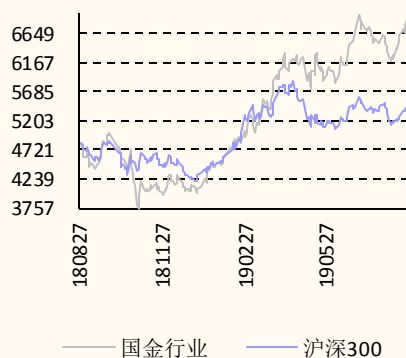


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6871.12
沪深300指数	3820.86
上证指数	2897.43
深证成指	9362.55
中小板综指	8832.63



相关报告

- 1.《关注统计局数据显示风险，乳业推荐尽快买入蒙牛伊利澳优-食品饮料...》，2019.8.18
- 2.《茅台营销公司方案落地超预期，乳业推荐买入蒙牛关注伊利-食品饮料...》，2019.8.12
- 3.《7月线上休闲食品高增长，速冻食品持续爆发-食品饮料行业线上数...》，2019.8.8
- 4.《中式复合调味品行业七月数据快报-中式复合调味品行业月报》，2019.8.5
- 5.《坚定看好各品类龙头，首选业绩确定性高个股-食品饮料行业半年报...》，2019.7.17

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

白酒板块确定性加强， 乳业推荐尽快买入蒙牛伊利澳优

投资建议：

- **高端白酒当前依然首选，三季度重点关注老窖放量。**白酒本周持续上涨，位列所有子行业第一，反映了市场对白酒板块的确定性预期加强，逐步走出了前期对白酒板块的观望情绪。当前渠道调研来看，茅台一批价持续提升，部分区域已经上至 2500 元，五粮液控货挺价效果明显，第八代批价持续坚挺，老窖提价预期前经销商大量进货，叠加高端白酒三季度依然旺盛的需求和茅台溢出效益，我们预期三季度老窖将明显放量，高端白酒中重点关注品种。中报来看，根据我们跟踪的独家统计局行业白酒月度数据，二季度行业收入增速相较 Q1 环比提升 1pct，利润增速较 Q1 环比下降 7.8pct 至 16.3% 的增速，由于上市白酒公司利润在全国规模化白酒企业中利润权重已经占据 90%，而披露业绩的茅台和五粮液二季度利润增速均高于此数，我们预计占据规模白酒企业利润第三高的洋河可能有低于预期表现，再叠加前期调研显示二季度洋河收入增速可能也会低于预期，再次提醒投资者注意。当前白酒板块预计在三季度旺季前依然会保持当前估值水平上下小幅震荡，等待三季度超预期渠道表现到来。目前来看高端酒尤其是茅台低基数，叠加部分次高端企业三季度可能性弹性及超预期，均有望在秋糖会得到确认和爆发。我们依然重点推荐白酒板块，建议坚守业绩确定性较好一线白酒，并持续跟踪三季度继续有望超预期部分次高端企业，及估值较低基本面有望反弹的标的。
- **蒙牛中报预计超预期，伊利符合预期，均推荐尽快买入。**根据我们调研跟踪，认为蒙牛利润有望符合预期，而收入端有望超预期！超预期来源于二季度在大单品促销战略下的收入增速急速上升，拉动上半年增速预计落于 16% 一线。从利润端来看，预计大概率符合预期，预计增速在 30% 一线，主要得益于毛利率的边际上升和费用率的边际下降，叠加现代牧业和雅士利的预计双双扭亏！不过需要强调的是，毛利率上升程度和费用率下降程度预计均为极小边际变化，预计幅度仅为 0.1pct 左右。港股符合预期即上涨，建议买入。而伊利根据我们调研跟踪来看，大概率符合预期。由于从 19 年股权激励激励利润目标 8% 来看，再考虑到下半年趋于激烈的竞争和持续上涨的成本压力，大概率中报业绩增速需要高于此目标方能完成全年目标，因此中报业绩增速大概率将是符合预期的，股价有望超跌反弹，预计有 10-20% 空间，建议买入。另外我们长期推荐品种澳优也迎来最佳买入时机，推荐买入。
- **海天、美味鲜中报均符合我们预期，短期看好中炬估值提升。**我们前期预计海天二季度增速有望环比保持平稳，而从二季报来看，完全符合我们预判！对美味鲜跟踪来看，二季度终端增速基本与一季度持平，库存水平也较为平稳向上，我们预计二季度报表端调味品增速依然有望环比保持平稳。而这个判断也非常完美的得到了验证，美味鲜二季度报表增速与一季度基本持平。另外，中炬高新中报激励机制目标权重改变，收入占比从 20% 提升至 40%，市场认为中炬高新将迎来更快增长，估值有望提升，当前重点关注。
- **中报啤酒利润端完全符合我们数据跟踪，重点关注旺季到来销量。**根据我们独家统计局啤酒行业分月度收入和利润数据来看，二季度啤酒行业收入增速较一季度下降 5.7pct 至 3.6%，利润增速较一季度下降 5.7pct 至 23%。啤酒公司中主要公司华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒均披露中报，从利润端情况来看，完全符合统计局数据，二季度利润端在产品结构持续优化及增值税下调推动下增速均超过收入端且表现靓丽。三季度重点关注旺季销量，有望再次迎来啤酒一波行情。
- **风险提示：**宏观经济疲软拖累消费/业绩不达预期/市场系统性风险等。

内容目录

一、上周行业回顾	4
1.1 行情回顾	4
1.2 行业数据更新	4
1.3 上周渠道调研	7
1.4 上周重要事件	8
二、投资建议	10
2.1 白酒板块——高端白酒当前依然首选，三季度重点关注老窖放量	10
2.2 啤酒板块——中报啤酒利润端完全符合我们数据跟踪，重点关注旺季到来销量	12
2.3 乳制品板块——蒙牛中报预计超预期，伊利符合预期，均推荐尽快买入	13
2.4 调味品板块——海天、美味鲜中报均符合我们预期，短期看好中炬估值提升	15
三、上周公告精选与行业要闻	18
3.1 公告精选	18
3.2 行业要闻	19
四、下周重要事项提醒	20
风险提示	21

图表目录

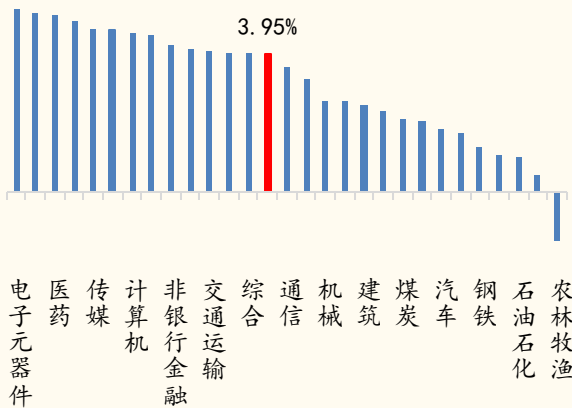
图表 1: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	4
图表 2: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	4
图表 3: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	4
图表 4: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml)	5
图表 5: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤)	5
图表 6: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤)	5
图表 7: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)	5
图表 8: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)	6
图表 9: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)	6
图表 10: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)	6
图表 11: 平均市场价: 大麦 (元/吨)	6
图表 12: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨)	6
图表 13: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)	6
图表 14: 玻璃价格指数.....	7
图表 15: 铝材价格指数.....	7
图表 16: 乳制品渠道调研本周详情.....	8
图表 17: 茅台、五粮液与国窖每周批价走势 (元/瓶)	8
图表 18: 乳制品各产品本周折扣率对比.....	8
图表 19: 下周上市公司重要事项提醒一览表.....	20

一、上周行业回顾

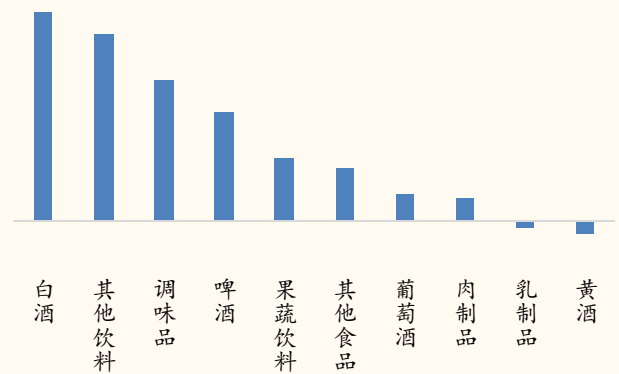
1.1 行情回顾

2019年8月19日-8月23日，沪深300指数上涨2.97%，食品饮料板块上涨3.95%，其中涨幅前三的分别是深粮控股(+11.91%)、珠江啤酒(+9.42%)、金达威(+9.31%)，跌幅前三的分别是百润股份(-9.19%)、科迪乳业(-8.39%)、三全食品(-6.57%)。

图表 1：食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现



图表 2：食品饮料各子行业本周收益率变化



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表 3：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名

涨幅前十名	涨幅 (%)	跌幅前十名	跌幅 (%)
深粮控股	11.91%	百润股份	-9.19%
珠江啤酒	9.42%	科迪乳业	-8.39%
金达威	9.31%	三全食品	-6.57%
顺鑫农业	8.08%	盐津铺子	-3.26%
广弘控股	7.60%	迎驾贡酒	-2.85%
古井贡酒	7.43%	燕塘乳业	-2.31%
贵州茅台	7.16%	双塔食品	-2.30%
养元饮品	6.99%	金字火腿	-2.13%
煌上煌	6.82%	百洋股份	-1.86%
惠发股份	6.80%	有友食品	-1.51%

来源：wind，国金证券研究所

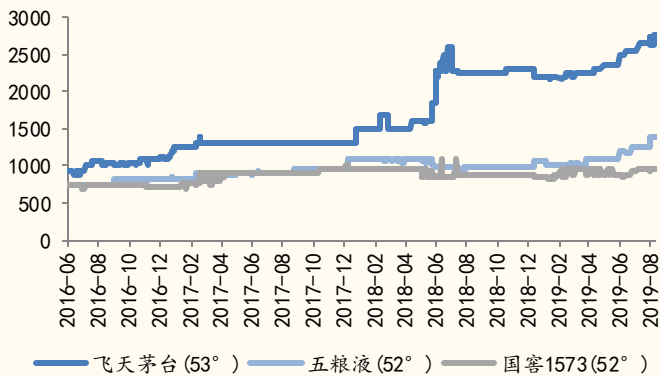
1.2 行业数据更新

- 本周三大白酒终端成交价均环比持平。据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台、五粮液、国窖 1573 终端成交价均环比持平，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2768 元/500ml，较上周持平；五粮液（52°）本周价格为 1399 元/500ml，较上周持平；国窖 1573（52°）本周价格为 969 元/500ml，较上周持平。茅台需求旺盛，一批价与终端价格均在高位；五粮液新品逐步上市售卖，下游动销较好，终端售价稳步上涨。
- 原奶价格继续环比上涨，预计后期仍将处于温和上涨态势。截至 2019 年 8 月 14 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.64 元/公斤，环比上涨 0.55%，同比上涨 7.69%。自 2019 年 5 月份以来，生鲜乳价格逐渐从下行趋势转为平稳，近几周原奶价格持续上涨，建议重点

关注当前原奶价格走势，预计后期仍将处于温和上涨态势。8月16日牛奶价格为12.13元/公斤，较上周小幅上涨0.33%；酸奶价格为14.93元/公斤，较上周小幅上涨0.20%。

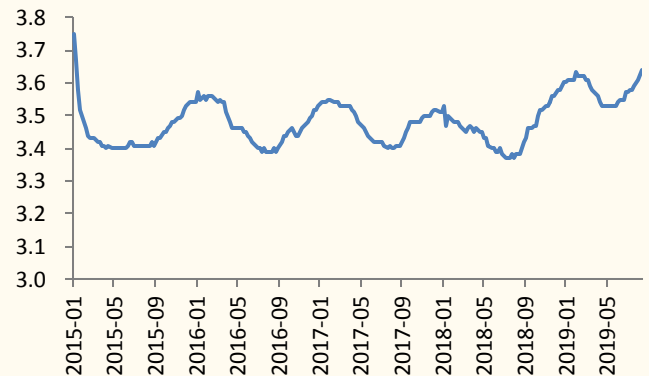
- **调味品方面，整体原料价格环比小幅上涨。**截至8月10日，大豆（黄豆）市场价为4184.30元/吨，较上期（7月30日）小幅上涨0.14%，价格有所反弹。豆粕价格小幅上涨，8月14日全国豆粕平均价格3.20元/公斤，较上期（8月7日）上涨0.63%。8月14日全国玉米平均价格2.12元/公斤，较上期（8月7日）上涨0.47%，价格走势稳中有升。8月24日绵白糖现货价为5,990.56元/吨，处于稳定状态。综合来看，调味品原料整体价格较上周小幅上涨。
- **啤酒方面：大麦价格环比小幅下降，包装成本整体稍有下跌。**截至2019年8月23日，国内大麦市场平均价为2072.5元/吨，较上期（8月16日）小幅下降0.60%。包装材料方面，8月10日瓦楞纸市场价为3261.10元/吨，较上期（7月30日）下跌0.77%；8月23日箱板纸平均价格为3925.00元/吨，较上周（8月16日）持平；8月23日玻璃价格指数为1146.51，较上周（8月16日）上涨0.76%，8月23日铝材价格指数为95.91，较上期（8月16日）小幅下跌0.48%。总体来看，包装材料整体价格较上期小幅下跌。

图表 4：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



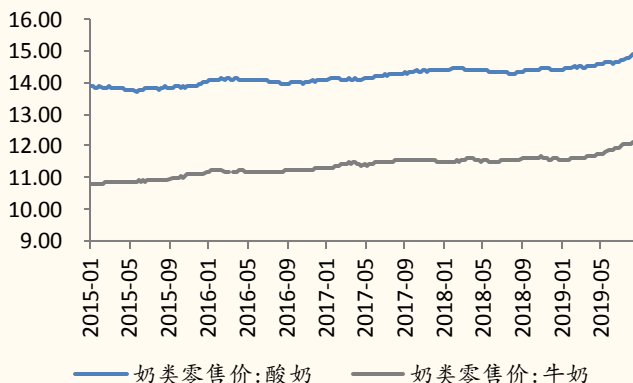
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



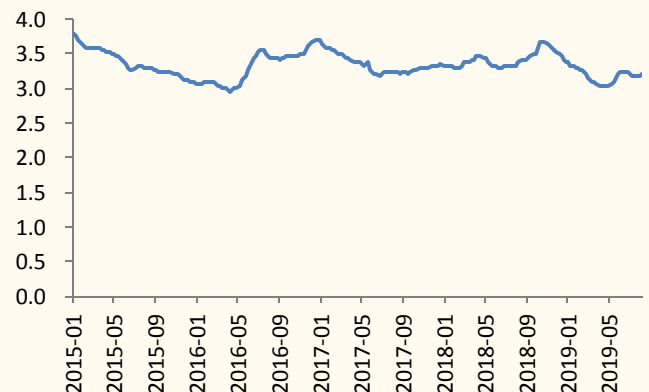
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



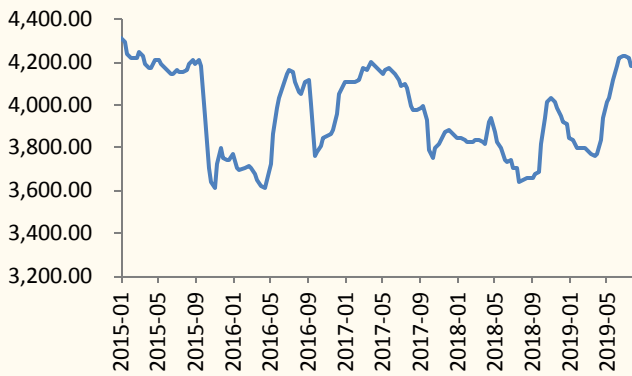
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



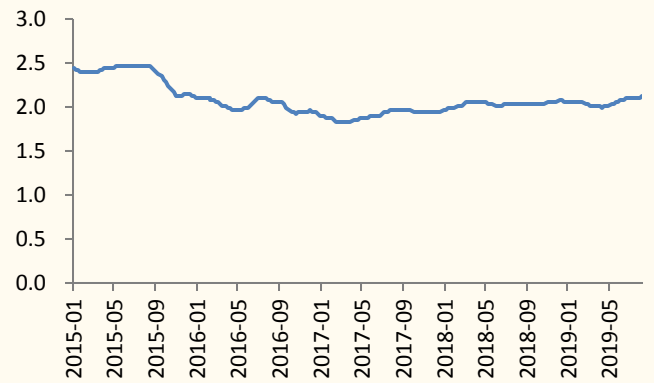
来源：wind，国金证券研究所

图表 8: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



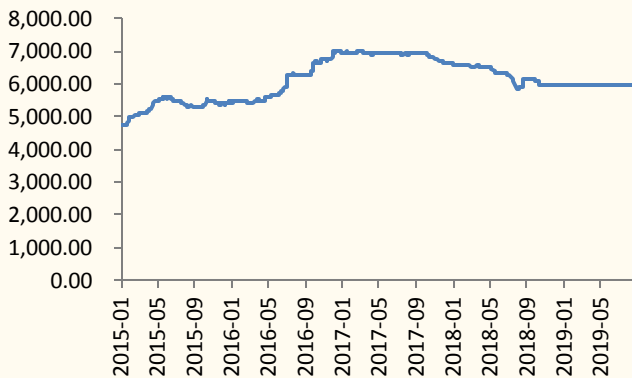
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)



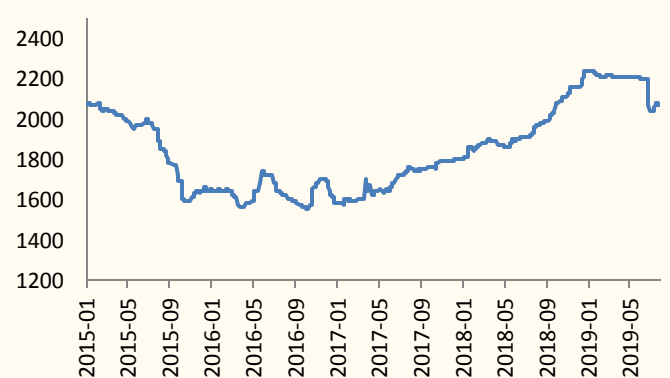
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)



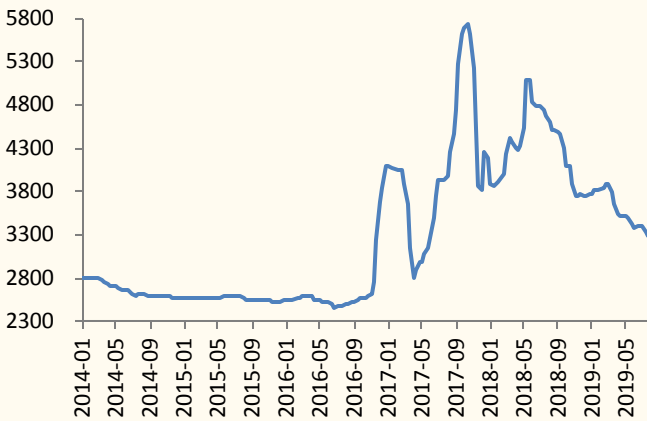
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 平均市场价: 大麦 (元/吨)



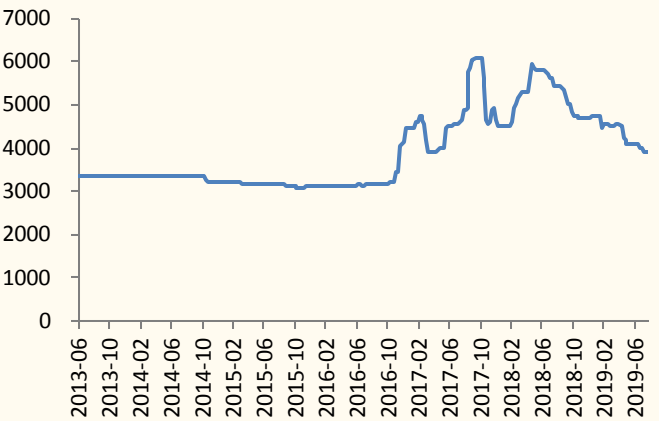
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨)



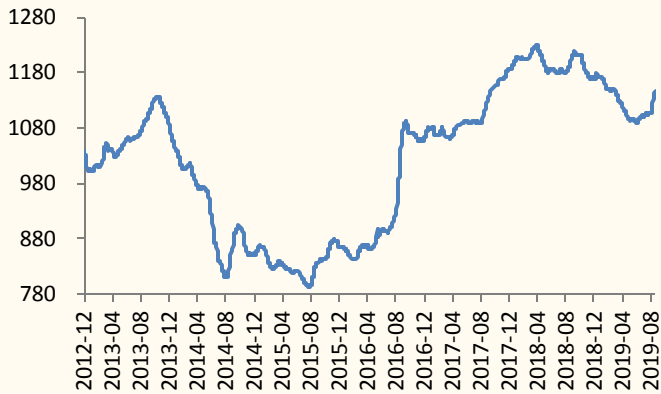
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



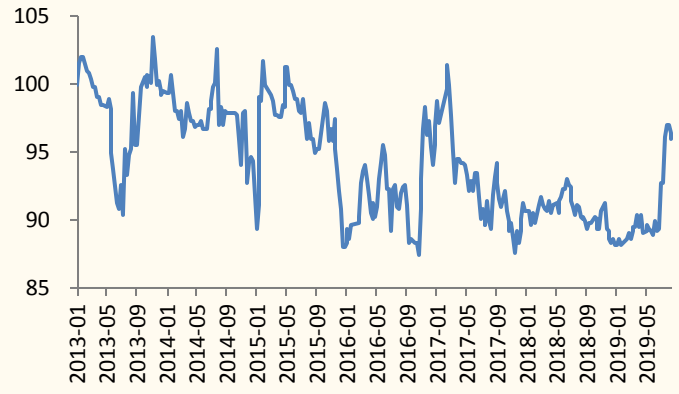
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14：玻璃价格指数



来源：wind，国金证券研究所

图表 15：铝材价格指数



来源：wind，国金证券研究所

1.3 上周渠道调研

(1) 白酒：茅台批价持续坚挺，需求依然旺盛。根据本周草根调研，茅台一批价各地不一，平均超过 2200 元，有部分区域上至 2250 以上，体现出在淡季的旺盛需求；五粮液一批价企稳向上，平均各地来看在 950 元左右，升级版普五逐步上市。

(2) 乳制品：整体折扣力度环比加强，两强促销力度仍在高位。本周渠道调研发现，乳制品促销力度整体依然较强，北京、上海多家商超针对常温奶（如安慕希、纯甄等）均有买赠以及满减促销活动，低温奶导购人员以及促销力度明显加强，多款低温奶均有满减以及折上折活动。据我们渠道调研数据测算，可发现不同单品折扣力度环比变化不同，具体来看：蒙牛纯甄本周折扣率 32.9%，在常温奶折扣率排名第一，较上周提升 5.6pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 14.0%，较上周提升 4.2pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周提升 1.4pct 至 5.9%。伊利亚慕希本周折扣率 16.4%，较上周提升 2.2pct，折扣率排名第三；金典纯牛奶折扣力度较上周提升 5.4pct 至 13.6%；金典有机奶折扣率较上周提升 2.0pct 至 8.9%。光明常温奶折扣力度环比加强：莫斯利安本周折扣率 30.7%，较上周提升 11.4pct，在常温奶折扣率排行中位列第二；优+本周折扣率 8.0%，较上周提升 6.6pct。综合来看，乳制品整体折扣力度较上周有所加强，两强促销力度仍在高位。

新鲜度方面：大部分产品均已进入 7 月份产期，部分产品来到 8 月份产期。各地综合来看，本周各品牌大部分产品已转向 7 月份，两强部分商品产期已进入 8 月份（如蒙牛纯牛奶、伊利纯牛奶），而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度，进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产，表现较好。

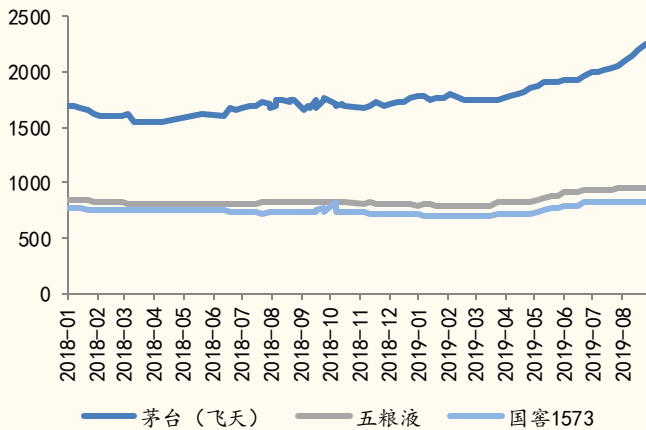
图表 16: 乳制品渠道调研本周详情

品牌	品类	规格	原价	上海						北京												
				价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度							
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	49.5	2箱99, 送真果粒1箱	2个月前	49.5	买1箱送6瓶	3个月前	62.5	-	当月	57.6	-	当月	63.3	买两件75折	一个月前	49.5	-	一个月前
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	72	-	1个月前	78	-	1个月前	78	-	当月	78	-	当月	78	-	一个月前	72	-	当月
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	36.8	-	1个月前	35.2	-	当月	缺货	-	当月	30.4	-	一个月前	55.1 (250ml*2)	-	一个月前	55.2 (250ml*2)	-	一个月前
	低温	金典纯牛奶	205ml*12	66	49.5	买1箱送6瓶	3个月前	49.5	送优酸乳果粒1箱	2个月前	62.5	立减13元	2个月前	65	-	一个月前	65	-	一个月前	49.5	-	一个月前
		金典有机奶	250ml*12	75.9	66	买2箱送6瓶	3个月前	75.9	买1箱立减15元	1个月前	73	会员第2件打8折	1个月前	61	-	一个月前	76	-	当月	61	-	一个月前
		畅轻	250g	8.9	8.5	满2件79折	当月	7.8	-	当月	8.8	2瓶15元	当月	7.4	买三赠一	当月	8	买一赠一	当月	7.5	买二赠一	当月
蒙牛	常温	Joyday	220g	9.9	9.9	买1箱送1包益源组合装2箱88	当月	9.9	第2件半价	当月	9.6	-	当月	8.9	两瓶13.4	当月	9.9	第二件5折	当月	8.8	-	当月
		纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	-	上个月	48.8	买1箱送4瓶	2个月前	44	送这只牛来6盒或美式	1个月前	39.9	-	两个月前	45	第二件66折	一个月前	66	-	一个月前
		纯甄PET瓶原味	230g*10	80	65	-	2个月前	80	-	当月	80	-	当月	73	-	当月	80	-	一个月前	76	-	一个月前
	低温	特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	64.5	2箱99元	1个月前	49.5	送1箱蒙牛真果粒	2个月前	56	送这只牛来6盒或美式	2个月前	55	-	一个月前	55	-	一个月前	55	-	一个月前
		特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	80	72	-	1个月前	79.2	-	当月	81.6	会员第2件打8折	当月	74.4	-	一个月前	80	-	一个月前	79.2	-	一个月前
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	32	-	当月	37.9	买1箱送2包	当月	32	-	当月	缺货	-	-	缺货	-	-	38	-	一个月前
光明	常温	冠益乳	250g	8.5	8.5	满2件75折	当月	8.5	-	当月	9.0	-	当月	5	-	当月	7.9	买一赠一	当月	8.5	买二赠一	当月
		特仑苏高钙酸奶	115g*3	36	29.7	-	当月	缺货	-	30.9 (榴莲味)	-	当月	29.7	买二减10元	当月	29	-	当月	23.5	-	当月	
		莫斯利安	200g*12	72	49.9	买1箱送3包酸牛奶	3个月前	49.9	买1箱送3包酸牛奶	2个月前	49.9	送酸枕10包	4个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
	低温	优+	250ml*12	50	45.5	买1箱送1箱酸牛奶	2个月前	42.8	买1箱送3包酸牛奶	2个月前	53.5	送酸枕10包	4个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		畅优	100g*8	20	15.5	2份19.9	当月	15.3	2份19.9	当月	15.8	2份19.9	当月	12.9	-	当月	12.9	-	当月	12.9	-	当月
		优倍	500ml	12	10.7	-	当月	12	-	当月	11.8	-	当月	缺货	-	-	12.8	-	当月	12.9	-	当月
天润	低温	浓醇酸奶	180g	5.5	缺货	-	缺货	-	缺货	-	缺货	-	缺货	-	-	5.3	-	当月	缺货	-	-	
		冰淇淋化了	180g	6.5	缺货	-	缺货	-	缺货	-	缺货	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	缺货	-	当月	8.8	2瓶15元	当月	缺货	-	-	8.9	买二赠二	当月	8.9	买一赠一	当月	8.9	买一赠一	当月
		芝士	180g	4.5	缺货	-	当月	4.3	买3送1	当月	缺货	-	-	3.8	买六赠二	当月	缺货	-	-	缺货	-	-

来源: 渠道调研, 国金证券研究所

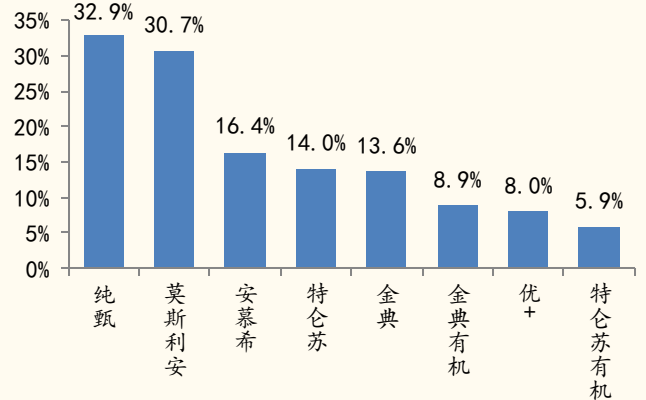
注: 北京调研于8月24号, 上海调研于8月25日; 新鲜度方面, 生产日期为8月即当月, 7月即1个月前, 6月即2个月前, 以此类推。

图表 17: 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 18: 乳制品各产品本周折扣率对比



来源: 渠道调研, 国金证券研究所; 注: 平均加权价格计算权重: 依据货物供应是否齐全以及人流量密集程度, 六家商超比重分别为 2: 2: 1: 2: 2: 1

1.4 上周重要事件

【酒鬼酒 2019 年半年报点评: 内参发力趋势不改, 利润有望持续显现】

■ 公司业绩

酒鬼酒于 8 月 20 日发布 2019 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 7.09 亿元 (同比+35.41%), 归母净利润 1.56 亿元 (同比+36.13%), 与此前业绩预告一致。上半年公司实现 EPS 为 0.48 元。

■ 业绩点评

内参终端持续发力，二季度酒鬼放量助推收入实现较高增长。此前据内参酒销售公司总经理王哲在内参 70 周年纪念酒上市发布会中表示，内参酒 2019 年上半年已接近完成 2018 年全年销售额，但从报表端来看，上半年内参实现收入增速为 56.13%，与此前我们翻倍的预测产生误差。料上半年内参发货政策有所调整（比如发货可能会有买赠活动），导致终端销售情况与报表端产生差异，而这也恰好解释了内参毛利率的下降（1H19 内参毛利率同比下降 2.87pct）。此外据我们渠道跟踪，酒鬼系列一季度尚处于去库存状态，而二季度进入补库存周期，酒鬼放量助推公司二季度收入同比增长 40.49%。

费用端同比下降推动二季度归母净利率同比增长 60.14%。上半年公司实现毛利率 77.59%，同比下降 0.76pct，预计主要由于内参政策调整所致，同时产品结构优化对冲一部分，使得整体毛利率仅略有下降。上半年公司销售费用率为 25.70%，同比下降 0.82pct，其中 1Q/2Q 分别为 26.16%/25.25%，分别同比 +0.59pct/-2.23pct，其中二季度销售费用率同比、环比均有明显下降，与我们此前预测一致，预计二季度广告费用有明显下降，利润端实现边际改善。同时上半年公司效率提升，管理费用率也同比下降 1.73pct，推动上半年公司归母净利润同比增长 36.13%，净利率同比提升 0.12pct。

内参价格有望拉升，结合酒鬼外拓，助力公司短期目标的实现。8 月 19 日，内参酒价值研讨会在沈阳召开，会上推出的内参第一款纪念酒定价 2999 元/瓶。会上王哲表示，内参酒未来还将陆续推出生肖酒、文化酒、纪念酒等系列产品，满足消费者个性化需求，拉升内参酒的价格表现。整体来看，在内参放量以及酒鬼外拓的推动下，全年收入端有望实现超预期增速，继续乘势而上。而下半年随着内参、酒鬼的持续放量以及产品结构的持续优化，利润有望持续显现，全年不改利润修复态势。

■ 盈利预测

预计 2019-2021 年收入分别为 15.49 亿元/19.92 亿元/25.25 亿元，同比 +30.5%/28.6%/26.7%，归母净利分别 2.91 亿元/3.78 亿元/4.87 亿元，同比 +30.7%/+29.9%/+28.8%，对应 EPS 分别为 0.90 元/1.16 元/1.50 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 32X/25X/19X，维持“买入”评级。

■ 风险提示

需求下滑/次高端空间压缩/省内外销售不达预期。

【中炬高新中报点评：调味品业务稳健增长，新激励促均衡发展】

■ 业绩概述

公司 2019H1 实现营业收入 23.92 亿元，同比+10.03%；归母净利润 3.66 亿元，同比+7.99%；EPS 0.46 元。美味鲜 1H2019 实现营业收入 22.62 亿元（+15.26%）；归母净利润 3.62 亿元（+20.05%）。公司计划投资 8.85 亿建立食品科技产业孵化园；拟通过银行间市场融资不超过 71.4 亿元；并发布了全新的《核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》。

■ 经营分析

调味品终端与报表数据拟合度高：上半年美味鲜实现收入 22.62 亿元（+15.26%），季度间增速差异不大，核心业务持续稳健增长。从我们跟踪到的全国终端数据分析来看，Q2 终端增速与 Q1 持平，同时叠加一二季度库存保持合理水平的共振，共同推动公司 Q2 和 Q1 报表端的平稳增长；而在 Q2 两强费用率均同比下降的基础上，海天由于 Q1 库存压力，尽管 Q2 动销增速比 Q1 高 2pct，但仍然难以避免报表端的环比下滑，终端与报表数据拟合度高。

调味品下半年预计将继续维持平稳增长：展望 Q3 和下半年整体情况，我们预计美味鲜有望在稳扎稳打的基础上再次实现与需求同步的环比平稳增长。公司调味品品类不断丰富、覆盖区域更加广泛和渠道逐渐多元化均是其调味品业务增长的强有力支撑，其餐饮渠道的快速增长也为公司业绩增长提供短期爆发力。

美味鲜归母净利润增长 20.05%：美味鲜公司上半年实现归母净利润 3.62 亿元（+20.05%），其中毛利率和净利率分别为 39.61%和 17.64%，分别同比-

0.38pct/+0.62pct，毛利率下降主因产品结构变化和部分原材料价格上升；净利率提升主要得益于期间费用率下降 0.41pct，美味鲜交出了一份亮眼的答卷。

Q2 利润受短期因素压制：公司 Q2 利润增速环比下降 7.1pct，净利率 16.69%（同比-1.78pct），主要受毛利率降低（-0.87pct）和管理费用率（+1.72pct）提升影响，其中管理费用率提升主要因管理人员薪酬体系改善和直接研发投入增加。尽管公司净利率水平短期波动，但长期来看随着分品类规模不断扩张，经营管理体系持续优化，费用投放效率将提升，整体净利率水平仍将稳中有升

收入与利润并重追求良性发展，多维度助力公司战略实现：公司新的绩效考核与薪酬激励制度将收入比重从 20%上调至 40%，收入和利润比重调为一致，逐渐摒弃过去以利润为主导的考核思路，更加注重均衡发展，同时也不必担心公司为了追求收入增长而忽略利润增长，此次改变证明了公司真正追求的是收入与利润并重的又快又好发展。公司正积极从人员激励、业务扩张和资金布局等多方面加速实现打造国内一流综合性调味品集团企业的战略。

■ 盈利预测

预计公司 19-21 年收入分别为 47.32 亿元/56.20 亿元/65.31 亿元，同比 +13.6%/+18.8%/+16.2%；归母净利润分别为 7.50 亿元/9.15 亿元/11.08 亿元，同比+23.43%/+24.04%/+20.95%；对应 EPS 分别为 0.94/1.15/1.39 元；当前股价对应 PE 分别为 42/34/28 倍，若扣除房地产业务（40 亿）则当前股价对应 PE 分别为 37/31/25 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

费用加剧或效果不达预期/少数股权收购不达预期/房地产销售不达预期。

二、投资建议

2.1 白酒板块——高端白酒当前依然首选，三季度重点关注老窖放量

中信白酒指数本周（8.19-8.23）上涨 5.31%。白酒本周持续上涨，位列所有子行业第一，反映了市场对白酒板块的确定性预期加强，逐步走出了前期对白酒板块的观望情绪。当前渠道调研来看，茅台一批价持续提升，部分区域已经上至 2500 元，五粮液控货挺价效果明显，第八代批价持续坚挺，老窖提价预期前经销商大量进货，叠加高端白酒三季度依然旺盛的需求和茅台溢出效益，我们预期三季度老窖将明显放量，高端白酒中重点关注品种。中报来看，高端白酒中茅台五粮液已经披露业绩，根据我们跟踪的独家统计局行业白酒月度数据来看，二季度行业收入增速相较 Q1 环比提升 1pct，利润增速较 Q1 环比下降 7.8pct 至 16.3%的增速，由于上市白酒公司利润在全国规模化白酒企业中利润权重已经占据 90%，而披露业绩的茅台和五粮液二季度利润增速均高于此数，我们预计占据规模白酒企业利润第三高的洋河可能有低于预期表现，再叠加前期调研显示二季度洋河收入增速可能也会低于预期，再次提醒投资者注意。

整体来讲，当前白酒板块预计在三季度旺季前依然会保持当前估值水平上下小幅震荡，等待三季度的超预期业绩到来。目前来看高端酒尤其是茅台的低基数，叠加部分次高端企业三季度的可能性弹性及超预期，均有望在秋糖会再次得到确认和爆发。我们依然重点推荐白酒板块，建议坚守业绩确定性较好的一线白酒茅台、五粮液和泸州老窖，并持续跟踪三季度继续有望超预期的部分次高端企业如酒鬼酒，以及估值较低基本面有望反弹的洋河、口子窖、水井坊等。

核心推荐品种：

■ **贵州茅台：二季度收入增速放缓，期待直营公司方案落地。**二季度公司实现营业收入 178.44 亿元（+12.01%），增速放缓，我们预计主要原因在于同期基数较高、报表端确认发货量同比增长有限以及回收配额尚未从直营渠道放量。据半年报披露，2019 上半年公司直销渠道收入占比仅为 4.1%，仍未明显放量。直销发力不足主要在于公司直销销售公司方案仍未落地，我们认为，公司直营方案涉及到多方利益，需谨慎考量。但根据茅台 2019

年规划，公司将着重提升直销渠道占比，因此我们预计下半年直营方案有望落地，从而推动公司直销比例的提升，进而推动公司收入增长以及利润端弹性释放。

预计批价依旧坚挺，看好三季度以及全年业绩表现。公司于6月下旬启动经销商下半年打款计划，我们此前预计公司半年报预收账款将会有明显提升，实际上预收账款较上期末仅增加8.72亿元。我们预计公司以打压价格为主，但并未达到预期，加之预收款并非强制，因此出现了退款。此外，中秋发货旺季将至，当前已进入补库存阶段，预计三季度发货量确认节奏将有所加快，从而推动三季度有一个较好的表现。整体来看，公司长期逻辑不变，供不应求的现状仍未被打破，卖方市场地位稳固，全年业绩增长依然可期。

- **五粮液：业绩符合预期，五粮液量价齐升助推上半年实现较好增长。**拆分季度来看，一季度公司实现营业收入175.90亿元（+26.6%），归母净利润64.75亿元（+30.3%）；预计二季度实现营业收入95.60亿元（+26.4%），归母净利润28.25亿元（+32.7%），业绩符合预期。上半年公司业绩实现较好增长，主要得益于公司核心产品五粮液的表现：据微酒报道，五粮液2019年全年配额量约2.3万吨，量增15%左右，我们预计上半年已完成目标的一半左右；新版普五上市带动吨价上行，量价齐升助推业绩增长。此外，公司上半年利润端增速超过收入端，预计主要在于产品结构优化以及费用把控加强。

升级版普五尚未完全放量，三季度新品表现值得期待。5月20日，“匠心传承·经典永续——2019经典五粮液跨版仪式”在四川宜宾举办，标志着第七代经典五粮液停产下线、第八代经典五粮液正式投产。新版普五自6月初开始逐步上线，对一批价的拉升效果已初见成效。同时，新版普五将采用扫码积分系统从而实现渠道数字化转型，在产品生产、物流、仓储、销售等各个环节实现全程可追溯。我们认为，升级版普五6月份仍处于试销阶段，二季度尚未放量，因此我们更看好三季度新版普五的表现。全年来看，公司以数字化转型为切入点，持续推进全方位改革创新，在升级版普五的加持下，预计全年仍有出色表现。

- **酒鬼酒：内参终端持续发力，二季度酒鬼放量助推收入实现较高增长。**此前据内参酒销售公司总经理王哲在内参70周年纪念酒上市发布会中表示，内参酒2019年上半年已接近完成2018年全年销售额，但从报表端来看，上半年内参实现收入增速为56.13%，与此前我们翻倍的预测产生误差。料上半年内参发货政策有所调整（比如发货可能会有买赠活动），导致终端销售情况与报表端产生差异，而这也恰好解释了内参毛利率的下降（1H19内参毛利率同比下降2.87pct）。此外据我们渠道跟踪，酒鬼系列一季度尚处于去库存状态，而二季度进入补库存周期，酒鬼放量助推公司二季度收入同比增长40.49%。

内参价格有望拉升，结合酒鬼外拓，助力公司短期目标的实现。8月19日，内参酒价值研讨会在沈阳召开，会上推出的内参第一款纪念酒定价2999元/瓶。会上王哲表示，内参酒未来还将陆续推出生肖酒、文化酒、纪念酒等系列产品，满足消费者个性化需求，拉升内参酒的价格表现。整体来看，在内参放量以及酒鬼外拓的推动下，全年收入端有望实现超预期增速，继续乘势而上。而下半年随着内参、酒鬼的持续放量以及产品结构的持续优化，利润有望持续显现，全年不改利润修复态势。

- **泸州老窖：产品渠道多方发力，品牌复兴指日可待。**泸州老窖上市至今25年，历经坎坷，踏过兴衰，2017年公司营收重回百亿阵营，目前正走在一条前景向好的品牌复兴之路。战略选择的正确性是公司业绩快速恢复增长的核心驱动力，同样也是未来业绩稳健增长的最好保证。15年公司明确五大单品战略，近年来坚定双品牌战略不动摇。18年公司实现营业收入130.55亿元（+25.60%），归母净利润34.86亿元（+36.27%），我们认为，未来公司在产品、渠道多方发力的背景下有望继续实现稳健增长，品牌复兴指日可待。

高端、次高端双发力，推动公司业绩稳步增长。国窖 1573 在高端战线兼具品牌力与性价比，随着茅台产量略受限为国窖 1573 留下空间以及产品结构优化带来的吨价提升，1573 业绩有待释放；特曲、窖龄共同构建公司的次高端产品矩阵，在高端酒批价上行趋势下整体价格带上移，19 年春糖会期间，公司定下国窖、泸州老窖（特曲+窖龄）双品牌双百亿的目标，随着次高端体量扩容，特曲、窖龄有望实现价值回归，推动公司业绩稳步增长。此外，公司不断加强经销商管控，制定较为完备的考核体系，终端价格体系理顺为业绩增长奠定基础。目前公司立足川渝基地市场，加快开拓其他薄弱市场，未来有望借鉴西南成熟市场的培育经验加快推进全国化征程，为公司业绩增长添加助力。

2.2 啤酒板块——中报啤酒利润端完全符合我们数据跟踪，重点关注旺季到来销量

根据统计局数据，1-6 月份全国啤酒产量为 1948.8 万千升，同比增长 0.8%，高于 1-5 月份增速-0.2%，得益于 6 月份的产量增速实现了 4.5% 的高增长。再根据我们独家的统计局啤酒行业分月度收入和利润数据来看，二季度啤酒行业收入增速较一季度下降 5.7pct 至 3.6%，利润增速较一季度下降 5.7pct 至 23%。啤酒公司中主要公司华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒均披露中报，从利润端情况来看，完全符合统计局数据，二季度利润端在产品结构持续优化及增值税下调推动下增速均超过收入端且表现靓丽。根据整体趋势来看，我们仍然认为今年将是啤酒行业产量向上、均价加速提升的一年，三季度重点关注旺季销量，有望再次迎来啤酒一波行情。

从大的逻辑来看，19 年预计啤酒产量弱复苏情形仍然持续，各公司收入端仍然需要依靠价格提升来推动，而价格提升主要依赖于 ASP 提升（结构优化&可能性局部提价）。同时 ASP 提升也利好利润端。另外成本端来看，尽管 19 年大麦成本有上升预期，不过我们认为整体啤酒成本端可控，根据我们对青岛啤酒大麦和包装物两类核心原材料价格波动测算来看，理想情况下（同时上涨 2pct），毛利率提升 0.8 个百分点，悲观情况下（同时上涨 5pct），下调 2 个百分点。而今年有增值税下调利好，根据我们测算，各公司预计全年净利率提升在 1 个百分点之上。因此可以对冲成本端的上涨。整体来说，啤酒行业今年盈利仍然有望持续释放。目前行业仍然处于改善阶段，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，包括关厂、销售体系改革等，使得未来 1-2 年仍然是行业盈利彻底释放的前调整期。因此，这也是非常重要的布局期。19 年寻找中线机会点逐步布局，将是应对未来板块价值提升的最佳策略。除了青岛啤酒、珠江啤酒外，建议也重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的华润啤酒、重庆啤酒。

核心推荐品种：

- **青岛啤酒：上半年量增 3.6%、价增 5.5%，结构升级提速。**公司上半年啤酒销量 473 万千升，同比+3.6%；其中青岛主品牌实现销量 236 万千升，同比+6.3%，继续巩固公司在国内中高端啤酒市场的领先优势；以崂山为主的其他品牌实现销量 237 万千升，同比微增 0.9%，崂山啤酒做强、做优、做大，加快产品转型升级稳步推进。上半年公司啤酒吨价 3499 元/升，同比提升 5.5%，产品结构升级加速推进。

夯实大本营山东市场，业务格局持续优化：不考虑分部间抵消，上半年基地山东市场实现营业收入 99.71 亿元，同比+11.8%，不断巩固夯实大本营市场。同时公司重要的华南、华北市场也实现了同比+7.9%和+9.3%的增长，华东地区基本与去年同期持平，海外地区同比+95.3%，不断提升品牌影响力，强化优势区域，优化阶梯状、有层次的业务格局。长期来看，公司产品结构升级带来吨价提升，内部费用投放和管理效率提升将实质性的推动公司实现更有质量的成长。

- **珠江啤酒：加速结构升级，盈利能力持续改善。**公司 2019 年上半年营业收入同比增长 5.49%至 21.09 亿元。期内受不利天气影响，公司啤酒销量

为 61.33 万吨，同比-0.05%。而受益于高端产品占比提升及增值税利好，上半年整体毛利率提升 3.0pct 至 43.2%。上半年中高端产品销售占比达 88.12%，同比提升 0.53pct。在公司整体销量基本持平的情况下，纯生啤酒和易拉罐产品的销量增速分别达 6.88%、7.39%。公司于上半年推出瓶装旋盖原浆、易拉盖 1997 珠江纯生、铝制瓶装产品等高端差异化新产品。中高端产品占比提升推动产品吨价同比增长 5.4%。公司产品结构升级显著，盈利能力持续改善。

- **重庆啤酒：上半年啤酒业务量增 2.3%、价增 4.0%，结构升级持续推进：**公司上半年啤酒业务实现营业收入 17.89 亿元，同比+6.4%，其中啤酒销量 48.27 万千升，同比+2.3%，吨价达到 3707 元，同比+4.0%，量价齐升持续带动公司啤酒业务增长。分产品来看，上半年公司高/中/低档产品收入分别同比+0.23%/+9.63%/-2.98%，中高档产品占比达到 87.6%，其中新品“醇国宾”市场推广成果显著，重庆纯生销量大幅提升，“特醇嘉士伯”等国际品牌产品铺市率明显提高，结构升级顺利推进。

四川市场表现亮眼，聚焦战略实现更有效率的成长：公司上半年重庆/四川/湖南三地分别实现营业收入 13.17/3.48/1.24 亿元，分别同比 +3.42%/26.77%/-7.13%。公司不断夯实大本营重庆市场，加速推动价格带上行；四川市场拓展超预期，市占率不断提升，扩大第二大市场的影响力；湖南市场短期内受关停国人常德分公司影响，市场理顺后有望重回增长。长期来看，公司“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品矩阵和核心聚焦三地的区域销售策略将有助于公司结构升级和经营效率提升领先于行业内其他公司，实现更有效率的成长。

2.3 乳制品板块——蒙牛中报预计超预期，伊利符合预期，均推荐尽快买入

据本周草根调研显示，两强促销力度仍然保持相对高位，未见明显减缓。另外两强大部分产品已进入 7 月份，部分产品进入 8 月份，终端库存跟踪来看保持良性。此外，根据我们近半个月跟踪，当前原奶同比涨幅持续拉大，最新一期生鲜乳价格同比上涨超 7%！原奶价格在同期本应继续环比下滑之时开始了环比上涨，凸显了上游供需的不平衡。我们预计三季度两强成本端将继续有所承压，其中伊利承压程度高于蒙牛。

分别来看两强，其中蒙牛中报有望超预期！港股投资者预期中报 15%+，利润 30%+，而根据我们调研跟踪，我们认为利润有望符合预期，而收入端有望超预期！超预期来源于二季度在大单品促销战略下的收入增速急速上升，拉动上半年增速预计落于 16%一线，而这一增速明显不弱于市场对伊利的中报增速跟踪。从利润端来看，预计大概率符合预期，预计增速在 30%一线，主要得益于毛利率的边际上升和费用率的边际下降，叠加现代牧业和雅士利的预计双双扭亏！不过需要强调的是，毛利率上升程度和费用率下降程度预计均为极小边际变化，预计幅度仅为 0.1pct。港股符合预期即上涨，建议买入。

而伊利中报有望符合预期，当前估值有初步优势，不过仍需要等待安全边际位置。当前市场预期中报 15%+，利润 10%+，而根据我们调研跟踪来看，大概率有望符合预期，前提是报表端与渠道端及终端的趋势一致。由于从 19 年股权激励利润目标 8%来看，再考虑到下半年趋于激烈的竞争和持续上涨的成本压力，大概率中报业绩增速需要高于此目标方能完成全年目标，因此中报业绩增速大概率将是符合预期的，股价有望超跌反弹，预计有 10-20%空间。不过第三季度的展望来看，还需要再结合我们独家的终端增速数据来判断，再做出相应的投资策略。如果三季度在费用的帮助下收入增速环比回升，将有助于估值的回暖，空间持续会打开。前提是还需要进一步跟踪。无论明年业绩是否有较低的可能，当前估值已经显示出初步的优势，建议买入。另外我们长期推荐品种澳优也迎来最佳买入时机，推荐买入。

整体来说，19 年大势已成，费用率降低，两强利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续关注。

核心推荐品种：

- 伊利股份：19Q1 收入增速超预期，在基数较高的一季度实现开门红。** 19Q1 伊利收入增速为+17.1%，超过全年目标+15%的增速，同时也超市场预期，尤其是在一季度同比高基数下实现了较高增速，再次验证公司强势的龙头地位。整体来说，Q1 增速虽然超市场预期，但基本与我们预期一致。从跟踪来看，1-2 月份伊利保持了高双位数的终端增速，渠道库存去化明显，一季度有望实现收入开门红。19Q1 净利率修复至一年内高点，展现优秀盈利能力。19Q1 公司毛利率实现 40.0%，同比提升 1.2pct，尽管期间费用率同比提升 1.1pct，但由于所得税率也同比提升 0.6pct，导致净利率同比下降 0.9pct 至 9.9%。需要强调如下三点：（1）公司毛利率同比环比的持续提升充分验证了公司产品结构的持续优化，尤其是大单品增速预计将继续保持高于整体增速的水平；（2）尽管销售费用率同比提升 1.2pct，但实质并不能反映竞争加剧，环比来看费用投放已经放缓；（3）公司净利率恢复至 9.9%，尽管同比略下降，但实质从 18 年全年环比来看处于持续修复中，充分展现了伊利优秀的盈利能力。

整体判断 19 年竞争仍以收入为导向，但全年费用率有望边际下行。 公司制定 19 年收入目标 900 亿元（+13.1%），当前已基本完成 25.7%，超过全年四分之一，为后期创造有利完成条件。从一季度收入端超预期表现来看，公司以收入为导向的战略意图并未改变。另外，19Q1 伊利同比费用率提升难以说明问题，整体两强仍然处于费用率边际下降通道，预计 Q2 将充分体现这一点，从而推动上半年有望实现费用率下降、利润率持续提升之势。

- 蒙牛乳业：全年收入增速略超市场预期，实现完美收官。** 全年蒙牛收入同比+14.7%，基本完成年中公司提出 15%的目标，与我们预期一致，但超市场预期。18 年上/下半年增速分别为+17.0%/12.4%，其中下半年增速伴随宏观经济下行压力加大而趋缓，不过实际下半年仍完成超 12%的增长略超市场预期。分业务来看，液态奶实现收入 593.9 亿元（+12.0%），其中上/下半年增速分别为+14.0%/10.2%。不过需要强调的是，蒙牛整体收入+14.7%更多是因为其业务多点开花，尤其是奶粉业务的靓丽表现：全年奶粉业务实现收入 60.2 亿元，同比增长 48.9%，全年完美收官。

19 年费用率预计边际下行，蒙牛利润率有望持续改善。 19 年我们预计在原奶价格提升预期下，以及费用结构的调整变化下，费用率有望边际下行，从而在毛利率可能企稳基础上（原奶高位但产品结构提升对冲）为蒙牛利润率提升继续贡献力量。除此之外，我们预计蒙牛联营业务现代牧业在 19 年也有望彻底扭亏并盈利，进一步推动蒙牛净利率的提升。从控股方中粮集团来看，蒙牛肩负中粮集团食品板块收入和利润重任，预期将必然做好板块领头羊，不改 2020 年双千亿规划，在 2018 年奠定较为坚实的收入基础，逐步迈向 2020 年千亿规模。进入 2019 年，从我们跟踪来看蒙牛一季度表现仍有望超预期，在收入高基数和低预期下，有望走出超预期行情。未来三年在乳业格局整体较为稳定的背景下，我们将坚定看好蒙牛净利率的长期修复，进而持续推动市值的提升。

- 天润乳业：一季度业绩超预期，营收增速重回两位数。** 2019Q1 公司实现营业收入 3.48 亿元（+15.97%），归母净利润 0.31 亿元（+10.19%），收入、净利环比均有大幅改善，回归正常发展态势。Q1 营收增速重回两位数，主要得益于公司渠道的不断精细化以及一季度低温奶的助力（19 年天气回暖较早，低温奶需求较早开始复苏）。Q1 实现毛利率 27.1%，同比+0.35pct，环比提升 1.1pct，主因原奶成本以及包材辅料成本的下行。另外，公司自一季度以来细分销售渠道，不断提高销售费用投放效率，费用率环比下降明显，19Q1 销售费用率环比下降 3.63pct，推动净利率环比提升 6.52pct 至 9.06%。

19 年目标制定较为保守，一季度开门红有望助力全年业绩超目标完成。 公司在 2018 年报中披露 2019 年业绩目标指引，19 年计划实现乳制品销量 17 万吨，同比增长约 1.2%；实现营业收入 16 亿元，同比增长约 9.4%。我们认为，公司疆内地位稳固，未来具备全国扩张潜力，随着 19 年渠道精细化工作的不断推进以及全产业链协同优势的显现，19 年有望实现中双位

数增速，业绩规划略偏保守。另外根据往年历史规律，一季度业绩往往较低，随着二三季度低温奶的逐渐放量，我们预计全年业绩有望超目标完成。

- **澳优：核心业务稳健增长，羊奶粉、有机奶粉依然是增长亮点。**公司自有品牌奶粉上半年实现收入 27.29 亿元 (+31.4%)，其中羊奶粉、有机奶粉均获得了更高的增长。羊奶粉上半年实现收入 13.19 亿元 (+45.3%)，市场份额依然稳居首位；有机奶粉表现尤为亮眼，销售收入同比增长 52.3%。目前有机奶粉悠蓝获欧盟、荷兰、中国三重认证，同时淳璀成为澳洲唯一通过有机认证的奶粉品牌，品牌力进一步提升，预计后续依然有望实现高速增长。

新注册配方上市+营养品发力，预计下半年有望实现更快增长。上半年新注册配方并未贡献增量，我们预计下半年新注册配方将会陆续上市，助推业绩加快增长。此外，苏芙拉由于包装供应商出现包装问题而停产导致供应不足，使得上半年营养品收入同比仅增长 0.8%。伴随着苏芙拉的逐渐调整到位以及新收购营养品 aunulife 的上线，我们预计下半年营养品将恢复增长。整体来看，我们认为下半年有望迎来更快增长，全年业绩尤可期待。

2.4 调味品板块——海天、美味鲜中报均符合我们预期，短期看好中炬估值提升

海天、美味鲜一季报实现开门红，分别增速+16.95%、+15.31%。这在我们前期报告中均已预判。我们监控到一季度海天、美味鲜的终端增速基本符合预期，但是由于海天 18Q4 低库存贡献 19Q1 报表较高增长且高于一季度终端增速，因此我们预计二季度海天收入增速存在压力。根据我们终端增速跟踪来看，二季度海天终端增速环比一季度持续提升，主因一季度高库存压力以及二季度抵御竞争对手手动销动作，并不断进行去库存和加库存动作，结合渠道调研来看，我们前期预计海天二季度增速有望环比一季度保持平稳，而从二季报来看，完全符合我们跟踪预判！

对美味鲜的跟踪来看，二季度终端增速基本与一季度持平，二季度末我们渠道调研来看，美味鲜库存水平也较为平稳向上，平均 1.5 个月以上，结合渠道调研，我们预计二季度报表端调味品增速依然有望环比保持平稳。而这个判断也非常完美的得到了验证，美味鲜二季度报表增速与一季度基本持平。另外，中炬高新中报激励机制目标权重改变，收入占比从 20%提升至 40%，市场认为中炬高新将迎来更快增长，估值有望提升，当前重点关注。

二季度调味品行业竞争依然激烈。千禾增速继续保持双位数高增，我们预计其有望延续一季度增速。当前估值较上半年有所回落，我们认为在二季度基本面平稳基础上股价有望再次迎来上行，推荐买入。

核心推荐品种：

- **海天味业：收入继续稳健增长，结构更加多元化。**公司 Q2 和上半年收入分别同比+16%和+16.51%，延续了稳定增长的态势，为全年 16%的业绩增长目标实现奠定了基础。分产品来看，上半年酱油、蚝油和调味酱分别实现收入 59.87 亿元、17.15 亿元和 12.61 亿元，分别同比+13.61%、+21.13%和+7.48%。公司酱油在海天强大的品牌影响力下继续攻城略地；蚝油随着从地方性向全国化、从餐饮向居民的快速发展，维持 20%以上的快速增长；调味酱随着公司产品调整和新品放量，进入稳定增长期。公司上半年非三大类的其他类调味品合计实现营业收入 7.23 亿，同比+19.2%，品类扩张战略如期推进。长期来看，公司三大品类的优势将延续，同时收入结构将更加多元化。

渠道持续深化，龙头优势巩固。公司上半年五大区域的销售规模均在 10 亿元以上，东部/南部/中报/西部/北部分别同比+14.15%/+11.21%/+18.79%/+10.35%/+23.93%，均实现了两位数的增长；上半年新增 485 家经销商，无短板的全国化渠道不断深化。公司发展过程中建立的强大的成本管理和产业链议价能力，深厚的渠道触达和品牌影响力将助力公司继续巩固龙头企业优势，提升调味品行业市占率和公司品牌价值，“三五”期间增长持续可期。

- **中炬高新：调味品终端与报表数据拟合度高：**上半年美味鲜实现收入 22.62 亿元 (+15.26%)，季度间增速差异不大，核心业务持续稳健增长。从我们跟踪到的全国终端数据分析来看，Q2 终端增速与 Q1 持平，同时叠加一二季度库存保持合理水平的共振，共同推动公司 Q2 和 Q1 报表端的平稳增长；而在 Q2 两强费用率均同比下降的基础上，海天由于 Q1 库存压力，尽管 Q2 动销增速比 Q1 高 2pct，但仍然难以避免报表端的环比下滑，终端与报表数据拟合度高。

收入与利润并重追求良性发展，多维度助力公司战略实现：公司新的绩效考核与薪酬激励制度将收入比重从 20%上调至 40%，收入和利润比重调为一致，逐渐摒弃过去以利润为主导的考核思路，更加注重均衡发展，同时也不必担心公司为了追求收入增长而忽略利润增长，此次改变证明了公司真正追求的是收入与利润并重的又快又好发展。公司正积极从人员激励、业务扩张和资金布局等多方面加速实现打造国内一流综合性调味品集团企业的战略。

- **恒顺醋业：提价带动 Q1 收入高增长，毛利率创新高：**公司一季度收入增长 15.15%，是公司近几年收入增长最为亮眼的季度。公司 Q1 收入增长超预期主要受益于年初对五个品种提价 6.45%-15.04%，并且 Q1 预收款项 0.53 亿，相比去年同期增长 17.7%，经销商打款依旧积极，提价较为顺畅，也确保了 2019 全年业绩的稳健增长。提价也带动公司毛利率创新高，公司 2019Q1 实现毛利率 43.77%，相较于去年同期和全年分别提升 3.53 和 1.58 个百分点，成本管控能力提升。公司 Q1 存货周转率和应收账款周转率分别为 0.88 和 3.85，分别较去年同期提升 0.13 和 0.1 个百分点，经营周转效率提升。

提价预计将利好 2019 全年，继续恢复性增长：提价带动一季度高增长，实现“开门红”，一季度提价市场消化良好，预计 2-4 季度将全部执行新价格，预计将推动 2019 全年业绩的持续增长。2019 年公司内部提质增效是重要的战略目标，预计管理效率提升将持续，推动公司转型升级，继续恢复性增长。

其他核心推荐：

- **绝味食品：开店提速带动收入高增长，禽类占比提升：**公司一季度收入增速 (+19.63%) 分别较去年同期和全年提升 9.52 和 6.18 个百分点，收入高增长主要受益于 1) 去年同期增速较低使得基数较小；2) 开店提速，一季度正式进入万店时代，全年开店速度预计将继续加快；3) 单价较高的禽类产品占比提升 0.47 个百分点，带动均价提升。分产品来看，Q1 鲜货类产品中禽类、畜类、蔬菜和其他产品分别实现销售收入 9.04 亿/0.04 亿/1.13 亿/0.89 亿，占收入的比重分别为 80.05%/0.34%/10.03%/7.84%，公司继续加大核心禽类产品的推广，占比提升 0.47 个百分点，畜类和蔬菜类收入占比较去年全年下降 0.29 和 0.36 个百分点。分区域来看，公司华中/华东/华南/西南/华北/西北市场分别实现营业收入 3.06/2.83/1.92/1.77/1.34/0.22 亿，继续巩固核心区域稳定、成长区域加速、新兴区域放量的良好渠道格局。

五地产能加速建设，强化竞争优势：公司天津、江苏和山东三地的加工和仓储项目已开工建设，武汉和海南加工项目将尽快开工加速产能补给。公司五地产能达产后预计将新增 7.93 万吨食品加工和 3 万吨仓储产能，对现有产能进行补充，巩固产能优势，持续强化竞争优势。

- **洽洽食品：收入增速环比提升，坚果同比+39.83%表现亮眼。**公司 Q2 收入同比+11.78%，环比 Q1 (+1.26%) 明显改善，收入重回两位数增长。上半年主营休闲食品业务收入 19.71 亿元，同比+9.51%；分产品来看，葵花子和坚果业务分别实现收入 13.7 亿元和 2.8 亿元，同比+14.29%和 +39.83%，其他类休闲食品同比-29.0%，公司战略收缩、聚焦核心产品效果明显。公司小黄袋上半年预计收入规模在 2 亿元以上，表现不俗，下半年随着升级产品上市和营销广告推动，小黄袋预计将继续领先行业发展，不断实现规模扩张。

聚焦核心产品，盈利能力持续优化。公司业务重新梳理后瓜子+坚果双主业增长提速，前期内部机制改革和员工激励对业绩的改善逐步显现，上半年归母净利润同比+28.08%。19年仍将是公司持续深化改革、蓝袋、小黄袋持续放量的一年，特别是小黄袋每日坚果行业竞争激烈，规模相对于瓜子业务仍然较小，毛利率和盈利水平仍有提升空间。未来随着销量增长，公司整体盈利预计将持续优化和改善。

- **香飘飘：上半年果汁茶收入 5.88 亿元，全年高增长持续可期。**果汁茶上市一年规模突破 7 亿元，得益于产能投产提速+宣传高举高打+渠道三专化等因素共同推动。上半年果汁茶销售规模接近 6 亿元，占比达到 48%，下半年随着天津（已进入试产期）产能投产+经销商规模扩张等推动预计果汁茶规模将不断创新高，年内有望超过 12 亿元。长期来看，果汁茶品类的规模预计将随着公司终端铺货率的增长、空中投放力度的加大、经销商关系的优化和产品、渠道的不断延展等持续扩张。

冲泡系列升级在即，下半年建议重点关注。公司 H1 冲泡类产品实现收入 7.11 亿元，同比-2.81%，其中经典和好料系列分别同比+7.9%、-18.34%，主要系公司主动降低渠道库存所致。不过虽然 Q2 冲泡系列下滑明显，但 Q2 为销售淡季，占整体冲泡系列规模不足 10%，影响有限。我们更加看好公司三季度产品升级和新品发布后对下半年冲泡系列旺季销售带来促进，激活冲泡奶茶市场，建议下半年重点关注。

- **中粮肉食：上半年生猪出栏量增长符合预期，品牌生鲜发展速度加快，但猪瘟疫情扰动因素仍未消除，需防范利润风险点。**据公司披露 1、2 季度经营数据，上半年生猪出栏量同比增长 15%至 145.2 万头。叠加生猪价格同比大幅增长，预计上半年公司的养殖业务有较好增长。此外，公司品牌生鲜加快发展速度，19Q1 生鲜猪肉业务中品牌收入占比 30.5%，二季度品牌生鲜占比仍在不断提升，达到 33.0%，持续改善业务结构。除此之外，与 2018 年下半年相比，目前我国猪瘟势头有所减缓，但我们认为，猪瘟有所减缓的背后是各大企业安全防控措施的加大投入以及因疫情防控而扑杀的大量生猪，与之相对应的便是持续高涨的成本费用。我们认为，尽管上半年经营数据较为符合市场预期甚至超过市场预期，但利润端仍然不能排除受到猪瘟疫情的影响，当前仍然需要防范利润风险点。

公司优势仍然十分显著，长远来看公司发展依旧可观。虽需警惕利润风险，但从经营数据不难看出，公司业务稳健增长，优势依然突出：产能扩张+养殖模式驱动+猪价上涨，生猪养殖业务稳步提升；品牌生鲜加速发展，赋予公司“养殖股”以外更强的品牌属性；背靠中粮集团，全产业链布局优势尽显。我们认为，公司发展逻辑非常清晰，未来发展依旧可观。

- **广州酒家：高基数下 2018Q4 增速放缓，全年业绩受速冻业务拉动稳定增长，2019Q1 增长提速。**公司 2018Q4 收入和归母净利润分别为 5.23 和 0.86 亿，分别同比+4.86%和 -39.23%，四季度略低于预期是受 17 年中秋旺季主要在四季度确认基数较大，期间费用提升 12.7%影响所致。全年来看，公司收入增长 15.89%，其中月饼系列增长 15.67%（量增 9.92%，价增 5.22%），礼盒销售占比提升带动月饼业务量价齐升；速冻食品增长 29.86%（量增 22.89%，价增 7.78%），食品板块规模提升，快速放量；餐饮业务同比增长 7.46%，增长稳健。分地区来看，公司广东省外地区录得 3.57 亿收入，同比+54.21%，占比提升至 14%（提升 3.49 个百分点），公司速冻食品全国销售，规模快速增长提升品牌知名度和省外市场影响力。公司 2019Q1 收入高增 19.79%，主要受益于速冻食品销售状况良好和公司加快在广佛地区销售门店的扩张。

深圳店有望年内落地，加快产能扩张支持速冻板块成长：公司深圳“广州酒家”已完成前期筹备公司，预计将在 2019 年内开业，深圳与广州饮食习惯相近，人员流动频率高，看好深圳店后期运营，推动“广州酒家”餐饮加速出穗。公司湘潭和梅州产能基地正在持续建设，湘潭基地一期规划了不低于 2000 吨月饼和 6000 吨馅料的年产量，梅州基地总规划产能超过 1.6 万吨，对公司整体产能特别是速冻食品产能是重要的补充，未来也是公司业绩增长的核心驱动力。公司餐饮品牌价值高，食品研发和制造能力行业领先，

并且拥有超过 200 家饼屋直面终端消费者，看好公司餐饮立品牌，食品创规模，业绩规模持续扩张。

- **三只松鼠：7 年成长为国内领先的休闲食品电商品牌。**三只松鼠成立于 2012 年，颠覆性的以电商为主战场，以坚果为切入点，成立仅 7 年便成为年销售额超过 70 亿的领先休闲食品电商品牌，缔造多个行业神话。公司形成了覆盖坚果、零食、果干、干果及花茶等多个门类共计超过 500 款单品的产品组合，其中坚果占据过半收入，零食收入占比达到 35%，产品结构不断多元化。公司创新性的打造“三只松鼠”IP，赋予品牌形象丰富人格，建立“以客户为Owner”的核心价值观，提升购物满意度和品牌忠诚度。公司 2018 年实现营业收入 70.01 亿，同比+26.05%，归母净利润 3.04 亿，同比+0.61%，大力发展毛利率较低的零食品类使得公司收入规模持续扩大而利润增长较慢，但零食品类规模效应下盈利能力有望持续提升。公司 2019 Q1 实现营业收入 28.68 亿，归母净利润 2.49 亿，业绩持续增长。

重度垂直的全产业链模式掌握主动权，线上王者打造一站式购物体验：公司通过核心环节自主控制、非核心环节外包的模式缩短供应链流程，提高周转效率。公司深度参与了从原材料采购到终端配送的多个环节，构建了重度垂直的全产业链模式，开创性的与产业链各环节共建了“互联网新农业生态圈”，提升效率的同时增强上下游掌控力和议价能力。公司以电商模式为核心，逐步打造了“电商渠道+自营 APP+线下体验店+大客户团购”的全渠道营销模式。线上贡献公司近 90%的收入，全渠道累计购买用户超过 9000 万。公司是线上绝对的互联网第一休闲食品品牌；线下通过开设体验店的方式打造与消费者“零距离”的品牌及产品体验中心，线下投食店已超过 53 家；团购服务已服务超千家的企业客户，线上线下联动的立体销售网络不断完善。

- **中国食品：资产重组并理顺定位，中粮集团唯一专业化全品类饮料平台：**2017 年中国食品旗下中可饮料资产重组，同时中国食品剥离非饮料资产（仅剩中可饮料），未来定位于中粮集团唯一专业化全品类饮料平台。我们认为，中可饮料当前战略清晰，品牌力领先，通路精耕程度在饮料行业中遥遥领先，背靠中粮集团可与美国可口可乐形成良好协同效应，在当前饮料行业“混战”情形下，已经拥有较强优势和坚实发展基础，预期将有较为稳步的增长。

迎发展机遇而上，未来有望实现稳健增长：预计公司将持续进行“变相提价”拉动毛利率的持续提升，再加上增值税下调丰厚利润（预计 2019 年提升净利率 0.6pct）以及销售规模增加后费用率下降，将持续为利润创造一定空间，有望持续推动利润率的上升。我们预期中国食品目前及未来 1-3 年内将持续发生较大的变化，包括混改进展提速、持续“提价”和产品结构的优化、全品类战略的实施等，都将给中国食品带来崭新的面貌，并持续推动着一个全新的、具备更多市场份额优势的全品类饮料公司的诞生。

三、上周公告精选与行业要闻

3.1 公告精选

【**得利斯-半年报**】公司上半年实现营业收入 11.14 亿元，同比增长 14.48%，归属于上市公司股东的净利润 228 万元，同比大增 57.08%，利润总额-147 万元，同比亏损增加 58.23%。

【**星湖科技-半年报**】公司上半年实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 24.87%，归属于上市公司股东的净利润 7710 万元，同比大增 365.73%，利润总额 8054 万元，同比大增 386.48%。

【***ST 莲花-半年报**】公司上半年实现营业收入 8.83 亿元，同比减少 1.88%，归属于上市公司股东的净利润 1.29 亿元，利润总额 1.16 亿元，实现扭亏为盈。

【酒鬼酒-半年报】公司上半年实现营业收入 7.08 亿元，同比增长 35.41%，归属于上市公司股东的净利润 1.55 亿元，同比增长 36.13%，营业利润 2.06 亿元，同比增长 37.67%。

【珠江啤酒-半年报】公司上半年实现营业收入 21.09 亿元，同比增长 5.49%，归属于上市公司股东的净利润 2.12 亿元，同比增长 35.92%，营业利润 2.61 亿元，同比增长 30.23%。

【三全食品-半年报】公司上半年实现营业收入 30.42 亿元，同比减少 1.15%，归属于上市公司股东的净利润 8876 万元，同比增长 8.01%，营业利润 9742 万元，同比下降 16.73%。

【龙大肉食-半年报】公司上半年实现营业收入 60.98 亿元，同比大增 68.30%，归属于上市公司股东的净利润 9556 万元，同比增长 10.12%，营业利润 1.48 亿元，同比大增 59.59%。

【中炬高新-半年报】公司上半年实现营业收入 23.92 亿元，同比增长 10.03%，归属于上市公司股东的净利润 3.66 亿元，同比增长 7.99%。美味鲜公司实现营业收入 22.62 亿元，同比增长 15.26%，归属母公司净利润 3.62 亿元，同比增长 20.05%。

【ST 椰岛-半年报】公司上半年实现营业收入 3.79 亿元，同比增长 29.9%，归属于上市公司股东的净利润-7279 万元，经营活动产生的现金流量净额-1.18 亿元。

【桂发祥-半年报】公司上半年实现营业收入 2.63 亿元，同比增长 2.46%，归属于上市公司股东的净利润 4580 万元，同比增长 0.45%。

【重庆啤酒-半年报】公司上半年实现营业收入 18.33 亿元，同比增长 3.92%，归属于上市公司股东的净利润 2.39 亿元，同比增长 13.75%。

【顺鑫农业-半年报】公司上半年实现营业收入 84.16 亿元，同比增长 16.36%，归属于上市公司股东的净利润 6.48 亿元，同比增长 34.64%。

【好想你-半年报】公司上半年实现营业收入 28.57 亿元，同比增长 8.81%，归属于上市公司股东的净利润 1.27 亿元，同比增长 22.75%。

3.2 行业要闻

■ 酒类及饮料：

红花郎（15）系列出厂价提价 40 元/瓶，新的价格政策有望在 9 月 1 日起执行。（酒说）

8 月 19 日，中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会暨 70 周年纪念酒巡礼在沈阳召开。本研讨会上推出的内参 70 周年纪念酒是内参酒第一款纪念酒，定价 2999 元/瓶。（云酒头条）

华润万家在广州、深圳、珠海、长沙、南昌、天津、西安的 79 家门店，将以 1499 元/瓶的价格，陆续开展华润万家会员专享茅台酒预售活动。（酒说）

8 月 19 日到 21 日，铂金蓝汉酱在河南举办 6 场以“探味汉酱芳华”为主题的 51° 绵柔酱香品鉴会，以现有零售标价 598 元/瓶进行回购 2017 年 5 月 2 日生产的铂金蓝汉酱产品。（酒业家）

近日，五粮浓香系列酒公司首份罚单中，6 家经销商因违约被追究责任，主要包括：违反合同约定，将经销产品销售至非合同约定区域；对分销商管理不力、监管不严，对市场造成不良影响等。（微酒）

8 月 22 日，舍得联合 UCCA 推出“毕加索”款酒标新品，同时在 UCCA 尤伦斯艺术中心举办老酒拍卖会，一瓶 1989 年获得中国名酒称号的同批次沱牌曲酒拍出 110 万元天价。（酒说）

■ 其他：

奥利奥首款面包新品全家便利店独家发售，椰香脏脏包和傲蕉奶香包两款新品零售价分别为 9.8 元和 8.8 元。（食品板）

国内零食圈迎来“上市潮”。除了刚登陆 A 股的三只松鼠，今年 4 月以来，至少还有 5 家企业在排队等待上市，包括良品铺子、甘源食品、溜溜果园、展翠食品、华文食品。（纳食）

8 月 16 日，加拿大食品检验局发布召回通告称，加拿大 Kraft Heinz 正在召回一款炖火鸡婴儿食品，因为该产品含有昆虫。该产品可能在加拿大全国范围内销售。（荷斯坦）

君乐宝旗下“悦鲜活”牛奶在河北石家庄上市。据介绍，该款产品由于采用了全新的杀菌工艺，“不仅保留了更多牛奶中原有的天然活性物质，同时将保质期延长至 19 天”。（小食代）

百草味中秋节瞄准全人群，通过中秋礼的类目、价格带及产品理念等为不同人群推出“团圆礼”，分为两大类四大系列，包含健康品质类-团圆坚果礼盒时尚多元类-潮流月饼礼。（食业家）

满格 2019 年以夹心满格华夫的新品力作，推动华夫进入“心时代”。在“焗盘双面+低温慢烤”的工艺之上，再度突破夹心冷加工技术，口感层次更分明，营养补充更全面。（食业家）

8 月 12 日，经确诊新疆维吾尔自治区伊犁州发生牛结节性皮肤病疫情，这是我国首次确诊发生该病。截至目前，发现病牛 218 头，死亡 1 头。该病不是人畜共患病，不感染人，只感染牛。（荷斯坦）

美国零售商 Costco 官方宣布其在中国内地的首家门店将于 8 月 27 日正式在上海闵行区开业，总购物面积近 1.4 万平方米，Costco 是实行会员制模式的仓储式大卖场。（食业家）

国内规模最大的连锁餐饮巨头百胜中国控股有限公司在一份通报中宣布，已签订最终协议，拟收购中式休闲连锁餐饮黄记煌集团的控股权，预计将在 2020 年完成。（小食代）

四、下周重要事项提醒

图表 19：下周上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	股东大会	业绩披露
8 月 27 日	恒顺醋业		中报预计披露日
8 月 27 日	上海梅林		中报预计披露日
8 月 27 日	深粮控股		中报预计披露日
8 月 27 日	桃李面包		中报预计披露日
8 月 27 日	千禾味业		中报预计披露日
8 月 27 日	会稽山		中报预计披露日
8 月 27 日	山西汾酒		中报预计披露日
8 月 27 日	舍得酒业		中报预计披露日
8 月 27 日	迎驾贡酒	股东大会召开	
8 月 28 日	新乳业		中报预计披露日
8 月 28 日	张裕 A		中报预计披露日
8 月 28 日	威龙股份		中报预计披露日
8 月 28 日	安琪酵母	股东大会召开	
8 月 28 日	三元股份		中报预计披露日
8 月 28 日	口子窖		中报预计披露日
8 月 28 日	绝味食品		中报预计披露日
8 月 29 日	莫高股份		中报预计披露日
8 月 29 日	泸州老窖		中报预计披露日
8 月 29 日	贝因美		中报预计披露日

8月29日	惠泉啤酒		中报预计披露日
8月29日	百洋股份		中报预计披露日
8月29日	来伊份		中报预计披露日
8月29日	元祖股份		中报预计披露日
8月29日	皇氏集团		中报预计披露日
8月29日	广弘控股		中报预计披露日
8月30日	黑芝麻		中报预计披露日
8月30日	*ST皇台		中报预计披露日
8月30日	伊利股份		中报预计披露日
8月30日	光明乳业		中报预计披露日
8月30日	科迪乳业		中报预计披露日
8月30日	佳隆股份		中报预计披露日
8月30日	通葡股份		中报预计披露日
8月30日	加加食品		中报预计披露日
8月30日	*ST西发		中报预计披露日
8月30日	老白干酒		中报预计披露日
8月31日	金种子酒		中报预计披露日
8月31日	维维股份		中报预计披露日
8月31日	五粮液		中报预计披露日
8月31日	金枫酒业		中报预计披露日
8月31日	爱普股份		中报预计披露日
8月31日	西王食品		中报预计披露日
8月31日	燕京啤酒		中报预计披露日
8月31日	洋河股份		中报预计披露日

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

宏观经济疲软——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
 业绩不达预期——目前食品饮料板块市场预期较高，存在业绩不达预期可能；
 市场系统性风险等。

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，不作为或被视作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