

证券研究报告

信达卓越推

推荐公司精选

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 2161678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

食品饮料行业

2019年5月14日

◆ 本周行业观点: 食品饮料重点监测子板块一季度业绩汇总及二季度展望

随着4月份的年报及季报披露期告一段落,我们对重点监测的食品饮料子板块及对应个股的表现情况进行了梳理及展望,以供投资人参考。重点监测个股的选择主要根据:1)企业的营业收入(不含其他营业收入)及归母净利润增速的持续增长能力;2)企业盈利能力的持续提升,一定程度上体现其品牌效应及产品结构升级能力;3)营运周期持续缩短,体现企业良好的资金使用效率。

1、白酒板块仍处高速增长通道,但茅台集团营销公司的成立恐影响板块估值。

信达食品饮料重点监测的白酒企业如表1所示:

表1 重点监测白酒企业的财务指标汇总情况(%)

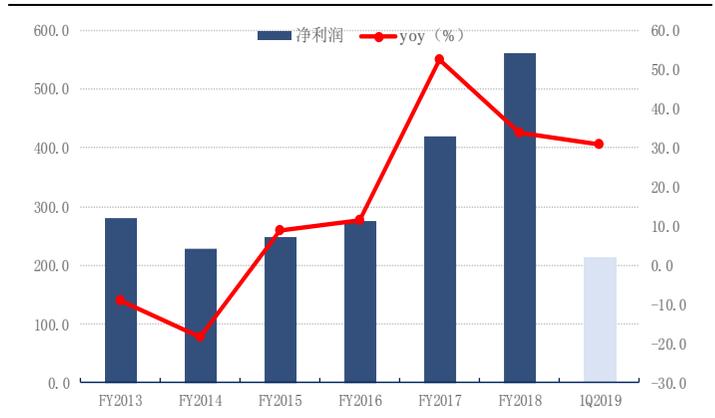
2019-05-01cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期(天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018yoy(%)	1Q2019yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018yoy(%)	1Q2019yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6005	贵州茅台	49.8%	26.5%	31.2%	23.9%	7.8%	62.0%	38.9%	31.9%	33.74	35.45	36.31	38.64	1,267	1,230	1,251	1,207
SZSE:0008	五粮液	23.0%	32.6%	36.8%	26.6%	9.9%	42.6%	38.3%	30.3%	19.61	23.44	36.41	39.92	438	401	247	245
SHSE:6008	山西汾酒	44.4%	47.5%	54.9%	20.1%	16.2%	57.4%	53.0%	22.6%	19.41	25.86	52.65	54.25	324	305	136	233
SHSE:6007	水井坊	74.1%	37.6%	87.7%	24.2%	155.5%	49.2%	68.0%	41.2%	22.00	33.72	37.36	44.47	429	639	569	539
SZSE:0007	酒鬼酒	34.1%	35.1%	46.1%	30.5%	22.6%	62.2%	68.9%	16.2%	9.02	10.64	12.43	13.26	1,225	979	1,354	930
SZSE:0005	泸州老窖	20.5%	25.6%	26.2%	23.7%	32.9%	30.7%	32.7%	43.1%	19.70	21.64	27.89	34.66	346	335	300	255
SZSE:0008	顺鑫农业	4.8%	2.9%	3.4%	19.9%	9.6%	6.3%	94.6%	17.2%	6.34	9.80	19.99	23.04	336	396	298	239
SHSE:6007	舍得酒业	12.1%	35.0%	22.0%	34.1%	1025.1%	79.0%	102.5%	21.5%	5.71	13.89	12.81	15.65	1,726	1,227	1,154	1,102
SHSE:6031	迎驾贡酒	3.3%	11.2%	11.9%	2.7%	28.8%	-2.4%	12.5%	9.0%	16.55	18.40	30.25	31.30	468	475	371	441
	合计																
	yoy (%)	32.6%	26.7%	30.9%	23.7%	11.4%	52.4%	39.7%	30.9%	4.16	2.23		4.41	-61.79	37.10		69.86
	中位数	23.0%	32.6%	31.2%	23.9%	22.6%	49.2%	53.0%	22.6%	19.41	21.64	30.25	34.66	438	475	371	441

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018及1Q2019ROE为年化数据

截止1Q2019,重点监测的白酒板块合计营业收入553.6亿元,增速23.71%,较去年同期下降7.21个百分点;合计实现归母净利润212.62亿元,增速30.91%,同比下降8.78个百分点。自2012年以来的近7年间,白酒板块整体景气度自2014年迎来加速反弹态势,带动重点监测的白酒企业合计营收及净利润增速在2017年达到高点。尽管1Q2019板块营业收入和归母净利润增速均较2017-18年行业最好水平有所下降,但仍处历史高位。

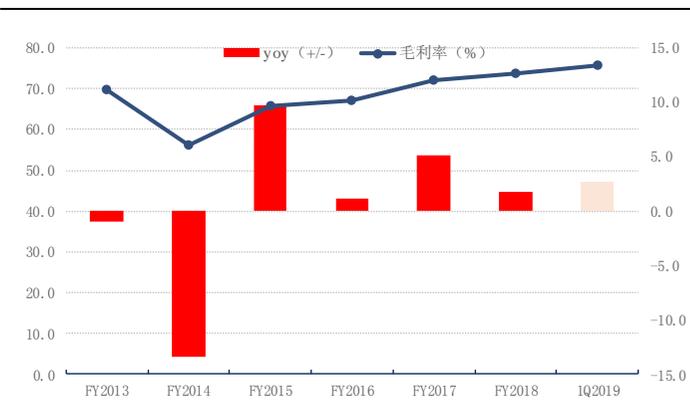
图 1 板块营业收入及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

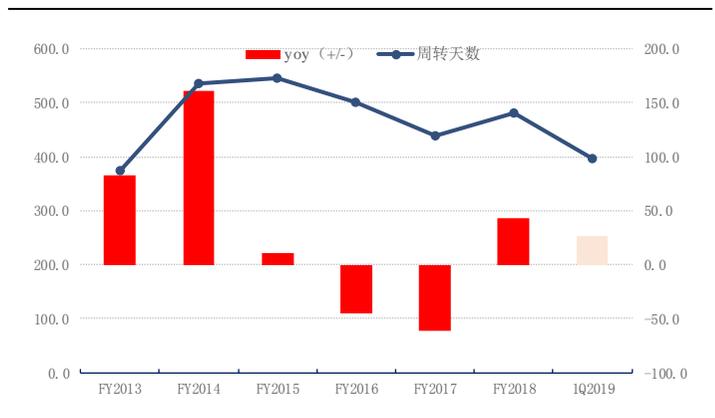
图 2 板块归母净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

从毛利率来看, 从 2014 年起, 核心白酒毛利率中位数持续提升, 1Q2019 最高达到 75.78%, 比上年同期提升了 2.59 个百分点。从营运能力来看, 核心白酒板块周转天数 2018 年和 1Q2019 均有不同程度的提升, 分别同比增加了 42.92 和 25.44 天, 周转效率下降。

图 3 毛利率及其变化情况 (%)


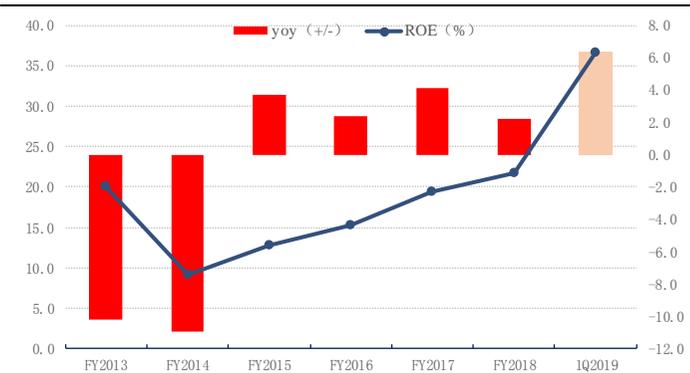
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 4 周转天数及其变化情况 (天, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

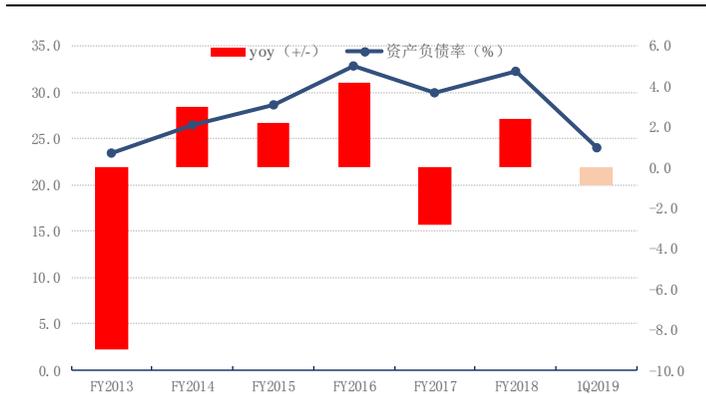
从投资回报率角度，核心白酒板块净资产收益率从14年起持续提升，在19Q1达到最高36.65%，比上年同期提升了6.39个百分点。资产负债率同比小幅下降，达到23.98%。

图5 ROE及其变化情况(%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图6 资产负债率及其变化情况(%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

整体来看，白酒板块表现仍然亮眼。但是由于茅台集团于上周设立营销公司相关消息拖累，板块上周显著跑输大盘。茅台集团此次将营销公司置于集团而非上市公司，该调整大概率长期削弱上市公司对下游渠道的管控能力，因此将影响贵州茅台上市公司的估值溢价。我们因此建议关注板块内估值更合理的个股，如五粮液、水井坊和泸州老窖。

2、餐饮产业链收入及利润增速普遍放缓，行业盈利情况基本保持稳定

信达食品饮料重点监测的餐饮产业链企业如表2所示:

表2 重点监测餐饮企业的财务指标汇总情况(%)

2019-05-01 cny	营业收入	归母净利润								ROE (%)								现金周转周期 (天)			
		2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019				
SZSE:0022	三全食品	9.9%	5.4%	7.7%	5.0%	82.5%	41.5%	6.4%	42.2%	3.68	4.99	5.60	7.76	18	9	-31	-19				
SHSE:6030	广州酒家	13.1%	15.9%	15.5%	19.8%	27.6%	12.8%	43.7%	17.9%	25.66	20.68	9.03	8.92	14	15	12	12				
SHSE:6033	安井食品	16.3%	22.2%	18.9%	14.6%	14.1%	33.5%	20.5%	19.6%	15.01	14.45	12.61	12.40	17	35	43	56				
SZSE:0027	海欣食品	4.7%	18.2%	42.9%	19.2%	-308.7%	-227.9%	-409.0%	6.2%	-3.51	4.43	6.35	6.45	55	56	13	24				
SEHK:6862	海底捞	36.2%	59.5%	54.4%		39.8%	60.2%	52.2%		110.45	33.92	-	-	-7	-6	-	-				
	合计																				
	yoy (%)	11.8%	13.3%	13.7%	10.6%	18.3%	34.6%	41.3%	22.7%	-1.38	0.38		0.65	-1	7		6				
	中位数	16.3%	22.2%	30.9%	19.5%	22.6%	41.5%	39.7%	21.1%	9.34	9.72	7.69	8.34	18	25	12	18				

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

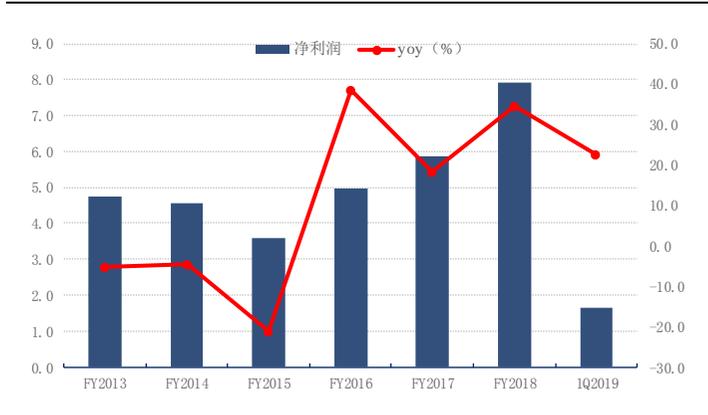
餐饮产业链板块核心公司 1Q2019 的可比收入达到 38.51 亿元, 同比增长 10.62%, 增速略有放缓; 合计实现归母净利润 1.64 亿元, 同比增长 22.67%, 比上年同期下降 19.01 个百分点, 主要因 1Q2018 成分股中的海欣食品 1Q2018 实现扭亏为盈, 故 1Q2019 的同比增长幅度放缓。

图 7 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

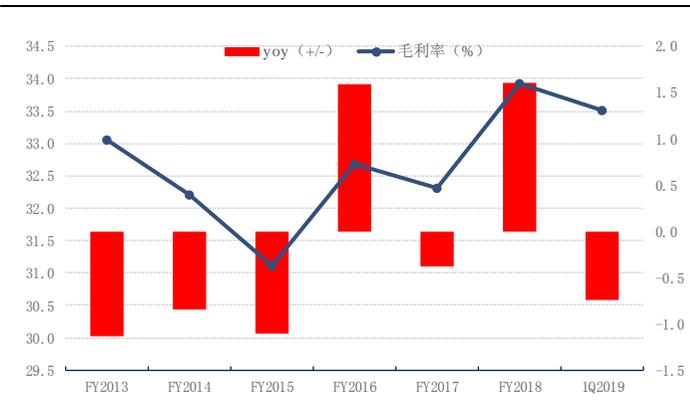
图 8 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

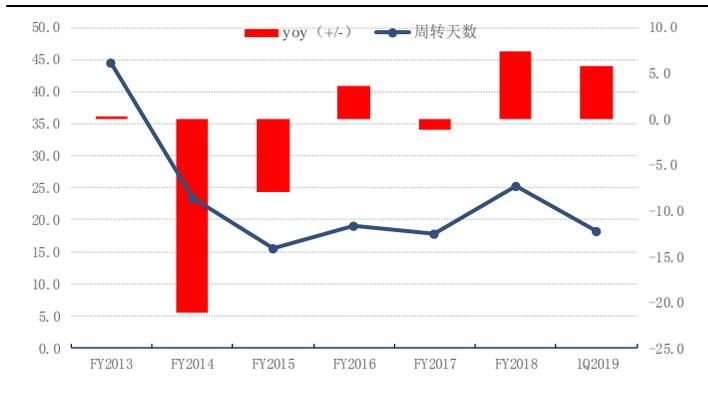
从毛利率来看, 毛利率波动基本体现了行业的景气程度。2016 年, 餐饮上游的速冻食品板块整体产能过剩, 陷入价格战的困境, 因此导致 2016 年全年毛利率中位数大幅下滑。1Q2019 的毛利率中位数为 33.52%, 同比下降 0.74 个百分点。从营运能力来看, 板块周转天数中位数 18.28 天, 同比增加 5.83 天, 主要由于影响中位值的广州酒家、海欣食品周转天数增加, 营运能力下降。

图 9 毛利率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

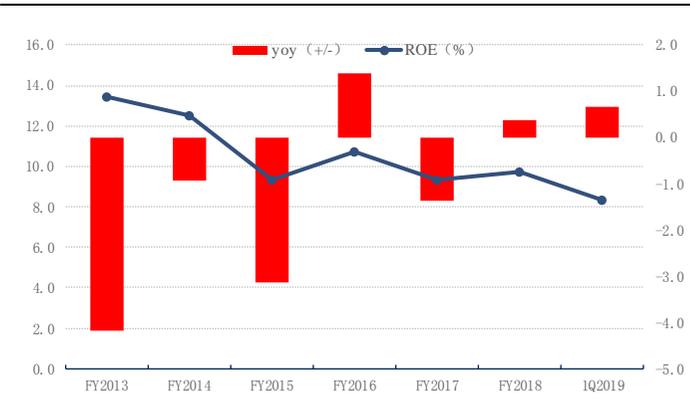
图 10 周转天数及其变化情况 (天, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

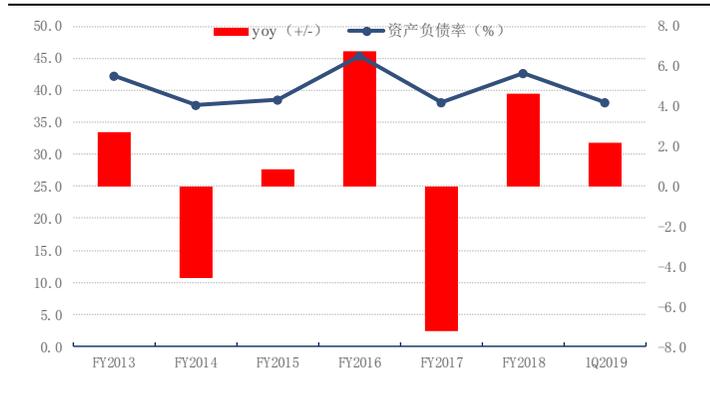
从投资回报率角度，核心餐饮板块净资产收益率 13-17 年呈下降趋势，18 年小幅提升，19Q1 ROE 中位值为 8.34%，比上年同期提升了 0.65 个百分点。资产负债率为 38.07%。

图 11 ROE 及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 12 资产负债率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

3、啤酒及其他酒类盈利能力大幅提升，主要受产业链整体提价效用显现影响

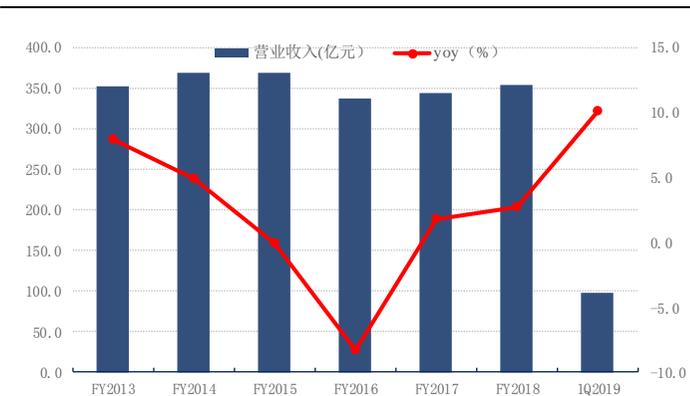
信达食品饮料重点监测的啤酒及其他酒类企业如表 3 所示:

表 3 重点监测啤酒及其他酒类企业的财务指标汇总情况 (%)

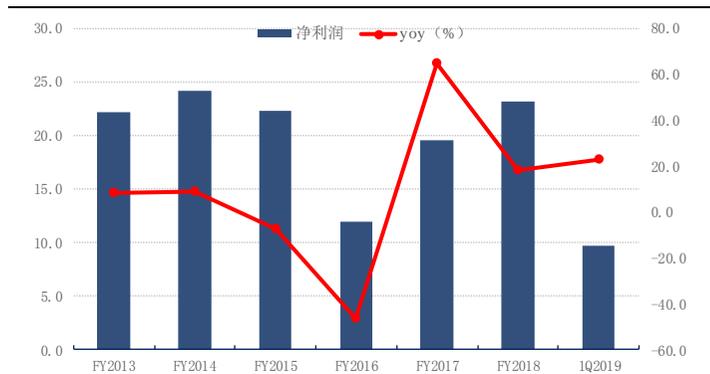
2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SZSE:0025	百润股份	26.6%	5.0%	-9.7%	14.6%	-224.2%	-32.2%	25.1%	65.7%	10.80	6.68	5.57	8.76	-73	-70	-64	-79
SHSE:6001	重庆啤酒	-0.6%	9.2%	10.4%	2.5%	82.0%	22.6%	56.9%	13.4%	27.09	36.20	28.46	33.28	78	19	37	-6
SHSE:6006	青岛啤酒	0.7%	1.1%	1.4%	11.4%	21.0%	12.6%	15.2%	21.0%	7.98	8.56	15.53	17.66	4	5	-14	-12
SZSE:0024	珠江啤酒	6.2%	7.3%	7.8%	4.6%	62.8%	97.7%	47.2%	65.8%	3.42	4.66	1.04	1.58	-40	-34	-47	-22
SEHK:291	华润啤酒	0.7%	1.1%	11.4%		86.8%	-16.9%	28.9%		6.56	5.27	15.84	-	88	69	56	-
	合计																
	yoy (%)	1.8%	2.7%	2.3%	10.1%	64.6%	18.2%	19.1%	22.8%	4.23	-1.77		2.66	10	4		14
	中位数	3.4%	6.1%	9.1%	11.4%	41.9%	17.6%	34.3%	21.0%	9.39	7.62	10.55	13.21	-18	-14	-31	-17

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

啤酒及其他酒板块核心股票实现营业总收入 98.19 亿元，同比大幅增加，增长 10.12%；归母净利润达到 9.65 亿，增速加快，同比增加 22.78%。

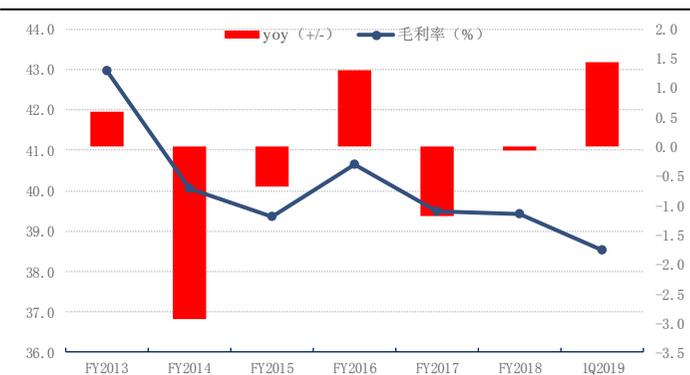
图 13 板块营业收入及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

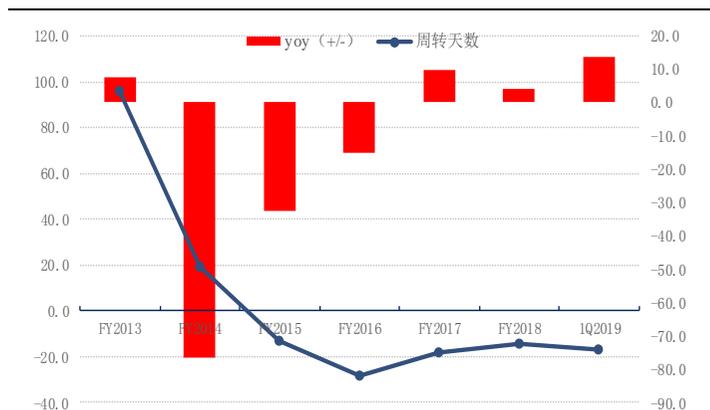
图 14 板块归母净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

啤酒及其他毛利率从 2016 年起下滑, 18 年小幅回升, 19Q1 为 38.53%, 同比增长了 1.43 个百分点。周转天数-17.1 天, 同比增长 14 天。从 2015 年起, 该板块周转天数主要为负数, 说明啤酒及其他公司占用供应商资金的能力强, 且应收账款和存货的管理能力较强, 现金流运用效率较高。

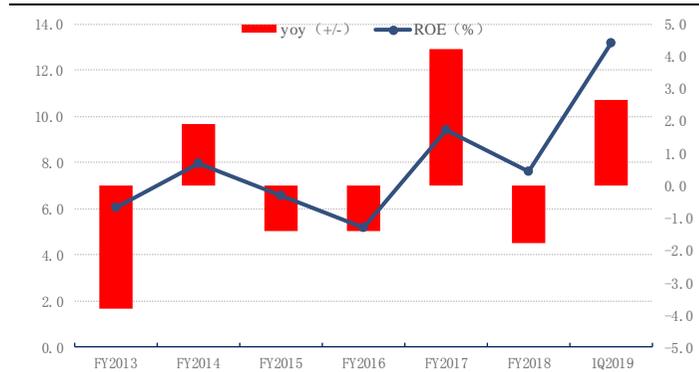
图 15 毛利率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

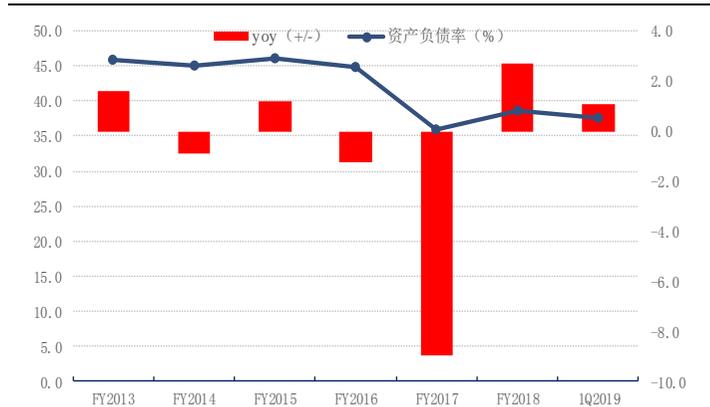
图 16 周转天数及其变化情况 (天, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

从投资回报角度, 19Q1 ROE 达到 13.21%, 同比增加 2.66 个百分点, 创历史新高。资产负债率为 37.52%。

图 17 ROE 及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 18 资产负债率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

4、宠物食品板块以境内收入扩张为导向，短期期间费用率影响其整体盈利水平

信达食品饮料重点监测的宠物食品企业如表 4 所示:

表 4 重点监测宠物食品企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
Szse:30067	佩蒂股份	14.8%	37.6%	50.1%	0.9%	38.0%	32.8%	120.1%	-79.5%	17.14	15.44	13.75	2.93	47	84	86	164
szse:00289	中宠股份	28.4%	39.1%	27.8%	37.5%	20.8%	9.5%	-43.0%	-45.7%	14.48	7.67	8.39	4.82	86	69	79	80
	合计																
	yoy (%)	22.8%	38.5%	35.2%	24.0%	22.2%	9.0%	19.1%	-69.5%	-5.99	-4.25		-7.19	14	11		39
	中位数	16.3%	22.2%	30.9%	16.9%	20.8%	33.5%	39.7%	12.9%	15.81	11.56	11.07	3.88	66	77	83	122

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

宠物食品两家上市公司佩蒂股份和中宠股份 2019 一季度合计实现营业收入 5.43 亿元，同比增长 24.04%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比下降 69.50%。主要原因原材料价格上涨压缩利润空间和客户对未来贸易政策预期的影响，部分订单被延后发出或延后执行（佩蒂股份）。

图 19 板块营业收入及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 20 板块归母净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

宠物食品上市公司 19Q1 毛利率为 26.57%，同比下降 2.09 个百分点，主要受原材料如鸡肉价格以及美元兑人民币汇率影响。周转天数创历史新高，中位数达到 121.86 天，同比增加了 39.31 天，周转效率大幅下降。

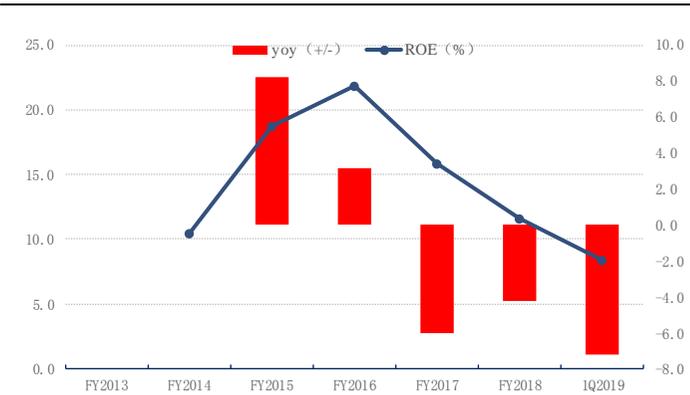
图 21 毛利率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

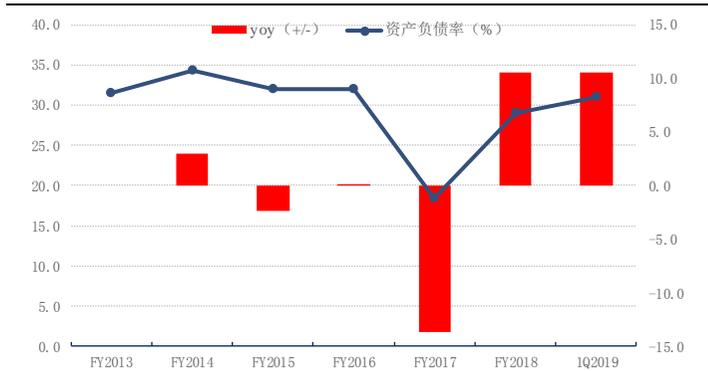
图 22 周转天数及其变化情况 (天, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

净资产收益率下降了 7.19 个百分点，达到历史新低 3.88%。资产负债率提升 10.56 个百分点，为 30.92%。

图 23 ROE 及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 24 资产负债率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

5、肉制品企业增速及盈利能力均持续提升，仅资金使用效率略有下滑

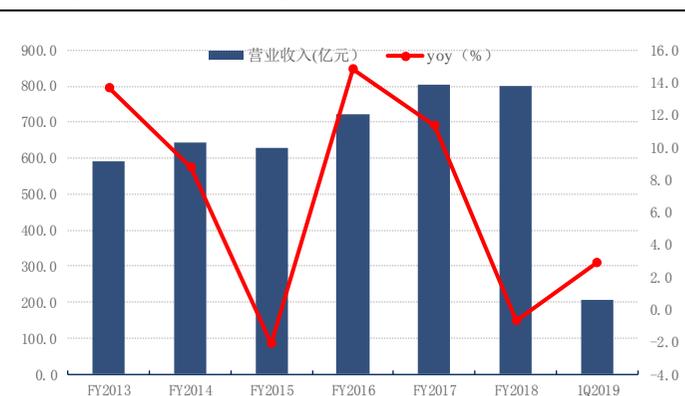
信达食品饮料重点监测的肉制品企业如表 5 所示:

表 5 重点监测肉制品企业的财务指标汇总情况 (%)

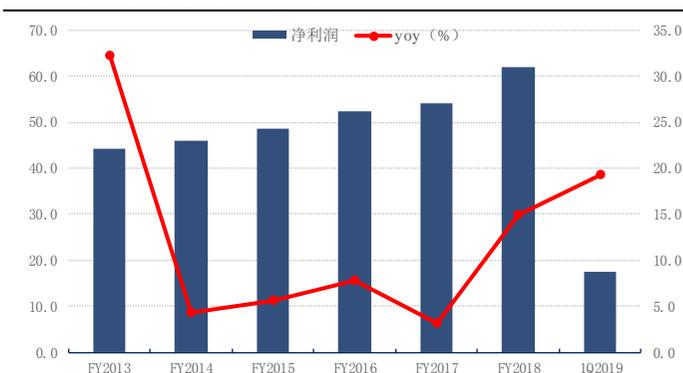
2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6035	绝味食品	17.6%	13.4%	10.1%	19.6%	31.9%	27.7%	31.3%	20.4%	24.62	22.51	22.60	22.70	30	38	25	36
SZSE:0026	煌上煌	21.3%	28.4%	23.4%	20.4%	59.8%	22.7%	42.9%	26.7%	8.72	9.76	11.18	12.86	145	134	109	111
SZSE:0008	双汇发展	-2.5%	-3.2%	-1.4%	-0.7%	-1.9%	13.8%	21.1%	20.2%	29.54	34.46	27.77	36.22	10	18	13	29
SZSE:0005	广弘控股	11.5%	8.4%	-38.9%	39.9%	47.0%	7.6%	10.9%	14.1%	11.57	12.69	4.28	7.21	-2	-11	-22	25
SHSE:6000	上海梅林	60.6%	-0.2%	-0.8%	4.0%	9.3%	9.1%	-9.9%	10.1%	8.75	6.92	17.08	20.03	36	43	32	41
SEHK:1458	周黑鸭	15.4%	-1.2%	-1.3%		6.4%	-29.1%	-17.3%		20.05	13.29	16.35	-	44	61	47	-
	合计																
	yoy (%)	11.2%	-0.7%	-1.3%	2.9%	3.1%	14.9%	17.8%	19.2%	1.08	1.12		2.95	-7	8		11
	中位数	13.4%	4.4%	0.8%	11.4%	36.9%	15.7%	20.1%	20.4%	11.57	12.69	17.08	20.03	30	38	25	36

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

得益于板块内企业的亮眼表现，肉制品核心公司共实现营业收入 206.14 亿元，同比增长 2.87%，比上年同期增加 4.18 个百分点；归母净利润 17.37 亿元，同比增加 19.21%，比上年同期增加 1.37 个百分点。

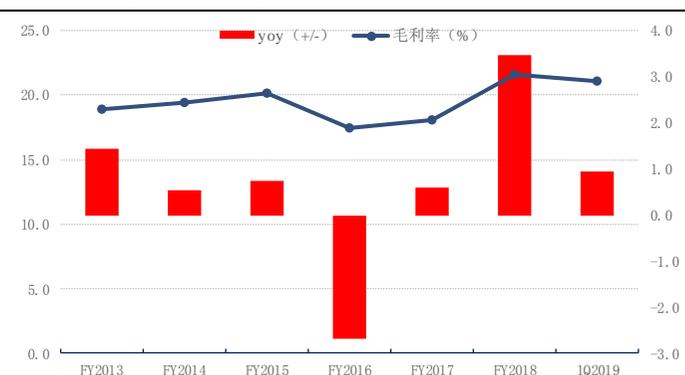
图 25 板块营业收入及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 26 板块归母净利润及增速 (亿元, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

毛利率为 21.09%，同比增加 0.93 个百分点。但周转天数比上年同期增加了 11.3 天，达到 36.47 天。

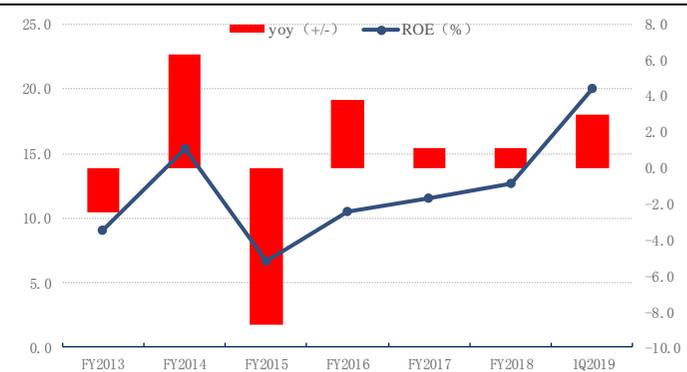
图 27 毛利率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

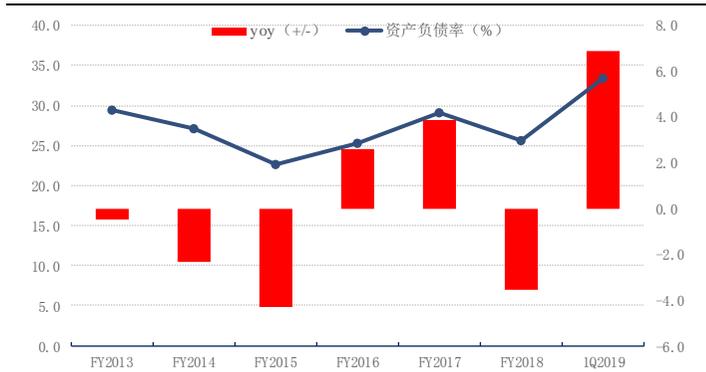
图 28 周转天数及其变化情况 (天, %)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

净资产收益率达到 20.03%，同比增加 2.95 个百分点。但资产负债率增加，为 33.41%。

图 29 ROE 及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 30 资产负债率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

上述表现符合行业当前正经历的“产业集中度提升、龙头议价能力逐年增强”的行业趋势。同时，受非洲猪瘟对后期猪肉价格的影响，我们判断行业内企业大概率对上游猪肉制品原材料进行一定的囤货，因此影响库存周转率。

6、软饮料板块增速仍较缓慢，但香飘飘受益果汁茶爆款影响，增速一骑绝尘。

信达食品饮料重点监测的软饮料企业如表 6 所示：

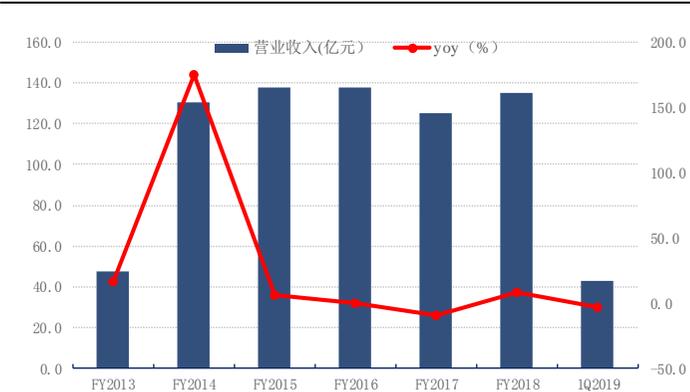
表 6 重点监测软饮料企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6031	养元饮品	-13.0%	5.2%	20.1%	-12.5%	-15.7%	22.8%	80.3%	-8.6%	34.71	29.39	39.40	27.43	19	29	-9	-2
SHSE:6037	香飘飘	10.5%	23.1%	111.4%	28.3%	0.6%	17.5%	35.0%	83.6%	16.78	15.19	5.83	9.22	-66	-38	-37	-54
SZSE:00084	承德露露	-16.2%	0.5%	13.2%	3.9%	-8.2%	-0.1%	11.0%	1.6%	20.70	20.69	40.81	43.10	5	43	6	23
SEHK:906	中粮包装	14.5%	10.3%	16.9%		5.6%	-17.9%	-14.8%		6.16	5.03	5.51	-	99	88	93	-
	合计																
	yoy (%)	-9.5%	8.2%	26.6%	-3.1%	-13.5%	19.2%	60.4%	-4.5%	-5.32	-0.80		4.82	14	24		-0
	中位数	11.3%	10.3%	16.9%	14.7%	2.0%	17.5%	13.0%	9.1%	18.74	17.94	22.61	27.43	12	36	-2	-2

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

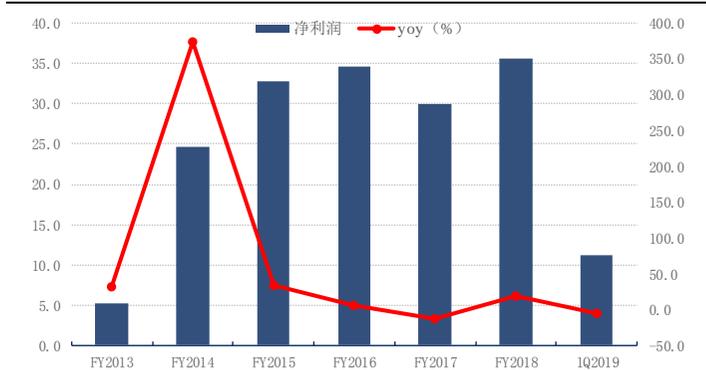
软饮料三家 A 股上市公司养元饮品、香飘飘和承德露露，1Q2019 合计实现营业收入 42.62 亿元，同比下降 3.13%，主要由于体量较大的养元饮品营收下降 12.5%，规模较小的香飘飘和承德露露的增幅难以抵消前者降幅。1Q2019 板块归母净利润实现 11.25 亿元，同比下降 4.45%，仍然因养元饮品单季度降幅较大所致。

图 31 板块营业收入及增速 (亿元, %)



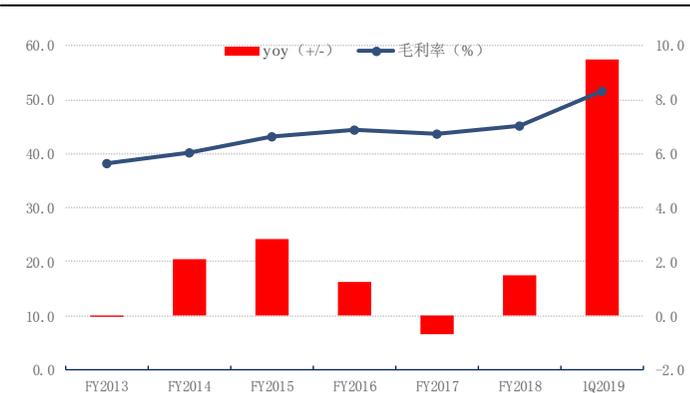
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 32 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



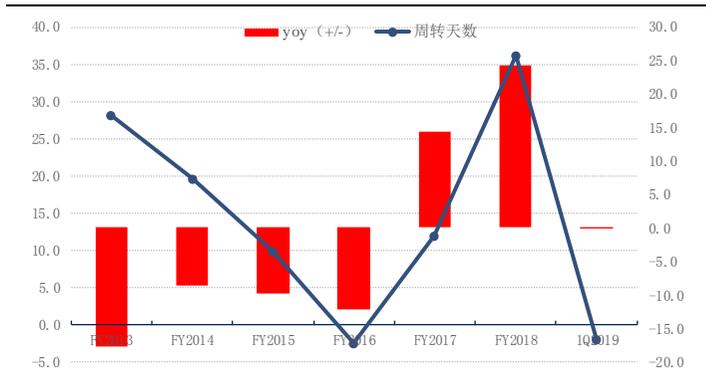
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 33 毛利率及其变化情况 (%)



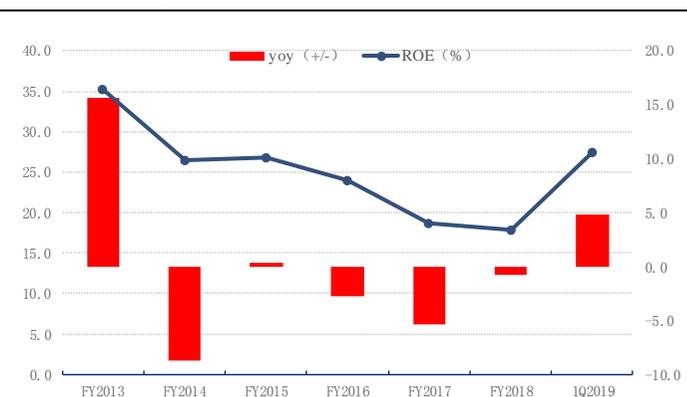
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 34 周转天数及其变化情况 (天, %)

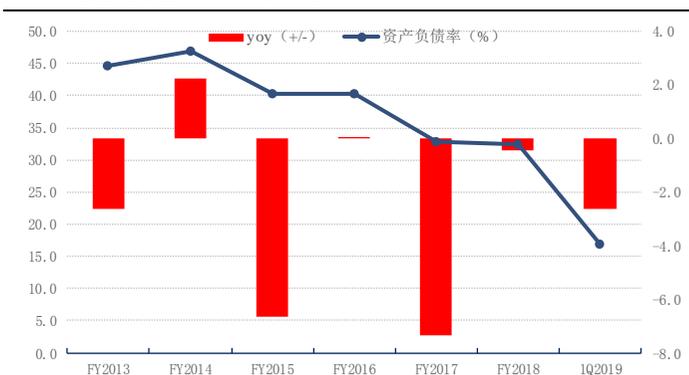


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

受板块内企业盈利能力增强影响，1Q2019 毛利率中位值由 48.86 上升 51.69，上升 2.83 个百分点。净资产收益率同比增加 4.82 个百分点，达到 27.43%。资产负债率下降，中位值为 16.89%。

图 35 ROE 及其变化情况 (%)


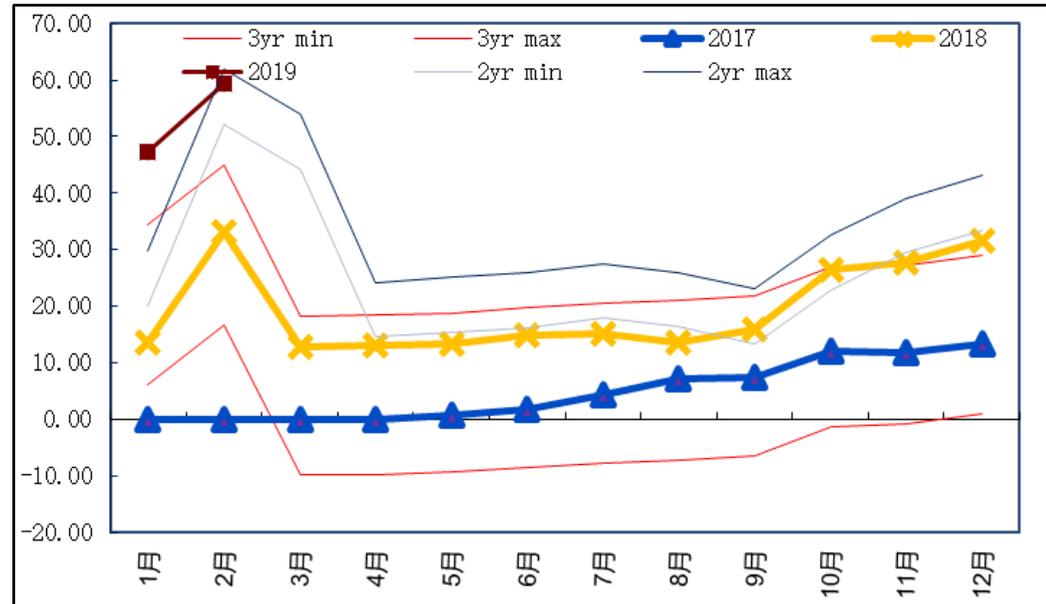
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 36 资产负债率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

板块内企业香飘飘 1Q2019 保持了强劲的收入及归母净利润增速, 主要因其 18 年下半年推出的新品, MECO 果汁茶销量增幅明显, 且企业规模效应带来的经营杠杆初现。从连锁商超端的数据来看, 我们判断香飘飘这一增速趋势将有一定持续性。

图 37 香飘飘液体茶饮料的连锁商超端销售额变化情况 (百万元)



资料来源：超市连锁信息网，信达证券研发中心整理

7、调味发酵品板块呈现较强势增长，马太效应有所体现

信达食品饮料重点监测的调味发酵品企业如表 7 所示：

表 7 重点监测调味发酵品企业的财务指标汇总情况 (%)

证券代码	证券简称	营业收入				归母净利润				ROE (%)		现金周转周期 (天)					
		2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SHSE:6002	安琪酵母	18.8%	15.8%	14.9%	11.6%	91.0%	58.3%	30.2%	-14.6%	23.52	20.81	26.92	20.94	105	105	108	115
SHSE:6003	恒顺醋业	6.5%	9.9%	8.2%	15.2%	-28.9%	64.8%	33.0%	21.7%	15.85	15.18	12.34	13.47	85	77	84	61
SHSE:6008	中炬高新	14.3%	15.4%	18.4%	6.7%	46.5%	25.1%	47.4%	11.5%	15.64	18.42	21.09	21.81	187	172	145	125
SHSE:6030	千禾味业	23.0%	12.4%	-3.0%	18.5%	50.4%	43.9%	193.2%	-54.0%	14.75	20.26	39.34	15.17	143	140	155	133
SHSE:6032	海天味业	17.1%	16.8%	17.0%	17.0%	13.5%	24.2%	23.1%	22.8%	32.43	34.05	38.92	40.41	-	19	2	9
SHSE:6033	天味食品	8.3%	32.6%	-	25.1%	42.8%	-9.6%	-	37.0%	19.59	25.77	-	-	-3	10	-	-
SHSE:6034	安记食品	-1.9%	33.6%	22.9%	70.7%	-23.3%	1.1%	10.1%	22.1%	5.81	5.78	6.03	8.18	85	53	68	33
SEHK:1579	颐海国际	51.3%	62.9%	59.1%	-	49.9%	39.6%	163.0%	-	18.84	30.91	24.05	-	35	37	46	-
	合计																
	yoy (%)	14.4%	13.7%	17.3%	22.5%	20.4%	28.8%	34.8%	12.2%	1.11	4.41		-5.95	-4	-18		-8
	中位数	15.7%	16.3%	17.0%	16.4%	44.7%	25.1%	33.0%	19.9%	15.85	20.26	24.00	18.05	95	77	96	88

资料来源：CapitalIQ，信达证券研发中心；注：1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

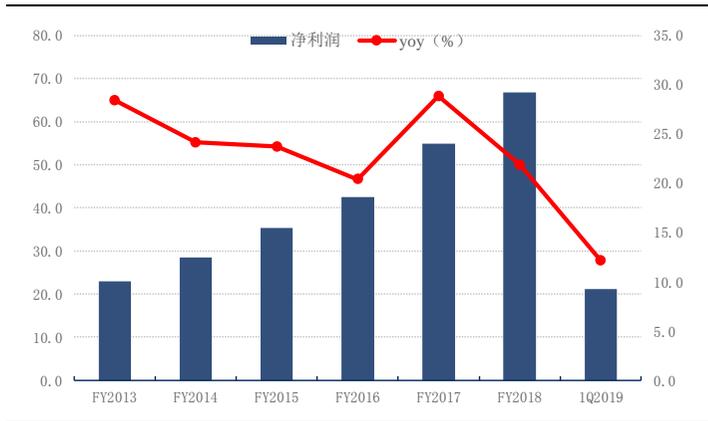
调味发酵品板块改善幅度明显，共实现收入 97.18 亿元，同比增长 22.45%，比上年同期增加了 5.19 个百分点。利润增速下降 22.66 个百分点至 12.17%，但仍保持双位数增长。归母净利润达到 21.13 亿元。

图 38 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

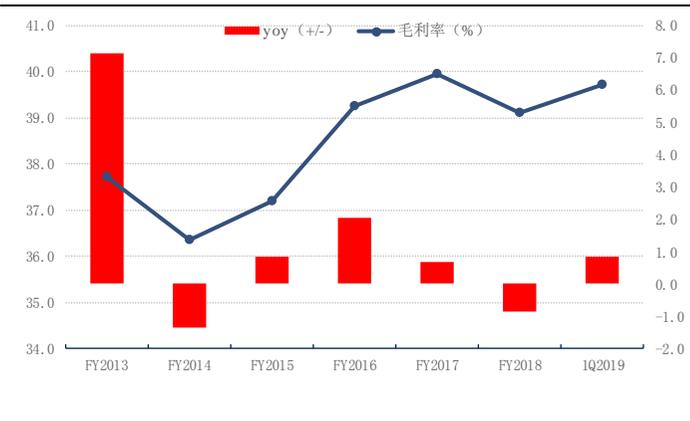
图 39 板块利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

毛利率增加 0.85 个百分点，达到 39.73%。周转天数为 87.89 天，减少了 8.16 天，周转效率提升。

图 40 毛利率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 41 周转天数及其变化情况 (天, %)

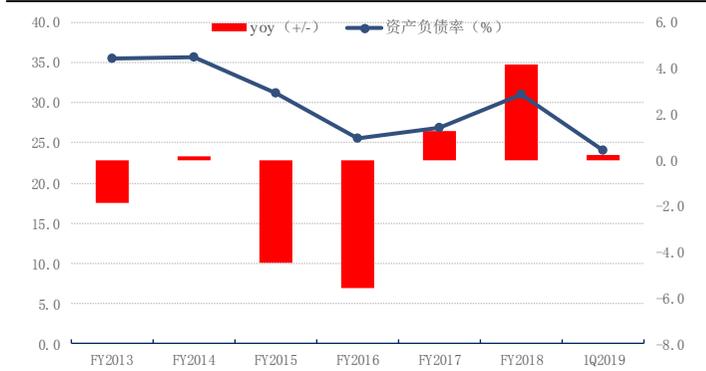


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

净资产收益率下降 5.95 个百分点，为 18.05%。资产负债率为 24.02%，基本保持不变。

图 42 ROE 及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 43 资产负债率及其变化情况 (%)


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

8、乳制品板块分化明显，行业龙头处业绩上升通道，但区域乳企仍在调整期

信达食品饮料重点监测的乳制品企业如表 8 所示:

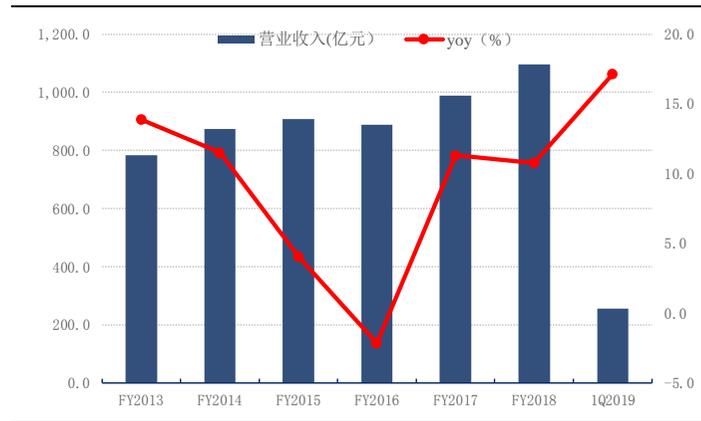
表 8 重点监测乳制品企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01.cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)				现金周转周期 (天)			
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
	中位数	13.4%	4.4%	0.8%	11.4%	36.9%	15.7%	20.1%	20.4%	11.57	12.69	17.08	20.03	30	38	25	36
SHSE:6005	光明乳业	9.0%	-4.7%	-3.7%	5.5%	10.1%	-44.9%	-27.4%	4.0%	12.67	7.77	12.69	13.23	25	28	25	31
SHSE:6004	天润乳业	41.7%	17.9%	23.3%	16.0%	26.6%	15.2%	19.0%	10.2%	12.26	11.73	12.50	11.51	-4	-40	-25	-65
SZSE:0027	燕塘乳业	12.6%	4.7%	9.1%	8.8%	13.8%	-65.1%	-21.0%	15.1%	13.52	4.81	4.41	5.27	-11	-15	-4	12
SHSE:6008	妙可蓝多	92.0%	24.8%	-4.9%	57.5%	-86.7%	148.7%	-543.6%	-101.9%	0.37	0.89	-6.89	0.13	26	43	65	52
SZSE:0025	贝因美	-3.8%	-6.4%	-35.8%	16.4%	35.4%	-103.9%	-27.5%	12.7%	-44.25	2.71	1.67	2.03	220	127	95	41
SZSE:0029	新乳业	-3.8%	-6.4%	3.3%	13.5%	48.0%	9.2%	-55.9%	3.6%	18.15	17.29	6.61	5.36	2	12	-	16
SHSE:6008	伊利股份	12.3%	16.9%	25.1%	17.1%	6.0%	7.3%	21.1%	8.4%	24.77	24.22	32.06	33.49	4	7	-10	-9
SEHK:2319	蒙牛乳业	11.9%	14.7%	17.0%		扭亏	48.6%	38.5%		7.72	11.13	12.01	12.01	-8	-8	-9	-
	合计																
	yoy (%)	11.3%	10.8%	15.0%	14.9%	3.4%	20.3%	13.0%	9.1%	0.81	-3.01	-0.87	-0.87	-3	6		21
	中位数	12.3%	4.7%	3.3%	14.7%	20.2%	9.2%	-21.0%	9.3%	12.46	9.45	9.31	8.44	3	10	-4	16

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

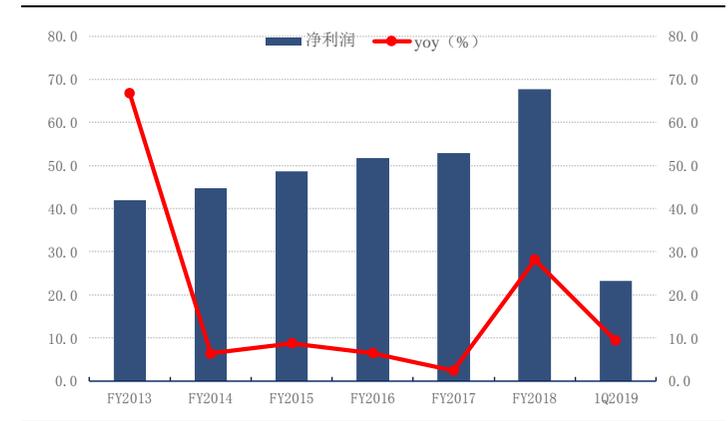
乳制品核心公司共实现营业收入 301.42 亿元，同比增加 14.99%，继续保持双位数增长。归母净利润达到 24.68 亿元，同比增加 9.15%。

图 44 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

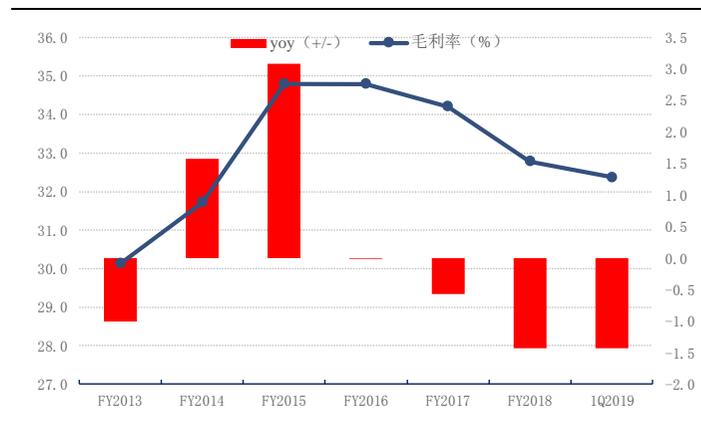
图 45 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

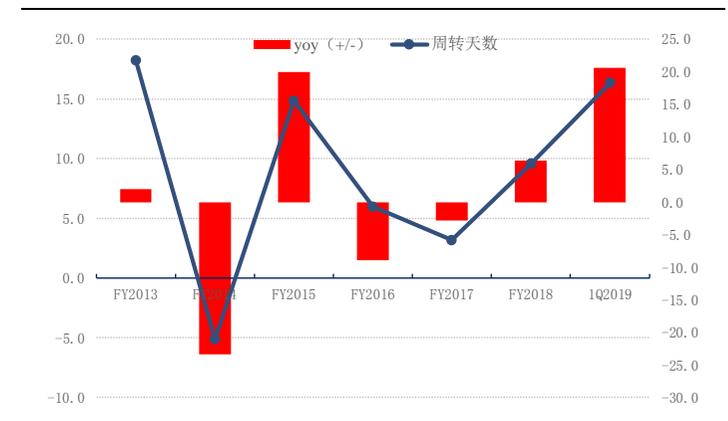
毛利率中位数下降了 1.42 个百分点，为 32.37%。板块周转天数中位数同比增加 16.32 天，达到 20.64 天。

图 46 毛利率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

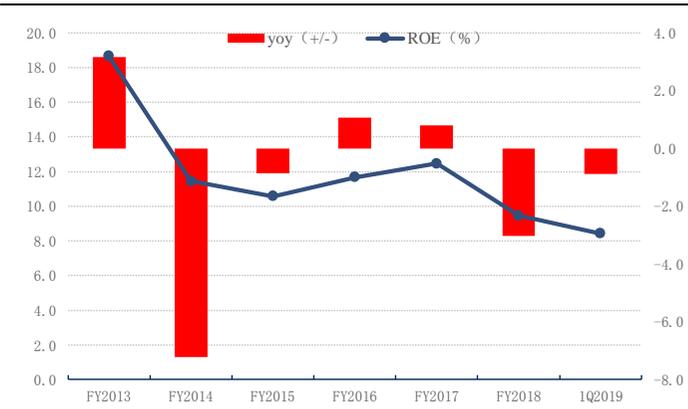
图 47 周转天数及其变化情况 (天, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

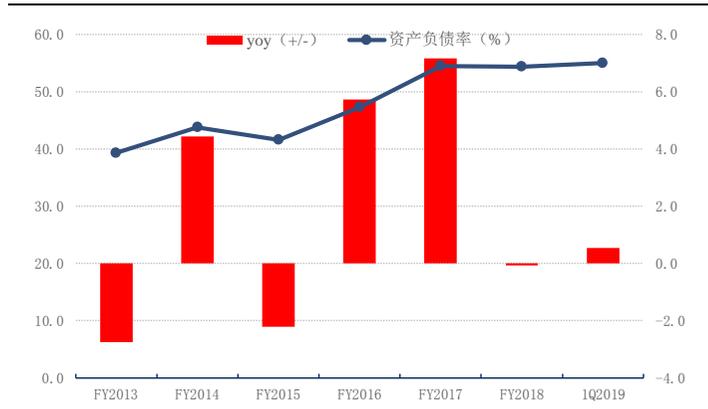
净资产收益率中位数较去年同期略下滑 0.87 个百分点至 8.44%，资产负债率维持稳定，为 55.10%。

图 48 ROE 及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 49 资产负债率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

乳制品板块呈现了较明显的板块分化，其中全国性乳企伊利和蒙牛均持续录得收入及归母净利润增长，且两者的盈利能力持续提升，现金周转天数维持低位。但其余的区域性乳企尚处调整期，尚待进一步观察其业绩企稳反弹的持续性。

9、食品综合板块业绩增速维持高位

信达食品饮料重点监测的食品综合企业如表 9 所示:

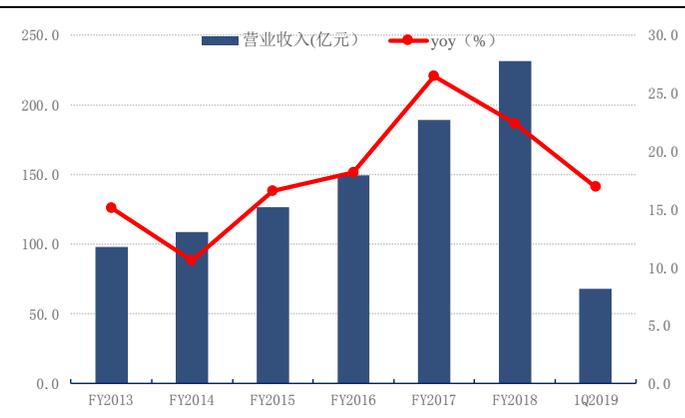
表 9 重点监测食品综合企业的财务指标汇总情况 (%)

2019-05-01 cny		营业收入				归母净利润				ROE (%)		现金周转周期 (天)					
证券代码	证券简称	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	2017yoy(%)	2018yoy(%)	1Q2018 yoy(%)	1Q2019 yoy(%)	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019	FY2017	FY2018	CQ12018	CQ12019
SZSE:0025	洽洽食品	2.6%	16.5%	28.4%	1.3%	-9.8%	35.6%	8.8%	35.7%	10.44	13.61	10.85	13.60	118	103	91	66
SHSE:6038	元祖股份	11.7%	10.2%	3.5%	23.7%	62.9%	18.7%	44.9%	-75.2%	17.78	18.79	-9.10	-1.99	-10	-8	-12	-7
SZSE:0025	好想你	96.5%	21.6%	37.7%	7.3%	172.2%	21.2%	102.0%	10.4%	3.01	3.29	14.06	15.63	109	80	37	-15
SZSE:3001	汤臣倍健	34.7%	39.9%	45.0%	47.2%	42.5%	31.0%	31.4%	33.7%	15.59	15.12	30.01	28.08	74	91	55	69
SHSE:6038	桃李面包	23.4%	18.5%	20.6%	15.5%	17.8%	25.1%	51.6%	12.1%	19.69	19.53	13.47	13.92	11	9	9	9
SZSE:0026	克明面业	4.9%	25.9%	45.2%	17.5%	-17.8%	65.0%	110.9%	-17.3%	5.27	8.41	13.65	10.78	76	62	54	29
SEHK:3799	达利食品	11.0%	5.4%	11.4%		9.5%	8.3%	12.3%		24.84	25.46	27.73	-	21	24	19	-
SEHK:220	统一企业	-0.8%	4.6%	6.0%		44.6%	17.2%	25.4%		7.07	7.91	11.11	-	8	6	-2	-
SEHK:322	康师傅控	6.1%	2.9%	5.9%		56.6%	35.4%	64.3%		9.72	11.89	12.54	-	-29	-29	-34	-
SEHK:345	VITASOY II	-2.6%	19.6%	17.8%		16.5%	-5.3%	19.3%		25.61	21.92	13.55	-	60	55	65	-
	合计																
	yoy (%)	26.5%	22.4%	32.7%	16.9%	24.2%	30.4%	44.1%	25.8%	13.02	1.34		0.25	5	-0		-9
	中位数	11.0%	18.5%	17.8%	17.5%	42.5%	21.2%	44.9%	10.4%	13.02	14.36	13.51	13.76	40	40	28	19

资料来源: CapitalIQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2018 及 1Q2019ROE 为年化数据

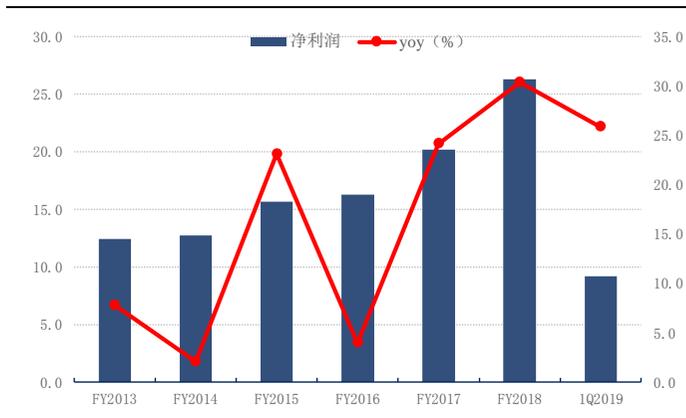
由于港股企业尚未披露日历年 1Q 的业绩, 故下文仅测算 A 股食品综合核心公司的业绩增速情况。信达监测的板块内 A 股上市公司 1Q2019 实现营业收入 68.02 亿元, 同比增长 16.91%, 比上年同期下降了 15.84 个百分点。归母净利润实现 9.20 亿元, 同比增长 25.84%, 比上年同期下降了 18.24 个百分点。

图 50 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

图 51 板块利润及增速 (亿元, %)

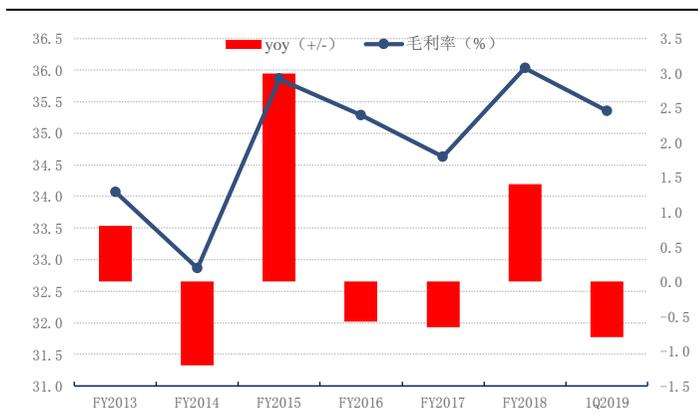


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

毛利率中位值为 35.35%, 同比下降 0.79 个百分点。周转天数为 19.21 天, 下降了 8.53 天, 周转效率大幅提升。

图 52 毛利率及其变化情况 (%)

图 53 周转天数及其变化情况 (天, %)



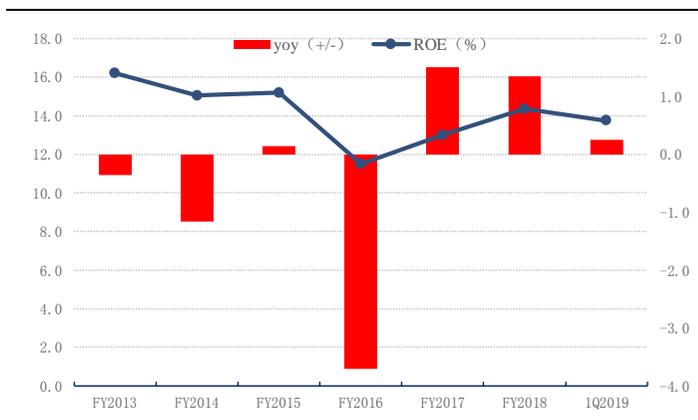
资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

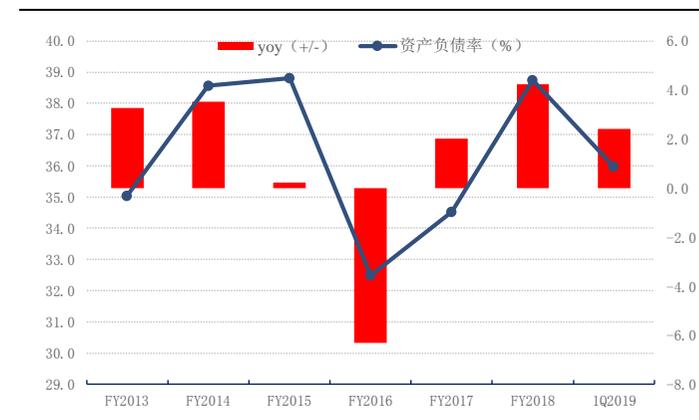
净资产收益率维持稳定, 达到 13.76%。资产负债率为 35.97%。

图 54 ROE 及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心; 注: 1Q2019ROE 为年化数据

图 55 资产负债率及其变化情况 (%)



资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

风险提示: 市场扩张不及预期; 资金不足的风险; 细分需求判断失误的风险; 宏观经济下行的风险。

❖ 本期【卓越推】：中炬高新（600872），广州酒家（603043）。

中炬高新（600872）（2019-05-13 收盘价 35.40 元）

➤ 核心推荐理由：

- 1、**公司产能将迎来密集投放期，定位差异化竞争，知名度不断提升。**1) 公司酱油产能已进入密集投放期，随着阳西美味鲜项目投产，其他调味品产能也将从 2020 年开始增长，符合公司平台化发展的策略；2) 公司定位精准差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年，且公司酱油出厂吨价最高，产品结构符合消费升级逻辑；3) 公司是品牌化战略的先行者，塑造了“品牌可信赖，无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大，厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。
 - 2、**实控人变更落地，后续发展目标清晰。**2019 年 3 月 22 日，公司公告称其实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会正式变更为姚振华先生。此次变更，姚振华先生和宝能投资对于中炬高新的控制权进一步加强，公司治理结构有望持续改善，为发展增添新动力。公司在年报中披露了中期目标，即实现五年“双百”目标——从 2019 年到 2023 年，公司用五年的时间，按照三步走发展战略，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。产量方面，2018 年公司调味品整体生产量约 54 万吨，根据公司的阳西基地二期建设计划，我们判断 100 万吨的产量目标是较易实现的；收入目标方面，公司在未来 5 年需要实现 21% 的年均复合增速，其主营业务的长期成长性可期。
- **盈利预测与评级：**我们预计中炬高新 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 7.49、9.69 和 11.38 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.94、1.22 和 1.43 元。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。
- **相关研究：**《20180111 中炬高新（600872）关注中炬高新小包装化进程》，《20180426 中炬高新（600872）成本控制逻辑被验证，渠道拓展体现做强决心》，《20180517 中炬高新（600872）阳西基地先进产能带来利润空间想象力》，《20180823 中炬高新（600872）看好调味品业务盈利能力持续提升》，《20181030 中炬高新（600872）提价影响减弱，调味品业务增速放缓；大股东变更为公司发展增添新动力》《20190401 中炬高新（600872）调味品板块 4Q 收入增速反弹；实控人变更落地助力公司发展》《20190430 中炬高新（600872）调味品业务盈利能力显著提升，品类扩张步伐加快》。

广州酒家 (603043) (2019-05-13 收盘价 28.38 元)

核心推荐理由:

- 1、收入增长源于食品制造板块产能释放和单价提升的双重影响，产品力和品牌力可见一斑。**2018 年全年，公司食品制造业务实现收入 18.92 亿元，同比增长 18.59%，增速较 2017 年同比提升 7.3 个百分点；餐饮业务实现收入 6.01 亿元，同比增长 7.46%，增速较 2017 年的 20.73% 明显放缓。食品制造业务下辖三大子板块中，月饼板块收入 10.38 亿元，同比增长 15.67%；速冻板块收入 4.10 亿元，同比增长 29.86%；其他(饼酥和腊味) 板块收入 4.43 亿元，同比增长 15.97%。相关子板块的增长一方面来自于公司产能逐步释放带来的销量提升，另一方面源自产品平均单价的提升：1) 月饼子板块 2018 年销量 1.15 万吨，同比增长 9.92%，销售单价 90.2 元/kg，同比增长 5.20%；2) 速冻子板块 2018 年销量 2.02 万吨，同比增长 20.5%，销售单价 20.5 元/kg，同比增长 10.40%。综合来看，公司 2018 年销量增长情况略逊我们预期，但同期主要产品平均出厂价提升幅度优于预期，体现了公司持续的产品升级能力和品牌影响力。
 - 2、期间费用先行影响盈利水平。**2018 全年和 1Q2019，公司净利润率分别为 15.13% 和 8.55%，同比变动 -0.43/-0.13 个百分点，我们判断下滑主要是公司期间费用率提升导致。2018 全年和 1Q2019，销售费用率分别为 25.93%/25.37%，同比变动 +0.78/-1.18 个百分点；管理费用率分别为 9.09%/9.86%，同比变动 +0.79/-0.52 个百分点；2018 全年研发费用 4847 万元，同比增长 158%，费用率 1.91%，同比提升 1.05 个百分点，1Q2019 研发费用率为 1.38%，同比提升 0.68 个百分点。研发费用的增加主要系公司为推进募投项目中的利口福技术研发中心建设，提前为新厂研发先行布局所致，中长期来看有利于月饼及速冻等新品培育。整体期间费用率分别为 36.03%/35.93%，同比 +2.42/+0.44 个百分点。
 - 3、股权激励实施将促进公司长期发展。**随着一期股权激励授予登记的完成，有效激励员工动力，促进公司长期良性发展。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计广州酒家 2019-2021 年 EPS 为 1.11 元、1.28 元和 1.59 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 产能受限；2) 跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；5) 员工激励机制有待加强；6) 食品安全风险；7) 募投项目达产不及预期；8) 解禁风险。
- **相关研究：**《20180313 广州酒家 (603043) 餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发》，《20180320 广州酒家 (603043) 利口福公司两地扩产，产能有望实现双倍增长》，《20180417 广州酒家 (603043) 17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》，《20180830 广州酒家 (603043) 食品板块突破产能瓶颈，增速提效；还待股权激励落地进一步激发潜能》，《20181102 广州酒家 (603043) 月饼销售良好，盈利超预期；股权激励有望进一步激发潜能》《20190312 广州酒家 (603043) 变更部分募投项目，加速解决产能瓶颈问题》，《20190322 广州酒家 (603043) 主营业务发展稳健，期间费用率拖累全年利润，19 年业绩值得期待》，《20190426 广州酒家 (603043) 产品力和品牌力提升显著，费用先行为发展提供保障》。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。