

旺季需求旺盛，线上整体表现亮眼

华泰研究

2021年3月9日 | 中国内地

专题研究

食品饮料

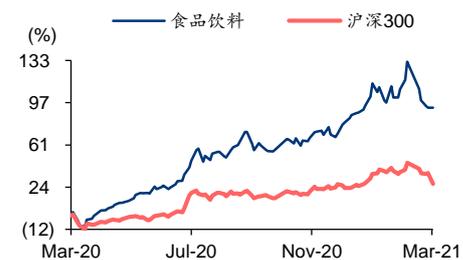
增持 (维持)

研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737
联系人 张墨
SAC No. S0570119030032 zhangmo@htsc.com
SFC No. BQM965

华泰证券 2021 春季线上策略会



行业走势图



资料来源：华泰研究，Wind

春节酒类需求量保持旺盛，大众品旺季表现亮眼

1-2月传统春节旺季，阿里渠道白酒全网销售额同比+23%，茅台/五粮液线上增长(同比分别+40%/84%)表现亮眼；大众品中休闲食品线上销售回暖，调味品、奶酪、保健品实现高增长。白酒：21年春节前，线上销量表现略显平淡，但客单价同比大幅提升，消费升级下趋势明显，销量/客单价同比-7%/+32%；啤酒量增价减，淡季之下1-2月销售额同比+8%；休闲食品旺季销售特征显著，春节备货拉动整体消费回暖，1-2月销售额同比+5.2%；乳制品量增价减，销售额同比+4.9%；调味品需求韧性较足，销售额同比+34%；保健品延续高增长态势，量价齐升带动销售额同比+51%。

酒类：白酒价格升级趋势明显，啤酒淡季销量增长亮眼

白酒：1-2月阿里渠道销售额25.0亿元，同比+23%，其中销量/客单价同比-7%/+32%，春节旺季线下白酒需求旺盛，线上销量表现略显平淡但消费升级趋势下客单价同比大幅提升。分品牌看，茅台/五粮液/老窖/洋河/汾酒销售额4.92/4.63/1.31/1.45/1.13亿，同比分别+40%/+84%/-29%/-36%/+35%，茅台市占率稳居第一，五粮液增长亮眼。啤酒：1-2月阿里渠道全网销售额2.8亿，同比+8%，其中销量/客单价同比分别+16%/-7%，百威/青岛/乌苏啤酒销售额同比+14%/+38%/+27%，市占率为11.5%/23.2%/2.0%。

休闲食品：年货节助力，1-2月销售额同比+5.2%

休闲食品1-2月阿里渠道销售额141.4亿元，同比+5.2%，其中销量/客单价同比+1.9%/+3.3%，我们认为休闲食品行业增速提高，主要系年货季是休闲食品的传统销售旺季，1月17日-1月25日淘宝“年货节”助力，春节备货拉动休闲食品整体消费回暖。1-2月线上销售额TOP5子品类为坚果/糕点/饼干/卤味零食/蜜饯，销售额占比29%/15%/14%/14%/10%，坚果份额较20年12月份+10pct，系春节期间礼赠需求大幅提升。分品牌看，三只松鼠/百草味/良品铺子销售额为15.21/11.63/6.04亿，同比-31%/-18%/-14%，龙头增长明显承压，延续下滑态势，市占率10.8%/8.2%/4.3%。

乳制品：1-2月整体增速回落，奶酪板块销售额高增40%

乳制品1-2月阿里渠道销售额15.9亿元，同比+4.9%；其中销量/客单价同比+15.9%/-9.4%，量增价减主要系年货节促销及结构化影响；1-2月伊利/蒙牛/光明实现线上销售额2.6/2.3/0.8亿，同比-18%/-33%/+29%，均价同比-6%/-13%/-1%，我们认为乳制品行业线上客单价同比回落主要系去年同期疫情爆发、物流受阻背景下，囤货需求高涨，使得价格基数较高所致。1-2月奶酪销售额3.77亿，同比+404%，其中销量/客单价同比+233%/+51%；品牌端，伊利/百吉福/妙可蓝多1-2月销售额19130/3266/2345万元，同比+12088%/69%/183%，均实现高增。

其他：1-2月保健品量价齐增延续高增长，调味品销售额同比34%

保健品：1-2月阿里渠道销售额41.5亿元，同比+51%，其中销量同比+36%，客单价同比+11%，量价齐增带动行业持续增长，海外保健品销售额18.2亿元，同比+33%，销量/客单价同比+10%/+21%。调味品：1-2月阿里渠道全网销售额17.3亿，同比+34%，其中销量6833万件，客单价25.3元/件，分别实现同比+20.3%/+11.7%，春节旺季消费效应凸显。RIO鸡尾酒1-2月阿里渠道销售额5620万元，同比+83%，预调鸡尾酒呈现高景气。

风险提示：宏观经济下滑，行业竞争加剧，食品安全风险。

正文目录

白酒：春节旺季 1-2 月销售额同比+23%，茅台/五粮液表现亮眼.....	4
啤酒：1-2 月线上销售量增价减，销售额同比提升 8%.....	6
休闲食品：年货节助力，1-2 月销售额同比+5.2%	7
乳制品：乳制品销售量增价减，奶酪板块销售额高增 4 倍.....	10
保健品：量价齐增带动行业延续高增长态势.....	13
调味品：量价齐升，销售额同比大幅增长 34%.....	14
风险提示.....	14

图表目录

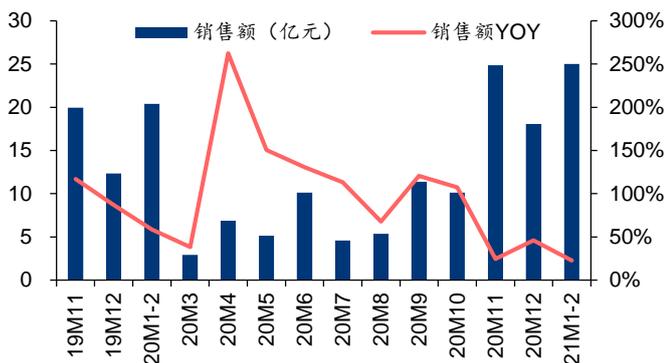
图表 1：白酒阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	4
图表 2：白酒阿里渠道销售量价增速拆分	4
图表 3：白酒 TOP5 销售与市占率情况（2021 年 1-2 月）	4
图表 4：茅台阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）	5
图表 5：五粮液阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）	5
图表 6：泸州老窖阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）	5
图表 7：洋河阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）	5
图表 8：啤酒阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	6
图表 9：啤酒阿里渠道全网销售量价增速拆分	6
图表 10：青岛啤酒阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）	6
图表 11：百威啤酒阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）	6
图表 12：乌苏啤酒里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）	6
图表 13：休闲零食阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	7
图表 14：休闲零食阿里渠道全网销售量价增速拆分	7
图表 15：20 年 12 月休闲食品子品类销售额占比.....	7
图表 16：21 年 1-2 月休闲食品子品类销售额占比	7
图表 17：糕点阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	8
图表 18：糕点阿里渠道全网销售额量价增速拆分	8
图表 19：坚果炒货阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	8
图表 20：坚果炒货阿里渠道全网销售额量价增速拆分	8
图表 21：三只松鼠、百草味、良品铺子阿里渠道全网市占率变化	8
图表 22：三只松鼠阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	9
图表 23：三只松鼠阿里渠道全网销售额量价增速拆分	9
图表 24：百草味阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	9
图表 25：百草味阿里渠道全网销售额量价增速拆分	9
图表 26：良品铺子阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）	9
图表 27：良品铺子阿里渠道全网销售额量价增速拆分	9

图表 28: 乳制品阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	10
图表 29: 乳制品阿里渠道全网销售额量价增速拆分	10
图表 30: 乳制品 TOP3 销售与市占率情况 (2021 年 1-2 月)	10
图表 31: 伊利阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	10
图表 32: 蒙牛阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	10
图表 33: 光明阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	11
图表 34: 伊利/蒙牛/光明阿里渠道全网销售均价 (元/件)	11
图表 35: 奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	11
图表 36: 奶酪阿里渠道全网销售量价增速拆分	11
图表 37: 伊利奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	11
图表 38: 百吉福奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	11
图表 39: 妙可蓝多奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	12
图表 40: 阿里渠道奶酪行业 TOP3 市占率	12
图表 41: 保健品行业阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	13
图表 42: 保健品行业阿里渠道全网销售额量价增速拆分	13
图表 43: 海外保健品阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	13
图表 44: 海外保健品阿里渠道全网销售额量价增速拆分	13
图表 45: 调味品阿里渠道全网销售额及同比增速 (右轴)	14
图表 46: 调味品阿里渠道全网销售额量价增速拆分	14
图表 47: 报告提及公司信息	14

白酒：春节旺季 1-2 月销售额同比+23%，茅台/五粮液表现亮眼

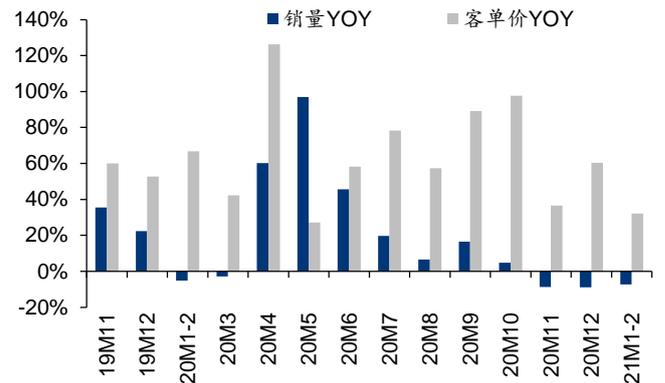
2021 年 1-2 月，阿里渠道白酒全网销售额同比增长 23%，量减价增。1-2 月白酒销售额 25.0 亿元，同比+23%，1-2 月销量、客单价分别实现同比增速-7%/+32%，我们认为线上消费量下滑主要系今年春节期间疫情整体可控，线下餐饮及零售火爆，春节旺季备货主要通过传统线下渠道，线上消费可能受到挤压，根据商务部 2 月 17 日发布的数据，2 月 11 日至 17 日，全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，较去年春节黄金周同比增长 28.7%，相当于 2019 年春节黄金周销售额的 82%；价格端，高端白酒中，飞天茅台供不应求形成价格标杆，五粮液/国窖 1573 充分受益茅台需求转移及价格带空间打开，次高端明显受益消费升级，线上消费客单价同比高增 32%。

图表1：白酒阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表2：白酒阿里渠道销售量价增速拆分



资料来源：淘数据，华泰研究

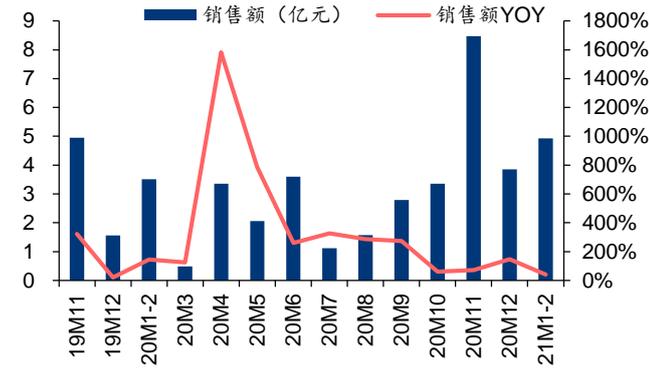
品牌端看，茅台市占率稳居行业第一，五粮液线上销售增速亮眼。品牌端看，茅台市占率稳居行业第一，五粮液及汾酒线上表现同样亮眼。21 年 1-2 月茅台全网销售额 4.92 亿元，同比+40%，市占率 19.7%，稳居行业第一，五粮液/泸州老窖/洋河股份/山西汾酒分别实现销售额 4.63/1.31/1.45/1.13 亿元，同比+84%/-29%/-36%/+35%，销量同比分别-3%/-35%/-41%/+6%，五粮液表现持续亮眼，公司加大力度建设智慧零售系统及终端营销，未来有望持续放量。

图表3：白酒 TOP5 销售与市占率情况（2021 年 1-2 月）

品牌	销量	销量 YOY	销售额 (亿元)	销售额 YOY	市占率
茅台	264872	-4%	4.92	40%	19.7%
五粮液	346020	-3%	4.63	84%	18.5%
泸州老窖	248738	-35%	1.31	-29%	5.2%
洋河	221858	-41%	1.45	-36%	5.8%
汾酒	227115	+6%	1.13	35%	4.5%

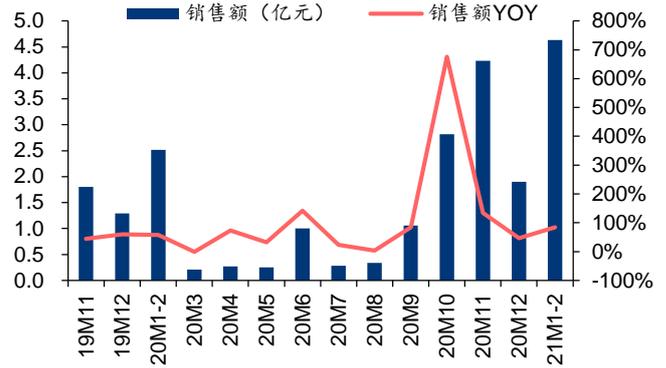
资料来源：淘数据，华泰研究

图表4：茅台阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表5：五粮液阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）



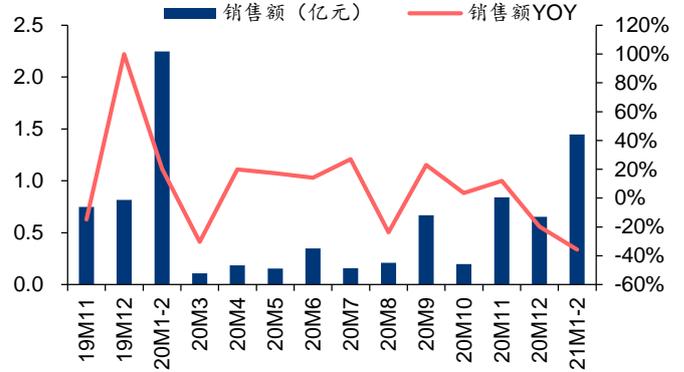
资料来源：淘数据，华泰研究

图表6：泸州老窖阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表7：洋河阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

啤酒：1-2月线上销售量增价减，销售额同比提升8%

啤酒1-2月线上保持正增长，主要系销量增长推动。21年1-2月，阿里渠道啤酒全网销售额2.8亿元，同比+8%，其中销量/客单价分别同比+16%/-7%。我们认为，啤酒线上销售量增价减主要系元旦节假日和“年货节”背景下线上平台加大促销力度所致。品牌端，青岛/百威/乌苏啤酒1-2月份实现线上销售额6408.17/3182.61/563.98万元，同比+38%/+14%/+27%，其中销量同比+46%/+26%/+9%，市占率分别为23.2%/11.5%/2.0%，青啤继续强化线上领先优势，乌苏增长亮眼成新晋大单品。

图表8：啤酒阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表9：啤酒阿里渠道全网销售量价增速拆分



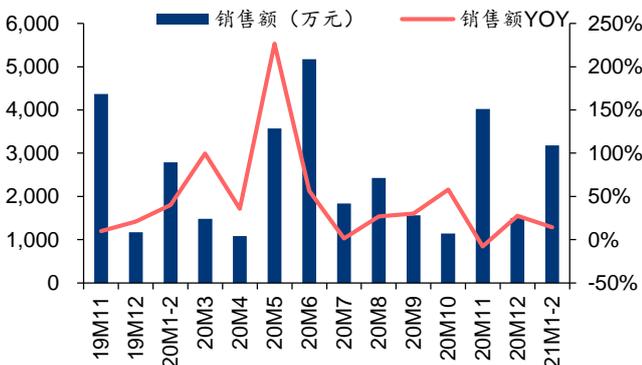
资料来源：淘数据，华泰研究

图表10：青岛啤酒阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表11：百威啤酒阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表12：乌苏啤酒阿里渠道全网销售额及同比增速（%，右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

休闲食品：年货节助力，1-2月销售额同比+5.2%

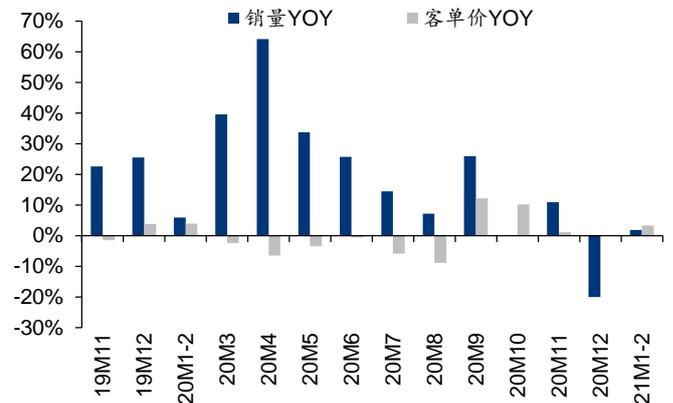
休闲食品线上消费有所回暖，1-2月阿里渠道线上销售额同比+5.2%。2021年1-2月，阿里渠道全网休闲食品销售额141.4亿，同比+5.2%；其中销量4.01亿件，客单价35.2元，分别实现同比+1.9%/+3.3%，我们认为休闲食品行业增速环比20年12月提高，主要系年货季是休闲食品的传统销售旺季，1月17日-1月25日淘宝“年货节”助力，春节备货拉动休闲食品整体消费回暖。

图表13：休闲零食阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

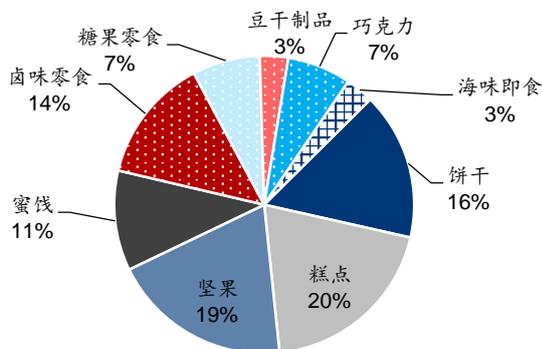
图表14：休闲零食阿里渠道全网销售量价增速拆分



资料来源：淘数据，华泰研究

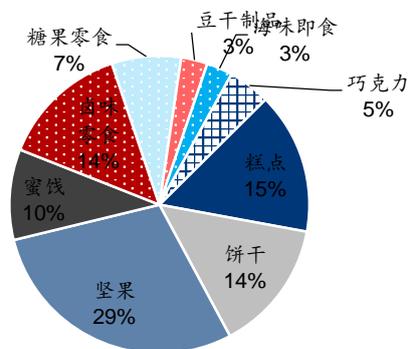
子品类来看，1-2月阿里渠道线上销售额排名前三品类为坚果、糕点、饼干。从子品类销售情况来看，1-2月份线上成交金额排名前五的子品类为坚果/糕点/饼干/卤味零食/蜜饯，销售额分别为40.6/21.6/20.0/19.4/13.8亿元，占比分别为29%/15%/14%/14%/10%，坚果份额较20年12月份+10pct，主要系坚果尤其是坚果礼盒节日消费属性较强，春节期间礼赠需求大幅提升。

图表15：20年12月休闲食品子品类销售额占比



资料来源：淘数据，华泰研究

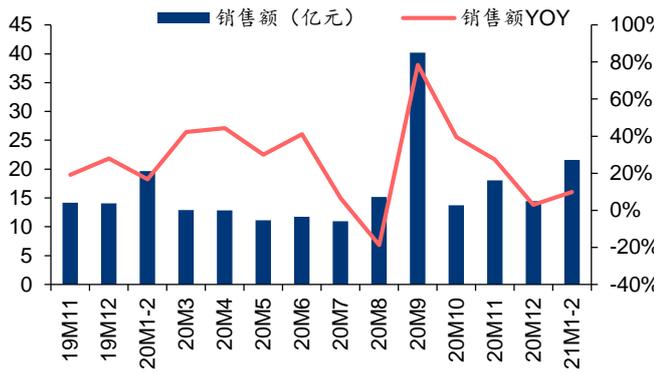
图表16：21年1-2月休闲食品子品类销售额占比



资料来源：淘数据，华泰研究

产品品类：糕点点心和坚果炒货均量增价减。2021年1-2月，全网糕点点心销售额21.6亿，同比+10%，其中销量7191.52万件，同比+14%，客单价30.0元，同比-4%，量增价减。坚果炒货销售额40.6亿，同比-4%，销量7090万件，同比+1%，客单价57.3元，同比-5%，量增价减。

图表17: 糕点阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



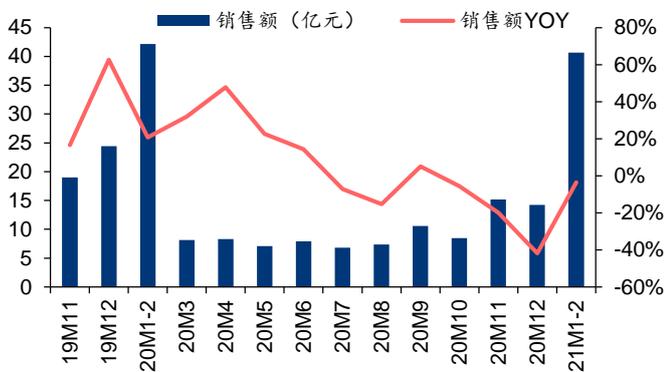
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表18: 糕点阿里渠道全网销售量价增速拆分



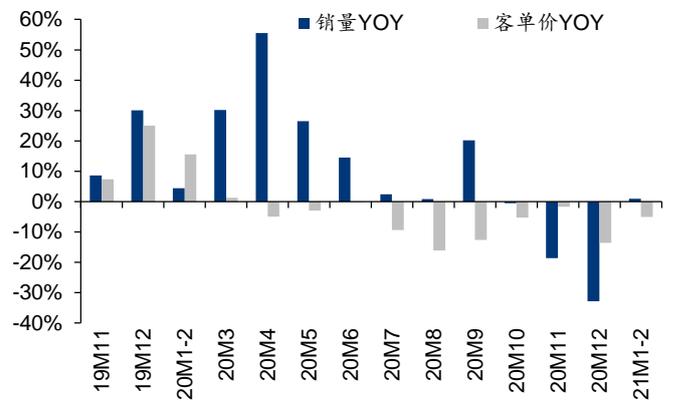
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表19: 坚果炒货阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



资料来源: 淘数据, 华泰研究

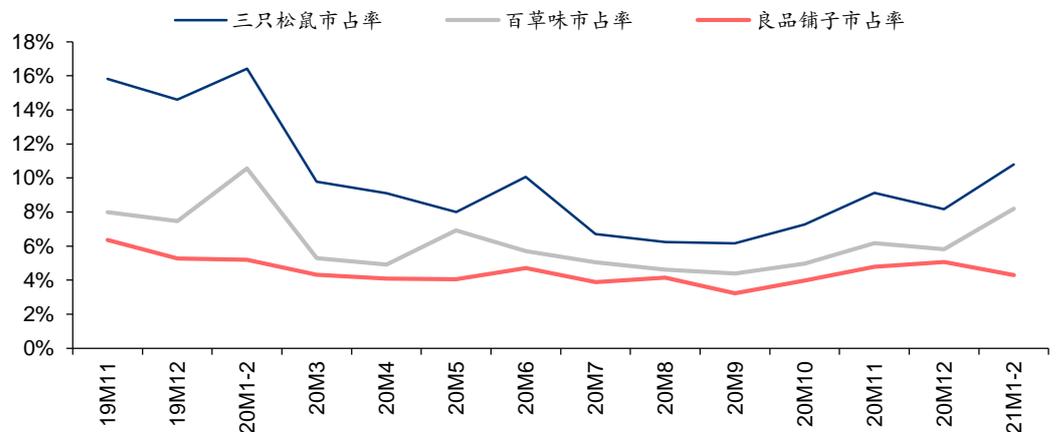
图表20: 坚果炒货阿里渠道全网销售量价增速拆分



资料来源: 淘数据, 华泰研究

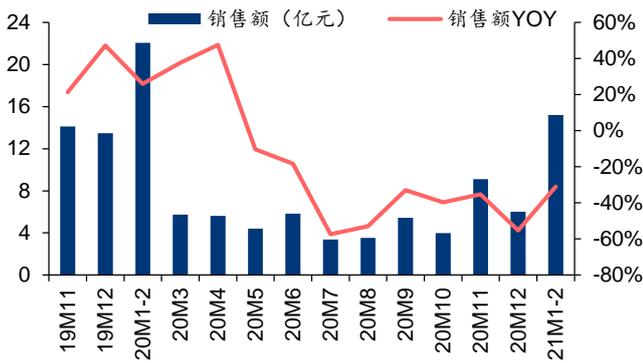
品牌端: 线上零食三巨头三只松鼠、百草味、良品铺子 1-2 月阿里渠道线上销售额同比出现不同程度的下滑。2021 年 1-2 月, 线上休闲食品三巨头三只松鼠、百草味和良品铺子销售额分别为 15.21/11.63/6.04 亿元, 同比分别为-31%/-18%/-14%; 良品铺子市占率出现下滑态势, 三巨头市占率分别为 10.8%/8.2%/4.3%。量价方面, 三只松鼠、百草味和良品铺子销量同比分别-46%/-22%/-19%, 客单价同比分别+27%/+6%/+6%。

图表21: 三只松鼠、百草味、良品铺子阿里渠道全网市占率变化



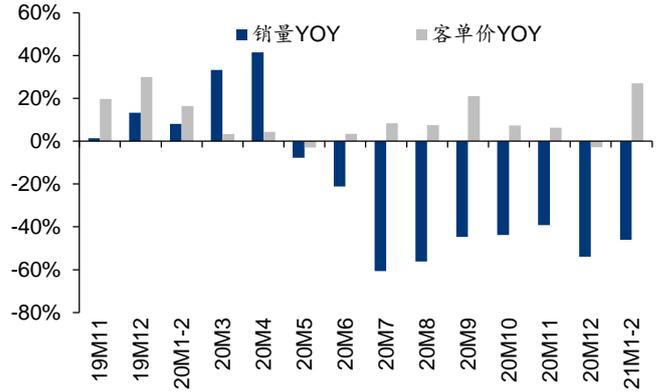
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表22: 三只松鼠阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



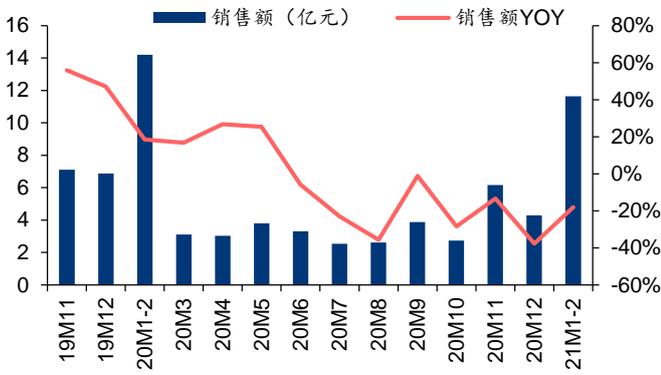
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表23: 三只松鼠阿里渠道全网销售量价增速拆分



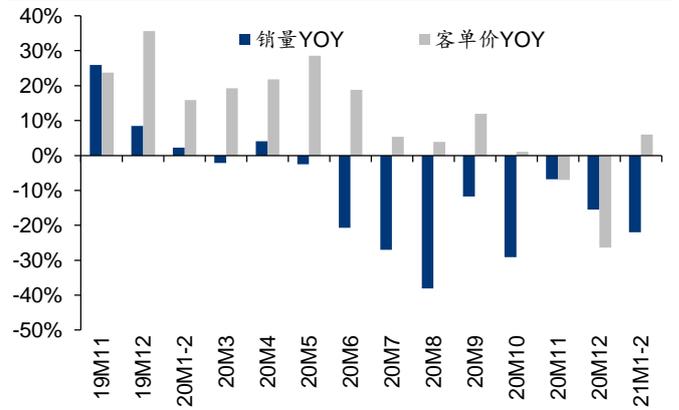
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表24: 百草味阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



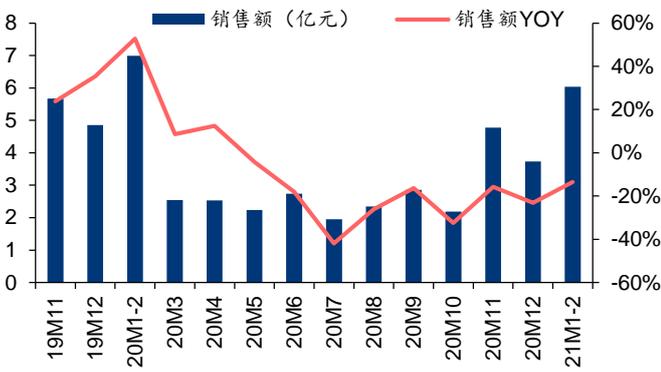
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表25: 百草味阿里渠道全网销售量价增速拆分



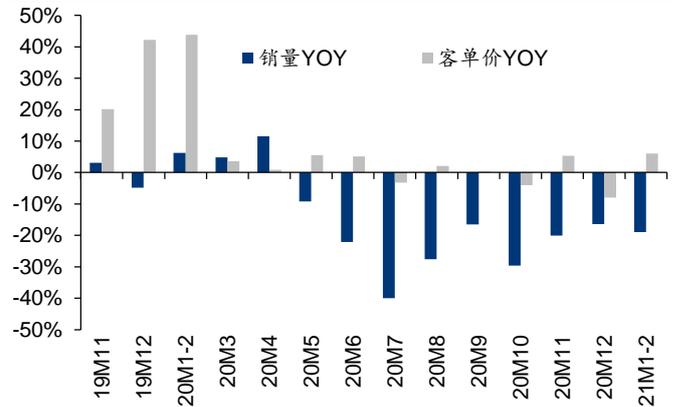
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表26: 良品铺子阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表27: 良品铺子阿里渠道全网销售量价增速拆分

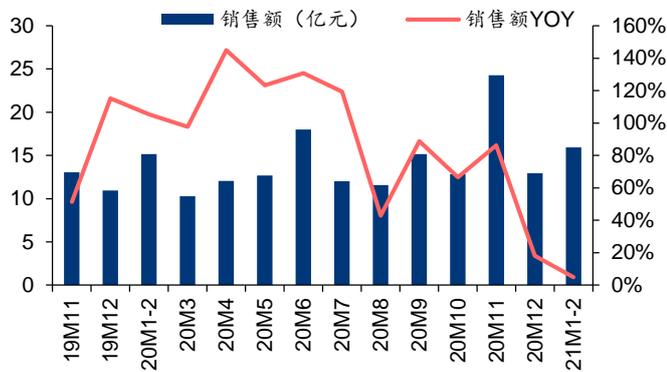


资料来源: 淘数据, 华泰研究

乳制品：乳制品销售量增价减，奶酪板块销售额高增4倍

2021年1-2月，阿里渠道全网乳制品销售额15.9亿，同比+4.9%；其中销量2723万件，客单价58.5元，分别实现同比+15.9%/-9.4%，销售额同比增速由20年12月的+18.2%回落至21年1-2月的+4.9%，我们推断量增价减系因为元旦节假日和“年货节”背景下线上平台加大促销力度所致。

图表28：乳制品阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表29：乳制品阿里渠道全网销售额量价增速拆分



资料来源：淘数据，华泰研究

图表30：主要乳制品企业销售与市占率情况（2021年1-2月）

品牌	销量(万件)	销量YOY	销售额(亿元)	销售额YOY	市占率	单价
伊利	414	-13%	2.6	-18%	16.3%	62.6
蒙牛	384	-23%	2.3	-33%	14.5%	60.1
光明	119	30%	0.8	29%	4.8%	63.4

资料来源：淘数据，华泰研究

品牌端，伊利、蒙牛1-2月销售额同比下滑，光明1-2月销售额同比+29%。1-2月伊利、蒙牛、光明分别实现线上销售额2.6/2.3/0.8亿元，同比-18%/-33%/+29%，销售量分别为414/384/119万件，同比-13%/-23%/+30%，销售均价分别为62.6/60.1/63.4元/件，同比-6%/-13%/-1%，我们认为系去年同期疫情爆发、物流受阻背景下，囤货需求高涨，使得价格基数较高所致。

图表31：伊利阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表32：蒙牛阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



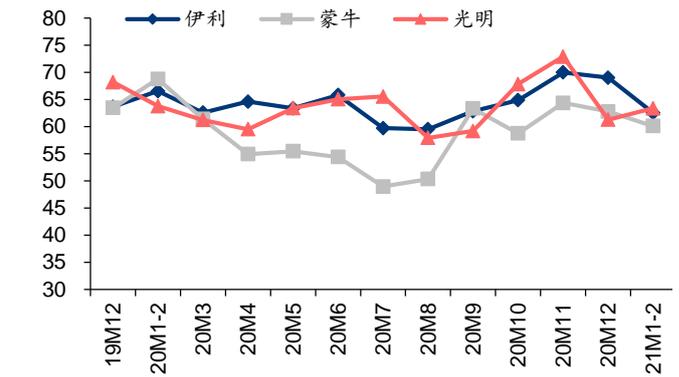
资料来源：淘数据，华泰研究

图表33: 光明阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表34: 伊利/蒙牛/光明阿里渠道全网销售均价(元/件)



资料来源: 淘数据, 华泰研究

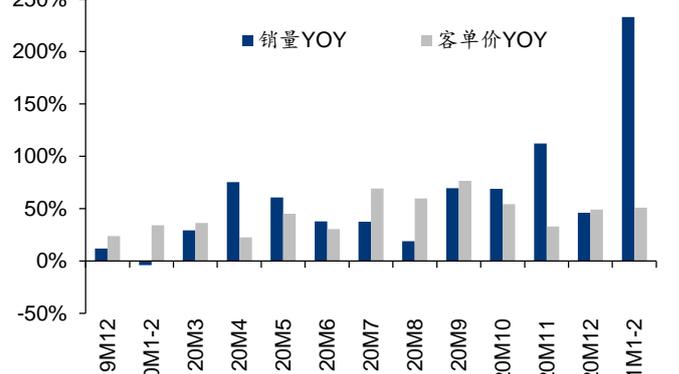
2021年1-2月, 奶酪销售额同比大幅增长404%。1-2月份, 奶酪实现线上销售额3.77亿元, 同比+404%, 表现优于乳制品板块(同比+5%)。其中, 1-2月奶酪实现销量588万件, 同比+233%, 客单价64.2元/件, 同比+51%, 量价齐增表现亮眼, B端增长受益于国内疫情得到良好控制, 餐饮业逐渐恢复, C端增长系妙可蓝多等公司加大乳酪棒营销宣传, 品宣推广带动需求高增。品牌端, 伊利/百吉福/妙可蓝多1-2月份线上销售额19130/3266/2345万元, 同比+12088%/+69%/+183%, 市占率分别为51%/9%/6%。

图表35: 奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



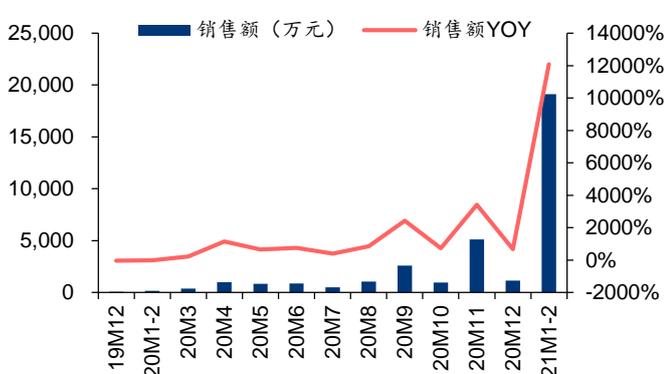
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表36: 奶酪阿里渠道全网销售量价增速拆分



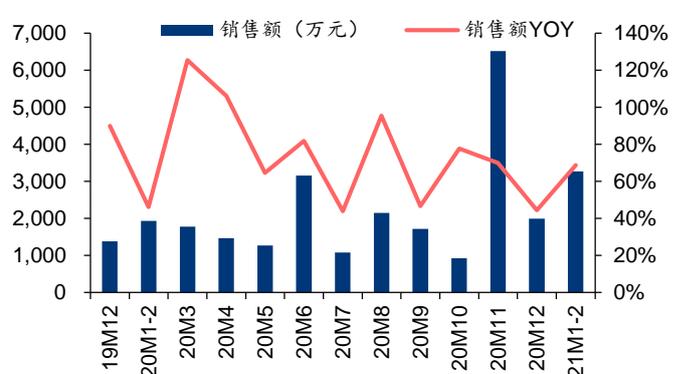
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表37: 伊利奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表38: 百吉福奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



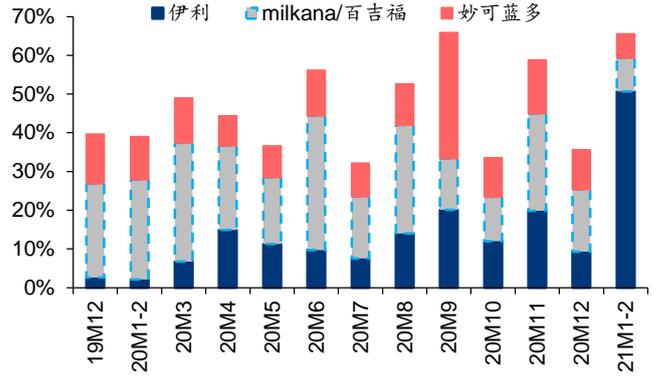
资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表39: 妙可蓝多奶酪阿里渠道全网销售额及同比增速(右轴)



资料来源: 淘数据, 华泰研究

图表40: 阿里渠道奶酪行业TOP3市占率



资料来源: 淘数据, 华泰研究

保健品：量价齐增带动行业延续高增长态势

2021年1-2月，保健品阿里渠道全网销售额41.5亿元，同比+51%。量价方面同比均有大幅增长，销量同比+36%，客单价同比+21%。其中海外保健品销售额18.2亿元，同比+33%。海外保健品销量同比+10%，客单价同比+21%。

图表41：保健品行业阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表42：保健品行业阿里渠道全网销售额量价增速拆分



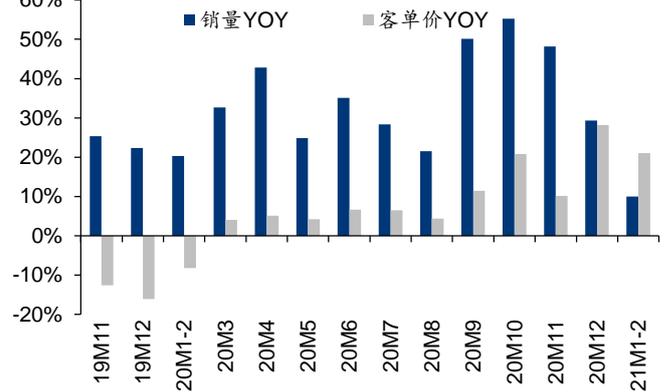
资料来源：淘数据，华泰研究

图表43：海外保健品阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表44：海外保健品阿里渠道全网销售额量价增速拆分



资料来源：淘数据，华泰研究

调味品：量价齐升，销售额同比大幅增长 34%

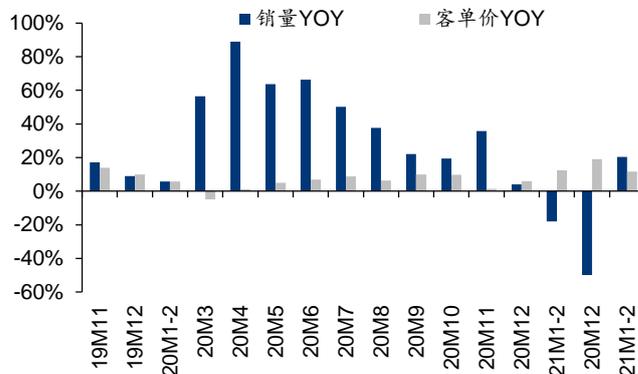
2021年1-2月，调味品阿里渠道全网销售额17.3亿，同比+34%，其中销量6833万件，客单价25.3元/件，分别实现同比+20.3%/+11.7%。春节旺季消费效应凸显，调味品线上实现较快增长。

图表45：调味品阿里渠道全网销售额及同比增速（右轴）



资料来源：淘数据，华泰研究

图表46：调味品阿里渠道全网销售额量价增速拆分



资料来源：淘数据，华泰研究

图表47：报告提及公司信息

公司名称	彭博代码
贵州茅台	600519 CH
五粮液	000858 CH
泸州老窖	000568 CH
山西汾酒	600809 CH
洋河股份	002304 CH
青岛啤酒	600600 CH
三只松鼠	300783 CH
良品铺子	603719 CH
伊利股份	600887 CH
蒙牛乳业	02319 HK
光明乳业	600597 CH
妙可蓝多	600882 CH
汤臣倍健	300146 CH
重庆啤酒	600132 CH
百威亚太	01876 HK
PEPSICO	PEP US
SAVENCIA	SAVE PA

注：百草味被百事收购，属于 PEPSICO 子公司，百吉福为 SAVENCIA（法国保健集团旗下品牌），乌苏啤酒为嘉士伯中国注入重庆啤酒资产。

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

- 1) 宏观经济增长不达预期。**如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。
- 2) 行业竞争激烈程度高于预期的风险。**在行业需求疲软的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。
- 3) 食品安全问题。**以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

免责声明

分析师声明

本人，龚源月，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 五粮液（000858 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司