



大消费行业深度报告

2020年02月03日

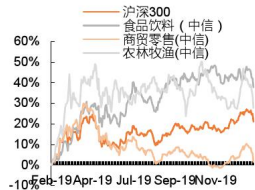
春节消费受阻短冲击，价值不变抓买点

食品饮料 强于大市（维持）

农林牧渔 强于大市（维持）

商贸零售 中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*食品饮料*新生儿数量降幅平缓，奶粉下滑压力短期减轻》
2020-01-19

《行业周报*食品饮料*保健食品经营环境改善，行业或迎业绩拐点》
2020-01-12

《行业周报*食品饮料*茅台2020年给予低增长指引，中长期成长前景仍佳》
2020-01-05

《行业周报*食品饮料*迎接春节旺季，关注渠道动销》 2019-12-30

证券分析师

文献	投资咨询资格编号 S1060511010014 0755-22627143 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN
刘彪	投资咨询资格编号 S1060518070002 0755-33547353 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN
蒋寅秋	投资咨询资格编号 S1060519100001 0755-33547523 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如
经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内
容。

■ **新冠疫情短期或迎高峰，对消费行业冲击为短期影响。**截至2月1日，全国累计确诊新型冠状病毒肺炎14380例，当日新增2590例，环比+23.2%；全国共有疑似病例19544例，当日新增4562例，环比-9.1%；全国尚在接受医学观察共137594人，当日新增19116人，环比+19.1%。根据权威专家意见（2月2日），“疫情高峰在未来10天至两周左右出现”。参考2003年非典疫情，疫情对经济产生短期冲击，收入增速&消费信心下滑，社零增速短暂出现大幅回落，但疫情结束后，社零增速能较快恢复至疫情前水平，不改行业长期发展趋势。从短期冲击程度看，疫情对酒店、旅游、餐饮等消费服务业的影响大于批发零售业，对可选品需求的影响大于必需品。

■ **白酒：初步预计可能影响全年销量的10-20%。**白酒一季度消费约占全年的35-40%，至正月十五为止，农历春节期间消费能占全年的20-30%。春节消费分节前和节后，茅台、五粮液为代表的高端酒，节前消费占整个春节期间消费的比例可能达到60-70%，春节至正月十五占整个春节消费的30-40%。由于需求结构差异，高端酒节前消费占比更大，次高端、中档及以下节后占比更大。从除夕开始，疫情发展及管控力度骤升，需求基本消失。综上，粗略估计，因春节假日期间消费减少，至少已导致全年6-12%的消费量减少，次高端、中档及以下销量减少应会更多一些。假设1Q20各类宴请、聚餐活动仍将受到严格管控，假设在此期间销量同比下降50%，则全年销量损失会落在10-20%之间，2Q20及之后则视疫情发展情况而定。

■ **大众食品：预计影响全年小个位数销售额增长。**大众食品春节旺盛消费力主要来自礼赠&社交两方面需求，疫情压制下春节动销有所放缓。大众食品春节所在月份销售额约占全年的8%-15%，占比相对全年仍偏小，且综合考虑各品类与礼品、社交的关联度，我们认为疫情对大众食品整体影响仍小，估计影响全年销售额的小个位数占比水平，乳制品、啤酒、果汁、植物蛋白饮料、坚果等品类或受到一定影响。往未来看，虽距离疫情结束或仍需一段时间，但参考非典期间行业发展态势，预计后续疫情对大众品需求影响不明显，短期行业或因进入淡季&库存压力上升而竞争加剧，但疫情冲击或推动行业加速洗牌，市场份额有望向龙头集中。

■ **农业：短期肉蛋白供需或两弱，长期龙头机遇更突显。**预计新冠疫情对生猪养殖行业影响有限，需求端短期看在外就餐需求锐减，但预计疫情稳定+高猪价常态化后需求反弹，生产端短期看物流运力骤降导致饲料&禽畜调运受阻，屠宰开工延后、非瘟产能去化使得供给更加紧俏，高猪价有望延续。更为重要的是，非瘟+新冠疫情下，生猪行业产能恢复期将被进一步拉长，管理能力强、资金雄厚的养殖龙头长期机遇更加凸显。

- **零售&餐饮：疫情短期冲击明显，龙头长期价值未变。**本次新冠肺炎疫情短期内改变了民众的消费方式，对超市、电商（到家）、百货、餐饮等行业，或将造成收入下滑或成本上升等负面影响。但从长期看，对于超市、百货、餐饮等成熟行业而言，疫情或是龙头企业加速抢占市场份额的机会；对于方兴未艾的到家业务而言，本次疫情或是培养消费习惯的机会，是各参与企业补短板、建立长期优势的一次机遇。
- **消费股本次疫情中股价表现更值得乐观，长期买点值得重视。**因人员流动受到严格管控，除开生活紧密相关的日常消费品外，多数消费类公司业务会受到负面影响，股价也很可能受到短期冲击。另一方面，相比 2003 年，经济体系不同行业成长机会相比较，消费类行业相对优势已变得更明显，消费对经济增长的贡献较 2003 年几乎翻倍，且疫情对业务的影响更可能是一次性的，并不会改变行业发展趋势。所以综合来看，优质消费股如果出现股价回落，对资金吸引力可能显著上升。我们维持年度策略时的判断，建议重点关注双汇发展、伊利股份、贵州茅台、洋河股份、克明面业、汤臣倍健、温氏股份。
- **风险提示：1、宏观经济疲软的风险：**经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；**2、业绩不达预期的风险：**当前消费板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期从而造成业绩估值双杀的风险；**3、重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。**4、重大疫情风险：**畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应，对未来期间市场供给和价格造成不确定影响。另外，畜禽疫病的蔓延加上社会部分言论误导，容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

股票名称	股票价格		EPS		P/E			评级
	2020/1/23	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
伊利股份	30.64	1.06	1.17	1.36	29.0	26.3	22.5	强烈推荐
双汇发展	29.26	1.48	1.61	1.39	19.8	18.2	21.1	强烈推荐
汤臣倍健	16.8	0.63	-0.23	0.76	26.5	-72.7	22.1	强烈推荐
温氏股份	32.68	0.74	2.68	6.39	44.2	12.2	5.1	强烈推荐
贵州茅台	1052.80	28.02	32.49	34.56	37.6	32.4	30.5	推荐
洋河股份	107.16	5.38	5.21	5.93	19.9	20.6	18.1	推荐
克明面业	11.55	0.57	0.62	0.8	20.4	18.7	14.5	推荐
永辉超市	7.57	0.15	0.24	0.30	50.5	31.5	25.2	推荐
苏宁易购	10.00	1.43	1.34	0.35	7.0	7.5	28.6	推荐

正文目录

一、新冠疫情进展：短期或迎高峰	6
二、参考 03 年非典，疫情对消费行业的冲击为短期影响	7
三、餐饮：疫情影响整体可控，短期冲击利于行业整合	9
3.1 白酒：初步预计可能影响全年销量的 10-20%，优质企业价值或加速提升	9
3.2 大众食品：社交&礼赠需求减少，预计影响全年小个位数销售额增长	11
四、农业：短期肉蛋白供需或两弱，长期龙头机遇更突显	13
4.1 需求端：短期在外就餐需求锐减，疫情稳定后或淡季不淡	13
4.2 生产端：运力骤降致饲料&禽畜调运受阻，屠企开工延后致供给更紧俏	14
4.3 新冠疫情或将拉长产能恢复期，龙头长期机遇更加凸显	14
五、零售&餐饮：疫情短期冲击明显，龙头长期价值未变	15
5.1 疫情改变消费方式，商贸&餐饮或为受最严重影响的领域之一	15
5.2 超市遭受影响相对较小，龙头企业提升市占率	16
5.3 疫情培养线上消费习惯，生鲜到家服务迎来机遇	17
5.4 客流量剧减+租金减免，百货企业下行周期雪上加霜	18
5.5 餐饮需求急剧下滑，行业洗牌或加速	19
六、股价短期或遭冲击，价值不变抓买点	20
七、风险提示	21

图表目录

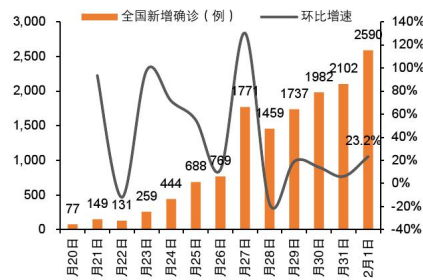
图表 1	2 月 1 日全国新增确诊 2590 例，环比+23.2%	6
图表 2	2 月 1 日全国扣除湖北省-新增确诊 669 例，环比-11.4%	6
图表 3	2 月 1 日全国新增疑似 4652 例，环比-9.1%	6
图表 4	2 月 1 日全国新增接受医学观察 19116 人，环比+19.1%	6
图表 5	2 月 1 日全国扣除湖北省-新增尚在接受医学观察 12833 人，环比增 11.1%	6
图表 6	新冠肺炎疫情重要事件时间轴	7
图表 7	非典扩张期，中国 GDP 季度同比增速出现减速	8
图表 8	人均可支配收入增速下滑	8
图表 9	非典期间，消费信心指数大幅下滑	8
图表 10	社零同比增速均处下行区间	9
图表 11	疫情期间，住宿餐饮业降幅大于批发零售业	9
图表 12	疫情期间，可选品较必需品承受更大压力	9
图表 13	商超白酒春节销售金额占比约 25-30%	10
图表 14	低档牛栏山春节销售占比明显低于茅台	10
图表 15	食品饮料春节礼赠品类重要性	11
图表 16	春节社交活动产生部分食品消费需求	11
图表 17	大众食品春节所在月份销售额占全年比重基本在 8%-15%	12
图表 18	非典疫情对当期食品需求影响并不明显	12
图表 19	2Q03 多数食品公司单季收入增速仍较好	12
图表 20	2003 年 SARS 事件并未对中国肉类蛋白生产造成较大影响	13
图表 21	2020 年以来连发 5 起 H5 禽流感疫情	14
图表 22	2 月 2 日全国生猪价格 37.37 元，较 1 月 16 日节前上涨 1.15 元	14
图表 23	养殖龙头公司资产负债率（%）相对较低	15
图表 24	养殖龙头公司经营性现金流净额充沛，单位：亿元	15
图表 25	非典期间当月社零同比增速显著下滑（%）	15
图表 26	非典期间当月餐饮同比增速显著下滑（%）	15
图表 27	历年春节 7 天重点零售&餐饮企业销售额（商务部）	16
图表 28	联华超市 2003 年营收增速高于前后年份（%）	16
图表 29	1H19 各上市超市人力薪酬成本占营收比例	17
图表 30	网传某超市呼吁民众不抢购蔬菜	17
图表 31	2018 年分品类网购渗透率	17
图表 32	京东 2020 年春节期间的日常消费品需求大增	18
图表 33	春节期间部分生鲜到家企业销售额激增	18

图表 34	部分已公布业绩预告的百货、购物中心企业列表	19
图表 35	西贝成本中人工、原料、租金占比高	19
图表 36	某餐饮企业向市民出售蔬菜存货	19
图表 37	非典疫情时期股市回顾	20
图表 38	非典期间主要子行业股价走势	20

一、新冠疫情进展：短期或迎高峰

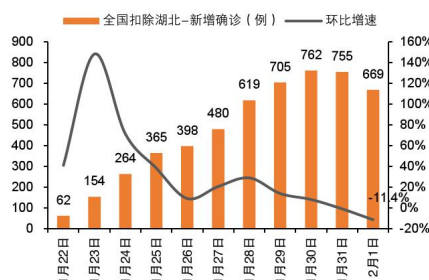
截至2月1日,全国累计确诊新型冠状病毒肺炎14380例,当日全国新增确诊2590例,环比+23.2%,全国扣除湖北省新增确诊669例,环比-11.4%;全国共有疑似病例19544例,当日新增疑似病例4562例,环比-9.1%;全国尚在接受医学观察共137594人,当日新增19116人,环比+19.1%;全国扣除湖北省尚在接受医学观察共94473人,当日新增12833人,环比+11.1%。根据权威专家意见(2月2日),“疫情高峰在未来10天至两周左右出现”。

图表1 2月1日全国新增确诊2590例,环比+23.2%



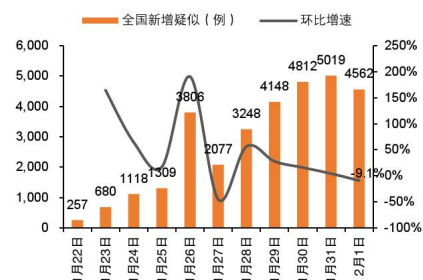
资料来源: 国家卫健委、平安证券研究所

图表2 2月1日全国扣除湖北省-新增确诊669例, 环比-11.4%



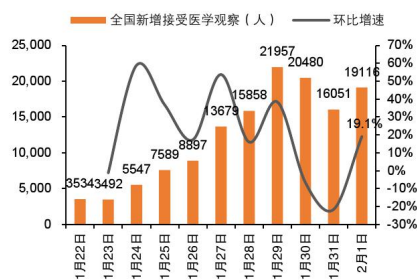
资料来源: 国家卫健委、湖北省卫健委、平安证券研究所

图表3 2月1日全国新增疑似4562例, 环比-9.1%



资料来源: 国家卫健委、平安证券研究所

图表4 2月1日全国新增接受医学观察19116人, 环比+19.1%



资料来源: 国家卫健委、平安证券研究所

图表5 2月1日全国扣除湖北省-新增尚在接受医学观察12833人, 环比增11.1%

	1月23日	1月24日	1月25日	1月26日	1月27日	1月28日	1月29日	1月30日	1月31日	2月1日
全国累计	8420	13967	21556	30453	44132	59990	81947	102427	118478	137594
尚在接受医学观察 (人)										
当日解除 (人)	1087	1230	325	583	914	1604	2364	4201	6509	8044

请务必阅读正文后免责声明

6 / 22

全国当日净新增-尚在医学观察(人)	3492	5547	7589	8897	13679	15858	21957	20480	16051	19116
全国扣除湖北省-尚在医学观察(人)	5644	9256	14652	21350	28573	39624	55315	70087	81640	94473
全国扣除湖北省新增尚在医学观察(人)	2409	3612	5396	6698	7223	11051	15691	14772	11553	12833
环比增速	-25.5%	49.9%	49.4%	24.1%	7.8%	53.0%	42.0%	-5.9%	-21.8%	11.1%

资料来源：国家卫健委、湖北省卫健委、平安证券研究所

图表6 新冠肺炎疫情重要事件时间轴

重要事件	领导人指示、应对措施
2019.12.08 武汉出现首例肺炎患者	
2019.12.31 确诊 27 例病例中多与华南海鲜城有关联，未发现明显人传人，未发现医务人员感染；	国家卫健委委派第一批专家组抵达武汉
2020.01.01 华南海鲜城闭市休整	
2020.01.06 病原体被确定为新型冠状病毒	中国疾控中心启动二级应急响应
2020.01.08 病原体被确定为新型冠状病毒	
2020.01.15 武汉卫健委首次指出，不排除有限人传人的可能	中国疾控中心升级至一级应急响应（最高级别）
2020.01.20 钟南山：“新型冠状病毒肺炎人传人”	习近平作出重要指示，要把人民群众生命安全和身体健康放在第一位，制定周密方案，组织各方力量开展防控，采取切实有效措施，坚决遏制疫情蔓延势头
2020.01.21 武汉宣布封城	国家卫健委将新冠肺炎纳入法定传染病乙类管理，甲类传染病的预防、控制措施，要求属地负责
2020.01.23 武汉火神山医院预开工	交通部发布紧急通知，全国暂停进入武汉道路水路客运发班
2020.01.25 武汉市市长：“受春节和疫情因素影响，大概有 500 万人员离开武汉”	习近平主持中央政治局常务委员会会议，研究疫情防控工作，党中央成立应对疫情工作领导小组；
2020.01.26 武汉市市长：“受春节和疫情因素影响，大概有 500 万人员离开武汉”	国家发改委紧急下达中央预算内投资 3 亿元支持湖北
2020.01.27 武汉市市长：“受春节和疫情因素影响，大概有 500 万人员离开武汉”	国家医保局：免除个人负担政策扩大至疑似病人；
2020.01.28 火神山医院完工，2 月 3 日正式收治新冠肺炎患者	财政部、国家卫健委下达 603.3 亿元支持各地开展基本公共卫生服务和基层疫情防控工作；
2020.01.29 钟南山：“疫情高峰在未来 10 天至两周左右出现”	财政部紧急预拨疫情防控补助资金 44 亿元；
2020.01.30 世界卫生组织将新冠病毒疫情定义为“国际关注的突发公共卫生事件”	各级财政累计下达疫情防控补助资金 273 亿元；
2020.01.31 火神山医院完工，2 月 3 日正式收治新冠肺炎患者	农业农村部办公厅、交通运输部办公厅、公安部办公厅三部门发文要求确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序
2020.02.02 钟南山：“疫情高峰在未来 10 天至两周左右出现”	

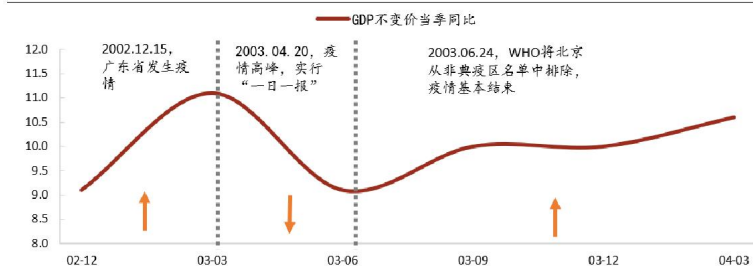
资料来源：wind、平安证券研究所

二、参考 03 年非典，疫情对消费行业的冲击为短期影响

非典疫情对经济产生短期冲击，收入增速&消费信心下滑。参考 2003 年 SARS 疫情，疫情发生于 2002 年 12 月 15 日，并于 2003 年 6 月 24 日基本结束，其中 4 月 15 日-5 月 9 日是疫情的爆发高峰期。在约 7 个月的疫情中，作为疫情高峰期的 2Q03 GDP 增速出现下行，2Q03 GDP 实际增速为 9.1%，环比 1Q03 下降 2 个百分点，疫情结束后，GDP 增速即恢复较好水平。居民收入方面，1H03 城镇居民人均可支配收入同比+8.4%，较 1Q03 增速持平，1H03 农村人均现金收入同比+2.5%，较 1Q03

7.5%的同比增速大幅回落，疫情结束后呈改善趋势。消费信心方面，消费者信心指数自4月出现大幅滑坡，从3月113.9急跌至4月103.5，6月以后开始逐步向好，但短期未有恢复至疫情前水平。

图表7 非典扩张期，中国GDP季度同比增速出现减速



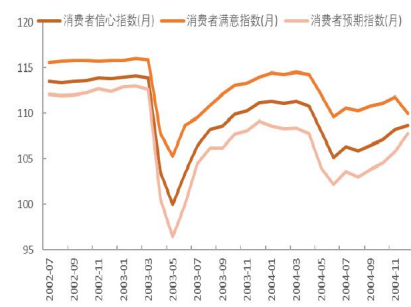
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 人均可支配收入增速下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 非典期间，消费信心指数大幅下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

社零增速短暂大幅下滑，住宿餐饮受波及程度大于批发零售。受疫情影响，社零增速自4月开始出现明显回落，4月同比+7.7%，增速环比3月下降1.6pcts，5月受“五一黄金周”的取消影响，同比+4.3%，增速环比4月再下降3.4pcts，6月社零同比+8.3%，虽有所好转，但仍处于较低水平。疫情结束后，7月社零增速提升至9.8%，已恢复至疫情前水平。分行业看，住宿和餐饮业受疫情冲击最为明显，住宿和餐饮业社零增速从3月15.3%快速跌至5月-15.5%，批发和零售业在疫情期间仍然表现平稳，仅5月增速环比4月下降1.2pcts。

图表10 社零同比增速均处下行区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 疫情期间,住宿餐饮业降幅大于批发零售业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

疫情影响下的零售业,必需品增长仍稳健,可选品出现较大降幅。分产品品类看,粮油食品、肉禽蛋、日用品在疫情期间增长较为平稳,服装鞋帽、金银珠宝则短期出现降幅,家电、汽车零售额增速也在5月出现放缓。综合看,疫情更多对可选品消费造成短期负面冲击,疫情结束后可选品消费均复苏至较好水平,必需品消费在疫情期间基本未受影响,增速保持稳健态势。

图表12 疫情期间,可选品较必需品承受更大压力

零售额: 当月同 比	粮油、 食品、 饮料、 烟酒类	肉禽蛋 类	饮料类	烟酒类	服装鞋 帽针纺 织品类	化妆 品类	金银珠 宝类	日用 品类	体育、 娱乐用 品类	书报杂 志类	家用电 器和音 像器材 类	中西药 品类	文化办 公用品 类	通讯器 材类
2003-01	38.4	35.1	55.4	43.5	26.5	27.7	26.3	20.5	23.5	27.2	25.6	6.7	28.6	117.8
2003-02	11.1	6.9	11.5	6.0	0.6	16.8	4.1	3.2	14.0	47.9	2.2	17.8	18.0	94.4
2003-03	20.7	34.2	16.8	20.3	3.2	14.9	0.8	8.4	12.2	11.1	14.3	11.5	10.9	59.3
2003-04	21.1	17.6	20.0	10.9	6.7	20.3	-0.9	22.8	10.6	3.0	20.3	21.1	3.5	42.4
2003-05	20.5	12.7	14.5	14.1	-3.5	14.6	-15.8	12.0	7.8	9.5	10.3	15.5	7.6	63.3
2003-06	19.5	11.9	9.6	10.3	16.4	16.8	4.3	17.7	27.1	12.9	14.6	25.8	21.8	96.6
2003-07	22.8	4.9	23.7	22.0	21.8	16.5	11.1	14.0	43.5	19.9	14.5	8.1	23.3	57.1
2003-08	21.2	10.4	22.7	15.5	16.6	20.7	18.3	15.5	44.0	10.9	30.7	4.2	15.2	82.0
2003-09	16.6	11.4	20.0	8.9	17.9	18.2	25.5	11.9	32.7	7.8	24.0	2.9	11.3	62.0
2003-10	16.9	14.3	17.8	5.1	18.0	16.0	21.1	12.4	25.0	10.7	21.5	5.5	27.7	74.6
2003-11	16.4	12.5	22.1		17.8	11.7	17.9	14.1	32.7	7.1	15.2	5.3	10.1	39.1
2003-12	22.1	14.6	41.5	8.7	21.2	22.0	31.9	16.5	41.1	17.5	28.3	2.3	25.3	64.0

资料来源: Wind, 平安证券研究所

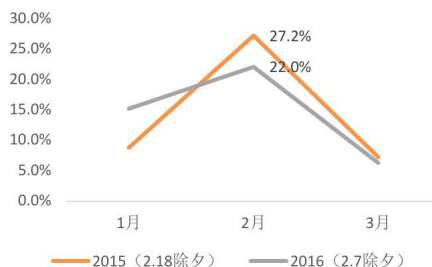
回顾2003年非典疫情,我们认为此次新型冠状病毒疫情对消费行业的影响是短期的,不改行业长期发展趋势。从短期冲击程度看,疫情对酒店、旅游、餐饮等消费服务业的影响大于批发零售业,对可选品需求的影响大于必需品。

三、 食品饮料:疫情影响整体可控,短期冲击利于行业整合

3.1 白酒:初步预计可能影响全年销量的10-20%,优质企业价值或加速提升

初步预计可能影响全年销量的 10-20%。结合酒厂销售计划和经销商经验数据，白酒一季度消费约占全年的 35-40%，至正月十五为止，农历春节期间消费能占全年的 20-30%。其中，高端白酒需求中，政商务宴请和送礼占比更大，次高端、中档及以下企业聚餐、亲友送礼、亲友宴请、亲友聚餐、自饮占比更高。春节消费分节前和节后，政商务宴请和送礼更多在农历新年前完成，这部分需求主要发生在春节休假之前，尤其是茅台、五粮液为代表的高端酒，节前消费占整个春节期间消费的比例可能达到 60-70%。春节至正月十五，仍有部分政商务送礼、亲友走访送礼、亲友聚餐、企业聚餐、自饮等消费，通常认为占整个春节消费的 30-40%。由于需求结构差异，经销商普遍认为，高端酒节前消费占比更大，次高端、中档及以下节后占比更大。从除夕开始，疫情发展及管控力度骤升，需求基本消失。综上，粗略估计，因为春节假日期间消费减少，至少已导致全年 6-12% 的消费量减少，因受影响时间段差异，次高端、中档及以下销量减少应会更多一些。此外，当前疫情仍处于发展过程中，从加强防控角度出发，假设 1Q20 各类宴请、聚餐活动仍将受到严格管控，假设在此期间销量同比下降 50%，则全年销量损失会落在在 10-20% 之间，2Q20 及之后则需视疫情发展情况而定。

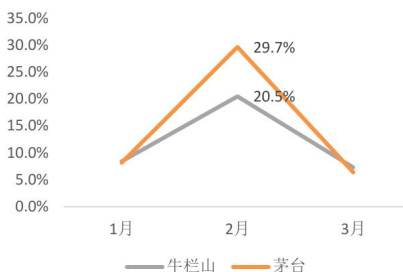
图表13 商超白酒春节销售金额占比约 25-30%



备注：数据是2015、2016年商超零售金额计算。

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表14 低档牛栏山春节销售占比明显低于茅台



备注：数据是2015年商超零售金额计算。

资料来源：WIND、平安证券研究所

酒厂短期压力小，但库存消化影响将持续，或延续至 1H20。2020 年除夕是 1 月 24 日，时间早，酒厂春节销售计划普遍已提前完成，包括回款、发货等，对酒厂而言，短期压力并不明显。对一级经销商而言，因为企业团购、下游烟酒店等销售网络铺货也会在春节前提前完成，故一级经销商库存和现金流压力较小。尤其是茅台、五粮液的一级经销商，从我们节前和节后调研情况来看，总体库存不高，现金流压力也小。但对烟酒店、商超等终端来说，因为春节休假期间到正月十五销量占比更大，其库存压力更大。同时，部分收到了礼品或提前购买了产品的消费者，因为春节宴请、聚餐减少没有实际开瓶消费，这部分也会影响后续购买。往后看，压力可能从消费者、终端、经销商逐级上移，最终反馈到酒厂。从当前来看，由于正月十五后，白酒消费进入传统淡季，预计库存消化时间可能延续至 1H20，并可能影响酒厂 2-6 月的回款、发货。

茅台、五粮液完成全年任务仍有可能，但或主要取决于下半年。考虑一级经销商整体库存较低、资金实力强、更珍惜经营权，如后续疫情及对消费影响能转好，则酒厂仍有可能通过增加经销商库存方式完成全年任务。但对于其他酒厂来说，则需考虑包括经销商在内的整体渠道库存情况。无论如何，因为白酒没有保质期约束且价格持续上涨，渠道库存能力会好于其他快消品。

疫情本身应难改变趋势，但可能推动行业趋势更加明朗。从当前情况看，疫情及影响更可能是一次性冲击，对行业产生持续明显影响的可能性小，所以白酒行业本身发展趋势应不会有明显改变。我们仍坚持年度策略中判断，即因宏观经济周期下行、婚宴数量下降为代表的民间驱动力下降，行业增速更可能继续下行，但消费升级、市场份额向名酒集中推动，行业持续增长前景仍明确。值得

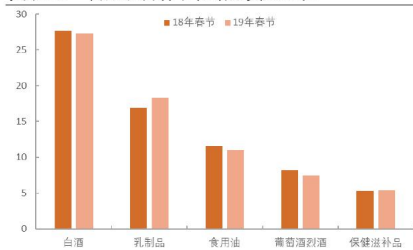
重点关注的是，茅台 4Q19 开始供给从持续紧缩转向持续增长，叠加本次疫情对实际开瓶消费的负面影响，茅台后续批价走势及其对其他白酒产品影响需紧密观察。

强者或更强，优质企业价值或加速提升，更需把握买点。每次危机都是对整个产业链条的挑战，企业禀赋、管理水平差异会更容易体现，也往往会推动市场份额更快向优质企业集中。故，更应关注品牌力强、管理能力突出的优质企业，它们的商业价值或会加速提升。由于短期需求受损并可能影响 1H20 报表，股价或面临波动，但这更应理解为买点，且相对股票价值而言，这种短期需求受损所占的比例实际上非常小。

3.2 大众食品：社交&礼赠需求减少，预计影响全年小个位数销售额增长

社交&礼赠需求减少，行业遭受负面影响。春节作为大众食品的重要销售档期，旺盛的消费力主要来自两方面需求；**1）送礼**，一般有较大比例产品是作为走亲访友的伴手礼而被消费，这一特点在具备消费升级属性的高端产品上尤为明显，乳制品、食用油、葡萄酒、保健品均是广泛用于春节送礼的产品，且坚果礼包为代表的部分休闲食品及凉茶为代表的部分饮料均在春节礼赠市场上占有一席之地；**2）社交**，春节期间聚会频繁，社交场景大幅增加导致相关食品需求旺盛，如与餐饮相关的调味品需求、速冻火锅料需求、饮料需求等。

图表15 食品饮料春节礼赠品类重要性



资料来源：凯度消费者指数，平安证券研究所

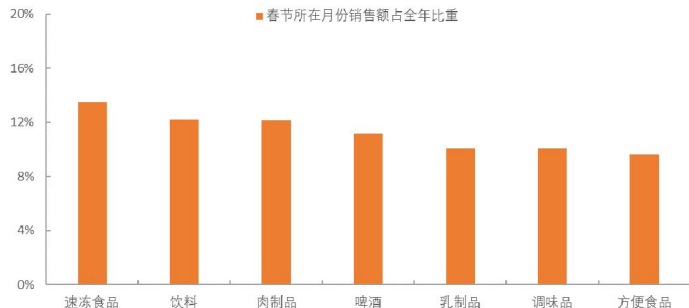
图表16 春节社交活动产生部分食品消费需求



资料来源：互联网，平安证券研究所

当前疫情影响仍较为有限，预计影响全年小个位数销售额增长。综合来看，大众食品春节所在月份零售销售额约占全年销售额的 8%~15%，占比虽大于其他月份，但相对全年仍偏小。分品类看，速冻食品、饮料、肉制品春节月份销售贡献较其他品类略大，方便食品、调味品春节月份销售贡献较其他品类略小。从产品与礼品、社交的关联度来看，我们认为方便食品<速冻食品<肉制品<调味品<饮料<啤酒<乳制品。因此，综合产品属性及春节期间销售贡献来看，我们认为疫情对大众食品整体影响仍较小，估计在全年销售额的小个位数占比水平，乳制品、啤酒、果汁、植物蛋白饮料、坚果等品类受到一定影响，方便食品、速冻食品、调味品相对受到影响更小。

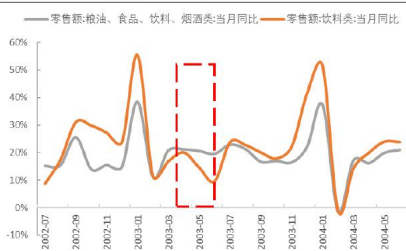
图表17 大众食品春节所在月份销售额占全年比重基本在 8%~15%



资料来源：渠道调研，平安证券研究所

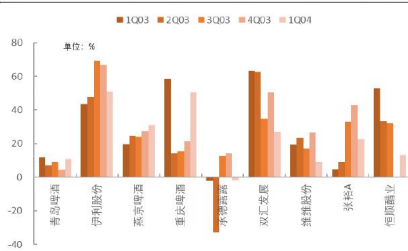
参考非典期间行业发展态势，预计后续疫情对大众品需求影响不明显。非典疫情自 2002 年 12 月开始爆发，2003 年 4 月开始得到政府、民众的全面重视，疫情于 6 月底得到全面控制。虽当期 GDP 增速、社零增速均受到明显影响，但大众食品必需品属性突出且正处于年后消费淡季，需求并未受到明显影响，从限额以上粮油、食品、饮料、烟酒类零售额看，03 年 4-6 月同比增速基本保持在 20% 左右，依然保持稳健。从 03 年已上市的食品公司单季收入增速看，2Q03 部分公司收入增速环比有所回落，但整体仍在较好水平。

图表18 非典疫情对当期食品需求影响并不明显



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表19 2Q03 多数食品公司单季收入增速仍较好



资料来源：Wind，平安证券研究所

疫情影响或在 1Q20、2Q20 报表有所体现。对于食品生产者而言，19 年 12 月下旬即已进入春节出货高峰，因疫情引起重视前经销商备货基本完成，预计厂商环节整体春节出货未受影响，经销商则因消费需求萎靡导致出货放缓且面临一定库存压力。我们认为 2-3 月进入年后消费淡季，厂商发货较少，且主要工作重心在于帮助经销商去库存，预计疫情对报表增长有一定负面影响，但压力仍然可控，2Q20 下游打款意愿或视渠道库存、消费需求而定，短期或继续遭受疫情负面影响。

短期竞争或加剧，经销商群体加速洗牌，利好龙头企业集中度提升。春节作为全年最大销售档期，经销商多采取大规模备货策略，甚至借贷外部资金来支持自身正常运转。疫情影响下春节档预期落空，经销商尽快回笼资金的意愿强烈，行业或在淡季加大力度去库存，这将导致行业短期竞争加剧，其中保质期在 6 个月以内的食品品类竞争压力或更明显。经销商群体普遍抗风险能力弱，此次疫情外部冲击或推动行业加速洗牌，领先品牌的产品消费者接受度高，艰难大环境下有望更快的实现产

品动销，且龙头厂商营销体系健全，也能更好支持经销商完成去库存，市场份额有望进一步向龙头企业集中。

四、农业：短期肉蛋白供需或两弱，长期龙头机遇更突显

我们认为此次新冠肺炎疫情对生猪养殖行业影响有限，需求端短期看在外就餐需求锐减，但预计疫情稳定+高猪价常态化后需求逐步反弹，生产端短期看物流运力骤降导致饲料&禽畜调运受阻，屠企开工延后、非瘟产能去化使得供给更加紧俏，高猪价有望延续。更为重要的是，非瘟+新冠疫情影响下，生猪行业产能恢复期将被进一步拉长，管理能力强、资金雄厚的养殖龙头长期机遇更加凸显。

图表20 2003年SARS事件并未对中国肉类蛋白生产造成较大影响

单位	猪肉产量 万吨	猪肉产量同比 %	鸡肉产量 万吨	鸡肉产量同比 %	牛肉产量 万吨	牛肉产量同比 %	羊肉产量 万吨	羊肉产量同比 %
2000	3966	-1.0	927	8.4	513	1.5	264	5.1
2001	4184	5.5	928	0.1	549	7.0	293	10.8
2002	4327	3.4	956	3.0	585	6.5	317	8.2
2003	4519	4.4	990	3.6	630	7.8	357	12.8
2004	4702	4.0	1000	1.0	676	7.2	399	11.8
2005	4555	-3.1	1020	2.0	568	-15.9	350	-12.3
2006	4650	2.1	1035	1.5	590	3.9	368	5.0
2007	4308	-7.4	1129	9.1	626	6.1	386	4.9
2008	4682	8.7	1184	4.9	618	-1.4	393	2.0
2009	4933	5.4	1210	2.2	626	1.4	399	1.6
2010	5138	4.2	1255	3.7	629	0.5	406	1.6
2011	5132	-0.1	1320	5.2	611	-2.9	398	-2.0
2012	5444	6.1	1370	3.8	615	0.7	404	1.6
2013	5619	3.2	1335	-2.6	613	-0.3	410	1.3
2014	5821	3.6	1300	-2.6	616	0.4	428	4.3
2015	5645	-3.0	1340	3.1	617	0.2	440	2.9
2016	5425	-3.9	1230	-8.2	617	0.0	460	4.6
2017	5452	0.5	1160	-5.7	635	2.9	471	2.4
2018	5404	-0.9	1170	0.9	644	1.5	475	0.9

资料来源：国家统计局、USDA、平安证券研究所

4.1 需求端：短期在外就餐需求锐减，疫情稳定后或淡季不淡

1、**传统春节亲友聚会需求旺季不再。**根据商务部，2019年春节7天重点零售&餐饮企业销售额突破万亿元，而19年全年社会消费品零售总额41.2万亿元、其中餐饮4.7万亿元。但在新冠疫情疫情影响下，20年春节旺季需求不复存在。

2、**节后全国性复工推迟+疫情扩散&局部爆发期下居民减少外出几率，将共同抑制在外就餐（包括学校、企业团膳、餐饮堂食）需求；而当疫情稳定及后，餐饮端需求逐步反弹，且学校或将缩短暑假时间，使得传统淡季不淡。**

3、B端需求部分转换为家庭需求，但采购频次的降低、居民日活动量的减少、持续的高猪肉价格或将共同抑制C端肉蛋白类食品需求。

4、H5N1禽流感+活禽市场关闭短期将抑制禽肉需求。从肉蛋白消费结构上看，新冠疫情导致活禽市场关闭，以及2月1日农业农村部发布的邵阳市双清区某养殖户饲养的肉鸡发生H5N1亚型高致病性禽流感疫情，预计均将在短期内抑制禽肉需求。

图表21 2020年以来连发5起H5禽流感疫情

疫情发布	农业部公告日期
湖南省邵阳市双清区发生一起家禽H5N1亚型高致病性禽流感疫情	2020年2月1日
新疆生产建设兵团第八师玛纳斯县发生天鹅H5N6亚型高致病性禽流感疫情	2020年1月21日
新疆玛纳斯县发生天鹅H5N6亚型高致病性禽流感疫情	2020年1月20日
新疆生产建设兵团第二师21团4连发生天鹅H5N6亚型高致病性禽流感疫情	2020年1月16日
新疆伊宁县和博乐市发生天鹅H5N6亚型高致病性禽流感疫情	2020年1月8日

资料来源：农业农村部、平安证券研究所

4.2 生产端：运力骤降致饲料&禽畜调运受阻，屠企开工延后致供给更紧张

1、疫情防控下封路必要性+司机返工意愿下降导致短期运力骤降。尽管1月30日农业农村部办公厅、交通运输部办公厅、公安部办公厅三部门发文要求确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序：1) 严禁未经批准擅自设卡拦截、断路阻断交通等违法行为，维护“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序。2) 加强“菜篮子”产品价格变动和市场供求的监测，积极协调产区和销区构建稳定的对接关系，强化调运组织管理，确保重点地区“菜篮子”产品有效供给。3) 饲料生产和屠宰企业在做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控的基础上，要加快生产恢复、满足畜禽养殖饲料需求，增加畜禽产品有效供给，但根据权威专家意见(2月2日)“疫情高峰在未来10天至两周左右出现”，在严防疫情的要求下，交通强制管理的必要性及司机返工意愿下降或将导致短期运力快速下降，鸡苗、饲料及原料、禽畜调运在一定时期内受阻程度较大。

2、屠企开工延后，短期供给更紧张。严控疫情推迟工厂复工、传统节后肉蛋白消费淡季、疫情下需求下滑、交通管制，以及检疫、消毒等流程更加复杂，多因素共同导致屠企开工延后。据草根调研，20年节后至今(正月初九)开工屠企数量或仅为往年20%，屠宰量较18、19年同期下滑明显。另一方面非瘟疫情影响仍大，因此短期看，供给较需求下滑更为明显。根据涌益咨询，20年2月2日全国生猪价格37.37元，较1月16日节前上涨1.15元。

图表22 2月2日全国生猪价格37.37元，较1月16日节前上涨1.15元

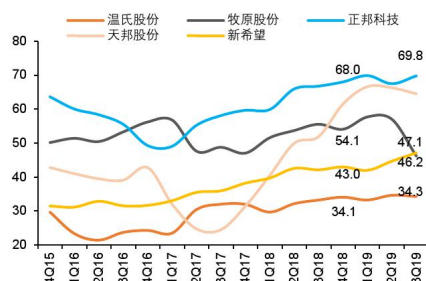
	2020年1月16日	2020年2月2日	较春节前涨跌(元/kg)
全国	36.22	37.37	1.15
河南	35.40	36.04	0.64
湖北	37.28	37.52	0.24
黑龙江	32.52	31.40	-1.12
四川	36.92	40.20	3.28
广东	38.28	41.68	3.40
浙江	39.48	40.28	0.80

资料来源：涌益咨询、平安证券研究所

4.3 新冠疫情或将拉长产能恢复期，龙头长期机遇更加凸显

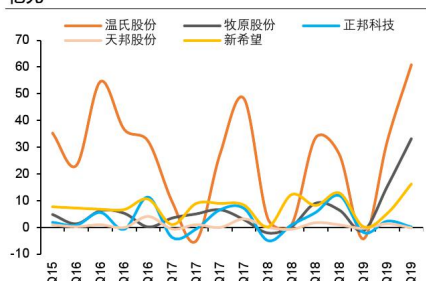
我们认为短期新冠疫情或明显抑制生猪养殖行业补栏意愿以及产能扩张/恢复速度，尤其对管理能力较差、完全成本较高的中小散户影响更大，非瘟+新冠疫情下的生猪产能恢复期将被进一步拉长。结合需求端的分析，当疫情稳定、且高猪价逐渐成为常态后，猪肉需求将迎来反弹。对于管理能力强、资金雄厚的养殖龙头公司，长期机遇更加凸显。

图表23 养殖龙头公司资产负债率(%)相对较低



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表24 养殖龙头公司经营现金流净额充沛,单位:亿元



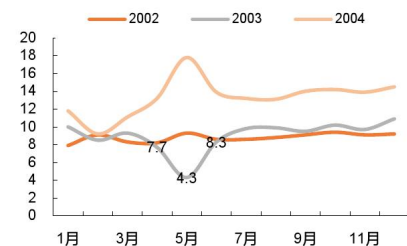
资料来源: WIND、平安证券研究所

五、零售&餐饮: 疫情短期冲击明显, 龙头长期价值未变

5.1 疫情改变消费方式, 商贸&餐饮或为受最严重影响的领域之一

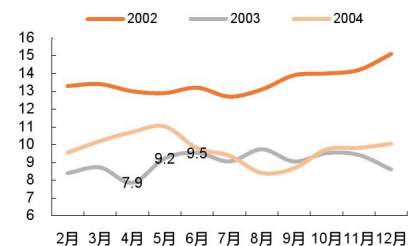
非典冲击社零&餐饮, 新型肺炎冲击或更为严重。商贸&餐饮领域或是受疫情冲击最严重的领域之一。2003 年非典疫情期间, 由于高峰期(03 年 4-6 月)居民外出消费的意愿急剧降低, 当月社零&餐饮收入同比增速均大幅下滑。本次新型肺炎疫情感染人数大于非典, 叠加民众卫生意识比 03 年大幅提高, 外出消费动力较 03 年或更为不足, 对疫情期间商贸、餐饮行业的影响或比 03 年更为强烈。

图表25 非典期间当月社零同比增速显著下滑(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

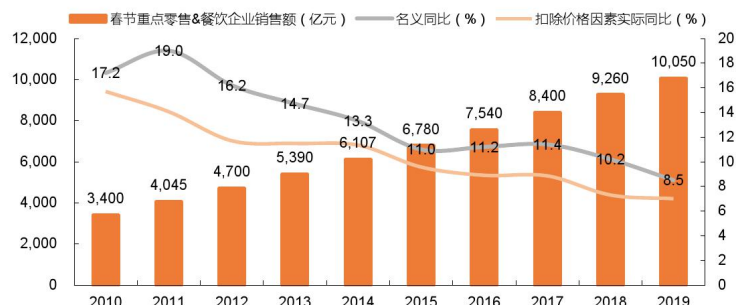
图表26 非典期间当月餐饮同比增速显著下滑(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

春节消费增速已处下行区间, 疫情冲击或导致 20 年大幅下滑。受宏观经济下行影响, 近年来商务部监测的春节 7 天零售&餐饮销售额同比增速已处于下行区间。2020 年疫情严峻性于节前已被大众认知, 居民春节期间外出购物、聚餐需求急剧萎靡, 大量购物&餐饮场所停业, 2020 年春节销售额可能大幅下滑。

图表27 历年春节7天重点零售&餐饮企业销售额（商务部）



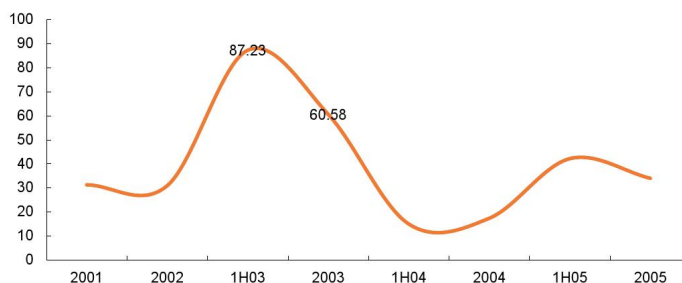
资料来源: Wind, 平安证券研究所

参照 2003 年非典前后市场情况看，短期内零售、餐饮等相关行业表现或受疫情的影响以负面为主。新型肺炎疫情短期内改变了民众的消费方式，对各行业均造成收入下滑或成本上升等负面影响。长期看，对于超市、百货、餐饮等成熟行业而言，疫情或是龙头企业加速抢占市场份额的机会；对于方兴未艾的到家业务而言，本次疫情或是培养消费习惯的机会，是各参与企业补短板、建立长期优势的一次机遇。我们建议关注长期优势明显、疫情无法动摇长期价值的龙头企业，如供应链成熟、到店到家齐下的永辉超市，和成功并购家乐福、长期价值或被低估的苏宁易购。

5.2 超市遭受影响相对较小，龙头企业提升市占率

超市需求大幅提升，对冲疫情负面影响。超市行业应是受疫情影响相对较小的子行业之一。在需求端，由于居家做饭需求大幅上升，叠加民众抢购囤积生鲜、食品等生活必需物资的影响，疫情前期超市营收或比往年同期大幅提升。对比非典时期，港股上市公司联华超市 2003 年营收增速高于前后年份，非典疫情或是推动力之一。

图表28 联华超市 2003 年营收增速高于前后年份 (%)



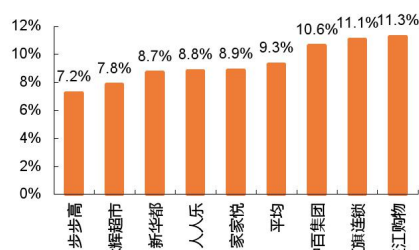
资料来源: Wind, 平安证券研究所

运营&采购成本上升，利好供应链完善的超市龙头。为保障民众日常生活，多数超市企业疫情期间持续经营。由于春节假期工资补偿，叠加口罩、消毒液等高价值用品的消耗，预计超市门店运营成本

本&人力成本均将有所提升。其次，受地方封路、假期运力不足等因素的影响，各超市或多或少都需要寻找新渠道进货。为保障城市的平价供应，对于生鲜特别是蔬菜而言，超市一般需在量小价高的城郊采购，整体采购成本或被拉高。由于生鲜蔬果等整体产量充足，部分超市开始呼吁消费者减少囤货以降低进货水平。随恐慌情绪下降，供给&需求端或均将逐步回归理性。

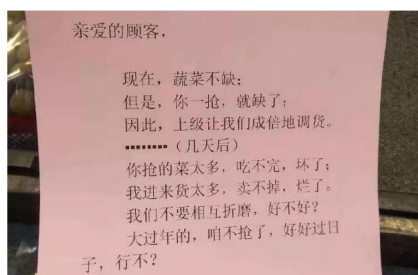
从短期看，中小型超市现金储备少、供应链不完善，成本的上升对其更为不利，甚至可能面临货源短缺、被迫延长停业期的困境。而永辉超市等龙头企业生鲜供应链优势明显，疫情下采购选择多、账期长，生鲜供应更有保障，或可在疫情期间进一步聚集客流。从长期看，龙头企业若能在疫情期间持续提供优质产品&服务，可进一步累积消费者信任度&依赖度，行业份额或将加快向龙头集中。

图表29 1H19 各上市超市人力薪酬成本占营收比例



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 网传某超市呼吁民众不抢购蔬菜

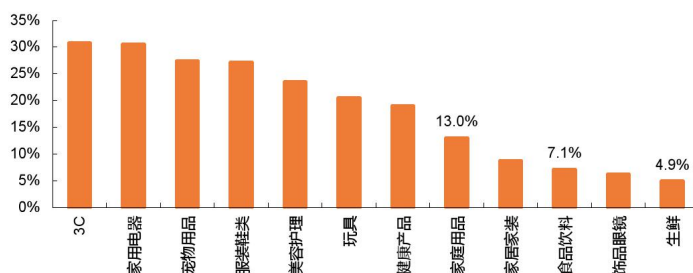


资料来源: 百度图片, 平安证券研究所

5.3 疫情培养线上消费习惯，生鲜到家服务迎来机遇

疫情培养线上消费习惯，生活用品、食品生鲜线上渗透率持续提升。2003 年非典疫情期间，政府呼吁民众减少出门，并出台政策推动电商发展，催生了京东、淘宝等当下的电商巨头。经过近 20 年的发展后，电商用户数提升空间有限，但家庭用品、食品饮料、生鲜等高频消费品类渗透率仍有较大提升空间。根据 2020 年京东春节大数据，居家消费类、食品粮油类、生鲜类产品线上销售均大幅提升。我们认为，本次疫情将可培养消费者对于这些品类的线上消费习惯。从长期看，日常生活用品、食品生鲜等高频消费品类在电商平台的渗透率将持续上升。

图表31 2018 年分品类网购渗透率



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表32 京东 2020 年春节期间日常消费品需求大增

时间节点	衡量单位	细分种类	同比变化
居家消费类	春节期间 京东平台 下单量	母婴类	164%
		家纺、家庭清洁、家居日用等品类	110%
		食品饮料、酒、生鲜类	106%
粮油类	初一至初三 京东超市 成交额	食用油	556%
		米面杂粮	20 倍
食品饮料类	初一至初三 京东超市 成交额	冲调速食品类	423%
		牛奶品类	300%
		饮用水	200%
		坚果炒货	100%
生鲜类	除夕至初三 京东生鲜 &7Fresh 成交额	蔬菜	9 倍
		肉禽蛋	7.5 倍
		冷藏冷冻食品	7 倍

资料来源：京东春节大数据，平安证券研究所

到家需求激增，但电商、商超各有所短，业态成熟仍需时间。生活用品&食品生鲜的需求上升也传导至提供到家服务的零售企业中，春节期间京东到家、每日优鲜等平台销售额大幅上升。但疫情突然，各企业在春节假期的准备略显不足。盒马、京东到家、每日优鲜等企业起步于线上，供应链建设时间不长，调研显示不少商品的供应暂时难以满足订单需求。永辉、大润发等超市新设到家服务，货品供应能力强但运力不足，货品到家时间偏长。随着春节假期的结束与供应链的恢复，预计到家业务将逐步走上正轨。由于政府仍持续建议居民减少外出，我们认为到家业务的高需求仍将持续一段时间，各企业或需抓紧机会培育消费者购买习惯，推动到家业务尽早成熟。

图表33 春节期间部分生鲜到家企业销售额激增

时间节点		种类	同比变化
京东到家	春节 7 天	全平台销售额	470%
		蔬菜	510%
		水果	300%
		鸡蛋	770%
		乳制品	370%
		速冻食品	790%
每日优鲜	除夕至初四	总交易额	321%
美团买菜北京	春节 7 天	日均订单量	2-3 倍

资料来源：wind，平安证券研究所

5.4 客流量剧减+租金减免，百货企业下行周期雪上加霜

受疫情冲击严重，客流&租金减少使企业生存状态恶化。百货和购物中心或是受疫情冲击最严重的零售业态之一。在疫情期间，客流量大幅下降、营业时间缩短的趋势较难改变。与此同时，万达商管等房产背景的企业率先减免商户租金，不少地方政府、行业协会也发出类似倡议，或将导致疫情期租金收入下滑。从短期看百货、购物中心将面临较大挑战。从长期看，由于电商崛起等因素的影响，近年来百货行业景气度持续下行。截止 2020 年 2 月 2 日，中信百货指数 29 家企业已有 15 家

型店抗风险能力低、也不具备连锁餐饮的消费者忠诚度。若疫情持续，餐饮行业或将加速洗牌，现金流较充足、银行授信额度高的企业或可加速收割市场份额。

六、 股价短期或遭冲击，价值不变抓买点

股票短期或受到冲击。根据平安宏观分析，参考 2003 年非典疫情期间，大盘指数最大调整幅度为 9%-10%，本次疫情也很可能对股市带来短期冲击。非典疫情大致可分为三个阶段，即初步扩散期（02/12/15-03/03/31）、加速爆发期（03/04/01-03/05/09）、缓和收尾期（03/05/10-03/06/30）。上证综指在疫情爆发期最大跌幅接近 9.0%，短期冲击仅具阶段性，但并未改变市场中长期方向；在疫情缓和的收尾阶段，上证综指在 2003 年 5 月反弹 3.6%。

图表37 非典疫情时期股市回顾



SARS 期间消费表现相对疲软，疫情爆发期食品饮料相对优势较明显。一方面，休闲服务、食品饮料、商业贸易、农林牧渔、休闲服务（当时叫餐饮旅游）在整个 SARS 期间股价表现并不突出，在 28 个一级子行业中相对排名也靠后，尤其是在爆发期，只有食品饮料跌幅最小且在 28 个子行业中排第 9 位，休闲服务跌幅超过 10%，全市场倒数第一。

图表38 非典期间主要子行业股价走势

		2002-12-15 2003-03-31	2003-04-01 2003-05-09	2003-05-10 2003-06-30
期间股价表现	SW 休闲服务	6.20%	-10.90%	1.20%
	SW 食品饮料	3.40%	-2.30%	-1.20%
	SW 商业贸易	2.60%	-4.20%	-4.50%
	SW 农林牧渔	1.70%	-4.20%	-8.20%
期间在 28 个子 行中涨幅排序	SW 休闲服务	13	28	8
	SW 食品饮料	19	9	15

SW 商业贸易	23	21	22
SW 农林牧渔	26	22	27

资料来源：WIND，平安证券研究所

消费股本次疫情中股价表现更值得乐观，长期买点值得重视。因人员流动受到严格管控，除开生活紧密相关的日常消费品外，多数消费类公司业务会受到负面影响，股价也很可能受到短期冲击。另一方面，相比 2003 年，经济体系不同行业成长机会相比较，消费类行业相对优势已变得更明显，消费对经济增长的贡献较 2003 年几乎翻倍，且疫情对业务的影响更可能是一次性的，并不会改变行业发展趋势。所以综合来看，优质消费股如果出现股价回落，对资金吸引力可能显著上升。我们维持年度策略时的判断，建议重点关注双汇发展、伊利股份、贵州茅台、洋河股份、克明面业、汤臣倍健，温氏股份。

七、风险提示

- 1、宏观经济疲软的风险：**经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓。
- 2、业绩不达预期的风险：**当前消费板块市场预期较高，存在销售数据或者业绩不达预期从而造成业绩估值双杀的风险。
- 3、重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对某个品牌、品类乃至整个子行业信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间，从而造成业绩不达预期。
- 4、重大疫情风险：**畜禽疫病的发生容易导致畜禽生产成本的上升，从而影响生产成本和市场供应，对未来期间市场供给和价格造成不确定影响。另外，畜禽疫病的蔓延加上社会部分言论误导，容易引起消费者心理恐慌，造成整个市场需求的迅速萎缩，致使畜禽养殖企业面临较大的销量与销售价格压力。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033