

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贵州茅台(600519)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

贵州茅台(600519): 复盘
2020, 质量为本, 稳字当头

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

业绩略超预期, 吨价表现亮眼

2021年04月01日

事件: 公司 2020 年实现营业总收入 979.93 亿元, 同比增长 10.29%; 营业收入 949.15 亿元, 同比增长 11.1%; 实现归母净利润 466.97 亿元, 同比增长 13.33%。

点评:

- **2020 年业绩超预期增长, 其中 Q4 业绩加速增长。**相较于此前发布的 2020 年收入、利润增长 10% 的经营预期, 公司 2020 年全年收入、利润均有超预期表现。20Q4 公司实现营业总收入 284.18 亿元, 同比增长 12.12%, 其中酒类收入 276.77 亿元, 同比增长 13.09%; 实现归母净利润 128.7 亿元, 同比增长 19.71%。公司传统经销商渠道调整基本到位, 系列酒 Q4 开始放量增长, 收入同比增长 19.45%, 全年系列酒收入实现逆势增长, 同比增长 4.71%。
- **直销渠道占比持续提升, 公司对渠道的管控力进一步提升。**2020 年公司直销渠道毛利率为 95.62%, 与经销渠道 90.8% 的毛利率相比, 高出 4.82pct。公司直销渠道收入 132.4 亿, 占比 13.96%, 同比增加 5.47pct, 有利于整体毛利率及净利率水平的提升。直销渠道的占比提升同样加强了公司对渠道的掌控力, 有利于公司渠道批价的稳定, 2020 年 9 月至年底, 茅台整箱批价稳定在 2800 元附近。
- **吨价提升推动业绩增长, 新建产能投产提供基酒保障。**2020 年公司茅台酒销量 3.43 万吨, 较上年减少 250 吨, 系列酒销量为 2.97 万吨, 较上年减少 340 吨, 同时出现略微下滑。茅台酒吨价为 247.32 万/吨, 同比增长 12.9%, 系列酒吨价为 33.64 万/吨, 同比增加 6.12%, 成为全年收入、利润增长的主要推动因素。2020 年公司茅台酒产能增加 4032 吨, 系列酒产能增加 4015 吨, 将于 2021 年投入生产。未来公司 3 万吨系列酒产能也将逐步建成投产, 为系列酒的快速增长提供基酒保障。
- **盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 43.41 元、50.04 元、57.04 元。**2021 年作为“十四五”开局之年, 公司营业总收入增长目标为 10.5% 左右, 坚持“质量第一、效益优先”, 走高质量发展路, 非标产品提价带来一定的利润弹性。**我们维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素:** 宏观经济不确定性风险; 批价上涨过快导致政治舆论风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	88,854	97,993	112,494	128,149	143,670
增长率 YoY %	15.1%	10.3%	14.8%	13.9%	12.1%
归属母公司净利润 (百万元)	41,206	46,697	54,535	62,862	71,654
增长率 YoY%	17.1%	13.3%	16.8%	15.3%	14.0%
毛利率%	91.6%	91.7%	92.3%	92.5%	93.0%
净资产收益率ROE%	30.3%	28.9%	29.1%	29.0%	28.7%
EPS(摊薄)(元)	32.80	37.17	43.41	50.04	57.04
市盈率 P/E(倍)	36.06	53.75	46.28	40.15	35.22
市净率 P/B(倍)	10.93	15.56	13.47	11.63	10.10

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 03 月 31 日收盘价

目录

1. 全年业绩超预期增长，十三五顺利收官	4
1.1 传统经销商渠道调整基本结束，系列酒 Q4 开始放量	6
1.2 直销渠道收入占比大幅提升，酒类关联交易比重增加	6
1.3 吨价提升推动业绩增长，新建产能投产提供基酒保障	7
2. 量价提升逻辑不变，2021 年利润较有弹性	9
3. 盈利预测和评级	10
3.1 盈利预测及假设	10
3.2 投资评级	10
4. 风险提示	11

表目录

表 1: 公司收入预测	10
表 2: 可比公司盈利及估值对比	10

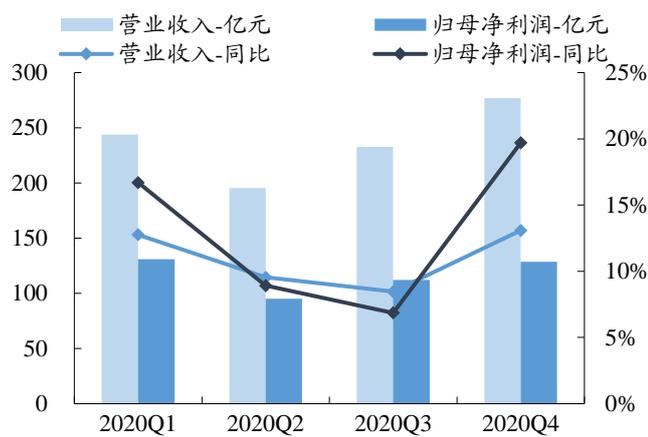
图目录

图 1: 公司 Q4 业绩增速亮眼	4
图 2: 毛利率、净利率持续提升	4
图 3: 2020 年吨成本加速提升	4
图 4: 材料、人工成本逐年提升	4
图 5: 2020 年公司期间费用率降低	5
图 6: 2020 年广告宣传投入减少	5
图 7: 营业收入与销售回款匹配	5
图 8: 经营性净现金流与归母净利润匹配	5
图 9: 近年来公司预收款保持平稳水平	5
图 10: 传统经销商渠道调整基本结束	6
图 11: 2020Q4 系列酒开始放量	6
图 12: 2020 年直销渠道收入占比大幅提升	7
图 13: 20Q4 直销收入占比为全年最高	7
图 14: 2019 年以来直销渠道吨价远高于茅台酒吨价	7
图 15: 与集团酒类关联交易比重提升	7
图 16: 2020 年销量基本保持稳定	8
图 17: 2020 年吨价提升推动业绩增长	8
图 18: 公司白酒产能持续提升	8
图 19: 公司白酒产量持续增加	8
图 20: 茅台五年计划收入增速呈先快后慢特点	9
图 21: 茅台具备超强的业绩完成能力	9
图 22: 茅台历史动态 PE	10

1. 全年业绩超预期增长，十三五顺利收官

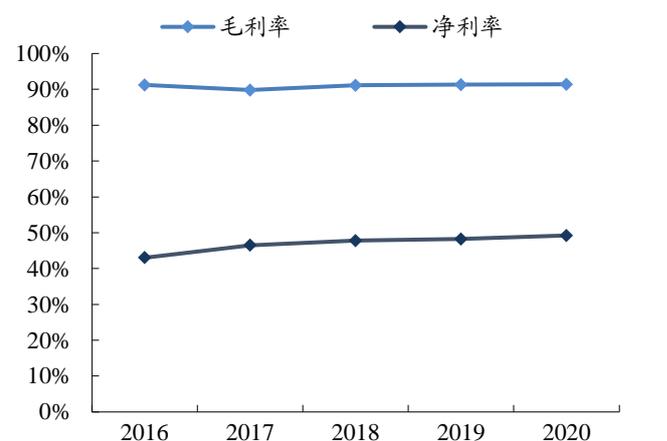
2020 年业绩超预期增长，其中 Q4 业绩加速增长。公司 2020 年实现营业总收入 979.93 亿元，同比增长 10.29%；营业收入 949.15 亿元，同比增长 11.1%；酒类收入 948.22 亿元，同比增长 11.11%；实现归母净利润 466.97 亿元，同比增长 13.33%。面对疫情影响，公司顺利完成年初双位数增长既定目标，相较于此前发布的收入、利润增长 10% 左右的经营预期，公司 2020 年全年收入、利润均有超预期表现。其中，20Q4 公司实现营业总收入 284.18 亿元，同比增长 12.12%，酒类收入 276.77 亿元，同比增长 13.09%；实现归母净利润 128.7 亿元，同比增长 19.71%，业绩增速亮眼。主要系自营、商超、电商渠道投放量加大及系列酒放量增长。

图 1：公司 Q4 业绩增速亮眼



数据来源：Wind，信达证券研发中心

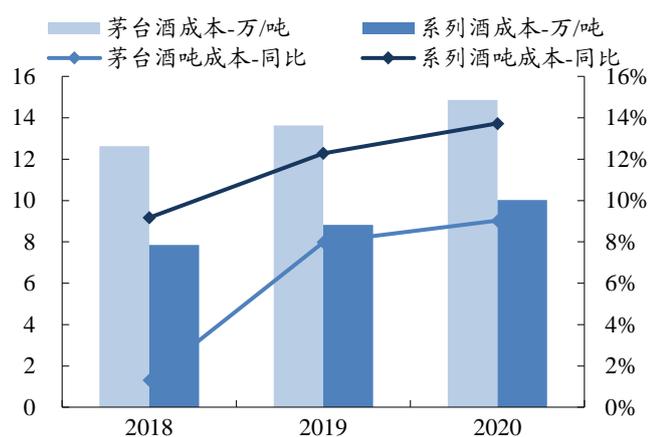
图 2：毛利率、净利率持续提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

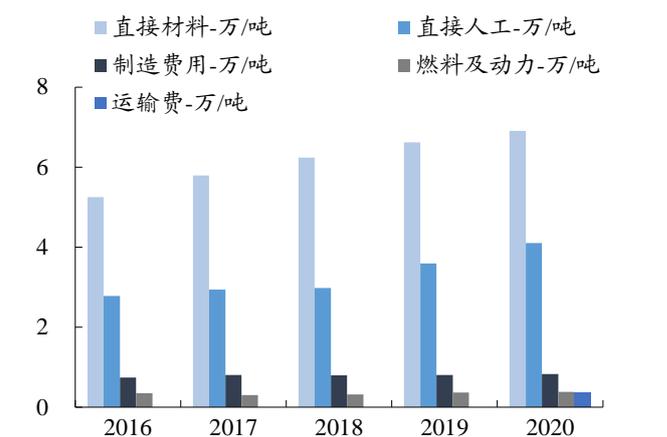
成本提升幅度较大，整体毛利率微增。2020 年公司综合毛利率为 91.41%，同比增加 0.11pct，其中酒类毛利率 91.48%，同比增加 0.11pct。虽然吨价提升带动收入增长，但材料、人工成本同样有较大幅度的增加，导致茅台酒毛利率 93.99%，同比增加 0.21pct，系列酒毛利率 70.14%，同比减少 2.06pct。

图 3：2020 年吨成本加速提升



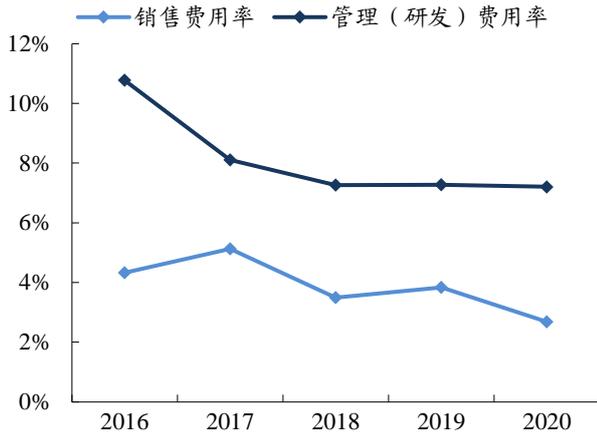
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：材料、人工成本逐年提升

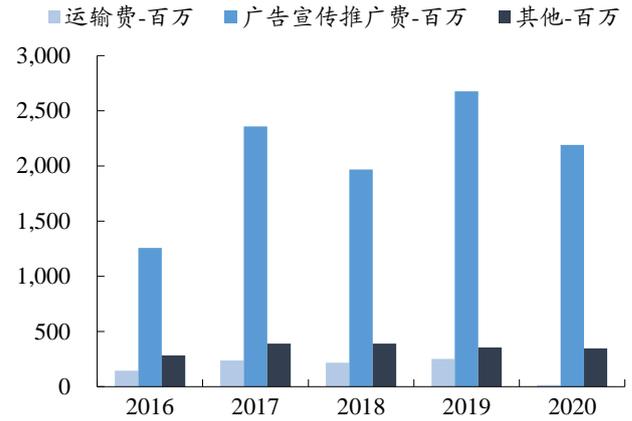


数据来源：Wind，信达证券研发中心

期间费用率降低带来净利率提升。2020 年公司销售费用率为 2.68%，同比减少 1.16pct，主要系运输费转移到营业成本科目和广告宣传费用的减少。管理费用率为 7.15%，同比减少 0.07pct；税金及附加占比为 14.63%，同比减少 0.27pct。公司期间费用率为 9.59%，同比减少 1.48pct，使得净利润率提升至 49.2%，同比增加 0.97pct。

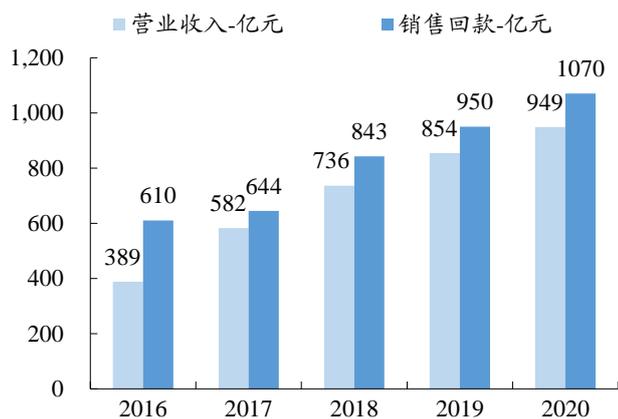
图 5：2020 年公司期间费用率降低


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

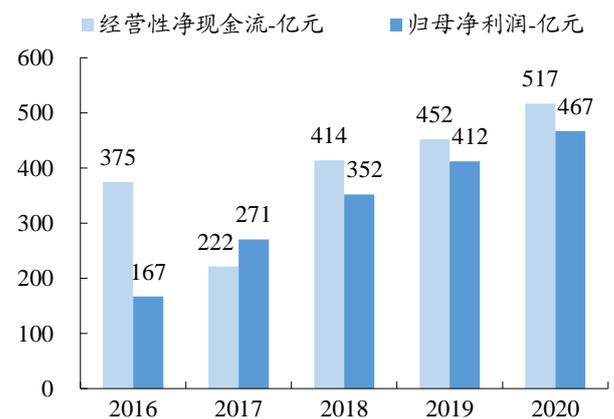
图 6：2020 年广告宣传投入减少


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

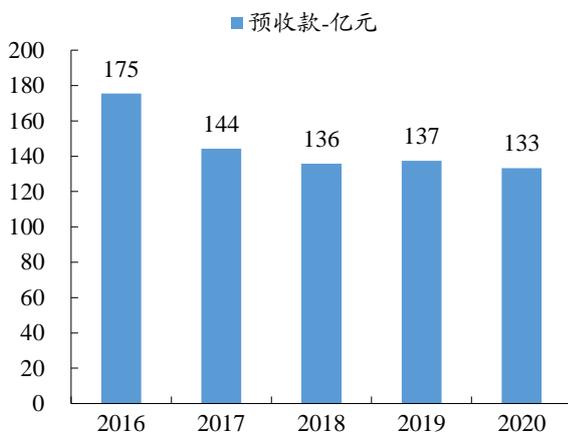
预收款保持稳定水平，经营数据与现金流匹配。据渠道反馈，近年来公司不要求经销商过早回款，除春节旺季外，经销商均按月打款提货，预收款维持平稳水平。此外，公司经营现金流情况良好，销售回款及经营性净现金流分别与营收、净利润匹配。

图 7：营业收入与销售回款匹配


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：经营性净现金流与归母净利润匹配


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

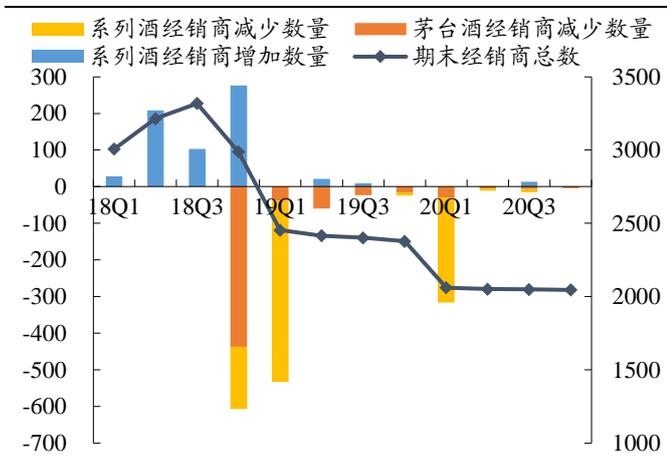
图 9：近年来公司预收款保持平稳水平


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.1 传统经销商渠道调整基本结束，系列酒 Q4 开始放量

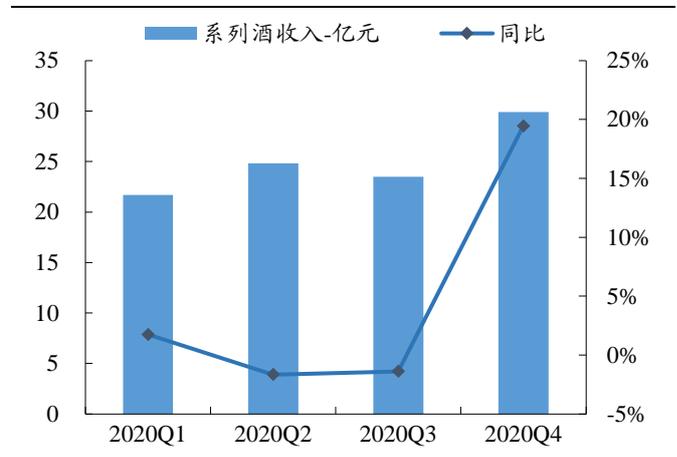
两年传统渠道调整接近尾声。传统经销渠道长期稳定且高额的渠道价差引发了系列腐败案，自 2018 年下半年起，茅台换帅，开始推动传统经销渠道整顿。两年来，累计减少茅台酒经销商 619 家，减少系列酒经销商 929 家。自 20Q2 以来，茅台酒与系列酒的经销商每季度变动数量回落至个位数，调整接近尾声。

图 10: 传统经销商渠道调整基本结束



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 2020Q4 系列酒开始放量



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

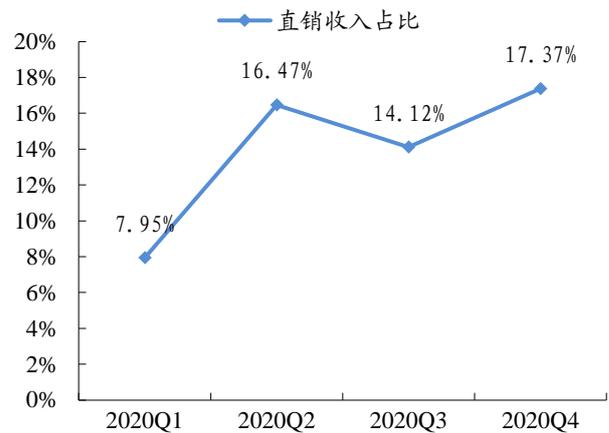
系列酒于 20Q4 开始放量，带动系列酒全年收入逆势转正。受 2020 年初疫情影响，中低端酒需求明显下降，系列酒前三季度收入同比下降 0.54%。得益于国内疫情得到有效控制和传统渠道的优化，Q4 系列酒调整结束，进入放量增长阶段，收入同比增长 19.45%，使得系列酒全年收入逆势转正，同比增长 4.71%，销售口径突破百亿体量。

1.2 直销渠道收入占比大幅提升，酒类关联交易比重增加

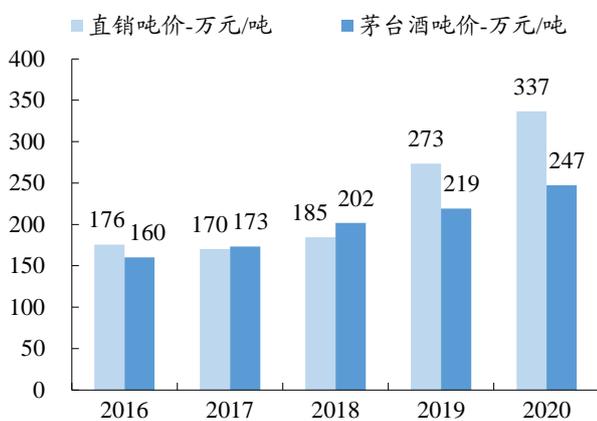
2020 年公司直销渠道收入占比提升至 13.96%。依据公司年报定义，直销渠道指自营渠道，批发代理渠道指社会经销商、商超、电商等渠道，因此公司年报披露的直销渠道销量并不包含商超、电商等投放的配额。2020 年公司直销渠道销量达 3932 吨，同比增长 48.28%，直销收入 132.4 亿元，同比增长 82.66%，收入占比为 13.96%，较上年增加 5.47pct，其中 Q4 为全年最高（17.37%）。据澎湃新闻报道，此前茅台酒直销渠道出厂价估计为 1299 元，2020 年中旬提升至 1399 元，均高于传统经销渠道 969 元的出厂价，因此直销渠道吨价高于茅台酒吨价，直销比例的提升有利于公司利润的增厚。此外，公司 2020 年加大商超、电商渠道投放量，1 月签约 19 家区域 KA 卖场，配额量超 800 吨；6 月新签 22 家渠道商，再度释放超 2000 吨配额；11 月中旬的直销渠道商座谈会上，公司计划四季度投放 4160 吨茅台酒（包括自营、商超、电商、集团等）。据澎湃新闻报道，除自营直销外，公司向商超、电商投放的配额出厂价也估计为 1399 元，此部分投放量的加大同样有利于公司利润的增厚，带动公司 Q4 业绩快速增长。

图 12: 2020 年直销渠道收入占比大幅提升

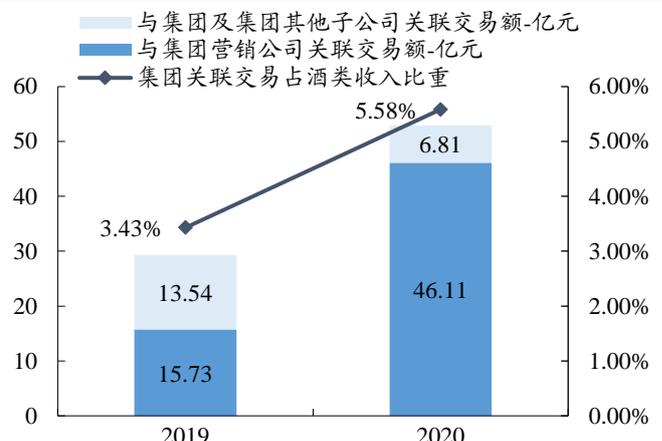

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 20Q4 直销收入占比为全年最高


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 2019 年以来直销渠道吨价远高于茅台酒吨价


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

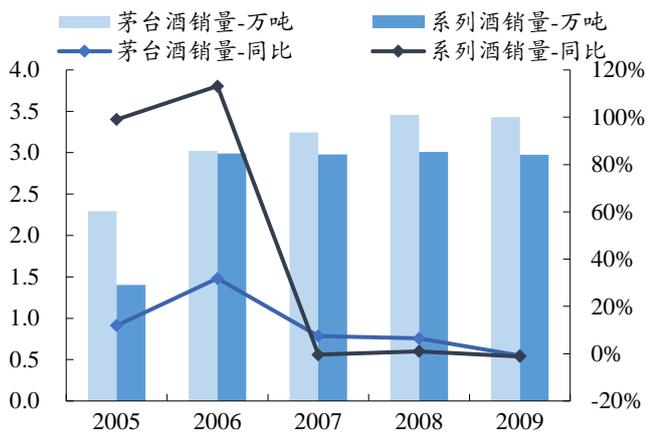
图 15: 与集团酒类关联交易比重提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

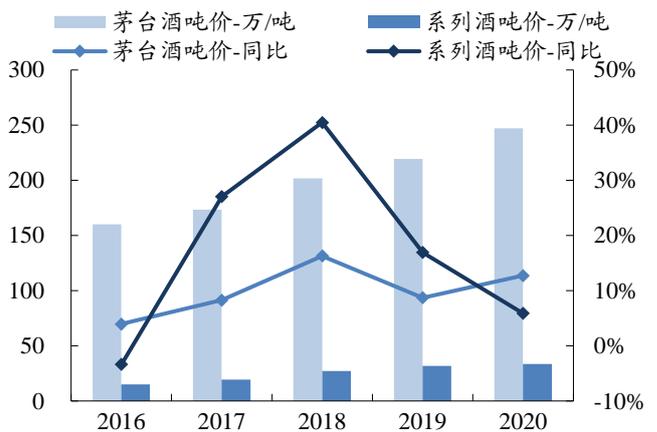
酒类关联交易比重增加，与集团营销公司的关联交易比重提升 3.02pct。 2019 年 5 月，集团成立营销公司，旨在针对团购、商超等终端客户。由于股东利益冲突，规定集团内部交易不能超过净资产的 5%。2019 年公司与集团营销公司的关联交易额为 15.73 亿元（集团内部交易总额为 29.27 亿元，公司净资产的 5% 为 70.94 亿元），占酒类收入的 1.84%。2020 年该项关联交易额为 46.11 亿元（集团内部交易总额为 52.92 亿元，公司净资产的 5% 为 83.86 亿元），同比增长 193.13%，占酒类收入的 4.86%，同比增加 3.02pct。

1.3 吨价提升推动业绩增长，新建产能投产提供基酒保障

销量保持平稳，吨价大幅提升。 2020 年公司茅台酒销量 3.43 万吨，较上年减少 250 吨，系列酒销量为 2.97 万吨，较上年减少 340 吨，同时出现略微下滑。全年收入、利润增长主要由吨价提升带动。经测算，茅台酒吨价为 247.32 万/吨，同比增长 12.9%；系列酒吨价为 33.64 万/吨，同比增加 6.12%。由于 2020 年批价上涨过快，茅台接连被中央点名，面临较高的政治风险，Q4 以控货稳价作为工作主基调。虽然 2020 年茅台未调价，但自营直销、商超、电商等渠道投放量的增加，使得公司渠道结构进一步优化，平均出厂价得以提升。而系列酒则是以产品结构升级为主，带动吨价的提升。

图 16: 2020 年销量基本保持稳定


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 2020 年吨价提升推动业绩增长


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

新建产能投产, 保障未来基酒供应。2016 年茅台集团对“十三五”产能进行规划, 2020 年公司目标实现 10 万吨白酒产量, 其中茅台酒产量 5 万吨。在“十三五”收官之年, 茅台酒产量目标完成, 实现 5.03 万吨产量, 但系列酒产能仍有不足, 仅实现 2.49 万吨产量。2020 年公司茅台酒产能增加 4032 吨, 系列酒产能增加 4015 吨, 均将于 2021 年投入生产, 未来公司 3 万吨系列酒产能也将逐步建成投产, 预计茅台酒与系列酒实现“1:1”等产, 保障未来基酒供应。根据集团“2021 年度生产·质量大会”规划, 2021 年公司目标生产茅台酒基酒 5.53 万吨, 系列酒基酒 2.9 万吨, 稳步增加基酒供应量。

图 18: 公司白酒产能持续提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

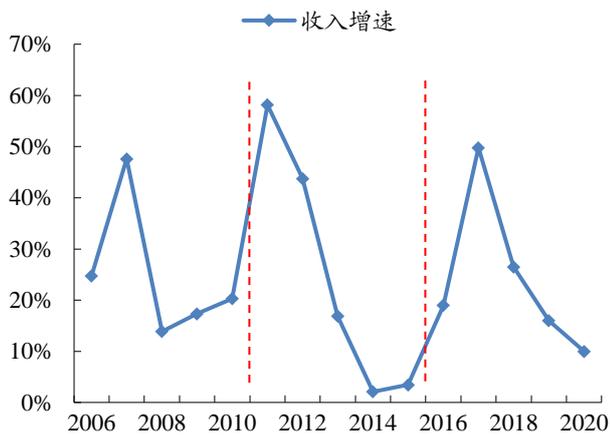
图 19: 公司白酒产量持续增加


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2. 量价提升逻辑不变，2021 年利润较有弹性

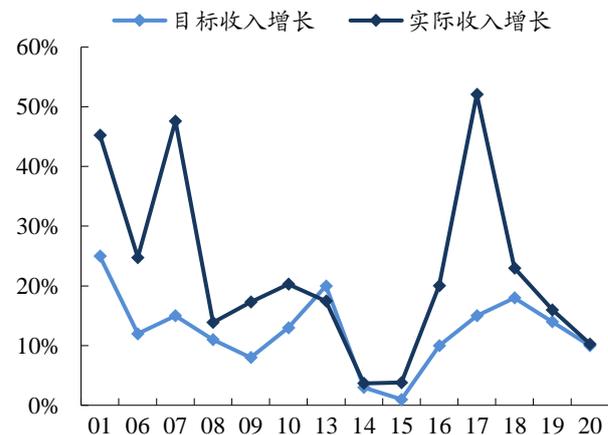
2021 年定调高质量发展，目标实现 10.5%左右收入增长。在 2020 年 12 月底茅台经销商联谊大会上，董事长高卫东表示，“十四五”期间，茅台将坚持“稳”字当头、“实”字托底围绕“力争将茅台打造成省内首家世界 500 强企业”战略目标。2021 年公司坚持守牢“质量、安全、生态”三条生命线，开启高质量发展新征程，目标营业总收入实现 10.5%左右增长。

图 20: 茅台五年计划收入增速呈先快后慢特点



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 茅台具备超强的业绩完成能力



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

供需逻辑不变，茅台供不应求状态持续。2021 年初，茅台开始实行“开箱”销售政策，意在降低渠道、社会库存，保障茅台供需平衡。渠道反馈，2021 年春节销售旺季，茅台动销火热，供不应求状态持续。我们认为，茅台的品牌力及收藏属性是被市场高度认可的，且高端消费人群数量不断提升，经济稳定增长下商务需求增加，从消费需求角度看，长期处于供不应求的状态。随着公司产能、产量的逐步提升，茅台销量具备增长的稳定性。

非标产品大幅提价，提供利润增长弹性。据渠道反馈，2021 年春节前后，茅台定制酒、牛年生肖酒、精品酒等非标产品的出厂价均有一定幅度的提升，预计全年非标产品（约 8000 吨）整体提价幅度为 25%左右，给全年利润带来约 5 个百分点的增长。叠加公司在直销渠道的进一步建设，预计 2021 年利润增长较有弹性。

3. 盈利预测和评级

3.1 盈利预测及假设

收入预测：我们预计茅台 2021-2022 年的收入将分别达到 1124.94 亿元、1281.49 亿元和 1436.70 亿元，分别同比增长 14.8%、13.9%和 12.1%。

表 1: 公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酒类收入	收入-百万元	85344	84822	108944	124175	139222
	YOY	16.0%	11.1%	14.9%	14.0%	12.1%
	毛利率	91.4%	91.5%	92.1%	92.3%	92.8%
茅台酒	收入-百万元	75802	84831	97929	112031	125833
	YOY	15.8%	11.9%	15.4%	14.4%	12.3%
	毛利率	93.8%	94.0%	94.5%	94.6%	95.1%
系列酒	收入-百万元	9542	9991	11015	12144	13389
	YOY	18.1%	4.7%	10.3%	10.3%	10.3%
	毛利率	72.2%	70.1%	71.1%	71.6%	72.1%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

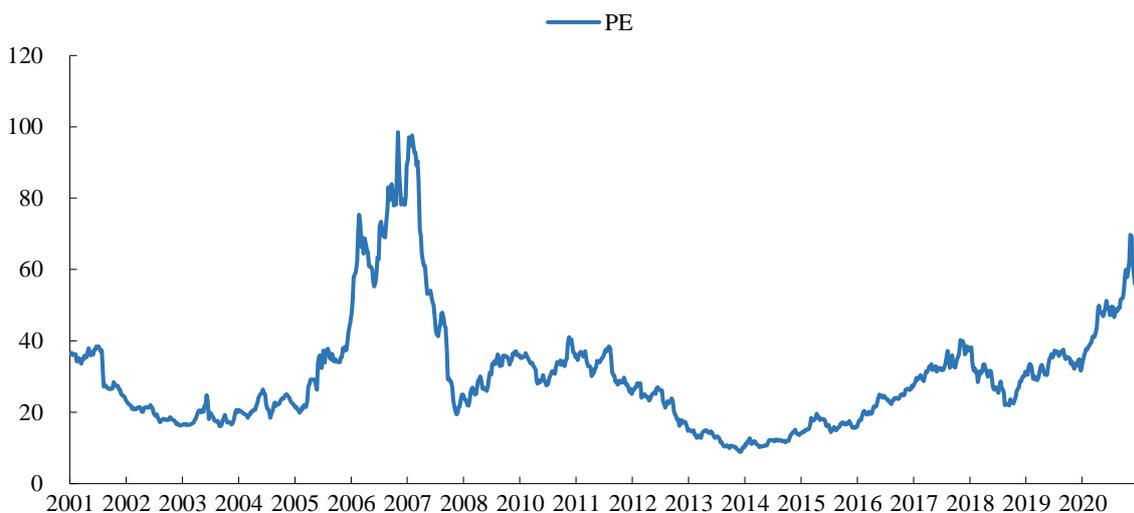
毛利率预测：我们预计茅台 2021-2023 年的毛利率将分别达到 92.3%、92.5%和 93.0%，分别同比上升 0.6pct、0.2pct 和 0.5pct。

费用率预测：我们预计茅台 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 9.15%、8.75%和 8.30%，呈略微下降趋势。

净利润预测：我们预计茅台 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 545.35 亿元、628.62 亿元和 716.54 亿元，分别同比增长 16.8%、15.3%和 14.0%。

3.2 投资评级

图 22: 茅台历史动态 PE



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2: 可比公司盈利及估值对比

2021/03/31	总市值(亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG			PS		
		19A	20E	21E	19-21	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	

五粮液	10,402	4.48	5.17	6.25	18.0%	59.77	51.79	42.91	2.38	20.75	18.16	15.55
泸州老窖	3,296	3.17	4.95	6.00	37.6%	71.00	45.43	37.52	1.00	20.84	16.41	13.93
山西汾酒	2,900	2.22	4.51	5.77	61.1%	149.62	73.85	57.67	0.94	24.41	16.80	13.85
洋河股份	2,482	4.90	5.62	6.48	15.0%	33.62	29.30	25.40	1.69	10.73	10.35	9.17
今世缘	615	1.16	1.24	1.55	15.5%	42.20	39.66	31.64	2.04	12.63	11.96	9.70
古井贡酒	1,058	4.17	4.17	5.33	13.1%	50.46	50.40	39.44	3.01	10.16	9.74	8.11
酒鬼酒	494	0.92	1.43	2.04	48.6%	165.08	106.11	74.77	1.54	32.70	27.41	19.54
ST 舍得	278	1.51	1.60	2.00	14.9%	54.79	51.80	41.47	2.77	10.50	10.08	8.40
平均					28.0%	78.32	56.04	43.85	1.92	17.84	15.12	12.28
贵州茅台	25,237	32.80	37.17	43.41	15.0%	61.25	54.04	46.28	3.08	28.40	25.75	22.43

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 茅台 2020 年数据为实际值

我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 43.41 元、50.04 元、57.04 元，对应 2021 年 3 月 31 日收盘价（2009 元/股）市盈率 46/40/35 倍，维持“买入”评级。

4. 风险提示

宏观经济不确定风险

2021 年，国外新冠疫情仍在持续，国际经济形势更加复杂，给白酒行业和白酒企业的发展带来了一定的风险。

批价上涨过快导致政治舆论风险，社会库存累计的风险

- 1.原箱批价突破 3000 元，或将引发社会舆论压力和白酒政策趋严的风险。
- 2.茅台酒价格高位将引致茅台酒社会库存不断积累，茅台酒被购买后并没有真正被消费掉，将透支一部分未来茅台酒的需求，当茅台酒价格出现反向下跌时，社会库存将助推价格快速下跌。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	159,02	185,652	216,426	252,208	291,197	
货币资金	13,252	36,091	65,001	98,450	135,459	
应收票据	1,463	1,533	1,788	2,036	2,283	
应收账款	0	0	0	0	0	
预付账款	1,549	898	1,045	1,158	1,209	
存货	25,285	28,869	30,305	32,266	33,942	
其他	117.47	118,261	118,288	118,297	118,305	
非流动资产	24,018	27,744	28,389	29,034	29,679	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	15,144	16,225	16,975	17,725	18,475	
无形资产	4,728	4,817	4,822	4,827	4,832	
其他	4,146	6,701	6,591	6,481	6,371	
资产总计	183,04	213,396	244,815	281,241	320,875	
流动负债	41,093	45,674	47,701	50,694	52,862	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,514	1,342	1,432	1,587	1,656	
其他	39,580	44,331	46,269	49,108	51,207	
非流动负债	73	1	1	1	1	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	73	1	1	1	1	
负债合计	41,166	45,675	47,702	50,696	52,864	
少数股东权益	5,866	6,398	9,756	13,626	18,038	
归属母公司	136,01	161,323	187,357	216,919	249,974	
负债和股东权益	183,04	213,396	244,815	281,241	320,875	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	88,854	97,993	112,494	128,149	143,670
同比	15.1%	10.3%	14.8%	13.9%	12.1%
归属母公司净利润	41,206	46,697	54,535	62,862	71,654
同比	17.1%	13.3%	16.8%	15.3%	14.0%
毛利率(%)	91.6%	91.7%	92.3%	92.5%	93.0%
ROE%	30.3%	28.9%	29.1%	29.0%	28.7%
EPS(摊薄)(元)	32.80	37.17	43.41	50.04	57.04
P/E	36.06	53.75	46.28	40.15	35.22
P/B	10.93	15.56	13.47	11.63	10.10
EV/EBITDA	24.37	36.44	31.33	26.95	23.38

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	88,85	97,993	112,494	128,149	143,670	
营业成本	7,430	8,154	8,710	9,653	10,072	
营业税金及附加	12,73	13,887	16,312	18,582	20,832	
销售费用	3,279	2,548	2,531	2,499	2,442	
管理费用	6,168	6,790	7,762	8,714	9,482	
研发费用	49	50	56	64	72	
财务费用	7	-235	-505	-817	-1,170	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	-146	-165	22	26	29	
营业利润	59,04	66,635	77,651	89,479	101,968	
营业外收支	-259	-438	-255	-265	-275	
利润总额	58,78	66,197	77,396	89,214	101,693	
所得税	14,81	16,674	19,504	22,482	25,627	
净利润	43,97	49,523	57,892	66,732	76,066	
少数股东损	2,764	2,826	3,358	3,870	4,412	
归属母公司	41,20	46,697	54,535	62,862	71,654	
EBITDA	60,43	67,882	78,488	90,002	102,134	
EPS(当	32.80	37.17	43.41	50.04	57.04	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	45,211	51,669	59,675	69,024	77,893
净利润	43,97	49,523	57,892	66,732	76,066
折旧摊销	1,243	1,317	1,365	1,365	1,365
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变	32	857	163	662	187
其它	-35	-28	255	265	275
投资活动现金流	-3,166	-1,805	-2,265	-2,275	-2,285
资本支出	-3,149	-2,089	-2,275	-2,285	-2,295
长期投资	0	295	0	0	0
其他	-17	-11	10	10	10
筹资活动现金流	-	-	-28,500	-33,300	-38,600
吸收投资	833	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或	-	-	-28,500	-33,300	-38,600
现金流净增加额	22,761	25,737	28,910	33,449	37,008

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。