

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020 年 05 月 12 日

市场数据

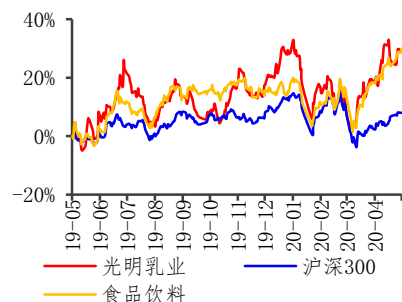
目前股价	12.63
总市值（亿元）	154.65
流通市值（亿元）	154.63
总股本（万股）	122,449
流通股本（万股）	122,430
12 个月最高/最低	13.17/9.17

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

守护低温护城河，有望实现二次腾飞

——光明乳业（600597）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20986	22563	24177	26729	30107
(+/-%)	-3.2%	7.5%	7.2%	10.6%	12.6%
净利润	342	498	583	712	885
(+/-%)	-44.6%	45.8%	17.0%	22.1%	24.2%
摊薄 EPS	0.28	0.41	0.48	0.58	0.72
PE	46	31	27	22	18

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **历久弥新，19 年公司业绩表现靓丽，营业收入以及归母净利润双双重拾正增长。**19 年公司实现营业总收入 225.63 亿元，同增 7.52%，重拾正增长，实现归母净利润 4.98 亿元，同增 45.84%。1Q20 受疫情冲击，营业收入为 51.34 亿元，同比下降 5.83%，归母净利润为 0.77 亿元，同比下降 45.35%，一季度受到疫情冲击，消费需求受到抑制，随着复工复产的进行，业绩有望逐步改善。19 年国内非上海区域经销商为 3755 个，较同期增加 496 个，数量增加显著，助力光明在全国化进程上更进一步。15 年海外业务收入占比 9.97%，16-19 年海外业务占比分别为 13.85%、19.31%、19.68%、21.93%，海外业务占比持续提高，培养长期动能。
- **核心竞争优势：1.深耕研发，打造匠心品质。**75℃巴氏杀菌技术+法国陶瓷膜过滤工艺，保留牛奶鲜活力。公司曾获“2018 年度国家技术发明奖”、“2018 年度中国轻工业联合会技术发明一等奖”、“2017 年中国乳制品工业协会一等奖”。**2.上游奶源凸显价值，光明牧业抢占奶源“制高点”，牧场管理走向全国化。**19 年奶源战略布局再进一步，完善华北、华东地区的奶源及生产基地。“千分牧场”评价标准体系，助力提升生乳品质。**3.岁月沉淀品牌价值，入选 2020 天猫“国货之光”品牌榜。**公司拥有国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度的品牌。20 年 5 月光明品牌上榜天猫 2020 “国货之光”品牌榜，释放老字号品牌价值。
- **增长看点一：鲜奶行业前景广阔，凸显低温护城河价值。冷链铸造低温壁垒，“随心订”守护低温入户渠道：1.**根据欧睿数据，15-19 年鲜奶销售额同比增长分别为 6.13%、8.22%、9.71%、10.67%、11.56%，连续 5 年持续增长并迈入双位数增长阶段，欧睿预测鲜奶市场销售额 2019-2024 年 CAGR 为 6.56%，2024 年或达 472 亿元，是乳业新的结构增长点，鲜奶行业前景广阔，公司低温护城河优势更加突出。**2.冷链公司为其保驾护航，铸造低温壁垒，上海领鲜物流有限公司位列 2019 中国冷链物流企业排行榜第 7 名。3.“随心订”入户渠道呈现变革，疫情期间线上平台优势凸显。公司竞争优势中的奶源以及研发能力，将与冷链优势、“随心订”入户渠道一起，从四维角度共同守护低温护城河。**

- **增长看点二：莫斯利安产品、营销双升级，重塑品牌生命力。牛奶棚+益民食品一厂收购后显协同效应，老牌新貌再升级。**19年5月，莫斯利安签约全新代言人刘昊然，7月结合莫斯利安品牌宣言“源味纯正，只在莫斯利安”，召开新品发布会，产品线全面升级，旗下涵盖低脂肪、花颜美润、沙拉等系列，品牌有望焕然一新。公司收购牛奶棚66.27%股权和益民食品一厂100%股权后，各板块迅速融合，高端面包店开业，冰淇淋风味牛奶以及大白兔奶糖风味牛奶上市，终端反馈良好。
- **增长看点三：新西兰新莱特主营业务稳步发展，关键财务指标保持稳定。**19年新西兰新莱特实现营业收入49.55亿元，净利润2.97亿元。新建的液态乳品生产线及位于北岛的婴儿奶粉生产线已经部分投入运营，同时新西兰新莱特正在积极开辟新客户，期待尽快满产提升整体毛利。
- **盈利预测及投资建议：**公司在低温领域逐渐形成护城河，技术赋能鲜奶产品优势，75℃巴氏杀菌工艺保留牛奶鲜活力；上游奶源在低温趋势下逐步凸显价值，牧场管理面向全国布局；鲜奶业务毛利率较高，有望拉动整体毛利；常温品牌莫斯利安品牌焕新；海外业务培育长期赋能。结合以上，我们预计20-22年公司营业收入分别为241.77、267.29、301.07亿元，净利润分别为5.83、7.12、8.85亿元，EPS分别为0.48、0.58、0.72元。给予20年35倍PE估值，对应20年目标价为16.8元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**原料奶价格上升，鲜奶需求不及预期，行业竞争加剧，疫情带来的不确定性因素，食品安全事件。

目录

1. 上市十八载，岁月沉淀价值.....	6
1.1 公司确立主业 1+2 全产业链发展模式.....	6
1.2 国企股东，股权稳定.....	6
1.3 19 年业绩表现靓丽，1Q20 短期受到疫情冲击.....	7
1.4 放眼未来，持续走向全国+迈向海外.....	9
2. 核心竞争优势：深耕研发+奶源制高点+品牌价值.....	10
2.1 研发赋能，匠心品质.....	10
2.2 上游奶源持续布局，低温趋势下凸显奶源价值.....	12
2.3 品牌价值凸显，上榜天猫 2020 “国货之光” 品牌榜.....	13
3. 增长看点一：鲜奶空间广阔，冷链铸造低温壁垒，“随心订” 入户渠道线上转型 ...	14
3.1 坚定贯彻落实领鲜战略，鲜奶行业空间广阔.....	14
3.2 鲜奶主打营养，涵盖高中低档位，酸奶助力消化.....	15
3.3 前瞻性布局冷链公司，铸造低温壁垒.....	16
3.4 “随心订” 守护低温入户渠道，疫情催化发展新契机.....	18
4. 增长看点二：莫斯利安品牌焕新+板块协同共进.....	19
4.1 产品营销双升级，重塑莫斯利安品牌生命力.....	19
4.2 板块协同效应，老牌新貌再升级.....	21
5. 增长看点三：海外业务关键财务指标稳定，培育长期动能.....	21
5.1 13 年海外子公司新莱特在新西兰上市.....	21
5.2 新西兰新莱特主营业务稳步发展，关键财务指标基本保持稳定.....	22
5.3 积极新建生产线，不断谋求新的产品结构.....	22
6. 盈利预测与估值水平.....	23
7. 风险提示.....	24
附：盈利预测表.....	25

图表目录

图 1:	公司发展历程大事件.....	6
图 2:	公司与实际控制人之间的产权及控制关系框图	6
图 3:	2019 年营业总收入同比+7.52%.....	7
图 4:	2019 年归母净利润同比+45.84%.....	7
图 5:	近三年毛利率与净利率波动情况.....	7
图 6:	近三年销售、管理、财务费用率变动情况.....	7
图 7:	近 5 年收入结构变动图（亿元）	8
图 8:	19 年公司营收占比.....	8
图 9:	近五年主营业务毛利率变化情况.....	8
图 10:	18-19 年乳制品相关分部营业收入对比（亿元）	9
图 11:	海外业务收入占比逐年攀升.....	9
图 12:	19 年营收按地区划分占比图.....	10
图 13:	18-19 年经销商变动情况.....	10
图 14:	光明乳业全球合作进程.....	10
图 15:	19 年研发费用同比增加 16.45%.....	11
图 16:	17-19 年研发人数逐年递增.....	11
图 17:	75℃，15s 的杀菌工艺，保留牛奶鲜活力	11
图 18:	法国陶瓷膜过滤工艺.....	11
图 19:	光明牧业部分牧场分布图.....	12
图 20:	卧床舒适度改善，牛只躺卧率提高.....	12
图 21:	拥有国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度的品牌.....	13
图 22:	上榜天猫 2020“国货之光”品牌榜	14
图 23:	17 年 5 月-18 年 5 月乳品渗透率.....	14
图 24:	19 年贯彻“新鲜”大事记，持续推动低温新鲜进程.....	14
图 25:	中国超高温瞬时灭菌（UHT）白奶销售额及同比	15
图 26:	中国鲜奶销量额及同比.....	15
图 27:	预测鲜奶销售额 2019-2024 年 CAGR 为 6.56%,2024 年鲜奶销售额或达 472 亿元.....	15
图 28:	光明主要低温产品及营养价值.....	16
图 29:	冷链发展助力鲜奶消费.....	17
图 30:	五星级冷链管理系统.....	17
图 31:	“随心订”深耕订奶入户渠道.....	18
图 32:	随心订网站鲜奶价格对比.....	18
图 33:	“随心订”平台品类逐步丰富.....	18
图 34:	安慕希、纯甄迅速抢占常温酸奶市场.....	19
图 35:	1H18 常温酸奶销售额占比	20
图 36:	12-18 年光明乳业广告宣传推广费变动.....	20
图 37:	“莫斯利安”打造全新年轻化产品线，口味更加丰富.....	20
图 38:	冰淇淋风味&大白兔风味牛奶	21
图 39:	光明“悠焙”开业	21
图 40:	布局新西兰海外奶源.....	21
图 41:	16-19 年新西兰新莱特营业收入变动.....	22
图 42:	16-19 年新西兰新莱特净利润变动.....	22

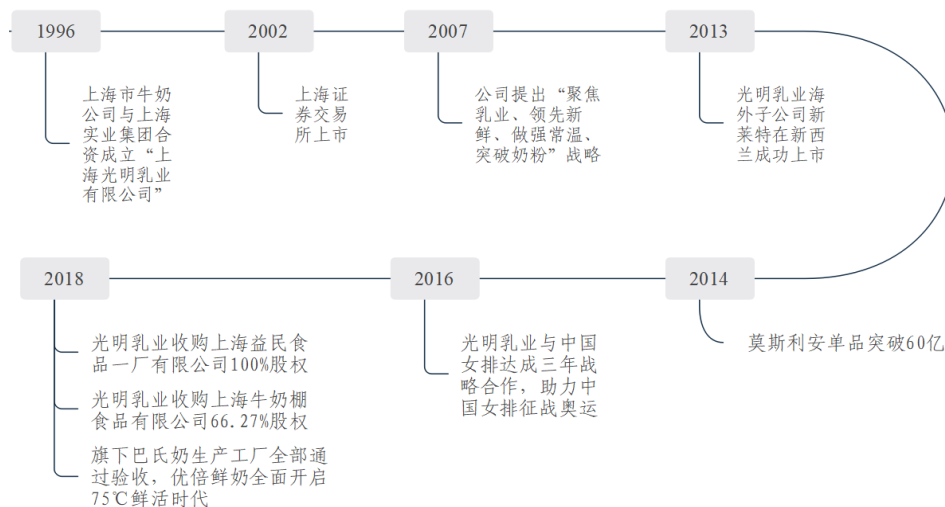
表 1: 2017 年部分企业规模牧场数量	13
表 2: 鲜奶产品涵盖高中低档	16
表 3: 19 年冷链物流企业排名	17
表 4: 光明乳业盈利预测（百万）	23
表 5: 可比公司估值	23

1. 上市十八载，岁月沉淀价值

1.1 公司确立主业 1+2 全产业链发展模式

光明乳业股份有限公司成立于 1996 年，公司确立主业 1+2 全产业链发展模式，布局乳业、牧业、冷链物流三大产业。业务涵盖乳制品的开发、生产和销售，奶牛的饲养、培育，物流配送等。公司产品线丰富，包括新鲜牛奶、新鲜酸奶、常温酸奶、乳酸菌饮品、婴幼儿及中老年奶粉、奶酪、黄油、冷饮等产品。

图 1: 公司发展历程大事件

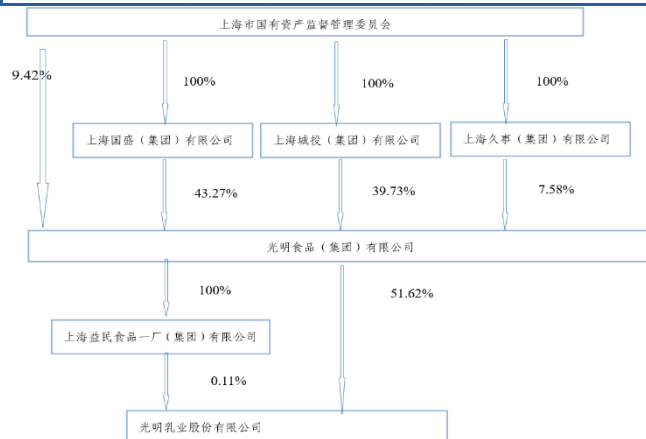


资料来源：公司官网，长城证券研究所

1.2 国企股东，股权稳定

公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会，截至 19 年末，上海国资委通过光明食品有限公司持股光明乳业 51.62% 的股权。20 年公司聘任罗海先生为总经理，罗海曾任公司华东地区部总经理、保鲜产品事业部销售总监、新鲜产品事业部群华东销售总监等职务，熟悉光明业务流程，具备丰富的产业经验，有望带领光明迈入全新发展阶段。

图 2: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系框图



资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.3 19 年业绩表现靓丽，1Q20 短期受到疫情冲击

19 年公司业绩表现靓丽，营业收入以及归母净利润双双重拾正增长。公司实现营业总收入 225.63 亿元，同比+7.52%，重拾正增长。公司实现归母净利润 4.98 亿元，同比+45.84%。1Q20 营业收入为 51.34 亿元，同比下降 5.83%，归母净利润为 0.77 亿元，同比下降 45.35%，一季度受到疫情期间的拖累，消费需求受到抑制，业绩承压。随着复工复产的进行，业绩有望逐步改善。

图 3: 2019 年营业总收入同比+7.52%



资料来源：Wind，长城证券研究所

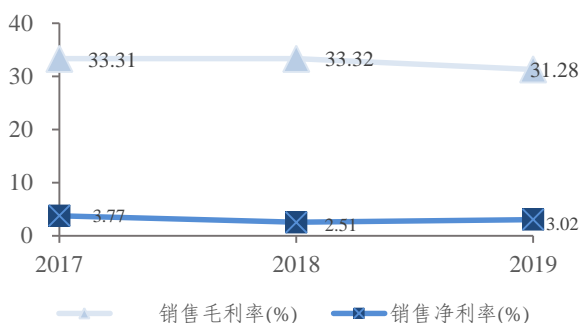
图 4: 2019 年归母净利润同比+45.84%



资料来源：Wind，长城证券研究所

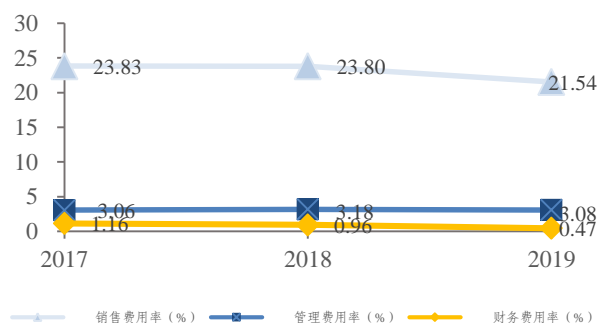
19 年公司销售毛利率小幅下滑，净利率逆势提升，体现出显著的控费效果。19 年公司销售净利率提升至 3.02%，控费效果明显。19 年销售毛利率小幅下跌，由同期的 33.32% 下降至 31.28%。毛利率下降但净利率反向提升，由同期的 2.51% 提升至 3.02%，体现出显著的控费效果。其中财务费用率由同期的 0.96% 下降至 0.47%，主要是本期利息支出减少。销售费用率下降至 21.54%，主要来源于广告费以及营销服务费的控制。管理费用率 17-19 分别为 3.06%、3.18%、3.08%，较为稳定。1Q20 受疫情冲击，净利率下滑，但毛利率上升。1Q20 公司毛利率由同期的 32.24% 提升至 32.60%，我们判断与低温产品拉动毛利率上升有关。1Q20 净利率为 2.93%，同比下降 1.27%，主要与销售费用率上升有关，1Q20 销售费用率同比增长 5.50pct，判断疫情期间公司加大了费用投放。

图 5: 近三年毛利率与净利率波动情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

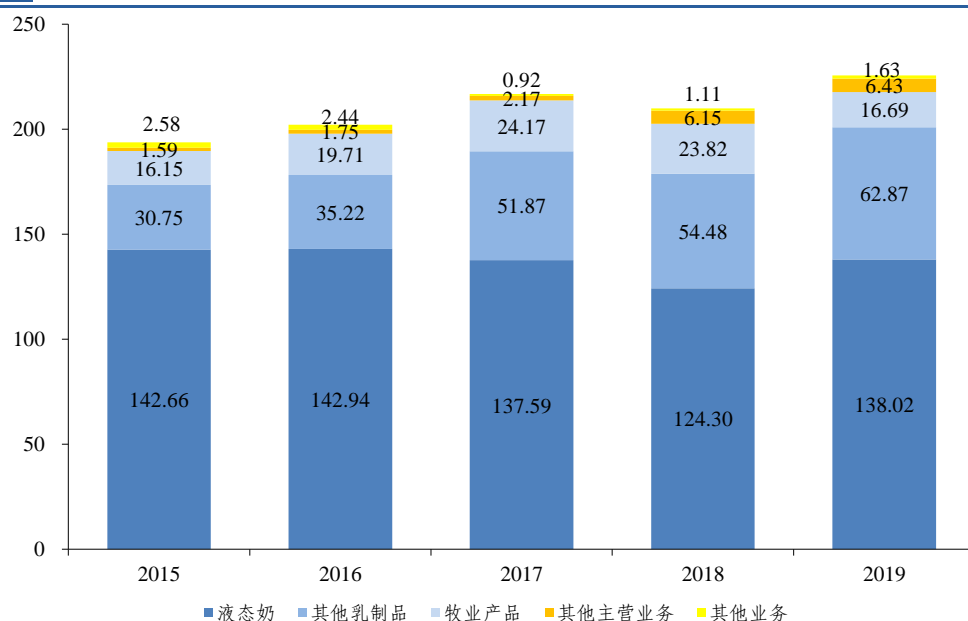
图 6: 近三年销售、管理、财务费用率变动情况



资料来源：Wind，长城证券研究所

19 年乳制品营收上涨拉动整体营收。19 年公司乳制品营业收入为 200.88 亿元，同比增长 12.36%。液态奶营业收入为 138.02 亿元，同比增长 11.03%，来源于公司坚定贯彻领“鲜”战略，持续推动巴氏鲜牛奶以及低温酸奶。其他乳制品营业收入为 62.87 亿元，同比增长 15.39%，共同驱动营业收入上涨。而牧业产品收入有所下滑，19 年度营业收入 16.69 亿元，同比下滑 29.93%，主要是 19 年农牧产品贸易收入减少。1Q20 受到疫情影响，液态奶收入同比下降 8.92%，其他乳制品同比增加 6.83%。牧业产品同比下降 31.22%，主要是农牧产品贸易收入减少。

图 7: 近 5 年收入结构变动图（亿元）



资料来源: Wind, 长城证券研究所

19 年液态奶营收占比为 61.17%，近 5 年毛利率均高于 41%。19 年液态奶占据 61.17% 的收入，毛利率为 41.25%；其他乳制品占比 27.86%，毛利率为 14.51%，牧业产品占比为 7.4%，毛利率为 12.30%。综合来看，19 年液态奶虽毛利率有所下降，但近五年毛利率保持在大于 41% 的水平，显著高于其他乳制品以及牧业产品。

图 8: 19 年公司营收占比

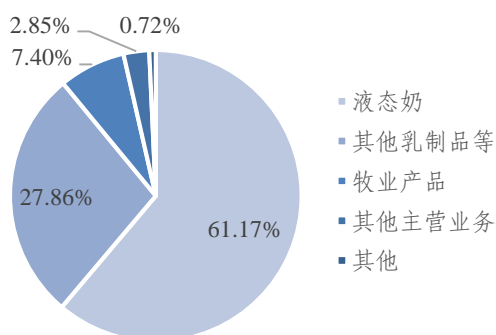
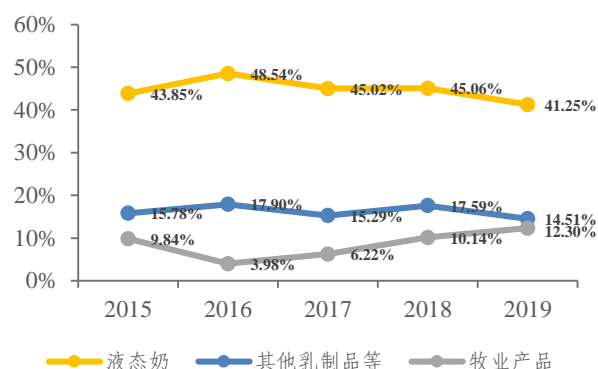


图 9: 近五年主营业务毛利率变化情况

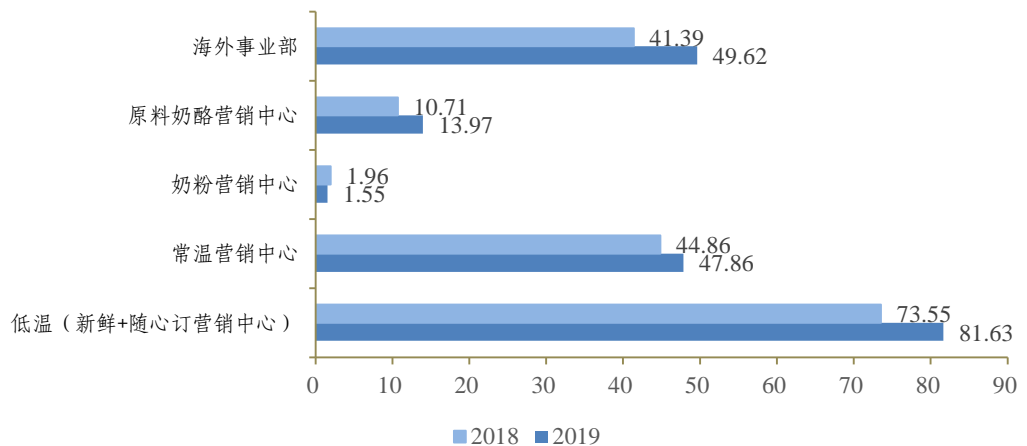


资料来源: Wind, 长城证券研究所

资料来源: Wind, 长城证券研究所

细分来看, 乳制品相关分部中, 原料奶酪、海外事业部、低温(新鲜+随心订营销中心)营收均实现双位数增长。19年原料奶酪营销中心营业收入为13.97亿元, 同比+30.39%, 呈现高速增长; 19年海外事业部营业收入为49.62亿元, 同比+19.91%, 实现双位数增长; 19年低温(新鲜+随心订营销中心)营业收入为81.63亿元, 同比+10.99%, 实现双位数增长。

图 10: 18-19 年乳制品相关分部营业收入对比 (亿元)

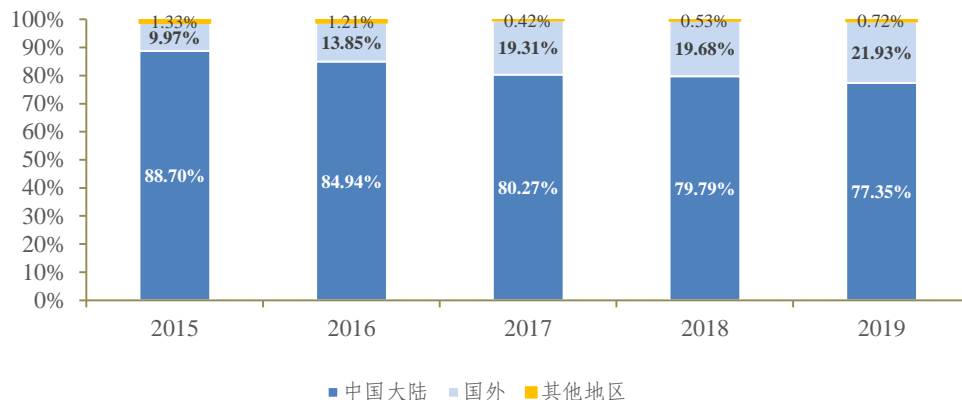


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所 (各分部营业收入取对外交易收入)

1.4 放眼未来, 持续走向全国+迈向海外

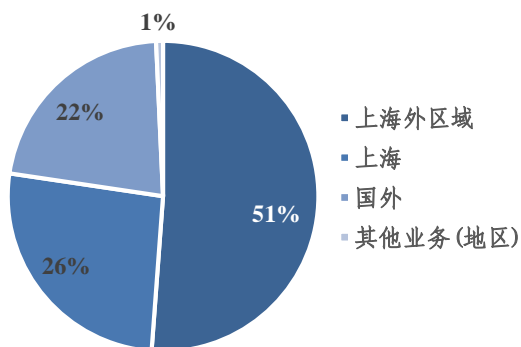
19年上海地区经销商数量为506个, 较上一年增加150个。国内非上海区域经销商为3755个, 较上一年增加496个, 提升数量显著, 助力光明在全国化进程上更进一步。1Q20上海地区营收同比增加2.03%, 疫情期间仍旧保持了较好的韧性。国内上海以外区域营收同比下降20.52%, 我们判断与疫情期间物流、终端网点不畅相关。放眼国外, 海外业务占比逐年升高。15年海外业务收入占比为9.97%, 16-19年海外业务占比分别为13.85%、19.31%、19.68%、21.93%, 逐步上升并迈入20%梯次。1Q20境外业务营收同增21.20%, 主要由新西兰新莱特驱动。

图 11: 海外业务收入占比逐年攀升



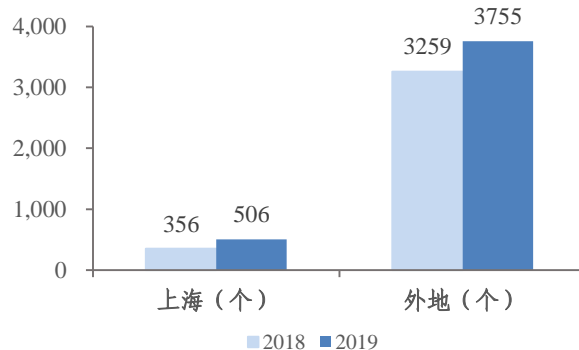
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 12: 19 年营收按地区划分占比图



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 13: 18-19 年经销商变动情况



资料来源：公司公告，长城证券研究所

2. 核心竞争优势: 深耕研发+奶源制高点+品牌价值

2.1 研发赋能，匠心品质

乳企研发能力是乳制品持续升级的基石。公司以全球化视野，积极推动国际开放交流、拓展科研平台合作领域，与世界著名企业、高校进行深度合作。公司与江南大学合作共建“乳品科学创新实验室”，与新西兰 AgResearch 合作开展婴幼儿配方乳粉母乳化研究项目，集合全球资源，储备研发实力。公司曾获“2018 年度国家技术发明奖”、“2018 年度中国轻工业联合会技术发明一等奖”、“2017 年中国乳制品工业协会一等奖”。

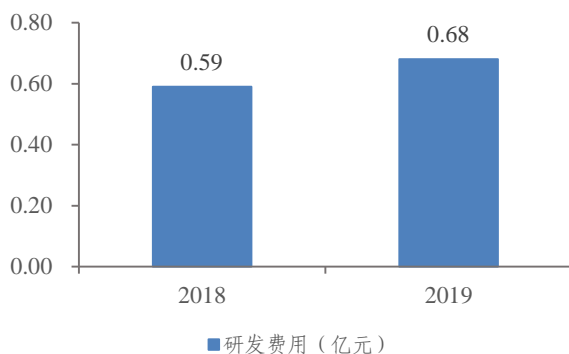
图 14: 光明乳业全球合作进程



资料来源：公司官网，长城证券研究所

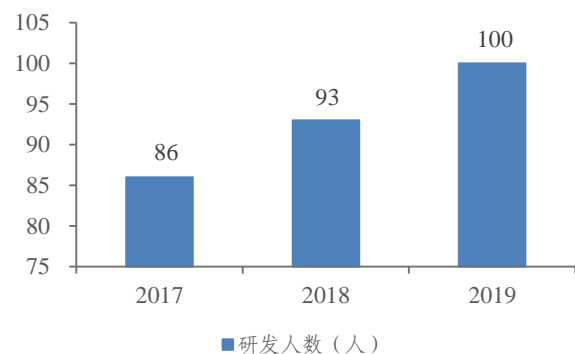
公司加大研发费用投入力度，增加研发人员数量，有望推动研发成果更进一步。19 年研发费用为 0.68 亿元，同比增长 16.45%，同时 1Q20 公司研发费用同比增长 34.91%，公司继续加大研发投入。17-19 年研发人数逐年递增，从 86 人增至 100 人。

图 15: 19 年研发费用同比增加 16.45%



资料来源：Wind, 长城证券研究所

图 16: 17-19 年研发人数逐年递增



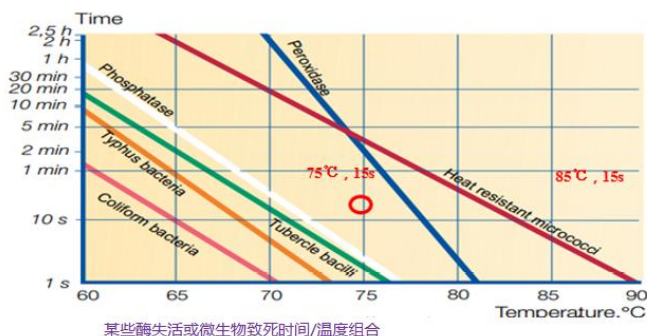
资料来源：Wind, 长城证券研究所

长期以来，乳企采用 UHT 超高温瞬时灭菌技术，使牛奶在常温下拥有更长的货架期，而巴氏杀菌鲜牛奶则由于保质期较短，对品质、技术、奶源、冷链物流等有较高要求。

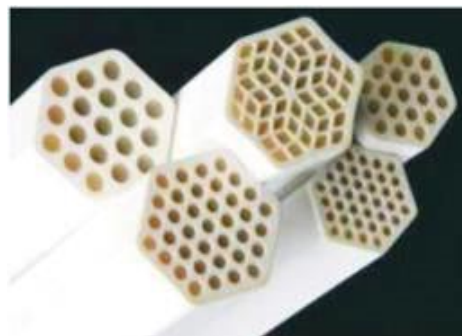
75℃巴氏鲜奶杀菌工艺+法国陶瓷膜过滤工艺，保留牛奶鲜活力。17 年 10 月，优倍正式推出采用 75℃巴氏杀菌工艺生产的鲜奶，将杀菌温度由 85℃改至 75℃,公司选择 75℃，15s 的杀菌工艺，牛奶中活性物质有免疫球蛋白、乳铁蛋白、乳过氧化物酶、溶菌酶、乳白蛋白、黄嘌呤氧化酶等。这些活性物质大多是热敏性的，选用 75℃，15s 的杀菌工艺可以有效保留乳中的活性成分。法国陶瓷膜过滤工艺，1.4 微米科学除菌，滤膜除菌效率细菌总数平均降低 4.8 个数量级，最大程度的避免热处理带来的营养损失，牛乳中的乳铁蛋白、免疫球蛋白、过氧化物酶等对人体有益的活性营养物质更大限度得到了保留。

图 17: 75℃，15s 的杀菌工艺，保留牛奶鲜活力

图 18: 法国陶瓷膜过滤工艺



资料来源：公司公告，长城证券研究所



资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.2 上游奶源持续布局，低温趋势下凸显奶源价值

低温战略下，光明乳业奶源“制高点”价值凸显，牧场管理走向全国。区别于北奶南销的常温销售模式，低温产品受到销售半径的影响，凸显出核心城市周围牧场资源的重要性。公司下属子公司光明乳业拥有悠久的奶牛饲养历史，传承奶牛养殖技术精华 60 多年，专业育种 45 年，专业 DHI 检测 23 年，是国内最大的乳业综合性服务公司之一。根据《中国奶业年鉴》，光明乳业在 17 年已拥有规模牧场 28 个，分部在上海、江苏、浙江、天津、河南、湖北、山东、黑龙江等地。同时，公司继金山种奶牛场之后，相继在山东德州、湖北武汉、黑龙江富裕、河南滑县建成多个高端大型规模牧场，牧场地点覆盖更加完善。

19 年奶源战略布局再进一步，完善华北、华东地区的奶源及生产基地。19 年底公司成功竞拍江苏辉山乳业及江苏辉山牧业相关资产，此次并购能快速获取射阳的牧业和工厂资源，如牛舍基础配套设施、生产性生物资产等，有利于公司增加奶牛存栏数，持续优化产能，巩固华东区域竞争优势，并进一步拓展江苏、山东、安徽等市场，做大做强乳制品产业。

“千分牧场”评价标准体系，助力提升生乳品质。所有牧场兽医保健、繁殖育种、饲料饲养、生奶质量、防暑降温、安全生产的六大版块都会被评分，确保生乳品质安全、可靠、优质。19 年光明乳业在此前基础上，加强了对各牧场不同牛群舒适度的管理，增加了舒适度评估工具，提升犊牛舒适度，进一步打磨塑造生乳品质。

图 19: 光明乳业部分牧场分布图

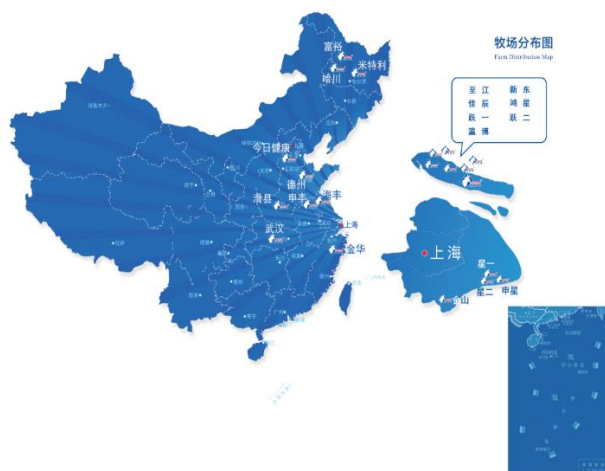
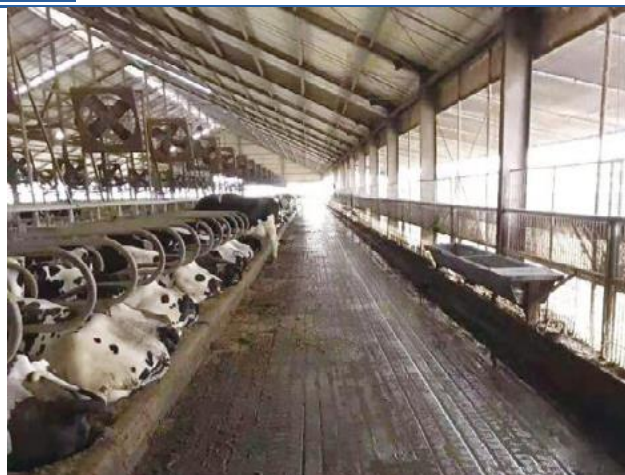


图 20: 卧床舒适度改善，牛只躺卧率提高



资料来源：光明牧业有限公司官网，长城证券研究所

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 1: 2017 年部分企业规模牧场数量

企业	数量（个）	企业	数量（个）
沈阳辉山乳业	82	恒天然唐山牧场	8
内蒙古圣牧高科	35	呼图壁种牛场	8
上海光明荷斯坦牧业	28	黑龙江瑞信达原生态牧业	7
现代牧业	26	山东东营澳亚牧场	7
天津嘉立荷牧业	14	广东温氏乳业	5
宁夏农垦贺兰山奶业	14	广东皇氏乳业	5
蒙牛富源牧业	13	济南佳宝乳业	3
福建长富乳业	13	深圳晨光乳业	3
新希望乳业	12	广州风行牛奶	3
北京中地种畜	8	武汉扬子江	1

资料来源：中国奶业年鉴，长城证券研究所

疫情中，为产业上下游建立更坚实的纽带。疫情期间，公司发表承诺“不拒收一滴奶”，不会随意降低原奶收购价格，加强了和合作牧场之间的联系，为产业上下游的连接建立起更加坚实的纽带。

2.3 品牌价值凸显，上榜天猫 2020 “国货之光”品牌榜

公司拥有国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度的品牌。18 年公司响应国家号召，全方位、全领域、全渠道积极参与服务首届中国国际进口博览会的各项工作，将各项保障工作落实到位，向世界递出一张“光明名片”。19 年光明乳业独家特约赞助央视《故事里的中国》栏目，致敬时代经典，重温鲜活故事，在全国范围内重磅释放光明品牌价值。20 年 5 月光明品牌上榜天猫 2020 “国货之光”——“Z 时代最爱老字号”榜单，释放老字号品牌价值。

图 21: 拥有国家驰名商标“光明”、“莫斯利安”等一系列较高知名度的品牌



资料来源：公司公告，长城证券研究所

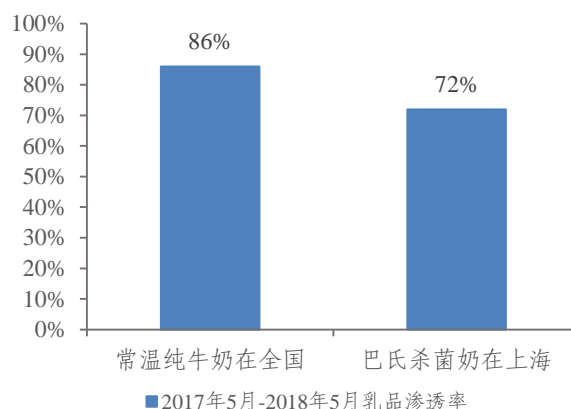
根据凯度消费指数的 17 年 5 月-18 年 5 月乳品渗透率，常温纯牛奶在全国的渗透率为 86%，同期巴氏杀菌奶在上海地区的渗透率已达到 72%，表明上海地区受到优秀消费文化的熏陶，具备前瞻属性，孕育公司华东大本营的发展实力。

图 22：上榜天猫 2020 “国货之光” 品牌榜



资料来源：天猫 APP，长城证券研究所

图 23：17 年 5 月-18 年 5 月乳品渗透率



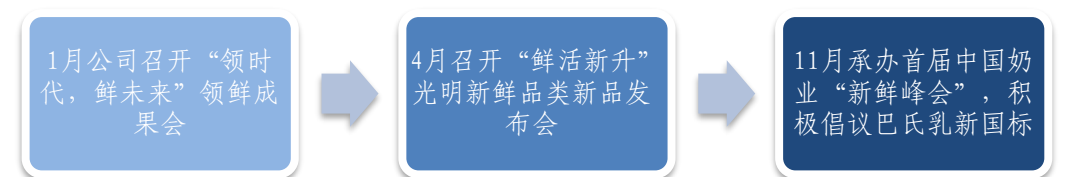
资料来源：凯度消费指数，长城证券研究所

3. 增长看点一：鲜奶空间广阔，冷链铸造低温壁垒，“随心订” 入户渠道线上转型

3.1 坚定贯彻落实领鲜战略，鲜奶行业空间广阔

坚定贯彻落实领鲜战略，战略落地良好。18 年光明乳业召开优质乳工程验收会，旗下巴氏奶生产工厂全部通过验收。19 年 1 月公司召开“领时代，鲜未来”领鲜成果会，分享产业链领鲜优势，4 月召开“鲜活新升”光明新鲜品类新品发布会，11 月承办首届中国奶业“新鲜峰会”，并成功承办中国奶业 D20 峰会，积极推动“新鲜巴氏乳”国家标准出台序章，使活性物质指标成为新鲜巴氏乳第一标准。

图 24：19 年贯彻“新鲜”大事记，持续推动低温新鲜进程



资料来源：公司公告，长城证券研究所

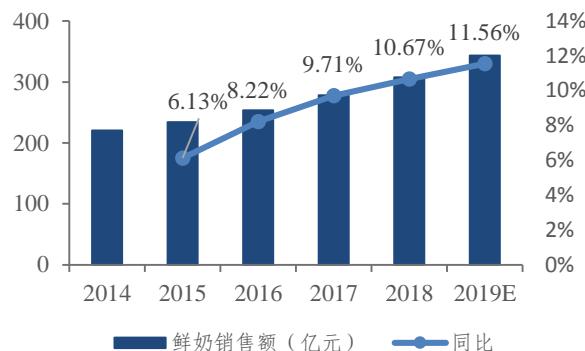
根据欧睿咨询的数据，液态奶中，超高温瞬时灭菌（UHT）白奶销售额低速增长，19 年同比增长仅为 1.74%。15-19 年鲜奶销售额同比增长分别为 6.13%、8.22%、9.71%、10.67%、11.56%，连续 5 年持续增长并迈入双位数增长阶段。我们预计，鲜奶是拉动液态奶整体市场增长的主要力量，也将是乳企盈利的重点支撑品类之一。

图 25: 中国超高温瞬时灭菌（UHT）白奶销售额及同比



资料来源: Euromonitor 长城证券研究所

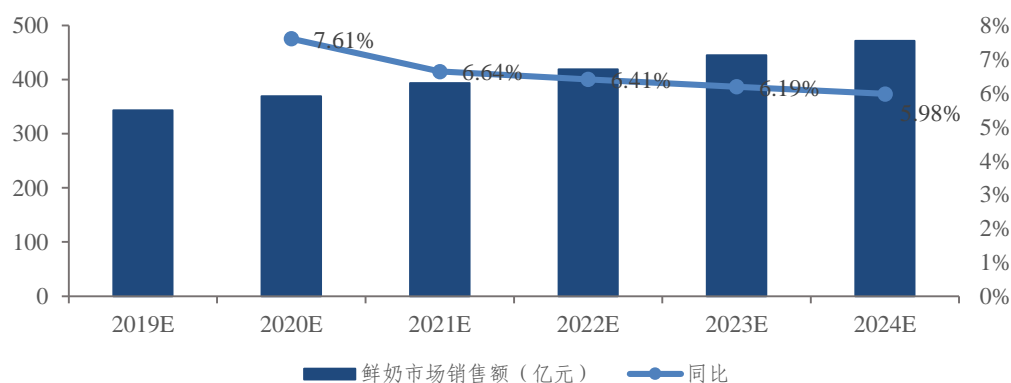
图 26: 中国鲜奶销量额及同比



资料来源: Euromonitor 长城证券研究所

根据天猫创新研究中心在 18 年的预测，低温奶的潜在客群人数有望达到 3000 万以上。低温产品的成长空间潜力巨大。我们预测，在拓宽获客渠道以及提升复购率的基础上，鲜奶这一低温重要品类，将有望实现销售额突破式增长。根据欧睿数据数据，鲜奶市场销售额 2019-2024 年 CAGR 为 6.56%，2024 年或达 472 亿元。

图 27: 预测鲜奶销售额 2019-2024 年 CAGR 为 6.56%,2024 年鲜奶销售额或达 472 亿元



资料来源: Euromonitor, 长城证券研究所

3.2 鲜奶主打营养，涵盖高中低档位，酸奶助力消化

鲜奶主打营养，酸奶助力消化功能。鲜奶产品“优倍”、高端“致优”娟珊、以及基础鲜牛奶系列，产品结构层次明晰。其中在产品创新升级方面，“优倍”陆续推出优倍减脂肪 50% 鲜牛奶、优倍浓醇鲜牛奶等，满足不同消费者需求，有望进一步放量。酸奶方面，畅优

全新推出了适合中国人肠胃健康的“益菌多”系列风味发酵乳新品，每瓶含 1000 亿活性乳酸菌及更多膳食纤维，新品还特别添加光明独有专利的植物乳杆菌 ST-III。

图 28: 光明主要低温产品及营养价值



资料来源：公司官网，长城证券研究所

鲜奶产品涵盖高中低三个档位。950ml 的致优全鲜乳家庭装与优倍高品质鲜牛奶家庭装售价分别为 28.5 与 20.5 元，而纯鲜牛奶家庭装售价为 14 元，产品档位清晰，迎合高中低档消费群体，便于产品下沉消费层。

表 2: 鲜奶产品涵盖高中低档

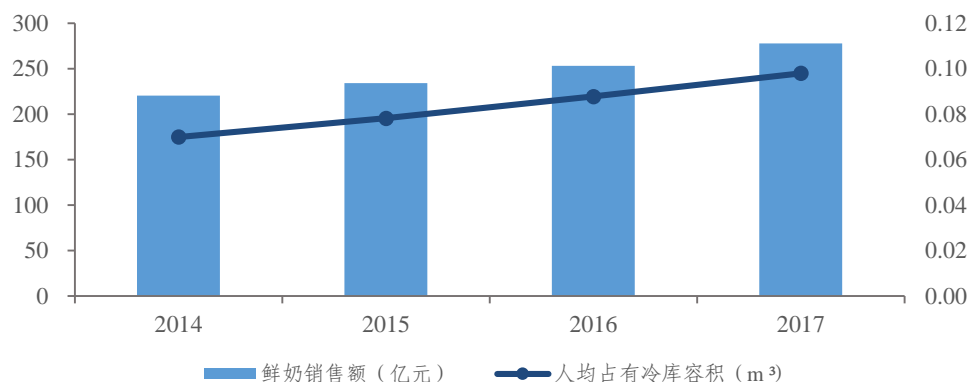
产品名称	致优全鲜乳家庭装	优倍高品质鲜牛奶家庭装	纯鲜牛奶家庭装
规格(ml)	950ml	950ml	980ml
价格(元)	28.5	20.5	14

资料来源：随心订 APP，长城证券研究所

3.3 前瞻性布局冷链公司，铸造低温壁垒

冷链是低温产品的生命护航线。低温奶制品对运输温度和时间有极高的要求，部分活性菌在保质期内必须置于低温下才能存活，如将其存置于常温下，那么这些活性菌就很快会衰亡变为死菌，护肠保健功能也就会随之而丧失，同时运输途中也需要防止挤压造成包装损毁使液体漏出。因此优质的冷链体系，可以保障奶产品的鲜度和质量，能够助力低温乳制品的发展。冷链的建设成本较高，在具体运输中的协调性也需要时间与实践逐步探索。

图 29: 冷链发展助力鲜奶消费



资料来源: Euromonitor, Wind, 长城证券研究所

前瞻性布局冷链公司，积累十七载雄厚的运作经验。公司于 03 年就成立上海领鲜物流有限公司，坚持“区域物流领袖、食品物流专家”的经营目标，秉承“新鲜、迅捷、准确、亲切”的服务理念，不仅为光明乳业提供仓储配送服务，也面向社会为第三方客户提供专业的物流服务。同时，领鲜物流注重信息化建设，实施 OMS 订单管理系统、WMS 仓储管理系统、DPS 电子拣货系统、TMS 运输管理系统、GPS 车辆监控系统等，和手机移动端订单交付系统，对客户订单执行和物流全程运作和管理提供有效的技术保障。

图 30: 五星级冷链管理系统



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

上海光明领鲜物流公司目前位列 2019 中国冷链物流企业排行榜第 7 名。领鲜物流公司排名位于 2019 中国冷链物流企业排行榜第“7”名，名次紧追第“5”的漯河双汇物流投资有限公司。完善的体系和配送优势，有望开创更高标准的服务，领鲜物流公司也是全国首家通过英国 BRC-S&D 全球食品安全标准认证 AA+认证的冷链物流企业。

表 3: 19 年冷链物流企业排名

排名	企业名称
1	顺丰速运有限公司
2	希杰荣庆物流有限公司
3	北京京邦达贸易有限公司
4	上海郑明现代物流有限公司
5	漯河双汇物流投资有限公司
6	河南鲜易供应链有限公司

排名	企业名称
7	上海光明领鲜物流有限公司
8	上海安鲜达物流科技有限公司
9	海航冷链控股股份有限公司
10	济南维尔康冷链物流有限公司

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

3.4 “随心订”守护低温入户渠道，疫情催化发展新契机

鲜奶的销售受到销售半径的影响，过去区域乳企“订奶入户”用户粘度较高。这些区域乳企进行了长期的新鲜教育，消费者接受度较高。同时，由于奶类刚需特性，消费者养成习惯后，用户粘性较好。随着零售趋势的变迁，乳企在鲜奶业务上选择“联姻”生鲜电商，君乐宝、恒天然与生鲜电商“每日优鲜”合作签订战略合作协议，在每日优鲜平台联合销售鲜奶。

公司旗下的特色渠道光明“随心订”送奶到家服务已覆盖全国多个城市，为家庭提供更轻松、便捷的送奶到家服务。在产品上，除了市售乳制品可供随心订用户随意选购外，消费者可由过去的打电话订奶转向在 App 下单、自定义送奶上门的日期、时间及产品组合。18 年 6 月，随心订服务荣获“上海品牌”认证，光明乳业成为唯一一家获此殊荣的食品企业。

图 31：“随心订”深耕订奶入户渠道



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 32：随心订网站鲜奶价格对比

<p>哪哪儿童高品质牛奶200ml ¥4.4</p>	<p>优倍鲜牛奶195ml ¥4.5</p>	<p>小口瓶鲜牛奶220ml ¥3.9</p>	<p>优倍0脂肪鲜牛奶新鲜杯2... ¥5.6</p>
<p>优倍0乳糖鲜牛奶500ml ¥11.8</p>	<p>优倍高品质鲜牛奶新鲜杯2... ¥5.6</p>	<p>优倍高品质鲜牛奶随手杯2... ¥6.9</p>	<p>致优全鲜乳尊享杯260ml ¥8.3</p>

资料来源：随心订官网，长城证券研究所

数字化转型，全面开展多品种、多品类。19 年 11 月，公司与阿里云计算有限公司正式达成战略合作，共同推动光明乳业的数字化转型，期望通过大数据驱动赋能，实现公司全产业链的数字化管理系统搭建，拥抱新零售时代。“随心订”平台结合自身优势，不断丰富平台品类，全面开展多品种、多品类的送到家服务。

图 33：“随心订”平台品类逐步丰富



资料来源：“随心订”APP，长城证券研究所

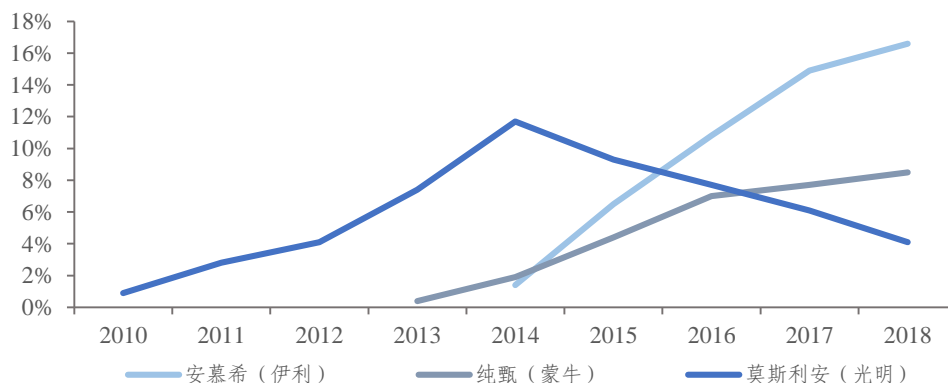
疫情限制出行，催生肉蛋蔬菜、米面粮油等生活必须品的需求，“随心订”平台受益。疫情期间光明食品集团接到了为援鄂医疗队家庭保障供应的重任，而入户配送则由光明随心订团队负责，验证随心订配送能力。从发展基础来看，光明深耕鲜奶市场多年，用户下沉层次较深，过往每个订奶的家庭每天都要打开奶箱取奶，用户粘度较好，有可观的基础量，为有效地将用户转移到线上自有“随心订”平台奠定了基础。

4. 增长看点二：莫斯利安品牌焕新+板块协同共进

4.1 产品营销双升级，重塑莫斯利安品牌生命力

莫斯利安是光明旗下常温大单品，于 11-14 年在常温酸奶行业内扮演了排头兵的角色，根据欧睿口径，莫斯利安在 10-14 年的市占率（占比大陆整个酸奶以及乳酸菌饮料市场）从 0.9% 提升至 11.7%，远超其他常温酸奶品牌。但随着伊利安慕希以及蒙牛纯甄两大龙头旗下品牌的不断进入，市场份额被瓜分，18 年占比回落至 3.4%。

图 34：安慕希、纯甄迅速抢占常温酸奶市场

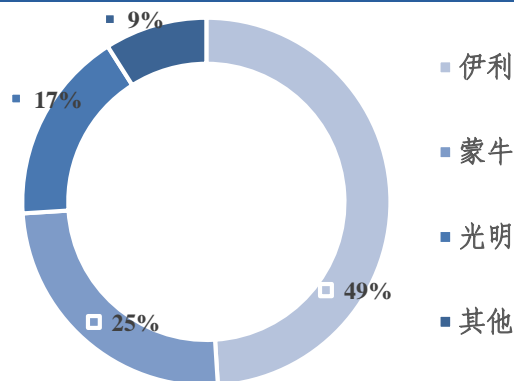


资料来源：Euromonitor，长城证券研究所（注：此口径占比大陆整个酸奶以及乳酸菌饮料市场）

究其背后原因，常温酸奶市场不需要冷链运输，两大龙头可借助自身强大的渠道，搭载常温白奶的快车道，快速抢占终端市场。受快消品广告效应的影响，安慕希冠名知名综艺节目《奔跑吧兄弟》，迅速打开知名度，快速下沉三、四线城市，顺利打开国内常温酸

奶市场。根据中国奶业协会发布的 1H2018 数据，伊利占据常温酸奶 49% 的市场份额，占据近半壁江山，蒙牛占据 25%，光明位列第三名，占据 17%，呈现了明显的阶梯态势。

图 35: 1H18 常温酸奶销售额占比



资料来源：中国奶业协会，长城证券研究所

图 36: 12-18 年光明乳业广告宣传推广费变动



资料来源：Wind, 长城证券研究所

19 年公司重点品牌莫斯利安通过产品及营销升级，进行品牌焕新。19 年 5 月，莫斯利安签约全新代言人刘昊然，7 月结合莫斯利安品牌宣言“源味纯正，只在莫斯利安”，召开新品发布会，产品线全面升级，旗下涵盖低脂肪、花颜美润、沙拉等系列；12 月携手代言人刘昊然揭幕莫斯利安首款即饮旋盖包装“米其林星厨甜品系列”新品。

图 37: “莫斯利安”打造全新年轻化产品线，口味更加丰富



资料来源：官方网站，长城证券研究所

莫斯利安有望继续光明乳业年轻化的战略走向。20 年 3 月，光明乳业跨界牵手电竞“英雄联盟”，成为其战略合作伙伴，莫斯利安将打破传统品牌和超级 IP 的次元壁，把“TT 星厨甜品系列”带到电竞世界，深耕年轻市场。

4.2 板块协同效应，老牌新貌再升级

产品结构进一步优化，高端烘焙店“悠焙”开业。公司 18 年收购牛奶棚 66.27% 股权，“牛奶棚”品牌是家喻户晓的上海老品牌，是以牛奶+西点为特色的烘焙连锁企业，目前有 230 多家门店。19 年，牛奶棚全面转型升级，9 月旗下首家高端面包店“悠焙”开业，是上海首家采用窑炉直火烘烤的烘焙店，主打产品包括用公司明星产品优倍鲜奶和面、不添加一滴水的“优倍鲜奶面包系列”，莫斯利安酸奶泡芙等。

跨界产品新尝试，冰淇淋风味牛奶+大白兔奶糖风味牛奶。公司收购益民食品一厂 100% 股权后，各板块迅速融合，进一步丰富产品线、拓展市场，实现“老牌新貌”的品牌再升级。益民食品一厂先后推出跨界产品莫斯利安冰淇淋、冰淇淋风味牛奶及酸奶、大白兔牛奶等引发关注，同时稳步推进工厂产能提升及产品升级规划，期待焕发新生机。光明乳业与冠生园两大老字号跨界联合推出，经典的蓝白配色和小兔子形象，主打童年“回忆杀”，市场反馈效果较好。

图 38：冰淇淋风味&大白兔风味牛奶



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 39：光明“悠焙”开业



资料来源：公开资料，长城证券研究所

5. 增长看点三：海外业务关键财务指标稳定，培育长期动能

5.1 13 年海外子公司新莱特在新西兰上市

公司积极布局海外业务，下属子公司新西兰新莱特主要从事工业奶粉、婴儿奶粉生产和销售，产品远销世界各地。10 年 11 月，光明乳业收购第一家境外子公司新西兰新莱特 Synlait Milk Limited，开始了迈向全球化的重要一步，作为新西兰排名第三的乳品原料供应商，新莱特为光明乳业提供了优质奶源。11 年，光明乳业在新西兰坎特伯雷的雪山牧场建立生产基地。13 年，光明乳业海外子公司新莱特在新西兰成功上市，成为国内首家境外收购并在境外成功上市的乳企。

图 40：布局新西兰海外奶源



资料来源：公司官网，长城证券研究所

5.2 新西兰新莱特主营业务稳步发展，关键财务指标基本保持稳定

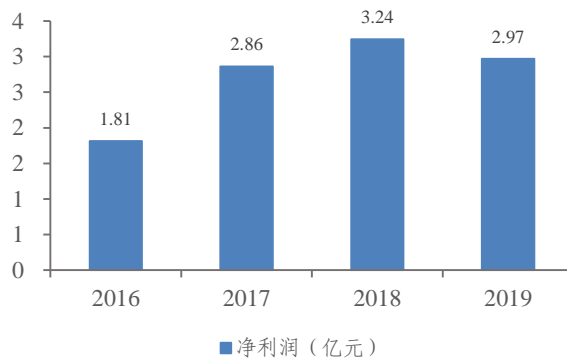
新西兰新莱特主营业务稳步发展，关键财务指标保持稳定。17 年新西兰新莱特实现营业收入 41.96 亿元，同比增长 47.55%；实现净利润 2.86 亿元，同比增长 57.83%。18 年，新西兰新莱特实现营业收入为 41.61 亿元，实现净利润为 3.24 亿元。19 年新西兰新莱特实现营业收入 49.55 亿元，净利润 2.97 亿元。新建的液态乳品生产线及位于北岛的婴儿奶粉生产线已经部分投入运营，新西兰新莱特正在积极开辟新客户，期待尽快满产提升整体毛利。为优化资本结构，多元化融资渠道，降低融资成本，新西兰新莱特在新西兰完成债券发行，通过锁定较低的融资成本，降低利率波动影响，有利于其长远发展。

图 41: 16-19 年新西兰新莱特营业收入变动



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 42: 16-19 年新西兰新莱特净利润变动



资料来源：公司公告，长城证券研究所

5.3 积极新建生产线，不断谋求新的产品结构

积极新建生产线，匹配业务布局。18 年新西兰新莱特为满足集团内部和全球市场对于乳铁蛋白产品的强劲需求，已投资完成乳铁蛋白产能扩建的项目。19 年上述提及的新建的液态乳品生产线及位于北岛的婴儿奶粉生产线已经部分投入运营。

不断谋求丰富产品结构，拓宽延展产品线。17 年新西兰新莱特不断谋求产品结构的升级，与新西兰南岛食品有限公司达成为期多年的液态奶独家供应协议。19 年新西兰新莱特在保持较高婴儿配方奶粉业务比重的同时，增加了其他日用乳制品并进入本国商超渠道，进一步拓展丰富产品线。

6. 盈利预测与估值水平

公司业绩增长看点：1.公司作为低温鲜奶行业的龙头，在低温领域逐渐形成了自己的护城河，技术赋能鲜奶产品，75℃巴氏杀菌工艺保留牛奶鲜活力，消费者心中形成品牌价值；上游奶源在低温趋势下逐步凸显价值，牧场管理面向全国布局，结合鲜奶定价普遍较高，毛利率较高，有望拉动整体毛利。2.常温大单品莫斯利安，在 19 年进行产品及营销双升级，有望延续品牌生命力，有望放量。3.新西兰新莱特主营业务稳步发展，关键财务指标保持稳定。新建的液态乳品生产线及位于北岛的婴儿奶粉生产线已经部分投入运营，新西兰新莱特正在积极开辟新客户，有望满产提升整体毛利。

考虑到疫情的短期冲击以及公司应对疫情的措施，我们预计 20 年销售费用率有所上升，21-22 年逐步回落，管理费用率在 20-22 年基本保持平稳。综合以上，我们预计 20-22 年营业收入分别为 241.77、267.29、301.07 亿元，净利润分别为 5.83、7.12、8.85 亿元，EPS 分别为 0.48、0.58、0.72 元。20-22 年公司的市销率以及市净率均低于可比公司（对比行业龙头伊利股份以及蒙牛乳业、其他可比公司新乳业、燕塘乳业），同时考虑到公司在低温方面具备护城河属性，以及公司历史 PE 估值，综合以上，给予 20 年 35 倍 PE 估值，对应 20 年目标价为 16.8 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4: 光明乳业盈利预测（百万）

	18A	19A	20E	21E	22E
营业收入	20986	22563	24177	26729	30107
yoy	-3.2%	7.5%	7.2%	10.6%	12.6%
净利润	342	498	583	712	885
yoy	-44.6%	45.8%	17.0%	22.1%	24.2%
销售毛利率	33.3%	31.3%	31.2%	31.6%	32.2%
销售净利率	2.5%	3.0%	3.3%	3.7%	4.1%

资料来源：长城证券研究所

表 5: 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值	EPS			PE			PS		
		(亿元)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600887	伊利股份	1786	1.05	1.32	1.50	28	22	20	1.83	1.63	1.47
2319.HK	蒙牛乳业	1086	1.06	1.31	1.63	24	19	16	1.38	1.23	1.11
002946	新乳业	113	0.33	0.41	0.48	41	32	28	1.78	1.50	1.32
002732	燕塘乳业	29	0.88	1.01	1.14	21	19	16	1.76	1.53	1.33
	平均值					28	23	20	1.69	1.47	1.31

证券代码	证券名称	总市值	EPS				PE			PS	
600597	光明乳业	156	0.48	0.58	0.72	27	22	18	0.64	0.58	0.52

资料来源: Wind, 长城证券研究所 (除光明乳业外, 均采取万得一致预测, 日期截止到 2020.05.09)

7. 风险提示

原料奶价格上升, 鲜奶需求不及预期, 行业竞争加剧, 疫情带来的不确定性因素, 食品安全事件。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20985.56	22563.24	24176.72	26728.60	30106.70	成长性					
营业成本	13993.22	15504.70	16637.18	18291.49	20400.86	营业收入增长	-3.2%	7.5%	7.2%	10.6%	12.6%
销售费用	4995.00	4860.23	5362.40	5909.69	6629.49	营业成本增长	-3.2%	10.8%	7.3%	9.9%	11.5%
管理费用	668.33	695.58	744.64	820.57	924.28	营业利润增长	-20.2%	29.2%	4.1%	25.6%	29.1%
研发费用	58.51	68.14	87.04	93.55	105.37	利润总额增长	-21.0%	35.5%	5.3%	24.7%	31.0%
财务费用	201.11	104.57	136.96	116.30	100.29	净利润增长	-44.6%	45.8%	17.0%	22.1%	24.2%
其他收益	118.86	79.85	69.07	86.33	88.53	盈利能力					
投资净收益	-0.35	3.14	1.95	2.40	1.78	毛利率	33.3%	31.3%	31.2%	31.6%	32.2%
营业利润	878.50	1135.17	1182.23	1484.30	1915.50	销售净利率	2.5%	3.0%	3.3%	3.7%	4.1%
营业外收支	-86.20	-61.39	-51.12	-74.26	-68.24	ROE	7.8%	9.2%	9.8%	11.2%	12.5%
利润总额	792.31	1073.78	1131.11	1410.04	1847.26	ROIC	10.2%	11.9%	13.0%	17.2%	20.8%
所得税	265.71	391.33	344.98	419.12	601.30	营运效率					
少数股东损益	184.84	184.05	202.86	278.52	361.27	销售费用/营业收入	23.8%	21.5%	22.2%	22.1%	22.0%
净利润	341.76	498.41	583.27	712.41	884.70	管理费用/营业收入	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
流动资产	8581.99	7205.51	8314.11	9430.31	10610.58	财务费用/营业收入	1.0%	0.5%	0.6%	0.4%	0.3%
货币资金	4067.66	2480.00	2918.90	3634.81	3951.74	投资收益/营业利润	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
应收票据及应收账款合计	1644.10	1598.36	2229.60	1977.74	2726.33	所得税/利润总额	33.5%	36.4%	30.5%	29.7%	32.6%
其他应收款	191.02	102.45	212.00	135.64	255.94	应收账款周转率	11.95	13.92	12.63	12.71	12.80
存货	2032.66	2306.98	2153.46	2855.09	2731.74	存货周转率	7.31	7.15	7.46	7.30	7.30
非流动资产	9351.77	10431.60	10304.43	10451.93	10797.93	流动资产周转率	2.55	2.86	3.12	3.01	3.00
固定资产	6945.05	8418.83	8355.86	8536.90	8895.92	总资产周转率	1.22	1.27	1.33	1.39	1.46
资产总计	17933.76	17637.11	18618.54	19882.24	21408.50	偿债能力					
流动负债	9780.38	8230.77	8887.79	9605.19	10311.77	资产负债率	62.2%	57.9%	56.8%	55.4%	53.5%
短期借款	3809.86	1493.96	1493.96	1493.96	1493.96	流动比率	0.88	0.88	0.94	0.98	1.03
应付款项	1950.83	2514.82	2567.86	2882.98	3071.32	速动比率	0.60	0.51	0.60	0.60	0.67
非流动负债	1368.57	1989.39	1686.87	1407.54	1141.98	每股指标 (元)					
长期借款	900.09	1448.03	1145.51	866.18	600.62	EPS	0.28	0.41	0.48	0.58	0.72
负债合计	11148.95	10220.17	10574.66	11012.73	11453.75	每股净资产	4.36	4.67	5.02	5.46	6.05
股东权益	6784.81	7416.94	8043.89	8869.51	9954.76	每股经营现金流	1.20	1.84	1.13	1.84	1.74
股本	1224.49	1224.49	1224.49	1224.49	1224.49	每股经营现金/EPS	4.32	4.52	2.37	3.17	2.41
留存收益	2591.55	2967.51	3493.65	4156.13	4984.75	估值					
少数股东权益	1447.88	1699.00	1901.86	2180.38	2541.64	PE	45.50	31.20	26.66	21.83	17.58
负债和权益总计	17933.76	17637.11	18618.54	19882.24	21408.50	PEG	-1.02	0.68	1.57	0.99	0.73
现金流量表	(百万)					PB	2.91	2.72	2.53	2.32	2.10
经营活动现金流	1453.64	2409.72	1383.93	2258.41	2133.48	EV/EBITDA	10.05	9.02	9.04	7.44	6.00
其中营运资本减少	-98.88	554.69	-301.68	314.54	-163.41	EV/SALES	0.86	0.80	0.74	0.64	0.56
投资活动现金流	-1734.55	-1828.59	-635.35	-984.14	-1296.64	EV/IC	1.73	2.00	1.89	1.76	1.66
其中资本支出	1834.79	2052.79	-130.75	143.45	342.58	ROIC/WACC	1.21	1.41	1.54	1.98	2.33
融资活动现金流	771.73	-2170.02	-309.68	-558.36	-519.91	REP	1.43	1.42	1.22	0.89	0.71
净现金总变化	490.03	-1587.65	438.90	715.91	316.93						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>