

增持

——维持

日期：2020年09月10日

行业：食品饮料



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070002

证券研究报告/行业研究/季度策略

乳制品边际改善，调味品择机布局

—2020年食品饮料（大众品）行业秋季投资策略

■ 主要观点

乳制品：需求回归景气，竞争边际趋缓

Q2 乳制品龙头企业收入恢复强劲增长，其中常温白奶（基础和高端）两位数增长，Q2 金典增长 25%、特仑苏增长 19%；常温酸奶两位数下滑，安慕希和纯甄个位数下滑；低温鲜奶成长期，两大品牌巴氏奶业务均高速增长；低温酸奶仍在短期调整阶段。H1 伊利、蒙牛常温液奶市占率分别提高 0.8、1.5pct。展望下半年，后疫情时期健康营养意识提升叠加传统消费旺季来临，乳制品需求景气有望延续，而近几年奶牛存栏量持续下滑及夏季高温导致的奶牛热应激使得原奶供给仍然紧平衡，预判原奶进入涨价周期。参考历史经验，原奶涨价阶段，乳企毛利率承压，促使行业买赠促销力度减弱，头部企业盈利能力反而提升，预计头部企业的盈利弹性有望持续体现。

调味品：强确定性

H1 六家调味品公司收入增长 13%、利润增长 21%，增长稳健，体现出调味品赛道的强确定性。上半年餐饮渠道受影响较大，5 月开始餐饮收入降幅收窄至 20% 以内，且逐月收缩约 3-4 个百分点，边际改善迹象明显，海天、中炬的餐饮动销均恢复正常，预计下半年餐饮端将环比明显改善。成长性较好的调味品品类包括高端酱油、蚝油、料酒、复合调味品等：高端酱油增长高于酱油整体，在低线城市仍有较大的渗透空间；近两年蚝油、料酒行业产量均保持两位数增长，头部企业 3-4 年对蚝油、料酒均有较大的产能扩建计划；火锅底料、中式复合调味料的复合增速分别约有 15%、20%，行业龙头增速更快，且规模效应加强。

■ 投资建议

未来十二个月内，维持食品饮料行业“增持”评级

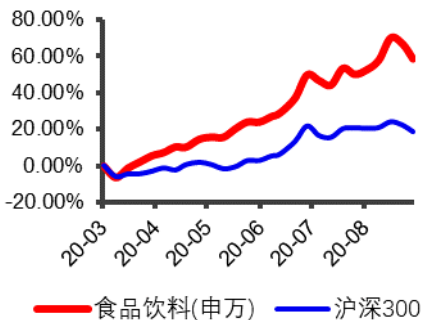
下半年乳制品需求景气度回升+供给紧平衡，原奶大概率进入涨价周期，行业促销力度减弱，竞争格局边际改善，龙头盈利弹性有望持续释放。秋季建议关注需求景气回升+竞争格局趋缓带来基本面边际改善，估值相对合理的乳制品板块。调味品短期确实面临回调降估值的压力，但中长期看，调味品赛道因刚需性强、空间大、现金流好、行业竞争格局较好、增长确定性高等优势仍将被赋予合理的估值溢价，龙头尤甚。短期波动并不改变板块的长期投资逻辑，建议回调中择机布局。

■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 | EPS | | | PE | | | PBR | 投资评级 |
|------|--------|-------|------|------|------|------|------|------|-----|------|
| | | | 19A | 20E | 21E | 19A | 20E | 21E | | |
| 伊利股份 | 600887 | 39.17 | 1.15 | 1.16 | 1.37 | 34.1 | 33.8 | 28.6 | 9.3 | 增持 |

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



| | | | | | | | | | | |
|------|--------|-------|------|------|------|------|------|------|------|----|
| 光明乳业 | 600597 | 17.62 | 0.41 | 0.43 | 0.52 | 43.0 | 41.0 | 33.9 | 3.7 | 增持 |
| 涪陵榨菜 | 002507 | 44.21 | 0.77 | 0.98 | 1.12 | 57.4 | 45.1 | 39.5 | 11.5 | 增持 |

资料来源: wind, 上海证券研究所 (股价数据为 2020 年 9 月 9 日收盘价)

目 录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 一、食品饮料涨幅居首，估值处于历史高位 | 5 |
| 1.1 年初至今食品饮料涨幅居首 | 5 |
| 1.2 食品饮料估值处于近十年高位 | 5 |
| 二、乳制品：需求回归景气，竞争边际趋缓 | 6 |
| 2.1 Q2 乳制品强劲反弹，常温白奶和低温鲜奶表现亮眼 | 6 |
| 2.2 原奶进入涨价周期，行业竞争趋缓，盈利弹性释放 | 9 |
| 2.3 低温鲜奶风口已至，乳企加大产品布局 | 11 |
| 三、调味品：强确定性 | 13 |
| 3.1 中报业绩稳增长，餐饮端边际改善 | 13 |
| 3.2 高端酱油份额提升，蚝油、料酒潜力大 | 16 |
| 3.3 复合调味品高成长，头部企业规模效应加强 | 20 |
| 四、投资建议 | 21 |
| 五、风险提示 | 22 |

图

| | |
|--|----|
| 图 1 年初至今各板块涨跌幅..... | 5 |
| 图 2 年初至今食品饮料指数走势图..... | 5 |
| 图 3 年初至今食品饮料子板块涨跌幅 (%)..... | 5 |
| 图 4 年初至今食品饮料板块估值走势..... | 6 |
| 图 5 食品饮料板块近十年估值溢价率 (相对沪深 300)..... | 6 |
| 图 6 食品饮料各子板块的 PE 估值 (TTM_整体法)..... | 6 |
| 图 7 食品饮料主要子板块年初至今估值溢价率 (相对沪深 300) | 6 |
| 图 8 伊利和蒙牛的常温液奶市占率情况..... | 8 |
| 图 9 伊利和蒙牛的低温液奶市占率情况..... | 9 |
| 图 10 2008 年以来原奶价格三个上涨周期 (主产区生鲜乳平均 价: 元/公斤)..... | 10 |
| 图 11 2008 年以来原奶价格三个上涨周期 (主产区生鲜乳平均 价: 元/公斤)..... | 11 |
| 图 12 我国调味品行业各渠道份额占比 (2020.2)..... | 16 |
| 图 13 在外就餐的调味品消费量高于家庭烹饪..... | 16 |
| 图 14 5 月开始餐饮收入降幅持续收窄..... | 16 |
| 图 15 各企业餐饮销售渠道占比..... | 16 |
| 图 16 调味品各细分产业 2019/2018 及 2018/2017 年行业产量 同比增速..... | 17 |
| 图 17 我国高端酱油市场规模 (亿元)..... | 17 |
| 图 18 高端酱油市场销量和吨价增长变化..... | 17 |
| 图 19 不同城市高端酱油渗透率水平..... | 18 |
| 图 20 蚝油品类的渗透率处于较低水平..... | 18 |
| 图 21 历年海天蚝油收入及在总收入中的占比 (亿元)..... | 18 |
| 图 22 三大企业未来蚝油产能规划 (万吨)..... | 19 |
| 图 23 我国料酒行业市场规模 (亿元)..... | 19 |
| 图 24 我国料酒市场竞争格局..... | 19 |
| 图 25 天味食品历年收入 (百万元)..... | 21 |
| 图 26 天味食品历年归属净利润 (百万元)..... | 21 |

表

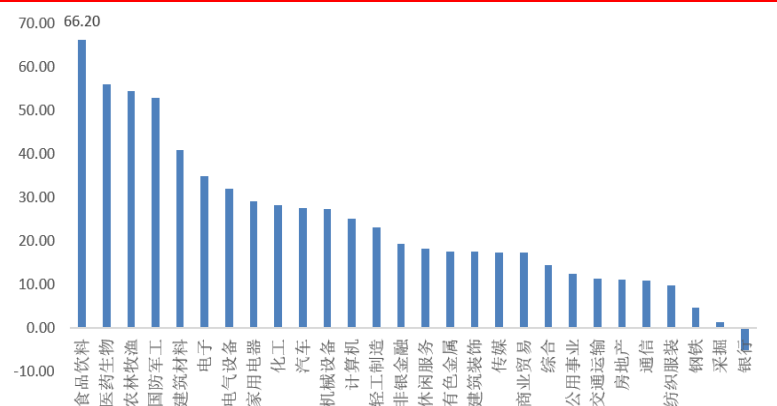
| | |
|---|----|
| 表 1 2020H1 乳制品上市公司业绩情况 (亿元)..... | 7 |
| 表 2 巴氏杀菌乳 vs 高温杀菌乳..... | 12 |
| 表 3 主要乳企的低温鲜奶产品比较..... | 12 |
| 表 4 2020H1 调味品上市公司业绩情况 (亿元)..... | 14 |
| 表 5 2020H1 调味品上市公司预收款项和现金收入情况 (亿元) | 15 |
| 表 6 2020H1 复合调味品上市公司业绩情况 (亿元)..... | 20 |
| 表 7 重点公司盈利预测..... | 22 |

一、食品饮料涨幅居首，估值处于历史高位

1.1 年初至今食品饮料涨幅居首

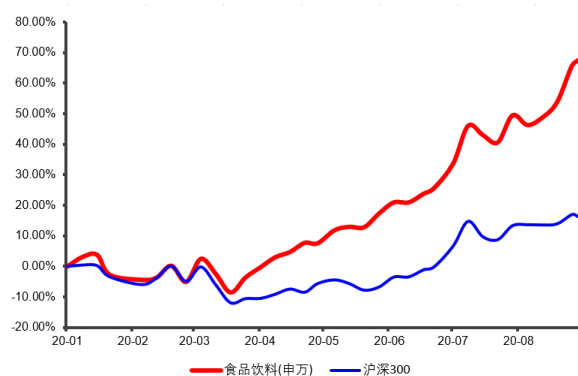
截止 8 月 31 日，申万一级行业中，食品饮料年初至今上涨 66.20%，涨幅居各板块首位，同期沪深 300 上涨 17.57%，食品饮料跑赢大盘 48.64 个百分点，超额收益明显。子板块中，食品综合、调味发酵品涨幅领先，分别上涨 99.16%、93.52%，宅家场景下，休闲食品、速冻食品的渗透率和消费频次提升，促使业绩大增，而调味品作为刚需品，业绩增长稳健，几大品种享受了业绩和估值的戴维斯双击。

图 1 年初至今各板块涨跌幅



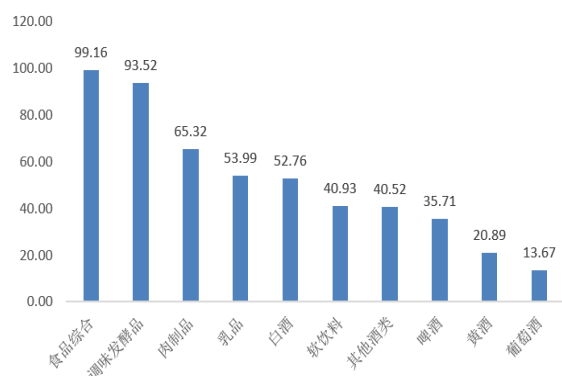
数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 截止 2020/8/31, 下同)

图 2 年初至今食品饮料指数走势图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 3 年初至今食品饮料子板块涨跌幅 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

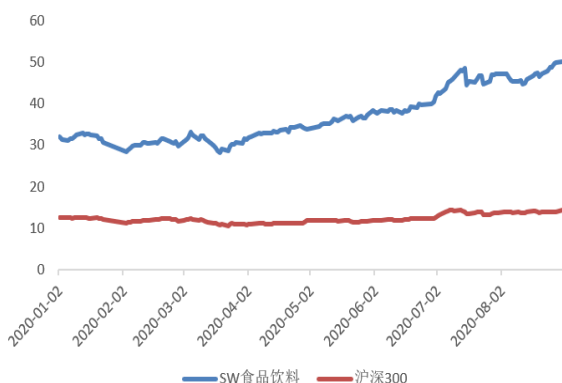
1.2 食品饮料估值处于近十年高位

截止 8 月 31 日，食品饮料板块绝对估值 PE (TTM_整体法) 约为 50 倍，相对于沪深 300 的估值溢价率约 347%，估值处于近十年的高位水平。主要子板块中，调味发酵品估值最高，PE 约为 97 倍；啤酒 PE 约 58 倍；白酒、食品综合、乳品 PE 均在 40-50 倍之

请务必阅读尾页重要声明

间；黄酒、肉制品、葡萄酒 PE 均在 30-40 倍之间；软饮料估值最低，PE 约 23 倍。

图 4 年初至今食品饮料板块估值走势



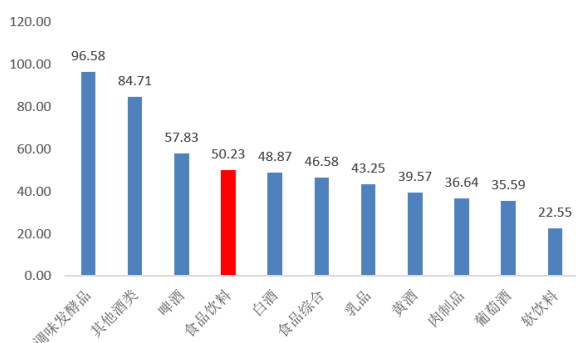
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 5 食品饮料板块近十年估值溢价率 (相对沪深 300)



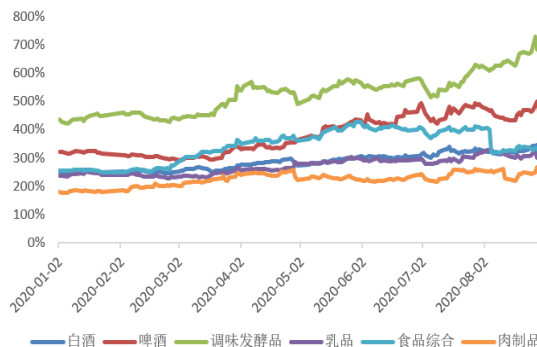
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 6 食品饮料各子板块的 PE 估值 (TTM_整体法)



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 7 食品饮料主要子板块年初至今估值溢价率 (相对沪深 300)



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、乳制品：需求回归景气+竞争格局趋缓，边际改善

2.1 Q2 乳制品强劲反弹，常温白奶和低温鲜奶表现亮眼

我们统计了伊利、蒙牛、光明、新乳业、飞鹤、三元、燕塘、天润、妙可蓝多几家乳制品企业上半年的经营数据，上半年九家公司合计实现营收 1143.59 亿元，同比增长 3.10%，归属净利润为 81.56 亿元，同比下降 3.04%。随着疫情逐渐稳定，后疫情时期消费者追求健康营养的意识驱动下，乳制品需求回暖，叠加渠道补库存，Q2 主要企业的收入端呈现强劲反弹，同时由于 Q1 各企业大力促销帮助渠道去库存，Q2 渠道库存回归常态，企业相应减少费用投放，并调整产品结构向高端化迁移，导致利润增速大幅超过收入增速，

业绩弹性释放。统计除蒙牛、飞鹤之外的其他 7 家公司的 Q2 数据（因港股未公布季度财务数据），合计实现营收 388.66 亿元，同比增长 19.40%，而 Q1 收入同比下降 10.33%；实现归属净利润 30.86 亿元，同比大幅增长 50.22%，而 Q1 盈利同比大幅下降 56.30%。

表 1 2020H1 乳制品上市公司业绩情况（亿元）

| | 营业收入 | | | | 归属净利润 | | | | 净利率 | |
|------|---------|---------|--------|---------|--------|----------|--------|---------|--------|--------|
| | 2020H1 | yoy | 2020Q2 | yoy | 2020H1 | yoy | 2020Q2 | yoy | 2020H1 | 2020Q2 |
| 伊利股份 | 473.44 | 5.29% | 268.00 | 22.44% | 37.35 | -1.20% | 25.92 | 72.28% | 7.9% | 9.7% |
| 蒙牛乳业 | 375.33 | -5.83% | | | 12.12 | -41.67% | | | 3.2% | |
| 光明乳业 | 121.46 | 9.52% | 70.12 | 24.36% | 3.08 | -16.09% | 2.31 | 2.16% | 2.5% | 3.3% |
| 新乳业 | 25.56 | -5.68% | 15.01 | 0.87% | 0.77 | -26.27% | 1.03 | 26.75% | 3.0% | 6.9% |
| 中国飞鹤 | 87.07 | 47.78% | 0.00 | | 27.53 | 57.25% | 0.00 | | 31.6% | |
| 三元股份 | 34.04 | -18.43% | 18.86 | -15.39% | -1.01 | -155.06% | 0.17 | -86.68% | -3.0% | 0.9% |
| 燕塘乳业 | 7.03 | 0.53% | 4.44 | 6.36% | 0.60 | -9.61% | 0.59 | 6.64% | 8.6% | 13.3% |
| 天润乳业 | 8.83 | 7.22% | 5.35 | 12.55% | 0.80 | 3.32% | 0.60 | 29.50% | 9.1% | 11.3% |
| 妙可蓝多 | 10.83 | 51.74% | 6.88 | 65.41% | 0.32 | 727.87% | 0.22 | 158.96% | 3.0% | 3.2% |
| 合计 | 1143.59 | 3.10% | 388.66 | 19.40% | 81.56 | -3.04% | 30.86 | 50.22% | 7.1% | 7.9% |

数据来源：wind，上海证券研究所

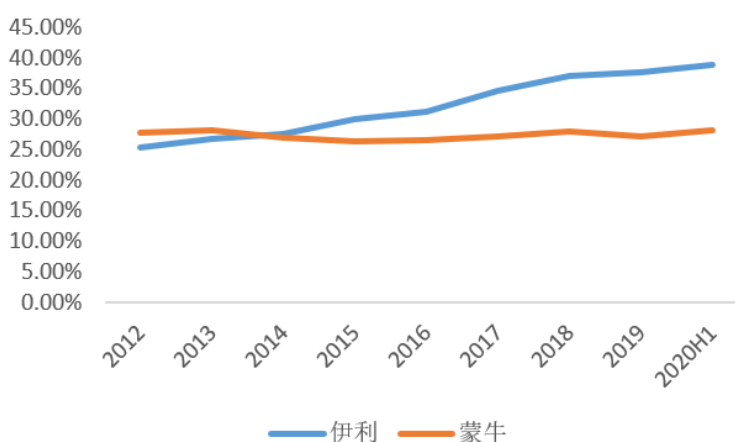
常温液奶方面，常温白奶受益于疫情需求上升，常温酸奶销售有所下降。

(1) 常温白奶：伊利 Q2 白奶率先复苏，高端白奶和基础白奶均快速增长，金典 Q2 增长约 25% 左右，拉动整个上半年金典增速回到 10% 左右的两位数水平，且 7 月份常温白奶仍有 20% 以上的增长；蒙牛 Q2 白奶业务增长 25% 左右，其中特仑苏增长 19%。

(2) 常温酸奶：疫情时期酸奶产品的刚需性弱于白奶，Q1 销售下滑幅度较大、Q2 同比有所回升，但难以弥补 Q1 下滑缺口，预计整个上半年常温酸奶行业销售额下滑幅度达两位数以上，龙头表现强于行业。H1 伊利安慕希约有 5% 左右的下降，其中 Q2 安慕希已增速回正，同比增长约 10% 左右；蒙牛纯甄上半年个位数下滑。

两大乳企逆势提升份额，截止上半年，伊利和蒙牛的常温液奶市占率分别达到 38.8%/+0.8pct、28.2%/+1.5pct。伊利在常温酸奶、常温纯牛奶、常温有机液态奶方面的市占率分别同比提升 3.2、0.4、4.0 个百分点。

图 8 伊利和蒙牛的常温液奶市占率情况



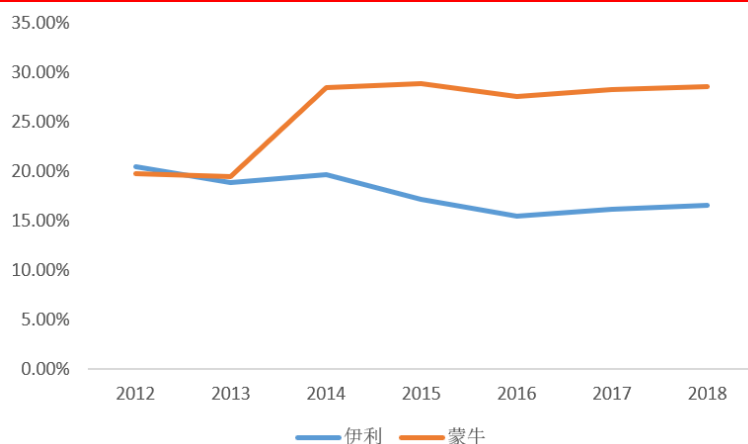
数据来源：尼尔森，上海证券研究所

低温液奶方面，低温鲜奶爆发式增长，低温酸奶短期仍在调整。

(1) 巴氏奶领衔的低温鲜奶产品在天然活性物质含量方面优于常温白奶，得益于高营养价值，疫情期间巴氏奶、高温杀菌乳等低温鲜奶产品大受欢迎，低温鲜奶行业保持两位数增长。伊利于去年底推出了三款低温奶产品，疫情期间推广受到一定影响，但因基数较低，上半年低温纯牛奶收入同比增速高达 77.9%。蒙牛在疫情期间发力生鲜电商等新渠道，低温鲜奶收入同比增长近 100%，其中线上业务增速超过 600%，市场份额增至近 10%，于 6 月超过新乳业成为行业第二，目前每日鲜语稳居高端鲜奶第一品牌、现代牧场位居基础鲜奶第二品牌。光明是低温鲜奶领域的老大，优倍率先在包装上标注免疫球蛋白、乳铁蛋白、乳过氧化物酶三项核心活性指标含量，强化消费者认知，并推出更多功能性产品，如 0 乳糖、0 脂肪等，同时推出超巴鲜奶品牌“新鲜牧场”，保质期 15 天，以此拓宽销售半径、扩充销售渠道，在新鲜牧场的带动下华北地区取得了两位数增长。

(2) 由于常温酸奶的冲击，近几年低温酸奶处在调整阶段，受疫情影响上半年较大幅度下滑。蒙牛是低温酸奶领域老大，上半年收入小幅下滑，但冠益乳旗下小蓝帽“健字号”50%增长，优益 C 功能性 SKU 增长超 100%，功能性、高附加值的低温酸奶产品依然保持热销。伊利畅轻近期推出新品“餐后轻盈”，使用益生菌双菌种嗜酸乳杆菌+乳双歧杆菌)+膳食纤维的组合，实现了功能细分（促进肠胃消化）、场景细分（餐后）、产品升级（兼具口感美味和包装美感）等多重价值，上半年伊利低温液奶市占率同比提高了 0.3 个百分点。

图 9 伊利和蒙牛的低温液奶市占率情况



数据来源：尼尔森，上海证券研究所

2.2 原奶进入涨价周期，行业竞争趋缓，盈利弹性释放

复盘原奶价格历史走势，2008 年至今共有 3 轮明显的价格上涨周期：

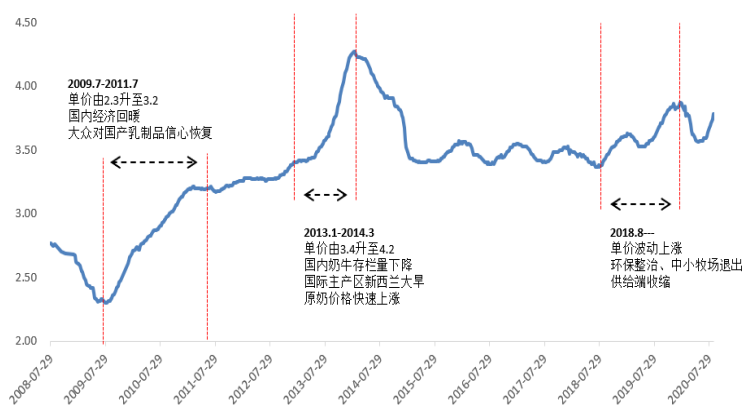
(1) 2009 年 7 月-2011 年 7 月，上涨时间约 2 年，原奶价格从 2.3 元/公斤升至 3.2 元/公斤，涨幅 39%。2008 年三聚氰胺事件爆发，我国乳制品行业遭遇严重的信任危机，叠加金融危机，下游乳制品消费疲软，原奶价格从 2008 年开始进入下降通道。生鲜乳供过于求，迫使奶农纷纷卖牛宰牛，原奶供给逐渐收缩。随着国内经济回暖、大众对国产乳制品的信心逐渐修复，而前期原奶供给减少导致供需关系发生转变，原奶价格从 2009 年年中开启上升通道。

(2) 2013 年 1 月-2014 年 3 月，上涨时间约 15 个月，原奶价格从 3.4 元/公斤升至 4.2 元/公斤以上，涨幅接近 24%。2013 年，由于国内出现口蹄疫、奶牛存栏量下降，且国际原奶主产区新西兰遭遇大旱，行业出现“奶荒”，原奶价格快速上涨，8 月开始原奶价格同比增速维持在两位数以上。原奶价格暴涨刺激奶牛养殖扩张，2014 年国内奶牛存栏量迅速回补，在原奶供应增加和国际进口大包粉的低价冲击下，我国原奶价格在经历了 2014Q1 的上涨后进入了快速的下跌通道，至 2015 年 4 月原奶价格已降至 3.4 元/公斤，抹去了 2013 年以来的涨幅。

(3) 2018 年 8 月开始进入近十年内第三轮原奶价格上涨周期，总的来看本轮上涨呈小幅波动上涨。2019 年主产区生鲜奶平均价格为 3.65 元/公斤，比 2018 年提高 5.49%。18 年开始原奶价格逐渐上升主要因为供给端收缩，我国近几年整治环保问题，及 15 年以来持续低迷的原奶价格导致养殖场低效益甚至亏损严重，大量存栏 300 头以下的规模化牧场退出，我国奶牛存栏量从 2015 年高点的 1507.2 万头降至 2018 年的 1037.7 万头，牛奶产量也由 2015 年的

3180万吨降至2018年的3075万吨，二者降幅分别达到31%和3%，产量下降幅度较小主要系我国奶牛年均单产量明显提高。20年初因为新冠疫情下游需求减弱，同时乳制品生产加工、运输受阻，导致大量的原料奶被迫喷粉，原奶价格从年初的3.87元/公斤跌至5月的3.56元/公斤，降幅8%。

图 10 2008 年以来原奶价格三个上涨周期（主产区生鲜乳平均价：元/公斤）



数据来源：wind，上海证券研究所

展望下半年，我们认为一方面进入到乳制品的传统消费旺季，同时疫情期期间乳制品健康营养、有助于提升人体免疫力等益处被消费者进一步认知，从各大乳企 Q2 基础白奶、高端白奶及低温鲜奶等产品的销售表现来看，乳制品需求端明显回暖，且需求景气度有望在下半年延续；另一方面近几年我国奶牛存栏量持续下滑，生鲜乳供应总体紧平衡，加之进入高温夏季，奶牛热应激造成产奶量下降，下半年原奶供给仍偏紧。供需格局转变下，下半年原奶价格大概率上行，截止 8 月 26 日，原奶价格已较 5 月低点上涨 6% 至 3.78 元/公斤。

历史上，由于原奶价格上涨造成毛利端承压，乳制品行业营销投放、买赠促销等力度将趋缓，通过降低费用率来对冲毛利率下滑对盈利水平造成的影响。所以总体来看，当原奶价格进入上涨周期，头部企业反而会减少打价格战、大搞促销等行为，且部分中小乳企由于难以承受成本上升压力选择退出市场，使得市场集中度进一步提升，竞争格局改善，龙头利润率反而向上。以伊利为例：

(1) 09-11 年原奶价格上涨周期中，伊利毛利率从 2009 年的 35.1% 降至 2011 年的 29.3%，同期销售费用率从 26.7% 降至 19.5%，毛销差扩大 1.4 个百分点，最终净利率从 2.7% 提高至 4.8%。

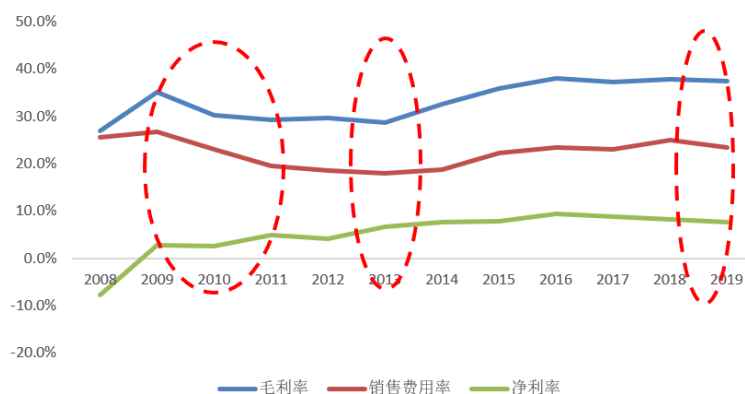
(2) 13 年的原奶价格上涨周期中，伊利毛利率从 2012 年的 29.7% 降至 2013 年的 28.7%，同期销售费用率从 18.5% 降至 17.9%，毛销差小幅下降 0.4 个百分点，最终净利率从 4.1% 提高至 6.7%（主

要系管理费用率下降较多)。

(3) 18 年开始的原奶价格波动上涨周期中，伊利主要通过优化产品结构将毛利率稳定在 37.5%左右，体现了强大的成本控制能力。但由于竞争对手在体育营销方面大力投入，伊利被动加大了营销投放，导致 18-19 年销售费用率处于高位，18-19 年净利率连续下降，但保持在历史较高的 7-8%左右。

20Q1 疫情期间，伊利为了处理大日期库存，促销力度较大，但进入 Q2，随着需求回暖、渠道库存回归正常水平，公司减少促销活动，销售费用率同比明显下降 2.4 个百分点，Q2 利润同比大幅增长 72.3%。我们认为伊利凭借对上游奶源较强的掌控力及产品结构不断升级，在下半年原奶价格上涨周期中有望继续保持稳定的毛利率水平，未来成本压力减轻下毛利率可看更高，而在行业促销趋缓、公司费用投放更追求高效率的背景下，全年销售费用率预计稳中有降，公司 Q2 显现出的业绩弹性有望延续。

图 11 2008 年以来原奶价格三个上涨周期(主产区生鲜乳平均价:元/公斤)



数据来源: wind, 上海证券研究所

2.3 低温鲜奶风口已至，乳企加大产品布局

目前我国市面上主要有两类低温鲜奶，一种是巴氏杀菌乳，对生牛乳进行 75-85°C、15-20s 的巴氏杀菌工艺处理（低温、短时），达到杀死生牛乳中的细菌和杂菌，并保留了生牛乳中大量的天然活性物质，如免疫球蛋白、乳铁蛋白、乳过氧化物酶等（具有提升免疫力、抗氧化、抗菌等作用），需要全程在 2-6°C 的冷藏柜中进行运输，保质期通常仅为 4-7 天；另一种是高温杀菌乳，国内对其生产工艺尚无明确标准，企业生产多依据各自的企业标准，通常采用高于巴氏杀菌工艺的温度对生牛乳进行杀菌，也可杀死其中的细菌和杂菌，但同时造成部分活性物质丧失，仍需通过冷链进行运输，保质期延长至 14-20 天。

巴氏杀菌乳由于短保，运输半径多在 200 公里范围内，对牧场、冷链运输条件要求较高，区域型乳企运营较有优势，但也陷于较难

突破区域范围的困境。高温杀菌乳与巴氏奶相比虽天然活性物质含量有所降低，但延长了保质期，使得运输半径可达 500 公里，突破了销售半径限制，且单位售价低于巴氏杀菌乳，目标受众范围更广，如下沉到三四线城市。今年 3 月 1 日发布的新版食品生产许可目录中已在液体乳中增加了“高温杀菌乳”品种，并备注《食品安全国家标准高温杀菌乳》发布前可按经备案的企业标准许可，3 月底光明旗下两家公司获得了上海市首张高温杀菌乳生产许可证。

表 2 巴氏杀菌乳 vs 高温杀菌乳

| | 巴氏杀菌乳 | 高温杀菌乳 |
|------|----------------------|----------------------------------|
| 杀菌温度 | 75-85°C | 110-130°C |
| 杀菌时长 | 15-20s | 数秒 |
| 营养成分 | 保留天然活性物质 | 部分天然活性物质被破坏(如乳铁蛋白、乳过氧化物酶、免疫球蛋白等) |
| 保质期 | 4-7 天 | 14-20 天 |
| 运输条件 | 2-6°C 冷链运输，范围 200 公里 | 2-6°C 冷链运输，范围 500 公里 |
| 执行标准 | 国家标准 | 企业标准 |

数据来源：互联网整理，上海证券研究所

按每升低温鲜牛奶价格大致划分，30 元以上为高端，其中 45 元以上为超高端，20-30 元为中高端，15-20 元为中端。高端及中高端产品大多保质期在 7 天以内，中端产品保质期以 15 天居多。目前光明在低温鲜奶产品结构方面最为完善，有超高端的致优娟姗、高端的致优、中高端的优倍和偏中端的新鲜牧场。新鲜牧场采用超巴技术，保质期延长、方便远途运输，且单价低于优倍、致优，在引导消费者尝鲜方面有优势，成为公司突破销售半径、布局低线城市、获取新用户、对抗竞品的卡位产品。但趋势来看，超巴鲜奶是当前奶源分布和冷链物流基础设施未完善前的阶段性产品，未来随着奶源布局、冷链运输等产业链构造日臻完善和消费者饮用习惯培育养成，各地的低温鲜奶产品大概率仍将以短保的巴氏奶为主。

表 3 主要乳企的低温鲜奶产品比较

| | 品牌/产品 | 定位 | 种类 | 保质期 | 售价 (元/L) | 蛋白质 (g/100ml) | 钙 (mg/100ml) | 活性物质 |
|----|-------|-----|-----|-----|----------|---------------|--------------|--|
| 光明 | 优倍 | 中高端 | 巴氏奶 | 7 天 | 22.6 | 3.4 | 108 | 免疫球蛋白 180mg/L，乳铁蛋白 45mg/L，乳过氧化物酶 1500U/L |
| | 致优 | 高端 | 巴氏奶 | 7 天 | 30 | 3.3 | 108 | 免疫球蛋白 220mg/L、乳铁蛋白 50mg/L、乳过氧化物酶 2000U/L |

请务必阅读尾页重要声明

| | | | | | | | | |
|-----|-------------|-----|------------|-----|------|-----|-----|--|
| | 致优娟姗 | 超高端 | 巴氏奶 | 3天 | 48.6 | 3.8 | 108 | 免疫球蛋白 220mg/L、乳铁蛋白 50mg/L、乳过 氧化物酶 2000U/L |
| | 新鲜牧场 | 中端 | 高温 杀菌乳 | 15天 | 21 | 3.4 | 110 | |
| 蒙牛 | 每日鲜语 | 高端 | 巴氏奶 | 15天 | 30 | 3.6 | 120 | |
| | 现代牧场 | 中端 | 巴氏奶 | 7天 | 14.5 | 3.2 | 110 | |
| 伊利 | 金典 鲜牛奶 | 高端 | 巴氏奶 | 7天 | 33 | 3.8 | 120 | |
| | 伊利 鲜牛奶 | 中端 | 巴氏奶 | 15天 | 15 | 3.1 | 100 | |
| 新乳业 | 黄金24小 时 | 高端 | 巴氏奶 | 5天 | 31.5 | 3.3 | 110 | 乳铁蛋白保留率 超过40%，免疫球 蛋白G含量达到 普通鲜奶的20倍 |
| | 24小时 鲜牛乳 | 中高端 | 巴氏奶 | 5天 | 20 | 3.3 | 110 | 10倍免疫球蛋白、 5倍乳铁蛋白、乳 过氧化物酶 2000U/L |
| 燕塘 | 新广州 鲜牛奶 | 中高端 | 巴氏奶 | 7天 | 21 | 3.2 | 110 | 乳铁蛋白 \geq 25mg/L, β -乳铁蛋 白 \geq 3400mg/L, 乳 过氧化物酶 \geq 2000U/L, 糠氨酸 \leq 8mg/100g 蛋白 质 |
| 君乐宝 | 悦鲜活 | 高端 | INF 杀菌 | 19天 | 30 | 3.5 | 110 | 乳铁蛋白 \geq 20mg/L, α -乳白蛋 白 \geq 900mg/L, β - 乳球蛋白 \geq 2500mg/L |
| 三元 | 极致有机 鲜牛奶 | 高端 | 巴氏奶 +有机 | 7天 | 32 | 3.5 | 110 | |

数据来源：天猫，公司官网，上海证券研究所（注：巴氏奶即巴氏杀菌乳）

三、调味品：强确定性

3.1 中报业绩稳增长，餐饮端企稳恢复

我们统计基础调味品类代表性上市公司上半年业绩情况，海天、中炬、千禾、恒顺、涪陵、加加六家公司上半年合计实现营收182.56亿元，同比增长13.13%，合计归属净利润为45.26亿元，同

请务必阅读尾页重要声明

比增长 20.80%，收入和利润均保持稳健增长，体现出调味品作为刚需品类在业绩方面的强确定性。Q2 在生产复工、物流恢复、渠道补库存等促进下，上述企业合计实现营收 94.18 亿元，同比增长 24.15%，合计归属净利润为 23.45 亿元，同比增长 34.25%，呈现出强劲的增长势头。受益于市场集中度提升和规模效应，上半年头部企业整体净利率同比提高 1.6pct 至 24.8%。

酱油：Q2 随着疫情逐渐稳定、餐饮业恢复经营，龙头企业收入增速迅速反弹，海天、中炬收入增长 20% 以上，定位中高端的千禾收入增长达 45%。因毛利率提升（产品结构优化、增值税率调整、成本控制等）、销售费用率走低（促销费、广告费减少等），Q2 龙头企业盈利能力继续提高。

醋：Q2 恒顺季度收入增速达到 15% 以上，有 Q1 积压订单履约的脉冲影响。Q2 餐饮业恢复后公司醋销售改善明显，16-19 年公司醋收入 CAGR 约 8%，20H1 增速 5%，总体增长稳定；料酒成为公司重要的增长动力，18-19 年收入增速均超过 26%，20H1 增速约 27%，未来公司规划料酒产能翻番，有力支撑料酒业务的快速发展。20H1 同口径下各业务毛利率均有所上升，其中料酒和白醋毛利率提升主要系规模效应体现，黑醋毛利率提升来自家庭消费占比提升。

榨菜：Q2 涪陵榨菜季度收入增速达到约 28%、归属净利润增速近 50%，总的来看 H1 收入增长 10%、利润增长 28%，一是去年重在清理渠道、基数较低，二是加大空白市场开发（如地级、县级市场），今年业绩有所体现。公司去年主动进行结构裂变，办事处从 37 个增加到 67 个，县级经销商数量达到约 1400 个，随着渠道下沉、县级开发率提高，今年县级市场销售量增长超过 30%，我们认为 1-2 年内县级市场将成为公司收入重要的增长来源，原因在于填补空白区域及挤出散装榨菜和其他品牌份额。公司近期发布了定增预案，拟扩建 20 万吨榨菜产能，新增产能将助力公司开拓餐饮榨菜、休闲榨菜等市场，且公司积极培育萝卜、泡菜、海带丝等多品类产品。

表 4 2020H1 调味品上市公司业绩情况（亿元）

| | 营业收入 | | | | 归属净利润 | | | | 净利率 | |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 2020H1 | yoy | 2020Q2 | yoy | 2020H1 | yoy | 2020Q2 | yoy | 2020H1 | 2020Q2 |
| 海天味业 | 115.95 | 14.1% | 57.11 | 22.3% | 32.53 | 18.3% | 16.40 | 28.8% | 28.1% | 28.7% |
| 中炬高新 | 25.54 | 6.8% | 14.01 | 20.7% | 4.55 | 24.3% | 2.49 | 40.8% | 17.8% | 17.8% |
| 千禾味业 | 7.99 | 34.5% | 4.40 | 45.0% | 1.57 | 79.8% | 0.87 | 135.5% | 19.6% | 19.7% |
| 恒顺醋业 | 9.53 | 8.3% | 4.87 | 15.9% | 1.49 | 5.2% | 0.73 | 5.0% | 15.7% | 15.1% |
| 涪陵榨菜 | 11.98 | 10.3% | 7.15 | 27.8% | 4.04 | 28.4% | 2.39 | 49.6% | 33.8% | 33.4% |
| 加加食品 | 11.56 | 12.9% | 6.64 | 40.8% | 1.07 | 24.7% | 0.57 | 87.1% | 9.3% | 8.6% |

| | | | | | | | | | | |
|----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 合计 | 182.56 | 13.1% | 94.18 | 24.1% | 45.26 | 20.8% | 23.45 | 34.3% | 24.8% | 24.9% |
|----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|

数据来源: wind, 上海证券研究所

从预收账款+合同负债角度来看, 海天、千禾期末合同负债余额分别为 25.42 亿元、0.19 亿元, 同比分别增长 98.67%、113.24%, 继续维持高位增长, 预计 Q3 收入有望延续快速增长趋势; 涪陵榨菜预收账款余额为 1.34 亿元, 同比增长 22.09%, 随着去年公司主动进行渠道库存清理、疫情加速了渠道库存去化, 公司今年轻装上阵, 出货量同比保持较快增长; 中炬合同负债同比下降 5.48%, 主要系预收购房款减少; 恒顺、加加合同负债分别同比下降 15.12%、45.76%。

表 5 2020H1 调味品上市公司预收款项和现金收入情况 (亿元)

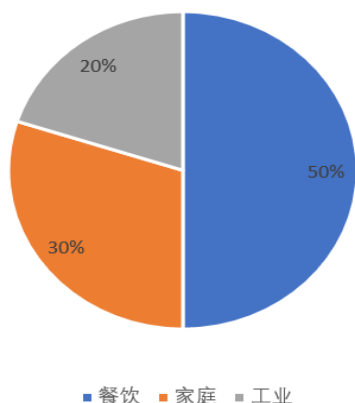
| | 预收+合同负债 | | | 销售商品、提供劳务收到的现金 | | |
|------|---------|--------|--------|----------------|--------|-------|
| | 2020H1 | 2019H1 | yoy | 2020H1 | 2019H1 | yoy |
| 海天味业 | 25.42 | 12.80 | 98.7% | 117.09 | 96.98 | 20.7% |
| 中炬高新 | 0.81 | 0.86 | -5.5% | 28.47 | 27.13 | 4.9% |
| 千禾味业 | 0.19 | 0.09 | 113.2% | 9.17 | 6.65 | 37.8% |
| 恒顺醋业 | 0.38 | 0.44 | -15.1% | 10.84 | 10.12 | 7.1% |
| 涪陵榨菜 | 1.34 | 1.10 | 22.1% | 13.08 | 10.93 | 19.7% |
| 加加食品 | 0.28 | 0.52 | -45.8% | 12.75 | 11.19 | 13.9% |

数据来源: wind, 上海证券研究所

上半年受疫情影响, 餐饮动销放缓, 各大企业加大了家庭装产品的促销力度, 以家庭端的增长对冲餐饮端的下滑, 整体来看, 头部企业业绩表现稳定, 增速高于行业水平 (2020Q1 调味品、发酵制品制造业利润总额同比下降 15.3%), 进一步挤压中小企业市场份额, 预判疫情加速了酱油、食醋等成熟品类的市场集中度提升趋势。

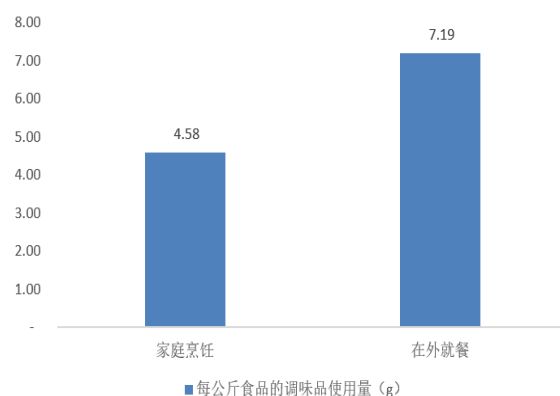
尽管今年受疫情影响, 家庭端成为调味品销售的主战场, 但长期来看, 随着我国餐饮市场规模日渐扩容及餐饮连锁化发展趋势, 调味品的销售主渠道仍将回归餐饮端。根据中国调味品协会数据, 餐饮渠道已占到我国调味品销售渠道的 50%。随着疫情逐渐稳定, 国内餐饮业加快复工, 5 月开始餐饮收入降幅收窄至 20% 以内, 5-7 月餐饮收入同比降幅分别为 18.9%、15.2%、11.0%, 逐月收缩约 3-4 个百分点, 企稳恢复迹象明显。目前海天、中炬的餐饮渠道动销已恢复正常水平。

图 12 我国调味品行业各渠道份额占比 (2020.2)



数据来源: 中国调味品协会, 上海证券研究所

图 13 在外就餐的调味品消费量高于家庭烹饪



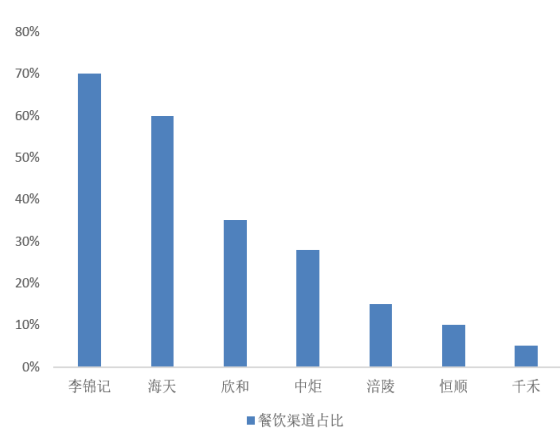
数据来源: 中国期刊网, 上海证券研究所

图 14 5 月开始餐饮收入降幅持续收窄



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 15 各企业餐饮销售渠道占比

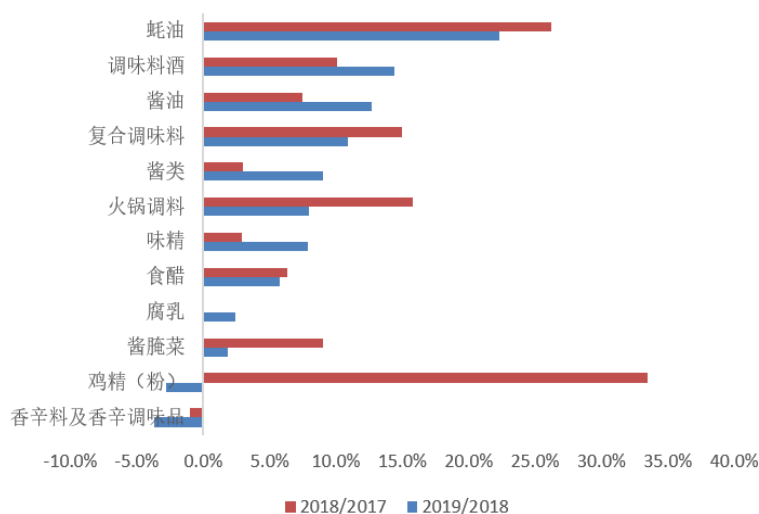


数据来源: 公司公告, 凯度, 上海证券研究所

3.2 高端酱油份额提升, 蚝油、料酒潜力大

根据中国调味品协会数据, 蚝油、调味料酒、酱油、复合调味料四大品类 2019 年行业产量同比增速可观, 分别为 22.28%、14.42%、12.66%、10.91%, 其中蚝油、调味料酒、复合调味料连续两年产量保持两位数增长, 此外酱类产量增速从 2018 年的 3% 提升至 2019 年的 9%, 食醋产量增速维持在 5-6% 左右。

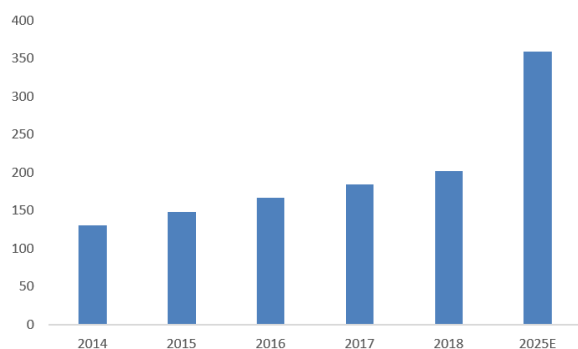
图 16 调味品各细分产业 2019/2018 及 2018/2017 年行业产量同比增速



数据来源：中国调味品协会，上海证券研究所

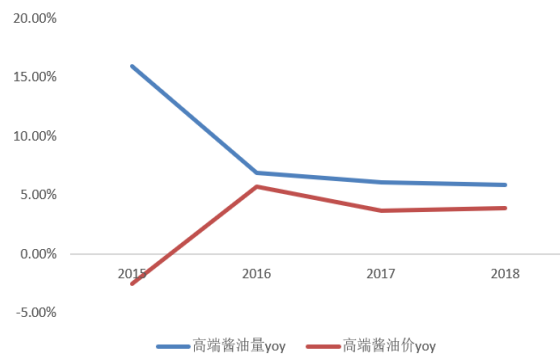
酱油品类渗透率高，处于成熟阶段，但内部结构有分化，零添加、有机、减盐等高端酱油产品接受度上升，市场份额扩大。以 500ml 为标准，我国酱油主流价格带正从 5-8 元向 10 元以上迁移，2018 年 500ml 酱油售价 16-20 元的消费量占比最大，达到 35.6%，20 元以上的也占到了 23.3%。2018 年国内高端酱油市场规模约 202.35 亿元，2014-2018 年 CAGR 为 11.5%，快于同期酱油行业整体增速，预计 2025 年进一步扩大至 359.8 亿元，2018-2025 年 CAGR 为 8.6%。一线城市高端酱油消费需求相对较高，渗透率达到 64%，三四线城市高端酱油仍处于品类导入期，渗透率仅为 15%，未来三四线城市高端酱油有较大的量增空间。

图 17 我国高端酱油市场规模 (亿元)



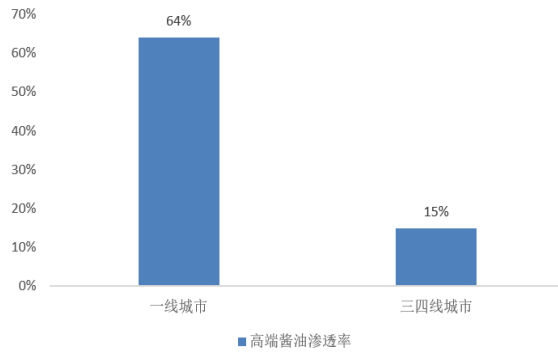
数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 18 高端酱油市场销量和吨价增长变化



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 19 不同城市高端酱油渗透率水平

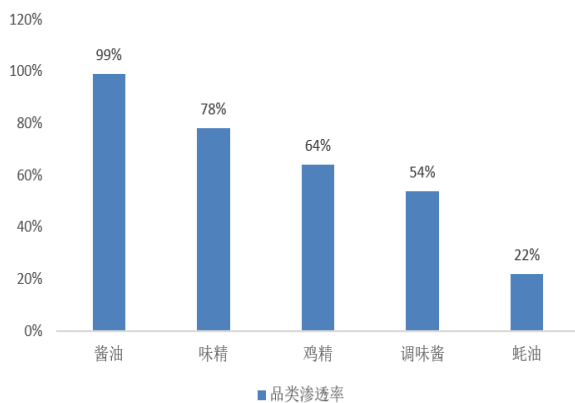


数据来源：智研咨询，上海证券研究所

蚝油、料酒近几年产量都保持两位数的快速增长，品类处于成长阶段。

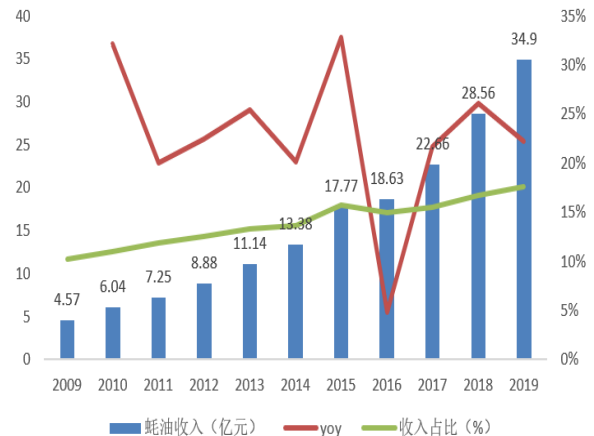
➢ 蚝油：随着蚝油逐渐从东南沿海地方向全国拓展，从餐饮渠道向家庭渠道发展，蚝油市场规模快速扩大，2017 年约有 53 亿元，2011-2017 年行业年复合增速约 15%。相较于酱油 99%、味精 78%、鸡精 64%、调味酱 54% 的渗透率水平，蚝油当前渗透率仅 22%，处于较低水平，对标调味酱 50% 以上的渗透率水平，蚝油规模仍有翻倍空间，我们预计未来蚝油行业仍能维持两位数增长，我们按 12% 的复合增速估算 2019 年蚝油市场规模约为 66 亿元左右。2019 年海天蚝油收入约 35 亿元，09-19 年复合增速约 23%，超过行业增速，市场份额不断提升，根据我们估算海天蚝油市占率超过 50%，为行业的绝对龙头。

图 20 蚝油品类的渗透率处于较低水平



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 21 历年海天蚝油收入及在总收入中的占比（亿元）

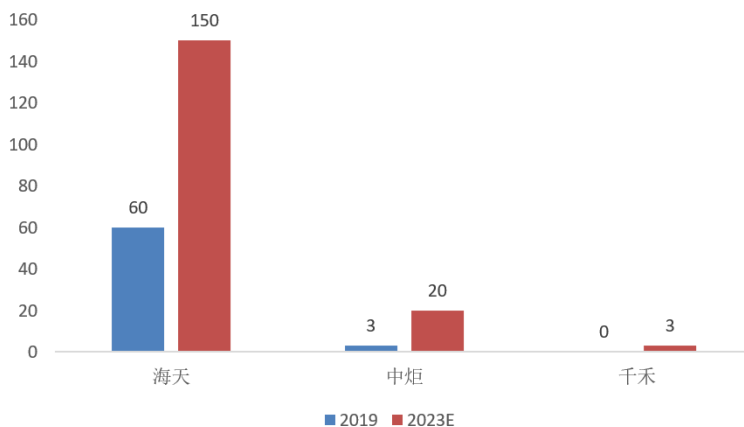


数据来源：wind，上海证券研究所

基于蚝油品类的成长性，各大企业纷纷加码扩建蚝油产能。19 年海天高明已有 60 万吨蚝油产能，并计划扩建 30 万吨新增产能，此外江苏海天计划扩建 60 万吨产能，根据投产时间表，我们预计到 2023 年海天蚝油总产能可达约 150 万吨，19-23 年产能复合增速超过 25%。中炬 19-23 年五年双百亿（100 亿营收+100 亿产能）目

标中，蚝油产能总规划 20 万吨，19 年中山有 3 万吨、阳西在建 5.5 万吨，测算 19-23 年蚝油产能复合增速高达 60% 左右。此外，千禾公告拟投资 36 万吨调味品扩建项目，其中包含 3 万吨蚝油产能，预计 2022 年底建成投产。

图 22 三大企业未来蚝油产能规划（万吨）



数据来源：公司公告，上海证券研究所（注：千禾 3 万吨蚝油计划于 2022 年底建成投产）

➤ 料酒：根据新思界产业研究中心数据，2011-2018 年我国料酒市场销售额年复合增长 18.6%，2019 年料酒销售规模约 130.5 亿元，同比增长 19.5%。常见的料酒品牌主要有老恒和、王致和、老才臣、恒顺、海天等，2019 年老恒和市占率 8.3%、王致和 3.7%、老才臣 3.0%、恒顺 1.9%、海天 1.4%，CR5 合计 18.3%，料酒市场格局较为分散，行业集中度有较大提升空间。

产能扩建方面，19 年海天高明有 5 万吨料酒产能，且江苏海天计划扩建 45 万吨，根据投产时间表，预计到 2024 年海天料酒总产能可达约 50 万吨，19-24 年产能复合增速超过 50%。恒顺 19 年有 5 万吨料酒产能，未来规划产能将翻番。中炬 19 年有 1 万吨料酒产能，23 年规划料酒产能达 5 万吨，积极将料酒打造成 5 亿体量单品。

图 23 我国料酒行业市场规模（亿元）

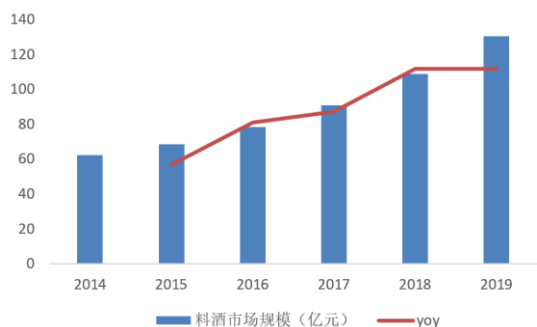
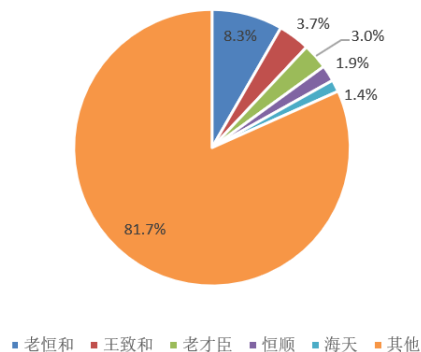


图 24 我国料酒市场竞争格局



数据来源：新思界产业研究中心，上海证券研究所

数据来源：新思界产业研究中心，上海证券研究所

3.3 复合调味品高成长，头部企业规模效应加强

我们统计天味、日辰、颐海上半年业绩情况，三家公司合计实现营业收入 32.44 亿元，同比增长 34.71%，合计归属净利润为 6.34 亿元，同比增长 55.21%，复合调味品赛道的成长性再度验证，头部企业的增长速度超过行业水平。疫情宅家拉动 C 端产品动销，以家庭渠道为主的天味、颐海国际上半年收入分别增长 46.0%、34.0%。面向 B 端的定制餐调业务受困于疫情对餐饮业的冲击，日辰上半年收入同比下降 12.9%，其中餐饮渠道收入同比下降 32.8%。

表 6 2020H1 复合调味品上市公司业绩情况 (亿元)

| | 营业收入 | | | | 归属净利润 | | | | 净利率 | |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 2020H1 | yoy | 2020Q2 | yoy | 2020H1 | yoy | 2020Q2 | yoy | 2020H1 | 2020Q2 |
| 天味食品 | 9.19 | 45.98% | 5.85 | 80.73% | 2.00 | 94.62% | 1.23 | 321.55% | 21.7% | 21.0% |
| 颐海国际 | 22.18 | 33.97% | | | 3.99 | 47.55% | | | 18.0% | |
| 日辰股份 | 1.07 | -12.93% | 0.61 | -10.87% | 0.36 | 0.24% | 0.21 | -0.16% | 33.5% | 34.6% |
| 合计 | 32.44 | 34.71% | 6.46 | 64.70% | 6.34 | 55.21% | 1.44 | 185.96% | 19.6% | 22.3% |

数据来源: wind, 上海证券研究所

火锅底料: 2020 年火锅底料市场规模预计达 250 亿元左右, 未来行业增速有望保持在约 15%, 预估到 2025 年行业规模可增至 500 亿元。上半年天味火锅底料收入 3.8 亿元, 同比增长 49.9%, 其中 Q2 增速达到 98.2%, 主要受益于省外经销商体系扩张带来的渠道推力。颐海火锅底料收入 12.2 亿元, 同比增长 12%, 主要系关联方海底捞的收入贡献较大幅度下滑。近期海天也推出了四款火锅底料产品, 正式进军火锅底料领域, 显示了龙头对于火锅底料赛道成长性的认可。

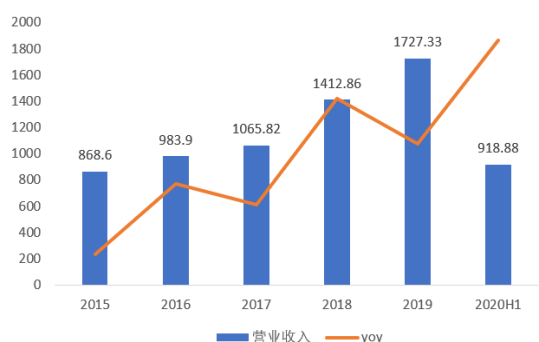
中式复合调味料: 2019 年中式复合调味料市场规模突破 200 亿元, 预计 2021 年行业规模可突破 300 亿元, 年复合增速达 20% 左右。中式复合调味料依托热门菜品有打造大单品的潜力, 如酸菜鱼、小龙虾、麻辣香锅、卤料等, 根据中研产业研究院数据, 2016 年我国麻辣鱼调料产业销售额已接近 30 亿元, 且近三年保持高于 20% 的增速, 可见代表性大单品的销售体量和成长速度均可观。上半年天味川菜调料收入 4.89 亿元, 同比增长 51.2%, 其中 Q2 增速达到 83.2%, 新品推出和渠道扩张助力业务高速增长。颐海中式复合调味料收入 3.0 亿元, 同比增长 50%, 其中战略大单品小龙虾收入 1.2 亿元、麻辣香锅收入 8000 万元。

头部企业的规模化程度在提升。天味 17 年上市后, 一是扩建产能, 18-19 年产能分别为 9、11 万吨, 今年预计增至 14 万吨, 考虑到非公开发行 19 万吨产能新增计划, 估算规划产能的复合增速可达 30-40%; 二是梳理品牌, “好人家”定位中高端+“大红袍”

定位中端，通过 VI 更新、明星代言、冠名综艺等不断提高品牌声量；三是渠道扩张，公司加快经销商体系建设，今年上半年净增 830 家经销商，总数突破 2000 家，范围延伸至市县一级，覆盖 42 万个零售终端、6.13 万个商超卖场、4.86 万家餐饮连锁单店；四是加快上新，上半年推出了小龙虾系列（油焖/香辣）、青花鱼系列（酸菜/水煮/麻辣）、火锅蘸料（原味/香辣）、火锅底料系列（三鲜/菌汤/骨汤/醇香牛油/手工牛油老火锅）等多款新品，新品成为收入增量的重要来源之一。

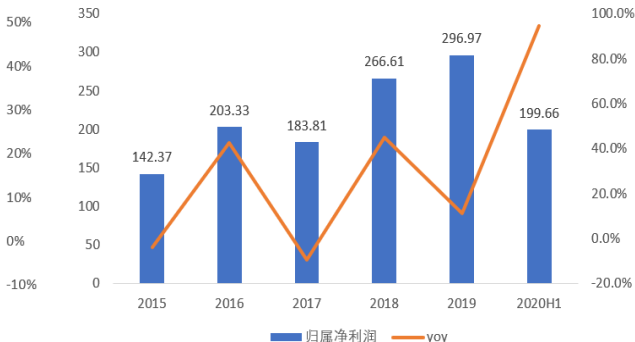
随着规模化程度提升，天味近几年收入和利润快速增长。17-19 年，公司收入从 10.66 亿元增加至 17.27 亿元，年复合增速约 27.3%；归属净利润从 1.84 亿元增加至 2.97 亿元，年复合增速约 27.1%，均超过行业增长水平。公司今年开展了股权激励，对应 20-21 年营收增长目标是保 30%、冲 50%。

图 25 天味食品历年收入（百万元）



数据来源：wind，上海证券研究所

图 26 天味食品历年归属净利润（百万元）



数据来源：wind，上海证券研究所

四、投资建议

食品饮料板块在内循环刚需品种、业绩确定性方面占优，年初以来不断获得资金加持，涨幅居首，部分板块估值历史高位。(1) 我们在中报中判断今年乳制品行业基本面将是逐季向好的情况，Q2 得到了验证，预计 Q3 双节临近乳制品消费仍然较旺，Q4 或因 21 年春节较晚略受影响。下半年需求景气度回升+供给紧平衡，原奶大概率进入涨价周期，行业促销力度减弱，竞争格局趋缓，行业基本面边际改善，龙头盈利弹性有望持续释放。低温鲜奶、高端奶粉、奶酪等乳制品升级品类将成为未来行业增量的重要来源，看好该品类的发展潜力。秋季建议关注需求景气回升+竞争格局趋缓带来基本面边际改善，估值相对合理的乳制品板块。(2) 我们在中报中曾提示过调味品板块或需要以时间换空间，近期调味品板块出现回调，整体食品饮料板块受累下跌。我们认为，年初以来调味品板块涨幅较大，短期确实面临回调降估值的压力，但中长期看，调味品赛道请务必阅读尾页重要声明

因刚需性强、空间大、现金流好、行业竞争格局较好、增长确定性高等优势仍将被赋予合理的估值溢价，龙头尤甚。短期波动并不改变板块的长期投资逻辑，建议回调中择机布局。

表 7 重点公司盈利预测

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (元) | EPS(元) | | | PE (倍) | | | PB (倍) | 投资评级 |
|--------|------|-----------|--------|------|------|--------|------|------|--------|------|
| | | | 19A | 20E | 21E | 19A | 20E | 21E | | |
| 600887 | 伊利股份 | 39.17 | 1.15 | 1.16 | 1.37 | 34.1 | 33.8 | 28.6 | 9.3 | 增持 |
| 600597 | 光明乳业 | 17.62 | 0.41 | 0.43 | 0.52 | 43.0 | 41.0 | 33.9 | 3.7 | 增持 |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 44.21 | 0.77 | 0.98 | 1.12 | 57.4 | 45.1 | 39.5 | 11.5 | 增持 |

数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 股价为 2020/9/9 收盘价)

五、风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、疫情反复风险等。

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。