

行业十字路口，分化下寻良机

行业评级：看好

分析师：

姓名

邱冠华

邮箱

qiuguanhua@stocke.com.cn

执业证书编号

S1230520010003

联系人：

姓名

杨骥

邮箱

yangji@stocke.com.cn

执业证书编号

S1230119120017

一、核心观点：

1、对下半年行业股价走势如何展望？

我们认为下半年酒企股价走势将出现分化。股价涨幅方面，上半年白酒股价韧性较强，其中一季度主要由业绩驱动，基本面较好的酒企涨幅居前，预计下半年在业绩改善驱动下，优质酒企股价总体仍将呈波动上升态势，其中五粮液将量价超预期，或将取得较为客观的绝对收益，我们对于优质酒企的股价走势较同行更乐观态度。

2、对下半年行业经营情况如何展望？

我们认为下半年行业经营指标将整体向好，但分化明显。疫情阶段性影响远超二级市场预期（预计整体行业超30%），其中对上市公司龙头影响相对小（影响在5%—20%）。具体来看，一季度礼品消费占比较高的高端酒业绩稳定性最强，而宴席消费占比较大的区域酒业绩增速放缓明显，大多酒企呈负增长状态。我们认为随着疫情得到控制，白酒动销环比改善，优质酒企下半年业绩将回正，得到明显改善，短期业绩承压不改长期趋势，行业整体分化将进一步加剧。我们对于优质酒企下半年经营状况的态度较同行更乐观，导致这种分歧的根源在于市场对下半年市场恢复程度看法不一，中秋国庆将是重要观察窗口。

二、有别于市场的认识

1、股价的判断：市场认为酒企股价呈上升趋势，我们结合宏观、中观、微观三大角度，通过分析将影响下半年白酒动销的因素，来研判下半年白酒行业基本面情况：认为酒企在基本面分化加大的同时，在股价上也将有体现，其中优质酒企股价将持续提升，而实力较弱的酒企股价波动较大，同时走势趋弱。

2、经营的判断：市场认为酒企业经营趋势将普遍向好，我们在研究了下半年行情趋势的基础上，通过分析高端酒、次高端酒、酱酒、光瓶酒四大风口来得出预判行业未来走势，我们认为白酒行业整体分化将继续加大，其中酱酒将受益于次高端升级红利，逐步侵占浓香型酒市场份额；光瓶酒将继续受益于消费升级；高端酒仍为确定性最强的价格带。

目录

CONTENTS

01

行业现状

基本面:业绩短期承压不改长期趋势

股价:上半年白酒涨跌幅回顾

估值:上半年白酒估值情况回顾

“占位” “守位” 为本轮白酒提价潮关键词

02

下半年展望

业绩有望迎来边际改善

03

未来风口

白酒行业未来四大风口

04

盈利预测

推荐关注量价将超预期的五粮液

01

行业现状

业绩短期承压不改长期趋势

1.1 基本面：业绩短期承压不改长期趋势

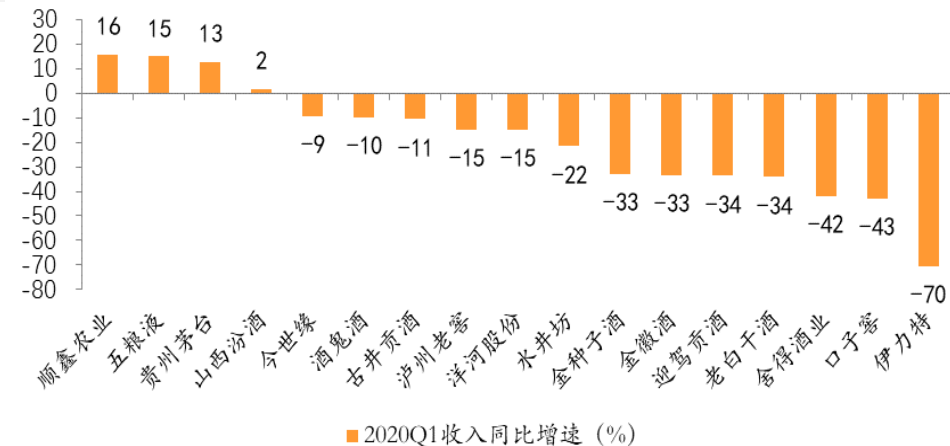
- **疫情阶段性影响远超二级市场预期**（预计整体行业超30%），其中对上市公司龙头影响相对小（在5%—20%）。
- **收入、利润方面**：一季度礼品消费占比较高的高端酒业绩稳定性最强，而宴席消费占比较大的区域酒业绩增速放缓明显，未来高端酒与三四线酒业绩分化将进一步加剧，同时各个价格带中酒企分化也会愈加明显。
- **费用率方面**：20Q1白酒行业销售费用率及管理费用率较上年同期下降0.08、0.02个百分点，随着酒企加强精细化管理，费用率下降为大趋势，其中优质酒企费用率有望得到更好的控制。

图：20Q1白酒企业毛利率、销售费用率及管理费用率

2020Q1毛利率 (%)			2020Q1销售费用率 (%)			2020Q1管理费用率 (%)					
排名	公司	较上年变动	排名	公司	较上年变动	排名	公司	较上年变动			
1	酒鬼酒	85.4	7.8	1	口子窖	16.5	7.5	1	金种子酒	19.0	6.7
2	泸州老窖	86.9	7.7	2	老白干酒	32.3	7.5	2	舍得酒业	17.0	5.1
3	老白干酒	67.5	6.6	3	金种子酒	28.5	7.3	3	金徽酒	11.8	4.8
4	迎驾贡酒	72.1	4.9	4	伊力特	8.1	3.8	4	伊力特	5.8	3.4
5	金徽酒	60.5	2.4	5	迎驾贡酒	13.0	3.8	5	水井坊	8.7	2.8
6	洋河股份	73.7	1.4	6	金徽酒	12.4	1.9	6	口子窖	6.0	2.5
7	水井坊	83.5	1.0	7	五粮液	8.5	1.3	7	古井贡酒	6.2	1.9
8	五粮液	76.5	0.7	8	山西汾酒	21.4	0.6	8	迎驾贡酒	5.7	1.7
9	山西汾酒	72.2	0.3	9	洋河股份	6.7	0.3	9	老白干酒	11.1	1.6
10	口子窖	77.5	-0.3	10	舍得酒业	25.2	-0.9	10	山西汾酒	5.5	1.6
11	贵州茅台	91.7	-0.4	11	贵州茅台	2.6	-1.3	11	泸州老窖	4.9	1.0
12	古井贡酒	77.3	-0.9	12	古井贡酒	30.2	-1.7	12	洋河股份	5.7	0.7
13	今世缘	73.2	-1.4	13	酒鬼酒	23.9	-2.3	13	酒鬼酒	7.3	0.4
14	舍得酒业	72.4	-2.4	14	顺鑫农业	6.6	-2.9	14	今世缘	2.6	0.3
15	伊力特	49.5	-3.3	15	泸州老窖	13.7	-3.3	15	贵州茅台	6.2	-0.3
16	顺鑫农业	28.4	-9.9	16	今世缘	12.5	-3.4	16	五粮液	3.6	-0.9
17	金种子酒	35.2	-10.4	17	水井坊	23.7	-6.1	17	顺鑫农业	3.7	-1.2

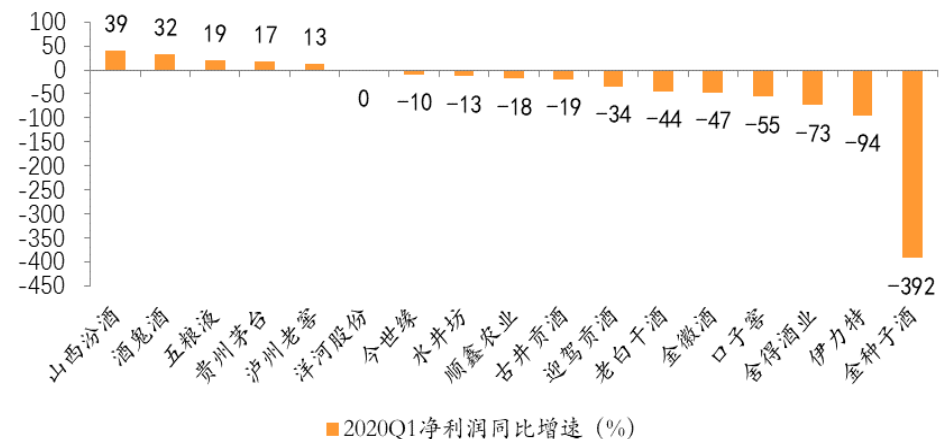
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：一季度酒业收入受疫情影响严重，但龙头业绩稳定



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：一季度酒业净利润受疫情影响严重，但龙头业绩稳定



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

➤ **毛利率方面：**20Q1在疫情爆发背景下，品牌力较强的高端酒动销较优，毛利率提升0.7个百分点至85.0%，而区域酒及次高端酒承压，毛利率提升幅度较低，白酒均价提升使得20Q1白酒行业利润增速高于收入增速。我们认为从上半年白酒行业出现提价潮中可以看出结构升级为大趋势，未来优质酒企毛利率提升幅度将高于行业平均水平，行业利润增速仍将高于收入增速。

➤ **总体来看：**我们认为下半年白酒行业整体收入、利润增速、毛利率提升幅度、费用使用效率等指标均会得到改善，但酒企间分化也将进一步加大，优质酒企提升幅度将高于行业平均水平。

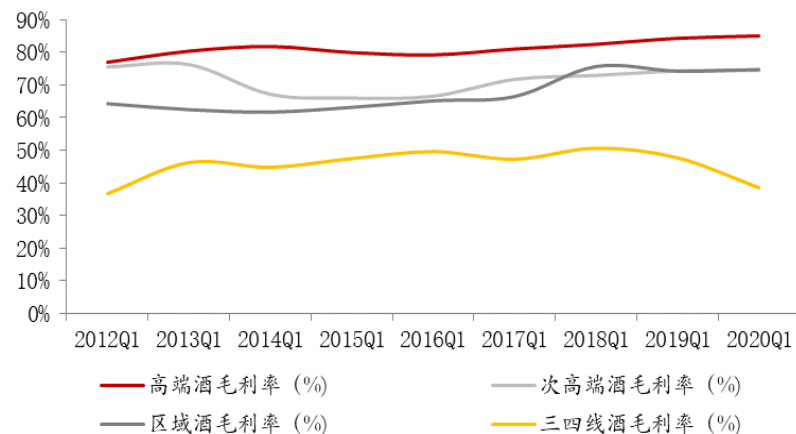
➤ **相较于同行：**市场认为酒企经营趋势将普遍向好，我们认为随着疫情得到控制，白酒动销环比改善，优质酒企下半年业绩将回正，得到明显改善，短期业绩承压不改长期趋势，同时行业整体分化将进一步加剧。我们对于优质酒企下半年经营状况的态度较同行更乐观，导致这种分歧的根源在于市场对下半年市场恢复程度看法不一，中秋国庆将是重要观察窗口。

图：20Q1有七家上市酒企利润增速高于收入增速

	2019Q1收入增速 (%)	2019Q2收入增速 (%)	2019Q3收入增速 (%)	2019Q4收入增速 (%)	2020Q1收入增速 (%)	2019Q1净利润增速 (%)	2019Q2净利润增速 (%)	2019Q3净利润增速 (%)	2019Q4净利润增速 (%)	2020Q1净利润增速 (%)
顺鑫农业	19.9	12.0	34.3	33.7	15.9	17.2	89.9	-69.7	-30.5	-17.6
五粮液	26.6	27.1	27.1	20.7	15.1	30.3	33.7	34.6	24.9	19.0
贵州茅台	23.9	12.0	13.8	14.5	12.8	31.9	20.3	17.1	2.7	16.7
山西汾酒	20.1	26.3	34.5	26.0	1.7	22.6	38.0	53.6	3.1	39.4
今世缘	31.1	26.6	32.4	31.2	-9.4	26.0	24.1	28.3	34.9	-9.5
酒鬼酒	30.5	40.5	9.5	27.5	-9.7	16.2	60.1	-39.5	87.4	32.2
古井贡酒	43.3	4.3	11.9	15.1	-10.6	34.8	49.3	35.8	-19.0	-18.7
泸州老窖	23.7	26.0	21.9	14.4	-14.8	43.1	36.0	35.5	15.3	12.7
洋河股份	14.2	2.1	-20.6	-36.5	-14.9	15.7	2.0	-23.1	-78.0	-0.5
水井坊	24.2	29.3	19.7	30.5	-21.6	41.2	7.5	53.4	60.3	-12.6
金种子酒	-6.1	-10.0	-24.9	-57.3	-32.9	21.5	-2834.8	-809.0	-232.5	-391.8
金徽酒	5.5	-1.9	70.4	6.2	-33.4	-9.9	-29.2	878.0	10.1	-47.0
迎驾贡酒	2.7	19.6	8.9	7.3	-33.5	9.0	57.8	34.2	17.6	-34.1
老白干酒	55.8	12.3	-11.3	4.8	-34.2	57.1	7.1	-21.0	25.1	-44.0
舍得酒业	34.1	5.0	9.1	29.4	-42.0	21.5	2.1	9.6	198.4	-73.5
口子窖	9.0	16.3	-0.2	13.6	-42.9	21.4	23.0	-1.8	8.5	-55.4
伊力特	0.1	-12.0	13.9	26.4	-70.4	23.8	-44.8	35.7	4.5	-94.4

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

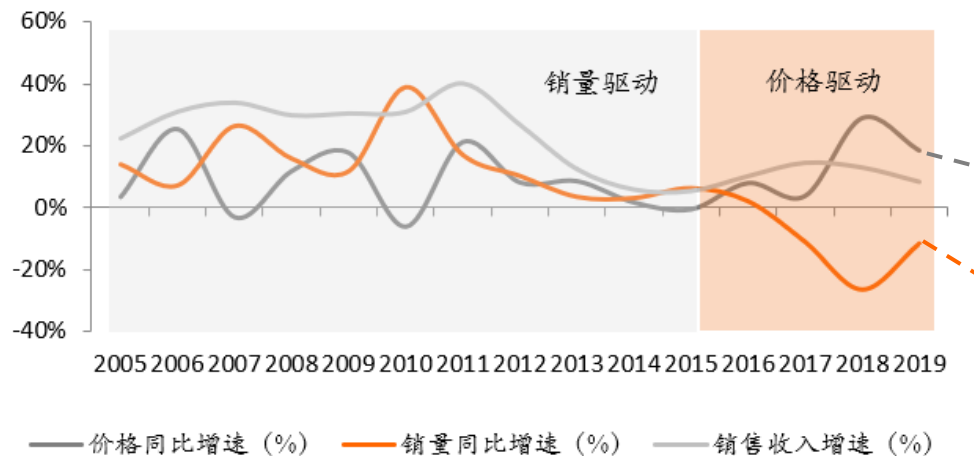
图：20Q1高端酒毛利率提升幅度较次高端酒、区域酒大



1.1 基本面：业绩短期承压不改长期趋势

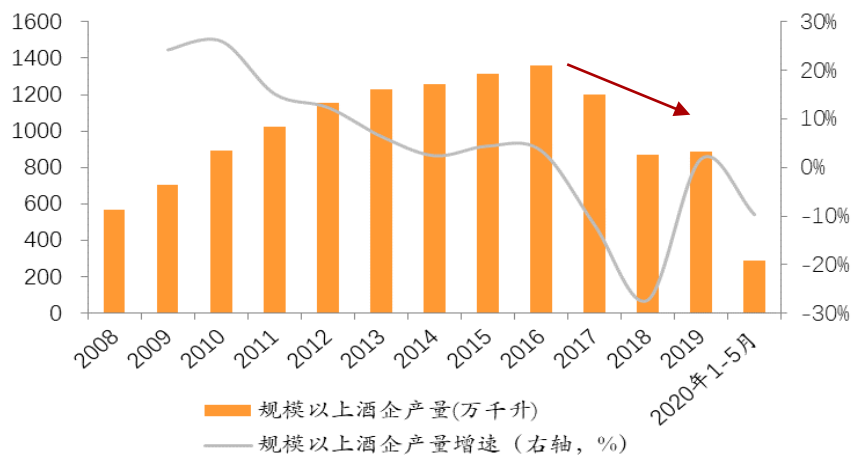
消费升级和集中化趋势不变，变化在于分化幅度和价位段的细分。近年来白酒行业业绩主要受价格驱动，今年吨价增速仍快于销量增速，这一趋势继续延续，在疫情爆发背景下，20Q1高端酒收入及归属母公司股东的净利润分别占白酒行业的62.9%、74.5%，分别较上年同期提升5.6、5个百分点，目前行业处于产销下行期，但高端酒企销售额及利润仍不断提升，行业集中度提升速度进一步加快，预计未来这一趋势将延续。

图：15-19年价格为业绩主要驱动力



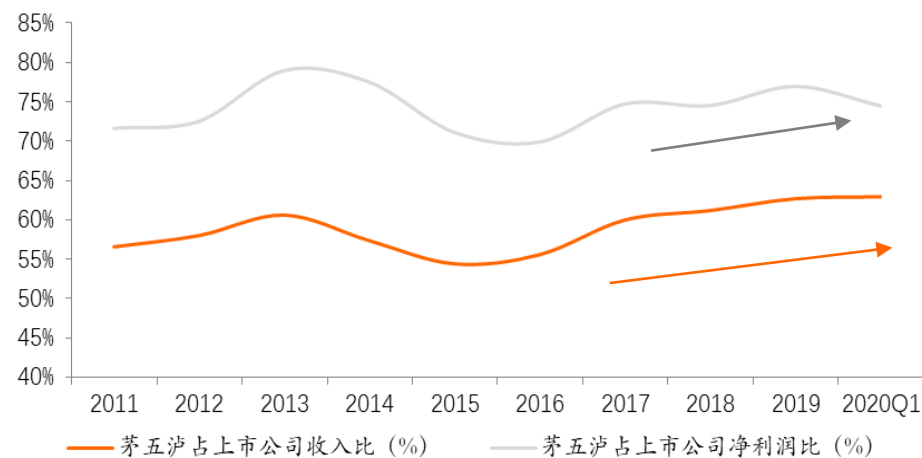
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：白酒规模以上酒企产量增速放缓



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

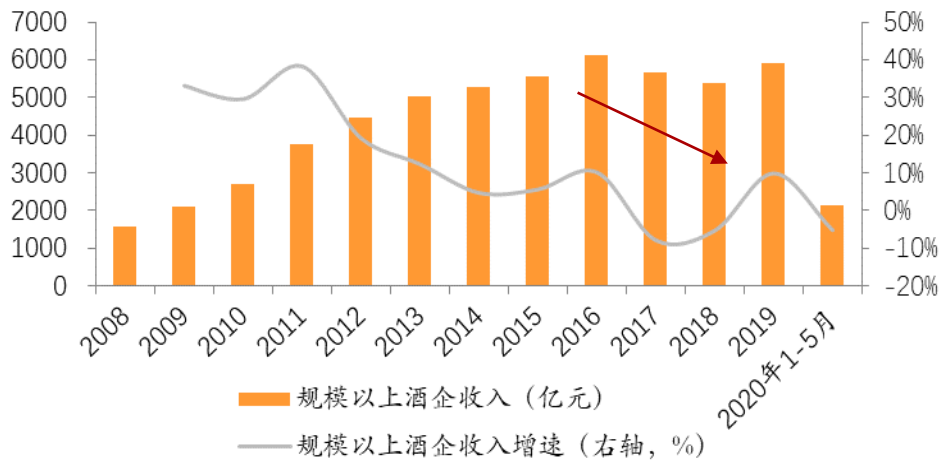
图：茅五泸占上市公司业绩比不断提升



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

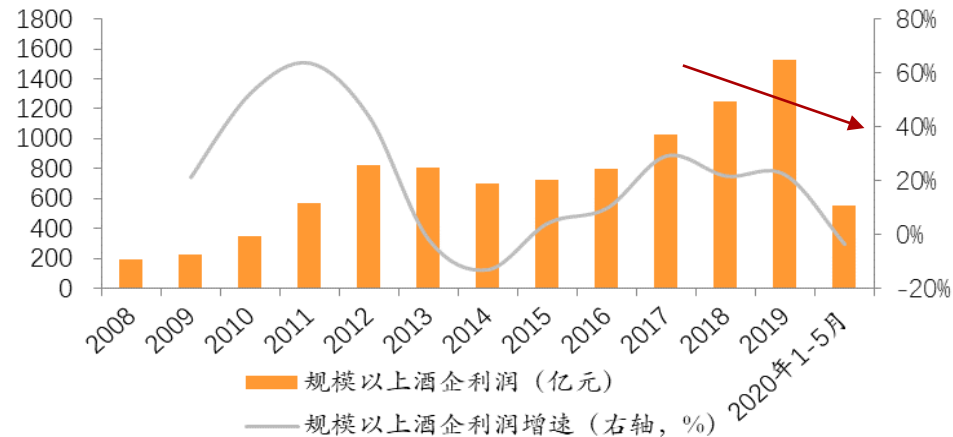
1.1 基本面：业绩短期承压不改长期趋势

图：白酒规模以上酒企收入增速放缓



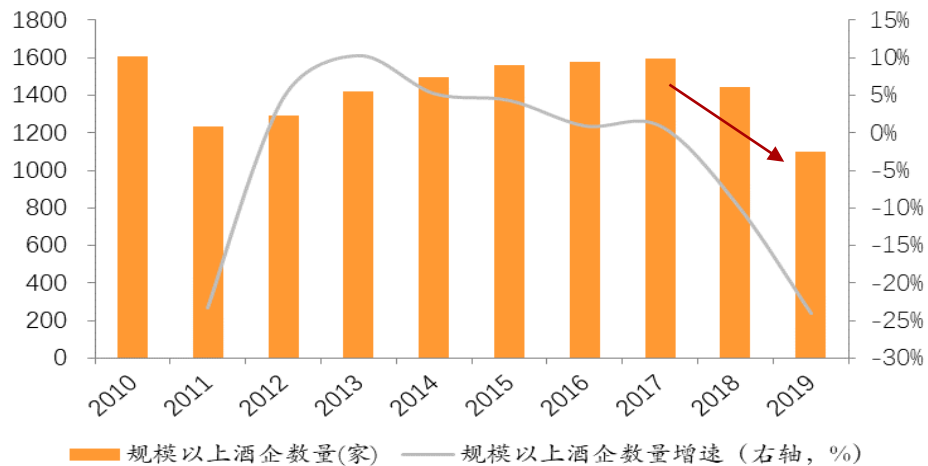
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：白酒规模以上酒企利润增速放缓



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：白酒规模以上酒企数量持续下降

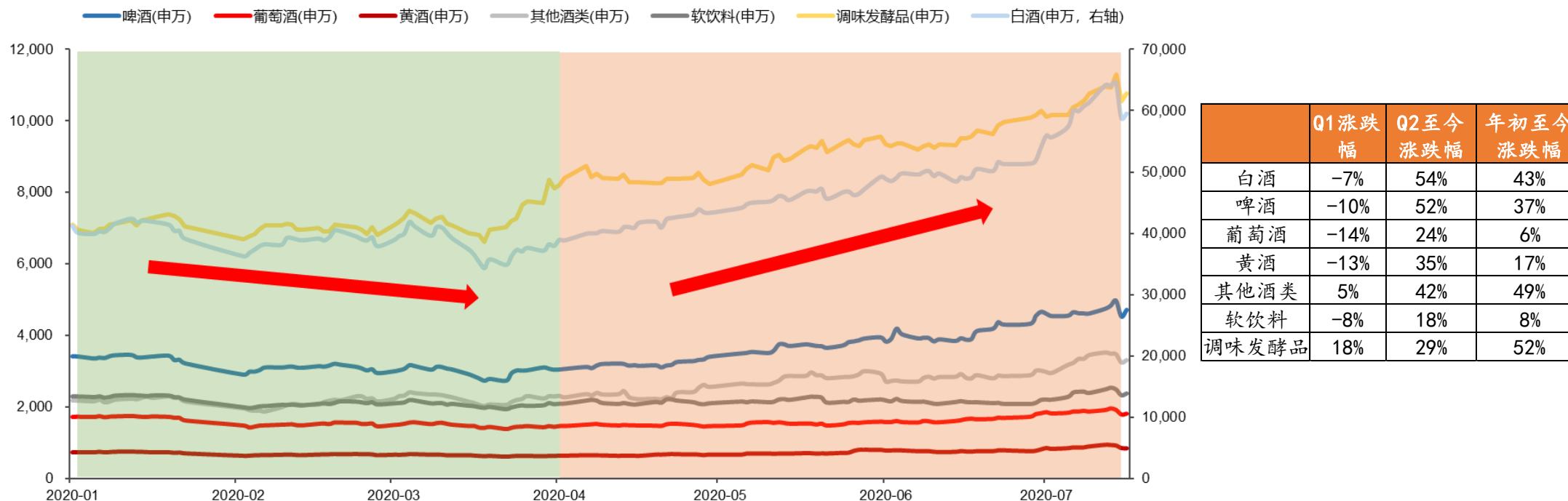


数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

1.2 股价：上半年白酒涨跌幅回顾

- 市场预期不断修复，白酒股价韧性较强。虽然疫情的爆发使得消费场景消失，进而造成部分酒企业绩大幅下降，但受益于白酒盈利能力强、赛道优，股价仅在国内疫情爆发期及全球疫情蔓延期出现过短暂回落，之后迅速恢复。在市场预期逐步修复、资金流动性较为充裕的推动下，白酒股上半年涨幅表现较为优秀。

图：白酒股价涨幅居前



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.07.20

1.2 股价：上半年白酒涨跌幅回顾

- 业绩为股价上涨的主要推动力。一季度白酒股价下跌7.14个百分点，其中盈利贡献度为0.35%，估值贡献度为-10%，白酒行业较强的盈利能力为一季度股价提升的主要因素，受益于下半年酒业业绩逐步恢复，预计下半年股价仍将由业绩主要推动。

图：基本面较好的酒企股价涨幅居前

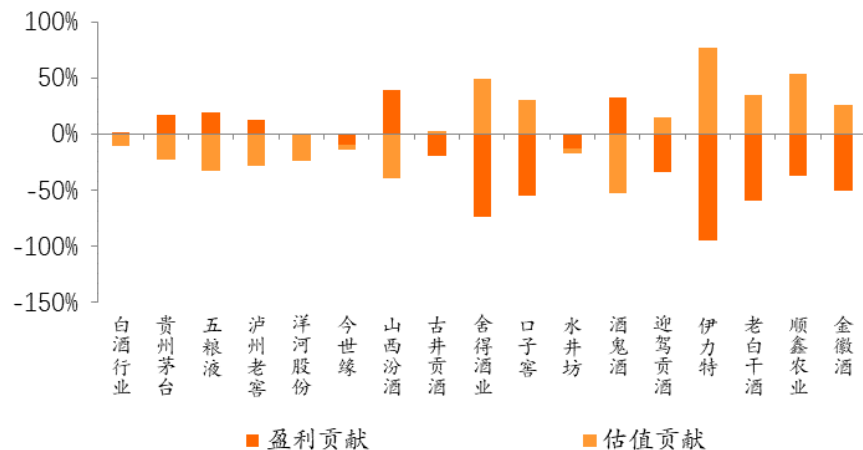
排序	1月		2月		3月		4月		5月		6月		7月（截止20号）		年初至7月20日	
	酒企	涨跌幅	酒企	涨跌幅	酒企	涨跌幅	酒企	涨跌幅	酒企	涨跌幅	酒企	涨跌幅	酒企	涨跌幅	酒企	涨跌幅
1	古井贡酒	5.36	顺鑫农业	4.96	顺鑫农业	7.82	山西汾酒	19.00	酒鬼酒	42.15	酒鬼酒	92.03	古井贡酒	26.26	酒鬼酒	90.51
2	酒鬼酒	3.26	贵州茅台	0.40	山西汾酒	4.99	古井贡酒	18.09	金徽酒	38.57	老白干酒	47.73	泸州老窖	23.79	山西汾酒	71.50
3	山西汾酒	2.21	今世缘	-4.41	贵州茅台	4.35	五粮液	17.86	迎驾贡酒	24.55	舍得酒业	47.34	洋河股份	21.92	五粮液	53.67
4	顺鑫农业	-0.53	五粮液	-4.41	金种子酒	-0.99	洋河股份	17.37	山西汾酒	22.87	伊力特	41.78	五粮液	17.86	贵州茅台	39.99
5	水井坊	-0.70	山西汾酒	-5.92	伊力特	-1.06	今世缘	15.81	舍得酒业	17.32	金种子酒	31.56	顺鑫农业	13.72	古井贡酒	39.56
6	洋河股份	-3.02	洋河股份	-9.13	迎驾贡酒	-1.17	贵州茅台	13.92	五粮液	16.81	水井坊	29.51	水井坊	12.47	今世缘	36.85
7	老白干酒	-4.09	泸州老窖	-9.50	泸州老窖	-1.28	酒鬼酒	12.65	伊力特	16.63	五粮液	24.45	贵州茅台	11.90	水井坊	35.66
8	舍得酒业	-4.43	伊力特	-11.83	水井坊	-3.69	泸州老窖	7.49	口子窖	16.60	金徽酒	23.80	今世缘	11.33	伊力特	30.66
9	泸州老窖	-4.65	老白干酒	-12.15	五粮液	-4.64	水井坊	7.08	今世缘	15.55	迎驾贡酒	22.49	金种子酒	6.44	泸州老窖	30.13
10	五粮液	-5.15	金徽酒	-12.21	舍得酒业	-4.92	舍得酒业	5.35	老白干酒	13.51	山西汾酒	18.87	伊力特	5.94	舍得酒业	28.19
11	今世缘	-5.68	口子窖	-12.22	今世缘	-5.90	金徽酒	5.34	泸州老窖	12.69	今世缘	17.59	山西汾酒	5.38	顺鑫农业	23.33
12	金徽酒	-6.10	水井坊	-12.47	金徽酒	-5.96	老白干酒	1.41	古井贡酒	12.25	泸州老窖	17.50	舍得酒业	3.00	金徽酒	22.59
13	金种子酒	-6.26	迎驾贡酒	-12.76	古井贡酒	-7.48	迎驾贡酒	0.49	贵州茅台	12.15	口子窖	16.84	迎驾贡酒	2.71	洋河股份	19.26
14	迎驾贡酒	-6.38	金种子酒	-13.18	口子窖	-9.65	口子窖	-0.36	水井坊	10.65	贵州茅台	10.62	老白干酒	1.24	老白干酒	18.38
15	伊力特	-6.68	酒鬼酒	-13.45	老白干酒	-10.45	金种子酒	-2.91	金种子酒	9.00	古井贡酒	8.97	口子窖	-1.87	迎驾贡酒	15.73
16	口子窖	-7.12	古井贡酒	-14.60	酒鬼酒	-12.61	伊力特	-3.77	洋河股份	8.95	洋河股份	8.07	金徽酒	-5.46	金种子酒	11.40
17	贵州茅台	-11.01	舍得酒业	-17.15	洋河股份	-14.18	顺鑫农业	-11.42	顺鑫农业	1.12	顺鑫农业	7.36	酒鬼酒	-11.08	口子窖	-6.21
涨幅居前类型酒企	次高端+区域酒		高端+区域酒		三四线		区域+次高端		次高端+三四线		次高端+三四线		区域酒+高端酒		次高端酒+高端酒	

备注：橘色为高端酒；浅橘色为区域酒；黄色为次高端酒

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.07.20

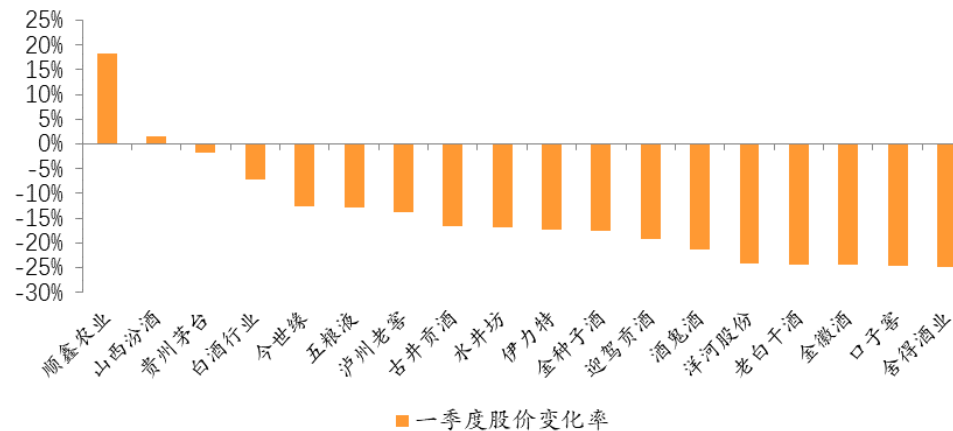
1.2 股价：上半年白酒涨跌幅回顾

图：一季度白酒行业主要受盈利贡献驱动



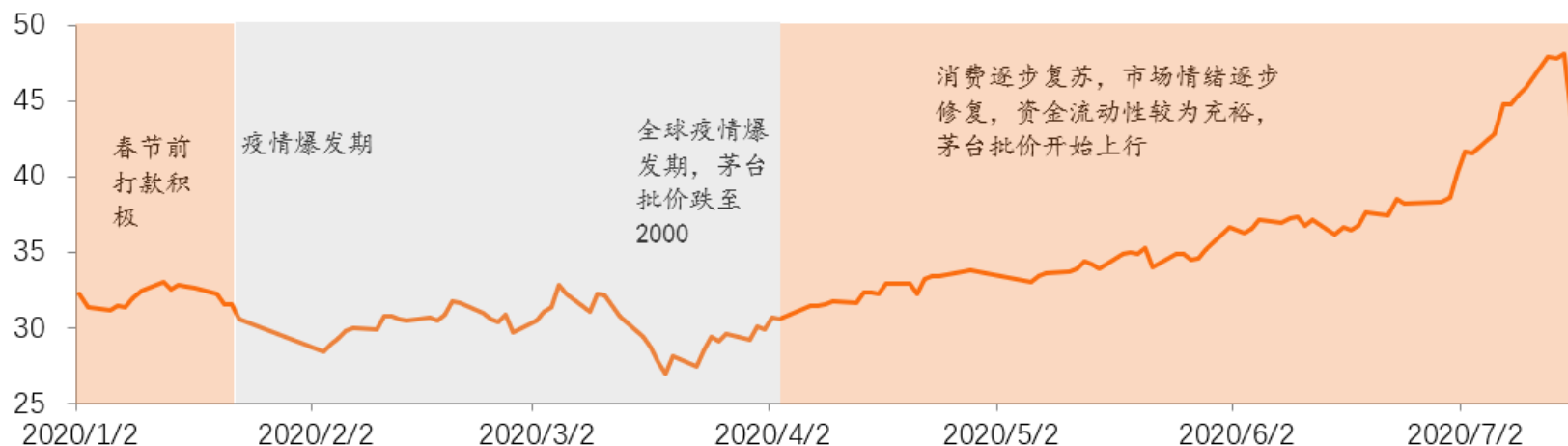
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：一季度以低端酒为主业的顺鑫农业股价涨幅最高



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：随着消费逐步复苏，市场情绪改善，白酒估值稳步提升



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.07.17

1.2 估值：上半年白酒估值情况回顾

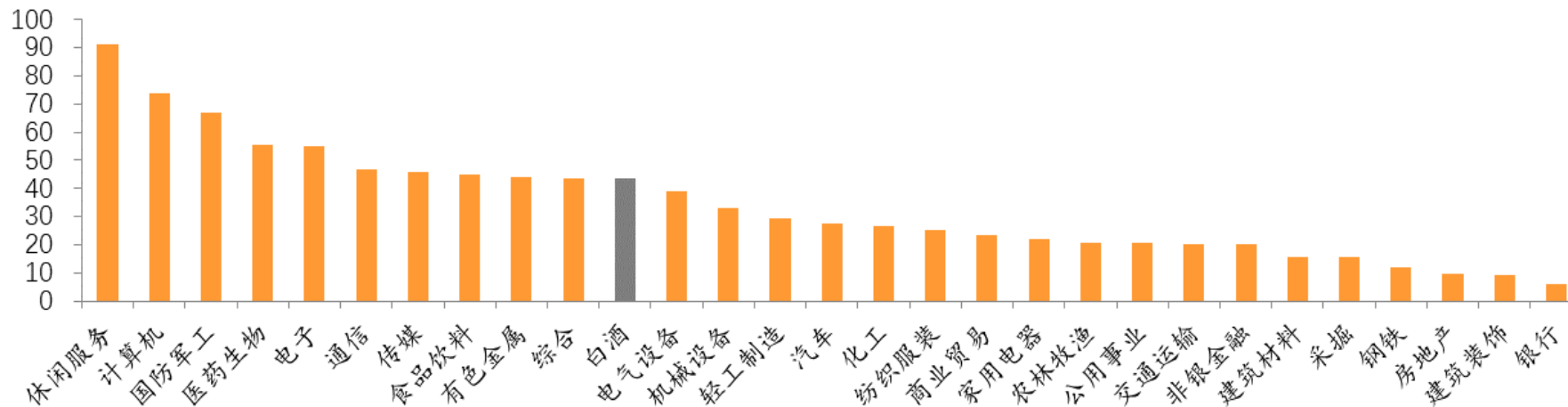
- 白酒板块估值持续提升，目前处于87%历史估值分位。截至2020年7月17日，白酒行业估值为44倍，位于近15年的87%历史估值分位位置，约处于2006年11月、2008年7月、2010年1月的估值水平，考虑到白酒行业盈利能力强，横向比较来看估值仍具一定性价比。具体酒企来看，茅五目前估值从年初的33、31倍提升至48、43倍。

图：白酒板块估值情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.07.17

图：横向比较来看，白酒仍具一定性价比

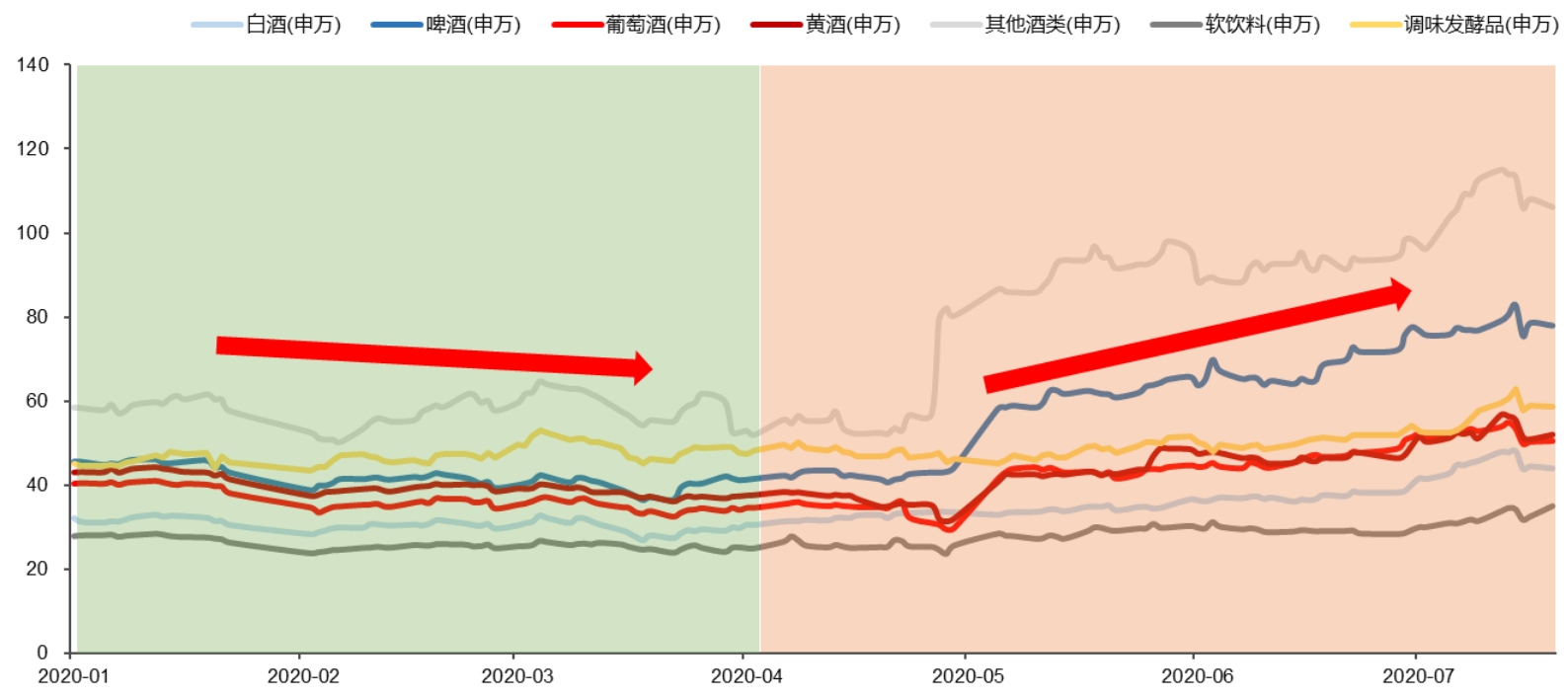


数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：2020.07.20数据

1.2

估值：上半年白酒估值情况回顾

图：今年以来白酒估值涨幅居前



	Q1涨跌幅	Q2至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
白酒	-7%	46%	37%
啤酒	-9%	87%	71%
葡萄酒	-14%	46%	25%
黄酒	-13%	39%	21%
其他酒类	-10%	102%	82%
软饮料	-10%	40%	26%
调味发酵品	8%	20%	30%

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理，注：截止2020.07.20

- **“占位” “守位” 为本轮白酒提价潮关键词。**自春节过后，泸州老窖、山西汾酒、剑南春、今世缘、古井贡酒等优质酒企相继开启产品升级及小幅提价，主要原因为：1) 提价符合消费升级趋势；2) 通过直接提价或升级实现产品价格体系的再梳理，同时利于稳定批价、提升渠道利润、维护品牌力；3) 促进回款；4) 为备战中秋国庆旺季打下基础，可回补部分上半年量。今年老窖目标将为紧抓高端化发展机遇，实现“守位”。在消费升级趋势不改、市场集中度不断提升的背景下，近期今世缘、酒鬼酒等酒企通过直接提价、进行产品结构升级等方式进行“占位”，而茅台、五粮液等酒企则通过直接提价、进行产品结构升级、加大直营占比、减少渠道配额等方式以实现吨价上提，实现“守位”。我们认为品牌力及渠道力较强的优势企业有望在当下通过小幅提价来平衡现金流及业绩，预计接下来将有更多具有提价实力的酒企顺应消费升级趋势，进行小幅提价。

图：春节后迎来“提价潮”

品牌	时间	提价措施	品牌	时间	提价措施
剑南春	2020年1月	1月1日起，水晶剑和金剑南K6提价20元/瓶	山西汾酒		5月1日起，42度玻汾终端标牌价调整为49元/瓶，上调2元；53度玻汾终端标牌价调整为58元/瓶，上调3元
泸州老窖	2020年2月	2月15日起，取消各经销客户2020年2月份国窖1573经典装配额。如有国窖1573经典装配额需求，由国窖公司各大区组织进行本区域内库存调剂 2月16日起，取消各经销客户及终端2020年2月份泸州老窖特曲产品（包含特曲第十代、晶彩版、纪念版）的配额。如有配额需求，请各片区组织本区域内各经销客户和终端之间相互调剂	酒鬼酒	2020年5月	5月26日起，对红坛（高度柔和）、紫坛（柔和）相继提价，提价幅度分别为30元/瓶和40元/瓶
泸州老窖		将取消3月配额，4月是否执行视其中旬市场价格来定	西凤酒		5月15日起，多款自营产品上调价格，西凤绿瓶的出厂价将上调25%-30%，同时终端零售价也将相应上调
剑南春	2020年3月	3月1日起，水晶瓶剑南春和珍藏级剑南春出厂价分别上调了25元/瓶、30元/瓶	泸州老窖		6月24日起，针对河南市场提高52度国窖1573经典装价格，结算价提高10元/瓶，终端供货价提至920元/瓶
剑南春		4月1日起，剑南春水晶剑、珍藏剑建议零售价分别上调为489元/瓶、788元/瓶	山西汾酒	2020年6月	53度青花30涨价100元/瓶；48度青花30涨价100元/瓶；53度青花20涨价30元/瓶；42度青花20涨价15元/瓶
泸州老窖	2020年4月	预计4月中旬全国市场逐步启动，届时可以达到三分之一，并在局部地区实施配额制，4月下旬才能有三分之二地区执行配额制，5月后才能全面实施配额	今世缘		7月1日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价——四开与对开国缘的零售价及团购价分别上调15元/瓶和10元/瓶
山西汾酒		4月1日起，53度玻汾终端供货价由480元/件上调至504元/件，42度玻汾由420元/件上调至432元/件	古井贡酒	2020年7月	古井贡酒安徽省内全面提价调整的具体内容为：献礼版终端成交价为90元/瓶、古5终端成交价为120元/瓶、古8终端成交价为230元/瓶、古16终端成交价为370元/瓶、古20终端成交价为550元/瓶、古26终端成交价为900元/瓶。

数据来源：酒业家，微酒，浙商证券研究所整理

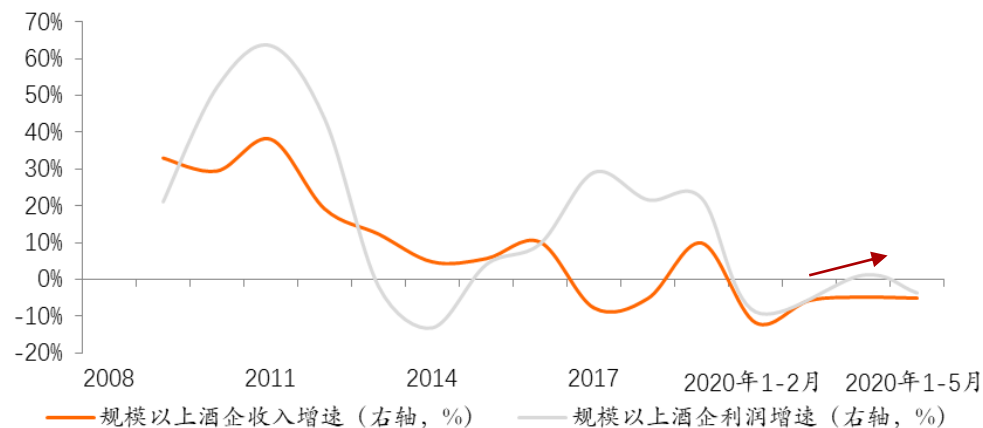
02

下半年展望

业绩有望迎来边际改善

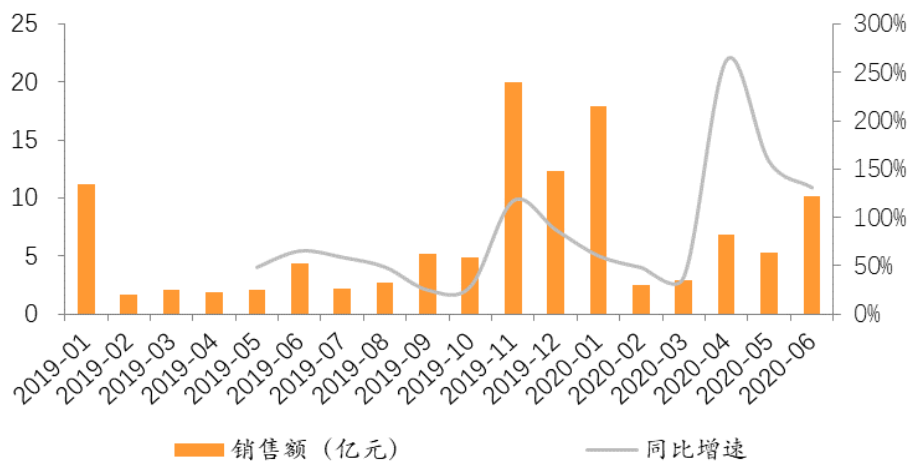
- **目前动销环比改善明显，下半年有望迎来边际改善。**疫情逐步得到控制的背景下，白酒动销从4月开始明显好转，5-7月延续这一趋势，目前大部分地区动销已恢复至七成以上。随着消费政策逐步加码、新基建加快落地、疫情逐步常态化，预计优质企业于中秋国庆旺季后，酒企收入及利润均有望回正。

图：规模以上酒企收入利润增速呈向好趋势



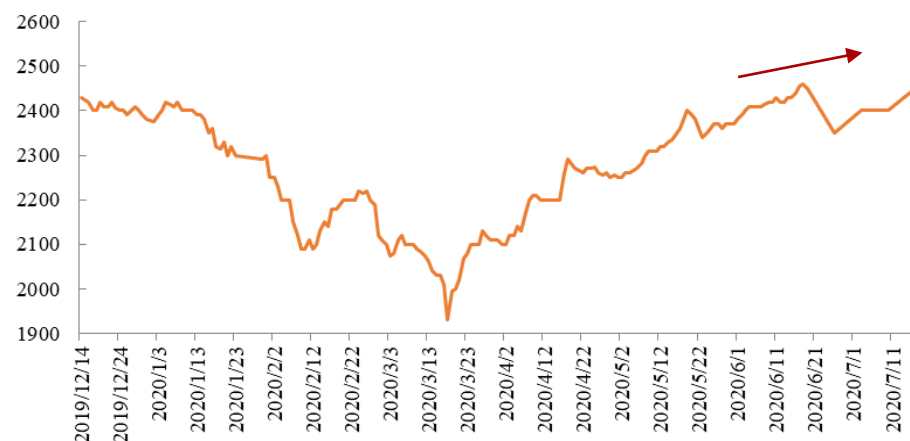
数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：4月后白酒线上销售情况表现优秀



数据来源：阿里渠道，浙商证券研究所整理

图：茅台批价持续上行



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：消费政策不断出台利好酒企基本面及估值面

发放人	起始时间	范围	消费券规模	方向
平台和商家	5月1日	上海	286亿元	购物
政府部门	6月6日	北京	122亿元	线下餐饮, 智能产品
支付宝	7月1日	全国	100亿元	全方位
百联集团	4月26日	上海	12亿元	购物、汽修
政府部门	4月19日	武汉	5亿元	餐饮、商场、超市和文体旅游
政府部门	3月27日	杭州	5亿元	购物
政府部门	3月13日	南京	3.18亿元	餐饮、体育、图书、信息
政府部门	5月5日	成都	2亿元	购物
政府部门	7月14日	成都	1.6亿元	餐饮、百货、旅游、住宿、文创、娱乐、体育方面的消费
政府部门	4月25日	济南	1.38亿元	文化、旅游
商家	6月13日	郑州	1.3亿元	餐饮
平台和商家	4月17日	宁波	1.1亿元	购物
政府联合银联和各大商业银行	3月23日	青岛	8100万元	购物
文化广电旅游局	7月17日	广州	3000万元	文化、旅游
政府部门	5月29日	贵州	3000万元	餐饮、购物

时间	部门	举措	政策方向
2020/3/13	国家发改委等23个部门	发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境
2020/3/27	广东省工业和信息化厅联合多部门	印发《关于应对疫情影响进一步促进信息服务和消费的若干政策措施》	促进行业信息服务和消费、促进个人和家庭信息服务和消费
2020/3/31	国务院常务会议	审议通过将年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年的政策	提振汽车消费
2020/4/29	广东省商务厅	印发《广东省加快发展流通促进商业消费政策措施》	加快发展流通促进商业消费, 加快释放消费潜力
2020/6/20	湖北省人民政府	发布《湖北省人民政府办公厅关于印发应对疫情影响进一步促进商业消费若干措施的通知》	降本减负纾困、营造消费环境、提振汽车消费、促进家电消费、扩大扶贫消费、激励企业创新和优化监管服务
2020/6/22	国务院办公厅	印发《关于支持出口产品转内销的实施意见》	鼓励外贸企业拓展销售渠道, 促进国内消费提质升级

数据来源：新浪，网易，浙商证券研究所整理

图：新基建正加速落地利好酒企基本面及估值面

时间	会议/文件	相关内容
2020/1/3	国务院第四次常务会议	要大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020/2/14	中央全面深化改革委员会	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系，要分类放宽服务业准入限制，构建监管体系，深化重点领域改革，健全风险防控机制，完善法律法规，提升攻击质量和效率
2020/2/21	中共中央政治局会议	加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G网络、工业互联网等加快发展
2020/2/23	中央统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议	一些传统行业冲击较大，而智能制造、无人配送、在线消费、医疗健康等新兴产业展现出强大成长潜力，要以此为契机，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业
2020/3/4	中共中央政策局常委会	加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，要注重调动民间投资积极性
2020/4/20	国家发改委新闻发布会	新型基础设施是以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。目前看来，新基建主要包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三方面

数据来源：搜狐，新浪，网易，浙商证券研究所整理

- 二季报业绩前瞻：大多酒企业绩仍承压
- 需求端方面，二季度主要城市消费场景已逐步实现修复，高端酒需求较为刚性使得其批价持续提升，但**疫情的反复仍对需求造成一定影响，多数酒企端午节回款情况仍不及预期**，预计二季度仍在一定程度上承压，随着国家一系列扩内需政策逐步落地，下半年消费情况有望实现明显改善；酒企方面，茅五批价提升为中高端酒打开提价空间，泸州老窖、山西汾酒、今世缘、酒鬼酒等酒企相继顺应消费趋势进行提价，同时可提振渠道信心、为接下来的销售旺季打下基础，另外，在二季度终端动销尚未完全恢复的情况下，酒企主动控货并助力渠道消化库存。**我们认为上半年大多酒企业绩均有一定程度承压，下半年白酒动销恢复程度将不断提升，业绩将出现边际改善。**

图：主要酒企2020Q2业绩前瞻一览

证券代码	证券简称	2020Q2			
		收入预测 (亿元)	收入增速 (%)	净利润预测 (亿元)	净利润增速 (%)
600519.SH	贵州茅台	203	14%	101	16%
000858.SZ	五粮液	107	12%	33	15%
002304.SZ	洋河股份	43.4~46.0	(-15%) ~ (-10%)	13.3~16.4	(-15%) ~ (5%)
600600.SH	青岛啤酒	86.0~90.3	0%-5%	8.6~9.1	5%-10%
000860.SZ	顺鑫农业	42	15%	2	-10%
000568.SZ	泸州老窖	37	-5%	13.0~13.6	5%-10%
600809.SH	山西汾酒	26	10%	3.6~3.8	15%-20%
000596.SZ	古井贡酒	22	-5%	4.4~4.6	(-5%) ~ 0%
603369.SH	今世缘	12	5%	4.5~4.7	5%-8%
603589.SH	口子窖	10	-10%	3	(-5%)
000799.SZ	酒鬼酒	4.5~4.7	25-30%	1	30-35%

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：主要酒企二季度业绩前瞻

酒企	业绩前瞻
贵州茅台	<p>将实现“时间过半，任务过半”目标，预计Q2收入及利润增速分别为14%、16%。公司疫后批价迅速回升显示公司较强的防御能力及品牌力，目前批价稳定在2400-2500元左右，在供需仍呈紧平衡的背景下，贵州茅台批价有望维持高位；打款进度方面，公司今年3月打4-5月款，4月打6月款，目前可执行7-9月配额，进度较去年有所提前；上半年直营加速发展、非标占比提升明显，综合考虑，我们认为公司“时间过半，任务过半”确定性强</p>
五粮液	<p>二季度调整配额以挺价，批价稳步上行，预计Q2收入及利润增速分别为12%、15%。二季度公司将重点转向“两管控、一加快”的同时，6月公司出台了量价调整政策：传统渠道配额缩减将带来批价上涨，而创新业务带来五粮液金融属性的上移、团购及新零售等新渠道占比提升带来终端控制力的增强及消费群体的扩大均将为提价后销量实现上行奠定基础，五粮液有望进入量价齐升的良性上升渠道，量价将超预期，发展势头强劲，批价稳步上行。目前五粮液打款已完成全年任务的45%左右，批价已提升至940元以上，库存水平健康，主要地区打款进度正常，预计公司上半年业绩有望实现双位数增长</p>
泸州老窖	<p>取消2-3月配额以保持渠道健康，打款发货进度略受影响，预计Q2收入及净利润增速分别为-5%、5%-10%。由于泸州老窖终端动销受疫情影响明显，公司通过取消2-3月配额以保护渠道健康，随着消费逐步实现复苏，公司于4月逐步恢复配额的执行，5月全面恢复配额的执行，在贵州茅台及五粮液批价稳步上行的背景下，公司采取系列措施稳定价盘，批价也略有提升，目前公司渠道较为健康，批价高于800元；打款进度方面，主要地区经销商已完成5/6月配额打款，预计占任务比45%</p>
山西汾酒	<p>二季度动销表现较好，预计Q2收入及净利润增速分别为10%、15%-20%。自4月以来公司呈现较强的复苏趋势，其中山西地区二季度整体已恢复至九成，省外也在稳步恢复中；具体产品来看，由于玻汾受疫情影响较小，动销基本恢复，青花动销恢复至7成左右，而老白汾动销仍较弱；库存方面，青花通过控货形式稳定价格，整体渠道库存较为健康；打款方面，省内公司要求上半年完成60%的打款，省外预计将在二季度完成40%的打款，省内市场仍为业绩主要贡献来源。</p>
洋河股份	<p>二季度打款量不及去年同期，预计Q2收入及净利润增速分别为-15%-10%、-15%-5%。二季度公司持续推进营销调整：1) 建立新的渠道架构，构建一商为主、多商配送体系，减少无序竞争；2) 构建新的厂、商关系，依据厂家及经销商各自资源情况进行分工；3) 优化费用投放效率；4) 提升销售队伍积极性；5) 围绕新品做工作，短期内以M6+为核心，省内省外一盘棋，凸显梦之蓝系列定位。在公司加码去库存、促动销的背景下，原本较高的库存实现一定程度回落，公司对梦6+采取配额制以推动批价回升，针对海、天未强制回款，整体价格较为稳定，目前省内经销商二季度打款量较少，报表预计仍将承压。</p>
今世缘	<p>省内动销恢复明显，预计Q2收入及净利润增速分别为5%、5%-8%。二季度江苏市场餐饮端开店情况已基本恢复正常，白酒动销环比不断改善，但仍不及去年，公司将尽量在下半年追回一季度缺口。产品动销方面，公司中高端产品动销恢复好于中低端产品，利润端表现预计优于收入端，库存整体处于低位。</p>
古井贡酒	<p>动销边际恢复，黄鹤楼仍将拖累公司业绩，预计Q2收入及净利润增速分别为-5%、-5%-0%。二季度省内餐饮消费场景已恢复超八成，宴席在放开的同时对人数仍有控制，宴席次数增加的同时单场白酒费用下降。公司四月前曾通过停止打款、出台促销措施来帮助渠道消化，目前前期积压的库存已得到较好消化，受益于公司针对经销商及终端进行了大量工作，二季度省内动销恢复情况较好，动销边际改善。打款方面，端午节预计将完成全年60%以上的打款，而黄鹤楼仍将对公司二季度业绩造成一定拖累。</p>
口子窖	<p>去库存为工作重点，预计Q2收入及净利润增速分别为-10%、-5%。二季度公司通过加大市场费用投入、帮助经销去库存、给经销商提供银行担保等方式保证渠道健康、减轻回款压力，同时渠道调整仍在循序渐进。目前公司渠道库存较低，产品价格体系较为稳定。</p>

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

➤ 选股思路：

- 展望下半年，我们认为板块整体业绩弹性较高，尽管目前估值位置偏高，但随着后续动销向好，市场预期提升仍有望提升板块整体估值水平，同时龙头酒企将享受品牌及确定性双重溢价。
- 我们将紧握两大主线：
 - 1) 坚定白酒赛道中优秀标的行稳致远的逻辑和确定性，建议关注：品牌力及渠道力强大的高端酒龙头贵州茅台（直营占比提升幅度及非标投放情况或超预期）、改革红利不断释放的五粮液（量价将超预期）；
 - 2) 寻找有望边际改善的优质标的，建议关注：双指引目标明确的今世缘（省内表现或超预期）、迈入两百亿征程的古井贡酒（结构升级及全国化进程或超预期）、国改新三年加速复兴的山西汾酒（产品结构升级叠加费用提效，净利率提升水平或超预期）。

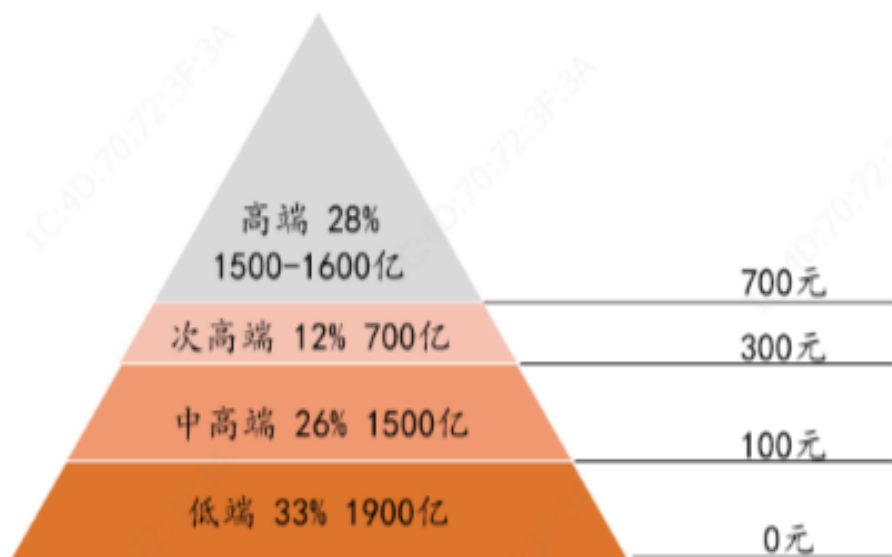
03

未来风口

白酒行业未来四大风口

- 1) 高端扩容性增长，以茅五价格上涨为标志，茅五是发起者、也是受益者；
- 2) 次高端持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利；过程中要关注“地方龙头省内高端化推进、省外全国化推进”，同时关注“全国性名酒的地方化进程”，关注竞争中国谁能力更全面和有核心竞争力；
- 3) 酱酒增速领先行业，量价齐升助力占比不断提高；
- 4) 光瓶酒确定性较强，有望持续受益于消费升级；

图：白酒各价格带容量

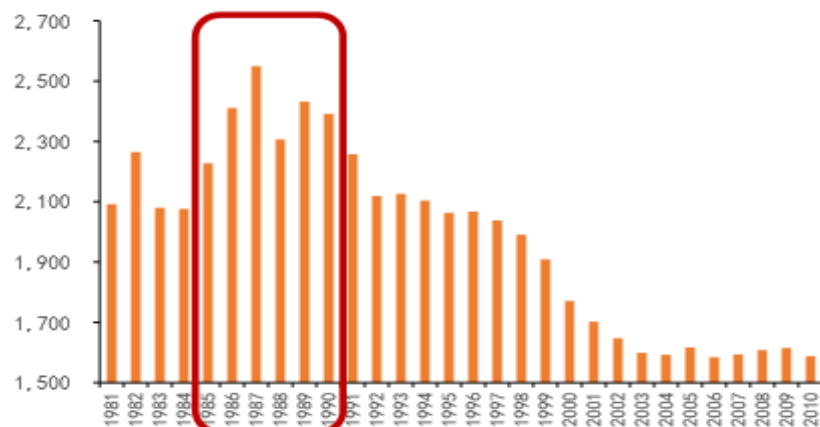


数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

3.1 白酒行业未来风口—高端酒

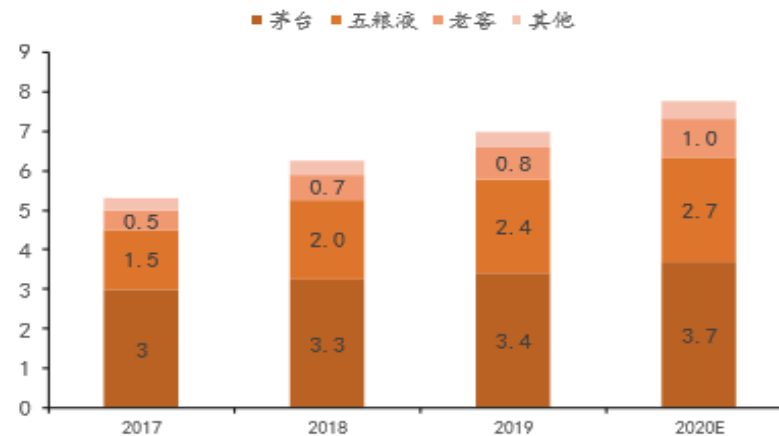
- 高端扩容性增长，确定性强
- 据国家统计局数据，2017 年以来白酒行业销量持续小幅下滑，行业进入“量平价增”阶段，并在过程中存在明显的“挤压效应”和行业集中度提升。其中，高端白酒价格带量价齐升，竞争格局稳定，是白酒板块确定性最高的价格带。从量的方面看，中短期高端白酒消费人口数量稳固、我们预计未来三年高端白酒市场总量仍能保持 8%~10%的稳健增长，仍是白酒行业中最具确定性的细分板块之一。从价的方面来看，消费升级持续推动高端酒均价持续提升。我们对比一线名酒，我们认为五粮液在量价关系、营销模式、及管理模式上整体策略竞争导向更强，逐步缩小和茅台的差距。

图：中国出生人口



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：高端酒扩容性增长

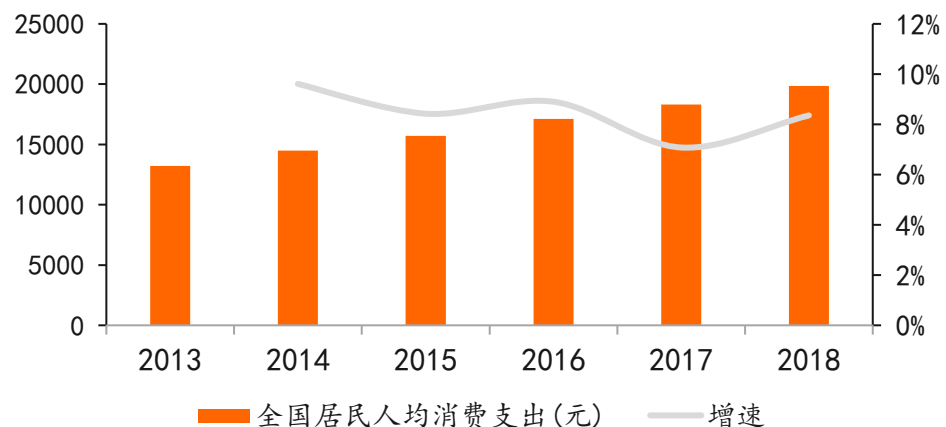


数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

3.2 白酒行业未来风口一次高端酒

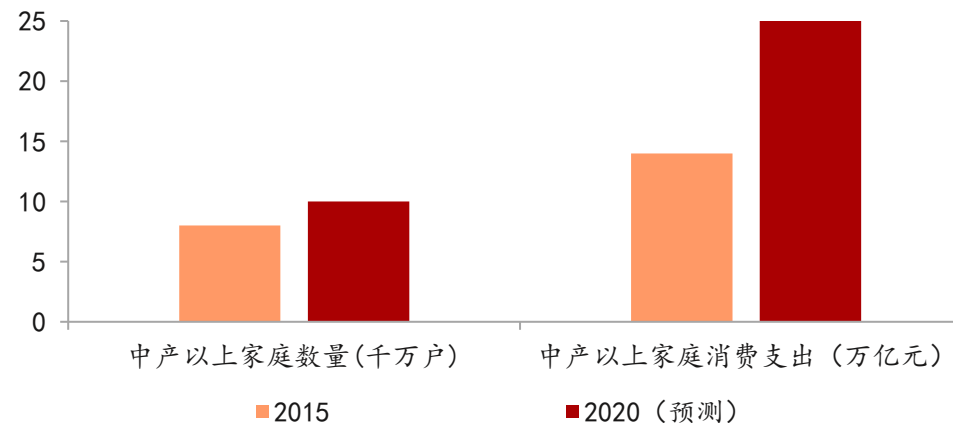
- **市场情况：消费升级叠加高端酒提价催化次高端酒发展**
- 在消费升级、高端酒提价的背景下，次高端的发展空间进一步打开。一方面，高端酒批价提升后让出价格带的漏出效应使次高端的性价比相对提升；另一方面，受益于消费升级，部分中端酒消费者往次高端酒方向转移，次高端酒消费者不断增长。自上而下和自下而上两种力量，使得次高端市场容量不断扩大。
- 白酒行业实现跨越式消费升级需要长久的阶梯式升级，最后呈现出“缓蓄势、急爆发”，从而在更高的一个价格带持续放量。我们认为消费升级趋势在已经形成的状态下，难以突然停下脚步，经济环境仅会影响消费升级速度。

图：中国历年人均消费支出变化



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：中产及以上家庭数量及购买力变化

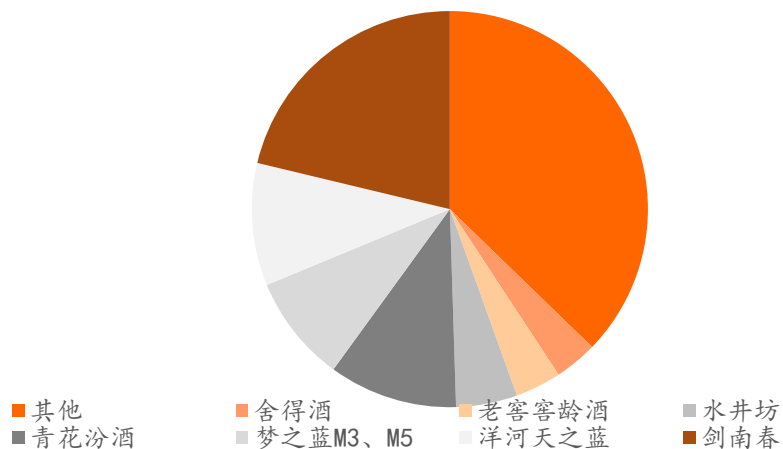


数据来源：艾媒咨询，浙商证券研究所整理

3.2 白酒行业未来风口一次高端酒

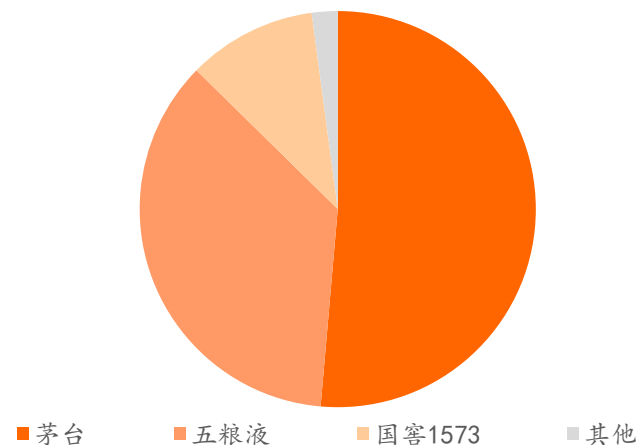
- **市场格局：次高端格局处于战国时代，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利**
- 次高端白酒行业竞争激烈，集中度有望进一步提高。目前，次高端白酒 CR2 仅为 30%左右，而高端白酒 CR2 高达 80%以上，相较于高端白酒稳定的格局，次高端目前尚未出现全国化的龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，主要品牌收入差距不大。未来假设剑南春等次高端全国名酒龙头不提价，**将会形成400、600元两大价格带，假设次高端酒全国名酒龙头进行占位提价，将形成500、800元两大价格带，另外，古井、郎酒、今世缘等次高端酒想在600-700元站保持占位，取决于谁站在千元价格带以实现品牌力提升。**
- **我们认为次高端持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利；**过程中要关注“地方龙头省内高端化推进、省外全国化推进”，同时关注“全国性名酒的地方化进程”，关注竞争中国谁能力更全面和有核心竞争力。

图：次高端酒市场集中度情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

图：高端酒市场集中度情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

- **发展逻辑：“品牌+渠道”为次高端酒核心竞争力，我们看好区域酒及酱酒在该价位带的发展**
- 次高端价位带“品牌+渠道”为核心竞争力，其中品牌溢价可以支撑次高端价位的产品结构提升，而渠道力企业进行市场开拓的重要驱动力，**我们看好区域酒在次高端价位带的发展：**
- **品牌力：**相较于易于复制渠道及渠道模式的百元价格带，次高端酒价位对品牌要求更高，运作难度明显较大。区域龙头在经历过长久的深耕培育后，其品牌力已可以使其有实力在次高端酒价位带中站稳，考虑到其拥有丰富的本地资源及与消费者面对面沟通优势，未来拥有较强的成长性。
- **渠道力：**区域龙头另一核心优势是区域深耕的能力，目前区域龙头公司均拥有核心基地市场，优势在于其拥有较强的风险抵抗能力以应对行业波动。另外，区域龙头在次高端酒价位带经历了被动自然增长到主动布局培育的阶段后，已经开始从渠道向消费者转移，未来次高端发力的点在于将重点从渠道向消费者逐步转移—通过加强与消费者沟通、进行产品升级，以求在 200-500 元次高端价位完成占位。
- **酱酒有望在次高端酒市场开始放量。随着近两年郎酒、习酒、国台等二线酒企的快速成长，酱酒市场每个价格带均形成了一定体量以及代表性产品，有望在次高端市场开始放量。**

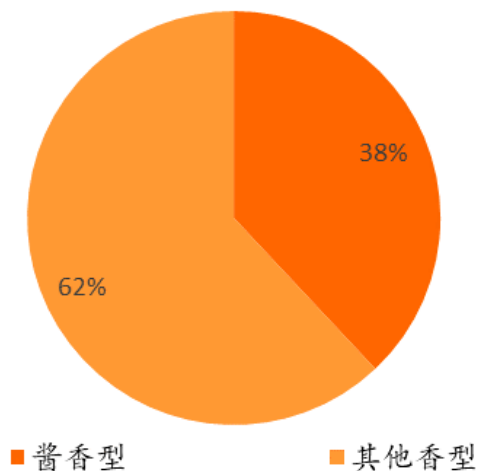
图：“品牌+营销”为次高端酒核心竞争力

	核心竞争力	区域市场	核心驱动因素	代表品牌
高端	品牌力	全国	高端酒较高的品牌力可以满足“面子”需要	茅台、五粮液、国窖1573
次高端	品牌+渠道	区域+全国	拥有名酒基因的区域酒通过不断加强渠道创新力及执行力来实现对终端的掌控；通过加强与消费者点与点沟通来带动市场放量	剑南春、梦之蓝M3/M6、水井坊、郎酒、青花汾酒、古8及以上等
中高端	渠道	区域	通过核心终端实现区域覆盖；通过较强的渠道力进行区域市场的深耕	海天系列、口子5年、古井5年等
中低端	营销力+品牌知名度	局部区域、全国	通过较强营销力提高产品知名度，叠加进行市场大量铺货以实现规模扩张	牛栏山二锅头、红星二锅头、玻汾等

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

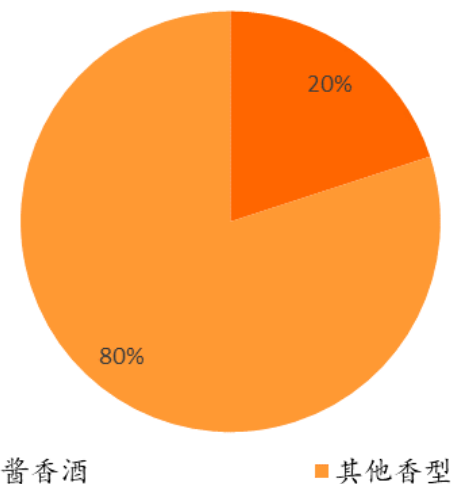
- 市场情况：酱酒增速领先行业，量价齐升助力占比不断提高
- 2019年我国白酒行业营收增速 **8.24%**，其中茅台增速高于行业**2倍**，而其他酱香酒企更是大多取得了超过 **80%** 的高速增长，我国酱酒市场的行业地位不断提升。据权图酱酒工作室研究显示，2019年，中国酱酒市场销售收入在**1350亿元**左右，和2018年同比增长约**22.7%**，行业占比约**20%**；实现利润约**550亿元**，同比增长约**22%**，行业占比约**38%**。尽管酱香型白酒的产销量份额较小，但因其产品盈利能力强，使得行业利润规模的占比相对较大，并整体呈增长趋势，酱酒市场正成为我国白酒市场的新风口。

图：2019年酱酒利润占比达行业38%



数据来源：权图酱酒工作室，浙商证券研究所整理

图：2019年酱酒收入占比达行业20%



数据来源：权图酱酒工作室，浙商证券研究所整理

3.3 白酒行业未来风口—酱香酒

- **市场情况：酱酒将在地方酒较弱的区域率先发展，优势价位带为次高端价位带**
- **西南地区为酱酒传统优势市场。**区域方面来看，据权图酱酒工作室研究显示，2019年贵州产区酱酒产能在35万千升以上；四川产区在12万千升以上；其它产区（湘、鲁、桂等地）在5万千升左右。由于西南地区为酱酒重要产区，因此西南地区为酱酒传统竞争优势区域，也是白酒酿造和消费的主要地区之一。
- **酱酒将在地方酒较弱的区域率先发展。**国内经济水平较为发达区域，人均消费能力较强、对酱香型及浓香型认可度高、消费基数较大的华东、华南地区为未来潜力市场，具体来看，**河南、山东、安徽等地地方酒实力较弱的同时酱酒氛围不强，但随着酱酒在全国范围内的市场培育和积极推广，酱酒可将该类地区作为率先发展的区域，进而进行扩散。**
- **优势价位带为次高端价位带。**由于次高端酒价位带受五粮液压制，因此**酱酒在升级中的核心优势价位带为次高端酒价位带**，未来酱酒有望通过“占位”、布局千元价位带以站稳次高端核心价位带。

图：西南地区为酱酒主要产区



- 发展路径：量升→价升→量价齐升→量平价增
- 从发展阶段来看，我们认为酱酒将经历“量升（品类快速扩张）→价升→量价齐升→量平价增”这几个大阶段，与此同时，酱酒也将经历“规模竞争→品牌力竞争→品牌规模双重竞争”阶段，在这个过程中，酱酒逐步将侵占浓香酒市场份额，对国窖等浓香酒企造成一定威胁。目前酱酒处于量升转换至价升+进入品牌力竞争阶段过程中，实力较弱的小企业将加速出清，酱酒整体实力将逐步提升。

图：酱酒发展路径

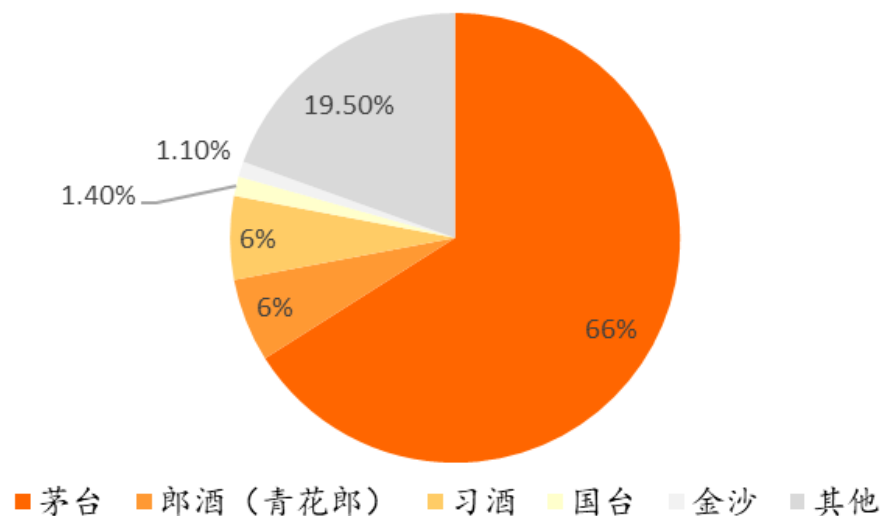


数据来源：浙商证券研究所整理

3.3 白酒行业未来风口—酱香酒

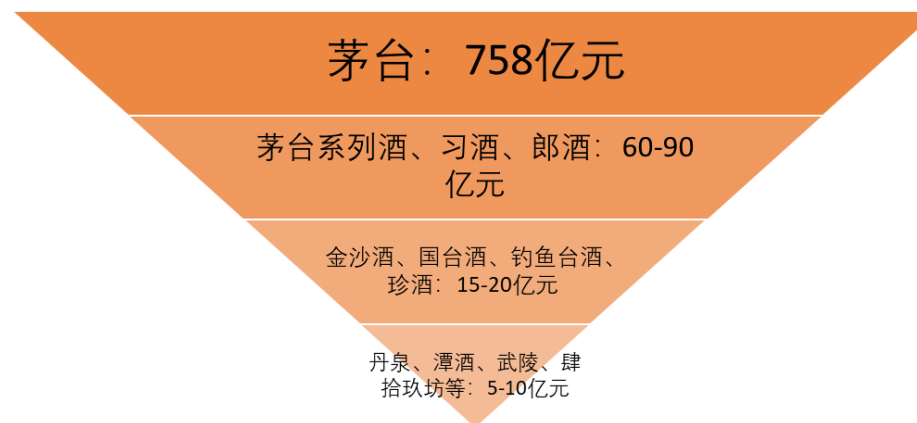
- 竞争格局：酱酒行业“一超多强”，茅台为绝对龙头
- “一超多强”，贵州茅台为绝对龙头（超高端市场），其他品牌主要面向中高端及以上市场，具体来看，2019年茅台高端酱酒业务收入达758亿元，占据了酱香型白酒市场超50%的市场份额。贵州茅台系列酒、贵州习酒、四川郎酒，规模达60-90亿元；国台酒业、金沙酒业、钓鱼台、珍酒等其他规模酱酒企业借助酱酒热潮，销售规模快速提升，市场影响力也不断提高。从竞争格局角度来看，酱酒格局拐点已现，未来3-5年将是品牌抢占消费者心智、布局市场的关键窗口期。

图：2019年酱酒收入市占率情况



数据来源：权图酱酒工作室，浙商证券研究所整理

图：2019年酱酒价位带情况图

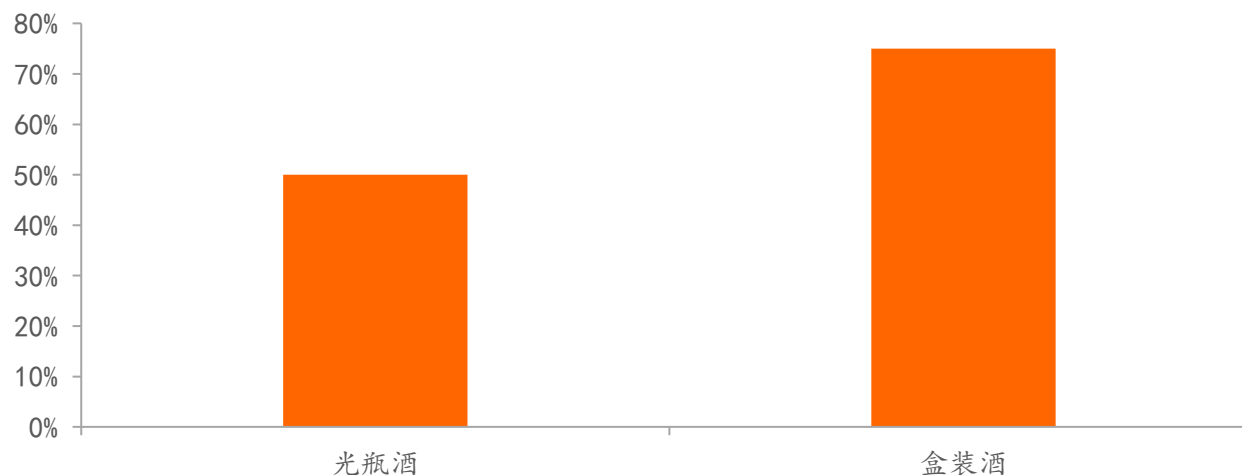


数据来源：权图酱酒工作室，浙商证券研究所整理

3.4 白酒行业未来风口—光瓶酒

- **市场情况：消费升级趋势下光瓶酒扩容**
- 据《中国光瓶酒营销白皮书》数据显示，近五年来光瓶酒行业平均增速 20%，主流价位从 10 元升级至 15 元，未来增速将保持在 15%-30%，远远高于行业平均。
- 百元以下盒装酒无强势品牌，光瓶酒更具性价比和品牌力。光瓶酒在性价比和品牌力两方面相较于百元以下的盒装酒更具相对优势：1) 性价比：低端盒装酒多为贴牌产品或地方小酒厂生产，品质稳定性差，同时纸盒成本占比较高同样使得光瓶酒性价比更高；2) 品牌力：牛栏山、玻汾等光瓶酒产品历史底蕴深厚，且广宣投入持续，品牌知名度较大部分盒装酒更有品牌优势。
- 光瓶酒价格区间从几元延伸至几百元，主因：1) 名酒推出高价光瓶酒，带动光瓶酒市场升级；2) 由于提价能对冲成本、拓展市场操作空间、提升渠道利润、增强经销商代理意愿，传统光瓶酒顺应消费升级趋势频频提价。

图：光瓶酒包材占比较低

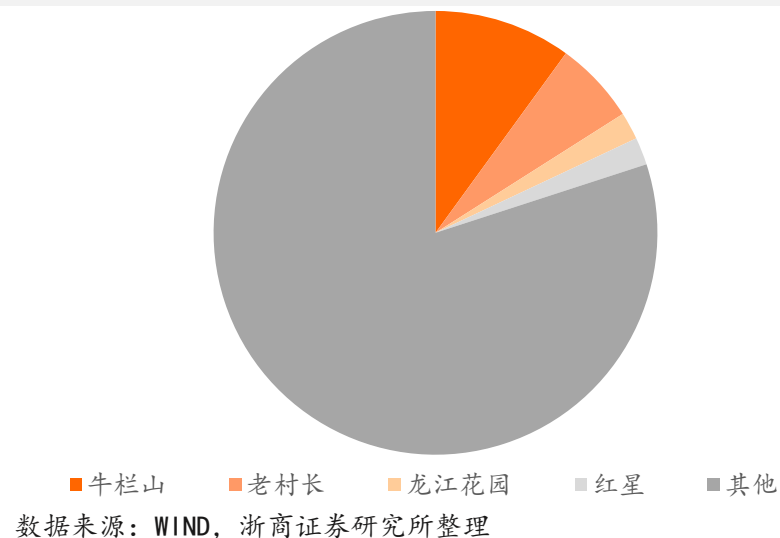


数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

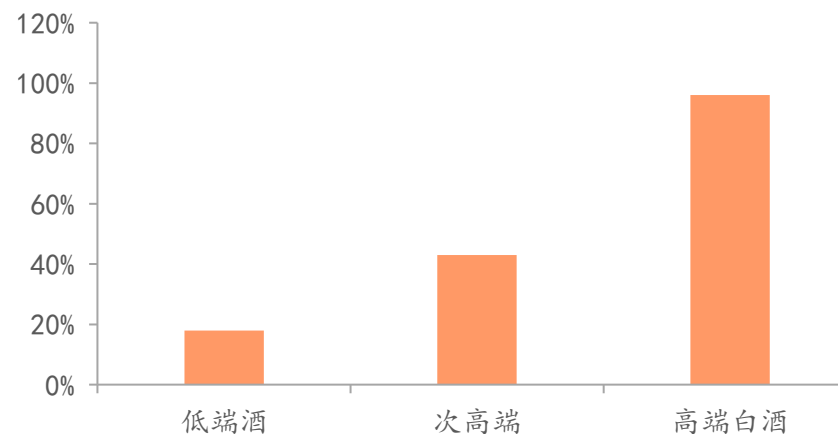
3.4 白酒行业未来风口—光瓶酒

- 竞争格局：20元以下价位带中牛栏山一家独大，20元以上价位带竞争较激烈
- 高于20元的低端白酒价格带竞争格局较为分散。以销量口径计算牛栏山的市占率：2019年规模以上白酒行业销量为755万千升，假设中低端白酒销量约占行业70%，计算可得中低端白酒销量约为528万千升，从而**预计2019年牛栏山市占率不足15%，整体行业集中度偏低。**
- 我们认为光瓶酒要分20元以下及20元以上，其中20元以下价格带中牛栏山一家独大，20元以上价位带中，牛栏山、玻汾为重要玩家，茅台、泸州老窖等全国名酒及地方龙头企业也会参与高端光瓶酒竞争。

图：低端酒价格带竞争格局



图：白酒各价格带CR3



04

盈利预测

推荐关注量价超预期的五粮液

图：重点酒企盈利预测一览

日期 2020/07/20		前收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率	EPS			PE		
证券代码	证券简称					20E	21E	22E	20E	21E	22E
600519.SH	贵州茅台	1637.0	20563.5	34.3	49.9	38.1	45.3	52.4	42.9	36.1	31.3
000858.SZ	五粮液	201.7	7828.4	4.8	45.0	5.4	6.5	7.5	37.7	31.3	26.9
000568.SZ	泸州老窖	112.8	1652.2	3.3	35.6	3.6	4.4	5.3	31.1	25.5	21.3
000596.SZ	古井贡酒	188.0	946.8	3.9	45.1	5.4	6.5	7.5	43.5	36.7	30.6
603589.SH	口子窖	50.0	299.7	2.4	17.4	3.0	3.5	4.1	13.5	11.7	9.9
300755.SZ	华致酒行	31.5	131.4	0.8	41.1	0.9	1.2	1.5	33.9	26.8	21.1

数据来源：WIND，浙商证券研究所整理

疫情影响超预期

白酒动销恢复不及预期

食品安全风险

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券食品饮料团队
Thank you for listening