

## 食品饮料行业周报（20190311-20190317）

## 春糖会迎来密集反馈，白酒板块开门红可期

推荐（维持）

- 本周发布食品饮料行业国际比较研究系列之二：再看日本—物换星移几度秋，几家欢喜几家愁。在上篇报告《在迷雾中穿行—90年代日本食品饮料的变与不变》中，我们着重分析了日本90年代经济泡沫破裂后食品饮料行业的发展情况，即经济波动导致部分可选消费减少，但不改由社会结构及饮食文化演变带来的方便化、健康化、西式化趋势。进入21世纪之后，日本多数食品饮料行业已进入成熟阶段，增长放缓甚至下滑，企业发展需要寻求新的增长动力。在本篇报告里，我们拉长时间维度，并从行业视角切换到公司视角，试图总结成熟市场中日本食品饮料龙头公司的发展情况。报告亮点如下：1）分析人口拐点下、经济低迷期食品饮料行业特点；2）总结成熟市场中日本食品饮料公司的四大应对策略；3）复盘酒水、乳制品、休闲食品、调味品、烘焙、饮料六大子行业中的七大龙头公司发展历程。详情参见我们的深度报告。
- 重要公司点评：1）顺鑫农业：白酒业务较快增长，预收账款再创新高。白酒业务较快增长，预收账款再创新高。公司持续聚焦白酒主业，核心大单品陈酿系列具有较高性价比，目前占比已达70%，仍保持较好增长势头，预计未来还会持续放量。母公司预收账款为46.68亿元，同增13.81亿元，环增24.16亿元，创历史新高。费用投入模式改变致白酒毛利率下滑，主业持续聚焦带动净利率水平提升。公司18年销售费用率同增0.34pct，管理费用率同降1.06pct，销售费用率同增0.34pct，净利率为6.03%，预计白酒净利率已达到12%，未来仍有一定提升空间。泛全国化持续推进，外阜市场增量明显。公司大本营北京市场增长主要来自产品结构升级，预计全年增速相对比较平稳。外阜市场持续发力，增量明显。渠道调研显示，长三角地区增速较快，市占率持续提升。
- 2）双汇发展：18年业绩符合预期，19年多措并举提升盈利。屠宰业务：Q4头均利润创新高，龙头上量趋势不改。屠宰业务全年收入289.2亿元，同比-4.9%，生猪屠宰量1631万头，同比+14.3%，Q4屠宰量增速较Q3逐季回升；Q4屠宰头均利润达84.7元。肉制品业务：销量增长低个位数，吨价小幅提升。肉制品业务全年收入232.1亿元，同比+2.4%，其中18Q4收入55.4亿元，同比+0.6%；收入增长源于产品结构升级及涨价带来的价格提升，Q4公司对肉制品平均提价2-3%，后续预计通过产品结构提升、价格调整对冲猪肉上涨压力。屠宰行业加快整合，肉制品关注结构提升及渠道营销改革。屠宰方面，短期猪瘟影响屠宰上量，中长期行业加快整合趋势不改。肉制品方面，公司将继续进行产品结构调整，同时加大渠道建设及营销推广，静待新品带动整体销量实现突破。
- 投资建议：白酒方面，如之前我们对估值修复行情分段演绎的判断来看，目前估值继续向上修复空间有所收窄，但短期的流动性宽松、基本面预期改善以及外资持续流入预期带来的估值体系重构等积极因素仍将利好板块投资情绪，3月在基本面预期改善及本周春糖预计反馈正面的判断下基本面风险不大。标的上，稳健品种继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等，短期关注Q1业绩预期良好标的山西汾酒、今世缘等，此外二三线低估值品种预计仍有一定补涨机会。大众品方面，年报前瞻来看，龙头业绩保持相对平稳，建议继续深挖基础消费品牌化机遇，继续寻找细分品类下真成长龙头，推荐中炬高新、伊利股份、安井食品、恒顺醋业、洽洽食品、汤臣倍健等；同时守正之上建议出奇，继续推荐市场预期较低、业绩具备改善空间的标的，重点推荐西王食品、上海梅林等。
- 风险提示：经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。

## 华创证券研究所

证券分析师：方振

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

证券分析师：董广阳

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

证券分析师：张燕

电话：021-20572507  
邮箱：zhangyan1@hcyjs.com  
执业编号：S0360518120001

联系人：于芝欢

邮箱：yuzhishuan@hcyjs.com

联系人：杨传忻

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

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	89	2.48
总市值(亿元)	28,415.59	4.67
流通市值(亿元)	26,116.51	5.94

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	9.76	27.41	7.53
相对表现	-2.41	11.89	15.21



## 相关研究报告

《食品饮料行业1-2月线上数据分析专题：伊利线上份额提升，Muscletech表现亮眼》

2019-03-10

《食品饮料行业周报（20190304-20190310）：龙头短期有所回调，预计调整空间有限》

2019-03-10

《食品饮料行业国际比较研究系列之二：再看日本：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁》

2019-03-17

# 目录

一、本周重要公司点评.....	5
（一）顺鑫农业：白酒业务持续发力，预收账款再创新高.....	5
（二）双汇发展：18年业绩符合预期，19年多措并举提升盈利.....	5
二、本周深度研究：再看日本：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁.....	6
三、本周渠道反馈：茅五批价稳定，伊利安慕希价格有所回升.....	7
四、投资策略.....	8
五、行业数据.....	8
六、上周行情回顾.....	9
七、北上资金跟踪.....	9
八、估值.....	11
九、行业一周数据及点评.....	12
（一）白酒.....	12
（二）葡萄酒.....	13
（三）啤酒.....	15
（四）乳制品.....	15
（五）肉制品.....	16
（六）原材料及包材.....	17
十、行业一周重要事件及股东大会提示.....	18
十一、风险提示.....	19

# 图表目录

图表 1	伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）	7
图表 2	三地产品新鲜度情况	7
图表 3	本周乳制品主要产品价格促销跟踪表	8
图表 4	2018 年初至今食品饮料走势	9
图表 5	2019 年以来各行业涨跌幅前 20 名	9
图表 6	食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）	9
图表 7	2019 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	10
图表 8	2019 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	10
图表 9	2019 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	10
图表 10	2019 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	10
图表 11	贵州茅台成交净买入及总金额	10
图表 12	五粮液成交净买入及总金额	10
图表 13	洋河股份成交净买入及总金额	11
图表 14	伊利股份成交净买入及总金额	11
图表 15	食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图	11
图表 16	食品饮料相对 PE 和 PB 走势图	11
图表 17	食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图（2005 年至今，周）	12
图表 18	食品饮料、白酒相对 PE 走势图（2005 年至今，周）	12
图表 19	53 度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶	12
图表 20	52 度 500ml 五粮液价格走势元/瓶	12
图表 21	洋河梦之蓝(M3)京东价格走势元/瓶	13
图表 22	剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势元/瓶	13
图表 23	白酒产量月度走势图	13
图表 24	白酒产量年度走势图	13
图表 25	Live-exFine Wine100 指数走势图	14
图表 26	张裕终端价格走势元/瓶	14
图表 27	国外品牌葡萄酒价格走势	14
图表 28	葡萄酒进口量和进口价格走势	14
图表 29	葡萄酒产量月度走势图	14
图表 30	葡萄酒产量年度走势图	14
图表 31	青啤和哈啤价格走势	15
图表 32	国外啤酒品牌价格走势	15

图表 33	啤酒产量月度走势图.....	15
图表 34	啤酒产量年度走势图.....	15
图表 35	生鲜乳价格走势图中.....	16
图表 36	牛奶和酸奶零售价走势图.....	16
图表 37	婴幼儿奶粉零售价走势图.....	16
图表 38	芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅.....	16
图表 39	生猪和猪肉价格走势图中元/公斤.....	16
图表 40	生猪养殖盈利走势图元/头.....	16
图表 41	豆粕现货价走势图（元/吨）.....	17
图表 42	全国大豆市场价走势图（元/吨）.....	17
图表 43	箱板纸国内平均价走势图（元/吨）.....	17
图表 44	瓦楞纸出厂平均价走势图（元/吨）.....	17
图表 45	OPEC 原油价格走势图中（美元/桶）.....	17
图表 46	中国塑料价格指数走势图.....	17
图表 47	一周股东大会提示.....	18
图表 48	下周年报披露公司.....	19

## 一、本周重要公司点评

### （一）顺鑫农业：白酒业务持续发力，预收账款再创新高

**白酒业务较快增长，预收账款再创新高。**公司 2018 年实现收入 120.74 亿元，同增 2.90%，其中 18Q4 公司实现收入 28.71 亿元，同减 0.49%，环比 Q3（-14.34%）降幅收窄。公司持续聚焦白酒主业，2018 年实现收入 92.78 亿元，同增 43.82%，占比 76.84%，其中 18H2 实现收入 35.04 亿元，同增 21.11%，环比 H1（+62.29）放缓。公司核心大单品陈酿系列具有较高性价比，目前占比已达 70%，作为外阜市场先导产品具备较强竞争优势，目前仍保持较好增长势头，预计未来还会持续放量。母公司预收账款为 46.68 亿元，同增 13.81 亿元，环增 24.16 亿元，创历史新高。母公司回款 163.84 亿元，同增 4.95%；经营活动现金净流量为 31.75 亿元，同增 28.52%，现金流表现优异。猪肉产业 18 年实现收入 24.71 亿元，同降 23.13%，主要系上半年猪周期处于下行通道，生猪市场价格大幅下跌，导致公司猪肉业务受影响，下半年受非洲猪瘟影响，活猪调运受限，猪价有上升，但北方疫情频发省份猪价持续低迷。房地产实现收入 1.45 亿元，同降 8.67%，19 年预计部分确认收入，预计亏损会收窄。

**费用投入模式改变致白酒毛利率下滑，主业持续聚焦带动净利率水平提升。**18 年公司毛利率为 39.96%，同增 6.04pct，其中肉类加工和房地产业务毛利同比分别增 2.67pct 和 6.41pct。而白酒毛利率为 49.63%，同降 5.23pct，主要系从 17 年下半年开始公司改变了白酒业务市场开发及推广投入的方式，市场开发及推广费用由经销商承担，公司给予经销商销售折扣，导致成本增加，毛利率下降。公司 18 年销售费用率为 10.14%，同增 0.34pct，其中广告费用为 6.28 亿元，同增 46.07%，收入占比提升 1.54pct，主要系公司上半年为推动白酒业务泛全国化扩张，持续加大了广告投入力度。管理费用率同降 1.06pct，销售费用率同增 0.34pct。公司净利率为 6.03%，同增 2.26pct，主要系公司剥离建筑业务后，持续聚焦白酒主业，18 白酒主业增速较快，占比持续提升，同增 21.86pct 达 76.84%。而白酒盈利能力明显好于肉制品等其他业务板块，预计白酒净利率已达到 12%，公司整体净利率水平提升，预计未来随着白酒主业的持续聚焦和规模效应的逐渐显现，净利率还有一定提升空间。

**泛全国化持续推进，外阜市场增量明显。**北京是公司大本营市场，相对成熟，增长主要来自产品结构升级，预计全年增速相对比较平稳。外阜市场持续发力，增量明显。根据渠道调研显示，长三角地区增速较快，公司核心产品白牛二因性价比较高，增长势头强劲，持续挤占地产散酒、老村长等竞争对手的市场份额，市占率持续提升。预计未来公司在放量的同时适度进行产品结构升级，增长潜力巨大。江苏地区今年春节旺季表现较好，收入增速超目标计划，任务量也已完成全年计划的 50% 左右。同时，其他外阜市场也保持了较快增速，公司泛全国化布局成效显著，预计白酒业务未来将继续贡献较大增量。

**投资建议：**考虑到公司白酒收入维持高增，外阜市场扩张提速，白酒业务净利率料逐步提升，上调公司 2019-21 年 EPS 至 2.00/2.56/3.05 元（原预测 2019-20 年 EPS1.76/2.22 元），对应 PE 分别为 25/19/16 倍，考虑到公司白酒主业的较快增长，给予 19 年 30 倍 PE，对应目标价 60 元，上调评级至“强推”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；地产预售不及预期；食品安全风险。

### （二）双汇发展：18 年业绩符合预期，19 年多措并举提升盈利

**屠宰业务：Q4 头均利润创新高，龙头上量趋势不改。**屠宰业务全年收入 289.2 亿元，同比-4.9%，其中 18Q4 收入 74.6 亿元，同比-6.4%；FY18 公司生猪屠宰量 1631 万头，同比+14.3%，其中 Q4 屠宰量 428 万头，同比+2.3%。受猪瘟影响，17Q2 以来屠宰上量趋势中断，但公司积极发挥全国布局优势，在低价区增加屠宰量，高价区限量以降低影响，Q4 屠宰量增速较 Q3 逐季回升；参考 18 年行业生猪定点屠宰量 2.4 亿头，同比+9.3%，公司增速高于行业，规模优势显著。生鲜肉全年销量 153.2 万吨，同比+0.8%，其中 Q4 销量 38.5 万吨，同比-10.3%，低于屠宰量增速，消费端短期仍受制于非洲猪瘟。利润端，受益于生猪跨省禁运及公司冷链优势，Q4 屠宰头均利润达 84.7 元/头，同比+85.0%，创下新高，全年屠宰经营净利率为 3.6%，其中 Q4 高达 4.9%，同比+2.5pct。同时，FY18 公司冻肉库存同比+42.5%，源于 18Q4 公司在猪肉价格下降期间加大冻肉库存储备。

**肉制品业务：销量增长低个位数，涨价、新品小幅拉升吨价。**肉制品业务全年收入 232.1 亿元，同比+2.4%，其中 18Q4 收入 55.4 亿元，同比+0.6%；肉制品全年销量 160.1 万吨，同比+1.1%，其中 18Q4 肉制品销量 35.6 万吨，同比-2.5%。收入增长主要源于产品结构升级及涨价带来的价格提升，FY18 肉制品吨价 1.5 万元，同比+1.3%，其中 Q4 公司对约 1/3 的肉制品进行提价，综合看约等于对所有肉制品平均提价 2-3%，Q4 肉制品吨价同比+3.1%。Q4 经营利润率 19.7%，环比持续下降，主要系鸡肉等原料成本及员工工资成本上升，及高含肉量单品推出等。后续预计通过产品结构提升、价格调整对冲猪肉上涨压力，预计整体盈利能力有望提升。

**未来展望：屠宰行业加快整合，肉制品关注结构提升及渠道、营销改革。**屠宰方面，短期猪瘟影响屠宰上量，但公司通过全国化及冷链布局优势保持屠宰增速逐季回升，同时预计通过扩大猪肉进口平抑成本波动，中长期行业加快整合趋势不改。肉制品方面，公司将继续进行结构调整，将休闲、高温产品向低温、中式、进家庭产品转，加大“高品质、高价格、高利润”产品推出，提高利润率，目标 19 年销量上 5000 吨的新品可达 10 个；同时加大渠道建设及营销推广，一方面自建品牌熟食店以及升级现有生鲜特约店，2020 年目标规划达万家，另一方面计划投 2 万台终端碳烤机器做熟食，但短期销量贡献预计有限，静待新品带动整体销量实现突破。

**盈利预测、估值及投资评级：**19 年猪价进入上行周期，预计公司将通过使用冻肉储备，扩大进口猪肉量平滑成本波动，肉制品方面关注渠道开拓带动销量突破，产品结构优化拉升吨价。我们下调公司 2019-2020 年 EPS 预测至 1.61/1.77 元（原预测值 1.71/1.92 元）并引入 2021 年 EPS1.95 元，对应增速为 8.4%/9.7%/10.4%，目前股价对应 PE 为 16/14/13 倍，考虑到公司作为龙头格局稳固，具备高 ROE 高分红属性，结合历史估值区间，给予 20 年 16X 估值，目标价 28.3 元。维持“强推”评级。

**风险提示：**生猪价格波动；非洲猪瘟疫情超预期；肉制品转型速度不及预期等。

## 二、本周深度研究：再看日本：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁

在上篇报告《在迷雾中穿行—90 年代日本食品饮料的变与不变》中，我们着重分析了日本 90 年代经济泡沫破裂后食品饮料行业的发展情况，即经济波动导致部分可选消费减少，但不改由社会结构及饮食文化演变带来的方便化、健康化、西式化趋势。进入 21 世纪之后，日本多数食品饮料行业已进入成熟阶段，增长放缓甚至下滑，企业发展需要寻求新的增长动力。在本篇报告里，我们拉长时间维度，并从行业视角切换到公司视角，试图总结成熟市场中日本食品饮料龙头公司的发展情况。

**时过境迁：人口拐点显现，成熟市场确立。**1) **经济背景：**人口在 2008 年见顶后回落，昔日经济繁荣难以为继，GDP 增速长期在 1% 以下；2) **行业规模：**行业空间逐步见顶，酒水及调味品市场规模萎缩，其余食品饮料子行业大多增速缓慢。3) **竞争格局：**竞争格局趋于稳定，龙头依靠产品、品牌、渠道优势继续抢占市场份额，行业份额向龙头集中。

**柳暗花明：成熟市场企业求变的四大策略。**在此期间，日本企业发展受限于人口及地域因素，大多采用国际化、多元化、提升产品结构及提高经营效率等经营策略，多元化及产品升级方向与行业方便化、健康化趋势一致。1) **国际化：企业增收之利器。**由于日本市场空间有限，部分食品饮料行业龙头公司较早采取国际化战略，通过并购、设立子公司、建造工厂等方式实现海外业务扩张。2011 年后，日本政府鼓励企业海外并购，企业国际化进程加速；2) **多元化：发力成长型行业或收购成熟行业龙头。**龙头公司多发力方便食品、医药保健等仍在成长的行业，或并购优秀企业实现多元化；3) **优化产品结构：健康化、方便化提升产品附加值，改善盈利能力。**龙头积极推动产品升级以提升产品附加值，升级方向与行业健康化、方便化趋势一致；4) **提高经营效率：成熟市场的普遍策略。**日本经济陷入长期通缩，提价策略效果并未持续有效，龙头除优化产品结构外，多数企业通过提升内部经营效率，降低成本费用以提升利润率。

**复盘七大食品饮料龙头发展：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁。**1) **酒水龙头—朝日控股：从成本竞争战略到高端化、国际化战略。**国内啤酒行业萎缩，朝日一方面发力软饮行业减少对酒水业务依赖，另一方面通过国际化积极增收，此外通过削减成本、提高效率、加强协同以及高端化等策略提升盈利能力；2) **乳制品龙头—明治控股：长**

周期优化产品结构。公司聚焦高附加值产品开发,主要通过持续提升产品结构来推动收入及盈利增长; 3) 休闲食品龙头—卡乐 B: 极致的成本竞争战略执行者。公司通过新品开发及国际化战略扩大收入规模,通过削减成本、提高经营效率以大幅提升盈利能力; 4) 调味品龙头—龟甲万: 海外扩张保障收入稳增。公司通过国际化及产品高端化以提升收入业绩; 5) 烘焙龙头—山崎面包: 多元化、国际化进展乏力。公司早期通过新品开发及渠道扩张增收,国内市场成熟后因多元化、国际化进展乏力,业绩增长有所放缓,费用率高企致净利率处于低位; 6) 茶饮龙头—伊藤园: 后期成本费用控制不佳拖累盈利。茶饮市场饱和后,公司通过多元化及国际化增收,但其盈利能力受成本费用等因素有所拖累; 7) 乳酸菌饮料龙头—养乐多: 海外扩张助力增长,养乐多女士撑起半边天。养乐多依靠海外扩张带动业绩增长,特有的养乐多女士上门推销体系贡献国内外 40% 以上的销量。

### 三、本周渠道反馈: 茅五批价稳定, 伊利安慕希价格有所回升

白酒方面, 茅五批价稳定, 春糖会酒企迎来密集反馈。本周茅台一批价继续坚挺, 多地批价普遍维持在 1800 元以上, 市场货源整体保持紧俏, 渠道库存低位。五粮液批价保持稳定, 全国价格普遍在 805-810 之间, 部分经销商反馈渠道库存维持低位, 动销良性, 草根反馈要求经销商加快打款执行老普五 1-5 月计划, 收藏版普五价格提至 859 元。老窖批价近期有所回升, 成都批价回升至 730-740 元。

乳制品方面, 伊利安慕希价格有所回升, 莫斯利安买赠力度较上周减弱。根据上海、深圳、北京地区多家 KA 的调研情况, 常温酸奶方面, 本周安慕希多地价格在 49-66 元, 与上周基本持平; 安慕希 PET 瓶整体价格较上周略有上升; 纯甄多地 KA 价格在 49-59 元, 与上周基本持平; 光明莫斯利安多地价格在 49-64 元, 与上周基本持平。高端白奶方面, 金典多地价格在 49-65 元, 价格较上周略有下降; 特仑苏多地价格在 55-67 元, 上海部分 KA 价格在 59-67 元, 价格较上周略有上涨。基础白奶方面, 伊利纯牛奶 (16 盒装) 价格较上周略有上涨, 蒙牛纯牛奶 (16 瓶装) 价格与上周基本持平, 伊利多地 KA 缺货。低温产品方面, 伊利畅轻、蒙牛冠益乳 (250g) 价格与上周基本持平。在买赠方面, 安慕希原味上海部分 KA 有买一箱赠六瓶其他饮品活动; 纯甄原味上海部分 KA 有买一箱赠一箱豆奶活动; 安慕希深圳部分 KA 有 69 元买一箱赠两箱果粒酸奶活动; 畅轻多地有买一赠一、买三赠一、买二赠一、两件八点五折活动; 冠益乳多地有买二赠一活动; Joyday 多地有第二件五折、两瓶 16 元活动。本周整体买赠力度较上周略有上涨, 低温产品伊利买赠力度大于蒙牛。

图表 1 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度 (单位: 元)

	上海	北京	深圳
安慕希	66	54	54
纯甄	50	59	50
莫斯利安	55	56	50
特仑苏	62	60	55
金典	63	65	50

资料来源: 草根调研, 华创证券

新鲜度表现良好, 促销员配备伊利蒙牛相当。综合来看, 产品新鲜度多以 19 年 1-2 月为主, 表现良好, 蒙牛终端出货情况略优于伊利光明; 伊利、蒙牛常温产品在 KA 卖场堆头规模整体相当, 上海部分 KA 蒙牛堆头规模略大于蒙牛, 光明主力产品堆头情况良好; 上海部分 KA 伊利、蒙牛常温区、低温区共享促销员, 深圳部分 KA 蒙牛常温区、低温区均配备促销员, 北京部分 KA 伊利、蒙牛低温区配备促销员, 本周伊利、蒙牛促销员配备情况相当。

图表 2 三地产品新鲜度情况

	上海	北京	深圳
安慕希	1 月为主	2 月为主	2 月为主
纯甄	2 月为主	12 月为主	2 月为主
莫斯利安	1-2 月	1 月为主	2 月为主

	上海	北京	深圳
特仑苏	2月为主	2月为主	1月为主
金典	12-1月	2月为主	2月为主

资料来源: 草根调研, 华创证券

**图表 3 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表**

品牌	原价/规格	上海								北京		深圳			
		沃尔玛	买赠促销	麦德龙	买赠促销	家乐福	买赠促销	大润发	买赠促销	沃尔玛	买赠促销	沃尔玛	买赠促销		
常温	伊利	安慕希原味	66	买一箱赠六瓶原味	66	无	66	满50减10	49.5	买一箱赠六盒香蕉牛奶	54	无	53.8	伊利安慕希希腊酸奶原味+蒙牛酸奶2箱仅69元	
		安慕希PET瓶原味	80	无	78	无	66	无	78	无	78	无	72	无	
		安慕希PET瓶芒果百香果	80	无	66	无	68	满50减10	78	无	78	无	78	无	
		伊利纯牛奶	250ml*16	36.8	无	无货	无	无货	无	无货	无	无	37.9	无	
		金典纯牛奶	250ml*12	66	无	62.5	买一箱赠六盒	49.5	买一箱赠五罐挂选	无	无	65	无	49.5	无
	蒙牛	纯甄原味	70.8	无	49.5	无	50.6	无	49.5	买一箱赠一箱豆奶	58.8	无	49.9	无	
		纯甄PET瓶原味	80	无	无货	无	73	无	80	无	80.0	无	48.8	无	
		特仑苏纯牛奶	230g*10	68	无	66.5	无	62.5	无	59	无	59.9	无	55.4	无
		蒙牛纯牛奶	250ml*12	46.4	无	31.8	无	44.8	无	无货	无	40.0	无	36.8	无
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	无货	无	无	无	63.9	无	无货	无	56	无	49.9	无
光明	莫斯利安	200g*12	49.9	无	55.6	无	63.9	无	无货	无	无	49.9	无		
	you+	200ml*12	45.7	无	58.3	无	58.8	无	无货	无	无	无	无		
低温	伊利	畅轻	250g/100ml	7.5	买一送一或买三赠一(视口味而定)	7.1	买一盒赠一盒	7.9	任意两件8.5折	无货	无	7.9	三瓶18元	没有原味, 燕麦草莓8.5, 燕麦核桃8.5, 燕麦芒果8.5, 燕麦紫桃8.0, 蓝莓9.9, 草莓9.9	买两盒赠一盒
		Joyday	220g	无货	无	无货	无	9.9	第二件五折	无货	无	9.9	两瓶16元	无	
	蒙牛	冠益乳	250g/100ml	8.5	无	8.1	无	9.0	买二盒赠一盒	8.5	无	8.2	买两盒赠一盒	黄桃+澳洲燕麦8.5, 草莓8.5	无

资料来源: 草根调研, 华创证券

#### 四、投资策略

**白酒方面**, 如之前我们对估值修复行情分段演绎的判断来看, 目前估值继续向上修复空间有所收窄, 但短期的流动性宽松、基本面预期改善以及外资持续流入预期带来的估值体系重构等积极因素仍将利好板块投资情绪, 3月在基本面预期改善及春糖预计反馈正面的判断下基本面风险不大, 预计估值向下调整空间有限。**标的上, 稳健品种继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等, 短期关注 Q1 业绩预期良好标的山西汾酒、今世缘等, 此外二三线低估值品种预计仍有一定补涨机会。**

**大众品方面**, 年报前瞻来看, 龙头业绩保持相对平稳, 建议继续深挖基础消费品牌化机遇, 继续寻找细分品类下真成长龙头, **推荐中炬高新、伊利股份、安井食品、恒顺醋业、洽洽食品、汤臣倍健等; 同时守正之上建议出奇, 继续推荐市场预期较低、业绩具备改善空间的标的, 重点推荐西王食品、上海梅林等。**

#### 五、行业数据

**行业产量数据:** 2018年1-12月, 全国白酒(折65度, 商品量)产量871.2万千升, 同比增长3.1%, 其中12月份实现产量91.5万千升, 同比增长0.5%; 全国啤酒产量3812.20万千升, 同比增长0.5%, 其中12月份实现产量208.9万千升, 同比增长2.3%; 全国葡萄酒产量62.9万千升, 同比下跌7.4%, 其中12月份实现产量9.6万千升, 同比下跌7.7%。

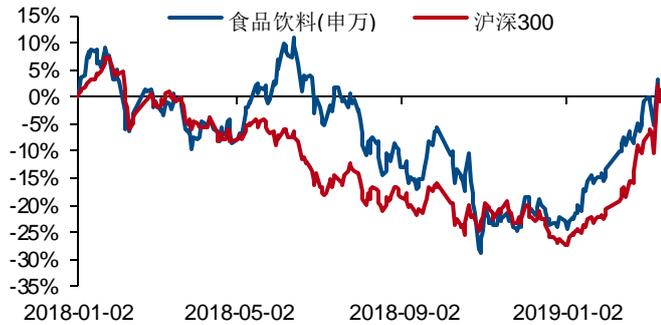
3月15日京东数据: 52度五粮液1029元/瓶, 与上周持平; 52度剑南春水晶剑价格439元/瓶, 与上周持平; 52度泸州老窖特曲218元/瓶, 较上周下降4.39%; 52度洋河梦之蓝M3为559元/瓶, 与上周持平; 52度水井坊价格519元/瓶, 较上周上涨0.19%; 53度30年青花汾酒658元/瓶, 与上周持平。

3月15日, 杰卡斯干红一号店98元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(赤霞珠)一号店31.3元/瓶, 较上周上涨11.79%; 张裕干红(特选蛇龙珠)一号店98元/瓶, 较上周上涨10.24%。

## 六、上周行情回顾

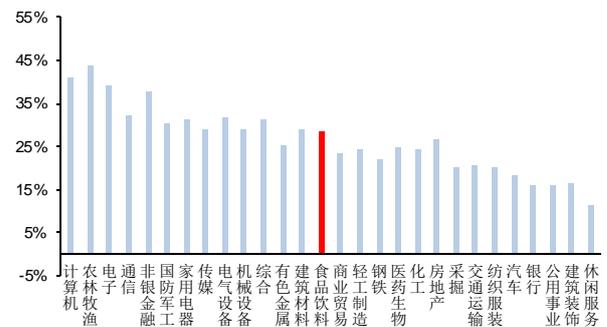
2019 年年初至今申万食品饮料指数上涨 28.42%，沪深 300 指数上涨 24.39%，2019 年至今食品饮料板块在申万 28 个子行业中排名第 14 位。本周（3 月 11 日-3 月 15 日）申万食品饮料指数上升 5.39%，沪深 300 指数较上周上涨 2.39%。

图表 4 2018 年初至今食品饮料走势



资料来源: Wind、华创证券

图表 5 2019 年以来各行业涨跌幅前 20 名



资料来源: Wind、华创证券

图表 6 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表 (申万分类)

排序	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价
1	佳隆股份	28.93	4.59	燕塘乳业	-7.84	18.33
2	华宝股份	21.10	42.75	盐津铺子	-3.42	23.98
3	今世缘	20.56	25.80	百润股份	-2.91	13.36
4	香飘飘	20.06	26.16	*ST 皇台	-2.43	4.42
5	顺鑫农业	18.16	49.72	华统股份	-2.34	19.63

资料来源: Wind、华创证券

## 七、北上资金跟踪

**白酒:** 2019 年 3 月 15 日, 贵州茅台北上资金持股占 A 股总股数比重为 9.55%, 较上周上升 0.17pct; 五粮液北上资金持股占 A 股总股数比重为 10.77%, 较上周下降 0.98pct; 泸州老窖北上资金持股占 A 股总股数比重为 3.91%, 较上周上升 1.00pct; 洋河股份北上资金持股占 A 股总股数比重为 7.41%, 较上周提升 0.24pct; 水井坊北上资金持股占 A 股总股数比重为 9.58%, 较上周下降 0.67pct; 顺鑫农业北上资金持股占 A 股总股数比重为 6.91%, 较上周下降 0.07pct。同时, 本周贵州茅台合计净买入 1.58 亿元, 五粮液合计净卖出 3.16 亿元, 洋河合计净卖出 0.02 亿元。

**大众品:** 2019 年 3 月 15 日, 伊利股份北上资金持股占 A 股总股数比重为 14.60%, 较上周下降 3.66pct; 双汇发展北上资金持股占 A 股总股数比重为 2.63%, 与上周下降 6.68pct; 承德露露北上资金持股占 A 股总股数比重为 5.12%, 较上周下降 1.03pct; 中炬高新北上资金持股占 A 股总股数比重为 3.37%, 较上周上升 1.49pct; 海天味业北上资金持股占 A 股总股数比重为 5.56%, 较上周提升 0.63pct; 安琪酵母北上资金持股占 A 股总股数比重为 9.74%, 较上周下降 4.60pct; 涪陵榨菜北上资金持股占 A 股总股数比重为 8.55%, 较上周提升 2.75pct。

图表 7 2019 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 2019 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 2019 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



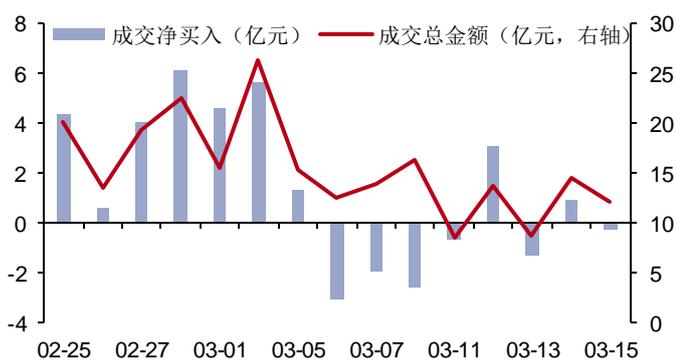
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 2019 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



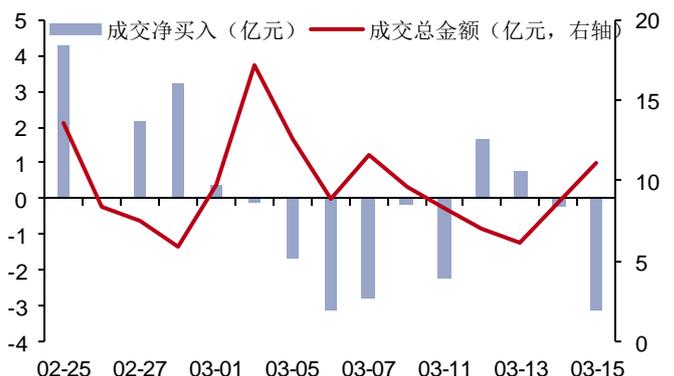
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 贵州茅台成交净买入及总金额



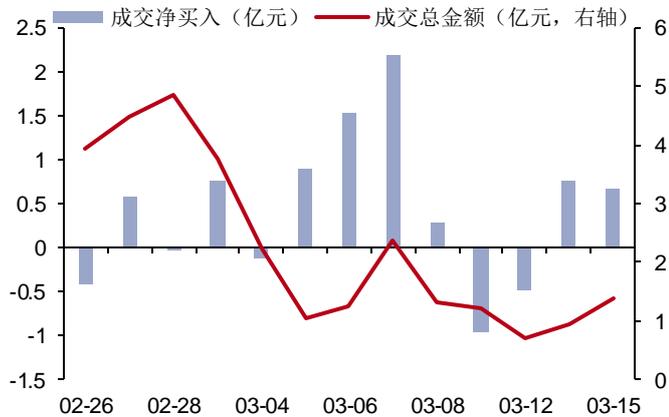
资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 五粮液成交净买入及总金额



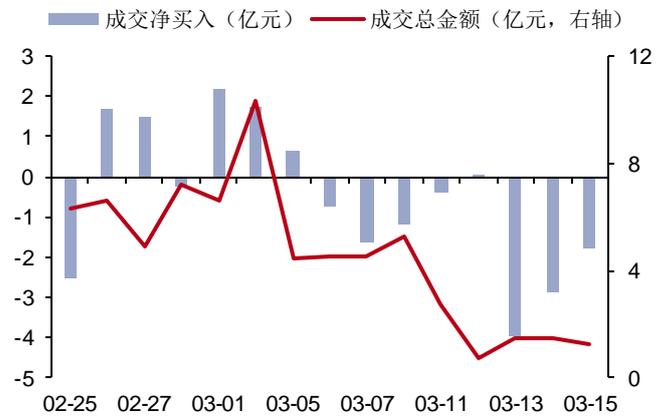
资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 洋河股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 伊利股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

## 八、估值

2019年3月15日食品饮料板块绝对PE和绝对PB分别为32.42倍和5.06倍,2005-2019年食品饮料板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为39.31倍和5.50倍;3月15日食品饮料板块相对沪深300PE和PB分别为2.63倍和3.49倍,历史均值分别为2.36倍和2.59倍。

图表 15 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 16 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图



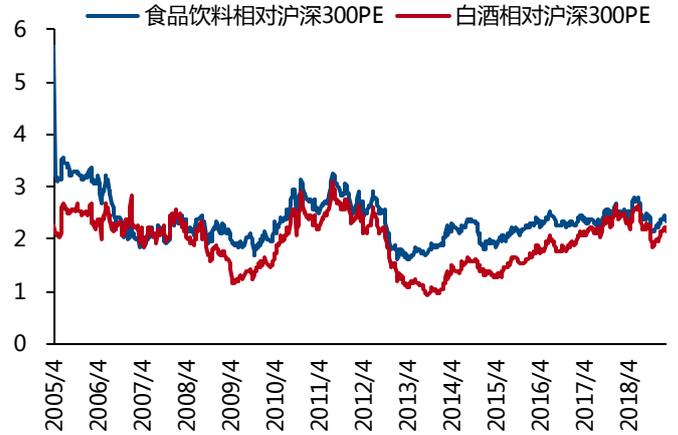
资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 17 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)



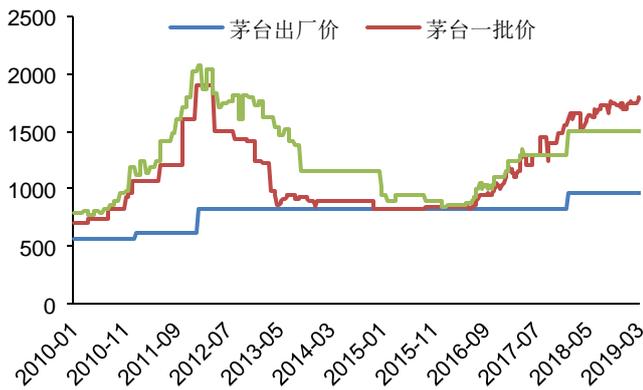
资料来源: Wind, 华创证券

## 九、行业一周数据及点评

### (一) 白酒

3 月 15 日京东数据: 52 度五粮液 1029 元/瓶, 与上周持平; 52 度剑南春水晶剑价格 439 元/瓶, 与上周持平; 52 度泸州老窖特曲 218 元/瓶, 较上周有所下降; 52 度洋河梦之蓝 M3 为 559 元/瓶, 与上周持平; 52 度水井坊价格 519 元/瓶, 与上周基本持平; 53 度 30 年青花汾酒 658 元/瓶, 与上周持平。2018 年 1-12 月白酒产量 871.2 万千升, 同比增长 3.10%。

图表 19 53 度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶



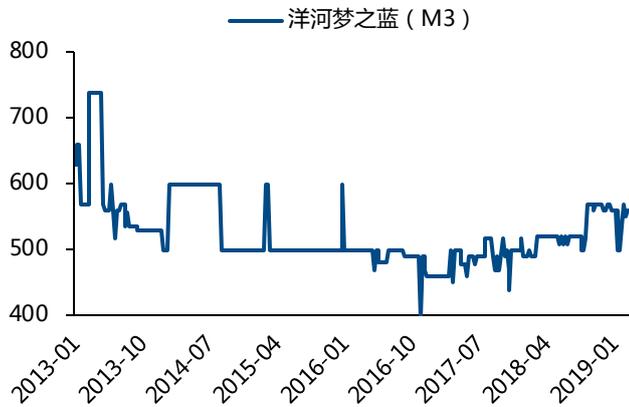
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 20 52 度 500ml 五粮液价格走势元/瓶



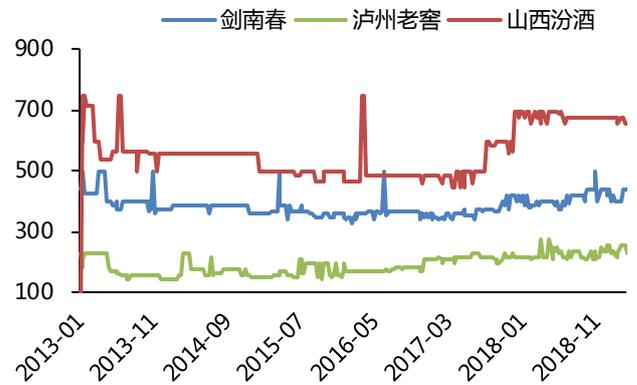
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 21 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势图元/瓶



资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势图元/瓶



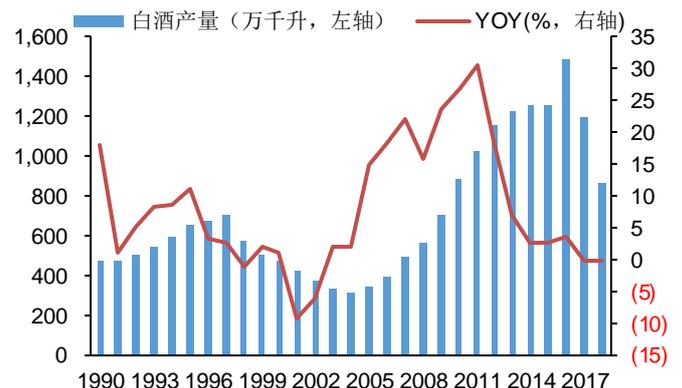
资料来源: Wind, 华创证券 图例分别为水晶剑、特曲及 30 年青花汾酒

图表 23 白酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 24 白酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

## (二) 葡萄酒

Live-ex 高级葡萄酒交易所成立于 1999 年, 经 Live-ex 完成的交易额超过全球高级葡萄酒总交易额的四分之三, 依据欧洲地区注明葡萄酒价格走势编制该指数。2019 年 2 月 Live-ex Fine Wine100 指数报收于 309.76, 1 月数据为 311.98, 较 1 月下跌 0.71%。

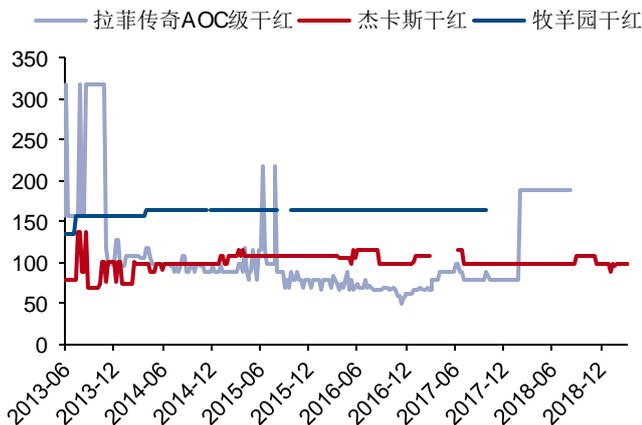
3 月 15 日, 杰卡斯干红一号店 98 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(赤霞珠)一号店 31.3 元/瓶, 较上周上涨 11.79%; 张裕干红(特选蛇龙珠)一号店 98 元/瓶, 较上周上涨 10.24%。2018 年 1-12 月葡萄酒总产量 62.90 万千升, 同比下跌 37.16%; 2019 年 1 月葡萄酒进口量 8.59 万千升, 同比下跌 13.68%。

图表 25 Live-exFineWine100 指数走势图



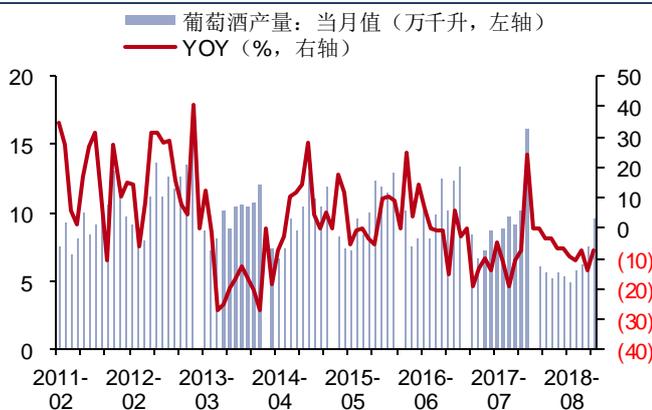
资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 国外品牌葡萄酒价格走势图



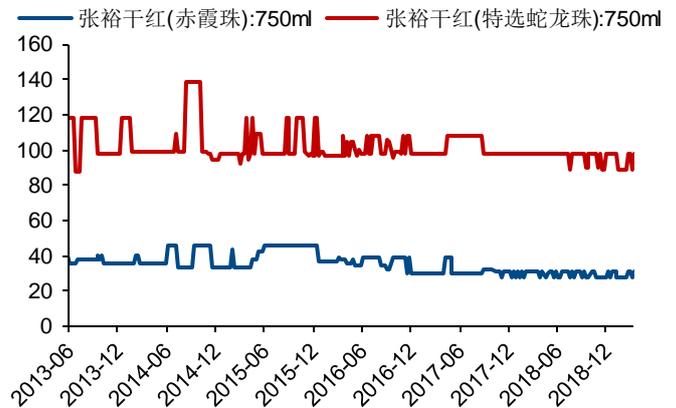
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 29 葡萄酒产量月度走势图



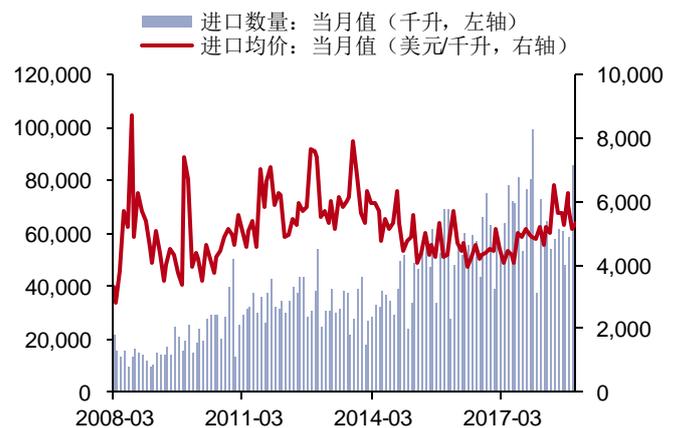
资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 26 张裕终端价格走势元/瓶



资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 28 葡萄酒进口量和进口价格走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 葡萄酒产量年度走势图

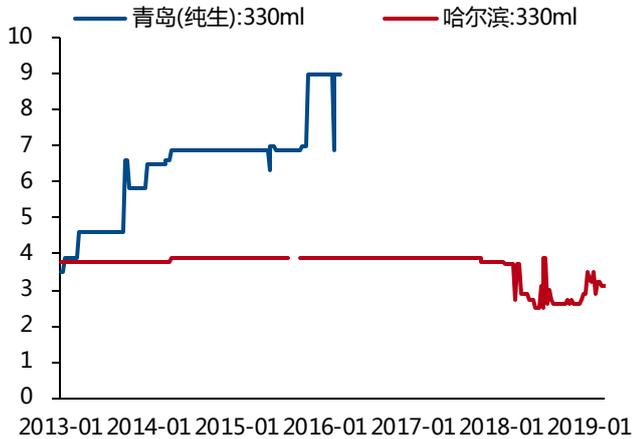


资料来源: 国家统计局, 华创证券

(三) 啤酒

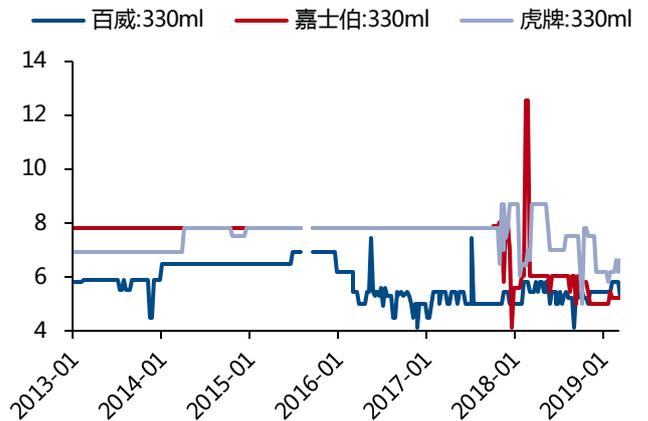
2018年1-12月全国啤酒产量3812.20万千升，同比下降36.36%，其中12月份实现产量208.9万千升，同比增长2.3%。

图表 31 青啤和哈啤价格走势



资料来源：酒仙网，华创证券

图表 32 国外啤酒品牌价格走势



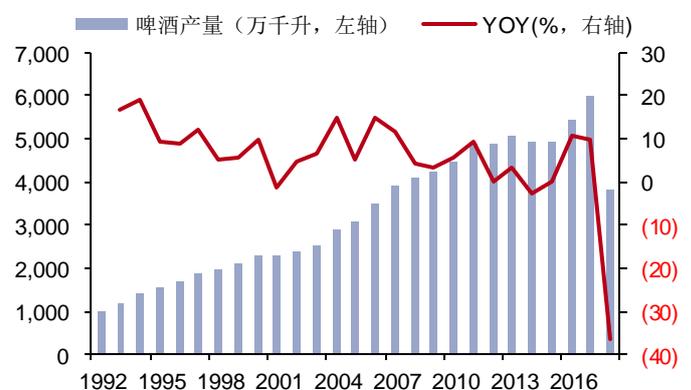
资料来源：酒仙网，华创证券

图表 33 啤酒产量月度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 34 啤酒产量年度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

(四) 乳制品

2019年3月6日，内蒙古、河北等10个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格3.61元/公斤，与上周持平。2019年3月8日国产奶粉零售均价186.43元/公斤，较上周上涨0.10%；进口婴幼儿奶粉零售均价232.05元/公斤，较上周上涨0.06%；2019年3月8日牛奶零售价11.63元/公斤，较上周上涨0.09%；酸奶零售价14.46元/公斤，较上周下降0.28%；2019年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1.01%。

图表 35 生鲜乳价格走势



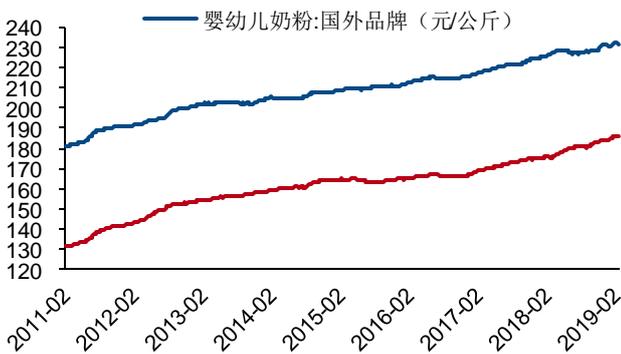
资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 牛奶和酸奶零售价走势图



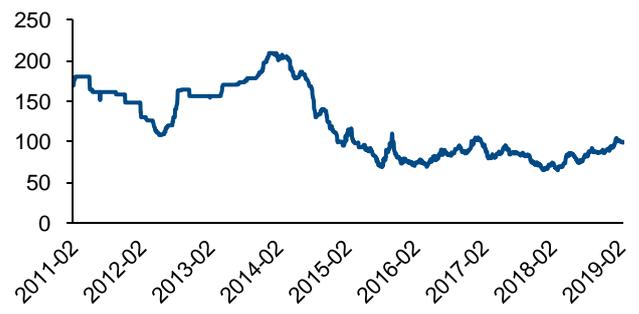
资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 婴幼儿奶粉零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅

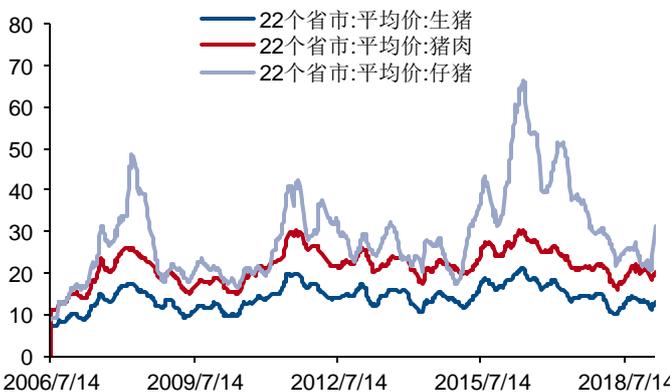


资料来源: Wind, 华创证券

**(五) 肉制品**

2019年3月8日,22省市生猪平均价格12.87元/公斤,较上周上升5.93%;22省市猪肉平均价格20.32元/公斤,较上周上升5.34%;22省市仔猪价格31.45元/公斤,较上周上升13.99%;22省市猪粮比6.74,较上周上升5.97%。

图表 39 生猪和猪肉价格走势元/公斤



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 生猪养殖盈利走势图元/头

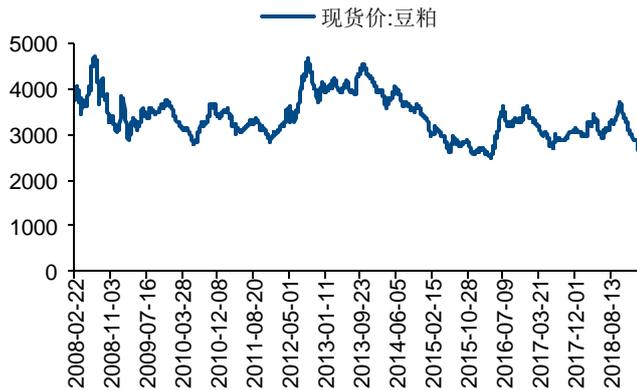


资料来源: Wind, 华创证券

### (六) 原材料及包材

2019年3月15日豆粕现货价2523.53元/吨,较上周上涨1.56%;2019年3月15日华北、华东、华南三地箱板纸均价4409.33元/吨,较上周下降2.53%;华北、华东、华南三地瓦楞纸均价3918.33元/吨,较上周下降3.29%;塑交所中国塑料价格指数1194.11,较上周上涨4.02%;2019年3月14日,OPEC一揽子原油价67.29美元/桶,较上周上涨2.62%。

图表 41 豆粕现货价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 全国大豆市场价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 箱板纸国内均价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 瓦楞纸出厂均价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 45 OPEC 原油价格走势图 (美元/桶)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 中国塑料价格指数走势图



资料来源: Wind, 华创证券

## 十、行业一周重要事件及股东大会提示

### 本周重要公告一览

- 1) 【中炬高新】1) 高管变动: 聘任邹卫东先生担任公司董事会秘书; 2) 股份质押: 公司第一大股东中山润田以质押式回购方式质押无限售流通股 4828 万股 (占总股本 6.06%), 质权登记日 2019 年 3 月 11 日。质押后, 持股约 1.99 亿股 (占总股本 24.93%); 累计质押 1.61 亿股, 占持股比 81.21% (占总股本 20.24%)。
- 2) 【顺鑫农业】年报: 18 年公司实现营业收入 120.74 亿元, 同比增长 2.90%, 实现归母净利润 7.44 亿元, 同比增长 69.78%, 扣非归母净利润 7.93 亿元, 同比增长 129.59%。
- 3) 【双汇发展】1) 年报: 18 年公司实现收入 487.67 亿元, 同降 3.32%, 实现归母净利润 49.14 亿元, 同增 13.78%。
- 4) 【汤臣倍健】发行股份购买资产: 拟分别向中平国瓌、嘉兴仲平、信德教东、信德厚峡发行股份购买其合计持有汤臣佰盛 46.67% 股权。交易对价为 14 亿元, 发行价格 12.31 元/股; 2) 吸收合并: 双汇发展通过向罗特克斯发行股份的方式对双汇集团实施吸收合并, 交易对价 390.91 亿元。
- 5) 【古井贡酒】股权划转: 将国资委持有的古井集团 60% 股权无偿划转至亳州市国有资本运营有限公司, 本次划转完成后, 国资运营公司将持有古井集团 60% 股权, 并通过古井集团间接持有本公司 32.33% 的权益。
- 6) 【绝味食品】减持: 上海复星创业投资管理有限公司减持公司 334.1 万股。
- 7) 【好想你】股份回购: 截至 2019 年 3 月 13 日, 公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量共 1037.95 万股, 占公司总股本的 2.01%, 支付总金额为 8438.86 万元。
- 8) 【金徽酒】1) 年报: 2018 年度营收 14.62 亿元, 同增 9.72%; 归母净利润 2.51 亿元, 同增 0.75%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.42 元 (含税)。2) 2018 年度股东大会: 2019 年 4 月 2 日, 14: 30。
- 9) 【承德露露】1) 年报: 2018 年营收 21.2 亿元, 同增 0.48%; 归母净利润 4.13 亿元, 同降 0.13%; 2) 2018 年度股东大会: 2019 年 4 月 11 日。
- 10) 【惠发股份】1) 年报披露: 2018 年度营收 10.42 亿元, 同增 11.00%; 归母净利润 4546.08 万元, 同减 24.71%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1.2 元 (含税); 2) 年度股东大会: 4 月 10 日 14:30 召开。
- 11) 【梅花生物】年报披露: 2018 年度公司实现营业收入约 126.48 亿元, 同增 13.63%, 实现归母净利润约 10.02 亿元, 同减 14.66%。
- 12) 【\*ST 椰岛】1) 增持暨延期: 东方君盛及其一致行动人海南五蕴以集中竞价方式累计增持 200 万股 (占总股本 0.45%), 拟于未来六个月内继续增持公司股票; 2) 风险提示: 若公司 2018 年度经审计的净利润继续为负, 公司股票可能被暂停上市; 3) 业绩预告披露时间: 2019 年 4 月 23 日。
- 13) 【皇氏集团】子公司股权转让: 公司将子公司云南皇氏来思尔乳业有限公司 52.90% 股权, 按 1.07 亿元转让给全资子公司皇氏集团 (广西) 乳业控股有限公司。

图表 47 一周股东大会提示

公司名称	股东大会现场召开时间
舍得酒业	2019 年 3 月 18 日
加加食品	2019 年 3 月 18 日
中炬高新	2019 年 3 月 20 日
麦趣尔	2019 年 3 月 20 日
伊利股份	2019 年 3 月 21 日
中宠股份	2019 年 3 月 21 日
威龙股份	2019 年 3 月 22 日
汤臣倍健	2019 年 3 月 22 日

资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 下周年报披露公司

公司名称	年报披露时间
白云山	2019年3月18日
桃李面包	2019年3月20日
涪陵榨菜	2019年3月22日
安琪酵母	2019年3月23日
燕塘乳业	2019年3月23日

资料来源：Wind，华创证券

## 十一、风险提示

经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。

## 华创证券团队介绍

### 组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

### 分析师：张燕

上海社会科学院硕士，2年食品饮料研究经验，2018年加入华创证券研究所。

### 研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

### 助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

### 研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

## 华创证券机构销售通讯录

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

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

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

### 行业投资评级说明:

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

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

## 华创证券研究所

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