

高端白酒持续增长，调味品行业改善

——食品饮料行业 2016 年年报、2017 年一季报数据

综述

2017 年 5 月 10 日

看好/维持

食品饮料 | 年报、一季报

投资摘要：

酒肉带动行业高增长。2016 年全年食品饮料行业上市公司累计收入的增速为 7.69%，从全年来看，食品饮料行业上市公司累计收入增速呈现一、四季度旺季增速较高，二、三季度相对较低的走势，2016 年由于高端白酒的逐步好转，猪肉价格的上涨带来“酒肉”子行业的收入高增长。2017 年一季度食品饮料行业上市公司累计收入的增速为 12.61%，好于 2015Q4+2016Q1 的收入增速；分子行业来看，食品、白酒、葡萄酒、调味品子行业的收入增速实现两位数增长。

高端白酒持续发力。2016 年全年食品饮料行业上市公司净利润同比增长 10.35%，子行业净利润增速排名居前的为调味品、白酒、肉制品。2017 年一季度食品饮料行业上市公司净利润同比增长 18.8%，食品饮料上市公司净利润延续去年四季度的高增长趋势，剔除扭亏和转型的因素后，调味品、白酒、食品子行业排名居前，白酒子行业一季度净利润同比增长 22.65%，16 家白酒上市公司净利润增速在两位数以上，净利润增速高于收入增速也显示出高端白酒的占比在扩大。

投资策略。2017 年一季度食品饮料行业整体业绩表现好于同期，延续去年四季度以来的增长，从收入和利润的情况来看，2017Q1+2016Q4 均好于 2016Q1+2015Q4 的水平，其中白酒子行业持续向好，另外，调味品子行业受提价等因素影响业绩超预期，我们看好高端白酒行业的持续改善和调味品子行业消费升级、提价带来的业绩提升。

◆展望二季度，我们持续看好以高端白酒为代表的上市公司，一季度白酒子行业预收款持续向好，行业景气度持续提升，从估值的角度出发，我们重点推荐：**五粮液、洋河股份**；在其他子行业方面，调味品子行业，我们重点推荐：**中炬高新、千禾味业、晨光生物**；食品子行业，我们重点推荐：**安琪酵母、好想你、涪陵榨菜**。

重点推荐公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			投资评级
	16A	17E	18E	16A	17E	18E	
五粮液	1.79	2.19	2.56	24.4	19.9	17.1	强烈推荐
洋河股份	3.87	4.43	5.11	20.9	18.2	15.8	强烈推荐
中炬高新	0.45	0.6	0.74	37.5	28.2	22.8	强烈推荐
千禾味业	0.67	0.87	1.15	54.4	41.9	31.7	强烈推荐
晨光生物	0.35	0.59	0.82	52.7	31.3	22.5	强烈推荐
安琪酵母	0.65	0.96	1.19	34.6	23.4	18.9	强烈推荐
好想你	0.21	0.58	0.9	118.	42.9	27.7	强烈推荐
涪陵榨菜	0.49	0.6	0.72	33.7	27.6	23.0	强烈推荐

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512090001

范堃基

010-66554087

fanij@dxzq.net.cn

细分行业

评级

动态

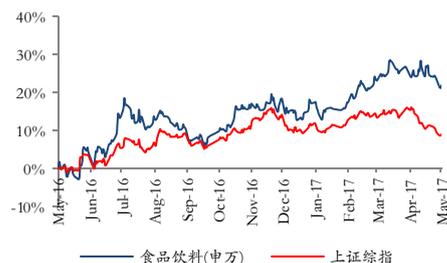
细分行业	评级	动态
白酒	看好	维持
肉制品	看好	维持
乳制品	看好	维持
调味品	看好	维持

行业基本资料

占比%

股票家数	89	2.76%
重点公司家数	-	-
行业市值	18763.20 亿元	3.32%
流通市值	16491.79 亿元	4.2%
行业平均市盈率	18.90	/
市场平均市盈率	30.13	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 食品饮料行业 2016 年年报、2017 年一季报整体综述	5
1.1 酒肉带动行业高增长，高端白酒持续发力	5
1.2 食品饮料行业二季度投资策略	9
2. 食品饮料细分行业 2016 年年报、2017 年一季报数据综述	9
2.1 白酒行业： 收入、利润持续高增长	9
2.2 啤酒行业： 净利润增速历史低点	11
2.3 葡萄酒行业： 收入微增，利润底部回升	14
2.4 黄酒行业： 收入增长向好，原材料增长吞噬利润	16
2.5 乳制品行业： 收入增速历史低点	18
2.6 肉制品行业： 猪周期导致季度间差异较大	21
2.7 调味品行业： 酱醋类上市公司实现高增长	23

插图目录

图 1:食品饮料行业收入增速曲线 (至 2016.Q4)	5
图 2:细分行业收入增长情况 (2016A、2016.4Q)	5
图 3:食品饮料行业净利润增速曲线 (至 2016.Q4)	6
图 4:细分行业净利润增长情况 (2015A、2015.4Q)	6
图 5:食品饮料行业收入增速曲线 (至 2017.Q1)	6
图 6: 细分行业收入增长情况 (2017.1Q)	6
图 7: 食品饮料行业净利润增速曲线 (至 2017.Q1)	7
图 8: 细分行业净利润增长情况 (2017.1Q)	7
图 9:食品饮料行业毛利率趋势曲线	8
图 10:食品饮料行业销售费用占比趋势曲线	8
图 11:食品饮料行业销售现金流/收入占比移动平均曲线	8
图 12:食品饮料行业存货和应收账款周转率移动平均曲线	8
图 13:白酒行业上市公司累计收入增速曲线	10
图 14:白酒行业上市公司累计利润增速曲线	10
图 15:白酒上市公司单季度收入增速移动平均曲线	10
图 16:白酒上市公司单季度净利润增速移动平均曲线	10
图 17:白酒行业上市公司毛利率趋势	11
图 18:白酒行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势	11
图 19:啤酒行业上市公司收入增速曲线	12
图 20:啤酒行业上市公司净利润增速曲线	12
图 21:进口啤酒占国内比及进口单价	12
图 22:啤酒进口量及金额累计增速	12
图 23:啤酒行业上市公司移动平均毛利率趋势	13
图 24:啤酒行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势	13
图 25:葡萄酒行业上市公司收入增速曲线	14
图 26:葡萄酒行业上市公司净利润增速曲线	14
图 27:进口葡萄酒量及金额增速	15
图 28:进口葡萄酒占国内产量比及进口单价	15
图 29:葡萄酒行业上市公司毛利率趋势	16
图 30:葡萄酒行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势	16
图 31:黄酒行业上市公司收入增速趋势	17
图 32:黄酒行业上市公司净利润增速趋势	17
图 33:黄酒行业上市公司毛利率趋势	18
图 32:黄酒行业上市公司售费用/营业收入占比趋势	18
图 35:乳制品行业上市公司收入增速曲线	19
图 36:乳制品行业上市公司净利润增速曲线	19
图 37:进口乳品占国内产量比重	19
图 38:进口奶粉量及其占进口乳品比重	19
图 39:乳制品行业上市公司毛利率趋势	20

图 40:乳制品行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势.....	20
图 41:GDT 全脂奶粉拍卖价格折算到岸含税原奶价	20
图 42:国内主产区生鲜乳价格走势	20
图 43:肉制品行业上市公司收入增速曲线.....	21
图 44:肉制品行业上市公司净利润增速曲线.....	21
图 45:肉制品行业上市公司毛利率趋势.....	22
图 46:肉制品行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势.....	22
图 47:22 省市生猪及猪肉均价走势.....	22
图 46:22 省市猪粮比价.....	22
图 49:调味品行业上市公司收入增速曲线.....	23
图 50:调味品行业上市公司净利润增速曲线.....	23
图 51:餐饮及限额以上餐饮行业收入增速.....	24
图 52:国内大豆和豆粕现货价.....	24
图 53:调味品行业上市公司毛利率趋势.....	24
图 54:调味品行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势.....	24

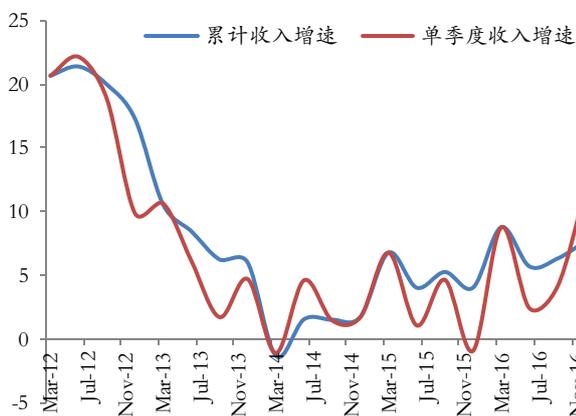
1. 食品饮料行业 2016 年年报、2017 年一季报整体综述

1.1 酒肉带动行业高增长，高端白酒持续发力

2016 年全年食品饮料行业上市公司累计收入的增速为 7.69%，较同期增长 3.64 个百分点，从全年来看，食品饮料行业上市公司累计收入增速呈现一、四季度旺季增速较高，二、三季度相对较低的走势；从子行业来看，除了啤酒子行业收入同比下降之外，其他子行业均录得收入正增长，其中，肉制品、白酒、食品子行业分别累计同比增长 19.41%、13.92%、13.9%，排名居前，2016 年由于高端白酒的逐步好转，猪肉价格的上涨带来“酒肉”子行业的收入高增长，食品子行业由于新增新股、消费升级带来休闲食品等快速增长，以及同比低基数的因素导致收入增速排名居前。

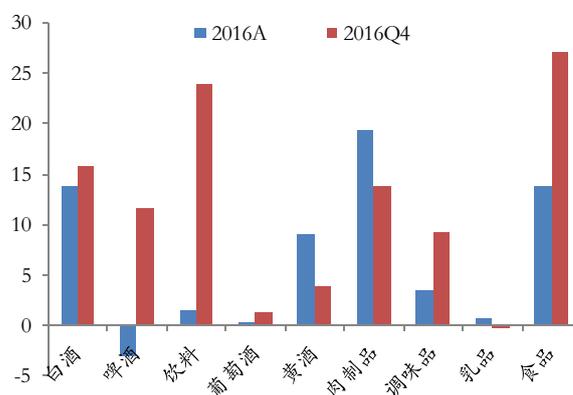
2016 年四季度单季度食品饮料行业上市公司收入增速为 11.74%，收入增速大幅高于前三个季度，处于全年最高点；从子行业来看，除了乳品子行业均实现单季度收入正增长，其中，食品综合、饮料、白酒、肉制品子行业增速较大。

图 1:食品饮料行业收入增速曲线（至 2016.Q4）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2:细分行业收入增长情况（2016A、2016.Q4）

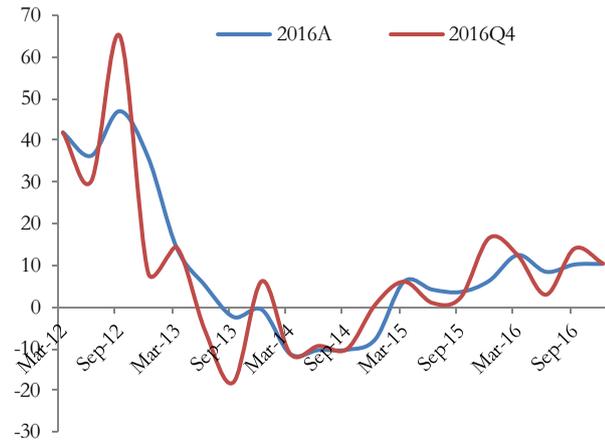


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2016 年全年食品饮料行业上市公司归属公司股东净利润同比增长 10.35%，较同期增加 4.06 个百分点，从子行业来看，仅有葡萄酒和啤酒子行业录得负收益，其中，饮料板块同比增长 1137.33%，在剔除部分企业转型和扭亏为盈的因素之后，饮料板块的实际增速约为 15%，考虑到实际情况，2016 年食品饮料子行业净利润增速排名居前的为调味品、白酒、肉制品。

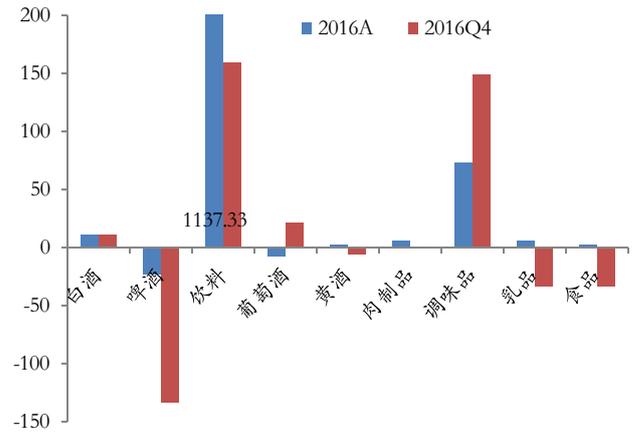
2016 年四季度单季度归属上市公司股东净利润同比增长 10.47%，较同期减少 6.1 个百分点，分季度来看，仅有二季度增速低于全年水平。从子行业来看，仅有调味品、葡萄酒、饮料、白酒子行业净利润增速录得正收益。

图 3:食品饮料行业净利润增速曲线（至 2016.Q4）



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 4:细分行业净利润增长情况（2015A、2015.Q4）



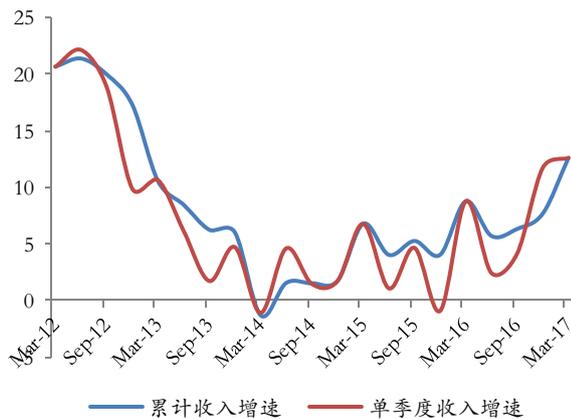
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2017 年一季度食品饮料行业上市公司累计收入的增速为 12.61%，较同期增加 3.83 个百分点，较去年四季度环比增加 0.87 个百分点，好于 2015Q4+2016Q1 的收入增速；分子行业来看，食品、白酒、葡萄酒、调味品子行业的收入增速实现两位数增长，其中食品子行业增长 34.97%，居首位，白酒和葡萄酒子行业收入分别同比增长 19.25%、12.01%。

其中，白酒子行业自 2016 年开始均保持两位数以上的收入增速，虽然较 2010-2012 年的历史收入增速高增长相比仍有差距，但是我们认为白酒子行业一季度近 20% 的收入增速在以高端白酒为代表的白酒行业复苏情况下仍是较高的增长水平。

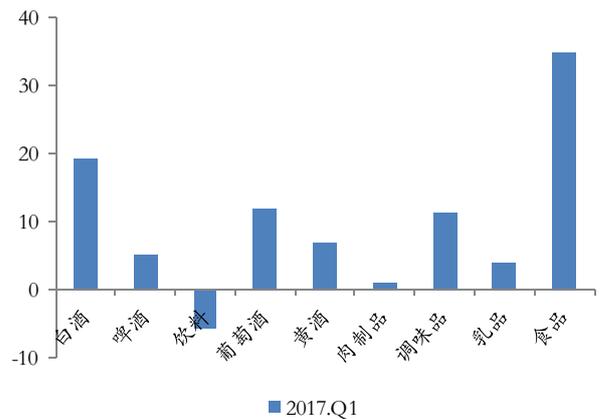
食品子行业在一季度延续去年年末收入高增速的趋势，从上市公司的数据来看，好想你、上海梅林、涪陵榨菜等上市公司收入增速居前，在食品子行业中有 9 家上市公司一季度的收入增速超 25% 以上，目前食品子行业中休闲食品的占比不断的增加，在节日因素的影响下带动整个食品子行业收入的高增长。

图 5:食品饮料行业收入增速曲线（至 2017.Q1）



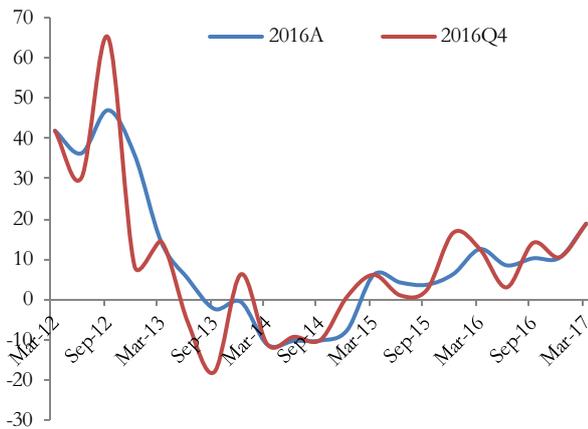
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 6: 细分行业收入增长情况（2017.Q1）

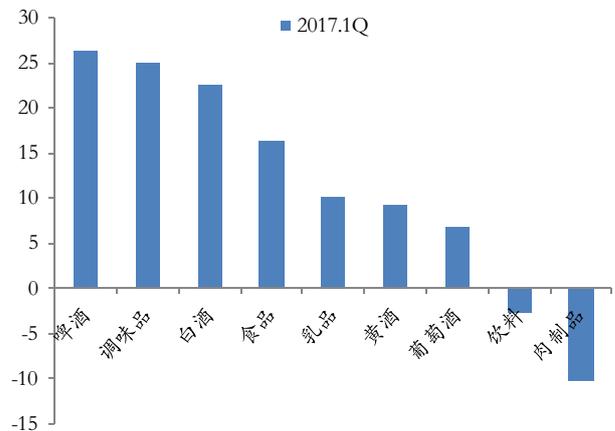


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2017 年一季度食品饮料行业上市公司归属股东净利润同比增长 18.8%，较同期增加 6.33 个百分点，环比增加 8.45 个百分点，食品饮料上市公司净利润延续去年四季度的高增长趋势。分子行业来看，剔除扭亏和转型的因素后，调味品、白酒、食品子行业排名居前，其中调味品子行业一季度净利润同比增长 24.98%，从调味品子行业的上市公司来看，中炬高新、千禾味业、梅花生物净利润增速居前，均同比增速超过 50%；白酒子行业一季度净利润同比增长 22.65%，沱牌、汾酒、老白干老窖、酒鬼的净利润增速超过 30%，16 家白酒上市公司净利润增速在两位数以上，净利润增速高于收入增速也显示出高端白酒的占比在扩大。

图 7：食品饮料行业净利润增速曲线（至 2017.Q1）


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 8：细分行业净利润增长情况（2017.1Q）


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2016 年食品饮料行业上市公司整体毛利率为 43.43%，较同期增加 0.14 个百分点，从子行业来看，调味品、白酒、乳品子行业毛利率较同期有所提升，分别提升 4.03 个百分点、1.58 个百分点、1.45 个百分点，其他子行业毛利率较同期均为下降，其中葡萄酒、肉制品、啤酒子行业毛利率较同期下降较大，分别较同期下降 3.47 个百分点、2.68 个百分点、2.33 个百分点，我们认为去年部分子行业毛利率下降主要由于原材料和包装物等的上涨所致。

2016 年第四季度，食品饮料行业上市公司毛利率为 42.56%，较同期下降 2.13 个百分点，其中调味品、白酒子行业单季度毛利率上涨均在 4 个百分点以上，乳品、啤酒、食品子行业毛利率下降较多，其中乳品子行业单季度毛利率较同期下降 9.67 个百分点。

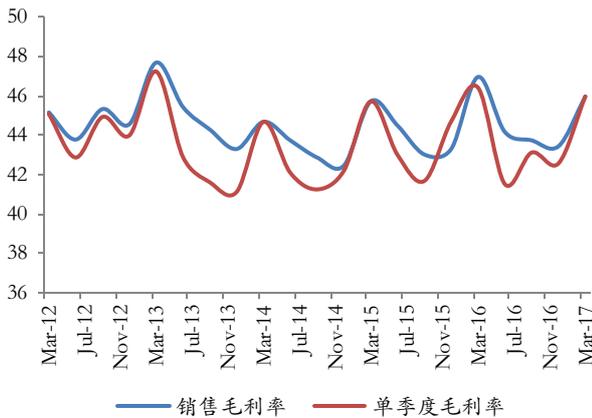
2017 年一季度，食品饮料行业上市公司毛利率为 45.96%，较同期下降 0.99 个百分点，其中仅有调味品和白酒子行业毛利率录得正增长，其他子行业毛利率均较同期出现下降，其中饮料、葡萄酒、乳品、啤酒子行业毛利率较同期下降较多。

2016 年食品饮料行业销售费用与营业收入比例为 15.31%，同比减少了 0.39 个百分点，四季度行业销售费用比例为 15.57%，同比减少了 1.24 个百分点。2016 年销售费用占比前三个季度呈上涨走势，在三季度达到最高，四季度占比略有下降，我们认为主要由于四季度收入增速较快导致销售费用占比的下降，从全年来看，食品饮料行业上市

公司销售费用占收入的比重仍呈上涨走势。

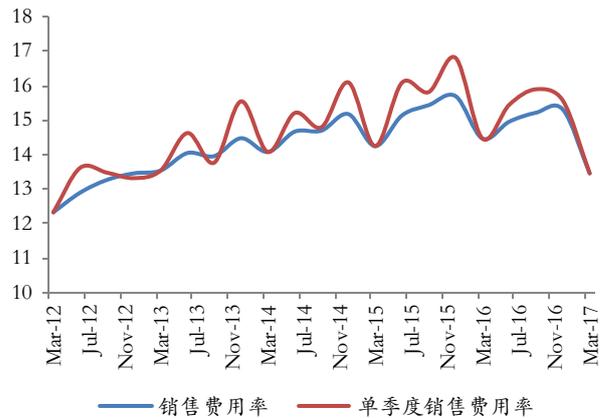
2017 年一季度食品饮料行业销售费用与营业收入比例为 13.46%，较同期减少了 1.01 个百分点，我们认为虽然有收入增长较快的因素，但是从子行业来看，其中饮料、乳品、黄酒、啤酒、葡萄酒子行业下降幅度均在 2 个百分点以上，我们认为还有部分行业自身的因素。

图 9:食品饮料行业毛利率趋势曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 10:食品饮料行业销售费用占比趋势曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

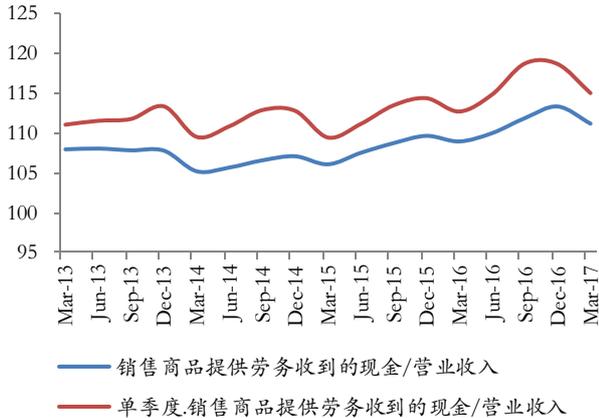
在销售现金流方面，我们将销售现金流剔除了季度影响后看，2016 年销售现金流与营业收入占比数据保持了回升的趋势，在四季度已基本恢复至历史最高水平，显示出食品饮料上市公司的现金流量情况已得到恢复；2017 年一季度销售现金流量与营业收入比例略低于同期水平，但仍处于较高的水平。

食品饮料行业的存货周转率数据在 2016 年呈现不断上升的趋势，虽然尚未达到历史最高的平台，但是存货周转率在不断的趋好，2017 年一季度存货周转率较同期持续好转。

食品饮料行业的应收账款周转率在 2016 年持续好转，但是与同期数据相比有所降低，2017 年一季度的数据较同期持续下降，显示出食品饮料行业下游经销商销售和现金流状况偏弱，但是需要下一阶段数据予以确认。

图 11:食品饮料行业销售现金流/收入占比移动平均曲线

图 12:食品饮料行业存货和应收账款周转率移动平均曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所



资料来源：东公司财报，兴证券研究所

1.2 食品饮料行业二季度投资策略

2017 年一季度食品饮料行业整体业绩表现好于同期，延续去年四季度以来的增长，从收入和利润的情况来看，2017Q1+2016Q4 均好于 2016Q1+2015Q4 的水平，其中白酒子行业持续向好，另外，调味品子行业受提价等因素影响业绩超预期，我们看好高端白酒行业的持续改善和调味品子行业消费升级、提价带来的业绩提升。

展望二季度，我们持续看好以高端白酒为代表的上市公司，去年虽然有经销商补库存等部分因素存在，但是我们认为白酒行业，尤其高端白酒，集中度的提升和消费升级是本轮白酒行业景气度提升的主要因素，另外，一季度白酒子行业预收款持续向好，行业景气度持续提升，从估值的角度出发，我们重点推荐：**五粮液、洋河股份**；在其他子行业方面，调味品子行业，我们重点推荐：**中炬高新、千禾味业、晨光生物**；食品子行业，我们重点推荐：**安琪酵母、好想你、涪陵榨菜**。

风险提示：食品安全风险；业绩不达预期风险。

2. 食品饮料细分行业 2016 年年报、2017 年一季报数据综述

2.1 白酒行业：收入、利润持续高增长

2016 年白酒行业上市公司收入累计增长 13.9%，较同期增加 7.78 个百分点；单季度来看，四季度行业收入增长 15.77%，略低于一季度 0.2 个百分点，全年整体来看，除了二季度，白酒子行业单季度的收入增速均在 15% 以上。从全年整体情况来看，2016 年白酒行业实现收入的高增长，尤其在白酒上市公司中的高端白酒企业和高端白酒产品增速高于整体水平，带动白酒子行业整体的增长。

从行业数据来看，据公开资料显示，2016 年规模以上白酒企业累计产量 1358.36 万千升，较同期增长 3.47%，累计完成销售收入 6125.74 亿元，同比增长 10.07%，累计利润总额 797.15 亿元，同比增长 9.24%。白酒行业的产量增速持续放缓，收入增速高于产品增速，与白酒上市公司的收入增速相比，低于白酒上市公司收入增速，也显示出白酒行业中高端白酒的增速高于整体水平。

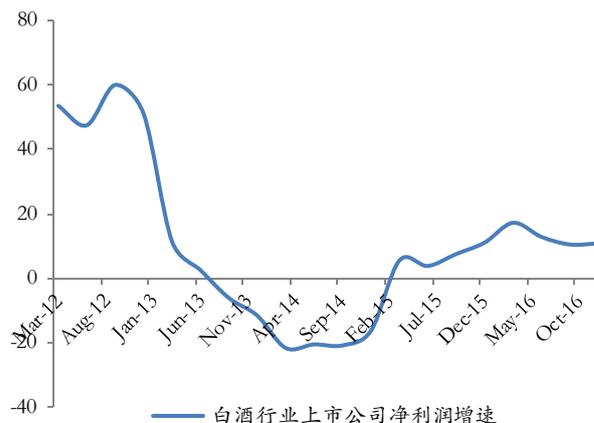
2017 一季度白酒行业上市公司收入增速为 19.25%，环比去年四季度增加 5.35 个百分点，延续了去年以来收入的高增长，考虑到春节因素，我们对比 2017Q1+2016Q4 的收入增长情况。较同期增长 17.87%，虽然略低于一季度的数据，但是仍高于 2016 年全年的增速，白酒子行业收入端持续上行。

图 13:白酒行业上市公司累计收入增速曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

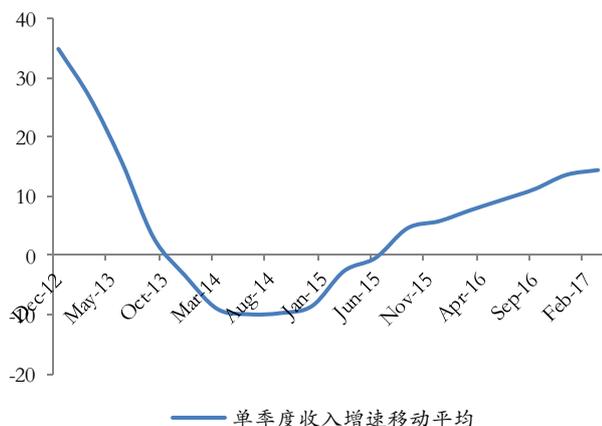
图 14:白酒行业上市公司累计利润增速曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

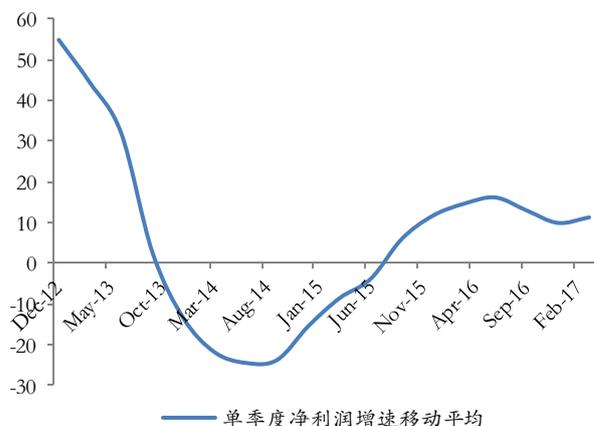
2016 年白酒行业上市公司累计净利润增速为 10.79%，低于收入增速，从上市公司开看，2016 年净利润增速高于白酒行业上市公司累计净利润增速的有 10 家，5 家上市公司净利润增速低于白酒行业上市公司累计净利润增速，3 家上市公司净利润负增长。2017 年一季度白酒行业上市公司累计净利润增速为 22.65%，远超收入增速，净利润增速较同期增加 5.44 个百分点，环比去年四季度增加 11.86 个百分点。考虑到春节因素，我们对比 2015Q4+2016Q1 与 2016Q4+2017Q1 的净利润情况，后者较前者增长 18.74%，与同期的收入增速相比，净利润增速高于收入增速。

图 15:白酒上市公司单季度收入增速移动平均曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 16:白酒上市公司单季度净利润增速移动平均曲线



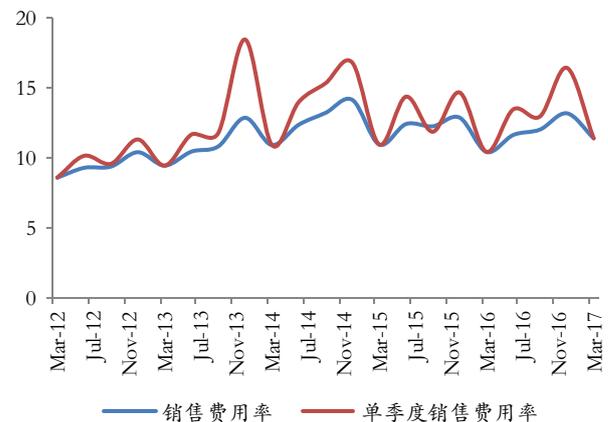
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2016 年白酒行业上市公司整体销售毛利率为 71.34%，较同期增加 1.58 个百分点，四季度毛利率为 75%，全年来看，白酒行业上市公司毛利率呈逐步上升趋势，四季度单季度的毛利率达到历史最高值，显示高端白酒的占比提升；2017 年一季度白酒行业夯实公司毛利率为 71.98%，较同期增加 2.02 个百分点。

2016 年白酒行业上市公司的销售费用率为 13.19%，较同期增加 0.31 个百分点，四季度的销售费用率为 16.44%，较同期增加 1.76 个百分点，将全年各个季度的费用投放与同期相比，虽然 2016 年上半年的费用投入较同期略减，但是全年来看，白酒上市公司在销售费用方面仍持续投放。2017 年一季度白酒上市公司销售费用率为 11.4%，较同期增加 0.97 个百分点。

图 17:白酒行业上市公司毛利率趋势


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 18:白酒行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2.2 啤酒行业：净利润增速历史低点

在啤酒子行业方面，以申万啤酒板块来看，啤酒行业上市公司 2016 年累计收入下降 3.05%，较同期下降增速略有放缓，考虑到个别企业转型，实际收入增速数据应下调，在剔除转型的同仁堂之后，2016 年啤酒行业上市公司实际收入增速下降为 5.7%。

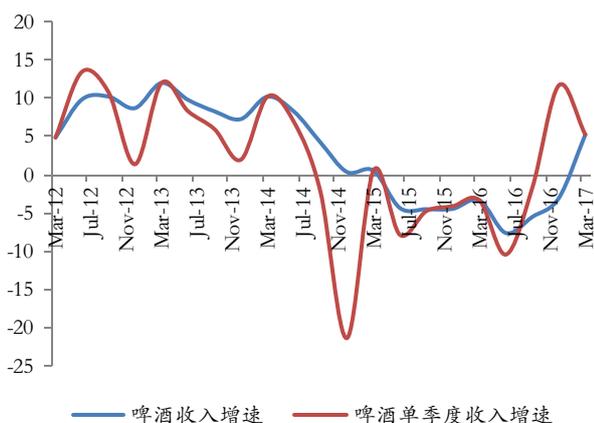
从申万啤酒行业上市公司的收入增速情况来看，剔除转型的同仁堂，啤酒行业上市公司收入增速仅有珠江啤酒微增 0.74%，其余啤酒上市公司收入均为负增长，其中低于调整后的啤酒行业上市公司增速的有惠泉啤酒（-17.83%）、西藏发展（-8.54%）、燕京啤酒（-7.7%）。

从全年啤酒行业收入增速情况来看，啤酒行业上市公司在 2016 年延续之前收入增速下滑趋势，截止 2016 年三季度收入增速下滑放缓，第四季度的收入同比增长 11.69%，结束连续 6 个季度单季度收入增速下滑，我们认为主要原因为同期基数较低；2017 年一季度啤酒行业上市公司累计收入增长 5.25%，实际收入增速为 2.65%，延续去年第四季度收入增速正增长。

申万啤酒板块上市公司 2016 年累计净利润下降 23.86%，剔除转型的企业之后，啤酒

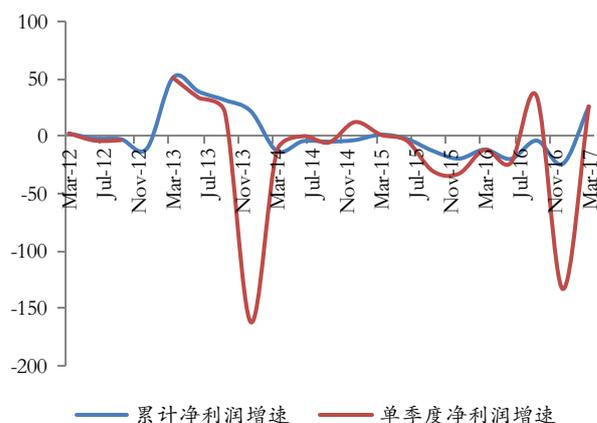
行业上市公司实际净利润下滑 32.62%，为啤酒行业上市公司净利润增速的历史低点。从上市公的情况来看，重庆啤酒和珠江啤酒净利润实现净利润正增长，其中重启啤酒为扭亏，其余的啤酒上市公司净利润增速均为负增长，其中且下降幅度均超过 30%。

图 19:啤酒行业上市公司收入增速曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

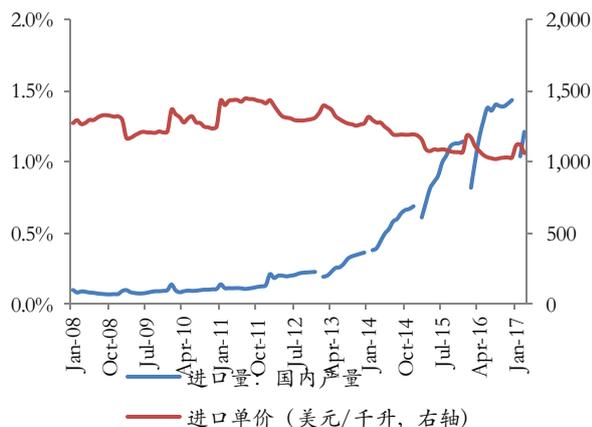
图 20:啤酒行业上市公司净利润增速曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

在国内整个啤酒行业的数据上，据公开资料显示，2016 年规模以上啤酒企业累计产量 4506.44 万千升，累计完成销售收入 1832.69 亿元，同比下降 1.29%；累计实现利润总额 150.73 亿元，同比增长 5.7%。对比上市公司情况，国内规模以上的啤酒企业在 2016 年整体经营情况好于啤酒上市公司，在收入增速方面高于啤酒上市公司 4.4 个百分点，利润总额增速高于啤酒上市公司 15.4 个百分点。另外，我们对比百威英博 2016 财年在中国的销售情况，其 2016 年在中国市场虽然总体产品销量下降 1.2%，但是高端产品不断增长，其在中国市场的每百升营收增长 2.5%，我们也期待国内啤酒企业向高端产品不断发力。

图 21:进口啤酒占国内比及进口单价



资料来源：海关总署，国家统计局，东兴证券研究所

图 22:啤酒进口量及金额累计增速



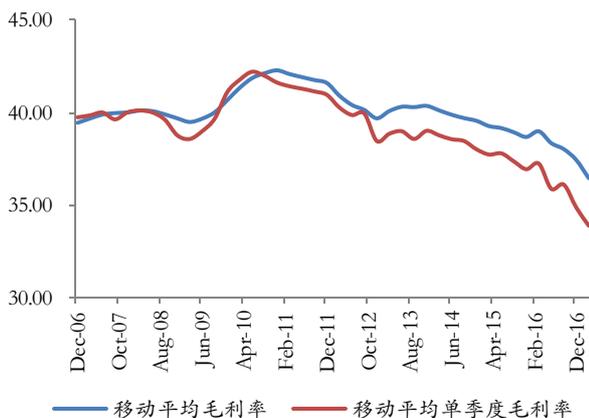
资料来源：海关总署，东兴证券研究所

在毛利率方面，考虑到啤酒行业季节性毛利率差异较大，我们采取年度移动平均的方式对啤酒行业上市公司毛利率进行调整，调整后 2016 年啤酒行业上市公司毛利率为 37.45%，较同期下降 1.24 个百分点，全年呈持续下滑趋势。

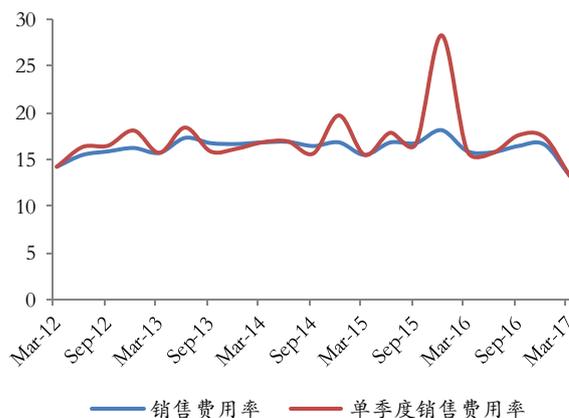
从上市公司来看，7 家啤酒上市公司中 4 家整体销售毛利率出现同比下滑，其中西藏发展啤酒业务毛利率较同期下滑 2.8 个百分点、兰州黄河啤酒业务毛利率下滑 2.45 个百分点，在毛利率增长的企业中，其中青岛啤酒啤酒业务毛利率较同期增加 3.8 个百分点。2017 年一季度，啤酒行业上市公司调整后的毛利率为 36.47%，延续前期下滑趋势。

在销售费用率方面，2016 年啤酒行业上市公司的销售费用率为 16.64%，较同期减少 1.53 个百分点，从全年各季度来看，总体为上半年低下半年高的走势，虽然和单季度收入增速底部回升有一定关系，但是我们认为更重要的为在国内啤酒行业整体较为低迷的背景下，啤酒上市公司主动减少费用开支，另外，国内啤酒行业竞争格局基本稳定，避免恶性竞争不断成为企业共识，国内啤酒上市公司费用成本有望降低。2017 年一季度，啤酒上市公司销售费用率为 13.26%，延续去年费用成本走势，较同期减少 2.66 个百分点。

我们对啤酒行业的观点为：在供给端，进口啤酒占国内产量的比重仍不断提升，进口啤酒占据国内啤酒市场“金字塔顶”位置，多以高端为主，且逐步从线上渠道为主向线下渠道渗透，国内啤酒企业未来增长情况仍不容乐观；在需求端，劳动密集型工作人员不断减少导致主流消费啤酒人群结构改变，新一代啤酒消费人群对啤酒质量、品质要求逐步提升。国内啤酒行业在经过之前的“跑马圈地”之后，行业龙头企业的大规模并购已基本完成，全国排名前五位的雪花、百威、青岛、燕京、嘉士伯的销量占据了整体市场份额的约 75%，行业集中度较高，通过简单的降价等手段将很难争取市场份额，期待未来国内啤酒企业在高端产品和净利润的提升，以新一代啤酒消费群体需求为导向的发展。

图 23:啤酒行业上市公司移动平均毛利率趋势


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 24:啤酒行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

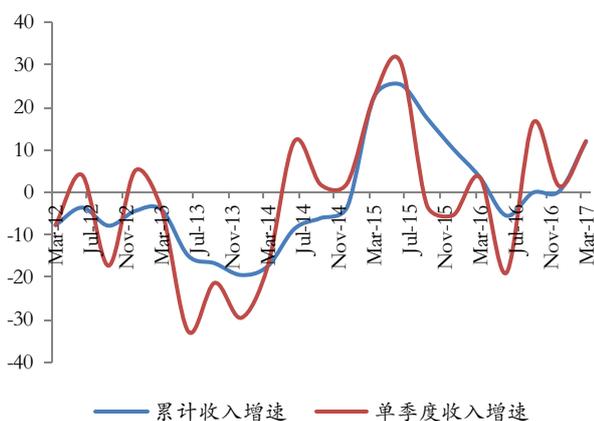
2.3 葡萄酒行业：收入微增，利润底部回升

2016年，葡萄酒行业上市公司收入同比增长0.28%，较同期减少9.91个百分点，在申万葡萄酒板块中，剔除实际转型电商平台的通葡股份，以及葡萄酒业务占比较小的西部创业之后，葡萄酒上市公司实际收入增速为0.62%；从各季度收入增速情况来看，受同期基数因素影响，第二季度收入增速下滑19%，第三季度增长16.35%；从上市公司的情况来看，张裕和威龙股份录得收入增长，中葡股份和莫高股份录得负增长，分别较同期降低12.7%、14.8%。2017年一季度，葡萄酒上市公司收入增速为1.69%，国内葡萄酒上市公司收入增长方面仍不容乐观。

从行业数据来看，据公开资料显示，2016年规模以上葡萄酒企业240家，累计产量113.74万千升，累计完成销售收入484.54亿元，同比增长3.97%，累计实现利润总额48.7亿元，同比下滑6.59%。与行业数据对比，2016年葡萄酒上市公司的收入增速低于行业收入增速，我们认为主要原因在于国内葡萄酒的国内品牌基本以张裕、长城等品牌为主，其中长城2016年人民币口径收入增长6%，略好于张裕的葡萄酒业务收入增速，但是整体来看，近年来受进口量不断增长的冲击，国内葡萄酒行业压力较大。

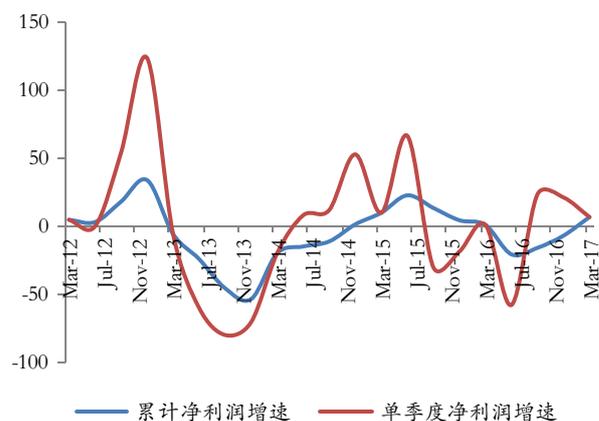
2016年，葡萄酒行业上市公司调整后净利润增速下滑2.92%，从上市公司的情况来看，其中张裕下滑4.62%、中葡股份下滑17.96%，由于张裕在参数中所占份额较大，导致葡萄酒行业整体下滑，另外，中粮旗下的酒类分部业绩较同期下滑11.67%，整体来看，无论是上市公司还是规模以上企业，2016年国内葡萄酒企业的利润下滑较多，在葡萄酒公司中利润增速较高的为威龙股份，净利润较同期增长40.62%。

图 25:葡萄酒行业上市公司收入增速曲线



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 26:葡萄酒行业上市公司净利润增速曲线

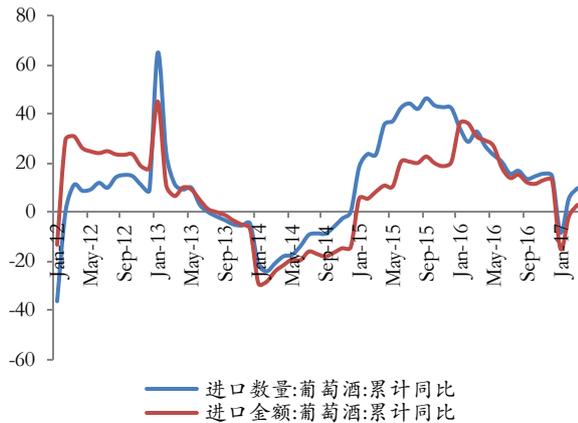


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

在葡萄酒进口方面，截止2016年12月份，我国全年累计进口葡萄酒量为66.84万千升，同期国内葡萄酒累计产量为113.7万千升，进口葡萄酒量占国内生产量的58.8%，进口金额为30.15亿美元，进口吨价为4510美元/千升，进口葡萄酒从整体来看仍保持量的快速增长，吨价呈下降趋势，目前进口葡萄酒量基本占国内产量的60%以上；截止2017年一季度，进口葡萄酒量同比增长9.8%，虽然增速有所下降，但是占国内

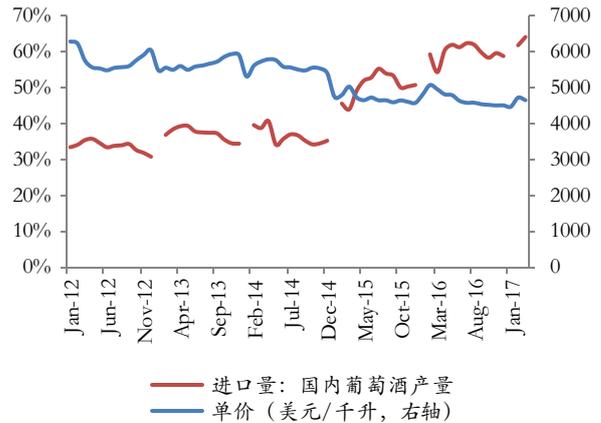
产量的比例的为 64.11%，达到历史新高。进口葡萄酒的量升价跌也表示进口葡萄酒逐步在低价位价格带进行竞争，更多的进入餐酒形式，虽然国内葡萄酒企业加大对进口葡萄酒的力度，如中粮名酒荟等，但是对国内葡萄酒企业的自主品牌助益不大，国内葡萄酒企业仍需加强品牌宣传的力度。

图 27:进口葡萄酒量及金额增速



资料来源：海关总署、东兴证券研究所

图 28:进口葡萄酒占国内产量比及进口单价



资料来源：国家统计局、海关总署、东兴证券研究所

在毛利率方面，2016 年葡萄酒行业上市公司整体销售毛利率为 58.76%，较同期减少 3.47 个百分点，全年整体呈下滑趋势，我们预计随着进口葡萄酒价格的降低，国内葡萄酒行业的毛利率会进一步的下滑。从上市公司的情况来看，张裕和威龙股份的葡萄酒业务毛利率下滑分别为 1.24 个百分点和 0.39 个百分点，莫高股份和中葡股份的葡萄酒业务毛利率均上升 2 个百分点。2017 年一季度，葡萄酒上市公司毛利率为 56.02%，较同期减少 4.87 个百分点，下降幅度较同期有所扩大。

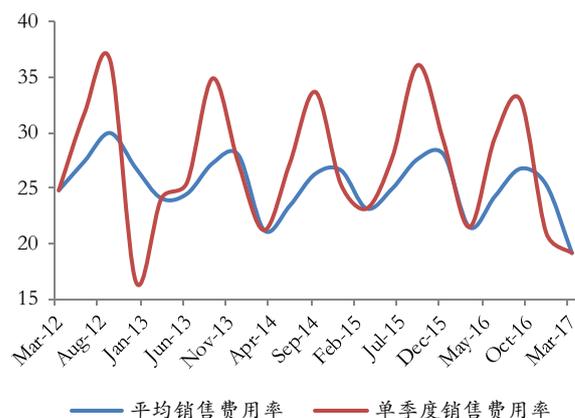
在销售费用率方面，2016 年葡萄酒上市公司的销售费用率为 25.27%，较同期减少 2.74 个百分点，从近几年葡萄酒上市公司的费用投入情况来看，一般在第三个季度——旺季来临之前加强销售力度，2016 年第三季度葡萄酒上市公司的销售费用率为 32.9%，较同期减少 3.19 个百分点，显示出葡萄酒上市公司在收入增速低迷的背景下减少费用投入，带动公司利润底部回升，但是我们认为从长期来看，在进口葡萄酒的冲击下，国内葡萄酒企业应加强对其品牌的宣传和销售力度。

图 29:葡萄酒行业上市公司毛利率趋势



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 30:葡萄酒行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势



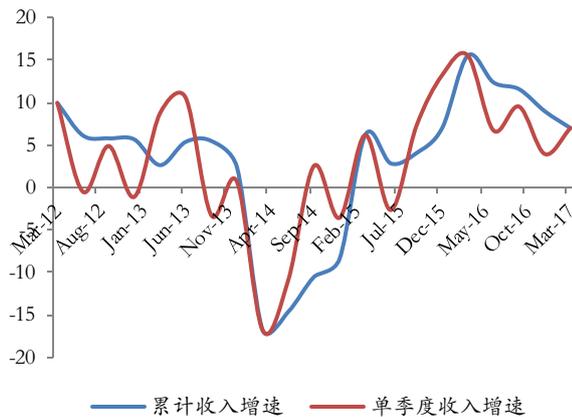
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2.4 黄酒行业：收入增长向好，原材料增长吞噬利润

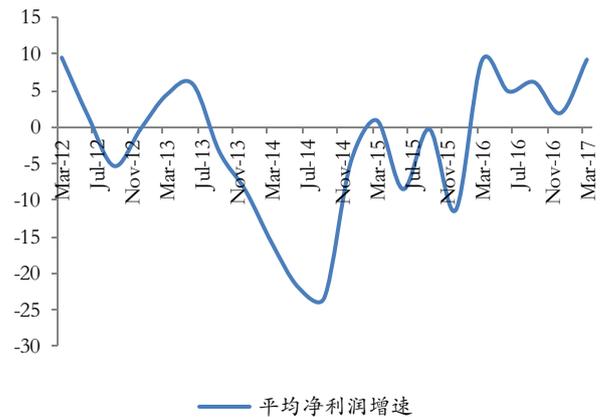
2016 年，黄酒行业上市公司收入增速为 8.97%，较同期 1.98 个百分点，分季度来看，年初旺季收入增长较快，年末旺季受同期高基数因素影响增速有所下降；从上市公司收入增速情况来看，古越龙山和会稽山收入增速均在两位数以上，分别较同期增长 11.58% 和 14.62%，金枫酒业收入同比微增 0.77%，考虑到会稽山 2016 年并表乌毡帽和唐宋，我们在剔除并表的因素之后，会稽山实际收入增速 3.7%，虽然在 2016 年古越龙山和会稽山均多次对旗下产品进行提价，但是黄酒行业上市公司整体收入增速低于白酒行业上市公司，我们认为主要原因还在于黄酒行业仍未突破黄酒消费核心区域，消费者对黄酒的认知和消费习惯的培养仍需一定的时间。2017 年一季度，黄酒行业上市公司收入增速为 6.99%，较同期减少 8.54 个百分点，从上市公司来看，古越龙山增长 2.22%，会稽山由于并表增长 40.44%，我们预计会稽山本身增长在 5% 左右，金枫酒业收入下滑 11.43%，我们认为主要原因在于同期的高基数和金枫酒业的收入下滑导致黄酒行业上市公司在一季度收入增速较同期放缓。

对于黄酒行业未来的收入增长，我们认为从目前黄酒行业的格局来看，黄酒行业对避免继续低价恶性竞争形成共识，未来黄酒的价值将逐步的回归，黄酒目前也进入一个提价的周期，但是提价之后需要时间进行市场消化，我们看好黄酒行业上市公司年内的收入增长。

2016 年，黄酒行业上市公司净利润增速为 1.95%，从上市公司的情况来看，在扣除非经常损益之后，古越龙山、会稽山 2016 年净利润分别增长 26.41%、26.62%，黄酒行业上市公司在去年经过对产品价格调整之后实际利润增速实现高增长，虽然在短期黄酒行业净利润增速较高，但是从净利润的规模来看，黄酒行业上市公司的净利润规模普遍偏小，净利率较低，净利润高增长是建立在规模小、基数低的因数上，我们认为未来黄酒仍需实现价值回归来不断提高利润率。

图 31:黄酒行业上市公司收入增速趋势


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 32:黄酒行业上市公司净利润增速趋势


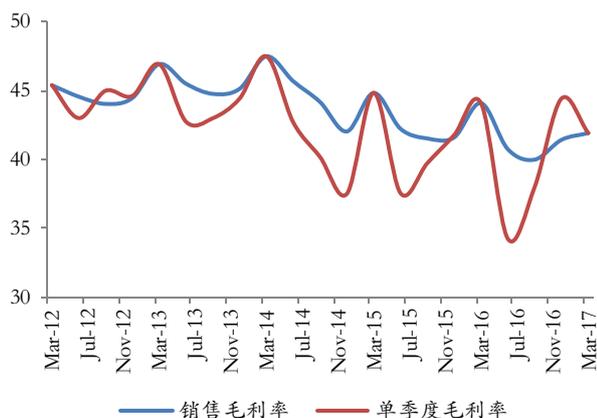
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

在毛利率方面,2016年黄酒行业上市公司整体销售毛利率为41.41%,较同期减少0.18个百分点。分季度来看,黄酒行业上市公司毛利率年内基本延续历史态势,呈现一四季度旺季毛利率高,二三季度淡季毛利略低的走势,前三个季度毛利率均低于同期水平,第四个季度较同期增加2.65个百分点。

从上市公司来看,年内,古越龙山酒类毛利率较同期增加1.84个百分点,主要来自中高档酒毛利率的增加;会稽山酒类毛利率较同期减少1.53个百分点,其中高档酒毛利率微降,普通酒毛利率下降较多;金枫酒业黄酒业务毛利率较同期减少1.3个百分点,3家黄酒上市公司的毛利较低,虽然黄酒企业在2016年多次提出价格上涨,但是从公司公布的提价公告来看,主要因素还是原材料价格的上涨,去年国内大宗产品价格上涨,导致包装物等产品价格大幅增长,且从发改委公布的糯米全国批发价来看,黄酒企业的主要原料糯米的价格去年也上涨超过9%,对于原本毛利空间偏低的黄酒企业来说,原材料价格的上涨吞噬了提价带来的毛利空间。2017年一季度,黄酒行业上市公司毛利率为41.9%,较同期减少2.18个百分点,原料价格的上涨导致黄酒上市公司毛利率持续下滑。

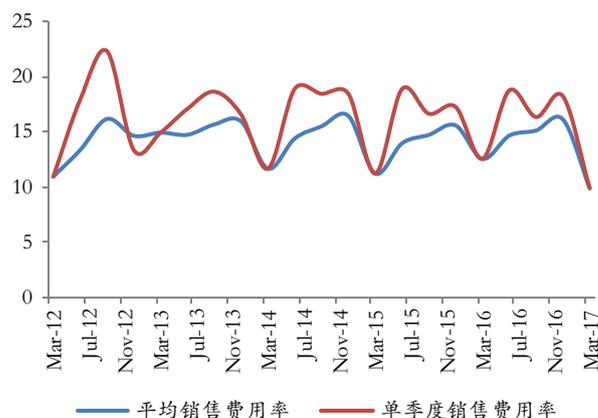
在销售费用率方面,2016年黄酒行业销售费用率为16.12%,较同期增加0.55个百分点。分季度来看,在一四季度旺季销售费用率较同期增加,二三季度淡季较同期减少。从上市公司来看,古越龙山销售费用率较同期增加1.17个百分点,会稽山较同期减少0.22个百分点,金枫酒业较同期增加0.88个百分点,在广告宣传方面,仅有古越龙山增加了宣传费用,主要加大全国市场的广告宣传投入,会稽山和金枫酒业均减少了广告宣传,且仅为区域性宣传。在广告宣传上,虽然有一定的历史原因,但是我们认为在黄酒目前尚未全面走向全国的情况下,加大宣传力度有利于扩大黄酒行业的认知度和加速黄酒行业的复苏,有利于未来进一步的扩大盈利空间。

图 33:黄酒行业上市公司毛利率趋势



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 34:黄酒行业上市公司售费用/营业收入占比趋势



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2.5 乳制品行业：收入增速历史低点

2016 年，乳品行业上市公司累计收入增速为 0.68%，较同期减少 5.02 个百分点，乳品行业上市公司收入增速年内降至历史最低，甚至低于 2008 年的“三聚氰胺”事件时期。从各季度收入增速来看，乳品行业上市公司自 2015 年第四季度收入即进入下行通道，2016 年的前三个季度收入增速均较同期下滑，第四季度由于同期低基数因素好于同期。2017 年一季度收入增速为 3.9%，较同期增加 1.65 个百分点，仍维持低位增速。

从上市公司的数据来看，除了皇氏乳业因非乳业务收入增长较快且增加其他非乳业务的并表带来收入高增长之外，其他乳品上市公司的收入增速均低于 10%，其中贝因美收入增速下滑近 40%。

从规模较大的伊利、蒙牛、光明的数据来看，在液态乳方面，伊利增长 5.03%、光明增长 0.2%、蒙牛增长 11.02%，蒙牛由于酸奶收入大增带动其在液态乳收入增长方面好于伊利和光明；在奶粉方面，伊利下滑 15.38%、光明下滑 29.29%、蒙牛下滑 2.41%，另外，国内生产奶粉的主要上市公司贝因美的奶粉收入下滑 38.88%。

在乳品进口方面，2016 年我国累计进口乳品量为 225 万吨，较同期增加 39.63 万吨，进口量占国内产量比重为 7.5%，较同期增加 0.86 个百分点，整体来看，乳品进口量并未出现大规模的增长。其中，进口奶粉量为 82.55 万吨，较同期增加 10.55 万吨，占进口乳品增量约 1/4。

从以上数据来看，2016 年国内乳品市场受进口乳品冲击并未扩大，而国内乳品上市公司整体收入增速放缓，我们认为主要原因在于整体消费偏弱，以及国内液态乳产品同质化较为严重且竞争激烈，虽然高端常温产品和酸奶等方面增长情况较好，但是仍难抵整体消费低迷的状况；在奶粉方面，去年开始实施的奶粉新政也对奶粉市场形成一定的短期影响。

2016 年，乳品行业上市公司的平均净利润增速 6.11%，较同期减少 4.66 个百分点。

从上市公司情况来看，伊利、光明、燕塘净利润增速均在两位数以上，贝因美、麦趣尔净利润增速下滑较多。2017年一季度，乳品行业上市公司净利润增速为10.26%，较同期减少9.44个百分点，其中伊利、光明、燕塘、科迪净利润增速在两位数以上，贝因美、麦趣尔、三元净利润增速下降较大。

图 35:乳制品行业上市公司收入增速曲线



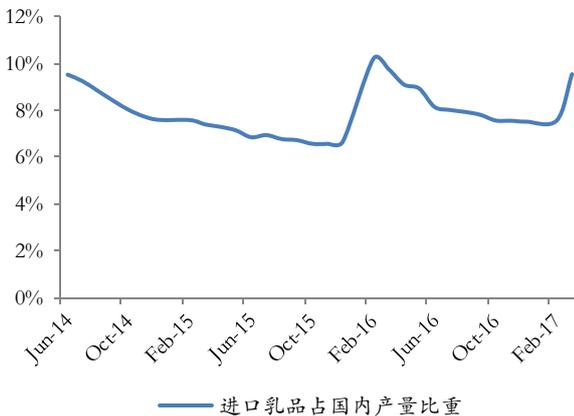
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 36:乳制品行业上市公司净利润增速曲线



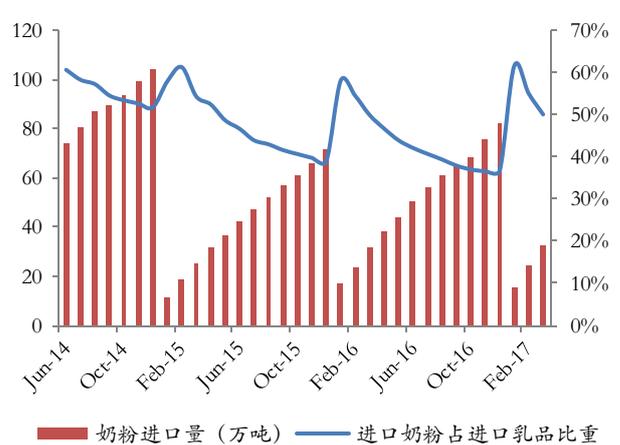
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 37:进口乳品占国内产量比重



资料来源：国家统计局，海关总署，东兴证券研究所

图 38:进口奶粉量及其占进口乳品比重



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

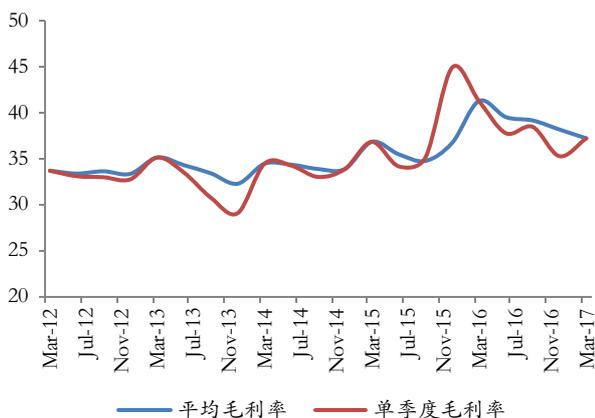
2016年，乳品行业上市公司毛利率为38.17%，较同期增加1.45个百分点。分季度来看，2016年前三个季度乳品行业上市公司毛利率均较同期有所提升，第四季度较同期出现下滑，主要原因在于国内生鲜乳价格自年初触底回升，年末较年中低点增长4.42%，在国际乳价方面，GDT公布的全脂奶粉中标价年末的最高值较年初的最低值上涨90%以上，国内的原料奶价格波动幅度相对较小，但是仍导致国内乳品上市公司毛利率的下滑。

在上市公司方面，除了科迪、麦趣尔和三元之外，其他乳品上市公司毛利率均实现较同期正增长，也显示国内乳品上市公司在不断的优化产品结构。

2016年，乳品行业上市公司销售费用率为25.02%，较同期增加0.97个百分点。从各个季度来看，乳品行业上市公司销售费用率在延续2015年第四季度上升趋势之后，在2016年整体呈下降趋势。2017年一季度乳品行业上市公司销售费用率为22.87%，较同期减少3.85个百分点。

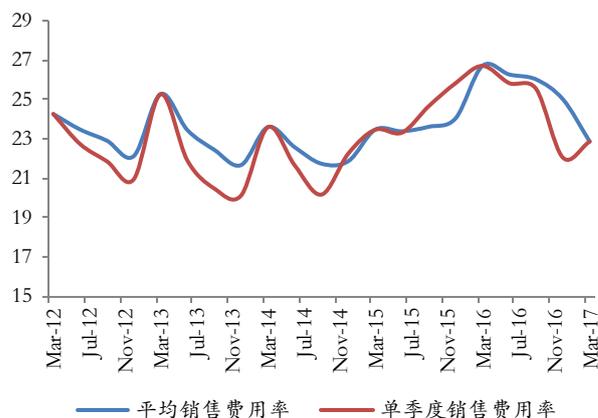
从主要上市公司的销售费用情况来看，其在广告、营销的费用较同期并未出现下降，我们认为目前国内乳品的竞争压力仍然较大导致企业销售费用仍不断增长。

图 39:乳制品行业上市公司毛利率趋势



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 40:乳制品行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势



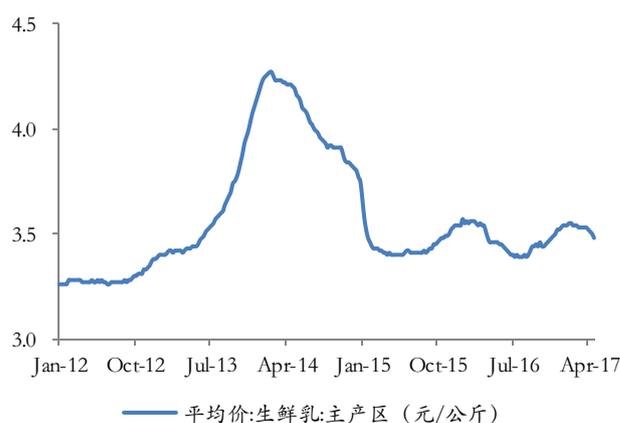
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 41:GDT 全脂奶粉拍卖价格折算到岸含税原奶价



资料来源：GDT，东兴证券研究所

图 42:国内主产区生鲜乳价格走势



资料来源：农业部，东兴证券研究所

2.6 肉制品行业：猪周期导致季度间差异较大

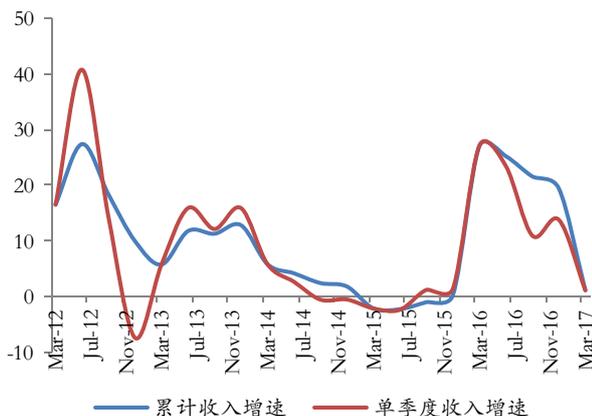
2016年，肉制品行业上市公司收入增速为19.41%，较同期增加19.21个百分点。分季度来看，前两个季度受猪周期上行因素的影响，肉制品行业上市公司收入增速均在25%以上，随着下半年猪周期下行导致三四季度肉制品行业上市公司收入增速较上半年有所下降。

在上市公司方面，在剔除非猪肉主业的煌上煌之后，其余5家以猪肉为主营的上市公司收入增速为19.71%，略高于行业上市公司整体收入增速水平，其中金字火腿年内录得收入增速负增长，其余以猪肉为主营的上市公司收入增速均录得正增长，其中华统股份增长105.39%、龙大肉食增长27.62%、双汇发展增长15.99%，含有生猪养殖业务的上市公司收入增速要高于非生猪养殖的肉制品上市公司。2017年一季度，肉制品行业上市公司收入增速为1.09%，受同期猪周期上行带来的高基数影响，较同期减少25.98个百分点。

2016年，肉制品行业上市公司净利润增速为6.48%，较同期增加2.49个百分点。分季度来看，一二季度在猪周期上行阶段肉制品上市公司净利润增速均较同期录得正增长，三季度净利润增速较同期下滑。2017年一季度，肉制品行业上市公司净利润增速为-10.22%，较同期减少26.58个百分点，猪周期下行导致肉制品行业上市公司净利润较同期的高基数出现下滑。

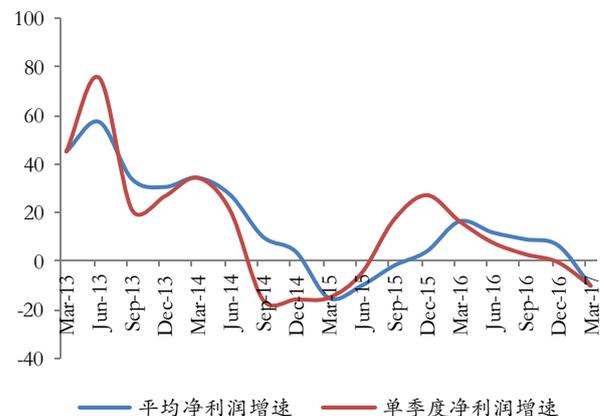
在上市公司方面，年内以猪肉业务为主的上市公司中，龙大肉食净利润较同期增长100.94%。华统股份和双汇发展净利润增速均录得正收益，得利斯和金字火腿净利润增速录得负收益，其中得利斯净利润较同期下滑60.05%。

图 43:肉制品行业上市公司收入增速曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 44:肉制品行业上市公司净利润增速曲线



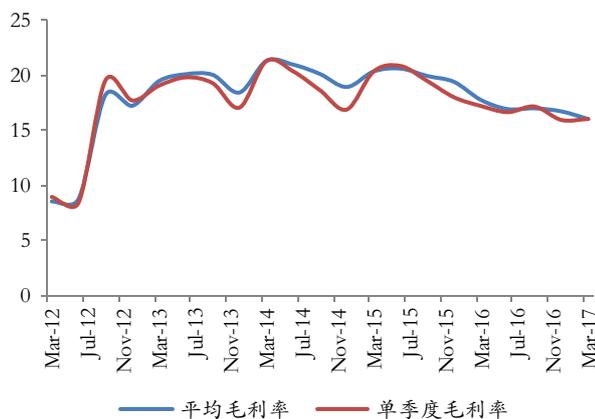
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2016年，肉制品行业上市公司毛利率为16.7%，较同期减少2.68个百分点，分季度来看，年内肉制品行业上市公司毛利率均较同期下降，我们的观点为，在2016年生猪的价格无论从全年增速来看，还是从年中最高点较年初的价格来看均高于猪肉上涨幅度，全年来看生猪价格增速高于猪肉价格增速0.9个百分点，年中最高点生猪价格增速高于猪肉价格增速4.85个百分点，生猪价格增长高于猪肉价格增长导致肉制品

行业中非养殖业务的上市公司毛利率较同期出现下降，如含有养殖业务的龙大肉食年内中报毛利率较同期增加 2.06 个百分点，而年报较同期增加 0.86 个百分点。2017 年一季度，肉制品行业上市公司毛利率为 16.01%，较同期减少 1.73 个百分点，毛利率较同期下降幅度有所收窄。

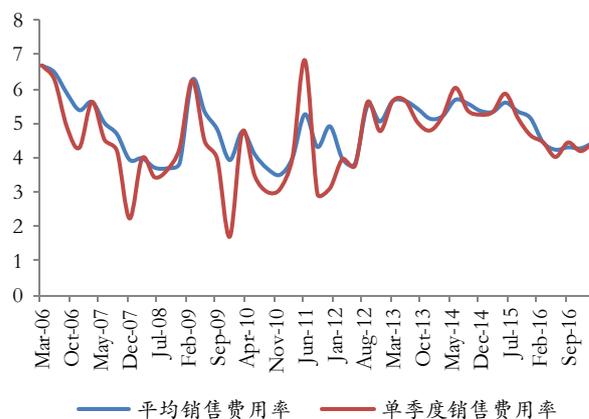
2016 年，肉制品行业上市公司销售费用率为 4.27%，较同期减少 0.88 个百分点，由于肉及肉制品在我国具有一定的刚性消费，也导致肉制品行业上市公司的销售费用率较其他的子行业相对较低。分季度来看，全年均较同期有所下降，显示肉制品行业上市公司费用成本控制较好。2017 年一季度，肉制品行业上市公司销售费用率为 4.43%，较同期减少 0.02 个百分点。

图 45:肉制品行业上市公司毛利率趋势



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 46:肉制品行业上市公司销售费用/营业收入占趋势



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 47:22 省市生猪及猪肉平均价走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 48:22 省市猪粮比价



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.7 调味品行业：酱醋类上市公司实现高增长

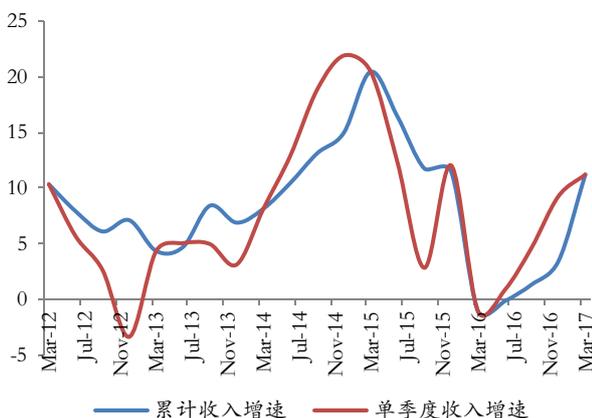
2016年调味品行业上市公司收入增速为3.43%，较同期减少8.05个百分点。从各季度来看，调味品行业上市公司收入增速逐季度好转，但与同期相比增速仍有所下滑。

从上市公司所对应的行业情况来看，以酱油生产为主的调味品上市公司收入增速11.21%，以醋生产为主的调味品上市公司收入增速10.87%，以味精生产为主调味品上市公司收入增速为-5.65%，其余三家以香辛料、鸡精和添加剂为主的上市公司收入增速为-6.99%，从细分子行业收入增长情况来看酱醋类上市公司收入增长较好，其中千禾味业、中炬高新、恒顺醋业、海天味业的收入增速均在两位数以上。

2017年一季度，调味品行业上市公司收入增速为11.22%，较同期增加12.3个百分点，主要来自同期低基数和提价的因素，从上市公司来看，千禾味业、中炬高新收入增速均在30%以上，海天味业的收入也实现两位数的增长。

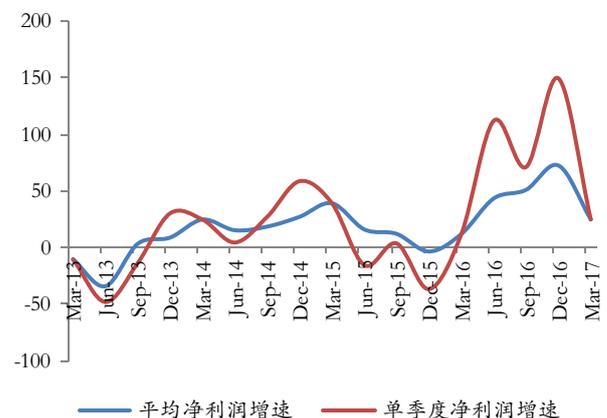
2016年，调味品行业上市公司净利润增速为72.65%，较同期增加75.97个百分点，从各季度来看，其中二四季度出现翻倍的净利润增长。从上市公司所在的细分行业的情况来看，酱油类上市公司净利润同比增长16.32%，其中千禾味业净利润同比增长50.44%、中炬高新同比增长46.55%；醋类上市公司恒顺醋业净利润同比下滑28.89%，但是扣非后净利润同比增长38.17%，两家味精类上市公司中梅花生物净利润同比增长144.84%，莲花健康实现扭亏。

图 49:调味品行业上市公司收入增速曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

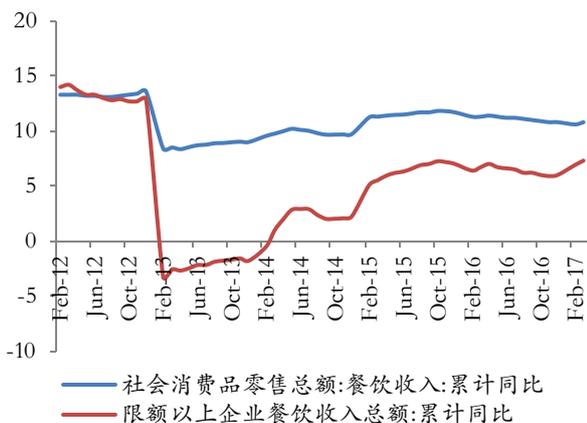
图 50:调味品行业上市公司净利润增速曲线



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

对于2016年和2017年调味品行业酱醋类上市公司收入和净利润增长较快，我们认为主要原因来自产品提价和家庭消费的升级，以及行业集中度提升和同期低基数因素。对于家庭消费升级方面，由于调味品占餐饮行业成本一定的比重，我们从餐饮行业收入增长情况来看，2016年餐饮行业收入增速为10.8%，限额以上餐饮行业收入为6%，虽然中小餐饮收入增速较快，但是仍然与调味品行业上市公司收入增长不匹配，所以我们认为家庭消费对调味品的升级所占较大程度的因素。

图 51: 餐饮及限额以上餐饮行业收入增速



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 52: 国内大豆和豆粕现货价



资料来源：农业部、东兴证券研究所

2016 年，调味品行业上市公司毛利率为 33.72%，较同期增加 4.03 个百分点，从各季度来看，调味品上市公司毛利率整体呈上升趋势。从上市公司情况来看，酱醋类上市公司除了加加食品之外，毛利率均较同期有所提升，从原材料的情况来看，2016 年国内大豆平均价格基本持平，豆粕平均价格较同期增长 7.68%，在一定程度上导致以豆粕为主要原料的的酱油企业毛利率出现下滑。2017 年一季度，调味品行业上市公司毛利率为 36.52%，较同期增加 2.48 个百分点，延续 2016 年以来的增长趋势，也显示出调味品行业的产品结构不断优化。

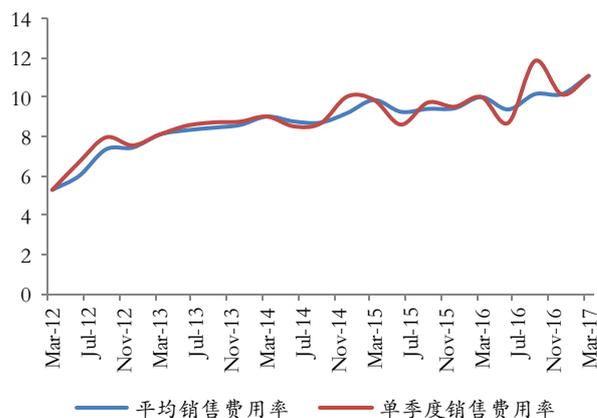
2016 年，调味品行业上市公司的销售费用率为 10.16%，较同期增加 0.72 个百分点，从各季度来看差异不大。2017 年一季度调味品上市公司销售费用率为 11.09%，较同期增加 1.08 个百分点，延续去年的微增长，但是从近五年情况来看，调味品行业上市公司销售费用率在不断的增长，显示行业竞争较为激烈。

图 53: 调味品行业上市公司毛利率趋势



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 54: 调味品行业上市公司销售费用/营业收入占比趋势



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入证券行业；2012 年加入东兴证券研究所，2013 年起从事食品饮料行业研究，4 年食品饮料行业研究经验。

范奎基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加盟东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。