

短期业绩风险逐步释放，需求稳步回升，做时间的朋友-2019年报及2020Q1季报总结

基本结论

- **白酒：疫情影响逐渐释放，板块分化加剧。**收入受疫情影响承压，龙头稳定性凸显。利润端板块分化加剧，高端、次高端实现正增长，毛利率、费用率改善，盈利能力增强。疫情背景，现金流量表表现不佳，回款受一定影响。目前两会召开、学生开学等积极信号持续释放，高端白酒消费已恢复7成左右，次高端恢复6-7成，其他恢复5-6成，有望在中秋全部恢复。结合需求端改善及估值性价比，首推五粮液、今世缘、泸州老窖。
- **乳制品：一季报分化明显，二季度首选奶粉，重点关注液奶的边际改善以及奶酪的持续高增长。**疫情对乳制品板块短期影响较大，20Q1收入、利润实现双降（收入同比下降10.6%，净利润同比下降59.5%）。各细分板块分化明显，奶粉刚需属性凸显，液奶送礼属性得到明显压制，奶酪家庭餐饮+零售需求双释放。二季度投资策略方面，我们首选奶粉，重点关注液奶的边际改善以及奶酪的持续高增长：1）国产奶粉市占率提升逻辑得到强化，从确定性角度建议首选国产优质品牌；2）自饮需求逐渐释放，叠加消费回暖，二季度重点关注龙头乳企的边际改善；3）奶酪零售需求爆发，疫情下家庭烘焙模式有望加速渗透，看好二季度妙可蓝多奶酪棒的持续放量。
- **调味品：疫情影响有限，行业加速洗牌。**餐饮消费受疫情压制，家庭消费多元化趋势明显。龙头市场调整能力更强，疫情将加速行业洗牌。毛利率提升+销售费用率下降，疫情期间净利率不减反升。建议重点关注调味品两大龙头企业，两强并未因疫情调低20年业绩目标，我们认为疫情仍属短期影响，长期我们更看好疫情全面提升行业应对系统性风险的能力，加速行业集中度提升，当前重点关注。
- **啤酒：疫情不改结构升级，行业加速恢复。**产量大幅下跌，收入短期承压。毛利率微增+销售费用率提升，净利率承压。疫情好转+旺季来临，啤酒行业全面恢复。长期来看，结构升级和利润改善仍是行业增长的核心动能，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，建议重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的青岛啤酒等公司。
- **风险提示：**宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险/行业竞争加剧/食品安全风险等。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

内容目录

一、白酒：疫情影响逐渐释放，板块分化加剧	4
1.1 收入端：疫情影响承压，龙头稳定性凸显	4
1.2 利润端：板块分化加剧，高端、次高端实现正增长	5
1.3 利润率：毛利率提升、控费得当，高端、次高端彰显强盈利能力	6
1.4 现金流量表：疫情背景，回款受一定影响。	9
1.5 二季度投资策略	10
二、乳制品：一季报分化明显，二季度首选奶粉，重点关注液奶的边际改善以及奶酪的持续高增长	10
2.1 2019 年报总结：完美收官，细分板块均表现优异	10
2.2 2020 一季报总结：疫情下分化明显，液奶受损，奶粉、奶酪高增	12
2.3 二季度投资策略	13
三、调味品：疫情影响有限，行业加速洗牌	14
3.1 餐饮消费受疫情压制，龙头市场调整能力更强	14
3.2 二季度投资策略	16
四、啤酒：疫情不改结构升级，行业加速恢复	16
4.1 收入短期承压，净利率下滑	16
4.2 二季度投资策略	18
风险提示	18

图表目录

图表 1：白酒板块公司分季度营业收入（亿元）及增速	4
图表 2：白酒板块分季度营业收入（亿元）及增速	4
图表 3：白酒各价格带分季度营业收入增速	4
图表 4：白酒板块公司分季度还原预收账款后的营业收入（亿元）及增速	5
图表 5：白酒板块公司分季度归母净利润（亿元）及增速	5
图表 6：白酒板块分季度归母净利润（亿元）及增速	6
图表 7：白酒各价格带归母净利润增速	6
图表 8：白酒板块公司 2019Q4 利润率和费用率	7
图表 9：白酒板块公司 2020 Q1 利润率和费用率	7
图表 10：白酒板块分季度毛利率和净利率	8
图表 11：白酒各价格带分季度净利率	8
图表 12：白酒各价格带分季度毛利率	8
图表 13：白酒各价格带分季度销售费用率	8
图表 14：白酒各价格带分季度管理费用率	8
图表 15：白酒各价格带分季度税金及附加/营业总收入	8
图表 16：白酒各价格带分季度销售付现增速	9

图表 17: 白酒各价格带分季度经营性现金流增速.....	9
图表 18: 白酒板块公司分季度销售收现 (亿元) 及增速.....	9
图表 19: 白酒板块公司分季度经营性现金流净额 (亿元) 及增速.....	9
图表 20: 乳制品板块收入总额及增速 (亿元)	11
图表 21: 乳制品板块净利润总额及增速 (亿元)	11
图表 22: 乳制品板块毛利率、费用率以及净利率表现.....	11
图表 23: 2019 年原奶价格持续上涨 (元/kg)	11
图表 24: 乳制品板块重点公司各财务指标一览 (亿元)	11
图表 25: A 股乳制品板块分季度收入及增速 (亿元)	12
图表 26: A 股乳制品板块分季度净利润及增速 (亿元)	12
图表 27: A 股乳制品板块毛利率、费用率、净利率	13
图表 28: 乳制品板块重点公司 20Q1 收入、利润增速.....	13
图表 29: 近年来国产奶粉市占率持续提升.....	13
图表 30: 一季度调味品行业收入降速.....	14
图表 31: 分公司收入情况.....	14
图表 32: 调味品行业受疫情影响较大.....	15
图表 33: 分公司毛利率情况.....	15
图表 34: 分公司销售费用率情况.....	15
图表 35: 分公司净利率情况.....	16
图表 36: 分公司归母净利润情况.....	16
图表 37: 一季度啤酒产量下跌 33.9%.....	16
图表 38: 分公司收入情况.....	17
图表 39: 分公司销量情况.....	17
图表 40: 分公司毛利率情况.....	17
图表 41: 分公司销售费用率情况.....	17
图表 42: 分公司净利率情况.....	17
图表 43: 分公司归母净利润情况.....	17

一、白酒：疫情影响逐渐释放，板块分化加剧

1.1 收入端：疫情影响承压，龙头稳定性凸显

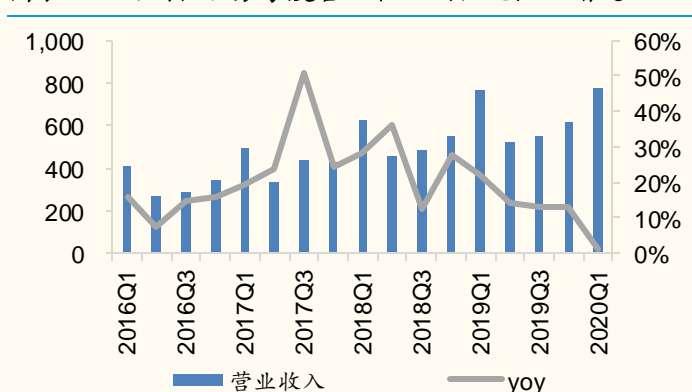
- **营业收入 19Q4 增速放缓，20Q1 受疫情影响承压。**白酒板块 19Q4 收入同增 13.08%，增速同降 14.50pcts。一季度宴请、聚会等需求受疫情影响，白酒板块一季度收入同比增速放缓至 1.05%。剔除春节提前影响，白酒板块 19Q4 和 20Q1 合计收入同增 6.06%，增速同降 18.36pcts。
- **板块持续分化，高端酒增速领先。**分价格带看，高端酒 19Q4 收入增速为 16.03%，继续领先地位；20Q1 仅小幅下滑到 10.96%，高于次高端和其他 -12.22%、-12.53% 的水平，整体受疫情影响偏小。
- **茅五龙头逆势增长，洋河仍处于调整期。**茅、五一季度实现开门红，收入增速分别为 13.27%、17.22%，龙头定力持续凸显。牛栏山餐饮比重虽偏低，但终端销售仍受到疫情影响，收入增速略低于预期。汾酒、老窖、古井、今世缘等保持小幅下滑或微增。洋河仍处于改革深化期，19Q4 和 20Q1 收入增速下滑较为严重。

图表 1：白酒板块公司分季度营业收入（亿元）及增速

分类	代码	名称	2019Q4	yoy	2020Q1	yoy	2019Q4+2020Q1	yoy
高端	600519.SH	贵州茅台	253.46	14.02%	252.98	12.54%	506.44	13.27%
	000858.SZ	五粮液	130.16	20.75%	202.38	15.05%	332.55	17.22%
	000568.SZ	泸州老窖	43.40	14.44%	35.52	-14.79%	78.93	-0.87%
次高端	002304.SZ	洋河股份	20.29	-36.49%	92.68	-14.89%	112.97	-19.79%
	600779.SH	水井坊	8.88	30.54%	7.29	-21.63%	16.17	0.42%
	600809.SH	山西汾酒	27.54	11.64%	41.40	2.03%	68.93	5.66%
其他	000799.SZ	酒鬼酒	5.44	27.47%	3.13	-9.68%	8.57	10.83%
	600702.SH	舍得酒业	8.07	29.44%	4.04	-42.02%	12.11	-8.30%
	000596.SZ	古井贡酒	22.14	15.07%	32.81	-10.55%	54.95	-1.74%
	603369.SH	今世缘	7.58	31.10%	17.71	-9.42%	25.29	-0.17%
	600559.SH	老白干酒	12.08	4.87%	7.56	-34.19%	19.65	-14.63%
	603589.SH	口子窖	12.06	13.64%	7.77	-42.92%	19.84	-18.14%
	000860.SZ	顺鑫农业	38.38	33.69%	55.24	15.93%	93.63	22.61%
	603919.SH	金徽酒	5.28	6.18%	3.42	-33.37%	8.70	-13.92%
	600197.SH	伊力特	7.91	26.37%	1.53	-70.45%	9.44	-17.48%
	600199.SH	金种子酒	2.21	-57.25%	1.94	-32.94%	4.14	-48.54%
	603198.SH	迎驾贡酒	11.28	7.27%	7.71	-33.55%	18.99	-14.14%
	002646.SZ	青青稞酒	4.27	7.68%	2.03	-44.56%	6.30	-17.38%

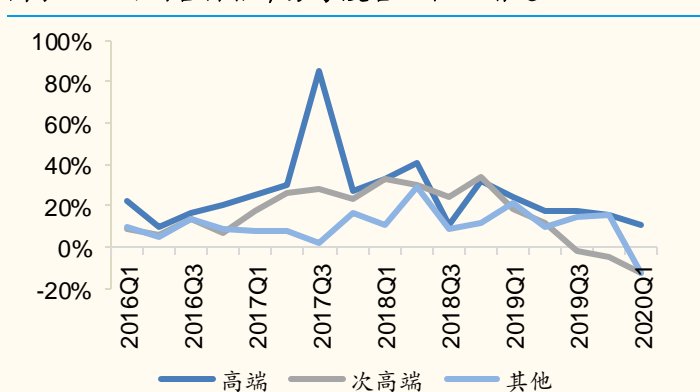
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：白酒板块分季度营业收入（亿元）及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：白酒各价格带分季度营业收入增速



来源：wind，国金证券研究所

- **实际收入 19Q4 受益于春节提前，20Q1 打款政策放松使增速放缓。**还原预收账款后，各白酒企业实际收入在 19Q4 均实现了快速增长，主要系春节提前，经销商提前打款。20Q1 实际收入增速出现下滑，主要系疫情影响消费和预期，部分酒企也放宽了经销商打款的政策。

图表 4：白酒板块公司分季度还原预收账款后的营业收入（亿元）及增速

分类	代码	名称	2019Q4	yoy	2020Q1	yoy	2019Q4+2020Q1	yoy
高端	600519.SH	贵州茅台	278.31	12.95%	192.67	-5.04%	470.98	4.83%
	000858.SZ	五粮液	196.82	30.81%	124.77	-20.72%	321.59	4.47%
	000568.SZ	泸州老窖	49.92	25.28%	20.18	-47.59%	70.10	-10.53%
次高端	002304.SZ	洋河股份	68.03	39.12%	89.46	6.57%	157.50	18.55%
	600779.SH	水井坊	11.78	46.55%	3.88	-52.08%	15.67	-2.95%
	600809.SH	山西汾酒	37.53	12.59%	29.11	-19.30%	66.64	-3.98%
	000799.SZ	酒鬼酒	6.16	17.65%	2.68	-14.06%	8.84	5.82%
其他	600702.SH	舍得酒业	8.26	19.45%	3.22	-46.34%	11.48	-11.14%
	000596.SZ	古井贡酒	18.54	-5.37%	42.85	17.88%	61.39	9.74%
	603369.SH	今世缘	15.88	38.21%	7.59	-29.66%	23.46	5.35%
	600559.SH	老白干酒	15.15	95.84%	8.44	-34.54%	23.59	14.37%
	603589.SH	口子窖	14.27	1.46%	4.31	-53.78%	18.59	-20.56%
	000860.SZ	顺鑫农业	52.04	-4.15%	40.88	-4.44%	92.92	-4.28%
	603919.SH	金徽酒	5.30	14.87%	2.49	-55.58%	7.80	-23.80%
	600197.SH	伊力特	7.53	31.69%	1.11	-78.64%	8.64	-20.87%
	600199.SH	金种子酒	2.05	-61.87%	1.94	-30.12%	3.99	-51.08%
	603198.SH	迎驾贡酒	13.45	8.96%	6.98	-27.68%	20.43	-7.11%
	002646.SZ	青青稞酒	3.89	-4.04%	1.93	-45.68%	5.82	-23.51%

来源：wind，国金证券研究所

1.2 利润端：板块分化加剧，高端、次高端实现正增长

- **利润跟随收入增速放缓。**受收入增速下滑影响，白酒板块 19Q4/20Q1 分别实现归母净利润同增 3.23%/9.05%，增速同降 40.86/18.78pcts。综合考虑四季度和一季度，利润同增 6.72%，增速同降 27.17pcts。
- **板块分化加剧，高端、次高端实现正增长。**分价格带看，高端酒 19Q4 归母净利润增速为 9.03%，高于次高端（-35.36%）和其他（-11.77%）。同时，高端酒受疫情影响相对有限，20Q1 归母利润增速为 17.15%；次高端 20Q1 同增 4.74%；其他酒利润下滑严重，同降 32.65%。综合考虑 Q4 和 Q1，高端和次高端酒企除洋河外均实现正增长，其他酒企均为负增长。茅、五 20Q1 利润增速依然维持在双位数，老窖、汾酒、水井坊、酒鬼酒等在 20Q1 收入增速下滑但利润增长稳定，主要系盈利能力增强。

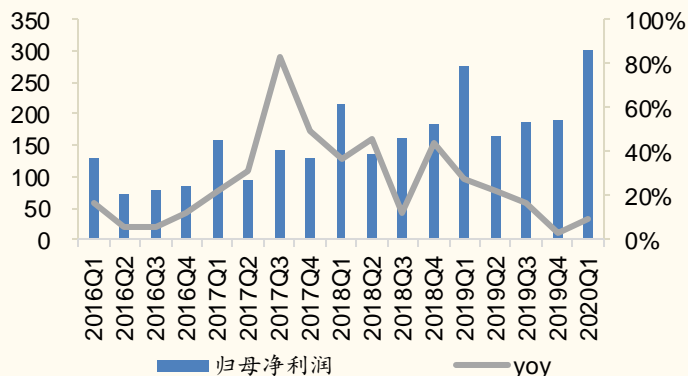
图表 5：白酒板块公司分季度归母净利润（亿元）及增速

分类	代码	名称	2019Q4	yoy	2020Q1	yoy	2019Q4+2020Q1	yoy
高端	600519.SH	贵州茅台	107.52	2.69%	130.94	16.69%	238.45	9.93%
	000858.SZ	五粮液	48.59	24.91%	77.04	18.98%	125.63	21.21%
	000568.SZ	泸州老窖	8.47	15.26%	17.07	12.72%	25.54	13.55%
次高端	002304.SZ	洋河股份	2.36	-78.03%	40.02	-0.46%	42.39	-16.84%
	600779.SH	水井坊	1.87	60.33%	1.91	-12.64%	3.78	12.76%
	600809.SH	山西汾酒	2.43	19.55%	12.25	39.59%	14.67	35.82%
	000799.SZ	酒鬼酒	1.15	87.38%	0.96	32.24%	2.12	57.55%
其他	600702.SH	舍得酒业	2.05	198.36%	0.27	-73.46%	2.32	36.88%
	000596.SZ	古井贡酒	3.56	-19.02%	6.37	-18.71%	9.93	-18.82%
	603369.SH	今世缘	1.64	34.92%	5.80	-9.52%	7.45	-2.43%
	600559.SH	老白干酒	1.33	25.12%	0.66	-44.05%	1.99	-11.20%

603589.SH	口子窖	4.25	8.53%	2.43	-55.36%	6.68	-28.66%
000860.SZ	顺鑫农业	1.45	-30.49%	3.53	-17.64%	4.98	-21.84%
603919.SH	金徽酒	1.08	10.10%	0.58	-47.00%	1.66	-19.96%
600197.SH	伊力特	1.44	4.50%	0.08	-94.42%	1.53	-46.87%
600199.SH	金种子酒	-1.33	-	-0.26	-	-1.59	-
603198.SH	迎驾贡酒	3.30	17.61%	2.33	-34.07%	5.63	-11.20%
002646.SZ	青青稞酒	0.09	-58.65%	-0.05	-109.25%	0.04	-94.50%

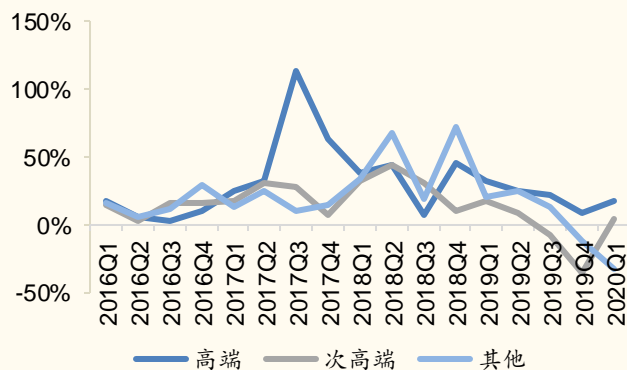
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：白酒板块分季度归母净利润（亿元）及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：白酒各价格带归母净利润增速



来源：wind，国金证券研究所

1.3 利润率：毛利率提升、控费得当，高端、次高端彰显强盈利能力

➤ 1.3.1 毛利率：中高端产品持续发力，毛利率被动提升

- **中高端产品发力，19Q4 毛利整体提升。**多家酒企中高端产品发力，占比持续提升，19Q4 白酒板块整体毛利率同增 0.77pct。其中高端同增 0.40pct，主要系五粮液产品换代实现出厂价提升，国窖 19 年数次提价，特曲下半年控货挺价，中高端产品占比提升；次高端同增 5.66pcts，主要系汾酒青花放量促产品结构优化，水井坊中高档酒提价，舍得系列占比提升。洋河 19Q4 毛利率同降 10.1pcts，主要系梦系列产品调整；顺鑫包材成本上升，中低端光瓶酒贡献加大，毛利率同降 5.8pcts。
- **疫情期间产品结构优化，毛利率被动改善。**高端酒多在节前完成销售，受影响较小。中低档酒消费场景多在宴请、聚餐，受疫情影响较大。故产品结构中高端酒占比被动提升，促进毛利率改善。20Q1 白酒板块毛利率改善 0.42pct，高端和次高端分别提升 0.76/1.02pct，其中老窖、酒鬼酒、老白干等毛利率同增在 5pcts 以上。

➤ 费用率：春节提前费用前置，疫情期间控费得当

- **春节提前，19Q4 费用率提升。**受春节提前销售费用前置影响，次高端、区域地产酒在 19Q4 销售费用率有所上升，其中汾酒、古井、今世缘 19Q4 销售费用率同增 17.8/12.5/14.0pcts，主要系其在央视、地方台投放广告宣传，以扩大影响力。
- **疫情期间销售费用率缩减，税金缴纳政策调整。**因疫情影响销售费用投放，20Q1 销售费用率降低，白酒板块整体同降 0.93pct，其中老窖、水井坊、今世缘费用率同降 3pcts 以上。同时纳税政策调整促税金及附加占营业收入比重有所降低，白酒板块整体同降 1.31pcts，其中老窖、山西汾酒占比同降超 5pcts。

➤ **净利率：高端、次高端彰显强盈利能力**

- **费用确认拖累 19Q4 盈利能力。**受费用影响，19Q4 白酒板块净利率整体同降 2.98pcts，高端/次高端/其他分别同降 2.60/6.69/4.12pcts。其中，茅台同降 5.4pcts，主要系 18 年 Q4 加大非标酒投放，毛利率水平偏高，同时部分费用年末冲回，销售费用率仅为-1.2%；洋河同降 22.2pcts，主要系自身产品、渠道调整；古井同降 6.5pcts，主要系公司开启全国化进程，年末确认央视广告费用，并补交一定税费；顺鑫同降 3.4pcts，主要系毛利率降低、销售费用提前、冬奥会和世园会等赞助费用确认。
- **20Q1 净利率整体提升，高端、次高端盈利能力增强。**受毛利率提升和费用率缩减的影响，20Q1 白酒板块净利率有所上升，同增 2.83pcts，其中高端/次高端分别同增 2.33/5.69pcts，强盈利能力彰显，其中老窖、洋河、汾酒、酒鬼酒净利率同增超过 6pcts。其他酒企盈利能力受疫情冲击，净利率同降 4.75pcts。

图表 8：白酒板块公司 2019Q4 利润率和费用率

代码	名称	净利率	变动	毛利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动	税金及其附加占比	变动
600519.SH	贵州茅台	47.2%	-5.4%	90.8%	-0.3%	2.6%	3.9%	7.9%	0.5%	18.9%	3.4%
000858.SZ	五粮液	39.2%	1.4%	76.3%	1.6%	7.2%	0.7%	7.1%	0.8%	14.1%	0.1%
000568.SZ	泸州老窖	19.0%	0.8%	79.4%	0.4%	36.4%	1.9%	7.5%	0.6%	13.9%	-0.5%
002304.SZ	洋河股份	11.5%	-22.2%	68.0%	-10.1%	20.8%	2.6%	30.7%	17.9%	19.3%	6.8%
600779.SH	水井坊	21.1%	3.9%	84.0%	1.2%	34.1%	4.1%	6.7%	-4.4%	15.3%	-3.7%
600809.SH	山西汾酒	8.8%	0.5%	81.0%	23.8%	33.5%	17.8%	12.5%	1.9%	25.1%	3.9%
000799.SZ	酒鬼酒	21.2%	6.8%	78.1%	-2.6%	19.2%	-14.2%	13.3%	0.3%	15.2%	-0.6%
600702.SH	舍得酒业	26.2%	13.9%	77.7%	3.7%	16.3%	-17.3%	14.8%	0.7%	13.4%	0.9%
000596.SZ	古井贡酒	17.0%	-6.5%	78.2%	1.1%	34.9%	12.5%	11.1%	-0.7%	17.3%	2.4%
603369.SH	今世缘	21.6%	0.6%	74.5%	0.5%	36.4%	14.0%	10.8%	0.1%	24.7%	-1.2%
600559.SH	老白干酒	11.0%	1.8%	59.5%	1.7%	21.6%	-3.7%	10.0%	1.1%	15.5%	0.2%
603589.SH	口子窖	35.2%	-1.7%	77.0%	2.5%	8.9%	1.3%	5.3%	0.2%	16.5%	0.3%
000860.SZ	顺鑫农业	3.8%	-3.4%	39.9%	-5.8%	10.4%	1.4%	6.6%	1.3%	13.7%	-3.0%
603919.SH	金徽酒	20.5%	0.7%	62.2%	0.3%	12.4%	-2.0%	10.3%	2.7%	14.7%	-0.5%
600197.SH	伊力特	19.4%	-3.6%	53.8%	1.9%	5.9%	1.5%	10.5%	-4.7%	14.5%	1.0%
600199.SH	金种子酒	-60.1%	-79.6%	36.8%	-21.5%	48.9%	28.1%	8.6%	5.2%	11.6%	0.1%
603198.SH	迎驾贡酒	29.3%	2.6%	68.8%	6.3%	8.5%	-1.7%	6.0%	0.4%	16.7%	0.9%
002646.SZ	青青稞酒	1.0%	-3.8%	63.8%	-4.5%	32.6%	4.0%	12.3%	-1.2%	14.9%	-2.5%

来源：wind，国金证券研究所

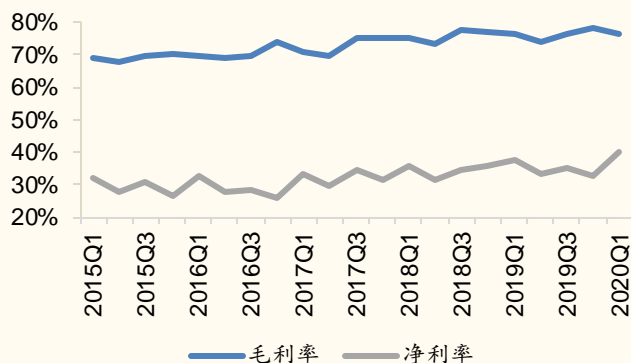
图表 9：白酒板块公司 2020 Q1 利润率和费用率

代码	名称	净利率	变动	毛利率	变动	销售费用率	变动	管理费用率	变动	税金及其附加占比	变动
600519.SH	贵州茅台	56.8%	1.7%	91.7%	-0.4%	2.6%	-1.3%	6.2%	-0.3%	9.7%	-1.0%
000858.SZ	五粮液	39.8%	1.1%	76.5%	0.7%	8.5%	1.3%	3.6%	-0.9%	13.3%	-0.6%
000568.SZ	泸州老窖	48.6%	11.3%	86.9%	7.7%	13.7%	-3.3%	4.9%	1.0%	5.9%	-5.6%
002304.SZ	洋河股份	43.2%	6.2%	73.7%	1.4%	6.7%	0.3%	5.7%	0.7%	15.0%	0.8%
600779.SH	水井坊	26.2%	2.7%	83.5%	1.0%	23.7%	-6.1%	8.7%	2.8%	16.0%	0.2%
600809.SH	山西汾酒	29.8%	6.6%	72.2%	0.3%	21.4%	0.6%	5.5%	1.6%	6.6%	-6.9%
000799.SZ	酒鬼酒	30.7%	9.7%	85.4%	7.8%	23.9%	-2.3%	7.3%	0.4%	15.0%	-1.4%
600702.SH	舍得酒业	7.7%	-7.8%	72.4%	-2.4%	25.2%	-0.9%	17.0%	5.1%	14.7%	0.5%
000596.SZ	古井贡酒	19.2%	-2.5%	77.3%	-0.9%	30.2%	-1.7%	6.2%	1.9%	15.9%	1.1%
603369.SH	今世缘	32.8%	0.0%	73.2%	-1.4%	12.5%	-3.4%	2.6%	0.3%	16.1%	1.0%
600559.SH	老白干酒	8.7%	-1.5%	67.5%	6.6%	32.3%	7.5%	11.1%	1.6%	14.1%	-1.0%
603589.SH	口子窖	31.3%	-8.7%	77.5%	-0.3%	16.5%	7.5%	6.0%	2.5%	14.9%	0.7%
000860.SZ	顺鑫农业	6.4%	-2.6%	28.4%	-9.9%	6.6%	-2.9%	3.7%	-1.2%	7.8%	-2.7%
603919.SH	金徽酒	16.9%	-4.3%	60.5%	2.4%	12.4%	1.9%	11.8%	4.8%	14.5%	0.6%

600197.SH	伊力特	5.4%	-23.5%	49.5%	-3.3%	8.1%	3.8%	5.8%	3.4%	18.8%	4.4%
600199.SH	金种子酒	-13.4%	-16.6%	35.2%	-10.4%	28.5%	7.3%	19.0%	6.7%	11.1%	0.2%
603198.SH	迎驾贡酒	30.3%	-0.2%	72.1%	4.9%	13.0%	3.8%	5.7%	1.7%	13.4%	-1.3%
002646.SZ	青青稞酒	-3.6%	-16.7%	65.3%	0.4%	32.5%	10.3%	19.4%	9.6%	14.9%	-0.9%

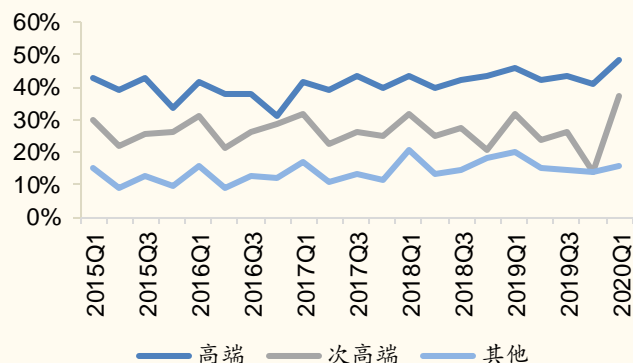
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 白酒板块分季度毛利率和净利率



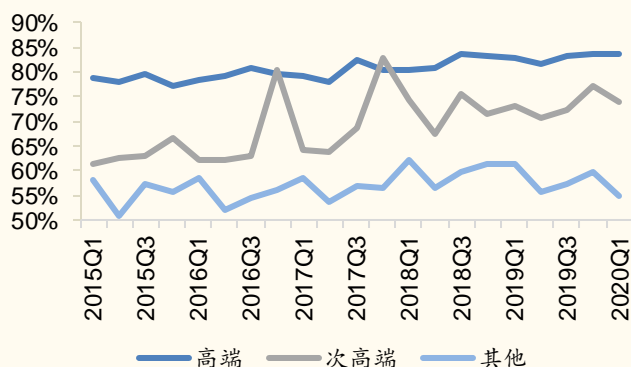
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 白酒各价格带分季度净利率



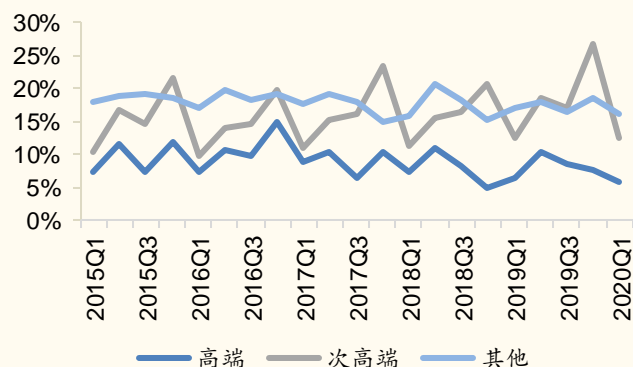
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 白酒各价格带分季度毛利率



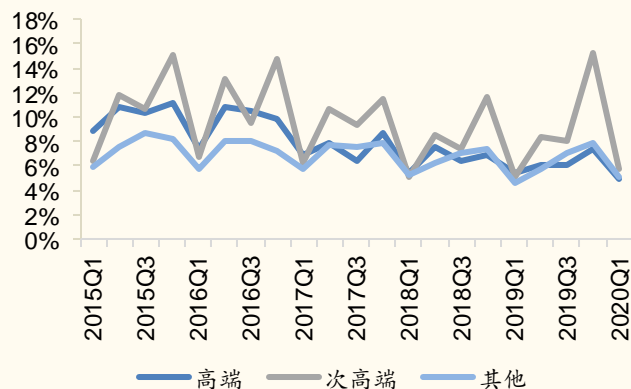
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 白酒各价格带分季度销售费用率



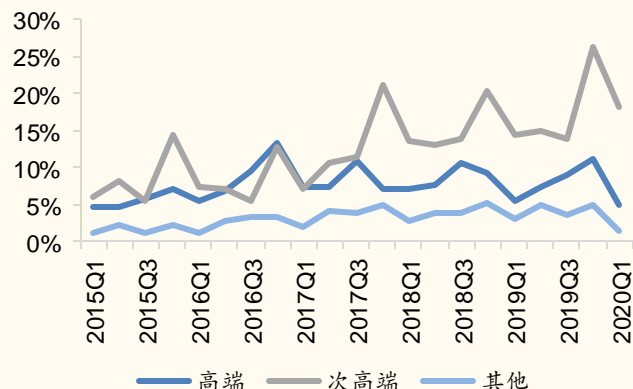
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 白酒各价格带分季度管理费用率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 白酒各价格带分季度税金及附加/营业总收入

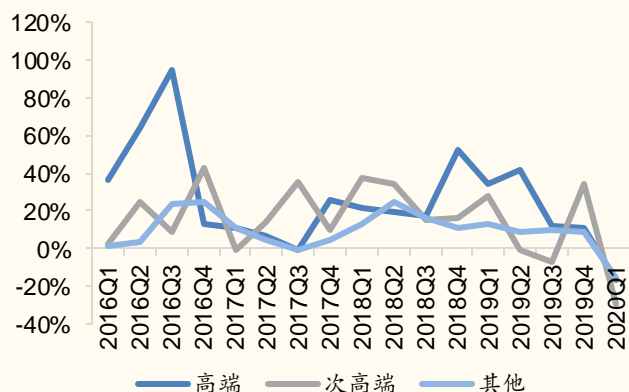


来源: wind, 国金证券研究所

1.4 现金流量表：疫情背景，回款受一定影响。

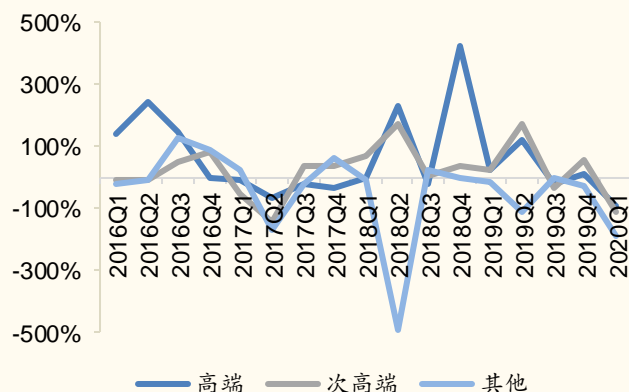
- 疫情影响销售商品的现金流回款。19Q4 现金流回款良好，白酒板块销售收现同增 13.84%。20Q1 高端/次高端/其他的销售收现分别同降 16.48%/29.50%/15.38%，一方面受春节提前，打款前置的影响，另一方面，各酒企更改了经销商必须强制打款的政策。综合考虑 19Q4 和 20Q1，白酒板块销售收现仍同降 2.66%。
- 经营现金净流量多为负。受疫情影响，经营性现金净流量均出现下滑，20Q1 白酒板块整体同降 103.03%，高端/次高端/其他分别同降 91.89%/108.52%/187.16%。其中茅台 20Q1 逆势同增 93.67%，主要系存放中央银行和同业款项净增加额减少及支付的各项税费减少；古井同增 61.54%，主要系销售订单增加，销售回款向好。

图表 16：白酒各价格带分季度销售付现增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 17：白酒各价格带分季度经营性现金流增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：白酒板块公司分季度销售收现（亿元）及增速

分类	代码	名称	2019Q4	yoy	2020Q1	yoy	2019Q4+2020Q1	yoy
高端	600519.SH	贵州茅台	288.12	8.11%	218.66	-3.92%	506.78	2.6%
	000858.SZ	五粮液	207.87	6.10%	126.87	-28.31%	334.74	-10.2%
	000568.SZ	泸州老窖	62.30	53.63%	27.10	-34.83%	89.40	8.8%
次高端	002304.SZ	洋河股份	90.53	55.69%	59.91	-27.21%	150.44	7.1%
	600779.SH	水井坊	10.47	18.31%	7.71	-23.61%	18.18	-4.0%
	600809.SH	山西汾酒	30.32	3.04%	37.84	-33.18%	68.16	-20.8%
其他	000799.SZ	酒鬼酒	4.75	12.19%	2.98	-17.65%	7.73	-1.6%
	600702.SH	舍得酒业	8.10	19.94%	4.85	-39.77%	12.95	-12.5%
	000596.SZ	古井贡酒	24.94	29.65%	44.16	34.51%	69.10	32.7%
	603369.SH	今世缘	16.01	38.07%	10.10	-23.02%	26.11	5.6%
	600559.SH	老白干酒	12.93	34.69%	7.87	-32.56%	20.79	-2.2%
	603589.SH	口子窖	11.56	2.75%	8.67	-28.98%	20.23	-13.8%
	000860.SZ	顺鑫农业	53.17	-6.01%	45.00	-13.84%	98.16	-9.8%
	603919.SH	金徽酒	5.51	2.06%	3.08	-49.86%	8.59	-25.5%
	600197.SH	伊力特	6.65	14.93%	1.85	-72.87%	8.50	-32.5%
	600199.SH	金种子酒	4.43	-12.96%	1.34	-58.29%	5.77	-30.5%
	603198.SH	迎驾贡酒	15.47	14.25%	5.12	-49.55%	20.59	-13.1%
	002646.SZ	青青稞酒	4.35	-9.51%	2.14	-52.21%	6.49	-30.1%

来源：wind，国金证券研究所

图表 19：白酒板块公司分季度经营性现金流净额（亿元）及增速

分类	代码	名称	2019Q4	yoy	2020Q1	yoy	2019Q4+2020Q1	yoy
高端	600519.SH	贵州茅台	178.95	35.94%	23.03	93.67%	201.98	40.7%
	000858.SZ	五粮液	69.21	-18.01%	-12.02	-115.16%	57.19	-65.1%
	000568.SZ	泸州老窖	14.96	-26.48%	-3.16	-156.38%	11.80	-54.6%

次高端	002304.SZ	洋河股份	50.79	59.59%	-3.29	-367.45%	47.50	43.7%
	600779.SH	水井坊	1.48	-47.81%	0.81	-67.03%	2.30	-56.7%
	600809.SH	山西汾酒	11.80	91.41%	1.26	-94.96%	13.06	-58.2%
	000799.SZ	酒鬼酒	2.03	30.69%	-0.48	-	1.56	4.0%
	600702.SH	舍得酒业	4.05	115.78%	-0.74	-	3.31	87.1%
其他	000596.SZ	古井贡酒	-20.49	-	16.33	61.54%	-4.16	384.7%
	603369.SH	今世缘	7.57	129.08%	-2.36	-	5.21	88.5%
	600559.SH	老白干酒	4.10	-	-3.10	-	1.00	-234.9%
	603589.SH	口子窖	6.94	-3.79%	-2.95	-554.92%	3.99	-49.2%
	000860.SZ	顺鑫农业	15.35	-37.72%	-8.58	-462.80%	6.76	-75.0%
	603919.SH	金徽酒	0.83	-15.88%	-0.75	-145.44%	0.08	-96.9%
	600197.SH	伊力特	2.87	34.54%	-2.38	-435.72%	0.49	-82.9%
	600199.SH	金种子酒	-0.02	-	-0.92	-	-0.94	-52.7%
	603198.SH	迎驾贡酒	8.75	23.80%	-3.83	-	4.92	-8.8%
	002646.SZ	青青稞酒	-0.04	-103.82%	-0.99	-	-1.03	-204.6%

来源: wind, 国金证券研究所

1.5 二季度投资策略

- 目前两会召开、学生开学等积极信号持续释放，高端白酒消费已恢复 7 成左右，次高端恢复 6-7 成，其他恢复 5-6 成，有望在中秋全部恢复。结合需求端改善及估值性价比，首推五粮液、今世缘、泸州老窖；建议关注古井、汾酒及洋河。

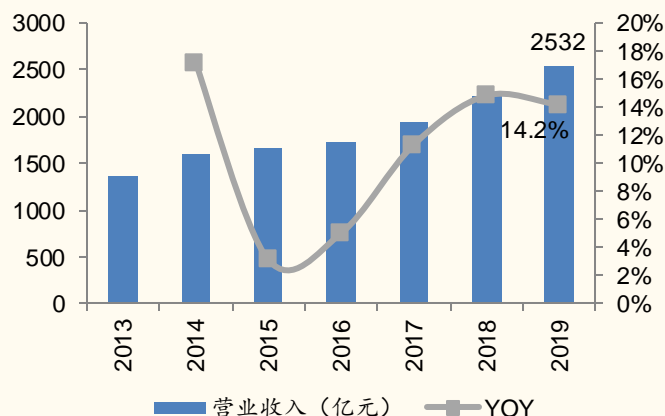
二、乳制品：一季报分化明显，二季度首选奶粉，重点关注液奶的边际改善以及奶酪的持续高增长

2.1 2019 年报总结：完美收官，细分板块均表现优异

- **19 年整体平稳过渡，奶价上涨利好上游牧业。**从 A+H 股口径来看（A 股我们选择中信行业分类-乳制品，H 股我们选择港交所行业分类-乳制品），2019 年乳制品板块实现收入总额为 2532 亿元，同比增长 14.2%；实现利润总额 183 亿元，同比增长 83.9%，主要受上游牧业利润释放所拉动（牧业公司大多分布在港股，拆分 A、H 股来看，2019 年 A 股净利润同比 +16.6%，H 股同比 +248.2%）。2019 年板块整体实现毛利率 39.7%，同比提升 0.2pct，其中 A 股乳企毛利率同比下滑 0.6pct（主要受奶价上涨所致，2019 年原奶价格平均同比上涨 5.5%），H 股乳品板块毛利率同比提升 1.0pct。2019 年板块整体实现销售费用率 23.8%，同比下降 1.2pct，主要在于同期高基数（2018 年世界杯，各品牌宣传加大）以及规模效应。2019 年板块整体实现净利率 7.2%，同比提升 2.7pct，全年完美收官。
- **各细分板块均表现优异：液奶龙头收入稳步向上，奶粉、奶酪实现高增。**拆分乳制品下各个板块来看，2019 年均有不少表现：
 - 1) 液态奶受益于 2020 年春节提前，原本应于 1 月份的春节备货提前至 2019 年 12 月份，因此四季度收入端普遍表现较好（如伊利 19Q4 收入同比 +18.5%），两强全年收入均稳中向上（伊利收入 +14.0%，蒙牛收入 +14.6%）。
 - 2) 国产优质品牌市占率提升逻辑持续得到验证，根据欧睿数据，2019 年我国婴幼儿奶粉零售额达到 1755 亿元，同比增长 8.4%，其中国产品牌实现更高增速（国产 +14% VS 外资 +3%），且份额同比提升 2pct 至 49%。优质国产品牌如飞鹤、澳优均实现较高增长，飞鹤全年收入同比 +32.0%，澳优同比 +25.0%（其中核心业务自有品牌奶粉收入增速超 30%）。

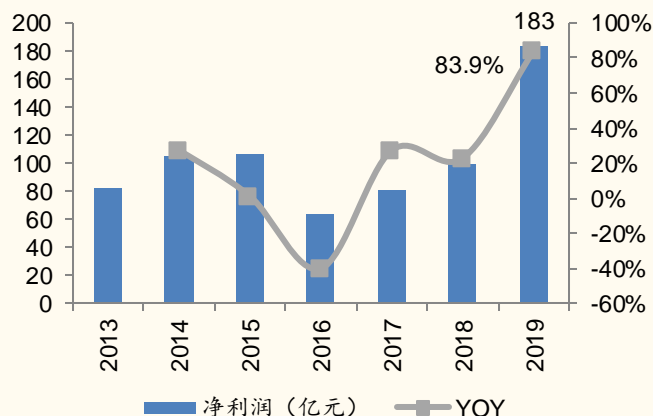
- 3) 奶酪受益于零售端消费场景的“点式”拓展，增长十分迅速。近年来，各奶酪企业积极拓展消费人群，通过赋予产品以高钙、高蛋白质、动画 IP 属性，精确切入了儿童辅食的消费场景，相继推出儿童成长奶酪和棒棒奶酪等针对儿童的零售产品，获得了巨大成功，其中以妙可蓝多最为典型，其奶酪业务受益于奶酪棒的高速扩张实现翻倍增长。

图表 20：乳制品板块收入总额及增速（亿元）



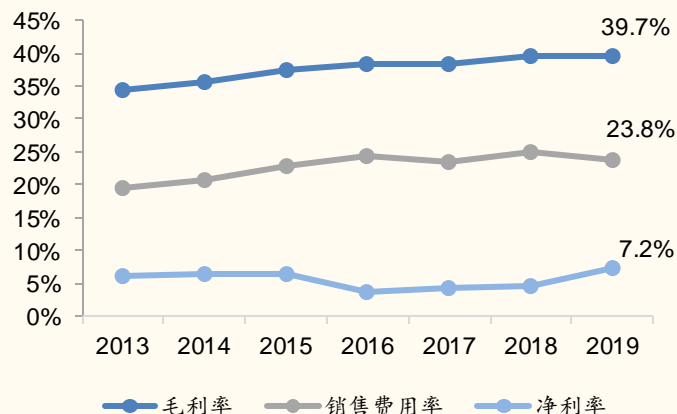
来源：wind，国金证券研究所；注：口径为 A+H 股，A 股我们选择中信行业分类-乳制品，H 股我们选择港交所行业分类-乳制品，图 2、3 口径如上。

图表 21：乳制品板块净利润总额及增速（亿元）



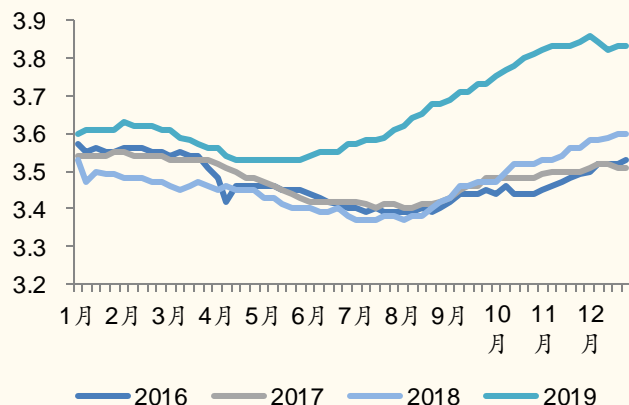
来源：wind，国金证券研究所

图表 22：乳制品板块毛利率、费用率以及净利率表现



来源：wind，国金证券研究所

图表 23：2019 年原奶价格持续上涨（元/kg）



来源：wind，农业部，国金证券研究所

图表 24：乳制品板块重点公司各财务指标一览（亿元）

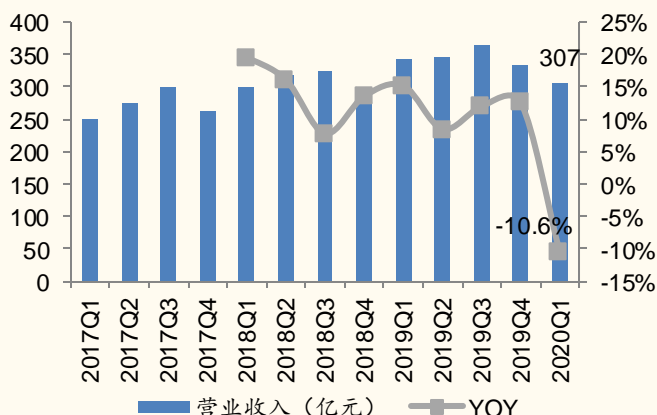
	2019 营业收入	营收 YOY	2019 归 母净利润	利润 YOY	毛利率	毛利率 同比变化	销售 费用率	费用率 同比变化	净利率	净利率 同比变化
伊利股份	900.1	14.0%	69.3	7.7%	37.4%	-0.5pct	23.4%	-1.5pct	7.7%	-0.5pct
蒙牛乳业	790.3	14.6%	41.1	34.9%	37.6%	+0.2pct	27.3%	持平	5.4%	+0.8pct
中国飞鹤	137.2	32.0%	39.4	75.5%	70.0%	+2.5pct	28.0%	-7.2pct	28.7%	+7.1pct
澳优	67.4	25.0%	8.8	38.3%	52.5%	+3.1pct	26.3%	-0.5pct	13.1%	+1.1pct
妙可蓝多	17.4	42.3%	0.2	80.7%	31.6%	+4.6pct	20.6%	+3.9pct	1.1%	+0.2pct

来源：wind，国金证券研究所

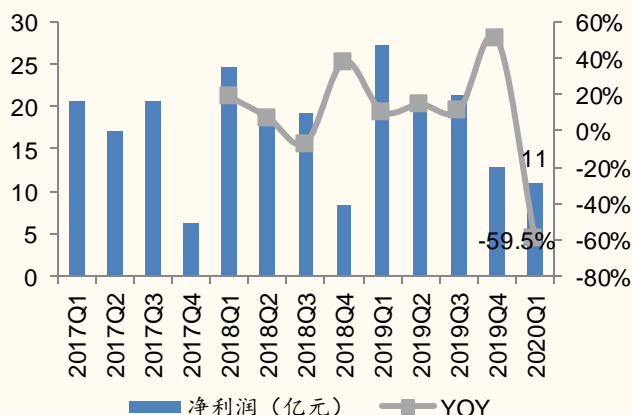
2.2 2020 一季报总结：疫情下分化明显，液奶受损，奶粉、奶酪高增

- **疫情对乳制品板块短期影响较大，20Q1 收入、利润双降。**从 A 股口径来看（由于港股大多不披露季报，在此仅统计 A 股乳企，口径为中信行业分类），2020 年一季度乳制品板块实现收入总额 307 亿元，同比下降 10.6%；净利润实现 11 亿元，同比下降 59.5%。疫情对乳制品行业的影响主要体现在两个方面：1）疫情下消费者出门需求急剧下降，春节送礼需求受到压制，而根据以往经验，春节送礼大多以常温白奶以及乳饮料为主，且其中高端产品占比较高（如金典、有机奶、安慕希等），因此对业绩影响较大；2）疫情下低线城市门店大多呈闭店状态，终端动销放缓。从毛利率来看，2020 年一季度板块整体毛利率为 36.0%，同比下降 1.7pct，主要在于买赠促销加大（部分公司将此计入成本）以及产品结构升级贡献减弱。Q1 销售费用率为 25.5%，同比提升 2.2pct，主要在于终端促销投入加大以及规模效应下降所致。Q1 整体净利率下滑 4.3pct 至 3.6%，疫情影响较为明显。
- **细分板块分化明显，奶粉刚需属性凸显，液奶送礼属性得到明显压制，奶酪家庭餐饮+零售需求双释放。**拆分乳制品下各个板块来看：
 - **液态奶尤其是常温奶具备较强的礼品属性以及较高的线下渠道占比，因此在疫情下受影响相对较大。**渠道反馈 2 月份各乳企库存均明显偏高（春节常规压货+疫情下动销放缓，部分品牌库存达到 2 个月以上），厂商出货节奏受到影响，各品牌均加大促销以消化库存，因此整体来看一季度业绩表现相对较差，收入、利润均有同比下滑。
 - **奶粉厂商积极转型线上，叠加其刚需属性，一季度受影响不大。**疫情影响下消费者出门受限，门店陆续关店，且难以开展线下活动，在此背景下各奶粉厂商积极调整销售模式，迅速转型线上，并开展创新性营销活动（如直播带货、导购送货上门）。同时奶粉具备刚需属性以及囤货属性，因此一季度并未受到较大影响。国产优质奶粉品牌在此次疫情下反应更为迅速，如飞鹤、澳优等，一季度核心奶粉业务收入增速预计均超过 30%，伊利奶粉板块在一季度也实现 27% 的增长。
 - **疫情下家庭烘焙加速渗透，零售产品需求爆发。**零售端来看，奶酪产品大多为冷链运输，不具备礼品属性，但其兼具乳制品的营养属性以及休闲零食的囤货属性，因此疫情下需求仍然十分旺盛，再加上产品铺货大多在连锁 KA，疫情下基本都正常营业，经销商进货比较积极，因此受影响相对较小。餐饮端来看，终端受影响确实较大，但家庭烘焙逐渐崛起，疫情下消费者居家消费增多加速了奶酪在家庭餐饮渠道的渗透，线上小包装马苏里拉以及芝士片均得到高速增长（妙可蓝多 Q1 奶酪同比实现翻倍以上增长，其中奶酪棒同比增长近 200%）。

图表 25：A 股乳制品板块分季度收入及增速（亿元）



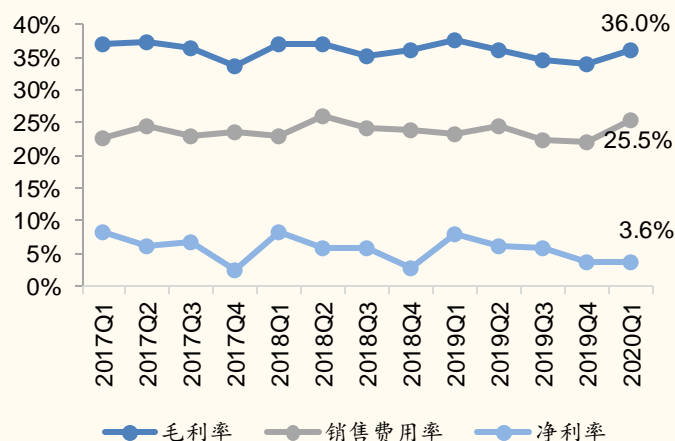
图表 26：A 股乳制品板块分季度净利润及增速（亿元）



来源：wind，国金证券研究所；口径为 A 股中信行业分类-乳制品，下同。

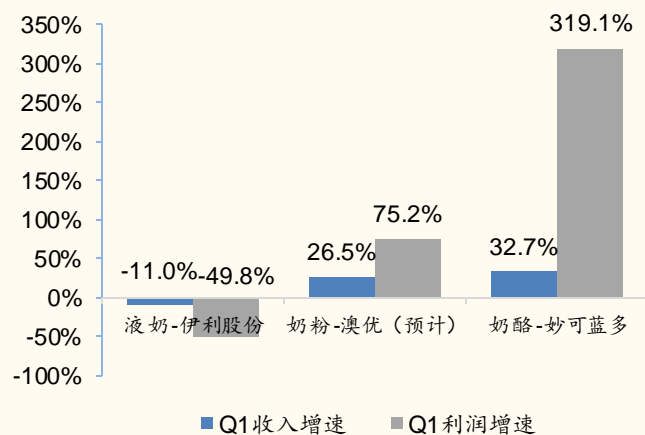
来源：wind，国金证券研究所

图表 27: A 股乳制品板块毛利率、费用率、净利率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 28: 乳制品板块重点公司 20Q1 收入、利润增速

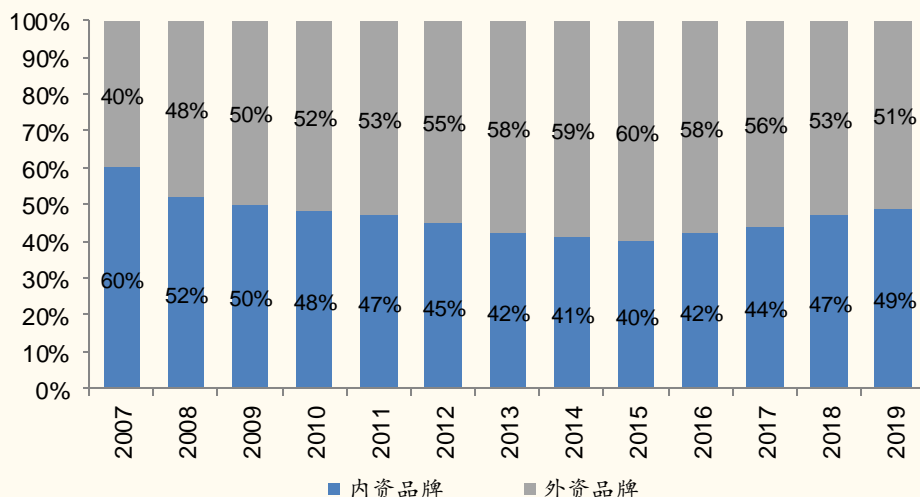


来源: wind, 国金证券研究所; 注: 蒙牛、飞鹤未披露季报, 在此不做统计, 澳优已披露一季度盈喜, 此处为预计数。

2.3 二季度投资策略

- 国产奶粉市占率提升逻辑得到强化, 从确定性角度建议首选国产优质品牌如飞鹤、澳优等。此次疫情下国产奶粉及时调整措施, 我们认为国产优质奶粉份额将会加速提升, 原因在于: 1) 向上挤压外资奶粉品牌。海外疫情持续发酵, 预计之后外资品牌供货能力将受到较大的考验, 而这也将为国产奶粉提供市场份额机遇; 2) 向下加速挤压国产中小品牌。疫情下很多小品牌难以保证持续的供货以及客流量, 同时小品牌会员体系不够完善, 难以对消费者进行持续的跟踪服务, 线上转型也较为困难。这就为供应链强大、会员管理体系完善、线上模式调整及时的优质国产奶粉 (如飞鹤、澳优等) 提供了进一步侵占市场份额的机会, 同时国产优质品牌将会持续加强新消费者的消费粘性, 我们认为这一趋势是可持续的, 二季度仍将看到优质国产奶粉市占率的提升。我们坚定推荐飞鹤、澳优, 二季度乃至全年业绩确定性较强, 估值也有所支撑。

图表 29: 近年来国产奶粉市占率持续提升



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

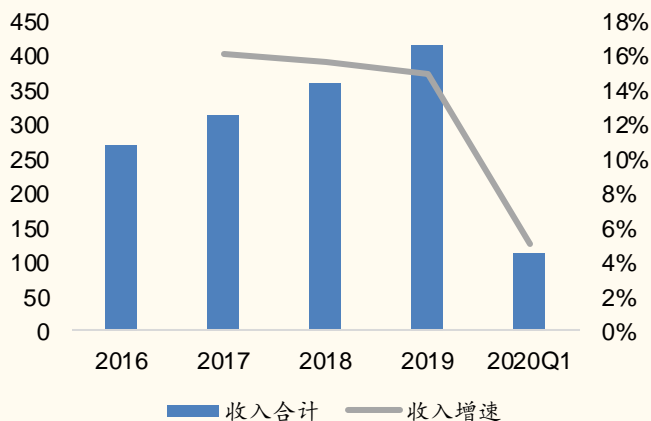
- **自饮需求逐渐释放，叠加消费回暖，二季度重点关注龙头乳企的边际改善。** 一季度液奶受疫情影响较大，但渠道反馈 3 月份已经看到库存逐渐下降（主要在于各乳企的强促销），4 月份渠道库存已恢复至较合理水平。截至五月份，整体销售预计已经恢复至八九成，预计六月份实现基本完全恢复。二季度往往为一年中液态奶的销售淡季，但其更多体现了自饮需求（一、三、四季度往往会有春节、中秋送礼需求）。我们认为随着自饮需求的逐步释放（尤其是疫情下营养专家对牛奶等乳制品的重视与强调），叠加二季度消费的逐步回暖，下游乳企二季度有望实现边际回暖。当前市场预期已经全面下调，目前为长期预期低点，我们看好龙头企业在风险事件下的应对能力，建议重点关注伊利、蒙牛的逐季边际改善。
- **奶酪零售需求爆发，疫情下家庭烘焙模式有望加速渗透，看好二季度奶酪行业的旺盛需求以及妙可蓝多奶酪棒的持续放量。** 疫情下零售奶酪消费需求依然十分旺盛，我们更看好之后表现；同时家庭烘焙模式逐渐兴起，我们认为这一消费模式有望在后期培养成长期趋势，奶酪行业高增长仍然可期。我们坚定推荐此优质赛道下的妙可蓝多，预计一季度整体订单完成度可能不足 100%，二季度伴随产能扩张（增至 15 条产线）、开工完全恢复以及终端旺盛的需求，我们预计 Q2 业绩将会得到更好的释放。公司兼具高成长性与深厚护城河，奶酪棒大单品增速较快，市场主要竞争对手威胁不大，深入做三四线收割份额，空中投放效果较高。蒙牛加入形成长期利好，基本面有望持续向上，核心大单品逻辑得到持续强化，利润预计在规模效应下逐渐显现，持续消化估值。

三、调味品：疫情影响有限，行业加速洗牌

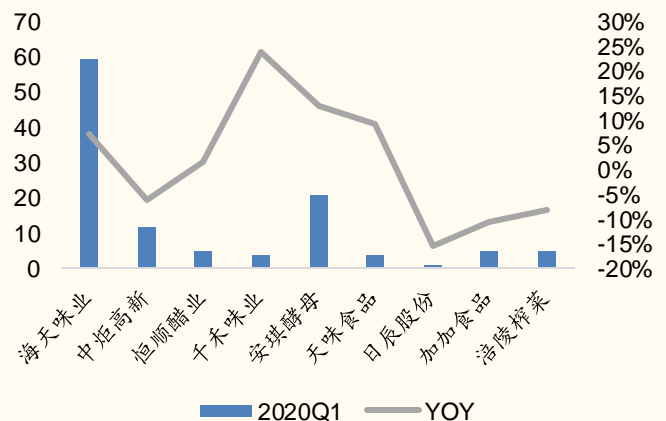
3.1 餐饮消费受疫情压制，龙头市场调整能力更强

- **餐饮消费受疫情压制，家庭消费多元化趋势明显。** 调味品虽然一季度整体受到疫情冲击增长降速，9 家重点公司合计收入增速降至 5%，但分渠道消费的差异化较为明显。从家庭端来看，家庭消费需求增长并且愈发多元化，参考我们跟踪到的终端数据，Q1 调味品商超端实现两位数的同比增长，行业需求不减，具体到公司来看，商超渠道占比较高的千禾味业 Q1 收入端实现了 23.6% 的高增长；另一方面复合调味料消费热情高、小品类增长提速，疫情刺激下家庭消费者对调味品的需求愈发多元化。从餐饮端来看，一季度餐饮行业营业收入较去年同期下降超过 30%，预计餐饮端调味品需求也同比比例下滑。

图表 30：一季度调味品行业收入降速



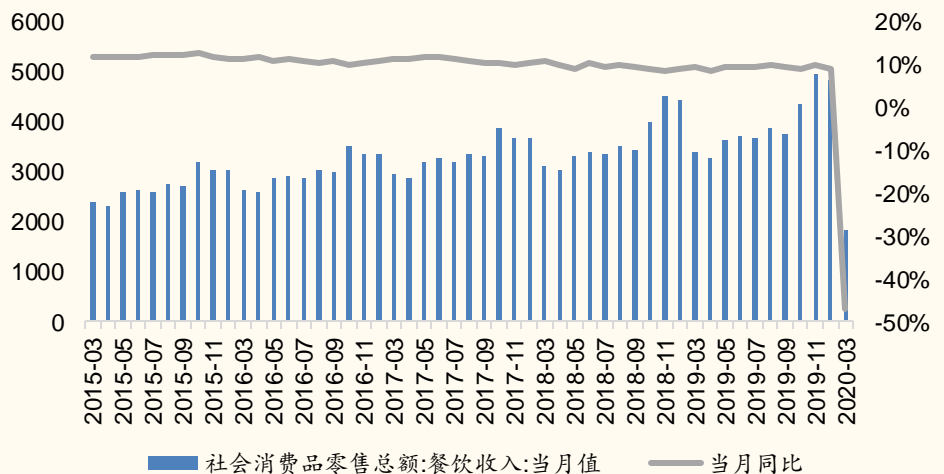
图表 31：分公司收入情况



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

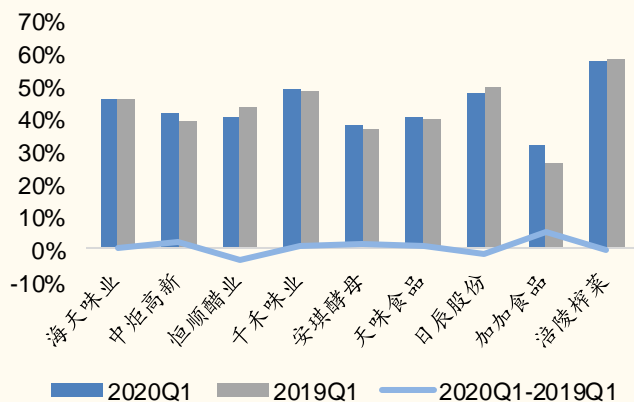
图表 32：调味品行业受疫情影响较大



来源：wind，国金证券研究所

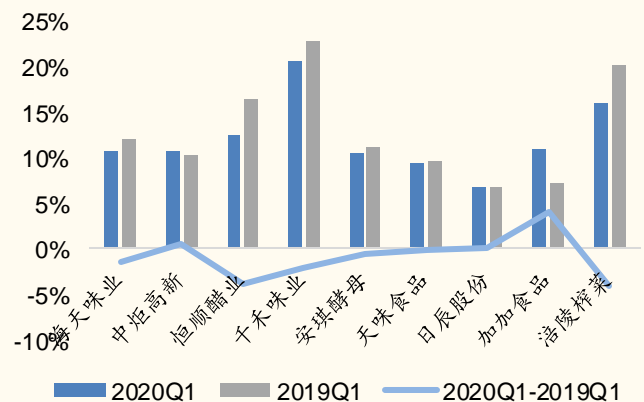
- **龙头市场调整能力更强，疫情将加速行业洗牌。** 分公司来看，行业龙头海天虽然餐饮端消费占比较高，但公司通过积极调整产品结构和渠道结构，有效应对了疫情的影响，收入端依旧实现 7.2% 的稳健增长；安琪酵母作为酵母细分领域的龙头，也顺应消费需求实现 12.7% 的可观增长；食醋细分领域龙头恒顺也实现了 1.3% 的正向增长；龙头企业疫情期间展现出了更为优秀的市场调整能力，进一步加大了领先优势，预计疫情使得中小企业面临较大的经营压力，迫使中小企业退出，进而加速行业洗牌。
- **毛利率提升+销售费用率下降，疫情期净利率不减反升：**从费用端来看，多数调味品企业一季度毛利率同比有所提升，一方面因为出厂价更高的家庭端产品占比提升，另一方面原材料中包材的价格也略有下降；并且因疫情期间促销活动减少使得各企业销售费用率也同比下降。综合来看，疫情期间各公司积极应对，反而使得大部分企业净利率不降反升，疫情对行业内各上市公司经营影响极为有限。

图表 33：分公司毛利率情况



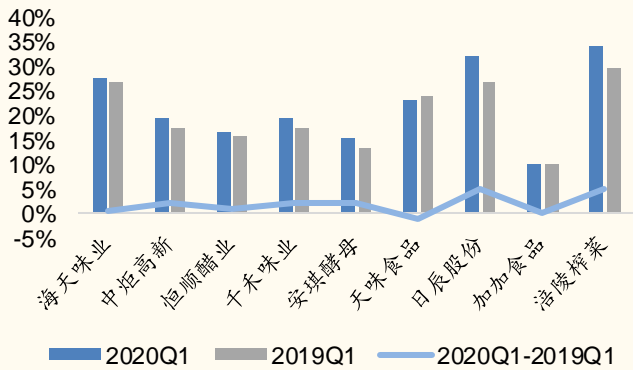
来源：wind，国金证券研究所

图表 34：分公司销售费用率情况



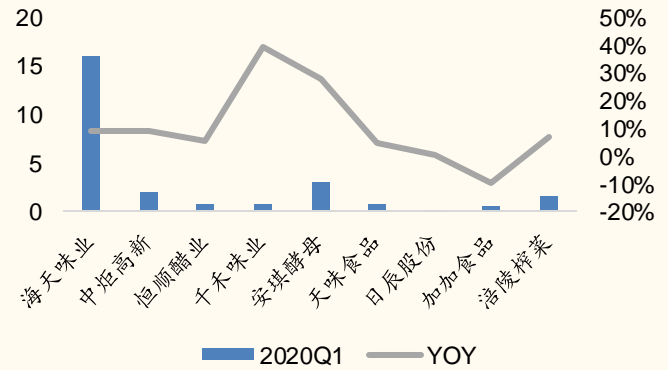
来源：wind，国金证券研究所

图表 35：分公司净利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 36：分公司归母净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

3.2 二季度投资策略

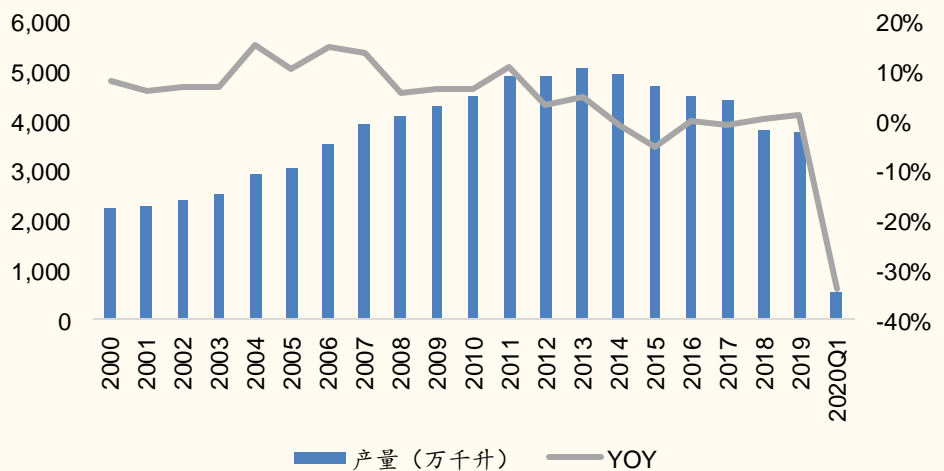
- 我们建议重点关注调味品两大龙头企业海天味业和中炬高新，两家企业并未因疫情调低 20 年业绩目标，我们认为疫情仍属短期影响，长期我们更看好疫情全面提升行业应对系统性风险的能力，加速行业集中度提升；我们长期看好海天以稳健换空间；中炬高新受激励机制改革将迎来更快增长，估值有望提升，当前重点关注。同时关注具备改革预期的恒顺醋业以及进入成长周期的安琪酵母。

四、啤酒：疫情不改结构升级，行业加速恢复

4.1 收入短期承压，净利率下滑

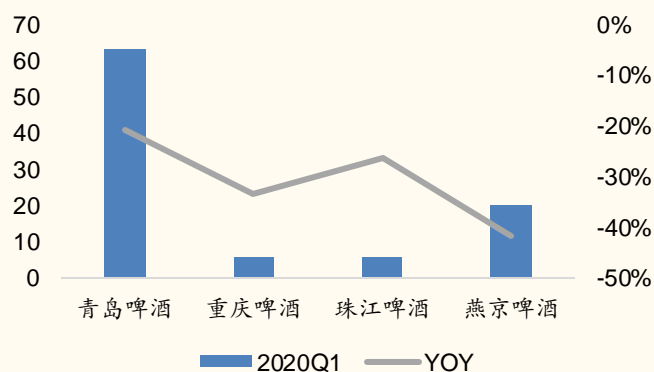
- 产量大幅下跌，收入短期承压：受疫情影响，一季度啤酒行业总产量下跌超过 40%，2、3 月份受疫情影响较大。分渠道来看，疫情期间餐饮渠道啤酒销售基本停滞，家庭消费同样受到一定的抑制，但各企业通过电商社区配送等方式丰富消费者购买渠道，有效应对了疫情的冲击。分公司来看，餐饮端占比较高的企业收入下滑比例更高，而非现饮渠道占比较高企业下滑幅度更小。拆分量价来看，虽然各企业销量受影响较大，但因产品结构和销售渠道的调整，各企业吨价均同比提升，因此疫情加速了各企业结构升级的节奏，其中易拉罐产品增长最为亮眼。

图表 37：一季度啤酒产量下跌 33.9%



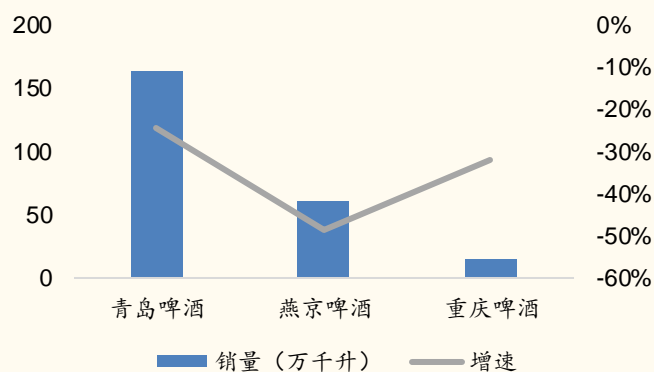
来源：wind，国金证券研究所

图表 38：分公司收入情况



来源：wind，国金证券研究所

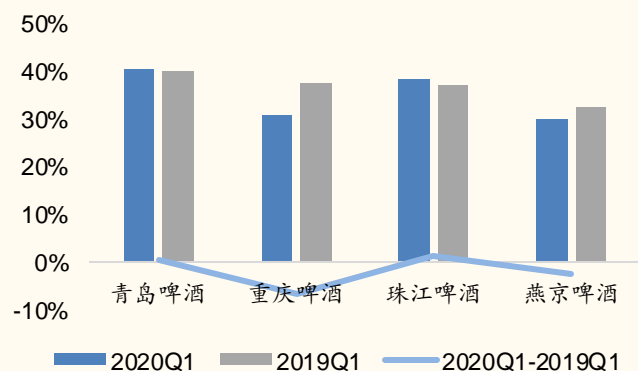
图表 39：分公司销量情况



来源：wind，国金证券研究所

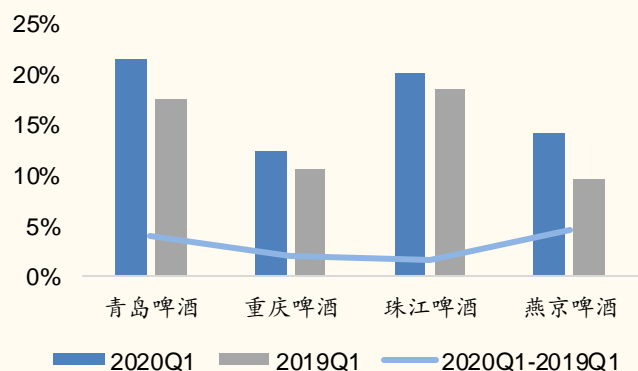
■ **毛利率微增+销售费用率提升，净利率承压：**从毛利率来看，虽然各企业收入下降较多，但在原材料价格压力趋缓和产品吨价提升的共同拉动下，大部分企业毛利率仍有小幅提升。从销售费用来看，因收入下降较多，而销售费用中人工等固定成本并未同比例减少，因此各企业销售费用率均同比有所提升。综合来看，受收入下降以及销售费用率提升的影响，全行业一季度净利率均有所下降，盈利能力短期内受疫情影响较大。

图表 40：分公司毛利率情况



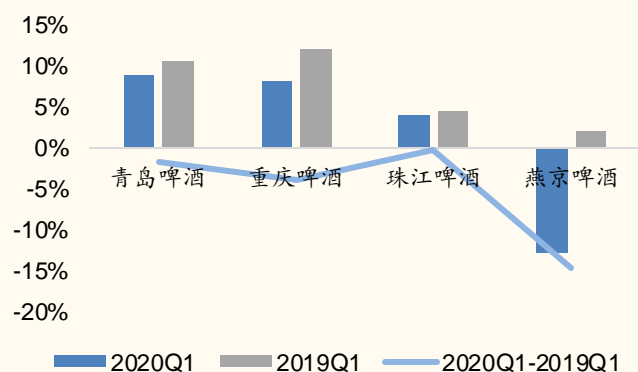
来源：wind，国金证券研究所

图表 41：分公司销售费用率情况



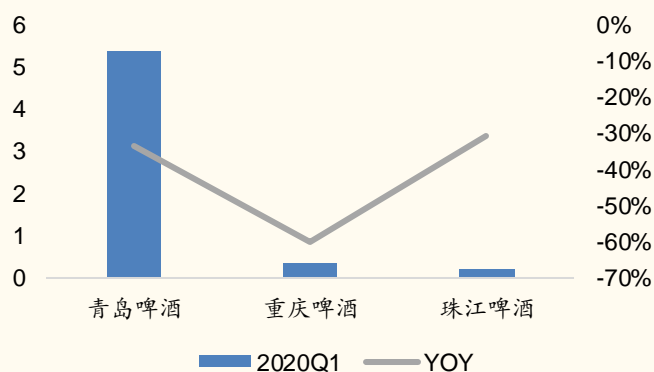
来源：wind，国金证券研究所

图表 42：分公司净利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 43：分公司归母净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

4.2 二季度投资策略

- **疫情好转+旺季来临，啤酒行业全面恢复：**目前来看，疫情明显好转，各地餐饮、旅游等陆续恢复，预计啤酒行业也将持续受益，同时叠加啤酒旺季的逐步来临，啤酒行业正全面恢复。虽然一季度受疫情影响较大，但我们仍看好啤酒行业全年结构升级的大趋势不改，各企业经营效率持续提升。
- 长期来看，结构升级和利润改善仍是行业增长的核心动能，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，推荐关注具备中高端研发和渠道能力的青岛啤酒，建议重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的重庆啤酒、珠江啤酒等。

风险提示

- 宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险/行业竞争加剧/食品安全风险等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH