

# 一线白酒确定性仍为最高，燕京管理层变革利在长远

食品饮料行业周报

2019年10月21日

### 报告摘要：

- **10月模拟组合：贵州茅台（25%）、五粮液（25%）、泸州老窖（25%）和恒顺醋业（25%）。**
- **白酒：茅台业绩低于预期不足惧，一线白酒确定性仍为最高。**茅台：批价近期走势符合前期预期，整体震荡向上，本周已站上2300元。最新了解，Q4直营及直控（商超、电商）整体发货节奏仍有望保持快节奏，尽管Q4预计9000吨左右配额同比近小个位数增长，但直营及直控渠道的高出厂价有望显著推高吨价，Q4业绩仍毋需担忧。**五粮液：**中秋后批价小幅回升至940元-950元，环比节前小涨20元。我们对中秋期间五粮液库存去化予以乐观预期，判断五粮液有望复制今年春节走势。目前跟踪五粮液渠道库存不足一个月。**泸州老窖：**国窖1573暗流价770-780元，控货手段效果尚可。**投资建议：**中秋国庆双节调研显示，行业增长态势总体稳健、分化加强。仍建议超配高端白酒茅五泸组合，重点关注今世缘、山西汾酒、顺鑫农业、口子窖、洋河股份、古井贡酒等。
- **啤酒：9月行业产量恢复正增长，燕京管理层年轻化正式开启，惠泉前景值得期待。**今年前9月中国规模以上啤酒企业累计产量同比+0.7%，19Q3产量同比-2.4%，9月单月产量同比+3.4%。尽管短期看行业产量低于预期，但调研显示各主要厂商产品结构升级趋势仍较为明显，预计各主要公司19Q3收入仍将保持收入端正增长，且利润增速将显著高于收入增速。**本周最重要消息是燕京多名高管因退休原因辞职，代表公司管理层年轻化大幕正式开启，惠泉班子变革、前景值得期待。长期看好啤酒板块表现，推荐排序为青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒。**
- **调味品：三季报海天收入增速有望领跑行业，榨菜去库存进程顺利。**尽管近期跟踪来看，海天、中炬、恒顺等企业在部分地区终端库存水平环比有所抬头，但预计整体可控，Q3业绩有望维持稳定（主要企业均有双位数增长），海天增速有望领跑行业。涪陵榨菜目前仍处于渠道去库存阶段，近期跟踪显示渠道库存已降至1-1.5个月，环比19Q2末1.5-2个月下降明显，20H1迎来基本面拐点概率持续增加，不过Q3业绩大概率仍为负增长（保持渠道低库存操作），建议三季报后重点关注。**敬请参阅我们最近发布公司动态深度报告《加速库存去化，静待柳暗花明》（2019.08.30）。**
- **乳制品：伊利股份激励方案获股东大会通过，预计19H2行业竞争整体仍将维持高位。**19H1尽管原奶成本上涨小幅拖累两强毛利率，但在18Q2超高费用基数基础上，19Q2两强费用率仅小幅走低，且走低较少的蒙牛19Q2收入增速预计显著高于伊利（预计+14-15%VS伊利的+9%），下半年尽管两强面临成本压力将高于上半年，但我们判断两强地面促销争夺力度不会减弱，判断伊利将发动更大力度攻势扳回一城。本周伊利股权激励方案获得股东大会通过，预计板块情绪有望好转。近期渠道跟踪来看，行业促销力度环比节前有所减弱，中秋强促销期已过。
- **风险提示：**宏观经济不达预期、中美贸易谈判出现反复、食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

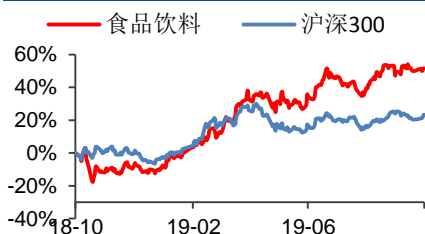
代码	重点公司	现价 10月18日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600519	贵州茅台	1175.79	34.23	40.75	48.48	34	29	24	推荐
000858	五粮液	127.30	4.38	5.2	6.13	29	24	21	推荐
000568	泸州老窖	84.50	2.38	3.22	3.93	36	26	22	推荐
600305	恒顺醋业	14.51	0.45	0.52	0.59	32	28	25	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

### 研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662026

邮箱：xionghang@mszq.com

### 研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

### 研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

### 相关研究

## 目录

<b>一、本周行业投资建议</b> .....	<b>3</b>
(一) 白酒: 茅台业绩短期低于预期不足惧, 一线白酒业绩确定性仍是最高 .....	3
(二) 啤酒: 9月产量数据如预期回升, 燕京高管年轻化正式开启 .....	7
(三) 乳业: 19H2 行业竞争将大概率维持高位 .....	8
(四) 调味品: 行业基本面总体稳定, 榨菜去库存进程顺利 .....	10
<b>二、本周行情回顾</b> .....	<b>12</b>
<b>三、重点数据跟踪</b> .....	<b>15</b>
(一) 白酒 .....	15
(二) 葡萄酒 .....	15
(三) 啤酒 .....	16
(四) 乳制品 .....	16
(五) 肉制品 .....	17
<b>四、行业要闻及重点公司公告</b> .....	<b>17</b>
(一) 行业要闻 .....	17
(二) 公司公告 .....	19
<b>五、风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>25</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>25</b>

## 一、本周行业投资建议

### (一) 白酒：茅台业绩短期低于预期不足惧，一线白酒业绩确定性仍是最高

本周中信白酒指数下跌 1.15%，小幅跑输沪深 300 指数（-1.08%），小幅跑赢上证综指（-1.19%）。北上资金有小幅流出，白酒板块北上资金持有市值下降 27.49 亿元；茅五泸洋等一线白酒持有市值下降 24.94 亿元。

图 1：白酒估值（PE-TTM）水平本周升至近 10 年来 80% 左右分位



资料来源：Wind，民生证券研究院

### (1) 贵州茅台：业绩短期不及预期不足惧，Q4 预计直营、直控渠道仍将放量

#### 1、短期业绩不及预期不足为惧，Q4 预计直营、直控渠道仍将放量

周内，贵州茅台公布三季报，报告期内公司实现营业收入 635.09 亿元，同比+15.53%；实现营业收入 609.35 亿元，同比+16.64%；实现归属上市公司净利润 304.55 亿元，同比+23.13%。2019Q3 单季度，公司实现营业收入 214.47 亿元，同比+13.81%；实现归属上市公司净利润 105.04 亿元，同比+17.11%。这一业绩水平低于市场预期及我们此前预期水平。

但是，我们核心的观点是，低于预期的核心原因仍是收入确认节奏的相对保守。前三季度，茅台酒实现收入 538.32 亿元，同比+16.36%。19Q3 单季度，茅台酒实现收入 190.38 亿元，环比 19Q2 增加 37.4 亿元（对应接近 1500-1700 吨茅台配额）同比增长 12.77%。按照报表口径，我们估算前三年公司报表确认茅台酒接近 2.4 万吨左右。我们判断 19H1 报表端比实际发货端提前确认了约 0.1 万吨（报表确认约 1.55 万吨 VS 实际发货约 1.45 万吨），19Q3 报表内确认的预计约 8200-8300 吨相较于实际发货的 9000 吨也有接近 0.1 万吨的差额，因此此消彼长对冲后，前三季度茅台实际确认量相较于预测实际累计发货量基本持平或极微幅增长，即三季度收入端增长的不达预期仍来自于茅台确认节奏的回溯，而非实际经营性问题。

直营渠道加速放量，判断 Q4 节奏进一步加快。按渠道来看，前三季度直销实现收入 31.03 亿元，同比-19.83%，下滑幅度环比 19H1 显著收窄，19Q3 直营渠道放量较为明显。19Q3 单季度直销渠道实现收入 15.01 亿元，同比+16.12%，这一趋势与我们草根调研得到的结论一致。根据最新了解的情况，Q4 茅台直营渠道将进一步加快放货节奏，全年直营

店配额有望上看 2000+吨，这将有利于批价的进一步稳定，同时也将利好四季度业绩。

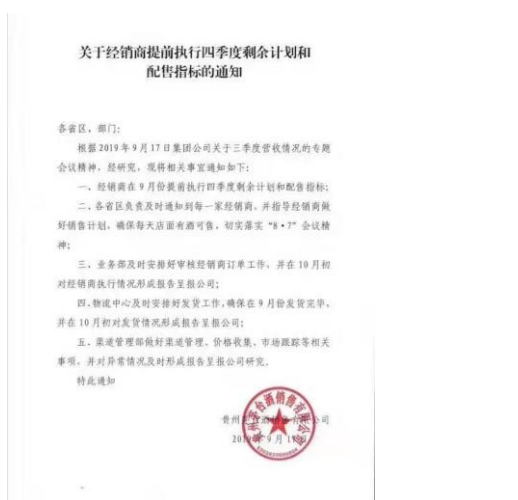
## 2、国庆后批价短期进入震荡期，Q4 直营及直控渠道放量将是大概率事件

8 月下旬起，受茅台渠道巡查及中秋需求走高影响，飞天批价创历史新高至 2600-2650 元，后期受供给增加有小幅回落，在 2500 元附近企稳。9 月 8 日贵州省市场监督管理局就茅台酒市场领域违法违规行为进行线索征集，导致次周前三天批价及市场价出现 200 元以上急跌，但是很快止跌企稳，并持续反弹至 2550 元，基本收复前期跌幅的大部分。

针对批价快速反弹的状况，茅台三招齐发。(1) 经销商提前执行年内剩余配额。9 月 17 日，公司再次发布通知，运行经销商在 9 月份提前执行 2019 年剩余全部计划和配售指标，要求物流中心配合在 9 月份完成发货，并要求各省区贯彻执行“8.7 会议”精神，确保店面每天有酒可售。(2) 电商销售渠道方正式公告，天猫和苏宁易购入围。9 月 20 日，天猫和苏宁易购正式入围公司公开招标的电商销售服务商名单。此次电商服务商计划为 400 吨，由于招标名额有三个，此次仅确定天猫及苏宁易购两家，因此尚不确定未来是否有第三家存在，故具体配额数尚不确定。但此次 400 吨计划将在 2019 年年内执行完毕。(3) 茅台要求配额在 10 吨以上的经销商提前打款 1000 万元，预计目的在于压紧经销商现金流、加大经销商出货动力，进一步对批价进行打压。

上述三大举措代表公司短期压价决心十分坚定，对前期快速反弹的茅台价格实现了有效控制。如果说 9 月上旬批价急跌主要来自于负面情绪扰动，而根据草根调研显示，9 月中旬开始终端茅台发货节奏明显加快。一方面由于是前期公司要求 9 月底前经销商 10/11 月配额要全部执行完毕且完成发货；另一反面，尽管国庆节前电商渠道尚未开始发货，但直营店渠道和商超渠道发货节奏明显提升（主要是散瓶快速加大供应），导致散瓶茅台回收价格快速下行，对整件回收及流通价格也有一定的负面影响。

图 2：9 月 17 日茅台公布经销商可提前执行 Q4 计划



资料来源：微酒，民生证券研究院

图 3：天猫和苏宁易购成为茅台新的电商销售服务商



资料来源：微酒，民生证券研究院

**我们仍维持此前观点——近期批价出现回调本就是大概率事件，批价短期调整利在长远，公司重手管控对茅台价格及公司利益而言是短空长多。**

我们再次强调今年以来茅台批价持续上涨的核心原因——供给扭曲+投资属性持续走强双重因素共振,使得今年飞天批价自年初以来上涨最高达 900 元(1750 元至 2650 元),成为历史上茅台涨幅最大的一年,没有之一。我们认为,今年批价的超预期上涨的形态和结构是较为扭曲的,更多反应的是经销渠道的供求关系,但经销渠道计划量今年只占 55% 左右,而直营/电商管控严格、集团也将占据接近 10% 配额量(以 2019 年 3.1 万吨配额计算),因此批价反应的供求格局是有很大的局限的。茅台直营/电商/集团大客户团购将更会加精准瞄准真实需求进行投放,批价反映的社会真实需求面应该是趋弱、反映投资属性面应是趋强。因此,公司压制失控的批价,大的意图在于熨平周期,尽可能延长周期拐点到来的时点。同时,渠道利差显著高于公司利润,因此短期实施调控才有可能实现渠道利差的转移,否则任何提价操作都将加快周期拐点的到来(我们判断明年提出厂价或提建议零售价概率只有 50%,是否具备提价基础仍基于批价位置)。

对未来茅台价格看法:急跌后将进入短期震荡期,未来仍有新高可能,但年前走势取决于茅台放量方式与节奏

经过国庆前的急跌期,国庆假期归来这两周,批价在 2200-2350 元区间波动,相比节前批价最高点已下跌约 300-450 元,公司多项重手基本达到了预期效果,因此对未来批价的市场炒作情况也将有所震慑。我们判断,此次调整走势将基本类似中秋前走势,急跌期后市场将逐渐进入短期震荡期(目前来看,茅台批价走势基本符合我们判断)。我们仍维持 2100-2200 元是近期批价强支撑的主要判断,批价最悲观的时间已经过去。但是我们认为,目前茅台核心的供需矛盾问题仍未得到根本性解决,价格的短期回调为未来茅台批价再创新高客观上反倒提供了有利条件,因此我们判断茅台价格未来再创新高仍是大概率事件。

不过,从现在到春节前的 3 个月左右走势,仍核心取决于茅台放量节奏。根据目前数据判断,19Q4 公司可执行的配额预计在 9000 吨左右,同比去年仅有小个位数增长。因此,总量增量不多的大背景下,公司放货渠道及节奏将是核心关键。我们判断,以 Q3 取得良好效果的战术为对照蓝本,Q4 直营和直控渠道放量仍是大概率事件,这也与我们近期调研取得基本结论完全一致。

### 3、5.6 万吨茅台产能将于明年年中竣工,保障公司远期发展空间

10 月 16 日,贵州茅台中华“十三五”茅台酒技改项目及习水 3 万吨酱香系列酒技改项目建设推进会在茅台 201 厂新寨片区召开,明确茅台酒技改工程在明年 6 月 30 日以前全面竣工,酱香系列酒技改项目也在明年基本建成。工程竣工后,茅台酒和酱香系列酒将各自达到 5.6 万吨产能。

本月初,茅台集团召开 2020 年度茅台酒生产质量大会,这也是茅台集团历史上规模最大的一次生产大会。会议上提及,2019 年公司共计完成茅台酒基酒生产约 4.99 万吨。新技改项目的落地意味着公司将新增 6000 吨基酒生产能力。而且,此次技改项目扩建后,考虑到环境的承载能力与上游的原材料情况,在相当长的时间内将不考虑扩建。

## (2) 五粮液：节后库存维持低水平，批价小幅回暖

中秋库存去化大概率向好，三季报确定性较高。中秋前五粮液库存情况较为合理，维持在 1.5-2 个月左右。调研显示，中秋期间五粮液面临的市场情况类似于今年春节期间——当时茅台供给短缺，渠道库存处于高位的五粮液快速实现库存去化。今年中秋操作方面，公司强力管控八代出货节奏，节前社会平均库存存在 1.5-2 个月附近，终端饥饿程度显著高于以往任何一个时点。因此，在茅台节前供给仍然偏紧、批价持续处于高位的情况下，五粮液库存去化情况较为乐观。调研显示，五粮液中秋出货普遍有两位数以上增长，节后渠道库存较低，普遍在 1 个月以内，预计今年中秋出货情况大概率将复制今年春节后的乐观反馈，三季报的确定性较高。

批价节后小幅回暖，预计发货节奏将进一步控制。8 月 10 日八代团购价正式提至 1006 元，终端标价多数已按公司要求升至 1299-1399 元。受益于前期茅台供给持续紧张，中秋节前五粮液批价在 960-970 元一线。不过，中秋旺季到来后部分地区市场批价出现小幅下跌，来到 920-930 元，我们认为这是中秋旺季期间经销商加大出货力度的必然情况。由于今年五粮液数字化营销手段执行较为有效，返利及积分兑现较为及时，经销商盈利空间得到较大提振，叠加返利后最高单瓶盈利已超过 100 元。在这种情况下，部分经销商选择降低 20-30 元出货，实际相当于放弃了返利及积分利润，单瓶盈利最低仍有 30-40 元。近期茅台通过放量手段加强了对批价的平抑，飞天批价出现快速回调，对五粮液后期挺价增加了难度，但是茅五之间巨大价差仍然客观存在，因此我们判断五粮液批价进一步下行的概率极低。预计 Q4 公司将对发货节奏实现进一步控制，我们对于后期普五批价仍维持乐观判断。节后，由于出货意愿以及库存水平整体降低，普五批价小幅回升 20 元左右至 940 元上下。

## (3) 国窖 1573：近期控货小幅提振暗流价和成交价

国窖 1573 暗流价在 770-780 元，一般经销商报 830-850 元，相较于前期低点上涨 20-30 元，控货效果较为明显。

19H1 国窖任务完成情况极为乐观，据我们草根调研显示，中秋前国窖 1573 在部分地区已基本完成全年任务，加之社会库存偏高，因此公司实施缩量保价动作不足为奇。不过，公司今年多次停货动作并未有效实现批价有效上挺，我们认为这与目前国窖品牌运营模式不无关系。品牌运营公司股东经销商以及部分弱势地区经销商通过后端分红或返利形式实现盈利，而非通过前段流通阶段实现，始终压制国窖批发及零售价格。

投资建议方面，仍建议超配高端白酒茅五泸组合；同时关注今世缘、山西汾酒、顺鑫农业、古井贡酒、口子窖、洋河股份等品种。

图 4：9 月白酒板块绝对、超额收益均为负（单位%，对标指数为食品饮料指数 VS 上证综指）

绝对收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	6.2	13.8	4.5	41.4	21.7	9.0	-5.3	0.0	3.9	6.2	23.9	31.5
2007	12.3	-5.7	7.1	22.1	10.4	5.3	12.7	12.9	4.9	12.7	-13.9	28.8
2008	-13.4	-1.8	-15.2	3.5	-10.7	-19.2	13.6	-12.6	-9.1	-28.2	14.5	-2.1
2009	0.7	9.9	3.3	3.3	1.3	24.9	10.3	-5.8	5.3	0.8	19.4	3.0
2010	-4.5	-1.7	-2.4	-9.2	-1.5	-2.9	14.1	14.2	6.7	2.1	16.3	-10.2
2011	-5.7	2.5	-0.5	2.1	2.3	5.8	7.3	5.1	-12.3	4.3	2.8	-11.6
2012	-2.2	11.9	-3.3	11.8	0.3	2.0	0.8	-8.7	7.3	0.4	-17.8	3.5
2013	-12.1	-0.3	-11.6	-2.9	10.4	-10.4	-7.9	1.1	-13.0	-4.7	4.6	-8.1
2014	-5.7	8.0	3.0	4.1	-4.8	1.7	12.5	0.1	1.4	-3.6	2.0	21.3
2015	-3.5	2.8	6.5	18.4	4.0	6.5	-14.8	-8.5	-2.5	9.4	-0.3	7.6
2016	-14.1	0.9	18.9	1.3	4.6	10.5	5.6	-1.9	-4.6	6.7	0.2	1.2
2017	2.3	6.6	7.3	3.5	4.6	7.9	4.4	1.2	6.2	14.3	-1.4	12.2
2018	7.1	-8.0	-6.2	-0.1	17.6	-3.7	-2.1	-12.3	9.4	-26.6	5.9	0.5
2019	14.3	13.4	20.2	8.9	-6.4	13.5	-0.8	14.75	-0.6			
正收益概率	42.9%	64.3%	57.1%	78.6%	71.4%	71.4%	64.3%	50.0%	57.1%	69.2%	69.2%	69.2%

超额收益	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	-2.2	10.5	4.5	30.5	7.7	7.1	-1.8	-2.9	-1.8	1.4	9.7	4.1
2007	8.2	-9.1	-3.4	1.5	3.4	12.3	-4.3	-3.8	-1.5	5.5	4.3	20.8
2008	3.3	-1.1	5.0	-2.8	-3.7	1.1	12.2	1.0	-4.8	-3.6	6.2	0.6
2009	-8.6	5.3	-10.7	-1.1	-4.9	12.5	-5.0	16.0	1.1	-7.0	12.8	0.4
2010	4.3	-3.8	-4.3	-1.5	8.2	4.6	4.1	14.2	6.1	-10.0	21.6	-9.8
2011	-5.0	-1.6	-1.2	2.6	8.1	5.1	9.5	10.1	-4.2	-0.3	8.3	-5.9
2012	-6.4	6.0	3.5	5.9	1.3	8.2	6.3	-6.0	5.4	1.2	-13.6	-11.1
2013	-17.2	0.6	-6.1	-0.3	4.8	3.6	-8.7	-4.1	-16.7	-3.2	0.9	-1.4
2014	-1.8	6.9	4.1	4.5	-5.4	1.2	5.0	-0.6	-5.2	-8.0	-8.9	0.7
2015	-2.7	-0.3	-6.8	-0.2	0.1	13.8	-0.4	4.0	2.3	-1.4	-2.1	4.9
2016	8.5	2.7	7.2	3.4	5.3	10.1	3.9	-5.4	-2.0	3.5	-4.6	5.7
2017	0.5	4.0	7.9	5.6	5.8	5.4	1.9	-1.4	6.6	12.9	0.9	12.5
2018	1.9	-1.7	-3.4	2.7	17.1	4.3	-3.2	-7.1	5.9	-18.9	6.4	4.1
2019	10.7	-0.4	15.1	9.3	-0.5	10.7	0.8	16.33	-2.2			
正超额收益概率	50.0%	50.0%	50.0%	64.3%	71.4%	100.0%	57.1%	42.9%	42.9%	38.5%	69.2%	69.2%

资料来源：民生证券研究院整理

图 5：白酒板块主要覆盖标的的三季度预测

股票代码	公司名称	19年收入同比			19年利润同比			EPS				PE			
		19H1	19Q3E	2019E	19H1	19Q3E	2019E	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600519.SH	贵州茅台	18.2%	13.8%	16.0%	26.6%	17.1%	22.1%	28.02	34.23	40.75	48.48	42	34	29	24
000858.SZ	五粮液	26.8%	26.0%	25.0%	31.3%	30.0%	27.0%	3.47	4.38	5.20	6.13	37	29	24	21
000568.SZ	泸州老窖	24.8%	23.0%	24.5%	39.8%	33.0%	35.2%	2.38	3.22	3.93	4.62	36	26	22	18
603369.SH	今世缘	29.5%	24.0%	26.0%	25.2%	20.0%	24.0%	0.92	1.14	1.38	1.62	34	27	23	19
002304.SZ	洋河股份	10.1%	3.0%	8.0%	11.5%	6.0%	10.0%	5.39	5.92	6.80	7.62	19	17	15	13
600779.SH	水井坊	26.5%	22.0%	24.0%	27.0%	25.0%	26.0%	1.19	1.50	1.81	2.16	39	31	25	21
600809.SH	山西汾酒	22.3%	23.0%	26.1%	26.3%	27.0%	30.5%	1.69	2.21	2.75	3.27	49	38	30	26
000596.SZ	古井贡酒	25.2%	18.0%	19.0%	39.9%	30.0%	29.0%	3.37	4.35	5.23	6.25	31	24	20	17
000860.SZ	顺鑫农业	16.4%	17.0%	19.9%	34.6%	36.0%	52.1%	1.30	1.53	2.12	2.51	39	33	24	20
000799.SZ	酒鬼酒	35.4%	9.5%	32.0%	36.1%	-39.5%	33.0%	0.69	0.91	1.18	1.54	51	38	30	23
603198.SH	迎驾贡酒	8.6%	4.0%	8.0%	16.4%	12.0%	13.0%	0.97	1.10	1.19	1.28	21	19	17	16
600197.SH	伊力特	-5.7%	-8.0%	-6.0%	-6.4%	-10.0%	-7.0%	0.97	0.90	0.99	1.07	16	17	15	14

资料来源：民生证券研究院整理

## （二）啤酒：9 月产量数据如预期回升，燕京高管年轻化正式开启

19 年 1-9 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 3119.4 万千升，同比+0.7%；9 月单月行业产量 317.6 万千升，同比+3.40%，逆转了 7 月和 8 月的连续负增长。这一走势也基本符合我们前期判断。不过综合 19Q3 产量来看，全国规模以上啤酒企业累计产量为 1137.6 万千升，同比-2.4%。

此前，我们判断 19Q2 产销超预期的原因有二：（1）同比口径可能有所变动。去年 6 月是男足世界杯基数理论上应较高，此次统计口径或有所变化。（2）厂商或考虑三季度旺季以及为完成半年度目标而或提前生产向渠道压货。因此，7 月数据同比下滑较多验证我们此前判断，Q2 超预期有渠道备货、厂商提前生产的因素。当然，去年 7 月因世界杯因

素同比基数仍较高也是客观因素之一。

三季度全国产量的负增长，预计来自于三个原因：(1) 19Q2 末的提前生产，部分挤压了 Q3 的生产额度，主要造成 7 月份的产量下滑，而 7 月份的下滑幅度也是整个 19Q3 内最高的；(2) 19Q3 整体气温略偏低。今年全国气温转冷相对较早，也对行业啤酒消费产生了一定的影响。(3) 国庆活动对部分餐饮、娱乐渠道产生了一定的影响。

本周最重磅消息为燕京啤酒多名董事及高管因退休原因辞职，意味着燕京高管年轻化大幕正式开启。燕京啤酒近期公告，公司董事会于近日收到邓连成先生、丁广学先生、王启林先生、毕贵索先生、朱振三先生、肖国锋先生的书面辞职申请；同时，惠泉啤酒也公告，公司董事长及总经理高振安先生因退休原因辞职。其中，最为重要的人事变动毕贵索、高振安所分别涉及的广西漓泉啤酒和福建惠泉啤酒。毕总辞职后，漓泉公司原总经理胡建飞大概率将成为漓泉公司新任董事长、实际掌舵人，漓泉大方向不会发生大的转移。高总辞职后，总经理职务将有原副董事长肖国锋接任，而燕京副董事长刘翔宇先生将成为新增补董事，预计“高肖配”将变为“刘肖配”。燕京啤酒赵晓东董事长上任后，副董事长刘翔宇先生在燕京公司主持燕京旗下困难企业帮扶相关工作，预计其下派代表着燕京对惠泉重手整治、帮扶的强烈意愿，后续惠泉经营情况可否得到根本性逆转值得期待。

尽管短期来看，行业产量小幅低于预期，但是根据调研显示，各主要厂商产品结构升级趋势仍然较为明显，ASP 提升仍在途中，预计啤酒板块各主要公司 19Q3 收入仍将保持收入端正增长，且利润增速将显著高于收入增速。我们长期看好啤酒板块表现，推荐排序为青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒。

图 6：啤酒板块主要覆盖标的的三季报预测

	股票代码	公司名称	19年收入同比			19年利润同比			EPS				PE			
			19H1	19Q3E	2019E	19H1	19Q3E	2019E	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
啤酒	000729.SZ	燕京啤酒	1.4%	1.2%	1.5%	1.1%	8.0%	8.0%	0.06	0.07	0.09	0.12	98	84	65	49
	002461.SZ	珠江啤酒	5.5%	3.0%	6.5%	35.9%	16.5%	9.2%	0.17	0.18	0.20	0.22	39	37	33	30
	600132.SH	重庆啤酒	3.9%	3.0%	7.4%	13.8%	18.0%	21.9%	0.83	1.02	1.20	1.38	50	41	35	30
	600600.SH	青岛啤酒	9.2%	4.0%	5.1%	25.2%	16.0%	23.1%	1.05	1.30	1.56	1.84	47	38	32	27

资料来源：民生证券研究院整理

### (三) 乳业：19H2 行业竞争将大概率维持高位

19H1 伊利收入及利润增速低于蒙牛。2019H1 伊利实现营收/归母净利润 450.71/37.81 亿元，同比分别+12.83%/+9.71%。伊利营收/净利润规模仍显著高于蒙牛 399.48/32.96 亿元水平，但营收/净利润增速则低于蒙牛+15.60%/+32.96%水平。19H1 伊利毛利率 38.58%，同比-0.09ppt，略低于蒙牛的 39.09%，预计是伊利原料奶涨幅高于蒙牛所致；期间费用率 29.01%，同比-0.04ppt，低于蒙牛的 33.04%；销售费用率 24.63%，同比-0.83 个百分点，低于蒙牛的 28.33%；管理费用率 4.70%，同比+1.20 个百分点，高于蒙牛的 3.97%；财务费用率-0.32%，同比-0.41 个百分点，低于蒙牛的 0.74%。蒙牛尽管 18H1 因世界杯投放导致销售费用基数较高，但 19H1 销售费用率仅小幅下降 0.53ppt，显示其市场开拓策略更为积极，空中及地面投放并举；伊利销售费用率在相对较低基数基础上的降幅仍高于对手，显示 19H1 伊利费用投放未实现紧密跟随，尤其是 19Q2 单季度销售费用率大幅下降



2.87ppts，应是 19Q2 伊利收入端和蒙牛拉开差距的主要原因。

2019H1，伊利液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品收入分别为 361.43/43.84/43.00 亿元，同比分别+13.2%/+13.4%/+15.4%。其中金典、安慕希、畅轻、金领冠、畅意等重点产品收入同比+30%，高于整体增速，重点产品矩阵高成长性凸显；新品收入占比高达 17.4%，同比+2.6 个百分点；电商业务收入同比+31.94%。对比蒙牛来看，伊利收入差距核心在液体乳业务上，13.2%的收入增速落后于蒙牛的 14.4%；此外，蒙牛奶粉业务 43.8%的收入增速也显著高于伊利的 13.4%。不过，蒙牛奶粉业务的高增主要体现在君乐宝事业部，雅士利仅取得 16.2%的收入增长，因此考虑到 19Q4 君乐宝将不再并表蒙牛，下半年奶粉业务的差距将不再显著。

**预计 19H2 伊利将凭借更加力度促销扳回一局。**二季度以来，蒙牛在终端操作方面对特仑苏降价，拉响了高端常温白奶竞争加剧的号角，预计这是蒙牛对去年特仑苏增速显著低于金典（约 10 个百分点）的战略回应，以防止长期把持中国高端白奶第一品牌的特仑苏地位被金典取代。因此我们判断，蒙牛将大概率持续加强终端促销和货折。叠加两强在冬奥会赞助层面的冲突，预计我们难以见到近期竞争降温。尤其是我们预计蒙牛 19Q2 收入增速显著高于伊利（预计+14-15%VS 伊利的 9%），下半年尤其是 19Q3 尽管成本压力因热应激问题将高于上半年，但地面促销争夺预计力度不会降低，我们判断伊利将发动更大力度攻势扳回一城。

#### 伊利股份：调整后的股权激励方案获得股东大会通过

8 月 5 日，伊利发布 2019 年限制性股票激励计划公告，授予激励对象限制性股票总计 1.83 亿股，占公司总股本 60.97 亿股的 3.00%，本激励计划授予的限制性股票的授予价格为 15.46 元/股。本次激励方案业绩考核目标以 2018 年归属上市公司股东扣非净利润为基数，19~23 年需分别实现扣非净利润增速不低于 8%/18%/28%/38%/48%，即 19~23 年保底扣非净利润复合增速为+8.2%，各年份净资产收益率要求均需满足 15%。19~23 年股权激励所需摊销费用分别为 1.69/9.38/5.32/3.22/1.81 亿元，总计 22.15 亿元，其中 20-21 年摊销带来的费用影响相对最大。公司在行权目标设定中剔除了股权激励产生的费用所带来的影响，因此实际报表业绩设计增速低于 8.2%的表观增速。

#### 9 月 6 日，伊利对此前激励方案进行调整。调整主要体现在两个方面：

(1) 原方案中，回购的 1.83 亿股全部用于股权激励改为 1.52 亿股用于股权激励、剩余的 3.05 亿股进行注销。即公司用于股权激励的股份数由原来的约 3.0%降至约 2.5%，授予对象由第一版方案的 474 人小幅升至 480 人。

(2) 业绩行权条件不变，但净资产收益率由原来的 15%提至 20%，并新加 2019-2023 年现金分红比例不低于 70%。就净资产收益率目标来看，公司近 10 年净资产收益率均在 20%以上，2019H1 净资产收益率为 14.18%，且将剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据，因此我们认为 20%的净资产收益率目标达成难度不大。现金分红比例提升至 70%将小幅提升股东获利。2016-2018 年，公司现金分红比例（现金分红金

额/归属上市公司净利润) 分别为 64.42%/70.91%/66.07%，因此公司将 2019-2023 年分红比例提升至不低于 70%，实际是小幅提高了现金分红比例，对于股东获利提升有正向提振。

本次股权激励方案的调整对于股东而言条件有所改善，获得股东大会通过有助于改善市场情绪。我们始终认为，公司股权激励方案设计的出发点核心仍在于收入导向，体现出公司对未来行业竞争有着较为谨慎的预判，这一点与我们前期判断一致。蒙牛今年加强了对高端常温白奶和常低温酸奶的费用投放，同时双方在商业赞助上面的竞争也持续白热化，在双方 2020 年千亿收入战略目标的大背景下，我们认为两强会始终将收入以及份额考核放在首位，我们预期行业竞争很难会快速大幅降温。不过近期跟踪来看，中秋过后，行业促销力度环比节前有显著降温。

图 7: 乳制品估值 (PE-TTM) 本周小降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 8: 乳制品板块主要覆盖标的的三季报预测

股票代码	公司名称	19年收入同比			19年利润同比			EPS				PE			
		19H1	19Q3E	2019E	19H1	19Q3E	2019E	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600419.SH	天润乳业	13.5%	11.0%	13.0%	11.3%	11.0%	11.0%	0.55	0.61	0.69	0.78	25	22	20	18
600887.SH	伊利股份	13.6%	13.0%	13.0%	9.7%	7.0%	8.4%	1.06	1.15	1.29	1.45	27	25	22	20
002732.SZ	燕塘乳业	13.9%	18.0%	15.0%	57.1%	77.0%	187.5%	0.27	0.77	0.88	1.03	80	28	25	21
600429.SH	三元股份	10.0%	8.0%	9.7%	47.3%	35.0%	33.0%	0.12	0.16	0.17	0.19	47	35	33	30
600597.SH	光明乳业	3.2%	3.0%	3.9%	8.1%	10.0%	39.4%	0.28	0.39	0.46	0.49	38	27	23	22

资料来源: 民生证券研究院整理

#### (四) 调味品: 行业基本面总体稳定, 榨菜去库存进程顺利

19H1, 调味品行业报表增速仍保持稳定。从业绩来看, 海天/中炬收入基本符合预期, 千禾超预期, 恒顺/涪陵略低于预期。总体来看, 行业龙头保持了较为稳定的发展态势, 对整个行业高估值的保持仍显得尤为重要。尽管从渠道跟踪来看, 海天、恒顺等企业在部分地区终端库存水平环比有所抬头, 但预计对整体影响不大。自去年下半年以来, 调味品企业北方渠道压力开始有明显压力抬头迹象, 预计和北方经济韧性弱于南方有关。**建议关注基本面未来将有持续改善空间的中炬高新及涪陵榨菜。**

**海天味业:** 仍通过积极地渠道扩张及渠道下沉对华中、西南、西北以及华南部分弱势地区加强布局, 有力地减轻了北方地区动销减慢以及库存抬头带来的增长压力。前期我们预计 19Q2 收入增速接近 19Q1, 同时预计费用段处于持续上行通道; 海天半年报整体情

况基本符合市场预期——19Q2 收入增速+16%接近 19Q1 的+17%，但公司 19Q2 毛利率及费用率均大降，毛销差基本稳定，预计是部分费用转成本所致。预计 Q3 公司收入增速仍在 15%以上，Q4 也将大概率延续刹车操作。不过对于市场预期较强的提价判断，我们维持谨慎预期。在当下渠道库存去化难度持续加强以及成本压力总体可控的大背景下，近期并非最佳提价时机。

**中炬高新：**19Q2 动销显示较为正常，整体库存水平低于海天，但 19Q2 末也有抬头迹象，预计和 Q2 末小幅压货赶半年任务有关。**中报调味品业务增速验证了我们前期对 19Q2 收入与 19Q1 相近的判断。**前期厨邦开始进行大规模销售人员招聘，且招聘区域主要集中在非核心市场，因此厨邦未来或将大概率复制海天打法，实现更大区域扩张以实现收入端中高速增长，这一判断也在中报中得到验证，且我们判断明年开始外围市场扩张带来的收入弹性将高于今年，但可能在一定程度上对利润率有所拖累。目前中炬高新调味品业务的实际销售费用率约为 11%，相比主要竞争对手海天仍有 2-3 个百分点的距离，因此我们认为中炬的费用工具仍有一定的扩张空间。**不过就短期来看，我们判断 19Q3 厨邦增长情况预计大概率略低于海天（预计+13%VS+16%）。**

**涪陵榨菜：**目前仍处于渠道去库存阶段，近期跟踪渠道库存已进一步降至 5-6 周左右。前期由于战略失误以及行业整体竞争加剧，榨菜去库存速度低于市场预期，渠道裂变带来的正向提振也许时间发挥作用。判断下半年公司仍将坚定执行去库存战略，预计费用率整体将持续处于高位，19H2 底将大概率是公司的库存底，20H1 有望重新进入回到正常增长态势。近期我们调研了渠道，其 19Q2 末库存水平与公司整体口径接近（约 1.5 个月），但 8 月下旬库存有进一步消化态势，已降至约 1-1.5 个月之间。预计三季度公司收入端增速将大概率为负增长，建议三季报后重点关注。近期我们发布了涪陵榨菜动态深度报告《加速库存去化，期待柳暗花明》（2019.08.30）。

**恒顺醋业：**5 月底库存略高，6 月以去库存为主，7 月有所好转，8、9 月恢复正常。由于 6 月是恒顺销售端 19H2 的起始月，但却是报表端 19H1 的收官月，因此 6 月份的下滑拖累了报表表现，这是我们前期已预料到的情况。预计 19Q3 有望环比 19Q2 有所提速，有较大概率重回 2 位数增速。

图 9：调味品板块主要覆盖标的三季报预测

	股票代码	公司名称	19年收入占比			19年利润占比			EPS				PE			
			19H1	19Q3E	2019E	19H1	19Q3E	2019E	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
调味品	603288.SH	海天味业	16.5%	16.0%	16.0%	22.3%	21.0%	20.0%	1.62	1.94	2.29	2.66	68	57	48	41
	600872.SH	中炬高新	10.0%	11.0%	10.8%	8.0%	18.0%	19.0%	0.76	0.91	1.11	1.35	57	48	39	32
	002507.SZ	涪陵榨菜	2.1%	-5.0%	1.0%	3.1%	-2.0%	2.5%	0.84	0.86	0.99	1.15	27	26	23	20
	603027.SH	千禾味业	24.1%	23.0%	20.4%	-35.6%	27.0%	-10.6%	0.52	0.47	0.57	0.69	44	48	40	33
	600305.SH	恒顺醋业	9.4%	10.0%	13.4%	15.3%	17.0%	16.1%	0.39	0.45	0.52	0.59	35	30	26	23

资料来源：民生证券研究院整理

图 10: 其他板块主要覆盖标的的三季报预测

	股票代码	公司名称	19年收入同比			19年利润同比			EPS				PE			
			19H1	19Q3E	2019E	19H1	19Q3E	2019E	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
肉制品	000895.SZ	双汇发展	7.3%	6.0%	7.0%	-0.2%	2.0%	1.0%	1.49	1.50	1.60	1.71	16	16	15	14
	603517.SH	绝味食品	19.4%	17.0%	14.3%	25.8%	22.0%	20.2%	1.10	1.34	1.60	1.89	39	32	27	23
其他	002557.SZ	洽洽食品	6.0%	20.0%	12.0%	28.1%	25.0%	19.1%	0.85	1.02	1.18	1.38	31	26	22	19
	603156.SH	养元饮品	-17.0%	-13.0%	-12.0%	-3.0%	-2.0%	-3.0%	2.69	2.61	2.74	2.88	11	11	10	10
	603866.SH	桃李面包	18.1%	17.0%	18.5%	15.5%	17.7%	19.0%	0.97	1.16	1.42	1.76	50	42	34	28
	603345.SH	安井食品	19.9%	20.0%	21.0%	16.0%	22.7%	18.0%	1.25	1.39	1.69	2.03	41	37	31	26
	300146.SZ	汤臣倍健	36.9%	26.0%	32.0%	23.0%	2.1%	25.0%	0.69	0.85	1.13	1.38	25	20	15	12
	600332.SH	白云山	124.7%	-3.8%	35.9%	-2.7%	0.3%	-5.5%	2.12	2.00	2.31	2.74	17	18	15	13
	603043.SH	广州酒家	20.2%	5.0%	13.3%	10.2%	7.5%	12.1%	0.95	1.07	1.23	1.40	34	30	26	23
	603886.SH	元祖股份	15.2%	10.0%	14.4%	36.1%	15.0%	42.1%	1.01	1.43	1.73	1.97	19	13	11	10
	603711.SH	香飘飘	58.3%	36.0%	34.3%	143.1%	11.0%	26.7%	0.79	0.95	1.28	1.66	35	29	22	17
	300783.SZ	三只松鼠	39.6%	31.0%	32.0%	27.9%	25.5%	26.0%	0.84	0.95	1.19	1.44	81	72	58	48

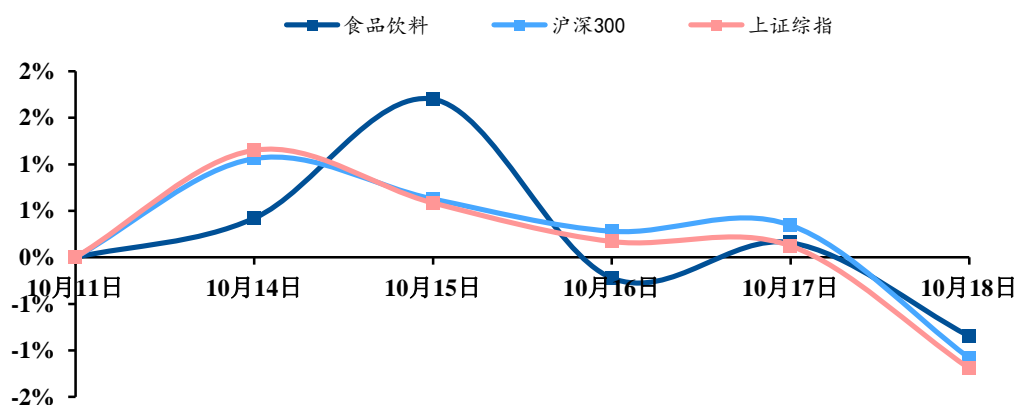
资料来源: 民生证券研究院整理

## 二、本周行情回顾

本周(2019年10月14日-10月18日)食品饮料指数下跌0.85%,沪深300指数下跌1.08%,上证综指下跌1.19%,总体表现强于大盘指数,涨跌幅位于29个行业第7位。具体子行业中,涨跌幅前三为肉制品(5.53%)、其他食品(0.37%)、乳制品(-0.64%)。

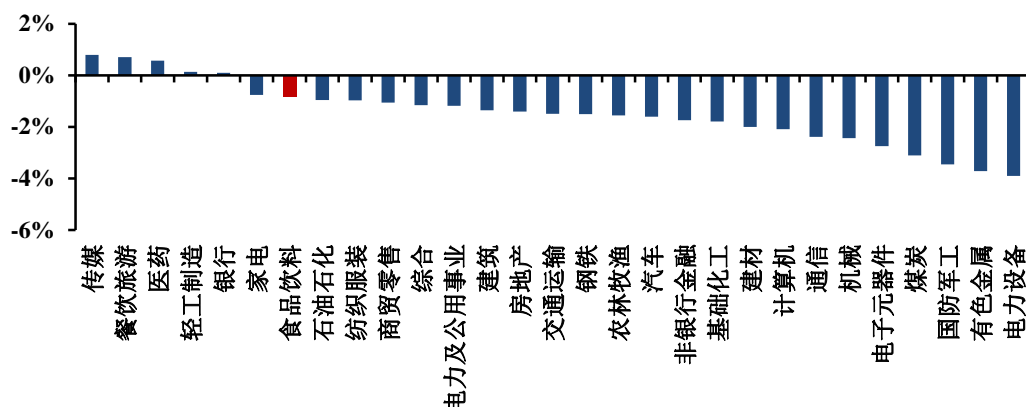
本周涨幅前十的公司包括:金字火腿(33.81%)、洽洽食品(21.16%)、盐津铺子(11.85%)、科迪乳业(11.70%)、\*ST中葡(9.40%)、贝因美(8.56%)、煌上煌(8.52%)、百润股份(8.22%)、日辰股份(8.11%)、双汇发展(7.19%);跌幅前十的公司包括:酒鬼酒(-10.96%)、威龙股份(-9.63%)、中宠股份(-7.78%)、桃李面包(-7.57%)、古井贡酒(-6.98%)、西王食品(-6.31%)、迎驾贡酒(-6.20%)、金徽酒(-5.96%)、惠泉啤酒(-5.96%)、金达威(-5.30%)。

图 11: 本周食品饮料板块指数下跌 0.85%



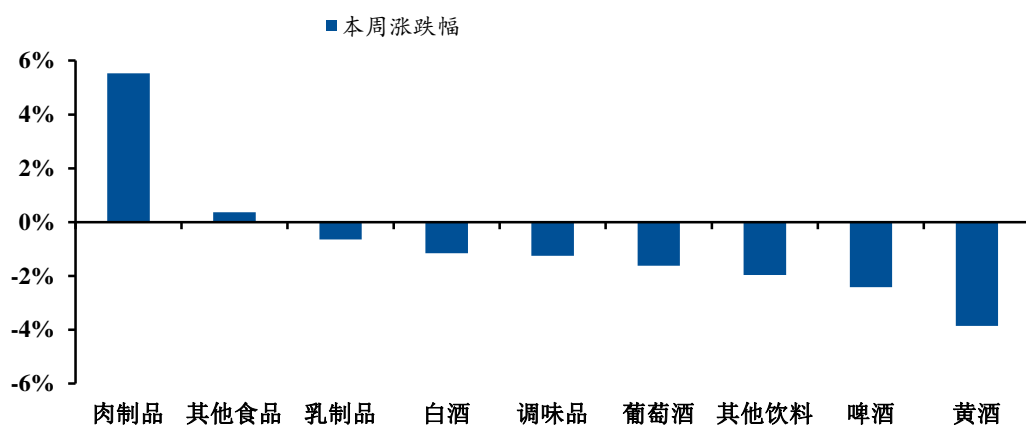
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 食品饮料板块表现位于 29 个行业第 7 位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 本周食品饮料各个子行业中, 肉制品 (5.53%)、其他食品 (0.37%)、乳制品 (-0.64%) 涨跌幅前三



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 1: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十

涨幅前十名		跌幅前十名	
公司简称	本月涨幅 (%)	公司简称	本月跌幅 (%)
金字火腿	33.81	酒鬼酒	-10.96
洽洽食品	21.16	威龙股份	-9.63
盐津铺子	11.85	中宠股份	-7.78
科迪乳业	11.70	桃李面包	-7.57
*ST 中葡	9.40	古井贡酒	-6.98
贝因美	8.56	西王食品	-6.31
煌上煌	8.52	迎驾贡酒	-6.20
百润股份	8.22	金徽酒	-5.96
日辰股份	8.11	惠泉啤酒	-5.96
双汇发展	7.19	金达威	-5.30

资料来源: Wind, 民生证券研究院

本周沪港通交易金额 932 亿元, 其中买入金额 479 亿元, 卖出金额 453 亿元, 净买入 26 亿元, 沪股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的贵州茅台、伊利股份、海天味业。深港通交易金额为 941 亿元, 其中买入金额 506 亿元, 卖出金额 436 亿元, 净买入

70 亿元，深股通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的五粮液。

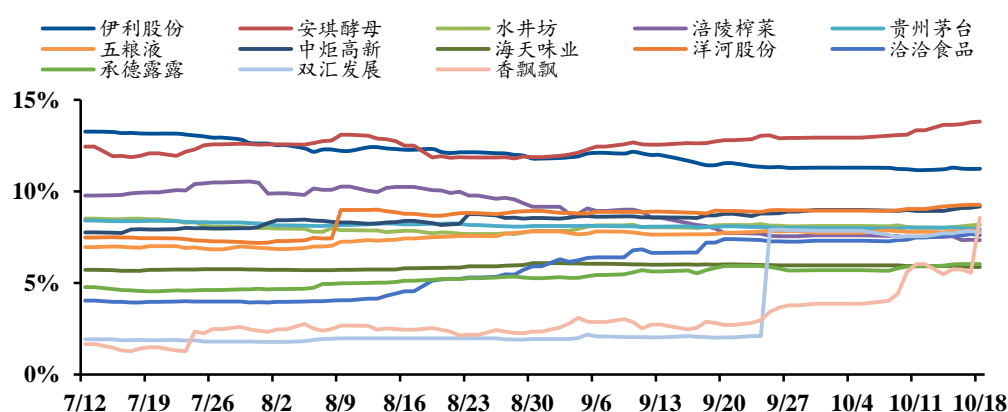
表 2：本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

证券名称	合计买卖总额(亿元)	买入金额(亿元)	卖出金额(亿元)	成交净买入(亿元)	北上资金持有流通股本周比例变动
贵州茅台	75.06	30.64	44.42	-13.78	-0.09%
伊利股份	2.45	0.80	1.65	-0.86	0.07%
五粮液	41.82	21.24	20.59	0.65	0.01%
海天味业	1.88	0.46	1.42	-0.96	-0.06%

资料来源：Wind，民生证券研究院

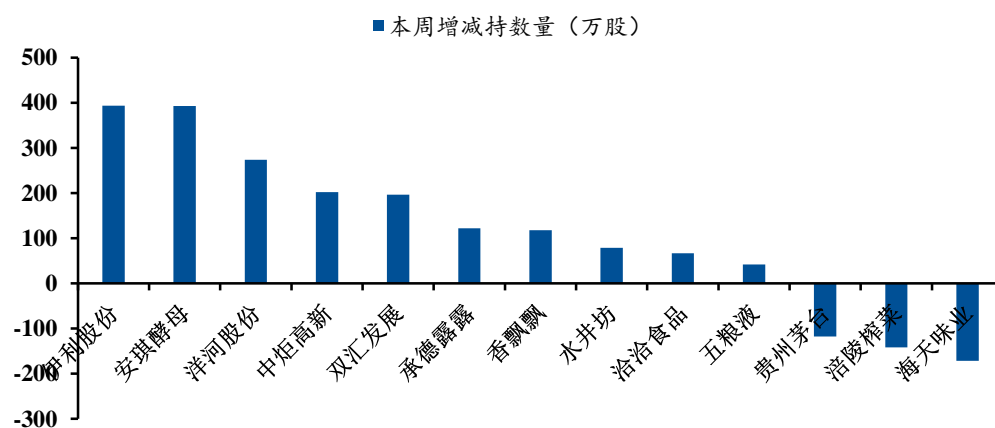
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中，香飘飘、洽洽食品、安琪酵母、承德露露、五粮液、洋河股份、双汇发展、水井坊、中炬高新、伊利股份出现持股比例上升；贵州茅台、海天味业、涪陵榨菜持股比例出现下降。增减持方面，香飘飘、洽洽食品、安琪酵母、承德露露、五粮液、洋河股份、双汇发展、水井坊、中炬高新、伊利股份获得资金增持；贵州茅台、海天味业、涪陵榨菜被减持较多。

图 14：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



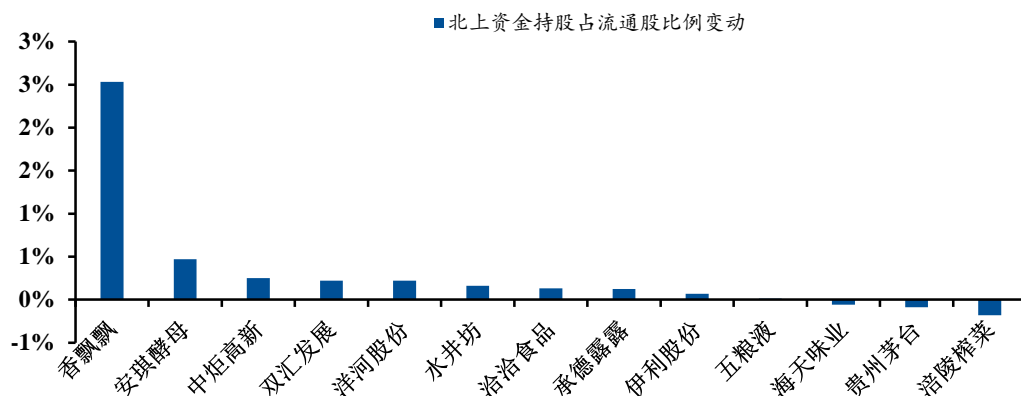
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况

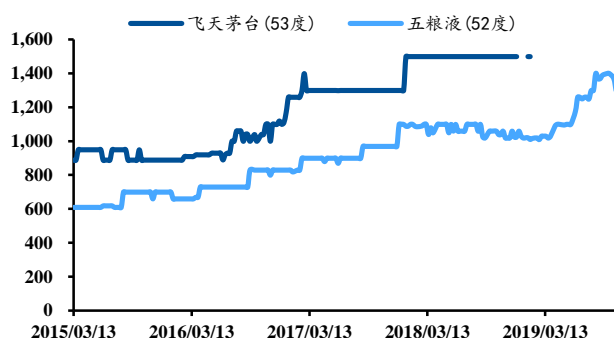


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 三、重点数据跟踪

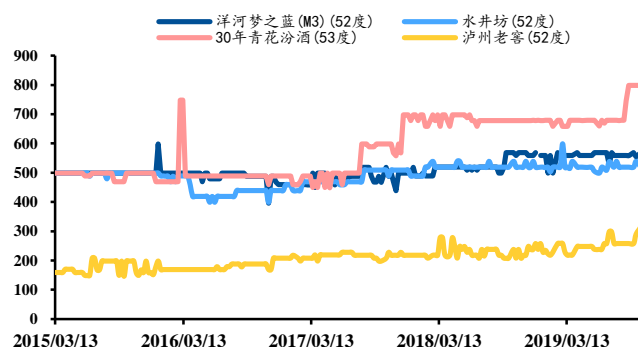
#### (一) 白酒

图 17: 五粮液价格小幅下降



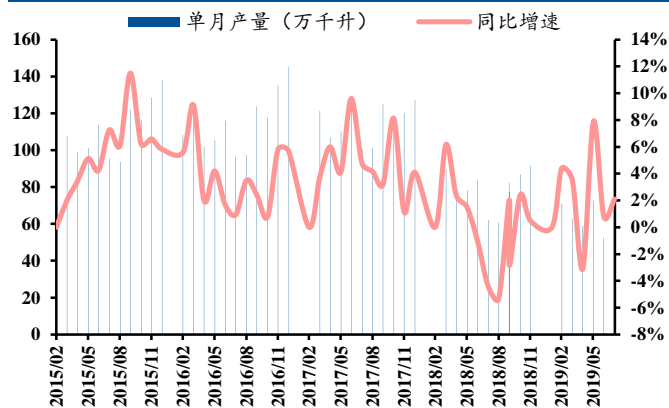
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 白酒价格大致稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 19: 2019 年 8 月白酒单月产量小幅上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

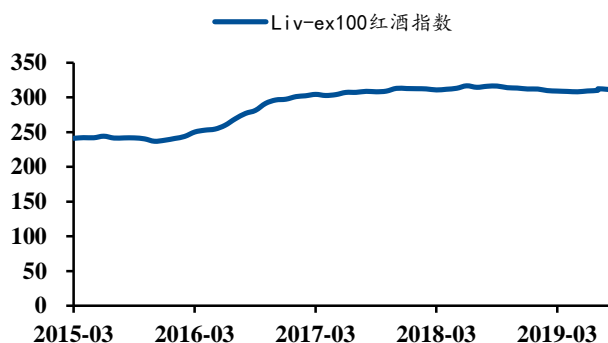
图 20: 2019 年 8 月白酒产量累计同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

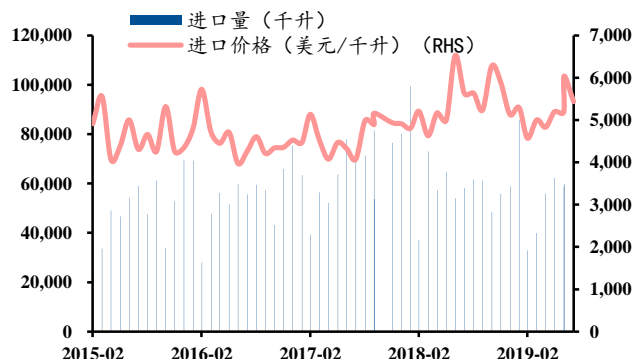
#### (二) 葡萄酒

图 21: 2019 年 9 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳



资料来源: Wind, 民生证券研究院

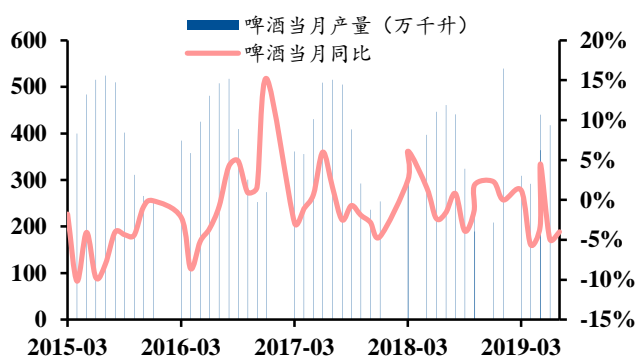
图 22: 8 月葡萄酒进口量价均下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

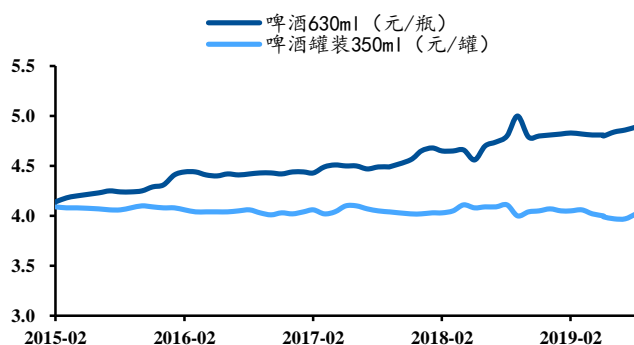
### (三) 啤酒

图 23: 2019 年 8 月啤酒产量同比下滑明显



资料来源: Wind, 民生证券研究院

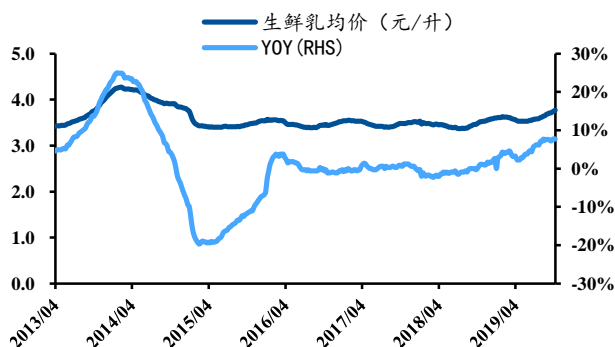
图 24: 2019 年 9 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

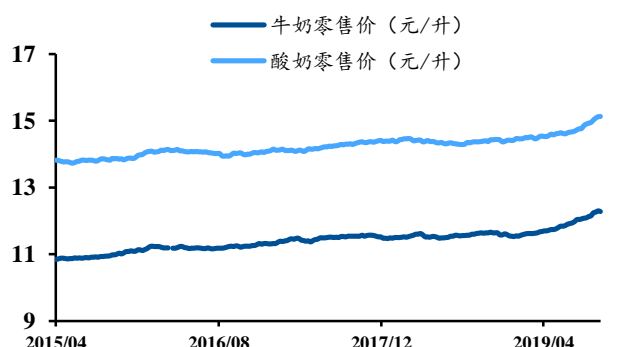
### (四) 乳制品

图 25: 9 月生鲜乳平均价格小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

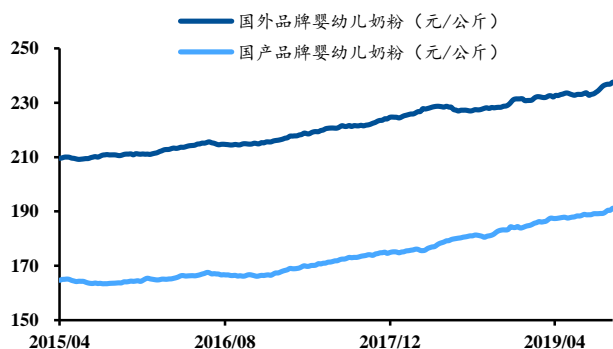
图 26: 9 月牛奶和酸奶零售价小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院



图 27: 9 月国内外品牌婴幼儿奶粉价格均小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

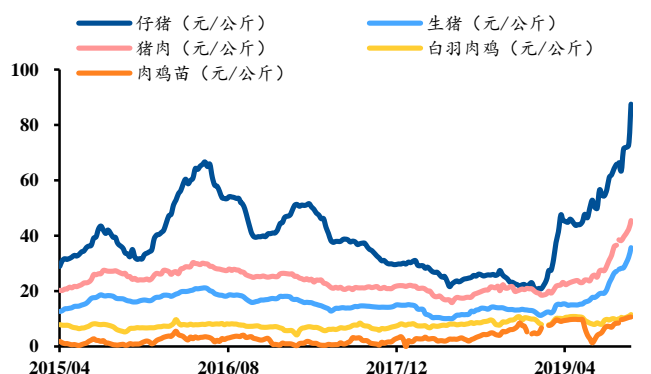
图 28: 9 月芝加哥牛奶 (脱脂奶粉) 现货价小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

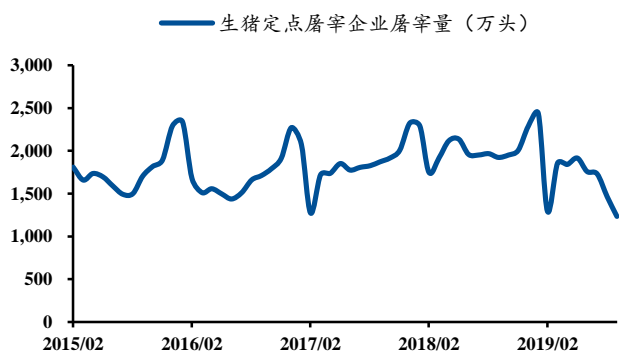
## (五) 肉制品

图 29: 猪、鸡产品价格上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 9 月生猪屠宰量继续下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 四、行业要闻及重点公司公告

### (一) 行业要闻

#### 1. 【IPO 追踪】鸡肉制品生产商山东凤祥向联交所递交上市申请

公司主要位于山东, 另有部分生产设施位于中国四川, 业务主要为用白羽肉鸡生产鸡肉制品, 同时以生产及推销各种深加工及肉制品; 此外, 公司还有家禽养殖业务。除了中国市场外, 公司还向日本、欧盟、马来西亚、韩国、蒙古以及新加坡市场供应鸡肉制品。截至 2016 年、2017 年、2018 年 12 月 31 日止年度以及截至 2019 年 6 月 30 日止六个月, 公司录得收入分别为 23.54 亿元 (人民币, 下同)、24.34 亿元、31.97 亿元以及 16.81 亿元; 年/期内利润分别为 1.2 亿元、3711.9 万元、1.37 亿元以及 3.41 亿元。公司拟将此次上市集资投资于白羽肉鸡饲养及生产能力扩张; 用于偿还现有借款; 用于进行营销活动加强品牌渗透率; 投资于家禽方面战略投资、合资企业以及收购机会等。(信息来源: 财华社)

#### 2. 阿里苏宁成茅台首批电商渠道服务商

10月14日，国新办发表《中国的粮食安全》白皮书，并举行发布会。国家发改委副秘书长苏伟在回应记者提问时表示，发改委已经牵头制定出台保供稳价的具体措施，支持生猪养殖，这些都举措在逐渐发挥作用，猪肉供应会有保障。发改委会同相关部门密切关注市场价格变化，需要的时候，会采取进一步调控措施，确保猪肉价格的稳定。（信息来源：21世纪财经）

### 3. 海关总署：前三季度猪肉、牛肉等进口量增幅较大

海关总署新闻发言人李魁文14日在发布会上介绍，前三季度，我国进口原油3.69亿吨，增加9.7%；煤2.51亿吨，增加9.5%；天然气7122.2万吨，增加10%。此外，进口铁矿砂7.84亿吨，减少2.4%；大豆6451.1万吨，减少7.9%。同期，进口猪肉132.6万吨，增加43.6%；进口牛肉113.2万吨，增加53.4%。（信息来源：e公司）

### 4. 新股消息 | 美股转战港股 中国自主品牌奶粉龙头飞鹤通过港交所聆讯

智通财经获悉，据披露易，10月13日，中国飞鹤有限公司通过港交所聆讯，摩根大通、招商证券国际及建银国际为其联席保荐人。2003年5月，该公司登陆美国纳斯达克上市，成为中国第一家在境外上市的乳品企业；2013年7月从纽交所退市并完成私有化。2017年5月，向港交所递交招股书，申请主板上市，但因同年12月以2800亿美元收购美国第三大营养健康补充剂公司Vitamin World一事而暂缓港股IPO。而后于今年7月再次递表。（信息来源：智通财经）

### 5. 国家统计局：9月猪肉影响CPI上涨约1.65个百分点

10月15日，国家统计局发布消息，2019年9月份，全国居民消费价格同比上涨3.0%。其中，城市上涨2.8%，农村上涨3.6%；食品价格上涨11.2%，非食品价格上涨1.0%；消费品价格上涨4.0%，服务价格上涨1.3%。1—9月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨2.5%。（信息来源：新京报）

### 6. 我国乳制品产量10年增长近50%

16日从国家市场监督管理总局获悉，2018年全国乳制品产量2687万吨，10年来增长近50%，全国人均消费乳品量为34.3公斤。国家市场监督管理总局16日开展“提升乳品质量 企业公开承诺”活动，12家大型乳企负责人分别向全社会作出郑重承诺。中国乳制品工业协会和70余家参会乳品企业共同发出“提升乳品质量 我们共同行动”倡议。（信息来源：证券时报网）

### 7. 科迪乳业重组科迪速冻再度搁浅 两独董宣布辞职

在重启并购控股股东旗下河南科迪速冻食品有限公司资产半年后，科迪乳业因遭到立案调查而再度终止重组事项。时隔半年，10月17日晚间，科迪乳业发布公告称，公司当日召开第三届董事会第十六次会议，审议通过《关于终止重大资产重组事项的议案》，决定终止本次重大资产重组事项。这已是科迪乳业二度终止重组科迪速冻资产。科迪乳业步入多事之秋，公司独董也相继离职。17日晚间公司公告称，公司近期收到公司独立董事邱洪生、王莉婷提交的书面辞职报告。二人因个人原因辞去所担任的公司独立董事及在董

事会下设各专门委员会担任的职务，辞职后不再担任公司任何职务。（信息来源：e 公司）

## 8. 又有乳业巨头要上市！还是国内奶粉第一品牌

据最新消息，中国飞鹤有限公司已于 14 日通过了香港交易所的上市聆讯，摩根大通、招商证券及建银国际担任联席保荐人，但并未对募集资金量进行披露。逐渐减少的市场增量空间，意味着更加激烈的奶粉产业竞争。倘若飞鹤持续低研发投入，可能会使新品升级换代过慢，进一步影响飞鹤的业绩，长久以往更是对企业的发展极为不利。但飞鹤也并非只有奶粉生产一条路可走。2017 年 12 月，飞鹤便以 2800 万美元成功收购美国第三大营养健康补充剂公司 Vitamin World。虽然因该收购事宜，暂缓了港股 IPO，但此举却为飞鹤今后的发展带来了新的可能性。目前飞鹤正从单一的婴儿奶粉生产企业向多元化的保健食品营养企业转型，飞鹤能否在大健康产业站稳脚步，我们拭目以待。（信息来源：中国基金报）

## 9. 食品饮料：茅台终端价降温牛栏山动销强劲

受供给增加、巡查力度加大等因素影响，近期上海地区终端价回落至 2349-2680 元/瓶，北京地区终端价在 2450-2599 元/瓶，飞天终端价格快速上涨的势头得到有效遏制。短期来看，茅台终端价回落有利于行业健康发展；长期来看，由于茅台供需缺口仍较大，供需矛盾并未实质改变。（信息来源：顶尖财经网）

# （二）公司公告

## 1、资本运作类

### （1）股权质押

【双塔食品】2019 年 10 月 15 日，烟台双塔食品股份有限公司发布关于董事长部分股份解除质押及质押的公告。截止本公告日，董事长持有公司 175,060,633 股，占公司股份总数的 14.08%，本次质押及解除质押后其处于质押状态的股份数为 94,829,900 股，占其所持股份总数的 54.17%，占公司总股本的 7.63%。

【百洋股份】2019 年 10 月 18 日，百洋产业投资集团股份有限公司发布关于控股股东部分股权解押的公告。截止本公告日，孙忠义先生持有公司股份共计 133,386,946 股，占公司股份总数的 33.74%，处于质押状态的股份累计数为 37,915,794 股，占其所持公司股份总数的 28.43%，占公司股份总数的 9.59%，尚余 95,471,152 股未质押。公司控股股东、实际控制人孙忠义先生、蔡晶女士及其一致行动人孙宇先生共持有公司股份 163,283,221 股，占公司股份总数的 41.31%，处于质押状态的股份共计 62,965,794 股，占其所持公司股份总数的 38.56%，占公司股份总数的 15.93%，尚余 100,317,427 股未质押。

【金字火腿】2019 年 10 月 18 日，金字火腿股份有限公司发布关于股东股份质押展期的公告。截止本公告日，公司实际控制人施延军先生持有本公司股份共计 137,037,980 股，占公司总股本的 14.01%，其中高管锁定股 105,116,160 股，占总股本的 10.74%，无限售条件股 31,921,820 股，占总股本的 3.26%。其所持有的上市公司股份 124,261,300 股处于质押状态，占总股本的 12.70%。

## (2) 增减持

【中宠股份】2019年10月15日，烟台中宠食品股份有限公司发布关于持股5%以上股东减持股份的进展公告。持股5%以上的股东日本伊藤株式会社计划自公告发布之日起十五个交易日后的六个月内以集中竞价交易和大宗交易相结合方式减持本公司股份不超过340万股（占公司总股本的2%）。

【ST椰岛】2019年10月16日，海南椰岛（集团）股份有限公司关于股东增持计划实施结果暨终止增持计划的公告。海南椰岛（集团）股份有限公司股东北京东方君盛投资管理有限公司计划于2017年9月15日起十二个月内增持公司股份，增持股份比例不低于公司股份总数的2%。2018年8月14日，因东方君盛持有的海南椰岛股权被质押及冻结事项尚未解决，东方君盛尚未实施本次增持计划。东方君盛决定将本次增持期限延长6个月，即从2018年9月14日延长至2019年3月14日。2019年3月13日，因东方君盛持有的海南椰岛股权被质押及冻结事项尚未解决，东方君盛尚未实施本次增持计划。东方君盛决定将本次增持期限延长6个月，即从2019年3月14日延长至2019年9月14日。东方君盛增持计划实施情况：2019年9月东方君盛委托其法定代表人、总经理李桂霞女士增持海南椰岛股份。截止2019年9月14日，李桂霞已增持海南椰岛股份1,076,000股，占公司总股本的0.24%，东方君盛增持数量未达到公司股份总数的2%，未能在承诺期限内完成本次增持计划。公司收到东方君盛通知，本次延期增持期间，受国内金融、证券市场变化等客观因素的影响，东方君盛增持股份的资金筹措确存在一定困难，经慎重考虑决定终止本次增持计划。

【煌上煌】2019年10月18日，江西煌上煌集团食品股份有限公司发布关于部分董事、高级管理人员股份减持计划时间过半的进展公告。江西煌上煌集团食品股份有限公司于2019年6月26日披露了《关于部分董事、高级管理人员拟减持股份的预披露公告》，公司董事及高级管理人员范旭明先生、章启武先生、曾细华先生拟自2019年7月17日至2020年1月16日期间，以集中竞价方式或大宗交易方式合计减持数量不超过975,290股公司股票，占本公司总股本的0.19%。

【青青稞酒】2019年10月18日，青海互助青稞酒股份有限公司发布关于控股股东减持时间过半暨减持进展公告。公司控股股东青海华实科技投资管理有限公司计划在本公告披露之日起15个交易日后的6个月内通过集中竞价交易方式合计减持本公司股份合计不超过11,325,540.00股，占公司总股本的2.5168%。

## (3) 股权激励

【龙大肉食】2019年10月17日，山东龙大肉食品股份有限公司关于2016年限制性股票激励计划第三个解锁期解锁股份上市流通的提示性公告。本次股权激励限制性股票的限售起始日期为2016年6月24日，第三个解锁期可解锁时间为2019年6月24日-2020年6月23日，第三个解锁期的锁定期已于2019年6月23日届满。本次可解锁的限制性股票上市流通日为2019年10月22日；本次可解锁的限制性股票激励对象为53名，可解锁的限制性股票数量为286.858万股，占目前公司总股本的0.29%。

## (4) 子公司

【星湖科技】2019年10月14日，广东肇庆星湖生物科技股份有限公司发布关于以债权转股权及自有资金对全资子公司增资完成工商变更登记的公告。广东肇庆星湖生物科技股份有限公司于2019年9月12日召开的第九届董事会第二十一一次，审议通过了《关于以债权转股权及自有资金对全资子公司增资的议案》，同意公司以持有的肇东星湖生物科技股份有限公司人民币13,475万元债权及自有资金人民币15,000万元对肇东公司增资。本次增资完成后，肇东公司注册资本将由6,000万元增加至人民币34,475万元，公司仍持有其100%的股权，仍为公司全资子公司。

#### (5) 可转债

【桃李面包】2019年10月15日，桃李面包股份有限公司关于控股股东及实际控制人减持公司公开发行可转换公司债券的公告。桃李面包股份有限公司于2019年9月20日公开发行可转换公司债券10,000,000张（人民币10亿元），公司控股股东及实际控制人吴学群先生、吴学亮先生、盛雅莉女士及吴学东先生配售桃李转债5,527,430张（人民币552,743,000元），占发行总量的55.27%。公司于2019年10月15日接到控股股东及实际控制人盛雅莉女士通知，截至2019年10月15日收盘时，盛雅莉女士通过上海证券交易所交易系统累计减持桃李转债1,000,000张，占发行总量的10%。

【香飘飘】2019年10月18日，香飘飘食品股份有限公司发布关于公开发行A股可转换公司债券申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过的公告。2019年10月18日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会对香飘飘食品股份有限公司公开发行A股可转换公司债券申请进行了审核。根据审核结果，公司本次公开发行A股可转换公司债券的申请获得通过。

#### (6) 业绩披露

【海欣食品】2019年10月14日，海欣食品发布2019年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长（或下降）：-55.22% - -44.02%，盈利：1200万元-1500万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长（或下降）：-69.48% - -51.11%，盈利：498.53万元-798.53万元。

【华统股份】2019年10月14日，华统股份发布2019年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降：11.00%~4.10%，盈利：8,795.77万元~9,477.55万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降：47.19%~20.79%，盈利：1,363.57万元~2,045.35万元。

【华宝股份】2019年10月14日，华宝股份2019年第三季度业绩预告。前三季度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长：2.11%至8.70%，盈利：80,128.31万元至85,295.31万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长：-10.00%至10.00%，盈利：23,258.00万元至28,425.00万元。

【盐津铺子】2019年10月14日，盐津铺子发布2019年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长：55%-65%，盈利：8,540.44万元-9,091.44万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利

润比上年同期增长：20.88%-55.49%，盈利：1,924.49 万元-2,475.48 万元。

【兰州黄河】2019 年 10 月 14 日，兰州黄河发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长：147.19%-150.14%，盈利：1600 万元-1700 万元。基本每股收益盈利：0.086 元/股-0.092 元/股。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降：146.31%-189.52%，亏损：570 万元-670 万元。基本每股收益亏损：0.031 元-0.036 元。

【晨光生物】2019 年 10 月 14 日，晨光生物发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长：11.76%至 18.02%，盈利：14,300 万元—15,100 万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长：-4.07%至 19.91%，盈利：3,200 万元—4,000 万元。

【\*ST 西发】2019 年 10 月 14 日，\*ST 西发发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降：7,902.43%-11,903.62%，亏损：4,350.12 万元-6,525.17 万元。基本每股收益亏损：0.1649 元/股-0.2474 元/股。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降：70.69%-156.03%，亏损：1289.86 万元-1934.78 万元。

【青青稞酒】2019 年 10 月 14 日，青青稞酒发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降：60%-70%，盈利：2,604.30 万元-3,472.40 万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润盈利：450 万元-600 万元。

【三只松鼠】2019 年 10 月 14 日，三只松鼠发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期：上升 8.72%-上升 10.89%，盈利：29,117.66 万元-29,699.26 万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期：下降 58.50% -下降 48.73%，盈利：2,471.80 万元-3,053.40 万元。

【深粮控股】2019 年 10 月 14 日，深粮控股发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比重重组前上年同期增长：1,015.79%-1,382.10%，盈利：27,450 万元-38,430 万元。基本每股收益盈利：0.2382 元/股-0.3334 元/股。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比重重组前上年同期增长：708.22% -1,644.48%，盈利：7,133 万元-18,113 万元。基本每股收益盈利：0.0619 元/股-0.1572 元/股。

【皇氏集团】2019 年 10 月 14 日，皇氏集团发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降：82.40%至 73.61%，盈利：500 万元至 750 万元。第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润盈利：2,000 万元至 3,000 万元。

【\*ST 皇台】2019 年 10 月 14 日，\*ST 皇台发布 2019 年第三季度业绩预告。前三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润较上年同期下降：65.40%—67.79%，亏损：1350 万元—1450 万元。基本每股收益亏损：0.076—0.082 元。

第三季度的业绩预计情况如下：归属于上市公司股东的净利润较上年同期增长：111.65%—116.64%，盈利：140 万元—200 万元。基本每股收益盈利：0.008—0.011 元。

【贵州茅台】2019 年 10 月 15 日，贵州茅台酒股份有限公司发布 2019 年第三季度报告。前三季度营业收入实现 609.35 亿元，同比增长 16.64%；实现归属于上市公司股东净利润 304.55 亿元，同比增长 23.13%。

【洽洽食品】2019 年 10 月 17 日，洽洽食品股份有限公司发布了 19 年三季报。单三季度公司实现营收 12.32 亿元，同比上涨 19.01%，实现归母净利润 14.46 亿元，同比+36.27%。

【酒鬼酒】2019 年 10 月 17 日，酒鬼酒发布了 19 年三季报。单三季度公司实现营收 2.59 亿元，同比上涨 9.48%，实现归母净利润 2818 万元，同比下降 39.50%。

【京粮控股】2019 年 10 月 18 日，海南京粮控股股份有限公司发布了 19 年三季报。单三季度公司实现营收 18.25 亿元，同比下降 7.79%，实现归母净利润 0.34 亿元，同比下降 16.54%。

#### (7) 限售股上市流通

【来伊份】2019 年 10 月 11 日，上海来伊份股份有限公司发布首次公开发行限售股上市流通公告。本次上市流通的限售股为公司首次公开发行限售股，涉及股东为上海爱屋企业管理有限公司、郁瑞芬、施辉、玛纳斯县海锐德投资咨询有限合伙企业和玛纳斯县德域投资咨询有限合伙企业，锁定期自公司股票上市之日起三十六个月。本次限售股上市流通数量为 226,800,000 股；本次限售股上市流通日期为 2019 年 10 月 17 日；首发限售股上市流通明细清单：持有限售股股数分别为上海爱屋企业管理有限公司 193,914,000 股、郁瑞芬 10,773,000 股、施辉 10,773,000 股、玛纳斯县海锐德投资咨询有限合伙企业 8,555,400 股、玛纳斯县德域投资咨询有限合伙企业 2,784,600 股，持有限售股占公司总股本比例分别为 56.96%、3.16%、3.16%、2.51%、0.82%。

#### (8) 发行债券

【伊利股份】2019 年 10 月 15 日，内蒙古伊利实业集团股份有限公司发布关于面向合格投资者公开发行公司债券的申请获得中国证监会核准批复的公告。核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 80 亿元的公司债券。本次公司债券采用分期发行方式，首期发行自中国证监会核准发行之日起 12 个月内完成；其余各期债券发行，自中国证监会核准发行之日起 24 个月内完成。

#### (9) 权益分派

【威龙股份】2019 年 10 月 16 日，威龙葡萄酒股份有限公司关于实施 2019 年半年度权益分派方案后调整股份回购价格上限的公告。截至 2019 年 10 月 15 日，公司 2019 年半年度权益分配事项已实施完毕，而公司回购股份事项尚处于回购期限内，根据公司披露的股份回购方案中的相关规定：“若公司在回购期内发生资本公积转增股本、送红股或派发现金红利等事项，自股价除权、除息之日起，按照中国证监会及上海证券交易所相关法律法规要求相应调整回购价格上限”，即公司回购股份价格上限由 19.91 元/股调整为 13.74

元/股。

#### (10) 限售解禁

【金达威】2019年10月16日，厦门金达威集团股份有限公司关于非公开发行限售股份上市流通的提示性公告。本次解除限售股份的上市流通日期为2019年10月21日。本次解除限售股份的数量为16,265,060股，占公司当前股份总数的2.6384%。本次申请解除股份限售的股东人数1名，涉及证券账户1户。且涉及的限售股份均不存在冻结、质押等情形。

## 五、风险提示

宏观经济不达预期、中美贸易谈判出现反复、食品安全问题等。



## 插图目录

图 1: 白酒估值 (PE-TTM) 水平本周升至近 10 年来 80% 左右分位 .....	3
图 2: 9 月 17 日茅台公布经销商可提前执行 Q4 计划 .....	4
图 3: 天猫和苏宁易购成为茅台新的电商销售服务商 .....	4
图 4: 9 月白酒板块绝对、超额收益均为负 (单位%, 对标指数为食品饮料指数 VS 上证综指) .....	7
图 5: 白酒板块主要覆盖标的的季报预测 .....	7
图 6: 啤酒板块主要覆盖标的的季报预测 .....	8
图 7: 乳制品估值 (PE-TTM) 本周小降 .....	10
图 8: 乳制品板块主要覆盖标的的季报预测 .....	10
图 9: 调味品板块主要覆盖标的的季报预测 .....	11
图 10: 其他板块主要覆盖标的的季报预测 .....	12
图 11: 本周食品饮料板块指数下跌 0.85% .....	12
图 12: 食品饮料板块表现位于 29 个行业第 7 位 .....	13
图 13: 本周食品饮料各个子行业中, 肉制品 (5.53%)、其他食品 (0.37%)、乳制品 (-0.64%) 涨跌幅前三 .....	13
图 14: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股 .....	14
图 15: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况 .....	14
图 16: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的流通股持有比例变动情况 .....	15
图 17: 五粮液价格小幅下降 .....	15
图 18: 白酒价格大致稳定 .....	15
图 19: 2019 年 8 月白酒单月产量小幅上升 .....	15
图 20: 2019 年 8 月白酒产量累计同比上升 .....	15
图 21: 2019 年 9 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳 .....	16
图 22: 8 月葡萄酒进口量均价均下降 .....	16
图 23: 2019 年 8 月啤酒产量同比下滑明显 .....	16
图 24: 2019 年 9 月啤酒价格保持稳定 .....	16
图 25: 9 月生鲜乳平均价格小幅上涨 .....	16
图 26: 9 月牛奶和酸奶零售价小幅上涨 .....	16
图 27: 9 月国内外品牌婴幼儿奶粉价格均小幅上涨 .....	17
图 28: 9 月芝加哥牛奶 (脱脂奶粉) 现货价小幅上涨 .....	17
图 29: 猪、鸡产品价格上涨 .....	17
图 30: 9 月生猪屠宰量继续下降 .....	17

## 表格目录

表 1: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十 .....	13
表 2: 本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向 .....	14

## 分析师与研究助理简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

**徐洋**，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

**赵梦秋**，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。