

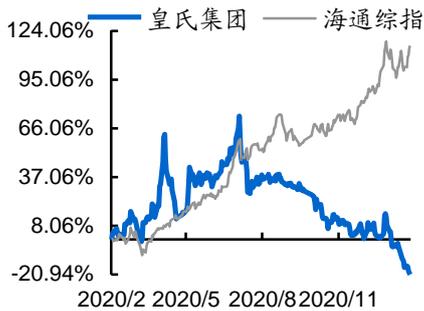
投资评级 中性 首次覆盖

## 信息赋能乳业，双轮驱动发展

### 股票数据

02月09日收盘价(元)	3.62
52周股价波动(元)	3.52-7.87
总股本/流通A股(百万股)	838/533
总市值/流通市值(百万元)	3032/1930

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-25.8	-22.5	-28.9
相对涨幅(%)	-29.3	-37.5	-43.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 闻宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

分析师: 颜慧菁

Tel: (021)23154181

Email: yhj12866@htsec.com

证书: S0850520020001

分析师: 程碧升

Tel: (021)23154171

Email: cbs10969@htsec.com

证书: S0850520100001

分析师: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@htsec.com

证书: S0850520050001

### 投资要点:

- 原奶成本温和上涨，巴氏奶规模增速上行。**受饲料（玉米、豆粕、苜蓿等）成本上涨及原奶供给收缩影响，2019年国内原奶价格同比上涨5%，疫情以来奶价自高位有所回落，6月以来呈上升趋势，现已恢复疫情前水平，随着消费需求回升及饲料成本价格上行，我们预计2021年国内原奶价格仍将延续温和上涨。**分品类：巴氏奶加速增长，酸奶增速放缓，UHT奶步入成熟期。**2019年巴氏奶/UHT奶/酸奶规模占比分别为8.2%/22.4%/35.6%。2015-19年巴氏奶规模增速由6.1%提升至11.6%，酸奶规模增速由23.4%下滑至11.5%，UHT奶进入成熟期，规模增速维持在低个位数。**分渠道：线上渠道占比提升，传统渠道份额下行。**2010-19年，线上渠道份额由0.2%增加至6.0%，传统渠道份额由44%降至29.2%。
- 乳业信息板块双轮驱动，迈进“西南第一乳企”战略。**目前公司基本剥离影视业务，聚焦乳业和信息服务。1-3Q20实现营业收入/归母净利润17.09/0.33亿元，同比+8.1%/+64.4%。2014-19年乳制品、食品销量稳步提升，2019年19.08万吨，同比+11.1%。2015-19年公司信息板块营收CAGR高达130.6%。2020年，公司主动进行数字化转型，与商汤科技、橙心优选等企业开展合作，推动乳业与信息两大核心业务的资源整合和业务协同。
- 信息业务赋能乳业营销，积极构筑全国平台。**公司线下营销网络覆盖城市乡村，渠道包含经销商、配送上门、专卖店、食堂、学校、自动贩卖机等。公司借新媒体浪潮拓宽渠道，开探电商、直播、抖音、微信、支付宝、小红书等平台。疫情期间公司投身“新零售”，先后与李佳琦、薇娅等合作营销摩菲水牛等旗下产品，并在微信、抖音投放广告。
- 投资建议。**我们预计2020-22年公司营业收入分别为24.86、27.73、30.98亿元，同比增长10.3%、11.5%、11.7%；归母净利润分别为0.68、0.99、1.24亿元，同比增长39.3%、46.6%、25.0%；EPS分别为0.08元/股、0.12元/股和0.15元/股。给予公司2021年30-35倍P/E，对应合理价值区间为3.60-4.20元。首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示。**行业竞争加剧，信息服务业务发展不及预期，食品安全问题。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2336	2253	2486	2773	3098
(+/-)YoY(%)	-1.3%	-3.5%	10.3%	11.5%	11.7%
净利润(百万元)	-616	49	68	99	124
(+/-)YoY(%)	-1186.0%	107.9%	39.3%	46.6%	25.0%
全面摊薄EPS(元)	-0.74	0.06	0.08	0.12	0.15
毛利率(%)	27.9%	26.9%	26.3%	27.4%	28.1%
净资产收益率(%)	-28.9%	2.2%	3.0%	4.3%	5.1%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 原奶成本温和上涨，巴氏奶规模增速上行.....	6
1.1 原奶成本温和上涨，疫情以来奶价有所回落 .....	6
1.2 乳制品行业维持良好增长，巴氏奶增速不断上行 .....	8
1.2.1 巴氏奶份额持续提升，UHT 奶步入成熟期 .....	9
1.2.2 酸奶零售额增速放缓，线上销售占比提升 .....	11
2. 立足乳业强发展，信息赋能添动力.....	12
2.1 聚焦乳业核心业务，信息服务成利润新增长点.....	12
2.2 乳业信息两大主业协同发力，推动乳业高品质发展.....	15
2.2.1 数字赋能乳业，乳业信息板块双轮驱动 .....	15
2.2.2 借力新营销，坚持产品创新化.....	15
2.2.3 注重研发投入，销售费用率低于竞手 .....	16
3. 销售网络成熟，从区域走向全国化.....	17
3.1 信息业务赋能营销，构筑全国平台 .....	17
3.2 加强线上宣发，聚焦“水牛奶” .....	17
4. 盈利预测 .....	18
5. 风险提示 .....	19
财务报表分析和预测 .....	20

## 图目录

图 1	国内主产区原奶价格及同比增速	6
图 2	恒天然原奶价格及同比增速	6
图 3	中国液态奶产量及同比增速	6
图 4	玉米、豆粕平均价格走势（元/千克）	6
图 5	进口苜蓿草平均到岸价走势（美元/吨）	7
图 6	国内牛肉批发价格（元/千克）	7
图 7	美元兑人民币中间价（美元/人民币）	7
图 8	中国鲜奶进口量及同比增速	7
图 9	中国奶粉进口量及同比增速	7
图 10	中国全脂奶粉期初库存及同比增速	7
图 11	全球全脂奶粉期初库存及同比增速	8
图 12	中国奶牛存栏量及同比增速	8
图 13	2019 年中日美英奶制品人均消费量（千克/人）	8
图 14	细分奶零售额同比增速	8
图 15	2019 年乳制品市场部分公司份额	9
图 16	乳制品行业渠道占比	9
图 17	2019 年乳制品细分行业市场规模占总体比例	9
图 18	2019 年液体奶（UHT 奶+巴氏奶）公司市场份额	9
图 19	UHT 奶与巴氏奶价格对比（元/千克）	10
图 20	巴氏奶零售额及同比增速	10
图 21	细分奶零售/餐饮渠道对比	10
图 22	2019 年巴氏奶公司市场份额	11
图 23	UHT 奶零售额及同比增速	11
图 24	2019 年 UHT 奶市场份额对比	11
图 25	酸奶价格（元/千克）	11
图 26	酸奶零售额及同比增速	11
图 27	2019 年酸奶公司市场份额	12
图 28	酸奶渠道占比	12
图 29	皇氏集团公司发展历程	12
图 30	皇氏集团股权结构	13

图 31	皇氏集团营收及同比增速.....	13
图 32	皇氏集团归母净利润及同比增速.....	13
图 33	公司分产品营收及同比增速.....	13
图 34	公司分产品毛利率.....	13
图 35	皇氏集团各业务收入占比.....	15
图 36	西南区域市场影响力持续提升.....	15
图 37	公司乳制品、食品销量及同比增速.....	15
图 38	公司信息服务营收及同比增速.....	15
图 39	“一只水牛”新品上市.....	16
图 40	“饭不着”首秀李佳琦直播间.....	16
图 41	可比公司销售费用率对比.....	16
图 42	可比公司管理费用率对比.....	16
图 43	可比公司研发费用率对比.....	17
图 44	可比公司期间费用率对比.....	17
图 45	销售费用率平滑上升.....	17
图 46	广告促销宣传费用率 20H1 提升.....	17
图 47	20H1 广告宣传费用占销售费用率有所提升.....	18

## 表目录

---

表 1	细分奶对比情况 .....	9
表 2	巴氏奶与 UHT 奶区别 .....	10
表 3	皇氏集团产品一览.....	14
表 4	公司近年收购情况.....	15
表 5	公司主要广告投放渠道 .....	18
表 6	皇氏集团分产品预测表 .....	19
表 7	可比公司估值表 .....	19

# 1. 原奶成本温和上涨，巴氏奶规模增速上行

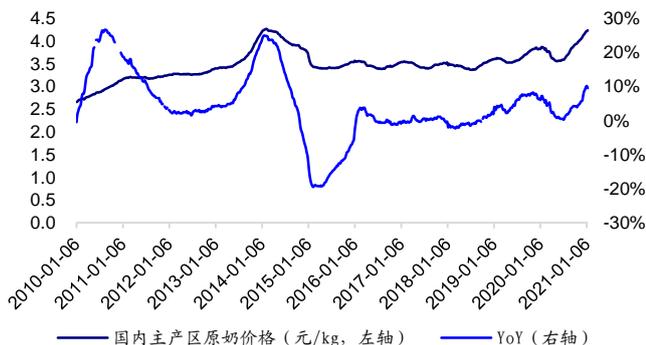
## 1.1 原奶成本温和上涨，疫情以来奶价有所回落

国内原奶价格在经历 2014 年下跌后，2018 年年底开始温和上涨，2019 年延续上涨态势，全年国内原奶价格同比上涨 5.5%。主因：

- **饲料成本上行：**大规模奶牛养殖成本中饲料成本占比超过 60%，其中精饲料（玉米、豆粕等）占比超过 40%，青粗饲料（苜蓿等）占比约 25%。2018 年以来国产玉米、豆粕价格以及进口苜蓿到岸价均有上行，中美贸易摩擦影响对进口苜蓿和大豆加征关税，进一步抬升饲料成本。
- **原奶供应量减少：**2015 年以来，奶价低迷，养殖户亏损退出，牛肉价格上涨，牛场淘汰奶牛，环保压力促使大批牧场退出，奶牛存栏量和液体奶产量下滑；2019 年国内全脂奶粉库存不高，约 5 万吨；2019 年国际奶价表现平稳，人民币贬值，大包粉进口量略涨。

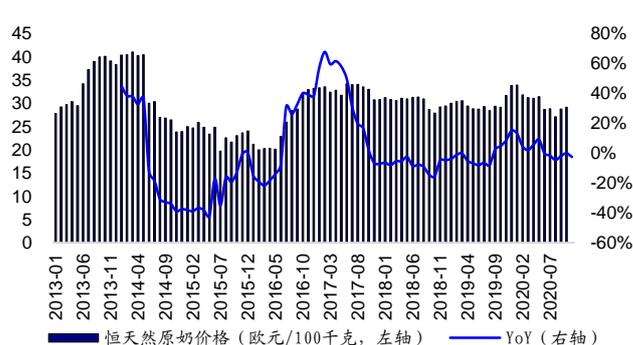
**2020 年疫情以来奶价自高位有所回落，我们认为或与物流不畅、原奶供应过剩，乳企喷粉有关。**6 月至今原奶价格持续回升，我们认为主因需求恢复后奶源短缺叠加养殖成本上涨。玉米、豆粕 2020 年全年均价同比+12.3%/+6.3%，饲料成本上涨支撑奶价上行。目前春节错峰备货需求旺盛，预计节后增速有所放缓，同时随着上游补栏扩产，原奶缺口有望得到缓解，预计 2021 年国内原奶价格将维持低个位数温和上涨。

图1 国内主产区原奶价格及同比增速



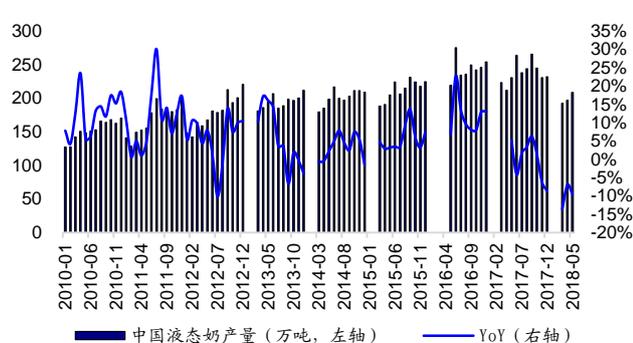
资料来源：Wind，农业部，海通证券研究所

图2 恒天然原奶价格及同比增速



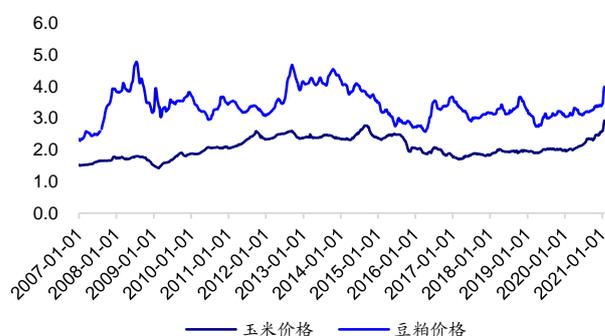
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 中国液态奶产量及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

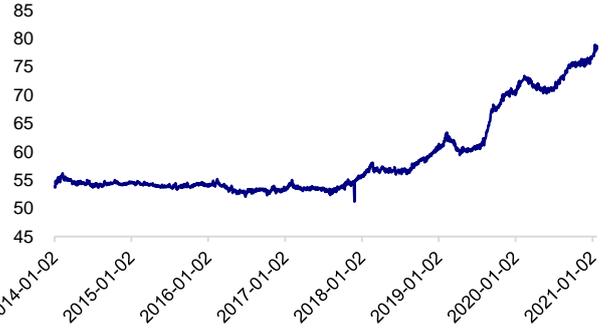
图4 玉米、豆粕平均价格走势（元/千克）



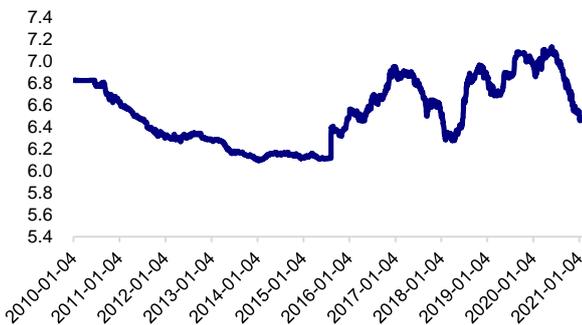
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图5 进口苜蓿草平均到岸价走势 (美元/吨)**

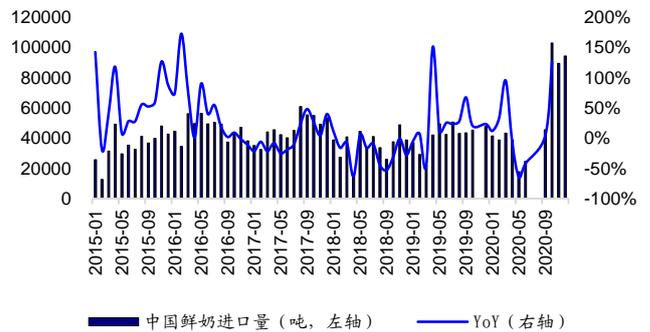

资料来源: Wind, 东方戴瑞乳业咨询, 海通证券研究所

**图6 国内牛肉批发价格 (元/千克)**


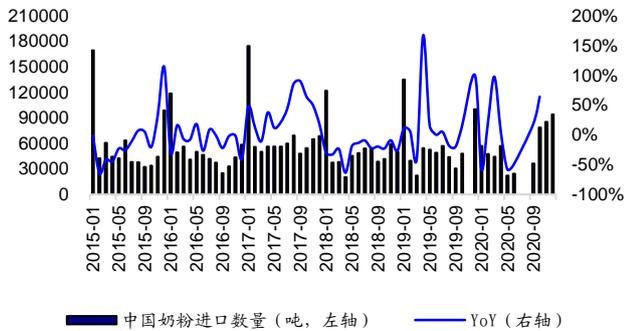
资料来源: Wind, 农业部, 海通证券研究所

**图7 美元兑人民币中间价 (美元/人民币)**


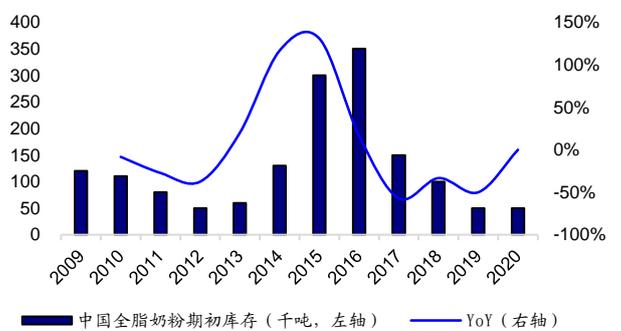
资料来源: Wind, 中国人民银行, 海通证券研究所

**图8 中国鲜奶进口量及同比增速**


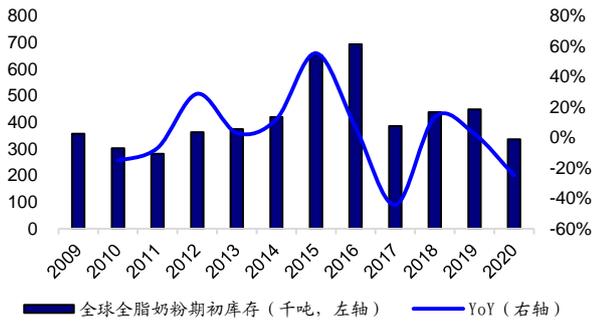
资料来源: Wind, 商务部, 海通证券研究所

**图9 中国奶粉进口量及同比增速**


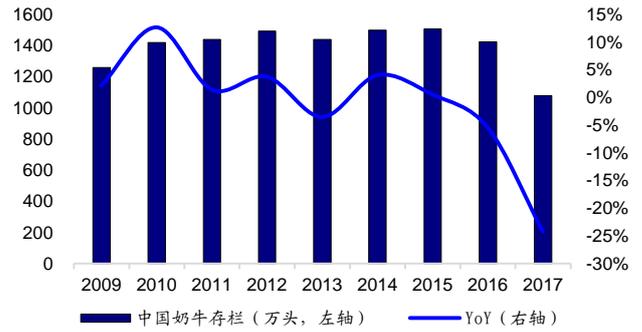
资料来源: Wind, 商务部, 海通证券研究所

**图10 中国全脂奶粉期初库存及同比增速**


资料来源: Wind, 美国农业部, 海通证券研究所

**图11 全球全脂奶粉期初库存及同比增速**


资料来源: Wind, 美国农业部, 海通证券研究所

**图12 中国奶牛存栏量及同比增速**


资料来源: Wind, 中国奶业年鉴, 海通证券研究所

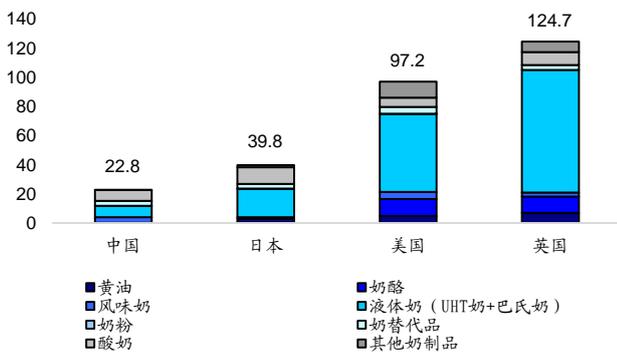
## 1.2 乳制品行业维持良好增长, 巴氏奶增速不断上行

**我国消费以白奶和酸奶为主, 人均成长空间较大。**2019年我国人均奶制品消费量22.8kg, 2010-19年CAGR4%, 与发达国家相比差距较大。其中, 人均消费液体奶7.6kg, 酸奶7.3kg, 合计占比近70%。近年来人均消费量中酸奶份额增长显著, 2010-19年, 从16.3%增长至32%。

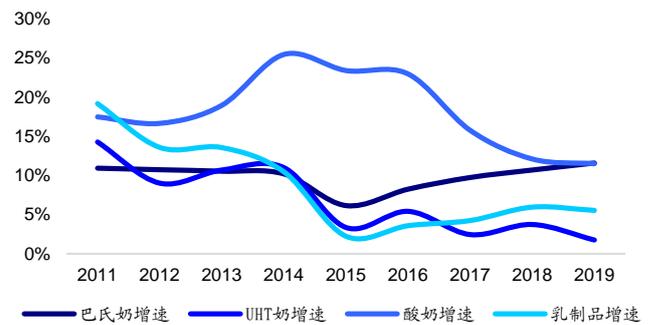
**巴氏奶增速赶超酸奶, UHT奶增速呈下行趋势。**2017年以来, UHT奶增速低于乳制品行业整体, 总体呈下行趋势; 巴氏奶增速不断上升, 2019年超过酸奶, 达到11.6%。

**双寡头格局。**2019年乳制品行业整体市场份额, 伊利和蒙牛合计近50%, 分别为24.5%和20.3%。光明、君乐宝与新希望, 分别占3.7%、3.3%、1.7%。

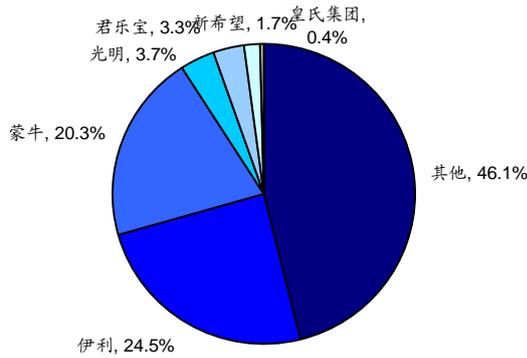
**线上渠道占比提升, 传统渠道份额下行。**传统渠道(食品/饮料/烟草店等)占比持续下行, 2019年仅占29.2%, 现代渠道(便利店、超市、特大超市等)占比64.3%; 线上渠道占比持续增长至6%。

**图13 2019年中美日英奶制品人均消费量(千克/人)**


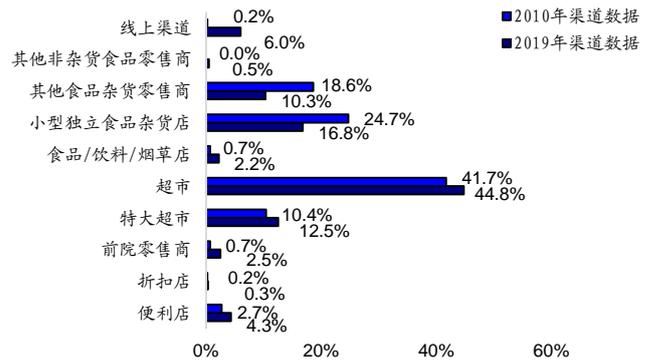
资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图14 细分奶零售额同比增速**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图15 2019年乳制品市场部分公司份额**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图16 乳制品行业渠道占比**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**表 1 细分奶对比情况**

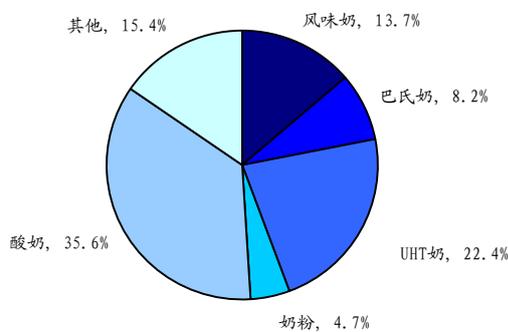
类别	2015-19 零售额 CAGR	增长趋势	规模 (2019)	增速 (2019)	CR5 (2019)	皇氏集团市占率 (2019)	竞争格局
巴氏奶	10.0%	加速增长	343.15 亿元	11.6%	36.2%	3.2%	市占率前五均为地方乳企
UHT 奶	3.3%	进入成熟期 低个位数增长	941.57 亿元	1.7%	81.9%	0.6%	双寡头合计市占率 77.5%
酸奶	15.5%	高速增长后 增速放缓	1492.99 亿元	11.5%	74.6%	0.1%	双寡头合计市占率 54.2%

资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

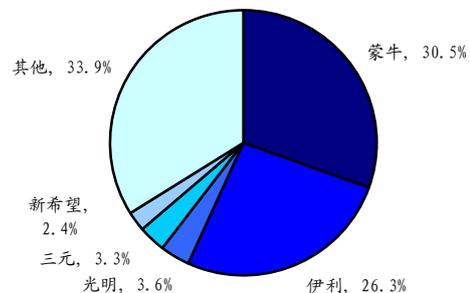
### 1.2.1 巴氏奶份额持续提升, UHT 奶步入成熟期

**液体奶中巴氏奶占比持续提升。**2019年液体奶零售额达1284.72亿元,占乳制品总体的30.6%,2015-19年CAGR为4.9%。龙头乳企蒙牛市占率逐渐超越伊利,2019年达到30.5%。皇氏市占率位列第八,占1.3%。2015-19年,巴氏奶占比从22.1%持续增长至26.7%。

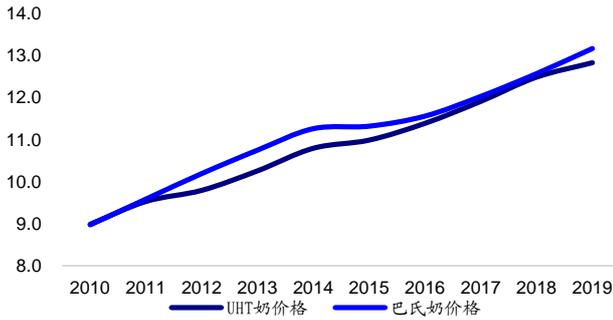
**低温杀菌与严格质量标准塑造高品质巴氏奶。**UHT奶的蛋白质与钙等主要营养成分在高温灭菌时得以保留,但维生素等热敏感物质已被破坏,牛奶风味也有所改变。保质期较长,方便储存,可以囤货。与UHT奶不同,巴氏奶利用低温杀菌技术,最大程度地保留了牛奶的营养物质,原材料质量标准也更严格。巴氏奶保质期较短,需通过冷链运输。

**图17 2019年乳制品细分行业市场规模占总体比例**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图18 2019年液体奶 (UHT奶+巴氏奶) 公司市场份额**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图19 UHT 奶与巴氏奶价格对比 (元/千克)**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**表 2 巴氏奶与 UHT 奶区别**

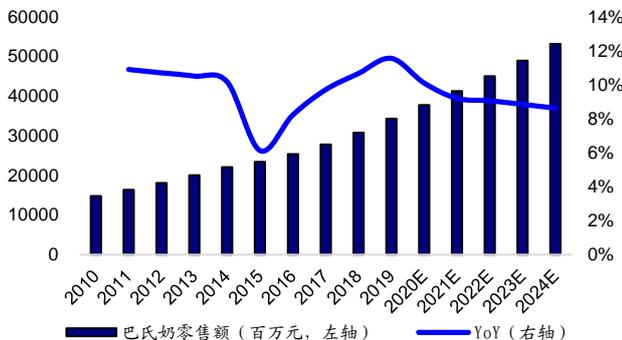
	巴氏奶	UHT 奶
营养价值	最大限度地保留了鲜奶的营养成分和口感	维生素等热敏感物质被破坏、牛奶风味变化
保质期	多为 7-15 天	多为 45 天/180 天/365 天
加工	巴氏灭菌法	UHT 灭菌法
包装	塑料袋、塑料瓶、屋顶纸盒居多	百利包、利乐枕、利乐砖居多
渠道	直营居多 (送奶上门)	依赖经销商
运输	冷链	普通物流

资料来源: Hometest 搜狐号, 乳业在线公众号, 京东, 海通证券研究所

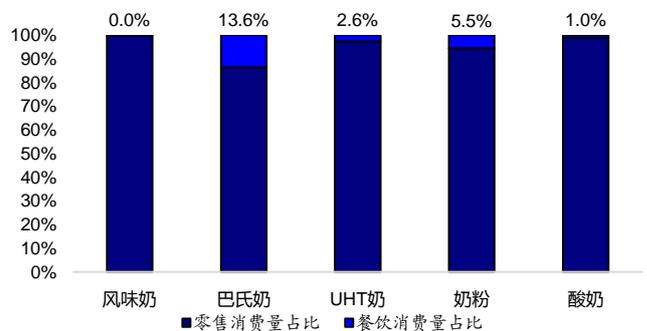
### 巴氏奶增速持续上行

巴氏奶消费增速持续上行, 餐饮消费渠道占比较高。更为新鲜营养的巴氏奶备受人们青睐, 2015-19 年, 巴氏奶零售额从 234.10 亿元增长至 343.15 亿元, 同比增速从 6.1% 提升至 11.6%。欧睿预计巴氏奶零售额未来五年年化增速为 9.2%。巴氏奶在餐饮渠道消费占比为 13.6%, 远高于 UHT 奶、酸奶等。巴氏奶需要低温冷藏运输, 近年来公路冷链车数量稳步增长, 2019 年达到 21.47 万辆, 2011-19 年 CAGR26.8%。

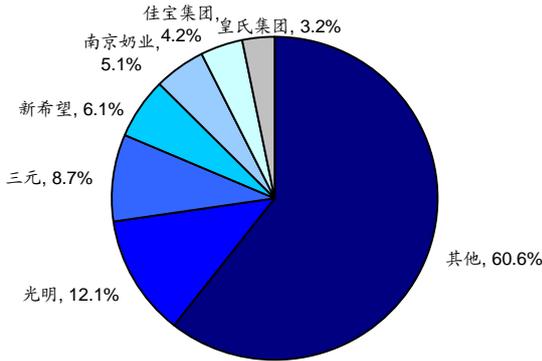
市占率前五均为地方乳企。2019 年, 巴氏奶 CR5 为 36.2%, 光明、三元与新希望市占率位列前三, 分别为 12.1%、8.7% 和 6.1%。其中皇氏市占率持续增长, 2010-19 年提升 1.4pct。

**图20 巴氏奶零售额及同比增速**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

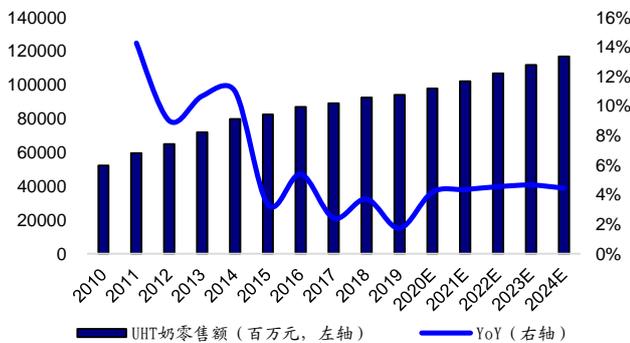
**图21 细分奶零售/餐饮渠道对比**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

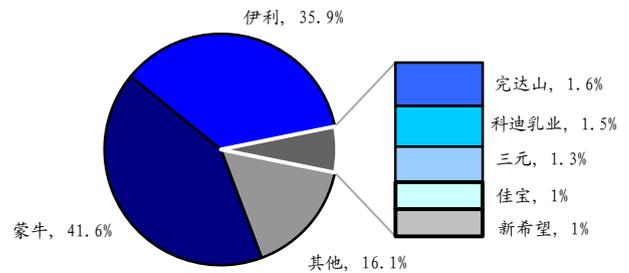
**图22 2019年巴氏奶公司市场份额**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**UHT奶步入成熟期, 增速放缓, 双寡头占据超75%份额。**根据欧睿, 2015-19年, UHT奶规模从826.43亿元增长至941.57亿元, CAGR为3.3%。市场规模仅次于酸奶, 占乳制品总体的22.4%。伊利蒙牛双寡头占据77.5%份额, 皇氏仅占0.6%份额。

**图23 UHT奶零售额及同比增速**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

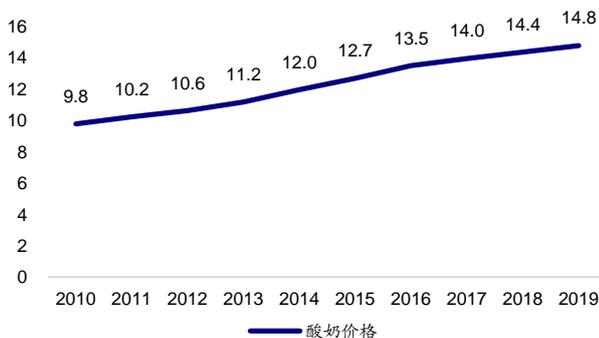
**图24 2019年UHT奶市场份额对比**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

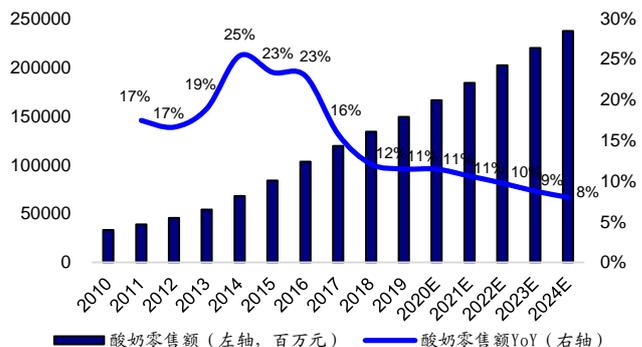
### 1.2.2 酸奶零售额增速放缓, 线上销售占比提升

**酸奶零售额经历高速增长后增速放缓。**2015-19年, 酸奶零售额增速从23.4%降至11.5%, 欧睿预测未来增速继续下行, 2024年降至8%。

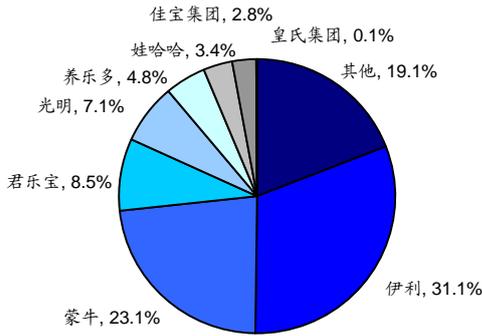
**酸奶线上销售占比提升, 双寡头格局。**2010-19年线上销售从0.3%提升至5.1%; 传统渠道则不断缩减, 从26.5%下降至15.5%。市场份额方面, 伊利、蒙牛共占约54.2%, 君乐宝与光明市占率分别为8.5%、7.1%。

**图25 酸奶价格 (元/千克)**


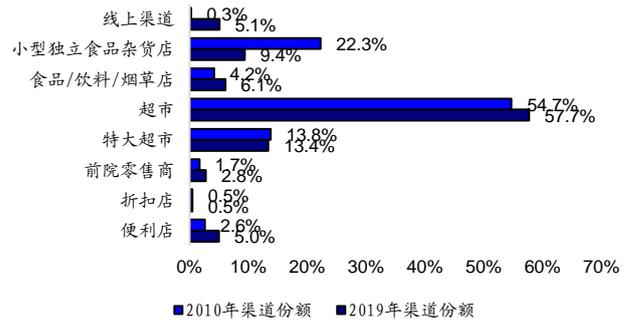
资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图26 酸奶零售额及同比增速**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图27 2019年酸奶公司市场份额**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

**图28 酸奶渠道占比**


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

## 2. 立足乳业强发展, 信息赋能添动力

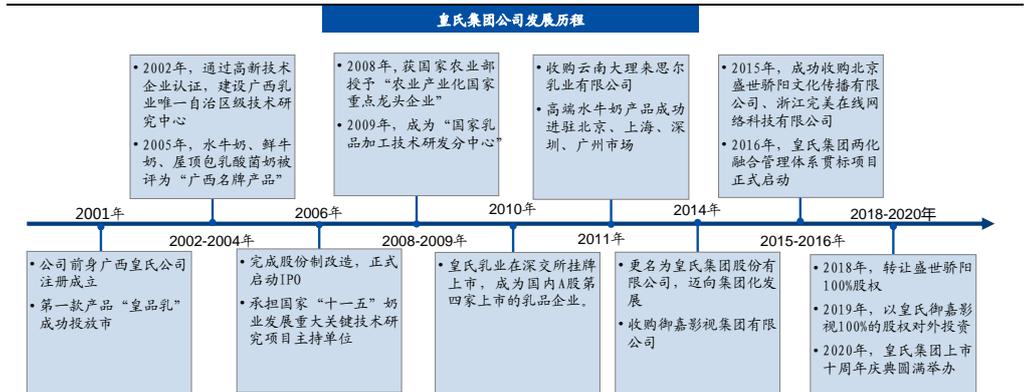
### 2.1 聚焦乳业核心业务, 信息服务成利润新增长点

**集团化管理模式, 乳品信息双发力。**皇氏集团股份有限公司是一家集乳业和信息服务于一体的综合性上市公司(股票代码: 002329)。公司前身为广西皇氏, 成立于2001年, 2006年广西皇氏整体变更为股份有限公司, 主要从事乳品业务。2010年, 皇氏乳业在深交所上市, 是国内乳品行业第四家A股上市公司, 同时也是全国最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业, 广西地区唯一拥有自治区级企业技术中心的乳品企业。

2014年, 公司收购御嘉影视集团有限公司, 并更名为皇氏集团股份有限公司, 迈向集团化发展。2015年, 收购北京盛世骄阳文化传播有限公司, 形成乳业及文化传媒业务协同发展的经营模式。2016年, 通过股权收购使浙江完美在线网络科技有限公司成为其全资子公司, 信息板块新业务进一步增强。

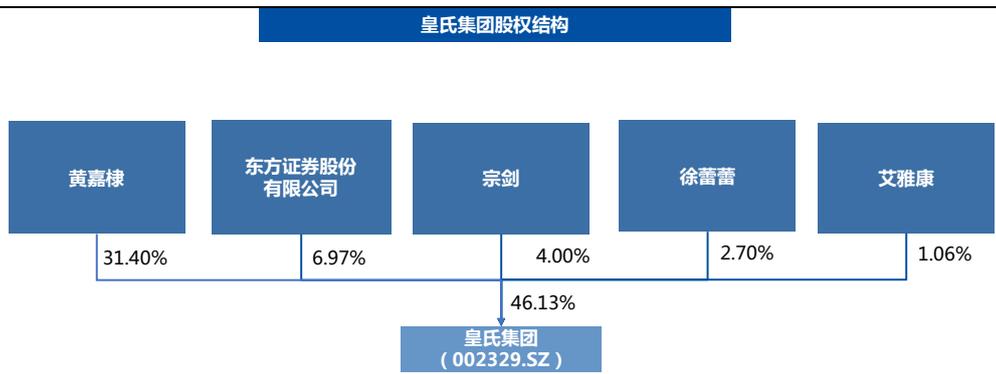
2018-19年, 公司相继剥离影视传媒业务。2017年起各省市对地面数字电视传输覆盖网进行专项整治, 子公司盛世骄阳轮播频道业务被迫停止。2018年, 考虑盛世骄阳可能对公司经营业绩带来不利影响, 公司通过公开挂牌转让的方式转让盛世骄阳100%股权。2019年, 为进一步降低经营风险, 公司以皇氏御嘉影视100%的股权对外投资设立合资公司泰安数智城市运营有限公司。目前公司基本剥离影视剧业务, 聚焦乳业和信息服务。

现公司拥有37家分、子公司以及参股公司, 支柱产业是以水牛奶、酸奶、巴氏鲜奶为核心的特色乳品业务, 涵盖从种植到奶牛养殖、乳品加工、销售服务的全产业链。公司在广西、云南、湖南、贵州及爱尔兰等地建立了27个标准化养殖基地和6个现代化乳品加工厂, 年产各类乳制品能力达50万吨。公司将继续立足乳业核心业务, 同时加强信息业务领域的业务拓展。

**图29 皇氏集团公司发展历程**


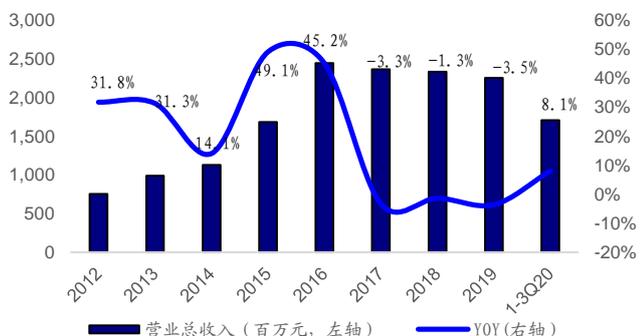
资料来源: Wind, 公司官网, 海通证券研究所

广西奶业龙头民企，黄嘉棣为实际控制人。截至 2020 年 10 月 31 日，公司实际控制人为黄嘉棣，持有皇氏集团 31.40% 股份。东方证券股份有限公司持股 6.97%，为第二大股东。宗剑、徐蕾蕾、艾雅康分别持股 4.00%/2.70%/1.06%。

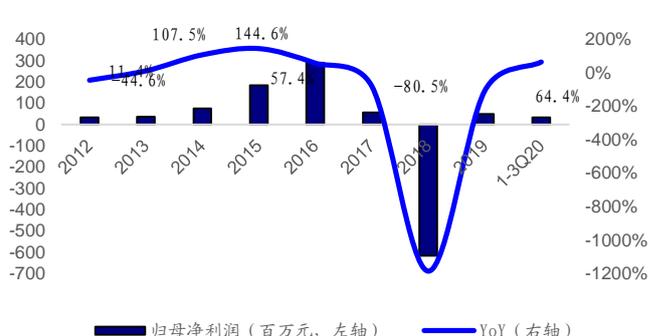
**图30 皇氏集团股权结构**


资料来源：Wind，海通证券研究所

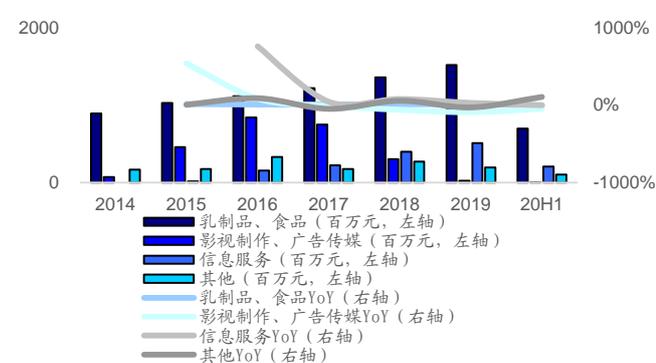
**剥离影视，聚焦乳业和信息业务，1-3Q20 营收利润双增长。**2019 年公司实现营业收入 22.53 亿元，同比-3.5%，归母净利润 0.49 亿元，同比+107.9%。营业收入同比下降主因：2019 年皇氏御嘉影视脱离公司合并报表，剔除影视业务大幅下降的因素，公司营业收入同比+9.6%（其中乳制品、食品/信息服务同比+11.7%/+28.3%）；归母净利润同比上升主因：2018 年低基数（计提大额资产减值）。1-3Q20 公司实现营业收入/归母净利润 17.09/0.33 亿元，同比+8.1%/+64.4%。受疫情影响一季度订单锐减，1H20 乳制品、食品/信息服务营收占比同比-3.60pct/-0.99pct 至 68.9%/20.5%，毛利率分别为 25.7%/21.5%。

**图31 皇氏集团营收及同比增速**


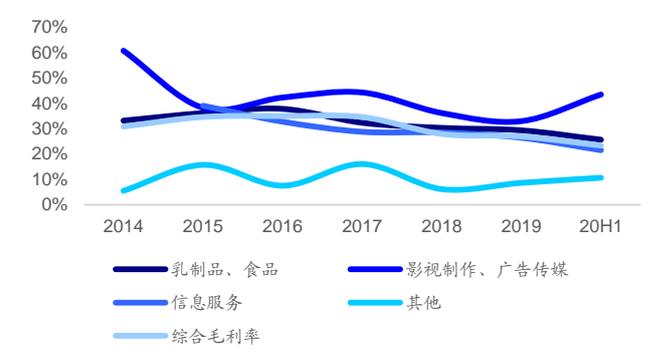
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图32 皇氏集团归母净利润及同比增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图33 公司分产品营收及同比增速**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图34 公司分产品毛利率**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**立足乳业核心业务，迈进“西南第一乳企”战略。**20H1 西南地区营收同比+3.1%，其他地区营收同比+3.1%。公司属于区域性龙头企业，业务区域主要在西南地区，以广

西、云南为核心，逐步辐射至湖南、贵州、广东、四川等周边省市。来思尔、遵义两个智能新工厂正在抓紧建设，公司在西南区域市场影响力有望进一步提升。

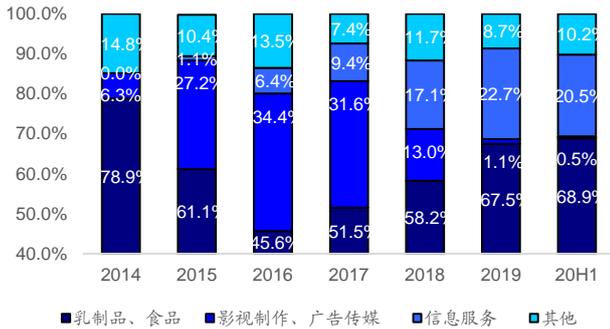
表 3 皇氏集团产品一览

系列	产品名称	形象图片	口味/品类	售价 (元/100ml)
酸奶系列	裸酸奶		原味	2.81 (元/100g)
	饭不着		黄桃+爆浆燕麦/桑葚草莓+爆浆燕麦	5.55 (元/100g)
	小爱酸奶		冰淇淋香草味/青柠海盐味/经典原味	2.77 (元/100g)
	摩拉菲尔醇养·酸牛奶		原味/红枣枸杞味	2.64 (元/100g)
常温奶系列	甲天下水牛纯牛奶		-	3.00
	摩拉菲尔·清养水牛纯牛奶		-	2.33
	摩拉菲尔纯水牛奶		-	3.00
	一只水牛		-	3.00
乳酸菌饮品	益智多		原味/草莓味	1.57
益生菌产品	巴马活菌益生菌固体饮料		-	3.43 (元/g)

资料来源：淘宝，公司官网，海通证券研究所

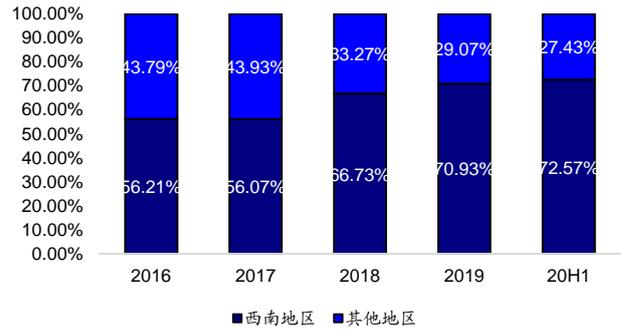
**信息服务为公司利润新增长点。**信息服务板块由收购的浙江完美在线网络科技有限公司、浙江筑望科技有限公司、以及合资成立的泰安数智有限公司等三家子公司组成，现有短信、客服、电商、智能化等业务，服务于金融、互联网、通信业、电子商务、公共事业、现代物流等多个行业。2015-19 年信息板块营收占比提升 21.7pct，成为公司利润新增长点。

图35 皇氏集团各业务收入占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图36 西南区域市场影响力持续提升



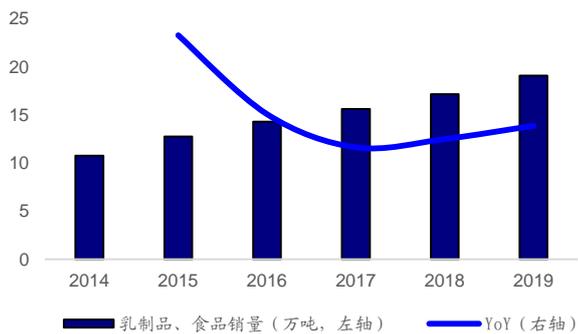
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2.2 乳业信息两大主业协同发力, 推动乳业高品质发展

### 2.2.1 数字赋能乳业, 乳业信息板块双轮驱动

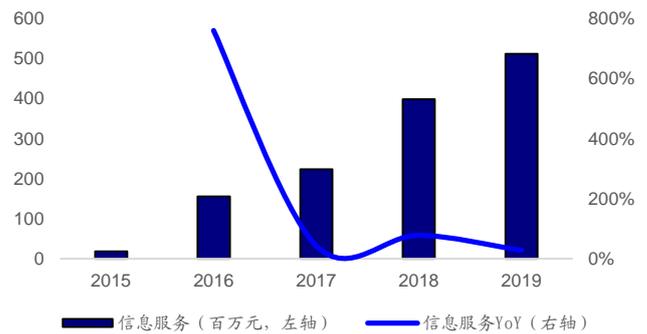
乳业与信息业务协同, 形成自身的竞争优势。公司通过传统乳业与信息化数据的资源共享及深入开发, 充分利用信息业务长期积累下来的数据和技术为乳业赋能。2014-19年乳制品、食品销量稳步提升, 2019年乳制品、食品销量19.08万吨, 同比+11.1%。2015-19年公司信息板块营收呈现连续上涨态势, 年复合增速达130.6%。

图37 公司乳制品、食品销量及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 公司信息服务营收及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

剥离包袱聚焦主业, 加快乳品和信息业务布局。2018年, 公司对收购御嘉影视100%股权所形成的商誉计提减值准备5.54亿元。此外, 公司转让盛世骄阳100%股权, 形成资产处置损失9009.59万元。近几年, 公司通过逐步收购进军信息服务行业, 公司在继续加强乳业板块业务规模的同时, 继续加大信息业务领域的投入, 积极推动云通信平台、智能基础工程的探索, 推进数字产业的发展, 培育新的利润增长点。2020年, 公司主动进行数字化转型, 与商汤科技、橙心优选等企业开展合作, 推动乳业与信息两大核心业务的资源整合和业务协同。

表4 公司近年收购情况

年份	品类拓展项目
2010	使用超募资金1871.60万元收购皇氏食品71%股权
2011	使用超募资金9777万元增资收购来思尔55%股权
2015	收购浙江完美在线网络科技有限公司, 入股杭州遥指科技有限公司
2016	完成对浙江完美在线网络科技有限公司剩余40%股权的收购, 使其成为全资子公司
2017	支付4.65亿元收购浙江筑望科技有限公司

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 2.2.2 借力新营销, 坚持产品创新化

**20年匠人精神，打造广西特色水牛奶珍品。**水牛奶是南方的特色品种，具有突出的地域特色。广西省水牛存栏量全国第一，地处广西的皇氏集团拥有这一资源优势。公司作为国内领军的水牛奶生产和研发企业，始终高度重视中国水牛奶产业源头的品质建设，成为行业中公认的水牛奶品质标杆。“一只水牛”系列产品在今年亮相，该产品的立项、研发和生产营销全过程都以皇氏消费者大数据为依据，主打年轻化的口味、时尚的包装和独特营销方式。

**聚焦新品研发，技术壁垒潮品引领消费新风尚。**公司聚焦酸奶、水牛奶等核心产品的打造，“小酸奶”、“我的果园”、“饭不着”等新品深受消费者喜爱，成为公司跑量及引领消费新风尚的产品。“饭不着”是公司今年重点推出的代餐酸奶，酸奶中添加的“爆浆燕麦”在国内尚属首创，产品一经推出便在天猫代餐酸奶品类以及小红书休闲酸奶等年轻消费群体线上渠道走红，该款产品首秀李佳琦直播间1分钟售罄36万杯。

图39 “一只水牛”新品上市



资料来源：淘宝，海通证券研究所

图40 “饭不着”首秀李佳琦直播间

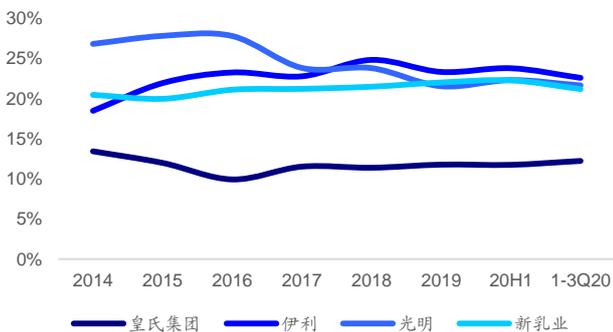


资料来源：公司官网，海通证券研究所

### 2.2.3 注重研发投入，销售费用率低于竞品

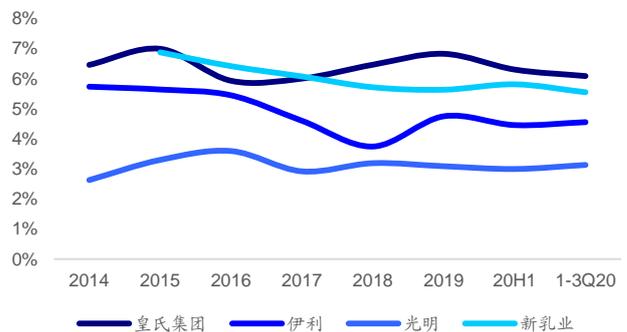
**研发费用投放凸显强研发能力，销售和管理费用率保持稳定。**2014-19年销售费用率由13.5%降至11.8%，较竞品低逾9pct。2014-19年管理费用率由6.5%增至6.8%，2017-2019年研发费用率由0.8%增至2.6%，远超竞品（伊利0.6%，光明0.3%，新乳业0.5%）。2020年公司期间费用率有一定上升，Q3期间费用率达到了26.7%，同比上升3.49pct。Q3销售费用率/管理费用率/研发费用率为12.96%/5.77%/4.64%，分别环比+3.18pct/1.33pct/3.37pct，主要系公司三季度增加产品研发投入、大力拓展渠道所致。

图41 可比公司销售费用率对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

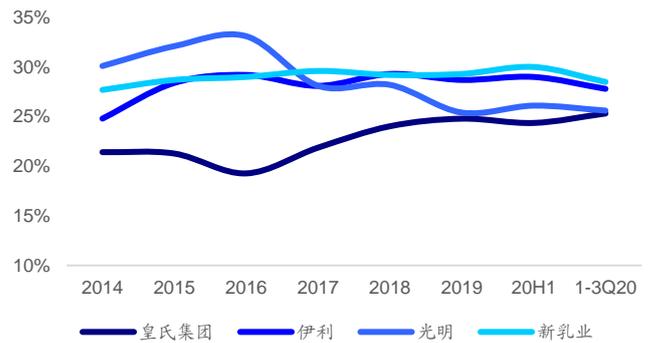
图42 可比公司管理费用率对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

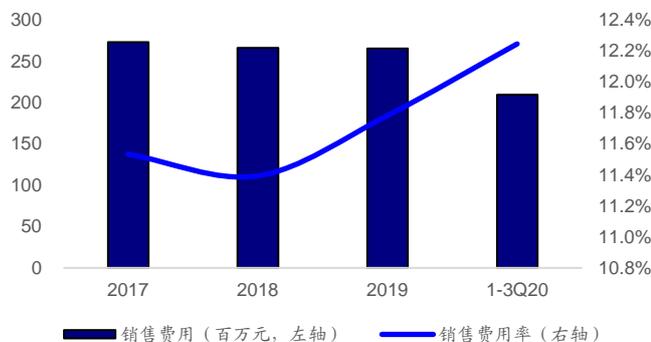
**图43 可比公司研发费用率对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

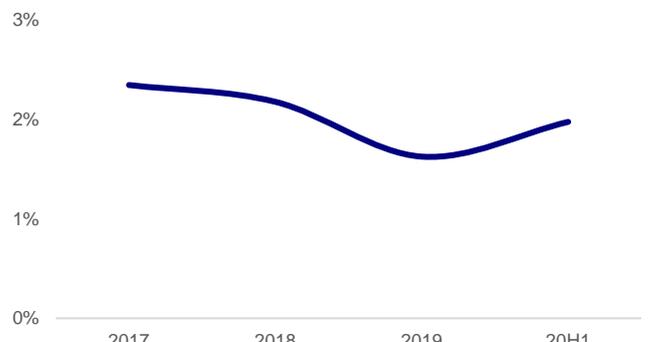
**图44 可比公司期间费用率对比**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**广告促销宣传费用率 20H1 提升。**过去三年整体广告促销费用率呈下滑态势, 其中 2019 仅达 1.6%, 20H1 同比+0.83pct 至 2.0%。我们认为或与乳业业务与公司其他业务深度合作成本内部化有关。

**图45 销售费用率平滑上升**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图46 广告促销宣传费用率 20H1 提升**


资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

### 3. 销售网络成熟, 从区域走向全国化

公司属于区域性龙头企业, 业务聚焦西南, 以广西、云南为核心, 逐步辐射至湖南、贵州、广东、四川等周边省市。采用直营、经销和分销相结合的销售模式, 已建立起覆盖经销商、商超、专卖店、奶点、配送上门及电商等全渠道的线上线下立体化营销网络。

#### 3.1 信息业务赋能营销, 构筑全国平台

公司线下营销网络覆盖城市乡村, 渠道包含经销商、配送上门、专卖店、食堂、学校、自动贩卖机等。集团子公司完美在线、筑望科技利用信息业务长期积累的数据、技术为乳业赋能, 搭建消费者沟通、服务桥梁, 并逐步搭建全国有利平台。

**品牌数字化转型推进迅速, 借力深化电商、直播等线上营销渠道。**公司 2020 年与韵达、中通云商、滴滴旗下社区电商平台橙心优选分别协议战略合作, 在大数据、云仓储、物流、供应链、云直播等方面深度合作。子公司完美在线、筑望科技利用大数据、新媒体、新渠道共享客户和产品, 拓宽线上营销渠道。

#### 3.2 加强线上宣发, 聚焦“水牛奶”

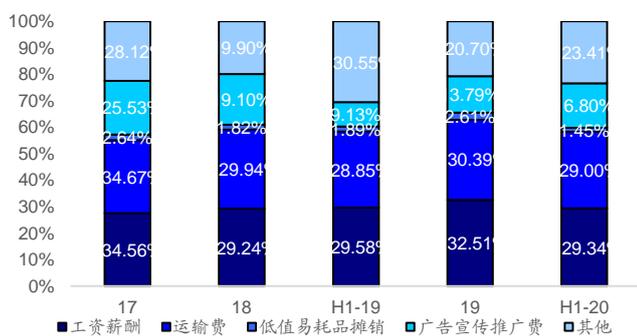
**线下及传统媒体渠道投放广告提升品牌知名度。**公司的广告宣传促销费用主要用于知名卫视、互联网、音乐节、体育赛事等多渠道广告投放、影视剧植入、赞助。原子公司御嘉影视公司 2017 年以来发布了《云巅之上》、《生于 70 年代》等影视剧, 其中通过广告植入对乳业业务知名度进行辐射。

**表 5 公司主要广告投放渠道**

年份	赞助节目及自有 IP
2017 年	《超级点子王》、《小老虎丹尼尔》、《云巅之上》
2018 年	“520” 汉服大型公益集体婚礼、《中国新歌声》、音乐剧《朝暮有情人》、英雄联盟 LDL 夏季赛、青秀·绿野音乐节、《你和我的倾城时光》、《生于 70 年代》
2019 年	湖南省体能王挑战赛

资料来源：公司官网，公司公众号，海通证券研究所

借新媒体浪潮拓宽渠道，开探电商、直播、抖音、微信、支付宝、小红书等平台。电商方面，公司自主运营皇氏购 go 并入驻天猫、京东等平台，同时联合支付宝、天猫发放购物补贴，成功聚集关注登上支付宝美食特惠榜首。疫情期间借线上购物、云直播蓬勃发展之机，公司投身“新零售”，先后与李佳琦、薇娅等合作营销摩菲水牛等旗下产品。

**图 47 20H1 广告宣传费用占销售费用率有所提升**


资料来源：公司半年报，公司年报，海通证券研究所

## 4. 盈利预测

结合公司各项业务的历史数据，我们作出如下假设：

- 疫情下销售高速增长，近两年产能陆续释放，满足业务扩张需要。假设乳制品、食品业务未来 3 年收入增速分别为 8.0%、11.0%、11.0%。随着产品结构优化，毛利率有所提升，假设毛利率分别为 28.8%、30.2%、31.1%。
- 假设影视制作、广告传媒业务 20 年收入增速为-40.0%，21-22 年规模不变，毛利率均为 34.9%。
- 假设信息服务业务未来 3 年收入增速分别为 15.0%、18.0%、18.0%，假设毛利率均为 26.4%。
- 假设其他业务 20 年收入增速为 23.0%，21-22 年规模不变，毛利率均为 8.6%。

我们预计 2020-22 年公司营业收入分别为 24.86、27.73、30.98 亿元，同比增长 10.3%、11.5%、11.7%；归母净利润分别为 0.68、0.99、1.24 亿元，同比增长 39.3%、46.6%、25.0%；EPS 分别为 0.08 元/股、0.12 元/股和 0.15 元/股，对应 P/E 分别为 44.78/30.54/24.44 倍 (20210209)。根据可比公司平均估值，给予公司 2021 年 30-35 倍 P/E，对应合理价值区间为 3.60-4.20 元。首次覆盖给予“中性”评级。

表 6 皇氏集团分产品预测表

人民币:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>					
乳制品、食品	1360.65	1520.33	1641.96	1822.57	2023.05
增速	11.6%	11.7%	8.0%	11.0%	11.0%
占比	58.2%	67.5%	66.0%	65.7%	65.3%
影视制作、广告传媒	302.76	25.80	15.48	15.48	15.48
增速	-59.6%	-91.5%	-40.0%	0.0%	0.0%
占比	13.0%	1.1%	0.6%	0.6%	0.5%
信息服务	399.10	512.18	589.00	695.02	820.13
增速	78.5%	28.3%	15.0%	18.0%	18.0%
占比	17.1%	22.7%	23.7%	25.1%	26.5%
其他	273.40	194.95	239.78	239.78	239.78
增速	56.3%	-28.7%	23.0%	0.0%	0.0%
占比	11.7%	8.7%	9.6%	8.6%	7.7%
<b>营业总收入</b>	<b>2335.91</b>	<b>2253.25</b>	<b>2486.22</b>	<b>2772.85</b>	<b>3098.44</b>
增速	-1.30%	-3.54%	10.34%	11.53%	11.74%
<b>毛利率</b>					
乳制品、食品	30.32%	29.35%	28.8%	30.2%	31.1%
影视制作、广告传媒	36.10%	32.9%	34.9%	34.9%	34.9%
信息服务	28.48%	26.39%	26.4%	26.4%	26.4%
其他	6.2%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
<b>综合毛利率</b>	<b>27.93%</b>	<b>26.93%</b>	<b>26.29%</b>	<b>27.41%</b>	<b>28.13%</b>

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 7 可比公司估值表

简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)			
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600887	伊利股份	46.02	2799.22	1.15	1.20	1.40	40.37	38.49	32.80	9.86	9.36	8.30
600597	光明乳业	18.66	228.49	0.41	0.44	0.52	45.84	42.37	35.95	3.83	3.67	3.40
002946	新乳业	18.05	154.09	0.29	0.34	0.48	63.22	52.69	37.33	7.83	6.64	5.78
	均值			0.62	0.66	0.80	49.81	44.51	35.36	7.17	6.56	5.83

注: 收盘价为 2021 年 2 月 9 日价格, 估值为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 5. 风险提示

行业竞争加剧, 信息服务业务发展不及预期, 食品安全问题。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2253</b>	<b>2486</b>	<b>2773</b>	<b>3098</b>
每股收益	0.06	0.08	0.12	0.15	营业成本	1647	1833	2013	2227
每股净资产	2.60	2.67	2.77	2.89	毛利率%	26.9%	26.3%	27.4%	28.1%
每股经营现金流	0.09	-0.27	0.25	0.28	营业税金及附加	12	14	15	17
每股股利	0.00	0.01	0.02	0.03	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	265	290	317	354
P/E	62.36	44.78	30.54	24.44	营业费用率%	11.8%	11.7%	11.4%	11.4%
P/B	1.39	1.36	1.31	1.25	管理费用	154	163	176	197
P/S	1.35	1.22	1.09	0.98	管理费用率%	6.8%	6.5%	6.3%	6.3%
EV/EBITDA	20.22	21.93	17.67	15.05	EBIT	116	120	178	221
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	财务费用	80	34	41	40
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	3.6%	1.4%	1.5%	1.3%
毛利率	26.9%	26.3%	27.4%	28.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	2.2%	2.7%	3.6%	4.0%	投资收益	24	-2	2	3
净资产收益率	2.2%	3.0%	4.3%	5.1%	<b>营业利润</b>	<b>68</b>	<b>122</b>	<b>179</b>	<b>224</b>
资产回报率	1.0%	1.3%	1.8%	2.2%	营业外收支	10	0	0	0
投资回报率	3.5%	2.8%	4.0%	4.8%	<b>利润总额</b>	<b>77</b>	<b>122</b>	<b>179</b>	<b>224</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	245	250	313	363
营业收入增长率	-3.5%	10.3%	11.5%	11.7%	所得税	-9	2	4	4
EBIT 增长率	-37.7%	3.7%	47.6%	24.4%	有效所得税率%	-11.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润增长率	107.9%	39.3%	46.6%	25.0%	少数股东损益	37	52	76	95
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>49</b>	<b>68</b>	<b>99</b>	<b>124</b>
资产负债率	50.4%	50.7%	50.3%	48.6%					
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	货币资金	569	300	300	300
现金比率	0.3	0.1	0.1	0.1	应收账款及应收票据	396	687	766	856
<b>经营效率指标</b>					存货	119	152	167	184
应收帐款周转天数	100.8	100.8	100.8	100.8	其它流动资产	854	1138	1258	1396
存货周转天数	30.2	30.2	30.2	30.2	流动资产合计	1938	2276	2490	2736
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	长期股权投资	654	654	654	654
固定资产周转率	2.5	2.9	3.3	3.8	固定资产	871	863	835	803
					在建工程	142	240	352	361
					无形资产	324	305	285	266
					非流动资产合计	3007	2928	2992	2950
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4946</b>	<b>5204</b>	<b>5482</b>	<b>5686</b>
净利润	49	68	99	124	短期借款	952	880	935	865
少数股东损益	37	52	76	95	应付票据及应付账款	318	386	424	469
非现金支出	157	129	136	142	预收账款	57	63	70	78
非经营收益	53	37	45	43	其它流动负债	508	956	975	998
营运资金变动	-217	-513	-150	-170	流动负债合计	1835	2284	2404	2410
<b>经营活动现金流</b>	<b>79</b>	<b>-227</b>	<b>206</b>	<b>235</b>	长期借款	60	260	260	260
资产	-115	-193	-200	-100	其它长期负债	596	96	96	96
投资	-311	0	0	0	非流动负债合计	656	356	356	356
其他	15	149	2	3	<b>负债总计</b>	<b>2490</b>	<b>2640</b>	<b>2760</b>	<b>2766</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-410</b>	<b>-44</b>	<b>-198</b>	<b>-97</b>	实收资本	838	838	838	838
债权募资	262	-572	56	-70	归属于母公司所有者权益	2180	2237	2319	2422
股权募资	21	0	0	0	少数股东权益	275	327	403	498
其他	-23	574	-64	-67	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4946</b>	<b>5204</b>	<b>5482</b>	<b>5686</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>260</b>	<b>1</b>	<b>-8</b>	<b>-138</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-71</b>	<b>-269</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 09 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业  
 颜慧菁 食品饮料行业  
 程碧升 食品饮料行业  
 张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 贵州茅台, 洋河股份, 品渥食品, 巴比食品, 盐津铺子, 千禾味业, 中国茶叶, 东鹏饮料, 光明乳业, 双汇发展, 金龙鱼, 农夫山泉, 均瑶健康, 汤臣倍健, 安琪酵母, 中炬高新, 益海嘉里, 海天味业, 今世缘, 绝味食品, 香飘飘, 西麦食品, 洽洽食品, 日辰股份, 天味食品, 青岛啤酒, 桃李面包, 中国飞鹤, 涪陵榨菜, 安井食品

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com  
联系人  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgt12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 周旭辉 zhx12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博 zjb13572@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com  
 高 瑞 gr13547@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com