

# 啤酒行业估值方法论——EV/EBITDA 的适用性

## ——光大食品饮料行业周报 20190420

行业周报

### ◆本周专题：啤酒行业估值方法论——EV/EBITDA 的适用性

啤酒企业过高的折旧摊销费用压低利润水平，账面净利润无法准确反映盈利水平。EV/EBITDA 方法剔除前期资本投入的沉默成本影响，是当前啤酒行业最佳估值方法。对比其他行业与国外啤酒行业，国内啤酒企业大额的折旧摊销费用压制了啤酒企业盈利空间。啤酒企业通过关厂优化供应端从而提升盈利能力、修复利润水平。因此，国内啤酒企业估值锚有所延后，2019、2020 年 EV/EBITDA 预期下降，表明投资者对啤酒企业 2019、2020 年利润大幅增长的信心不断提高。

◆本周市场回顾：各市场指数全线上涨，中万 50 全周涨幅为 5.07%，食品饮料行业表现较好；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 26 倍；陆股通交易方面，洋河全周跌出陆股通前十大活跃个股榜单，五粮液持股比例下降明显；截至 2019 年 4 月 19 日，伊利股份/贵州茅台/五粮液/洋河股份陆股通持股比例分别为 14.12%/9.40%/7.84%/7.13%，较上周分别变动 -0.11pct/+0.02pct/-0.36pct/-0.03pct。

◆各板块数据跟踪：飞天茅台价格继续保持不变，普五和 52 度洋河梦之蓝 M3 价格出现波动，其他白酒品牌价格均与上周持平；恒天然全脂奶粉拍卖价格出现小幅下跌；蒙牛、伊利线上旗舰店销售额较上周均出现下跌，蒙牛超伊利逾 87 万；海天和厨邦线上旗舰店销售额双双下降，海天线上旗舰店销售额降幅近半；除好想你和周黑鸭外，本周各大重点公司线上成交额呈现不同程度涨幅。

◆成本端数据跟踪：生猪价格回落，猪粮比价下降至 7.82。国内大豆价格与上周持平，国际大豆价格下跌 0.94%；玉米批发均价上涨 4.32%，玉米现货均价上涨 0.88%；国内小麦价格下降 0.34%，国际小麦价格下跌 4.00%；国内豆粕价格/国际豆粕价格分别上涨 0.49%/0.06%；柳州白砂糖/昆明白砂糖/国际原糖价格分别变动 +1.41%/+1.76%/-2.33%。浮法玻璃价格下跌 0.21%，PET 瓶片出厂均价下跌 2.17%，瓦楞纸 100g/120g 均价为 4257/4070.71 元/吨。

◆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/泸州老窖/古井贡酒。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](mailto:yeqianyu@ebsec.com)

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

食品饮料行业国企改革进程全面梳理——光大食品饮料行业周报 20190413  
..... 2019-04-14

啤酒公司关停酒厂对财报影响几何？——光大食品饮料行业周报 20190406  
..... 2019-04-07

CPI 上行超预期，食品饮料再迎配置机会——光大食品饮料行业周报 20190329  
..... 2019-03-31

成都糖酒会见闻总结——春已暖，花将开——光大食品饮料行业周报 20190323  
..... 2019-03-24

本土品牌 VS 外资品牌：谁在宠粮线上销售市场更胜一筹？——光大食品饮料行业周报 20190316  
..... 2019-03-17

## 目 录

1、 本周专题：啤酒行业估值方法论——EV/EBITDA 的适用性 .....	6
1.1、 当前啤酒行业最佳估值方法：EV/EBITDA .....	6
1.2、 大额折旧压制啤酒企业盈利空间，存在释放预期 .....	7
1.3、 啤酒行业估值锚存在延后效应 .....	9
1.4、 投资者对啤酒企业利润快速增长的预期不断提高 .....	10
2、 投资策略 .....	11
3、 本周市场回顾 .....	12
3.1、 行情表现 .....	12
3.2、 估值跟踪 .....	13
3.3、 陆港通交易跟踪 .....	14
4、 食品饮料各板块基本面数据跟踪 .....	16
4.1、 白酒数据跟踪 .....	16
4.2、 乳制品数据跟踪 .....	16
4.3、 调味品数据跟踪 .....	18
4.4、 大众品重点子行业代表性公司数据跟踪 .....	19
5、 成本端数据跟踪 .....	20
6、 公司重要交易信息 .....	23
7、 风险提示 .....	24

## 图目录

图 1：啤酒行业净现金流与净利润.....	7
图 2：折旧摊销占营业收入比重的行业比较.....	7
图 3：折旧摊销占归母净利润比重的行业比较.....	7
图 4：折旧摊销占归母净利润比重的国际比较.....	8
图 5：行业销售利润率对比.....	8
图 6：重庆啤酒营业收入及归母净利润.....	9
图 7：重庆啤酒销售利润率及费用率.....	9
图 8：重庆啤酒折旧摊销占归母净利润比重变化.....	10
图 9：各指数周度涨跌幅（%）.....	12
图 10：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）.....	12
图 11：各行业指数周度涨跌幅（%）.....	12
图 12：各板块最新估值（倍）.....	13
图 13：饮料制造/食品加工板块最新估值（倍）.....	13
图 14：各行业最新估值.....	13
图 15：食品饮料一级子行业 PE（TTM）.....	14
图 16：贵州茅台/五粮液陆股通持股占比（%）.....	14
图 17：洋河股份/伊利股份陆股通持股占比（%）.....	14
图 18：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）.....	16
图 19：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）.....	16
图 20：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶）.....	16
图 21：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶）.....	16
图 22：婴儿奶粉价格（元/公斤）.....	17
图 23：生鲜乳主产区均价（元/公斤）.....	17
图 24：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅）.....	17
图 25：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）.....	17
图 26：伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额（百万）.....	18
图 27：蒙牛旗舰店 30 天累计成交额（百万）.....	18
图 28：海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	18
图 29：厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	18
图 30：三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 31：良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 32：百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 33：好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	19
图 34：周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	20
图 35：顽皮旗舰店 30 天累计成交金额（百万）.....	20
图 36：22 省市仔猪/生猪/猪肉均价（元/千克）.....	20

图 37：22 省市猪粮比价.....	20
图 38：国内玉米批发/现货平均价 .....	21
图 39：国内/国际小麦现货价.....	21
图 40：国内/国际大豆现货价.....	21
图 41：国际/国内豆粕现货价.....	21
图 42：国内白砂糖/国际原糖现货价.....	21
图 43：国内浮法玻璃现货平均价 .....	22
图 44：国内瓦楞纸平均价 .....	22
图 45：国内 PET 瓶片出厂价.....	22

## 表目录

表 1：估值方法梳理.....	6
表 2：主要啤酒厂商处置冗余产能情况 .....	9
表 3：国内国外啤酒企业估值对照.....	10
表 4：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览（%） .....	15
表 5：重点乳制品品牌代表性产品销售情况 .....	18
表 6：近期公司重要公告 .....	23
表 7：重要股东二级市场交易信息.....	24
表 8：近期公司大事提醒 .....	24

## 1、本周专题：啤酒行业估值方法论—— EV/EBITDA 的适用性

啤酒企业过高的折旧摊销费用压低利润水平，账面净利润无法准确反映盈利水平。EV/EBITDA 方法剔除前期资本投入的沉默成本影响，是当前啤酒行业最佳估值方法。对比其他行业与国外啤酒行业，国内啤酒企业大额的折旧摊销费用压制了啤酒企业盈利空间。啤酒企业通过关厂优化供应端从而提升盈利能力、修复利润水平，因此，国内啤酒企业估值锚有所延后，2019、2020 年 EV/EBITDA 预期下降，表明投资者对啤酒企业 2019、2020 年利润大幅增长的信心不断提高。

### 1.1、当前啤酒行业最佳估值方法：EV/EBITDA

常用企业估值方法有 PE、PB、PS、EV/EBITDA、DCF 等方法。各估值方法的估值角度、切入点、估值范围，各有利弊，企业商业模式决定估值方式，不同估值方法以自身特性适用于不同行业。

表 1：估值方法梳理

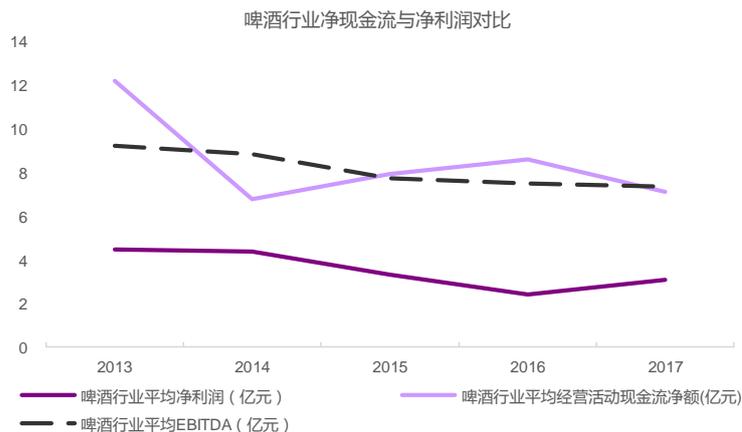
估值方法	估值角度	优点	缺点	适用行业
P/E	公司盈利预期角度	简单反映公司经营情况和股价之间关系，应用广泛	未考虑资本结构，不适用于亏损企业，波动较大	盈利相对稳定，周期性较弱的行业
P/B	公司资产价值角度	适用于亏损企业，更稳定	未考虑资本结构，规模差异可能导致指标失效	周期性较强的行业、银行业、保险业、房地产业
P/S	公司收入能力角度	适用于亏损企业	销售收入与利润间无必然联系，未考虑资本结构	销售收入较稳定的行业，如零售行业
EV/EBITDA	企业价值角度	考虑资本结构，更关注未来估计，免受沉没成本影响	EBITDA 可能高估经营性现金流量	重资产高折旧的行业
DCF	未来现金流角度	更精确	前提假设条件严格，依赖大量估计，难以模型化	现金流可预测度较高的行业

资料来源：光大证券研究所

啤酒行业属于资本密集型企业，前期过大的资本投入产生巨额折旧摊销费用，压低账面利润。因此，啤酒公司账面净利润无法准确反映盈利水平。与净利润相比，现金流考虑企业发展的长期性，估值预测能力更好。

啤酒行业净现金流与净利润有较大差距，2017 年，啤酒行业平均经营活动现金流净额为 7.11 亿，而行业平均净利润为 3.09 亿，仅为行业平均经营活动现金流净额的 43.46%。而啤酒行业平均 EBITDA 与经营活动净现金流的差距较小，更能准确反映企业的经营情况。

图 1：啤酒行业净现金流与净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

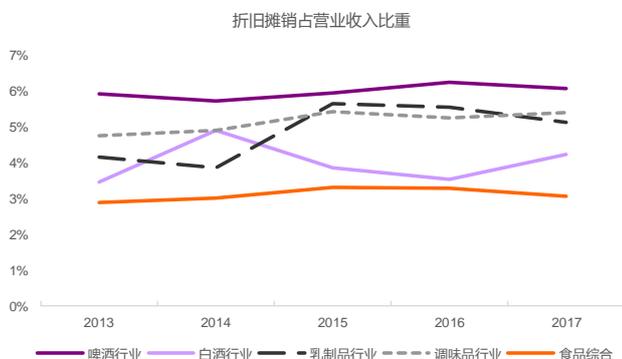
传统 P/E 等估值方法无法反映啤酒行业的真实盈利水平，进而无法进行准确估值。EV/EBITDA 方法移除税项、利息即折旧摊销的影响，剔除前期资本投入的沉默成本影响，关注现期及未来资本成本，更能反映啤酒行业真实盈利能力。此外，EV 反映企业的负债情况，考虑资本结构的影响，估值结果更加准确。

因此，EV/EBITDA 为啤酒行业在当前阶段估值的最佳选择。

### 1.2、大额折旧压制啤酒企业盈利空间，存在释放预期

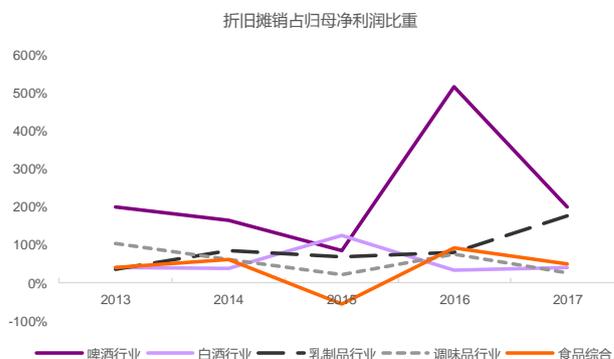
在竞争激烈的啤酒行业中，各大企业大量建厂，以期通过新建产能抢占市场份额。由于啤酒企业在前期建厂时存在机器、设备等大额资本投入，啤酒行业折旧摊销水平较高。与其他食品饮料子行业相比，啤酒行业的折旧摊销费用占营业收入/归母净利润的比重最高。2017 年，啤酒行业折旧摊销费用占归母净利润的比重为 199.11%，而白酒行业仅占 39.20%。

图 2：折旧摊销占营业收入比重的行业比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

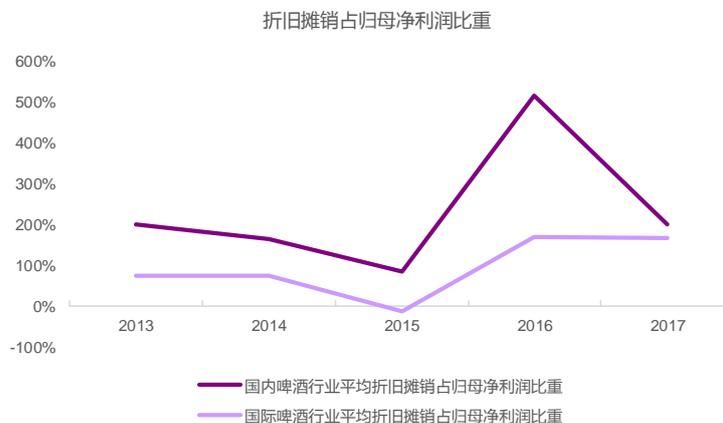
图 3：折旧摊销占归母净利润比重的行业比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

与国外啤酒行业相比，国内啤酒行业的折旧摊销也处于较高水平。2017年，国际啤酒行业折旧摊销占净利润的平均水平为166.45%，低于国内水平199.11%。

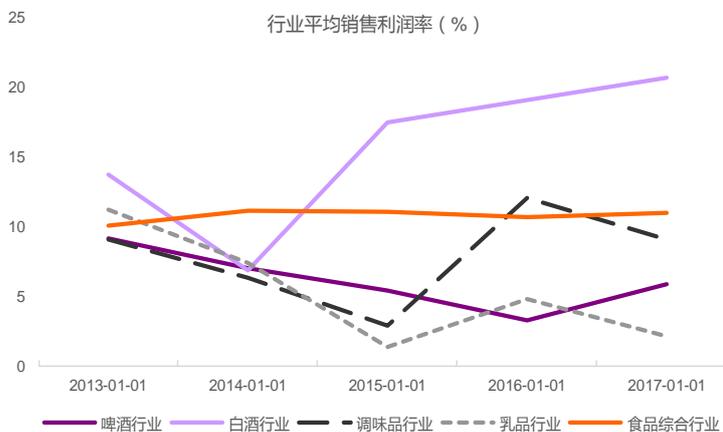
图4：折旧摊销占归母净利润比重的国际比较



资料来源：Wind，光大证券研究所

啤酒行业大量的折旧摊销费用压低了账面利润，导致盈利能力不足。2017年，啤酒行业平均销售利润率为5.86%，而调味品行业/白酒行业/食品综合行业的销售利润率为9.05%/20.65%/10.92%。

图5：行业销售利润率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

啤酒行业整体利润率较低，盈利能力不足，原因之一在于供应端不完善，实际产量未能够匹配产能，冗余产能较多，导致资本开支较大。2017年，青岛啤酒的产能利用率为77.7%，珠江啤酒的产能利用率为56.1%，华润啤酒的产能利用率仅为53.7%。

因此，各大啤酒企业用关停酒厂的方式处理冗余产能、优化生产能力、降低费用率，以兑现利润率修复的预期。在充分处理冗余产能、优化供应端后，啤酒盈利空间存在进一步释放的预期。

表 2：主要啤酒厂商处置冗余产能情况

啤酒厂商	时间	动作或官方表态
华润啤酒	2018 年	晋中市华润雪花啤酒厂实施关停，生产计划并入运城分公司
		华润雪花啤酒（四川）有限责任公司拟吸收合并成都、遂宁、达州、内江和西昌 5 家公司
		安徽和河南各有一间工厂始终处于停产状态
燕京啤酒	2017 年	2017 年 7 月 11 日投资者关系活动记录：对个别不再有存在价值的企业，经过权衡之后，可能会与地方政府协商后关厂
百威英博	2016 年	关闭浙江舟山工厂
		关闭河南新乡亚洲啤酒厂
珠江啤酒	2017 年	关闭汕头工厂
重庆啤酒	2017 年	转让持有甘肃金山啤酒原料有限公司相关权益
	2016 年	关闭六盘水啤酒有限责任公司
		关闭黔江分公司
		关闭安徽亳州有限责任公司
		关闭宁波大梁山有限责任公司
	2015 年	关闭綦江工厂
		关闭柳州山城啤酒有限公司
关闭安徽九华山有限公司		
关闭永川分公司		
青岛啤酒	2018 年	关闭青岛啤酒上海杨浦有限公司

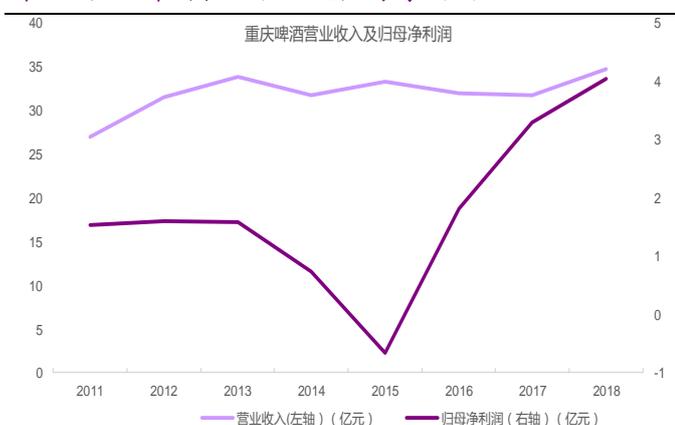
资料来源：光大证券研究所

### 1.3、啤酒行业估值锚存在延后效应

啤酒企业关停酒厂在短期内对利润存在负面影响，关厂当期一次性计提的员工安置费用导致当期管理费用激增，且当期对固定资产计提的大额资产减值准备使资产减值损失大幅提高，使得啤酒企业在关停酒厂当年业绩急剧下滑。

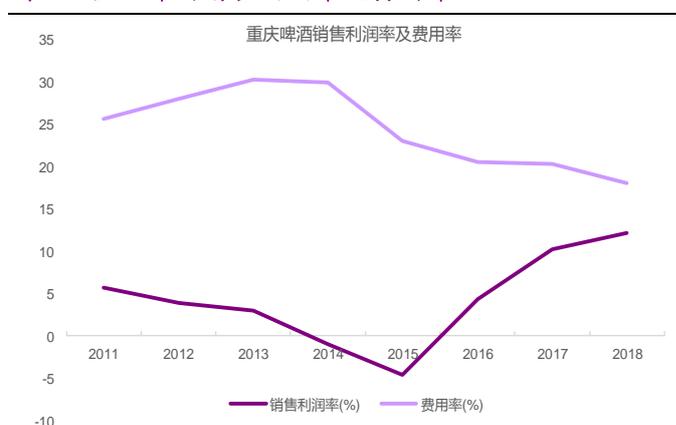
以重庆啤酒为例，2014 年归母净利润为 0.73 亿元；2015 年首次关厂对净利润冲击较大，出现亏损，归母净利润为-0.66 亿元；此后归母净利润逐年上升，2018 年达到 4.04 亿元。2014 至 2018 年重啤归母净利润年均复合增长率为 53.15%，而该时期营业收入的年均复合增长率仅为 2.28%，利润率的提升得益于费用率的降低。

图 6：重庆啤酒营业收入及归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：重庆啤酒销售利润率及费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

重啤关停部分酒厂前，2014 年的折旧摊销占归母净利润的比重为 307.78%；2015 年关厂后该比重逐年下降（2015 年该比重为负的原因受关厂影响，当年出现亏损），2018 年该比重下降至 42.98%。

图 8：重庆啤酒折旧摊销占归母净利润比重变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

在啤酒企业关厂以修复盈利能力的阶段下，短期利润无法反映企业盈利基础与经营能力。市场博弈下的啤酒企业市场估值的基础是盈利能力修复后的企业利润，因此，啤酒行业估值锚有所延后。

### 1.4、投资者对啤酒企业利润快速增长的预期不断提高

2019/2020 年，预计国内啤酒行业平均 EV/EBITDA 为 21.52/19.09，国外啤酒行业平均 EV/EBITDA 为 9.11/8.80。对比国际同业公司和历史估值表现，国内啤酒企业当前估值处于历史中枢偏高位置。

目前估值较高的原因在于市场关注的估值锚有所延后，随着企业不断释放提价、关厂等利好信息，利润率修复的逻辑不断兑现验证，投资者对于国内啤酒企业关厂降费、处理冗余生产能力、提高产品结构的预期达成一致、对利润快速增长的预期不断加持；且国内啤酒企业偏低的利润率使得关厂降费产生的利润弹性较大，投资者对啤酒企业利润大幅增长的信心不断提高。

结合未来盈利预期，当前估值水平较合理，表现为投资者对啤酒企业利润率修复较为乐观。

表 3：国内国外啤酒企业估值对照

	EV/EBITDA			P/E			P/B		
	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E
百威英博	13.64	5.21	5.00	40.53	18.72	17.82	2.72	2.45	2.26
嘉士伯	11.28	10.57	10.07	24.14	21.43	19.62	2.83	2.62	2.54
喜力	13.98	11.23	10.79	28.19	20.41	19.03	3.74	3.26	2.96
莫尔森库尔斯酿酒	9.22	9.43	9.35	12.22	12.80	12.29	0.98	0.94	0.91
<b>国外啤酒行业平均</b>	<b>12.03</b>	<b>9.11</b>	<b>8.80</b>	<b>25.63</b>	<b>18.34</b>	<b>17.19</b>	<b>2.57</b>	<b>2.32</b>	<b>2.17</b>
华润啤酒	30.81	20.40	16.10	101.09	47.62	34.63	5.16	4.82	2.38
燕京啤酒	15.40	18.70	18.45	132.44	59.69	51.92	1.59	1.62	1.59

珠江啤酒	30.95	29.15	25.74	46.16	40.60	35.19	2.06	1.89	1.83
重庆啤酒	24.80	22.68	19.80	41.36	34.54	29.57	14.75	13.48	12.06
青岛啤酒	18.19	16.68	15.35	47.50	39.59	34.18	3.76	3.59	3.35
<b>国内啤酒行业平均</b>	<b>24.03</b>	<b>21.52</b>	<b>19.09</b>	<b>73.71</b>	<b>44.41</b>	<b>37.10</b>	<b>5.46</b>	<b>5.08</b>	<b>4.24</b>

资料来源：Wind，Bloomberg，光大证券研究所

注：珠江啤酒估值为 Wind 预测值，其他啤酒企业估值为 Bloomberg 预测值

## 2、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/泸州老窖/古井贡酒。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。

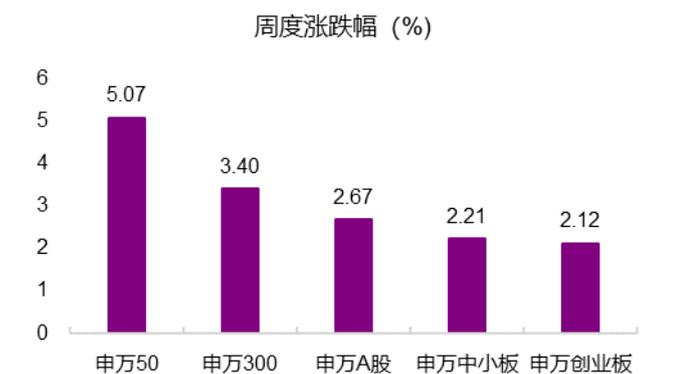
### 3、本周市场回顾

#### 3.1、行情表现

各市场指数全线上涨，申万 50 全周涨幅为 5.07%，食品饮料行业表现较好。本周（2019.04.15-2019.04.19，下同）各市场指数悉数上涨，申万 50/申万 300/申万 A 股/申万中小板/申万创业板分别下跌 5.07%/3.40%/2.67%/2.21%/2.12%。行业指数层面，申万一级行业仅三个一级行业略微下跌，食品饮料行业表现较好，本周上涨 2.8%，涨幅在 28 个一级行业中位居第 11，跑赢上证综指 0.2 个百分点。

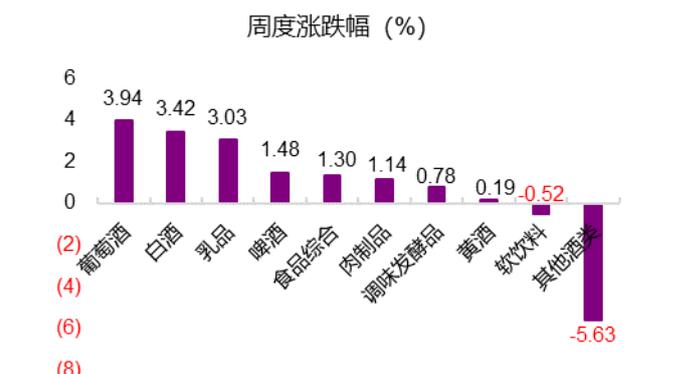
食品饮料各细分子中其他酒类继上周大涨后出现明显回落，软饮料略有下跌。本周食品饮料各细分子行业表现较好。其中，葡萄酒/白酒/乳品/啤酒/食品综合/肉制品/调味发酵品/黄酒分别上涨 3.94%/3.42%/3.03%/1.48%/1.30%/1.14%/0.78%/0.19%；其他酒类/软饮料表现疲软，分别下跌 5.63%/0.52%。

图 9：各指数周度涨跌幅（%）



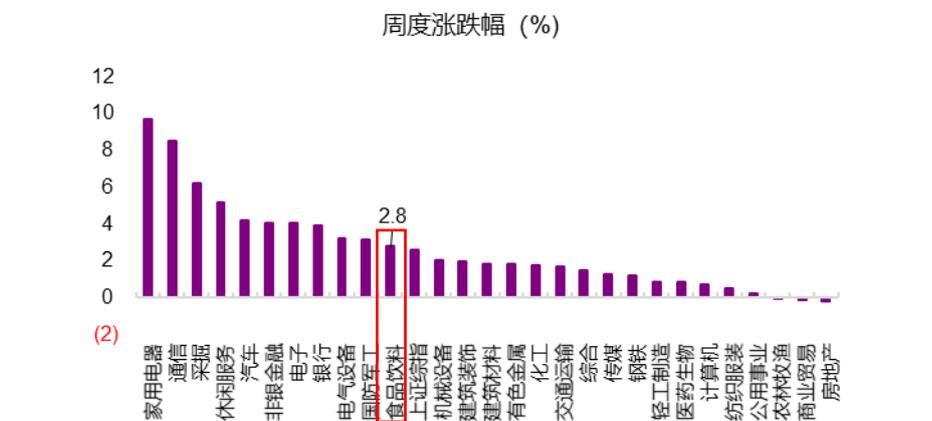
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 04.15-04.19

图 10：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 04.15-04.19

图 11：各行业指数周度涨跌幅（%）

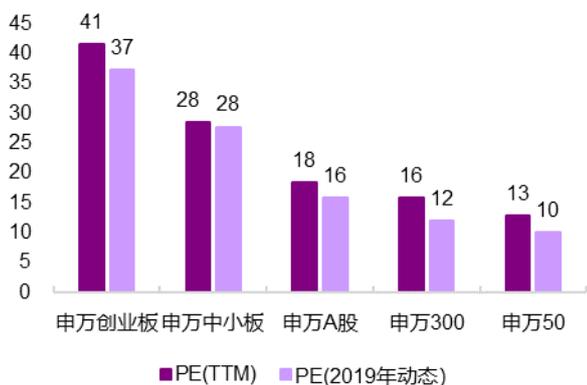


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 04.15-04.19

### 3.2、估值跟踪

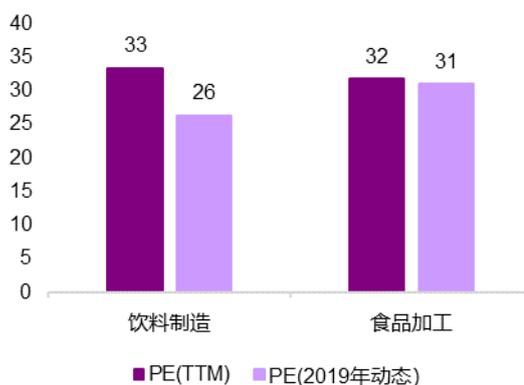
食品饮料板块估值位居全行业中上游水平，饮料制造板块 2019 年动态 PE 为 26 倍。截至 2019 年 4 月 19 日，申万创业板/申万中小板/申万 A 股/申万 300/申万 50 的 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 41/37、28/28、18/16、16/12、13/10 倍。食品饮料行业 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 33/27 倍，处于各行业上游水平。从子板块看，饮料制造/食品加工 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 33/26 倍和 32/31 倍，自 2019 年年初以来整体走势呈现上升态势。

图 12：各板块最新估值（倍）



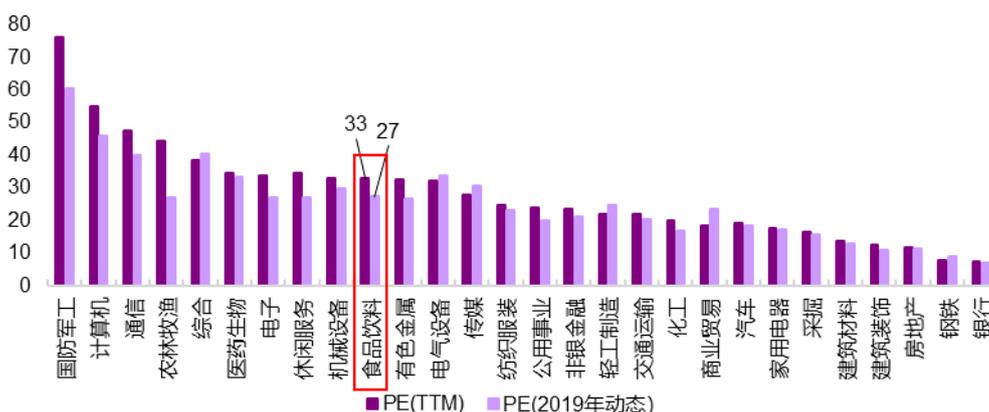
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

图 13：饮料制造/食品加工板块最新估值（倍）



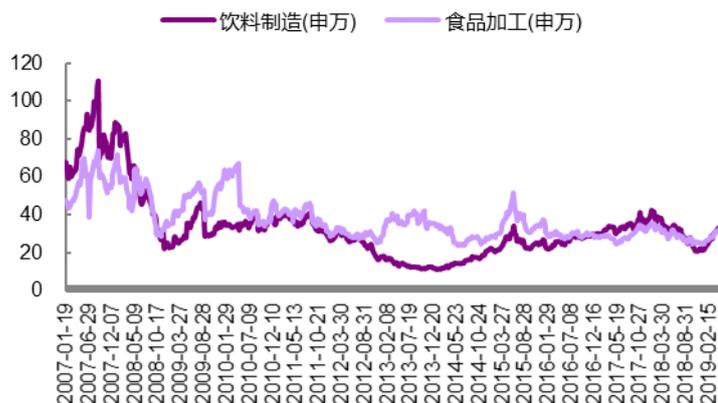
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

图 14：各行业最新估值



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

图 15: 食品饮料一级子行业 PE (TTM)



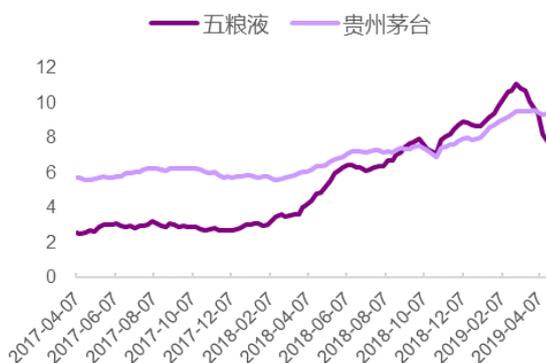
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190419

### 3.3、陆股通交易跟踪

洋河全周跌出陆股通前十大活跃个股榜单，五粮液持股比例下降明显。本周洋河跌出前十大活跃个股榜单，伊利仅两天在列，贵州茅台和五粮液均有三天上榜。截至 2019 年 4 月 18 日，伊利股份/贵州茅台/五粮液/洋河股份陆股通持股比例分别为 14.12%/9.40%/7.84%/7.13%，较上周分别变动 -0.11pct/+0.02pct/-0.36pct/-0.03pct。本周五粮液减持幅度较大，洋河股份持股比例相对稳定。拉长周期来看，近两年上述标的陆股通持股比例整体不断上升，2019 年 3 月以来五粮液减持明显。

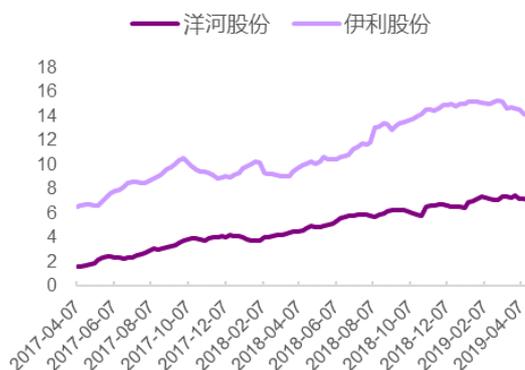
被增持的深股通持股标的数量小于半数，被增持的沪股通持股标的数量超半数，与上周相同。深股通持股标的中，增持幅度前三位是洽洽食品 (+0.36pct)、庄园牧场 (+0.25pct)、煌上煌 (+0.22pct)，减持幅度前三位是五粮液 (-0.36pct)、涪陵榨菜 (-0.35pct)、酒鬼酒 (-0.33pct)；沪股通持股标的中，增持幅度前三位是香飘飘 (+0.86pct)、青岛啤酒 (+0.40pct)、中炬高新 (+0.28pct)，减持幅度前三位是养元饮品 (-0.29pct)、广州酒家 (-0.12pct)、伊利股份 (-0.11pct)。

图 16: 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: 更新周期 04.15-04.18

图 17: 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: 更新周期 04.15-04.18

表 4：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	2019-04-12	2019-04-18	本周增减	代码	简称	2019-04-12	2019-04-18	本周增减
002557.SZ	洽洽食品	3.6100	3.9700	0.36	603711.SH	香飘飘	0.92	1.78	0.86
002910.SZ	庄园牧场	0.2400	0.4900	0.25	600600.SH	青岛啤酒	1.63	2.03	0.4
002695.SZ	煌上煌	0.4500	0.6700	0.22	600872.SH	中炬高新	4.35	4.63	0.28
000596.SZ	古井贡酒	0.9300	1.1000	0.17	603369.SH	今世缘	0.56	0.83	0.27
000869.SZ	张裕 A	0.3100	0.3300	0.02	600779.SH	水井坊	8.41	8.59	0.18
002461.SZ	珠江啤酒	0.0800	0.0800	0.00	600597.SH	光明乳业	0.42	0.55	0.13
300741.SZ	华宝股份	0.0400	0.0400	0.00	600073.SH	上海梅林	1.12	1.23	0.11
000568.SZ	泸州老窖	2.9700	2.9600	-0.01	603866.SH	桃李面包	1.86	1.91	0.05
000729.SZ	燕京啤酒	0.8600	0.8400	-0.02	600559.SH	老白干酒	0.89	0.93	0.04
000895.SZ	双汇发展	2.4600	2.4400	-0.02	600197.SH	伊力特	0.67	0.71	0.04
<b>002304.SZ</b>	<b>洋河股份</b>	<b>7.1600</b>	<b>7.1300</b>	<b>-0.03</b>	603589.SH	口子窖	2.19	2.22	0.03
002568.SZ	百润股份	0.6800	0.6300	-0.05	600809.SH	山西汾酒	1.54	1.56	0.02
000848.SZ	承德露露	5.6700	5.5800	-0.09	<b>600519.SH</b>	<b>贵州茅台</b>	<b>9.38</b>	<b>9.4</b>	<b>0.02</b>
000860.SZ	顺鑫农业	3.3900	3.3000	-0.09	603288.SH	海天味业	5.45	5.47	0.02
300146.SZ	汤臣倍健	1.4500	1.3000	-0.15	603517.SH	绝味食品	0.79	0.77	-0.02
000799.SZ	酒鬼酒	0.8100	0.4800	-0.33	600702.SH	舍得酒业	0.86	0.83	-0.03
002507.SZ	涪陵榨菜	7.9200	7.5700	-0.35	603198.SH	迎驾贡酒	0.51	0.48	-0.03
<b>000858.SZ</b>	<b>五粮液</b>	<b>8.2000</b>	<b>7.8400</b>	<b>-0.36</b>	600305.SH	恒顺醋业	1.89	1.82	-0.07
					<b>600887.SH</b>	<b>伊利股份</b>	<b>14.23</b>	<b>14.12</b>	<b>-0.11</b>
					603043.SH	广州酒家	0.47	0.35	-0.12
					603156.SH	养元饮品	0.55	0.26	-0.29

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 20190418，故此表中本周为

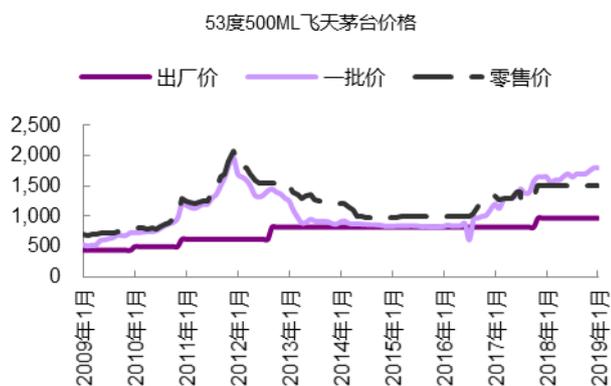
20190415-20190418，上周即再往前推一周

## 4、食品饮料各板块基本面数据跟踪

### 4.1、白酒数据跟踪

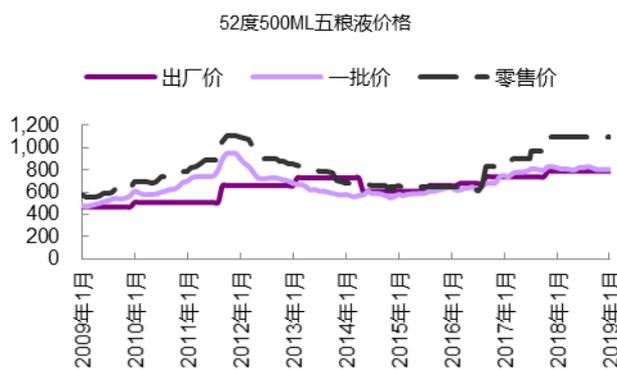
飞天茅台价格继续保持不变，普五和 52 度洋河梦之蓝 M3 价格出现波动，其他白酒品牌价格均与上周持平。根据京东商城数据，截至 2019 年 1 月 25 日，53 度 500ml 飞天茅台 1499 元/瓶，截至 4 月 19 日，52 度 500ml 五粮液（普五）较上周提价 10 元至 1099 元/瓶。其他白酒品牌中，52 度习酒窖藏 1988、53 度青花汾酒、52 度水井坊、52 度剑南春、52 度泸州老窖均与上周持平，价格分别为 799/679/519/418/248 元/瓶，52 度洋河梦之蓝 M3 较上周降价 10 元至 559 元/瓶。

图 18：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）



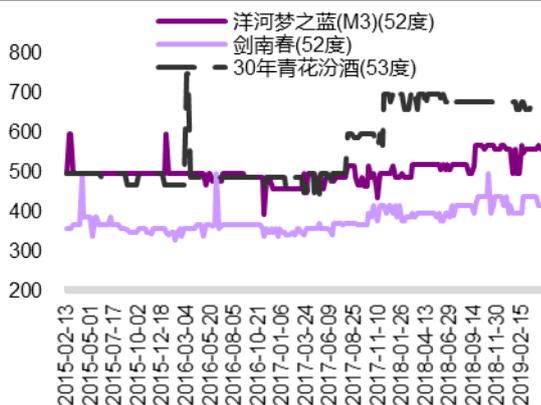
资料来源：渠道调研，光大证券研究所 注：更新至 2019 年 3 月

图 19：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）



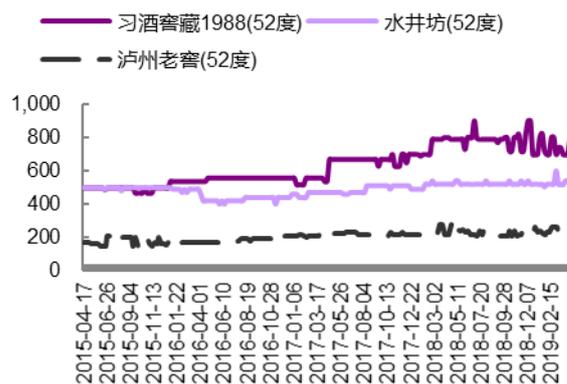
资料来源：渠道调研，光大证券研究所 注：更新至 2019 年 3 月

图 20：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 20190419

图 21：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶）



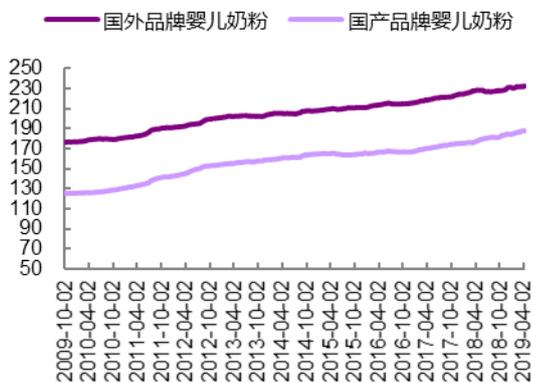
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

### 4.2、乳制品数据跟踪

恒天然全脂奶粉拍卖价格出现小幅下跌。截至 2019 年 4 月 12 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

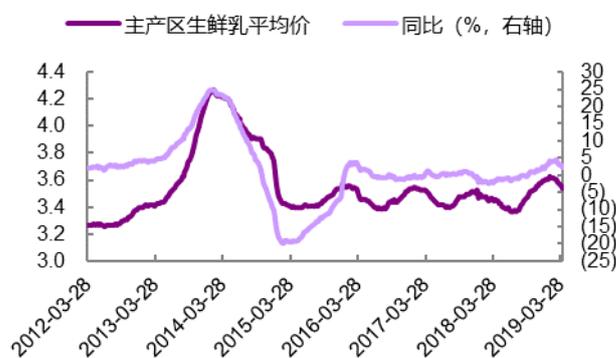
232.65/187.51 元/公斤，较上周分别变动-0.03/+0.06%；截至 4 月 10 日，生鲜乳主产区均价 3.54 元/公斤，较 2018 年同期上涨 2.3%；截至 4 月 10 日，芝加哥脱脂奶粉本周现货价为 98.75 美分/磅，较上周不变；恒天然全脂奶粉拍卖价格自 2018 年 11 月 20 日起大幅回升，截至 4 月 16 日价格出现小幅下降至 3269 美元/公吨。

图 22：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 20190412

图 23：生鲜乳主产区均价（元/公斤）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190410

图 24：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 20190410

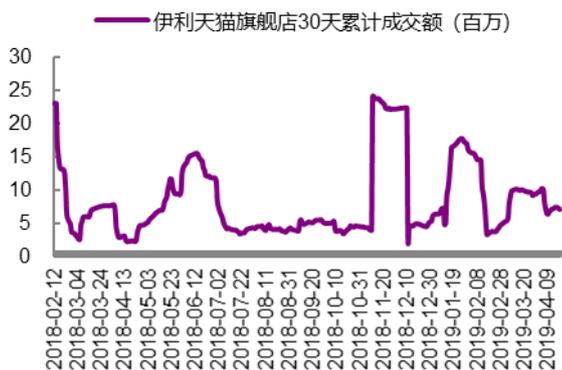
图 25：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190416

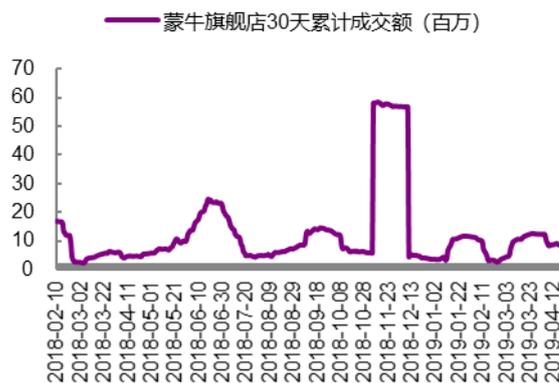
蒙牛、伊利线上旗舰店销售额较上周均出现下跌，蒙牛超伊利逾 87 万。2019 年 4 月 13 日至 4 月 19 日期间，伊利旗舰店完成销售额 120.90 万元，较上周下降 28.94%；蒙牛旗舰店完成销售额 208.21 万元，较上周下降 8.08%。2019 年 4 月 12 日至 4 月 18 日期间，伊利安慕希原味希腊酸奶 205g\*24 盒的本周销售额较上周上涨 81.56%，由于受到相同品类的其他规格商品的促销影响，伊利金典有机纯牛奶 250ml\*16 盒/伊利无菌砖纯牛奶 250ml\*24 盒的本周销售额较上周分别下降 45.91%/24.38%；蒙牛纯甄风味酸牛奶 200g\*24 盒是本周店铺内销售额最高的单品，销售额较上周上涨 163.64%，蒙牛纯牛奶 250ml\*16 盒较上周上涨 41.20%，蒙牛真果粒缤纷礼盒装较上周下跌 18.03%，三大单品合计销售额占店铺当周总销售额的 31.06%。

图 26: 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 20190419

图 27: 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 20190419

表 5: 重点乳制品品牌代表性产品销售情况

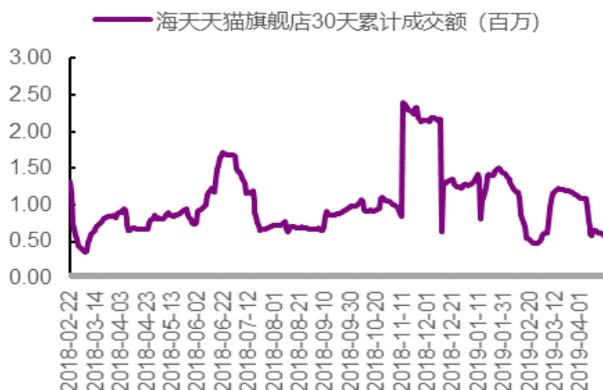
品牌	产品	原价 (元)	时间	均价 (元)	销售额 (元)
伊利	伊利无菌砖纯牛奶 250ml*24 盒整箱牛奶新老包装交替发	72	上周	70.6	15532
			本周	70.6	8401
	伊利金典有机纯牛奶 250ml*16 盒整箱牛奶 新老包装交替发	102	上周	79	80580
			本周	79.64	60937
			伊利安慕希原味希腊酸奶 205g*24 盒酸 牛奶整箱	132	上周
			本周	97.2	127451
			蒙牛	蒙牛纯牛奶 250ml*16 盒整箱 新老包装随机发货	48
本周	43.9	214847			
	蒙牛真果粒缤纷礼盒装 250g*24 包/箱	66	上周	64.5	147383
			本周	64.5	120809
	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	106801
			本周	89.9	281567

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 20190418, 故此表中本周为 20190412-20190418, 上周即再往前推一周

### 4.3、调味品数据跟踪

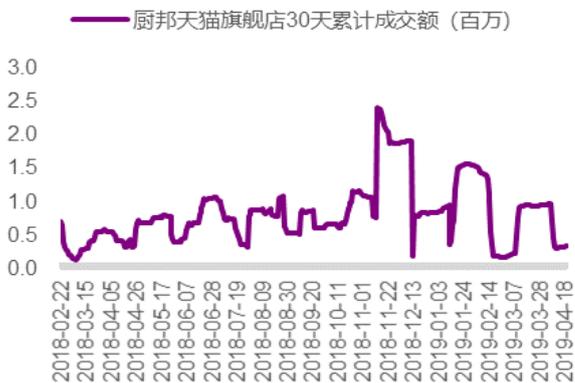
海天和厨邦线上旗舰店销售额双双下降, 海天线上旗舰店销售额降幅近半。2019 年 4 月 13 日至 4 月 19 日期间, 海天/厨邦完成销售额 9.16/6.62 万元, 较上周分别下降 49.91%/9.95%。

图 28: 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 20190419

图 29: 厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

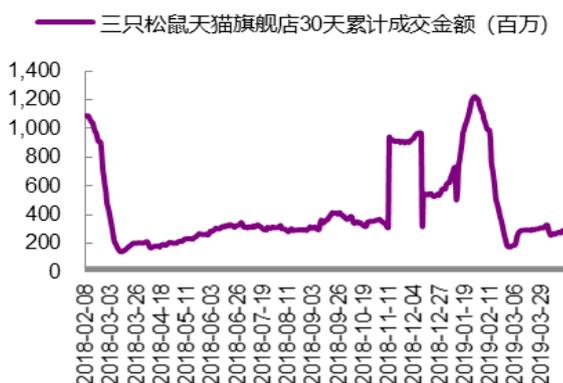


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190419

### 4.4、大众品重点子行业代表性公司数据跟踪

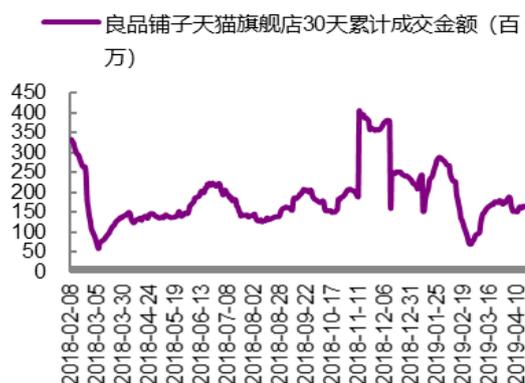
除好想你和周黑鸭外，本周各大重点公司线上成交额呈现不同程度涨幅。2019年4月13日至4月19日期间，三只松鼠累计成交7848.90万元，较上周上升22.00%；良品铺子累计成交4714.47万元，较上周上升25.00%；百草味累计成交4059.36万元，较上周上升6.68%；好想你累计成交273.82万元，较上周下降12.70%；周黑鸭累计成交538.76万元，较上周下降30.72%；顽皮累计成交66.26万元，较上周上升8.05%。

图 30: 三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



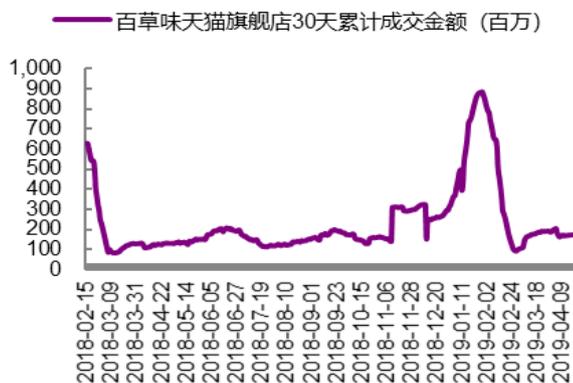
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

图 31: 良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



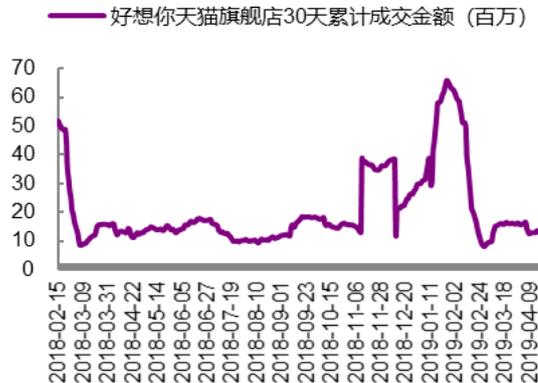
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

图 32: 百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



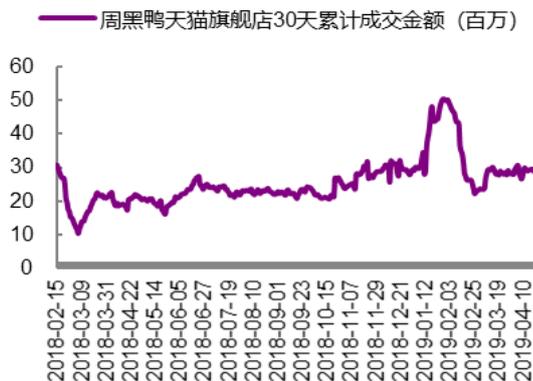
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

图 33: 好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



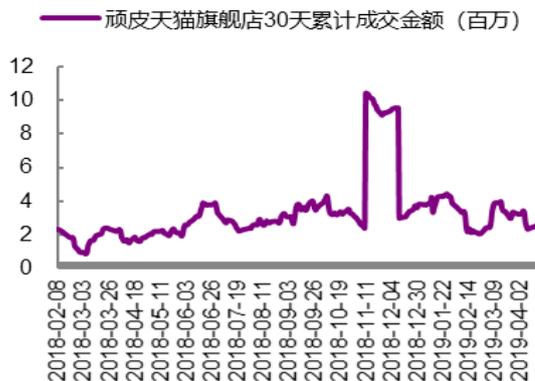
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190419

图 34: 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 20190419

图 35: 顽皮旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

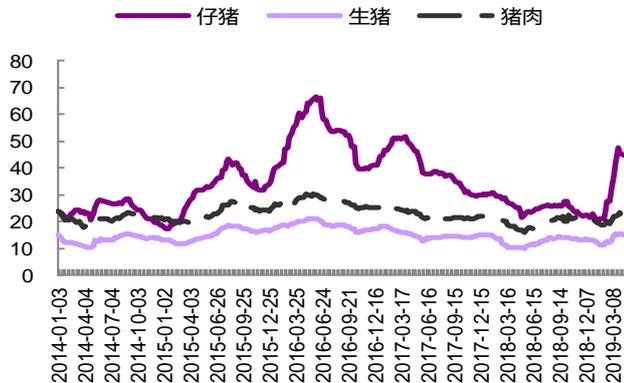


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190419

## 5、成本端数据跟踪

生猪价格回落, 猪粮比价下降至 7.82。截至 2019 年 4 月 19 日, 仔猪当周价格为 44.91 元/千克, 较上周下降 0.51%; 生猪价格 14.86 元/千克, 较上周下降 3.00%; 猪肉价格 22.77 元/千克, 较上周上涨 1.83%; 4 月 19 日猪粮比价下降至 7.82, 较上周下降 2.01%。

图 36: 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 20190419

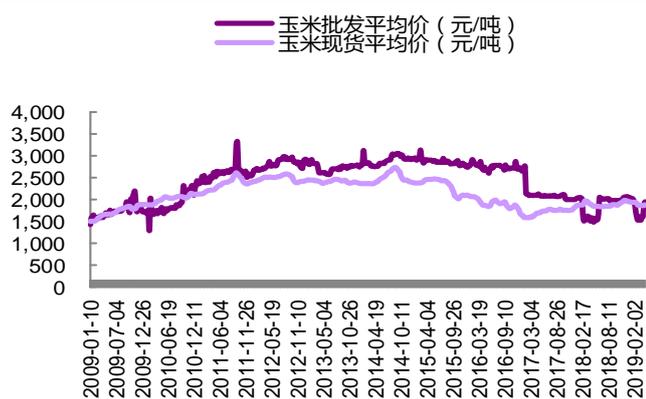
图 37: 22 省市猪粮比价



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190419

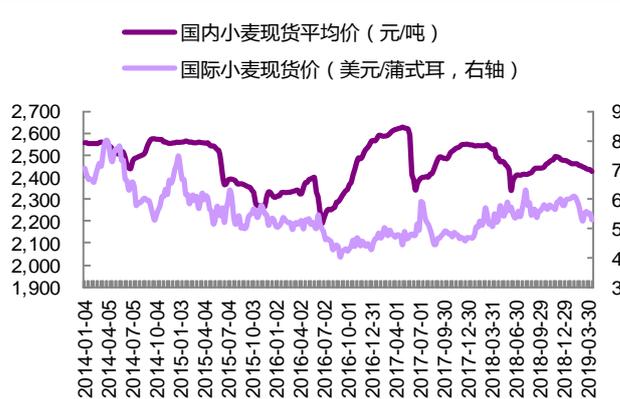
农产品方面, 玉米、豆粕和国内白砂糖价格上升, 小麦、大豆和国际原糖的价格下跌。截至 2019 年 4 月 19 日, 玉米批发平均价为 1930 元/吨, 较上周上升 4.32%; 玉米现货平均价为 1876.56 元/吨, 较上周上升 0.88%。国内小麦价格为 2425.56 元/吨, 较上周下降 0.34%; 国际小麦价格为 5.28 美元/蒲式耳, 较上周下降 4.00%。国内大豆价格为 3349.47 元/吨, 与上周持平; 国际大豆价格为 317.00 美元/吨, 较上周下降 0.94%。国内豆粕价格为 259735 元/吨, 较上周上升 0.49%; 国际豆粕价格为 313.50 美元/吨, 较上周上升 0.06%。柳州白砂糖价格为 5380.00 元/吨, 较上周上升 1.41%; 昆明白砂糖价格为 5210 元/吨, 较上周上升 1.76%; 国际原糖价格为 12.57 美分/磅, 较上周下降 2.33%。

图 38: 国内玉米批发/现货平均价



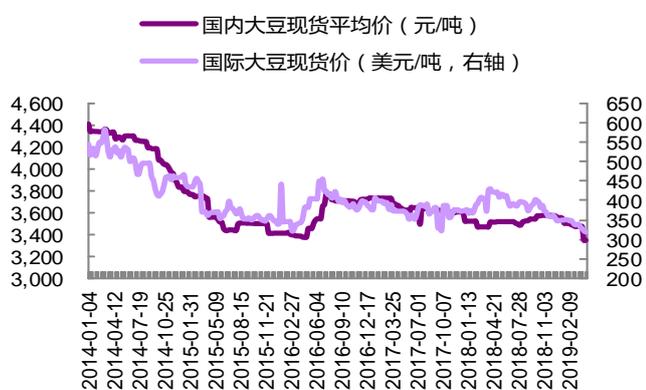
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期为 20190419

图 39: 国内/国际小麦现货价



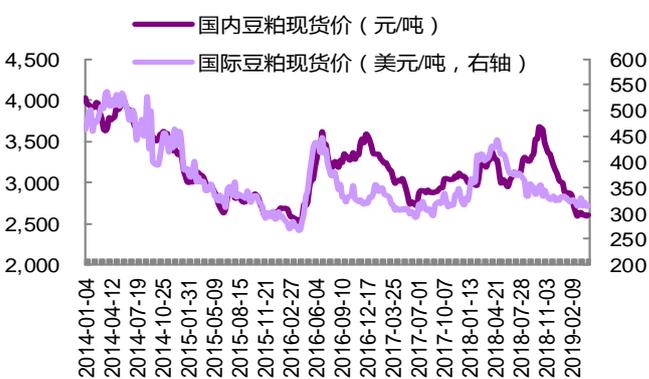
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190419

图 40: 国内/国际大豆现货价



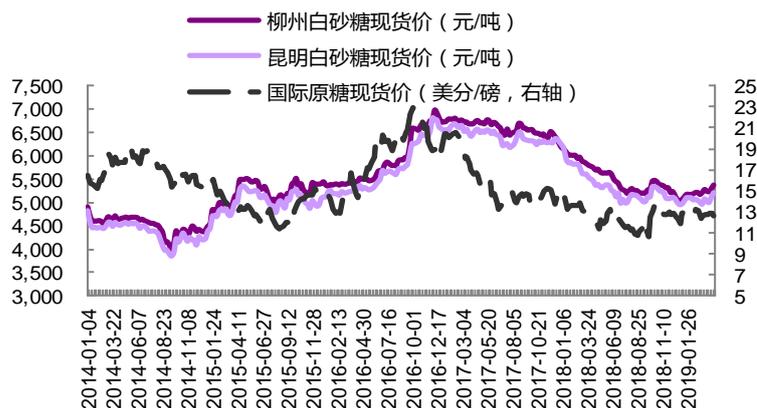
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190419

图 41: 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 20190419

图 42: 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 20190419

国内包材价格方面, 本周浮法玻璃、PET 瓶片价格均下滑。截至 2019 年 4 月 19 日, 浮法玻璃价格为 1492.21 元/吨, 较上周下降 0.21%; PET 瓶片出厂均价为 8625.00 元/吨, 较上周下降 2.17%。截至 3 月 20 日, 瓦楞纸 100g 均价为 4257 元/吨, 瓦楞纸 120g 均价为 4070.71 元/吨。

图 43: 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 20190419

图 44: 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 20190419

图 45: 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 20190419

## 6、公司重要交易信息

表 6：近期公司重要公告

代码	简称	公告日期	公告标题	公告概要
600305.SH	恒顺醋业	2019-04-16	2018 年年度报告	2018 年，公司营业收入 16.94 亿元，同比增长 9.87%；归属于上市公司股东的净利润 3.05 亿元，同比增长 8.44%。
600866.SH	星湖科技	2019-04-16	2019 年第一季度报告	2019 年第一季度，公司营业收入 2.98 亿元，同比增长 28.89%；归属于上市公司股东的净利润 0.37 亿元，同比增长 367.05%。
603517.SH	绝味食品	2019-04-16	2018 年年度报告	2018 年，公司营业收入 43.68 亿元，同比增长 13.45%；归属于上市公司股东的净利润 6.41 亿元，同比增长 27.69%。
002481.SZ	双塔食品	2019-04-16	2018 年年度报告	2018 年，公司营业收入 23.79 亿元，同比增长 15.06%；归属于上市公司股东的净利润 0.92 亿元，同比增长 149.02%。
601579.SH	会稽山	2019-04-17	2018 年年度报告	2018 年，公司营业收入 11.94 亿元，同比下降 7.36%；归属于上市公司股东的净利润 1.78 亿元，同比下降 2.26%。
603886.SH	元祖股份	2019-04-18	2018 年年报	2018 年度，公司实现营业收入 19.58 亿元，同比增长 10.18%；归属于上市公司股东的净利润 2.42 亿元，同比增长 18.74%。
603589.SH	口子窖	2019-04-18	2018 年年报 2019 年第一季度报告	2018 年度，公司实现营业收入 42.69 亿元，同比增长 18.50%；归属于上市公司股东的净利润 15.33 亿元，同比增长 37.62%。2019 年第一季度实现营业收入 13.62 亿元，同比增长 8.97%；归属于上市公司股东的净利润 5.45 亿元，同比增长 21.43%。
002891.SZ	中宠股份	2019-04-18	2018 年年报 2019 年第一季度报告	2018 年度，公司实现营业收入 14.12 亿元，同比增长 39.09%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,644.47 万元，同比减少 23.39%。2019 年第一季度实现营业收入 3.81 亿元，同比增长 37.45%；归属于上市公司股东的净利润 684.42 万元，同比下降 45.75%。
603027.SH	千禾味业	2019-04-19	2018 年年报	2018 年公司实现营业收入 10.65 亿元，同比增长 12.37%；归属于上市公司股东净利润 2.40 亿元，同比增长 66.61%。
002582.SZ	好想你	2019-04-19	2018 年年报 2019 年第一季度报告	2018 年公司实现营业收入 49.49 亿元，同比增长 21.59%；归属于上市公司股东净利润 1.30 亿元，同比增长 21.21%。2019 年第一季度公司实现营业收入 19.22 亿元，同比增长 7.33%；归属于上市公司股东净利润 1.33 亿元，同比增长 10.42%。
600419.SH	天润乳业	2019-04-19	2019 年第一季度报告	2019 年第一季度，公司实现营业收入 34769.06 万元，同比增长 15.97%；归属于上市公司股东的净利润 3092.09 万元，同比增长 12.31%。
002661.SZ	克明面业	2019-04-19	2018 年年报 2019 年第一季度报告	2018 年公司实现营业收入 28.56 亿元，同比增长 25.86%；归属于上市公司股东净利润 1.86 亿元，同比增长 65.00%。2019 年第一季度公司实现营业收入 7.85 亿元，同比增长 17.52%；归属于上市公司股东净利润 0.61 亿元，同比下降 17.31%。
000869.SZ	张裕 A	2019-04-20	2018 年年报	2018 年公司实现营业收入 51.42 亿元，同比增长 4.25%；归属于上市公司股东净利润 10.43 亿元，同比增长 1.06%。
002330.SZ	得利斯	2019-04-20	2018 年年报	2018 年公司实现营业收入 20.19 亿元，同比增长 25.48%；归属于上市公司股东净利润 800.16 万元，同比增长 7.79%。
000848.SZ	承德露露	2019-04-20	2019 年第一季度报告	2019 年第一季度公司实现营业收入 9.31 亿元，同比增长 3.94%；归属于上市公司股东净利润 2.22 亿元，同比增长 1.60%。
000576.SZ	广东甘化	2019-04-20	2019 年第一季度报告	2019 年第一季度公司实现营业收入 9944 万元，同比增长 29.01%；归属于上市公司股东净利润 2456 万元，同比增长 1553.57%。
002507.SZ	涪陵榨菜	2019-04-20	2019 年第一季度报告	2019 年第一季度公司实现营业收入 5.27 亿元，同比增长 3.81%；归属于上市公司股东净利润 1.55 亿元，同比增长 35.15%。
603919.SH	金徽酒	2019-04-20	2019 年第一季度报告	2019 年第一季度公司实现营业收入 5.14 亿元，同比增长 5.48%；归属于上市公司股东的净利润 1.09 亿元，同比下降 9.92%。
600305.SH	恒顺醋业	2019-04-16	2018 年年度报告	2018 年，公司营业收入 16.94 亿元，同比增长 9.87%；归属于上市公司股东的净利润 3.05 亿元，同比增长 8.44%。

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 7: 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)
002695.SZ	煌上煌	1	1	增持	0.10	1.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新周期 20190415-20190419

表 8: 近期公司大事提醒

代码	公司	日期	内容
600298.SH	安琪酵母	2019 年 4 月 23 日	2018 年年度股东大会
002820.SZ	桂发祥	2019 年 4 月 23 日	2018 年年度股东大会
600419.SH	天润乳业	2019 年 4 月 23 日	2018 年年度股东大会
603696.SH	安记食品	2019 年 4 月 24 日	2018 年年度股东大会
002329.SZ	皇氏集团	2019 年 4 月 24 日	2019 年第二次临时股东大会
300138.SZ	晨光生物	2019 年 4 月 24 日	2019 年第一次临时股东大会
600299.SH	安迪苏	2019 年 4 月 25 日	2018 年年度股东大会
600059.SH	古越龙山	2019 年 4 月 26 日	2018 年年度股东大会

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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，本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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼