

食品饮料行业

复盘食品饮料行业过去十年的十倍股

核心观点:

- **复盘食品饮料行业过去十年的十倍股，主要出现在白酒和调味品板块。** 2010-2020 十年来食品饮料行业共 12 只十倍股，十倍股的产生有两条规律：(1) 白酒和调味品板块十倍股辈出。白酒和调味品板块出现 10 只十倍股；其余 2 只行业分布均匀，是在新消费趋势下诞生的新品类的龙头。(2) 长期看十倍股主要由业绩驱动。估值驱动的机会往往因行业或公司发生危机时导致极低的估值。提取食品饮料行业十年来的 5-10 倍股共 16 只，规律同样适用：白酒和调味品板块占 1/4，其余主要受益新消费趋势；长期看股价主要依赖业绩驱动或业绩和估值双击。
- **优异的商业模式造就白酒调味品牛股辈出。** 白酒和调味品十倍股辈出源于优异的商业模式：(1) 白酒和调味品消费具有高粘性。高粘性的特点使得两个行业消费基本盘稳固，可长期存在。(2) 产品高度差异化且生命周期极长。高度差异化可以错位竞争，能够产生一批优质的企业；产品生命周期极长，几乎无任何的潮流或技术冲击、不会被后来者轻易颠覆。(3) 白酒和调味品是“时间的朋友”。随着时间积累，白酒企业以品牌形成的壁垒、调味品企业以渠道构建的壁垒不断加固。白酒板块近十年完整演绎戴维斯“双杀”和“双击”，产生了 5 只十倍股、3 只 5-10 倍股，茅台涨幅最高，2010 年至今达 20 倍；其余多数酒企自 2014 年因行业危机导致的低点至今均实现业绩的大幅增长和估值的修复。调味品板块十年来产生 5 只十倍股和 1 只 5-10 倍股，颐海涨幅最高，2016 年上市至今达 38 倍，其中估值上涨 11 倍，主要因上市初期市场担忧关联交易过多，后关联交易占比降低，市场对其竞争优势认知加深，估值大幅上涨；其余调味品公司多是受益业绩持续增长或估值业绩双击。
- **新消费趋势下易诞生极具成长性的企业。** 食品饮料行业过去十年涨幅超过 5 倍的 28 只牛股中，白酒和调味品板块占一半。另外 14 只牛股行业分布比较均衡，从基本面的驱动因素来看，14 只中 10 只都受益于新消费趋势，且这 10 只股票均是各个细分子行业的龙头，均是民营企业、激励机制完善。公司本身受益新消费趋势业绩高增长，叠加好的激励机制，公司逐渐成长为行业龙头，业绩增速超越行业。其中涨幅最高、最典型的为百润股份，十年来上涨 15 倍，业绩上涨超过 4 倍，估值上涨超过 3 倍。百润受益鸡尾酒新消费趋势的出现和成长，逐渐成长为行业龙头老大。澳优乳业十年上涨 11 倍，受益羊奶粉和高端进口奶粉的消费趋势和管理层前瞻的产能布局，旗下佳贝艾特目前已是羊奶粉第一品牌。两家公司都有望随着行业成长而保持业绩增长的趋势。
- **风险提示。** 宏观经济增速不及预期；疫情反复风险；食品安全风险；买入时点估值过高的风险。

行业评级

买入

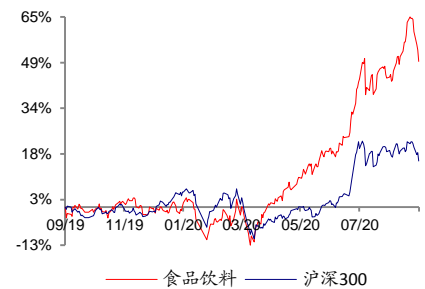
前次评级

买入

报告日期

2020-09-10

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

王文丹



SAC 执证号: S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

分析师:

袁少州



SAC 执证号: S0260520070004

010-59136617



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 食品饮料行业:白酒资产历史 2020-07-14
回报领先，源于优异的商业模式
- 食品饮料行业:复盘前三轮白酒牛市，第四轮白酒牛市将受消费升级驱动 2019-11-20
- 食品饮料行业:从行业竞争格局，找寻消费品行业“长跑冠军” 2017-10-11

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1705.80	2020/07/28	买入	1813.00	37.65	45.32	45.31	37.64	31.15	25.98	29.70	30.40
五粮液	000858.SZ	CNY	223.20	2020/08/30	买入	251.00	5.16	6.27	43.26	35.60	32.72	27.10	21.20	20.50
泸州老窖	000568.SZ	CNY	141.58	2020/08/28	买入	156.00	3.69	4.46	38.37	31.74	30.12	25.03	21.80	20.80
洋河股份	002304.SZ	CNY	133.82	2020/08/30	买入	161.00	4.83	5.75	27.71	23.27	21.17	17.70	18.30	19.90
山西汾酒	600809.SH	CNY	196.67	2020/08/25	买入	185.00	2.87	3.62	68.53	54.33	46.11	36.70	25.20	24.10
今世缘	603369.SH	CNY	48.24	2020/08/16	买入	55.30	1.29	1.58	37.40	30.53	30.35	24.72	19.60	20.80
古井贡酒	000596.SZ	CNY	229.99	2020/08/30	买入	297.00	4.25	5.39	54.12	42.67	39.99	31.15	21.50	24.20
口子窖	603589.SH	CNY	52.60	2020/08/28	买入	68.00	2.50	2.98	21.04	17.65	15.33	12.93	19.70	21.50
顺鑫农业	000860.SZ	CNY	65.61	2020/08/23	买入	78.00	1.26	1.76	52.07	37.28	28.34	22.09	11.10	13.90
海天味业	603288.SH	CNY	160.21	2020/04/26	买入	140.42	2.34	2.86	68.47	56.02	77.35	62.69	31.40	31.50
中炬高新	600872.SH	CNY	65.91	2020/08/21	买入	90.00	1.11	1.50	59.38	43.94	44.72	35.96	19.50	22.40
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	44.98	2020/08/21	买入	48.00	1.02	1.20	44.10	37.48	36.38	32.16	24.60	25.40
颐海国际	01579.HK	HKD	105.50	2020/01/10	买入	53.28	0.95	1.21	111.05	87.19	73.63	56.73	29.70	29.10
恒顺醋业	600305.SH	CNY	21.88	2020/08/18	买入	27.00	0.33	0.41	66.30	53.37	63.61	49.20	11.70	12.40
天味食品	603317.SH	CNY	56.30	2020/08/20	买入	84.00	0.65	0.95	86.62	59.26	76.21	55.20	18.00	23.80
千禾味业	603027.SH	CNY	36.08	2020/08/16	买入	39.00	0.44	0.60	82.00	60.13	58.72	46.19	14.10	16.10
伊利股份	600887.SH	CNY	38.82	2020/08/28	买入	50.00	1.16	1.42	33.47	27.34	27.98	24.88	21.40	20.70
双汇发展	000895.SZ	CNY	53.96	2020/08/12	买入	67.00	1.97	2.24	27.39	24.09	18.03	16.81	33.80	34.10
三全食品	002216.SZ	CNY	30.05	2020/08/21	买入	43.46	0.80	0.91	37.56	33.02	32.24	29.47	23.38	21.99
安井食品	603345.SH	CNY	168.84	2020/08/21	买入	188.66	2.28	3.14	74.05	53.77	51.17	38.65	17.30	20.40
绝味食品	603517.SH	CNY	75.90	2020/08/28	买入	93.50	1.30	1.70	58.38	44.65	41.73	32.04	15.68	18.24
桃李面包	603866.SH	CNY	55.27	2020/08/21	买入	70.58	1.28	1.51	43.18	36.60	31.78	26.82	21.20	23.20
洽洽食品	002557.SZ	CNY	58.90	2020/08/11	买入	77.40	1.51	1.80	39.01	32.72	30.53	25.74	19.19	20.65
有友食品	603697.SH	CNY	25.29	2020/08/19	买入	31.00	0.77	0.90	32.84	28.10	29.28	25.93	13.50	14.10
安琪酵母	600298.SH	CNY	54.50	2020/08/18	买入	75.60	1.68	1.94	32.44	28.09	21.62	19.13	23.40	23.00
重庆啤酒	600132.SH	CNY	86.01	2020/08/16	增持	77.28	1.24	1.38	69.36	62.33	53.57	46.00	36.43	34.54
华润啤酒	00291.HK	HKD	48.50	2020/08/20	买入	60.00	0.72	1.18	67.36	41.10	34.66	24.29	12.90	22.50
三只松鼠	300783.SZ	CNY	56.79	2020/04/10	增持	81.95	0.80	1.07	70.99	53.07	58.09	41.26	14.10	15.80

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、复盘食品饮料行业过去十年的十倍股，主要出现在白酒和调味品板块	7
二、优异的商业模式造就白酒和调味品板块牛股辈出	11
（一）白酒板块近十年完整演绎戴维斯“双杀”和“双击”，牛股辈出	12
（二）调味品是食品饮料行业最优质赛道之一，投资价值逐渐被市场认可	17
三、新消费趋势下易诞生极具成长性的企业	23
四、风险提示	31

图表索引

图 1: 千禾味业和安井食品涨幅主要在 20 年疫情发生后贡献.....	10
图 2: 千禾味业和安井食品估值涨幅主要在 20 年疫情发生后贡献	10
图 3: 全球酒精人均消耗量 (升) 数十年来保持平稳上行趋势	11
图 4: 我国烈酒年消费量保持上行, 且占据酒类饮料主流.....	11
图 5: 13 年白酒板块出现“杀估值”.....	13
图 6: 白酒板块近十年收入和业绩走势, 2013 年出现负增长	13
图 7: 飞天茅台价格与普五价差不断拉大	14
图 8: 贵州茅台自 2010 年低点至今涨幅 20 倍.....	14
图 9: 自 10 年以来贵州茅台营业总收入和归母净利润较分别增长 746.65%、832.66%	14
图 10: 高端酒中飞天茅台收入市占率近年来达 50%.....	15
图 11: 2010 至今五粮液和老窖收盘价走势, 20 年 8 月较 14 年低点分别增长 16 倍、8 倍	16
图 12: 归母净利润: 五粮液和老窖 2020 年较 14 年低点分别增长 250.75%、502.79%	16
图 13: 2010 至今汾酒、古井、水井、酒鬼收盘价 (元/股) 走势.....	17
图 14: 古井和酒鬼酒自 10 年以来业绩分别上涨约 6 倍和 3.6 倍, 汾酒自 14 年至今业绩上涨约 6 倍, 水井坊自 14 年以来业绩扭亏为盈.....	17
图 15: 收益率: 调味品板块投资价值逐渐被市场认可, 尤其 18 年之后涨幅远超大盘	18
图 16: 受益居民收入提升、餐饮占比提升, 调味品行业龙头公司增长稳健	18
图 17: 颐海国际自上市以来股价 (前复权) 最低点至今增长 3805.67%.....	19
图 18: 颐海国际关联方收入占比逐渐降低.....	19
图 19: 亚洲地区调味品公司市占率: 作为调味品龙头, 海天市占率持续稳步上升	19
图 20: 估值业绩双击, 海天自上市以来股价上涨 11.73 倍	19
图 21: 过去十年中炬高新股价最低点至今涨幅 2158.80%.....	20
图 22: 2018 年中国酱油行业市占率, 中炬高新 6.09%排名第二	20
图 23: 恒顺醋业营业收入细分 (单位: 亿元): 自 2016 年以来进入进入聚焦于酱醋调味品行业阶段.....	21
图 24: 自 2010 年以来恒顺醋业股价至今涨幅 19.13 倍	21
图 25: 2018 年食醋行业市占率: 恒顺醋业占比 6.50%排名第一	21
图 26: 涪陵榨菜市占率稳步上升, 连续十年排名第一	22
图 27: 得益于业绩大幅增长, 过去十年涪陵榨菜自最低点以来股价上涨 17.65 倍	22
图 28: 千禾味业自上市至今股价 (前复权) 增长 1475.30%.....	22
图 29: 2020 年较 2016 年营收 126.63%, 业绩增长 193.32%.....	22
图 30: 百润最低点至今股价涨幅达 1512.39%, PE 涨幅约 183.44%.....	24
图 31: 预计 2020 年较 2012 年营业总收入增长 1007.94%, 归母净利润增长 441.91%	

.....	24
图 32: 澳优股价自低点至今涨幅 1126.07%.....	24
图 33: 自管理改革以来净利率大幅上升.....	24
图 34: 近年羊奶粉保持较高的增长趋势.....	25
图 35: 佳贝艾特为进口羊奶粉行业龙头、第一品牌.....	25
图 36: 安井股价最低点至今涨幅达 714.45%, 对应 PE 涨幅 384.78%.....	25
图 37: 预计 2020 年较 2017 年营业总收入增长 84.59%, 归母净利润增长 147.41%.....	25
图 38: 双塔最低点至今股价涨幅达 879.95%, PE 涨幅约 160.51%, 股价大幅上行始于 19 年初.....	26
图 39: 预计 2020 年较 2012 年营业总收入增长 350.86%, 归母净利润增长 265.20%.....	26
图 40: 妙可蓝多自 18 年最低点以来股价涨幅 540.99%.....	27
图 41: 2018 年妙可蓝多在中国奶酪零售市场市占率: 本土品牌排名第二位.....	27
图 42: 三全食品自 2018 年以来股价增长 644.61%.....	28
图 43: 受益改革 2020 年较 2018 年营业总收入增长 26.46% 归母净利润增长 483.18%.....	28
图 44: 洽洽食品股价最低点至今涨幅为 707.88%, 对应 PE 增长 165.28%.....	28
图 45: 18-19 年葵花子主业恢复增长, 坚果业务爆发式增长.....	28
图 46: 汤臣倍健过去十年股价自低点至今涨幅达 668.13%.....	29
图 47: 保健品市场规模呈上升趋势, 线上占比提升.....	29
图 48: 2019 年保健品行业线上渠道市占率.....	29
图 49: VITASOYINT'L 过去是十年股价最低点至今上涨 597.75%.....	30
图 50: 公司规模逐渐扩大 2020 年较 2010 年营业总收入增长 135.32%, 归母净利润增长 109.52%.....	30
图 51: 维他奶各地区销售占比: 大陆收入占比逐渐提升, 目前为第一大市场.....	30
表 1: 2010-2020 十年 10 倍以上涨幅股票共 12 只, 主要集中在白酒和调味品板块.....	7
表 2: 2010-2020 十年 10 倍股净利润增长率和 PE 涨幅.....	8
表 3: 2010-2020 十年 5-10 倍股共 16 只, 除白酒调味品外其余多受益新消费趋势.....	9
表 4: 2010-2020 十年 5-10 倍股净利润增长率和 PE 涨幅.....	10
表 5: 名优白酒在历史上五次评酒会奠定, 白酒企业以品牌构建壁垒并不断累积.....	12
表 6: 调味品餐饮渠道占比高, 易守难攻, 调味品企业以渠道构建壁垒并不断累积.....	12
表 7: 自 14 年低点至今, 茅台、五粮液、汾酒、水井、古井股价涨幅均在 10 倍以上.....	13
表 8: 截至目前茅台共签约了 33 家直销渠道(全国商超、区域商超、线上电商等)	

.....	15
表 9: 10 年起从底部上涨至今颐海、海天、中炬、恒顺、榨菜涨幅均在 10 倍以上	
.....	18
表 10: 10 只受益新消费趋势的龙头企业激励机制相对完善	23

一、复盘食品饮料行业过去十年的十倍股，主要出现在白酒和调味品板块

十年来食品饮料板块共12只十倍股，10只集中在白酒和调味品板块。我们提取自2010年1月1日-2020年8月21日近十年的时间里从最低点起至今上涨超过10倍的股票(包括港股食品饮料板块)—tenbagger，剔除新股上市初期贡献较大涨幅的股票，共得到12只股票。从板块属性上来看，主要集中在白酒和调味品板块，其中5只白酒股、5只调味品股；其余两只十倍股百润和澳优则是受益新消费趋势诞生的两只新品类的龙头(鸡尾酒、羊奶粉)。从财务指标上来看，牛股ROE普遍偏高，多在15%以上。

表 1: 2010-2020十年10倍以上涨幅股票共12只，主要集中在白酒和调味品板块

代码	名称	2010/1/1 起从最低价至 2020/8/21 的涨幅	近十年平均 ROE (%)	近三年平均 ROE (%)	行业归属和驱动因素
01579.HK	颐海国际	3805.67%	57.03	26.50	调味品
600872.SH	中炬高新	2158.80%	11.93	17.43	调味品
600519.SH	贵州茅台	2048.44%	33.89	33.51	白酒
600305.SH	恒顺醋业	1913.59%	9.39	15.90	调味品
002507.SZ	涪陵榨菜	1765.05%	16.70	25.48	调味品
000858.SZ	五粮液	1675.53%	23.02	22.48	白酒
002568.SZ	百润股份	1512.39%	16.11	10.93	预调鸡尾酒，新消费趋势
000596.SZ	古井贡酒	1493.87%	22.00	22.84	白酒
600809.SH	山西汾酒	1362.06%	24.08	24.30	白酒
603288.SH	海天味业	1173.04%	33.87	33.89	调味品
01717.HK	澳优	1126.07%	12.91	22.94	奶粉，新消费趋势
600779.SH	水井坊	1044.62%	13.70	32.45	白酒

数据来源: wind、广发证券发展研究中心(注1: 新股都自上市后一个月算起, 注2: 股价涨幅指的是自最低点至2020年8月21日的涨幅, 下同)

长期看业绩是十倍股的主要驱动因素，估值驱动的机会往往源于行业或公司发生危机或问题时导致极低的估值。从股价涨幅的归因上来看，十倍股多是以业绩驱动为主，中炬、茅台、恒顺、榨菜、百润、古井、汾酒、水井和澳优均为业绩贡献大于估值的贡献。估值贡献幅度大于业绩的只有五粮液、海天和颐海三只股票，估值远大于业绩的只有颐海一只股票。五粮液主要因在白酒行业调整期估值极低，当年年报PE下跌至10倍以下，后续行业恢复后市场逐渐认可白酒行业商业模式的优越性和公司的市场地位给予较高的估值，实现估值业绩的双击。海天主要是因为一方面上市时间相对较短、衡量维度不够长，另外一方面上市之前A股缺乏能够与其对标的公司(14年调味品板块上市公司较少，且均不是龙头)，市场对其管理上和市场地位上较同行的优越性认知不足，当年年报PE在25倍以下，后续随着市场对其认知更加充

分实现估值业绩双击。颐海估值贡献远大于业绩，我们认为一方面是颐海16年才上市，衡量的维度过短，另外一方面其上市初期市场担忧其关联交易较多，上市当年年报PE低于10倍，后续随着关联方占比降低，市场逐渐给予其较高的估值。总体上来看，如果将时间维度拉长，以十年来看，基本上十倍股均是业绩驱动为主。估值驱动的机会往往发生在行业出现过危机或者公司本身遇到问题时导致市场预期悲观，产生极低的PE，或者衡量的时间维度不够长，短期内出现估值涨幅大于业绩的情况。

表 2：2010-2020十年10倍股净利润增长率和PE涨幅

名称	自 2010/1/1 起至今股价最低日	自股价最低日年份起至 2020 年年报归母净利润涨幅	股价最低日年 报 PE	2020 年 8 月 21 日年报 PE	自股价最低日年份起至今年 报 PE 涨幅	自股价最低日 期至今累计分 红（亿元人民币）	上涨主因
颐海国际	2017/1/20	270.06%	9.67	102.58	960.95%	4.62	业绩估值驱动
中炬高新	2012/1/6	587.56%	24.65	74.55	202.40%	9.33	业绩估值驱动
贵州茅台	2010/5/7	832.66%	24.29	44.69	83.97%	933.84	业绩驱动
恒顺醋业	2012/1/5	-	-31.60	72.06	-	5.02	业绩扭亏为盈
涪陵榨菜	2012/1/6	488.69%	16.98	48.31	184.56%	8.38	业绩估值驱动
五粮液	2014/1/9	250.75%	9.61	41.42	331.11%	315.72	业绩估值双击
百润股份	2012/1/6	441.91%	17.64	75.20	326.21%	8.55	业绩估值双击
古井贡酒	2010/2/23	645.74%	24.77	47.96	93.63%	24.15	业绩驱动
山西汾酒	2014/6/20	583.67%	30.71	61.70	100.89%	27.11	业绩驱动
海天味业	2014/2/11	201.46%	23.78	85.11	257.89%	129.74	业绩估值双击
澳优	2011/10/3	2668.62%	22.59	15.65	-30.72%	7.98	业绩驱动
水井坊	2014/6/19	-	-7.85	45.06	-	18.3	业绩扭亏为盈

数据来源：wind、广发证券发展研究中心（注 1：时间截止 2020 年 8 月 21 日，以上统计的货币单位均为 CNY。注 2：我们采用 2020 年 8 月 21 日 wind 一致预期的净利润和市盈率 PE 来计算。注 3：我们采用前复权价格，除去估值和业绩两个贡献因素外，其余涨幅主要为红利贡献。注 4：恒顺醋业 2012 年业绩为负，当年年报 PE 为负；水井坊 2014 年业绩为负，当年年报 PE 为负。）

十年来食品饮料共16只上涨5倍以上牛股、白酒调味品占比1/4，其余行业分布较均衡、多受益新消费趋势。我们进一步提取过去十年食品饮料板块涨幅5-10倍的股票，共得到16只股票，白酒调味品占了1/4，白酒为老窖、酒鬼和顺鑫三只股票，调味品为千禾味业。其余12只股票从行业分布来看较为均衡，3只休闲食品、2只乳制品行业、2只植物蛋白行业、2只速冻食品、2只啤酒、1只保健品行业，如果从基本面的驱动因素上来看，这12只股票有8只是主要受益新消费趋势。从ROE上也能从侧面看出，16只股票中只有6只近三年ROE高于15%，与其上涨驱动因素相匹配：部分5-10倍牛股所处行业商业模式本身弱于白酒和调味品，从市场地位上来看，部分也并非行业龙头，但在新消费趋势下也能实现较大涨幅（部分公司叠加了管理改善的因素）。

表 3: 2010-2020十年5-10倍股共16只, 除白酒调味品外其余多受益新消费趋势

代码	名称	2010/1/1 起从最低价 至 2020/8/21 的涨幅	近十年平均 ROE (%)	近三年平均 ROE (%)	行业归属和驱动因素
600887.SH	伊利股份	886.54%	25.75	24.95	乳制品, 市占率提升
000568.SZ	泸州老窖	885.24%	28.52	22.25	白酒
002481.SZ	双塔食品	879.95%	7.47	3.98	植物蛋白, 新消费趋势
000860.SZ	顺鑫农业	879.90%	8.26	9.03	白酒
002216.SZ	三全食品	750.56%	6.55	6.32	速冻食品, 新消费趋势叠加管理改善
600132.SH	重庆啤酒	734.79%	18.86	37.92	啤酒, 格局优化、管理改善
603345.SH	安井食品	714.45%	18.19	15.01	速冻食品, 新消费趋势
002557.SZ	洽洽食品	707.88%	14.67	13.82	休闲食品, 新消费趋势叠加管理改善
00291.HK	华润啤酒	706.14%	5.27	6.19	啤酒, 格局优化
000799.SZ	酒鬼酒	675.45%	9.60	10.91	白酒
300146.SZ	汤臣倍健	668.13%	13.66	9.42	保健品, 新消费趋势
002847.SZ	盐津铺子	636.31%	23.50	14.71	休闲食品, 新消费趋势叠加管理改善
00345.HK	维他奶	597.75%	21.16	20.57	豆奶及其他软饮料(植物蛋白), 新消费趋势
002695.SZ	煌上煌	586.93%	11.41	9.66	休闲卤制品, 管理改善
603027.SH	千禾味业	566.24%	17.08	16.23	调味品
600882.SH	妙可蓝多	540.99%	1.42	0.93	乳制品, 新消费趋势

数据来源: wind、广发证券发展研究中心 (注: 妙可蓝多从 2016/1/1 算起、新股都自上市后一个月算起)

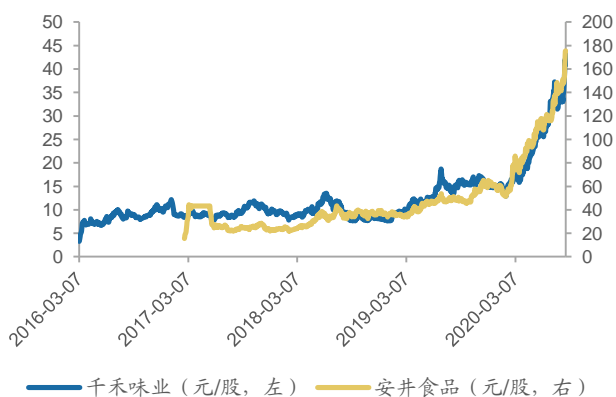
涨幅5倍以上的牛股同样也是主要受业绩驱动或业绩估值双击, 仅有2只上市时间较短的股票估值贡献幅度远大于业绩。我们对上涨5-10倍的股票进行估值业绩的拆分, 发现只有安井食品和千禾味业2只股票是估值贡献幅度明显大于业绩, 其余多是受益业绩持续高增或业绩估值的双击。这两只股票之所以估值贡献的幅度远大于业绩, 我们认为主要是因为一方面上市时间相对较短, 衡量的维度不够长; 另外一方面千禾上市初期市场对调味品行业本身的商业模式的优越性认知不足、对千禾在行业中的竞争力也有一定怀疑; 安井食品上市初期市场对于餐饮供应链产生的变革趋势认知不足。后续随着市场认知加深, 且在20年初疫情发生后市场对必选食品行业的偏好, 导致其估值迅速抬升。

表 4: 2010-2020十年5-10倍股净利润增长率和PE涨幅

名称	自 2010/1/1 起至今股价最低日	自股价最低日年份起至 2020 年年报归母净利润涨幅	股价最低日年报 PE	2020 年 8 月 21 日年报 PE	PE 涨幅	自股价最低日期至今累计分红 (亿元人民币)	上涨主因
伊利股份	2010/1/8	715.40%	27.45	33.49	22.00%	248.09	业绩驱动
泸州老窖	2014/6/5	502.79%	25.31	35.32	39.54%	94.44	业绩驱动
双塔食品	2012/1/17	265.20%	23.22	62.56	169.45%	1.46	业绩估值双击
顺鑫农业	2012/12/4	707.21%	34.33	48.49	41.24%	5.08	业绩驱动
三全食品	2012/12/5	324.65%	28.30	52.32	84.87%	1.79	业绩驱动
重庆啤酒	2016/2/1	208.86%	30.97	73.02	135.82%	19.36	业绩估值双击
安井食品	2017/7/18	147.41%	17.09	82.83	384.78%	3.12	业绩估值双击
洽洽食品	2012/12/4	165.19%	18.73	45.44	142.62%	18.83	业绩估值双击
华润啤酒	2015/3/16	-	-8.62	63.13	-	264.47	业绩扭亏为盈
酒鬼酒	2010/5/21	353.70%	39.65	65.79	65.94%	2.63	业绩驱动
汤臣倍健	2011/5/27	596.24%	26.91	30.18	12.15%	35.41	业绩驱动
盐津铺子	2019/1/4	252.70%	24.82	80.99	226.25%	1.39	业绩估值双击
维他奶	2010/2/9	109.52%	18.06	52.50	190.68%	23.74	业绩估值双击
煌上煌	2012/12/4	186.12%	23.78	54.69	129.96%	2.53	业绩估值双击
千禾味业	2016/5/20	193.32%	21.15	97.82	362.54%	2.22	业绩估值双击
妙可蓝多	2018/10/11	1185.03%	291.90	137.38	-52.93%	-	业绩驱动

数据来源: wind、广发证券发展研究中心 (注 1: 时间截止 2020 年 8 月 21 日, 以上统计的货币单位均为 CNY。注 2: 我们采用 2020 年 8 月 21 日 wind 一致预期的净利润和市盈率 PE 来计算。注 3: 我们采用前复权价格, 除去估值和业绩两个贡献因素外, 其余涨幅主要为红利贡献。注 4: 妙可蓝多自 2016 年 1 月 1 日起统计; 华润啤酒 2015 年业绩为负, 对应当年年报 PE 为负; 由于新股上市初期会给股价贡献较大涨幅, 因此安井食品、盐津铺子、千禾味业自上市起后的一个月计算股价最低日。)

图 1: 千禾味业和安井食品涨幅主要在20年疫情发生后贡献



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 千禾味业和安井食品估值涨幅主要在20年疫情发生后贡献



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (注: 市盈率的的数据 2019/12/31 之前采取年报 PE 数据, 2020/1/1 起采取 wind 一致预期预测 PE (FY1) 数据, 下同)

二、优异的商业模式造就白酒和调味品板块牛股辈出

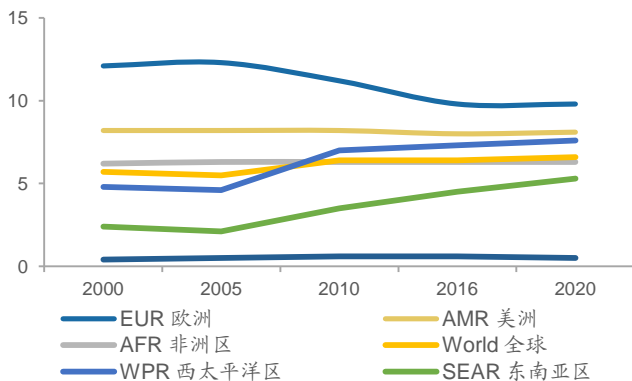
白酒和调味品板块是食品饮料行业中盛产牛股的“沃土”，源于极为优异的商业模式。拉长时间来看，决定消费品投资回报率的最重要的因素是竞争格局，只有竞争格局稳固清晰的行业，其中的原有企业才能在长时期内持续不断的享受经济发展的红利并收获大量现金流，否则，无论是业外资本进入还是业内企业互相竞争，均会消耗掉大量现金流，甚至导致原有企业在竞争中不断被新企业取代。白酒和调味品具有非常稳固且清晰的竞争格局，其根源来自于两者极为优异的商业模式：

(1) 白酒和调味品消费具有极高的粘性。根据我们前期发布的深度《白酒资产历史回报领先，源于优异的商业模式》，酒、烟、茶、咖啡、辣椒等均是具有高粘性的消费品，中国白酒作为高度烈酒的一种，工艺复杂，香型、口感丰富，叠加文化传统等因素，在中国缺乏完全类似的替代品，消费基本盘长期稳固。调味品的消费同样具有高粘性。味道主要分为“酸甜苦辣鲜”，辣味和麻味可刺激多巴胺分泌，具有上瘾性；咸、甜、鲜味能够给人带来较强的愉悦感——舌头上咸、甜、鲜味感受器多，利用神经线路直达大脑快感区，引导大脑产生愉悦感。高粘性的消费特点使得两个行业消费基本盘稳固，可长期存在。

(2) 白酒和调味品产品本身高度差异化且生命周期极长。白酒和调味品产品可高度差异化，这决定了其中企业可以走错位竞争的道路，避免出现产品同质化“价格战”的情景，且可以涌现出多个细分子行业，产生一批优质的企业；白酒和调味品作为中国传统行业，产品生命周期极长，几乎没有任何的潮流或技术冲击（对比软饮料或服装行业中层出不穷的新潮流、科技行业中日新月异的新技术）。

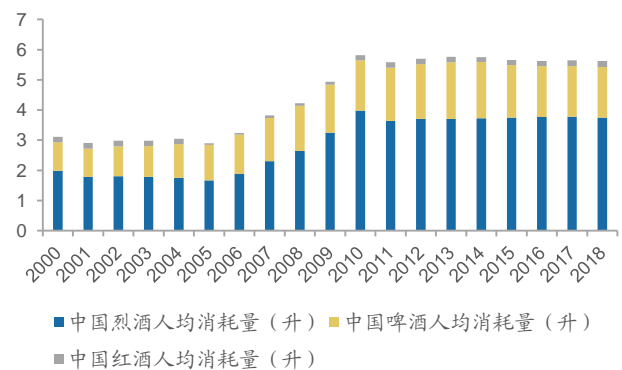
(3) 白酒和调味品均是“时间的朋友”。随着时间的积累，白酒以品牌形成的壁垒、调味品以渠道构建的壁垒均会不断的加固。白酒社交属性强，老名酒具有很强的品牌壁垒且不断加深。调味品下游餐饮消费占比高，一方面，由于餐饮企业更换新品牌会导致菜品口味发生变化，因此一旦使用习惯轻易不会更换品牌；另外一方面，调味料行业优质经销商资源有限（人脉资源都是时间的沉淀，新经销商很难短时间建立），新企业很难再抢到优质经销商资源进行渠道扩张。

图 3：全球酒精人均消耗量（升）数十年来保持平稳上行趋势



数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

图 4：我国烈酒年消费量保持上行，且占据酒类饮料主流



数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

表 5: 名优白酒在历史上五次评酒会奠定, 白酒企业以品牌构建壁垒并不断累积

排名	历届名酒评选榜单				
	第一届 (1952 年)	第二届 (1963 年)	第三届 (1979 年)	第四届 (1984 年)	第五届 (1989 年)
1	茅台酒	五粮液	茅台酒	茅台酒	茅台酒
2	汾酒	古井贡酒	汾酒	汾酒	汾酒
3	泸州大曲酒	泸州老窖特曲	五粮液	五粮液	五粮液
4	西凤酒	全兴大曲	剑南春	洋河大曲	洋河大曲
5		茅台酒	古井贡酒	剑南春	剑南春
6		西凤酒	洋河大曲	古井贡酒	古井贡酒
7		汾酒	董酒	董酒	董酒
8		董酒	泸州老窖特曲	西凤酒	西凤酒
9				泸州老窖特曲	泸州老窖特曲
10				全兴大曲酒	全兴大曲酒
11				双沟大曲	双沟大曲
12				特制黄鹤楼酒	特制黄鹤楼酒
13				郎酒	郎酒
14					武陵酒
15					宝丰酒
16					宋河粮液
17					沱牌曲酒

数据来源: 东方资讯, 广发证券发展研究中心

表 6: 调味品餐饮渠道占比高, 易守难攻, 调味品企业以渠道构建壁垒并不断累积

	餐饮渠道	家庭渠道	食品加工渠道
消费群体	餐厅厨师	家庭消费者	食品加工企业
专业程度	专业	不专业	专业
价值导向	产品, 性价比	品牌, 产品	产品, 性价比
价格敏感度	高	较低	高
消费粘性	高	低	高
渠道属性	易守难攻	消费粘性较低, 主要依赖渠道	易守难攻
盈利能力	高 (较低毛利率、低费用率)	较高 (高毛利率、高费用率)	低 (低毛利率、低费用率)

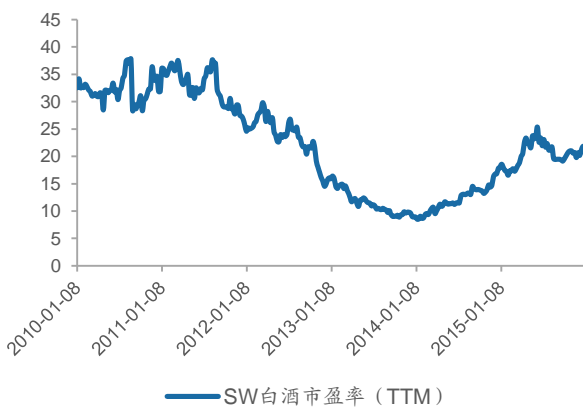
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(一) 白酒板块近十年完整演绎戴维斯“双杀”和“双击”, 牛股辈出

白酒板块近十年完整演绎从“戴维斯双杀”到“戴维斯双击”, 自14年低点至今牛股辈出。白酒板块近十年完整演绎了一轮戴维斯双杀和戴维斯双击。12年底的“八项规定”终结了白酒行业第二轮牛市, 估值业绩双杀, 13年底多数白酒股估值已经下跌至10倍甚至以下, 15年以来白酒行业逐渐复苏, 迎来估值业绩双击: 民间消费(包括商务和个人)开始逐渐承接原来的政务消费, 在民间消费的驱动下, 白酒行业开始结

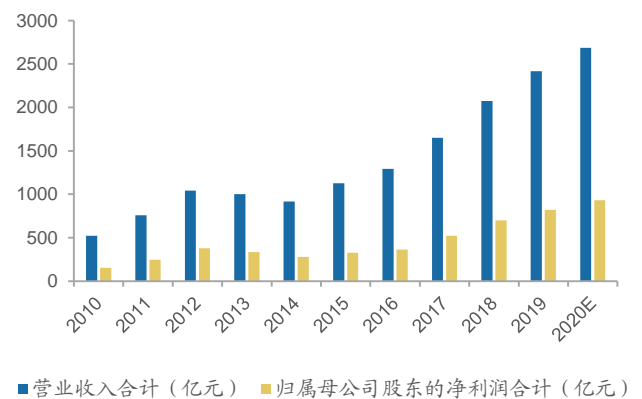
构性复苏，作为白酒景气度指向标的高端酒批价开始恢复上涨，而高端酒批价的上涨为次高端白酒打开了成长空间，次高端白酒逐渐成为民间消费升级的主流价位带，行业迎来高速增长。据wind，14-20E年白酒板块收入CAGR达20.95%，归母净利润CAGR达21.71%。从14年底部上涨至今，高端龙头茅台、五粮液，次高端龙头汾酒、水井、古井涨幅均在10倍以上，其中茅台、古井和酒鬼三只股票自2010年起至今涨幅也在10倍以上，茅台依赖强大的品牌力穿越周期，而古井和酒鬼两只股票主要因2010年之前管理较差，之后经营才逐渐走向正轨，因此股价最低点出现在2010年。

图 5：13年白酒板块出现“杀估值”



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 6：白酒板块近十年收入和业绩走势，2013年出现负增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 7：自14年低点至今，茅台、五粮液、汾酒、水井、古井股价涨幅均在10倍以上

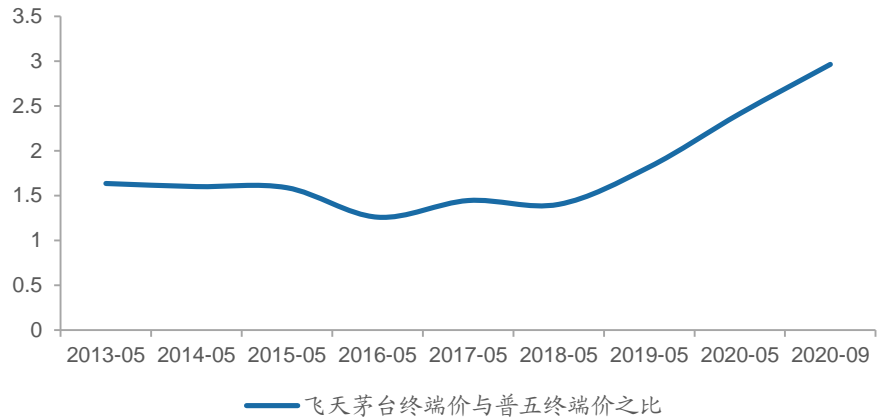
证券代码	证券名称	14年起股价最低日	14年起股价最低点至今涨幅	14年起股价最低点年报 PE (倍)	预计 20 年 PE (倍)	PE 涨幅	14 年归母 净利润 (亿元)	预计 20 年归母 净利润 (亿元)	归母净利润 涨幅
600519.SH	贵州茅台	2014-01-08	1840.36%	8.08	44.69	453.40%	153.50	471.10	206.91%
000858.SZ	五粮液	2014-01-09	1675.53%	9.61	41.42	331.11%	58.35	204.66	250.75%
600809.SH	山西汾酒	2014-06-20	1362.06%	30.71	61.70	100.89%	3.56	24.32	583.67%
600779.SH	水井坊	2014-06-19	1044.62%	-7.85	45.06	-	-4.03	7.45	-
000596.SZ	古井贡酒	2014-06-04	1295.06%	14.53	47.96	230.00%	5.97	23.40	291.90%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心；（备注：截止日期为 2020/08/21，下同）

强品牌力穿越周期，贵州茅台受益品牌地位进一步提升和消费升级趋势业绩持续增长。茅台股价近十年股价（前复权）最低点为2010/5/7的78元左右，自低点至今涨幅近20倍。仅从估值上看，2020年较2010年PE增长83.97%，业绩表现上，2020年较2010年增长832.66%。茅台在第二轮牛市中奠定了高端龙头的地位，但主要以政务消费为主，大多数民间消费者无法购买也难以消费，产品触及人群受限。2013-2015年三公消费占比大幅缩减，叠加价格出现断崖式下跌激发了民间消费，产品触及人

群扩张。事后来看，此次危机实际上是将茅台的品牌力由政务小圈层扩散至全社会的一次契机，彻底拉开了其与其他高端酒的差距，其与第二大品牌的价差之比从1.4倍逐渐提升至2倍以上甚至接近3倍，价格优势明显。

图 7：飞天茅台价格与普五价差不断拉大



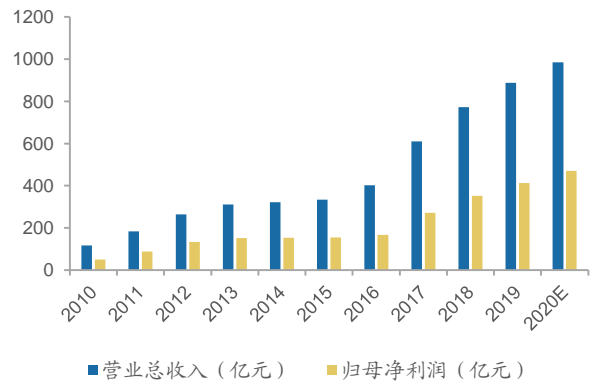
数据来源：国酒财经、中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图 8：贵州茅台自2010年低点至今涨幅20倍



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 9：自10年以来贵州茅台营业总收入和归母净利润较分别增长746.65%、832.66%

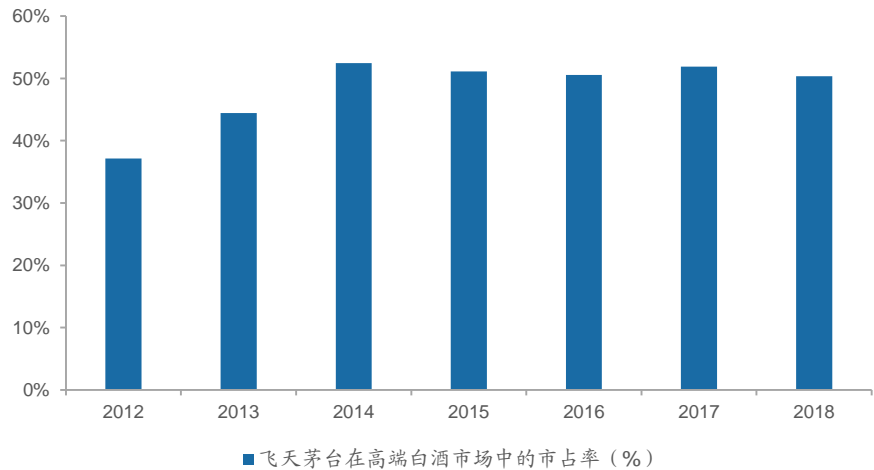


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从政务消费到民间消费，是茅台“国酒”品牌地位的一次变现。茅台在2013年之前消费集中在政务小圈层之中，但2013年之后，三公消费受限，叠加白酒行业价格整体下跌后激发了民间需求。因此13年之后茅台消费群体迎来一次扩张，品牌地位得到变现，民间消费对高端酒的需求多数集中在了茅台身上，且奢侈品本身存在价格的自循环，价格越高，需求越大。因此，茅台进一步拉大了对于其余高端品牌的差距，在高端酒市场中的收入市占率进一步提升。2013年之后茅台产品战略发生的最大变化是开始开发售价更高的非标产品，非标产品也是其品牌力量的一种变现。另外在渠道建设方面，茅台在18年底开始大幅增加了直营渠道销售平价茅台，提升吨价的

同时也增强了管控批价能力（关于茅台渠道改革措施详见2020-03-01《最具代表性的中国奢侈品品牌，未来估值中枢应在30-40倍》）。

图 10: 高端酒中飞天茅台收入市占率近年来达50%



数据来源: wind、中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

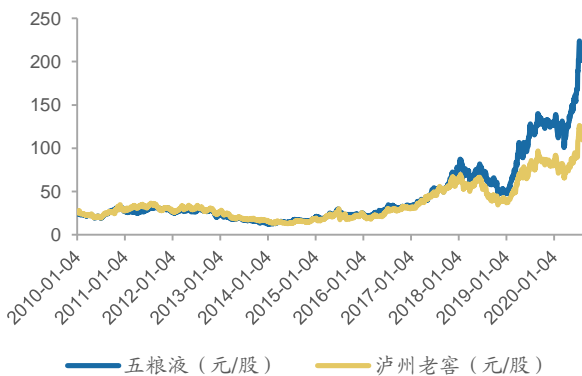
表 8: 截至目前茅台共签约了33家直销渠道（全国商超、区域商超、线上电商等）

渠道	商家名称	
全国商超 (6)	华润万家	永辉超市
	大润发	沃尔玛
	物美	家乐福
	贵州星力百货	人人乐
	宁夏新百连超	北京王府井
	福建新华都	安徽红府超市
区域商超 (24)	重庆新世纪	新疆汇嘉时代
	贵州合力	河南丹尼斯
	北京华联	广东天虹商场
	山东银座商城	成都伊藤洋华堂
	百联集团	吉林欧亚集团
	四川百伦集团	南京金鹰商贸
	辽宁大商集团	江苏文峰股份
	厦门夏商集团	河南大张实业
	合肥百大集团	山东振华集团
	线上电商 (3)	天猫超市
京东商城		

数据来源: 小酒茵, 广发证券发展研究中心

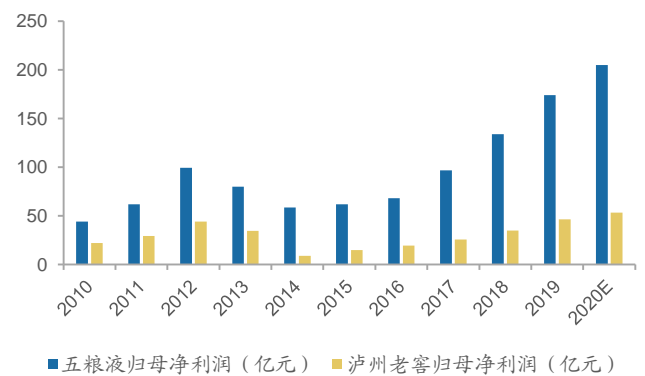
五粮液和老窖受益高端酒高景气度及自身管理改善，估值业绩双击。五粮液近十年股价（前复权）最低点为2014/1/9的12.30元左右，自低点至今涨幅达16倍以上。从估值上来看2020年相较于14年的低点五粮液PE大幅增长331.11%，2020年较2014年业绩大幅增长250.75%。泸州老窖股价近十年股价（前复权）最低点为2014/6/5的12.98元左右，自低点至今涨幅达8倍以上。从估值上来看2020年相较于14年的低点泸州老窖PE大幅增长39.54%，2020年较2014年业绩大幅增长502.79%。两者主要受益于高端酒自15年以来的高景气度以及自身的管理改善：五粮液自17年新任董事长入职之后开启了一系列的改革，借助数字化工具优化渠道结构，品牌力在近两年有所回升，压制估值的因素逐渐解除；老窖则在15年新管理层上任后将原来的柒泉模式改为品牌专营模式，由经销商持股成立专营公司、可根据市场状况选择不同经销模式，渠道利润包含价差和分红两层收益，分红后置以动态约束管理经销商群体，相较于之前的柒泉模式，专营模式更加灵活且公司管理权限更大。（关于两者改革具体措施，详见2020-03-29《未来五年高端白酒扩容，五粮液和泸州老窖受益》）

图 11：2010至今五粮液和老窖收盘价走势，20年8月较14年低点分别增长16倍、8倍



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

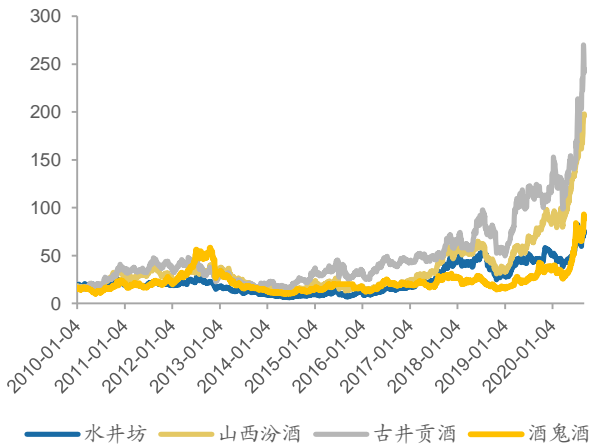
图 12：归母净利润：五粮液和老窖2020年较14年低点分别增长250.75%、502.79%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

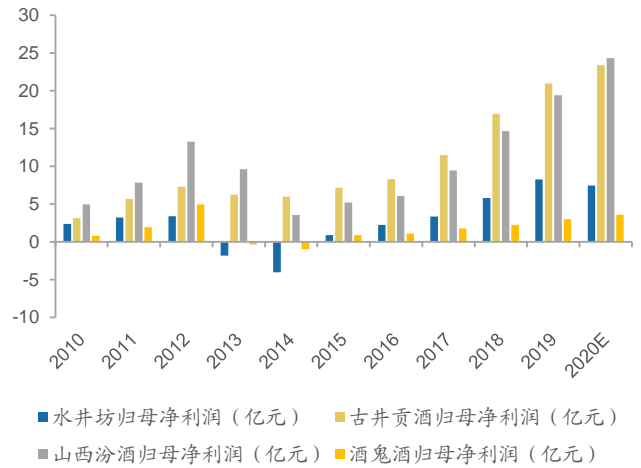
行业复苏后高端酒批价上行打开次高端空间，汾酒、古井等全国化和区域次高端龙头普遍实现5-10倍以上涨幅。汾酒、古井、水井、酒鬼等作为具有代表性的次高端龙头，与上述三家高端酒企类似，近十年股价低点均出现在10年上半年或14年上半年行业的低谷，随着行业的复苏，高端酒批价不断上行，次高端市场的空间被打开，估值和业绩双击，股价普遍实现了5-10倍以上涨幅。其中汾酒、水井和酒鬼不仅仅受益于行业复苏，自身也存在管理改善，汾酒17年进行国企改革，18年推出股权激励，机制不断完善；水井自15年开始聘请中国籍高管，并给予管理层充分的激励，15年开始对渠道进行一系列革新，当年便扭亏为盈；酒鬼自15年被中粮入主后先后进行了数轮改革。据搜狐，尤其是在2018年底对高端产品内参进行改革，由30余家大商出资成立内参销售公司，19-20年借助大商资源增长迅速。

图 13: 2010至今汾酒、古井、水井、酒鬼收盘价 (元/股) 走势



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 古井和酒鬼酒自10年以来业绩分别上涨约6倍和3.6倍, 汾酒自14年至今业绩上涨约6倍, 水井坊自14年以来业绩扭亏为盈

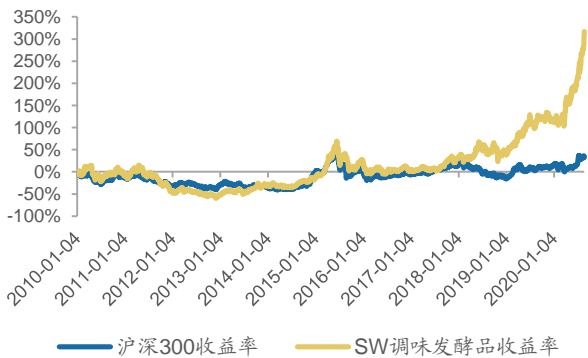


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) 调味品是食品饮料行业最优质赛道之一, 投资价值逐渐被市场认可

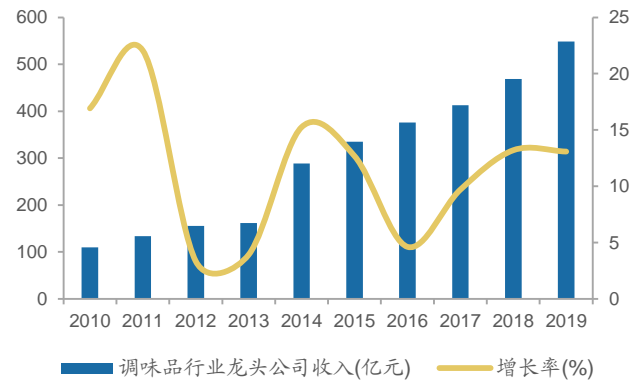
调味品是食品饮料行业最优质赛道之一, 近十年投资价值逐渐被市场认可。在食品饮料业里, 调味品属于必须消费品, 刚性需求强、周期性弱, 随着餐饮市场的需求扩大可以推动其销量增长, 居民收入的提升可以推动其价格提升, 理论上收入可保持长期增长。行业内部格局清晰, 竞争不激烈, 且作为中国传统行业, 行业内部龙头基本均为老字号品牌, 业外资本也很难进入。从投资的角度来看, 调味品板块增长确定性高, 竞争格局清晰, 适合长线投资者。从调味品指数走势来看, 2018年3月之前调味品板块与大盘走势几乎吻合, 无明显波动; 2018年3月之后至今, 调味品板块走势脱离沪深300, 估值业绩双击, 出现大幅上涨。一方面是因为海天味业14年上市后市场才逐渐重视调味品板块; 另外一方面沪港通16年才开启, 部分持有期长、对确定性要求高、收益率要求低的外资逐渐认可调味品板块的投资价值。从底部上涨至今, 海天味业、涪陵榨菜、恒顺醋业、中炬高新等调味品龙头涨幅均在10倍以上, 16年上市的千禾味业至今涨幅在5倍以上, 16年港股上市的颐海国际涨幅在30倍以上。

图 15: 收益率: 调味品板块投资价值逐渐被市场认可, 尤其18年之后涨幅远超大盘



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 受益居民收入提升、餐饮占比提升, 调味品行业龙头公司增长稳健



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

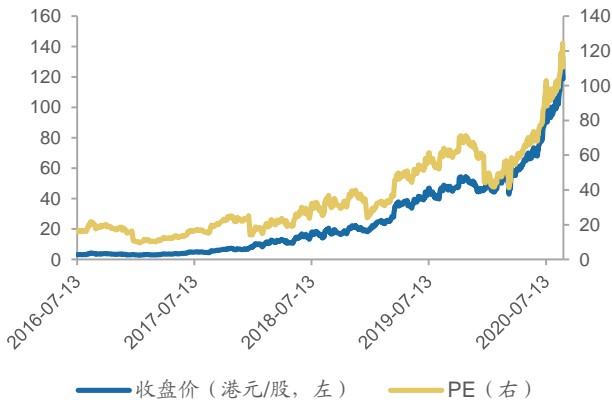
表 9: 10年起从底部上涨至今颐海、海天、中炬、恒顺、榨菜涨幅均在10倍以上

证券代码	证券简称	2010/1/1 起从最低价至今的涨幅%	自股价最低日年份起至2020 年年报 PE 涨幅
01579.HK	颐海国际	3805.67%	960.95%
603288.SH	海天味业	1173.04%	257.89%
600872.SH	中炬高新	2158.80%	202.40%
002507.SZ	涪陵榨菜	1765.05%	184.56%
600305.SH	恒顺醋业	1913.59%	-
603027.SH	千禾味业	566.24%	362.54%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

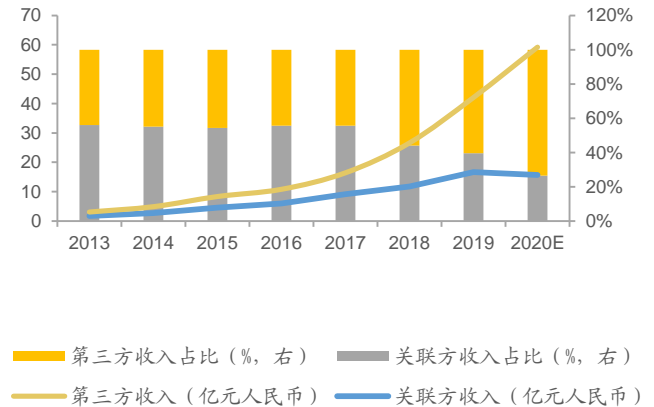
颐海国际上市初期关联交易占比过高导致市场对其产生担忧, 后随着业务逐渐多元化市场对其竞争优势逐渐认可, 估值大幅抬升。颐海国际自2016年上市以来股价(前复权)最低点为2017年1月20日的2.7元港币左右, 自最低点至今涨幅38倍, CAGR为184.95%。仅从估值上看2020年较2017年PE增长960.95%; 从业绩上看2020年较2017年营业总收入增长247.34%, 归母净利润增长270.06%, 实现估值+业绩双击。颐海国际作为海底捞火锅底料的独家供应商, 伴随着海底捞门店扩张, 颐海国际收入也高速增长。除了与海底捞绑定外, 颐海也供应外部客户, 受益于餐饮连锁化和家庭厨房便捷化趋势, 复合调味品本身处在一个高景气阶段, 优秀的机制和团队使得颐海最具备全国渠道扩张能力, 详见(2020-04-23《一超多强格局有望形成, 颐海将成为行业超级龙头》), 公司上市初期由于关联交易占比过高, 导致市场给予其较低估值, 后随着业务逐渐多元化、关联交易占比不断下降, 市场对其竞争优势逐渐认可, 估值也大幅上涨。

图 17: 颐海国际自上市以来股价(前复权)最低点至今增长3805.67%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

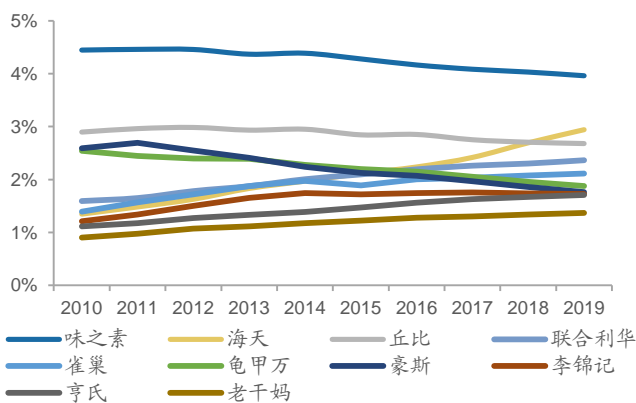
图 18: 颐海国际关联方收入占比逐渐降低



数据来源: 颐海国际年报, 广发证券发展研究中心

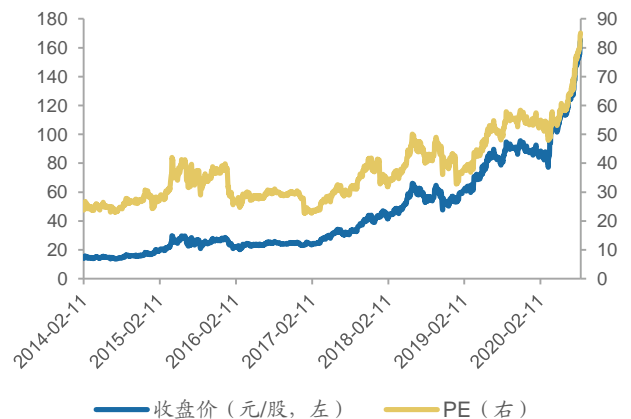
海天味业受益产品、渠道布局完善、高水平的管理和充分的激励机制, 实现业绩估值双增长。海天味业自2014年上市以来股价(前复权)最低点为2014/2/11的13元左右, 自低点至今涨幅达11倍以上, 年化CAGR达47.90%。仅从估值上来看2020年相较于2014年海天上市以来PE出现明显大幅提升, 增长257.89%, 2020年较2014年归母净利润增长201.46%, 股价增长得益于估值+业绩的双击。海天的业绩增长主要受益于产品、渠道布局逐渐完善和对管理层的高激励机制。海天味业对管理层的激励水平远超其他企业(关于海天味业管理和渠道优势的详细内容, 详见2018-08-21《海天味业: 管理团队和渠道为核心竞争优势, 公司有望成为调味品平台型企业》)。海天同时受益调味品行业的增长、市占率提升和扩品类。调味品行业优秀的商业模式加上海天龙头的地位和优异的公司治理水平, 投资价值逐渐被认可, 实现估值业绩双击。

图 19: 亚洲地区调味品公司市占率: 作为调味品龙头, 海天市占率持续稳步上升



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

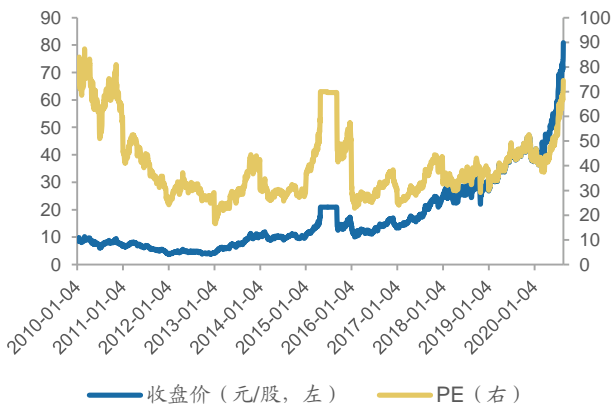
图 20: 估值业绩双击, 海天自上市以来股价上涨11.73倍



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

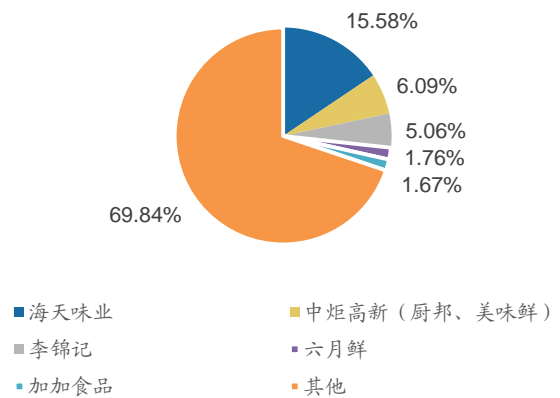
中炬高新聚焦中高端酱油，与海天错位竞争，受益于公司产品品类和渠道扩张，实现业绩增长。中炬高新近十年股价（前复权）最低点为2012/1/6的3.57元左右，自低点至今涨幅达21倍以上，CAGR为44.30%。仅从估值上来看2020年相较于2012年PE增长202.40%，2020年较2012年营业总收入增长204.36%，归母净利润增长587.56%，公司股价上涨主要受益于业绩估值双击。中炬高新作为酱油行业龙头老二，旗下酱油品牌厨邦主打中高端市场，与海天形成错位竞争。在产品方面，持续扩张其他品类。渠道结构方面，逐级完善市场规模，渠道下沉深耕核心市场。（关于中炬高新产品品类和渠道策略的内容，详见2017-12-27《中炬高新：受益品类和渠道扩张，公司有望成为全国性酱油龙头》）。总体来看，中炬高新过去受益调味品行业赛道优势以及自身品类和渠道扩张，业绩大幅增长。

图 21：过去十年中炬高新股价最低点至今涨幅
2158.80%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

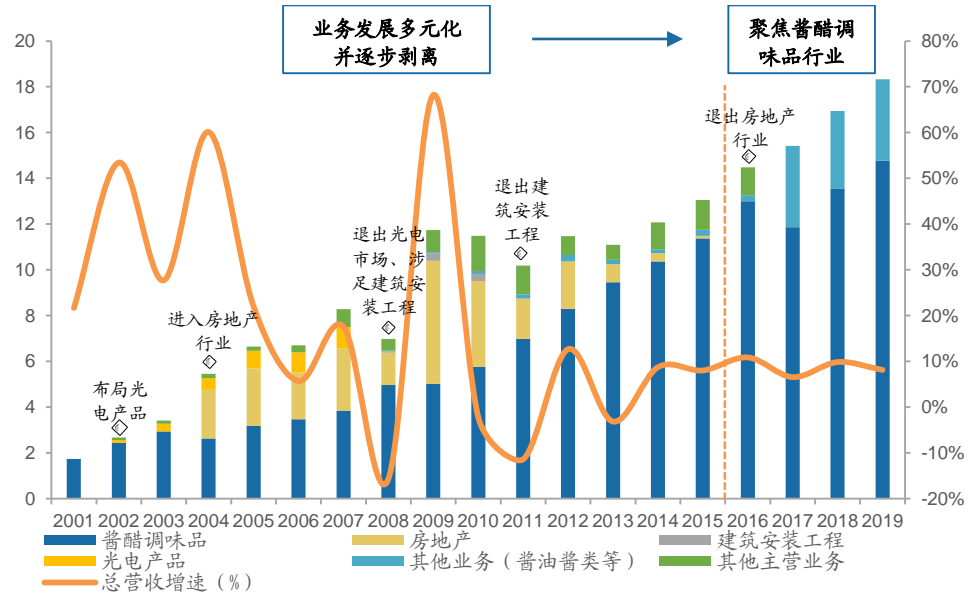
图 22：2018年中国酱油行业市占率，中炬高新
6.09%排名第二



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

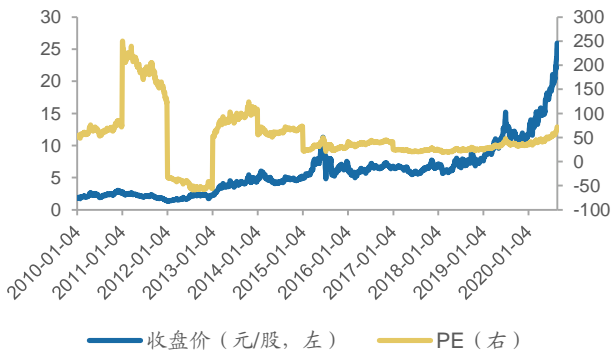
恒顺醋业受益于公司业务聚焦调味品主业，品牌力、产品力有保障，实现业绩逐步增长。恒顺醋业近十年股价（前复权）最低点为2012/1/5的1.28元左右，自低点至今涨幅达19倍以上，CAGR为42.37%。仅从估值上来看2012年恒顺PE由于业绩亏损PE为负，业绩表现上自2013年以来恒顺醋业扭亏为盈。作为食醋龙头企业，业绩大幅上涨主要受益于公司逐渐聚焦调味品主业，且作为百年老字号品牌，本身具有品牌和产品品质优势（关于恒顺醋业品牌和产品优势的内容，详见2020-02-25《恒顺醋业：公司管理改善，未来5年收入有望加速增长》）。恒顺醋业自上市起至2016年曾尝试过各种业务，经历了前期多元化发展战略的负面冲击后，公司逐渐开始聚焦主业，并在2016年出售了房地产业务回归主业。

图 23: 恒顺醋业营业收入细分 (单位: 亿元): 自2016年以来进入进入聚焦于酱醋调味品行业阶段



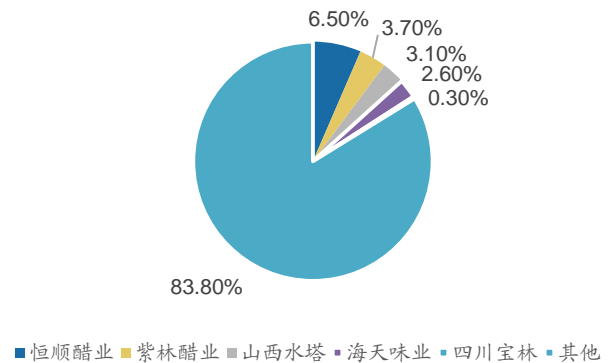
数据来源: 公司财报、wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 自2010年以来恒顺醋业股价至今涨幅19.13倍



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 2018年食醋行业市占率: 恒顺醋业占比6.50%排名第一

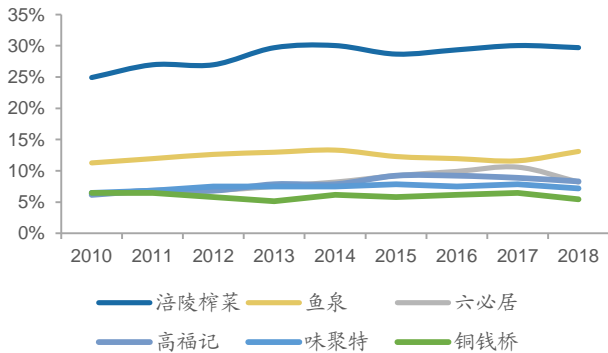


数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

涪陵榨菜受益于品牌地位进一步提升和渠道壁垒持续加强业绩逐步增长。涪陵榨菜自2010年上市以来股价（前复权）最低点为2012/1/6的2.4元左右，自低点至今涨幅达17倍以上，CAGR为41.09%。仅从估值上来看2020年相较于2012年涪陵榨菜PE十余年增长184.56%，股价增长主要依赖于业绩的增长，2020年较2012年归母净利润增长488.69%。作为榨菜龙头企业，业绩大幅增长主要受益于品牌和渠道壁垒的持续加强。我国青菜头种植主要集中在重庆涪陵区和四川（二者2018年产量占比达80%），青菜头原材料不易储存且运输成本高，涪陵榨菜坐享优势产区和成本优势。涪陵榨菜品牌和渠道优势明显（关于涪陵榨菜品牌和渠道优势的内容，详见2019-12-09《涪陵榨菜：品牌和渠道壁垒持续加强，公司2020年有望迎业绩拐点》），乌江

榨菜是行业唯一全国性品牌，公司通过扩张渠道和提升市占率收入稳健增长，预计2020年较2012年收入增长217.52%；在逐渐确立行业定价权后，公司通过直接提价或更换包装提价，盈利能力不断提升。

图 26: 涪陵榨菜市占率稳步上升，连续十年排名第一



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

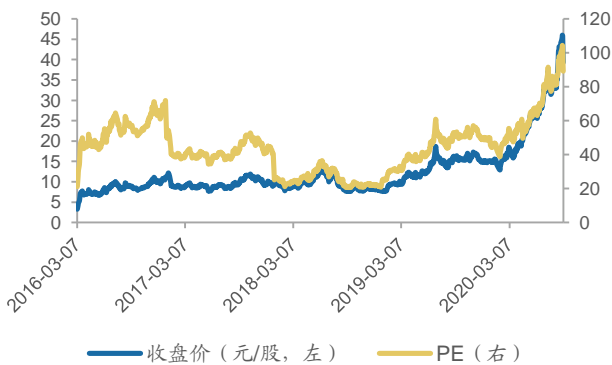
图 27: 得益于业绩大幅增长，过去十年涪陵榨菜自最低点以来股价上涨17.65倍



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

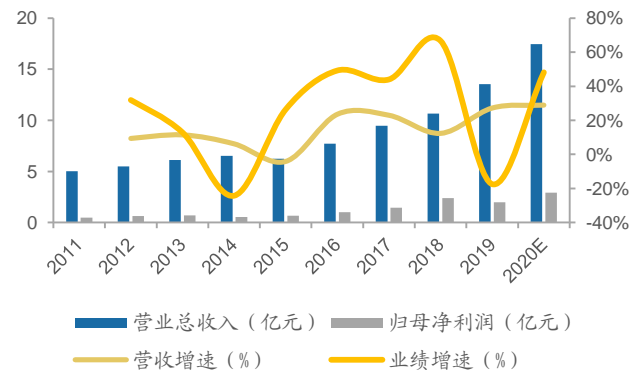
千禾味业主打C端聚焦高端酱油品类，与海天中炬错位竞争。千禾味业自2016年3月7日上市以来，剔除上市首月新股贡献较大涨幅的因素，股价(前复权)的最低点2016年5月20日的6.4元左右，自最低点至今涨幅达5.6倍，CAGR为56.24%。仅从估值来看自2020年相较于2016年PE增长362.54%；从业绩上看2020年较2016年营收增长126.63%，归母净利润增长193.32%，股价增长主要受益于业绩估值双击。千禾作为酱油业的后进者，在海天、厨邦等主要竞争对手聚焦餐饮端和中低端发展的情况下，公司针对C端布局高端酱油空白价格带。产品上采取零添加为主、高鲜为辅的战略，渠道上深耕川渝优势地区并采取高度让利经销商的策略向华东等外埠市场扩张。除了酱油业务外，2019年公司收购镇江恒康醋厂，将品类扩充至其他调味品子行业，2019年公司收入拆分来看，酱油业务占61.62%，食醋业务排在第二占比16.24%。

图 28: 千禾味业自上市至今股价(前复权)增长1475.30%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 2020年较2016年营收126.63%，业绩增长193.32%



数据来源: 千禾味业年报, 广发证券发展研究中心

三、新消费趋势下易诞生极具成长性的企业

非白酒和调味品板块中的牛股多是新消费趋势下产生的龙头企业，民营企业、激励机制完善。在我们统计的食品饮料行业过去十年28只牛股中，白酒和调味品板块占了一半（14只），而另外的牛股如果只从行业分布来看比较均衡，但从基本面的驱动因素来看有10只都受益于新消费趋势，分别是百润、澳优、双塔、三全、安井、洽洽、汤臣倍健、盐津、妙可蓝多、维他奶）。这10只受益新消费趋势的公司基本均是各个细分子行业的龙头，且均是民营企业、激励机制完善。我们认为这三点（受益新消费趋势、行业龙头、激励完善）是这10只股票成长为牛股的重要原因。公司本身受益新的消费趋势，叠加好的激励机制，公司本身已经出现领先对手的迹象，那么业绩高的增长的持续性会更强。

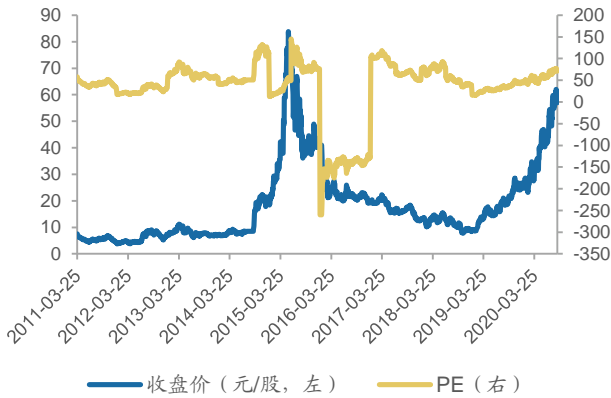
表 10: 10只受益新消费趋势的龙头企业激励机制相对完善

代码	名称	实际控制人	管理层持股比例	行业所属	受益趋势
002568.SZ	百润股份	刘晓东	43.89%	鸡尾酒龙头	鸡尾酒
01717.HK	澳优	-	15.34%	羊奶粉龙头	羊奶粉和高端进口奶粉消费趋势兴起
603345.SH	安井食品	章高路	16.45%	速冻火锅料龙头	餐饮供应链变革
002481.SZ	双塔食品	招远市金岭镇人民政府	14.08%	豌豆蛋白龙头	西方人造肉
600882.SH	妙可蓝多	柴琇	19.27%	奶酪龙头	奶酪消费趋势兴起
002216.SZ	三全食品	陈南,陈希,陈泽民,贾岭达	39.11%	速冻米面龙头	餐饮供应链变革和管理改善
002557.SZ	洽洽食品	陈先保	-	休闲食品龙头	休闲食品品类更新迭代和管理改善
300146.SZ	汤臣倍健	梁允超	47.85%	保健品龙头	保健品
00345.HK	维他奶	-	37.92%	植物蛋白奶龙头	植物蛋白健康饮食趋势

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

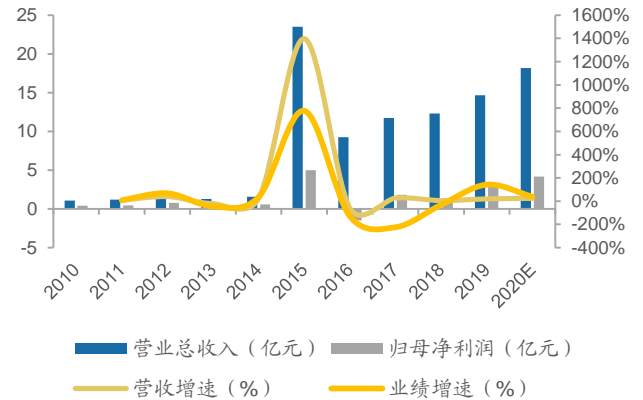
百润股份受益于鸡尾酒品类的诞生，历经行业调整，公司始终聚焦鸡尾酒品类、不断培育市场，业绩重回高增长轨道。百润股份自2011年上市以来股价（前复权）最低点为2012/1/6的3.7元左右，至今涨幅达15倍以上，年化CAGR约为38.69%。从估值上来看，2020年相较于2012年股价最低点PE增长326.21%。从业绩上来看，2020年较2012年营业总收入增长1007.94%，归母净利润增长441.91%，股价增长得益于估值+业绩双击。2015年之前，百润股份以生产经营香精业务为主；2015年公司全资收购巴克斯酒业进军预调鸡尾酒行业，自此百润股份约90%的收入源自鸡尾酒。2011-2015年，大量的广告营销带动消费者尝鲜式消费催生了预调鸡尾酒品类的爆发。但过快的渠道下沉、尝鲜式的消费褪去后，渠道产生大量库存，16年公司产生亏损。之后公司坚持鸡尾酒品类，开发新品，持续培育消费者，待库存消化至低点后，公司重回增长轨道。与此同时小厂商逐渐出局，鸡尾酒市场格局趋于集中，百润鸡尾酒龙头地位愈发稳固。

图 30: 百润最低点至今股价涨幅达1512.39%, PE涨幅约183.44%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

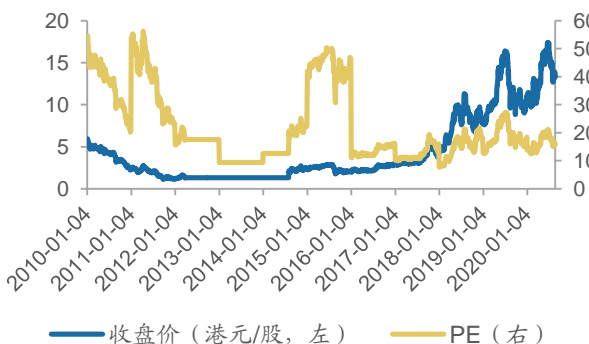
图 31: 预计2020年较2012年营业总收入增长1007.94%, 归母净利润增长441.91%



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

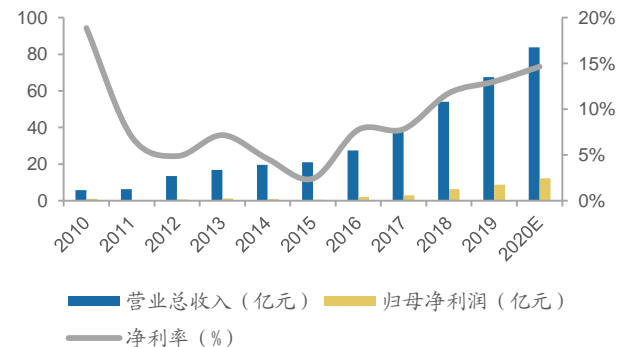
澳优受益08年后高端进口奶粉的消费趋势以及管理层前瞻的产能布局, 实现业绩持续高速增长。澳优近十年股价(前复权)最低点为2011年10月3日的1.09港元左右, 自低点至今涨幅约11倍, CAGR为32.11%。仅从估值上看, 2020年较2011年PE下降30.72%; 业绩表现上, 2020年较2011年营业总收入增长1228.44%, 归母净利润增长2668.62%。股价增长受益于业绩增长。公司最早只从事奶粉进口业务, 08年“三聚氰胺”事件后, 进口高端奶粉更加受消费者青睐, 公司于2011年起开始布局上游, 并于当年推出“佳贝艾特”羊奶粉, 近十年随着消费者收入提升, 更加青睐进口以及更加高端的羊奶粉和有机奶粉, 公司前瞻性的产能布局和高端的定位逐渐受益该趋势, 业绩持续增长。

图 32: 澳优股价自低点至今涨幅1126.07%



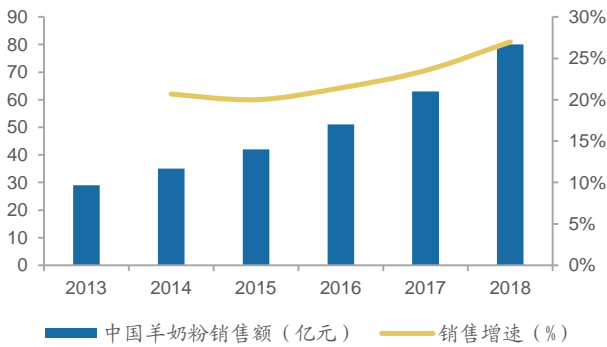
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 自管理改革以来净利率大幅上升



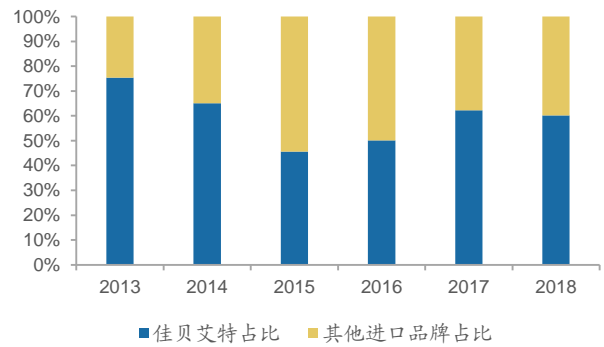
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 34: 近年羊奶粉保持较高的增长趋势



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

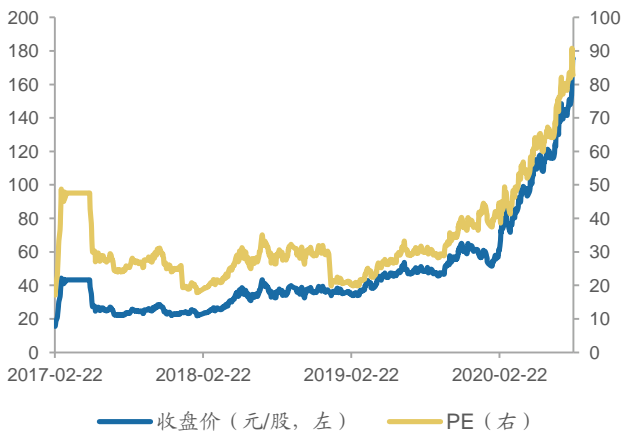
图 35: 佳贝艾特为进口羊奶粉行业龙头、第一品牌



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

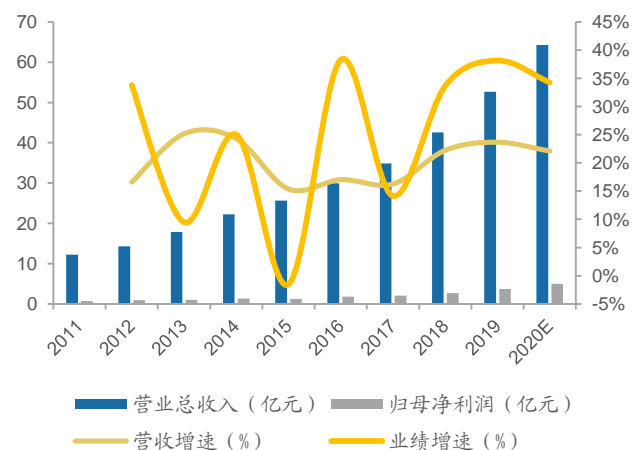
安井食品为火锅料行业龙头, 受益餐饮连锁化的新消费趋势, 上市后业绩估值双击。安井食品自2017年2月22日上市以来, 剔除上市首月新股贡献较大涨幅的因素, 股价(前复权)的最低点2017年7月18日的21.5元左右, 自低点至今涨幅达7倍以上, 年化CAGR约101.20%。从估值上来看, 2020年相较于2017年安井上市以来PE出现明显大幅提升, 增长384.78%, 股价增长得益于估值+业绩双击, 2020年较2017年营业总收入增长84.59%, 归母净利润增长147.41%。安井的经营业务以火锅料制品为主、速冻米面制品为辅, 2018年起新增菜肴制品。作为速冻火锅料龙头企业, 公司渠道优势明显(详见我们于2018-12-24发布的《安井食品: 强势渠道能力, 高ROE, 竞争优势明显》), 本身为餐饮供应链赛道中的优质标的。近几年业绩的持续高增长也主要受益于餐饮连锁化的新消费趋势。20年新冠疫情爆发后, 虽然餐饮B端渠道受影响, 但安井加大加快主食类和C端产品上市, 业绩持续高增长, 疫情的爆发抬升了具有必选属性和居家消费属性的速冻食品板块的估值, 安井估值进一步提升。

图 36: 安井股价最低点至今涨幅达714.45%, 对应PE涨幅384.78%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

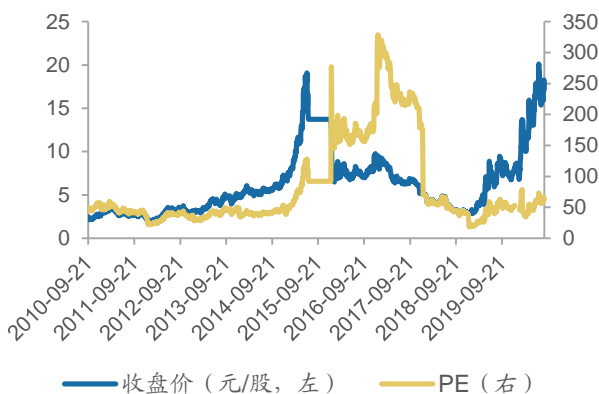
图 37: 预计2020年较2017年营业总收入增长84.59%, 归母净利润增长147.41%



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

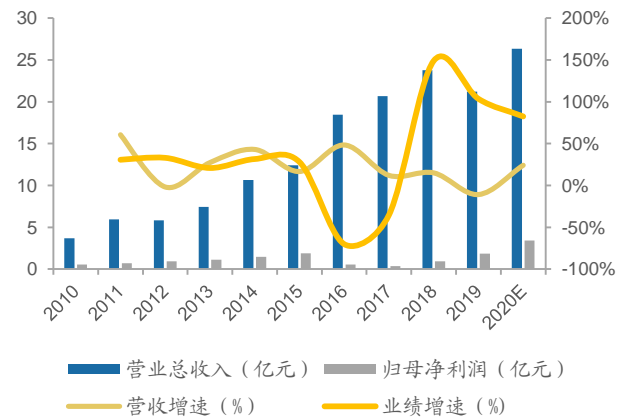
双塔食品作为豌豆蛋白龙头，受益西方国家素食主义潮流、人造肉品类的诞生。双塔食品自2010年上市以来股价（前复权）最低点为2012/1/17的1.75元左右，自低点至今涨幅达8倍以上，年化CAGR约为30.80%，涨幅主要是19年初-20年8月贡献。从估值上来看，2020年相较于2012年股价最低点PE增长169.45%，股价增长得益于业绩增长，2020年较2012年营业总收入增长350.86%，归母净利润增长265.20%。公司实际上在18年已经出现业绩的明显改善，但直到19年初股价才开始大幅上行，主要是因为当年美肉（Beyond Meat，双塔的下游客客户）的上市使得市场逐渐认知到公司业绩的可持续性。双塔是国内最大的粉丝生产企业，公司早期业务以粉丝生产为主，直到2012年起开始从事豌豆蛋白业务并于2019年成为公司最大的业务收入来源。豌豆蛋白是粉丝加工中产生的副产品，双塔生产的豌豆蛋白纯度高达88%，提纯技术全球领先。植物蛋白作为人造肉概念中的四种蛋白品类（昆虫蛋白、植物蛋白、微生物蛋白、细胞蛋白、植物蛋白）之一，具备成本低、安全性高、可消化性强、对环境影响小、市场经验相对丰富等优势，深受素食、素肉类投资者的喜爱。相对于发展中国家，欧美地区等发达国家对动物保护意识强、素食主义更流行。双塔客户多来自北美市场的高档饲料、固体饮料、能量棒、植物肉等领域的食品制造商，包括新兴肉类替代品行业中的代表Beyond Meat（美肉）。

图 38：双塔最低点至今股价涨幅达879.95%，PE涨幅约160.51%，股价大幅上行始于19年初



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 39：预计2020年较2012年营业总收入增长350.86%，归母净利润增长265.20%



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

C端奶酪消费趋势逐渐兴起，本土品牌妙可蓝多受益。妙可蓝多16年通过资产置换上市，自2016年以来股价（前复权）最低点为2018/10/11的6.8元左右，自低点至今涨幅超过5倍，CAGR为153.18%；仅从估值上来看，2020年PE较2018年下降52.93%。17-19年归母净利润分别为0.04、0.11、0.19亿元，增长375%，18-19年净利润进入高速增长轨道。奶酪本身处在乳品价值链的顶端，人均可支配收入的持续提升和冷链物流体系的快速发展为奶酪行业的成长奠定了基础。近几年C端家庭烘焙场景和儿童奶酪棒零食场景消费逐渐兴起，妙可蓝多于2017年开始进入零售渠道，2018年进

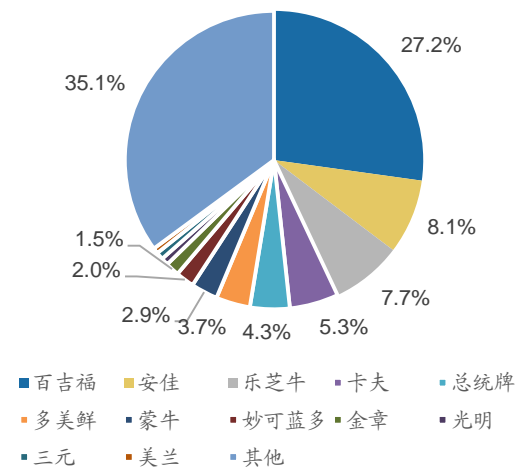
军儿童奶酪棒，作为本土品牌，在渠道下沉方面本身具有优势，2019年妙可蓝多进一步加大对品牌营销的投入，成长迅速，近几年收入增速明显快于奶酪行业增长。

图 40: 妙可蓝多自18年最低点以来股价涨幅 540.99%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

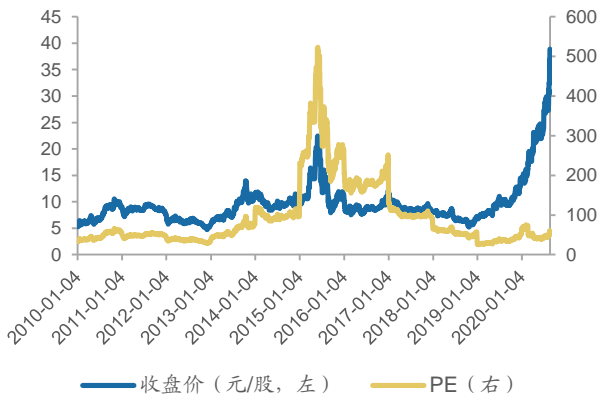
图 41: 2018年妙可蓝多在中国奶酪零售市场市占率: 本土品牌排名第二位



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

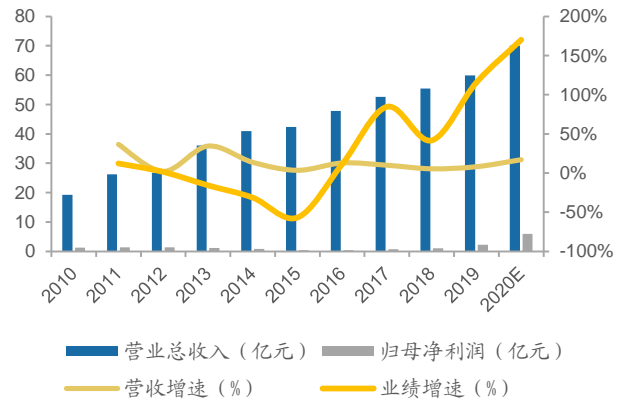
三全食品速冻食品龙头地位稳固，18年开启管理机制改革顺应餐饮供应链变革带动的新消费趋势、业绩持续增长。三全食品近十年股价（前复权）最低点为2012年12月05日的4.5元左右，自最低点至今涨幅约7.5倍，CAGR为31.81%。仅从估值上看2020年较2012年PE增长84.87%，业绩表现上2020年较2012年营业总收入增长161.32%归母净利润增长324.65%。从过去十年股价变化趋势来看，三全股价上涨主要自2018年10月末起，2018年10月26日收盘价为5.22元，至今涨幅644.61%，CAGR为172.88%；2020年较2018年估值上升25.00%，业绩增长483.18%。股价增长受益业绩驱动。公司为速冻食品行业龙头，在速冻米面子行业市占率第一。自2018年起董事长回归一线主导公司事业部改革，公司在试点进行改革初显成效，后于2019年3月起公司整体革新；提高工薪水平以提升员工积极性；根据生产、渠道、市场、中后台部门表现对零售和餐饮两个事业部施行“3+1”考核机制，市场化改革成效明显，公司盈利能力持续提升，叠加受益家庭厨房便捷化和餐饮连锁化的新消费趋势，业绩持续高增长。

图 42: 三全食品自2018年以来股价增长644.61%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

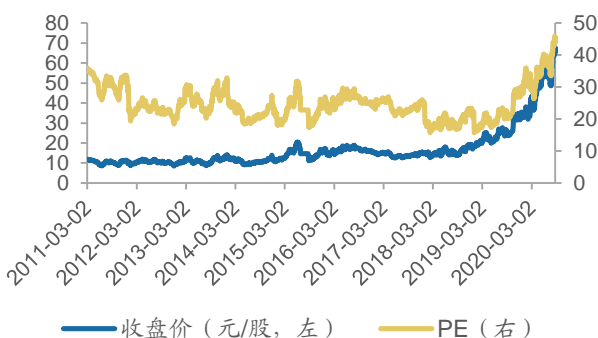
图 43: 受益改革2020年较2018年营业总收入增长26.46%归母净利润增长483.18%



数据来源: 三全食品年报, 广发证券发展研究中心

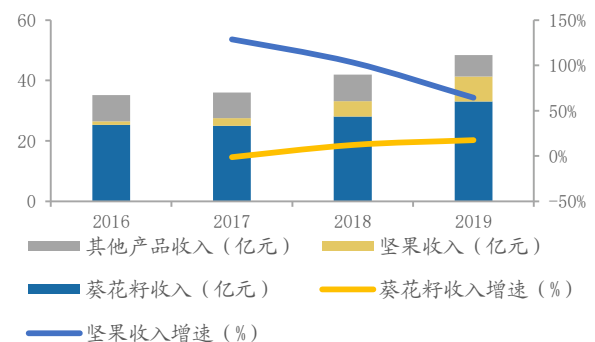
洽洽食品受益瓜子行业龙头地位稳固、顺应新消费趋势拓展坚果业务、公司管理改革+聚焦主业，瓜子坚果赛道投资价值被市场看好，实现业绩+估值双增长。洽洽食品近十年股价（前复权）最低点为2012/12/4的8.3元左右，自低点至今涨幅约7倍，CAGR为30.94%。从估值上来看2020年相较于2012年PE增长142.62%，业绩表现上，2020年较2012年营业总收入增长105.62%，归母净利润增长165.19%。股价增长得益于估值+业绩双击。公司股价的大幅增长主要受益于管理改善。2015年公司创始人陈先保回归，通过改革事业部、实施股权激励等方式激发公司经营活力。在战略上聚焦主业，瓜子方面推出升级产品（蓝袋）；发展坚果业务，将每日坚果（黄袋）作为战略大单品。18-19年改革成效逐渐体现，业绩持续超预期，估值业绩双击。

图 44: 洽洽食品股价最低点至今涨幅为707.88%，对应PE增长165.28%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 45: 18-19年葵花子主业恢复增长，坚果业务爆发式增长



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

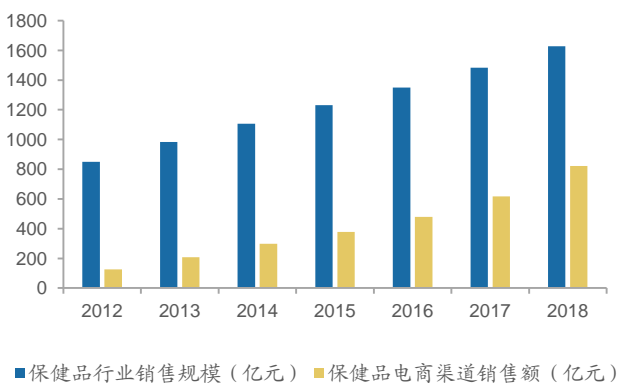
居民健康意识提升推动保健品品类扩容，汤臣倍健受益行业扩容和市占率提升业绩持续增长。汤臣倍健近十年股价（前复权）最低点为2011/5/27的3.2元左右，自低点至今涨幅6倍以上，CAGR为23.94%。仅从估值上看，2020年较2011年仅增长12.15%；业绩方面，2020年较2011年营收增长854.42%，业绩增长596.24%；2019年由于合并LSG形成的商誉及无形资产计提减值致使公司业绩亏损。作为膳食补充剂（保健品）龙头企业，公司业绩增长主要受益保健品品类的扩容和行业市占率的提升。过去十年，人口老龄化加剧、人均可支配收入提升以及健康意识的增强等社会因素推动保健品行业扩容。自2015年以来，我国保健食品监管制度趋严加速小型厂商出局、加速市场份额朝着规范化的龙头企业集中。公司在健力多等大单品的驱动下进入新一轮成长，2019年，健力多营收11.9亿元相较于2017年的3.54亿元增长236.16%。

图 46: 汤臣倍健过去十年股价自低点至今涨幅达668.13%



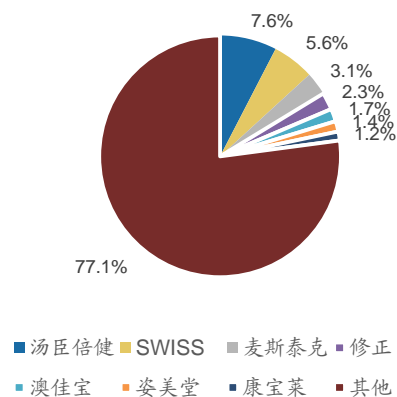
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 保健品市场规模呈上升趋势，线上占比提升



数据来源: 搜狐、前瞻产业研究院、中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

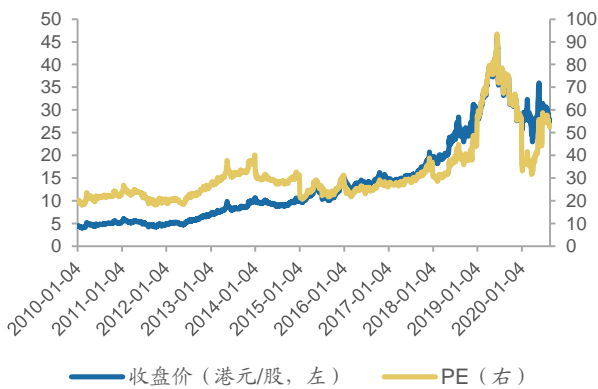
图 48: 2019年保健品行业线上渠道市占率



数据来源: 前瞻产业研究院、搜狐, 广发证券发展研究中心

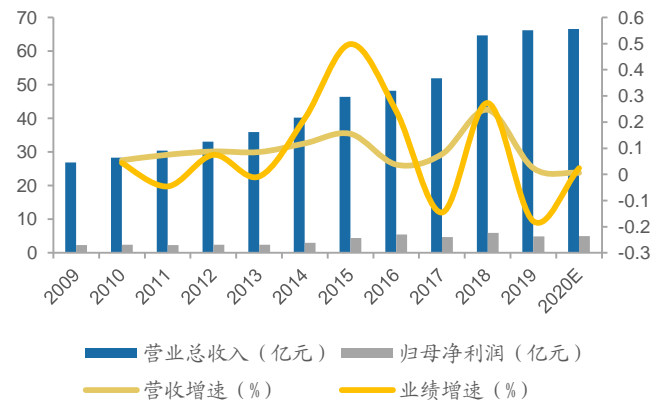
受益健康饮食趋势、植物蛋白行业持续快速增长，维他奶深耕豆奶行业、近十年在大陆不断扩张业绩持续增长。维他奶国际近十年股价（前复权）最低点为2010年2月9日的3.9港元左右，自最低点至今涨幅约5.9倍，CAGR为20.32%。仅从估值上来看2020年较2010年PE增长190.68%，业绩表现上2020年较2010年营业总收入增长135.32%，归母净利润增长109.52%。股价上涨受益于业绩估值双击。作为内地液态包装豆奶行业龙头，VITASOYINT'L于1940年在香港成立，历史悠久。公司形成以豆奶+柠檬茶为核心的产品布局，定位植物营养打造“低脂零添加”的产品，随着大陆消费水平逐渐提升，健康饮食趋势下植物蛋白行业持续快速增长，大陆逐渐成为维他奶国际的业绩新增长点，收入占比不断提升。

图 49: VITASOYINT'L过去是十年股价最低点至今上涨597.75%



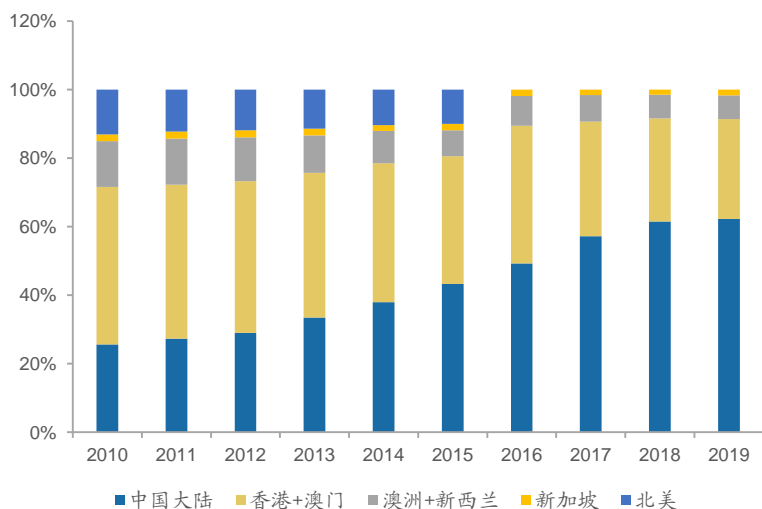
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 50: 公司规模逐渐扩大2020年较2010年营业总收入增长135.32%，归母净利润增长109.52%



数据来源: VITASOYINT'L 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 51: 维他奶各地区销售占比: 大陆收入占比逐渐提升, 目前为第一大市场



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

- (1) 宏观经济增速不及预期：若宏观经济增速放缓超出预期，会影响高端酒和次高端酒的消费。
- (2) 疫情反复风险：经济恢复不达预期，渠道扩张不达预期。
- (3) 食品安全风险：企业产品销量不达预期。
- (4) 买入时点估值过高的风险。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。
- 袁少州：高级分析师，经济学硕士，2年证券行业工作经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。