

大众品成本跟踪专题：

社零稳步修复，23H1成本压力 边际下降

王言海 执业证号：S0100521090002



社零稳步修复，原材料价格边际下降，利于大众品利润弹性释放

- **1-5月社零数据整体保持整体稳步修复，其中餐饮表现出较强弹性，餐饮收入4/5月同比+43.8%/+35.1%，烟酒类平稳恢复，饮料类及粮油食品类略承压。**
- **大部分原料价格同比回落，包材价格处于下行通道。物价上涨幅度边际收窄，成本持续回落。经测算，23年至今，大众品中综合成本降幅烘焙 > 休闲零食 > 速冻 > 乳制品。**
 - **原材料：**23年初至今，核心原材料价格较高位均有不同程度回落，如大豆、生鲜乳、大包粉、鱼糜、豆油、棕榈油、开心果、葵花籽等价格近期同比回落；大麦价格同比涨幅逐渐收窄，白砂糖价格同比走高。
 - **包材：**玻璃、瓦楞纸、PET、铝等包材价格下降较为明显，玻璃价格从22年3月开始同比回落，23年5月同比略有回升。
- **毛利率：**2022年酒饮毛利率较为稳定，食品除乳制品、肉制品、速冻食品外，调味品、休闲食品等均有下滑。
- **净利率：**2022年白酒、肉制品、速冻食品净利率提升，啤酒稳定，其他子板块受损较为明显，如其他酒、调味品、其他食品等
- **提价：**2021年以来，大众品企业提价应对成本上涨压力；22年底，麦芽等核心原料价格持续上涨，如啤酒等纷纷再次提价应对，但提价是把“双刃剑”，需要评估销量影响。
- **啤酒：成本以包装物、麦芽、大米为主，23年初至今吨成本增幅边际收窄。大麦价格从23年3月开始同比增幅收窄，且龙头啤酒企业基本已对麦芽进行锁价。包装物中铝、瓦楞纸价格同比下滑，玻璃价格5月同比略有抬升。我们预计部分龙头企业成本压力已不大，吨成本有望拐头向下，带动毛利率加速提升。**
 - **高端化叠加旺季销量提升，23年量稳价升可期。**竞争格局优化后，龙头合力追逐高端化是近几年啤酒板块的投资主线。受制于疫情影响，22年旺季现饮场景产品结构优化不显著，今年餐饮、夜场复苏后现饮渠道有望焕发升级动能，行业整体产品结构有望加速改善，带动毛利率加速提升。伴随成本压力缓解，我们看好啤酒企业今年的利润弹性兑现。中长期视角来看，在高端化趋势驱动下伴随酒企持续运营提效，参考龙头企业成效，啤酒行业净利率有望提升至15%以上。**持续推荐：青岛啤酒、燕京啤酒，关注华润啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒。**



场景修复&成本减压，利于啤酒消费及餐饮链调味品库存消化

- **调味品：**部分原材料成本有所下降，企业费用投入持续优化。2022年豆粕、白砂糖、包材等价格持续上涨，多数调味品企业毛利率有不同程度下降。2023年豆粕、糖蜜、油脂、包材等价格均有回落，部分企业2023年Q1毛利率环比、同比均出现改善，但白砂糖、青菜头等产品价格有所上涨，成本端表现分化；**费用方面**，存量市场下企业费用投入持续优化，例如2022年涪陵榨菜大幅缩减广告费用，净利率快速回升。标的方面，**优先关注逆势高增企业，推荐千禾味业；谨慎推荐中炬高新**，股东变更有望带来治理结构改善，解决公司激励机制问题；**餐饮端复苏关注日辰股份。**
 - **酵母成本以糖蜜为主，4-5月糖蜜价格高位企稳，综合成本趋缓。**根据安琪酵母2021年年报，制造成本中糖蜜占比约42%，是酵母行业最核心的原材料。从月度价格变化来看，糖蜜价格高位震荡后企稳。成本端改善，海外需求增长，国内终端米面制品恢复下，推荐**安琪酵母**。
- **乳制品：**成本以生鲜乳、大包粉、包材为主，23年利润弹性已逐步释放。生鲜乳价格自21H2进入下行通道，但由于乳企锁价习惯，成本端改善具一定滞后性，奶价下行对乳企利润弹性释放也在23年Q1开始显现。叠加行业竞争趋缓，利好下游乳企业绩释放。标的方面，（1）**综合性龙头乳企具备长期确定性**，推荐**伊利股份**（龙头具备规模效应，高毛利奶粉冷饮占比提升拉升结构和利润水平，关注销售逐季改善和净利率提升兑现），（2）**高景气度细分赛道和小而美区域乳企短期具备更大弹性**，推荐**新乳业**（聚焦核心低温品类和D2C渠道，看好“结构提升+规模效应+成本红利”三条净利率提升路径）、**天润乳业**（疆外差异化扩张贡献增量，产能项目顺利推进支撑未来需求）。
- **速冻：**成本结构以鱼糜、鸡肉、油脂为主，23年起综合成本同比持续下行。22H1成本高位毛利承压，22H2至23Q2部分原材料价格下行，22H1在原材料价格波动、疫情扰动需求下，各企业通过提价、优化产品结构等动作使得整体毛利率压力可控。标的方面，**1) 安井食品：**看好公司在品类及渠道开发下的持续增长能力。23年产品端围绕“锁鲜装4.0+虾滑系列”和“1:1:1:1”（火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼）等大单品打造爆品集群；渠道上拓终端、补短板，继续完善bc布局，拓展团餐，发力新渠道。；**2) 千味央厨：**2023年继续受益于餐饮端复苏、预制产品渗透率提升，味宝后续并表有望带来收入和利润增量。



软饮料受益于出行恢复，量贩零食仍处于高景气赛道

- **软饮料：**白砂糖的上涨&PET瓶胚的下行形成有效对冲，23年成本端整体可控。其中，白砂糖22年区间震荡一年后，23年后快速上涨，5月白砂糖价格平均值为7192.9元/吨（yoy+21.7%），年初至今涨幅+25.4%。瓦楞纸自2021年末起开启单边下行周期，目前下行趋势仍在。PET瓶胚2022年价格先扬后抑，5月PET价格平均值为7704.8元/吨（yoy-17.1%），年初至今涨幅+2.2%。
 - 随着疫后消费场景与经济活动正常化，叠加旺季到来，行业整体景气度上行，**软饮板块有望在今年夏季实现加速修复。推荐有持续扩张潜力和新品增量逻辑的标的：东鹏饮料**（功能饮料龙头基本面扎实，围绕“能力+”打造的第二曲线东鹏大咖市场反馈良性，新品贡献增量同时老品加速全国化，原材料锁价成本端压力缓和），**香飘飘**（冲泡类春节修复之势确立，组织架构优化赋能即饮团队战斗力、持续加大冰冻化投放有助旺季放量），建议关注**李子园**（国产大包粉替代进口释放利润弹性）。
- **烘焙：**成本结构以油脂、白砂糖、面粉为主，22年9月开始成本进入下行周期。以立高食品为例，2019年公司营业成本中油脂占比17.59%，其次是水果8.76%、糖类8.13%。油脂价格从22年下半年开始持续环比下行，22年底开始同比下行。综合来看，23年烘焙行业成本有望受益于原料价格下降，表现出较大的利润弹性。**看好烘焙行业长期成长，弹性空间广阔，推荐立高食品。2023年下游需求修复 β +经营改革 α 下基本面延续增长**，重点新品销售较好，产品推新及全渠道发力下收入稳步增长，成本压力缓解、产能利用率提升下盈利能力有望提升。
- **休闲零食：**成本构成分散，棕榈油、瓜子仁、豌豆为重要原材料。22H1棕榈油价格出现回落，23年同比持续下行，成本压力边际缓解。其他原材料如瓜子仁、干豌豆均于22H1达到阶段性高点，至今同比持续回落，成本端边际改善。**量贩零食展店顺利，行业延续高增长&高景气，推荐盐津铺子、甘源食品，关注三只松鼠。**1) **盐津铺子：**“产品+渠道”双轮驱动，打磨供应链塑造高性价比，覆盖全渠道把握新流量红利，改革动能强劲下红利加速释放；2) **甘源食品：**渠道理顺增长动能充足，零食量贩渠道红利加速释放及会员商超持续拓品下，全年收入有望高速增长；3) **三只松鼠：**23年坚定“高端性价比”战略，“稳线上、精分销、拓门店”下有望实现业绩回归增长。
 - **风险提示：**原材料价格大幅波动导致企业成本大幅提升、市场需求恢复不及预期、行业竞争加剧、食品安全问题。



01

社零1-5月稳步修复，餐饮总体恢复较好

02

大众品原材料成本连续下降，企业成本压力有望缓解

03

烘焙、零食、速冻、乳制品等综合成本降幅较为明显

04

盈利预测

05

风险提示

CONTENTS

目录



01. 社零1-5月稳步修复，餐饮总体恢复较好

社零：整体稳步修复，餐饮增长较好，烟酒类平稳恢复，饮料类及粮油食品类略承压

图表：社零总额及分项增速

| | 23年1-2月 | 23年3月 | 23年4月 | 23年5月 |
|--------------|---------|-------|-------|-------|
| 社零总额 | 3.5% | 10.6% | 18.4% | 12.7% |
| 限额以上企业商品零售总额 | 4.6% | 13.4% | 20.1% | 10.4% |
| 实物商品网上零售额 | 6.7% | 16.6% | 22.3% | 10.8% |
| 推算线下零售额 | 2.6% | 8.5% | 17.1% | 13.5% |
| 分经营方式：商品零售 | 2.9% | 9.1% | 15.9% | 10.5% |
| 分经营方式：餐饮收入 | 9.2% | 26.3% | 43.8% | 35.1% |

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

- **社零整体稳步修复，其中餐饮表现出较大弹性。**23年3月开始，社零整体同比稳步修复。其中，餐饮收入同比修复较明显，3/4/5月社零餐饮收入同比+26.3%/43.8%/35.1%。
- **零售额品类分化，烟酒类同比修复稳健。**4-5月通讯器材类、金银珠宝类、汽车类、服装鞋帽针纺织品类同比增速亮眼。烟酒类同比修复稳健，饮料类同比略承压。

图表：零售额-分品类增速

| | 23年1-2月 | 23年3月 | 23年4月 | 23年5月 |
|--------------|---------|-------|--------|--------|
| 限额以上企业商品零售总额 | 1.5% | 8.5% | 17.3% | 11.1% |
| 粮油、食品类 | 9.0% | 4.4% | 1.0% | -0.7% |
| 饮料类 | 5.2% | -5.1% | -3.4% | -0.7% |
| 烟酒类 | 6.1% | 9.0% | 14.9% | 8.6% |
| 服装鞋帽、针、纺织品类 | 5.4% | 17.7% | 32.4% | 17.6% |
| 化妆品类 | 3.8% | 9.6% | 24.3% | 11.7% |
| 金银珠宝类 | 5.9% | 37.4% | 44.7% | 24.4% |
| 日用品类 | 3.9% | 7.7% | 10.1% | 9.4% |
| 家用电器和音像器材类 | -1.9% | -1.4% | 4.7% | 0.1% |
| 中西药品类 | 19.3% | 11.7% | 3.7% | 7.1% |
| 文化办公用品类 | -1.1% | -1.9% | -4.9% | -1.2% |
| 家具类 | 5.2% | 3.5% | 3.4% | 5.0% |
| 通讯器材类 | -8.2% | 1.8% | 14.6% | 27.4% |
| 石油及制品类 | 10.9% | 9.2% | 13.5% | 4.1% |
| 汽车类 | -9.4% | 11.5% | 38.0% | 24.2% |
| 建筑及装潢材料类 | -0.9% | -4.7% | -11.2% | -14.6% |

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

02. 大众品原材料价格连续下降，企业成本压力有望缓解

2.1

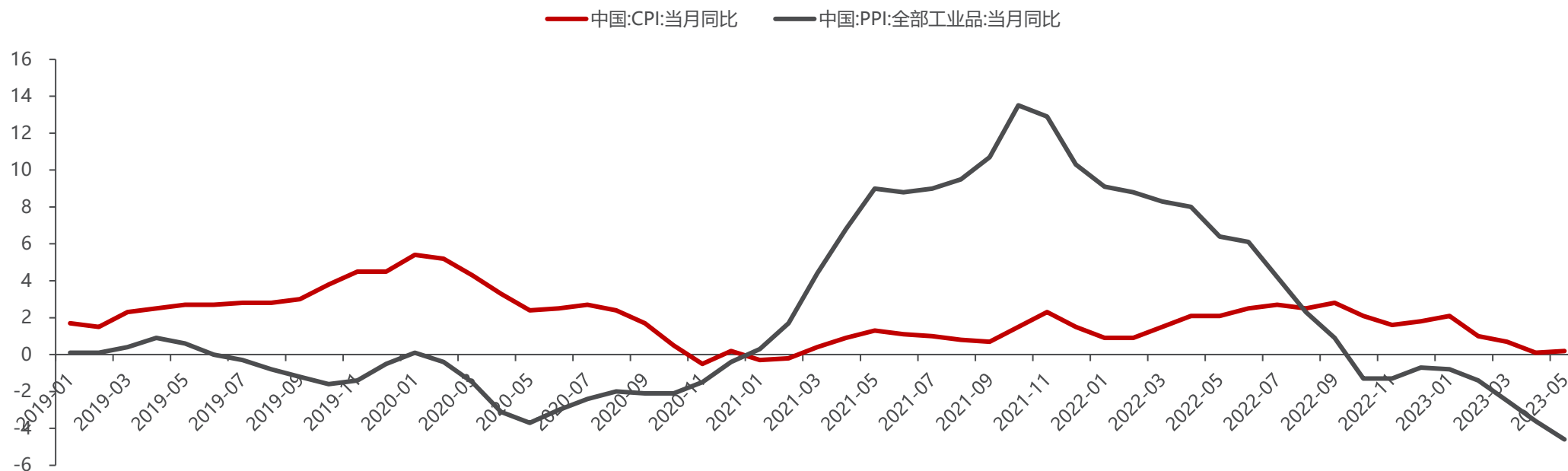
CPI&PPI：物价上涨幅度边际收窄，成本持续回落



CPI同比涨幅收窄，PPI同比下降。

- 根据国家统计局数据，CPI同比涨幅从22年9月的2.8%收窄至23年5月的0.2%，反映物价整体上涨幅度趋缓；21年10月开始，PPI同比涨幅从高位13.50%持续收窄至23年9月的0.9%，22年10月开始PPI同比转负，5月PPI同比-4.6%，较前值-1.0pct，反映企业成本端压力显著释放。

图表：CPI&PPI走势（%），对应5月物价上涨&成本回落



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.2 原材料：23年以来，核心原材料价格较高位均有不同程度回落

- 啤酒：22年1月开始，核心原料**大麦**价格持续同比大幅上涨，预计23年大麦价格同比涨幅收窄；**包材**价格总体下降。
- 调味品：23年**豆粕**、**糖蜜**、**油脂**、**包材**等价格均有不同幅度回落。
- 乳制品：核心原料**生鲜乳**价格处于温和下行周期当中，**大包粉**从22年10月开始同比大幅下降。
- 休闲零食：主要原料**棕榈油**、**夏威夷果**、**葵花籽**在1-8月持续大幅上行，22年9月开始**棕榈油**价格同比大幅回落。
- 酵母：核心原料**糖蜜**价格经历震荡后，4-5月已高位企稳，龙头企业正通过自建**水解糖**产线缓解外购成本压力。

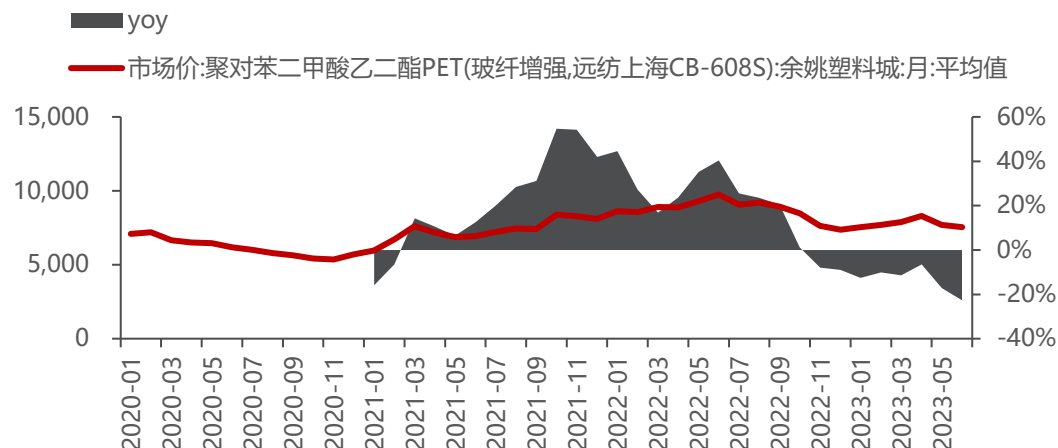
图表：各子版块核心原材料&包材月度价格同比变化

| 子版块 | | | | | | | | | | | | | 子版块 | | | | | | | | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 啤酒 | | | 调味品 | | 乳制品 | | 软饮料 | | | 速冻 | | | 休闲零食 | | | 酵母 | | 烘焙 | | | 包材 | | | | |
| 月份 | 大麦 | 大米 | 大豆 | 白砂糖 | 生鲜乳 | 大包粉 | 白砂糖 | 猪肉 | 鸡肉 | 鱼糜 | 大豆 | 豆油 | 月份 | 开心果 | 棕榈油 | 葵花籽 | 青豌豆 | 糖蜜 | 棕榈油 | 面粉 | 白砂糖 | 玻璃 | 铝 | 瓦楞纸 | PET |
| 22/01 | 25.2% | -6.9% | 4.8% | -1.3% | 0.4% | 13.9% | -1.3% | -52.7% | -2.9% | 2.9% | 4.8% | 4.6% | 22/01 | 1.7% | 43.4% | 7.0% | 51.3% | 1.8% | 43.4% | 0.9% | -1.3% | -7.7% | 49.6% | -0.1% | 44.5% |
| 22/02 | 21.8% | -7.3% | 3.0% | 0.1% | -0.7% | 24.8% | 0.1% | -53.5% | -2.6% | 6.8% | 3.0% | 8.6% | 22/02 | 3.7% | 57.5% | 0.0% | 70.7% | 10.1% | 57.5% | 0.0% | 0.1% | 0.8% | 54.5% | -2.5% | 27.3% |
| 22/03 | 25.7% | -8.1% | 2.1% | 1.1% | -2.1% | 0.7% | 1.1% | -51.3% | -2.9% | 2.2% | 2.1% | 3.7% | 22/03 | 19.0% | 60.3% | 27.6% | 72.1% | 4.2% | 60.3% | 1.4% | 1.1% | -0.6% | 60.1% | -10.1% | 17.0% |
| 22/04 | 23.1% | -7.0% | 7.0% | 1.6% | -1.9% | 6.8% | 1.6% | -42.1% | -1.3% | 0.3% | 7.0% | 0.4% | 22/04 | 18.9% | 66.7% | 40.2% | 58.6% | 5.0% | 66.7% | 1.7% | 1.6% | 12.3% | 40.3% | -3.4% | 23.7% |
| 22/05 | 25.5% | -6.3% | 1.4% | 0.3% | -1.8% | -4.7% | 0.3% | 24.8% | 0.3% | -8.2% | 1.4% | 4.4% | 22/05 | 21.1% | 72.0% | 41.5% | 54.6% | 0.6% | 72.0% | -0.2% | 0.3% | 23.8% | 16.3% | -5.1% | 35.3% |
| 22/06 | 23.3% | -5.6% | 5.9% | 1.4% | -3.4% | 2.8% | 1.4% | -7.3% | 2.1% | -11.4% | 5.9% | 0.3% | 22/06 | 16.2% | 70.9% | 39.5% | 48.2% | 2.2% | 70.9% | 0.6% | 1.4% | -36.4% | 5.7% | -11.3% | 40.3% |
| 22/07 | 13.9% | -4.2% | 2.3% | -1.6% | -4.5% | 1.6% | -1.6% | 30.9% | 3.4% | -10.5% | 2.3% | -16.8% | 22/07 | -4.6% | 7.2% | 44.7% | 21.7% | 2.2% | 7.2% | -0.2% | -1.6% | -42.0% | -3.9% | 14.2% | 25.5% |
| 22/08 | 35.1% | -3.7% | 2.6% | -2.2% | -5.6% | -2.6% | -2.2% | 36.0% | 5.7% | -10.3% | 2.6% | 6.7% | 22/08 | 4.3% | 9.3% | 8.2% | 44.2% | 8.9% | 9.3% | -0.3% | -2.2% | -45.1% | -6.9% | 18.5% | 25.5% |
| 22/09 | 34.2% | -3.7% | 11.1% | -1.4% | -4.6% | -1.7% | -1.4% | 54.9% | 6.7% | -8.8% | 11.1% | -3.2% | 22/09 | -3.1% | -11.1% | -2.8% | 70.8% | 4.6% | -11.1% | -0.7% | -1.4% | -45.4% | 21.4% | 19.5% | 20.5% |
| 22/10 | 25.1% | -2.0% | 7.2% | -0.7% | -3.9% | -7.4% | -0.7% | 73.6% | 7.4% | -6.6% | 7.2% | 5.6% | 22/10 | -2.6% | -20.4% | 11.7% | 37.1% | 1.5% | -20.4% | -0.1% | -0.7% | -37.7% | 24.3% | 25.4% | 1.2% |
| 22/11 | 32.6% | -1.3% | 3.7% | -1.0% | -4.0% | 15.6% | -1.0% | 41.2% | 6.4% | -9.5% | 3.7% | -5.7% | 22/11 | -8.4% | -17.2% | 1.7% | 32.5% | 0.3% | -17.2% | 0.3% | -1.0% | -25.6% | 10.9% | 29.9% | -7.9% |
| 22/12 | 38.0% | -1.2% | 1.6% | 2.7% | -4.3% | 15.6% | 2.7% | 22.0% | 6.0% | -9.0% | 1.6% | -5.8% | 22/12 | -5.3% | -17.2% | 6.8% | 18.0% | -1.5% | -17.2% | 0.1% | 2.7% | -26.2% | -9.8% | 27.4% | -8.9% |
| 23/01 | 31.2% | -0.3% | -1.6% | -0.2% | -3.8% | -19.1% | -0.2% | 7.5% | 4.6% | -9.3% | -1.6% | -1.8% | 23/01 | -9.7% | -24.5% | 6.3% | 6.3% | 2.9% | -24.5% | -0.1% | -0.2% | 19.0% | 15.9% | 16.2% | 12.6% |
| 23/02 | 30.9% | 0.0% | -2.8% | 2.8% | -4.8% | 25.3% | 2.8% | 5.0% | 2.8% | -9.8% | -2.8% | 1.5% | 23/02 | 17.0% | -32.4% | -3.2% | 12.1% | 19.8% | -32.4% | -1.1% | 2.8% | 25.1% | 23.8% | 17.7% | 10.1% |
| 23/03 | 15.8% | 1.1% | -4.6% | 5.5% | -4.8% | 30.5% | 5.5% | 2.8% | 2.9% | -9.2% | -4.6% | -5.0% | 23/03 | -3.8% | -40.5% | -35.3% | -19.2% | 1.8% | -40.5% | -0.5% | 5.5% | 21.1% | 34.1% | 22.2% | -11.3% |
| 23/04 | 9.7% | 1.1% | -9.8% | 9.2% | -5.9% | 29.7% | 9.2% | 5.3% | 1.8% | -12.6% | -9.8% | -4.6% | 23/04 | 1.1% | -42.2% | -46.4% | -20.3% | 2.2% | -42.2% | -1.0% | 9.2% | -4.7% | 27.7% | 24.8% | -6.5% |
| 23/05 | 1.3% | 1.3% | 16.0% | 5.9% | -6.9% | 17.5% | 5.9% | -6.2% | 0.7% | -11.5% | -16.0% | -9.4% | 23/05 | 10.8% | -51.6% | -52.1% | -20.4% | -0.3% | -51.6% | 0.0% | 5.9% | 2.4% | 20.5% | 22.6% | -17.1% |

资料来源：wind、国家发改委、广西糖网、农业部、国家统计局、中国汇易、商务部、海关统计数据平台、华讯糖精网、中塑在线、LME、大连商品交易所、海关总署，民生证券研究院

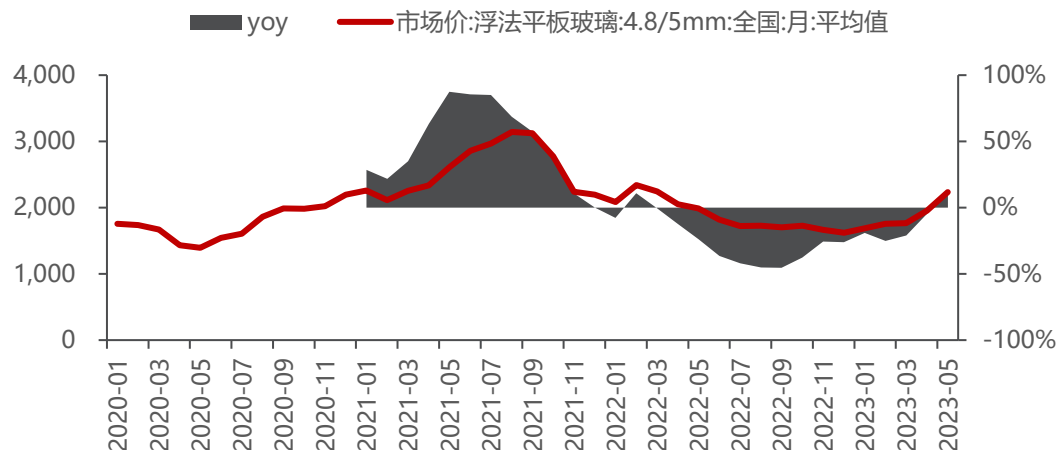
2.2 包材：玻璃、瓦楞纸、PET、铝等包材价格下降较为明显

图表：PET月度价格走势（元/吨）



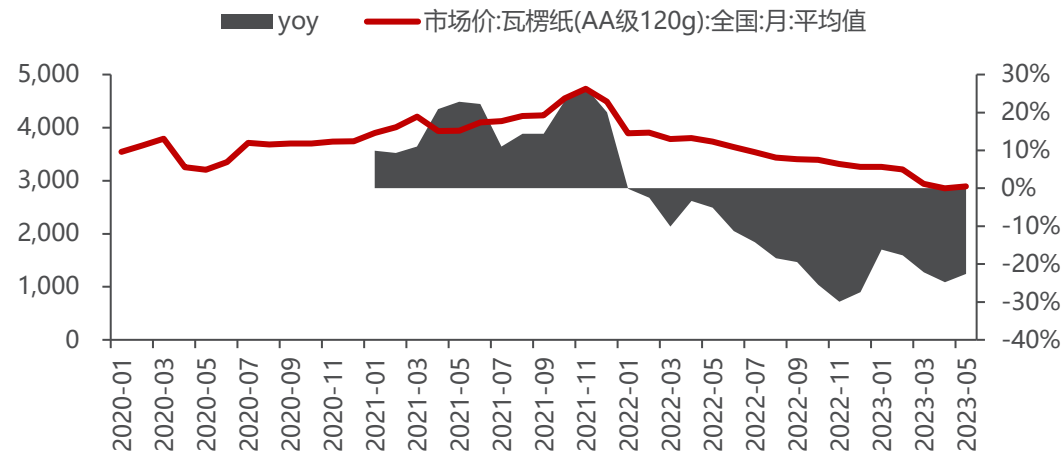
资料来源：中塑在线，民生证券研究院

图表：玻璃月度价格走势（元/吨）



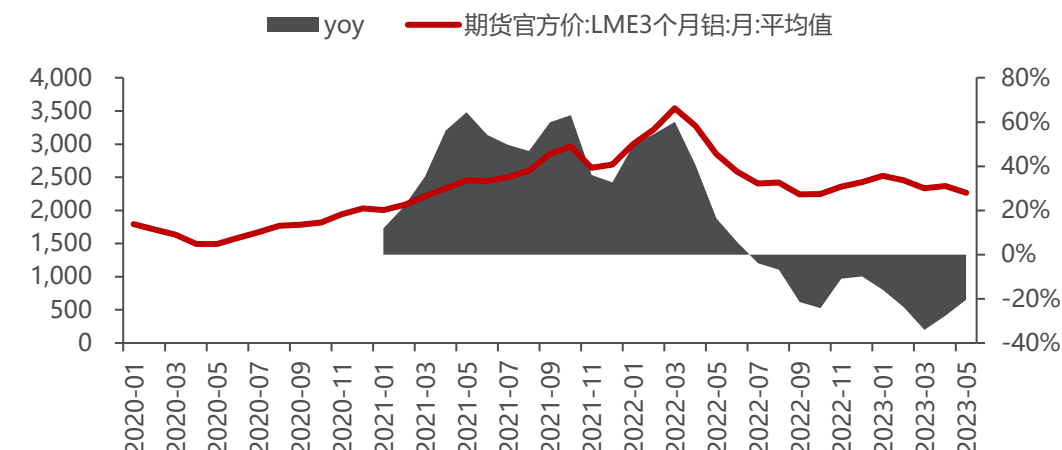
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：瓦楞纸月度价格走势（元/吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：铝月度价格走势（美元/吨）



资料来源：LME，民生证券研究院

2.3

敏感性测算：营业成本vs核心物料价格

图表：营业成本vs核心物料价格敏感性测算

| 子行业 | 核心物料 | 核心物料占比 | 营业成本增幅 | | | |
|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | 价格+5% | 价格+10% | 价格+15% | 价格+20% |
| 啤酒 | 麦芽 | 14% | 0.7% | 1.4% | 2.1% | 2.8% |
| | 包装物 | 49% | 2.5% | 4.9% | 7.4% | 9.8% |
| 调味品 | 大豆 | 18% | 0.9% | 1.8% | 2.6% | 3.5% |
| | 白砂糖 | 14% | 0.7% | 1.4% | 2.2% | 2.9% |
| | 塑料瓶 | 12% | 0.6% | 1.2% | 1.8% | 2.4% |
| | 玻璃瓶 | 12% | 0.6% | 1.2% | 1.8% | 2.4% |
| 乳制品 | 生鲜乳 | 41% | 2.1% | 4.1% | 6.2% | 8.2% |
| | 进口大包粉 | 9% | 0.4% | 0.9% | 1.3% | 1.8% |
| 软饮料 | 白砂糖 | 27% | 1.4% | 2.7% | 4.1% | 5.4% |
| | 瓶坯 | 23% | 1.1% | 2.3% | 3.4% | 4.6% |
| 烘焙 | 油脂 | 19% | 1.0% | 1.9% | 2.9% | 3.9% |
| | 面粉 | 9% | 0.4% | 0.9% | 1.3% | 1.8% |
| | 糖类 | 7% | 0.4% | 0.7% | 1.1% | 1.4% |
| 酵母 | 糖蜜 | 42% | 2.1% | 4.2% | 6.2% | 8.3% |
| 速冻 | 鱼糜 | 27% | 1.3% | 2.7% | 4.0% | 5.3% |
| | 鸡肉 | 18% | 0.9% | 1.8% | 2.8% | 3.7% |
| | 粉类 | 14% | 0.7% | 1.4% | 2.2% | 2.9% |

➤ 根据测算，啤酒的成本对包装物价格变化较敏感，但考虑到玻璃瓶存在回瓶的情况，实际包材对成本的影响幅度显著小于价格变动幅度。乳制品的成本对生鲜乳价格变化较敏感，酵母的成本对糖蜜的价格变化较敏感。

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：1、啤酒参考青岛啤酒2013年年报营业成本拆分，调味品行业参考海天味业招股书，烘焙参考立高食品2019年营业成本拆分，乳制品参考伊利股份2021年营业成本拆分，软饮料参考东鹏饮料2018-2020年营业成本拆分，酵母参考安琪酵母2021年营业成本拆分，休闲零食参考甘源招股书，速冻参考安井食品2021年营业成本拆分

2、敏感性测算假设产品定价保持不变

2.4

毛利率：22年酒饮毛利率较为稳定，食品除乳制品、肉制品、速冻食品外，调味品、休闲食品等毛利率均有下滑

图表：2010-2022年各子行业毛利率变化情况

| 子行业 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 白酒 | 65% | 67% | 70% | 70% | 70% | 70% | 71% | 74% | 77% | 77% | 78% | 79% | 80% |
| 啤酒 | 42% | 42% | 40% | 40% | 39% | 38% | 40% | 39% | 38% | 40% | 43% | 40% | 40% |
| 其他酒 | 55% | 58% | 61% | 57% | 56% | 59% | 54% | 50% | 51% | 52% | 47% | 49% | 49% |
| 非乳饮料 | 30% | 30% | 32% | 35% | 38% | 41% | 42% | 41% | 41% | 43% | 38% | 39% | 38% |
| 乳制品 | 33% | 32% | 33% | 32% | 34% | 36% | 38% | 36% | 37% | 36% | 33% | 28% | 29% |
| 肉制品 | 9% | 8% | 16% | 16% | 17% | 17% | 15% | 15% | 16% | 14% | 12% | 10% | 12% |
| 调味品 | 26% | 27% | 30% | 33% | 35% | 37% | 39% | 41% | 42% | 42% | 40% | 37% | 35% |
| 其他食品 | 31% | 29% | 29% | 32% | 33% | 35% | 33% | 35% | 37% | 37% | 36% | 33% | 29% |
| 休闲食品 | 33% | 36% | 39% | 38% | 39% | 38% | 37% | 36% | 35% | 35% | 33% | 32% | 29% |
| 速冻食品 | 34% | 30% | 32% | 32% | 31% | 31% | 31% | 30% | 31% | 30% | 27% | 23% | 24% |

资料来源：iFind，民生证券研究院

注：1.由于会计准则调整，2020-2021年部分企业将运输费用调整至成本端列示，导致毛利率下滑

- **近三年白酒行业产品持续升级，拉动毛利率上涨，而传统食品行业毛利率普遍受损。**2021年以来原辅材料价格普遍上涨，严重挤压食品企业利润空间，2022年俄乌冲突进一步加剧部分农产品供需结构，推动原材料价格进一步上涨。
- **啤酒：高端化推动吨价提升，疫情中现饮场景受损扰动产品升级节奏。**中国啤酒产量在2013年见顶后稳步下降，行业高端化推动行业吨价持续提升。啤酒销售较依赖场景，22年疫情中现饮渠道（包括餐饮和夜场）消费场景受损较为严重，啤酒厂产能利用率下滑，叠加核心原材料大麦价格持续上涨，通过原料锁价、产品涨价&结构提升迭代等抵消部分影响。23年成本压力有望缓解。

净利率：22年白酒、肉制品、速冻净利率提升，啤酒稳定，其他子板块受损较为明显，如其他酒、调味品、其他食品等

图表：2010-2022年各子行业净利率变化趋势

| 子行业 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 白酒 | 28% | 30% | 34% | 31% | 29% | 30% | 29% | 33% | 35% | 35% | 37% | 37% | 38% |
| 啤酒 | 8% | 7% | 6% | 6% | 6% | 5% | 4% | 5% | 5% | 6% | 9% | 11% | 11% |
| 其他酒 | 20% | 18% | 21% | 15% | 16% | 16% | 10% | 11% | 11% | 12% | 11% | 9% | 1% |
| 非乳饮料 | 7% | 6% | 5% | 12% | 14% | 18% | 19% | 16% | 17% | 11% | 18% | 17% | 15% |
| 乳制品 | 3% | 4% | 4% | 6% | 6% | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 5% |
| 肉制品 | 3% | 2% | 6% | 7% | 7% | 7% | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 3% | 5% |
| 调味品 | 10% | 7% | 11% | 12% | 15% | 14% | 17% | 19% | 20% | 22% | 23% | 20% | 16% |
| 其他食品 | 15% | 13% | 9% | 10% | 10% | 12% | 14% | 13% | 13% | 3% | 14% | 12% | 6% |
| 休闲食品 | 10% | 9% | 10% | 9% | 9% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 12% | 8% | 6% |
| 速冻食品 | 7% | 6% | 6% | 5% | 4% | 2% | 3% | 4% | 5% | 5% | 10% | 7% | 9% |

资料来源：iFind，民生证券研究院

注：2022年调味品板块净利率偏低，主要系中炬高新计提大额减值准备。

- **白酒行业净利率持续提升，传统食品行业净利率承压。**传统食品饮料工业企业大多受成本困扰，采取“成本定价”模式，品牌净利率水平常年低位徘徊。
- **啤酒：**通过数字化提高生产效率、用自动化替代人工降低人工成本，以及疫情中被动减少线下营销费用等，结构升级持续，疫情中净利率保持稳定。

2.6 提价：2021年以来，大众品企业提价应对成本上涨压力

图表：近几年大众消费品公司提价梳理

| 所属行业 | 公司名称 | 提价时间 | 提价产品 | 提价幅度 |
|------|--------|----------|---------------------------|---|
| 啤酒 | 重庆啤酒 | 2022.12 | 疆外红乌苏 | 3-4% |
| | | 2021.9 | 疆内乌苏全系列：疆外大乌苏和小瓶装乌苏酒液 | 大乌苏出厂箱价提升6元左右，提价幅度超10%，小瓶装乌苏酒液升级同时箱价提升 |
| | 百威亚太 | 2022.11 | 高端和超高端产品 | 对标CPI的平均变化幅度 |
| | | 2022.3/4 | 核心及实惠产品 | 中单个位数 |
| | | 2021.12 | 部分地区和品牌 | 3%-10% |
| | | 2021.4 | 核心和实惠产品 | 应地区通胀水平加价 |
| | 青岛啤酒 | 2021.11 | 1903听装、白啤听装 | 最高为13% |
| | 华润啤酒 | 2021.8 | 山东区域青岛纯生 | 终端供货价上调4元/箱，提价5% |
| | | 2021.9 | 勇闯天涯 | 出厂价上调约4元/箱，提价10% |
| 饮料 | 农夫山泉 | 2023.01 | 19L桶装水 | 杭州市农夫山泉19L规格桶装水零售价由此前的20元/桶提高至22元/桶，调价幅度为10%。 |
| | 华润怡宝 | 2023.03 | 怡宝纯净水 | 上调一元一件 |
| | 娃哈哈 | 2023.02 | 经典产品360八宝粥系列、280八宝粥系列产品 | 每箱2元 |
| | 均瑶健康 | 2023.02 | “味动力”品牌部分产品 | 3%-6% |
| | 养乐多 | 2023.01 | 乳酸菌饮料“养乐多”和“养乐多低糖”2款产品 | 8.7%-14.3% |
| | 朝日软饮料 | 2023.5 | 日本罐装咖啡和小型PET瓶产品等62种产品 | - |
| | 百事可乐 | 2022.4 | 百事/无糖/美年达、佳得乐/果缤纷/纯水乐气泡水等 | 零售价上调0.5元 |
| | 元气森林 | 2022.4 | 气泡水系列 | 出厂单价上调 |
| | 中粮可口可乐 | 2022.4 | 可口可乐 | 0.5元/瓶 |
| | 维他奶 | 2022.10 | 维他系列 | - |
| | 三得利 | 2022.10 | 无糖茶 | - |
| | 香飘飘 | 2022Q3 | 冲泡线产品 | 5% |
| | | 2022.2 | 冲泡奶茶 | 2%~8% |
| | 李子园 | 2022.7 | 全线产品 | 7% |
| | 伊利股份 | 2022.01 | 基础白奶产品 | 3%-5% |
| | 蒙牛乳业 | 2021.12 | 低温产品 | - |

资料来源：啤酒板、南方都市报、新闻坊、快消八谈、南方都市报、新闻坊，民生证券研究院

2.6

提价：22年底，麦芽等核心原料价格持续上涨，如啤酒等纷纷再次提价应对，但提价是把“双刃剑”，需要评估销量影响

图表：近几年大众消费品公司提价梳理（续）

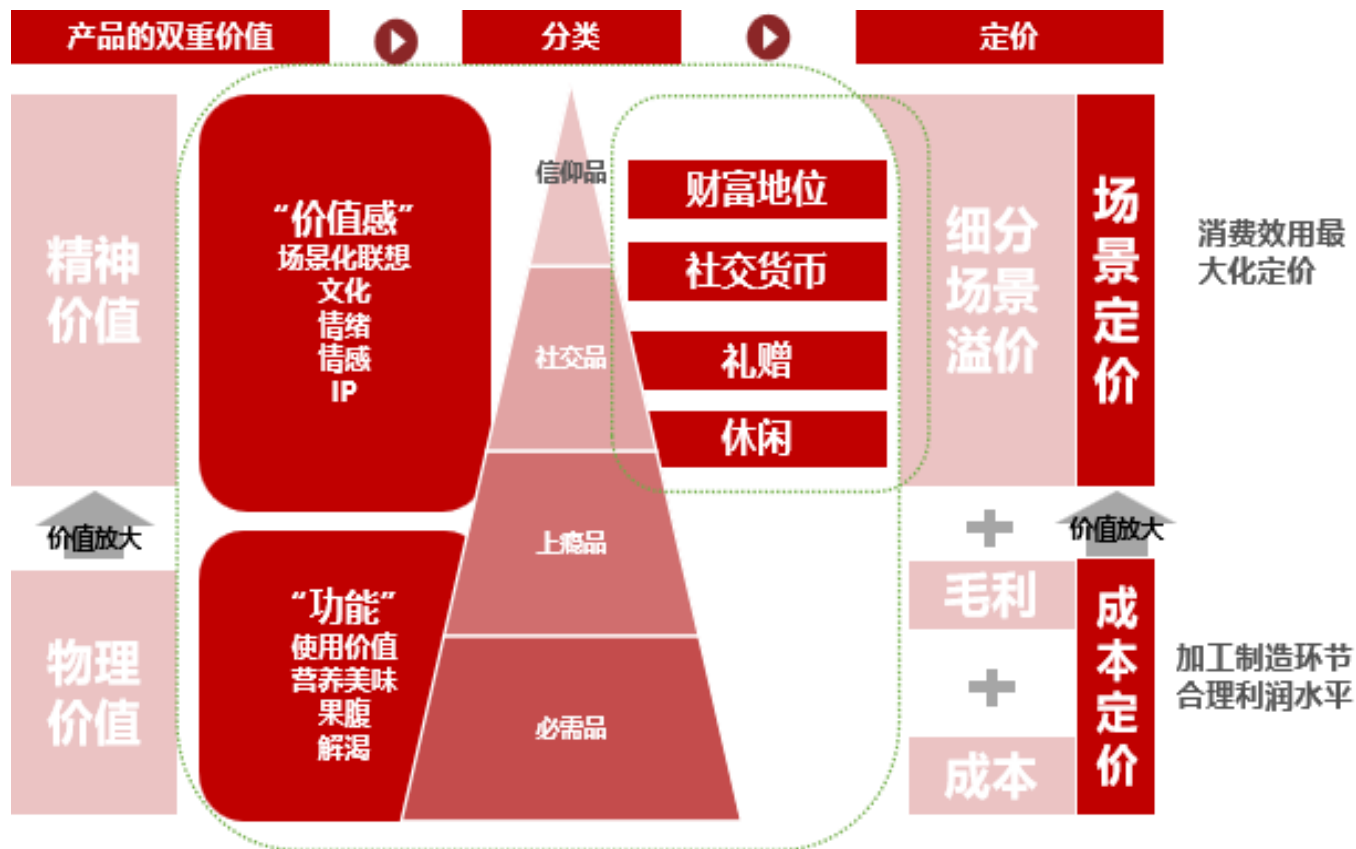
| 所属行业 | 公司名称 | 提价时间 | 提价产品 | 提价幅度 |
|------|------|---------|----------------------|--|
| 速冻食品 | 三全食品 | 2021.12 | 部分速冻米面制品及速冻鱼糜制品 | 3%-10% |
| | 千味央厨 | 2021.12 | 部分速冻米面制品产品 | 2%-10% |
| | | 2022.12 | 部分米面、火锅料、菜肴 | 3~10元 |
| | 安井食品 | 2021.11 | 部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品 | 3%-10% |
| | 海欣食品 | 2021.11 | 部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品 | 3%-10% |
| 休闲食品 | 旺旺集团 | 2022.7 | 部分产品 | 雪饼每件涨价3元、QQ糖涨价0.5元，小小酥、甜甜圈等产品也都有不同程度的上涨。 |
| | 克明食品 | 2022.7 | 各系列产品 | 0.05 |
| | 卫龙 | 2022.4 | 部分辣条产品 | - |
| | 立高食品 | 2022.01 | 部分主要冷冻烘焙食品及烘焙原材料产品 | 3%-8% |
| | 洽洽食品 | 2021.10 | 葵花子系列、南瓜子、小而香西瓜子 | 8%-18% |
| | 甘源食品 | 2021.04 | 经销商总体 | 10% |
| | 有友食品 | 2021.12 | 全系列产品 | 15% |
| | 欢乐家 | 2022.1 | 橘子水果罐头 | 8%-11% |
| | | 2022.7 | 黄桃水果罐头 | 9-12% |
| | 祖名股份 | 2021.11 | 部分植物蛋白饮品（主要为自立袋豆奶） | 15%-20% |

| 所属行业 | 公司名称 | 提价时间 | 提价产品 | 提价幅度 |
|------|------|---------|--|--|
| 卤制品 | 绝味食品 | 2022.07 | 鸭掌、鱿鱼、凤爪 | 7-10% |
| | 绝味食品 | 2022年初 | 部分产品 | 5% |
| | 紫燕食品 | 2021.9 | 牛肉和牛副 | 牛肉和牛副从137.80元/千克提高到150.80元/千克 |
| | 天味食品 | 2022.12 | 大红袍部分产品 | - |
| | 天味食品 | 2021.1 | 两款产品 | - |
| | 老干妈 | 2022.3 | 部分产品 | 5%~15% |
| | 太太乐 | 2022.1 | 部分产品 | 3%-5% |
| | 仲景食品 | 2021.12 | 牛肉酱系列产品 | 13% |
| | | 2021.11 | 部分产品 | 10% |
| | 李锦记 | 2021.12 | 部分产品 | 6%-10% |
| 调味品 | 安琪酵母 | 2021.11 | 无铝害油条膨松剂系列、馒头、面包改良剂系列、面包、蛋糕乳化剂系列、脱模油系列、鸡元/吨，1000-3000元/吨，2000元/吨 | 价格上调3000元/吨，1000-2000元/吨，2000-5000元/吨 |
| | | 2021.09 | 大包装干酵母、半干酵母、鲜酵母 | 出厂价格分别上调6000-8000元/吨，6000-8000元/吨，2000-2500元/吨 |
| | 恒顺醋业 | 2021.11 | 部分产品 | 5%-15% |
| | 加加食品 | 2021.11 | 酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋 | 3%-7% |
| | 涪陵榨菜 | 2021.11 | 部分产品 | 3%-19% |
| | 千禾味业 | 2021.11 | 部分中低端产品 | 5% |
| | 中炬高新 | 2021.11 | 全部产品的70% | 3-10% |
| | 海天味业 | 2021.10 | 酱油、蚝油、酱料等部分产品 | 3%-7% |

资料来源：各公司公告、啤酒板、南方都市报、新闻坊、快消八谈、南方都市报、新闻坊，民生证券研究院

2.7 行业定价思考：消费品价值分层

图表：消费品价值分层

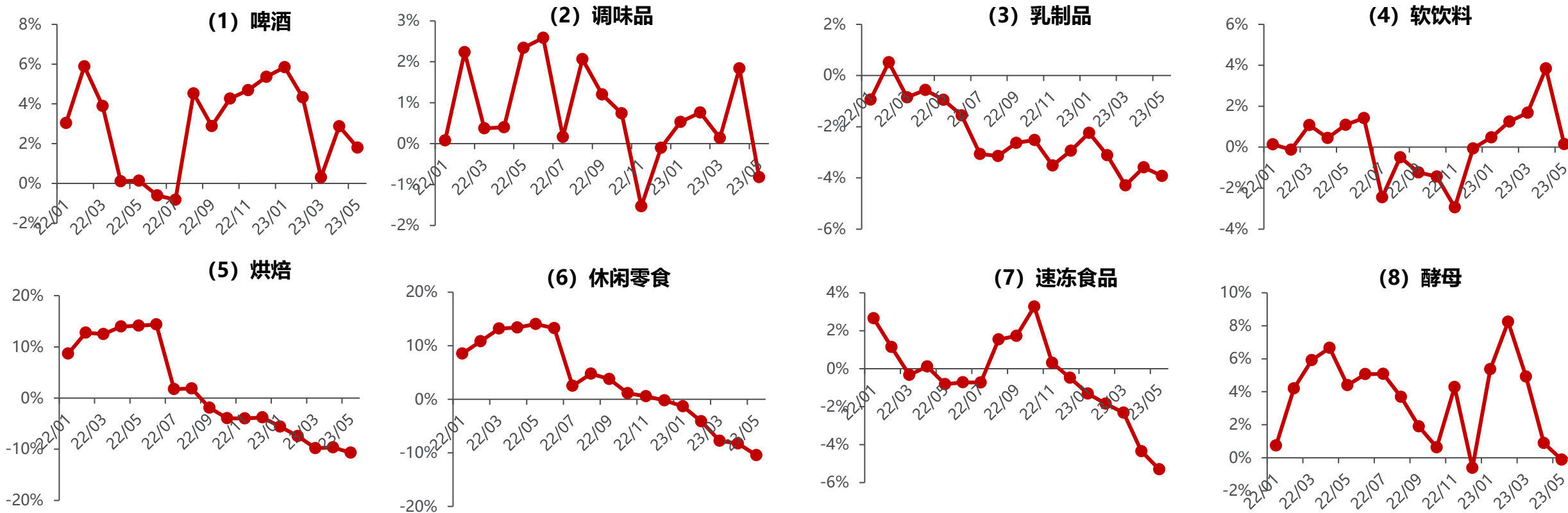


资料来源：民生证券研究院绘制

03. 烘焙、零食、速冻、乳 制品等综合成本降幅较 为明显

3.1 23年以来，烘焙、零食、速冻、乳制品等综合成本降幅较为明显

图表：大众品综合成本同比变化趋势图

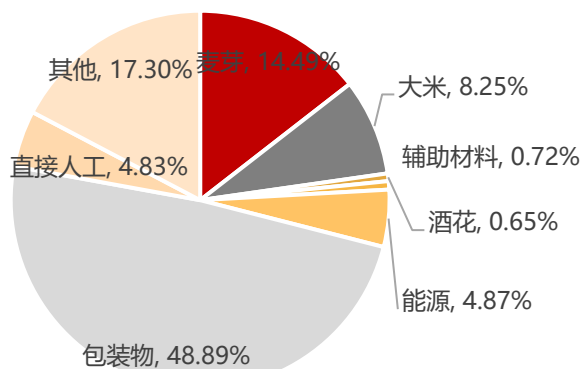


资料来源：(1) 青岛啤酒2013年年报、海关总署、国家统计局、LME (2) 海天味业招股书、国家统计局、广西糖网、国家统计局、中塑在线，(3) 中国奶业协会、伊利股份年报、农业部、中塑在线、国家统计局、wind (4) 广西糖网、东鹏饮料招股书、中塑在线、国家统计局 (5) 立高食品招股书、中国汇易、广西糖网、国家统计局，(6) 甘源食品招股书、中国汇易、国家统计局、中塑在线、商务部、海关统计数据平台 (7) 安井食品年报、农业部、中国汇易、国家发改委 (8) 安琪酵母年报、华讯酒精网，民生证券研究院绘制

3.2

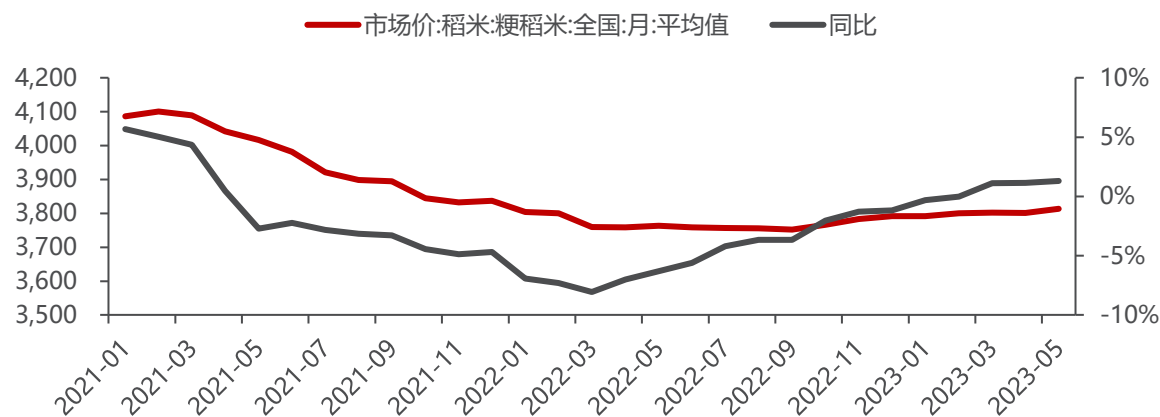
啤酒：大麦价格回落，23年成本影响趋弱

图表：啤酒成本麦芽、大米、包装物占比较高



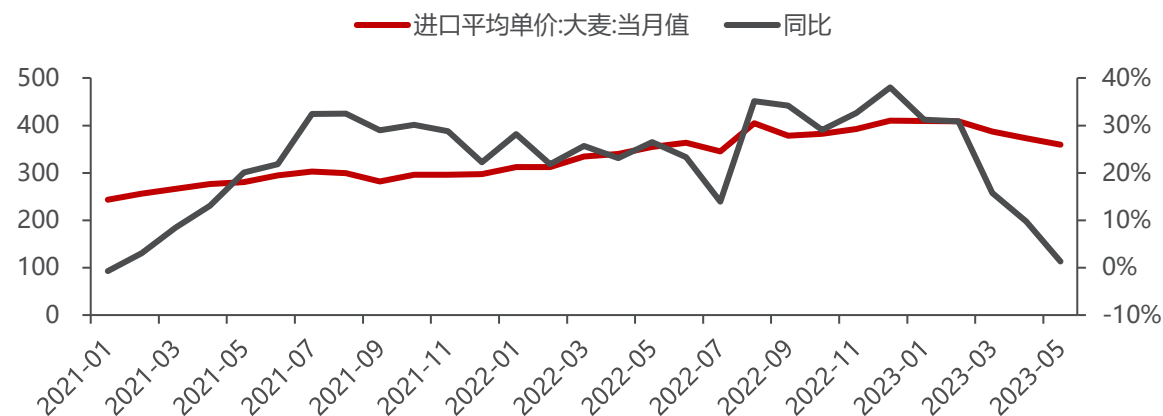
资料来源：青岛啤酒2013年年报，民生证券研究院；注：成本结构参考青岛啤酒财报中2013年数据

图表：稻米价格走势（元/吨）



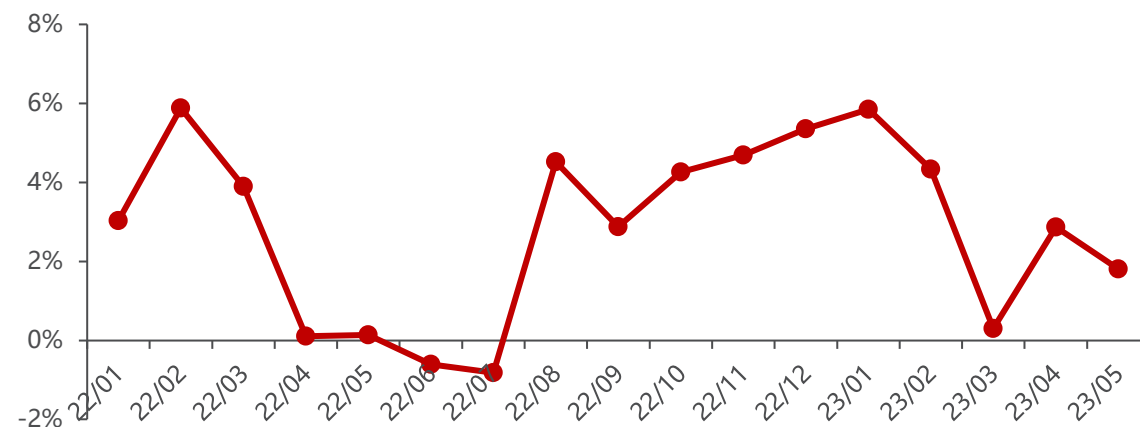
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：大麦价格走势（美元/吨）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

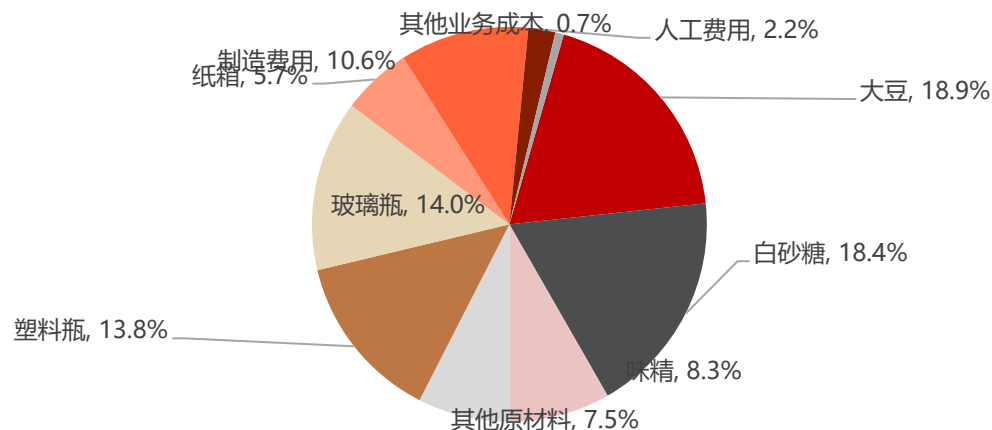
图表：啤酒综合成本同比涨跌幅



资料来源：青岛啤酒2013年年报、海关总署、国家统计局、LME，民生证券研究院

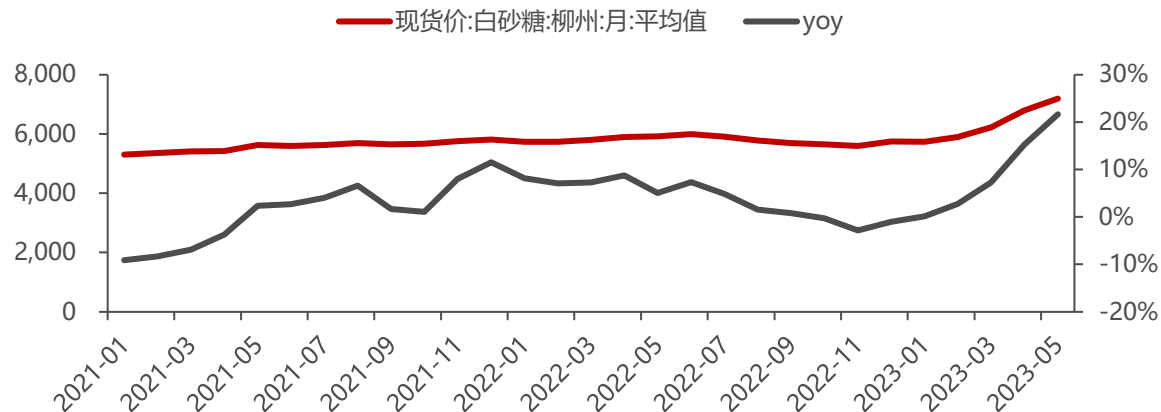
3.3 调味品：大豆价格下行&白糖价格上行，成本压力边际改善

图表：酱油成本结构中，大豆、白砂糖、包材为主



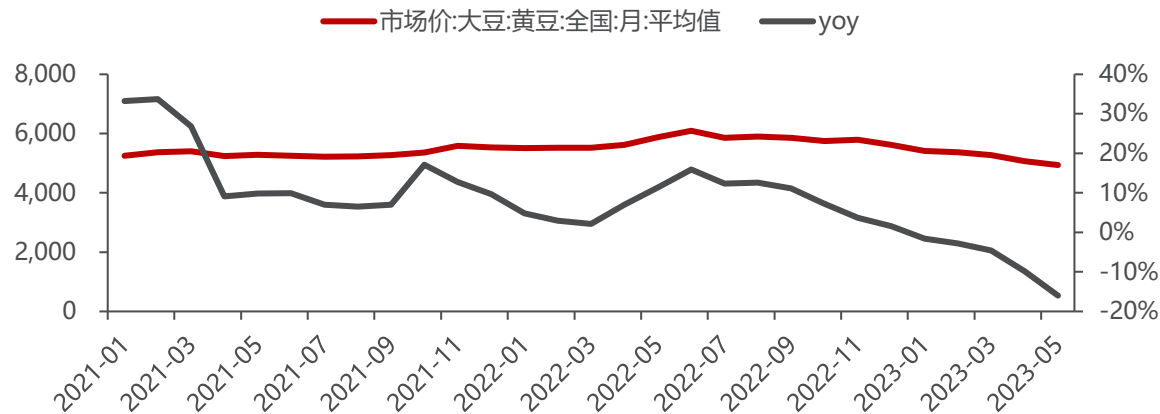
资料来源：海天味业招股书，民生证券研究院；注：成本结构采用海天财报中2013年数据

图表：白砂糖价格走势（元/吨）



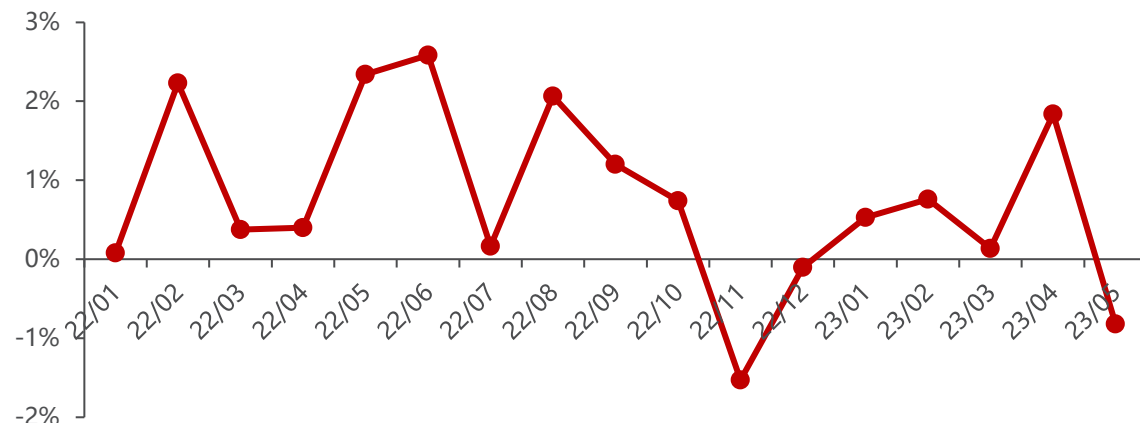
资料来源：广西糖网，民生证券研究院

图表：大豆价格走势（元/吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

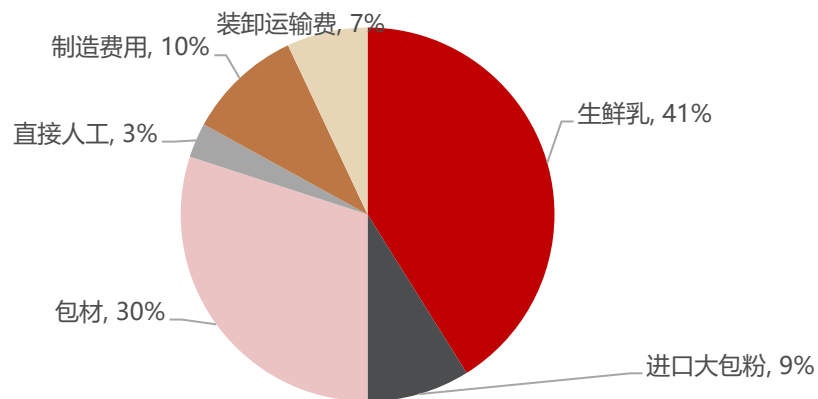
图表：调味品综合成本同比涨跌幅



资料来源：海天味业招股书、国家统计局、广西糖网、国家统计局、中塑在线，民生证券研究院

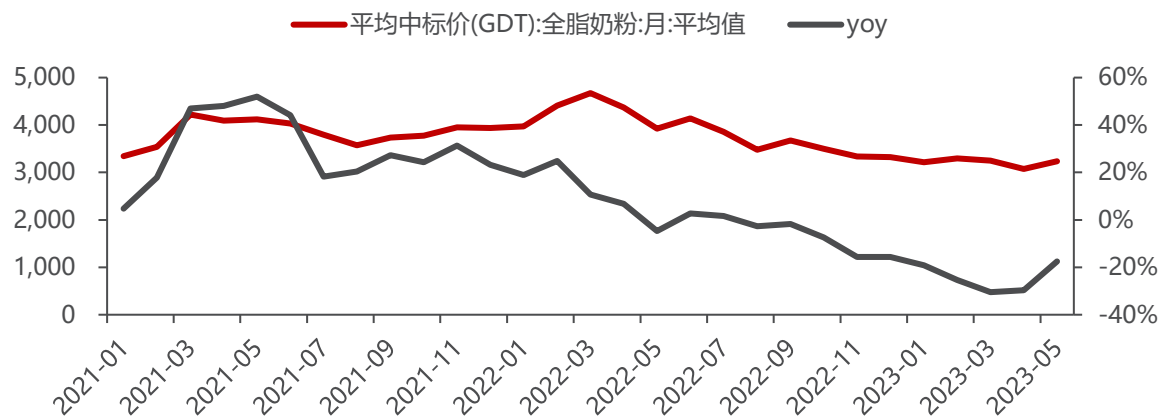
3.4 乳制品：生鲜乳&大包粉价格在温和下行周期中，成本持续下降

图表：乳制品成本结构中，生鲜乳、包材、大包粉为主



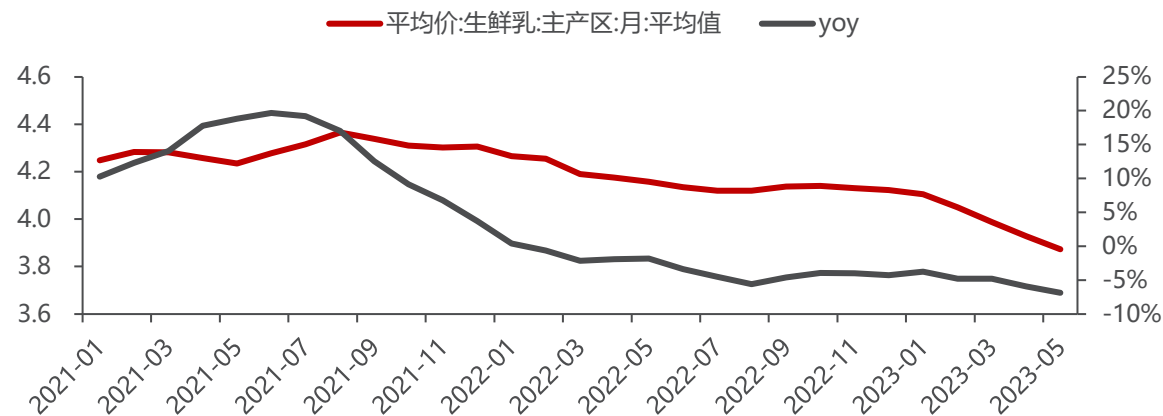
资料来源：中国奶业协会、伊利股份年报，民生证券研究院；注：成本结构参考看伊利财报中2021年数据及奶业协会数据测算

图表：大包粉价格走势（美元/吨）



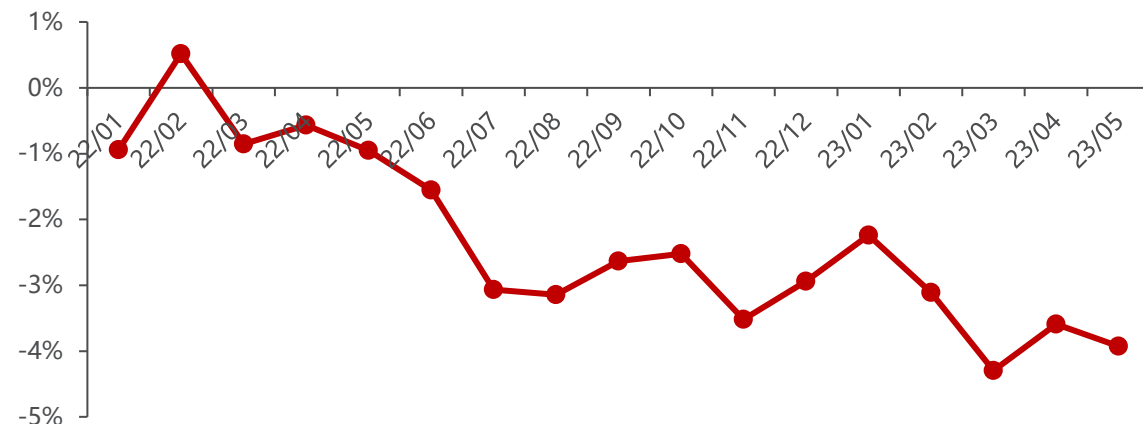
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：生鲜乳价格走势（元/公斤）



资料来源：农业部，民生证券研究院

图表：乳制品综合成本同比涨跌幅

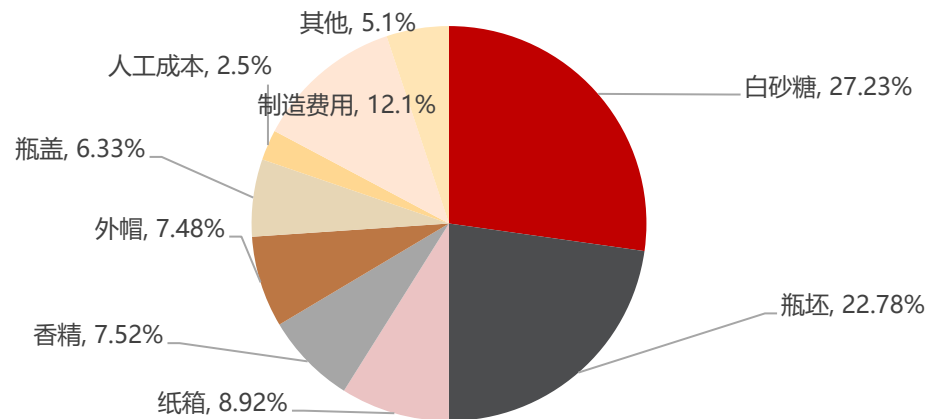


资料来源：中国奶业协会、伊利股份年报、农业部、中塑在线、国家统计局、wind、民生证券研究院

3.5

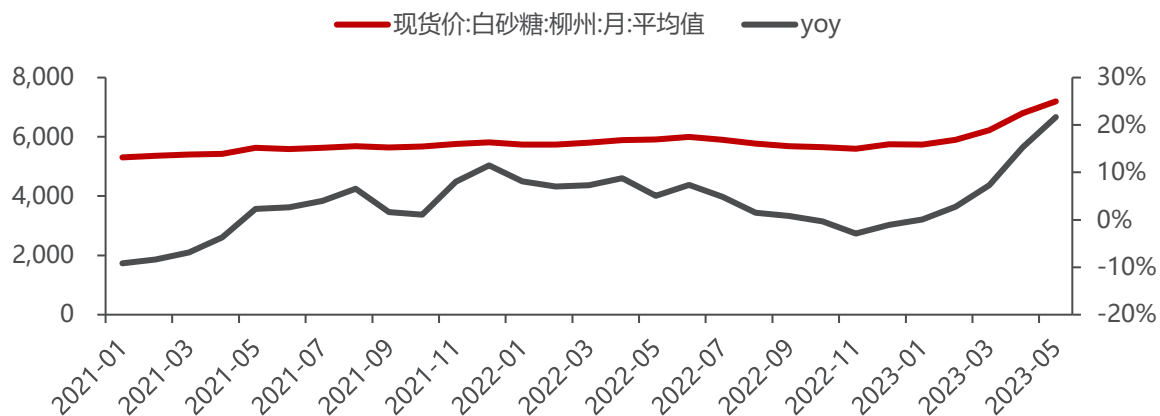
软饮料：白糖上涨&PET下行，成本端整体可控

图表：软饮料成本结构中，白砂糖、包材为主



资料来源：东鹏饮料招股书，民生证券研究院；注：成本结构参考东鹏财报中2018-2020年据测算

图表：白砂糖价格走势（元/吨）



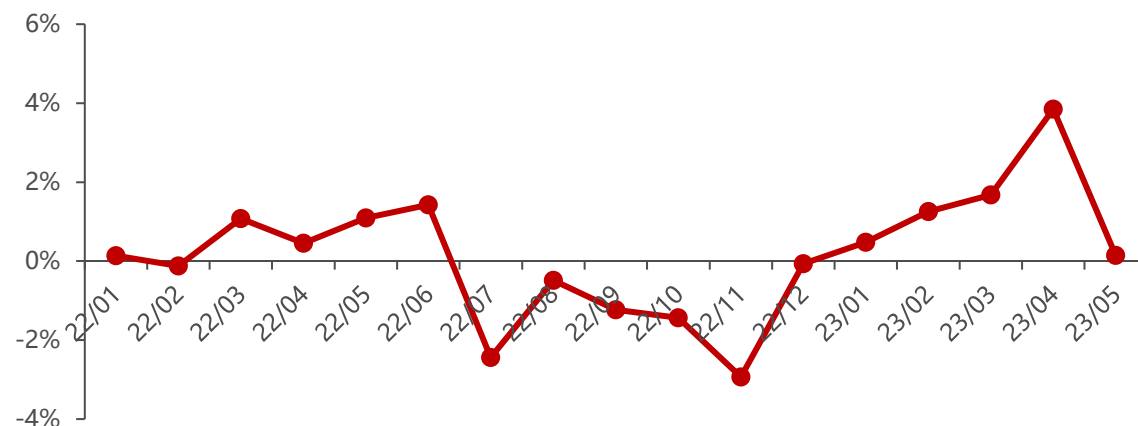
资料来源：广西糖网，民生证券研究院

图表：核心包材价格同比走势

| | 瓦楞纸 | PET |
|-------|--------|--------|
| 23/01 | -16.2% | -12.6% |
| 23/02 | -17.7% | -10.1% |
| 23/03 | -22.2% | -11.3% |
| 23/04 | -24.8% | -6.5% |
| 23/05 | -22.6% | -17.1% |

资料来源：中塑在线、国家统计局，民生证券研究院

图表：软饮料综合成本变化同比涨跌幅

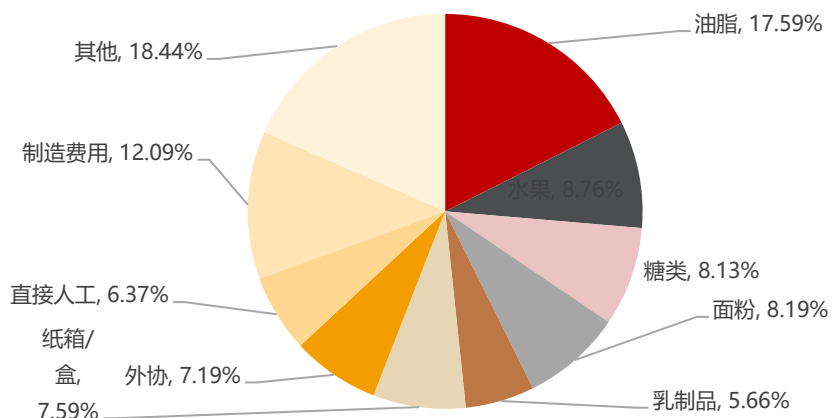


资料来源：广西糖网、东鹏饮料招股书、中塑在线、国家统计局，民生证券研究院

3.6

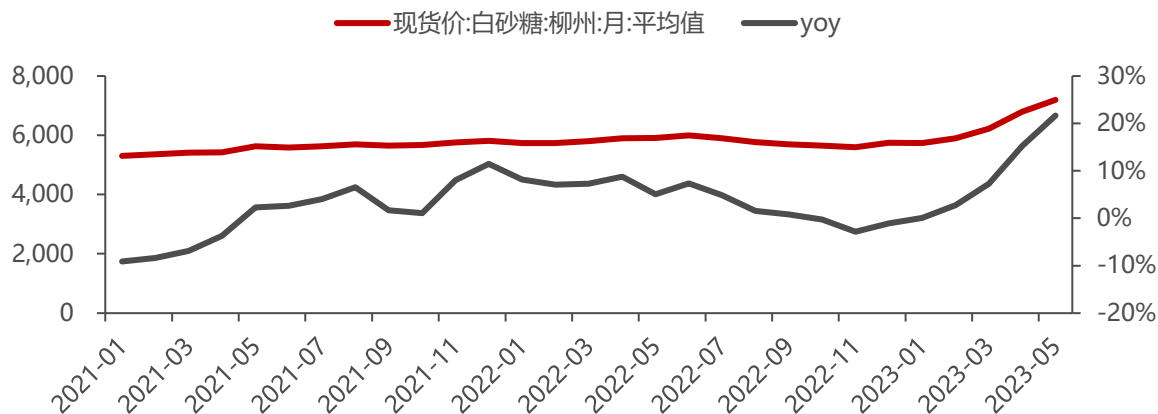
烘焙：油脂价格趋势性下行带动综合成本快速下降

图表：烘焙成本结构中，油脂、白砂糖、面粉为主



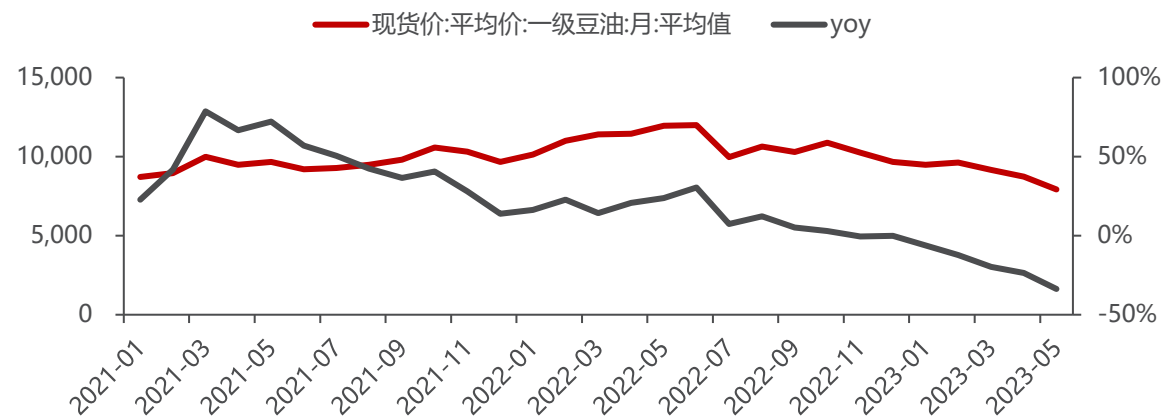
资料来源：立高食品招股书，民生证券研究院；注：成本结构参考立高财报中2019年数据

图表：白砂糖价格走势（元/吨）



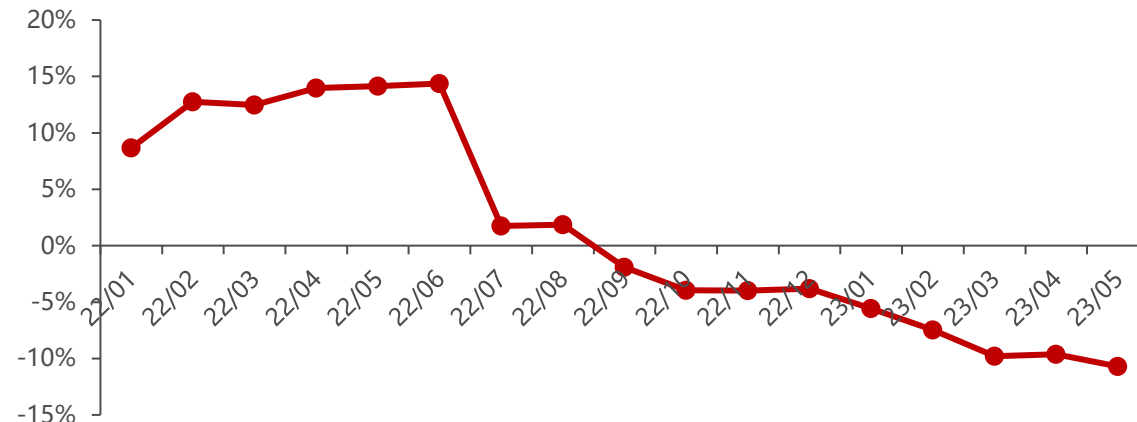
资料来源：广西糖网，民生证券研究院

图表：油脂价格走势（元/吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：烘焙综合成本同比涨跌幅



资料来源：立高食品招股书、中国汇易、广西糖网、国家统计局，民生证券研究院

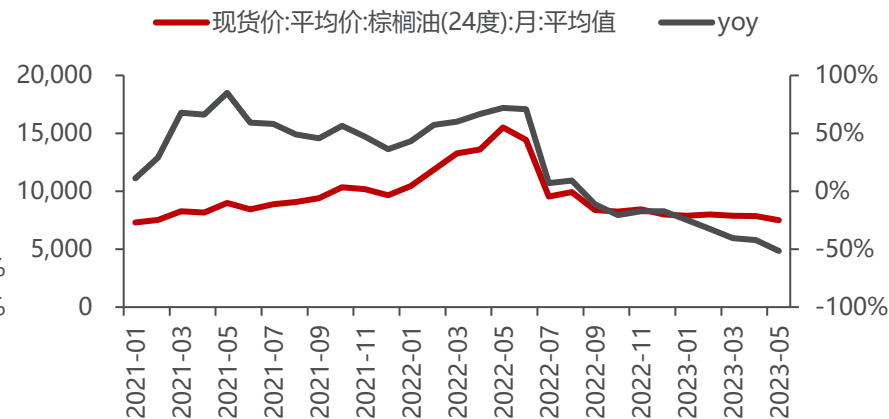
3.7 休闲零食：油脂、瓜子仁、干豌豆价格均回落，成本边际改善

图表：干豌豆价格走势（美元/千克）



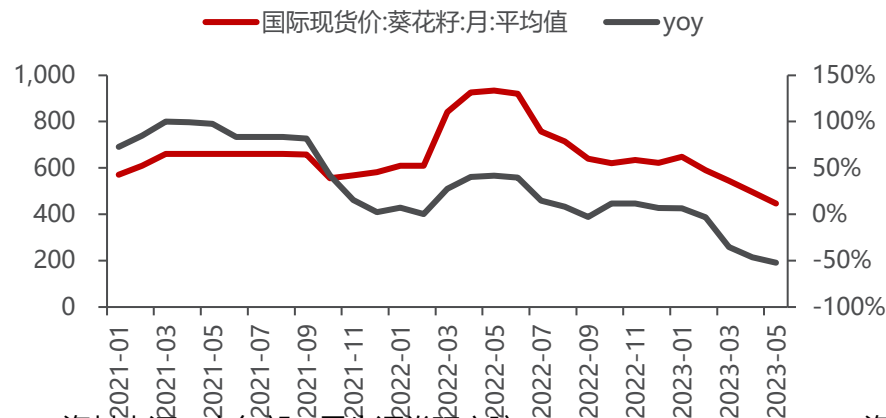
资料来源：海关统计数据平台，民生证券研究院

图表：棕榈油价格走势（元/吨）



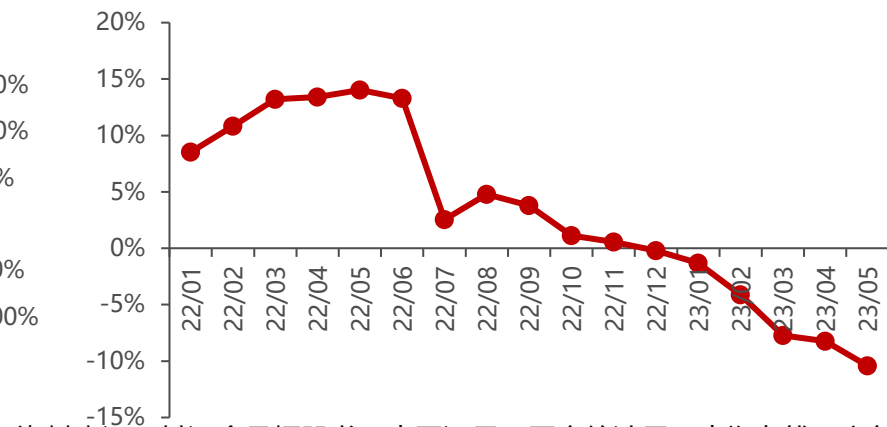
资料来源：中国汇易，民生证券研究院

图表：瓜子仁价格走势（美元/吨）



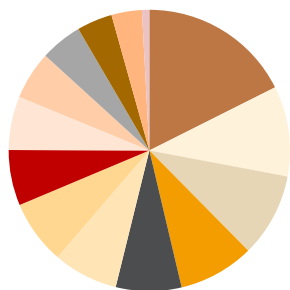
资料来源：商务部，民生证券研究院

图表：休闲零食综合同比涨跌幅



资料来源：甘源食品招股书、中国汇易、国家统计局、中塑在线、商务部、海关统计数据平台，民生证券研究院

图表：棕榈油、瓜子仁、豌豆为重要原材料



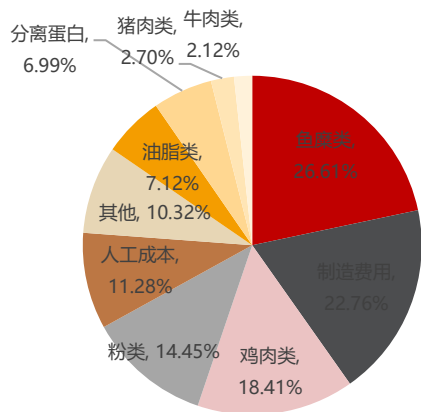
其他原料
制造费用
棕榈油
包膜
青豌豆
直接人工
其他建材
瓜子仁
其他辅料
调味料
蚕豆片
纸箱
糯米粉
带壳蚕豆

资料来源：甘源食品招股书，民生证券研究院；注：成本结构甘源财报中2019年数据

3.8

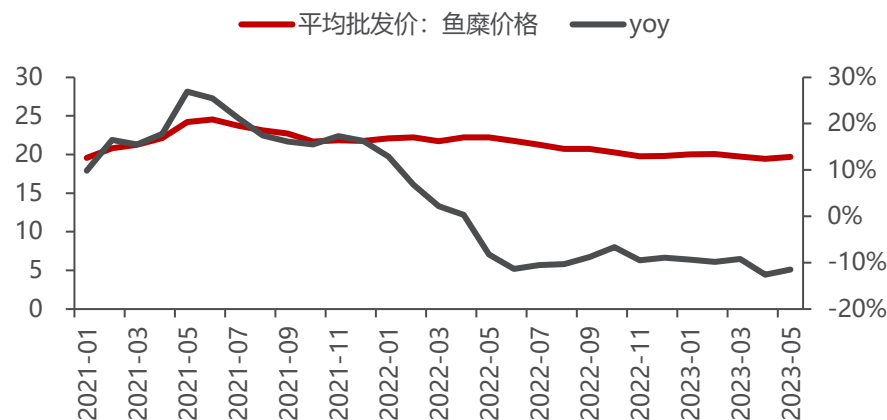
速冻：油脂、鱼糜价格显著回落，利润弹性有望释放

图表：速冻成本结构中，鱼糜、鸡肉、油脂为主



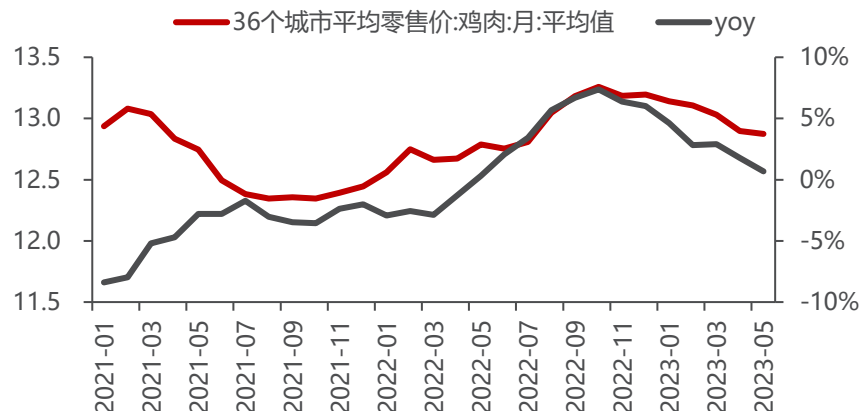
资料来源：安井食品2021年年报，民生证券研究院；注：成本结构参考安井财报中2021年数据

图表：鱼糜价格走势（元/吨）



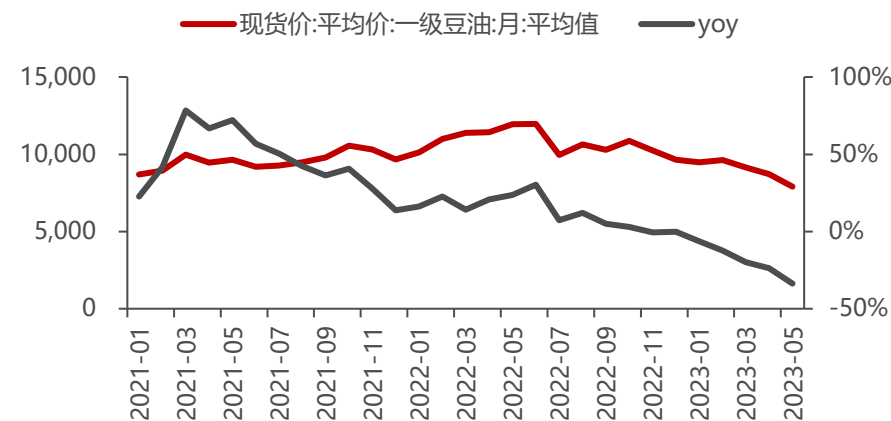
资料来源：农业部，民生证券研究院

图表：鸡肉价格走势（元/吨）



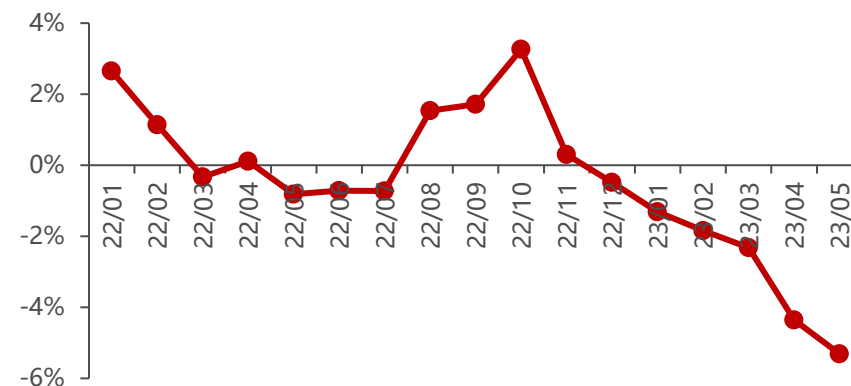
资料来源：国家发改委，民生证券研究院

图表：油脂价格走势（元/吨）



资料来源：中国汇易，民生证券研究院

图表：速冻综合成本同比涨跌幅

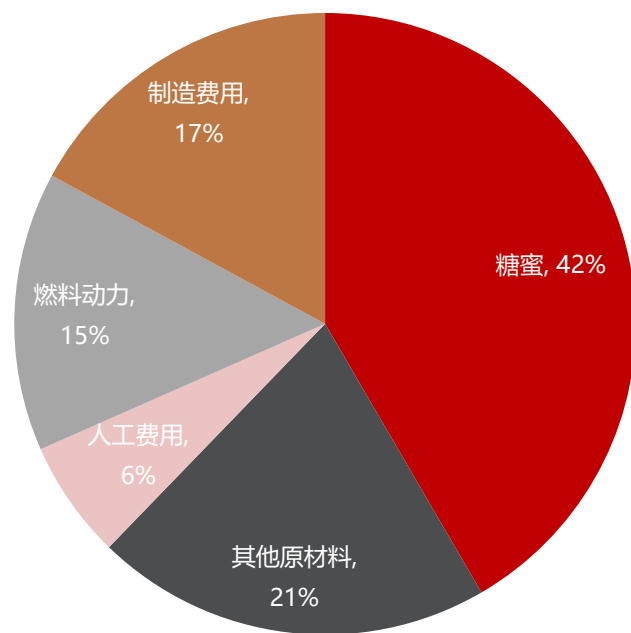


资料来源：安井食品年报、农业部、中国汇易、国家发改委，民生证券研究院

3.9

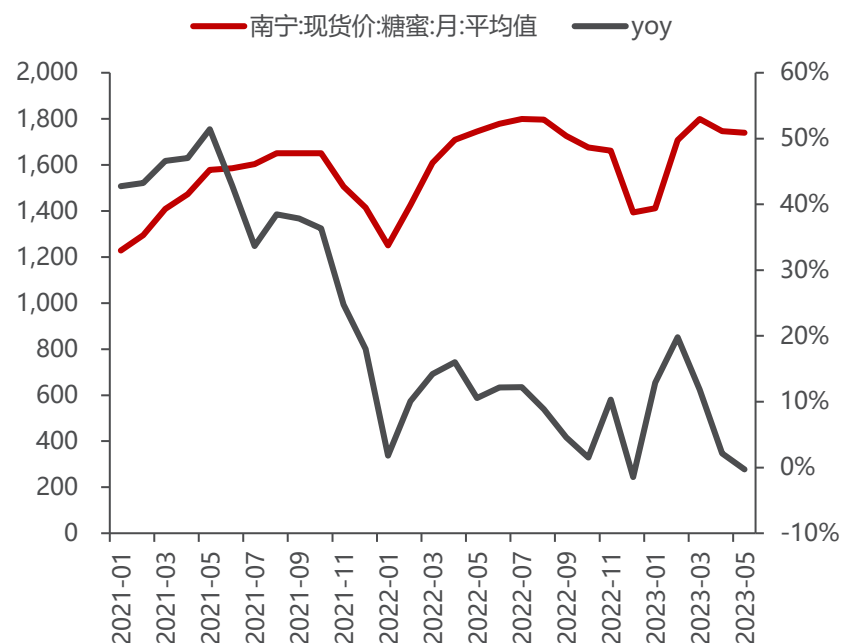
酵母：糖蜜价格高位企稳，成本压力趋缓

图表：酵母成本结构中，糖蜜为主



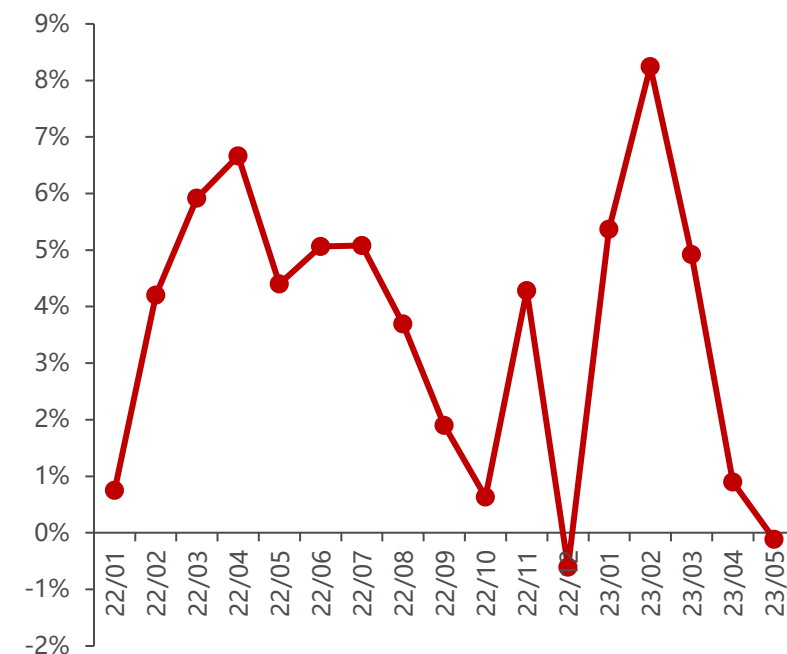
资料来源：安琪酵母年报，民生证券研究院；注：成本结构参考安琪酵母财报中2021年数据

图表：糖蜜价格走势（元/吨）



资料来源：华讯酒精网，民生证券研究院

图表：酵母综合成本同比涨跌幅



资料来源：安琪酵母年报、华讯酒精网，民生证券研究院

04. 盈利预测

4.1 盈利预测：大众品重点公司

图表：大众品重点公司盈利预测与估值评级

| | 代码 | 重点公司 | 现价 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|------|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2023/6/30 | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| 啤酒 | 600600.SH | 青岛啤酒 | 103.63 | 2.74 | 3.41 | 4.15 | 38 | 30 | 25 | 推荐 |
| | 000729.SZ | 燕京啤酒 | 12.47 | 0.12 | 0.22 | 0.30 | 104 | 57 | 42 | 推荐 |
| | 600132.SH | 重庆啤酒 | 92.16 | 2.61 | 3.02 | 3.66 | 35 | 31 | 25 | 推荐 |
| | 002461.SZ | 珠江啤酒 | 8.81 | 0.27 | 0.31 | 0.35 | 33 | 28 | 25 | 推荐 |
| 调味品 | 603027.SH | 千禾味业 | 21.12 | 0.36 | 0.49 | 0.61 | 59 | 43 | 35 | 推荐 |
| | 600872.SH | 中炬高新 | 36.79 | -0.77 | 0.83 | 0.98 | / | 44 | 38 | 谨慎推荐 |
| | 603755.SH | 日辰股份 | 31.39 | 0.52 | 1.09 | 1.40 | 60 | 29 | 22 | 推荐 |
| | 600298.SH | 安琪酵母 | 36.21 | 1.57 | 2.08 | 2.32 | 23 | 17 | 16 | 推荐 |
| 食品加工 | 603345.SH | 安井食品 | 146.80 | 3.75 | 5.03 | 6.64 | 39 | 29 | 22 | 推荐 |
| | 001215.SZ | 千味央厨 | 66.49 | 1.18 | 1.69 | 2.20 | 56 | 39 | 30 | 推荐 |
| | 300973.SZ | 立高食品 | 68.42 | 0.85 | 2.04 | 2.80 | 80 | 34 | 24 | 推荐 |
| 乳制品 | 600887.SH | 伊利股份 | 28.32 | 1.47 | 1.72 | 2.07 | 19 | 16 | 14 | 推荐 |
| | 002946.SZ | 新乳业 | 14.35 | 0.42 | 0.59 | 0.75 | 34 | 24 | 19 | 推荐 |
| | 600419.SH | 天润乳业 | 16.22 | 0.61 | 0.78 | 0.97 | 27 | 21 | 17 | 推荐 |
| 非乳饮料 | 605499.SH | 东鹏饮料 | 172.90 | 3.60 | 4.61 | 5.93 | 48 | 38 | 29 | 推荐 |
| | 603711.SH | 香飘飘 | 20.53 | 0.52 | 0.74 | 0.98 | 39 | 28 | 21 | 推荐 |
| | 605337.SH | 李子园 | 18.28 | 0.73 | 0.99 | 1.23 | 25 | 18 | 15 | 推荐 |
| 零食 | 002847.SZ | 盐津铺子 | 85.05 | 2.34 | 3.86 | 4.95 | 36 | 22 | 17 | 推荐 |
| | 002991.SZ | 甘源食品 | 76.70 | 1.70 | 2.73 | 3.69 | 45 | 28 | 21 | 推荐 |

资料来源：wind, 民生证券研究院预测

注：股价数据截至2023年06月30日

05. 风险提示

5.1

风险提示

- **原材料价格大幅波动。**在国际极端天气、俄乌冲突等不确定性因素影响下，各类原材料价格或将大幅波动。
- **市场需求恢复不及预期。**疫情影响正常居民消费需求，疫情偶发干扰及疫情后市场需求复苏程度可能不及预期。
- **行业竞争加剧。**面对市场需求的多元化及新消费场景的开拓，及成本回落后释放利润空间，行业竞争可能有所加剧。
- **食品安全问题。**食品加工环节较多，链条较长，发生偶发性食品安全问题将对企业生产经营及品牌口碑造成影响。

THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 李啸

执业证号：S0100521100002
邮箱：lixiao@mszq.com



分析师 张玲玉

执业证号：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@mszq.com



分析师 孙冉

执业证号：S0100522110004
邮箱：sunran@mszq.com



分析师 张馨予

执业证号：S0100523060004
邮箱：zhangxinyu@mszq.com



研究助理 杜山

执业证号：S0100122100005
邮箱：dushan@mszq.com



研究助理 胡慧铭

执业证号：S0100122070002
邮箱：huhuiming@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明：

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明：

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------|--------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 公司评级 | 推荐 |
| | | 谨慎推荐 |
| | | 中性 |
| | | 回避 |
| | 行业评级 | 推荐 |
| | | 中性 |
| | | 回避 |
| | | 相对基准指数涨幅15%以上 |
| | | 相对基准指数涨幅5% ~ 15%之间 |
| | | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | | 相对基准指数跌幅5%以上 |
| | | 相对基准指数涨幅5%以上 |
| | | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | | 相对基准指数跌幅5%以上 |

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。