

## 食品饮料行业周报（20181119-20181125）

推荐（维持）

## 跨境电商进口政策落地，五粮液部署来年营销重点

## □ 本周专题：跨境电商释放政策利好，海外保健品有望延续受益

**跨境电商政策从严监管到松绑，新政担忧基本消除。**跨境电商进口政策经历从4.8新政“熔断”危机，到“过渡期”多次延期执行，再到政策落地的多次变化。11月21日国务院常务会议决定2019年起延续当前跨境电商进口政策，对进口商品按个人物品监管，过渡期取消，此前对新政的不确定性担忧基本消除。**详细解读政策来看：明确个人物品监管，后续新增税目商品。**明确按照个人物品而非一般贸易监管，将政策适用范围城市新增22个扩至37个，扩大税收优惠范围，新增群众需求大的63个税目商品，提高享受税收优惠政策的商品限额上限等。**行业影响：海外保健品进口有望延续受益。**国内保健品市场稳步扩容，电商渠道占比持续提升，跨境电商有望延续较快发展趋势，淘数据显示海外保健品龙头品牌保持快速增长，随着政策实质落地、取消过渡期设置后，线上品类有望继续加速渗透，海外保健品仍将保持较快发展。**公司层面，H&H国际控股ANC业务高成长，Swisse线上销售规模持续扩大，品牌效应释放。**公司单Q3公司ANC业务收入同比高增40.8%，主要受益于Swisse在国内跨境电商业务的快速增长，同时公司也积极开拓线下渠道的主动销售业务。根据淘数据监测，Swisse阿里线上销售规模持续扩大，2018年10月单月销售额增长61.4%。此外，关注汤臣倍健收购的Life-space益生菌及西王食品旗下MuscleTech等运动营养产品线上销售的积极开拓。

## □ 本周事件点评：五粮液召开营销策略会议，明确来年营销工作重点，导入控盘分利模式，升级版五粮液上市提上日程，核心跟踪政策执行落地情况。公司提出明年核心工作：1) 优化五粮液产品结构，导入控盘分利模式，改善商家盈利模式；2) 加快营销数字化转型，经销商和终端数字化赋能，打造差异化渠道竞争力。3) 升级版普五预计明年6月前择机上市。此外组成市场联合督导组，进一步加强市场督导力度。我们认为，公司营销工作重点明确，即优化五粮液产品结构、导入控盘分利以期渠道利润水平及数字化提升渠道终端管理，后续核心跟踪政策执行落地及渠道边际改善进展。

## □ 本周渠道调研：茅五批价稳定，常温酸奶及基础白奶价格持平。1) 白酒：本周茅台一批价维持稳定，北京1720元，上海1750元。货源依旧偏紧，部分大商12月计划量已打款，生肖酒和年份酒大部分区域维持稳定。五粮液批价维持稳定，北京820元，上海810元，渠道库存1个月内，相对低位。2) 乳制品：常温酸奶及基础白奶整体价格与上周持平，高端白奶特仑苏价格略有上涨；产品新鲜度上，伊利蒙牛主力产品出厂日期多在9-10月，终端动销出货良性，多数好于光明产品。

## □ 投资建议：无关晴雨守望价值，白酒中线价值显著，大众品优选白马龙头。

**年度策略观点：白酒方面**，短周期之下，基于行业内生保持健康，预计调整幅度小于08年，但回升力度也弱于09年，后续随着预期下调板块逐步见底，结合估值水平已回到历史中枢之下，估值有望温和修复，紧密跟踪行业需求变化，从产业思维角度看板块中线价值已趋于显著，分化之下关注提前调整应对企业的边际改善。长周期来看，品牌消费品仍有巨大成长空间，白酒行业龙头宽护城河仍望得到认可，龙头估值稳定性有望逐步提高。推荐贵州茅台、泸州老窖、五粮液等。**大众品方面**，两端挤压，继续集中，龙头企业应对能力更强，继续寻找细分品类下真成长龙头，调味板块最佳，乳品龙头预期见底，卤味和火锅料龙头继续成长，关注保健品和休闲食品龙头积极变化，推荐中炬高新、伊力股份、安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等。

## □ 风险提示：经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：董广阳

电话：021-20572598  
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518040001

## 证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com  
执业编号：S0360518090003

## 联系人：张燕

电话：021-20572507  
邮箱：zhangyan1@hcyjs.com

## 联系人：杨传忻

电话：021-20572505  
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	89	2.5
总市值(亿元)	21,428.29	4.23
流通市值(亿元)	18,270.86	5.05

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.63	-11.6	-2.28
相对表现	-2.23	6.27	21.13



## 相关研究报告

《食品饮料行业10月线上数据分析专题：保健品维持高成长，休闲食品增速回升》

2018-11-11

《食品饮料行业周报（20181112-20181118）：10月社零增速放缓，双11品牌化趋势明显》

2018-11-19

《食品饮料行业2019年度投资策略：无关晴雨，守望价值》

2018-11-22

# 目录

一、本周专题：跨境电商政策落地，海外保健品有望延续受益 .....	5
（一）跨境电商政策的前世今生 .....	5
1、盘点回溯跨境电商政策监管变化 .....	5
2、本次政策详细解读：明确个人物品监管，后续新增税目商品 .....	6
（二）行业影响：海外保健品进口有望延续受益 .....	6
二、本周事件点评：五粮液营销工作会议点评 .....	9
三、本周渠道调研：茅五批价稳定，常温酸奶、高端白奶价格持平 .....	10
（一）白酒渠道调研情况：茅五批价稳定，五粮液渠道库存相对低位 .....	10
（二）乳制品渠道调研情况：常温酸奶、基础白奶促销力度与上周持平，低温产品伊利促销力度强于蒙牛 ...	10
四、投资策略：无关晴雨守望价值，白酒中线价值显著，大众品优选白马龙头 .....	12
五、行业数据 .....	13
六、上周行情回顾 .....	13
七、估值 .....	13
八、行业一周数据及点评 .....	14
（一）白酒 .....	14
（二）葡萄酒 .....	15
（三）啤酒 .....	17
（四）乳制品 .....	18
（五）肉制品 .....	18
（六）原材料及包材 .....	19
九、行业一周重要公告及股东大会提示 .....	20
十、风险提示 .....	21

# 图表目录

图表 1	2014 年以来跨境电商相关主要政策、发言梳理	5
图表 2	跨境电商进口商品税收相关规定	6
图表 3	当前跨境进口试点城市	6
图表 4	我国保健品市场规模及同比增速	7
图表 5	我国保健品市场结构以膳食补充剂为主	7
图表 6	保健品市场竞争格局较为分散	7
图表 7	膳食补充剂市场竞争格局较为分散	7
图表 8	近年保健品线上渠道份额快速提升	8
图表 9	我国跨境电商交易规模（万亿元）	8
图表 10	阿里系海外保健品销售额及同比增速	8
图表 11	海外保健品淘宝、天猫销售额	8
图表 12	2018 年 10 月阿里保健品品牌份额（%）	8
图表 13	海外保健品阿里平台销售额（万元）	8
图表 14	Swisse 阿里系平台销售额（万元）	9
图表 15	2018 年双 11 Swisse 官方海外旗舰店热销产品 TOP5	9
图表 16	伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）	10
图表 17	三地产品新鲜度情况	11
图表 18	深圳地区部分 KA 特仑苏 65.4 元/箱	11
图表 19	深圳地区部分 KA 伊利畅轻有买赠活动	11
图表 20	北京地区安慕希出厂日期以 10 月为主	12
图表 21	北京地区部分 KA 堆头显眼	12
图表 22	本周乳制品主要产品价格促销跟踪表	12
图表 23	年初至今食品饮料与沪深 300 指数走势比较	13
图表 24	2018 年以来各行业涨跌幅比较（按申万分类）	13
图表 25	食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）	13
图表 26	食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图（2005 年至今，周）	14
图表 27	食品饮料相对 PE 和 PB 走势图（2005 年至今，周）	14
图表 28	食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图（2005 年至今，周）	14
图表 29	食品饮料、白酒相对 PE 走势图（2005 年至今，周）	14
图表 30	53 度 500ml 飞天茅台价格走势图元/瓶	15
图表 31	52 度 500ml 五粮液价格走势图元/瓶	15
图表 32	洋河梦之蓝(M3)京东价格走势图元/瓶	15
图表 33	二线白酒京东价格走势图元/瓶	15

图表 34 白酒产量月度走势图.....	15
图表 35 白酒产量年度走势图.....	15
图表 36 Live-exFineWine100 指数走势图 .....	16
图表 37 张裕终端价格走势图元/瓶.....	16
图表 38 国外品牌葡萄酒价格走势图.....	16
图表 39 葡萄酒进口量和进口价格走势图.....	16
图表 40 葡萄酒产量月度走势图.....	17
图表 41 葡萄酒产量年度走势图.....	17
图表 42 青啤和哈啤价格走势图.....	17
图表 43 国外啤酒品牌价格走势图 .....	17
图表 44 啤酒产量月度走势图.....	17
图表 45 啤酒产量年度走势图.....	17
图表 46 生鲜乳价格走势图.....	18
图表 47 牛奶和酸奶零售价走势图 .....	18
图表 48 婴幼儿奶粉零售价走势图 .....	18
图表 49 芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价走势图美分/磅.....	18
图表 50 生猪和猪肉价格走势图元/公斤 .....	19
图表 51 生猪养殖盈利走势图元/头.....	19
图表 52 豆粕现货价走势图（元/吨）.....	19
图表 53 全国大豆市场价走势图（元/吨） .....	19
图表 54 箱板纸国内平均价走势图（元/吨） .....	19
图表 55 瓦楞纸出厂平均价走势图（元/吨） .....	19
图表 56 OPEC 原油价格走势图（美元/桶） .....	20
图表 57 中国塑料价格指数走势图 .....	20
图表 58 下周股东大会提示.....	21

## 一、本周专题：跨境电商政策落地，海外保健品有望延续受益

### （一）跨境电商政策的前世今生

#### 1、盘点回溯跨境电商政策监管变化

跨境电商政策从严监管到松绑，新政担忧基本消除。国内跨境电商行业发展至今，进口政策经历以下几个阶段变化。

- 1) 2014-2016年逐步加强监管力度，2016年4月8日颁布的《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》核心为调整关税，明确正面清单和通关单等，因此提高了如海外保健品、婴幼儿配方奶粉等产品的进口门槛，行业面临“熔断”危机；
- 2) 2016年5月-2017年设置政策“过渡期阶段”并多次延期执行，平稳行业调整。2016年5月对新政设置一年过渡期，2017年2月和9月分别将过渡期延期到2017年底及2018年底；
- 3) 从熔断到政策松绑，近期11月21日国务院常务会议决定，2019年起延续当前跨境电商进口政策，对进口商品按个人物品监管，过渡期取消，同时将政策适用范围城市新增22个扩至37个，扩大税收优惠政策范围，新增群众需求大的63个税目商品，提高享受税收优惠政策的商品限额上限等。政策落地奠定未来行业发展基调，即积极挖掘消费能力，扩大内需，促进跨境电商行业发展，此前对新政的不确定性担忧基本消除，跨境电商平台及海外保健品业务有望持续发展。

图表 1 2014 年以来跨境电商相关主要政策、发言梳理

时间	重要政策或谈话	主要内容或影响
2014.8.1	《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》	跨境电商进出境货物的监管纳入一般贸易体系，跨境购买的物品按行邮税征税
2015.3.21	《海关总署关于跨境贸易电子商务服务试点网购保税进口模式有关问题的通知》	规范“保税进口”模式，并强调政策稳定性
2016.4.8	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	提升税率，提高了海外保健品进口门槛
	《关于公布跨境电子商务零售进口商品清单的公告》	公布正面清单
2016.4.16	《关于公布跨境电子商务零售进口商品清单（第二批）的公告》	进口保健品需备案或注册，需要通关单
2016.5.24	《海关总署办公厅关于执行跨境电子商务零售进口新的监管要求有关事宜的通知》	对前政策设置1年过渡期
2017.2.28	海关总署副署长媒体见面会发言	过渡期延期至2017年底
2017.3.17	商务部新闻发言人就过渡期后监管发表讲话	新监管模式将自2018年1月1日起实施
2017.9.20	国务院第187次常务会议	过渡期延期至2018年底
2017.11.24	国务院《关于调整部分消费品进口关税的通知》	降低了食品、保健品等产品进口关税
2018.11.7	商务部新闻发言人就监管过渡期发言	2019年对跨境电商进口产品继续按个人物品监管
2018.11.8	海关总署发布164号公告	全国海关推广使用进出境邮递物品信息化管理系统，降低了逃税概率
2018.11.21	国务院常务会议	延续之前跨境电商进口政策并扩大适用范围，扩大享受优惠政策的商品范围，提高交易限额

资料来源：华创证券整理

## 2、本次政策详细解读：明确个人物品监管，后续新增税目商品

11月21日召开的国务院常务会议使得跨境电商政策利好落地，具体可以分为监管方式、税收优惠和交易限额以及适用范围等方面：

- 1) 跨境进口物品“按个人物品监管”方式延续。**会议决定，从明年1月1日起，延续实施跨境电商零售进口现行监管政策，对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、注册或备案要求，而按个人物品监管。即跨境进口物品不按照一般贸易监管。明确按照个人物品而非一般贸易形式监管，意味着相关跨境电商进口在税收、通关效率等方面的优势得以延续。
- 2) 税收优惠范围扩大，提高交易限额。**4.8新政规定，2016年4月8日起，对跨境电商零售进口商品实行限额内零关税、进口环节增值税和消费税按法定应纳税额70%征收的税收政策。近期会议提出调整之处为：一是扩大享受优惠政策的商品范围，新增群众需求量大的63个税目商品；二是将单次交易限额由目前的2000元提高至5000元，三是年度交易限额由目前的每人每年2万元提高至2.6万元，超出限额部分按照一般贸易方式征税，提高限额有望一定程度刺激高价值产品的消费需求。

图表2 跨境电商进口商品税收相关规定

时间	限额内税率	限额规定	超额处理
2016.4.8之前	关税税率暂为0%，按行邮税标准(10%)收取关税	单次交易限额1000元 (港澳台800元)	按行邮税标准收取关税
2016.4.8之后	关税税率暂为0%，增值税、消费税取消免征税率，暂按应纳税额的70%征收	1. 单次交易限额为2000元 2. 个人年度交易限额为20000元， 将均按照一般贸易方式全额征税	按照一般贸易方式全额征税： 1. 超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易 2. 完税价格超过2000元限值的单个不可分割商品
2019.1.1之后	关税税率暂为0%，增值税、消费税取消免征税率，暂按应纳税额的70%征收	1. 单次交易限额为5000元 2. 个人年度交易限额为26000元， 将均按照一般贸易方式全额征税	按照一般贸易方式全额征税： 1. 超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易 2. 完税价格超过2000元限值的单个不可分割商品

资料来源：华创证券整理

- 3) 政策适用范围进一步扩大。**从此前的15个跨境进口试点城市加本次22个新设跨境电商综合试验区一共37个城市作为跨境进口试点，扩大了政策普惠范围，非试点城市的直购进口业务可参照执行相关监管政策。

图表3 当前跨境进口试点城市

15个跨境进口试点城市	22个跨境电商综合试验区
上海、杭州、宁波、郑州、重庆、广州、深圳、福州、平潭、天津、合肥、成都、苏州、大连、青岛	北京、青岛、呼和浩特、沈阳、长春、哈尔滨、南京、南昌、武汉、长沙、南宁、海口、贵阳、昆明、西安、兰州、厦门、唐山、无锡、珠海、威海、东莞、义乌

资料来源：华创证券整理

### (二) 行业影响：海外保健品进口有望延续受益

**国内保健品市场稳步扩容。**随着消费者健康观念提升，诉求从疾病治疗向预防保健转变，保健品市场不断扩容。根据欧睿数据，2012年我国保健品市场规模为1323.6亿元，2017年行业规模达2293.1亿元，年复合增速为11.6%，成为全球第二大保健品市场。保健品细分子行业包括维他命及膳食补充剂、体重管理、运动营养和中草药保健品，其中维他命及膳食补充剂为最主要的细分市场，2017年销售收入为1354.5亿元，占比59.1%，同比增长9.4%。中草药保健品次之，销售收入和占比分别为814.7亿元和35.5%，同比增长9.4%。此外，我国保健品市场竞争格局仍然

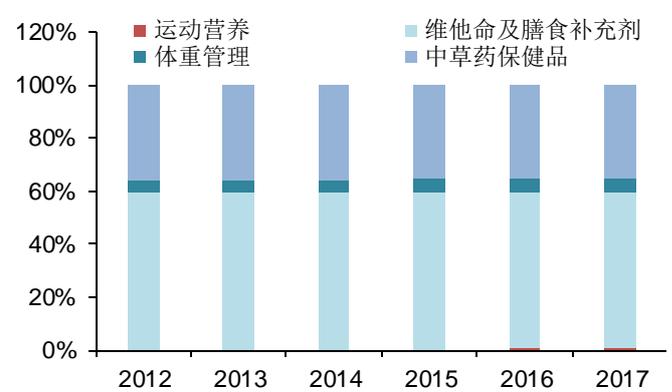
较为分散, CR10 占比为 36.1%, 膳食补充剂 CR5 为 34.3%。

图表 4 我国保健品市场规模及同比增速



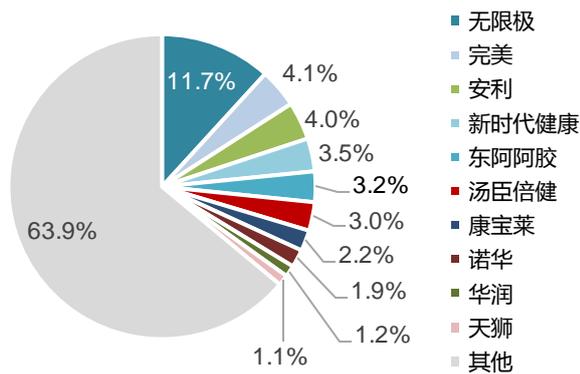
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 5 我国保健品市场结构以膳食补充剂为主



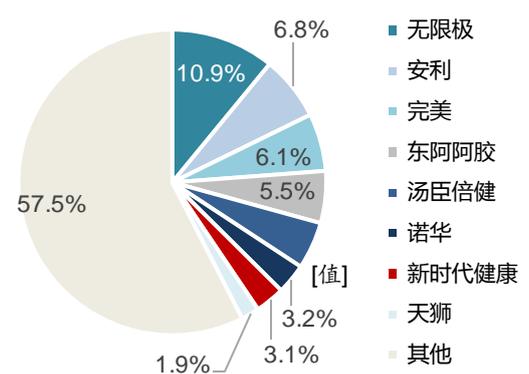
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 6 保健品市场竞争格局较为分散



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 7 膳食补充剂市场竞争格局较为分散

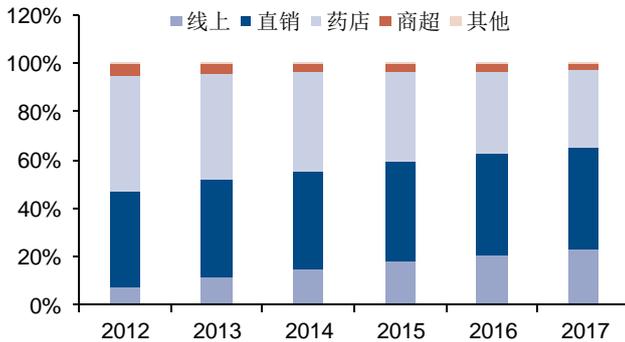


资料来源: Euromonitor, 华创证券

**电商渠道占比持续提升, 跨境电商延续发展格局。**一方面, 互联网时代电商的快速崛起使得传统的零售渠道如药店、商超等份额受到挤压, 并因为保健食品体积小、易运输的先天属性适合电商渠道, 保健品电商渠道份额显著提升。2012 年我国保健品线上销售额为 99.92 亿元, 占比 7.5%, 2017 年我国保健品线上销售额为 520.01 亿元, 占比 22.7%, 年复合增速为 39.1%。另一方面, 电商的快速发展与跨境电商的渗透密不可分, 保健品是跨境电商业务的主要销售类目。根据电子商务研究中心数据, 2017 年我国跨境电商交易规模为 8.1 万亿元, 同比增长 20.3%, 2018 年 1-6 月交易规模达 4.5 万亿元。

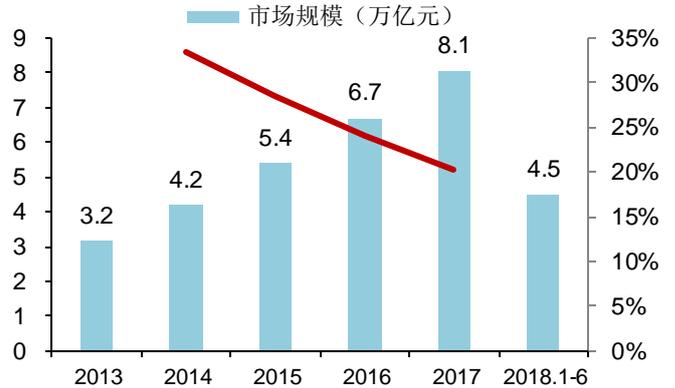
**淘数据跟踪来看, 海外保健品快速增长。**2018 年 10 月, 阿里系海外保健品销售额达到 7.21 亿元, 同比增速 48.9%, 其中淘宝销售额为 3.66, 同比增长 93.20%, 天猫销售 3.56 亿元, 同比增长 20.47%; 分品牌看, 2018 年 10 月, 阿里平台保健品销售额排名前三分别为汤臣倍健、Swisse 和修正, 占比分别为 7.2%/5.2%/2.6, 其中海外保健品品牌 Swisse 的阿里全网销售额为 9284.18 万元, Muscletech 为 3454.36 万元, 保持较快增长态势。随着政策实质落地、取消过渡期设置后, 线上品类有望继续加速渗透, 海外保健品仍将保持较快发展。

图表 8 近年保健品线上渠道份额快速提升



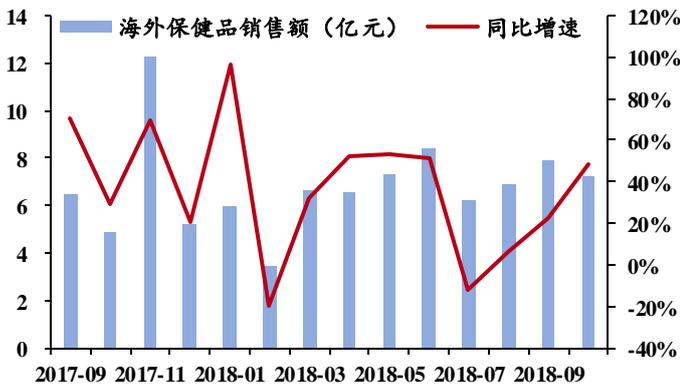
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 9 我国跨境电商交易规模 (万亿元)



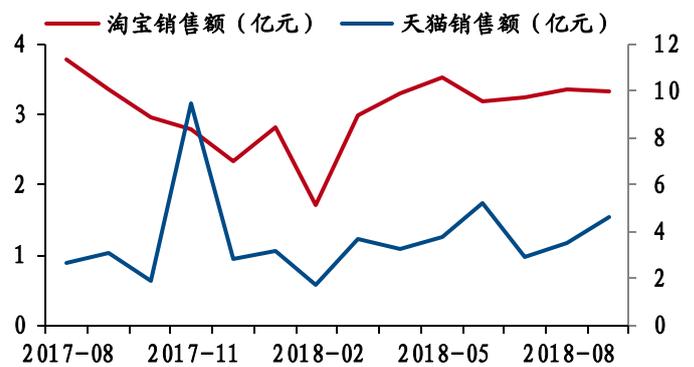
资料来源: 电子商务研究中心, 华创证券

图表 10 阿里系海外保健品销售额及同比增速



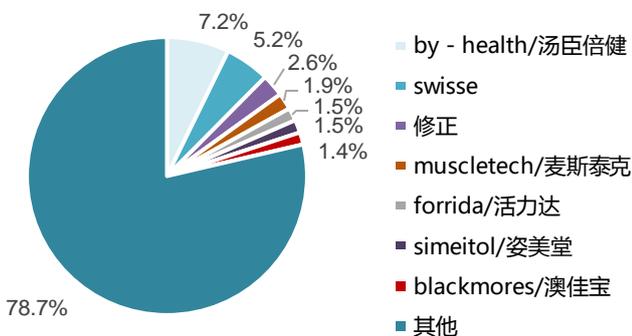
资料来源: 淘数据, 华创证券

图表 11 海外保健品淘宝、天猫销售额



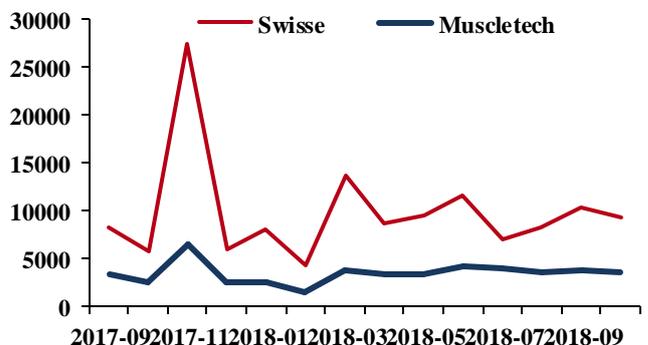
资料来源: 淘数据, 华创证券

图表 12 2018 年 10 月阿里保健品品牌份额 (%)



资料来源: 淘数据, 华创证券

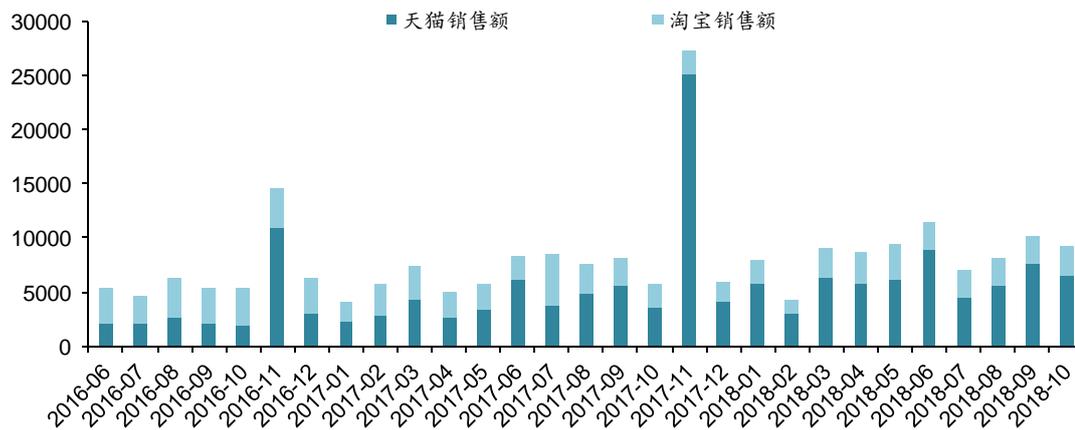
图表 13 海外保健品阿里平台销售额 (万元)



资料来源: 淘数据, 华创证券

**H&H 国际控股: ANC 业务高成长, Swisse 线上销售规模持续扩大, 品牌效应释放。**2018 年前三季度公司收入达 73.27 亿元, 同比增长 28.2%, 其中 BNC 业务与 ANC 业务分别贡献约 58.2% 与 41.8%, 其中 ANC 板块收入达 30.63 亿元, 同比增长 29.3% (人民币口径), 单 Q3 公司 ANC 业务收入同比高增 40.8%, 主要受益于 Swisse 在国内跨境电商业

务的快速增长,同时公司也积极开拓线下渠道的主动销售业务。根据淘数据监测,Swisse 阿里线上销售规模持续扩大,2018年10月单月销售额增长61.4%,双11 Swisse 官方海外旗舰店成为天猫进口品类榜销售额及天猫健康榜销售额第一,销量为38.75万件,销售额为7801.65亿元,热销产品主要为奶蓟草片、钙片和葡萄籽精华等营养美容类等。随着正面清单的限制解除,Swisse 的主要产品通过跨境电商进行销售的不确定性逐步消除。此外,积极关注汤臣倍健收购的Life-space 益生菌及西王食品旗下Muscletech 等运动营养产品线上销售的积极开拓。

**图表 14 Swisse 阿里系平台销售额 (万元)**


资料来源:淘数据,华创证券

**图表 15 2018 年双 11 Swisse 官方海外旗舰店热销产品 TOP5**

宝贝名称	原价	折扣价	销量 (万)	销售额 (万元)
奶蓟草片 120 粒	298.00	229.00	11.15	1995.58
钙片+维生素 D 柠檬酸 150 片成人	298.00	209.00	6.39	888.56
葡萄籽 180 粒花青素精华提取物 葡萄籽片	339.00	253.00	2.53	424.52
医美级口服玻尿酸胶原蛋白水光片	499.00	499.00	0.65	258.91
正品奶蓟草 120 粒	596.00	458.00	0.59	248.17

资料来源:淘数据,华创证券

## 二、本周事件点评: 五粮液营销工作会议点评

**五粮液: 1218 之前明确来年营销工作重点, 导入控盘分利模式, 升级版五粮液上市提上日程, 核心跟踪政策执行落地情况。** 本周 22 日, 五粮液全国七大营销中心同步召开 2019 年营销策略说明会, 提出明年核心工作: 1) 优化五粮液产品结构, 导入控盘分利模式, 改善商家盈利模式; 2) 加快营销数字化转型, 经销商和终端数字化赋能, 推进“百城千县万店工程落地”, 打造差异化渠道竞争力。3) 升级版普五预计明年 6 月前择机上市。此外, 由集团公司副董事长邹涛牵头组成市场联合督导组, 进一步加强市场督导力度, 确保市场规范运营。

结合草根渠道反馈, 我们关注几点: **1) 升级普五明年上市:** 现有普五系列仍按 789 元打款, 合同签约至 2019 年 5 月底, 意味着升级版普五预计在明年 6 月前上市, 升级普五预计在品质及包装上均有所提升。升级版普五经销商签约将视现有终端绑定、市场秩序及销售完成情况综合考评而定。**2) 控盘分利模式:** 对 1618、低度五粮液产品全面导入控盘分利模式, 加大品牌市场投入, 主要目的还是希望改善渠道和终端利润水平, 同时加大对渠道的掌控力度。**3) 回款及发货方面:** 在满足打款时间及金额要求前提下, 继续给予承兑汇票政策, 现金回款给予资金利息支持, 发货计划原则不得调整。我们认为, 公司营销工作重点明确, 即优化五粮液产品结构、导入控盘分利以期渠道利润水平及数字化提升渠道终端管理, 后续核心跟踪政策执行落地及渠道边际改善进展。

### 三、本周渠道调研：茅五批价稳定，常温酸奶、高端白奶价格持平

#### （一）白酒渠道调研情况：茅五批价稳定，五粮液渠道库存相对低位

本周茅台一批价维持稳定，北京 1720 元，上海 1750 元。货源依旧偏紧，部分大商 11 月计划量消化差不多，12 月计划量已经打款，部分小商 11 月计划量还未全到，12 月打款还未开始。生肖酒和年份酒大部分区域维持稳定，狗茅北京 2800-2900 元，上海 2700-2800 元，年份酒基本稳定在 4300 元左右。近期贵州部分经销商被查处，对今年影响不大，只影响 12 月份部分计划量。五粮液批价维持稳定，北京 820 元，上海 810 元，渠道库存相对低位，预计 1 个月内。部分经销商对五粮液此次营销会议升级版五粮液未来价格体系有担忧。

#### （二）乳制品渠道调研情况：常温酸奶、基础白奶促销力度与上周持平，低温产品伊利促销力度强于蒙牛

本周我们走访了北京、上海、深圳 3 座城市多家 KA 渠道及传统商超，密切跟踪近期乳制品动销情况。价格方面，常温酸奶整体价格与上周持平，基础白奶整体价格与上周持平，高端白奶特仑苏价格略有上涨；低温区伊利促销力度强于蒙牛；产品新鲜度上，伊利蒙牛主力产品出厂日期多在 9-10 月，终端动销出货良性，多数好于光明产品；堆头及促销方面，伊利蒙牛在大型 KA 渠道堆头继续强势，低温区伊利蒙牛促销员配备情况相当。

**常温酸奶整体价格与上周持平。**从大型 KA 的调研情况来看，本周安慕希多地价格在 55 元左右，与上周基本持平，上海部分 KA 无促销活动。纯甄多地价格在 50 元左右，上海部分 KA 有买一箱送一箱美式豆奶活动，北京部分 KA 价格在 59 元左右，与上周基本持平。莫斯利安多地价格在 56-63 元，上海部分 KA 价格在 62 元左右，与上周基本持平，深圳部分 KA 买一箱赠两瓶。高端包装安慕希 PET 瓶多地无促销活动，上海、深圳部分 KA 价格在 72-75 元左右，新品芒果百香果口味多地缺货，上海部分 KA 无促销活动。纯甄 PET 瓶原味多地价格在 80 左右，上海部分 KA 价格在 50 元左右。

**高端白奶特仑苏价格略有上涨，基础白奶价格与上周持平。**本周金典多地价格在 58 元左右，上海、北京部分 KA 无促销活动，整体价格与上周基本持平。特仑苏多地无促销活动，价格与上周略有上涨。伊利基础白奶(16 瓶装)上海部分 KA 价格在 48 元左右，深圳部分 KA 价格在 40 元左右，促销力度与上周持平，上海、北京部分 KA 缺货。蒙牛基础白奶(16 瓶装)上海地区部分 KA 价格在 45 元左右，深圳部分 KA 价格在 37 元左右，北京地区部分 KA 价格在 56 元左右，较上周基本持平，上海部分 KA 缺货。

**低温区伊利促销力度强于蒙牛。**本周伊利畅轻、蒙牛冠益乳（250g 装）价格在 8.5 左右，上海部分 KA 畅轻价格在 7.5-7.9 左右，上海、北京部分 KA 冠益乳价格在 7.9-8.2 元左右，与上周基本持平，北京部分 KA 伊利畅轻缺货。上海地区部分 KA 伊利畅轻有买两瓶赠一瓶、伊利低温奶及乳酸菌满 25 减 5 活动，深圳地区部分 KA 伊利畅轻买一瓶 450g 赠一瓶 250g。蒙牛低温产品多地无促销活动。伊利新品 Joyday 多地价格在 9.9 元左右，上海部分 KA 价格在 8.6 左右，与上周基本持平，深圳部分 KA 缺货。

图表 16 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）

	上海	北京	深圳
安慕希	55	56	53.8
纯甄	50	58.8	49.9
莫斯利安	62	56	63
特仑苏	65	65	65.4
金典	58	65	52.8

资料来源：草根调研、华创证券

**新鲜度：各地综合来看，新鲜度多以 9-10 月为主，表现良好。**分地区看，上海地区纯甄出厂日期以 10 月为主，新鲜度优于安慕希和莫斯利安，特仑苏出厂日期以 10 月为主，新鲜度略优于金典；北京地区安慕希、纯甄出厂日期

以 10 月为主，优于莫斯利安，金典出厂日期以 10 月为主，新鲜度优于特仑苏；深圳地区安慕希出厂日期以 10 月为主，优于纯甄及莫斯利安，金典出厂日期以 9-10 月为主，略优于特仑苏。莫斯利安出厂日期多在 8-9 月，新鲜度不及纯甄和安慕希。

图表 17 三地产品新鲜度情况

	上海	北京	深圳
安慕希	9-10 月	10 月为主	10 月为主
纯甄	10 月为主	10 月为主	8 月为主
莫斯利安	9-10 月	8 月为主	8-9 月
特仑苏	10 月为主	9 月为主	9 月为主
金典	9-10 月	10 月为主	9-10 月

资料来源：草根调研、华创证券

图表 18 深圳地区部分 KA 特仑苏 65.4 元/箱



资料来源：草根调研、华创证券

图表 19 深圳地区部分 KA 伊利畅轻有买赠活动



资料来源：草根调研、华创证券

**堆头及促销员配备情况：**伊利蒙牛堆头规模及促销员配备相当。伊利蒙牛常温产品在 KA 卖场堆头规模相当，明显优于其他品牌。常温区多地 KA 均无促销员，低温区上海部分 KA 配备品牌促销员，深圳、北京部分 KA 无促销员，本周伊利蒙牛促销员配备情况相当。

图表 20 北京地区安慕希出厂日期以 10 月为主



资料来源: 草根调研、华创证券

图表 21 北京地区部分 KA 堆头显眼



资料来源: 草根调研、华创证券

图表 22 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表

品牌	名称	原价/规格	上海				北京				深圳				
			沃尔玛	买赠促销	麦德龙	买赠促销	家乐福	买赠促销	大润发	买赠促销	沃尔玛	买赠促销			
伊利	常温	安慕希原味	66 205g*12	54	无	54.5	无	66	无	62	送银色勺子三件套	56	无	53.8	无
		安慕希PET瓶原味	80 230g*10	78	无	72	无	75	无	78	无	78	无	73.9	无
		安慕希PET瓶芒果百香果	80 230g*10	78	无	78	无	78	无	78	无	缺货	无	缺货	无
		伊利纯牛奶	250ml*16	缺货	无	缺货	无	缺货	无	48	无	缺货	无	39.9	无
		金典纯牛奶	66 250ml*12	53	无	58.6	无	49.5	无	65	无	65	无	52.8	无
蒙牛	常温	纯甄原味	70.8 200g*12	48.8	无	56.9	无	48.8	无	66	送美式豆奶一箱	58.8	无	49.9	无
		纯甄PET瓶原味	80 230g*10	79.2	无	50	无	73	无	52	无	80	无	80	无
		特仑苏纯牛奶	68 250ml*12	61.3	无	63.7	无	65	无	65	无	65	无	65.4	无
		蒙牛纯牛奶	46.4 250ml*16	缺货	无	44.8	无	44.8	无	41.6	无	55.8	无	36.8	无
光明	常温	莫斯利安	200g*12	56	无	63.1	无	49.9	无	61.5	两箱99元	56	无	63	买一箱赠两瓶
		you+	200ml*12	45.7	无	48.9	无	缺货	无	49	无	无	无	无	无
伊利	低温	畅轻	250g/100ml	7.5	无	7.7	无	7.9	伊利低温产品满25立减5元	8.5	买2瓶赠1瓶	缺货	无	8.5	买一瓶450g赠一瓶250g
		Joyday	220g	8.6	无	9.8	无	9.9	无	9.9	无	9.9	无	缺货	无
蒙牛	低温	冠益乳	250g/100ml	8.5	无	8.5	无	17.7(100ml*3)	无	7.9	无	8.2	无	17.7(100ml*3)	无

资料来源: 草根调研、华创证券

#### 四、投资策略: 无关晴雨守望价值, 白酒中线价值显著, 大众品优选白马龙头

**年度行业投资策略:** 白酒方面, 短周期之下, 基于行业内生保持健康, 预计调整幅度小于 08 年, 但回升力度也弱于 09 年, 后续随着预期下调板块逐步见底, 结合估值水平已回到历史中枢之下, 估值有望温和修复, 紧密跟踪行业需求变化, 从产业思维角度看板块中线价值已趋于显著, 分化之下关注提前调整应对企业的边际改善。长周期来看, 品牌消费品仍有巨大成长空间, 白酒行业龙头宽护城河仍望得到认可, 龙头估值稳定性有望逐步提高。推荐贵州茅台、泸州老窖、五粮液等。

**大众品方面**，两端挤压，继续集中，龙头企业应对能力更强，继续寻找细分品类下真成长龙头，调味板块最佳，乳品龙头预期见底，卤味和火锅料龙头继续成长，关注保健品和休闲食品龙头积极变化，推荐中炬高新、伊利股份、安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等。

## 五、行业数据

11月23日京东数据：53度500ml飞天茅台1499元/瓶，53度30年青花汾酒678元/瓶，52度五粮液1019元/瓶，均与上周持平；52度水井坊价格519元/瓶，较上周下跌3.71%；52度剑南春价格439元/瓶，较上周上涨5.02%，52度洋河梦之蓝M3为559元/瓶，较上周下跌1.76%，52度泸州老窖价格248元/瓶，较上周上涨13.76%。

11月23日，杰卡斯干红一号店98元/瓶；张裕干红（赤霞珠）一号店28.0元/瓶；张裕干红（特选蛇龙珠）一号店89元/瓶，均较上周无变化。

## 六、上周行情回顾

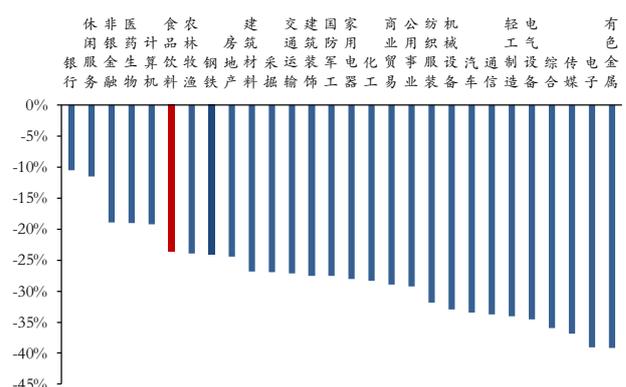
2018年年初至今申万食品饮料指数下跌23.58%，沪深300指数下跌22.01%，2018年至今食品饮料板块在申万28个子行业中排名第6位。上周（11月19日-11月23日）申万食品饮料指数下跌2.07%，沪深300指数较上周下跌3.51%。

图表 23 年初至今食品饮料与沪深300指数走势比较



资料来源: Wind、华创证券

图表 24 2018年以来各行业涨跌幅比较（按申万分类）



资料来源: Wind、华创证券

图表 25 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）

排序	公司名称	周涨幅(%)	收盘价	公司名称	周跌幅(%)	收盘价
1	贝因美	5.15	5.31	佳隆股份	12.05	26.52
2	伊力特	1.42	13.61	兰州黄河	10.10	63.18
3	海南椰岛	0.40	5.04	得利斯	10.04	20.91
4	麦趣尔	0.00	15.34	维维股份	9.82	14.93
5	金字火腿	0.00	4.63	煌上煌	9.34	560.00

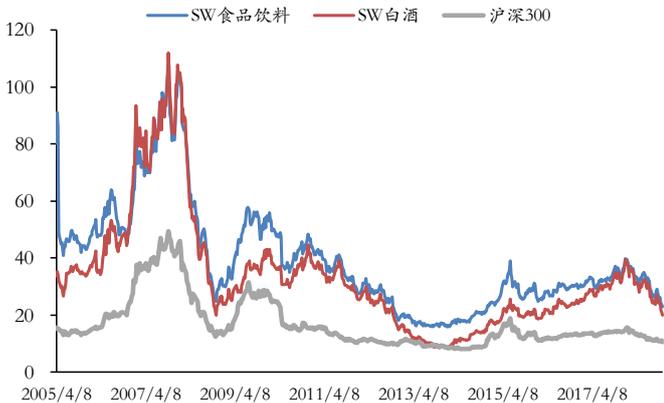
资料来源: Wind、华创证券

## 七、估值

2018年三季度末机构对食品饮料行业的配置比例为5.05%。2018年11月23日食品饮料板块绝对PE和绝对PB分别为22.67倍和4.84倍，2005-2018年食品饮料板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为39.60倍和5.52倍；11月23日食品饮料板块相对沪深300PE和PB分别为2.16倍和3.81倍，历史均值分别为2.36倍和2.57倍。

**图表 26 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图(2005 年至今, 周)**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 28 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 27 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图(2005 年至今, 周)**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 29 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)**


资料来源: Wind、华创证券

## 八、行业一周数据及点评

### (一) 白酒

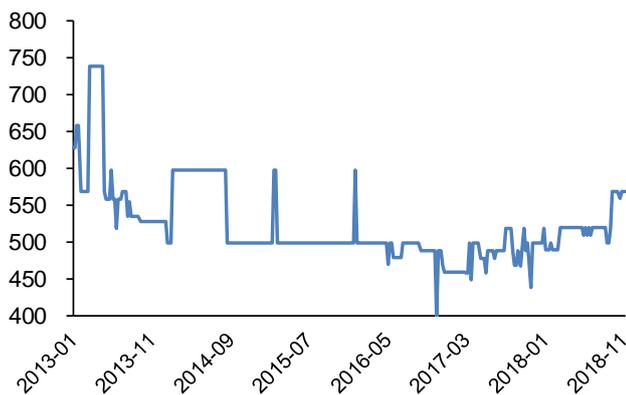
11月23日京东数据: 53度500ml飞天茅台1499元/瓶, 53度30年青花汾酒678元/瓶, 52度五粮液1019元/瓶, 均与上周持平; 52度水井坊价格519元/瓶, 较上周下跌3.71%; 52度剑南春价格439元/瓶, 较上周上涨5.02%, 52度洋河梦之蓝M3为559元/瓶, 较上周下跌1.76%, 52度泸州老窖价格248元/瓶, 较上周上涨13.76%。2018年1-10月白酒产量727.9万千升, 同比增长1.5%。

图表 30 53 度 500ml 飞天茅台价格走势图元/瓶



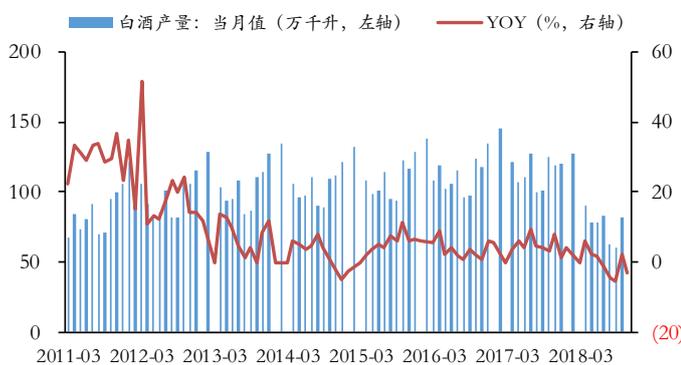
资料来源: 公司公告、酒仙网、华创证券

图表 32 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势图元/瓶



资料来源: Wind、华创证券

图表 34 白酒产量月度走势图



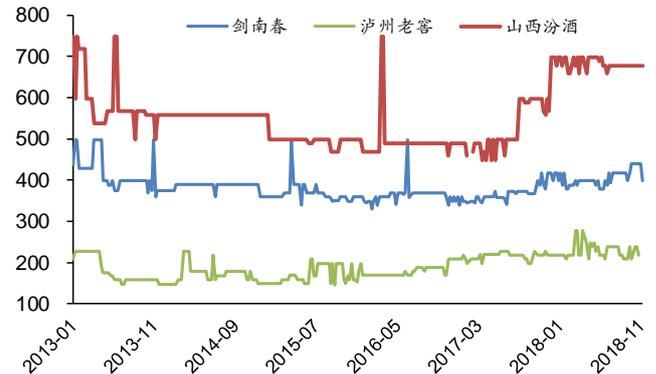
资料来源: 国家统计局、华创证券

图表 31 52 度 500ml 五粮液价格走势图元/瓶



资料来源: 公司公告、酒仙网、华创证券

图表 33 二线白酒京东价格走势图元/瓶



资料来源: Wind、华创证券

图表 35 白酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局、华创证券

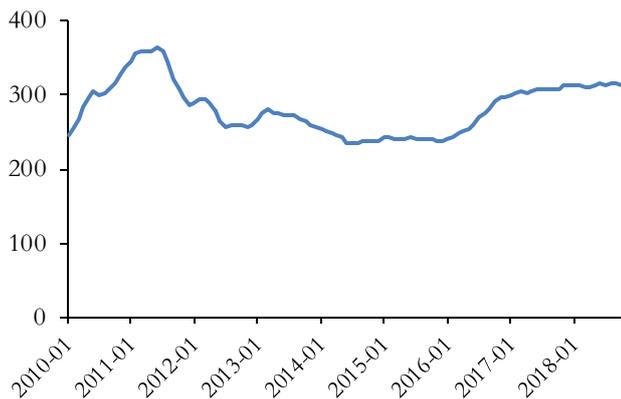
## (二) 葡萄酒

Live-ex 高级葡萄酒交易所成立于 1999 年, 经 Live-ex 完成的交易额超过全球高级葡萄酒总交易额的四分之三,

依据欧洲地区注明葡萄酒价格走势编制该指数。2018年10月Live-ex Fine Wine100指数报收于313.94,上月数据为316.25,较上月下跌0.73%。

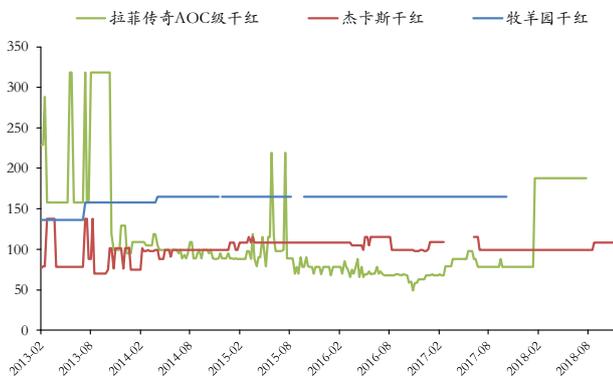
11月23日,杰卡斯干红一号店98元/瓶,;张裕干红(赤霞珠)一号店28.0元/瓶,;张裕干红(特选蛇龙珠)一号店89元/瓶,均较上周无变化。2018年1-10月葡萄酒总产量50.60万千升,同比下跌6.10%;2018年10月葡萄酒进口量4.84万千升,同比下跌9.89%。

**图表 36 Live-exFine Wine100 指数走势图**



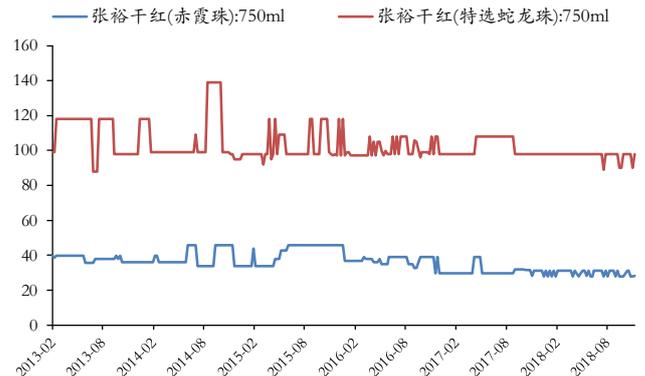
资料来源: Wind, 华创证券

**图表 38 国外品牌葡萄酒价格走势**



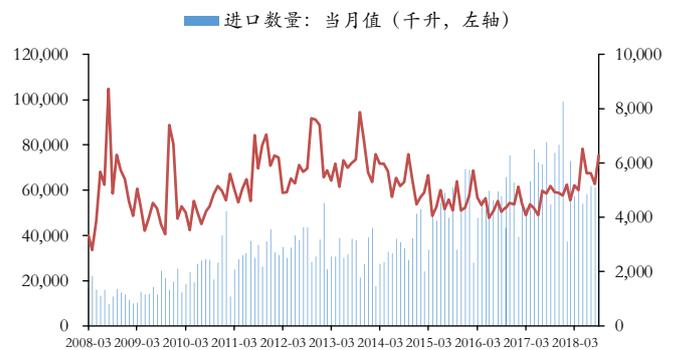
资料来源: 酒仙网, 华创证券

**图表 37 张裕终端价格走势图元/瓶**



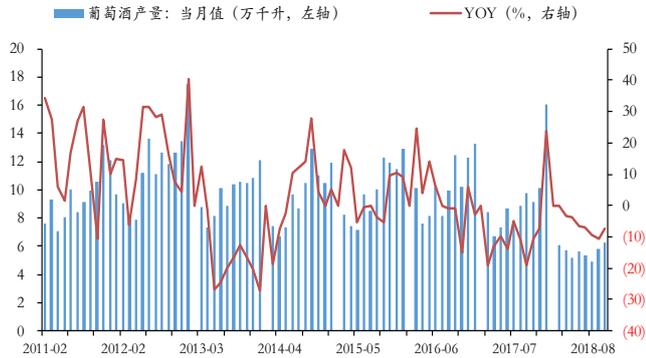
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

**图表 39 葡萄酒进口量和进口价格走势**



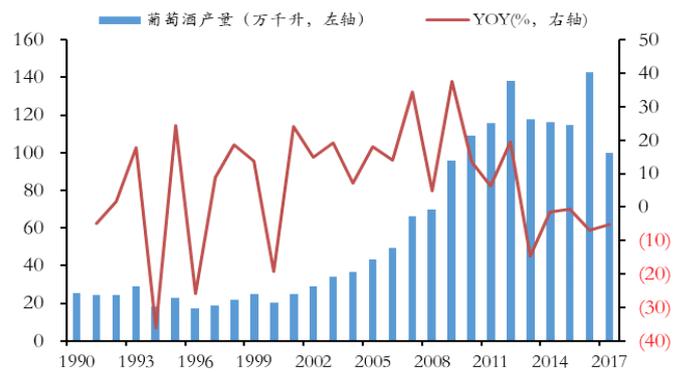
资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 葡萄酒产量月度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 41 葡萄酒产量年度走势图

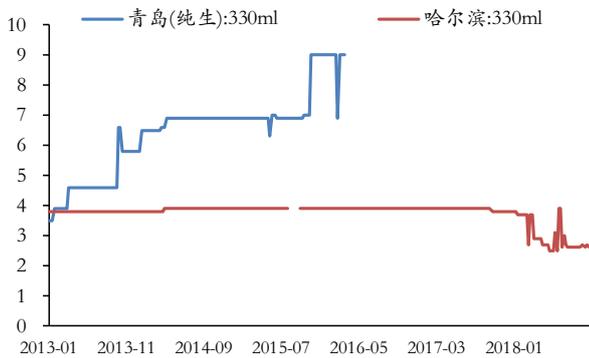


资料来源：国家统计局，华创证券

**(三) 啤酒**

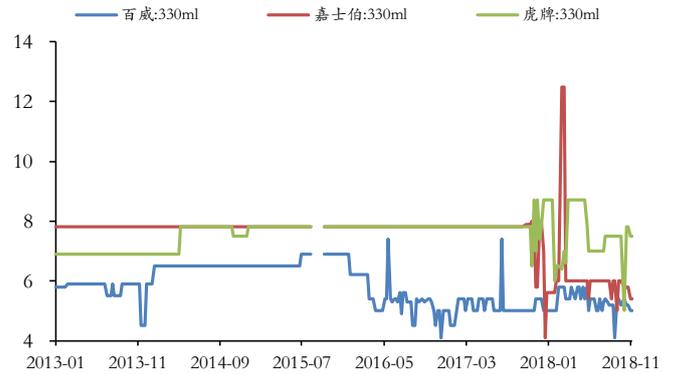
2018年1-10月全国啤酒产量3474.40千升,同比未发生变化;2015年规模以上啤酒企业累计完成销售收入1897.09亿元,同比增长1.52%;累计实现利润总额143.90亿元,同比增长6.30%;上缴税金206.49亿元,同比增长2.64%。

图表 42 青啤和哈啤价格走势图



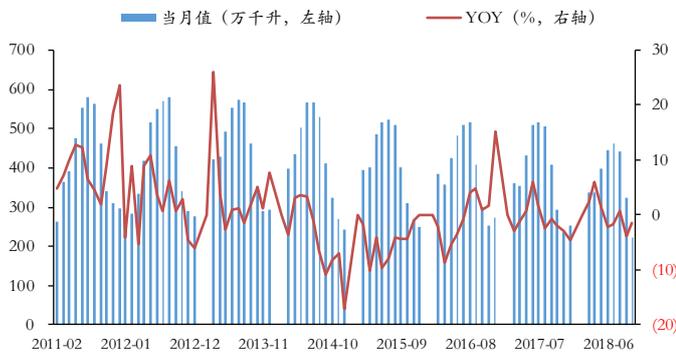
资料来源：酒仙网，华创证券

图表 43 国外啤酒品牌价格走势图



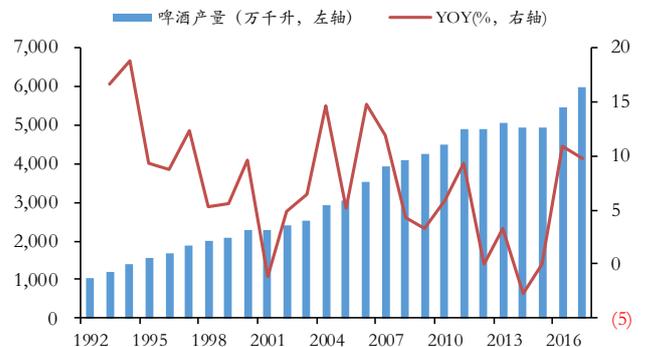
资料来源：酒仙网，华创证券

图表 44 啤酒产量月度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 45 啤酒产量年度走势图

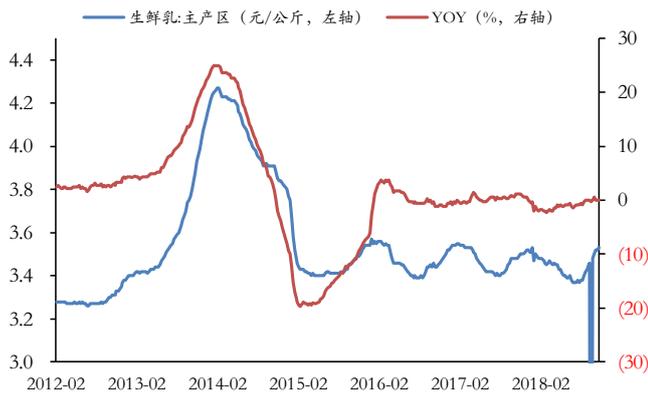


资料来源：国家统计局，华创证券

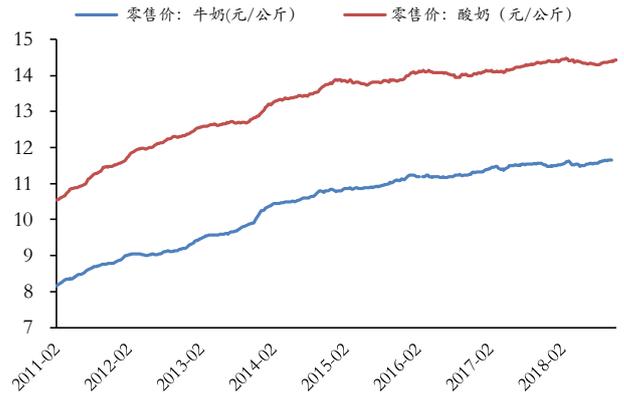
**(四) 乳制品**

2018年11月14日,内蒙古、河北等10个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格3.54元/公斤,较上周上涨0.28%。2018年11月9日国产奶粉零售均价183.37元/公斤,较上周上涨0.10%;进口婴幼儿奶粉零售均价229.21元/公斤,较上周上涨0.18%;2018年11月16日牛奶零售价11.64元/L,较上周持平;酸奶零售价14.44元/L,较上周持平;2018年11月21日芝加哥脱脂奶粉现货价为89.75美分/磅,较上周上涨4.66%。

**图表 46 生鲜乳价格走势**



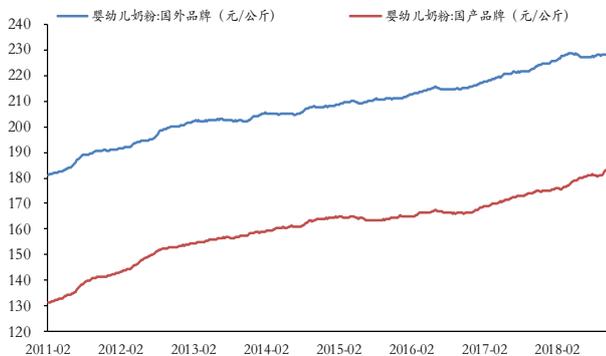
**图表 47 牛奶和酸奶零售价走势**



资料来源: Wind、华创证券

资料来源: Wind、华创证券

**图表 48 婴幼儿奶粉零售价走势**



资料来源: Wind、华创证券

**图表 49 芝加哥牛奶(脱脂奶粉)现货价走势图美分/磅**

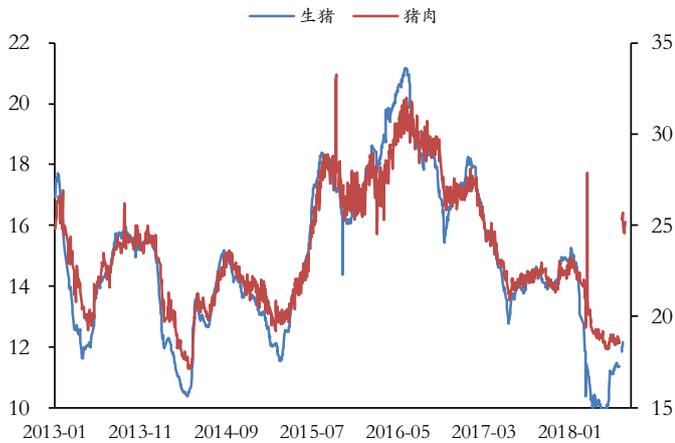


资料来源: Wind、华创证券

**(五) 肉制品**

11月22日,全国生猪价格12.12元/公斤,较上周上涨0.08%;11月14日全国仔猪价格22.52元/公斤,较上周上涨0.49%;11月14日,猪粮比6.69,较上周上涨2.92%。

图表 50 生猪和猪肉价格走势(元/公斤)



资料来源: 搜猪网, 华创证券

图表 51 生猪养殖盈利走势(元/头)

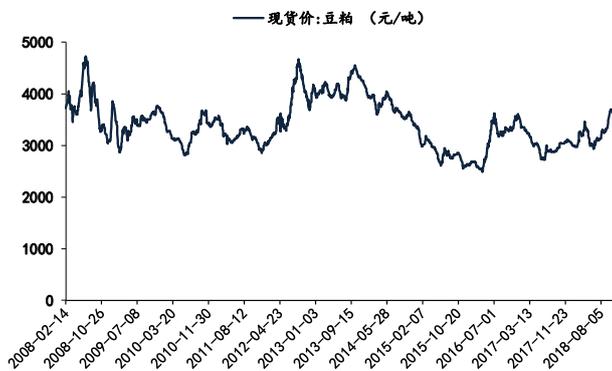


资料来源: 搜猪网, 华创证券

### (六) 原材料及包材

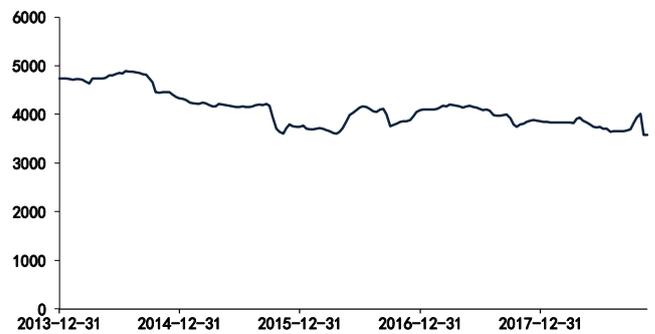
2018年11月23日豆粕现货价3346.47元/吨,较上周下跌0.44%;华北、华东、华南三地箱板纸平均价4371.33元/吨,较上周下跌0.14%;华北、华东、华南三地瓦楞纸平均价3901.67元/吨,较上周持平;塑交所中国塑料价格指数1161.85,较上周上下跌2.67%;2018年11月22日,OPEC一揽子原油价62.08美元/桶,较上周下跌5.94%。

图表 52 豆粕现货价走势图(元/吨)



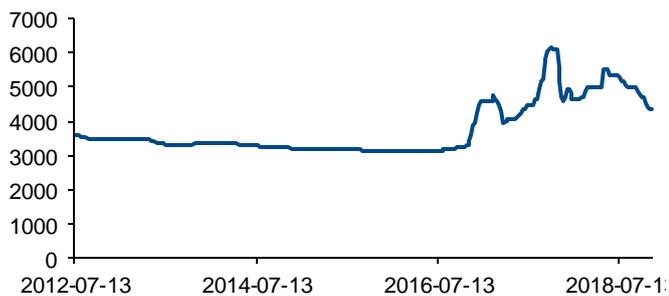
资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 全国大豆市场价走势图(元/吨)



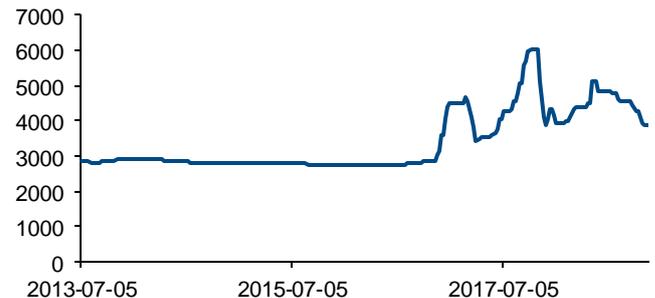
资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 箱板纸国内平均价走势图(元/吨)

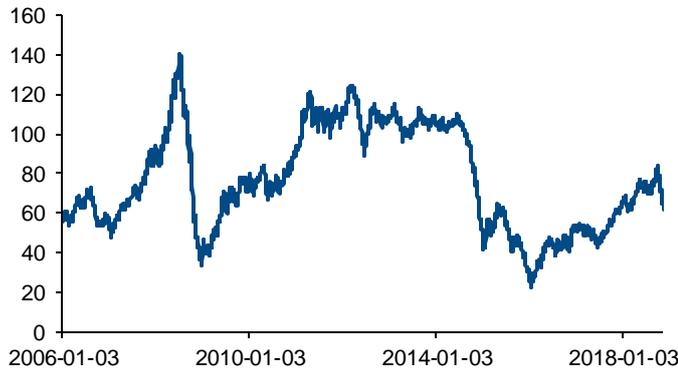


资料来源: Wind, 华创证券

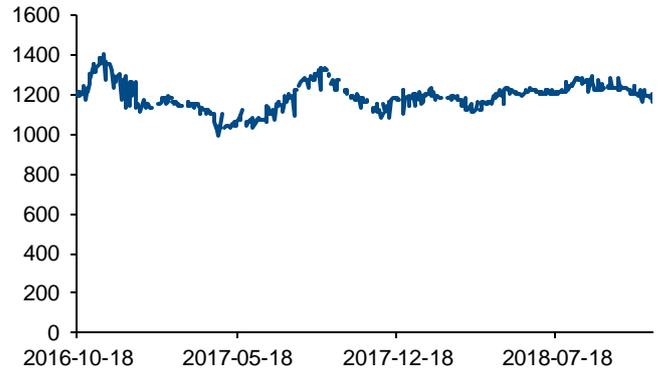
图表 55 瓦楞纸出厂平均价走势图(元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 56 OPEC 原油价格走势图 (美元/桶)**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 57 中国塑料价格指数走势图**


资料来源: Wind、华创证券

## 九、行业一周重要公告及股东大会提示

- 1) **【绝味食品】** 股东减持: 复星创投累计减持股份共计 495.87 万股, 占公司总股本的 1.21%, 减持后持有公司 2384.13 万股, 占公司总股本比例 5.81%。
- 2) **【维维股份】** 解除质押: 南京银行股份有限公司徐州分行将维维集团质押的本公司无限售流通股 3000 万股解除质押, 占总股本的 1.79%。维维集团现持有本公司股票 5.50 亿股, 占总股本的 32.91%。
- 3) **【口子窖】** 解除质押: 周图亮先生将持有的本公司的股份 306 万股限售流通股 (占本公司总股本 0.51%) 中的 93 万股解除质押, 并办理完成手续。
- 4) **【广州酒家】** 股权激励调整: 授予权益的激励对象人数由原 256 人调整为 255 人, 授予的股票期权由原 403.05 万份调整为 401.95 万份, 股票期权的行权价格由原 18.21 元/股调整为 17.86 元/股。
- 5) **【桃李面包】** 1) 股份减持: 公司高管谭秀坤原持有公司股份 55.54 万股, 占总股本的 0.12%。截至本公告日, 谭秀坤持有本公司股份 50.54 万股, 占公司总股本的 0.11%。2) 增资: 公司向沈阳桃李面包有限公司增资 2.5 亿元, 增资后公司的注册资本增至 3.5 亿元, 公司仍持有其 100% 股权。
- 6) **【伊力特】** 股份回购: 回购金额不低于 1 亿元, 不超过 2 亿元; 回购股份价格不超过 21.74 元/股; 回购期限自公司股东大会审议通过回购股份预案之日不超过六个月。
- 7) **【今世缘】** 1) 股东减持: 上海铭大计划自 2018 年 12 月 14 日后六个月内减持合计不超过 2509 万股。截止本公告披露日其持有公司无限售条件流通股 1.14 亿股, 占总股本的 9.05%。2) 股份质押: 上海铭大将其持有的 3000 万股无限售条件流通股份办理了证券质押。3) 解除质押: 上海铭大原于 2017 年 11 月 21 日质押给光大证券股份有限公司的 3390 万股无限售条件流通股份到期解除质押。
- 8) **【西藏发展】** 股东表决权委托: 天易隆兴将其持有的西藏发展全部股份 2809.96 万股 (占公司总股本的 10.65%) 的表决权委托给芜湖渝展。
- 9) **【海欣食品】** 转让股份: 公司将持有的参股公司上海猫诚电子商务股份有限公司 4.01% 的股份转让给汤圣平先生, 转让后公司仍持有猫诚股份 33.95% 的股份。
- 10) **【桂发祥】** 股东减持: 2018 年 9 月 11 日李辉忠先生计划自当日起 15 个交易日后的九十个工作日内减持本公司股份 204.8 万股 (占本公司总股本 1%), 目前已减持 102.4 万股。

图表 58 下周股东大会提示

公司名称	股东大会现场召开时间
*ST 皇台	2018 年 11 月 27 日
贵州茅台	2018 年 11 月 28 日
金字火腿	2018 年 11 月 29 日
桃李面包	2018 年 11 月 29 日
中葡股份	2018 年 11 月 30 日
麦趣尔	2018 年 12 月 3 日

资料来源：Wind、华创证券

## 十、风险提示

经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。

## 食品饮料组团队介绍

### 研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学硕士。曾任职于招商证券。2018 年加入华创证券研究所。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖食品饮料行业最佳分析师第一名。2018 年金牛奖食品饮料行业最佳分析师第二名。

### 组长、高级分析师：方振

复旦大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张燕

上海社会科学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台 (600519), 根据上市公司公告, 贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16% 的股份。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500