

增值税税率下调对食品饮料行业影响几何？

——光大食品饮料行业周报 20190309

行业周报

◆本周专题：如何评估增值税税率下调对食品饮料行业的影响？

增值税税率下调对企业利润表的影响体现在两方面。首先，增值税税率下调将降低企业教育费附加、地方教育附加与城市维护建设税的税基，从而增厚净利润。此外，增值税税率下调后，企业在购买和销售活动中产生的不含税收入和成本项变化，将影响利润表，企业在行业中对上下游客户的定价权决定了公司不含税收入和成本项的变化：1) 对下游消费者的定价权强：食品饮料公司的最终下游基本是终端消费者，在最乐观情况下，增值税税率下调而企业的含税销售额并不变，在所交的增值税销项税额下降的情况下，企业不含税销售额有所提升；2) 对上游供应商的定价权强：增值税税率下调之后企业的含税进货额下降，即不含税成本不变。综合上述销售与购买的两种情形，公司的实际盈利能力改善。因此，判断增值税下调对企业利润表带来的影响时，需综合“减税效应”与“盈利效应”两个方面。

◆**本周市场回顾**：本周各市场指数涨跌分化明显，食品饮料行业下跌4.6%；食品饮料行业 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 28/23 倍，位居全行业中上游水平；陆股通交易方面，本周洋河股份增持速度显著升高，贵州茅台和伊利股份持股比例相对稳定，五粮液小幅减持，截至 2019 年 3 月 8 日，上述标的持股占比分别 7.39%/9.53%/15.25%/10.87%，较上周分别变动+0.28pct/-0.01pct/-0.07pct/-0.26pct。

◆**各板块数据跟踪**：本周习酒窖藏和水井坊代表品类的终端零售价较上周波动较大，恒天然全脂奶粉拍卖价格继续上涨，蒙牛线上旗舰店销售额翻倍，反超伊利 30 余万元，海天/厨邦线上旗舰店销售额较上周上涨 112.71%/362.61%，其他大众品重点公司线上旗舰店喜迎“女王节”成交额涨势明显。

◆**成本端数据跟踪**：仔猪/生猪/猪肉价格分别上涨 13.99%/5.93%/5.34%，国内玉米批发价与现货价较上周分别下降 16.32%/1.99%，国际小麦/国际大豆/国内豆粕价格下降 0.29%/1.73%/2.67%，国内与国际白砂糖价格均有所下降，PET 瓶片价格较上周上涨，浮法玻璃与瓦楞纸价格与上周基本持平。

◆**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，重点关注经营管理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

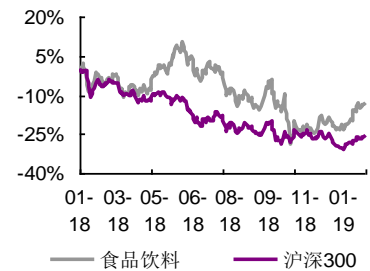
买入（维持）

分析师

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

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

伊利年报深度思考：2019 年乳制品行业是否柳暗花明？——光大食品饮料行业周报 20190302

..... 2019-03-02

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

..... 2019-02-23

目 录

1、 本周专题：如何评估增值税税率下调对食品饮料行业的影响？	6
1.1、 详细测算食品饮料行业的增值税缴纳现状	6
1.2、 增值税税率下调对食品饮料行业的影响如何	8
2、 投资策略	10
3、 本周市场回顾	11
3.1、 行情表现	11
3.2、 估值跟踪	11
3.3、 陆港通交易跟踪	13
4、 食品饮料各板块基本面数据跟踪	14
4.1、 白酒数据跟踪	14
4.2、 乳制品数据跟踪	15
4.3、 调味品数据跟踪	17
4.4、 大众品重点子行业代表性公司数据跟踪	18
5、 成本端数据跟踪	19
6、 公司重要交易信息	22
7、 风险提示	22

图目录

图 1：公司实缴增值税的测算过程.....	7
图 2：乐观情况下增值税税率下调对企业的盈利能力影响方式.....	8
图 3：各板块周度涨跌幅（%）.....	11
图 4：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）.....	11
图 5：各行业指数周度涨跌幅（%）.....	11
图 6：各板块最新估值.....	12
图 7：饮料制造/食品加工板块最新估值.....	12
图 8：各行业最新估值.....	12
图 9：食品饮料一级子行业 PE（TTM）.....	12
图 10：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细.....	13
图 11：贵州茅台/五粮液陆股通持股占比（%）.....	13
图 12：洋河股份/伊利股份陆股通持股占比（%）.....	13
图 13：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）.....	15
图 14：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）.....	15
图 15：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶）.....	15
图 16：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶）.....	15
图 17：婴儿奶粉价格（元/公斤）.....	16
图 18：生鲜乳主产区平均价（元/公斤）.....	16
图 19：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅）.....	16
图 20：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）.....	16
图 21：伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额（百万）.....	17
图 22：蒙牛旗舰店 30 天累计成交额（百万）.....	17
图 23：海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	18
图 24：厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	18
图 25：三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	18
图 26：良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	18
图 27：百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 28：好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 29：周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 30：顽皮旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 31：22 省市仔猪/生猪/猪肉平均价（元/千克）.....	19
图 32：22 省市猪粮比价.....	19
图 33：国内玉米批发/现货平均价.....	20
图 34：国内/国际小麦现货价.....	20
图 35：国内/国际大豆现货价.....	20
图 36：国际/国内豆粕现货价.....	20

图 37：国内白砂糖/国际原糖现货价.....	21
图 38：国内浮法玻璃现货均价（元/吨）.....	21
图 39：国内瓦楞纸均价.....	21
图 40：国内 PET 瓶片出厂价.....	21

表目录

表 1：2017 年以来的增值税征收方式调整	6
表 2：食品饮料主要公司最近一个会计年度的增值税实缴情况测算（百万元）	7
表 3：乐观假设下食品饮料主要公司在增值税税率下降情况下的利润改善幅度弹性测算（百万元）	9
表 4：考虑税金变化，乐观假设下食品饮料主要公司在增值税税率下降情况下的利润改善幅度弹性测算	10
表 5：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览（%）	14
表 6：重点乳制品品牌代表性产品销售情况	17
表 7：近期公司重要公告	22
表 8：重要股东二级市场交易信息	22
表 9：近期公司大事提醒	22

1、本周专题：如何评估增值税税率下调对食品饮料行业的影响？

2019 年两会政府工作报告中明确指出：“深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低；保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进”。

增值税是以商品（含应税劳务）在流转过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种流转税，实行价外税，最终由消费者来负担。此次增值税税率的下调是继 2017 年 7 月和 2018 年 5 月之后的又一次调整，此前 2017 年 7 月曾“取消 13% 的增值税税率、简并增值税税率结构”，2018 年 5 月则“将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%”。

表 1：2017 年以来的增值税征收方式调整

时间	调整内容
2017 年 7 月	推行营改增改革，取消 13% 一档税率，将增值税税率由四档减至 17%、11% 和 6% 三档
2018 年 5 月	将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业的增值税税率从 11% 降至 10%
2019 年 3 月	将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业现行 10% 的税率降至 9%，保持 6% 一档的税率不变。

资料来源：公开资料，光大证券研究所

1.1、详细测算食品饮料行业的增值税缴纳现状

由于增值税是价外税，增值税的实际缴纳情况并不像其他税种直接体现在利润表“税金及附加”会计科目的明细项中，一般情况下分别在购进和销售商品或劳务时，分别计入资产负债表“应交税费”科目下“应交税费——应交增值税（进项税额）”和“应交税费——应交增值税（销项税额）”，并在年末进行结转。但是，我们通过其他税种的缴纳情况对公司实际缴纳增值税的情况进行测算。

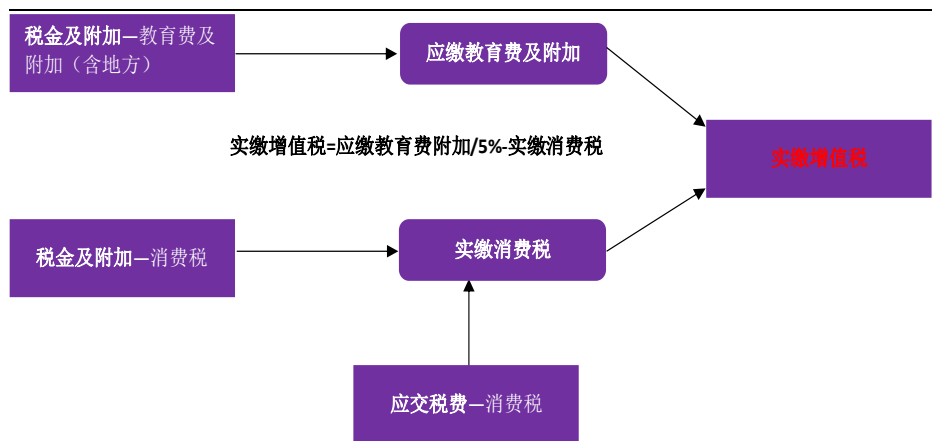
测算原理：以教育费附加（含地方）倒推企业实缴增值税

教育费附加的固定税率为 3%；地方教育附加的固定税率为 2%，而教育费附加（含地方）的税基均是当年实缴的增值税和消费税，计算公式为：应交教育费附加与地方教育附加合计 =（实缴增值税 + 实缴消费税）×（3% + 2%）。

企业应交的教育费附加（含地方）均体现在利润表的“税金及附加”会计科目，而实缴的消费税可以通过利润表的“税金及附加”明细项以及资产负债表中的“应交税费”中消费税的期初期末变化来计算，这样：实缴增值税 = 实缴教育费附加 / 5% - 实缴消费税。

我们以贵州茅台为例，2017 年合并利润表显示公司应缴教育费附加（含地方）的额度约为 7.5 亿元，应缴消费税额度为 63.8 亿元，参考资产负债表“应交税费”中消费税的期初期末变化（期初 14.6 亿、期末 19.2 亿），那么当年实缴消费税 = 63.8 - (19.2 - 14.6) = 59.2 亿元。当年实缴的增值税额度 = 7.5 / 5% - 59.2 = 91 亿元。

图 1：公司实缴增值税的测算过程



资料来源：光大证券研究所

通过上述方法，我们对食品饮料重点公司的增值税实际缴纳情况进行了测算。以最近一个会计年度公布的财务数据为基准，茅台、五粮液和伊利的年度实缴增值税分别达到 90.5/44.7/28.4 亿元，为食品饮料行业前三。一般情况下，销售收入规模大且毛利率高的公司实缴的增值税要高于其他公司。

表 2：食品饮料主要公司最近一个会计年度的增值税实缴情况测算（百万元）

单位：百万元	公司名称	教育费附加发生额	消费税发生额	应缴消费税期末余额	应缴消费税期初余额	实缴消费税	实缴增值税
600519.SH	贵州茅台	748.63	6378.96	1915.82	1455.89	5919.03	9053.49
000858.SZ	五粮液	322.24	2643.54	1108.47	443.91	1978.98	4465.81
600887.SH	伊利股份	142.04	0.00	0.00	0.00	0.00	2840.83
002304.SZ	洋河股份	158.11	719.62	301.94	209.87	627.54	2534.67
600600.SH	青岛啤酒	189.34	1707.19	109.55	109.60	1707.24	2079.51
600597.SH	光明乳业	42.59	0.00	0.00	0.00	0.00	1419.79
000568.SZ	泸州老窖	108.10	1049.36	400.01	147.65	797.00	1364.96
603288.SH	海天味业	54.65	0.00	0.00	0.00	0.00	1092.94
000596.SZ	古井贡酒	94.36	904.63	210.53	219.57	913.67	973.49
600809.SH	山西汾酒	91.62	1013.09	190.27	145.85	968.67	863.64
603589.SH	口子窖	46.84	486.29	171.54	46.32	361.07	575.70
000860.SZ	顺鑫农业	82.59	1090.14	140.42	137.18	1086.90	564.92
300146.SZ	汤臣倍健	21.73	0.00	0.00	0.00	0.00	434.63
603369.SH	今世缘	32.80	327.34	80.47	29.95	276.82	379.15
603866.SH	桃李面包	17.32	0.00	0.00	0.00	0.00	346.46
603517.SH	绝味食品	15.40	0.00	0.00	0.00	0.00	308.08
600298.SH	安琪酵母	13.46	0.00	0.00	0.00	0.00	269.17
600779.SH	水井坊	23.42	235.97	34.05	15.54	217.46	250.99
600132.SH	重庆啤酒	22.00	188.80	8.59	9.91	190.12	249.94
600872.SH	中炬高新	11.72	0.00	0.00	0.00	0.00	234.35
002557.SZ	洽洽食品	9.25	0.00	0.00	0.00	0.00	184.97
002507.SZ	涪陵榨菜	7.54	0.00	0.00	0.00	0.00	150.79
600305.SH	恒顺醋业	5.53	1.03	0.00	0.00	1.03	109.65

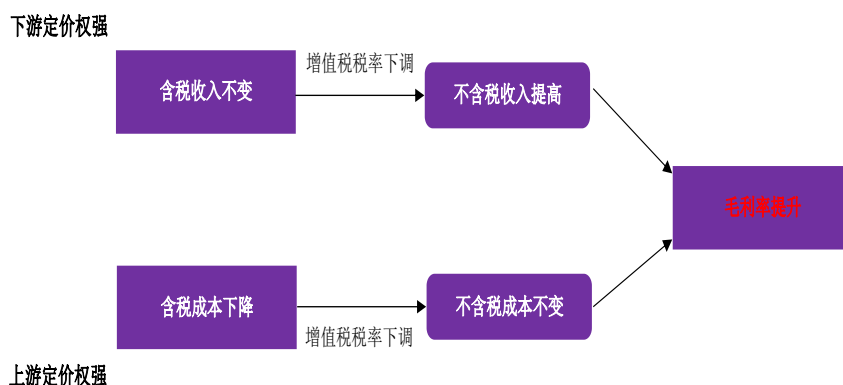
资料来源：公司公告，光大证券研究所（伊利、汤臣倍健为 2018 年年报，其余均为 2017 年年报数据）

1.2、增值税税率下调对食品饮料行业的影响如何

增值税税率下调对利润表无直接影响，行业定价权决定产业链价值再分配：如上文所述，无论是购买、销售还是年底结算阶段，增值税的确认及核算均不在利润表直接体现，只是在资产负债表中的“应交税费”明细项中体现变化，因此增值税税率的下调并不对企业的利润表产生直接影响。但是增值税税率下调之后，企业在购买和销售活动中产生的含税收入和成本项如何变化，会对利润表产生潜在的变化，而企业在行业中对上下游客户的定价权如何则决定了公司含税收入和成本项如何变化。

因为食品饮料公司的最终下游基本都是终端消费者，在最乐观情况下，增值税税率下调而企业的含税销售额并不变、即终端消费者看到的产品售价不变，那么在增值税税率下调、所交的增值税销项税额下降的情况下，企业不含税销售额实际有所提升；同时增值税税率下调之后企业的含税进货额下降、即不含税成本不变。那么在不含税收入提高、不含税成本不变的情况下，公司的实际盈利能力会有改善。不含税收入提高体现企业对下游消费者的定价权，而不含税成本不变则体现企业对上游供应商的定价权。

图 2：乐观情况下增值税税率下调对企业的盈利能力影响方式



资料来源：光大证券研究所

举例说明，假设增值税税率下调之前A公司产品的含税销售额为116元、即不含税收入100元、增值税销项税额16元（假设增值税销项税率16%），含税成本55元、增值税进项税额5元（假设其中不含税成本50元，增值税进项税率10%），此时公司的毛利率=（100-50）/100=50%。在最乐观情况下，A公司产品的含税销售额仍为116元，但是增值税税率下调至13%，那么不含税收入为116/（1+13%）=102.6元。此时，公司含税成本由于增值税税率下调变化，但是实际不含税成本仍为50元、即上游供应商并没有变相提价，那么此时毛利率=（102.6-50）/102.6=51.3%。

盈利能力改善幅度的潜在弹性测算：由于食品饮料上市公司基本都是在特定细分行业内的龙头企业，具备一定的品牌力基础和消费粘性。因此按照乐观假设，假设增值税税率从16%下调至13%、且含税收入不变、含税成本下降，我们对食品饮料行业的重点公司在增值税税率下调之后的盈利能力改善幅度进行弹性测算，结果显示食品饮料公司的净利率提升幅度基本在1.5%-2.5%之间，提升幅度最高的是光明乳业、顺鑫农业和青岛啤酒。

表 3: 乐观假设下食品饮料主要公司在增值税税率下降情况下的利润改善幅度弹性测算 (百万元)

单位:百万元	公司	减税前收入	减税前含税收入	减税后收入	成本	减税前净利润	减税前净利率	减税后净利率	变化幅度
600597.SH	光明乳业	21672.19	25139.73	22247.55	14452.32	617.24	2.8%	5.4%	2.5%
000860.SZ	顺鑫农业	11733.84	13611.26	12045.36	7753.36	438.37	3.7%	6.2%	2.5%
600600.SH	青岛啤酒	26277.05	30481.38	26974.67	15622.13	1263.02	4.8%	7.3%	2.5%
600887.SH	伊利股份	78976.39	91612.61	81073.11	49106.03	6439.75	8.2%	10.5%	2.4%
002557.SZ	洽洽食品	3602.74	4179.18	3698.39	2525.91	319.22	8.9%	11.2%	2.4%
600132.SH	重庆啤酒	3175.52	3683.60	3259.83	1926.02	329.46	10.4%	12.7%	2.3%
600872.SH	中炬高新	3609.37	4186.87	3705.20	2191.89	453.26	12.6%	14.8%	2.3%
603866.SH	桃李面包	4079.71	4732.46	4188.02	2541.62	513.28	12.6%	14.8%	2.3%
603517.SH	绝味食品	3850.17	4466.19	3952.38	2472.31	501.72	13.0%	15.3%	2.2%
600298.SH	安琪酵母	5775.73	6699.84	5929.07	3601.83	847.19	14.7%	16.9%	2.2%
600809.SH	山西汾酒	6037.48	7003.48	6197.77	1821.02	944.10	15.6%	17.8%	2.2%
600779.SH	水井坊	2048.38	2376.12	2102.76	428.85	335.49	16.4%	18.5%	2.2%
000596.SZ	古井贡酒	6968.33	8083.26	7153.32	1642.59	1148.74	16.5%	18.6%	2.2%
600305.SH	恒顺醋业	1541.58	1788.24	1582.51	916.33	280.90	18.2%	20.3%	2.1%
300146.SZ	汤臣倍健	4350.78	5046.90	4466.28	1406.92	1002.18	23.0%	25.0%	2.0%
603288.SH	海天味业	14584.31	16917.80	14971.50	7920.73	3531.44	24.2%	26.2%	2.0%
000568.SZ	泸州老窖	10394.87	12058.05	10670.84	2917.82	2557.94	24.6%	26.6%	1.9%
002507.SZ	涪陵榨菜	1520.24	1763.48	1560.60	787.19	414.14	27.2%	29.1%	1.9%
603369.SH	今世缘	2952.21	3424.56	3030.59	835.27	895.88	30.3%	32.1%	1.8%
603589.SH	口子窖	3602.65	4179.07	3698.29	976.50	1113.66	30.9%	32.7%	1.8%
000858.SZ	五粮液	30186.78	35016.67	30988.20	8450.09	9673.72	32.0%	33.8%	1.8%
002304.SZ	洋河股份	19917.94	23104.81	20446.74	6681.15	6627.17	33.3%	35.0%	1.7%
600519.SH	贵州茅台	58217.86	67532.72	59763.47	5940.44	27079.36	46.5%	47.9%	1.4%

资料来源:公司公告,光大证券研究所(伊利、汤臣倍健为2018年年报,其余均为2017年年报数据)

但是,实际情况中不同行业的定价权能力有所差异,即使在同一行业不同品牌的定价权也会有所差异,因此我们测算的盈利能力改善仅能作为参考。在子行业层面,白酒、调味品等行业受益于较强的消费粘性 & 良好的竞争格局,是食品饮料各子行业中定价权最具优势的。在同一行业中,龙头企业在下游客户中的品牌影响力和消费粘性更强、在下游采购中的成本议价能力更有优势,若增值税税率下调则会更加受益。

考虑税金项的变动、盈利能力改善幅度的潜在弹性测算:如果想要更全面的测算增值税税率下调在乐观预期下的利润弹性,还需要考虑利润表中“税金及附加”项的变化可能。如上文所述,企业缴纳的城建税、教育费附加等税种的税基为实缴增值税+实缴消费税。假设增值税销项税率和进项税率相同幅度的下降,若含税收入不变、含税成本下降,那么企业需缴纳的增值税税额会有所下降(因此销项税额的税基即不含税收入提高,而进项税额的税基不变)。因此,在实缴增值税税额下降的情况下,企业应缴的城建税、教育费附加等也会有所下降,通过利润表中“税金及附加”项对企业的盈利能力产生正面影响。

根据我们测算的结果,若考虑税金的变化,相同假设下食品饮料公司的净利率可继续提升0.1%-0.5%不等,食品饮料行业重点公司净利率提升最明显的仍是光明乳业、顺鑫农业、青岛啤酒和伊利股份等。

表 4：考虑税金变化，乐观假设下食品饮料主要公司在增值税税率下降情况下的利润改善幅度弹性测算

		不考虑税金影响	考虑税金影响
	公司名称	净利率变动幅度	净利率变动幅度
600597.SH	光明乳业	2.5%	2.6%
000860.SZ	顺鑫农业	2.5%	2.5%
600600.SH	青岛啤酒	2.5%	2.5%
600887.SH	伊利股份	2.4%	2.5%
002557.SZ	洽洽食品	2.4%	2.4%
600132.SH	重庆啤酒	2.3%	2.4%
600872.SH	中炬高新	2.3%	2.3%
603866.SH	桃李面包	2.3%	2.4%
603517.SH	绝味食品	2.2%	2.3%
600298.SH	安琪酵母	2.2%	2.3%
600809.SH	山西汾酒	2.2%	2.4%
600779.SH	水井坊	2.2%	2.5%
000596.SZ	古井贡酒	2.2%	2.3%
600305.SH	恒顺醋业	2.1%	2.3%
300146.SZ	汤臣倍健	2.0%	2.2%
603288.SH	海天味业	2.0%	2.1%
000568.SZ	泸州老窖	1.9%	2.3%
002507.SZ	涪陵榨菜	1.9%	2.0%
603369.SH	今世缘	1.8%	1.9%
603589.SH	口子窖	1.8%	2.3%
000858.SZ	五粮液	1.8%	2.1%
002304.SZ	洋河股份	1.7%	1.9%
600519.SH	贵州茅台	1.4%	1.9%

资料来源：公司公告，光大证券研究所（伊利、汤臣倍健为 2018 年年报，其余均为 2017 年年报数据）

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，重点关注经营管理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。

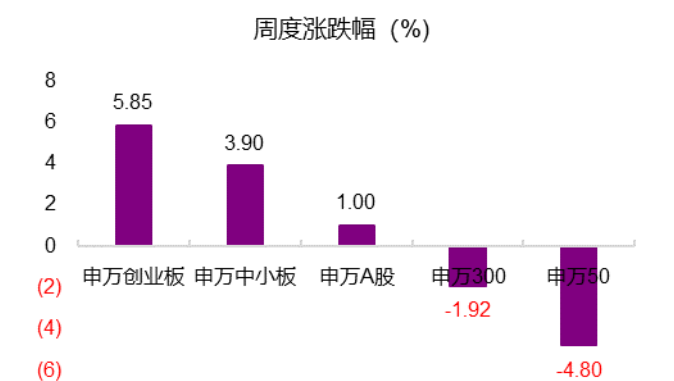
3、本周市场回顾

3.1、行情表现

各市场指数涨跌分化明显，申万创业板表现抢眼，食品饮料行业全周跌幅为 4.6%。本周（2019.03.04-2019.03.08，下同）申万创业板/申万中小板/申万 A 股分别上涨 5.85%/3.90%/1.00%，申万 300/申万 50 分别下跌 1.92%/4.80%。行业指数层面，申万一级行业涨跌各半，食品饮料行业表现相对疲软，本周下跌 4.6%，跌幅在 28 个一级行业中位居第二，跑输上证综指 3.79 个百分点。

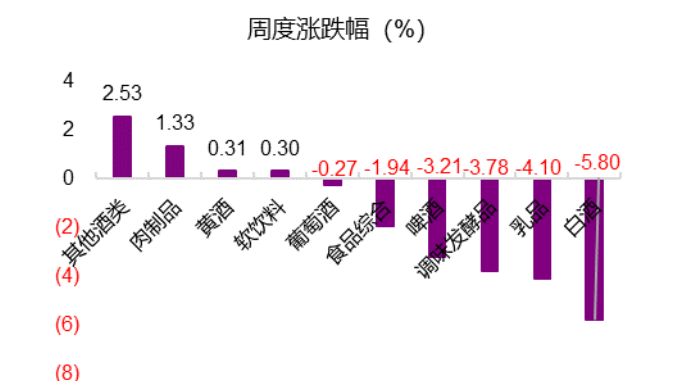
其他酒类和肉制品表现较好，白酒与乳品继上周大涨后出现明显回落。食品饮料板块细分子领域中，其他酒类和肉制品表现相对较好，分别上涨 2.53%/1.33%；黄酒/软饮料/葡萄酒表现一般，周涨跌幅分别为 0.31%/0.30%/-0.27%。食品综合/啤酒/调味发酵品/乳品/白酒表现相对疲弱，分别下跌 1.94%/3.21%/3.78%/4.10%/5.80%。

图 3：各板块周度涨跌幅（%）



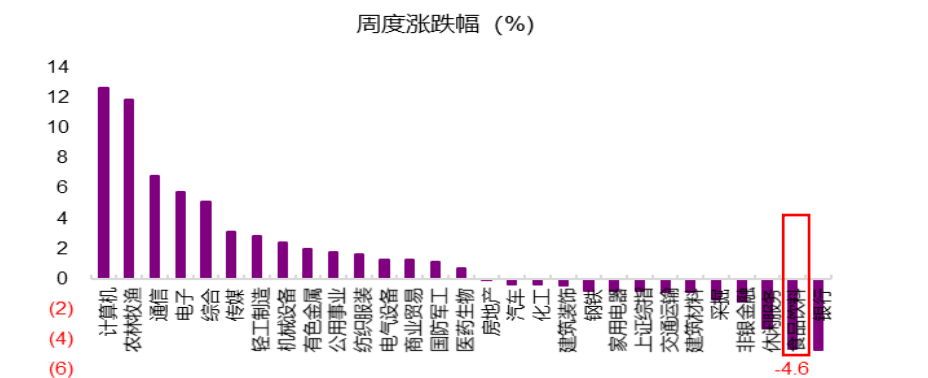
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 03.04-03.08

图 4：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 03.04-03.08

图 5：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 03.04-03.08

3.2、估值跟踪

食品饮料板块估值位居全行业中上游水平，饮料制造板块 2019 年动态 PE 为 21 倍。截至 2019 年 3 月 8 日，申万创业板/申万中小板/申万 A 股/申

万 300/申万 50 的 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 39/36、26/26、16/14、14/11、11/9 倍。食品饮料行业 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 28/23 倍, 处于各行业中上游水平。从子板块看, 饮料制造/食品加工 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 28/21 倍和 28/28 倍, 饮料制造板块的估值水平依然处于历史偏低位置。

图 6: 各板块最新估值

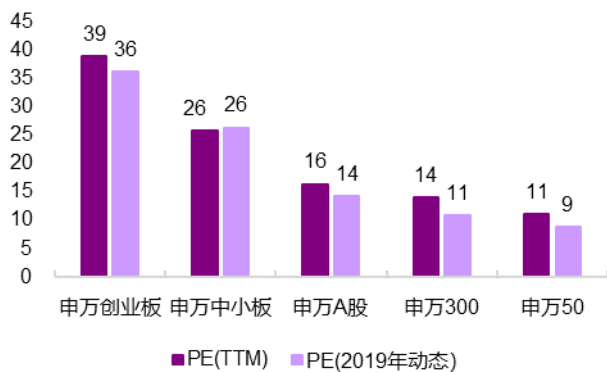
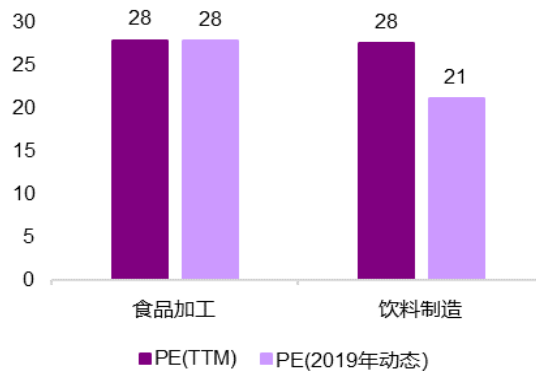


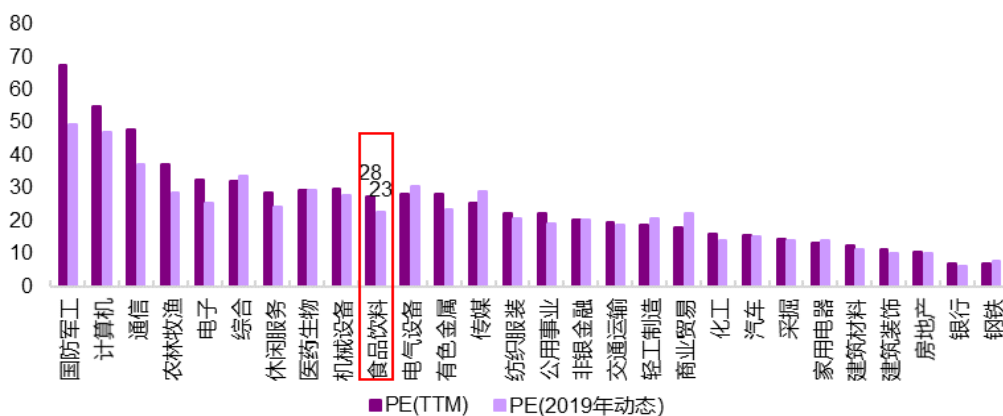
图 7: 饮料制造/食品加工板块最新估值



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190308

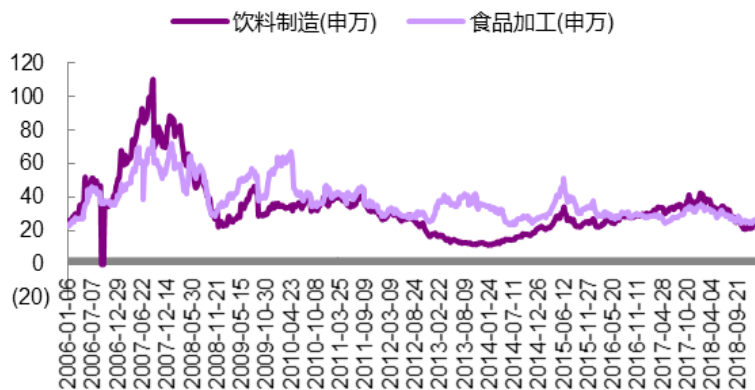
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190308

图 8: 各行业最新估值



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190308

图 9: 食品饮料一级子行业 PE (TTM)



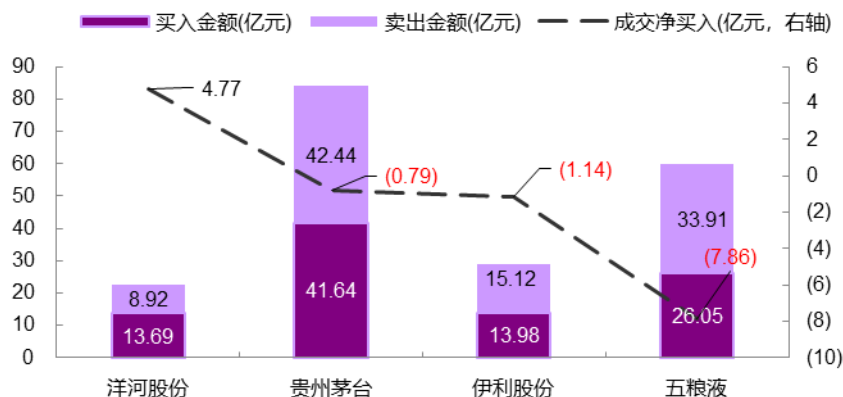
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190308

3.3、陆股通交易跟踪

洋河股份净买入金额近5亿，五粮液持股比例小幅下降。在本周陆股通成交活跃的食品饮料个股中，洋河股份/贵州茅台/伊利股份/五粮液净买入(卖出)金额分别为4.77/-0.79/-1.14/-7.86亿元，截至2019年3月8日上述标的陆股通持股比例分别为7.39%/9.53%/15.25%/10.87%，较上周分别变动+0.28pct/-0.01pct/-0.07pct/-0.26pct。拉长周期来看，洋河股份/贵州茅台/伊利股份/五粮液的陆股通持股比例整体呈现不断上升的态势，本周洋河股份增持速度显著升高，贵州茅台和伊利股份持股比例相对稳定，五粮液小幅减持。

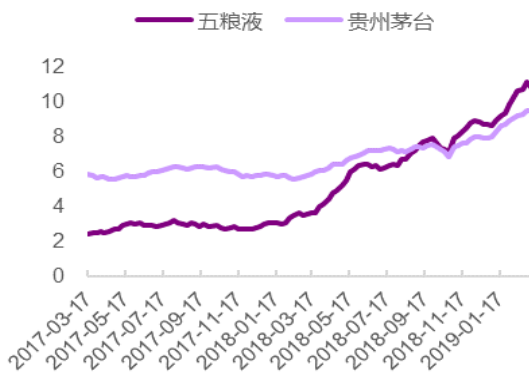
深股通持股标的的持股占比增减各半，选择增持的沪股通持股标的的较上周有所减少。深股通持股标的中，增持幅度前三位是洽洽食品(+0.74pct)、百润股份(+0.29pct)、洋河股份(+0.28pct)，减持幅度前三位是五粮液(-0.26pct)、承德露露(-0.24pct)、泸州老窖(-0.12pct)；沪股通持股标的中，本周较上周增持幅度前三位是山西汾酒(+0.15pct)、海天味业(+0.14pct)、桃李面包(+0.06pct)，减持幅度前三位是绝味食品(-0.34pct)、养元饮品(-0.23pct)、青岛啤酒(-0.17pct)。

图 10：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细



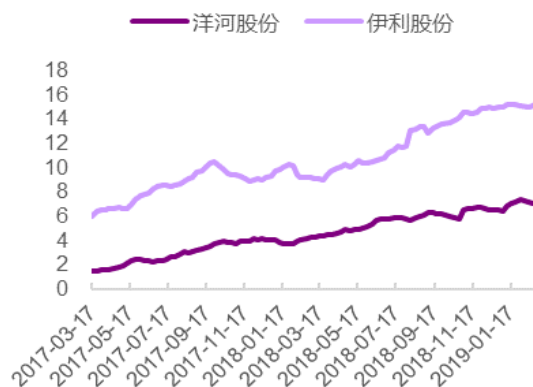
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 20190304-20190308

图 11：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 20190308

图 12：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 20190308

表 5：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览（%）

深股通持股标的					沪股通持股标的				
代码	简称	2019-03-01	2019-03-08	本周增减	代码	简称	2019-03-01	2019-03-08	本周增减
002557.SZ	洽洽食品	2.08	2.82	0.74	600809.SH	山西汾酒	1.27	1.42	0.15
002568.SZ	百润股份	0.13	0.42	0.29	603288.SH	海天味业	5.38	5.52	0.14
002304.SZ	洋河股份	7.11	7.39	0.28	603866.SH	桃李面包	1.33	1.39	0.06
002507.SZ	涪陵榨菜	8.07	8.31	0.24	600305.SH	恒顺醋业	1.57	1.62	0.05
002461.SZ	珠江啤酒	0.28	0.36	0.08	603198.SH	迎驾贡酒	0.43	0.46	0.03
300146.SZ	汤臣倍健	1.29	1.36	0.07	600702.SH	舍得酒业	0.53	0.54	0.01
000596.SZ	古井贡酒	0.60	0.63	0.03	600197.SH	伊力特	0.58	0.58	0
002910.SZ	庄园牧场	0.15	0.17	0.02	600597.SH	光明乳业	0.42	0.42	0
300741.SZ	华宝股份	0.01	0.02	0.01	600519.SH	贵州茅台	9.54	9.53	-0.01
000895.SZ	双汇发展	2.81	2.81	0	600559.SH	老白干酒	0.57	0.55	-0.02
000869.SZ	张裕 A	0.35	0.34	-0.01	603589.SH	口子窖	1.60	1.58	-0.02
000799.SZ	酒鬼酒	0.21	0.19	-0.02	603711.SH	香飘飘	0.29	0.26	-0.03
002695.SZ	煌上煌	0.45	0.42	-0.03	603369.SH	今世缘	0.58	0.54	-0.04
000860.SZ	顺鑫农业	6.96	6.91	-0.05	603043.SH	广州酒家	0.48	0.42	-0.06
000729.SZ	燕京啤酒	1.31	1.2	-0.11	600887.SH	伊利股份	15.32	15.25	-0.07
000568.SZ	泸州老窖	3.98	3.86	-0.12	600073.SH	上海梅林	0.84	0.76	-0.08
000848.SZ	承德露露	5.40	5.16	-0.24	600779.SH	水井坊	9.75	9.64	-0.11
000858.SZ	五粮液	11.13	10.87	-0.26	600872.SH	中炬高新	3.43	3.32	-0.11
					600600.SH	青岛啤酒	1.42	1.25	-0.17
					603156.SH	养元饮品	0.55	0.32	-0.23
					603517.SH	绝味食品	0.75	0.41	-0.34

资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至本报告发布日，Wind 平台周度数据更新至 20190308，故此表中本周为

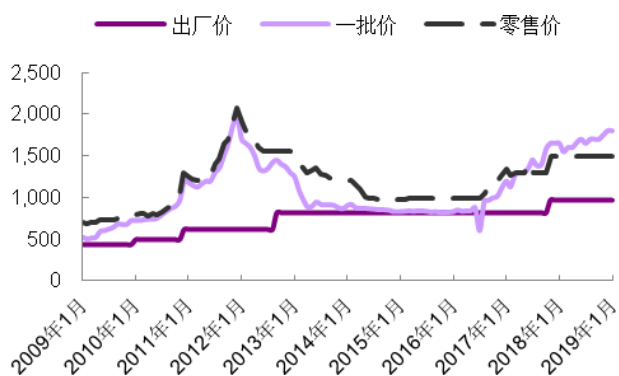
20190304-20190308，上周即再往前推一周

4、食品饮料各板块基本面数据跟踪

4.1、白酒数据跟踪

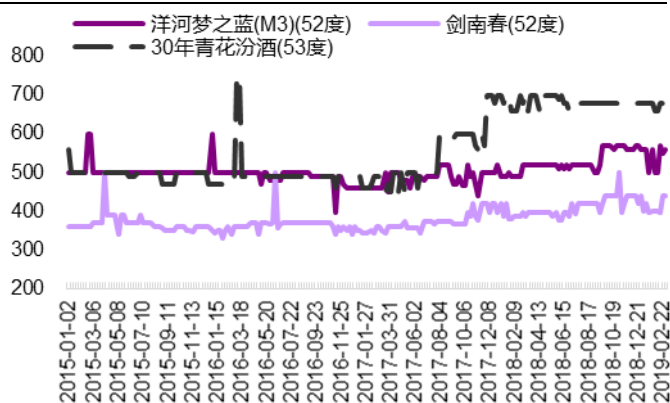
飞天茅台价格继续保持不变，习酒窖藏和水井坊代表品类价格波动幅度大。根据京东商城数据，截至 2019 年 1 月 25 日，53 度 500ml 飞天茅台 1499 元/瓶，截至 3 月 1 日，52 度 500ml 五粮液（普五）较上周提价 20 元至 1029 元/瓶。其他白酒品牌中，52 度剑南春和 52 度泸州老窖的价格与上周持平，部分品类的价格较上周出现较大波动，52 度习酒窖藏 1988 大幅降价 101 元至 698 元/瓶，52 度水井坊提价 80 元至 599 元/瓶，价格发生变化的还有提价 10 元至 559 元/瓶的 52 度洋河梦之蓝 M3、降价 21 元至 258 元/瓶的 53 度 30 年青花汾酒。

图 13: 53 度 500ML 飞天茅台价格走势 (元/瓶)



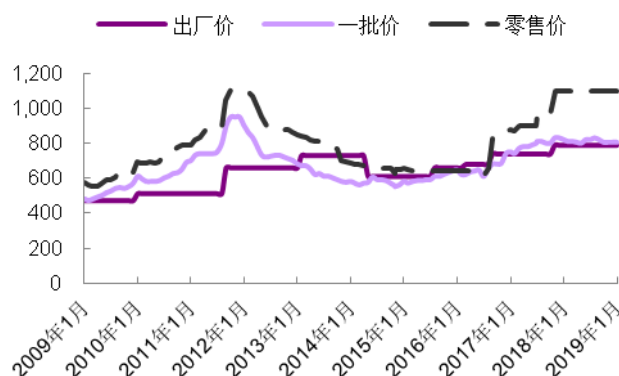
资料来源: 渠道调研, 光大证券研究所 注: 更新至 2019 年 2 月

图 15: 梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价 (元/瓶)



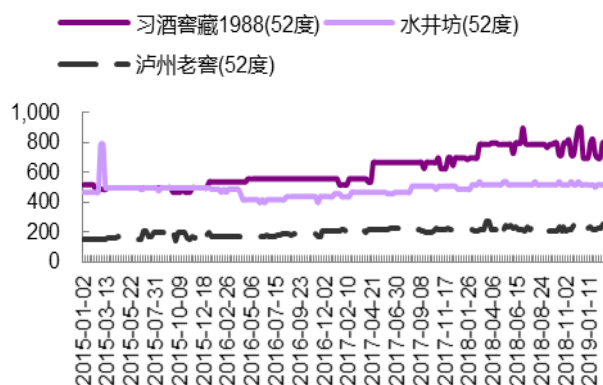
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190301

图 14: 52 度 500ML 五粮液价格走势 (元/瓶)



资料来源: 渠道调研, 光大证券研究所 注: 更新至 2019 年 2 月

图 16: 习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价 (元/瓶)

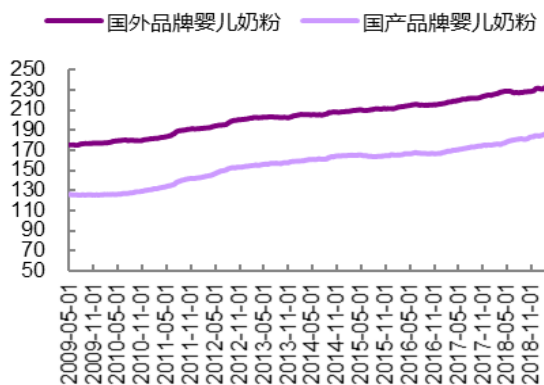


资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190301

4.2、乳制品数据跟踪

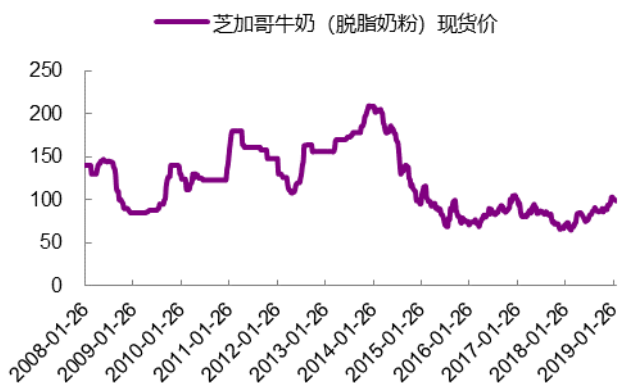
恒天然全脂奶粉拍卖价格继续上涨。截至 2019 年 3 月 1 日 (T 日), 国外/国产品牌婴儿奶粉的周零售均价 (T-6 日至 T 日为观测周, 下同) 为 231.92/186.25 元/公斤, 较上周分别变动-0.06%/+0.09%; 截至 2 月 27 日, 生鲜乳主产区平均价 3.61 元/公斤, 较 2018 年同期上涨 4.3%; 截至 2 月 16 日, 芝加哥脱脂奶粉本周现货价为 98.75 美分/磅, 较上周下跌 1.25%; 恒天然全脂奶粉拍卖价格自 2018 年 11 月 20 日起小幅回升, 截至 3 月 5 日价格上涨至 3186 美元/公吨。

图 17: 婴儿奶粉价格 (元/公斤)



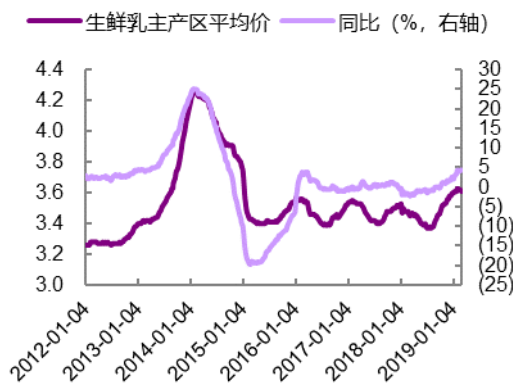
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190301

图 19: 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 20190216

图 18: 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 20190227

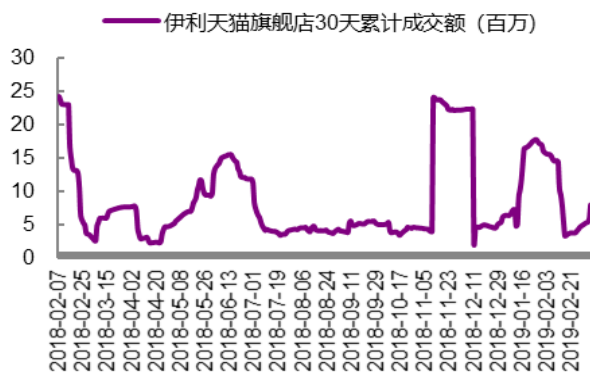
图 20: 恒天然全脂奶粉拍卖成交价 (美元/公吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190305

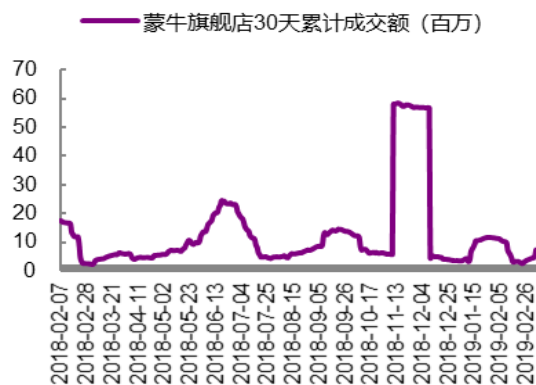
蒙牛线上旗舰店销售额较上周翻倍, 反超伊利 30 余万元。2019 年 3 月 1 日至 3 月 7 日期间, 伊利/蒙牛旗舰店完成销售额 331.06/364.15 万元, 较上周上涨 66.21%/108.74%。由于受到店内金典有机纯牛奶 250ml*12 盒等促销活动的影响, 伊利金典有机纯牛奶 250ml*12 盒本周销售额由上周的 1.65 万元猛增至 19.11 万元, 伊利安慕希原味希腊酸奶 205g*24 盒实现销售额 8.65 万元, 较上周小幅提升; 蒙牛纯甄风味酸牛奶 200g*24 盒继续维持 6.8 折的促销力度的同时加强营销推广, 本周销售额为 87.95 万元 (较上周增长 151.86%, 占店铺当周总销售额的 24.15%)。

图 21: 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 20190307

图 22: 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 20190307

表 6: 重点乳制品品牌代表性产品销售情况

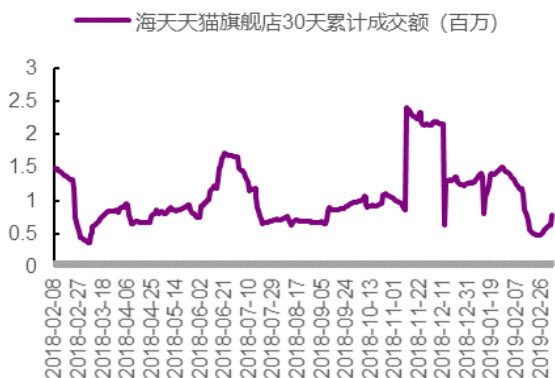
品牌	产品	原价 (元)	时间	均价 (元)	销售额 (元)
伊利	伊利无菌砖纯牛奶 250ml*24 盒 整箱牛奶新老包装交替发	72	上周	54.86	35160
			本周	67.61	94232
	伊利金典有机纯牛奶 250ml*12 盒 整箱牛奶 营养早餐奶	102	上周	81.86	16502
			本周	85.86	191050
伊利安慕希原味希腊酸奶 205g*24 盒酸 牛奶整箱	95.9	上周	96.79	59378	
		本周	106.66	86513	
蒙牛	蒙牛纯牛奶 250ml*24 包 新旧包 装随机发货	48	上周	43.9	57290
			本周	43.9	128715
	蒙牛特仑苏纯牛奶 250ml*12 盒 整箱	66	上周	66.0	1584
			本周	66.0	3762
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 货	132	上周	89.9	349172	
		本周	89.9	879492	

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 20190307, 故此表中本周为 20190301-20190307, 上周即再往前推一周

4.3、调味品数据跟踪

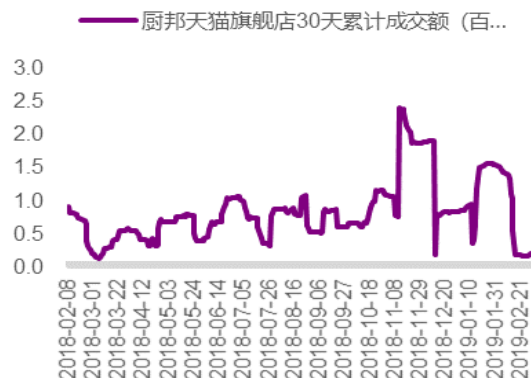
由于受“女王节”促销活动的影响, 厨房调味品作为女性购物车里的常客迎来销售高峰, 厨邦海天线上旗舰店销售额双双猛涨。2019 年 3 月 1 日至 3 月 7 日期间, 海天/厨邦完成销售额 44.46/31.56 万元, 海天销售金额较上周增长逾一倍 (112.71%), 厨邦本周销售额较上周增长 362.61%。

图 23: 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 20190307

图 24: 厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

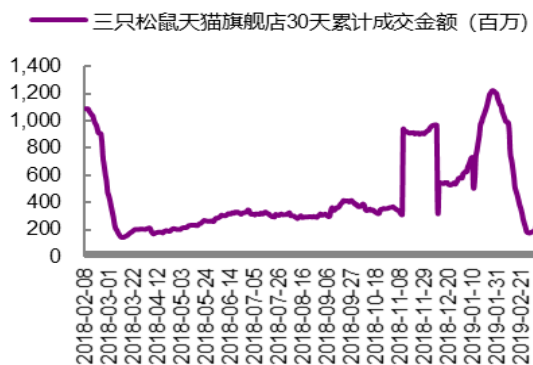


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190301

4.4、大众品重点子行业代表性公司数据跟踪

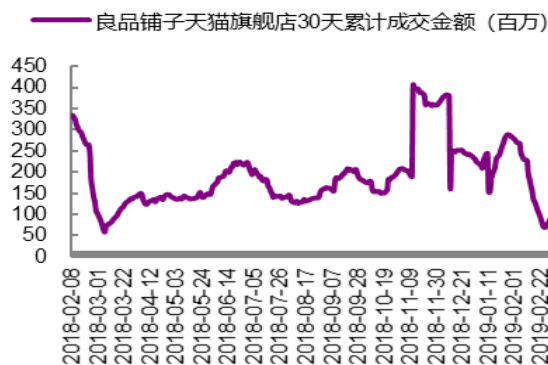
各大重点公司喜迎“女王节”成交额涨势明显。2019年3月1日至3月7日期间,三只松鼠累计成交7731.46万元,较上周上涨29.00%;良品铺子累计成交4560.68万元,较上周上涨26.62%;百草味累计成交5312.27万元,较上周上涨20.42%;好想你累计成交451.95万元,较上周上涨43.27%;周黑鸭累计成交669.65万元,较上周下降4.29%;顽皮累计成交109.39万元,较上周上涨76.11%。

图 25: 三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



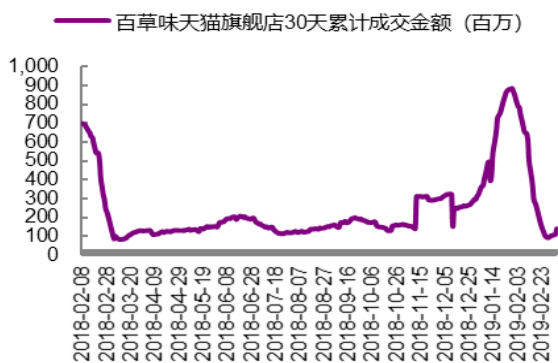
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190307

图 26: 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 20190307

图 27: 百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



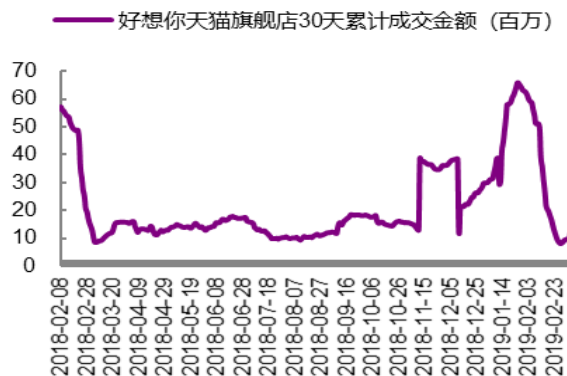
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190307

图 29: 周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



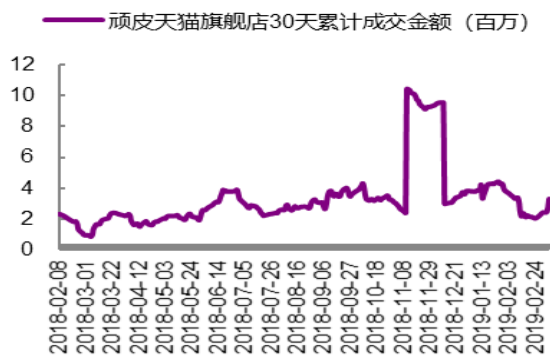
资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190307

图 28: 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 20190307

图 30: 顽皮旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

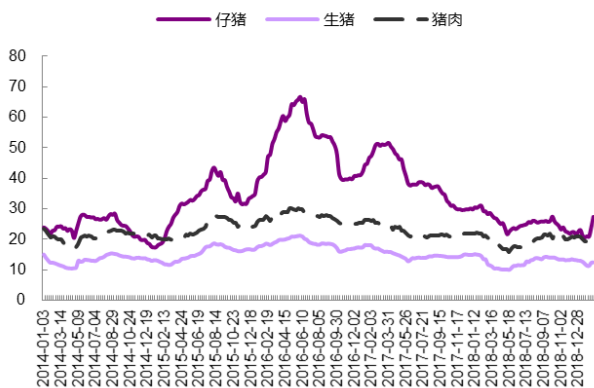


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190307

5、成本端数据跟踪

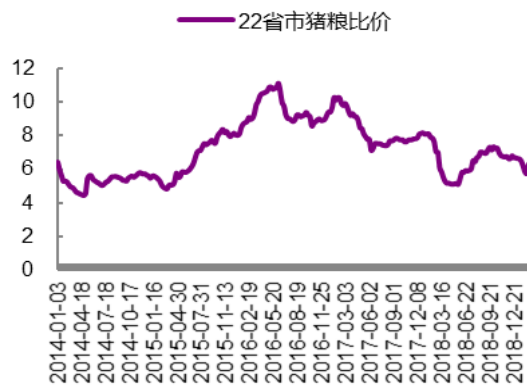
猪价全线上涨, 猪粮比价小幅上升至 6.74。截至 2019 年 3 月 8 日, 仔猪当周价格为 31.45 元/千克, 较上周上涨 13.99%; 生猪价格 12.87 元/千克, 较上周上涨 5.93%; 猪肉价格 20.32 元/千克, 较上周上涨 5.34%; 3 月 8 日猪粮比价小幅上升至 6.74。

图 31: 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 20190308

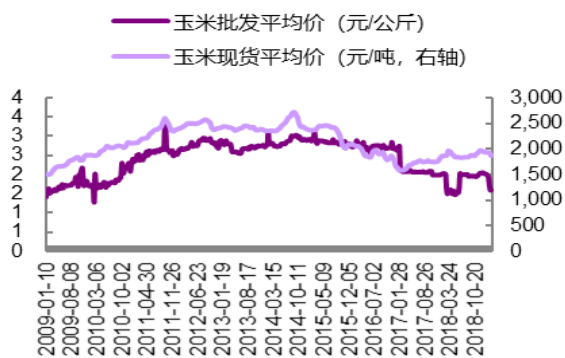
图 32: 22 省市猪粮比价



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190308

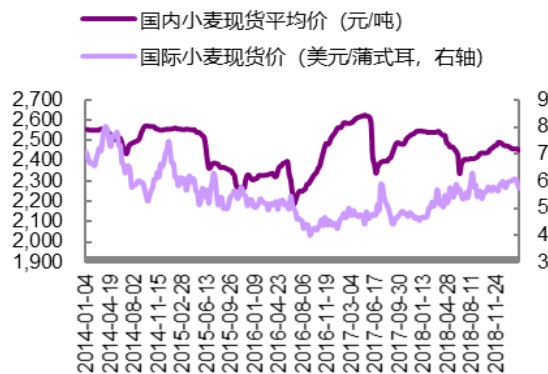
农产品方面，国内玉米批发价格与现货价较上周不同程度下滑；国内与国际小麦价格有所下降，国内大豆价格较上周持平，国际大豆价格较上周下降；国内与国际豆粕价格均小幅下跌；国内与国际白砂糖价格均有所下降。截至 2019 年 2 月 23 日，玉米批发平均价为 1.59 元/公斤，较上周下跌 16.32%；截至 3 月 2 日，玉米现货平均价为 1869.17 元/吨，较上周下跌 1.99%。国内小麦价格为 2452.78 元/吨，较上周下跌 0.29%，国际小麦价格为 5.74 美元/蒲式耳，较上周下跌 3.04%。国内大豆价格为 3490.53 元/吨，较上周持平，国际大豆价格为 341.00 美元/吨，较上周下跌 1.73%。国内豆粕价格为 2639.71 元/吨，较上周下跌 2.67%，国际豆粕价格为 320.50 美元/吨，较上周下跌 1.57%。柳州白砂糖价格为 5220.00 元/吨，较上周持平，昆明白砂糖价格为 5050 元/吨，较上周下跌 0.39%，国际原糖价格为 13.08 美分/磅，较上周下跌 1.58%。

图 33: 国内玉米批发/现货平均价



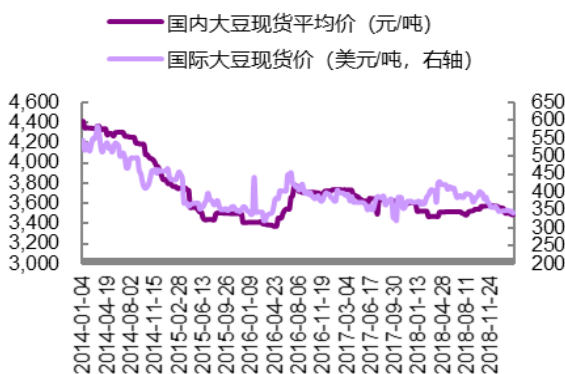
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190302

图 34: 国内/国际小麦现货价



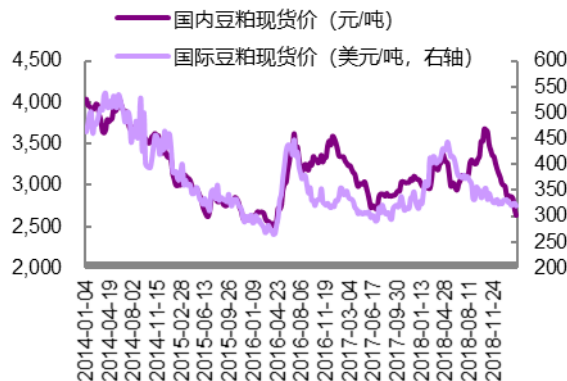
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190302

图 35: 国内/国际大豆现货价



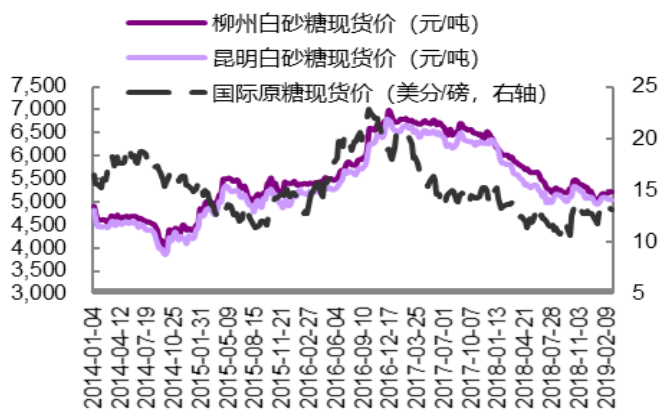
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190302

图 36: 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 20190302

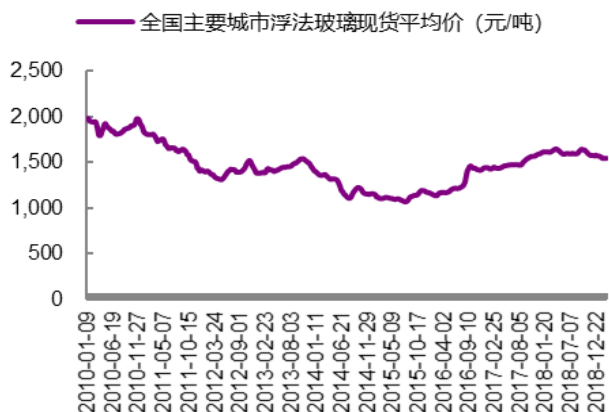
图 37：国内白砂糖/国际原糖现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190302

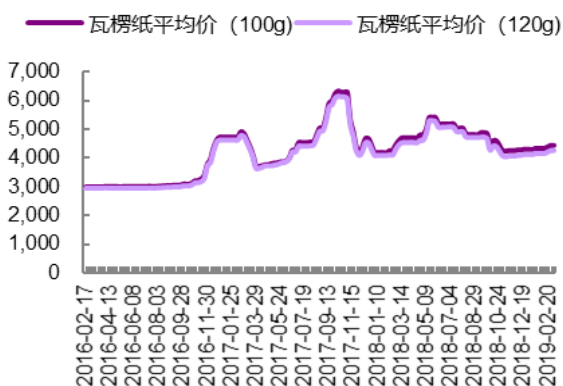
国内包材价格方面，PET 瓶片价格较上周上涨，浮法玻璃与瓦楞纸价格基本持平。截至 2019 年 3 月 2 日，浮法玻璃价格为 1546.68 元/吨，较上周基本持平 (-0.01%)；PET 瓶片出厂均价为 8550.00 元，较上周上涨 1.08%。截至 3 月 6 日，瓦楞纸 100g 均价继续维持 4437 元，瓦楞纸 120g 均价继续维持 4256.43 元。

图 38：国内浮法玻璃现货均价（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190302

图 39：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 20190306

图 40：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 20190302

6、公司重要交易信息

表 7：近期公司重要公告

代码	简称	公告日期	公告标题	公告概要
600872.SH	中炬高新	20190305	关联交易	公司全资子公司美味鲜公司拟现金 3.4 亿元收购朗天慧德公司持有的厨邦公司 20% 的股权；转让完成后，美味鲜公司将持有厨邦公司 100% 的股权。朗天慧德是对中炬高新具有重要影响的控股子公司厨邦公司持股 10% 以上的法人股东。本次交易构成关联交易，未构成重大资产重组。
600872.SH	中炬高新	20190305	临时股东大会通知	公司将于 2019 年 3 月 20 日 14:30 在广东省中山市火炬开发区火炬路一号火炬大厦四楼会议室召开 2019 年第一次临时股东大会。
002661.SZ	克明面业	20190305	回购公司股份进展情况	截至 2019 年 2 月 28 日，公司通过集中竞价方式累计回购股份数量为 1,561,623 股，占公司目前总股本 331,930,298 股的 0.4705%，成交均价为 12.17 元/股，最低价为 11.67 元/股，最高价为 12.37 元/股，支付总金额为 19,011,260.22 元（不含交易费用）。
600809.SH	山西汾酒	20190305	关联交易	公司拟现金收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产，本次交易金额为 9,945.04 万元。本次交易构成关联交易，未构成重大资产重组。
600809.SH	山西汾酒	20190305	关联交易	公司拟现金收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产，本次交易金额为 891.03 万元。本次交易构成关联交易，未构成重大资产重组。
600809.SH	山西汾酒	20190308	临时股东大会通知	公司将于 2019 年 3 月 26 日在山西省汾阳酒都宾馆会议室召开 2019 年第一次临时股东大会。

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 8：重要股东二级市场交易信息

代码	名称	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)
603589.SH	口子窖	3	3	减持	-162.83	-6,320.02
600543.SH	莫高股份	1	1	减持	-1,616.89	-10,935.96
002661.SZ	克明面业	1	1	减持	-0.03	-0.42
002582.SZ	好想你	1	1	减持	-89.58	-719.79
002216.SZ	三全食品	1	1	减持	-0.01	-0.08
000752.SZ	西藏发展	1	1	减持	-118.87	/

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 9：近期公司大事提醒

代码	公司	日期	内容
600702.SH	舍得酒业	2019/3/18	2019 年第一次临时股东大会
002650.SZ	加加食品	2019/3/18	2019 年第一次临时股东大会
002719.SZ	麦趣尔	2019/3/20	2019 年第二次临时股东大会
600872.SH	中炬高新	2019/3/20	2019 年第一次临时股东大会
603779.SH	威龙股份	2019/3/22	2019 年第一次临时股东大会
600809.SH	山西汾酒	2019/3/26	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；人民币汇率波动风险。

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见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