

食品饮料行业2024年投资策略

白酒具备中长期配置价值，大众品关注弹性

西南证券研究发展中心
食品饮料研究团队
2023年12月

目 录

白酒：中长期配置价值凸显

啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

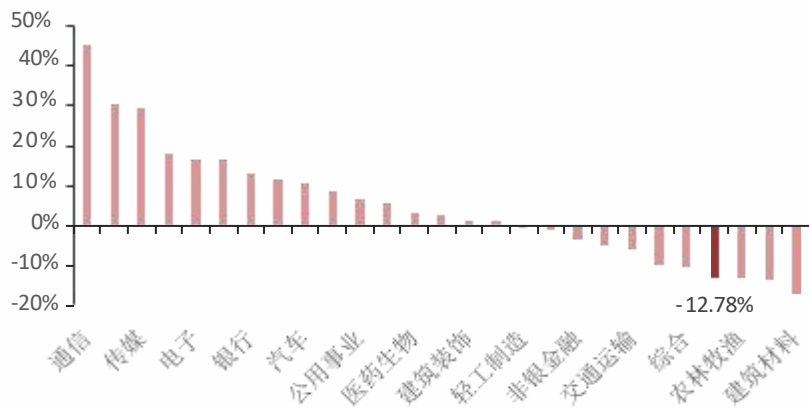
食品综合：优选优质子板块龙头

白酒：中长期配置价值凸显

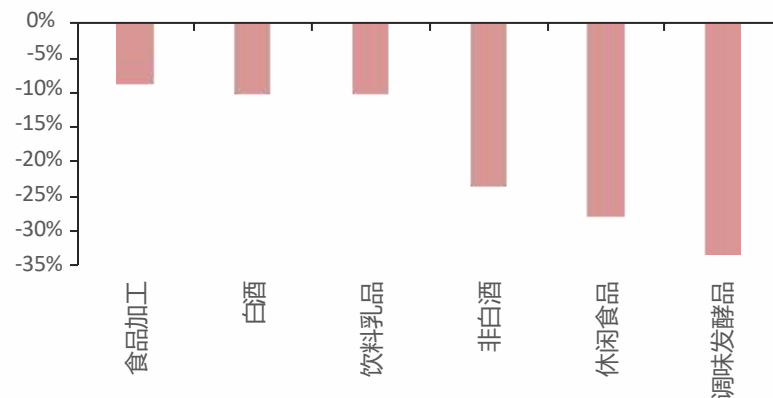
- **2023年春节消费较为理想**：高端和地产酒动销两旺，去化较为理想，次高端逐步好转。一线名酒：总体动销好于预期，高端动销两旺，量价齐升，库存下降较为理想；地产酒：受益于返乡人群增加，销量均有不同程度增长，但并未发现产品结构升级；次高端：春节备货、回款下降不等，动销量下滑，但库存逐步下移。
- **二季度开始，消费表现并不乐观，静待基本面回暖**：二季度开始，消费有所承压，下半年双节期间表现较为平稳，部分区域反馈负面。目前看，高端、地产酒受益于刚性、宴席等，量较去年同期增加，批价稳定略有下降；次高端，商务影响较大，导致销量不及预期，静待消费好转；**但从中长期看，白酒具备较好的配置价值**：
- ◆ 白酒自身的行业属性并未发生大的变化，行业内部逻辑依然成立。2022年规模以上白酒企业收入6627亿元，利润总额2202亿元，产量671万吨，上市公司市占率分别为52.7%、93%、20.8%，产量市占率依然偏低，即使加上全国和区域名酒，产量市占率估计在35%左右，依然有大量的中小酒厂存在；比如山东、河南区域，当地地产酒量依然很大。目前，白酒竞争格局基本形成强者恒强的格局，名酒通过品牌文化、价格带宽度覆盖下移、渠道深耕和下沉以及消费者认知度提升，名酒市占率提升依然是长期趋势。
- ◆ 白酒升级只是短期受到影响，中长期升级的趋势并未发生变化。2022年下半年以来，消费有所承压，即使在这样的情况下，2022年、23H1白酒整体吨价依然是提升的，只是短期升级的节奏受到一定影响，未来随着消费复苏、名酒市占率提升，白酒升级趋势并未发生变化。
- ◆ 中长期看白酒主力饮酒人群相对稳健。我们统计了人口结构，白酒主力饮酒人群（20-60岁）数量在未来10年不会发生明显的下降，依然是较为稳健的状态。
- ◆ 深度调整后，白酒估值已处于历史低位。目前看，一线名酒24年估值仅16-23倍，预计收入、利润依然有双位数增长；地产酒估值普遍已降至20倍以下；整体行业估值处于历史低位，中长期值得重配。

2023年行业回顾：食品饮料跌幅靠前，各子板块表现均不乐观

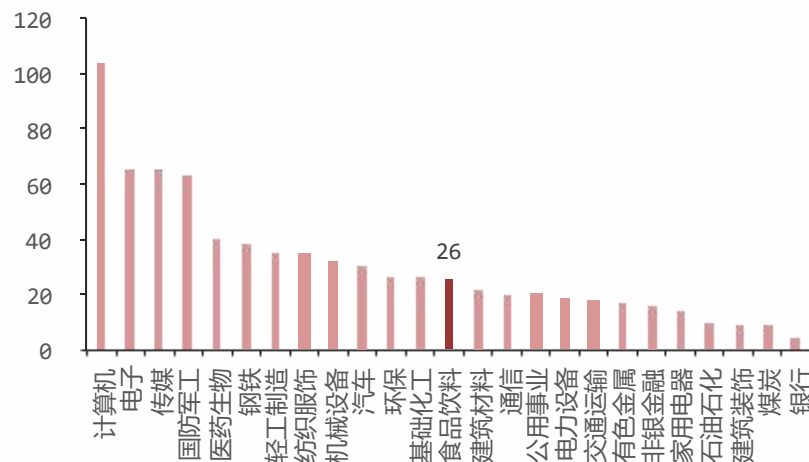
2023年食品饮料涨跌幅靠后



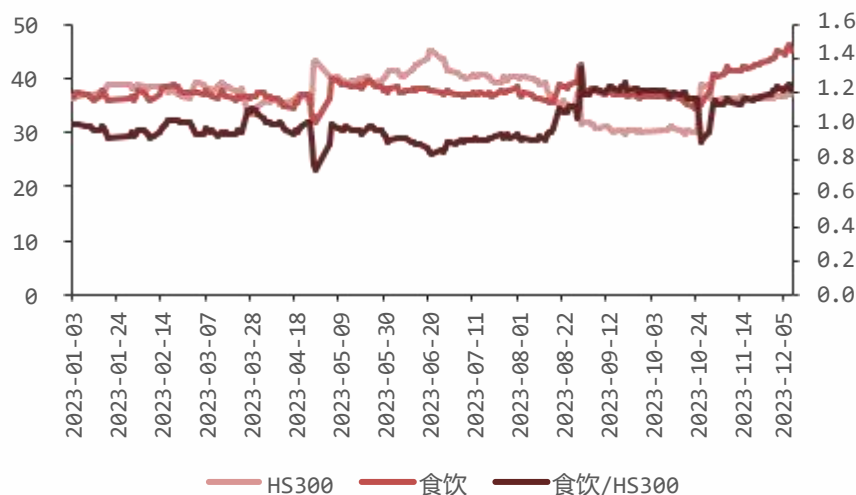
2023年食品饮料各子板块涨跌幅



整体估值26倍，较年初估值回落明显



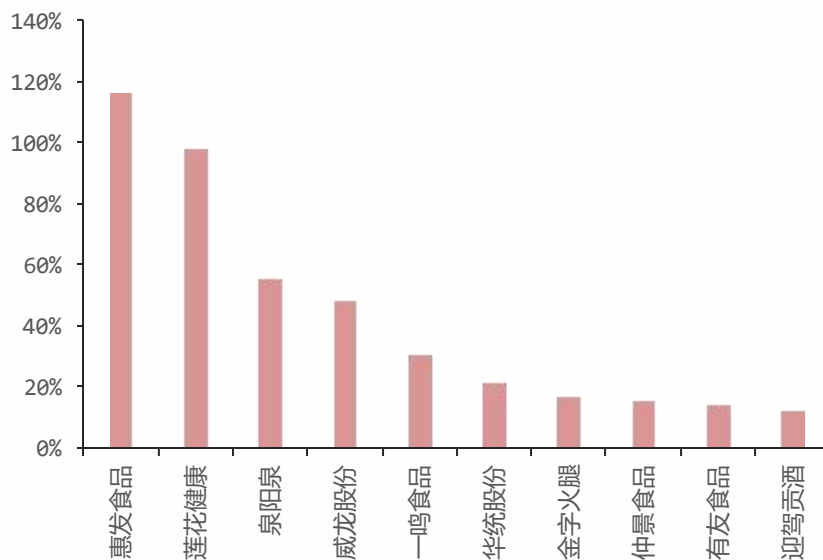
食品饮料/A股估值较年初提升



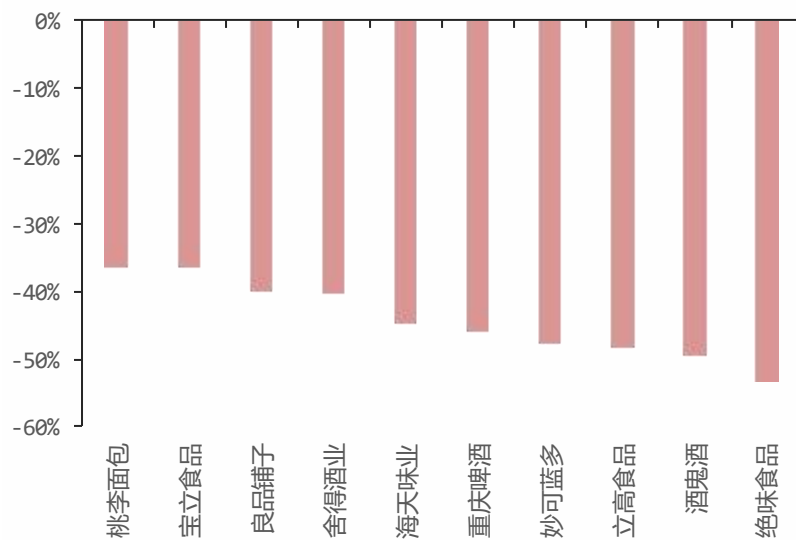
2023年行业回顾：餐饮恢复显著，商务消费乏力

- 从涨幅榜上看，受益零食产业渠道结构、产品结构快速优化，零食产业链加速整合，叠加小市值企业弹性较大等原因，相关标的股价表现突出；受益宴席、聚饮、走亲访友等消费场景的显著恢复，迎驾贡酒等地产酒表现相对突出。
- 宏观经济承压和商务消费复苏乏力背景下，次高端白酒消费需求较为低迷，叠加估值整体回调，次高端白酒标的调整幅度较大。

食品饮料板块涨幅前十名

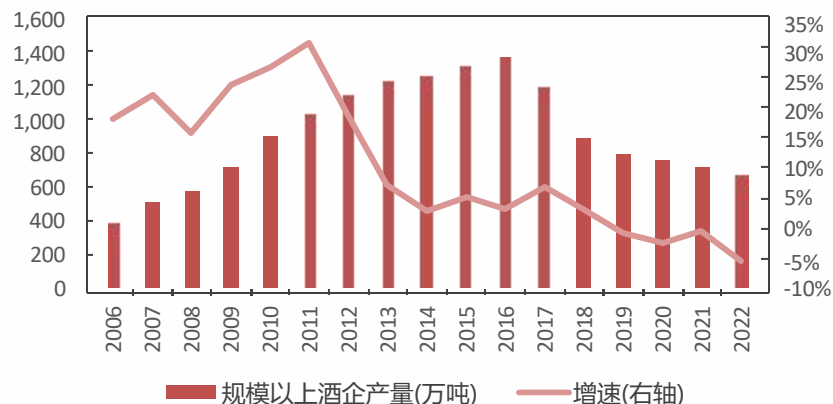


食品饮料板块跌幅前十名



白酒：行业进入挤压式增长阶段，业内企业竞争是主要格局

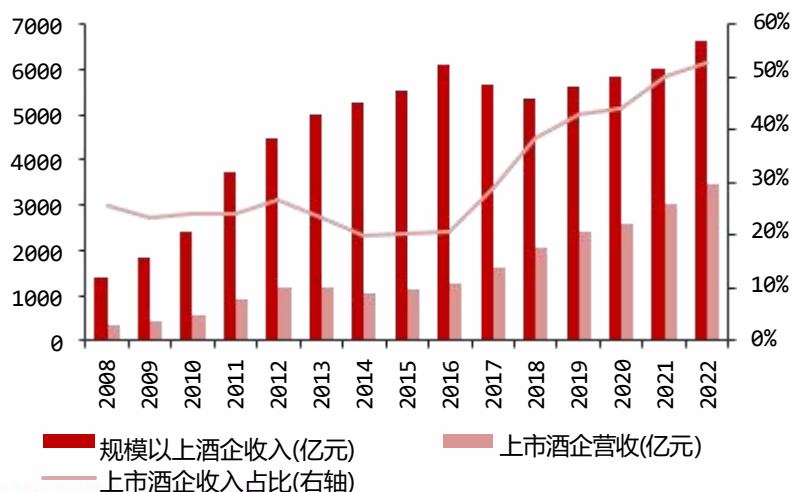
白酒产量有所下移



规模以上白酒企业数量



上市公司收入市占率提升至53%



上市公司利润市占率提升至93%

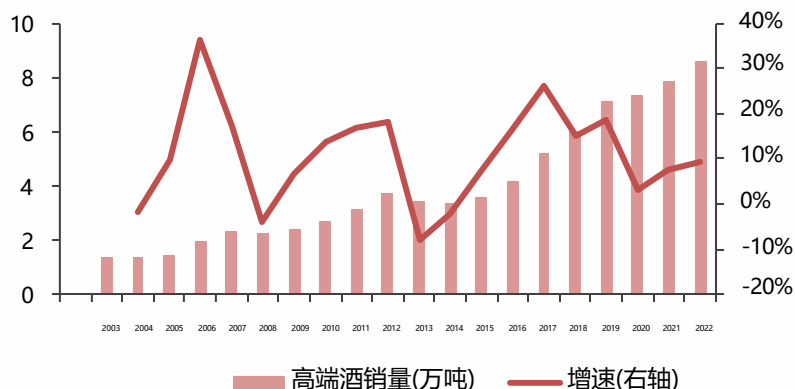


白酒：名优白酒占位品牌优势，积极开拓市场

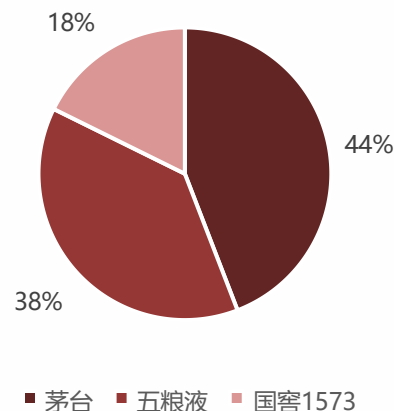
□ 高端：需求依旧稳健增长，批价小幅波动，库存整体良性

- ◆ **茅台**：茅台酒和系列酒动销表现良好，箱茅/散茅批价保持稳定，需求端韧性十足；公司通过加大非标酒投放量、直销占比提升和茅台1935放量等措施，实现高质量增长；展望2024年，公司内生增长工具丰富，具有穿越周期的成长能力，预计2024年收入端有望保持15%及以上增长，确定性行业最强；
- ◆ **五粮液**：公司是千元价位绝对龙头，核心大单品普五周转高、流速快，动销在千元价位表现最优；预计2024年公司在保持普五量价平衡基础上，通过积极发力低度五粮液、1618和文创酒，有望实现双位数以上稳健增长；
- ◆ **国窖**：国窖和特曲双轮驱动趋势明确，其中国窖量价平衡稳健增长，腰部特曲60版向全国市场进军，增长势能强劲，公司聚焦华北、西南等核心市场，并加大华东等新兴市场开拓，整体增速仍有望领跑高端酒。

高端酒销量持续稳定增长



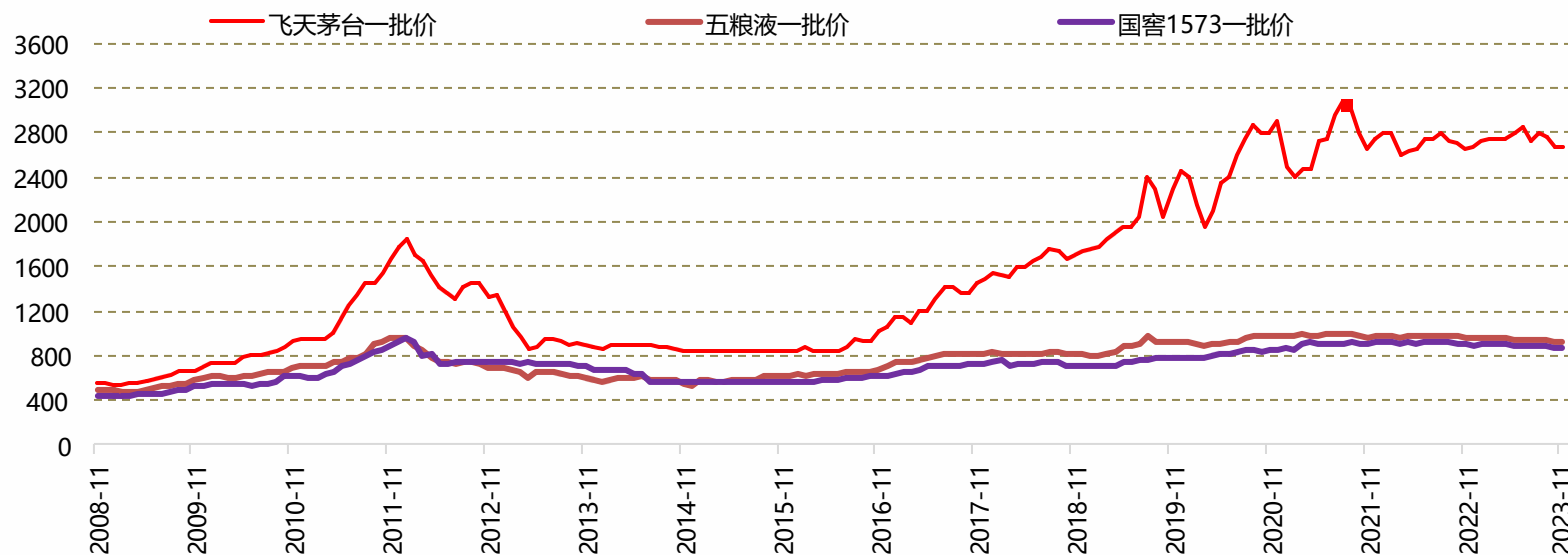
2022年高端酒销量市场份额



白酒：高端酒批价——行业稳定决定因素

- 高端酒批价对于白酒行业尤其重要，直接反映行业景气度和供需状况。在宏观经济缓慢复苏的背景下，前三季度高端酒批价仅小幅松动；飞天茅台一批价历来是行业的风向标，23年前三季度散瓶飞天批价维持在2650-2800元之间小幅波动；非标酒生肖、精品等由于投放量加大批价有所下滑，但仍处在合理范围之内；五粮液理性务实，在维持批价窄幅波动的前提下积极走量，当前普五批价稳定在925-935元左右；国窖量价策略跟随五粮液，当前高度国窖批价880-900元之间，批价整体稳定。在需求承压的背景下，三大高端酒坚持以价为先，通过配额制、数字化扫码等措施保持供需平衡，保障批价维持在合理区间，从而稳定渠道价格体系和市场预期。

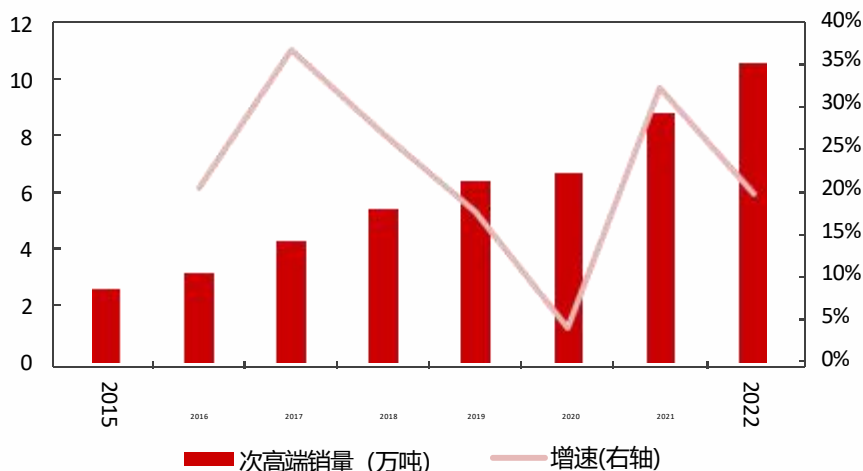
高端酒一批价变化趋势（元）



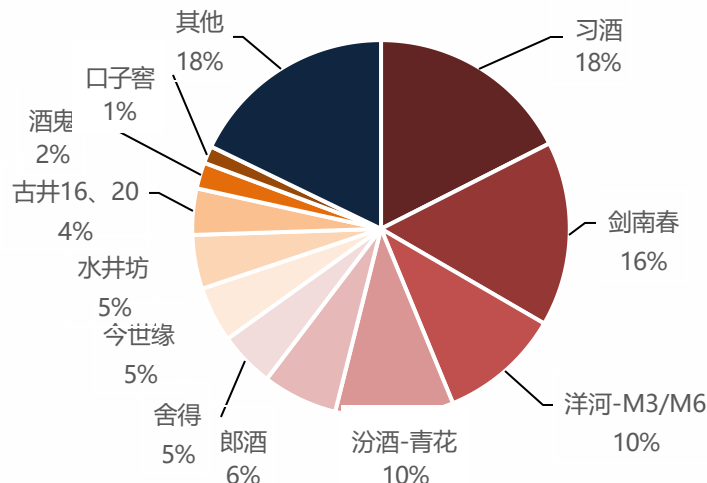
白酒：名优白酒占位品牌优势，次高端阶段性承压

- ❑ **次高端**：23年需求有所承压，24年有望边际改善。当前宏观经济处在复苏进程之中，商务消费表现疲软，次高端前三季度以消化库存为主，动销端仍有所承压；展望2024年，伴随着国家出台扩大消费等政策，未来商务消费有望边际改善，带动次高端实现稳健增长。
- ❑ **汾酒**：青花和玻汾双轮驱动，动销延续强势表现。受益于消费场景恢复和汾酒势能释放，23Q3青花、玻汾等核心品牌实现较快增长，前三季度青花系列收入突破110亿大关，体量超过22全年，且渠道库存保持在2个月左右的良性水平，批价全年稳中有升，动销和批价优于其他次高端竞品，彰显出强大的增长韧性。
- ◆ **舍得、酒鬼酒、水井坊**：23年前三季度由于宏观经济复苏相对缓慢，商务消费比较疲软，叠加渠道积极去化库存，舍得、酒鬼酒、水井坊三家次高端酒企增长短暂承压。
- ◆ **洋河、古井、今世缘**：23年商务消费相对承压，500-800元价格带需求相对承压，主流单品增速均显著放缓；大众宴席市场比较坚挺，100-300元价格带景气度较高，洞9、对开、古8等实现较快增长。

次高端销量快速增长



2022年次高端市场份额



白酒：渠道——名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会

□ 渠道角度：名酒引流效应显著，看好次高端名酒全国化机会。

- ◆ 名酒引流效应越发显著，汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得等品牌，依托其全国性名酒的品牌基因，叠加积极主动的招商策略，经销商数量快速增加。
- ◆ 经销商是否具有名酒代理权成为核心竞争力，拥有茅台、五粮液代理权占据制高点。
- ◆ 名酒厂家投入力度大，渠道费用支持，高端酒批价上升，渠道利润增厚；同时，渠道更加侧重于与厂家配合，积极开拓市场，注重终端动销；在信息化为主的管理系统下，厂家议价权增强，对于渠道的管控更加趋严。

不同层级白酒渠道运营模式

层级	特征	渠道模式
高端	品牌为主，渠道为辅	直营+经销商，团购占比较大，经销商也以专卖店为主，厂家和经销商可同时供货大型KA，厂家有直接合作电商。厂家侧重于文化和品鉴，茅台直营占比持续提升。
次高端	品牌和渠道双轮驱动	经销商为主，烟酒店流通渠道走货为主。次高端既要有好的品牌，又需要强渠道运营能力，品牌数量众多，竞争比高端更加激烈，渠道的通路和消费者重复购买率至关重要。
中低端	渠道驱动为主，份额向强势品牌集中的趋势明显	经销商为主，主要以烟酒店和KA零售为主。消费者品牌忠诚度不高，品牌之间转换成本低；但近年来，中低端酒市场份额向该价位段强势品牌集中的趋势明显。

白酒：库存——良性、弱周期成为主旋律

- 2016年白酒复苏以来，库存并未持续累加，基本处于良性状态，随着厂家调控和信息化系统渗透，名优白酒库存周期有望平滑。短期来看，对于名优白酒，渠道库存需要关注，但并不是核心重点，未来以厂家主导的平滑行业周期值得期待。
- ◆ 名酒厂家关注可持续增长，不会主动压很多库存，一旦发现库存高企，主动控量保价。2018年6、7月份五粮液和国窖控量；2020年疫情之下，3月份开始各大酒厂控货；2022年四季度厂家控货。
- ◆ 名优厂家均采用更加精细化，对于库存的把控能力较强。
- ③ 基本采用扁平化运作+深度分销模式，厂家销售人员大幅增加，对于市场管控更加到位。
- ③ 信息化系统的导入和使用，增强厂家对于渠道和终端的管理能力。
- ◆ 名优白酒价格，除茅台外，渠道利润并不丰厚，并未触发渠道大规模囤货行为。类比于2012年之前白酒的黄金十年期，此轮白酒复苏周期较短，除茅台外，鲜有渠道暴利的情况，经销商基本没有主动大规模囤货行为。

目 录

◆ 白酒：中长期配置价值凸显

◆ 啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

◆ 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

◆ 调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

◆ 速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

◆ 食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

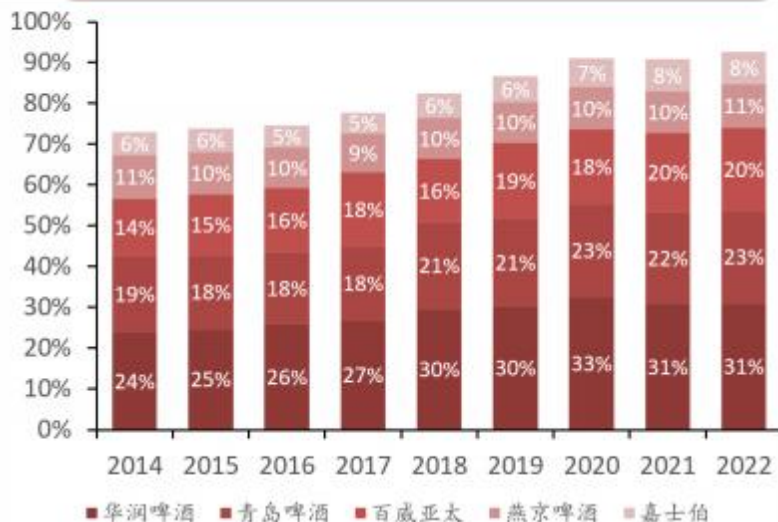
啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

- **回顾23年啤酒市场：**从大盘走势来看，2023年啤酒行业整体呈现前高后低的态势，且股价受销量数据影响明显。分季度看，23Q1受益于疫情放开后的报复性消费，以及经销商信心高涨带来的拿货意愿较高等因素，Q1销量表现超预期；进入Q2以来，由于现饮消费持续弱复苏，以及库存压力逐步凸显，Q2业绩有所承压；旺季到来后，雨涝等不利天气频发，叠加去年同期高基数影响下，Q3啤酒整体表现低于预期。Q4作为行业传统淡季，预计整体销量将维持平稳态势。1-10月国内啤酒累计产量同比增长2.2%，全年啤酒销量基本实现正增长。
- **展望24年销量走势：**24Q1受今年同期高基数影响，预计整体销量高增压力较大；进入Q2后，一方面随着餐饮市场的持续复苏，现饮渠道预计同比将有明显改善；另一方面，4月以后低基数效应将逐步显现，24年旺季啤酒销量表现值得期待。
- **结构升级步履不息：**23年消费降级风潮来势凶猛，但啤酒行业高端化依旧步履不息，23Q3青啤/重啤/燕京吨价累计增速分别为+6.2%/+1.9%/+3.8%。分价格带看，10元及以上的高端啤酒增速相对有所放缓，与之对应的8-10元次高价格带各酒企均表现出色。展望明年，高档及以上啤酒受益于整体经济环境复苏及购买力提升，有望重回高增态势；次高档在今年已有的良好消费者认知基础上，持续承接中低端啤酒向上升级的体量，预计明年仍将维持双位数以上增速。
- **成本端压力舒缓：**受益于澳麦双反政策的取消，以及法麦丰收带来的供给增加，预计明年酒企大麦成本将有约10%左右下降空间。其他关键原材料如铝材及玻瓶等，目前价格相较23年高位仍处于较低区间。由于啤酒企业存在3-6月的采购周期，预计成本下行将于24Q2后逐步在酒企报表端体现。

啤酒：寡头垄断格局确立，高端化成行业共识

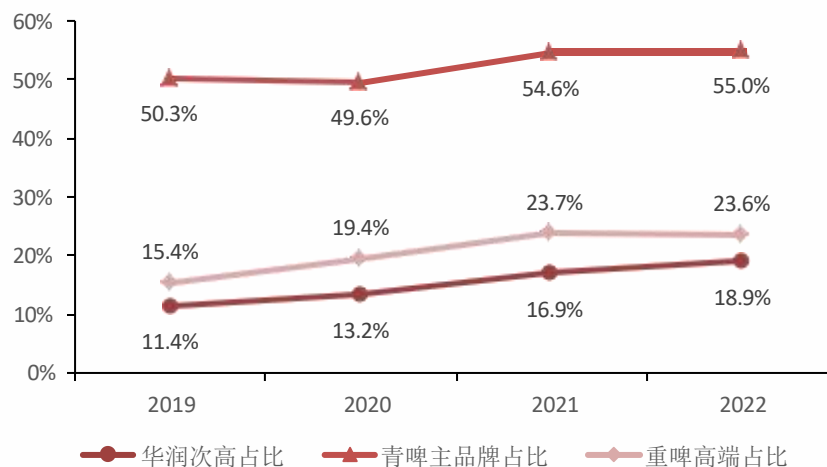
- **行业进入寡头垄断阶段，CR5突破90%。**历经多年跑马圈地与扩张并购，目前绝大部分省份竞争格局已确立，牢固的基地市场保证了龙头公司业绩下限。此外2010-2015年间啤酒行业价格战激烈，一方面拉低行业整体利润率，另一方面加速中小产能出清；行业CR5由70%迅速提升至90%以上，寡头垄断格局十分稳固。纵观食品饮料众多子版块，啤酒享有极佳的竞争格局，行业竞争趋于理性。
- **高端化成为行业共识，啤酒步入发展快车道。**在行业利润率持续低下、低端啤酒消费下滑、进口啤酒连年高增等因素共振下，行业由规模为先向利润导向转变，产品结构升级成为行业主线逻辑。各大龙头近年来产品结构升级态势明显，例如华润次高及以上占比由19年11%快速提升至22年19%。

啤酒行业CR5突破90%



数据来源：公司公告，西南证券整理

各品牌高档啤酒占比持续提升

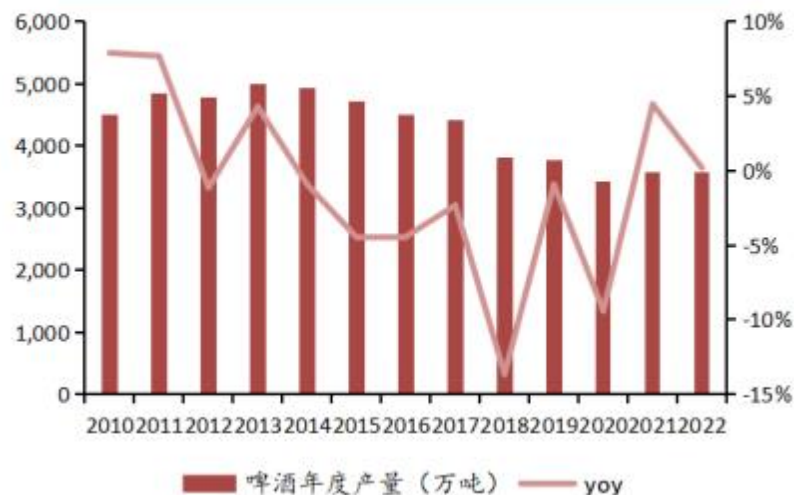


数据来源：公司公告，西南证券整理

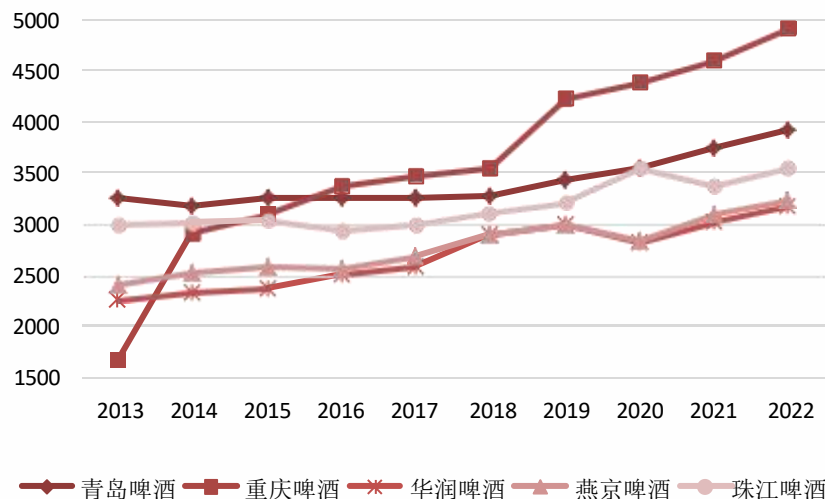
啤酒：行业步入成熟期，量稳价增为常态

- ◆ **量**：受老龄化趋势加重、消费者健康意识觉醒、其他低度酒精饮料兴起等多种因素影响，中国啤酒产量自2013年达到历史顶峰4983万吨后开始逐年下滑，行业步入成熟期。对标海外，美国啤酒行业自1980年进入成熟期后，行业增速长期维持在低个位数水平；国内啤酒量保持平稳成为常态。
- ◆ **价**：从需求端看以Z世代为主的年轻人作为啤酒的主力消费群体，其对于差异化和高端化啤酒的需求日渐旺盛；而供给端各啤酒企业纷纷通过主动提价+产品结构升级推动吨价上行，2017-2022年行业平均吨价年复合增速约5%；且目前行业内低档啤酒仍占比过半，未来价增空间广阔。

国内啤酒产量呈下降态势



啤酒企业吨价逐年提升 (元/吨)

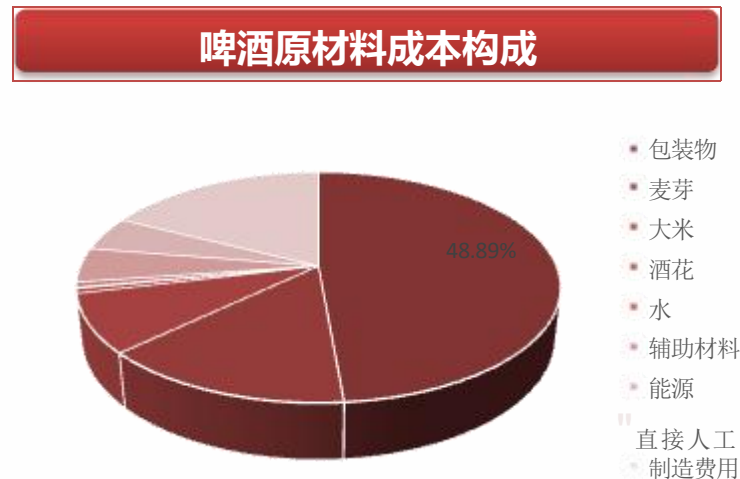
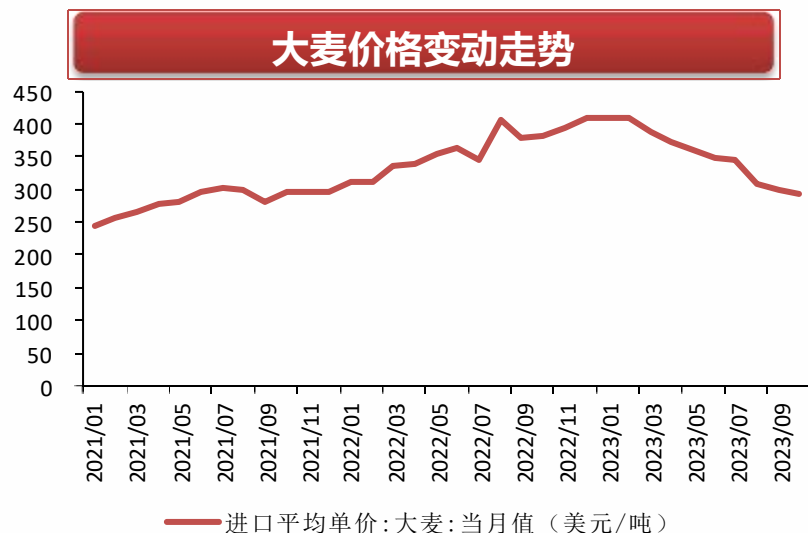


数据来源：国家统计局，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

啤酒：2024年大麦成本下降趋势确定

- **啤酒受原材料价格波动影响较大。**从啤酒的原材料构成来看，占比最大的两个部分分别是占比接近50%的包装材料和占比约25%的酿酒原料，具体来看：包装物中铝材、玻瓶以及纸箱分别占比约40%+、30%和20%；而酿酒材料中大麦占比超过50%。一方面，关键原料价格的波动会对酒企的利润造成较大压力；另一方面，在原料涨价的次年，酒企集体提价形成的涨价潮亦加速整体行业高端化进程。
- ◆ **展望2024年啤酒成本端：**受俄乌战争冲突影响，大麦价格自21年起持续走高，直至23Q1后才逐步下落，但啤酒企业在大麦采购上大多在年末锁价9个月至一年，故23年实际大麦成本仍在高位。23年下半年澳麦双反政策取消叠加法麦丰收增加供给，预计24年大麦成本同比将有10%降幅。



数据来源：国家统计局，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

啤酒：高端化关键抓手，大单品之争愈演愈烈

- **高端化时代品牌数量激增，各酒企倾力打造高端大单品。**随着行业高端化进程的推进，各大酒企均通过增加品牌数量来更好的匹配消费者越发差异化的需求，因此具备体量优势、盈利支撑和高消费者认知的高端大单品，在目前啤酒品牌林立的当下显得弥足珍贵，具体来看：
- ◆ **华润啤酒：**根据公司“3+3+3”战略规划，至2025年整体大高档销量突破300万吨，其中纯生和喜力两大单品分别实现百万吨体量
- ◆ **重庆啤酒：**根据“扬帆27”，至2027年乌苏销量180万吨，乐堡+重庆+其他腰部品牌共250万吨
- ◆ **燕京啤酒：**根据公司规划，至2025年U8销量成为百万吨级别大单品

2022年主流啤酒企业产品销量结构&大单品体量

	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
次高端及以上	17% (8元以上)	15% (8元以上)	25% (8元以上)	27% (10元以上)	65% (6元以上)
中端	36% (5-8元)	35% (5-8元)	16%	56% (6-10元)	28% (4-6元)
主流	47% (5元以下)	50% (5元以下)	58%	17% (6元以下)	6%
大单品体量	纯生-65万吨 SuperX-40万吨 喜力-45万吨	纯生-70万吨 1903系列-40万吨 经典系列-250万吨	燕京U8-39万吨 清爽系列-40万吨 福佳白-5万吨	乌苏-80万吨 重庆-60万吨 乐堡-55万吨	97纯生-22万吨 普通纯生-44万吨 零度-50万吨

目 录

◆ 白酒：中长期配置价值凸显

◆ 啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

◆ 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

◆ 调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

◆ 速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

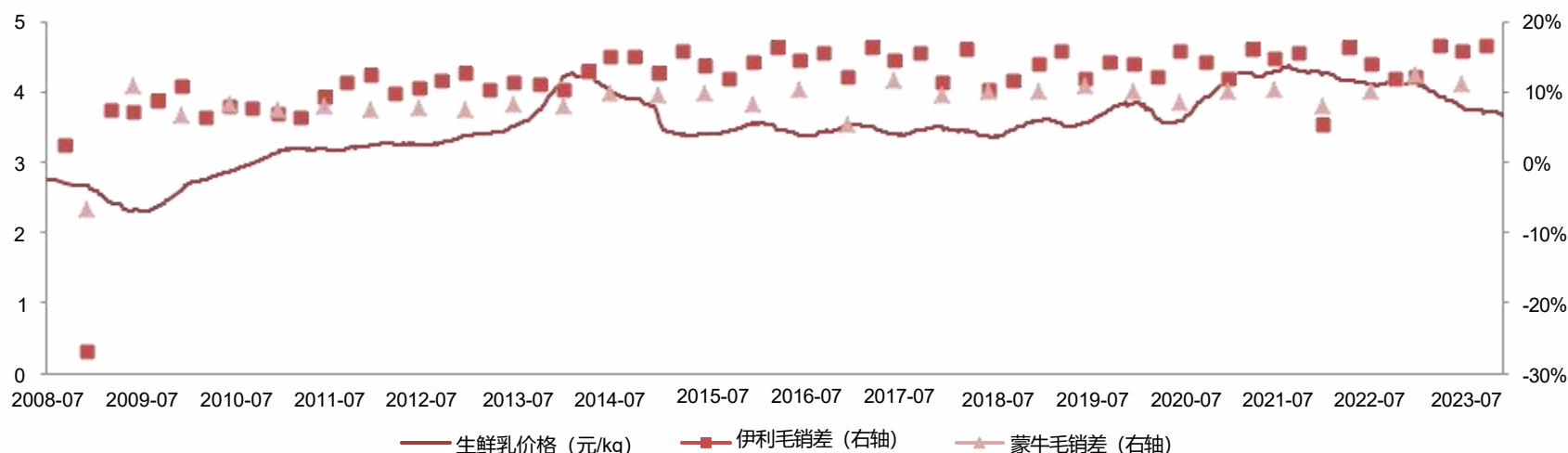
◆ 食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

- ◆ **2023年奶价平稳向下，头部乳企盈利能力提升。**2023年以来，奶价温和下降，同时头部乳企进入追求盈利能力的高质量增长阶段，价格战等竞争明显减少，费用投放力度减弱，形成成本、费用共振，毛销差水平明显改善。此外，需求逐步回暖、产品结构改善同样将释放利润弹性。以伊利为例，2023Q3毛销差达16.6%，净利率达9.8%，为历史高位水平。

原奶价格及伊利、蒙牛毛销差情况对比

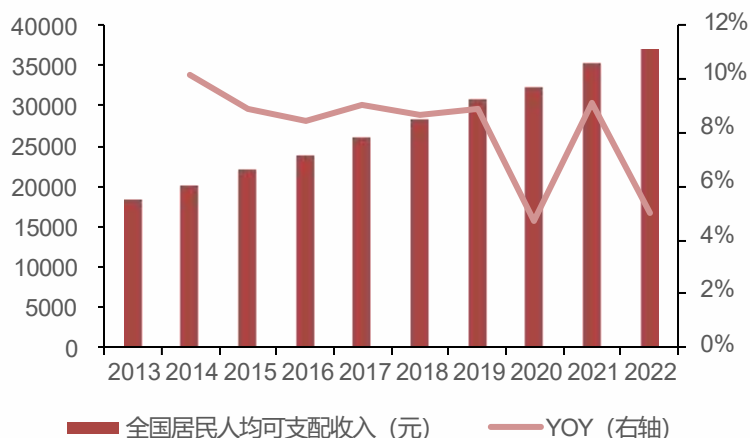


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

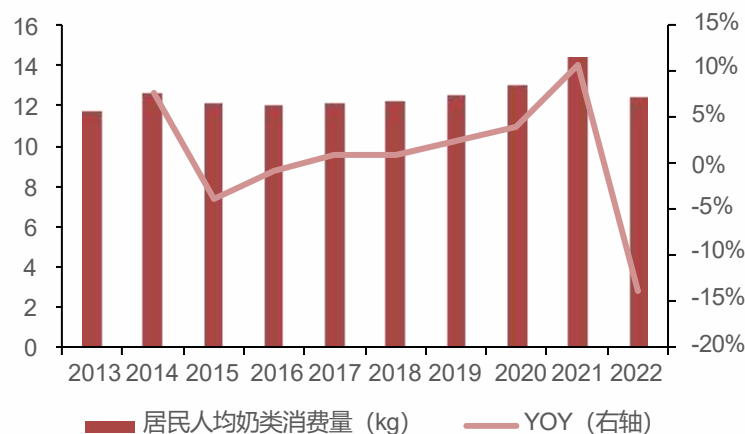
□ 乳制品需求偏刚性，仍有较大增长空间

- ◆ **人口基数保障乳制品需求空间。**我国人口基数庞大，伴随三胎政策出台、人口老龄化等因素，人口数量较为稳定，对乳制品的需求空间广阔。此外，2022年人均可支配收入达到3.7万元，近五年人均可支配收入复合增速为7.3%，居民收入水平稳步提高，消费升级趋势明显，为乳制品消费增长提供动力。
- ◆ **乳制品需求韧性强，长期仍将持续增长。**2022年，我国居民人均奶类消费量12.4kg，同时城乡差距较大，农村居民人均消费量仅为城镇居民的约一半，增长空间巨大。此外，《中国居民膳食指南2022》将每人每天乳制品摄入量提高至300-500g，长期看仍有增长空间。2023年以来乳制品行业需求复苏偏弱，白奶消费韧性较强，其中23Q3中秋国庆双节期间礼赠场景恢复，带动液奶需求提高及产品结构改善。

全国居民人均可支配收入



全国居民人均奶类消费量

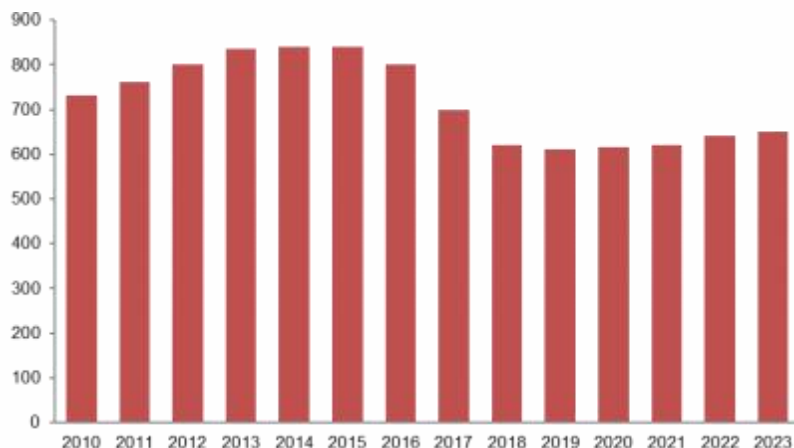


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

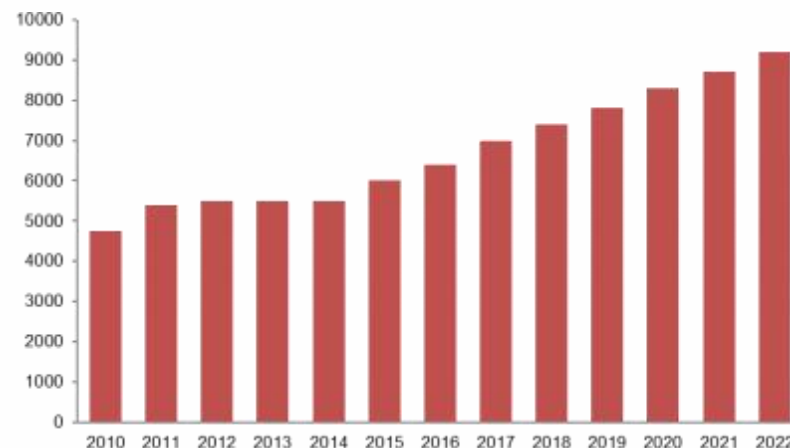
□ 原奶供给稳健增长

- ◆ **奶牛存栏量持续下降后稳中有升。** 国内奶牛存栏量自2015年起下降，由于国内环保政策收紧，散户和中小牧场逐渐退出，规模化牧场占比提升。2019年下降至最低点610万头，2023年奶牛存栏量约为650万头，基本保持稳中有升。
- ◆ **奶牛单产提升。** 随着中小牧场退出和奶牛养殖规模化程度的快速提升，奶牛单产保持上升趋势，已从2010年的不到5吨/年提升至2022年的9.2吨/年。2022年全国奶类产量达4027万吨，同比增长6.6%，乳制品产量3118万吨，同比增长2%，供给量充足。

全国奶牛存栏量 (万头)



全国奶牛年单产 (kg)

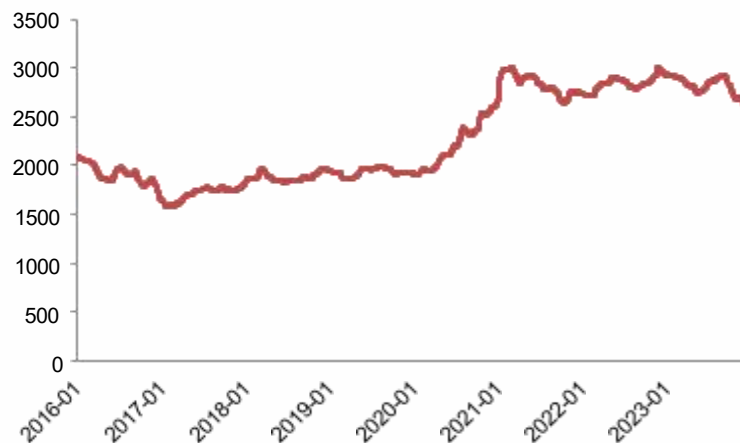


乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

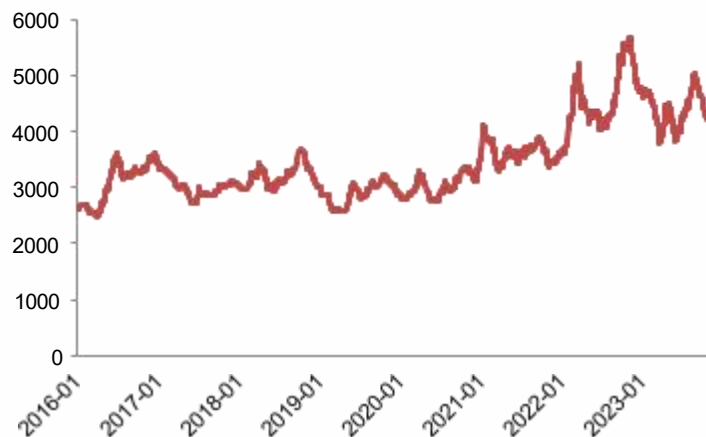
□ 饲料价格高位运行，对原奶价格形成支撑

- ◆ **饲料价格保持较高水平，支撑原奶价格。** 奶牛饲料分为精饲料、粗饲料、补充饲料，其中玉米和豆粕等精饲料占奶牛每日饲料消耗量的40%-50%。2020年下半年以来，玉米、豆粕等奶牛主要饲料价格持续上行后有所回落。截至2023年11月末，玉米、豆粕现货价分别为2.7元/kg、4元/kg，依然保持较高水平。饲料价格攀升带动奶牛饲养成本增长，从而支撑原奶价格维持高位。
- ◆ **高品质苜蓿进口为主，价格处于高位。** 苜蓿对提高奶牛产奶量和乳蛋白水平有重要作用。随着奶牛养殖规模扩大、大型牧场占比提高，高品质苜蓿需求快速增长。国产苜蓿多属于一级或二级，而优级或一级苜蓿多依靠进口，价格较高，成为牧场成本的重要组成部分。近年来，苜蓿价格较高，2023中期进口苜蓿干草平均到岸价573美元/吨，较2022年中期上涨23.5%。

玉米现货平均价 (元/吨)



豆粕现货平均价 (元/吨)



乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

□ 全球原奶产量平稳，大包粉进口价格回落

◆ **我国减少进口，国际奶价低位。** 除国产原奶外，进口大包粉也是国内乳制品重要的来源。2022年进口量103.5万吨，价格为4279美元/吨，按照1吨大包粉折合8.5吨原奶换算，2022年进口大包粉对应原奶880万吨，对国内原奶供需关系影响较大。根据CLAL预测，2023年全球乳制品产量增长1.1%，总体供给基本稳定。此外，我国减少对进口乳制品的需求，2023年1-10月对新西兰、欧盟、美国、澳大利亚进口量增速分别为-13.2%、-8.2%、4.1%、-22.3%。GDT拍卖价格大幅下降，截至2023年11月末，全脂奶粉拍卖价格仅3027美元/吨，在我国进口需求没有较大提升的情况下，预计国际奶价仍将保持低位。

2016-2022大包粉进口数量情况



2016-2022大包粉进口金额情况



乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

- **乳制品短期逻辑已兑现，长期盈利稳步向上。** 1、短期看，乳制品公司利润弹性已释放：1) 上游牧业产能释放叠加乳制品消费需求平稳，原奶价格下行，明年看奶价仍将保持低位。2) 乳制品企业费用投放效率普遍提高，进一步提高盈利水平。2、中长期看，乳制品板块整体盈利有望持续向上：1) 牧业规模化程度加大，供给端非理性行为引起原奶价格波动的因素逐渐消退，原奶价格有望企稳。2) 乳制品消费升级仍有空间，随着消费逐渐复苏，高端白奶、高端鲜奶等产品更受消费者欢迎，产品结构将持续改善。3) 乳制品企业普遍对费用管控力度加大，多数企业提出利润率提升的目标，长期盈利能力将稳步提高。重点推荐伊利股份（600887）、新乳业（002946）。

目 录

◆ 白酒：中长期配置价值凸显

◆ 啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

◆ 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

◆ 调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

◆ 速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

◆ 食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

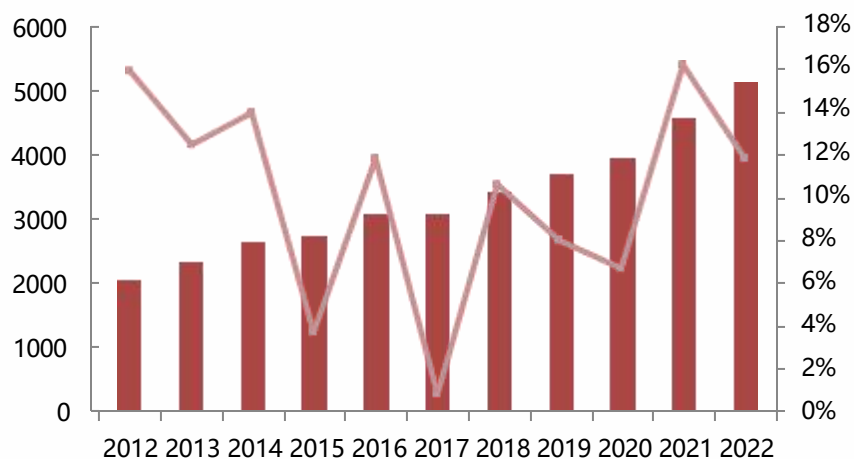
调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

- **回顾2023年调味品行业：**受益于22年10月疫情放开后催化，行业整体股价有接近双位数的回升；但开年以来整体消费需求复苏较为缓慢，至23Q3整体板块业绩表现均有所承压。具体来看：
- ◆ **B端渠道：**23年大B与小B餐饮端恢复态势呈现明显分化，年初至三季度大B连锁餐饮渠道受益于疫情期间快速展店策略，以及自身雄厚的规模和资金优势，疫后恢复速度显著优于小B社会餐饮渠道；而基础调味品企业主要服务于小B客户，因此23年调味品B端增速并未明显受益于消费场景复苏。
- ◆ **C端渠道：**受22年疫情致使C端高基数影响，23年上半年C端调味品需求并不旺盛，行业整体仍处于消化库存的阶段，预计下半年C端消费需求的持续复苏将提振流通端收入。此外零添加事件的影响虽逐步减轻，但在整个23年内已潜移默化的影响了消费者认知习惯，并在客观上推动了整体行业产品结构的升级。
- ◆ **成本端：**大豆价格23年呈现逐步下行的趋势，但酱油的酿造周期约为半年，成本端下行预计将在23H2反应到报表端的利润上；其他包材类原材料的价格下行也帮助行业整体缓释成本端压力。
- ◆ **展望24年调味品行业：**1) 从板块估值来看，受基本面触底影响，目前调味品板块如海天、千禾等估值均在30x出头，相较年初40x以上水平，已具备估值性价比。2) 24年整体消费复苏态势明显，其中小B端有望受益于社会餐饮在经过23年调整后的加速恢复；C端需求在今年低基数以及零添加、低盐等新产品带动下逐步回升。3) 23年末如大豆、包材等原材料仍处于低位，对提振24年利润端亦有帮助。

调味品：行业空间广阔，未来持续稳定增长

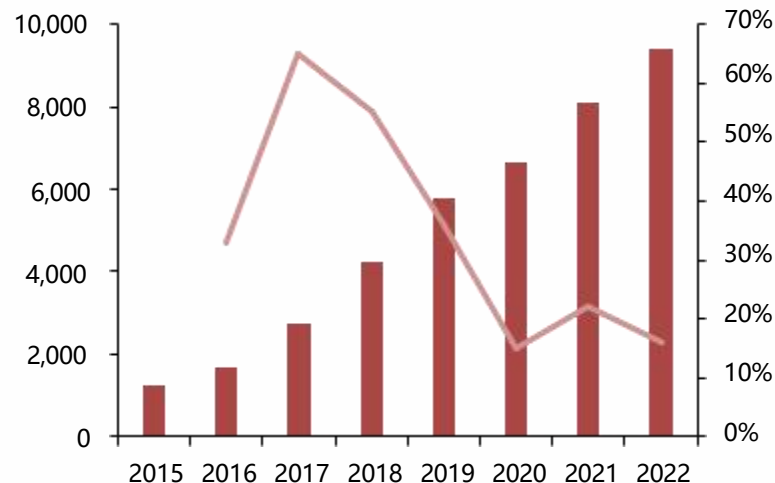
- 纵观食品饮料诸多子板块，调味品赛道景气度始终不减。得益于其发酵后的独特风味形成的口味壁垒，以及其必选消费品属性带来的强消费者粘性，过去5年行业维持稳定增长，复合增速约为8.4%，2022年调味品市场规模已突破5000亿元。
- 随着经济发展和城镇化率提升，一方面带来消费能力的提升，家庭调味品往量价齐升方向发展；另一方面人口大量聚集带来生活习惯改变，外出就餐及外卖频次显著增加，拉动餐饮市场规模迅速提升，近五年整体餐饮市场CAGR约为5.5%，其中外卖和团餐渠道分别为37%/14%。

调味品行业持续稳定增长



■ 调味品及发酵制品行业收入 (百亿元) — 同比 (右轴)

外卖渠道规模持续增长

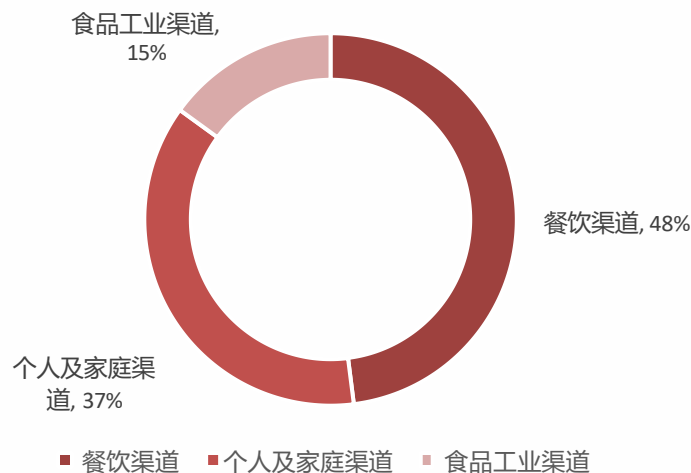


■ 外卖行业市场规模 (亿元) — 年度增速 (右轴)

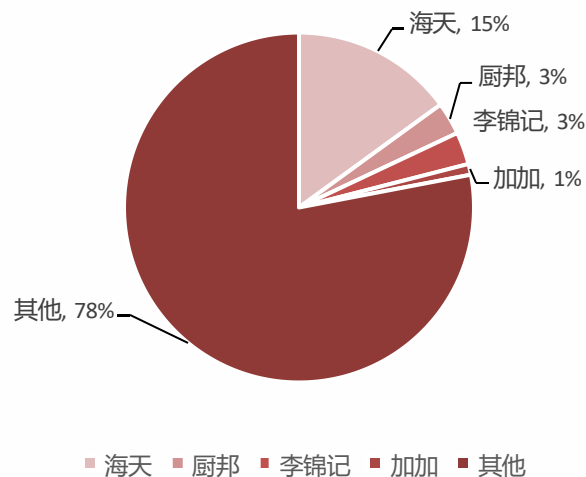
调味品：下游餐饮持续复苏，行业集中度加速提升

- **下游餐饮持续复苏，改善行业整体供需结构。**从调味品行业下游渠道占比来看，餐饮渠道占比仍维持在半数以上，C端渠道占比约37%。线下B端需求遭受持续冲击，进而带动行业整体表现低迷；随着23年放开，下游餐饮端需求的持续复苏，调味品企业增速有望边际好转。
- **集中度提升：**中国调味品行业集中度仍处于较低水平，以酱油为例，CR5约30%。随着行业走向成熟市场竞争逐步加剧，未来调味品将进入挤压式增长阶段。近年来加速了中小产能的快速出清，19-22年间酱油行业CR5从17.9%提升至22%；竞争格局改善为后续行业反正打下基础。

调味品下游渠道占比



2022年酱油行业集中度



目 录

◆ 白酒：中长期配置价值凸显

◆ 啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

◆ 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

◆ 调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

◆ **速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续**

◆ 食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

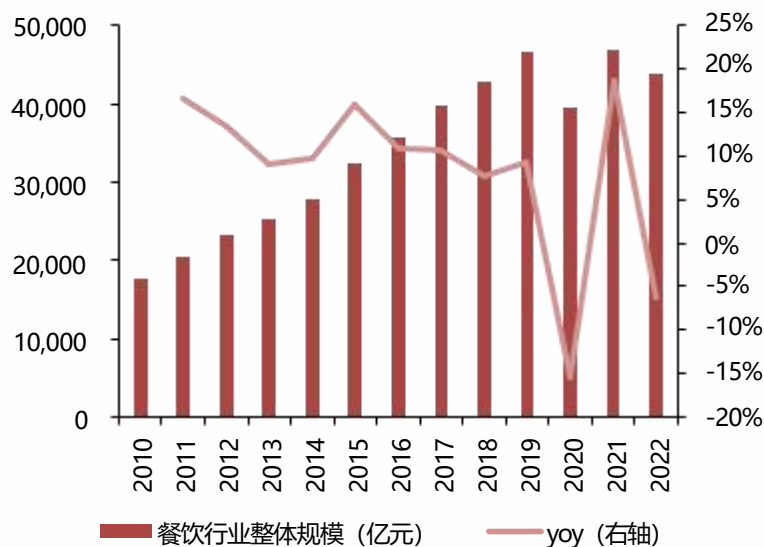
速冻食品：估值已至低位，关注社会餐饮恢复情况

- **回顾2023年速冻行业表现：**从全年表现来看，速冻板块整体走势呈现前高后低的态势，目前板块估值水平约为20-25x，接近历史底部区间。分季度看，年初受益于春节旺季需求提振以及报复性消费，整体板块表现较好；Q2以来随着整体消费需求持续弱复苏，板块估值开始回调；Q3遭遇“预制菜进校园”舆情风波影响，叠加行业整体需求放缓，Q3收入端环比有所降速。尽管速冻行业在需求端有所承压，但龙头企业仍旧凭借其渠道、产品及规模优势，不断攫取中小企业市场份额，充分享受行业集中度提升红利。
- **分渠道看：**23年大B渠道连锁餐饮快速拓店后存在较高的基数，但目前餐饮连锁化趋势已确立，预计明年大B端将维持相对平稳增速；中小B端的社会餐饮由于之前闭店较多，整体23年呈现缓慢恢复态势；24年有望借助小B餐饮需求复苏以及整体经济环境回暖等有利因素，实现较快增长；C端速冻受去年高基数以及餐饮场景修复等影响，23年表现相对平淡。
- **展望24年速冻行业：**目前万亿餐饮供应链市场下，餐企对于降本提效的需求永不停息，速冻企业有望充分受益。24年社会餐饮的持续复苏，将拉动小B客户对速冻面点及火锅料需求回升，速冻行业整体有望实现高增。

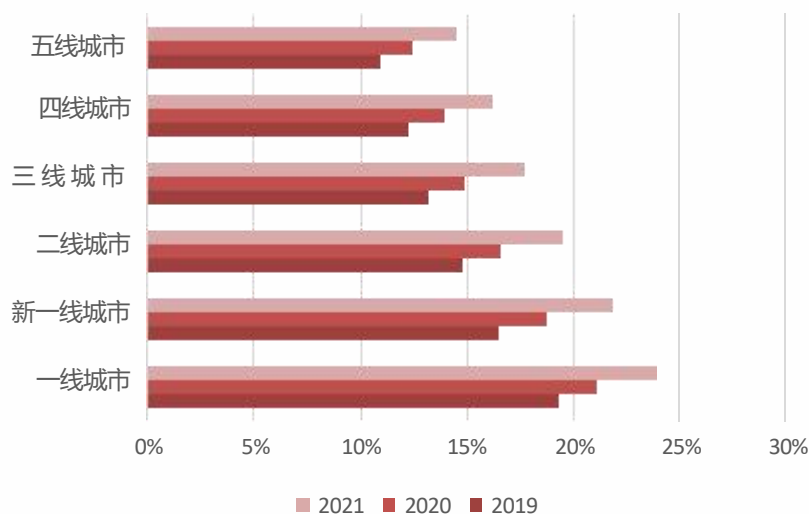
速冻食品：餐饮行业高景气，连锁化率持续提升

- 据国家统计局数据，2023年1-10月全国餐饮收入41905亿元，同比增长18.5%，得益于年初疫情放开后线下就餐场景持续修复，23年整体行业复苏态势较为明显；同时随着下游餐饮连锁化率的不断提升，作为行业中上游的餐饮供应链将维持高景气。
- ◆ **需求端：**城镇化程度逐渐升高带动居民收入水平提升，外出就餐机会和频次增长，餐饮行业维持高景气，2012-2022年CAGR为8%；
- ◆ **供给端：**行业竞争加剧叠加人力与店租成本上升，倒逼商家降本增效，优化供应链。

中国餐饮市场规模持续增长



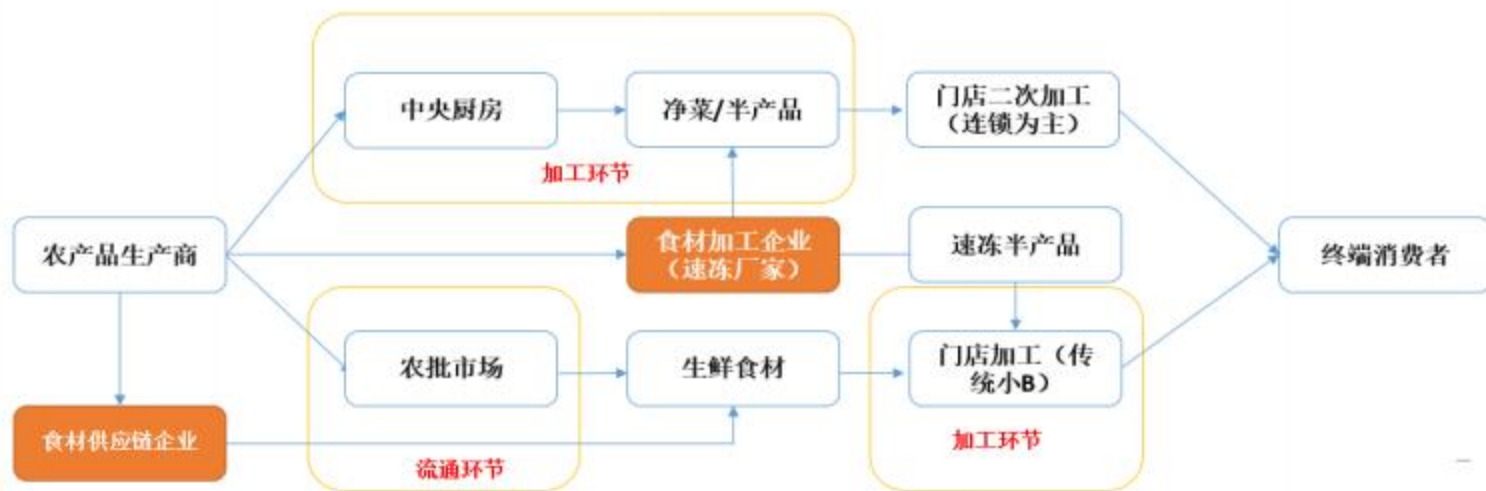
连锁餐饮门店数量保持快速增长



速冻食品：对标海外，B端占比尚有大幅提升空间

- **速冻食品行业**作为餐饮供应链中最要的组成部分，尤其是针对B端餐饮客户的速冻火锅料、速冻面米制品、速冻菜肴等标准化半成品将极大提升后厨效率，迎来巨大的需求爆发。
- ◆ **餐饮连锁化趋势拉动食材标准化需求**：根据美团统计，2022年我国餐饮连锁化率约为20%，相较日本49%水平仍有大幅提升空间。
- ◆ **餐饮渠道占比低，加速渗透可确立**：相比较日本超60%以上的速冻食品消化在餐饮渠道内，而中国速冻食品餐饮渠道占比低（不到30%），冻品B端需求仍未得到充分释放。

速冻企业在整体餐饮供应链中处于行业中游

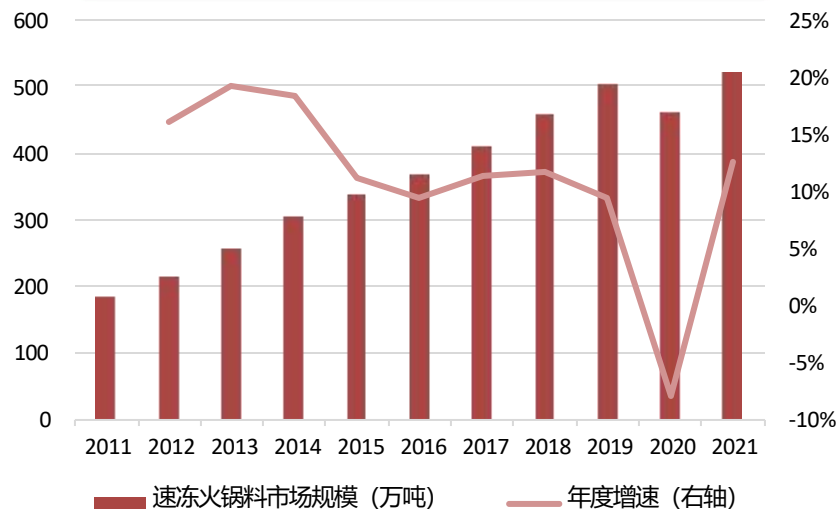


速冻食品：B端需求爆发，拉动火锅料高速增长

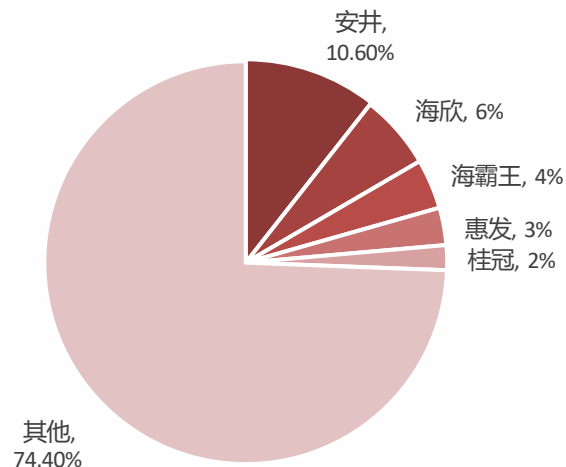
□ 速冻火锅料

- ◆ **行业规模：**2021年速冻火锅料的市场规模约520亿元，近五年行业整体复合增速约为7.1%。受益于B端连锁火锅类餐饮的快速发展，预计未来五年B端火锅料将保持15%的高速增长。
- ◆ **竞争格局：**1) 行业格局较为分散，CR5约25%，安井作为绝对龙头，市占率已超10%；2) 22年原材料成本上行加速行业洗牌，成本能力控制弱、品牌力弱且缺乏提价能力的小企业在加速退出，行业集中度持续提升。

速冻火锅料保持高速增长



2021年速冻火锅料行业竞争格局



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

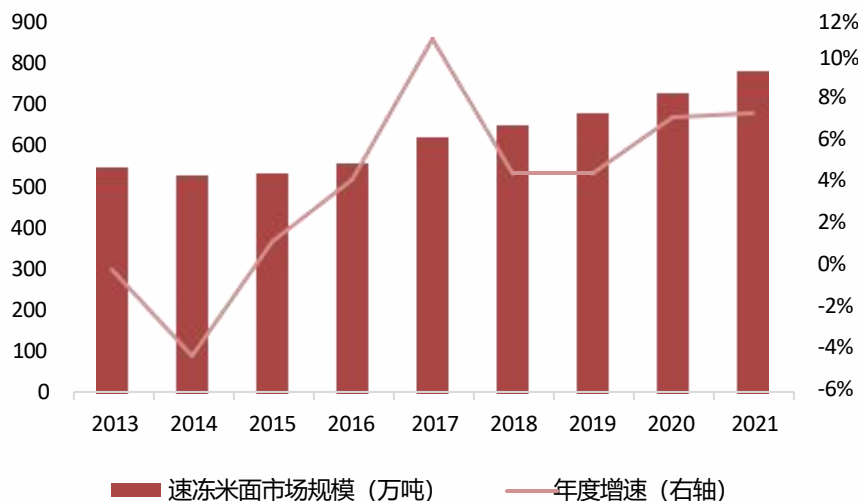
数据来源：公司公告，西南证券整理

速冻食品：传统米面增速放缓，新式面点蓄势待发

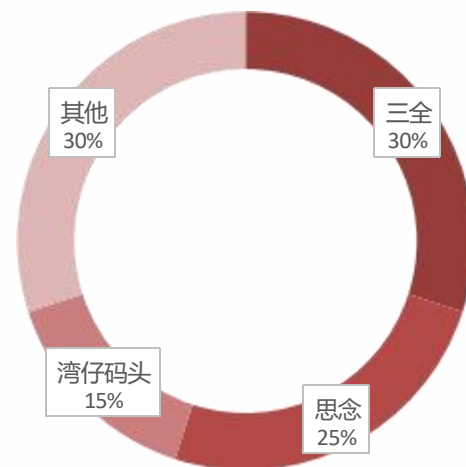
□ 速冻面米制品

- ◆ **行业规模**：2021年速冻米面行业规模约为780亿元，其中零售C端占比超70%。分品类看，传统米面进入成熟期，行业维持个位数增长；新式面点正处于快速发展阶段，预计维持双位数增速。
- ◆ **竞争格局**：1) C端零售市场集中度较高，传统的汤圆水饺领域主要主要集中在三全、湾仔码头、思念三家手中，市占率接近70%；2) B端餐饮快速发展，手抓饼、油条、蒸饺等一系列符合餐饮渠道消费的新品推出，千味央厨、三全、正大、安井等企业为头部玩家。

速冻米面持续增长



2021年传统速冻面米制品行业竞争格局



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数据来源：中国食品网，西南证券整理

目 录

◆ 白酒：中长期配置价值凸显

◆ 啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

◆ 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

◆ 调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

◆ 速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

◆ 食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

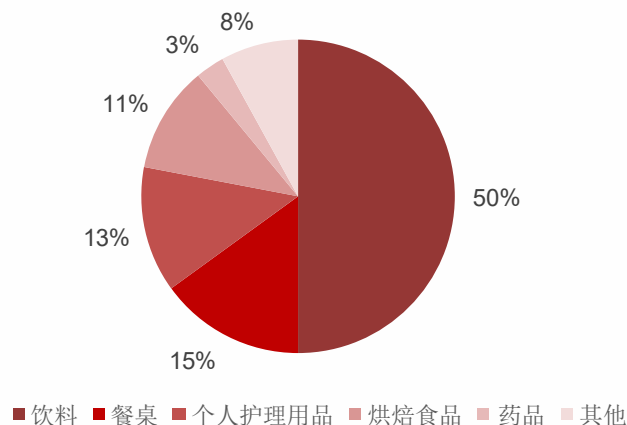
□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

- ◆ **代糖市场加速扩容，渗透率持续提升。**从全球来看，2022年全球代糖的渗透率接近10%，代糖的市场规模已达到60亿美元的量级。随着消费者健康意识的觉醒以及越来越多无糖产品的问世，代糖的渗透率提升呈现加速趋势。我国甜味剂产量由2017年的15.9万吨提升至2022年的25.3万吨，近5年CAGR达9.7%，长期增长趋势明确。
- ◆ **多应用场景广泛使用，减糖风潮席卷市场。**代糖应用场景广泛，除饮料外还广泛应用于餐桌调味品、个人护理产品、烘焙食品、药品、保健类食品、糖果巧克力、医药类用品、化工类制品等多个领域。饮料领域是代糖主要应用领域，占比约50%。

我国甜味剂产量



代糖行业构成



食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

◆ **成本优势推动人工甜味剂增长，健康优势打造天然甜味剂广阔空间。** 人工甜味剂经历了从糖精→甜蜜素→阿斯巴甜→安赛蜜→三氯蔗糖的迭代发展，在口味（更像蔗糖）与安全（对健康影响更小）方面持续优化，从具体品类看，糖精、甜蜜素、阿斯巴甜作为前三代合成甜味剂，价甜比低、性价比高，应用仍较广泛，但由于安全性不足，产销量增长动能较弱。安赛蜜与三氯蔗糖作为第四、五代合成甜味剂，相对安全且价甜比高，产量增速较快。天然甜味剂作为健康进阶产品，高安全性打开未来成长空间，甜菊糖苷/赤藓糖醇优势更加突出。通过植物萃取和生物发酵取得的天然甜味剂更为健康，广泛应用于饮料、调味品和糖果中。

代糖类产品特性对比

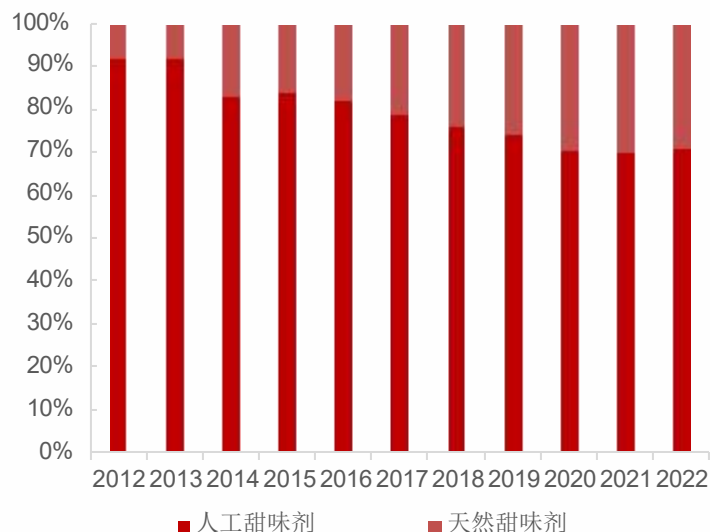
分类	产品	甜度系数	价甜比	热量 (卡路里)	口感	安全性
天然糖	蔗糖	1	1.00	4	纯正	好
人工甜味剂	糖精	300	0.01	0	苦味、涩味、金属味	较差，有一定致癌性
	甜蜜素	50	0.05	0	涩味	较差
	阿斯巴甜	200	0.08	4	纯正	较好，有一定争议
	安赛蜜	200	0.06	0	涩味、金属味	较好
	三氯蔗糖	600	0.06	0	略有涩后味	好
	纽甜	7000-13000	0.01	1	纯正	好
天然甜味剂	木糖醇	1	0.70	2.4	微清凉感	有腹泻风险
	赤藓糖醇	0.6-0.8	3.95	0.21	微清凉感	有腹泻风险
	甜菊糖苷	200-300	0.12	0	微苦涩	好
	罗汉果糖苷	300	0.60	0	甘苦味	好

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

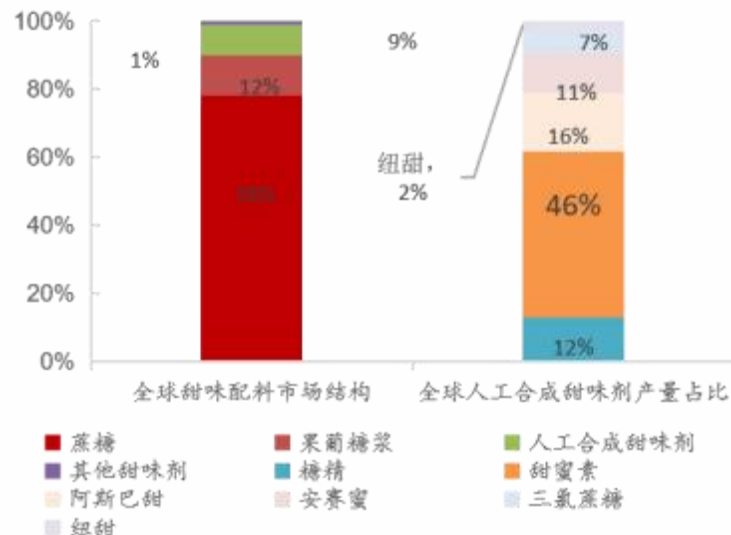
□ 甜味剂：借无糖之风乘势而上，品类向天然健康升级迭代

◆ 人工甜味剂（化学合成）占主导地位，天然甜味剂（植物提取、生物发酵）份额不断提升。从目前的甜味剂配料市场来看，人工甜味剂（化学合成）依旧占据了较大的市场份额，2012-2022年间天然甜味剂在代糖产品中的应用占比由8.2%迅速增长至29.4%。随着消费者对于甜味剂的来源及安全问题关注度的不断加强，天然甜味剂需求还将保持高速增长，预计通过植物提取（甜菊糖苷）和生物发酵（赤藓糖醇）得到的天然代糖份额将逐年增高。

全球甜味剂品类份额（按产量）



全球甜味剂市场结构（按产量）

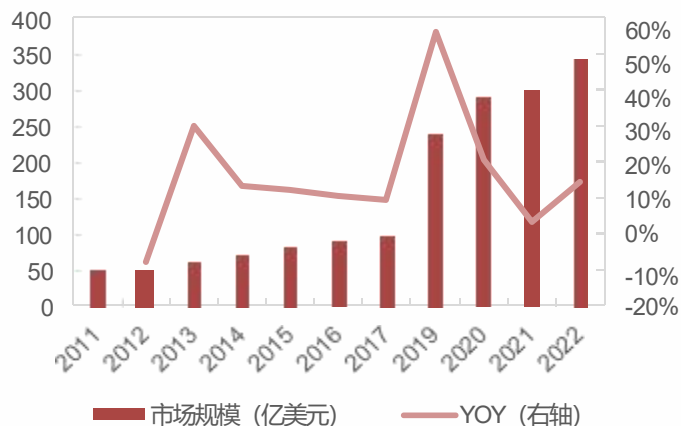


食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

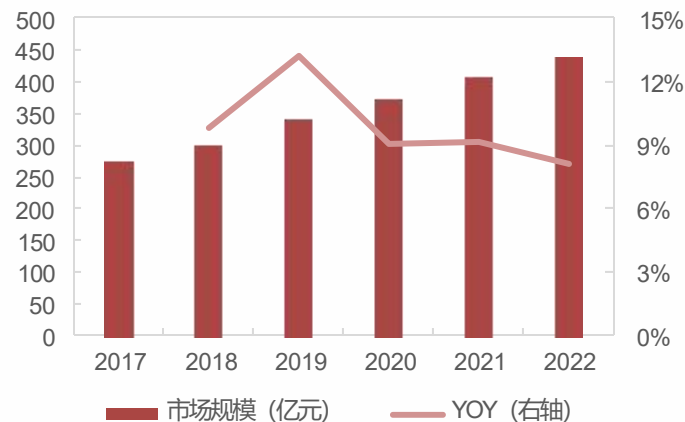
□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

- ◆ **全球植提市场持续扩张，中国植提市场规模稳中有升。**2022年，全球植提市场达到344亿美元，同比增长14.7%，近十年复合增长率为20.6%。随着应用场景多样化，植物提取行业市场规模实现逐年递增，预计2028年将达到656亿美元。中国植提行业起步于20世纪70年代部分中药厂在生产环节对植物成分的提取，近年来随着消费者对天然健康概念的重视迎来快速发展，由2017年的275亿元增至2022年的440亿元，CAGR达9.9%。预计2025年中国植提市场规模将达到602亿元。对比来看，全球市场增速快于中国市场，国内行业发展空间较大。

全球植提市场规模及同比增速



中国植提市场规模及同比增速



食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

- ◆ **格局相对分散，龙头占据细分领域。**植物提取细分产品种类多、应用领域涉及范围广阔，具有小而美的特性，因此行业格局相对分散。各个细分领域均有不同龙头占据，大部分企业仅提供几个或者十几个品类的初级产品。譬如辣椒红、辣椒精及叶黄素的全球市场份额由晨光生物主导，番茄红素的全球份额则主要由以色列的Lycored（利库德）占据，国内天然甜味剂则是莱茵生物处于领先地位。行业细分龙头凭借自身研发技术、生产工艺、机械设备、原料掌控和销售渠道等方面的优势，逐渐建立了自身的优势壁垒，头部企业走向平台化。

中国植物提取物行业市场竞争格局

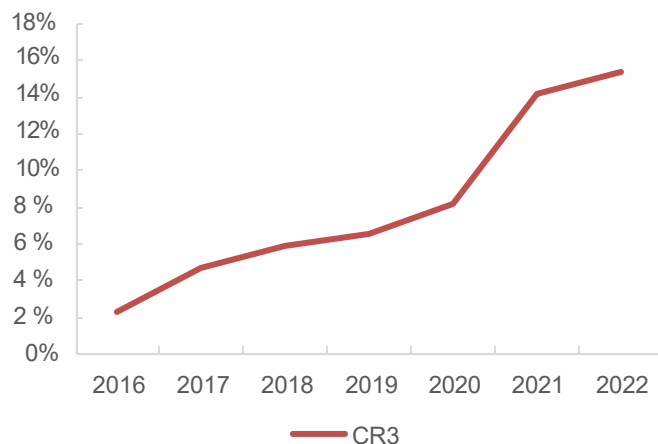
排名	市场规模 (亿元)	代表公司	植提业务占比	市场分布	主要产品
第一梯队	48.7	晨光生物	51%	国内81%、国外19%	天然色素、香辛料提取物和精油、营养及药用提取物等
	10.5	莱茵生物	94%	国内38%、国外58%	天然甜味剂、茶叶提取物、工业大麻提取物等
	3.0	欧康医药	100%	国内75%、国外25%	槐米提取物、枳实提取物、黄连提取物等
第二梯队	1.6	天然谷	99%	国内54%、国外46%	淫羊藿提取物、刺蒺藜提取物、红景天提取物等
	0.9	康隆生物	100%	绝大部分为海外市场	植物提取物
	0.8	华康生物	100%	国内15%、国外85%	人参造甙提取物、蓝莓提取物、卡瓦提取物等
	0.3	岳达生物	77%	西北、华北地区	人参提取物、万寿菊提取物、葛根提取物等
	0.2	红星药业	100%	——	茶多酚、咖啡因等

食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

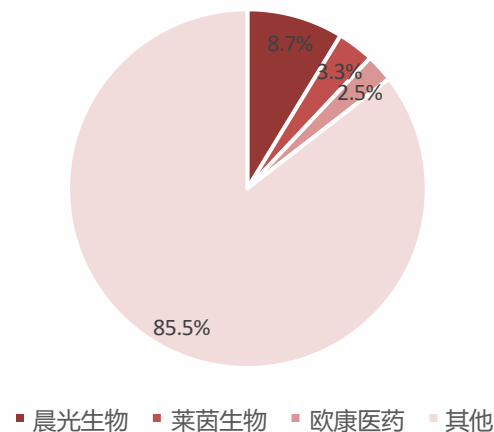
□ 植物提取物：需求蓬勃发展，行业格局分散

◆ **市场集中度逐渐提高，头部企业走向平台化。**虽然部分细分领域出现龙头企业，但大多基于自身业务进行纵向布局，其植物提取业务的整体市占率并不高。近几年中国植物提取物市场集中度呈上升态势，由2016年的2.3%上涨至2022年的15.4%。植物提取物行业内的头部企业优势日益明显，晨光生物的市场占有率位列国内植物提取物相关企业的首位，2022年占据约8.7%的市场份额；其次为莱茵生物和欧康医药，市场占有率分别为3.3%和2.5%。

中国植物提取行业市场集中度



中国植提市场竞争格局



目 录

◆ 白酒：中长期配置价值凸显

◆ 啤酒：结构升级+成本下行，高端化仍在半途

◆ 乳制品：成本、费用下降共振，高质量增长为主线

◆ 调味品：基本面触底修复，估值已具备性价比

◆ 速冻食品：借力餐饮连锁化，行业高景气持续

◆ 食品添加剂：成长空间广阔，天然健康为发展趋势

◆ 食品综合：优选优质子板块龙头

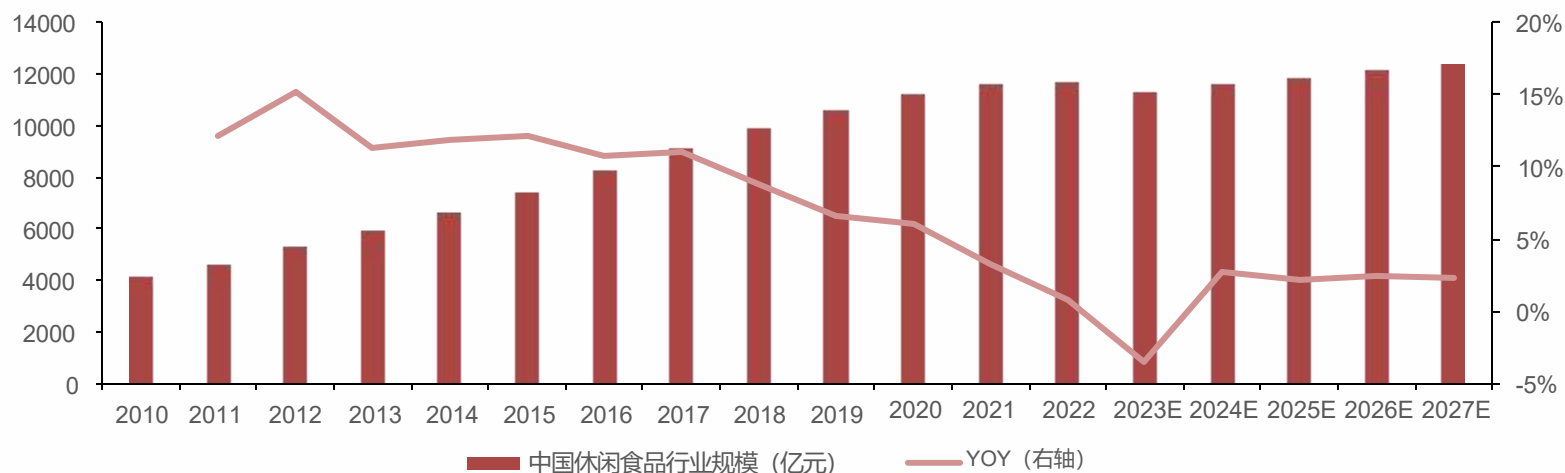
食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲零食万亿市场

□ **休闲食品行业市场规模初现，未来仍有较大提升空间。**近年来，休闲食品市场规模发展迅速，2022年市场规模1.2万亿元，预计2023年略微下滑后，2024-2027年将保持平稳增长，具有一定刚需属性。同时，根据智研咨询显示，2022年中国休闲食品的人均消费量仅约14kg，与其他国家相比仍存在较大差距，仍有较大增长空间，休闲食品行业整体依然处于增长阶段。

◆ **休闲食品品类丰富，处于不同成长阶段。**休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯，各品类所处的成长阶段不尽相同。其中，糖巧、坚果炒货、膨化、烘焙等品类已较为成熟，规模占比较大；休闲蔬菜制品、调味面制品等处于成长初期，增速领先。

休闲零食行业市场规模



食品综合：优选优质子板块龙头

□ 休闲食品渠道为王，零食量贩格局清晰化

- ◆ **零食量贩渠道迅速发展。**随着消费者更理性化，凭借高效率、低费用、性价比优势明显的零食量贩渠道获得快速发展。零食量贩渠道以低价、高周转打造效率，在供应链端缩短链条、精简费用，同时门店下沉至社区店，商业模式可支撑未来长期发展。
- ◆ **行业开展并购整合，竞争格局逐渐明晰。**经历快速扩张、跑马圈地后，零食量贩行业逐步进入并购整合阶段，竞争格局逐渐清晰。万辰集团于2023年9月合并旗下好想来、来优品、陆小馋、吖嘀吖嘀为好想来，合并后门店数量突破4100家；收购老婆大人，进一步完善在华东的布局。此外，2023年10月零食很忙与赵一鸣零食合并，门店数量突破6500家。零食量贩的竞争进入下半场，价格战等非理性竞争行为将减缓，与上游供应商的合作将更规范化。头部品牌依靠产品品质、成本控制能力、营销能力等竞争力不断抢占市场份额，未来集中度将逐渐提高。

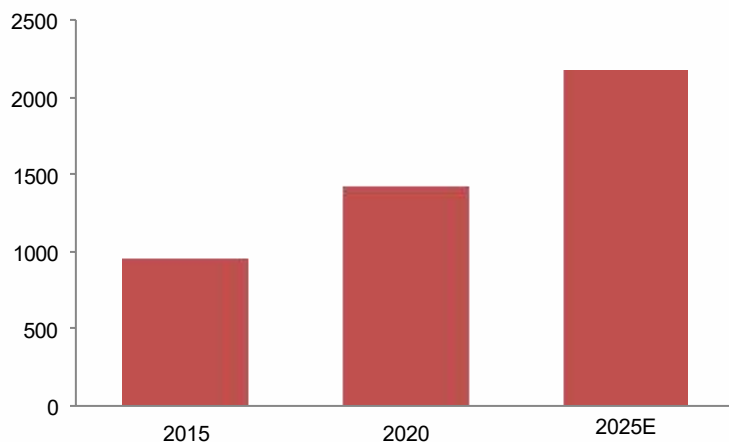
零食量贩并购整合情况	
时间	事件
2023.8	爱零食收购恐龙和泰迪
2023.9	爱零食全资收购胡卫红零食，并将其更名为“爱零食”
2023.9	万辰旗下好想来、来优品、陆小馋、吖嘀吖嘀合并为好想来
2023.10	万辰集团收购老婆大人
2023.10	零食很忙与赵一鸣零食合并
2023.10	爱零食收购零食泡泡

食品综合：优选优质子板块龙头

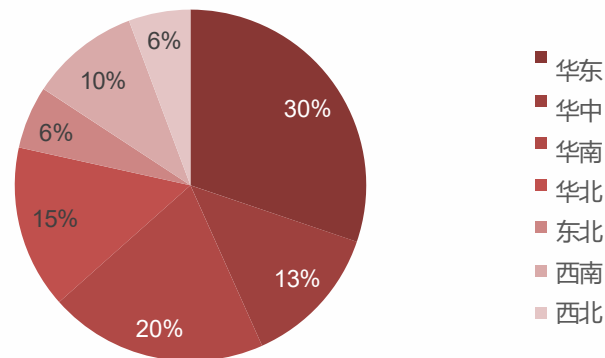
□ 坚果炒货：坚果炒货两千亿大市场，集中度提升趋势明显

- ◆ **两千亿大市场，保持强劲扩张势头。** 预计坚果炒货行业2020-2025年复合高个位数增长，2025年将突破2000亿元。坚果消费者以85后年轻人、一二线城市人群为主，市场集中于华东、华中、华北，消费人群不断扩大，为行业扩容提供有力支撑。
- ◆ **“小个体、大市场”，集中度提升趋势明显。** 由于进入门槛较低，坚果炒货行业经营主体数量众多，行业集中度较低，呈现出“小个体、大市场”的特征，近年来行业集中度不断提升。随着国家的行业标准不断出台和执行，休闲食品企业在生产加工、质量检测等方面更加规范化、标准化，叠加消费者健康意识提升，市场份额将进一步向头部企业集中。

我国坚果炒货行业规模（亿元）



坚果炒货行业区域市场分布（2022）



食品综合：优选优质子板块龙头

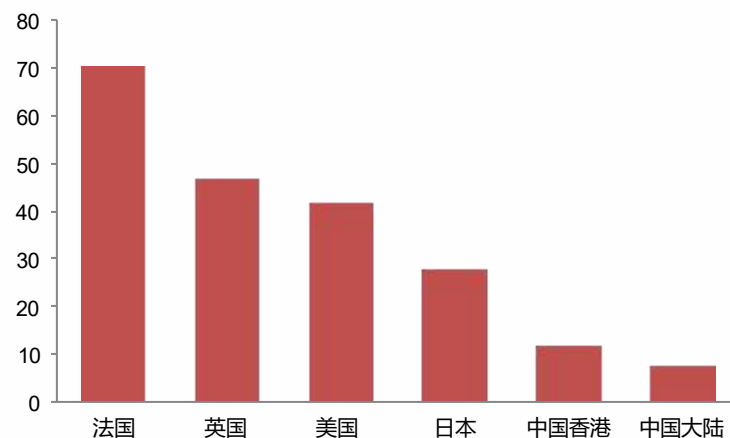
□ 烘焙：消费场景拓宽，长期空间巨大

- ◆ **烘焙食品复苏，仍处于扩容期。**2022年我国烘焙食品零售额为2853亿元，同比增长10%，2018-2022年复合增为10%；预计2025年将突破3500亿元。烘焙食品已进入主食消费、休闲消费、节日消费多个场景，在各场景中的渗透率逐渐提升，将带来可观的增量；餐饮、茶饮等渠道占比逐渐提升。
- ◆ **人均消费量提升空间大。**2021年中国大陆人均烘焙食品消费量仅7.7kg，处于全球较低水平；而与中国大陆饮食结构相近的日本人均消费量达27.8kg。随着烘焙消费习惯的逐渐培育，具有健康、快捷、口味多样等特点的烘焙食品受到欢迎，人均消费量提升空间巨大。

我国烘焙食品市场规模



2021年各国家及地区人均烘焙食品消费额 (kg/人)

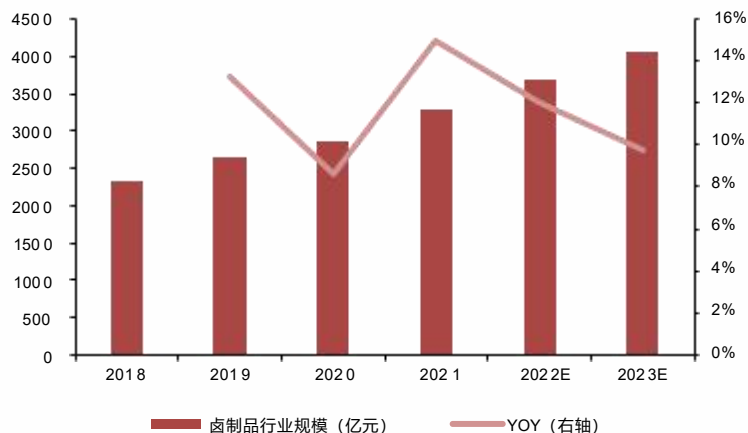


食品综合：优选优质子板块龙头

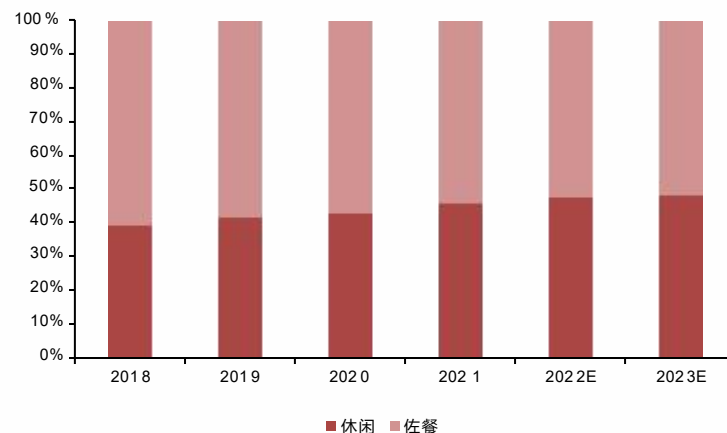
□ 卤制品：行业空间广阔，佐餐、休闲共同发展

◆ **行业持续扩容，佐餐、休闲共同发展。**2018-2021年我国卤制品行业复合增速约12.3%；2022年以来行业仍保持扩容趋势，预计2023年行业规模将突破4000亿元。卤制品口味整体以酱香、麻辣为主，符合国人饮食习惯，并具有一定成瘾性，为食品行业中的优质赛道。根据消费场景的不同，卤制品可分为佐餐及休闲两大类，其中佐餐占据主要部分，需求较为刚性；休闲卤制品偏向冲动消费、即买即食。近年来，卤制品的口味、形式趋于多样化、年轻化，休闲卤制品增速略高于佐餐卤制品。

卤制品行业规模及增速



卤制品行业构成

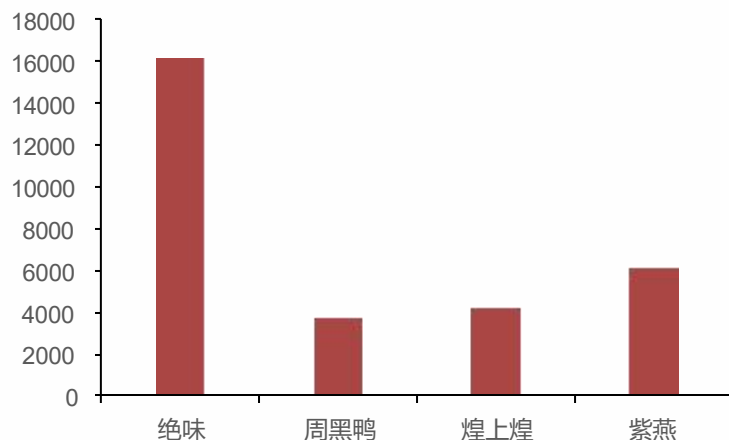


食品综合：优选优质子板块龙头

□ 卤制品：竞争格局分散，龙头企业迎来发展良机

- ◆ **四大品牌格局清晰，共同整合中小企业。** 分层级看，绝味以万店规模占据行业绝对领先地位，2023H1末门店数量超1.6万家；周黑鸭、煌上煌、紫燕以千家以上门店形成第二梯队，2023H1末门店数量分别为3706家、4213家、6137家，头部企业竞争格局清晰；区域性品牌、地方性品牌、夫妻店等规模较小的卤制品门店同样占据很大部分。龙头企业已有较大门店体量，且仍将保持稳健的开店节奏，区域及全国范围优势进一步确立，将共同整合中小企业的份额。
- ◆ **成本压力好转。** 2023年以来卤味成本波动较大，整体呈向下趋势。其中鸭脖价格于4月上涨至高点后回落，牛肉价格明显下降；同时叠加龙头统采优势、提价转移部分成本压力，2024年毛利率有望逐渐恢复。

头部卤制品品牌门店数量（2023H1）



卤制品品牌竞争梯队



西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的任何后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。