

# 强于大市

# 食品饮料行业 2022 年中期 投资策略

从需求复苏到盈利改善，下半年超额收益可期

随着疫后需求复苏和成本压力减轻，预计下半年食品饮料有望获得超额收益。酒类，立足长远把握升级主线，白酒是我们当前比较看好的行业，积极布局优质品种，啤酒关注产品高端化的机会。食品，将持续改善，阶段性关注疫情受益品种和疫后需求回补品种，下半年关注提价完成后的业绩弹性。

### 支撑评级的要点

- 随着疫后需求复苏和成本压力减轻，预计 2022 年下半年食品饮料有望获得超额收益。(1) 2022 年上半年食品饮料板块继续回调，主要由于疫情扩散导致酒类消费场景受冲击，成本压力导致大众品盈利能力下降。(2) 随着 6 月份全国疫情缓解，各地找到适合自己的防控模式，疫情受损行业将迎来消费场景正常化和需求回补，主要是酒类。(3) 21 年底大众品价格出现普涨，但价格从出厂传导到终端还需时间，预计 22 年下半年可以充分体现提价的效果，成本压力减轻，大众品有望迎来利润率的改善。(4) 2021 年和 2022 年上半年行业估值持续回落，现阶段已回落至历史平均水平，行业长期成长逻辑不变。
- 酒类，立足长远把握升级主线，白酒是我们当前比较看好的行业，积极布局优质品种，啤酒关注产品高端化的机会。(1) 2Q22 受疫情冲击比较大，不过业绩仍有望实现正增长。随着 6 月份全国疫情缓解，各地找到适合自己的防控模式，宴席的负面影响将持续减弱，下半年有望演绎 2020 年疫情缓解后的市场行情。一线酒茅五泸都是品牌集中度提升过程中的受益者，主要关注三家的排序，现阶段首推五粮液。次高端虽然短期受疫情冲击较大，预计随着疫情缓解，有望重现快速增长态势，但分化可能加剧，可深度全国化的品种增长确定性强。地产酒则需精选个股，重点关注根据地市场还有较大成长空间的品种。重点推荐山西汾酒、五粮液、口子窖、水井坊、贵州茅台、今世缘、金徽酒。(2) 啤酒，随着疫情缓解，需求将出现复苏，高端化推进速度将是重要的选股方向，行业有望复现 5 年前白酒以价补量的逻辑。
- 食品，2-4 季度将持续改善，关注三类机会，阶段性关注疫情受益品种和疫后需求回补品种，下半年关注提价完成后的业绩弹性。(1) 乳制品龙头机会较多，竞争格局持续改善，高端白奶和低温白奶维持较快增长，龙头受成本波动的影响较小，业绩释放动力强。(2) 速冻食品，行业受益于疫情带来的消费习惯变化，预制菜成为新的增长点，龙头抗成本压力能力强，关注细分赛道如广式速冻成长机会。(3) 休闲食品，短期受益于疫情带来需求增长，2 季度收入恢复正常增长，成本压力犹存，关注各家公司的调整进度。(4) 调味品，预计 2 季度销售双位数增长，随着终端提价陆续完成，下半年有望展现出一定的业绩弹性。(5) 软饮料行业维持高景气度，关注细分领域中低渗透率的优势企业。(6) 重点推荐承德露露、伊利股份、洽洽食品、广州酒家。

### 评级面临的主要风险

- 经济下滑影响中高端产品需求。渠道库存超预期。原材料成本波动。疫情影响超预期。

### 相关研究报告

《食品饮料类社零数据点评：4 月餐饮降幅加大，烟酒类增速转负，粮油食品和饮料增速放缓》20220517

《白酒行业点评：白酒成长确定性高，疫情扩散导致近期回调，长期布局时点到来》20220408

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

## 目录

市场回顾：上半年食品饮料位居中游，白酒跌幅相对较小 .....	5
酒类：立足长远，把握升级主线 .....	8
食品：持续改善可期，寻找不确定环境下的确定品种 .....	16
投资策略：白酒布局优质品种，食品关注三类机会 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

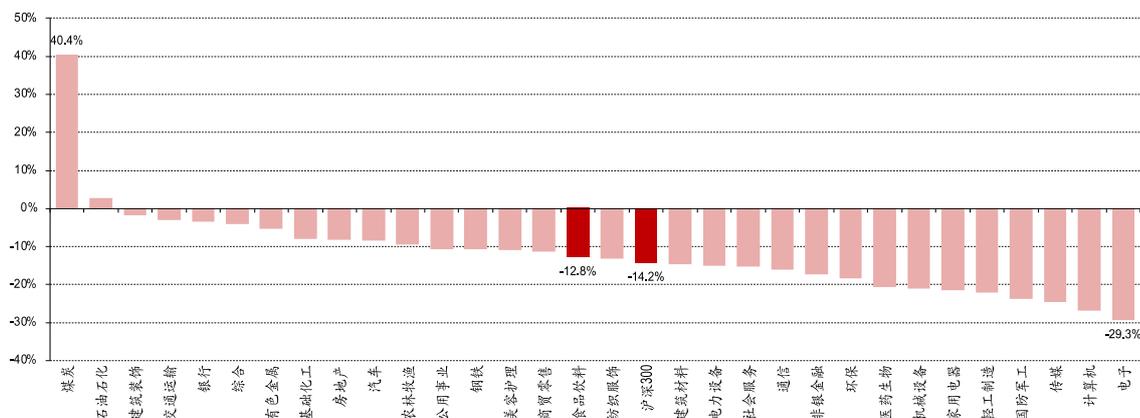
图表 1. 2022 年一级行业涨跌对比.....	5
图表 2. 2022 年食品饮料子行业涨跌对比.....	5
图表 3. 2020 年以来食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况.....	6
图表 4. 2022 年食品饮料子行业估值与归母净利变动情况.....	6
图表 5. 2022 年食品饮料个股涨跌排名.....	7
图表 6. 白酒行业与上市公司营收增速对比.....	8
图表 7. 白酒行业与上市公司利润增速对比.....	8
图表 8. 食品饮料类社零数据当月同比增速.....	8
图表 9. 食品饮料类社零数据累计同比增速 (2013-2022.4).....	8
图表 10. 白酒产量和增速.....	9
图表 11. 1Q22 白酒行业毛利率为 80.2%，同比增 2.2pct.....	9
图表 12. 茅五泸一批价.....	10
图表 13. 2022 年部分白酒公司产品提价信息列表.....	10
图表 14. 白酒上市公司 21 年均价及同比增速.....	11
图表 15. 不同类白酒 4Q21、2021、1Q22 收入、净利增速情况.....	12
图表 16. 白酒股价涨跌幅 (2021.1-2022.6.14).....	12
图表 17. 白酒 2021 年营收增速对比.....	12
图表 18. 白酒上市公司 2016-2021 年营收 GAGR 对比.....	13
图表 19. 白酒上市公司 2016-2021 年归母净利 GAGR 对比.....	13
图表 20. 国产葡萄酒收入及增速.....	13
图表 21. 国产葡萄酒产量及增速.....	13
图表 22. 中国啤酒产量 (2010-2022.4).....	14
图表 23. 中国啤酒市场集中度 (2009-2021).....	14
图表 24. 各公司吨酒价格变动 (1Q22).....	14
图表 25. 2020-2022.6 铝锭价格.....	15
图表 26. 2020-2022.6 玻璃价格.....	15
图表 27. 2020-2022.4 进口大麦单价.....	15
图表 28. 主要啤酒公司 1Q22 毛利率变化.....	15
图表 29. 乳品行业与上市公司收入增速对比.....	16
图表 30. 乳品行业与上市公司利润增速对比.....	16
图表 31. 生鲜乳价格趋于平稳 (元/千克).....	16
图表 32. 瓦楞纸价格平稳 (元/吨).....	16
图表 33. 调味品上市公司收入利润增速变化.....	17

图表 34. 全国黄豆市场价格.....	17
图表 35. 全国平均豆粕价格.....	17
图表 36. 1Q22 调味品公司毛销差对比.....	18
图表 37. 调味品提价统计.....	18
图表 38. 2018-2022 年速冻营收及同比增速.....	19
图表 39. 2018-2022 年速冻归母净利及同比增速.....	19
图表 40. 2021、2022 年一季度速冻板块毛销差对比.....	19
图表 41. 2021、2022 年一季度速冻板块销售费用率对比.....	19
图表 42. 速冻食品提价统计.....	20
图表 43. 肉类原材料价格走势（元/公斤）.....	20
图表 44. 油脂、糖类、面粉价格走势.....	20
图表 45. 休闲食品上市公司收入利润增速变化.....	21
图表 46. 1Q22 休闲食品上市公司营收情况.....	21
图表 47. 1Q22 休闲食品上市公司归母净利情况.....	21
图表 48. 休闲食品上市公司分季度毛利率情况.....	21
图表 49. 休闲食品上市公司分季度归母净利率情况.....	21
图表 50. 2016-2022 棕榈油价格.....	22
图表 51. 2016-2022 葵花子进口价格指数.....	22
图表 52. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE（TTM）.....	23
附录图表 53. 报告中提及上市公司估值表.....	25

## 市场回顾：上半年食品饮料位居中游，白酒跌幅相对较小

疫情扩散导致酒类消费场景受冲击，成本压力导致大众品盈利能力下降，2022年上半年食品饮料板块出现调整，涨跌幅位居中游。年初至今食品饮料下跌12.8%，在32个一级行业中涨跌幅排名第16，小幅跑赢沪深300。食品饮料子行业中，肉制品和白酒跌幅相对较小，分别为-11.0%和-11.5%，保健品、其他酒类、软饮料、烘焙食品跌幅较大，均超过了20%。

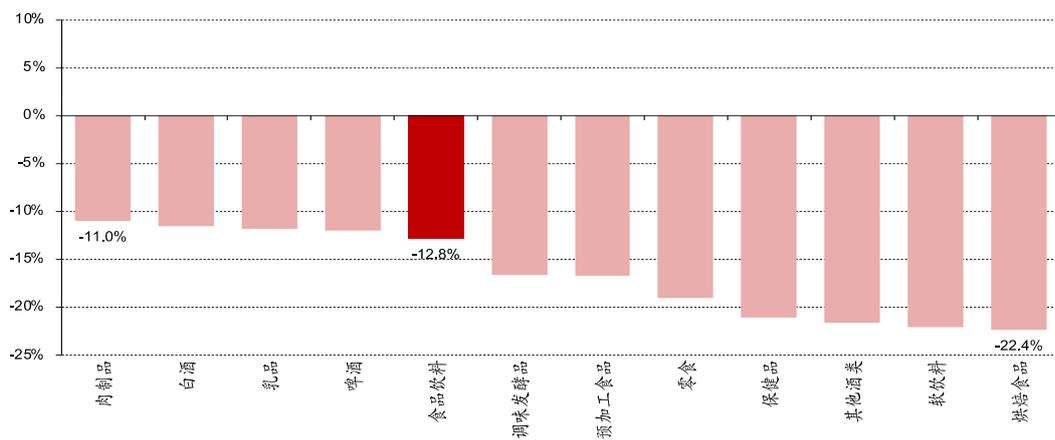
图表 1. 2022 年一级行业涨跌对比



资料来源：万得，中银证券

注：股价截至2022年6月10日。

图表 2. 2022 年食品饮料子行业涨跌对比



资料来源：万得，中银证券

注：股价截至2022年6月10日。

图表 3. 2020 年以来食品饮料子行业分季度绝对涨跌幅情况

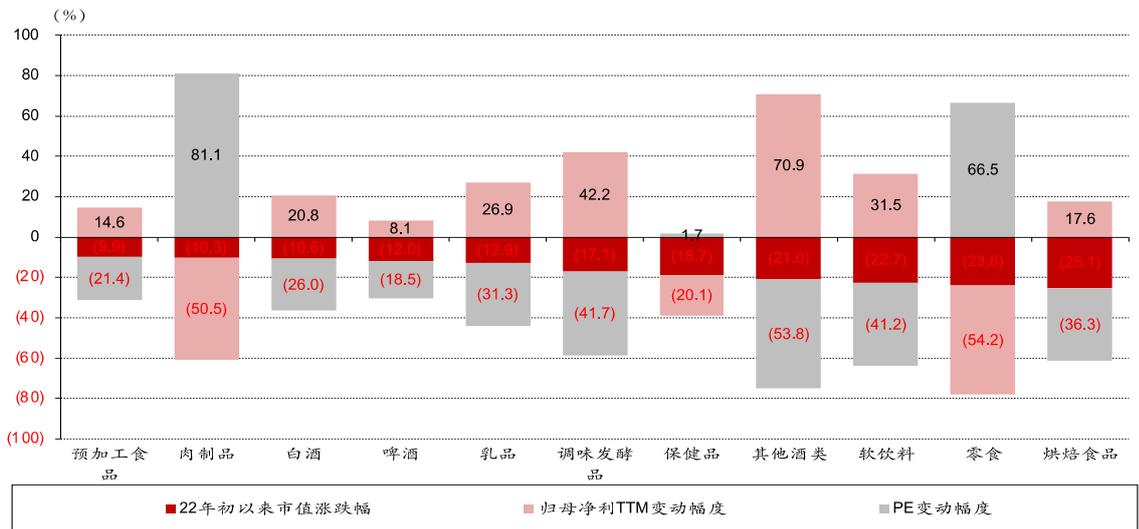
行业分类(%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2022
肉制品	20.8	14.6	10.5	(6.9)	(13.5)	(17.5)	(9.4)	13.8	(6.3)	(11.0)
白酒	(9.8)	35.6	19.7	34.1	(6.3)	11.4	(13.6)	7.9	(21.6)	(11.5)
乳品	(2.0)	7.0	20.7	13.8	(8.4)	(5.9)	0.0	8.7	(12.5)	(11.8)
啤酒	(9.6)	47.7	16.7	18.8	(11.1)	45.2	(29.3)	18.9	(22.4)	(12.0)
调味发酵品	17.8	21.8	23.9	16.4	(20.5)	0.9	(16.5)	3.7	(18.3)	(16.6)
预加工食品	32.5	28.9	44.6	1.9	(0.5)	11.0	(16.8)	(2.0)	(30.1)	(16.7)
零食	33.9	23.9	8.9	(14.7)	(7.0)	(9.0)	(12.7)	22.8	(19.3)	(19.1)
保健品	(0.1)	21.1	13.8	10.3	11.8	14.0	(18.6)	(1.0)	(9.9)	(21.1)
其他酒类	5.4	31.1	27.0	69.5	(0.7)	38.4	(20.4)	(13.1)	(26.6)	(21.6)
软饮料	(7.2)	0.4	15.1	15.0	(7.7)	35.5	(5.2)	(3.2)	(20.1)	(22.1)
烘焙食品	6.8	8.8	7.1	(3.3)	(10.8)	5.5	(9.0)	0.2	(23.2)	(22.4)
食品饮料	(4.2)	28.7	19.3	25.7	(7.9)	9.2	(13.0)	7.4	(20.4)	(12.8)
沪深 300	(10.0)	13.0	10.2	13.6	(3.1)	3.5	(6.8)	1.5	(14.5)	(14.2)

资料来源：万得，中银证券

注：2022 年股价截至 2021 年 6 月 10 日。

估值回落是食品饮料行业市值下跌的主要驱动因素。2022 年以来，食品饮料板块归母净利润呈现上升趋势，但因为估值的回落，板块整体市值出现了较大程度的下跌。分子行业来看，其他酒类、调味发酵品、软饮料、烘焙食品受估值回落的影响较大。肉制品、零食市值的下跌则主要是受到业绩下滑的影响。

图表 4. 2022 年食品饮料子行业估值与归母净利润变动情况



资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2022 年 6 月 10 日。

个股方面，股价表现较好的均为小市值公司。2022 年以来，食品饮料分类的 124 支个股中，13 支个股上涨，占比 10.4%，111 支个股下跌，占比 89.5%。涨幅前五的个股分别是青海春天、金种子酒、\*ST 中葡、皇氏集团和 ST 通葡。跌幅前五的个股分别是\*ST 科迪、嘉必优、华宝股份、三只松鼠和日辰股份。

图表 5. 2022 年食品饮料个股涨跌排名

年涨幅前十名公司	年涨幅(%)	年涨幅后十家公司	年涨幅(%)
青海春天	65	*ST 科迪	(78)
金种子酒	60	嘉必优	(47)
中葡股份	37	华宝股份	(44)
皇氏集团	19	三只松鼠	(43)
ST 通葡	14	日辰股份	(42)
伊力特	11	加加食品	(42)
得利斯	11	仙乐健康	(41)
会稽山	8	良品铺子	(40)
黑芝麻	7	熊猫乳品	(39)
双塔食品	7	顺鑫农业	(39)

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2022 年 6 月 10 日。

## 酒类：立足长远，把握升级主线

### 白酒：疫后需求反弹可期，积极布局优质品种

1Q22 名酒维持了较高的景气度，2Q22 行业受疫情冲击较大，不过仍可实现正增长。(1) 2022 年 1 季度上市公司营收、净利分别+19.4%、+26.3%，1 季度总体维持了较高的景气度。虽然疫情对白酒 3 月份需求有较大冲击，但 3 月份是消费淡季，占 1 季度比重较低，同时厂家出货按计划进行投放，因此对 1 季度冲击较小。(2) 4-5 月疫情影响较大，2 季度业绩增长面临压力，市场对此也有一定的预期。4-5 月白终端动销数据较差，但名酒表现好于非名酒。另外，过去几年渠道持续扩容，上市公司总体的数据好于单个经销商的数据。因此，我们判断 2 季度白酒上市公司业绩有望实现正增长。

随着酱酒热的退潮，疫情背景下，名酒集中度将加速提升。2021 年白酒上市公司收入增速 (18.0%) 与行业增速 (18.6%) 差不多，我们判断一方面可能由于统计口径原因，另一方面地产酒呈现复苏态势、酱酒热提升了二三线酱酒需求。随着酱酒热的退潮，疫情导致消费场景减少，预计 2022 年上市公司增速数据将好于行业水平，名酒集中度将加快提升。

图表 6. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：万得、数说轻工、中银证券

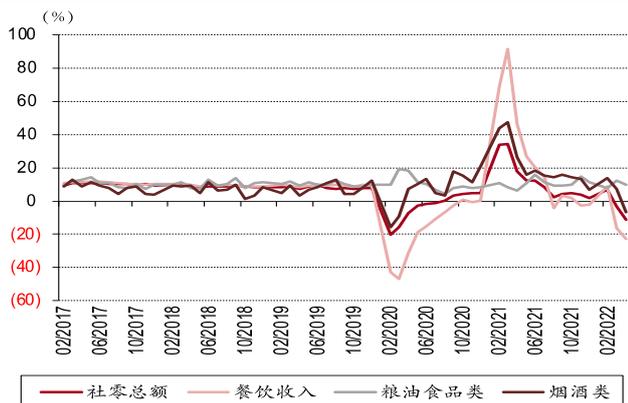
图表 7. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：万得、数说轻工、中银证券

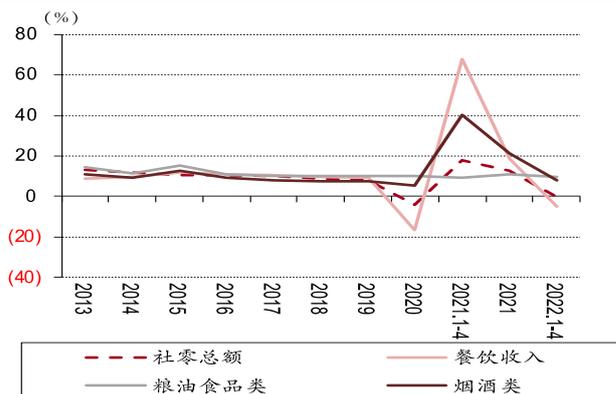
2022 年 1-4 月餐饮收入同比增速转负，烟酒收入增长放缓，印证了疫情对白酒短期需求的压力。1-4 月餐饮收入累计同比-5.1% (增速同比-72.8pct)，相比 2019 年同期下降 4.9%。烟酒类零售额同比+7.8% (增速同比-32.6pct)，与 2019 年同期相比+27.4%，烟酒零售额三年复合增速远高于餐饮数据，我们判断主要原因为礼赠需求增加以及产品结构升级。

图表 8. 食品饮料类社零数据当月同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

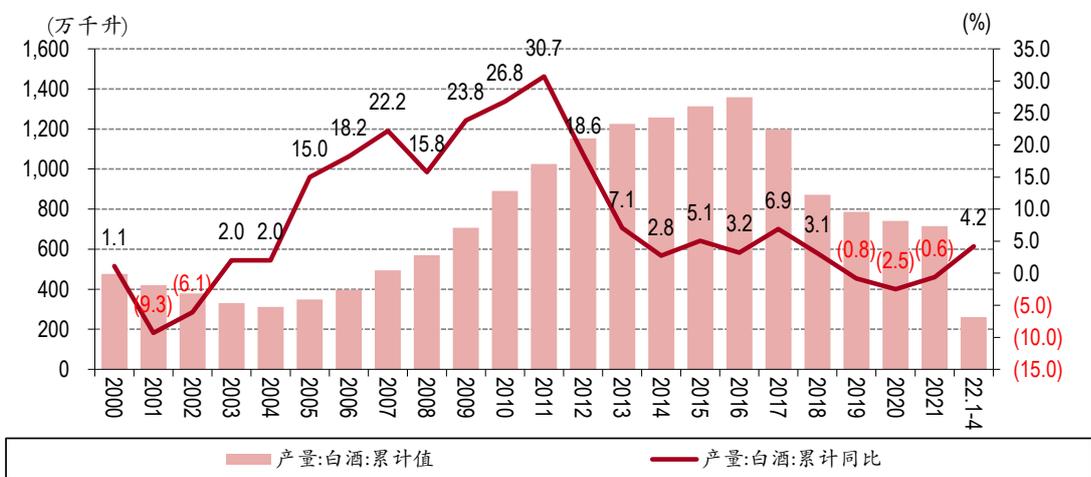
图表 9. 食品饮料类社零数据累计同比增速 (2013-2022.4)



资料来源：国家统计局，中银证券

普茅价格同比小幅上升，普五变化不大，名酒价格和产品结构维持上行趋势。普茅 22 年 1-5 月一批价均价 2700 元左右，同比小幅上升，五粮液均价 970 元左右，同比变化不大，我们判断随着五粮液新团队组建完成，管控措施加强和消费者培育动作落地，下半年普五批价有望回升。上半年多家白酒公司有上调出厂价或零售指导价的动作。名酒通过价格上涨来提升品牌形象，实现品牌与价格互相促进的良性循环，维持了较高景气度。2021 年白酒行业毛利率同比增 1.3pct 至 78.9%，大部分白酒公司产品销售均价实现正增长，1Q22 毛利率同比增 2.2pct 至 80.2%，产品结构维持上行趋势。

图表 10. 白酒产量和增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 1Q22 白酒行业毛利率为 80.2%，同比增 2.2pct



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 茅五泸一批价



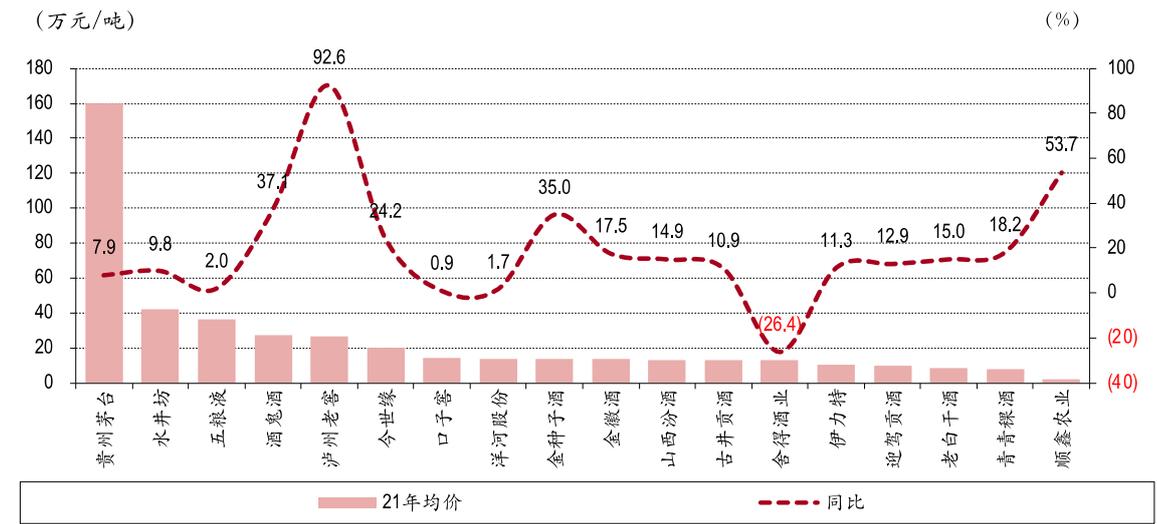
资料来源：微酒新闻，酒业家新闻，中银证券

图表 13. 2022 年部分白酒公司产品提价信息列表

公司名称	公告时间	提价产品
泸州老窖	2022.1.5	泸州老窖老头曲 500ml 装产品：建议终端供货价上调 7 元/瓶，建议零售价调整为 118 元/瓶。 泸州老窖头曲 14 版 500ml/450ml 装产品：建议终端供货价上调 15 元/瓶，建议零售价调整为 138 元/瓶。
洋河股份	2022.3.24	海之蓝：终端价上调 60 元/件，单品价格上调 10 元/瓶； 天之蓝：终端价上调 120 元/件，单瓶上调 20 元/瓶。
舍得酒业	2022.6.1	2020 年出品的 64.5%vol500ml 天子呼（陈香）：零售指导价调整至 6980 元/瓶。 500ml 品味舍得酒的瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。以 52%vol 品味舍得酒为例，2001 年生产装瓶的瓶贮年份达到 21 年，其零售指导价为 4498 元/瓶；2021 年生产装瓶的瓶贮年份为 1 年，其零售指导价为 598 元/瓶。 500ml 藏品舍得（10 年）和 500ml 沱牌曲酒（80 年代）：瓶贮年份酒执行新的零售指导价格。以 500ml 藏品舍得（10 年）为例，2019 年生产装瓶的瓶贮年份达到 3 年，其零售指导价为 1499 元/瓶；2021 年生产装瓶的瓶贮年份为 1 年，其零售指导价为 1299 元/瓶
酒鬼酒	2022.5.15	52 度 500ml 红坛酒鬼酒（18）、42/45 度红坛酒鬼酒（20）、39/52 度 500ml 酒鬼酒（传承）、42/52 度 500ml 酒鬼酒（透明装）（鉴赏）、52 度 500ml 黄坛酒鬼酒（12）终端供货指导价上调 20 元/瓶；42/52 度 500ml 内品酒终端供货指导价上调 15 元/瓶
今世缘	2022.6.25	自 6 月 25 日在现有开票价格基础上四开国缘上调 10 元/瓶，对开国缘上调 5 元/瓶。

资料来源：微酒新闻，酒业家新闻，云酒头条，中银证券

图表 14. 白酒上市公司 21 年均价及同比增速



资料来源：万得，中银证券

**1Q22 次高端维持高增速，高端酒稳健，地产酒业绩分化，预计 2Q22 次高端增速可能明显放缓，高端酒维持稳健增长。**（1）高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）2021 年收入、净利增 14.3%、15.3%，1Q22 收入、净利增 16.9%、21.6%，业绩增长相对平稳。茅台 21 年稳健增长，1Q22 明显提速。五粮液处于渠道调整期，21 年和 1Q22 实现稳健增长。泸州老窖保持高势能发展态势。（2）次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒），2021 收入和净利分别增长 36.9%和 30.7%（剔除洋河公允价值变动的影响），1Q22 收入和净利分别增长 35.7%和 43.7%。次高端受益于区域性加速扩张和产品结构的不断完善，延续高增长趋势。次高端和千元价格带快速扩容，全国扩张的次高端酒业绩表现最为亮眼，区域性加速扩张和产品结构的不断完善，延续高增长趋势。特别是山西汾酒，高基数上持续高增长。（3）地产酒（古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+青青稞酒+金种子酒），2021 收入和净利分别增长 23.6%和 26.8%，1Q22 收入和净利分别增长 25.0%和 38.0%，上市公司业绩分化，部分地产酒呈现了复苏态势，徽酒业绩普遍较强。（4）1Q22 收入增速，表现较好的有酒鬼酒（86.0%）、舍得酒业（83.3%）、山西汾酒（43.6%）、金徽酒（38.8%）、迎驾贡酒（37.2%）。（5）疫情对宴席冲击较大，而次高端酒需求中宴席占比较高，因此 2Q22 次高端增速可能明显放缓，下半年可较快回补。高端酒的消费场景受冲击相对较小，渠道吸纳能力较强，因此 2Q22 可维持稳健增长。

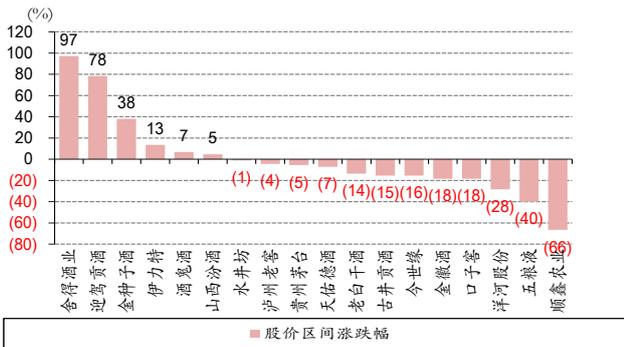
图表 15. 不同类白酒 4Q21、2021、1Q22 收入、净利增速情况

公司名称	收入增速 (%)			净利增速 (%)		
	4Q21	2021	1Q22	4Q21	2021	1Q22
<b>高端酒</b>						
贵州茅台						
五粮液	14.7	14.3	16.9	17.7	15.3	21.6
泸州老窖						
<b>全国扩张的次高端</b>						
山西汾酒						
洋河股份	11.4	36.9	35.7	-12.5	30.7	43.7
水井坊						
舍得酒业						
酒鬼酒						
<b>地产酒</b>						
古井贡酒						
口子窖						
迎驾贡酒						
今世缘						
伊力特	12.9	23.6	25.0	-2.1	26.8	38.0
金徽酒						
老白干酒						
青青稞酒						
金种子酒						

资料来源：万得，中银证券

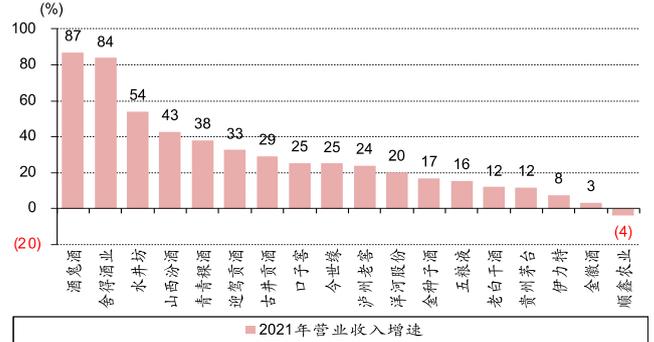
注：洋河数据为剔除公允价值变动的影响值

图表 16. 白酒股价涨跌幅 (2021.1-2022.6.14)



资料来源：万得，中银证券

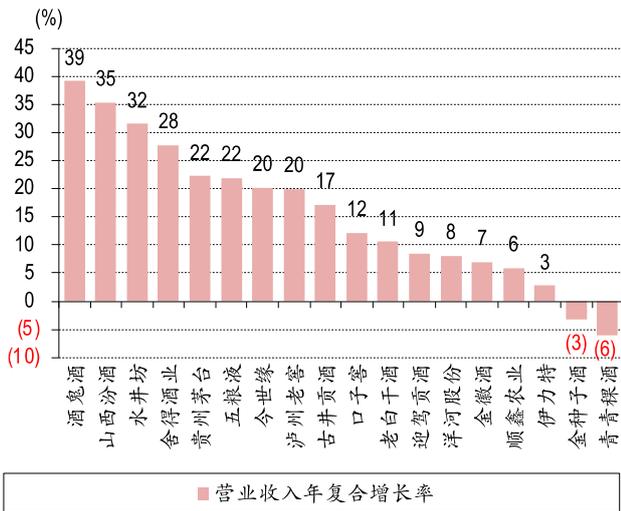
图表 17. 白酒 2021 年营收增速对比



资料来源：万得，中银证券

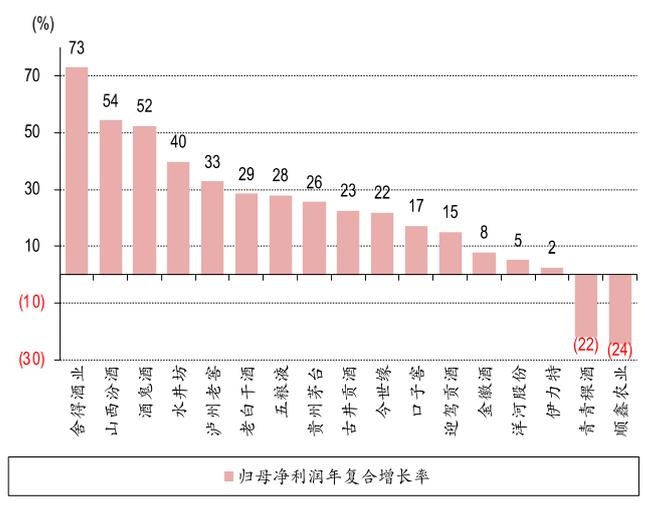
白酒是我们当前比较看好的行业。(1) 2Q22 受疫情冲击比较大，不过业绩仍有望实现正增长。随着上海解封，6 月份全国疫情缓解，各地找到适合自己的防控模式，宴席的负面影响将持续减弱，下半年有望演绎 2020 年疫情缓解后的市场行情。(2) 过去 5 年业绩表现，次高端最突出，高端酒次之，地产酒表现相对较弱。一线酒茅五泸都是品牌集中度提升过程中的受益者，主要关注三家的排序，现阶段首推五粮液。过去 5 年，伴随着渠道扩张和消费升级，次高端需求快速扩容，虽然短期受疫情冲击较大，预计随着疫情缓解，次高端有望重现快速增长态势，但分化可能加剧，可深度全国化的品种确定性较强。地产酒则需精选个股，重点关注根据地市场还有较大的成长空间的品种。(3) 重点看好山西汾酒、五粮液、口子窖、今世缘、水井坊、贵州茅台、金徽酒。

图表 18. 白酒上市公司 2016-2021 年营收 GAGR 对比



资料来源：万得、中银证券

图表 19. 白酒上市公司 2016-2021 年归母净利润 GAGR 对比



资料来源：万得、中银证券

## 葡萄酒：需求持续萎缩，关注张裕事业部改革

葡萄酒容易受疫情和白酒冲击，需求持续萎缩未见改善。国内仍未能形成浓厚的葡萄酒消费氛围，葡萄酒消费较易受疫情和白酒冲击，行业收入规模及消费量均持续萎缩，整体仍面临较大压力。2021 年国产葡萄酒营收 90.3 亿元，同比降 9.9%。22 年 1-4 月国产葡萄酒产量下滑 32.3%。

张裕 2022 年收入目标不高，重点关注事业部改革进展。(1) 2022 年公司将力争实现营业收入不低于 43 亿元，将主营业务成本及三项期间费用控制在 34 亿元以下。营收目标对应增速 8-9%，实现稳健增长即可。(2) 根据年报，公司按照不同酒种、不同档次、不同消费人群和不同营销手段，成立了六个事业部，包括成立龙谕、酒庄酒事业部、解百纳、白兰地、进口酒、线上业务。我们认为事业部是公司销售体系的重大调整，可以把销售人员和经销商按照不同的产品和市场进行区分，值得重点关注。虽然 21 年龙谕还处于起步阶段，规模较小，但此次单独设立事业部，显示公司力争在高端葡萄酒突破市场困局。

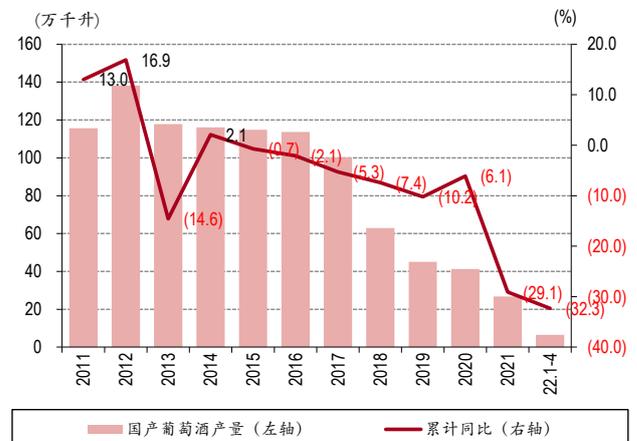
图表 20. 国产葡萄酒收入及增速



资料来源：国家统计局，数说轻工，中银证券

注：图中数据为国内规模以上企业数据

图表 21. 国产葡萄酒产量及增速

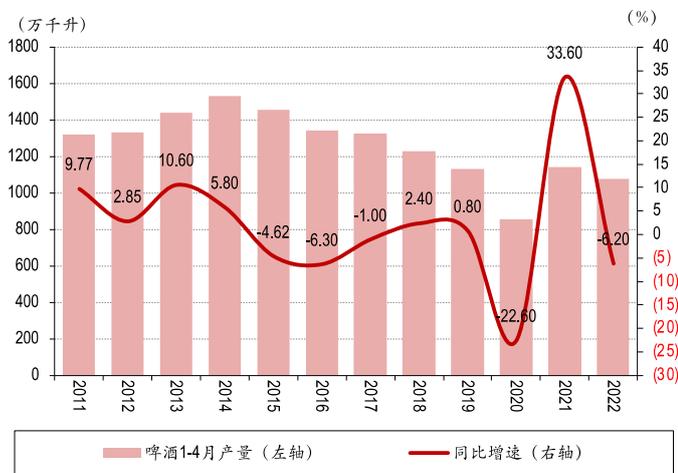


资料来源：国家统计局，中银证券

## 啤酒：疫情导致短期需求承压，高端化趋势延续

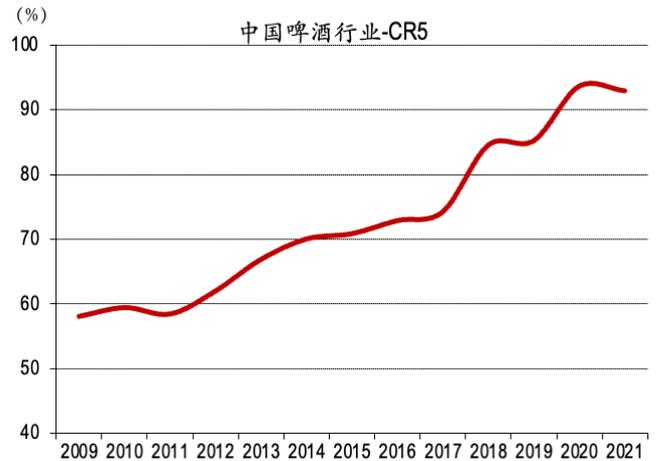
疫情导致短期需求承压，22年1-4月啤酒产量出现下滑。2022年1-4月啤酒产量1074.7万千升，同比下降6.2%，主要疫情扩散所致。其中1-2月实现正增长，消费环境相对正常，但3月开始疫情多地散发，3、4月啤酒产量分别下降10.3%，18.3%。6月疫情解封后消费恢复叠加步入啤酒消费旺季，啤酒需求可能会小幅回升。2021年中国啤酒市场CR5达到93%，预计集中度有望继续提升。

图表 22. 中国啤酒产量 (2010-2022.4)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 23. 中国啤酒市场集中度 (2009-2021)

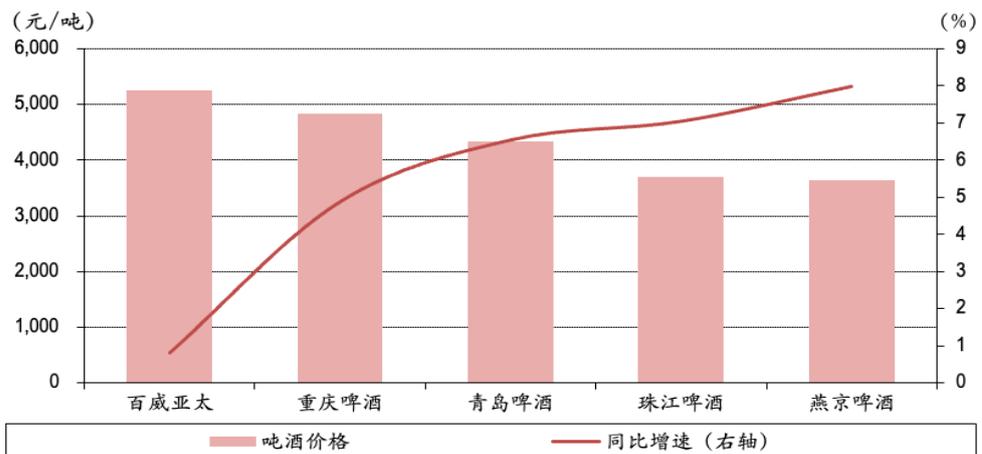


资料来源：公司年报，万得，国家统计局，中银证券

**高端化趋势延续，吨酒价格持续上涨，1季度整体经营状况良好。** (1) 1季度A股啤酒上市公司整体营收同比+7.8%，归母净利润同比+19.5%。收入增长我们判断与产品结构不断升级有关，1Q22主要啤酒公司吨酒价格同比均有上涨。(2) 利润端，行业整体利润增速快于收入增速，主要与费用管控和费用收缩有关。1Q22行业销售费用率为13.7%，同比-5.4pct。

**燕京啤酒、珠江啤酒加快推进产品高端化。**吨酒价格方面，1Q22青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒均实现吨价提升，行业整体高端化趋势延续。其中吨价更低的燕京啤酒、珠江啤酒涨幅较大，加快推进产品高端化。

图表 24. 各公司吨酒价格变动 (1Q22)



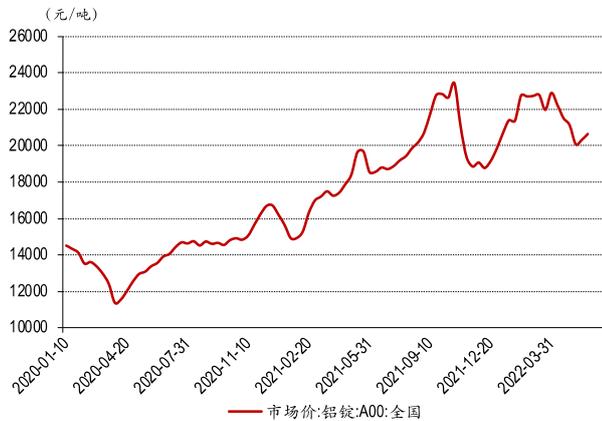
资料来源：万得，中银证券

注：百威亚太数据为亚太地区整体的吨酒价格

**主流酒企推超高端产品引领结构升级。**多家啤酒企业推出了超高端啤酒产品，希望改变消费者对啤酒的廉价印象。1H22 青岛啤酒“一世传奇”定价 1399 元/瓶，百威亚太的“大师传奇”定价 1588 元/瓶，加上去年华润啤的“醴”定价 999 元/两瓶，啤酒企业集体试水超高端市场，引领产品结构升级。

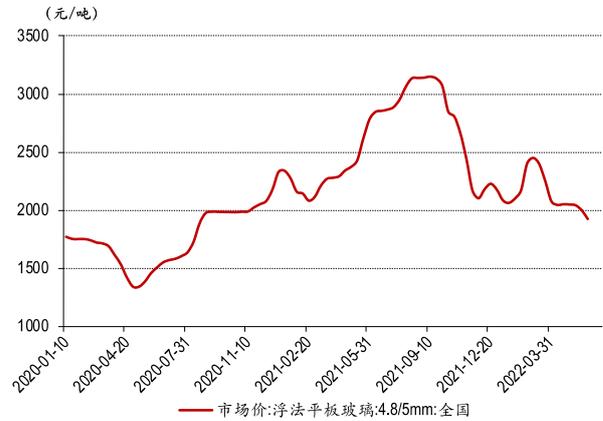
**成本压力持续上升，铝锭、大麦价格上涨幅度较大。**1Q22 啤酒的原材料中虽然玻璃价格同比下降 8%，但大麦价格同比上行 24%，铝锭价格同比上行 26%。受成本上升影响，主要啤酒公司毛利率同比有所下降。

图表 25. 2020-2022.6 铝锭价格



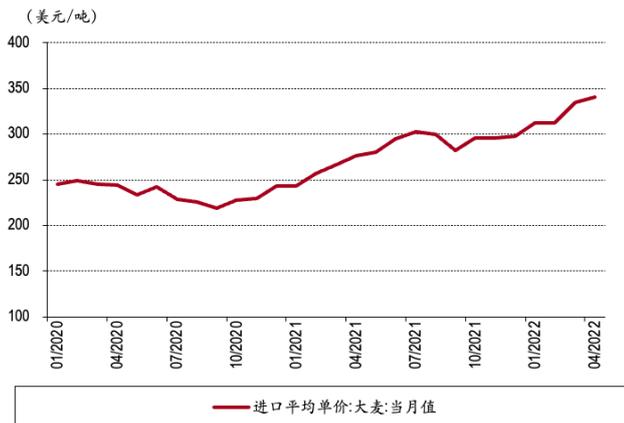
资料来源: 万得, 中银证券

图表 26. 2020-2022.6 玻璃价格



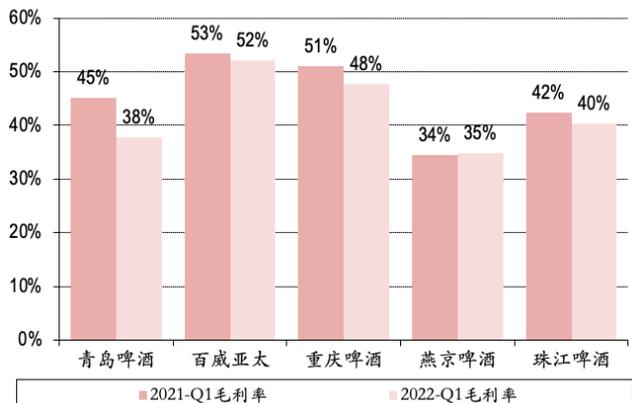
资料来源: 万得, 中银证券

图表 27. 2020-2022.4 进口大麦单价



资料来源: 万得, 中银证券

图表 28. 主要啤酒公司 1Q22 毛利率变化



资料来源: 万得, 中银证券

**展望 22 年下半年，随着疫情缓解，啤酒需求将出现复苏，高端化推进速度将是啤酒重要选股方向。**

(1) 我们判断 2 季度行业整体销量增长承压，随着疫情缓解，下半年需求将恢复正常。成本端需关注大麦等原材料价格波动所带来的压力，但产品高端化可以有效抵消成本压力。(2) 伴随着 90 后、00 后逐渐成为消费主力军，对啤酒的消费需求也从以前单纯满足基本需求逐渐转变为满足个性化、高端化、品质化的需求，行业有望复现 5 年前白酒以价补量的逻辑。(3) 高端化推进速度将是啤酒重要选股方向，建议关注青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒。

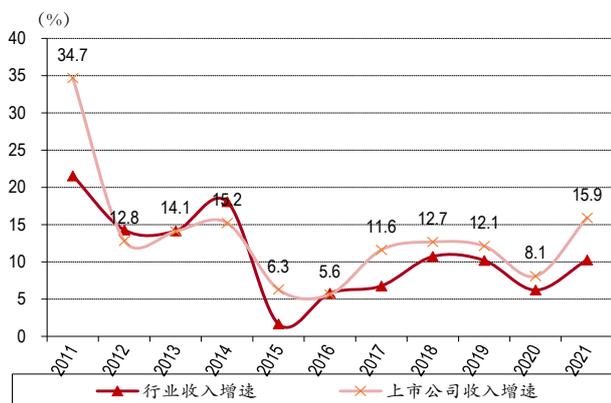
## 食品：持续改善可期，寻找不确定环境下的确定品种

### 乳制品：产品持续升级，高端和低温是亮点，行业竞争格局改善

乳业上市公司表现好于行业水平，市占率继续提升，龙头企业竞争关系缓和。2021年乳品上市公司（A股）收入、净利分别+15.9%、+43.1%，远好于行业水平（收入+10.3%、利润+5.7%），大企业上游控制能力强，原奶价格上涨大环境下从容应对。上市公司1Q22收入、净利分别+12.0%、+22.3%，行业良性稳健增长。伊利与蒙牛液体乳市占率达到较高水平，根据伊利和蒙牛的远期规划，均把提升利润率做为未来成长目标，行业格局将逐步向好，龙头间竞争持续缓和。

产品结构持续升级，高端白奶和低温鲜奶由于营养健康受消费者青睐。2021年伊利的金典、安慕希、金领冠、巧乐兹、QQ星、儿童奶酪棒等重点产品的销售收入比上年同期增长15.8%，金典、安慕希年销售额均超过200亿元。新乳业继续坚持“鲜立方”战略，2021年低温鲜奶份额连续12个月保持增长，市占率位列全国第三，是份额增幅最大的区域型乳企，鲜奶收入同比+35%，“活润”晶球酸奶、“黄金24小时”鲜牛乳等产品销售收入均呈现出超过100%的增长。

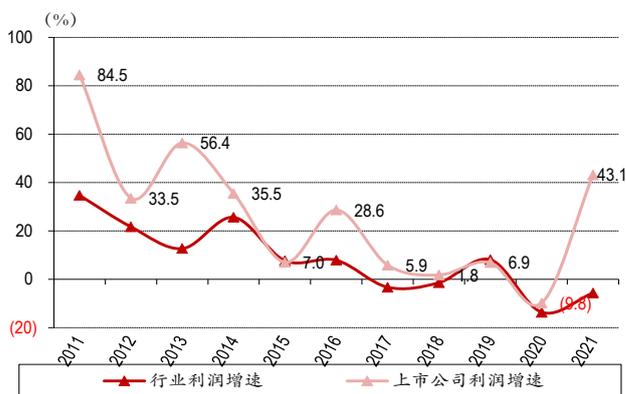
图表 29. 乳品行业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：上市公司指A股上市公司，未纳入业绩波动较大的贝因美。

图表 30. 乳品行业与上市公司利润增速对比

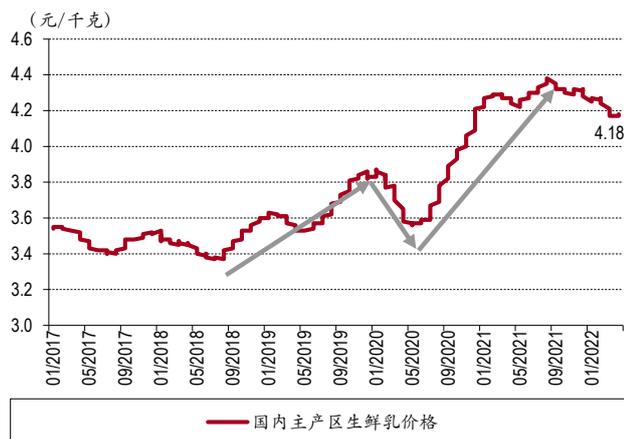


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：利润皆指利润总额；上市公司指A股上市公司，未纳入业绩波动较大的贝因美。

原奶价格年初逐渐趋于稳定且小幅下降，预计2022年成本压力减轻。1Q22平均价格4.23元/公斤，同比-0.9%，4-5月同比继续小幅下降。我们判断随着大型牧场占比趋于稳定，原奶价格全年稳中有降。

图表 31. 生鲜乳价格趋于平稳 (元/千克)



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 瓦楞纸价格平稳 (元/吨)



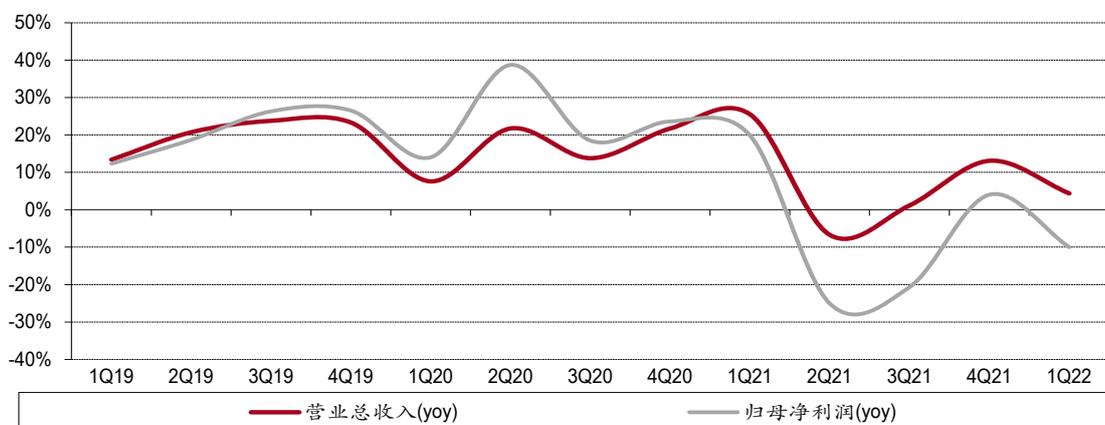
资料来源：万得，中银证券

乳制品产品结构持续升级，行业竞争格局向好，龙头企业成长确定性强，年度目标规划积极，看好伊利股份和新乳业。(1) 伊利长期成长逻辑清晰，品类均衡发展，高端产品整体保持增长，重点发力奶粉、奶酪业务，布局低温鲜奶。龙头之间竞争关系缓和，利润率可持续提升。2022 年计划总收入 1296 亿元 (+17%)，利润总额 122 亿元 (+21%)。(2) 新乳业坚持“鲜立方”战略，产品定位独特，并购整合能力强，五年规划稳步推进。公司 2021 年提出 3 年倍增五年全球乳业领先计划，与股权激励目标一致，坚定“鲜战略”发展。2022 年计划力争实现收入 20% 以上增长，净利率进一步提升。

## 调味品：预计 2 季度销售双位数增长，下半年利润率有望改善

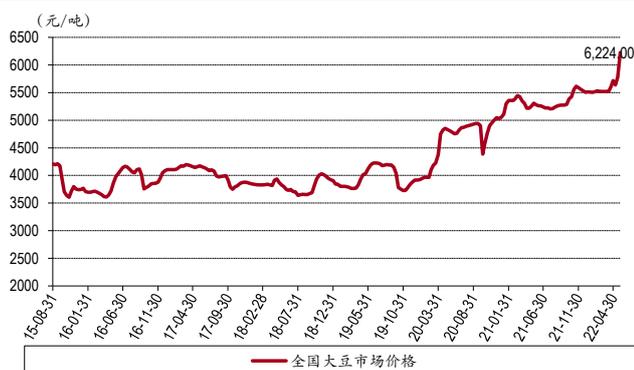
原料涨价、消化库存、疫情持续对调味品有一定影响，1Q22 收入增速较慢，利润出现下滑，预计 2Q22 销售实现双位数增长，利润增长仍有压力。1Q22 收入、利润分别+2.2%、-6.8%，4Q21+1Q22 收入、利润同比+9.0%、+2.2%。21 年底各家调味品企业上调价格，经销商集中进货和 2022 春节提前备货较早，年初库存水平较高，疫情持续对餐饮需求有影响，因此 1 季度收入增速不快，利润出现下滑。1Q22 成本继续维持高位，价格传导需要时间，毛利率平均值-0.9pct。1Q22 毛销差同比下降，平均值-3.9pct，主要企业海天、中炬、恒顺、千禾 1Q22 毛销差同比变化分别为-2.5pct、-3.3pct、-1.1pct、+2.3pct。2 季度原料成本涨幅较大，利润增长仍有压力。

图表 33. 调味品上市公司收入利润增速变化



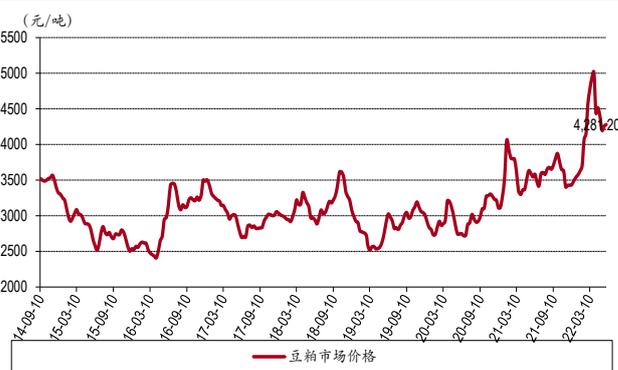
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 全国黄豆市场价格



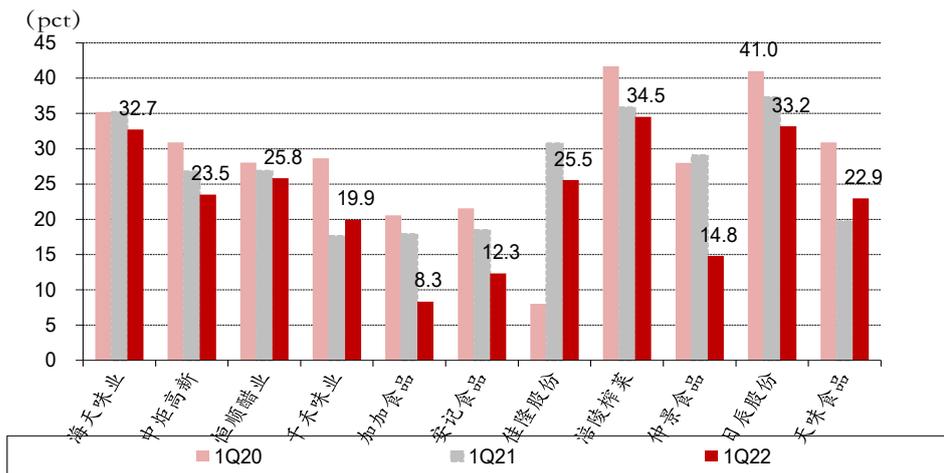
资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 35. 全国平均豆粕价格



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 36. 1Q22 调味品公司毛销差对比



资料来源：万得，中银证券

**提价后龙头销量影响程度小，推动淘汰竞争力弱的品牌，利好集中度提升。** 我们根据此前复盘，上轮提价后海天销量增速不降反增，好于其他企业，究其原因龙头海天渠道话语权强、品牌影响力强、产品消费者接受度高，在提价过程中品牌力产品力弱的企业很难站稳此价格带，所以提价淘汰了竞争力弱的品牌，海天有望获得更多的市场份额，原因为：1) 在成本大幅上涨背景下，海天积极应对，率先提价获得费用空间，率先加大费用投入，可第一时间加快动销打开市场。加大布局线上业务和推出 0 添加产品等策略初见成效。2) 竞争对手品牌力稍弱，价格提升慢于海天，在规模减少、利润减少的阶段，可投费用相应减少，市场份额被海天挤压。

图表 37. 调味品提价统计

公司名称	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度
海天味业	2021/10/13	2021/10/25	酱油、耗油、酱料等	3%-7%
李锦记	2021/11/1	2021/12/16	部分产品	6%-10%
中炬高新		2021/11/27	70% 产品	3%-10%
恒顺醋业	2021/11/3	2021/11/20	部分产品	5%-15%

资料来源：公司公告，中银证券

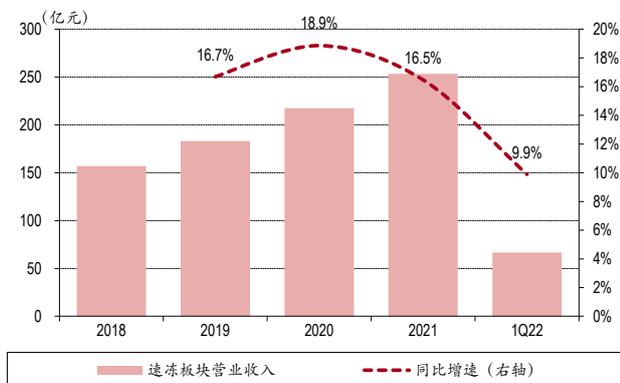
**调味品估值回归理性，下半年利润率改善，有望带动股价新一波上涨。** 22 年上半年主旋律清库存+投费用，预计 3Q 后费用率恢复常态，优势企业将迎来利润率改善。对于优势企业而言，提价直接提升出厂价格，在费用与原材料成本回归正常范围后，净利率可增加 1-3pct。海天与中炬均靠提价提高净利率。海天味业、中炬高新 22 年 PE 在 35x-50x 区间内，处于行业 5 年估值中枢之下。业绩得到验证之际，行业将有望进入新一轮上涨周期。重点推荐龙头海天味业，业绩稳定性强，建议关注中炬高新。

### 速冻食品：线下消费场景打开，需求恢复常态，关注细分赛道成长机会

**疫情形势好转，线下消费场景恢复，有望带来 B 端餐饮渠道修复，C 端消费延续一定需求惯性。** (1) 2022 年 4 月以来上海为代表的华东地区受疫情影响加剧，线下餐饮无法提供，消费者居家饮食成为主场景。囤货需求增多，C 端放量，但 B 端明显受损。本轮疫情期间物流管控较大，供应链受阻程度加剧，导致速冻行业冷链运输效率下降。(2) 进入 6 月份以来，疫情态势好转，线下餐饮消费场景打开，物流运输恢复正常，B 端渠道修复。家庭端受益于居家饮食的习惯，打开了天然的预制菜消费场景，饮食习惯慢慢培育，C 端囤货+自用需求延续。(3) 展望 2022 年下半年，疫情后 B 端餐饮需求有望回暖，C 端消费延续一定的需求惯性。

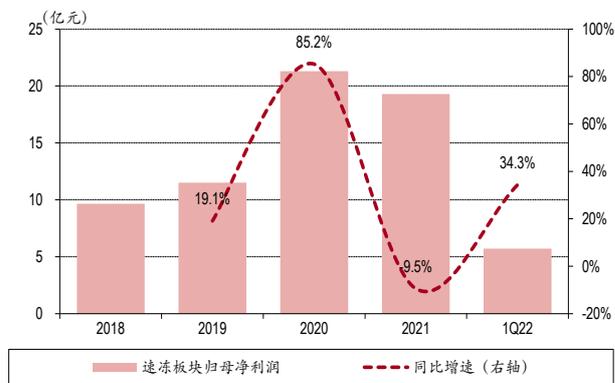
速冻板块在 2022 年 1 季度收入增速放缓，但利润端向上修复。1Q22 速冻板块收入 66.5 亿元，同比增长 9.9%，收入增速相较于去年同期放缓主要是因为：21 年同期速冻品基数较高+22 年 1 季度的疫情冲击 B 端需求+疫情封控导致物流与供应链受阻。1Q22 速冻板块归母净利润为 5.7 亿元，同比增长 34.3%。利润增速相较于去年提升显著的原因是：原材料如油脂、面粉的成本持续承压，但龙头企业通过调整产品结构、直接提价以及降低促销力度等方式，积极应对原材料成本上行的压力，三全食品、海欣食品、千味央厨等主要速冻企业毛销差均有提升，销售费用率方面，三全、安井等龙头企业促销力度有所放缓，销售费用率普遍有所下降。

图表 38. 2018-2022 年速冻营收及同比增速



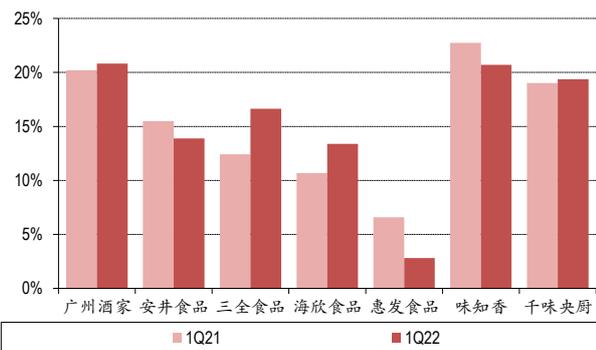
资料来源：万得，中银证券

图表 39. 2018-2022 年速冻归母净利及同比增速



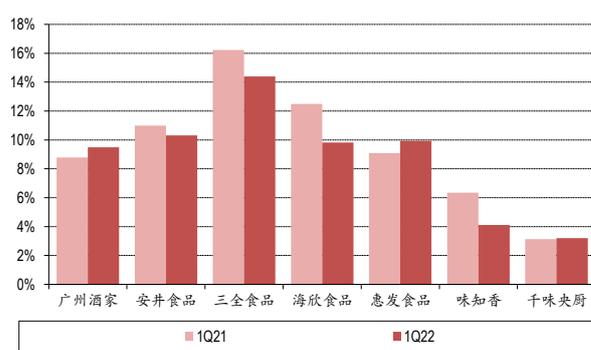
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 2021、2022 年一季度速冻板块毛销差对比



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 2021、2022 年一季度速冻板块销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

展望 2022 年下半年，疫情形势好转，餐饮消费场景恢复带动 B 端渠道修复，细分赛道如广式速冻、B 端餐饮面米、预制菜领域市场空间广阔，目前尚未出现绝对龙头，具有较大成长机会。与 2020 年疫情对企业端带来的影响不同，本轮疫情初期物流与供应链受到较大限制，尤其是冻品行业的重要市场华东地区，因此 22 年 1 季度速冻板块营收增速较低。短期来看，6 月份华东地区疫情态势好转，线下消费场景打开，运输问题逐解，下半年企业经营慢慢恢复。而经过本轮疫情导致居家饮食场景增多，天然培育了预制菜的消费习惯，速冻企业在预制菜市场的接受度进一步提升。今年下半年预期疫情有望得以控制，餐饮端或将复苏，速冻及预制食品企业有望受益于 B/C 两端需求增长红利，助力全年业绩增长。此外安井、三全、千味等企业积极发力预制菜、烘焙等产品，有望带来全新业绩增量。各公司尤其是预制菜肴领域，22 年下半年的业绩或存在弹性。

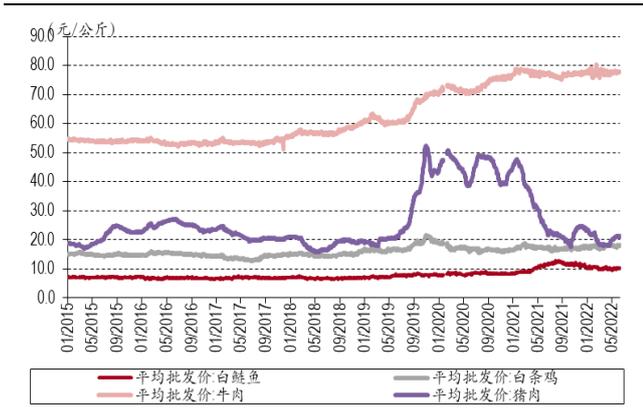
图表 42. 速冻食品提价统计

公司名称	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度
安井食品	2021/11/1	2021/11/1	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%
海欣食品	2021/11/2	2021/11/3	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%
三全食品	2021/11/18	2021/12/1	部分速冻米面制品及速冻鱼糜制品	3%-10%
千味央厨	2021/12/1	2021/12/25	部分速冻米面制品	2%-10%

资料来源：公司公告，中银证券

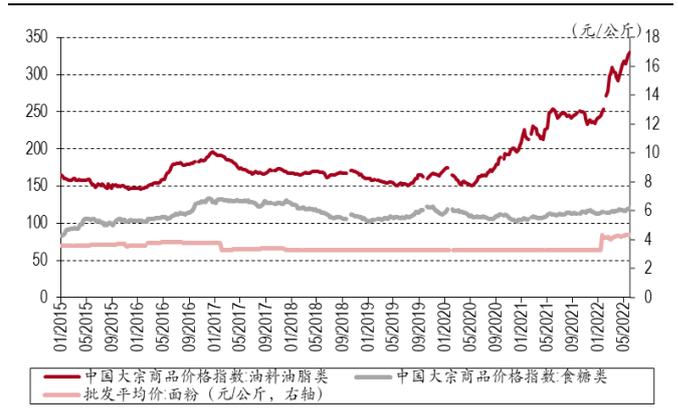
成本端来看，肉类价格稳定向好，油脂类继续承压。肉类原材料中，2022 年上半年牛肉维持在高位，预计下半年牛肉价格保持稳定态势。鸡肉价格 2022 年基本保持稳定，鱼糜原材料价格同比出现小幅下降趋势。猪肉价格目前处在低位，预计下半年猪肉小幅反弹。其他原材料（油脂、面粉）持续承受压力，如果国际局势出现缓和，则油脂类价格有望下降。

图表 43. 肉类原材料价格走势（元/公斤）



资料来源：万得，农业部，中银证券

图表 44. 油脂、糖类、面粉价格走势



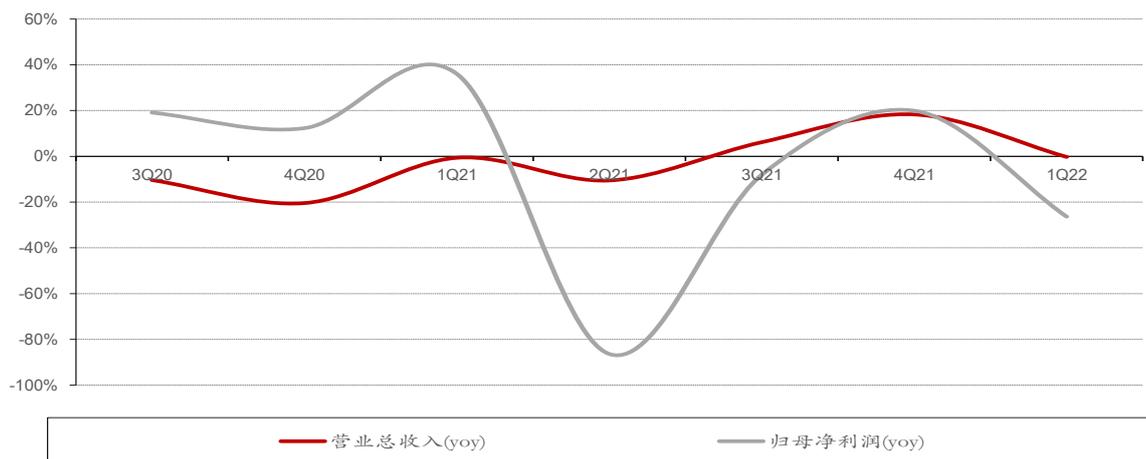
资料来源：万得，商务预报，农业部，中银证券

**推荐低估高增的广州酒家，建议关注安井食品。**（1）广州酒家速冻产能释放与市场开拓持续高增长，餐饮受益陶陶居并表盈利水平突出。梅州基地速冻产线已释放产能，在产能供应+速冻市场持续开拓情况下公司实现高速增长。梅州工厂产能逐步释放和陶陶居并表，为短期业绩增长带来动力。（2）此外，火锅料龙头安井食品，新宏业并表和冻品先生给菜肴制品带来增量，对外投资新柳伍食品，继续加码上游鱼糜布局，进军小龙虾大单品。未来重点是通过上游收购+自产+OEM 的方式大力进军预制菜肴，打造新的增长点，建议关注。

### 休闲食品：2 季度收入恢复正常增长，成本压力犹存

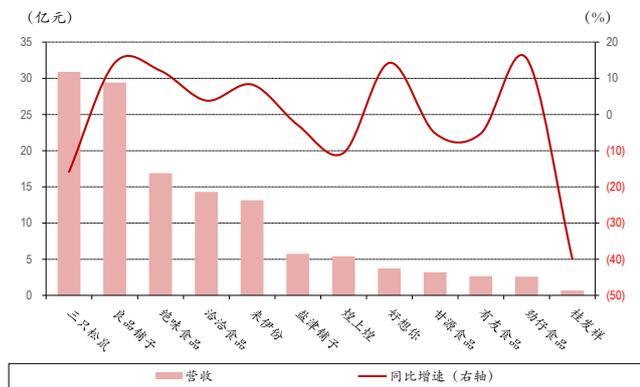
**1Q22 疫情叠加春节前移影响收入，成本压力影响下利润整体下滑，预计 2Q22 收入端可恢复正常增长，成本压力犹存。**（1）1Q22 休闲食品整体营收同比-0.3%，归母净利润同比-26.4%。1Q22 受春节前移的影响，年货节销售天数比去年减少 10 天左右，同时疫情多点散发对销售渠道造成一定影响，导致休闲食品收入小幅下降，收入增速较 1Q21 下降 3.9pct。进入 2022 年棕榈油、大豆油、糖等休闲食品原材料以及包材的价格仍居高不下，疫情又对国内外物流造成影响，导致相关成本有所上涨，休闲食品行业整体面临较大成本压力。1Q22 休闲食品整体毛利率下降 2.7pct，归母净利润同比出现较大程度下滑。（2）考虑到基数较低，季节性因素减弱，疫情增加居家消费场景，叠加提价影响，我们判断 2 季度收入增速有望环比提速。由于原料成本仍处于高位，利润增长仍有压力。2022 年棕榈油、豆油、大豆等休闲食品主要原材料价格继续走高，给休闲食品公司带来较大的成本压力。

图表 45. 休闲食品上市公司收入利润增速变化



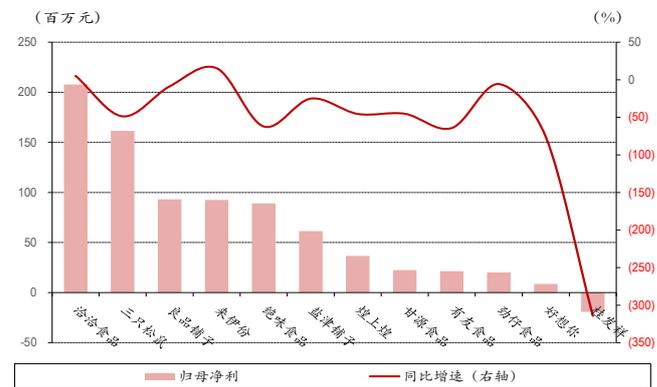
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 1Q22 休闲食品上市公司营收情况



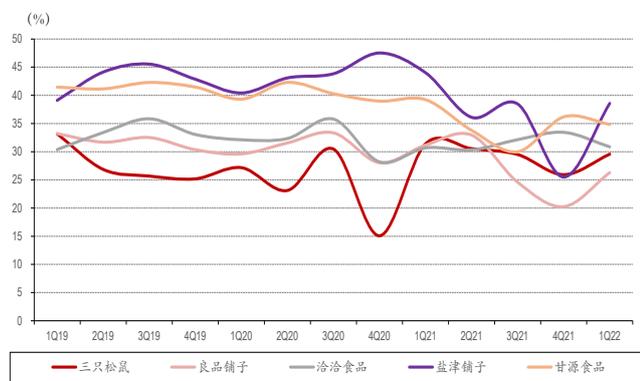
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 1Q22 休闲食品上市公司归母净利润情况



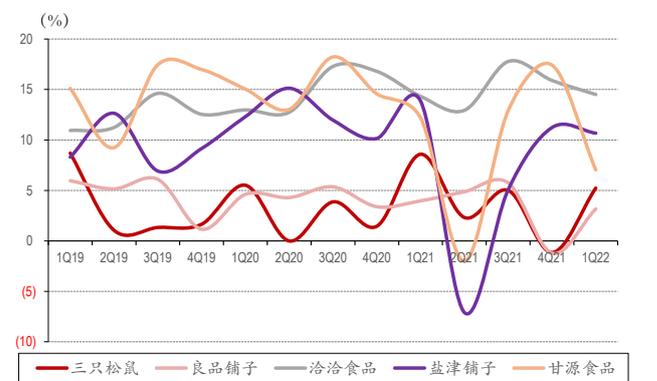
资料来源：万得，中银证券

图表 48. 休闲食品上市公司分季度毛利率情况



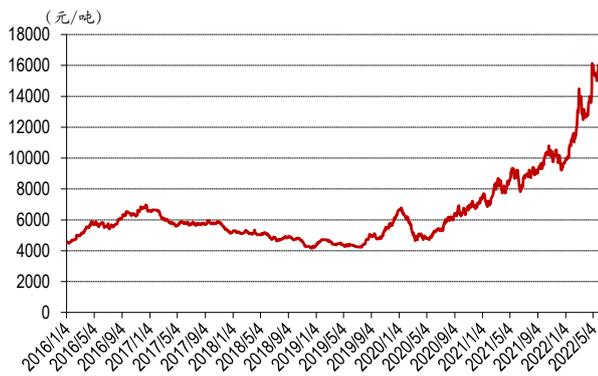
资料来源：万得，中银证券

图表 49. 休闲食品上市公司分季度归母净利率情况



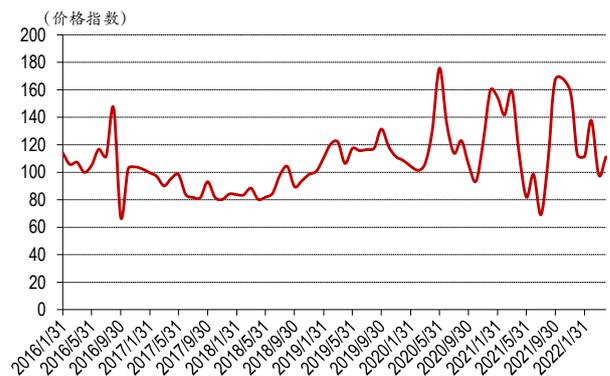
资料来源：万得，中银证券

图表 50. 2016-2022 棕榈油价格



资料来源：万得，中银证券

图表 51. 2016-2022 葵花子进口价格指数



资料来源：万得，中银证券

**重点关注产品线清晰、品牌护城河高的休闲食品公司，重点推荐洽洽食品。**过去一年，休闲食品行业经历了疫情反复、渠道变化、成本上涨等多重因素的挑战，在外部环境变化的背景下，产品线清晰、品牌护城河高的休闲食品公司能更好应对各种挑战。综合下来，我们推荐洽洽食品，关注盐津铺子、三只松鼠。

## 投资策略：白酒布局优质品种，食品关注三类机会

随着疫后需求复苏和成本压力减轻，预计 2022 年下半年食品饮料有望获得超额收益。(1) 2022 年上半年食品饮料板块继续回调，主要由于疫情扩散导致酒类消费场景受冲击，成本压力导致大众品盈利能力下降。(2) 随着 6 月份全国疫情缓解，各地找到适合自己的防控模式，疫情受损行业将迎来消费场景正常化和需求回补，主要是酒类。(3) 21 年底大众品价格出现普涨，但价格从出厂传导到终端还需时间，预计 22 年下半年可以充分体现提价的效果，成本压力减轻，大众品有望迎来利润率的改善。(4) 2021 年和 2022 年上半年行业估值持续回落，现阶段已回落至历史平均水平，行业长期成长逻辑不变。

图表 52. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	其他酒类	休闲食品	肉制品	调味品	乳品
最大值	18.8	63.0	63.3	93.1	186.7	81.4	52.0	85.1	47.8
最小值	8.0	16.7	7.8	27.8	15.5	17.5	15.2	27.6	19.9
现值	12.6	35.5	37.7	45.7	61.6	33.5	27.7	33.9	27.5

资料来源：万得，中银证券 更新时间：2022.6.14

**酒类，立足长远把握升级主线，白酒是我们当前比较看好的行业，积极布局优质品种，啤酒关注产品高端化的机会。**(1) 2Q22 受疫情冲击比较大，不过业绩仍有望实现正增长。随着 6 月份全国疫情缓解，各地找到适合自己的防控模式，宴席的负面影响将持续减弱，下半年有望演绎 2020 年疫情缓解后的市场行情。一线酒茅五泸都是品牌集中度提升过程中的受益者，主要关注三家的排序，现阶段首推五粮液。次高端虽然短期受疫情冲击较大，预计随着疫情缓解，有望重现快速增长态势，但分化可能加剧，可深度全国化的品种增长确定性强。地产酒则需精选个股，重点关注根据地市场还有较大成长空间的品种。**重点推荐山西汾酒、五粮液、口子窖、水井坊、贵州茅台、今世缘、金徽酒。**(2) 啤酒，随着疫情缓解，需求将出现复苏，高端化推进速度将是啤酒重要的选股方向，行业有望复现 5 年前白酒以价补量的逻辑。

**食品，2-4 季度将持续改善，关注三类机会，阶段性关注疫情受益品种和疫后需求回补品种，下半年关注提价完成后的业绩弹性。**(1) 乳制品龙头机会较多，竞争格局持续改善，高端白奶和低温白奶维持较快增长，龙头受成本波动的影响较小，业绩释放动力强。(2) 速冻食品，行业受益于疫情带来的消费习惯变化，预制菜成为新的增长点，龙头抗成本压力能力强，关注细分赛道如广式速冻成长机会。(3) 休闲食品，短期受益于疫情带来需求增长，2 季度收入恢复正常增长，成本压力犹存，关注各家公司的调整进度。(4) 调味品，预计 2 季度销售双位数增长，随着终端提价陆续完成，下半年有望展现出一定的业绩弹性。(5) 软饮料行业维持高景气度，关注细分领域中低渗透率的优势企业。(6) 重点推荐承德露露、伊利股份、洽洽食品、广州酒家。

## 风险提示

- 经济下滑影响中高端产品需求。经济下滑影响中高端产品需求。如果经济出现较大幅度的波动，中高端酒的商务需求可能会受到较大冲击。
- 若渠道库存超预期，可能影响未来的业绩判断。若渠道库存超预期，可能影响未来的业绩判断。若上市公司为了完成全年任务，强行向渠道大量压货，可能影响明后年的业绩增长。
- 原材料成本波动，导致利润率下滑。原材料成本波动，导致利润率下滑。由于价格传导需要时间，如果短期原料快速上涨，则上市公司短期难以消化成本压力。
- 疫情影响超预期。疫情影响超预期。疫情若出现反复，可能再次冲击食品饮料的消费场景。

附录图表 53. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
600519	贵州茅台	买入	23,503	1,871.0	41.76	49.61	44.8	37.7	164.6
000858	五粮液	买入	6,746	173.8	6.02	7.06	28.9	24.6	28.3
600809	山西汾酒	买入	3,420	280.3	4.36	6.07	64.4	46.2	15.5
000568	泸州老窖	买入	3,145	213.7	5.41	6.84	39.5	31.2	21.0
002304	洋河股份	增持	2,513	166.8	4.98	6.36	33.5	26.2	31.5
603589	口子窖	买入	332	55.4	2.88	3.38	19.2	16.4	14.6
000596	古井贡酒	未有评级	1,047	226.5	4.35	5.63	56.1	40.2	33.3
603369	今世缘	买入	595	47.5	1.62	1.97	29.3	24.1	8.2
600779	水井坊	买入	398	81.5	2.46	2.94	33.2	27.7	6.0
603919	金徽酒	买入	166	32.7	0.64	0.91	51.0	36.0	6.2
600600	青岛啤酒	买入	1,037	92.0	2.31	2.55	39.8	36.0	17.7
600132	重庆啤酒	未有评级	592	122.4	2.41	2.97	62.8	41.3	4.3
002461	珠江啤酒	增持	177	8.0	0.28	0.30	28.9	26.5	4.2
000729	燕京啤酒	未有评级	240	8.5	0.08	0.12	104.7	72.2	4.8
000869	张裕 A	买入	155	28.9	0.73	0.79	39.6	36.6	15.7
600887	伊利股份	买入	2,417	37.8	1.36	1.69	27.8	22.3	8.0
002946	新乳业	增持	104	11.9	0.36	0.47	33.2	25.6	3.0
600872	中炬高新	买入	241	30.2	0.93	1.01	32.5	29.9	5.0
603288	海天味业	增持	3,698	79.8	1.44	1.63	55.4	48.9	5.4
600305	恒顺醋业	增持	118	11.7	0.12	0.13	99.0	88.5	2.2
000895	双汇发展	增持	998	28.8	1.40	1.74	20.5	16.6	7.0
603043	广州酒家	买入	127	22.4	0.98	1.19	22.8	18.9	5.4
002847	盐津铺子	买入	103	79.8	1.17	2.01	68.5	39.6	7.4
002557	洽洽食品	买入	279	55.1	1.83	2.14	30.1	25.7	9.5
000848	承德露露	买入	95	8.8	0.53	0.64	16.6	13.8	2.4
605499	东鹏饮料	增持	573	143.2	2.98	3.54	48.0	40.5	10.0

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2022 年 6 月 14 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371