



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 联系人：李本媛
liuchengqian@gjzq.com.cn libenyuan@gjzq.com.cn

联系人：叶韬
yetao@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君
chenyujun@gjzq.com.cn

基金持仓下降明显，静待 H2 经营改善

投资逻辑

- 基金持仓：食品饮料板块整体重仓持股占比从 22Q4 起连续下滑，23Q2 重仓持股占比继续下降 2.60pct 至 12.57%，但仍维持超配状态。
 - 白酒重仓持股比例下降幅度大于非酒，占比已回落至接近 20Q1 低点。其中，高端酒减仓幅度有限，系业绩置信度较高、安全垫充足；次高端减仓幅度靠前（酒鬼、汾酒偏多），系商务需求平淡、动销恢复偏弱；地产酒受益于婚喜宴回补，有业绩弹性+改革逻辑的公司更受青睐（迎驾、金徽酒加配），口子窖、金种子减仓靠前（利好兑现）。北上资金 23Q2 高端酒减持，但次高端部分仍有增持。
 - 非白酒板块的 Q2 重仓持股占比环比-0.16pt，啤酒/调味品/乳制品/食品综合重仓持股占比环比-0.20/-0.01/-0.02pct。啤酒下滑幅度偏大系 4 月销量不及预期导致市场对升级节奏、需求有担忧（重啤重仓持股数降幅靠前）；食品综合中盐津、洽洽重仓持股数增幅靠前；调味品减配系餐饮恢复不及预期，行业β弱（千禾降幅靠前）。
- Q2 业绩前瞻：1) 高端酒中茅五维持双位数收入增速，老窖约 20%；次高端分化，汾酒业绩超预期（Q2 收入+32%），酒鬼承压、水井坊收入个位数增长；地产酒大多 Q2 收入增速有望超 20%，部分利润有望在 30%或以上。2) 啤酒：龙头 Q2 收入增速中到大个位数，毛利率明显改善，利润端增速双位数以上；华润、青啤 H1 利润在 20-25%。3) 休闲食品：小零食收入增速高双，洽洽承压收入增速个位数，利润受益于油脂、包材下行弹性充足。4) 调味品：海天、中炬收入利润增速约个位数，千禾味业收入+30%、利润弹性高。
- H2 展望：1) 白酒：估值、预期、机构持仓处于低点，政策有望陆续出台带动复苏预期逐渐向好；渠道基本面也持续恢复，批价企稳、库存持续消化中（普遍 2-3 个月库存）。当前市场对中秋&国庆预期平稳，预期有望伴随基本面夯实有提升空间。2) 啤酒：销量已非主要矛盾，7-8 月销量不用太悲观（天气好、旅游恢复、啤酒节、周年庆），但也不要预期太高（去年基数高+疫后修复），9-12 月进入低基数。从炒量到炒利润的切换需要催化（中报超预期），啤酒升级具备韧劲（起步晚、空间广、供给端驱动），纯生类产品 21-23 年 H1 复合增速 10-15%，U8、白啤、喜力等单品有 40-50%或以上高增，H2 趋势有望延续。23 年包材锁价完成，预计龙头吨成本低个位数增长；24 年大麦压力或明显缓解。3) 调味品及乳制品：调味品 H2 仍需密切关注旺季催化&消费力修复&原材料成本下降三重利好，尤其龙头估值调整后更具性价比；乳制品中秋国庆两节相连，送礼与居民消费修复或迎来双重刺激。4) 休闲食品：新渠道&新产品红利仍值得期待，目前零食专营店业态外埠市场进展顺利，门店扩张速度超预期，如零食很忙近期已开店超 3000 家，零食有鸣和赵一鸣开店超 1500 家；兴趣电商、会员店等渠道人流红利持续释放。产品方面，盐津大辣棒、甘源冻干坚果逐步起量，供应链建设不断完善。

投资建议

顺周期主线下我们首推白酒（首推高端及赛道龙头，关注区域强势品种及次高端），建议关注啤酒、小零食（年内业绩有望持续超预期）的布局机会。

风险提示

宏观经济下行风险；原材料上涨过快风险；区域市场竞争加剧风险。



内容目录

一、整体：基金重仓比例下降，白酒幅度大于非酒.....	4
二、白酒板块：Q2 重仓持股占比明显下行，乐观看待预期拐点.....	4
三、啤酒板块：Q2 减仓，高端化韧劲延续.....	9
四、调味品板块：餐饮需求弱复苏致动销平淡，关注 H2 成本端释放业绩弹性.....	11
五、乳制品板块：连续多季减配，常温竞争趋缓，低温集中度提升.....	13
六、食品综合：持仓表现分化，重点看好速冻、小零食布局机会.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：基金食品饮料板块重仓持股市值及占比.....	4
图表 2：基金非白酒板块重仓持股市值及占比.....	4
图表 3：2006 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况.....	5
图表 4：白酒标的 2023Q2 基金重仓持股情况及环比变化.....	5
图表 5：2010 年至今高端酒基金重仓持股占流通股比.....	6
图表 6：2010 年至今次高端酒基金重仓持股占流通股比.....	6
图表 7：2010 年至今地产酒基金重仓持股占流通股比.....	6
图表 8：2010 年至今其他酒基金重仓持股占流通股比.....	6
图表 9：白酒板块重点标的年初至今北上持股情况.....	7
图表 10：茅台 PE-TTM 与美债收益率呈反向波动.....	7
图表 11：2022 年至今飞天茅台批价走势.....	8
图表 12：2022 年至今普五&国窖 1573 批价走势.....	8
图表 13：2020 年至今次高端主要单品批价走势.....	8
图表 14：2020 年至今次高端酱酒主要单品批价走势.....	8
图表 15：白酒板块重点标的盈利预测.....	9
图表 16：基金啤酒板块重仓持股市值及占比（右轴，%）.....	9
图表 17：啤酒个股重仓持有基金数量环比变动.....	9
图表 18：啤酒个股重仓持股数量环比变动.....	10
图表 19：基金调味品板块重仓持股市值及比例（右轴，%）.....	10
图表 20：啤酒 23 年量同比.....	11
图表 21：啤酒 23 年量对比 19 年增速.....	11
图表 22：啤酒板块重点标的盈利预测.....	11



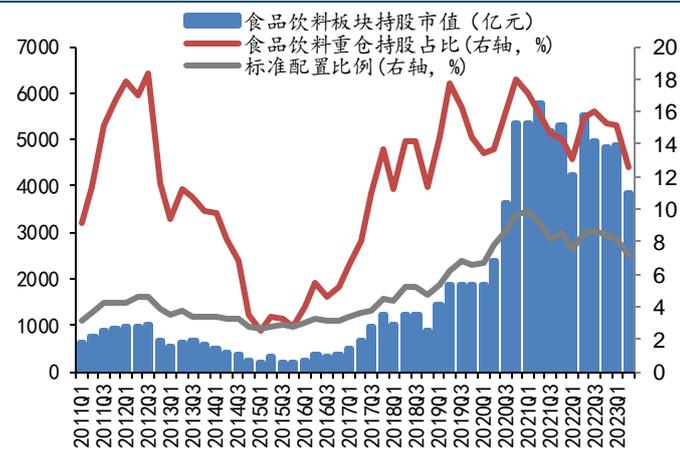
图表 23: 调味品个股重仓持有基金数量环比变动	12
图表 24: 调味品个股基金重仓持股数量环比变动	12
图表 25: 调味品板块重点标的盈利预测	12
图表 26: 基金乳制品板块重仓持股市值及比例 (右轴, %)	13
图表 27: 乳制品个股重仓持有基金数量环比变动	13
图表 28: 乳制品个股基金重仓持股数量环比变动	13
图表 29: 基金食品综合重仓持股市值及比例 (右轴, %)	13
图表 30: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)	14
图表 31: 全脂奶粉中标价格 (美元/吨)	14
图表 32: 牛奶零售价 (元/升)	14
图表 33: 酸奶零售价 (元/升)	14
图表 34: 食品综合基金重仓持有基金数量环比变动	15
图表 35: 食品综合个股基金重仓持股数量环比变动	15
图表 36: 上半年餐饮同比高增	16
图表 37: 社零数据稳定修复, Q2 速度放缓	16
图表 38: 食品综合板块重点标的盈利预测	16



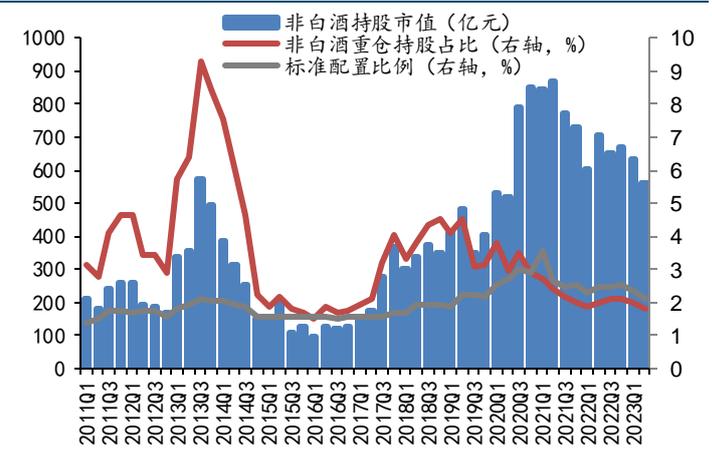
一、整体：基金重仓比例下降，白酒幅度大于非酒

食品饮料板块整体重仓持股占比从 22Q4 起连续下滑，23Q2 持仓占比继续下降 2.60pct 至 12.57%，但仍维持市场超配状态，但超配比例下降 1.65pct 至 5.39%。其中，白酒重仓持股比例下降多于非白酒（金徽酒、顺鑫、迎驾重仓持股数增幅靠前；口子窖、老白干、酒鬼酒、山西汾酒降幅较大），非白酒板块的 Q2 持仓占比环比-0.16pt，其中：啤酒/调味品/乳制品/食品综合重仓持股占比环比-0.20/-0.01/-0.02pct，啤酒下滑幅度偏大系 4 月销量不及预期导致市场对升级节奏、需求恢复进度有所担忧（重啤重仓持股数降幅靠前）；食品综合幅度相对偏小（盐津、洽洽重仓持股数增幅靠前）；调味品β偏弱（千禾降幅靠前）。

图表1：基金食品饮料板块重仓持股市值及占比



图表2：基金非白酒板块重仓持股市值及占比



来源：Wind，国金证券研究所，注：持仓占比=（Σ对应板块股票持股市值）/（Σ所有个股持股市值），样本口径为全部基金，下同。

（Σ所有个股持股市值），样本口径为全部基金，下同。

2、Q2 业绩前瞻：1) 高端酒中茅五维持双位数收入增速，老窖约 20%；次高端分化，汾酒业绩超预期（Q2 收入+32%），酒鬼承压、水井坊收入个位数增长；地产酒大多 Q2 收入增速有望超 20%，部分利润有望在 30%或以上。2) 啤酒：龙头 Q2 收入增速中到大个位数，毛利率明显改善，利润端增速双位数以上；华润、青啤 H1 利润在 20-25%。3) 休闲食品：小零食收入增速高双，洽洽承压收入增速个位数，利润受益于油脂、包材下行弹性充足。4) 调味品：海天、中炬收入利润约个位数，千禾味业收入+30%，利润弹性高。5) 速冻：B 端稳健增长，C 端略有承压。安井预计 Q2 收入增长 26%，其中主业增长 16%-17%；千味预计增速 38%+，大 B 端增速较快。

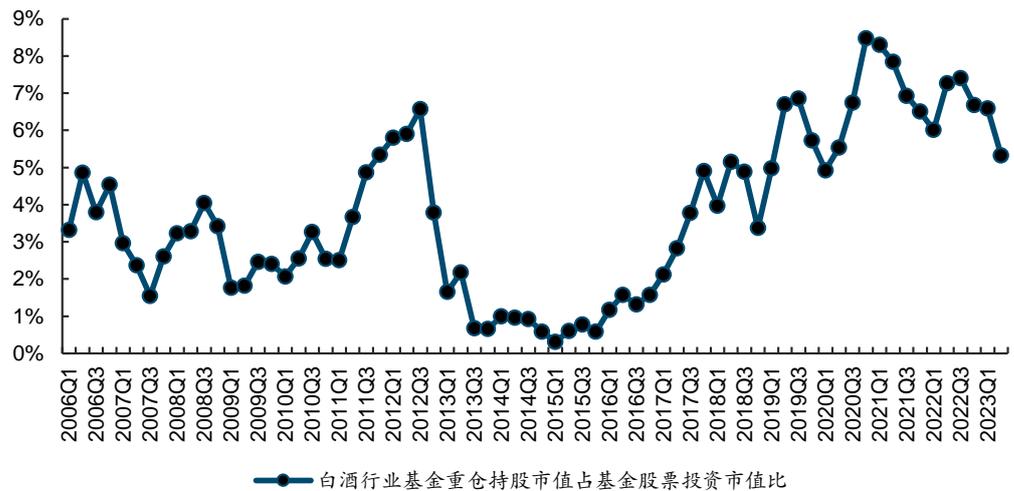
H2 投资主线：顺周期主线下我们首推白酒（高端+赛道龙头），前期估值、预期、机构持仓处于低点，政策有望陆续出台带动复苏预期逐渐向好；渠道基本面也持续恢复，批价企稳、库存持续消化中（普遍 2-3 个月渠道库存，对后续量价演绎可更乐观）。当前市场对中秋&国庆的预期较平稳，我们预计预期伴随基本面逐步夯实仍有提升空间，关注周期底部向上时的配置契机。此外：关注港股啤酒（高端景气度延续、资金面因素消除）、小零食公司（年内业绩有望持续超预期）的布局机会。

二、白酒板块：Q2 重仓持股占比明显下行，乐观看待预期拐点

从行业层面来看，2022Q4~2023Q2 持股占比持续向下，且 2023Q2 持股占比降幅较高。具体而言，2023Q2 行业重仓持股占股票投资市值比为 5.33%，环比-1.26pct，占比已回落至接近 2020Q1 低点（4.93%）。持股占比变化与 Q2 市场预期震荡回调相一致，4 月初春糖前后渠道反馈春节节后动销较为疲软，且 5~6 月渠道反馈商务氛围仍较为平淡，但更多仍为自上而下对行业需求复苏斜率的预期较为悲观。



图3: 2006年至今季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况



来源: Wind, 国金证券研究所

从具体标的的情况来看, 分化仍在延续, 核心是基本面态势、业绩确定性&成长性&置信度的分化。具体而言:

- 1) 高端酒: 略有减仓但幅度有限, 从环季持仓变动来看, 茅台/五粮液/老窖分别-5%/-4%/-4%, 主要系业绩置信度较高, 估值即使回调对安全垫预期也较充足, 仍位列 A 股基金重仓中 Top5。从时序维度来看, 虽有回落, 但持股占流通股比重仍处于近年来较高水平。
- 2) 次高端酒: 减仓幅度居前, 从环季持仓变动来看, 汾酒/舍得/酒鬼酒/水井坊分别-28%/-20%/-35%/-13%, 主要系自上而下对需求环境的预期较为悲观时, 板块内更顺周期的次高端板块预计影响会更强烈, 包括多数市场商务需求价格带亦集中于低线次高端。环境扰动下次高端酒企动销恢复相对较弱, 业绩置信度较弱下对估值回落亦较多。从时序维度看, 板块内分化也较为明显, 舍得持股占流通股比重仍处于近年来较高水平, 而酒鬼酒、水井坊已处于较低水平。剔除被动指数后, 酒鬼酒、水井坊重仓持股占流通股比重仅 0.63%/0.43%。
- 3) 地产酒: 区域龙头与区域二名酒分化明显, 例如苏酒中洋河/今世缘环季持仓分别-6%/+3%, 而徽酒中古井/迎驾/口子/金种子分别-3%/+64%/-46%/-20%, 主要系区域性繁荣中非规模化的龙头酒企仍可通过渠道优化等释能, 产品生命周期亦位于相对前期, 渠道&终端对不同利润率产品情绪本身会有分化。从时序维度来看, 古井/今世缘/迎驾持股占流通股比重仍处于近年来较高水平。

图4: 白酒标的 2023Q2 基金重仓持股情况及环比变化

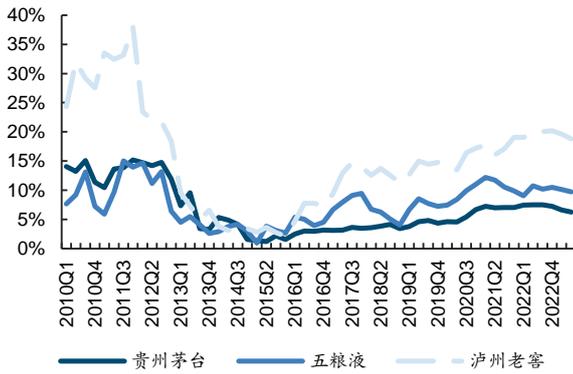
名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比 (%)	持股占流通股比(剔除指数)	△持股占流通股比(剔除指数)	持股总市值(亿元)	持股市值占基金净值比 (%)	持股市值占基金股票投资市值比 (%)
贵州茅台	1,584	7,839	-449	-5%	6.24	4.44	-0.48	1,326	0.48	2.14
五粮液	827	37,663	-1,742	-4%	9.70	6.94	-0.71	616	0.22	0.99
泸州老窖	678	27,545	-1,228	-4%	18.81	14.59	-1.21	577	0.21	0.93
洋河股份	158	14,693	-961	-6%	9.79	6.05	-1.22	193	0.07	0.31
古井贡酒	190	7,533	-199	-3%	18.44	14.64	-1.25	186	0.07	0.30
山西汾酒	160	9,917	-3,890	-28%	8.13	4.43	-3.86	184	0.07	0.30
今世缘	140	12,339	400	3%	9.84	5.36	-0.61	65	0.02	0.11
舍得酒业	74	4,363	-1,093	-20%	13.19	7.55	-3.66	54	0.02	0.09
老白干酒	20	10,310	-7,011	-40%	11.49	6.48	-8.16	25	0.01	0.04
迎驾贡酒	103	3,735	1,452	64%	4.67	4.61	1.80	24	0.01	0.04
顺鑫农业	61	6,693	638	11%	9.02	9.02	0.86	23	0.01	0.04
酒鬼酒	6	1,601	-870	-35%	4.93	0.63	-3.33	14	0.01	0.02
口子窖	45	1,444	-1,216	-46%	2.42	2.34	-2.01	7	0.00	0.01



名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比(%)	持股占流通股比(剔除指数)	△持股占流通股比(剔除指数)	持股总市值(亿元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
伊力特	19	1,611	-426	-21%	3.41	3.41	-0.89	4	0.00	0.01
金种子酒	16	1,560	-398	-20%	2.37	2.37	-0.61	4	0.00	0.01
水井坊	3	211	-30	-13%	0.43	0.43	-0.06	1	0.00	0.00
金徽酒	3	107	106	6650%	0.21	0.21	0.21	0	0.00	0.00

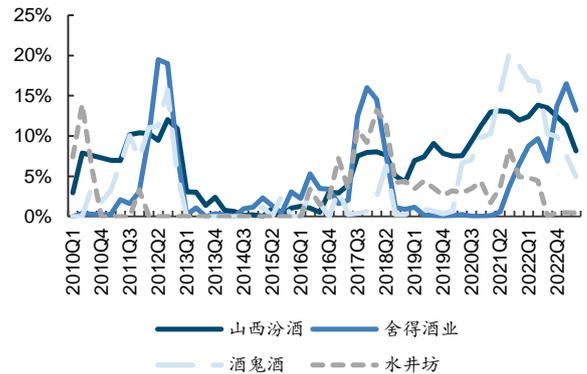
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 按持股总市值倒序排序)

图表5: 2010年至今高端酒基金重仓持股占流通股比



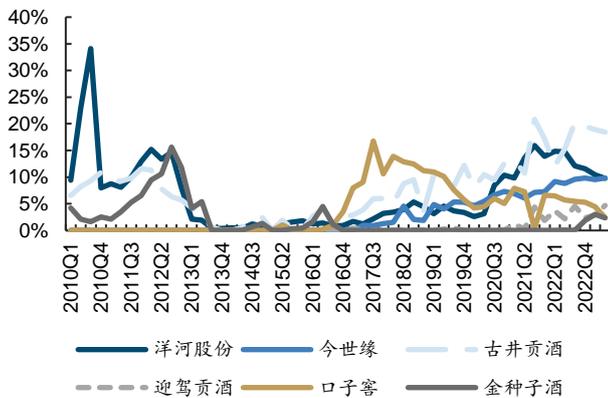
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 2010年至今次高端酒基金重仓持股占流通股比



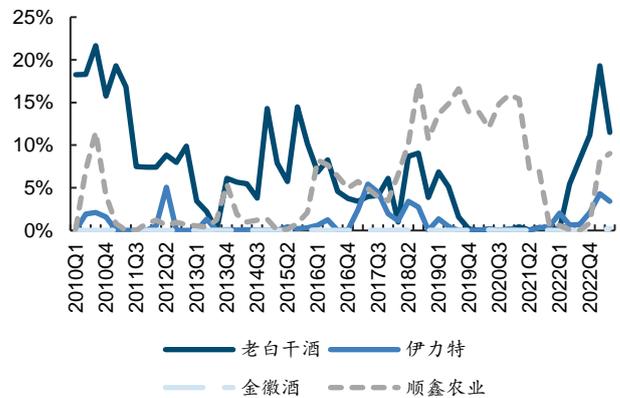
来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 2010年至今地产酒基金重仓持股占流通股比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 2010年至今其他酒基金重仓持股占流通股比

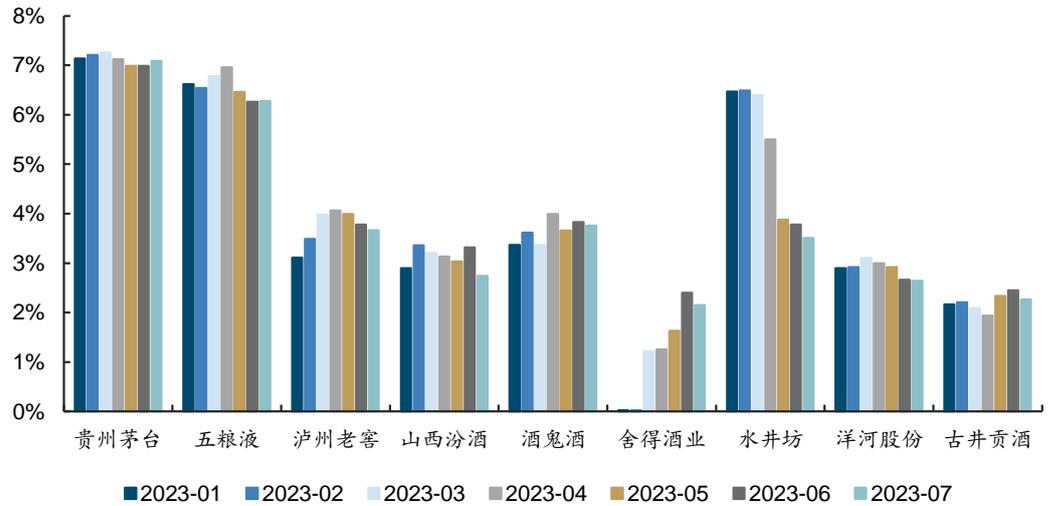


来源: Wind, 国金证券研究所

从北上持股来看, 2023Q2 环比变化较重仓持股变化有所差异。具体而言, 高端酒北上亦有所减持, 茅台/五粮液/老窖北上持股分别-0.3pct/-0.5pct/-0.2pct; 但次高端部分标的仍有增持行为(汾酒/舍得/酒鬼酒分别+0.1pct/+1.2pct/+0.5pct), 而水井坊大幅减持(-2.6pct); 区域龙头上, 洋河/古井分别-0.4pct/+0.4pct。往后看, 我们对后续环境趋稳、基本面持续恢复背景下北上流入仍较乐观, 而北上对白酒优异的商业模式认可度仍较高。

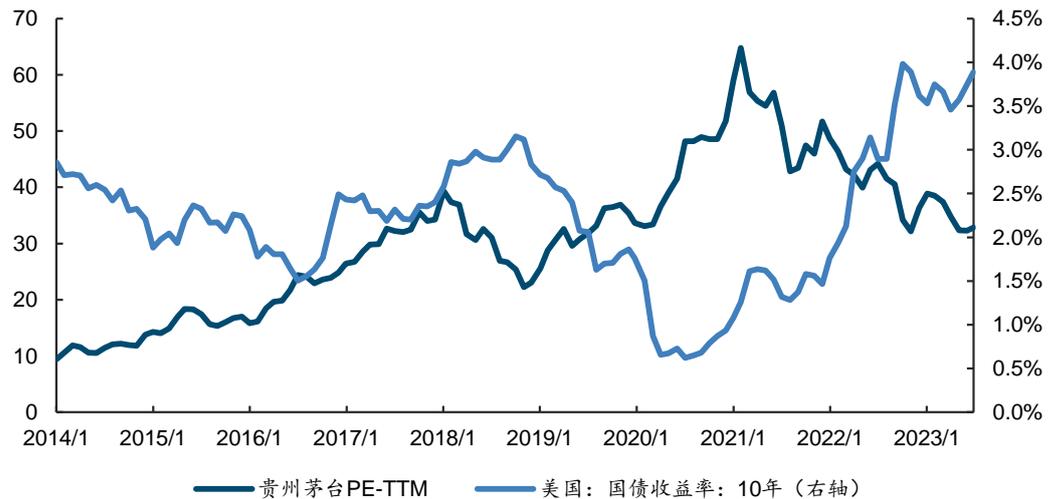


图9：白酒板块重点标的年初至今北上持股情况



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 7 月 24 日）

图10：茅台 PE-TTM 与美债收益率呈反向波动



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 7 月 24 日）

短期看，板块亦存在 Q2 业绩催化。分板块而言：

1) 高端酒：

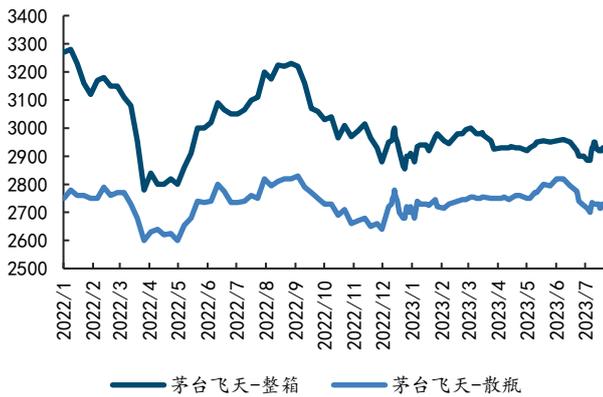
茅台已披露二季度业绩预告，23Q2 实现营业总收入 312 亿，同比+19%；实现归母净利 148 亿，同比+18%。分产品而言，23Q2 茅台酒实现营收 254 亿，同比+20%，系列酒实现营收 49 亿，同比+17%。公司业绩兑现历来稳健，实际兑现或仍能超当前预告值，确定性溢价明确。从渠道反馈来看，目前茅台 7 月陆续发货，配额有所收窄，占比普遍在 3-6%，批价飞天约 2730 元/2930 元；茅台 1935 批价 1020 元左右，终端成交价在 1100 元左右，库存约 2 个月。从十四五目标来看，集团双翻番兑现预期强，考虑到世界 500 强门槛更高，我们预计 23-25 年公司仍能实现中高双位数收入增速。

五粮液目前回款约 70%，发货慢于回款，批价在 930 元左右，渠道库存 1.5 个月，控货状态下仍有放量动作；1618 要求出货价 990 元，最低有 30 元红包，消费者扫码后终端有返利，因此批价略有提升。我们预计五粮液 Q2 业绩会较为稳健，收入预计同比+12%，利润同比+14%。

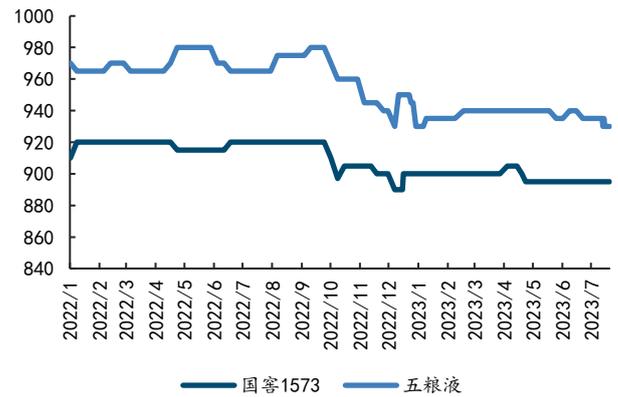
国窖 1573 目前回款 60%-65%，8 月预期春雷行动二期，部分往期未兑现费用与 8 月末进度挂钩，消费者扫码奖的概率&力度有向上调整（最低红包提升至 15.73 元）。我们预计老窖 Q2 业绩会较为稳健，收入预计同比+20%，利润同比+23%。



图表11: 2022年至今飞天茅台批价走势



图表12: 2022年至今普五&国窖 1573 批价走势



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 25 日)

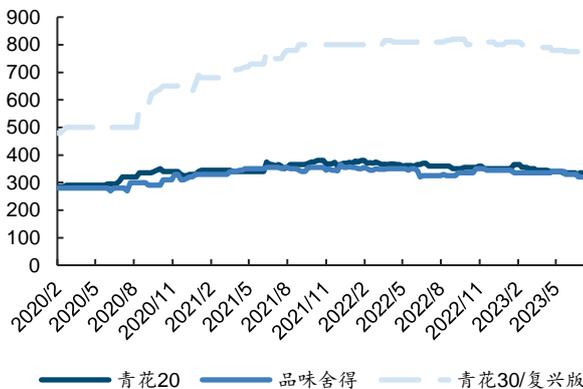
来源: 百荣酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 25 日)

2) 次高端:

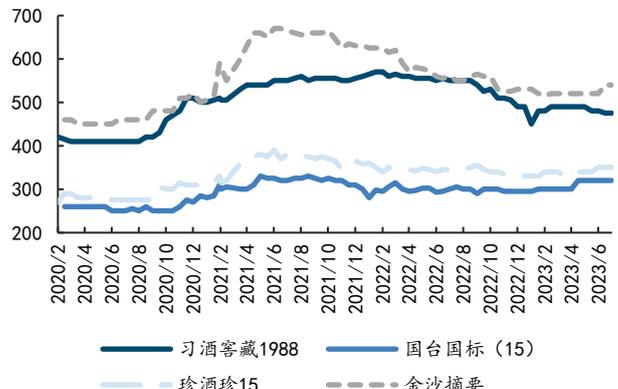
汾酒已披露二季度业绩预告, 23Q2 实现营业总收入 63.3 亿元, 同比+31.8%; 实现归母净利 19.6 亿元, 同比+50.2%, 超市场预期。从上半年看, 省内反馈腰部产品(青花 25、巴拿马 20)动销较优, 省外玻汾配额内前置拿货, 整体预计 H1 青花增速在 30%+ (其中青花 20、25 快于复兴版, 结构占比 40%+), 腰部及玻汾增速在 20%左右, 结构整体仍往上。对于下半年, 考虑到省外玻汾配额前置&全年玻汾仍控量, 对下半年结构提升可更乐观, 全年省外增速仍预期会高于省内。渠道亦预期下半年费用投放会加码, 包括消费者扫码等, 对动销会有提振作用。

批价层面, 青花 20/品味均 350 元上下, 内参省内/省外 780 元+/760 元+, 八号 310 元左右; 库存上平均 2-3 月, 其中汾酒略低, 7-8 月为去库存区间。预计 Q2 舍得+35%/+35%, 酒鬼酒-25%/-30%, 水井坊持平略增利润高增 (FY24 目标+30%)。

图表13: 2020年至今次高端主要单品批价走势



图表14: 2020年至今次高端酱酒主要单品批价走势



来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 25 日)

来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 25 日)

3) 地产酒: 安徽、江苏端午动销口径增长幅度在双位数, 由于有经济基础支撑, 相对保持较强韧劲。7-8 月升学宴预定旺盛, 库存在 2-3 个月, 单品批价相对稳定 (梦 6+为 590、4K 是 400、水晶梦 390, 其中, 南京梦 6+批价在 22 年春节下滑至 580, 2 月 16 日开启挺价后 5 月到到 600-630, 端午后批价为 590), 洋河、古井、今世缘回款进度在 70%+。预计 Q2 收入、利润增速洋河均在 15-20%, 今世缘均在 30%, 古井 20-25%/30%以上, 口子窖均在 20%+, 迎驾 25%/25-30%, 金徽酒 15-20%/30-40%。金种子已披露业绩预告, 预计 23Q2 归母净利润约为-684 万元到 916 万元, 收入端或能实现高两位数增长。

我们判断, 今年中秋呈现的特征是行业内卷更严重, 体现在: 给予渠道更多费用政策支持、催渠道回款更紧、启动中秋会战更早 (8 月可能将开启); 对应带来的结果是今年中秋会是以价换量、高周转出货、去化库存的阶段, 进而为来年春节旺季做下准备。地产酒由于春节返乡潮带动 Q1 业绩完成度较高, Q2-3 需求韧劲强, 部分龙头中秋完成回款无虞, 全年业绩下修的风险较低。



图表15: 白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入增速				归母净利增速				PE	
		23Q1A	23Q2E	23E	24E	23Q1A	23Q2E	23E	24E	23E	24E
高端酒	贵州茅台	19%	19%	18%	16%	21%	18%	19%	18%	31	26
	五粮液	13%	12%	16%	14%	16%	14%	18%	16%	22	19
	泸州老窖	21%	20%	24%	21%	29%	23%	28%	24%	26	21
次高端	山西汾酒	20%	32%	23%	21%	30%	50%	33%	25%	26	20
	酒鬼酒	-43%	-25%	9%	24%	-42%	-30%	10%	27%	28	22
	舍得酒业	7%	35%	31%	27%	7%	35%	26%	29%	22	17
	水井坊	-40%	3%	7%	19%	-56%	高增	9%	24%	25	20
地产酒	洋河股份	16%	16%	18%	17%	16%	16%	22%	19%	18	15
	古井贡酒	25%	22%	22%	20%	43%	30%	35%	30%	32	25
	今世缘	27%	30%	27%	23%	25%	30%	25%	23%	24	19
	迎驾贡酒	22%	25%	22%	20%	27%	30%	26%	23%	25	20
	口子窖	21%	20%	20%	17%	10%	18%	16%	18%	19	16
	老白干	10%	20%	21%	19%	-62%	30%	-1%	39%	35	25

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 25 日)

板块观点: 近期情绪持续回暖, 我们认为主要系: 1) 对板块 Q2 业绩的预期已比较充分, 估值底具备支撑; 2) 多行业系列政策陆续出台, 对后续复苏预期逐渐向好; 3) 渠道基本面持续恢复中, 批价企稳, 库存持续消化中。

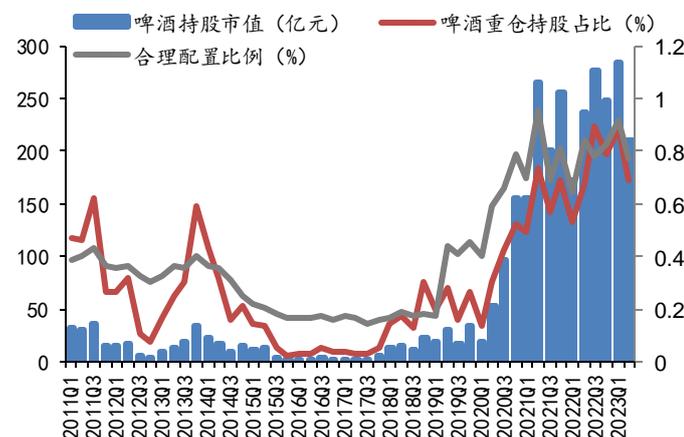
当前市场对中秋&国庆的预期较为平稳, 我们预计预期伴随基本面逐步夯实仍有提升空间。再强调关注板块周期底部稳步向上时的配置契机, 行业景气向上周期时无需过度担忧。当前普遍 2-3 个月的渠道库存, 对后续量价演绎可更乐观。当前仍首推高端 (茅五泸) 及赛道龙头 (洋河、汾酒等), 关注区域强势品种 (古井、今世缘等) 及次高端标的 (舍得、酒鬼酒等)。

三、啤酒板块: Q2 减仓, 高端化韧劲延续

1) 从整体持仓上看: 23Q2 基金对啤酒的重仓持股占比约 0.69%, 环减 0.20pct, 主要系龙头 4 月销量低于预期 (天气+备货节奏影响), 导致市场对啤酒高端化、需求景气度有担忧, 叠加板块整体估值锚下移。

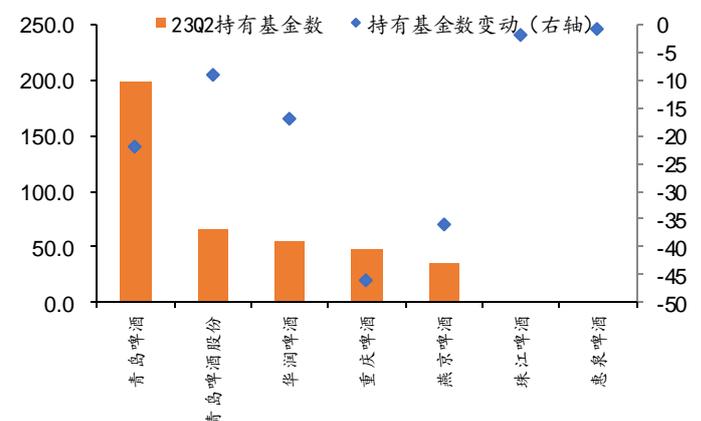
2) 从个股上看: 青啤、青啤港股、华润重仓持有的基金数量环减 22/9/17 家, 持股数量环比 -11%/-11%/-15%; 重啤、燕京环减 46/36/只, 持股数量环比 -20%/-1%。重啤主要系全年乌苏预期下修, 乌苏改革进度进一步有待观察, 福建虽恢复正增长, 但华东、广东依旧承压, 高端餐饮修复也需要更长时间; 燕京短期受代言人事件扰动, 叠加 U8 降速引发对产品生命周期的担忧。

图表16: 基金啤酒板块重仓持股市值及占比 (右轴, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

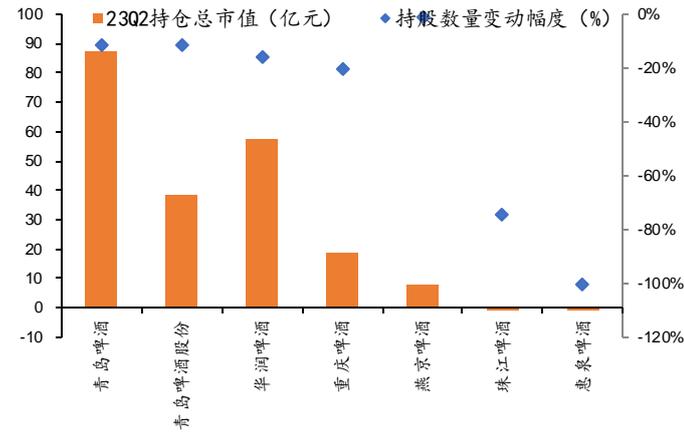
图表17: 啤酒个股重仓持有基金数量环比变动



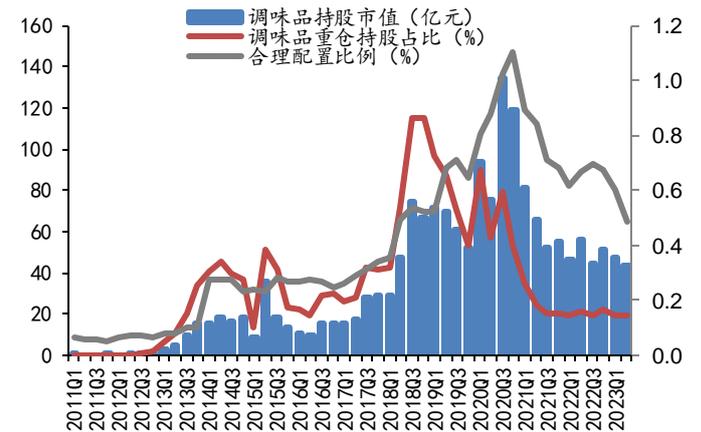
来源: Wind, 国金证券研究所



图表18: 啤酒个股重仓持股数量环比变动



图表19: 基金调味品板块重仓持股市值及比例 (右轴, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

Q2 业绩前瞻:

华润 6 月次高及以上增速不到 20%，21-23 年复合增速环比提升至 15%，H1 销量 4-5% 增长（喜力高两位数增长。纯生增速接近 20%、superX 增速不到 10%、老雪翻倍以上增长、低档增速快于中档，中档正增长），ASP 增速为中介位数，收入增速预计在 10%+；吨成本压力较小，毛利率端改善，啤酒还原利润增速 20% 以上。白酒收入因改革而调整、利润端预计无贡献。

重啤 Q2 销量增速中介位数左右（H1 乌苏个位数下滑、1664 下滑；Q2 疆外乌苏下滑、疆内正增长、整体持平），Q2 吨价增速快于 Q1（提价贡献），预计收入增速 7-8%。Q2 吨成本预计持平或略降（产能利用率提升、毛利率改善），所得税率同比改善（西部大开发税收优惠区域占比提升），预计利润增速在 15% 左右。

青啤 Q2 销量增速接近 3%，ASP 环比加速（预计 H1 纯生增速 30% 多、经典双位数、白啤 50%+），预计收入增速在大个位数，利润增速在 15-20%。

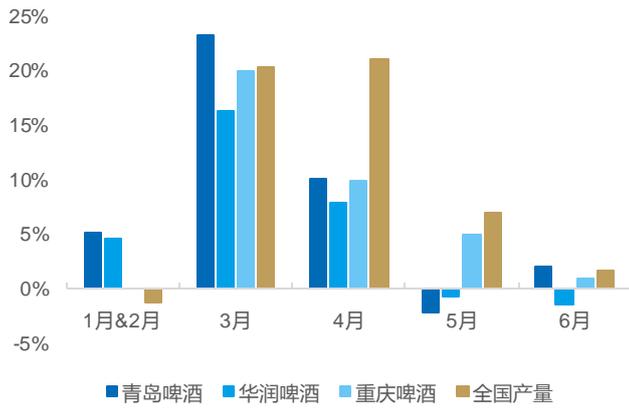
燕京 Q2 销量增速大个位数（漓泉恢复性增长，U8 增速 35-40%），预计收入增速 10%+。利润端亿披露业绩预告，单 Q2 归母净利 4.44-4.79 亿元，同比+27%-37%；扣非净利同比+5%-16%。Q2 扣非净利率变动不大，预计主要系：定岗定编优化用工模式，提升人均效率，并因此产生一定成本费用。Q2 预计产生税前员工安置费接近 1 亿，考虑所得税及少数股东损益，加回后我们判断 Q2 归母利润增速在 40-50%。

展望 H2:

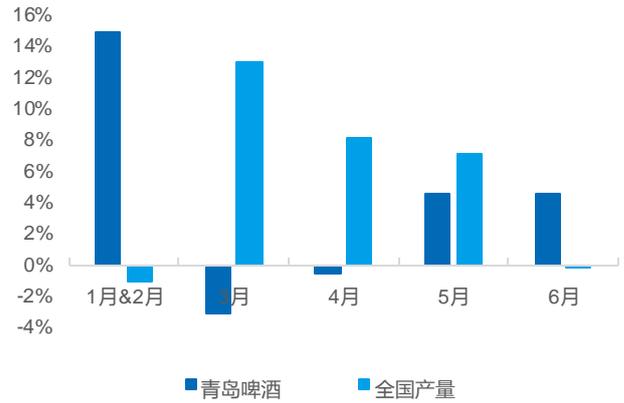
1、量：销量已经不是主要矛盾，7-8 月销量不用太悲观，但也不要预期太高，9-12 月进入低基数。1) 22 年 7-8 月受极端天气、疫后回补性消费、21 年基数低的影响，龙头公司实现销量双位数增长。今年高温天气延续，但强度、可持续性有待检验，且疫后补偿需求红利更多发生在 1-2 月而非 7-8 月，不应抱有过高期待。2) 从 6 月表现看，销量已超过 19 年水平（6 月规模以上企业啤酒产量同比+1.6%，对比 19 年基本持平），预计 7 月也有望超过 19 年（华润 7 月到 18 号是-1%），背后支撑是气温高+暑期旅游火爆+各家积极开展活动（啤酒节开幕、青啤 120 周年庆等），消费氛围良好。3) 2013 年后行业已进入存量竞争，博弈个股销量超预期本质是在博弈极端天气、区域格局剧烈变化、拓展新消费群，当前销量并不是驱动利润提升的主要动力。



图表20: 啤酒 23 年量同比



图表21: 啤酒 23 年量对比 19 年增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 全国数据按同比增速口径测算

2、从炒量到炒利润的切换需要催化，最直接的催化剂会是中报有望超预期。大部分啤酒从年初到现在 EPS 并未下修，反而由于成本改善上修，高端化进程符合预期，部分有 α 的大单品超预期，下半年现饮恢复也将带来高端产品发展机遇。

1) 高端化景气维持: 整体消费环境低迷, 市场担忧啤酒升级的空间、确定性。我们认为, 啤酒升级逻辑在大众品中理应具备 α , 因为起步晚、升级空间广、供给端共同驱动。21 年行业高端销量占比仅 15%, 对标百威中国 30-35%, 仍有一倍提升空间; 华润吨价 3000+、青啤吨价不到 4000, 对标百威中国的 5000 仍有 30-60% 的提升空间 (假设每年提升中个位数, 可支撑 5 年以上), 且百威中国自身也在升级。Q2 高端增速环比加快, 驱动力在于夜场、高档餐饮现饮场景修复, 像青岛纯生、华润纯生这类纯 β 产品 21-23 年 H1 复合增速也在 10-15% (23H1 青岛纯生增速 30% 多、雪花纯生增速 20% 不到), 对于 U8、白啤、喜力等 α 大单品能有 40-50% 或以上的同比高增, 印证啤酒升级逻辑的强韧劲。

2) 成本红利 23-24 年都可期待: 由于全球复苏+国际形势, 大宗上涨较多, 21/22 年龙头吨成本增幅都在中个位数左右; 23 年包材锁价完成, 成本确定下降, 重啤也已下修 Q2 吨成本预期至持平乃至下行, 预计 23 年龙头吨成本低个位数增长。24 年预计大麦压力将明显缓解, 当前大麦价格对比年初下滑 20%, 若延续到年底, 则贡献吨成本下降 2-3%。

3) 费投无恶化: 竞争格局改善维持, 各家销售费率将向下变动, 费用投放结构上将更针对 C 端、高端, 提升费效比。

3、资金面负面影响在消退: 1) 青啤 7 月 24 日解禁 (432.87 万股), 占比 0.32%, 本次解禁比例较低。去年同期也有解禁 (数量相近), 但股价影响有限, 且历次高管减持均价都在百元以上。2) 港股投资环境变好, 美股加息预期改善, 国内政策频出, 外资对 A 股偏好度也有望提升。

当前青啤 29X、华润 25X (啤酒还原利润)、重啤 29X, 我们推荐华润、青啤, 建议关注重啤布局机会 (8 月进入低基数)。

图表22: 啤酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入增速					归母净利润增速					PE	
		23Q1A	23Q2E	23H1E	23E	24E	23Q1A	23Q2E	23H1E	23E	24E	23E	24E
啤酒	青岛啤酒	16%	8%	12%	8%	6%	29%	19%	23%	23%	18%	29	25
	青岛啤酒股份	16%	8%	12%	8%	6%	29%	19%	23%	23%	18%	19	16
	华润啤酒			11%	9%	8%			24%	25%	22%	25	20
	重庆啤酒	5%	8%	6%	13%	14%	14%	15%	14%	17%	22%	29	23
	燕京啤酒	14%	11%	12%	11%	9%	7373%	27-37%	45-55%	65%	43%	54	38

来源: Wind, 国金证券研究所, 收盘价为 2023 年 7 月 26 日, 华润为啤酒还原利润、啤酒业务市值

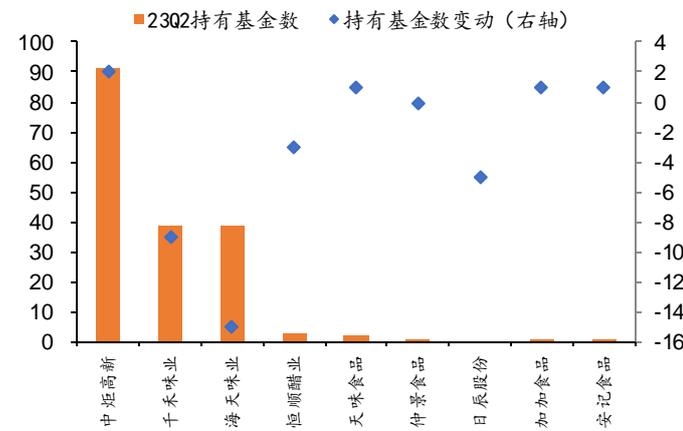
四、调味品板块: 餐饮需求弱复苏致动销平淡, 关注 H2 成本端释放业绩弹性

行业 β 属性较弱, 个股凭借 α 获得机构青睐。1) 从整体持仓来看, 2023Q2 调味品板块重仓持股占比约 0.14%, 环降 0.01pct, 仍处于低配状态。2) 分个股来看, 中炬重仓持股数量环比+35%、持有基金数增加 2 家 (至 91 家); 千禾重仓持股数量环比-27%, 持有基金数减少 9 家 (至 39 家); 海天重仓持股数量环比+19%、持有基金数减少 15 家 (至 39 家)。



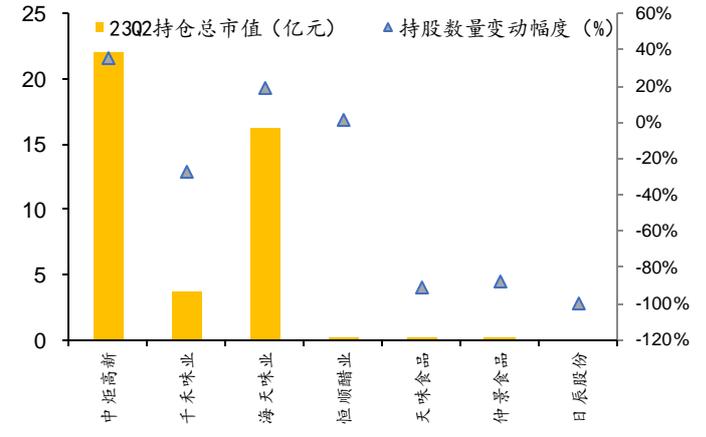
家), 天味、仲景、日辰继续减仓。

图表23: 调味品个股重仓持有基金数量环比变动



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 调味品个股基金重仓持股数量环比变动



来源: Wind, 国金证券研究所

回顾 Q2,

1) 基础调味品方面, 我们观察到龙头海天、中炬出现明显分化, 虽然从基本面角度来看, 二者动销表现一般, 尚未恢复至疫情前水平。Q2 收入和利润预计均约个位数增长, 主要系疫后餐饮修复不及预期, 而经销商和居民端主要在消化库存。但中炬股权纷争问题基本解决, 股东大会改组将稳定军心、重心回归经营层面, 短期有助于强化管理层经营决策的执行力, 未来亦具备引入战略投资者进一步完善主业运作、内部治理的可能。

千禾味业自 22Q4 依靠零添加起势, Q1 业绩超预期引发机构投资者关注, 自 Q2 开始主流电商大盘承压, 线下招商速度略有放缓, 叠加合同负债回归正常基数, 预计 Q2 收入增速约 35%。业绩预告显示, 23Q2 归母净利润 1.0-1.2 亿元(中炬 1.1 亿元), 同比+55%-92%(中炬 73%)。市场主要担忧零添加品类的口味黏性较差, 及竞争对手加强布局, 随着基数扩大公司业绩增速无法维持高位, 因此二季度机构减仓较为明显。

2) 复合调味品方面, 集体呈现减仓趋势, 其中餐饮客户占比较高的日辰股份减仓幅度最大。面向 C 端的天味食品基本面表现稳健, Q2 受益于小龙虾旺季及提前铺市策略, 预计收入实现双位数增长, 利润端则受益于油脂下行弹性更大。前期复调赛道竞争加剧, 在 21 年经历了退热阶段, 天味内部改善逻辑基本在 22 年释放, 往后看重点在于全国化扩张, 在没有大爆品的前提下很难释放较大的业绩弹性, 因此今年核心在于高估值消化。

展望 H2, 我们认为调味品的餐饮需求随着节假日催化&消费力修复具备改善趋势, 利润端将受益于大豆价格下行的滞后反馈。企业层面, 龙头更加注重库存良性, 减少对经销商的压货, 确保内部销售体系健康。上半年多为内外部调整阶段, 体现为高估值逐步消化。我们认为当下市场预期不强, 下半年消费环境逐步改善, 企业具备低基数红利叠加成本端利好释放, 业绩弹性更加充足。调味品具备较强的品牌和渠道壁垒, 看好龙头市占率持续提升, 建议把握底部机会, 推荐业绩确定性强和估值性价比标的, 如中炬高新、宝立食品。

图表25: 调味品板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	收入增速				归母净利润增速				PE	
		23Q1A	23Q2E	23E	24E	23Q1A	23Q2E	23E	24E	23E	24E
调味品	海天味业	-3%	2%	8%	10%	-6%	2%	10%	13%	37	33
	中炬高新	1%	6%	7%	12%	-6%	9%	扭亏为盈	20%	41	34
	千禾味业	70%	35%	34%	21%	163%	75%	52%	25%	37	30
	天味食品	22%	16%	22%	17%	28%	67%	29%	25%	36	29
	宝立食品	27%	15%	26%	22%	82%	77%	34%	28%	26	21
	安琪酵母	12%	12%	17%	16%	13%	6%	19%	25%	20	16

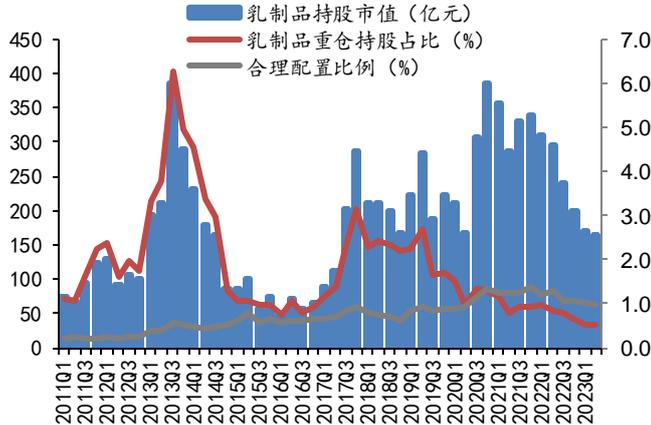
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 25 日, 中炬高新以美味鲜主业口径预测)



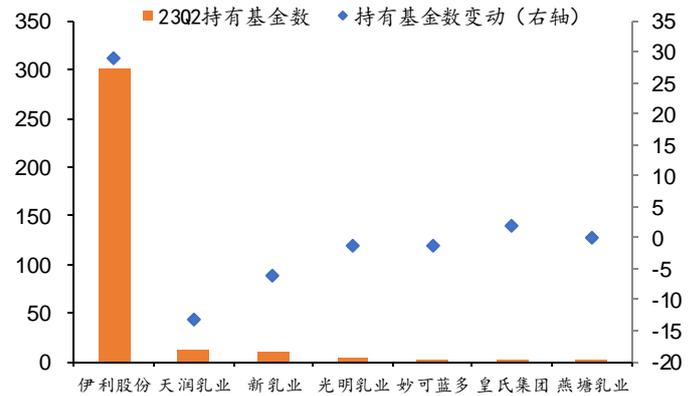
五、乳制品板块：连续多季减配，常温竞争趋缓，低温集中度提升

1) 从整体持仓看，23Q2 基金对乳制品的重仓持股占比约 0.53%，与 23Q1 基本持平。2) 从个股来看，伊利股份重仓持股数量环比下滑 2%，重仓持有基金数量环比增加 29 只；天润乳业重仓持股数环比下滑 6%，基金数量环比下滑 13 只；妙可蓝多的重仓持有基金数量环比减少 1 只至 2 只，但重仓持股数环比上升 103%。

图表26：基金乳制品板块重仓持股市值及比例（右轴，%） 图表27：乳制品个股重仓持有基金数量环比变动



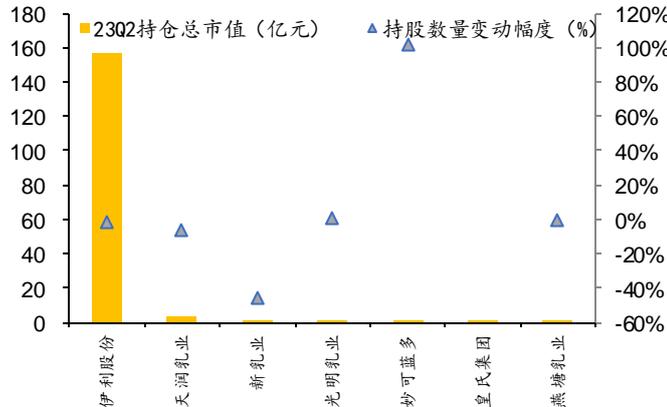
来源：Wind，国金证券研究所



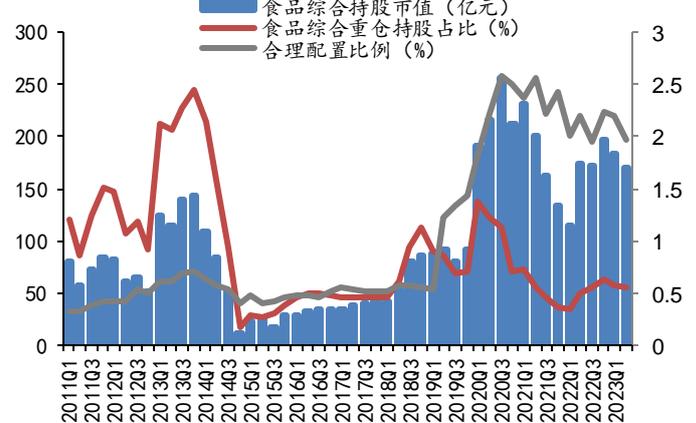
来源：Wind，国金证券研究所

图表28：乳制品个股基金重仓持股数量环比变动

图表29：基金食品综合重仓持股市值及比例（右轴，%）



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

2023 年 7 月 19 日，我国生鲜乳主产区平均价为 3.75 元/公斤。21 年下半年的原奶价格进入下行周期，有望进一步改善乳制品行业成本端，但由于大型乳企与上游牧场的深度绑定，超出需求量的原奶会被生产成喷粉，抵消乳企的部分利润。2023 年 7 月 18 日，全脂奶粉中标价格 3100 美元/吨，同比-17.48%，处于下行周期，有助于乳制品企业成本端的改善。

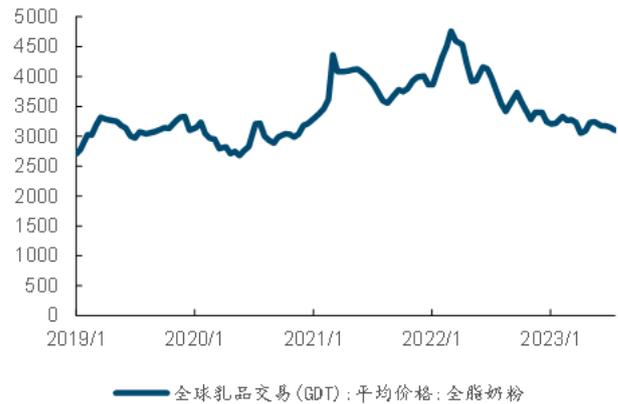


图表30: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)



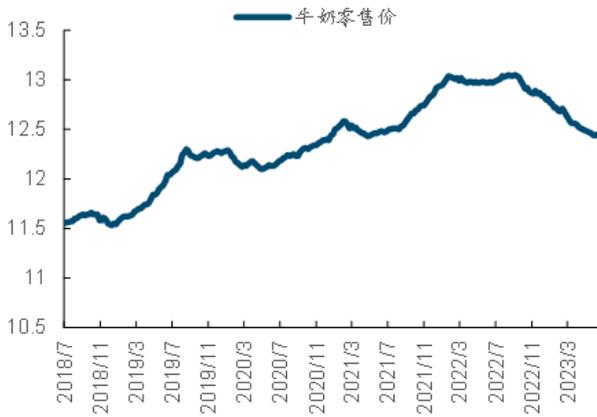
来源: wind, 国金证券研究所 (截至 2023 年 7 月 19 日)

图表31: 全脂奶粉中标价格 (美元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所 (截至 2023 年 7 月 18 日)

图表32: 牛奶零售价 (元/升)



来源: wind, 国金证券研究所 (截至 2023 年 7 月 19 日)

图表33: 酸奶零售价 (元/升)



来源: wind, 国金证券研究所 (截至 2023 年 7 月 19 日)

个股跟踪:

1) 伊利: 行业龙头+高股息率+业绩修复, 高速增长的冷饮、奶粉板块高利润率有望持续改善公司净利率。公司 Q1 业绩保持个位数增长, 公司业绩随消费复苏逐季改善。收入端: 1、液态奶: 白奶保持同比正增长, 下半年安慕希酸奶在公司积极营销与需求恢复的基础上预期实现业绩转正; 2、奶粉与冷饮业务继续保持高速增长, 有望成为公司第二增长曲线, 优化产品结构, 改善利润端。成本端: 21 年下半年原奶价格进入下行周期, 毛利率得到一定提升。预期全年业绩前低后高。

2) 蒙牛: 高毛利产品占比提升+原材料价格高位回落+费用稳定投放, 在乳制品行业弱复苏的背景下公司聚焦产品结构优化, 站在消费升级的风口上不断推出各种创新单品, 对产品实行高端化与差异化革新, 未来业绩将稳步提升。液态奶: 特仑苏品牌稳定增长, 低温奶业务在市场上保持领先地位, 奶粉上雅士利持续加强婴配奶粉和营养品的销售渠道, 贝拉米完成大贸辅食基础布局。

3) 天润乳业: 公司依靠专卖店渠道对产品进行全国扩张, 下半年山东工厂投产带来长期成本下降, 毛利率得到改善, 产能实现扩张。公司专卖店渠道占比 80%, 门店经营在降低运营成本的同时也实现对公司的产品宣传。公司在新疆市占率达到 40%, 产能达到 30 万吨, 并向江苏、广东、山东、浙江等地区逐步扩张, 23 年预计增加 16 万吨产能, 长期产能规划达 80 万吨, 公司产能有望实现快速增长。

展望 H2:

乳制品行业在国民健康意识增强+消费升级的机遇下, 市场规模会持续增长。国家政治局会议提出扩大居民消费, 政策端利好助力乳企业绩提升, H2 中秋国庆两节相连, 送礼刚性需求与居民消费修复的双重刺激。分板块看, 基础常温白奶继续下沉至县、乡级市场, 持续扩大市场渗透率; 低温鲜奶和功能性乳品营收占比逐步扩大, 产品结构的优化带来利润端优化; 酸奶更偏向于健康性、功能性发展, 奶粉、奶酪、冷饮等高利润率产品未来是行业利润端改善的重要推动力。



六、食品综合：持仓表现分化，重点看好速冻、小零食布局机会

从整体持仓看，23Q2 基金对食品综合版块的重仓持股占比约 0.56%，环比-0.02pct，继续维持低配。

1) 休闲食品：小零食持仓表现分化，其中盐津受益于零食专营渠道快速开店，自 22Q3 以来业绩持续超预期，Q2 机构加仓幅度较大（重仓基金数+5 只、重仓持股数+41%），而甘源和劲仔持仓基金数量和持股数量均有下滑（重仓基金数甘源-8/-1 只、重仓持股数-19%/-15%）。洽洽重仓持股数环比+107%、重仓基金数增加 7 只。

盐津已发布业绩预告，预计 23H1 实现归母净利润 2.4-2.5 亿元（中枢为 2.5 亿元，下同），同比+86%-94%。其中 23Q2 归母净利润 1.3-1.4 亿元（1.3 亿元），同比+90%-105%。业绩超预期主要系“产品+渠道”策略推动收入快速增长，供应链优化实现降本增效。

甘源此前亦公布业绩预告，预计 23Q2 实现营收 4.2-4.4 亿元（4.3 亿元），同比+42%-49%；归母净利润 0.6-0.7 亿元（0.7 亿元），同比+222%-292%。业绩超预期主要系新品和渠道调整，棕榈油成本大幅下降。市场对甘源的担忧主要体现在 23H1 商超、流通渠道调整进度慢，表现不及预期。今年股权激励目标很高（对应收入+40%），有 miss 的可能性。

劲仔并未公布业绩预告，估计 Q2 业绩增速放缓至 30% 以下，引发市场担心。此外劲仔主打大单品策略，零食专营渠道占比较低，并未充分享受下游扩张红利。

洽洽食品虽然 23H1 基本面承压（预计收入增速个位数，瓜子成本上涨），但机构加仓意愿明显，主要系估值调整到位，H2 具备旺季销量恢复&新采购季瓜子成本下降的潜在催化，市场仍看好公司瓜子大单品的多元化成长路径，及第二曲线坚果渗透率提升的逻辑。

展望 H2，我们认为新渠道&新产品红利仍然值得期待。目前零食专营业态外埠市场进展顺利，门店扩张速度超预期，如零食很忙近期已开店超 3000 家，零食有鸣和赵一鸣开店超 1500 家；兴趣电商、会员店等渠道人流红利持续释放。产品方面，盐津大辣棒、甘源冻干坚果逐步起量，供应链建设不断完善。我们看好年内业绩具备持续超预期可能性的盐津，及估值具备性价比的洽洽。

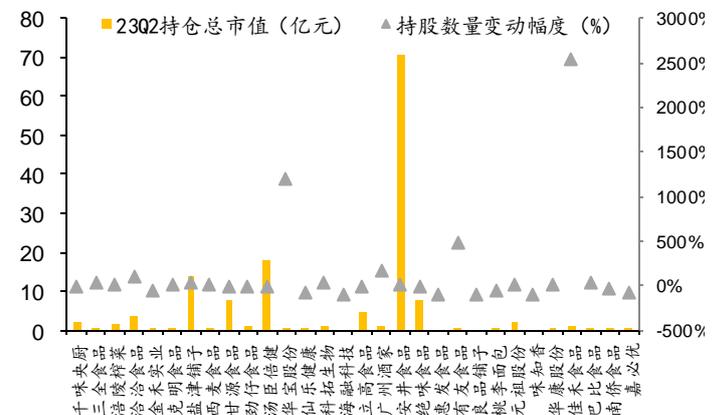
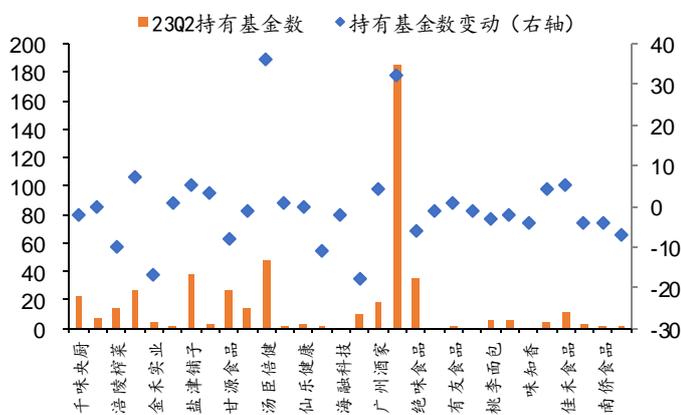
2) 餐饮供应链：Q2 餐饮需求增速放缓，但是多数公司经营韧性较好，Q2 预计能实现稳增长态势，随着 H2 消费的复苏和消费旺季的到来，我们预计 H2 销售情况优于 H1。

安井食品凭借稳健的增长势能依旧获得基金青睐，重仓基金数提高 32 只达到 186 只，持股数量环比+13%。公司已披露 23H1 业绩预告，23Q2 预计营收同比+26.1%，归母净利同比+39.9%-51.9%；扣非归母净利润同比+60.2%-75.0%。公司在 Q2 外部需求较弱的背景下，预计主业实现 16%-17% 的增长，锁鲜装、虾滑等产品表现亮眼，冻品先生预计实现 30% 左右的增长。受益于上半年控费成果较好与产品结构持续优化，安井利润端表现略超预期。展望下半年，安井利用渠道优势持续推出新品抢占市场份额，丸之尊 2.0、烤饼等新产品推进顺利，产品结构有望持续优化，预计全年维持较高盈利水平。

千味央厨重仓基金数下滑 2 只，持股数量环比-6%。2022 年受疫情影响，餐饮端受损程度较大，23H1 开放后大 B 餐饮端率先修复。由于去年 Q2 低基数，在大 B 客户同比高增的背景下，公司预计 Q2 营收端增速 40% 左右，其中大 B 增速为 40%-50% 左右。随着餐饮端的持续好转，大客户弹性明显提升，公司新品推出与产能释放有望顺利进行，同时公司收购味宝加强与大客户的深度绑定，充分受益餐饮链的复苏。

图表34：食品综合基金重仓持有基金数量环比变动

图表35：食品综合个股基金重仓持股数量环比变动



来源：Wind，国金证券研究所

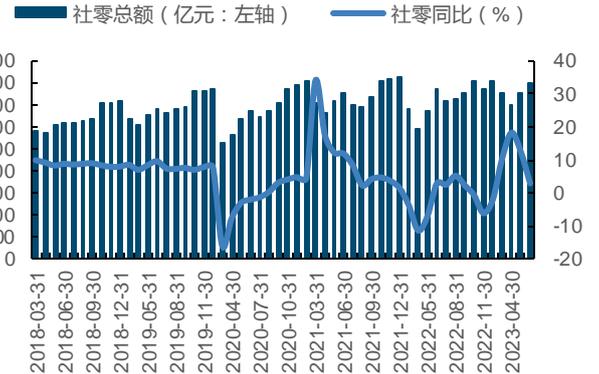
来源：Wind，国金证券研究所



图表36: 上半年餐饮同比高增



图表37: 社零数据稳定修复, Q2 速度放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 食品综合板块重点标的的盈利预测

板块	公司名称	收入增速				归母净利增速				PE	
		23Q1A	23Q2E	23E	24E	23Q1A	23Q2E	23E	24E	23E	24E
食品综合	洽洽食品	-7%	8%	14%	14%	-14%	26%	9%	24%	19	16
	甘源食品	22%	46%	40%	32%	145%	255%	61%	37%	28	20
	盐津铺子	55%	51%	30%	25%	82%	98%	59%	31%	35	27
	绝味食品	8%	13%	20%	18%	54%	1055%	201%	74%	34	20
	千味央厨	23%	38%	30%	25%	5%	40%	43%	35%	40	30
	安井食品	36%	25%	31%	19%	77%	35%	38%	24%	30	24

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 7 月 25 日, 千味央厨 23Q2 为剔除补助以扣非归母净利润增速)

风险提示

宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；

区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策；

原材料成本上涨过快风险——若外部环境变动导致大宗价格飙升，将加重公司成本压力、挫伤毛利率。



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究