

食品饮料行业2020年中期策略报告

把握疫后景气修复，长期视角看优质资产价值

2020年7月1日



行业评级

强于大市（维持）

证券分析师

刘彪 投资咨询资格编号：S1060518070002

LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

投资要点:

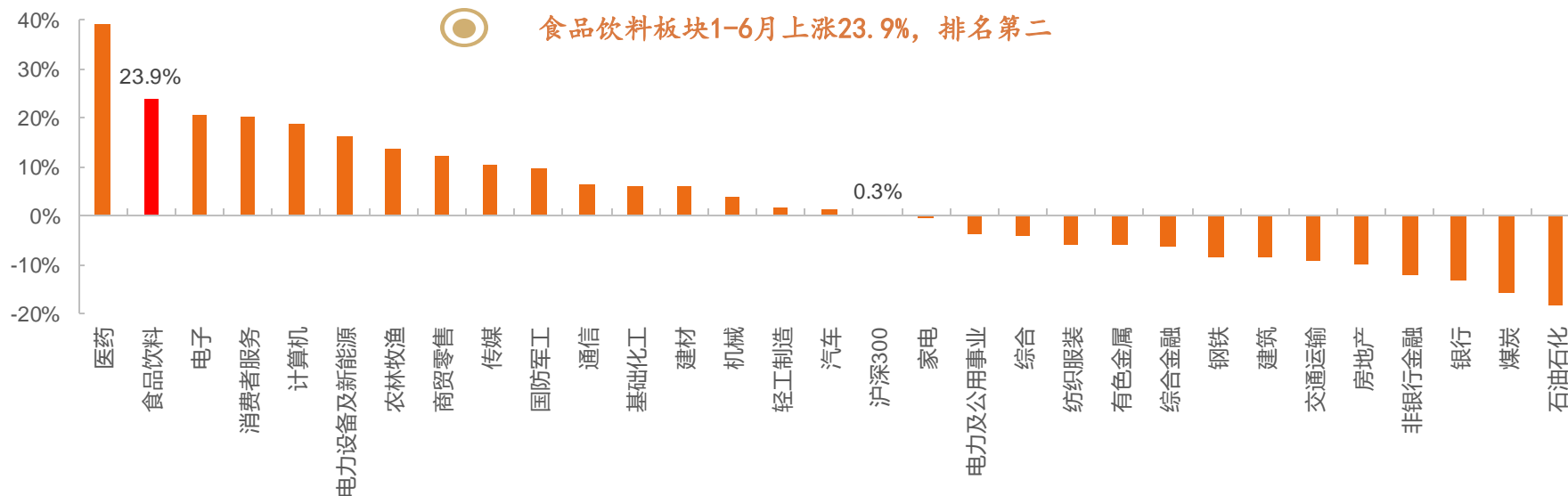
- **行业展望:** 虽疫情导致收入增速&消费意愿均回落, 但5月食饮需求已基本恢复正常, 较好财富积累亦可保障未来需求平稳, 行业有望延续5-10%较好增长。同时, 疫情加速行业洗牌、重塑消费习惯, 行业酝酿结构性机会, 看好传统龙头及相关新产业成长。白酒2H20或迎来补偿性消费潮, 龙头有望抢抓消费红利, 白酒长期消费升级趋势不改, 继续看好高端、次高端成长性。大众品因产品属性、消费场景不同而表现差异, 主食类、肉制品等或得益于渠道补库存而短期延续好增长, 乳制品、调味品、保健品等动销有望逐季改善, 龙头加速收割份额。
- **选股思路:**

 - 1) **景气度持续回升:** 疫情消退下行业需求快速恢复, 且公司自身调整效果亦逐步显现, 未来经营有望重回正轨, 低预期下或实现估值修复, 推荐汤臣倍健、伊利股份、养元饮品, 建议关注洋河股份;
 - 2) **龙头享估值溢价:** 消费升级&份额集中, 龙头成长天花板仍高, 领跑者护城河不断拓宽, 业绩持续增长确定性高。无风险利率低位&成长机会更稀缺的背景下, 龙头估值仍具提升潜力, 推荐五粮液、双汇发展、贵州茅台、海天味业;
 - 3) **深耕优质赛道:** 更健康、更营养、更个性的消费诉求催生新兴成长机遇, 优质赛道头部公司具备广阔成长潜力, 建议以长期空间看待公司估值, 推荐安琪酵母、绝味食品、桃李面包。
- **风险提示:** 宏观经济疲软的风险; 业绩不达预期的风险; 重大食品安全事件的风险。

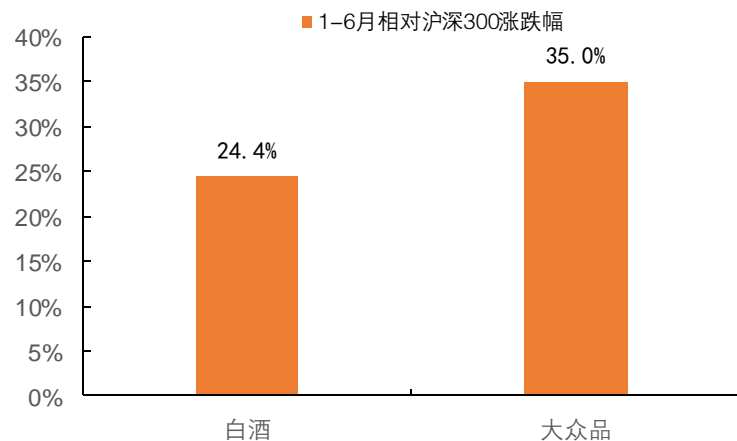
目录 CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名第二，估值拔高助推股价大涨
- 食饮需求有望延续平稳增长，消费习惯重塑酝酿新机遇
- 白酒复苏着眼长远，大众品聚焦稳健龙头&优质赛道
- 投资建议

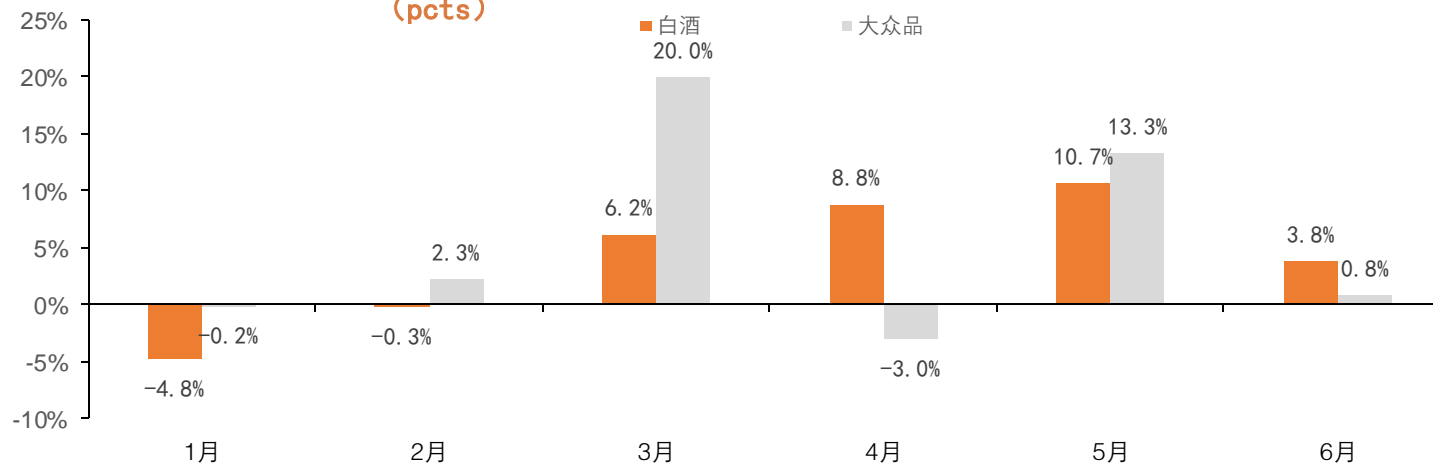
1.1 市场回顾：食品饮料板块涨幅排名第二，大众品涨幅领先白酒



各子行业1-6月相对沪深300涨幅 (pcts)



各子行业1-6月分月份相对沪深300涨幅 (pcts)

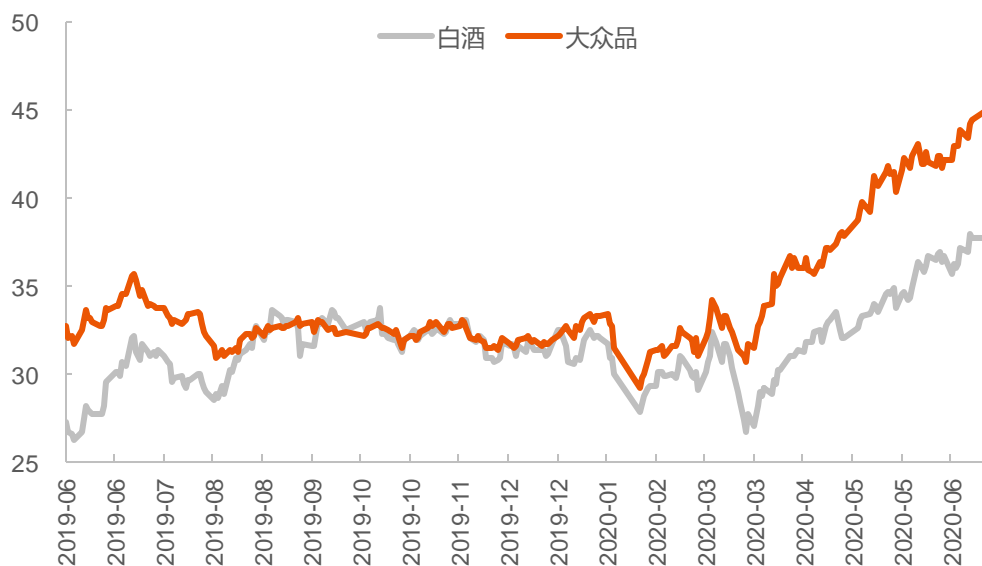


注：行情数据截止至20年6月29日
资料来源：Wind，平安证券研究所

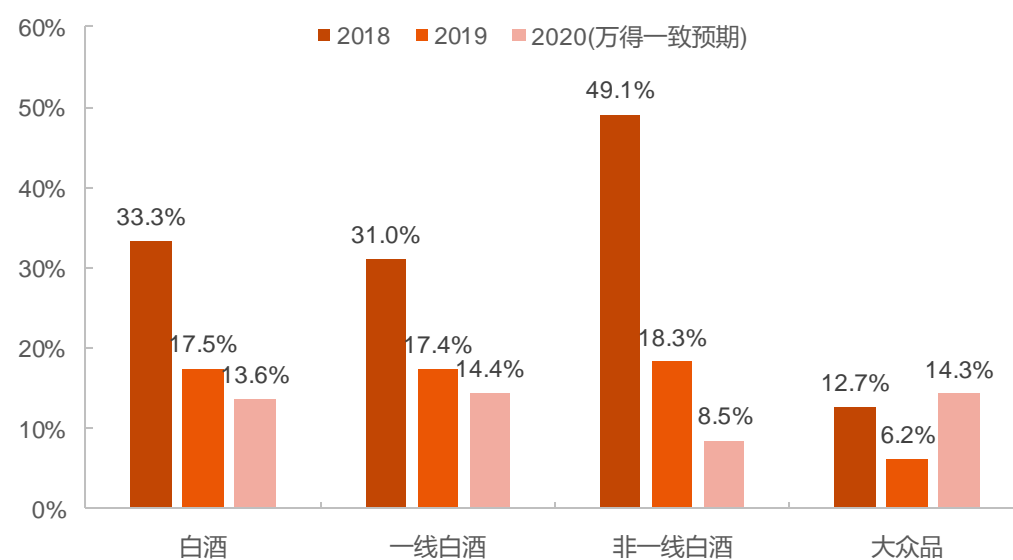
1.2 涨幅分解：估值中枢抬升+预期净利稳健增长，助推1H20板块股价上涨

- 从估值看，新冠疫情背景下，食品饮料作为内需板块，业绩确定性高，被市场给予估值溢价，整体板块估值出现提升，其中大众品因需求受疫情影响更小而率先且更大幅度享有估值溢价，白酒在国内疫情完全受控后估值逐步提升。
- 从业绩看，预期一线白酒20年净利增14.4%，非一线白酒净利增8.5%，大众品净利增速为14.3%，白酒预期增速较19年回落，其中一线白酒回落幅度小，非一线白酒出现大幅回落，大众品预期增速较19年有明显提升。

1H20大众品市盈率(TTM)大幅抬升



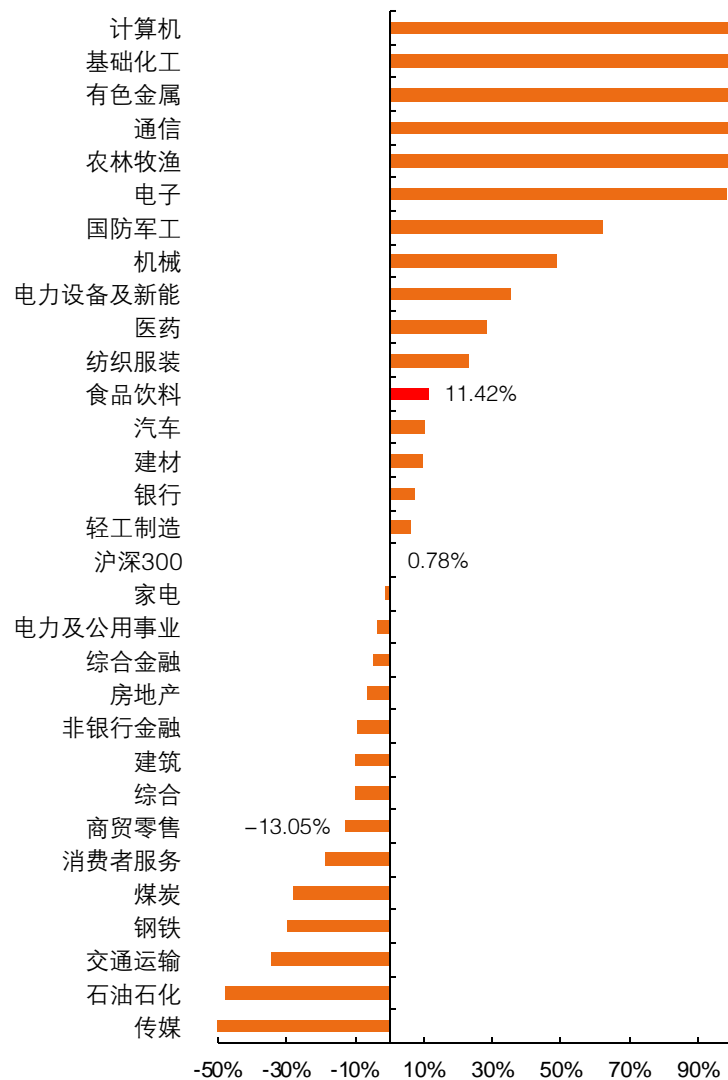
20年细分板块净利润增速预期



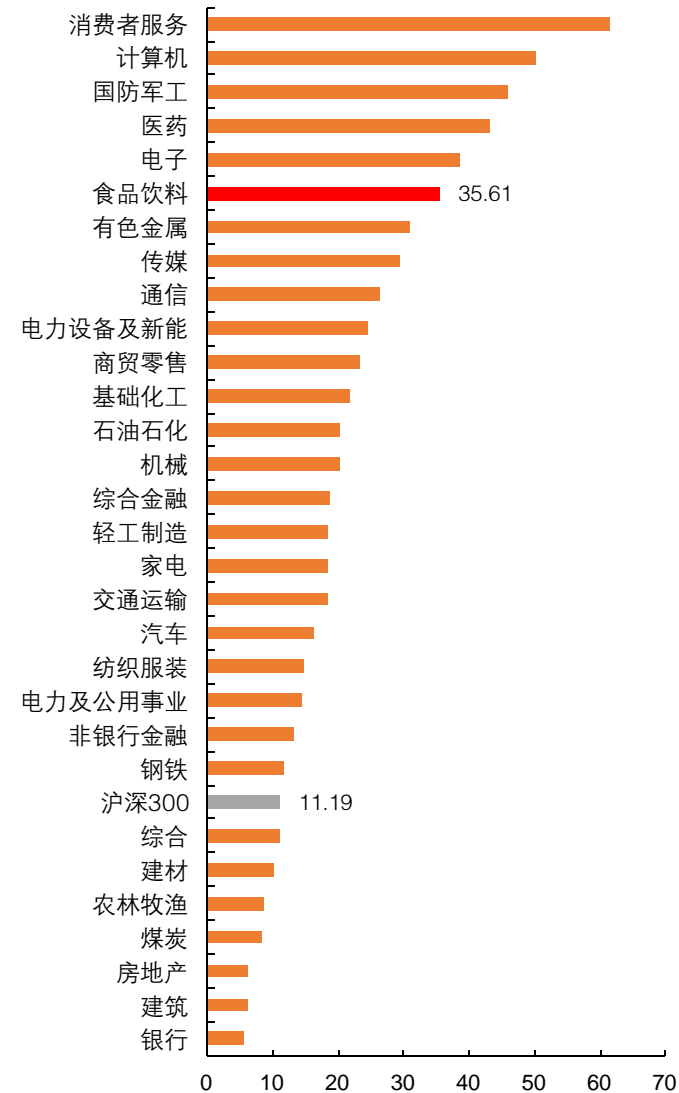
注：行情数据截止至20年6月29日
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 20年净利增速位于市场中位，PE排名位于市场前列

2020年预测净利润增速



2020年预测PE



资料来源：Wind一致预期，平安证券研究所

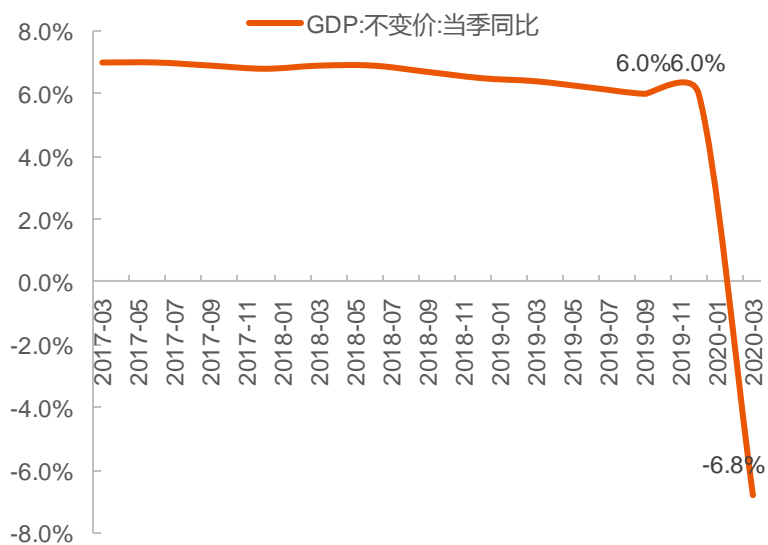
目录 CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名第二，估值拔高助推股价大涨
- 食品饮料需求有望延续平稳增长，消费习惯重塑酝酿新机遇
- 白酒复苏着眼长远，大众品聚焦稳健龙头&优质赛道
- 投资建议

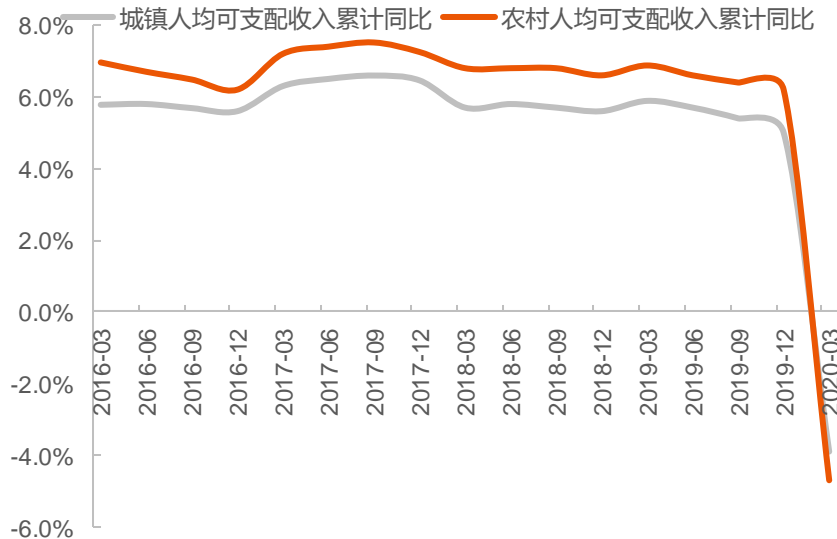
2.1 疫情导致短期经济承压，收入增速&消费意愿均回落

- 3Q19、4Q19、1Q20季度GDP增速分别为+6.0%、+6.0%、-6.8%，疫情对短期经济活动造成较大冲击，市场预期2Q20 GDP增速仍会受到负面影响；
- 人均可支配收入增速19年逐季度放缓，已呈现下行态势，疫情冲击下1Q20城镇、农村人均可支配收入分别同比-3.9%、-4.7%；
- 消费者信心指数在2月出现大幅滑坡，3月环比有所改善，但4月再次下滑且低于2月水平，消费意愿处于低位。

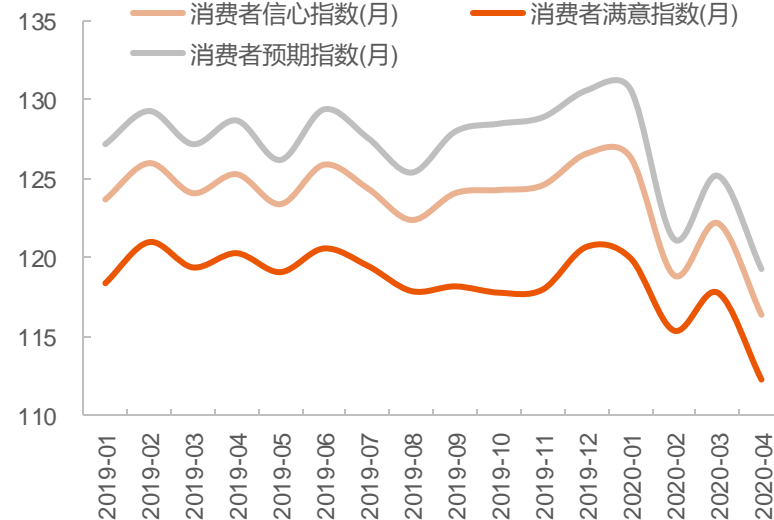
疫情导致 1Q20 GDP下滑6.8%



1Q20 城乡人均可支配收入均同比下滑



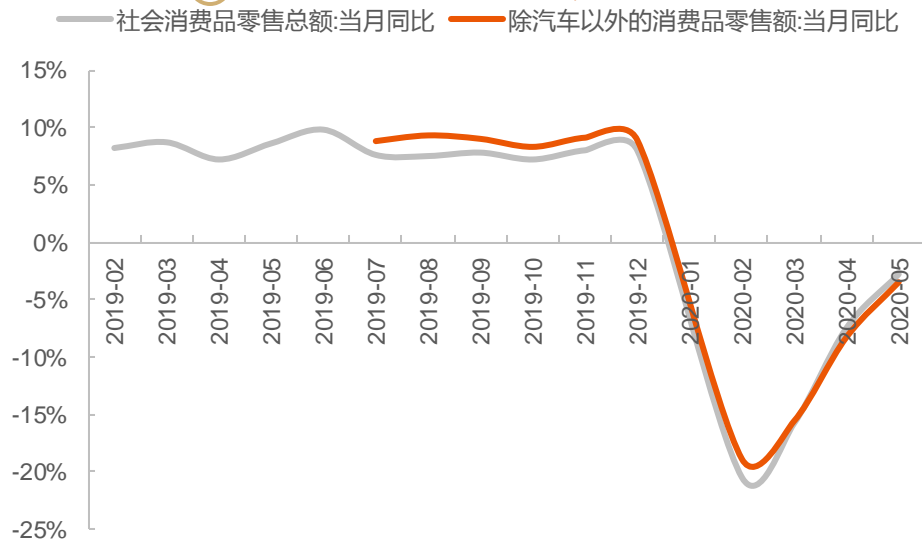
消费者信心持续回落，4月已低于2月水平



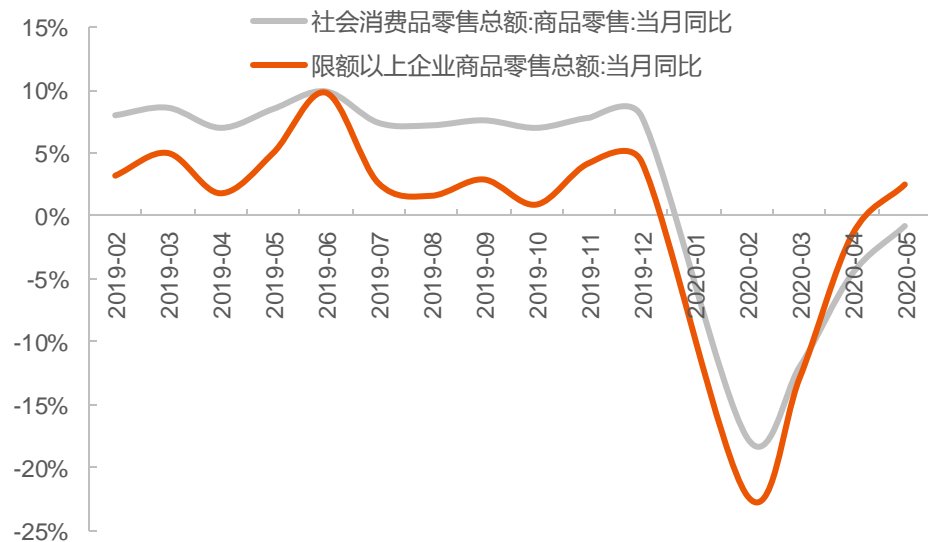
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 社零恢复尚需时日，餐饮复苏慢于零售

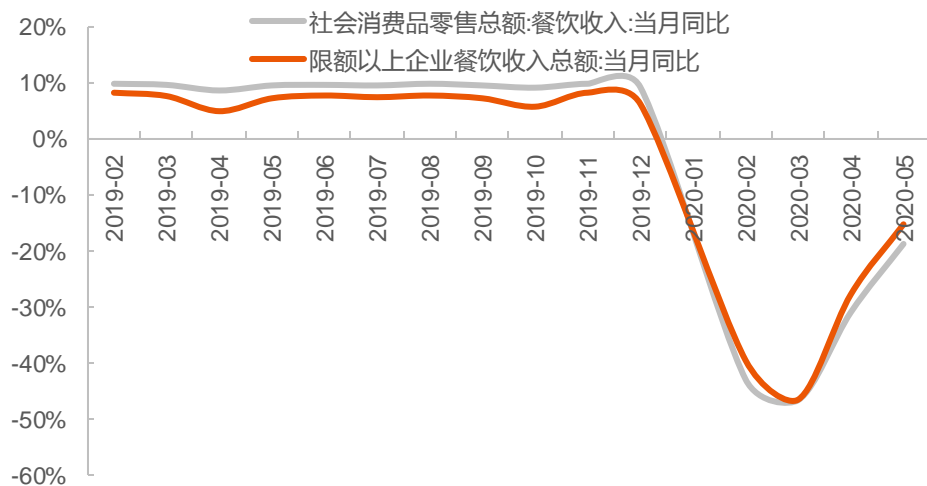
5月社零仍同比-2.8%，完全恢复仍需时间



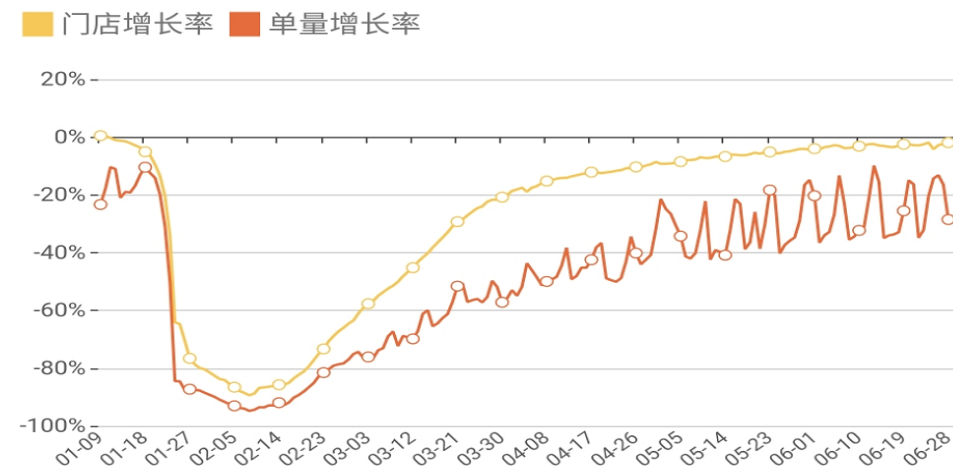
商品零售恢复情况整体较好，5月同比-0.8%



餐饮恢复速度偏慢，5月同比-18.9%



6月餐饮继续稳步改善

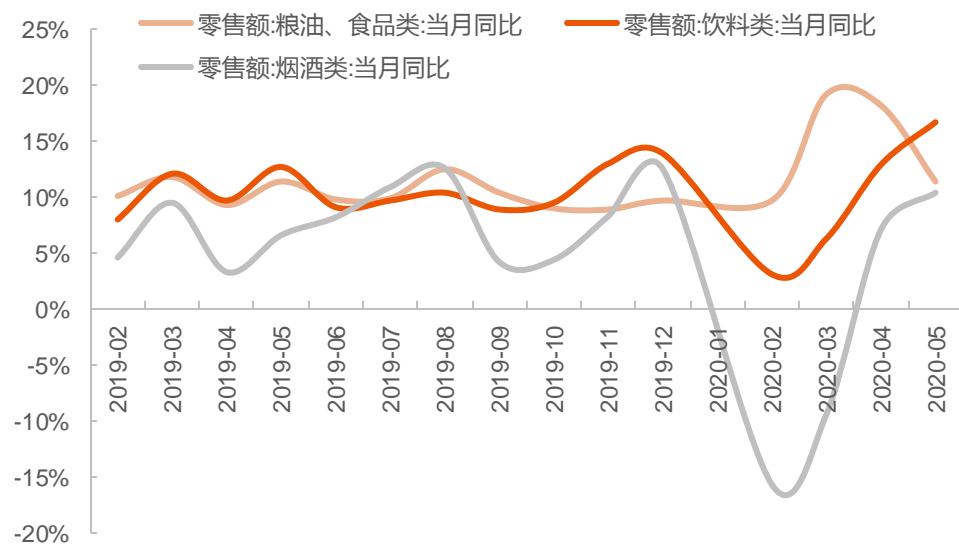


资料来源: Wind, 哗啦啦, 平安证券研究所

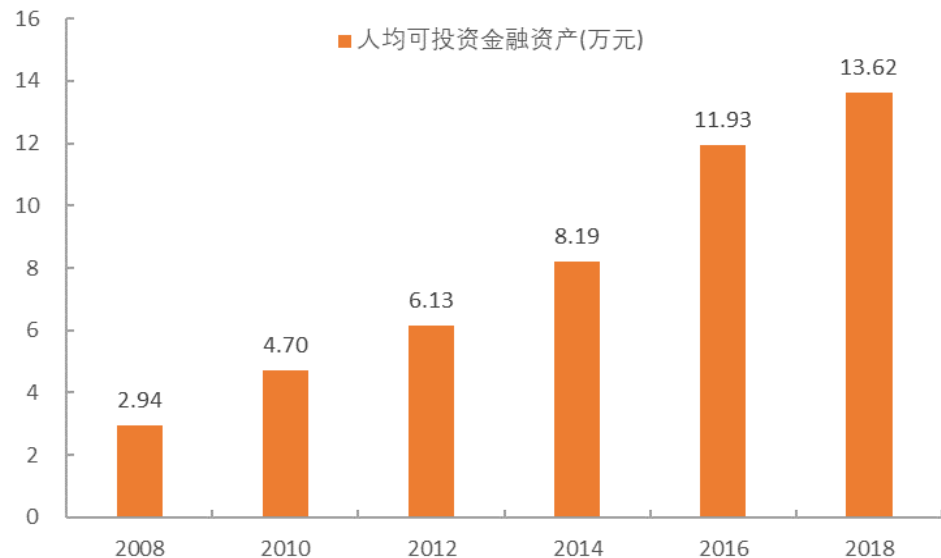
2.3 食饮需求已基本恢复正常，财富积累保障行业平稳增长

- 疫情对食饮行业需求负面影响快速消退，主食属性突出的粮油&食品类增速5月已回落至正常区间，外出人流量基本恢复正常、社交活动也逐步增加，饮料类、烟酒类5月增速均修复至正常水平；
- 食品饮料偏必选消费，需求波动与宏观经济关联性较弱，且人均可支配金融资产处于较好水平，较好财富积累亦可保障未来行业需求平稳，仍有望延续5-10%较好增长。

5月粮油食品、饮料、烟酒增速均基本恢复疫情前水平



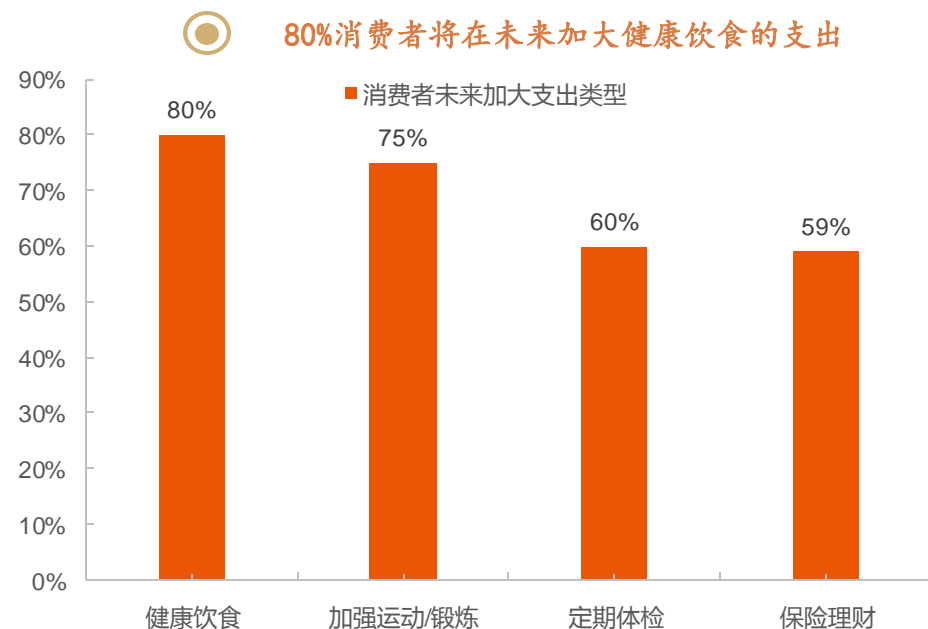
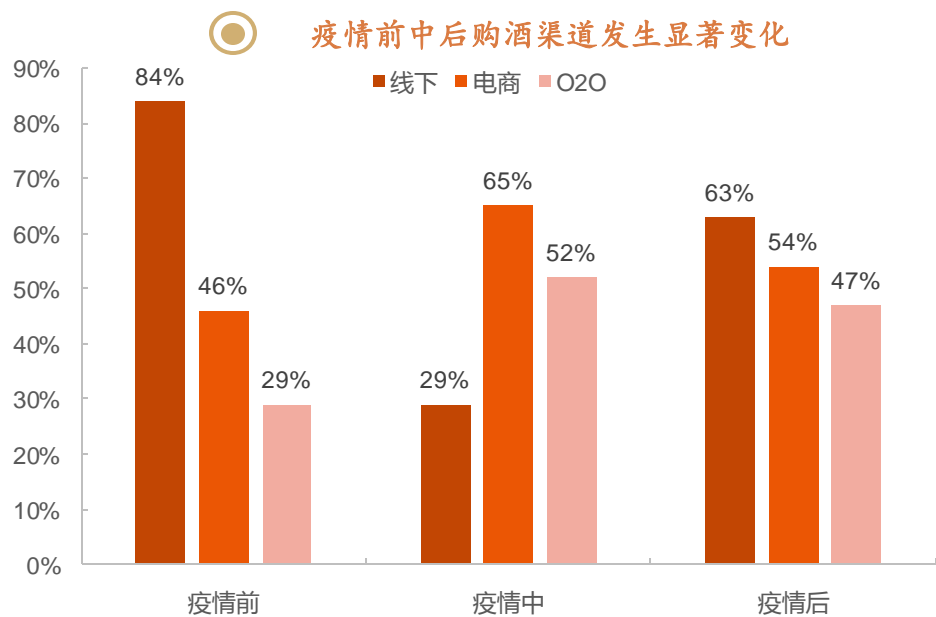
财富积累保障食品饮料消费自由



资料来源: Wind, 贝恩, 平安证券研究所

2.4 疫情重塑消费习惯，行业酝酿结构性机会

- 格局加速洗牌：艰难环境下更拼内功，中小企业抗风险能力弱，动销短期停滞已对企业经营造成较大压力，难有余力支持疫后发展，市场份额有望进一步向龙头企业集中，如白酒、乳制品、调味品、软饮料等。
- 渠道结构转变：消费者行为发生长期改变，在新兴渠道抢先布局的企业，有望受益于渠道转换红利。
- 健康品类加速成长：消费者对提升免疫力的关注度大幅提升，更为关注健康饮食，健康食品迎来重大成长机遇，如保健品等。
- 家庭品类渗透率提升：疫情期间消费者居家时间大幅延长，家庭新兴品类获得培育消费者宝贵时间窗口，且新消费习惯有望在疫后得到保留，相关品类进入成长快车道，如复合调味料、酵母等。



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

目录 CONTENTS

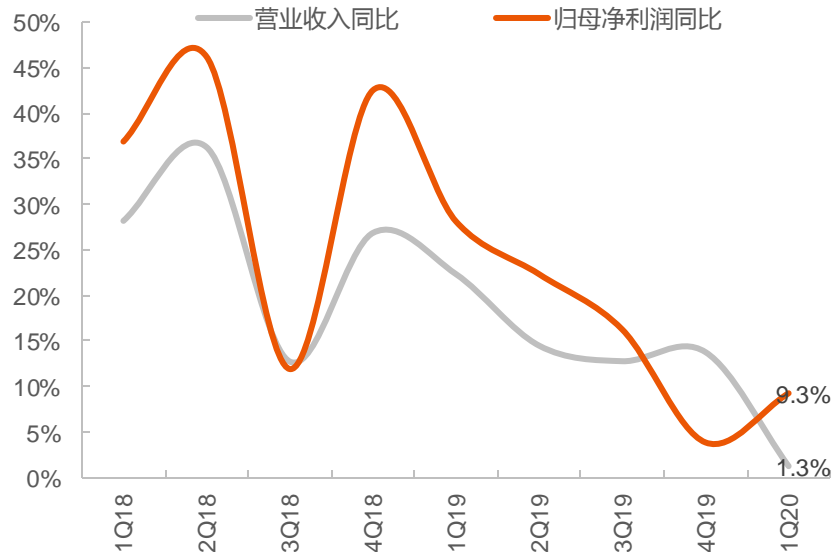
- 市场回顾：板块涨幅排名第二，估值拔高助推股价大涨
- 食饮需求有望延续平稳增长，消费习惯重塑酝酿新机遇
- 白酒复苏着眼长远，大众品聚焦稳健龙头&优质赛道
- 投资建议



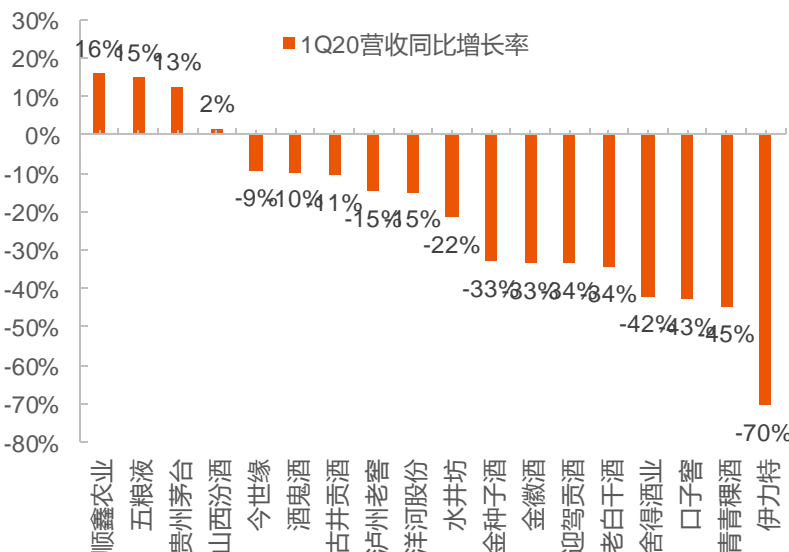
3.1.1 白酒：酒厂分化趋势明显，2Q业绩或依然承压

- 疫情导致社交/聚会场景大幅减少，白酒行业1Q20增速整体大幅放缓，酒厂表现两极分化明显，高端、低端需求较为平稳，次高端、中端需求下滑明显，茅五汾顺依然实现收入正增长，其余酒厂多出现大幅度收入下滑。
- 2Q20白酒动销逐渐改善，高端恢复情况好于次高端及中端，整体动销同比仍有相当幅度下降，且并行渠道&社会去库存，酒厂报表或依然承受压力。
- 竞争依然良性，利于长远发展。龙头品牌坚持控量挺价，高端酒批价自3月中旬触底后持续回升，老窖、汾酒、酒鬼、今世缘等名酒对主力产品进行价格调整以提升品牌形象。

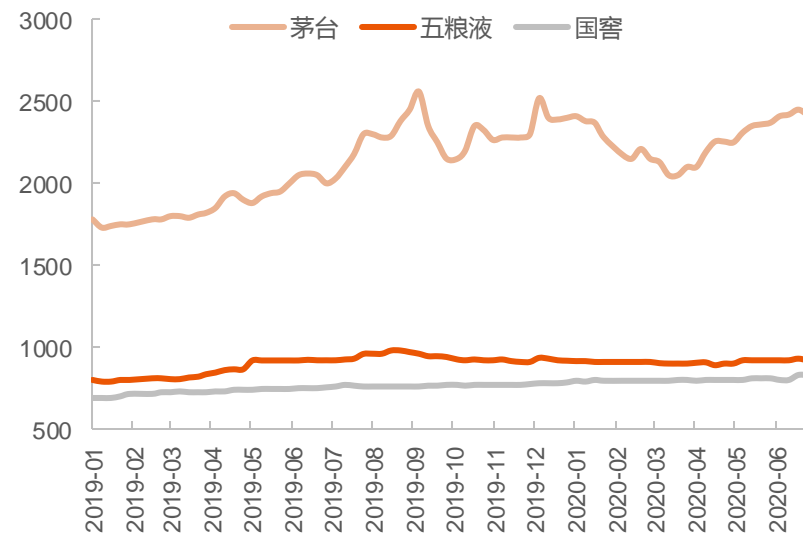
1Q20白酒板块收入增长环比大幅放缓



疫情影响下，高端酒厂表现更为稳定



2020高端白酒批价持续上行



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.1.2 白酒：酒厂全年目标稳健，龙头有望抢抓补偿性消费红利

- 恐慌情绪消退&宴席后移，2H20或迎来白酒疫后补偿性消费，次高端景气回升或最为明显，综合竞争力突出&准备更充分的龙头有望实现快于行业的复苏。
- 根据酒厂披露的全年经营计划，整体收入增长目标理性，顺利实现概率较大。高端酒季度间增长或整体平稳，其他名酒2Q20销售压力或仍大，更多希望2H20增长弥补1H20损失。

	2019年收入增长率	2020年展望
贵州茅台	15.1%	2020年营收同比增长10%左右，营业成本、税金及附加、销售费用、管理费用分别增长10%、12%、9%、12%左右。按照“计划不变、任务不减、指标不调、收入不降”的“四不”目标要求，全力落实“全面复工复产、全面启动项目建设、全力推进扶贫攻坚、全力防控疫情”的“四全”行动。从预判看，半年期实现今年目标‘双过半’没有问题。
五粮液	25.2%	确保全年营业收入实现两位数增长，公司有信心在二季度实现时间过半任务过半的“双过半”。管控发货与出货、加快团购工作零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补。经典五粮液近期目标就是要实现流通价格959元，再下一步的工作目标就是保持价格稳定上升态势。
水井坊	25.5%	预计疫情对2Q销售仍将产生不利影响，希望在2季度继续将库存消化到合理水平。争取2020年实现主营业务收入、净利润同比基本持平的经营目标。
口子窖	9.4%	20年业绩目标是全年持平。
洋河股份	-4.3%	2020年是公司调整转型的关键之年，受疫情的叠加影响，公司将全力以赴把疫情的影响降至最低，2020年营业收入力争保平。
山西汾酒	25.8%	紧紧围绕“加强党建融合、深化改革创新、强化营销能力、提升发展质量”的年度经营方针，积极推动公司各项部署有效落地，全年力争营业收入增长20%左右。线下终端消费的需求正在恢复中，半年报营收预计增长。
今世缘	30.3%	2020年营收、净利润要实现10%增长。
古井贡酒	19.9%	2020年计划实现营业收入116亿元，较上年增长11%；2020年计划实现利润总额29.9亿元，较上年增长4%。
金徽酒	11.8%	围绕“以客户为中心，以奋进者为本，持续深化公司改革，完善运行机制，加快二次创业步伐”的总体思路做好各项工作。2020年公司预计实现营业收入18.3亿元，比上年增长12%；预计实现净利润3.2亿元，比上年增长18%。
伊力特	8.4%	2020年公司计划实现营业收入23亿元，同比持平，计划实现利润总额5.5亿元，同比-12%。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.1.3 白酒：长期消费升级趋势不改，继续看好高端、次高端成长性

- 需求端：白酒价格带销量结构类似扁花瓶，宽口、细长颈、大肚；未来结构变化趋势，瓶口抬高，口略宽，颈更长且变粗（高端、次高端量价齐升，中端量增，低端量减）。供给端：白酒讲究出身、血统，好品牌具有稀缺性，玩家数量有限。
- 高端、次高端长期扩容空间最为广阔，且品牌稀缺度高，是优中选优的细分赛道，投资着眼长远，推荐长期成长潜力最佳且品牌高度无可匹敌的茅台、五粮液及次高端规模领先、调整效果有望显现的洋河股份。

高端： 2016年：

900+， 2.2万吨：高度茅台

700-900， 1.4万吨：52度五粮液+酒鬼内参等

次高端：

400-700， 1万吨：52度以外五粮液+1573+梦之蓝6+43度茅台等

300-400， 2万吨：剑南春普剑+梦3+水井坊井台装+红坛酒鬼+水晶舍得等

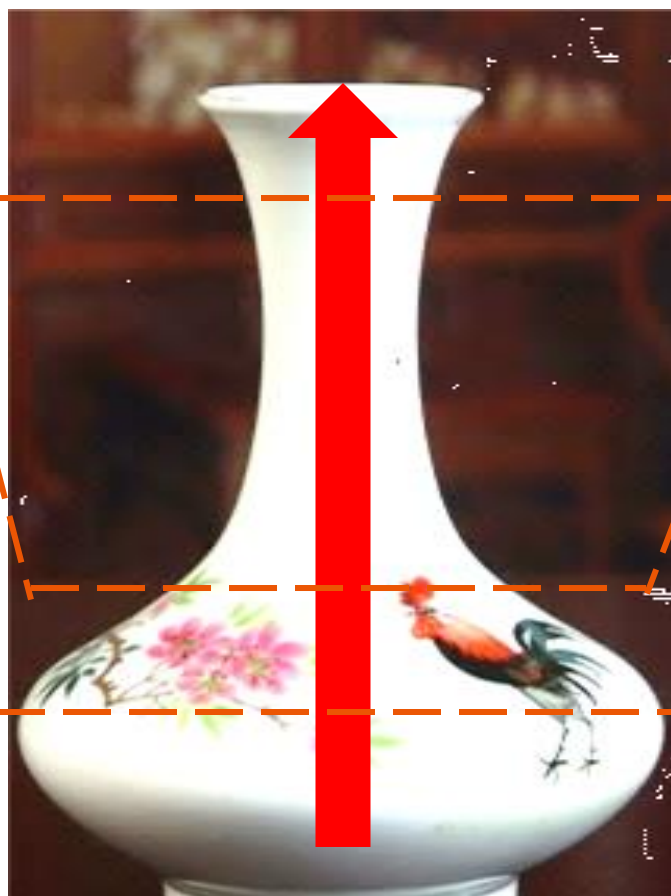
中端：

200-300， 3万吨：天之蓝+水井坊珍酿8号+红花郎10年+汾酒20年+50度酒鬼等

100-200， 22-27万吨：海之蓝+年份原浆5年+其他地方名酒主力产品

低端：

100元以下， 500万吨以上



2019年：2000+， 3.2万吨：高度茅台

700-1000， 3.4万吨：52度五粮液+52度国窖+酒鬼内参+43度茅台等

400-700， 2万吨：低度五粮液+低度国窖+梦6等

300-400， 6万吨：普剑+梦3+井台+舍得+青花20年等

200-300， 8万吨：天之蓝+水井坊8号+国缘对开等

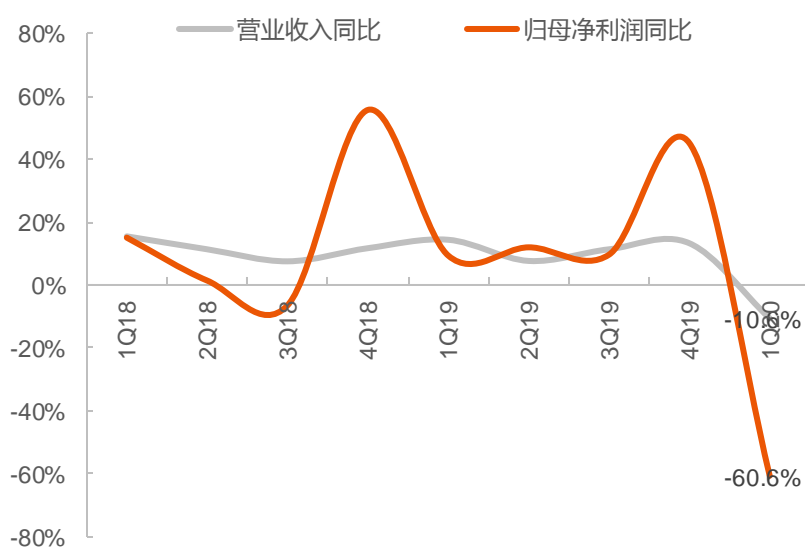
100-200， 30-35万吨：海之蓝+年份原浆5年+地方名酒主力产品

100元以下， 500万吨以上

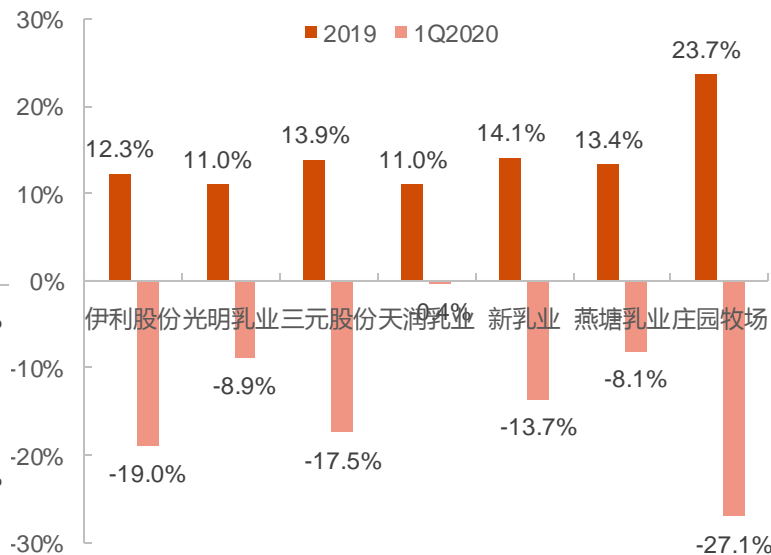
3.2.1 乳制品：疫情影响渐消退，经营重回正轨

- 疫情影响下，1Q20乳品板块收入增速有所放缓，利润出现断崖式下滑。影响程度：奶粉<低温奶<常温奶；常温低端奶<常温高端奶。往2H20展望，行业需求恢复常态，且竞争同比继续加剧的概率小，行业盈利能力有望边际改善。
- 液态奶：春节动销停滞导致常温奶经历短期阵痛，2Q20行业恢复较好，渠道库存、促销力度逐步回归正常水平，如蒙牛4-5月可比业务收入恢复双位数增长。低温奶销售受疫情负面影响弱，增长趋势较好。
- 婴配奶粉：行业需求偏刚性，疫情加速格局演变，品牌力持续提升、渠道服务能力突出的企业快速收割份额，国产龙头品牌正强势崛起。

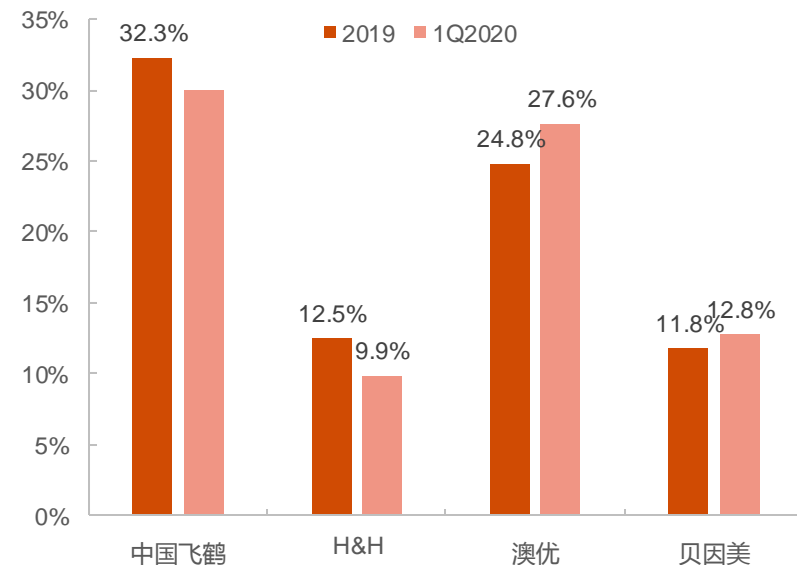
1Q20乳制品板块收入放缓，利润大幅下滑



常温奶受损程度大于低温奶



领先国产奶粉企业疫情期间延续高增长势头

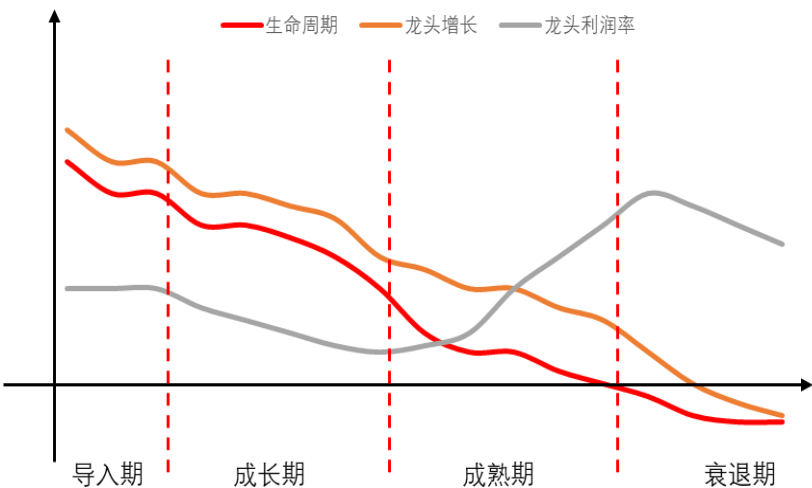


注：伊利、光明、三元、天润取自液态奶业务数据，H&H取自奶粉业务，飞鹤、新乳业、燕塘、庄园、澳优、贝因美取自整体收入数据，飞鹤预计第一季度的收入增速不低于30%
资料来源：Wind，平安证券研究所

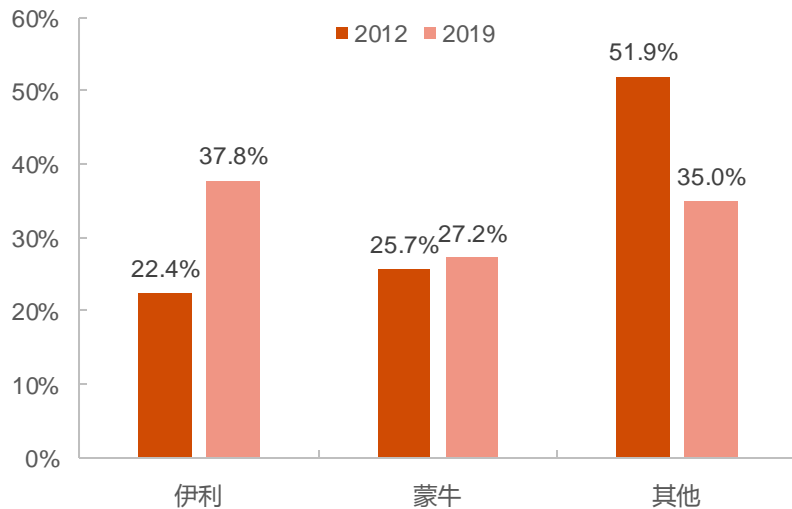
3.2.2 乳制品：量变引起质变，重视常温奶格局优化带来的净利率改善机会

- 常温奶处于产业发展第三阶段：行业增速降至低速，存量竞争特点更明显，有竞争力的企业通过抢占更多份额延续较快增长，且竞争格局优化使得利润率逐步提升。
- 参考旺旺、双汇、养元，它们各自在儿童奶、肉制品、植物蛋白饮料行业处于绝对领导者地位，均收获较高净利率，若常温格局继续优化，伊利净利率或可提升至15%。
- 凭借持续的前瞻性布局及高效率的营销体系，伊利长期保持远快于竞品的速度收割常温奶市场份额，常温奶单寡头趋势愈发明显。持续拉开的两强份额差距对常温奶竞争的影响有望从量变到质变，伊利净利率或将进入缓慢提升通道。

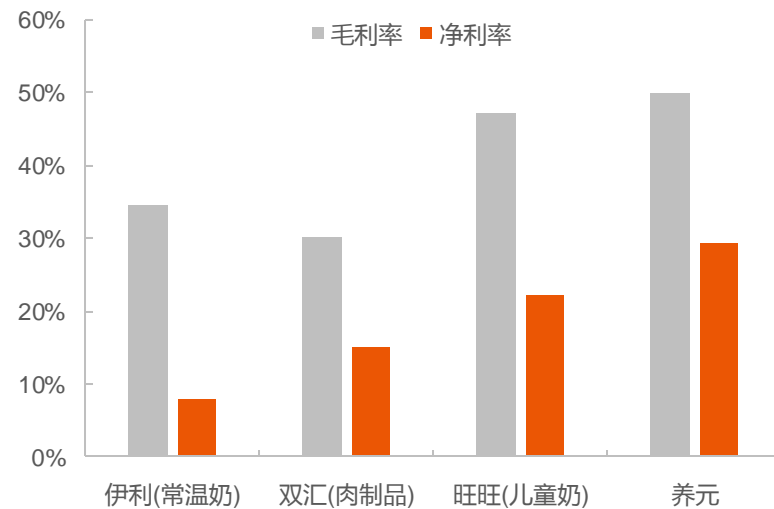
● 常温奶处于产业生命周期中的成熟期



● 伊利常温奶市占率持续与竞品拉开差距



● 格局持续优化，伊利净利率有望大幅提升



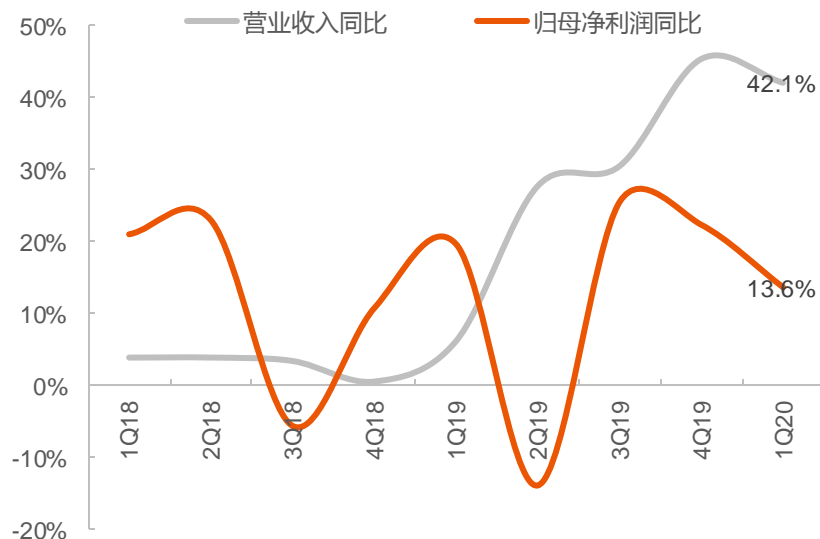
注：假设伊利低温奶毛利率40%，以此反推常温奶毛利率；双汇肉制品、旺旺乳品业务净利率均根据分部利润率扣除25%所得税及政府补助(按收入占比拆分)推算，养元取扣非净利率，因考虑业务可比性，数据取自2018年。

资料来源：Wind，尼尔森，平安证券研究所

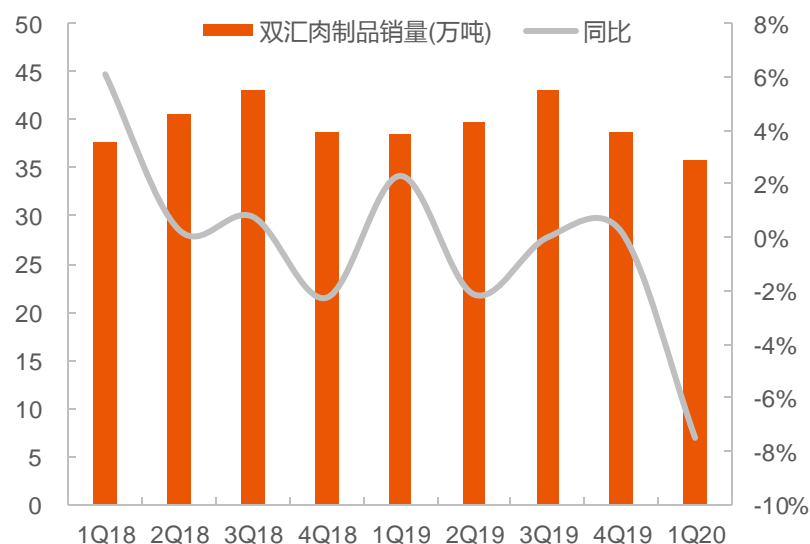
3.3.1 肉制品：行业表现稳健，边际呈向好趋势

- 得益于猪价同比大涨推动屠宰收入高增，行业收入增速持续加快，肉制品顺势提价覆盖成本上涨，推动行业利润保持稳健增长。
- 肉制品：终端需求整体稳定，因前期生产、物流因素限制导致1Q20出货量减少，但2Q20有望通过渠道补库存弥补部分损失，全年行业销量或同比稳定。猪价已过周期顶点，短期高位震荡，成本已有缓解，预计全年吨利可保持较好水平。
- 屠宰：非瘟影响下1Q20定点屠宰量同比下降37.1%，屠宰量全年或仍有较大幅度下滑，但生猪供给呈边际恢复态势，月度降幅有望逐步收窄，行业产能利用率有望缓慢提升，预计改善趋势可长期延续。

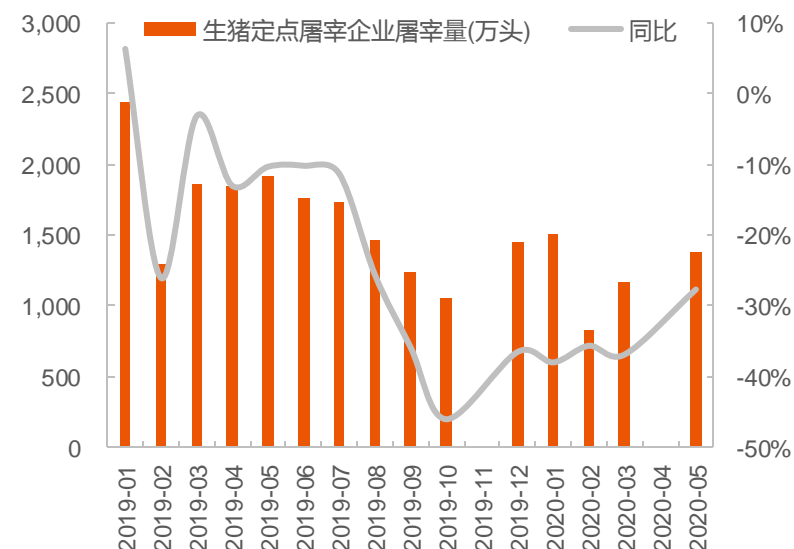
1Q20肉制品板块收入加速增长，净利润增长稳健



1Q20因复工&物流原因导致双汇肉制品销量下滑



行业定点屠宰量呈边际改善态势

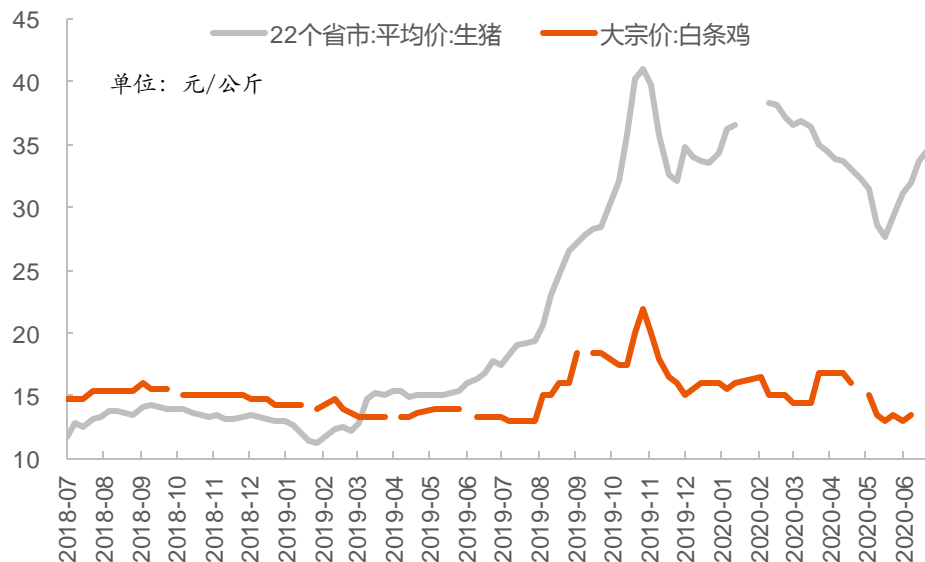


资料来源：Wind，平安证券研究所

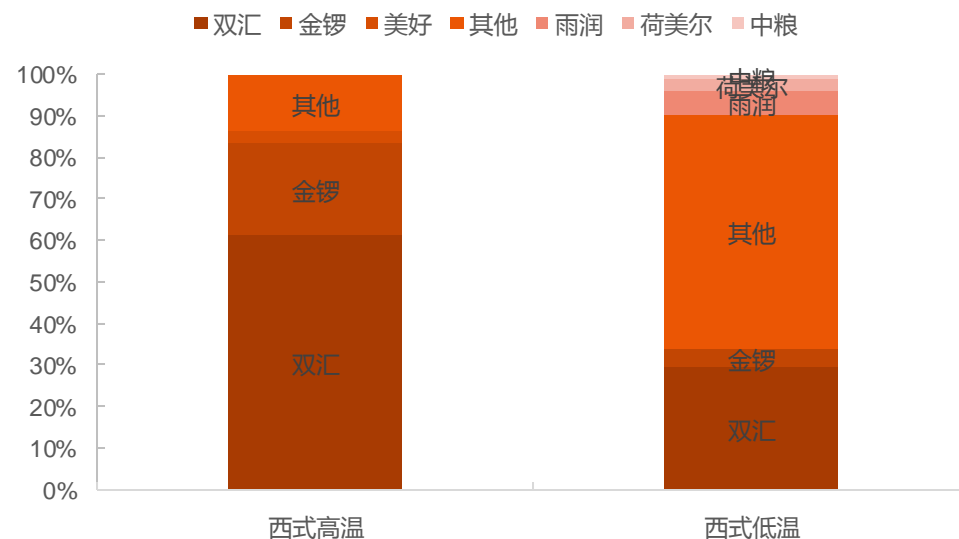
3.3.2 肉制品：提价推动利润长期上台阶，龙头改革或引领行业新成长

- 2019年成本上涨阶段，肉制品企业普遍对产品大幅提价，因价格涨幅历史上大幅跑输食品CPI、一家独大的竞争格局、疫情降低价格敏感性，消费者对产品新价格接受度高。往后看，随着猪价进入下行区间，成本回落有望推动行业利润有明显改善，具备定价权的龙头受益或更明显。
- 双汇新管理层大刀阔斧推动肉制品战略、运营、渠道、研发等改革，以更专业化的姿态应对市场变化，推动产品结构由低端向高端、由休闲向餐饮食材、由高温向中式、低温转型，有望重新激发经营活力，重视双汇成长机会重估。

生猪价高位震荡，白条鸡价有所回落



西式高温、低温肉制品形成一家独大的格局

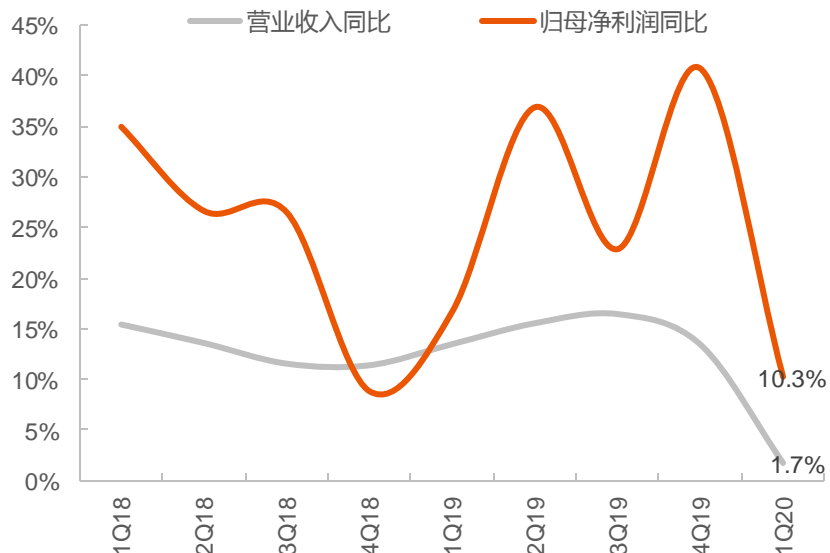


资料来源：Wind，平安证券研究所

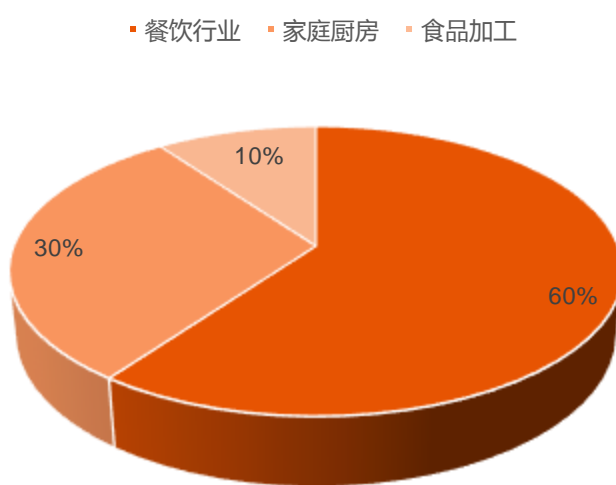
3.4.1 调味品：长期朝阳产业，格局加速洗牌

- ▶ 调味品产业长期朝阳，具备较好抗周期性，消费观念升级+家庭烹饪转向餐饮推动价格带、用量提升，行业增速有望长期维持10%左右。
- ▶ 疫情影响下，餐饮消费(60%)回流家庭消费(30%)，考虑单位家庭用量较餐饮减少20-30%，行业需求增长乏力，板块1Q20收入增速已出现回落，2Q20增速伴随餐饮恢复环比或有修复，但完全恢复或尚需时间。
- ▶ 厂商、经销商、餐饮店均承受较大经营压力，餐饮全产业链加快洗牌，具备强竞争力的龙头有望实现集中度快速提升。

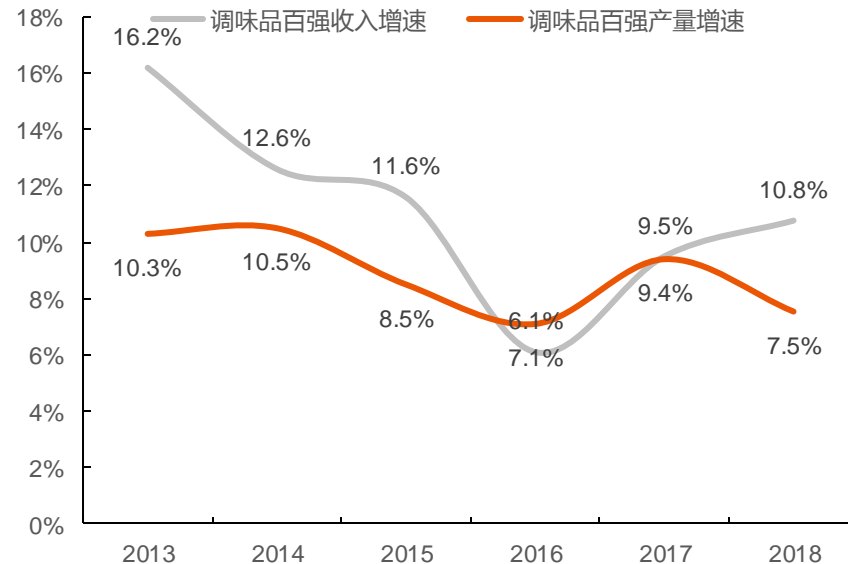
1Q20调味品板块收入、利润增速均回落



调味品下游主要为餐饮、家庭场景



调味品历史上基本保持双位数增长

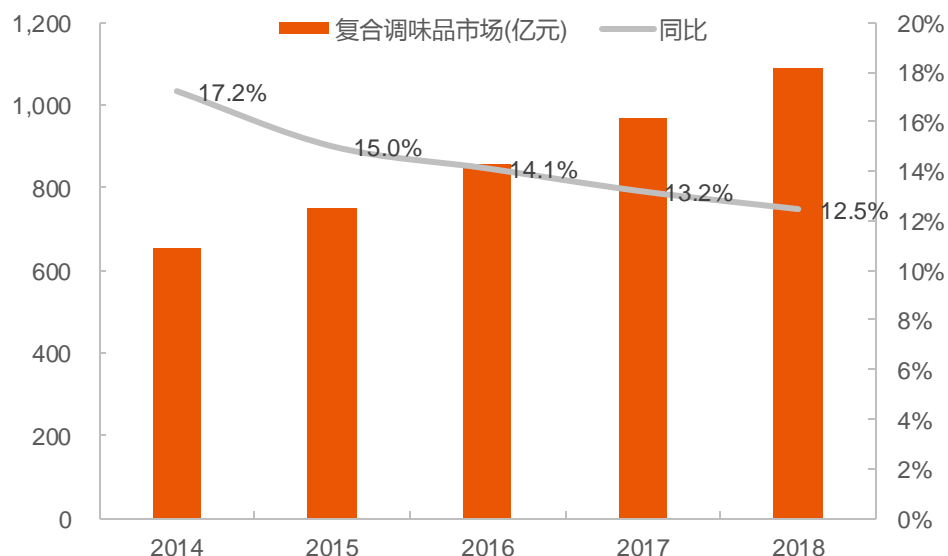


资料来源：Wind，调味品协会，平安证券研究所

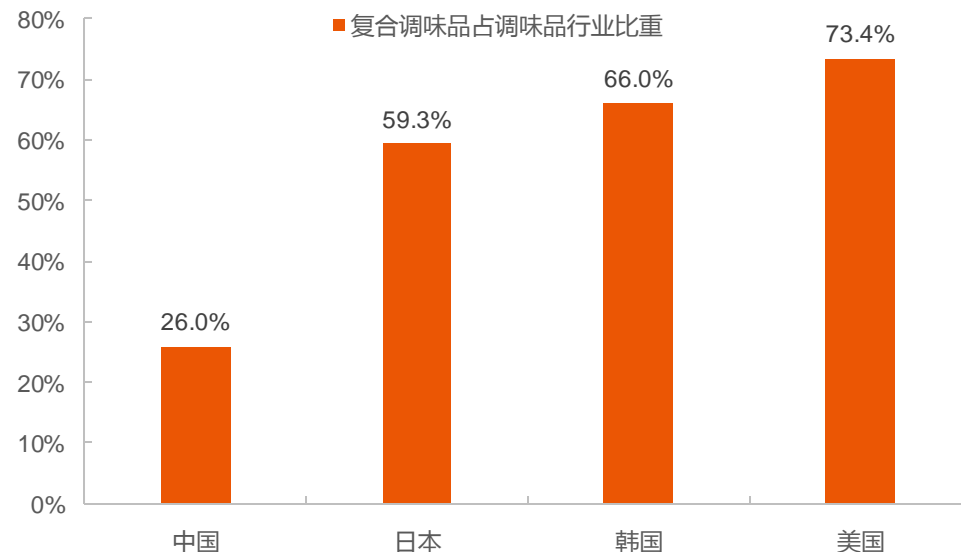
3.4.2 调味品：B端&C端消费群体快速扩容，复合调味料需求加速释放

- 复合调料行业孕育下一个调味品巨头。餐饮未来走向连锁化、外卖化，连锁餐饮要求口味一致性及降本提效，外卖较强的时效性要求提升烹饪效率，产生复合调味料的使用需求。生活节奏加快下，家庭消费者具备简单便捷的烹饪诉求，复合调味料较好满足消费者的需要。复合调味料成长潜力大、增速快、集中度低，有望诞生伟大公司。
- 疫情有利于复合调味料扩大用户群体。家庭用餐频率大幅增加为培育消费者复合调味料使用习惯提供有利时机，餐饮承压客观上加速了餐饮连锁化的进程，复合调味料渗透率正加速提升。

复合调味料长期保持双位数增长趋势



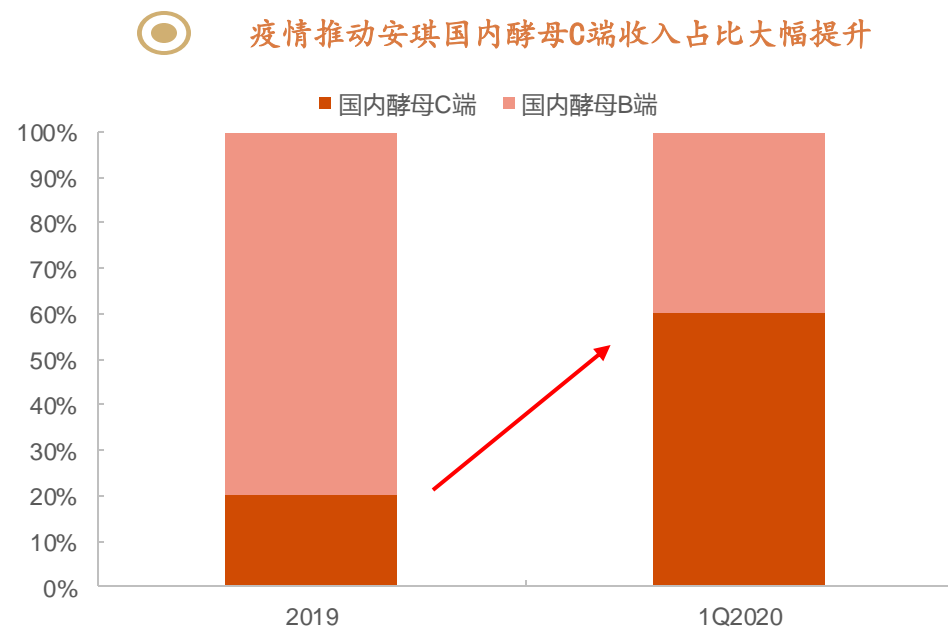
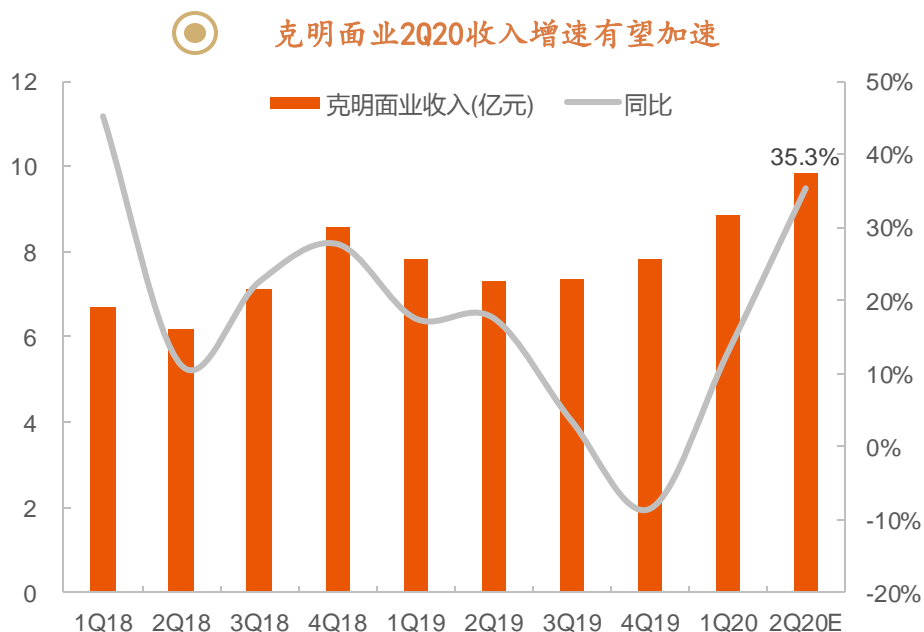
国内复合调味料占比仍有较大提升空间



资料来源：前瞻经济学人，平安证券研究所

3.5.1 食品综合：主食类业绩弹性继续显现，关注长期成长空间

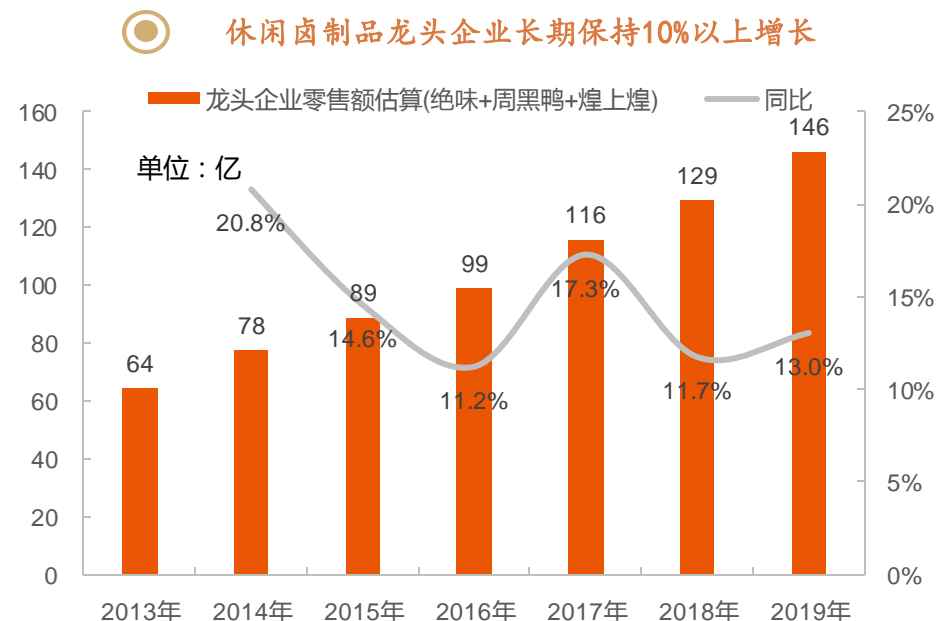
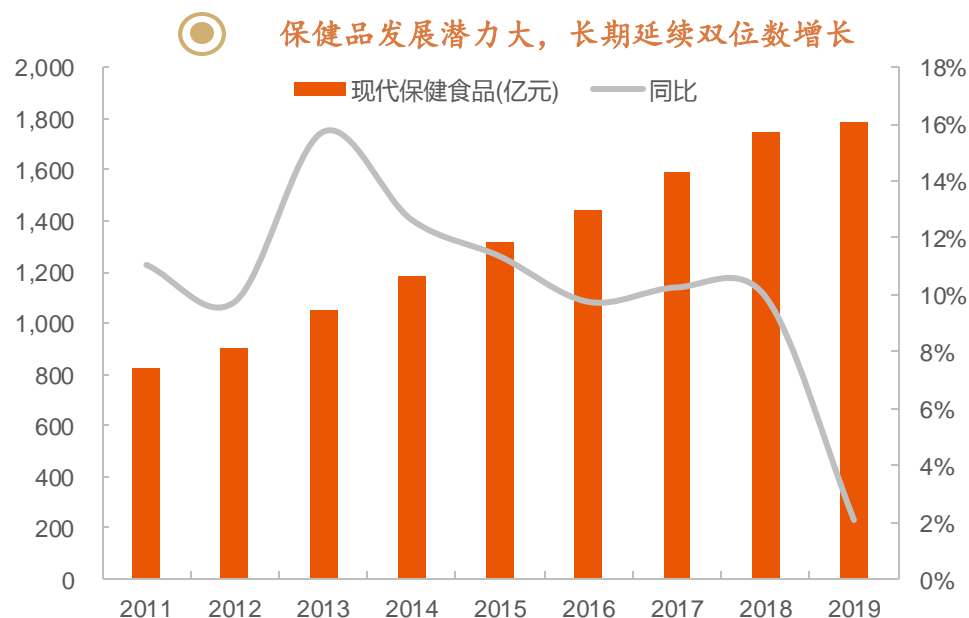
- 主食类：需求增长&竞争缓和，1Q20相关企业实现业绩高增长，2Q20虽终端需求环比减弱，但渠道补库存仍有望推动主食类企业继续展现利润弹性，建议精选具备长期成长逻辑的标的。
 - 挂面市场虽增长缓慢，但集中度提升潜力大，行业已进入快速洗牌期，克明等领跑者加速收割份额。
 - 在外早餐市场蓬勃发展正驱动短保面包市场持续扩容，具备效率优势的桃李等龙头长期成长确定性强。
 - 国内酵母家用化趋势加快、海外干酵母接受度提升，安琪进一步打开业绩成长空间。



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.5.2 食品综合：精选优质赛道，紧抓稀缺成长机会

- ▶ **保健品**：因消费群体和人均消费额增加，市场规模尚有10倍增长空间，未来数年内有望维持10%的年复合增速。19年新电商法、医保政策变化和专项整治行动三大负面因素已充分体现，20年大环境边际好转，汤臣管理层在行业内拼搏多年，并曾多次成功调整重新推动公司成长，正积极推动渠道裂变、新品推广，有望迎经营拐点。
- ▶ **卤制品**：疫情影响时间短，3月单店收入基本恢复正常，且龙头鼓励加盟商加紧开店，有望率先抢占优质商铺资源，未来增长动力强化。零食升级驱动卤制品行业发展，当前渗透率仍偏低，行业有望长期延续双位数复合增长，企业梯队清晰，竞争有望保持良性，长期看好规模遥遥领先、管理能力出众的绝味。



注：煌上煌剔除米制品业务，假设绝味渠道毛利率40%，煌上煌渠道毛利率37%

资料来源：Wind，欧睿国际，平安证券研究所

目录 CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名第二，估值拔高助推股价大涨
- 食饮需求有望延续平稳增长，消费习惯重塑酝酿新机遇
- 白酒复苏着眼长远，大众品聚焦稳健龙头&优质赛道
- 投资建议



投资建议

- 1) 景气度持续回升：**疫情消退下行业需求快速恢复，且公司自身调整效果亦逐步显现，未来经营有望重回正轨，低预期下或实现估值修复，推荐汤臣倍健、伊利股份、养元饮品，建议关注洋河股份；
- 2) 龙头享估值溢价：**消费升级&份额集中，龙头成长天花板仍高，领跑者护城河不断拓宽，业绩持续增长确定性高。无风险利率低位&成长机会更稀缺的背景下，龙头估值仍具提升潜力，推荐五粮液、双汇发展、贵州茅台、海天味业；
- 3) 深耕优质赛道：**更健康、更营养、更个性的消费诉求催生新兴成长机遇，优质赛道头部公司具备广阔成长潜力，建议以长期空间看待公司估值，推荐安琪酵母、绝味食品、桃李面包。

股票名称	最新收盘价 (20.6.29)	EPS (元/股)			P/E			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
贵州茅台	1,463.17	32.80	35.33	37.73	44.61	41.41	38.78	推荐
五粮液	167.50	4.48	5.42	6.03	37.39	30.90	27.78	推荐
洋河股份	104.50	4.90	4.75	5.35	21.33	22.00	19.53	中性
伊利股份	30.88	1.14	1.08	1.41	27.09	28.59	21.90	强烈推荐
双汇发展	46.06	1.64	1.67	2.03	28.09	27.58	22.69	强烈推荐
海天味业	124.65	1.65	1.96	2.37	75.55	63.60	52.59	推荐
安琪酵母	47.45	1.09	1.27	1.51	43.53	37.36	31.42	推荐
汤臣倍健	19.81	-0.22	0.76	0.88	-90.05	26.07	22.51	强烈推荐
桃李面包	49.32	1.04	1.25	1.44	47.42	39.46	34.25	推荐
养元饮品	21.11	2.13	1.54	1.90	9.91	13.71	11.11	推荐
绝味食品	70.10	1.32	1.49	1.84	53.11	47.05	38.10	推荐
克明面业	22.90	0.63	0.86	0.98	36.35	26.63	23.37	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所

风险提示

- **宏观经济疲软的风险：**当前宏观经济增速出现下滑的趋势，消费升级进程减缓或将不达预期。这将导致消费端的需求增速放缓，影响食品饮料行业的业绩增速；
- **业绩不达预期的风险：**当前食品饮料板块市场预期较高，投资者对未来业绩信心较足。若后续财务报表数据不达预期，或将再次引起行业业绩和估值双杀的风险；
- **重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。