

食品饮料行业周报（20190603-20190609）

推荐（维持）

淡季价表现强于量，名酒策略凸显稳健

- **白酒调研总结：行业淡季价表现强于量，名酒量价策略凸显稳健。**综合5月以来密集调研反馈来看，今年白酒行业淡季总体呈现几方面特点：整体价表现强于量，产品升级依旧明显，优势品牌继续推进全国化。行业总体延续良好景气度趋势，当前市场再次关注经济预期变化对行业需求影响，我们认为，淡季控货提价可望改善渠道备货意愿，三季度是需求关键检验期，对于中高端酒龙头，龙头内生经营更加稳健和价格上行带来的渠道意愿变化会更有效规避库存周期带来的波动，因而业绩层面，龙头在稳健量价策略之下，业绩依旧具备较强的确定性和稳健性，建议对白酒板块龙头继续维持从周期成长转向稳健成长思维。
- **本周调研反馈：1)水井坊：管理层顺利过渡，持续聚焦次高端。**本次股东会，管理顺利交棒危总，战略仍将持续聚焦：公司新任总经理危总具有丰富的消费品营销管理经验，预计上任以后公司在品牌、渠道、供应链等方面战略方向不会调整。**核心产品保持较快增长，新品上市改善渠道推力：**公司于3/4/5月分别推出井台丝路版、臻酿八号禧庆版和井台珍藏版，基于原有品牌进行升级，意在拉升价格改善渠道推力，预计成效将于19Q3逐步显现。**战略持续聚焦次高端：**针对次高端总体竞争有所加剧，公司围绕长期愿景持续进行战略聚焦。根据公司指引，目标2019年收入增速20%，净利润增速30%。**2)妙可蓝多：19年营收目标16亿，实现盈亏平衡，渠道结构上70%-80%来自2C，目前进展符合预期；今年主要增长点看奶酪棒，一季度奶酪棒同比+104%，预计19年做到5亿；竞争地位在餐饮端第三，零售端第二，马苏电商市场龙头，最大的竞争对手为百吉福、安佳等。**
- **本周专题之三只松鼠业绩更新：品牌化规模化进行时，优化费用提升盈利能力。**公司2018/2019Q1实现收入70.01/28.68亿元，同增26.05%/27.17%。坚果收入占比较大，占比52.97%，但坚果收入占比逐年下降；渠道方面，公司2018年天猫和京东合计收入占比80.60%，但公司对于天猫和京东依赖性正逐步减弱。公司2018/2019Q1销售费用率分别为20.86%/19.23%，随着公司品牌提升及规模效应，推广费比重有所降低。综合来看，公司2018/2019Q1净利率分别为4.34%/8.69%。随着公司线下的拓展，产品结构调整提升毛利率，在品牌化和规模化趋势下，公司业绩有望保持稳健增长，盈利能力逐步提升。
- **投资建议：白酒方面，名酒龙头经营更趋稳健，当前茅五价格坚挺，多数酒企淡季控货提价梳理渠道，中线基于板块稳健成长，在外资流入带来估值体系重构之下，估值中枢仍有望稳步提升，长线板块结构性繁荣，品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面，核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等。大众品方面，必选消费需求稳健，龙头份额提升，持续推荐伊利股份、中炬高新、恒顺醋业等；继续深挖基础消费品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；啤酒行业格局改善趋于积极，建议战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。**
- **风险提示：经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。**

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

联系人：于芝欢

邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

联系人：杨传忻

电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

联系人：程航

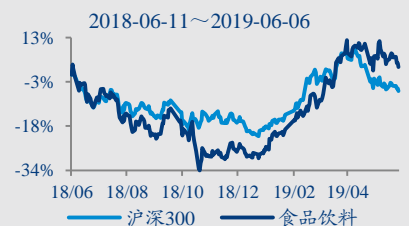
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	91	2.51
总市值(亿元)	31,432.51	5.55
流通市值(亿元)	29,024.03	6.99

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.28	38.77	8.51
相对表现	0.52	26.73	14.2



相关研究报告

《食品饮料4月线上数据分析专题：乳制品维持高增，海外保健品增速有所下滑》

2019-05-19

《食品饮料行业周报（20190520-20190526）：淡季名酒控货提价，结构升级仍是主流趋势》

2019-05-26

《食品饮料行业周报（20190527-20190602）：茅台股东会凝聚共识，高端酒价格继续上行》

2019-06-03

目录

一、白酒调研总结：行业淡季价表现强于量，名酒量价策略凸显稳健.....	5
二、本周调研反馈.....	6
（一）水井坊：管理层顺利过渡，坚定聚焦次高端.....	6
（二）妙可蓝多调研反馈.....	6
三、本周专题：三只松鼠招股书更新分析.....	7
（一）收入稳健增长，线下占比提升.....	7
（二）18年推出爆款零食引流拉低毛利率，19Q1毛利率创新高.....	8
（三）品牌力提升及规模效应，销售费用率逐步优化.....	9
（四）业绩稳步增长，盈利能力逐步提升.....	9
四、本周渠道反馈：普飞批价继续坚挺，高端白奶价格整体上升.....	10
五、投资策略.....	11
六、行业数据.....	12
七、上周行情回顾.....	12
八、北上资金跟踪.....	12
九、估值.....	14
十、行业一周数据及点评.....	15
（一）白酒.....	15
（二）葡萄酒.....	17
（三）啤酒.....	18
（四）乳制品.....	19
（五）肉制品.....	20
（六）原材料及包材.....	20
十一、行业一周重要事件及股东大会提示.....	22
十二、风险提示.....	22

图表目录

图表 1	公司收入及增速（亿元，%）	7
图表 2	公司产品收入结构变化	8
图表 3	公司渠道结构变化	8
图表 4	公司销售毛利率稳步提升	8
图表 5	公司主要产品毛利率情况	9
图表 6	公司线上及线下渠道毛利率对比	9
图表 7	公司销售费用率和管理费用率（%）	9
图表 8	公司推广费和平台服务费占收入比重（%）	9
图表 9	公司归母净利润及增速	10
图表 10	公司净利率稳步提升	10
图表 11	伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）	10
图表 12	三地产品新鲜度情况	11
图表 13	本周乳制品主要产品价格促销跟踪表	11
图表 14	2018 年初至今食品饮料走势	12
图表 15	2019 年以来各行业涨跌幅前 10 名	12
图表 16	食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类）	12
图表 17	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	13
图表 18	2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%）	13
图表 19	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	13
图表 20	2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%）	13
图表 21	贵州茅台成交净买入及总金额	14
图表 22	五粮液成交净买入及总金额	14
图表 23	洋河股份成交净买入及总金额	14
图表 24	伊利股份成交净买入及总金额	14
图表 25	食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图	15
图表 26	食品饮料相对 PE 和 PB 走势图	15
图表 27	食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图（2005 年至今，周）	15
图表 28	食品饮料、白酒相对 PE 走势图（2005 年至今，周）	15
图表 29	53 度 500ml 飞天茅台价格走势图元/瓶	16
图表 30	52 度 500ml 五粮液价格走势图元/瓶	16
图表 31	洋河梦之蓝(M3)京东价格走势图（元/瓶）	16
图表 32	剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势图（元/瓶）	16

图表 33	白酒产量月度走势图	16
图表 34	白酒产量年度走势图	16
图表 35	Live-exFineWine100 指数走势图	17
图表 36	张裕终端价格走势图元/瓶	17
图表 37	国外品牌葡萄酒价格走势图	17
图表 38	葡萄酒进口量和进口价格走势图	17
图表 39	葡萄酒产量月度走势图	18
图表 40	葡萄酒产量年度走势图	18
图表 41	青啤和哈啤价格走势图	18
图表 42	国外啤酒品牌价格走势图	18
图表 43	啤酒产量月度走势图	19
图表 44	啤酒产量年度走势图	19
图表 45	生鲜乳价格走势图	19
图表 46	牛奶和酸奶零售价走势图	19
图表 47	婴幼儿奶粉零售价走势图	20
图表 48	芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅	20
图表 49	生猪和猪肉价格走势图元/公斤	20
图表 50	生猪养殖盈利走势图元/头	20
图表 51	豆粕现货价走势图（元/吨）	21
图表 52	全国大豆市场价走势图（元/吨）	21
图表 53	箱板纸国内平均价走势图（元/吨）	21
图表 54	瓦楞纸出厂平均价走势图（元/吨）	21
图表 55	OPEC 原油价格走势图（美元/桶）	21
图表 56	中国塑料价格指数走势图	21
图表 57	一周股东大会提示	22

一、白酒调研总结：行业淡季价表现强于量，名酒量价策略凸显稳健

我们从5月以来进行密集白酒公司及渠道调研，综合反馈来看，今年白酒行业淡季总体呈现几方面特点：**整体价表现强于量，产品升级依旧明显，优势品牌继续推进全国化。**行业总体延续良好景气度趋势，当前市场再次关注经济预期变化对行业需求影响，我们认为，淡季控货提价可望改善渠道备货意愿，三季度是需求关键检验期，对于中高端酒龙头，龙头内生经营更加稳健和价格上行带来的渠道意愿变化会更有效规避库存周期带来的波动，因而业绩层面，龙头在稳健量价策略之下，业绩依旧具备较强的确定性和稳健性，建议对白酒板块龙头继续维持从周期成长转向稳健成长思维。

从价的角度来看，第一，高端酒价格持续上行。普飞批价继续坚挺，多地批价在2000元以上，渠道货源持续紧张，部分地区6月计划逐步到货。五粮液方面，普五批价多地在920-930元，渠道发货节奏紧，收藏版普五基本到货，第八代普五经销商已打款等待发货，目前公司对第八代终端指导价1199元，6月批价目标达959元；第七代终端指导价1399元，批价目标969元。

我们认为，**高端酒当前价格坚挺的核心来自于发货和渠道层面的量紧状态持续，后续价格趋势核心看茅台后续放量节奏。对于茅台，目前批价接近历史高点，放量节奏决定价格拐点。**从目前茅台渠道量价情况来看，批价已破2000元，逐步接近2012年高点，渠道库存仍处低水平。首先，股份公司全年3.2万吨计划及集团千亿目标不变，也就意味着下半年的量减少概率不大；其次，直销方面，商超渠道首批600吨招标预计率先落地，后续团购等渠道预计会在Q3旺季前逐步落地；最后，保持终端价格及渠道价差稳定仍然是公司的合理策略。值得注意的是，依靠生肖和精品等非标放量有效实现了产品结构的提升。**对于五粮液，五粮液目前渠道状况处于典型正反馈当中。**首先，需求层面，茅台价高货紧带来普五性价比凸显；其次，渠道量价策略上，优先价格体系全面提升，且依靠的是产品升级的方式，而非过去倒逼式提价，在今年上半年改革过渡的关键期，渠道库存持续保持低位，结合后续控盘分利模式和品牌强力梳理战略，使得渠道信心加速改善，从而带来渠道正反馈；最后，全年2.3万吨的五粮液指引完成确定性较高，核心在于H1发货完成度好，而在五粮液打造三度一性巩固大单品的战略之下，普五之外产品的价格体系有望全面提升，这也会驱动吨价提升。**我们认为，高端酒以茅五为代表，当前价格天花板上行及渠道库存水平带来良好的量价空间，茅台在Q3旺季前的直销放量预计带来价格阶段性小幅降温。**

第二，名酒纷纷控货提价，梳理渠道价盘，卡位升级价格带。目前白酒行业整体处销售淡季，近期不少酒企淡季均采取控货提价，目的多为梳理渠道价格体系，改善渠道利润，为后续旺季销售夯实基础，也可积极卡位消费升级的价格带。此外，高端酒价格表现坚挺，也为其他高端及次高端品牌提价带来更好空间。

从量的角度来看，从渠道调研反馈，二季度属传统淡季，动销总体略差于春节旺季为代表的一季度。和去年比较相似，市场再次关注经济预期变化对行业需求的影响，总的来说，经济波动短期会带来消费意愿和消费频次变化，对终端需求会有影响，淡季名酒控货提价的背后，也有提前刺激渠道备货意愿的考虑和目的，三季度旺季将是关键检验期，行业节日性集中性消费更加明显。**总体而言，行业目前淡季表现价强于量，总体依旧延续年初以来良好的景气度趋势。**

名酒产品结构升级趋势依旧明显。我们在近期调研当中，明显感受到名酒产品结构升级仍是主流趋势。**如古井贡酒：省内200元价格带正进入黄金发展期，公司年份原浆系列十年之后再出发，全方位推进产品升级。**古8及古16积极卡位，占比持续提升，古20去年上市后布局有力，不着急思路运作，积极抢占省内核心次高端消费人群，目前古8及以上产品占比25%，未来规划达40%。**如洋河股份：蓝色经典向梦系列继续升级，持续发力梦之蓝高端酒发展，产品定位及市场策略更趋清晰。**2018年梦系列增长50%，含税口径超百亿规模，收入占比已达30%，今年全年增速目标30%以上。品质方面：增加优质基酒比例，进一步加强品质升级，强化高端品牌打造。营销层面：成立高端品牌事业部及双沟品牌独立事业部，聚焦M9和手工班，将M9打造成千元价格带大单品，手工班配额控制拉升品牌形象，双沟打造苏酒头排酒核心高端产品。价格方面：适度提升主导产品价格，海天提升终端价格改善渠道利润，梦系列提价拉升品牌力。此外，今世缘国缘系列在省内优势市场也在继续升级，四开逐步成为主力，渠道势能持续释放。

全国化依旧是名酒主战场，也是行业结构性繁荣的重要特点。我们之前在报告中提到，以次高端为代表的品牌这几年跑马圈地之后，全国化进程竞争有所加剧，费用投入有所加大，但我们更要看到，优势名酒企业继续通过全国化市场和品牌投入来实现规模突破。全国化过程当中，对企业品牌力、省外渠道运作以及招商布局各方面要求更高，随着行业进入挤压式发展之后，优势品牌推进全国化也是行业结构柱繁荣的重要特点。以古井为例，省外局面积积极变化，坚定推进全国化。相比去年股东会，管理层对于推进次高端全国化更为坚定清晰，提出长久发展必须发力次高端，否则影响整体战略。对于全国化发展，虽有名酒基因和品牌大力度宣传，但公司也清楚意识到全国化过程中竞争强度高于省内，但仍要坚定推进，其次省内造血功能强化更利于输出省外。公司在省外市场组织架构配合和费用投放预投等方面积极调整。河南市场过去提出再造安徽市场，遇到结构调整难等问题，但去年以来市场局面逐步打开，调整发力点产品积极升级，古7古8产品占比提升。湖北市场，黄鹤楼去年完成业绩承诺，提出夯实市场基础重于短期冲销量；河北山东等市场招商布局形势良好。以今世缘为例，在省内核心市场已进入良好成长期同时，省外市场扩张动力明显增强。省外市场开发则通过与周边省份大商合作模式开展，预计重点市场将进入渠道布局红利期。

二、本周调研反馈

（一）水井坊：管理层顺利过渡，坚定聚焦次高端

事项：近期我们参加水井坊股东大会，本次股东大会审议通过了选举危永标先生为公司第九届董事会董事的议案。此前5月10日，公司董事会选举Chu ChunHo（朱镇豪）先生任公司副董事长，同意范祥福先生辞去总经理，并于2019年7月1日起聘任危永标先生为公司总经理。相关点评如下。

管理顺利交棒危总，战略仍将持续聚焦。公司原总经理范祥福先生自2015年上任以来，对水井坊进行大刀阔斧的改革，产品聚焦次高端，聚焦重点省市推广新总代模式，成果显著，2015年水井坊恢复盈利，2018年次高端份额持续提升。从履历来看，新任总经理危总具有丰富的消费品营销管理经验，在中国有超过28年的工作经历，任期内成绩卓越。我们认为，帝亚吉欧两次要约收购后对公司控制权进一步增强，本次管理层换代交接顺利，预计危总上任以后公司在品牌、渠道、供应链三方面的战略方向不会动摇，将会带来更多元的营销手段，进一步夯实水井坊在次高端价格带地位。

核心产品保持较快增长，新品上市改善渠道推力。公司持续聚焦高端次高端价格带，2018年高端菁翠、典藏大师营收同增42%，核心产品井台和臻酿8号系列同增43%，保持较快增长。同时，公司于3/4/5月分别推出井台丝路版，臻酿八号禧庆版和井台珍藏版，基于原有品牌进行升级，意在拉升价格改善渠道推力，目前铺市计划均在推进，发货情况符合预期，预计成效将于19Q3逐步显现。门店方面，继续夯实核心门店基础，优化核心门店布局，提高精细化管理能力。

以不变应对次高端竞争，坚定发力次高端。次高端价格带总体竞争有所加剧，公司以不变应万变，围绕长期愿景进行战略聚焦，坚持成为中国最可信赖、成长最快的高档白酒品牌，发力次高端价格带，目标不断提升市占率。产品方面，公司持续优化产品结构，推出井台丝路版、珍藏版和臻酿8号禧庆版等升级产品，未来重点聚焦井台系列；渠道方面，公司针对不同消费群体开发不同营销模式，加强渠道创新，保持领先的渠道营销优势；费用方面，公司维持积极品牌投入，持续投入品鉴会等品牌宣传项目；产能方面，邛崃项目预计于19Q3完成土地拍卖，19Q4完成施工项目，投产后可以满足当前产能供应。根据公司指引，预计2019年收入增速20%以上，净利润增速30%以上。

（二）妙可蓝多调研反馈

19年营收目标16亿，实现盈亏平衡。从16年开始转型借壳做乳业，主要资产100%的乳业资产，目标做成中国奶酪有特色的企业；19年营业收入目标16亿元，净利润0.5亿元，主要利润释放在下半年，呈现季节性特征；规划3-5年做到50亿收入，结构上70%-80%来自2C渠道。去年着力渠道拓展，今年重点做品牌，包括央视、分众、

电商的推广，费用率预计会提升。公司处于相对初创期，过去两三年费用比较大，基本盈亏平衡，预计今年上半年保持，如果下半年销量表现良好，预计可以越过盈亏平衡线。

增长点看奶酪棒，一季度奶酪棒同比+104%，预计19年做到5亿。16/17/18年奶酪收入1.2/1.9（其中90%为餐饮端，零售约1700万）/4.6（其中1.5亿零售端，奶酪棒1亿）亿，19Q1收入1.27亿，年均50%以上增长；19Q1奶酪棒同比+104%，营销投入大，预计19年奶酪棒做到5亿。马苏18年规模2亿，预计19年3亿规模。去年2月份开始奶酪棒投产，真正进入零售市场，今年增长主要靠奶酪棒，经过了市场检验，目前公司有强电商渠道，先在电商试错，再铺到KA渠道。

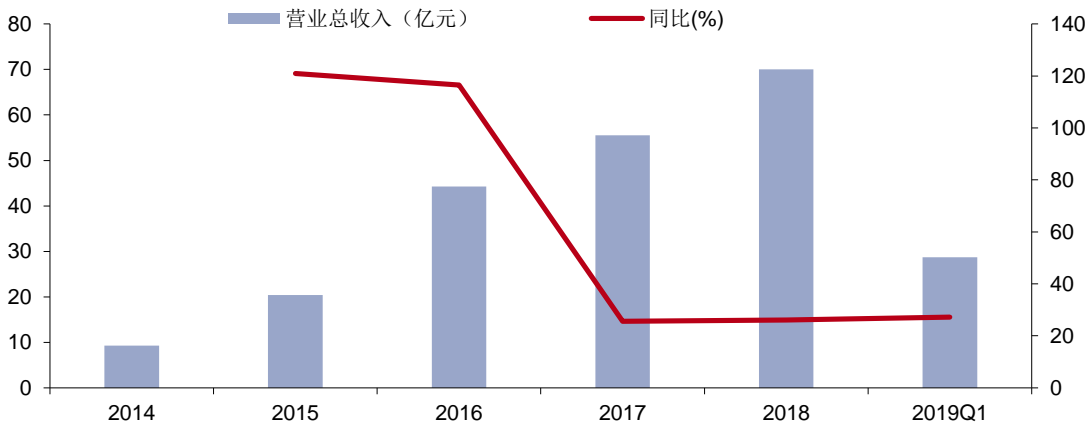
餐饮端第三，零售端第二，马苏电商市场龙头。公司在餐饮端排3-4名，最大的竞争对手是百吉福、安佳；在零售端排名第二，第一是百吉福。1) 马苏方面：公司在整体马苏餐饮市占率7-10%，在电商市场80-90%，公司马苏在电商的销量占45%左右，剩下的卖给餐饮店，如全家，85度C，萨莉亚等；餐饮通过不停地开拓终端，通过终端增长推动销量增长；2) 奶酪方面：百吉福每年在全国10+个亿的销售额，每年增速20-30%。今年超不过百吉福，有产能和品牌方面原因，公司16年开始启动，预计19年5个亿，预计三年可以做到百吉福一半。

三、本周专题：三只松鼠招股书更新分析

(一) 收入稳健增长，线下占比提升

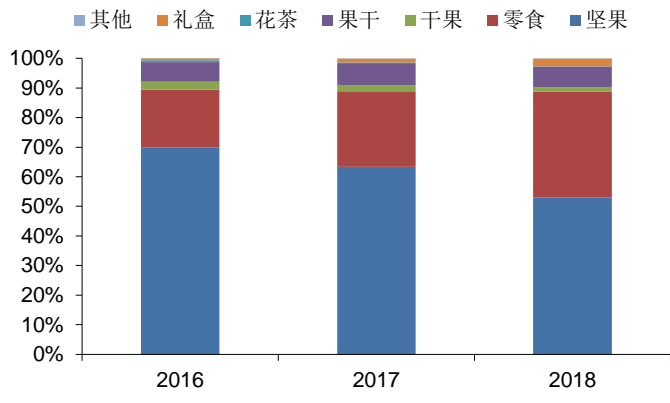
公司2018年收入70.01亿元，同增26.05%，2019Q1收入28.68亿元，同增27.17%。结构来看，公司坚果仍占多数，2018年坚果收入占比为52.97%，零食占比为35.80%，坚果收入占比正逐年下降，零食类产品占比逐年提升；渠道来看，公司对线上渠道，尤其是天猫和京东主流电商平台较为依赖，2018线上收入62.27亿元，占比89.24%，天猫和京东合计收入56.24亿元，占比80.60%，动态来看，公司对于天猫和京东依赖性正逐步减弱，天猫京东收入占比稳步下降，同时，随着线下门店的陆续扩张，公司线下收入占比正逐步提升。

图表1 公司收入及增速(亿元, %)



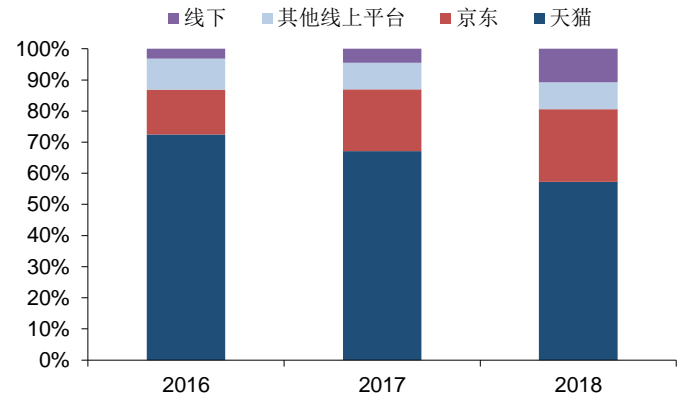
资料来源：公司招股说明书、华创证券

图表 2 公司产品收入结构变化



资料来源: 公司招股说明书、华创证券

图表 3 公司渠道结构变化

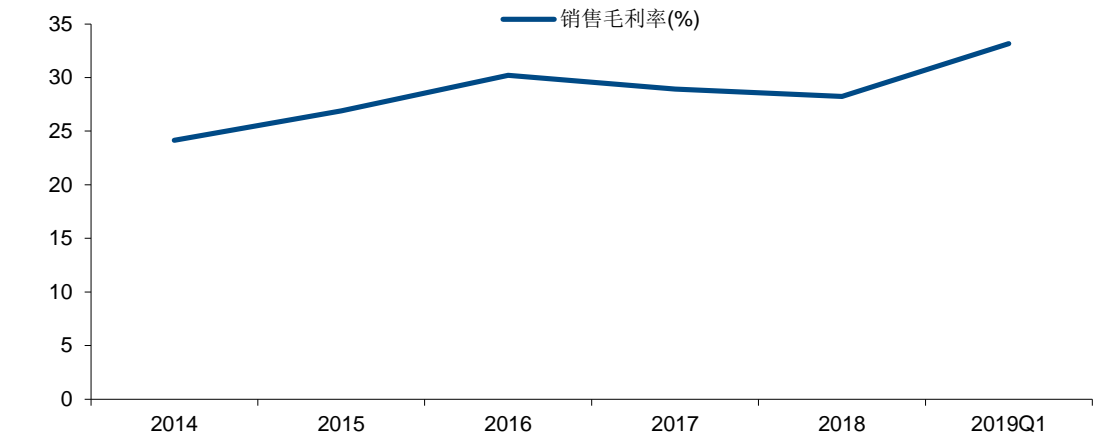


资料来源: 公司招股说明书、华创证券

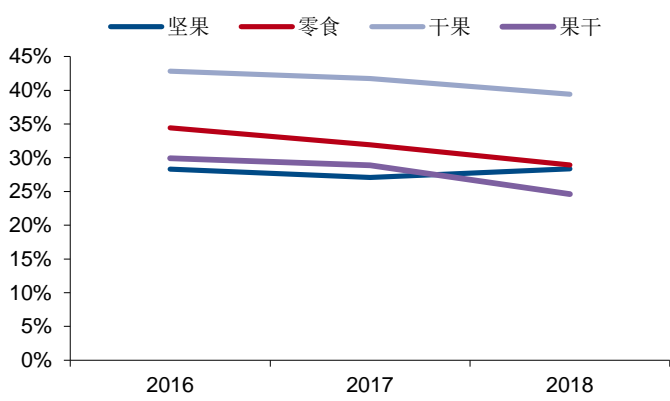
(二) 18 年推出爆款零食引流拉低毛利率, 19Q1 毛利率创新高

公司 2018/2019Q1 毛利率分别为 28.25%/33.16%。分产品来看, 2018 年公司坚果/零食毛利率分别为 28.34%/28.95%, 零食毛利率有所下滑, 主要系公司陆续推出爆款零食产品加快推广节奏, 2016-2018 年, 公司爆款产品猪肉脯、手撕面包、乳酸菌面包 3 个单品收入在品类中占比接近 10%, 而爆款产品作为引流单品, 毛利率较低。分渠道来看, 2018 年公司线上渠道毛利率 27.54%, 线下渠道毛利率 32.96%, 线上渠道因价格战及激烈竞争毛利率较低, 线下渠道由于不参加线上优惠活动毛利率高于线上模式。

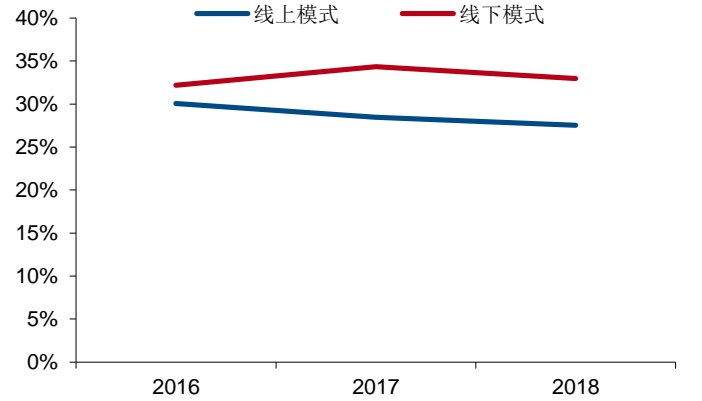
图表 4 公司销售毛利率稳步提升



资料来源: 公司招股说明书、华创证券

图表 5 公司主要产品毛利率情况


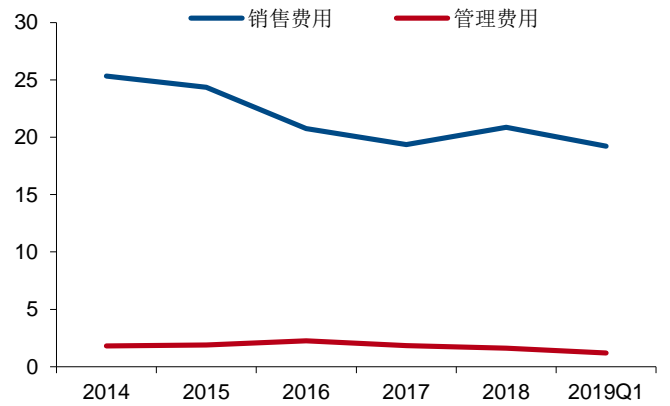
资料来源：公司招股说明书、华创证券

图表 6 公司线上及线下渠道毛利率对比


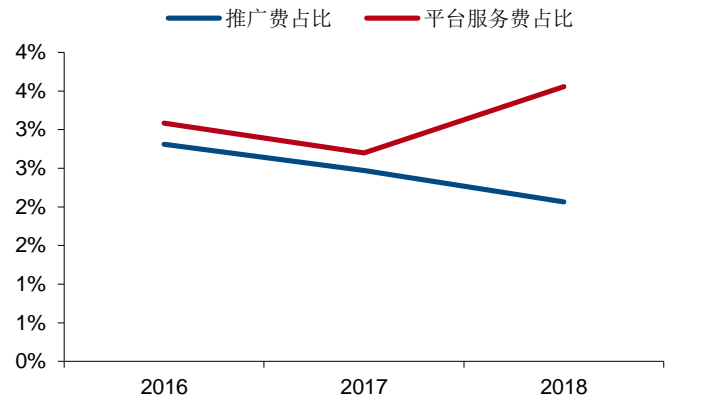
资料来源：公司招股说明书、华创证券

(三) 品牌力提升及规模效应，销售费用率逐步优化

公司 2018/2019Q1 销售费用率分别为 20.86%/19.23%，管理费用率分别为 1.62%/1.18%，其中 2018 年公司销售费用中推广费和平台服务费分别为 1.45/2.39 亿元，在收入中占比分别为 2.1%/3.6%，随着公司品牌形象和知名度的提升，公司推广费比重有所降低，公司 2016-2017 年平台服务费用占比下降主要系公司在各合作平台销售比重有所变化以及无需平台服务费的入仓模式销售占比增加所致，2018 年度有所回升的主要系为天猫平台为打造爆款并吸引站外流量支出较多淘宝客费用。

图表 7 公司销售费用率和管理费用率 (%)


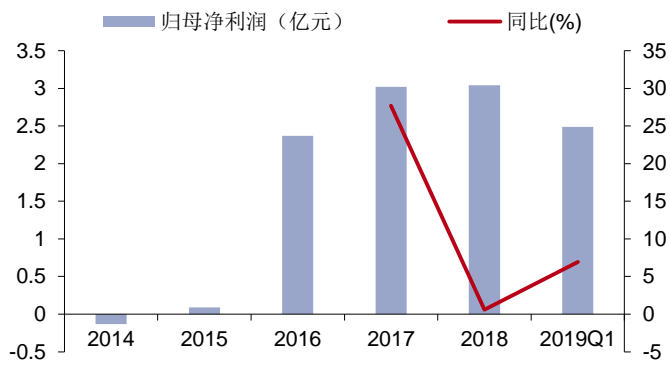
资料来源：公司招股说明书、华创证券

图表 8 公司推广费和平台服务费占收入比重 (%)


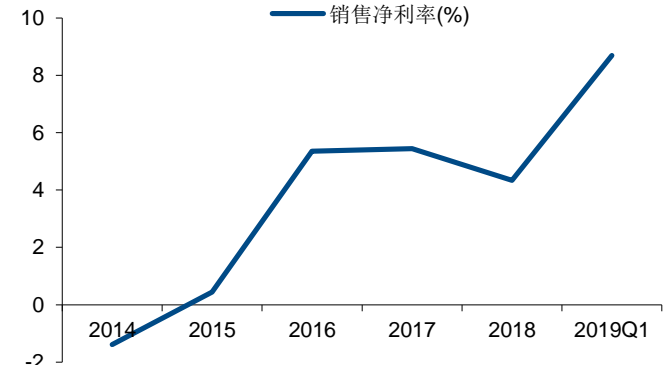
资料来源：公司招股说明书、华创证券

(四) 业绩稳步增长，盈利能力逐步提升

公司 2018 年实现净利润 3.04 亿元，同增 0.61%，2019Q1 净利润 2.49 亿元，同增 6.95%。2018/2019Q1 净利率分别为 4.34%/8.69%。未来随着公司线下渠道拓展，产品结构优化提升毛利率，公司业绩有望保持稳健增长，盈利能力稳步提升。

图表 9 公司归母净利润及增速


资料来源: 公司招股说明书、华创证券

图表 10 公司净利率稳步提升


资料来源: 公司招股说明书、华创证券

四、本周渠道反馈: 普飞批价继续坚挺, 高端白奶价格整体上升

(一) 白酒方面, 普飞批价继续坚挺, 多地批价达 2040-2050 元, 渠道货源持续紧张。五粮液方面, 普五批价多地在 920-930 元, 渠道发货节奏紧, 渠道库存水平低, 收藏版普五均已到货, 第八代普五部分地区已逐步发货, 目前公司对第八代终端指导价 1199 元, 6 月批价目标达 959 元; 第七代终端指导价 1399 元, 批价目标 969 元。

(二) 乳制品方面, 高端白奶价格整体上升, 基础白奶缺货现象明显, 整体买赠力度略有增加。根据上海地区多家 KA 的调研情况, 常温酸奶方面, 本周安慕希价格在 49-66 元, 与上周相比略有上升; 安慕希 PET 瓶多地价格在 64-78 元, 与上周相比略有上升; 纯甄价格在 44-61 元, 与上周相比略有下降; 光明莫斯利安价格在 49.9 元, 与上周相比略有下降。高端白奶方面, 金典价格在 49-65 元, 价格较上周有所上升; 特仑苏多地价格在 49-65 元, 价格较上周略有上升。基础白奶方面, 伊利纯牛奶 (16 盒装) 价格在 48 元, 伊利与蒙牛纯牛奶多家 KA 缺货。低温产品方面, 伊畅通轻 (250g) 价格在 6-8 元, 价格较上周有所下降; 蒙牛冠益乳 (250g) 价格在 8-9 元, 价格较上周略有下降。在买赠方面, 纯甄原味加香草 88 元并赠豆奶一箱、3 件 95 折; 特仑苏买一箱赠一箱豆奶、两箱 99 元、3 件 95 折; 安慕希买一箱送 6 盒饮品、3 件 95 折; 安慕希 PET 瓶买一箱送 6 盒酸奶、3 件 95 折; 金典纯牛奶 3 件 95 折; 莫斯利安 3 件 95 折; 畅轻买一送一、3 件 95 折; 冠益乳 3 件 95 折。本周整体买赠力度较上周有所增加, 蒙牛整体买赠力度大于伊利。

图表 11 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度 (单位: 元)

	上海
安慕希	65
纯甄	49
莫斯利安	50
特仑苏	64
金典	50

资料来源: 草根调研、华创证券

产品动销良好, 蒙牛终端出货优于伊利, 伊利促销员配备优于蒙牛光明。综合来看, 产品新鲜度多以 19 年 4 月为主, 常温酸奶销售表现良好, 蒙牛终端出货情况略优于伊利光明; 伊利、蒙牛常温产品在 KA 卖场堆头规模整体相当, 本周整体伊利促销员配备情况优于蒙牛光明。

图表 12 三地产品新鲜度情况

	上海
安慕希	4月为主
纯甄	4月为主
莫斯利安	4月
特仑苏	5月为主
金典	4-5月为主

资料来源：草根调研、华创证券

图表 13 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表

	品牌	原价/规格	上海								
			家乐福	买赠促销	麦德龙	买赠促销	沃尔玛	买赠促销	大润发	买赠促销	
常温	伊利	安慕希原味	66 205g*12	49.5	无	55	3件95折	66	买一箱送六包谷粒饮品	64.2	无
		安慕希PET瓶原味	80 230g*10	64	无	78	3件95折	无	无	78	送6盒酸奶
		安慕希PET瓶芒果百香果	80 230g*10	无	无	无	无	78	无	无	无
		伊利纯牛奶	250ml*16	无	无	无	无	无	无	48	无
		金典纯牛奶	66 250ml*12	49.5	无	49.5	3件95折	49.5	无	65	无
	蒙牛	纯甄原味	70.8 200g*12	44	无	61	3件95折	48.8	纯甄原味+香草两箱组合价88元送豆奶一箱	48.8	无
		纯甄PET瓶原味	80 230g*10	80	无	80	3件95折	80	无	74	送4盒酸奶
		特仑苏纯牛奶	68 250ml*12	49.5	送植朴豆奶一箱	63.5	3件95折	64.5	两箱99	56	无
		蒙牛纯牛奶	46.4 250ml*16	无	无	无	无	无	无	无	无
	光明	莫斯利安	200g*12	49.9	无	49.9	3件95折	49.9	无	49.9	无
		you+	200ml*12	58.8	无	46	3件95折	45.5	无	41.8	无
	低温	伊利	畅轻	250g/100ml	7.6	买一送一	6.9	3件95折	7.5	无	7.6
Joyday			220g	9.9	第二件5折	9.7	3件95折	8.8	无	8.8	无
蒙牛		冠益乳	250g/100ml	8.2	买一送一	8.4	3件95折	8.5	无	8.2	无

资料来源：草根调研、华创证券

五、投资策略

白酒方面，名酒龙头经营更趋稳健，当前茅五价格坚挺，多数酒企淡季控货提价梳理渠道，中线基于板块稳健成长，在外资流入带来估值体系重构之下，估值中枢仍有望稳步提升，长线板块结构性繁荣，品牌时代驱动名酒集中度提升。标的方面，核心稳健品种持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，继续推荐处于势能释放期龙头如古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫农业等。

大众品方面，必选消费需求稳健，龙头份额提升，持续推荐伊利股份、中炬高新、恒顺醋业等；继续深挖基础消费品牌化机遇，积极把握成为细分行业成长冠军品种，推荐安井食品、绝味食品、洽洽食品、汤臣倍健等；啤酒行业格局改善趋于积极，建议战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。

六、行业数据

行业产量数据: 2019年1-4月, 全国白酒(折65度, 商品量)产量268万千升, 同比增长1.1%; 全国啤酒产量1128.8万千升, 同比增长0.8%; 全国葡萄酒产量13.4万千升, 同比下降26.8%。

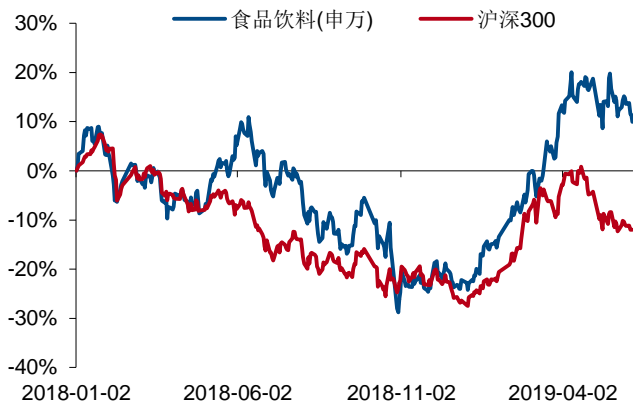
5月31日京东数据: 52度五粮液1099元/瓶, 与上周持平; 52度剑南春价格418元/瓶, 较上周上涨2.45%; 52度泸州老窖特曲238元/瓶, 较上周下降4.03%; 52度洋河梦之蓝M3为569元/瓶, 较上周上涨1.79%; 52度水井坊价格505元/瓶, 较上周下降2.51%; 53度30年青花汾酒679元/瓶, 与上周持平。

5月31日, 拉菲传奇AOC级干红京东86元/瓶, 较上周下降3.37%; 张裕干红(特选龙蛇珠)京东108元/瓶, 较上周下降8.47%; 92年长城干红(赤霞珠)京东228元/瓶, 与上周持平。

七、上周行情回顾

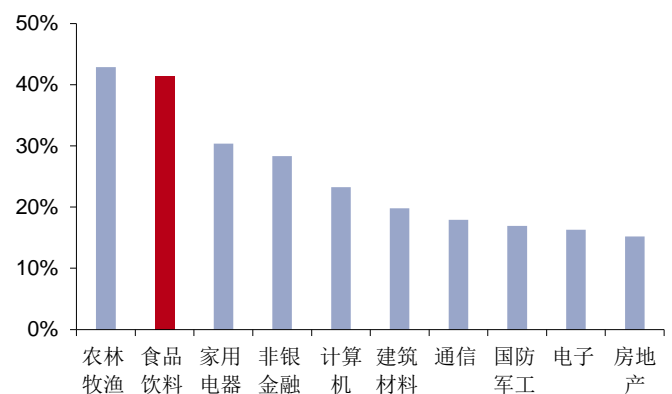
2019年年初至今申万食品饮料指数上涨41.40%, 沪深300指数上涨18.40%, 2019年至今食品饮料板块在申万28个子行业中排名第2位。本周(6月3日-6月6日)申万食品饮料指数下跌3.19%, 沪深300指数较上周下跌1.79%。

图表 14 2018年初至今食品饮料走势



资料来源: Wind、华创证券

图表 15 2019年以来各行业涨跌幅前10名



资料来源: Wind、华创证券

图表 16 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表(申万分类)

排序	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价	公司名称	周涨跌幅(%)	收盘价
1	双塔食品	15.17	6.68	海南椰岛	-18.43	6.55
2	洽洽食品	5.43	23.11	西藏发展	-13.29	3.85
3	麦趣尔	2.24	11.85	金枫酒业	-10.73	5.41
4	贝因美	0.86	5.87	通葡股份	-10.00	4.41
5	黑芝麻	0.56	5.40	莲花健康	-10.00	1.26

资料来源: Wind、华创证券

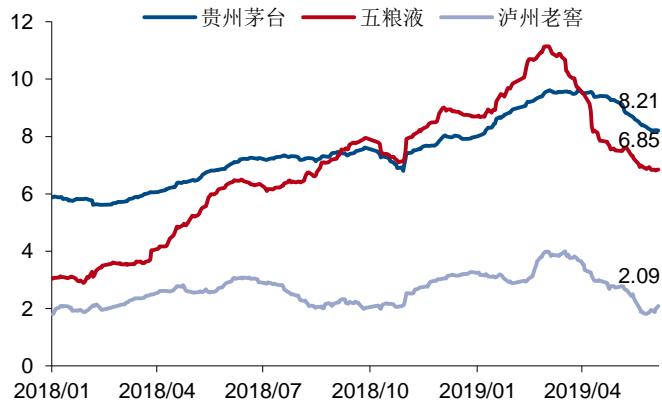
八、北上资金跟踪

白酒: 2019年6月6日, 贵州茅台北上资金持股占A股总股数比重为8.21%, 与上周持平; 五粮液北上资金持股占A股总股数比重为6.85%, 较上周上升0.01pct; 泸州老窖北上资金持股占A股总股数比重为2.09%, 较上周上升0.13pct; 洋河股份北上资金持股占A股总股数比重为6.86%, 较上周上升0.03pct; 水井坊北上资金持股占A股总股数比重为8.57%, 较上周下降0.25pct; 顺鑫农业北上资金持股占A股总股数比重为3.64%, 较上周上升0.28pct。同时, 本周贵州茅台合计净卖出0.42亿元, 五粮液合计净买入0.55亿元, 洋河合计净买入0.63亿元。

大众品: 2019年6月6日, 伊利股份北上资金持股占A股总股数比重为13.10%, 较上周上升0.13pct; 双汇发

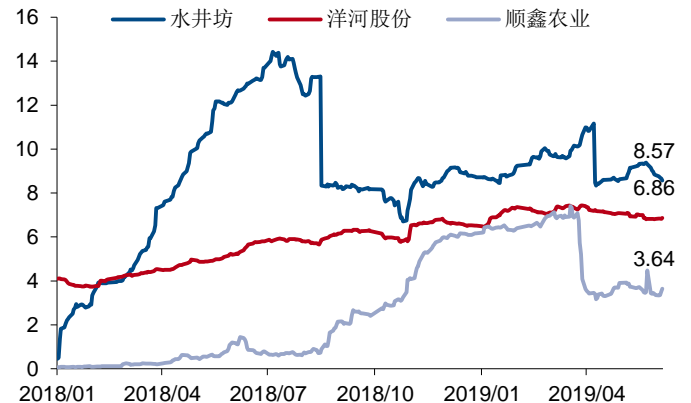
展北上资金持股占 A 股总股数比重为 2.02%，较上周下降 0.39pct；承德露露北上资金持股占 A 股总股数比重为 5.38%，较上周下降 0.05pct；中炬高新北上资金持股占 A 股总股数比重为 6.73%，较上周上升 0.30pct；海天味业北上资金持股占 A 股总股数比重为 5.69%，较上周上升 0.08pct；安琪酵母北上资金持股占 A 股总股数比重为 10.55%，较上周上升 0.39pct；涪陵榨菜北上资金持股占 A 股总股数比重为 9.33%，较上周上升 0.26pct。

图表 17 2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



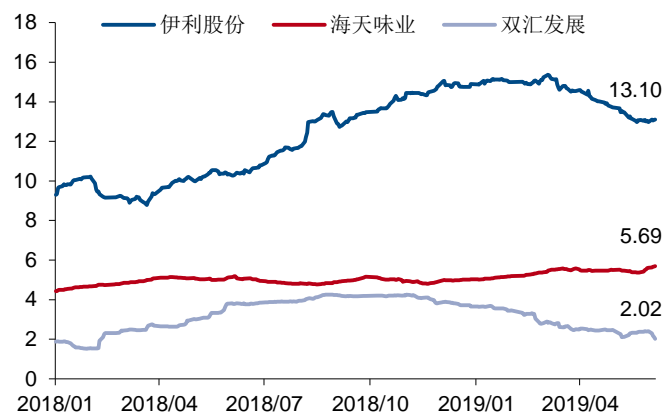
资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 2018 年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



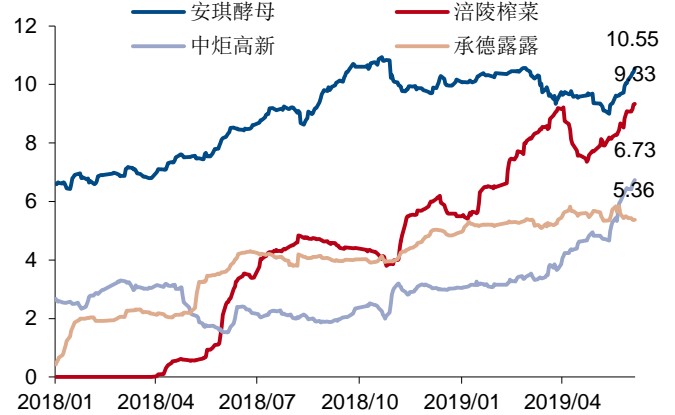
资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



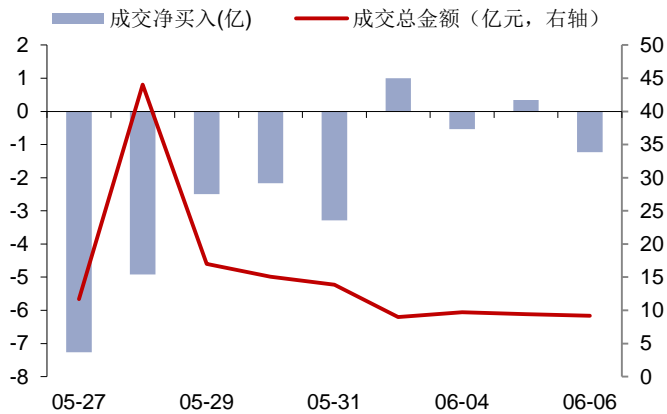
资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 2018 年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



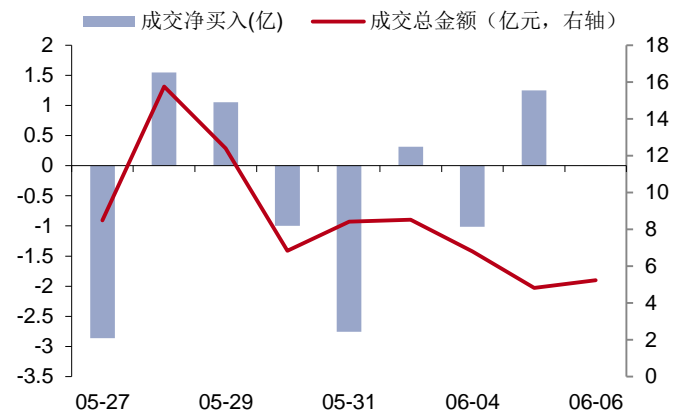
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 贵州茅台成交净买入及总金额



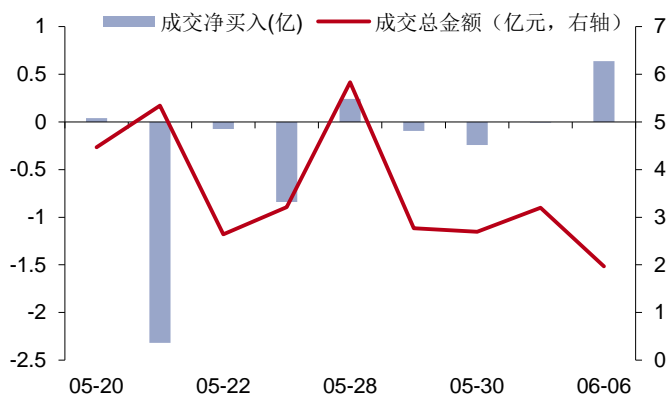
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 五粮液成交净买入及总金额



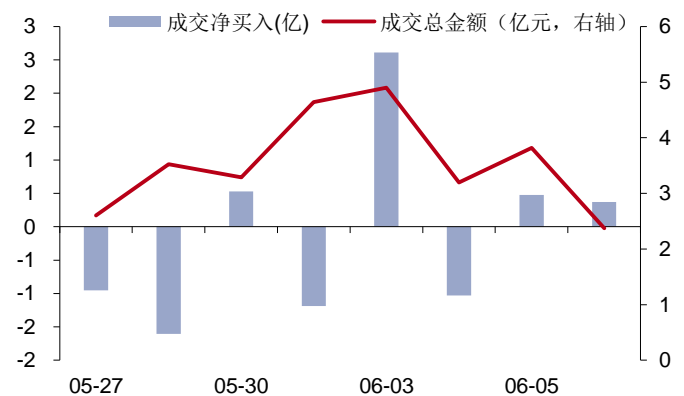
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 洋河股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 伊利股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

九、估值

2019年6月6日食品饮料板块绝对PE和绝对PB分别为28.71倍和5.56倍,2005-2019年食品饮料板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为39.17倍和5.51倍;6月6日食品饮料板块相对沪深300PE和PB分别为2.47倍和4.27倍,历史均值分别为2.36倍和2.62倍。

图表 25 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 26 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 27 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 28 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)



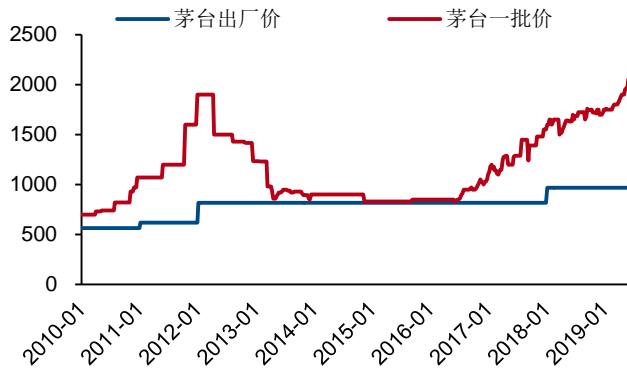
资料来源: Wind, 华创证券

十、行业一周数据及点评

(一) 白酒

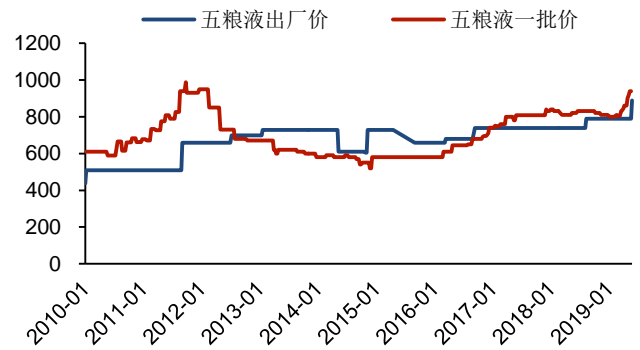
5月31日京东数据: 52度五粮液 1099元/瓶, 与上周持平; 52度剑南春价格 418元/瓶, 较上周上涨 2.45%; 52度泸州老窖特曲 238元/瓶, 较上周下降 4.03%; 52度洋河梦之蓝 M3 为 569元/瓶, 较上周上涨 1.79%; 52度水井坊价格 505元/瓶, 较上周下降 2.51%; 53度 30年青花汾酒 679元/瓶, 与上周持平。2019年1-4月, 全国白酒(折65度, 商品量)产量 268万千升, 同比增长 1.1%。

图表 29 53 度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶



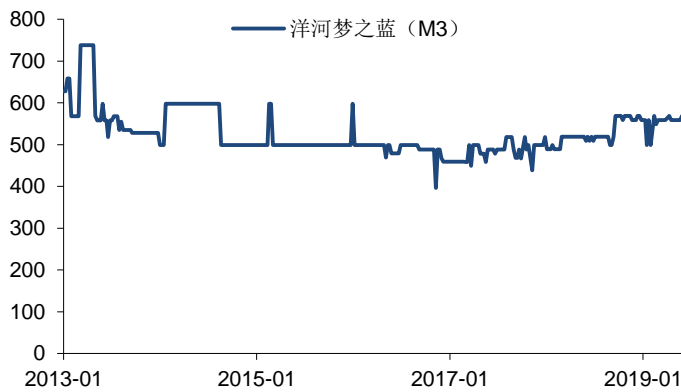
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 30 52 度 500ml 五粮液价格走势元/瓶



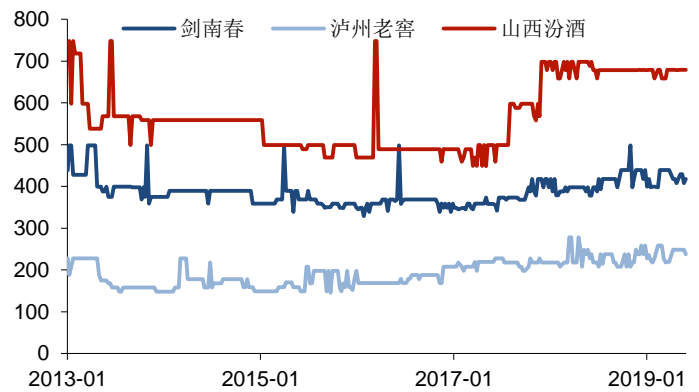
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 31 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势元/瓶



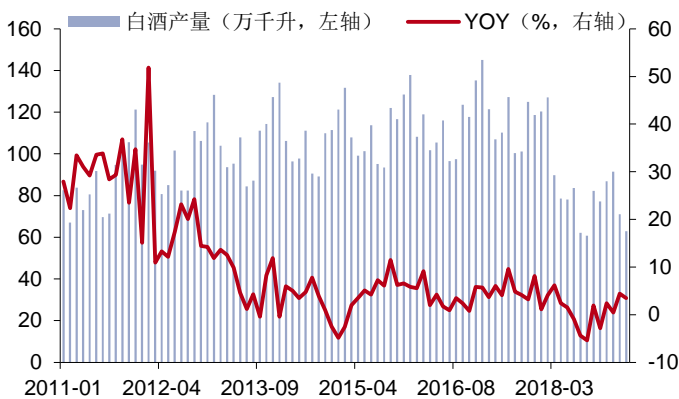
资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势元/瓶



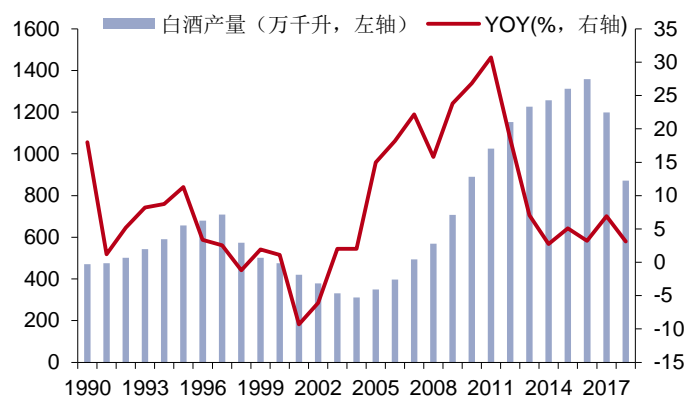
资料来源: Wind, 华创证券 图例分别为水晶剑、特曲及 30 年青花汾酒

图表 33 白酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 34 白酒产量年度走势图



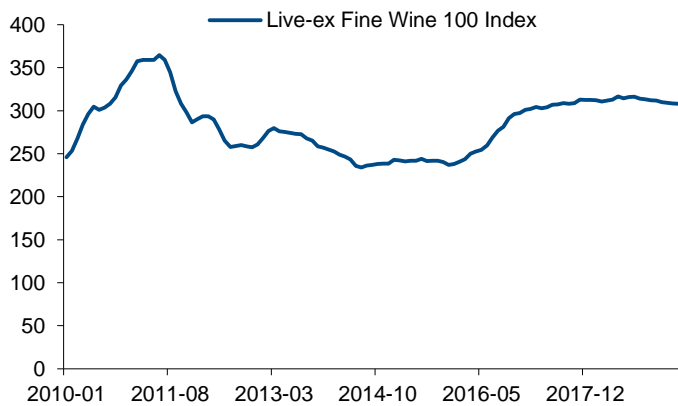
资料来源: 国家统计局, 华创证券

(二) 葡萄酒

Live-ex 高级葡萄酒交易所成立于 1999 年，经 Live-ex 完成的交易额超过全球高级葡萄酒总交易额的四分之三，依据欧洲地区注明葡萄酒价格走势编制该指数。2019 年 5 月 Live-ex Fine Wine100 指数报收于 308.01，4 月数据为 308.55，较 4 月下跌 0.18%。

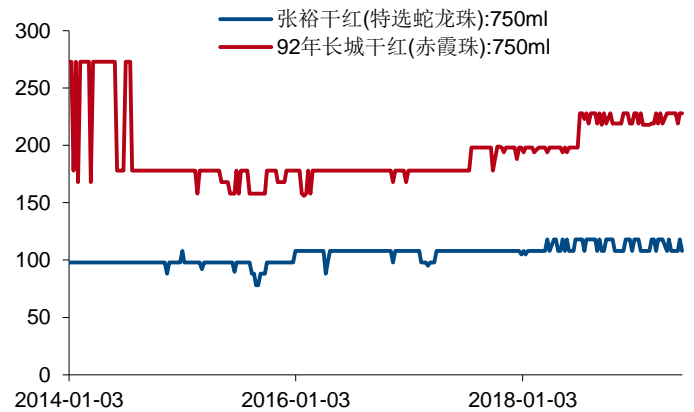
5 月 31 日，拉菲传奇 AOC 级干红京东 86 元/瓶，较上周下降 3.37%；张裕干红（特选龙蛇珠）京东 108 元/瓶，较上周下降 8.47%；92 年长城干红（赤霞珠）京东 228 元/瓶，与上周持平。2019 年 1-4 月葡萄酒总产量 13.40 万千升，同比下降 26.8%；2019 年 4 月葡萄酒进口量 5.58 万千升，同比下降 2.57%。

图表 35 Live-ex Fine Wine100 指数走势图



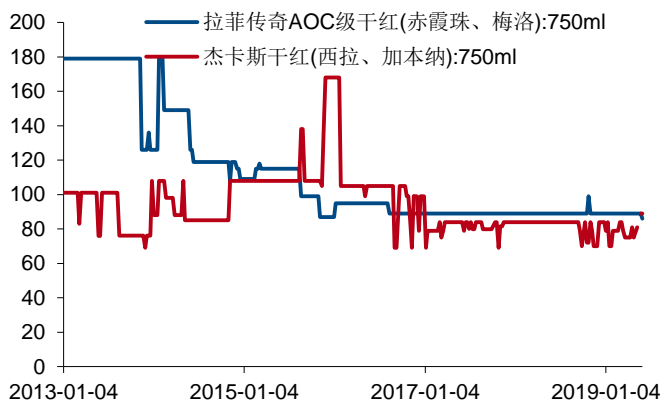
资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 张裕终端价格走势图元/瓶



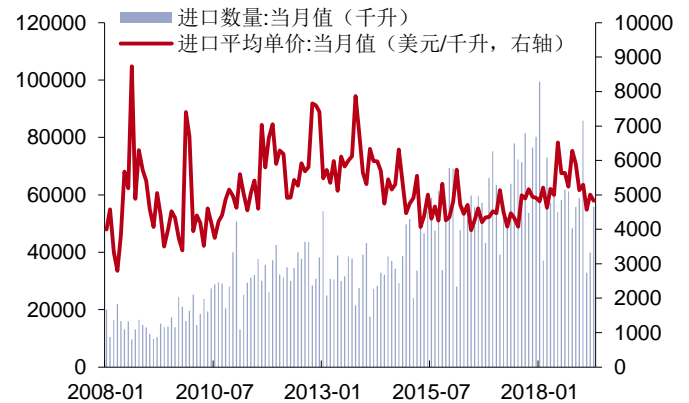
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 37 国外品牌葡萄酒价格走势图



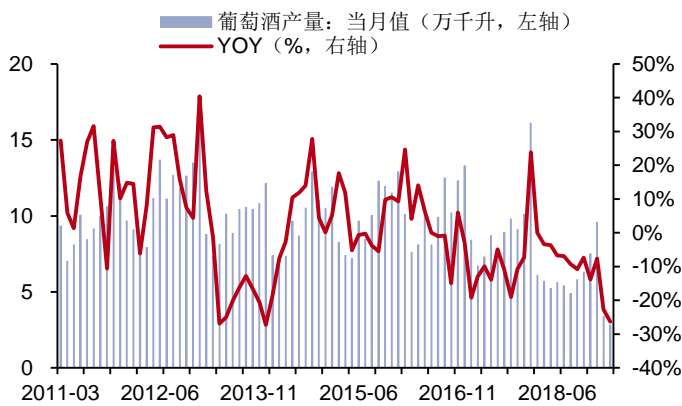
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 38 葡萄酒进口量和进口价格走势图



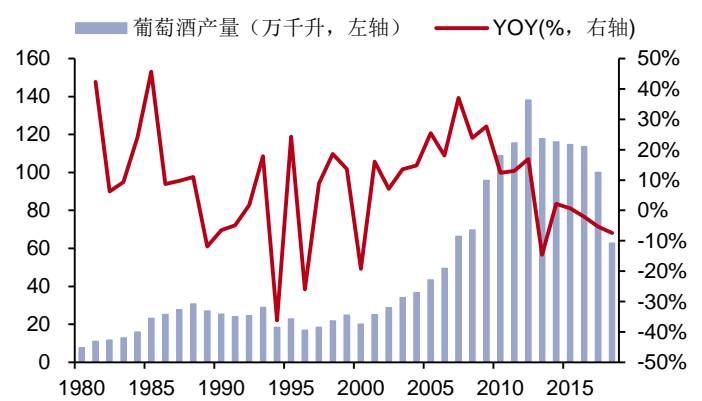
资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 葡萄酒产量月度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 40 葡萄酒产量年度走势图

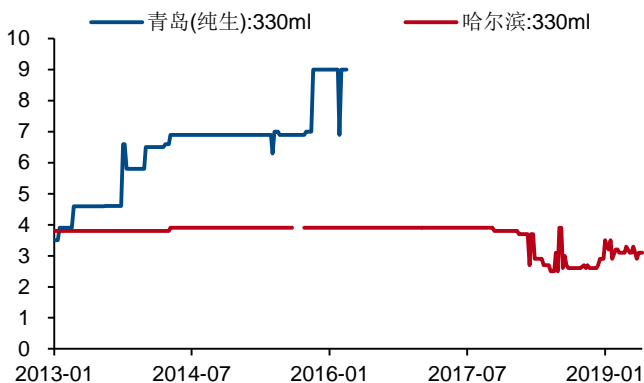


资料来源：国家统计局，华创证券

(三) 啤酒

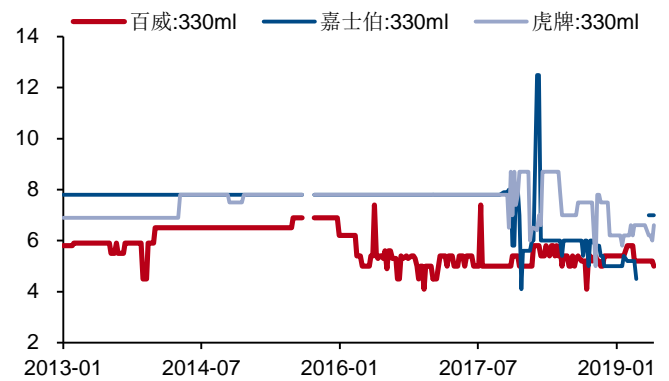
2019年1-4月全国啤酒产量1128.80万千升，同比上升0.80%。

图表 41 青啤和哈啤价格走势图



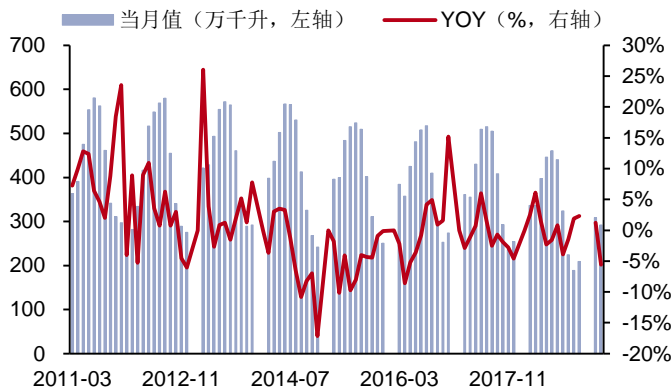
资料来源：酒仙网，华创证券

图表 42 国外啤酒品牌价格走势图



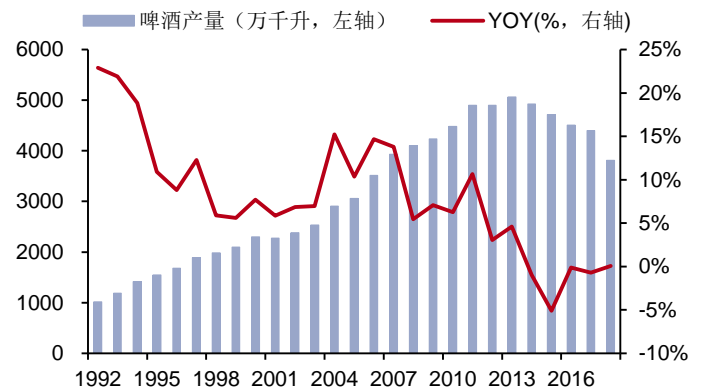
资料来源：酒仙网，华创证券

图表 43 啤酒产量月度走势图



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 44 啤酒产量年度走势图

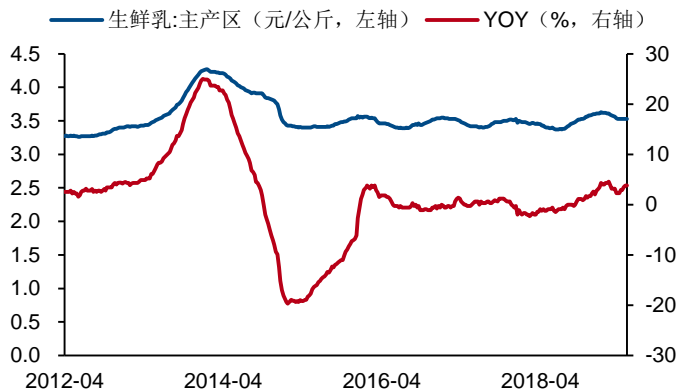


资料来源：国家统计局，华创证券

(四) 乳制品

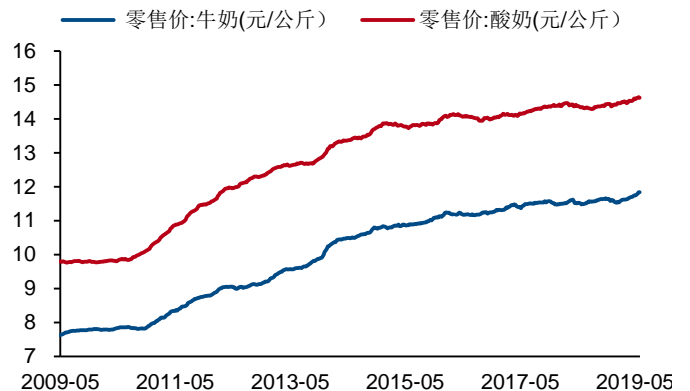
2019年5月29日，内蒙古、河北等10个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格3.53元/公斤，与上周持平。2019年5月31日国产婴幼儿奶粉零售均价188.01元/公斤，较上周上涨0.05%；进口婴幼儿奶粉零售均价232.76元/公斤，较上周下降0.09%；2019年5月31日牛奶零售价11.84元/公斤，与上周持平；酸奶零售价14.62元/公斤，较上周下降0.14%；2019年6月4日芝加哥脱脂奶粉现货价为105.5美分/磅，较上周上涨0.24%。

图表 45 生鲜乳价格走势



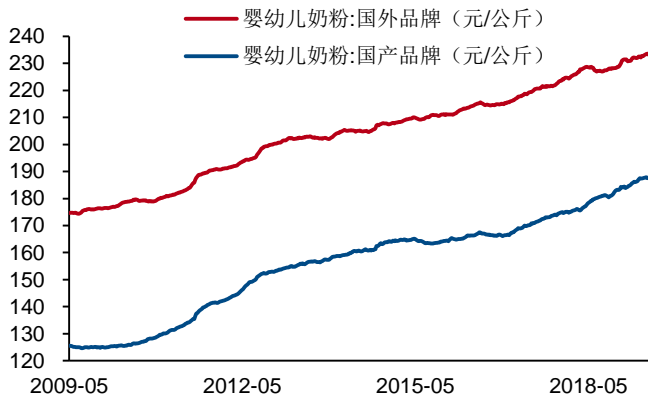
资料来源：Wind，华创证券

图表 46 牛奶和酸奶零售价走势图



资料来源：Wind，华创证券

图表 47 婴幼儿奶粉零售价走势图



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅

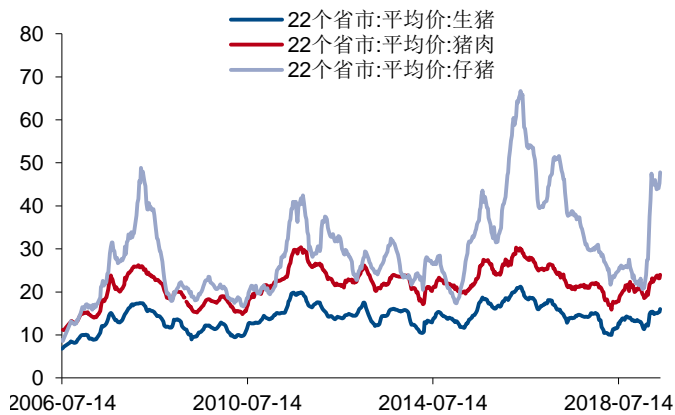


资料来源: Wind, 华创证券

(五) 肉制品

2019年6月7日,22省市生猪平均价格16.02元/公斤,较上周上涨4.16%;22省市猪肉平均价格24.01元/公斤,较上周上涨3.58%;22省市仔猪价格47.76元/公斤,较上周上涨5.59%;22省市猪粮比价7.97,较上周上涨3.64%。

图表 49 生猪和猪肉价格走势图元/公斤



资料来源: Wind, 华创证券

图表 50 生猪养殖盈利走势图元/头

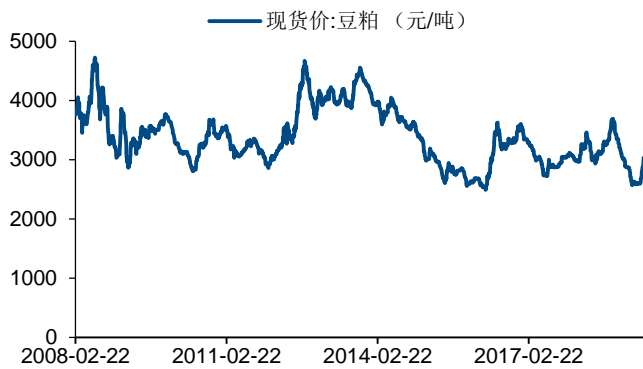


资料来源: Wind, 华创证券

(六) 原材料及包材

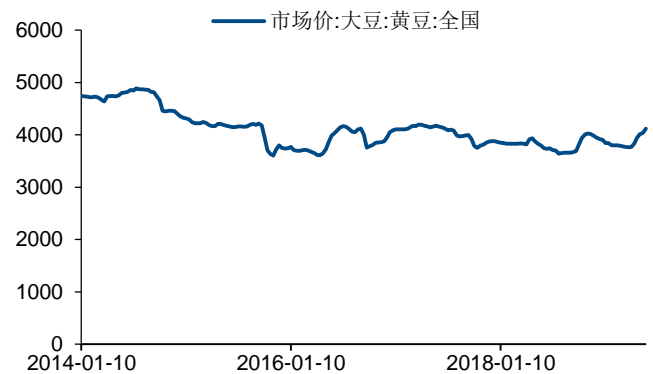
2019年6月6日豆粕现货价3042.94元/吨,较上周上涨0.47%;2019年3月15日华北、华东、华南三地箱板纸均价4409.33元/吨,较上周下降2.53%;华北、华东、华南三地瓦楞纸均价3918.33元/吨,较上周下降3.29%;2019年6月6日塑交所中国塑料价格指数1212.91,较上周上涨2.00%;2019年6月6日,OPEC一揽子原油价60.88美元/桶,较上周下降5.10%。

图表 51 豆粕现货价走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 全国大豆市场价走势图 (元/吨)



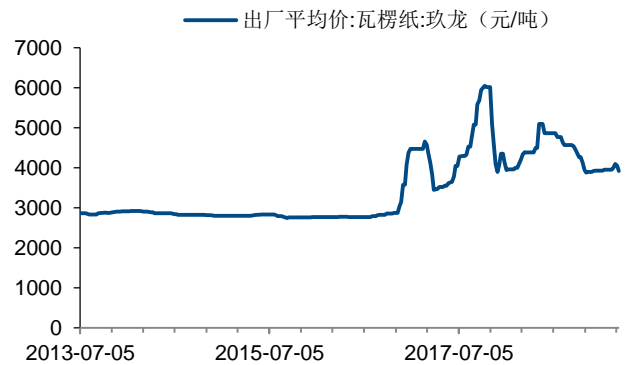
资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 箱板纸国内平均价走势图 (元/吨)



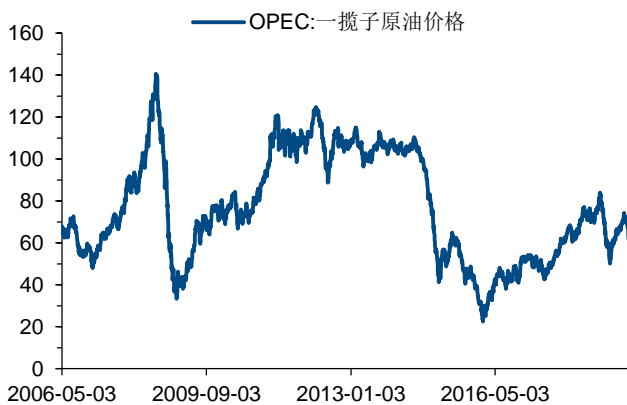
资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 瓦楞纸出厂平均价走势图 (元/吨)



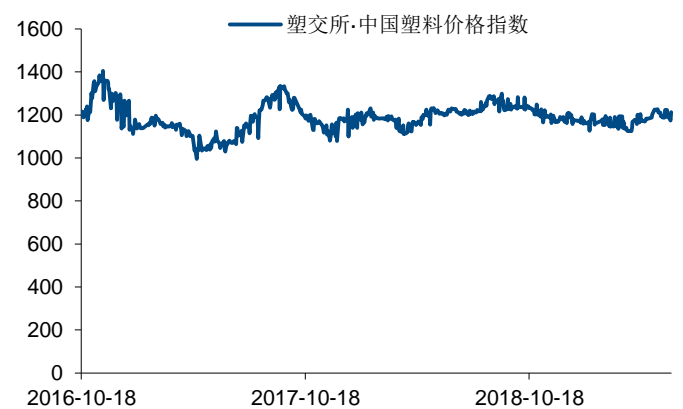
资料来源: Wind, 华创证券

图表 55 OPEC 原油价格走势图 (美元/桶)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 中国塑料价格指数走势图



资料来源: Wind, 华创证券

十一、行业一周重要事件及股东大会提示

本周重要公告一览

- 1)【伊利股份】回购股份进展:截至2019年5月31日,公司已累计回购6634.43万股,占公司总股本的比例为1.09%,支付总金额为19.85亿元。
- 2)【绝味食品】股东减持:截至2019年6月3日,复星创投减持绝味食品股票共计409.99万股,占总股本的1.00%。
- 3)【好想你】股份回购进展:截至2019年5月31日,公司累计回购1374.26万股,占公司总股本的2.66%,支付总金额为1.16亿元。
- 4)【三全食品】1)回购注销部分限制性股票:本次回购注销的限制性股票数为25.89万股,占总股本的0.03%,回购注销完成后,公司总股本由80207.45万股调整为80181.56万股。2)政府补助:公司在2019年1月至5月,合计收到政府补助1465.66万元。
- 5)【*ST 皇台】年报更正:1)公司市场销售净亏损9145.46万元变为9548.15万元;2)预计诉讼损失由2151.26万元变为6710.90万元;3)存货跌价准备余额由6359.44万元变为7515.96万元,存货账面净值由7115.27万元变为5958.75万元,占资产总额的27.35%变为26.08%;4)前五名客户合计销售金额变为694.76万元,占比变为27.26%。
- 6)【张裕A】独董辞职:郭国庆先生因个人原因辞去公司第八届董事会独立董事职务,辞职后不再担任公司任何职务。
- 7)【承德露露】重大诉讼进展:金平区人民法院一审判决《备忘录》和《补充备忘录》有效以及公司于本判决发生法律效力之日起停止阻碍和干扰汕头露露公司依据《备忘录》和《补充备忘录》而使用相关被许可商标的行为。
- 8)【中炬高新】聘任总经理:聘任李翠旭先生担任公司总经理。
- 9)【洽洽食品】借款人提前还款:新华发展提前归还借款本金1亿元及利息204.44万元。
- 10)【双塔食品】延期购回股票:君兴农业将其持有的1.03亿股延期购回,占其所持股份的23.66%,延期购回到期日为2019年9月27日。
- 11)【舍得酒业】董事辞职与补选:吴健先生因工作岗位变动原因申请辞去公司董事职务,同时董事会提名余东先生为公司董事候选人。
- 12)【*ST 西发】重大诉讼影响:公司3个主要银行账户和2个非主要银行账户被冻结,被冻结额度为2.18亿元,实际被冻结金额3.44万元;公司持有的五家公司的股权状态为冻结或者轮候冻结。

图表 57 一周股东大会提示

公司名称	股东大会现场召开时间
皇氏集团	2019年6月11日
金字火腿	2019年6月13日

资料来源: Wind, 华创证券

十二、风险提示

经济持续回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台(600519),根据上市公司公告,贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500