

## 本报告的主要看点:

1. 从食品饮料各个子行业板块具体分析了三季度行业走势以及三季度报前瞻情况。
2. 针对每个子板块下核心个股进行了季度间业绩预测以及三季度前瞻,并给出依据。

## 食品饮料行业三季度报前瞻专题: 坚定看好高端白酒, 首选业绩确定性高个股

### 基本结论

- 当前已进入三季度报发布期, 基本面验证即将开启。食品饮料公司股价估值是能否与基本面匹配将是当前重要关注点:
- 白酒: 坚定看好高端一线白酒, 推荐渠道端边际改善的次高端。三季度以来, 行业逐渐进入旺季动销期, 国庆衔接中秋旺季, 渠道端备货意愿良好, 市场对于旺季的表现明显好于去年同期, 我们预计行业景气度趋势有望延续。整体来看, 我们认为白酒板块尤其是高端白酒业绩确定性较强, 估值具备支撑, 预计三家高端白酒公司三季度收入端均实现超 20% 增长, 利润端将有更好表现。我们持续看好高端一线白酒, 推荐短期边际改善+长期空间持续的二线龙头。
- 乳制品: 预计蒙牛 Q3 收入增速高于伊利, 重点关注蒙牛、伊利。三季度行业增速有所放缓, 两强争夺战持续进行, 但相对趋缓, 主因淡季下较高的费用投放难以产生相匹配的收入增长, 我们预计三季度两强费用率都将呈现出边际下降的趋势。成本端来看, 两强原奶采购价均有上涨, 预计毛利率均有一定承压。结合我们终端持续跟踪数据, 预计 Q3 蒙牛收入增速高于伊利, 其中伊利收入增速落于低双位数 (10-11%), 蒙牛增速落于中双位数 (15% 左右), 均建议重点关注。
- 调味品: 三季度餐饮渠道回暖, 行业集中度持续提升。分渠道来看, 前 8 个月餐饮行业累计同比 9.4%, 三季度餐饮渠道逐月回暖, 景气度提升; 商超三季度继续稳定增长, 前三季度整体录得高个位数增长。原材料中黄豆价格三季度同比略有提升, 纸箱价格同比下降明显, 综合来看成本端维持相对稳定。我们认为调味品行业三季度收入端将延续上半年稳定增长态势, 原材料价格稳定、结构升级、提质增效等因素下利润端增长将超过收入端增长, 更为可观。整体来说, 我们长期看好行业龙头海天味业, 品牌影响力不断深化的中炬高新和拥有百年品牌历史的恒顺醋业, 预计三家公司三季度收入分别同比+16%/+13%/+10%, 归母净利润分别同比+22%/+19%/+15%。
- 啤酒: 结构升级持续, 增值税调减效应开始显现。三季度啤酒产量增长疲软, 大概率同比下跌; 但随着啤酒消费愈发多元化和个性化, 中高端产品成为主流, 预计三季度啤酒消费 ASP 同比有 4-6 个点的提升。三季度啤酒成本端环比改善, 增值税调减效应全面显现, 大概率将对啤酒行业利润水平带来直接促进。我们认为啤酒行业结构升级大趋势不变, 各企业也从“要规模”向“要利润”转变, 我们持续看好较早布局中高端, 并积极通过提质增效改善盈利能力的各啤酒企业。

### 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。

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

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

## 内容目录

投资建议&三季报前瞻总览：重点关注业绩确定性较强的高端白酒 .....	3
一、白酒：坚定看好高端白酒，推荐渠道端边际改善的次高端 .....	4
1.1 行业景气度持续向上，板块整体业绩确定性较强 .....	4
1.2 个股分析：重点推荐茅五泸，酒鬼估值较高短期重点提示 .....	4
二、乳制品：看好伊利收入的稳定性增长与蒙牛利润端的释放 .....	7
2.1 原奶成本压力加大，两强争夺战持续进行，但相对趋缓 .....	7
2.2 个股分析：预计蒙牛 Q3 收入增速高于伊利，重点关注蒙牛、伊利、澳优 .....	8
三、调味品：龙头集中度提升，强者恒强 .....	9
3.1 餐饮行业景气度回暖，行业增长持续稳健 .....	9
3.2 个股分析：海天优势巩固，中炬改革效用释放 .....	10
四、啤酒：结构升级是核心逻辑，增值税调减效应全面显现 .....	11
4.1 量跌价升，盈利能力改善 .....	11
4.2 青啤利润释放，重啤结构升级超预期 .....	12
五、其他食品类：看好三季度业绩明确个股 .....	12
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1：食品饮料行业重点公司三季报前瞻一览表（亿元） .....	3
图表 2：茅五泸批价走势（元/瓶） .....	4
图表 3：茅五泸京东平台成交价（元/瓶） .....	4
图表 4：三季度原奶价格持续温和上涨（元/kg） .....	7
图表 5：三季度原奶价格同比涨幅环比拉大 .....	7
图表 6：澳优经调整金融工具损益后三季度利润详细预测（百万元） .....	9
图表 7：餐饮行业前八个月累计同比提升 9.4% .....	10
图表 8：黄豆价格二季度同比和环比均上升 .....	10
图表 9：瓦楞纸价格持续下跌 .....	10
图表 10：啤酒产量三季度表现疲软 .....	12

## 投资建议&三季报前瞻总览：重点关注业绩确定性较强的高端白酒

### ■ 投资建议：

白酒板块尤其是高端白酒业绩确定性较强，估值具备支撑，持续看好高端白酒茅五泸，推荐短期边际改善+长期空间持续的二线龙头如洋河、古井、汾酒、今世缘等，并注意个股高估值风险（如估值较高的酒鬼酒，尚在渠道恢复期的洋河等）；

乳制品板块，两强竞争趋势下半年有望边际趋缓，持续看好伊利收入的稳定性增长（预计三季度增速有望环比提升，全年增长符合公司指引）以及蒙牛利润端的持续释放（利润增速有望持续高于收入），建议重点关注三季度业绩持续向上的澳优，以及行业空间打开趋势向上的妙可蓝多和产能持续释放的燕塘乳业；

调味品集中度持续提升，龙头强者恒强，龙一龙二增速稳定增长，估值有望高位企稳，继续推荐关注海天味业、中炬高新以及收入利润有望环比企稳向上的恒顺醋业；除此之外建议关注增速持续向上的千禾味业和四季度渠道库存有望大幅改善具备弹性的涪陵榨菜；

啤酒板块结构升级是核心逻辑，短期销量表现依然较为重要，建议重点关注销量可能有相对较好表现的珠江啤酒，以及关注四季度可能有较好买入机会的青岛啤酒及重庆啤酒；

其他食品类，建议关注三季度业绩确定性较高的个股如绝味食品、洽洽食品、三只松鼠等。

- 核心结论——三季报有望具备弹性品种：妙可蓝多、燕塘乳业、珠江啤酒、盐津铺子、山西汾酒；三季报有望符合预期品种：茅五泸、古井、今世缘、伊利、蒙牛、澳优、海天、中炬、恒顺醋业、千禾味业、青啤、重啤、绝味、洽洽、三只松鼠、中国食品。

图表 1：食品饮料行业重点公司三季报前瞻一览表（亿元）

上市公司	18Q3 营业收入(亿)	19Q3 营业收入预计(亿)	19Q3 营业收入预计增速	19Q1-3 营业收入预计增速	18Q3 归母净利润(亿)	19Q3 归母净利润预计(亿)	19Q3 归母净利润预计增速	19Q1-3 归母净利润预计增速
贵州茅台	188	226	20%	19-20%	90	112	25%	26%
五粮液	78	96	22%	25%	24	31	28%	30%
泸州老窖	28	34	20%	23%	8	10	25%	35%
酒鬼酒	2.4	3	25%	32%	0.5	1	15%	30%
洋河股份	64	64	0%	7%	20	21	2%	9%
今世缘	8	10	28%	29%	1.7	2	26%	25%
山西汾酒	19	23	23%	26%	3	4	27%	27%
古井贡酒	20	25	25%	25%	4	5	28%	36%
伊利股份	213	236	10-11%	12-13%	16	17	7-8%	9%
蒙牛乳业	185	213	15%	15-16%	10	12	20%	28%
澳优	12	15	25%	23%	1.28	3/(调整后约2亿)	140-150% (调整后约35%)	25-30% (调整后50-55%)
海天味业	40	46	16%	16%	9	11	22%	22%
中炬高新	10	11	13%	11%	1.5	2	19%	11%
恒顺醋业	4	5	10%	10%	1.0	1	15%	15%
青岛啤酒	85	86	1%	6%	8	10	23%	24%
重庆啤酒	12	12	3%	4%	1.7	2	15%	14%
绝味食品	12	14	17%	19%	1.7	2	23%	25%
香飘飘	8	11	33%	46%	1.4	2	22%	130%
洽洽食品	10	12	13%	9%	1.3	2	22%	25%
中国食品	38	42	10%	10%	0.4	0.5	20%	16%
中粮肉食	20	24	22%	30%	-2	-	扭亏为盈	亏损收窄
三只松鼠	-	-	35%	37%	-	-	30%	29%

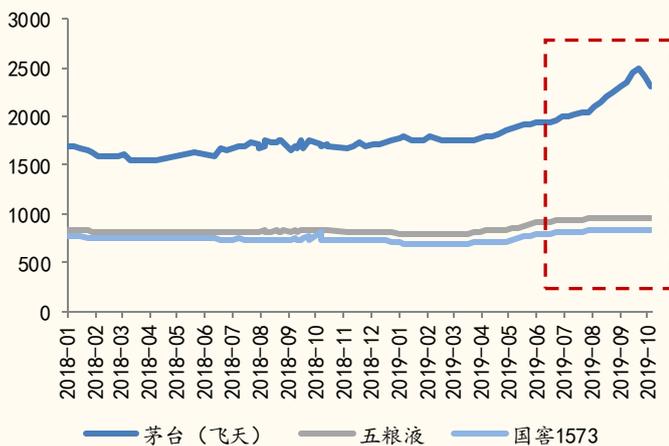
来源：wind，国金证券研究所

## 一、白酒：坚定看好高端白酒，推荐渠道端边际改善的次高端

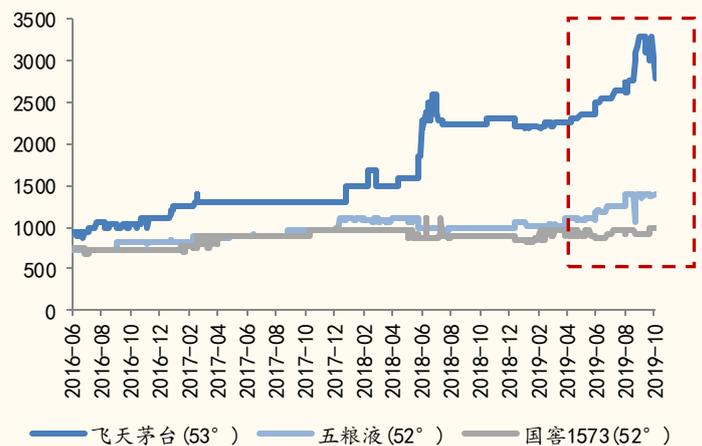
### 1.1 行业景气度持续向上，板块整体业绩确定性较强

- **当前已进入业绩验证期，行业景气度趋势有望延续。**上半年多家酒企业绩表现不俗，基本面向上推动白酒板块景气度持续提升。三季度以来，行业逐渐进入旺季动销期，国庆衔接中秋旺季，渠道端备货意愿良好，市场对于旺季的表现明显好于去年同期，我们预计行业景气度趋势有望延续。从批价来看，三季度以来，茅台批价持续上涨，最高一度超过 2600 元，近期回落至 2200 元左右，这主要与电商、直营等渠道加大投放以及部分大商提前打款有关，实际需求依然十分强劲，我们认为一批价的适度下行有利于刚性消费需求的进一步释放；八代普五批价 960-970 元左右，价格较为坚挺，扫码开瓶返现利润高，经销商利润得到明显改善，备货积极性显著提升；国窖 1573 在今年 9 月份前已经完成全年回款任务，批价整体稳中有升。整体来看，我们认为白酒板块尤其是高端白酒业绩确定性较强，估值具备支撑。
- **三季报表现预计趋于分化，坚定看好高端一线白酒。**高端白酒确定性强，预计均有较快增长：茅台预计三季度共发货 1 万吨左右，销量同比增速超过 15%，同时直营、非标占比提升推高出厂吨价，预计三季度茅台报表端可实现较快增长；五粮液计划三季度投放八代普五约 5000 吨，同时八代普五出厂价较第七代出厂价提升 12% 左右，有力拉动整体吨价提升，三季度业绩确定性增强；国窖性价比优势突出，中秋国庆旺季动销较好，叠加特曲较快增长，老窖三季度业绩有望加速释放。次高端竞争加剧，汾酒表现较为突出：汾酒建立起富有层次性的品牌体系，保持着较高的活性，其中次高端青花、低端玻汾系列产品都有着 30% 以上的增速。地产酒趋于分化，其中今世缘、古井表现更好：今世缘省内优势地区加速扩张，国缘产品持续升级；古 8 及以上卡位次高端，收入占比快速提升，超 30%。古 20 品牌认知不断加强，结构优化带动公司业绩持续释放。整体来看，我们持续看好高端白酒茅五泸，推荐短期边际改善+长期空间持续的二线龙头如洋河、古井、汾酒、今世缘，以及中期具备弹性的酒鬼酒。

图表 2：茅五泸批价走势（元/瓶）



图表 3：茅五泸京东平台成交价（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

### 1.2 个股分析：重点推荐茅五泸，酒鬼估值较高短期重点提示

- **贵州茅台：批价调整不改长期逻辑，三季度预计可实现较快增长。**近期茅台批价略有回落引发市场强烈关注，三季度以来，茅台批价持续上涨，最高一度超过 2600 元，近期回落至 2200 元左右，这主要与电商、直营等渠道加大投放以及部分大商提前打款有关，实际需求依然十分强劲。我们认为一批价的适度下行有利于刚性消费需求的进一步释放，长期来看茅台价格整体仍然较为坚挺。三季度来看，我们认为茅台有望实现较快增长，逻辑

辑在于量价齐升：我们预计茅台三季度发货 1 万吨左右（双节旺季向市场投放 7400 吨茅台酒+9 月提前执行四季度配额），销量同比增速预计超过 15%；同时，公司三季度直营方案落地，直营、电商等渠道加大投放，结合非标占比的持续提升，推动出厂吨价的提升。此外，继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，预计三季报预收款将会有所体现，全年业绩也将得到一定的保障。整体来看，我们预计公司三季度收入增长超 20%，累计前三季度收入增速落于 19-20%左右；预计归母净利润增长约 25%，累计前三季度利润增速约 26%。我们预计茅台估值有望持续保持高位，具备较强稳定性，维持重点推荐。

- **五粮液：八代普五旺季动销良好，三季度业绩确定性较强。**根据我们持续的渠道调研跟踪，自推出八代五粮液之后，7 月以及 8 月上旬五粮液的发货节奏略有放缓，渠道库存保持在低位，我们认为五粮液在新品切换时期所采取的策略是“控量挺价”。步入 8 月下旬以来，据渠道调研，公司加快了发货节奏，为中秋、国庆旺季蓄力。整体来看，公司计划三季度投放八代普五约 5000 吨，批价 960-970 元左右，价格较为坚挺，同时扫码开瓶返现利润高，经销商利润得到明显改善，备货积极性显著提升。此外，八代普五出厂价较第七代出厂价提升 12%左右，有力拉动整体吨价提升，三季度业绩确定性增强。公司在 19 年初便明确 2019 年总体战略思路——“补短板，拉长板，升级新动能，抢抓结构性机遇，共享高质量发展”，同时以数字化转型为改革切入点，不断推进公司全方位改革创新，我们预计公司改革红利有望加速释放。整体来看，我们预计公司三季度收入增长约 22%，累计前三季度收入增速落于 25%左右；预计归母净利润增长约 28%，累计前三季度利润增速约 30%。
- **泸州老窖：国窖全年回款任务已完成，叠加特曲较快增长，业绩有望维持良性稳健增长。**8 月初多家经销商发布关于国窖 1573 的供货通知，一方面 8-9 月配额扣减 30%执行，另一方面同时提高团购价以及终端零售价。而我们认为这一看似“控量挺价”的政策实际却加快了公司的发货节奏：据渠道调研来看，经销商此前已形成涨价预期，因此在提价通知前已大量进货为中秋、国庆旺季做准备。双节旺季国窖动销较好，整体批价稳中有升，目前经销商盈利高于去年，多数经销商信心也较为充足。国窖 1573 在今年 9 月份前已经完成全年回款任务，我们认为国窖有望保持着较为稳健的良性高增长。特曲 60 版团购等渠道表现抢眼，带动老字号特曲提升，三季度特曲整体保持较快增长。此外，老窖持续推进“东进南下”，前三季度华东华南均实现较快增长，我们认为三季度公司业绩确定性增强，全年目标的实现也得到进一步的保障（全年的收入增速目标是 15-20%，力争做到 20%以上）。我们预计公司三季度收入增长约 20%左右，累计前三季度收入增速落于 23%左右；预计归母净利润增长约 25%，累计前三季度利润增速约 35%。
- **酒鬼酒：三季度各系列产品均处于去库存阶段，收入增量主要依靠内参，预计增速环比平稳放缓，当前估值较高，提示估值风险。**从我们持续的渠道跟踪来看，三季度公司终端动销良好，但各系列产品发货节奏略有放缓，我们预计公司在主动调整渠道库存情况，为四季度蓄力（一方面从历史规律来看，公司四季度为发货旺季；另一方面今年春节前移，四季度将迎来消费旺季）。分产品来看，内参上半年收入增长超 50%，为调整渠道库存结构，我们预计三季度内参收入落于 30%以上（累计前三季度增速约 50%左右）。酒鬼系列二季度实现较高增长，一方面二季度处于补库存周期，另一方面在于传承系列招商，为酒鬼系列贡献增速。进入三季度，据渠道调研显示，为控制红坛渠道库存，红坛 6 月 28 日开始在湖南省内停货，八月底才开始恢复供货。红坛在酒鬼系列占比较高，我们预计在这一影响下三季度酒鬼系列增速环比可能会下降，预计约 25%左右（累计前三季度收入增速落于 30-32%之间）。成本端来看，内参毛利率受发货政策影响同比有所下降，但整体来看，中高端产品（内参+酒鬼）占比的提升将会对冲这一影响，预计毛利率同比持平或略有上升。费用端来看，二季度费用确认较少，我们预计三季度销售费用率将呈现环比提升状态，利润情况将依赖于毛销差。我们倾向于认为三季度费用率在节假日前将会较高，因此保守预计三季度利润增速会有所影响。整体来看，我们预计公司三季度收入增速

约为 25%左右（累计前三季度收入增长 32%左右），归母净利润增速约为 15%左右（累计前三季度利润增长 30%左右）。当前酒鬼酒估值较高，提请投资者注意。不过我们依然认为酒鬼酒中期逻辑持续，继续看好。

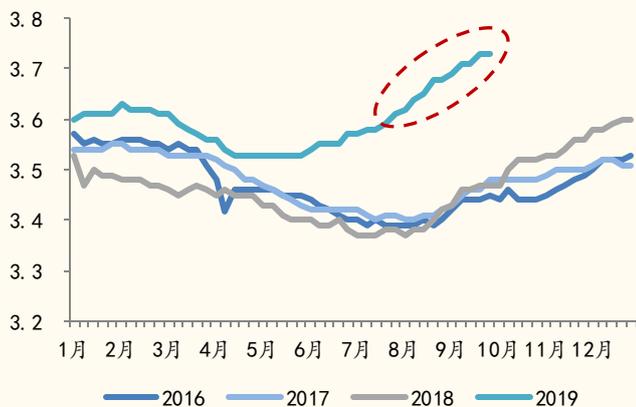
- **洋河：三季度控制发货，渠道库存优化，看好中长期发展。**公司放眼中长期发展，中秋旺季控制渠道发货，有利于改善省内价格体系和渠道库存。近期渠道跟踪，洋河三季度省内库存持续优化，团购商约 1.5 个月，渠道商约 2 个月，库存逐渐回归良性。海、天批价环比二季度企稳，渠道利润有望提升。当前公司仍处于调整阶段，Q3 业绩短期承压，但是我们坚定看好洋河长期的势能：一是公司具备极强的深度分销能力和渠道体系；二是梦之蓝卡位次高端，符合省内外消费升级趋势，预计 Q1-3 梦之蓝增速超 20%；三是公司产品品质持续优化，品牌力强；四是新管理层具有丰富的销售经验，调整组织架构并加大投入应对省内外竞争。我们预计 19Q3 收入基本持平（前三季度收入增长约 7%），净利润小个位数增长（预计前三季度利润增长约 9%）。公司 19 年 PE 为 17 倍，为 A 股白酒行业里估值较低水平。我们预计公司四季度渠道库存有望达到全年最低，看好四季度买入机会。而短期业绩压力不改长期全国化扩张趋势，耐心等待省内增速恢复，我们依旧持续看好公司中长期发展。
- **今世缘：省内优势地区加速扩张，国缘产品持续升级。**公司为江苏第二大白酒公司，主力产品国缘系列占位 300 元次高端价位带，符合省内消费升级趋势。国缘对开、四开为代表的特 A+上半年增长 44.33%。分区域来看，公司省内市场占比超过 90%，其中南京、徐州保持高增长，淮安和盐城大本营地区增长稳健。近期调研反馈，公司三季度动销良好，9 月底前完成全年销售目标 75%。公司 6 月份对主力产品提价，但通过销售政策投放，保持稳定的渠道利润。公司加大对省外市场的投放，省外 Q3 收入增速有望超 50%。分产品看，除对开、四开为代表的国缘系列，公司积极推出 V 系列的高端产品。高端产品的推出有利于丰富产品结构，加强公司的品牌力。我们预计公司三季度收入增速约 28%，利润增速约 26%；累计前三季度收入增速约 29%，利润增速约 25%。省内高速增长，省外扩容，助力公司实现新五年目标。
- **山西汾酒：品牌层次稳定建构，省内外市场齐发展。**公司 19Q2 控货去库存，中秋打款和发货情况正常，预计 Q3 有望延续 H1 增长趋势。1) 产品方面，汾酒建立起富有层次性的品牌体系，保持着较高的活性，其中次高端青花、低端玻汾系列产品都有着 30%以上的增速，是公司的重点经营管控区域。草根调研反馈，玻汾定位为开拓省外市场的引流产品，主要培育清香型消费者，其省外市场加速放量，部分市场增速超过 50%。2) 渠道布控方面，汾酒本年继续加大省外市场规模性扩展，整顿扩大经销商体系，增加市场前置性投入和终端拓展投入。公司实行“13313”市场格局，省外重点发力三个重点板块（京津冀、豫鲁、陕蒙），三小市场板块（华东、东南、两湖），以重点地级市、重点区县为推进主体，提升省外占比。我们预计公司三季度实现 23%的营收增长与 27%的利润增长，预计累计前三季度实现 26%的营收增长与 27%的利润增长。
- **古井贡酒：产品发力次高端，业绩弹性持续释放。**公司是安徽省的白酒龙头，随着消费升级，省内次高端扩容。1) 产品方面，公司主力产品为年份原浆，古 8 及以上卡位次高端，收入占比快速提升，超 30%。古 20 品牌认知不断加强，结构优化带动公司业绩持续释放。2) 市场方面。公司省内积极推进渠道下沉，一抓古 8 以上产品升级，二抓献礼古 5 控量保价，稳定省内价盘及渠道利益，三抓部分县级及以下渠道市场，进一步提升市场竞争力。省外河南市场建设加快，低档酒逐步退出市场；黄鹤楼品牌持续精耕湖北市场。3) 渠道方面，公司一季度完成销售计划 50%以上，二季度末库存水平较低，三季度渠道顺利铺货。此外，公司积极推进国企改革，业绩弹性有望持续释放。2019 年亳州市国资委将持有的古井集团 60%股权，无偿划转至亳州市国资运营公司，促进内部机制更加灵活。我们预计三季度公司收入有望实现 25%的增长，归母净利润有望实现 28%的增长；预计前三季度收入有望实现 25%的增长，利润有望实现 36%的增长。

## 二、乳制品：看好伊利收入的稳定性增长与蒙牛利润端的释放

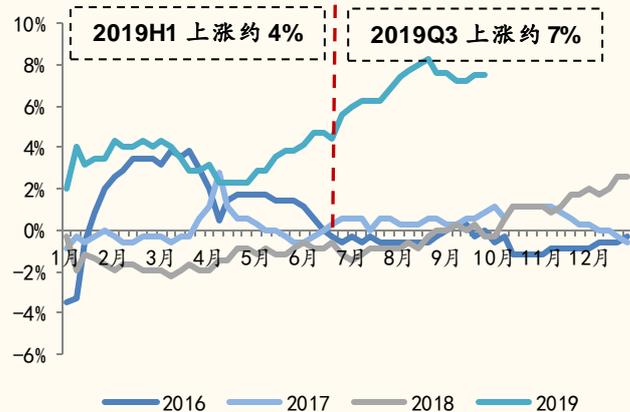
### 2.1 原奶成本压力加大，两强争夺战持续进行，但相对趋缓

- 三季度原奶价格温和上涨，同比涨幅环比提升，下游乳企成本压力加大。从原奶行业整体来看，供需逐渐收紧，两强由于合作牧场较多，奶源相对较为充足（伊利于18年底提价锁定赛科星、中地等优质牧场；蒙牛拥有自控奶源现代牧业，同时19年1月又与中鼎牧业签订合作协议，保证奶源供给的稳定性与充足性），但一些中小乳企奶源相对较为紧张，下游乳企原奶争夺依然十分激烈。受供需影响，三季度原奶价格仍持续温和上涨。根据我们对原奶价格的持续跟踪，2019年上半年我国主产区生鲜乳平均价约为3.57元/kg，同比上涨约4%，2019年三季度生鲜乳平均价约为3.64元/kg，同比上涨约7%（2019Q1-3预计上涨约5%左右），涨幅环比拉大。因此整体来看，我们认为三季度下游乳企成本压力将有所加剧。

图表 4：三季度原奶价格持续温和上涨（元/kg）



图表 5：三季度原奶价格同比涨幅环比拉大



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 淡季行业增速有所放缓，两强争夺战持续进行，但相对趋缓。三季度两强线下竞争依然持续进行，伊利金典针对部分区域加大买赠促销力度，蒙牛特仑苏强促销也在持续推进，但我们认为两强竞争相对有所趋缓，主因淡季下较高的费用投放难以产生相匹配的收入增长，因此我们预计三季度两强销售费用率都将呈现出边际下降的趋势。从我们终端动销跟踪来看，7、8月液态奶行业增速有所放缓，一方面7、8月份为销售淡季，需求出现环比回落，两强促销力度均有所放缓；另一方面，二季度渠道端可能存在压货（伊利、蒙牛上半年报表端增速均超过终端增速），7、8月份大概率处于消化库存阶段，因此两强终端增速均出现环比下滑，行业整体增速也出现回落。从渠道跟踪来看，经过7、8两个月的终端去库存，当前两强库存均处于合理水平。因此尽管9月份行业竞争环比略有加强，但整体来看，预计蒙牛三季度终端增速略高于伊利，结合两强出货情况，我们预计三季度蒙牛报表端增速也维持略高于伊利的态势，且蒙牛利润增速预计持续高于收入增速，预计进入10月后又继续趋缓。
- 展望下半年两强竞争态势：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，但收入增速维持全年指引问题不大。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年两强费用率均有望边际下降（不过由于两强竞争逻辑依然存在，我们认为19年费用率虽有边际下行趋势，但下降幅度可能较小），利润均有望显现，在当前估值仍有空间之时，建议持续关注。

## 2.2 个股分析：预计蒙牛 Q3 收入增速高于伊利，重点关注蒙牛、伊利、澳优

- 伊利股份：预计三季度常温奶增速环比提升，低温奶增速环比略有下降，整体增速环比有所提升，预计落于 10-11% 左右。** 三季度伊利加强了金典买赠促销力度，部分地区 99 元两提，结合我们终端增速跟踪来看，伊利纯牛奶增速有显著环比提升，我们预计金典三季度实现增速约 18-20%（上半年金典增速约 17%），预计安慕希三季度实现增速约 16-18%（上半年安慕希增速约 20%，其中我们预计二季度增长 15% 左右），整体来看我们预计常温奶增速在金典的带动下环比二季度有所提升；低温奶行业竞争加剧，整体低温奶行业增速三季度环比下降，我们认为伊利低温奶增速环比略有下降，预计仍有小个位数的负增长。整体来看，我们认为伊利三季度整体增速环比二季度有所提升，预计三季度收入增速落于 10-11% 之间，累计前三季度收入增速预计落于 12-13% 之间。

原奶成本压力加大，毛利率略有承压，同时费用率同比下降空间较小，我们预计三季度利润增速落于 7-8% 左右的高个位数。根据我们的持续调研跟踪，2019 年上半年伊利原奶采购价上涨约 6-7%（由于提价效应，采购成本涨幅高于行业），1-8 月上涨约 7%，我们预计三季度伊利原奶采购价上涨约 7-8%，成本压力有所加剧。从产品结构来看，伊利推出金典梦幻盖，高端占比有所提升，但是考虑到三季度金典买赠力度有所加大，我们预计产品结构的提升难以完全抵消成本上升与促销加强的影响，预计毛利率同比有小幅下降。费用端来看，两强竞争相对趋缓，预计销售费用率环比、同比均有下降，不过同比下降空间较小；由于 19 年新设健康饮品、奶酪两个产品事业部，同时海外事业部员工需求扩张，预计管理费用率同比有所提升。整体来说，三季度伊利利润端稍有承压，预计归母净利率增速落于 7-8% 之间，累计前三季度利润增速预计落于 9% 左右。

- 蒙牛乳业：预计三季度常温奶增速环比基本持平略有放缓，低温奶增速环比有所提升，整体增速环比略有放缓，预计位于中双位数（15% 左右）。** 蒙牛于二季度加强特仑苏终端促销力度，在此推动下二季度收入增速实现显著环比提升。从三季度我们渠道跟踪来看，特仑苏增速依然延续了二季度的高增状态，我们预计特仑苏三季度增速约为 35%+（上半年特仑苏增速 22%，其中预计二季度增速 35%+），预计纯甄三季度增速略有放缓，低于 20%（上半年纯甄增速 24%+），因此整体来看由于纯甄的环比回落我们预计蒙牛常温奶三季度增速基本持平略有放缓。低温奶方面，蒙牛持续推进产品创新升级，2019 年推出功能型和享受型酸奶，上半年低温增速超过行业，我们预计在此趋势下三季度蒙牛低温增速环比有所提升。此外，奶粉业务在君乐宝带动下预计仍将保持上半年高增长（三季度君乐宝尚未拆分）。整体来看，我们预计蒙牛三季度收入增速略有放缓，预计落于中双位数（15% 左右），累计前三季度预计收入增速落于 15-16% 之间。

成本端继续承压，费用率预计同比边际下降，预计三季度利润增速落于 20% 左右。根据我们的持续调研跟踪，2019 年上半年蒙牛原奶采购价上涨约 5-6%，三季度行业奶价涨幅逐渐拉大，我们认为蒙牛三季度原奶采购价上涨约 6-7%（略低于伊利），成本压力加大。从产品结构来看，蒙牛推出特仑苏梦幻盖，高端占比有所提升，整体产品结构有所改善，我们预计在不考虑君乐宝的情况下蒙牛主体毛利率有望持平（产品结构抵消成本上升），考虑到君乐宝低端产品影响整体毛利率，我们预计三季度蒙牛毛利率同比仍略有下降。费用端来看，两强 9 月竞争相对激烈，预计费用端不容乐观，我们预计毛销差有可能下降，因此保守预计 Q3 归母净利润增速约为 20% 左右，累计前三季度利润增速预计落于 28% 左右。

- 澳优：预计三季度收入符合公司指引，核心业务收入增长 30% 以上，其中羊奶粉与牛奶粉均有望保持 30%+ 以上增速。** 公司于年初制定 2019 年全年业绩指引：即全年自有品牌奶粉实现 30% 以上增长。从我们持续的渠道跟踪来看，三季度终端动销较好，羊奶粉与牛奶粉均有望保持 30%+ 以上的全年指引水平。同时公司于 9 月 26 日发布公告，19Q3 公司核心业务（自家品牌婴配粉）预计实现超过 30% 的增长，也印证了我们的渠道调研结果。澳优目前已拿到 15 个系列 45 个婴幼儿奶粉配方注册，其中多个配方于

2019年3月下旬完成注册，受制于生产、运输以及认证时间，新注册配方（大部分为牛奶粉）二季度并未放量。我们认为牛奶粉在新注册配方的加持下，三季度增速有望落于30-35%之间，同时羊奶粉也有望维持30-35%之间的高速增长，营养品逐渐调整到位，三季度增速也有望环比提升。整体来看，我们预计公司三季度收入增速落于25%左右，累计前三季度收入增速预计落于23%左右。

产品结构改善推动毛利率提升，物流结构改变将使得费用率有所下降，我们预计在不考虑金融工具损益的情况下，三季度利润增长35%左右。与去年同期相比，高毛利率的自有品牌奶粉业务占比有所提升，产品结构的改善会推动毛利率的同比提升。同时由于物流方式的转变（去年同期空运支出较高，19年铁运开通，物流结构有所转变），物流成本也有所降低，我们预计销售费用率同比有小幅下降。从金融衍生工具来看（与股价相关，且损益变动与股价变动方向相反），三季度末澳优收盘价为10.24港元，较二季度末下跌5.32港元，我们计算出该笔金融衍生工具公允价值变动收益约为1.43亿元（汇率按照人民币：港币=1：0.9）。考虑到金融衍生工具，我们预计澳优三季度归母净利润增速约为140-150%左右，累计前三季度利润增速落于25-30%之间；若不考虑金融衍生工具的影响，我们预计澳优三季度归母净利润增速约为35%左右，累计前三季度利润增速落于50-55%之间。

图表 6：澳优经调整金融工具损益后三季度利润详细预测（百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018Q3	2018Q1-3	2019Q1	2019Q2	2019H1	2019Q3	2019Q1-3
经调整前归母净利润	104	223	327	128	456	152	109	260	313	573
调整前 YOY	60%	153%	114%	90%	106%	46%	-51%	-20%	144%	26%
衍生工具调整金额	0	-62	-62	+2	-60	+43	+131	+174	-143	+31
调整后归母净利润	104	161	265	130	396	195	240	434	175	604
调整后 YOY						88%	50%	64%	35%	53%

来源：wind，国金证券研究所

### 三、调味品：龙头集中度提升，强者恒强

#### 3.1 餐饮行业景气度回暖，行业增长持续稳健

- **三季度餐饮持续回暖，行业龙头集中度提升：**三季度调味品继续维持了较高的景气度，行业集中度仍在稳步提升。从零售端来看，参考我们跟踪到的终端数据，前八个月调味品行业增长仍在高个位数，其中海天和中炬累计增速超过10%，千禾累计增速超过20%，龙头企业增速领先，市占率逐步提升，行业集中度提升大趋势不减。从餐饮端来看，7、8月份餐饮行业收入分别同比增长9.4%和9.7%，增速与去年同期持平，三季度餐饮行业逐月回暖；累计前8个月增速达到9.4%，较去年同期微降0.4pct，但跌幅收窄；预计三季度餐饮行业回暖将对调味品行业，特别是头部品牌企业带来正向促进。
- **成本端稳定可控：**调味品核心原材料中，三季度黄豆结束上涨态势稳定在相对高位，三季度环比二季度约有5%的提升，相较于去年同期也有一定的上涨，但相对稳定；纸箱价格同比和环比持续下降，跌幅不断扩大，食盐和食糖价格同比波动不大，综合来看原材料价格整体变化相对稳定。
- **整体来看，我们预计调味品行业三季度仍将维持向上的景气度，其中龙头企业增长将更为可观，在行业增长的大趋势下不断提升市场占有率。我们预计调味品上市公司三季度收入端受益于餐饮回暖、结构升级等因素将继续维持稳健增长，利润端在原材料价格稳定、增值税调减和费用投放更加有效的推动下增长更为可观，高于收入端增速。**

图表 7：餐饮行业前八个月累计同比提升 9.4%



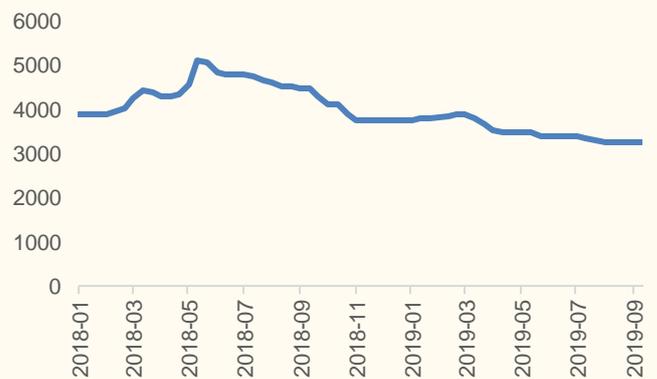
来源：wind、国金证券研究所

图表 8：黄豆价格二季度同比和环比均上升



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：瓦楞纸价格持续下跌



来源：wind，国金证券研究所

### 3.2 个股分析：海天优势巩固，中炬改革效用释放

- **海天味业：三季度预计仍将稳中有升，龙头优势巩固。**公司 Q3 仍延续了以月度间库存和动销调配确保季度间平稳增长，我们跟踪到的终端数据显示公司 7 月份以消化库存为主实现高增长，8、9 月份以自然动销为主增速回落至平均水平；因此我们预计公司 Q3 收入端增速环比变化不大。分品类来看，酱油维持双位数增长难度不大，蚝油超过 20% 的高增长趋势将延续，酱类调整推广策略和品类分布将助力三季度实现高个位数增长；食醋、复合调味料等体量较小，海天品牌和技术优势给予其增长的空间，预计仍将实现高增长。公司成本端受益于超强的成本管控能力，应对原材料价格波动能力较强，但随着酱油占比下降，预计毛利率同比仍会有所下降。费用端预计投放力度仍在可控范围内，也将对公司品牌影响力和市占率提升带来正向促进。海天产品端结构升级和品类扩张仍在持续，作为龙头也将率先受益于行业集中度提升，市场份额持续增加。我们预计公司 Q3 收入端实现 16% 的增长，归母净利润实现 22% 的增长；累计 Q1-Q3 收入端增长 16%，利润端增长 22%。
- **中炬高新：激励改革促规模提升，调味品业务稳增长。**2019 年是公司大刀阔斧改革的一年，核心管理团队和激励机制逐渐理顺；公司管理团队更加精简有效，激励机制注重收入利润均衡发展，追求又快又好发展，推动整体效率提升和业绩的增长。参考我们跟踪到的终端数据，三季度公司零售

端增速仍在两位数，叠加公司不断加快餐饮渠道的覆盖，预计三季度调味品增速在 15% 左右。分品类来看，酱油作为公司的核心产品预计增速在 11% 左右；鸡精鸡粉经公司战略调整后增长可观，作为公司第二大品类成长空间较大；蚝油、料酒等小品类基数较小且正处快速成长期，预计整体增速在 40% 以上。成本端虽然酱油的占比下降，但随着公司阳西产能投产和生产效率优化，毛利率预计与去年同期持平。费用端预计销售费用率同比略有上涨，管理费用率受人员薪酬调整同比上升，整体费用率预计将同比上涨，后续随着薪酬调整到位，费用率将持续可控。考虑母公司和其他业务的影响，我们预计公司 Q3 收入端实现 13% 的增长，利润端实现 19% 的增长；累计 Q1-Q3 收入端增长 11%，利润端增长 11%。

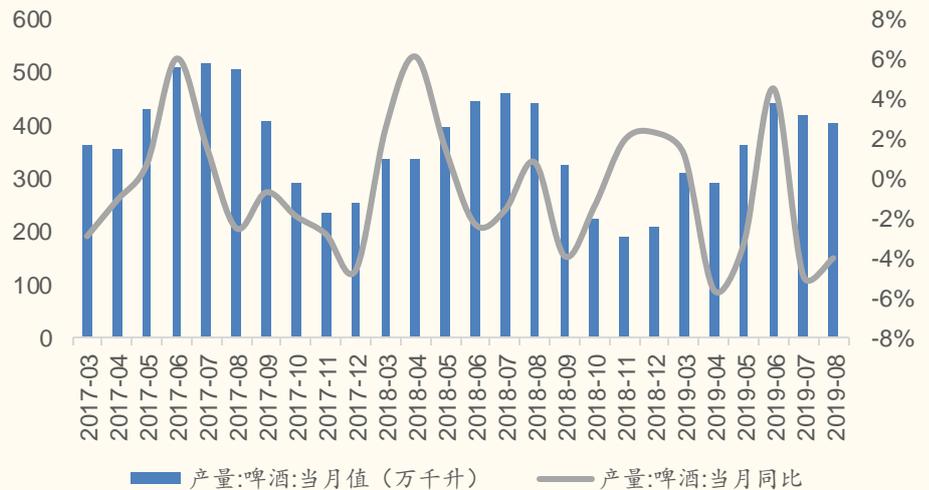
- **恒顺醋业：理顺集团关系，三季度增速预计环比提升。**公司上半年经历了提价从出厂端到零售端的过渡，收入端实现 9.4% 的增长；预计三季度提价效应将逐步理顺，预计稳中有升。恒顺作为镇江香醋和国内食醋的领军企业，核心区域华东地区仍有较大可开拓空间，华南、华中等地区的品牌知名度和渠道建设不断增强。恒顺在商超有较高的覆盖率，餐饮渠道仍充斥着大量的小品牌和配制香醋，有较大的产品替代和消费者教育空间。食醋行业全国化的进程仍在初期阶段，行业整合大趋势下拥有百年历史的恒顺醋业更有机会凭借行业积累占据领先优势。预计公司 Q3 收入端将实现 10% 的增长，利润端将实现 15% 的增长；累计 Q1-Q3 收入端增长 10%，利润端增长 15%。

#### 四、啤酒：结构升级是核心逻辑，增值税调减效应全面显现

##### 4.1 量跌价升，盈利能力改善

- **前三季度产量预计与去年同期持平或略有上涨。**前八个月啤酒总产量累计同比微增 0.4%，仍在上升通道。但 7、8 月份受气温等因素影响，啤酒产量分别同比下跌 4.9% 和 4.0%，旺季产量表现一般，预计 9 月份产量仍将同比下降，三季度整体产量大概率下跌 4% 左右，但综合前 9 个月来看，预计产量与去年同期持平或略有上涨。
- **结构升级带动 ASP 提升仍在延续：**随着消费升级和消费者对产品品质要求提升，各大企业有意识的缩减低端产品的销量和营销费用，加大中高端主流产品的营销推广和消费者教育，低端产品占比逐渐减少。三季度各企业产品结构升级的进程仍在推进，我们预计三季度啤酒消费 ASP 同比将继续增长，结构升级大趋势仍在延续。
- **增值税调减效应全面显现，盈利改善逻辑不变。**三季度原材料中玻璃价格回调，大麦价格仍相对承压，预计对各企业成本端仍有一定的影响。三季度增值税调减后产业链利润分配逐渐理顺，预计对啤酒生产企业的影响更加正面，效应全面显现。结构升级叠加费用投放效率提升和增值税调减，我们认为行业结构升级带动盈利改善的大逻辑不变，行业整体利润端增长依旧可观。

图表 10：啤酒产量三季度表现疲软



来源：wind、国金证券研究所

#### 4.2 青啤利润释放，重啤结构升级超预期

- **青岛啤酒：Q3 量跌价增预计收入微增，利润持续释放。**公司上半年销量提升+结构升级共同推动收入端实现 9.22% 的增长；其中量增 3.6%、价增 5.5%，结构升级提速。三季度 7、8 月份受天气和渠道消化库存等影响，公司产量与行业同期下滑；9 月份终端反馈库存良性，预计销量仍将同比下降；整体来看，三季度整体销量预计下滑 2%，前三季度合计销量较去年同期略有提升。价格端来看，三季度中高端产品持续放量，整体吨价仍在上行，预计三季度 ASP 仍有 4% 左右的提升，收入端较去年微增。成本端来看，三季度预计玻璃瓶压力进一步缓解，进口大麦价格环比下降，成本端压力减缓。三季度费用端变化不大，增值税调减预计也会使公司在产业链上下游收获利润增量。预计公司 Q3 收入微增 1% 左右，利润增长 23%；累计 Q1-Q3 收入端增长 6%，利润端增长 24%。
- **重庆啤酒：醇麦国宾升级超预期，产品结构优化。**公司上半年啤酒业务量增 2.3%，价增 1.6%，量价齐升带动收入端增长 3.92%；并且 Q2 环比 Q1 吨价提升，结构升级加快。上半年高增长得益于重庆地区 8 元的“国宾醇麦”替代 6 元的“国宾”推进超预期，产品结构持续优化。预计三季度核心产品升级仍在推进，但销量增长大概率为负，整体收入端预计 3% 的增长。三季度行业整体大麦和玻璃瓶价格上涨压力减缓，包材价格同比仍在下降，预计成本端压力降低。费用端预计销售费用率同比略有下降，前三季度整体预计与去年同期相比变化不大。公司今年重庆地区推进产品升级、大举进攻四川市场、新增乌苏订单等都对经营带来正向促进。我们预计公司三季度收入增长 3%，利润增长 15%；累计 Q1-Q3 收入端增长 4%，利润端增长 14%。

### 五、其他食品类：看好三季度业绩明确个股

- **绝味食品：开店稳健同店环比略降，竞争力持续强化。**公司上半年新开门店 683 家，同比增长 12%；同店收入受满减优惠和部分产品提价等影响增长 7% 左右。三季度预计公司仍将维持稳健的开店速度，新增 300-350 家门店，同比增长 11%-12% 左右，全年 800-1200 家店目标完成难度不大；预计同店增长将回落至 4-5% 的增长，整体收入增长在 17% 左右。成本端 Q3 鸭脖价格环比仍在回落，同比维持稳定向上，辅以公司提前锁价等政策，预计三季度毛利率将同比略下降。三季度预计销售费用率将持续同比下降，过万家的线下门店是公司很好的品牌宣传载体，线上过千万的粉丝量是品

牌影响力持续提升的重要保障。我们预计公司三季度收入端录得 17% 的增长，归母净利润实现同比 23% 的增长；累计 Q1-Q3 收入端增长 19%，利润端增长 25%。

- **香飘飘：冲泡系列发力，收入仍将高增长，但注意果汁茶冰冻化率问题。**上半年公司果汁茶实现销售额 6.2 亿，销售规模超预期；但进入三季度后受冷冻化率偏低、行业竞争加剧等因素影响，出货量环比下降，预计销售规模在 3 亿左右。上半年冲泡类产品中经典系列维持了 7.9% 的稳健增长，预计三季度持续增长；好料系列受公司主动控制发货量影响销量同比下降 18.3%，三季度包装换新后开始正常发货，预计同比将正向增长。费用端预计果汁茶和冲泡系列同时投放营销资源，同比将有所上行。综合来看，我们预计公司三季度收入端实现 33% 的增长，利润端实现 22% 的增长；累计 Q1-Q3 收入端同比增长 46%，归母净利润同比增长 130%。
- **洽洽食品：黄袋加速+蓝袋高速+红袋稳定增长，销售状况良好。**公司上半年整体收入增长 6.02%，但黄袋（40-50%）和蓝袋（30%）维持了可观的增长。三季度随着中秋、国庆旺季备货，分众广告投放和包装升级等合力推动，整体规模预计环比将有明显提升，其中黄袋 7、8 月份增速超过 100%，9 月份仍有超过 40% 的增长，预计三季度整体增长 47%；蓝袋预计将维持 30%+ 的增长，红袋继续稳中有升。受益于提价和增值税调减，三季度预计毛利率仍将同比提升；费用端因公司加大广告投放和地面营销的费用，预计同比将有所上行。整体来看，我们认为公司三季度环比二季度表现更佳，预计收入同比增长 13%，利润同比增长 22%；累计 Q1-Q3 收入端同比增长 8.5%，归母净利润同比增长 25%。
- **三只松鼠：巩固线上优势，产业链优势延伸。**公司上半年交出上市后第一份亮眼答卷，收入高增长 39.6%，线上线下齐开花，“一主两翼”渠道格局基本成型。参考我们跟踪到的线上数据，公司三季度阿里+京东 GMV 合计同比增长 36.6%，延续了上半年的增长势头；线下投食店和联盟小店仍在加速布局，同时中秋期间预计礼盒产品销售状况良好。预计公司费用投放环比变化不大。我们认为公司三季度将延续上半年的高增趋势，继续巩固线上渠道优势，并将产业链优势不断延伸，稳坐休闲食品头把交椅。预计公司 Q3 收入端增长 35%，累计 Q1-Q3 收入端增长 37% 左右；预计 Q3 利润端增长 30%，累计 Q1-Q3 利润端增长 29% 左右。
- **中国食品：预计三季度整体业绩维持稳健增长，利润有望逐渐显现。**上半年公司营收增长较为稳健（+9.8%），主要在于占比较高的汽水业务依然保持了较为稳定的增速（+9.5%）。结合我们持续的渠道跟踪来看，三季度碳酸汽水终端动销较好，我们预计公司三季度汽水业务有望维持稳健的增长，增速落于 9% 左右，累计前三季度实现收入增长约 9-10%；果汁行业上半年呈现负增长态势，三季度整体增速仍在放缓，我们预计公司果汁业务增速环比略有下降；瓶装水与能量饮料不断推进产品结构升级与渠道拓展，我们预计三季度水品类与其他饮料仍将实现较快增长（超过 20%）。成本端来看，公司提前半年锁定原材料价格，而从果糖、PET、铝等 2019 年的价格走势来看，我们预计三季度成本将会有所下降，叠加产品结构的改善，毛利率预计将同比提升。此外，公司通过区域整合不断优化供应链，费用投放效率不断提升，我们预计三季度费用率有望同比下降。整体来看，我们预计公司三季度收入增速落于 10% 左右，累计前三季度收入增长约 10%；预计公司三季度归母净利润增速为 20% 左右，累计前三季度利润增长 16% 左右。
- **中粮肉食：三季度猪价高涨，然而猪瘟疫情扰动因素仍未消除，仍需注意短期风险。**受非洲猪瘟疫情影响，全国生猪存栏及能繁母猪存栏量出现连续多月下滑，且降幅不断扩大：2019 年 8 月，生猪存栏量和能繁母猪存栏量均已降至近十年最低点，分别同比下降 38.7% 和 37.4%。公司于中期业绩发布会上将全年出栏量预期下调至 220 万头（2018 年出栏量为 255 万头），结合我们持续的跟踪来看，我们预计公司三季度依然可能会受非洲猪瘟影响。不过在行业加速出清背景下，猪价飞涨，三季度我国 22 省市生猪均价达到 23.08 元/kg，同比上涨约 71.6%。在此情况下，我们预计公司三季度生猪销售均价同比提升约 75% 至 22.3 元/kg，预计头均重量也将有

较大幅上涨，整体来看，我们预计三季度生猪养殖业务收入预计将可能同比下降。此外，我们预计三季度生鲜猪肉销量也将有所下滑，但受益于猪价的上漲（三季度猪肉行业均价上漲约 60%）以及品牌生鲜占比的持续提升（预计有望超过 32%），我们预计生鲜猪肉业务收入增长约 20%左右。此外，由于公司生猪出栏量缩减，公司将加大进口量，预计进口业务三季度收入同比增长超 50%。整体来看，我们预计公司实现三季度收入增速 22%左右，前三季度累计收入增速 30%左右；受益于三季度猪价飞涨，我们预计生猪养殖分部业绩将扭亏为盈，预计三季度公司整体业绩（生物资产公允价值调整前）实现扭亏为盈，累计前三季度来看预计业绩仍将为负，但亏损面收窄。

## 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。

**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