

需求分化，把握结构性景气

——低度酒及饮料行业2024年中报业绩综述

王言海、张馨予

- **啤酒：收入表现分化，利润呈现较好韧性。** 24H1啤酒企业营收端表现分化，全国性啤酒龙头收入端相对承压，我们认为主要系企业间渠道结构差异以及单品生命周期导致。利润端，横向比较食品饮料各细分板块，24H1啤酒板块龙头企业毛销差表现相对较优，利润端韧性凸显。究其原因，除成本贡献以外，核心系行业竞争格局仍处于较好阶段，产品结构仍有升级空间，企业费用投放较为克制。
- **黄酒：营收稳健增长，加大投入毛销差承压。** 近两年行业供给侧积极求变，头部酒企纷纷通过产品结构性升级、渠道网络深化、组织管理提升等举措积极推动自身创新和发展变革。24H1，黄酒龙头企业营收普遍实现双位数增长，利润增速慢于收入主要由于酒企布局高端化纷纷加大投入导致毛销差同比下降。
- **饮料：板块业绩分化，东鹏景气突出。** 整体来看，饮料行业需求端表现在食品饮料板块内部相对较优，主要由于出行需求旺盛带动饮料消费，同时无糖茶、功能饮料等部分细分赛道处于成长期。横向对比重点软饮料公司，24H1收入端呈现一定分化，其中东鹏饮料受益于能量饮料业务全国化持续推进叠加第二增长曲线电解质水高增，营收增速显著跑赢。利润端，成本红利普遍兑现带动毛利率上行，但行业竞争亦有所加剧。
- **投资建议：** 考虑到当前消费需求整体偏弱，且未来需求的恢复节奏存在一定不确定性，短期市场偏向交易确定性与边际改善，因此投资建议上第一梯队选择基本面景气相对较优、业绩具备 α 的标的；第二梯队选择高股息概念相关标的；第三梯队建议关注超跌后具备底部配置价值标的。啤酒板块推荐**燕京啤酒、珠江啤酒**，主因非现占比高+单品渠道利润周期因素共振下公司收入端 α 具备一定持续性，其中燕京啤酒得益于改革稳步推进，经营效率持续提升，利润端 α 更为突出。其次推荐高分红标的重庆啤酒。考虑到啤酒企业经营性现金流稳定、未来基本无大额资本开支，分红比例有望提升，建议关注**青岛啤酒股份**。考虑到**华润啤酒**24H1偿还大额有息债务，预计24年现金分红比例提升概率不大，建议关注超跌后底部配置价值。同时建议持续跟踪现饮渠道需求恢复情况。饮料板块则推荐布局高景气细分赛道+持续推进全国化的**东鹏饮料**，建议关注**康师傅控股、统一企业中国、农夫山泉**。黄酒板块建议关注**会稽山、古越龙山**。
- **风险提示：** 原材料价格大幅上涨；下游需求恢复不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险等。



01

啤酒：收入表现分化，利润呈现较好韧性

02

黄酒：营收稳健增长，加大投入毛销差承压

03

饮料：板块业绩分化，东鹏景气突出

04

投资建议

05

风险提示

CONTENTS

目录



1.1 啤酒：24H1收入表现分化，全国性龙头相对承压

➤ 24H1，A股啤酒板块营收404.23亿元，同比-1.34%。

✓ **量方面**：在高基数、多雨天气、现饮需求恢复偏弱等背景下，24H1全国规上啤酒企业产量同比+0.1%，龙头公司销量合计同比-4%左右，其中全国性龙头销量普遍同比下滑，区域性龙头则实现正增长。

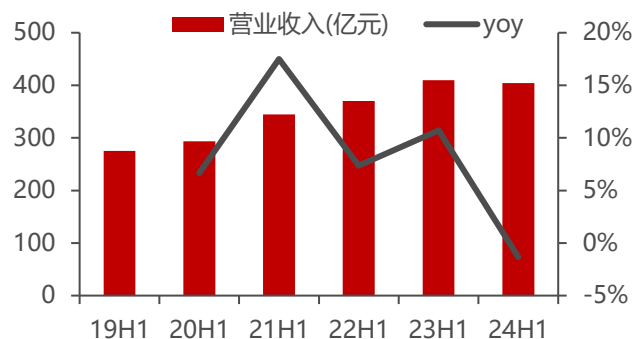
✓ **价方面**：行业整体升级速率较23年有所放缓，叠加成本下行周期提价贡献减少，龙头吨价普遍增低至中低单位数。其中，全国性龙头中，百威中国由于产品结构领先于行业且受夜场渠道疲软影响较大吨价同比下滑，华润、青啤低单增长；区域性龙头中珠江、燕京实现中单左右增长，重啤由于产品结构领先于行业同比微增。

➤ 因此营收横向对比看，1) 珠江、燕京收入端呈现 α ，量价均跑赢行业，且吨价环比23年表现相对平稳；2) 全国性龙头普遍销量下滑，且吨价增速环比放缓，综合表现华润>青啤>百威中国；3) 重啤介于中间，销量增速领先，吨价增速延续23年趋势维持微增。

表：啤酒龙头24H1收入及量价表现

24H1	销量 (万千升)	YOY	吨价 (元)	YOY	啤酒收入 (亿元)	YOY
青岛啤酒	463	-7.8%	4283	0.7%	198	-7.2%
华润啤酒	635	-3.4%	3555	2.0%	226	-1.4%
百威中国	/	-8.5%	/	-1.0%	/	-9.4%
燕京啤酒	230	0.6%	3205	4.0%	74	4.6%
珠江啤酒	70	1.4%	4116	6.7%	29	8.2%
重庆啤酒	178	3.3%	4834	0.3%	86	3.6%

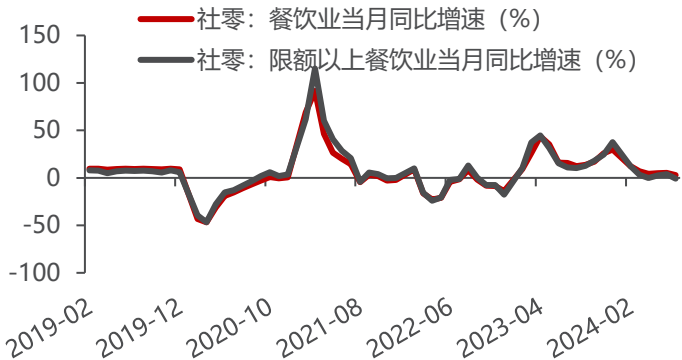
图：A股啤酒企业24H1收入及增速



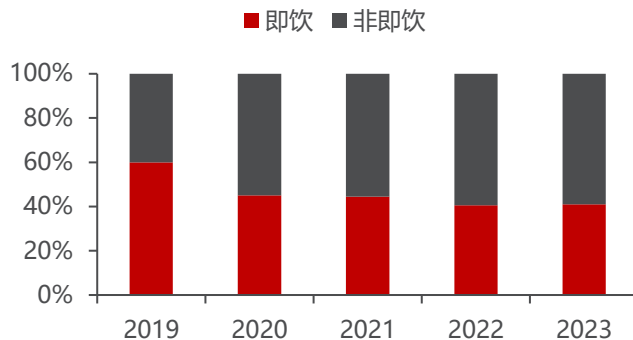
1.2 24H1收入端表现归因：企业间渠道结构差异以及单品生命周期

- 归因：** 24H1全国性啤酒龙头收入端相对承压，我们认为主要有以下两点影响因素：**1) 渠道结构差异：** Beta角度，24H1下游现饮渠道（餐饮、夜场）恢复较弱，但由于各公司自身渠道占比有所不同，因此量、价受到的影响各异，考虑到啤酒企业往往通过封锁现饮渠道（买店）维持市占率，因此全国性龙头通常现饮占比更高；**2) 单品生命周期：** 酒企中高端大单品渠道利润周期错位引发份额变化，导致酒企自身渠道占比变化趋势与行业Beta变动不一致，从而影响各公司量价表现。
- 销量：** 下游现饮恢复较慢，则现饮占比高的公司在量上受损程度更大；在现饮整体需求偏弱的背景下，部分大单品通过更有竞争力的渠道/终端利润抢夺市场份额，代表单品有喜力、U8、97纯生。
- 吨价：** 由于现饮是封闭式渠道而非现饮是开放渠道，所以通常现饮渠道产品结构好于非现饮、且过往现饮渠道较非现饮升级速率更快，因此现饮恢复较慢企业吨价是负向影响，如百威夜场占比高于竞品，其吨价受24H1夜场需求疲软影响最大；企业间份额变化影响同上。

图：24H1餐饮整体复苏缓慢（限额以上餐饮表现更弱）



图：青岛啤酒分渠道销量占比



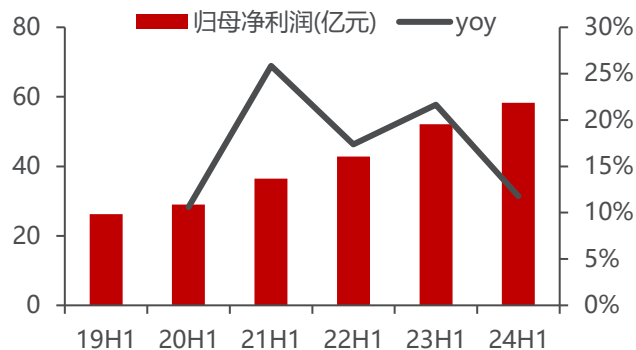
1.3 啤酒：成本红利释放，费用投入克制，利润呈现较好韧性

- 成本端：**伴随澳麦双反政策取消，同时主要包材价格步入下行通道，24年行业成本端普遍改善。各家从啤酒吨成本改善幅度看，青啤>重啤~燕京>百威亚太>珠江>华润。其中，青啤在过去2年成本上行周期内成本基数较高，因此改善空间更大，24H1成本红利逐步如期兑现至报表端；燕京得益于原材料价格下降叠加改革红利，吨成本亦有不错改善；重啤考虑佛山新工厂折旧摊销扰动，全年吨成本改善幅度弱于上半年；华润吨成本同比正增长，我们判断与高价库存消耗节奏有关，预计H2环比有所改善。
- 费用端：**下游需求偏弱背景下，旺季行业整体销售费用率稳中有增，但行业竞争格局处于较好阶段，因此酒企整体费用投入较为克制，销售费率增幅可控，其中青啤销售费用率同比仍有改善。华润啤酒未披露啤酒业务销售费率，考虑到整体经营费率同比持平，预计销售费率增幅不大。

表：啤酒龙头24H1利润表现

24H1	吨价 YOY	啤酒吨成本 YOY	啤酒毛利率 YOY	销售费用率 YOY	毛销差 YOY	利润	YOY	利润率	YOY
青岛啤酒	0.7%	-3.4%	2.4%	-0.3%	2.6%	34.3	6.2%	17.1%	2.1%
华润啤酒	2.0%	0.9%	0.6%	/	/	71.6	1.3%	31.7%	0.8%
百威亚太	2.0%	-0.7%	1.3%	/	/	11.6	-1.0%	33.1%	1.1%
燕京啤酒	4.0%	-1.1%	2.9%	0.1%	1.8%	7.4	69.1%	9.2%	3.5%
珠江啤酒	6.7%	-0.5%	3.8%	0.3%	3.3%	4.8	41.7%	15.9%	3.8%
重庆啤酒	0.3%	-1.2%	0.7%	0.7%	0.0%	8.9	3.9%	10.0%	0.0%

图：A股啤酒企业24H1归母净利润及增速



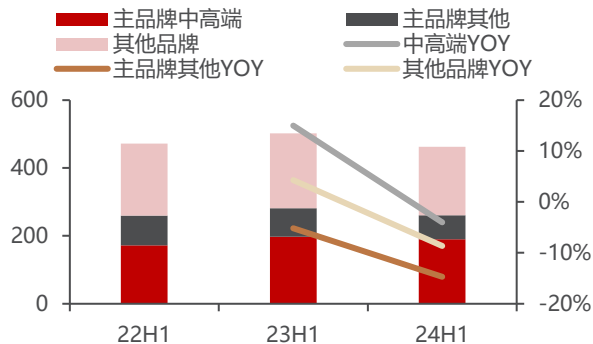
注：为更好反应企业真实盈利，青啤、燕京、珠江、重啤采用扣非归母净利润，百威亚太采用内生口径正常化除息税折旧摊销前盈利，华润啤酒采用啤酒业务不计特别项目未计息税折旧摊销利润

1.4

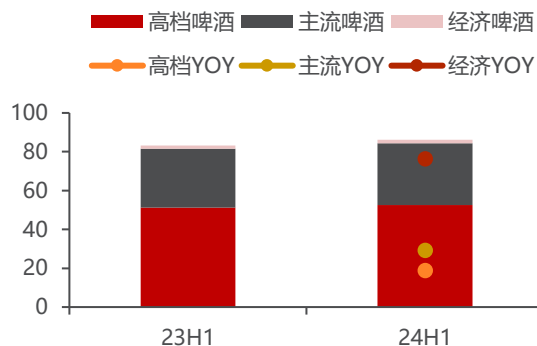
啤酒：外部环境仅影响升级快慢，行业逻辑及长期趋势未变

- **竞争格局尚优，利润呈现韧性：**横向比较食品饮料各细分板块，24H1啤酒板块龙头企业毛销差表现相对较优，利润端韧性凸显。究其原因，除成本贡献以外，核心系行业竞争格局仍处于较好阶段，产品结构仍有升级空间，企业费用投放较为克制。
- **竞争格局：**寡头垄断+区域割据（多数省份啤酒龙头间呈现或接近“721”格局，底层逻辑为啤酒销售存在运输半径限制，且价位越低产品受该限制越明显）。目前行业竞争格局及态势较好，核心系行业失去量增红利后龙头追求份额效益边际减弱，与此同时行业价增空间仍广阔，因此龙头目标统一高端化。基于酒企基地市场中低端价位产品份额稳固，龙头普遍优先选择依托渠道封锁优势积极推动强势市场产品结构升级，同时寻求中高端产品区域拓展机会。目前行业整体竞争态势较为温和，相较于过往的恶性竞争，龙头整体更呈“竞合式”发展，共同推动中高端价位产品持续扩容，各家发力价位、区域一定程度有所区隔。
- **行业升级系供需两端共同引导，持续性强，外部环境仅影响速率，长期趋势不变。**对标海外成熟市场，我国啤酒行业产品结构及出厂吨价仍有较大增长空间。在当前外部环境下，虽10元以上产品升级速率阶段性放缓（高端消费追求性价比+高端产品更依赖现饮渠道），但目前该部分产品占比较小，8元价格带承接过去6元主流价格带向升级红利明显，同时主流以下低端品仍可内部迭代。行业升级系供需两端共同引导。

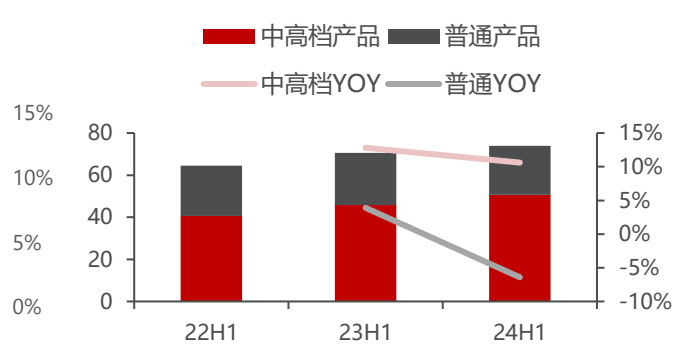
图：青岛啤酒24H1分档次销量（万千升）



图：重庆啤酒24H1分档次营收（亿元）



图：燕京啤酒分档次营收（亿元）



2.1 黄酒：营收稳健增长，加大投入毛销差承压

- 24H1，A股黄酒板块营收18.63亿元，同比+15.56%，扣非后归母净利润1.52亿元，同比+12.99%；24Q2，营收7.02亿元，同比+13.23%，扣非后归母净利润0.08亿元，同比-28.80%。其中，二季度为黄酒传统消费淡季，营收占全年比重较小且单季度利润率低，因此Q2利润绝对值普遍小，亦造成表观增速波动明显。
- 24H1，黄酒企业营收普遍实现双位数增长，其中古越龙山、会稽山作为行业龙头营收分别达8.90/7.36亿元，同比+12.83%/+18.24%，扣非后利润分别达0.92/0.78亿元，同比+4.78%/4.49%，利润增速慢于收入主要由于酒企布局高端化纷纷加大投入导致毛销差同比下降，古越龙山/会稽山分别同比-0.6/-1.1pct，其中会稽山管理费率优化较多，但研发费用投入较大，24H1研发费用率同比+2.2pct。金枫酒业24H1毛销差改善，实现减亏。

表：黄酒龙头24H1收入及利润表现

亿元	2024H1				2024Q2				2024Q1			
	营业收入	YoY	扣非归母净利润	YoY	营业收入	YoY	扣非归母净利润	YoY	营业收入	YoY	扣非归母净利润	YoY
黄酒板块	18.63	15.56%	1.52	12.99%	7.02	13.23%	0.08	-28.80%	11.61	17.02%	1.44	16.66%
古越龙山	8.90	12.83%	0.92	4.78%	3.22	16.69%	0.31	3.76%	5.67	10.74%	0.61	5.32%
会稽山	7.36	18.24%	0.78	4.49%	2.99	18.32%	-0.04	-38.35%	4.37	18.19%	0.82	5.81%
金枫酒业	2.37	18.03%	-0.18	35.56%	0.81	-11.28%	-0.19	-19.13%	1.56	42.44%	0.01	110.83%

注：金枫酒业23Q1归母净利润中非经事项贡献较大，为更好反应企业及板块盈利水平，采用扣非后利润

表：黄酒龙头24H1财务数据——览

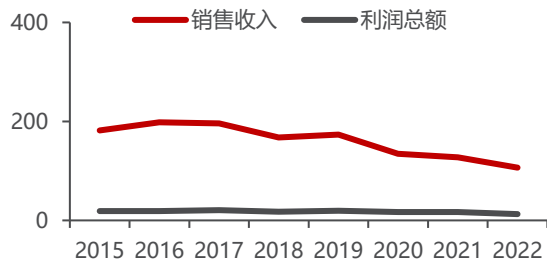
同比变动	2024H1				2024Q2				2024Q1			
	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率
古越龙山	-0.2%	0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.5%	0.6%	-1.1%	-1.0%	-0.1%	0.3%	-0.3%	0.1%
会稽山	5.4%	6.5%	-1.1%	-1.7%	6.1%	5.1%	1.0%	-1.6%	5.0%	7.5%	-2.6%	-1.7%
金枫酒业	4.2%	-2.0%	6.1%	-1.8%	5.5%	7.9%	-2.4%	8.4%	2.6%	-7.2%	9.8%	-6.4%

2.2

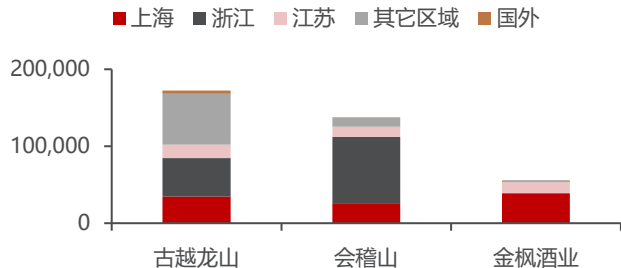
黄酒：龙头积极求变谋增长，关注供给侧变化

- 我国黄酒行业面临产品结构低端、消费区域集中且局限、消费人群老龄化的困局，行业企业参与主体、容量持续萎缩。2022年，我国黄酒规上企业销售收入达106.6亿元，较2015年198.2亿元下滑41%；利润总额达12.7亿元，较2015年18.9亿元下滑32%。2023年，三家上市黄酒企业江浙沪销售占比达77%，销售区域高度集中。目前市面上主流销售的黄酒多为3-5年陈的产品，终端零售价格普遍在10-30元/500ml左右，上市酒企平均吨价仅1.15万元。黄酒为我国传统饮用酒种，有较好的历史文化和消费基础，但在近十余年的酒精品类竞争中持续处于劣势，归其原因我们认为：**1则行业内产品长期缺乏产品创新、进而提价困难，主销产品售价低、渠道利润空间薄，也就无法支撑酒企推动全国化和年轻化的消费者人群培育；2则酒企运营管理相对白酒、啤酒等行业较为粗放，缺乏系统化的营销体系。**
- 近两年行业供给侧积极求变，头部酒企纷纷通过产品结构性升级、渠道网络深化、组织管理提升等举措积极推动自身创新和发展变革。产品端，古越龙山、会稽山等龙头企业积极布局更高价位段产品，如会稽山2023年起聚焦资源培育核心单品，在夯实纯生5年（20元）的基础上，重点发力会稽山1743（40-50元）和兰亭（500/2000元）两款产品；古越龙山则于2019年推出国酿1959白玉、青玉产品，2021年再次推出国酿红玉产品，布局高端价格带。组织管理端，会稽山于2023年以来广泛吸纳行业人才、大幅扩编销售团队（23年销售人员自230人扩充至453人）、优化管理及绩效考核方式。渠道端，龙头均积极深化渠道网络、优化经销商结构、梳理价盘稳定渠道利润。**投资建议：关注会稽山、古越龙山。**

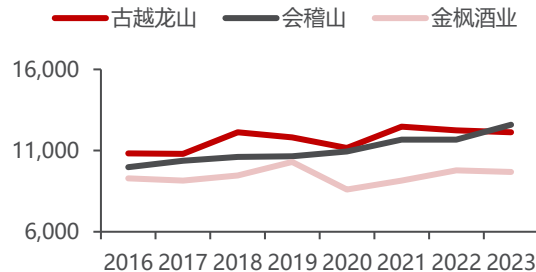
图表：我国黄酒行业规上企业收入及利润（亿元）



图表：黄酒上市企业分地区收入情况（百万元）



图表：黄酒上市企业吨价情况（元）



3.1 饮料：板块业绩分化，东鹏景气突出

- 整体来看，饮料行业需求端表现在食品饮料板块内部相对较优。根据国家统计局数据，24H1我国饮料类商品零售额1564亿元，同比增5.6%，高于社会消费品零售总额3.7%的增速，主要由于出行需求旺盛带动饮料消费，同时无糖茶、功能饮料等部分细分赛道处于成长期。
- 横向对比重点软饮料公司，24H1收入端呈现一定分化。东鹏饮料延续高增势能，上半年营收同比增44.19%，一方面能量饮料业务全国化持续推进，同比增33.5%至68.6亿元，同时电解质水作为第二增长曲线高增亦有一定贡献。农夫山泉H1营收同比增8.36%，其中饮料业务同比增36.1%至136.4亿元，主要得益于无糖茶、茶π持续高速增长，即饮茶营收同比增59.5%至84.3亿元，功能饮料/果汁/其他饮料营收分别同比+3.8%/+25.4%/-7.2%至25.5/21.1/5.5亿元；但包装水业务客观上受2月底舆论事件影响，营收同比-18.3%至85.3亿元，拖累公司整体增速。统一企业中国饮料业务H1营收同比增8.27%，其中茶饮料/果汁/奶茶分别同比+11.8%/+8.2%/+3.3%至46.5/17.9/32.8亿元。康师傅饮品业务同比增1.74%，其中茶类/包装水/果汁类/碳酸饮料及其他产品分别同比+13.0%/-5.6%/-10.1%/-3.2%至113.9/25.3/34.0/97.5亿元。

表：重点软饮料企业24H1收入及利润情况

亿元	营业收入			同比变动			净利率			同比变动		
	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
东鹏饮料	34.82	43.91	78.73	39.80%	47.88%	44.19%	17.93%	24.65%	21.68%	-0.27%	6.56%	3.54%
养元饮品	23.16	6.26	29.42	3.91%	-19.09%	-2.02%	30.50%	10.89%	26.33%	3.04%	-2.51%	2.49%
承德露露	12.27	4.07	16.34	7.53%	15.39%	9.39%	20.06%	11.40%	17.91%	-0.88%	-10.05%	-3.16%
香飘飘	7.25	4.54	11.79	6.76%	-7.54%	0.75%	2.73%	-13.85%	-3.66%	3.76%	1.06%	3.20%
李子园	3.34	3.45	6.79	-3.17%	-2.99%	-3.08%	17.58%	8.87%	13.16%	0.83%	-11.43%	-5.39%
欢乐家	5.51	3.94	9.45	6.61%	-0.24%	3.64%	14.57%	0.14%	8.55%	-1.80%	-10.96%	-5.54%
农夫山泉	/	/	221.73	/	/	8.36%	/	/	28.14%	/	/	-0.08%
康师傅控股	/	/	270.63	/	/	1.74%	/	/	5.41%	/	/	1.04%
统一企业中国	/	/	100.24	/	/	8.27%	/	/	12.54%	/	/	1.58%

注：康师傅、统一均采用饮料业务

3.2 饮料：成本红利兑现，竞争有所加剧

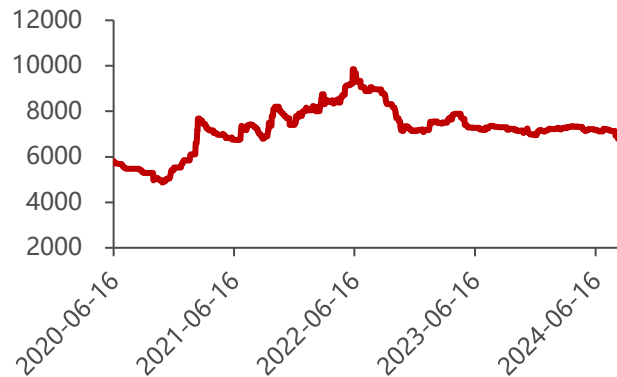
- 成本端看，2024年上半年白砂糖、PET价格处于低位，带动成本红利兑现至报表端，酒企毛利率普遍有不同程度上行，其中农夫山泉毛利率同比-1.4pct主要系绿瓶纯净水上市促销、包装饮用水销量下降导致规模效应减弱、果汁产品原料价格上涨影响；承德露露毛利率同比-3.4pct，主要系杏仁采购价格涨幅较大。
- 费用端，由于消费需求整体较为疲软，行业竞争有所加剧，酒企销售费用率大多上行，其中东鹏饮料同比-0.3pct，主要得益于收入高增提振规模效应，香飘飘同比-2.7pct，主要系公司缩减品牌费用投放。

表：重点饮料企业24H1毛销差表现

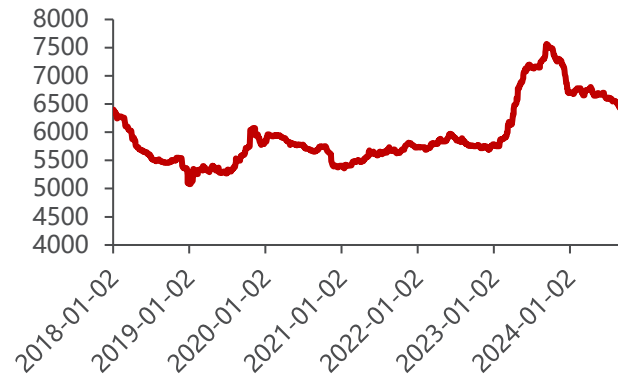
	24H1			同比变动		
	毛利率	销售费用率	毛销差	毛利率	销售费用率	毛销差
东鹏饮料	44.6%	15.6%	29.0%	1.5%	-0.3%	1.7%
养元饮品	47.0%	10.8%	36.2%	1.9%	0.2%	1.6%
承德露露	41.8%	16.7%	25.1%	-3.4%	0.9%	-4.4%
香飘飘	30.6%	28.5%	2.1%	2.7%	-2.7%	5.4%
李子园	38.3%	14.7%	23.5%	1.5%	5.0%	-3.5%
欢乐家	35.9%	16.3%	19.6%	-1.4%	5.1%	-6.5%
农夫山泉	58.8%	22.4%	36.4%	-1.4%	-0.5%	-0.9%
康师傅控股	35.2%	/	/	2.6%	/	/
统一企业中国	38.0%	/	/	2.7%	/	/

注：康师傅、统一均采用饮料业务

图：PET现货价格（元/吨）



图：白糖现货价格（元/吨）



4.1 投资建议：优选高景气，布局高分红，关注超跌后底部配置价值

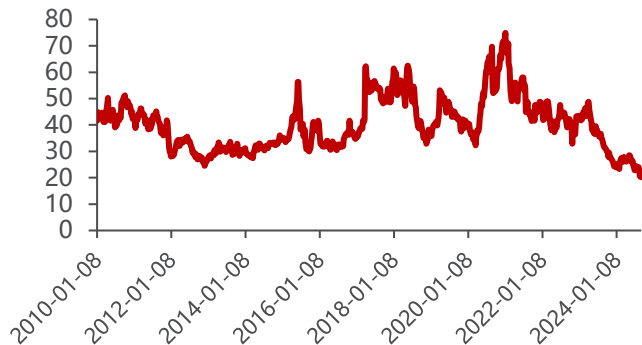
- **投资建议：**考虑到当前消费需求整体偏弱，且未来需求的恢复节奏存在一定不确定性，短期市场偏向交易确定性与边际改善，因此投资建议上**第一梯队选择基本面景气相对较优、业绩具备 α 的标的；第二梯队选择高股息概念相关标的；第三梯队建议关注超跌后具备底部配置价值标的。**
- 横向比较食品饮料各细分板块，24H1啤酒板块利润韧性凸显，核心系行业竞争格局仍处于较好阶段，因此板块估值有较好支撑。啤酒板块内，推荐**燕京啤酒、珠江啤酒**，主因非现占比高+单品渠道利润周期因素共振下公司收入端 α 具备一定持续性，其中燕京啤酒得益于改革稳步推进，经营效率持续提升，利润端 α 更为突出。其次推荐高分红标的**重庆啤酒**。考虑到啤酒企业经营性现金流稳定、未来基本无大额资本开支，分红比例有望提升，建议关注**青岛啤酒股份**。考虑到**华润啤酒**24H1偿还大额有息债务，预计24年现金分红比例提升概率不大，建议关注超跌后底部配置价值。同时建议持续跟踪现饮渠道需求恢复情况。
- 饮料板块则推荐布局高景气细分赛道+持续推进全国化的**东鹏饮料**，建议关注**康师傅控股、统一企业中国、农夫山泉**。黄酒板块建议关注**会稽山、古越龙山**。

表：重点公司盈利预测一览（2024年9月6日收盘价）

简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
青岛啤酒	776	42.68	45.70	49.09	52.30	18	17	16	15	推荐
重庆啤酒	257	13.37	14.11	14.82	15.46	19	18	17	17	推荐
珠江啤酒	191	6.24	8.11	9.34	10.57	31	24	20	18	推荐
燕京啤酒	267	6.45	10.23	13.92	17.62	41	26	19	15	推荐
华润啤酒*	706	51.53	55.62	62.55	69.66	14	13	11	10	/
东鹏饮料	915	20.40	30.82	40.77	52.47	45	30	22	17	推荐
香飘飘	44	2.80	3.26	3.73	4.25	16	14	12	10	推荐
康师傅控股*	542	31.17	35.65	39.19	42.70	17	15	14	13	/
统一企业中国*	264	16.67	18.80	20.62	22.18	16	14	13	12	/
农夫山泉*	2720	120.78	128.20	148.21	169.91	23	21	18	16	/

注：标*采用Wind一致预测

图：啤酒板块PE TTM，截至24年9月6日为20X，历史底部



- (1) 原材料价格大幅上涨：**啤酒、饮料行业上游多为粮食、包装材料大宗商品，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随原料产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对行业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- (2) 下游需求恢复不及预期：**啤酒行业下游销售渠道中，餐饮、夜场现饮渠道占据较高比例，且现饮渠道是企业进行产品结构升级的重要抓手，若下游渠道景气需求恢复较慢将对行业升级速率产生负面影响。
- (3) 行业竞争加剧：**若居民消费需求恢复不及预期，将引发行业竞争加剧，从而对企业盈利能力产生负面影响。
- (4) 食品安全风险：**采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控。此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生舆论危机、信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 李啸

执业证号：S0100521100002
邮箱：lixiao@mszq.com



分析师 张玲玉

执业证号：S0100522090002
邮箱：zhanglingyu@mszq.com



分析师 孙冉

执业证号：S0100522110004
邮箱：sunran@mszq.com



分析师 张馨予

执业证号：S0100523060004
邮箱：zhangxinyu@mszq.com



分析师 胡慧铭

执业证号：S0100524060006
邮箱：huhuiming@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

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登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。