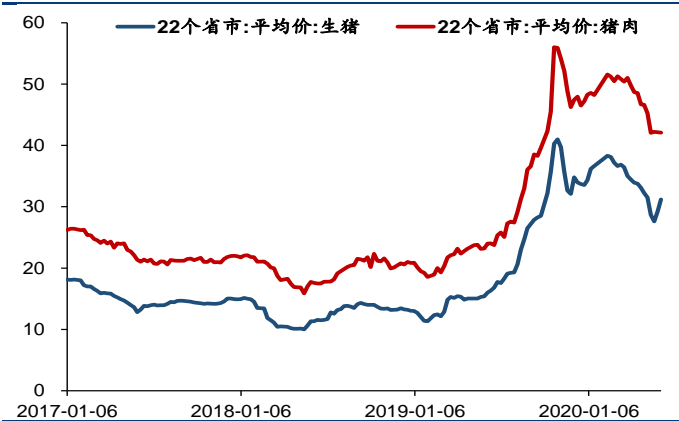


资料来源：公司公告、华创证券

5、肉制品：销量平稳微增，提价效应护航

龙头双汇：肉制品销量平稳微增，提价效应逐季显现，关注进口冻肉量及鸡价成本下降幅度。肉制品销量 Q2 预计小幅增长，维持平稳微增趋势。19 年 6 次提价，提价效应在 20 年逐季释放，护航报表业绩。成本端方面，进口冻肉量明显加大，在国内猪周期高位，将提供较低猪肉成本，同时占比较高的鸡价年内降幅较多，为成本下降超预期提供潜力。屠宰业务方面，近两年主要利润来自冻肉销售，考虑 Q2 猪价环比有所下降，供给端出售意愿不强，导致销量环比下降，预计 Q3 随猪价反弹将加大冻肉销量。

图表 45 猪价和生猪价格走势 (元/千克)



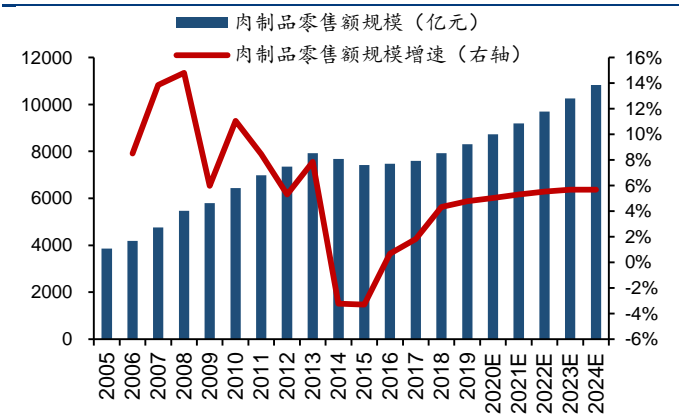
资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 鸡肉和白羽鸡价格走势



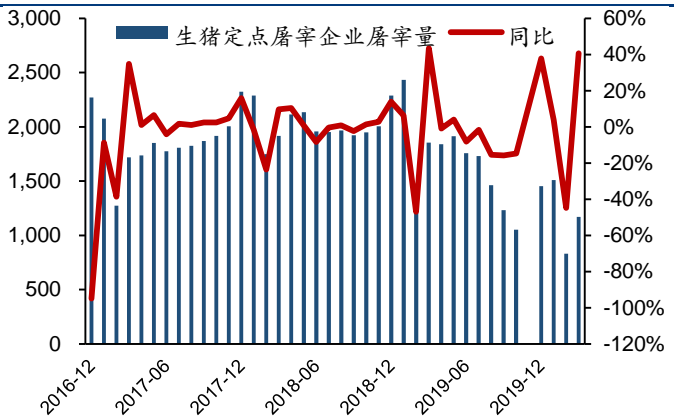
资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 肉制品零售规模及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 行业定点生猪屠宰量增速

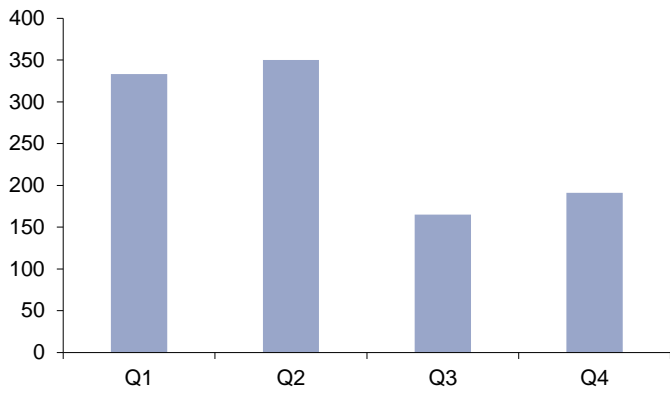


资料来源: Wind, 华创证券

6、卤制品: 龙头逆势开店, 贡献 H2 高增

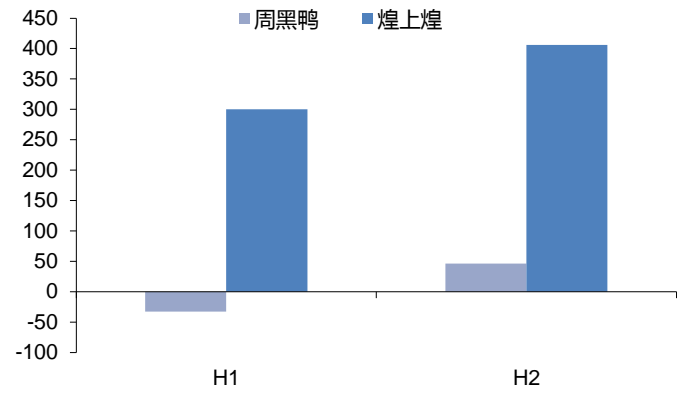
行业迎来开店窗口期, 预计加速开店贡献 H2 收入业绩高增。疫情导致餐饮、零售小店退出市场, 优质点位出清, 行业开店迎来窗口期。渠道调研反馈, 部分卤味品牌 Q2 开店速度同比大幅加速, 考虑门店达到正常同店销售水平需要约 3 个月, 预计可大幅贡献 Q3、Q4 收入及业绩表现。全年来看, 由于开店窗口期难得, 预计下半年各品牌仍会抓住机会快速开店。我们认为, 该窗口期出现对于全国化布局最完善, 后端门店管理、供应链管理及人才管理能力最强的绝味食品最为有利, 周黑鸭及煌上煌亦积极推动加盟门店扩张。

图表 49 2019 年绝味食品分季度净开店情况



资料来源：公司公告，渠道调研，华创证券

图表 50 2019 年煌上煌及周黑鸭分季度净开店情况



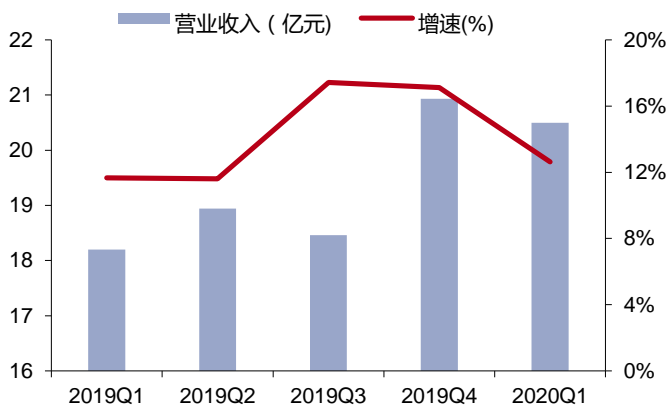
资料来源：公司公告，渠道调研，华创证券

7、烘焙：桃李边际恢复，酵母业绩向好

桃李面包：校园终端动销有所恢复，部分区域市场份额仍有优势。渠道调研反馈，在 Q2 高校陆续返校下，多数区域校园周边市场动销环比好转，但部分疫情较严重区域仍有影响。此外，公司强势市场中渠道份额仍高于疫情开始前，在 Q2 疫情反复下仍维持份额优势。尽管考虑到 Q2 相比往年开学延迟、去年同期高基数等综合因素，预计 20Q2 增幅边际放缓，但在 20Q1 高增奠基下，维持全年 20% 业绩增长预测。

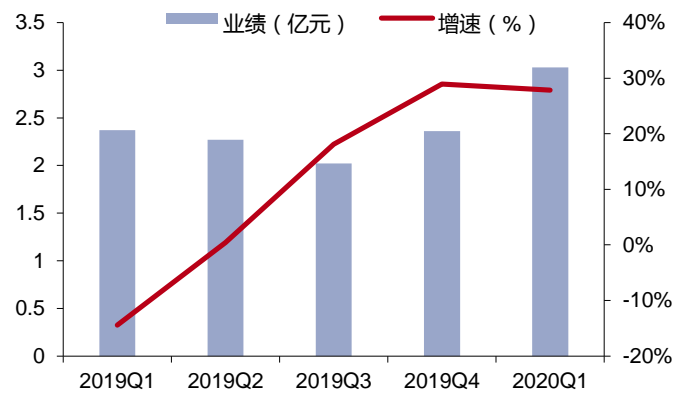
安琪酵母：疫情影响下抢占海外市场份额，提价+缩减费用将带来 Q2 业绩加速。同业调研反馈，海外疫情影响下，处在欧洲疫情较严重地区的竞品销售受到阻碍，公司趁机抢占海外市场份额，销售反馈较好。在出口业务向好下，我们预计公司国内产能利用率亦有所提升，国内市场上提价可维持，费用投放或有所缩减，预计对 Q2 收入业绩有较大贡献。Q1、Q2 业绩高增保障下，我们预计全年目标达成无虞。

图表 51 2019-2020 分季度收入及增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 52 2019-2020 分季度业绩及增速



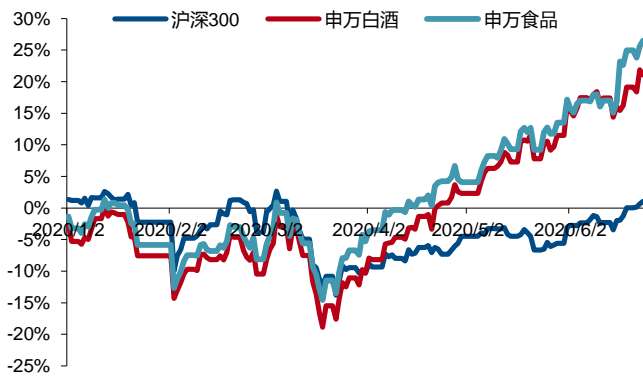
资料来源：Wind，华创证券

四、投资策略：紧握龙头溢价，加配低估改善

（一）估值展望：估值溢价将聚焦优质龙头，低估改善有望获超额收益

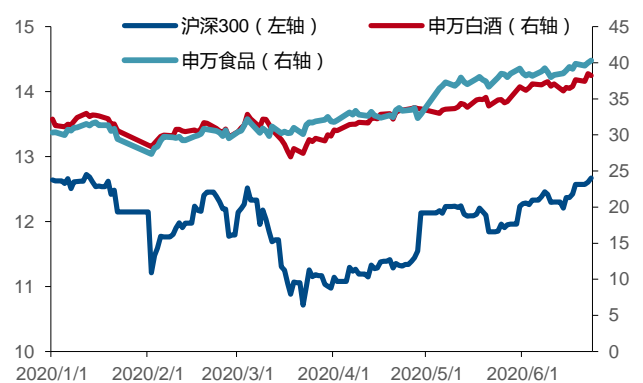
20H1 板块尽享估值溢价，多数优质标的估值达历史高位。食品饮料板块上半年再度演绎强势行情，疫情影响阶段，居家必选消费先行大涨，双汇、洽洽、飞鹤等居家消费子行业龙头均创新高，3 月后疫情受损行业需求逐步好转，以白酒、啤酒为代表的可选板块超额收益明显。当前时点看，食品饮料多数优质标的估值均达到历史高位。

图表 53 年初至今食品饮料板块股价走势



资料来源：Wind，华创证券

图表 54 年初至今食品饮料板块 PE-TTM



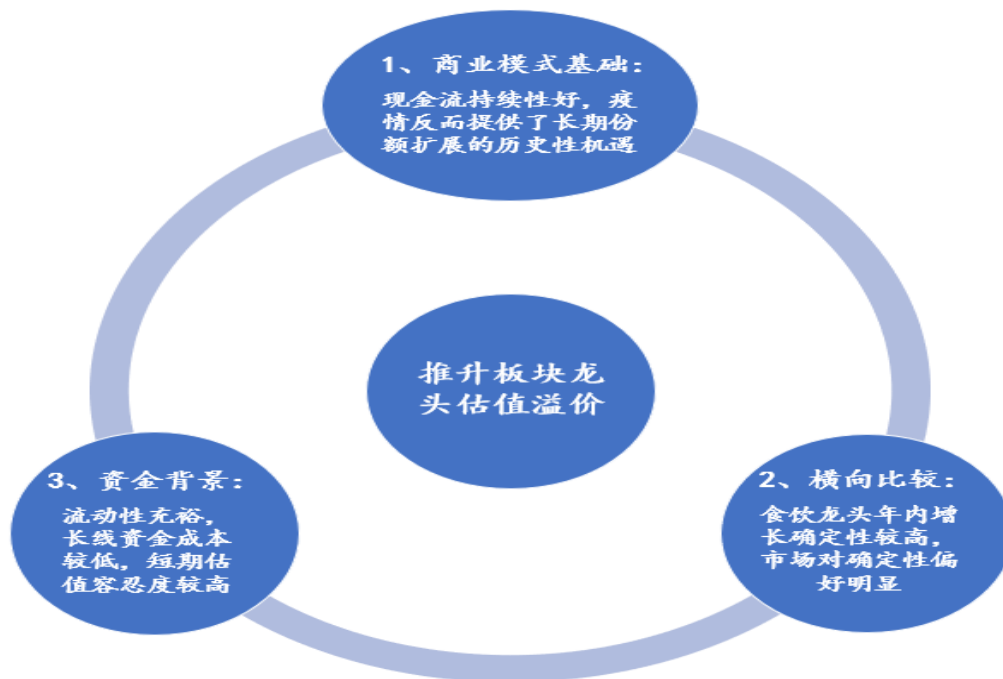
资料来源：Wind，华创证券

我们认为主要有以下三点原因：

- **商业模式：**疫情反而提供了长期份额扩展的历史性机遇。食品饮料品牌龙头需求稳定性好，并能够持续获得稳定性现金流，加上疫情突发对行业剧烈冲击，小企业出清机会反而给予龙头扩张的历史性机遇，利好龙头长期增长空间。
- **横向比较：**食品饮料龙头年内增长确定性较高，市场对确定性偏好明显。放眼年内，国内疫情控制后，内需逐步恢复。食品饮料各子行业龙头仍具备实现全年正增长基础，超强的稳增确定性凸显，以高端白酒龙头为代表，疫情受益的居家消费标的仍维持较强增长，以肉类、休闲零食龙头为代表，疫情受损品类标的二季度后景气快速回升，以乳业、啤酒龙头为代表。相比外需依赖型行业，食品饮料龙头年内增长确定性高，市场风格对确定性偏好凸显，助推估值溢价。
- **资金背景：**流动性充裕推升资产价格，长线资金成本较低且定价权提高，短期估值容忍度较高。在逆周期调节政策下，全球流动性充裕，推升确定性收益资产价格（包括高端白酒、及确定性股权资产），同时使得部分长线资金成本较低。在近年长线资金定价权提升背景下（包括 A 股国际化进程中的外资长线资金，及国内长线资金增多），对中长期成长空间明确、增长路径清晰、盈利兑现具备潜力的标的，给予较高的短期估值容忍度。

我们判断，20H2 板块估值将呈现分化，估值溢价将聚焦在优质龙头上，同时，低估值改善标的有望获超额收益。当前板块整体估值处于高位，需求边际复苏及充裕流动性推动下，高端白酒价格仍有上行空间，奠定高端白酒估值溢价延续，部分次高端及中档白酒需求恢复较慢，短期估值或将面临波动。大众品刚需品类年内业绩确定性较高，对于受益中长期产业趋势的优质细分龙头，估值溢价有望延续。同时对于疫情压制品类，经营逐步改善，下半年有望低估值改善的超额收益。

图表 55 食品饮料龙头估值溢价的三点原因梳理：长线扩张机遇、年内确定性、长资金定价权



资料来源：华创证券整理

（二）投资建议：坚守龙头溢价，加配低估改善

1、白酒板块：首推高端估值溢价，长线加码扩张型龙头，精选小而美标的

首推高端估值溢价，首推茅台、五粮液、泸州老窖。 高端白酒批价下半年仍有上行空间，社交属性加大、金融属性助推下，茅台供需结构进一步紧张，中秋前淡季批价上行趋势不改，五粮液改革组合拳出台，批价有望逐步提升，国窖受益跟随上行。长期清晰的增长空间下稳定增长，估值中枢逐步抬升，年内批价上行及较高增长确定性，为短期估值提供支撑，因此高端白酒估值溢价有望延续，标的上推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖。

加码扩张型区域/泛全国化龙头，推荐山西汾酒、古井贡酒、今世缘、顺鑫。 山西汾酒、古井贡酒、今世缘、顺鑫等全国化扩张的龙头酒企，品牌口碑或经营能力支撑扩张基础。尽管短期估值较高，但成长空间打开下，估值容忍度值得放宽，建议以中长线视角加码扩张型龙头。

精选特色小而美品种，关注酒鬼酒、伊力特。 酒鬼酒具备独特的馥郁香型及高端品牌认知，营销改革加速推动，内参体量较小背景下，具备连续高增长潜力，带来公司整体增长高弹性。伊力特具备异域风情独特认知，受益疆内经济建设恢复，以及潜在的改革推动，建议关注经营改善机会。

同时，关注低估值改善的布局机会，紧盯洋河经营变化。 当前洋河估值具备较高性价比，但仍在经营调整期，预计调整完成仍需时间，建议紧盯洋河梦 6+放量带来的经营变化。

2、大众品板块：加大啤酒板块推荐，紧握优质细分龙头，加配低估值改善机会

盈利步入加速提升期，基于三年产业趋势，加大啤酒板块推荐。 中期三年维度看，内资龙头步入盈利加速改善期，板块盈利潜力远未兑现，Q2 需求加速复苏，旺季消费奠定全年基础。估值层面看，类似 17-18 年，部分长线资金推

动估值大幅上涨，18-20 年在通过业绩兑现，逐步消化估值。当前估值及匹配的盈利潜力看，内资龙头均具有较高确定性市值上行空间，首推华润啤酒（H 股）、青岛啤酒。

高估值、高确定及高潜力下，紧握优质细分龙头。当前多数细分龙头估值不低，年内业绩确定性仍较高，产业长趋势下的成长潜力充足，建议坚定持有，用耐心赢得未来空间，持续推荐安琪、双汇、中炬、恒顺、安井、绝味、洽洽等标的。

加配低估值改善机会，首推伊利，推荐榨菜，关注汤臣。伊利份额持续提升，龙头地位愈发明显，Q2 底部景气反转，仅考虑液奶份额提升带来的成长性，已具备估值上行催化，价值配置时点已凸显，若叠加乳业全品类及健康饮品增长潜力，估值中枢更值得看高。榨菜估值在调味品板块中相对较低，且目前估值水平相比仍处于近三年均值。Q2 补库存收入有望加速，Q3 缩规格提价逐步落地业绩仍具备弹性。目前公司县级层面渠道下沉和地市级层面渠道改造仍在稳步推进中，有望实现较长时间的稳定增长，估值仍具备上行基础。汤臣倍健具备大单品打造成功的潜力，建议关注定增进度及影响。

五、风险提示

- 1、板块短期估值过热，基本面不及预期造成的波动风险。**短期板块热度较高，部分标的估值达到历史高位，若部分子行业及个股中报业绩不及预期，可能导致估值较大波动；
- 2、终端需求疲软。**疫情冲击下经济放缓，消费者信心或受到影响，部分行业终端需求或有所下滑；
- 3、竞争加剧风险。**疫情结束后部分行业存在库存较高情况，譬如次高端白酒等，后续存在去库存情况或导致行业竞争加剧。

食品饮料组团队介绍

研究所所长、大消费组组长：董广阳

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

分析师：于芝欢

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

分析师：程航

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

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

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

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

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

行业投资评级说明:

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

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

华创证券研究所

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