消费逐渐恢复，集中度提升与消费行为改变为主线

—2020 年二季度投资策略报告（20200630）

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ 核心观点

外资持续流入，主要加仓对象涨幅明显。食品饮料行业在 2-3 月份外资影响下有了较大的调整，但近期海外市场企稳并回升，食品饮料行业开始了近期的一轮行情，并且从具体公司来看食品饮料行业公司的外资持仓增减持明显，被海外资金增持的平均涨幅达到 39.23%，减持的平均涨幅为 26.56%。

疫情后消费者行为习惯改变明显。我们需要考虑到新冠病毒有可能会长期存在于人类社会中，这将有可能会导致永久性的改变消费行为习惯，进而带来消费行业新的长期性的结构性改变，根据埃森哲、UBS Evidence Lab、艾媒数据显示，我们认为疫情后消费者的消费行为习惯有望向三个方向长期性改变，1、消费者更加理性，整体需求以健康为主；2、对国货印象提升明显；3、线上支出/更加方便的购物持续增加。基于此结合消费行为习惯的改变去探讨未来行业变化，将更能把握主线。

投资策略：在 2020 年二季度的策略思考中，我们通过分析海外因素、疫情影响以及当前行业趋势，认为此前外资流出情况已进入阶段性企稳，并且部分持仓已经为近一年多以来的低点，行业趋势以及竞争格局并未发生改变，二季度食品饮料如期整体出现了较大的涨幅。站在当前时间点，以上三个关键因素中只有行业趋势尚未发生变化，海外金融市场近期表现一般，疫情也出现一定反复，同时由于当前食品饮料估值整体偏高，所以我们认为下半年行业的投资机会主要来自于：

1）行业集中度提升以及消费行为改变。卤制品、烘焙行业以及坚果炒货仍较为景气，卤制品以及烘焙行业头部企业的核心竞争力已经受到市场验证，坚果炒货将受益于消费行为改变以及行业集中度提升，未来仍将长期处于持续成长的赛道，建议关注绝味食品、煌上煌、桃李面包、良品铺子、洽洽食品、三只松鼠等。2）拐点已至的啤酒行业。啤酒行业先后经历市场扩容期、第一轮市场整合期、第二轮市场整合期，当前已步入量稳价升的高端机遇期，行业已至高端化拐点。从投资角度来看，当前高端啤酒仍处于持续扩容期，而头部厂商在高档啤酒领域具备品牌、渠道、产品等先发优势，仍将呈现马太效应下的强者恒强，建议关注：青岛啤酒。3）白酒以及乳制品受影响较大，但疫情后恢复较为确定。我们预计白酒和乳制品将逐渐恢复，尤其是拥有较强优势的龙头企业，建议关注竞争格局较为稳固的高端白酒以及乳制品，其业绩恢复的确定性强，建议关注茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份。4）此次疫情下全国性肉制品企业受影响较小，同时当前生猪养殖本就受非洲猪瘟影响，市场被严重分割，只有拥有全国销售渠道以及屠宰的双汇发展才拥有实力平衡市场，获取成本优势，并提升品牌形象以及市场占有率。建议关注双汇发展。

❖ **风险提示：**宏观经济及居民收入波动风险；重大食品安全事件的风险；原材料价格波动风险。

证券研究报告

所属部门	行业公司部/消费团队
行业评级	增持
报告时间	2020/06/30

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、板块回顾：消费大幅上涨，估值为近三年来最高值 6
二、外资持续流入，主要加仓对象涨幅明显 7
三、疫情后消费者行为习惯改变明显 10
四、消费逐渐恢复，集中度提升与消费行为改变为主线 11
4.1 白酒：以价为主，疫情后的恢复较为确定 11
4.1.1 疫情不改高端酒旺盛需求长趋势 13
4.2 啤酒：行业拐点已至，未来高端啤酒仍将快速扩容 14
4.2.1 迎合高端化机遇，高端酒占比有望提升至 20% 17
4.2.2 疫情冲击后供需同步抬升，头部品牌更为受益 19
4.3 乳制品：低温奶为消费趋势，需求逐渐回暖 21
4.3.1 顺应消费趋势，低温奶空间广阔 24
4.3.2 需求逐渐回暖 25
4.4 肉制品：疫情影响小，双汇发展表现优秀 26
4.3.1 肉制品行业受影响程度有限 26
4.3.2 以肉制品为主业的双汇发展几乎不受疫情影响 27
4.5 受益于消费者行为的改变，优秀企业成长性依旧 30
4.4.1 行业领导者能够解决行业痛点，卤制品与烘焙行业集中度将稳步提升 30
4.4.2 坚果炒货线上高增长，契合消费者行为改变 36
五、投资建议 38
风险提示 39

图表目录

图 1： 受疫情影响一季度 GDP 同比下降 6.8%.....6
图 2： 2020 年消费者信心波动下降明显.....6
图 3： 2020 年社会消费品零售总额为负增长，但处于持续复苏中.....6
图 4： 年初至今食品饮料指数绝对涨幅为 23.6%.....7
图 5： 年初至今食品饮料涨跌幅位居第三.....7
图 6： 食品饮料行业估值高于近 3 年平均值.....7
图 7： 食品饮料行业 PE（TTM）处于中上游.....7
图 8： 可选、日常以及医疗保健行业外资持股占比超过 5%.....8
图 9： 外资流出与流入明显影响食品饮料.....8
图 10： 外资主要加仓标的涨幅明显高于减仓标的.....9
图 11： 收入减少明显的群体占 31%.....10
图 12： 卫生以及日常消费类产品是主要支出.....10
图 13： 疫情明显影响消费观念、行为、偏好.....10
图 14： 国货印象大幅好转，迎来发展机遇.....10
图 15： 线上、理性消费为主要行为改变.....11
图 16： 贵州茅台一批价恢复明显.....12
图 17： 五粮液一批价恢复明显.....12
图 18： 啤酒行业进入高端机遇期.....14
图 19： 2018-2023 年啤酒行业消费量将呈现稳中有升.....15
图 20： 2018 年按消费量计的中国市场份额.....16
图 21： 中国 CR5 市场份额仍有提升空间.....16
图 22： 中国啤酒市场呈现出区域割据的现象.....16
图 23： 我国啤酒吨酒价提升空间大（元/吨）.....17
图 24： 未来 5 年高端及超高端啤酒占比有望提升至 20%.....18
图 25： 高端啤酒消费量仍将保持稳定增长.....18
图 26： 啤酒高端化将带动整体均价上移.....18
图 27： 预计中国家庭自饮占比将有所提升.....19
图 28： 主要啤酒厂商酿造天数一览.....19
图 29： 2019 年至今啤酒产量当月同比增速.....20
图 30： 2019Q1 啤酒产量占比约 22.8%.....20
图 31： 主要啤酒厂商分季度收入占比.....20
图 32： 乳类饮品零售市场规模从 2015 年起增速放缓.....21
图 33： 不同细分子行业处于不同增长阶段（单位：亿元）.....21
图 34： 巴氏奶销量及增速情况.....22
图 35： 酸奶销量及增速情况.....22
图 36： 常温奶销量及增速情况.....22
图 37： 2019 年乳制品销量增速放缓.....23
图 38： 2019 年乳制品行业收入增速为 12%.....23
图 39： 2019 年乳制品行业归母净利润增速为 15%.....23
图 40： 2019 年乳制品行业毛利率及净利率稳定.....23
图 41： 2019 年乳制品行业格局.....23
图 42： 伊利市场份额持续提升.....23

图 43：低温奶销量及增速 24
图 44：低温奶占液态奶消费量比 24
图 45：低温奶市场规模提升速度快 25
图 46：截止 2020 年 6 月生鲜乳价格已企稳 26
图 47：伊利和蒙牛销售费用率在成本上涨时期减少 26
图 48：疫情爆发后禽肉蛋市场需求增速略微下降 27
图 49：03Q2 肉制品行业收入高增 27
图 50：03Q2 肉制品行业净利润增速下降 27
图 51：疫情期间肉制品股价高增 27
图 52：非典期间双汇发展跑赢大盘 28
图 53：双汇发展涨跌幅在非典期间位列行业第二 29
图 54：如今双汇发展的产品结构、渠道网络拥有更强劲的风险对冲能力 29
图 55：近年来我国猪肉消费量增速下降 30
图 56：2018 年双汇发展渠道占比中，餐饮渠道低 30
图 57：2003 年肉制品行业格局较分散 30
图 58：2018 年双汇发展在高温肉领域中市占率高 30
图 59：休闲卤制品行业持续高速增长 31
图 60：品牌休闲卤制品增长更快 31
图 61：中国烘焙行业景气度较高 32
图 62：面包为烘焙行业高景气度细分子板块 32
图 63：休闲卤制品 CR3 仅为 14% 32
图 64：收入贡献主要来自华中、华东、华南 32
图 65：桃李在面包行业市占率为 10.5% 33
图 66：桃李在短保面包子板块市占率高达 36.9% 33
图 67：绝味的销售费用中运输费用占比高 33
图 68：桃李面包销售费用中运输费用占大部分 33
图 69：绝味主要原材料采购价格（元/公斤） 35
图 70：绝味主要原材料采购价格低于周黑鸭 35
图 71：绝味在全国搭建了 28 个生产基地 35
图 72：煌上煌、周黑鸭打造大基地生产体系 35
图 73：绝味食品门店处于快速扩张期 35
图 74：煌上煌门店扩张速度加快 35
图 75：中国坚果炒货行业景气度较高 36
图 76：坚果炒货行业 CR5 为 17.0% 36
图 77：商超渠道仍为主要市场，但电商渠道占比持续提升 37
图 78：阿里、京东平均获客成本逐步提升 37
图 79：坚果类企业纷纷开启多元化布局 37

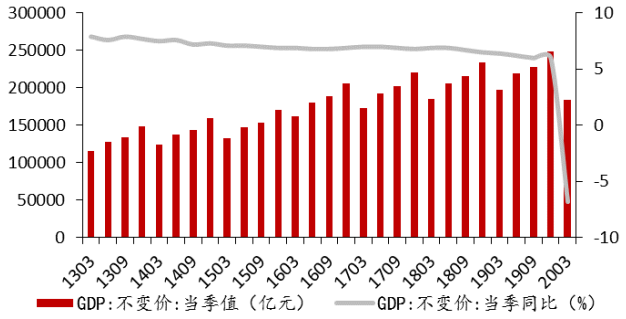
表格 1. 近期较多酒企提价 12
表格 2. 各酒企 2020 年预计业绩目标 13
表格 3. 主要啤酒厂商外延并购情况一览 15
表格 4. 五大啤酒企业基地市场一览 17

表格 5. 主要啤酒厂商疫情期间应对举措 20
表格 6. 2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览 24
表格 7. 2003Q1-2004Q2 肉制品上市公司营业收入及净利润增速情况一览 28
表格 8. 面包各细分产品属性对比 33
表格 9. 休闲卤制品加盟模式和直营模式对比分析 34
表格 10. 相关标的估值一览 38

一、板块回顾：消费大幅上涨，估值为近三年来最高值

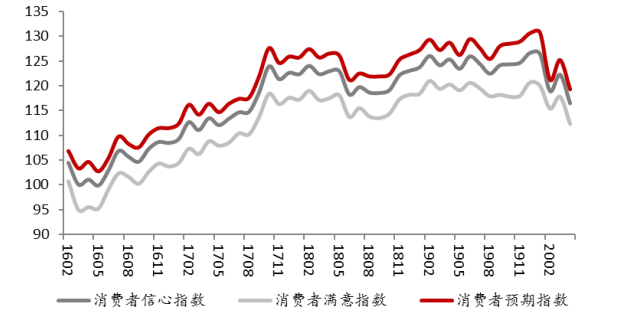
2020Q1 经济及消费整体受疫情影响，预计增速回落明显。据国家统计局发布的数据显示，截至 2020 年 Q1，GDP 同比下降 6.8%。消费者信心方面，2020 年 4 月消费者信心指数持续下降，尚未出现明显拐点。从累计社会消费品零售总额数据来看，2020 年 5 月累计社会消费品零售总额同比下降 13.5%，自 2 月以来逐渐复苏，较 4 月提升 2.7 个百分点。

图 1：受疫情影响一季度 GDP 同比下降 6.8%



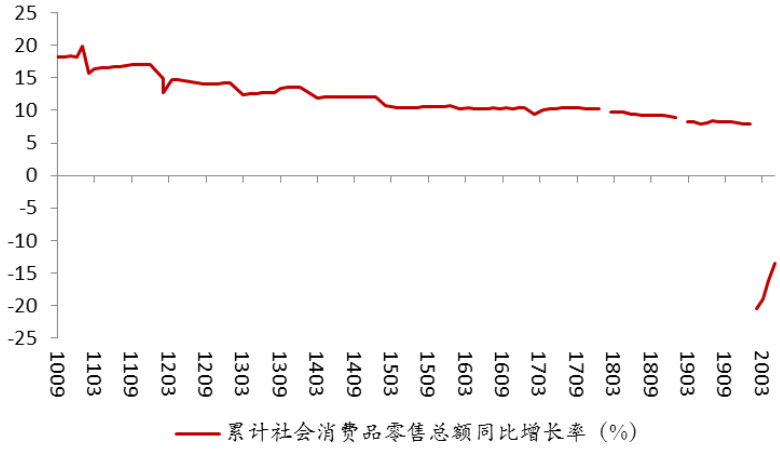
资料来源：wind，川财证券研究所

图 2：2020 年消费者信心波动下降明显



资料来源：wind，川财证券研究所

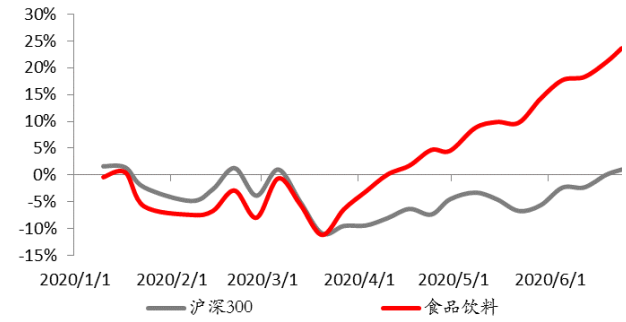
图 3：2020 年社会消费品零售总额为负增长，但处于持续复苏中



资料来源：wind，川财证券研究所

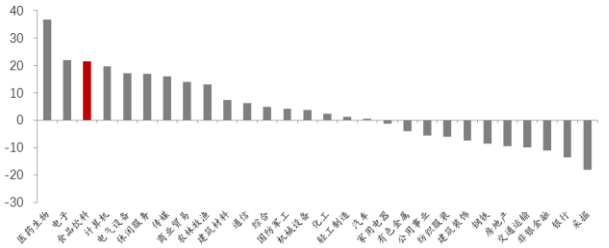
2020 年初至今食品饮料行业区间涨跌幅排名居前。年初至今食品饮料指数绝对涨幅为 23.6%，而同期沪深 300 指数绝对涨幅为 1.0%；横向比较来看，食品饮料行业区间涨跌幅在 28 个子行业中位居第三；从估值角度来看，当前食品饮料行业的 PE(TTM)估值为 41.7 倍，处于市场中上游位置，且已经是近 3 年来历史最高值。

图 4： 年初至今食品饮料指数绝对涨幅为 23.6%



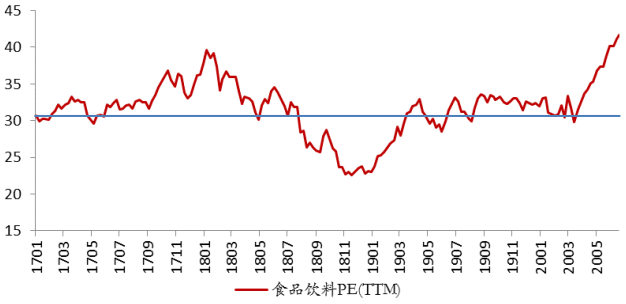
资料来源：wind，川财证券研究所，注：截至 2020 年 6 月 24 日

图 5： 年初至今食品饮料涨跌幅位居第三



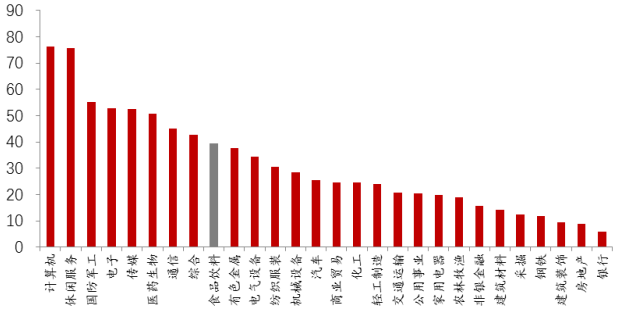
资料来源：wind，川财证券研究所，注：截至 2020 年 6 月 24 日

图 6： 食品饮料行业估值高于近 3 年平均值



资料来源：wind，川财证券研究所，注：截至 2020 年 6 月 24 日

图 7： 食品饮料行业 PE（TTM）处于中上游



资料来源：wind，川财证券研究所，注：截至 2020 年 6 月 24 日

二、外资持续流入，主要加仓对象涨幅明显

2-3 月份受全球疫情以及海外金融市场集体大跌影响，全球各类资产被大量抛售，A 股中的外资亦不断流出，此前受外资进入使得行业明显上涨的行业近期表现较为弱势，为衡量此影响，我们将近年来的北向资金情况进行分析。

从外资持股比重来看，从 2019 年以来占外资仓位只有可选消费、日常消费以及医疗保健三个行业比重达到 5%以上。全球市场大跌的影响下，可选消费、日常消费和金融行业成为则成为近期抛售的重点对象，而部分行业整体仓位并没有太大变化如电信服务、医疗保健、公用事业以及房地产，我们认为造成这种行为的主要原因是消费和金融类的持股市值大，流动性好，在急需资金的情况下是市场上优质的抛售对象，经过 2-3 月份的抛售，能源、可选消费、日常消费以及金融成为 2019 年以来外资持有市值的较低值，同时随着海外市场的阶段性企稳并回暖，行业在 4-6 月份开始企稳并进一步提升，截止到 6 月份日常消费中外资持股所占流通市值比重已经达到 6.16%。

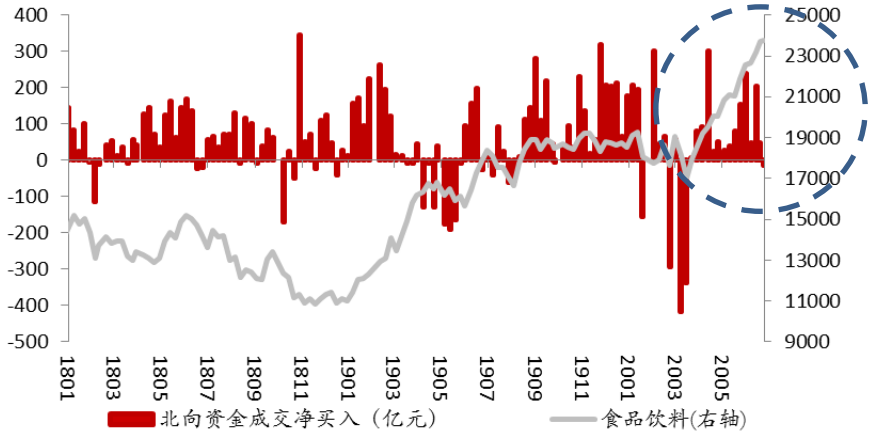
图 8：可选、日常以及医疗保健行业外资持股占比超过 5%

日期	能源(%)	材料(%)	工业(%)	可选消费(%)	日常消费(%)	医疗保健(%)	金融(%)	信息技术(%)	电信服务(%)	公用事业(%)	房地产(%)
2020/6/29	0.64	2.58	2.62	5.57	6.16	5.39	2.69	3.25	3.03	2.39	2.40
2020/5/29	0.60	2.40	2.48	5.47	6.12	5.36	2.69	2.96	3.00	2.24	2.31
2020/4/30	0.58	2.35	2.36	5.17	6.19	5.31	2.70	2.74	3.04	2.20	2.38
2020/3/31	0.57	2.24	2.25	5.05	5.79	5.01	2.75	2.67	3.01	2.25	2.23
2020/2/28	0.67	2.34	2.49	5.49	6.23	4.95	2.86	2.76	2.83	2.30	2.37
2020/1/23	0.68	2.37	2.40	5.73	6.10	4.84	2.87	2.81	3.19	2.26	2.32
2019/12/31	0.73	2.27	2.39	5.59	6.11	4.60	2.84	2.62	3.25	2.28	2.38
2019/11/29	0.67	2.12	2.29	5.38	5.96	4.53	2.72	2.49	2.84	2.25	2.16
2019/10/31	0.60	1.87	2.13	5.19	5.85	4.50	2.67	2.20	2.77	2.18	2.05
2019/9/30	0.60	1.77	2.12	4.92	5.92	4.17	2.71	2.24	2.50	2.20	1.94
2019/8/30	0.56	1.58	1.99	4.83	5.80	4.07	2.52	2.09	2.36	2.13	1.65
2019/7/31	0.58	1.51	1.97	4.79	5.60	3.82	2.53	2.03	2.11	2.04	1.58
2019/6/28	0.59	1.54	1.89	4.65	5.89	3.77	2.30	2.07	2.28	1.98	1.54
2019/5/31	0.57	1.39	1.74	4.46	5.55	3.47	2.17	1.92	2.04	1.96	1.46
2019/4/30	0.61	1.45	1.78	4.50	5.97	3.58	2.24	2.25	1.86	1.85	1.55
2019/3/29	0.60	1.38	1.66	4.07	6.05	3.21	2.14	2.15	1.97	2.08	1.49
2019/2/28	0.57	1.42	1.70	4.15	6.17	3.22	2.08	2.22	1.82	2.02	1.34
2019/1/31	0.56	1.38	1.64	4.18	6.03	3.06	2.04	2.18	1.88	2.14	1.35

资料来源：wind，川财证券研究所，红色越深数值越高，绿色越深数值越低

食品饮料行业在 2-3 月份外资影响下有了较大的调整，但近期海外市场企稳并回升，食品饮料行业开始了近期的一轮行情，并且从具体公司来看食品饮料行业公司的外资持仓增减持明显，被海外资金增持的平均涨幅达到 39.23%，减持的平均涨幅为 26.56%。

图 9：外资流出与流入明显影响食品饮料



资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：外资主要加仓标的涨幅明显高于减仓标的

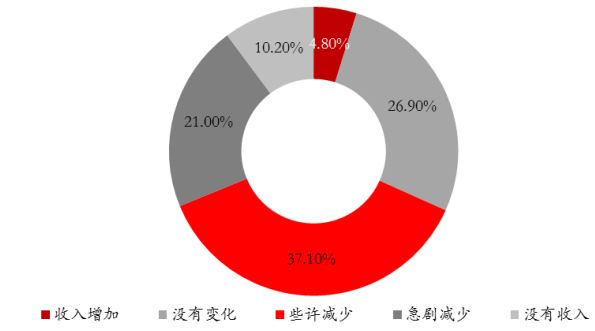
		2020-06	2020-04	2020-03	2020-02	2019-11	2019-05	2019-04	2018-08	2020年3月至6月持股变化	2020年2月至6月涨幅(%)
600872.SH	中炬高新	14.24	12.69	12.40	11.81	9.39	6.43	3.86	1.89	1.84	25.98
002557.SZ	洽洽食品	8.60	6.63	6.78	7.57	8.26	3.54	3.83	0.27	1.82	28.49
600597.SH	光明乳业	3.55	1.90	1.84	0.97	1.29	0.41	0.38	0.26	1.71	31.04
600197.SH	伊力特	3.30	1.81	1.77	1.42	1.26	1.97	0.61	1.96	1.54	52.77
000799.SZ	酒鬼酒	2.70	1.65	1.28	0.70	1.67	0.82	0.47	0.36	1.42	154.00
002481.SZ	双塔食品	3.00	1.37	1.73	1.46	0.28	#N/A	#N/A	0.00	1.27	66.55
600702.SH	舍得酒业	2.94	1.86	1.68	1.64	1.65	0.88	0.67	#N/A	1.26	63.83
002626.SZ	金达威	3.16	2.07	1.97	1.55	1.61	0.82	0.85	0.81	1.19	22.99
600887.SH	伊利股份	11.91	11.15	11.14	12.49	11.98	12.97	14.60	13.27	0.77	9.27
603288.SH	海天味业	6.38	5.94	5.61	5.93	5.85	5.61	5.53	5.57	0.76	32.58
603317.SH	天味食品	1.06	0.31	0.31	0.14	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	0.76	65.42
002507.SZ	涪陵榨菜	6.82	6.14	6.16	8.16	7.58	9.07	9.16	4.63	0.66	17.84
300146.SZ	汤臣倍健	3.51	2.80	2.88	2.31	1.36	1.72	1.42	0.86	0.63	21.11
600809.SH	山西汾酒	3.84	3.31	3.29	3.41	2.76	2.33	1.43	1.24	0.55	64.37
603866.SH	桃李面包	1.59	1.15	1.06	0.88	1.79	2.05	1.72	1.53	0.52	6.93
600519.SH	贵州茅台	8.45	8.06	8.02	8.46	7.86	9.51	10.85	8.94	0.43	38.08
002216.SZ	三全食品	1.43	1.13	1.05	0.42	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	0.38	24.27
000596.SZ	古井贡酒	1.63	1.31	1.33	1.50	2.06	1.17	0.49	0.33	0.30	32.92
002726.SZ	龙大肉食	0.62	0.36	0.34	0.08	0.05	#N/A	#N/A	#N/A	0.28	29.88
603517.SH	绝味食品	1.73	1.71	1.47	1.55	2.08	0.18	0.17	0.14	0.25	42.34
002695.SZ	煌上煌	0.77	0.52	0.54	0.16	#N/A	0.60	0.55	0.01	0.23	21.67
600298.SH	安琪酵母	15.17	14.86	14.95	13.90	15.56	10.98	10.57	11.21	0.22	47.55
600559.SH	老白干酒	0.67	0.55	0.45	0.37	0.40	0.77	0.84	0.42	0.22	41.53
002461.SZ	珠江啤酒	0.69	0.51	0.49	0.73	0.63	0.07	0.12	0.09	0.21	41.53
002946.SZ	新乳业	0.36	0.10	0.15	0.18	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	0.20	43.28
000858.SZ	五粮液	8.53	8.46	8.39	9.05	8.58	7.16	9.89	7.59	0.14	49.92
000869.SZ	张裕A	1.14	1.12	1.05	0.32	0.35	0.32	0.22	0.26	0.09	41.45
300783.SZ	三只松鼠	0.16	0.12	0.12	0.12	0.12	#N/A	#N/A	#N/A	0.04	6.78
000895.SZ	双汇发展	2.56	2.73	2.55	2.44	2.25	2.41	2.49	4.23	0.01	24.39
600305.SH	恒顺醋业	1.95	1.99	1.94	1.58	1.17	1.54	1.82	0.52	0.01	28.07
603711.SH	香飘飘	0.44	0.53	0.52	0.10	0.75	0.23	0.37	0.04	-0.08	7.49
002304.SZ	洋河股份	7.26	7.43	7.34	9.89	7.90	7.92	8.49	7.74	-0.08	29.43
600073.SH	上海梅林	0.67	0.79	0.77	0.44	0.31	0.96	0.68	0.14	-0.10	4.71
002568.SZ	百润股份	3.72	4.12	3.84	4.39	3.69	0.92	0.64	0.07	-0.12	30.13
603696.SH	安记食品	0.24	0.50	0.50	0.50	0.50	0.80	1.12	#N/A	-0.25	40.52
000568.SZ	泸州老窖	1.97	2.22	2.27	2.17	2.85	1.96	3.65	2.16	-0.30	26.38
300741.SZ	华宝股份	0.37	0.53	0.71	0.79	0.35	0.02	0.06	0.03	-0.33	25.09
002910.SZ	庄园牧场	0.19	0.15	0.61	1.58	0.07	0.19	0.14	0.00	-0.42	-12.10
603198.SH	迎驾贡酒	1.02	1.54	1.48	1.38	0.94	0.48	0.61	0.10	-0.46	37.77
000860.SZ	顺鑫农业	6.00	6.71	6.52	7.24	3.21	3.36	3.63	2.14	-0.51	-9.52
600600.SH	青岛啤酒	1.69	2.26	2.26	2.28	2.76	1.66	1.31	0.71	-0.57	57.24
603369.SH	今世缘	3.88	4.52	4.50	4.42	2.93	0.98	0.39	0.48	-0.61	40.84
000729.SZ	燕京啤酒	0.90	1.55	1.54	1.74	1.71	0.77	1.11	1.83	-0.64	12.85
000848.SZ	承德露露	3.75	4.77	5.05	4.20	3.84	5.43	5.45	4.06	-1.30	14.45
603027.SH	千禾味业	3.73	5.53	5.54	5.48	3.27	0.61	0.86	#N/A	-1.81	75.37
603589.SH	口子窖	4.03	6.01	6.07	5.36	5.05	3.30	2.02	2.09	-2.04	22.09
600132.SH	重庆啤酒	9.19	12.44	12.39	11.17	10.82	11.70	11.70	12.68	-3.20	48.79

资料来源：wind，川财证券研究所，红色越深数值越高，绿色越深数值越低，考虑到3月份为食品饮料低点，我们以三月份为分析基点

三、疫情后消费者行为习惯改变明显

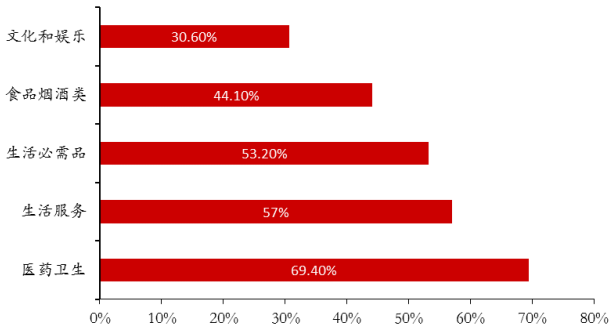
目前疫情正逐步得到控制，但考虑到国外疫情的不确定性，以及此次疫情的传染率较高，那么我们需要考虑到新冠病毒有可能会长期存在于人类社会中，这将有可能会导致永久性的改变消费行为习惯，进而带来消费行业新的长期性的结构性改变，根据埃森哲、UBS Evidence Lab、艾媒数据显示，我们认为疫情后消费者的消费行为习惯有望向三个方向长期性改变，1、消费者更加理性，整体需求以健康为主；2、对国货印象提升明显；3、线上支出/更加方便的购物持续增加。基于此我们结合消费行为习惯的改变去探讨未来行业变化，将更能把握主线。

图 11：收入减少明显的群体占 31%



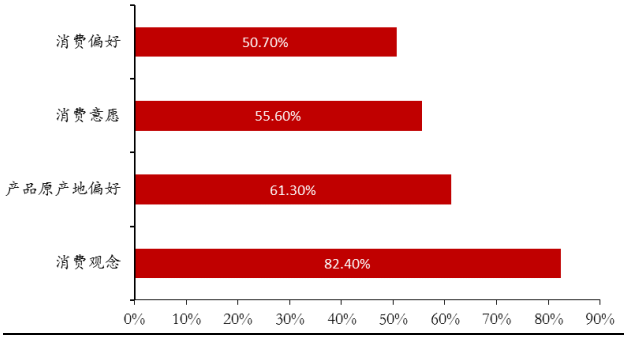
资料来源：艾媒咨询，川财证券研究所

图 12：卫生以及日常消费类产品是主要支出



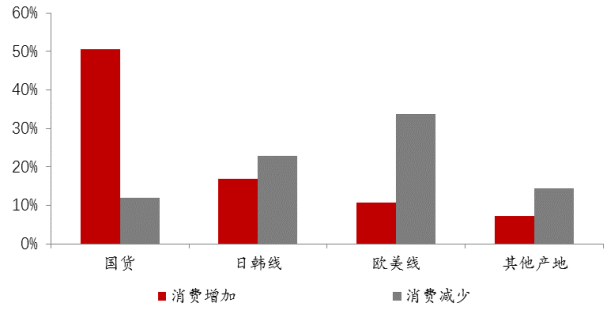
资料来源：艾媒咨询，川财证券研究所

图 13：疫情明显影响消费观念、行为、偏好



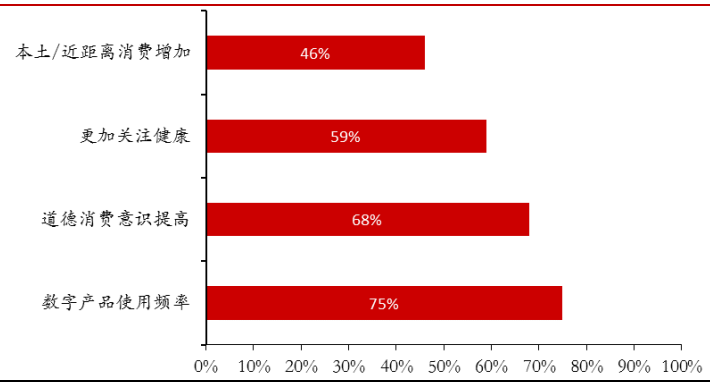
资料来源：艾媒咨询，川财证券研究所

图 14：国货印象大幅好转，迎来发展机遇



资料来源：艾媒咨询，川财证券研究所

图 15： 线上、理性消费为主要行为改变



资料来源：埃森哲，川财证券研究所

注：数据来源为埃森哲公司对五大洲 15 个国家的 3000 多名消费者的调查

四、消费逐渐恢复，集中度提升与消费行为改变为主线

4.1 白酒：以价为主，疫情后的恢复较为确定

回顾过去 15 年行业量价规律，我们发现量为白酒行业发展主要驱动力：

05-12 年：受益于经济高速增长，白酒需求高增拉动全行业也相继提价，但在全价格带扩容式增长的背景下，量增仍为主旋律；

13-15 年：“限三公”政策出台后，商政务消费的迅速下降对高端及次高端酒影响较大，随着价格敏感度较高的大众消费逐步承接商政务消费，价格对酒企业绩驱动力较弱，主要由销量贡献，具体来看：

1）高端酒方面：在行业深度调整初期，五粮液、泸州老窖、茅台都曾坚持不下调价格，虽然中后期五粮液及泸州老窖均小幅下调出厂价，但高端酒受益于其拥有较强的品牌力及渠道力，价格贡献度仍高于销量；

2）次高端酒方面：次高端酒发展情况与高端酒息息相关，在行业调整期间由于次高端酒提价能力弱，销量对酒企实现复苏的贡献略大于价格；

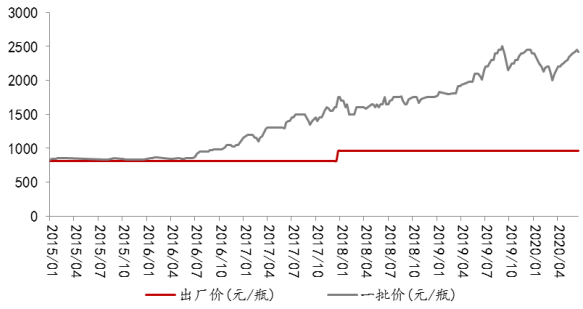
3）区域酒方面：区域酒主要消费者为省内居民，省内价格带多为 100-300 元，因此区域酒受高端及次高端酒影响较小，受当地经济发展水平、居民消费能力影响较大，其中位居江苏省的洋河及今世缘受益于省内经济发展迅速叠加消费升级，15 年起均价贡献程度更大，较早走出调整期的洋河于 14 年均价贡献已开始大于销量。

16-19 年：此阶段消费结构已转变为大众日常消费、商务消费为主，在消费升级的背景下，行业集中度不断提升，行业从扩容式增长转变为挤压式增

长，高端酒批价持续上行为次高端酒及区域酒打开提价空间，价格成为此阶段主要驱动力。

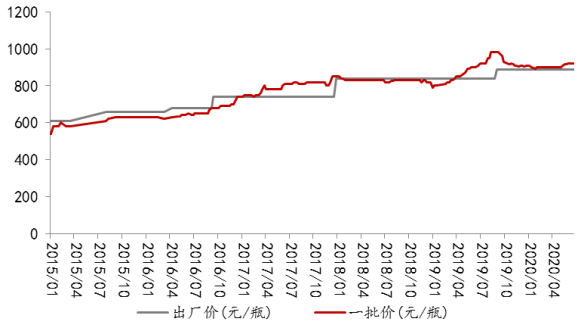
站在当下时点，我们通过分析量价情况来预判今年行业主动驱动力：1）量方面：预计疫情对高端酒销量影响较小，但对次高端酒及区域酒销量影响较大，疫情或使全年白酒需求下降至少 6%，随着疫情逐步得到控制，白酒行业整体需求将逐步恢复；2）价方面：目前茅台、五粮液及泸州老窖批价均较为稳健，虽然部分次高端酒及区域酒价格出现小幅下降，但考虑到目前酒企渠道库存较为健康、需求仅被暂时抑制，价格有望随着需求复苏而迅速恢复。总体来看，疫情将推动落后产能出清，从而加速行业集中度的提升，在消费升级的大背景下，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，预计 2020 年白酒行业驱动力仍以价为主。

图 16：贵州茅台一批价恢复明显



资料来源：wind，川财证券研究所

图 17：五粮液一批价恢复明显



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 1. 近期较多酒企提价

政策出台时间	酒企	具体政策
3月	剑南春	自2020年3月1日起，剑南春厂价上涨25元/瓶；珍藏级剑南春厂价上涨30元/瓶。
3月	山西汾酒	42度玻汾由420元/件，上调至432元/件，涨2.86%；53度玻汾由原来的480元/件，上调至504元/件，涨5%
5月	西凤酒	西凤酒绿瓶盒装系列出厂价将上调20%以上，终端供货价同步上调25%-30%
5月	酒鬼酒	5月5日上调52度红坛酒鬼酒价格30元/瓶；6月25日起，52度500毫升紫坛酒鬼酒（柔和）战略价上调40元/瓶
6月	泸州老窖	52度国窖1573经典装将于6月下旬在河南市场提高结算价10元/瓶，终端供货价提至920元/瓶。
6月	郎酒	53度500ml红运郎酒出厂价上调199元/盒，建议零售价4589元/盒 53度998ml红运郎酒出厂价上调499元/盒，建议零售价8889元/盒 53度500ml青云郎酒出厂价上调299元/盒，建议零售价为8489元/盒 53度998ml青云郎酒出厂价上调699元/盒，建议零售价为18579元/盒
6月	今世缘	四开国缘的零售价及团购价上调15元/瓶，对开国缘的零售价及团购价上调10元/瓶

资料来源：酒说，川财证券研究所

表格 2. 各酒企 2020 年预计业绩目标

	2020H1		2020E		2021E	
	收入增速（%）	利润增速（%）	收入增速（%）	利润增速（%）	收入增速（%）	利润增速（%）
贵州茅台	10.0%	10-15%	10.0%	10-15%	15.0%	15.0%
五粮液	15.0%	15.0%	15.0%	20.0%	15.0%	20.0%
泸州老窖	0.0%	10-15%	0-10%	15%-20%	15.0%	20.0%
山西汾酒	10.0%	25.0%	20.0%	25-30%	15.0%	20.0%
今世缘	0-5%	0-5%	10.0%	10.0%	20.0%	20.0%
古井贡酒	-5.0%	-5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	20.0%

资料来源：川财证券研究所

4.1.1 疫情不改高端酒旺盛需求长趋势

疫情对白酒影响方面，本轮疫情爆发期时点在春节前几日，节前消费受影响程度低，疫情主要影响节中及节后消费，保守假设礼品消费及聚餐消费均下降 30%，由于白酒板块春节消费量占一季度消费量 60%左右，而一季度消费量占全年比超 35%，全年白酒需求量至少下降 6%。从一季报来看，高端酒所受影响最小，而地产酒所受影响较大，主要原因为：虽然宴请及送礼频率下降、节前囤的高端酒开瓶率较低将影响一、二季度销售，但受益于拥有较强的品牌力和渠道掌控力，高端酒总体需求仍为坚挺；地产酒方面，由于部分地产酒对婚宴、聚餐消费依赖程度较高，依赖程度越高的酒企受影响越明显。

线上线下白酒消费已开始复苏。近期在疫情逐步得到控制、企业复产复工率不断提升的背景下，白酒终端需求开始回暖：

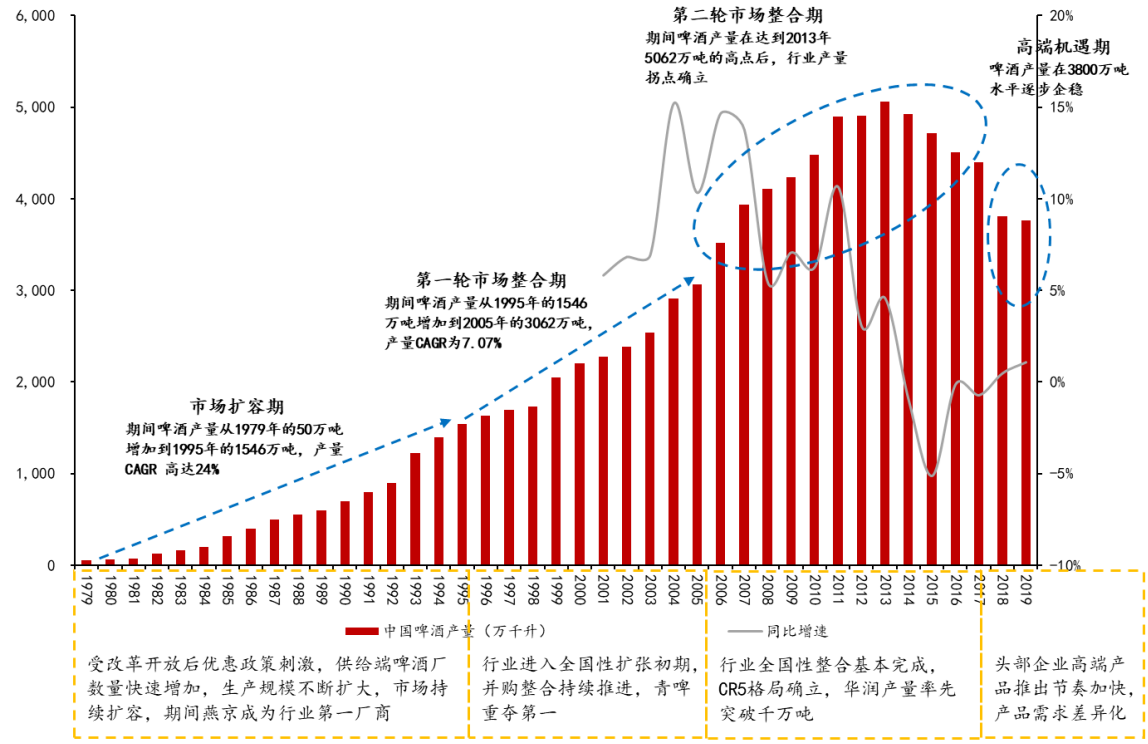
1）线上：5 月阿里渠道白酒销售额为 5.27 亿元，同比增长 157.25%，环比减少 23.49%，销售量同比增长 100.44%，均价同比增长 28.34%；高端酒方面，贵州茅台、五粮液、泸州老窖销售额分别为 2.07、0.26、0.27 亿元，分别同比增长 793.93%、37.95%、147.72%，销量分别同比增长 320.39%、-4.72%、52.37%，其中贵州茅台受益于加大直营渠道投放，销售额实现大幅提升；

2）线下：据调研显示，三四线城市白酒消费复苏程度优于一二线城市；一线城市宴席场景尚未恢复，二三四线城市宴席场景正逐步恢复，整体宴席场景恢复近 5 成；烟酒店等终端渠道白酒库存较为良性，次高端酒库存略高，成交价较为平稳，整体趋势向好。近期茅台批价持续回暖，此前贵州茅台批价曾一度跌至 2000 元左右，随着需求逐步提升，近期贵州茅台批价回升至 2400 元左右；五粮液近期主要地区批价稳定在 910 元左右，总体呈现稳中向好态势，主要地区库存维持在 1 个月的健康水平。

4.2 啤酒：行业拐点已至，未来高端啤酒仍将快速扩容

中国啤酒行业经历了多轮并购整合后，当前已步入成熟发展期，产量趋于平稳。具体来看，中国啤酒行业先后经历了三个阶段：1）市场扩容期（1979-1995）：改革开放以来优惠政策不断落地，供给端啤酒厂数量快速增加，生产规模不断扩大、市场持续扩容，期间啤酒行业产量从 1979 年的 50 万吨增加到 1995 年的 1546 万吨，CAGR 高达 24%；2）第一轮市场整合期（1995-2005）：行业进入全国性扩张初期，其中青啤在 1999-2001 年收购 36 家啤酒厂，重夺行业第一，期间啤酒行业产量从 1995 年的 1546 万吨增加到 2005 年的 3062 万吨，CAGR 为 7%；3）第二轮市场整合期（2005-2017）：华润后来居上，产量率先突破千万吨，行业 CR5 格局确立，期间啤酒行业产量在达到 2013 年 5062 万吨的高点后，行业拐点确立。当前啤酒行业进入高端机遇期（2017 年以来），呈现量稳价升趋势，主要厂商一方面加大高端产品研发及推新频次，另一方面也纷纷布局高端精酿啤酒市场，未来产品结构升级为业绩增长核心驱动力。

图 18： 啤酒行业进入高端机遇期



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

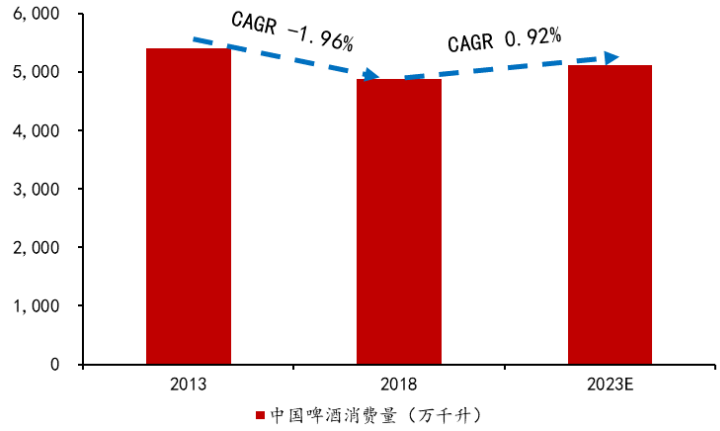
表格 3. 主要啤酒厂商外延并购情况一览

青岛啤酒		华润啤酒		百威中国	
1994年	收购扬州啤酒厂	1993年	与原沈阳啤酒厂合作，成立沈阳华润雪花	1995年	百威进入中国武汉，收购一家5万吨产能工厂
1995年	合资成立青岛啤酒西安有限责任公司，占有55%的股份；收购蓝妹啤酒	1996年	通过股权转让成为沈阳华润雪花的大股东	1997年	英博收购金陵啤酒60%股权
1997年	收购日照啤酒厂、北海啤酒厂	2000年	收购安徽圣泉啤酒	2000年	英博收购金龙泉啤酒，百威武汉扩产至25万吨
1998年	收购山东花王集团啤酒集团、平原啤酒厂、鸡西凯湖有限公司	2001年	收购大连棒棰岛啤酒	2002年	英博收购双鹿啤酒、珠江啤酒24%股权
1999年	收购荣成东方啤酒厂、马鞍山市功勋啤酒厂、烟台东方啤酒厂；收购南极洲集团；收购安丘市啤酒厂、黄石市啤酒厂、应城市啤酒厂；收购广东皇妹酿酒有限公司、黄梅酿酒厂；收购八仙生啤啤酒厂；收购滕州市啤酒厂、徐州市金流啤酒厂、广东雅佳；收购芜湖大江啤酒厂	2001年	收购四川蓝剑62%股份	2003年	英博收购KK啤酒70%股权
2000年	收购潍坊啤酒厂、资兴啤酒厂；收购金流啤酒厂；收购徐州汇福啤酒厂；收购廊房啤酒厂、台儿庄麦芽厂；收购泰力啤酒厂、崂山啤酒厂；收购上海嘉士伯啤酒厂；收购龙泉啤酒有限公司、垫江啤酒有限责任公司有关资产、山东卢堡啤酒有限公司；收购浙江海尔流酒业有限公司、黑龙江五泉啤酒总厂、哈尔滨金都啤酒有限公司	2004年	收购龙津啤酒90%股份； 9月收购狮王啤酒（苏锡常酒厂）	2004年	百威收购哈尔滨啤酒
2001年	收购宿迁市啤酒厂、福建啤酒有限公司、江苏太仓啤酒厂、北京三环啤酒厂、随州啤酒厂、天门啤酒厂、南宁万泰啤酒厂	2006年	收购安徽相王啤酒、浙江银燕啤酒	2006年	英博收购雪津啤酒
2002年	收购厦门银城股份有限公司、五星公司62.64%外方投资者股权	2007年	收购四川蓝剑剩余38%股份、收购贵州蓝剑	2007年	百威武汉扩产至34万吨
2010年	收购山东新银麦啤酒有限公司	2010年	收购琥珀啤酒	2011年	百威英博收购大雪啤酒、维雪啤酒
2014年	收购嘉禾啤酒50%股权、新钟楼啤酒销售业务相关资产、宝鸡啤酒啤酒业务相关资产	2011年	收购西湖啤酒、奥克啤酒、西湖啤酒	2013年	百威英博收购亚洲啤酒
2015年	收购绿兰莎啤酒55%股权和绿兰莎啤酒营销网络	2013年	收购金威啤酒	2014年	百威英博收购金士百、大富豪

资料来源：公司公告，川财证券研究所

从需求端来看，在经历 2013-2018 年的短期调整后，未来中国啤酒消费量有望保持平稳态势。GlobalData 数据显示，我国啤酒市场消费量在 2013 年达到高点 5394 万吨之后开始下滑，到 2018 年我国啤酒消费量为 4880 万吨，占全球啤酒总消费量的 25%，仍为全球最大的啤酒消费市场。预计未来 5 年中国啤酒市场有望实现稳中有升，CAGR 约为 0.92%，到 2023 年我国啤酒消费量达到 5115 万吨。

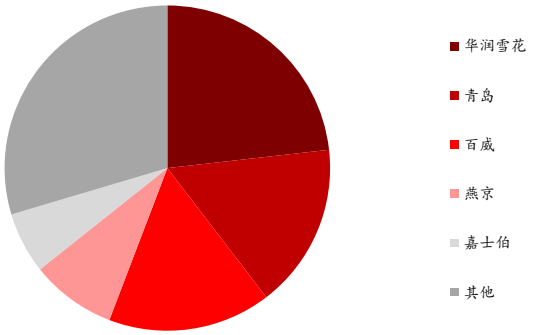
图 19： 2018-2023 年啤酒行业消费量将呈现稳中有升



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

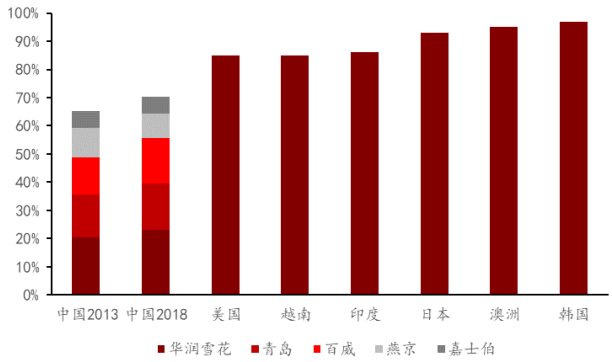
国内啤酒行业在经历整合并购潮之后，当前呈现寡头垄断竞争格局，CR5 市占率高达 70.4%。中国啤酒行业在 20 世纪 90 年代后期开始了一波并购潮，并逐步形成华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、嘉士伯五大啤酒厂商寡头垄断格局，CR5 市占率从 2013 年的 65.2%提升至 2018 年的 70.4%。但与美国及主要亚太成熟市场 CR5 市占率维持在 85%+相比，未来仍有持续提升的空间。

图 20： 2018 年按消费量计的中国市场份额



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 21： 中国 CR5 市场份额仍有提升空间



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

寡头垄断格局下，国内啤酒企业呈现区域割据现象。具体来看，华润、青岛、百威实现了全国化布局，其中华润在四川、东北、华东等地区优势明显；青岛在山东、陕西等区域优势明显；百威在江西、湖北、福建等地区优势明显。此外，嘉士伯和燕京区域化属性更强，其中燕京在北京、广西、内蒙古等地区优势较大，嘉士伯在新疆、宁夏、重庆等地区优势较大。

图 22： 中国啤酒市场呈现出区域割据的现象



资料来源：渠道调研，啤酒网，川财证券研究所

表格 4. 五大啤酒企业基地市场一览

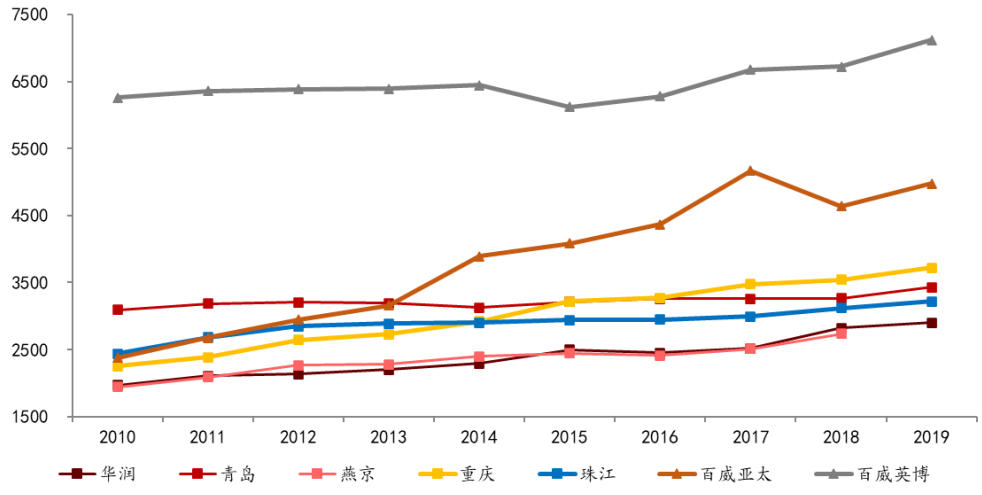
公司	定位	地区
华润啤酒	基地市场（60%+）	四川、辽宁、安徽、贵州
	高市占率市场（40%-60%）	江苏、黑龙江、吉林、天津、青海
青岛啤酒	基地市场（60%+）	山东、陕西
	高市占率市场（40%-60%）	上海、山西、海南、河北
百威啤酒	基地市场（60%+）	江西、湖北、福建
	高市占率市场（40%-60%）	黑龙江、吉林
燕京啤酒	基地市场（60%+）	北京、广西
	高市占率市场（40%-60%）	内蒙古、云南
嘉士伯	基地市场（60%+）	新疆、宁夏、重庆
	高市占率市场（40%-60%）	西藏、云南

资料来源：Wind，川财证券研究所

4.2.1 迎合高端化机遇，高端酒占比有望提升至 20%

国内主要啤酒企业近年来吨酒价稳中有升，但对比百威亚太仍然处于较低水平，未来随着人们生活水平的不断提高以及消费升级的拉动，啤酒高端化将稳步推进，整体吨酒价提升空间巨大。2019 年青岛、华润啤酒出厂吨酒价分别为 3430.87 元/吨、2902.75 元/吨，分别同比提升 5.02%、2.79%，但对比百威英博、百威亚太 5000-7000 元/吨的出厂吨酒价水平，未来仍有较大提升空间。

图 23： 我国啤酒吨酒价提升空间大（元/吨）



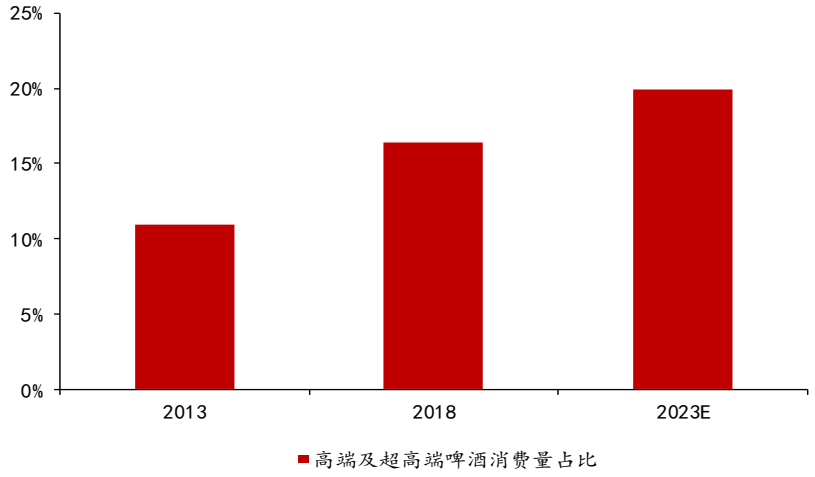
资料来源：公司公告，川财证券研究所

当前国内啤酒行业整体经营策略已由销量驱动转向品牌驱动，这使得头部酒企加快产品高端化的推进速度，高端及超高端啤酒的增速显著高于啤酒行业整体。

GlobalData 数据显示，2013-2018 年中国啤酒整体消费量有所下滑，年均复合增速仅为-2.0%，但同期高端及超高端啤酒消费量年均复合增速达到 6.4%；未来 5 年中国啤酒整体消费量将基本保持稳定水平，但高端及超高端啤酒仍将保持稳定增长，预计 2018-2023 年年均复合增速约为 4.9%。

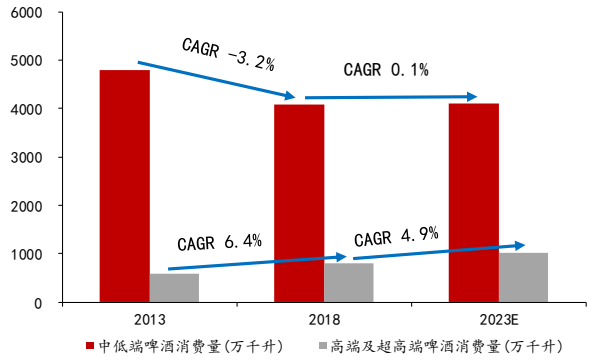
对标美国高端啤酒占比情况，未来我国啤酒高端化率也有较大提升空间。中国高端及超高端啤酒消费量占比从 2013 年的 10.94%上升至 2018 年的 16.44%，但相比美国 42.1%的高端啤酒占比，未来高端啤酒增长空间巨大。此外，啤酒高端化趋势在中国市场更为突出，2018 年中国超高端啤酒价格为低端啤酒价格的 11.6 倍，同期印度、澳洲的差异则分别为 6.1 倍、1.6 倍。

图 24： 未来 5 年高端及超高端啤酒占比有望提升至 20%



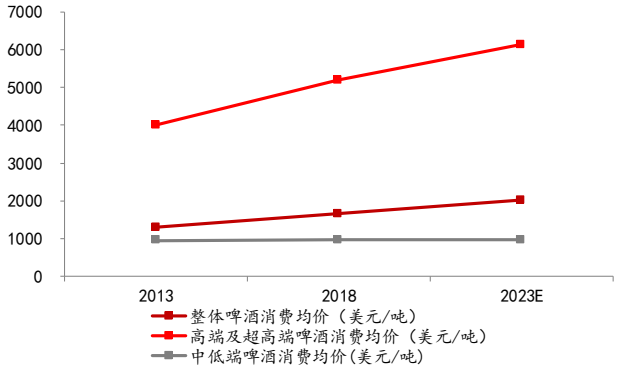
资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 25： 高端啤酒消费量仍将保持稳定增长



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 26： 啤酒高端化将带动整体均价上移

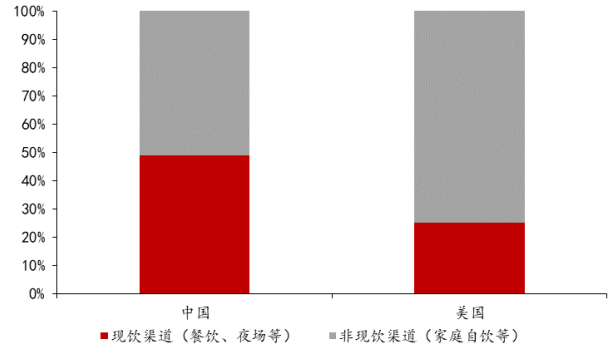


资料来源：GlobalData，川财证券研究所

4.2.2 疫情冲击后供需同步抬升，头部品牌更为受益

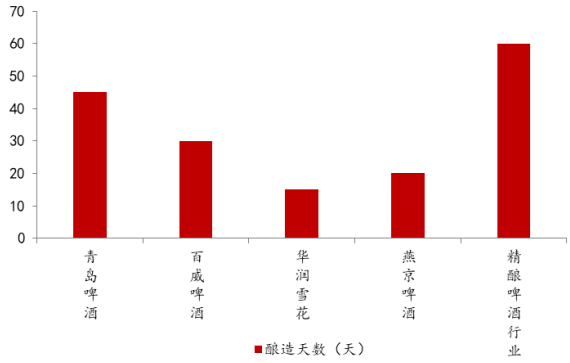
从消费场景以及消费偏好的角度来看，短期疫情影响下预计全年啤酒家庭自饮消费占比将有所提升，长期利好更加注重产品品质、差异化更优的头部品牌。对比欧美等成熟市场啤酒消费场景，目前中国啤酒消费场景对餐饮、夜店等现饮消费渠道的依赖度更高，其中整体现饮消费占比约 49%，高端及超高端啤酒现饮消费占比更是高达 82%（美国现饮消费占比仅为 25%，家庭消费等占比高达 75%），预计未来自饮消费占比将有所提升。长期来看，家庭自饮消费更为注重产品自身的品质，口感更具差异化的高端拉格、精酿啤酒等品类有望脱颖而出，考虑到头部啤酒厂商酿造工艺更优，有望引领新一轮升级趋势。

图 27：预计中国家庭自饮占比将有所提升



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 28：主要啤酒厂商酿造天数一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

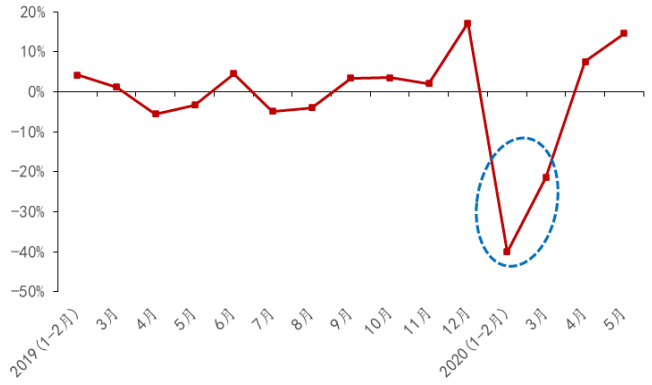
啤酒行业生产经营持续向好，头部品牌更为受益。具体来看，2020 年 1-5 月中国规模以上啤酒企业产量 1263.9 万千升，同比-14.2%。其中 2020 年 1-2 月产量 315.9 万千升，同比-40.0%；3 月产量 238.5 万千升，同比-21.5%；4 月产量 310.3 万千升，同比+7.5%；5 月产量 408.1 万千升，同比+14.6%。渠道调研显示，当前流通渠道完全恢复、餐饮渠道恢复约 80%、夜场渠道恢复约 30%。供需同步抬升背景下，头部啤酒厂商二季度有望实现稳健增长，环比改善确定性高，以青啤为代表的头部酒企有望持续受益。

表格 5. 主要啤酒厂商疫情期间应对举措

	复工情况	公司经营情况影响	公司全年收入影响	终端需求情况
华润啤酒	(1)截至2月20日，雪花啤酒已有近18000人复工，全员复工率超过60%，其中销售类企业的复工率达到80%。 (2)截至3月20日，公司共74家(包括收购喜力中国的3家工厂)复工率已达95%，随着武汉工厂收到政府的复工证明，3月21日所有工厂将全部复工。	受新冠病毒疫情的影响，截至2月29日，今年以来该公司未经审核的综合营业额和未计利息及税项前盈利同比下降约26%和42%。	餐饮60%：家庭自饮40%（全年影响约10%）	整体来看，疫情对整个国内啤酒业影响最大的是2月份，3月相对较好，4月份将逐步恢复。 分渠道来看，预计餐饮市场在4月逐步放开，5月恢复正常；夜场渠道4月开放进程相对较慢，完全恢复时间会推迟。从全年销量和利润影响来看，4、5月影响会减少，下半年预计完全恢复。
青岛啤酒	(1)2月10日正式复工，青啤公司分布于全国各地的制造工厂及销售公司也将按照当地政府的防疫要求，有序复工复产。 (2)2月底青啤在全国的60多家制造工厂中，除湖北3家外其余均已有序复工复产。	本公司产品销售也受到了较严重的影响，在疫情影响较严重时期，餐饮、夜场等消费渠道基本停滞，2020 年 1-2 月公司收入同比下降约 20%，利润同比下降约 40%（未经审计）；2020 年 3-4 月份本公司海外订单和出口量受全球疫情影响也出现大幅下滑。	餐饮60%：家庭自饮40%（全年影响约10%）	
燕京啤酒	(1)2月底燕京啤酒漓泉公司复工率已超过70% (2)3月份公司产能已经恢复到了100%。		餐饮60%：家庭自饮40%（全年影响约10%）	
重庆啤酒	截至2月18日，公司旗下西昌、大竹林和澧县酒厂已先后复产，宜宾、永州酒厂复产在即，此外公司在重庆、四川和湖南的一线销售团队也已投入工作。		餐饮70%：家庭自饮30%（全年影响约10%-15%）	
珠江啤酒	据广州国资委披露，3月19日珠江啤酒(含17家下属企业)复工率99.27%，复产率达100%。		餐饮30%：家庭自饮70%（全年影响约5%）	

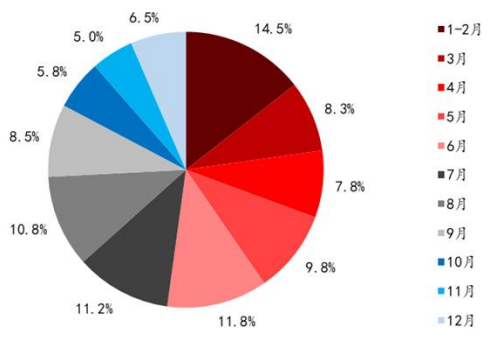
资料来源：渠道调研，公司公告，川财证券研究所

图 29： 2019 年至今啤酒产量当月同比增速



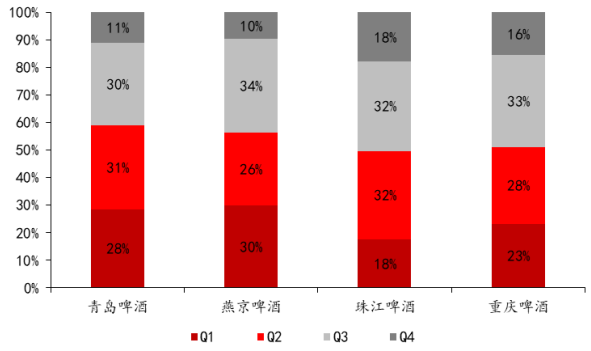
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 30： 2019Q1 啤酒产量占比约 22.8%



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 31： 主要啤酒厂商分季度收入占比

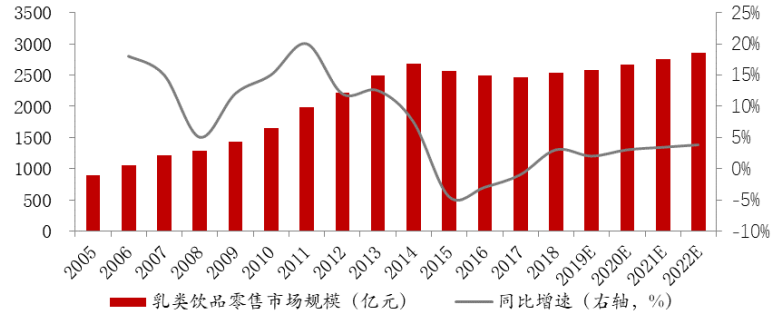


资料来源：Wind，川财证券研究所

4.3 乳制品：低温奶为消费趋势，需求逐渐回暖

乳制品行业规模自 15 年后整体增速放缓，逐步进入成熟期。据欧睿数据显示，20 世纪初至 14 年乳制品经历了量价齐升的高速发展期（08 年三聚氰胺事件导致行业增速回落至 6%，但之后逐步恢复，09-14 年行业规模 CAGR 达 14%），18 年乳类饮品产品零售规模为 2538 亿元，增速不足 5%，整体来看，乳制品行业已逐步进入成熟期。

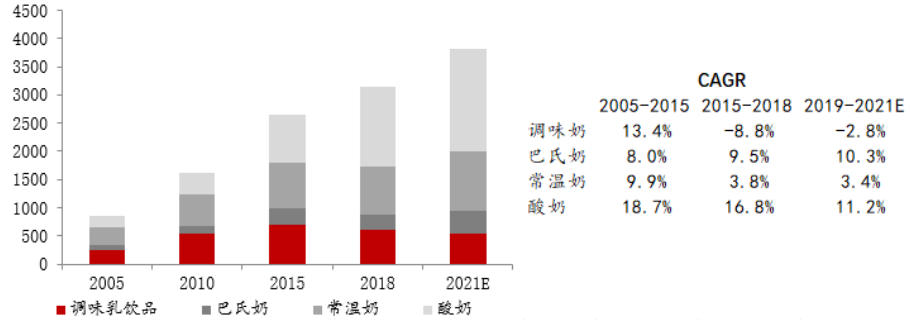
图 32：乳类饮品零售市场规模从 2015 年起增速放缓



资料来源：欧睿，川财证券研究所

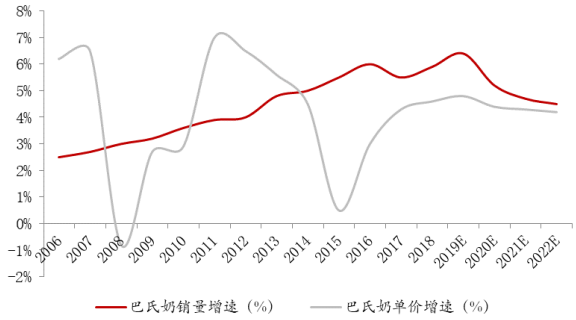
品类发展角度来看，细分子行业处于不同的增长阶段，其中巴氏奶、酸奶仍处于发展期。05-15 年调味乳、常温奶、巴氏奶、奶粉、酸奶行业零售规模 CAGR 分别为 13.4%、9.9%、8.0%、1.0%、18.7%，2018 年调味乳、常温奶、巴氏奶、奶粉、酸奶市场规模分别为 593、925、308、185、1339 亿元，目前酸奶、常温奶占比较高，常温奶自 17 年起主要受价格因素驱动，而低温奶、奶粉则呈量价齐升态势，业绩主要受需求高增推动。据 Euromonitor 预计，19-21 年巴氏奶及酸奶将继续处于成长期，常温奶将进入成熟期。

图 33：不同细分子行业处于不同增长阶段（单位：亿元）



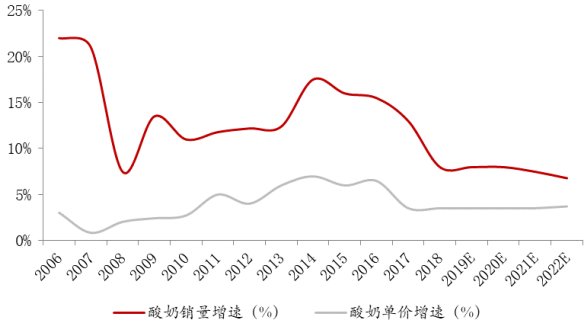
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 34： 巴氏奶销量及增速情况



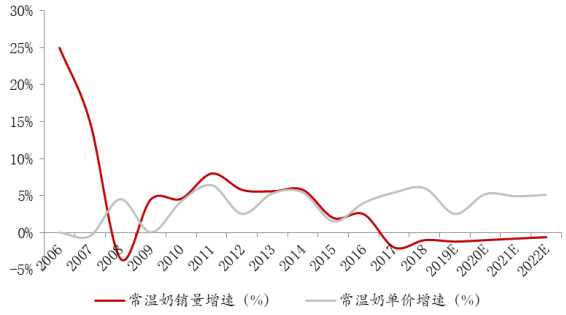
资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 35： 酸奶销量及增速情况



资料来源：欧睿，川财证券研究所

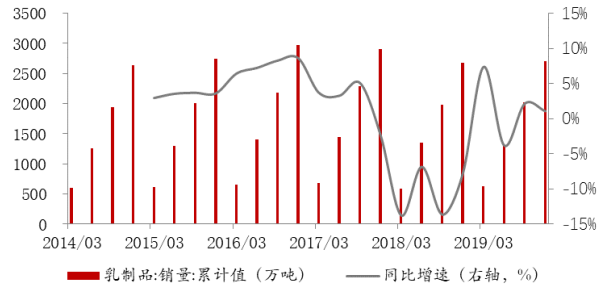
图 36： 常温奶销量及增速情况



资料来源：欧睿，川财证券研究所

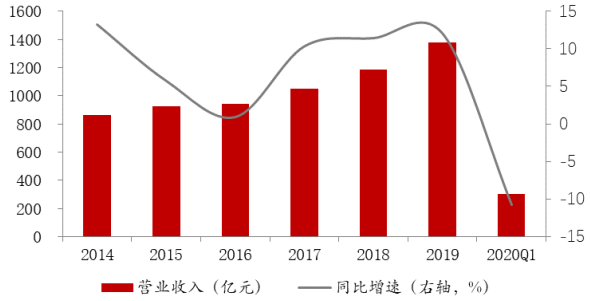
竞争格局角度来看，乳制品行业集中度持续提升为行业重要趋势。从行业层面看，19 年乳制品销量为 2710 万吨，同比提升 1.1%，需求整体较为稳定；从上市公司层面来看，乳制品企业 19 年营业收入同比增长 12.3%，净利润同比增长 7.3%，业绩增速较为稳定；从市占率来看，19 年伊利及蒙牛在乳制品全品类的市占率分别为 24.5%、20.3%（不含君乐宝），远高于光明（3.7%），随着规模优势的显现，蒙牛、伊利投入与产出比明显高于中小企业则将进一步拉大与中小企业差距。

图 37：2019 年乳制品销量增速放缓



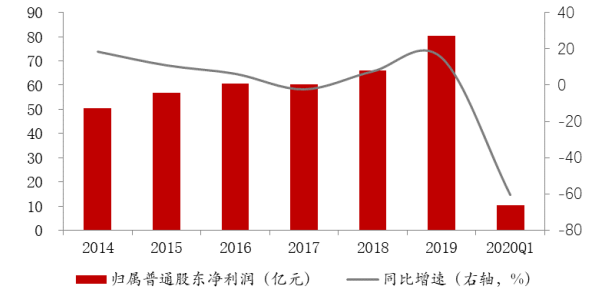
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 38：2019 年乳制品行业收入增速为 12%



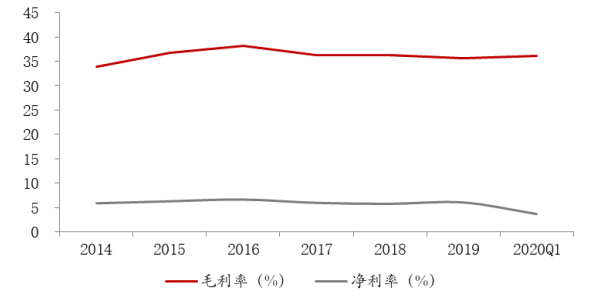
资料来源：wind，川财证券研究所

图 39：2019 年乳制品行业归母净利润增速为 15%



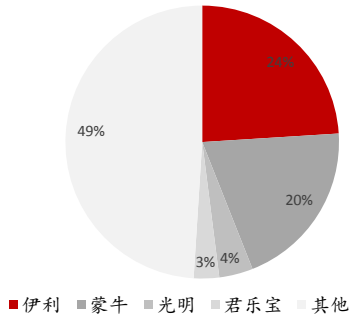
资料来源：wind，川财证券研究所

图 40：2019 年乳制品行业毛利率及净利率稳定



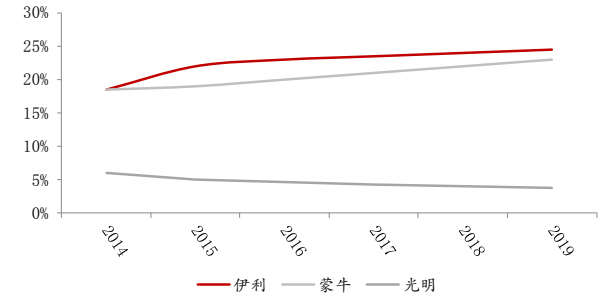
资料来源：wind，川财证券研究所

图 41：2019 年乳制品行业格局



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 42：伊利市场份额持续提升



资料来源：欧睿，川财证券研究所

对标日本，我国乳制行业仍有较大发展空间。日本奶酪、鲜奶、冰淇淋、豆奶、酸奶、风味乳饮、常温奶消费量分别为我国高 36.3、9.5、3.2、1.7、1.6、0.2、0.04 倍，我国鲜奶、酸奶消费量仍有至少 2 倍的提升空间，常温奶提升空间较低；从人均消费金额来看，日本冰淇淋、酸奶、风味乳饮、豆奶、常温奶、鲜奶、奶酪、奶粉分别较我国高 3.2、2.8、2.5、1.7、1.6、1.3、1.3、0.6 倍，酸奶及鲜奶均有 1-2 倍提升空间。

表格 6. 2018 年中日乳制品细分品类消费情况一览

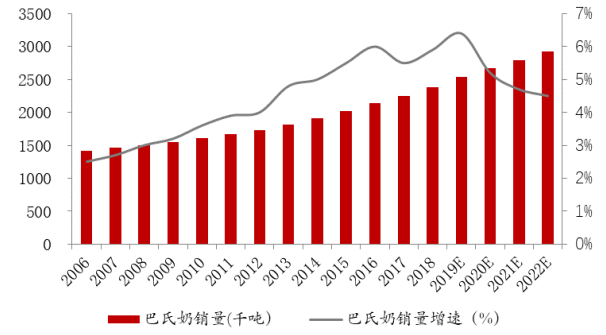
	中国年消费量（千克）	日本年消费量（千克）	日本：中国（倍）	中国年消费额（USD）	日本年消费额（USD）	日本：中国（倍）	中国均价（USD/千克）	日本均价（USD/千克）	日本：中国（倍）
常温奶	5.3	0.2	**0.04**	10.2	0.7	**0.07**	1.9	3.1	**1.63**
鲜奶	1.7	16.6	**9.52**	3.4	40.5	**12.02**	1.9	2.4	**1.26**
酸奶	6.8	11.2	**1.64**	15.2	70.7	**4.64**	2.2	6.3	**2.84**
风味乳饮	3.9	0.9	**0.23**	6.5	3.7	**0.58**	1.7	4.2	**2.54**
豆奶	1.0	2.9	**3.01**	1.3	6.3	**4.97**	1.3	2.2	**1.65**
奶粉	0.5	0.2	**0.40**	18.0	4.5	**0.25**	38.3	23.8	**0.62**
冰淇淋	1.4	4.5	**3.18**	4.8	49.0	**10.17**	3.4	10.9	**3.20**
奶酪	0.0	1.1	**36.33**	0.7	29.7	**45.71**	21.7	27.3	**1.26**

资料来源：欧睿，川财证券研究所

4.3.1 顺应消费趋势，低温奶空间广阔

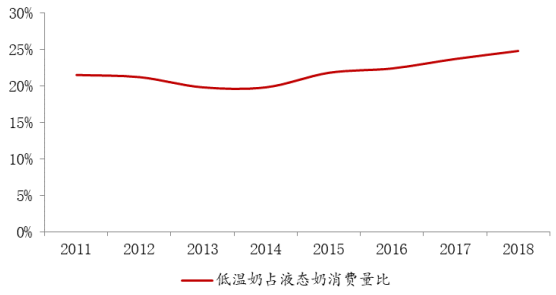
据欧睿数据显示，18 年我国低温奶零售额为 47 亿美元，为乳制品细分行业中发展较快的板块；消费量方面，2018 年低温奶消费量为 243.2 万吨，占全国液态奶消费量的 24.9%。据欧睿预测，19-22 年低温奶 CAGR 将达 10.3%。

图 43：低温奶销量及增速



资料来源：欧睿，川财证券研究所

图 44：低温奶占液态奶消费量比



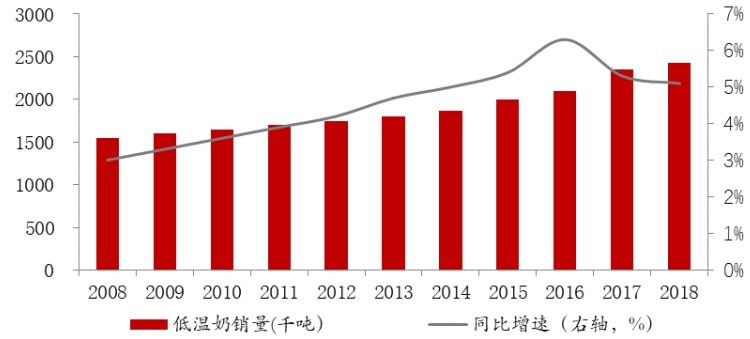
资料来源：欧睿，川财证券研究所

营养丰富、新鲜度高的低温奶符合消费升级趋势，同时在消费量及市场集中度方面均有较大提升空间，低温奶空间广阔。生产、运输、存储等方面较高的专业要求及较高的成本限制了低温奶的销售半径，低温奶乳企大多只能在靠近奶源地地区布局工厂，区域性乳企更具优势。

低温奶竞争格局较为分散，18 年我国低温奶 CR5 仅为 36.2%，低于香港（中国）、日本、美国，在扶持政策频出、基础设施优化、消费者健康意识提升、消

费升级的背景下，我国低温奶将持续增长。

图 45：低温奶市场规模提升速度快



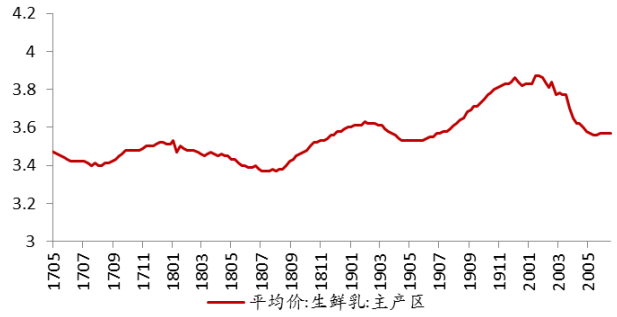
资料来源：欧睿，川财证券研究所

4.3.2 需求逐渐回暖

我们预计在需求方面将逐渐回暖，1、短期内原奶价格出现下降，但由于奶牛生产周期较长，预计未来 1-2 年奶价仍将温和上涨，预计竞争格局将持续改善；2、疫情加速中小企业出清，领军企业有望进一步提高市占率，根据国家统计局数据，2020 年一季度进入统计范围的企业有 561 家，与 1-2 月数据相同，其中亏损企业 215 家，比 1-2 月数据减少 22 家，亏损比例 38.3%；3、疫情主要影响一季度动销情况，考虑到销售延后、渠道库存较高，预计库存消化时间将至少为一个月，二季度库存将基本消化完成，发货将回归正常，随着中秋国庆旺季的到来，各大企业将发力摆脱疫情影响，预计下半年行业将持续回暖。

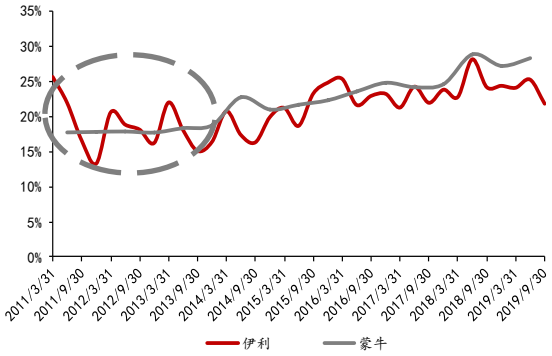
公司方面：伊利业绩有望逐季改善，下半年盈利端或有较好表现。主要原因为：1、一季度公司盈利能力承压主要原因为为去库存，促销力度较大，随着后期终端需求恢复，促销力度将减弱；2、伊利将持续抢占市场份额，2020Q1 公司核心常温业务市占率达 39.3%，同比增长 1.1 个百分点。

图 46： 截止 2020 年 6 月生鲜乳价格已企稳



资料来源：wind，川财证券研究所

图 47： 伊利和蒙牛销售费用率在成本上涨时期减少



资料来源：wind，川财证券研究所

4.4 肉制品：疫情影响小，双汇发展表现优秀

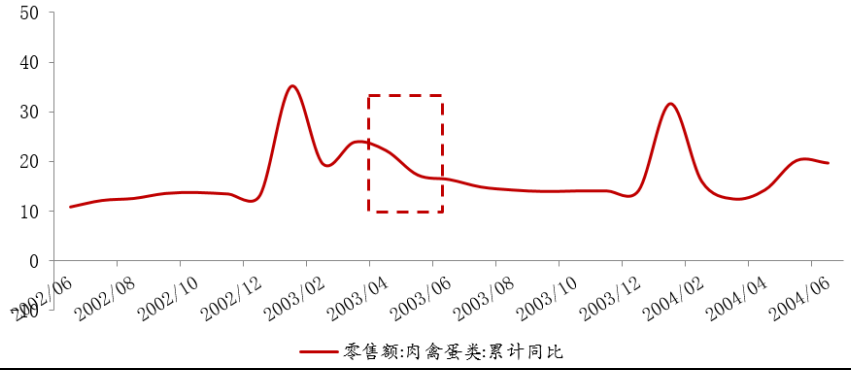
疫情对肉制品行业所冲击较小，肉制品销量保持平稳，参照非典时期情况，03Q2 行业收入及利润增速分别为 62.8%、10.6%，疫情对养殖业造成冲击较大造成上游成本提升，从而导致肉制品利润增速放缓。

4.3.1 肉制品行业受影响程度有限

养殖业受疫情影响大，肉制品行业业绩受影响程度低。需求端，疫情爆发后禽肉蛋需求增速略微下降，但仍保持较高位置；生猪养殖方面：非典期间，生猪养殖存在各地相互隔离、市场分割、货流量减少、运输成本提升现象，产区价格下跌，生猪养殖业亏损严重，同时养殖户保持高屠宰量叠加补拦停滞使得全国生猪存栏量下降，推动 7 月生猪价格快速上涨；屠宰生鲜肉方面：在部分地区物流受阻背景下，部分地区猪肉供不应求，而部分地区猪肉供过于求导致各地区猪肉价差较大；肉制品方面： 2003 年 4 月下半月，双汇发展为北京提供肉制品高达 6000 多吨，由于肉制品涉及民生，肉制品的销售受疫情影响较小，03Q2 肉制品行业收入增速超 60%，利润增速受成本提升影响下降。

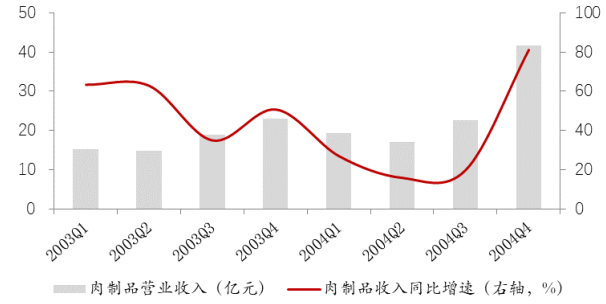
股价方面，受益于肉制品行业销量稳步提升、业绩稳定增长，在疫情前后期行业均跑赢大盘，疫情爆发中后期或受交通运输不便等因素影响，股价短暂跑输大盘。

图 48： 疫情爆发后禽肉蛋市场需求增速略微下降



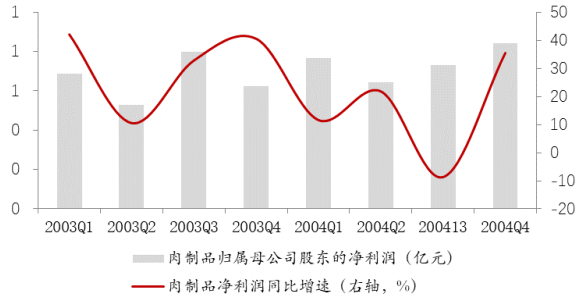
资料来源：wind，川财证券研究所

图 49： 03Q2 肉制品行业收入高增



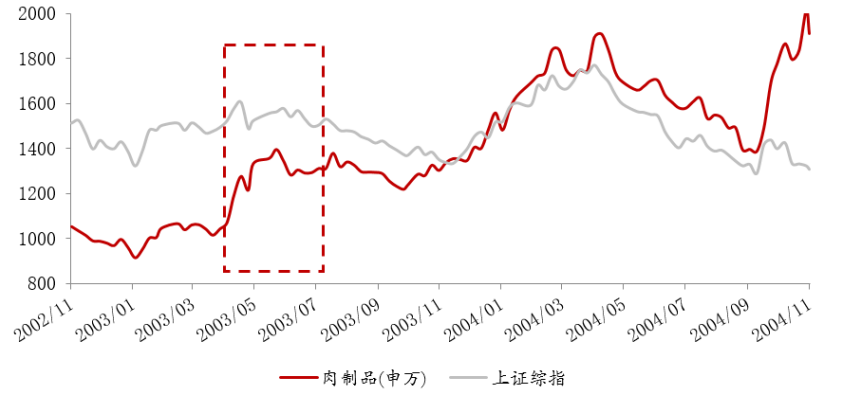
资料来源：wind，川财证券研究所

图 50： 03Q2 肉制品行业净利润增速下降



资料来源：wind，川财证券研究所

图 51： 疫情期间肉制品股价高增



资料来源：wind，川财证券研究所

4.3.2 以肉制品为主业的双汇发展几乎不受疫情影响

双汇发展为肉制品行业头部企业，我们通过分析双汇发展在疫情期间表现来进一步探究为何肉制品板块能取得较大涨幅：

在非典疫情背景下，公司业绩、股价均实现明显增长。03H1 公司生产高低温肉制品吨数、主营业务收入及利润分别比去年同期增长 26.51%、63.07%、55.12%，公司业绩实现增长的主要原因为： 1）由于 03 年公司生猪养殖业规模几乎可忽略不计，因此非典疫情对公司的生猪养殖业务的负面影响几乎没有；2）屠宰生鲜肉方面：公司积极扩张渠道，同时消费者更倾向于购买品质有保障的品牌肉，双汇发展生鲜肉销售受疫情影响有限；3）肉制品方面：品牌肉更受青睐叠加肉制品为日常消耗品，肉制品的销售受疫情影响较小。公司业绩增长推动股价实现提升，在 02 年 11 月至 03 年 7 月期间，公司股价提升 22.7%至 13.4 元，双汇发展成为疫情期间业绩、股价均实现增长的稀缺食品饮料公司。

表格 7. 2003Q1-2004Q2 肉制品上市公司营业收入及净利润增速情况一览

营业收入同比增速（%）

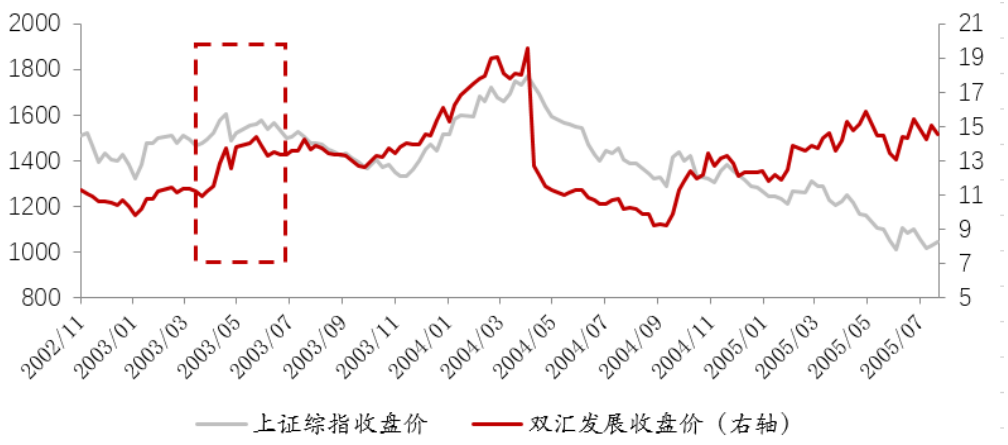
	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4	2004Q1	2004Q2
双汇发展	63.4	62.8	34.9	50.7	26.9	15.8
上海梅林	27.4	36.5	36.6	-62.7	-21.1	44.4

归属母公司股东的净利润同比增速（%）

	2003Q1	2003Q2	2003Q3	2003Q4	2004Q1	2004Q2
双汇发展	42.1	10.6	32.8	40.5	11.6	21.8
上海梅林	-26.6	-69.8	-104.2	-97.3	272.2	531.6

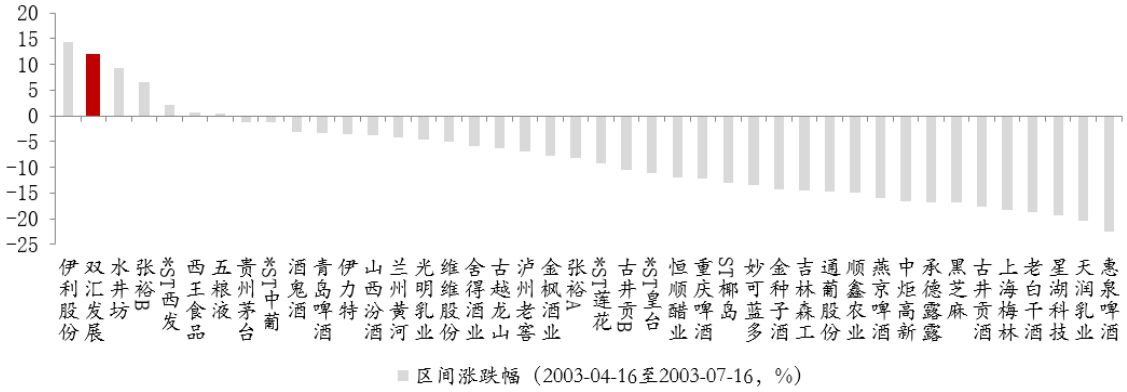
资料来源：wind，川财证券研究

图 52： 非典期间双汇发展跑赢大盘



资料来源：wind，川财证券研究所

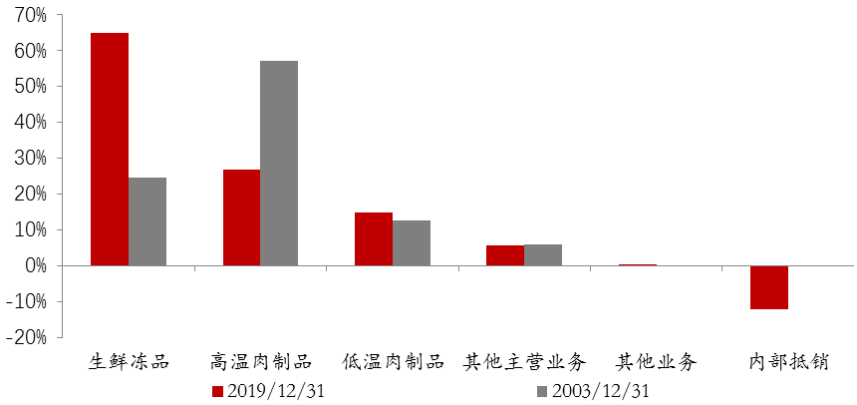
图 53：双汇发展涨跌幅在非典期间位列行业第二



资料来源：wind，川财证券研究所

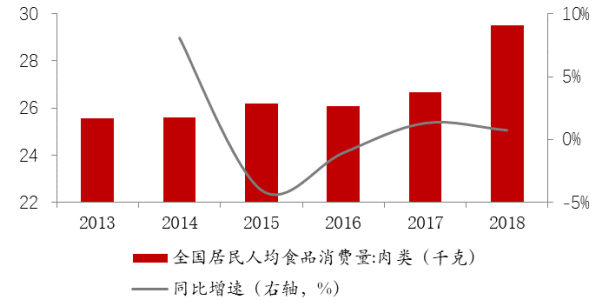
以肉制品为主业的双汇发展几乎不受疫情影响。相较于 2003 公司产品结构，2019 公司生鲜冻品、高温肉制品、低温肉制品收入占比分别提升 40.4、-30.2、2.3 个百分点，产品结构的较大差异使得非典与本次新型冠状病毒对公司带来的影响将有所不同。在品牌意识逐步提升、疫情期间家庭餐饮占比增长、公司销售网络及产能布局全国，且拥有充足的储备冻肉及进口肉的背景下，本轮疫情对公司肉制品及生鲜冻品销售影响预计较小，同时由于公司拥有较强成本控制能力及风险对冲能力，本轮疫情对各业务毛利率的影响也应较非典期间低。

图 54：如今双汇发展的产品结构、渠道网络拥有更强劲的风险对冲能力



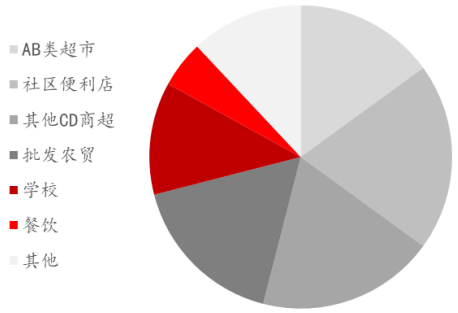
资料来源：wind，川财证券研究所

图 55：近年来我国猪肉消费量增速下降



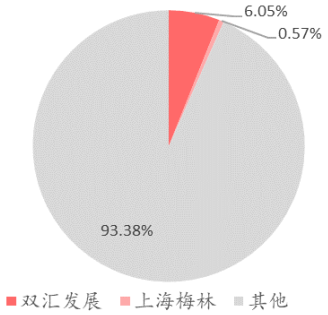
资料来源：wind，川财证券研究所

图 56：2018 年双汇发展渠道占比中，餐饮渠道低



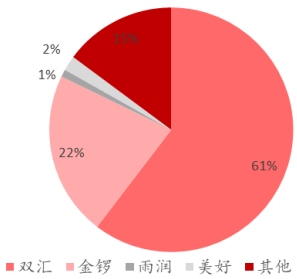
资料来源：wind，川财证券研究所

图 57：2003 年肉制品行业格局较分散



资料来源：wind，川财证券研究所

图 58：2018 年双汇发展在高温肉领域中市占率高



资料来源：wind，川财证券研究所

4.5 受益于消费者行为的改变，优秀企业成长性依旧

在 2020 年二季度策略中，我们认为大众消费品各有亮点，但主线仍是行业集中度的提升，此次疫情并不能对企业本身的竞争力造成影响，尤其是上市公司大多是行业领导者，在生产端（行业领先的规模）和销售端（行业领先且全面的销售渠道）都拥有较强的实力，能生产能销售，拥有强劲的抗风险能力，而消费行业中的中小企业可能会受困于目前的情况，最终使得上市公司市场份额提高进程加速，同时当前消费者行为的三大变化（理性、国货、线上购物）都有利于我们目前的一些消费品公司，我们认为当前一些休闲零食企业将有望受益于行业集中度以及消费者行为变化，进而保持优秀的成长性。

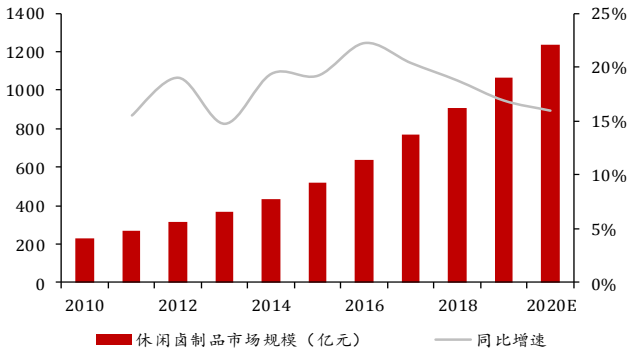
4.4.1 行业领导者能够解决行业痛点，卤制品与烘焙行业集中度将稳步提升

在烘焙以及休闲卤制品行业中，都呈现出行业市场集中度较低，行业空间较

大的特性，而导致行业集中度低的问题逐渐被目前的头部企业所解决，行业内的商品长期受到地域、文化、质量控制以及效率等的影响，导致行业集中度不高，行业内的头部企业正通过优秀的供应链管理逐渐进行全国化布局，不断提升自身市场份额，在疫情的影响下，目前趋势仍有望延续及加速。

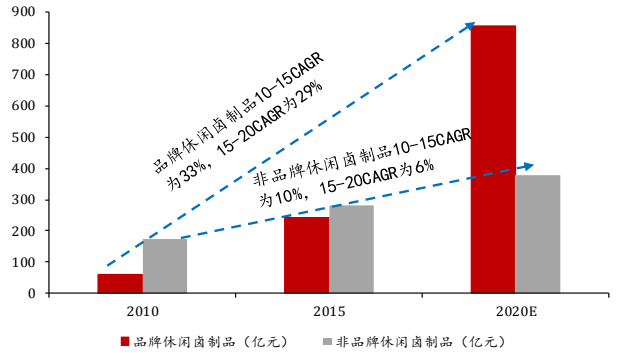
休闲卤制品持续高速增长，其中品牌卤制品增速远超非品牌的增速，行业集中度有望持续提升。据 Frost &Sullivan 数据显示，2018 年休闲卤制品市场规模为 911 亿元，同比增长 18.77%，2010-2018 年 CAGR 为 18.65%，行业持续高增长。此外，受益于消费者对健康的追求以及品牌卤制品的优秀发展战略，近年来品牌卤制品收入增速远高于非品牌卤制品。

图 59：休闲卤制品行业持续高速增长



资料来源：Frost &Sullivan，川财证券研究所

图 60：品牌休闲卤制品增长更快

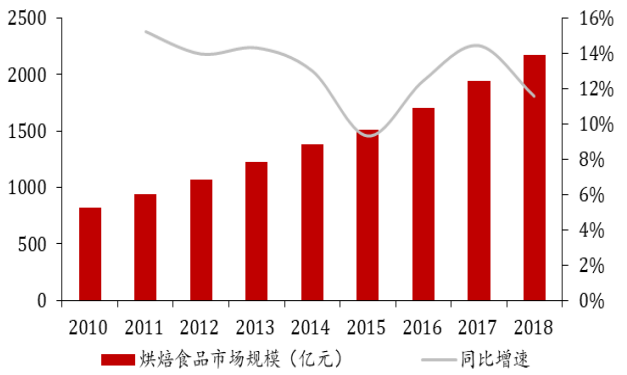


资料来源：Frost &Sullivan，川财证券研究所

烘焙行业景气度较高，面包子板块为快速增长的细分领域。我国烘焙行业起步相对较晚，但发展较快，18 年市场规模高达 2170 亿元。面包为烘焙行业高景气度子板块，整体规模从 2011 年的 169 亿元快速增加到 2018 年的 379 亿元，期间 CAGR 为 12.23%。

考虑到我国人均面包消费量仍然偏低，未来提升空间大。当前我国人均面包消费量仅为 1.7 千克/人，不仅远低于英美人均消费量，也较饮食习惯比较相近的日本的 7.0 千克/人存在较大差距。未来随着饮食西化下新消费场景的逐步渗透，面包行业增长潜力强劲。

图 61：中国烘焙行业景气度较高



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

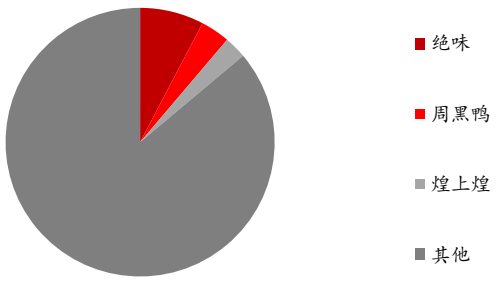
图 62：面包为烘焙行业高景气度细分子板块



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

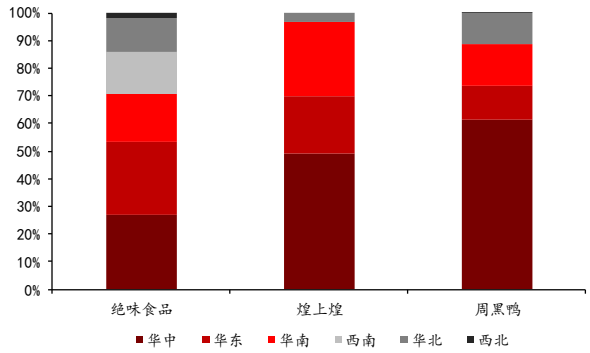
当前休闲卤制品行业 CR3 仅为 14%，绝味食品、周黑鸭、煌上煌处于行业第一梯队，市占率分别为 7.7%、3.5%、2.7%。分区域来看，头部企业的收入贡献主要来自华中、华东、华南地区，其中绝味食品基本实现全国化，区域分布更为合理；煌上煌依托江西大基地市场，核心区域华中、华南、华东占比高达 97%；周黑鸭以武汉基地市场为主的华中区域占比超过 60%，

图 63：休闲卤制品 CR3 仅为 14%



资料来源：公司调研，川财证券研究所

图 64：收入贡献主要来自华中、华东、华南

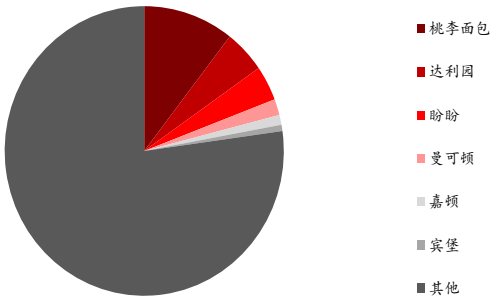


资料来源：wind，川财证券研究所

桃李面包在强供应链管理能力下形成的高壁垒优势，未来有望持续提高市场份额。桃李在面包行业市占率为 10.5%，在短保面包子板块市占率高达 36.9%。我们认为，短保面包由于保质期短，对于产品品质的要求更高，一方面需要及时掌控终端需求，按需生产；另一方面需要全国化的生产布局，从而保障高频配送。桃李面包的成长路径已经证明了公司具备渠道和配送的强管控能力，未

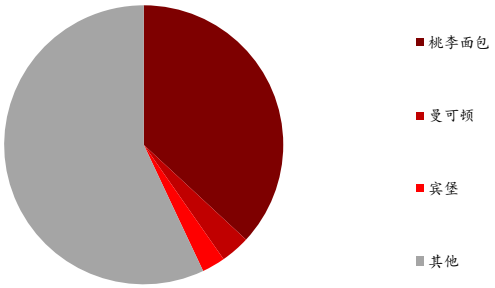
来全国化进程有望稳步推进，进一步抢占市场份额。

图 65：桃李在面包行业市占率为 10.5%



资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

图 66：桃李在短保面包子板块市占率高达 36.9%



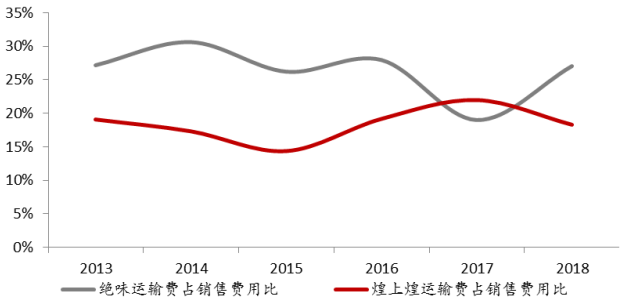
资料来源：欧睿咨询，川财证券研究所

表格 8. 面包各细分产品属性对比

产品	保质期	主要品牌	主要产品	属性
长保	180天	达利园、盼盼、好丽友	蛋黄派、法式小面包等	休闲零食为主
中保	30-45天	港荣、桃李面包	天然酵母面包、蒸蛋糕等	主食、休闲零食
短保	7天以内	桃李面包、曼可顿、嘉顿、宾堡	吐司、切片面包、起酥面包等	主食为主

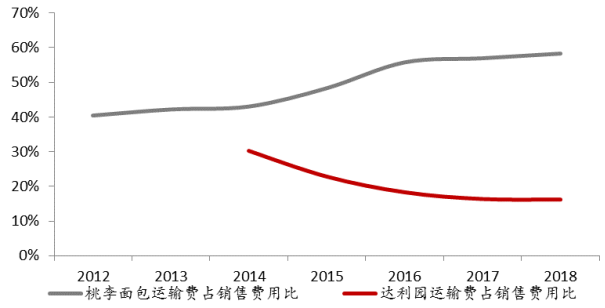
资料来源：wind，川财证券研究所

图 67：绝味的销售费用中运输费用占比高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 68：桃李面包销售费用中运输费用占大部分



资料来源：公司公告，川财证券研究所

以绝味食品供应链为例，整体来看上游原料端采购的规模效应、中游生产端贴近市场的布局、下游门店端的强覆盖相互协同形成的供应链优势是休闲卤制品行业的核心竞争力。

从上游采购端来看，绝味食品的采购原材料为鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等产品，2013-2018Q3 总计采购量分别为 8.06、7.64、9.18、9.10、9.52、7.06 万吨；周黑鸭主要采购两类鸭，即为鸭肉产品采购麻鸭、为鸭副产品采购樱桃谷鸭，2013-2015 年总计采购量分别为 3.00、3.91、5.25 万吨。可以看到，2013-2015 年绝味食品的采购量为周黑鸭两倍左右，规模效应下议价能力更强，反映到采购单价上绝味采购价更为便宜，绝味食品 2013-2015 年采购价分别为 1.00、1.15、1.13 万元/吨，周黑鸭同期采购价分别为 1.14、1.38、1.43 万元/吨。

从中游生产端来看，绝味在全国设立了 28 个全资生产型子公司，配送范围涵盖 300 公里范围内的门店，成功构建了“紧靠销售网络、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系，从而实现直接、快捷、低成本的产品配送效果，进而保障了门店的快速扩张；煌上煌在江西、广东、福建、辽宁、河南、广西投资建设六大生产基地，未来将形成“4 大基地+若干小基地”的生产基地布局，打造“贴近市场、供应及时、产品新鲜、质量保证”的全方位供应链体系；而周黑鸭目前仅在武汉、河北、广东设厂，未来将打造“1+N”供应链模式，该模式能够减缓初期固定资产投入的资金压力，但存在运输成本更高的问题。

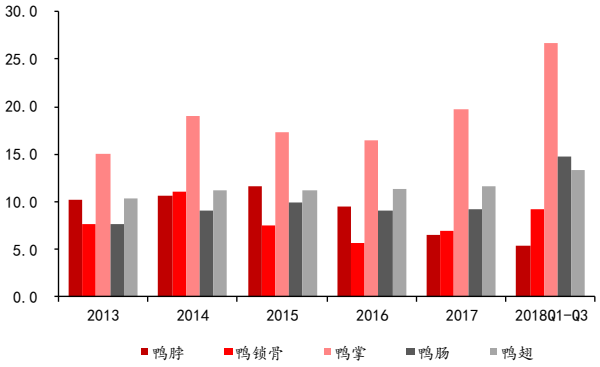
从下游门店终端数量及管理模式来看，绝味门店数量超过 1 万家，在核心城市密集布局，此外为加强产品质量控制，公司采取门店每日报单、公司每日集中生产和每日物流配送的每日销售报单模式；煌上煌近年来加快开店步伐，当前门店数量接近 3800 家，公司牵头规划物流线、部分优秀加盟商购置冷藏车并配备司机，为该物流线上的所有加盟店进行产品配送，实现全程“冷链”每日配送；而周黑鸭门店数仅为 1288 家，通过自营门店网络覆盖全国 12 个省市，此外在“中央厨房+直营店”模式下，公司引进 ERP 管理系统，门店实现实时配送，每天安排 2-3 次的产品配送。

表格 9. 休闲卤制品加盟模式和直营模式对比分析

项目	加盟模式	直营模式
权益归属	加盟商投资，拥有收益权	公司投资，拥有收益权
人员安排	加盟商聘请，但须接受公司的培训和监管	公司聘请，纳入公司的人事体系
生产方式	区域生产基地统一采购原材料并生产	
供货方式	区域生产基地统一供应	
物流模式	全程“冷链”统一配送至门店	
销售模式	公司对加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售	公司通过直营门店以零售方式向顾客销售产品
产品定价方式	地区统一零售价	
优点	1）启动成本低； 2）发展迅速； 3）本地化经营更了解当地市场。	1）经营管理统一化； 2）员工队伍稳定； 3）服务水平高； 4）信息化程度高、执行力更强。

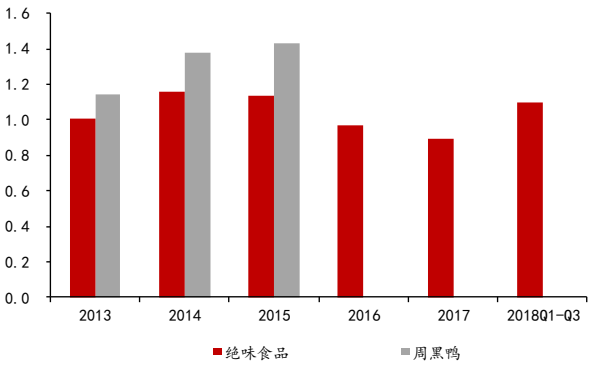
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 69：绝味主要原材料采购价格（元/公斤）



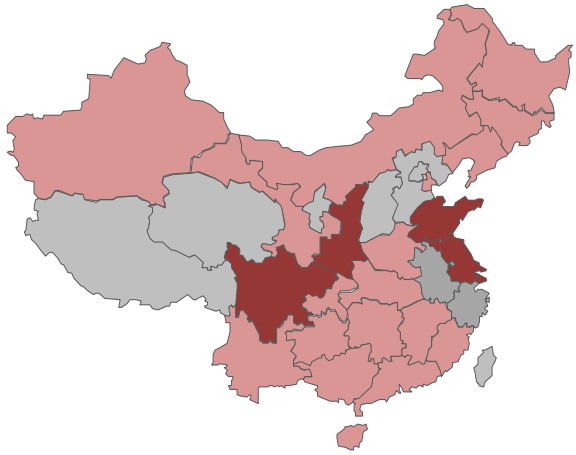
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 70：绝味主要原材料采购价格低于周黑鸭



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 71：绝味在全国搭建了 28 个生产基地



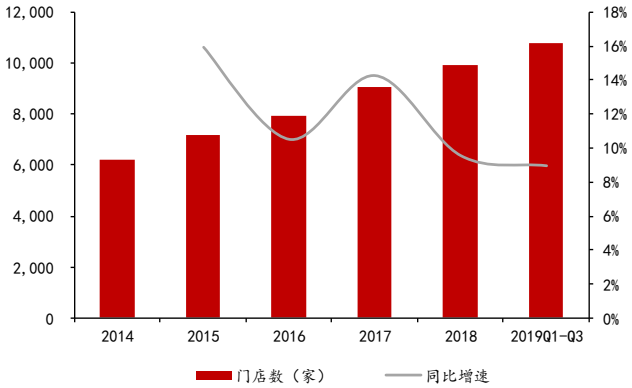
资料来源：wind，川财证券研究所，注：深色区域拥有 2 个生产基地，浅色区域拥有 1 个生产基地，灰色区域暂无生产基地

图 72：煌上煌、周黑鸭打造大基地生产体系



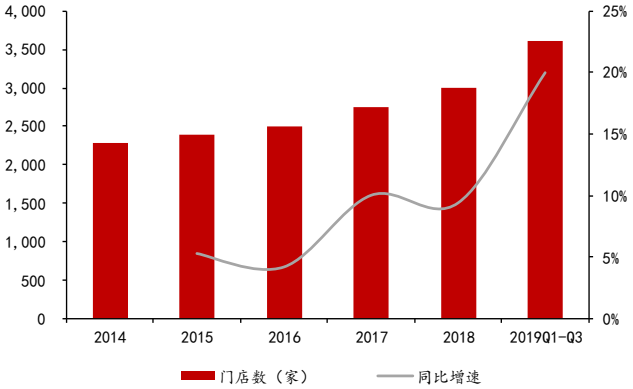
资料来源：wind，川财证券研究所，注：深色区域为煌上煌生产基地，浅色区域为周黑鸭生产基地，灰色区域暂无生产基地

图 73：绝味食品门店处于快速扩张期



资料来源：公司调研，川财证券研究所

图 74：煌上煌门店扩张速度加快



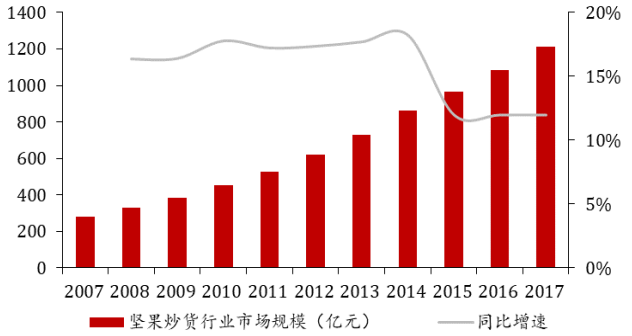
资料来源：公司调研，川财证券研究所

4.4.2 坚果炒货线上高增长，契合消费者行为改变

从线上销售情况来看，休闲食品行业增长明显。2020 年 5 月，阿里线上渠道休闲食品销售额 56.3 亿元（+32.3%），其中三只松鼠、百草味、良品铺子线上渠道销售额分别为 4.5、3.8、2.3 亿元，分别同比-9.3%、+25.9%、-2.4%。我们认为这是受益疫情对消费行为的推动，未来有望形成长期的消费行为。

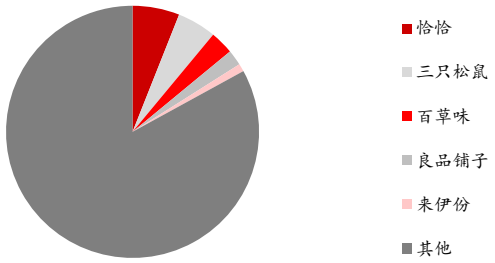
坚果炒货行业持续高速增长，未来提升空间大。当前坚果炒货行业呈现大行业小公司的竞争格局，据中国食品工业协会数据显示，国内坚果炒货市场规模从 2007 年的 283.1 亿元提升至 2017 年的 1214.0 亿元，CAGR 高达 15.67%；但行业集中度较为分散，CR5 仅为 17.0%，考虑到我国主要坚果人均消费量偏低，未来具备品牌、产品、渠道优势的良品铺子、恰恰食品、三只松鼠有望脱颖而出，持续提升市场份额。

图 75：中国坚果炒货行业景气度较高



资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

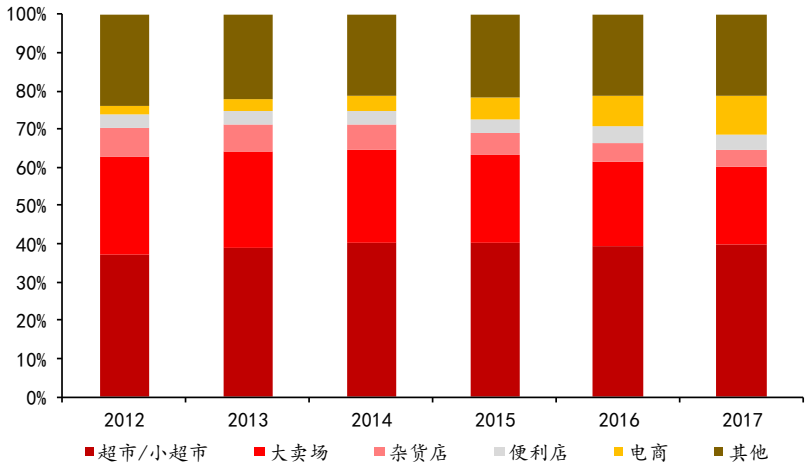
图 76：坚果炒货行业 CR5 为 17.0%



资料来源：中国食品工业协会，川财证券研究所

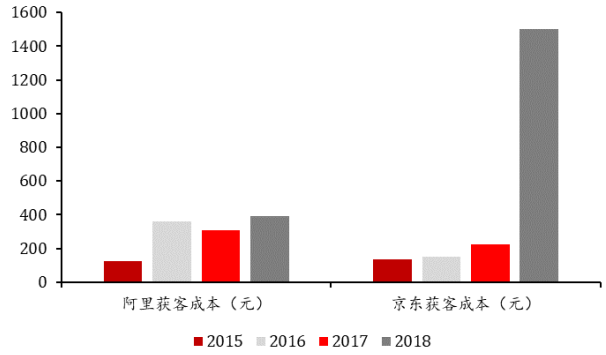
商超渠道仍为主要阵地，但电商渠道快速崛起，未来将形成 O2O 全渠道销售模式。一方面，线上企业逐步加快线下布局，通过全渠道布局来应对线上流量的高边际成本。三只松鼠在 16 年开设了第一家线下体验店，19 年 4 月开放加盟小店，截至 19 年底拥有近百家直营旗舰店、加盟小店 278 家；百草味于 17 年探索线下渠道，目前已完成 10 家专卖店计划。另一方面，传统线下企业也纷纷入局线上渠道，其中恰恰通过每日坚果打开电商渠道，良品铺子 13 年以来线上和线下同步发展，目前线上和线下收入占比均在 50%左右。

图 77：商超渠道仍为主要市场，但电商渠道占比持续提升



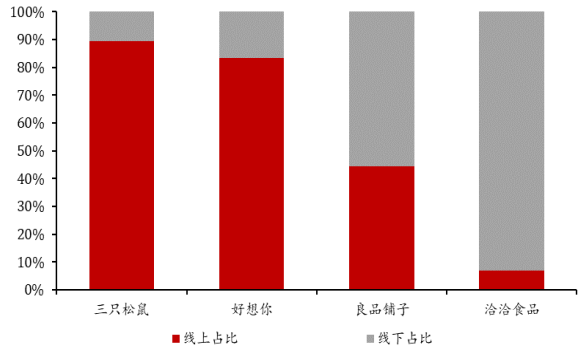
资料来源：贝恩公司，川财证券研究所

图 78：阿里、京东平均获客成本逐步提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 79：坚果类企业纷纷开启多元化布局



资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、投资建议

在2020年二季度的策略思考中，我们通过分析海外因素、疫情影响以及当前行业趋势，认为此前外资流出情况已进入阶段性企稳，并且部分持仓已经为近一年多以来的低点，行业趋势以及竞争格局并未发生改变，二季度食品饮料如期整体出现了较大的涨幅。

站在当前时间点，以上三个关键因素中只有行业趋势尚未发生变化，海外金融市场近期表现一般，疫情也出现一定反复，同时由于当前食品饮料估值整体偏高，所以我们认为下半年行业的投资机会主要来自于：

1）行业集中度提升以及消费行为改变。卤制品、烘焙行业以及坚果炒货仍较为景气，卤制品以及烘焙行业头部企业的核心竞争力已经受到市场验证，坚果炒货将受益于消费行为改变以及行业集中度提升，未来仍将长期处于持续成长的赛道，建议关注绝味食品、煌上煌、桃李面包、良品铺子、洽洽食品、三只松鼠等。

2）拐点已至的啤酒行业。啤酒行业先后经历市场扩容期、第一轮市场整合期、第二轮市场整合期，当前已步入量稳价升的高端机遇期，行业已至高端化拐点。从投资角度来看，当前高端啤酒仍处于持续扩容期，而头部厂商在高档啤酒领域具备品牌、渠道、产品等先发优势，仍将呈现马太效应下的强者恒强，建议关注：青岛啤酒。

3）白酒以及乳制品受影响较大，但疫情后恢复较为确定。我们预计白酒和乳制品将逐渐恢复，尤其是拥有较强优势的龙头企业，建议关注竞争格局较为稳固的高端白酒以及乳制品，其业绩恢复的确定性强，建议关注茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份。

4）此次疫情下全国性肉制品企业受影响较小，同时当前生猪养殖本就受非洲猪瘟影响，市场被严重分割，只有拥有全国销售渠道以及屠宰的双汇发展才拥有实力平衡市场，获取成本优势，并提升品牌形象以及市场占有率。建议关注双汇发展。

表格 10.　相关标的估值一览

	2020/6/30	股价	总市值	EPS			PE		
	公司名称	（元）	（亿元）	20E	21E	22E	20E	21E	22E
白酒	贵州茅台	1,463.2	18,380.3	37.6	45.0	52.3	38.9	32.5	28.0
	五粮液	167.5	6,501.7	5.3	6.4	7.5	31.8	26.3	22.3
	泸州老窖	90.9	1,331.2	3.6	4.4	5.3	25.0	20.5	17.1
	平均值						**31.9**	**26.4**	**22.5**
乳制品	伊利股份	30.9	1,873.1	1.0	1.3	1.5	29.7	23.2	20.6

肉制品	双汇发展	46.1	1,528.9	1.8	2.0	2.2	25.3	22.7	20.5
啤酒	青岛啤酒	76.5	837.6	1.4	1.8	2.1	53.0	43.3	36.7
坚果	良品铺子	73.4	294.2	1.0	1.3	1.7	73.1	56.3	44.3
	三只松鼠	74.4	298.2	0.8	1.0	1.4	98.5	73.1	54.6
	洽洽食品	54.0	273.6	1.5	1.7	2.0	37.2	31.3	26.5
烘焙面包	桃李面包	49.3	325.0	1.3	1.5	1.7	39.3	33.6	28.4
卤制品	绝味食品	70.1	426.7	1.5	1.8	2.2	46.3	37.9	31.9
	煌上煌	24.6	126.2	0.6	0.7	0.9	44.4	34.9	27.8

资料来源：wind，川财证券研究所

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业作为消费品的销售渠道，其表现由宏观经济与居民收入决定。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：000000000857