

推荐 (维持)

## 外资有望持续流入 从中期角度拥抱行业核心资产

风险评级：中风险

食品饮料行业 2020 年上半年投资策略

2019 年 12 月 17 日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

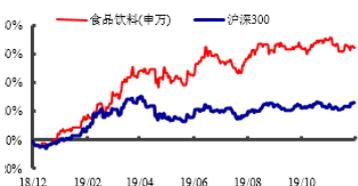
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

白酒	推荐
调味品	推荐
乳制品	推荐
肉制品	谨慎推荐
啤酒	谨慎推荐

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- **我国资本市场不断开放，外资有望持续流入。**随着我国资本市场逐步开放以及国际主流指数逐步扩大纳入A股比例，境外投资者配置我国股票的需求不断上升。2019年9月10日国家外管局取消了QFII和RQFII投资额度的限制，同时不再对单家合格境外投资者的投资额度进行备案和审批，取消RQFII试点国家和地区限制。随着QFII和RQFII制度的放宽，外资进入我国资本市场更加便利，外资有望持续流入。
- **与其他主要国家证券市场相比，目前我国外资持股比例仍然较低。**2018年末，美国外资持股占美国股市总份额的15%，日本占比为30%，巴西占比为21%，韩国为33%。而2018年末，我国外资持股占境内流通股总市值仅为3.5%，占境内股票总市值仅为2.4%，不仅远低于日本和美国等发达国家，还低于韩国和巴西等新兴市场国家。
- **以中国台湾股市开放历程展望A股未来外资流入。**伴随台湾资本市场不断开放和纳入国际指数，外资持续流入台股。在2003年取消QFII制度、资本市场完全开放后的几年（2003-2006），外资加速流入，2008年受金融危机影响流入有所减少，2009年流入回升，此后保持低速净流入。伴随外资的持续流入，外资持股比例不断提升。2018年末，外资持有台湾股票市值占总市值比例由2000年的15.3%提升至38.3%，而同期外资持有A股市值占比仅为2.4%。外资流入台股主要偏向配置权重蓝筹及优势产业，主要包括半导体业、电子工业及食品工业。优势产业的优势龙头随着外资持股比例的不断提升，超额收益明显。
- **A股食品饮料行业优质龙头备受外资青睐。**A股食品饮料行业优质龙头因其具备良好的成长性、高ROE、高分红、高净现比等特征而备受外资青睐。对比台湾食品股外资持股，A股食品饮料龙头外资持股比例仍有很大提升空间。未来随着我国资本市场进一步开放，外资有望持续流入，食品饮料优质龙头外资持股比例有望持续提升。
- **投资策略：维持对行业的推荐评级。**目前我国资本市场还处于开放的初级阶段。外资持股比例与其他主要国家证券市场相比仍然较低，未来有很大的提升空间。当前时点，从中期的角度拥抱行业核心资产。白酒建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。大众食品建议关注伊利股份、海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、绝味食品、恰恰食品等。
- **风险提示。**食品安全问题、原料成本上升、竞争加剧等。

## 目 录

1. 行业 2019 年走势回顾.....	4
1.1 领涨所有一级行业.....	4
1.2 绝大多数细分板块录得正收益 白酒板块涨幅最大.....	4
1.3 行业内多数个股录得正收益.....	5
1.4 估值位于均值上方 但小于最大值.....	5
2. 外资持续流入 优质龙头备受青睐.....	6
2.1 我国资本市场不断开放.....	6
2.2 外资持股比例不断上升 但仍属于低配.....	7
2.3 以中国台湾股市开放历程展望 A 股未来外资流入.....	8
2.4 A 股食品饮料龙头备受外资青睐.....	12
3. 当前时点，站在中期角度拥抱核心资产.....	15
3.1 白酒：挤压式增长 还看高端扩容.....	15
3.2 调味品：赛道最优 龙头仍大有可为.....	17
4. 投资策略.....	19
5. 风险提示.....	21

## 插图目录

图 1：2019 年 1-11 月申万一级行业涨跌幅（%）.....	4
图 2：2019 年 1-11 月 SW 食品饮料行业三级子行业涨跌幅（%）.....	4
图 3：2019 年 1-11 月白酒个股涨幅（%）.....	4
图 4：SW 食品饮料行业 1-11 月涨幅榜个股（%）.....	5
图 5：SW 食品饮料行业 1-5 月跌幅榜个股（%）.....	5
图 6：SW 食品饮料 PE（TTM，剔除负值，倍）.....	5
图 7：SW 食品饮料相对沪深 300PE（TTM，剔除负值，倍）.....	5
图 8：2019 年 A 股外资流入节奏.....	6
图 9：QFII 投资额度不断扩大.....	7
图 10：QFII/RQFII 持有 A 股市值及占比.....	7
图 11：境外机构和个人持有境内股票市值及占比.....	7
图 12：境外机构持有境内股票市值及占比.....	7
图 13：陆股通持有境内股票市值及占比.....	7
图 14：陆股通每月净买入额（亿元）.....	7
图 15：外资持股比重对比.....	8
图 16：外资持债比重对比.....	8
图 17：台湾加权指数走势.....	9
图 18：台湾上市股票成交值周转率（%）.....	10
图 19：台湾外资汇入净额及外资持股比例.....	10
图 20：台湾外资持股比例与台湾 50 指数走势.....	10
图 21：台湾外资持股比例与台湾中型 100 走势.....	10
图 22：台湾外资持股比例与台湾半导体指数.....	10
图 23：台湾外资持股比例与台湾食品指数.....	10
图 24：2019 年 12 月 12 日台湾股市各行业侨外资及陆资持股比率（%）.....	11
图 25：台积电与台湾加权指数自 2003 年 1 月 1 日-2019 年 12 月 13 日涨幅对比（%）.....	12
图 26：A 股申万一级行业陆股通持股市值（亿元）.....	13

图 27: A 股申万一级行业陆股通持股市值占比 (%)	13
图 28: 食品饮料细分行业陆股通持仓市值 (亿元)	13
图 29: 食品饮料细分行业陆股通持仓市值占比 (%)	13
图 30: 食品饮料行业 ROE 居首	14
图 31: 食品饮料行业净现流良好	14
图 32: 贵州茅台外资持股市值与市场表现	14
图 33: 五粮液外资通持股市值与市场表现	14
图 34: 我国规模以上白酒企业销售收入及同比增速	15
图 35: 我国规模以上白酒企业利润总额及同比增速	15
图 36: 高端白酒茅五泸营收及占白酒行业营收比重	16
图 37: 高端白酒茅五泸净利润及占白酒行业利润总额比重	16
图 38: 我国调味品行业营收及其同比增速 (亿元, %)	17
图 39: 我国调味品行业利润总额及其同比增速 (亿元, %)	17
图 40: 餐饮业收入及其增速 (亿元, %)	18
图 41: 限额以上餐饮企业收入及其增速 (亿元, %)	18
图 42: A 股调味品上市公司营收占比 (%)	18
图 43: A 股调味品上市公司净利润占比 (%)	18

## 表格目录

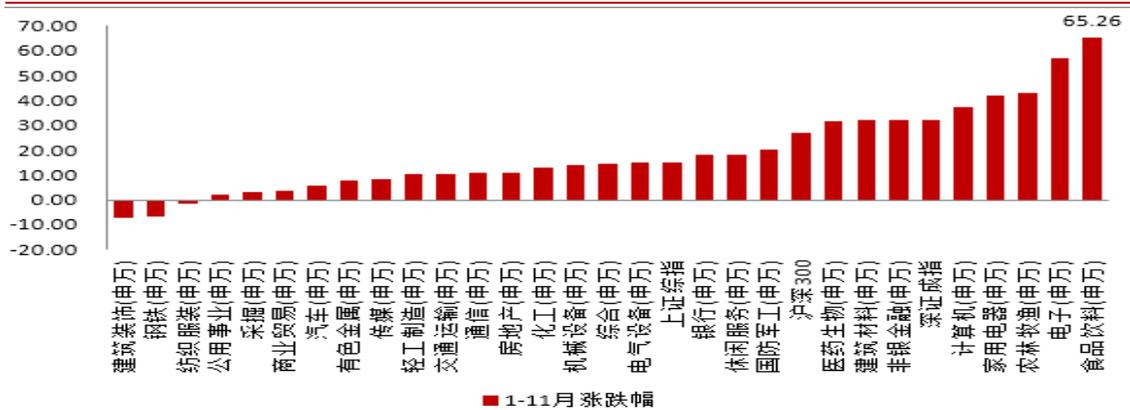
表 1: 中国台湾股市开放历程简纪	8
表 2: 中国台湾股市纳入 MSCI 进程	9
表 3: 2019 年 12 月 13 日台湾股市外资及陆资持股比率前二十名	11
表 4: A 股申万一级行业陆股通持股市值占比 (%)	14
表 5: A 股食品饮料龙头陆股通持股比例与台湾食品龙头外资持股比例对比	15
表 6: 白酒上市公司营收占白酒行业规模以上企业营收比重 (%)	16
表 7: 白酒上市公司陆股通持股及财务指标 (2019/12/13, 2019 三季度末)	17
表 8: 调味品上市公司陆股通持股及财务指标 (2019/12/13, 2019 三季度末)	19
表 9: 食品饮料行业上市公司陆股通持股及财务指标 (2019/12/13, 2019 三季度末)	20
表 10: 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/12/16)	21

## 1. 行业 2019 年走势回顾

### 1.1 领涨所有一级行业

行业表现强势,领涨所有申万一级行业。2019 年 1-11 月份,SW 食品饮料行业上涨 65.26%,在所有申万一级行业指数中居第一,跑赢同期沪深 300 指数 38.1 个百分点。行业上半年涨幅远大于下半年。

图 1: 2019 年 1-11 月申万一级行业涨跌幅 (%)

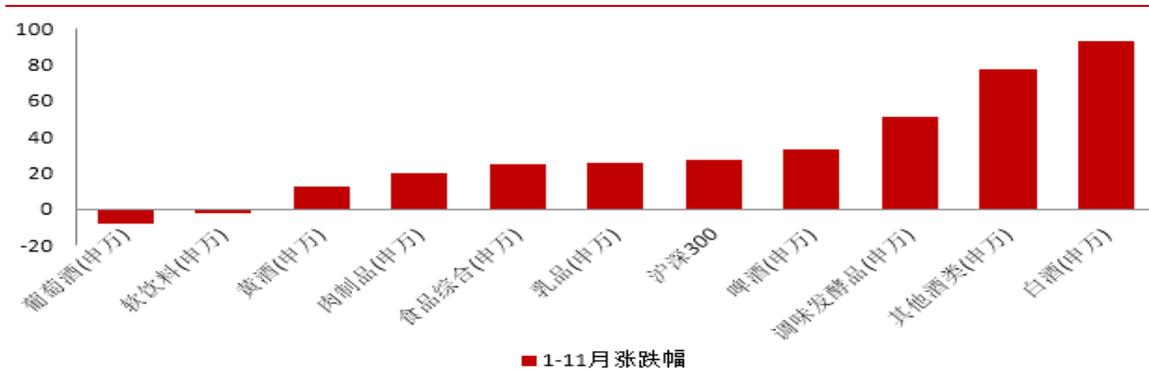


资料来源: 东莞证券研究所, wind

### 1.2 绝大多数细分板块录得正收益 白酒板块涨幅最大

大部分细分板块录得正收益。2019 年 1-11 月份,SW 食品饮料细分板块中仅葡萄酒和软饮料录得负收益,其他细分板块均录得正收益。其中白酒、其他酒类、调味品和啤酒等细分板块均录得较大正收益且跑赢沪深 300 指数,乳品、食品综合、肉制品、黄酒录得正收益但跑输沪深 300 指数。

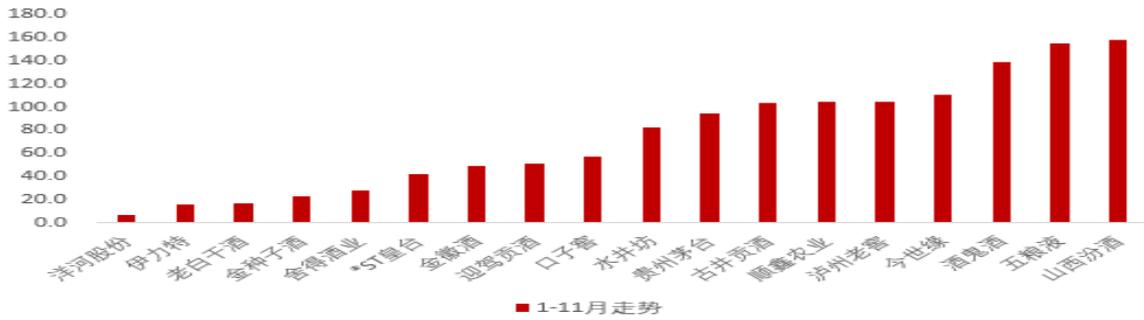
图 2: 2019 年 1-11 月 SW 食品饮料行业三级子行业涨跌幅 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

白酒板块领涨。白酒板块涨幅最大,整体上涨 92.8%。所有白酒个股均录得正收益,有近四个个股涨幅超过 100%。其中山西汾酒和五粮液涨幅居前,均超过 150%。洋河股份涨幅最小,只录得微幅正收益。

图 3: 2019 年 1-11 月白酒个股涨幅 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 1.3 行业内多数个股录得正收益

行业内多数个股录得正收益。2019 年 1-11 月份，SW 食品饮料行业约 80%的个股录得正收益，其中约有 32%的个股涨幅大于 50%，约有 11%的个股涨幅在 30%-50%，约有 8%的个股涨幅在 20%-30%。涨幅居前的公司主要以白酒和调味品公司，跌幅居前的公司主要以 ST 股和业绩比较差的个股为主。个股行情主要是以业绩驱动为主。

图 4：SW 食品饮料行业 1-11 月涨幅榜个股 (%)

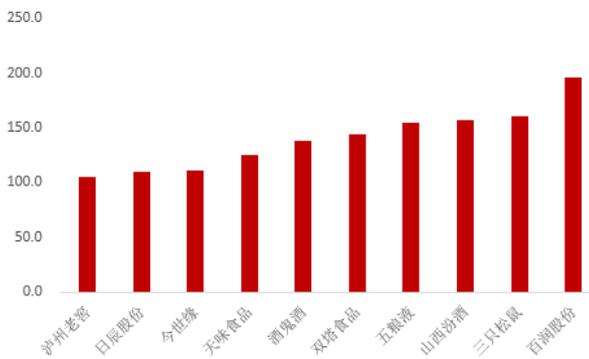
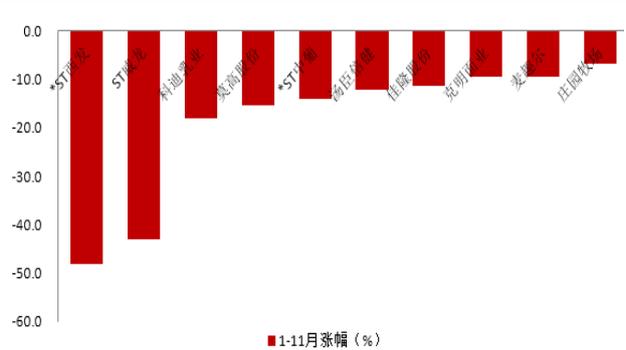


图 5：SW 食品饮料行业 1-5 月跌幅榜个股 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

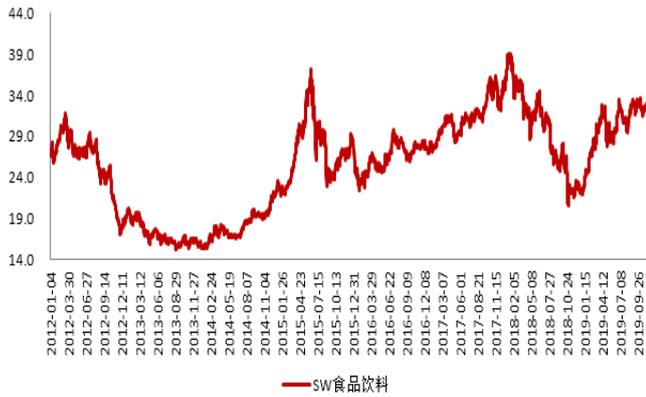
资料来源：东莞证券研究所，wind

### 1.4 估值位于均值上方 但小于最大值

目前行业整体估值在近几年均值上方，但小于最大值。截至 2019 年 11 月 30 日，SW 食品饮料行业整体 PE (TTM, 整体法, 剔除负值) 约 31 倍，高于行业 2012 年以来的均值，小于行业 2012 年以来的最大值；行业相对沪深 300 PE (TTM, 整体法) 2.71 倍，高于 2012 年以来的均值，小于 2012 年以来的最大值。

图 6：SW 食品饮料 PE (TTM, 剔除负值, 倍)

图 7：SW 食品饮料相对沪深 300PE (TTM, 剔除负值, 倍)



资料来源：东莞证券研究所，wind

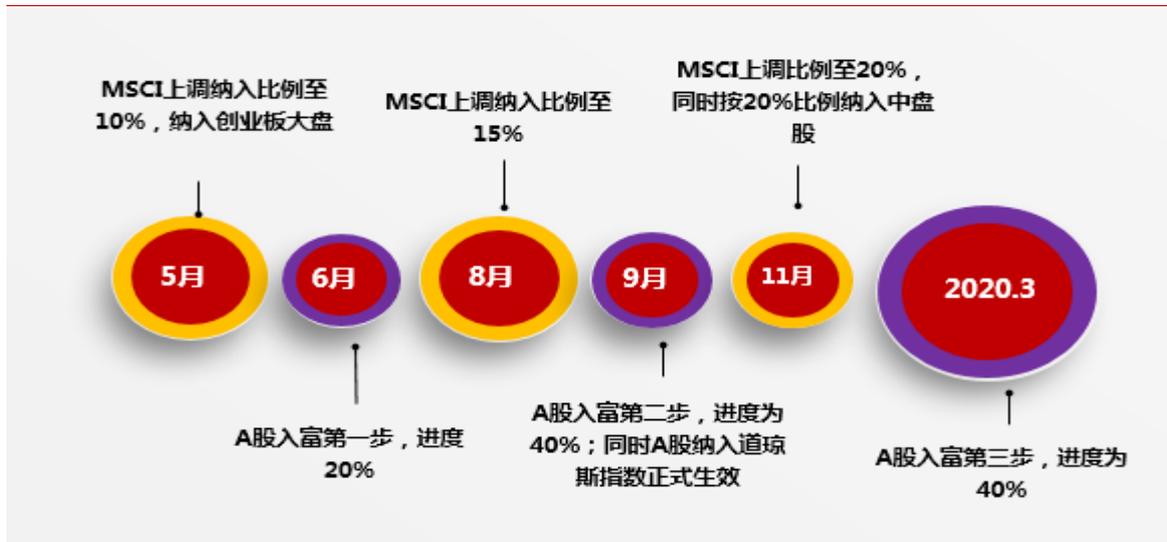
资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2. 外资持续流入 优质龙头备受青睐

### 2.1 我国资本市场不断开放

国际指数纳入 A 股比例不断提升。近年来，我国资本市场不断开放。随着沪港通、深港通和债券通相继实施，境外投资者投资我国证券市场更加便利。同时，随着我国股票逐步纳入国际主流指数，境外投资者配置我国股票的需求不断上升。2019 年三大国际指数不断推进纳入 A 股的进程。其中 MSCI 纳入 A 股的比例经过三次扩容后，目前 A 股纳入因子已提升至 20%，11 月份中盘股以 20% 纳入因子一并纳入。标普道琼斯指数对 A 股的纳入因子已达到 25%。富时罗素指数也将于 2020 年 3 月份将 A 股的纳入因子提升至 25%。

图 8：2019 年 A 股外资流入节奏



资料来源：东莞证券研究所，wind

QFII 和 RQFII 投资额度不断扩大直至放开。我国自 2002 年实施 QFII 制度，2011 年实施 RQFII 制度。目前有来自全球 31 个国家和地区的超过 400 家机构投资者通过此渠道投资中国金融市场。2002 年 QFII 首次获批的投资额度为 40 亿美元。此后 QFII 投资额度分别在 2005 年、2007 年、2012 年、2013 年和 2019 年上调至 100 亿美元、300 亿美元、800

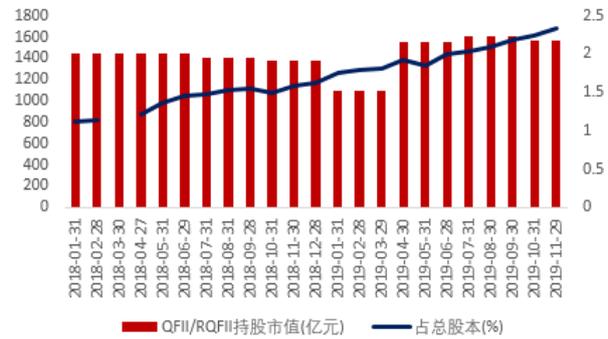
亿美元、1500 亿美元和 3000 亿美元。2019 年 9 月 10 日国家外管局取消了 QFII 和 RQFII 投资额度的限制，同时不再对单家合格境外投资者的投资额度进行备案和审批，取消 RQFII 试点国家和地区限制。随着 QFII 和 RQFII 制度的放宽，外资进入我国资本市场更加便利，外资有望持续流入。

图 9：QFII 投资额度不断扩大



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 10：QFII/RQFII 持有 A 股市值及占比



资料来源：东莞证券研究所，wind

## 2.2 外资持股比例不断上升 但仍属于低配

外资持有 A 股的比例不断上升。根据央行的数据，截至 2019 年三季度末，境外机构和个人持有 A 股市值达 1.77 万亿元，较 2018 年底增长约 54%，与公募基金持仓规模差距进一步缩小；持仓市值占比约为 3%，较 2018 年底提升 0.59 个百分点。其中境外机构三季度末持有 A 股市值达 1.32 万亿元，较 2018 年底增长 65.7%；持仓市值占比约为 2.2%，较 2018 年底提升 0.6 个百分点。外资通过陆股通三季度末持有 A 股市值约为 1.16 万亿元，较 2018 年底增长 76%；持仓市值占比约为 1.9%，较 2018 年底提升 0.6 个百分点。QFII 与 RQFII 三季度末持有 A 市市值约为 1605 亿元，较 2018 年底增长 16%；持仓市值占比约为 0.3%，与 2018 年底持平。

图 11：境外机构和个人持有境内股票市值及占比



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 12：境外机构持有境内股票市值及占比



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 13：陆股通持有境内股票市值及占比

图 14：陆股通每月净买入额 (亿元)

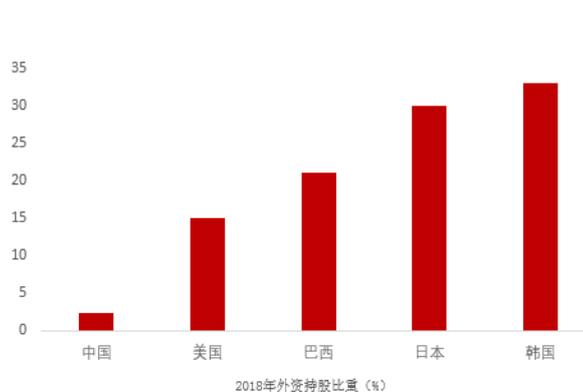


资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

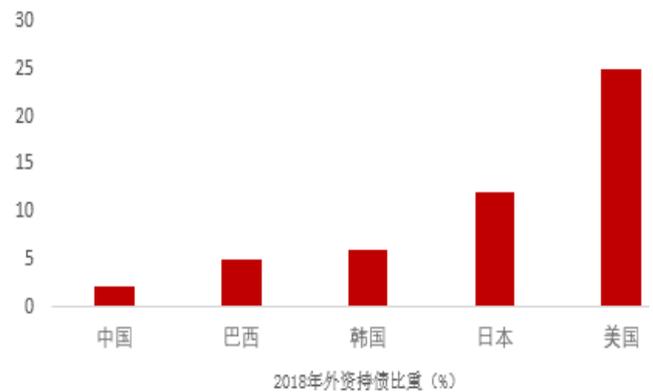
与其他主要国家证券市场相比，目前我国外资持股比例仍然较低，未来有很大的提升空间。2018 年末，美国外资持股占美国股市总份额的 15%，日本占比为 30%，巴西占比为 21%，韩国为 33%。而 2018 年末，我国外资持股占境内流通股票市值仅为 3.5%，占境内股票总市值仅为 2.4%，不仅远低于日本和美国等发达国家，还低于韩国和巴西等新兴市场国家。

图 15：外资持股比重对比



资料来源：《2018 年中国国际收支报告》，东莞证券研究所

图 16：外资持债比重对比



资料来源：《2018 年中国国际收支报告》，东莞证券研究所

### 2.3 以中国台湾股市开放历程展望 A 股未来外资流入

中国台湾资本市场逐步开放。台湾自上世纪 80 年代开始逐步开放资本市场。1983 年台湾开始允许外资通过证券投资信托公司赴海外以发行收益凭证的方式募集海外资金投资台湾股市，开启了外资间接入市的序幕。此后，证券信托公司的持股比例不断放开。于 2000 年底，证券信托公司持股比例彻底放开。1990 年，台湾出台了 QFII 制度，允许境外机构投资者自 1991 年起直接投资台湾股市，开启了外资直接投资台湾股市之路。此后，又在资格审查、投资额度、投资比例、投资范围、资金汇入汇出等方面逐步放开。于 2000 年全面放开 QFII 持股比例的限制，于 2003 年取消 QFII 制度，台湾股市对外资全面开放。

表 1：中国台湾股市开放历程简纪

时间	中国台湾股市开放进程
1983 年	允许外资通过证券投资信托公司赴海外以发行收益凭证的方式募集海外资金投资台湾股市
1990 年	出台了 QFII 政策，允许境外机构投资者自 1991 年起直接投资台湾股市
1996 年	允许境外自然人（GFII）直接投资台湾股市
1999 年 3 月	单一及所有机构持股上限提升至 50%
2000 年 12 月	单一及所有机构持股上限完全放开
2003 年 12 月	取消 QFII 制度，将外资分为境外机构投资者（FINI）和华侨与外国自然人（FIDI）两大类。资本市场完全开放

资料来源：网络新闻，东莞证券研究所

MSCI 国际指数纳入台股，历经 9 年分四次直至全部纳入。伴随台湾资本市场的不断开放，国际指数 MSCI 于 1996 年-2005 年历经 9 年，分四次纳入台湾股市。1996 年 9 月，台湾股市首次被纳入 MSCI 新兴市场指数，纳入比例为 50%。2000 年 6 月和 12 月，MSCI 分别将台湾股市纳入比例提升至 65%和 80%。在取消 QFII 制度后，于 2005 年 5 月 MSCI 将台湾股市纳入比例提升至 100%。

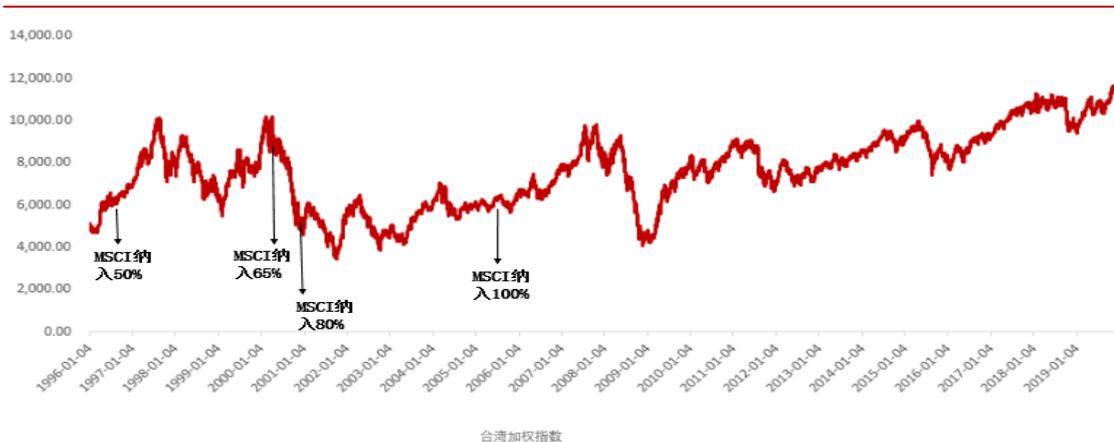
表 2：中国台湾股市纳入 MSCI 进程

纳入时间	MSCI 纳入比例	占 MSCI 新兴市场指数权重	纳入后半年台湾加权指数涨幅	纳入后一年台湾加权指数涨幅
1996 年 9 月	50%	8.46%	25.9%	51.2%
2000 年 6 月	65%	11.51%	-39.6%	-43.3%
2000 年 12 月	80%	14.39%	-6.1%	-13%
2005 年 5 月	100%	12.81%	-0.34%	23.7%

资料来源：网络新闻，东莞证券研究所, wind

入摩改变了台湾股市投资者结构和投资风格。根据统计 MSCI 四次扩容后台湾加权指数的走势，首次扩容后一年指数涨幅最大。中间两次扩容，指数不涨反跌。最后一次扩容后指数走出了一波上升行情。由此可以看出，MSCI 纳入并不能一定让台湾股市迎来单边牛市，但其改变了台湾股市的投资者结构和投资风格。入摩后，台股散户占比不断下降，机构投资者占比不断上升；整体换手率不断下降。

图 17：台湾加权指数走势



资料来源：东莞证券研究所，wind

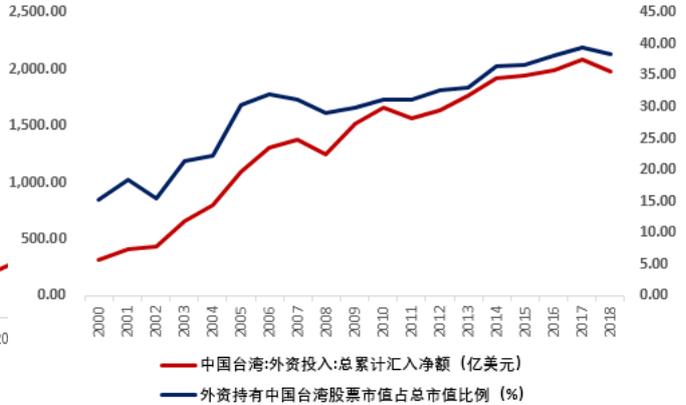
台股外资持股比例不断上升。伴随台湾资本市场不断开放和纳入国际指数，外资持续流

入台股。在 2003 年取消 QFII 制度、资本市场完全开放后的几年（2003-2006），外资加速流入，2008 年受金融危机影响流入有所减少，2009 年流入回升，此后保持低速净流入。伴随外资的流入，外资持股比例不断提升。2018 年末，外资持有台湾股票市值占总市值比例由 2000 年的 15.3% 提升至 38.3%，而同期外资持有 A 股市值占比仅为 2.4%。目前 MSCI 纳入 A 股的比例仅为 20%。未来随着我国资本市场不断开放，MSCI 有望不断扩容直至全部纳入，外资有望持续流入 A 股，A 股外资持股比例有望不断提升。

图 18：台湾上市股票成交值周转率（%）



图 19：台湾外资汇入净额及外资持股比例



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

图 20：台湾外资持股比例与台湾 50 指数走势



图 21：台湾外资持股比例与台湾中型 100 走势



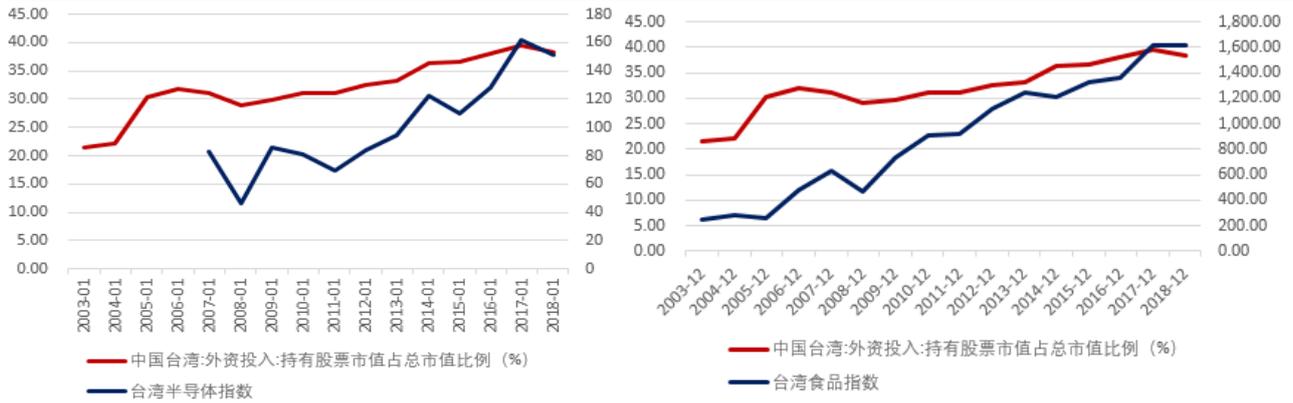
资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

**优势产业获得外资超配。**外资流入台股主要偏向配置权重蓝筹及优势产业。截至 2019 年 12 月 12 日，侨外资及陆资持有股票数量占比最大的行业是半导体业，持股数量占比达到 54.24%。侨外资及陆资持股数量占比在 30% 以上的行业主要包括其他电子业、电子工业、电脑及周边设备业、其他行业和食品工业，持股数量占比分别为 37.44%、34.42%、33.17%、30.3% 和 30.19%。金融保险业侨外资及陆资持股数量占比为 26.7%。

图 22：台湾外资持股比例与台湾半导体指数

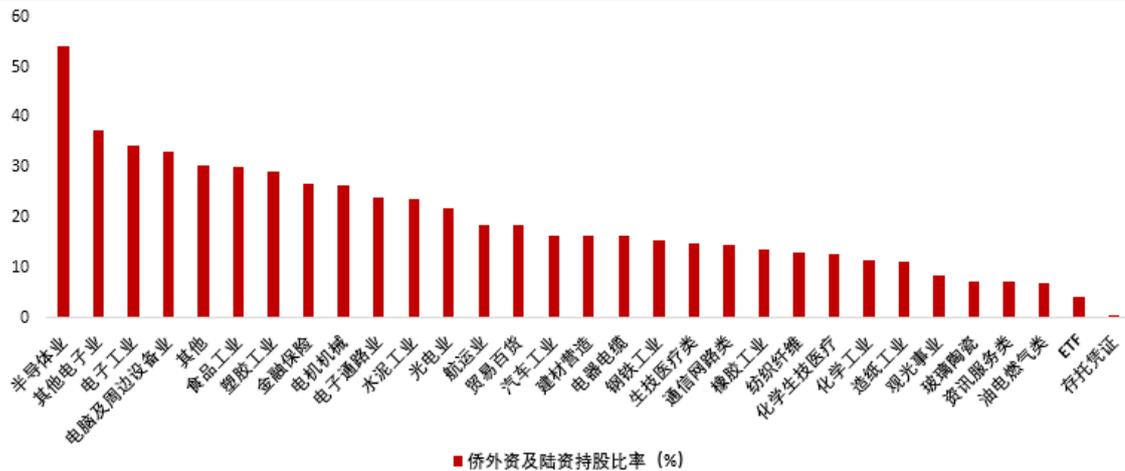
图 23：台湾外资持股比例与台湾食品指数



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

图 24：2019 年 12 月 12 日台湾股市各行业侨外资及陆资持股比率 (%)



资料来源：台湾证交所，东莞证券研究所

优势产业的优势龙头外资持股集中度高，超额收益明显。台湾优势产业半导体龙头外资持股比例不断上升。台积电是台湾半导体龙头，外资持股比例高达 78.56%（2019 年 12 月 13 日数据），持股市值达 2230.9 亿美元，是外资重仓的第一大标的。台积电最大的外资股东是花旗台积存托，持股比例超过 20%。随着外资持股集中度的提升，台积电二级市场获得高超额收益，大幅跑赢同期台湾加权指数。

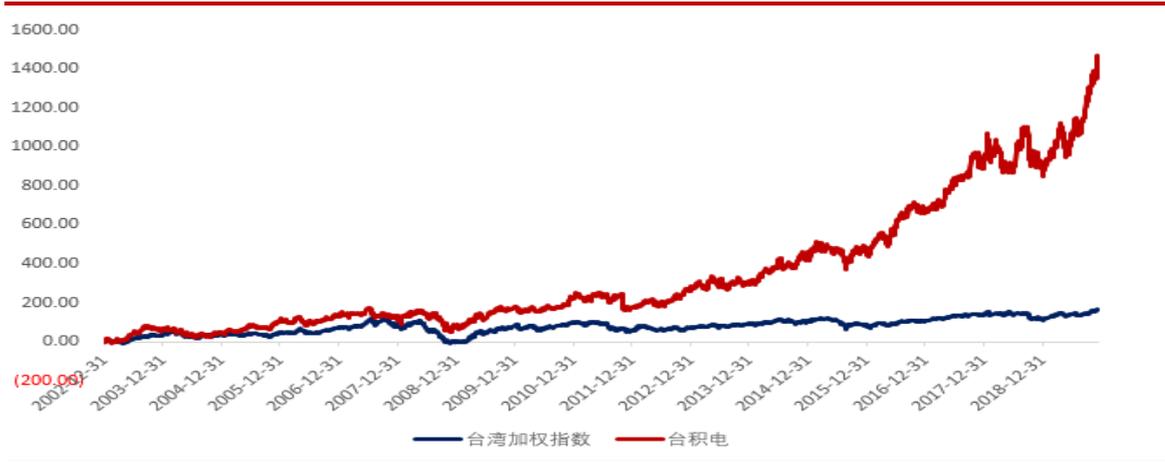
表 3：2019 年 12 月 13 日台湾股市外资及陆资持股比率前二十名

公司代码	公司名称	总市值 (亿美元)	外资持股比例 (%)	外资持股市值 (亿美元)
2923.TW	鼎固控股	14.57	99.26	14.47
6415.TW	硅力杰	30.15	90.7	27.35
8482.TW	商亿全球控股	5.07	89.45	4.53
2936.TW	客思达	0.51	88.63	0.45
8480.TW	泰升国际 (控股)	1.82	87.45	1.59
1341.TW	富林塑胶	0.98	86.81	0.85
4958.TW	臻鼎科技控股	41.43	83.1	34.43
4560.TW	强信机械科技	1.15	82.19	0.95
6666.TW	罗丽芬控股	2.72	79.35	2.16
2330.TW	台湾积体电路制造	2839.75	78.56	2230.91

5871.TW	中租控股	59.24	77.66	46.00
8488.TW	吉源控股	0.38	77.55	0.29
3711.TW	日月光投资控股	120.94	76.71	92.78
8442.TW	威宏控股	1.10	76.24	0.84
2239.TW	开曼英利工业	3.63	76.14	2.76
2939.TW	凯羿国际集团	1.57	74.41	1.17
2236.TW	百达精密工业	0.34	74.31	0.25
8499.TW	鼎炫投资控股	1.77	73.69	1.30
4807.TW	日成控股	0.37	72.6	0.27

资料来源：台湾证交所，东莞证券研究所

图 25：台积电与台湾加权指数自 2003 年 1 月 1 日-2019 年 12 月 13 日涨幅对比 (%)

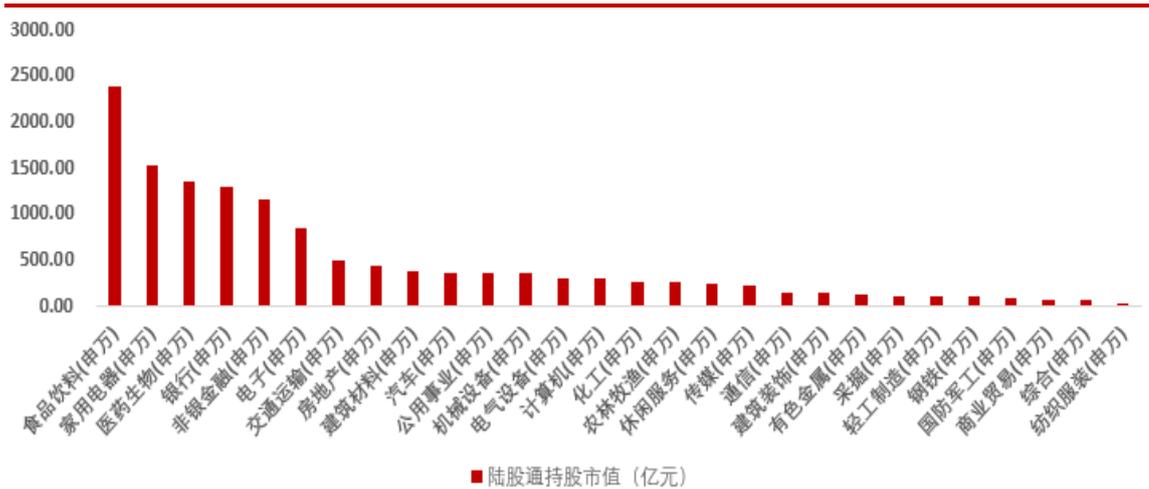


资料来源：台湾证交所，东莞证券研究所，wind

### 2.3 A 股食品饮料龙头备受外资青睐

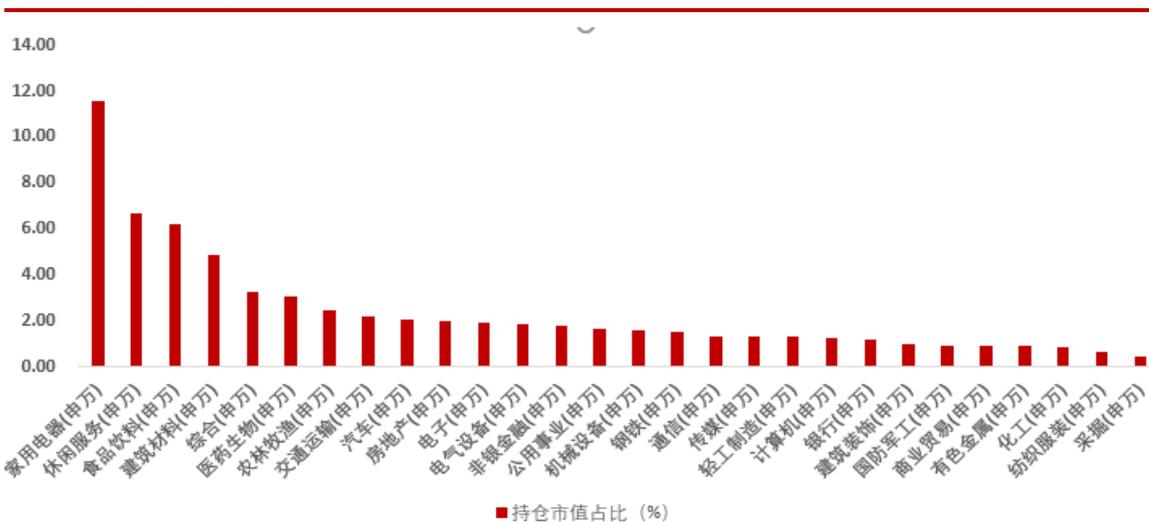
食品饮料行业外资持仓市值居首，白酒板块持仓最大。陆股通成为外资进入 A 股的主要渠道。从陆股通持仓数据来看，持仓市值前五大行业分别为食品饮料、家用电器、医药生物、银行和非银金融，持仓市值占比前五大行业分别是家用电器、休闲服务、食品饮料、建筑建材和综合。不管是持仓市值，还是持仓市值占比，食品饮料行业都名列前茅。持仓市值前三大的细分行业分别为白酒、乳品和调味品，持仓市值分别达到 1849.6 亿元、224 亿元和 206.4 亿元。持仓市值占比前三大的细分行业分别为乳品、白酒和调味品，持仓市值占比分别为 9.16%、7.2%和 5.4%。

图 26: A 股申万一级行业陆股通持股市值 (亿元)



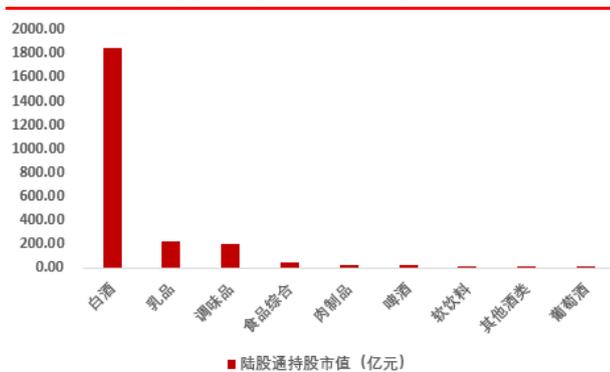
资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 27: A 股申万一级行业陆股通持股市值占比 (%)



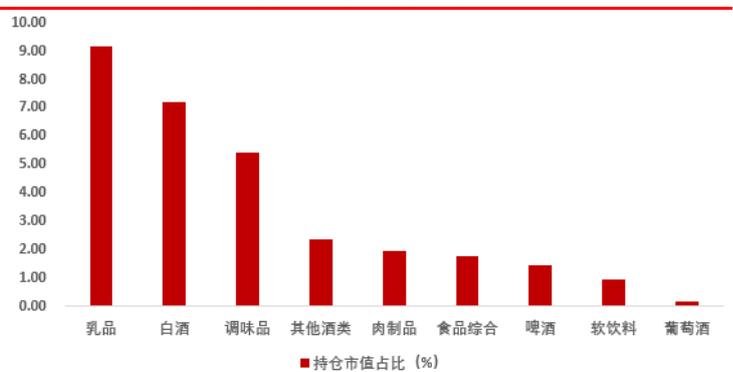
资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 28: 食品饮料细分行业陆股通持仓市值 (亿元)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 29: 食品饮料细分行业陆股通持仓市值占比 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

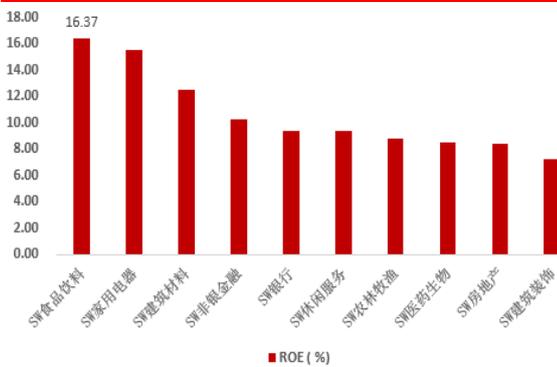
陆股通偏向配置核心白酒龙头和优质大众食品龙头。陆股通持有白酒个股市值前五的分别是贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖和水井坊，大众食品方面持股市值靠前的分别是伊利股份、海天味业、中炬高新和双汇发展。陆股通青睐食品饮料优质龙头的主要原因在于这些标的具备成长性好、高 ROE、高分红、高净现比等特征。

表 4: A 股申万一级行业陆股通持股市值占比 (%)

持仓市值 TOP10			持仓市值占比 TOP10		
证券代码	证券简称	陆股通持股市值 (亿元)	证券代码	证券简称	陆股通持股占总市值比例 (%)
600519.SH	贵州茅台	1,168.23	600887.SH	伊利股份	11.91
000858.SZ	五粮液	433.60	600872.SH	中炬高新	10.09
600887.SH	伊利股份	222.50	000858.SZ	五粮液	8.62
603288.SH	海天味业	170.89	600779.SH	水井坊	8.53
002304.SZ	洋河股份	111.02	002557.SZ	洽洽食品	8.17
000568.SZ	泸州老窖	33.11	600519.SH	贵州茅台	8.00
600872.SH	中炬高新	31.06	002507.SZ	涪陵榨菜	7.75
000895.SZ	双汇发展	25.83	002304.SZ	洋河股份	7.43
600779.SH	水井坊	23.35	603288.SH	海天味业	5.89
600809.SH	山西汾酒	22.34	603589.SH	口子窖	5.04

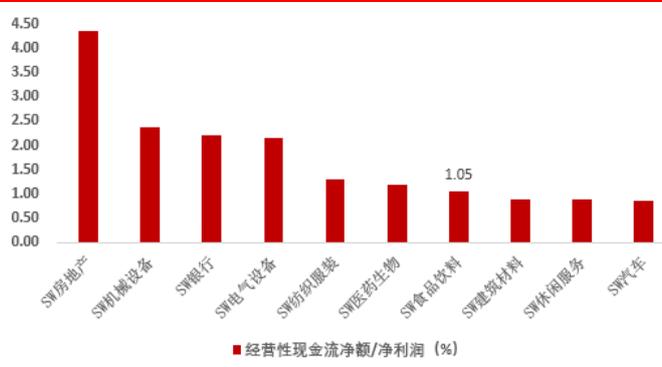
资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 30: 食品饮料行业 ROE 居首



资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 31: 食品饮料行业净现金流良好



资料来源: 东莞证券研究所, wind

外资配置高的食品饮料龙头超额收益显著。白酒龙头贵州茅台是陆股通持仓市值最高的标的。自陆股通开通以来, 贵州茅台累计涨幅达到 330.7%, 同期食品饮料 (申万) 指数上涨 118.4%, 大幅跑赢行业指数。陆股通持有贵州茅台比例不断上升, 截至 2019 年 12 月 12 日, 陆股通持股占自由流通股比例为 22.34%。截至 2019 年三季度末, 陆股通持股占总股本的比例为 8%, 在前十大股东中居第二, 持股比例超过公募基金。

图 32: 贵州茅台外资持股市值与市场表现



图 33: 五粮液外资通持股市值与市场表现



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

对比台湾食品股外资持股,A股食品饮料龙头外资持股比例仍有很大提升空间。截至2019年12月12日,台湾食品工业外资及陆资持股数量占比达到30.19%。而同期A股食品饮料行业(申万)陆股通持股数量占比仅为2.7%。相比之下,A股食品饮料行业目前外资持股比例还有很大提升空间。台湾食品行业龙头统一外资持股数量占比约为53.35%(2019年5月10日数据),而贵州茅台陆股通持股数量占流通总股本约7.99%(2019年12月13日数据)。未来随着我国资本市场进一步开放,外资有望持续流入,食品饮料优质龙头外资持股比例有望持续提升。

表 5: A 股食品饮料龙头陆股通持股比例与台湾食品龙头外资持股比例对比

台湾食品工业龙头外资持股				A 股食品饮料龙头陆股通持股			
代码	公司简称	外资持股数量占比 (%)	公布日期	代码	公司简称	陆股通持股数量占自由流通股本 (%)	公布日期
1216. TW	统一	53.35	2019/5/10	600519. SH	贵州茅台	7.99	2019/12/13
1215. TW	卜蜂	42.52	2019/5/24	000858. SZ	五粮液	8.62	2019/12/13
1227. TW	佳格	21.4	2019/5/24	600887. SH	伊利股份	12.29	2019/12/13
1210. TW	大成长城	17.53	2019/9/17	603288. SH	海天味业	5.88	2019/12/13
1229. TW	联华实业	13.54	2019/9/10	002304. SZ	洋河股份	7.42	2019/12/13

资料来源：台湾证交所，东莞证券研究所，wind

### 3. 当前时点，站在中期角度拥抱核心资产

#### 3.1 白酒：挤压式增长 还看高端扩容

头部企业市场集中度不断上升。2018年,全国规模以上白酒企业为1445家,实现销售收入5363.83亿元,同比增长12.88%;累计实现利润总额1250.5亿元,同比增长29.98%,虽增速较上年小幅减缓,但依然保持较快增长;亏损企业183个,亏损额11.03亿元,较上年减亏1.83%。2018年,17家白酒上市公司销售总收入占白酒行业规模以上企业销售收入总和的39.3%,较2010年提高17.8个百分点。2018年,17家白酒上市公司归母净利润总额占白酒行业规模以上企业利润总和的55.8%,较2010年提高10.8个百分点。行业盈利越来越向规模以上企业集中。

图 34: 我国规模以上白酒企业销售收入及同比增速



图 35: 我国规模以上白酒企业利润总额及同比增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

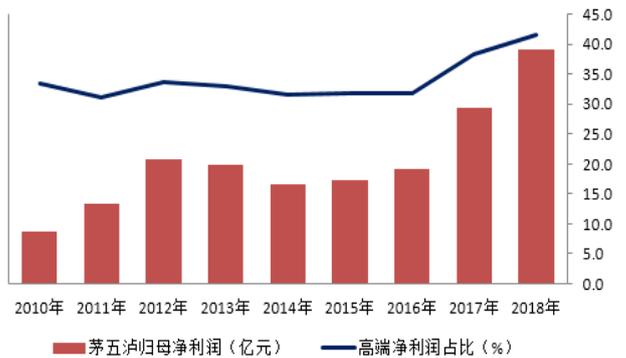
资料来源：东莞证券研究所，wind

**高端白酒持续扩容。**2010-2018 年高端白酒茅五泸营业总收入年均复合增速约为 18.9%，而同期白酒行业规模以上企业营收年均复合增速约为 8.9%。2010-2018 年茅五泸净利润年均复合增速约为 20.6%，同期白酒行业规模以上企业利润总额年均复合增速约为 17.3%。高端白酒增速明显快于白酒行业规模以上企业整体增速。高端白酒占比也在不断提升。2018 年茅五泸营业总收入占白酒行业规模以上企业营收比重约为 24.3%，较 2010 年提高 12.3 个百分点。贵州茅台成长性优于五粮液和泸州老窖，2010-2018 年营收年均复合增速约为 26.7%，同期五粮液和泸州老窖分别为 12.6% 和 11.7%。贵州茅台 2018 年营收占白酒行业规模以上企业营收比重约为 14.4%，较 2010 年提升 10 个百分点。

图 36：高端白酒茅五泸营收及占白酒行业营收比重



图 37：高端白酒茅五泸净利润及占白酒行业利润总额比重



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

白酒长期发展的驱动力在于消费升级和品牌集中度的上升。目前我国白酒行业市场规模已超过 6000 亿元，未来行业增速可能将趋于平稳。与国际成熟市场相比，我国白酒行业集中度还有提升空间。美国和日本烈性酒行业 CR5 均超过 50%，而 2018 年我国白酒行业前五大上市公司营收占同期规模以上白酒企业营收比重约为 30.5%。未来随着收入的持续提高、消费升级及优势企业加快并购整合，优势品牌的市场集中度将会持续上升。

表 6：白酒上市公司营收占白酒行业规模以上企业营收比重 (%)

证券代码	证券简称	2018 年营收 (亿元)	占同期白酒行业规模以上企业收入比重 (%)	2017 年营收 (亿元)	占同期白酒行业规模以上企业收入比重 (%)
600519.SH	贵州茅台	771.99	14.4	610.63	10.8
000858.SZ	五粮液	400.30	7.5	301.87	5.3
002304.SZ	洋河股份	241.60	4.5	199.18	3.5
000568.SZ	泸州老窖	130.55	2.4	103.95	1.8
600809.SH	山西汾酒	93.82	1.7	60.37	1.1
000860.SZ	顺鑫农业	120.74	2.3	117.34	2.1
000596.SZ	古井贡酒	86.86	1.6	69.68	1.2
603589.SH	口子窖	42.69	0.8	36.03	0.6
603369.SH	今世缘	37.41	0.7	29.57	0.5
600559.SH	老白干酒	35.83	0.7	25.35	0.4
603198.SH	迎驾贡酒	34.89	0.7	31.38	0.6

600779.SH	水井坊	28.19	0.5	20.48	0.4
600702.SH	舍得酒业	22.12	0.4	16.38	0.3
600197.SH	伊力特	21.24	0.4	19.19	0.3
603919.SH	金徽酒	14.62	0.3	13.33	0.2
600199.SH	金种子酒	13.15	0.2	12.90	0.2
000799.SZ	酒鬼酒	11.87	0.2	8.78	0.2

资料来源：东莞证券研究所，wind

白酒公司业绩将有所分化，优势龙头稳定性更强。从白酒上市公司 2019 年三季度业绩来看，高端白酒保持稳增，增速快于 SW 白酒行业整体增速。次高端分化较大。洋河股份 2019Q3 业绩下滑超过 20%，主要受渠道去库存影响所致。其他次高端山西汾酒、今世缘、水井坊、古井贡酒 2019Q3 业绩保持较快增长。口子窖、老白干酒 Q3 业绩有所下滑，顺鑫农业和酒鬼酒 Q3 净利润大幅下滑，主要原因在于成本费用率上升影响所致。

表 7：白酒上市公司陆股通持股及财务指标（2019/12/13，2019 三季度末）

证券简称	陆股通持 股市值 (亿元)	占总市 值比例 (%)	占自由流 通市值比 (%)	ROE (%)	净现比 (%)	分红率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	资产负债 率 (%)
贵州茅台	1168.2	8.0	22.3	24.3	89.7	35.9	91.5	53.2	19.5
五粮液	433.6	8.6	20.1	18.1	129.1	31.0	73.8	35.4	23.5
洋河股份	111.0	7.4	21.7	19.7	24.1	41.1	71.7	33.9	21.7
泸州老窖	33.1	2.8	5.7	20.4	88.1	56.9	81.1	33.3	29.8
水井坊	23.3	8.5	23.2	33.1	112.5	63.6	82.5	24.1	46.0
山西汾酒	22.3	2.9	9.9	23.4	111.8	36.7	69.2	19.9	46.0
口子窖	16.3	5.0	8.6	19.7	46.5	34.3	74.3	37.4	20.5
顺鑫农业	14.0	3.8	6.2	9.1	(34.6)	19.7	34.9	6.1	64.2
古井贡酒	11.7	2.2	8.7	20.3	128.7	28.5	76.3	21.7	31.7
今世缘	11.6	3.0	6.1	18.6	42.5	25.2	72.5	31.5	19.6
舍得酒业	1.4	1.4	2.1	10.7	86.7	21.2	75.6	17.7	45.0
迎驾贡酒	1.3	0.8	4.0	13.6	8.3	61.3	62.4	22.7	25.3
伊力特	0.8	1.2	2.1	11.2	90.2	46.2	50.2	20.1	32.3
老白干酒	0.4	0.4	0.6	8.6	(10.2)	37.2	62.3	9.6	43.3
酒鬼酒	0.4	0.3	0.5	7.9	97.0	32.9	77.6	19.0	21.5

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.2 调味品：赛道最优 龙头仍大有可为

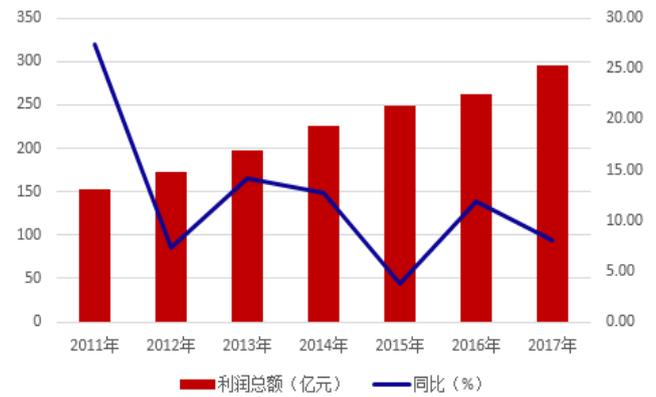
调味品行业市场规模仍有较大增长空间。2017 年，我国调味品行业销售收入超过 3300 亿元，同比增速超过 8%，近 5 年 CAGR 约为 10%；利润总额接近 300 亿元，同比增速超过 12%，近 5 年 CAGR 约为 11%。未来随着消费升级及餐饮业的发展，我国调味品行业市场有望保持较快增长，2020 年行业规模有望超过 4000 亿元。

图 38：我国调味品行业营收及其同比增速（亿元，%）

图 39：我国调味品行业利润总额及其同比增速（亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

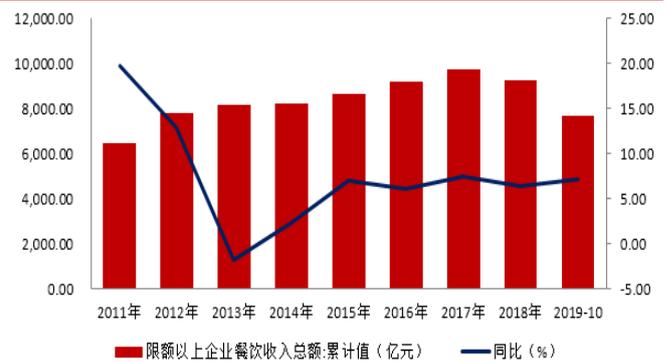
调味品行业未来增长的动力在于人均消费量的提升及餐饮业的持续增长。调味品的终端需求主要来自于餐饮、家庭和食品加工，占比约为 4:3:3。而目前我国调味品人均消费仍然较低。2016 年，我国调味品人均销售额约为 11 美元，而同期美国调味品人均销售额是我国的 7 倍，日本、韩国人均销售额分别是我国的 13 倍和 2 倍；全球人均销售额是我国的 1.4 倍。未来随着收入的提高和生活水平的提升，我国调味品人均消费有望持续提高。调味品的市场需求大约有 40%来自餐饮行业，餐饮业收入大约有 8%-10%为调味品支出。我国餐饮行业市场规模由 2011 年的 2.05 万亿元增长至 2018 年的 4.27 万亿元，CAGR 约为 11%。预计 2019 年将超过 4.6 万亿元，2022 年将超过 6.3 万亿元，2018-2022CAGR 将达到 10%。餐饮业持续增长将拉动调味品部分市场需求。

图 40：餐饮业收入及其增速（亿元，%）



资料来源：东莞证券研究所, wind

图 41：限额以上餐饮企业收入及其增速（亿元，%）

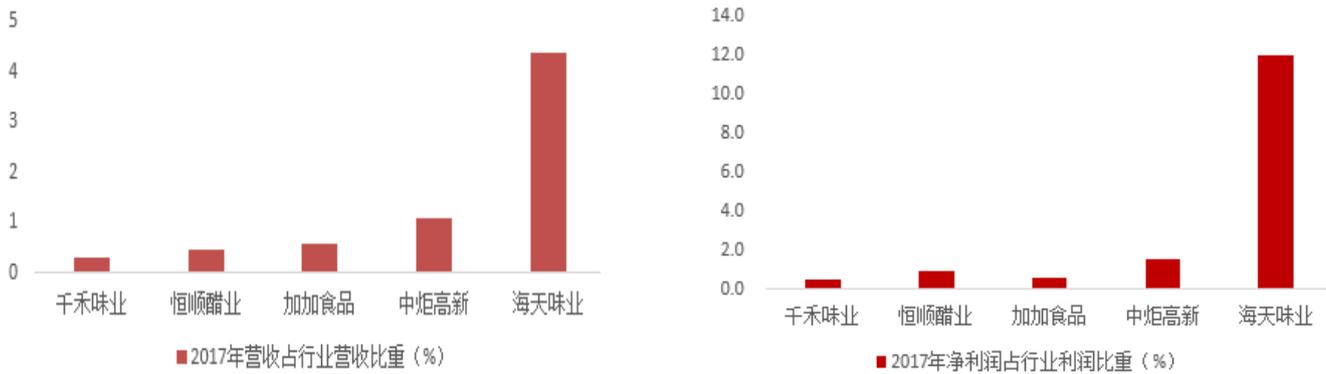


资料来源：东莞证券研究所, wind

我国调味品行业市场集中度还有较大提升空间。2016 年调味品板块 5 家标的公司营收占国内调味品行业比重合计约为 6.6%，其中龙头海天味业占比约为 4.2%。2017 年调味品板块 5 家标的公司营收占比合计约为 6.8%，其中龙头海天味业占比约为 4.4%，集中度同比有所上升。与日本酱油龙头龟甲万 30%以上的市场占有率相比，国内调味品龙头企业市场集中度还有很大的提升空间。

图 42：A 股调味品上市公司营收占比（%）

图 43：A 股调味品上市公司净利润占比（%）



资料来源：东莞证券研究所, wind

资料来源：东莞证券研究所, wind

**龙头增长更为稳健。**海天味业近几年业绩表现稳健，营收增速维持在 15%-20%，净利润增速维持在 20%-25%，业绩增长动力主要在于核心品类的稳增以及渠道的拓展与渗透。相比而言中炬高新的成长性和稳定弱于海天味业，但公司积极推进改革、渠道扩张和品类丰富，后期随着新增产能的持续释放，增速有望提高。千禾味业差异化定位，目前正在积极全国化布局和产能扩张，成长性较好。恒顺醋业因产品较为单一，成长性相比稍弱一些。

表 8：调味品上市公司陆股通持股及财务指标（2019/12/13，2019 三季度末）

证券简称	陆股通持 股市值 (亿元)	占总市 值比例 (%)	占自由流 通市值比 例 (%)	ROE (%)	净现比 (%)	分红率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	资产负债 率 (%)
海天味业	170.9	5.9	23.3	25.5	83.4	50.5	44.5	25.9	26.9
中炬高新	31.1	10.1	15.7	14.4	162.8	17.0	39.2	17.0	29.5
千禾味业	3.2	3.3	7.9	9.0	126.8	23.4	46.5	14.7	22.7
恒顺醋业	1.2	1.1	2.0	11.4	116.1	29.5	44.1	19.1	19.0

资料来源：东莞证券研究所, wind

## 4. 投资策略

**维持对行业的推荐评级。**以中国台湾经验来看，随着资本市场不断开放，国际指数逐步扩容，外资持续流入台湾股市，台湾优势产业及优势龙头外资持股比例不断上升，定价权逐步被外资掌控。相比较而言，目前我国资本市场还处于开放的初级阶段。外资持股比例与其他主要国家证券市场相比仍然较低，未来还有很大的提升空间。A 股食品饮料行业优质龙头因其具备良好的成长性、高 ROE、高分红、高净现比等特征而备受外资青睐。对比台湾食品股外资持股，A 股食品饮料龙头外资持股比例仍有很大提升空间。未来随着我国资本市场进一步开放，外资有望持续流入，食品饮料优质龙头外资持股比例有望持续提升。当前时点，从中期的角度拥抱行业核心资产。白酒建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等。大众食品建议关注伊利股份、海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、绝味食品、恰恰食品等。

表 9：食品饮料行业上市公司陆股通持股及财务指标（2019/12/13，2019 三季度末）

证券简称	持股市值 (亿元)	总市值 比例 (%)	占自由流 通市值比 例 (%)	ROE (%)	净现比 (%)	分红率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	资产负债 率 (%)
贵州茅台	1168.2	8.0	22.3	24.3	89.7	35.9	91.5	53.2	19.5
五粮液	433.6	8.6	20.1	18.1	129.1	31.0	73.8	35.4	23.5
伊利股份	222.50	11.91	13.52	23.12	110.16	50.15	37.69	8.24	53.89
海天味业	170.9	5.9	23.3	25.5	83.4	50.5	44.5	25.9	26.9
洋河股份	111.0	7.4	21.7	19.7	24.1	41.1	71.7	33.9	21.7
泸州老窖	33.1	2.8	5.7	20.4	88.1	56.9	81.1	33.3	29.8
中炬高新	31.1	10.1	15.7	14.4	162.8	17.0	39.2	17.0	29.5
双汇发展	25.83	2.67	10.06	25.96	68.08	73.52	19.48	9.79	39.83
水井坊	23.3	8.5	23.2	33.1	112.5	63.6	82.5	24.1	46.0
山西汾酒	22.3	2.9	9.9	23.4	111.8	36.7	69.2	19.9	46.0
涪陵榨菜	16.64	7.75	13.17	18.61	85.15	25.40	59.01	32.28	16.44
口子窖	16.3	5.0	8.6	19.7	46.5	34.3	74.3	37.4	20.5
洽洽食品	14.76	8.17	16.74	11.60	221.80	62.60	33.36	12.49	27.50
顺鑫农业	14.0	3.8	6.2	9.1	(34.6)	19.7	34.9	6.1	64.2
青岛啤酒	11.90	1.75	7.71	12.99	171.72	30.98	40.19	10.95	43.35
古井贡酒	11.7	2.2	8.7	20.3	128.7	28.5	76.3	21.7	31.7
今世缘	11.6	3.0	6.1	18.6	42.5	25.2	72.5	31.5	19.6
绝味食品	5.86	2.20	5.08	16.61	140.72	25.76	34.70	15.63	30.51
重庆啤酒	5.51	1.95	4.88	43.94	146.54	72.79	41.78	21.84	60.79
百润股份	4.83	3.74	8.50	11.85	131.05	79.92	68.97	22.48	15.05
桃李面包	4.14	1.40	4.64	13.95	118.55	50.38	39.61	12.21	28.70
汤臣倍健	3.29	1.37	3.08	16.13	63.60	55.77	67.32	25.99	24.19
千禾味业	3.2	3.3	7.9	9.0	126.8	23.4	46.5	14.7	22.7
承德露露	2.97	3.97	6.69	19.16	30.36	60.87	52.80	20.46	17.88
燕京啤酒	1.97	1.10	2.71	4.72	335.39	30.17	41.14	6.73	25.29
养元饮品	1.57	0.54	1.33	15.10	(20.90)	49.48	51.85	35.45	10.32
光明乳业	1.56	1.10	2.28	8.09	417.66	38.33	32.20	3.58	62.34
舍得酒业	1.4	1.4	2.1	10.7	86.7	21.2	75.6	17.7	45.0
迎驾贡酒	1.3	0.8	4.0	13.6	8.3	61.3	62.4	22.7	25.3
恒顺醋业	1.2	1.1	2.0	11.4	116.1	29.5	44.1	19.1	19.0
珠江啤酒	0.94	0.58	4.42	5.38	190.77	31.88	46.28	13.39	30.10
伊力特	0.8	1.2	2.1	11.2	90.2	46.2	50.2	20.1	32.3
华宝股份	0.79	0.42	2.25	11.30	96.31	120.53	76.04	56.77	4.78
香飘飘	0.57	0.56	5.11	5.70	274.35	20.27	39.22	5.56	36.63
张裕 A	0.51	0.32	1.69	7.36	88.53	45.68	63.57	20.64	22.88
老白干酒	0.4	0.4	0.6	8.6	(10.2)	37.2	62.3	9.6	43.3
广州酒家	0.40	0.33	1.07	15.32	223.86	28.88	54.34	13.45	34.21
酒鬼酒	0.4	0.3	0.5	7.9	97.0	32.9	77.6	19.0	21.5
上海梅林	0.28	0.40	0.64	8.39	321.61	18.13	13.47	2.76	48.81
西王食品	0.18	0.38	0.81	7.03	113.80	15.98	33.91	8.98	44.47

龙大肉食	0.05	0.07	0.21	6.90	(1078.32)	20.16	6.13	1.78	55.67
庄园牧场	0.02	0.11	0.25	3.15	357.50	15.54	32.32	6.30	50.54

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 5.风险提示

食品安全问题、原料成本上升、竞争加剧等。

表 10：重点公司盈利预测及投资评级（2019/12/16）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
600519	贵州茅台	1,147.92	28.02	33.75	39.33	41.0	34.0	29.2	推荐	维持
000858	五粮液	128.83	3.45	4.48	5.38	37.4	28.7	24.0	推荐	维持
002304	洋河股份	100.26	5.39	5.44	5.87	18.6	18.4	17.1	推荐	维持
000568	泸州老窖	81.60	2.38	3.21	3.99	34.3	25.4	20.4	推荐	维持
600809	山西汾酒	88.01	1.68	2.24	2.73	52.3	39.3	32.2	推荐	维持
000596	古井贡酒	119.05	3.37	4.40	5.55	35.4	27.1	21.5	推荐	维持
603589	口子窖	53.61	2.55	2.96	3.32	21.0	18.1	16.2	推荐	维持
603369	今世缘	30.30	0.92	1.15	1.42	33.0	26.5	21.3	推荐	维持
600779	水井坊	55.20	1.19	1.54	1.93	46.5	35.8	28.7	推荐	维持
600887	伊利股份	30.44	1.06	1.16	1.30	28.8	26.1	23.4	推荐	维持
603288	海天味业	107.04	1.62	1.97	2.31	66.2	54.3	46.4	推荐	维持
600872	中炬高新	38.47	0.76	0.91	1.08	50.5	42.0	35.6	推荐	上调
600305	恒顺醋业	14.92	0.39	0.44	0.51	38.4	34.3	29.4	推荐	上调
603027	千禾味业	20.80	0.52	0.53	0.64	40.4	39.4	32.4	推荐	上调
000895	双汇发展	29.49	1.48	1.63	1.76	19.9	18.1	16.8	谨慎推荐	维持
002507	涪陵榨菜	27.18	0.84	0.87	0.96	32.4	31.2	28.3	谨慎推荐	维持
002557	洽洽食品	35.88	0.85	1.07	1.24	42.0	33.6	29.0	谨慎推荐	维持
603517	绝味食品	42.90	1.05	1.27	1.52	40.8	33.9	28.3	谨慎推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，wind

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn