

证券研究报告

食品饮料行业



海外 2021 年中期海外食品饮料行业投资策略:

国潮崛起，业绩为王

2021 年 06 月 09 日

推荐 (维持)

重点公司	股票代码	评级
华润啤酒	00291.HK	审慎增持
中国飞鹤	06186.HK	买入
蒙牛乳业	02319.HK	审慎增持
农夫山泉	09633.HK	未评级
澳优	01717.HK	未评级

相关报告

海外研究

分析师:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

王源

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC:S0190521050003

请注意:王源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

联系人:

邢乐涵

xingleh@xyzq.com.cn

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

投资要点

● 2021 年中期海外食品饮料投资策略:

- **城镇化、少子化是第七次人口普查的主要趋势。**银发一族、小镇青年及 Z 世代为消费市场主力军。看好精细化育儿、保健养生及“新消费”。
- **“Z 世代”+“新消费”下的国潮崛起。**中国 Z 世代人数约为 2.6 亿人。据《Z 世代消费力白皮书》测算, Z 世代每月可支配收入达到 3,501 元, 贡献全国消费总量的 40%。相较于外资, 内资品牌可以迅速切入“Z 世代”圈层, 推出符合其“买买买”心意的“新消费”品类。Z 世代及小镇青年为“圈层”买单的强烈表达欲助力国货品牌升级、市占率提升。
- **品牌升级, 业绩为王。核心推荐: 华润啤酒(00291.HK)、中国飞鹤(06186.HK)、蒙牛乳业(02319.HK)。**亦建议关注农夫山泉(09633.HK)、澳优(01717.HK)及现代牧业(01117.HK)的投资机会。

- **啤酒: 1)、低基数背景下, 啤酒行业 2021Q1 迎来强势复苏, 2021Q1 产量同比提升 50.7%。**青岛啤酒、百威亚太(全口径)的 2021Q1 销量分别同比+34.4%、+64.6%, 销量基本恢复至 2019Q1 水平。其中, 百威亚太中国地区一季度销量同比+84.6%。**2)、包装材料小幅涨价, 预计啤酒企业将于 2021Q2 逐步体现成本压力。****3)、龙头品牌“决战高端”, 品牌升级带来确定性业绩改善。**近年啤酒企业量跌价升利润涨成为普遍趋势。根据兴业证券海外研究团队分析预测, 以华润啤酒为例, 公司次高端以上产品销量占比 13.2%, 不及公司最大核心单品雪花的 51.2%; 但在销售额方面, 次高端及以上产品的销售额超 35%, 超过雪花的 29.6%, 高端化战略成效明显。**4)、体育赛事+炎热夏季”或将迎来铺货及动销旺季。**美洲杯欧洲杯(6、7月)、东京奥运会(7、8月)、男篮亚洲杯(8月)等大型体育赛事即将到来, 2021Q2 及 2021Q3 有望迎来铺货动销旺季。

- **奶粉: 1)、2020 年新生儿人口数创近二十年新低叠加母乳喂养率提升使得婴幼儿奶粉需求绝对量降低。****2)、行业未来的发展方向在于高端化产品定位、打造母婴店核心渠道、抢占曾以中小品牌为主的三线及以下市场。****3)、2021 看好国潮崛起机遇。**基于产品品质更新鲜、国产奶粉品质提升带来信心恢复、新冠疫情中外资奶粉进口受阻、国产奶粉深度拥抱母婴店渠道、政策扶持提升婴配奶粉自给率至 60%, 我们看好龙头国产奶粉的行业性机遇。**4)、配方注册制下大单品成为突破市场最佳利器。**2020 年, 飞鹤旗下星飞帆销量 99.1 亿元, 行业市占率第一。

- **乳制品: 1)、原奶价格为核心变量, 预计 2021 后半段原奶价格温和上行。**新冠肺炎后, 我国原奶价格进入第四轮上涨周期。原奶价格 2021 年 5 月 5 日收于 4.22 元/kg, 同比+17.9%。**2)、看好龙头乳企上下游整合+成本转嫁能力。**2021 年以来, 伊利为应对原奶价格上涨, 通过产品结构升级, 对白奶等产品进行 5% 以下的提价; 蒙牛则通过收窄终端促销折扣, 减少市场费用投放等进行“花式”提价。此外, 蒙牛和伊利通过参股控股牧场, 保障优质奶源供应。

- **肉制品: 预计 2021 年猪肉价格整体震荡下行, 三季度猪价有回升的可能。**

风险提示: 1)、产品安全问题; 2)、超预期激烈的市场竞争; 3)、新品市场推广不达预期; 4)、原材料成本的显著超预期波动。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Strategy of Investment in Food & Beverage Industry in mid-2021:

Overweight

(Maintained)

Food & Beverage

Analyst

Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190519060002

SFC: BMM189

Yuan Wang

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190521050003

Notice: Yuan Wang is not a license holder registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

Contact

Lehan Xing

xinglehan@xyzq.com.cn

Zhongye Zhang

zhangzhongye@xyzq.com.cn

National Brands On Rise Market Performance Is King

06/09/2021

Investment Strategy:

- **Urbanization and low birthrate are the main trends of Chinese society according to the seventh census.** Silver-haired people, youth in small towns and Generation Z are the main consumer force. We are optimistic about refined childcare, health care and "new consumption" fields.
- **The rising of national brands with the popularity of "New Consumption" in "Generation Z".** The number of Generation Z in China is approximately 260 million. According to the calculation of *White Paper on Generation Z's Consumption Power*, monthly disposable income of Generation Z reaches 3,501 yuan, contributing 40% of the gross national consumption. Compared with foreign investment, domestic brands can quickly enter the "Generation Z" circle and launch "new consumption" categories of products that conform to their "buy, buy, and buy" intentions. The strong desire of Generation Z and young people in small towns to pay for their "circle" will help domestic brands upgrade and increase their market share.
- **For brand upgrading, performance is king. Key recommendations: CR Beer (00291.HK), China Feihe (06186.HK), Mengniu Dairy (02319.HK).** It is also recommended to pay attention to the investment opportunities of Nongfu Spring (09633.HK), Ausnutria (01717.HK) and Modern Dairy (01117.HK).

Outlook:

- **Beer: 1) Against the background of low cardinality, the beer industry experienced a strong recovery in 2021Q1, and the output of 2021Q1 increased by 50.7% year-on-year.** The 2021Q1 sales of Tsingtao Brewery and Budweiser Asia Pacific (full-caliber) were +34.4% and +64.6% year-on-year respectively, which have recovered to the level of 2019Q1. Besides, Budweiser's sales in the Asia-Pacific China region in the first quarter were +84.6% year-on-year. **2) With the price of packaging materials slightly increasing, it is expected that beer companies will gradually face cost pressures in 2021Q2. 3) Leading brands compete fiercely at high-end. Brand upgrading brings definite performance improvement.** In recent years, it becomes a universal phenomenon that beer companies decrease volume and raise prices to gain more profits. According to the analysis and forecast of the overseas research team of Industrial Securities, taking China Resources Beer as an example, sub-high-end and high-end products accounted for 13.2% of the company's total sales by units, which doesn't reach 51.2% of the sales of its largest core single product, Snowflakes. Still, in terms of sales revenue, the sales of sub-high-end and high-end products exceeded 35% of the total, surpassing Snowflake by 29.6%. The high-end strategy has achieved remarkable results. **4) "Sports events + hot summer" may usher in a peak season for goods distribution and sales.** Major sports events such as America's Cup, Olympics (July and August), and the Men's Basketball Asian Cup (August) are coming soon. 2021Q2 and 2021Q3 are expected to be the peak season for retail sales.
- **Milk powder: 1) With the number of newborns in 2020 hitting a record low in the past two decades and the increase in the breastfeeding rate, the absolute demand for infant milk powder has fallen down. 2) The future trend of the industry lies in high-end product positioning, establishing core sales channel of maternal and infant stores, and seizing the third tier and lower markets that are dominated by small and medium-sized brands. 3) 2021 welcomes opportunities for the rise of national brands.** As fresh and high-quality domestic milk powder has restored consumers' confidence, the import of foreign milk powder is blocked against the background of COVID-19, domestic milk powder actively expand maternal and infant store channels, and self-sufficiency rate of infant milk powder has risen to 60% thanks to policy support, we are optimistic with the industrial opportunities encountered by leading domestic milk powder enterprises. **4) Large single products under the formula registration system have become the best weapon to break through the market.** In 2020, the sales of Feihe's Xingfeifan reached 9.91 billion yuan, ranking first in the industry.
- **Dairy products: 1) The price of raw milk is the core variable, and we expect that the tight supply in 2021 will further cause the rise of raw milk price.** After Covid-19, domestic raw milk price has entered the fourth rising cycle. The price of raw milk closed at 4.22 yuan/kg on May 5, 2021 and increased by 17.9% year-on-year. **2) We are optimistic about the upstream-downstream integration and cost transfer capabilities of leading dairy companies.** Since 2021, Yili has raised the price of pure milk and other products by less than 5% through product structure upgrading in response to the increase in raw milk prices; Mengniu has also raised prices of its products by narrowing terminal promotion discounts and reducing market expenses. In addition, Mengniu and Yili guarantee the supply of high-quality milk sources by holding shares of ranches.
- **Meat products:** Pork prices are expected to fluctuate downward in 2021 and may rebound in the third quarter.

Potential risks: 1) product safety issues; 2) fierce market competition beyond expectations; 3) market promotion of new products does not meet expectations; 4) significant fluctuations in raw material costs.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

目 录

1、2021 年中期港股食品饮料投资策略.....	- 7 -
1.1、2021 年食品饮料行业行情回顾.....	- 7 -
1.2、城镇化、少子化：人口结构变化带来的投资机遇.....	- 7 -
1.3、“Z 世代”+“新消费”下的国潮崛起.....	- 9 -
1.4、品牌升级，业绩为王.....	- 11 -
2、啤酒：决战高端，经营效率持续改善.....	- 12 -
2.1、2021Q1 重点啤酒企业销量已恢复到疫情前水平.....	- 12 -
2.2、包材成本上行，预计 2021Q2 起逐步体现成本压力.....	- 13 -
2.3、品牌升级，高端化带来确定性业绩改善.....	- 14 -
3、奶粉：2021 看好国潮崛起机遇.....	- 18 -
3.1、行业规模承压，三个结构性机会仍存.....	- 18 -
3.2、顺势而为，国潮崛起.....	- 21 -
3.3、奶粉板块首推飞鹤.....	- 24 -
4、乳制品：原奶价格仍是核心变量，看好龙头上下游整合能力.....	- 28 -
4.1、行业重回增长，双寡头竞争格局稳定.....	- 28 -
4.2、紧供给仍将使得原奶价格 2021 维持温和上行.....	- 29 -
4.3、看好行业龙头上下游整合+成本转嫁能力.....	- 31 -
5、肉制品：2021 年猪价震荡下行，主要猪企向品牌化转型.....	- 34 -
6、重点推荐公司.....	- 35 -
6.1、华润啤酒（00291.HK）：高端化是驱动业绩的引擎.....	- 35 -
6.2、中国飞鹤（06186.HK）：高端化产品助力利润高增长.....	- 38 -
6.3、蒙牛乳业（02319.HK）：看好 2021 年业绩改善.....	- 40 -
6.4、农夫山泉（09633.HK）：盈利能力改善，关注大包装水和无糖茶.....	- 43 -
6.5、澳优（01717.HK）：受疫情影响盈利下降，21 年复苏可期.....	- 45 -
7、投资建议及行业估值.....	- 47 -
8、风险提示.....	- 48 -

图 表 目 录

图 1、恒生指数及恒生消费品制造及服务业指数走势.....	- 7 -
图 2、2021 年食品饮料行业各细分板块涨跌幅.....	- 7 -
图 3、我国第七次人口普查总人口规模仍有提升.....	- 8 -
图 4、我国近三次人口普查人口分布按地域.....	- 8 -
图 5、我国历次人口普查人口结构分布.....	- 8 -
图 6、我国第七次人口普查年龄结构分布按省/市.....	- 8 -
图 7、我国历年人口普查城镇化占比持续提升.....	- 9 -
图 8、我国历年人口普查家庭户规模持续下降.....	- 9 -
图 9、我国 Z 世代出生人口规模.....	- 9 -
图 10、淘系不同年龄段消费同比增速情况.....	- 9 -
图 11、Z 世代的三大消费动机.....	- 10 -
图 12、2020 年中国“Z 世代”购买快消食品考量因素.....	- 10 -
图 13、Z 世代消费态度.....	- 10 -
图 14、Z 世代圈层代表.....	- 10 -
图 15、啤酒历年产量（万千升）及同比增速（%）.....	- 12 -
图 16、啤酒 2020 年以来产量及同比增速（逐月%）.....	- 12 -
图 17、重点啤酒企业历年销量（万千升）.....	- 13 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 18、	重点啤酒企业历年销量同比增速 (%)	- 13 -
图 19、	易拉罐价格走势	- 14 -
图 20、	纸板箱价格走势	- 14 -
图 21、	进口大麦价格走势	- 14 -
图 22、	玻璃价格指数	- 14 -
图 23、	重点啤酒企业历年中端以上产品销量	- 15 -
图 24、	重点啤酒企业历年中端以上产品销量同比增速	- 15 -
图 25、	重点啤酒企业中端及以上产品销量占比	- 15 -
图 26、	重点啤酒企业历年吨价	- 15 -
图 27、	重点啤酒企业历年营收规模 (百万元)	- 18 -
图 28、	重点啤酒企业历年毛利规模 (百万元)	- 18 -
图 29、	重点啤酒企业历年净利规模 (百万元)	- 18 -
图 30、	重点啤酒企业历年毛销差 (%)	- 18 -
图 31、	我国历年新生儿人口数及同比增速	- 19 -
图 32、	中国母乳喂养率 (1998-2018)	- 19 -
图 33、	高端及超高端奶粉销售额占比不断提升	- 19 -
图 34、	高端及超高端销售额增速较快	- 19 -
图 35、	飞鹤历年产品销量 (2016-2020)	- 20 -
图 36、	飞鹤各品类销售额占比 (2016-2020)	- 20 -
图 37、	澳优历年产品销量 (2016-2020)	- 20 -
图 38、	澳优各品类销售额占比 (2018-2020)	- 20 -
图 39、	三四线城市销售占比提升	- 21 -
图 40、	三四线城市销售额增速快于一二线	- 21 -
图 41、	2019 中国各省人口出生率	- 21 -
图 42、	2019 分城市等级高端婴配奶粉占比	- 21 -
图 43、	国内工厂注册配方 992 款, 占比 76%	- 23 -
图 44、	已注册国内工厂 117 个, 占比 69%	- 23 -
图 45、	已注册牛奶粉 978 款, 占比 74.6%	- 23 -
图 46、	主要企业已注册奶粉系列数	- 23 -
图 47、	2019 年主要奶粉品牌市占率	- 23 -
图 48、	2020 年主要奶粉品牌市占率	- 23 -
图 49、	飞鹤营业收入及增速 (2016-2020)	- 25 -
图 50、	飞鹤净利润及增速 (2016-2020)	- 25 -
图 51、	飞鹤毛利润率在同业公司名列前茅	- 25 -
图 52、	飞鹤销售费用率控制较好	- 25 -
图 53、	飞鹤净利率在同业名列前茅	- 26 -
图 54、	飞鹤 ROE 在同业名列前茅	- 26 -
图 55、	各奶粉公司资产周转率	- 26 -
图 56、	各奶粉公司存货周转天数	- 26 -
图 57、	2021 年 1-3 月乳制品产量及累计同比增速 (右轴)	- 28 -
图 58、	2021 年 3 月乳制品产量同比+32.6%	- 28 -
图 59、	蒙牛、伊利、光明历年营收规模	- 29 -
图 60、	蒙牛、伊利、光明历年净利润规模	- 29 -
图 61、	蒙牛收入结构 (%)	- 29 -
图 62、	伊利收入结构 (%)	- 29 -
图 63、	国内奶牛存栏量及同比增速 (2008-2018)	- 30 -
图 64、	奶牛产能周期	- 30 -
图 65、	玉米及豆粕价格走势 (2008-2021)	- 30 -
图 66、	苜蓿粉价格走势 (2008-2021)	- 30 -
图 67、	2008 至今国内原奶价格经历四轮上行	- 31 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

图 68、	进口大包粉占供给比例（2008-2020）	- 31 -
图 69、	年初至今生猪均价已降至 20 元/kg 以下	- 34 -
图 70、	1-4 月猪肉进口量同比+18.5%	- 34 -
图 71、	生猪存栏已恢复至猪瘟前水平	- 35 -
图 72、	玉米及豆粕价格（2008-2021）	- 35 -
图 73、	2020 年公司营收（亿元）及同比增速（%）	- 36 -
图 74、	高档及喜力营收占比（%）	- 36 -
图 75、	2020 年吨酒价同比-2.4%	- 36 -
图 76、	2016-2020 年毛利润及同比增速	- 37 -
图 77、	2016-2020 年归母净利润及同比增速	- 37 -
图 78、	2020 年高档及喜力毛利占比超 35%	- 37 -
图 79、	2016-2020 年主要费用率	- 37 -
图 80、	华润啤酒历年关厂数与员工安置费	- 38 -
图 81、	2020 年公司收入同比+35.5%	- 39 -
图 82、	分品类收入占比拆分（%）	- 39 -
图 83、	2020 年公司毛利及同比增速（%）	- 40 -
图 84、	分品类毛利率拆分（%）	- 40 -
图 85、	2020 年公司净利润及同比增速（%）	- 40 -
图 86、	主要费用率（%）	- 40 -
图 87、	2020 年公司收入同比-3.8%	- 41 -
图 88、	分业务增速（%）	- 41 -
图 89、	分业务收入占比（%）	- 42 -
图 90、	原奶价格（元/kg）	- 42 -
图 91、	2020 年毛利率提升，销售费用率上涨（%）	- 42 -
图 92、	2020 年盈利情况（%）	- 42 -
图 93、	营业收入（亿元）及增速（%）	- 44 -
图 94、	各品类营收占比（%）	- 44 -
图 95、	分部业务收入增速	- 44 -
图 96、	毛利润及同比增速	- 45 -
图 97、	归母净利润及同比增速	- 45 -
图 98、	2020 年主要费用率	- 45 -
图 99、	毛利率及归母净利率	- 45 -
图 100、	营业收入（亿元）及增速（%）	- 46 -
图 101、	分业务收入占比（%）	- 46 -
图 102、	毛利率及费用率变动（%）	- 47 -
图 103、	2020 年经营利润率及归母利润率（%）	- 47 -
表 1、	啤酒行业吸引“Z 世代”或面向年轻人的“新消费”产品	- 11 -
表 2、	软饮行业吸引“Z 世代”或面向年轻人的“新消费”产品	- 11 -
表 3、	休闲食品及乳制品行业吸引“Z 世代”或面向年轻人的“新消费”产品	- 11 -
表 4、	潮玩、纺织服装行业吸引“Z 世代”或面向年轻人的“新消费”产品	- 11 -
表 5、	21Q1 重点啤酒企业销量已恢复到疫情前水平	- 13 -
表 6、	雪花主要中高档啤酒品牌	- 15 -
表 7、	喜力主要高档啤酒品牌	- 16 -
表 8、	青岛啤酒主要中高档啤酒品牌	- 16 -
表 9、	百威主要中高档啤酒品牌	- 17 -
表 10、	《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》主要条款	- 22 -
表 11、	主要奶粉品牌业务对比	- 24 -
表 12、	多元化产品可满足不同消费者的偏好	- 26 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 5 -

表 13、	主要品牌产品系列.....	- 27 -
表 14、	蒙牛、伊利上游奶源布局.....	- 31 -
表 15、	原奶价格周期下龙头乳企提价.....	- 32 -
表 16、	蒙牛、伊利、光明主要经营指标.....	- 32 -
表 17、	伊利乳业 183 亿投资计划.....	- 33 -
表 18、	华润啤酒主要财务指标.....	- 35 -
表 19、	中国飞鹤主要财务指标.....	- 38 -
表 20、	蒙牛主要财务指标.....	- 40 -
表 21、	农夫山泉主要财务指标.....	- 43 -
表 22、	澳优主要财务指标.....	- 45 -
表 23、	重点个股涨跌及估值跟踪（股价截至 2021.06.08 收盘）.....	- 48 -

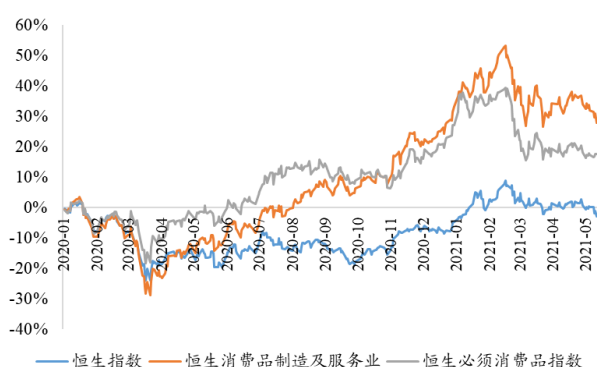
报告正文

1、2021 年中期港股食品饮料投资策略

1.1、2021 年食品饮料行业行情回顾

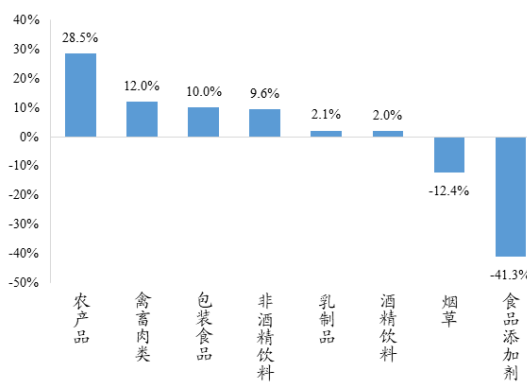
2021 年，恒生食品饮料跑输恒指整体表现。2020 年新冠肺炎使得恒指及消费板块均遭遇较大冲击，全年恒指累计跌幅为 4.60%。随着新冠肺炎缓解，2021 年港股行情逐步回温，2021 年初至 2021 年 6 月 8 日恒指累计涨幅为 4.8%；恒生消费指数累计涨幅为 0.7%，恒生必需消费品指数累计跌幅达到 6.9%。

图 1、恒生指数及恒生消费品制造及服务业指数走势



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2021 年食品饮料行业各细分板块涨跌幅



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 股价截至 2021 年 6 月 8 日

1.2、城镇化、少子化: 人口结构变化带来的投资机遇

根据国家统计局近期发布的第七次人口普查报告，2020 年，我国总人口规模 14.2 亿人，较 2010 年第六次人口普查的 13.4 亿人增长 6.0%。从各地域分部来看，近三次人口普查结果显示，东部地区是我国人口最集中地区，且中部、西部及东北地区人口呈现不断向东部迁移的态势。

图3、我国第七次人口普查总人口规模仍有提升

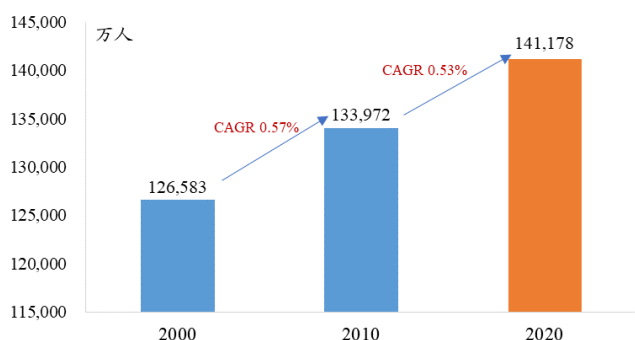
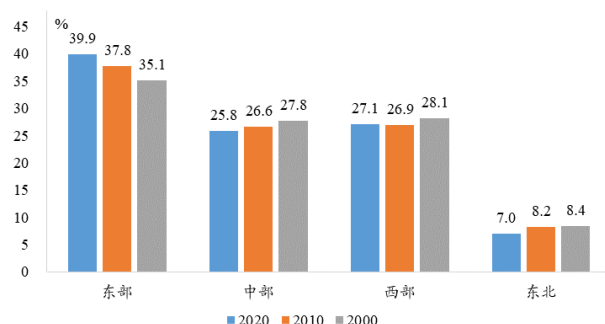


图4、我国近三次人口普查人口分布按地域



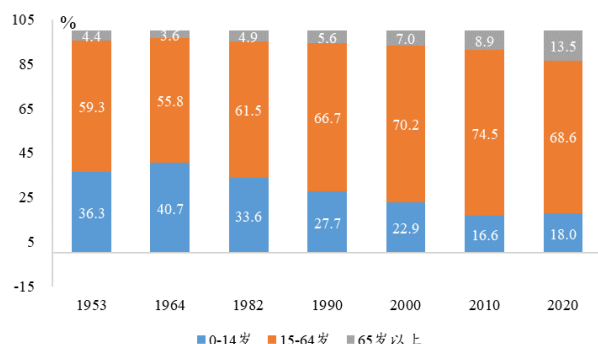
数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：东部地区是指北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南10省（市）；中部地区是指山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南6省；西部地区是指内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆12省（区、市）；东北地区是指辽宁、吉林和黑龙江3省。

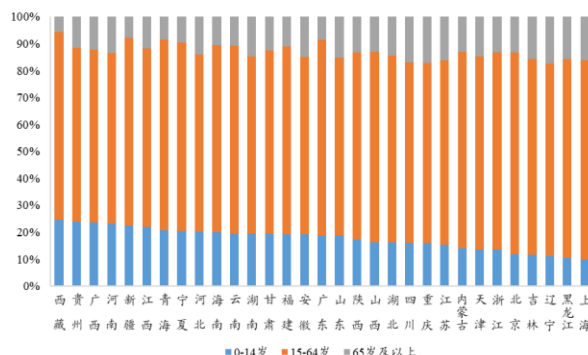
从年龄结构分布来看，第七次人口普查受到2016年全面二孩政策影响，0-14岁人口占比较第六次人口普查提升1.4个百分点至18.0%；65岁以上老人占比较第六次人口普查提升4.6个百分点至13.5%；15-64岁劳动人口占比较第六次人口普查下降5.9个百分点至68.6%。儿童及老年人口占比的提升促进居民对于健康及保健产品的需求。

图5、我国历次人口普查人口结构分布



数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

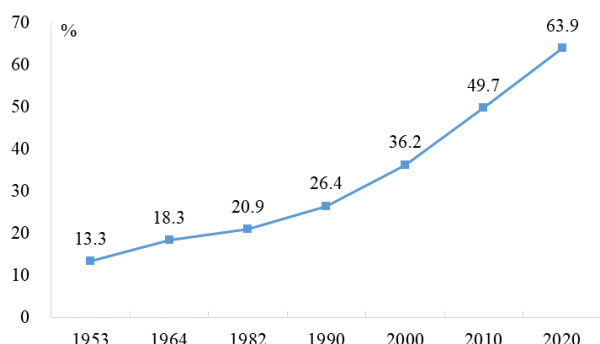
图6、我国第七次人口普查年龄结构分布按省/市



数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

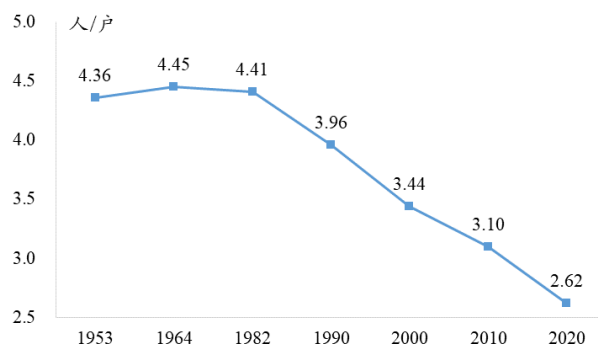
我国城镇化占比持续提升，第七次人口普查显示城镇化率占比达到63.9%，较第六次人口普查提升14.2个百分点。而在家庭规模方面，我国家庭户规模持续下降。少子化+城镇化必将引领未来精细化育儿需求的提升。我们预计，高端婴幼儿奶粉及健康饮食将在“新消费”时代跑赢。新的人口结构背景下，银发一族、小镇青年及Z世代将成为未来决定消费公司成败的胜负手。

图7、我国历年人口普查城镇化占比持续提升



数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、我国历年人口普查家庭户规模持续下降



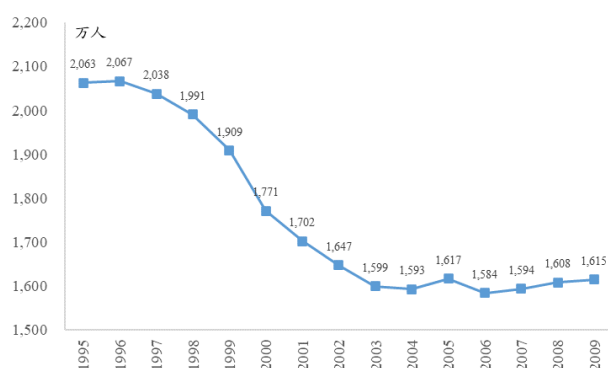
数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、“Z世代”+“新消费”下的国潮崛起

Z世代（出生在 1995-2009 年间群体）成长于物质优渥和文化丰饶的互联网时代，同时也是“孤独”一代，他们会通过兴趣爱好找到属于自己的更加细分、狭窄的圈层，用自成一派的语言逻辑和体系。Z世代典型的圈层文化有电竞圈、二次元圈、国风圈、模玩手办圈、硬核科技圈。

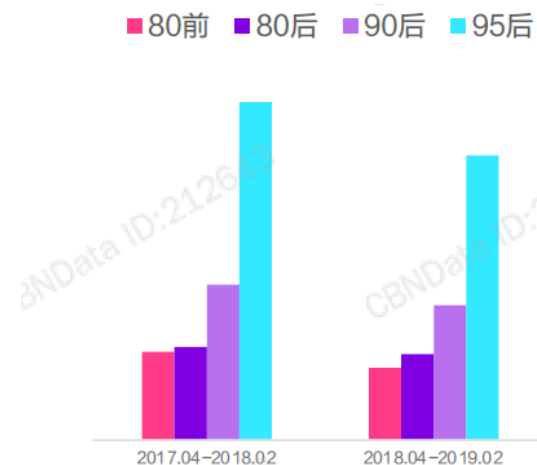
圈层文化的粉丝经济效益下，激发了 Z世代为自己的兴趣买单的意愿。模玩手办圈的付费载体包括了机甲模型、手办、潮玩盲盒，这类产品的精神内涵、文化内涵、高颜值及收藏性对 Z世代具有强大的吸引力。我国 Z世代群体规模有 2.64 亿人。据《Z世代消费力白皮书》测算，中国 15-23 岁的 Z世代人群最为庞大，人数约为 1.49 亿人，除了家人提供的生活费外，他们有校外兼职、校内勤工俭学、奖学金等多种收入来源，其每月可支配收入达到 3,501 元，消费增速远高于其它年龄段人群。此外，首批 Z世代正在迈入职场，并即将成为消费大军的中坚力量。

图9、我国 Z世代出生人口规模



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、淘系不同年龄段消费同比增速情况



数据来源：CBNDdata，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

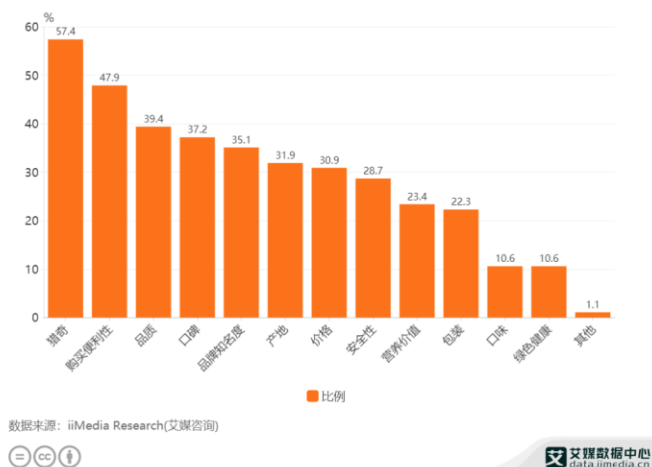
《Z世代消费力白皮书》提出，Z世代消费具有明显的三大动机：（1）消费为社交，圈子是买出来的，“买买买”是简单直白的社交方式，寻找认同的表达。（2）消费为人设，“我想成为谁”、“我是谁”，“买买买”助力完成自我塑造。（3）消费为悦己，“买买买”带来当下的爽和幸福感。据艾媒数据中心数据，2020年中国“Z世代”购买快消食品考量因素中，猎奇、购买便利性及品质影响因素最大，分别为57.4%、47.9%及39.4%。其对于口味的考量因素占比仅为10.6%，符合Z世代的消费动机——即为圈子、人设及悦己买单。

图11、Z世代的三大消费动机



图12、2020年中国“Z世代”购买快消食品考量因素

2020年中国“Z世代”购买快消食品的考量因素



数据来源: 凯度 TNS《Z世代消费力白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 艾媒数据中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、Z世代消费态度



数据来源: 凯度 TNS《Z世代消费力白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、Z世代圈层代表



数据来源:《Z世代圈层消费大报告》2019，兴业证券经济与金融研究院整理

从主要上市公司布局来看，吸引“Z世代”或面向年轻人的“新消费”产品层出不穷。“新消费”成为传统行业龙头的破局利器。相较于外资，内资品牌可以迅速切入“Z世代”圈层，推出符合其“买买买”心意的“新消费”品类。Z世代及小镇青年为“圈层”买单的强烈表达欲助力国货品牌升级、市占率提升。潮玩泡泡玛特、新式茶饮奈雪的茶、海伦斯小酒馆、波司登、安踏等传统纺织服装企业追求设计及“潮”感迎合Z世代及小镇青年，国潮崛起势在必行。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 10 -

表1、啤酒行业吸引“Z世代”或面向年轻人的“新消费”产品

公司	时间	事件	客户群体
华润啤酒	2018 年	旗下第一款中高端品牌“勇闯天涯 superX”正式与市场见面	追求创意、个性表达的年轻一族
	2020 年	新品“花脸”上市，“花脸”所代表的脸谱系列是传统文化与啤酒的融合典范	提倡健康的年轻人
	2021 年	首款碳酸饮料产品“小啤汽”上市，主打的卖点包括 0 酒精、0 脂肪、0 压力	提倡健康的年轻人
百威亚太	2017 年	将低卡米凯罗啤酒引入中国，用健身、低热量等概念吸引年轻人	精酿啤酒、“功能性饮料”爱好者
	2021 年	收购上海著名精酿品牌拳击猫，次年投资 6000 万建造了一条精酿生产线	爱好者
	未来	宣布成为奥地利红牛中国大陆独家代理商，产品直指旅游人群、运动人群等	偏爱新兴事物的年轻一族
		未来将通过包装与打包创新，捕捉更多高端细分市场，以及开发无酒精啤酒、提神饮料等举措，继续拓展高端市场的规模	

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、软饮行业吸引“Z世代”或面向年轻人的“新消费”产品

公司	时间	事件	客户群体
奈雪的茶	2019 年	“奈雪酒屋”闪亮登场，主推“轻酒精”的鸡尾酒	年轻女性消费者、偏爱新兴事物的年轻一族
	2020 年	“奈雪梦工厂”正式登场，设有烘焙、茶饮、咖啡、精酿、西餐等十五大板块共 1000 多种新品，主要聚焦于一些“闲置”时段为客户提供多元服务	白领上班族
农夫山泉	2019 年	“奈雪 PRO”正式亮相，主打精品咖啡，进驻商务办公区和高密度社区	活跃于互联网、热爱综艺的年轻人
	2020 年	与爱奇艺携手合作，冠名《我是唱作人》《中国有嘻哈》《偶像练习生》等综艺节目	
统一企业中国	2018 年	精选 30 条网易云的音乐文案印在 4 亿瓶矿泉水瓶身上	热爱电竞和电子游戏的 Z 世代年轻人
	2019-2020 年	冠名游戏大 IP 球球大作战，打造电竞亚文化圈层，精准打击新新人群	
	2020 年	统一冰红茶开启与王者荣耀 KPL 合作，以“青春无极限，不服就来战”为主题传达青春无极限的 battle 精神	

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、休闲食品及乳制品行业吸引“Z世代”或面向年轻人的“新消费”产品

公司	时间	事件	客户群体
卫龙美味	2018 年	发行新产品“辣条粽”，秉承不辣眼不罢休的“无厘头”精神	猎奇的新消费者群体
	2018 年	发行新产品“新奇辣条”，拥有四种“奇葩口味”，用诙谐夸张的营销方式吸引年轻人	
蒙牛乳业	2019-2021 年	冠名《青春有你》，通过一系列线上线下整合营销动作，精准布局娱乐营销	
	2020 年	大单品纯甄联合意大利知名轻奢品牌 MOSCHINO，变身酸奶界“超模”，首次实现乳品企业与国际奢侈品联合，实现销量的快速提升	“饭圈”年轻群体

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、潮玩、纺织服装行业吸引“Z世代”或面向年轻人的“新消费”产品

公司	时间	事件	客户群体
泡泡玛特	2020 年	定期推出限定款、隐藏款增加收集难度和 IP 热度，如宫廷瑞兽系列（故宫联名）、侧颜杀限量巧克力（德芙联名）、全球限量的定制版盲水（娃哈哈联名）	追求时尚潮流的年轻女性白领
安踏体育	2019 年	全国首家第九代终端形象店正式开业，通过数字化、科技化将年轻与运动完美结合	追求专业运动装备的消费者
	2020 年	发布品牌大片“因为生而不息”，邀请关晓彤、张继科、郎朗、李佳琦等明星代言	
李宁	2018 年	以中国传统文化元素“悟道”主题亮相纽约时装周，掀起国潮流行文化	
	2020 年	上线 QQ 炫舞联名装，跨次元塑造品牌潮流影响力，探索经典与流行	追求性价比、偏向运动潮流牌的新时期消费者
逸仙电商	2020 年	先后与汰渍、英特尔、新东方、九号机器人、民生银行、周大福、百龄坛等品牌合作，联名限量定制潮流单品	
	2018 年	旗下完美日记在小红书、抖音等社交平台走红，推出“小黑钻口红”、“动物眼影盘”等爆款产品	挑剔、颜值即正义、追求新鲜感的 Z 世代年轻人
	2020 年	签下文淇、罗云熙、赖冠霖、许佳琪、霍建明等 Z 世代偶像作为代言人	

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、品牌升级，业绩为王

经历 2021 年初板块回调后，基本面将主导板块表现。随着啤酒销售旺季到来、居民收入提升以及居民对消费产品多样化的需求增长，食品饮料细分产品中的中高端产品、中高端领域将不断出现新的成长动能，板块有望持续走强。建议关注具有核心价值、具有长期确定性增长的细分行业及相关上市公司。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2021 年看好啤酒、奶粉、乳制品板块，亦建议关注市占率持续提升的农夫山泉的投资机会。

1)、啤酒：推荐持续发力高端的华润啤酒（00291.HK）。2021 年首季，啤酒行业在 2020Q1 低基数背景下实现高增长。由于 2020 年疫情打破了龙头企业的提价节奏，我们认为 2021 年啤酒龙头进行价格梳理的可能性较大。此外，2020 年疫情导致消费场景从餐饮向零售转移，带来了全行业的罐化率提升，成本大幅下降，盈利能力增强。此外，华润啤酒未来平均每年计划关厂数将稳定在 3 间，放缓的关厂速度同时也意味着利润端承压的释放，华润啤酒有望在未来数年里轻装上阵。

2)、奶粉：推荐婴配奶粉行业龙头中国飞鹤（06186.HK）。2020 年，国际物流受阻叠加消费者囤货需求旺盛使得国产奶粉龙头企业市占率迅速提升。同时，外资奶粉的营销策略弱于国产品牌，飞鹤已超越惠氏成为市占率第一的品牌。虽然新生儿人口下降及母乳喂养率提升对“量”有负面影响，但是行业高端化进程提速，以“价”换“量”逻辑明显。2021 年下半年，飞鹤预计将推出“超高端+”的白金星飞帆系列产品及高端成人奶粉。此外，也将推出特殊医学的母乳糖类奶粉产品，以满足消费者的广泛需求。

3)、乳制品：推荐景气度继续改善的蒙牛乳业（02319.HK）及受益于奶价确定性上涨的现代牧业（01117.HK）。由于 2020 年海外原奶进口受阻，在原奶价格上涨的基础上今年原奶价格仍然呈现上涨趋势，原奶价格上涨将推动乳制品龙头企业提价。我们预计提价后龙头企业实现收入双位数增长的压力不大，建议关注高端奶源充足的蒙牛乳业。

4)、软饮：农夫山泉（09633.HK）为行业龙头且公司经营能力较强，推荐关注。

2、啤酒：决战高端，经营效率持续改善

2.1、2021Q1 重点啤酒企业销量已恢复到疫情前水平

低基数背景下，啤酒行业 2021Q1 迎来强势复苏。2020 年受新冠疫情影响，2020 年首季销售低迷，且进入传统营销旺季，奥运会等重大体育赛事被迫取消或延迟使得“啤酒+体育”营销策略表现低迷。2020 年，啤酒产量同比-9.4%。随着后疫情时代的步入，啤酒行业迎来强势复苏，2021Q1 产量达 820.7 万千升，同比+50.7%，与 2019Q1 相持平。

图 15、啤酒历年产量（万千升）及同比增速（%）

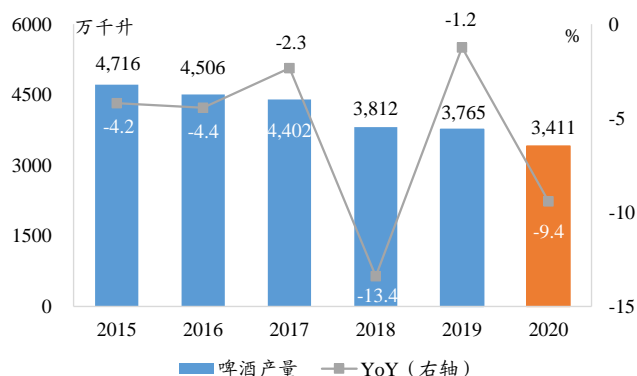


图 16、啤酒 2020 年以来产量及同比增速（逐月%）

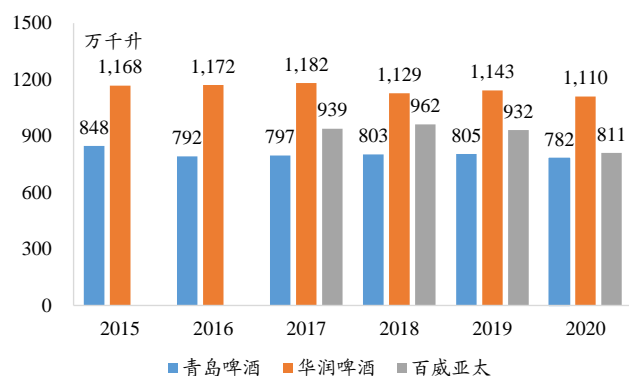


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

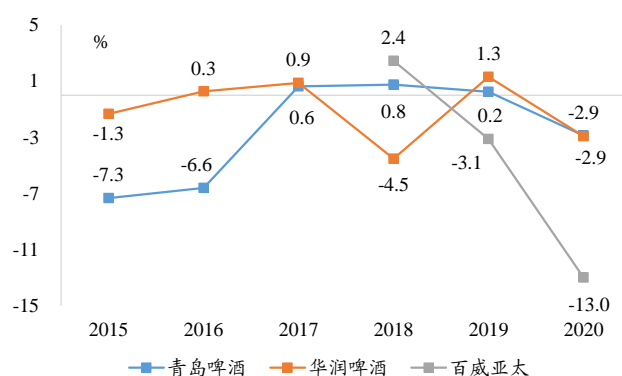
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图17、重点啤酒企业历年销量（万千升）



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、重点啤酒企业历年销量同比增速（%）



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2021Q1 重点啤酒企业销量已恢复到疫情前水平。从已经公布 2021 年第一季度报告的重点啤酒企业来看，青岛啤酒、百威亚太（全口径）的 2021Q1 销量分别同比+34.4%、+64.6%，销量基本恢复至 19Q1 水平。其中，百威亚太中国地区复苏最为强劲，一季度销量同比+84.6%。

表5、21Q1 重点啤酒企业销量已恢复到疫情前水平

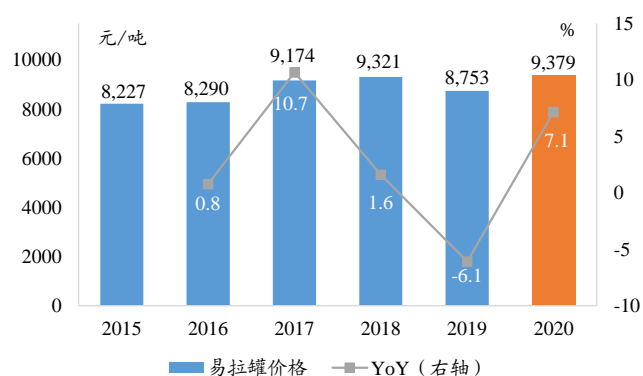
	2019A	2020A	YoY	19Q1	20Q1	QoQ	21Q1	QoQ
青岛啤酒(万吨)	805.0	782.0	-2.8%	216.6	163.0	-24.8%	219.0	34.4%
百威亚太(中国)(万吨)	/	/	-10.0%	/	/	-46.5%	/	84.6%
百威亚太(全口径)(万吨)	932	811	-13.0%	221.2	127.7	-42.3%	207.9	64.6%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、包材成本上行，预计 2021Q2 起逐步体现成本压力

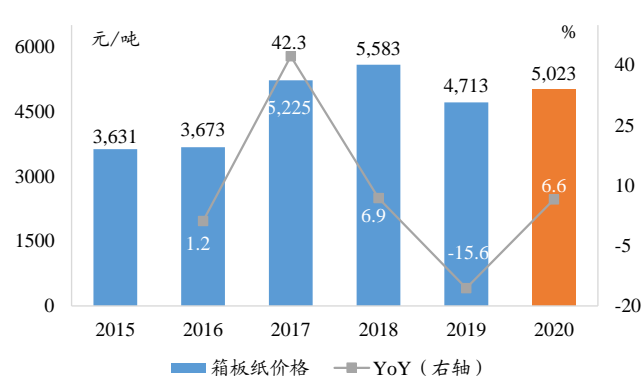
包装材料小幅涨价，预计啤酒企业将于 2021Q2 逐步体现成本压力。对于啤酒企业来说，成本通常占营业收入比重的 60%。从青岛啤酒 2020 年的成本分布来看，包装材料和酿酒原材料合计占比高达 75%，剩余 25% 包括人工成本、制造费用、辅助材料及能源消耗。以青啤成本拆分为例，包装材料占比约 50%（其中玻璃瓶成本占比约 30%、铝罐 12%、纸箱 4%），酿酒原材料占比约 25%（其中麦芽成本占比约 12%、大米 5%）。自 20Q4 以来，包装材料成本预计涨幅约 10%，同时考虑 3-6 个月的滞后周期，我们预计 2021Q2 将逐步体现成本压力。

图19、易拉罐价格走势



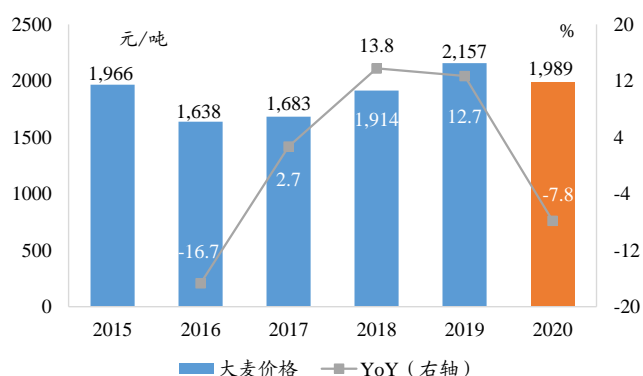
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图20、纸板箱价格走势



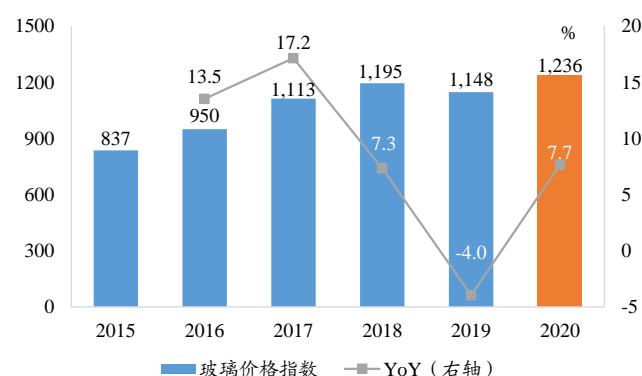
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图21、进口大麦价格走势



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图22、玻璃价格指数



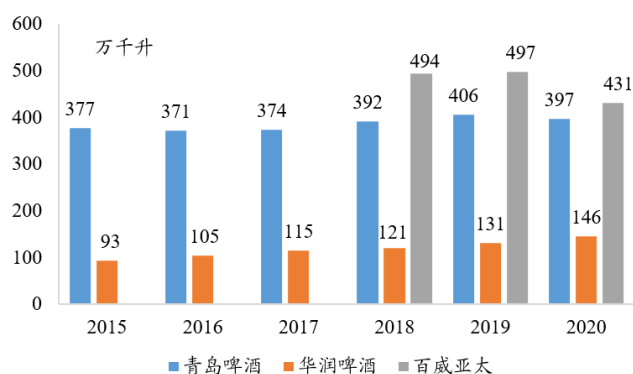
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、品牌升级，高端化带来确定性业绩改善

百威亚太 2021 年初率先提价，考虑到历史上龙头企业的提价同步性，以及二季度盈利弹性释放承压，啤酒龙头企业均可能考虑提价。此外，面对接踵而至的美洲杯欧洲杯（6、7 月）、东京奥运会（7、8 月）、男篮亚洲杯（8 月）等大型体育赛事，龙头企业蓄势待发，2021Q2 及 2021Q3 有望迎来铺货动销旺季。

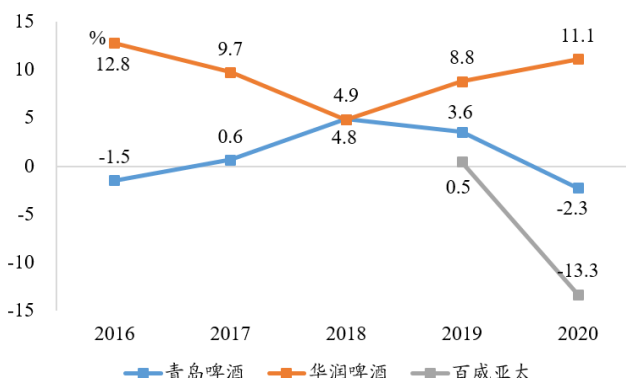
从产品结构来看，重点啤酒企业重心转向中高端产品，成本压力可控。除去疫情的影响导致销量骤减的 2020 年外，历年中高端产品的销量和占比均呈上升趋势，且增速明显高于总体销量。以华润啤酒为例，近五年来中高端产品销量 CAGR 约为 5.1%，远高于总体销量 CAGR 的 -1.1%。

图23、重点啤酒企业历年中端以上产品销量



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：华润披露口径为次高及以上

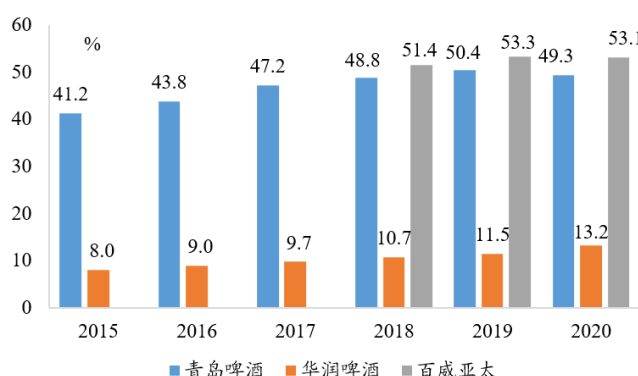
图24、重点啤酒企业历年中端以上产品销量同比增速



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

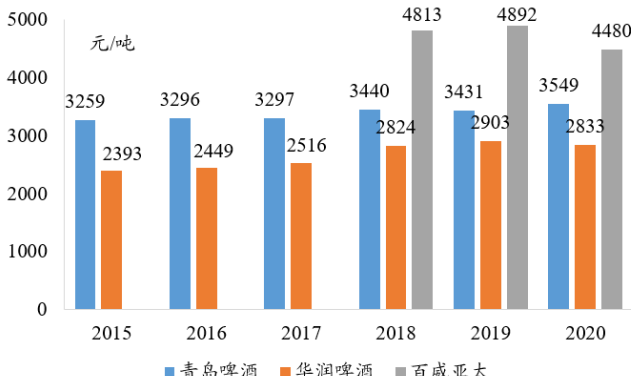
根据兴业证券海外研究团队分析预测，以华润啤酒为例，公司次高端以上产品销量占比 13.2%，不及公司最大核心单品雪花的 51.2%；但在销售额方面，次高端及以上产品的销售额超 35%，超过雪花的 29.6%，高端化战略成效明显。

图25、重点啤酒企业中端及以上产品销量占比



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：华润披露口径为次高及以上

图26、重点啤酒企业历年吨价



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

从产品细分来看，华润啤酒在雪花方面建立了勇闯天涯-SuperX-纯生-马尔斯绿-匠心营造-脸谱的中高档啤酒产品矩阵系列。喜力方面重点打造虎牌(Tiger)-喜力(Heineken)-苏尔(Sol)-亡命之徒(Desperados)四个产品。2020 年公司以“4+4”的产品组合大力推进市场，其中四大金刚（SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱）以餐饮渠道为主，夜场为辅；喜力以夜场为主，餐饮渠道为辅。2021 年公司在喜力方面继续扩充其产品序列，引入新产品红爵(Amstel)，助力高端市场进一步扩展。

表6、雪花主要中高档啤酒品牌

产品	勇闯天涯	SuperX	纯生	马尔斯绿	匠心营造	脸谱
级别	中档	中高档	高档	高档	高档	高档
ASP (RMB/500ml)	7	9-10 主	10-12	12 主-15	15-18	18-20
酒精度	2.5 度	3.3 度	2.5 度	2.5 度	3.3 度	男 4.1/女 2.5 度
原麦汁浓度	8 p	9 p	8 p	8 p	10 p	男 11.5/女 8 p
保质期	180 天	180 天	180 天	180 天	270 天	270 天

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

口感工艺	口感柔和，二段浸出法糖化工艺	清爽，柑橘香，二段浸出法糖化工艺	口味纯净	清爽，香柠风味	纯净饱满，低温缓慢发酵工艺	口感浓郁清纯，煮出法糖化工艺
麦芽	部分进口澳麦、加麦	部分进口澳麦、加麦	100%澳麦、加麦	100%进口全麦芽	100%加麦、澳麦和慕尼黑麦	100%澳麦、加麦
酒花	萨兹香花+马格努门苦花	萨兹香花+马格努门苦花	萨兹香花+马格努门苦花	100%进口酒花	赫斯布鲁克香花+马格努门苦花	捷克萨兹香花，德国酵母
上市时间	2005	2018	2009	2019	2018	2020
图片示例						

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 注：现饮价格 10 元/500ml 以上为高档

表7、喜力主要高档啤酒品牌

产品	喜力 Heineken	虎牌晶纯 Tiger	虎牌原味 Tiger	红爵 Amstel	苏尔 Sol	亡命之徒 Desperados
级别	高档	高档	高档	高档	高档	高档
ASP (RMB/500ml)	15-18	12-15	12-15	15-18	18-20	20-22
酒精度≥	5 度	4 度	4.5 度	3.3 度	4.5 度	5.9 度
原麦汁浓度	11.4 p	10 p	11.5 p	8.5 p	11.9 p	15.2 p
保质期	365 天	365 天	365 天	360 天	365 天	365 天
口感工艺	起源荷兰，口感醇厚，淡淡果香，28 天卧罐慢酿	起源新加坡，甘醇清爽，独特冷过滤技术	起源新加坡，口感甘醇，独特热带拉格酿造工艺	起源欧洲，全麦臻酿，清新爽口	起源墨西哥，耐光照啤酒花酿造	荷兰进口，龙舌兰风味、甘甜、柠檬香
上市时间	/	2004	/	2021	2020	2020
图片示例						

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 注：现饮价格 10 元/500ml 以上为高档

青岛啤酒近年来连续推出奥古特、鸿运当头、皮尔森、青岛啤酒 IPA 等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的新产品。2020 年，公司开发并投放市场的琥珀拉格等超高端新产品，实现了以“基础质量+特色质量”向“魅力质量”的跃升突破。

表8、青岛啤酒主要中高档啤酒品牌

产品	青岛纯生	奥古特	皮尔森	IPA	琥珀拉格	鸿运当头
级别	中档	高档	高档	高档	超高档	超高档
ASP (RMB/500ml)	9-10	12-15	15-18	18-20	25-30	30-33
酒精度≥	3.3 度	4.7 度	4 度	5.2 度	5.5 度	4.3 度
原麦汁浓度	10 p	12 p	10.5 p	14 p	13.8 p	11 p
保质期	360 天	365 天	240 天	365 天	365 天	365 天
口感工艺	口感新鲜清爽、纯净柔和	起源德国，口感厚重、丰富而均匀	起源捷克，泡沫丰富，	口感醇厚，拥有水果脂香，入口	具有麦香与焦糖香，酒	酒体醇厚柔和、香醇爽

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	匀	香味浓郁且持久	回甘	体顺爽，苦感柔和	口、泡沫洁白细腻	
上市时间	/	2012	2016	2018	2020	2014
图片示例						

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 注：现饮价格 10 元/500ml 以上为高档

百威亚太专注于引入跨国品牌，例如百威、科罗娜、福佳、福佳等。此外也致力于鹅岛、拳击猫等高端精酿啤酒。2020 年，百威亚太继续扩大其精酿啤酒社群，推出了鹅岛精酿啤酒新手包，包含了三款国际知名的经典款和三款由国内研制的的全新款。

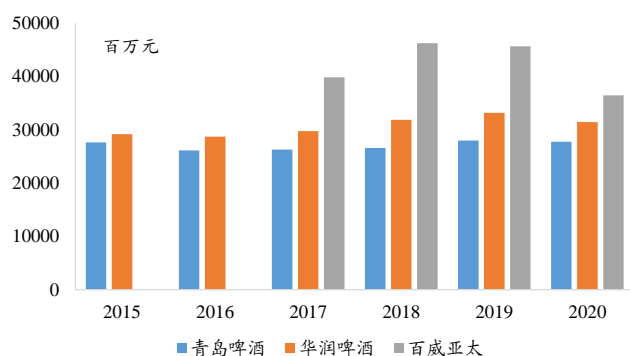
表9、百威主要中高档啤酒品牌

产品	百威经典	福佳	百威金尊	科罗娜	鹅岛	拳击猫
级别	高档	高档	高档	高档	高档	高档
ASP (RMB/500ml)	12-15	15-18	18-20	18-20	18-20	20-22
酒精度≥	3.6 度	4.5 度	4 度	4.5 度	5.9 度	4.9 度
原麦汁浓度	9.7 p	11.7 p	10 p	11.3 p	15.5 p	11.7 p
保质期	365 天	270 天	365 天	365 天	270 天	365 天
口感工艺	口感清爽，酒花香气味浓郁	浓郁清新，饱含馥郁果香	清澈且气泡多，入口顺滑，回味清甜	口感清淡，微苦	入口偏苦，回味甘甜醇厚浓郁，淡淡的果香	入口微苦，却香气馥郁
上市时间	/	/	2013	/	2018	2018
图片示例						

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 注：现饮价格 10 元/500ml 以上为高档

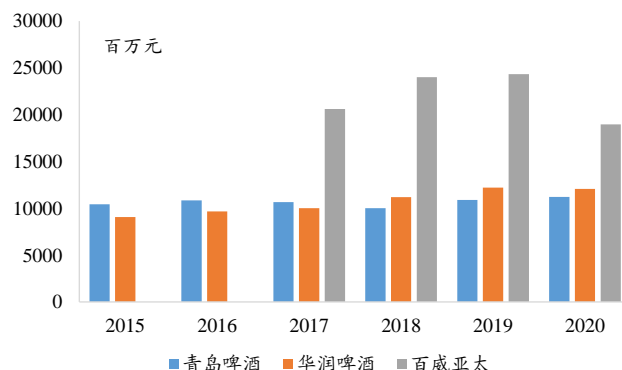
啤酒企业竞相追逐高端化的核心原因在于，在销量达到天花板的背景下，高端化成为了扩大利润的主要途径。近年来啤酒生产规模封顶，量跌价升利润涨成为近年来啤酒企业的普遍趋势，企业开始不断追求产品质量和销售利润的增长。此外，消费升级的浪潮叠加也导致酒企不断寻求利润增长点。

图 27、重点啤酒企业历年营收规模（百万元）



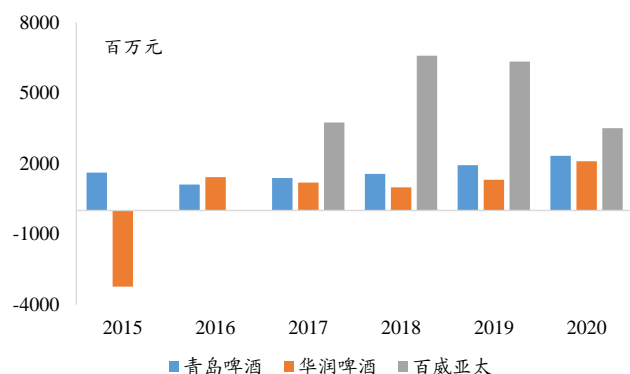
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、重点啤酒企业历年毛利规模（百万元）



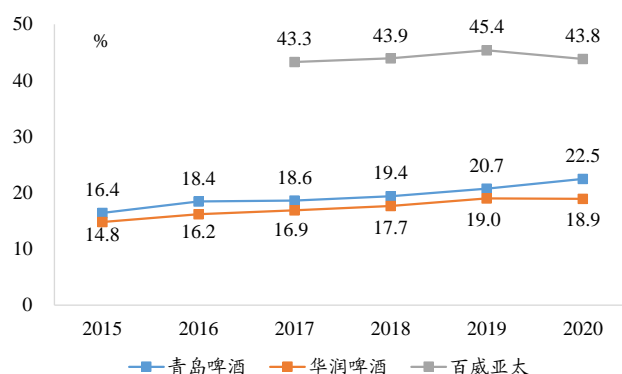
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、重点啤酒企业历年净利规模（百万元）



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、重点啤酒企业历年毛销差（%）



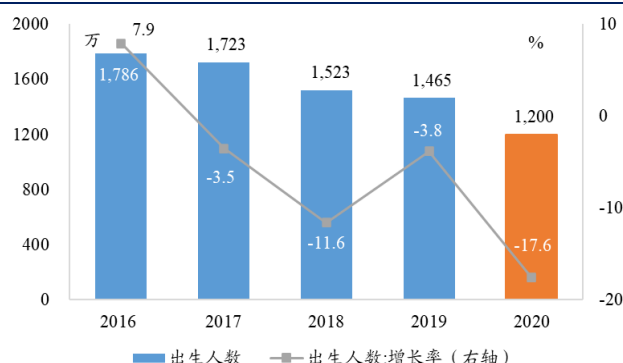
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

3、奶粉：2021 看好国潮崛起机遇

3.1、行业规模承压，三个结构性机会仍存

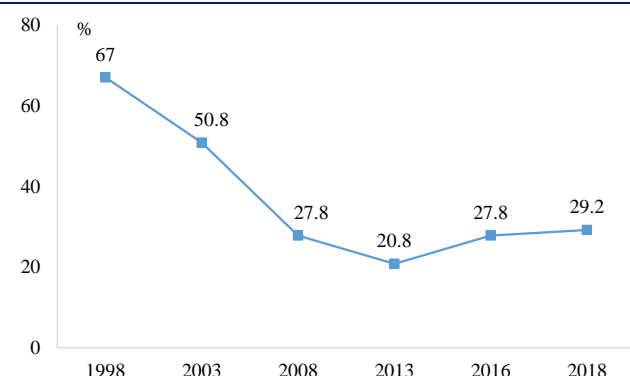
新生儿数量下滑及未来母乳喂养率提升使得行业规模承压。根据国家统计局数据，2020 年我国新生儿人口数 1200 万人，同比-17.6%，创 20 年新低。此外，为了实现《中国儿童发展纲要（2011-2020 年）》和《国民营养计划（2017-2030）》提出的 50.0% 纯母乳喂养率的目标，2018 年我国母乳喂养率为 29.2%，较 2013 年提升 8.4ppt。其中，大城市、中小城市和农村地区的母乳喂养率分别为 35.6%、23.3% 和 28.3%。

图31、我国历年新生儿人口数及同比增速



数据来源:国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图32、中国母乳喂养率 (1998-2018)

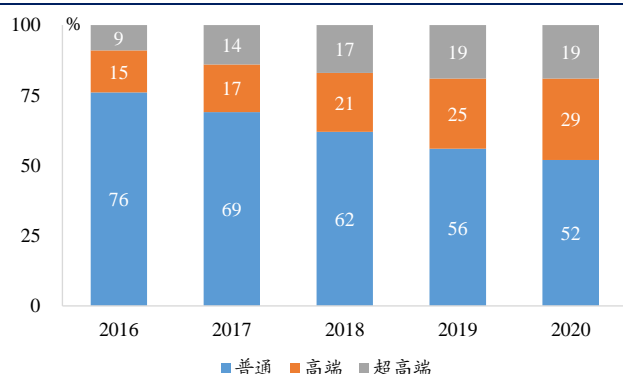


数据来源:国家卫计委, 中国发展研究基金会, 兴业证券经济与金融研究院整理

行业结构性机会之一：高端化大势所趋，增速不容小觑

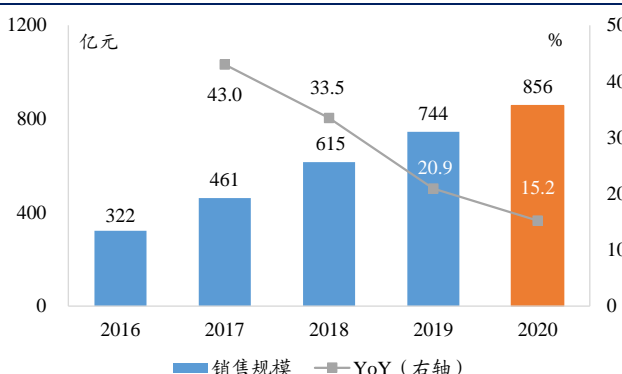
从行业整体看，2020 年超高端及高端产品占比共 48.5%，销售额同比+15.2%，2017-2020 年 CAGR 高达 27.7%。从公司来看，国内头部奶粉企业顺势而为，通过研发工艺提升超高端及高端产品比重。2020 年中国飞鹤的超高端及高端产品销售额占比分别为 62% 和 15%，同比+2.1ppt、+0.6ppt；澳优的超高端产品销售额占比约为 34%，同比+8.7ppt。从市场格局看，在超高端及高端产品上，国内婴配粉头部企业通过新品牌、新品类及新工艺，抢占超高端与高端婴配粉市场。伊利推出超高端金领冠珍护，飞鹤推出超高端超级星飞帆，澳优推出高端产品佳贝艾特和羊奶粉海普诺凯等。

图33、高端及超高端奶粉销售额占比不断提升



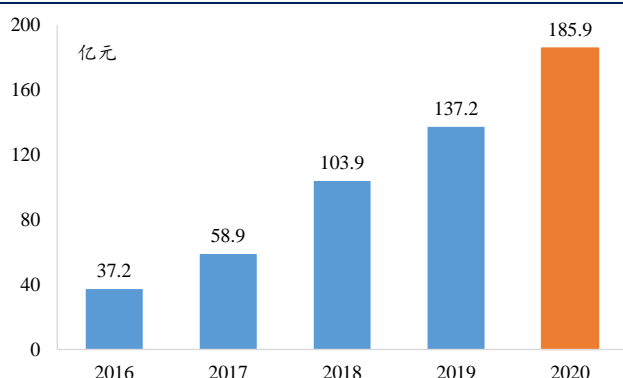
资料来源: 弗若斯特沙利文, 2020 中国奶粉数据报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图34、高端及超高端销售额增速较快



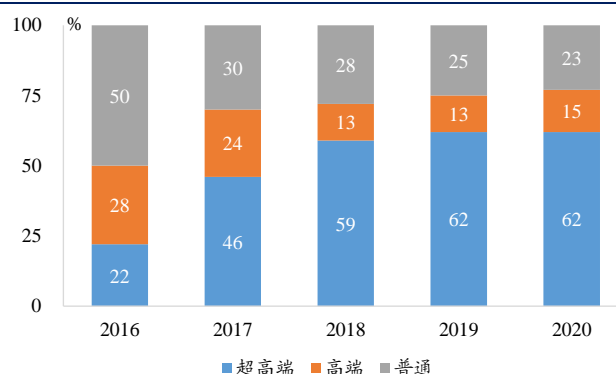
资料来源: 弗若斯特沙利文, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、飞鹤历年产品销量（2016-2020）



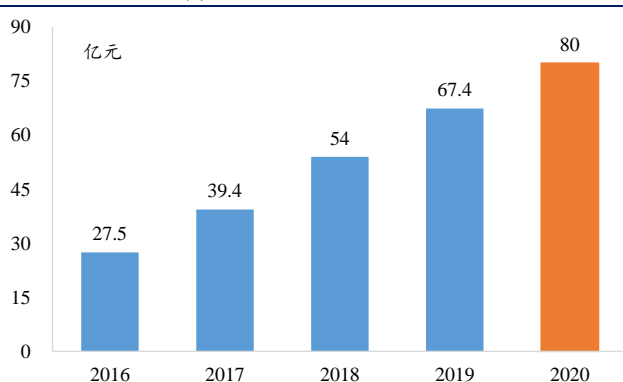
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、飞鹤各品类销售额占比（2016-2020）



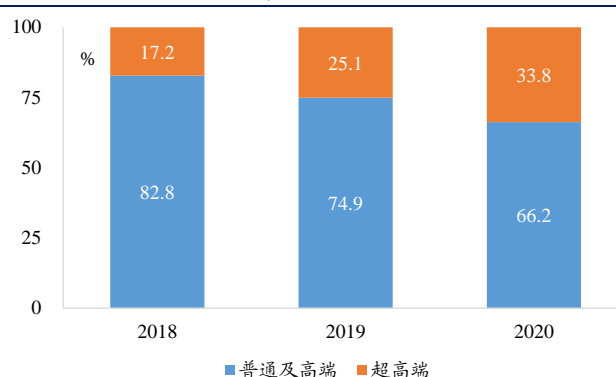
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、澳优历年产品销量（2016-2020）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、澳优各品类销售额占比（2018-2020）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

行业结构性机会之二：把握母婴店核心渠道

近年来，我国婴配粉在母婴店及线上渠道的销售占比持续增加，而传统大型零售客户和小型商店销售占比明显降低。根据尼尔森数据，2019 年 5 月至 2020 年 5 月间我国婴配粉在母婴店、商超、电商的销售占比分别为 68.8%、10.2%、21.0%，而此前在弗若斯特沙利文公布的数据中显示，2018 年三者的销售占比分别为 52.0%、30.0%、18.0%。我们认为，线上渠道销售占比的提升源于其便利性优势。对比线下商超，母婴店凭借更为专业的一站式服务赢得更多客户的青睐，预计未来仍会持续挤压传统商超模式，是奶粉销售的核心渠道。

行业结构性机会之三：奶粉注册制提高行业门槛，大品牌具备市场下沉机遇

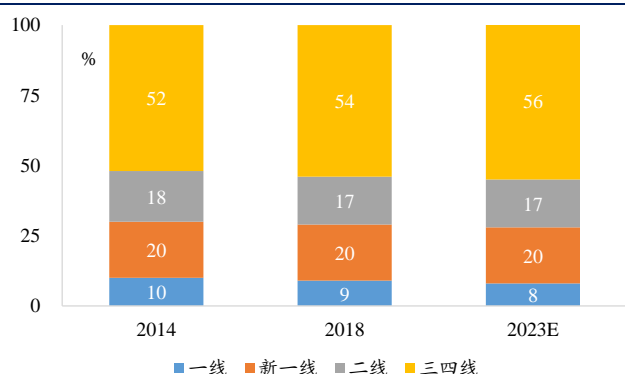
国家食品药品监督管理总局于 2016 年 10 月 1 日起实施《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》（后简称奶粉注册制），要求只有通过注册制的产品才能在市场上销售。由于奶粉注册制提高了行业准入门槛，大量中小企业被迫淘汰出局，市场份额向头部企业迅速集中。与此同时，对于大品牌而言，曾以中小品牌为主的三线及以下市场具备下沉机遇。

三线及以下市场婴配粉需求大且增速快。2018 年我国三、四线城市占比 54%，而

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

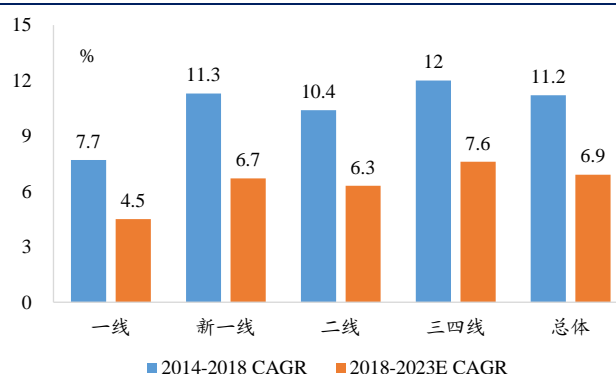
一线、新一线、二线占比分别为 9%、20%、17%。近五年，三、四线城市婴配奶粉复合增速高于一线和二线，三、四线复合增速为 12%，而一线和二线分别为 7.7%、10.4%。三、四线城市存在高消费空间。以前，由于中小品牌以低价长年包围低线市场渠道，大品牌难以进入；以后，在奶粉注册制度下，中小品牌关停，大品牌获得新机遇。此外，随着城镇化率日趋提高，以及消费升级的必然趋势，三、四线对超高端及高端婴配粉的需求增加，也为大品牌提供新机会。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年三、四线市场超高端和高端奶粉占比仅 11% 和 16%，而普通奶粉占比高达 74%，未来低线市场渠道布局是机遇。

图 39、三四线城市销售占比提升



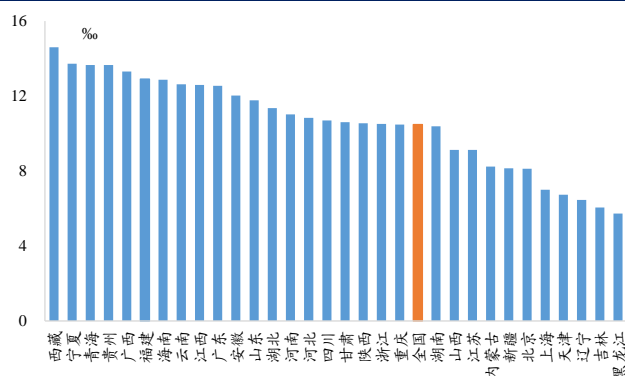
资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、三四线城市销售额增速快于一二线



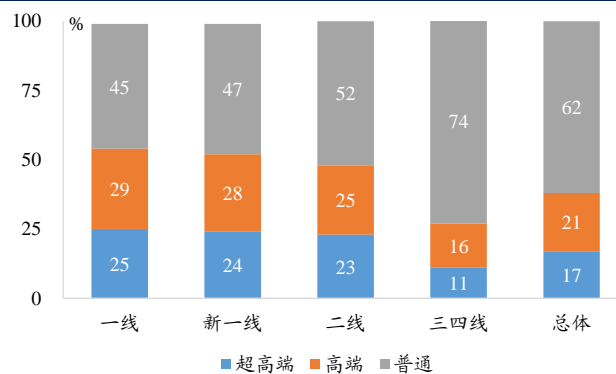
资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、2019 中国各省人口出生率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、2019 分城市等级高端婴配奶粉占比



资料来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、顺势而为，国潮崛起

国产品牌依然有望延续份额提升的态势，主要原因有以下四点：

一是产品品质更新鲜。外资一般采用还原乳生产或原装原罐进口，海运入关一般需要两个月时间，船舱里温度基本在 60 度，新鲜度弱于国内品牌。

二是国产奶粉信心的恢复。一方面，国家严格把关，国产奶粉品质提升，头部奶粉企业可与外资品牌比肩。国家出台逾 30 项举措对奶粉进行把关，包括原料把控、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

过程监管、产品配方、行业规范、质量要求、安全追溯等多方面，国产奶粉质检严格，品质得到保障。另一方面，受新冠疫情封锁、隔离管控措施影响，进口奶粉海淘、代购等渠道遭受重创，外资奶粉市场份额急剧缩减，内资龙头市场份额进一步提升。

三是渠道优势显著。国产品牌深度拥抱母婴渠道，低线市场深耕多年，渠道、经销商和终端资源优势显著；而外资品牌集中于一二线城市，对三四线城市铺货较少，市场下沉困难较大。在未来与国产品牌的竞争中，外资品牌优势较弱。

四是国家政策支持，利好国产奶粉品牌。政策硬性指标，提高婴配奶粉自给率至60%以上。2019年6月，国家发改委等七部委发布《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》，文件中提到力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上。同时，在国家政策指引下，奶粉补贴、政府采购、列入社保等均利好国产奶粉。

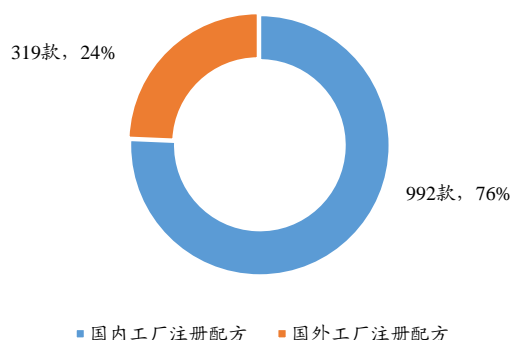
表10、《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》主要条款

主要条款
<ul style="list-style-type: none"> ● 力争婴幼儿配方乳粉自给水平稳定在60%以上；中国品牌婴幼儿配方乳粉在国内市场的排名明显提升； ● 鼓励婴配粉企业兼并重组，进一步提高行业集中度和整体发展水平； ● 提倡使用生鲜乳生产婴幼儿配方乳粉； ● 支持国内企业在境外收购和建设奶源基地，降低原料成本；鼓励在国外设立加工厂，并将生产的产品以自有品牌原装进口； ● 不得在大众传播媒介或者公共场所发布声称全部或部分替代母乳的婴儿乳制品广告，不得对0-12个月龄婴儿食用的婴儿配方乳制品进行广告宣传
资料来源：国家发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

顺应奶粉配方注册制趋势，国产品牌崛起。配方注册制要求“每个企业不得超过3个配方系列，9种产品配方”，在品牌集中化的驱使下，“强者恒强”的发展趋势愈发明显，市场竞争从渠道推动到品牌拉动升级换挡，市场争夺也早已不再是“以多取胜”，而是进入“大单品”时代，大单品是突破市场的最佳利器。

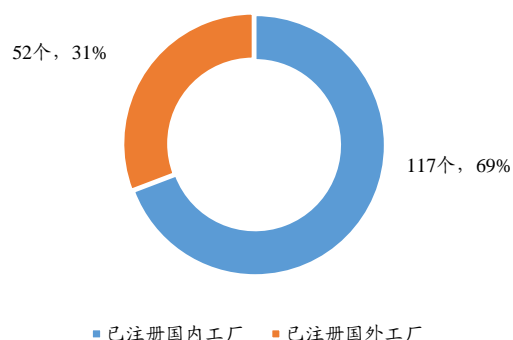
相较外资品牌，内资品牌在国内市场注册优势明显。1) 内资品牌奶粉注册数量及占比远超外资。2017年8月3日至2020年12月31日，国家已公布了53批注册名单，169个工厂，440个系列，1311个配方通过配方注册。其中，国内工厂注册992款，占比76%；国外工厂注册319款，占比24%。已注册国内工厂117个，占比69%，已注册国外工厂52个，占比31%。已注册有机奶粉63款，占比5%；已注册羊奶粉270款，占比21%；已注册牛奶粉1041款，占比79%。2) 内资头部企业已注册奶粉系列数目排名靠前。目前各公司已注册奶粉系列数排名依次为伊利（12个）、飞鹤（9个）、伴宝乐（3个）、萌缔爱（3个）、君乐宝（3个）；外资排名靠前的品牌为惠氏（9个）、合生元（9个）、美赞臣（3个）。

图43、国内工厂注册配方 992 款，占比 76%



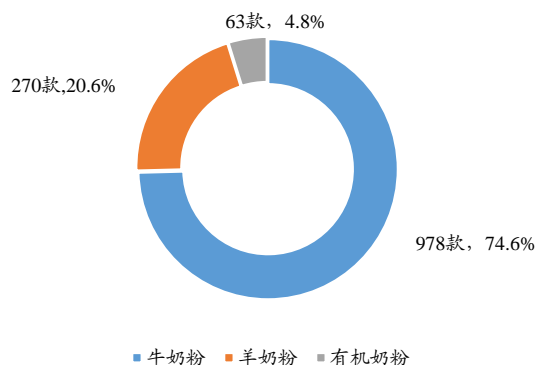
资料来源：食药监总局，兴业证券经济与金融研究院整理
注：截至 2020 年 12 月 31 日

图44、已注册国内工厂 117 个，占比 69%



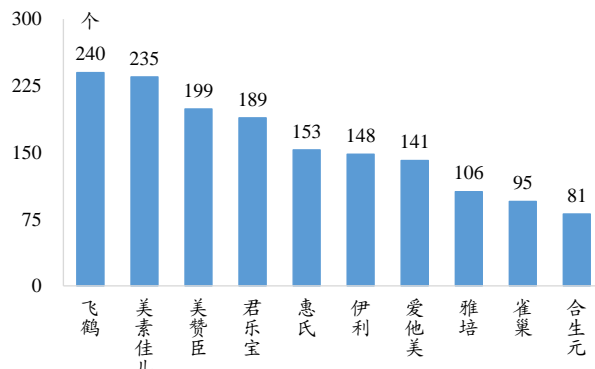
资料来源：食药监总局，兴业证券经济与金融研究院整理
注：截至 2020 年 12 月 31 日

图45、已注册牛奶粉 978 款，占比 74.6%



资料来源：食药监总局，兴业证券经济与金融研究院整理
注：截至 2020 年 12 月 31 日

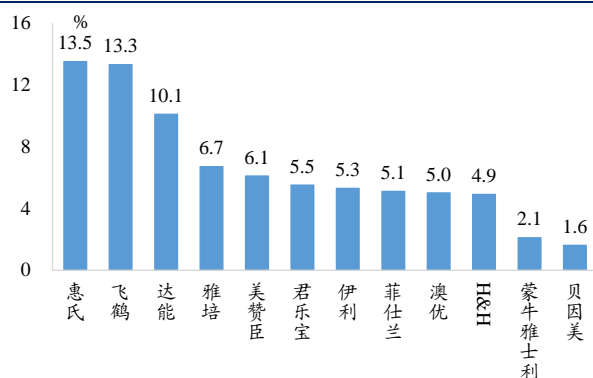
图46、主要企业已注册奶粉系列数



资料来源：食药监总局，兴业证券经济与金融研究院整理
注：截至 2020 年 12 月 31 日

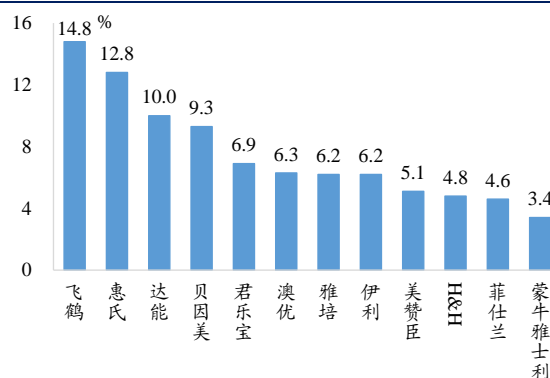
截至 2020 年底，飞鹤取代惠氏成为中国市场主要奶粉品牌市占率第一名。

图47、2019 年主要奶粉品牌市占率



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、2020 年主要奶粉品牌市占率



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

表11、主要奶粉品牌业务对比

模式	公司	优势	劣势	重点区域	重点渠道	品牌推广方式
传统国际品牌模式	惠氏	品牌力强；拥有大单品启赋（最大单品）和 S-26，有机奶粉份额第二		主要是一二线城市；启赋作为超高端产品主打一二线，SMA 珍蕴作为高端产品主打三四线；	从商超起步，商超销售至今仍占半数左右；发力母婴渠道 不控货不控价 经销商和母婴店利润均比内资品牌少；	省级电视广告为主，占比 70% 逐步增加网络广告和垂直平台投放，占比 30%
	美赞臣	品牌力强；拥有大单品蓝臻	以外资团队的成本和利润要求很难向线下市场渗透；乱价、窜货现象	主要是一二线城市；与京东合作，借助物流，将产品卖往三四线城市；		
	雅培	品牌力强；拥有大单品菁挚，有机奶粉份额最大		主要是一二线城市		
	美素佳儿	品牌力强		主要是一二线城市；与辉山合作推出“子母”品牌，发力三四线；		
国产高端化模式	飞鹤	拥有大单品星飞帆，加拿大、美国海外工厂；进城计划和南下计划已显示出强大增长动力。下沉市场品牌渗透力强；价盘和窜货管理严格；数量庞大的基层经销商队伍，执行力强	优势区域面临伊利等国产品牌的强势竞争；品牌力的拉动是否稳定持续；长江以南的弱势省份未来的增长动能	全国化分销，北方居多；一二线市场和三线以下市场三七分	通路精耕模式和地推模式，投入大量人员和营销费用深耕母婴渠道 严控渠道和终端，母婴店利润好 电商为线下销售服务	更适合中国宝宝，新鲜 全国性电视广告占 50%以上，网络投放 30%
	H&H (合生元)	最早做高端的老品牌；有机奶粉亮眼；拥有法国、澳大利亚海外工厂	推出低端产品后，团队互相抢顾客；大力做电商做乱了价格	主要为三线及以下市场	通路精耕模式和地推模式，投入大量人员和营销费用深耕母婴渠道，母婴占比 62%	会员营销；全国性电视广告占 50%以上，网络投放 30%
国产中低端整合模式	君乐宝	增速迅猛，渠道推力强大；政策扶持力度大，肩扛民族乳业振兴大旗	低价策略不利于品牌塑造，高端化有待观察；优势区域向非优势区域窜货较严重	目前在核心省份县级以下市场销售，占比 62% 19 年开始向地级市场（占比 23%）和连锁母婴系统发展	主要是母婴小店，集中资源投入重点省份母婴店系统，经销商和母婴店盈利比较好 由于初期从互联网切入，因此电商销售占比高于其他国产品牌	为确保下线市场覆盖，以全国性电视广告为主，今年开始投入省级电视；线上线下载开展母婴培训
	贝因美	老牌奶粉品牌，产品品质好 拥有爱尔兰海外工厂	管理层动荡，战略失误，价盘混乱	主要为三线及以下市场	母婴渠道不足五成，电商渠道超 20%	全国性电视广告占 50%以上，网络投放 32%
国产多品牌模式	澳优	多品牌高端差异化战略效果显著；羊奶粉独领风骚，有机奶粉表现亮眼 拥有荷兰、澳大利亚、新西兰海外工厂	区域扩张缓慢，长江以北经销商管理混乱，价盘不稳，经销商信心不足	全国化分销，南方为主；主要为二三线城市；佳贝艾特与海普诺凯 1897 打开一二线，能力多、美纳多稳住三四线	通路精耕模式和地推模式，投入大量人员和营销费用深耕母婴渠道； 传统渠道和电商渠道占比不足 10%	会员营销；全国性电视广告占 50%以上，网络投放 30%
	蒙牛雅士利	多品牌，羊奶粉、有机奶粉布局全面 拥有新西兰海外工厂	多品牌整合难度大；管理层动荡	三四线为主	主要是母婴渠道，占比 90%	全国性电视广告占 50%以上，网络投放 31%
国产集团化模式	伊利	拥有大单品金领冠，新西兰海外工厂；背靠集团，韧性十足，危机应对强，渠道掌控力强，品牌投入大	国企决策慢，执行力差，经销商管理不灵活、经销商反映差；液态奶和奶粉同时代理导致专业性差	深入三四线市场	偏向商超渠道，因为液态奶是核心产品，在传统渠道销售奶粉有利于他们形成经营上的协同。	全国性电视广告占 50%以上，网络投放 30%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

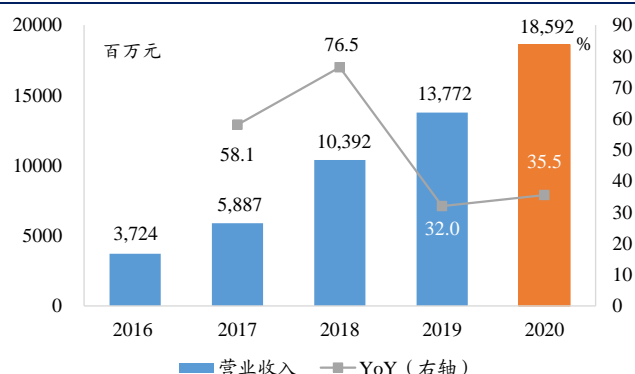
3.3、奶粉板块首推飞鹤

国产龙头中国飞鹤业绩领跑奶粉行业，大单品“星飞帆”表现亮眼。2020 年国产龙头中国飞鹤营收 185.9 亿元，同比+35.5ppt，大幅领跑奶粉行业，其中“大单品”星飞帆营收 99.1 亿元，占比超 50%。在其余奶粉企业中，澳优营收 78.9 亿元，其中佳贝艾特 31.1 亿元；伊利营收 125.9 亿元，其中金领冠收入超 40 亿元；美赞臣营收 72.7 亿元，其中蓝臻占 40%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

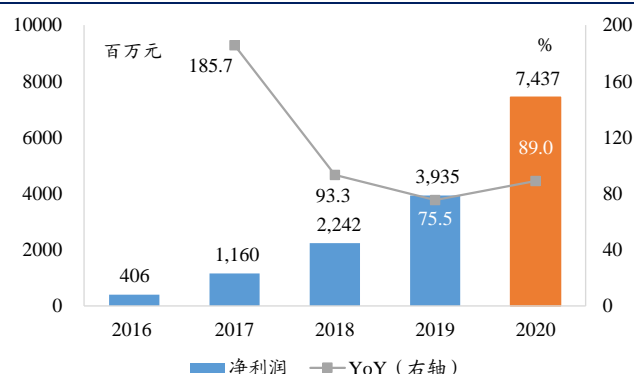
- 24 -

图49、飞鹤营业收入及增速（2016-2020）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、飞鹤净利润及增速（2016-2020）

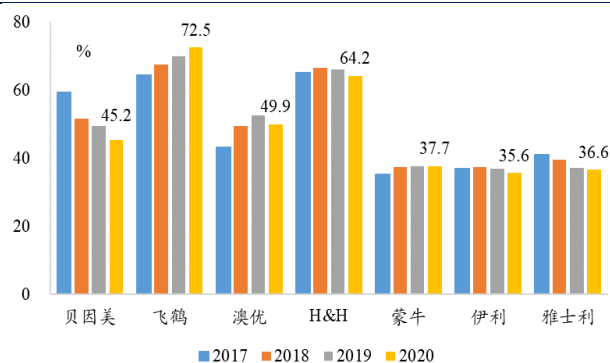


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从财务角度看，飞鹤名列前茅。随着产品结构升级战略的实行，公司产品逐渐向高端化发展，高端产品持续放量。得益于高端产品较高的毛利水平，2020年中国飞鹤毛利率高达72.5%，同比+2.5ppt，净利率为39.9%，同比+11.4ppt，均大幅领先于同业公司。除此之外，公司2020年ROE为48.3%，同比+6.5ppt，2017-2020年CAGR为5.6%，盈利能力持续增强。

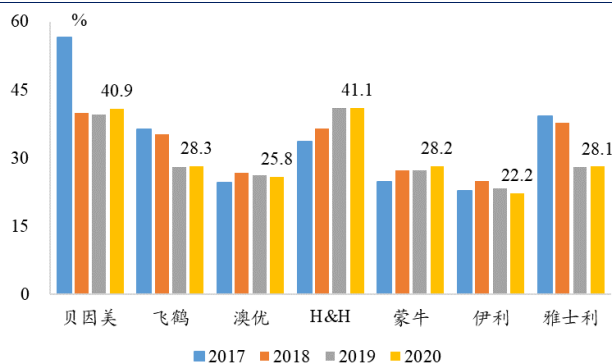
从运营效率看，飞鹤周转较快。综合性乳企周转较婴配奶粉公司快，这与产品快消品性质、渠道布局完备有关。综合性乳企资产周转率更高，存货周转天数更低。从配方奶粉公司看，中国飞鹤周转最快，2020年资产周转率为1.5次/年，存货周转天数仅69天。

图51、飞鹤毛利率在同业公司名列前茅



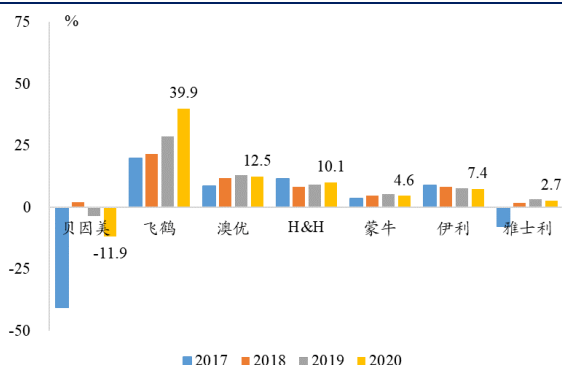
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、飞鹤销售费用率控制较好



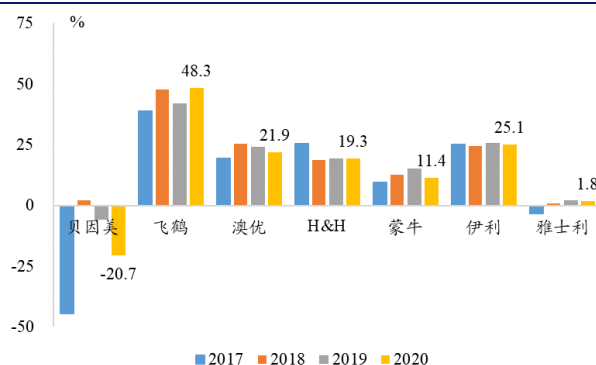
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、飞鹤净利率在同行业名列前茅



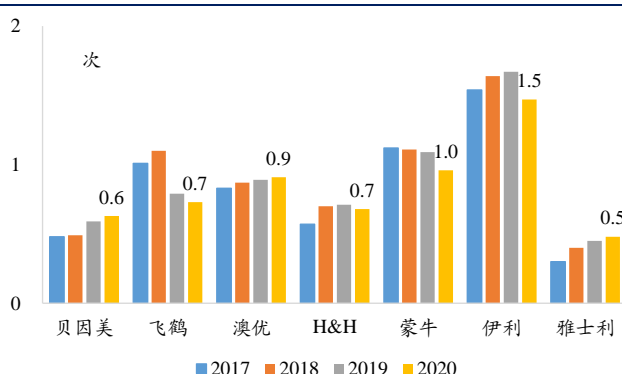
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、飞鹤 ROE 在同行业名列前茅



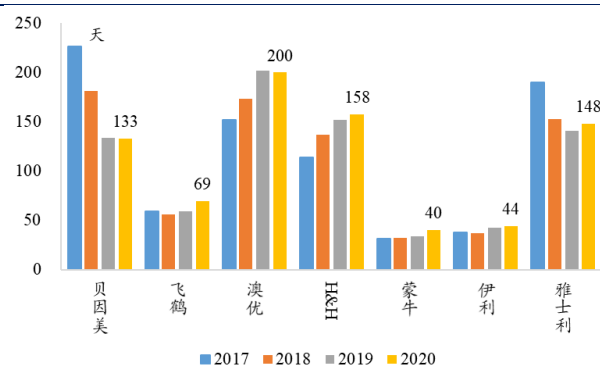
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 55、各奶粉公司资产周转率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、各奶粉公司存货周转天数



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

多元化产品助力公司满足不同消费者偏好，完善产品矩阵。中国飞鹤的主营业务以婴配粉为主，成人营养奶粉及儿童食品为辅。除了满足婴幼儿对奶粉的需求外，公司也聚焦孕产妇、成年人与大龄儿童的营养问题，先后推出了“飞鹤牧场 经典 1962”、“星蕴”和“茁然”等产品，不断完善的品牌矩阵，为不同消费者提供有价值的产品。此外，在成人及大童奶粉领域，目前我国现有市场正处于萌芽期，飞鹤提早布局、研发开拓，为公司注入源源不断的业绩驱动力。

表 12、多元化产品可满足不同消费者的偏好

产品类别	飞鹤牧场 经典 1962 成人奶粉	星蕴 孕产妇奶粉	呀蜜呀蜜 辅食米粉	茁然 大龄儿童奶粉
单价	140 元/400g	411 元/700g	391 元/255g	茁护：382.8 元/700g 学护：382.8 元/700g 壮护：382.8 元/700g 蓓护：525.0 元/700g
产品介绍	成人全脂奶粉，添加钙铁锌，维持成年人包括中老年人的体质健康	不添加蔗糖，富含叶酸、蛋白质、钙等营养成分，低脂孕育健康宝宝	专属农田、鲜米现磨、零添加混合果蔬肉类营养米粉	专为 3-6 岁儿童研制的四段奶粉内含酵母 β-葡聚糖、乳铁蛋白、益生菌 Bb-12 等营养成分，可有效激活婴儿自身免疫通路，提高吸收能力
上市时间	/	/	/	2020

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 26 -

图片示例



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表13、主要品牌产品系列

品牌	定位	超高端 (> 450 元/kg)	高端 (350-450 元/kg)	普通 (< 350 元/kg)
五大外资				
惠氏	中高端	启赋蕴萃有机 554	启赋经典 476	瑞铂能恩 342
		启赋蕴萃 A2 492	S-26 铂臻 422	力多精挚宝 246
		启赋蓝钻 454		经典能恩 225
				S-26 金装 308
达能	中低端		可瑞康羊奶粉 394	爱他美经典 296
			爱他美卓萃 394	诺优能 215
雅培	中高端	菁挚有机 502	双贝吸 442	铂优恩美力 249
			菁挚呵护 437	恩美力 198
			菁挚纯净 424	
			亲护 424	
美赞臣	中高端	蓝臻 514	亲舒 411	铂睿 285
				安儿宝 A+ 256
菲仕兰	中高端	皇家美素佳儿 495	子母 353	美素佳儿金装 249
国产				
飞鹤	高端	臻稚 545	臻爱飞帆 402	星阶优护 327
		星飞帆 513	精粹益加 402	飞帆 246
			精粹贝迪奇 402	
			臻爱倍护 357	
君乐宝	低端		至臻 A2 375	舒适/恬适 348
			乐臻 360	至臻 323
				乐畅 219
				乐铂 218
伊利	中高低端	金领冠悠滋小羊 597	金领冠珍护 420	金领冠菁护 320
		金领冠塞纳牧 493	金领冠睿护 394	金领冠经典 194
				沛能 187
澳优	高端	佳贝艾特悦白 584	海普诺凯萃护 448	优选爱优 335
		悠蓝 573	珀淳 350	牛奶客 248
		淳臻 520	美纳多 360	
		海普诺凯 1897 509	美优高 360	
		能立多 498		
		美纳多启活 498		
		美优高经典 485		
		欧选 473		
		澳滋 460		
		佳贝艾特悠装 459		
H&H (合生元)	中高端	可贝思 585	派星 420	贝塔星 331
		爱斯时光 498		阿尔法星 264
蒙牛雅士利	中高端	朵拉小羊 535	菁珀 431	菁跃 342
		多美滋羊奶粉 535	多美滋初颖 373	多美滋致粹 287
		Arla 宝贝与我 510	亲儿适 373	
		瑞哺恩有机 498	新配方 373	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 27 -

		亲儿硕	498		
		瑞哺恩亲悠	460		
贝因美	中低端	红爱	575	爱加	481
		绿爱	485	经典优选	331
				菁爱	220
				童享	210

资料来源：天猫，京东，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

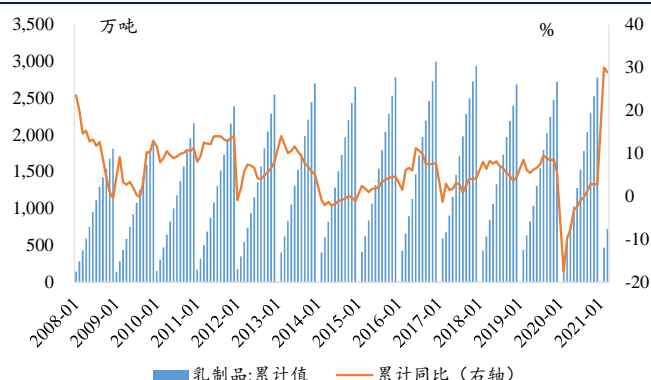
*注：红色为羊奶粉，绿色为有机奶粉

4、乳制品：原奶价格仍是核心变量，看好龙头上下游整合能力

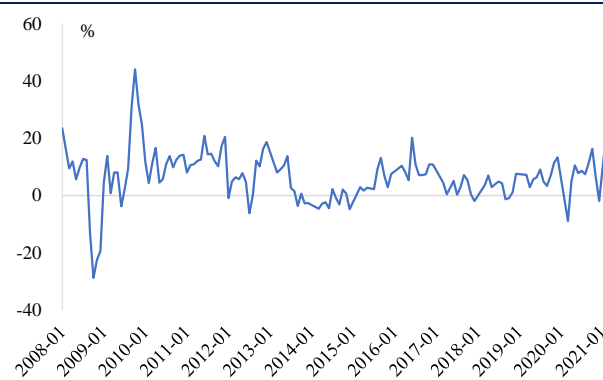
4.1、行业重回增长，双寡头竞争格局稳定

乳制品产量持续边际改善，原奶价格提升。从产量看，乳制品产量在低基数下快速上行，2021Q1 累计产量 722 吨，同比+28.9%，3 月产量同比+32.6%；与 2019Q1 相比+11.2%，3 月+14.0%。从价格看，原奶价格 5 月 26 日收于 4.26 元/kg，同比+19.7%。

图 57、2021 年 1-3 月乳制品产量及累计同比增速(右轴) 图 58、2021 年 3 月乳制品产量同比+32.6%



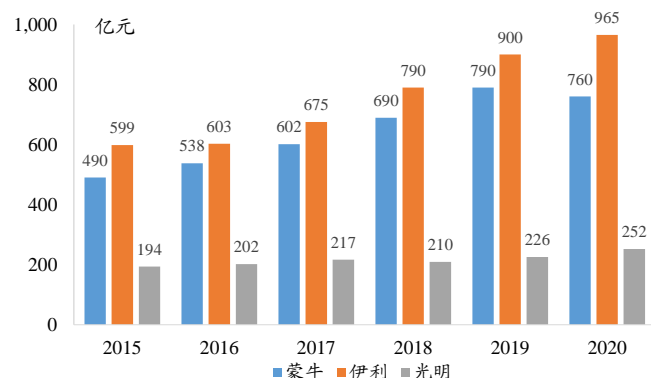
数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

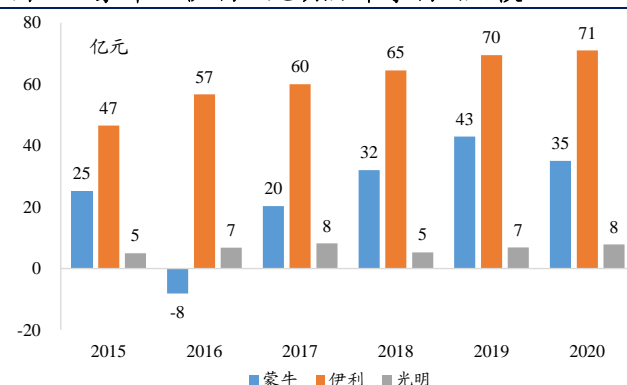
“蒙牛+伊利”双寡头格局稳定，行业营收增长较快。乳制品行业双寡头格局稳定，2020 年蒙牛与伊利销售额市占率共计 43.0%，远超第三名光明乳业市占率约 6.0%。同时，蒙牛与伊利的营收增速明显高于行业平均。2020 年蒙牛营收 760.3 亿元，可比口径下+10.6%；伊利营收 965.2 亿元，同比+7.1%。分业务来看，液态奶是蒙牛与伊利的占比最高的核心业务，分别占蒙牛与伊利营收的 89.1%、78.9%。

图59、蒙牛、伊利、光明历年营收规模



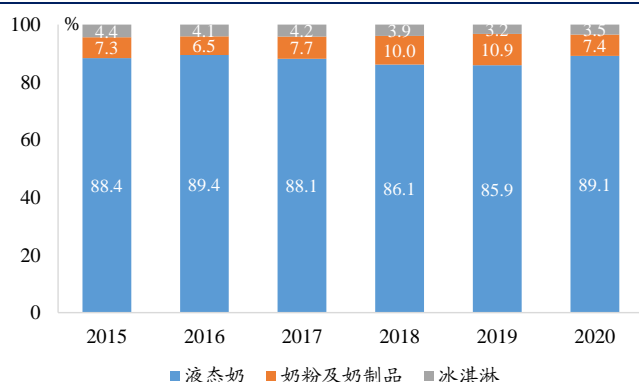
数据来源:公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图60、蒙牛、伊利、光明历年净利润规模



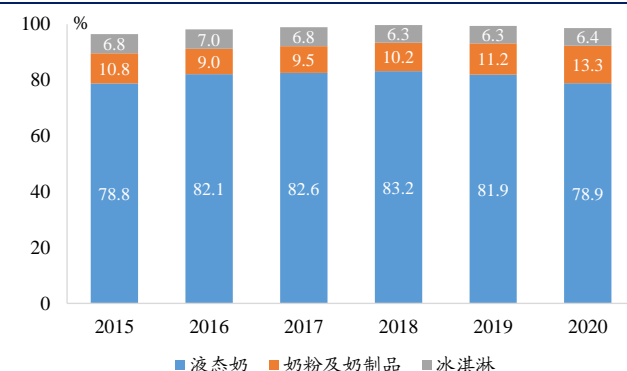
数据来源:公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图61、蒙牛收入结构(%)



数据来源:公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图62、伊利收入结构(%)

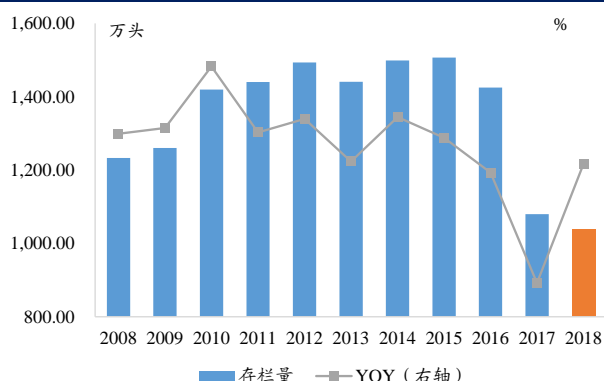


数据来源:公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、紧供给仍将使得原奶价格 2021 维持温和上行

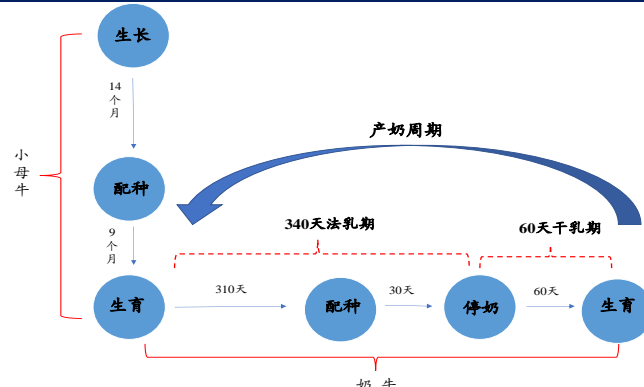
原奶供给占主导, 价格周期上行。从供给来看, 我国进口大包粉按 1:8.5 还原成液态奶后占供应量的比例维持在 10%-20%, 原奶依然占据供给主导地位。新冠疫情后, 原奶价格持续上涨, 对乳企有一定成本压力。国内奶牛存栏量下降, 进口奶牛采购成本提升, 以及奶牛产能周期长, 导致原奶供应成本上升。1) 国内奶牛存栏量下降, 2015-2018 年国内奶牛存栏量逐年下降。2020 年以来, 牛结节病在福建、云南、贵州、安徽相继爆发, 存栏量预计亦受到负面影响。2) 进口奶牛采购成本上升, 进口奶牛采购主要来自澳大利亚、新西兰、乌拉圭、智利等。从采购数量看, 2020 全年进口奶牛采购数量约 9 万头。从采购价格看, 平均采购价格从 2020 年初的 1.2 万元/头上涨至 2021 年 3 月的 2.3 万元/头, 进口奶牛采购成本进一步提升。3) 奶牛产能周期长, 牛群需要较长时间生长并释放产能, 且新增奶牛成长期较长, 这为存栏量下降带来连锁反应。

图63、国内奶牛存栏量及同比增速（2008-2018）



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

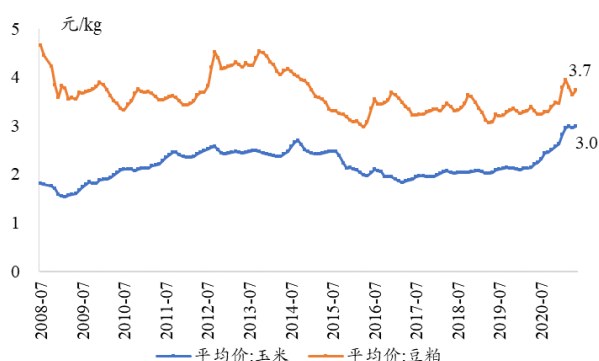
图64、奶牛产能周期



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

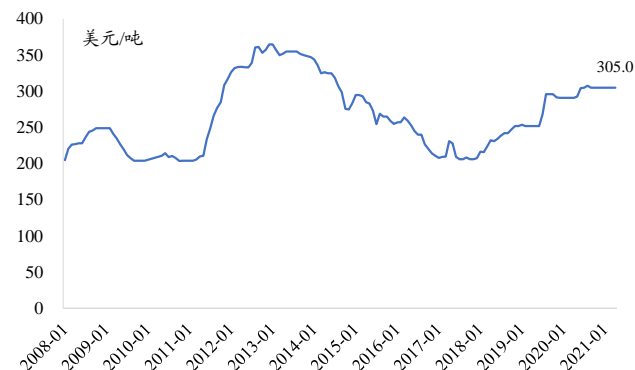
主要饲料价格提升，奶牛饲养成本持续上升。从奶牛饲养成本构成看，饲料占饲养成本的65%。其中，玉米、豆粕和苜蓿共占精饲料的85%，为主要饲料成本。2020年初至年末，玉米价格从2.1元/kg涨至2.6元/kg，全年涨幅25.4%；豆粕价格从3.3元/kg涨至3.5元/kg，全年涨幅6.5%；苜蓿粉价格从291美元/吨涨至305美元/吨，全年涨幅4.8%。截止2021年5月，玉米价格3.0元/kg，豆粕价格3.7元/kg，苜蓿粉价格305美元/吨；2021年1-5月，玉米价格上涨6.1%，豆粕价格上涨8.0%，苜蓿粉价格保持稳定。

图65、玉米及豆粕价格走势（2008-2021）



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

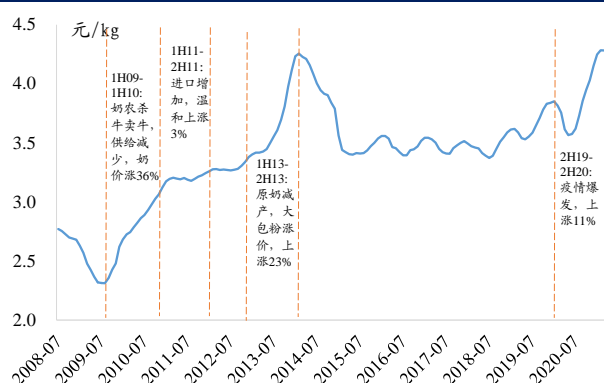
图66、苜蓿粉价格走势（2008-2021）



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

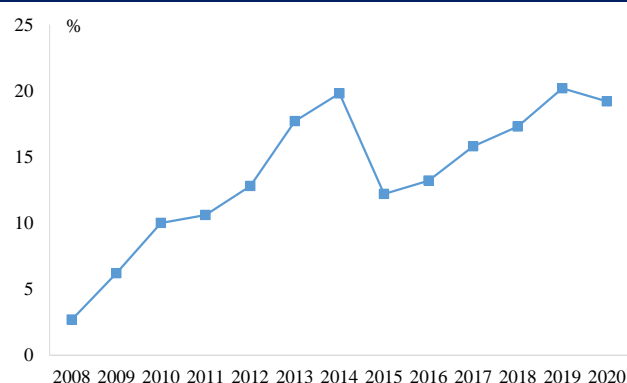
从行业复盘看，原奶价格历经四轮上行周期：1）2008年三聚氰胺事件后，奶农杀牛卖牛带来的供给减少导致2009年7月的2.3元/kg迅速反弹至2010年年底的3.1元/kg。2）2011年国内供需逐渐平衡，国际大包粉价格较低，进口数量增加，国内奶价温和上涨4%左右。3）2013年口蹄疫暴发与夏季高温影响奶牛产奶量，叠加饲料成本上涨，奶牛存栏量下降，国内原奶减产，且新西兰大旱导致国际大包粉价格上涨，国内原奶价格迅速上升，从3.4元/kg上涨至4.2元/kg。4）2019年底至2020新冠疫情带来的扰动使得原奶价格由3.8元/kg涨至4.3元/kg。我们预计本轮原奶价格上行即将进入尾声，即便通胀压力尚存，下半年原奶价格将以温和上涨为主。

图 67、2008 至今国内原奶价格经历四轮上行



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 68、进口大包粉占供给比例 (2008-2020)



数据来源:中国奶业贸易月报, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、看好行业龙头上下游整合+成本转嫁能力

2021 原奶价格上涨, 看好行业龙头成本优势。在奶牛饲料成本和原奶供应成本持续上涨双重作用下, 2021 年原奶价格将温和提升。2020 年, 蒙牛各生产基地生产乳制品 990 万吨; 伊利各生产基地生产乳制品 1312 万吨。但是, 由于蒙牛和伊利具备稳定的奶源地和优质的原奶供应端, 行业龙头成本优势明显。行业龙头稳定的奶源供应有利于产量及销量的稳定, 进一步利好龙头业绩稳定增长, 也利于市场份额进一步向龙头集中。

表 14、蒙牛、伊利上游奶源布局

	相关牧场	收购时间	控股比例	奶牛存栏 (万头)	原奶产量 (万吨)	占公司 2020 原奶需求的%
蒙牛	富源牧业	2012.2	43.35%	6	36.1	3.6%
	现代牧业	2013.5	57.69%	24.7	149	15.1%
	中国圣牧	2020.7	17.51%	11.1	64.2	6.5%
	中鼎牧业	2019.1	战略合作	8	28	2.8%
	上陵牧业	2018.5	战略合作	2	13	1.3%
伊利	优然牧业	2015 年拆分	40%	28.7	76.9	5.9%
	赛科星	2019.7	58.36%	13.6	71.5	5.4%
	恒天然中国牧场	2020.10	100%	5.5	26.9	2.1%
	中地乳业	2020.8	要约收购 (完成后持股 31.87%)	6.9	43	3.3%
	Westland	2019.8	100%	20	87	6.6%

资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: 我们以原奶产量/各公司生产基地乳制品产量粗略估算占比

龙头乳企对低温产品和基础白奶提价, 成本转嫁能力强。2021 年以来, 伊利为应对原奶价格上涨, 通过产品结构升级, 对白奶等产品进行 5% 以下的提价; 蒙牛则通过收窄终端促销折扣, 减少市场费用投放等进行“花式”提价。龙头乳企上次大规模提价为 2013 年末, 主要原因是原料成本大幅上涨造成成品供应紧张。由此可见, 即使原奶成本上涨, 龙头乳企可通过提价转嫁成本压力, 仍可保持较好的盈利水平, 强者恒强。

表15、原奶价格周期下龙头乳企提价

公司	时间	提价动作
蒙牛乳业	2010年4月、9月	对各品类产品提价5%
	2014年	对液态奶、冷饮等产品提价
伊利股份	2010年末	对酸奶等部分产品提价3-4%
	2011年上半年	对冷饮进行单季度4次提价，特仑苏等高端液奶、金领冠等高端奶粉也有提价动作
	2013年下半年	对液体乳整体提价5-10%，对部分奶粉提价
	2021年初	对白奶产品价格提价5%以下
光明乳业	2011年12月	对入户奶的价格上调0.1元
	2012年12月	上调部分新鲜牛奶、新鲜酸奶的价格，加权后平均上调幅度约为5%
	2013年12月	加权平均涨价幅度为8%—9%
	2017年年末	对华东地区入户巴氏奶提价约5%

资料来源：公司公告，证券时报网，新京报，中国财经网，中国经济网，兴业证券经济与金融研究院整理

高端业务发力，龙头毛销差改善。蒙牛与伊利高端化趋势持续，产品结构改善，高端产品发力，利好利润释放。蒙牛高端产品特仑苏近两年营收同比分别+20%和+19%，2020年特仑苏营收占比约26.3%，高端产品占比超40%；伊利高端产品金典同比+20%，有机液体乳同比+35.1%，高端产品营收占比超35%。除2020Q1疫情导致渠道受阻销售费用普遍增加外，近三年蒙牛、伊利和光明的毛销差均有改善，其中伊利显著改善。

表16、蒙牛、伊利、光明主要经营指标

公司	报告期	主收 (亿元)	同比 增速 (%)	毛利 (亿元)	同比 增速 (%)	净利润 (亿元)	同比 增速 (%)	销售 毛利率 (%)	销售 费用率 (%)	毛销 差(%)	管理 费用率 (%)	财务 费用率 (%)	利润 率(%)	ROE (%)
蒙牛	2019H1	398.6	15.6	23.0	25.6	20.8	28.7	39.1	28.3	10.8	4.0	0.7	5.4	8.0
	2019H2	790.3	14.6	40.5	14.9	41.1	45.5	37.6	27.2	10.3	4.2	0.8	5.4	15.1
	2020H1	375.3	-5.8	15.4	-38.5	12.1	-46	39	30.4	8.6	3.8	0.9	3.0	4.1
	2020H2	760.3	-3.8	32.9	-18.6	35.3	-25.9	37.7	28.2	9.4	4.1	0.8	4.6	11.4
伊利	2019Q1	230.8	17.9	27.4	9.5	22.8	8.3	39.5	24.2	15.3	4.1	-0.5	9.9	8.4
	2019Q2	449.7	13.6	45.4	8.6	38.0	9.5	38.1	24.8	13.3	4.3	0.1	8.5	14.2
	2019Q3	685.2	12.6	67.2	10.4	56.5	11.7	37.3	23.8	13.5	4.4	-0.1	8.3	21.5
	2019Q4	900.1	14	82.8	7.7	69.5	7.7	36.9	23.5	13.4	4.8	0.3	7.8	25.7
	2020Q1	205.4	-11	16.7	-39.2	11.5	-49.5	37.1	25.3	11.7	4.5	0.3	5.6	4.3
	2020Q2	473.4	5.3	47.8	5.2	37.6	-1.1	37.8	24	13.8	4.5	0.2	8.0	14.4
	2020Q3	735.1	7.3	74.9	11.4	60.4	7.0	36.6	22.7	13.8	4.6	0.1	8.2	22.1
	2020Q4	965.2	7.2	85.6	3.4	71.0	2.1	35.6	22.4	13.2	5.1	0.2	7.4	25
	2021Q1	272.6	32.7	34.9	109.6	28.3	145.4	37.4	21.7	15.7	4.3	-0.1	10.4	8.9
光明	2019Q1	54.5	5.5	3.6	14.7	2.3	5.1	31.9	21	10.9	3.4	0.4	4.2	2.6
	2019Q2	110.9	3.2	7.5	20.4	5.1	11	32.5	21.9	10.6	3.4	0.5	4.6	6.7
	2019Q3	171.4	8.3	9.2	26.1	6.1	16.4	31.9	22.6	9.4	3.4	0.4	3.6	8.2
	2019Q4	225.6	7.5	11.4	29.2	6.8	29.6	31	21.6	9.4	3.1	0.7	3.0	9.0
	2020Q1	51.3	-5.8	2.0	-44.5	1.5	-34.3	32.4	26.5	5.9	2.9	0.6	2.9	1.4
	2020Q2	121.5	9.5	6.4	-14.8	4.9	-4.9	30.5	22.4	8.1	3.0	0.5	4.0	5.3
	2020Q3	187.2	9.3	7.5	-18.5	5.9	-3.6	29	21.7	7.3	3.1	0.4	3.2	7.3
	2020Q4	252.2	11.8	12.0	5.4	7.9	15	25.6	17.1	8.5	3.5	0.4	3.1	10.2
	2021Q1	69.9	36.1	1.0	-47.8	0.9	-43	22.5	17.3	5.2	2.6	0.3	1.2	1.6

资料来源：公司财报，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 32 -

后疫情时代，居民对健康关注助推乳制品需求量。2020年2月8日，中国国家卫生健康委员会推出《新型冠状病毒感染的肺炎防治营养膳食指导》，建议“普通型或康复期患者每天摄入300克的奶及奶制品（酸奶能提供肠道益生菌，可多选）”。同年2月26日，全国卫生产业企业管理协会、中国营养学会、中国奶业协会和中国乳制品工业协会亦共同发布《中国居民奶及奶制品消费指导》，建议中国民众每天摄入300克液态奶或相当于300克液态奶蛋白质含量的其他奶制品。疫情下，更多消费者选择通过饮用乳制品改善身体状况，健康、营养、蛋白质含量、新鲜成为消费者饮用牛奶的主要选购因素。2020年，行业液态奶的消费分级趋势明显，高端纯牛奶、经济型纯牛奶需求强劲。2021年，伊利乳业将在液态奶、奶粉、酸奶、冷饮、奶酪和综合性拓展项目投资183亿元以提高产品品质、优化产品结构、提升品牌影响力和践行各项发展战略。我们预计，后疫情时代，乳制品需求增长势头未减，行业仍将保持增长。

表17、伊利乳业183亿投资计划

投资板块	投资金额 (亿元)	投资用途	目前状况
液态奶项目	51.7	用于在靠近奶源基地或目标市场的地区，优化完善产能布局，加大新技术引进与质量安全管控方面投入，提高现有工厂现代科技应用与数字化、智能化制造水平，进一步巩固和发展奶源基地以及单机设备的补充、调整、更换。	2020年，公司液态奶业务市场占有率、品牌渗透率保持行业领先。 1) 公司液态类乳品零售额比上年同期增长12.7%，液态乳业务零售额市占份额为33.3%，比上年同期提高了0.9个百分点。2) 有机液体乳零售额比上年同期增长35.1%，市占份额达50.6%，在对应的细分市场中位居首位。
奶粉项目	79.8	用于婴幼儿配方奶粉智能制造示范项目、中高端创新品类研发、数字化与智能化制造升级改造，以及单机设备、检验设备等的补充、调整、更换。	2020年，公司坚持和推动创新战略，奶粉产品配方全线升级，婴幼儿配方奶粉、成人奶粉的品牌力、产品力持续提升，成人营养品市场份额保持行业首位。“金领冠”系列婴幼儿配方奶粉增速高于行业平均水平，品牌力跻身市场第一阵营，斩获了金树奖“2020年度影响力品牌奖”。
酸奶项目	10.1	用于生产基地扩建、打造区域化供应链、改造现有工厂以及单机设备、冷链设备与检验设备的补充、调整、更换。	近年来，公司通过品牌建设、产品结构升级、子品类跨界拓展、优化产供销服务体系等措施，持续开发、丰富酸奶产品种类，为消费者提供更多选择，低温酸奶销售份额连续多年稳居头部阵营。2020年，公司积极把握酸奶及低温奶发展趋势，推出“畅轻”纤酪乳低温酸奶、“一杯优酪”和“每益添”小白乳及“金典”低温牛奶等新品。
冷饮项目	4.6	用于现有工厂的改造升级以及单机设备、冷链设备与检验设备的补充、调整、更换。	2020年，公司聚焦高端化、定制化、健康属性产品开发，不断优化产品结构，推进渠道升级，创新产品品类，冷冻饮品产销量连续稳居行业第一。
奶酪项目	5.0	用于现有工厂新增生产线、技术改造升级以及单机设备、冷链设备与检验设备的补充、调整、更换。	随着乳品消费结构升级，奶酪行业逐步进入快速发展阶段，未来发展潜力巨大。儿童奶酪棒、佐餐奶酪产品、成人零食奶酪品牌“妙芝”以及更多样的奶酪零食陆续推出，深受市场青睐。公司通过收购新西兰第二大乳业Westland，引进优质乳脂牧恩黄油，助力公司奶酪业务发展。
综合性拓展项目	32.2	用于国际化业务拓展、伊利现代智慧健康谷项目建设、健康食品领域创新与科研、提升数字化建设水平等综合性拓展项目，进一步提升公司的风险防范能力、多领域创新能力、行业整合能力以及参与全球竞争的综合实力。	1) 国际化布局方面，公司已初步搭建国内外业务“双循环”发展格局，持续建设“全球资源体系、全球创新体系，全球市场体系”，依托国内及大洋洲、东南亚等基地市场，稳步推进海外业务。 2) 为推动提升中国乳业的国际竞争力和全球影响力，公司在乳业全产业链创新方面积极探索，在“中国乳都”呼和浩特重点推进实施“伊利现代智慧健康谷”项目。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

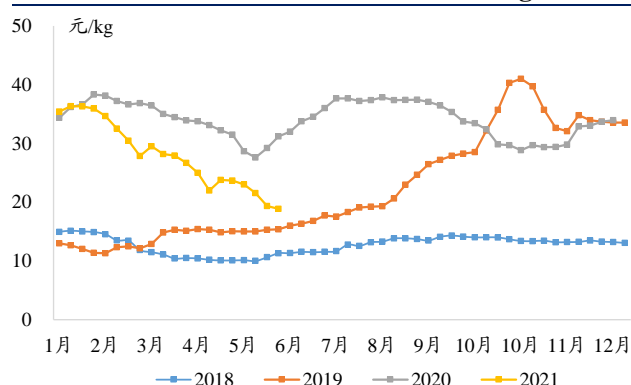
- 33 -

“蒙牛+伊利”双寡头格局稳固，行业竞争趋缓。一方面，行业整合，强者受益。龙头乳企自控奶源比例较高，可保障优质原奶供应，平抑成本波动能力强。而中小企业由于缺乏奶源保障，面临被迫关停、产量下降、销售受阻等局面，因此龙头乳企市场份额将间接扩大。另一方面，龙头品牌效益较强，成本压力可转嫁终端。由于乳企龙头品牌知名度和认可度高，品牌与消费者粘性较强，替换概率较低。龙头可通过收窄终端折扣间接提价、减少费用投入等措施来改善盈利能力。由于龙头的高端产品占比逐渐扩大，高毛利率产品逐渐发力，利润释放能力较强，毛销差有望扩大，行业整体竞争格局将缓和并趋于良性。

5、肉制品：2021 年猪价震荡下行，主要猪企向品牌化转型

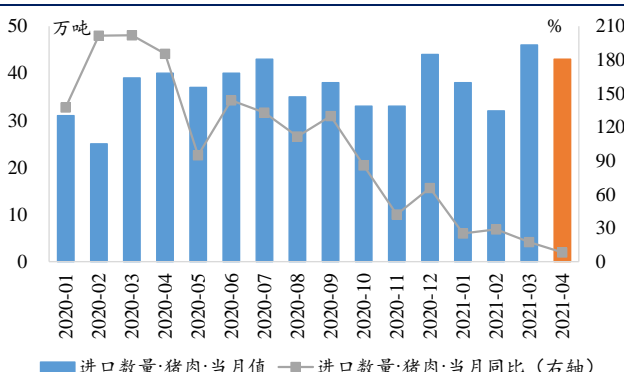
生猪存栏量 2020 年以来持续提升，全国生猪均价下探至 20 元/kg 以下。据中国政府网及农业农村部公布的数据，2021 年 3 月份生猪存栏量同比增加 29.5%，相比 2020 年 12 月同比增加 2.3%。能繁母猪存栏同比增加 27.7%，相比 2020 年 12 月同比增加 3.8%。全国生猪 5 月 28 日最新均价为 18.56 元/kg，年初至今下跌 47.6%。此外国内肉制品企业进口猪肉量攀升，1-4 月进口量达 156.2 万吨，同比 +18.5%。

图 69、年初至今生猪均价已降至 20 元/kg 以下



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

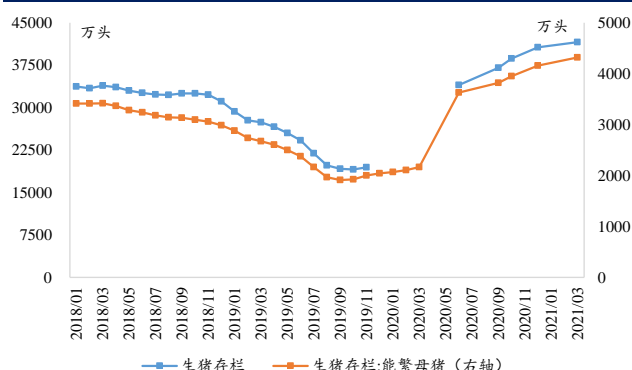
图 70、1-4 月猪肉进口量同比+18.5%



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

疫情给头部猪企带来扩张市场份额的机会。非洲猪瘟于 2018 年下半年开始，目前尚无有效疫苗，主要以养殖场生物安全防控为主。由于非洲疫情的影响，大部分猪企被迫降低产能，生猪和能繁存栏在 2019 年出现双位数下跌，导致猪价在 2019 年飙升，并在 2020 年维持高位。截至 2020 年底，出栏逐步回升到疫情之前的水平。随着产能和出栏的恢复，以及新一波变异非洲猪瘟疫情下，散户急于出栏，导致供需关系暂时不平衡。2021 年猪价进入下行通道，虽然疫情提升了猪肉行业的挑战，但也给头部猪企带来扩张市场份额的机会，尤其在全行业提高生产防疫标准的背景下，利好规模和高效率的市场主体。例如 4 月 1 日起，各个区域都出现了生猪禁运的措施，除了种猪和仔猪，大猪不能跨区域流动。由于散户经营证件不够规范，因此会出现恐慌情绪。而规模企业各种动检车辆备案证齐全，也可以通过点对点调运，所以影响不大。

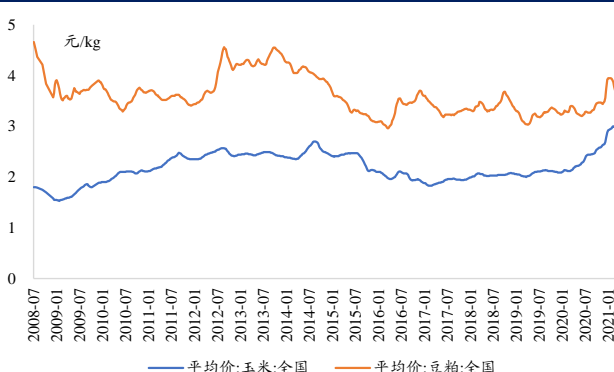
图71、生猪存栏已恢复至猪瘟前水平



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：部分月份无有数据披露

图72、玉米及豆粕价格（2008-2021）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

预计 2021 年猪价整体偏弱震荡，三季度猪价有所回升。从生猪养殖行业的供需关系来看，国内人均猪肉消费量稳定的背景下随着生猪存栏量和出栏量的持续回暖，预计 2021 年猪肉价格整体震荡下行。由于去年冬季以来疫情比较严重，散户受到恐慌情绪的影响，会将小体重猪提前投入市场，也打压了猪价。但预计前期疫情导致的仔猪和母猪的缺失还是会体现，再叠加消费回暖，我们初步判断三季度猪价有回升的可能。

6、重点推荐公司

6.1、华润啤酒（00291.HK）：高端化是驱动业绩的引擎

“审慎增持”评级，目标价 74.42 港元。2021 年公司将通过提高啤酒销量，变革与升级产品结构，进而拉动业绩持续高增长。高端产品销量具备高增长潜力，公司将加大对喜力等高端产品的销售推广，以量为先，布局市场，公司预计销量增速将达至 40% 以上。

表18、华润啤酒主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,448	36,939	39,795	42,713
同比增长(%)	-5.2%	17.5%	7.7%	7.3%
净利润(百万元)	2,094	2,931	3,744	4,348
同比增长(%)	59.6%	40.0%	27.8%	16.1%
毛利率(%)	38.4%	40.0%	41.3%	42.1%
净利润率(%)	6.7%	7.9%	9.4%	10.2%
净资产收益率(%)	10.2%	13.3%	15.5%	16.4%
每股收益(元)	0.65	0.90	1.15	1.34
每股经营现金流(元)	1.38	2.32	1.90	1.90

数据来源：公司财报、兴业证券经济与金融研究院整理

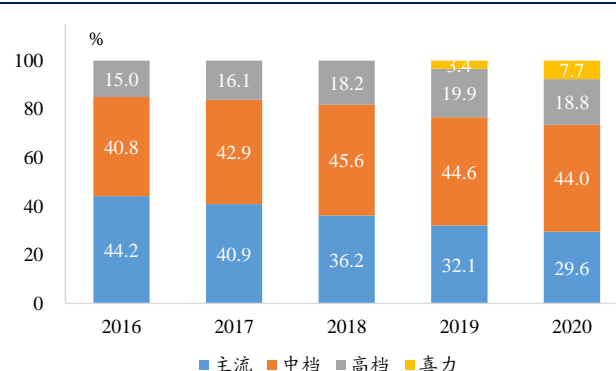
疫情影响营收下降，但高端品类表现亮眼。2020 年公司营收 314.48 亿元，同比

-5.2%，其中喜力实现翻倍增长。从销量来看，整体啤酒销量 1110.2 万吨，同比-2.9%，表现优于行业。其中，高端及次高端啤酒销量 146 万吨，同比+11.1%，高端部分销量增速明显快于整体。从价格来看，整体吨酒价 2832.54 元/千升，同比-2.4%，由于公司之前实行的不含瓶销售政策仍对价格有负面影响，导致整体 ASP 下降；剔除不含瓶装销售影响，ASP 同比+5%左右，主要由于产品结构调整带动部分区域提价。

图73、2020 年公司营收（亿元）及同比增速（%）



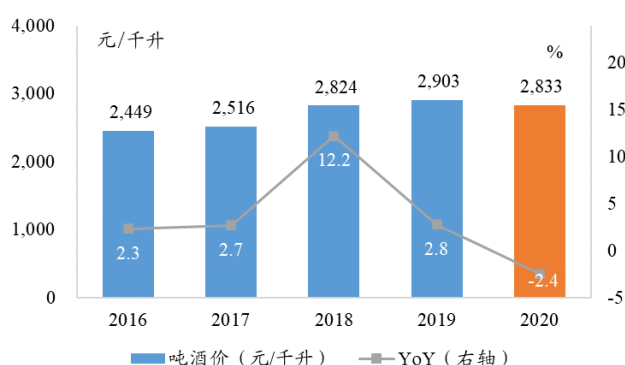
图74、高档及喜力营收占比（%）



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图75、2020 年吨酒价同比-2.4%



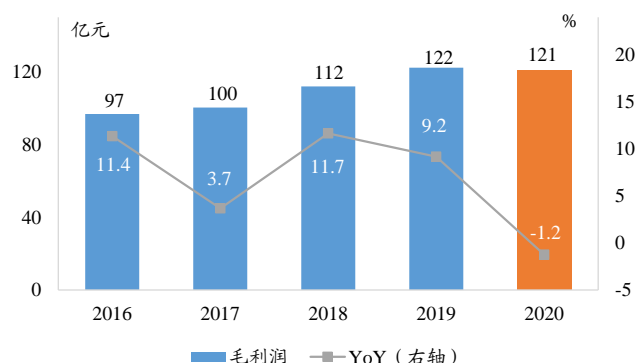
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利能力较好，派息比率 40%。2020 年毛利 120.75 亿元，同比-1.2%；毛利率 38.4%，同比+1.6ppt。毛利率的增长主要源于产能优化以及高档产品增长所带来的效率提升。2020 年归母净利润 20.94 亿元，同比+59.6%，净利率 6.7%，同比+2.7ppt。由于利润表现较好，全年派息比率 40%，公司预计未来仍会维持理想派息水平。

销售费用略有上升，管理费用大幅下降：1) 销售费用 61.23 亿元，同比+3.3%，疫情期间公司加大高端产品的营销投入，为进行品牌培育与推广，开展一系列的主题营销活动，以助力高端化战略的实施。2) 管理费用 44.19 亿元，同比-12.4%，主要由于关厂数减少使得资产减值及员工安置费的下降；剔除一次性费用后，公司的管理费用率 9.9%，与去年持平。

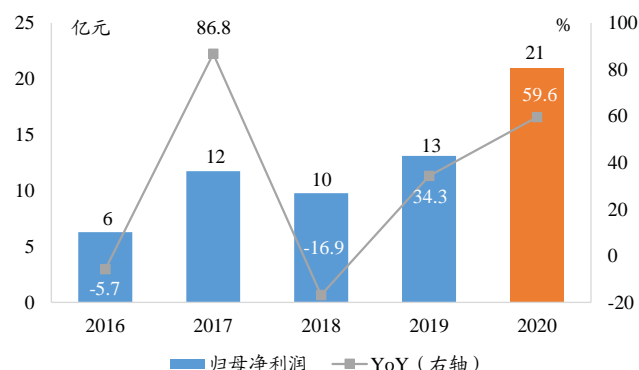
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图76、2016-2020 年毛利润及同比增速



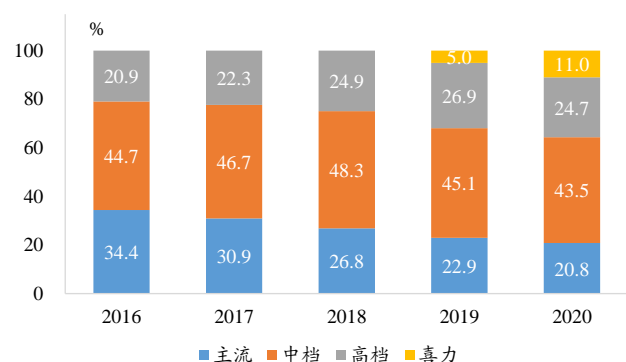
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图77、2016-2020 年归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图78、2020 年高档及喜力毛利占比超 35%



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图79、2016-2020 年主要费用率

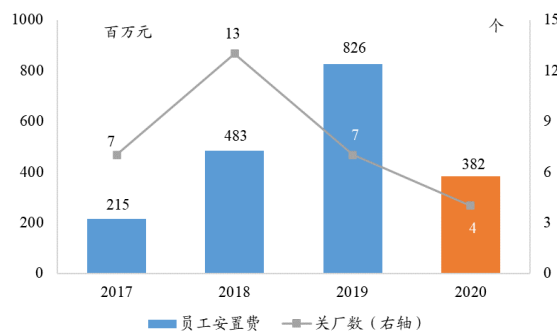


数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

关厂裁员承压释放，华润啤酒轻装上阵。面对 2017 年啤酒产量持续下滑的行业状况，华润啤酒随即提出并启动关闭低效工厂、优化产能的长期战略。2017 年至今，华润啤酒共关闭工厂 31 家，裁员约 3.1 万人。

短期利润端虽承压，但利好长期可持续发展。短期来看，2017-2020 年公司减值亏损分别为 7.4 亿元、13.0 亿元、10.5 亿元和 9.7 亿元，以及员工安置费分别为 2.2 亿元、4.8 亿元、8.3 亿元、3.8 亿元，关厂裁员产生大量减值亏损及员工安置费，影响各期利润的释放。长期来看，公司关闭低效工厂，利于集中资源优化生产效率，利好业绩可持续增长。公司计划 2021 年以后平均每年将关闭 3 间低效工厂，放缓关厂速度、缓解利润压力，实现轻装上阵。

图80、华润啤酒历年关厂数与员工安置费



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司未来继续秉承“战高端、提质量、增效益”的策略，重点扩张高端品的销量，逐步扩大营销推广投入，以高端产品销量为先进行发展，以及持续进行产能优化升级。

6.2、中国飞鹤（06186.HK）：高端化产品助力利润高增长

“买入”评级，目标价 30.00 港元。新产品、新品类、新产能更值得期待与关注。全新产品及品类重磅推出。公司预计 2021 下半年将推出“超高端+”的白金星飞帆系列产品，以及高端成人奶粉。此外，也将推出特殊医学的母乳糖类奶粉产品，以满足消费者的广泛需求。扩建婴配粉工厂，持续提高产能。目前，公司在建婴配粉工厂 2 个，1) 哈尔滨并厂房，公司预计 2023 年完成，设计约产能 4 万吨；2) 龙江厂房二期，公司预计 21Q2 投产使用，设计产能 3.24 万吨。这两个工厂的建设是为了配合现有婴配粉规划的产能。若成人及儿童奶粉体量形成规模后，公司将计划扩建相应新工厂。

表19、中国飞鹤主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,592	23,815	30,492	38,952
同比增长(%)	35.5	28.1	28.0	27.7
净利润(百万元)	7,437	7,623	9,531	12,066
同比增长(%)	89.0	2.5	25.0	26.6
毛利率(%)	72.5	70.7	71.2	71.7
净利润率(%)	40.0	32.0	31.3	31.0
净资产收益率(%)	48.3	37.0	35.6	35.1
每股收益(分)	83	85	107	135
每股股息(港仙)	29.61	37.99	46.86	58.52

数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年营收同比+35.5%，超高端产品驱动高增长。公司营收 185.92 亿元，同比+35.5%。剔除原生态并表影响，全年营收符合预期。其中，婴配粉收入 176.7 亿

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 38 -

元，同比+41%；其他乳制品收入 6.1 亿元，同比+3.0%；营养补充品收入 3.1 亿元，同比-46.1%。高端及超高端婴配粉占比约 76.5%，同比+45.6ppt，驱动业绩高增长。2020 年超高端星飞帆、超高端臻稚有机、其他高端婴配粉分别同比+40.0%、+68.1%、+60.4%。

图 81、2020 年公司收入同比+35.5%

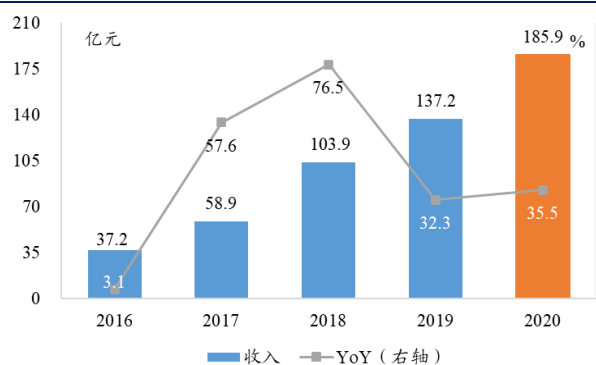
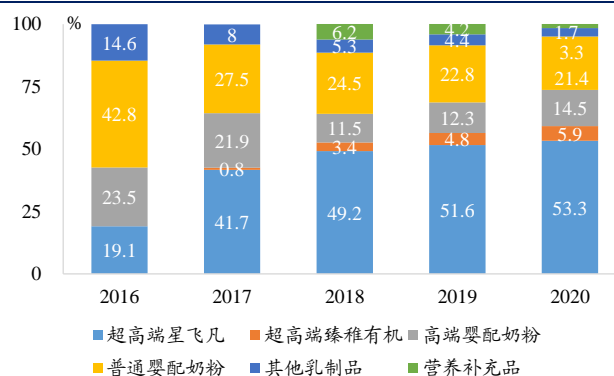


图 82、分品类收入占比拆分 (%)



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

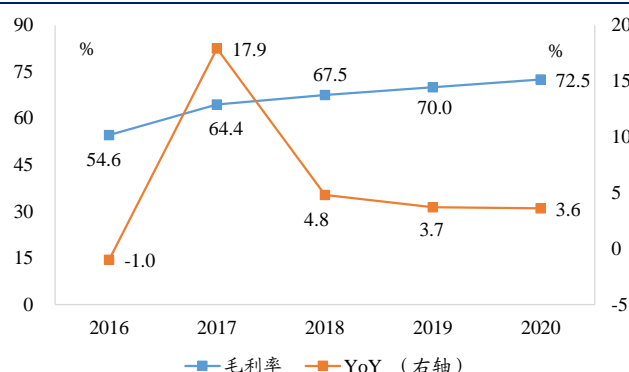
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

超高端表现较佳，盈利增长亮眼。2020 年毛利润 134.80 亿元，同比+40.3%；毛利率 73%，同比+4.4ppt。剔除收购原生态牧业等非经常影响后，毛利润 134.86 亿元，同比+40%；毛利率 73%，同比+4.28 ppt。超高端产品占比高且毛利率高，拉动整体毛利率高增长。

归母净利润 74.4 亿元，同比+89.0%，净利润率 40%，同比+37.9ppt。剔除收购原生态牧业等非经常影响后，归母净利润 57.4 亿元，同比+46%，净利润率为 31%，同比+41.38 ppt。

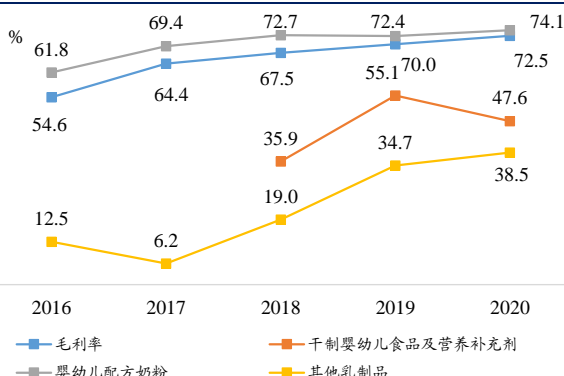
主要费用率基本稳定，1) 销售费用率 28.3%，同比+0.3ppt，主要由于销售相关员工成本增加和广告宣传成本上升；2) 管理费用率 6.24%，同比-5.88ppt；3) 财务费用率 0.27%，同比-0.2ppt，2020 年上半年已经还清了前分红所用的过桥贷款和用于加拿大建厂的内保外贷的款项，公司债务大幅减少，资金状况良好。

图83、2020 年公司毛利及同比增速 (%)



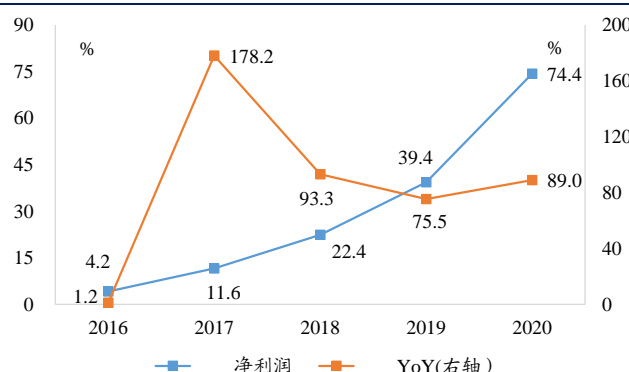
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图84、分品类毛利率拆分 (%)



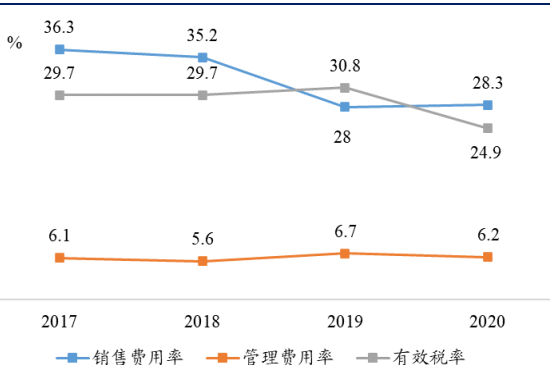
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图85、2020 年公司净利润及同比增速 (%)



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图86、主要费用率 (%)



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司计划 2023 年以前，将重点精力放在牛奶婴配粉业务，并持续扩大品牌市占率。2024-2028 年，公司计划推动成人奶粉及儿童奶粉的高增长，多品类多品牌矩阵共同助力业绩持续稳定增长。

6.3、蒙牛乳业 (02319.HK)：看好 2021 年业绩改善

“审慎增持”评级，目标价 49.37 港元。2021 年公司营收及利润空间改善较大。公司预计 2021 年营收增速将高于 20H2，经营利润率较 2019 年可比业务改善超过 50bps，且销售费用率改善空间较大，但公司未来对品牌的投入不会降低，重点将聚焦数字化转型，变革线下渠道。国内奶源供需的不匹配推动了奶价持续上涨，但公司将通过持续改善产品结构和各品类产品组合，抵消原奶价格上涨影响。此外，公司将减少促销折扣，并通过价格调整改善毛利率及经营利润率。

表20、蒙牛主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	76,035	87,013	98,505	111,594
同比增长(%)	-3.8%	14.4%	13.2%	13.3%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 40 -

净利润(百万元)	3,525	4,685	5,861	7,041
同比增长(%)	-14.1%	32.9%	25.1%	20.1%
毛利率(%)	37.7%	37.3%	37.5%	37.7%
净利润率(%)	4.6%	5.4%	6.0%	6.3%
净资产收益率(%)	4.4%	5.6%	6.5%	7.1%
每股收益(元)	0.90	1.19	1.49	1.79

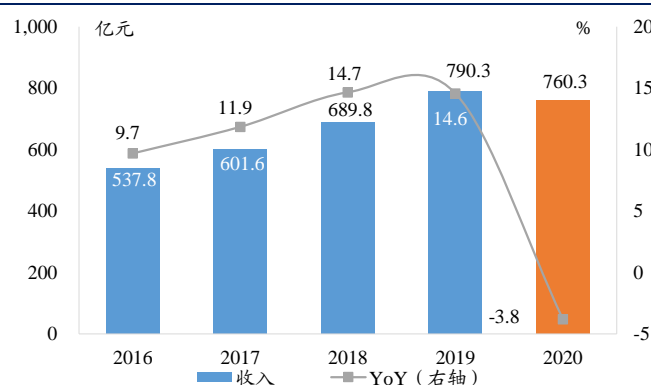
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 全年营收同比-3.8%，受疫情等影响略有下降。2020 年上半年公司受到新冠疫情的影响，营业收入同比-5.8%；下半年有所恢复，营收同比+4.2%。2020 年全年实现收入 760.3 亿元，同比-3.8%。**剔除君乐宝及贝拉米影响，2020 年可比营收 750.0 亿元，同比+10.6%。**其中，贝拉米于 2019 年收购，为 2020 年贡献收入 10.3 亿元。（注：君乐宝业务于 2019 年出售）

分业务来看，1) 液态奶收入 677.5 亿元，同比-0.2%，占比 89.1%；2) 奶粉收入 45.7 亿元，受到君乐宝出表影响，同比-41.9%，占比 6.0%；3) 冰淇淋收入 26.3 亿元，同比+2.7%，占比 3.5%；4) 其他乳制品收入 10.8 亿元，同比+49.8%，占比 1.4%。

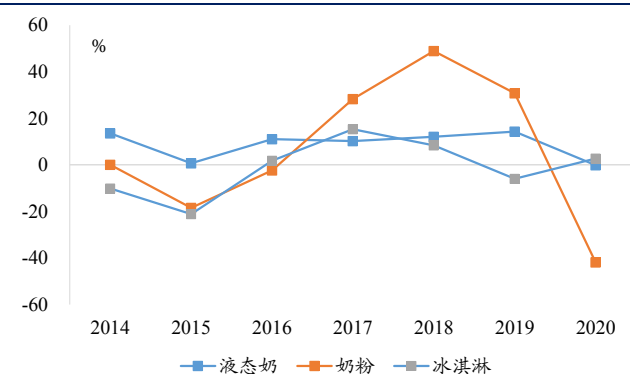
分产品来看，特仑苏收入增长 19%，常温酸奶纯甄受疫情影响收入持平，真果粒收入增长 10%，基础白奶增长 20%以上，明显高于整体增速。低温酸奶和乳酸菌饮料受疫情冲击有所下滑。奶粉业务主要包括雅士利及贝拉米业务的收入，其中雅士利收入 36.5 亿元，同比增长 7%，贝拉米收入 10.3 亿元。

图 87、2020 年公司收入同比-3.8%



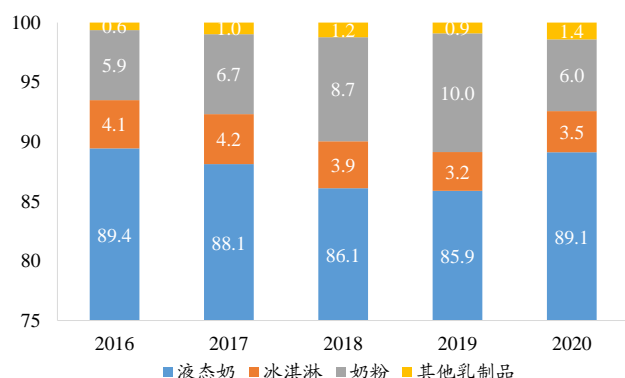
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 88、分业务增速 (%)



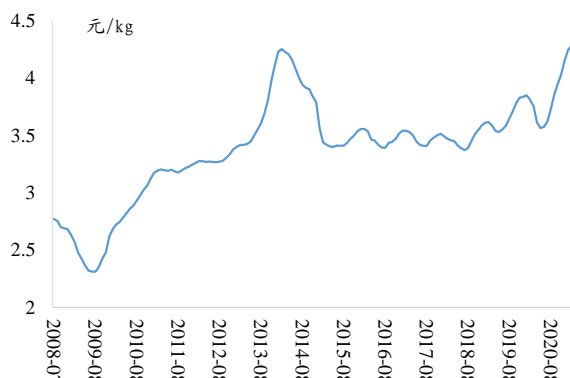
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图89、分业务收入占比(%)



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图90、原奶价格(元/kg)



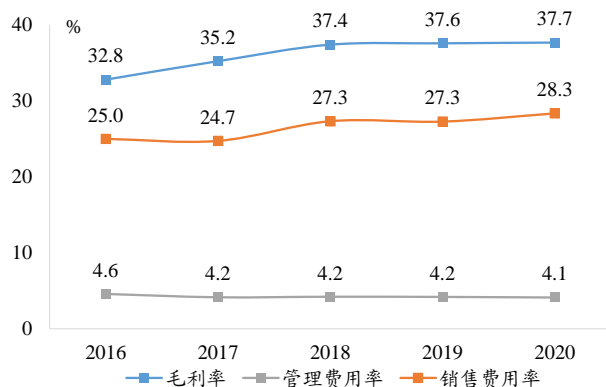
数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

销售渠道受阻和原奶成本承压, 毛利率基本持平。2020 年公司实现毛利 286.3 亿元, 同比-3.5%; 毛利率 37.7%, 同比+0.10ppt, 虽原奶价格持续上涨, 但产品结构提升可以转嫁成本压力, 促使毛利率保持稳定。

销售费用率上升, 经营利润率及净利率微降。全年经营利润率 4.61%, 同比-0.89ppt。归母净利润 35.25 亿元, 同比-14.1%; 归母净利率 4.64%, 同比-0.55ppt。

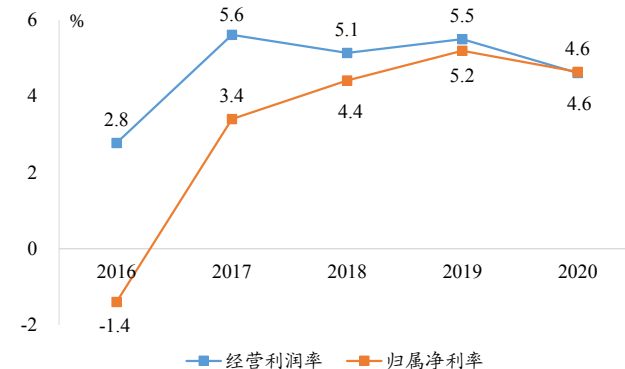
主要费用率略有上升, 1) 销售费用率 28.33%, 同比+1.08ppt, 主要是由于疫情影响销售渠道, 为尽快降低渠道库存而投入了额外营销费用; 2) 管理费用率 4.12%, 同比-0.08ppt, 人员费用控制较好。

图91、2020 年毛利率提升, 销售费用率上涨(%)



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图92、2020 年盈利情况(%)



数据来源:Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

蒙牛重新整合品牌矩阵及渠道数字变革, 公司计划到 2025 年再创建一个新蒙牛, 通过稳固常温液态奶业务, 布局冰淇淋、鲜奶及奶酪等新兴品类, 加速发展低温奶及雅士利奶粉新业务, 以国际业务贝拉米聚焦东南亚等新兴市场, 提振业务再创辉煌。

6.4、农夫山泉（09633.HK）：盈利能力改善，关注大包装水和无糖茶

推荐关注。2021 年公司计划将疏通全渠道，加大品牌和新品的推广力度。在渠道管理运营方面，2021Q1 公司新上线小店活动侦查系统，方便陈列费用管理，利于提升公司管理的透明度和及时性。此外，公司预计 2021 年 PET 价格即将有较大幅度上涨，公司已于 20Q4 锁定较大数量 PET，利好 2021 年的成本控制。公司预计 2021 年收入相较 2020 年将同比+15%至 20%，并在未来 3-5 年保持该增长水平。当前公司股价对应 2021 年 PE 为 58 倍，建议投资者关注

表21、农夫山泉主要财务指标

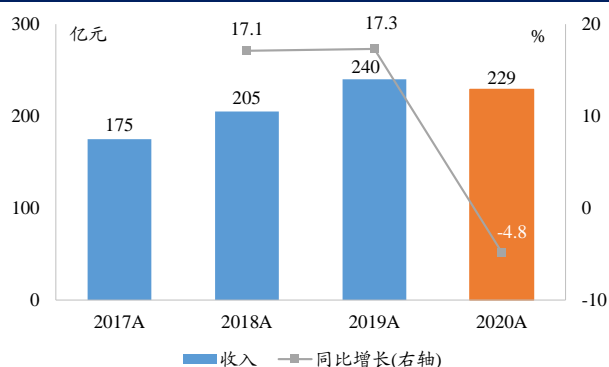
会计年度	2017A	2018A	2019A	2020A
营业收入(百万元)	17,491	20,475	24,021	22,877
同比增长(%)	NA	17.1	17.3	-4.8
净利润(百万元)	3,380	3,606	4,949	5,277
同比增长(%)	NA	6.7	37.2	6.6
毛利率(%)	56.1	53.3	55.4	59.0
净利率(%)	19.3	17.6	20.6	23.1
净资产收益率(%)	30.4	28.3	40.8	41.6
每股收益(元)	0.31	0.33	0.46	0.48

数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

受疫情影响，营收同比下滑。2020 年公司营收 228.8 亿元，同比-4.8%。其中，包装饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料、其他产品业务营收分别同比+1.3%/+0.4%/-3.5%/-0.9%/+2.7%。净利润为 52.8 亿元。同比+6.6%。

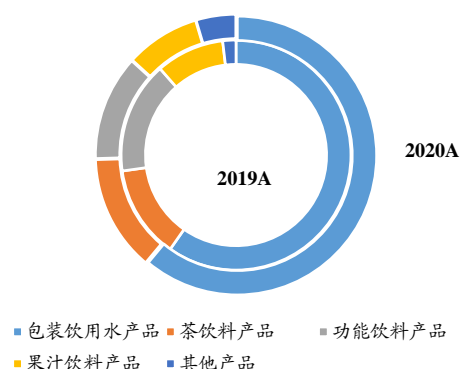
分品类来看，1）包装饮用水 139.7 亿元，同比+1.3%，中大包装水有取得双位数增长。公司已推出泡茶水、婴儿水，并希望进入水的每一个领域，在水的每一个细分市场都能有较高的市占率；2）茶饮料 30.9 亿元，同比+0.4%，优于公司整体表现，主要由于茶文化属性以及无糖茶饮需求提升。持续推出新品玄米茶和青柑普洱两个新口味茶饮；3）功能饮料 27.9 亿元，同比-3.5%，与疫情期间学校、运动场所等消费场景缺失有关。21Q1 推出两款等渗概念新品，有望于 2021 东京奥运会期间推广；4）果汁饮料 19.8 亿元，同比-0.9%，疫情期间聚餐场景减少所致。

图93、营业收入（亿元）及增速（%）



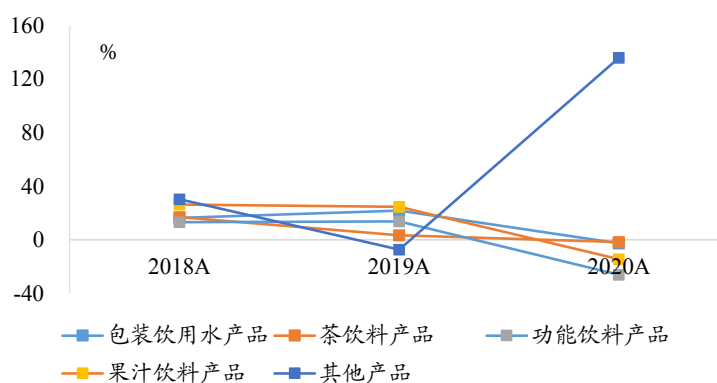
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图94、各品类营收占比（%）



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图95、分部业务收入增速



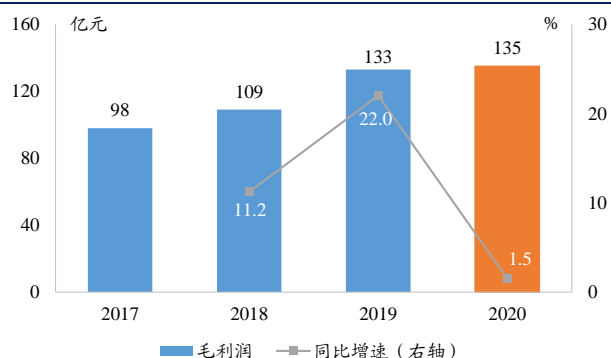
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

有效控制成本及费用，盈利保持稳定。2020年毛利润135.1亿元，同比+1.5%，毛利率59%，同比+3.6ppt。受益于PET采购价格的下降，以及社保减免政策，导致毛利率小幅上升。

归母净利润53亿元，同比-30.6 ppt。剔除捐赠、汇兑损失及上市等一次性开支，净利润为55.81亿，同比+1.7%。上市后首次派息，公司全年派息为19亿元。

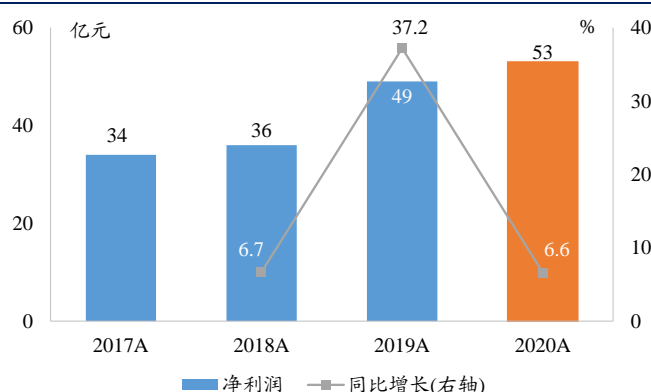
疫情期间减少对产品的营销推广，主要费用率控制能力较好。1) 销售费用率24.1%，同比-0.1ppt，与去年同期基本持平。2) 行政费用率5.8%，同比+0.1 ppt。3) 财务费用率0.4%，同比+0.3 ppt。由于2020年公司计息贷款24.1亿元，利息开支增加所致。

图96、毛利润及同比增速



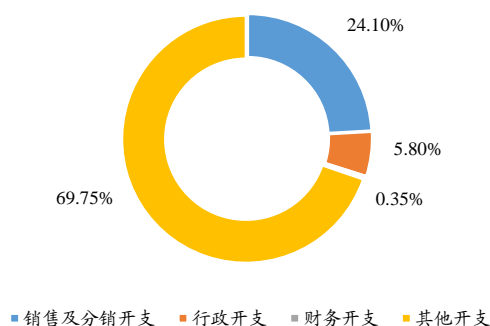
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图97、归母净利润及同比增速



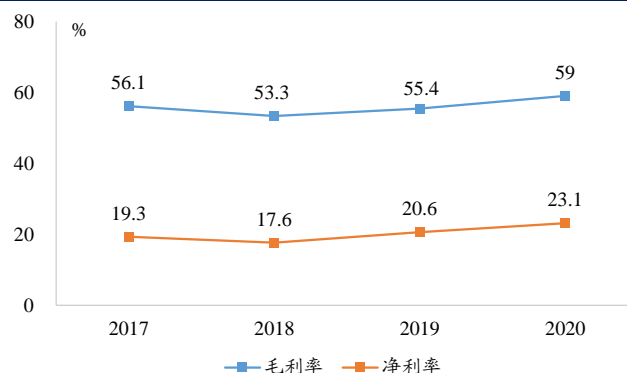
数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图98、2020年主要费用率



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图99、毛利率及归母净利率



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

农夫山泉是我国包装水行业龙头。公司不仅在包装水业务深耕数十年，同时持续开拓多元化业务和全新品类，公司目前已形成了丰富的品牌矩阵，满足消费者不同偏好和需求。未来公司将继续布局“多品牌+全渠道”，强化研发及数字化系统，深挖市场提高产品渗透率。

6.5、澳优（01717.HK）：受疫情影响盈利下降，21年复苏可期

推荐关注。公司预计2021年牛奶粉将持续快速增长，羊奶粉将持续恢复。从一季度来看，公司自家牛奶粉业务表现理想，自家羊奶粉业务复苏。盈利能力基本稳定，环比持续改善。公司计划2021年加大品牌推广与宣传力度，持续加大开发奶粉配方研发，探索新消费趋势，保障业绩可持续性。

表22、澳优主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019A	2020A
营业收入(百万元)	3,927	5,390	6,736	7,986
同比增长(%)	43.3	37.3	25.0	18.6
净利润(百万元)	308	635	878	1,004

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 45 -

同比增长(%)	44.9	106.1	38.3	14.3
毛利率(%)	43.0	49.4	52.5	49.9
净利润率(%)	8.5	11.9	13.0	12.5
净资产收益率(%)	19.2	25.4	24.2	21.9
每股收益(元)	0.25	0.47	0.55	0.61

数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

营收同比+18.6%，自家牛奶粉业务持续发力。2020 年营收 79.8 亿元，同比+18.6%。自家牛奶粉及羊奶粉产品的收入同比+20.6%和 8.8%，以及 2020 年 Q2 其增购鲜羊奶促使羊奶贸易增加。分产品来看，澳优婴幼儿配方奶粉营业收入 78.4 亿元，同比+18.5%。其中公司自有品牌配方牛奶粉收入 38.2 亿元，同比+20.6%；澳优自有品牌配方羊奶粉收入 831.1 亿元，同比+8.8%，受疫情影响佳贝艾特渠道销量放缓。私人品牌及其他创造营业收入 9.2 亿元，同比+54.4%；营养品营业收入 1.42 亿元，同比+19.9%。

图 100、营业收入（亿元）及增速（%）

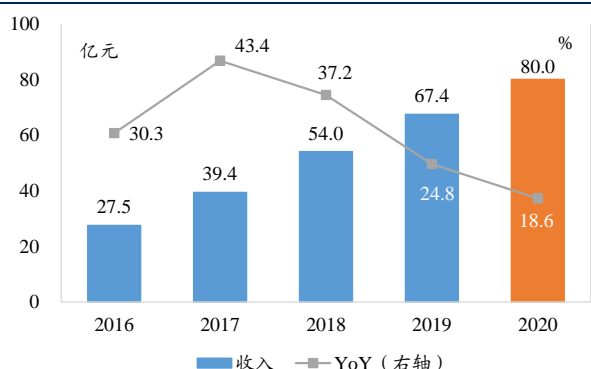
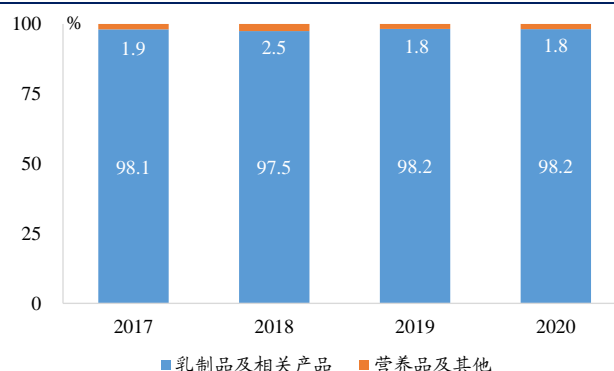


图 101、分业务收入占比（%）



数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

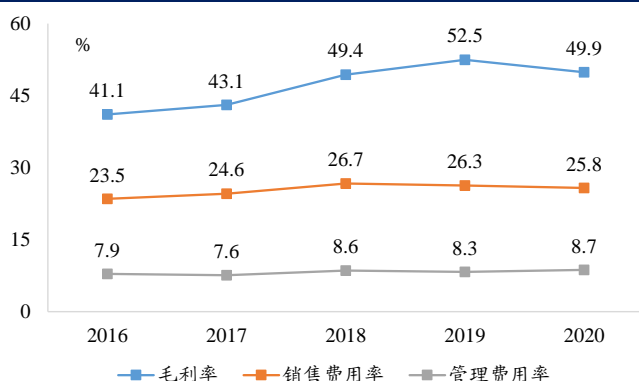
受疫情影响，盈利能力下降。2020 年毛利 39.8 亿元，同比+12.7%，毛利率 49.9%，同比-2.6ppt。1) 利润较高的自家品牌配方羊奶粉销售额占比下降，2020 年占比 38.9%；2) 疫情期间未按进度销售的产品，导致存货拨备增加 1.24 亿元；3) 买卖羊奶粉及来由产生经营亏损 0.6 亿元，由于疫情封城奶油、羊奶及奶粉等商品价格较 2019 年下跌，导致该部分产品毛利率减少。

经营利润 11.48 亿元，同比+7.1%，经营利润率 14.35%，同比-9.75ppt。归母净利润 10 亿元，同比+14.3%，归母净利润率 12.5%，同比-4.2ppt。主要费用率较稳定，1) 销售费用率 25.8%，同比-1.7ppt，由于封城，年内减少展销宣传等开支；2) 行政费用率 8.7%，同比+4.6ppt，公司经营规模持续扩大及研发开支增加；3) 财务费用率 0.4%，同比-27.0 ppt。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

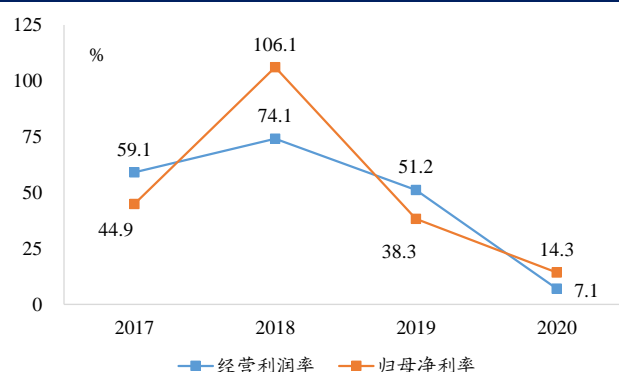
- 46 -

图 102、毛利率及费用率变动 (%)



数据来源:公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 103、2020 年经营利润率及归母利润率 (%)



数据来源:公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

持续提升品牌形象与品牌知名度是公司未来的首要目标。公司品牌建设亮点频出, 品牌思路更加清晰。公司通过广告宣传及节目赞助等手段持续亮相消费者。自家牛奶粉业务中, 高端产品海普诺凯 1897 深耕细节, 悠蓝有机持续换代升级, 佳贝艾特品牌知名度及关注度提升。此外, 自家羊奶粉业务的在国内市场低位布局, 有利于品牌及口碑的培育, 对未来业绩确定性有一定助益。

7、投资建议及行业估值

截至 2021 年 6 月 8 日收盘, 啤酒、软饮料、乳制品、包装食品、禽畜肉类、食品添加剂与烟草的平均估值分别为 61.9x、35.2x、23.0x、25.7x、9.8x、92.0x。

2021 年看好啤酒、奶粉、乳制品板块, 亦建议关注市占率持续提升的农夫山泉的投资机会。

1)、啤酒: 推荐持续发力高端的华润啤酒 (00291.HK)。2021 年首季, 啤酒行业在 2020Q1 低基数背景下实现高增长。由于 2020 年疫情打破了龙头企业的提价节奏, 我们认为 2021 年啤酒龙头进行价格梳理的可能性较大。此外, 2020 年疫情导致消费场景从餐饮向零售转移, 带来了全行业的罐化率提升, 成本大幅下降, 盈利能力增强。此外, 华润啤酒未来平均每年计划关厂数将稳定在 3 间, 放缓的关厂速度同时也意味着利润端承压的释放, 华润啤酒有望在未来数年里轻装上阵。

2)、奶粉: 推荐婴配奶粉行业龙头中国飞鹤 (06186.HK)。2020 年, 国际物流受阻叠加消费者囤货需求旺盛使得国产奶粉龙头企业市占率迅速提升。同时, 外资奶粉的营销策略弱于国产品牌, 飞鹤已超越惠氏成为市占率第一的品牌。虽然新生儿人口下降及母乳喂养率提升对“量”有负面影响, 但是行业高端化进程提速, 以“价”换“量”逻辑明显。2021 年下半年, 飞鹤预计将推出“超高端+”的白金星飞帆系列产品及高端成人奶粉。此外, 也将推出特殊医学的母乳糖类奶粉产品, 以满足消费者的广泛需求。

3)、乳制品: 推荐景气度继续改善的蒙牛乳业 (02319.HK) 及受益于奶价确定性上涨的现代牧业 (01117.HK)。由于 2020 年海外原奶进口受阻, 在原奶价格上涨的基础上今年原奶价格仍然呈现上涨趋势, 原奶价格上涨将推动乳制品龙头企业提价。我们预计提价后龙头企业实现收入双位

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 47 -

数增长的压力不大，建议关注高端奶源充足的蒙牛乳业。4)、软饮：农夫山泉（09633.HK）为行业龙头且公司经营能力较强，推荐关注。

表23、重点个股涨跌及估值跟踪（股价截至 2021.06.08 收盘）

公司名称	代码	股价 港元	年涨跌幅 %	港股市值 亿港元	EPS(港元)		股息率 %	PE(TTM) 倍
					20A	21E *		
啤酒板块								
百威亚太	01876.HK	25.65	1.0	3,397	0.30	0.60	0.86	55.60
华润啤酒	00291.HK	71.25	0.0	2,311	0.77	1.20	0.42	92.90
青岛啤酒股份	00168.HK	86.60	6.7	1,516	1.94	2.51	0.68	37.18
平均								61.90
软饮料板块								
农夫山泉	09633.HK	43.35	-21.04	4,875	0.57	0.66	0.00	77.75
康师傅控股	00322.HK	14.96	12.99	842	0.86	0.89	4.39	17.44
统一企业中国	00220.HK	8.74	16.93	378	0.45	0.48	5.19	19.54
VITASOY INT'L	00345.HK	29.70	-1.66	317	0.00	0.69	1.08	47.00
中国食品	00506.HK	3.06	24.68	86	0.21	0.23	3.46	14.44
平均								35.24
乳制品板块								
中国飞鹤	06186.HK	20.60	14.25	1,840	0.99	0.99	1.44	20.83
蒙牛乳业	02319.HK	44.10	-5.07	1,741	1.07	1.58	0.74	41.57
澳优	01717.HK	11.58	-9.02	199	0.72	0.90	2.33	15.71
现代牧业	01117.HK	1.87	1.83	133	0.14	0.15	1.30	14.53
H&H 国际控股	01112.HK	30.75	8.66	198	2.10	2.55	3.31	14.68
雅士利国际	01230.HK	0.77	-8.33	37	0.02	0.00	0.00	30.43
平均								22.96
包装食品板块								
中国旺旺	00151.HK	5.89	4.99	708	0.00	0.00	5.65	15.61
达利食品	03799.HK	4.85	11.48	664	0.33	0.36	3.30	14.52
周黑鸭	01458.HK	11.20	36.91	267	0.08	0.27	0.71	148.55
日清食品	01475.HK	6.20	-2.82	67	0.28	0.30	1.89	22.47
五谷磨房	01837.HK	0.57	-16.18	12	-0.01	0.06	0.00	-72.65
平均								25.70
禽畜肉类板块								
万洲国际	00288.HK	7.36	15.31	1,085	0.44	0.72	2.38	16.91
中粮家佳康	01610.HK	3.26	21.19	127	1.22	1.26	3.62	2.68
平均								9.79
食品添加剂及烟草								
颐海国际	01579.HK	54.75	-52.16	573	1.07	1.42	0.55	54.50
思摩尔国际	06969.HK	49.10	-17.53	2,929	0.53	1.10	0.55	102.73
中烟香港	06055.HK	17.84	20.32	123	0.14	0.35	0.22	129.63
华宝国际	00336.HK	13.00	22.67	404	0.16	0.48	1.15	81.27
平均								92.03

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：2021 年 EPS 来自 Wind 一致预期

8、风险提示

食品饮料公司发展面临以下风险：

1)、产品安全问题:

若发生食品安全问题,将极大损害品牌形象,从而影响所涉及公司未来产品销售。

2)、超预期激烈的市场竞争:

若有超预期激烈的市场竞争,则可能有引起价格战可能性,从而影响所涉及公司利润表现。

3)、新品市场推广不达预期:

各公司高端化布局下,新产品推出可以通过优化产品结构从而进行提价,若销售不及预期,将影响所涉及公司业绩表现。

4)、原材料成本的显著超预期波动:

影响公司成本价格,从而拉低毛利率水平,进而影响所涉及公司净利润表现。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

【信息披露】

兴业证券股份有限公司（“本公司”）在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游艺互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股（国际）有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司（已具备证券投资咨询业务资格）制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。