

行业深度专题一：财富效应和消费场景交替影响板块基本面

■财富效应和消费场景交替影响板块基本面，白酒主要靠价增带动受财富效应影响较大，大众品更依赖销量受消费场景影响较大。食品饮料板块中，产品主要有物质属性与精神属性，白酒更偏精神属性，大众品更偏物质属性。白酒作为非必需品，其量价均由通胀水平推动，高端白酒销量主要取决于财富效应和消费升级带动的结构化人群扩张，批价与经济走向直接相关，其金融属性往往与通胀情况同步变化，因此在财富效应走强时期高收入人群的购买力支撑白酒价位上行。大众品则更依赖销量，受消费场景影响较大，分渠道和场景结构来看，大众品各个子版块均受益或受损于疫情带来的消费场景变化。

■复盘 2020 年和 2021 年：1) 2020Q1-2020Q2：疫情影响最盛，社会消费近乎停摆，居家场景带动肉制品和预加工食品高景气，其余大众品板块均有不同程度受损，高端白酒因为礼赠属性不依赖餐饮因此表现仍强。

2) 2020Q3-2021Q3：消费场景曲折恢复，财富效应逐步占据主导。白酒板块表现持续回暖，除了低基数外，高收入人群消费力持续抬升是重要驱动因素，高端需求强劲、次高端景气度提升，啤酒高端化趋势彰显。肉制品、调味品、休闲零食等均受限，主要是大众需求减弱同时场景恢复较慢，成本上行拖累盈利。

■展望 2022 年及以后：稳增长为主，消费场景复苏或成为主要驱动因素。今年经济走向与前两年有所不同，稳经济、促就业成为主线，消费场景约束条件放开后部分刚需性消费恢复，对于消费和经济的拉动都有较为直接效果，或是刺激消费和经济的重要抓手。

■参考海外：消费能力可由储蓄转换，取消约束条件是恢复的关键。美国消费占比自 2021Q1 不断提升，我们认为其消费恢复的节奏主要与美国消费场景的放开及货币政策释放节奏有关。与我国不同，美国部分高收入消费者仍受限于消费场景缺失，主要是封锁、旅行限制及近距离接触活动等。

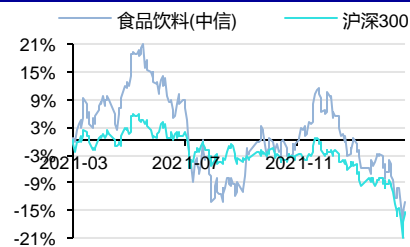
■投资策略：刚性宴席及餐饮复苏带动整体板块上行。白酒：财富效应弱化，刚性宴席需求持续复苏，节奏上先区域后次高端，激励改善贯穿全年。啤酒：疫情防控精准化催生春节消费小高潮，场景复苏下夜场/餐饮持续贡献增量。调味品：餐饮逐步复苏下 B 端需求有望回暖，C 端持续受益于消费升级。速冻食品：B 端持续恢复，预制菜有望构筑新的增长点。乳制品：送礼走动场景的恢复+健康意识提升，后期消费有望弥补疫情期间业绩损失。零食：门店类个股有望随客流量恢复，单店营收回升，而居家消费类零食则继续受益于板块整体景气度抬升。

■风险提示：经济复苏不达预期、疫情反复扰动、食品安全问题。

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
600702 舍得酒业	232.00	买入-A
600779 水井坊	153.20	买入-A
600809 山西汾酒	347.00	买入-A
000858 五粮液	290.00	买入-A
603369 今世缘	62.00	买入-A
000596 古井贡酒	234.00	买入-A
600600 青岛啤酒	112.00	买入-A
603345 安井食品	141.75	买入-A
000729 燕京啤酒	8.70	增持-A
603027 千禾味业	23.39	买入-A
603517 绝味食品	86.40	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.75	-5.20	1.06
绝对收益	-10.70	-18.38	-13.74

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008
zhaogf1@essence.com.cn

赖雯

报告联系人

laiwen@essence.com.cn

邢乐涵

报告联系人

xinglh@essence.com.cn

胡家东

报告联系人

hujd@essence.com.cn

相关报告

周专题—悲观预期逐渐扭转，着眼长期价值加配估值回落标的 2022-03-20

专题：食品饮料行业 2021 年及 2022Q1 业绩分析与前瞻 2022-03-14

周专题—业绩为矛，重点把握次高端等估值回落标的修复机会 2022-03-13

周专题—谈一点长逻辑，当下消费品竞争的关键在于用户教育 2022-03-09

周专题—再谈场景复苏，关注环比改善逻辑带来的投资机会 2022-03-02

内容目录

1. 财富效应和消费场景交替影响板块基本面.....	4
1.1. 刚需属性决定影响大小，消费场景判断复苏节奏与弹性.....	4
1.2. 白酒更依赖财富效应，大众品更依赖消费场景.....	5
1.2.1. 白酒主要靠价增驱动，因此受财富效应影响较大.....	5
1.2.2. 大众品更依赖销量，因此受消费场景影响较大.....	6
2. 复盘：2020、2021 年疫情中的板块走势.....	9
2.1. 2020Q1-2020Q2：疫情影响最盛，社会消费近乎停摆.....	9
2.2. 2020Q3-2021Q3：消费场景曲折恢复，财富效应逐步占据主导.....	10
2.3. 复盘总结：消费场景与财富效应交替影响板块.....	12
2.4. 2021Q4 至今：基数效应减弱、财富效应放缓、场景继续复苏.....	12
3. 展望 2022 年稳增长为主，消费场景或成为主要驱动因素.....	14
4. 参考海外市场：消费能力可由储蓄转换，取消约束条件是恢复的关键.....	16
5. 投资策略：刚性宴席及餐饮复苏带动整体板块上行.....	18

图表目录

图 1: 食品饮料板块的产品可划分为物质和精神两种属性.....	4
图 2: 我国白酒消费的消费场景较为多元, 宴请和送礼占比较高.....	5
图 3: 流动性充裕支撑高端消费品价格提升.....	5
图 4: 高净值人群数量与贵州茅台营业收入拟合.....	6
图 5: 大众品营收结构及渠道拆分.....	7
图 6: 2020 年至今 SW 板块收盘价累计涨跌幅走向与消费意愿	8
图 7: 疫情以来各版块单季度营收和归母净利润同比.....	9
图 8: 央行城镇储户问卷调查结果显示, 选择更多消费的占比有所恢复, 但仍低于疫情前水平	10
图 9: 全国居民收入基尼系数在疫情后开始上升.....	11
图 10: 全国居民人均可支配收入中位数恢复不及平均数.....	11
图 11: 家庭财富指数 (按年收入分组)	11
图 12: 2020/2021 年驱动因素整理.....	12
图 13: 2022 年区域白酒春节期间股价表现远好于行业平均水平 (%)	13
图 14: 消费占 GDP 比例较高, 2020 年消费下滑导致 GDP 增速放缓.....	14
图 15: 消费对 GDP 增长和增速的贡献在 2021 年逐季恢复.....	14
图 16: 美国消费、储蓄率变化.....	16
图 17: 美国疫情以来餐饮支出 (2021 年)	16
图 18: 美国总体零售支出.....	17
图 19: 2021 年网联平台餐饮企业日均交易情况 (同比 2019 年)	18
图 20: 2021 年网联平台餐饮企业日均交易情况 (同比 2020 年)	18
表 1: 食品饮料行业分产品属性划分.....	5
表 2: 历年降准降息时期白酒、食品板块基本面走向.....	6
表 3: 政府在多次会议中强调“稳”和“扩大内需、促进消费”	14
表 4: 2022 年重点任务包括稳增长、扩内需、保民生、解决就业问题等.....	15
表 5: 2020、2021 年疫情后全国各地餐饮回补.....	18

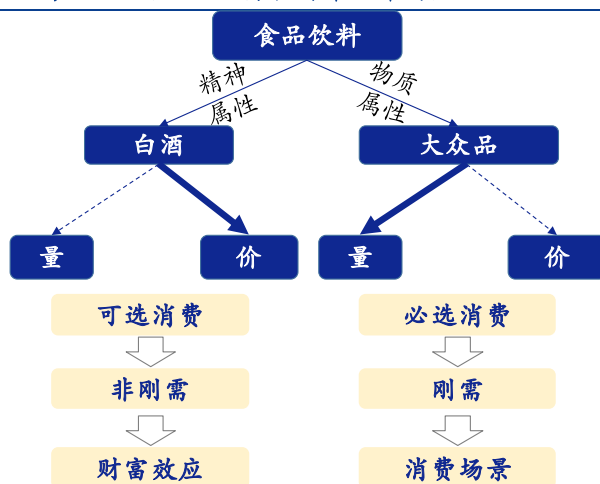
1. 财富效应和消费场景交替影响板块基本面

1.1. 刚需属性决定影响大小，消费场景判断复苏节奏与弹性

疫情除对消费能力有影响外，对消费场景的约束也影响了消费活动的开展。我们试图通过研究产品本身属性分析是否刚需，同时分析产品销售或者消费的主要场景，分析在场景约束条件放开后哪些品类会有较强的弹性。

食品饮料板块中，产品主要有两个属性：物质属性与精神属性。物质属性是指产品本身能够满足人的生理需求，强调产品的必选性；而精神属性主要用以满足消费者的精神需求更具有可选性。具体来看，我们认为可选与必选可以通过产品是否具有刚需性来体现。

图 1：食品饮料板块的产品可划分为物质和精神两种属性



资料来源：安信证券研究中心

分板块来看：

白酒：刚需性较弱，偏可选属性，高端白酒主要驱动因素为财富效应，次高端及区域白酒比较需要聚饮消费场景，受疫情冲击较大。细分子板块来看，高端白酒具有较强的礼品属性和收藏属性（以茅台为主），因此对消费场景要求比较简单，受到冲击较少。次高端和区域白酒更多需要聚饮等场合，在餐饮受损后受到的影响较大。但值得注意的是，部分商务宴请、婚宴等消费场景有望随着需求复苏在淡季发生补偿性消费，因此总体收入受损有望被平滑。

啤酒：聚饮为主，覆盖人群较为广泛，为可选消费品。啤酒受疫情影响较大，主因餐饮和夜场等场景受损，导致现饮场合消失，消费量显著下滑，因此消费场景为主要驱动因素。

乳制品：刚需属性较弱，主要为居家自饮自用和礼赠场景，疫情期间礼赠场景缺失使乳制品销量降低。乳制品中，除了平价白奶、酸奶、奶酪等品类在日常有居家自用的消费场景之外，伊利金典、蒙牛特仑苏等高端白奶在春节等节日还具有送礼属性，但疫情受制于人间走动停滞，乳制品旺季期间销量走弱。然而，新冠疫情亦提升了居民的健康意识，因此后期出现补偿性消费，综合考虑疫情对营收的影响有望缓解。

调味品：较为刚需，受消费场景限制偏“二阶导”，餐饮堂食受损时外卖场景有望弥补。从需求来看，调味品受到疫情的影响较小，虽然餐饮受损，但外卖场景有望补充堂食的损失。居家办公也带动 B 端消费，二者交替影响下，板块表现稳步恢复。

预加工食品：疫情期间刚需属性增强，C 端主要为居家消费，B 端主要为外卖场景。但随着

疫情影响消弭，前期爆发的前置性消费对后期影响较大。

肉制品：较为刚需，偏必选消费，疫情居家期间C端需求大幅提升，消费场景的旺盛进一步促进企业出货。但与预加工食品类似，肉制品也有一定前置性消费，因此疫情中后期板块表现开始降速。

休闲食品：刚需属性弱，主要为可选消费。零食类主要受益于居家场景的丰富，部分个股表现较优，但连锁门店型企业受影响较大。

从产品属性维度，我们划分食品饮料子行业如下，其中白酒主要为财富效应推动，而其余大众品主要受消费场景影响，进而二者交替带动整体板块基本面。

表 1：食品饮料行业分产品属性划分

子行业	渠道结构	主要消费场景	消费频率	覆盖人群	单价	年周转率	驱动因素
白酒	C端为主	高端：送礼、收藏 次高端：聚餐、宴请	低	较为广泛	飞天茅台：2000+	较低	财富效应
啤酒	现饮：非现饮 =1:1	聚饮为主	低	较为广泛	青岛啤酒：10+	中等	
乳制品	C端为主	高端具有送礼属性，其余主要为家庭消费场景	中	广泛	一提金典：50+	较高	
调味品	B:C=6:4	家庭与餐饮消费场景兼具	高	广泛	海天酱油：5+	较高	消费场景
预加工食品	B:C=8:2	家庭与餐饮消费场景兼具	中	不太广泛	安井预制菜：35+	中等	
肉制品	C端为主	家庭消费为主	高	广泛	火腿肠：3+	很高	
休闲零食	C端为主	家庭消费为主	高	广泛	洽洽瓜子：10+	很高	

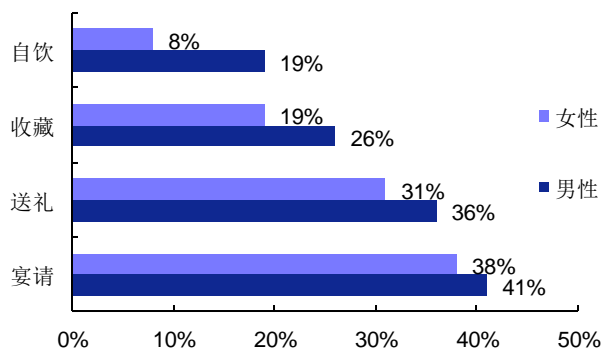
资料来源：欧睿、渠道调研、安信证券研究中心

1.2. 白酒更依赖财富效应，大众品更依赖消费场景

1.2.1. 白酒主要靠价增驱动，因此受财富效应影响较大

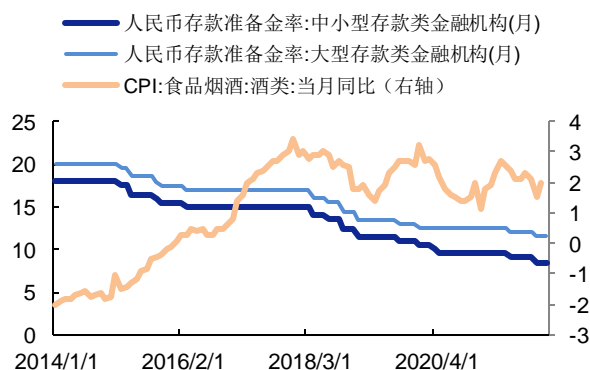
白酒作为非必需品，其量价均由通胀水平（即财富效应）推动，主因：1）从量的角度：高端白酒销量主要取决于财富效应和消费升级带动的结构化人群扩张；2）从价的角度：与经济走向直接相关，其金融属性往往与通胀情况同步变化。白酒升级速度较快，且消费者对价格不敏感，其更多代表受众群体的购买力变化，因此在财富效应走强的时期，高收入人群的购买力支撑白酒价位上行。

图 2：我国白酒消费的消费场景较为多元，宴请和送礼占比较高



资料来源：胡润百富、安信证券研究中心

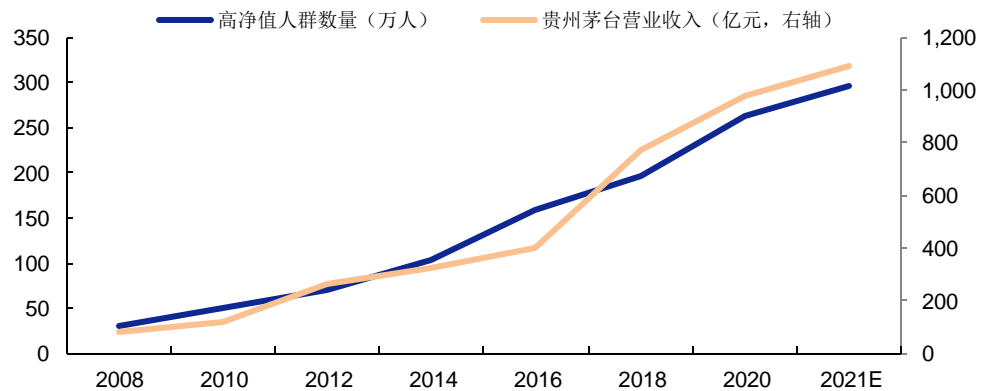
图 3：流动性充裕支撑高端消费品价格提升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

具体来看，高端白酒具有礼赠和投资属性（茅台），对消费场景的限制较少，而更多取决于消费者的消费能力。次高端及区域白酒则更多依赖聚餐宴请等场合，对消费场景要求较高，在疫情冲击下，部分商务宴请和婚宴等场景几乎消失，因此其业绩表现受冲击较大。在疫情逐步恢复后，此部分缺失的消费有望逐渐弥补。

图 4：高净值人群数量与贵州茅台营业收入拟合



资料来源：招商银行《2021 中国私人财富报告》、安信证券研究中心

财富效应驱动时期，白酒板块表现不俗，业绩弹性更大。历年货币超发、降准降息、棚改货币化等宏观背景下，固定资产投资增速提升，财富效应逐步成为食品饮料板块主要驱动因素。以降准降息为例，我们复盘历次降准降息后的白酒与食品加工板块基本面走向，发现白酒板块表现不俗，且业绩弹性较食品加工板块更大。

表 2：历年降准降息时期白酒、食品板块基本面走向

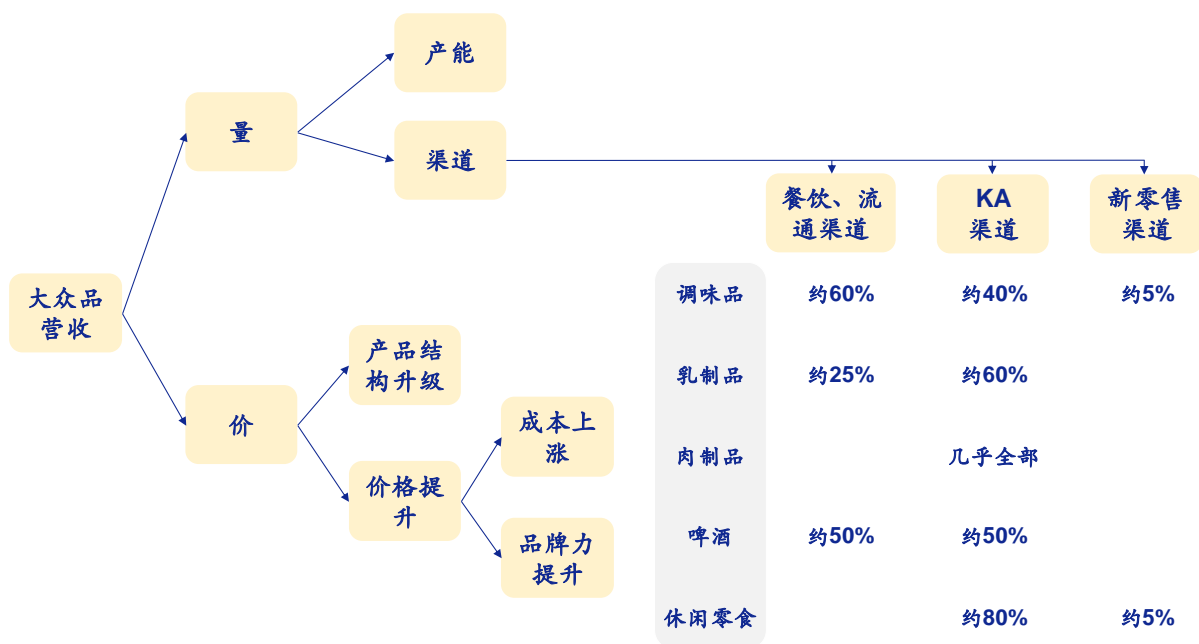
年份	降准次数	降息次数	SW 白酒营收同比	SW 白酒归母净利润同比	SW 食品加工营收同比	SW 食品加工归母净利润同比	宏观经济及行业景气度
2014Q2	2		-9.32	-19.60	11.26	8.00	经济衰退，投资增速放缓，通胀下行，货币政策宽松，白酒国企改革加速，食品股继续牛市
2015Q1	1	1	8.27	5.59	7.56	12.48	经济稳中趋缓，行业结构持续调整，白酒大众消费
2015Q2	2	2	0.24	-0.42	5.02	8.10	接替政商消费
2015Q3	2	2	7.87	15.55	12.89	-0.30	经济高速发展，带动投资，白酒实现量增
2016Q1	1		15.77	15.97	12.67	16.03	棚改货币化与 PPP 项目退潮，资管新规推动去杠杆，流动性相对宽松，白酒行业景气高位
2018Q2	1		36.14	46.17	9.32	15.93	
2018Q3	2		12.53	11.88	9.42	6.82	

资料来源：Wind、安信证券研究中心

1.2.2. 大众品更依赖销量，因此受消费场景影响较大

大众品方面，其行业基本面走向与当下消费场景直接相关。在 2020 年疫情初期，餐饮等消费场景几乎全部丧失，此时啤酒、调味品、乳制品等动销迅速走弱，而在 2021 年 Q1 之后，随着一刀切政策逐步放宽、消费场景不断复苏，刺激大众品板块基本面改善，除基数和库存原因外，大部分大众品因此表现出较大的业绩弹性。根据国家统计局公布的“消费者信心指数：消费意愿”来看，在 2021 年 2 月、4 月、8 月等由于疫情影响，消费意愿大幅下降的时期中，SW 食品加工板块均出现下挫，而在消费意愿提升时，大众品板块业绩持续走强。

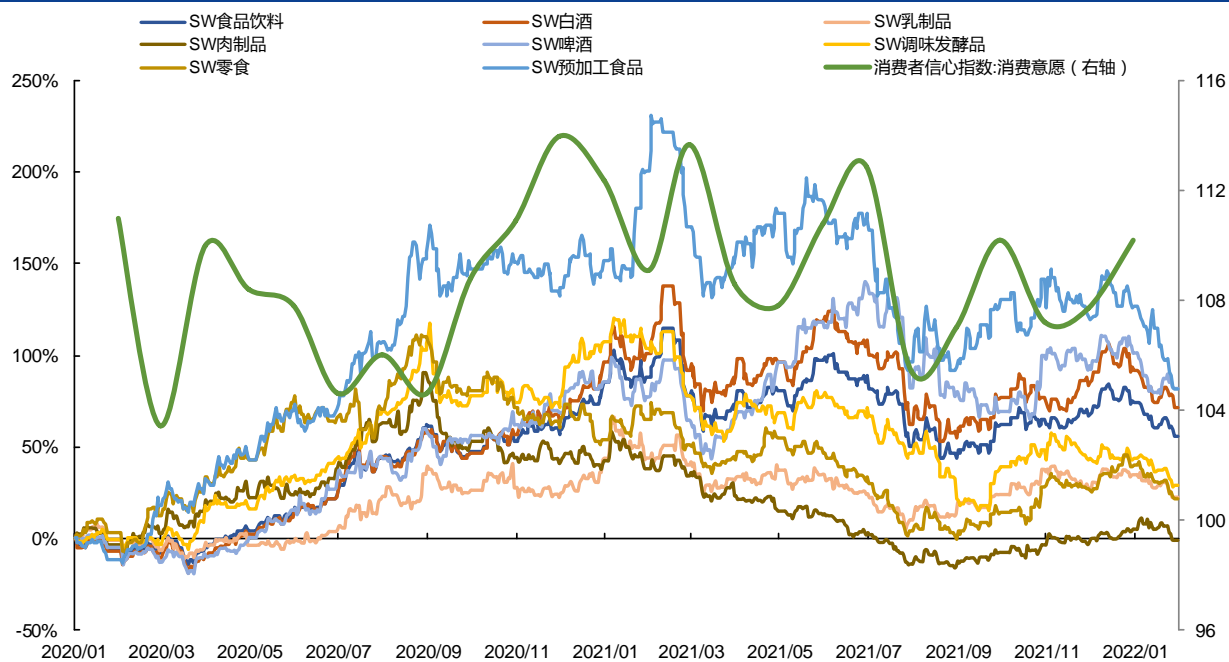
图 5：大众品营收结构及渠道拆分



资料来源：wind、安信证券研究中心；注：KA 主要指商超渠道，下同

从渠道和场景结构来看，调味品餐饮与 KA 占比约为 6:4（根据欧睿），餐饮受损一定程度上使调味品业绩表现下滑，但家庭消费和外卖等场景在一定程度上弥补了该部分业绩损失，因此调味品在 KA 和餐饮双渠道推动下消费场景受损较小。乳制品主要在 KA 渠道出售（根据欧睿），场景主要为赠礼，因此当人际间走动停滞时，送礼的消费场景缺失，导致其终端需求受阻，营收下滑。在送礼走动场景逐步恢复下，乳制品业绩出现反弹。肉制品消费场景主要为居家，渠道主要为 KA，产品偏刚性，受疫情影响较小，与消费场景关联度也较低。啤酒主要在餐饮和流通渠道铺货，餐饮场景受疫情影响尤为明显，因此疫情初期啤酒业绩下滑显著。零食的主要消费场景为居家，渠道以 KA 为主，但产品刚性较弱，在消费意愿较低的时期消费量迅速下降，卤制品等线下门店客流受损，业绩受冲击较大，盐津、洽洽等休闲零食亦消费放缓。

图 6：2020 年至今 SW 板块收盘价累计涨跌幅走向与消费意愿



资料来源: wind、安信证券研究中心

2. 复盘：2020、2021 年疫情中的板块走势

2020 年新冠疫情发生以来，食品饮料板块走势受影响较大，拆分来看，整体板块业绩表现和股价走势交替受消费场景财富效应的影响。

图 7：疫情以来各版块单季度营收和归母净利润同比

	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2015-2019	
	同比2020年						同比2019年						CAGR
SW 食品饮料	16.7%	0.0%	13.3%	11.3%	10.2%	23.6%	7.5%	6.2%	29.6%	32.0%	23.8%	20.6%	
SW 白酒	13.3%	1.0%	3.9%	12.0%	10.9%	22.9%	19.6%	15.5%	24.2%	24.2%	29.4%	28.7%	
高端白酒	16.4%	11.0%	9.3%	11.7%	13.7%	17.4%	12.9%	11.2%	30.4%	23.4%	24.3%	35.2%	
次高端白酒	0.5%	-3.3%	-5.2%	4.2%	-3.1%	23.2%	22.5%	18.6%	19.1%	16.2%	23.6%	26.0%	
SW 食品加工	22.4%	8.2%	21.5%	12.7%	5.1%	18.9%	-0.3%	-0.1%	44.4%	36.5%	14.9%	19.8%	
SW 乳制品	-16.6%	-10.2%	6.4%	11.7%	8.4%	30.7%	16.6%	5.0%	17.3%	24.0%	17.3%	17.9%	
SW 肉制品	57.5%	58.4%	40.1%	17.9%	1.9%	5.1%	-11.3%	-16.0%	105.8%	53.0%	-31.2%	29.6%	
SW 啤酒	-50.7%	-26.4%	-10.5%	8.2%	11.8%	66.3%	18.0%	14.0%	22.4%	5.6%	23.3%	-1.2%	
SW 调味发酵品	13.2%	1.6%	24.3%	12.9%	14.5%	21.2%	-12.7%	-3.0%	30.7%	7.5%	10.4%	3.1%	
零食	10.6%	5.1%	0.0%	-5.9%	-13.8%	5.2%	2.2%	6.5%	10.5%	2.3%	0.1%	26.0%	
SW 预加工食品	31.2%	14.6%	32.8%	30.3%	15.8%	30.1%	26.4%	51.8%	49.0%	67.8%	97.8%		
	归母净利润												
	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2015-2019	
	同比2020年						同比2019年						CAGR
SW 食品饮料	0.2%	-0.2%	25.8%	18.2%	36.6%	26.7%	3.9%	5.4%	29.4%	38.7%	27.9%	30.4%	
SW 白酒	4.0%	9.0%	6.2%	13.4%	19.6%	17.9%	26.2%	15.3%	28.5%	34.1%	31.4%	35.9%	
高端白酒	9.0%	17.1%	10.5%	11.9%	18.3%	13.1%	17.4%	13.8%	32.4%	29.7%	27.3%	39.8%	
次高端白酒	-29.2%	0.7%	42.1%	28.5%	30.8%	30.3%	2.4%	14.8%	31.2%	45.5%	46.9%	10.1%	
SW 食品加工	7.7%	-12.1%	75.2%	30.7%	49.0%	45.0%	30.8%	-17.6%	43.6%	36.9%	12.5%	20.1%	
SW 乳制品	-2.4%	-18.5%	27.0%	19.1%	39.2%	76.5%	34.3%	-30.3%	43.8%	70.5%	-17.0%	20.3%	
SW 肉制品	20.0%	17.7%	53.5%	38.4%	2.3%	7.4%	29.1%	-61.9%	36.8%	20.4%	-55.8%	12.9%	
SW 啤酒	-66.2%	-38.3%	-23.6%	-1.2%	139.7%	67.5%	73.2%	2.2%	3.3%	32.4%	1.0%	4.4%	
SW 调味发酵品	44.7%	10.6%	24.7%	22.1%	14.0%	13.8%	29.0%	-19.7%	33.6%	-12.5%	-1.9%	39.6%	
零食	-18.5%	-16.2%	203.6%	19.1%	12.7%	43.8%	62.7%	3.4%	20.5%	13.3%	23.2%	13.0%	
SW 预加工食品	31.2%	277.3%	227.6%	149.2%	15.8%	-2.2%	16.9%	20.6%	268.9%	283.1%	200.6%		

资料来源：Wind、安信证券研究中心

注：2015 年时 SW 预加工食品大部分企业未上市，数据不具有可比性，因此剔除；零食类包含休闲零食和卤制品

2.1. 2020Q1-2020Q2：疫情影响最盛，社会消费近乎停摆

2020Q1：肉制品、预加工食品增速亮眼，啤酒、乳制品等增速转负。我们认为疫情发生初期，消费者恐惧情绪较为显著，消费意愿明显降低，餐饮消费场景几乎消失，基本以家庭消费为主，因此以消费必需的肉制品及居家办公所需的预加工食品为主，啤酒、白酒等非生活必需品的消费暂时抑制，疫情影响酒企 2、3 月新增回款发货大幅下降，现金流情况有所下滑。同时乳制品由于春节送礼场景消失，营收同比大幅下跌。但高端白酒的营收增速仅小幅下滑，主因高端白酒春节销售更为提前，受疫情影响相对较小，且 3 月均有一定的新增回款，使其增速高于大部分食品饮料子版块，说明疫情冲击并未影响到高端白酒的消费群体，该部分赠礼及收藏的消费场景依然存在。利润来看，预加工食品大幅增长，乳制品受限于原奶成本上涨，净利润下滑幅度高于营收。

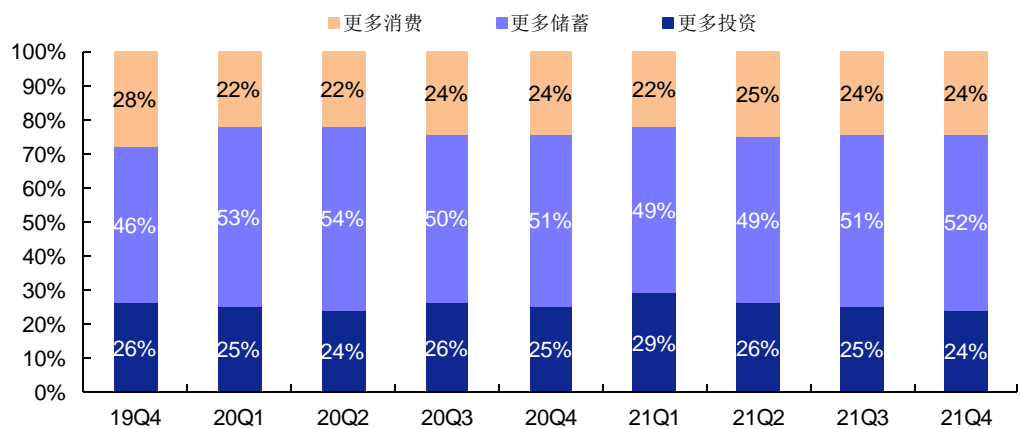
2020Q2：肉制品、预加工食品维持高增，全行业增速回正，乳制品、调味品恢复。2020 年第二季度以来，武汉地区封城逐渐结束，各地逐步开始复产复工，消费场景小幅恢复，但由于疫情来势突然，不少消费者具有较为强烈的囤货意愿，因此肉制品、预加工食品和调味品营收均有较高增长（肉制品 40.1%，预加工食品 32.8%，调味品 24.3%）。疫情后“多喝牛奶，加强营养，补充蛋白质”的口号促进消费者健康意识显著提升，带动乳制品需求显著上涨，营收同比增速达到 6.4%，其他板块增速也均回归正值。白酒板块增速提升总体呈现**高端>次高端>区域白酒**，显示高端白酒的“刚需”属性和更强的渠道稳定性，也体现出高净值人群受疫情影响较为薄弱。利润方面，零食由于居家消费需求旺盛，且销售费用率同比下降，

综合导致净利润同比显著提升(且好想你 20Q2 高额投资收益带动板块归母净利润大幅提升)。预加工食品 Q2 需求持续旺盛,消费场景占优,提价+高毛利产品占比提升,净利率显著提升。

2.2. 2020Q3-2021Q3: 消费场景曲折恢复, 财富效应逐步占据主导

2020Q3-2020Q4: 预加工食品和肉制品增速放缓, 休闲零食环比降速。随着疫情逐步恢复, 消费者囤货意愿降低, 预加工食品和肉制品增速放缓, 且猪肉价格进入下行区间。休闲零食主要受益于居家消费属性, 疫情期间需求旺盛, 下半年需求逐步回归正常, 营收同比出现下滑。**高端白酒在高收入人群增长的情况下分别实现 11.7%和 13.7%的同比增速, 主因双节旺季消费升级特征显著, 高端白酒需求景气更佳, 动销加速。**利润来看, 原奶价格上涨导致乳制品行业利润承压, 板块毛利率负增。啤酒 Q4 进入旺季, 叠加前期消费场景缺失带来的后置性消费, 高端化加速促进整体净利润显著抬升。

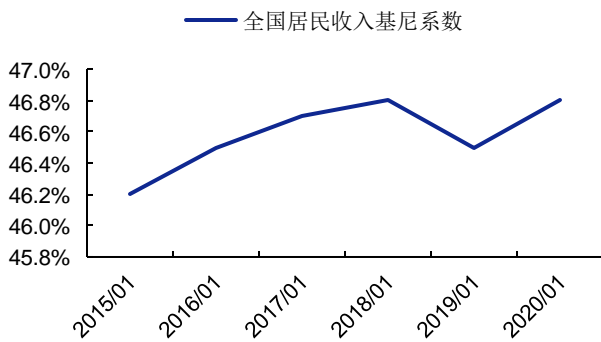
图 8: 央行城镇储户问卷调查结果显示, 选择更多消费的占比有所恢复, 但仍低于疫情前水平



资料来源: 央行城镇储户问卷调查、安信证券研究中心

2021Q1: 财富和收入分化加剧, 啤酒、白酒等 2020 年受损的行业开始进入复苏。进入 2021 年度, 随着国家疫情管控政策逐步完善, “动态清零”政策不断推进, 消费者对于疫情的恐慌态度逐步平息, 消费意愿基本恢复, 消费场景也在有序放开。但疫情后收入和财富出现进一步分化。一方面, 疫情促进了收入的分化, 高收入人群的工作内容更易于进行远程办公, 因此收入影响较小, 而低收入人群受影响较大。从基尼系数来看, 2020 年基尼系数同比上升, 且全国居民人均可支配收入的中位数恢复力度远不及平均数。另一方面, 疫情促进了财富的分化, 根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心发布的《疫情后时代中国家庭的财富变动趋势——中国家庭财富指数调查报告 (2021Q4)》, 年收入 30 万元以上的家庭财富指数环比增长, 而年收入 5 万以下的家庭财富指数环比下降。因此食品饮料板块的消费驱动力由 2020 年的消费意愿和消费场景逐步转向至 2021 年的财富和收入效应。

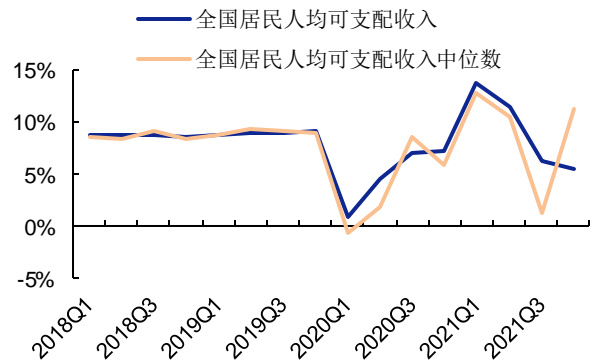
图 9：全国居民收入基尼系数在疫情后开始上升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

注：基尼系数是用以衡量一个国家或地区居民收入差距的常用指标。基尼系数越接近 0 表明收入分配越趋向平等。基尼系数小于 0.2 时居民收入过于平均，0.2-0.3 之间时较为平均，0.3-0.4 之间时比较合理，0.4-0.5 时差距过大，大于 0.5 时差距悬殊。

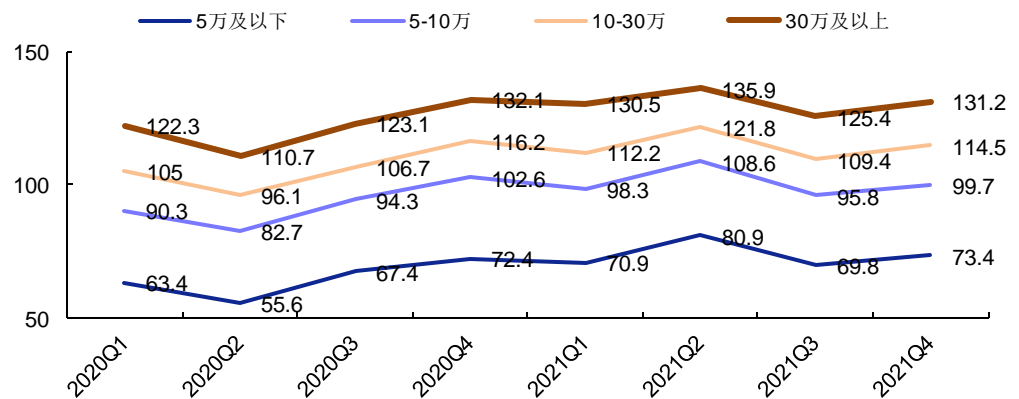
图 10：全国居民人均可支配收入中位数恢复不及平均数



资料来源：Wind、安信证券研究中心

分板块来看，2021Q1 白酒和啤酒增速快速恢复，达到 22.9%/66.3%，除了低基数原因外，高收入人群的消费力持续抬升是重要驱动因素，啤酒高端化趋势继续彰显，白酒受益于经济强恢复、餐饮高景气，批价稳步上行，高端需求强劲、次高端景气度大幅提升，价格带扩容提速呈现繁荣高增。乳制品由于低基数+疫情下消费者教育较为成功，营收同比增速亦增长至 30.7%。而 2020 年消费意愿较强的肉制品的增速则下滑至 5.1%，说明消费意愿和消费场景限制不再是板块表现的推动力，而财富效应逐步成为推动板块走向的决定性因素。

图 11：家庭财富指数（按年收入分组）



资料来源：《疫情后时代中国家庭的财富变动趋势——中国家庭财富指数调研报告（2021Q4）》，安信证券研究中心

2021Q2：板块整体增速放缓，白酒降速，大众品板块业绩受损。受高基数+消费复苏节奏缓慢的影响，各子版块营收和利润增速均有所放缓。财富效应推动下，次高端高成长标的增速亮眼，带动整体白酒板块营收增幅快于高端白酒。大众品板块普遍承压，其中啤酒受益于财富效益提升，高端化进程加速，吨价提升带动盈利处于板块较优位置。预加工食品受制于 C 端消费场景缺失、B 端尚未完全恢复，且基数较高，整体板块盈利进入下行。而调味品在需求疲软、成本上行、社团冲击、费用投入加大的综合因素下，营收与净利润均出现大幅下滑。

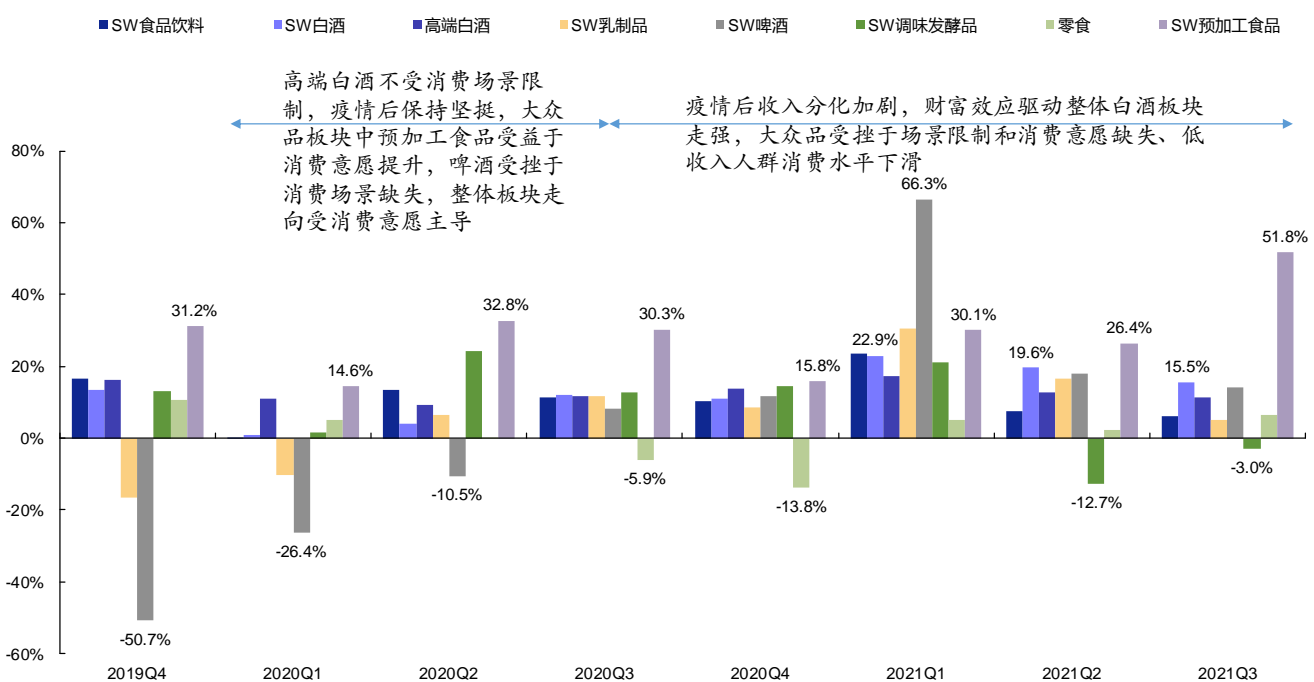
2021Q3：财富效应推动下，次高端白酒成长性凸显，白酒整体表现稳健。2021Q3 白酒营收/归母净利润增速均快于大众品，主因财富效应下，高端次高端白酒持续高景气，区域白酒亦

呈现环比改善态势，分化显著。而大众品则受到高基数、高成本和消费意愿下滑的影响，营收端增速缩窄，利润端大幅承压。

2.3. 复盘总结：消费场景与财富效应交替影响板块

复盘 2020-2021 年的食品饮料子版块营收和净利润表现，我们认为消费场景与财富效应交替影响板块走向。2020 年疫情发生初期，餐饮消费场景的缺失和居家办公的消费场景旺盛促进了部分大众品消费意愿的提升。在疫情逐步恢复后，餐饮场景逐步恢复，具有 B 端属性的大众品业绩企稳，而高端白酒则由于礼赠和收藏属性受疫情影响有限。进入 2021 年，收入分化引起的财富效应，促进高端、次高端白酒业绩放量，而大众品由于需求疲软和高成本，利润承压。

图 12：2020/2021 年驱动因素整理



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.4. 2021Q4 至今：基数效应减弱、财富效应放缓、场景继续复苏

2021 年第四季度至今，整体食品饮料板块的高基数/低基数效应基本在 2021 年体现完毕（除调味品在 2021Q2 受社区团购冲击后仍然低基数之外），因此整体增速开始体现板块真实需求水平。

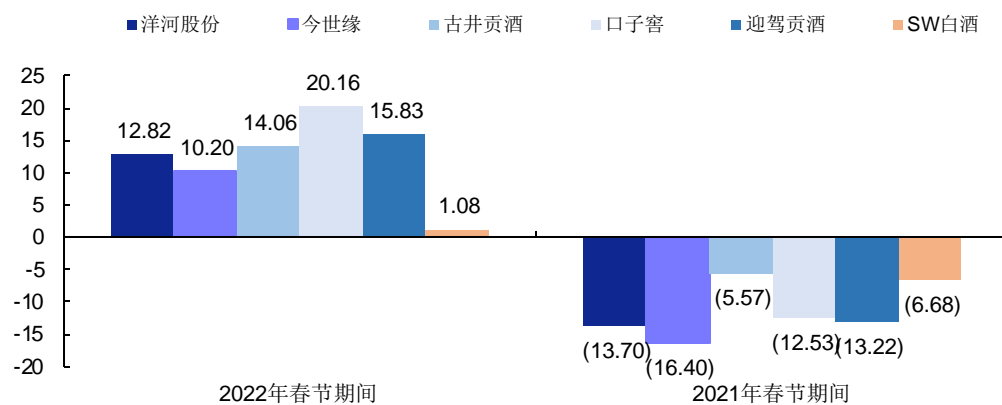
随着我国疫情管理走向“精准防控”，各地封城现象愈加减少，餐饮业稳步复苏中，消费场景的限制逐步减弱，受消费场景限制而走弱的子版块有望有较好表现，例如区域白酒、调味品、啤酒等等。

2022 年春节期间，各地防控有序，具备场景复苏的条件，区域白酒表现亮眼。以江苏为例，虽然春节前部分地区出台了一系列政策限制宴请，但整体动销受疫情管控影响边际减弱，商务宴请有序恢复，体现出江苏作为白酒大省的韧性。江苏地区消费场景持续恢复，节前总体旺销，返乡及复工带动节后仍有较强消费氛围。部分超高端（陈年茅台）及涨价品种（国窖）表现平淡，价格平稳或略显实惠的普五整体动销在 20% 以上。江苏一贯以来的消费者教育和

培育新品能力在春节得到验证，梦六+、国缘四开表现亮眼，V3、水晶梦也有明显改善。

与旺盛动销相对应，区域白酒春节期间股价大幅跑赢行业平均。从股价表现来看，2022 年洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒在腊月十五至正月十五之间区间涨跌幅分别为 12.82%/10.20%/14.06%/20.16%/15.83%，而 SW 白酒板块区间涨跌幅仅有 1.08%。消费场景复苏下，区域白酒需求快速恢复，反映至股价大幅跑赢行业平均。

图 13：2022 年区域白酒春节期间股价表现远好于行业平均水平 (%)



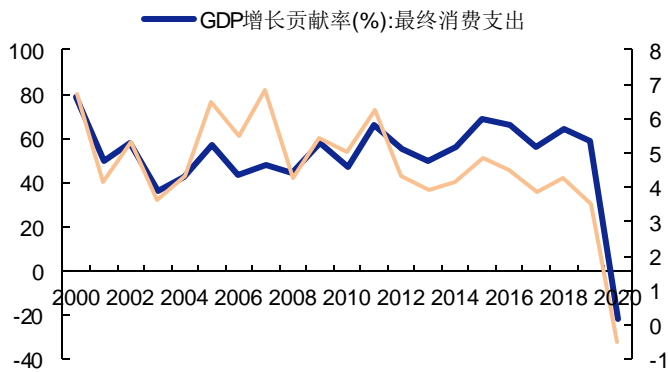
资料来源：Wind、安信证券研究中心

3. 展望 2022 年稳增长为主，消费场景或成为主要驱动因素

今年驱动因素或转向场景复苏。我们认为寻找两个影响因素的交替点较为关键，因此我们分别参考与高端白酒（财富效应驱动）和大众品（消费意愿驱动）相关的前瞻指标，来判断两个影响因素的转换点。今年经济走向与前两年有所不同，稳经济、促就业成为主线，我们认为这或代表着驱动因素逐步转向场景恢复。

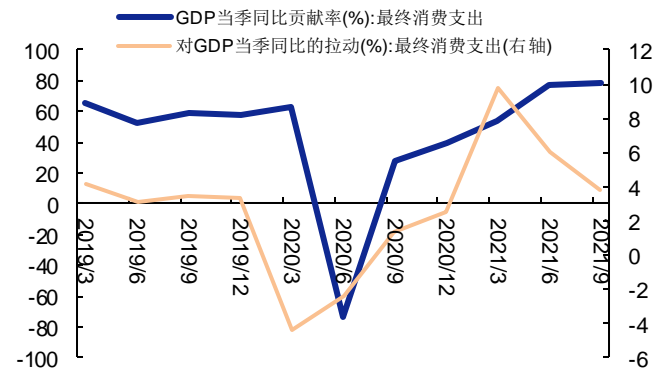
稳字当头、稳中求进，实施扩大内需战略。2021 年 12 月 8 日举行的中央经济工作会议指出，2022 年经济工作“稳字当头、稳中求进”是主线，并将“宏观政策要稳健有效，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力”列为重要任务中的第一位。2022 年 1 月 10 日召开的国务院常务会议指出，当前经济运行处于爬坡过坎关口。要把稳增长放在更加突出位置，实施扩大内需战略，坚持不搞“大水漫灌”，有针对性扩大最终消费和有效投资，这对顶住新的下行压力、确保一季度和上半年经济平稳运行具有重要意义。

图 14：消费占 GDP 比例较高，2020 年消费下滑导致 GDP 增速放缓



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 15：消费对 GDP 增长和增速的贡献在 2021 年逐季恢复



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 3：政府在多次会议中强调“稳”和“扩大内需、促进消费”

日期	会议	主要内容
2021/5/1	政治局会议	要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复，做好国家重大项目用地等要素保障，制定促进共同富裕行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。要保障和改善民生，强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业。
2021/9/22	国务院常务会议	进一步促进消费，更好发挥社会投资作用扩大有效投资，保持外贸外资稳定增长，确保经济运行在合理区间。
2021/11/24	国务院常务会议	面对新的经济下行压力，要加强跨周期调节，在继续做好地方政府债务管理、防范化解风险的同时，统筹做好今明两年专项债管理政策衔接，更好发挥专项债资金带动社会资金的作用，扩大有效投资，以利扩大内需、促进消费。
2021/12/6	政治局会议	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。
2021/12/15	国务院常务会议	贯彻落实中央经济工作会议精神，要坚持以经济建设为中心，坚持稳字当头、稳中求进，做好“六稳”“六保”工作。

资料来源：中国政府网、安信证券研究中心

宏观政策稳健有效，社会政策兜住兜牢民生底线。中央经济工作会议公布了 2022 年七项重点任务，与前期释放流动性不同，后续经济政策更侧重就业等方向，流动性带来的资产增值导致财富分化、消费分层，而“打工人能打工”“打工人能消费、敢消费”利好大众需求的回暖。

表 4：2022 年重点任务包括稳增长、扩内需、保民生、解决就业问题等

2021 年八项重点任务	2022 年七项重点任务	2022 年七项重点任务主要内容
一：强化国家战略科技力量	一：宏观政策要稳健有效	财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。要提振市场主体信心，深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争，以公正监管保障公平竞争。深化供给侧结构性改革，要提升制造业核心竞争力。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。要实施科技体制改革三年行动方案，制定实施基础研究十年规划，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，完善优化科技创新生态，继续开展国际科技合作。要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制，完成国企改革三年行动任务。调动地方改革积极性，扩大高水平对外开放，推动共建“一带一路”高质量发展。要深入实施区域重大战略和区域协调发展战略，促进东、中、西和东北地区协调发展。全面推进乡村振兴，提升新型城镇化建设质量。要统筹推进经济发展和民生保障，健全常住地提供基本公共服务制度。解决好高校毕业生等青年就业问题，健全灵活就业劳动用工和社会保障政策。推进基本养老保险全国统筹。推动新的生育政策落地见效，积极应对人口老龄化。
二：增强产业链供应链自主可控能力	二：微观政策要持续激发市场主体活力	
三：坚持扩大内需这个战略基点	三：结构政策要着力畅通国民经济循环	
四：全面推进改革开放	四：科技政策要扎实落地	
五：解决好种子和耕地问题	五：改革开放政策要激活发展动力。	
六：强化反垄断和防止资本无序扩张	六：区域政策要增强发展的平衡性协调性	
七：解决好大城市住房突出问题	七：社会政策要兜住兜牢民生底线	
八：做好碳达峰、碳中和工作		

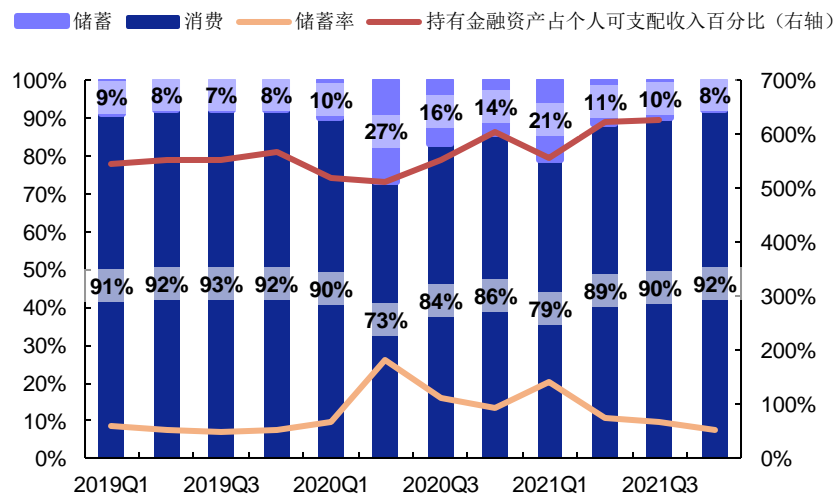
资料来源：人民网、安信证券研究中心

由以上分析可以看出，今年经济的走向与 2020、2021 年有所不同，稳增长、促进就业成为主线，有利于消费场景进一步恢复，因此我们认为行业基本面的驱动因素或从财富效应转向场景复苏，因此之前受限于消费场景的子板块和个股有望迎来转机。

4. 参考海外市场：消费能力可由储蓄转换，取消约束条件是恢复的关键

根据美国经济统计局数据，美国消费占比自 2021Q1 起不断提升，从 79% 提升至 92%，显示出强劲的恢复动力，我们认为其消费恢复的节奏主要与美国消费场景的放开及货币政策释放节奏有关。

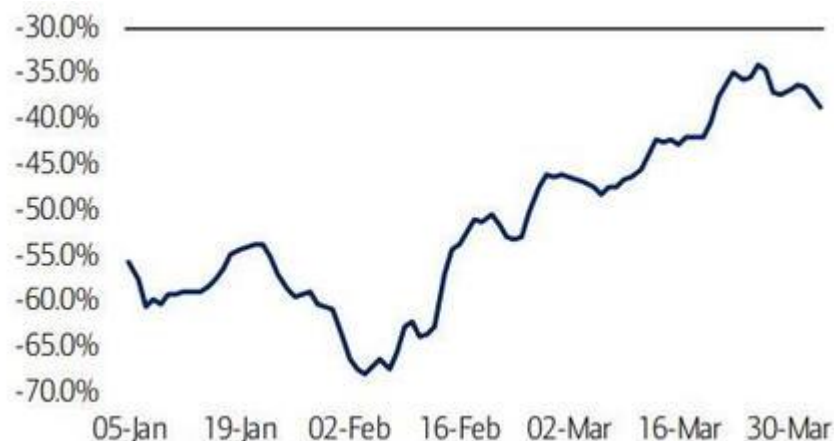
图 16：美国消费、储蓄率变化



资料来源：U.S. BEA、Fred Economic Data、安信证券研究中心

消费意愿和货币政策双重刺激下，美国自 2021 年 3 月起消费反弹趋势显著，出现报复性消费。根据 2021 年 3 月 13 日当周的最新美国银行卡消费数据（以 BAC 信用卡和借记卡的总数据衡量），信用卡消费同比增长 7.4%，和两年前同期相比增长了 8.9%，说明在 2021 年 2 月美国居民消费大幅减少后开始出现大幅反弹，原因主要系：1) 在封锁一年以及疫苗广泛接种后，消费者期待生活逐渐正常化；2) 1.9 万亿美元的新一轮刺激方案中的现金有助于刺激经济。美银美林也指出，在截至 2021 年 4 月 3 日的七天内，收到联邦政府支票发放的民众的信用卡支出年同比增长 33%，而没有收到支票的人信用卡支出年同比增速仅 14%。在财政刺激支票发放后的第 17 天，收到支票民众的消费开支要比其他人高出 24%。

图 17：美国疫情以来餐饮支出（2021 年）



资料来源：BAC、安信证券研究中心

餐饮场景的恢复进一步促进消费复苏。根据美国银行数据，2021 年餐厅信用卡消费在 1 年内增长了 11%，并在 2 年内持平，说明餐饮行业的现状已恢复正常。在放宽限制的州中，餐厅支出甚至有所增加。从支出构成来看，根据美国银行，本地人占纽约市餐厅支出的 70%，低于 2020 年 4 月的峰值 83%，但仍高于疫情之前的 56%，这意味着越来越多的美国人开始重启国内旅行。根据摩根大通的数据，总体零售支出虽然同比大幅增长 24%，但依然略低于疫情之前。

图 18：美国总体零售支出



资料来源：摩根大通、安信证券研究中心

具体看食品饮料板块，高收入人群消费受影响较低，居家办公后收入占比仍高于低收入人群。根据麦肯锡，由于疫情在家工作后，一天可能会导致食品支出变化 10%，而具体影响主要来自高收入人群。低收入美国家庭的酒精饮料占食品总支出的 5%，而高收入家庭则为 8%。同时低收入家庭将大约 8% 的食品预算用于谷物和烘焙产品，而高收入家庭的这一比例约为 6%。因此，越来越多的高收入家庭在家中食品消费，可能会导致杂货零售商的销售结构转变，倾向于更昂贵的类别和高端品牌。

然而，与我国不同，美国部分高收入消费者仍受限于消费场景缺失，主要是封锁、旅行限制及近距离接触活动等。疫情对消费者需求和可支配收入的影响是全球性的，但在主要经济体内部和之间的严重程度各不相同。在国家内部，消费缩减因收入和年龄组而异。根据麦肯锡，从实时信用卡和借记卡数据来看，美国和西欧最显著的支出收缩来自大幅削减支出的高收入家庭，主因更富裕的消费者通常会消费最高比例的可自由支配、服务密集型商品，这些商品最直接受到封锁、旅行限制和对与他人近距离接触的担忧的影响。

5. 投资策略：刚性宴席及餐饮复苏带动整体板块上行

白酒：财富效应弱化，刚性宴席需求持续复苏，节奏上先区域后次高端，激励改善贯穿全年。春节期间消费场景受益于人口回流有明显回补，在低基数效应下区域白酒最为受益。展望节后，宴席宴请会逐渐恢复，全国次高端品牌重拾扩张趋势。具有改善激励逻辑的标的有望贯穿全年，如今世缘、五粮液、伊力特等。

区域白酒：消费场景回暖，区域白酒业绩加速可期。我们认为疫情期间受限于消费场景缺失而业绩放缓的区域白酒有望受益于消费场景复苏：（1）次高端白酒价格带持续扩容，为区域白酒打开价格空间，有助于继续优化产品结构，如梦六+、今世缘V系、古20、迎驾洞藏等；（2）受益于消费场景回暖、大众需求复苏、宴请场景回补，有望实现恢复性增长，海之蓝系列、古井献礼及年份原浆系列等均会受益改善。

次高端：宴席等场景的恢复，消费回暖，企业重拾扩张逻辑。短期疫情影响消费同时渠道谨慎妨碍市场扩张，次高端企业表现出景气放缓迹象，随着消费回暖、宴席宴请等市场恢复，次高端会重拾高成长扩张逻辑。

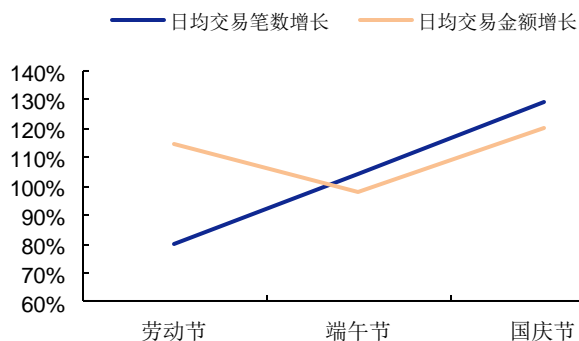
高端白酒：财富效应边际弱化导致短期承压，业绩确定性仍是板块最高。财富效应减弱导致需求端受损，但是高端品在礼品市场属于刚需性产品，高端品牌处于卖方市场，业绩确定性仍是板块中最强。经济恢复后消费升级带来的消费人群扩张能推动需求扩容，带来新增长。

表 5：2020、2021 年疫情后全国各地餐饮回补

区域	时间	宴请回补情况
全国	2021 年五一	婚宴出现旺季，五一假期 5 天内全国超过 40 万对新人举办婚礼，虽然规模缩小，但平均客单价同比提升 15%-20%
武汉	2021 年五一	出现补偿式结婚潮，五一期间武汉某酒店共承接 100 余场婚宴，比 2019 年同期增长超 20%，散台满台率超 100%
广西	2020 年十一	团圆餐带动餐饮消费，2020 年双节像迟到的春节，各类婚宴、家庭团圆宴、朋友聚餐唱响餐饮主旋律，带旺餐饮业，重点餐饮企业营业额基本恢复至上年同期 90% 以上，增速较上月提升 15 个百分点左右。
河南	2020 年 9 月	宴席市场呈现阶段性爆发，同比增长 20% 以上，年初受到压制的婚丧嫁娶，升学宴，满月宴等在两个月以内确有明确的爆发性恢复。

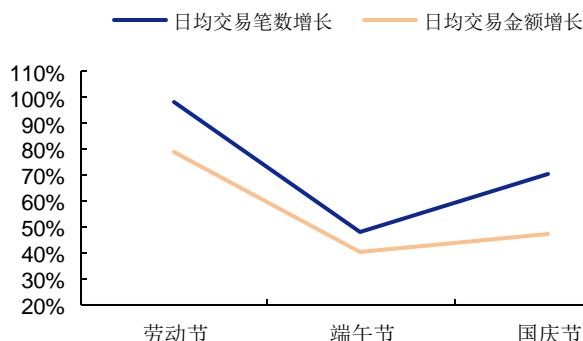
资料来源：Wind、各省商务部网站、安信证券研究中心

图 19：2021 年网联平台餐饮企业日均交易情况（同比 2019 年）



资料来源：网联平台、安信证券研究中心

图 20：2021 年网联平台餐饮企业日均交易情况（同比 2020 年）



资料来源：网联平台、安信证券研究中心

啤酒：疫情防控精准化催生春节啤酒消费小高潮，场景复苏下夜场、餐饮持续贡献增量。Q1 虽为啤酒需求的淡季，但春节会刺激餐饮消费，春节期间家庭聚会也会促进非现饮需求的增长。根据淘数据，2022 年 1 月啤酒品类线上销售额 2.28 亿元，较去年 1 月同比提

升 24.6%。春节亦促进渠道积极备货迎接旺季。以重庆啤酒为例，重庆大竹林酒厂往年正月初五才会正式开工，今年为了加快生产进度、满足市场需求，提前到正月初二就开启了拉罐生产线的生产，约 30 名员工回归拉罐生产线生产岗位。此次春节期间场景的复苏也为之后更多节假日期间啤酒的复苏拉开帷幕。

调味品：餐饮逐步复苏下，B 端需求有望回暖，C 端持续受益于消费升级。从社零数据和餐饮行业收入来看，已恢复至 2019 年同期水平之上，从增速来看，2021 年社会消费品零售总额相较于 2019 年的增速也逐渐恢复至历史平均水平，但由于部分地区疫情反复的影响，餐饮行业增速恢复较为缓慢，随着地方防疫经验积累，防疫政策趋向灵活科学，餐饮行业增速有望逐步恢复。

速冻食品：B 端持续恢复，预制菜有望构筑新的增长点。根据沙利文，截止 2020 年，我国速冻食品行业规模约 1400 亿元，同比增长 11.5%，过去 5 年 CAGR 约 12.4%。从细分品类来看，我国冷冻食品主要分为速冻米面类、速冻火锅料、速冻菜肴类。其中传统米面类（水饺汤圆）已进入成熟期，新兴米面类（如手抓饼、紫薯球）和火锅料仍处于成长期，菜肴类处于导入期，是增长潜力最大的细分品类。在餐饮端恢复下，B 端有望持续恢复，预制菜有望成为新的增长点，促进 B 端和 C 端需求提升。

乳制品：随着送礼走动场景的恢复和健康意识的提升，乳制品后期消费有望弥补疫情期间业绩的损失。需求端，随着场景复苏+健康意识提升，乳制品需求有望持续回暖。分品类来看，白奶结构持续优化，同时龙头企业亦布局奶酪、奶粉等高盈利的细分板块，整体带动板块盈利能力上行，在原奶成本下行周期内，乳制品有望迎来更好增速。

零食：门店类个股有望随着客流量恢复，单店营收实现回升，而居家消费类零食则继续受益于板块整体景气度抬升。门店类个股如绝味、周黑鸭等有望在商超、购物中心人流回升后迎来单店营收的回升，在渠道库存较低时有望顺利体现至报表业绩。而居家消费类零食如三只松鼠、洽洽食品、盐津铺子等则继续受益于渠道改革及提价传导，实现景气度抬升。

具体标的方面，我们认为精准管控能够解除消费约束条件，让消费成为恢复经济、刺激经济的重要抓手，带动需求回暖。同时市场对于成本上涨也有较充分预期，提价降本逻辑依然成立。当下进入业绩披露期，重点推荐如次高端中舍得酒业、水井坊、山西汾酒等，高端中五粮液，区域白酒中今世缘、古井贡酒等。大众品方面，成本上行、场景减弱，短期或有承压，但是长期看“提价降本”逻辑依然成立，重点推荐啤酒、调味品、速冻等赛道，标的如青岛啤酒、海天味业、安井食品、燕京啤酒、千禾味业、安琪酵母、绝味食品等。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034