

食品饮料行业 2020 年中期策略

核心资产水涨船高，细分龙头未来已来 增持（维持）

2020 年 07 月 10 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

投资要点

■ **回顾 20H1：疫后超额收益显著，外资持续流入龙头。食品表现亮眼，白酒攻势不减。**20 年初至今，食品饮料板块 EPS 增长 0.6%，PE 增长 22.5%，综合驱动板块增长 23.3%。白酒、调味品、啤酒涨幅领先，肉制品因成本上行有所压制。食品综合板块上涨 47.04%，涨幅第一，调味发酵品/肉制品/啤酒/白酒分别上涨 43/38/33.58/22%。**外资触底回升，资金面得到长期青睐。**Q1 基金持仓环比略有下降，外资有望持续流入消费品龙头。持仓标的呈现集中化，消费品龙头业绩表现优异，估值上行。

■ **白酒：报表 Q3 迎改善，中期集中度确立向上。看企业：高端酒价盘进入上行区间，次高端分化明显。**龙头 20H1 稳固价盘，渠道管理成效显著，20H2 价盘稳步上行，高确定性推高核心资产估值中枢，疫后加速头部集中，各价格带分化渐显。**看行业：中期关注消费复苏+提价效应+酱酒热。**疫情并未改变酒企及行业的发展趋势，而是加速了行业的分化。消费复苏后关注中秋旺季催化，三季度报表端将迎改善。高端酒整体打开价格天花板，提价效应下主要关注 600 元价格带+100 元以下光瓶酒价格带机会。酱香酒产能小利润高，扩容趋势明显，郎酒、国台、习酒等均寻求上市。

■ **啤酒：Q2 报表环比改善，关注龙头改革。疫后边际恢复加速，一季报低点已过。**短期来看，餐饮边际恢复改善，政策推动提高居民消费意愿和能力，叠加夏季旺季来临利好终端动销。中长期看，行业提价+升级+关厂，行业延续盈利改善逻辑。**龙头区域垄断市场格局清晰，关注巨头改革。**巨头加速改革加速高端化进程，青啤兑现公布股权激励方案；重啤进行重大资产重组；华润收购喜力中国业务，打造“高档品牌组合群”。

■ **非酒板块：期待必选可持续性，关注餐饮边际复苏。调味品：二季度报表改善，中期景气度确立向上。**疫情期间餐饮渠道消费向 C 端，头部品牌清库存挤压中小厂商。在 CPI 高位背景下，20/21 年提价预期提高。**乳制品：Q2 动销环比恢复，龙头低估值待修复。**短期看，消费回暖，库存去化阶段已过，恢复良性增长。中期看，人均乳制品消费不足，低温奶、奶酪乘风而上；奶酪业务、康饮业务在成长期，新品类增长打开空间。**食品：二季度报表改善标的，长期焕发新动力。**双汇肉制品利润率有望保持约 20% 的高位，成本下行显优势；榨菜受疫情助力渠道库存去化，渠道下沉推动长期增长；酵母提价红利持续释放，长期看海外市场加速占领。**新消费：行业高增，潜力可期。**餐饮工业化进程加快，速冻/复合调味料受益；休闲食品高成长低集中度，整合空间大，线上线下加速融合；冷链基础设施加快建设，连锁生鲜、低温奶迎发展窗口期。

■ **投资建议：白酒风险收益比突出。**短期看消费复苏利好板块龙头动销，长期疫情冲击下中小地产酒企加速出清，宏观政策刺激下需求有望被打开，消费升级+龙头集中不改，推荐高端龙头茅/五/泸及光瓶酒龙头顺鑫，次高端弹性标的汾酒、低估值标的洋河，以及地产酒龙头古井，建议关注今世缘、口子窖。**食品方面，短期具备韧性，长期格局为王。**短期 Q2 补库存效应延续，推荐双汇/安琪/安井，建议关注榨菜；中期乳制品、调味品环比改善，推荐中炬/恒顺/伊利；长期关注龙头集中趋势与新消费，推荐绝味/洽洽/松鼠/良品/桃李，建议关注三全/天味/湘佳/光明。

■ **风险提示：**疫情控制低于预期，食品安全风险，宏观经济波动。

行业走势



相关研究

- 1、《食品饮料电商月报：直播带货助力 618，线上渗透趋势延续》2020-07-07
- 2、《食品饮料：茅五渠道延续变革，618 膳食营养补充剂表现亮眼》2020-06-21
- 3、《食品饮料：苏酒专题报告：扩容之下求共赢，“梦”“缘”竞合谋发展》2020-06-17

内容目录

1. 回顾 20H1：疫后超额收益显著，外资持续流入龙头	5
1.1. 食品表现亮眼，白酒攻势不减	5
1.2. 核心资产水涨船高，给予确定性溢价	6
1.2.1. 市场流动性宽裕，居民资金通过基金入场	7
1.2.2. 中国市场得到青睐，北向资金触底回升	7
1.2.3. 基金持仓维持高位，持仓仍现头部效应	8
2. 白酒：报表 Q3 迎改善，中期集中度确立向上	10
2.1. 看企业：高端酒价盘进入上行区间，次高端分化明显	10
2.1.1. 高端白酒：20H2 价盘稳步上行，高确定性推高核心资产估值中枢	10
2.1.2. 各价格带龙头：疫后加速脱颖而出，21 年或迎提价大年	13
2.2. 看行业：中期关注消费复苏+提价效应+酱酒热	16
2.2.1. 消费复苏：关注中秋旺季催化，三季度报表端将迎改善	16
2.2.2. 提价效应：天花板打开，关注 600 元价格带+100 元以下光瓶酒价格带机会	17
2.2.3. 酱酒飘香：不只是“茅台热”	18
3. 啤酒：Q2 报表环比改善，关注龙头改革	18
4. 非酒：期待必选可持续性，关注餐饮边际复苏	21
4.1. 调味品：餐饮消费逐季改善，中期景气度确立向好	21
4.2. 乳制品：Q2 动销环比恢复，龙头低估值待修复	23
4.3. 食品：二季度环比改善，长期焕发新动力	25
4.3.1. 肉制品：提价红利持续释放，高端化、年轻化趋势延续	25
4.3.2. 榨菜：疫情助力渠道库存去化，渠道下沉推动长期增长	27
4.3.3. 酵母：提价红利持续释放，加速扩大海外市场	28
4.4. 新消费：行业高增，潜力可期	29
4.4.1. 餐饮产业链：疫情催化格局重塑，加速上游工业化	29
4.4.2. 休闲食品：整合空间大，龙头加速布局	31
4.4.3. 生鲜、低温奶：冷链基础设施加快建设步伐，连锁生鲜、低温奶迎发展窗口期	34
5. 投资建议	35
6. 风险提示	35

图表目录

图 1: 沪深 300、食品饮料板块指数走势	5
图 2: 20 年年初至今 SW 各行业及沪深 300 涨跌幅(%)	5
图 3: 2020 年初起 SW 食品饮料板块反弹	5
图 4: SW 食品饮料板块估值溢价率	5
图 5: 20 年至今食品综合板块涨幅明显	6
图 6: 20 年初至今食品饮料子板块 PE(X)估值变动	6
图 7: 新发基金募资频超预期(亿元)	7
图 8: 20H1 权益型基金净新增规模加速放量	7
图 9: 板块外资持股占比前十五大个股及上限	8
图 10: 北向资金月度流入(亿元)	8
图 11: 食品饮料基金重仓持仓比例变动	8
图 12: 食品饮料外资持股前 15 大个股	8
图 13: 2020Q1 末 SW 一级行业重仓比例及环比变动	9
图 14: 2020Q1 末 SW 三级行业重仓比例及环比变动	9
图 15: 疫情影响降低, 茅台批价稳步回升至 2400-2500(元)	11
图 16: 近期茅台及贵州省内相关领导发言	11
图 17: 人员更迭后茅台提价节奏加速(元)	11
图 18: 自 16 年以来茅台渠道利润不断突破历史高位(元)	12
图 19: 茅台批价针对高流动性存在滞后效应	12
图 20: 普五/国窖 1573 一批价持续回升(元)	12
图 21: 五/泸市值与一批价存在正相关关系	12
图 22: 汾酒青花系列占比逐年提高, 省外收入保持高增	13
图 23: 古井省内竞争优势显著	14
图 24: 古井产品结构持续优化, 古 8 及以上产品保持高增	14
图 25: 国缘高端系列借势放量, 营收占比不断提升	15
图 26: 梦之蓝营收占比预计将持续上升(百万元)	15
图 27: 龙头次高端产品占比逐步提升	15
图 28: 主要次高端单品疫后价盘稳固(元)	15
图 29: 16 年以来白酒市场营收主要靠提价拉动	17
图 30: 次高端主流品牌规模保持高增	17
图 31: 酱酒市占率较低(产量计)	18
图 32: 酱酒利润贡献占比较高	18
图 33: 20 年以来国内规模以上啤酒产量及同比增速	18
图 34: 青啤 2019 年啤酒成本构成	18
图 35: 青岛主品牌 19 年销量占比较高	20
图 36: 青岛主品牌吨价超过 4100 元(单位: 元)	20
图 37: 我国用餐市场规模约 11 万亿	21
图 38: 餐饮消费逐月恢复	21
图 39: 酱油吨价与 CPI 走势	22
图 40: 调味品行业涨价主要影响因素	22
图 41: 成本上涨与提价周期	22
图 42: 乳制品产量降幅收窄	23

图 43: 液态奶大单品价格趋势 (元) (阿里线上渠道)	23
图 44: 各国人均乳制品消费 (还原至原奶口径, 单位: 千克)	24
图 45: 伊利分产品市占率	25
图 46: 伊利估值走势	25
图 47: 双汇屠宰头均收入高增长	25
图 48: 提价周期双汇肉制品吨价稳步提升	25
图 49: 猪、鸡肉价格走势好于预期	26
图 50: 双汇进口量与存货	26
图 51: 19 年新品占比及变动	26
图 52: 2018 年分产品吨利对比	26
图 53: 薇娅直播带货双汇藤椒味新品	27
图 54: 双汇联合抖 in City 城市美好生活节	27
图 55: 涪陵榨菜预收账款及收入变动	27
图 56: 新品邱氏菜坊, 定位中低端	27
图 57: 70%原料已购置前提下, 提价后的净利率波动	28
图 58: 居家烘焙热情得以延续	28
图 59: 全球酵母供需错配	29
图 60: CR3 全球工厂布局 (个数: 2019)	29
图 61: 我国餐饮市场规模及增长	30
图 62: 中美日餐饮连锁化率比较	30
图 63: 餐饮门店采取半成品菜肴代工后厨房成本占比	30
图 64: 餐饮业中食材替代性敏感性分析	30
图 65: 三全、安井、海欣收入及增速	30
图 66: 2016 年日本速冻食品行业集中度 (%)	30
图 67: 复合调味料行业规模 (亿元) 及增速	31
图 68: 天味食品业绩走势	31
图 69: 休闲食品子板块格局差异大	32
图 70: 不同子赛道集中度	32
图 71: 部分休闲食品公司门店数	33
图 72: 线上渠道增速	33
图 73: 6 月休闲食品品牌市占率 (阿里线上渠道)	33
图 74: 冷链物流行业高速发展	34
图 75: 我国肉制品冰鲜发展落后	34
表 1: 部分 A 股千亿市值消费行业个股数据一览 (截至 2020 年 7 月 9 日)	6
表 2: 2020Q1 食品饮料前十重仓股 (按市值) 及变动	9
表 3: 2020Q1 基金全行业前十重仓股 (按市值) 及变动	10
表 4: 白酒主要消费场景恢复情况	16
表 5: 主要啤酒厂商开始主动提价增厚利润	19
表 6: 休闲食品龙头疫后积极采取措施保障线下门店扩张计划	32

1. 回顾 20H1：疫后超额收益显著，外资持续流入龙头

1.1. 食品表现亮眼，白酒攻势不减

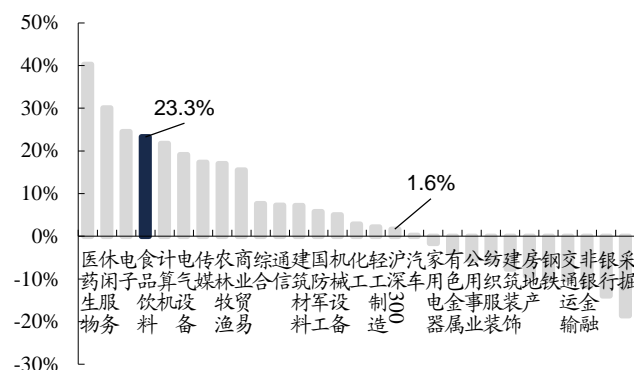
超额收益居于前列，位列行业第四。截至 6 月 30 日，食品饮料板块 20H1 累计上涨 23.3%，在申万 28 个子板块中排名第 4，较沪深 300 指数超额收益为 21.6%。2020 年上半年，受到新冠肺炎疫情影响，全球市场均表现不佳，相对而言 A 股已经十分强劲。年初至 6 月 30 日，上证指数/沪深 300 分别累计上涨-2.15%/+1.64%。

图 1：沪深 300、食品饮料板块指数走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：20 年年初至今 SW 各行业及沪深 300 涨跌幅(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

板块信心逐步重建，相对估值不断走高。20 年初至今，食品饮料板块 EPS 增长 0.6%，PE 增长 22.5%，综合驱动板块增长 23.3%。截至 6 月 30 日，SW 食品饮料估值 39.9X，相对沪深 300 估值溢价率 215%，期间相对溢价率一度创新高。

小食品涨幅领先，可选逐步恢复。年初至今，各子板块不同程度上涨，其中食品综合板块上涨 47.04%，涨幅第一，调味发酵品、肉制品、啤酒、白酒分别上涨 43.48%、38.41%、33.58%、22.39%；从估值角度，截至 6 月 30 日，食品综合、啤酒、软饮料、乳品、调味品板块估值分别提升 25.8X、5.7X、5.4X、4.6X、4.2X。

图 3：2020 年初起 SW 食品饮料板块反弹

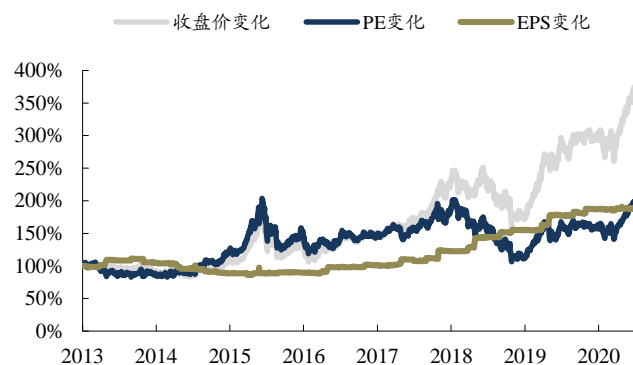
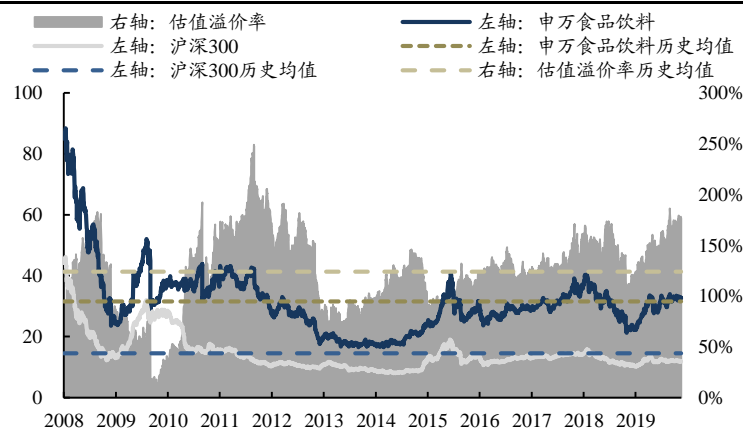


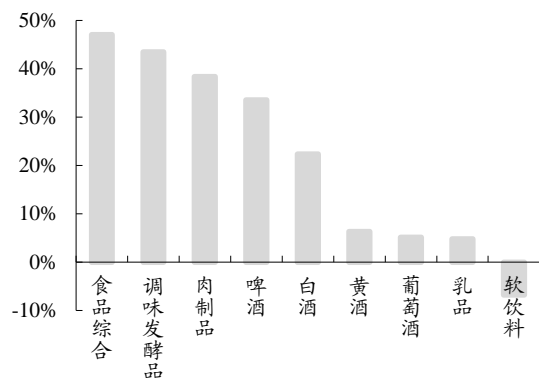
图 4：SW 食品饮料板块估值溢价率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

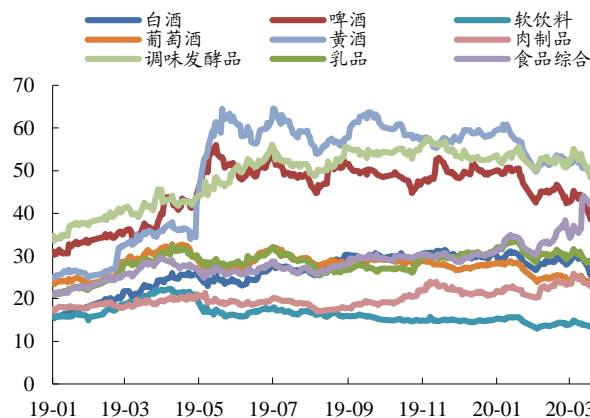
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：20 年至今食品综合板块涨幅明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：20 年初至今食品饮料子板块 PE(X)估值变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 核心资产水涨船高，给予确定性溢价

年初以来核心资产涨幅领先，强者恒强。年初至 7 月 9 日，核心资产在疫情不确定背景下，强势上涨，普遍涨幅超过 15%。除家电龙头外，基本估值在 25X 以上，茅台 20 年估值已达 45X，确定性溢价持续抬升。

表 1：部分 A 股千亿市值消费行业个股数据一览（截至 2020 年 7 月 9 日）

	总市值 (亿元)	PE -TTM	PE -2020	EV/EBITDA	14-19 年 收入 CAGR	14-19 年 利润 CAGR	20 年利 润 yoy	未来三年预计 利润 CAGR	PEG -2020
贵州茅台	21,431	50	45	27	22%	22%	12%	16%	3.79
五粮液	7,908	42	39	21	19%	24%	20%	21%	1.93
美的集团*	4,553	20	18	16	14%	18%	17%	10%	1.04
海天味业*	4,169	76	66	51	15%	21%	17%	18%	3.82
中国国旅*	3,784	172	124	23	19%	26%	1%	19%	86.30
格力电器*	3,599	17	15	7	7%	12%	8%	7%	1.98
比亚迪*	2,304	236	91	14	17%	30%	36%	39%	2.56
伊利股份	2,131	37	33	17	11%	11%	-15%	8%	-2.23
洋河股份	2,020	27	26	14	10%	10%	0%	8%	261.55
中公教育*	1,801	99	72	68	12%	-300%	39%	35%	1.86
泸州老窖	1,750	36	33	18	24%	39%	12%	18%	2.75
双汇发展	1,593	28	26	18	6%	6%	10%	12%	2.64

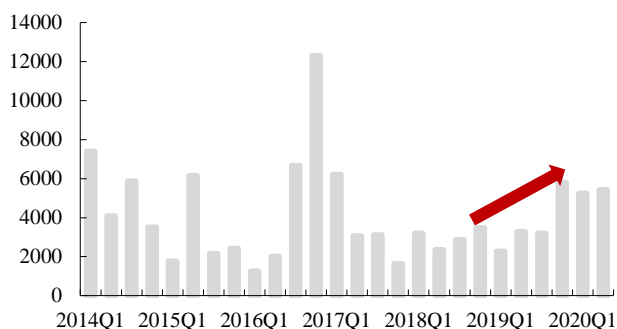
数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：标注*为 Wind 一致预期数据

1.2.1. 市场流动性宽裕，居民资金通过基金入场

货币政策宽松，配合财政政策稳增长、保就业。5月22日《政府工作报告》中提出“综合运用降息降准再贷款等”；5月17日国常会未提及降息政策。意味着货币政策的工作目标由去年的“松紧适度”转变为今年的“更加灵活适度”。因此预计今年货币政策措施将集中在定向降准、MLF 降息（引致 LPR 降息）、TMLF 等手段上。（截至5月，今年3次降准共释放资金1.75万亿元）。6月11日，国务院提出要引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于2019年。稳健的货币政策将更加灵活适度，与积极财政政策形成配合，维持市场流动性合理充裕，货币政策角色正逐步调整为配合财政等其他政策共同发力稳增长和保就业。

市场流动性宽裕带来增量资金，新发基金募资频超预期。近期近四百款银行理财破净、货币基金及银行“类货基”收益率持续走低、结构性存款严监管、信托产品“打破刚兑”、优质公募基金近四年收益率大幅跑赢上证综指等五大核心催化剂，或将加速推动居民资产配置。20H1 市场诞生11只百亿级别基金，20H1 股票型+混合型基金合计净新增规模近万亿，净新增规模已大幅超过2019H1 的4722亿元。从近期头部基金公司募资来看，多次出现提前累计有效认购申请金额超过募资上线，基金公司提前结束募资现象。

图 7：新发基金募资频超预期（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：20H1 权益型基金净新增规模加速放量



数据来源：证券基金业协会，东吴证券研究所

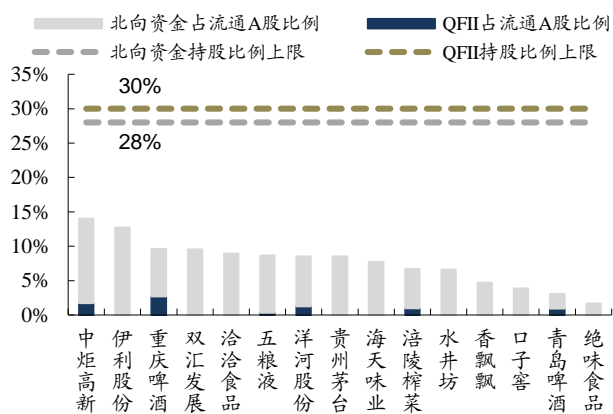
1.2.2. 中国市场得到青睐，北向资金触底回升

北向持仓集中消费行业，消费龙头受到青睐。从北向资金的持仓变化来看，日常消费、可选消费、医疗保健一直属于超配行业。在个股上，以消费品行业为代表的白马股成为了外资进入的主要选择。随着MSCI不断扩容，A股纳入因子不断升高，北向资金青睐的消费品行业、电子信息行业及金融板块均领涨于A股，其中又以日常消费板

块持仓占比最高。2018 年 5 月 A 股开始纳入 MSCI 全球市场指数前后及 2019 年 11 月 MSCI 扩容前后，消费品行业（包括日常消费及可选消费）始终居仓位占比首位，这也导致消费行业估值持续走高。在美股暴跌外资流动性紧张的情况下，各个板块外资持仓发生不同程度回调，但日常消费板块在回调后迅速恢复至春节前持仓水平，刚性十足。

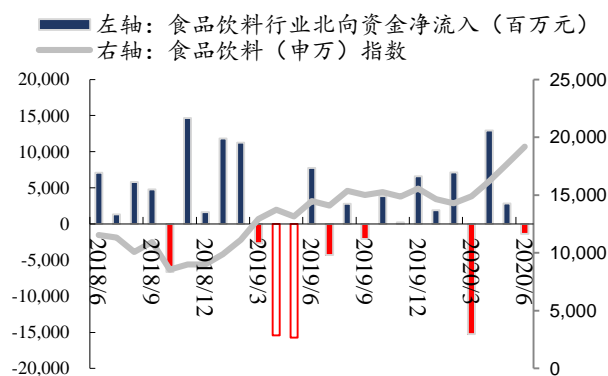
外资有望持续流入消费品龙头。截至 6 月 30 日，食品饮料板块外资持股比例前五的白酒个股分别为五粮液/洋河股份/贵州茅台/水井坊/口子窖，持仓比例分别为 8.7/8.5/8.5/6.6/3.9%；外资持股比例前五的非白酒个股分别为中炬高新/伊利股份/重庆啤酒/双汇发展/洽洽食品，持仓比例分别为 14.0/12.7/9.6/9.6/9.0%。与海外的成熟市场相比，国内消费品龙头未来仍将保持相对高速的增长，具备更高的成长性，虽然 PE 相对较高，但其对应的隐含回报率也较高，2019 年国内消费品企业超额收益明显，但优质消费品龙头长线依旧具备投资价值。

图 9：板块外资持股占比前十五大个股及上限



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：北向资金月度流入



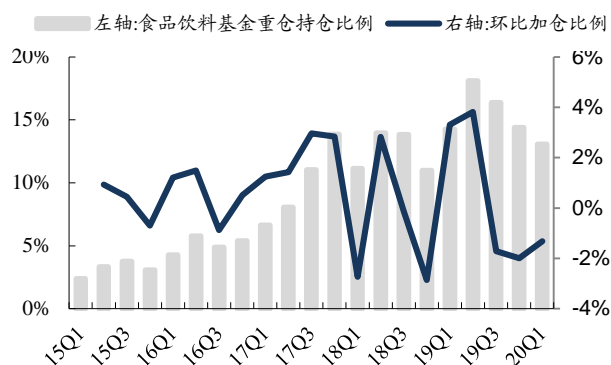
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.3. 基金持仓维持高位，持仓仍现头部效应

资金面来看，Q1 基金持仓环比略有下降，持仓标的呈现集中化。从板块看，消费品龙头业绩表现优异，估值上行，基金收益兑现使得 20Q1 食品饮料基金重仓比例为 13.1%，环比-1.3pct，横向来看，食品饮料为第二大重仓板块。分子板块看，20 年 Q1 白酒、乳制品板块环比 19Q4 基金持仓比例分别下降 2.1/0.4pct；食品综合、调味品等子板块环比 19Q4 基金持仓比例分别上升 0.6/0.3pct。**分标的看**，截至 2020 年一季度，食品饮料板块基金前十重仓股中，双汇发展、绝味食品、海天味业、顺鑫农业重仓持股占流通股比例分别为 0.41/0.47/0.38/0.48%，持仓占流通股比分别环比增长 0.28/0.19/0.17/0.01pct，而泸州老窖、五粮液、伊利股份则环比下滑 0.57/0.42/0.39pct；截至 2020 年一季度，基金全行业前十大重仓股中有两家食品饮料公司，分别是贵州茅台/五粮液，重仓持股占流通股比例分别为 2.8/5.0%，分别环比+0.08/+0.17pct。

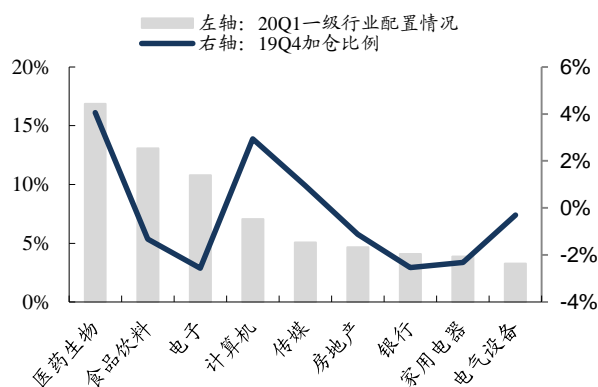
图 11：食品饮料基金重仓持仓比例变动

图 12：食品饮料外资持股前 15 大个股

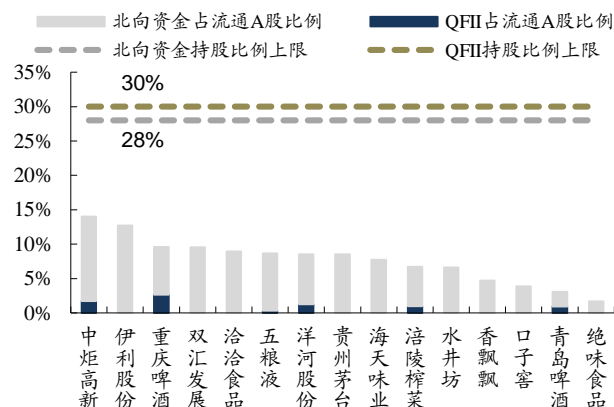


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13: 2020Q1 末 SW 一级行业重仓比例及环比变动

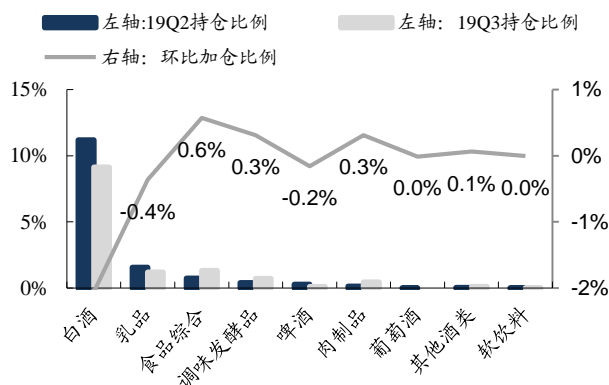


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14: 2020Q1 末 SW 三级行业重仓比例及环比变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2: 2020Q1 食品饮料前十重仓股（按市值）及变动

	持有基金数	持股总市值(亿元)	持股占流通股比	重仓持仓占流通股比环比变动 (pct)
贵州茅台	879	391.4	4.15%	-0.37%
五粮液	354	220.0	2.33%	-0.42%
泸州老窖	119	110.4	1.17%	-0.57%
伊利股份	348	109.2	1.16%	-0.39%
顺鑫农业	101	45.7	0.48%	0.01%
绝味食品	87	44.6	0.47%	0.19%
山西汾酒	69	42.2	0.45%	-0.05%
双汇发展	128	38.3	0.41%	0.28%
海天味业	64	35.7	0.38%	0.17%
古井贡酒	47	30.1	0.32%	-0.34%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: 2020Q1 基金全行业前十重仓股（按市值）及变动

	持有基金数	持股总市值(亿元)	持股占流通股比	重仓持仓占流通股比 环比变动 (pct)
贵州茅台	879	391.4	2.80%	0.08%
五粮液	354	220.0	5.03%	0.17%
立讯精密	465	206.4	10.13%	-0.68%
万科 A	301	187.6	7.53%	-0.01%
恒瑞医药	579	169.9	4.18%	1.00%
长春高新	375	161.7	17.39%	0.48%
迈瑞医疗	309	156.3	12.00%	5.00%
保利地产	312	132.5	7.47%	-0.18%
中国平安	489	131.8	1.76%	-1.08%
三一重工	274	126.2	8.65%	1.61%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 白酒: 报表 Q3 迎改善, 中期集中度确立向上

2.1. 看企业: 高端酒价盘进入上行区间, 次高端分化明显

2.1.1. 高端白酒: 20H2 价盘稳步上行, 高确定性推高核心资产估值中枢

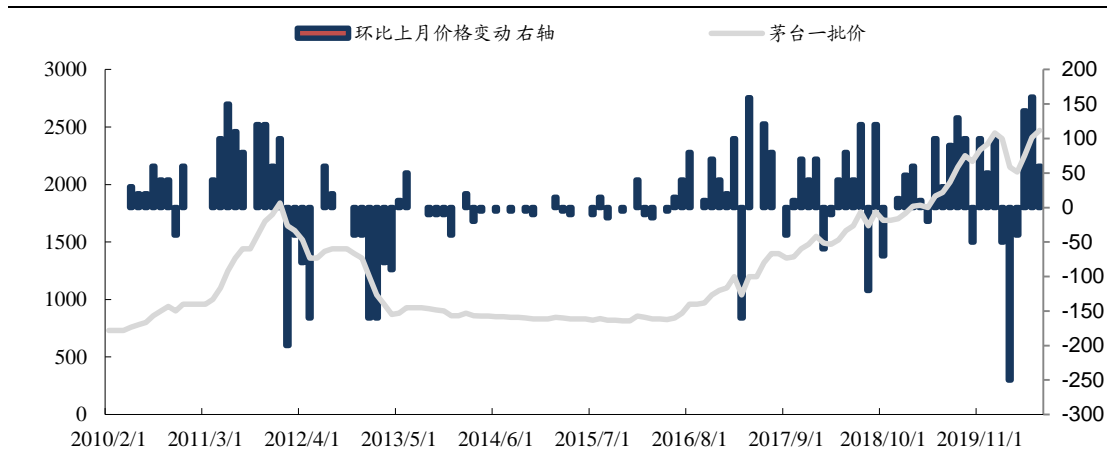
龙头 20H1 稳固价盘, 渠道管理成效显著, 20H2 以茅台为代表的高端酒批价维持高位可期, 带动板块价盘稳步提升。价格即是品牌力, 20H1 在疫情影响下各龙头以稳价为主, 节后各酒企控价举措(取消配额、费用支持、资金支持等)成效显著, 板块价格锚——茅台批价自 3 月中下旬以来持续回升, 主要名优酒企库存状况由年初相对紧张的状态消化至当前合理范围内。在供给受限的背景下, 预计 20H2 中秋旺季推动下茅台批价将持续维持高位, 进一步打开行业天花板, 带动板块整体价盘提升。

贵州茅台: 供需紧张+直营完善+流动性宽松主导批价维持高位。

茅台作为唯一超高端白酒具备天然稀缺性, 公司未来经营风格或偏积极, 全年业绩确定性较高。茅台一批价在年初疫情及短期经销商打款的影响下短期下探至 1800 元左右, 但随着疫后消费反弹以及渠道库存消化到位, 产品批价稳步回升, 当下约 2400-2500 元左右, 作为国内批价唯一站稳超过 2000 元大关的超高端白酒, 在意见领袖的口碑营销及高端社交需要影响下, 公司可替代性较低。疫后公司业绩在上市酒企中 fastest 恢复, 在上半年“时间过半, 任务过半”完成基本无虞更是印证了公司的强社交属性。但从供求角度而言公司仍然紧张, 在短期内产量无法大幅提升的背景下, 供不应求茅台将长

期面临的主要问题，产品具备天然稀缺性。近期，以高卫东总为代表的新任领导班子履新，“2020 年做出更大贡献”背景下公司经营风格或偏积极，业绩确定性更高。

图 15：疫情影响降低，茅台批价稳步回升至 2400-2500（元）



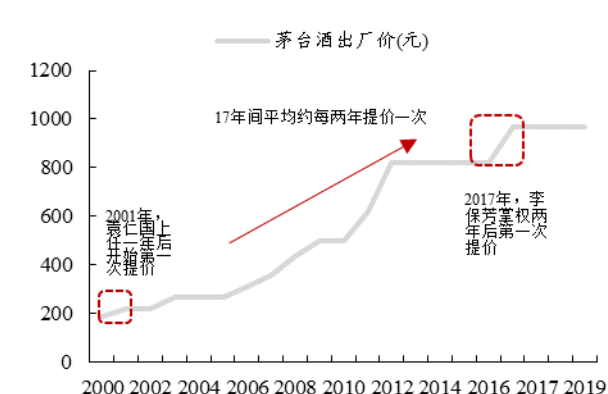
数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 16：近期茅台及贵州省内相关领导发言

时间	相关领导	场合	内容
2020/3/24	省委副书记、省长 谌贻琴	茅台集团调研	在新起点上推动茅台集团高质量发展、大踏步前进
2020/5/22	全国人大代表、茅台集团党委书记、董事长高卫东	两会	在全省国有企业中做表率走前列，为夺取全省疫情防控和脱贫攻坚最后的胜利，作出茅台更大的贡献
2020/6/16	茅台集团党委副书记王焱	茅台酒销公司大会	助力茅台做强做精做久
2020/7/4	省委书记、省人大常委会主任孙志刚	茅台集团调研	全省各级有关部门要全力支持茅台发展，共同抓好市场监管，齐心协力呵护好茅台品牌。

数据来源：新华网，公司官网，东吴证券研究所

图 17：人员更迭后茅台提价节奏加速（元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

直营体系进一步完善下，高渠道利差+流动性宽松下茅台批价或将维持高位。20 年以来公司加大 KA、电商等渠道放量布局，将传统渠道销量部分转移至直营渠道，直营渠道的拓展在无形中加大了产品宣传，1499 元的平价也提高了消费者的消费欲望。公司渠道利润自 16 年 4 月以来持续攀升至 1500 元，远超板块其他竞品，渠道价差长期维持高位，管理层更迭后有望继续提升治理水平和渠道价格链条分配机制。

与此同时，疫情影响下国内消费场景受到抑制，消费需求减弱，疫后随着经济刺激措施的出台及流动性宽松的出现通胀出现升温态势，参考过去 M2 增速与茅台一批价的变动关系，批价针对流动性宽松存在一定滞后效应，叠加消费反弹带来的旺盛需求以及茅台老酒的升值效应，茅台批价在高位具备支撑，预计剔除打款和节日等短期扰动后茅

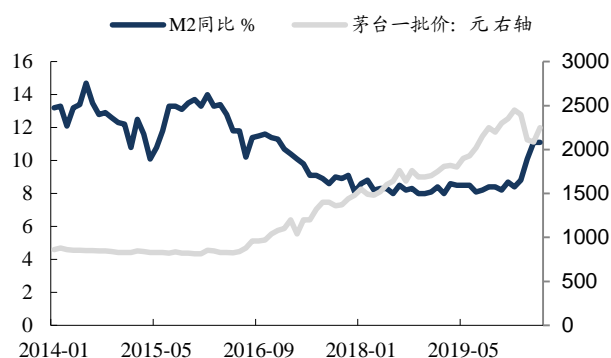
台批价下半年有望稳定在 2200-2500 元区间。

图 18: 自 16 年以来茅台渠道利润不断突破历史高位 (元)



数据来源: 草根调研, 公司公告, 东吴证券研究所

图 19: 茅台批价针对高流动性存在滞后效应



数据来源: Wind, 草根调研, 东吴证券研究所

五粮液/老窖: 举措得当挺价成效显著, 将持续受益茅台价格高位

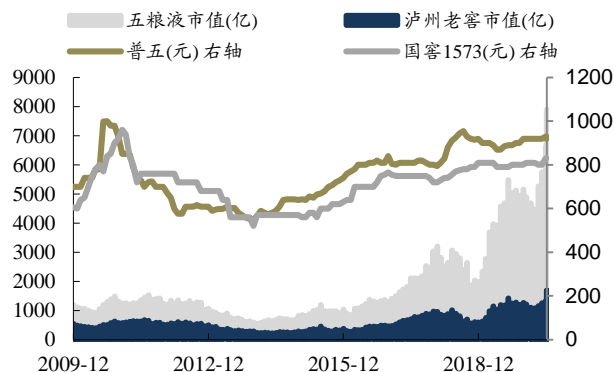
价格是高端白酒品牌力的核心体现, 疫后五泸以挺价为核心, 渠道管理及价格体系维护出色。20Q2 五粮液工作重点转向“两管控一加快”, 严格管控发货、严格管控出货, 加快推进公关团购工作, 6 月中旬对传统商家计划量优化调整, 提出“三不”原则 (即调减计划坚持调整后不增量、调整计划不投放至传统渠道、调整后不再投入渠道促销费用等), 当前八代普五批价已回升至 940-950 元左右; 老窖节后以保价为重点, 取消 2-3 月配额, 4 月逐步恢复配额, 5 月开始执行正常配额但不强制打款, 国窖价盘跟随上行至约 800 元以上。展望下半年, 受益于茅台价位高企留下的充足空间, 叠加五粮液系列改革落地红利持续释放, 八代普五批价有望继续回升至站稳千元价格带; 同时, 预计老窖 7 月份打款将恢复正常, 结合出色的营销能力及渠道管理能力, 国窖批价同样具备上升空间。

图 20: 普五/国窖 1573 一批价持续回升 (元)



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图 21: 五/泸市值与一批价存在正相关关系



数据来源: Wind, 草根调研, 东吴证券研究所

核心资产高确定性有望进一步推升估值中枢。疫后市场风格转向稳健的核心资产标的，高端白酒 20 年业绩确定性较高，未来成长空间清晰，股价表现出色弹性较大。下半年高端白酒供需仍然紧张，批价存在上行动力，茅台批价站稳 2200-2500 元，普五批价站稳千元以上，国窖跟随五粮液提价均属于大概率事件，高端龙头增长目标达成度较高，流动性宽松环境下资金或更多流入核心资产标的，龙头估值中枢有望继续推升。

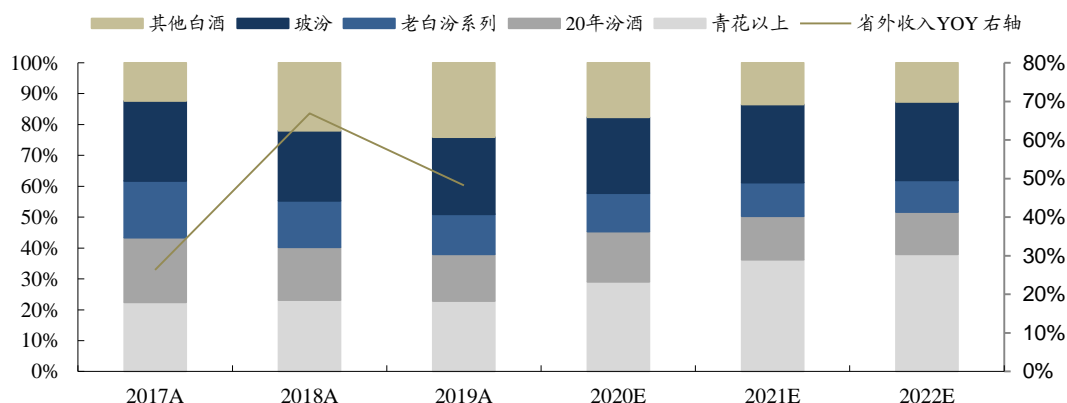
2.1.2. 各价格带龙头：疫后加速脱颖而出，21 年或迎提价大年

疫后加速头部集中，各价格带分化渐显。在品牌优势基础上，名酒的渠道精细化运作与管理能力明显改善，使得各价格带均呈现头部集中趋势，名酒龙头集中度加速提升，中小白酒企业被进一步出清。自 19 年以来价格带内部品牌分化显著，次高端与中低端板块表现最为典型，特别是疫后渠道库存管理、费用利用能力强的企业逐步脱颖而出。

山西汾酒：强品牌力和渠道力继续推动全国化

公司疫后通过渠道管控挺价，当前青花 20/30 批价持续回升至 330/600 元以上，公司自 7 月开始针对青花系列上调开票价，促进二季度回款的同时，淡季挺价为中秋旺季做准备，预计后续价盘仍稳，公司 Q2 动销环比显著改善，部分经销商库存较低甚至出现缺货情况，公司全年增长目标完成度较高。公司作为全国清香酒龙头，“汾老大”品牌力突出+香型差异化+渠道掌控力强将共同贡献高增，后国改时代预计深化改革各项措施仍将持续落地，内部经营活力有望继续释放。公司在北方市场优势明显，省内基地市场稳固，当前向华东、华南等市场进军，加大费用投入将推动全国化顺利达成。

图 22：汾酒青花系列占比逐年提高，省外收入保持高增

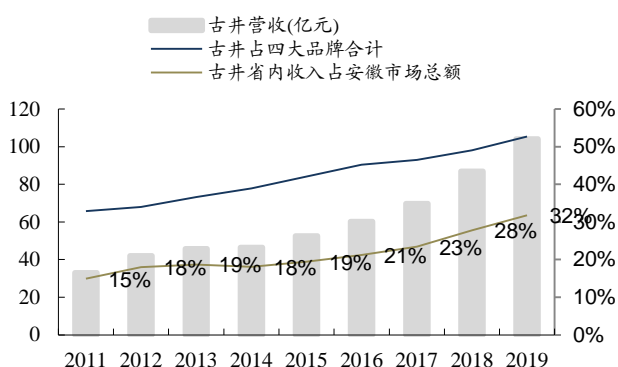


数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

古井贡酒：区域消费恢复显著，基地市场升级提速

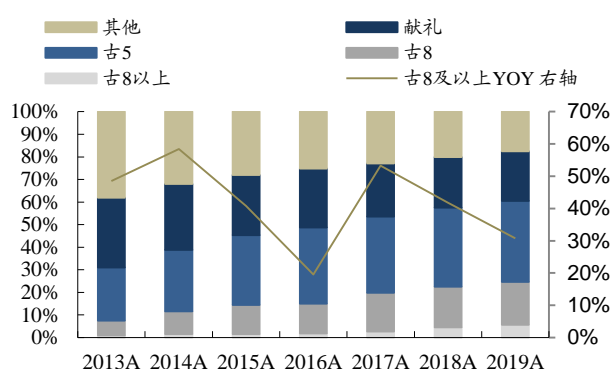
公司省内竞争优势显著，逐步形成“一超多强”的局面，疫后充分受益安徽省内区域消费恢复，省内商务消费恢复80%以上，日常聚饮消费基本已达到去年同期水平，餐饮渠道管控已基本放开，热门商场餐饮上座率已恢复至去年同期水平。**省内看，公司产品持续结构升级**，古16及以上产品受益于低基数实现同比高增，古8同比增速超25%，古8及以上产品营收占比进一步提升，品牌+渠道形成良性循环；**省外看，全国化进程顺利**，目前正围绕安徽周边充分布局，在华东地区高举高打，在山东、河南等地也持续投入。20年3月安徽省发布文件提出到2025年将培育省内营收超过200亿元的白酒企业1家，预计后续或将给予古井政策支持，看好公司中长期成长空间。

图 23：古井省内竞争优势显著



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 24：古井产品结构持续优化，古8及以上产品保持高增



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

今世缘：渠道+品牌助力势能释放，看好增长确定性

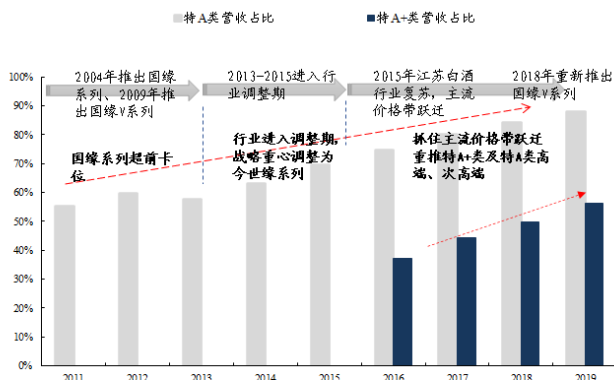
江苏省内疫后恢复较好，日常聚饮基本恢复，团购/商务宴恢复约80%，宴席消费处于补回状态，公司库存良性，价盘稳固，恢复情况略好于竞品。**品牌端，国缘消费氛围已成**，国缘系列以南京为支点，多年来坚持在南京市场推广该品牌，未来将借南京辐射作用在苏南地区主推，未来或保持对主竞品的渠道利润略高水平，将费用更多投入到消费者层面，提升品牌力；**渠道端**，当前公司主要市场集中在淮安、盐城及南京等地区，其余市场如苏南/苏中的覆盖广度和深度仍有较大提升空间，**预计未来省内低市占率地区即可贡献较大增长**；省外，公司将精细化运作山东市场，未来或冲击5亿规模。我们认为公司结合股权激励计划有望进一步提升经营效率，激发公司活力，预计未来3年仍具备较高的成长性。

洋河股份：产品向上、区域向外，未来具备较大弹性

公司在产品、市场和人事等层面坚持深入调整并且收效显著。站在长期视角来看，

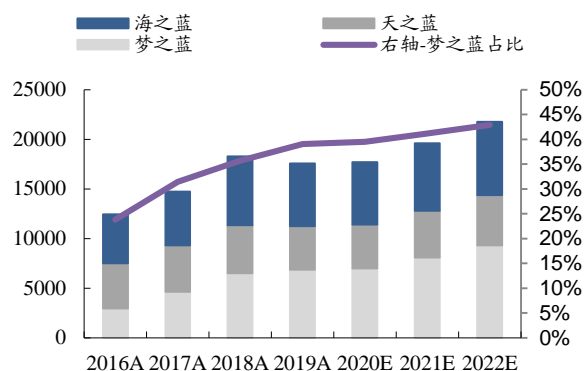
公司在产品、渠道、品牌方面竞争优势仍然显著，海天在省外部分市场仍处于消费核心价格带，省内借消费升级东风预计未来提档升级顺利，梦系列推出新品梦6+抢占次高端市场，产品结构或继续优化。公司发展前景仍然广阔，具备较高弹性；公司未来将重点强化山东、河南等成熟市场，深化北京、江西等市场，拓展华南，东北发展型市场，在省外主要市场推广M6+，在经济水平暂时落后地区推广天之蓝/梦3等产品，当前M6+省外招商持续超预期，预计未来随着省外消费升级，渠道优化，预计梦之蓝在省外仍获两位数增长的可能性较大。

图 25：国缘高端系列借势放量，营收占比不断提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图 26：梦之蓝营收占比预计将持续上升（百万元）



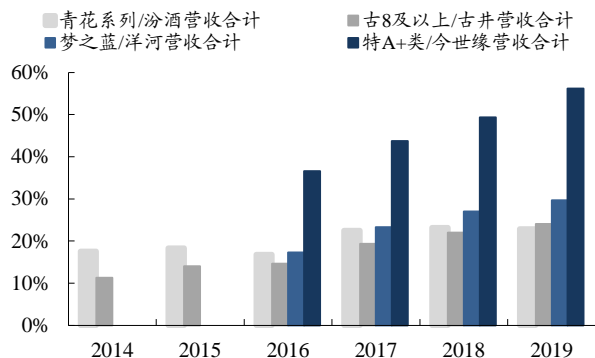
数据来源：Wind，东吴证券研究所

酒鬼酒：二线名酒基因强，高价格带放量弹性大

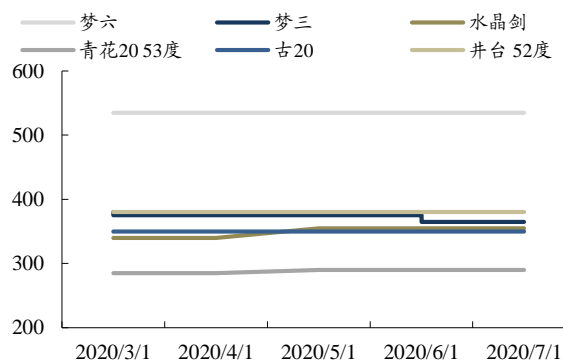
近期公司针对紫坛、红坛酒鬼酒上调战略价，进一步完成公司20年提价体量目标。公司作为馥郁香型白酒开创者在二线酒企中具备较强的名酒基因，大单品内参酒立足湖南，成立四大战区，致力于打造第四大高端白酒品牌。我们认为具备一定影响力的高端白酒品牌是公司的珍贵资源与市场上的稀缺资源，在看好20H2茅台批价维持高位甚至继续上行的背景下，高端白酒供需不足的矛盾进一步凸显，针对高端白酒的部分需求将分流至具有特色高端品牌的小酒企，公司在省内等优势市场具备较高品牌力和消费者认可度，预计终端价格将保持稳中有升态势，高渠道利润下市场推力较高，高价格带产品具备较大放量弹性。

图 27：龙头次高端产品占比逐步提升

图 28：主要次高端单品疫后价盘稳固（元）



数据来源：公司公告，草根调研，东吴证券研究所



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

各价格带龙头 20 年挺价见效，消费复苏+业绩追回下 21 年或迎涨价年。当前汾酒、剑南春、酒鬼酒等二线龙头纷纷通过“提价方式挺价”，当前次高端及主力单品价盘稳固。随 20H2 茅台价格带打开行业天花板，叠加疫后消费的持续复苏，同时考虑到疫情对公司业绩的影响的补回，预计具备提价基础的强品牌力龙头或于 21 年通过再次提价的方式达到提升价盘的目标。

2.2. 看行业：中期关注消费复苏+提价效应+酱酒热

2.2.1. 消费复苏：关注中秋旺季催化，三季度报表端将迎改善

高端及光瓶酒恢复较好。白酒主要消费场景及渠道包括四大类商务赠礼、大众宴席、团购、流通等渠道，其中商务渠道及流通渠道恢复情况良好，其主要消费产品高端及光瓶酒相应恢复较好。大众宴席及团购恢复相对较弱，次高端及中高端酒企仍有压力。

行业结构分化下，预计龙头下滑有限，中秋国庆催化下叠加渠道复苏龙头仍存弹性。我们认为疫情并未改变酒企及行业的发展趋势，而是加速了行业的分化。从终端和消费者的角度看龙头酒企动销基本达到往年水平，渠道资源加速向龙头集中，而中小酒企恢复不及预期，动销下滑程度较高。由于 20Q1 疫情压力下，各酒企在一定程度上存在渠道杠杆，渠道及终端库存存在一定压力，预计 20Q2 增速环比表现不一，渠道+品牌力出众龙头压力较小。三季度大众宴席及团购渠道恢复弹性下，中秋国庆旺季需求延后爆发将形成催化，次高及中高端龙头仍然具备弹性。

表 4：白酒主要消费场景恢复情况

消费场景	主要消费产品	恢复情况
商务赠礼及宴请	以 600 元以上高端、300-600 元次高端白酒为主。	华东部分地区恢复 60-70%
大众宴席及聚饮	以 300-600 元次高端、100-	恢复情况弱于商务场景

	300 元中高端白酒为主。	
团购	以 600 元以上、300-600 元次高端产品为主，包含部分 100-300 元中高端产品。	恢复情况略低于大众宴席
流通等渠道	以中高端产品及低端光瓶酒为主。	恢复 70-90%，部分地区已基本恢复

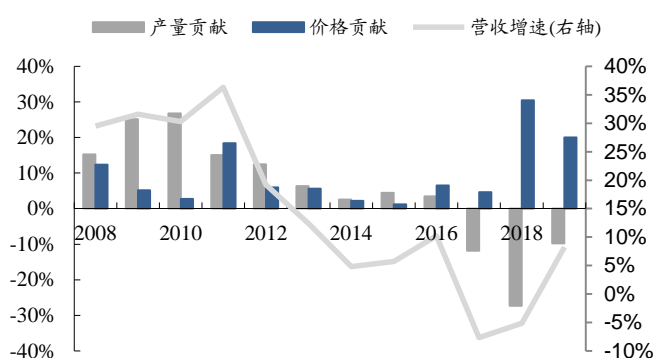
数据来源：东吴证券研究所整理

2.2.2. 提价效应：天花板打开，关注 600 元价格带+100 元以下光瓶酒价格带机会

茅台批价持续保持高位，带动五粮液/国窖价格上行，高端酒整体打开价格天花板，提价效应下主要关注两点：

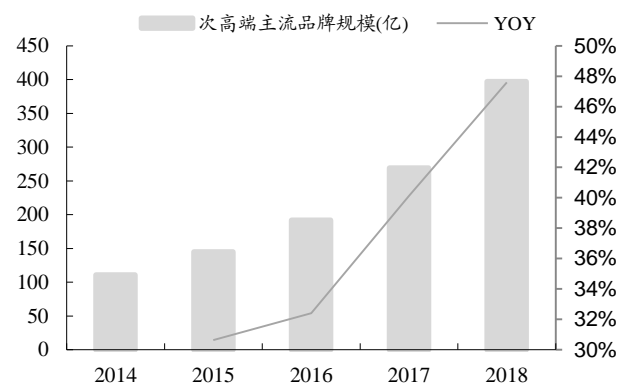
(1) 关注 600 元次高端价格带机会。一方面，如上文所述，20H2 茅台一批价有望站稳 2000 元以上，维持在 2200-2500 元区间；五粮液/国窖 20 年均以提价作为核心目标，渠道精细化管控下价格有望站稳 1000/900 元以上，为 600 元价格带形成打下基础。另一方面，消费升级带动次高端由 300-400 元价格带快速向上扩容，苏南等地区上探至 500-600 元价格带。根据中国产业信息网数据，全国水晶剑、臻酿八号、红花郎、梦之蓝、国缘四开等次高端主流品牌规模快速扩容，14-18 年 CAGR 超 30%，预计洋河 M6+，汾酒青花 30，国缘 V3 等卡位单品未来将迎快速放量。

图 29：16 年以来白酒市场营收主要靠提价拉动



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所 注：
受限于数据获取，2008-2011 年数据均取 1-11 月数据同比

图 30：次高端主流品牌规模保持高增



数据来源：江苏省酒类网，中国产业信息网，东吴证券研究所

(2) 关注 100 元以下光瓶酒价格带机会。光瓶酒当前存在地域分割状态，各地均存在知名中小品牌，但全国化光瓶酒品牌数量较少，且与全国化品牌相比中小酒厂在品牌、品质、渠道均存在较大差距，竞争力显著不足。光瓶酒在 20Q1 率先提价，自 1 月 16 日起光瓶酒龙头顺鑫旗下牛栏山主力产品提价约 5-10%，提价产品覆盖范围约 80%，

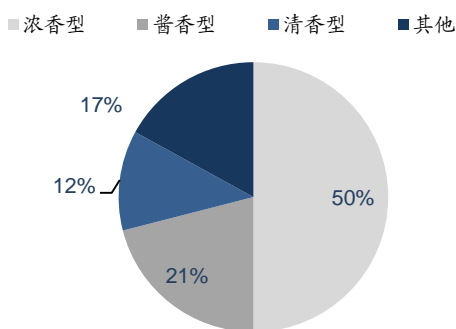
3 月末汾酒低端大单品玻汾出厂及终端供货价均有上调。在行业持续提价背景下，百元以下全国化光瓶酒性价比突出，50 元左右价格带存在巨大空间，看好玻汾、尖庄等卡位单品放量。

2.2.3. 酱酒飘香：不只是“茅台热”

酱香酒产能小利润高，扩容趋势明显。19 年全国酱香白酒产能约 55 万千升，销售收入和利润同比均增长 20% 以上，赤水河流域的酱酒产能约为 47 万千升（占全国酱酒产能的 85%），实现营收约 1244 亿元（占全国酱酒市场的 90% 以上），产业集中的趋势明显。“三公消费”后，酱香酒的需求主要来自于居民消费端，居民收入增加带动的消费升级以及茅台的龙头拉动效应，推动了行业不断扩容，在北京、河南、广东、山东、江苏等地，酱酒的市场份额逐渐接近 20% 水平，扩容趋势明显。

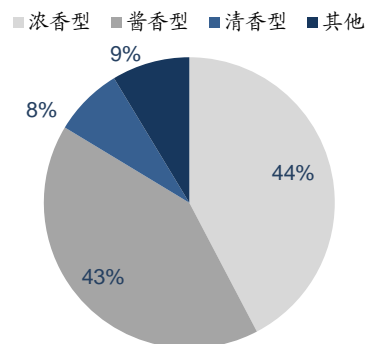
“酱酒热”下郎酒、国台、习酒等均寻求上市，郎酒股份连续三年增长良好，2019 年完成收入 83.48 亿元和 24.44 亿元净利润，同比增长约 12% 和 237%；国台酒业 19 年营收和净利增速均超 60%；19 年习酒销售额为 79.8 亿元与郎酒比肩。考虑到酱酒市场的扩容趋势，酱香型酒企成长空间广阔。

图 31：酱酒市占率较低（产量计）



数据来源：酒业家等，东吴证券研究所

图 32：酱酒利润贡献占比较高



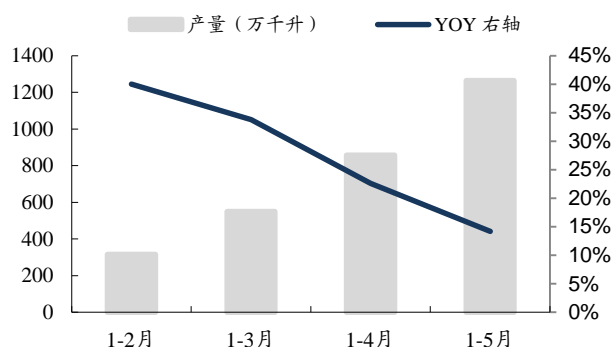
数据来源：酒业家等，东吴证券研究所

3. 啤酒：Q2 报表环比改善，关注龙头改革

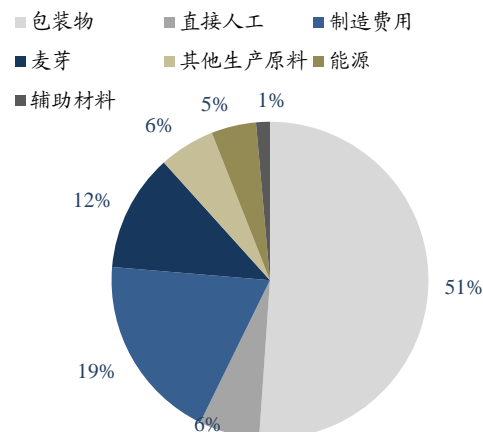
疫后边际恢复加速，一季报低点已过。短期来看，餐饮边际恢复改善，近期政府发布多政策提高居民消费意愿和能力，叠加夏季旺季来临利好终端动销。据国家统计局数据，20 年 1-5 月我国规模以上啤酒企业累计产量 1263.9 万千升，同比下降 14.2%；20 年 5 月我国规模以上啤酒企业产量 408.1 万千升，同比增长 14.6%（20 年 4 月同比+7.5%），环比显著改善。

图 33：20 年以来国内规模以上啤酒产量及同比增速

图 34：青啤 2019 年啤酒成本构成



数据来源：中国国际啤酒网，东吴证券研究所 注：规模以上啤酒企业起点标准为年主营业务收入 2000 万元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中长期看,行业提价+升级+关厂,行业延续盈利改善逻辑。行业粗放扩张时代结束,近年来各厂家闭厂提效见效,龙头产能利用率逐步提升。同时,澳麦“双反”加税,2020年5月19日,中国对澳洲进口大麦征收73.6%的反倾销税和6.9%反补贴税,征收期限为5年。龙头由于短期价格锁定,成本基本可控,而龙头垄断格局已定,“澳麦”双反反而提升21年提价预期。自19年以来青啤、华润、百威在原材料成本压力可控的背景下均有直接提价动作或计划,而并非以对冲成本上涨为目的,印证竞争模式转向盈利的转变,行业延续以结构升级驱动净利率提升的逻辑。

表 5: 主要啤酒厂商开始主动提价增厚利润

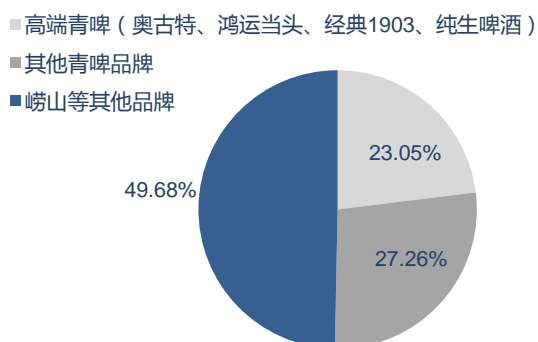
时间	提价品牌及涨幅	提价原因
08-09 年	青啤纯生（部分地区提价约 9%）；	大麦、玻璃、纸箱等原材料成本上涨
	燕京啤酒（部分地区与产品提价约 6%）	
11-12 年	青岛啤酒（全国主要品牌提价约 10%）；	大麦等原材料成本上涨
	燕京啤酒（全国主要品牌提价约 10%）；	
	华润啤酒（部分地区提价）；	
	百威中国（部分地区提价约）	
18 年	青岛啤酒（年内两次提价）；	大麦、包材等原材料成本上涨
	华润啤酒（纯生、勇闯天涯等品牌，年内两次提价/哈啤一次提价）；	
	百威中国（年内三次提价）；	
	燕京啤酒（年内三次提价）；	

重啤、珠啤均有提价动作		
19-20 年	青岛啤酒（山东等部分区域高端产品提	成本变动幅度较小，厂家主动提价
	价约 6-10%）；	
	华润啤酒、百威中国（主要产品进行均	
	有提价计划，提价约 5-10%）	

数据来源：渠道调研，南方财经网，经济观察网等，东吴证券研究所整理

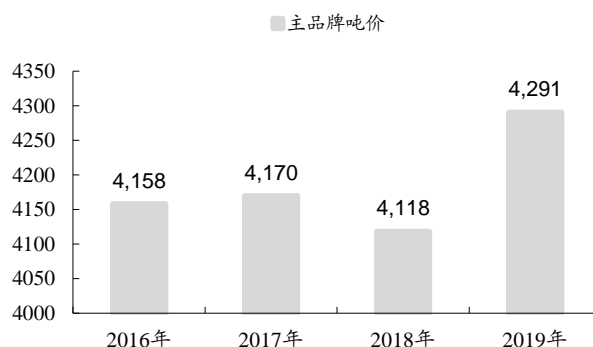
龙头区域垄断市场格局清晰，关注巨头改革。目前 TOP5 酒企已在国内近 75% 的强势省份形成区域性垄断格局，未来啤酒厂商将以深耕基地市场为主，龙头竞争格局更加清晰。巨头加速改革加速高端化进程，近日青啤兑现公布股权激励方案，目标制定合理完成度较高，改革较广地辐射营销条线，公司有望改观资本市场长期以来对于公司执行力与经营效率的担忧，估值中枢有望上移，同时公司加码高端价格带，青啤主品牌销量占比过半，未来或显著提升盈利水平；重啤进行重大资产重组，嘉士伯优势资产注入控股子公司重庆嘉酿啤酒，整体来看注入资产具备较强的盈利能力，将避免同业竞争，提高企业管理效率；华润于 19 年 4 月收购喜力中国业务，公司打造“高档品牌组合群”，经过一年的整合当前人员、渠道、产品组合和管理系统调整基本到位，20 年下半年或将开始发力。

图 35：青岛主品牌 19 年销量占比较高



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

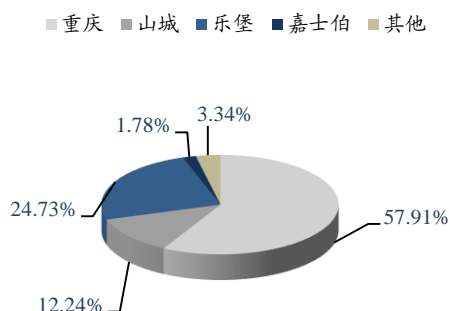
图 36：青岛主品牌吨价超过 4100 元（单位：元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 8：2019 重庆啤酒各类产品销量占比

图 9：近年来 1664 Blanc、乌苏啤酒增长强劲



数据来源：嘉士伯年报，东吴证券研究所



数据来源：嘉士伯年报，东吴证券研究所

4. 非酒：期待必选可持续性，关注餐饮边际复苏

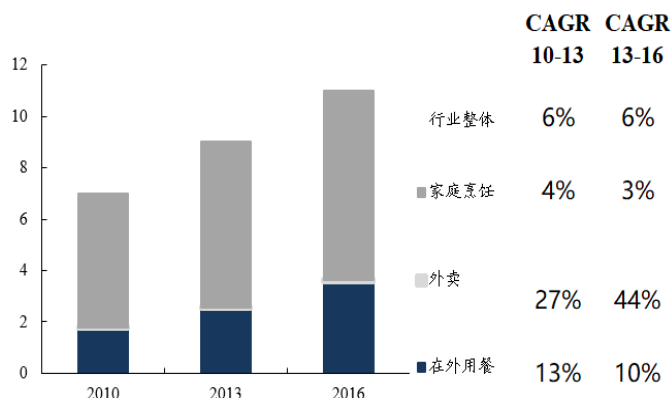
4.1. 调味品：餐饮消费逐季改善，中期景气度确立向好

疫情期间餐饮渠道消费转向 C 端，头部品牌清库存挤压中小厂商。我们测算得出，疫情后餐饮渠道经销商因 1-2 月外出餐饮消费受到压制，部分经销商渠道库存多出 6 周左右，而头部多渠道布局的厂商（如海天）多措并举保证全年经营目标，1）积极协调经销商库存，将部分 B 端经销商库存调至 C 端渠道，疫情期间海天 C 端加速放量，预计 C 端品牌效应得到强化，2）加大渠道建设力度，一季度末海天终端促销力度加大，买赠+组合装+线下推广活动+丰富渠道等手段结合扩大客群，3）通过和下游餐饮长期绑定的方式保证动销，部分经销商通过和餐饮店锁定未来 1-2 季度采购上的绑定等，进一步挤压中小厂商份额。

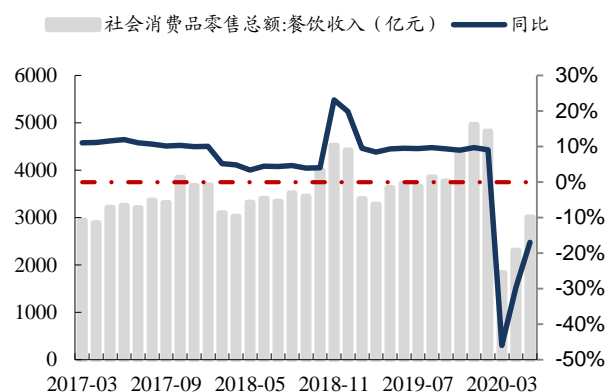
餐饮消费逐月恢复，行业迎来边际改善。5 月餐饮社零数据同比下滑 18.9%，降幅收窄 12.2pct，6 月北京零星疫情得到有力控制进一步强化各地外出消费的信心，预计 6-7 月社会餐饮将得到有效恢复。预计餐饮端调味品将迎来有力恢复，结合渠道调研来看，预计 4-5 月恒顺出货逐月加速。恒顺维持全年收入和扣非净利双 12% 的增长目标，海天亦不改年初制定的收入 15% 的目标，彰显龙头信心。

图 37：我国用餐市场规模约 11 万亿

图 38：餐饮消费逐月恢复



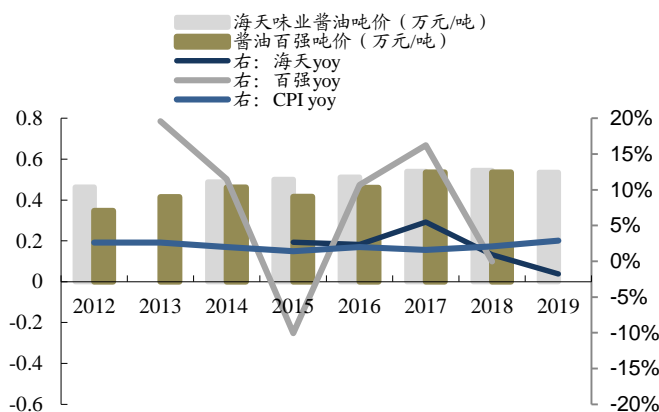
数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

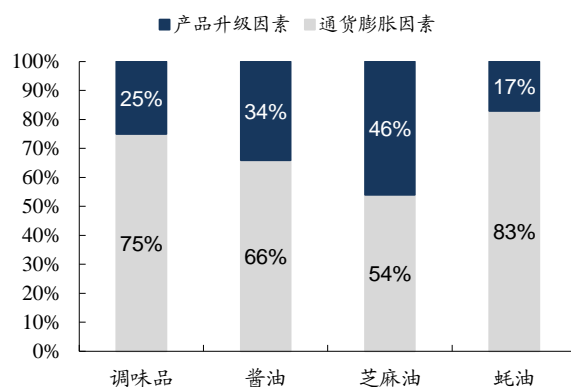
CPI 高位背景下，20/21 年提价预期提高。从调味品提价动因看，通胀仍是行业涨价主因。从海天酱油产品吨价和 CPI 走势看，15-19 年海天酱油吨价复合增速 1.9%，基本和 CPI 复合增速一致(2%)；从酱油行业吨价提升看，14-18 年百强吨价 CAGR 为 3.6%，海天在行业中率先树立品牌效应，引领消费升级，吨价提升早于行业百强，而行业中后起之秀难以撼动海天餐饮行业壁垒，选择转战溢价水平更高的 C 端，故百强吨价逐步与海天吨价趋同。上一轮行业提价主要集中在 16 年，结合历史上 3-4 年一轮的提价窗口期来看，20/21 年提价预期进一步提高。

图 39: 酱油吨价与 CPI 走势



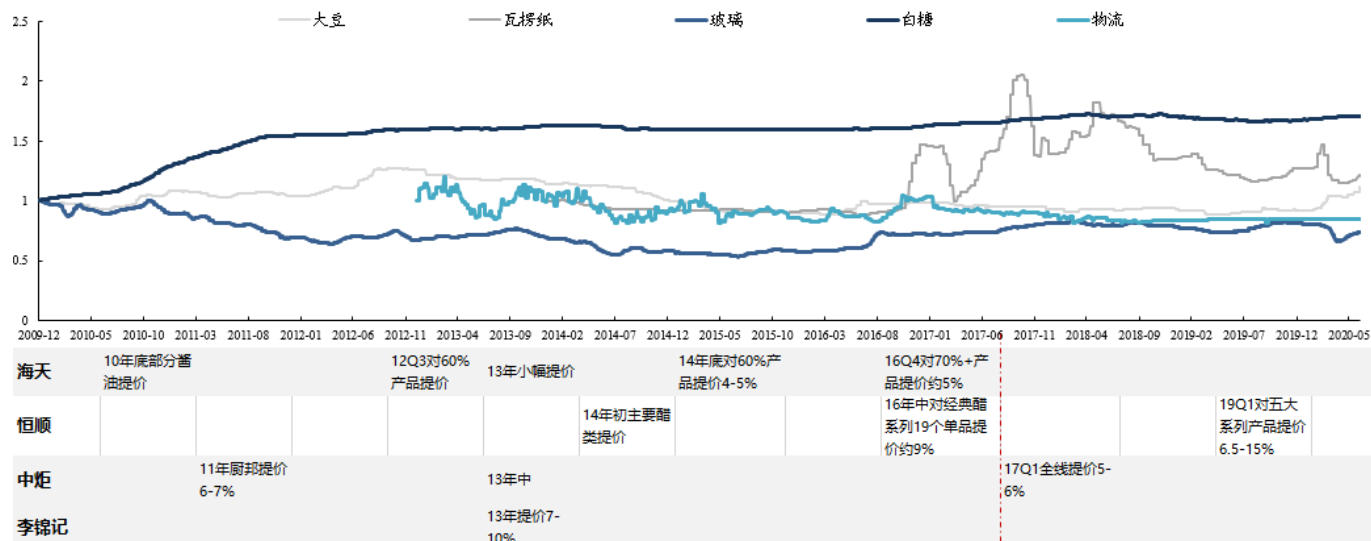
数据来源：公司公告，国家统计局，东吴证券研究所

图 40: 调味品行业涨价主要影响因素



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 41: 成本上涨与提价周期



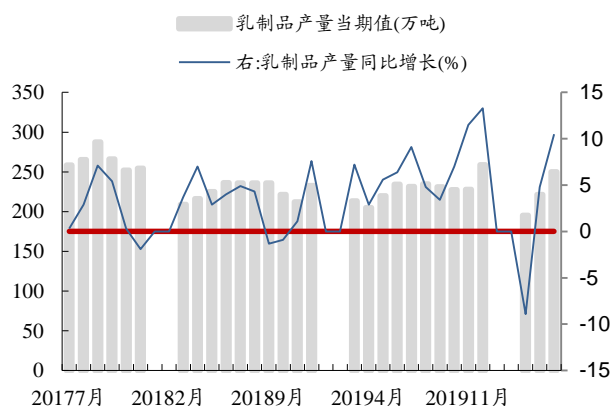
数据来源：糖酒快讯，中国糖酒网，Wind，东吴证券研究所

注：玻璃、白糖、大豆以 2009/12/31 为基点，物流以 2013/1/2 为基点，瓦楞纸以 2013/12/31 为基点

4.2. 乳制品：Q2 动销环比恢复，龙头低估值待修复

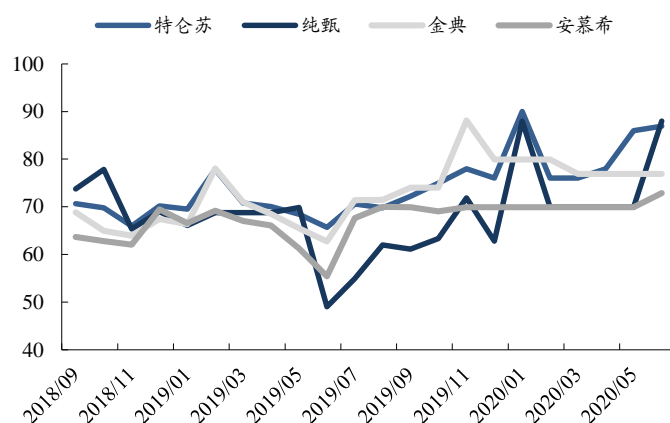
短期看，消费回暖，库存去化阶段已过，恢复良性增长。从行业产量来看，5 月全国乳制品产量同比增长 10.5%，增速环比上升 5.7pct，恢复节奏超预期。从线上促销力度看，目前蒙牛、伊利大单品已结束大幅降价促销阶段。从公司层面看，龙头伊利乳企经过 Q1 积极去库存，Q2 消费回暖后，目前终端供求两旺，结合草根调研看 4-5 月预计伊利常温奶实现约 20% 增长。此外，伴随终端清库存动作力度减小，预计销售费用端将有所收缩。

图 42：乳制品产量降幅收窄



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 43：液态奶大单品价格趋势（元）（阿里线上渠道）

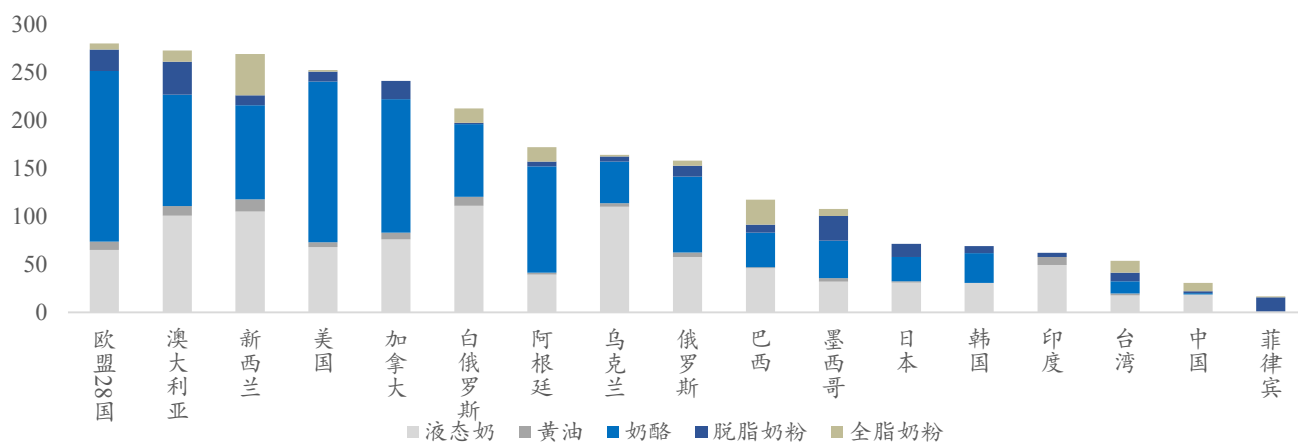


数据来源：淘数据，东吴证券研究所

中期看，期待新品类增长打开空间。

- 行业层面：人均乳制品消费不足，结构差异为主因，低温奶、奶酪乘风而上。**
 我国乳制品行业起步于 20 世纪初，受历史饮食习惯影响，我国人均乳制品消费在国际上处于低位，欧:美:日/韩:中国=9:8:2:1。分品类看，结构转型是长期看点。液态奶上，我国乳制品消费早期以复原乳打开了市场，而后转型向液态常温，常温酸奶普及也打破酸奶销售半径，有了较快发展。目前我国白奶、酸奶消耗原奶比为 38%、40%，预计伴随消费升级和原奶供应量回升，低端复原乳饮品占比将不断降低，液态白奶、酸奶仍有较大空间。固态乳制品中，我国芝士、奶油等产品消费仍远落后于乳制品消费大国，而 1 公斤炼乳、奶油/芝士等生产所需耗费原奶分别为 3、10 公斤，固态乳制品乘数效应高。从行业趋势看，西式餐饮+龙头品牌强化消费者教育，巴氏奶、奶酪等细分赛道处于增长快车道。
- 公司层面：18 年伊利成立奶酪和康饮事业部，奶酪业务：**1) 成立初期切入儿童奶酪市场，结合线上直播带货等多种手段营销推广，2) 20 年 6 月旗下奶酪品牌妙芝针对白领女性推出新品“口袋芝士”，定位大人的点心时刻，3)。19 年 8 月宣布新西兰 Westland 收购完成，协同供应大包粉、黄油、奶酪，享有奶源和进口成本优势。**康饮业务：**19 年公司逐步梳理康饮事业部经销渠道，由过去和安慕希金典的搭售模式开始转向饮品渠道销售，更专业的运作模式。19 年 8 月公司全资收购阿尔山水知道矿泉水公司，10 月推出中高端矿泉水新品“伊刻活泉”，我们认为短期内康饮业务部仍在起步期，吉林长白山产能预计将在 2020 年底或 2021 年初投产。长期来看，伊利有能力依托强渠道管理能力（线下液态奶终端网点超过 191 万家，直控村级网点约 104 万家），叠加奶酪、康饮等品类，打开成长天花板。

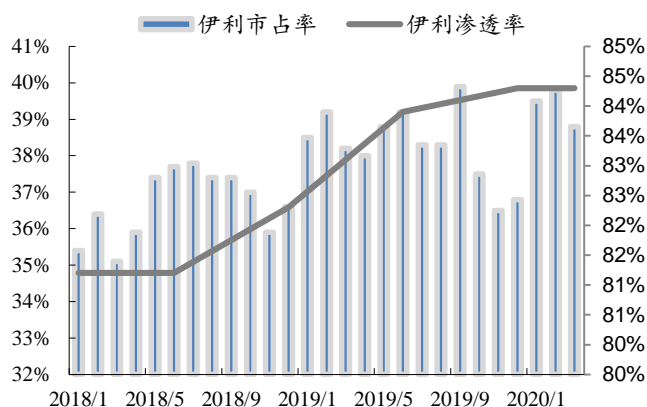
图 44：各国人均乳制品消费（还原至原奶口径，单位：千克）



数据来源：CLAL，东吴证券研究所

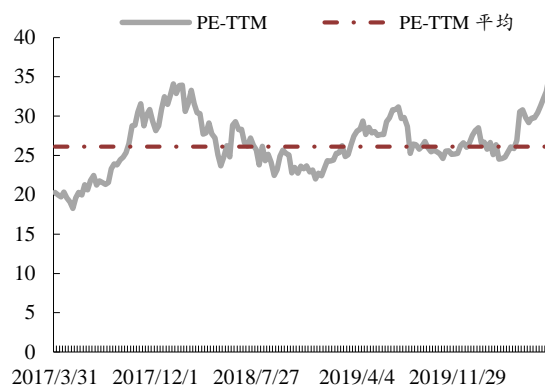
从估值角度看，纵向来看，目前估值处于历史中枢，具备性价比；横向来看，Q1 疫情受益标的普遍抬升估值中枢，而乳制品龙头伊利经过 Q1 调整阶段，在板块内相对估值性价比亦凸显。我们认为伴随公司基本面与 Q2 触底回升，考虑到公司在业内稳固的竞争地位，估值具备上移空间。

图 45：伊利分产品市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 46：伊利估值走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 食品：二季度环比改善，长期焕发新动力

4.3.1. 肉制品：提价红利持续释放，高端化、年轻化趋势延续

补库存+提价效应提振收入，成本管理能力值得信任。收入端：具备业绩持续释放动能。短期受疫情影响，囤货属性的肉制品畅销，在 Q2 产能和供求稳定后，已迎来渠道补库存。此外，双汇 18 年末至 19 年全年提价 6 次，累计提价幅度约 20%，19Q2 双汇肉制品 ASP 仅提升了 6.5%，我们判断 20H2 提价红利仍将持续释放。成本端：优势领先行业。波动下行期间降低成本负担，另一方面在波动期亦能做好低吸高抛的成本管理。回顾 20Q1，公司肉制品业务收入和利润分别同增 13/39%，维持 20.3% 的营业利润率水平，预计后续提价红利释放+成本中枢下移都将支持肉制品营业利润率维持高位。

图 47：双汇屠宰头均收入高增长

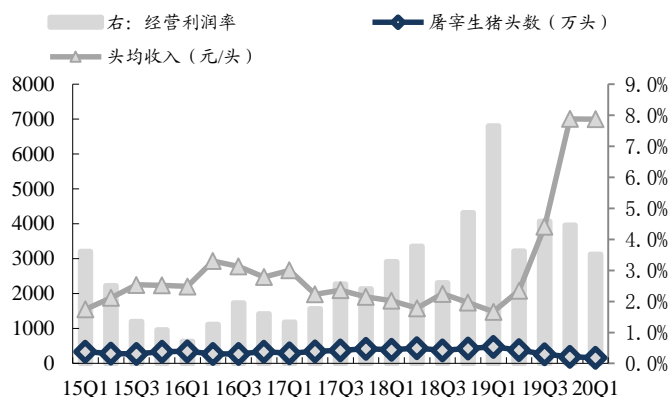
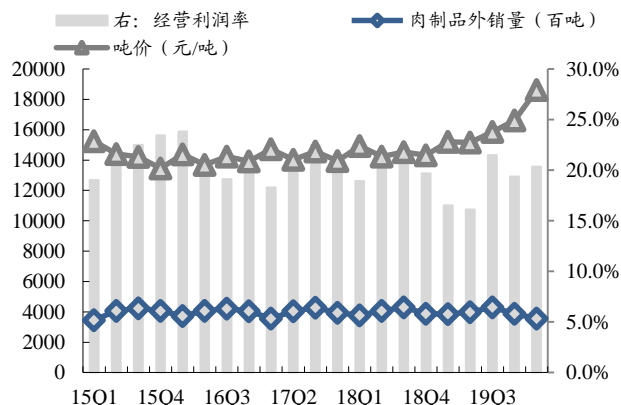
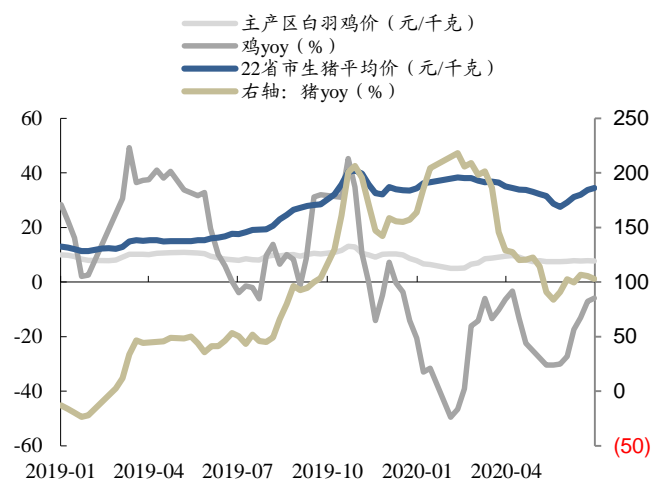


图 48：提价周期双汇肉制品吨价稳步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

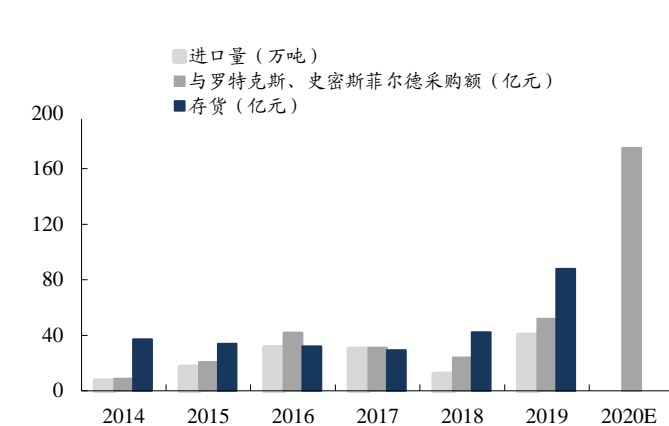
图 49：猪、鸡肉价格走势好于预期



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 50：双汇进口量与存货



数据来源：公司公告，草根调研，东吴证券研究所

高端化、年轻化为趋势，品牌焕新助长青。双汇自19年起，新品战略所有调整，开启聚焦政策，当年上市新品数由18年的110多个减少为约80个，但新品销量同比增长20%+。以纯肉王中王为代表的高端新品带动价格带和盈利水平提升，19年公司新品收入占比13.7%，同比+1.3pct；利润占比10.3%，同比+2.2pct，新品盈利水平高于往年。公司特级肉制品吨利超过平均约60%。20年开始公司强化产品聚焦政策，拉长新品考核周期，重视研发部和销售部的新品考核。20年初公司联合抖 in City 城市美好生活节，带动新品火旋风宣传；双汇筷厨在商超和生鲜平台上积极推广，叠加户外广告投放配合宣传；此外，公司多次通过直播带货向年轻消费者加强新品宣传，单次直播观看量超过4000万人次，销售突破100吨。展望来看，预计20Q2后伴随成本端下移，公司将加大补贴和费用投放力度，加强优质新品推广和网点建设。

图 51：19 年新品占比及变动

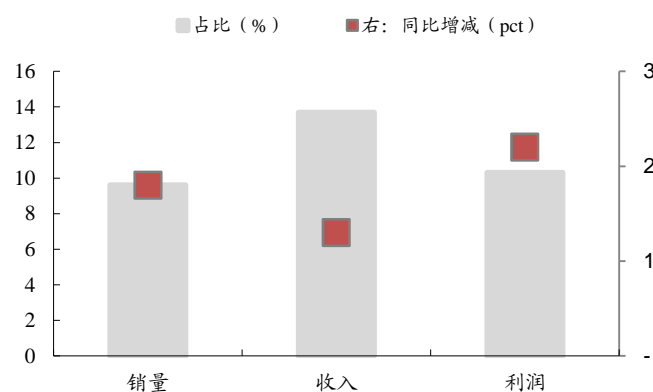
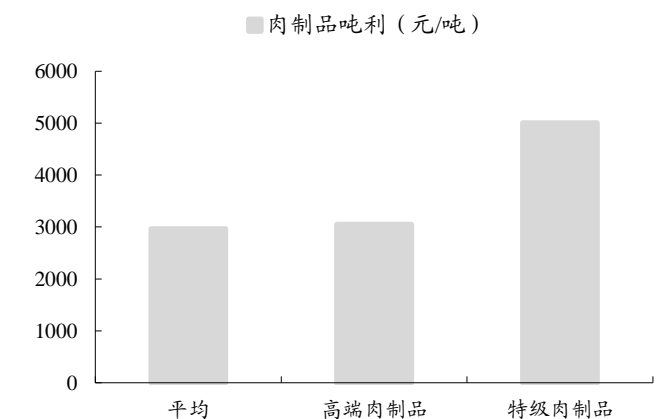


图 52：2018 年分产品吨利对比



数据来源：上市公司公开电话会纪要，东吴证券研究所

数据来源：上市公司公开电话会纪要，东吴证券研究所

图 53：薇娅直播带货双汇藤椒味新品



数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

图 54：双汇联合抖 in City 城市美好生活节



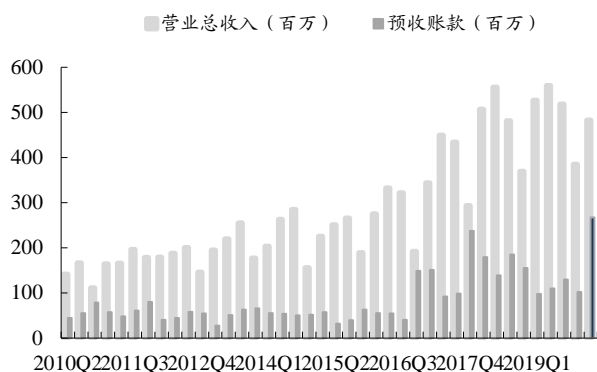
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.3.2. 榨菜：疫情助力渠道库存去化，渠道下沉推动长期增长

疫情受益顺势而为，渠道下沉释放长期动力。短期来看，疫情期间，居家隔离带动榨菜热销，渠道库存处于低位，结合调研来看，疫情期间库存一度低至3周左右，加速涪陵榨菜渠道库存去化为后续良性增长打下基础，Q1末预收账款2.67亿元（同比增长0.88亿元，环比增长1.66亿元），Q2业绩将受益于补库存需求而加速释放。中期看，公司将在20H2将部分产品包装由80g调整为70g，优化产品结构带动asp提升。长期来看，期待渠道下沉释放动能。上一轮渠道下沉中，经销商开发成功比例约为50%，此轮伴随销售人员优化配比，精细化运作，我们预计开发成功率能有显著提升。同时，我们草根调研了解到，此轮开发的600个新县级市场中，约有2/3实现持续调货。按照经销商生命周期测算，我们预计20年新一轮渠道下沉带来的营收红利1.4-1.8亿元，对应收入增速贡献6-9%。目前公司主要目标是下沉覆盖到人口超过10w的县级城市（截至18年末全国共1638个），如果全部开发成功，对应成熟县级城市平均消费30w，对应增量约3亿元以上。公司目前仅华东/广东地区分别下沉至县级/乡级市场，其他弱势区域仅下沉至地级市，我们认为从长期空间来看，外埠市场拓展+下沉可挖掘潜力仍大。

图 55：涪陵榨菜预收账款及收入变动

图 56：新品邱氏菜坊，定位中低端



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.3.3. 酵母：提价红利持续释放，加速扩大海外市场

安琪酵母小包装提价+产品结构优化带动 ASP 上行，且具备持续性。1) 产品结构上，疫情期前，公司 B 端大包装（毛利率约 30%）占整体营收 80%，C 端（毛利率约 50%）小包装占 20%。20Q1 居家烘焙热情高涨，从线上数据来看，6 月安琪酵母线上销售同比增长 81%，环比增长-7.4%，仍保持较高热情。2) 定价上，公司在国内酵母市场占有率达到 60%，寡头垄断地位具备定价权，Q1 因疫情供不应求，公司对 C 端小包装产品提价约 20%。考虑到成本端，公司已于 2019 年糖蜜价格低点采购 20 年所需糖蜜 70%，按照近三年糖蜜价格在 15% 区间内波动前提测算叠加 C 端放量下的产品结构改变与提价效应（20Q1 已提价 20%），若其他营业成本不变下，酵母类产品毛利率约为 42.07-44.76%，提升净利率 4.66-8.44pct。

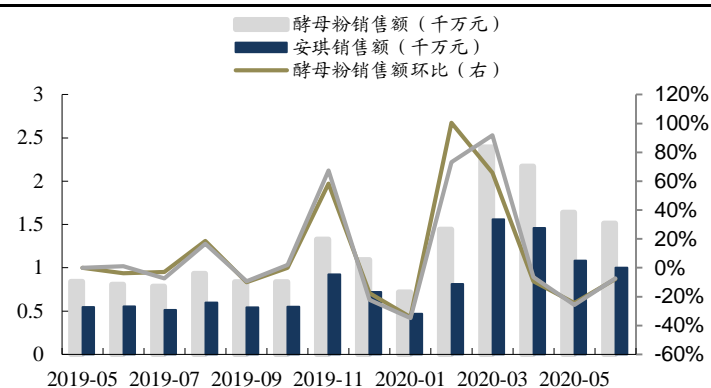
海外市场产能分布不均，安琪有布局空间。1) 海外龙头产能布局不均，目前全球酵母市场产能不均，欧美地区占全球人口 22%，但 CR3 中 50% 工厂在此布局。成熟市场酵母市场潜力有限。而非洲、拉美及东亚太平洋地区人口占全球 71%，且增长势头不减，但 CR3 仅 48% 工厂在此设立，供需错配明显。2) 公司积极拓展海外业务，19 年公司埃及与俄罗斯工厂分别实现营收 4.08 亿元及 3.25 亿元。国际疫情催化行业竞争格局优化，海外酵母企业存在整合可能性。20H1 公司积极利用干酵母运输和运营优势拓展试产给，此外疫情期间海外中小厂商抗压能力差，公司或可择机参与整合其他海外酵母品牌，提升产能同时，借助其渠道进一步提升海外市场份额。19 年以来公司海外经销商数量较 18 年增加 367 个，经销商数量扩张下公司有望在疫情期提升海外市场份额。若公司中期在海外疫情期抢占 2%，即 3.1 万吨市场份额，可提升营收 6.71 亿元。

图 57：70%原料已购置前提下，提价后的净利率波动

图 58：居家烘焙热情得以延续

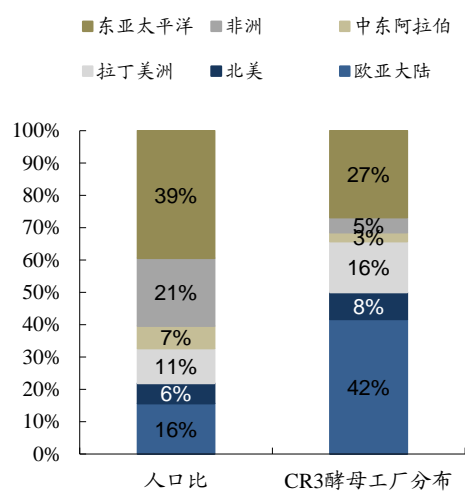
产品平均提价幅度	糖蜜价格波动性						
	-10%	-5%	0%	10%	15%	20%	25%
	2%	4.45%	4.21%	3.97%	3.49%	3.25%	3.01%
	4%	6.10%	5.86%	5.62%	5.14%	4.90%	4.66%
	6%	7.75%	7.51%	7.27%	6.79%	6.55%	6.31%
	8%	9.40%	9.16%	8.92%	8.44%	8.20%	7.96%
	10%	11.05%	10.81%	10.57%	10.09%	9.85%	9.61%
	15%	15.18%	14.94%	14.70%	14.22%	13.98%	13.74%

数据来源：东吴证券研究所测算



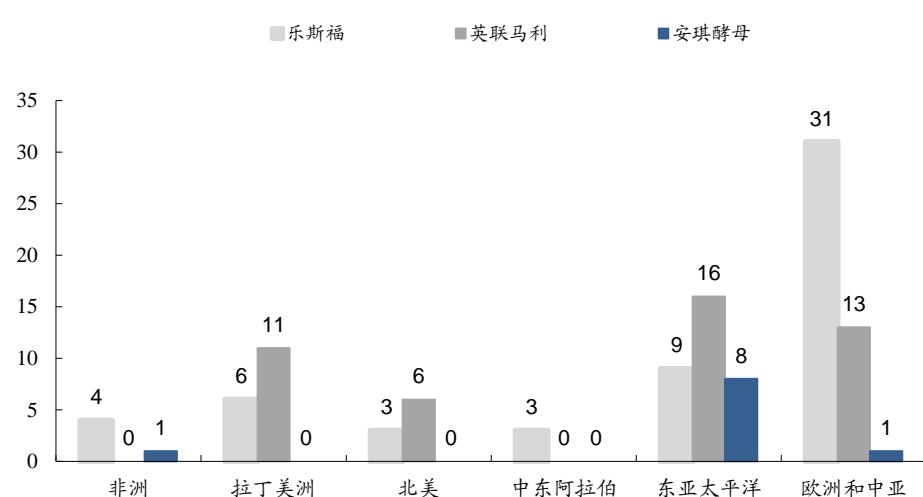
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 59: 全球酵母供需错配



数据来源：Wind, 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

图 60: CR3 全球工厂布局 (个数: 2019)



数据来源：Wind, 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所 东吴证券研究所

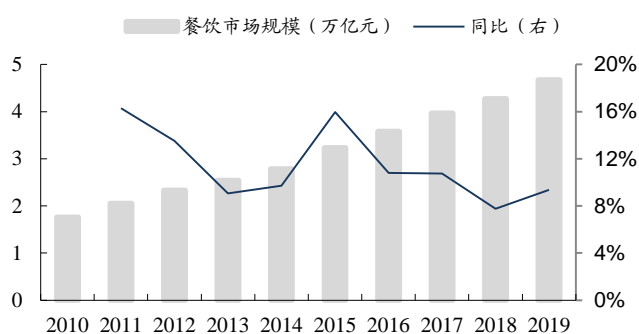
4.4. 新消费：行业高增，潜力可期

4.4.1. 餐饮产业链：疫情催化格局重塑，加速上游工业化

疫情催化餐饮业格局重塑，原料工业化趋势。 1) **连锁、标准化**：我国连锁化率 9%，对比美日来看连锁化率仍有 4 倍以上提升空间。目前注册餐饮企业中 96.15% 为个体工商户，而此次疫情中部分中小餐饮损失 Q1 收入，抗风险能力差的门店出现资金断裂，加速行业洗牌；2) **降成本趋势**：中国烹饪协会测算 20 年 2 月受访企业中房租、人工成本负担占比 86%，此次疫情也催化了商家在租金和人工上减负的需求。根据餐饮协会数据，餐饮收入中人工和租金成本占比分别为 9/22%，采用半成品菜和复合调味料后可分别节约 1.3/5.5pct，有效降低成本；3) **方便快捷化**：伴随生活节奏加快，消费者对

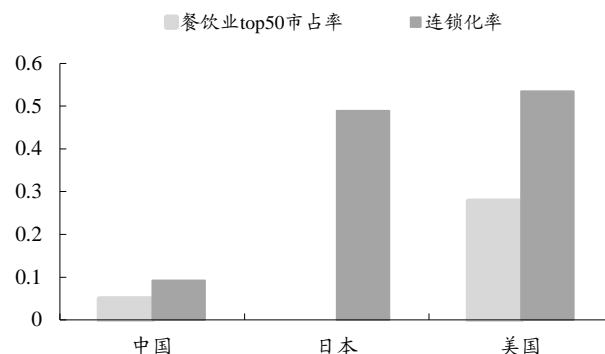
现场等餐和外卖等餐的送货时间要求提高，半成品菜和冰鲜冰冻食材加快制作流程，减少制作时间。我们测算如果餐饮业食材中半成品/冰鲜/冰冻材料占比提高 2pct，则对应餐饮食材半成品市场规模将提高 372 亿元。

图 61: 我国餐饮市场规模及增长



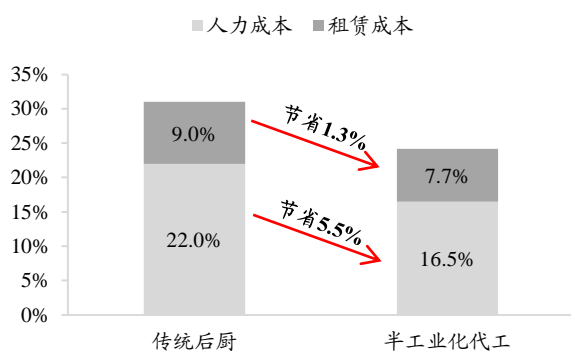
数据来源：中国餐饮年度报告，东吴证券研究所

图 62: 中美日餐饮连锁化率比较



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 63: 餐饮门店采取半成品菜肴代工后厨房成本占比



数据来源：中国餐饮年度报告，东吴证券研究所

图 64: 餐饮业中食材替代性敏感性分析

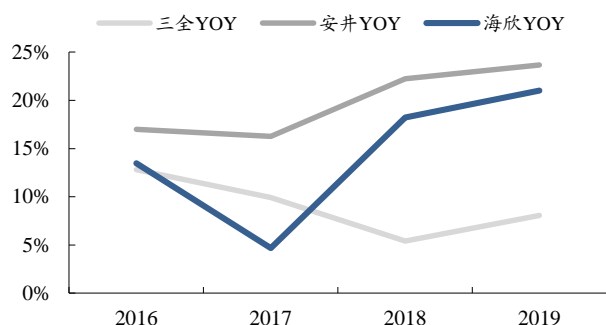
		子行业成品/速冻占比食材总值 (亿元)						合计
		正餐	火锅	快餐	团餐	西餐	日料	
假设食材中半成品/速冻占比	5%	373	105	91	137	165	58	929
	8%	597	168	146	219	264	92	1,487
	10%	746	210	183	274	330	115	1,858
	12%	895	253	219	329	396	138	2,230

数据来源：日经产业新闻，东吴证券研究所

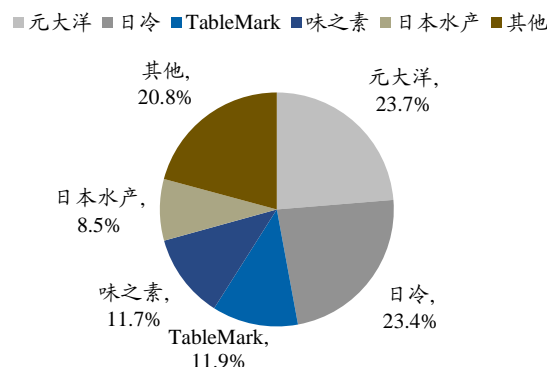
速冻行业加速品牌化趋势，龙头集中趋势不改。C 端消费品牌意识提高：龙头如安井今年新增 10 余款锁鲜装产品，加速 C 端品牌建设，通过线上直播带货等加强在年轻群体中的消费者教育。**B 端餐饮加速发展：**下游餐饮业集中度提高也将催化上游集中，带动速冻半成品行业增长和整合。对比相对成熟的日本，连锁化率超过 17%，速冻集中度 CR5=79%，CR2=47%，而安井作为速冻火锅料龙头，速冻鱼/肉制品市占率不足 8%，行业整合空间大，有望在餐饮行业洗牌中受益。

图 65: 三全、安井、海欣收入及增速

图 66: 2016 年日本速冻食品行业集中度 (%)



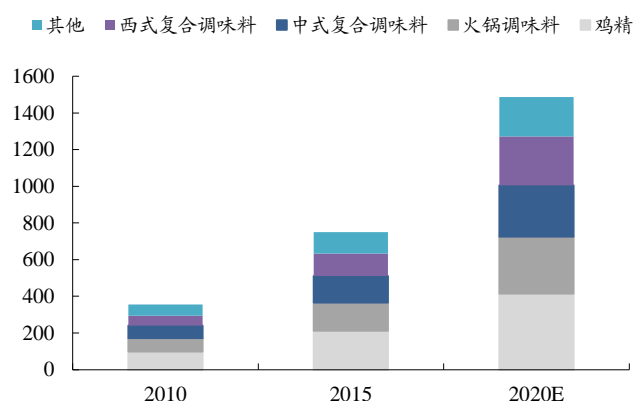
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：日经产业新闻，东吴证券研究所

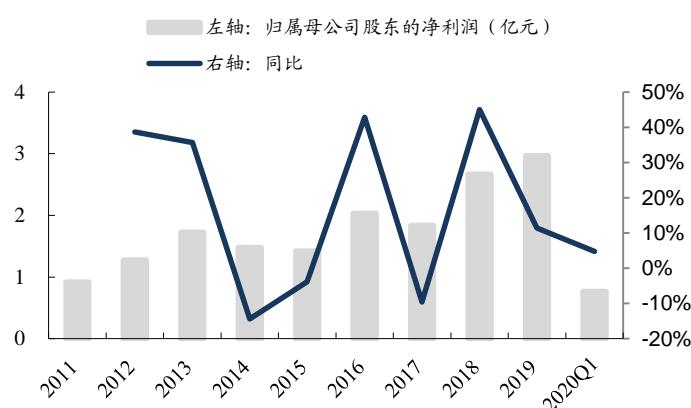
复合调味料高成长，群雄逐鹿。F&S 预计 15-20 年复合调味料行业 CAGR 14.7%，其中中式复合调味料 CAGR 16.9%，预计 2020 年中式复合调味料行业规模可达到 280 亿元。火锅底料市场中前三的红九九/颐海/天味市占率分别为 9/8/7%，市场集中度仍低。**天味**立足四川走向全国，两大品牌——大红袍主营火锅底料、好人家主营川菜配料，对销售市场进行全面下沉，拓展经销商数量，销售市场进行全面下沉，拓展经销商数量，截至 20Q1 公司经销商 882 家，销售网络覆盖超过 32 万个零售终端、5.96 万个商超卖场和 4.2 万家餐饮连锁单店。5 月公司推出股权激励计划，考核目标中包含 20 年收入增长 30%，目标积极。**日辰股份**主攻 B 端餐饮调味料定制，主要客户包括呷哺呷哺、味千拉面等，客户粘性强；公司可提供上千种口味配方，产品多样化程度高，可拓展性强。

图 67：复合调味料行业规模（亿元）及增速



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 68：天味食品业绩走势



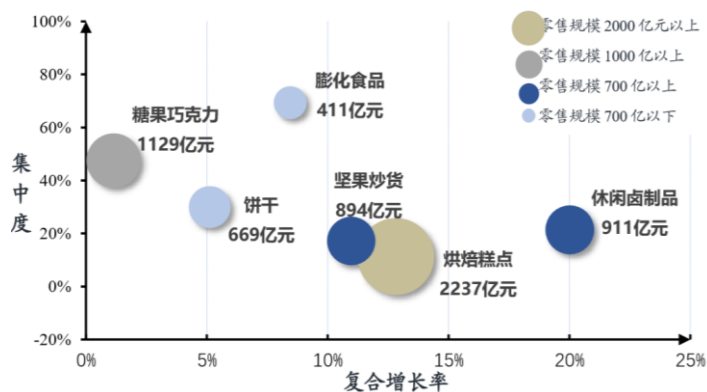
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4.2. 休闲食品：整合空间大，龙头加速布局

万亿市场高成长、低集中度，具备整合空间。根据 Frost&Sullivan 测算，2018 年国内休闲食品销售额可达 10297 亿元，2013-2018 年 CAGR=11.8%。从子行业复合增长率来看，休闲卤制品、烘焙糕点、坚果炒货增速最快，13-18 年 CAGR 分别为 20.0/12.8/11.0%，行业仍在快速成长；膨化食品、饼干、糖果巧克力增速最低，13-18 年 CAGR 分别为

8.5/5.1/1.1%，已步入成熟期。从行业集中度来看，集中度较低的休闲卤制品、坚果炒货、烘焙糕点子行业 CR5 分别为 21.4/17.2/11.3%，未来集中度提升空间大。

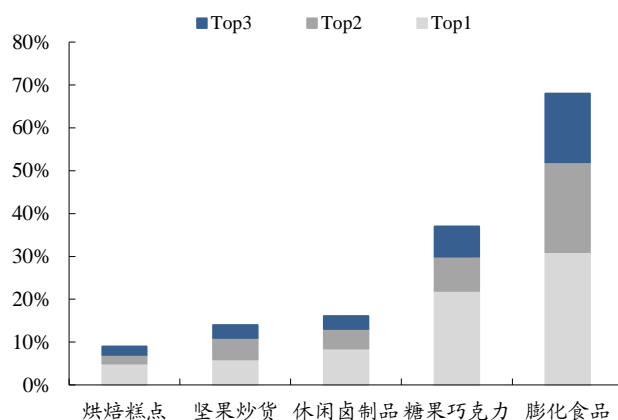
图 69：休闲食品子板块格局差异大



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

注：横坐标为 13-18 年子行业复合增长率，纵坐标为我们测算的 18 年的 CR5，气泡大小为 18 年子行业零售规模

图 70：不同子赛道集中度



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

从品类结构上，细分品类迎来风口，儿童零食健康零食成为主题。千亿儿童零食市场迎来风口：5月17日，中国副食流通协会发布《儿童零食通用要求》团体标准，明确儿童零食的定义，对食品安全营养进行规定，良品铺子作为标准起草单位参与其中。5月20日，良品铺子在上海举办儿童零食发布会，发布儿童零食子品牌“良品小食仙”，旗下42款儿童零食全渠道上线。5月25日，百草味上线儿童食品“童安安小朋友”系列，瞄准3-12岁儿童推出的1.0系列，通过对有益营养元素“加法”及油、盐、糖、添加剂的“减法”，更适合儿童人群。6月19日，三只松鼠旗下品牌小鹿蓝蓝上线，对6个月-14周岁的孩子提供从营养辅食到婴童零食的一站式科学喂养。此外妙可蓝多亦加码儿童奶酪棒推广。

从渠道结构上，线下加速开店，线上大盘维持增长。线下加速开店抢占先机：结合草根调研来看，绝味20H1开店完成全年目标的90%+；周黑鸭开放加盟后开店亦有提速；6月三只松鼠小店数量合计超过500家，五一期间松鼠68家小店同开打破记录；良品自年初加大人员招聘投入一线门店运营。目前卤制品、坚果等市场集中度低，门店密度尚低，对比全国注册沙县2万家的密度看，绝味/良品/松鼠门店数量级分别为1.1万/2400/500+家，提升空间显著。**线下效益回升或超预期：**Q2伴随疫情得到有力控制，线下消费复苏超预期，结合调研看，5月绝味部分区域收入实现30%以上增长。

表 6：休闲食品龙头疫后积极采取措施保障线下门店扩张计划

良品铺子

良品铺子开启大规模招聘,计划招聘的 6500 人(达到 19 年中员工总数的 68%),其中中近 3000 人会投放到全国一线门店参与运营、3000 人投放到全国各个物流中心,公司计划除现有的华中物流中心外,再建包括西南、华南、北方三个区域物流中心,今年春季会先完成 3500 人的招聘计划。

三只松鼠

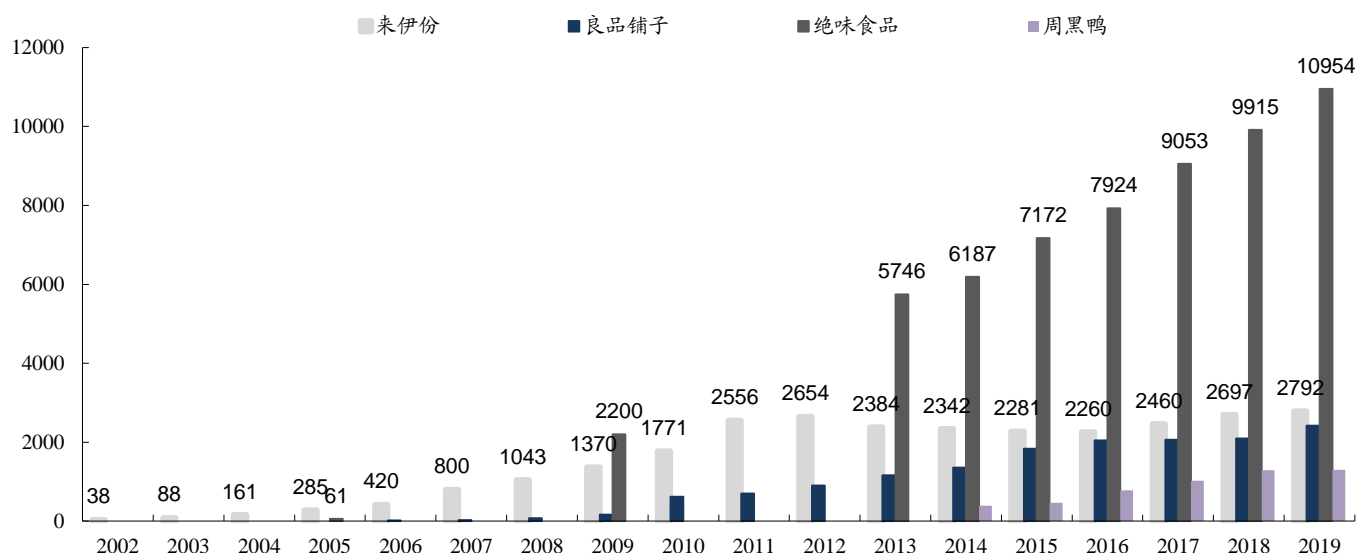
五月出现单批开店 68 家的优秀业绩;放开一人多店政策;截至 6 月加盟开店数超过 500 家,覆盖超过 140 个城市。公司开始采用第 2.5 代森林系风格设计,强化 IP 属性。

绝味食品

在夫妻老婆店承压期间,加大门店挖掘力度,上班年基本完成全年开店计划 90%+, 全年开店数量大概率超预期。

数据来源:草根调研,公司官网,东吴证券研究所

图 71: 部分休闲食品公司门店数(家)

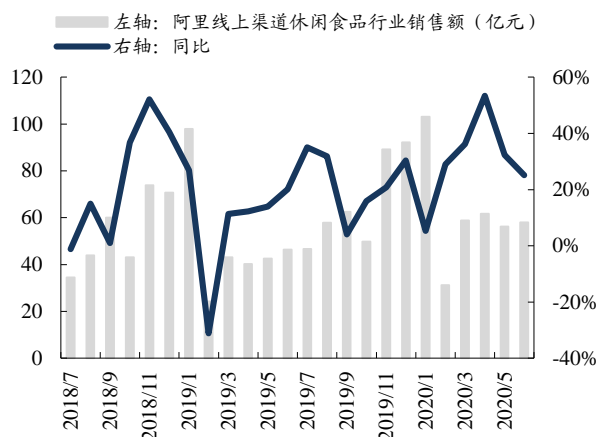


数据来源:公司公告,东吴证券研究所

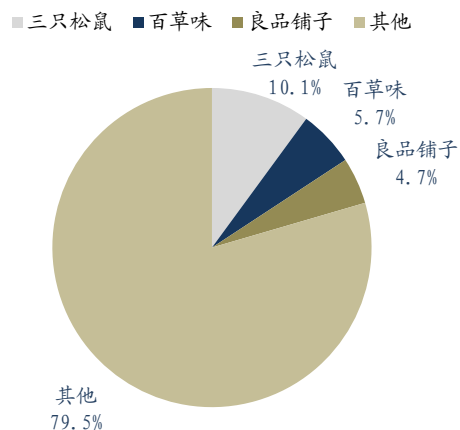
线上渠道需求旺盛,龙头多渠道布局。2020 年 6 月,阿里线上渠道休闲食品销售额 58.78 亿元,同比+25%,行业保持增长。分品牌看,行业龙头三只松鼠、百草味、良品铺子销售额分别为 5.84/3.31/2.74 亿元,市占率分别为 10.1/5.7/4.7%,对应 5 月市占率环比+0.3/0.4/0.4pct。目前线上食品渗透率约为 10%,和服装(35%)相比仍有较大提升空间,预计疫情进一步加大了线上消费习惯的养成。

图 72: 线上渠道增速

图 73: 6 月休闲食品品牌市占率(阿里线上渠道)



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

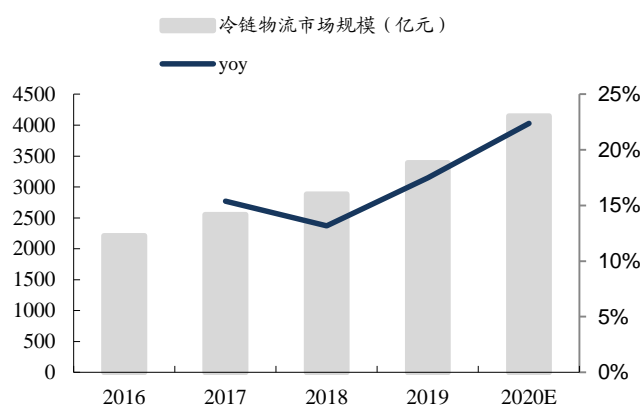


数据来源：淘数据，东吴证券研究所

4.4.3. 生鲜、低温奶：冷链基础设施加快建设步伐，连锁生鲜、低温奶迎发展窗口期

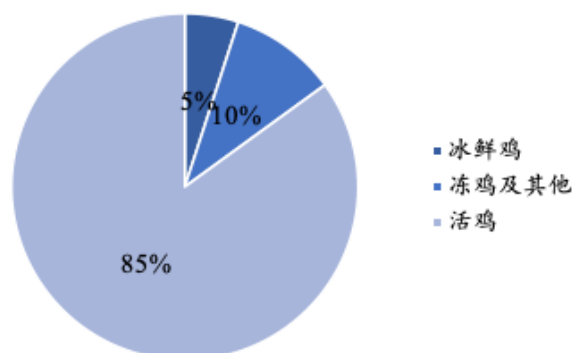
物流网络高速发展，疫情培育生鲜消费习惯。疫情改变消费习惯，居家隔离期间，强化一二线居民的生鲜电商消费习惯，QuestMobile 数据显示，疫情发生后国内生鲜电商整体日活用户从平日的不到 800 万迅速增长到春节后的 1200 万，部分生鲜平台春节期间订单增长 2 倍以上。此外，疫情后，商超便利店的冷鲜猪/鸡肉、鲜奶等兼具卫生和新鲜特质的品类得到消费者认可，为主要场景的超市电商和屠宰规范化和解决最后一公里配送的网络体系。国家加强冷链物流建设，冷链物流市场增长持续提速，预计 20 年将达到 4000 亿元，同比增长 23%。龙头积极引领行业成长，黄羽鸡龙头湘佳加快冰鲜门店布局，低温奶龙头光明推出新品致优引领行业升级，新乳业依靠多元并购整合行业发展。

图 74: 冷链物流行业高速发展



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 75: 我国肉制品冰鲜发展落后



数据来源：中国禽业发展报告，东吴证券研究所测算

5. 投资建议

白酒方面，供需紧张+直营喜提完善+流动性宽松将主导茅台批价维持高位，五泸处于跟随状态，预计 20H2 高端白酒价盘稳步上行，核心资产高确定性有望进一步推升估值中枢。而其他拥有品牌优势的各价格带龙头，疫后渠道库存管理和费用管控能力突出，逐步脱颖而出，20H1 提价成效显著，消费复苏+业绩追回下 21 年或迎涨价年。中期来看建议关注消费复苏+提价效应+酱香热带来的行业机会，板块结构性机会仍存。1) 疫情对高端酒龙头影响较小，20 年业绩完成确定性较高，首推高端头部品牌茅台、五粮液、泸州老窖。2) 次高端及地产酒预计反弹将晚于高端酒，随疫情复苏同样具备弹性，行业分化背景下品牌+渠道力突出的龙头仍有望加速胜出，推荐次高端龙头、全国化推进顺畅的山西汾酒，受益于区域复苏红利的地产酒龙头古井贡酒，弹性标的洋河股份，建议关注今世缘，酒鬼酒。

啤酒方面，行业长期升级逻辑确立，5 月青啤等龙头已率先提价，伴随澳麦“双反”加税政策落地，预计后续仍有提价覆盖成本上升可能。短期环保政策趋缓+高温催化+低档产品直接提价利好行业疫后快速恢复；中长期经营管理改善+关厂提效+产品结构升级将有效推动吨价提升增厚利润，龙头改革亦将激发行业活力。建议关注股权激励龙头标的青岛啤酒/资产注入预期标的重庆啤酒以及引入高端品牌喜力推动产品高端化进程的华润啤酒。

食品方面：短期看，Q2 补库存效应延续，推荐双汇发展、安琪酵母、安井食品，建议关注三全食品、涪陵榨菜；**中期看**，调味品、乳制品环比显复苏态势，推荐中炬高新、恒顺醋业、伊利股份。**长期来看把握两条主线**，1) 龙头去库存期间进一步培养品牌产品消费习惯，挤压中小厂商，疫情催化行业格局变化、**龙头集中趋势加速**；2) **关注新消费**：a. 疫情加快餐饮工业化进程，复合调味料和速冻半成品行业加快进程，推荐安井食品，建议关注颐海国际、天味食品、三全食品；b. 休闲食品行业高成长低集中度，小龙头大赛道，推荐绝味食品、洽洽食品、三只松鼠、良品铺子、桃李面包；c. 冷链物流建设推动生鲜、低温奶行业发展，建议关注湘佳股份、光明乳业。

6. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下需求低于预期。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创，如 2008 年“三聚氰胺”事件造成中国乳制品行业多年低迷，2012 年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响，在食品饮料板块存在生猪价格回升不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。

国内外疫情控制不达预期。疫情控制不达预期，影响出口及消费。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>