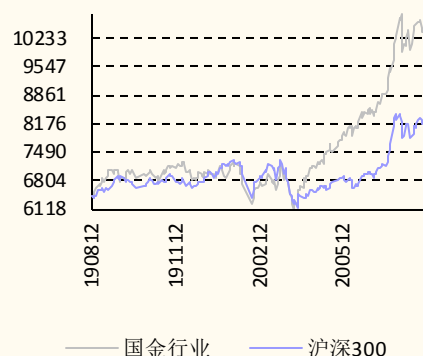


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	10443
沪深300指数	4682
上证指数	3340
深证成指	13466
中小板综指	12768



相关报告

1. 《Q2 动销改善兑现业绩，休闲食品成长加速-食品饮料行业周报》，2020.8.9
2. 《Q2 业绩改善趋势明确，动销旺盛加强市场信心-乳制品板块行情点...》，2020.8.4
3. 《中报验证与 Q3 消费预期加强市场信心-国金食品饮料周报》，2020.8.2
4. 《集中度加速提升，核心把握三条投资主线-调味品行业专题报告》，2020.7.24
5. 《终端需求向好趋势不改，核心关注确定性标的-食品饮料行业周报》，2020.7.12

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

贾淑靖 联系人:
jiashujing@gjzq.com.cn

7月线上增速环比放缓，品牌表现有所差异

事件

- 根据渠道调研和数据库跟踪统计情况，我们对白酒、乳制品、调味品、保健品、休闲食品和速冻食品等子行业7月份线上销售情况进行分析。

数据点评

- **白酒：终端需求向好趋势不改，价格坚挺期待旺季到来。**当前飞天茅台批价上升至 2620 元，近期小幅上涨；普五批价稳步上行至 940 元，预计中秋发货后批价仍可维稳；国窖 1573 当前批价 830 元，近期西南大区停货调价，H1 回款接近去年同期绝对值，淡季挺价为常态化政策，对报表端影响有限。当前行业处于需求上行周期的趋势不变，端午表现虽略显平淡，但市场对中秋国庆期待更深。疫情加速板块分化，高端酒龙头定力彰显，次高端区域龙头在重点市场优势突出，未来依旧坚定看好一二线白酒龙头企业。
- **乳制品：Q2 基本面环比改善趋势明确，需求旺盛提振市场信心。**7 月乳制品板块整体呈上涨趋势，两强加速上游布局，需求逐渐恢复常态，我们预计后期奶价将恢复增长态势。从终端动销来看，Q2 常温奶已逐渐恢复至正常水平，低温奶则始终维持着较好的增长态势，因此乳企 Q2 基本面环比改善趋势较为明确。渠道反馈伊利 Q2 收入端有望实现高增长（预计 Q2 收入 +20%左右），同时 Q2 利润端改善趋势较为明确，我们预计 Q2 利润端同比实现中双位数增长。我们看好妙可蓝多奶酪棒的持续放量，预计 Q2 奶酪棒环比有望实现翻倍以上增长，当前兼具高成长性与业绩确定性。
- **调味品：海天中炬线上持续高增长，7 月增速环比有所放缓。**海天味业 2020 年 7 月线上销售额 3075 万元，同比增长 47%，1-7 月累计线上销售额 2.36 亿元，同比增长 76%。Q2 海天线上销量增速高于收入增速，7 月增速环比虽有下降但整体依旧处于高增长。2020 年 7 月厨邦在天猫渠道线上销售额为 433.22 万元，同比增长 31%，相较 5/6 月 52%/55% 的增速有所放缓；1-7 月累计销售额为 3579.66 万元，同比增长 69%。2020 年厨邦整体线上增速远高于去年 1-7 月 24% 的累计同比增速。
- **保健品：行业成长性高，品牌间表现差异较大。**根据阿里系全网数据，保健品行业 7 月销售保持较好的增长态势，但在 6 月份高增长的基数下增速环比有所下滑。汤臣倍健主品牌表现优于整体，同比增速环比下滑，但同比仍持续高增长态势。合生元 7 月均价显著提升，收入维持良好增长。Swisse 自 6 月起销售回暖，增速明显改善实现双位数增长。东阿阿胶以量换价，7 月销售均价得到显著提升。GNC 今年销售均价持续提升，销售下滑态势缓和。
- **休闲食品：7 月线上整体表现下滑，洽洽增速领先。**疫情后线下门店逐渐复苏，7 月线上休闲零食同比和环比均下降。7 月休闲食品前 9 品牌在天猫渠道增速同比 -39%，环比 -29%，相较 Q2 降幅扩大。三只松鼠收入表现低迷，但均价同比表现优秀。三只松鼠 7 月天猫渠道销售额达到 2.35 亿元，同比下降 48%。坚果和肉脯类产品增速表现持续领先，坚果均价提升较快且顺畅。洽洽食品收入增速虽环比下滑但依旧属于高增长。2020 年 7 月天猫渠道销售额 2331 万元，同比增长 47%，销售量 63 万件，同比增长 78%。
- **速冻食品：行业量价齐升成长性较高。**2020 年 7 月阿里平台速冻食品销售额同比增长 38%；销量同比增长 20%；销售均价同比增长 15%。速冻食品销售额增长受销售量的推动更加明显，2020 年 1-7 月累计销售额同比增速为 85%。从销售额增速来看，7 月冰淇淋/冻品 > 生肉/肉制品 > 海鲜/水产品/制品，但此前生肉/肉制品和海鲜/水产品的销售额增速更加领先。从销售均价来看，7 月海鲜/水产品/制品、生肉/肉制品、冰淇淋/冻品的销售均价分别同比 +22%、+2%、+16%，增速环比和同比均有明显改善。

风险提示

- 线上数据与全渠道数据存在差异、食品安全的风险、原材料价格上涨的风险

内容目录

白酒：终端需求向好趋势不改，价格坚挺期待旺季到来	4
短期回调不改向上趋势，守望价值龙头	4
终端需求持续回暖，渠道良性，批价上行可期	5
渠道调研反馈，Q2 需求持续恢复，库存和价盘良性，格局依旧向好。	6
乳制品：Q2 基本面环比改善趋势明确，需求旺盛提振市场信心	7
7 月板块整体呈上涨趋势，业绩验证期把握确定性品种与可能超预期标的	7
奶价恢复增长态势，线下门店客流持续恢复	8
调味品：海天中炬线上持续高增长，7 月增速环比有所放缓	9
保健品：行业成长性高，品牌间表现差异较大	11
休闲食品：7 月线上整体表现下滑，洽洽增速领先	14
休闲食品行业：整体表现低迷，同比-39%	14
三只松鼠：坚果均价提升较快，肉脯增速领先	15
洽洽食品：主力品类坚果持续增长但均价下滑	16
速冻食品：行业量价齐升成长性较高	17
风险提示	19

图表目录

图表 1：白酒板块及重点个股涨跌幅	4
图表 2：7 月以来中信白酒行业指数变动	5
图表 3：年初至今中信白酒行业指数变动	5
图表 4：茅台、五粮液与国窖每周批价走势（元/瓶）	6
图表 5：茅台、五粮液与国窖京东成交价（元/500ml）	6
图表 6：全国规模以上白酒企业产量及同比增速	6
图表 7：全国规模以上白酒企业单月产量及同比增速	6
图表 8：2020 年 7 月乳制品板块个股涨跌幅排名	7
图表 9：原奶价格走势（元/kg）	9
图表 10：原奶价格同比增速变化（%）	9
图表 11：2020 年伊利、蒙牛、光明分月线上销售额及增速（万元）	9
图表 12：海天味业线上销售额及同比增速	10
图表 13：海天味业线上销售量及同比增速	10
图表 14：海天味业 2020 年线上销售额同比增速及累计增速	10
图表 15：海天味业 2020 年线上销售量同比增速及累计增速	10
图表 16：厨邦线上销售额及同比增速	11
图表 17：厨邦线上销售量及同比增速	11
图表 18：厨邦线上销售额与销量单月同比增速	11
图表 19：厨邦线上销售均价	11
图表 20：保健品行业 2020 年 1-7 月同比增速	12

图表 21: 汤臣倍健全品牌阿里平台线上销售及增速.....	12
图表 22: 汤臣倍健主品牌阿里平台线上销售及增速.....	12
图表 23: LSG 线上销售额及增速.....	13
图表 24: 汤臣倍健主品牌线上销售均价.....	13
图表 25: 合生元线上销售额及增速.....	13
图表 26: Swisse 线上销售额及增速.....	13
图表 27: 东阿阿胶线上销售额及增速.....	14
图表 28: GNC 线上销售额及增速.....	14
图表 29: 休闲零食行业天猫渠道线上同比增速.....	15
图表 30: 休闲零食品牌 7 月天猫渠道收入增长情况.....	15
图表 31: 三只松鼠天猫渠道月度收入销量同比增速.....	15
图表 32: 三只松鼠天猫渠道均价 ASP.....	15
图表 33: 三只松鼠坚果与蜜饯品类收入增速.....	16
图表 34: 三只松鼠肉脯与饼干品类收入增速.....	16
图表 35: 三只松鼠品类收入占比.....	16
图表 36: 三只松鼠品类均价表现.....	16
图表 37: 洽洽天猫渠道月度收入销量同比增速.....	17
图表 38: 洽洽三只松鼠天猫渠道均价 ASP.....	17
图表 39: 洽洽品类收入增速.....	17
图表 40: 洽洽品类均价.....	17
图表 41: 速冻食品阿里平台销售情况.....	18
图表 42: 阿里平台速冻食品分品类销售增速.....	18
图表 43: 速冻食品京东平台销售情况.....	18
图表 44: 京东平台速冻食品分品类销售增速.....	18
图表 45: 2020 年 7 月阿里平台面点类速冻食品占比.....	18
图表 46: 2020 年 7 月阿里平台水饺类速冻食品占比.....	18

白酒：终端需求向好趋势不改，价格坚挺期待旺季到来

短期回调不改向上趋势，守望价值龙头

- 截止 7 月 31 日，中信白酒指数年初以来累计涨跌幅为 46.26%，7 月单月累计涨跌幅为 18.33%，重点个股茅台、五粮液、泸州老窖等表现良好，单月涨跌幅分别为 14.72%、27.10%、29.48%。

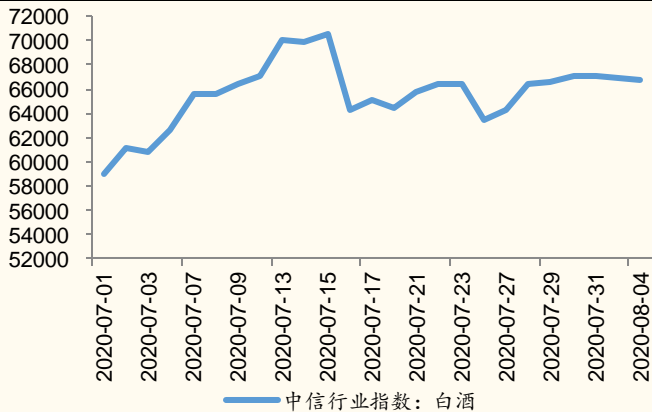
图表 1：白酒板块及重点个股涨跌幅

指数	7 月 31 日收盘价	7 月涨跌幅	年初至 7 月 31 日涨跌幅
白酒（中信）指数	67,035.36	18.33%	46.26%
贵州茅台	1,678.18	14.72%	43.51%
五粮液	217.50	27.10%	65.72%
泸州老窖	117.98	29.48%	36.11%
今世缘	43.47	9.25%	34.28%
古井贡酒	212.90	42.97%	58.03%
山西汾酒	180.34	24.37%	102.41%
食品饮料（中信）指数	28,359.60	17.88%	47.84%
沪深 300	4,695.05	12.75%	14.61%
上证指数	3,310.01	10.90%	8.52%
深证综指	2,256.87	14.24%	30.99%

来源：wind，国金证券研究所

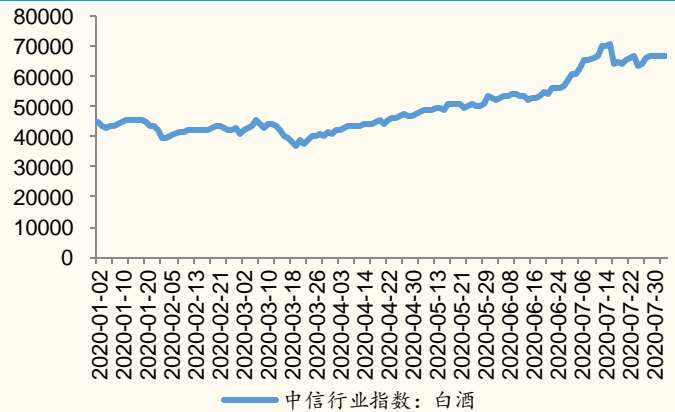
- **市场信心积极向好，7 月上旬白酒板块普涨。**7 月上旬，白酒板块呈现普涨，短期超额收益率较高，主要系：1) 高端酒批价上涨加速，茅五泸批价提振明显；2) 终端动销恢复回暖加速，中秋国庆旺季预期强烈；3) 多家酒企召开股东大会，积极信号释放；4) 剑南春、酒鬼酒、汾酒、国窖、今世缘等的核心产品陆续提价，有望增厚业绩，激发渠道积极性。
- **官媒点名+中美关系紧张，白酒板块短暂调整。**回顾 7 月，白酒板块出现 2 次回调，分别在 7 月 16 日和 7 月 24 日，单日跌幅分别为 8.92%、4.68%。除去前期收益率较高的因素外，7 月 16 日板块下行主要系：人民日报发布文章《变味的茅台，谁在买单？》，文章强调“酒是用来喝的，不是用来炒的，更不是用来腐败的”，市场担心新一轮反腐及政务消费影响高端白酒需求；7 月 24 日下行主要系：中美外交关系紧张，市场担心中美关系恶化拖累经济增长，进而影响白酒需求。
- **白酒需求基本盘扎实稳定，短期回调无需过度担忧。**我们认为：1) 近年来，“反腐及限公务”消费事件陆续发生，对行业并未形成长期影响。2) 回顾历史，18 年中美贸易摩擦期间，经济增速确有下滑，但大部分龙头酒企的批价企稳向上，动销基本稳健，库存良性，收入及利润增速为双位数，体现较强的业绩稳定性和经营韧性，市场份额持续集中。3) 当前高端酒政务消费不足 10%，次高端、中端酒需求集中在商务和个人消费，反腐政策对白酒长期需求影响有限，外部环境难以动摇内需基本盘，白酒需求扎实稳固，无需过分担心。

图表 2：7 月以来中信白酒行业指数变动



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：年初至今中信白酒行业指数变动



来源：wind，国金证券研究所

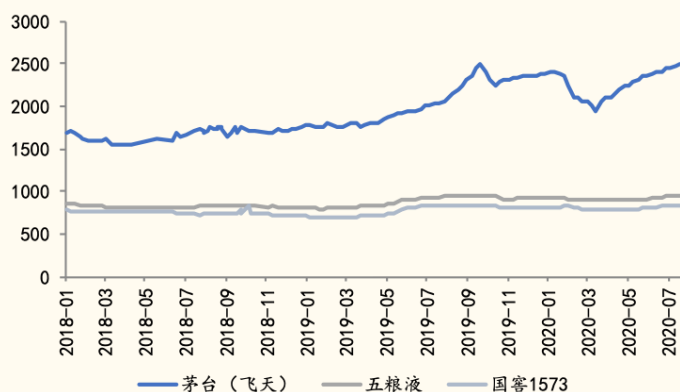
- **终端需求向好趋势不改，端午销量虽平但价格坚挺，期待中秋国庆消费旺季。** Q2 需求恢复环比加速，从端午消费情况来看，日常聚会、政商消费正在稳步恢复，整体动销虽略显平淡，但严格意义上今年端午不属于销售旺季，市场对中秋国庆的期待更深。当前白酒行业处于需求改善上行周期的趋势未变，疫情受控后的补偿型消费热潮即将到来。
- **渠道量价管控力度加强，提价刺激回款。** 今年大部分酒企放弃压货回款策略，重视去库存、控价盘以保障渠道良性恢复，对价格的追求高于对销量的追求。其中，国窖取消 2-3 月打款配额，7 月起停货挺价；青花汾、五粮液等灵活调整发货节奏稳价；古井、水井坊变更经销商打款政策；今世缘、山西汾酒等提价刺激回款，改善业绩。
- **板块分化提速，高端、次高端龙头持续发力。** 各层次酒企抵御疫情冲击的能力分化明显：高端酒出于强品牌力和渠道管控力，在消费市场持续彰显高议价权；次高端酒虽略显逊色，但在重点市场仍优势突出，此番提价有助于巩固品牌价值，支撑经销商信心，为后续相关政策出台、产品定价打下基础，为中秋国庆的消费热潮做好准备。故高端龙头、次高端区域龙头仍是优质投资标的。
- **核心关注企业长期发展，把握龙头调整机会。** 1) **基本面角度：** 展望 20H2，白酒需求基本恢复，叠加中秋国庆旺季，价格有望稳步提升。当前茅台批价 2620 元，五粮液已提升至 940 元，国窖为 830 元。按照全年增长目标，20H2 龙头酒企业绩双位数及以上增长可期。2) **估值角度：** 21 年茅台为 36X，五粮液 33X，老窖 27X，估值已迈入合理区间，建议坚定持有。重点关注龙头的调整机会，我们依旧坚定看好：高端（茅台、五粮液、泸州老窖），次高端（今世缘、古井、汾酒）。

终端需求持续回暖，渠道良性，批价上行可期

- **高端酒批价提振明显，终端成交价稳中有升。** 1) **从批价来看，** 高端酒批价持续上行，7 月 31 日，飞天茅台、普五、国窖批价约为 2620/940/830 元。对比 6 月茅台批价环增 170 元，普五、国窖批价稳中略升；对比 2 月底，飞天茅台、普五、国窖批价分别提升约 570/40/40 元。2) **从京东各品牌白酒成交价来看，** 飞天、普五、国窖价格稳中有升，7 月底价格分别为 2659/1265/1099 元，环比 6 月底分别 -4%/+3%/+15%，疫情对高端白酒批价影响有限。3) **展望未来，** 茅台直接提价概率较低，但可通过直营+非标放量带动吨酒价格提升，预期中秋前批价仍有望持续上行。五粮液中秋批价目标 959，此轮稳价不仅依赖控量，更通过新增团购渠道+数字化系统优化+挖掘品牌投资属性等手段，预期中秋发货后批价仍可维稳。国窖 5 月后发布提价文件，核心在于调整给经销商的供货价，区别于以往的零售价调整，有望真正带动终端成交价的提升。6 月中原会战稳步推进；7 月 2 日国窖西

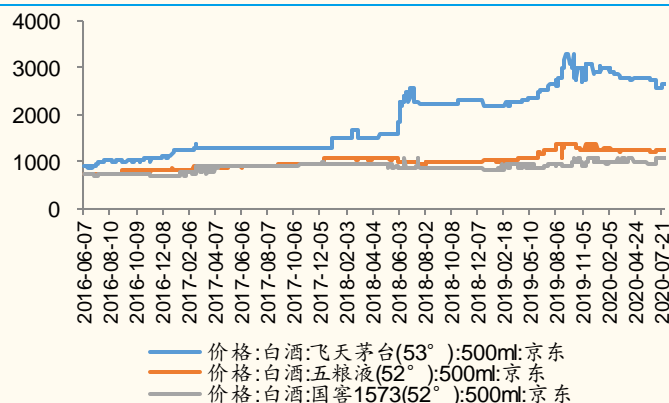
南大区下发停货通知，团购价上调至 980 元；7 月 3 日 52 度国窖 1573 经典装零售价调整为 1399 元/瓶；茅五批价上行也为国窖打开空间，预估价格将企稳向上。

图表 4：茅台、五粮液与国窖每周批价走势（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

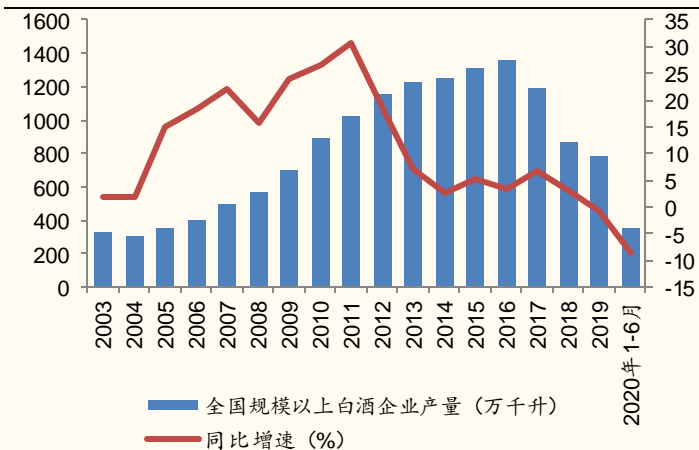
图表 5：茅台、五粮液与国窖京东成交价（元/500ml）



来源：同花顺，国金证券研究所

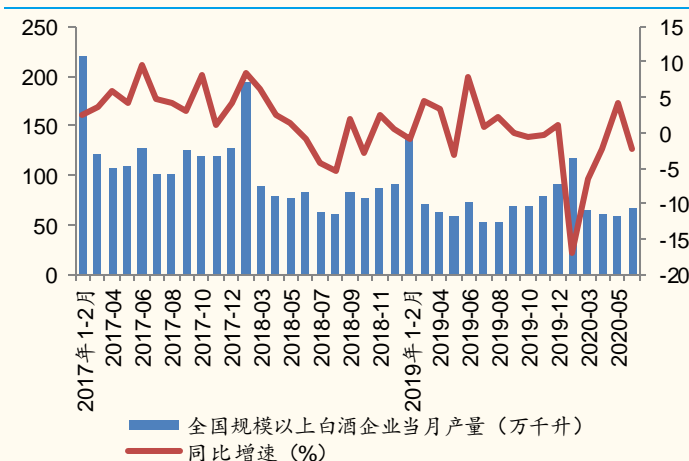
- **6 月白酒产量降幅收窄，环比改善加速。**2020 年 6 月，全国规模以上白酒企业产量 67.5 万千升，同降 2.3%，对比 Q1 有所改善。2020 年 1-6 月，全国规模以上白酒企业产量 350.1 万千升，同降 8.6%，1-3 月/1-4 月/1-5 月白酒产量分别同降 15.9%/11.9%/9.7%，6 月降幅已有收窄。

图表 6：全国规模以上白酒企业产量及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：全国规模以上白酒企业单月产量及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

渠道调研反馈，Q2 需求持续恢复，库存和价盘良性，格局依旧向好。

- **高端白酒：**1) **贵州茅台：**飞天茅台 7 月 31 日批价上升至 2620 元，近期小幅上涨，库存半个月左右，需求已基本恢复。6 月，贵州茅台公司已开始 Q3 打款，7 月飞天陆续到货，上半年业绩目标基本完成，受疫情影响有限。2) **五粮液：**当前普五批价维持 940 元，需求恢复 8 成左右，渠道库存一个多月，终端库存半个月多。疫情期间积极推出票据政策支持经销商，大商打款积极，半年任务过半值得期待。3) **泸州老窖：**国窖 2-3 月取消配额，5 月起全面恢复打款，6 月底预计打款 40%-50%。国窖动销自 4 月起逐渐改善，当前需求恢复 8 成左右，动销较好态势有望延续至 7/8 月。华中会战稳步推进，7 月起国窖西南大区停货、提零售价政策频出。当前国窖 1573 批价 830 元，渠道库存在 1 个月内，发展势头良好。
- **次高端：**1) **山西汾酒：**库存 2 个月左右，玻汾动销向好。青花系列与餐饮消费息息相关，若餐饮恢复增长，终端需求有望提升。2) **古井贡酒：**当前库存 3 个月左右，价格稳定。3) **洋河股份：**M6+在省外多地出现渠道断货，

整体动销超预期。当前江苏市场需求恢复 8-9 成，动销逐步恢复。4) 顺鑫农业：库存 0.6 个月，终端提价。5) 今世缘：国缘库存 1.5 个月，价格稳定。疫情背景下，不改全年销售目标，且有信心能够完成。6) 口子窖：价格稳定，整体库存处于 2 个月左右。20 年公司加强对渠道管理，增加渠道积极性。受到疫情影响，改革步伐有所放缓。预计 20 年四季度改革成果逐步显现。7) 水井坊：当前库存恢复至健康水平，Q3 起次高端需求释放，销量可与往年持平甚至变好，8-10 月将迎来销售旺季。

乳制品：Q2 基本面环比改善趋势明确，需求旺盛提振市场信心

7 月板块整体呈上涨趋势，业绩验证期把握确定性品种与可能超预期标的

- 7 月乳制品板块整体呈上涨趋势，区域性乳企表现亮眼。2020 年 7 月，中信乳制品指数上涨 17.5%，从板块内个股涨跌幅来看，新乳业领涨乳制品板块（月涨幅高达 35.8%），燕塘、光明等区域性乳企也有较好表现。蒙牛、伊利涨幅均高于板块整体，7 月消费继续回暖，动销进一步加速，龙头表现优于行业平均。

图表 8：2020 年 7 月乳制品板块个股涨跌幅排名

简称	区间涨跌幅	区间最高	区间最低	区间收盘	成交量(百万股)	成交额(亿元)
新乳业	35.8%	24.95	16.85	23.56	278	55
燕塘乳业	28.3%	29.20	21.22	27.82	54	14
光明乳业	26.9%	19.40	14.50	18.86	814	134
贝因美	23.0%	8.22	6.21	7.92	977	71
蒙牛乳业	22.8%	37.55	29.90	36.35	260	89
伊利股份	17.7%	36.99	31.09	36.63	2105	724
妙可蓝多	16.9%	45.06	34.00	42.41	209	81
三元股份	13.4%	6.03	5.09	5.83	208	12
庄园牧场	11.6%	12.14	10.18	11.59	178	20
天润乳业	3.7%	16.15	13.59	14.97	216	32
中国飞鹤	-4.0%	18.20	14.42	14.90	947	150
皇氏集团	-11.2%	7.87	5.65	5.93	759	52
澳优	-25.1%	17.50	12.66	12.98	202	30
乳制品(中信)	17.5%	23323.81	19654.15	23111.81	6838	1217

来源：wind，国金证券研究所

- 液态奶：低温奶维持较好增长，常温奶动销实现较快恢复。区域性乳企大多以低温奶为主业，而低温奶由于具备保质期较短、奶源要求高、冷链物流配送等特征，因此格局较为分散（不像常温奶的双寡头格局），区域型乳企在产业链布局、低温产品丰富程度和品牌当地影响力等方面占据一定先发优势，获得市场继续看好。从终端动销来看，Q2 常温奶已逐渐从疫情中恢复至正常水平，低温奶则始终维持着较好的增长态势，因此乳制品企业 Q2 基本面环比改善趋势较为明确（已经披露中报的燕塘乳业已经得以验证）。从 7 月份来看，乳制品终端动销依然非常不错，旺盛的需求进一步加强市场信心。
- 奶粉：国产奶粉份额持续提升，业绩确定性相对较强。此次疫情下国产奶粉及时调整措施，我们认为国产优质奶粉份额将会加速提升，原因在于：1) 向上挤压外资奶粉品牌。海外疫情发酵下外资品牌供货能力受到较大的考验，同时线上转型不够及时，这将为国产奶粉提供市场份额机遇；2) 向下加速挤压国产中小品牌。疫情下很多小品牌难以保证持续的供货以及客流量，同时小品牌会员体系不够完善，难以对消费者进行持续的跟踪服务，线上转型也较为困难。这就为供应链强大、会员管理体系完善、线上模式调整及时的优质国产奶粉（如飞鹤、澳优等）提供了进一步侵占市场份额的机会，同时国产优质品牌将会持续加强新消费者的消费粘性，我们认为

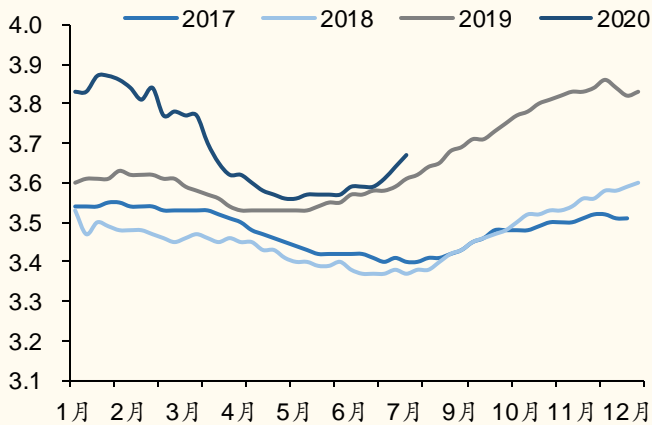
这一趋势是可持续的，下半年仍将看到优质国产奶粉市占率的提升。我们坚定推荐飞鹤、澳优，公司基本面趋势向上，估值也均在低位。

- **奶酪：零售奶酪产品需求爆发，坚定推荐此优质赛道下的妙可蓝多。**疫情下零售奶酪消费需求依然十分旺盛，我们更看好之后表现；同时家庭烘焙模式逐渐兴起，我们认为这一消费模式有望在后期培养成长期趋势，奶酪行业高增长仍然可期。我们坚定推荐此优质赛道下的妙可蓝多，公司兼具高成长性与深厚护城河，奶酪棒大单品增速较快，市场主要竞争对手威胁不大，深入做三四线收割份额，空中投放效果较高。蒙牛加入形成长期利好，基本面有望持续向上，核心大单品逻辑得到持续强化，利润预计在规模效应下逐渐显现，持续消化估值。
- **当前处于业绩验证期，我们认为应该重点把握业绩确定性品种以及可能超预期的标的，重点推荐 A 股的伊利、妙可蓝多。**分板块来看，奶粉板块我们重点推荐标的飞鹤、澳优均已披露上半年盈喜公告，飞鹤上半年实现 40% 以上的业绩增长，澳优 Q2 虽有调整，但长期来看夯实根基业绩有望持续向上。奶酪板块我们重点推荐标的为妙可蓝多，核心大单品奶酪棒终端需求旺盛，我们预计 Q2 奶酪棒环比有望实现翻倍以上增长，当前兼具高成长性与业绩确定性。液态奶板块当前重点推荐伊利、蒙牛，Q2 收入端都有较好增长，伊利利润端目前尚未形成一致预期，因此具备一定的预期差。从费用、动销跟踪来看，我们预计伊利 Q2 毛利率、费用率均呈现出环比改善的趋势，因此利润端具备超预期的可能。蒙牛释放下半年利润导向信号，全年来看两强利润端边际改善趋势较为明确。此外，低温奶 Q2 动销较好，区域性乳企低温表现不俗，建议关注新乳业、光明乳业等优质区域性乳企的 Q2 基本面环比改善。

奶价恢复增长态势，线下门店客流持续恢复

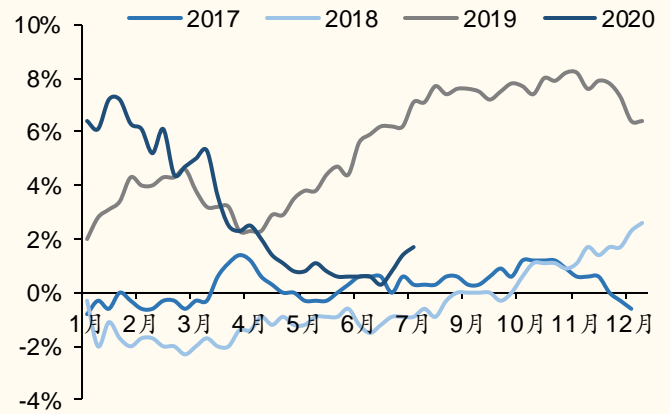
- **上游需求逐渐恢复常态，预计奶价将恢复增长态势。**截至 7 月 29 日，我国主产区生鲜乳平均价格为 3.67 元/公斤，环比上涨 0.8%，同比上涨 1.7%。疫情影响下原奶价格经历了阶段性持续下跌，伴随上游供应逐渐恢复常态，奶价也逐渐平稳恢复。我们预计下半年奶价可能恢复增长态势，原因在于：1) 供给端来看，疫情下规模化养殖场较为稳定（一般对接下游龙头乳企），但中小型牧场的资金流、风险抵御能力相对较差，受损较为严重，而短期内又难以快速补栏；2) 需求端来看，三、四季度向来是用奶高峰期，伴随着终端乳制品需求的持续恢复，我们预计整体原奶需求有望恢复至去年同期水平甚至更高。因此我们判断下半年供给端可能仍然偏紧，奶价预计将恢复增长态势。
- **蒙牛增持中国圣牧，伊利入股中地乳业，两强加速上游原奶布局。**近年以来，伴随着上游原奶供不应求、奶价上涨，两强纷纷加码布局上游产业链。7 月 28 日，中国圣牧公告蒙牛全资子公司行使认股权证，以 0.33 港元/股价格认购其约 11.97 亿股新股，认购总价为 3.95 亿港元（折合人民币约 3.55 亿）；交易完成后，蒙牛所持股份份额将由 3.83% 增至 17.8%，成为圣牧第一大股东。8 月 2 日，伊利公告其全资子公司拟以 0.47 港元/股价格认购中地乳业 4.33 亿股定向增发股份，认购总价为 2.03 亿港元（折合人民币约 1.83 亿），交易完成后持股比例约为 16.6%。中国圣牧和中地乳业均以奶牛养殖为主营业务，其中中国圣牧拥有 34 座牧场，2019 年奶牛存栏 10.6 万头，原奶产量超 60 万吨；中地乳业拥有 8 座牧场，2019 年奶牛存栏 6.5 万头，原奶产量逾 30 万吨。在奶价逐渐恢复上涨态势的当下，我们认为自有奶源比例较高且规模化牧场较多的龙头乳企能够更好地应对成本端的可能性上涨。

图表 9: 原奶价格走势 (元/kg)



来源: wind, 国金证券研究所

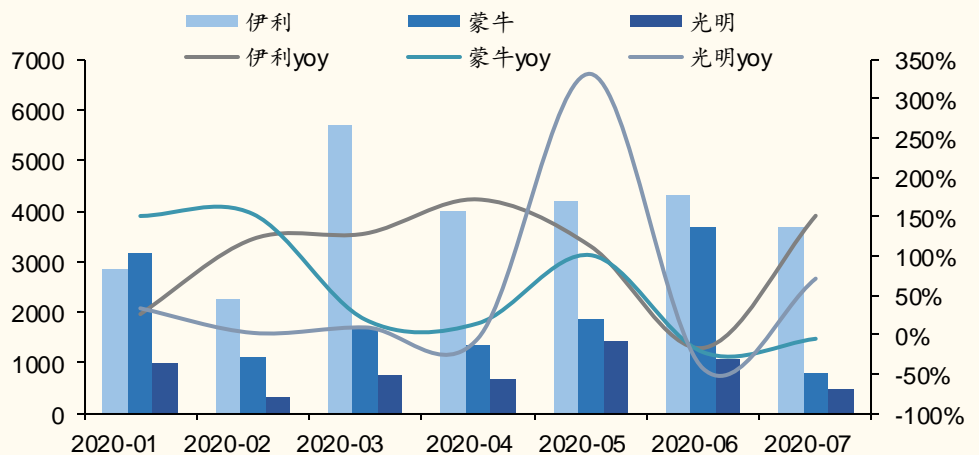
图表 10: 原奶价格同比增速变化 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

- 线下门店客流持续恢复, 线上销售额同比增长, 环比有所下降。一季度受疫情影响, 许多线下门店未能正常营业, 大量乳制品采购需求转为线上, 根据天猫线上数据 (数据口径为天猫旗舰店, 不含京东), Q1 伊利、蒙牛和光明的线上销售额分别同比增长 88%、92%和 18%。二季度随着疫情逐渐得到控制, 线下门店客流逐渐恢复, 线上销售额增速环比有所放缓, 伊利、蒙牛、光明 Q2 线上销售额同比分别+45%、+1%、+9%。7 月各品牌线上销售额环比有所下滑, 但同比增速仍然较高, 伊利、光明销售额分别同比+151%、+71%。

图表 11: 2020 年伊利、蒙牛、光明分月线上销售额及增速 (万元)



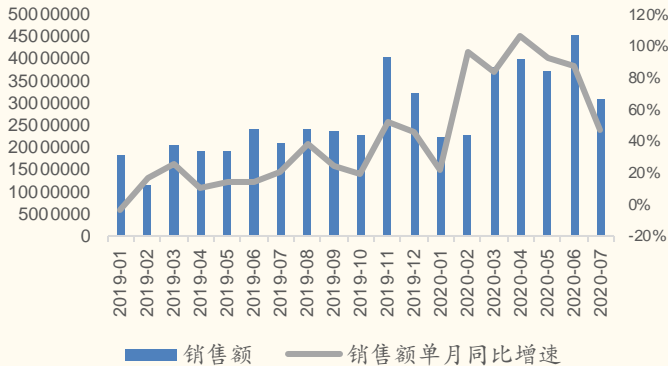
来源: 国金证券研究创新中心; 注: 数据来自第三方, 存在不准确风险, 在此仅供投资者参考, 下同。

调味品: 海天中炬线上持续高增长, 7 月增速环比有所放缓

- 海天线上持续高增长, 7 月线上增速 47%。海天味业 2020 年 7 月线上销售额 3075 万元, 同比增长 47%, 1-7 月累计线上销售额 2.36 亿元, 同比增长 76%。Q2 海天线上销量增速高于收入增速, 7 月增速环比虽有下降但整体依旧处于高增长。从销量上看, 2020 年 7 月海天线上销量增速为 73%, 相较 2-6 月单月 120%以上的增速有所下滑, 1-7 月销量累计增速为 110%。
- 7 月海天线上均价有所下滑。2020 年海天线上增速相较 2019 年明显提速, 但线上均价有所下滑。2020 年 1-7 月海天线上均价呈现双位数下滑态势,

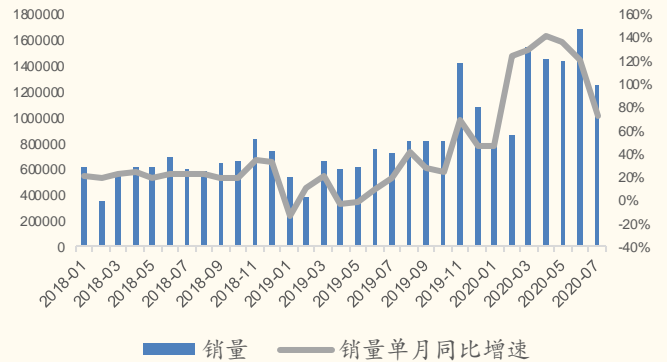
而 2019 年同期海天均价处于增长态势。2020 年 7 月海天均价为 24.51 元/件，同比下滑 15%，环比下滑 8%。

图表 12：海天味业线上销售额及同比增速



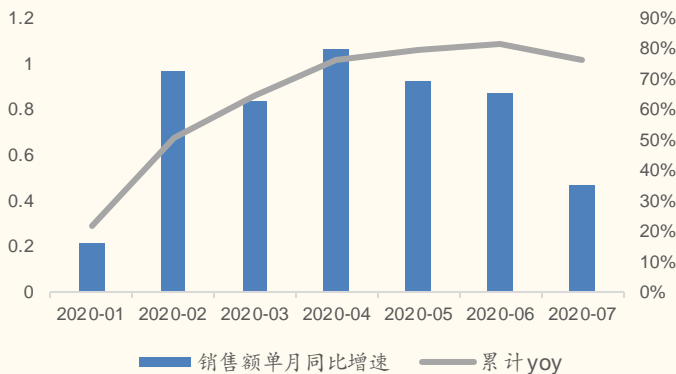
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 13：海天味业线上销售量及同比增速



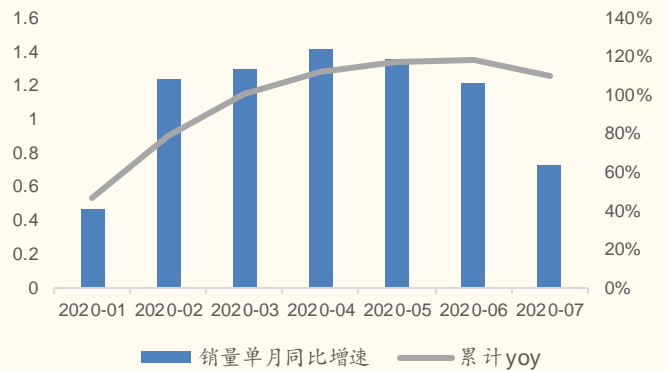
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 14：海天味业 2020 年线上销售额同比增速及累计增速



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

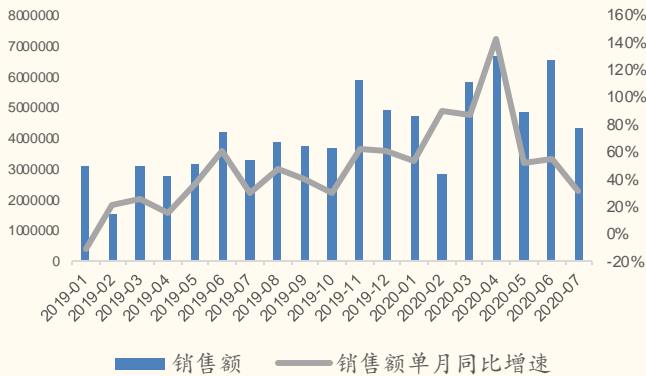
图表 15：海天味业 2020 年线上销售量同比增速及累计增速



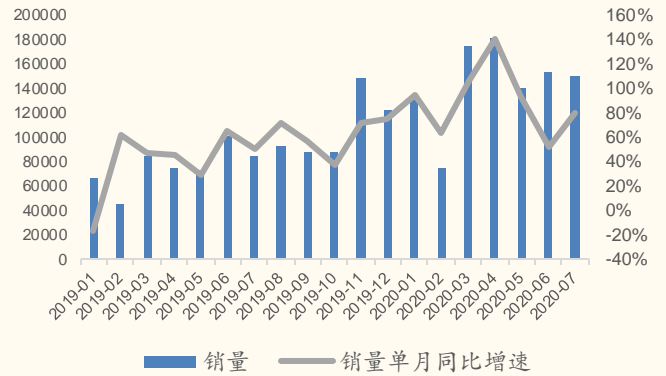
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

- 厨邦 7 月增速高于同期，环比有所放缓。2020 年 7 月厨邦在天猫渠道线上销售额为 433.22 万元，同比增长 31%，相较 5/6 月 52%/55% 的增速有所放缓；1-7 月累计销售额为 3579.66 万元，同比增长 69%。2020 年厨邦整体线上增速远高于去年 1-7 月 24% 的累计同比增速。从销量上看，厨邦 2020 年 7 月线上销量为 15 万件，同比增长 79%，1-7 月线上销量累计为 100.7 万件，累计同比增速为 90%。
- 厨邦 7 月均价出现明显下滑。2020 年 7 月厨邦在天猫渠道线上销售均价为 28.71 元/件，相较同期（2019 年 7 月 39.35 元/件）均价同比下滑 27%，环比 6 月均价 42.72 元/件下降了 33%。厨邦均价在 6 月提升速度较快，1-5 月均价在 34-36 元/件左右，而 7 月均价跌至 30 元/件以下。

图表 16: 厨邦线上销售额及同比增速



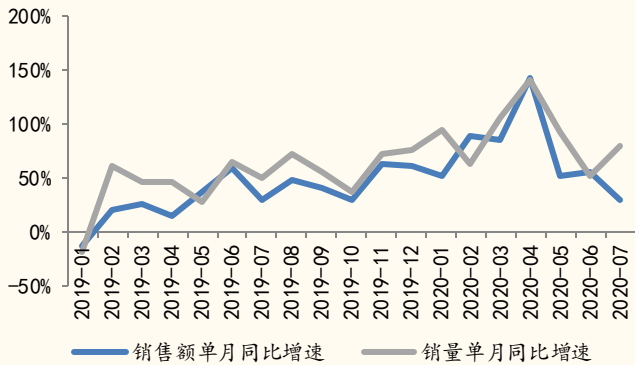
图表 17: 厨邦线上销售量及同比增速



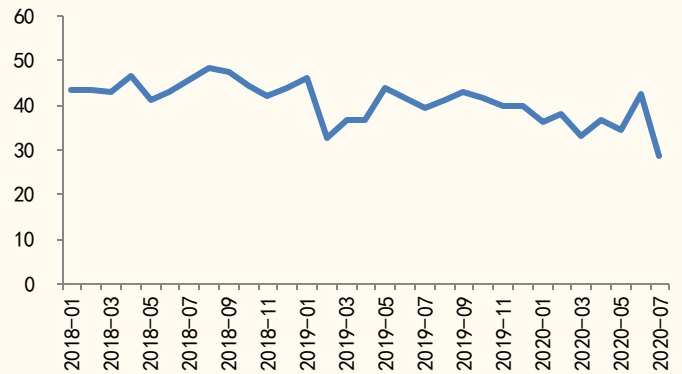
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 18: 厨邦线上销售额与销量单月同比增速



图表 19: 厨邦线上销售均价



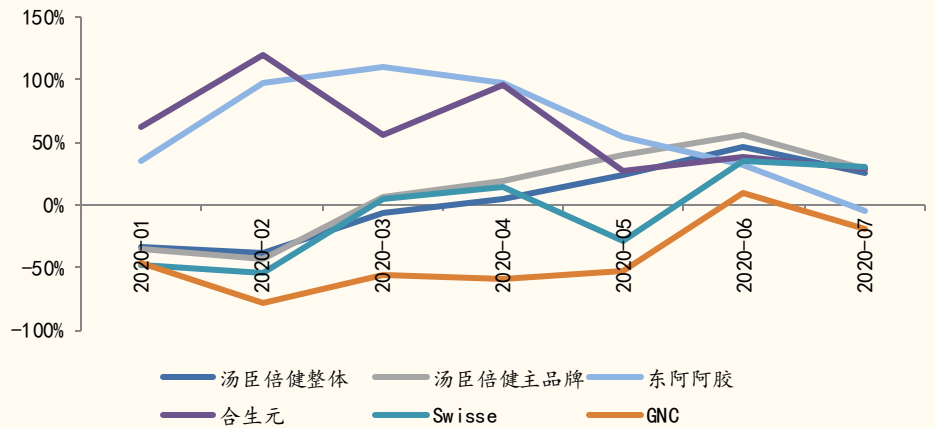
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

保健品: 行业成长性高, 品牌间表现差异较大

- 保健品行业整体增长态势成长性较好, 但量价表现有所差异。根据阿里系全网数据, 保健品行业 7 月销售保持较好的增长态势, 但在 6 月份高增长的基数下环比表现增速有所下滑。分品牌来看, 汤臣倍健主品牌 7 月销售额同比增速为 29% (增速环比-27pct, 同比+16pct); 东阿阿胶销售额同比增速-4% (增速同比-60pct, 环比-36pct); GNC 销售额同比增速-19% (增速同比-18pct, 环比-29pct); 合生元销售额同比增速 29% (增速同比-25pct, 环比-9pct); Swisse 销售额同比增速 30% (增速同比+49pct, 环比-4pct)。累计 1-7 月增速来看, 汤臣倍健主品牌、东阿阿胶、GNC、Swisse 销售额同比增速为 16%、54%、-38%、-4%。

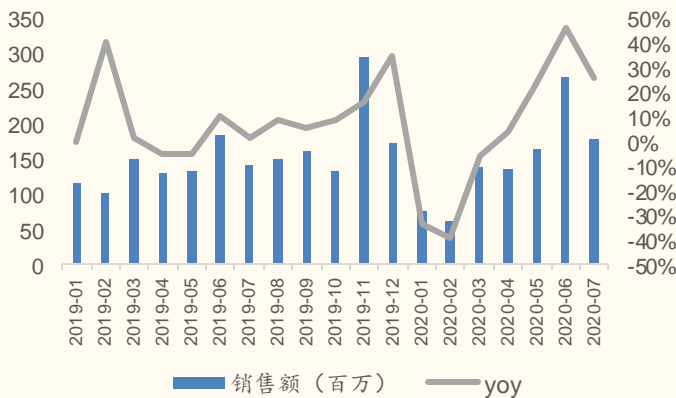
图表 20：保健品行业 2020 年 1-7 月同比增速



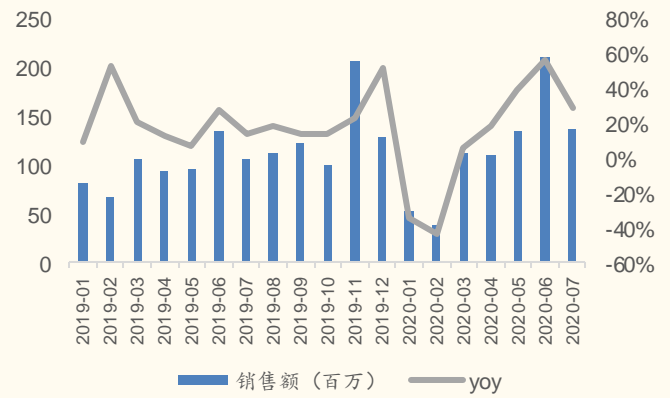
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

- 汤臣倍健主品牌表现优于整体，同比增速环比 6 月下，相较于去年同期持续高增长态势。根据阿里系全网数据，汤臣倍健全品牌 2020 年 7 月线上销售额为 1.79 亿元，同比增长 26%。Q2 以来汤臣倍健收入提速，增速远超去年同期。其中汤臣倍健主品牌 7 月销售额 1.37 亿元，同比增长 29%，相较 5/6 月 39%/56% 的销售额增速环比回落。汤臣倍健主品牌销售额增速连续多月高于全品牌销售额增速，7 月汤臣倍健主品牌销售额占全品牌销售额的 77%。累计 1-7 月汤臣倍健全品牌实现收入 10.23 亿元，累计同比增长 7%。其中主品牌实现收入 7.97 亿元，同比增长 16%。

图表 21：汤臣倍健全品牌阿里平台线上销售及增速



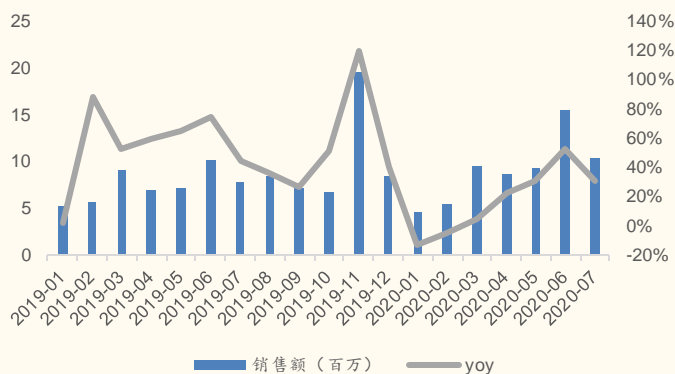
图表 22：汤臣倍健主品牌阿里平台线上销售及增速



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

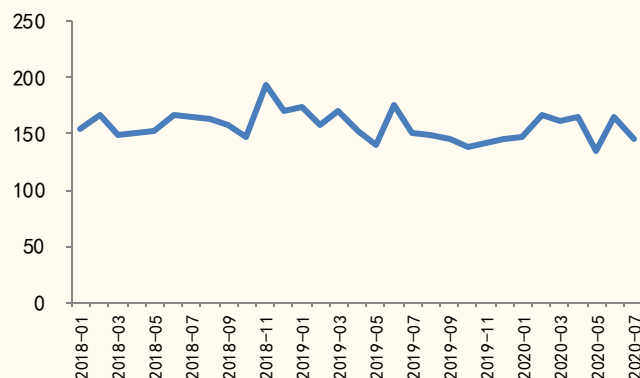
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 23: LSG 线上销售额及增速



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

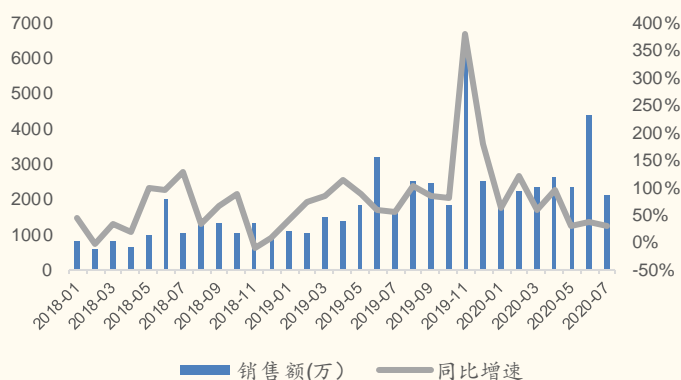
图表 24: 汤臣倍健主品牌线上销售均价



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

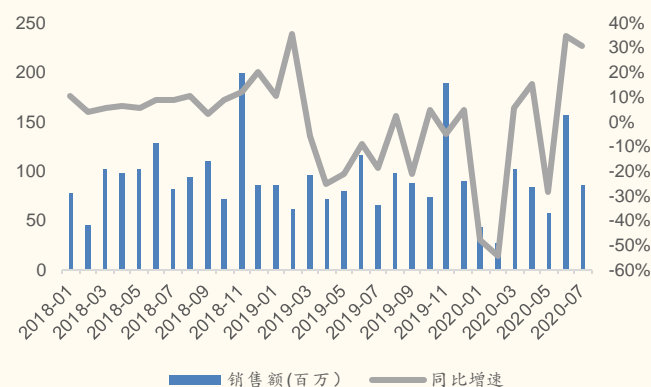
- **合生元 7 月销售均价显著提升, 收入维持良好增长。**合生元 2020 年 7 月阿里系平台线上销售额为 2104 万元, 同比增长 29%, 销量为 6.56 万件, 同比下降 16%, 销售均价为 320.55 元/件, 同比提升 53%。7 月相较 2020 年上半年量价表现有所转变, 销售均价得到显著提升, 而销量有所下滑, 但销售额维持平稳增长态势。合生元累计 1-7 月销售额为 1.77 亿元, 同比增长 53%。
- **Swisse 自 6 月起销售回暖, 增速明显改善实现双位数增长。**Swisse 2020 年 7 月阿里系平台线上销售额为 8552 万元, 同比增长 30%, 销量为 42.69 万件, 同比增长 47%, 销售均价为 200.32 元/件, 同比下降 12%。7 月销售额增速同比+49pct, 环比-4pct; 销量增速同比+59pct, 环比-4pct; 销售均价增速同比-4pct, 环比-1pct。2020 年 1-7 月 Swisse 销售均价同比持续下滑, 但 6 月起销量和销售额表现较好, 连续两个月销售额实现 30%+ 的同比增速。Swisse 累计 1-7 月销售额为 5.54 亿元, 同比下降 4%。

图表 25: 合生元线上销售额及增速



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 26: Swisse 线上销售额及增速

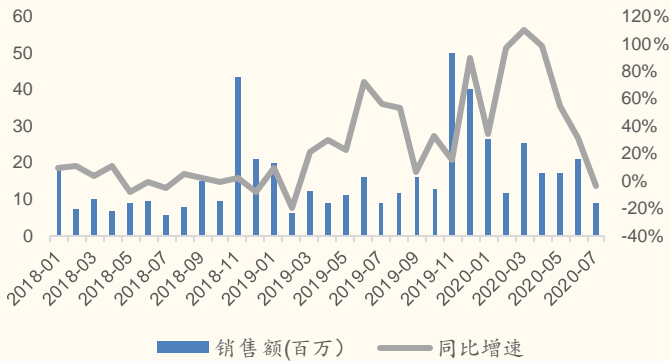


来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

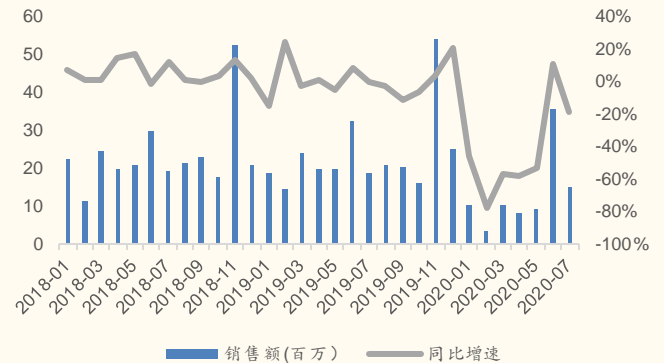
- **东阿阿胶以量换价, 7 月销售均价得到显著提升。**东阿阿胶 2020 年 7 月阿里系平台线上销售额为 871 万元, 同比下降 4%, 销量为 1.99 万件, 同比下降 31%, 销售均价为 437.14 元/件, 同比增长 38%。7 月销售额增速同比-60pct, 环比-36pct; 销量增速同比-104pct, 环比+15pct; 销售均价增速同比+48pct, 环比-20pct。东阿阿胶在上半年销售额实现高增长, 7 月销售额虽回落但销售均价得到显著提升, 公司以量换价。东阿阿胶累计 1-7 月销售额为 1.27 亿元, 同比增长 54%, 而上半年累计增速达到 62%。

- **GNC 今年销售均价持续提升，销售下滑态势缓和。**2020年7月GNC在阿里系平台线上销售额为1522万元，同比下降19%，销量为5.82万件，同比下降56%，销售均价为261.68元/件，同比增长82%。7月销售额增速同比-18pct，环比-29pct；销量增速同比-65pct，环比-37pct；销售均价增速同比+91pct，环比+47pct。自2020年1月以来GNC的销售均价同比持续增长，且同比增速保持在双位数水平，7月同比增速水平最高。2020年销售额仅6月实现同比正增长，但7月下月态势缓和。GNC累计1-7月销售额为9205万元，同比下降38%。

图表 27：东阿阿胶线上销售额及增速



图表 28：GNC 线上销售额及增速



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

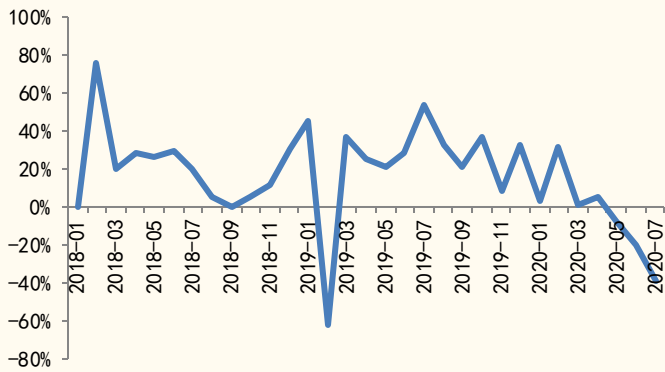
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

休闲食品：7月线上整体表现下滑，洽洽增速领先

休闲食品行业：整体表现低迷，同比-39%

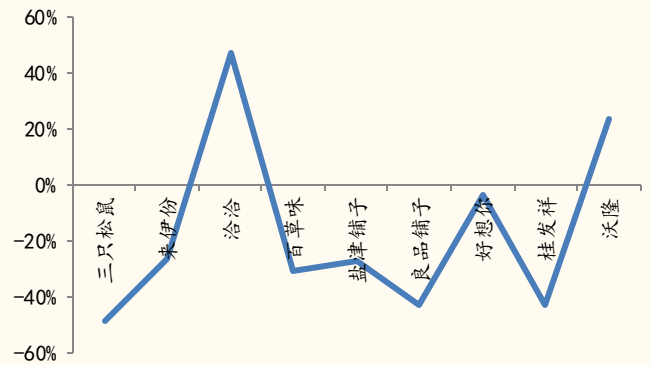
- **7月行业整体表现下滑。**疫情后线下门店逐渐复苏，7月线上休闲零食同比和环比均下降。2020年7月休闲食品前9品牌在线上天猫渠道增速同比-39%，环比-29%，相较Q2表现降幅扩大。2020年1-7月休闲食品前9品牌在线上天猫渠道累计销售额同比下滑6%。疫情过后休闲食品线下门店布局加快，线上整体表现低迷。分品牌来看，前9品牌中表现较好的是洽洽和沃隆，洽洽虽相较2-4月100%以上的同比增速有所下降，但7月同比增速保持在47%，依旧处于高增长的态势。而沃隆7月线上同比增速达到23%，2020年单月增速仅次于2月增速54%和6月增速27%，7月表现较优。此外，好想你线上增速降幅收窄，7月收入增速-4%，其它品牌表现相对低迷。
- **洽洽增速水平领先。**从近3个月表现来看，行业7月增速表现环比持续下滑，但洽洽品牌增速领先。天猫渠道三只松鼠7月销售额同比-48%，1-7月累计销售额同比-9%；洽洽食品7月销售额同比+47%，1-7月累计销售额同比+68%；良品铺子7月销售额同比-43%，1-7月累计销售额同比-7%；盐津铺子7月销售额同比-27%，1-7月累计销售额同比+77%；沃隆7月销售额同比+23%，1-7月累计销售额同比+14%。

图表 29: 休闲零食行业天猫渠道线上同比增速



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 30: 休闲零食品牌7月天猫渠道收入增长情况

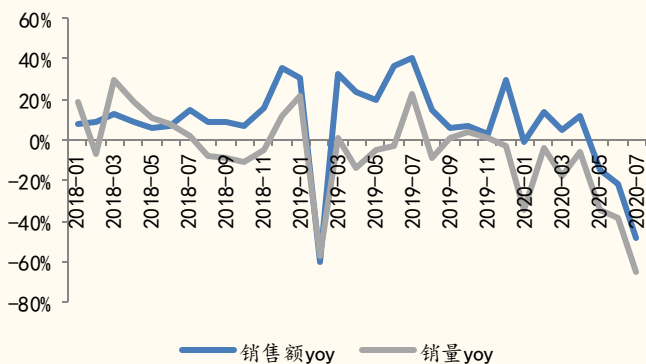


来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

三只松鼠: 坚果均价提升较快, 肉脯增速领先

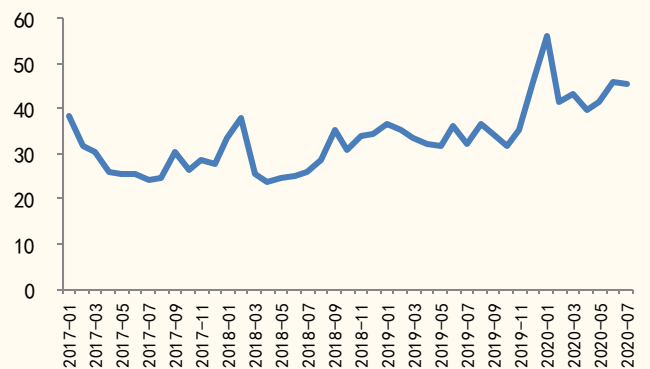
- **收入表现低迷, 但均价同比表现优秀。**三只松鼠 2020 年 7 月天猫渠道销售额达到 2.35 亿元, 同比下降 48%, 销售量为 519 万件, 同比下降 65%; 京东渠道销售额达到 0.86 亿元, 同比下降 44%, 销售量为 205 万件, 同比下降 66%。收入增速高于销量增速的原因在于均价提升较快。2020 年 7 月天猫渠道三只松鼠均价为 45.26 元/件, 而去年同期 2019 年 7 月均价仅为 32.19 元/件。2020 年以来三只松鼠的均价都高于往年, 1-7 月均价始终在 40 元/件以上。
- **坚果和肉脯类产品增速表现持续领先, 坚果均价提升较快且顺畅。**分品类来看, 7 月坚果类和肉脯类产品的增速表现优于蜜饯类和饼干类, 坚果和肉脯的收入增速为-43%/-42%, 蜜饯和饼干类的收入增速为-55%/-66%, 但相较 6 月坚果和肉脯的增速下滑幅度较快。此外, 坚果品类的均价显著高于其它品类, 7 月坚果均价为 81.73 元/件, 而肉脯均价为 45.81 元/件, 蜜饯均价仅为 25.71 元/件。
- **坚果收入占比稳定, 肉脯具有提升趋势。**坚果具有季节性波动, 在春节期间收入占比显著提升, 可达到 60%-70%, 春节过后收入占比较为稳定, 2020 年 4-7 月坚果收入占比均稳定在 32%-33%左右。而肉脯品类占比具有提升趋势, 从 2020 年 4 月的 14%提升至 2020 年 7 月的 17%, 属于增长潜力产品。

图表 31: 三只松鼠天猫渠道月度收入销量同比增速



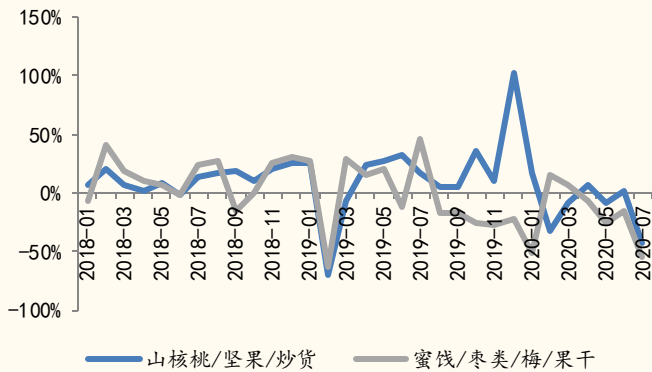
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 32: 三只松鼠天猫渠道均价 ASP



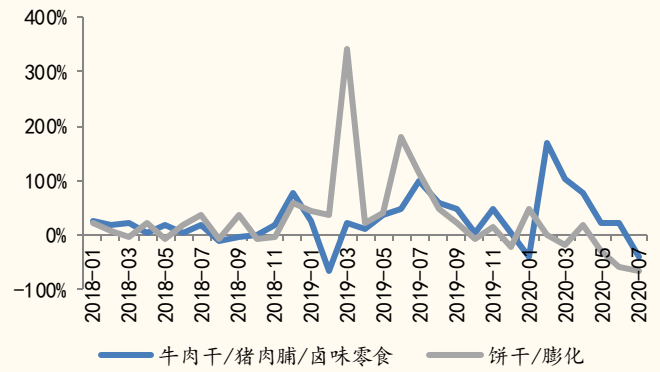
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 33：三只松鼠坚果与蜜饯品类收入增速



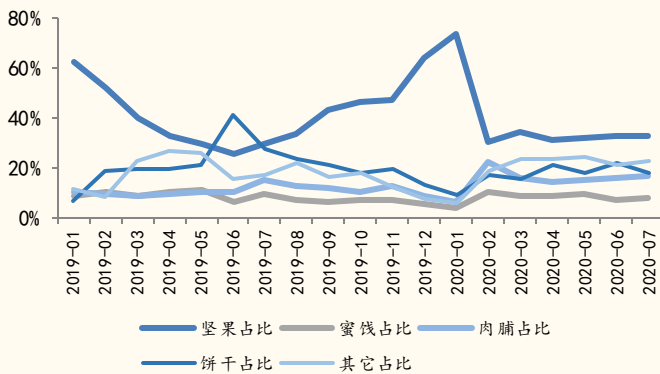
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 34：三只松鼠肉脯与饼干品类收入增速



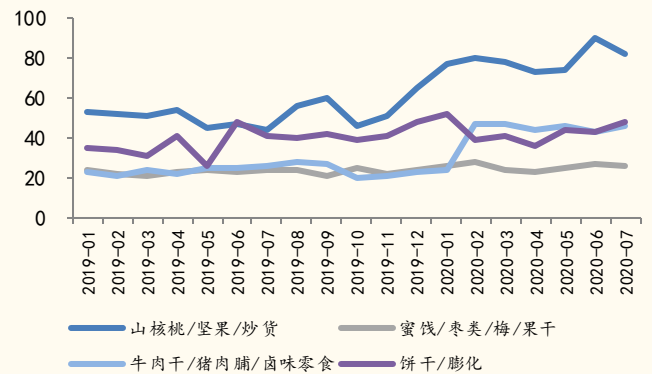
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 35：三只松鼠品类收入占比



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 36：三只松鼠品类均价表现

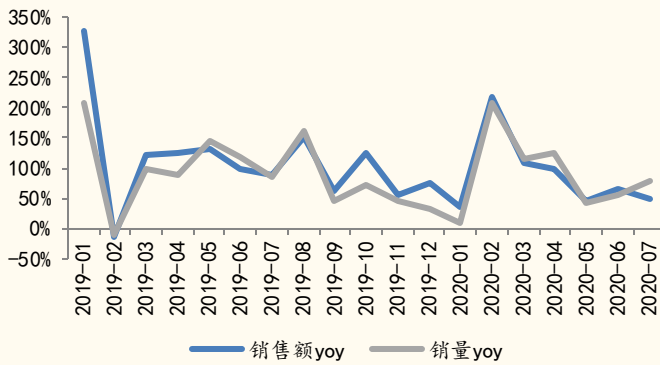


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

洽洽食品：主力品类坚果持续增长但均价下滑

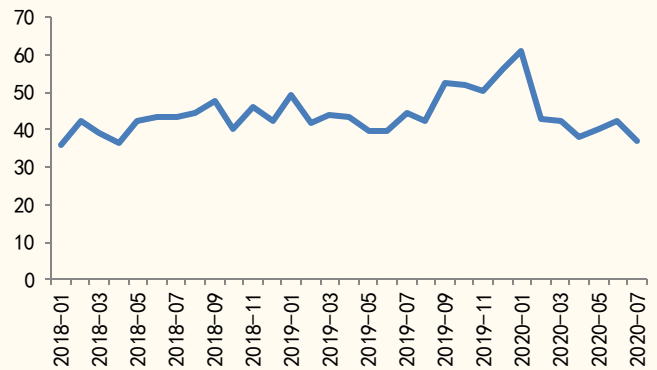
- **收入增速虽环比下滑但依旧属于高增长。**2020年7月天猫渠道销售额2331万元，同比增长47%，销售量63万件，同比增长78%；京东渠道销售额168万元，同比下滑18%，销售量4.03万件，同比下滑14%。
- **坚果品类高成长性贡献更高的收入占比。**洽洽的品类集中在坚果，7月坚果收入占比达到93%，2020年1-7月坚果收入占比维持在同样的水平，但坚果收入占比较去年有明显的提升，主要原因在于近两年坚果产品实现高增速。洽洽2020年2-4月在天猫渠道坚果品类实现三位数增长，虽然5-7月下滑至两位数增长水平，但是增长态势不变。分品类来看，7月洽洽坚果类和饼干类的产品收入增速较快。7月天猫渠道洽洽坚果类产品收入增速为59%，饼干膨化产品收入增速为67%，而蜜饯类产品收入增速为-18%，肉脯类产品收入增速为-48%。
- **7月坚果产品均价下滑。**从产品均价来看，洽洽坚果品类的均价低于三只松鼠，并且呈现下滑态势。7月天猫渠道坚果品类均价为39.32元/件，同比环比下滑幅度较大，蜜饯类/肉脯类均价为22.05/33.42元/件，环比小幅提升，饼干膨化类产品均价25.02元/件，环比有所下滑。

图表 37: 洽洽天猫渠道月度收入销量同比增速



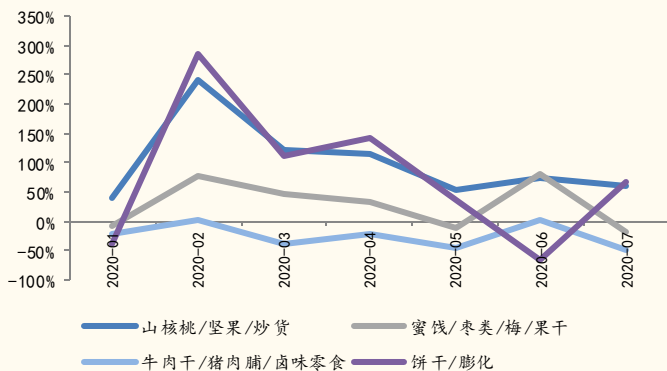
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 38: 洽洽三只松鼠天猫渠道均价 ASP



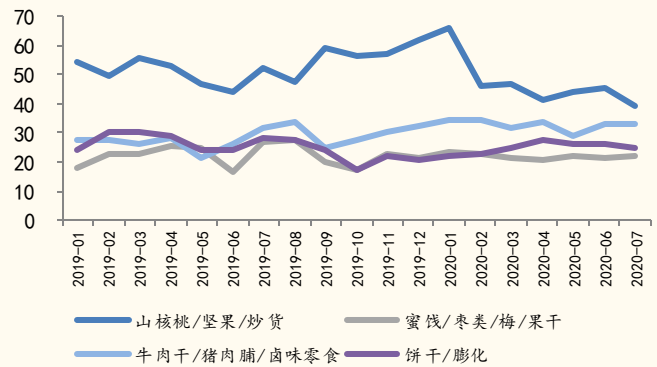
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 39: 洽洽品类收入增速



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 40: 洽洽品类均价



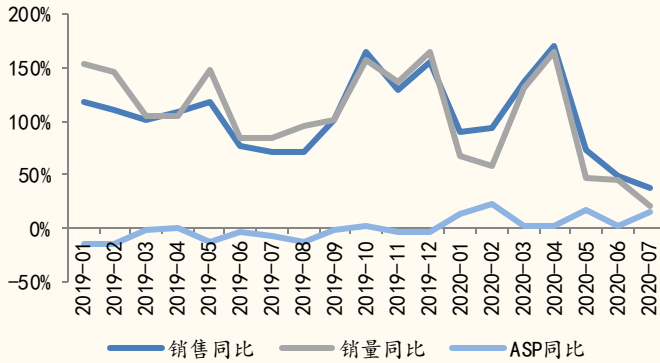
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

速冻食品: 行业量价齐升成长性较高

- **速冻食品行业量价齐升贡献成长。**2020年7月阿里平台速冻食品销售额达到14.9亿元,同比增长38%,增速环比-10pct,同比-33pct;销量为2349.73万件,同比增长20%,增速同比-26pct,环比-64pct;销售均价为63.42元/件,同比增长15%,增速同比+22pct,环比+13pct。速冻食品销售额增长受销售量的推动更加明显,2020年1-7月累计销售额同比增速为85%。分品类来看,7月海鲜/水产品/制品、生肉/肉制品、冰淇淋/冻品销售额分别同比+14%、+56%和+89%,仅冰淇淋/冻品的增速环比同比均有所提升。从销售额增速来看,7月冰淇淋/冻品>生肉/肉制品>海鲜/水产品/制品,但此前生肉/肉制品和海鲜/水产品的销售额增速更加领先。从销售均价来看,7月海鲜/水产品/制品、生肉/肉制品、冰淇淋/冻品的销售均价分别同比+22%、+2%、+16%,增速环比和同比均有明显改善。
- 2020年7月京东渠道速冻食品实现总销售额3.2亿元,同比增长3%,增速环比-26pct,同比-83pct;销量为589万件,同比增长11%,增速同比-82pct,环比-19pct;销售均价为54.31元/件,同比下滑7%,增速同比+3pct,环比-6pct。分品类来看,7月销售额海鲜水产、猪牛羊肉、冷冻食品、禽肉蛋品和饮品甜品分别同比-8%、+8%、+44%、-4%和+13%。
- 从速冻食品面点类产品7月品牌市占率层面来看,三全、安井、思念品牌市占率持续领先,达到10%以上,分别为17.35%、18.64%和11.56%,而正大、易果生鲜、避风塘、湾仔码头的市占率分别为3.05%、2.92%、

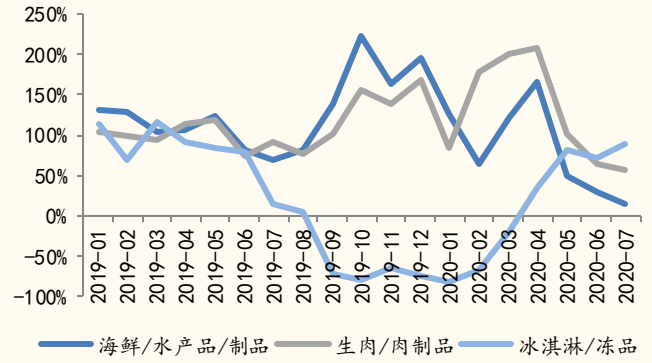
2.54%、1.61%。水饺类速冻食品的市占率相较面点类产品更为集中，湾仔码头 7 月销售市占率达到 29.97%，同比-0.44pct，环比-1.19pct；船歌鱼水饺 7 月销售市占率为 17.01%，同比+0.64pct，环比-1.47pct；三全、同利、正大、易果生鲜、必品阁的市占率为 6.28%、5.27%、5.44%、2.71%、5.01%。

图表 41：速冻食品阿里平台销售情况



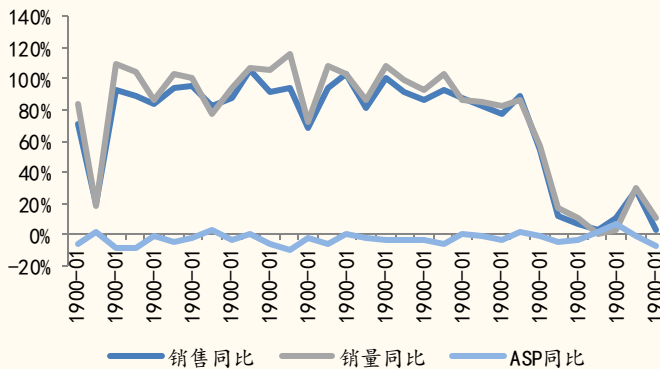
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 42：阿里平台速冻食品分品类销售增速



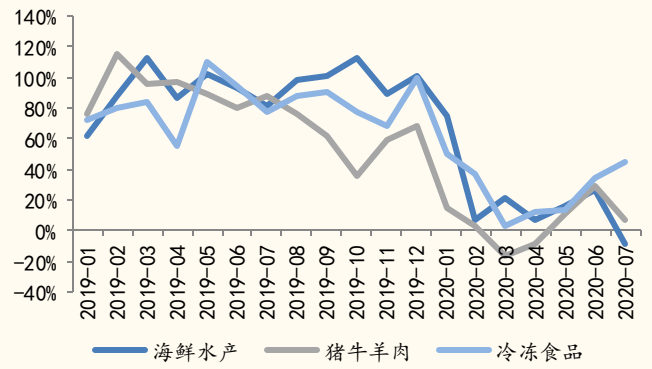
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 43：速冻食品京东平台销售情况



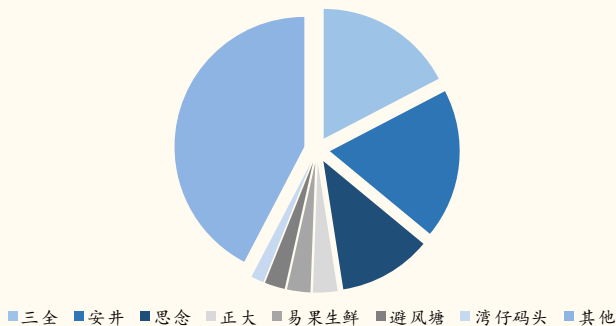
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 44：京东平台速冻食品分品类销售增速



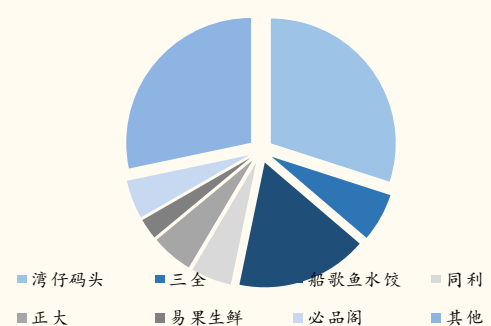
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 45：2020 年 7 月阿里平台面点类速冻食品占比



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 46：2020 年 7 月阿里平台水饺类速冻食品占比



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

风险提示

- **线上数据与全渠道数据存在差异的风险：**本文数据分析主要基于国金证券研究创新中心的线上数据，仅能代表各行业或公司的线上销售情况。线上数据可能会存在与全渠道销售数据和报表端业绩有所差异的情况。
- **食品安全的风险：**随着行业监管不断升级和企业抗风险能力增强，食品安全对行业和企业带来的风险进一步减缓。
- **原材料价格上涨的风险：**多数企业原材料以外部采购为主，存在原材料价格上涨压制公司和行业利润的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH