

## 强于大市

## 食品饮料行业 2023 年度策略

## 2023 年行业将持续复苏，把握两阶段的投资机会

2023 年食品饮料将持续复苏。白酒仍是食品饮料行业的主赛道，择机布局优质品种，推荐山西汾酒、今世缘、贵州茅台、五粮液。食品，短期关注消费场景正常化的机会，长期把握轮番出现的结构性机会，看好绝味食品、安井食品、新乳业。

- **2023 年食品饮料将持续复苏，第一阶段消费场景恢复，第二阶段消费能力恢复。** (1) 第一阶段，随着各地度过疫情高峰期，消费场景受疫情制约较为严重的行业，将迎来第一波需求反弹，包括白酒、休闲卤制品等。 (2) 第二阶段，随着经济的复苏，居民收入改善，消费能力恢复，各类食品股将重拾结构升级的逻辑。
- **白酒，2023 年仍是食品饮料行业的主赛道，择机布局优质品种，啤酒关注产品升级的机会。** (1) 白酒 2023 年需求将逐步复苏，不会一蹴而就。随着疫情第一轮冲击高峰期过去，2023 年白酒消费场景将陆续恢复，复苏速度可能介于美国和日本之间，23 年下半年有望恢复正常。宴席和商务需求有较强的刚性，疫情高峰期之后的几个月需求有望回补，存在较高的弹性。次高端和高档酒销量占行业的比重较低，上市公司大部分利润来源于这个价格带产品，核心消费群体的消费能力受疫情的冲击相对较小，消费场景恢复之后需求将率先复苏。 (2) 一线酒现阶段相对看好贵州茅台，渠道利润撑起了业绩安全垫，抗风险能力强。次高端虽然短期受疫情冲击较大，预计随着疫情影响的减弱，消费场景恢复，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，重点推荐山西汾酒。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，推荐今世缘。
- **大众品，短期关注消费场景正常化的机会，长期把握轮番出现的结构性机会。** (1) 大众品短期升级乏力，主要关注消费场景正常化的机会。长期来看，存量竞争时代，消费升级趋势不变，把握轮番出现的结构性机会。成本端有助于盈利能力改善，但不一定能产生很高的弹性，须伴随需求端的改善，密切关注各个品种终端需求的变化。 (2) 啤酒，2022 年结构性升级趋势延续，吨酒价格稳步上涨，疫情影响减弱之后，需求有望恢复。随着人口结构的变化，升级趋势将进一步得到强化。 (3) 乳业，格局改善，2023 年高端牛奶礼赠需求有望复苏，长期来看行业规模仍有较大增长空间，重点关注低温白奶。 (4) 餐饮产业链，调味品随着餐饮经营改善，B 端产品有望恢复，速冻食品中预制菜成为新的增长点，以安井为代表的龙头抗压能力强，同时关注细分赛道广式速冻的成长机会。 (5) 休闲卤制品，疫情导致消费场景缺失，行业加速洗牌，龙头市占率进一步提升。能逆势扩张的龙头企业将充分享受行业复苏之后的业绩弹性。
- **布局优势品种。** (1) 白酒，看好山西汾酒、今世缘、贵州茅台、五粮液。 (2) 大众品，看好绝味食品、安井食品、新乳业。
- **风险提示：**需求复苏不及预期，原材料价格波动，食品安全事件。

## 相关研究报告

《10月食品饮料社零数据点评：餐饮数据降幅扩大，烟酒数据仍未转正》 20221118

《啤酒行业 2022 年三季报综述：需求复苏带动销量提速，成本压力拖累利润增速》 20221107

《白酒行业 2022 年三季报综述：3 季度需求复苏，高端酒稳健，次高端重新提速》 20221106

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

<b>市场回顾：遭遇多重压力，2022年食品饮料跌幅较大 .....</b>	<b>5</b>
涨跌幅：食品饮料板块跌幅较大，子行业中啤酒表现突出 .....	5
机构持股：3Q22 食品饮料基金仓位回升 .....	7
<b>酒类：2023年白酒仍是主赛道，啤酒关注产品升级的机会.....</b>	<b>8</b>
白酒：疫情高峰期后需求将出现反弹，消费场景正常化或在2023年下半年 .....	8
啤酒：疫情影响弱化后业绩增长确定性有望提升 .....	13
<b>食品：短期看消费场景正常化，长期看消费升级 .....</b>	<b>15</b>
速冻食品：餐饮复苏将带来需求增量，关注细分赛道的龙头表现 .....	15
乳制品：2023年有望复苏，重点关注低温白奶 .....	16
调味品：需求有待复苏，行业拐点向上 .....	18
<b>投资策略：行业持续复苏，白酒仍是主赛道，把握两阶段机会 .....</b>	<b>20</b>

## 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. 食品饮料板块与白酒板块估算全仓仓位 (1Q07-3Q22) .....	7
图表 7. 白酒行业与上市公司营收增速对比 .....	8
图表 8. 白酒行业与上市公司利润增速对比 .....	8
图表 9. 规上酒企数量持续减少 .....	9
图表 10. 1H22 上市酒企集中度提升至 53.1%.....	9
图表 11. 食品饮料类社零数据当月同比增速.....	9
图表 12. 食品饮料类社零数据累计同比增速 (2013-2022.11) .....	9
图表 13. 茅台整箱及散瓶批价.....	9
图表 14. 普五及国窖 1573 (高度) 批价 .....	9
图表 15. 2022 年 300-600 元次高端主流产品批价 .....	10
图表 16. 白酒上市公司 1-3Q22 毛利率同比增 1.5pct, 3Q22 毛利率同比增 0.2pct.....	10
图表 17. 不同类白酒 1-3Q22 与 3Q22 收入、归母净利增速情况 .....	11
图表 18. 疫情后美国住宿与餐饮服务业恢复情况.....	12
图表 19. 疫情后日本餐饮业恢复情况 .....	12
图表 20. 啤酒产量及同比增速 (2010-2022.10) .....	13
图表 21. 2022 年啤酒月产量及同比增速 (3-10 月) .....	13
图表 22. 2022 年主要啤酒公司吨价及增速.....	13
图表 23. 大麦价格 .....	14
图表 24. 铝锭、浮法玻璃价格.....	14
图表 25. 2018-2022 年速冻板块营收及同比增速.....	15
图表 26. 2018-2022 年速冻板块归母净利润及同比增速.....	15
图表 27. 棕榈油价格高位回落.....	15
图表 28. 白砂糖价格高位回落.....	15
图表 29. 面粉价格同比处于高位 .....	16
图表 30. 猪肉价格走有所抬头.....	16
图表 31. 乳品行业与上市公司收入增速对比 .....	16
图表 32. 乳品行业与上市公司利润增速对比 .....	16

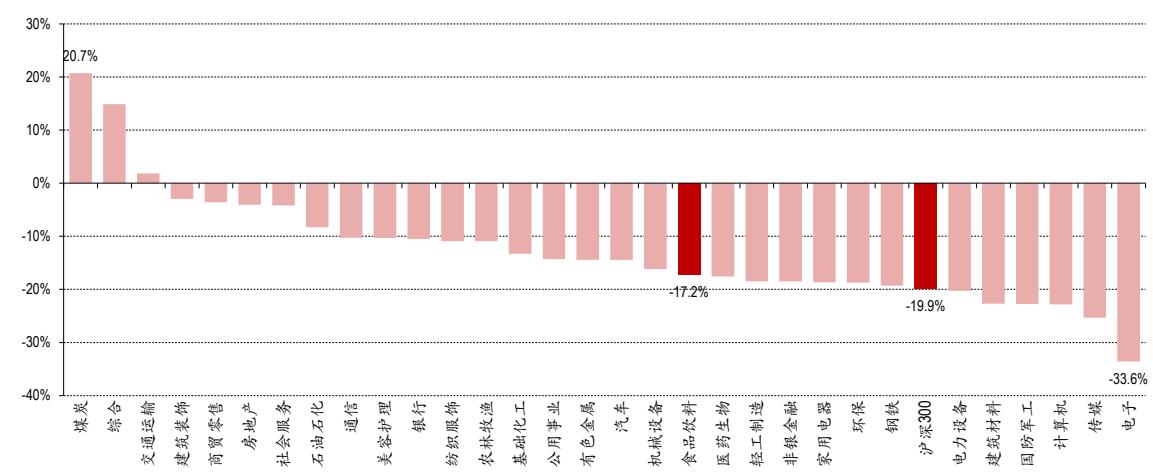
图表 33. 主要液态奶细分品类市场规模和增长率.....	17
图表 34. 主产区生鲜乳平均价.....	17
图表 35. 18 年以来高强瓦楞纸市场价.....	17
图表 36. 主产区生鲜乳平均价.....	18
图表 37. 低温鲜奶市场规模.....	18
图表 38. 2018-2022 年调味品板块营收及同比增速.....	18
图表 39. 2018-2022 年调味品板块归母净利润及同比增速.....	18
图表 40. 1-3Q22 调味品企业毛利率同比均有所下降.....	19
图表 41. 1-3Q22 调味品企业销售费用率同比有所下降.....	19
图表 42. 大豆价格同比仍在高位，但有下行趋势.....	19
图表 43. 包材价格逐步回落.....	19
图表 44. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM) .....	20
附录图表 45. 报告中提及上市公司估值表.....	21

## 市场回顾：遭遇多重压力，2022年食品饮料跌幅较大

### 涨跌幅：食品饮料板块跌幅较大，子行业中啤酒表现突出

2022年食品饮料受疫情反复、通胀压力、估值回落的影响，板块跌17.2%（截止12.8），在31个一级行业中排名第19，小幅跑赢沪深300（+2.7%）。食品饮料子行业中，啤酒板块表现突出，股价基本保持不变；预加工食品、其他酒类、零食的表现相对较好，股价变化幅度分别为-7.0%、-7.4%和-7.4%；白酒下跌18.2%，在子行业中排名靠后；软饮料、保健品、乳制品的跌幅同样较大，均超过了15%。

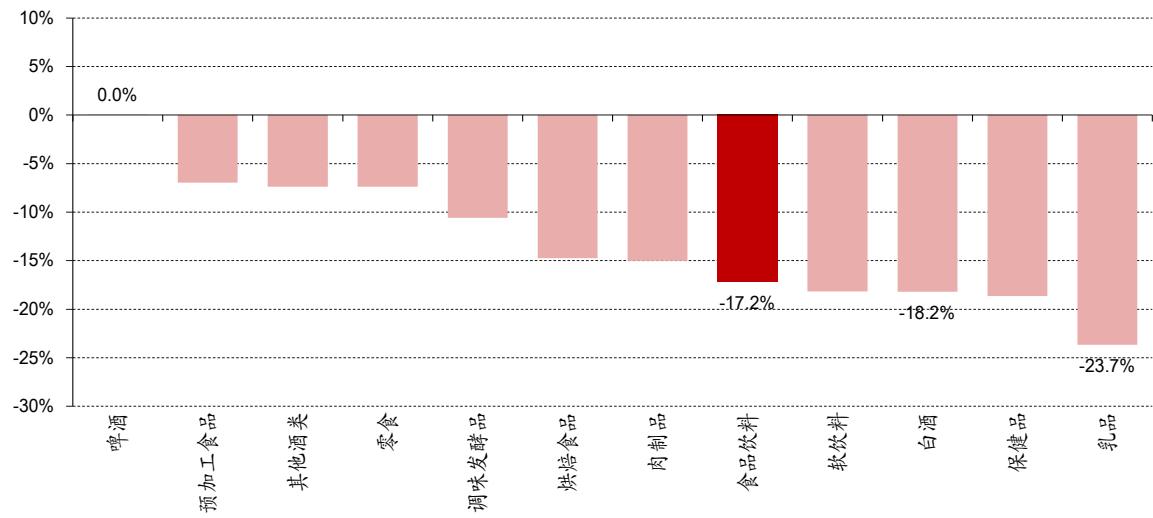
图表1. 2022年一级行业涨跌对比



资料来源：万得，中银证券

注：股价截至2021年12月8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12月8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

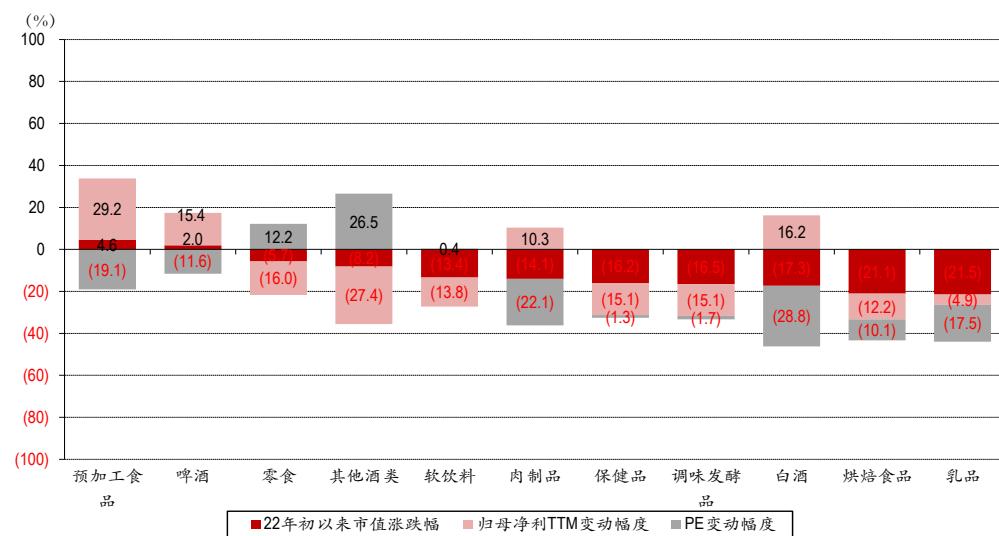
行业分类(%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022
啤酒	(9.6)	47.7	16.7	18.8	(11.1)	45.2	(29.3)	18.9	(22.4)	31.1	(8.9)	7.9	0.0
预加工食品	32.5	28.9	44.6	1.9	(0.5)	11.0	(16.8)	(2.0)	(30.1)	36.3	(11.1)	9.8	(7.0)
其他酒类	5.4	31.1	27.0	69.5	(0.7)	38.4	(20.4)	(13.1)	(26.6)	15.2	(12.0)	24.3	(7.4)
零食	33.9	23.9	8.9	(14.7)	(7.0)	(9.0)	(12.7)	22.8	(19.3)	8.2	(11.9)	20.3	(7.4)
肉制品	20.8	14.6	10.5	(6.9)	(13.5)	(17.5)	(9.4)	13.8	(6.3)	2.0	(13.2)	2.5	(15.0)
调味发酵品	17.8	21.8	23.9	16.4	(20.5)	0.9	(16.5)	3.7	(18.3)	15.6	(9.7)	4.9	(10.6)
软饮料	(7.2)	0.4	15.1	15.0	(7.7)	35.5	(5.2)	(3.2)	(20.1)	6.2	(17.1)	16.4	(18.2)
白酒	(9.8)	35.6	19.7	34.1	(6.3)	11.4	(13.6)	7.9	(21.6)	24.1	(11.3)	(5.1)	(18.2)
烘焙食品	6.8	8.8	7.1	(3.3)	(10.8)	5.5	(9.0)	0.2	(23.2)	12.7	(15.8)	17.0	(14.7)
保健品	(0.1)	21.1	13.8	10.3	11.8	14.0	(18.6)	(1.0)	(9.9)	(7.0)	(18.8)	19.4	(18.6)
乳品	(2.0)	7.0	20.7	13.8	(8.4)	(5.9)	0.0	8.7	(12.5)	6.4	(15.9)	(2.4)	(23.7)
食品饮料	(4.2)	28.7	19.3	25.7	(7.9)	9.2	(13.0)	7.4	(20.4)	20.2	(11.8)	(1.9)	(17.2)
沪深 300	(10.0)	13.0	10.2	13.6	(3.1)	3.5	(6.8)	1.5	(14.5)	6.2	(15.2)	4.1	(19.9)

资料来源：万得，中银证券

注：4Q22 及 2022 年股价截至 2022 年 12 月 8 日。

估值回落、部分子行业盈利下滑导致食品饮料板块市值下降。2022 年以来，食品饮料板块估值出现了较大的回落，部分子行业的归母净利润出现了下滑。分子行业来看，预加工食品、白酒、啤酒、肉制品受估值回落的影响较大。零食、其他酒类、软饮料受利润下滑的影响较大。乳品、烘焙食品、调味发酵品、保健品则出现了估值、盈利双杀的情况。

图表 4. 2022 年食品饮料子行业估值与归母净利变动情况



资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2022 年 12 月 8 日

个股方面，食品饮料板块股价表现较好的公司市值普遍偏小。2022 年以来，食品饮料分类 124 支个股中，34 支个股上涨，占比 27%，90 支个股下跌，占比 73%。其中，涨幅前五的个股分别是中葡股份、皇氏集团、金种子酒、来伊份和黑芝麻，这些公司的市值均未超过 200 亿元。跌幅前五的个股分别是\*ST 科迪、三只松鼠、妙可蓝多、华宝股份和水井坊。

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 (%)	年涨幅后十名公司	年涨幅 (%)
中葡股份	85	*ST 科迪	(74)
皇氏集团	80	三只松鼠	(44)
金种子酒	61	妙可蓝多	(43)
来伊份	61	华宝股份	(42)
黑芝麻	43	水井坊	(42)
盐津铺子	27	金徽酒	(36)
青海春天	26	酒鬼酒	(35)
天润乳业	20	加加食品	(35)
燕京啤酒	28	李子园	(35)
千味央厨	11	味知香	(33)

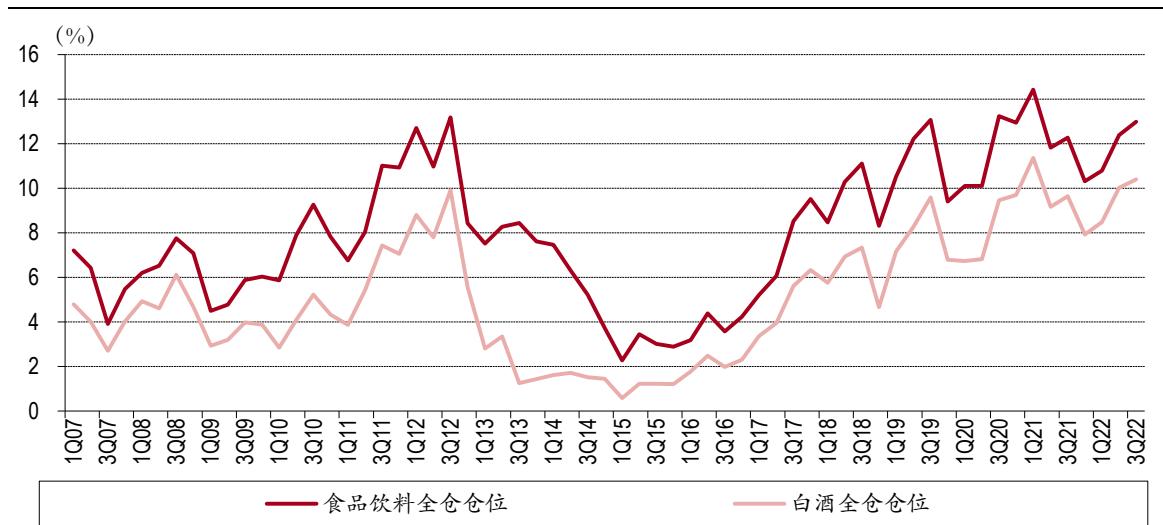
资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 2022 年 12 月 8 日。

### 机构持股：3Q22 食品饮料基金仓位回升

3Q22 基金重仓食品饮料、白酒比例回升。根据测算，3Q22 基金重仓食品饮料股票市值占基金投资股票总市值的 8.9%，环比+0.4pct，同比+0.5pct。其中，基金重仓白酒股票市值占比 7.6%，环比+0.3pct，同比+0.6pct。若以全部重仓股为分母，食品饮料重仓股市值占比为 15.9%，其中白酒、其他酒和非酒类食品分别占比 13.6%、0.6% 和 1.6%。从基金全仓仓位角度来看，根据估算，3Q22 基金全仓食品饮料股票市值占比 13.0%，环比+0.6pct，同比+0.7pct。

图表 6. 食品饮料板块与白酒板块估算全仓仓位 (1Q07-3Q22)



资料来源：万得，中银证券

注：1、3 季度全仓仓位为中银食品饮料团队估算。

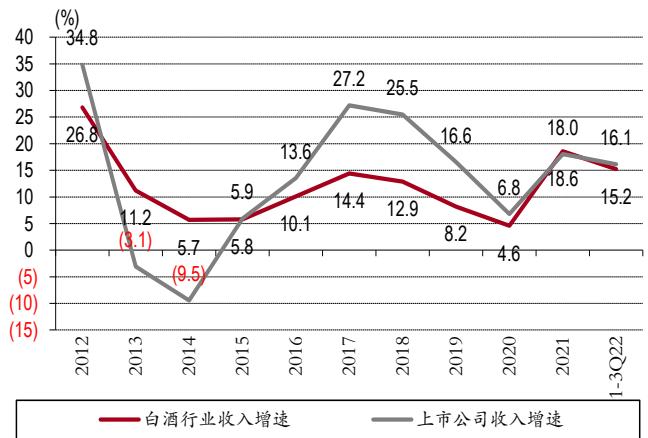
## 酒类：2023年白酒仍是主赛道，啤酒关注产品升级的机会

白酒：疫情高峰期后需求将出现反弹，消费场景正常化或在2023年下半年

2022年白酒消费场景受疫情冲击，1-3Q22上市公司收入同比16.1%，现金流降幅较大。（1）1-3Q22收入、净利分别同比16.1%，21.2%。1Q22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。3月开始全国疫情扩散，3-5月消费场景受疫情冲击较大，6月有所恢复，但仍未达到正常水平，2季度终端需求出现下滑，但上市公司整体收入表现好于终端需求，虽然增速相对于1季度有所放缓，仍实现10%以上的增长。3Q22收入、净利同比3Q21分别为16.3%、21.3%，环比2Q22出现改善，虽然3季度疫情仍有反复，但影响程度相比2季度有所减弱，消费场景有所恢复，3Q22社零餐饮同比+1.5%，明显好于2Q22的-15.6%。（2）现金流降幅较大，前3季度18家上市公司现金流净额同比降43.5%，其中3Q22同比降14.4%，疫情压力下，多家上市公司加大了对经销商的支持力度，放松了打款要求。（3）2022年1-11月社零数据的餐饮收入累计同比-5.4%，烟酒类零售额累计同比3.5%，白酒消费场景受冲击较大。

随着疫情影响的减弱，同时上市酒企市占率已经达到较高水平，结合白酒需求的特点，名酒集中度提升速度可能放缓。1-3Q22白酒上市公司收入增速（16.1%）略高于行业增速（1-8月，+15.2%），市场份额继续向名酒集中。上市酒企占行业收入比重由2015年的20%提升至1H22的53%，1H22我国规上酒企数量为961家，相比2017年高点的1593家减少632家。考虑白酒需求特点，我们判断未来行业将形成分香型、分区域、分价格的细分领域寡头竞争格局，难以形成类似于啤酒CR5超过90%高市占率。另外，过去三年疫情导致消费场景减少，反而推动了名酒集中度加速提升。因此，我们判断2023年集中度提升速度可能放缓。

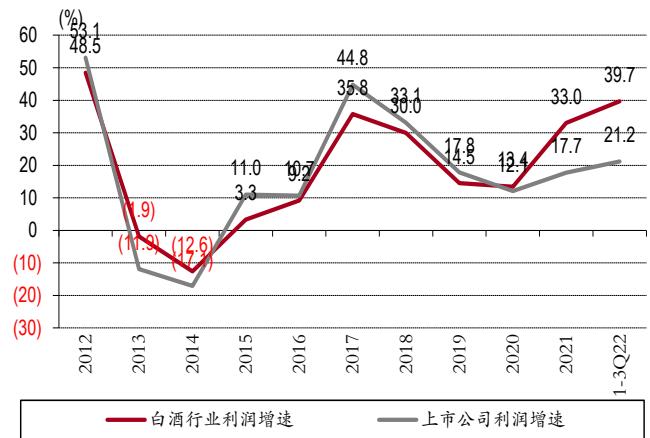
图表7. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：万得、数说轻工、中银证券

注：行业数据为统计局公布的1-8月份数据

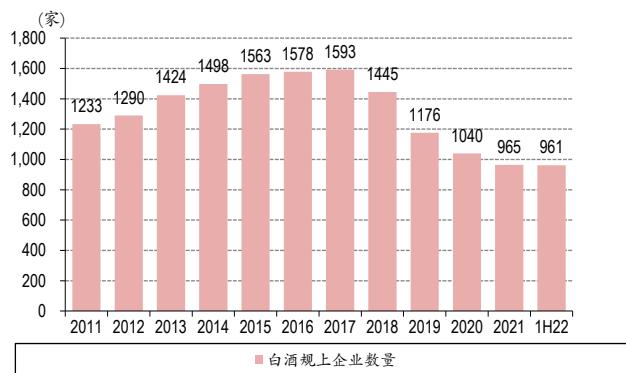
图表8. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：万得、数说轻工、中银证券

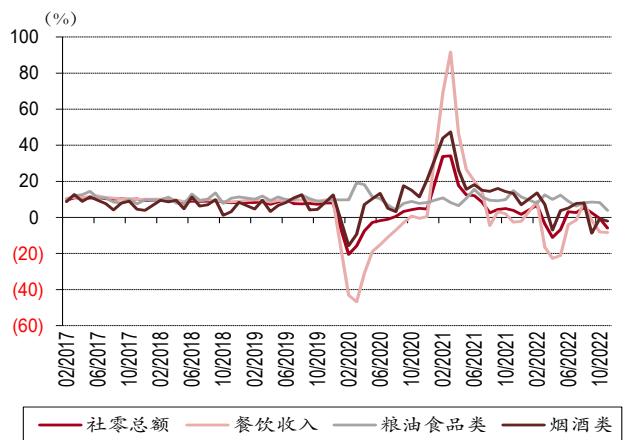
注：行业数据为统计局公布的1-8月份数据

图表 9. 规上酒企数量持续减少



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 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

受疫情影响，名酒价格季度间存在明显波动，近期价格出现回落，全年来看产品结构维持了上行趋势。根据今日酒价数据，1-3Q22 散茅均价 2750 元，同比 1-3Q21 增 40 元，其中 3Q22 出现小幅下降。1-3Q22 五粮液价格同比出现下降，青 20 同比持平，梦 6+、水晶剑同比均有 10 元以上的升幅。1-3Q22 白酒上市公司整体毛利率同比增 1.5pct，产品结构维持了上行趋势。10-11 月受疫情加剧、渠道库存上升的影响，名酒价格出现回落。

图表 13. 茅台整箱及散瓶批价



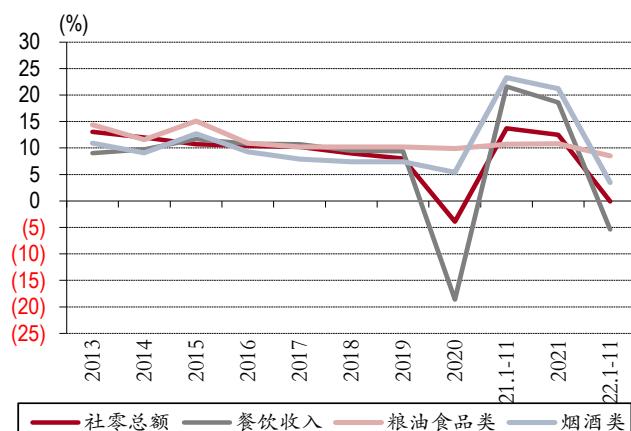
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 10. 1H22 上市酒企集中度提升至 53.1%



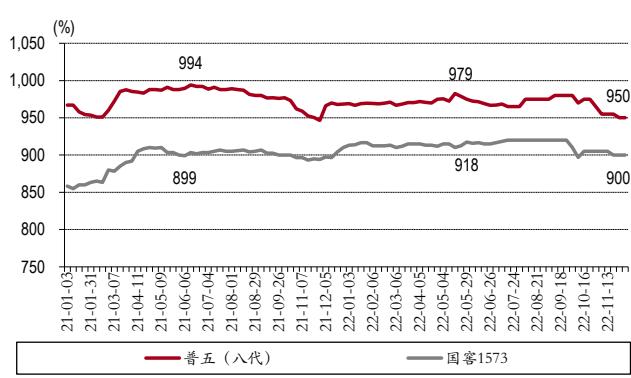
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 12. 食品饮料类社零数据累计同比增速 (2013-2022.11)



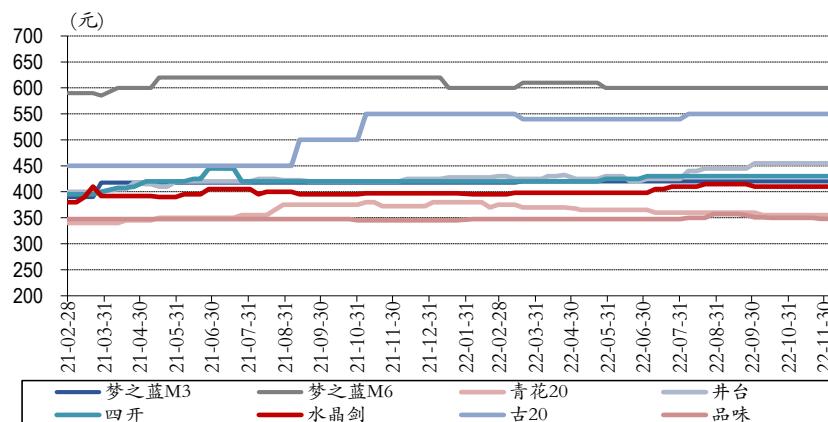
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 14. 普五及国窖 1573 (高度) 批价



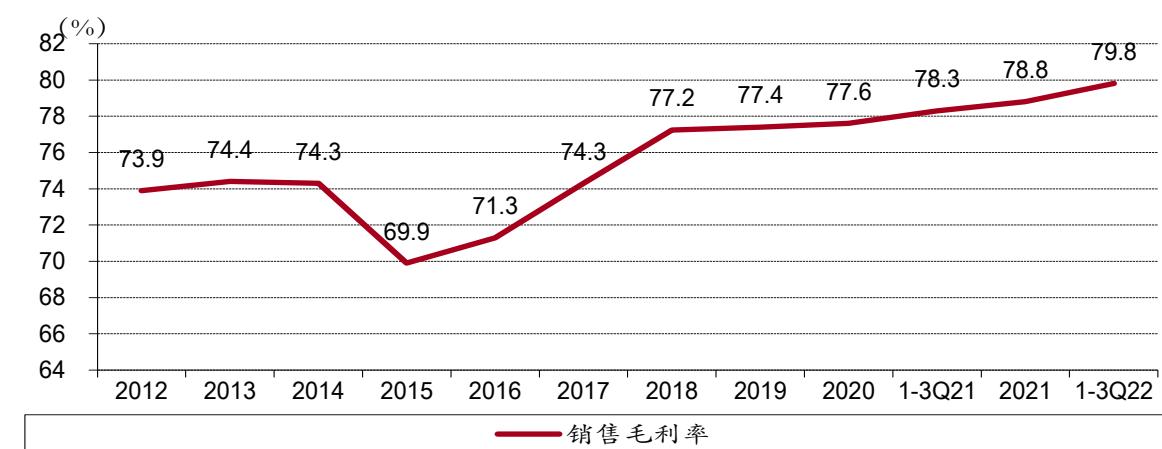
资料来源：今日酒价，中银证券

图表 15. 2022 年 300-600 元次高端主流产品批价



资料来源：今日酒价，中银证券

图表 16. 白酒上市公司 1-3Q22 毛利率同比增 1.5pct, 3Q22 毛利率同比增 0.2pct



资料来源：万得，中银证券

**1-3Q22 高端酒稳健增长，全国扩张次高端增速较快，地产酒分化较大。** (1) 高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）1-3Q22 收入、归母净利增 15.9%、19.3%，3Q22 收入、归母净利增 15.3%、18.1%。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 3Q22 维持稳健增长。 (2) 全国扩张的次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒），1-3Q22 收入、归母净利增 23.8%、33.0%，3Q22 收入、归母净利增 22.0%、37.1%，环比 2Q22 明显改善。2 季度疫情对宴席冲击较大，3 季度逐步回归正常，同时部分需求回补，次高端重新展现出较高的业绩弹性。3Q22 山西汾酒营收增 32.5%，同类公司中业绩表现最亮眼。3Q22 舍得酒业营收增速环比改善。 (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），1-3Q22 收入、归母净利增 18.3%、22.8%，3Q22 收入、归母净利增 13.8%、8.6%，营收增速环比 2Q22 也出现改善。由于地产酒销售集中在大本营市场，各地受疫情影响程度不同，因此个股分化较大。 (4) 1-3Q22 营收增速，酒鬼酒、山西汾酒、舍得酒业、古井贡酒、老白干酒最快，分别增 32%、28%、28%、26%、25%。

**4 季度营收增速可能放缓，2023 年的营收目标不会太激进。** 4 季度白酒需求受疫情的冲击大于前 3 季度，同时库存同比略有上升，主流酒企普遍将以降库存、稳价盘为目标，4 季度收入增速可能慢于 1-3Q22。考虑到疫情影响还有不确定性，12 月底各个酒厂陆续传递的 2023 年的营收目标不会太激进，各级经销商也不愿意去压太多货，我们判断 2023 年白酒上市公司的营收目标普遍制定在 10-20% 的区间。

图表 17. 不同类白酒 1-3Q22 与 3Q22 收入、归母净利增速情况

公司名称	营业收入及同比增速				归母净利及同比增速			
	1-3Q22	YOY (%)	3Q22	YOY (%)	1-3Q22	YOY (%)	3Q22	YOY (%)
贵州茅台								
五粮液	1605	15.9	500	15.3	726	19.3	222	18.1
泸州老窖								
山西汾酒								
洋河股份								
水井坊	605	23.8	186	22.0	192	33.0	56	37.1
舍得酒业								
酒鬼酒								
古井贡酒								
口子窖								
迎驾贡酒								
今世缘								
伊力特	349	18.3	108	13.8	80	22.8	22	8.6
金徽酒								
老白干酒								
天佑德酒								
金种子酒								

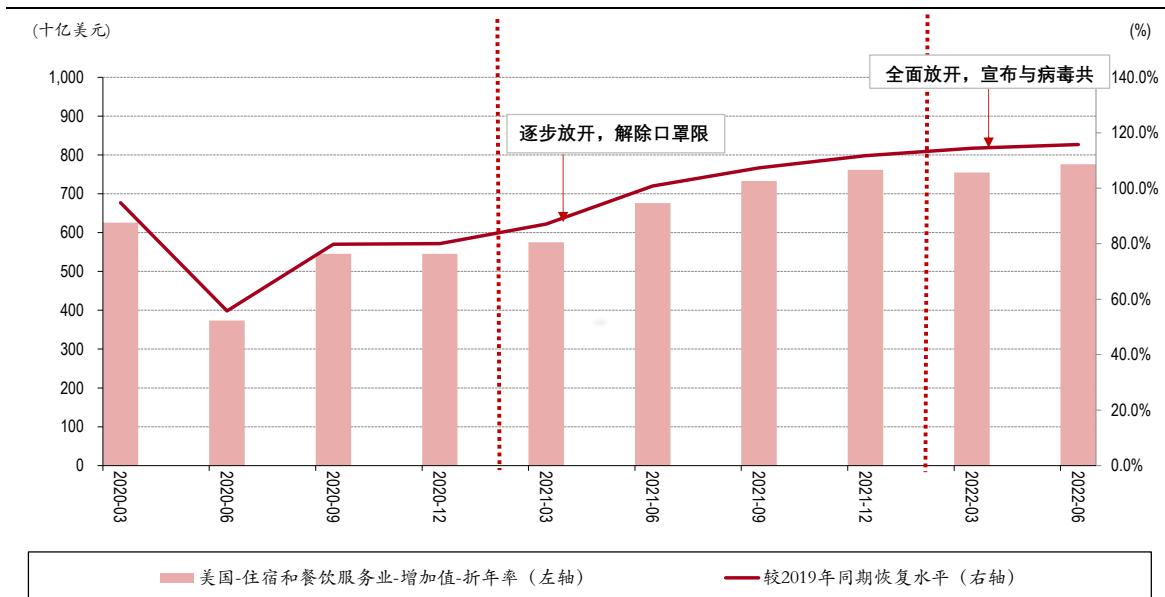
资料来源：万得，中银证券

注：洋河数据为扣非净利润

**疫后美国餐饮业复苏较快，3个月内恢复至19年同期水平。**从行业增加值的角度来看：在2021年3月宣布将逐步放开并取消了各项强制防疫措施后，以餐饮行业为代表的美国第三产业得到了快速的复苏。到2021年6月份时，美国住宿和餐饮服务业增加值已经小幅超越了2019年同期的水平（同比+0.8%），并在接下来的时间里不断攀升。2022年3月，随着美国宣布全面放开、与病毒共存，美国住宿与餐饮服务业的增加值再次得到提升，大幅超越了此前2019年同期的水平。截止2022年6月份，美国住宿和餐饮服务业增加值的折年率达到7760.9亿美元，较2019年同期提升了+15.7%，大约相当于+5.0%的三年复合增长率。

**过去半年，日本餐饮业复苏相对乏力。**在日本的两轮疫情管控放松过程中，以2015年表现为基准的日本饮食场所活动指数并未如期复苏。截止2022年9月（全面放开半年后），该指数表现仅为76.4，虽然相比于疫情最低点（2020年4月）时的41.7提升显著，但仍低于2019年同期该指数的表现（101.8）。我们认为，日本饮食场所活动指数迟迟未恢复至疫情前水平的原因或许有以下几点：1) 受制于人口结构，日本饮食场所活动指数呈现长期下降趋势（2008年时该指数在110左右）；2) 相较于美国，日本的文化更加保守，导致更多的消费者在疫情管控放开后，出于自我保护的原因减少了在外的饮食消费，需要更长的时间来恢复。

图表 18. 疫情后美国住宿与餐饮服务业恢复情况



资料来源：美国经济分析局，中银证券整理

图表 19. 疫情后日本餐饮业恢复情况



资料来源：日本经济产业省，中银证券整理

白酒 2023 年需求将逐步复苏，不会一蹴而就，看好山西汾酒、今世缘、贵州茅台、五粮液。（1）随着疫情第一轮冲击高峰期过去，2023 年白酒消费场景将陆续恢复，复苏速度可能介于美国和日本之间，23 年下半年有望恢复正常。宴席和商务需求有较强的刚性，疫情高峰期之后的几个月需求有望回补，存在较高的弹性。次高端和高档酒销量占行业的比重较低，上市公司大部分利润来源于这个价格带产品，核心消费群体的消费能力受疫情的冲击相对较小，消费场景恢复之后需求将率先复苏。（2）一线酒现阶段相对看好贵州茅台，渠道利润撑起了业绩安全垫，抗风险能力强。次高端虽然短期受疫情冲击较大，预计随着疫情影响的减弱，消费场景恢复，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，重点推荐山西汾酒。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，推荐今世缘。

## 啤酒：疫情影响弱化后业绩增长确定性有望提升

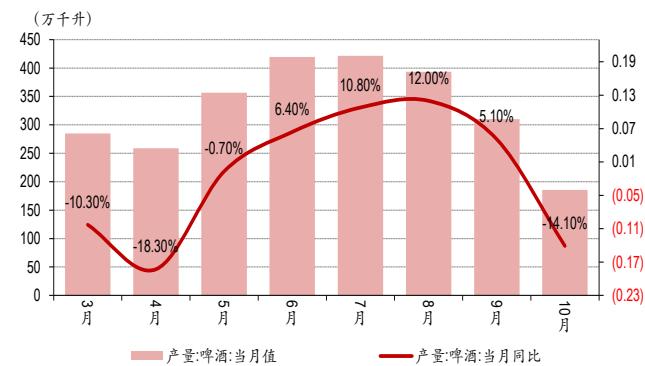
疫情反复造成需求波动，整体销量与去年同期接近。2022年1-10月，中国啤酒累积产量3130.3万千升，同比+0.6%，基本与去年同期持平。分时段来看，啤酒需求受疫情的影响较大。1H22受到上海疫情影响，啤酒产量同比下降2.0%，随后在高温天气、疫情好转等因素的共同作用下，3Q22啤酒需求快速复苏，单季产量同比+10.5%，累计产量同比转正(+1.4%)。10月份由于疫情再度扩散，啤酒需求再次回落，单月产量同比-14.1%。

图表 20. 啤酒产量及同比增速 (2010-2022.10)



资料来源：国家统计局，中银证券

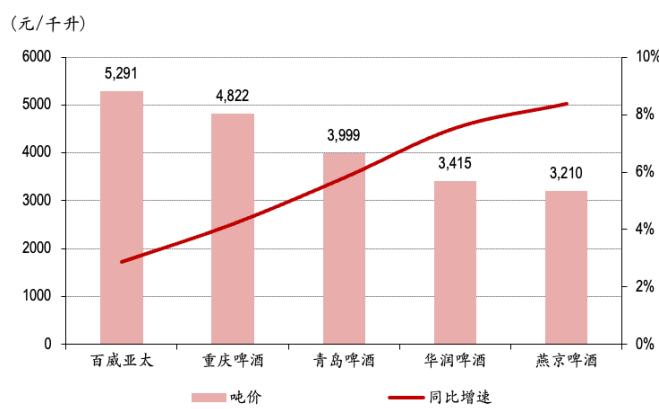
图表 21. 2022 年啤酒月产量及同比增速 (3-10 月)



资料来源：国家统计局，中银证券

**结构性升级趋势延续，吨酒价格稳步上涨。**价格上，啤酒行业的结构性升级趋势延续。四家披露1-3Q22销量数据的主要啤酒公司吨价平均增速为+4.7%，1H22五家主要啤酒公司吨价的平均增速为+5.9%，受宏观经济下行的影响较小。主要公司中，吨价更低的华润啤酒，燕京啤酒，青岛啤酒的上涨幅度高于吨价更高的百威啤酒，重庆啤酒。

图表 22. 2022 年主要啤酒公司吨价及增速

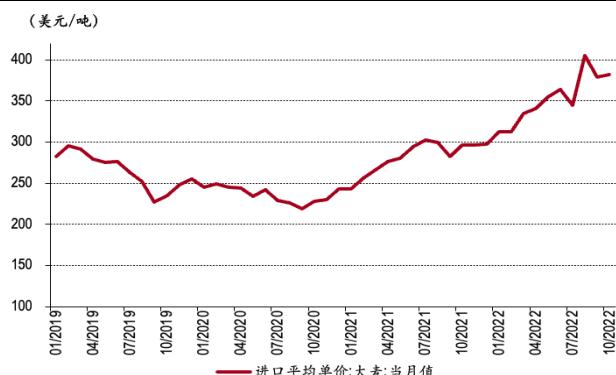


资料来源：万得，中银证券

注：华润啤酒、燕京啤酒为1H22数据，其他公司为1-3Q22数据

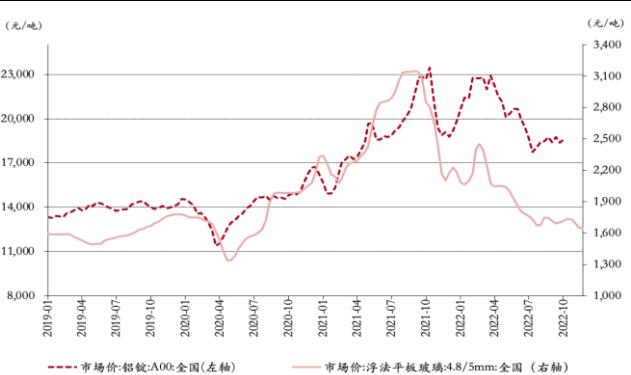
**成本端：包材成本冲高回落，大麦价格持续上行。**在啤酒的原材料中，大麦价格受到俄乌冲突等外部因素的影响，2022年价格呈持续上升趋势；铝锭、玻璃等包材的价格则在进入2Q22后冲高回落。截止2022年11月末，铝锭、玻璃价格已同比转负。从全年的角度来看：2022年1-10月份间大麦月均价格同比+25.4%，1-11月份间铝锭月均价格同比-26.5%，玻璃月均价格同比+6.2%；在大麦成本的上行与包材成本的下行对冲后，我们预计2022年全年啤酒的原材料成本呈上升趋势。此外，由于进入4Q22后大麦价格持续上涨的势头得到了缓解，包材成本亦延续下降趋势，我们预计在啤酒的原材料采购周期下，成本压力的缓解有望体现在啤酒公司4Q22、1Q23的财报中。

图表 23. 大麦价格



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 铝锭、浮法玻璃价格



资料来源：万得，中银证券

**华润啤酒：着眼未来收购金沙酒业。**华润啤酒于2022年10月份宣布全资子公司华润酒业将以123亿人民币完成对金沙酒业的增资及收购，交易完成后华润啤酒将持有金沙酒业55.19%的股权，并完成财务并表。我们认为：华润啤酒对金沙酒业的收购打响了啤酒企业多品类发展的第一枪，主要着眼于长远发展的需要。未来华润啤酒有望利用现有的渠道优势与丰富的快销品管理经验赋能金沙酒业，与金沙酒业在白酒业务上的积累形成协同效应，并通过白酒业务进一步打开自身业绩的长期增长空间。

**青岛啤酒：基地市场内竞争优势显著，3Q22 表现亮眼。**3Q22 单季青岛啤酒实现营业收入98.4亿元，同比+16.0%，实现归母净利润14.2亿元，同比+18.4%，收入、利润增速在五家公布3Q22财报的主要啤酒公司中均位列第一。拆分为量价上，青岛啤酒3Q22单季实现销量255.9万千升，同比+10.6%，吨价3844.2元，同比+4.9%。销量增速在披露销量的四家主要啤酒公司中同样位居第一。我们认为：从3Q22的表现来看，在基地市场内成本、渠道、品牌三位一体的竞争优势与因地制宜的发展策略正在帮助青岛啤酒不断的获得更多的竞争优势，未来青岛啤酒的增长具有较强的确定性。

**燕京啤酒：大单品 U8 放量，关注管理改革新动态。**1-3Q22 燕京啤酒营收同比+9.0%，归母净利润同比+19.4%，毛利率同比+0.64pct，主要系大单品燕京U8放量所致。此外，燕京啤酒于2022年5-7月份出现了较大规模的管理层变更，拥有丰富国企改革经验的耿超接任董事长，谢广军升任总经理，多个副总经理职位发生了人事变更。新一届管理层整体呈现年轻化的趋势。我们认为：燕京啤酒在产能利用率显著低于其他啤酒企业、人员构成臃肿、子公司亏损严重的现状下，随着新任董事长的任命，关厂提效的进程将会加速，管理机制上更进一步的改革措施也有望被推出。叠加U8大单品的放量，燕京啤酒未来一年的盈利有望得到较大幅度的改善。

**展望 2023 年的啤酒行业，我们预计：**1) 在价格修复逻辑下，啤酒行业的结构性升级趋势将得到延续；2) 随着防疫政策逐步明朗，即饮渠道的啤酒消费有望得到全面的恢复，啤酒销量有望呈现增长态势，并且啤酒销量的波动幅度(2022年受疫情影响较大)将会得到降低；3) 在啤酒的原材料采购周期下，啤酒企业1Q23的原材料成本压力将会较小；并且随着大麦价格的回落，啤酒企业的盈利水平有望得到进一步的提升。长期来看，我们认为：1) 受人口总量、人口结构的限制，未来我国啤酒销量增长的难度较大。但在价格修复、消费升级两重逻辑下，啤酒行业的结构性升级仍有广阔的空间。2) 在结构升级、吨价提升的驱动下，未来啤酒企业的营收、盈利水平有望得到持续的提升。3) 从竞争的角度来看，我们认为目前啤酒市场的竞争已从单一维度、单一层次、单一市场的竞争发展至多维度、多层次、多市场的竞争，在产品组合、销售渠道、品牌宣传、运营效率等不同维度上拥有综合优势的企业将更有希望在啤酒高端化的角逐中胜出。建议关注华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒。

## 食品：短期看消费场景正常化，长期看消费升级

### 速冻食品：餐饮复苏将带来需求增量，关注细分赛道的龙头表现

**餐饮有望回温，速冻高景气延续。**(1) 上半年餐饮端受疫情影响较大，三季度虽环比有所改善，但10-11月广东、重庆等地的疫情对当地餐饮仍产生一定影响。随着疫情防控政策的优化，火锅店、麻辣烫等餐饮场景来年有望不断恢复，推动B端产品不断放量。(2) 预制菜肴、面米制品等家庭端产品有望保持一定的消费惯性。且随着需求端的多元化，企业加快新品类的研发及培育，未来随着产品矩阵的不断完善以及营销渠道的完善构建，C端产品随着渗透率的提升有望不断扩容。(3) 展望来年，速冻板块营收有望继续维持高景气增长。

**费投优化，盈利改善未来可期。**(1) 从成本端来看，上半年速冻企业受大宗商品价格上涨毛利率持续承压，三季度以来部分原材料价格比如油脂、糖料价格高位回落，鱼糜价格稳中有降，成本压力趋缓。但目前需要关注的是，面粉价格同比仍处高位，猪肉价格有所抬头。(2) 从企业自身来看，新品推广以及存量产品的结构性优化是主要任务，费投优化仍是未来的主线。(3) 综合来看，如果来年原料成本延续缓和态势，企业继续精准控制费用投放，速冻板块盈利端有望继续改善。

**推荐安井食品、广州酒家，建议关注千味央厨。**(1) 安井食品速冻主业快速增长，火锅料龙头地位不断巩固。预制菜“三路并进”策略清晰，盈利弹性不断释放。新柳伍并表增厚利润，且上游鱼糜供应得到巩固，全方位竞争优势持续凸显。(2) 广州酒家在行业低迷期凸显华南月饼龙头韧性，餐饮业务的省外布局紧密有序，持续赋能速冻等食品业务的异地开拓。(3) 千味央厨定位B端差异化发展。若来年餐饮需求回升，业绩弹性空间较大。

图表 25. 2018-2022 年速冻板块营收及同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 2018-2022 年速冻板块归母净利润及同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 棕榈油价格高位回落



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 白砂糖价格高位回落



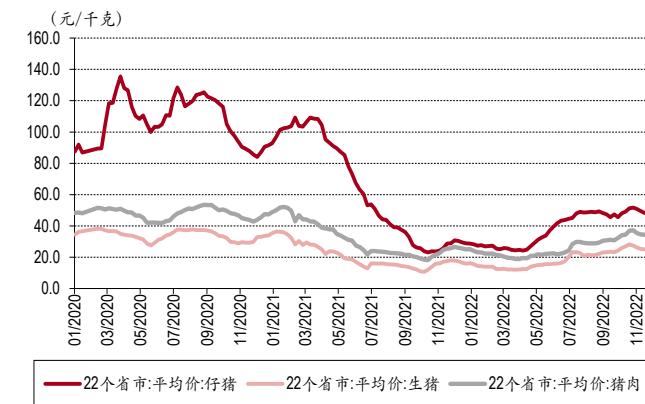
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 面粉价格同比处于高位



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 猪肉价格走有所抬头

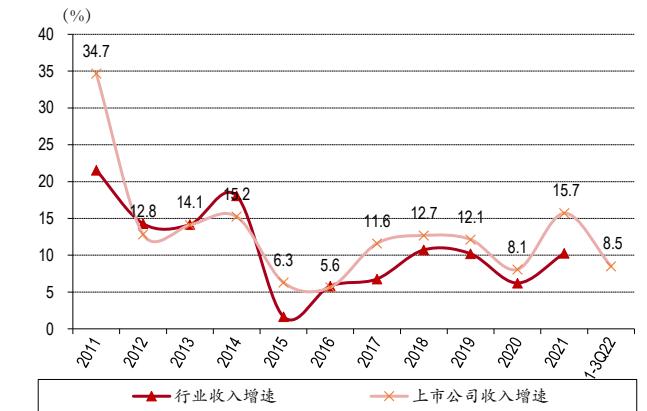


资料来源：万得，中银证券

### 乳制品：2023年有望复苏，重点关注低温白奶

2023年乳制品板块有望复苏，长期来看行业规模仍有较大增长空间。2022年前三季度上市公司营业收入/归母净利润同比+8.5%/-3.3%，其中3Q22上市公司营业收入/归母净利润同比+5.3%/-28.7%。3Q22疫情原因液态奶消费疲软，送礼场景缺失，高端白奶增长放缓。基础白奶消费维持较强刚性。展望2023年，随着疫情好转，消费场景回归，我们看好低温白奶的较快增长，同时看好高端白奶的消费复苏。长期来看，随着消费习惯的培育，乳制品行业规模仍有较大增长空间。

图表 31. 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，剔除部分业绩波动较大的公司，行业数据为统计局规模以上乳企披露数据

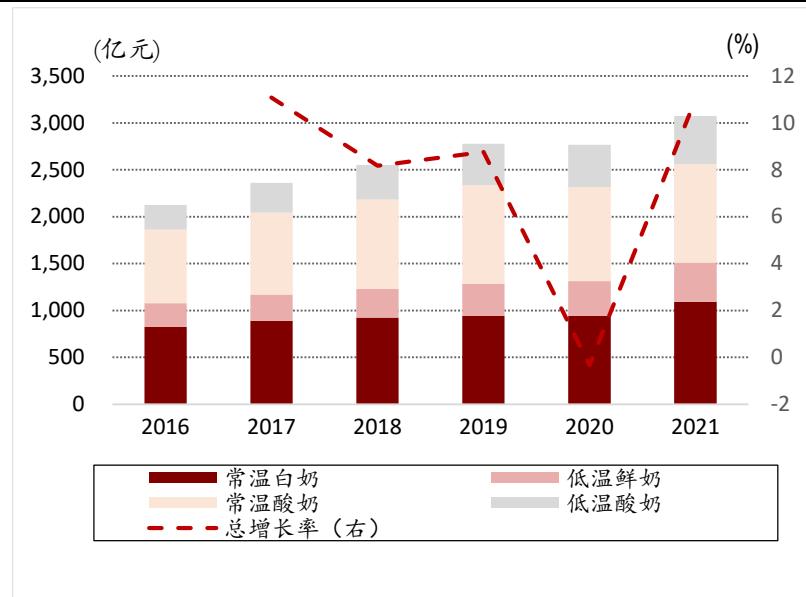
图表 32. 乳品行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

注：利润指利润总额；上市公司指A股上市公司，剔除部分业绩波动较大的公司，行业数据为统计局规模以上乳企披露数据

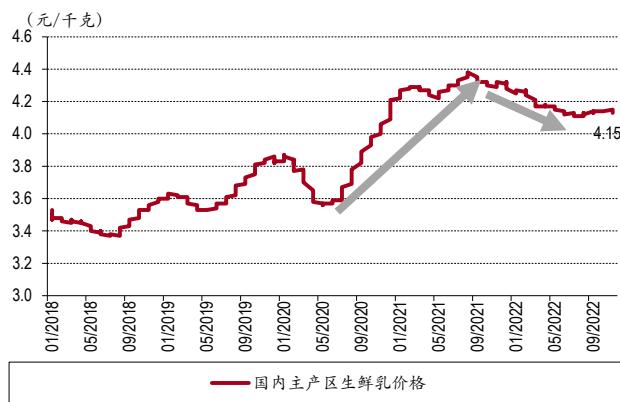
图表 33. 主要液态奶细分品类市场规模和增长率



资料来源：中商情报网，中银证券

今年以来在成本压力下，乳企加大费用管控力度。（1）2022年以来原奶价格小幅下滑，1Q/2Q/3Q 原奶平均价格同比变化分别为-0.9%/-2.5%/+5.0%，原奶压力较小。然而受到海外经济影响，进口原料奶粉、油脂、物流运输等价格同比大幅上涨，上市乳企依旧面临较大成本压力。（2）在成本压力下，乳企竞争格局放缓，企业通过减少费用投放缓解成本压力。

图表 34. 主产区生鲜乳平均价



资料来源：万得，中银证券

图表 35. 18年以来高强瓦楞纸市场价



资料来源：万得，中银证券

新乳业聚焦低温产品，不断推出新品升级产品结构，继续推进全国布局，长期增长潜力大。（1）新乳业1-3Q22营业收入/归母净利润分别同比+12.5%/+21.2%，其中3Q22营业收入/归母净利润分别同比+15.7%/10.2%，实现逆势增长，业绩领先行业，展望四季度，公司业绩有望维持较快增速。（2）我国低温鲜奶行业发展迅速，2016-2021年以10%复合年增长率高景气发展。新乳业主打低温奶，1-3Q22低温鲜奶收入同比增近20%。公司在低温奶领域的深耕，有望为公司带来长足的发展潜力。（3）新乳业不断推出新品，优化产品结构，包括气泡酸奶、冰淇淋酸奶等，新品占比进一步扩大，业绩贡献量也持续上升，将进一步增强公司的竞争优势，稳固新乳业在低温乳品领域的领先地位。

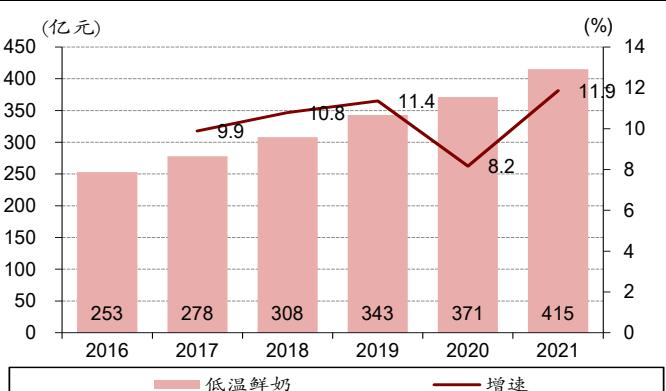


图表 36. 主产区生鲜乳平均价



资料来源：万得，中银证券

图表 37. 低温鲜奶市场规模



资料来源：中商情报网，中银证券

## 调味品：需求有待复苏，行业拐点向上

**餐饮有望回暖，需求有待复苏。** (1) 上半年由于低基数+厂商出货意愿强，调味品板块业绩增速较快。但在餐饮受损、需求疲软的背景下，渠道库存消化放缓，企业三季度的主要任务是去库存，所以板块增速环比有所放缓。10-11月疫情对调味品主要消费市场（如华南）冲击仍较大，整体全年需求难言改善。 (2) 展望来年，随着消费场景陆续恢复，餐饮经营改善，B 端产品有望实现库存去化，企业经营或迎来向上拐点。此外，龙头企业的舆论事件逐渐淡化，消费者对零添加的关注有望推动产品健康化、高端化的进程。

**成本压力有所减轻，企业精细化费用管理，盈利能力有望改善。** (1) 上半年包材、大豆、油脂价格冲顶，调味品企业在成本端承压较大。6月以来主要原料价格开始回落，企业成本端压力有所放缓，由于酿造周期有望在来年报表端兑现。 (2) 外部环境不利的背景下，企业加强费用管控，持续精细化管理，但仍难以抵抗成本端压力，盈利能力有所下滑。 (3) 展望来年，根据农业农村部的《2022年11月中国农产品供需形势分析》，国产大豆供应充足，北美大豆收获进展顺利，南美大豆增产预期较强，全球大豆供应在宽松的背景下价格有望下行。此外，包材如玻璃瓶、PET 价格有所回落。在成本压力逐步缓解的基础上，调味品板块的盈利能力有望改善。

**看好龙头海天，建议关注中炬高新。** (1) 需求疲软+成本压力，调味品行业出清趋势明显，集中度上升是必然趋势。海天虽受外部环境+舆论风波短期经营受到影响，但净利率在传统调味品行业一枝独秀，凭借全方位竞争优势建立起来的护城河仍然深厚。来年待餐饮需求复苏+成本压力减轻，利润弹性有望得到释放。中长期来看，我们继续看好海天的市场份额在未来有所提升。 (2) 建议关注中炬高新，美味鲜持续推进营销体制改革。如果未来股权问题得到解决，调味品主业将更加聚焦，业绩弹性空间较大。

图表 38. 2018-2022 年调味品板块营收及同比增速



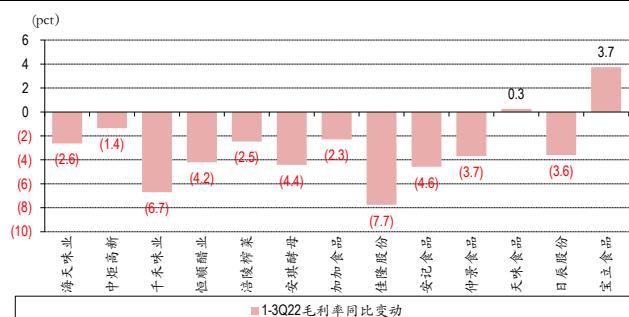
资料来源：万得，中银证券

图表 39. 2018-2022 年调味品板块归母净利润及同比增速



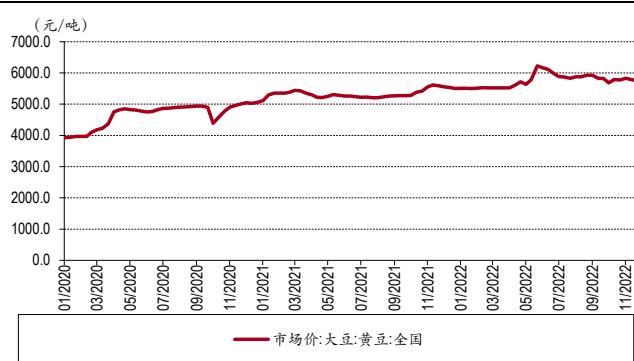
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 1-3Q22 调味品企业毛利率同比均有所下降



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 大豆价格同比仍在高位，但有下行趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 1-3Q22 调味品企业销售费用率同比有所下降



资料来源：万得，中银证券

图表 43. 包材价格逐步回落



资料来源：万得，中银证券

## 投资策略：行业持续复苏，白酒仍是主赛道，把握两阶段机会

2023年食品饮料将持续复苏，第一阶段消费场景恢复，第二阶段消费能力恢复。（1）第一阶段，随着各地度过疫情高峰期，消费场景受疫情制约较为严重的行业，将迎来第一波需求反弹，包括白酒、休闲卤制品等。（2）第二阶段，随着经济的复苏，居民收入改善，消费能力恢复，各类食品股将重拾结构升级的逻辑。

图表 44. 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	调味发酵品	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	19.7
现值	11.6	34.4	33.9	47.0	87.1	47.8	23.5	48.4	26.1

资料来源：万得，中银证券 更新时间：2022.12.15

**白酒，2023年仍是食品饮料行业的主赛道，择机布局优质品种。**白酒2023年需求将逐步复苏，不会一蹴而就。随着疫情第一轮冲击高峰期过去，2023年白酒消费场景将陆续恢复，复苏速度可能介于美国和日本之间，23年下半年有望恢复正常。宴席和商务需求有较强的刚性，疫情高峰期之后的几个月需求有望回补，存在较高的弹性。次高端和高档酒销量占行业的比重较低，上市公司大部分利润来源于这个价格带产品，核心消费群体的消费能力受疫情的冲击相对较小，消费场景恢复之后需求将率先复苏。看好山西汾酒、今世缘、贵州茅台、五粮液。

**大众品，短期关注消费场景正常化的机会，长期把握轮番出现的结构性机会。**（1）大众品短期升级乏力，主要关注消费场景正常化的机会。长期来看，存量竞争时代，消费升级趋势不变，把握轮番出现的结构性机会。成本端有助于盈利能力改善，但不一定能产生很高的弹性，须伴随需求端的改善，密切关注各个品种终端需求的变化。（2）啤酒，2022年结构性升级趋势延续，吨酒价格稳步上涨，疫情影响减弱之后，需求有望恢复。随着人口结构的变化，升级趋势将进一步得到强化。（3）乳业，格局改善，2023年高端牛奶礼赠需求有望复苏，长期来看行业规模仍有较大增长空间，重点关注低温白奶。（4）餐饮产业链，调味品随着餐饮经营改善，B端产品有望恢复，速冻食品中预制菜成为新的增长点，以安井为代表的龙头抗压能力强，同时关注细分赛道广式速冻的成长机会。（5）休闲卤制品，疫情导致消费场景缺失，行业加速洗牌，龙头市占率进一步提升。能逆势扩张的龙头企业将充分享受行业复苏之后的业绩弹性。（6）我们看好绝味食品、安井食品、新乳业。

附录图表 45. 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	2013E	2021A	2022E	2023E	
600519	贵州茅台	买入	22,448	1787.0	41.76	49.61	58.04	42.8	36.0	30.8	152.9
000858	五粮液	买入	7,063	182.0	6.02	6.97	8.15	30.2	26.1	22.3	26.4
000568	泸州老窖	买入	3,229	219.4	5.40	6.84	8.55	40.6	32.1	25.7	19.7
600809	山西汾酒	买入	3,466	284.1	4.36	6.08	8.18	65.2	46.8	34.7	14.8
002304	洋河股份	买入	2,524	167.5	4.98	6.36	7.79	33.6	26.3	21.5	29.8
603589	口子窖	买入	375	62.4	2.88	3.17	3.73	21.7	19.7	16.7	13.5
600779	水井坊	买入	378	77.3	1.69	1.50	3.64	45.7	51.6	21.2	5.3
603369	今世缘	买入	618	49.3	1.16	1.25	2.44	42.4	39.5	20.2	8.1
603919	金徽酒	买入	134	26.3	0.64	0.67	0.94	41.1	39.5	28.1	6.1
600600	青岛啤酒	买入	1,184	106.5	2.31	1.94	2.26	46.0	54.8	47.2	18.0
002461	珠江啤酒	增持	180	8.1	0.28	-0.15	-0.12	29.4	-54.8	-66.7	4.2
000729	燕京啤酒	未有评级	302	10.7	0.12	0.17	0.23	90.0	62.2	45.9	4.9
002946	新乳业	增持	115	13.3	0.36	-0.29	-0.14	37.0	-46.7	-92.7	2.9
600887	伊利股份	买入	2,007	31.4	1.36	1.56	1.89	23.1	20.0	16.6	7.3
603517	绝味食品	买入	346	56.9	1.61	0.69	1.86	35.3	81.9	30.6	9.1
600872	中炬高新	买入	309	39.4	0.94	0.03	0.22	41.7	1280.3	175.4	5.0
603288	海天味业	增持	3,713	80.1	1.44	1.57	1.87	55.7	51.0	42.8	5.1
002557	洽洽食品	买入	262	51.7	1.83	2.15	2.49	28.2	24.0	20.8	9.0
000895	双汇发展	增持	881	25.4	1.40	1.67	1.79	18.1	15.2	14.2	6.1
002702	海欣食品	买入	32	6.7	-0.07	0.15	0.23	-92.8	43.8	29.3	1.7
603043	广州酒家	买入	143	25.3	-0.28	-0.12	0.04	-90.8	-219.6	657.8	5.0
002847	盐津铺子	买入	134	104.4	2.37	3.31	4.25	44.1	31.5	24.6	7.3

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止 2022 年 12 月 15 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 风险提示

- 需求复苏不及预期
- 若渠道库存超预期，可能影响未来的业绩判断。
- 原材料价格波动，成本下降不及预期。
- 食品安全事件
- 消费税改革等行业政策带来的不确定性。

## 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，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