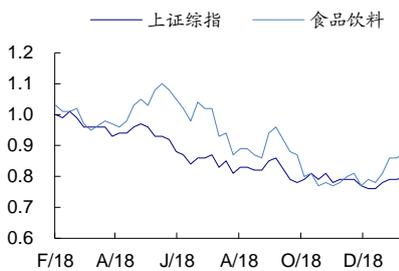


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《月度观点: 1月投资策略: 关注年货行情, 优选品牌龙头》——2019-01-16
 《食品饮料行业2019年投资策略暨12月月度策略: 增速换挡表现分化, 大众品投资三主线》——2018-12-26
 《行业重大事件快评: 双十一助力丰收, 休闲食品表现亮眼》——2018-12-10
 《专题报告: 阿里数据盘点: 双11消费积极, 保健休闲持续高增》——2018-12-10
 《专题报告: 阿里数据盘点: 双11消费积极, 保健休闲持续高增》——2018-12-06

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 孙山山

电话: 13751048798

E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

行业专题

北上资金推动, 春节行情持续演绎

● 业绩前瞻: 白酒出现分化, 大众品表现平稳

白酒板块, 高端酒表现稳健, 茅台自Q3业绩放缓后Q4加大配售非标产品提升业绩, 顺利完成全年任务; 五粮液投放积极, 渠道逐渐调整, 业绩获改善; 老窖控货保价, 提前应对行业调整, 1573、特曲聚焦发展保证业绩稳增; 次高端酒表现有分化, 洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒等18Q4有所回落, 汾酒激励到位业绩维持高增。地产酒Q4控量去库存, 保证渠道畅通, 增速有所回落。大众食品板块, 龙头业绩表现整体平稳, 产品升级明确, 多渠道渗透贡献增量, 成本压力下关注部分提价行为带来的边际改善效果。

● 春节动销: 茅台稀缺性仍明显, 大众品相对刚性

白酒类: 关注春节备货行情, 优选动销良性酒企。茅台春节旺季动销加快, 货源偏紧, 节前投放7500吨茅台酒于1月中旬后陆续到货缓解货源压力, 各地批价维持在1750-1800之间。五粮液春节旺季动销积极, 预计19Q1放量超7500吨目前各地批价回落至790-805元。泸州老窖前期停止对重庆区域国窖1573供应及对北方市场38度1573零售价进行提价60元, 稳价保增长。洋河股份春节省内动销略有压力, 省外保持良性增长, 南京地区M3一批价在360-365元, M6一批价在515-520元。今世缘春节动销情况良好, 南京地区国缘表现良好, 南京地区对开一批价260-270元, 四开一批价410-420元。

大众食品类: 优选休闲食品、调味品、乳制品等。春节备货行情显示, 休闲食品、调味品、乳制品等需求相对刚性。休闲食品三只松鼠、百草味及良品铺子销售额稳步增长, 百草味年货节全渠道30天销售额突破15亿, 同增88%, 其中年货礼盒30天销售1100万盒; 乳制品春节促销活动较多带动销量, 销售额稳步增长。

● 持仓情况: 18Q4持仓环比下降, 19Q1持仓有望提升

食品饮料整体重仓比例从2018Q3末7.11%下降至2018年报5.61%, 其中白酒板块重仓配置比例从2018Q3末4.89%下降至3.59%, 非白酒板块由2.22%微降至2.02%。2018年基金报告显示重仓配置比例最高的白酒标的为贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 重仓配置比例最高的非白酒标的为伊利股份、双汇发展。北向资金1月累计净流入规模606.88亿元, 19Q1持仓有望提升。

● 投资建议

重点推荐: 今世缘、顺鑫农业、千禾味业、贵州茅台、汤臣倍健、绝味食品。

● 风险提示

宏观经济不达预期, 需求增长不达预期, 食品安全问题

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600519	贵州茅台	买入	717.92	9017	26.65	29.52	26.94	24.32
603369	今世缘	买入	18.79	236	0.94	1.23	19.99	15.28
000860	顺鑫农业	买入	41.17	235	1.7	2.24	24.22	18.38
603517	绝味食品	买入	38.05	156	1.56	1.88	24.39	20.24
603027	千禾味业	买入	19.12	62	0.68	0.70	28.12	27.31
300146	汤臣倍健	买入	19.76	290	0.7	0.91	28.23	21.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

行业观点.....	4
业绩前瞻：白酒出现分化，大众品表现平稳.....	4
春节动销：茅台稀缺性仍明显，大众品相对刚性.....	4
持仓情况：18Q4 持仓环比下降，19Q1 持仓有望上升.....	5
热点聚焦.....	7
业绩前瞻：白酒出现分化，大众品表现平稳.....	7
公司动态.....	9
数据追踪.....	11
产销量：葡萄酒产量同比下跌，乳制品库存回升.....	11
零售价：白酒平台价格环降，哈啤价格提升.....	12
成本：乳清粉、进口大麦同比提升，包材同比下降.....	14
投资建议.....	16
国信证券投资评级.....	18
分析师承诺.....	18
风险提示.....	18
证券投资咨询业务的说明.....	18

图表目录

图 1: 白酒京东价格变化.....	12
图 2: 啤酒一号店价格变化.....	12
图 3: 红酒价格指数变化.....	13
图 4: 牛奶零售价变化.....	13
图 5: 酸奶零售价变化.....	13
图 6: 婴幼儿奶粉变化.....	14
图 7: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)	14
图 8: 南宁糖蜜价格 (元/吨)	14
图 9: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)	15
图 10: 生鲜乳均价 (元/公斤) 及同比.....	15
图 11: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)	15
图 12: 大豆现货价格走势 (元/吨)	15
图 13: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)	15
图 14: 鸭苗价格走势.....	16
图 15: 中国玻璃价格指数走势.....	16
图 16: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)	16
表 1: 食品饮料重点公司 2018 年业绩预测情况一览.....	4
表 2: 2018 年报较 2018Q3 重仓持股市值比例变动 (白酒板块)	5
表 3: 2018 年报较 2018Q3 重仓持股市值比例变动 (大众食品板块)	6
表 4: 2018 年报较 2018Q3 重仓持股市值比例变动 (啤酒红酒板块)	6
表 5: 食品饮料白酒板块 2018 年业绩预测情况一览.....	7
表 6: 食品饮料大众食品板块 2018 年业绩预测情况一览.....	8
表 7: 近期食品饮料行业重大事件情况一览.....	11
表 8: 各行业产量最新数据.....	12
表 9: 各行业库存及销量最新数据.....	12
表 10: 1 月策略组合受益情况一览.....	17
表 11: 食品饮料行业重点推荐公司估值表.....	17

行业观点

业绩前瞻：白酒出现分化，大众品表现平稳

目前部分公司发布业绩预告或业绩快报。白酒板块，高端酒平稳完成任务。贵州茅台全年业绩平稳完成，Q4 生肖酒等非标产品占比稳步提升；五粮液业绩超预期，集团 18 年顺利完成任务，19 年有望提前完成千亿目标。次高端酒预计前值高基数下有所回落，洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒等 18Q4 回落较明显。地产酒 Q4 控量去库存，保证渠道畅通，增速有所回落。

大众食品板块，龙头业绩表现整体平稳，产品升级明确，多渠道渗透贡献增量，成本压力下关注部分提价行为带来的边际改善效果。海天味业保持稳步增长态势，注重产品结构升级。千禾味业精准聚焦定位，超预期完成任务。汤臣倍健进一步夯实大单品战略，实施电商品牌化 2.0 战略等，预计收入高增长。伊利股份积极产品创新升级，春节期间促销力度较强，产品新鲜度高，寡头格局下受成本温和上涨影响有限。绝味食品 Q4 开店速度加快，预计公司 19 年开设 100 家串串店。桃李面包因中秋错峰致 Q4 营收环比放缓，产能利用率稳步提升。

表 1：食品饮料重点公司 2018 年业绩预测情况一览

上市公司	2018E	上市公司	2018E
贵州茅台	营收 23%，归母净利润 25%	绝味食品	营收 13%，归母净利润 28%
洋河股份	归母净利润 20%-30%	千禾味业	营收 13%，归母净利润 67%
山西汾酒	归母净利润 50%-60%	涪陵榨菜	归母净利润 45%-75%
五粮液	归母净利润 28%-35%	顺鑫农业	归母净利润 60%-90%
酒鬼酒	营收 35%，归母净利润 28%	好想你	归母净利润 10%-60%
舍得酒业	归母净利润 130%-151%	桃李面包	营收 18%，归母净利润 25%
今世缘	归母净利润 20%-30%	元祖股份	营收 8%-12%，归母净利润 10%-12%
古井贡酒	归母净利润 40%-50%	洽洽食品	归母净利润 10%-40%
安琪酵母	归母净利润 6%-12%	伊利股份	归母净利润 0%-6%
口子窖	归母净利润 20%-25%	海天味业	归母净利润 20%-24%
恒顺醋业	归母净利润 10%-15%	重庆啤酒	归母净利润 20%-25%
安井食品	归母净利润 35%-40%	香飘飘	归母净利润 10%-15%
泸州老窖	归母净利润 30%-35%	青岛啤酒	归母净利润 10%-15%
汤臣倍健	归母净利润 20%-40%	燕京啤酒	归母净利润 30%-50%
		养元饮品	归母净利润 0%-10%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

注：蓝色字体为已发布业绩预告、业绩快报

春节动销：茅台稀缺性仍明显，大众品相对刚性

白酒板块：关注春节行情，优选动销良性酒企。茅台春节旺季动销加快、货源偏紧,相关报道显示截至 2019 年 1 月 14 日茅台酒销售量超过 5000 吨同增 1.5 倍,公司强调节前投放 7500 吨茅台酒,1 月中旬后陆续到货缓解货源压力,各地批价维持在 1750-1800 之间,猪茅价格回落至 2900-3000 元。五粮液春节旺季动销积极,公司在团购及终端消费环节启动营销活动,凭借强品牌力和高性价比聚焦婚宴、年夜饭市场,餐饮开瓶率提升,KA 渠道团购体量扩大。预计 19Q1 放量超 7500 吨同增 20%以上,占全年投放量 2.3 万吨的 1/3,受放量影响,目前各地批价回落至 790-805 元,后续需求积极、管控趋严,批价有望企稳。泸州老窖 1 月出台调减配额和提价等相关政策,前期停止对重庆区域国窖 1573 供应及对北方市场 38 度 1573 零售价进行提价 60 元,我们认为这是公司主动调整行为,当前国窖 1573 一批价在 700-710 之间。洋河股份春节省内动销略有压力,省外保持良性增长,南京地区 M3 一批价在 360-365 元, M6 一批价在 515-520 元。今世缘春节动销情况良好,南京地区国缘表现良好,南京地

区对开一批价 260-270 元，四开一批价 410-420 元。建议积极关注春节备货行情，选择动销良好的品牌龙头，重点推荐贵州茅台、泸州老窖、今世缘、顺鑫农业等。

大众食品板块：优选休闲食品、调味品、乳制品等。春节备货行情显示，休闲食品、调味品、乳制品等需求相对刚性。休闲食品三巨头三只松鼠、百草味及良品铺子销售额稳步增长，百草味年货节全渠道 30 天销售额突破 15 亿，同增 88%，其中重点产品年货礼盒 30 天销售 1100 万盒；前期调味品中恒顺醋业已率先提价，强化前期提价逻辑；乳制品春节促销活动较多带动销量，销售额稳步增长。整体来看，19Q1 年货行情势头良好，选择业绩确定性高且估值存修复弹性的食品类龙头进行配置，重点推荐汤臣倍健、绝味食品、千禾味业等。

持仓情况：18Q4 持仓环比下降，19Q1 持仓有望上升

食品饮料板块整体重仓比例从 2018Q3 末 7.11% 下降至 2018 年报 5.61%，其中白酒板块重仓配置比例从 2018Q3 末 4.89% 下降至 3.59%，非白酒板块由 2.22% 微降至 2.02%。随着 1 月中旬 QFII 总额度扩容及 MSCI 中 A 股指数比重提升，19Q1 食品饮料板块持仓有望提升。Wind 数据显示，2018 年报，食品饮料板块基金重仓比重为 5.61%，环降 1.5pcts。白酒板块 2018 年年报基金重仓配置比例为 3.59%，环降 1.3pcts。非白酒板块 2018 年年报基金重仓比例 2.02%，环降 0.2pct。2018 年报，基金前二十大重仓股中食品饮料个股仍为贵州茅台（1.62%，排名第二不变）、伊利股份（1.06%，排名第四不变）、五粮液（0.50%，第十六位次下降 9 位）、泸州老窖（0.43%，第十七位下降 2 位），环比下降 0.58/0.09/0.26/0.08pct。

表 2：2018 年报较 2018Q3 重仓持股市值比例变动（白酒板块）

代码	名称	持有基金数变化	持股总量变化(万股)	持股总市值变化	重仓持股市值占基金重仓比重变化
600519.SH	贵州茅台	-258	-885	-1,246,688	-0.58
000858.SZ	五粮液	-152	-3,879	-526,401	-0.26
000860.SZ	顺鑫农业	-86	-3,761	-255,397	-0.14
002304.SZ	洋河股份	-82	-1,094	-323,429	-0.16
000596.SZ	古井贡酒	-72	-2,276	-229,868	-0.13
603589.SH	口子窖	-63	-735	-148,076	-0.07
600809.SH	山西汾酒	-24	-649	-76,172	-0.04
603369.SH	今世缘	-23	-236	-17,422	-0.01
000568.SZ	泸州老窖	-22	-1,794	-197,908	-0.08
600197.SH	伊力特	-10	-1,196	-22,143	-0.01
600559.SH	老白干酒	-4	-2,079	-51,780	-0.03
000799.SZ	酒鬼酒	-1	-1	-384	0.00
603198.SH	迎驾贡酒	0	0	-70	0.00
600702.SH	舍得酒业	2	-71	-3,528	0.00

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

随着 1 月中旬 QFII 总额度扩容及北上资金持续推动，19Q1 食品饮料板块持仓有望提升。Wind 统计显示，2019 年 1 月份，北上资金累计净流入规模 606.88 亿元，单月净流入历史首次突破 600 亿元。1 月 31 日净流入规模更是高达 86.64 亿元，2 月 1 日，北上资金净流入 55.47 亿元。此外，国务院于 1 月中旬批准合格境外机构投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元，利于北上资金加速进入 A 股。

表 3: 2018 年报较 2018Q3 重仓持股市值比例变动 (大众食品板块)

代码	名称	持有基金数变化	持股总量变化 (万股)	持股总市值变化	重仓持股市值占基金重仓比重变化
000895.SZ	双汇发展	39	2,398	29,420	0.03
603288.SH	海天味业	-3	557	14,729	0.02
002557.SZ	洽洽食品	10	702	18,426	0.01
600298.SH	安琪酵母	5	852	15,424	0.01
603517.SH	绝味食品	-3	746	7,711	0.01
603345.SH	安井食品	7	234	2,351	0.01
600305.SH	恒顺醋业	11	929	6,247	0.01
603886.SH	元祖股份	5	342	5,980	0.00
600073.SH	上海梅林	11	327	2,589	0.00
002216.SZ	三全食品	2	235	1,738	0.00
002661.SZ	克明面业	7	119	1,425	0.00
002696.SZ	百洋股份	0	-176	-1,580	0.00
300146.SZ	汤臣倍健	0	1,048	-20,057	0.00
600597.SH	光明乳业	1	-30	-667	0.00
603027.SH	千禾味业	-1	-36	-636	0.00
002582.SZ	好想你	-1	-100	-1,148	0.00
300673.SZ	佩蒂股份	4	42	-6,486	0.00
600419.SH	天润乳业	-6	-250	-4,866	0.00
603156.SH	养元饮品	2	-79	-6,508	0.00
000639.SZ	西王食品	-6	-1,392	-11,839	-0.01
603866.SH	桃李面包	-4	-233	-14,718	-0.01
000848.SZ	承德露露	2	-2,634	-25,002	-0.01
002507.SZ	涪陵榨菜	-34	-2,068	-71,281	-0.04
600887.SH	伊利股份	-42	-4,165	-310,223	-0.09

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

2018 年基金报告显示重仓配置比例最高的白酒标的为贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 重仓配置比例最高的非白酒标的为伊利股份、中炬高新、双汇发展。2018 年基金重仓中白酒板块配置比例最高的前三位为贵州茅台 (1.62%)、五粮液 (0.50%)、泸州老窖 (0.43%); 非白酒重仓比例最高的前两位为伊利股份 (+1.06%)、双汇发展 (+0.20%)。

表 4: 2018 年报较 2018Q3 重仓持股市值比例变动 (啤酒红酒板块)

代码	名称	持有基金数变化	持股总量变化 (万股)	持股总市值变化	重仓持股市值占基金重仓比重变化
600600.SH	青岛啤酒	17	2,107	73,610	0.05
600132.SH	重庆啤酒	13	907	30,248	0.02
002461.SZ	珠江啤酒	3	-266	-1,300	0.00
000729.SZ	燕京啤酒	2	717	3,979	0.00
002568.SZ	百润股份	2	-404	-7,077	0.00
000869.SZ	张裕 A	-3	125	-168	0.00

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

热点聚焦

业绩前瞻：白酒出现分化，大众品表现平稳

这一部分我们分为白酒和非白酒板块进行分析。我们先看白酒板块业绩情况。

表 5：食品饮料白酒板块 2018 年业绩预测情况一览

上市公司	2018E	上市公司	2018E
贵州茅台	营收 23%，归母净利润 25%	酒鬼酒	营收 35%，归母净利润 28%
五粮液	归母净利润 28%-35%	舍得酒业	归母净利润 130%-151%
泸州老窖	归母净利润 30%-35%	今世缘	归母净利润 20%-30%
洋河股份	归母净利润 20%-30%	古井贡酒	归母净利润 40%-50%
山西汾酒	归母净利润 50%-60%	顺鑫农业	归母净利润 60%-90%
口子窖	归母净利润 20%-25%		

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

注: 蓝色字体为已发布业绩预告、业绩快报

贵州茅台：公司前期预告 2018 年收入 750 亿 (+23%)，归母净利润 340 亿 (+25.6%)。经过测算，18Q4 收入增速 21%，净利润增速 31%。此前茅台经销商大会给予了发货量增加及直营比例提升带来的业绩增长信心，18Q4 生肖酒等非标产品占比提升拉动业绩增速环比 Q3 明显提升。春节旺季动销加快、货源偏紧，相关报道显示截至 2019 年 1 月 14 日茅台酒销售量超过 5000 吨同增 1.5 倍，公司强调节前投放 7500 吨茅台酒，1 月中旬后陆续到货缓解货源压力，各地批价维持在 1750-1800 之间，猪茅价格回落至 2900-3000 元。

五粮液：公司预计 2018 年营收 398.25 亿元-402.24 亿元，同增 31.93%-33.25%；归母净利润 132.91 亿元-135.17 亿元，同增 37.39%-39.73%。经测算，18Q4 营收预计 105.75 亿元-109.74 亿元，同增 28.82%-33.68%；归母净利润 37.97 亿元-40.23 亿元，同增 40.16%-48.50%，表现超预期。五粮液集团年会显示 2018 年实现销售收入 931 亿元，同增 16%；利税 323 亿元，同增 45%，2019 年有望提前完成千亿目标。据报道及调研，1 月以来，北京、江苏、湖南、安徽等多地动销同增 20%以上，且华东、西北等地库存较低，已有经销商申请补货并启用后续计划量。预计 19Q1 放量超 7500 吨同增 20%以上，占全年投放量 2.3 万吨的 1/3，受放量影响，目前各地批价回落至 790-805 元，后续需求积极、管控趋严，批价望企稳。随着白酒市场向优质品牌集中，五粮液积极补渠道与组织短板、拉品牌品质长板增强竞争力，19 年强化五粮液 1+3 产品体系和系列酒 4+4 品牌矩阵定位，优化产品价格带，通过控盘分利模式提升渠道盈利，期待新装普五推出后获改善空间，关注措施执行及价格管控效果。

洋河股份：公司预计 2018 年归母净利润增速为 20%-30%。经过测算，18Q4 归母净利润同增-13%-51%，我们预计 18Q4 归母净利润增速 0-10%。草根调研显示，公司 18 年国庆前后完成全年任务，四季度蓝色经典及双沟珍宝坊等停货，我们认为此举利于渠道消化。当前蓝色经典省内增速略有压力，省外蓝色经典保持较快增长特别是梦之蓝表现出色，预计 18 年梦之蓝整体增速超 40%，19 年梦之蓝整体有望保持 30%以上增速。

山西汾酒：公司预告 2018 年归母净利润 14.16-15.10 亿元，同增 50%-60%。经过测算，18Q4 利润同增 10%-78%。公司省内精耕，省外多市场持续扩张收获成效，增速高于省内；产品中青花系列维持 60%以上高速增长，未来全国化空间大，引导公司产品结构不断优化。调研显示，公司 18Q4 加快发货节奏，春节期间回款及动销积极、库存及渠道价格维持良性，公司内部激励到位，按激励目标 2021 年收入需达 151 亿元，预计 19-21 三年收入 CAGR 需达到 19%，改革红利有望激发长期增长潜力。

今世缘: 公司发布业绩预告, 预计 18 年归母净利润增速为 20%-30%, 推出 18Q4 归母净利润为 0.46 亿-1.36 亿, 同增-61.7%-13.3%, 推测 Q4 公司理性控制发货节奏, 保持合理社会库存所致, 我们预计 18Q4 归母净利润增速为-20%至 0%。草根调研显示, 公司当前库存良性, 整体保持 1 个月左右。此前公司制定的三年翻一番目标, 我们认为完成问题不大。

酒鬼酒: 公司发布业绩快报, 2018 年营收 11.87 亿 (+35.13%), 归母净利润 2.25 亿 (+27.94%), 推出 18Q4 营收 4.27 亿 (+30.58%), 归母净利润 0.64 亿 (+6.67%)。公司确定“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌线, 打造酒鬼传承版和高度柔和红坛两大战略单品, 成立内参酒销售公司, 深度绑定有实力大商, 运用其渠道和资源, 实现公司与经销商共赢, 共享公司发展果实。

舍得酒业: 公司发布业绩预告, 预计 18 年归母净利润增速为 3.3 亿-3.6 亿, 同增 130%-151%, 推出 18Q4 归母净利润为 0.57 亿-0.87 亿, 取中枢为 0.72 亿, 同增 50%。四季度股权激励方案对管理层既是压力也是动力, 利于推动公司深化改革。1 月中旬舍得部分区域停货及提价品味舍得, 我们认为此举利于公司控量去库存, 春节仍需跟踪库存消化情况。

古井贡酒: 公司发布业绩预告, 预计 18 年归母净利润增速为 40%-50%, 推出 18Q4 归母净利润为 3.52 亿-4.67 亿, 同增 0.3%-33.1%。草根调研显示, 古井集团破百亿提振公司信心, 四季度主动控货去库存, 春节实施打款返利及促销政策提升经销商备货积极性, 预计春节前有望完成 40% 目标。

顺鑫农业: 公司发布业绩预告, 预计 18 年归母净利润 7.0-8.3 亿, 同增 60%-90%, 推出 18Q4 归母净利润为 1.64 亿-2.94 亿, 同增-1%至 78%。草根调研显示, 公司白酒业务已完成百亿目标, 房地产业务亏损 2.5 亿且存在剥离预期, 猪肉业务受到猪瘟影响发生亏损。预计公司产品结构持续升级及全国化进程加快。我们接着分析大众食品板块业绩情况。

表 6: 食品饮料大众食品板块 2018 年业绩预测情况一览

上市公司	2018E	上市公司	2018E
绝味食品	营收 13%, 归母净利润 28%	重庆啤酒	归母净利润 20%-25%
桃李面包	营收 18%, 归母净利润 25%	青岛啤酒	归母净利润 10%-15%
香飘飘	归母净利润 10%-15%	燕京啤酒	归母净利润 30%-50%
洽洽食品	归母净利润 10%-40%	海天味业	归母净利润 20%-24%
好想你	归母净利润 10%-60%	千禾味业	营收 13%, 归母净利润 67%
元祖股份	营收 8%-12%, 归母净利润 10%-12%	涪陵榨菜	归母净利润 45%-75%
安琪酵母	归母净利润 6%-12%	恒顺醋业	归母净利润 10%-15%
伊利股份	归母净利润 0%-6%	安井食品	归母净利润 35%-40%
汤臣倍健	归母净利润 20%-40%	养元饮品	归母净利润 0%-10%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

注: 蓝色字体为已发布业绩预告、业绩快报

伊利股份: 预计 2018 收入增长在 15% 以上, 业绩增长 5% 左右, 安金大单品持续高增, 推高液奶市场份额, 公司积极产品创新升级, 春节期间促销力度较强, 产品新鲜度高, 寡头格局下受成本温和上涨影响有限。

海天味业: 预计 2018 收入增长在 16% 左右, 业绩增长超 20%, 公司注重产品结构升级、品类拓宽及渠道渗透, 核心酱油、蚝油产品保持稳健增长, 近期终端动销稳健, 库存良性。

千禾味业: 公司预告 2018 年收入 10.7 亿 (+12.82%), 归母净利 2.4 亿 (+66.60%), 扣非净利润 1.54 亿 (+18.48%)。经测算, 公司单 Q4 收入同增 25%, 其中调味品业务 Q4 收入同增 39%, 较前三季度增速 14% 提升 25pcts, 略超预期。销售显著回暖, 表明已走出 18H1 高基数及西南区销售放缓影响。调研显示公司去年 9 月以来仓库出货加快, 近期库存压力较去年同期明显回落。近期经销商大会明确“打造高品质健康调味品第一品牌”的战略目标, 发展空

间广阔，持续推荐，18Q4表现超预期主要因18年二季度末确定零添加产品为主、高鲜产品为辅的产品策略，定位更加精准聚焦。从Q3开始战略聚焦推广，资源集中发展，因此Q4逐步落地后取得较好市场反馈，Q4表现在公司合理范围，预计仍有提升空间。

汤臣倍健: 公司预告2018年归母净利润为9.20亿元-10.73亿元，同增20%-40%。预计收入高增，公司进一步夯实大单品战略，实施电商品牌化2.0战略等，开启公司新一轮的增长周期，LSG 9月起并表贡献增量，看好行业监管趋严下龙头受益。

安井食品: 预计2018收入增长在20%左右，业绩增长超35%，公司Q4降低促销折扣间接小幅提价缓解成本压力，部分产品旺季销售积极、部分地区有缺货现象。近期猪瘟事件应对积极，泰州工厂生产正常，部分肉类订单有所调整，预计整体影响有限。

重庆啤酒: 预计2018年业绩超20%增长，公司产品高端化升级，均价持续提升，管理提效拉动盈利能力不断上行，扬帆22战略背景下公司践行大城市策略，未来有望扩大城市覆盖面，在区域竞争格局下公司对提价等动作趋于谨慎，未来在嘉士伯集团承诺下存资产注入潜力。

绝味食品: 发布2018年度业绩快报，公司营收43.68亿(+13.46%)；归母净利润6.42亿(+27.87%)。推出18Q4营收11.02亿(+14.67%)，归母净利润1.55亿(+25%)，环比18Q3微增，主因18Q4开店速度加快。草根调研显示，公司18年前三季度共有9710家门店，考虑Q4加快开店速度，我们预计18年全年超9900家门店，略低于我们之前万家开店计划，推出18年同店增速3%-4%。19年公司以“椒椒有味”为新品牌推出串串香新品和以绝味鲜货为品牌的热卤，预计公司将开100家左右串串店，预计19年公司仍按照800-1200家规划开店。

桃李面包: 公司发布2018年业绩快报，公司营收48.33亿(+18.47%)，归母净利润6.43亿(+25.19%)。推出18Q4营收13.09亿(+16.46%)，归母净利润1.8亿(+16.13%)，Q4营收环比放缓，主因中秋月饼销售错峰所致。产能方面，公司在全国17个区域建厂，预计到2023年工厂数量22-23个。目前公司产能利用率90%左右，重庆桃李(17年10月投产)、东莞桃李(17年11月投产)、天津桃李(18年3月投产)处于产能释放阶段，预计18Q4毛利率有所提升。渠道方面，目前公司在全国有超20万个零售终端，预计未来公司在全国将有超100万个零售终端，加速全国化布局。

元祖股份: 公司发布2018年业绩预增公告，公司营收同增8%-12%，归母净利润同增10%-20%。门店方面，18年前三季度公司共有626家门店，预计18年全年630家左右，19年计划净增30家门店。产品方面，分蛋糕、月饼礼盒、中西式糕点及水果礼盒系列等，其中蛋糕和月饼礼盒合计占比约65%，中西式糕点占比27%。

公司动态

2019年度策略会我们邀请了香飘飘、汤臣倍健、重庆啤酒及1月下旬调研千禾味业，具体反馈如下：

汤臣倍健: 维持既定战略发展，全年增长目标不做调整，近期供货价格等都保持稳定，部分区域有些断货，春节前生产端有压力。渠道端，首先就市场关心的医保政策对药店销售的影响，公司有40%非医保药店，60%医保药店，其中还有自费和用医保的，整体影响是有限的；商超渠道有翻倍的增长，目前商超

占比超过 5%，电商占比 18%左右，电商渠道汤臣目前是委托第三方麦优，主要承担线上运营，麦优是采取自营（官方旗舰店）+分销（大药房旗舰店等）的模式，目前合作良好。产品端坚持大单品策略，健力多维持 60%高复购率，市场仍有增长空间，Life-space 预计 4 月份开始铺货，国内引进 3 款产品全新包装。整体盈利能力看，毛利率是稳步有升的态势，随着大单品的开拓，对毛利率的提升有较大帮助。

重庆啤酒：针对成本问题，公司近期包材价格有下降，纸箱价格趋于稳定，大麦成本上涨。大麦在成本中占比 10%左右，包材等占 36%左右。除此之外，澳洲大麦反倾销是一个影响因素。澳麦上涨也可以去寻求其他市场的大麦替代品。原材料成本还是会有进一步上涨的可能性，但成本压力没有去年大。产品策略方面，一方面在 19 年会进一步推广如重庆纯生等已有的高端品类，另一方面可能推出新的产品。嘉士伯中国有特定的推广计划，在国际品牌方面以嘉士伯为主导。价格端，目前行业竞争仍较激烈的，对价格比较敏感，上一波行业性提价源于成本突然上涨，公司预计提价等动作将更谨慎。

千禾味业：公司业绩持续改善，18Q4 表现超市场预期主要因 18 年二季度末确定零添加产品为主、高鲜产品为辅的产品策略，下半年全国 7 个主要城市调研，挖掘零添加酱油的品类价值，定位更加精准聚焦。从 Q3 开始战略聚焦推广，资源集中发展，因此 Q4 逐步落地后取得较好市场反馈。业绩逐季改善也受 2017 年上半年提价压货导致基数波动的影响，Q4 表现在公司合理范围，预计仍有提升空间。公司将专注聚焦调味品产业，品类专注聚焦零添加。四个渠道中，电商和零售渠道聚焦零添加，餐饮渠道追求极致的性价比、较少用高端产品（部分高端餐饮如眉州东坡也用零添加），其他渠道以自有资源顺势而为发展。资源投放找好平衡点，定位基于金三角：公司自身（经验积累&设备工艺优势，零添加差异化发展）、竞争对手（专注高鲜、同质化明显、利润空间缩窄）、客户（日趋提升的健康需求&广阔市场空间）。目标成零添加领域代表企业。针对市场日趋激烈的竞争格局，公司认为当前将品类做大是第一原则，竞争是必然的，但市场蛋糕规模总体在提升，千禾最大优势是走转型升级，专注差异化产品，进行非同质化竞争。

香飘飘：公司目前已是冲泡类奶茶龙头（市占率约 60%），冲泡类奶茶分经典系列和美味系列两种，美味系列价格略高于经典系列。18 年 7 月公司推出新品果汁茶（三种口味），市场反应良好，预计 18 年营收 1.5-2 亿，19 年对果汁茶目标是 5-6 亿。当前液体奶茶有 3 条生产线，预计 19 年底将有 6 条生产线投产，能够满足市场对果汁茶的需求。料完成 18 年目标（32 亿营收，3 亿利润）无虞。根据限制性股票激励规划，19 年公司目标：营收 39.60 亿，归母净利润 3.62 亿。

恒顺提价事件：由于包装材料等成本上涨因素，公司 1 月 1 日起对公司五个品种的产品进行出厂价格调整，调整幅度在 6%-15%，提价产品约占收入比重 14%左右，此次小幅提价有利于梳理产品价格体系，未对渠道库存造成过大压力，同时结合适度货补推进提价落地，后续盈利能力有望持续改善，公司主业战略聚焦、经营效率提升，未来受益产品升级及行业集中度提升仍有较大发展空间。

安井猪瘟事件：公司近期受甘肃猪瘟产品事件影响，引发市场对经营情况担忧。公司已声明一直以来猪产品的采购均严格执行农业农村部有关非洲猪瘟防控要求及食品安全生产相关法律法规和标准，原料合规、生产合法，公司对事件高度重视，各基地公司均已采取相应措施进行防控，配合相关部门对甘肃撒尿肉丸组织下架回收。考虑受影响产品及地区占比较小，泰州工厂生产保持正常，预计实际影响有限。

表 7: 近期食品饮料行业重大事件情况一览

上市公司	公告时间	重大事件	事件概览
洽洽食品	2018 年 12 月 5 日	减持公告	公司控股股东华泰集团在 2018 年 11 月 13 日至 2018 年 12 月 3 日期间减持 6,232,526 股, 占公司总股本的 1.23%。
千禾味业	2018 年 12 月 15 日	减持公告	公司董秘吕科霖女士计划未来 6 个月减持不超过 50000 股、胡高宏先生计划未来 6 个月减持不超过 82394 股、何天奎先生计划未来 6 个月减持不超过 140005 股。
恒顺醋业	2019 年 1 月 5 日	提价通知	香醋、陈醋系列平均提价幅度为 15.04%, 料酒系列平均提价幅度为 10%, 香醋 K 型 010072 系列平均提价幅度为 10%, 金恒顺 115050 系列平均提价幅度为 6.45%。
伊利股份	2019 年 1 月 16 日	限制性股票解锁	公司于 2019 年 1 月 22 日解锁自 2016 年股票期权与限制性股票激励计划限制性股票第一期 6,425,000 股。
绝味食品	2019 年 1 月 16 日	可转债获批	公司前期可转债(募资 10 亿元, 期限 6 年)已获证监会批复。
桃李面包	2019 年 1 月 16 日	减持公告	吴志刚先生和一致行动人盛利先生、盛雅萍女士减持其所持有的股份 6,000,000 股, 约占公司股份总数的 1.27%, 减持计划尚未完成。
安井食品	2019 年 1 月 22 日	猪瘟事件	甘肃省庆城县对非洲猪瘟疫情流行病学调查中发现, 公司全资子公司泰州安井食品生产某批次撒尿肉丸疑似非洲猪瘟病毒核酸阳性。公司对此进行声明及采取相关应对措施。
千禾味业	2019 年 1 月 24 日	减持公告	截止披露日, 公司财务总监何天奎先生减持数量已经超过其拟减持数量 140,005 股的一半。何天奎先生仍持有公司股份 460,020 股。
双汇发展	2019 年 1 月 26 日	合并集团	双汇发展向控股股东双汇集团的唯一股东罗特克斯发行股份的方式对集团实施吸收合并, 罗特克斯原直接持有双汇发展 13.98% 股份, 同时全资持有双汇集团的股份, 重组后罗特克斯将直接持有双汇发展 73.41% 股份, 交易前后实际控制人保持不变。
恒顺醋业	2019 年 1 月 29 日	减持公告	由公司部分董事、监事、高级管理人员以及公司重要岗位的管理人员共同参与的“纳百川稳健 7 号证券投资基金”减持已完成, 累计减持 167.18 万股, 约占总股本的 0.21%。

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

数据追踪

产销量: 葡萄酒产量同比下跌, 乳制品库存回升

产量数据: 乳制品 2018 年 12 月产量 232.8 万吨 (+7.6%), 2018 年全年产量 2687.1 万吨 (+4.4%); 肉制品 12 月产量 260.3 万吨 (+4.9%), 2018 年全年产量 2729.3 万吨 (+1.3%); 白酒 12 月产量 91.50 万吨 (+0.5%), 2018 年全年产量 871.2 万吨 (+3.1%); 啤酒 12 月产量 208.9 万吨 (2.3%), 2018 年全年产量 3812.2 万吨 (+0.5%); 葡萄酒 12 月产量 9.6 万吨 (-7.7%), 2018 年全年产量 62.9 万吨 (-7.4%)。

表 8: 各行业产量最新数据

产量 (万吨)	2010	2011	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017 年	2018 年 12 月	2018 年 1-12 月
乳制品	2159.4	2387.5	2545.2	2698	2698	2651.8	2782.5	2993.2	2935.0	232.8	2687.1
同比 (%)	11.2	14	8.1	5.1	5.1	-1.2	4.6	7.7	-1.9	7.6	4.4
肉制品	2116.8	2654.9	3128.1	3387.9	3387.9	3903.4	3761.1	3637.1	3,254.90	260.3	2729.3
同比 (%)	24.7	24.4	19.9	9.6	9.6	4.9	-1.8	-1.1	-10.5	4.9	1.3
啤酒	4483	4898.8	4902	5061.5	5061.5	4921.9	4715.7	4506.4	4401.5	208.9	3812.2
同比 (%)	6.3	10.7	3.1	4.6	4.6	-1	-5.1	-0.1	-2.3	2.3	0.5
白酒	890.8	1025.6	1153.2	1226.2	1226.2	1257.1	1312.8	1358.4	1198.1	91.50	871.2
同比 (%)	26.8	30.7	18.6	7.1	7.1	2.8	5.1	3.2	-11.8	0.5	3.1
葡萄酒	108.9	115.7	138.2	117.8	117.8	116.1	114.8	113.7	100.1	9.6	62.9
同比 (%)	12.4	13	16.9	-14.6	-14.6	2.1	-0.7	-2.1	-12.0	-7.7	-7.4

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

库存及销量分析: 2018 年, 乳制品库存呈两位数上升, 白酒及软饮料延续回落趋势, 白酒降幅放缓。销量方面, 乳制品、白酒、软饮料 12 月累计同比下降, 白酒下降 26.4%。

表 9: 各行业库存及销量最新数据

销量 (万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 1-6 月	2018 年 1-9 月	2018 年 1-12 月	同比 (%)
乳制品	2518.7	2672	2643.2	2738.9	2975.4	2905.1	1346.1	1978.6	2681.5	-7.7
库存比年初增长 (%)	46.1	30.9	25.6	3.3	11.1	31.9	4.7	-17.5	16.0	
白酒 (折 65 度)	1126.7	1166.2	1202.6	1278.8	1305.7	1161.7	501.9	700.8	854.7	-26.4
库存比年初增长 (%)	20.1	46.5	27.7	15.9	14.8	7.2	-6.6	-2.3	-3.6	
软饮料	12836	14358.7	16153.8	16920.5	17699.2	17629.5	8417	12695.9	15634.8	-11.3
库存比年初增长 (%)	25	44.6	33.4	26.2	14.7	12.4	-6.9	-6.3	-0.6	

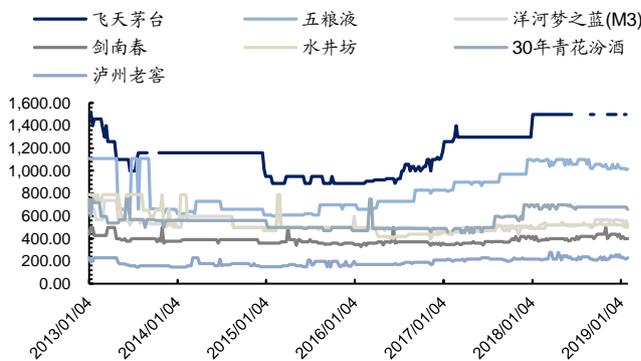
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 白酒平台价格环降, 哈啤价格提升

京东白酒价格显示, 2019 年 1 月 25 日, 飞天 53 度价格 1499 元周环比持平; 2019 年 2 月 1 日, 五粮液 52 度价格 1016 元周环比下降 13 元, 洋河梦之蓝 M3 售价 499 元周环比下降 60 元, 老窖特曲价格 228 元环比下降 30 元, 剑南春 399 元环比下降 40 元, 青花 30 价格 658 元环比下降 20 元。

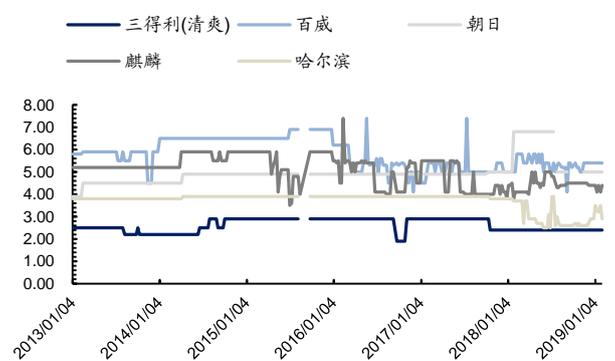
一号店啤酒价格显示, 2019 年 2 月 1 日, 三得利、百威、朝日、麒麟、哈尔滨、嘉士伯 (330ml) 分别为 2.4/5.4/5.0/4.4/2.9/5.4 元, 百威、嘉士伯售价最高, 麒麟紧随其后。12 月红酒价格指数同比下降 0.2%, 趋势减缓。

图 1: 白酒京东价格变化



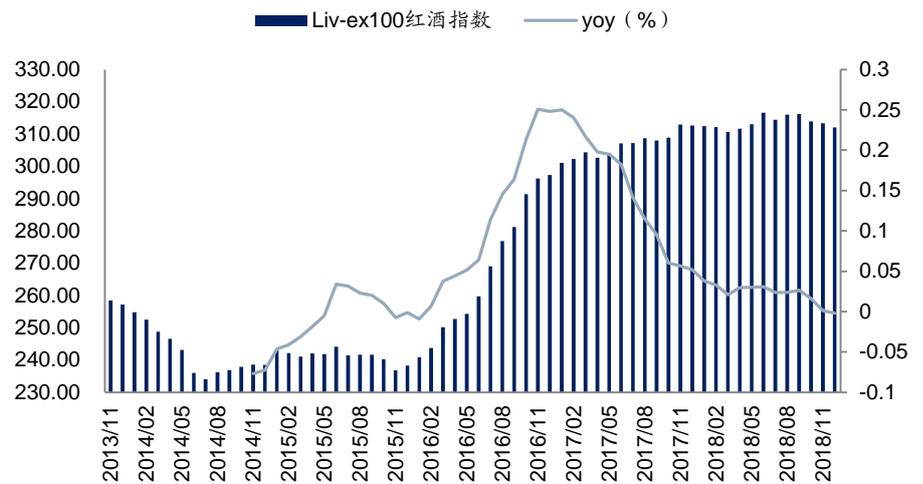
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 啤酒一号店价格变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 红酒价格指数变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

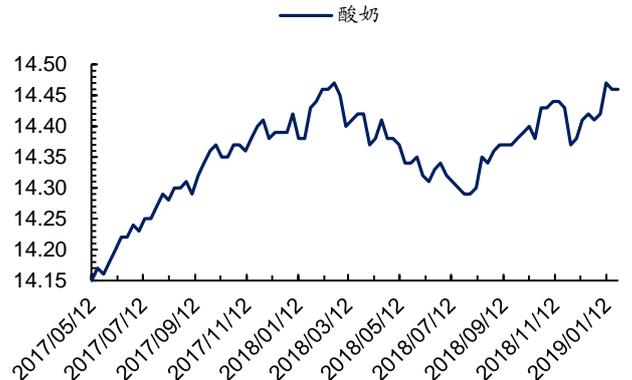
乳制品: 2018 年 01 月 25 日牛奶零售价 11.57 元/公斤, 同比上升 0.26%。酸奶价格 14.46 元/公斤, 同比上升 0.35%。奶粉: 2018 年 01 月 25 日国产婴幼儿奶粉价格同比上升 0.6%, 国外婴幼儿奶粉价格同比下降 0.2%。

图 4: 牛奶零售价变化



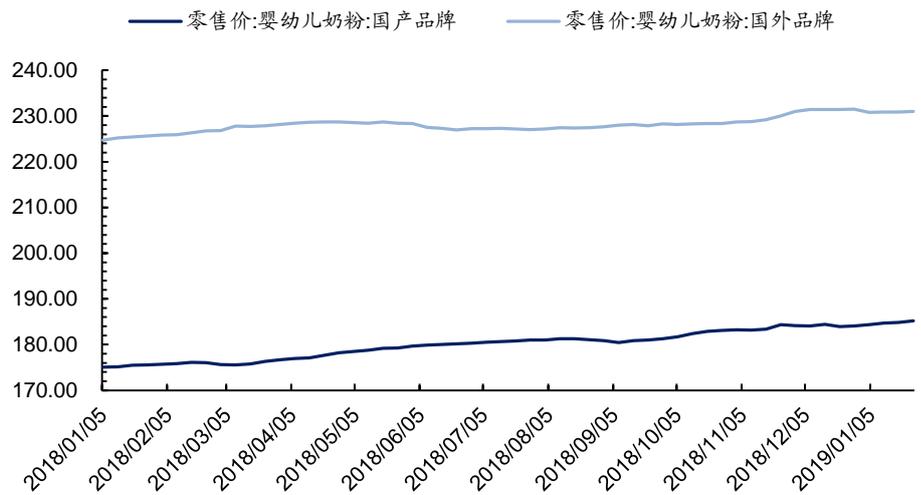
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 酸奶零售价变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 婴幼儿奶粉变化

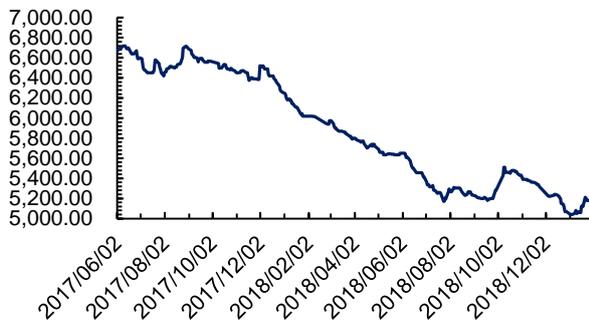


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成本: 乳清粉、进口大麦同比提升, 包材同比下降

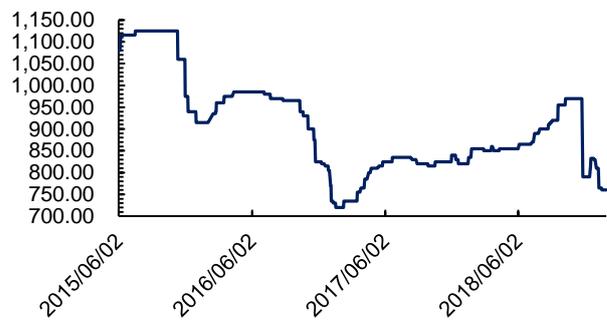
白砂糖 2019 年 01 月 30 日价格 5180 元/吨, 同比上升 2.17%; 南宁糖蜜 2019 年 1 月 29 日价格 760 元/吨, 同比下降 8.43%; 生猪 2019 年 1 月 4 日价格 13.01 元/千克同比下降 12.98%; 乳清粉 2019 年 1 月 3 日价格 7633 元/吨同比上升 24.68%; 进口大麦 2018 年 11 月平均价格 264.5 美元/吨同比上升 12.87%; 大豆 2019 年 1 月 3 日价格 3558 元/吨同比上升 0.96%; 包材来看, 中国玻璃指数 2019 年 1 月 3 日为 1171.9 同比下降 2.72%; 瓦楞纸 2018 年 12 月 31 日价格 3762 元/吨同比下降 10.31%。

图 7: 白砂糖柳州现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 南宁糖蜜价格 (元/吨)



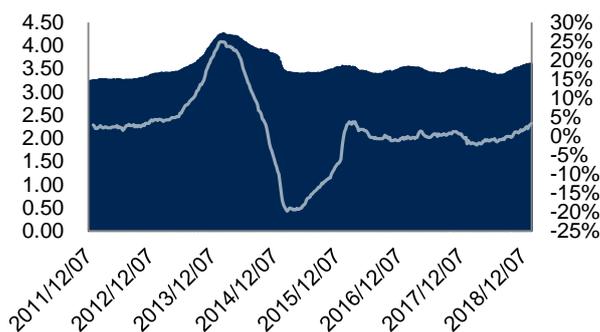
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 22 个省市平均生猪价 (元/千克)



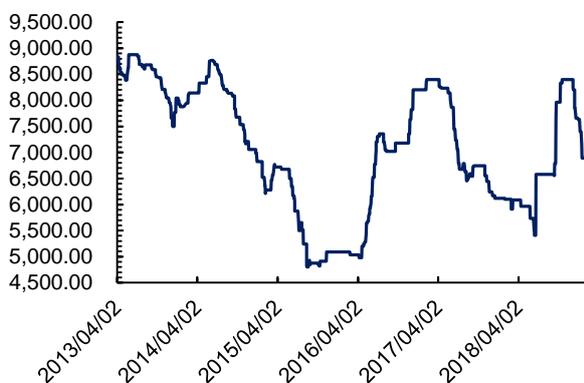
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 生鲜乳平均价 (元/公斤) 及同比



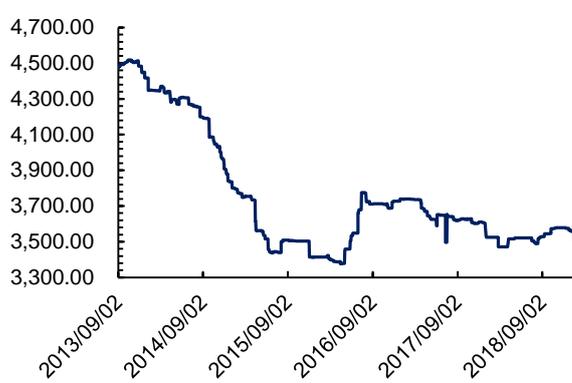
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 乳清粉现货价格走势 (元/吨)



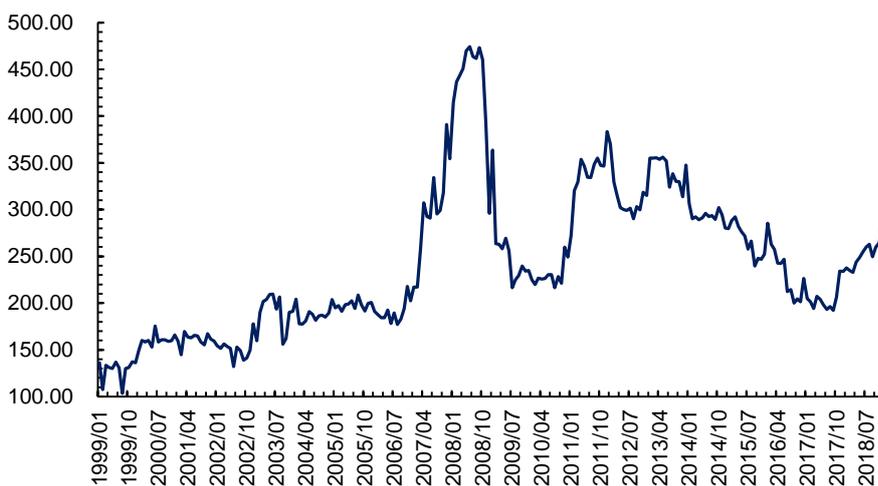
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 大豆现货价格走势 (元/吨)



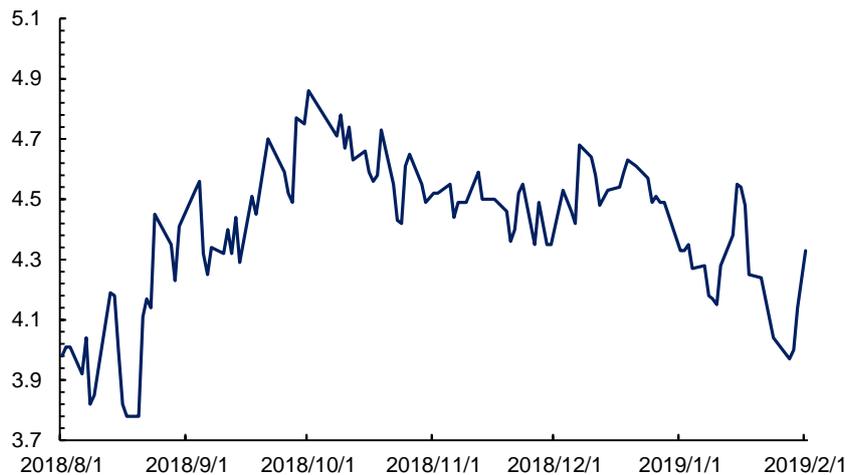
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 进口大麦平均单价走势 (美元/吨)



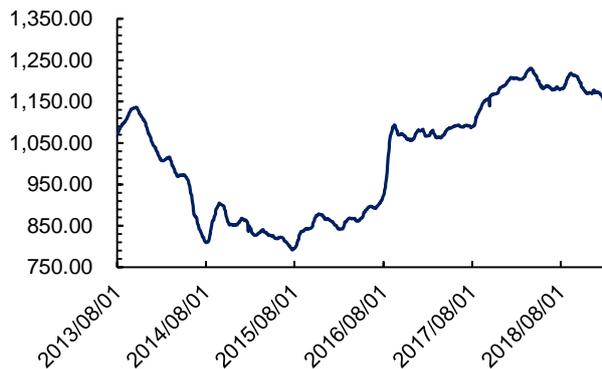
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 鸭苗价格走势



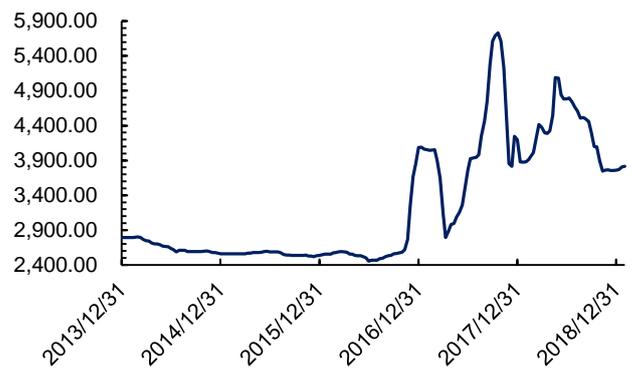
资料来源: 金投网, 国信证券经济研究所整理

图 15: 中国玻璃价格指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 瓦楞纸高强市场价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

关注春节行情, 精选优质个股。白酒类, 茅台春节旺季动销加快、货源偏紧, 相关报道显示截至 2019 年 1 月 14 日茅台酒销售量超过 5000 吨同增 1.5 倍, 公司强调节前投放 7500 吨茅台酒, 1 月中旬后陆续到货缓解货源压力, 各地批价维持在 1750-1800 之间, 猪茅价格回落至 2900-3000 元。五粮液春节旺季动销积极, 公司在团购及终端消费环节启动营销活动, 凭借强品牌力和高性价比聚焦婚宴、年夜饭市场, 餐饮开瓶率提升, KA 渠道团购体量扩大。预计 19Q1 放量超 7500 吨同增 20% 以上, 占全年投放量 2.3 万吨的 1/3, 受放量影响, 目前各地批价回落至 790-805 元, 后续需求积极、管控趋严, 批价有望企稳。泸州老窖 1 月出台调减配额和提价等相关政策, 前期停止对重庆区域国窖 1573 供应及对北方市场 38 度 1573 零售价进行提价 60 元, 我们认为这是公司主动调整行为, 当前国窖 1573 一批价在 700-710 之间。洋河股份春节省内动销略有压力, 省外保持良性增长, 南京地区 M3 一批价在 360-365 元, M6 一批价在 515-520 元。今世缘春节动销情况良好, 南京地区国缘表现良好, 南京地区对开一批价 260-270 元, 四开一批价 410-420 元。

大众食品类, 春节备货行情显示, 休闲食品、调味品、乳制品等需求相对刚性。

休闲食品三巨头三只松鼠、百草味及良品铺子销售额稳步增长，百草味年货节全渠道 30 天销售额突破 15 亿，同增 88%，其中重点产品年货礼盒 30 天销售 1100 万盒；前期调味品中恒顺醋业已率先提价，强化前期提价逻辑；乳制品春节促销活动较多带动销量，销售额稳步增长。

1 月重点推荐组合涨跌幅回顾：安井食品（-2.17%）、海天味业（+5.09%）、重庆啤酒（-0.75%）、泸州老窖（+4.94%）、贵州茅台（+16.88%）、绝味食品（+13.47%）、好想你（+6.25%）。

表 10：1 月策略组合受益情况一览

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	中信食品饮料板块收益率
2019 年 1 月	安井食品	-2.17%		
	海天味业	5.09%		
	重庆啤酒	-0.75%		
	泸州老窖	4.94%	6.34%	9.15%
	贵州茅台	16.88%		
	绝味食品	13.47%		
	好想你	6.25%		

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

综合调研情况，2 月重点推荐组合：今世缘、顺鑫农业、千禾味业、贵州茅台、汤臣倍健、绝味食品。

表 11：食品饮料行业重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	2 月 12 日收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600519	贵州茅台	买入	717.92	9017	26.65	29.52	26.94	24.32
603369	今世缘	买入	18.79	236	0.94	1.23	19.99	15.28
000860	顺鑫农业	买入	41.17	235	1.7	2.24	24.22	18.38
603517	绝味食品	买入	38.05	156	1.56	1.88	24.39	20.24
603027	千禾味业	买入	19.12	62	0.68	0.7	28.12	27.31
300146	汤臣倍健	买入	19.76	290	0.7	0.91	28.23	21.71

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032