

行业研究

布局疫后复苏之预制菜行业投资逻辑再思考

——光大证券食品饮料行业周报（20221205-20221211）

要点

本周观点：针对市场就冻品/预制菜行业的一些问题，我们有如下思考：

中国预制菜行业驱动力：疫情催化（C 端）+资本推动的餐饮供应链工业化提升（B 端）。冻品/预制菜是食品饮料行业内少有的受益于疫情的板块，预制菜 C 端的消费主力仍为拥有家庭的知性女性，疫情提升了他们对冻品/预制菜的接受程度；B 端行业的核心驱动力仍然是过去几年资本推动的餐饮供应链工业化，而这是大势所趋，可透过团餐、企业注册量等数据得到佐证。

行业格局演变：龙头份额或稳定在 10%-20%。从美国经验上看，经过近 100 年的行业演变后，龙头份额基本稳定在 10%-20%的份额，因为不参与全国化的渠道及营销竞争，大量的中小企业可以维持可观的利润率并长期存在于市场。我们推测未来中国也将呈现这样的竞争态势，大量的企业均有望从中获取市场红利。

企业竞争力：渠道控制力是竞争的第一要义，第一梯队的企业相较第二梯队规模效应明显。同时渠道控制力强的企业放量更大，并导致参与全国化竞争的企业间竞争激烈，第一梯队的企业相较第二梯队在费用端的规模效应明显，这也导致在没有大的品类迭代前，美国市场的龙头的地位较为稳固。

冻品行业近期经营情况：龙头经营稳健性依旧较强，且优势有望不断扩大。尽管防疫政策进一步优化，但短期全国散点式蔓延的疫情对企业经营仍有影响，1) **消费端：**终端消费力、人流量复苏程度仍有承压；2) **供给端：**工厂停工、消费场景的缺失仍有发生。疫情防控政策优化、气温下降均是利好终端消费的因素，我们认为今年 12 月及 2023 年 Q1 冻品龙头有望延续增长。冻品/预制菜具备主食属性，消费韧性优于休闲食品类，因而冻品/预制菜仍有望成为消费者囤聚食材的重要考虑。

疫后竞争展望：随着后疫情时代的到来，企业工厂端的经营稳定性，将成为投资越来越重要的考量因素。随着疫情防控政策优化，尽管消费场景和消费力有望复苏，但企业工厂端的运作可能因疫情面临更高的管理难度，中小企业若因疫情导致生产端受限，其市场份额容易被管理更为严谨的大型企业获取。

如何看待门店型企业味知香的成长性：味知香拥有 SKU 和渠道拓展上的先发优势，当前市场仍处于扩容阶段，公司有望充分受益。拓展 C 端门店重要的一个因素是有足够的 SKU，公司储备有 200-300 个 SKU，门店冰柜通常摆放 40 个 SKU，优于很多从传统冻品行业转型的企业。此外公司在渠道管理上较同类型企业更优秀，当前行业仍处于扩容时期，短期制约公司最主要的因素为产能，而新产能有望在近期投产，将进一步打开公司业绩空间，明年业绩弹性可期。

投资建议：1) 白酒板块方面，高端白酒需求最具确定性，维持**贵州茅台、五粮液和泸州老窖**的核心推荐；地产酒板块目前受益当地消费升级以及有限的疫情影响，基本面整体优于全国性次高端，维持对地产酒龙头的推荐，重点推荐**洋河股份**，关注**古井贡酒**；次高端板块仍需密切跟踪本轮旺季表现，重点推荐**山西汾酒**，建议关注**舍得酒业**；2) 大众品板块方面，密切跟踪餐饮供应链需求的恢复，维持**安井食品、绝味食品以及立高食品**的核心推荐；另外一方面，建议关注需求稳定、估值合理的细分龙头，重点推荐**伊利股份以及洽洽食品**。

风险分析：宏观经济下行风险，原材料成本波动，食品安全问题，竞争加剧。

食品饮料
买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebcn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebcn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebcn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、本周观点.....	4
1.1、长期看，渠道是中国预制菜企业的核心竞争力	4
1.2、短期看，预制菜龙头经营稳健优势有望不断扩大	6
2、重点公司跟踪.....	6
3、重点数据跟踪.....	7
4、重要公司公告.....	9
5、重点公司盈利预测、估值及评级	10
6、重点报告汇总.....	10
7、投资建议.....	10
8、风险分析.....	11

图目录

图 1：餐饮行业及不同口径冻品/预制菜市场规模及预制菜企业注册量同比增速对比.....	4
图 2：食品饮料板块市盈率（TTM，整体法，倍）	7
图 3：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）	7
图 4：高端白酒单品批价（元）	7
图 5：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）	7
图 6：次高端白酒主要单品批价（元）	8
图 7：生猪平均价	8
图 8：猪肉平均价	8
图 9：白条鸡平均批发价	8
图 10：白鲢鱼平均批发价	8
图 11：大豆现货平均价	9
图 12：玉米平均价	9
图 13：豆粕平均价	9
图 14：生鲜乳平均价.....	9

表目录

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	10
表 2：建议关注 12 月 02 日发布的美国冻品行业研究报告	10

1、本周观点

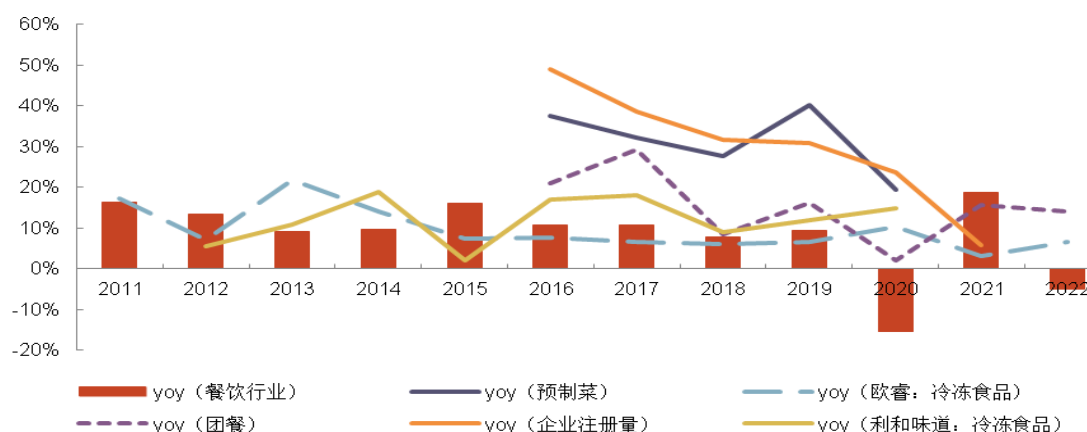
针对市场就冻品/预制菜行业的一些问题，我们有如下思考：

1.1、长期看，渠道是中国预制菜企业的核心竞争力

当前中国的预制菜发展的驱动力是什么？

疫情催化（C 端）+资本推动的餐饮供应链工业化提升（B 端）是当前预制菜行业的核心驱动力。不难发现，2020 年疫情发生以来，冻品/预制菜是食品饮料行业内少有的受益板块，疫情在消费端对预制菜的催化较为明显。预制菜 C 端的消费主力仍为拥有家庭的知性女性，存在为家人做饭的硬性需求，疫情提升了他们对冻品/预制菜的接受程度，为 C 端行业扩容提供了机遇；B 端行业的核心驱动力仍然是过去几年资本推动的餐饮供应链工业化，而这是大势所趋，我们也可透过团餐、企业注册量等数据观察到，近几年餐饮行业工业化的发展速度要高于传统餐饮的发展速度，B 端有望持续驱动预制菜行业实现稳健增长。

图 1：餐饮行业及不同口径冻品/预制菜市场规模及预制菜企业注册量同比增速对比



资料来源：宸睿资本，欧睿国际，wind，天眼查，时代数据，利和味道，光大证券研究所整理

注：wind 餐饮行业数据的统计周期为 2011 年-2022 年前 10 月；时代数据预制菜数据统计周期为 2016-2020 年；欧睿冷冻食品数据统计周期为 2011-2022 年；宸睿资本团餐数据统计周期为 2016-2022 年，天眼查企业注册量数据统计周期为 2016-2021 年，利和味道冷冻食品数据统计周期为 2012-2020 年。除 wind 餐饮行业外，其余口径数据 2022 年值为预测值

当前中国预制菜行业处于什么发展阶段？

从时间、企业发展、驱动力几个维度来看，当前预制菜市场仍然处于发展早期。

1) 时间维度：若以广义的预制菜来衡量（包括传统速冻食品），预制菜已经发展近 30 年时间，但从狭义的预制菜口径看（主菜成品类），2020 年才被定义为“预制菜元年”，随着疫情催化和味知香上市，该品类才逐步受到市场关注；2) 企业维度：安井、龙大、得利斯等企业也是近几年才开始加速预制菜市场的布局，同时预制菜市场体量较小，基数效应下增速较高，也是行业初期的表现；3) 行业驱动力维度：从美国经验上看，早期市场同样主要依靠 B 端拓展，还未进化到依靠商超系统推进 C 端放量、行业快速扩容的阶段，因此预制菜行业还有较长的路要走。

从人货场的角度来看，中美冻品/预制菜市场有何异同？

人：中美消费者所体现的消费特征是相同的，但是美国有二战这一重要因素的催化。

- 1) **同：**从消费需求来看，最底层的逻辑均是妇女在厨房的时间变少，以及餐饮供应链工业化的催化；
- 2) **异：**美国冻品行业在上世纪 40 年代受益于二战：1) 罐头常温食品被大量运往前线，本国市场的空缺被速冻食品补充；2) 大量妇女加入备战及 50 年代后的战后经济繁荣工作中，在厨房的时间变少。二战毫无疑问加速了美国速冻/预制菜食品的市场教育。而中国难以获取如此有重大影响的行业催化力量，仍然需要持续不断的市场教育来孕育需求。

货：品类孕育龙头的逻辑相同，但品类样式区别较大。

- 1) **同：**美国市场经历了“果蔬类→速冻浓缩果汁→主菜类”的发展历程，且每一次品类迭代均会产生新的市场龙头。中国经历了“速冻米面→速冻火锅料→主菜类”的品类迭代，也带来了三全、安井、味知香的崛起，而当前主菜类的品类竞争，也有望为企业提供更历史机遇；
- 2) **异：**中美饮食习惯的差别导致了品类上有较大差别。相比西式菜品，中式菜品的加工复杂度、品类丰富度更高，这也为中式餐饮预制菜化提供了更大挑战。

场：渠道和营销是中美企业竞争的核心因素，但所处的时代环境有所区别。

- 1) **同：**渠道及营销变化是中美市场冻品类企业竞争的重要考量，如美国经历了门店拓展、直营转经销、进军商超渠道、电视营销等手段实现行业扩容，中国同样存在味知香的门店模式，安井进军 BC 超，电商赋能带来增量等现象；
- 2) **异：**美国早年的营销渠道较为聚焦，通过电视营销便可实现明显的行业扩容，而中国目前的营销资源丰富，营销碎片化明显，依托电视、电商成为超级大单品或大公司的难度更大。

如何展望行业的格局演变？

冻品/预制菜行业中的中小企业将长期在市场中存在，龙头份额或稳定在 10%-20%。从美国经验上看，经过近 100 年的行业演变后，龙头份额基本稳定在 10%-20% 的份额，因为不参与全国化的渠道及营销竞争，大量的中小企业可以维持可观的利润率并长期存在于市场。我们推测未来中国也将呈现这样的竞争态势，大量的企业均有望从中获取市场红利。

如何衡量预制菜企业的竞争力？

渠道控制力是竞争的第一要义，第一梯队的企业相较第二梯队规模效应明显。因 SKU 众多，且需要全国化布局，美国成长期中的企业多采用代工模式，这意味着制造端并不是企业竞争的要点。同时渠道控制力强的企业放量更大，并导致参与全国化竞争的企业间竞争激烈，第一梯队的企业相较第二梯队在费用端的规模效应明显，这也导致在没有大的品类迭代前，美国市场的龙头的地位较为稳固，可维持龙头地位 10-20 年。

对于国内的预制菜行业竞争，渠道也是首要的因素。冻品行业具有一定封闭性特征，尽管二级经销商可以对接多种品类、多种渠道，但一级经销商通常较为稳定，只对接特定的品类或渠道，这也意味着拥有更强渠道掌控力的企业将拥有更强的竞争力，而安井经过多年发展，已掌握了行业中优质的经销商群体，其冻品先生

的快速放量也是这一能力的直接体现，我们认为安井是目前确定性较高的、有望成为预制菜赛道龙头之一的企业。

1.2、短期看，预制菜龙头经营稳健优势有望不断扩大

国内冻品行业近期经营情况如何？

龙头经营稳健性依旧较强，且优势有望不断扩大。尽管疫情防控措施有所优化，市场对明年消费复苏也逐步形成共识，但短期全国散点式发生的疫情对企业实际经营仍存在影响，一方面是消费端，老百姓的消费力、人流量的复苏程度仍有承压；另一方面是供给端，工厂停工，消费场景的缺失仍有发生，因此企业经营仍有压力。但龙头表现颇为稳健，经销模式的安井、千味央厨表现优于行业，门店模式的味知香虽然短期有些经营压力，但成熟区域的同店收入已回到去年水平。

预制菜/冻品具备主食属性，是疫情期间表现相对稳健的品类。冻品/预制菜具备主食属性，消费韧性优于休闲食品类，例如 Q4 以来味知香、巴比食品单店收入与去年同期持平，而具备休闲食品属性的绝味与良品单店收入较去年仍有缺口。疫情防控措施优化、气温下降均是利好终端消费的因素，我们认为 12 月及 2023 年 Q1 冻品龙头收入有望延续增长。因而在未来几个季度里，冻品/预制菜仍有望成为消费者囤聚食材的重要考虑，

随着防控措施优化，冻品行业的竞争格局将如何？

随着后疫情时代的到来，企业工厂端的经营稳定性，将成为投资越来越重要的考量因素。随着防控措施优化，尽管消费场景和消费力将有所复苏，但企业工厂端的运作可能因疫情面临更高的管理难度，中小企业若因疫情导致生产端受限，其市场份额容易被管理更为严谨的大型企业获取。典型的例子便是千味央厨依靠优秀的工厂管理扩大在肯德基的蛋挞份额，提供业绩增量。

如何展望门店型企业味知香的成长性？

味知香拥有 SKU 和渠道拓展上的先发优势，当前市场仍处于扩容阶段，公司有望充分受益。拓展 C 端门店重要的一个因素是有足够的 SKU，味知香是自产模式，供货有保障，公司储备有 200-300 个 SKU，门店冰柜通常摆放 40 个 SKU，优于很多从传统冻品行业转型过来企业。此外，公司在华东区域已实现一定体量，在渠道管理上（如渠道反馈通畅程度，对门店的激励）较同类型企业更优秀，当前行业仍处于扩容时期，短期制约公司最主要的因素为产能，而新产能有望在近期投产，将进一步打开公司业绩空间，明年业绩弹性可期。

2、重点公司跟踪

安井食品：9 月促销压货+疫情，公司 10-11 月经营有所承压，但得益于全国化布局（较优的工厂间协调补货）及 BC 渠道兼顾，安井表现优于竞品。11 月底气温骤降+提价预期，回款有所加快，预计增长有望延续至 12 月份。冻品先生同样受到疫情下的物流受限及消费力下降影响。原材料成本有涨有跌，鱼浆、油脂、大豆蛋白成本压力可控，肉类成本有所上涨。

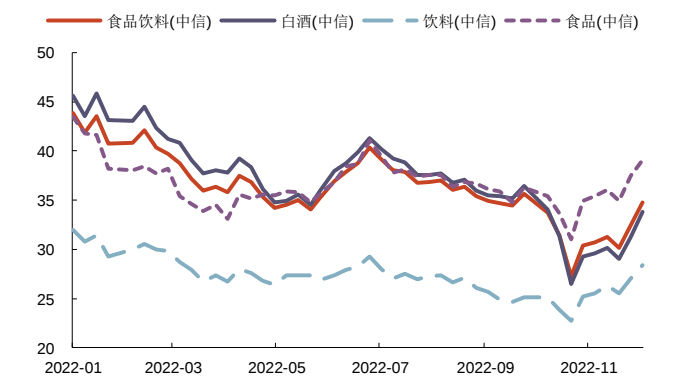
千味央厨：短期表现超预期，系前期大 B 客户和经销商库存不多，疫情防控措施优化驱动渠道补货，此外封闭式团餐场景（如学校食堂）受益于疫情。Q4 大 B 餐饮市场消费仍有承压，但公司供应链管控较优，从而能够抢夺竞品份额。

味知香：Q4 拓店速度有所放缓，但单店收入与去年同期持平，依托产能及营销投放，明年业绩有望放量。公司内部已培养数十名业务人员，明年随产能扩张及管控放松将投入市场，提升开店速度。此外过去公司少有营销动作，明年营销规划已提上日程，也有望为开店赋能。

3、重点数据跟踪

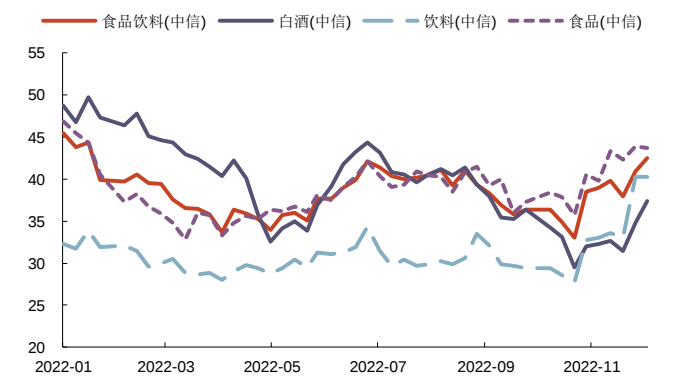
截至 2022 年 12 月 09 日，食品饮料板块估值水平（PE TTM，剔除负数）为 35 倍，较年初下降约 20.7%，其中中信白酒指数 PE（TTM，剔除负值）为 34 倍，较年初下降约 25.8%；中信饮料指数 PE（TTM，剔除负值）为 28 倍，较年初下降约 11.2%；中信食品指数 PE（TTM，剔除负值）为 39 倍，较年初下降约 10.2%。

图 2：食品饮料板块市盈率（TTM，整体法，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 12 月 09 日

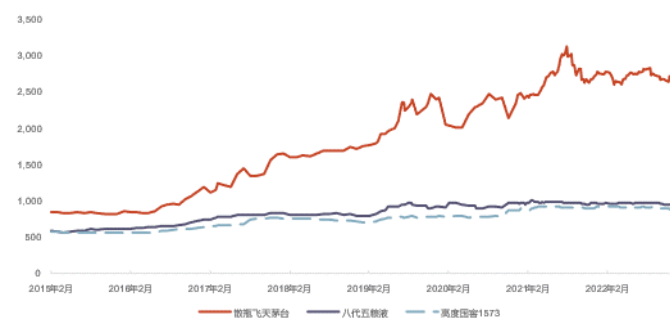
图 3：食品饮料板块市盈率（TTM，中值，倍）



资料来源：wind，光大证券研究所，注：截至 2022 年 12 月 09 日

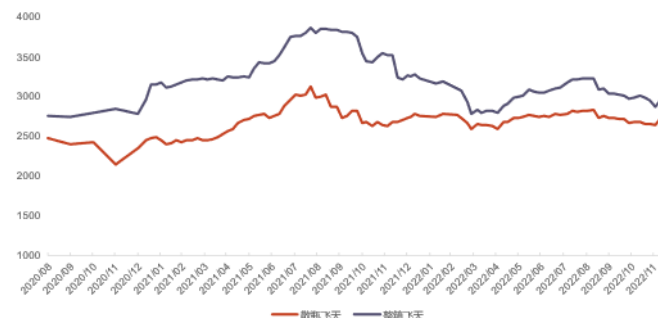
截至 2022 年 12 月 09 日，飞天茅台散装批价 2720 元，环周上升 80 元。整箱批价 2950 元，环周上升 70 元。八代五粮液批价 950 元，环周维持不变。高度国窖 1573 批价 890 元，环周下降 10 元。

图 4：高端白酒单品批价（元）



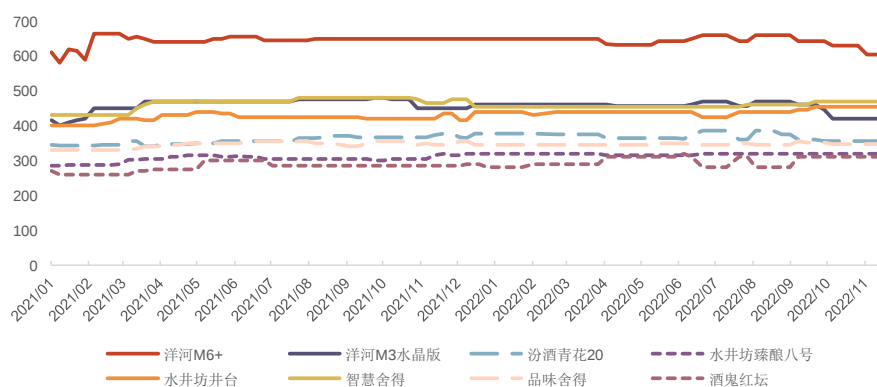
资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 12 月 09 日

图 5：飞天茅台整箱/散瓶批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 12 月 09 日

图 6：次高端白酒主要单品批价（元）



资料来源：今日酒价，注：截至 2022 年 12 月 09 日

截至 2022 年 12 月 02 日，生猪平均价为 22.91 元/千克，同比+28.20%；猪肉平均价为 32.96 元/千克，同比+23.58%。截至 2022 年 12 月 09 日，白条鸡平均批发价为 18.79 元/公斤，同比+7.00%；白鲢鱼平均批发价为 9.43 元/公斤，同比-15.50%。

图 7：生猪平均价



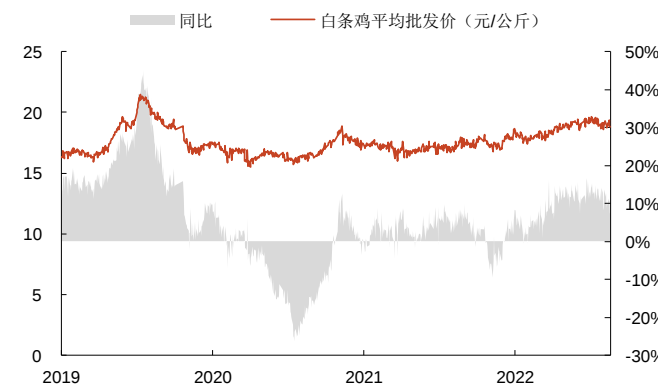
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 02 日

图 8：猪肉平均价



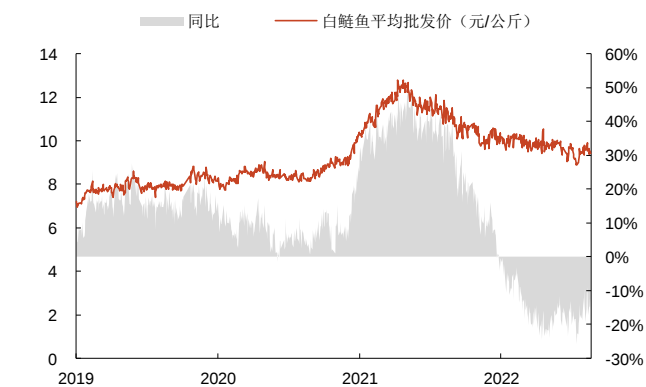
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 02 日

图 9：白条鸡平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 09 日

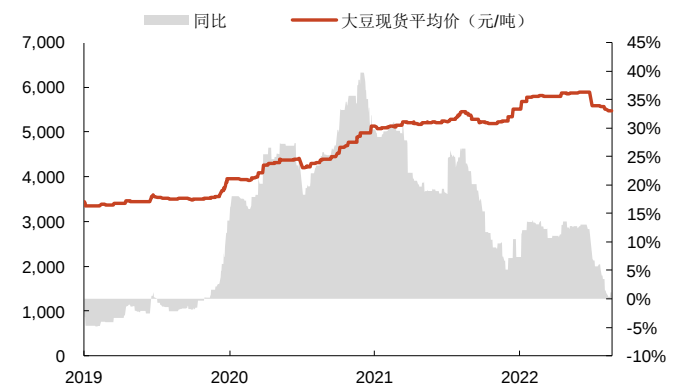
图 10：白鲢鱼平均批发价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 09 日

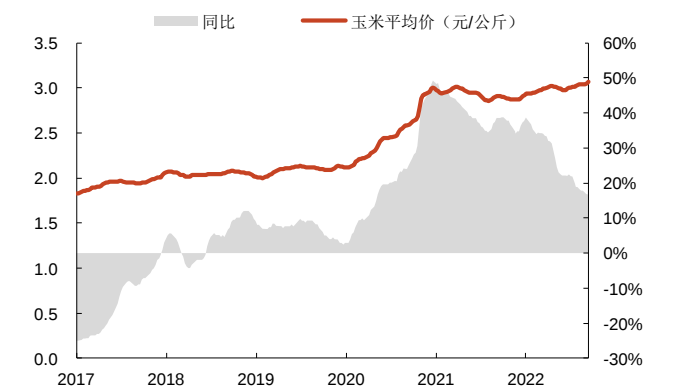
截至 2022 年 12 月 09 日，大豆现货平均价为 5463 元/吨，同比+3.34%。截至 2022 年 11 月 30 日，玉米平均价为 3.07 元/公斤，同比+16.73%。豆粕平均价为 5.43 元/公斤，同比+57.85%；生鲜乳平均价为 4.12 元/公斤，同比-4.40%。

图 11：大豆现货均价



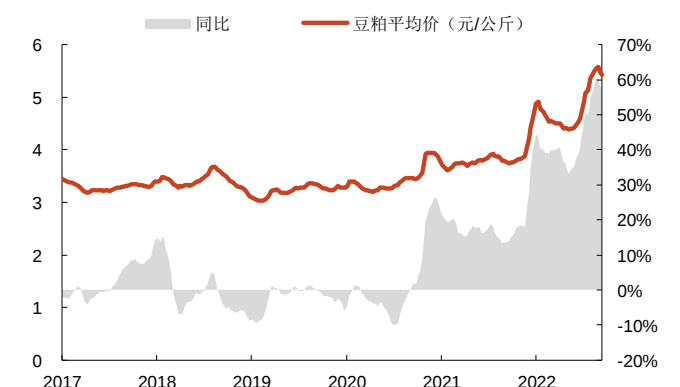
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 12 月 09 日

图 12：玉米均价



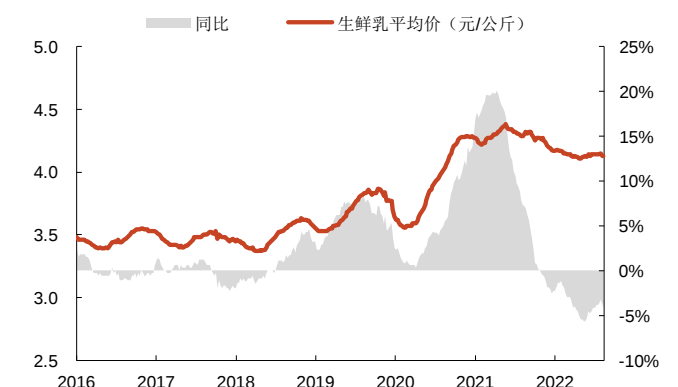
资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 11 月 30 日

图 13：豆粕均价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 11 月 30 日

图 14：生鲜乳均价



资料来源：wind，光大证券研究所；注：截至 2022 年 11 月 30 日

4、重要公司公告

新乳业 2022 年 12 月 10 日公司发布控股股东减持可转债公告：公司控股股东 Universal Dairy 配售新乳转债 470.96 万张，占公司可转换公司债券发行总量的 65.59%。本次减持 Universal Dairy 通过集中竞价方式减持新乳转债共计 725,016 张，占公司可转换公司债券发行总量的 10.10%。

三只松鼠 2022 年 12 月 09 日公司发布股东减持股份达 1%公告：公司持股 5% 以上股东 LT GROWTH INVESTMENT IX (HK) LIMITED 以集中竞价方式减持三只松鼠股份 419.64 万股，占公司总股本的 1.05%；以大宗交易方式减持三只松鼠股份 76.54 万股，占公司总股本的 0.19%，本次减持与减持计划公告一致。

安井食品 2022 年 12 月 08 日公司发布股东减持股份进展公告：公司董事长刘鸣鸣先生通过大宗交易和集中竞价方式减持 161.15 万股，累计减持比例为 0.55%，已超过其减持计划数量的一半。

5、重点公司盈利预测、估值及评级

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	净利润 (亿元)			EPS (元)			P/E(x)		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E
600519.SH	贵州茅台	1,730.00	524.60	618.11	719.71	41.76	49.21	57.29	41	35	30
000858.SZ	五粮液	183.27	233.77	268.84	308.14	6.02	6.93	7.94	30	26	23
000568.SZ	泸州老窖	212.88	79.56	100.97	124.27	5.43	6.86	8.44	39	31	25
600809.SH	山西汾酒	284.19	53.14	76.80	99.52	4.36	6.29	8.16	65	45	35
600702.SH	舍得酒业	166.30	12.46	15.07	19.80	3.75	4.54	5.96	44	37	28
002304.SZ	洋河股份	161.03	75.08	97.49	112.94	4.98	6.47	7.49	32	25	21
603369.SH	今世缘	47.92	20.29	25.14	30.70	1.62	2.00	2.45	30	24	20
603517.SH	绝味食品	56.25	9.81	4.35	11.61	1.60	0.72	1.91	35	78	29
603345.SH	安井食品	167.23	6.82	10.16	13.97	2.79	3.46	4.76	60	48	35
002216.SZ	三全食品	18.48	6.41	7.83	8.40	0.73	0.89	0.96	25	21	19
300973.SZ	立高食品	94.73	2.83	1.62	2.95	1.67	0.95	1.74	57	100	54
001215.SZ	千味央厨	65.33	0.88	1.01	1.29	1.02	1.17	1.49	64	56	44
605089.SH	味知香	63.62	1.33	1.53	1.86	1.33	1.53	1.86	48	42	34
603866.SH	桃李面包	16.02	7.63	8.49	9.85	0.80	0.89	1.03	20	18	16
605338.SH	巴比食品	32.00	3.14	2.47	2.89	1.27	0.99	1.17	25	32	27
002557.SZ	洽洽食品	53.24	9.29	10.25	12.58	1.83	2.02	2.48	29	26	21
603719.SH	良品铺子	39.95	2.82	3.91	4.20	0.70	0.98	1.05	57	41	38
600887.SH	伊利股份	31.99	87.05	93.54	107.62	1.36	1.46	1.68	24	22	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-09

6、重点报告汇总

表 2：建议关注 12 月 02 日发布的美国冻品行业研究报告

报告类型	发布时间	报告名称	标的公司/行业
行业深度	2022.12.02	风云激荡，百年回眸，美国冻品行业沉浮始末——美国冻品行业研究报告	冻品行业
行业深度	2022.11.15	次高端升级扩容，徽酒品牌砥砺前行——徽酒市场研究报告	徽酒行业
行业动态	2022.11.03	整体持仓环比提升，白酒超配幅度略有增加——3Q22 食品饮料行业基金持仓分析	NA
公司点评	2022.11.01	经营持续向好，低温业务稳健增长——新乳业（002946.SZ）2022 年三季度点评	新乳业
公司点评	2022.11.01	线上增速放缓，线下稳健增长——良品铺子（603719.SH）2022 年三季度点评	良品铺子

资料来源：光大证券研究所

7、投资建议

（1）白酒板块方面，高端白酒需求最具确定性，维持贵州茅台、五粮液和泸州老窖的核心推荐；地产酒板块目前受益于当地消费升级以及有限的疫情影响，基本面整体优于全国性次高端，维持对地产酒龙头的推荐，重点推荐洋河股份，关注古井贡酒；次高端板块仍需密切跟踪本轮旺季表现，重点推荐山西汾酒，建议关注舍得酒业；（2）大众品板块方面，密切跟踪餐饮供应链需求的恢复，维持安井食品、绝味食品以及立高食品的核心推荐；另外一方面，建议关注需求稳定、估值合理的细分龙头，重点推荐伊利股份以及洽洽食品。

8、风险分析

宏观经济下行风险

宏观经济下行对人群消费力产生影响，从而对部分市场造成影响。

原材料成本波动

原材料价格波动，对各公司成本端造成一定影响。

食品安全问题

食品安全问题的出现会影响公司经营层面表现。

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE