

请回答 2014：白酒行情“似曾相识燕归来”？

——光大食品饮料行业周报 20190224

行业周报

◆本周专题：白酒行情能否复制 2014 年

我们认为，2014 年的白酒板块行情演绎对于 2019 年具备一定的借鉴意义。1) 宏观环境上，2014 年和 2019 年均面临经济增长压力的时候迎来流动性宽松；2) 股市环境上，增量资金入市，市场风险偏好提升明显；3) 行业基本面上，2014 年经历两年调整后见底复苏，2019 年虽然为景气高点平稳回落，但是好于悲观预期；4) 估值修复空间上，2013 年为白酒的历史估值底部，为白酒板块的估值修复提供充分的空间，而 2018 年下半年白酒估值回落到 2016 年初景气周期的位置，也具备一定空间。但是同样可以发现，2014 年和 2019 年在白酒行业所处的景气周期位置上有着相对明显的差异，2019 年的板块估值提升空间也弱于 2014 年。在 2019 年初白酒行业预期和估值已经修复的基础上，个股行情可能会随着基本面的走势而分化，消费粘性相对较强、品牌力突出的高端品牌以及渠道渗透率高、公司机制存在边际改善的中低端价格带品牌或许仍具备超额收益的空间。

◆**本周市场回顾：**本周所有指数涨幅均超过 4.5%，食品饮料行业全周涨幅 1.3% 位居末位；食品饮料行业 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 27/22 倍，估值位居所有行业中上游水平；陆股通交易方面，贵州茅台/五粮液/洋河股份/伊利股份陆股通持股占比不断上升，截至 2019 年 2 月 22 日，上述标的陆股通持股占比分别为 9.33%/10.76%/7.12%/15.17%，较上周分别变动+0.13pct/+0.07pct/-0.08pct/+0.17pct。

◆**各板块数据跟踪：**本周白酒终端零售价格与上周基本持平，国外/国产品牌婴儿奶粉零售价格较上周上涨 0.02%/0.21%，伊利/蒙牛线上旗舰店本周销售金额较上周上涨 84.01%/25.00%，海天/厨邦线上旗舰店本周销售金额较上周上涨 16.17%/109.05%，春节结束，其他大众品重点公司线上旗舰店销售金额有明显提升。

◆**成本端数据跟踪：**本周猪肉价格较上周下跌 3.64%，国内玉米批发价和国内小麦价格较上周基本持平，国外大豆/国内豆粕/国际原糖价格下跌 0.86%/1.04%/1.95%，国内浮法玻璃与 PET 瓶片价格较上周回落，120g 瓦楞纸均价上涨超过 1.20%。

◆**投资策略：**白酒方面，年初以来估值修复推动白酒板块的超额收益，在预期已经修复的基础上白酒将进入动销跟踪和业绩兑现期，建议持续关注品牌力最强、春节旺季销售反馈较强的高端龙头品牌以及渠道下沉优势明显、具有一定消费刚性的中低端品牌，如贵州茅台/五粮液/洋河。大众消费品方面，板块估值整理提升，涨幅相对较小的乳业龙头已经具备配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注机制边际变化的个股及行业龙头；其他建议关注春节动销良好、有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品、保健品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品/汤臣倍健。

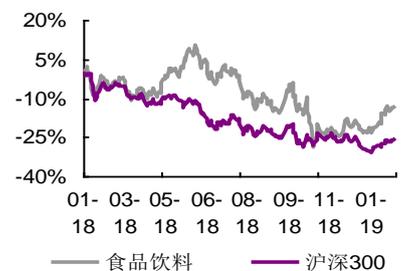
◆**风险因素：**宏观经济下滑风险；企业经营风险，食品安全问题。

买入（维持）

分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行稳致远，格局为王——食品饮料超额收益那些事儿

..... 2018-12-19

目 录

1、 本周行业专题：白酒行情能否复制 2014 年？	6
1.1、 2014 年 白酒板块行情复盘	6
1.2、 宏观层面：相同的流动性宽松及市场风险偏好提升，相同的估值修复	8
1.3、 行业层面：2014 见底复苏、2019 平稳回落.....	11
1.4、 结论.....	14
2、 投资策略.....	14
3、 本周市场回顾.....	15
3.1、 行情表现	15
3.2、 估值跟踪	16
3.3、 陆港通交易跟踪	17
4、 食品饮料各板块基本面数据跟踪	19
4.1、 白酒数据跟踪	19
4.2、 乳制品数据跟踪	20
4.3、 调味品数据跟踪	21
4.4、 大众品重点子行业代表性公司数据跟踪.....	22
5、 成本端数据跟踪	23
6、 公司重要交易信息.....	25
7、 风险提示.....	26

图目录

图 1：历史上白酒板块与上证综指的涨跌幅对比（%）	6
图 2：2014 年白酒上市公司的涨跌幅排名（名）	6
图 3：2013-2014 白酒板块的利润出现连续下滑	7
图 4：2014 年白酒板块的整体估值提升明显	7
图 5：2014 年下半年 A 股市场风险偏好开始回升	8
图 6：2012-2015 年基础利率持续下调（%）	8
图 7：2014 年 A 股融资买入额占比持续上升（%）	8
图 8：2014 年下半年商品房成交面积回升（万平方米）	9
图 9：2014 年财政支出见底	9
图 10：2012-2015 年期间 A 股制造业资本开支（%）	9
图 11：2012-2015 年期间 A 股制造业盈利能力（%）	9
图 12：2019 年存款类金融机构存款准备金率下调（%）	9
图 13：2019 年年初社会融资总额放量（亿元）	9
图 14：陆股通净买入金额（亿元）	10
图 15：茅台陆股通成交金额占每月成交金额比重（%）	10
图 16：2013 年是白酒行业的历史估值底部	10
图 17：2018 年底白酒估值已经回落到 2016 年初位置	10
图 18：帝亚吉欧的收入和业绩增速表现	11
图 19：帝亚吉欧的估值常年保持在 20-30 倍市盈率	11
图 20：2013 年开始五粮液的价格出现倒挂（元/瓶）	11
图 21：2012-14 年茅台的预收账款持续下降	11
图 22：2014 年白酒上市公司业绩表现呈现逐季改善的状态	12
图 23：2018Q3 开始白酒上市公司的收入增速出现回落	13
图 24：2018 年下半年开始整体消费景气度也有回落	13
图 25：本轮复苏周期的白酒消费结构有明显改善	13
图 26：茅台零售价/人均月收入和历史高点仍有距离	13
图 27：各板块周度涨跌幅（%）	15
图 28：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）	15
图 29：各行业指数周度涨跌幅（%）	16
图 30：各板块最新估值	16
图 31：饮料制造/食品加工板块最新估值	16
图 32：各行业最新估值	17
图 33：食品饮料一级子行业 PE（TTM）	17
图 34：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细	18
图 35：贵州茅台/五粮液陆股通持股占比（%）	18
图 36：洋河股份/伊利股份陆股通持股占比（%）	18

图 37 : 53 度 500ML 飞天茅台价格走势 (元/瓶)	19
图 38 : 52 度 500ML 五粮液价格走势 (元/瓶)	19
图 39 : 梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价 (元/瓶)	19
图 40 : 习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价 (元/瓶)	19
图 41 : 婴儿奶粉价格 (元/公斤)	20
图 42 : 生鲜乳主产区均价 (元/公斤)	20
图 43 : 芝加哥牛奶 (脱脂奶粉) 现货价 (美分/磅)	20
图 44 : 恒天然全脂奶粉拍卖成交价 (美元/公吨)	20
图 45 : 伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额 (百万)	21
图 46 : 蒙牛旗舰店 30 天累计成交额 (百万)	21
图 47 : 海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	21
图 48 : 厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	21
图 49 : 三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	22
图 50 : 良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	22
图 51 : 百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	22
图 52 : 好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	22
图 53 : 周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	23
图 54 : 顽皮旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)	23
图 55 : 22 省市仔猪/生猪/猪肉均价 (元/千克)	23
图 56 : 22 省市猪粮比价	23
图 57 : 国内玉米批发/现货均价	24
图 58 : 国内/国际小麦现货价	24
图 59 : 国内/国际大豆现货价	24
图 60 : 国际/国内豆粕现货价	24
图 61 : 国内白砂糖/国际原糖现货价	24
图 62 : 国内浮法玻璃现货均价	25
图 63 : 国内瓦楞纸均价	25
图 64 : 国内 PET 瓶片出厂价	25

表目录

表 1：白酒板块超额收益来源分析.....	6
表 2：2013-14 年调整期间茅台和五粮液的战略调整方针.....	12
表 3：2018 年白酒企业业绩预告内容	13
表 4：部分白酒上市公司的经营计划或者相关激励的业绩考核标准.....	14
表 5：2014 年和 2019 年在宏观及行业基本面维度的对比.....	14
表 6：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览（%）.....	18
表 7：重点乳制品品牌代表性产品销售情况	21
表 8：重要股东二级市场交易信息.....	25
表 9：近期公司大事提醒	25

1、本周行业专题：白酒行情能否复制 2014 年？

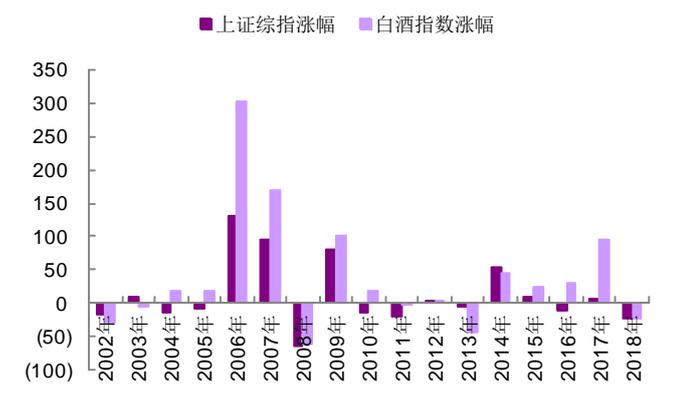
1.1、2014 年白酒板块行情复盘

年初至今申万食品饮料指数上涨近 18%、其中白酒指数上涨 23%，部分个股如古井贡酒、山西汾酒和五粮液等涨幅均超过 30%，超额收益明显。在 2018 年下半年白酒行业景气度出现回落迹象的情况下，白酒行业在 2019 年迎来了超预期的开门红。我们认为，无论是在行业基本面还是宏观背景层面，2019 年均和历史上的 2014 年有相似之处，本周我们对 2014 年进行复盘和对比分析，希望能够对 2019 年的白酒行业投资提供一定的历史参考。

2014 年白酒行业行情回顾：板块绝对收益明显，个股行情分化。2014 年申万白酒指数全年涨幅为 44%，虽然仍低于上证综指近 53% 的年涨幅，但是相较于 2012-2013 年大幅跑输上证综指的情况已经出现明显改善。个股行情有所分化，洋河、老白干、古井及茅台等均有 60% 以上的涨幅，其中洋河取得翻倍以上的收益；部分公司如水井坊、酒鬼酒及老窖等的股价表现仍明显落后于上证综指。

图 1：历史上白酒板块与上证综指的涨跌幅对比 (%)

图 2：2014 年白酒上市公司的涨跌幅排名 (名)



资料来源：Wind，光大证券研究所



资料来源：Wind，光大证券研究所

2014 年白酒行情的驱动因素：估值提升是最重要的贡献因子。在我们的年度专题《行稳致远，格局为王》中曾对历史上白酒板块的超额收益来源进行拆分，从 2014 年的数据可以看到，白酒板块的整体归母净利润增速为 -17.9%，相对于 2013 年 -12.1% 的水平出现继续环比下滑而且连续两年出现负增长。但白酒行业的整体市盈率（历史 TTM，整体法）从 2013 年的不足 9 倍提升到 2014 年底的接近 18 倍，估值提升成为 2014 年白酒板块行情的最主要驱动因素

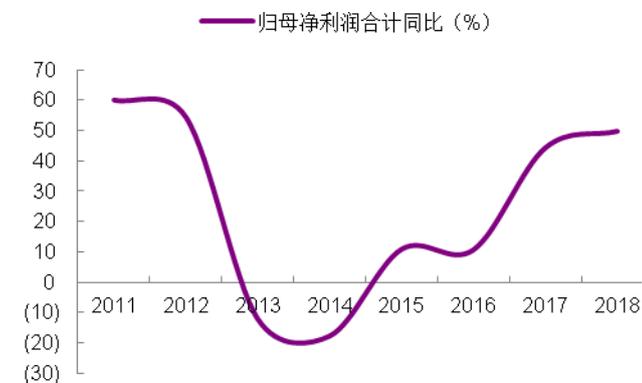
表 1：白酒板块超额收益来源分析

时间段	年份	白酒涨跌幅 (%)	A 股涨跌幅 (%)	白酒归母 净利润增 速 (%)	A 股归母 净利润增 速 (%)	白酒历史 PE	A 股历史 PE	估值扩张 贡献 (%)	净利润相 对优势贡 献 (%)	超额收益	超额收益产生 来源
2000-2003	2000 年	89.6	51.9	-8.7	5.0	54	68			不明显	
	2001 年	-40.8	-24.0	-27.3	-34.9	42	45	17%	12%		
	2002 年	-26.1	-18.9	-59.5	4.4	49	59	-12%	-61%		
	2003 年	-18.7	-2.8	53.3	35.4	76	39	135%	13%		

2004-2011	2004年	6.1	-16.8	10.8	26.1	40	23	-9%	-12%	开始显现	
	2005年	18.9	-11.5	69.4	-6.3	46	21	24%	81%		盈利驱动
	2006年	368.6	103.9	62.8	50.4	83	39	-2%	8%		盈利驱动
	2007年	164.9	167.2	113.6	59.5	126	49	19%	34%		周期品主导
	2008年	-60.4	-62.8	23.4	-18.3	26	14	-33%	51%		盈利驱动, 估值拖累, 超额不明显
	2009年	102.7	105.6	43.4	23.8	47	35	-23%	16%		估值扩张
	2010年	18.0	-6.8	31.8	37.0	39	20	46%	-4%		盈利驱动
	2011年	-0.3	-28.6	60.2	11.8	27	13	8%	43%		
2012-2015	2012年	2.0	4.9	54.5	0.1	16	14	-44%	54%	负	估值拖累
	2013年	-43.6	6.3	-12.1	13.8	9	12	-38%	-23%		估值、盈利拖累
	2014年	44.0	44.9	-17.9	5.4	18	17	42%	-22%		盈利拖累
	2015年	23.6	35.3	10.6	-2.5	22	23	-8%	13%		盈利弱复苏, A股风格转换
2016-2017	2016年	29.1	-13.6	10.7	5.6	26	21	22%	5%	明显	盈利持续复苏, 估值扩张
	2017年	94.1	2.2	44.4	17.9	35	20	56%	23%		盈利得到确认, 估值扩张明显
2018	2018年	-21.9	-26.1	30.0	18.9	21	14	-19%	9%	不明显	估值拖累

资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 估值扩张贡献=当年白酒板块相对 A 股估值倍数/上年白酒板块相对 A 股估值倍数, 净利润相对优势贡献=(白酒板块净利润增幅+1)/(A 股净利润增幅+1)-1; 数据口径选择白酒(申万)、申万 A 股, 由于白酒(申万)指标 2010 年之前市盈率数据缺失, 2010 年之前口径采用葡萄酒和白酒指数(wind)

图 3: 2013-2014 白酒板块的利润出现连续下滑



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 2014 年白酒板块的整体估值提升明显

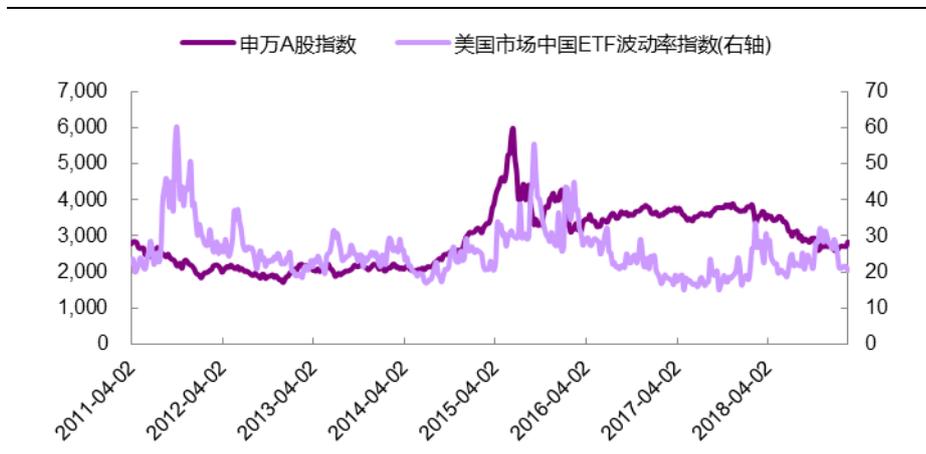


资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.2、宏观层面：相同的流动性宽松及市场风险偏好提升，相同的估值修复

2014年A股市场风险偏好回升主要受以下两方面因素影响：

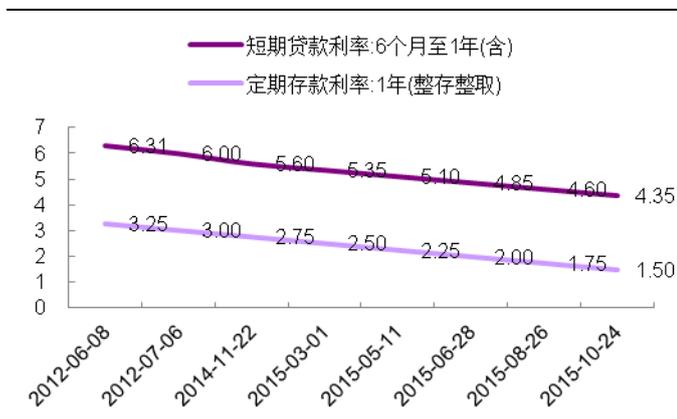
图 5：2014 年下半年 A 股市场风险偏好开始回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

(1) **流动性充裕**：一方面，2012年开始的利率下行周期仍在持续，2014年11月份的基础利率下调强化了市场对资金全面宽松的预期；另外一方面，金融改革引入，旨在大力改善直接融资比重的金融市场改革进展迅速，不仅债券融资比重迅速上升，股票市场也出现了一轮显著加杠杆，融资买入占比由2012年年初的2%上升至2015年最高点时的17%。

图 6：2012-2015 年基础利率持续下调 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

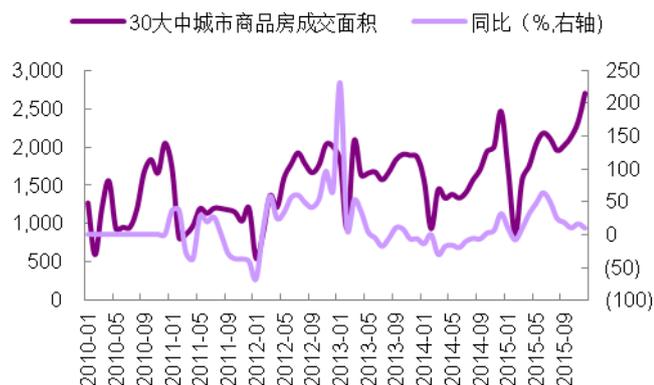
图 7：2014 年 A 股融资买入额占比持续上升 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

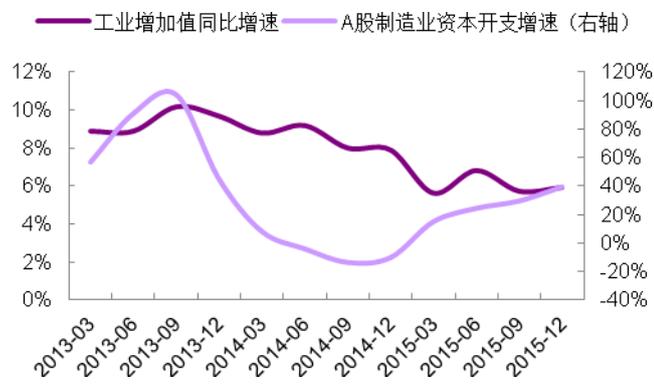
(2) **宏观经济触底在即，企业盈利恢复势头显现**：2014年下半年开始地产成交显著回升，叠加财政支出低位回升，宏观经济触底在即。2013年开始小型企业加速退出市场，供给端出现持续收缩，A股上市公司毛利率逐季提升。直至2014年三季度开始，A股制造业公司的资本开支增速在历经2年调整后重启扩张周期。

图 8：2014 年下半年商品房成交面积回升（万平方米）



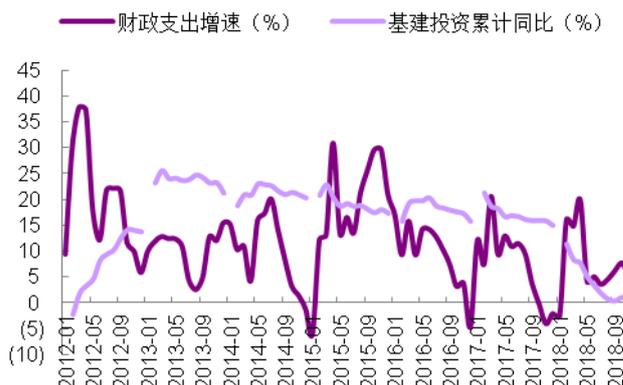
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：2012-2015 年期间 A 股制造业资本开支（%）



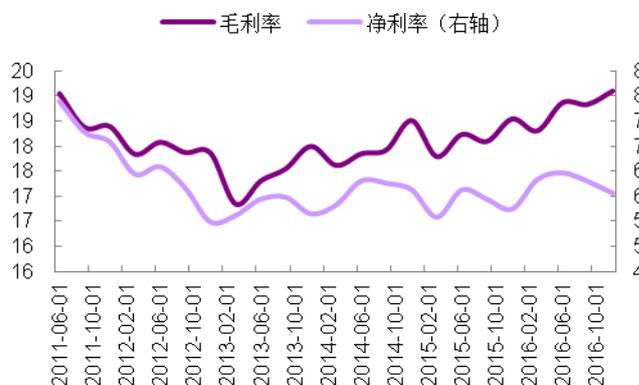
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：2014 年财政支出见底



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2012-2015 年期间 A 股制造业盈利能力（%）

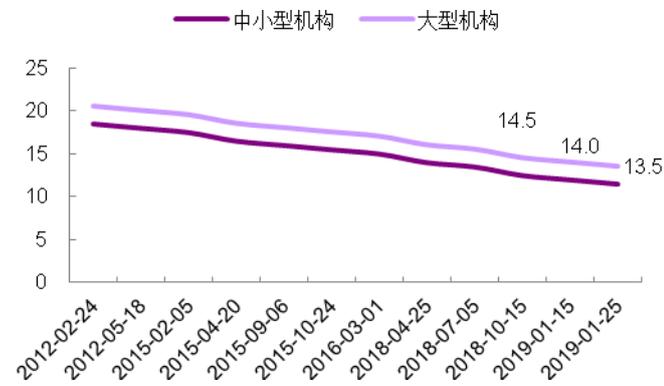


资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为当前的宏观背景与 2014 年相比，相似的地方在于：

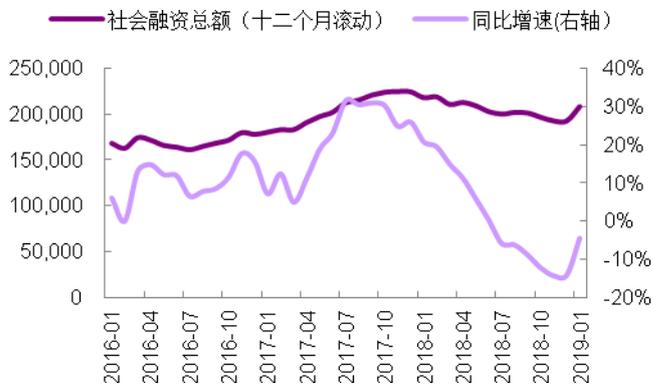
- 1) 经济尚未见底，但流动性宽松的预期在强化，风险偏好明显回升。与 2014 年的情形类似，2019 年开始货币政策出现了一定的调整，1 月中下旬存款准备金率的下调和 2 月公布的 1 月社融数据均强化了市场对流动性宽松的预期，市场的风险偏好回升明显。

图 12：2019 年存款类金融机构存款准备金率下调（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

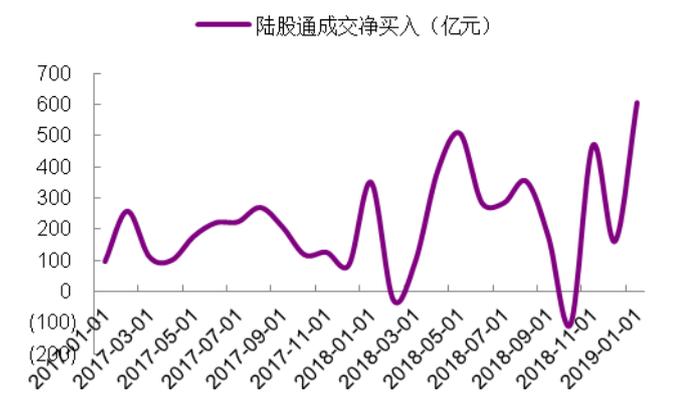
图 13：2019 年年初社会融资总额放量（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

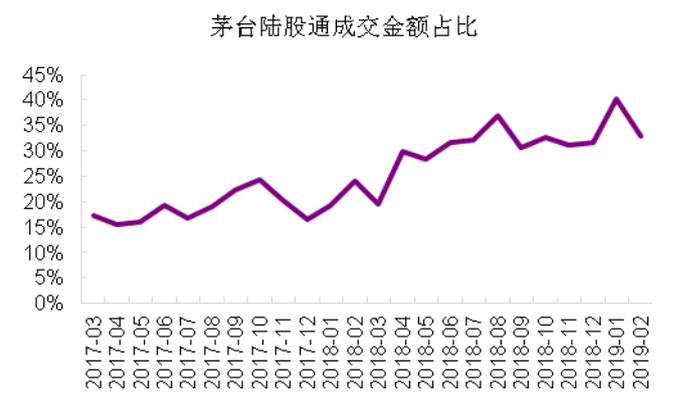
2) 增量资金驱动市场的效果明显: 2014 年两融资金作为当时的增量资金, 其买入金额占比迅速提升。在当前的行情下, 外资作为新的增量资金对市场施加的影响逐步加深。从月度数据来看, 陆股通净买入金额从去年四季度开始快速上升, 2019 年 1 月超过 600 亿, 创出 2017 年以来的最高水平。与此同时, 茅台的陆股通成交金额占每月成交金额的比重达到 40%。但是两融资金和海外资金在资金性质及其所对应的风险偏好上存在明显不同, 海外资金对消费龙头的配置偏好有望驱动包括白酒在内的食品饮料龙头在增量资金配置上扮演更为重要的角色。

图 14: 陆股通净买入金额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: 茅台陆股通成交金额占每月成交金额比重 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

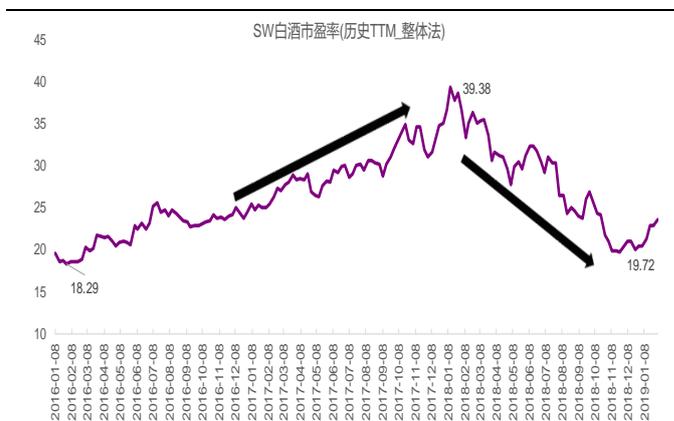
因此, 在相似的宏观背景及市场风险偏好提升的过程中, 估值修复成为 2014 年和 2019 年初的白酒行情的最主要驱动因素。2018 年下半年开始, 伴随着茅台三季度报表业绩的低预期以及部分上市公司和经销商在秋糖期间的悲观反馈, 白酒行业迎来一波大幅调整。白酒行业整体市盈率从 2018 年初的近 40 倍迅速回落到 2018 年底的不足 20 倍, 基本回到了 2016 年初此轮白酒行业启动时的估值水平。而 2013 年白酒行业的平均市盈率 10 倍左右, 是过去十年间的白酒行业估值底部。但也正因为如此, 2019 年的白酒行情在估值上的潜在修复空间上不及 2014 年。

图 16: 2013 年是白酒行业的历史估值底部



资料来源: Wind, 光大证券研究所

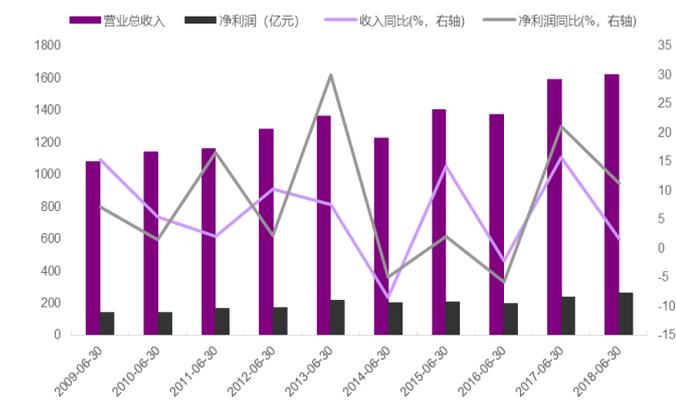
图 17: 2018 年底白酒估值已经回落到 2016 年初位置



资料来源: Wind, 光大证券研究所

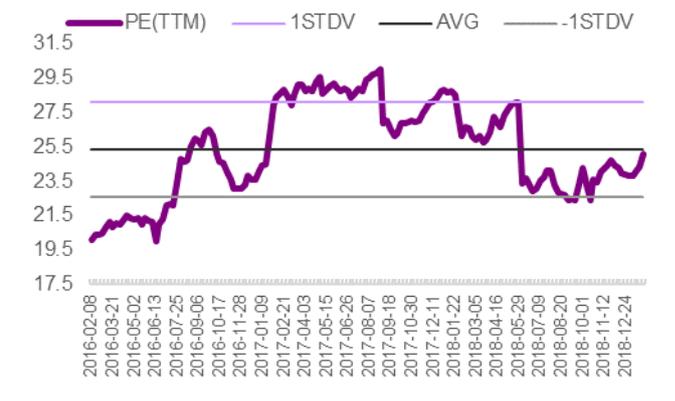
但是参考海外烈酒公司帝亚吉欧的历史估值水平，白酒估值可能仍有修复空间。2009-2018年帝亚吉欧收入和利润的年均复合增速分别为4.6%和7.2%，但是2016-2018年帝亚吉欧的市盈率基本在20-30倍之间波动。国内投资者对于白酒行业的景气度周期波动更为在意，而外资给予烈酒龙头了普通消费品龙头的估值水平。在2018年底白酒行业整体回落到市盈率20倍以下，长周期来看符合外资的配置标准。

图 18：帝亚吉欧的收入和业绩增速表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：帝亚吉欧的估值常年保持在 20-30 倍市盈率

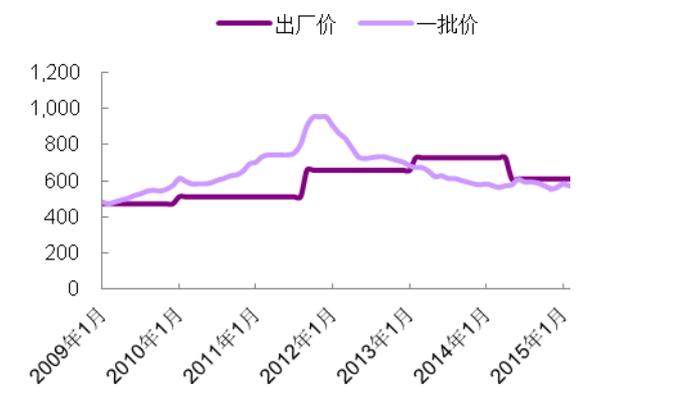


资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、行业层面：2014 见底复苏、2019 平稳回落

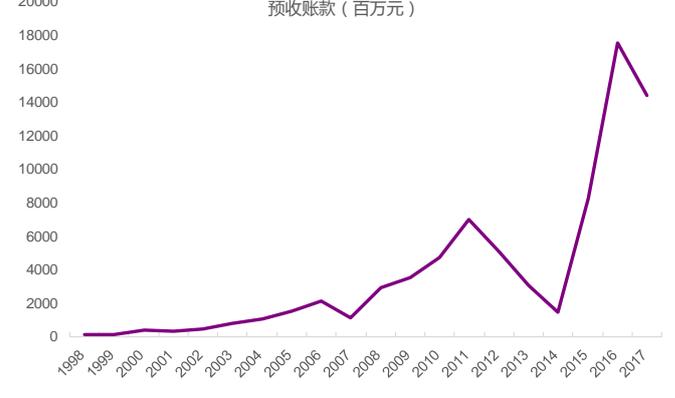
2014 年白酒景气度见底复苏:2012-13 年在限制三公消费和白酒塑化剂事件两大行业黑天鹅的双重挤压下，白酒行业的景气度出现断崖式下降。一方面，限制三公消费政策的出台挤压了高端白酒的需求，在特定时期高端白酒相对依赖于军政消费的背景之下，直接刺破了高端白酒的价格泡沫，2013 年五粮液仍然逆市提高普五的出厂价格，使得经销商盈利能力被大幅挤压进而出现倒挂，白酒行业景气度出现全面回落。而塑化剂事件则影响消费者对于白酒的消费信心产生负面影响，加速了行业的景气下降。

图 20：2013 年开始五粮液的价格出现倒挂（元/瓶）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：2012-14 年茅台的预收账款持续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

2014 年开始白酒行业的景气度出现见底复苏的态势，一方面渠道库存快速消化，另一方面主要白酒公司适时调整经营战略，控量保价维护经销商的利益，同时加大渠道渗透力度、开发居民消费需求。以五粮液为例，2013

年经销商大会明确提出“控量保价、量价平衡；重心转向大众消费，重点打造腰部产品，满足不同消费需求”，当年五粮液开发上市尖庄、特曲头曲，35、39、42度低度酒等新品。另外，在宏观层面经济触底回升、企业盈利恢复，也为白酒行业的景气度见底复苏提供客观条件。

表 2：2013-14 年调整期间茅台和五粮液的战略调整方针

	产品体系	量价策略	渠道政策
茅台	开发和培育系列酒作为新的增长点	2012 年之后打破飞天茅台基本每年都涨价的战略，直至 2017 年底才上调出厂价	2013 年以 999 元的价格放开代理权，2014 年新增 300 家经销商
五粮液	重心转向大众消费，重点打造腰部产品，满足不同消费需求；2013 年开发上市了新品尖庄、特曲头曲，35、39、42 度低度酒	2014 年明确提出控量保价、量价平衡，价格体系是生命线	2013 年明确提出核心工作之一就是转变营销机制，将渠道在核心客户下的扁平化

资料来源：公司公告，光大证券研究所

从上市公司的报表可以看出，2014Q1-Q4 行业整体收入增速分别为 -18.16%/-11.15%/-10.83%/2.2%，基本面逐季改善的趋势明显。2014Q1-Q4 行业整体利润增速分别为 -22.71%/-19.73%/-22%/0.58%，伴随着收入端的复苏同步改善。虽然部分公司仍在调整期，但 2014Q4 行业整体收入和利润增速均转正。

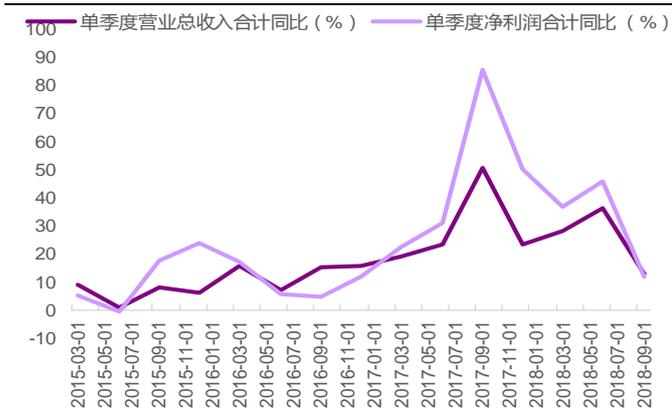
图 22：2014 年白酒上市公司业绩表现呈现逐季改善的状态



资料来源：Wind，光大证券研究所

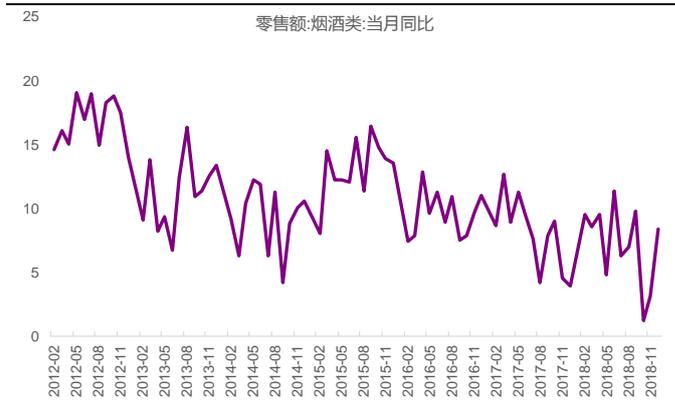
2019 年白酒景气度平稳回落:2016-18 年的白酒景气周期是宏观经济恢复和渠道库存出清之后带来的渠道补库存需求的双周期叠加，但是 2018 年下半年开始，一方面整体消费景气度环比回落，另一方面渠道补库存的动能已经逐渐弱化，顺景气周期下弹性较大的次高端价格带部分公司在连续高增长之后出现收入增速环比回落；部分上市公司虽然利润表未有明显的波动、但是资产负债表和现金流量表开始出现一定程度的弱势表现。

图 23: 2018Q3 开始白酒上市公司的收入增速出现回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所

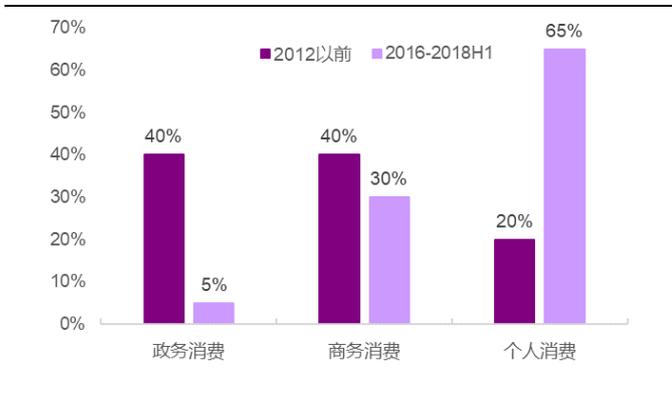
图 24: 2018 年下半年开始整体消费景气度也有回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所

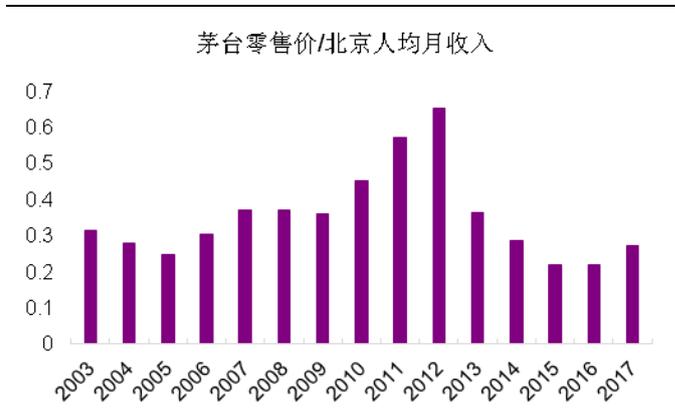
我们认为白酒行业不会出现断崖式的景气度下降,而是高点后的自然平稳回落。一方面,公司自身的经营改善周期以及消费升级的大趋势仍在持续;另一方面,三公消费限制之后高端白酒的消费结构已经转为居民消费主导,消费环境对于白酒景气度的宏观影响已经在边际弱化。2018 年年末白酒上市公司业绩快报和 2019 年经营计划陆续披露,虽然有所分化但整体仍以符合预期或者略超预期为主。特别是作为行业标杆的茅台和五粮液的春节实际动销情况和 2019 年的经营计划超越了 2018 年下半年以来对于白酒行业基本面的“最悲观”预期,也证明白酒行业的景气度并非断崖式下降。

图 25: 本轮复苏周期的白酒消费结构有明显改善



资料来源: 草根调研, 光大证券研究所

图 26: 茅台零售价/人均月收入和历史高点仍有距离



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 3: 2018 年白酒企业业绩预告内容

2018 年业绩预告内容	
贵州茅台	预计营业收入同增 23%左右; 净利润同增 25%左右
五粮液	预计营业收入同增 31.93%-33.25%; 净利润同增 37.39%-39.73%
山西汾酒	预计净利润同增 50%-60%; 扣非净利润同增 50%-60%
水井坊	预计营业收入同增 38%; 净利润同增 73%; 扣非净利润同增 69%
舍得酒业	预计净利润同增 129.85%-150.75%; 扣非净利润同增 109.77%-132%
酒鬼酒	预计营业收入同增 35.13%; 净利润同增 27.94%
古井贡酒	预计净利润同增 40%-50%

顺鑫农业	预计净利润同增 60%-90%
今世缘	预计净利润同增 20%-30%；扣非净利润同增 20%-30%
伊力特	预计营业收入同增 17.96%；净利润同增 24.94%；扣非净利润同增 18.8%
老白干酒	预计净利润同增 113%左右；扣非净利润同增 98%左右

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：部分白酒上市公司的经营计划或者相关激励的业绩考核标准

	经营计划或者相关激励的业绩考核标准
贵州茅台	2019 年度茅台酒销售计划为 3.1 万吨左右，营业总收入增长 14%
五粮液	2019 年五粮液投放计划 2.3 万吨，增加 3000 吨，增长 15%
山西汾酒	以 2017 年为基数，2019-21 年营业收入增长率分别不低于 90%/120%/150%；2019-21 年净资产收益率不低于 22%
舍得酒业	2019-22 年剔除限制性股票激励计划成本影响后的净利润同比增长分别为 260%/350%/460%/600%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

综上所述，虽然从行业基本面的发展趋势和所属的行业景气周期的位置上，2014 年和 2019 年有着较为明显的区别：2014 年行业见底复苏、2019 年行业景气高点平稳回落。但是 2019 年初的行情是对 2018 年下半年开始基本面短期过分悲观预期的修复和纠正，这一点和 2014 年也是较为相似的，白酒的基本面演绎均进一步催化了行情的启动。

1.4、结论

我们认为，2014 年的白酒板块行情演绎对于 2019 年具备一定的借鉴意义。1) 宏观环境上，2014 年和 2019 年均面临经济增长压力的时候迎来流动性宽松；2) 股市环境上，增量资金入市，市场风险偏好提升明显；3) 行业基本面上，2014 年经历两年调整后见底复苏，2019 年虽然为景气高点平稳回落，但是好于悲观预期；4) 估值修复空间上，2013 年为白酒的历史估值底部，为白酒板块的估值修复提供充分的空间，而 2018 年下半年白酒估值回落到 2016 年初景气周期的位置，也具备一定的空间。但是同样可以发现，2014 年和 2019 年在白酒行业所处的景气周期位置上有着相对明显的差异，2019 年的板块估值提升空间也要弱于 2014 年。在 2019 年初白酒行业预期和估值已经修复的基础上，个股行情可能会随着基本面的走势而分化，消费粘性相对较强、品牌力突出的高端品牌以及渠道渗透率高、公司机制存在边际改善的中低端价格带品牌或许仍具备超额收益的空间。

表 5：2014 年和 2019 年在宏观及行业基本面维度的对比

	2014	2019
宏观环境	流动性释放，经济企稳	流动性宽松预期强，社融数据大幅改善
股市环境	增量资金入市，风险偏好提升带动整体估值提高	外资加仓明显，风险偏好有提升趋势
行业基本面	见底复苏	高点平稳回落，但是好于短期最悲观预期
估值水平	2013 年为白酒行业估值历史大底	2018 年下半年估值快速回落，回到 2016 年初水平

资料来源：光大证券研究所

2、投资策略

投资策略：白酒方面，年初以来估值修复推动白酒板块的超额收益，在预期已经修复的基础上白酒将进入动销跟踪和业绩兑现期，建议持续关注品

牌力最强、春节旺季销售反馈较强的高端龙头品牌以及渠道下沉优势明显、具有一定消费刚性的中低端品牌，如贵州茅台/五粮液/洋河。大众消费品方面，板块估值整理提升，涨幅相对较小的乳业龙头已经具备配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注机制边际变化的个股及行业龙头；其他建议关注春节动销良好、有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品、保健品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品/汤臣倍健。

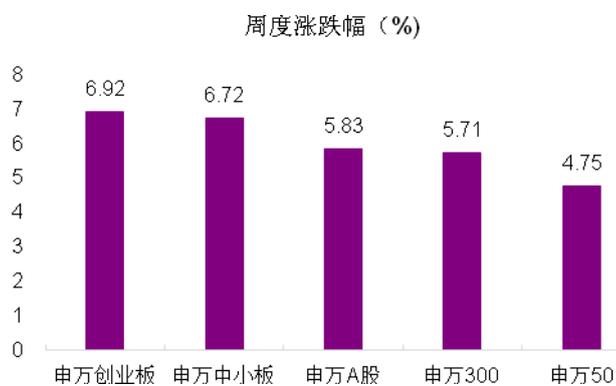
3、本周市场回顾

3.1、行情表现

所有指数明显上涨，中小创大幅上涨，食品饮料行业涨幅最小。本周（2019.02.18-2019.02.22，下同）市场风险偏好显著上升，各指数涨幅均超过 4.5%，其中创业板和中小板分别上涨 6.92%和 6.72%。行业指数层面，所有申万一级行业全部上涨，但是食品饮料行业全周涨幅仅为 1.3%，位居末位。

食品饮料板块其他酒类涨幅明显，肉制品下跌。细分子领域中，白酒/调味品/乳制品表现一般，周涨幅分别为 1.52%/1.18%/0.77%；其他酒类/葡萄酒/黄酒表现相对较好，分别上涨 10.39%/3.57%/3.17%。肉制品表现疲弱，周度跌幅为 2.33%。

图 27：各板块周度涨跌幅（%）



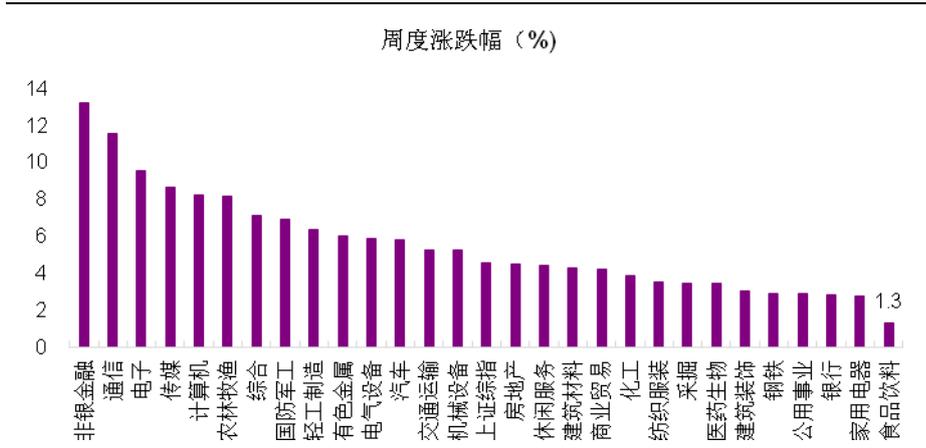
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 02.18-02.22

图 28：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 02.18-02.22

图 29：各行业指数周度涨跌幅（%）

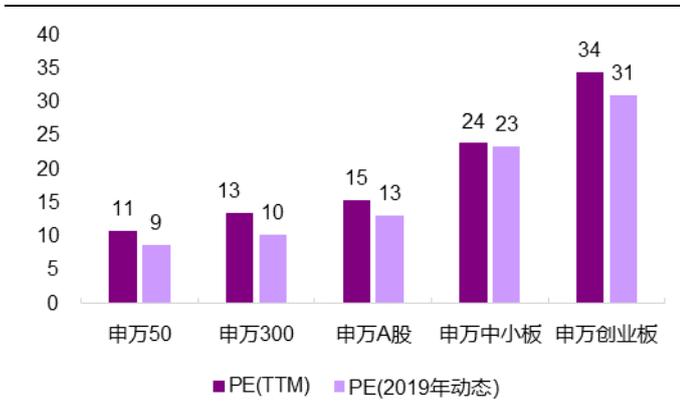


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 02.18-02.22

3.2、估值跟踪

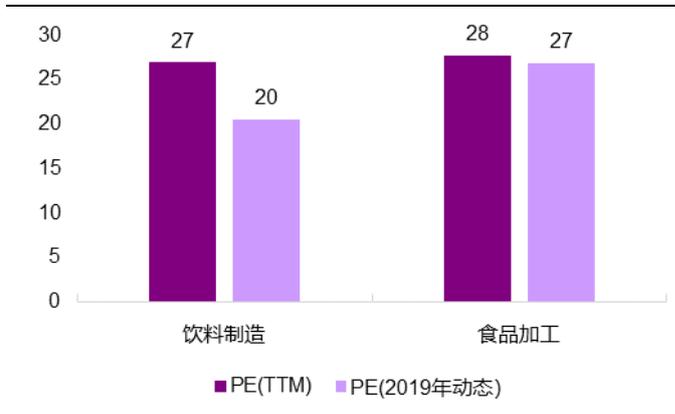
食品饮料板块估值位居所有行业中上游水平，饮料制造板块 2019 年动态 PE 为 20 倍。截至 2019 年 2 月 22 日，申万 50/申万 300/申万 A 股/申万中小板/申万创业板 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 11/9、13/10、15/13、24/23、34/31 倍。食品饮料行业 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 27/22 倍，处于各行业中上游水平。分子板块来看，饮料制造/食品加 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 27/20 倍和 28/27 倍。饮料制造板块的估值水平依然处于历史偏低位置。

图 30：各板块最新估值



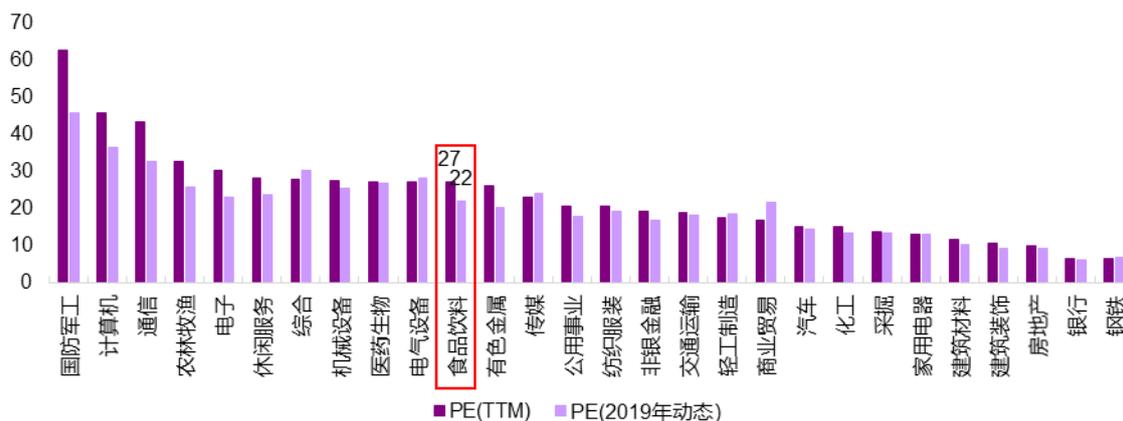
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 31：饮料制造/食品加工板块最新估值



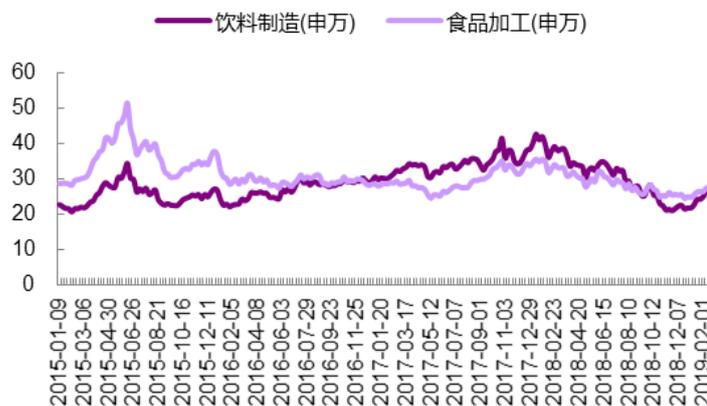
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 32：各行业最新估值



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 33：食品饮料一级子行业 PE (TTM)



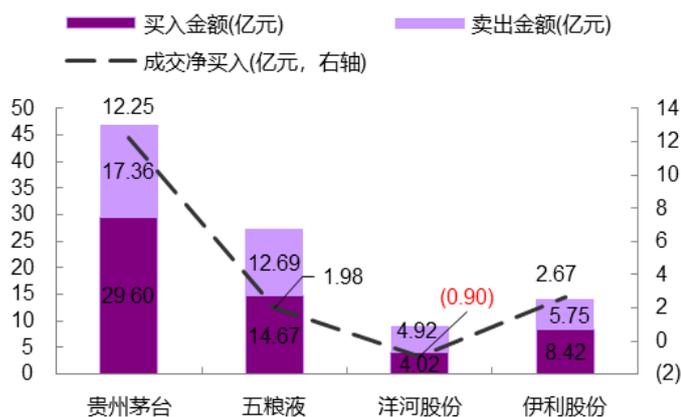
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

3.3、陆股通交易跟踪

贵州茅台净买入金额超 10 亿，洋河股份净买入金额为负数。在本周陆股通成交活跃的食品饮料个股中，贵州茅台/五粮液/洋河股份/伊利股份净买入金额分别为 12.25/1.98/-0.90/2.67 亿元。贵州茅台/五粮液/洋河股份/伊利股份的陆股通持股比例整体呈不断上升的态势，截至 2019 年 2 月 22 日持股比例分别为 9.33%/10.76%/7.12%/15.17%，较上周分别变动 +0.13pct/+0.07pct/-0.08pct/+0.17pct。

2/3 的沪股通持股标的有所增持，近半数深港通持股标的选择减持。沪股通持股标的中，本周较上周增持幅度前四位是水井坊 (+0.25 pct)、伊利股份 (+0.17pct)、中炬高新 (+0.16pct)、舍得酒业 (+0.16pct)，减持幅度前四位是光明乳业 (-0.11 pct)、恒顺醋业 (-0.11pct)、绝味食品 (-0.08pct)、口子窖 (-0.08pct)；深港通持股标的中，增持幅度前三位是泸州老窖 (+0.58pct)、涪陵榨菜 (+0.24pct)、洽洽食品 (+0.21pct)，减持幅度前三位是双汇发展 (-0.23pct)、庄园牧场 (-0.22pct)、古井贡酒 (-0.09pct)。

图 34：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细



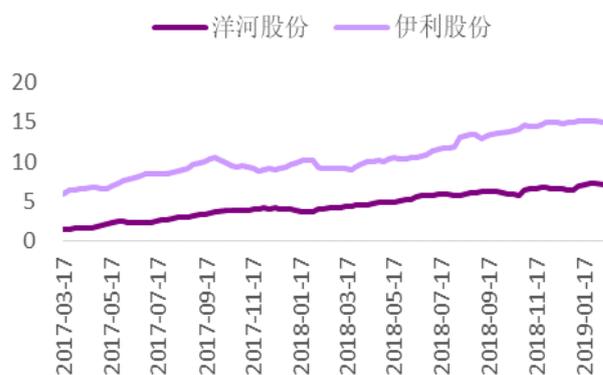
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 02.18-02.22

图 35：贵州茅台/五粮液陆股通持股占比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 36：洋河股份/伊利股份陆股通持股占比 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

表 6：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览 (%)

深港通持股标的					沪股通持股标的				
代码	简称	2019-02-15	2019-02-22	本周增减	代码	简称	2019-02-15	2019-02-22	本周增减
000568.SZ	泸州老窖	3.05	3.63	0.58	600073.SH	上海梅林	0.74	0.79	0.05
000596.SZ	古井贡酒	0.77	0.68	-0.09	600197.SH	伊力特	0.58	0.73	0.15
000729.SZ	燕京啤酒	1.35	1.29	-0.06	600305.SH	恒顺醋业	2.07	1.96	-0.11
000799.SZ	酒鬼酒	0.21	0.21	0.00	600519.SH	贵州茅台	9.20	9.33	0.13
000848.SZ	承德露露	5.28	5.27	-0.01	600559.SH	老白干酒	0.56	0.58	0.02
000858.SZ	五粮液	10.69	10.76	0.07	600597.SH	光明乳业	0.48	0.37	-0.11
000860.SZ	顺鑫农业	6.54	6.55	0.01	600600.SH	青岛啤酒	1.41	1.44	0.03
000869.SZ	张裕 A	0.41	0.37	-0.04	600702.SH	舍得酒业	0.15	0.31	0.16
000895.SZ	双汇发展	3.27	3.04	-0.23	600779.SH	水井坊	9.64	9.89	0.25
002304.SZ	洋河股份	7.20	7.12	-0.08	600809.SH	山西汾酒	0.93	0.88	-0.05
002461.SZ	珠江啤酒	0.25	0.27	0.02	600872.SH	中炬高新	3.27	3.43	0.16
002507.SZ	涪陵榨菜	7.46	7.70	0.24	600887.SH	伊利股份	15.00	15.17	0.17
002557.SZ	洽洽食品	1.42	1.63	0.21	603043.SH	广州酒家	0.47	0.53	0.06
002568.SZ	百润股份	0.14	0.23	0.09	603156.SH	养元饮品	0.58	0.55	-0.03

002695.SZ	煌上煌	0.13	0.13	0.00	603198.SH	迎驾贡酒	0.58	0.54	-0.04
002910.SZ	庄园牧场	0.57	0.35	-0.22	603288.SH	海天味业	5.25	5.32	0.07
300146.SZ	汤臣倍健	1.27	1.20	-0.07	603369.SH	今世缘	0.37	0.50	0.13
300741.SZ	华宝股份	0.02	0.01	-0.01	603517.SH	绝味食品	0.77	0.69	-0.08
					603589.SH	口子窖	1.70	1.62	-0.08
					603711.SH	香飘飘	2.12	2.18	0.06
					603866.SH	桃李面包	1.11	1.21	0.10

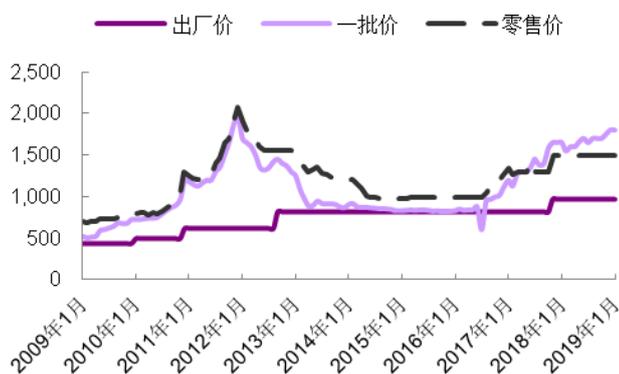
资料来源: Wind, 光大证券研究所

4、食品饮料各板块基本面数据跟踪

4.1、白酒数据跟踪

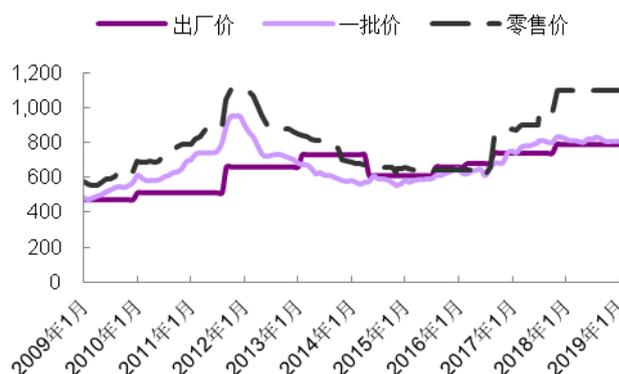
白酒价格基本持平。根据京东商城数据,2019年2月22日,53度500ml 飞天茅台 1499 元/瓶、52 度 500ml 五粮液(普五)降价 10 元至 1009 元/瓶、52 度洋河梦之蓝 M3 降价 20 元至 549 元/瓶; 52 度剑南春 439 元/瓶; 52 度水井坊仍为 519 元/瓶; 52 度泸州老窖 258 元/瓶。

图 37: 53 度 500ML 飞天茅台价格走势 (元/瓶)



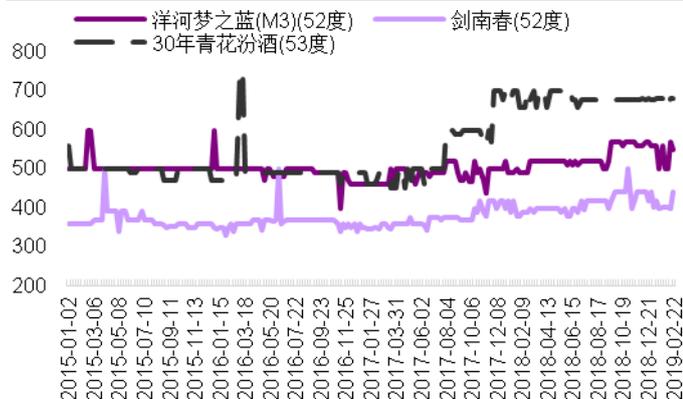
资料来源: 光大证券研究所 注: 更新至 2019 年 2 月

图 38: 52 度 500ML 五粮液价格走势 (元/瓶)



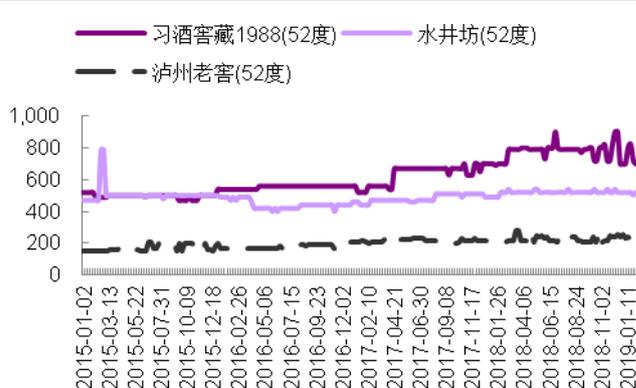
资料来源: 光大证券研究所 注: 更新至 2019 年 2 月

图 39: 梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价 (元/瓶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190222

图 40: 习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价 (元/瓶)

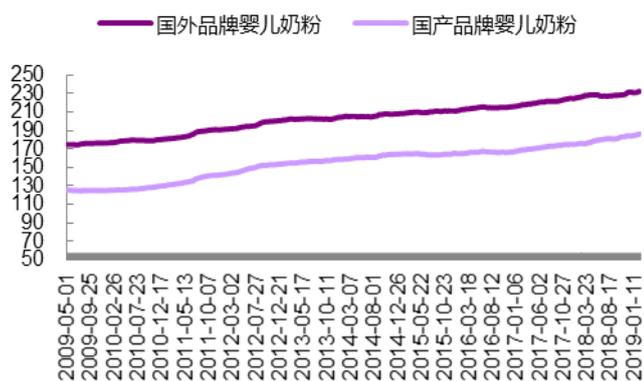


资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190222

4.2、乳制品数据跟踪

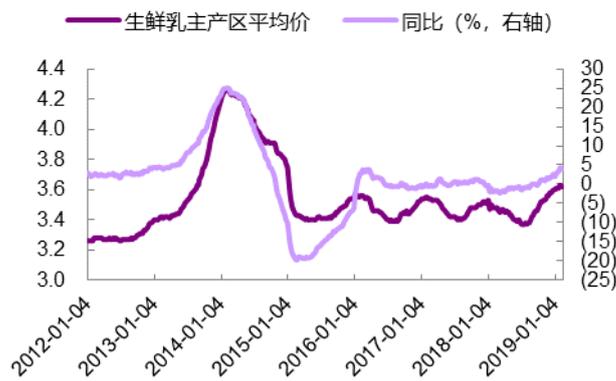
国外品牌及国产品牌婴儿奶粉价格均保持上升趋势。截至2月15日(T日)，国外/国产品牌婴儿奶粉的周零售均价(T-6日至T日为观测周，下同)为232.23/186.27元/公斤，较上周增长0.02%/0.21%；截至2月13日，生鲜乳主产区平均价为3.62元/公斤，较上周上涨4%；截至2月21日，芝加哥脱脂奶粉现货价为99.75美分/磅，较上周上涨0.50%；恒天然全脂奶粉拍卖价格自2018年11月20日起小幅回升，截至2月19日价格上涨至3022美元/公吨。

图 41：婴儿奶粉价格（元/公斤）



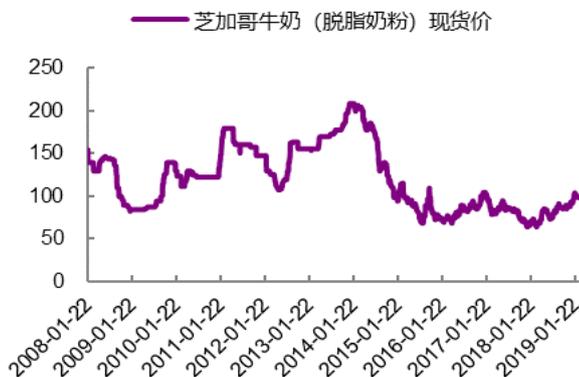
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190215

图 42：生鲜乳主产区平均价（元/公斤）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190213

图 43：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190221

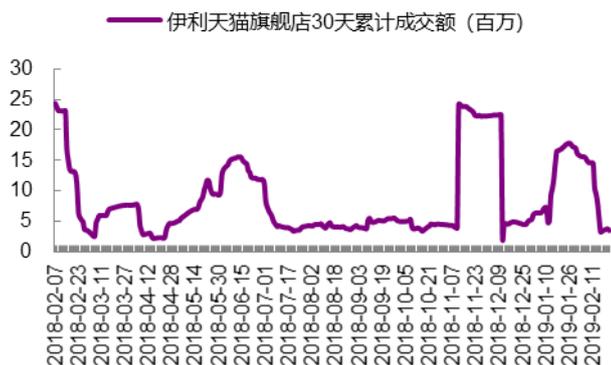
图 44：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190219

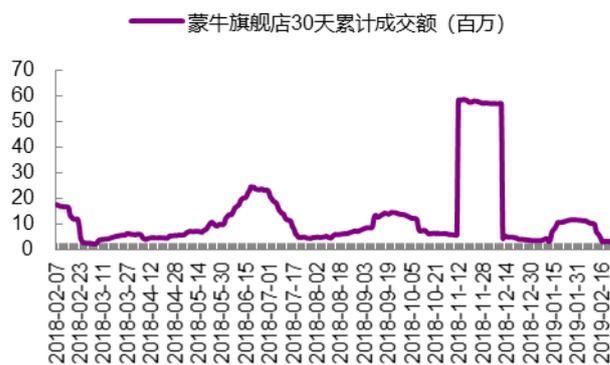
2019年2月16日-22日期间，伊利天猫旗舰店销售额迅速提升，领先优势进一步得到巩固，蒙牛优惠力度更大。伊利/蒙牛旗舰店本周完成销售额169.87/114.68万元，较上周上涨84.01%/25.00%。伊利无菌砖纯牛奶250ml*24盒保持7.8折的促销力度，销售额为20.50万元（占店铺总销售额的10.74%）；蒙牛纯甄风味酸牛奶200g*24盒保持6.8折的促销力度，销售额为23.57万元（占店铺总销售额的19.69%）。

图 45: 伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190222

图 46: 蒙牛旗舰店 30 天累计成交额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190222

表 7: 重点乳制品品牌代表性产品销售情况

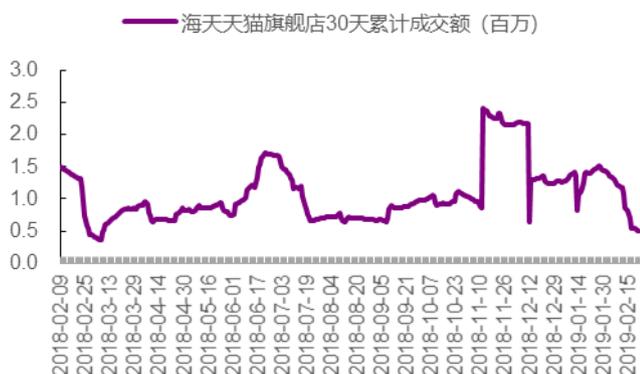
品牌	产品	原价 (元)	时间	均价 (元)	销售额 (元)
伊利	伊利无菌砖纯牛奶 250ml*24 盒 整箱牛奶新老包装交替发	72	上周	55.2	28042
			本周	55.2	271363
	伊利金典有机纯牛奶 250ml*12 盒 整箱牛奶 营养早餐奶	68.4	上周	68.4	2189
			本周	76	25255
伊利安慕希原味希腊酸奶 205g*24 盒酸 牛奶整箱	95.9	上周	95.9	1439	
		本周	95.9	19372	
蒙牛	蒙牛纯牛奶 250ml*24 包 新旧包 装随机发货	72	上周	70.9	213
			本周	70.9	16732
	蒙牛特仑苏纯牛奶 250ml*12 盒 整箱	66	上周	66	990
本周			66	2046	
蒙牛纯甄风味酸牛奶 200g*24 盒 整箱 原味酸奶 新老包装随机发	132	上周	92.9	11798	
		本周	89.9	205601	

资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 截至本报告发布日, 淘数据平台周度数据更新至 20190221, 故此表中本周为 20190215-20190221, 上周即再往前推一周

4.3、调味品数据跟踪

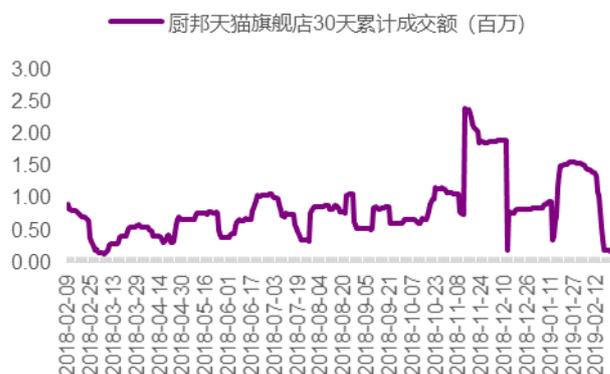
2019 年 2 月 16 日至 22 日期间, 天猫旗舰店方面, 海天销售额高于厨邦, 厨邦增长更快。春节过后需求回暖, 海天/厨邦本周完成销售额 16.56/7.97 万元, 较上周分别增长 16.17%/109.05%。

图 47: 海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190222

图 48: 厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190222

4.4、大众品重点子行业代表性公司数据跟踪

各大重点公司春节后有显著的成交额提升。2019年2月16日至2月22日期间，三只松鼠累计成交6860.18万元，较上周上涨75.81%；良品铺子累计成交2991.32万元，较上周上涨89.36%；百草味累计成交2839.52万元，较上周上涨34.61%；好想你累计成交271.19万元，较上周上涨18.81%；周黑鸭累计成交575.78万元，较上周下降16.89%；顽皮累计成交72.76万元，较上周下跌15.25%。

图 49：三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



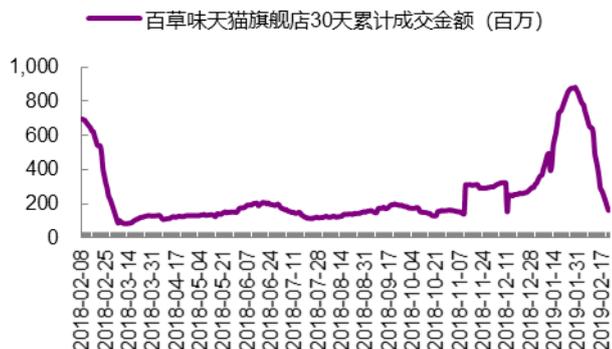
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 50：良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 51：百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 52：好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 53：周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

图 54：顽皮天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）

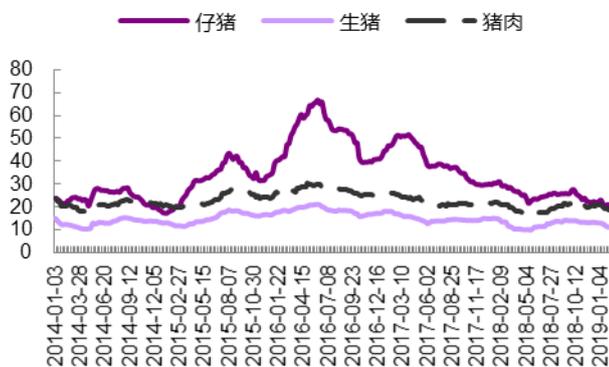


资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190222

5、成本端数据跟踪

猪肉价格环比下降，2月22日猪粮比价小幅下降至5.78。截至2月22日仔猪当周价格为20.93元/千克，较上周下跌0.43%；生猪价格11.32元/千克，较上周下跌0.61%；猪肉价格18.54元/千克，较上周下跌3.64%；2月22日猪粮比价小幅下降至5.78。

图 55：22 省市仔猪/生猪/猪肉平均价（元/千克）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190201

图 56：22 省市猪粮比价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190201

农产品方面，国内玉米批发价格基本持平，现货价较上周略微下降；国内小麦与大豆价格基本持平，国际小麦与大豆价格较上周略微下降；国内豆粕价格下跌，国际豆粕价格上涨；国内白砂糖价格变动不大，国际原糖价格下跌。截至2月16日，玉米批发平均价为1.90元/公斤，与上周持平，玉米现货平均价为1929.17元/吨，较上周下跌0.18%。国内小麦价格为2460.56元/吨，与上周持平，国际小麦价格为6.06美元/蒲式耳，较上周下跌0.49%。国内大豆价格为3504.21元/吨，与上周持平，国际大豆价格为346.00美元/吨，较上周下跌0.86%。国内豆粕价格为2835.88元/吨，较上周下跌1.04%，国际豆粕价格为324.60美元/吨，较上周上涨1.03%。柳州白砂糖价格为5190.00元/吨，较上周上涨0.19%，昆明白砂糖价格为5060元/吨，较上周下跌0.88%，国际原糖价格为12.54美分/磅，较上周下跌1.95%。

图 57：国内玉米批发/现货平均价



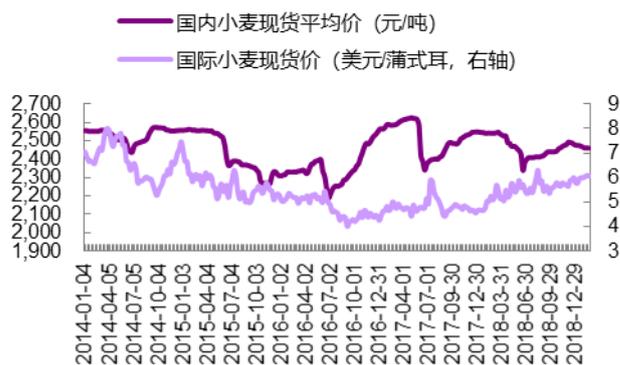
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190216

图 59：国内/国际大豆现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190216

图 58：国内/国际小麦现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190216

图 60：国际/国内豆粕现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190216

图 61：国内白砂糖/国际原糖现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190216

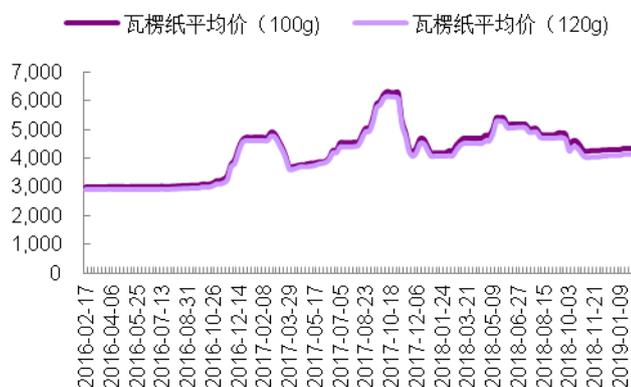
国内包材价格方面，浮法玻璃与 PET 瓶片价格较上周回落，瓦楞纸价格较上周上涨。截至 2 月 16 日，浮法玻璃价格为 1544.39 元/吨，较上周下跌 0.12%；PET 瓶片出厂均价为 8466.67 元，较上周下跌 1.65%。截至 2 月 20 日，瓦楞纸 100g 均价为 4387 元，较上周上涨 1.15%，瓦楞纸 120g 均价为 4206.43 元，较上周上涨 1.20%。

图 62：国内浮法玻璃现货平均价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190216

图 63：国内瓦楞纸平均价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190220

图 64：国内 PET 瓶片出厂价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190216

6、公司重要交易信息

表 8：重要股东二级市场交易信息

代码	简称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	净买入股份数合计(万股)	增减仓参考市值(万元)
600238.SH	*ST 椰岛	2	2	增持	1,120.50	7,982.02
600882.SH	广泽股份	1	1	减持	-0.50	-3.71
603866.SH	桃李面包	1	1	减持	-0.30	-15.62
600429.SH	三元股份	1	1	减持	-550.63	-2,841.21

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 9：近期公司大事提醒

代码	简称	日期	大事概要
000505.SZ	京粮控股	2019/3/8	2019 年第一次临时股东大会
002719.SZ	麦趣尔	2019/3/11	2019 年第一次临时股东大会
601579.SH	会稽山	2019/3/13	2019 年第一次临时股东大会

资料来源：Wind，光大证券研究所

7、风险提示

公司经营业绩不达预期；宏观经济增长不达预期；需求增长不达预期，食品安全问题；人民币汇率波动风

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com