

短期波动不改中长期价值，优选细分龙头

——食品饮料行业 2019 年度投资策略

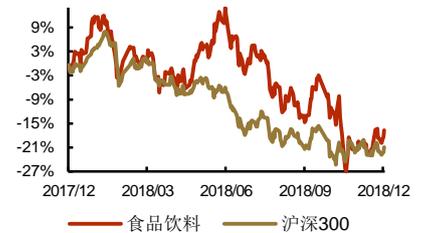
年度策略

陈文倩（分析师） 王言海（联系人） 袁雨曦（联系人） 孙颖（联系人）

010-83561313 证书编号: 010-69004650 证书编号:
chenwenqian@xsdzq.cn S0280118100002 证书编号: S0280118090017
证书编号: S0170511070001 S0280118010037

推荐（首次评级）

行业指数走势图



相关报告

● 白酒行业：趋势向上，增速回归稳健，关注中长期价值

基于行业大周期与企业小周期判断，2019年白酒板块边际增速回归稳健，整体容量依然微增，消费升级和集中度提升的逻辑没有改变，仍然是挤压竞争下的结构性机会，我们以价格、区域和集中度三个逻辑，优选基本面确定性高的细分龙头。基于价格看品牌价位布局及主导产品体量，如贵州茅台、五粮液、洋河股份等；基于区域：一看大本营市场是否稳固；二看核心市场是否布局；三看全国化进展与机会。基于集中度逻辑关注低端价位产品高基础销量与品牌加速集中，如顺鑫农业。

● 大众食品：行稳致远，静待春暖花开

调味品板块刚性需求明显，长期成长价值凸显，龙头成本转嫁能力强，净利率有望提升，受益标的：海天味业，中炬高新。乳制品增速稳定，格局清晰，短期高费用率持续，盈利承压，预计2019年原奶价小幅上涨，对冲促销减弱，龙头市占率持续提升，或将逐步进入盈利区间，推荐伊利股份。啤酒行业格局改善，龙头量稳价增，关注结构改善+关厂效应，受益标的：重庆啤酒。关注休闲食品及保健食品成长性，卤制品门店扩张速度，保健品线上销售占比提升，休闲食品“新零售”模式推进，速冻食品使用场景扩容，关注各子行业龙头企业绝味食品，汤臣倍健，安井食品；受非洲猪瘟影响产能去化明显，叠加饲料价格上涨推动价格中枢上移，预计2019年上半年探底后企业盈利改善，受益标的：双汇发展，公司规模效应及产品结构提升带来的改善。

● 投资建议：1) 我们预计白酒板块2019年一季度估值见底，逐步布局龙头贵州茅台及细分龙头标的五粮液、洋河股份及顺鑫农业等，关注今世缘、水井坊。2) 大众品优选提价能力强的必选消费，关注伊利股份，中炬高新，汤臣倍健及安井食品。

● 风险提示：经济持续回落影响需求；食品安全风险；原材料及人力成本上升风险。

● 重点推荐标的业绩和评级

证券代码	股票名称	2018-12-13 股价	EPS			PE			投资评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
600519.SH	贵州茅台	601.75	21.56	29.63	34.47	27.9	20.3	17.5	强烈推荐
000860.SZ	顺鑫农业	36.35	0.77	1.64	2.26	47.2	22.2	16.1	强烈推荐
002304.SZ	洋河股份	102.22	4.4	5.94	7.23	23.2	17.2	14.1	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	54.01	2.49	3.41	4.44	21.7	15.8	12.2	强烈推荐
603369.SH	今世缘	16.09	0.71	0.93	1.15	22.7	17.3	14.0	强烈推荐
600887.SH	伊利股份	23.39	0.99	1.08	1.22	23.6	21.7	19.2	推荐
600872.SH	中炬高新	30.5	0.57	0.77	0.91	53.5	39.6	33.5	推荐
300146.SZ	汤臣倍健	21.5	0.52	0.7	0.89	41.3	30.7	24.2	强烈推荐
603345.SH	安井食品	39.95	0.94	1.18	1.51	42.5	33.9	26.5	强烈推荐

资料来源：新时代证券研究所

目 录

1、 行情回顾：需求边际放缓，优选细分龙头.....	5
1.1、 板块估值有所回落.....	5
1.2、 2010 年以来食品饮料（SW）板块走势多强于沪深 300.....	5
1.3、 食品饮料板块确定性收益高.....	6
2、 白酒行业：趋势向上，增速回归稳健，关注中长期价值.....	7
2.1、 行业整体向上趋势不变，消费升级与结构性增长可持续。.....	7
2.2、 “行业大周期”与“企业小周期”指标叠决定行业短期走势.....	7
2.3、 消费需求决定白酒产业中长期发展走势.....	11
2.4、 2019 年白酒板块选股逻辑.....	12
2.4.1、 一个不变：行业集中度加速提升与消费升级趋势不变。.....	12
2.4.2、 两个现象：酒企渠道争夺白热化，渠道库存稳中有升.....	13
2.4.3、 三个选择逻辑：价格、区域和集中度.....	13
3、 大众消费品：行稳致远，静待春暖花开.....	14
3.1、 调味品：高基数下稳增长，防御属性尽显.....	16
3.1.1、 低线城市存提量空间.....	17
3.1.2、 产品结构与集中度提升可期，复合调味品有望成为下一个蓝海.....	18
3.2、 乳制品：结构升级叠加低线城市发力，龙头继续收割份额.....	19
3.2.1、 供给端：预计国际奶价小幅下跌，国内奶价温和上涨.....	19
3.2.2、 需求端：消费升级带动乳制品需求复苏.....	20
3.2.3、 产品升级成主要驱动力，高端占比不断提升.....	21
3.3、 啤酒：结构升级+成本下降，有望成为新一轮利润增长点.....	22
3.3.1、 规模红利期已过，人均消费量已无增长空间.....	22
3.3.2、 企业经营质量逐步回升，结构升级带动整体盈利.....	23
3.4、 保健品行业：电商渠道增长最快，龙头发展强劲增速较快.....	25
3.5、 卤制品行业：行业仍将高速发展，龙头保持门店扩张.....	26
3.6、 速冻行业：下游行业繁荣促进行业发展，龙头持续提升规模.....	27

图表目录

图 1： 2015 年以来食品饮料板块及子行业估值走势与沪深 300.....	5
图 2： 2010 年以来食品饮料（SW）与沪深 300 走势.....	5
图 3： 2010 年以来白酒（SW）与沪深 300 指数走势.....	5
图 4： 2010 年以来啤酒（SW）与沪深 300 指数走势.....	5
图 5： 2010 年以来调味品（SW）与沪深 300 指数走势.....	5
图 6： 2010 年以来食品综合与沪深 300 指数走势.....	6
图 7： 2018 年以来食品饮料板块有相对收益.....	6
图 8： 2018Q3 前食品饮料板块多处于超配状态.....	6
图 9： 规模以上白酒企业销售收入及其增速.....	7
图 10： 规模以上白酒企业产量及其增速.....	7
图 11： 白酒行业收入增速与 GDP 增速呈现较高相关性.....	8
图 12： 白酒收入增速与基建&房地产投资增速有相关.....	8
图 13： 白酒收入增速与房地产投资增速趋势呈现高相关性.....	8
图 14： 茅台出厂价、成交价与茅台营收走势图（元）.....	9
图 15： 2000 年至今主要上市白酒企业股价涨跌幅，收入增速和净利润增速.....	10

图 16: 白酒上市企业营收占比	11
图 17: 烟酒类商品零售当月同比 (%)	11
图 18: 2007 年社会消费品零售总额当月同比 (%)	11
图 19: 中国人口年龄、性别结构图	12
图 20: 全国居民可支配收入	12
图 21: 消费者信心指数	12
图 22: 消费者信心与社会消费品零售总额当月同比	12
图 23: 规模以上白酒企业白酒平均吨价	13
图 24: 规模以上白酒企业数量 (家)	13
图 25: 2017 年各价位段销售量结构	14
图 26: 2017 年各价位段销售收入结构	14
图 27: 食品加工及子行业净利润增速	15
图 28: 2000 年以来 CPI 与 CPI 食品同比变化幅度 (%)	15
图 29: 大众消费品持仓前 10 (除伊利股份)	15
图 30: 社会消费品零售总额及增速	16
图 31: 调味品基金持仓情况	16
图 32: 调味品主要标的持仓情况	16
图 33: 2013-2017 年城镇人口增多	17
图 34: 2011-2017 年城镇居民人均食品支出	17
图 35: 调味品不同渠道占比	17
图 36: 我国 CR5 较低	17
图 37: 调味品子行业格局分散	18
图 38: 不同子行业渗透率	18
图 39: 中国复合调味品市场规模	19
图 40: 国内奶牛存栏量同比下滑	19
图 41: 主产区生鲜乳均价 (元/公斤)	19
图 42: 进口乳品已经无价格优势	20
图 43: 大包粉库存处于历史低位	20
图 44: 居民可支配收入逐年增长	20
图 45: 各国液态奶人均消费量	20
图 46: 中国成年人奶制品食用量达标情况分析	21
图 47: 乳制品渗透率	21
图 48: 不同城市层级销售额贡献率	21
图 49: 牛奶价格同比上升	22
图 50: 酸奶价格同比上升	22
图 51: 影响酒精消费的因素	22
图 52: 2014 年世界啤酒产量分布	22
图 53: 2014 年世界各国人均啤酒消费 (升/年)	22
图 54: 2010-2017 年 5 家上市公司啤酒业务毛利率	23
图 55: 2010-2017 年 5 家上市公司净利率	23
图 56: 箱板纸国内平均价 (元/吨)	24
图 57: 打包易拉罐平均价 (元/吨)	24
图 58: 中国玻璃价格指数	24
图 59: 美国大麦价	24
图 60: 2012-2017 年主要企业啤酒出厂价 (元/吨)	25
图 61: 2012-2017 年主要企业啤酒出厂价增速	25
图 62: 保健食品行业规模及增速	25

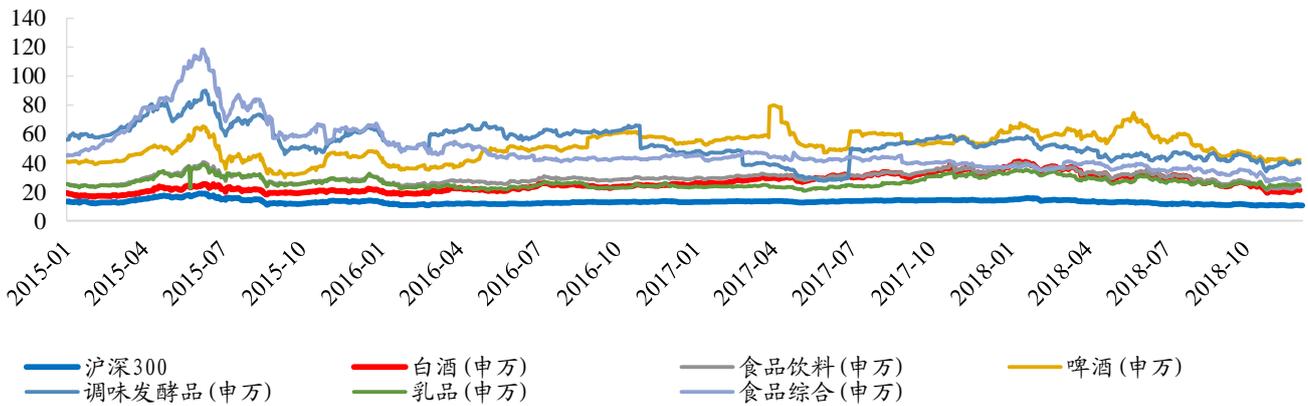
图 63: 2010-2016 各渠道年复合增长率.....	25
图 64: 汤臣倍健近年营收收入状况.....	26
图 65: 汤臣倍健近年归母利润状况.....	26
图 66: 休闲食品市场规模超 2000 亿.....	26
图 67: 绝味门店数量.....	27
图 68: 绝味食品毛利和净利情况.....	27
图 69: 2016 年中国餐饮市场不同品类占比.....	27
图 70: 2013-2022 年火锅餐饮收入情况.....	28
图 71: 2013-2017 年公司分产品营收占比及增速.....	28
图 72: 2014 年后安井 ROA 领先同行.....	28
表 1: 白酒消费税政策梳理.....	9
表 2: 白酒不同价位段/主要使用场景(目标消费群)/核心消费点.....	13
表 3: 中国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数一览表.....	18
表 4: 卤制品行业增速最快.....	26

1、行情回顾：需求边际放缓，优选细分龙头

1.1、板块估值有所回落

受宏观经济波动影响，消费需求走弱，食品饮料板块自6月份起，估值逐步回落，目前食品饮料（SW）板块P/E估值23X左右。（截至2018年12月10日）

图1：2015年以来食品饮料板块及子行业估值走势与沪深300

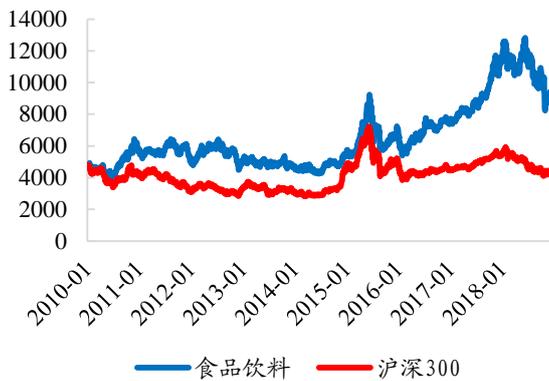


资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、2010年以来食品饮料（SW）板块走势多强于沪深300

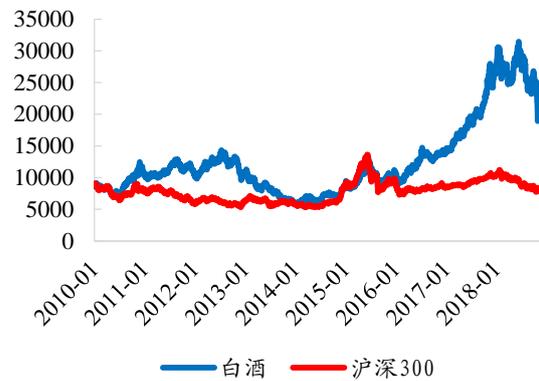
在2016年以来，在白酒的带动下食品饮料（SW）走势显著强势，获取超额收益。

图2：2010年以来食品饮料（SW）与沪深300走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

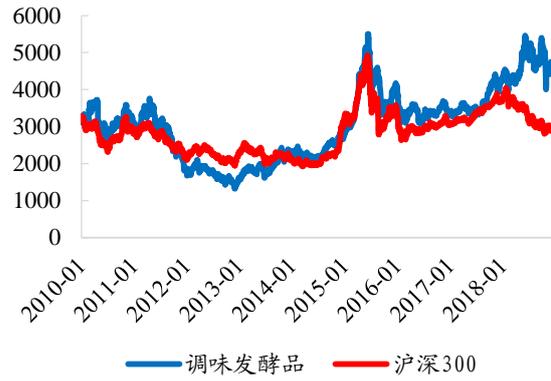
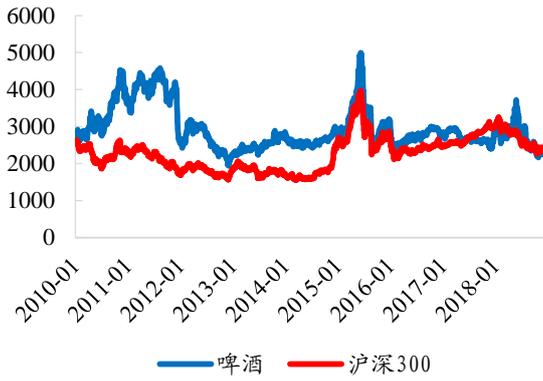
图3：2010年以来白酒（SW）与沪深300指数走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：2010年以来啤酒（SW）与沪深300指数走势

图5：2010年以来调味品（SW）与沪深300指数走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

资料来源：Wind，新时代证券研究所

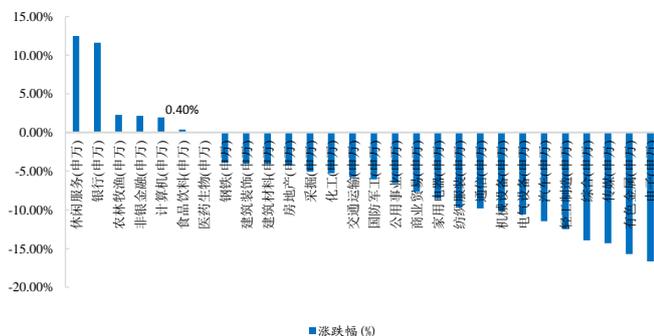
图6： 2010年以来食品综合与沪深300指数走势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

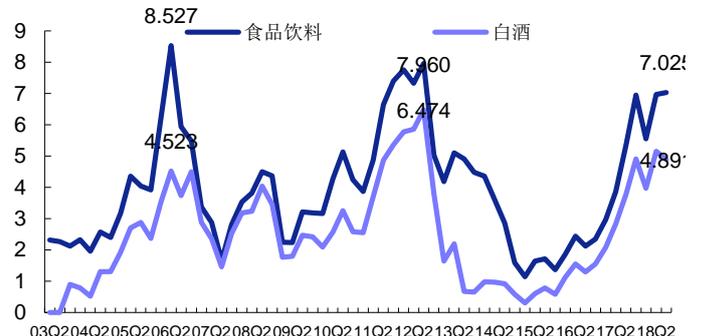
1.3、食品饮料板块确定性收益高

图7： 2018年以来食品饮料板块有相对收益



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 2018Q3前食品饮料板块多处于超配状态



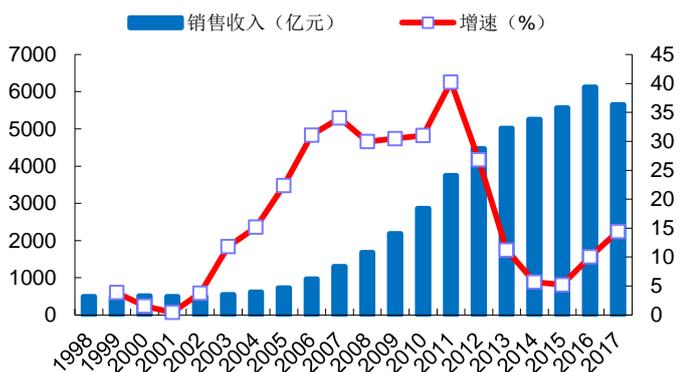
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、白酒行业：趋势向上，增速回归稳健，关注中长期价值

2.1、行业整体向上趋势不变，消费升级与结构性增长可持续。

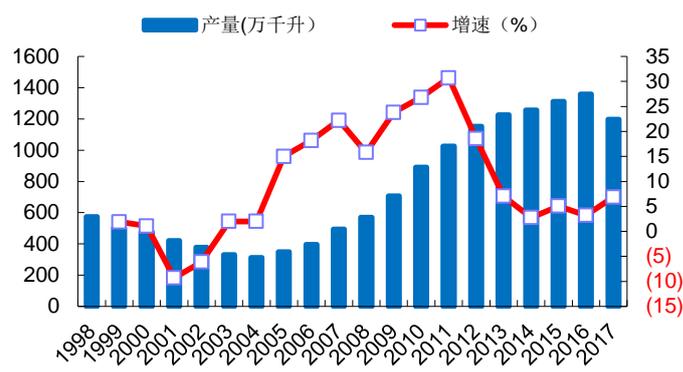
行业集中度还很低，结构性增长空间依然很大。2012年以来规模以上白酒企业销售收入增速逐步回归稳健，2015年增速筑底后逐步从5.22%上升至14.4%，同期产量保持个位数增长，且增速显著低于收入增速，吨酒价格逐年上升，呈现消费升级与结构性扩容特征。

图9：规模以上白酒企业销售收入及其增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10：规模以上白酒企业产量及其增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、“行业大周期”与“企业小周期”指标叠决定行业短期走势

我们以“大小周期论”为基础，对白酒行业走势做个基本判断，也可以作为企业预收款之外，对行业判断的先行性指标。

行业大周期是宏观研究的一个重要指标，与宏观经济周期、白酒产业政策及房地产等相关产业政策息息相关，核心观察工具是行业领导品牌的主导产品价格，即53°飞天茅台500ml价格走势。

白酒本质是社交价值，与经济交往活动密切相关。白酒行业发展与宏观经济走势紧密相连，与固定资产投资类活动呈现高度相关性，尤其体现在房地产投资活动中产业链的带动性上。

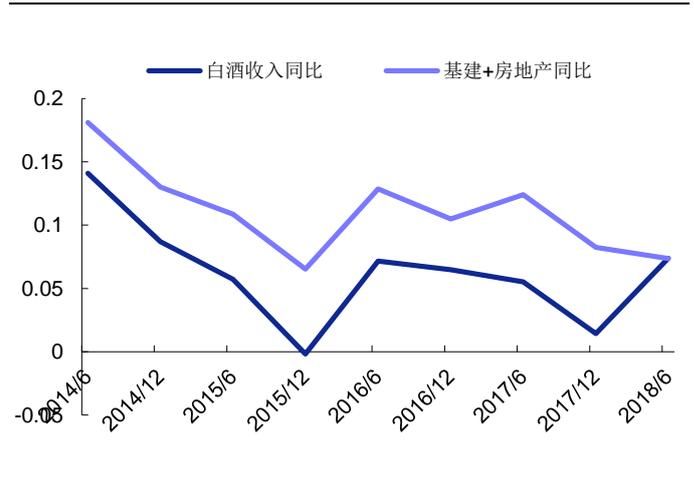
短期看，行业正面临宏观经济波动带来需求减弱的不利影响。

图11: 白酒行业收入增速与 GDP 增速呈现较高相关性



资料来源: choice, 新时代证券研究所

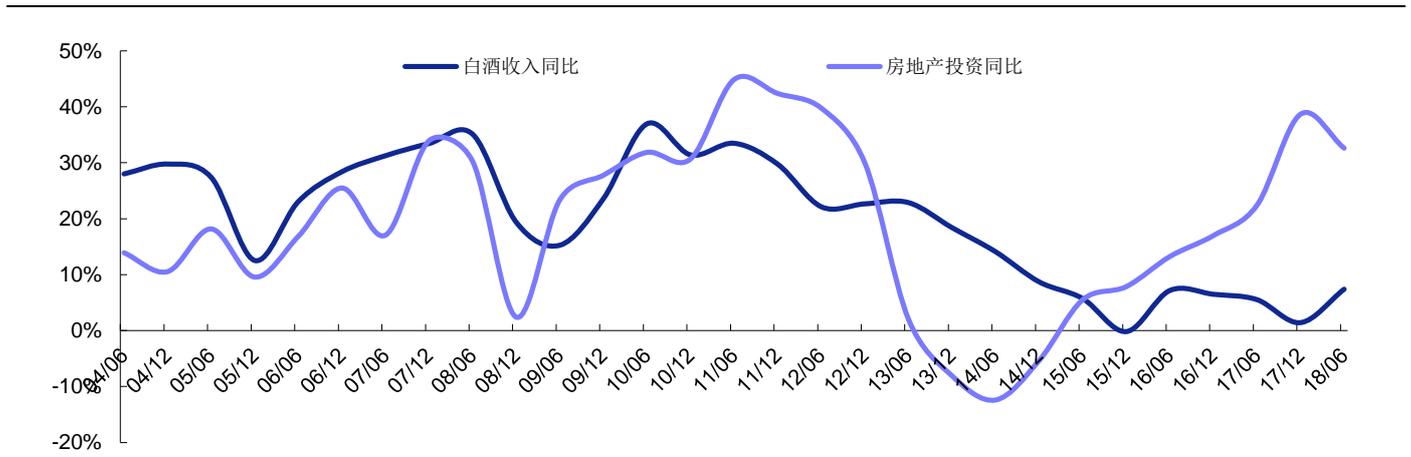
图12: 白酒收入增速与基建&房地产投资增速有相关



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

白酒行业收入增速与 GDP 增速走势拟合度高，但往往后于经济调整时间点。由于白酒行业企业具有“高酒精度，无保质期”特性，企业可通过库存周转等方法，在 3-6 个月时间内通过控制经销商、终端发货节奏来保持期间收入相对稳定，预计短期白酒企业收入承压。

图13: 白酒收入增速与房地产投资增速趋势呈现高相关性



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

茅台价格走势是观察行业周期的最直接工具。作为高端酒的代表，53°飞天茅台价格本质上就是“供求关系”问题，以量价手段持续传递“稀缺”价值，其决定了行业价格天花板，为次高端及以下价位提供了发展空间。从2015年以来飞天市场价格走势看，价格中枢稳中有升，目前维持在1700元以上。

图14: 茅台出厂价、成交价与茅台营收走势图(元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

产业政策如税收政策短期影响行业企业盈利水平, 中长期促进行业集中度提升。

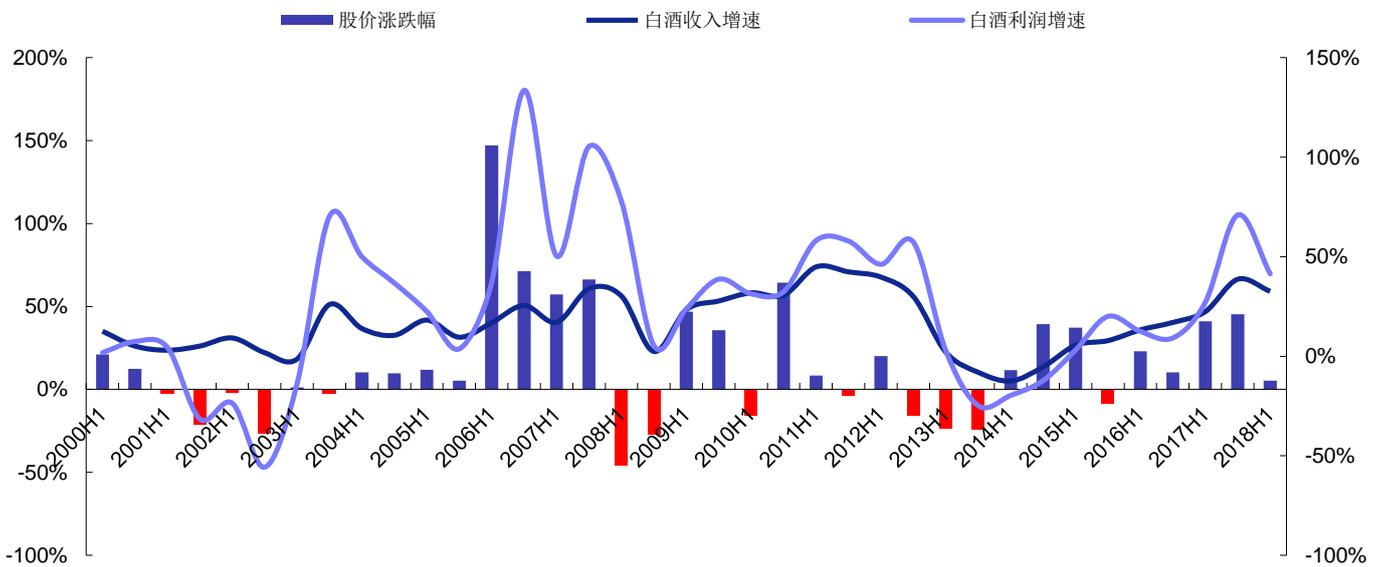
表1: 白酒消费税政策梳理

时间	具体征收内容
1994年之前	白酒口收的最主要税种是产品税, 税率高达60%。
1994年	消费税正式设立, 实行从价定率征收, 粮食白酒税率为25%, 薯类白酒税率为15%。
1995年	6月1日, 对销售除啤酒、黄酒外的其他酒类产口而收取的包装物押金, 无论是否返还以及会计上如何核算, 均应并入当期销售额征收消费税。
1998年	粮食类白酒(含薯类白酒)的广告宣传费一律不得在税前扣除。凡已扣除的部分, 在计算缴纳企业所得税时应作纳税调整处理。
2001年	消费税实行按从价和从量复合征收, 即按生产环节销售收入的25%和销售量每公斤1元计算缴纳, 同时取消以外购酒勾兑生产酒可以扣除其购进酒已纳消费税的政策。
2002年	针对关于酒类生产企业利用关联企业之间关联交易规避消费税问题作出了规定, 要求各地税务局对其计口收入额进行调整。同时规定白酒生产企业向商业销售单口收取的口牌使用费, 均应并入白酒的销售额中缴纳消费税。
2006年	4月1日, 取消粮食白酒与薯类白酒的差别税率, 从价统一调整为20%, 从量每公斤按照1元计算缴纳。
2008年	新修订的消费税暂行条例规定在生产、委托加工和进口白酒时, 其消费税的组成计税价格需加上从量定额消费税税额。
2009年	明确了白酒消费税最低计税价格核定管理办法, 于8月1日起实施。国家规定消费税计税价格若低于销售单位对外售价的70%, 最低计税价格将由税务部门在白酒销售单位对外销售价格50%-70%范围内自行核定。其中生产规模较大、利润水平较高的白酒生产企业需要核定消费税最低计税价格的, 税务机关核价幅度原则上应选择销售单位对外销售价格60%至70%范围内。
2012年	自9月1日起, 委托方将收回的应税消费品以不高于受托方价格出售的, 为直接出售, 不再缴纳消费税; 委

时间	具体征收内容
	托方以高于受托方计税价格出售的，不属于直接出售，需按规定申报缴纳消费税，在计税时准予扣除受托方已代扣代缴的消费税。
2014年	自12月1日起，取消酒精消费税，“酒及酒精”税目改为“酒”，并继续按照现行消费税政策执行
2015年	自7月15日起，计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下、年销售额1000万元以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，核定比例继续暂统一确定为60%。
2016年	中国酒协与国务院研究中心就白酒消费税调整方案上报财政部和税务总局等多个部委，以作参考，调整思路是将征收环节从以往的生产或进口环节，转为向批发或零售环节。
2017年	自5月1日起，最低计税价格核定比例由50%至70%统一调整为60%，2017年已核定最低计税价格的白酒，国税机关应按照调整后的比例重新核定；对白酒生产企业设立多级销售单位销售的白酒，国税机关应按照最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格。

资料来源：Wind，国家税务总局，新时代证券研究所整理

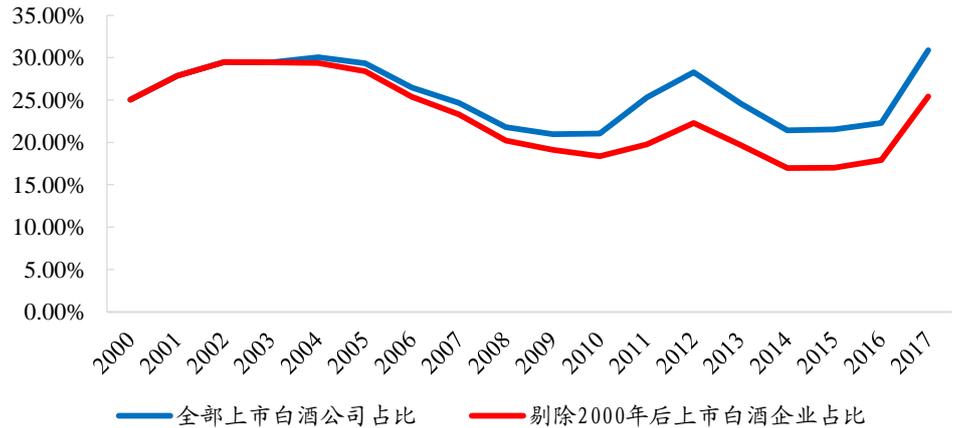
图15： 2000年至今主要上市白酒企业股价涨跌幅，收入增速和净利润增速



资料来源：Wind，国家税务总局，新时代证券研究所

注：白酒企业包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒、古井贡酒、顺鑫农业、老白干和伊力特。

图16: 白酒上市企业营收占比



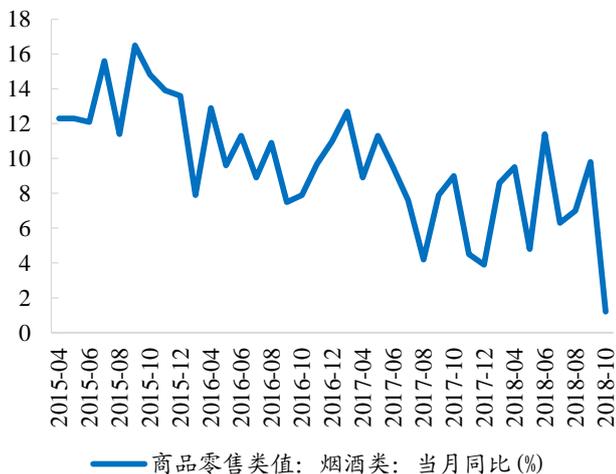
资料来源: Wind, 酒业协会, 新时代证券研究所 (不考虑统计口径差异)

企业小周期着眼于企业微观层面研究, 一般受行业生态及企业营销政策影响, 核心观察企业库存周期, 即品牌主导产品价格刚性与渠道真实利润率。

受宏观经济下行影响, 社会消费品零售总额当月同比增速呈下降趋势, 尤其是烟酒类商品零售当月同比在 2018 年 6 月以来下降趋势较明显。

间接反映了, 白酒动销流速减缓, 库存有上升趋势, 企业出台“控货稳价/挺价”政策以稳定渠道信心和价格, 以对冲行业周期波动的影响, 目前看名酒品牌主导产品价格保持基本稳定。

图17: 烟酒类商品零售当月同比 (%)



资料来源: choice, 新时代证券研究所

图18: 2007 年社会消费品零售总额当月同比 (%)



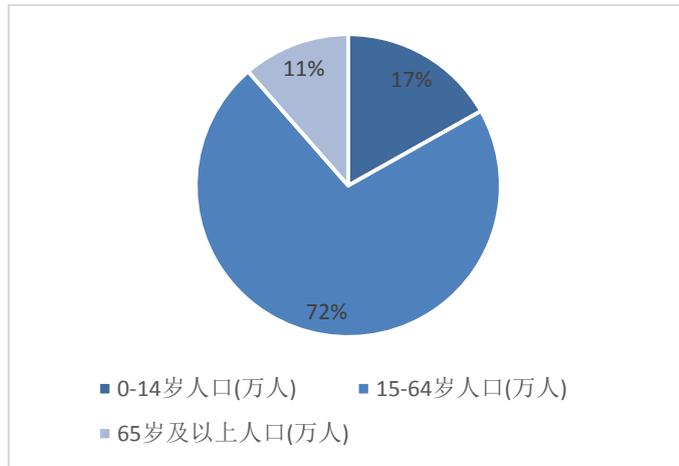
资料来源: choice, 新时代证券研究所

2.3、消费需求决定白酒产业中长期发展走势

白酒文化支撑白酒消费, 短期波动不改中长期价值。中长期消费需求受消费者年龄、收入&可支配收入、消费理念及消费信心影响。

截至 2017 年, 我们人口总数 13.9 亿人, 其中 18-64 周岁以上白酒男性主力消

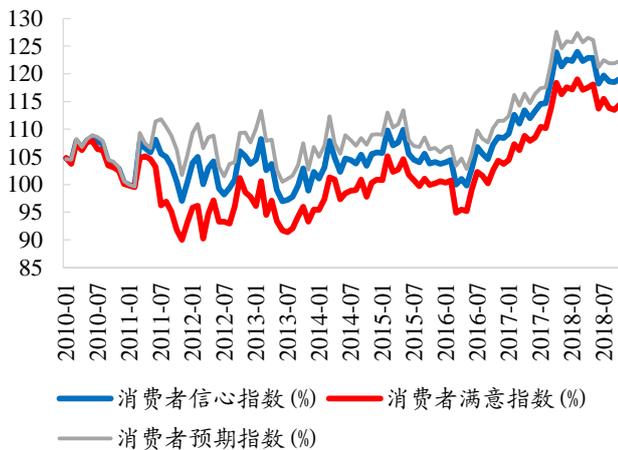
费人群不低于 30%，短期内人口因素对白酒消费暂不产生大影响。居民可支配收入依然保持稳健增长，消费者信心指数逐步向上，与社会消费品零售总额当月同比走势差距拉大，呈短期波动。

图19: 中国人口年龄、性别结构图


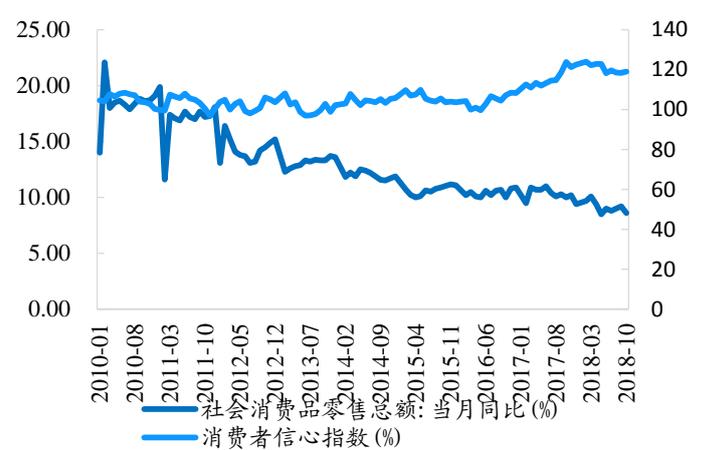
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图20: 全国居民可支配收入


资料来源：choice，新时代证券研究所

图21: 消费者信心指数


资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图22: 消费者信心与社会消费品零售总额当月同比


资料来源：Wind，新时代证券研究所

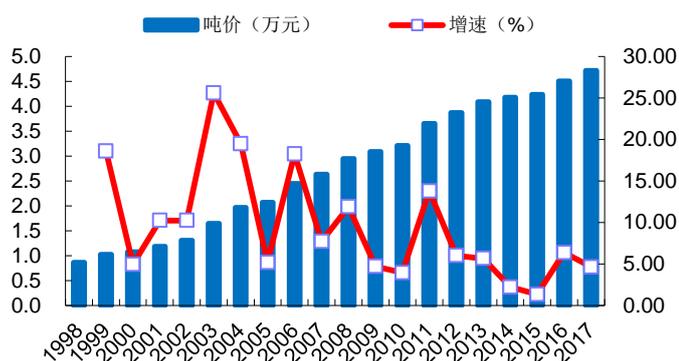
2.4、2019 年白酒板块选股逻辑

2019 年白酒行业趋势依然向上，大概率实现增长，但也依然面临逐步进入存量竞争时代后的挤压增长，结构性扩容仍然是主旋律，优选具有护城河的细分龙头。

2.4.1、一个不变：行业集中度加速提升与消费升级趋势不变。

根据酒业协会数据，白酒规模企业 2017 年 1593 家，截至 2018 年 7 月底减少 142 家，至 1451 家，其中 178 家亏损。

图23: 规模以上白酒企业白酒平均吨价



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图24: 规模以上白酒企业数量 (家)



资料来源: Wind, 酒业协会, 新时代证券研究所

2.4.2、两个现象: 酒企渠道争夺白热化, 渠道库存稳中有升

竞争激烈程度螺旋式上升, 小企业面临品牌+渠道双重挤压, 逐步退出高价位段竞争, 面临中低端守业自留地与资本整合抉择。

现象一: 名酒企业与区域龙头渠道争夺战趋于白热化, 费用率或稳中有升, 优质经销商资源 (资金实力强&配合度高) 与核心终端资源抢夺成为关键。

现象二: 渠道库存稳中有升, 以库存平滑业绩逐步成为可选项, 2019Q2 或迎来库存小高峰, 预计将由 25%-30%合理库存增长到 40%左右。

2.4.3、三个选择逻辑: 价格、区域和集中度

以价格、区域和集中度为基准, 百元以上看消费升级, 以下看集中度提升。当然, 两种逻辑同时存在, 具体侧重点有些许差异, 优选基本面确定的细分龙头。

基于价格逻辑: 白酒消费本质是社交, 基础是价位消费, 而场景差异直接决定价位选择。当前环境下, 100-300元中高价位段的更具稳定性, 100元以下尤其是15、30元价位品牌集中度在加速提升。

表2: 白酒不同价位段/主要使用场景 (目标消费群) /核心消费点

价位段	主流消费群	使用场景	核心影响因素	对经济相对敏感度
100元以下	县乡村社交主流&进城务工	自饮/朋友聚饮	爱好、收入、储蓄	小
100-300元	地市社交主流	宴席/聚饮/部分商务宴请/县级宴请主流	收入、面子	一般
300-800元	地市商务宴请主流/发达区域宴席主流/礼品	政商活动/商务活动	圈层、经济活动	大
800元以上	高端宴请/礼品	政商关系刚性需求、高端商务宴请	圈层	较大

资料来源: 新时代证券研究所整理

一般来说, 白酒消费具有“降频不降档次”特点。所以, 经济持续下行对价位

段影响大小排序：次高端（300-800元）> 高端（800+）> 中高端（100-300元）> 百元以下。经济（尤其房地产经济、民营经济活跃度）直接影响次高端、高端，间接影响中高端、中低端消费。

所以，偏好“价格护城河”企业——贵州茅台（行业价格天花板）+五粮液（高端血统，仅次茅台，关注补位优势）+洋河股份（海之蓝百元价位、天之蓝300元价位、梦之蓝布局次高端，且形成稳固体量）、今世缘（国缘对开、四开200-400元价位）/口子窖（口子窖5年、6年、10年等覆盖100-300元价位）、顺鑫农业（“白牛二”15元价格带龙头）。

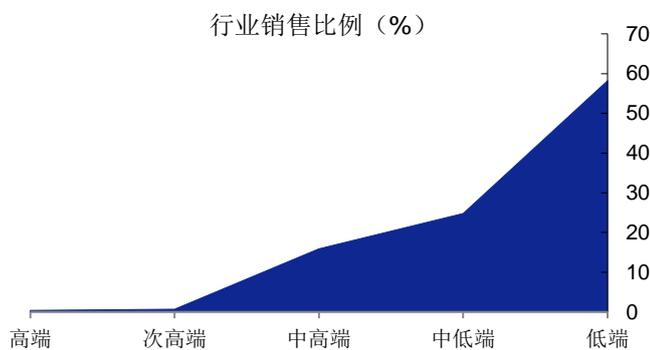
基于区域逻辑：一看大本营市场是否稳固；二看核心市场是否布局；三看全国化进展与机会。

所以，偏好“区域护城河”企业——洋河股份（江苏基地，新江苏全国化）+今世缘（深度全省化推进过程中）/口子窖（安徽双寡头之一，淮北、合肥、安庆等市场稳固）+山西汾酒（清香鼻祖，山西龙头，品牌全国化）。

基于集中度逻辑：消费向名酒和区域龙头品牌集中的同时，关注低端价位产品高基础销量与品牌加速集中逻辑。

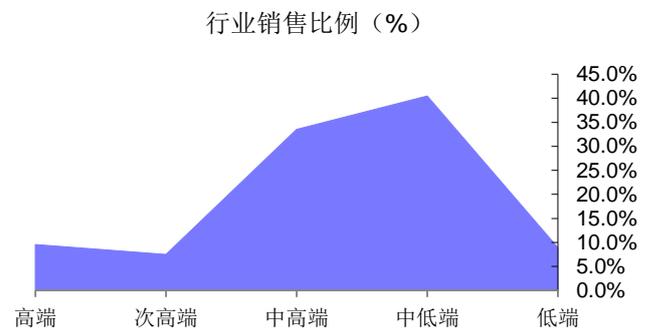
所以，偏好“集中度护城河”逻辑——顺鑫农业（低端产品全国化龙头品牌+北京辐射力强+品质优势）。关注水井坊以新省代模式在次高端价位对区域性品牌的替代性。

图25: 2017年各价位段销售量结构



资料来源：新时代证券研究所估算

图26: 2017年各价位段销售收入结构

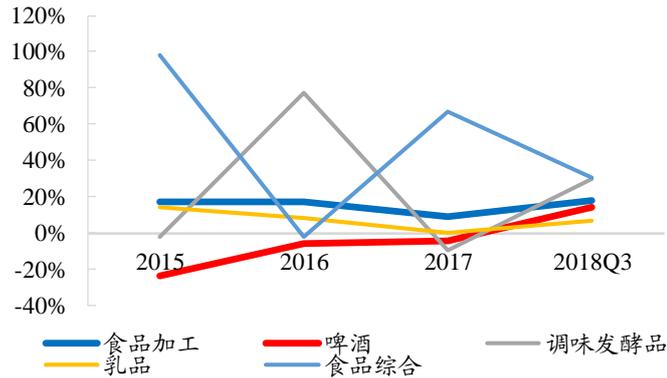


资料来源：新时代证券研究所估算

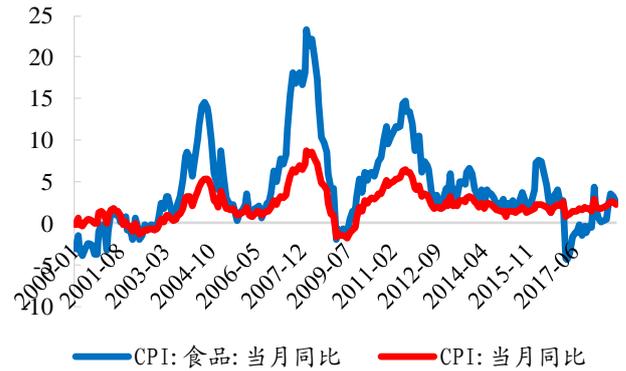
3、大众消费品：行稳致远，静待春暖花开

大众消费品基本面稳定，外部经济形势波动影响较小。

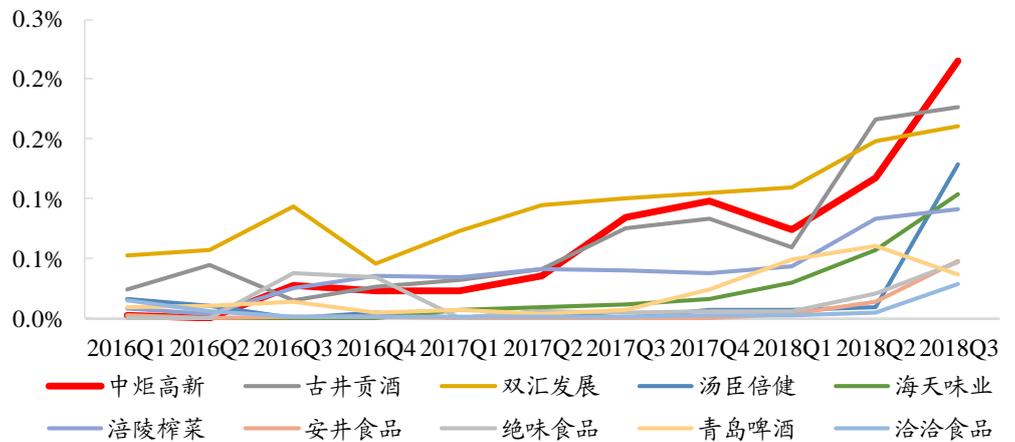
大众消费品子行业净利润稳步提升，2018Q3 啤酒、调味发酵品、乳制品、食品综合净利润分别同比提升 13.86%、29.95%、6.96%、30.78%。2010 年以来 CPI 中食品指数与 CPI 保持同向变动，且食品指数增幅基本高于 CPI，2018 年 11 月 CPI 同比上升 2.2%，而食品指数同比上升 2.5%，大众消费品基本面稳定。基金持仓份额提升，2018Q3 食品饮料非白酒板块配置比例达 2.15%，较 Q2 提高 0.2pct。

图27: 食品加工及子行业净利润增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图28: 2000年以来CPI与CPI食品同比变化幅度(%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图29: 大众消费品持仓前10 (除伊利股份)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (注: 伊利 2018Q3 持仓已达 1.15%, 为作图方便剔除)

选股策略:**1) 行业内部结构升级成主要驱动力**

目前我国消费结构呈现出实物消费下降但服务消费上升和对中低端消费品偏好降低同时对高端消费品偏好上升特征, 表明当前居民消费行为仍处于升级通道。伴随居民消费升级, 一些企业老化而失去竞争力, 市场份额退让给渠道布局有优势, 且研发能力较强, 较早进行产品结构升级的企业。

2) 下游具备提价能力, 龙头有望继续收割份额

大众消费品上游成本普遍呈周期性变动, 且产品差异化小、行业竞争普遍充分, 因此原材料成本处于上行阶段, 企业通常通过直接提价、减少促销及销售费用投放、产品结构升级来直接转嫁成本, 短期可能影响销量, 但长期看企业产品结构上移, 龙头甚至通过提价穿越周期, 使得小厂被动退出, 从而获得更高市场份额, 如涪陵榨菜 2016 年 7 月为缓解成本压力, 上调 11 个单品到岸价, 提价幅度为 8-12%, 提价幅度完全覆盖成本, 从而收获剪刀差获得更高利润, 龙头具有更高定价权。

3) 竞争格局良好、高定价权企业值得关注

大众消费品子行业众多, 集中度提升速度缓慢, 消费升级发生在子行业内部, 完全竞争格局下, 龙头议价能力强, 消费行为的变化不会对其规模造成负面影响。

调味品：目前行业分散，领导品牌有望受益于产品研发创新优势扩大市场份额推荐中炬高新，建议关注海天味业、涪陵榨菜、恒顺醋业。

乳制品：成熟期双寡头格局铸就高护城河，逐渐拉开与竞争者差距，预计未来一年国际奶价小幅下行，国内奶价温和上涨，生产成本控制压力大于2017年，成本小幅上涨初期促销减弱，推荐伊利股份。

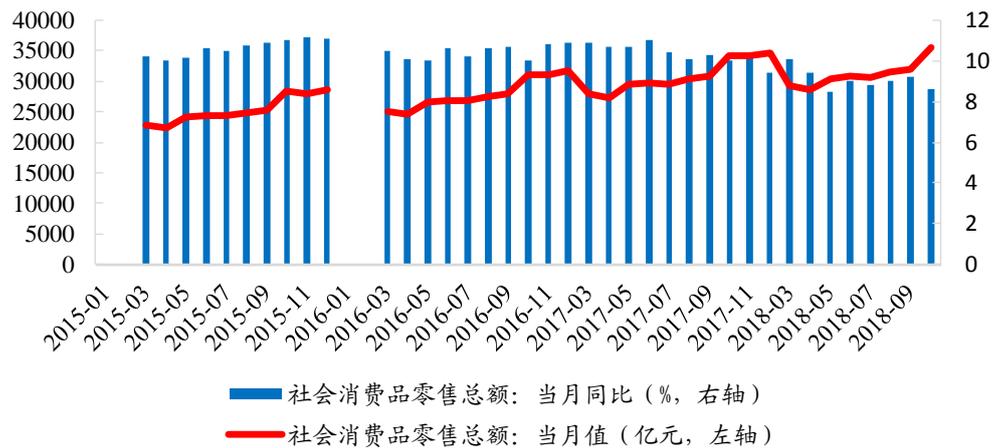
啤酒：市场需求依然饱和，完全竞争格局下结构升级、成本下降有望加速，建议关注重庆啤酒、青岛啤酒。

其他大众消费品：推荐汤臣倍健、绝味食品、安井食品，建议关注桃李面包、洽洽食品、双汇发展。

3.1、调味品：高基数下稳增长，防御属性尽显

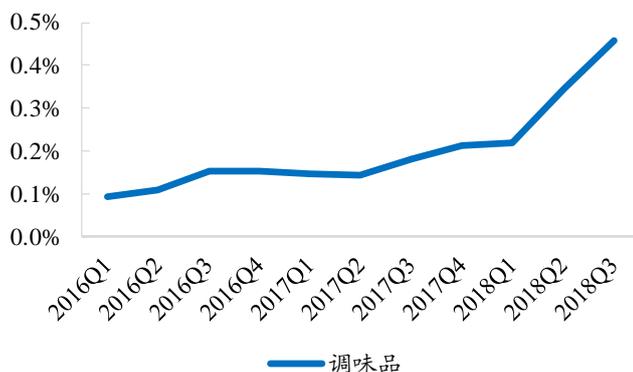
2018年10月，我国社会消费品零售总额为3.55万亿元，同比增长8.6%，增速环比下降0.6pct；1-10月社会消费品零售总额累计值为30.98万亿元，同比增长9.2%，增速环比下滑0.1pct。调味品板块作为刚需行业，2017年下半年以来，调味品板块配置比例一路走高，2018Q3配置比例达到0.46%，抗周期性更加明显。

图30：社会消费品零售总额及增速



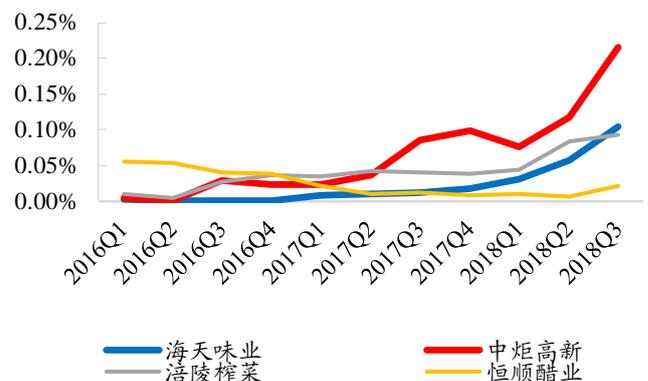
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图31：调味品基金持仓情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图32：调味品主要标的持仓情况

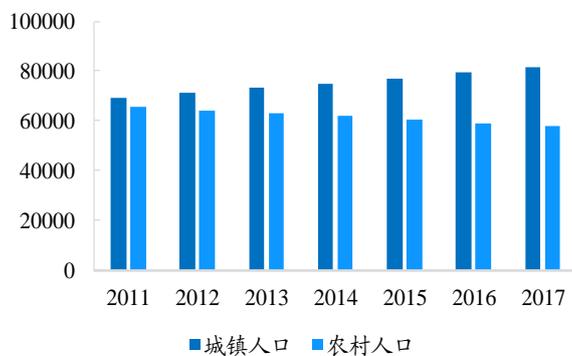


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.1.1、低线城市存提量空间

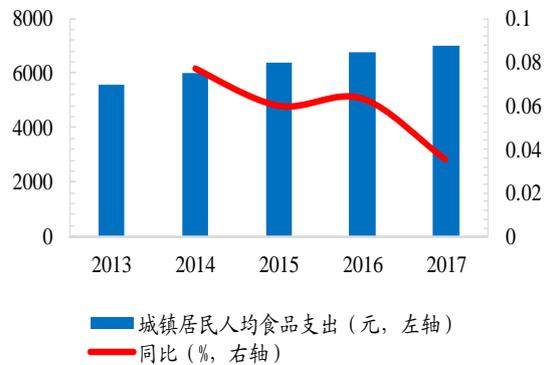
从渠道来看，目前我国调味品消费渠道中餐饮采购、家庭消费、食品加工分别占比约为 40%、30%、30%，餐饮渠道已成为调味品消费的主力军。城镇人口增加、购买次数更加频繁，推动行业继续扩张。据 Frost & Sullivan 调查，三线城市约有 5200 万城市家庭，调味品年花费 138 元，较 2016 年增长 34%；调味品年购买次数 11 次，较 2016 年增长 15%。四五线城市约有 5900 万城市家庭，调味品年花费 125 元，较两年前增长 20%；调味品年购买次数 11 次，较 2016 年增长 16%。可见，三、四、五线城市相较于一、二线城市的调味品消费能力更有潜力。总体来看，居民对调味品的消费支出增加、消费次数更加频繁都意味着调味品市场具备强劲的增长空间。

图33: 2013-2017 年城镇人口增多



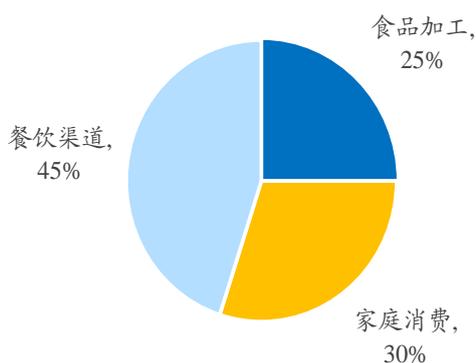
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图34: 2011-2017 年城镇居民人均食品支出



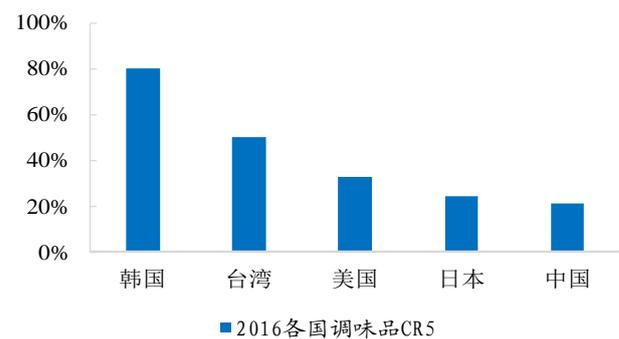
资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图35: 调味品不同渠道占比



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图36: 我国 CR5 较低



资料来源: 智研咨询, 新时代证券研究所

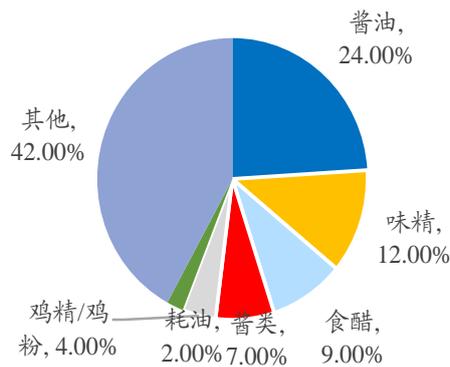
表3: 中国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数一览表

	一线城市	二线城市	三线城市	四五线城市
人口	1700 万城市家庭	3400 万城市家庭	5200 万城市家庭	5900 万城市家庭
调味品年花费	239 元	174 元	138 元	125 元
调味品年购买次数	16 次	13 次	11 次	11 次

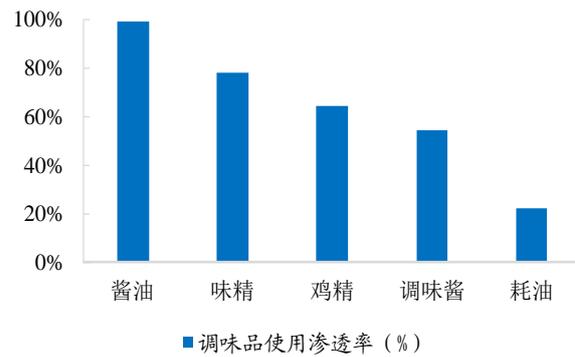
资料来源: Frost & Sullivan, 新时代证券研究所

3.1.2、产品结构集中度提升可期, 复合调味品有望成为下一个蓝海

产品结构逐渐高端化, 集中度提升可期。调味品行业产品结构升级明显, 表现为: (1) 品类间替代效应, 如味精需求萎缩, 高鲜度酱油与 YE 取而代之; (2) 品类内部高端替代低端, 估算高端酱油增速 15%, 高于行业增长水平 (10%)。预计未来超高端酱油至少 4 倍空间。我国调味品市场 CR5 仅 20% 左右, 低于亚洲其他国家, 行业集中度仍有提升空间。

图37: 调味品子行业格局分散

资料来源: 中国调味品协会, 新时代证券研究所

图38: 不同子行业渗透率

资料来源: Kantar Worldpanel, 新时代证券研究所

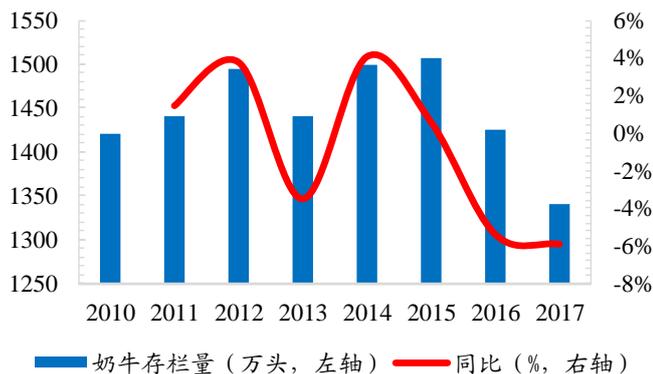
中国复合调味品行业现阶段行业集中度较低, 存量提升空间大。与发达国家相比, 中国的复合调味品行业集中度远低于其他国家, 如日本, 酱油、食醋等消费金额占比较小, 而复合调味品由于种类多、用量大、附加值高, 消费占比在 90% 以上; 而我国调味品格局分散, 如鸡精占比仅 4%, 使用渗透率仅 64%。中国复合调味品的市场规模从 2013 年的 557 亿元人民币增长至 2017 年的 1091 亿元人民币, 年复合增长率为 15.83%。Frost & Sullivan 预测, 未来中国复合调味品市场将取得快速的发展和进一步扩大, 预计在未来四年将会呈现出较高的年复合增长率。

图39: 中国复合调味品市场规模

3.2、乳制品：结构升级叠加低线城市发力，龙头继续收割份额

3.2.1、供给端：预计国际奶价小幅下跌，国内奶价温和上涨

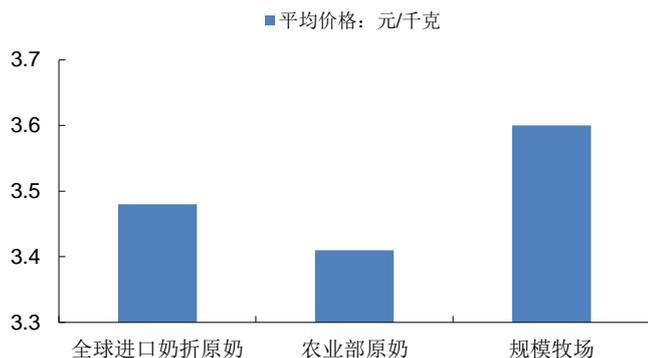
奶牛存栏量下滑，奶源供应偏紧，国内奶价进入上涨周期。2014年原奶过剩导致奶农杀牛、散养户退出，国内奶牛存栏量同比稳步下滑，2017年国内奶牛存栏量同比-5.96%；同时进口奶牛数量减少，估计2019年国内奶牛数量仍处于低位，将直接造成原奶供给收缩。从主产区生鲜乳均价看，2018年7月以来国内生鲜乳价格直线攀升，局部地区缺奶，国内奶价温和上涨。

图40: 国内奶牛存栏量同比下滑**图41: 主产区生鲜乳均价 (元/公斤)**

资料来源: 中国奶业年鉴, 新时代证券研究所

资料来源: 农业部, 新时代证券研究所

国内外奶价具有明显联动作用。进口大包粉与国内生鲜乳互为替代，而国际奶价依靠大包粉进口来进行传导。国际奶价走高，带动国内奶价复苏。国际原奶价格上涨时，国内外价差缩小，国内企业将优先选择国内原奶，提高对生鲜乳需求，促进国内奶价提升，因此国际与国内奶价具有较强正相关性。随着新西兰原奶减产，GDT全脂奶粉价格不断走高，国际奶价与国内原奶价格相比已无竞争优势。乳企对国内原奶收购量提升，直接带动国内生鲜乳价格复苏。

图42: 进口乳品已经无价格优势

资料来源: Hesitant, 新时代证券研究所

图43: 大包粉库存处于历史低位

资料来源: 中国奶业年鉴, 新时代证券研究所

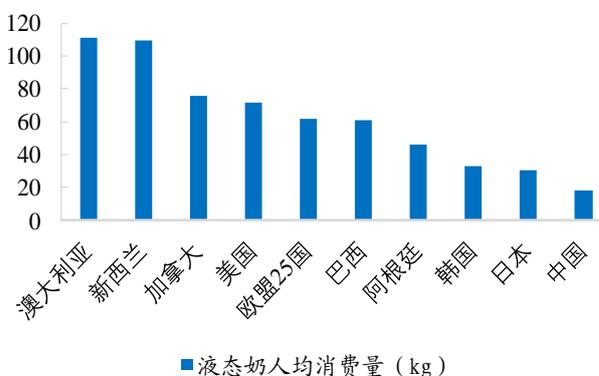
大包粉库存处于低位, 考虑中外奶价差缩小, 进口大包粉优势不再, 预计未来进口量平稳, 增速放缓。受 2013 年奶荒影响, 2013、2014 年中国大包粉进口数量达到 85、92 万吨的高位, 2016 年进口量降到 72 万吨。大量进口拉长库存消化周期, 目前大包粉库存已从 2014 年 30 万吨高点降至 2017 年 5 万吨, 保持在 2013 年至今的历史低位。考虑到当前国际大包粉已无价格优势, 进口折合原奶与国内生鲜乳价差进一步缩小, 国内乳企会更倾向使用国内原奶, 我们预计 2019 年国际奶价小幅下行。

3.2.2、需求端: 消费升级带动乳制品需求复苏

经济回暖和人均可支配收入、食品乳业人均消费提升。中国 GDP 增速自 2016 年三季度开始回暖, 直接带动城镇和农村居民人均可支配收入提升。目前国内人均液态奶消费量不到 20kg, 对比日韩等亚洲国家人均消费量在 30kg 以上, 欧美、澳洲更高, 我国消费习惯与日韩类似, 而液态奶消费量仅为日韩的 2/3, 中国乳制品消费成长空间巨大。我们认为随着经济回暖和居民可支配收入的提升, 乳品的需求在稳步提升。

图44: 居民可支配收入逐年增长

资料来源: 统计局, 新时代证券研究所

图45: 各国液态奶人均消费量

资料来源: 中国产业信息, 新时代证券研究所

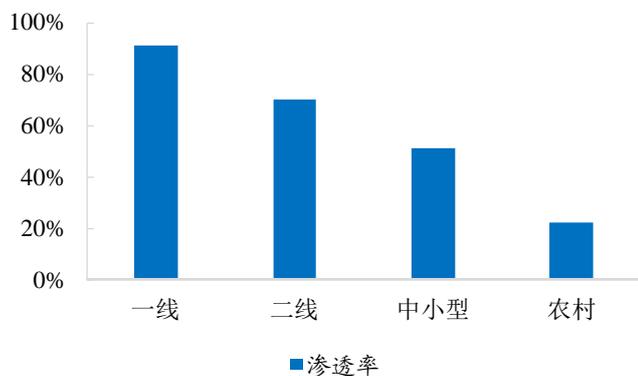
图46: 中国成年人奶制品食用量达标情况分析



资料来源: 小时代, 新时代证券研究所

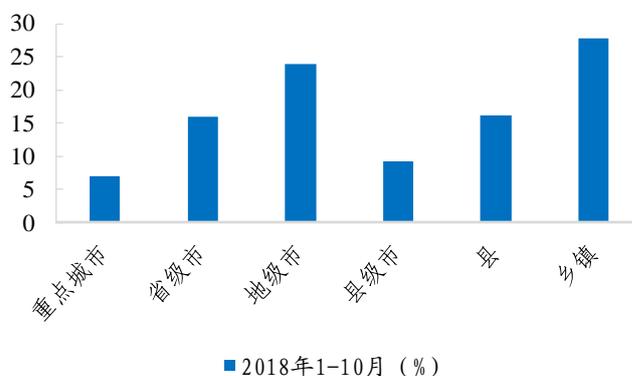
消费升级和乳企渠道下沉打开市场空间。三四线城市和农村消费崛起, 不会以收入严格约束支出, 更追求产品品质与生活方式, 消费习惯有向一二线靠拢趋势。根据洋码头数据, 三线城市海购增速 109%, 远大于一线城市 78%。且 30 家海外购物最敢花城市中, 三四线城市占半数以上; 乳制品消费中, 地级、县级及乡镇贡献率超过 70%, 随着经济回暖带动乳品消费需求回暖, 三四线市场空间被打开, 渠道下沉对乳制品销量增长贡献最大。

图47: 乳制品渗透率



资料来源: 中国产业信息, 新时代证券研究所

图48: 不同城市层级销售额贡献率

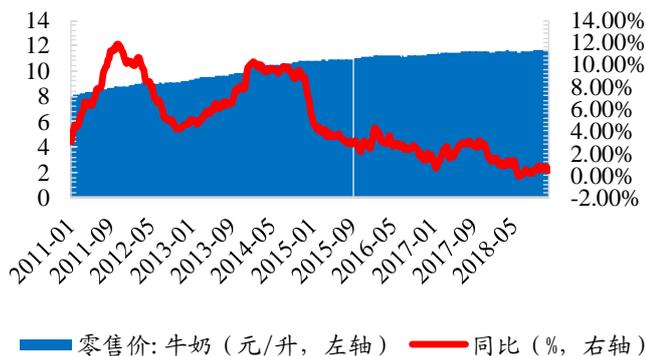


资料来源: Euromonitor, 新时代证券研究所

3.2.3、产品升级成主要驱动力, 高端占比不断提升

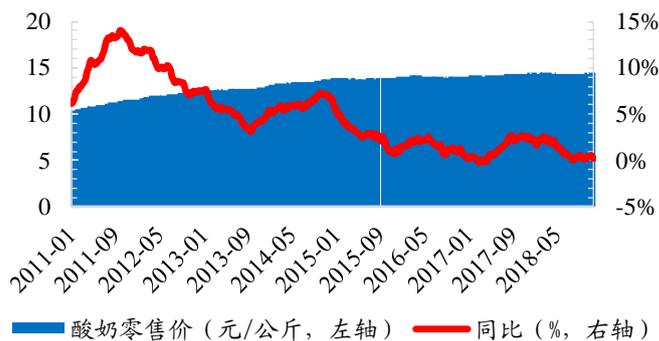
一二线城市成熟乳品市场高端化进程加速。国内一二线城市经济发展已进入更高水平阶段, 乳品消费也从销量扩张时代进入到结构升级时代, 品质化和高端化升级将是一二线城市乳业市场主要的驱动力。消费升级背景下, 中高端乳品品类将推动乳品一二线市场继续向上打开。国内酸奶和牛奶零售价同比增速仍小幅提升。高端产品带动结构升级明显。2018 年上半年全国高端白奶金典, 零售端增速 25%, 常温酸奶安慕希增速安慕希%, 带动产品结构提升明显。

图49: 牛奶价格同比上升



资料来源: 商务部, 新时代证券研究所

图50: 酸奶价格同比上升



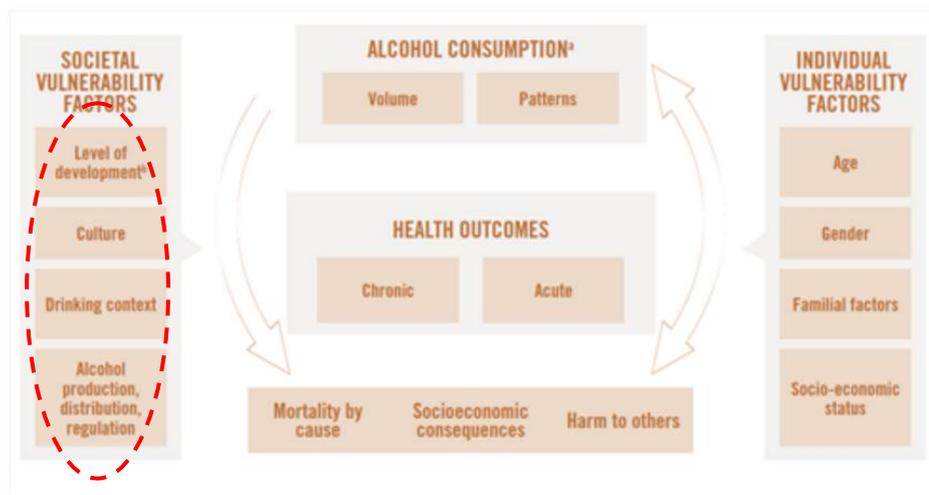
资料来源: 商务部, 新时代证券研究所

3.3、啤酒: 结构升级+成本下降, 有望成为新一轮利润增长点

3.3.1、规模红利期已过, 人均消费量已无增长空间

人均啤酒消费量已居亚洲前三, 增量已无空间。从人均消费量看, 捷克、德国、美国列世界前三: 分别为 146、110、75 升/年; 啤酒饮用习惯与人种有关, 亚洲与欧美差距较大。中国人均啤酒消费量 33 升/年, 与日本 46.4 升/年、韩国 41 升/年较接近, 高于世界水平 27 升/年。根据世界卫生组织, 影响酒精消费的社会因素为: 社会发展程度、文化属性、酒精消费习惯、酒精生产及相关法规。我国与传统啤酒消费大国差距较大, 但也已明显高于世界平均水平。需要注意的是饮酒习惯的差异: 在我国大量的饮酒场景中, 特别是政商务场合, 白酒仍然占据了不可替代的地位。因此人均啤酒消费量提升空间较小。

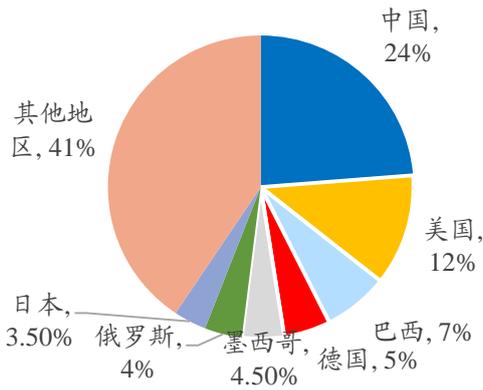
图51: 影响酒精消费的因素



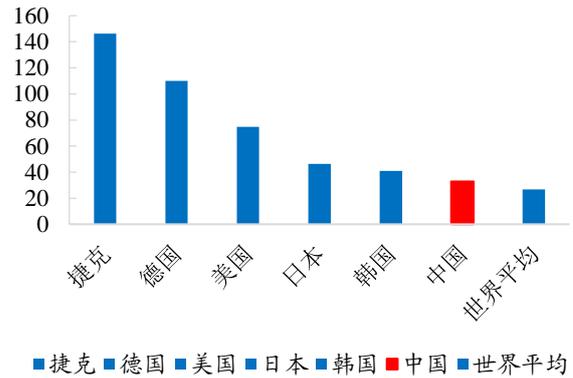
资料来源: 世界卫生组织, 新时代证券研究所

图52: 2014 年世界啤酒产量分布

图53: 2014 年世界各国人均啤酒消费 (升/年)



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

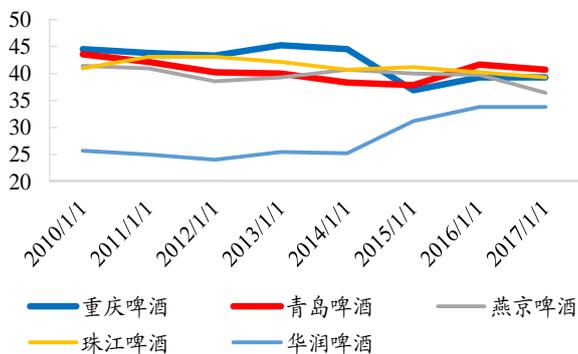


资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

3.3.2、企业经营质量逐步回升，结构升级带动整体盈利

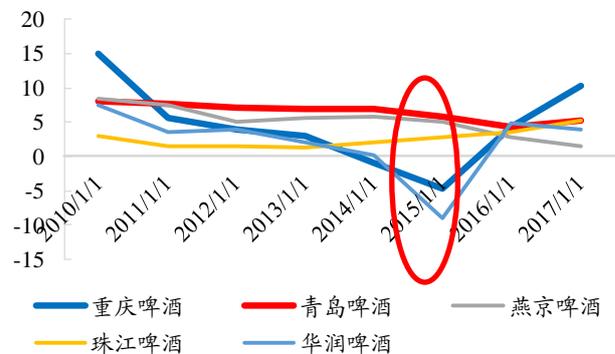
2015年开始竞争格局由价格战转为保利润，完全竞争下盈利水平难以拉开。2010-2015年，5家主要啤酒上市企业（重庆啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒）毛利率、净利率处下滑趋势。2015年华润啤酒、重庆啤酒出现亏损：净利率分别为-4.6%/-8.9%。2016年开始利润水平回暖至5%左右，2017年重庆啤酒净利率达10%。

图54： 2010-2017年5家上市公司啤酒业务毛利率



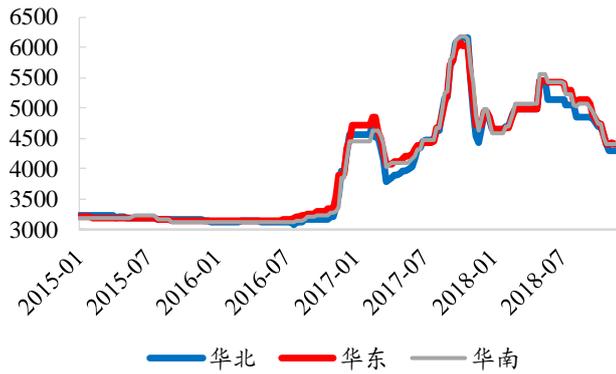
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图55： 2010-2017年5家上市公司净利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2018年原材料价格上涨，企业提价诉求强烈，2019年成本有望下降，企业利润将加速释放。啤酒成本中40%为包装材料，近年来价格涨幅较大：2015到现在箱板纸价格3年36.7%，易拉罐价格上涨4.6%，玻璃价格指数上涨35.3%。我们认为2019年包材边际需求减少，供给有望回升，因此包材价格将延续下行趋势或保持在低位，成本压力减小，企业利润有望加速释放。

图56: 箱板纸国内平均价(元/吨)

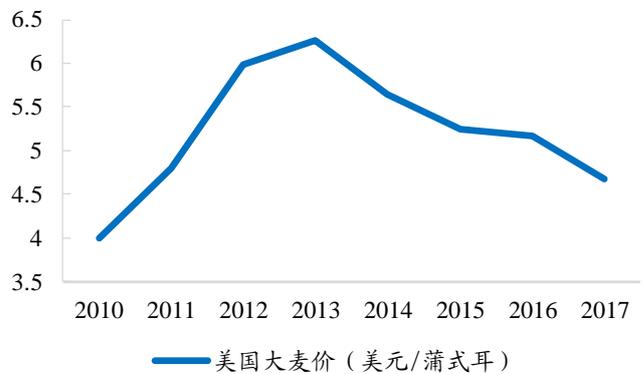
资料来源: 纸业联讯, 新时代证券研究所

图57: 打包易拉罐平均价(元/吨)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图58: 中国玻璃价格指数

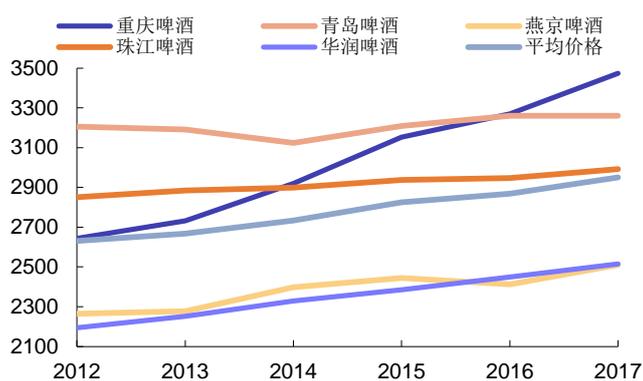
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图59: 美国大麦价

资料来源: 美国农业部, 新时代证券研究所

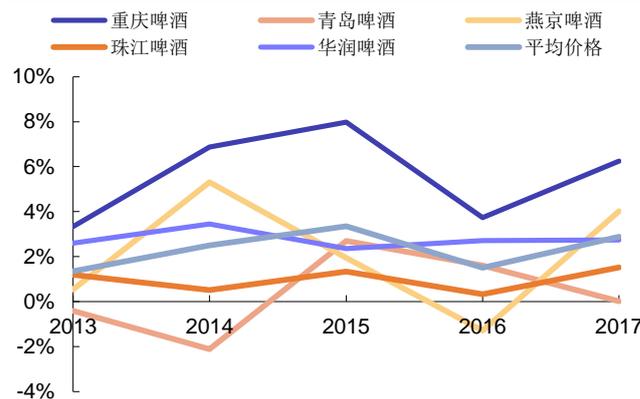
价格战趋缓, 行业内更注重向中高端消费市场转变升级, 高端市场格局重构加速。价格战中 CR5 营收总额持续增长, 内部华润啤酒超越青岛啤酒成龙头, 重庆啤酒成长性佳。2010-2015 年, 5 家啤酒企业虽毛利、净利水平持续下滑, 但销售总额由 550 亿元上升到 750 亿元, 5 年 CAGR 6.5%。内部排名变动上, 2015 年华润啤酒以 20 亿元营收优势首超青岛啤酒成行业龙头并持续保持。同期华润啤酒、青岛啤酒增速放量: 5 年 CAGR 分别为 7.2%、4.8%。另外, 从吨酒价看选取的 5 家主要啤酒上市企业吨酒价基本保持上升趋势, 仅青岛啤酒 (2014 年同比下降 2.11pct)、燕京啤酒 (2016 年同比下降 1.29pct) 在个别年份出现下降。重庆啤酒的吨酒价从 2012 年的 2642.95 元/吨, 增长至 2017 年的 3473.97 元/吨。

图60: 2012-2017年主要企业啤酒出厂价(元/吨)



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图61: 2012-2017年主要企业啤酒出厂价增速

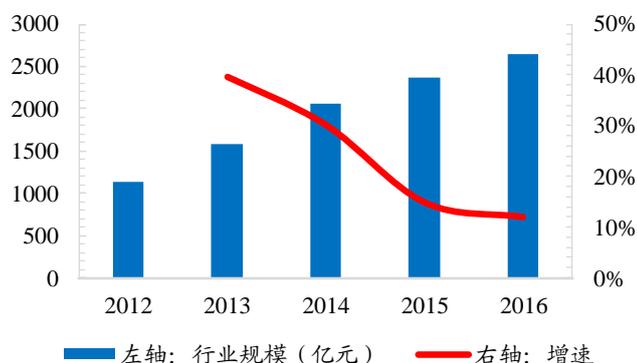


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

3.4、保健品行业: 电商渠道增长最快, 龙头发展强劲增速较快

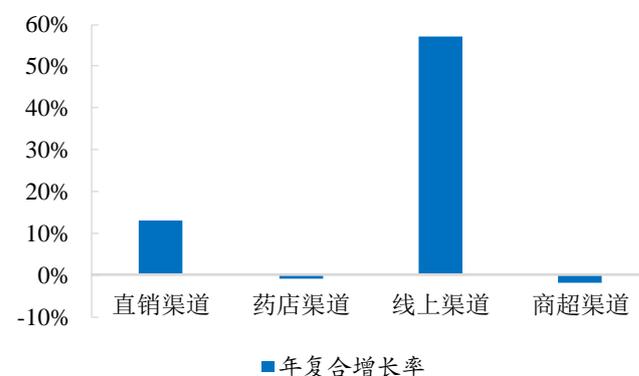
根据中国产业信息网, 2012-2016年我国保健食品行业规模从1131亿元发展至2644亿元, 5年CAGR为22.6%。而中国产业信息网更是预测未来几年行业规模将继续保持增长态势, 在2020年行业规模或将达到4840亿元。其中电商渠道近年发展最快, 2010-2016年复合增速达到了57%, 占比超过药店成为国内第二大的渠道。

图62: 保健食品行业规模及增速



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

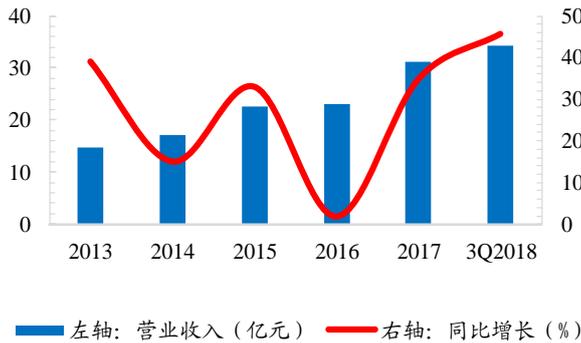
图63: 2010-2016各渠道年复合增长率



资料来源: 罗兰贝格, 新时代证券研究所

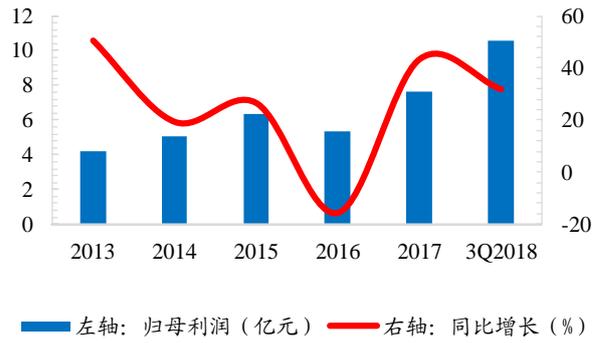
龙头汤臣倍健受大单品和线上2.0战略成功的影响, 业绩飞速提升。公司2018年前三季度收入同比增长45.7%, 其中大单品健力多同比增长200%, 主品牌汤臣倍健同比增长35%, 主品牌线上渠道增长达到60%。未来随着公司第二大单品健视佳加速推广和电商渠道的年轻化品牌的普及, 我们预估公司将持续保持较高的增长。

图64: 汤臣倍健近年营收收入状况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图65: 汤臣倍健近年归母利润状况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.5、卤制品行业: 行业仍将高速发展, 龙头保持门店扩张

根据 Frost & Sullivan, 2010-2015 年中国休闲食品行业零售额从 4014 亿元上升至 7355 亿元, GAGR12.9%。其中卤制品行业在 2015 年有 52.1 亿元的零售规模, 而在 2020 年, 其市场规模将达到 123.5 亿元, 年复合增长率为 18.8%, 是所有细分行业中最快的。

图66: 休闲食品市场规模超 2000 亿



资料来源: Frost & Sullivan 测算, 新时代证券研究所

表4: 卤制品行业增速最快

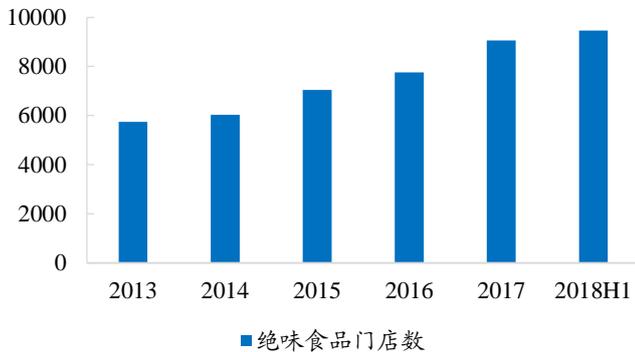
	市场规模 (亿元)			年复合增长率 (%)	
	2010	2015	2020E	2010-2015	2015-2020
休闲卤制品	23.2	52.1	123.5	17.6	18.8
糖果及蜜饯	146.4	258.5	414.8	12.1	9.9
面包、蛋糕及糕点	81.6	155.5	266.3	13.8	11.4
膨化食品	36.2	78.3	168.9	16.7	16.6
炒货	40.5	63.6	105.3	9.5	10.6
饼干	38.5	63.8	101.7	10.6	9.8
其他	35.0	63.7	117.9	12.7	13.0

资料来源: Frost & Sullivan 测算, 新时代证券研究所

绝味食品保持门店稳定扩张, 2018H1 门店数量达到 9459 家, 由于鸭价价格上升较多导致公司毛利有所下滑, 但公司结束上市宣传期, 费用下降明显, 使得净利

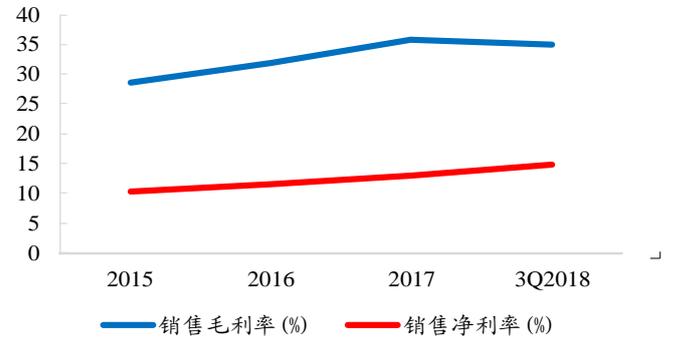
仍将保持相对高位。未来我们认为绝味食品将持续收益公司的规模效应和产业链优势，将继续保持稳定的增长和门店的扩张，而鸭价等原材料上升也会加速挤压小型企业推出市场，从而加速龙头的市占率。

图67: 绝味门店数量



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图68: 绝味食品毛利和净利情况

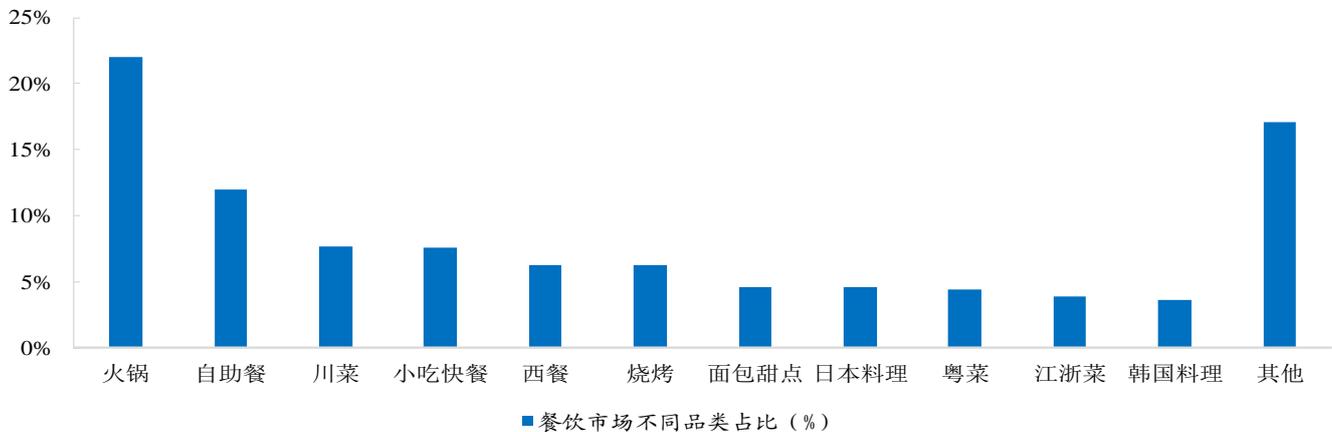


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.6、速冻行业: 下游行业繁荣促进行业发展, 龙头持续提升规模

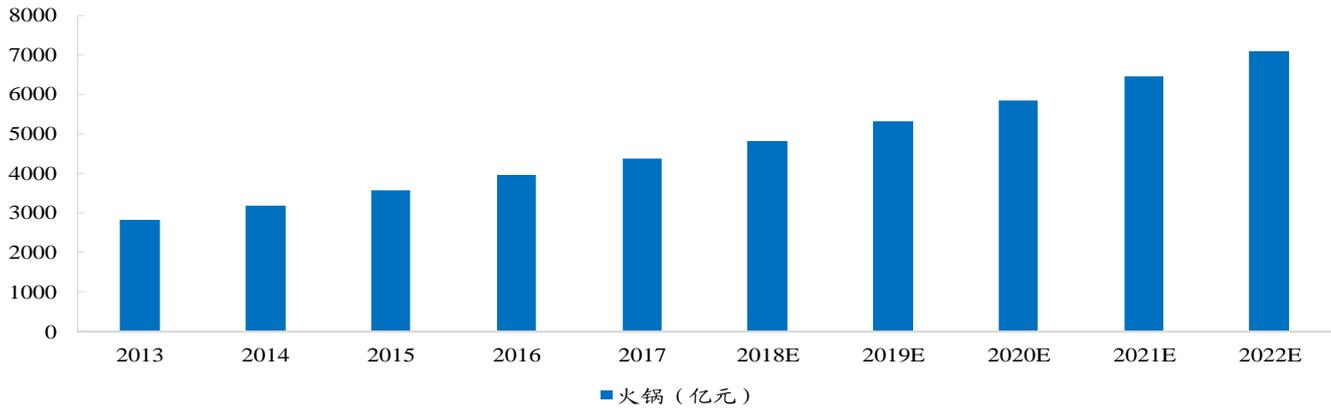
速冻品行业的下游火锅及餐饮业持续繁荣, 2016年火锅占据餐饮消费额的22%, 位列第一。2013-2017年火锅餐饮销售收入从2813亿元增长至4362亿元, CAGR达11.6%, 而2022年火锅餐饮预计将实现销售收入7077亿元, 5年CAGR10.16%。火锅餐厅数目预计达896000家, 相比2013年接近翻一倍。

图69: 2016年中国餐饮市场不同品类占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

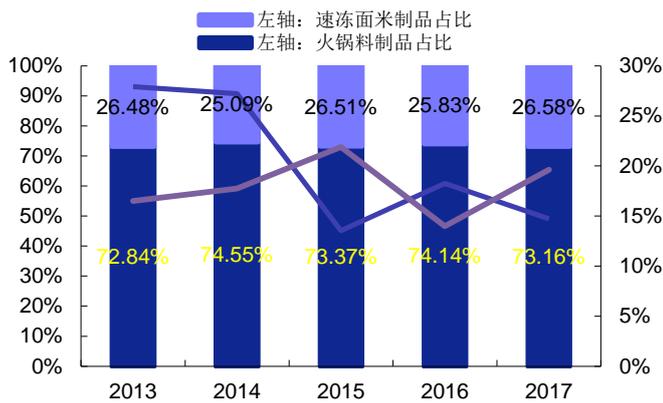
图70: 2013-2022年火锅餐饮收入情况



资料来源: 前瞻产业研究院测算, 新时代证券研究所

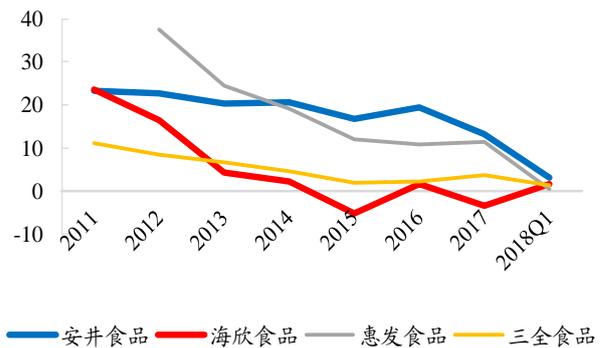
安井食品是本行业的龙头企业, 而且营收利润增速也在行业中保持领先地位, 而随着公司在全国的产能布局逐渐完成, 公司将凭借本身渠道, 产能和规模等各方面优势来提高公司市占率。我们预估公司将保持其在行业中的领先地位, 并逐渐加大其的领先幅度。

图71: 2013-2017年公司分产品营收占比及增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图72: 2014年后安井 ROA 领先同行



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>