

食品饮料

证券研究报告

2021年08月31日

食品数据确认时点临近，白酒中报分化显现

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

娄倩

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:雾里看花待思辨,一壶浊酒尽余欢》 2021-08-23
- 2 《食品饮料-行业研究周报:大众消费品数据逐步回暖,高端白酒需求未现减弱》 2021-08-16
- 3 《食品饮料-行业研究周报:理性看待悲观情绪,关注食品下半年边际变化》 2021-08-09

行情回顾: 食品饮料略有回升

上周 SW 食品饮料上涨 2.01%，沪深 300 上涨 1.37%，板块整体略有回升。分子行业看，上周肉制品行业下跌 1.89%，食品（综合）行业下跌 0.76%，调味发酵品行业下跌 0.18%，乳品行业上涨 1.04%，啤酒行业上涨 2.18%，白酒行业上涨 3.03%。

上周观点: 食品数据确认时点临近，白酒中报分化显现

白酒: 本周高端白酒板块整体有所回暖。我们认为在白酒的核心逻辑中，白酒企业提价及产品结构升级的能力没有出现本质变化，故据此判断白酒只是短期受到大环境的影响。对于白酒板块，我们短期持中性谨慎的态度，认为 9 月中旬起是验证动销的关键时点。我们认为五粮液在短期里超预期可能性较大，下半年五粮液批价或可站稳千元，季度间增速也有持续环比提升的可能性，继续看好。当前建议关注次高端板块，预计次高端下半年仍具业绩弹性。近两周国内新增新冠确诊病例稳步下跌，建议关注中秋国庆前的备货和节日期间的动销情况及下半年次高端酒企的业绩表现。

啤酒: 高端化逻辑不断兑现，全年结构升级持续乐观。本周青岛啤酒及珠江啤酒发布中报，结构升级逻辑持续兑现，高端化趋势稳步推进。行业三季度销量在疫情及基数效应下或有承压，但展望全年结构升级推进仍乐观。持续推荐“一大一小”组合，即全国化酒企青岛啤酒和区域性酒企珠江啤酒，长期关注华润啤酒和重庆啤酒，关注燕京啤酒边际改善机会。

餐饮产业链（五环）: 冷冻烘焙趋势不改，复合调味品景气有望延续。本周立高食品披露半年报，公司上半年持续高速增长，与公司不断丰富产品结构有关以及商超渠道开拓加速有关。当前我国冷冻烘焙市场发展势头迅猛，未来伴随募投产能释放，公司渠道、产品拓展及股权激励推动，公司有望持续快速增长。此外，日辰披露半年报，归母净利润较一季度有所降速，或与餐饮渠道恢复慢、零售渠道受需求影响、去年同期费用基数较低有关。下半年随着餐饮的持续恢复，以及餐饮连锁化率的不断提升，公司仍有望凭借其定制化的专业能力持续快速增长。

软饮料: 农夫竞争力持续提升，露露边际改善值得期待。本周农夫山泉披露半年报，业绩超预期，主要与公司强大的渠道和产品推力及强大的成本管控能力有关，公司整体业绩有望维持稳健增长。近期承德露露股价波动较大，我们认为与资金博弈有关，和基本面关系不大，未来随着公司人才、激励和新品的落地，公司基本面有望迎来持续改善，建议积极关注。

乳制品: 我们认为当前的市场集中度趋势与高端、超高端趋势，出生率的变化目前未对公司业绩造成影响。低温奶赛道是乳制品景气细分赛道，我们继续看好新乳业在低温奶赛道的扩张布局能力。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。

当前重点推荐: 五粮液，舍得酒业，承德露露，中国飞鹤，新乳业

建议关注: 金徽酒，重庆啤酒，华润啤酒，养元饮品，千禾味业，干味央厨

数据跟踪:

白酒行业: 高端白酒基本面仍然景气，茅台及五粮液批价略有下跌，国窖批价持平

啤酒行业: 产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃价格略有下跌，瓦楞纸价格有所上涨

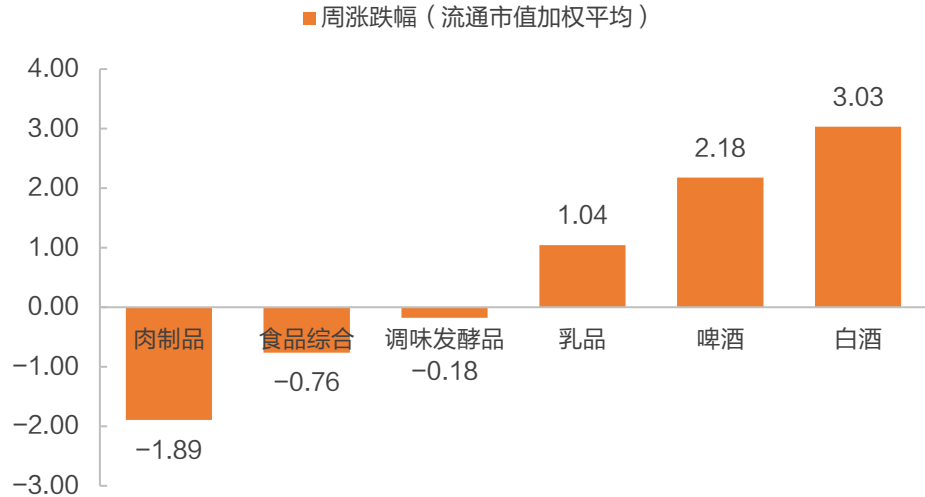
乳制品行业: 生鲜乳均价略有上涨，全脂奶粉价格持续下跌、脱脂奶粉价格有所上涨，豆粕价格小幅上涨、玉米进口价小幅下跌

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。

1. 行情回顾：食品饮料略有回升

上周 SW 食品饮料上涨 2.01%，沪深 300 上涨 1.37%，板块整体略有回升。分子行业看，上周肉制品行业下跌 1.89%，食品（综合）行业下跌 0.76%，调味发酵品行业下跌 0.18%，乳品行业上涨 1.04%，啤酒行业上涨 2.18%，白酒行业上涨 3.03%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-08-23~2021-08-28，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的迎驾贡酒（24%）、伊力特（14%）、烟鬼酒（13%），跌幅前三标的金种子酒（-2%）、五粮液（-0.3%）、舍得酒业（-0.2%）；啤酒行业涨幅前三标的燕京啤酒（4%）、青岛啤酒（3%）、重庆啤酒（2%），跌幅前三标的*ST 西发（-2%）、珠江啤酒（-0.4%）、惠泉啤酒（-0.2%）；肉制品行业涨幅靠前标的金字火腿（2%）、煌上煌（0.6%），跌幅前三标的华统股份（-5%）、双汇发展（-3%）、得利斯（-0.4%）；调味发酵品行业涨幅前三标的星湖科技（4%）、莲花健康（3%）、安记食品（1%），跌幅前三标的日辰股份（-16%）、仲景食品（-11%）、恒顺醋业（-8%）；乳品行业涨幅前三标的*ST 科迪（7%）、三元股份（4%）、妙可蓝多（4%），跌幅前三标的燕塘乳业（-5%）、贝因美（-2%）、天润乳业（-0.5%）；食品综合涨幅前三标的元祖股份（14%）、立高食品（10%）、华康股份（6%），跌幅前三标的仙乐健康（-10%）、桃李面包（-8%）、三只松鼠（-7%）。

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)	乳品	食品 (食品综合)
涨幅前三	迎驾贡酒 24%	燕京啤酒 4%	金字火腿 2%	星湖科技 4%	*ST 科迪 7%	元祖股份 14%
	伊力特 14%	青岛啤酒 3%	煌上煌 0.6%	莲花健康 3%	三元股份 4%	立高食品 10%
	烟鬼酒 13%	重庆啤酒 2%		安记食品 1%	妙可蓝多 4%	华康股份 6%
跌幅前三	金种子酒 -2%	*ST 西发 -2%	华统股份 -5%	日辰股份 -16%	燕塘乳业 -5%	仙乐健康 -10%
	五粮液 -0.3%	珠江啤酒 -0.4%	双汇发展 -3%	仲景食品 -11%	贝因美 -2%	桃李面包 -8%
	舍得酒业 -0.2%	惠泉啤酒 -0.2%	得利斯 -0.4%	恒顺醋业 -8%	天润乳业 -0.5%	三只松鼠 -7%

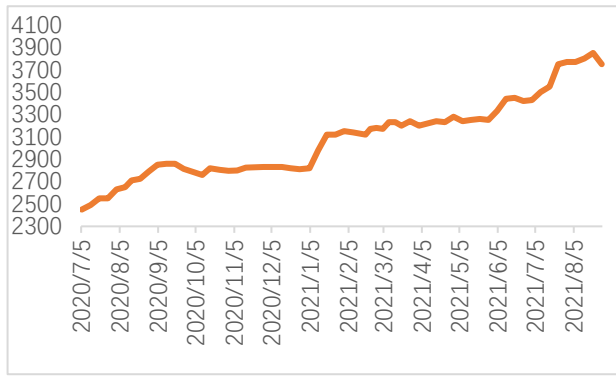
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：高端白酒基本面仍然景气，茅台及五粮液批价略有下跌，国窖批价持平

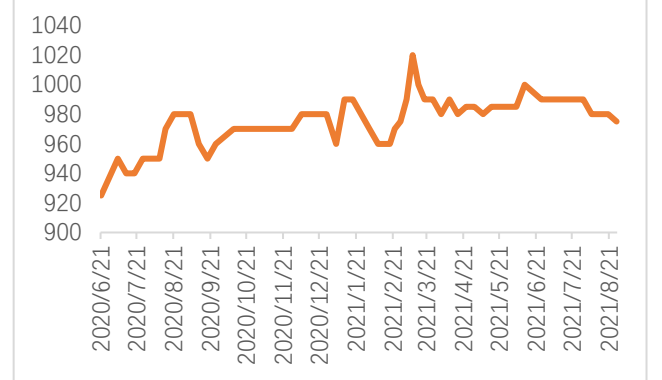
茅台飞天（2021）上周五原箱批价为 3750 元，8 月 20 日为 3850 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 975 元，8 月 20 日为 980 元；国窖 1573 上周五批价为 910 元，与上上周价格一致。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



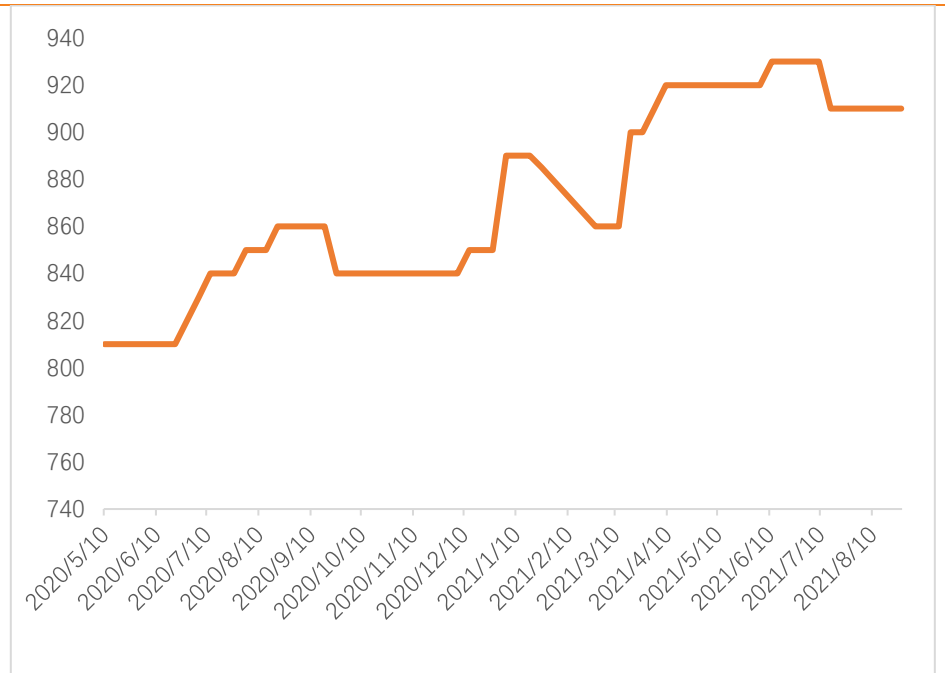
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）

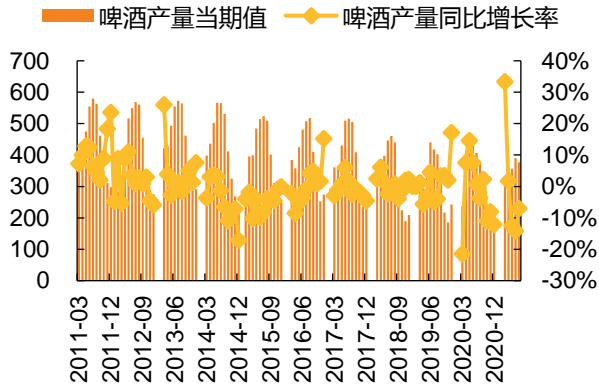


资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃价格略有下跌，瓦楞纸价格有所上涨

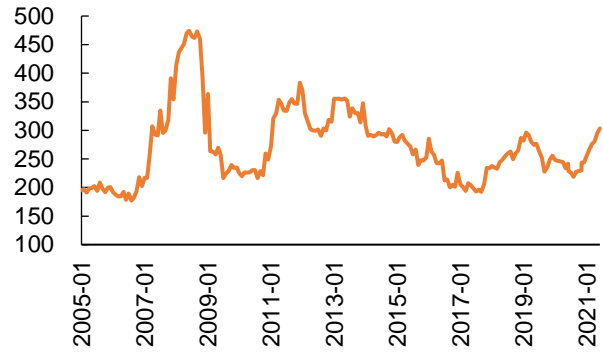
根据国家统计局数据，2021 年 7 月，中国规模以上啤酒企业产量 377 万千升，同比下降 7%。2021 年 1-7 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 2272.3 万千升，同比上升 7.18%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 7 月进口大麦平均价为 302.98 美元/吨，涨幅 2.08%。包装原材料玻璃的价格上周略有下跌，由 8 月 20 日的 2656.00 元/吨跌至 8 月 27 日的 2631.00 元/吨，跌幅为 0.94%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 8 月 10 日的 4154.30 元/吨涨至 8 月 20 日的 4242.80 元/吨，涨幅 2.13%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）



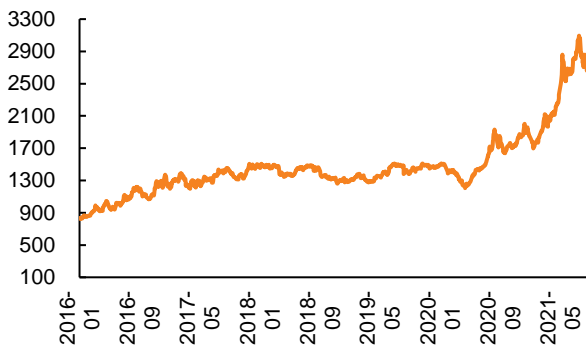
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



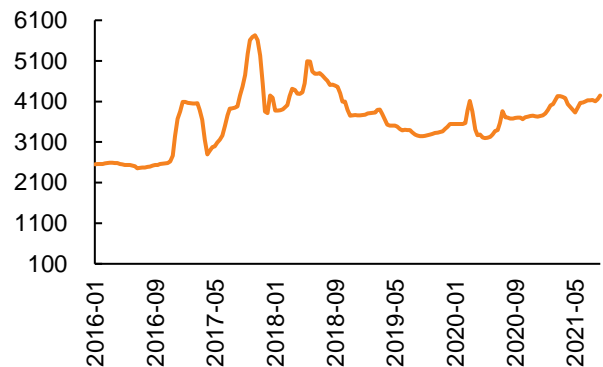
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：瓦楞纸价格（元/吨）



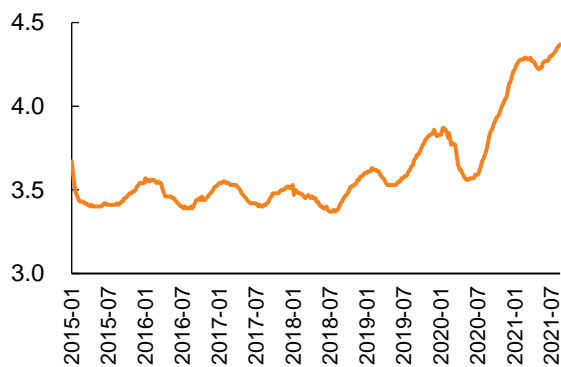
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价略有上涨，全脂奶粉价格持续下跌、脱脂奶粉价格有所上涨，豆粕价格小幅上涨、玉米进口价小幅下跌

生鲜乳均价 8 月 18 日 4.37 元/公斤，较 8 月 11 日的 4.36 元/公斤上涨 0.23%。全脂奶粉 8 月 3 日拍卖价为 3598 美元/吨，8 月 17 日下跌至 3552 美元/吨，跌幅 1.28%。脱脂奶粉拍卖价有所上涨，8 月 3 日拍卖价为 3020 美元/吨，8 月 17 日上升至 3052 美元/吨，涨幅 1.06%。

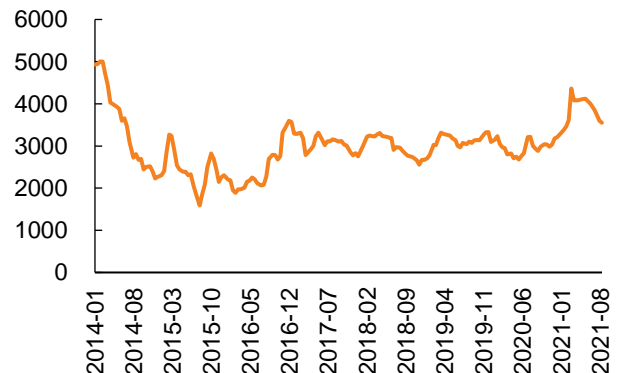
豆粕市场价小幅上涨，2021 年 8 月 10 日市场价为 3655.7 元/吨，8 月 20 日为 3678.2 元/吨，涨幅 0.62%。玉米进口价小幅下跌，2021 年 6 月为 293.01 美元/吨，2021 年 7 月为 292.08 美元/吨，跌幅 0.32%。

图 9：生鲜乳均价（元/公斤）



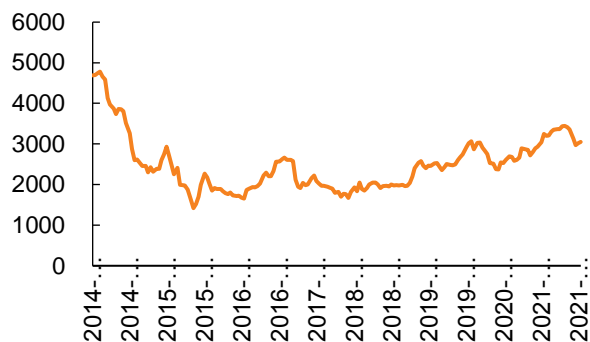
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



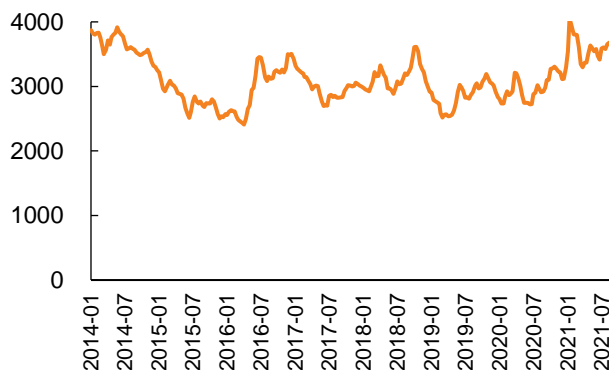
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11: 大包粉拍卖价 (脱脂奶粉, 美元/吨)



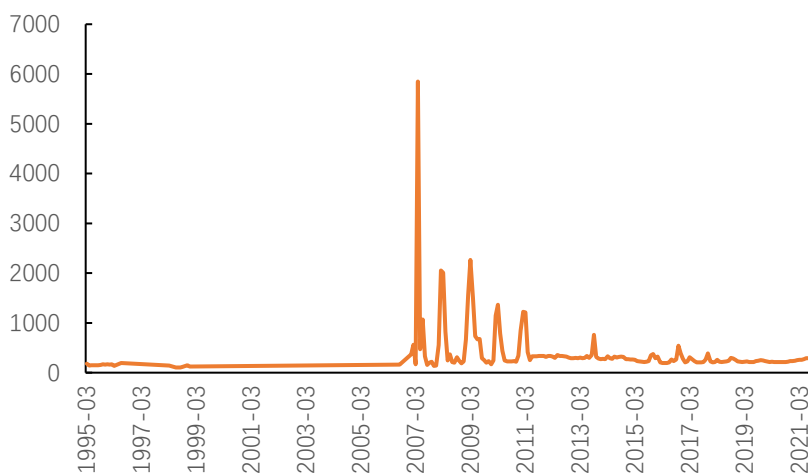
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 12: 豆粕市场价 (元/吨)



资料来源: 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

3. 投资建议：食品数据确认时点临近，白酒中报分化显现

白酒：本周高端白酒板块整体有所回暖，泸州老窖涨近 5%，贵州茅台涨幅超 1%，五粮液小幅下跌 0.3%。由于大众消费品及餐饮数据表现不乐观，市场判断疫情后居民消费水平还未恢复到理想状态，消费升级进程或有所耽搁，从而高端、次高端白酒提价、结构升级或在短期内有阻碍。我们认为在白酒的核心逻辑中，消费者短期消费能力的恢复不及预期只是外在影响因素，白酒企业提价及产品结构升级的能力没有出现本质变化，故据此判断白酒的核心逻辑并未出现本质变化，只是短期受到大环境的影响。对于白酒板块，我们短期持中性谨慎的态度，我们认为 9 月中旬起是验证动销的关键时点，市场对中秋国庆动销不及预期的过度担忧或将对股价造成一定压制。

茅台集团近期对销售公司提出了中秋国庆双节期间稳市稳价的工作要求，河南省区提出三个 100%政策“100%拆箱、100%清零、100%开票”，以及加大经销商零售比例、加强服务和氛围营造、防疫工作等工作。我们认为茅台此举是为提升经销商出货率以及消费者开瓶率，短期价格的回落主要系渠道供给增加带来的结构性波动，社会库存全面释放的可能性较低。茅台价格回落实则加大消费者购买意愿，提升渠道健康程度，茅台的品牌价值依旧坚挺。

泸州老窖 2021 年上半年实现营收 93.17 亿元，同比+22.04%，归母净利润 42.26 亿元，同比+31.23%。其中 21Q2 实现营收 43.13 亿元，同比+5.67%，归母净利润 20.60 亿元，同比+36.10%。公司中高档酒类、其他酒类、其他业务收入 82.18 亿元、9.77 亿元、1.22 亿元，同比+23.45%/+7.51%/+78.08%。公司通过传统渠道运营模式收入 86.63 亿元，同比+19.03%，新兴（线上）渠道运营模式收入 5.32 亿元，同比+84.71%。我们认为营收的增长主要由产品结构升级贡献，产品均价提升。长期来看，国窖 1573 站稳高端、特典打开

中低端市场，高光培育年轻消费群，老窖打造三级增长引擎，继续坚定看好老窖高端酒带来的业绩释放弹性。

五粮液 2021 年上半年实现营收 367.52 亿元，同比+19.45%，归母净利润 132.00 亿元，同比+21.60%。其中 21Q2 实现营收 124.27 亿元，同比+18.02%，归母净利润 38.77 亿元，同比+23.03%。公司大力推动系列酒产品品牌升级，上半年五粮液产品收入 271.38 亿元，同比+17.27%，系列酒产品收入 69.64 亿元，同比+38.57%。分渠道看，经销模式实现收入 271.67 亿元，同比+3.72%，直销模式实现收入 69.35 亿元，同比+251.01%，团购业务和线上业务销售增加带来高增速。我们认为五粮液在短期里超预期可能性较大，下半年五粮液批价或可站稳千元，经典五粮液政策全面推广，季度间增速也有持续环比提升的可能性，继续看好。

本周次高端白酒板块反弹，其中迎驾贡酒涨幅超过 24%，伊力特和酒鬼酒涨幅超过 13%，其余个股基本小幅收涨，本周反弹的主要原因是大量酒企中报业绩公布，经营业绩恢复情况总体符合市场预期。当前建议关注次高端板块，板块企业半年报业绩普遍较好，在国内消费升级的和高端酒价格普遍上涨导致次高端价格带被打开的背景下，我们预计次高端下半年仍具业绩弹性。近两周国内新增新冠确诊病例稳步下跌，本周本土单日新增确诊基本保持在 5 例以下，此前市场担心疫情干扰酒企中秋国庆备货和动销的情绪逐渐打消，因此建议关注中秋国庆前的备货和节日期间的动销情况及下半年次高端酒企的业绩表现。

酒鬼酒上半年实现营收 17.14 亿元，同比+137.31%，归母净利 5.10 亿元，同比+176.55%，Q2 实现营收 8.06 亿元，同比+96.82%，归母净利润 2.42 亿元，同比+174.05%，业绩亮眼，符合预期。公司的营收增长主要来源于销售收入的增长，分产品看主要来自于内参和酒鬼系列的增长。公司聚焦高端化，21H1 毛利率提升达到 80.24%。公司加强品牌建设，上半年销售费用同比+112.30%。公司经销商数量增加，省外扩张加快，市场进一步拓展。另外，公司拟启动投资 15.11 亿元新建生产三区二期工程项目，进一步促进公司销量增长。

口子窖 2021 年上半年实现营收 22.43 亿元，同比+42.90%，归母净利润 6.87 亿元，同比+41.34%，其中 21Q2 实现营收 10.70 亿元，同比+35.05%，归母净利润 2.67 亿元，同比+9.95%。公司营收高增主要系高档产品销量增加所致，公司 21H1 高档白酒销售收入同比+42.57%，占销售收入的 96.04%。公司稳扎稳打，经销商结构稳定，边际变化在于 200 元以上产品的发力以及配合的团购渠道、小商渠道逐步拓展。公司上半年发布兼香 518 新品，实现更高维度价格带卡位。公司未来以构建团购渠道为主、传统渠道为辅，省内进行渠道下沉、省外扩大增长面。

今世缘 2021 年上半年实现营收 38.51 亿元，同比+32.20%，归母净利润 13.35 亿元，同比+30.92%。其中 21Q2 实现营收 14.55 亿元，同比+27.32%，归母净利润 5.29 亿元，同比+20.52%。公司营业收入表现出较大幅度增长，符合预期。特 A+ 增长明显，2021Q1 同比+49.74%，特 A 类及 A 类分别同比增长 12.79%及 2.96%。今世缘扩能技改建设加快，南厂区 10 万吨陶坛酒库二期基本完成。公司构建了“品牌+渠道”双驱动特色营销体系，V 系攻坚成效明显。公司在省内区域精耕不断走深，采取价格带错位竞争，竞合式发展；省外突破战全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发省外市场，取得一定成效。

山西汾酒 2021 年上半年实现营收 121.19 亿元，同比+75.64%，归母净利润 35.43 亿元，同比+120.78%。其中 Q2 实现营收 47.87 亿元，同比+73.43%，归母净利润 13.62 亿元，同比+257.77%，营收和利润表现亮眼，主要是由于青花系列表现亮眼。公司产品结构提升促进毛利率与净利率上升，期间费用控制得当。未来公司将重点打造以青花系列为代表的腰部产品，并推进走出省外战略，扩大省外市场份额。公司通过渠道深度整理，目前依托品牌力进入快速发展阶段，我们持续看好汾酒品牌+渠道的双重势能释放。

洋河股份 2021 年上半年实现营收 155.43 亿元，同比+15.75%，归母净利润 56.61 亿元，同比+4.82%，其中 21Q2 实现营收 50.23 亿元，同比+20.74%，归母净利润 17.99 亿元，同比+28.61%，整体表现略超预期。洋河聚焦 M6+，双沟开启全国化新进程，产品卡位多价位带，多轮驱动复合增长，中高档酒收入和普通酒收入分别同比+16.48%和+19.18%。公司进行渠道改革，推出“一商为主，多商为辅”的渠道模式，省内外一起发力。我们认

为洋河有品牌势能和消费者记忆，目前公司强调产品品质，基酒生产及储酒能力不断扩张，产能储备支撑未来发展，股权激励计划将有效激发员工积极性，促进公司产品升级改革进程。

啤酒：高端化逻辑不断兑现，全年结构升级持续乐观。本周青岛啤酒及珠江啤酒发布中报，结构升级逻辑持续兑现，高端化趋势稳步推进。珠江啤酒 21H1 高端啤酒销量同比增长 23.01%，公司陆续推出雪堡百香果小麦啤酒等中高端新品，2019 年推出的高端产品 97 纯生销量同比增长 121.03%，作为主推高端产品成为公司利润引擎。同时，迎合高端发展趋势，公司着重加大餐饮渠道开拓力度，开展“陪你过牛年”“小龙虾节”等主题推广活动，餐饮销量及占比不断提升。青岛啤酒 21H1 吨价 3833.36 元，同比上涨 7.77%。公司不断加快推进产能优化和产品结构升级，加快向听装酒和精酿产品等高附加值产品的转型。同时，毛利率不断提升，费用控制合理，1H1 实现归母净利润 24.15 亿元，同比增长 30.22%，盈利能力持续提升。啤酒行业三季度销量在疫情影响及基数效应下或有所承压，但展望全年结构升级推进仍然乐观。持续推荐“一大一小”组合，即全国化酒企青岛啤酒和区域性酒企珠江啤酒，长期关注华润啤酒和重庆啤酒，关注燕京啤酒边际改善机会。

餐饮产业链（五环）：冷冻烘焙趋势不改，复合调味品景气有望延续。本周立高食品披露半年报，上半年营收同比+86.79%，归母净利润同比+79.95%。公司上半年持续高增长，一方面与公司不断丰富产品结构有关，上半年公司不断推陈出新，冷冻烘焙和烘焙原料双轮驱动。另一方面，公司商超渠道开拓加速，上半年同比+212.35%，也验证了我们对公司渠道广度和深度延申的判断。利润方面，二季度受原材料价格影响，公司业绩增速有所放缓，但整体行业趋势不变。当前我国冷冻烘焙市场发展势头迅猛，公司在产品体系、研发、销售方面均具备较强竞争力。未来伴随募投产能释放，公司渠道、产品拓展及股权激励推动，公司有望持续快速增长。复合调味品方面，日辰披露半年报，二季度收入同比增长 23.90%，归母净利润同比-8.82%，较一季度有所降速，主因一是餐饮渠道恢复较为缓慢，二是零售渠道受需求影响，三是去年上半年费用基数较低。展望未来，公司通过扩大人力、系统等基础设施方面的建设，短期使得利润承压，但长期有利于公司扩展。同时下半年随着餐饮的持续恢复，以及餐饮连锁化率的不断提升，公司仍有望凭借其定制化的专业能力持续快速增长。

软饮料：农夫竞争力持续提升，露露边际改善值得期待。本周农夫山泉披露半年报，实现营收 155.57 亿元，同比+31.22%，归母净利润 40.13 亿元，同比+40.09%，业绩超预期。农夫半年报业绩的亮眼，一方面与公司强大的渠道和产品推力有关，上半年公司包装水恢复明显，软饮料板块亦取得显著增长；另一方面也与公司强大的成本管控能力有关，使得盈利能力来到近年来高位。整体来看，公司系统竞争力持续提升，整体业绩有望维持稳健增长。植物蛋白饮料方面，近期承德露露股价波动较大，我们认为与资金博弈有关，和基本面关系不大，目前公司正逐步推进中秋旺季备货，未来随着公司人才、激励和新品的落地，公司基本面有望迎来持续改善，建议积极关注。

乳制品：我们认为当前的市场集中度趋势与高端、超高端趋势，我们认为在市占率提升的逻辑下，出生率的变化目前未对公司业绩造成影响。飞鹤主要通过全国 2000 多名线下客户，覆盖超过 110000 个零售销售点的广泛经销网络销售其产品。飞鹤合计举办超过 40 万场面对面研讨会，较去年同期增加 7 万场次，获取新客户人数超过 80 万人。2020 年上半年飞鹤销售成本为 30.86 亿元，同比去年 25.30 亿元同比增长 22%。随着 Z 世代对国货偏好的增强，叠加奶粉行业强监管下市场出清的加速，未来中国婴幼儿配方奶粉市场将进入高质量发展阶段。低温奶赛道是乳制品景气细分赛道，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，且超巴奶保质期更长扩大了运输及销售半径。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。

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