

# 食品饮料

## 啤酒旺季供销两旺，饮料板块有望全面回暖

### 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 3.86%，沪深 300 下跌 0.76%，板块整体下跌。分子行业看，本周食品综合行业下跌 4.26%，白酒行业下跌 4.81%，肉制品行业下跌 2.49%，乳制品行业下跌 1.39%，啤酒行业上涨 0.49%，调味发酵品行业下跌 2.86%。

### 本周观点：啤酒旺季供销两旺，饮料板块有望全面回暖

**白酒：**本周次高端白酒板块出现回调，次高端二线白酒股价跌幅较大，我们认为此次下跌与基本面无关，主要系资金层面影响，中期看白酒持续向好逻辑不改。从业绩层面来看，21Q1 次高端板块上市公司业绩同比增长 39.40%，相较于 19Q1 增长 18.78%，今年一季度涨幅亮眼。我们认为消费升级是次高端板块的底层支撑，各大酒企都提出了五年翻番或翻两番的目标，并在产品、渠道、营销及品牌不断加力，次高端板块愿景美好，依然可期。

**啤酒行业：**啤酒步入动销旺季，品牌升级及双赛加持助力量价齐升。夏季来临啤酒销售渐入旺季，此外欧洲杯及东京奥运会双赛加持，推动旺季持续放量。啤酒品牌高端升级及新品矩阵布局将进一步助推旺季结构上行，持续看好行业结构升级态势，维持行业“强大于市”评级。

**乳制品方面，**乳制品景气细分赛道主要包括低温巴士奶、奶酪，我们继续看好新乳业在低温奶赛道的扩张布局能力。超巴奶出现后，区域乳企在低温奶领域的壁垒其实并不在于牧场资源、冷链运输。故我们认为区域乳企短期内仍将牢牢把握低温奶市场，追求极致新鲜的高质量产品，看好新乳业收购的扩张模式以及精细化管理能力。

**餐饮产业链（五环）：**安井持续加强产品销售推广，加大渠道开发，实现 BC 兼顾。此外，公司加强菜肴制品研发，持续开发餐饮客户，菜肴制品板块营收有望实现高速增长，成为公司的第二增长曲线；立高受益于冷冻烘焙赛道高景气度，在提升下游生产效率及节约经营成本上优势显著，类比速冻食品，正处在下游渗透率快速提升阶段。

**精选高景气细分赛道，关注饮料板块底部机会。**功能饮料赛道上，东鹏饮料通过高性价比的差异化竞争，一方面建立了较强的价格竞争优势，另一方面通过激励等方式，团队积极性强。目前公司所处行业竞争环境较几年前有所优化、战略方向明确以及团队建设等方面已具备全国化基础，未来有望随着全国化战略实现快速增长，建议关注公司开板后的投资机会。

**重点推荐：**洋河股份，青岛啤酒，珠江啤酒，新乳业、中国飞鹤，日辰股份，天味食品，绝味食品，东鹏饮料，科拓生物

**建议关注标的：**今世缘，口子窖，舍得酒业，华润啤酒，重庆啤酒，燕京啤酒，光明乳业，澳优，中炬高新，立高食品，金龙鱼，味知香，香飘飘，养元饮品，承德露露，西麦食品

**持续推荐“诗和远方”：**泸州老窖，五粮液，贵州茅台，海天味业、安琪酵母、安井食品，伊利股份，农夫山泉，百润股份

### 数据跟踪：

**白酒：**高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台、五粮液批价上涨、国窖整箱批价批价均有上涨

**啤酒：**产量上升，进口大麦价格上涨，玻璃价格上涨，瓦楞纸价格略有上涨

**乳制品：**生鲜乳均价略有上涨，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格下跌，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

**卤制品：**毛鸭价格持平

**风险提示：**疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期，高端化进程受阻，食品安全问题，等等。

证券研究报告

2021 年 06 月 16 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

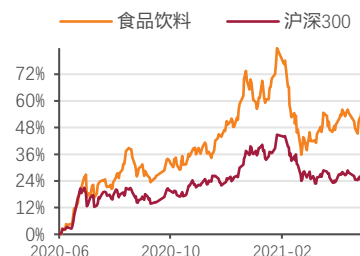
**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

**吴文德** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520070003  
wuwende@tfzq.com

**姜倩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520100002  
louqian@tfzq.com

**薛涵** 联系人  
xuehana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:波动中寻找白酒中期确定性，短期弹性》 2021-06-15

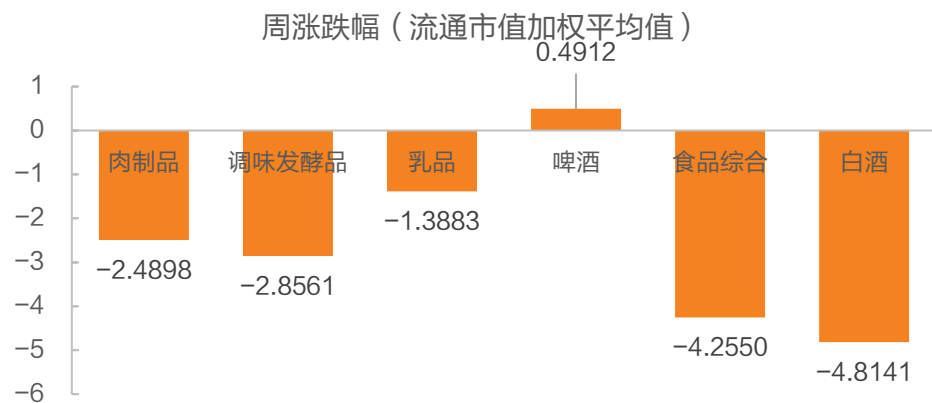
2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:调研数据反馈积极，领推逻辑持续演绎》 2021-06-07

3 《食品饮料-行业研究周报:啤酒旺季动销有望超预期 食品配料迎来春天》 2021-06-07

## 1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 3.86%，沪深 300 下跌 0.76%，板块整体下跌。分子行业看，本周食品综合行业下跌 4.26%，白酒行业下跌 4.81%，肉制品行业下跌 2.49%，乳品行业下跌 1.39%，啤酒行业上涨 0.49%，调味发酵品行业下跌 2.86%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-06-07~2021-06-11，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前一标的古井贡 B(2%)，跌幅前三标的顺鑫农业(-20%)、迎驾贡酒(-15%)、水井坊(-15%)；啤酒行业涨幅前三标的\*ST 西发(17%)、青岛啤酒(5%)、重庆啤酒(0%)，跌幅前三标的兰州黄河(-9%)、珠江啤酒(-6%)、燕京啤酒(-5%)；肉制品行业涨幅前一标的金字火腿(1%)，跌幅前三标的上海梅林(-3%)、双汇发展(-3%)、华统股份(-3%)；调味发酵品行业涨幅前二标的 ST 加加(16%)，跌幅前三标的天味食品(-15%)、中炬高新(-9%)、恒顺醋业(-7%)；乳品行业涨幅前三标的\*ST 科迪(5%)、妙可蓝多(4%)、庄园牧场(4%)，跌幅前三标的一鸣食品(-10%)、贝因美(-10%)、熊猫乳品(-6%)；食品综合涨幅前三标的来伊份(29%)、海融科技(12%)、有友食品(5%)，跌幅前三标的南侨食品(-17%)、爱普股份(-16%)、青海春天(-15%)。

表 1：各子行业周涨跌幅前三标的

	白酒	啤酒	肉制品	调味品 (调味发酵品)	乳品	食品 (食品综合)
涨幅前三	古井贡 B (2%)	*ST 西发 (17%)	金字火腿 (1%)	ST 加加 (16%)	*ST 科迪 (5%)	来伊份 (29%)
		青岛啤酒 (5%)			妙可蓝多 (4%)	海融科技 (12%)
		重庆啤酒 (0%)			庄园牧场 (4%)	有友食品 (5%)
跌幅前三	顺鑫农业 (-20%)	兰州黄河 (-9%)	上海梅林 (-3%)	天味食品 (-15%)	一鸣食品 (-10%)	南侨食品 (-17%)
	迎驾贡酒 (-15%)	珠江啤酒 (-6%)	双汇发展 (-3%)	中炬高新 (-9%)	贝因美 (-10%)	爱普股份 (-16%)
	水井坊 (-15%)	燕京啤酒 (-5%)	华统股份 (-3%)	恒顺醋业 (-7%)	熊猫乳品 (-6%)	青海春天 (-15%)

资料来源：wind，天风证券研究所

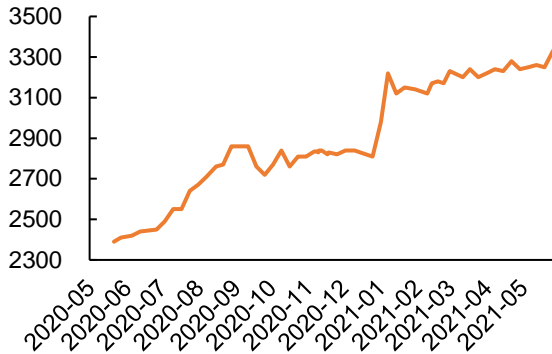
## 2. 数据追踪

### 2.1. 白酒行业：高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台、五粮液批价上涨、国窖整箱批价批价均有上涨

飞天本周整箱批价上涨至 3440 元，五粮液批价突破千元大关，由 6 月 4 日的 985 元上涨

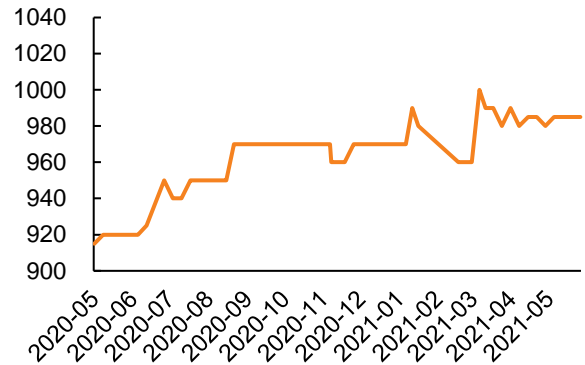
至 6 月 11 日的 1000 元，国窖批价经历几周的持平后上涨至 930 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



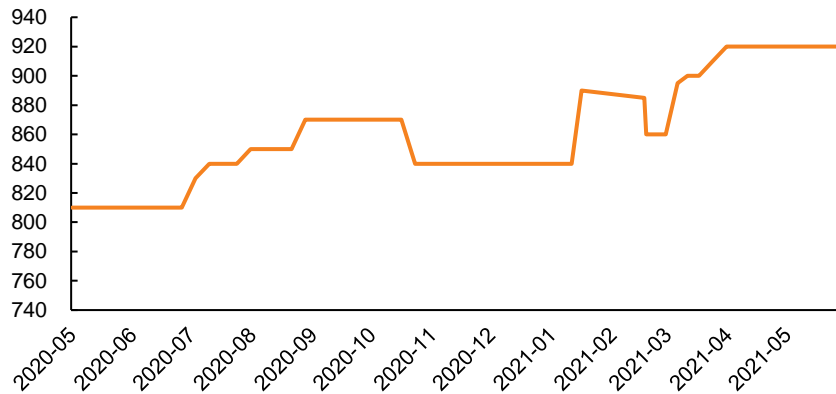
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

图 4：国窖 1573 一批价（单位：元）



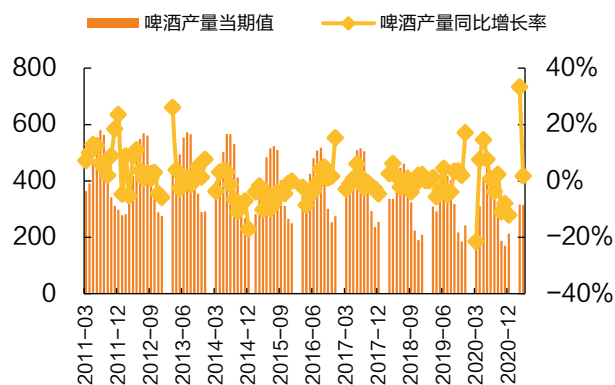
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

## 2.2. 啤酒行业：产量上升，进口大麦价格上涨，玻璃价格略上涨，瓦楞纸价格上涨

2021 年 4 月，中国规模以上啤酒企业产量 314 万千升，同比上升 2%。2021 年 1-4 月，中国规模以上啤酒企业累计产 1140.9 万千升，同比上升 33.6%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 4 月进口大麦平均价为 276.35 美元/吨，涨幅 3.75%。包装原材料玻璃的价格本周小幅上涨，由 6 月 4 日的 2653 元/吨涨至 6 月 11 日的 2686 元/吨，涨幅 1.24%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 5 月 10 日的 3829.80 元/吨涨至 5 月 20 日的 3933.10 元/吨，涨幅 2.70%。

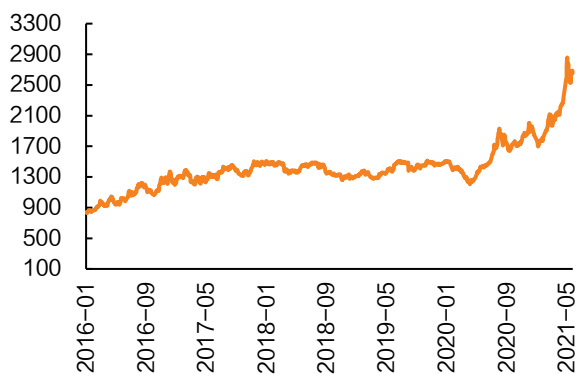
图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）

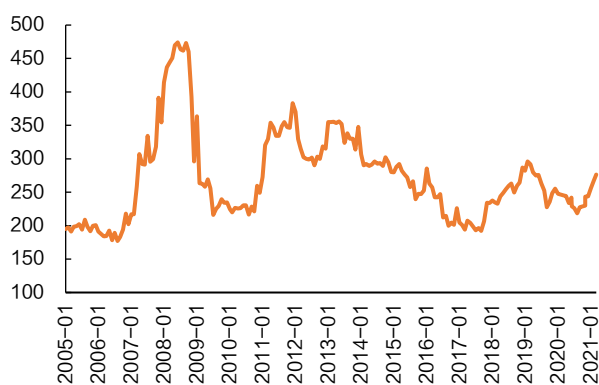


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7: 玻璃价格 (元/吨)

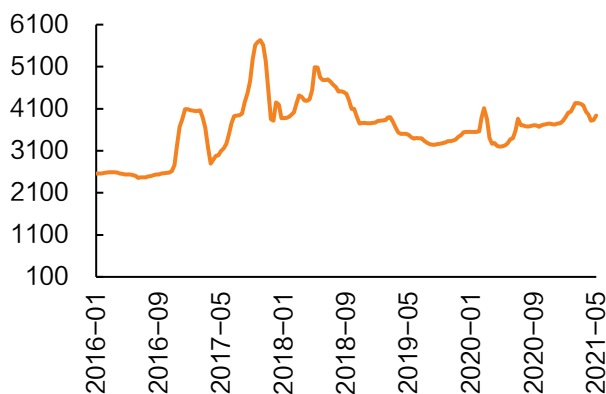


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8: 瓦楞纸价格 (元/吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价上涨，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格同样有所下跌，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

本周生鲜乳均价由5月26日的4.26元/公斤上涨至6月2日的4.27元/公斤，涨幅0.23%。全脂奶粉5月18日拍卖价为4123美元/吨，6月1日下跌至4061美元/吨，跌幅1.48%。脱脂奶粉拍卖价同样有所下跌，5月18日拍卖价为3447美元/吨，6月1日下跌至3415美元/吨，跌幅0.93%。

豆粕市场价下跌，2021年5月10日为3631.7元/吨，5月20日市场价为3598.1元/吨，跌幅0.93%。玉米进口价继续上涨，2021年3月为256.7美元/吨，2021年4月为258.5美元/吨，涨幅0.67%。

图 9: 生鲜乳均价 (元/公斤)

图 10: 大包粉拍卖价 (全脂奶粉, 美元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 大包粉拍卖价(脱脂奶粉, 美元/吨)

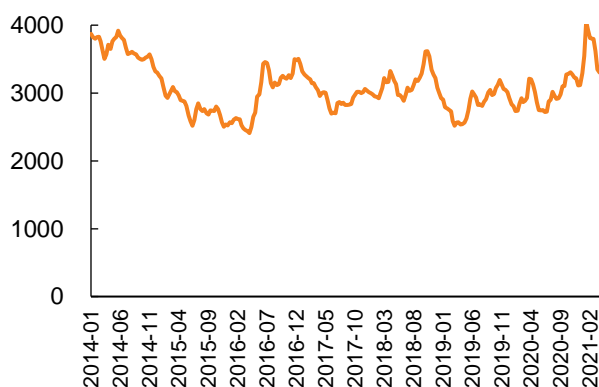


资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 12: 豆粕市场价(元/吨)

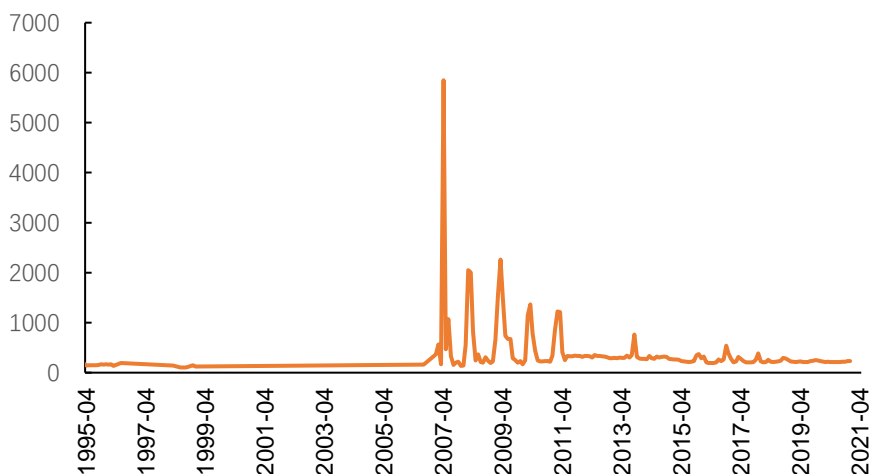


资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 玉米进口价(美元/吨)

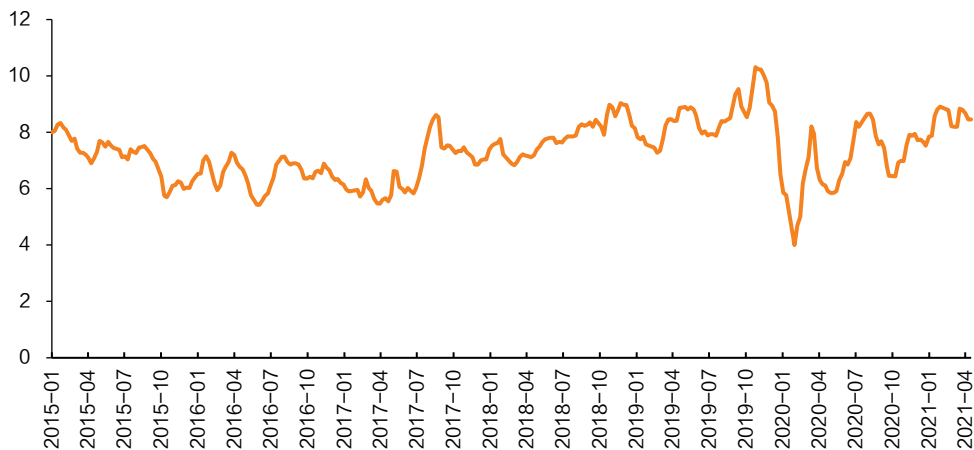


资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2.4. 卤制品行业: 毛鸭价格持平

卤制品行业中, 近期毛鸭均价维持不变, 4月16日毛鸭均价为8.46元/千克, 4月23日毛鸭均价仍为8.46元/千克。

图 14：毛鸭均价（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议：啤酒旺季供销两旺，饮料板块有望全面回暖

**白酒：**本周次高端白酒板块出现回调，次高端二线白酒股价跌幅较大，我们认为此次下跌与基本面无关，主要系资金层面影响，中期看白酒持续向好逻辑不改。从业绩层面来看，21Q1 次高端板块上市公司业绩同比增长 39.40%，相较于 19Q1 增长 18.78%，今年一季度涨幅亮眼。我们认为消费升级是次高端板块的底层支撑，各大酒企都提出了五年翻番或翻两番的目标，并在产品、渠道、营销及品牌不断加力，次高端板块愿景美好，依然可期。

公司方面，水井坊股东大会情况：公司全年展望营收同比增长 43%，净利同比增长 35%。加速高端化布局，未来将营销费用的 50%向 600 元以上产品倾斜。价格方面，今年一季度公司对旗下产品的出厂价进行了上调，幅度在 20-40 元不等，同时代总经理朱镇豪表示，水井坊还有提价空间。我们认为水井坊在以“成为高端浓香头部品牌之一”的愿景下，找准核心驱动力，加大高端品类费用投放，探索酱酒新机遇，长期将赢取更大的次高端和高端市场份额。洋河股东大会情况：M6+品牌轴心地位奠定，库存处于历史低位，水晶梦发展加快，天之蓝、海之蓝总体价格上扬，趋势稳定；双沟开始发力。本周洋河周五出现大幅回调，我们认为公司管理层并未出现大的调整，公司仍然会紧紧把握这段次高端的窗口期，公司有动力，渠道有支撑，产品在优化，估值有底线。公司“洋河+双沟”双品牌战略立体覆盖，加上渠道调整及公司内部人员激励的改善，多轮驱动势头向上，现阶段我们仍然坚定看好。

高端白酒板块小幅震荡基本维持平稳，呈现调整态势，目前贵州茅台、五粮液经销商 6 月货款已打，预计后续将逐步发货，当前渠道库存较低，老窖 6 月货款打款及厂家发货预计将在端午前完成，高端酒终端销售实现稳定增长，预计 21Q2 高端白酒板块业绩仍稳健。依然看好高端白酒板块长期投资价值，再次强调“茅台 40-45x 估值是合理区间，目前处于均值回归后的合理价位”。对于整个高端白酒板块“白酒逻辑看高端，高端逻辑看茅台”，茅台价格打开其他酒的价格天花板，其估值是整个板块的锚，综合它品牌独特性、投资性、稀缺性的属性，对标海外奢侈品估值，我们认为茅台 40-45x 是估值中枢的合理区间，均值回归仍有一定空间。从长期基本面来看，继续坚定高端白酒优质赛道的长期价值。

茅台股东大会要点：①产能扩建规划：按照产能规划，今年茅台预计可达到 5.53 万吨，实现十三五规划目标；十四五扩建产能是非常审慎的决策，今年预计实现的 5.53 万吨从十年前就提出了，茅台酒依赖生态环境，十四五是否扩建要综合考量，不能因为追求规模而损失品质。目前在委托专业机构，对十四五规划进行论证，论证结果再行通知。②系列酒发展规划：十四五双轮驱动，系列酒实施大单品战略，目前王子酒 40 亿规模，赖茅、汉酱 10 亿。3 万吨系列酒产能稳步推进。



**重点推荐标的：**洋河股份

**建议关注标的：**今世缘、口子窖、舍得酒业

**持续推荐“诗和远方”：**泸州老窖、五粮液、贵州茅台

**啤酒行业：啤酒步入动销旺季，品牌升级及双赛加持助力量价齐升。**夏季来临啤酒销售渐入旺季，此外欧洲杯及东京奥运会双赛加持，推动旺季持续放量。在此阶段，各家酒企也纷纷推出新品或者聘请新的代言人来为高端化产品助力。重啤推出夏日纷产品，并聘请1664新代言人；燕京推出桂花啤酒、国际范10度特制拉格啤酒等6款新品，并重造雪鹿啤酒，并进行全国化推广，同时为U8和雪鹿选定新代言，不断提升公司年轻化和高端化品牌形象；华润马尔斯绿更换代言人，让品牌调性和产品诉求更匹配消费者需求。啤酒品牌高端升级及新品矩阵布局将进一步助推旺季结构上行，持续看好行业结构升级态势，维持行业“强大于市”评级。

**重点推荐标的：**青岛啤酒

**建议关注标的：**华润啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒

**持续推荐“诗和远方”：**无

**乳制品：乳制品景气细分赛道主要包括低温巴氏奶、奶酪，我们继续看好新乳业在低温奶赛道的扩张布局能力。**超巴奶出现后，区域乳企在低温奶领域的壁垒其实并不在于牧场资源、冷链运输，因为超巴奶保质期更长扩大了运输及销售半径。我们认为低温奶运营的难点在于渠道的精细化管理，双寡头若只是沿用常温奶的运营经验可能短期较难实现供应链效率的精细化管理。故从以上分析，我们认为区域乳企短期内仍将牢牢把握低温奶市场，追求极致新鲜的高质量产品，看好新乳业收购的扩张模式以及精细化管理能力。

中国飞鹤发布股份回购，自2021年6月9日起直至公司下届股东周年大会结束止(即购回授权届满时)于公开市场购回公司股份。股份购回计划拟动用不超过2亿美元资金用于购回股份。公司将从现有可动用现金储备及自由现金流量为购回拨付资金。股份回购计划反映在公司市场领导地位的驱动下，董事会及管理团队对公司目前及长期的业务展望以及增长充满信心。董事会认为，股份购回计划符合公司及其股东的整体最佳利益。公司管理团队对公司实现此前披露的2023年中期经营目标和2028年长期经营目标充满强烈信心。奶粉行业国产替代趋势明显，飞鹤抢占高端市场符合消费升级趋势，利用“人海战术”做线下消费者教育，销售模式效果显著，目前品牌认可度稳步提升，高端奶粉市场将会受出生率下降影响最小的市场。

我们认为乳制品行业格局稳定，双寡头规模优势明显。伊利将依托自身的品牌知名度、渠道广度、资金实力利用规模优势布局高附加值业务，致力于实现从1到∞的过程，而其他中小乳企更适合从0到1的过程，在细分领域创新是其优势。原奶价格上涨背景下，降费用是行业共性行为，从13-14年原奶价格上涨历史来看，公司净利率逆势上行，主要系费用率降低。

**重点推荐标的：**新乳业、中国飞鹤

**建议关注标的：**光明乳业、澳优

**持续推荐“诗和远方”：**伊利股份

**餐饮产业链（五环）：安井持续加强产品销售推广，加大渠道开发，实现BC兼顾。**此外，公司加强菜肴制品研发，持续开发餐饮客户，菜肴制品板块营收有望实现高速增长，成为公司的第二增长曲线；立高受益于冷冻烘焙赛道高景气度，在提升下游生产效率及节约经营成本上优势显著，类比速冻食品，正处在下游渗透率快速提升阶段。立高冷冻烘焙大单

品持续放量，商超及餐饮等多元渠道不断开拓，随着今年年内产能建设逐步落地，公司业绩高增趋势不改。复合调味品方面，日辰本周公告取消前期股权激励议案，主因人员新增以及后期增强激励效果等原因。二季度随着餐饮复苏，日辰整体表现或延续一季度趋势，营收端有望持续高增，而利润端因为费用等基数原因，或将承压，但整理逻辑不变，建议持续关注。天味食品因股东减持等原因，股价继续调整，但行业景气度仍存，建议持续关注行业竞争态势以及公司渠道反馈，积极把握公司景气向上机会。

**重点推荐标的：**日辰股份、天味食品、绝味食品

**建议关注标的：**中炬高新、立高食品、金龙鱼、味知香

**持续推荐“诗和远方”：**海天味业、安琪酵母、安井食品

**精选高景气细分赛道，关注饮料板块底部机会。**功能饮料赛道上，东鹏饮料通过高性价比的差异化竞争，一方面建立了较强的价格竞争优势，另一方面通过激励等方式，团队积极性强。目前公司所处行业竞争环境较几年前有所优化、战略方向明确以及团队建设等方面已具备全国化基础，未来有望随着全国化战略实现快速增长，建议关注公司开板后的投资机会。益生菌赛道，科拓生物以高研发壁垒领跑国内企业，核心菌种资源、基础研究及生产工艺领先，具有国产替代核心优势，替代空间大。今年各板块业务大订单逐步落地，复配与达利植物酸奶达成新合作；益生菌业务老客户合作深入，新客户快速拓展，我们认为益生菌业绩低基数下有望实现翻倍增长。软饮料行业基数效应强，建议关注企业基本面边际变化。软饮料行业去年因疫情、洪水等因素导致整体基数较低，全年来看表现增速有望实现高增长。另一方面，去年疫情导致营收快速下滑或改变公司大单品未来预期，以养元为例，去年营收下滑 40%+，或提前来到长期稳态预期，而公司今年在红牛安奈吉、植物奶等新品增量下，有望提振未来收入预期，估值体系有望发生改变。此外，软饮料公司目前整体估值表现较低，露露、香飘飘等均有希望在内部机制变革和新品放量逻辑下，提振估值。而基本面较为强势的农夫山泉和百润股份，在数据稳定增长的情况下，估值有望维持高位。

**重点推荐标的：**科拓生物、东鹏饮料

**建议关注标的：**香飘飘、养元饮品、承德露露、西麦食品

**持续推荐“诗和远方”：**农夫山泉、百润股份

## 4. 风险提示

**疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期：**受新冠疫情影响，社交活动停滞，终端需求或不达预期；同时工厂复工受到一定限制，供给端或存在无法按需供应的风险。

**高端化进程受阻：**高端化进程受人均收入、消费水平、消费意愿的影响，三者中有一方受不利影响，将会使得白酒、乳制品、啤酒等子行业的高端化趋势受阻。

**食品安全问题：**食品安全问题是影响整个行业的重大因素，将会导致行业需求及信心受挫，并使得行业格局发生重大变化。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com