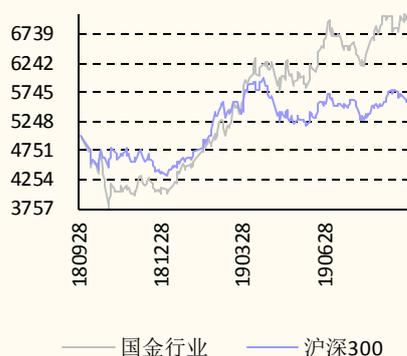


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6981.49
沪深300指数	3852.65
上证指数	2932.17
深证成指	9548.96
中小板综指	9035.42



相关报告

- 1.《国庆承接中秋旺季，持续看好高端白酒-食品饮料行业周报》，2019.9.22
- 2.《中式复合调味品行业八月数据快报-调味品行业月度数据更新》，2019.9.17
- 3.《8月线上保健品增速回暖，休闲食品继续高增长-8月线上月度数据》，2019.9.17
- 4.《茅台价格波动为正常调整，当前时点持续看好高端白酒-食品饮料行...》，2019.9.16
- 5.《特仑苏促销动了谁的奶酪？——以特仑苏为例，揭开大单品终端促销...》，2019.8.27

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

批价调整不改长期逻辑，持续看好高端白酒

投资建议：

- **批价调整不改长期逻辑，依旧坚定看好高端龙头。** 1) **茅台**：上周茅台批价回落至 2350-2400 元，继此前通知提前执行四季度计划后，茅台又开放部分大商提前打款，促发价格降温。9 月 24 日，苏宁与茅台完成签约与货品对接，下月飞天茅台线上原价开售时，也将有限购规则和防刷单措施辅助打击囤货炒价行为。9 月 26-29 日，物美超市通过线上渠道投放 40 吨原价飞天茅台，开放给有资格的会员购买。茅台降价刺激购买需求为国庆蓄势，预计节后会有小幅下降，但长期茅台价格整体来看仍然是上升趋势。2) **五粮液**：八代普五批价稳定在 960-970 元，性价比突出，节前终端动销情况好。整体库存较低，利润提升推动渠道需求。3) **泸州老窖**：国窖计划外打款价 860 元左右，已经完成全年计划，渠道库存约 1 个月。4) **国庆节前动销整体平稳，茅台加大投放量，五粮液和国窖发展势头良好。** 次高端及区域龙头分化明显，我们持续看好高端一线白酒，推荐渠道边际改善的次高端龙头。
- **伊利股权激励方案落地，澳优三季度核心业绩向上同时计划开启股份回购。** 伊利于 9 月 27 日敲定股权激励方案，不仅全面保障了股东利益，还通过设置一定的解锁目标最大限度激发伊利核心团队的全部潜能，我们认为伊利有望在股权激励的指引下带来更为稳健的增长与稳定的收益率。从我们终端数据跟踪来看，7、8 月液态奶行业收入增速因处于淡季较上半年有所放缓，同时两强竞争有所趋缓，主因淡季下较高的费用投放难以产生相匹配的收入增长，因此我们认为三季度两强费用率均有望边际向下（但由于争夺战持续进行，预计下降幅度不会太大），利润端均有一定的空间，在当前估值仍有空间之时，建议持续关注。此外，我们持续推荐品种澳优于 9 月 26 日发布公告，三季度自有品牌奶粉业务稳步增长（增速超 30%），同时计划开启股份回购，彰显管理层对公司未来发展的信心。当前估值仅为 16 倍，迎来最佳布局时机，建议重点关注。
- **恒顺拟收购恒顺商场，短期看好中炬估值提升。** 本周恒顺拟出资 4424.49 万元收购恒顺商场 100% 股权，公司表示收购后有望强化专营门店、减少关联交易，且与控股股东关系不断理顺。海天 7 月份终端增速环比提升，二季度结束后渠道开始了新一轮的去库存；8 月份延续了稳定增长。中炬美味鲜二季度末库存较低，7、8 月份去库存压力不大，终端维持了月度间略带波动的常态增长，增速环比略有下调，主要系蚝油增长降速，酱油继续维持平稳增长；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。
- **啤酒短期销量承压，重点关注结构升级：**啤酒 8 月份产量同比下跌 4%，1-8 月累计增长 0.4%，行业产量增长动能依旧不足，核心仍是结构升级和利润改善。青啤 7 月因减少渠道库存压力，降低了渠道发货量，销量同比下滑；8 月调整节奏后预计销量与去年同期持平。重庆啤酒 7、8 月因核心区域重庆、四川和湖南的雨水较多，销量同比略有下降，但醇麦替代进展顺利，稳步推进。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，推荐关注具备中高端研发和渠道能力的青岛啤酒，建议也重点关注盈利能力持续改善、结构有望加速上行的重庆啤酒等公司。
- **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。

重点标的推荐

- **本月重点推荐标的：**白酒板块推荐高端品种茅台、五粮液、泸州老窖；乳制品推荐收益率稳定的伊利、蒙牛以及估值在底部的澳优；调味品板块推荐海天味业、中炬高新、恒顺醋业；啤酒板块推荐青岛啤酒、重庆啤酒；其他板块推荐香飘飘、绝味食品、三只松鼠、中粮肉食、中国食品等。

图表 1：重点推荐标的的信息一览表

重点推荐	本周行情	推荐逻辑	19-EPS	20-EPS	19-PE	20-PE
白酒板块：						
贵州茅台	-3.8%	批价持续较高，反映需求持续向上，三季度放量较好，在同期低基数下有望实现量价齐升。长期来看酱香白酒龙头，品牌产品力优势显著，渠道利润高，供需缺口明显	33.91	40.27	35X	29X
五粮液	-6.0%	渠道利润改善较好，新普五价格坚挺，渠道动销良好，库存良性，三季度有望实现收入利润较好增长。长期来看，公司为浓香白酒龙头，产品结构持续优化，批价改善明显	4.35	5.44	31X	25X
泸州老窖	-5.5%	旺季控量挺价，渠道囤货助推报表收入提高，茅台溢出效应助推放量，三季度有望实现量价齐升。长期来看，中高端产品齐发展，百亿目标可期	3.10	3.94	28X	22X
乳制品板块：						
伊利股份	+2.1%	三季度费用投放较为平稳，预计利润端继续保持弹性；收入端环比二季度有提升，有望维持估值体系。整体行业竞争环比趋缓。长期来看，股权激励方案保证团队稳定性以及最低利润增长率（19年增长8%），龙头地位稳固，收益率较为稳定	1.15	1.16	25X	24X
蒙牛乳业	+1.0%	收入端保持领先，费用率三季度环比下降，成本端可控，核心净利率有望继续提升，符合公司指引，竞争趋缓有望推动板块情绪	1.74	1.07	15X	25X
澳优	-2.9%	当前估值低于前期高点较多，仅为20倍以下，三季度核心业务符合公司指引，股份回购凸显管理层信心，推荐买入。长期来看受益于羊奶粉行业空间扩容，海外奶源布局完善，渠道管控较强，库存良性，基本面持续向上	0.50	0.78	16X	10X
调味品板块：						
海天味业	-1.5%	近期增速环比持续稳健，估值有望保持向上，推荐关注。长期来看龙头优势稳固，生产效率傲视群雄，拥有全国化的渠道网络，餐饮和流通均有超强的渠道影响力	1.93	2.27	57X	48X
恒顺醋业	+0.9%	全年指引不变，上半年低于指引水平，三季度增速有望环比提升，推荐关注。长期来看食醋行业品牌力最强，受益于行业集中度提升；未来仍有华东地区深耕+核心区域外扩的机会	0.44	0.50	32X	28X
中炬高新	-0.0%	近期增速环比继续保持平稳，市场预期未来收入加速，估值体系有望向海天靠拢，长期推荐。另外阳西产能投产后预计将加速产品销售；宝能入主后将稳步降本增效、提高盈利质量；目标指引下成长动力更足	0.94	1.15	44X	36X
啤酒板块：						
青岛啤酒	-2.0%	8月份销量增速回暖，部分地区如东北放量明显，预计9月节前有望备货达预期，从而提振三季度销量，推荐关注。长远来看，中高端领头羊，资产运营能力优异；短看原材料价格企稳+增值税调减，中长期看结构升级+管理效率提升	1.31	1.57	37X	31X
重庆啤酒	+0.5%	三季度初因雨水问题销量一般，预期低点，重点关注9月份销量增速。长期来看，嘉士伯入主助力公司更有效率的成长；结构升级带动吨价位列行业首位；区域聚焦+内部改革推动管理效率持续提升	1.00	1.17	41X	35X
其他板块：						
香飘飘	+2.9%	大单品逻辑持续验证，果汁茶全年高速增长可期，不过7-8月冰冻化率未达预期，建议谨慎乐观对待；冲泡系列全面升级，下半年建议重点关注；多元化渠道成型，经销商结构持续优化	0.93	1.19	32X	25X
绝味食品	-0.7%	上半年因同店增速较高，推动收入增速超指引，三季度开店数量预计下降，将控制收入增速，但预计整体依然保持稳健成长水平，推荐持续关注。长期来看供应链持续优化；开店数量远未到瓶颈，高能店增加同店收入；美食生态加速建设，护城河不断深厚	1.34	1.57	30X	26X

三只松鼠	+18.9%	前八个月公司线上 GMV 合计 53.2 亿，同比+20.3%； 坚果随着行业扩张持续发展，零食提供业绩增量； 全渠道建设提升用户覆盖率和品牌影响力； 数字化赋能提升供应链效率，利润率水平有望持续优化	0.94	1.22	72X	55X
中粮肉食	+4.4%	预期低点+养殖产能稳步扩张+品牌生鲜持续发力+猪价有望持续上涨	0.13	0.43	16X	5X
中国食品	-2.2%	收入持续双位数+资产重组理顺定位 +新并购工厂利润持续改善+产品结构持续优化	0.14	0.17	22X	18X

来源：wind，国金证券研究所；注：EPS 来自最新报告盈利预测，PE 的计算以周五收盘价为基础。

内容目录

重点标的推荐	2
一、近期重点调研跟踪	6
1.1 公司调研跟踪	6
1.2 渠道调研跟踪	7
二、板块观点与投资建议	8
2.1 白酒板块——批价调整不改长期逻辑，依旧坚定看高端龙头	8
2.2 啤酒板块——产量下跌幅度收窄，持续关注结构升级	9
2.3 乳制品板块——三季度两强竞争态势有所趋缓，费用端有望呈现边际下行趋势	9
2.4 调味品板块——恒顺拟收购恒顺商场，短期看好中炬估值提升	10
三、行业数据更新	11
四、上周行业回顾	13
4.1 行情回顾	13
4.2 公告精选	14
4.3 行业要闻	15
五、下周重要事项提醒	16
风险提示	16

图表目录

图表 1: 重点推荐标的的信息一览表.....	2
图表 2: 乳制品渠道调研本周详情.....	8
图表 3: 茅台、五粮液与国窖每周批价走势 (元/瓶)	8
图表 4: 乳制品各产品本周折扣率对比.....	8
图表 5: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml)	11
图表 6: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤)	11
图表 7: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤)	12
图表 8: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)	12
图表 9: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)	12
图表 10: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)	12
图表 11: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)	12
图表 12: 平均市场价: 大麦 (元/吨)	12
图表 13: 全国市场价:瓦楞纸:高强 (元/吨)	13
图表 14: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)	13
图表 15: 玻璃价格指数.....	13
图表 16: 铝材价格指数.....	13
图表 17: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	13
图表 18: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	13
图表 19: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	14
图表 20: 下周上市公司重要事项提醒一览表.....	16

一、近期重点调研跟踪

1.1 公司调研跟踪

【伊利股份：奶价上涨压力不减，新品布局更为积极】

■ 调研核心要点

- 1) 公司原奶采购价 19Q1 上涨 5%-6%，19H1 上涨 6-7%。1-8 月上涨约 7%。公司和上游都是签量，奶价是动态波动，整体价格随行就市，因此下半年可能面临比上半年更大的成本压力；
- 2) 公司每年都会在子品牌下不断创新，比如果果昔、刚刚上市的味可滋奶茶、主打高端白奶 8 月上市的金典梦幻盖等，安慕希上半年也出了西柚凤梨口味，下半年安慕希可能暂时没有新品计划，明年还会推出安慕希新品；
- 3) 10、11 月可能会上矿泉水（收购的阿尔山项目），长白山规划到 2021 年投产，在这之前以阿尔山的水源为主，价格带定位中高端；
- 4) 低温酸奶、低温牛奶、低温乳酸菌公司都是有布局的，公司这两年低温酸奶从产品创新、渠道布局上逐渐增加资源，未来希望通过更加区域化的运营提高运营效率，有限资源还是更多放在产品创新和渠道下沉上。

【蒙牛乳业：依然以保持收入增长、同时提升利润率为主线】

■ 调研核心要点

- 1) 策略上，继续保持收入增长，同时继续提升利润率和 ROE。上半年若不考虑君乐宝业务，毛利率同比持平或有小幅改善，下半年将通过改善产品结构对冲成本压力，预计毛利率有望同比持平或小幅改善；
- 2) 渠道下沉根据策略稳步实施，包括以阿里零售通下沉到县级传统售点，以自己的镇村通下沉到村镇级传统售点，同时以自己的智网系统掌握终端数据，农村售点增多后，凭借费用规模效应，提升利润率；
- 3) 事业部改制把低温和常温各自的政策和资源明确到位，低温资源和政策不再被常温挤占。2019H1 低温业务增速优于行业，一是因为推出了功能型和享受型酸奶有爆款；二是严控价格，公司牺牲一定的收入保证经销商利润。三季度来看，低温酸奶增速环比有明显改善。

【绝味食品：巩固产业链优势，成本端压力不大】

■ 调研核心要点

- 1) **成本控制能力强**：公司判断鸭副成本不会有太大变化，产业已相对成熟，公司在行业内耕耘已久，应对危机能力强。
- 2) **多重因素助推同店增长**：公司今年同店增长主要受益于促销、提价和管理水平提升等因素共同推进。公司现有的渠道结构下每年同店增速能稳定在 3-5%。
- 3) **巩固产业链优势**：公司在逐步梳理旗下投资的公司，未来期望与投资对象实现共采、共产、共仓、共配、共销、共智。“椒椒有味”项目正在加速推进中，主要是与原有鸭脖业务在毛利获取、消费场景设计等方向有所区别。

【重庆啤酒：结构升级持续，扩大四川地区市占率】

■ 调研核心要点

- 1) **结构升级超预期**：上半年终端价 8 块钱的醇国宾销量达到 2.7 万吨，超过公司预期，结构升级较好。

- 2) **重点提升四川地区市占率**：公司在重庆市占率 83%，四川和湖南省占率都在 9%左右；上半年湖南销量下降主要是代加工量减。近几年公司通过大城市战略重点发展消费大省四川市场，目前还只是覆盖了成都、西昌、攀枝花、宜宾等地区，其他区域覆盖率还很低。
- 3) **嘉士伯资产注入预计会如期进行**：重庆啤酒占整个嘉士伯中国区销量和收入的 40-50%；嘉士伯承诺会在明年 12 月份之前完成资产注入，按照承诺会将中国区所有资产装入到一个平台，但目前是否开始、进程如何还不清楚。

【中粮肉食：猪瘟影响逐渐消除，大力发展品牌业务】

■ 调研核心要点

- 1) **预计明年二季度出栏量会有明显上行**：公司目前养殖产能达到 464 万头，年底应该能达到 500 万头；预计明年二季度出栏量会有一个明显的上行。
- 2) **猪瘟影响正逐渐减弱**：公司在养殖端比较谨慎、严格和规范，猪瘟期间主要是江苏和张北地区受影响严重，目前在尝试复产，其他地区影响不大，属于规模化企业中受猪瘟影响较少的。猪瘟发生后公司又进一步加大了养殖场的防疫等工作，应对猪瘟疫情变化的能力极强。
- 3) **大力发展品牌业务**：公司品牌业务毛利率能达到 50%，今年以来一直在增长，未来希望能重点发展生鲜业务，提升品牌议价能力，在上海已经跟盒马有了合作。

1.2 渠道调研跟踪

(1) 白酒：高端白酒批价稳定，需求依然旺盛。近期茅台批价小幅回落至 2350-2400 元，四季度计划提前执行；八代普五主流一批批价在 960-970 元，三季度预计投放 5000 吨，终端动销良好；国窖计划外批价 860 元，节前动销顺畅，渠道库存 1 个月。

(2) 乳制品：临近国庆整体折扣力度环比略有提升，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 25.8%，较上周提升 0.8pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 8.2%，较上周下降 0.2pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周提升 4.7pct 至 12.1%。伊利安慕希本周折扣率 17.1%，较上周下降 2.0pct；金典纯牛奶折扣力度较上周持平（5.2%）；金典有机奶折扣率较上周提升 3.3pct 至 9.8%。光明常温奶折扣力度环比略有下降；莫斯利安本周折扣率 26.5%，较上周下降 5.2pct，在常温奶折扣率排行中位列第一；优+本周折扣率 9.6%，较上周下降 0.2pct。综合来看，临近国庆乳制品整体折扣力度较上周略有加强，两强促销力度仍在高位。

新鲜度方面：大部分产品已进入 9 月份产期。各地综合来看，本周各品牌大部分产品已转向 9 月份，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。

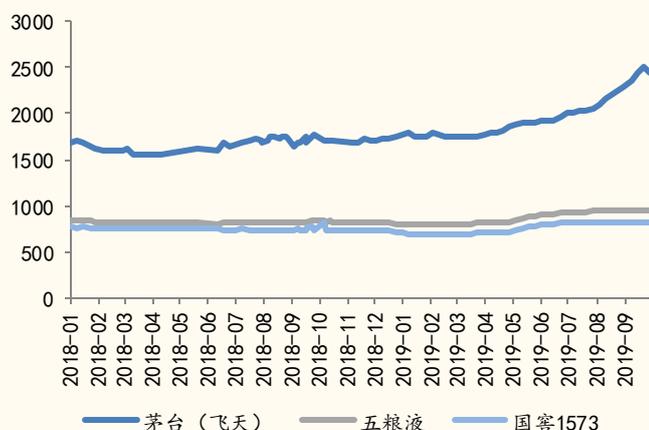
图表 2：乳制品渠道调研本周详情

品牌	品类	规格	原价	上海						北京												
				沃尔玛		大润发		家乐福		沃尔玛		大润发		家乐福								
				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	价格	促销活动	新鲜度				
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	49.5	买2箱送1箱优酸乳	2个月前	49.5	-	1个月前	60	-	2个月前	49.5	-	当月	63.6	-	当月	63	伊利常温满65减15	当月
		PET瓶原味	230g*10	80	72	-	1个月前	78	-	当月	78	-	当月	72	-	当月	78	-	当月	80	-	当月
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	36	-	当月	35.2	-	1个月前	缺货	-	-	30.4 (240ml*1)	-	当月	缺货	-	-	72 (250ml*2)	-	当月
		金典纯牛奶	205ml*12	66	64.5	2箱99, 送1箱优酸乳	2个月前	64.5	折后49.5	1个月前	58.5	-	1个月前	65	两箱99元	当月	65	-	当月	49.5	-	当月
	金典有机奶	250ml*12	75.9	61	买一箱送6瓶优酸乳	1个月前	75.9	买1箱立减15元	2个月前	76	会员第2件打8折	2个月前	61	-	当月	76	-	当月	61	-	当月	
	低温	畅轻	250g	8.9	8.5	买1送1	当月	7.8	2盒9.9元	当月	8.8	2盒9.9元	当月	7.4	买二赠一	当月	7.3	买二赠二	当月	7.5	三瓶13.5元	当月
	Joyday	220g	9.9	缺货	-	-	9.9	第二件5折	当月	9.6	-	当月	8.5	-	当月	8.6	买一赠一	当月	8.5	两瓶16.8元	当月	
蒙牛	常温	纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	买1箱送6瓶, 组合	2个月前	66	买1箱送6瓶	2个月前	49	买1箱送6瓶	3个月前	49.5	-	当月	44	-	当月	60	88元两提	当月
		PET瓶原味	230g*10	80	73	折后65	1个月前	65	-	1个月前	80	-	1个月前	80	-	当月	80	-	当月	80	纯甄黄桃口味69元两提	当月
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	64.5	2箱99元	当月	55	折后49.5, 买1箱送6瓶	2个月前	62.5	立减13元, 送1箱会员第2件打8折	3个月前	65	-	当月	55	-	当月	55	-	当月
		特仑苏有机梦幻童	250ml*12	90	81.6	满50减10元	1个月前	90	-	1个月前	81.6	-	1个月前	74	-	当月	75	-	当月	68	-	当月
	蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	32	-	当月	32	-	当月	32	-	1个月前	缺货	蒙牛常温奶满50减10元	-	缺货	-	-	31.2 (200ml*1)	蒙牛常温奶满50减10元	当月	
	低温	冠益乳	250g	8.5	8.5	两瓶9.9	当月	8.5	两瓶9.9	当月	8.8	买1送1	当月	8	三瓶17.7元	当月	8.5	-	当月	5	四瓶19.8元	当月
	特仑苏高钙酸牛奶	115g*3	36	缺货	-	-	缺货	-	-	29.8	-	当月	28.5	满25减5	当月	28.5	满25减5	当月	28.5	满25减5	当月	
光明	常温	莫斯利安	200g*12	72	49.9	买1箱送3包酸牛奶	4个月前	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	5个月前	49.9	-	两个月前	63.6	满63.6减14	一个月前	缺货	-	-
		优+	250ml*12	54	52.5	-	1个月前	42.8	-	3个月前	53.5	-	1个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
	低温	畅优	100g*8	20	15.5	2份19.9	当月	15.3	2份19.8	当月	16.4	2份19.9	当月	12.9	-	当月	12.8	-	当月	12.9	买一赠一	当月
	优倍	500ml	12	10.7	-	当月	12	-	当月	11.8	-	当月	12.9	-	当月	缺货	-	-	13.5	买一赠一	当月	
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	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	-	-	5.3	-	当月	缺货	-	-
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	缺货	-	-	8.6	买2送1	当月	缺货	-	-	8.9	买二赠二	当月	7.5	买二赠一	当月	8.9	买二赠一	当月
		浓芝士	180g	4.5	缺货	-	-	4.6	-	当月	缺货	-	-	3.9	买六赠一	当月	3.7	买五赠一	当月	3.8	买五赠一	当月

来源：渠道调研，国金证券研究所

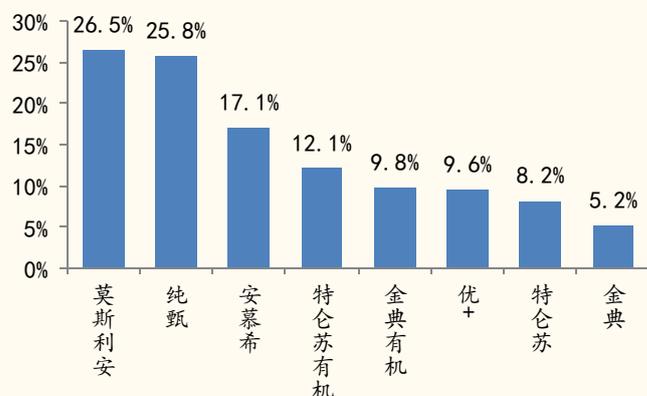
注：北京调研于9月28号，上海调研于9月28日；新鲜度方面，生产日期为9月即当月，8月即1个月前，7月即2个月前，以此类推。

图表 3：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 4：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

二、板块观点与投资建议

2.1 白酒板块——批价调整不改长期逻辑，依旧坚定看高端龙头

- 中信白酒指数本周 (9.23-9.27) 下跌 0.22%。批价调整不改长期逻辑，依旧坚定看高端龙头。1) 茅台：上周茅台批价回落至 2350-2400 元，继此前通知提前执行四季度计划后，茅台又开放部分大商提前打款，促发价格降温。9月24日，苏宁与茅台完成签约与货品对接，下月飞天茅台线上原价开售时，也将有限购规则和防刷单措施辅助打击囤货炒价行为。9月26-29日，物美超市通过线上渠道投放 40 吨原价飞天茅台，开放给有资格的会员购买。茅台降价刺激购买需求为国庆蓄势，预计节后会有小幅下降，

但长期茅台价格整体来看仍然是上升趋势。2) 五粮液：八代普五批价稳定在 960-970 元，性价比突出，节前终端动销情况好。整体库存较低，利润提升推动渠道需求。3) 泸州老窖：国窖计划外打款价 860 元左右，已经完成全年计划，渠道库存约 1 个月。4) 国庆节前动销整体平稳，茅台加大投放量，五粮液和国窖发展势头良好。次高端及区域龙头分化明显，洋河消化清理省内库存，今世缘 9 月中已完成全年计划 75%，古井汾酒省外动销向好。我们持续看好高端白酒，茅台、五粮液和老窖，推荐次高端，汾酒、古井、酒鬼酒、今世缘。

2.2 啤酒板块——产量下跌幅度收窄，持续关注结构升级

- 上周统计局公布了 8 月啤酒销售数据，8 月啤酒产量 402.5 万千升，同比下降 4%，跌幅收窄；1-8 月份全国啤酒产量 2801.8 万千升，同比增长 0.4%，增幅较 7 月份上升 0.1pct。前 8 个月啤酒产量基本保持了去年同期的水平，我们判断全年啤酒产量也将与去年持平或微增，啤酒产量增长的动能依旧不足，行业仍是存量市场竞争，但行业的利润改善仍在持续。从主要啤酒利润端情况来看，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，三季度持续关注旺季销量和结构升级，有望再次迎来啤酒一波行情。
- 三季度啤酒销量疲软，但结构升级加速推进：参考渠道调研数据，青啤 7 月因减少渠道库存压力，降低了渠道发货量，销量同比下滑；8 月调整节奏后预计销量与去年同期持平。青啤大本营山东市场因 6 月压货，7 月销量出现同比下滑，8 月恢复正常水平；广东重回增长，湖南和东北市场表现亮眼，增速在平均水平以上。重庆啤酒 7、8 月因核心区域重庆、四川和湖南的雨水较多，销量同比略有下降，但醇麦替代进展顺利，稳步推进；嘉士伯单品增长下滑也使得代加工量减少，影响公司业绩。
- 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。

2.3 乳制品板块——三季度两强竞争态势有所趋缓，费用端有望呈现边际下行趋势

- 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 8 月份，部分产品进入 9 月份，终端库存跟踪来看基本保持良性。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达到 7.6%！当前原奶供需依然偏紧，我们预计原奶价格后期走势仍将持续温和上涨，三季度两强成本端将继续有所承压，其中伊利承压程度预计高于蒙牛。
- 三季度两强竞争态势有所趋缓，费用端有望呈现边际下行趋势。从我们终端数据跟踪来看，7、8 月液态奶行业收入增速因处于淡季较上半年有所放缓，同时两强竞争有所趋缓，主因淡季下较高的费用投放难以产生相匹配

的收入增长，因此我们认为三季度两强费用率均有望边际向下（但由于争夺战持续进行，预计下降幅度不会太大），利润端均有一定的空间。分别来看，我们认为蒙牛利润端持续修复的核心逻辑依然不变，坚定看好蒙牛净利率的长期修复；伊利于9月27日敲定股权激励方案，不仅全面保障了股东利益，还通过设置一定的解锁目标最大限度激发伊利核心团队的全部潜能。我们认为伊利在股权激励目标指引下将会更为注重收入与利润之间的平衡，费用的投放也将会更为慎重。全年来看，预计伊利收入端有望实现900亿收入指引，利润端在激励目标指引下也有一定的保障，整体收益率较为稳定。

- **展望下半年竞争态势：争夺战仍将持续，但力度可能有所放缓。**上半年的行业竞争加剧更多是体现在二季度，下半年来看，两强收入争夺战仍将持续，但伴随着下半年的持续去库存以及难以做到如二季度匹配支持的费用率共同作用，预计两强下半年收入增速可能会环比上半年有所下降。费用端来看，尽管两强大单品之争及低温之争不停歇，但是预计费用的投放将会更加的集中化以及精细化，同时伊利也将更加注意利润的底线，进而整体费用率有望呈现边际下降之势。整体来说，19年大势已成，两强费用率有望边际下降，利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续关注。此外，我们持续推荐品种澳优基本面持续向上，当前估值仍在低位，建议重点关注。
- **澳优核心业务持续稳健向上，回购彰显管理层信心。**澳优于9月26日发布公告，核心内容为两点：1) 19Q3公司核心业务（自家品牌婴配粉）预计实现超过30%的增长；2) 公司计划启动股份回购，回购金额初步计划为1亿港元，预计回购公司股份不超过1.60亿股，即不超过总股份的10%。我们认为：1) 公司核心业务按照全年业绩指引（全年超30%增长）稳步向上，我们预计在新注册配方放量以及终端旺盛需求的加持下，下半年有望持续这一高增长态势。渠道跟踪来看，7、8月终端动销较好，按照下半年收入指引稳步增长，基本面趋势持续向上；2) 回购彰显管理层信心，公司发展稳定性进一步加强。此前不久澳优董事长颜卫彬先生进行了增持，在今天澳优又宣布计划启动回购方案，一系列动作彰显了公司内部强大信心。2015年，澳优提出“黄金十年”发展规划，从羊奶粉到有机奶粉再到营养品，澳优不断在细分领域深耕细作，朝向中期目标稳步前进，这一切都离不开管理层正确且坚定的战略方向。我们认为，公司此次回购计划既向投资者们表明了自己坚定的态度，同时也体现出公司对未来发展强大的信心。当前估值仅为16倍，迎来最佳布局时机，建议重点关注。

2.4 调味品板块——恒顺拟收购恒顺商场，短期看好中炬估值提升

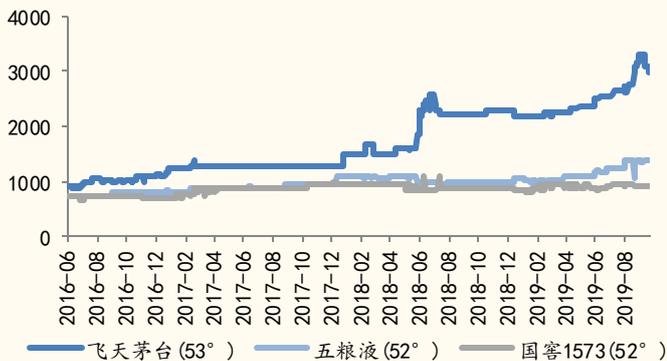
- 海天前8个月线上阿里系销售额同比下降5.86%，但8月同比增长58.33%，增速环比持续提升，线上重要性愈发凸显，预计9月份将延续高速增长的态势。海天上半年增速16.51%，二季度增长16%。二季度海天持续进行去库存和压库存操作，去库存可以从4、5月终端增速环比加快看出，推动二季度海天终端增速环比一季度提升3.6pct，压库存来源于我们的渠道跟踪，正是由于去库存的显著加快，报表端才能维持平稳。7月份终端增速环比提升，二季度结束后渠道开始了新一轮的去库存，结合渠道调研来看，海天三季度维持稳中有升的态势，为三季度稳定增长奠定基础。
- 美味鲜前8个月线上阿里系销售额同比增长51.68%，其中8月份同比增长71.12%，线上渠道规模不断扩大。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，终端与报表数据拟合度高。7月美味鲜酱油增长基本平稳，美味鲜二季度末库存较低，7月份去库存压力不大，维持了月度间略带波动的常态增长。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。

- 本周恒顺醋业发公告称拟出资 4424.49 万元收购控股股东江苏恒顺集团所属全资子公司镇江恒顺商场有限公司 100% 股权。公司表示此次收购有利于提升公司高质量发展，完善公司治理结构，提升强化专营门店建设，健全完善营销管理体系，减少公司日常关联交易，同时不断理顺公司与控股股东关系。
- 三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。当前估值较上半年有所回落，我们认为在三季度基本面平稳基础上股价有望再次迎来上行，推荐买入。

三、行业数据更新

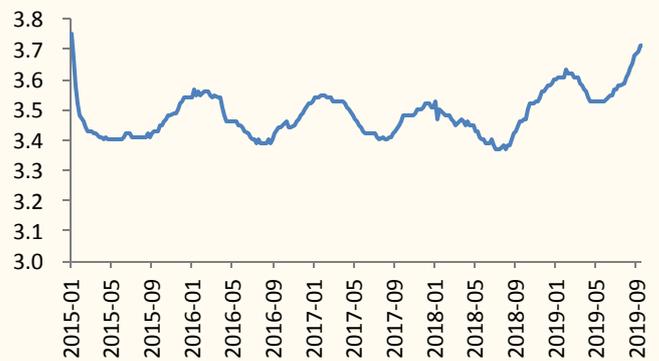
- **本周茅台终端成交价环比略有下降，五粮液、国窖环比持稳。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台终端成交价环比略有下降，五粮液、国窖环比持稳，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2999 元/500ml，较上周（3099）下降 3.2%；五粮液（52°）本周价格为 1399 元/500ml，较上周持平；国窖 1573（52°）本周价格为 919 元/500ml，较上周持平。茅台受批价调整影响，终端售价小幅下降，但整体维持在高位；五粮液新品逐步上市售卖，三季度预计投放 5000 吨，终端动销良好。
- **原奶价格环比持稳，预计后期仍将处于温和上涨态势。**截至 2019 年 9 月 18 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.71 元/公斤，较上期保持不变，同比上涨 7.23%。自 2019 年 6 月份以来，生鲜乳价格持续小幅上涨，建议重点关注原奶价格走势，当前原奶供需仍然偏紧，预计后期原奶价格仍将处于温和上涨趋势。9 月 20 日牛奶价格为 12.28 元/公斤，较上周小幅下跌 0.16%；酸奶价格为 15.13 元/公斤，较上周小幅上涨 0.07%。
- **调味品方面，整体原料价格环比小幅下跌。**至 9 月 20 日，大豆（黄豆）市场价为 4147.1 元/吨，与上期（9 月 10 日）相比价格下跌 1.02%。豆粕价格小幅下跌，9 月 18 日全国豆粕平均价格为 3.27 元/公斤，较上期（9 月 11 日）小幅下跌 0.30%。9 月 18 日全国玉米平均价格 2.14 元/公斤，较上期（9 月 11 日）小幅上涨 0.47%。9 月 20 日绵白糖现货价为 5990.56 元/吨，处于稳定状态。综合来看，调味品原料价格环比小幅下跌。
- **啤酒方面：大麦价格环比略有下跌，包装成本整体小幅下跌。**截至 2019 年 9 月 27 日，国内大麦市场平均价为 2030 元/吨，较上期（9 月 20 日）小幅下跌 1.2%。包装材料方面，9 月 20 日瓦楞纸市场价为 3270.30 元/吨，较上期（9 月 10 日）上涨 0.42%；9 月 27 日箱板纸平均价格为 3950.00 元/吨，较上周（9 月 20 日）下跌 0.42%；9 月 27 日玻璃价格指数为 1,181.22，较上周（9 月 19 日）上涨 0.04%，9 月 13 日铝材价格指数为 95.19，较上期（9 月 6 日）下跌 0.32%。总体来看，包装材料整体价格较上期小幅下跌。

图表 5：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



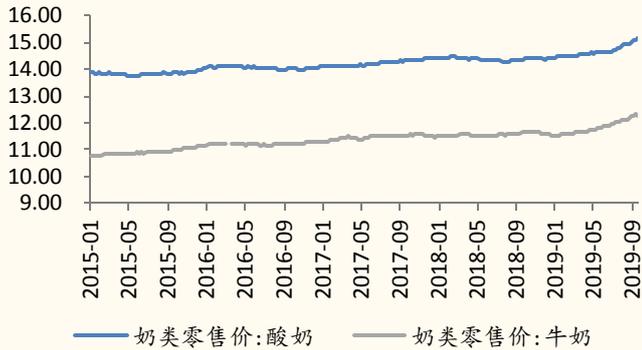
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



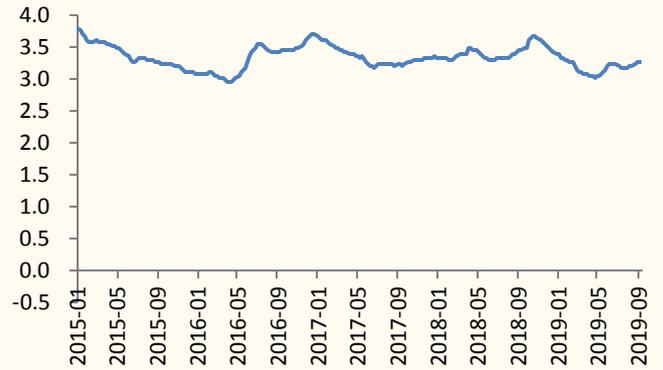
来源：wind，国金证券研究所

图表 7: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤)



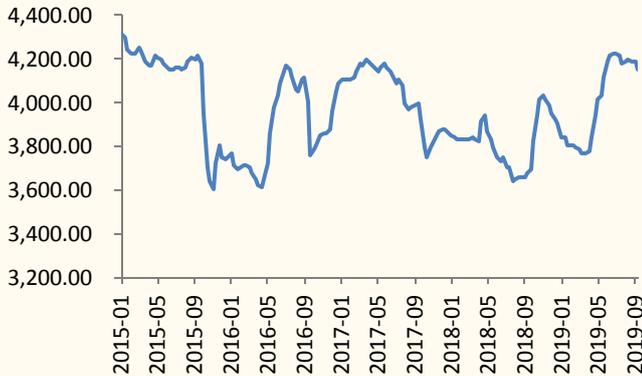
来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)



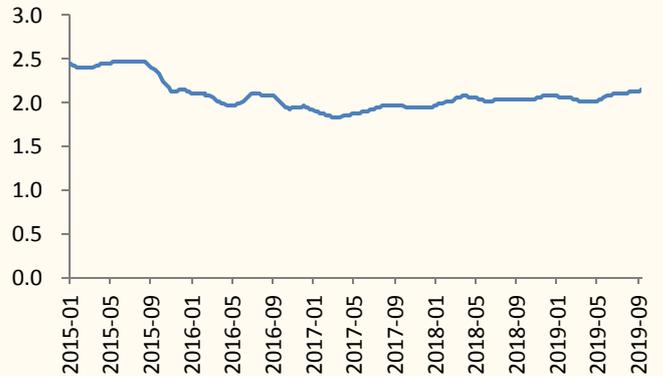
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



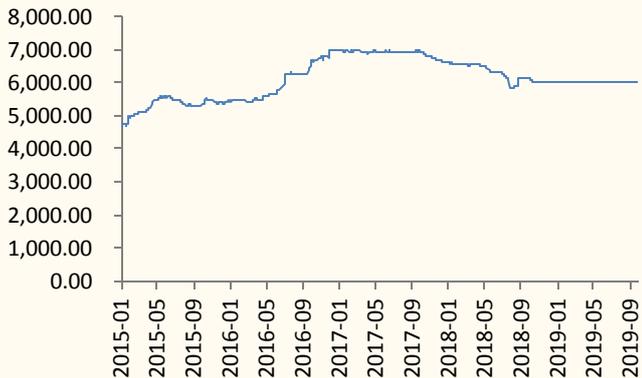
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)



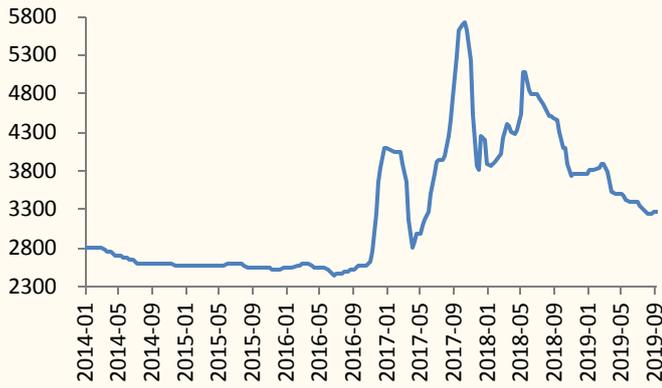
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 平均市场价: 大麦 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 全国市场价:瓦楞纸:高强 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 铝材价格指数



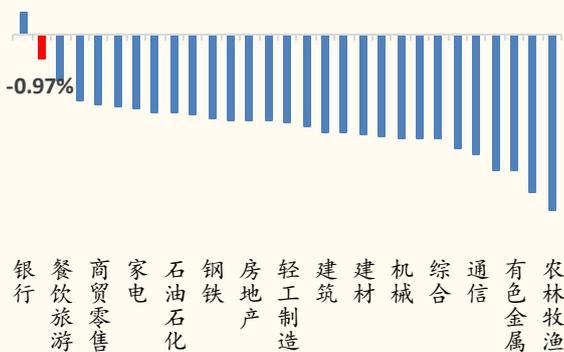
来源: wind, 国金证券研究所

四、上周行业回顾

4.1 行情回顾

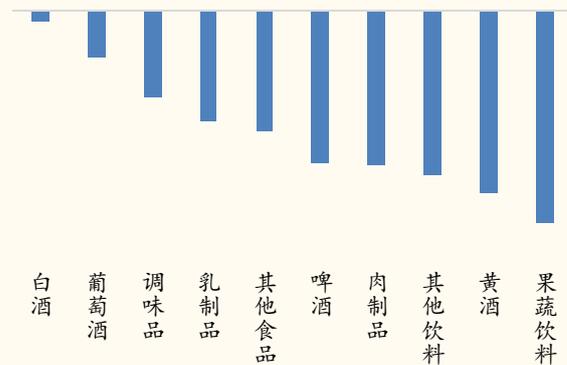
2019年9月23日-9月27日, 沪深300指数下跌2.11%, 食品饮料板块下跌0.97%, 其中涨幅前三的分别是金徽酒(+20.39%)、妙可蓝多(+9.29%)、中宠股份(+8.88), 跌幅前三的分别是安记食品(-9.08%)、庄园股份(-8.17%)、广东甘化(-8.05%)。

图表 17: 食品饮料在中信29个子行业中本周表现



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 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

图表 19：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 (%)
金徽酒	20.39%	安记食品	-9.08%
妙可蓝多	9.29%	庄园牧场	-8.17%
中宠股份	8.88%	广东甘化	-8.05%
金达威	7.53%	湖南盐业	-7.98%
舍得酒业	6.70%	双塔食品	-7.92%
天味食品	5.12%	海欣食品	-7.90%
珠江啤酒	4.92%	有友食品	-7.50%
三全食品	3.54%	皇氏集团	-7.13%
酒鬼酒	3.53%	黑芝麻	-6.90%
*ST 中葡	2.93%	古越龙山	-6.87%

来源：wind，国金证券研究所

4.2 公告精选

【香飘飘-回复告知函】 申请人首发上市募投项目存在变更，变更投向的金额为 24,757.33 万元，占首发募集资金总额的 48.72%。本次募投拟分别在成都、天津建设两个无菌灌装液体奶茶项目，成都募投项目尚需取得食品生产许可证，食品经营许可证，在取得土地后将办理上述许可证。2019 年 1-6 月扣非归母净利润 2.28 万元，经营活动现金流量净额-13624.2 万元。

【克明面业-股份回购】 截止 2019 年 09 月 23 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购股份数量为 364 万股，占公司目前总股本 3.28 亿股的 1.11%，支付总金额为 4,603.87 万元（不含交易费用）。

【百润股份-股份回购】 截至 2019 年 8 月 31 日，公司通过集中竞价方式累计回购股份数量为 102 万股，占公司总股本 5.19 亿股的 0.19%，已支付的总金额为 0.12 亿元。

【双汇发展-新增股份】 本次新增股份的发行价格为 19.79 元/股。本次增发的 19.75 亿股 A 股股份将于该批股份上市日的前一交易日日终登记到账，同时，双汇集团持有的上市公司 19.55 亿股股份办理股份注销手续。因此本次交易后实际新增股份数量为 0.19 亿股。

【迎驾贡酒-股份减持】 迎驾基金会计划按照市场价格以交易所集中竞价交易方式减持不超过 200 万股本公司股份，本次计划减持股份数占公司股份总数的比例不超过 0.25%。

【安记食品-股份减持】 截至本公告披露日前，安记食品股份有限公司控股股东、实际控制人、董事兼高级管理人员林肖芳先生持有公司无限售条件流通股 1.27 亿股，占公司总股本的 54%。该部分股份已于 2018 年 12 月 10 日解除限售并上市流通。林肖芳先生于 2019 年 9 月 24 日通过大宗交易方式减持公司股票 235 万股，占公司总股本 1%。减持后，林肖芳先生持有公司股份 1.25 亿股，占公司总股本 53%。

【恒顺醋业-股权收购】 江苏恒顺醋业股份有限公司拟出资 4,424.49 万元收购控股股东江苏恒顺集团有限公司所属全资子公司镇江恒顺商场有限公司的 100% 股权。

【龙大肉食-股权激励】 本计划拟向激励对象授予权益总计 2560.00 万份，涉及的标的股票种类为 A 股普通股，约占本计划草案公告时公司股本总额 75554.80 万股的 3.39%。其中有 1283.30 万份股票期权，另有 1276.70 万股限制性股票。

【香飘飘-高管减持】 香飘飘食品股份有限公司董事、董事会秘书兼副总经理勾振海先生计划自 2019 年 9 月 24 日至 2020 年 3 月 20 日期间以集中竞价交易方

式共减持其所持公司股份不超过 24.5 万股（占公司总股本的 0.06%），减持价格按市场价格确定。

【克明面业-解除质押】截至本公告披露日，公司控股股东及其关联股东合计持有本公司股份 1.04 亿股，占本公司股份总数的 31.88%，本次解除质押后，公司控股股东及其关联股东累计质押 8500 万股，占其所持本公司股份的 81.09%，占本公司股份总数的 25.85%。

【今世缘-对外投资】2019 年 9 月 25 日，江苏今世缘酒业股份有限公司全资子公司江苏今世缘投资管理有限公司与上海君犀投资管理有限公司、国泰君安证券股份有限公司签署合同，今世缘投资使用自有资金认购“君犀犀浦 7 号私募证券投资基金”份额 2 亿元。

【青青稞酒-股东减持】近日，公司收到控股股东华实投资《关于股份减持计划进展的告知函》，华实投资自 2019 年 7 月 18 日至 2019 年 9 月 25 日通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 450 万股，占公司总股本的 1%。

【伊利股份-注销股份】根据公司实际情况，拟对回购股份的用途进行调整，由原计划“回购股份将全部用于作为后期实施股权激励的股票来源”变更为“累计回购公司股份数量 1.83 亿股，其中 1.52 亿股用于实施股权激励的股票来源，剩余 3049 万股将用于注销以减少注册资本”。本次注销完成后，公司注册资本由 60.97 亿元人民币减至 60.66 亿元人民币。

【重庆啤酒-关联交易】公司预计在 2020 年为乌苏啤酒代加工的交易金额为 3.46 亿元。本项交易为新增日常关联交易。

【洽洽食品-股权质押】截至本公告日，华泰集团目前持有本公司 2.24 亿股股份，约占本公司已发行股本总数 44.30%；其中华泰集团已累计质押本公司股份 7302 万股，占公司总股本的 14.40%。其中因办理可交换债券的需要质押本公司股份 1510 万股，占公司总股本的 2.98%。

【龙大肉食-权益分派】公司 2019 年半年度权益分派方案为：以公司现有总股本 7.55 亿股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。分红前本公司总股本为 7.55 亿股，分红后总股本增至 9.82 亿股。本次权益分派股权登记日为 2019 年 10 月 10 日，除权除息日为 2019 年 10 月 11 日。

4.3 行业要闻

■ 酒类及饮料：

近日，可口可乐天猫官方旗舰店悄悄上新一款运动饮料“BodyArmor”。这是可口可乐投资的一款水果宾治味运动饮料，目前在天猫旗舰店开启预售。（食业家）

9 月 24 日，白酒股大爆发，截至收盘，金徽酒涨停、酒鬼酒和迎驾贡酒接近涨停、古井贡酒和金种子酒涨幅约 5%，而老白干酒、伊力特、山西汾酒、舍得酒业和贵州茅台的涨幅也均在 3% 以上。（微酒）

日前，海关总署发布 1-8 月商品量值统计数据。葡萄酒方面，8 月份进口量 5.49 万千升，同比下滑 11.1%；实现进口额 20.66 亿元，同比下滑 11.3%。（微酒）

2019 年 8 月，四川省规模以上白酒企业产量 19.4 万千升，同比增长 4.9%。（酒业家）

9 月 24 日，苏宁超市酒水类目相关负责人介绍，与茅台签约结束之后，苏宁迅速与贵州茅台完成货品对接，实现全国 24 仓的铺货。预计 10 月份，全国的消费者将能在苏宁买到 1499 元平价茅台酒。（酒业家）

为庆祝新中国成立 70 周年，水井坊重磅推出高端新品，水井坊·典藏珍藏应运而生，定价 3999 元/瓶，仅发售 999 瓶。（酒业家）

9 月 25 日，中国食品土畜进出口商会酒类进出口商分会发布《2019 年 1-7 月酒类进口统计分析》。数据显示，报告期内，进口酒类市场继续弱势运行，量

额跌幅略收窄。进口总量 9.8 亿升，同比下降 41.2%；进口总额 29.2 亿美元，同比下降 13.9%。（云酒头条）

9 月 25 日，会稽山在上海召开“会稽山 1743”的新品上市发布会。与市场目前主流的 20 元-30 元定价相比，“会稽山 1743”的初步定价为 50 元左右。（云酒头条）

湖北白云边酒业销售有限公司于 9 月 26 日发布了《关于调整及规范二十年陈酿系列产品价格》的通知。通知显示，经公司研究决定，即日起在全国范围内 45 度二十年陈酿价格系列作以下调整及规范：产品规格为 500ml*6 的 45 度二十年陈酿零售指导价调整为 458 元/瓶。（微酒）

近日，由燕京惠泉啤酒公司投资近 2000 万元建设的精酿啤酒生产线项目正式投产。该生产线可年产精酿啤酒 2 万吨，创造年产值 1 亿元以上。（酒业家）

■ 其他：

曾公告其出现不寻常交易、前任董事会主席林建华失联的天喔国际，于 9 月 20 日发布了独立法证调查的主要初步调查结果。公告称，天喔国际 2018 年 8 月 17 日披露的预付款金额或与预付款协议无直接关系。（云酒头条）

9 月 23 日，百威亚太于当日午间截止认购。据接近交易的消息人士透露，百威亚太公开发售初步点算录得逾两倍超购。（云酒头条）

9 月 24 日，盒马总裁侯毅在 23 日的阿里巴巴投资者大会上宣布，盒马已经打通线上线下的新零售门店超过 170 家，并且一个覆盖全国的低成本生鲜冷链物流配送网络已经基本成型。（纳食）

9 月 25 日，瑞幸咖啡宣布与路易达孚集团（LDC）在新加坡签署战略合作协议，双方将共建合资公司，在中国开发高品质果汁联合品牌业务。（纳食）

近日，星巴克臻选深圳湾万象城店升级并引入酒坊（Bar Mixato），这也是星巴克在华南开设的首家酒坊。（云酒头条）

五、下周重要事项提醒

图表 20：下周上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	股东大会
10 月 8 日	维维股份	召开股东大会

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH