

食品饮料

茅台跨月打款强化增长确定性，春糖催化在即

-中泰食品饮料周报(第11周)

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

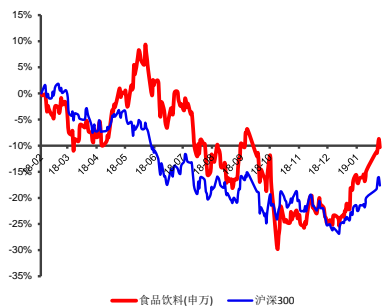
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

行业-市场走势对比



相关报告

《周观点 10：一季报前瞻及增值税减税影响分析》2019.03.10

《顺鑫农业：预收款大幅增长，牛二加速全国化进程》2019.03.15

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
五粮液	78.78	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	20.2	17.5	0.71	买入
古井贡酒	91.48	1.65	2.28	3.26	3.82	27.6	35.2	24.2	20.7	0.47	买入
青岛啤酒	38.94	0.77	0.94	1.05	1.32	22.0	49.5	35.7	28.4	0.76	买入
元祖股份	22.02	0.69	0.85	1.02	1.22	34.0	23.82	21.0	17.6	0.77	买入
汤臣倍健	21.60	0.36	0.52	0.67	0.82	32.8	28.8	30.2	23.2	0.83	买入

备注：股价为2019年3月15日收盘价。

投资要点

- **3月组合：白酒表现靓丽。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液(10.18%)、古井贡酒(17.58%)、青岛啤酒(1.72%)、元祖股份(3.57%)、汤臣倍健(3.25%)、组合收益率为7.26%。同期上证综指上升2.75%，组合领先上证综指4.51%。
- **1-2月社零数据点评：春节错位导致1-2月增速回落。**从1-2月食品饮料行业社零数据来看，1-2月粮油、食品类增速10.1%，环比下降1.2pct，饮料类增速8.0%，环比下降1.2pct，烟酒类增速4.6%，环比下降3.8pct。食品饮料社零增速的回落主要是春节错位、备货时间提前所致，实际上将2018年12月与2019年1-2月的数据平滑来看，食品饮料增速仍较为稳健。
- **白酒：板块估值继续修复，静待春糖释放正能量。**本周茅台一批价达到1800-1840元，普五一批价约810-820元，茅台价格保持坚挺，核心仍在于春节后供需持续偏紧，近期渠道反馈茅台经销商已可以打4-5月的货款，我们认为在一定程度上缓解货源紧张的同时，也将对一季度业绩形成支撑，缓解市场对于业绩的忧虑。下周将迎来春季糖酒会，从我们的一季报前瞻和草根调研情况来看，名酒业绩和实际动销均好于预期，因此我们认为春糖会反馈将偏向正面，有望进一步修复市场对于去年三季度以来白酒盈利波动的悲观预期，从而推动板块估值修复。此外，顺鑫率先披露年报显示，业绩高增长的同时预收款再超市场预期，再次验证我们对于板块良性的判断。经过本周白酒板块的集体上涨，大部分公司估值修复至18-22倍，但考虑到白酒增长的确切溢价以及市场整体估值水平的抬升，我们认为核心标的估值依旧存在空间。
- **徽酒：省内双雄优势显著，持续共享消费升级。**我们对徽酒进行跟踪，重要信息梳理如下：**关于竞争格局**，目前省内竞争已日趋明朗，古井和口子能够充分享受省内从100元至200元价位带的消费升级，而尚未进入互相抢份额的阶段，该价位带外来竞争压力较小。**关于古井**，献礼下沉至乡镇市场，古5在县城，古8在城区，古16、古20有望作为全国化产品进行推广，2018年古8及以上产品占比约为34%，结构升级趋势延续；当前库存总体合理，大部分是春节的货，不存在前几年的压库存问题。**关于口子**，口子五年以乡镇消费为主，口子十年以上产品占比约为28%，口子目前一方面进行高价位产品换挡（十年产品换包装），一方面从安徽到上海进行全国性节点布局；口子发展稳健，库存处于合理水平。
- **洋河股份：春节表现稳健，新江苏战略继续推进。**我们对洋河股份进行

- 跟踪，重要信息梳理如下：**关于整体情况**，省外比省内增速更快，高端产品增速更快，19年目标稳中有升，将继续深化新江苏战略，对行业仍维持谨慎乐观的判断。**关于春节情况**，今年春节省内与去年基本持平，只是增速放缓，但并未出现市场所担心的下滑。**关于省外市场**，18年传统优势市场表现稳健，山东比平均快一些，新兴市场增速更快（如江西），现在已有6个市场超过10亿（销售考核口径）。**关于库存情况**，春节时库存较高，现在已逐步消化，相比去年略有增加，但整体在合理范围内，省内比省外库存更低。**关于费用投放**，19年费用总额将有所增加，费用率基本稳定，公司将优化费用结构，如将费用前置，跳过经销商而投向消费者，且向成长型市场、高端产品的费用投入会更大一些。
- **啤酒：啤酒行业1-2月产量增长4.2%，一季报有望迎来开门红。**2019年1-2月全国规模以上啤酒企业累计产量为539万千升，同比增长4.2%。啤酒产量增长超预期，我们认为主要系今年1-2月份气温较高。渠道调研反馈部分地区（尤其是南方）1-2月气温回升、晴天较多，啤酒消费表现良好，如青啤华南地区预计有中间位数增长。从历史数据看，2018年全国啤酒产量同比增长0.5%，经历四年下滑后止跌，其中11和12月份分别实现1.9%和2.3%的增长。啤酒行业产量逐步回归正常，预计未来将保持平稳，在量无明显增长空间的情况下，行业竞争从市场份额的争夺转向结构升级。我们认为今年啤酒板块受益结构升级+提价滞后效应吨酒价格仍会保持积极上升的趋势，成本端有望受益环保限产放宽压力减小，增值税率从16%下调至13%将显著增厚盈利能力较低的啤酒个股业绩。今年1-2月产量超预期实属不易，有望进一步催化啤酒企业一季报业绩，建议积极关注青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒。
 - **伊利股份：2月常温液态奶增速超预期。**1) 根据草根调研，1-2月常温液态奶收入占比略高，在去年高基数上仍取得双位数增长，其中安慕希、金典表现靓丽，预计增速分别超过40%、20%。低温产品全年收入目标略高于常温产品，1-3月为销售淡季，对业绩贡献有限。奶粉占比预计约为10%，增速达到双位数，19Q1整体收入增速预计约为10-15%。2) 1-2月行业竞争有所缓和，整体费用率预计平稳。19Q1原奶价格涨幅为小个位数，对整体成本影响有限，且产品结构升级加速预计将抵消部分成本压力。根据2月渠道调研，渠道库存略有增加，考虑常温产品维持15-20天良性库存，为了处理部分库存，我们预计3月买赠力度将略有加大。整体看毛利率有望走低，费用率有望平稳，整体利润增速低于收入增速，在18Q1利润增速高基数情况下，19Q1利润增速预计约为0-5%。
 - **投资策略：**总量来看，行业结构性机会依旧明显，即使经济增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。白酒强势的品牌依旧有发挥空间，当下核心上市公司估值不贵，重点推荐贵州茅台、五粮液、古井贡酒、顺鑫农业、口子窖、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
 - **风险提示：**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 4 -
每周市场回顾：板块领先综指 3.64%，子板块白酒涨幅居前	- 4 -
2019 年 3 投资组合：五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、元祖股份、汤臣倍健	- 5 -
最新重点报告观点（第 11 周）	- 6 -
周观点 10：一季报前瞻及增值税减税影响分析	- 6 -
顺鑫农业：预收款大幅增长，牛二加速全国化进程	- 7 -

图表目录

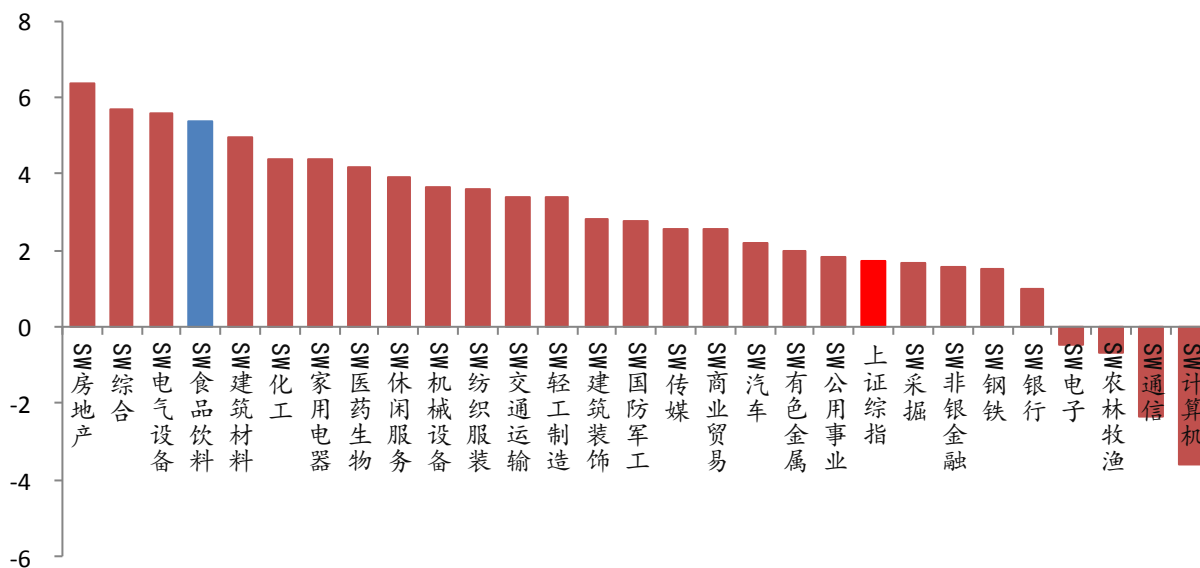
图表 1：食品饮料行业周涨幅为 5.39%，领先上证综指 3.64%	- 4 -
图表 2：子板块 SW 白酒居前	- 4 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 4 -
图表 4：3 月组合收益率为 7.26%	- 5 -
图表 5：重点公司盈利预测表	- 5 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先综指 3.64%，子板块白酒涨幅居前

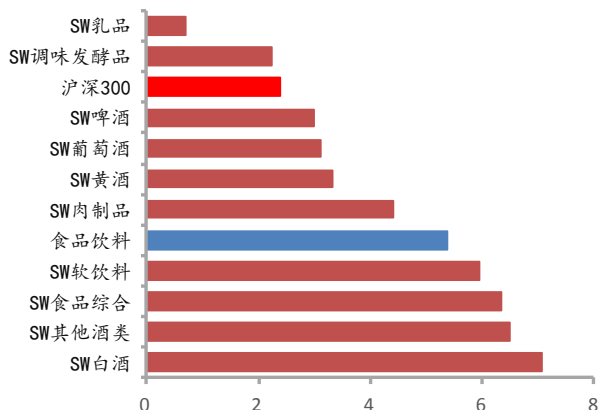
- 市场回顾：**本周上证综指上涨 1.75%，食品饮料板块上涨 5.39%，领先上证综指 3.64 个百分点。子板块方面白酒、其他酒类、食品综合、软饮料、肉制品、黄酒、葡萄酒、啤酒、调味发酵品和乳品分别上涨 7.08%、6.50%、6.35%、5.96%、4.41%、3.32%、3.11%、3.00%、2.24% 和 0.72%。个股方面，佳隆股份（28.93%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 5.39%，领先上证综指 3.64%



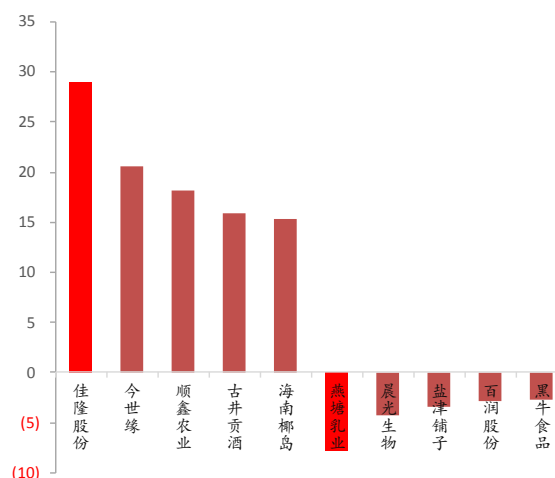
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块 SW 白酒居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2019年3月投资组合：五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、元祖股份、汤臣倍健

- 3月推荐组合：五粮液、古井贡酒、青岛啤酒、元祖股份、汤臣倍健。
 当月内五者涨跌幅分别为五粮液（10.18%）、古井贡酒（17.58%）、青岛啤酒（1.72%）、元祖股份（3.57%）、汤臣倍健（3.25%）、组合收益率为7.26%。同期上证综指上升2.75%，组合领先上证综指4.51%。

图表4：3月组合收益率为7.26%

公司名称	代码	权重	3月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
五粮液	000858.SZ	20%	10.18%	业绩超预期，期待改革红利持续释放	7.26%
古井贡酒	000596.SZ	20%	17.58%	业绩符合预期，旺季回款势头良好	
青岛啤酒	600600.SH	20%	1.72%	周期底部，2019年有望进入业绩快速释放期	
元祖股份	603886.SH	20%	3.57%	门店扩张，稳健向上	
汤臣倍健	300146.SZ	20%	3.25%	收入利润符合预期，大单品+拓渠道助力高成长	

来源：wind、中泰证券研究所

图表5：重点公司盈利预测表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
贵州茅台	777.30	9762.9	21.56	27.03	31.64	36.1	28.8	24.6
五粮液	78.78	2990.5	2.55	3.54	4.08	30.9	22.3	19.3
泸州老窖	53.27	746.8	1.75	2.37	2.75	30.4	22.5	19.4
洋河股份	112.33	1692.8	4.40	5.38	6.16	25.5	20.9	18.2
古井贡酒	91.48	461.1	2.28	3.26	3.82	40.1	28.1	23.9
山西汾酒	55.01	476.4	1.09	1.72	2.10	50.5	32.0	26.2
口子窖	47.87	287.2	1.86	2.26	2.61	25.7	21.2	18.3
水井坊	42.18	206.3	0.69	1.22	1.59	61.1	34.6	26.5
沱牌舍得	28.75	96.9	0.43	0.93	1.33	66.9	30.9	21.6
顺鑫农业	49.72	283.9	0.77	1.30	2.27	64.6	38.2	21.9
伊力特	18.72	82.6	0.80	1.07	1.34	23.4	17.5	14.0
老白干酒	16.99	74.4	0.37	0.73	1.04	45.9	23.3	16.3
迎驾贡酒	17.11	136.9	0.83	0.93	1.03	20.6	18.4	16.6
伊利股份	26.59	1629.7	0.99	1.06	1.20	26.9	25.1	22.2
绝味食品	44.16	181.1	1.26	1.58	1.95	35.0	27.9	22.6
元祖股份	22.02	52.8	0.85	1.02	1.22	25.9	21.6	18.0
青岛啤酒	38.94	525.7	0.94	1.05	1.32	1.6	37.1	29.5
重庆啤酒	33.48	162.0	0.68	0.86	1.02	49.2	38.9	32.8
中炬高新	31.79	253.4	0.57	0.77	0.95	55.8	41.3	33.5
海天味业	75.18	2034.4	1.31	1.58	1.92	57.4	47.6	39.2
安琪酵母	27.39	90.4	1.03	1.17	1.41	26.6	23.4	19.4
双汇发展	25.32	835.6	1.31	1.49	1.65	19.3	17.0	15.3
恒顺醋业	12.00	72.4	0.47	0.43	0.44	25.5	27.9	27.3
光明乳业	9.79	119.8	0.50	0.59	0.68	19.6	16.6	14.4

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 11 周）

周观点 10: 一季报前瞻及增值税减税影响分析

- **3 月组合:** 古井贡酒表现优异。本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液 (-0.08%)、古井贡酒 (1.48%)、青岛啤酒 (-2.01%)、元祖股份 (0.94%)、汤臣倍健 (-5.02%)、组合收益率为 -0.94%。同期上证综指上升 0.98%，组合落后上证综指 -1.92%。
- **白酒一季报前瞻:** 今年有望实现开门红，奠定全年稳增长的基调。依照我们近期大量的调研，我们对于白酒一季报很有信心：1) 名酒增速稳健。五粮液目前库存偏低，我们预计一季度有望实现近 20% 的增长；茅台要看 3 月份的发货数据，一季度有望实现 12-15% 的增长；汾酒湖南反馈翻倍增长，总体我们预计一季度有望实现 30% 的增长；古井/口子窖/洋河/今世缘预计一季度收入有望实现 20%/15%/12%/30% 的增长。2) 消费升级以及品牌集中之下，行业分化成长。行业龙头贵州茅台是行业的风向标，18 年茅台酒产量 4.97 万吨，对应 2021-2022 年茅台酒供应量近 4 万吨。考虑到价格的要素，2018-2021 年业绩有望实现 12% 以上的复合增速，目前理财产品的收益率 4% 左右 (25 倍估值)，考虑茅台公司的分红以及业绩增长的确切性，预计依旧有空间。3) 春糖以及一季报催化在即。春糖交流是信息集聚地及重要观察窗口，如果春糖反馈积极，短期盈利波动担忧将进一步化解，板块估值有望进一步回升。根据我们调研的近 20 家白酒经销商，大多反馈比预期的要好，甚至有 3 成以上的名优酒经销商反馈比去年要好，一季报白酒总体好于预期。考虑到白酒的确切性以及龙头企业仍有提升空间，且当前大多公司估值仍在 16-20 倍，板块良性，依旧可以配置核心标的 (茅五泸古汾口子、今世缘、顺鑫、洋河等)。
- **白酒跟踪:** 茅台批价高位运行，五粮液将推珍藏版。普飞节前一批价 1750 以上，预计节前发货量不到 6000 吨，节后一批价持续上行，目前价格普遍在 1800 元以上，经销商反馈普飞开瓶率较高，考虑到厂家要加大执行，惜售的情况比以前要少。生肖酒春节以来价格稳中有降，目前猪茅价格在 2600-2800 元。五粮液一批价为 810-820 元，据微酒报道，3 月将推出珍藏版五粮液，出厂价不低于 859 元，我们认为珍藏版五粮液与 6 月推出的升级版五粮液是对产品结构的进一步升级，有利于拉升品牌高度，为下半年提价奠定良好基础。
- **增值税减税测算:** 板块整体受益，低利润率企业利润弹性尤为显著。2019 年政府工作报告表示将实施更大规模的减税，制造业等行业现行 16% 的税率将降至 13%，我们测算了这一政策对于食品饮料上市公司业绩的影响，主要结论如下：1) 从行业整体来看，食品饮料行业将受益于增值税减税红利，增值税税率下调 3% 将通过减轻企业税负，进而增厚上市公司利润。2) 从子板块来看，减税对于低利润率的板块与企业所贡献的利润弹性更为显著，测算结果显示，啤酒板块、顺鑫、梅林的利润增厚幅度更大，理论上增值税税率下降 3% 将为华润/青啤/重啤/顺鑫/梅林提供 39%/26%/15%/40%/47% 的利润空间。3) 总结来看，一方面啤酒、顺鑫享

受利润弹性的同时，可能通过投放费用、让利经销商等方式将增厚的利润与经销商共享，整体而言仍将显著受益，另一方面茅台等行业龙头由于对下游具有强定价权，更有望充分享受增值税下调带来的红利。

- **青岛啤酒**：加速产品结构升级，一季报增长可期。公司线下加强 1903 铺市率和陈列推广，线上宣传聚焦于 1903，同时该单品任务的增量部分追加单箱费用及返利，专项费用上 1903 占据资源比例提升。公司重点打造 1903 成为第二个大单品，以承接经典的消费升级。草根调研反馈华南大区任务完成情况较好，1-2 月收入实现双位数增长，量和结构均有良好表现。我们预计青岛啤酒一季度收入可实现 5%+ 增长，利润增长受益结构升级及提价滞后效应将显著快于收入。
- **伊利股份**：渠道一季度收入增长开门红，实际好于预期。近期我们草根调研发现 1-2 月常温液态奶销售收入好于预期，奶粉稳健、冷饮+低温为销售淡季占比不高，预计整体收入维持 10% 以上的增速。考虑 18Q1 收入 25%、利润 21% 的高基数，加之原奶价格上涨成本略有承压，结构升级+买赠促销平稳，双寡头格局下抢占市场份额，渠道开拓+终端陈列+广告费用略有增加，我们预计利润在 5% 左右。
- **汤臣倍健**：收入开门红，一季度利润预告 15%-35% 增长。我们渠道调研了解，1-2 月公司保健品实际发货超预期，终端动销在春节后继续平稳向好，经销商经历 1 月的抢货状态，渠道库存处于良性区间。我们预计 19Q1 公司收入增速在 30%-40% 左右，母品牌维持 20% 左右增长，健力多增速预计超过 50%，并表 LSG 带来 2 亿左右收入增量。2) 公司公告 19Q1 归母净利润预计在 4.3-5 亿元，同比+15%-35%，考虑 19Q1 公司新增蛋白粉、LSG 等广告费用投入、同时开拓母婴、商超等费用略有加大，因此预计 19Q1 收入增速高于利润的增速。
- **元祖股份**：春节礼盒表现较好，一季报有望开门红。公司经历几年人员培育储备，步入渠道下沉和门店扩张期。我们草根调研发现渠道 1-2 月新增门店十几年高于预期，卡券销售向好，预计有双位数增长。产品端，公司春节新推出春节礼盒装伴手礼，销售增量明显，预计收入 10%-15%，考虑 18Q1 多投了央视广告，加之业绩季节性波动明显利润为负，目前 1-2 月销售费用保持平稳，预计利润增速显著快于收入。
- **投资策略**：总量来看，行业结构性机会依旧明显，即使经济增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。白酒强势的品牌依旧有发挥空间，当下核心上市公司估值不贵，重点推荐贵州茅台、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
- **风险提示**：三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全

顺鑫农业：预收款大幅增长，牛二加速全国化进程

- **事件**：2018 年公司实现营业收入 120.74 亿元，同比增长 2.90%；实现归属净利润 7.44 亿元，同比增长 69.78%，实现扣非后归属净利润 7.93 亿元，同比增长 129.59%；基本每股收益 1.30 元，同比增长 69.78%。

- **预收款大增，牛栏山持续高增。**2018 年公司净利润 7.44 亿元，落在业绩预告区间，整体业绩符合预期，扣非后净利润 7.93 亿元，同比增长 129.59%，主要是处置固定资产产生-0.59 亿元非经常性损益；但母公司报表预收账款为 46.68 亿元，同比大幅增长 42.01%，再创历史新高，超出市场预期；其中 18Q4 实现收入 28.71 亿元，同比下降 0.49%，净利润 2.08 亿元，同比增长 25.13%，整体收入下滑主要受屠宰业务拖累。分业务来看，2018 年白酒收入 92.78 亿元，同比增长 43.82%，净利率 11%-12%，屠宰收入 23.68 亿元，同比下降 20.23%，亏损约 5 千万-1 亿元；房地产亏损约 2.5-3 亿元；其中白酒全国化市场布局继续加速推进，目前牛栏山亿元以上省级（包括直辖市）销售市场已达 22 个，长三角、珠三角市场发展更为迅猛，我们预计长三角地区全年收入增速约 60%。
- **毛利率大幅提升，期间费用率小幅下降。**2018 年公司毛利率为 39.96%，同比大幅提升 6.04pct，主要是肉制品和房地产业务盈利能力提升所致。2018 年期间费用率为 17.08%，同比下降 0.88pct，其中销售费用率为 10.14%，同比提高 0.34pct，管理费用率为 5.76%，同比下降 1.06pct，财务费用率为 1.19%，同比下降 0.15pct。2018 年公司净利率为 6.03%，同比提高 2.26pct，盈利能力得到明显提升。2018 年公司经营活动现金流量净额为 31.75 亿元，同比增长 28.52%，主要是报告期内预收账款大幅增长所致。
- **2019 年规划积极，春节动销势头强劲。**根据渠道反馈，2019 年江浙沪地区收入规划 35% 增长，我们预计春节期间完成全年目标的 50%，高于去年 40% 的完成率。库存方面，目前库存 1 个多月低于往年水平，预期 4 月即可全部消化，比去年提早一个多月。产品方面，2019 年规划将老产品陈酿占比从 72% 降至 65%，新产品占比提升至 25% 以上。随着 20-30 元产品在省外逐步推广以及渠道进一步下沉，我们预计 2019 年白酒收入增速仍有望实现 20%-30% 增长。考虑到原材料价格下行和房地产亏损减少的可能，对应利润端增速有望更为积极。
- **长期来看，牛栏山具备持续增长潜力。**短期来看，我们认为牛栏山低库存模式+刚性需求属性+高性价比优势有助于公司平稳穿越周期，省外市场持续高增驱动业绩增长。长期来看，在千亿规模的低端酒市场上，公司当前市占率不到 10%，未来有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额。同时，随着公司海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入，我们预计 2019 年起公司财务压力与地产业务亏损将有望减小。随着公司主业逐步清晰，业绩弹性有望得到充分体现，公司市值仍被低估，我们持续重点推荐。
- **投资建议：**重申“买入”评级，持续重点推荐。我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 139.70、165.19、188.57 亿元，同比增长 15.70%、18.24%、14.16%；实现净利润分别为 12.95、16.82、19.98 亿元，同比增长 73.97%、29.93%、18.75%，对应 EPS 分别为 2.27、2.95、3.50 元。
- **风险提示：**房地产业务剥离速度放缓、公司机制改善进度低于预期、低端酒竞争加剧。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。