

成本下探，竞争趋缓，行业进入逐季改善的复苏

2023 年 07 月 01 日

► **行业：延续价增趋势不变，需求稳步复苏。线下商超：**4 月乳制品线下商超渠道实现销售额 136.82 亿元，同比-7.36%，增速环比下降 2.2pct。受 22 年高基数影响，增速同比下滑，23Q2 起乳制品行业有望稳步复苏。23 年年初至今累计实现销售额 609 亿元，同比-3.63%，销售量累计 315.7 万吨，同比-2.49%，行业累计平均价增为 1.14%，**线上淘系：**5 月线上淘系渠道液态乳制品实现销售额 15.34 亿元，同比+7.12%，环比增速下降 11.84pct，线上销售额同比增速回落。23 年年初至今累计实现销售额 76.36 亿元，同比-1.08%。

► **品类：线上液奶销售表现优于行业，低温奶 23.7%增速亮眼。线下商超：**线下商超渠道中，4 月液体奶/酸奶/奶粉/奶油奶酪分别实现销售额 68.8/45.6/15.2/6.33 亿元，分别同比-5.21%/-7.73%/-7.38%/-19.55%，环比-3.57%/+1.02%/+1.61%/-2.76pct。液态奶更具韧性，酸奶及奶粉品类环比改善。

线上淘系：5 月线上淘系渠道液态奶/奶酪/奶粉分别实现 11.7/0.7/3.0 亿元销售额，同比+10.0%/-8.31%/+0.56%；液奶中常温/低温乳制品分别实现 10.7/1.0 亿元销售额，同比+8.9%/+23.7%。液态奶线上需求旺盛，表现依旧好与行业整体。其中低温奶作为高景气赛道 5 月增速表现优异。奶粉受新国标注册影响，2-4 月线上平均同比增速超 50%，5 月有所回落，年初至今累计同比+23.6%。

► **公司：乳企恢复弹性表现分化。线下商超：**4 月线下商超伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/新乳业/贝因美/妙可蓝多/天润乳业销售额分别同比-5.1%/-7.7%/-11.4%/-5.8%/-40.3%/-18.7%/+0.5%，年初至今累计同比-2.9%/+1.6%/-13.3%/-6.2%/-44.1%/-11.5%/+7.7%。**线上淘系：**5 月线上淘系渠道伊利股份/蒙牛乳业/光明乳业/新乳业/三元股份/君乐宝/妙可蓝多/贝因美分别实现销售额 3.34/4.0/0.5/0.04/0.22/0.9/0.25/0.2 亿元，同比-11.5%/+14.1%/+47.6%/-25.8%/-10.1%/-22.9%/-43.5%/+42%。伊利/蒙牛 4 月线上线下合计销售额同比-4.7%/-5.7%，新乳业 D2C 业务同比高增，未来五年或将成为渠道端的第一增长引擎，内部渠道结构变化致线上销售同比下滑；光明乳业线上销售连续 3 月环比改善；天润乳业疆外市场持续扩张，线下扩张助力销量逆势增长。

► **投资建议：**乳制品行业核心成本生鲜乳价格自 21 年下半年进入下行通道，当前价格相较 22 年初回落 7.5%，但由于乳企锁价习惯，成本端优势具有一定滞后性，奶价下行对乳企利润弹性释放也在 23 年 Q1 开始显现。叠加行业竞争趋缓，利好下游乳企业绩释放。**推荐标的：综合性龙头乳企具备长期确定性，推荐伊利股份**（龙头具备规模效应，高毛利奶粉冷饮占比上升拉升结构和利润水平，关注销售逐季改善和净利率提升兑现），**小而美的区域乳企短期具备更大弹性：推荐新乳业**（精耕核心低温鲜和低温酸品类、聚焦 DtoC 渠道，看好“结构提升+规模效应+成本红利”三条净利率五年翻倍路径）、**天润乳业**（疆外差异化扩张贡献增量，产能项目顺利推进支撑未来需求），**小品类细分赛道持续消费者教育，具备较大渗透率提升空间，推荐妙可蓝多**（三重业绩增长驱动：家庭餐桌和餐饮工业延续高增态势+即食奶酪棒低温修复常温扩点+蒙牛奶酪并表）。

► **风险提示：**宏观经济超预期波动导致需求端受损，原奶价格波动超预期，食品安全风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600887.SH	伊利股份	28.32	1.48	1.73	2.08	19	16	14	推荐
002946.SZ	新乳业	14.35	0.42	0.59	0.75	34	24	19	推荐
600419.SH	天润乳业	16.22	0.61	0.78	0.97	26	21	17	推荐
600882.SH	妙可蓝多	22.28	0.26	0.48	0.66	85	47	34	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 6 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

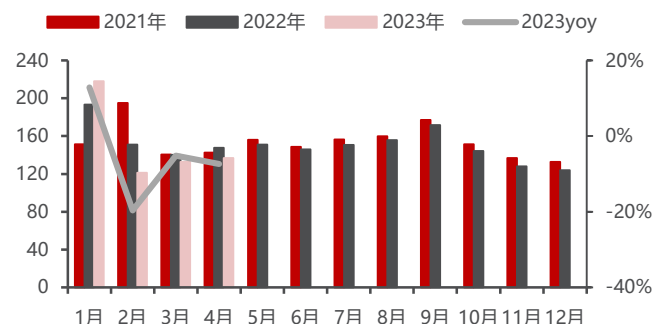
- 1.食品饮料行业 2023 年中期策略报告：向阳而生，找寻“拐点”-2023/06/28
- 2.民生饮食周报 20230618：宏观政策扶持加码，估值修复有望启动-2023/06/18
- 3.民生饮食周报 20230611：端午消费将加速库存消化，估值相对低位有望修复-2023/06/12
- 4.民生饮食周报 20230528：股东大会密集召开，把握配置窗口机遇-2023/05/28
- 5.啤酒行业 2022 年报及 2023 年一季报业绩综述：盈利能力彰显强韧性，关注旺季场景复苏-2023/05/08

目录

1 乳制品 4 月线下商超渠道数据跟踪	3
2 乳制品 5 月线上电商平台数据跟踪	7
3 基本面逐季改善，中长期增长或具确定性	10
3.1 需求温和复苏，细分赛道分化显著	10
3.2 成本下探，费投理性，助力乳企业绩释放	10
3.3 板块估值具备性价比	12
4 重点公司推荐	14
4.1 伊利股份：基本盘稳定，盈利能力向上可期	14
4.2 新乳业：挺进百亿阵营，看好盈利改善三条路径	15
4.3 天润乳业：常温产品驱动增长，产能扩张保障长期空间	16
4.4 妙可蓝多：奶酪赛道持续教育，三重业绩增长可期	18
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	24

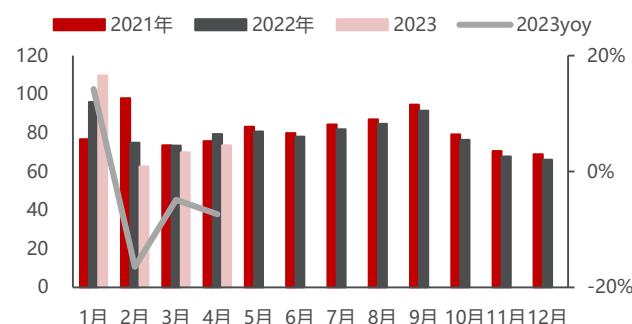
1 乳制品 4 月线下商超渠道数据跟踪

图1：4 月商超渠道乳制品销售额同比-7.36%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图2：4 月商超渠道乳制品销售量同比-7.37%(万吨)



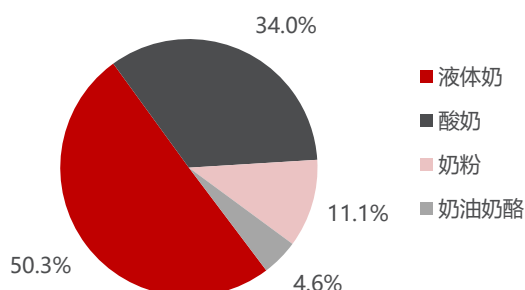
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

表1：4 月商超渠道乳制品各品类销售额情况

品类	液体奶	酸奶	奶粉	奶油奶酪
4 月销售额 (亿元)	68.79	46.56	15.15	6.33
同比	-5.21%↓	-7.73%↓	-7.38%↓	-19.55%↓
相比 2023 年 3 月增速	-3.57pct	+1.02pct	+1.61pct	-2.76pct

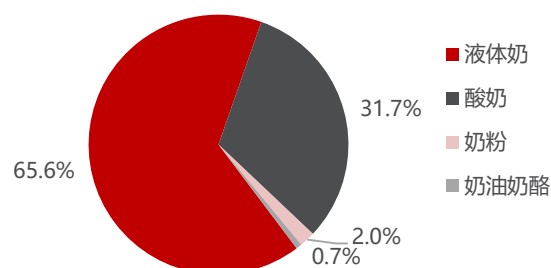
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图3：4 月商超渠道乳制品各品类销售额占比



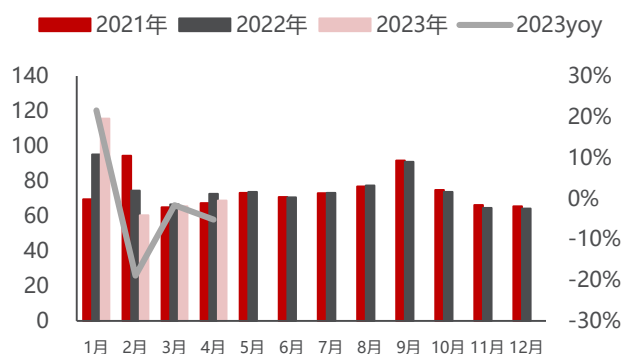
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图4：4 月商超渠道乳制品各品类销售量占比



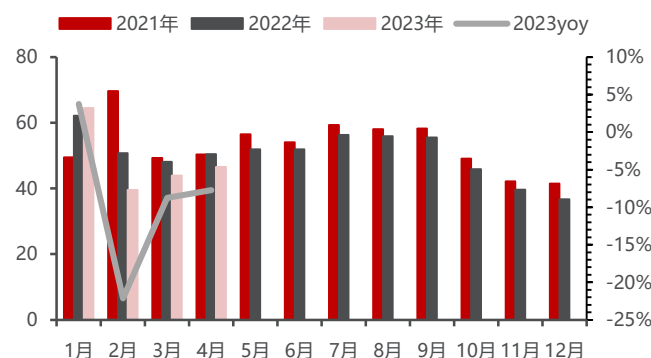
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图5：4 月商超渠道液体奶销售额同比-5.21%(亿元)

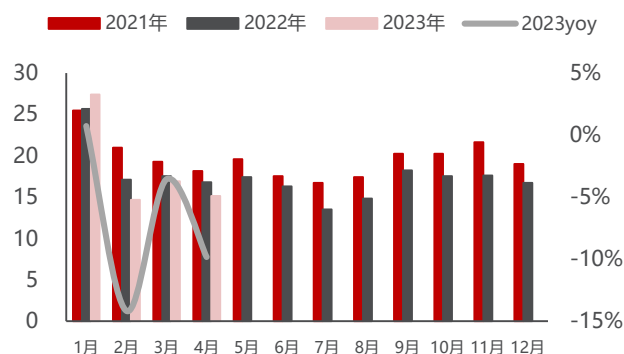


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

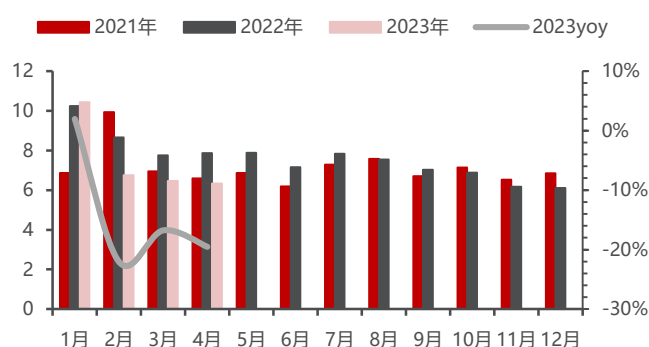
图6：4 月商超渠道酸奶销售额同比-7.73%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图7：4月商超渠道奶粉销售额同比-9.8%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

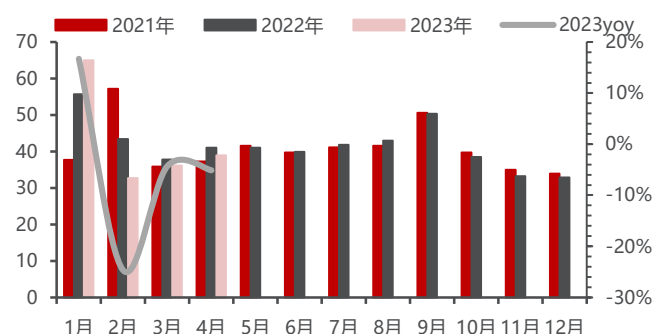
图8：4月商超渠道奶油奶酪销售额同比-19.6%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

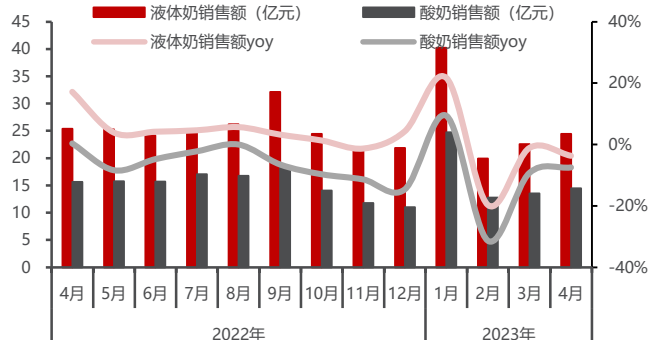
表2：4月商超渠道乳制品各品牌销售额情况

品牌	伊利股份	蒙牛乳业	光明乳业	新乳业	贝因美	妙可蓝多	天润乳业
销售额 (亿元)	38.90	31.89	7.72	1.89	0.09	2.30	0.55
同比 2022 年	-5.11%↓	-7.66%↓	-11.38%↓	-5.57%↓	-40.25%↓	-18.74%↓	+0.49%↑
相比 2023 年 3 月增速	-0.77pct	-3.35pct	+2.12pct	-2.58pct	-1.10pct	-0.75pct	+0.95pct

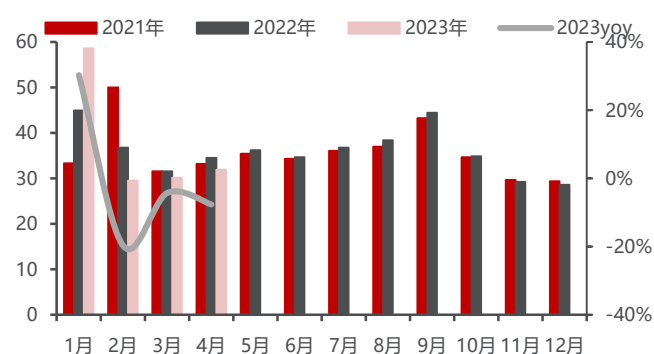
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图9：4月伊利股份商超销售额同比-5.11%(亿元)


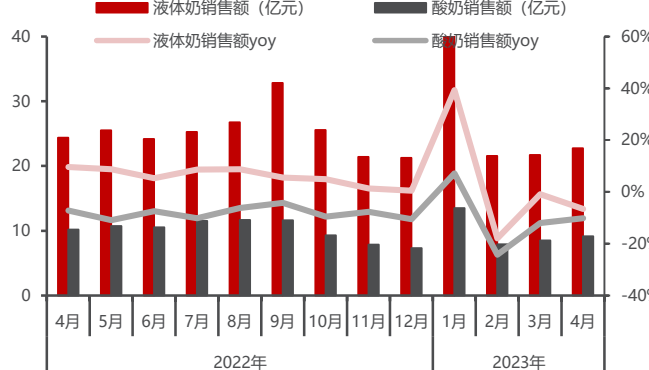
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图10：伊利股份商超渠道液奶、酸奶销售额


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

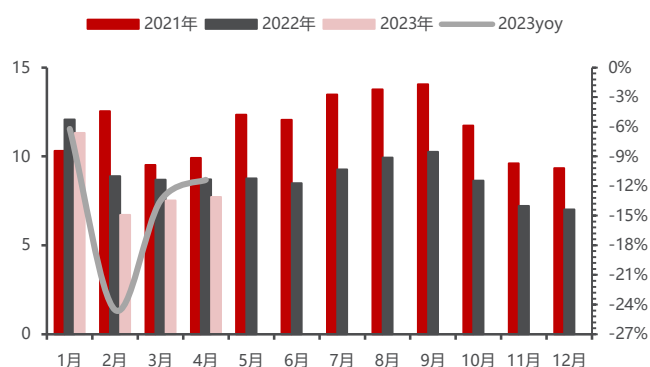
图11：4月蒙牛乳业商超销售额同比-7.66%(亿元)


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图12：蒙牛乳业商超渠道液奶、酸奶销售额


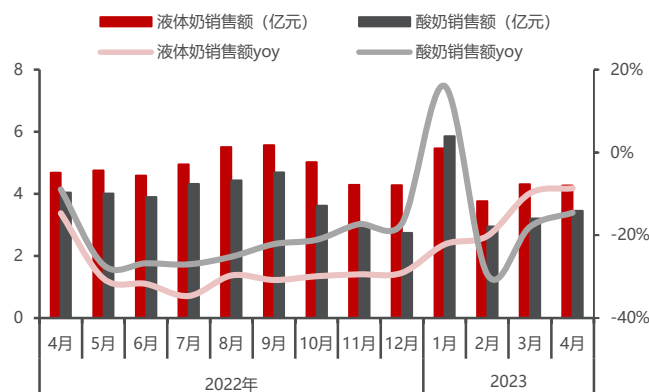
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图13：4月光明乳业商超销售额同比-11.4%(亿元)



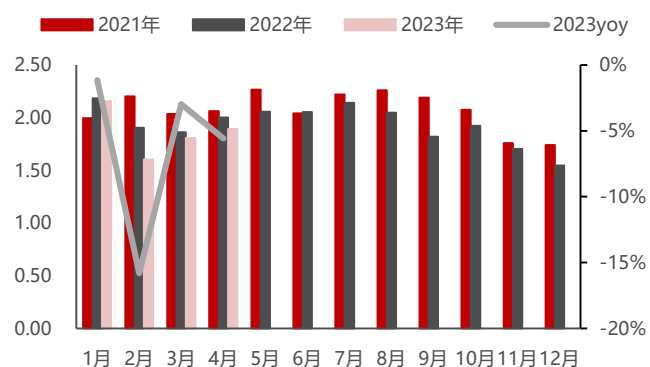
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图14：光明乳业商超渠道液奶、酸奶销售额



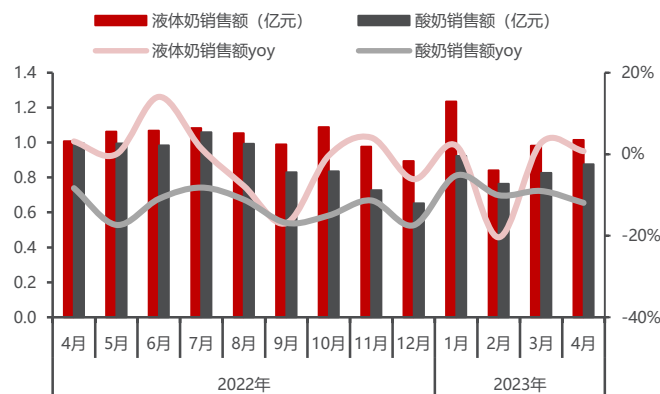
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图15：4月新乳业商超销售额同比-5.6%(亿元)



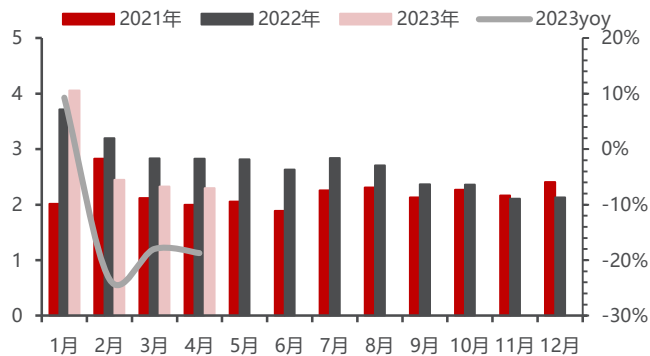
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图16：新乳业商超渠道液奶、酸奶销售额



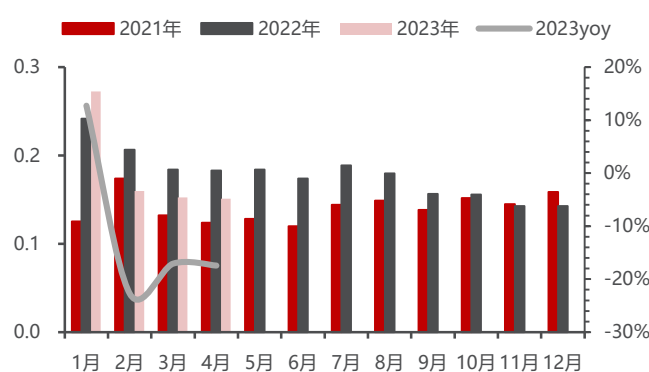
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图17：4月妙可蓝多商超销售额同比-18.7%(亿元)



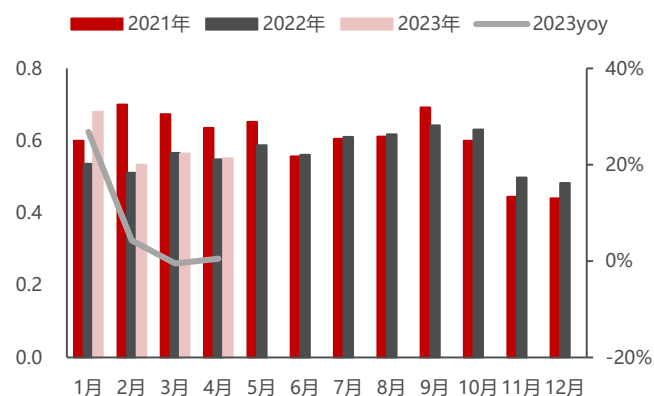
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图18：4月妙可蓝多商超销售量同比-17.4%(万吨)



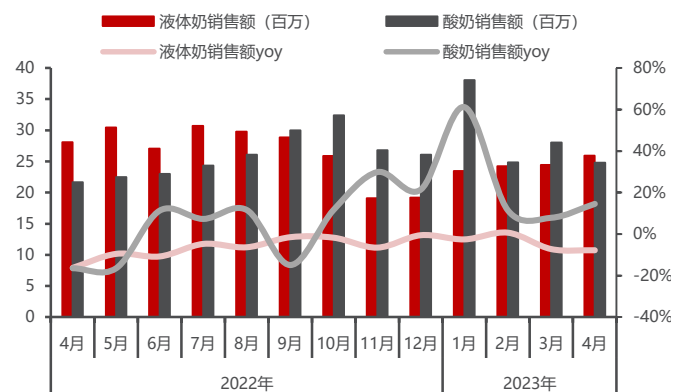
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图19：4月天润乳业商超销售额同比+0.5%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图20：天润乳业商超渠道液奶、酸奶销售额(百万元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

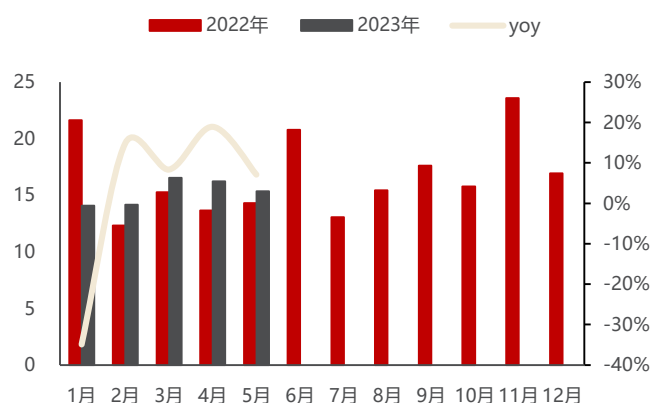
2 乳制品 5 月线上电商平台数据跟踪

表3：5 月商超渠道乳制品各品类销售额情况

品类	乳制品	液体奶	奶酪	奶粉
5 月销售额 (亿元)	15.34	11.69	0.66	2.98
同比	+7.12%↑	+10.0%↑	-8.31%↓	+0.56%↑
环比增速变化	-11.84pct	-0.32pct	-15.26pct	-56.48pct
年初至今(亿元)	76.36	53.65	3.66	19.05
同比	-2.95%↓	-5.89%↓	-23.37%↓	+23.6%↑

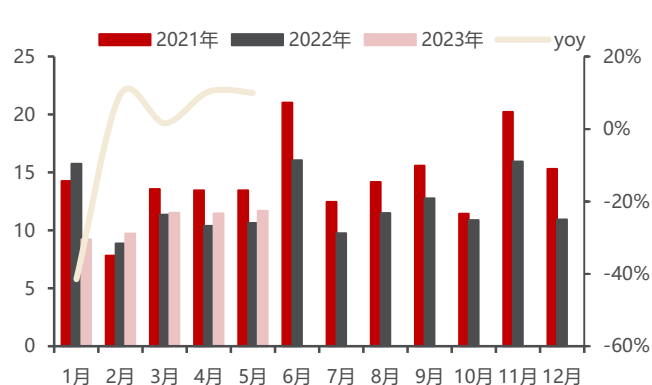
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图21：5 月淘系**乳制品**销售额同比+7.12%(亿元)



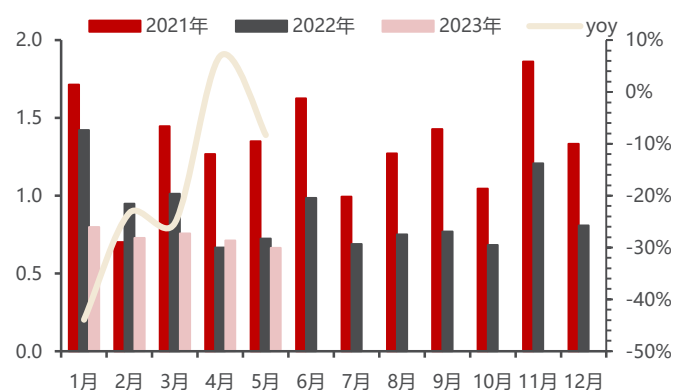
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图22：5 月淘系**液体奶**销售额同比+10.0%(亿元)



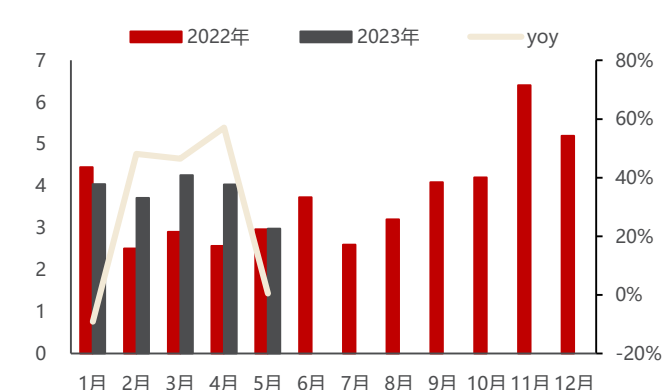
资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图23：5 月淘系**奶酪**销售额同比-8.31%(亿元)



资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

图24：5 月淘系**奶粉**销售额同比+0.56%(亿元)

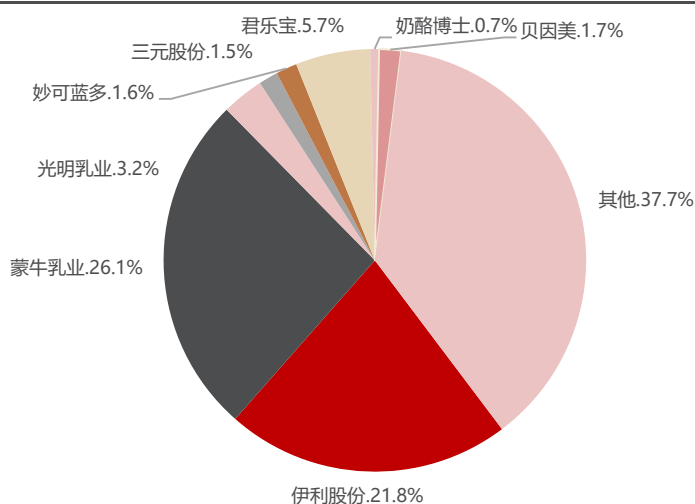


资料来源：萝卜投资，木丁商超数据，民生证券研究院

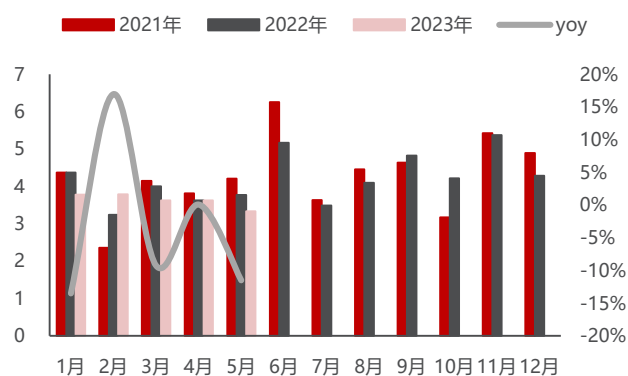
表4：5月天猫淘宝乳制品各品牌销售额情况

品牌	伊利股份	蒙牛乳业	光明乳业	新乳业	三元股份	君乐宝	妙可蓝多	奶酪博士	贝因美
销售额 (亿元)	3.34	4.01	0.49	0.04	0.22	0.88	0.25	0.06	0.10
同比	-11.5%↓	+14.10%↑	+47.6%↑	-25.8%↓	-10.1%↓	-22.9%↓	-43.5%↓	+0.15%↑	-50.9%↓
相比 23M4 月增速	-11.6pct	-2.1pct	+16.3pct	-37.3pct	-4.4pct	-22.3pct	-10.7pct	-2.7pct	-23.9pct

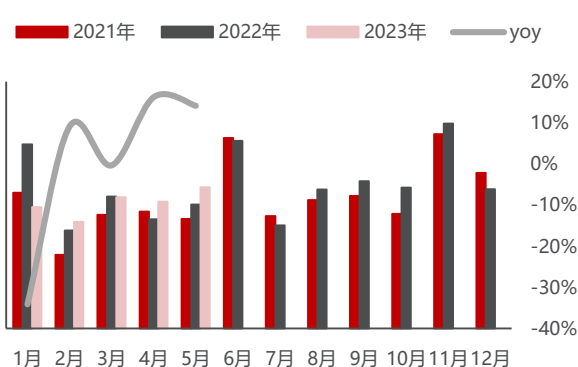
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图25：5月淘系乳制品各品牌市占率


资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

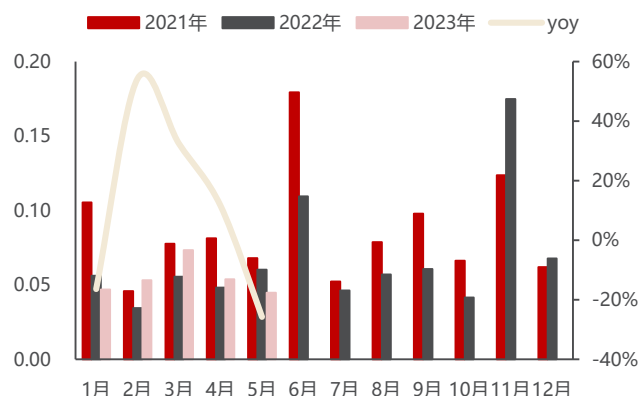
图26：5月淘系伊利股份销售额同比-11.5%(亿元)


资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图27：5月淘系蒙牛乳业销售额同比+14.1%(亿元)


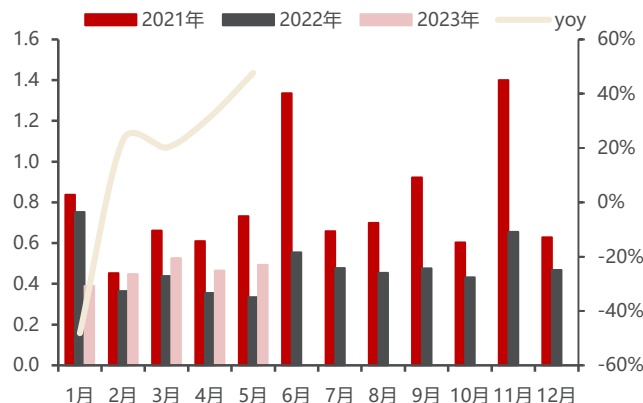
资料来源：萝卜投资、木丁商超数据，民生证券研究院

图28: 5月淘系新乳业销售额同比-25.8%(亿元)



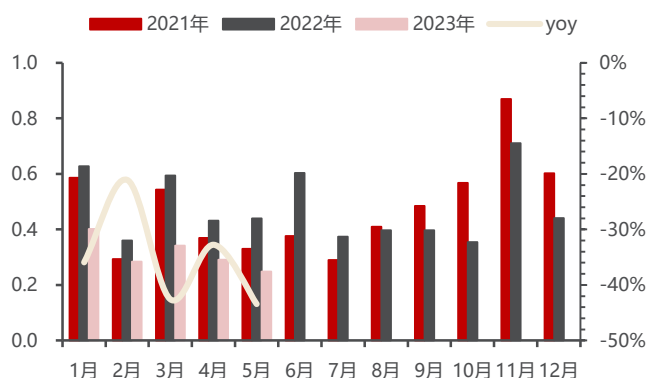
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图29: 5月淘系光明乳业销售额同比+47.6%(亿元)



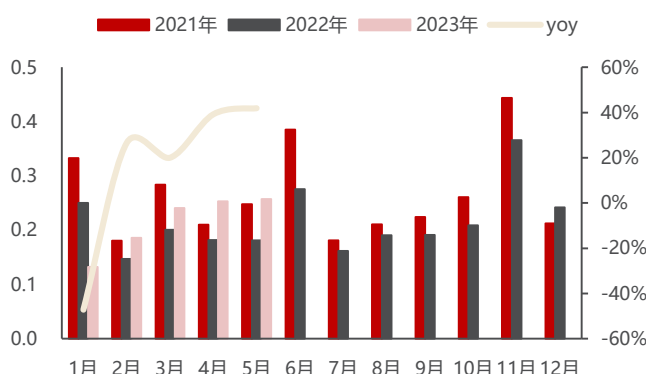
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图30: 5月淘系妙可蓝多销售额同比-43.5%(亿元)



资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

图31: 5月淘系贝因美销售额同比+42.0%(亿元)



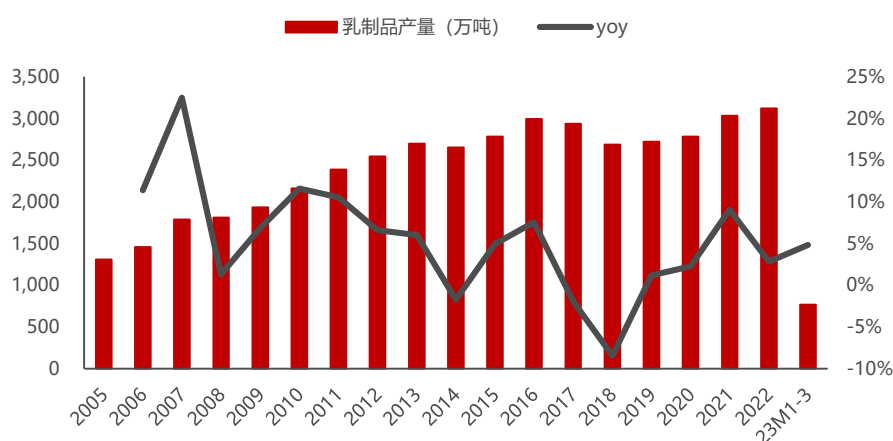
资料来源: 萝卜投资, 木丁商超数据, 民生证券研究院

3 基本面逐季改善，中长期增长或具确定性

3.1 需求温和复苏，细分赛道分化显著

受外部环境影响，22 年乳制品量增势头疲软。根据国家统计局数据，2022 年我国乳制品行业总产量 3117.7 万吨，较去年微增 2.8%，增速同比回落 6.2pct。23Q1 乳制品累计总产量 767.9 万吨，同比+4.8%。受疫情管控放开、春节返乡热潮和线下消费场景恢复，叠加春节走亲访友礼赠需求催化，乳制品产销数据呈恢复态势。伴随经济弱复苏，在乳制品刚需属性下，需求有望稳步复苏。

图32：乳制品产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

过去三年外部环境承压，板块内部表现分化。分品类看，常温白奶需求稳固，高端化产品更具增长空间；低温鲜奶疫情带动消费者提高健康意识，推动乳制品子品类增长；奶酪高景气赛道，消费者教育持续，市场空间巨大；奶粉需求量受出生人口影响，板块估值仍处在低点，新国标注册推动行业集中度提升。

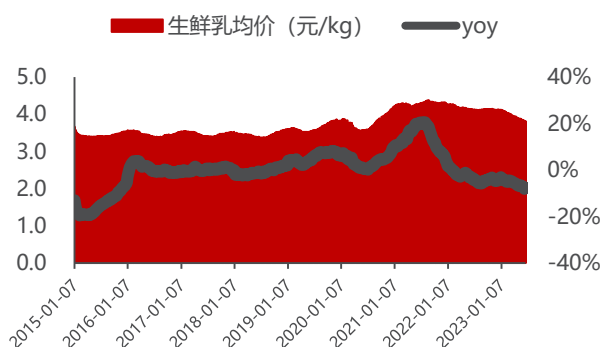
3.2 成本下探，费投理性，助力乳企业绩释放

生鲜乳、大包粉价格持续回落。以 2021 年综合乳企伊利股份拆分乳制品主要成本构成为原奶、大包粉和包材，在成本中占比分别为 41%、9%、30%。原奶价格延续回落态势，但 22 年回落态势趋缓，主因 22 年豆粕、玉米、苜蓿等饲料价格高位继续上行。在一定程度上对原奶价格起到支撑。

- **生鲜乳**: 乳制品核心原料生鲜乳价格在温和下行周期当中，自 21 年下半年持续延续下行趋势，当前价格相较 22 年初回落 7.5%
- **大包粉**: 大包粉从 22 年 10 月开始同比大幅下降，近期同比缩窄。目前全脂乳粉 GDT 平均中标价为 3172 美元/吨，同比下降-23.1%。
- **豆粕**: 自 2022 年末回落，23 年进入震荡区间目前豆粕均价为 4.3 元/公斤，同比下滑 4.4%。

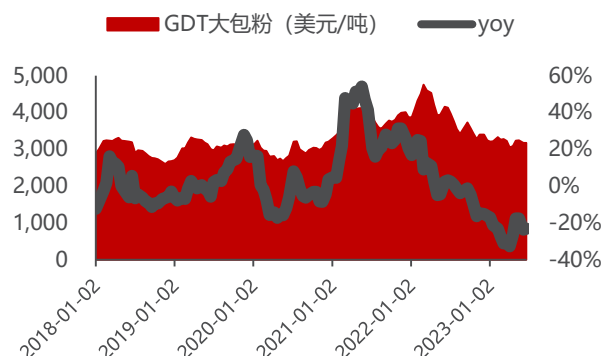
- **玉米**:自 2021 年开启温和上行, 22 年全年价格在 3 元/公斤附近徘徊震荡。目前玉米均价为 2.92 元/公斤, 同比小幅下降。
- **瓦楞纸**: 自 2021 年末起开启单边下行周期, 目前趋势仍在。目前玖龙纸业平均出厂价 3420 元/吨, 同比持平。

图33: 生鲜乳均价及同比



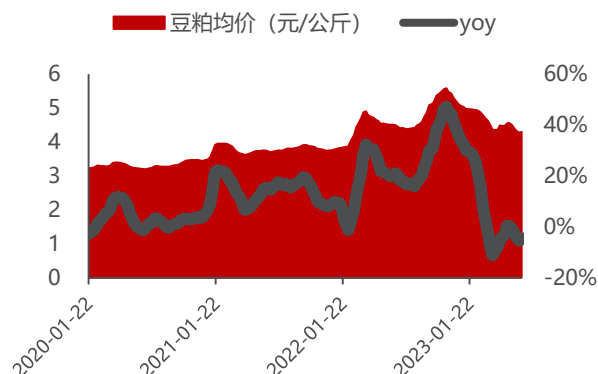
资料来源: wind, 民生证券研究院

图34: 大包粉均价及同比



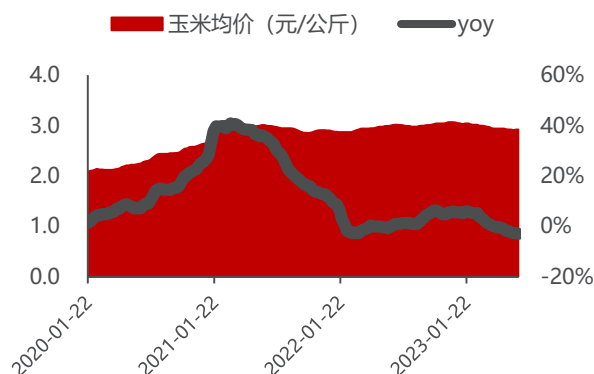
资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 豆粕均价及同比



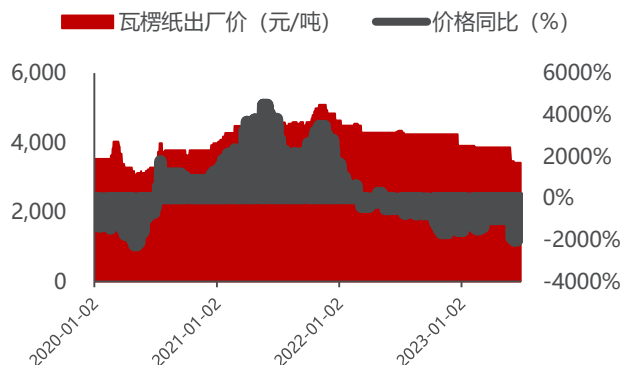
资料来源: wind, 民生证券研究院

图36: 玉米均价及同比



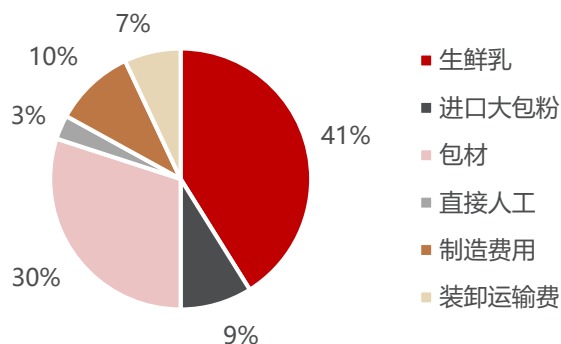
资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 瓦楞纸均价及同比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图38: 2021 年伊利股份原材料成本构成及占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

外部环境承压，费用投放规模效应下降。22 年受制于外部环境，一些饮料乳企采取费用精细化管理，主动减少营销费用投放。23Q1 多家乳企销售费用率同比开启改善，未来数字化运营将进一步推动费效提升，利润弹性逐季释放。

表5：A 股主要乳制品企业销售费用率（%）及销售费用率变化（pcts）

	年度				单季度		
	2020	2021	2022	22yoy	22Q1	23Q1	23Q1yoy
伊利股份	22.23	17.46	18.60	1.13	18.14	17.07	-1.08
三元股份	16.22	15.45	16.31	0.87	17.86	18.41	0.55
新乳业	13.65	13.91	13.56	-0.36	14.60	15.49	0.88
光明乳业	17.08	12.50	12.31	-0.18	13.31	11.78	-1.53
天润乳业	6.10	4.58	5.17	0.59	6.21	5.57	-0.64
妙可蓝多	40.87	29.35	30.94	1.59	30.00	28.69	-1.31
贝因美	40.87	29.35	30.94	1.59	30.00	28.69	-1.31

资料来源：Wind，民生证券研究院

表6：A 股主要乳制品企业管理费用率（%）及管理费用率变化（pcts）

	年度				单季度		
	2020	2021	2022	22yoy	22Q1	23Q1	23Q1yoy
光明乳业	3.54	3.09	3.41	0.32	2.87	3.51	0.63
天润乳业	4.30	3.38	3.78	0.40	3.64	3.80	0.16
伊利股份	5.54	4.37	5.00	0.64	3.69	4.64	0.95
三元股份	5.02	6.17	6.78	0.60	4.88	5.35	0.46
新乳业	5.98	5.94	5.17	-0.77	5.67	4.90	-0.77
妙可蓝多	6.29	8.56	6.10	-2.46	7.09	6.80	-0.29
贝因美	9.81	8.70	7.22	-1.48	7.60	7.23	-0.37

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.3 板块估值具备性价比

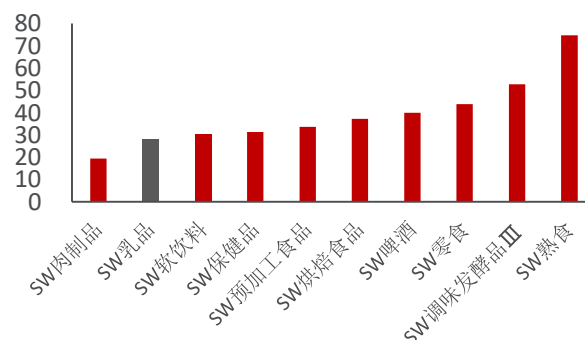
2023年6月30日，乳品板块估值为23.33倍，略低于过去5年历史中枢水平30.5倍；在大众品细分板块中，估值水平仅高于肉制品，低于其他板块，具备性价比。

图39：当前乳品板块估值低于过去五年平均水平



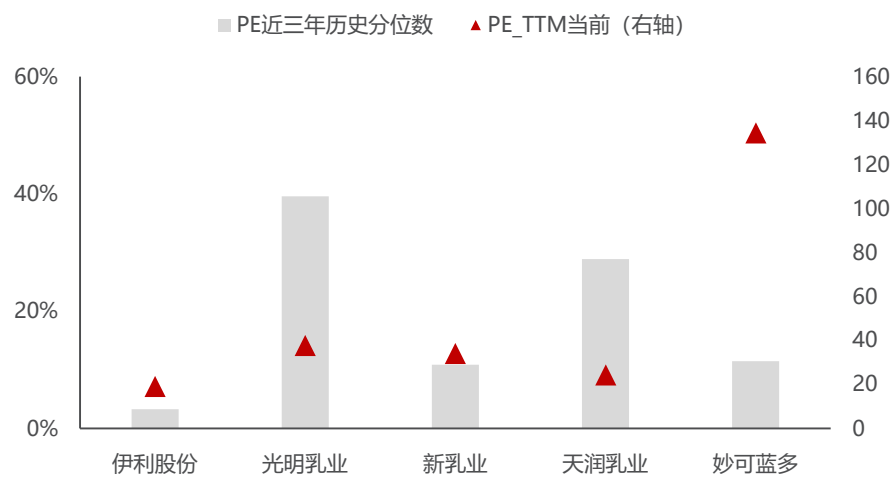
资料来源：wind，民生证券研究院

图40：乳品板块估值水平在大众品中排名第二低



资料来源：wind，民生证券研究院

图41：乳制品个股估值分位数



资料来源：wind，民生证券研究院

注：PE_TTM 当前为 6 月 30 日收盘价计算

4 重点公司推荐

4.1 伊利股份：基本盘稳定，盈利能力向上可期

营收稳健增长，奶粉冷饮表现亮眼。22年主营业务收入增长11.7%，拆分增长归因来看，销量/结构升级（含澳优并表）/提价分别贡献1.2/8.0/2.2pcts。分产品看，公司22年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮实现营收849.3/262.6/95.7亿元，分别同比+0.02%/+57.1%/37.6%，22Q4分别同增3.1%/65.9%/72.1%，23Q1分别同比-2.58%/+37.94%/+35.72%。公司产品结构趋向平衡，23Q1各业务占比为65.7%/22.5%/11.5%。22年，（1）液态奶，春节期间公司积极提前备货动销旺盛，节后消费弱复苏下销售承压。产品上金典有机稳居国内行业第一，安慕希销售额占有率超65%。（2）奶粉及奶制品，婴配奶粉高增主因澳优并表，市场零售额份额较21年提升5pcts，目前全系列产品通过新国标注册，引领行业高质量发展；成人粉业务，收入同增15%+，伴随银发消费人群的消费升级意愿增加，行业规模有望继续增长。（3）冷饮淡季逆势高增，主因电商/新零售等新渠道实现翻倍增长。奶酪，聚焦产品创新，to C销售份额同比提升3.5pct。

结构优化驱动毛利率持续稳健改善。22年/23Q1公司整体毛利率分别为32.26%/33.77%，同比+1.64/-0.67pcts；净利率分别为7.59%/10.85%，同比-0.3/-0.5pcts。其中22年，液体乳/奶粉及奶制品/冷饮毛利率分别为29.1%/41.1%/38.5%，同比+0.78/1.84/-1.79pcts，产品结构持续优化推动毛利提升。成本端：原奶价格自21下半年持续延续下行趋势，当前价格相较22年初回落7.5%，奶价红利有望在23年进一步显现。费用端：22年销售费用/管理费用/研发费用分别同比+18.6%/+26.4%/+36.7%，费用率分别为18.60%/4.34%/0.67%，同比+1.13/+0.52/+0.12pcts，销售/管理费增长主因澳优并表及冬奥、世界杯等品宣活动。23年品牌投入进入收获期，规模效应持续推动费率下降。

投资建议：展望23年，公司制定积极经营目标1355亿元，同比22年收入+10%；利润总额125亿，同比22年利润总额+17.6%；中期目标未改变：2025年进入世界乳企前三/利润率提升至9%以上。我们认为综合性龙头乳企具备长期确定性 & 规模效应，关注销售逐季改善、费率下降和净利率提升兑现。预计公司23~25年营收分别为1355.6/1465.7/1591.1亿元，归母净利润分别为110/132/153亿元，当前股价对应P/E分别为16/14/12倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原奶价格波动风险，食品安全风险，市场竞争加剧风险

表7：盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	123,171	135,556	146,565	159,108
增长率（%）	11.4	10.1	8.1	8.6
归属母公司股东净利润（百万元）	9,431	11,033	13,216	15,345
增长率（%）	8.3	17.0	19.8	16.1
每股收益（元）	1.48	1.73	2.08	2.41
PE	19	16	14	12
PB	3.6	3.4	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 30 日收盘价）

4.2 新乳业：挺进百亿阵营，看好盈利改善三条路径

业绩增速行业领先，高端鲜奶、酸奶显著放量。22年营收同比+11.59%，首次迈入百亿俱乐部。单Q4营收同比+9.04%，22Q4主营低温产品受疫情影响冷链运输影响，动销遭受较大冲击。疫情防控放开后，乳制品行业需求呈现弱复苏态势，23Q1液态奶营收逆势实现双位数增长。分品牌看，公司核心子公司四川乳业/雪兰/寰美/琴牌/唯品分别实现营收16.4/11.7/18.7/9.9/6.38亿元，净利率分别为6.3%/3.7%/8.3%/5.1%/6.8%。分业务看，22年公司液体乳/奶粉实现营收87.76/0.71亿元，分别同比+5.72%/-2.93%。公司持续贯彻“鲜立方”战略，低温鲜及低温酸表现优于行业，低温鲜营收同比双位数增长，公司持续加大新品创新力度，新品收入整体贡献度超10%。22年具体营收，“24小时”品类结构持续升级，高端黄金营养乳实现同增50%；朝日唯品坚持循环农作品牌理念，有机系列实现同增200%+。分区域看，公司在西南/华东/华北/西北实现营收37.24/28.82/7.98/14.38亿元，同比+3.06%/+31.55%/-7.77%/+0.47%，华东和西北地区大幅增长主因唯品及夏进品牌的放量增长；西南/华东/西北地区毛利率分别为28.07%/23.31%/24.22%，同比-0.20/-1.85/+0.85pcts；渠道端，公司在经销商渠道推动城市群策略，华东、川南城市群同比均实现增长50%+，大湾区同比实现翻倍增长。

产品结构持续优化+成本压力释放+费用精细化管理，盈利能力有望环比改善。22年公司整体毛利率为24.04%，同比-0.52pcts，其中液体乳毛利率为26.06%，同比+1.32pcts。23Q1毛利率27.06%，同比改善3.1pcts，主因产品结构持续优化；归母净利率2.5%，同比+0.5pcts。23Q1扣非净利率同比+1.47pcts。成本端：原奶价格自21下半年持续延续下行趋势，当前价格相较22年初回落7.5%，奶价红利在23Q1显现。费用端：22年销售费用/管理费用/研发费用分别同比+8.74%/-4.63%/+18.42%，费用率分别为13.56%/4.69%/0.48%，同比-0.36/-0.77/+0.03pcts，疫情扰动下线下营销费用投入减少，股权激励费用摊销减少致管理费用下降。伴随规模效应将助推费效比进一步上升，公司逐年盈利提升战略有望兑现。

内生增长贡献收入主增量，产品结构优化助推净利提升。公司投后管理能力持续兑现，外延转内生的增长方式实现营收增长的可持续性。结构提升+规模效应+成本红利，未来三条盈利提升路径清晰。预计公司23~25年营收分别为118/139/157亿元，归母净利润分别为5.1/6.5/8.1亿元，当前股价对应P/E分别为24/19/15倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原奶价格波动风险；渠道拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险。

表8：盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10,006	11,768	13,883	15,698
增长率（%）	11.6	17.6	18.0	13.1
归属母公司股东净利润（百万元）	362	508	650	808
增长率（%）	15.8	40.6	27.8	24.3
每股收益（元）	0.42	0.59	0.75	0.93
PE	34	24	19	15
PB	4.9	4.3	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月30日收盘价）

4.3 天润乳业：常温产品驱动增长，产能扩张保障长期空间

常温产品驱动增长，疆外扩张稳步推进。公司22年实现营收24.10亿元，同增14.25%，22单Q4实现营收5.58亿元，同增3.90%。**分产品看**，公司22单Q4常温产品实现收入3.18亿元，产品占比57.62%，同增44.95%，增速表现亮眼；低温产品受季节性需求变动及疫情影响实现收入2.12亿元，产品占比38.41%，同减28.06%。22年公司常温、低温产品占比分别为53.68%、41.81%，增速分别为17.43%、7.81%。**分渠道看**，22单Q4疆内市场实现营收3.14亿元，同增2.29%；疆外市场持续发力，实现营收2.39亿元，同增5.51%，增速同比略微下滑。22年公司疆内、疆外市场占比分别为56.96%、43.04%，增速分别为6.24%、26.93%，疆外市场贡献不断提升。公司23Q1产品销量实现6.79万吨，同增11.86%。**分产品看**，公司23Q1常温产品实现收入3.53亿元，产品占比56.11%，同增22.67%，增速表现较优，此外公司22年4月13日发布乳饮料新品沙棘奶啤，产品矩阵持续完善；低温产品实现收入2.46亿元，产品占比39.06%，同增4.49%；畜牧业产品实现收入0.28亿元，同增64.05%，畜牧业板块完成标准化奶牛养殖项目建设，加速提升牧场养殖规模。**分渠道看**，23Q1疆内市场实现营收3.74亿元，同增8.06%；疆外市场持续发力，实现营收2.56亿元，同增30.21%；23Q1公司疆内、疆外市场占比分别为59.36%、40.64%，疆外市场持续贡献增量，增速表现亮眼。

差异化探索渠道模式，推进产能扩张计划。经销商方面，22Q4疆内/疆外市场环比减少19家/增加3家，期末经销商合计726家。公司与经销商合作设立“天润乳业生活馆”专卖店，打造品牌宣传和产品销售阵地，截至22年末，全国共有

专卖店764家，覆盖福建、江苏、山东、广东、川渝等地近百个市县。公司疆内核心市场维持稳定，疆外划分重点市场、培育市场、潜力市场、营销中心四大主体。同时公司不断推进产能扩张计划，22年10月天润齐源15万吨乳制品加工项目开工，并计划于23年10月投入试运营，同时23年2月新增20万吨乳制品加工产能项目计划，有望覆盖长期产能需求，为未来扩张空间提供保障。23Q1疆内/疆外经销商环比减少7家/0家，期末经销商合计719家。公司搭建信息化系统赋能渠道管理，疆外扩张差异化开设专卖店覆盖近百个市县；同时精准品牌定位，合作盒马、美团等新零售及餐饮渠道突破一二线城市。公司天润齐源15万吨乳制品加工项目顺利推进，叠加23年2月新增20万吨乳制品加工产能项目计划，长期扩张空间得到产能保障。此外，公司4月20日公告拟以3.26亿元的价格现金收购阿拉尔新农乳业100%股权，新农乳业为上市公司新农开发控股企业，拥有1个乳制品加工厂及8个自有及租赁牧场，产品分为6大系列40余种，销售区域主要为阿拉尔地区、浙江及珠三角区域，同时可年产常温乳制品6万吨、低温万吨和全脂奶粉8千吨，原料奶年处理能力达10万吨以上。2022年新农乳业实现营收3.06亿元，归母净利润2939万元，收购新农有望深化全产业链布局，进一步稳固新疆市场及拓展全国市场，突破乳制品产能限制，丰富现有产品线。

成本端原奶价格回落，利润弹性持续释放。22年疆内原奶成本持续下滑，利润空间得到充分释放，公司22年实现毛利率17.89%，同增1.54pcts；22Q4实现毛利率17.65%，同增3.85pcts。22年费用投放节奏保持稳定，销售费用率5.17%，同增0.59pcts；管理费用率3.35%，同增0.28pcts；公司22年净利率为8.33%，同增0.70pcts；22Q4净利率7.64%，同增0.54pcts。23Q1实现毛利率20.05%，同增2.83pcts；公司费用投放节奏保持稳定，23Q1销售费用率5.57%，同减0.64pcts；管理费用率2.98%，同减0.34pcts；公司一季度净利率为9.04%，同增2.25pcts。公司常温产品贡献增加，提价后毛利率明显提升，同时22年成本端原奶价格回落，受21年同期低基数影响，盈利水平有所改善。

投资建议：公司为疆内龙头乳企，常温产品势头良好，疆外市场稳步扩张，产能建设持续补充，成长红利有望持续释放。基于22年业绩，我们预计公司23~25年营收分别为28.1/33.1/39.6亿元，归母净利润分别为2.5/3.1/3.8亿元，当前股价对应P/E分别为21/17/14X，维持“推荐”评级。

风险提示：上游奶源供应风险；疆外扩张竞争加剧；食品安全问题等。

表9：盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,410	2,807	3,310	3,961
增长率（%）	14.2	16.5	17.9	19.7
归属母公司股东净利润（百万元）	197	250	309	380
增长率（%）	31.3	27.1	23.7	23.1
每股收益（元）	0.61	0.78	0.97	1.19
PE	26	21	17	14
PB	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 30 日收盘价）

4.4 妙可蓝多：奶酪赛道持续教育，三重业绩增长可期

奶酪片需求向好，即食营养系列需求承压。2022 年公司实现营收/归母净利润 48.30/1.35 亿元，同比+7.84%/-12.32%，其中单 Q4 营收 10 亿元，同比-25%，归母净利润-0.08 亿元。23Q1 实现营收/归母净利润 10.23/0.24 亿元，同比-20.47%/-67.08%。2022 年营收端，**分业务看**，公司奶酪/贸易产品/液态奶分别实现营收 38.69/6.0/3.49 亿元，同比+16.01%/-14.78%/-18.86%；其中奶酪板块即食营养系列/家庭餐桌系列/餐饮工业系列分别实现营收 25.0/5.44/8.25 亿元，同比-0.55%/+54.73%/+75.60%，奶酪棒因疫情期间消费场景缺失致即食营养系列下滑，22 年公司加大以奶酪片为核心的营养早餐宣传推广，同时开展社区团购业务，家庭餐桌系列同比高增。**分销售模式看**，公司在经销/直营/贸易分别实现营收 34.55/7.63/6.0 亿元，同比+4.42%/+67.21%/-14.78%。23Q1 奶酪业务受 22Q1 高基数及 22Q4 库存影响，同比仍承压。

原材料价格上涨，公司毛利率下滑。22 年毛利率 34.2%，同比-4.1pcts，净利率 3.54%，同比-0.79pct。主因高毛利产品奶酪棒占比下降，干酪等原材料价格上涨。费用端，22 年公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 12.19/2.43/0.51 亿元，同比+5.21%/-29.09%/+27.78%，其中广告促销费 8.22 亿元，占销售费用 67.42%，同比-10.76pct，疫情影响品宣活动致广告费下降。22 年整体销售费用管控较好，规模效应有望显现。

盈利预测：

收入核心假设：

（1）奶酪：a.即食营养系列：伴随疫情影响消退，消费场景逐渐复苏发布新品慕斯奶酪杯，实现从儿童零食向成人零食的转变。低温奶酪棒逐渐恢复叠加常温奶酪棒扩张销售网点，我们预计 2023-2025 年公司即食营养系列收入将同比增长 24%/22%/18%，毛利率分别为 52%/53%/54%。**b.家庭餐桌系列：**22 年加大对营养早餐和烘焙的宣传推广，持续开展社区团购业务，家庭餐桌系列将延续高增。我们预计 2023-2025 年公司家庭餐桌系列收入将同比增长 60%/50%/30%，毛利率为 34%/35%/36%。**c.餐饮工业系列：**国内消费者奶酪

佐餐功能认知度提升，同时 B 端有望环比恢复。我们预计 2023-2025 年餐饮工业系列将同比增长 50%/40%/35%，毛利率为 15%/17%/19%。

(2) 液态奶：按照“聚焦奶酪”的整体战略规划，液态奶业务占比逐步缩减，我们预计 2023-2025 年公司液态奶收入将同比下降 15.6%/13.3%/28.6%，毛利率分别为 10%/9%/9%。

(3) 贸易产品：主要有奶粉、黄油、干酪等。我们预计 2023-2025 年贸易产品收入将同比增长 10%/10%/10%，毛利率为 5%/6%/6%。

表10：公司营收拆分及预测（百万元）

项目/年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,478.31	4,829.54	6,161.97	7,800.92	9,479.27
YoY	57.3%	7.8%	27.6%	26.6%	21.5%
奶酪收入	3334.87	3868.73	5207.56	6819.67	8498.44
YoY	60.8%	16.0%	34.6%	31.0%	24.6%
毛利率	48.5%	40.7%	40.2%	40.4%	40.7%
即食营养系列	2,513.47	2,499.69	3099.61	3781.52	4462.20
YoY	70.8%	-0.5%	24.0%	22.0%	18.0%
毛利率	55.4%	51.2%	52.0%	53.0%	54.0%
家庭餐桌系列	351.48	543.86	870.18	1305.26	1696.84
YoY	6.3%	54.7%	60.0%	50.0%	30.0%
毛利率	35.2%	33.7%	34%	35%	36%
餐饮工业系列	469.92	825.18	1,237.77	1,732.88	2,339.39
YoY	72.7%	75.6%	50.0%	40.0%	35.0%
毛利率	21.4%	13.6%	15%	17%	19%
液态奶收入	430.01	348.90	294.4	255.3	182.3
YoY	4.0%	-18.9%	-15.6%	-13.3%	-28.6%
毛利率	13.7%	8.6%	10%	9%	9%
贸易产品收入	704.0	600.0	660.0	726.0	798.6
YoY	97.0%	-14.8%	10%	10%	10%
毛利率	3.9%	6.1%	5.00%	6.00%	6.00%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：2022 年公司市场份额进一步提升，稳居行业龙头地位。23 年将迎来三重业绩增长驱动：家庭餐桌和餐饮工业延续高增态势+即食奶酪棒低温修复常温扩点+23 年 7 月蒙牛奶酪并表。我们预计公司 23~25 年营收分别为 61.6/78.0/94.8 亿元，归母净利润分别为 2.5/3.4/4.6 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 47/34/25X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：食品安全问题，奶酪行业竞争加剧，新品销售不及预期。

表11：盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,830	6,162	7,801	9,479
增长率（%）	7.8	27.6	26.6	21.5
归属母公司股东净利润（百万元）	135	245	341	461
增长率（%）	-12.3	80.9	39.1	35.2
每股收益（元）	0.26	0.48	0.66	0.90
PE	85	47	34	25
PB	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 30 日收盘价）

5 风险提示

1) **宏观经济超预期波动导致需求端受损**：宏观经济政策波动影响居民消费意愿，乳制品中可选消费需求下降。

2) **原奶价格波动超预期**。原奶为乳制品企业最大成本项目，因此原奶价格明显影响乳企利润空间，间接影响下游竞争程度和产品结构，若原奶价格波动程度过大，可能会对市场造成一定影响。

3) **食品安全风险**。食品生产流程较长，加工环节较多，若出现某一环节出现食品安全问题，将对品牌及公司形成负面影响。

妙可蓝多财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,830	6,162	7,801	9,479
营业成本	3,180	3,981	4,996	6,052
营业税金及附加	26	31	39	47
销售费用	1,219	1,481	1,928	2,330
管理费用	243	245	269	296
研发费用	51	68	86	105
EBIT	142	403	541	721
财务费用	-20	46	40	37
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	59	38	49	59
营业利润	226	395	549	743
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	236	395	549	743
所得税	65	88	122	165
净利润	171	308	428	578
归属于母公司净利润	135	245	341	461
EBITDA	294	578	768	1,001

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,358	1,798	2,091	2,587
应收账款及票据	123	180	228	277
预付款项	257	251	315	381
存货	702	741	929	1,126
其他流动资产	1,939	1,981	1,989	1,998
流动资产合计	4,379	4,951	5,552	6,369
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,156	1,486	1,771	2,025
无形资产	144	144	144	144
非流动资产合计	3,058	3,216	3,345	3,441
资产合计	7,437	8,167	8,897	9,810
短期借款	1,356	1,356	1,356	1,356
应付账款及票据	292	555	697	844
其他流动负债	555	756	922	1,116
流动负债合计	2,202	2,667	2,975	3,316
长期借款	0	1	1	1
其他长期负债	358	354	348	342
非流动负债合计	358	355	350	344
负债合计	2,560	3,022	3,325	3,659
股本	516	514	514	514
少数股东权益	430	493	580	698
股东权益合计	4,877	5,145	5,572	6,151
负债和股东权益合计	7,437	8,167	8,897	9,810

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.84	27.59	26.60	21.51
EBIT 增长率	-24.22	183.31	34.47	33.13
净利润增长率	-12.32	80.91	39.08	35.23
盈利能力 (%)				
毛利率	34.15	35.39	35.96	36.15
净利率	2.80	3.98	4.37	4.86
总资产收益率 ROA	1.82	3.00	3.83	4.70
净资产收益率 ROE	3.05	5.27	6.82	8.45
偿债能力				
流动比率	1.99	1.86	1.87	1.92
速动比率	1.51	1.43	1.40	1.42
现金比率	0.62	0.67	0.70	0.78
资产负债率 (%)	34.43	37.01	37.37	37.30
经营效率				
应收账款周转天数	9.33	10.66	10.66	10.66
存货周转天数	80.62	67.91	67.91	67.91
总资产周转率	0.68	0.79	0.91	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.48	0.66	0.90
每股净资产	8.65	9.05	9.72	10.61
每股经营现金流	-0.40	1.64	1.34	1.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	85	47	34	25
PB	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	40.08	19.59	14.32	10.49
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	171	308	428	578
折旧和摊销	151	175	227	280
营运资金变动	-509	336	20	20
经营活动现金流	-205	842	688	881
资本开支	-507	-326	-327	-343
投资	-1,244	0	0	0
投资活动现金流	-1,602	-269	-278	-284
股权募资	0	-39	0	0
债务募资	1,005	-1	-21	0
筹资活动现金流	699	-131	-117	-102
现金净流量	-1,101	441	293	496

插图目录

图 1: 4 月商超渠道乳制品销售额同比-7.36%(亿元)	3
图 2: 4 月商超渠道乳制品销售量同比-7.37%(万吨)	3
图 3: 4 月商超渠道乳制品各品类销售额占比	3
图 4: 4 月商超渠道乳制品各品类销售量占比	3
图 5: 4 月商超渠道液体奶销售额同比-5.21%(亿元)	3
图 6: 4 月商超渠道酸奶销售额同比-7.73%(亿元)	3
图 7: 4 月商超渠道奶粉销售额同比-9.8%(亿元)	4
图 8: 4 月商超渠道奶油奶酪销售额同比-19.6%(亿元)	4
图 9: 4 月伊利股份商超销售额同比-5.11%(亿元)	4
图 10: 伊利股份商超渠道液奶、酸奶销售额	4
图 11: 4 月蒙牛乳业商超销售额同比-7.66%(亿元)	4
图 12: 蒙牛乳业商超渠道液奶、酸奶销售额	4
图 13: 4 月光明乳业商超销售额同比-11.4%(亿元)	5
图 14: 光明乳业商超渠道液奶、酸奶销售额	5
图 15: 4 月新乳业商超销售额同比-5.6%(亿元)	5
图 16: 新乳业商超渠道液奶、酸奶销售额	5
图 17: 4 月妙可蓝多商超销售额同比-18.7%(亿元)	5
图 18: 4 月妙可蓝多商超销售量同比-17.4%(万吨)	5
图 19: 4 月天润乳业商超销售额同比+0.5%(亿元)	6
图 20: 天润乳业商超渠道液奶、酸奶销售额(百万元)	6
图 21: 5 月淘系乳制品销售额同比+7.12%(亿元)	7
图 22: 5 月淘系液体奶销售额同比+10.0%(亿元)	7
图 23: 5 月淘系奶酪销售额同比-8.31%(亿元)	7
图 24: 5 月淘系奶粉销售额同比+0.56%(亿元)	7
图 25: 5 月淘系乳制品各品牌市占率	8
图 26: 5 月淘系伊利股份销售额同比-11.5%(亿元)	8
图 27: 5 月淘系蒙牛乳业销售额同比+14.1%(亿元)	8
图 28: 5 月淘系新乳业销售额同比-25.8%(亿元)	9
图 29: 5 月淘系光明乳业销售额同比+47.6%(亿元)	9
图 30: 5 月淘系妙可蓝多销售额同比-43.5%(亿元)	9
图 31: 5 月淘系贝因美销售额同比+42.0%(亿元)	9
图 32: 乳制品产量及同比增速(万吨, %)	10
图 33: 生鲜乳均价及同比	11
图 34: 大包粉均价及同比	11
图 35: 豆粕均价及同比	11
图 36: 玉米均价及同比	11
图 37: 瓦楞纸均价及同比	11
图 38: 2021 年伊利股份原材料成本构成及占比	11
图 39: 当前乳品板块估值低于过去五年平均水平	12
图 40: 乳品板块估值水平在大众品中排名第二低	12
图 41: 乳制品个股估值分位数	13

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 4 月商超渠道乳制品各品类销售额情况.....	3
表 2: 4 月商超渠道乳制品各品牌销售额情况.....	4
表 3: 5 月商超渠道乳制品各品类销售额情况.....	7
表 4: 5 月天猫淘宝乳制品各品牌销售额情况.....	8
表 5: A 股主要乳制品企业销售费用率 (%) 及销售费用率变化 (pcts)	12
表 6: A 股主要乳制品企业管理费用率 (%) 及管理费用率变化 (pcts)	12
表 7: 盈利预测与财务指标	15
表 8: 盈利预测与财务指标	16
表 9: 盈利预测与财务指标	18
表 10: 公司营收拆分及预测 (百万元)	19
表 11: 盈利预测与财务指标.....	20
妙可蓝多财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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