

行业景气度较佳，龙头效益继续凸显

——6月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) 5月工业、投资数据疲弱，消费表现亮眼。在消费对经济贡献度超过投资的背景下，减税降费政策有望增加居民可支配收入，叠加家电、汽车等刺激政策推出，消费有望成为全年国内经济的支撑。

2) 5月社零食品分项增速回升至10.7%，强于社零整体增速8.6%，其中饮料强于粮油食品强于烟酒。5月食品烟酒分项推动CPI走高，5月CPI同比增速2.7%，其中食品烟酒分项同比增速5.8%，远高于其他分项，其中水果、鲜果、畜肉贡献较大。

3) 原奶、猪肉等食品工业上游价格走高，食品企业经济效益指标较上月有所弱化。5月食品工业增加值和固定资产投资均趋于疲软，说明企业生产经营承受压力。

4) 部分食品饮料细分品类仍然享受高增速，龙头加速集中态势延续。白酒行业价增潜力大于量增，利润增速高于收入增速：高端白酒增速稳定，业绩确定性强；次高端白酒受益于消费升级，潜力巨大。调味品行业将持续受益于餐饮市场的扩容扩量和消费升级，中国目前市场还较为分散，龙头企业收割小品牌、地方性品牌的市占率趋势持续。

5) 中国作为世界上基数最大、发展最快的消费市场之一，必将孕育出一大批富有国际认知度和竞争力的食品饮料公司。茅台已经在利润额和市值上超过了国际烈酒巨头帝亚吉欧，但中国大多数食品饮料企业在营收、利润和市值规模上都与国际巨头有较大差距，未来提升空间很大。

6) 食品饮料板块表现维持强势。年初以来板块累计涨幅59.46%，在28个一级行业中排名第1。食品饮料板块PE估值处于2005年以来的60分位水平。

● 投资建议

我们较为看好饮料制造子板块中白酒的持续性发展趋势，以及食品加工子板块中食品综合相关品类的成长性机会。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨跌(%)	年初以来涨跌(%)	累计相对收益率(%)
600519.SH	贵州茅台	11.95	68.87	7.61
000568.SZ	泸州老窖	14.58	99.04	37.78
002216.SZ	三全食品	6.64	39.31	-21.95

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

● 风险提示

食品安全风险、需求走弱风险、宏观及政策风险等。

食品饮料行业

推荐 维持评级

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

朱艺泓

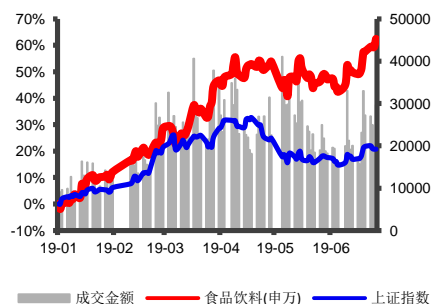
☎: 010-83571395

✉: zhuyihong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518090001

行业数据

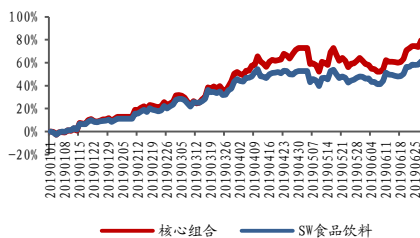
2019.06.27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.06.27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目 录

一、终端销售维持景气，生产经营有所承压	2
(一) 食品饮料关系民生，民族品牌冉冉升起	2
(二) 5月消费数据亮眼，有望对经济形成支撑	2
1. 社零增速回升，食品分项强于整体	2
2. 消费者信心指数维持高位	3
3. 食品烟酒推动CPI走高	3
(三) 企业生产经营承压，政策调控见效需待时日	4
1. 上游原材料价格走高	4
2. 企业经济效益指标分化	5
3. 工业增加值和投资趋于疲软	6
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续	7
(一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速	7
(二) 品牌是核心竞争力，市占率向龙头集中态势延续	11
1. 白酒：高端品牌表现亮眼，价增空间大于量增	11
2. 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板	13
3. 乳品：三四线城市和细分品类增长可期	15
4. 啤酒：行业供需稳定，龙头有望迎来盈利提升	18
三、行业面临的问题及建议	20
(一) 现存问题	20
1. 综合实力与国际巨头差距较大	20
2. 食品安全问题仍备受关注	20
3. 需求走弱催生消费升级和降级之辩	20
(二) 建议及对策	21
1. 发力研发创新，探索并购外延	21
2. 健全法律法规，加强监管体系	21
3. 政策加以引导，还原真实需求	21
四、食品饮料行业在资本市场中的发展情况	21
(一) 上市公司市值占A股6%，利润总和占全行业24%	21
(二) 食品饮料板块估值处于历史中等位置	22
(三) 国际估值比较：PE高于美股，PB低于美股	23
(四) 食品饮料板块市场表现持续强劲	23
(五) 板块持续受到资金追捧	25
五、投资建议：继续推荐确定性强的白酒板块	26
六、风险提示	27

一、终端销售维持景气，生产经营有所承压

（一）食品饮料关系民生，民族品牌冉冉升起

在国民经济体系中，食品饮料行业位居产业链中下游，行业上游为农林牧渔、造纸包装等原材料行业，下游一般直接面向消费者，或者流向餐饮等终端渠道。

食品工业主要包括食品制造业、饮料制造业和酒的制造业。其中，食品制造业包括烘烤食品制造、糖果、巧克力及蜜饯制造、方便食品制造、乳制品制造、罐头食品制造、调味品、发酵制品制造等；饮料制造业包括碳酸饮料制造、瓶（罐）装饮用水制造、果菜汁及果菜汁饮料制造、含乳饮料和植物蛋白饮料、固体饮料制造、茶饮料及其它软饮料制造等；酒的制造包括酒精制造、白酒制造、啤酒制造、葡萄酒制造等。

WPP 和凯度出具的 2019 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强中，茅台、伊利、蒙牛、五粮液、洋河、双汇、雪花啤酒等食品饮料公司榜上有名。总体而言，国内品牌与国际食品饮料巨头雀巢、百威英博、可口可乐、帝亚吉欧、卡夫亨氏在体量和品牌知名度方面仍有差距，但中国作为世界上基数最大、发展最快的消费市场之一，未来必将孕育出一大批富有国际认知度和竞争力的食品饮料公司。

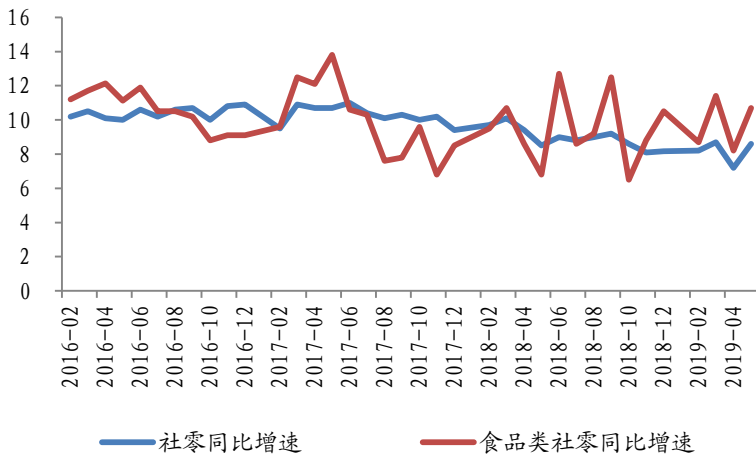
（二）5 月消费数据亮眼，有望对经济形成支撑

1. 社零增速回升，食品分项强于整体

5 月工业、投资数据较为疲弱，消费表现较为亮眼。在消费对经济贡献度超过投资的背景下，减税降费政策有望增加居民可支配收入，叠加家电、汽车等刺激政策推出，消费有望成为全年国内经济的支撑。

5 月社零食品分项增速回升，且强于整体。5 月社零名义同比增速 8.6%，较 4 月份有较大回升，主要与“五一”假期错位导致的 4 月基数较高而 5 月基数较低有关。食品分项同比增速 10.7%，亦有较大回升，其中粮油、食品类同比增速 11.4%，饮料类 12.7%，烟酒类 6.6%，饮料强于粮油、食品强于烟酒。

图 1: 社零同比增速 (%)

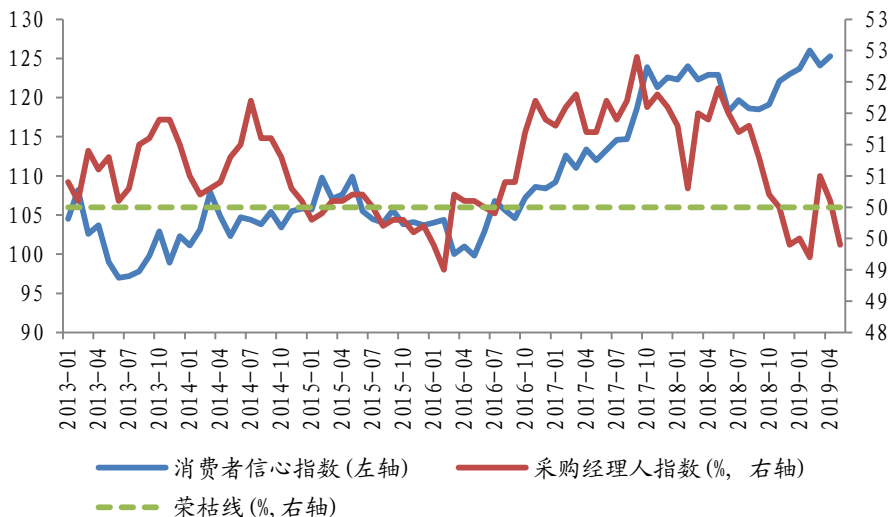


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 消费者信心指数维持高位

消费者信心维持在较高位置, 与 PMI 背离程度扩大。4 月统计局公布的消费者信心指数为 125.3, 同比、环比均有所上升, 绝对值维持在较高分位; 采购经理人指数 (PMI) 与消费者信心指数产生背离, 5 月 PMI 为 49.4, 回落至荣枯线下方。

图 2: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数



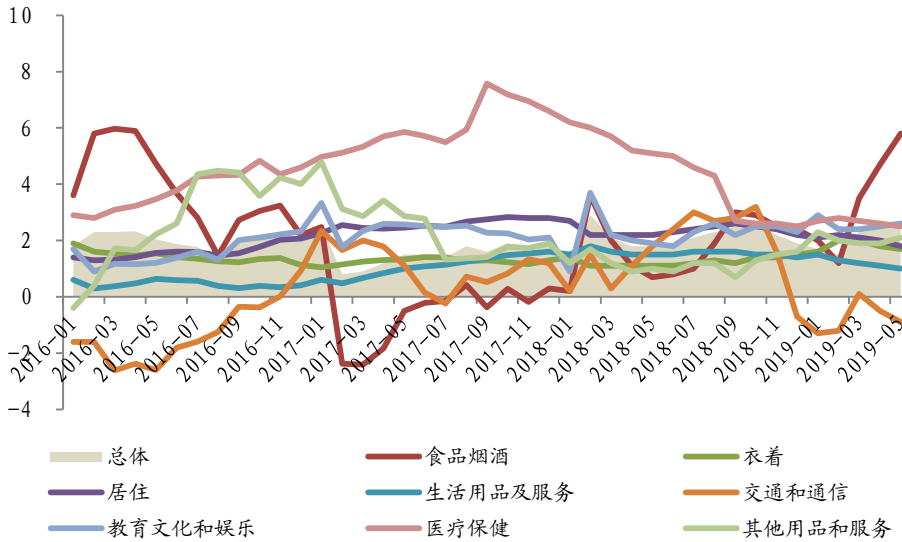
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 食品烟酒推动 CPI 走高

5 月 CPI 同比增速继续回升, 主要受食品烟酒分项推动。5 月 CPI 同比增速 2.7%, 其中食品烟酒分项同比增速 5.8%, 远高于其他分项。水果减产导致鲜果价格大涨, 5 月鲜果 CPI 同比增速 26.7%, 涨幅继续扩大, 鲜菜 CPI 同比增速 13.3%, 较 4 月有所收窄,

畜肉 CPI 同比增速 12.5%，较 4 月小幅扩大。

图 3: CPI 当月同比 (%)



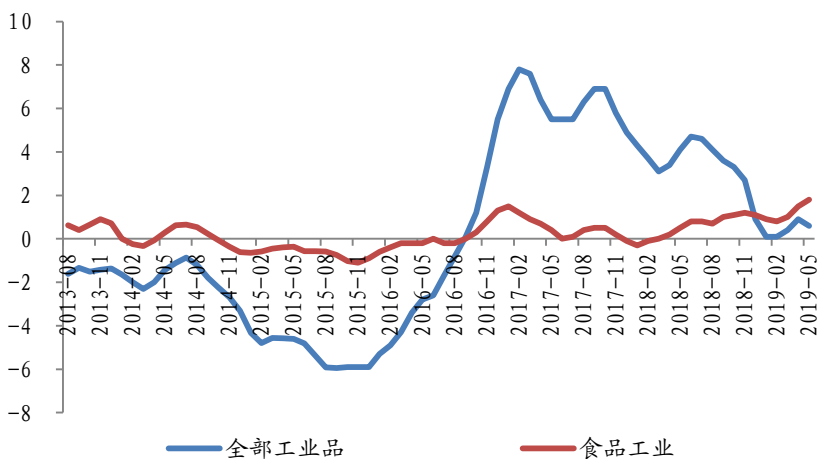
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 企业生产经营承压，政策调控见效需待时日

1. 上游原材料价格走高

5 月食品工业 PPI 同比继续走高。5 月全部工业品 PPI 同比增速 0.6%，较 4 月有所回落，食品工业 PPI 同比增速 1.8%，较 4 月继续回升。

图 4: PPI 当月同比 (%)

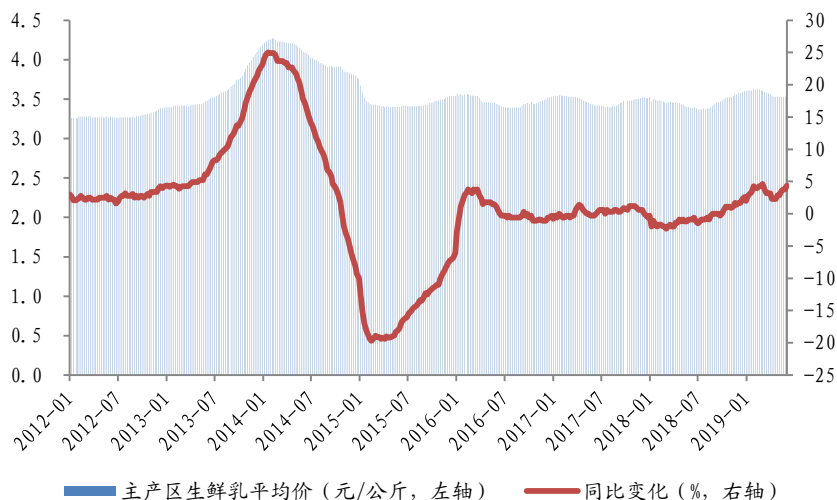


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

生鲜乳价格缓慢走高，预计全年奶价温和上涨。5 月主产区生鲜乳平均价同比增速

从月初的 2.9% 扩大到月末的 3.8%，6 月 5 日当周达到 4.4%，涨幅有所提升，预计全年原奶价格维持温和上涨态势。目前奶价处于 2012 年以来的平均水平（3.55 元/公斤）。

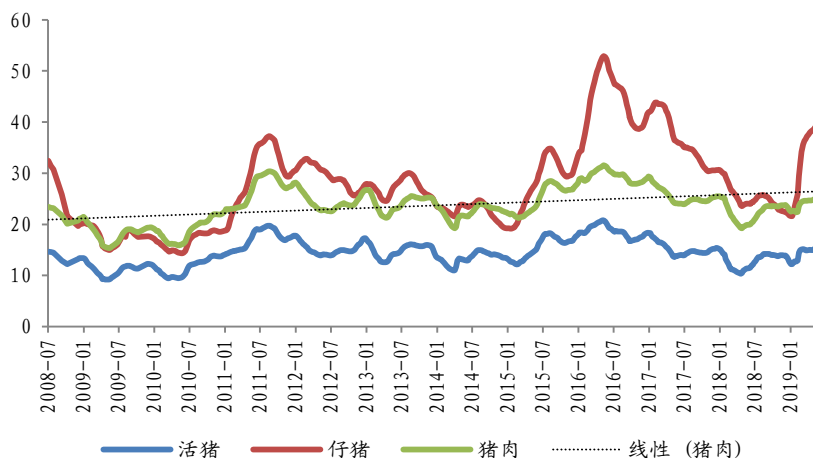
图 5: 主产区生鲜乳平均价周同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

5 月仔猪价格上涨较多。全国活猪平均价从 5 月 1 日当周 14.98 元/公斤微降至 5 月 29 日当周的 14.96 元/公斤，仔猪从 37.57 元/公斤上涨至 38.54 元/公斤，猪肉从 24.67 元/公斤上涨至 24.80 元/公斤。目前猪价高于 2008 年 7 月以来的平均值，考虑到非洲猪瘟的影响，年内猪价或继续走高。

图 6: 全国猪价周变化 (元/公斤)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 企业经济效益指标分化

食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业增长平稳，农副食品加工业承压。5 月农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入累计同比增速分别为

5.3%、5.8%、5.8%，增幅较上月变化不大；利润总额累计同比增速分别为-3.7%、17.3%、17.9%，农副食品加工业继续下滑，食品制造业和酒、饮料和精制茶制造业表现仍然较好，但增幅较上月有所收窄。

图 7：主营业务收入累计同比 (%)

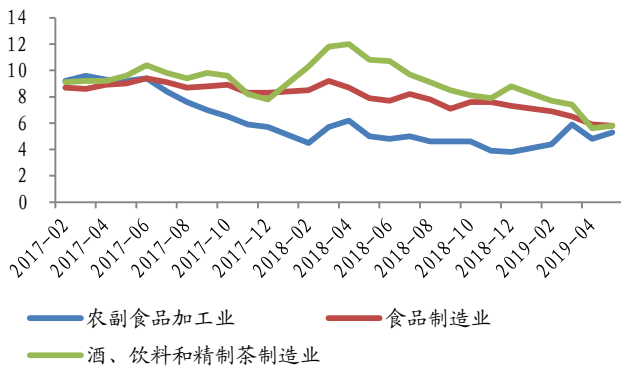
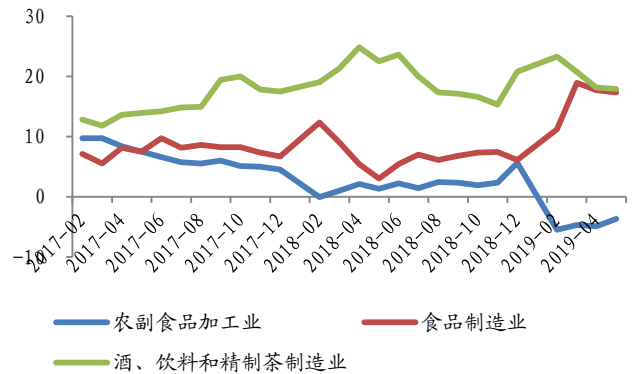


图 8：利润总额累计同比 (%)



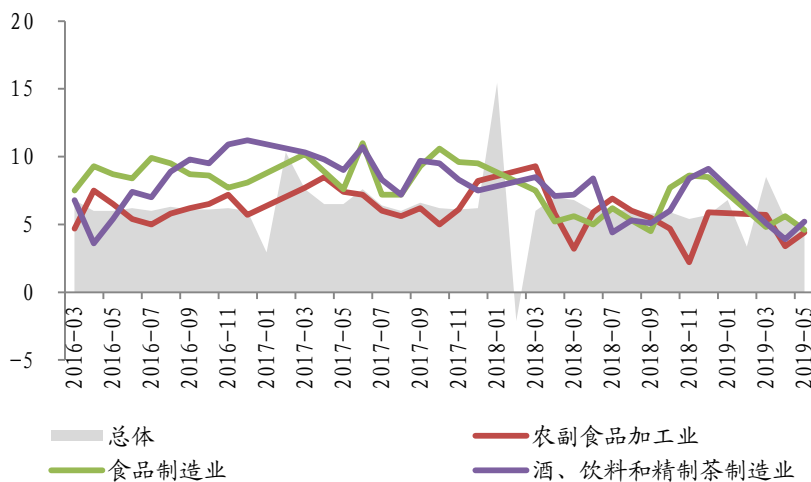
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 工业增加值和投资趋于疲软

5 月食品制造业增加值增速回落，农副食品加工业、酒、饮料和精制茶制造业增速扩大。5 月规模以上工业增加值同比增速 5.0%，较 4 月小幅回落，其中食品制造业工业增加值同比增速 4.6%，较 4 月回落，农副食品加工业同比增速 4.4%，较 4 月有所扩大，酒、饮料和精制茶制造业增速 5.2%，较 4 月有所扩大。

图 9：规模以上工业增加值当月同比 (%)

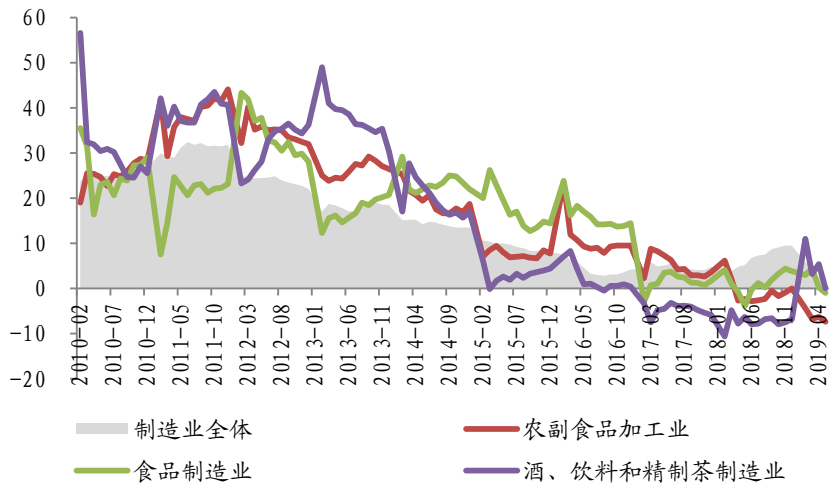


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

前 5 月食品行业固定资产投资同比有所下滑。2019 年 1-5 月制造业投资同比增速小幅反弹至 2.7%，但不可谓强劲，其中农副食品加工业投资累计同比下滑 7.4%，下滑幅度继续扩大，食品制造业前 5 月投资累计同比下滑 1.0%，前 4 月累计增速为 0.2%，酒、饮

料和精制茶制造业前5月投资累计同比0增长，前4月为增长5.4%。

图 10: 制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

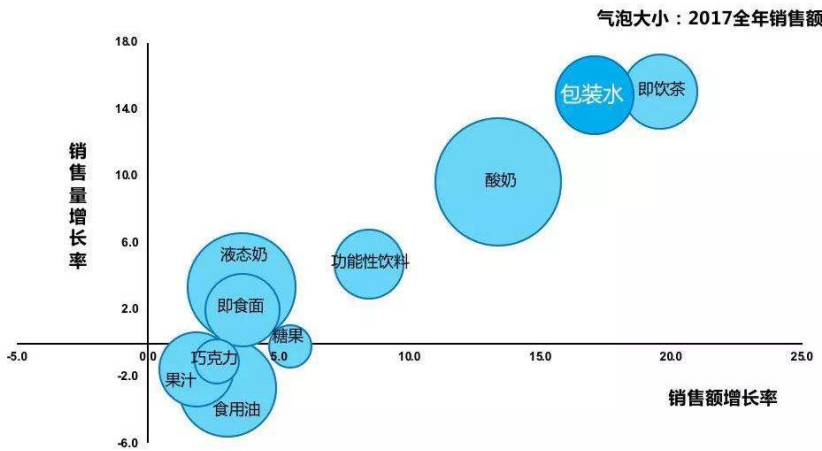
二、细分品类仍享受高增速，龙头加速集中态势延续

(一) 行业整体处于成熟发展期，个别细分仍维持高增速

食品饮料行业整体进入成熟发展期。从统计局数据来看，社零食品分项增速已经从2017年以前的双位数下降到10%以下，行业整体进入成熟发展期。消费增速放缓、结构调整的原因主要来自于人口和收入，一方面是人口红利减弱，主力消费群体年龄结构的变化映射出消费理念的转变，另一方面是人均收入的提升和中产崛起推动消费升级的总体趋势。

食品饮料细分子行业呈现出不同的增长特点。根据尼尔森零售研究的测算，中国食品饮料子行业的增速分化明显，其中，即饮茶、包装水、酸奶的增速较高，而巧克力、果汁和食用油的销量增速呈现负增长趋势。

图 11: 食品饮料子行业增速分化 (%)



资料来源: 尼尔森零售研究, 中国银河证券研究院整理

食品企业的兴衰同样呈现出分化趋势。根据凯度消费者指数发布的 2018 全球品牌足迹报告, 农夫山泉为中国市场消费者触及数增长最快的品牌, 其上升态势与瓶装水细分行业快速增长态势较为一致。但同样是乳制品行业龙头, 伊利的消费者触及数增长率仍然达到 6%, 蒙牛为 0%, 光明是-9%, 分化较为明显。

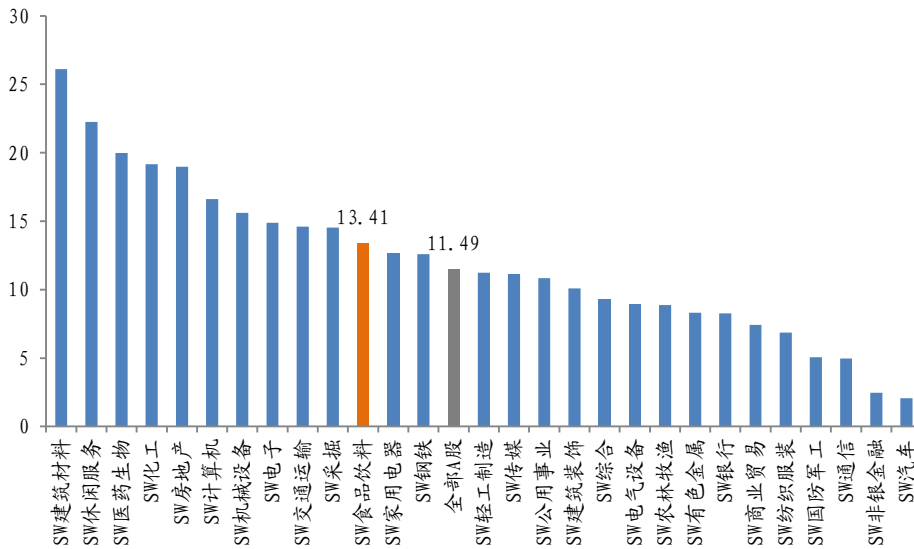
表 1: 中国市场消费者首选十大品牌

排名	排名变动	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	购买频次	消费者触及数增长 (%)
1	0	伊利	1,218	89.6	7.9	6
2	0	蒙牛	1,043	87.2	6.9	0
3	0	康师傅	916	82.6	6.4	0
4	1	海天	499	71.4	4.1	6
5	-1	旺旺	475	65.8	4.2	-9
6	2	双汇	429	59.1	4.2	-4
7	-1	光明	428	40.9	6.1	-9
8	-1	统一	394	59.6	3.8	-12
9	0	立白	380	66.5	3.3	2
10	10	农夫山泉	335	55.3	3.5	34

资料来源: 凯度消费者指数《2018 全球品牌足迹》, 中国银河证券研究院整理

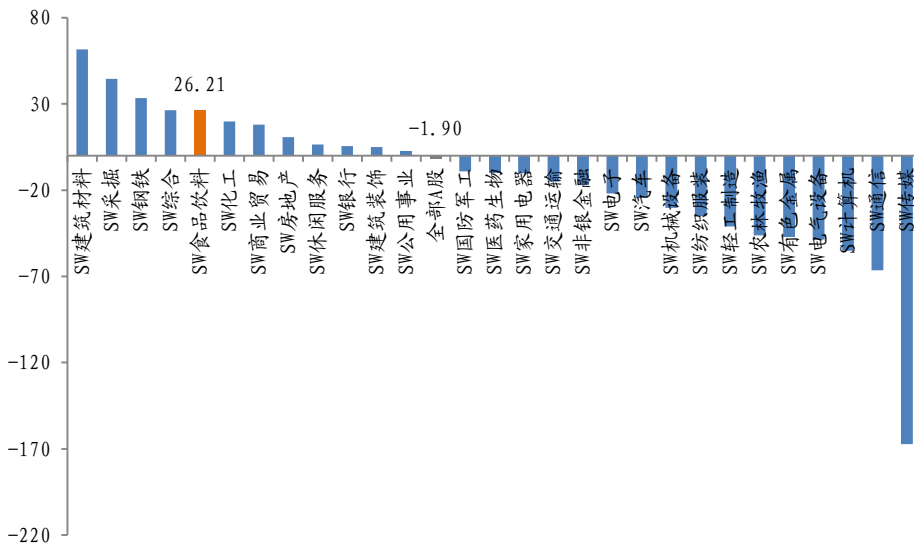
2018 年和 2019Q1 食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体。2018 年全部 A 股营业收入同比增长 11.49%, 归母净利润同比下滑 1.90%; 食品饮料板块业绩增速强于 A 股整体, 2018 年营业收入同比增长 13.41%, 归母净利润同比增长 26.21%。2019 年一季度全部 A 股营业收入同比增长 10.93%, 归母净利润同比增长 9.39%; 食品饮料板块增速强于 A 股整体, 2019 年一季度营业收入同比增长 14.26%, 归母净利润同比增长 23.15%。

图 12: 28 个行业 2018 年营业收入同比增速



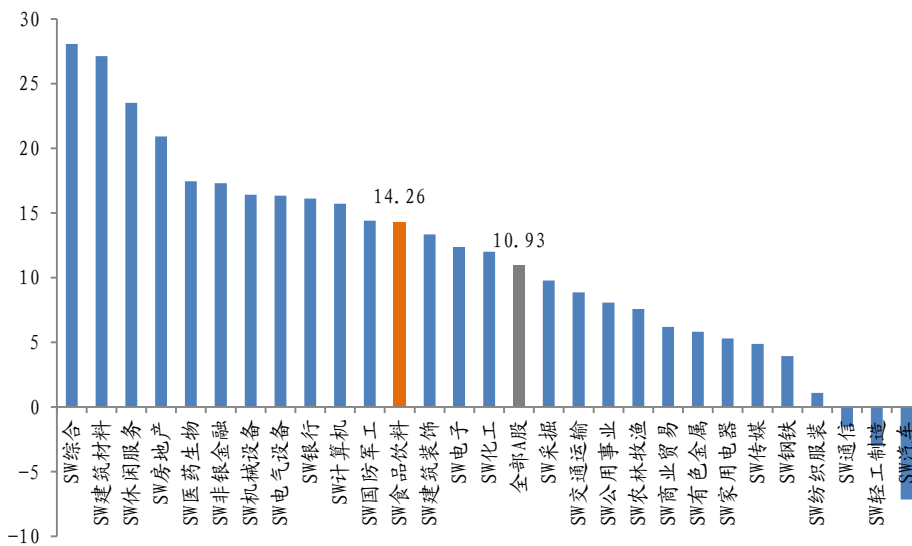
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 28 个行业 2018 年归母净利润同比增速



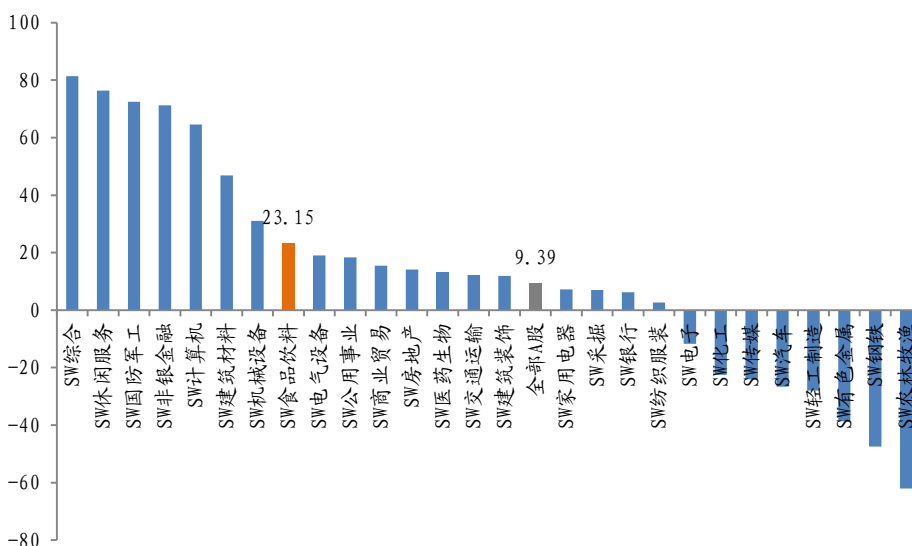
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 28 个行业 2019Q1 营业收入同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

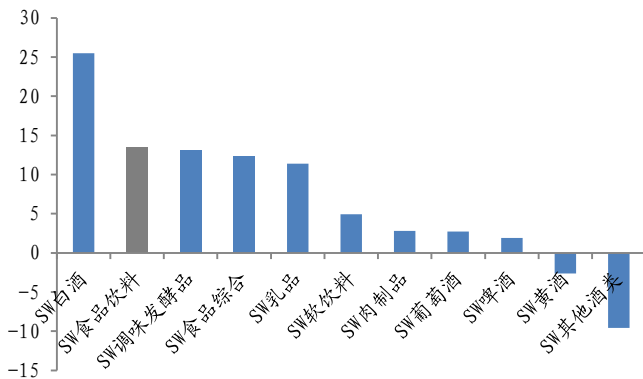
图 15: 28 个行业 2019Q1 归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (SW 通信增速 1064.21%, 未体现在图中)

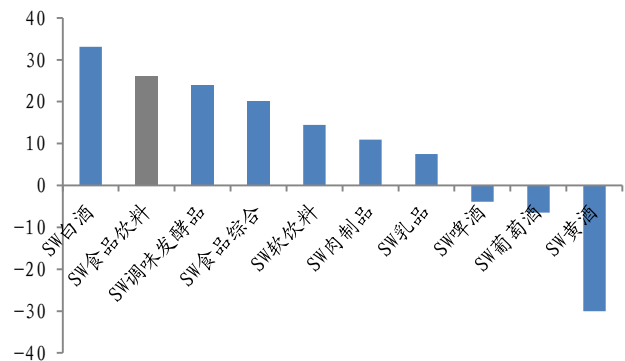
18 年白酒和调味发酵品子板块增速较高, 19Q1 乳品收入增速改善, 啤酒利润增速提升。2018 年食品饮料子板块中白酒和调味发酵品景气度较高, 2018 年白酒营业收入同比增长 25.48%, 归母净利润同比增长 33.10%, 调味发酵品营业收入同比增长 13.01%, 归母净利润同比增长 23.95%, 2019 年一季度白酒维持景气, 营收、归母净利润在高基数上仍然实现 22.82%、28.12% 的增长。一季度乳品营收增长 14.90%, 超市场预期, 归母净利润同增 9.58%, 主要受原奶价格上升和竞争加剧销售费用增加所致。一季度啤酒归母净利润增长 21.99%, 利润增长快于收入增长, 盈利能力改善。

图 16: 食品饮料子板块 2018 年营业收入同比增速 (%)



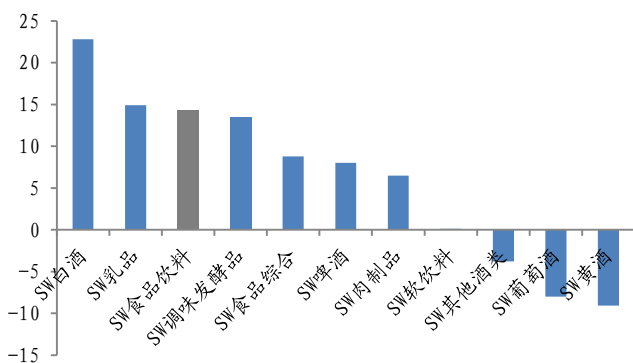
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 食品饮料子板块 2018 年归母净利润同比增速 (%)



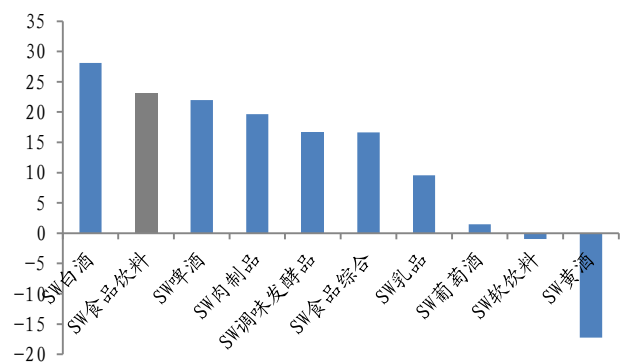
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (SW 其他酒类增速 1638.20%, 未体现在图中)

图 18: 食品饮料子板块 2019Q1 营业收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 食品饮料子板块 2019Q1 归母净利润同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (SW 其他酒类增速 183.44%, 未体现在图中)

(二) 品牌是核心竞争力, 市占率向龙头集中态势延续

1. 白酒: 高端品牌表现亮眼, 价增空间大于量增

2016 年至今, 中高端白酒产品价量齐升, 中低档白酒产销稳增。长远看, 白酒行业进入新一轮上升期, 生产集中度更加提升, 提价增利趋势更加明显, 品牌营销更加风行, 酒企业探索新零售更加快速。

白酒行业价增大于量增, 利润增速高于收入增速。2018 年, 全国白酒制造业实现主营业务收入 5,363.83 亿元, 较上年 4,751.90 亿元增长 12.88%; 白酒产量 871.20 万千升, 较上年 844.64 万千升增长 3.14%; 利润总额为 1,250.50 亿元, 较上年 962.04 亿元增长 29.98%。(数据来源于五粮液 2018 年报以及中国轻工业联合会、中国轻工业信息中心《全国酿酒行业信息》行业册)

图 20: 中国白酒产量及增速

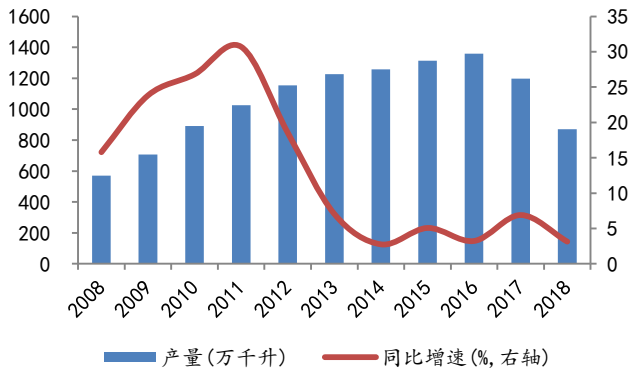
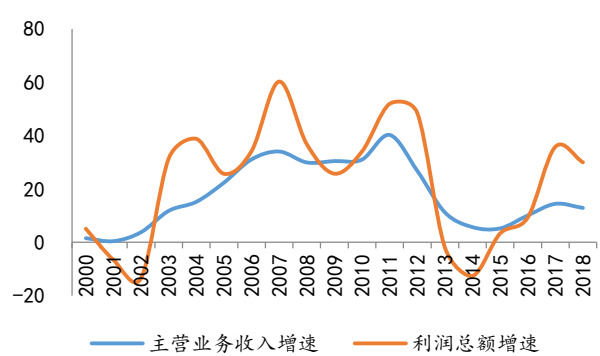


图 21: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)



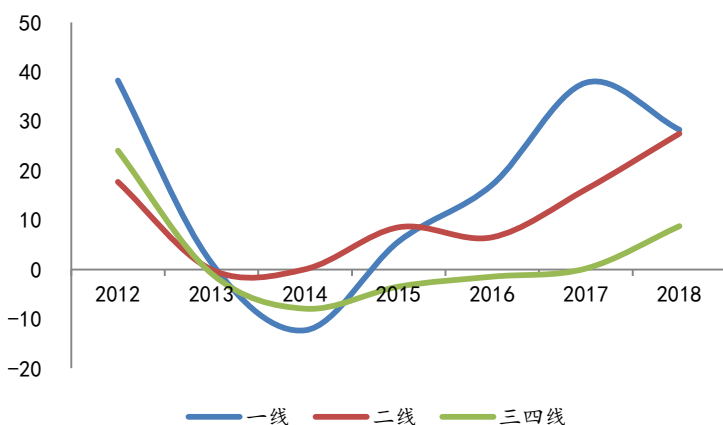
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

高端白酒增速稳定, 业绩确定性强。三大高端白酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）的竞争壁垒较高, 兼具消费需求和投资需求, 因此业绩的确定性较强, 短期会受到经济波动的影响, 但是长期总体上行趋势是确定的。国人对白酒、特别是高端白酒的需求, 一方面是传统饮食文化的积淀, 因此这一行业难以受到新的替代者（如啤酒、葡萄酒等舶来品）的冲击, 外国企业难以进入市场, 另一方面是待客之道、喜好面子和酒桌文化等传统文化的影响, 高端白酒的需求倾向于穿越周期, 具有长期成长性。

次高端白酒受益于消费升级, 潜力巨大。高端白酒的涨幅过后, 次高端白酒有加速跟上的动力。300-500元价格带的次高端白酒性价比较高, 直接受益于消费升级, 人均收入的提高、中产崛起和餐饮业回暖都带动了这一价格区间的需求增强, 未来在商务和婚喜宴等场景的应用扩展。另外, 这一价格区间的供给端较为通畅, 可以满足需求端的增长, 形成行业的良性动销。

图 22: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%)



资料来源: Wind, 白酒上市公司年报, 中国银河证券研究院整理

2. 调味品：外出用餐和消费升级打开行业天花板

调味品行业的上游行业是农业及农产品加工业，下游行业是商品流通行业、餐饮业、食品加工业等。根据经验，调味品消费市场中餐饮、零售（个人消费）、食品工业占比大约为 4: 3: 3。

2017 年中国调味品市场总体规模达到 3097.40 亿元，同比增长 8.9%（国家统计局）。2017 年中国调味品零售市场规模达到 1066.65 亿元，同比增长 7.7%，其中销售量和销售单价分别同增约 4% 和 3%（Euromonitor），除了人工价格上涨以及通货膨胀，产品升级是推升单价的重要原因。在外就餐的兴起、外卖的便利性使得国人在家做饭减少，因此调味品零售市场的增速从 2014 年的 12.4% 下降到 2017 年的 7.7%，Euromonitor 预测，未来 5 年调味品零售市场的复合增速大约在 5% 左右（2017 年不变价）。因此可以反推餐饮渠道的调味品市场增速应该高于零售市场增速，成长空间更大。

图 23: 调味品市场规模和增速

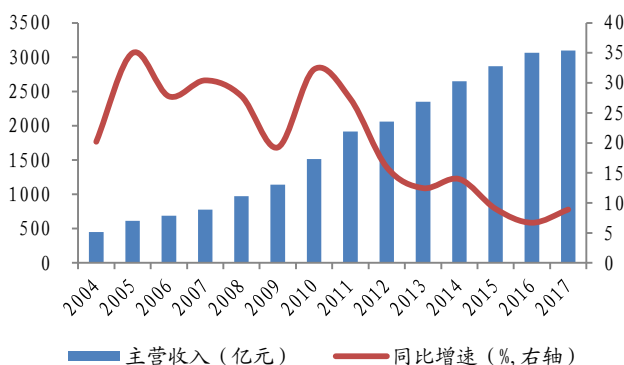
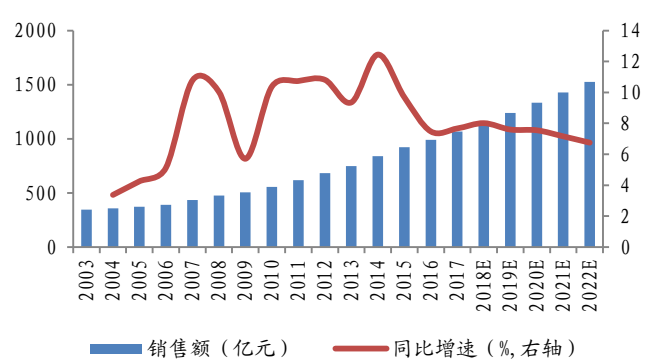


图 24: 调味品零售市场规模和增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

调味品行业将持续受益于餐饮市场的扩容扩量和消费升级。根据统计局数据，2018 年中国餐饮市场规模为 4.27 万亿，同比增长 9.5%，近 5 年来一直维持在 10% 左右的增速。外卖餐饮市场发展迅速，根据艾媒咨询的数据，2018 年中国在线餐饮外卖市场规模达到 2413.8 亿元，同比增长 17.6%，远高于餐饮市场整体增速，预计 2020 年有望达到 3250 亿元的市场规模。

图 25: 餐饮社零总额及增速

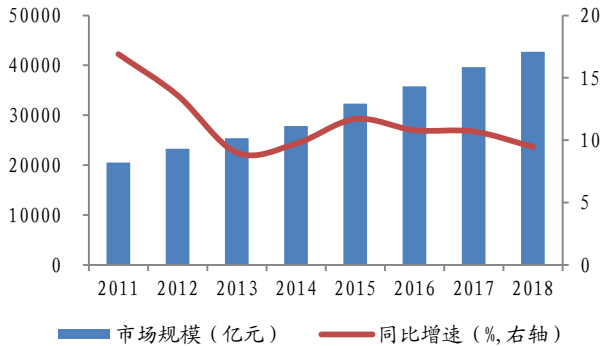
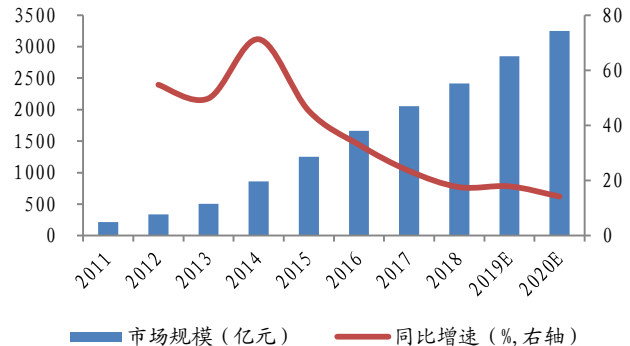


图 26: 在线餐饮外卖市场规模及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院整理

根据国家统计局数据, 2016年中国调味品市场规模为3064.1亿元, 其中酱油、食醋及类似制品1041.4亿元, 味精462.6亿元, 其他1560.1亿元; 2016年调味品总体增速为6.7%, 酱油、食醋及类似制品4.7%, 味精-0.1%, 其他10.3%。味精进入负增长, 其他调味品增速较高、超过调味品整体增速水平。

图 27: 2004-2016年中国调味品市场规模

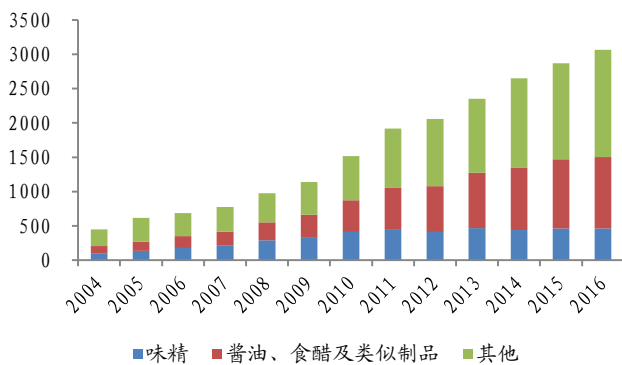
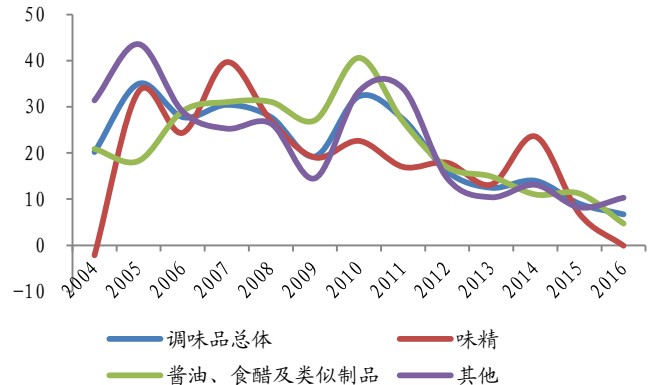


图 28: 2004-2016年中国调味品市场增速



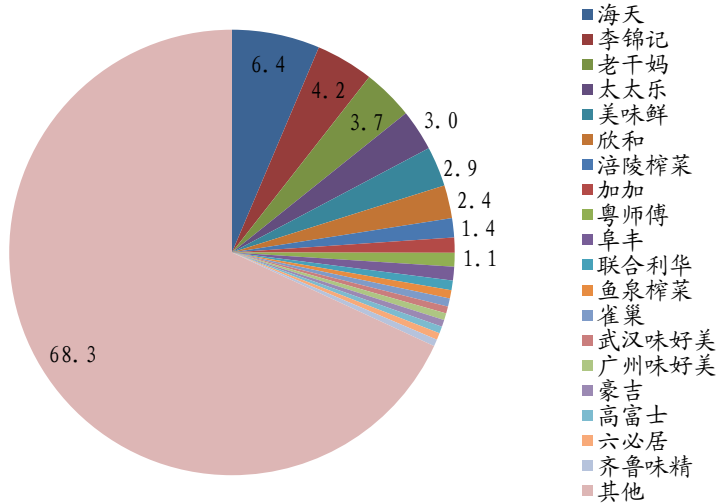
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

从中国调味品协会统计监测的十四类细分调味品来看, 增速超过10%的有四类, 分别是蚝油类水产调味品(16.88%)、食品配料(15.97%)、复合调味料(不含鸡精和鸡粉, 14.89%)、骨汤类调味食品配料(14.33%) (以上四类产品中不排除有部分重合); 其他十类产品的增长率均为个位数, 其中, 增长率较高的是酱油和酱腌菜, 分别为7.52%和6.99%, 较低的为香辛料类调味品, 为1.32%, 味精类增长率最低, 为-4.68%。

中国目前的调味品市场还较为分散, 零售渠道CR5在20%左右。龙头企业收割小品牌、地方性品牌的市占率趋势持续, 参考国外经验, CR5还有很大提升空间。

图 29: 调味品零售市场各品牌占有率 (%)

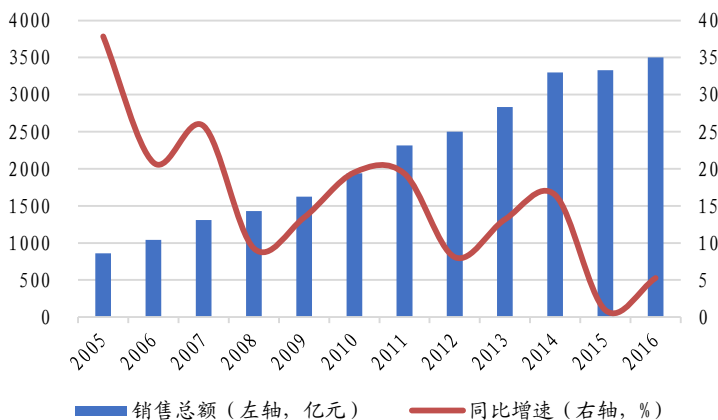


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

3. 乳品: 三四线城市和细分品类增长可期

中国乳制品市场巨大, 整体增速呈现放缓趋势。尼尔森联合百度 2018 年 5 月发布的《2017 乳制品营销生态与趋势》报告中提到, 乳制品份额占中国快消品整体超过两成 (21%), 中国销售额前三名的快消品企业中有两家乳制品企业。根据中国奶业质量报告披露数据, 2017 年乳制品全渠道销售额超过 3500 亿元。从下图可以看出, 乳企的效益呈现一定的周期性, 大致是每 3-4 年一个周期, 随着中国乳制品市场的逐渐成熟, 行业整体增速有所放缓。Euromonitor 预计 2016-2021 年 CAGR 将维持在 5-8% 区间。

图 30: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓



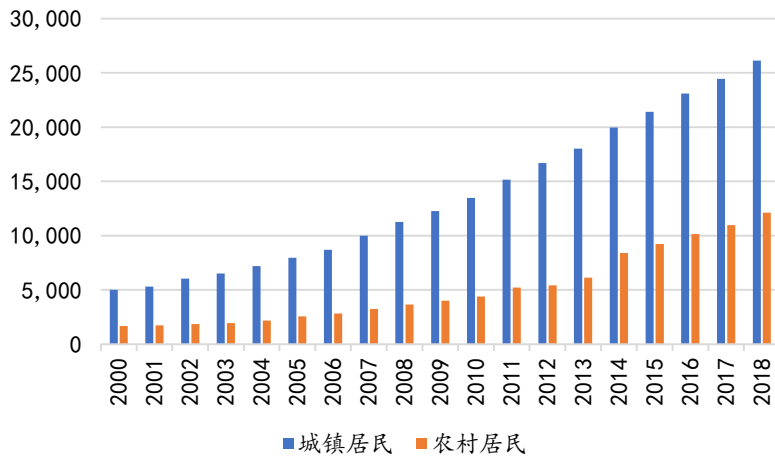
资料来源: Wind, 中国奶业年鉴, 中国银河证券研究院整理

乳制品行业呈现出两大趋势特征: ①三四线城市及以下增长动力强劲; ②细分品类增速分化。

①三四线城市及以下地区增长动力强劲

2018年农村居民人均消费支出为1.2万元，相当于10年前2008-2009年的城镇居民人均消费支出的水平。根据中国奶业年鉴的数据，2015年我国人均奶类消费量为12.1千克，而农村居民消费量仅有6.3千克。

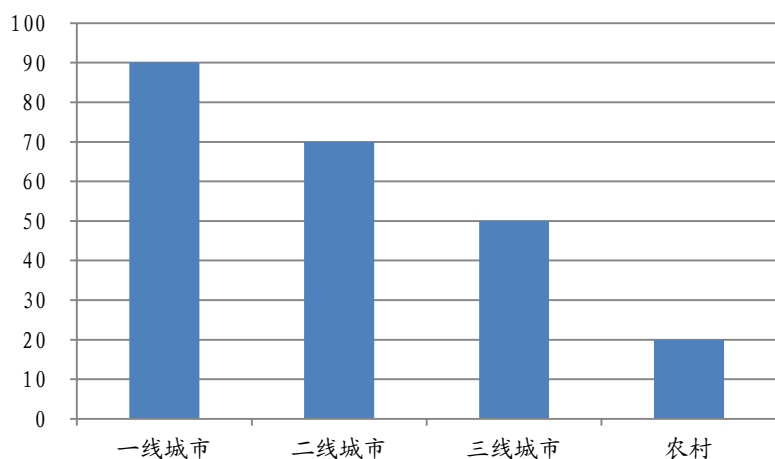
图 31: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)



资料来源: Wind, 中国奶业年鉴, 中国银河证券研究院整理

一二线城市的乳制品、尤其是常温液态奶的渗透率已经达到较高的水平，增速很难有明显提升；三四线城市及以下人均收入和消费支出增速均可观，液态奶自主消费和送礼需求提升，未来会成为液态奶增速的主要支撑。顺应此趋势，主要品牌商如伊利、蒙牛都在积极推动渠道下沉。

图 32: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院整理

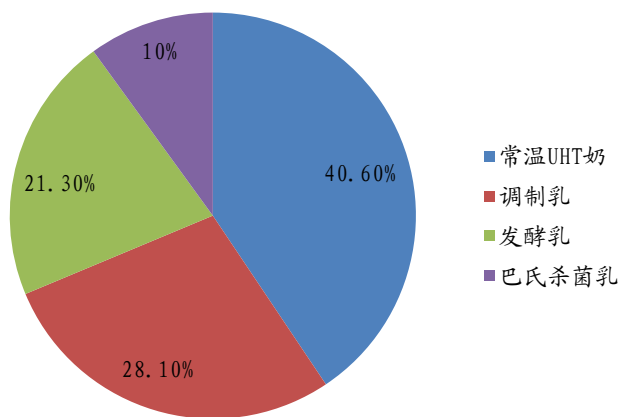
尼尔森联合百度指数的统计同样表明，下线城市（县乡镇）对于乳制品增长的助推作用明显。百度指数显示，乳制品的日均搜索指数达到180万以上，搜索指数增幅达29.5%，而2017年下线城市的搜索指数高达38%，销售额增幅贡献达到52%。

另一项尼尔森调查数据显示，2017年液态奶零售总额同比增长7.5%，其中县城市场增速为9.5%，乡镇增速为8.3%，低线城市拉动液态奶销售显著。

②消费升级导致细分品类增速分化

根据《中国奶业质量报告2017》数据，我国液态奶消费结构中，常温UHT奶占40.6%，调制乳占28.1%，发酵乳占21.3%，巴氏杀菌乳占10%；而美国、澳大利亚等国的巴氏杀菌乳占比在80%以上；另外，我国奶酪人均消费仅0.1公斤，与美国的16公斤和欧盟的18.3公斤差距极大。

图 33：中国液态奶消费结构

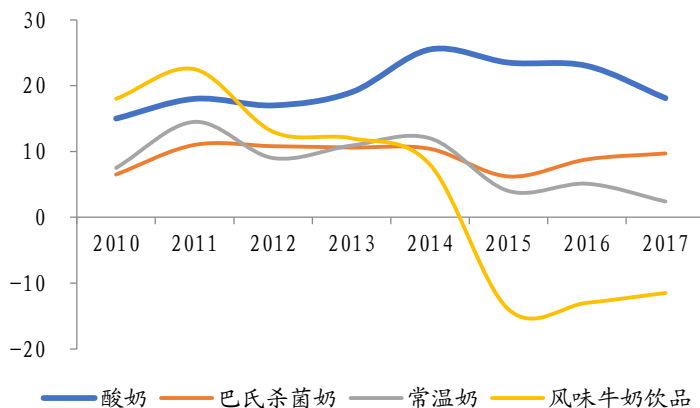


资料来源：中国奶业协会《中国奶业质量报告2017》，中国银河证券研究院整理

乳制品消费升级的方向一般是：调制乳-纯奶-酸奶-奶酪。我国目前一二线城市的纯奶渗透率已经较高，向酸奶升级趋势较为明显，但是奶酪市场仍然很小，三四线城市及以下仍然处在纯奶替代调制乳的阶段。

液态奶各细分品类增速分化明显，酸奶增速领先。根据 Euromonitor 的统计，2017年我国酸奶、巴氏奶、常温奶和风味乳的增速大概为18%、10%、2%和-10%。

图 34：我国液态奶各细分品类增速 (%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

4. 啤酒：行业供需稳定，龙头有望迎来盈利提升

啤酒行业产量跌幅收窄，但总量高点已过。我国啤酒行业产量从2014年7月起连续25个月同比下降，直到2016年8月增速才转正，之后呈现正负波动态势。2019年截至5月的行业产量累计同比增速为-0.2%，预计全年波动不会太大。从行业年产量的变化趋势来看，在2013年达到5,062万千升的高点之后产量持续下行。

图 35: 我国啤酒行业年产量 (万千升)

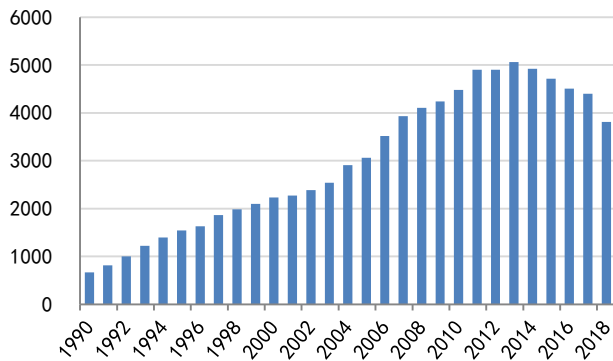
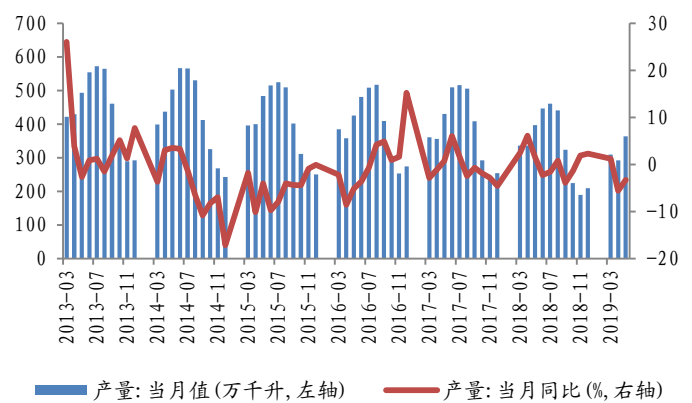


图 36: 我国啤酒月产量

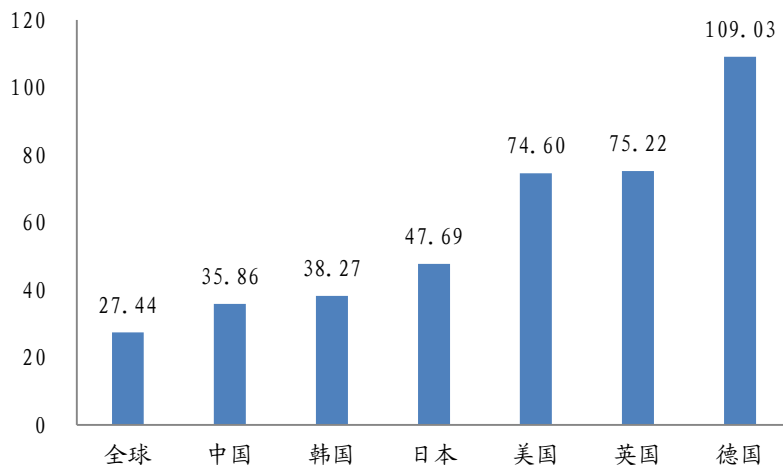


资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

从人均年消费量的国际比较来看，我国啤酒需求量未来提升的空间不大。根据巴特哈斯集团的数据，2011年我国啤酒消费量已经达到4820万千升，人均年消费量为35.86升，高于全球27.44升的平均水平，接近韩国的38.27升，与日本的47.69升有一定差距，与美国水平相差较大。从消费习惯、饮食结构和人口结构等因素来看，未来我国啤酒消费量的提升空间不大。

图 37: 2011 年全球及各主要国家啤酒人均消费量 (升)



资料来源: Wind, 巴特哈斯集团, 世界银行, 中国银河证券研究院整理

我国啤酒行业市场份额较为稳定，CR5 超过 80%。行业 CR5 市场占有率继续提升，

2016 年已经超过 80%。华润进一步夯实行业第一的地位，2016 年市场占有率已经达到 28.7%，青岛地位仍然较为稳固，百威提升较快，燕京和嘉士伯稍处弱势。

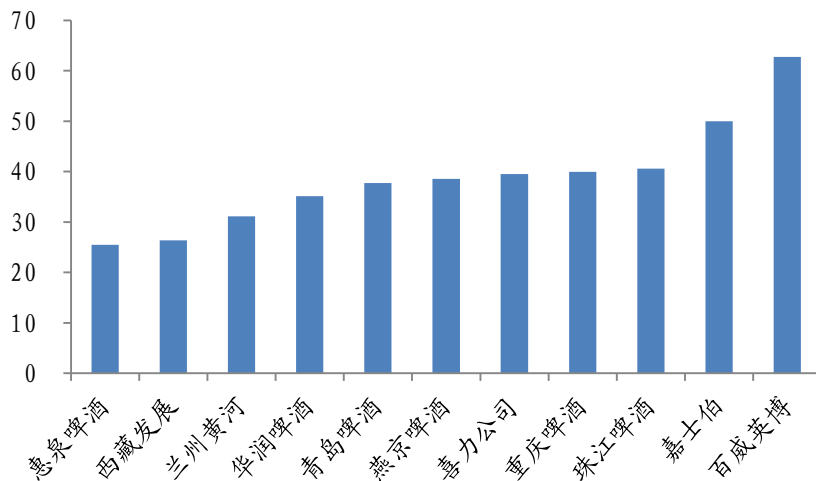
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化

	2011	2011	2012	2013	2014	2015	2016
华润雪花	22.1	23.0	23.9	25.2	26.4	27.3	28.7
青岛啤酒	15.2	16.2	17.8	16.8	17.0	16.4	17.9
百威英博		12.6	12.9	14.1	15.8	17.4	17.6
燕京啤酒	11.9	12.3	12.2	12.3	11.8	11.2	11.0
嘉士伯				5.7	5.5	5.9	5.3
合计	49.2	64.1	66.8	74.1	76.5	78.3	80.4

资料来源: 喜啤士, 中国酒业协会, 中国银河证券研究院整理

未来我国啤酒行业的发展趋势在于产销量稳定下的价格提升和结构优化。在 2014 年行业总产量调整之前, 中国啤酒龙头企业采用收购、扩产等方式争夺市场份额, 主打产品以中低端为主, 毛利率普遍低于全球啤酒巨头。2014-2018 年行业产量经历收缩调整, 中小啤酒企业退出压力加大, 龙头企业开始提升产品结构、重视利润。欧睿数据显示, 我国中高端啤酒市场不断扩容, 高端啤酒市场份额已经从 2010 年的 9.5% 上升到 2016 年的 25%。

图 38: 2018 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 综合实力与国际巨头差距较大

中国大多数食品饮料企业在营收、利润和市值规模上都与国际巨头有较大差距。作为世界上最大的消费市场之一，中国有能力和潜力能够孕育出国际性的食品品牌和企业。中国白酒瑰宝茅台已经在利润额和市值上超过了国际烈酒巨头，乳企代表伊利仅就乳业领域已经颇具规模，但综合实力与国际食品巨头尚有差距。全球最大的烈酒公司帝亚吉欧 (Diageo) 2018 财年实现收入 121.63 亿英镑 (约合人民币 1078 亿元)，净利润 30.22 亿英镑 (约合人民币 268 亿元)，其在纽交所的市值约 1000 亿美元 (约合人民币 7000 亿元)；贵州茅台 2018 年实现收入 772 亿元，净利润 378 亿元，市值超过 11000 亿人民币。雀巢 2018 财年实现收入 917.50 亿瑞士法郎 (约合人民币 6370 亿元)，净利润 101.34 亿瑞士法郎 (约合人民币 704 亿元)，其在瑞士交易所的市值约 3000 亿瑞士法郎 (约合人民币超过 2 万亿元)；伊利股份 2018 年实现收入 796 亿元，净利润 65 亿元，市值约 2000 亿元人民币。

2. 食品安全问题仍备受关注

从 08 年奶粉三聚氰胺事件到 12 年白酒塑化剂风波到 18、19 年的猪瘟疫情，每次食品安全危机都得到消费者的高度关注，也给食品饮料企业带来不少负面影响。三聚氰胺事件之后，国内奶粉品牌遭遇重创，2007 年国内婴幼儿配方奶粉市占率前 6 席中，国产品牌占据 3 席，2016 年仅剩 1 席。一旦消费者对产品品质失去信赖，重新建立其信任需要很长过程，尤其在食品饮料这样竞争较为充分的行业，存在很强的品牌依赖性。过去三年国产婴幼儿奶粉抽检合格率均在 99% 以上，国家市场监督管理总局有关人士表示，当前国产婴幼儿配方奶粉质量正处于历史最好时期。三聚氰胺事件十年之后，国产奶粉仍然面临信任危机，品牌信誉度的建立过程极其漫长，令所有食品企业警醒。

3. 需求走弱催生消费升级和降级之辩

中国经济进入转型期，GDP 增速从高速增长切换到中低个位数增长是长期趋势，叠加中美贸易战等外部因素，国内各项宏观经济指标有不同程度的承压。从统计局数据来看，社零食品分项增速已经从 2017 年以前的双位数下降到 10% 以下，食品行业从高速发展切换到平稳发展，从扩张产能切换到提高品质。2018 年整体消费需求偏于疲软，关于“消费降级”的说法甚嚣尘上，与之前市场鼓吹的“消费升级”形成对比，其实中国作为人口大国、消费大国，消费人群和偏好都是多维度多层次的，奢侈品消费占据全世界首位的同时，拼多多等低价购物平台依然能够打开市场。从食品饮料各个子行业的经营指标来看，需求放缓是不可逆趋势，食品行业价增空间大于量增，如何提升品牌溢价能力、将品质提升转化为价格提升最终体现在市占率提升，是留给大多数食品企业的课题。

（二）建议及对策

1. 发力研发创新，探索并购外延

回顾国际食品巨头的发展之路，大多是不断研发创新、丰富产品体系以及外延并购、高效扩张市场的过程。食品饮料企业大多直接面向下游终端消费者，具有较高的品牌溢价，即使采用经销模式对经销商的把控能力也较强，且对上游供应商同样具有较高的议价能力，因此现金流普遍较好，账上现金等硬资产较为充裕，这为后续的新品开发投入以及外延并购提供了较好的基础。持续发力于研发创新、丰富产品体系是优秀食品企业必须修炼的“内功”，新品的研发和销售推广能力构筑企业的竞争壁垒和护城河；另一方面，由于消费品企业依赖于消费习惯，品牌认知有较强的地域性，适当合理的并购收购能够高效地俘获市场，助力于企业快速做大做强。

2. 健全法律法规，加强监管体系

国内食品饮料相关法律法规尚有较大完善健全空间，法律监管、舆论监督、政府监察还可以进一步加强。国内食品安全标准与国外有差距的地方可以补足，法律法规有空缺的空间可以填补，违反法律法规的惩罚措施可以强化，使得企业面临极高的违法违规成本。除了法律和政府的监管，在互联网和新媒体时代，可以有力发挥消费者自身的力量。食品饮料产业关乎消费者切身利益，食品安全、消费者权益均是人民群众高度关心的问题，舆论监督可以对法律监管和政府监管形成有力补充。

3. 政策加以引导，还原真实需求

5月宏观经济指标有所承压，消费数据一枝独秀，今年将陆续推出家电、汽车等消费促进政策，房地产调控政策继续维稳，国内居民杠杆率居高背景下，被挤压的真实消费需求会有所释放，叠加减税政策，食品生产企业经营情况有望维持景气。近日，发改委等7部委印发《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，力促国产婴幼儿配方乳粉发展，进一步提升国产婴幼儿配方乳粉的品质、竞争力和美誉度，做强做优国产乳业。《方案》提出，大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划，力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。政策引导下的需求释放和需求回归有利于食品饮料行业的良性竞争和长足发展。

四、食品饮料行业在资本市场中的发展情况

（一）上市公司市值占A股6%，利润总和占全行业24%

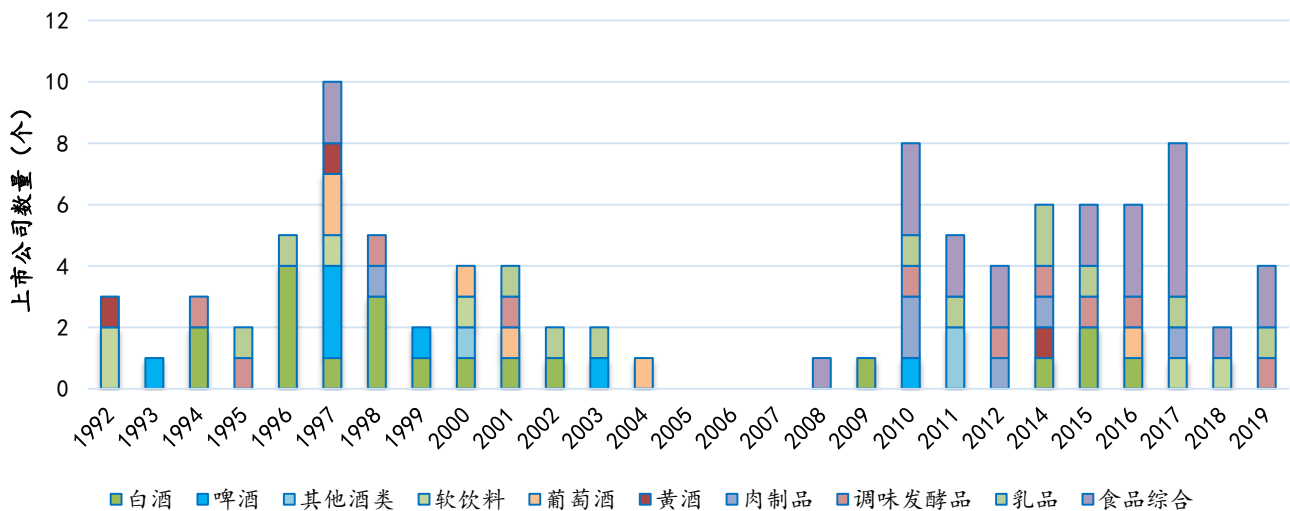
食品饮料行业共有上市公司95家，占A股3627家上市公司2.6%，食品饮料行业上市公司总市值占A股总市值的6.3%。其中白酒是其中市值占比最高的子行业，比例为65%。

从营收上来看，2018年A股食品饮料上市公司总营收为5,954亿元，合计利润总额为1,385亿元。根据国家统计局数据，2018年农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业合计营收为81,973亿元，合计利润总额为5,771亿元。按此计算，A股食品饮料上市公司2018年营收占全部食品行业之比为7.3%，利润总额占比为24%。

白酒子行业资本化程度较高。2018 年白酒上市公司总营收为 2,072 亿元，合计利润总额为 980 亿元。2018 年全国白酒制造业实现主营业务收入 5,364 亿元，实现利润总额为 1,251 亿元。按此计算，19 家白酒上市公司（占全国白酒企业数 1.2%）实现收入占全行业 38.6%，利润总额占全行业 78.3%。

2018 年受到 A 股总体 IPO 过会率大幅降低的影响，食品饮料类公司新增上市仅 2 家，2019 年食品类企业上市数量预计会有较大回升。

图 39：食品饮料行业上市公司数量（按年）



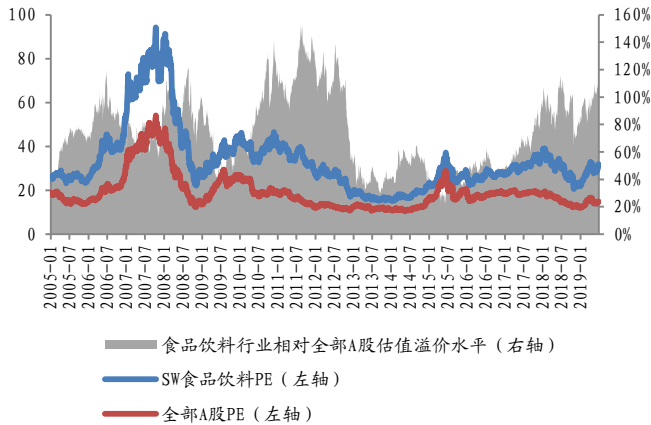
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）食品饮料板块估值处于历史中等位置

食品饮料板块绝对估值处于历史中等位置。截至 2019 年 6 月 27 日，SW 食品饮料行业市盈率为 31.99 倍（TTM 整体法，剔除负值），处于 2005 年以来的 60 分位水平；全部 A 股和剔除银行的 A 股市盈率水平分别为 14.84 倍和 19.93 倍，分别处于 2005 年以来的 32 分位和 40 分位水平。

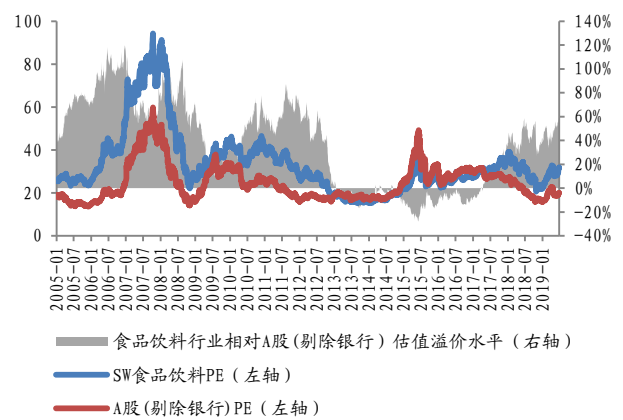
食品饮料板块相对市场估值上升。SW 食品饮料股相对全部 A 股溢价率为 115.56%，与上月底相比上升 13.95 个百分点，相对非银行 A 股溢价率为 60.53%，与上月底相比上升 10.10 个百分点。目前 SW 食品饮料相对全部 A 股的溢价率和相对非银行 A 股的溢价率均高于 2005 年以来的平均水平较多。

图 40: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价

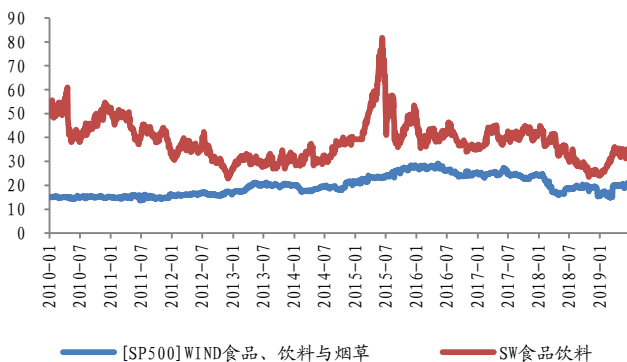


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 国际估值比较: PE 高于美股, PB 低于美股

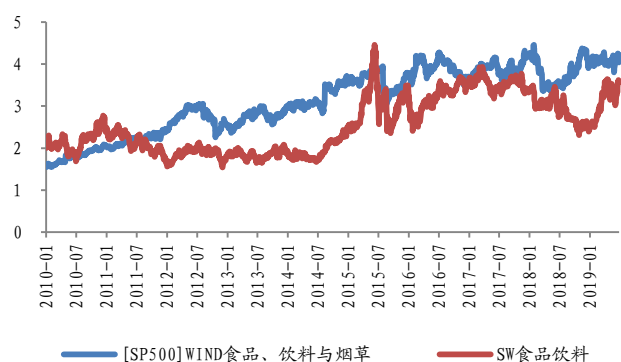
国内食品饮料板块的市盈率高于美国市场, 市净率低于美国市场。以 2019 年 6 月 26 日收盘价计算, 国内食品饮料板块的市盈率为 34.70 倍 (TTM, 中值), 同期美国市场食品饮料板块的市盈率为 20.20 倍, 我国食品饮料板块的市盈率高于美国市场。2019 年 6 月 26 日国内食品饮料板块的市净率为 3.56 倍 (18 年报, 中值), 同期美国市场食品饮料板块的市净率为 4.04 倍, 我国食品饮料板块的市净率低于美国市场。

图 42: 食品饮料板块国际 PE 估值比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: 食品饮料板块国际 PB 估值比较

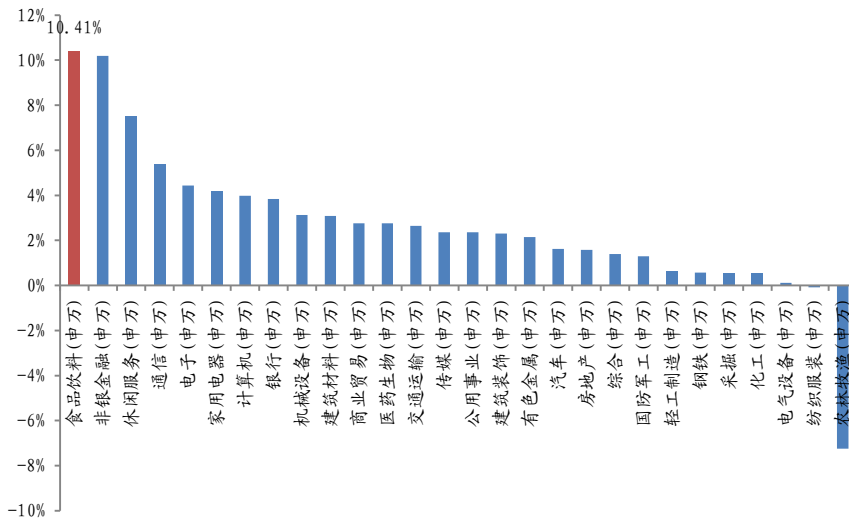


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 食品饮料板块市场表现持续强劲

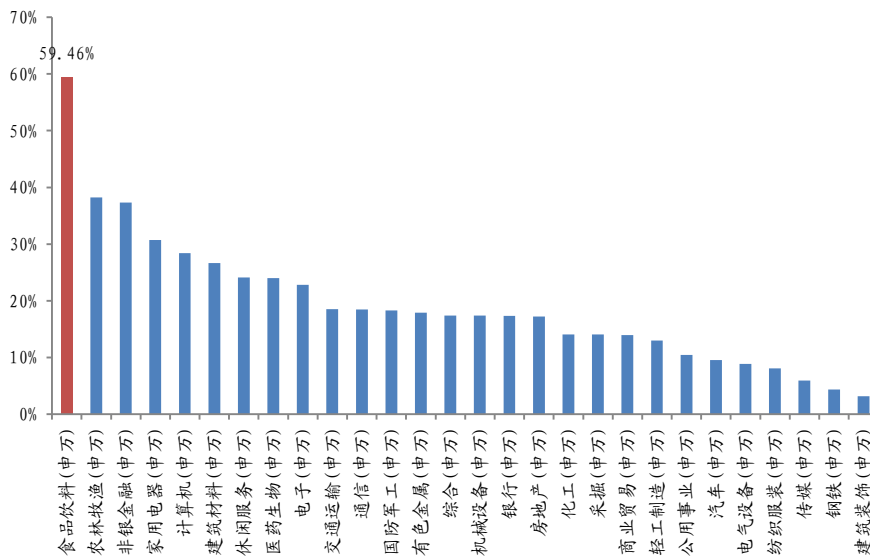
食品饮料板块表现维持强势。截至 6 月 27 日, 食品饮料板块当月收涨 10.41%, 在 28 个一级行业中排名第 1。年初以来食品饮料板块累计涨幅 59.46%, 在 28 个一级行业中排名第 1。

图 44：一级行业月涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 45：一级行业年初以来涨幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

截至 6 月 27 日，食品饮料子板块月度表现涨跌不一，其中软饮料（9.76%）、白酒（9.71%）、乳品（9.13%）表现较好，黄酒（-3.43%）、啤酒（-0.82%）、肉制品（-0.81%）表现较差。年初以来，所有子行业均有不同程度的上涨，其中白酒（70.71%）、其他酒类（56.31%）、调味发酵品（51.56%）表现较强。

图 46: 食品饮料子行业月涨幅

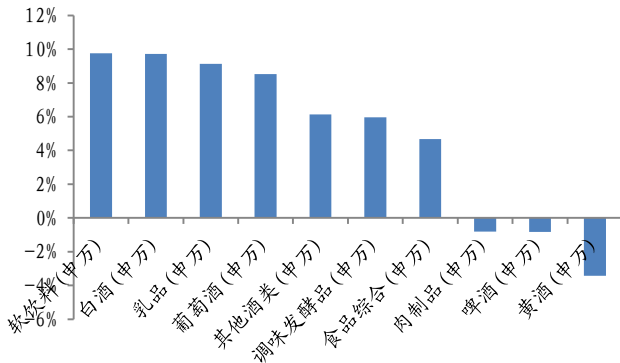
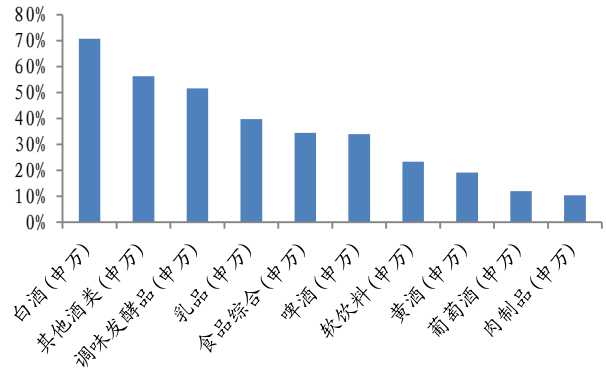


图 47: 食品饮料子行业年初以来涨幅



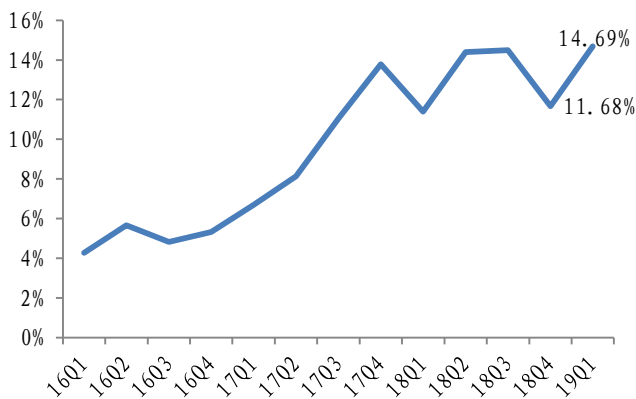
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(五) 板块持续受到资金追捧

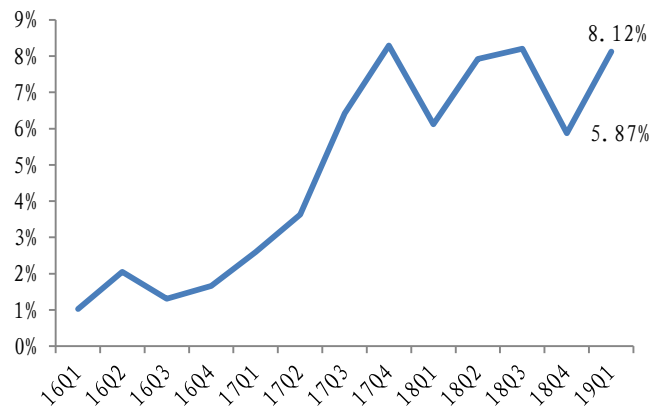
食品饮料板块 2019 年一季度重仓持股市值占比¹回升至 14.69% 的高位, 超配比例²回升至 8.12%。板块重仓比例在经历 18Q4 的短暂下滑之后, 19Q1 恢复至高位, 一方面与市场资金抱团取暖、蓝筹价值股再受青睐有关, 另一方面 Q3 单季食品饮料板块业绩趋于疲软, 但年报与一季报实际增速仍然稳健, 市场担忧得到缓解。

图 48: 食品饮料板块重仓持股市值占比历史变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 49: 食品饮料板块超配比例历史变化



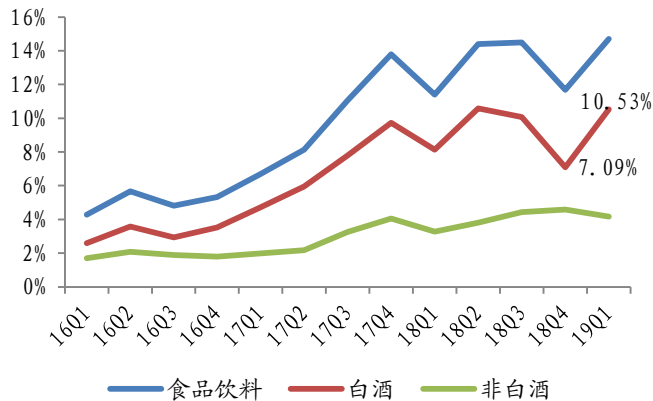
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

白酒仍然是最受资金青睐的细分子板块, 19Q1 白酒重仓持股比例回升至 10.53%, 超配比例回升至 6.08%, 非白酒类食品饮料个股总权重比例从 18Q4 的 4.59% 小幅下滑至 19Q1 的 4.17%。

¹ 食品饮料板块重仓持股市值占比=所有公募基金前十大重仓股中食品饮料股的持股市值加总/所有公募基金前十大重仓股持股市值加总。

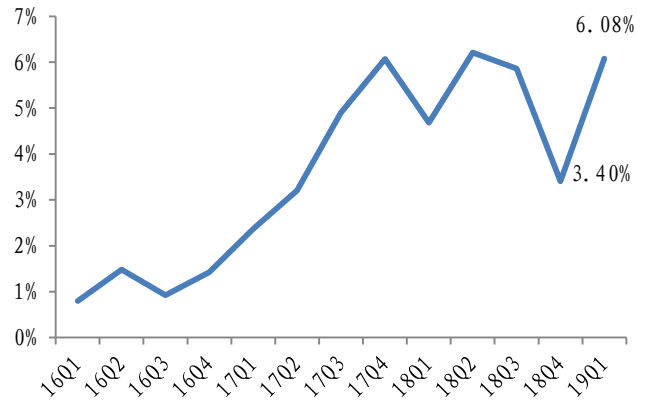
² 食品饮料板块超配比例=食品饮料板块重仓持股市值占比-全市场食品饮料股流通市值占比。

图 50: 白酒和非白酒的重仓持股市值占比历史变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 51: 白酒板块超配比例历史变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

外资对食品饮料板块偏好明显, 持股比例不断提升。自 2014 年开通沪港通和 2016 年开通深港通以来, 外资的 A 股投资比例不断提升, 截至 2019 年 6 月 26 日, 食品饮料板块外资持股占自由流通市值比为 15.63%, 远高于 A 股整体的 5.27%。

五、投资建议: 继续推荐确定性强的白酒板块

预计食品饮料板块 2019 年全年维持稳健增长态势, 行业成长价值、相关品种的蓝筹龙头优势价值和小品种的成长性仍在。在外部不确定性和内部经济承压的背景下, 资金在业绩稳健的消费龙头中抱团取暖, 外资持续流入推升国内食品饮料龙头估值向国际巨头靠拢, 更多投资者为品牌价值和确定性溢价买单。

从基本面的角度, 在食品饮料各子行业板块中, 我们较为看好饮料制造子板块中白酒的持续性发展趋势, 以及食品加工子板块中食品综合相关品类的成长性机会。

在个股把握上, 我们建议投资者把握核心子板块中优质蓝筹品种的价值, 适当关注估值回调后带来的优质高成长个股的价值性机会。

表 3: 核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由
600519.SH	贵州茅台	看好标杆品种长期价值
000568.SZ	泸州老窖	聚焦成效已显现, 业绩增长再出发
002216.SZ	三全食品	弹性较高的速冻食品龙头

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

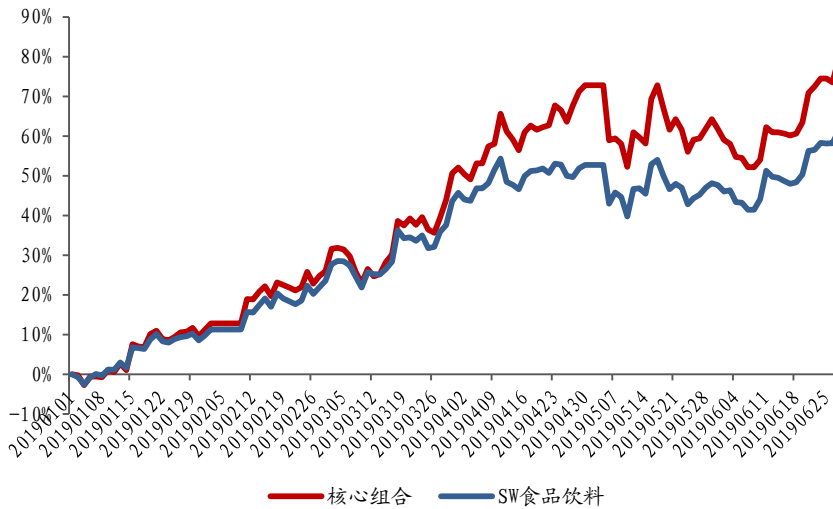
表 4: 核心组合市场表现

证券代码	证券简称	月涨跌幅 (%)	年初以来涨跌幅 (%)	累计相对收益率 (%)
600519.SH	贵州茅台	11.95	68.87	7.61
000568.SZ	泸州老窖	14.58	99.04	37.78

002216.SZ	三全食品	6.64	39.31	-21.95
	合计	12.87	79.44	18.18

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (相对收益率指相对于 SW 食品饮料指数的收益率)

图 52: 核心组合年初至今收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

食品安全风险、需求走弱风险、宏观及政策风险等。

插图目录

图 1: 社零同比增速 (%)	3
图 2: 消费者信心指数 vs. 采购经理人指数	3
图 3: CPI 当月同比 (%)	4
图 4: PPI 当月同比 (%)	4
图 5: 主产区生鲜乳均价周同比 (%)	5
图 6: 全国猪价周变化 (元/公斤)	5
图 7: 主营业务收入累计同比 (%)	6
图 8: 利润总额累计同比 (%)	6
图 9: 规模以上工业增加值当月同比 (%)	6
图 10: 制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)	7
图 11: 食品饮料子行业增速分化 (%)	8
图 12: 28 个行业 2018 年营业收入同比增速	9
图 13: 28 个行业 2018 年归母净利润同比增速	9
图 14: 28 个行业 2019Q1 营业收入同比增速	10
图 15: 28 个行业 2019Q1 归母净利润同比增速	10
图 16: 食品饮料子板块 2018 年营业收入同比增速 (%)	11
图 17: 食品饮料子板块 2018 年归母净利润同比增速 (%)	11
图 18: 食品饮料子板块 2019Q1 营业收入同比增速 (%)	11
图 19: 食品饮料子板块 2019Q1 归母净利润同比增速 (%)	11
图 20: 中国白酒产量及增速	12
图 21: 白酒制造业主营业务收入和利润总额增速 (%)	12
图 22: 不同档次白酒上市公司收入增速 (%)	12
图 23: 调味品市场规模和增速	13
图 24: 调味品零售市场规模和增速	13
图 25: 餐饮社零总额及增速	14
图 26: 在线餐饮外卖市场规模及增速	14
图 27: 2004-2016 年中国调味品市场规模	14
图 28: 2004-2016 年中国调味品市场增速	14
图 29: 调味品零售市场各品牌占有率 (%)	15
图 30: 我国乳品业销售呈现周期性, 长期看整体增速放缓	15
图 31: 城镇和农村居民人均消费支出 (元)	16
图 32: 我国一、二、三线城市和农村液态奶渗透率 (%)	16
图 33: 中国液态奶消费结构	17
图 34: 我国液态奶各细分品类增速 (%)	17
图 35: 我国啤酒行业年产量 (万千升)	18
图 36: 我国啤酒月产量	18
图 37: 2011 年全球及各主要国家啤酒人均消费量 (升)	18
图 38: 2018 年国内外各主要啤酒公司毛利率 (%)	19
图 39: 食品饮料行业上市公司数量 (按年)	22

图 40: 食品饮料板块估值及相对全部 A 股溢价	23
图 41: 食品饮料板块估值及相对 A 股 (剔除银行) 溢价	23
图 42: 食品饮料板块国际 PE 估值比较	23
图 43: 食品饮料板块国际 PB 估值比较	23
图 44: 一级行业月涨幅	24
图 45: 一级行业年初以来涨幅	24
图 46: 食品饮料子行业月涨幅	25
图 47: 食品饮料子行业年初以来涨幅	25
图 48: 食品饮料板块重仓持股市值占比历史变化	25
图 49: 食品饮料板块超配比例历史变化	25
图 50: 白酒和非白酒的重仓持股市值占比历史变化	26
图 51: 白酒板块超配比例历史变化	26
图 52: 核心组合年初至今收益率 (%)	27

表格目录

表 1: 中国市场消费者首选十大品牌	8
表 2: 2010-2016 年我国啤酒行业 CR5 市场占有率变化	19
表 3: 核心推荐组合及推荐理由	26
表 4: 核心组合市场表现	26

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

朱艺泓，食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn