

证券研究报告·行业动态·周报 (2018.09.10-2018.09.16)

从历史来看，养元如何成为百亿规模大单品

白酒调研反馈：

贵州茅台批价本周继续有所回升，目前全国大范围内批价超越1700元，北京部分经销商报价1720元，上海报价1720-1730元，深圳报价至1720元，贵州报价1720元。本周经销商反馈到货较少，预计下周将有大批到货。

五粮液本周批价稳定，北京批价维持在830-840元，上海批价在830元，江苏批价830左右，渠道反馈公司恢复小批量多频次发货，目前大商库存在1月左右。

国窖1573价格坚挺，普遍在740元附近，渠道库存2个月左右，库存良性。

电商终端方面：本周旺季促销延续，大多数主流品牌都有小幅降价。飞天茅台方面，本周京东、天猫等平台仍是缺货状态。五粮液1618促销幅度较大，本周京东平台成交价900元，国窖1573价格保持在860元。其他高端、次高端品牌中，剑南春水晶剑和珍藏级分别下降20元和10元至398元和498元，汾酒青花20年下降20元至408元。其他品牌产品价格相比上周变化不大。

乳品数据跟踪：

本周调研北京中关村家乐福超市，临近中秋旺季，各品牌动销力度加强，伊利常温纯牛奶与蒙牛常温纯牛奶生产日期多集中于8、9月，而常温酸奶日期比纯牛奶早，依然有6月-8月存货在售；具体看：

伊利：金典系列主要产品多为9月产品，金典纯牛奶49.5元/箱，金典有机76元/箱，金典低脂68.4元/箱。安慕希系列有7、8月产品，盒装安慕希价格49.5元/箱，瓶装安慕希78元/箱。伊利QQ星48.5-62.4元/箱，以8月生产为主。低温产品每益添6.5元/瓶，joy day巧克力豆酸奶9.9元/瓶，畅轻7.7元/瓶，买二送一，褐色炭烧25元/瓶；植选55.2元/箱，出厂日期9月份为主，部分6月存货在售。

蒙牛：特仑苏系列生产日期以9月为主，特仑苏纯牛奶57.9元/箱，特仑苏低脂64.6元/箱，特仑苏有机纯牛奶79.2元/箱。纯甄系列生产日期多在7月，盒装纯甄66-69元/箱。低温产品生产日期均为9月，蒙牛炭烧25元/瓶，第二件半价。冠益乳7.2-8.5元/瓶，买二送一。低温产品同时进行满25减5促销活动。

其它：三元冰岛酸奶39.9元/箱，出厂日期7月份为主。三元极致纯奶49.8元/箱，8月份出厂为主；三元极致有机74.6元/箱，8月份出厂为主；三元鲜奶6.5元/瓶，褐色炭烧8元/瓶，买二赠一。君乐宝纯享7.8-8元/瓶，部分口味买二赠一。圣牧有机纯

请参阅最后一页的重要声明

食品饮料

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

研究助理：杨斌

yangbinzgs@csc.com.cn

010-86451007

研究助理：纪宗亚

jizongya@csc.com.cn

010-86451018

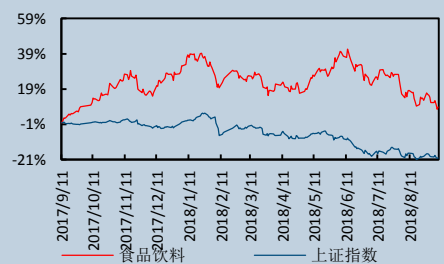
研究助理：黄谦

huangqian@csc.com.cn

010-86451493

发布日期：2018年09月17日

市场表现



相关研究报告

牛奶 63.5 元/箱，出厂日期多在 8 月份，圣牧有机酸牛奶 49.9 元/箱，出厂日期 8 月份。

重点推荐：白酒重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、洋河股份；食品板块推荐伊利股份、海天味业、涪陵榨菜、中炬高新、绝味食品、养元饮品等。

目 录

一、本周重点价格跟踪和草根调研反馈	4
1.1 高端、次高端白酒价格跟踪	4
1.2 北京乳品调研反馈	5
二、专题：从历史来看，养元如何成为百亿规模大单品	5
2.1、植物蛋白行业空间广阔，细分龙头市占率高	5
2.1.1、植饮市场空间不断提升	5
2.1.2、细分领域龙头主导优势明显	6
2.2、养元&露露均定位清晰，采取大单品战略抢占细分市场主导权	7
2.2.1、养元和露露均采用大单品战略抢占细分市场绝对主导权	7
2.2.2、产品定位略有不同：养元精准定位健脑益智饮品，露露则在养颜美容方面下功夫	8
2.2.3、核桃乳产品口感并无地域性限制	9
2.3、股权分布：养元核心骨干全员持股，激励机制彰显竞争力	9
2.3.1、养元饮品高管及经销商持股集中，激励到位	9
2.3.2、露露第一大股东万向持股比例高	10
2.4、从历史来看，养元如何成为百亿规模大单品	11
2.4.1、养元饮品的发展可大致分为五个阶段	11
2.4.2、养元广告品牌打造+深度分销+零风险经营机制助力六个核桃成百亿规模大单品	12
2.5、财务分析比对	15
2.5.1、收入端：养元聚焦六个核桃大单品，规模已近百亿	15
2.5.2、养元注重广告宣传，但严格管控费用	16
2.5.3、盈利能力：养元饮品强于承德露露	17
三、上周市场回顾	19
3.1、板块整体表现：大盘小幅下跌，板块涨跌幅领先大盘	19
3.2、按子行业划分：乳品等六板块上涨，其他酒类领跌	20
3.3、按市值划分：大市值领跌	21
四、沪港通、深港通标的持股变化	21
五、下周安排及行业动态	24

图表目录

图表 1： 本周主流高端次高端白酒京东成交价汇总	4
图表 2： 2007-2016 年软饮料各品类增速	6
图表 3： 我国植物蛋白饮料行业规模（亿元）	6
图表 4： 2007 年软饮料各品类产品市场份额	6
图表 5： 2016 年软饮料各品类产品市场份额	6
图表 6： 植物蛋白饮品前十大企业市场份额	7
图表 7： 细分领域龙头市占率	7
图表 8： 规模植饮企业产量（千吨）	7
图表 9： 规模植饮企业 2016 年产量结构	7
图表 10： 养元公司产品收入占比	8

图表 11: 养元饮品主营构成	8
图表 12: 2018H1 年承德露露收入构成.....	8
图表 13: 养元饮品主要产品	9
图表 14: 承德露露主要产品	9
图表 15: 养元饮品公司股权架构（截止 2018 年度一季度）	10
图表 16: 承德露露公司股权架构	11
图表 17: 养元饮品发展阶段	12
图表 18: 分区域定渠道独家经销模式	13
图表 19: 养元直销经销营收占比	13
图表 20: 养元经销、直销营收占比	13
图表 21: 前五名经销商销售额占比	14
图表 22: 养元各地区收入占比	14
图表 23: 承德露露各地区收入占比	14
图表 24: 养元饮品营业收入及增长率	15
图表 25: 承德露露营业收入及增长率	15
图表 26: 养元饮品和承德露露吨价	16
图表 27: 养元饮品和承德露露产量	16
图表 28: 养元饮品期间费用率构成	16
图表 29: 养元饮品及承德露露销售费用及增速	17
图表 30: 养元饮品 2018H1 销售费用构成.....	17
图表 31: 承德露露 2018H1 销售费用构成.....	17
图表 32: 养元饮品及承德露露净利润及增长率	18
图表 33: 养元饮品净利润及增长率	19
图表 34: 以 2013 年 1 月 1 日为基期, 食品饮料板块指数与上证综指走势对比(日变化).....	19
图表 35: 申万各子行业一周涨跌幅排名	20
图表 36: 一周各子板块涨跌幅排名 (%)	20
图表 37: 一周各子板块市场表现	21
图表 38: 按市值划分板块一周涨跌幅	21
图表 39: 按市值划分板块年初以来涨跌幅	21
图表 40: 本周食品饮料沪深港通前十大活跃个股情况.....	22
图表 41: 食品饮料行业沪港通持股比例（截至 9 月 14 日）	22
图表 42: 下周食品饮料上市公司股东大会日程	24

一、本周重点价格跟踪和草根调研反馈

1.1 高端、次高端白酒价格跟踪

贵州茅台批价本周继续有所回升，目前全国大范围内批价超越 1700 元，北京部分经销商报价 1720 元，上海报价 1720-1730 元，深圳报价至 1720 元，贵州报价 1720 元。本周经销商反馈到货较少，预计下周将有大批到货。

五粮液本周批价稳定，北京批价维持在 830-840 元，上海批价在 830 元，江苏批价 830 左右，渠道反馈公司恢复小批量多频次发货，目前大商库存在 1 月左右。

国窖 1573 价格坚挺，普遍在 740 元附近，渠道库存 2 个月左右，库存良性。

电商终端方面：本周旺季促销延续，大多数主流品牌都有小幅降价。飞天茅台方面，本周京东、天猫等平台仍是缺货状态。五粮液 1618 促销幅度较大，本周京东平台成交价 900 元，国窖 1573 价格保持在 860 元。其他高端、次高端品牌中，剑南春水晶剑和珍藏级分别下降 20 元和 10 元至 398 元和 498 元，汾酒青花 20 年下降 20 元至 408 元。其他品牌产品价格相比上周变化不大。

图表1：本周主流高端次高端白酒京东成交价汇总

品牌	产品	度数	京东成交价	其他
贵州茅台	普飞	53		无货
五粮液	普五	52	939	
	1618	52	900	
泸州老窖	国窖 1573	52	860	买 2 赠 4 瓶低端白酒
洋河股份	梦 9	52	1549	
	梦 6	52	644	买 2 赠 4 瓶低端白酒
	梦 3	52	478	
	天之蓝	52 480ml	322	买 2 赠 12 听嘉士伯特醇啤酒
剑南春	水晶剑	52	398	
	珍藏级	52	498	
郎酒	青花郎 20	53	898	
	红花郎 15	53	488	
	红花郎 10	53	328	买 2 赠 1 瓶小郎酒
山西汾酒	青花 30	53	678	
	青花 20	53	408	
水井坊	典藏大师	52	799	
	井台	52	519	
	臻酿八号	52	359	
舍得酒业	品味舍得	52	418	
	智慧舍得	52	768	

资料来源：京东商城，中信建投证券研究发展部

1.2 北京乳品调研反馈

北京乳品调研反馈：

本周调研北京中关村家乐福超市，临近中秋旺季，各品牌动销力度加强，伊利常温纯牛奶与蒙牛常温纯牛奶生产日期多集中于 8、9 月，而常温酸奶日期比纯牛奶早，依然有 6 月-8 月存货在售；具体看：

伊利：金典系列主要产品多为 9 月产品，金典纯牛奶 49.5 元/箱，金典有机 76 元/箱，金典低脂 68.4 元/箱。安慕希系列有 7、8 月产品，盒装安慕希价格 49.5 元/箱，瓶装安慕希 78 元/箱。伊利 QQ 星 48.5-62.4 元/箱，以 8 月生产为主。低温产品每益添 6.5 元/瓶，joy day 巧克力豆酸奶 9.9 元/瓶，畅轻 7.7 元/瓶，买二送一，褐色炭烧 25 元/瓶；植选 55.2 元/箱，出厂日期 9 月份为主，部分 6 月存货在售。

蒙牛：特仑苏系列生产日期以 9 月为主，特仑苏纯牛奶 57.9 元/箱，特仑苏低脂 64.6 元/箱，特仑苏有机纯牛奶 79.2 元/箱。纯甄系列生产日期多在 7 月，盒装纯甄 66-69 元/箱。低温产品生产日期均为 9 月，蒙牛炭烧 25 元/瓶，第二件半价。冠益乳 7.2-8.5 元/瓶，买二送一。低温产品同时进行满 25 减 5 促销活动。

其它：三元冰岛酸奶 39.9 元/箱，出厂日期 7 月份为主。三元极致纯奶 49.8 元/箱，8 月份出厂为主；三元极致有机 74.6 元/箱，8 月份出厂为主；三元鲜奶 6.5 元/瓶，褐色炭烧 8 元/瓶，买二赠一。君乐宝纯享 7.8-8.0 元/瓶，部分口味买二赠一。圣牧有机纯牛奶 63.5 元/箱，出厂日期多在 8 月份，圣牧有机酸牛奶 49.9 元/箱，出厂日期 8 月份。

二、专题：从历史来看，养元如何成为百亿规模大单品

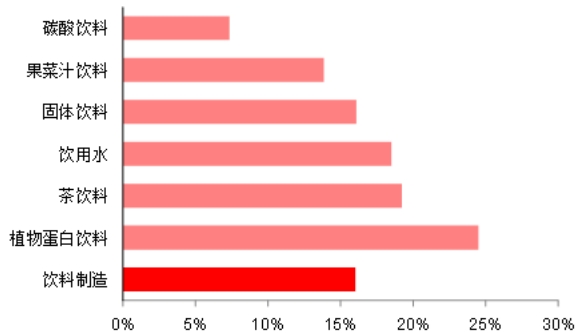
2.1、植物蛋白行业空间广阔，细分龙头市占率高

2.1.1、植饮市场空间不断提升

根据前瞻产业数据统计，2008-2013 年我国软饮料行业市场规模从 2008 年的 2115.06 亿元，增长到 2013 年的 5277.91 亿元，年复合增长率达到了 16.46%。截止 2014 年之前，中国软饮料行业增速均保持在两位数以上，从 2014 年开始增速下跌至 10% 以下，并一直保持下滑趋势，2016 年的行业增速已经降到了 4%，2017 年甚至是变为负增长，销售规模下降至 5653 亿元。

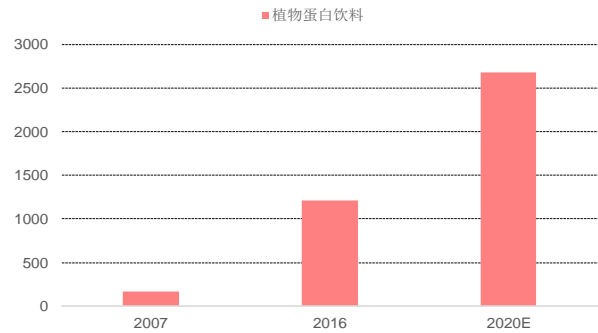
在中国软饮料市场整体增长稍显乏力的情况下，2007 年以来各饮料子行业增速最快的是植物蛋白饮料，从 2007 年的 169 亿元增长至 2016 年的 1217 亿元，复合增长率高达 24.51%，其余子行业增速则均未超过 20%。

图表2： 2007-2016年软饮料各品类增速



资料来源：中国饮料工业协会前瞻产业研究院整理，中信建投证券研究发展部

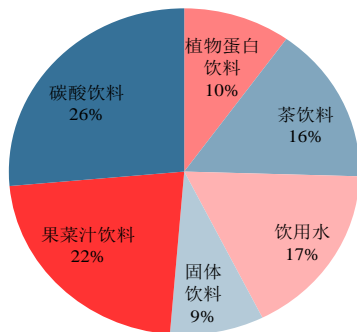
图表3： 我国植物蛋白饮料行业规模（亿元）



资料来源：中国饮料工业协会前瞻产业研究院整理，中信建投证券研究发展部

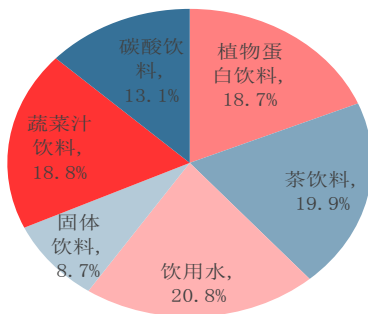
植物蛋白饮料的市场份额迅速上升，自 2007 年 9.90% 增长至 2016 年 18.69%，预计到 2020 年，植物蛋白饮料增速仍能保持在 20% 以上，占软饮料份额近 25%，并超过饮用水、茶饮料、果菜汁饮料等品类成为软饮料中份额最大的品类。

图表4： 2007年软饮料各品类产品市场份额



资料来源：中国饮料工业协会、前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

图表5： 2016年软饮料各品类产品市场份额

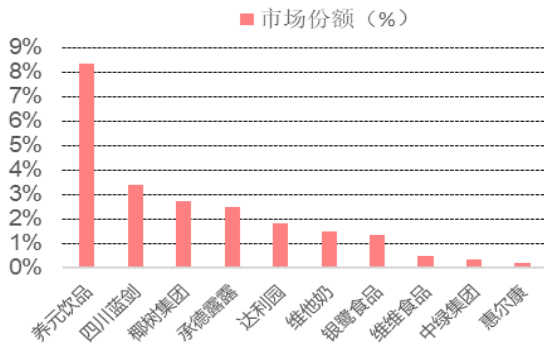


资料来源：中国饮料工业协会、前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

2.1.2、细分领域龙头主导优势明显

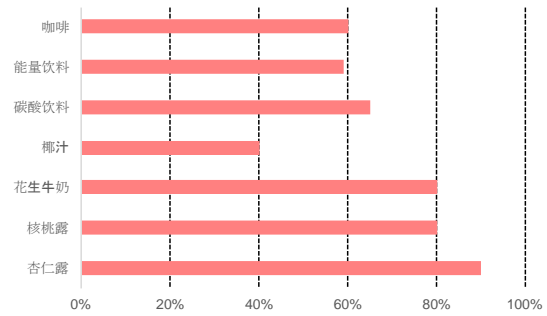
植物蛋白饮料行业总体呈现极为分散的市场格局，前十大企业共计占据市场份额 22.60%，销售规模最大的养元饮品市占率也仅有 7.31%。但从核桃乳、花生牛奶、椰子汁等细分领域来看，各代表性龙头企业均占据了 50% 以上的市场份额，集中度非常高。在核桃乳品类中，养元饮品的市占率高达 80%，在行业中处于主导地位。

图表6：植物蛋白饮品前十大企业市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

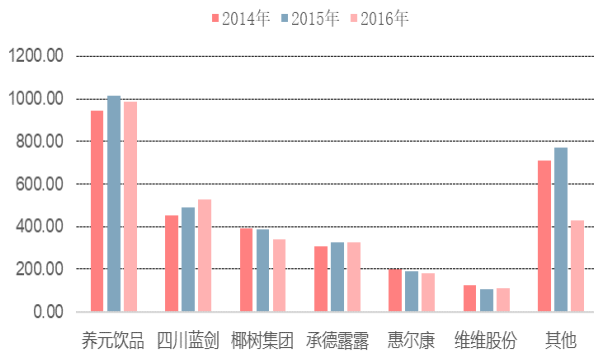
图表7：细分领域龙头市占率



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

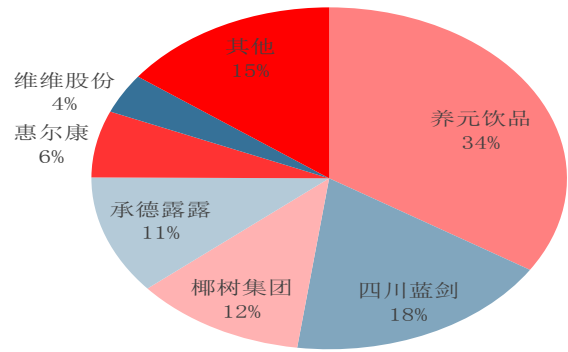
从各大植物饮品规模企业产量来看，前五大企业的产量占比持续增加，由2014年77%提升至2016年的85%，行业集中度不断提升。其中，养元股份以约100万吨一直高居首位，生产规模稳定占有行业总产量约30%，龙头地位稳固。

图表8：规模植饮企业产量（千吨）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表9：规模植饮企业2016年产量结构



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2.2、养元&露露均定位清晰，采取大单品战略抢占细分市场主导权

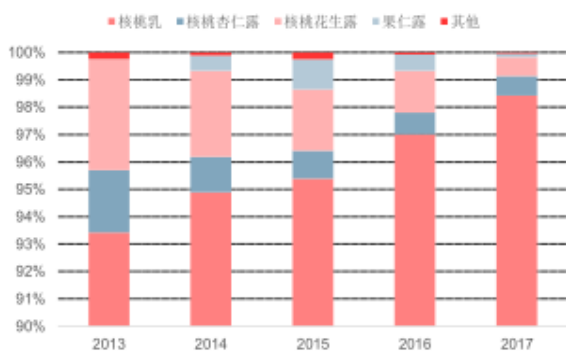
2.2.1、养元和露露均采用大单品战略抢占细分市场绝对主导权

快消品行业的特点是，新品推出数量众多，造成快消品行业普遍品牌忠诚度不高，较易在各品牌之间进行切换。走大单品策略才能树立清晰、简洁的产品特点和品牌形象，立竿见影的判别产品优劣，节约时间又降低决策风险。

养元在产品2005年创立“六个核桃”品牌，2006年销售额3000万，2011年销售额30多个亿，目前养元销售额已达百亿规模，养元战略上奉行大单品战略，聚焦“六个核桃”，2013-2017年核桃乳营收占比逐年递增，较2013年的93.4%提高了5个百分点，达98%以上。

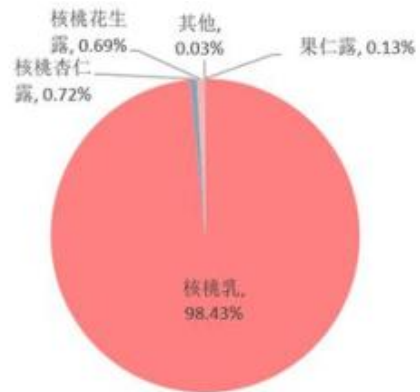
观察同为植物蛋白饮品的细分龙头露露也采取了大单品战略，承德露露 100%的收入都来源于杏仁露，是全国最大的杏仁露生产企业，市场高达占有率 90%。2012 年公司开始大力发展纯核桃露，2013 年销售达到 1.47 亿元，同比增长 42%，但占比仅 5.58%。由于核桃仁成本为杏仁两倍，但两者终端售价差距不大，因此该产品毛利率很低，如规模达不到 4 亿元，则处于亏损状态。2014 年公司改变产品策略，逐渐淡化纯核桃露。截止 2018 年上半年，公司杏仁露以及其他营业收入为 11.7 亿元，占营业收入 100%。

图表10： 养元公司产品收入占比



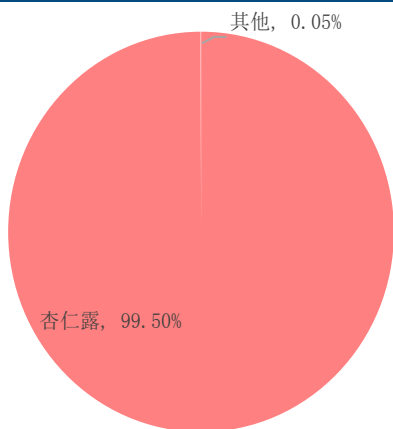
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表11： 养元饮品主营构成



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表12： 2018H1 年承德露露收入构成



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2.2.2、产品定位略有不同：养元精准定位健脑益智饮品，露露则在养颜美容方面下功夫

首先，六个核桃产品定位非常清晰而且准确，在健脑益智饮品这个细分产品领域占据了先机，针对需要高强度的脑力劳动群体，同时产品具有礼品属性，并且将产品购买者定位于长辈、儿童、糖尿病人等不同人群开发各类型核桃乳抢占市场。

纵观植物蛋白饮料这个领域，在“六个核桃”推出以前，市场上已经有了椰树椰汁、露露杏仁露、银鹭花生奶等品牌。椰树椰汁的诉求是“白白嫩嫩”，露露杏仁露的品牌诉求是“更滋润”，银鹭花生奶的品牌诉求是“白里透红”。它们无一例

外都集中在美容养颜的功效诉求，集体偏向食补养颜。承德露露围绕健康主体，重在培养忠诚消费者。对于自身的定位偏向于功能饮料，强调杏仁的功效美容养颜。2018年露露推出新品“热饮款露露杏仁露”，定位城市年轻白领，通过“早餐好营养，就喝热露露”的宣传语，让城市年轻白领从“冷食”的非健康饮食习惯中逃出来。

图表13： 养元饮品主要产品

产品	分类	受众	参考价格
精品型、智汇养生等	低档	老年人	2.9-3.4 元/听 240ml
易智状元、易智优+	中档	学生	4.2 元/听 240ml
易智成长、智汇乐源、易智养元等	高档	儿童	4.3-5.4 元/听 180ml
无糖型六个核桃		减肥或糖尿病人群	4 元/听 240ml
磷脂加强型六个核桃		免疫力低下人群	4 元/听 240ml

资料来源：公开资料整理，中信建投研究发展部

图表14： 承德露露主要产品

产品	定位	材料	包装	容量	价格 / 罐
240ml 原味杏仁露	低档	杏仁	金属罐装	240ml	3.75
240ml 无糖杏仁露	中档	杏仁	金属罐装	240ml	4.41
480ml 原味杏仁露	中档	杏仁	金属罐装	480ml	5.5
318g 原味杏仁露	低档	杏仁	金属罐装	318g	4
310ml 原味杏仁露	中档	杏仁	金属罐装	310ml	4.6
甄选型纯核桃露	高端	核桃	金属罐装	240ml	5.99
甄选型无糖杏仁露	高端	杏仁	金属罐装	240ml	7.33
甄选型原味杏仁露	高端	杏仁	金属罐装	240ml	6
甄选型无糖纯核桃杏仁露	高端	核桃	金属罐装	240ml	6
热饮款杏仁露	高端	杏仁	金属罐装	240ml	5
小露露	高端	杏仁	金属罐装	145ml	4.7
245g 果仁核桃	高端	核桃	金属罐装	245g	4.4

资料来源：公开资料整理，中信建投研究发展部

2.2.3、核桃乳产品口感并无地域性限制

在消费者认知中，植物蛋白饮料曾等同于风味饮料，因原材料供给存在地域性，植物蛋白饮料格局呈现明显的区域特征。椰树集团和承德露露素依靠海南、河北分别是我国椰子和苦杏的主产地的优势，采取大单品战略，迅速在椰汁和杏仁露领域取得垄断地位，在各自行业中市占率分别为 55%和 92%，素有“南椰树，北露露”之称。核桃乳的口味受大众认可度较高，不受地域限制。而且，核桃的健脑价值属于养生保健性，宜长期食用，这种价值属性也提升了消费群体的粘性。

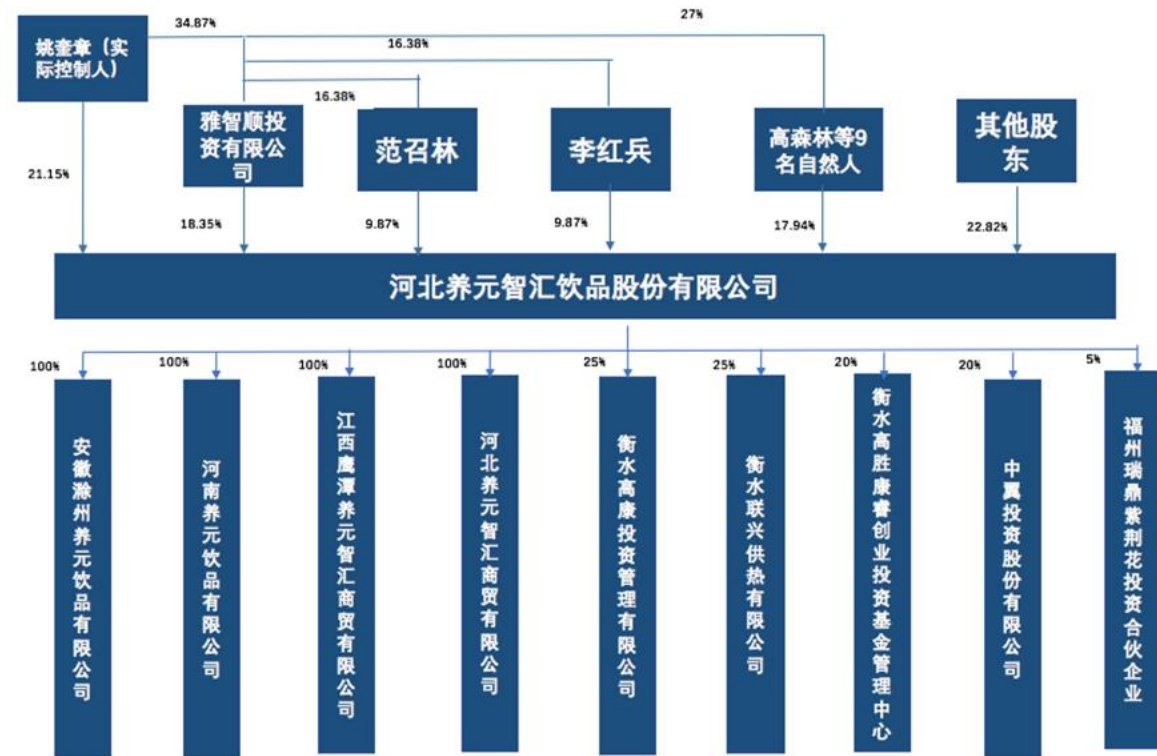
2.3、股权分布：养元核心骨干全员持股，激励机制彰显竞争力

2.3.1、养元饮品高管及经销商持股集中，激励到位

姚奎章先生作为公司董事长，是公司第一大股东及实际控制人，当前持股比例为 27.54%。公司董事会及管

理层持股集中，董事兼总经理范召林和副董事长李红兵当前均持股 12.87%，其中有部分股份通过雅智顺投资有限公司间接持有，雅智顺投资共持有公司 18.35%股份。公司另外三名内部董事、监事会成员及高管也持有一定股份，董监高人员持股比例达 63.66%（含雅智顺投资持股）。公司还鼓励员工和经销商持股，根据公告，公司 18 名主要经销商股东在 IPO 之后持股合计达 1.06%，公司的上市前其他股东绝大部分为公司员工，这部分股东 IPO 之后持股 29.84%（含其他董监高成员持股 10.36%）。

图表15： 养元饮品公司股权架构（截止 2018 年度一季度）

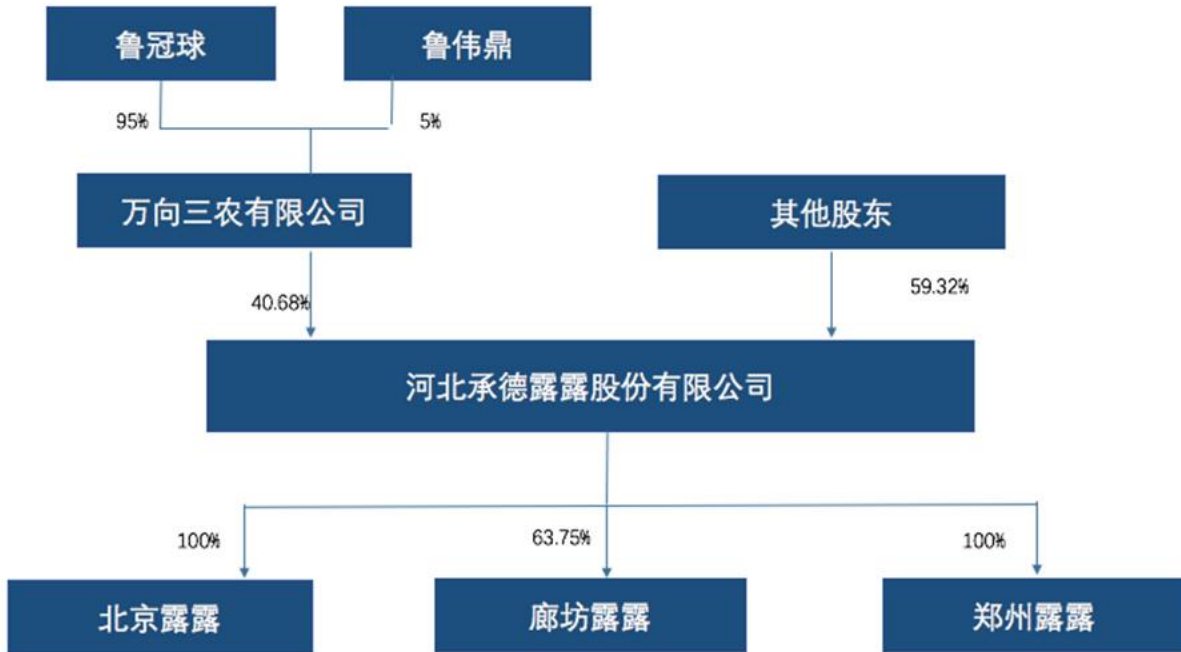


资料来源：中信建投证券研究发展部

2.3.2、露露第一大股东万向持股比例高

受原有国有体制的影响，承德露露在过去几年发展呈缓慢态势，去年年底，新的领导班子上任，并于今年年初开始对公司组织架构进行调整，强调营销部门在公司中的地位。目前，万向三农持股数量为 3.98 亿股，持股比例占总股本的 40.68%，为公司第一大股东。

图表16：承德露露公司股权架构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2.4、从历史来看，养元如何成为百亿规模大单品

2.4.1、养元饮品的发展可大致分为五个阶段

1993-2005 年是初始创立阶段：1993 年企业成立，成为中国第一家研发、生产、销售核桃饮品的企业。1997 年河北养元保健饮品有限公司（公司前身）成立，主导起草了核桃乳饮料行业标准；

2005-2009 年是区域发展阶段：2005 年管理层改制自主研发 5*3*28 生产工艺，“六个核桃”诞生。这个阶段公司进行了一定的产能扩张，同时将发展区域集中在华北等主要市场，区域市场收缩式增长；

2009-2013 年是养元初步全国化阶段：2009 年确立“经常用脑，多喝六个核桃”品牌定位，养元“智尊”、“智汇露”上市。2010 年，公司斥资数千万元，邀请著名知性主持人陈鲁豫代言，并在央视新闻联播后 30 秒黄金时间播出“经常用脑，多喝六个核桃”的广告，迅速建立起益智健脑饮料品牌形象，以产品功能价值属性为亮点的宣传打破了区域市场的束缚，一举开拓了全国市场，收入达到了 10.77 亿元；

2013-2016 是养元高速发展阶段：从 2013 年的 74.31 亿元增长至 2016 年的 89 亿元，期间，公司不断细分品类，针对不同人群将核桃乳产品再做细分，实现了收入端的连续增长，2015 年营收更是突破 90 亿元，与 2008 年相比扩大 32 倍，复合增速达 64.09%，净利润达到 26 亿以上；

2016 至今是养元的调整整合阶段：2016、2017 公司业绩有所下滑，一方面受到行业下滑影响，另一方面跟公司的产品发展阶段进入一定瓶颈有关。因此，养元积极调整公司战略及产品结构，尤其是 2018 年在上海证券交易所挂牌上市后，有望借助资本市场实现进一步增长。

图表17： 养元饮品发展阶段

	初始创立期	区域化发展	初步全国化	高速发展期	调整整合期
产品宣传			2009年公司推出场景化营销，确立“经常用脑，多喝六个核桃”品牌定位。2010年斥巨资请著名主持人鲁豫代言并在央视黄金时段播出广告，一举开拓全国市场	公司营收由2013年74.31亿元增长至2015年91.17亿元	2018年在上海证券交易所挂牌上市 2016年起制定“依托大平台，借势大IP”的营销策略，赞助各类益智类节目，如“最强大脑”“经典咏流传”“挑战不可能”等
渠道建设	2002年导入零风险经营机制和“星级助销”服务模式，企业和经销商共同承担风险提升经销商忠诚度和积极性		2009开启初步全国化进程，2010年公司增资580万元，20名跟随多年的优秀经销商成为企业股东，经销商和厂家利润充分绑定，极大提升经销商的积极性		2017年向“流通、商超并重，持续发力电商”转型。公司开始发力一二线城市商超渠道，2018年公司深化电商渠道建设，搭建与天猫、京东等年度深度合作
产品技术		2005年管理层改制自主研发5*3*28生产工艺，“六个核桃”诞生 2007年企业投资超亿元新产区落地投产，企业成为中国最大的核桃饮品生产基地	2009年“智尊”“智汇露”上市 2012年安徽滁州养元落地投产	2013年起养元积极升级产品并进行多品类细分，陆续推出养生型、精品型六个核桃等多种品类，不断完善产品定位，满足市场需求	2018年不断升级核桃乳产品，针对一二线城市开发五星核桃，同时探索新品类产品养元红，希望再新的产品线上寻找更好的机会
	1997	2005	2009	2013	2016

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2.4.2、养元广告品牌打造+深度分销+零风险经营机制助力六个核桃成百亿规模大单品

2.4.2.1、养元注重广告投放，在品牌打造

2009年，公司斥资数千万元，邀请著名知性主持人陈鲁豫代言，并在央视新闻联播后30秒黄金时间播出“经常用脑，多喝六个核桃”的广告，迅速建立起益智健脑饮料品牌形象，以产品功能价值属性为亮点的宣传打破了区域市场的束缚，一举开拓了全国市场。近几年随着益智类综艺的兴起，公司连续冠名了《最强大脑》、《挑战不可能》、《今晚80后脱口秀》、《向上吧诗词》等益智类现象级栏目，瞄准节目受众开启精准化投放广告宣传。

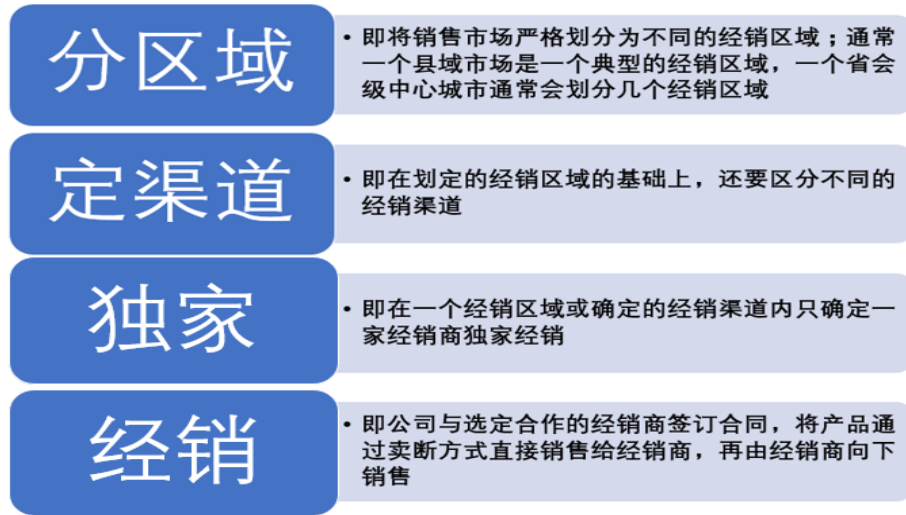
2.4.2.2、养元借助深度分销模式，采取“农村包围城市”的策略成为百亿大单品

2005年在养元推出“六个核桃”品牌之前，露露营收接近12亿元，是北方市场最强霸主。被露露占据。六个核桃推出后，以河北为中心，向四周的农村、县城铺货，再拓展至二、三线城市，最后再进入天津、北京等一线城市。以“农村包围城市”策略在创立之初有效地避免了龙头老大露露对其的打压，进而扩大了六个核桃在北方市场的影响力。

目前，公司采取“分区域定渠道独家经销模式”，即“厂商”+“区域配送商”+“核心二批商”+“分销商”+“核心终端”的模式，这一模式使公司的销售网络渗透力更强、覆盖面更广、更加全面。从经销商和零售终端数量上看，截至2017年底，公司已有经销商约1,800家，经销商合作的零售终端数量超过100万家。从经销网络的广度看，目前，公司销售区域已基本覆盖除了西藏、青海、甘肃、宁夏等西北、西南部分省份以外的全国

大部分地区。从经销网络深度看，在对全国覆盖范围内的县域市场进行重点开发的基础上，已往上延伸至地级市和省会级核心城市市场，并已进入北上广深一线城市市场，往下渗透到广大乡镇村市场。

图表18：分区域定渠道独家经销模式



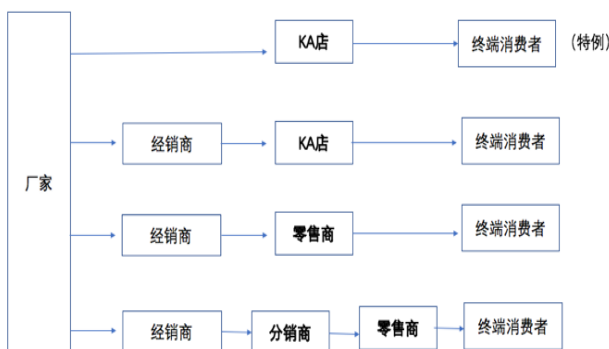
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

2.4.2.3、养元大商占比较小，全国化布局

养元大商占比小，公司话语权重

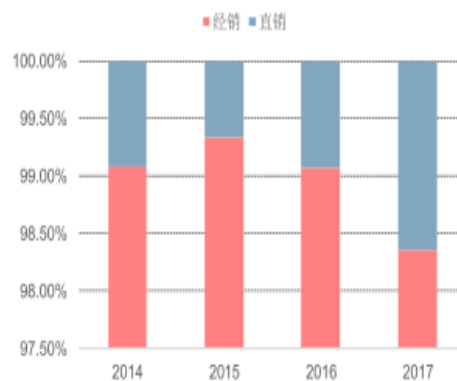
承德露露与养元的销售模式大致相同，实行经销为主模式，同时附加少量直销渠道配合。从养元公布的报告看出，2017年养元经销商销售占比达到98.36%，露露虽然没有直接公布相关数据，但公司官方信息披露，直销只面对少量KA渠道，作为特例存在，占比同样很小。

图表19：养元直销经销营收占比



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表20：养元经销、直销营收占比

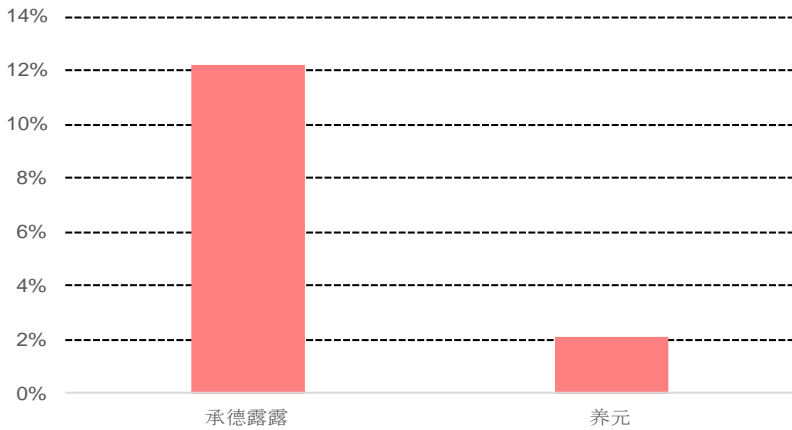


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

养元公司的客户分散，截至2017年底，公司已有经销商约1,800家，该等经销商合作的零售终端数量超过100万家，但前五名经销商销售额仅占收入的2.13%，最大的经销商销售额尚不足3000万元，占比不超过0.4%。相比之下，露露更加依赖大经销商，2017年前5大经销商销售额合计占比12.21%，最大的经销商销售额

占比 4.08%。

图表21：前五名经销商销售额占比

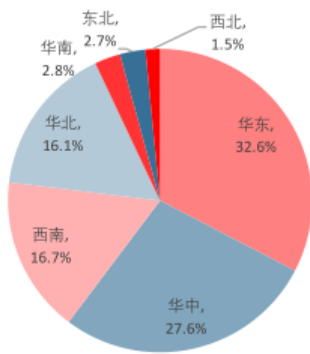


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

养元区域重点突出，加速全国布局

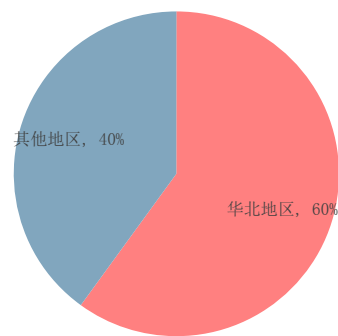
养元的市场主要集中在华北、华东、西南，公司在这些地区占据了核桃饮品行业的最大市场份额，2017 年收入占比 93%；华南、东北及西北市场体量较小，只占总营收的 7%。未来公司计划募投新市场开发项目，提升广告投入，在对现有主要销售区域河北、河南、山东、安徽、江苏、浙江、湖北、江西、四川、重庆进行深度挖掘的基础上开发一线城市，实现全国市场的全面占领。

图表22：养元各地区收入占比



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表23：承德露露各地区收入占比



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

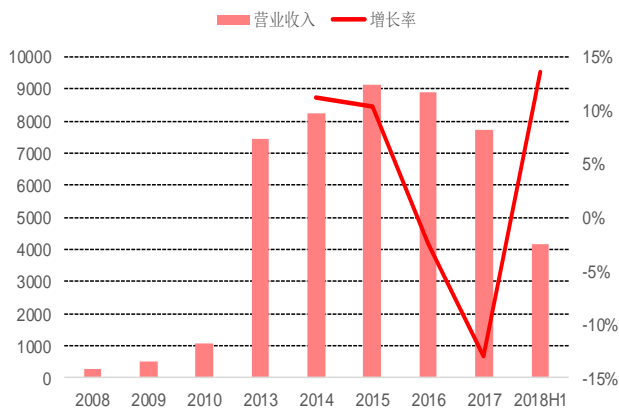
露露的主要市场集中在北方地区，长江以南沿海经济发达地区的市场占有率较低。整个华北地区的销量占到公司的 60%左右，二整个东北的销量辽宁占大部分。西北地区的销量集中在西安，兰州等主要城市，中原地区集中郑州贡献了最多收入，承德露露把市场均衡作为今后发展的目标，是提升销量的要求。2018 年初，公司建立以北京、石家庄、郑州、西安、大连为原点标杆市场，希望能够以点带面。

2.5、财务分析比对

2.5.1、收入端：养元聚焦六个核桃大单品，规模已近百亿

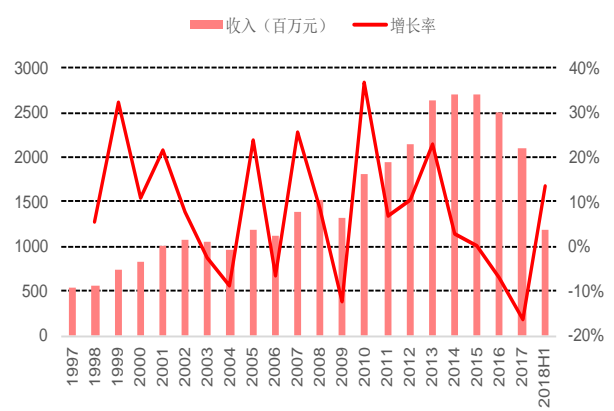
在营业收入规模方面，养元饮品明显高于承德露露，2013年-2017年养元饮品营收总量分别是承德露露 2.82、3.06、3.37、3.53、3.67 倍。2018 年 H1 养元饮品实现营业收入 41.63 亿元，承德露露实现营业收入 11.80 亿元，养元营收总量是承德露露的 3.5 倍。养元饮品营收规模大幅高于承德露露，主要系养元 2009 年进行战略分化，瞄准健脑益智饮料市场空白点并进行准确市场定位。

图表24： 养元饮品营业收入及增长率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表25： 承德露露营业收入及增长率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

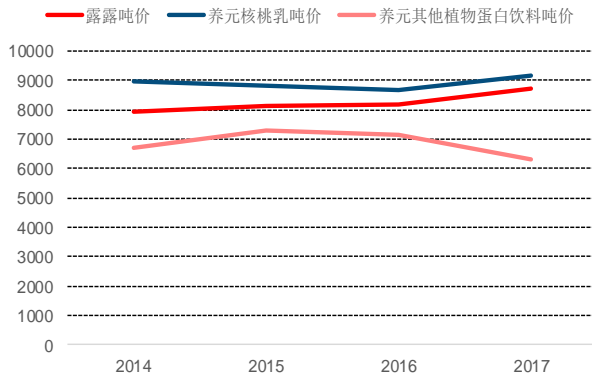
销量是养元和露露营收增长的主要驱动因素

吨价方面：养元饮品核桃乳每吨价格从 2014 年 8971 元下降至 2016 年 8671 元，2017 年增长至 9188 元。其他植物蛋白饮料 2014-2017 年吨价分别为 6726 元、7274 元、7131 元、6331 元。承德露露杏仁露及其他产品每吨价格从 2014 年 7951.91 元稳步增长至 2017 年 8739.85 元，低于养元主营产品核桃乳吨价。

销量方面：养元饮品核桃乳销量由 2014 年 87 万吨增长至 2016 年 100 万吨，2017 年下降至 83 吨，其他植物蛋白饮料销量从 2014 年 6 万吨下降至 2017 年 2 万吨。承德露露销量从 2014 年 34 万吨持续下降至 2017 年 24 万吨，远远少于养元主营产品核桃乳销量。

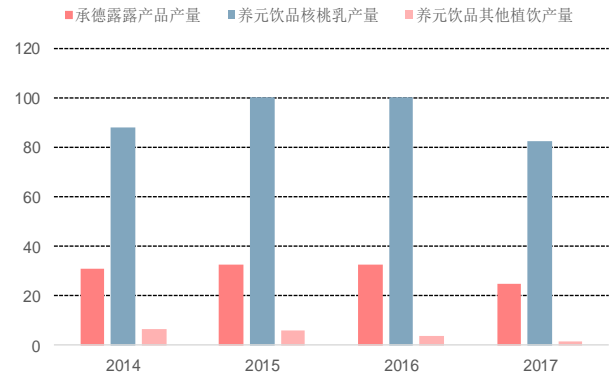
综合来看，各自吨价相对稳定，销量是收入增长关键。

图表26： 养元饮品和承德露露吨价



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表27： 养元饮品和承德露露产量

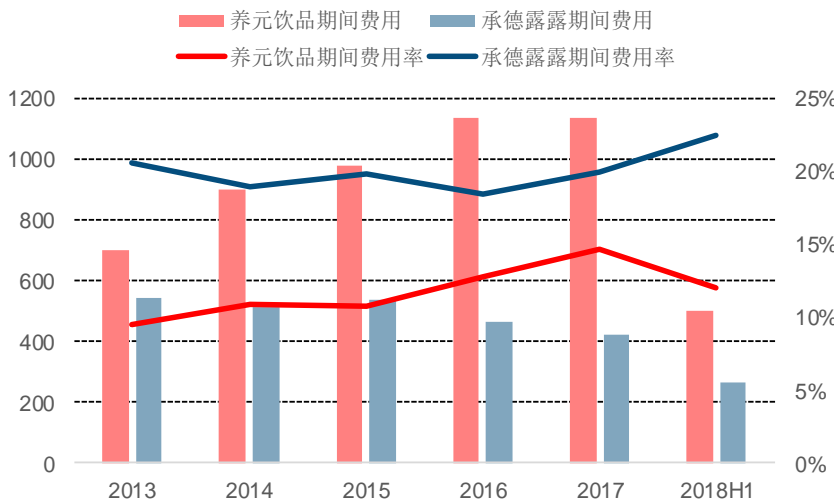


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

2.5.2、养元注重广告宣传，但严格管控费用

期间费用：整体来看，养元饮品与承德露露的期间费用率趋势有所不同，养元小幅攀升，由 2013 年接近 10% 缓升至约 15%，而露露稳定震荡，期间费用率维持在 20% 左右。养元饮品期间费用率始终控制在 15% 以下，比承德露露（17%-23%）稍低，费用控制较好。

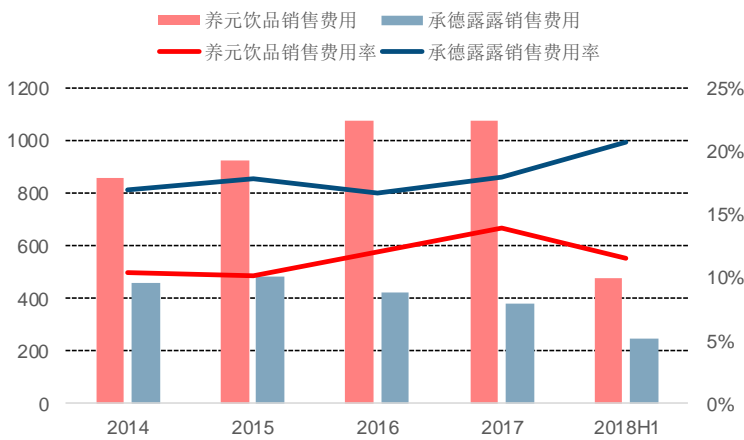
图表28： 养元饮品期间费用率构成



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

2018H1 养元饮品销售费用率为 11.48%，而同期承德露露销售费用率高达 20.67%。从销售费用绝对值来看，养元 2018H1 销售费用 4.78 亿元，露露销售费用为 2.44 亿元，主要系养元饮品在销售方面投入较大，销售费用高于承德露露 2.34 亿元。纵观 2013-2017 年，养元饮品销售费用率从 2013 年 9.15% 上升至 2017 年 13.86%。相反，近年承德露露销售费用多次出现下滑，2017 年销售费用为 3.78 亿元，2013 年以来承德露露销售费用率维持在 16%-18% 之间，2017 年销售费用率为 17.88%，较为稳定但有小幅震荡。

图表29： 养元饮品及承德露露销售费用及增速

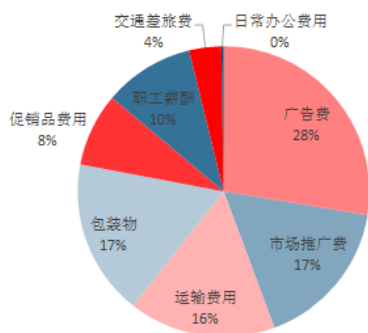


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

养元饮品在销售促销、广告投入方面力度远大于承德露露。养元饮品公司对广告营销的投入力度持续加大，广告费用占销售费用比率从2014年26.7%增长至2016年37.2%，2017年下降至32.9%。承德露露2014-2016年广告费用保持在2亿元至3亿元间，广告费用率分别为53.74%、57.27%、50.81%，2017年广告费用下降至1.51亿元，广告费用率下降至39.96%。2018H1承德露露开始加大广告投入，广告费用占销售费用比率为45.35%。

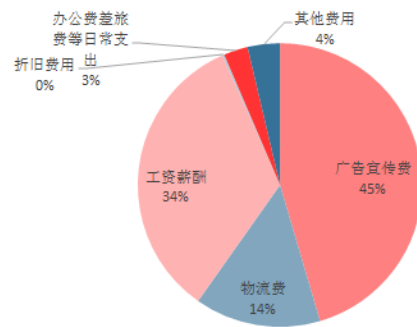
养元饮品期间费用率与销售费用率控制较好，主要系养元饮品广告营销效果较好，营业收入基数大，2017年达到77.41亿元远高于承德露露21.12亿元。作为老牌企业，承德露露在加大营销力度的同时，应注重广告营销效果，期待营销反馈以推动业绩增长。

图表30： 养元饮品 2018H1 销售费用构成



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表31： 承德露露 2018H1 销售费用构成



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

2.5.3、盈利能力：养元饮品强于承德露露

2.5.3.1、大单品带动毛利率增长，养元露露均走在行业前端

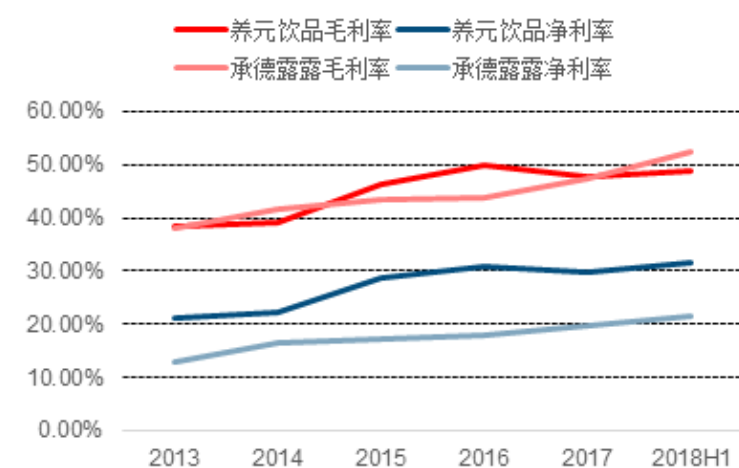
养元饮品与承德露露均有较高的毛利率，并保持上升趋势，养元与承德露露由不足40%升至2017年近50%。这主要得益于以毛利率较高的单品为核心发展的战略显现效应，2017年六个核桃毛利率为47.93%，露露杏仁露

的毛利率为 47.31%，在行业中均处于较高水平。

具体来看，**养元饮品**毛利率在高位逐年上升，由 2014 年 39.04% 上升至 2016 年 49.92%，主要系期间公司吨成本持续下降。同时公司主营产品核桃乳的毛利率高且逐年增长，从 2014 年 38.94% 增长至 2016 年 50.02%。2017 年，易拉罐价格上行致成本压力较大，在核桃乳收入同比下降 11.76% 的情况下，产品成本同比下降 8.09%，核桃乳毛利率略有下降，公司综合毛利率也下降至 47.85%。

承德露露 2013 年至 2018 年上半年的毛利率一直约 40% 左右，有小幅上涨，主要系公司近年来产品吨成本保持稳定，吨价有所抬头。同时公司由于产品结构升级调整，导致其高于行业整体毛利率水平，主要产品杏仁露在售价上高于市场一些其他主流饮品。

图表32： 养元饮品及承德露露净利润及增长率

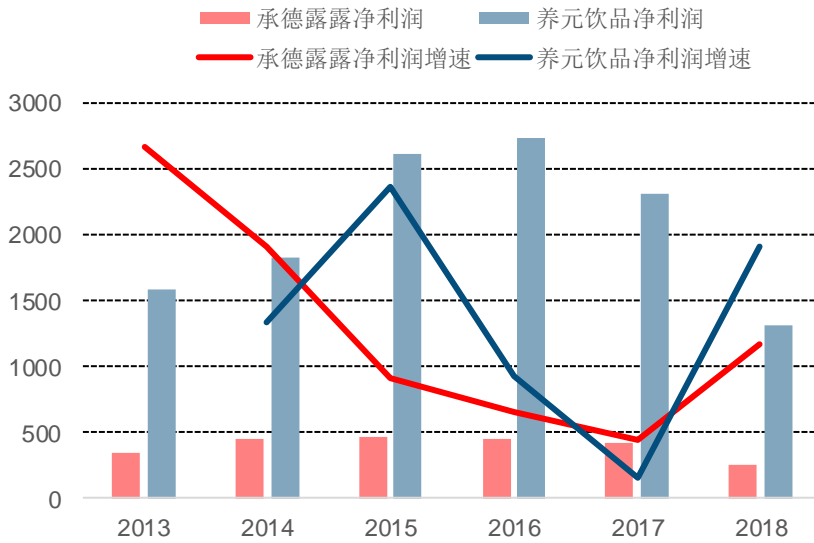


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2.5.3.2、净利率趋势受毛利率主导，费用管控拉开差距

净利率方面，养元饮品与承德露露净利率也都呈上升趋势。由于费用管控较好，养元净利率快速提升，目前稳定在 30% 左右，远超行业其他公司，承德露露也在攀升，但 2017 年分别只有 19.8%。整体来看，养元饮品净利率高于承德露露约 10pct，除受收入端增长拉动毛利率向好影响外，养元对费用支出的掌控力较好是影响利润率明显提升的一大原因。具体看，养元销售费用率保持在 14% 以下，而承德露露销售费用率始终在 16%-18% 左右。

图表33： 养元饮品净利润及增长率



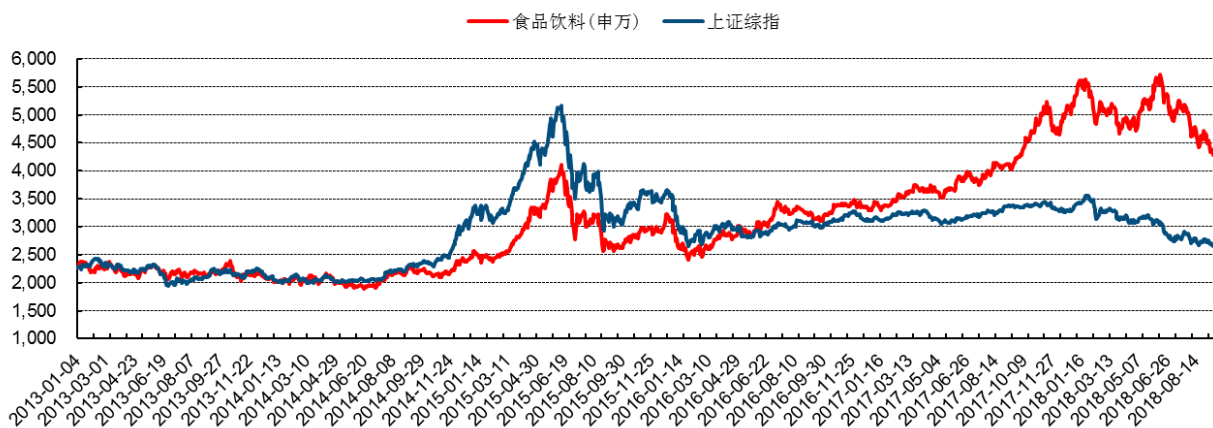
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

三、上周市场回顾

3.1、板块整体表现：大盘小幅下跌，板块涨跌幅领先大盘

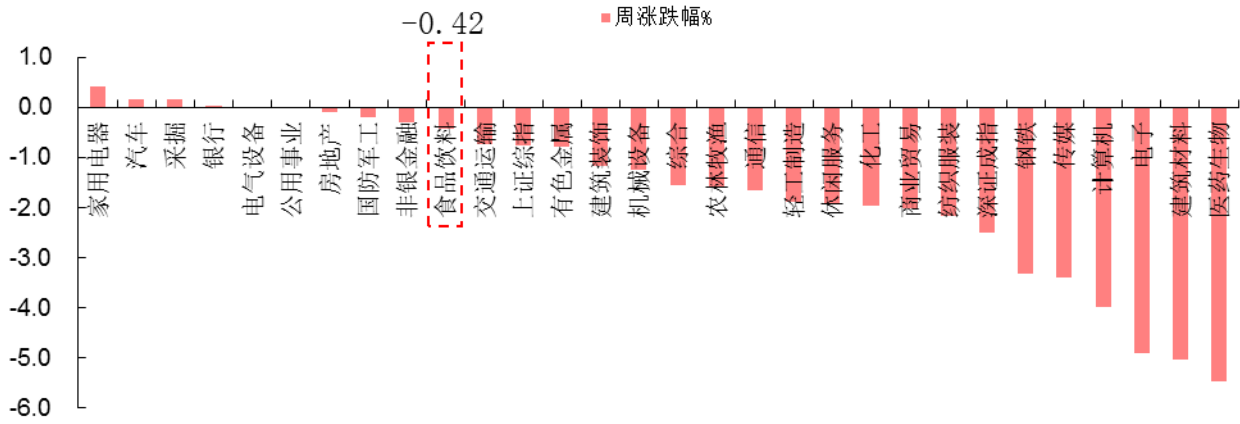
上周上证指数收于 2681.64 点，周涨幅-0.76%，深成指报收于 8113.88 点，周涨幅-2.51%。食品饮料板块下跌 0.42%，涨跌幅领先大盘 0.34 个百分点。

图表34： 以 2013 年 1 月 1 日为基期，食品饮料板块指数与上证综指走势对比(日变化)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表35：申万各子行业一周涨跌幅排名

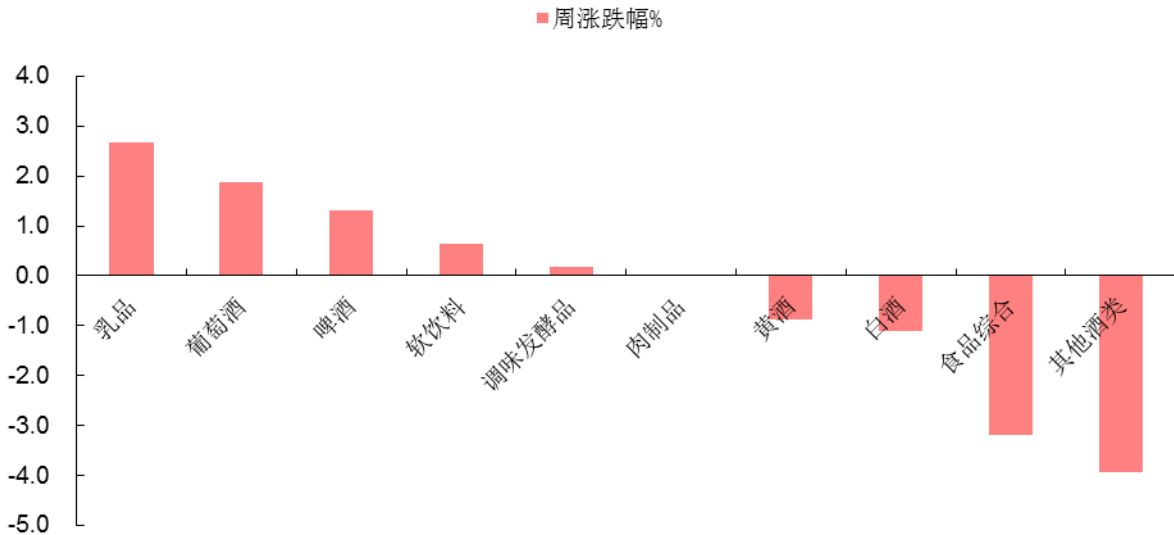


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

3.2、按子行业划分：乳品等六板块上涨，其他酒类领跌

上周食品饮料各子版块中，涨跌幅由高到低分别为：乳品（+2.67%）、葡萄酒（+1.87%）、啤酒（+1.30%）、软饮料（+0.65%）、调味发酵品（+0.19%）、肉制品（+0.02%）、黄酒（-0.87%）、白酒（-1.10%）、食品综合（-3.18%）、其他酒类（-3.94%）。

图表36：一周各子板块涨跌幅排名（%）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表37：一周各子板块市场表现

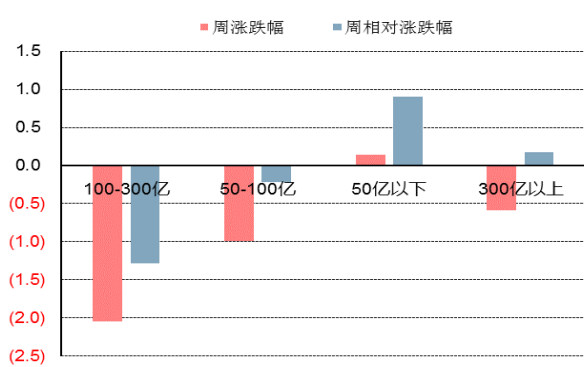
指数名称	代码	指数	周涨跌幅	月涨跌幅	今年以来涨跌幅
乳品	851243.SI	7,730.85	2.67	(3.77)	(28.37)
葡萄酒	851235.SI	2,312.94	1.87	3.28	(28.08)
啤酒	851232.SI	2,411.21	1.30	0.71	(13.04)
软饮料	851234.SI	2,515.90	0.65	1.25	(29.12)
调味发酵品	851242.SI	4,766.51	0.19	(0.09)	11.57
肉制品	851241.SI	6,385.17	0.02	2.61	(19.54)
黄酒	851236.SI	708.69	(0.87)	(1.20)	(27.20)
白酒	851231.SI	23,704.45	(1.10)	(3.27)	(13.21)
食品综合	851244.SI	2,536.48	(3.18)	(5.39)	(5.11)
其他酒类	851233.SI	1,482.68	(3.94)	(2.91)	(20.31)

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

3.3、按市值划分：大市值领跌

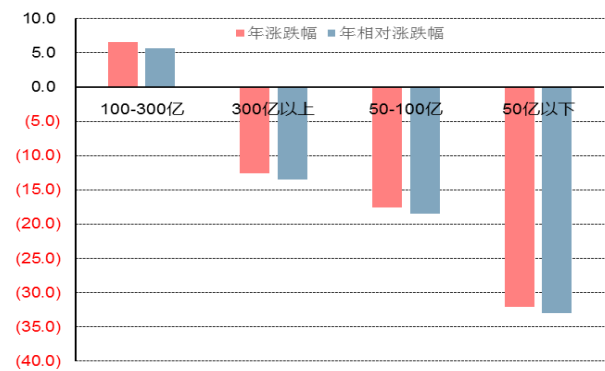
我们将板块个股按市值划分为 300 亿以上、100-300 亿、50-100 亿和 50 亿以下四个板块。上周各市值板块涨跌幅由高到低排名为：50 亿以下板块上涨 0.1%；300 亿以上板块下跌 0.6%；50-100 亿板块下跌 1.0%；100-300 亿板块下跌 2.1%。

图表38：按市值划分板块一周涨跌幅



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表39：按市值划分板块年初以来涨跌幅



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

四、沪港通、深港通标的持股变化

2018 年 9 月 10 日至 9 月 14 日，沪股通每日前十大活跃个股中食品饮料公司上榜共 2 家，分别为贵州茅台（上榜共 5 天，成交净买入-1.93 亿元）、伊利股份（上榜共 5 天，成交净买入 5.04 亿元）；深港通每日前十大活跃个股中食品饮料公司上榜共 4 家，分别为五粮液（上榜共 5 天，成交净买入 4.05 亿元）、洋河股份（上榜共 5 天，成交净买入 0.56 亿元）、泸州老窖（上榜共 2 天，成交净买入-0.40 亿元）、顺鑫农业（上榜共 1 天，成交净买入 0.79 亿元）。

图表40： 本周食品饮料沪深港通前十大活跃个股情况

日期	沪股通上榜公司	成交净买入 (亿元)	合计	深股通上榜公司	成交净买入 (亿元)合计
2018-09-10	伊利股份	2.16	1.28	五粮液	(0.34)
	贵州茅台	(0.88)		洋河股份	(0.09)
2018-09-11	贵州茅台	(1.60)	(0.89)	五粮液	1.53
	伊利股份	0.71		洋河股份	0.00
2018-09-12	贵州茅台	(3.46)	(3.95)	泸州老窖	(0.83)
	伊利股份	(0.49)		五粮液	(1.13)
				洋河股份	(0.14)
2018-09-13	贵州茅台	0.17	1.26	顺鑫农业	0.79
	伊利股份	1.09		洋河股份	0.76
				五粮液	0.37
2018-09-14	贵州茅台	3.82	5.40	五粮液	3.62
	伊利股份	1.57		洋河股份	0.02
				泸州老窖	0.43

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

截至 9 月 14 日, 食品饮料行业沪港通标的合计持股比例 (占流通 A 股) 为 81.64%, 较上周末 (截至 2018 年 9 月 7 日) 同比上升 1.18pct, 其中按持股比例排名前五名为伊利股份、水井坊、五粮液、贵州茅台、洋河股份, 持股比例分别为 13.26%、8.34%、7.71%、7.39%、6.32%, 较上周末分别变动+0.37pct、+0.03pct、+0.17pct、-0.02pct、+0.04pct。

图表41： 食品饮料行业沪港通持股比例 (截至 9 月 14 日)

证券代码	证券简称	系统持股量	持股市值 (亿元)	占流通 A 股 (%) (公布)	占流通 A 股 (%) (计算)	持股比例较上周变化 (%) (公布)
600519.SH	贵州茅台	92844144	596.90	7.39	7.3909	-0.02
600887.SH	伊利股份	800245000	185.90	13.26	13.2637	0.37
000858.SZ	五粮液	299574168	184.33	7.71	7.8923	0.17
002304.SZ	洋河股份	95291687	102.58	6.32	7.6598	0.04
603288.SH	海天味业	134367096	93.13	4.98	4.9823	0.04
000895.SZ	双汇发展	138128688	33.36	4.18	4.1870	0.00
600779.SH	水井坊	40766511	15.27	8.34	8.3445	0.03
000568.SZ	泸州老窖	32789429	13.57	2.23	2.2457	-0.09
002507.SZ	涪陵榨菜	34849611	7.83	4.41	4.5158	-0.18
000860.SZ	顺鑫农业	14866602	5.87	2.60	2.6055	0.53
603589.SH	口子窖	12138945	5.56	2.02	2.0232	-0.05
600872.SH	中炬高新	15750263	4.38	1.97	1.9771	0.09
600600.SH	青岛啤酒	10686516	3.44	1.53	1.5356	-0.03
000848.SZ	承德露露	38814889	3.23	3.96	3.9675	-0.04
600809.SH	山西汾酒	4824470	2.08	0.55	0.5572	0.00
000596.SZ	古井贡酒	2162434	1.55	0.56	0.5637	0.06
000729.SZ	燕京啤酒	22504777	1.40	0.79	0.8968	0.01

证券代码	证券简称	系统持股量	持股市值 (亿元)	占流通 A 股 (%)	占流通 A 股 (%) (计)	持股比例较上周变化 (%)
				(公布)	算)	(公布)
300146.SZ	汤臣倍健	7598925	1.31	0.51	0.8645	0.01
603866.SH	桃李面包	1747431	0.93	2.95	2.9529	-0.03
603369.SH	今世缘	5358428	0.92	0.42	0.4271	-0.02
000869.SZ	张裕 A	1805478	0.64	0.39	0.3982	-0.01
600559.SH	老白干酒	2714224	0.47	0.55	0.5539	-0.04
600305.SH	恒顺醋业	3063230	0.29	0.39	0.3909	-0.02
600597.SH	光明乳业	3122007	0.29	0.25	0.2550	0.02
000799.SZ	酒鬼酒	1444461	0.27	0.44	0.4445	0.09
002570.SZ	*ST 因美	5711942	0.27	0.55	0.5588	0.00
600197.SH	伊力特	1336257	0.24	0.30	0.3030	0.03
603517.SH	绝味食品	608486	0.23	0.37	0.3717	-0.06
002557.SZ	洽洽食品	1432110	0.22	0.28	0.2825	0.08
002481.SZ	双塔食品	4406350	0.14	0.34	0.3909	0.08
603198.SH	迎驾贡酒	752141	0.11	0.09	0.0940	-0.01
002461.SZ	珠江啤酒	1995951	0.09	0.09	0.1467	0.00
600073.SH	上海梅林	1241766	0.08	0.13	0.1324	-0.03
002568.SZ	百润股份	687100	0.07	0.12	0.1496	0.03
600300.SH	维维股份	1511368	0.05	0.09	0.0904	0.00
002650.SZ	加加食品	982045	0.05	0.08	0.1037	0.00
600059.SH	古越龙山	623048	0.04	0.07	0.0771	0.00
002910.SZ	庄园牧场	177876	0.03	0.11	0.3798	0.11
002695.SZ	煌上煌	207364	0.02	0.04	0.0457	0.01
603711.SH	香飘飘	97580	0.01	0.24	0.2439	0.00
002515.SZ	金字火腿	238093	0.01	0.02	0.0280	0.01
002646.SZ	青青稞酒	60679	0.01	0.01	0.0135	0.00
603777.SH	来伊份	13635	0.00	0.01	0.0123	0.00
002329.SZ	皇氏集团	39339	0.00	0.00	0.0076	0.00
600132.SH	重庆啤酒	5699	0.00	0.00	0.0012	0.00
002216.SZ	三全食品	19970	0.00	0.00	0.0035	0.00
600616.SH	金枫酒业	5035	0.00	0.00	0.0010	0.00
000019.SZ	深深宝 A	2610	0.00	0.00	0.0006	0.00
600238.SH	*ST 椰岛	1600	0.00	0.00	0.0004	0.00
600882.SH	广泽股份	400	0.00	0.00	0.0001	0.00
食品饮料沪港通合计持股		1839617858	1267.16	81.64	84.3339	1.18

资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

五、下周安排及行业动态

图表42： 下周食品饮料上市公司股东大会日程

股票名称	会议日期	会议类型
古井贡酒	2018-09-17	临时股东大会
桂发祥	2018-09-17	临时股东大会
麦趣尔	2018-09-20	临时股东大会

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003，中信建投证券食品饮料首席分析师，英国莱彻斯特大学经济学硕士，专注白酒行业研究，把握产业趋势。

研究助理：杨斌 理学博士，2016年7月加入中信建投证券。

研究助理：纪宗亚 南开大学硕士，2016年7月加入中信建投证券。

研究助理：黄谦 中国人民大学硕士，2018年7月加入中信建投证券。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859