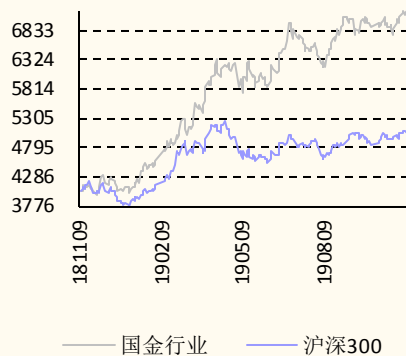


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	7167
沪深300指数	3973
上证指数	2964
深证成指	9895
中小板综指	9215



## 相关报告

- 1.《三季报检验期结束，各子行业景气度依旧-食品饮料行业周报》，2019.11.3
- 2.《秋糖会反馈较为平稳，坚定看好一二线龙头-食品饮料行业周报》，2019.10.27
- 3.《白酒板块短期波动正常，坚定看好一二线龙头-食品饮料行业周报》，2019.10.20
- 4.《中式复合调味品行业九月数据快报-中式复合调味品行业数据月报》，2019.10.16
- 5.《坚定看好高端白酒，首选业绩确定性高个股-食品饮料行业三季报前...》，2019.10.14

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

## 高端白酒反馈稳定， 各板块低估值品种迎来反弹

## 投资建议：

- **行业限产政策取消，高端渠道反馈稳定，重点关注预期差与边际改善的次高端龙头。**10月30日国家发改委发布了修订的《产业结构调整指导目录》，取消白酒产业的限制性政策，准入、推出机制将更加完善，有利于建立良好的竞争机制。酒企可以建立生产线扩产，对优质白酒资源更加利好。据渠道反馈，当前茅台批价稳定在2300元左右，直营渠道逐步放量，苏宁易购开启了新一轮飞天茅台抢购，近29万消费者参与。截至10月14日，茅台系列酒已经完成全年任务的80%，销售额和利润实现两位数增长，吨酒收入提高13%。整体来看，高端白酒渠道反馈较为稳定，全年有望量价齐升，业绩确定性强，次高端呈挤压式增长，分化加剧，竞争更加激烈。区域龙头依靠自身渠道及本地市场的认同，高筑品牌护城河，我们持续看好高确定性的次高端白酒，推荐预期差与渠道边际改善的次高端龙头。
- **蒙牛全年核心利润率提升目标或有压力，但品牌势能已起，Q4仍值得期待。**本周蒙牛在投资者交流会上传达出今年opm（核心利润率）提升0.5pct可能有难度的讯号，侧面印证了我们此前对于三季度两强竞争态势的判断。我们认为三季度两强选择了不同的竞争战略，蒙牛作为主动进攻方选择了相对较高的费用投放，预计净利率有所受损，全年opm是否能继三季度后有所恢复将主要取决于四季度的促销力度（毛利率预计持平）。君乐宝虽剥离进度较晚，但预计对净利率依然有提振；同时现代牧业下半年持续贡献盈利，也有望推动公司整体净利率水平。整体来看，Q4利润端虽有压力，但我们预计蒙牛收入高增压过伊利的趋势短期仍难以改变，势能已起，仍有期待。此外，奶粉龙头飞鹤预计于11月13日港股上市，飞鹤兼具渠道优势、品牌优势以及规模优势，持续推进产品创新升级，基本面趋势向上，按照发行价区间对应估值约15-20倍，在较低位置，重点推荐。
- **龙头增速行业领先，全年高增可期。**参考我们跟踪到的终端数据，9月调味品行业整体零售端销售额增长环比降速，各大品牌增速均出现环比回落，但其中海天、美味鲜和千禾增速均超行业平均水平，龙头保持了稳中有升的增长态势，并不断提升市场占有率。展望全年，四季度预计两大公司核心调味品仍维持稳健增长，小品类快速扩张，叠加春节提前等因素，全年收入利润将完美超速收官。我们长期看好海天以稳健换空间；中炬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。
- **重庆啤酒重申2020年彻底解决同业竞争问题，关注行业结构升级。**嘉士伯在中国市场Q3啤酒销量增长了6%，有机净收入增长20%，高端投资组合增长8%，乐堡和1664的强劲增长、本土品牌的成功升级和大城市的扩张合力推动其实现可观增长，嘉士伯是国内几大啤酒品牌中三季度表现最佳的。本周重庆啤酒再次重申其大股东嘉士伯会在条件成熟时提出解决同业竞争的方案，在2020年彻底解决嘉士伯在中国与重庆啤酒的同业竞争问题。长期来看，结构升级和利润改善仍是行业增长的核心动能，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，推荐青岛和重啤等公司。
- **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，酒鬼酒；乳制品推荐收益率稳定的伊利、蒙牛以及估值在低位的澳优；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
<b>白酒板块：</b>						
贵州茅台	+1.7%	批价稳定，直营、电商放量抢购，反映需求强劲。预计四季度加大直营放量。战略重视系列酒。长期来看，酱香白酒龙头，渠道利润高，供需缺口明显	33.91	40.27	36X	30X
五粮液	+0.7%	新普五价格坚挺，扫码系统改善窜货，渠道库存可控，三季度收入利润较好增长。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	-2.9%	公司控量挺价，继续维持库存合理水平，三季度业绩良好，国窖、特曲、头曲接连提价。长期来看，中高端产品齐发展，百亿目标可期	3.10	3.94	28X	22X
酒鬼酒	+12.0%	四季度向来是酒鬼酒的发货旺季，叠加今年春节前置，我们看好公司四季度内参、酒鬼表现，同时从预收款变化来看，Q4 业绩确定性较高，预计将进入新一轮上涨行情。中长期来看，中粮控股后体制机制完善+梳理产品线+产品结构优化+明确销售发展战略，有望实现酒鬼品牌全国复兴。	0.90	1.16	41X	32X
<b>乳制品板块：</b>						
伊利股份	+0.1%	三季度费用投放同比下降，利润端表现超市场预期；收入端环比二季度有提升，有望维持估值体系。整体行业竞争有望边际趋缓。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	1.17	1.23	25X	24X
蒙牛乳业	-5.2%	收入端增速保持领先，因 opm 可能四季度难以达到预期，股价下跌，从半年到一年角度考虑，认为是合适买入时点	1.77	1.28	15X	21X
澳优	-6.2%	当前估值低于前期高点较多，仅为 20 倍左右，三季度核心业务超市场预期，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	20X	13X
<b>调味品板块：</b>						
海天味业	+1.4%	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	59X	50X
恒顺醋业	+2.5%	全年指引不变，三季度增速环比提升，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	34X	30X
中炬高新	+2.6%	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	49X	40X
<b>啤酒板块：</b>						
青岛啤酒	+2.3%	三季度销量承压但吨价持续提升，结构升级趋势不变；三季度毛利率改善，利润加速释放，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	+3.7%	三季度高档产品增长亮眼，结构升级顺利推进。毛利率微降+期间费用率下降+大额非经常性损益，Q3 利润翻番。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	1.3	1.17	35X	39X
<b>其他板块：</b>						
香飘飘	+2.5%	果汁茶 Q3 受行业竞争压力加大，销量表现一般。	0.93	1.19	28X	22X

		Q4 进入冲泡奶茶旺季，公司全力冲刺，预计将实现可观增长。 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				
绝味食品	-5.8%	三季度新增门店带动收入延续高增长， 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， 高势能店增加同店收入；美食生态加速建设，护城河不断深厚	1.38	1.62	32X	28X
三只松鼠	-7.6%	前三季度合计实现销售额 67.15 亿，规模扩张逻辑不断验证。 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	68X	52X
中粮肉食	0.0%	全年出栏指引不变，生猪养殖业务已扭亏为盈。长期来看： 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	19X	6X
中国食品	+1.9%	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	21X	17X

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 近期调研跟踪 .....	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——行业限产政策取消，高端渠道反馈稳定，重点关注预期差与边际改善的次高端龙头 .....	8
2.2 啤酒板块——重啤重申 2020 年彻底解决同业竞争问题，关注行业结构升级 .....	8
2.3 乳制品板块——蒙牛全年 opm 提升目标或有压力，但 Q4 仍值得期待；飞鹤港股上市在即，予以重点关注 .....	9
2.4 调味品板块——龙头增速行业领先，全年高增可期 .....	10
三、行业数据更新 .....	10
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 .....	14
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.....	7
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) .....	11
图表 8: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤) .....	11
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) .....	12
图表 14: 箱板纸: 出厂价 (元/吨) .....	12
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.....	13
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 近期调研跟踪

#### 【洋河渠道调研：公司全方位调整，有望明年恢复至 10%增速】

##### ■ 核心要点

- 1) **公司调整内容：**兑现对经销商的遗留费用；控货去库存，提高终端价格；收缩投放到经销商的费用，将费用投放在宴席、品鉴会、基地考察方面，渠道的陈列费等；提高员工福利，进行股权激励；
- 2) **产品、市场情况：**天 350-360 元，梦 M3 价格 450-480 元，梦升级版加量不加价。河南、山东保持 20%的稳健增长。上海整体市场情况正常，海、天系列销售总量约 5 亿，下滑 7-8%，梦系列 2 亿左右，增长 20%，M9 在控量的情况下实现营收 5000 万左右，比去年翻番。省内市场仍在调整中；
- 3) **未来营收规划：**目前工作聚焦消费者口碑培养，预计 2020 年保持 10%的增长。

#### 【今世缘渠道调研：国缘 V9 布局高端，省内市场实现高增长】

##### ■ 核心要点

- 1) **新品销售情况：**公司 8 月份在南京发布的高端产品国缘 V9，定价 2299，布局一线高端，差异点在于国缘品牌形象、口味清雅酱香。前三季度全 V 销售情况好于预期，在全国市场上仍有很大升级空间，明年有望翻番；
- 2) **渠道利润：**渠道调研普遍反馈良好，但单品利润有所收缩，公司会综合考量供需关系，保持产品价格体系的稳定；
- 3) **省内市场：**Q1-3 扬州、南通市场表现优秀，泰州等产品老化、经销商主题老化的大区积极调整。南京大区实现 47.83%的销售增速，保持去年的高增长，主要原因系公司抓住次高端扩容契机，补齐渠道终端短板，加深产品品牌内涵与品质优化。有望依靠南京作为战略市场，辐射全省（尤其是苏南大区），影响全国；
- 4) **省外市场：**省外占比仍然较低，19Q1-3 增速约 60%，没有达到翻番的目标。省外市场进一步聚焦核心产品与核心市场，增速有望保持稳中有升；
- 5) **未来营收规划：**三季度后，30%左右的增速符合预期，并且快于一线和行业增速，省内外都有进步空间，预计与第一梯队的差距会逐步缩小。“奋斗新五年，实现翻两番”的营收目标有压力，但公司仍有信心。

#### 【三全食品：全面提升净利率，进入利润释放新阶段】

##### ■ 调研核心要点

- 1) 公司设置了 3+1 的业务模块，其中 3 是指三个经营单位（产品/渠道/生产），3 个组织都有不同的测算模型和绩效考核，1 是中后台部分（成本部门，核心在于如何控制费用）。产品经理也即市场经理，日常市场渠道费用的投放均由其管理，渠道部门负责流量。
- 2) 公司内部事业部改革以盈利为目标，激发员工的主观能动性；绿标从去年开始机制调整，红标今年开始调整，目前效果比较明显。
- 3) 公司预计净利率达到 5-10%是正常水平。

#### 【好想你：加速与百草味融合，全年业绩目标实现难度不大】

##### ■ 调研核心要点

- 1) 目前好百已逐步实现深层次融合，双方协同效应逐步显现，在电商渠道、供应链、仓储物流和线下渠道等加速融合。
- 2) 截止 2019 年前三季度，公司每日坚果系列产品销量同比增长将近 100%，继续朝着年度极致大单品的序列迈进。
- 3) 2019 年度公司预算营业收入同比增长 14.13%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 23.81%，预计完成难度不大。

## 1.2 渠道调研跟踪

(1) 白酒：高端批价平稳，次高端动销反馈向好。茅台批价稳定在 2300 元左右，直营渠道逐步放量，苏宁易购开启了新一轮飞天茅台抢购，近 29 万消费者参与。截至 10 月 14 日，茅台系列酒已经完成全年任务的 80%，销售额和利润实现两位数增长，吨酒收入提高 13%。五粮液批价在 920-930 元，库存 1-2 个月。国窖 1573 批价稳定在 780-800 元左右，继国窖、特曲提价后，公司又提高部分地区头曲产价格为 390 元/件。

(2) 乳制品：整体折扣促销力度环比加强，其中纯甄、特仑苏有机、金典、金典有机折扣环比有所加大，安慕希、特仑苏以及莫斯利安促销略有放缓，低温奶买赠促销活动较上周略有放缓。具体来看：蒙牛纯甄本周折扣率 28.2%，较上周提升 3.8pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 11.0%，较上周下降 2.3pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周提升 6.0pct 至 13.8%。伊利安慕希本周折扣率 6.7%，较上周下降 1.3pct；金典纯牛奶折扣力度较上周提升 8.6pct 至 12.8%；金典有机奶折扣率较上周提升 4.2pct 至 6.8%。光明莫斯利安本周折扣率 25.4%，较上周下降 5.4pct；优+本周折扣率 9.9%，较上周提升 5.0pct。

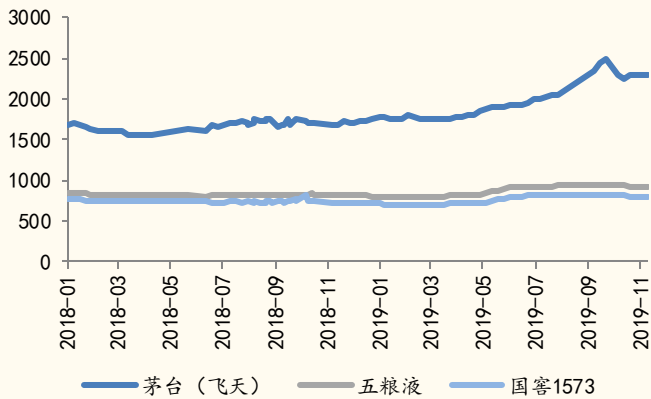
新鲜度方面：常温产品已进入 10 月份产期。各地综合来看，本周两强部分常温奶产品已转向 10 月份，而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度，进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产，表现较好。

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							
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	54	-	2个月前	66	买一箱送240g小杯	2个月前	66	买一箱送4包	2个月前	62	-	一个月前	66	-	两个月前	54	-	一个月前
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	78	-	2个月前	72	-	2个月前	72	-	2个月前	72	-	一个月前	80	-	两个月前	78	-	一个月前
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	40	-	1个月	35.2	-	2	40	-	1	71.8 (250ml*2)	-	两个月前	72 (250ml*2)	-	当月	缺货	-	-
		金典纯牛奶	205ml*12	66	58.6	-	2个月前	49.5	买一箱送3包指定饮品	2个月前	49.5	-	1个月前	65	-	当月	65	-	一个月前	49.5	-	一个月前
		金典有机奶	250ml*12	80	66	-	2个月前	60.9	立减10元	3个月前	90	买一箱送6包	3个月前	67.8	-	三个月前	76	-	三个月前	76	-	两个月前
	低温	畅轻	250g	8.9	7.9	-	当月	8.5	买2送1	-	7.5	买3送1	当月	8.5	19.8五瓶	当月	8.5	买二赠一	当月	7.8	买二赠二	当月
		Joyday	220g	9.9	缺货	-	-	9.9	-	-	9.7	买3送1	当月	9.9	-	当月	9.9	-	当月	7.5	-	当月
蒙牛	常温	纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	-	1个月前	48.8	折后48.7	2个月前	49	买一箱送4瓶	2个月前	66	-	一个月前	44	-	两个月前	44	-	一个月前
		纯甄PET瓶原味	230g*10	80	65	-	当月	65	凭券减10元	2个月前	80	-	1	73	-	四个月前	80	-	两个月前	80	-	一个月前
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	61.4	2箱99元	1个月前	55	凭券减10元	2个月前	55	-	2个月前	58	-	三个月前	55	-	三个月前	65	199减50	一个月前
		特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	90	68	-	2个月前	90	-	2个月前	75	-	2个月前	75	-	一个月前	80	-	一个月前	75	-	一个月前
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	缺货	-	-	缺货	-	-	44.8	-	1	55.8	-	一个月前	48	-	两个月前	缺货	-	-
	低温	冠益乳	250g	8.5	8.5	2瓶9.9元	当月	8.5	买1送1	当月	8.5	-	当月	5	-	当月	8.5	10.9两瓶	当月	4.95	14.85三瓶	当月
		特仑苏高钙酸牛奶	115g*3	36	缺货	-	-	29.7	-	当月	29.8	-	当月	29.8	-	当月	缺货	-	-	28.5	满25减5	当月
光明	常温	莫斯利安	200g*12	72	63.6	送酸枕一提	2	49.9	2个月前	49.9	-	2	49.5	-	两个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	
		优+	250ml*12	54	52.5	折后42.8元	当月	42.8	-	1个月前	52.8	-	1个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	
	低温	畅优	100g*8	20	15.9	16盒装的送4盒	当月	缺货	16盒装19.9	当月	15.3	-	当月	12.9	-	当月	12.9	-	当月	12.9	-	当月
优倍		500ml	12	11	-	当月	12	买2送1包200ml鲜牛	当月	12	-	当月	缺货	-	-	12.9	-	当月	缺货	-	-	
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	5	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		冰淇淋化了	180g	6.5	缺货	-	-	5.5	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	9.8	买2送1	0	8.5	买3送1	-	缺货	-	-	8.9	-	当月	8.9	买二赠一	当月	8.9	买一赠一	当月
		芝士	180g	4.5	4.8	-	0	4.6	买1送1	-	缺货	-	-	3.8	-	当月	3.5	买五赠一	当月	3.9	-	当月

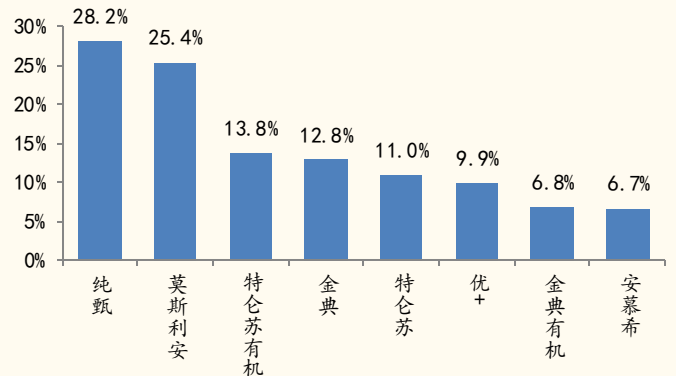
来源：渠道调研，国金证券研究所；注：北京调研于 11 月 9 号，上海调研于 11 月 9 日；生产日期为 11 月即当月，10 月即 1 个月前，9 月即 2 个月前，以此类推

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——行业限产政策取消，高端渠道反馈稳定，重点关注预期差与边际改善的次高端龙头

- **中信白酒指数本周（11.04-11.08）上涨 1.23%**。10 月 30 日国家发改委发布了修订的《产业结构调整指导目录》，取消白酒产业的限制性政策，准入、推出机制将更加完善，有利于建立良性的竞争机制。酒企可以建立生产线扩产，对优质白酒资源更加利好。
- **高端渠道反馈稳定**：茅台批价稳定在 2300 元左右，直营渠道逐步放量，苏宁易购开启了新一轮飞天茅台抢购，近 29 万消费者参与。截至 10 月 14 日，茅台系列酒已经完成全年任务的 80%，销售额和利润实现两位数增长，吨酒收入提高 13%。五粮液批价在 920-930 元，库存 1-2 个月。国窖 1573 批价稳定在 780-800 元左右，继国窖、特曲提价后，公司又提高部分地区头曲产价格为 390 元/件。
- **次高端预期差及边际改善空间大，建议重点关注**：1) **洋河股份**：公司根据现存问题采取多项措施，降低开票价让利渠道、柔性考核改善厂商关系、控货挺价、提高内部激励。渠道反馈，市场库存回归正常，省内 2 个月左右。公司调整了经销商的出厂价、返利政策，统一了经销商的成本价，对终端价有正面激励作用。我们预计公司四季度渠道实现良性调整，2020 年有望回归良性增长。2) **水井坊**：11 月 12 号，主力产品全线提价，预计典藏上涨 40-60 元之间，臻酿 8 号及井台上上涨 10 元。产品提价叠加包装升级，全年增长目标无忧。3) **酒鬼酒**：四季度向来是酒鬼酒的发货旺季，预计内参、酒鬼放量，叠加今年春节提前，Q4 有望发力，中粮控股后确定了塑造核心单品思路，减少贴牌产品产量，理顺产品线。4) **汾酒、古井、今世缘** 产品放量、渠道建设已经优势明显，预计短中期将延续向好趋势。
- **高端白酒价量齐升，业绩确定性强，次高端呈挤压式增长，分化加剧，竞争更加激烈**。区域龙头依靠自身渠道及本地市场的认同，高筑品牌护城河。推荐中期逻辑成立且确定性高的高端酒：茅五泸；次高端：汾酒、古井、今世缘、酒鬼酒；建议重点跟踪估值优势+边际改善空间强的洋河、水井坊、口子窖。

### 2.2 啤酒板块——重啤重申 2020 年彻底解决同业竞争问题，关注行业结构升级

- **中国市场是嘉士伯增长核心，重啤重申 2020 年解决同业竞争问题**：嘉士伯集团三季度财报显现其第三季度实现总销量 385 万千升，净收入为 185 亿丹麦克朗，增长 5.3%。嘉士伯三季度实现稳健增长得益于其在亚洲市场



的良好表现，Q3 在亚洲市场实现净收入 50.34 亿丹麦克朗，有机增长 14.2%（前 9 个月增长 14.4%），实现总销量 117 万千升，有机增长 5.7%，其强劲的价格组合增长和总有机销量的增长带给其动力。具体到中国市场，嘉士伯 Q3 啤酒销量增长了 6%，有机净收入增长 20%，高端投资组合增长 8%，乐堡和 1664 的强劲增长、本土品牌的成功升级和大城市的扩张合力推动其实现可观增长。嘉士伯是国内几大啤酒品牌中三季度表现最优的，品牌价值扩张和延伸的潜力巨大，而中国也是嘉士伯增长的核心市场，两者互相促进和成就。本周重庆啤酒再次重申其大股东嘉士伯会在条件成熟时提出解决同业竞争的方案，在 2020 年前彻底解决嘉士伯在中国与重庆啤酒的同业竞争问题。我们长期看好重啤主业持续结构升级和利润释放的同时期待嘉士伯资产注入带给重啤规模扩张和效率提升。

- 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——蒙牛全年 opm 提升目标或有压力，但 Q4 仍值得期待；飞鹤港股上市在即，予以重点关注

- 原奶价格持续温和上涨，重点关注后期原奶价格走势。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。截至 10 月 30 日，我国主产区生鲜乳平均价格为 3.81 元/公斤，环比上涨 0.3%，同比上涨近 8%，涨幅进一步拉大。当前上游原奶仍是需求增速大于供给增速，我们预计未来原奶价格依然会面临一定上涨的压力，建议重点关注后期原奶价格走势。
- 蒙牛全年核心利润率提升目标或有压力，但品牌势能已起，Q4 仍值得期待。本周蒙牛在交流会上传达出今年 opm（核心利润率）提升 0.5pct 可能有难度的讯号，侧面印证了我们此前对于三季度两强竞争态势的判断。从我们对终端的持续跟踪来看，蒙牛三季度仍然保持了较强力度的终端促销，尤其是中秋国庆前，大单品特仑苏、纯甄也在此推动下实现不错的增长（其中特仑苏 Q3 增速预计有所提升，在 30%左右）。我们认为三季度两强选择了不同的竞争战略，蒙牛作为主动进攻方选择了相对较高的费用投放，但是伊利却采用跟随策略，蒙牛净利率预计有所受损。当前原奶价格持续上涨，Q3 蒙牛收奶价上涨约 8%，超出了此前 6-7%的预期。展望 Q4，我们认为原奶价格上涨压力将持续存在，并且不排除成本压力加大的可能性（2018 年下半年蒙牛奶价控制较好，因此对今年 Q4 来说基数相对较低，奶价压力也就会相对更大），预计毛利率同比持平或小幅下降。我们认为，全年 opm 是否能继三季度后有所恢复将主要取决于四季度的促销力度（毛利率预计持平）。当前君乐宝尚未剥离，预计 11 月不再并表，虽然剥离进度较晚，但预计对净利率依然有提振；同时现代牧业下半年持续贡献盈利，也有望推动公司整体净利率水平。整体来看，Q4 利润端虽有压力，但我们预计蒙牛收入高增压过伊利的趋势短期仍难以改变，势能已起，仍有期待。

- **Q4 及明年竞争态势展望：预计竞争有望边际趋缓，两强盈利弹性均有望逐步释放。**三季度蒙牛作为竞争进攻方，费用投放力度高于伊利，但伊利并没有选择针锋相对，而是采取了较为温和的跟随策略。我们预计 Q4 竞争态势仍将是蒙牛为主动方的局面，而蒙牛在看到三季度单方面的费用投放可能并没有较高的“性价比”（一方面淡季费用投放可能不会获得相匹配的收入增长，另一方面利润端增长也受到影响），因此我们预计四季度蒙牛的主动进攻可能会有所放缓。同时，我们预计前三季度蒙牛的收入增速可能已经超过全年指引，因此四季度蒙牛有可能会控制收入增长的速度，以保证渠道的休养生息，让渠道不会崩太紧，给明年的增长留下空间和基数，届时两强竞争也将边际趋缓。我们预计近两年费用率提升的核心原因将在未来几年不复存在，预计后期两强竞争将相对趋缓，利润弹性有望逐步释放，当前估值均有提升空间，建议持续重点关注。
- **奶粉龙头飞鹤预计于 11 月 13 日港股上市，予以持续重点关注。**飞鹤已于 10 月 14 日通过了港交所主板 IPO 上市聆讯，将于 11 月 13 日正式挂牌上市。飞鹤计划发行共计 8.93 亿股份，占发行后股本的 10%，发行目标价区间为 7.5-10 港元。飞鹤是国产婴配粉的龙头企业，凭借其超高端明星产品星飞帆，稳坐高端婴配奶粉市场第一把交椅，2018 年公司在国内婴配奶粉市场份额为 15.6%，排名第 1。从产品结构来看，飞鹤的高端婴配奶粉收入占比不断扩大，2019 年上半年高端婴配粉占比达到 66.5%（其中星飞帆占比达到 46.9%）。近年来，飞鹤在国内通过大量的品牌营销建立了巨大的品牌优势，并建立了强大的销售渠道和营销网络，截至 2019 年上半年，公司在全国有 1824 个线下客户（其中经销商 1166 个，零售商 658 个），覆盖了 10.9 万个零售终端（2016/2017/2018 分别为 5.8 万、6.7 万、9 万），良好的分销渠道和母婴产品店的高渗透率为飞鹤提供了较强的渠道优势。整体来看，飞鹤兼具渠道优势、品牌优势以及规模优势，持续推进产品创新升级，基本面趋势向上，按照发行价区间对应估值约 15-20 倍，在较低位置，建议重点关注。

## 2.4 调味品板块——龙头增速行业领先，全年高增可期

- **零售端 9 月环比降速，龙头增速行业领先：**参考我们跟踪到的终端数据，9 月调味品行业整体零售端销售额增长环比降速，各大品牌增速均出现环比回落，但其中海天、美味鲜和千禾增速均超行业平均水平，龙头保持了稳中有升的增长态势，并不断提升市场占有率。海天报表端增速和趋势快于零售端，终端反馈季度末仍有压货，公司通过控制发货节奏平衡终端需求和报表增速，预计四季度库存压力将逐步缓解。美味鲜 9 月蚝油依旧维持高增长而酱油增长略有降速，主要受公司多品类战略下资源分配的影响；同时低线城市增长依旧可观，渠道下沉稳中有进。
- **10 月份海天线上增速下滑，中炬持续稳健：**海天前 10 个月阿里系销售额同比下滑 4.21%，其中 10 月单月销售额下滑 23.93%，线上增长略有放缓。中炬前 10 个月阿里系销售额同比增长 46.58%，其中 10 月销售额同比增长 29.79%，维持稳健增长，线下规模不断扩大。
- **四季度调味品行业竞争依然激烈，海天和中炬稳中有升，千禾继续保持双位数高增。**当前估值较上半年有所回落，我们认为在四季度基本面平稳基础上股价有望再次迎来上行，推荐买入。

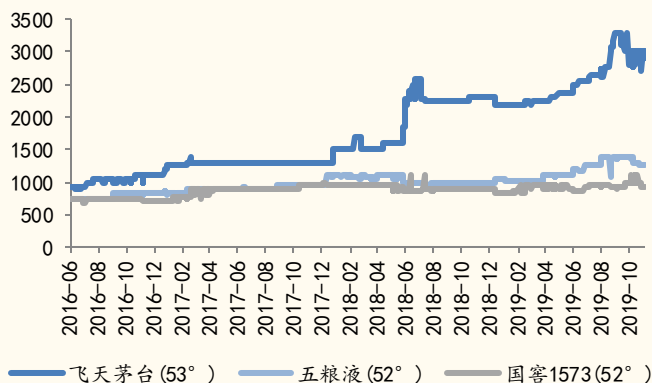
## 三、行业数据更新

- **本周茅台、五粮液终端成交价环比持稳，国窖 1573 环比略有下降。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台、五粮液终端成交价环比持稳，国窖成交价环比略有下降，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2999 元/500ml，较上周持稳；五粮液（52°）本周价格为 1269 元/500ml，较上周持稳；国窖 1573（52°）本周价格为 919 元/500ml，较上周（999）下降

8.01%。当前茅台批价稳定在 2300 元左右，五粮液批价稳定在 920-930 左右，终端需求仍然较为旺盛。

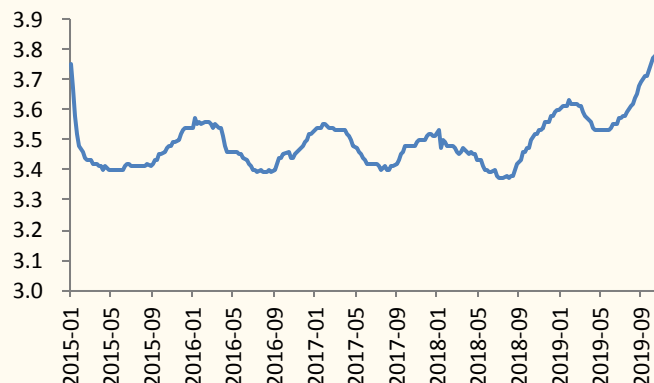
- **原奶价格环比继续上涨，预计后期仍将处于温和上涨态势。**截至 2019 年 10 月 30 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.81 元/公斤，环比上涨 0.26%，同比上涨 7.93%。自 2019 年 6 月份以来，生鲜乳价格持续小幅上涨，建议重点关注原奶价格走势，当前原奶供需仍然偏紧，预计后期原奶价格仍将处于温和上涨趋势。11 月 1 日牛奶价格为 12.23 元/公斤，较上周小幅上涨 0.33%；酸奶价格为 15.37 元/公斤，较上周小幅上涨 0.16%。
- **调味品方面，整体原料价格环比基本持稳。**至 10 月 30 日，大豆（黄豆）市场价为 3726.70 元/吨，与上期（10 月 20 日）相比价格下跌 0.74%。豆粕价格小幅上涨，10 月 30 日全国豆粕平均价格为 3.36 元/公斤，较上期（10 月 23 日）小幅上涨 0.60%。10 月 30 日全国玉米平均价格 2.12 元/公斤，较上期（10 月 23 日）持平。11 月 2 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基本持稳。
- **啤酒方面：大麦价格环比微涨，包装成本环比略有上涨。**截至 2019 年 11 月 8 日，国内大麦市场平均价为 1892.5 元/吨，较上期（11 月 1 日）小幅上涨 0.13%。包装材料方面，10 月 30 日瓦楞纸市场价为 3329 元/吨，较上期（10 月 20 日）上涨 0.13%；11 月 8 日箱板纸平均价格为 4025 元/吨，较上周（11 月 1 日）持平；11 月 8 日玻璃价格指数为 1213.65，较上周（11 月 1 日）上涨 0.11%；11 月 8 日铝材价格指数为 93.83，较上周（11 月 1 日）上涨 0.63%。总体来看，包装材料整体价格环比略有上涨。

图表 5：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



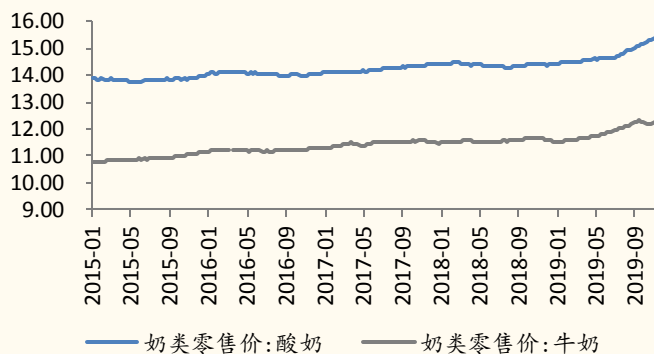
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



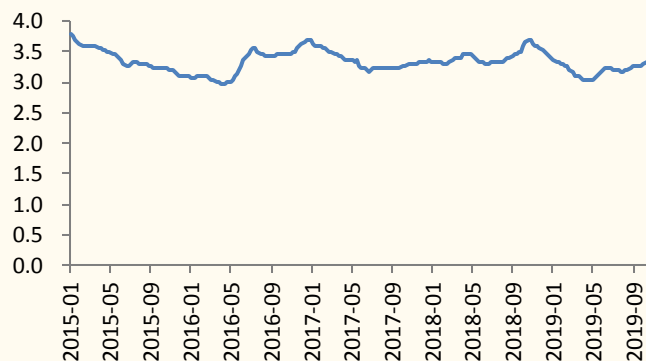
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：全国牛奶酸奶零售价格（元/公斤）



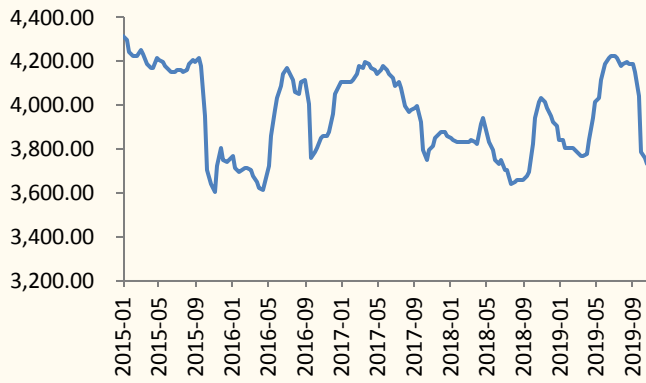
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



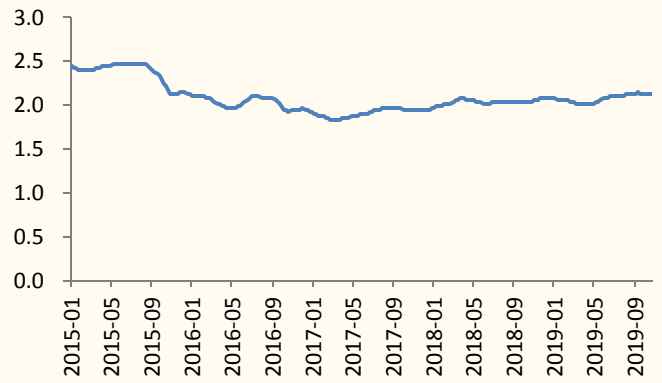
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：全国市场价：大豆：黄豆（元/吨）



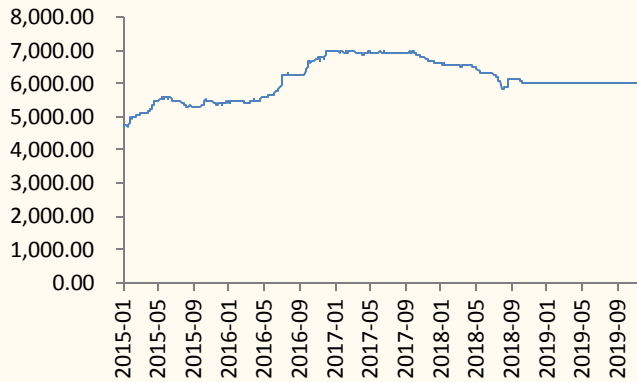
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：平均价：玉米：全国（元/公斤）



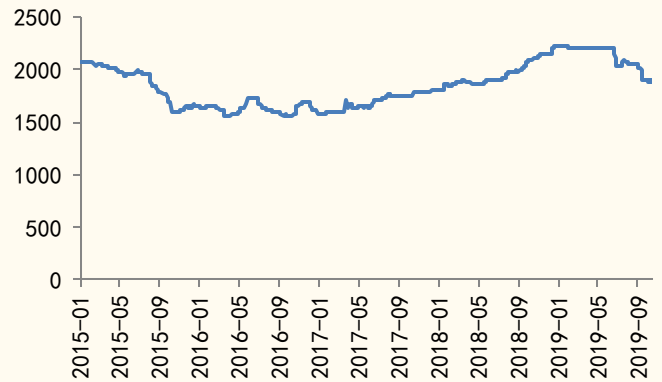
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：平均现货价：绵白糖（元/吨）



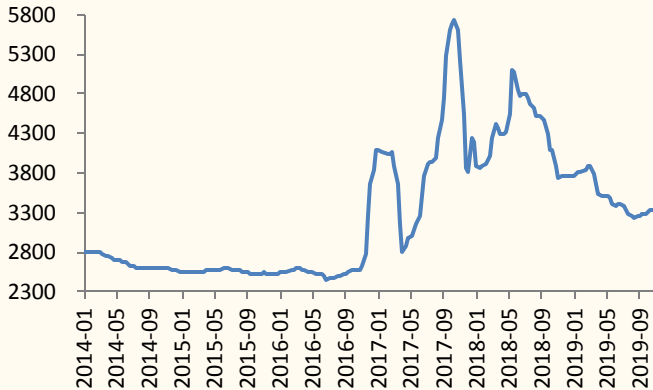
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：平均市场价：大麦（元/吨）



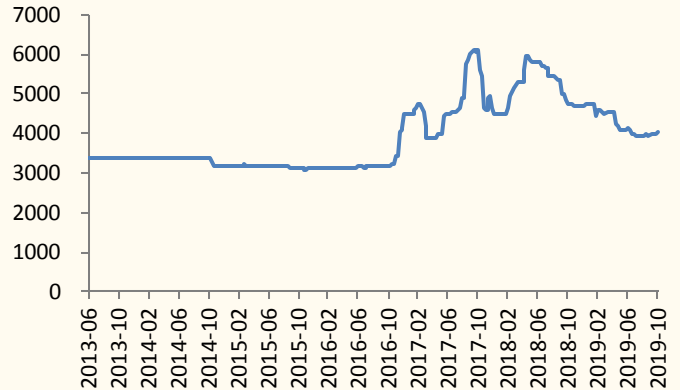
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：全国市场价：瓦楞纸：高强（元/吨）



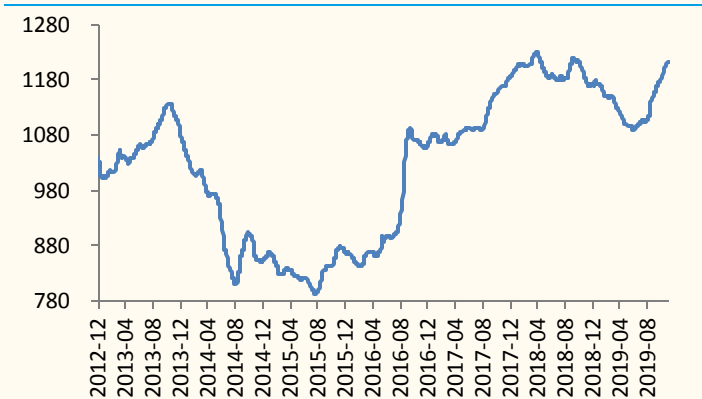
来源：wind，国金证券研究所

图表 14：箱板纸：出厂价（元/吨）



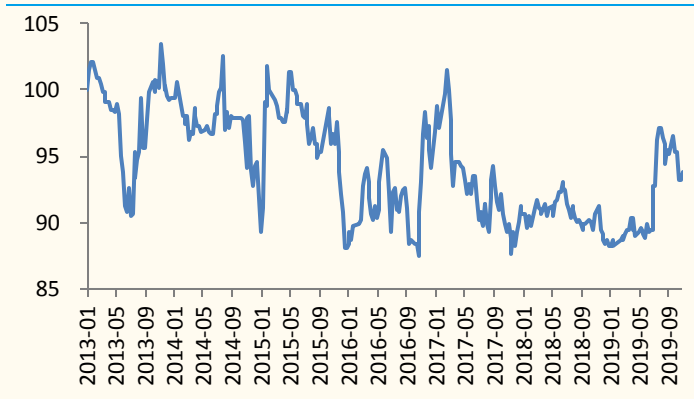
来源：wind，国金证券研究所

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



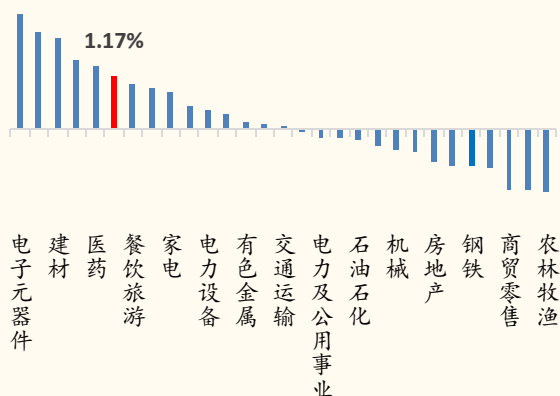
来源: wind, 国金证券研究所

## 四、上周行业回顾

### 4.1 行情回顾

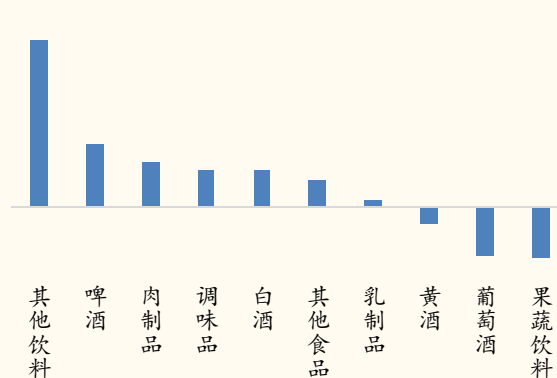
2019年11月4日-11月08日, 沪深300指数上涨0.52%, 食品饮料板块上涨1.17%, 其中涨幅前三的分别是口子窖(+14.19%)、酒鬼酒(+12.02%)、双汇发展(+10.21%), 跌幅前三的分别是麦趣尔(-11.68%)、广弘控股(-8.88%)、科迪乳业(-8.30%)。

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 (%)
口子窖	14.19%	麦趣尔	-11.68%
酒鬼酒	12.02%	广弘控股	-8.88%
双汇发展	10.21%	科迪乳业	-8.30%
燕塘乳业	9.76%	三只松鼠	-7.62%
养元饮品	9.43%	上海梅林	-6.36%
得利斯	8.30%	绝味食品	-5.77%
涪陵榨菜	8.00%	莫高股份	-4.82%
舍得酒业	7.66%	惠泉啤酒	-4.59%
妙可蓝多	7.29%	皇氏集团	-3.97%
三全食品	6.93%	威龙股份	-3.73%

来源: wind, 国金证券研究所

## 4.2 公告精选

**【洋河股份-回购】**洋河股份使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。本次回购资金总额不低于人民币 10-15 亿元，回购价格不超过人民币 135.00 元/股（含），预计可回购股份数量占公司目前总股本比例为 0.74%。

**【华统股份-对外投资】**华统股份与温氏食品集团股份有限公司协商一致，于 2019 年 11 月 4 日签订了《生猪养殖业务合作协议》，决定拟在浙江省义乌市共同投资设立浙江温氏华统牧业有限公司。

**【贝因美-回购】**截至 2019 年 10 月 31 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量 755 万股，约占公司总股本的 0.74%，最高成交价为 6.52 元/股，最低成交价为 5.02 元/股，支付总金额为 4,200 万元（不含交易费用）。

**【海天味业-高管减持】**2019 年 5 月 28 日至 2019 年 11 月 5 日期间，公司董事吴振兴先生通过交易所集中竞价交易方式减持公司股份 34 万股，占公司总股份的 0.01%，尚余 16 万股未完成，占公司总股份的 0.01%。

**【来伊份-政府补助】**公司及子公司自 2019 年 10 月 31 日至 2019 年 11 月 4 日收到与收益相关的政府补助人民币 187.24 万元，超过 2018 年净利润 1,010.90 万元的 10%。

**【海欣食品-对外增资】**公司拟对全资子公司福建长恒食品有限公司增资 2 亿元，并由长恒食品以自有资金和自筹资金投资建设“福建长恒食品有限公司水产品精深加工项目”。

**【好想你-回购】**截至 2019 年 10 月 31 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量共 1,374.26 万股，占公司总股本的 2.66%，支付总金额为 11,616.81 万元（不含交易费用）。

**【桃李面包-股权变动】**公司于 2019 年 11 月 7 日收到公司大股东吴志刚先生减持股份的通知，吴志刚先生于 2019 年 11 月 7 日通过大宗交易的方式减持公司无限售流通股共计 595 万股，占公司总股本的 0.9%。

**【今世缘-减持】**截止本公告披露日，倪从春持有公司无限售条件流通股 2,125.1 万股，占总股本的 1.69%。倪从春本次计划减持 250 万股，实际已减持 124.9 万股，减持数量占总股本的 0.1%，占本次减持计划的 49.96%。

**【得利斯-股份转让】**同路人投资拟将其持有的公司 1.46 亿股无限售流通股股份（占公司总股本的 29%）以协议转让的方式转让给新疆中泰。

**【伊利股份-股份质押】**公司于 2019 年 11 月 8 日接到股东呼和浩特投资有限责任公司函告，获悉其所持有本公司的部分股份被质押，质押股数 3,700 万股，占公司总股本的 0.61%。

**【香飘飘-回购股份】**本次回购注销的已获授但尚未解除限售的限制性股票共计 117.89 万股，占公司总股本的 0.28%。由于公司本次回购注销部分限制性股票将涉及注册资本减少，特此通知债权人。

**【煌上煌-回购股份】**本次回购注销限制性股票数量为 85.75 万股，占回购注销前股份总数的 0.17%。回购价格为 7.848 元/股，回购总金额为 672.98 万元。本次回购注销完成后，公司总股本将由 5.14 亿股减少至 5.13 亿股。

## 4.3 行业要闻

### ■ 酒类及饮料：

11 月 1 日，苏宁超市公布了当天的 12 小时战报。数据显示，11 月 1 日前 12 小时，苏宁超市订单量同比增长 179%，其中酒水订单量同比增长 212%，茅台、五粮液、郎酒三大白酒品牌位列销售前三甲。（酒业家）

2019年第三季度，嘉士伯集团亚洲市场实现销量117万千升，有机增长5.7%；实现净收入50.34亿丹麦克朗，有机增长14.2%。2019年前三季度，嘉士伯集团亚洲市场实现销量有机增长7.5%；实现净收入有机增长14.4%。其中，中国市场第三季度销量增长6%，有机净收入增长20%。（啤酒日报）

近日，中粮信托有限责任公司连续发行“飞天2号贵州茅台酒投资信托计划”和“中粮信托飞天3号茅台酒投资集合信托计划（第一期）”，投向有升值空间的实物贵州茅台酒产品，两则信托计划斥资2亿元共计囤入90562瓶茅台酒。（酒说）

11月5日，上午10点，苏宁易购开启新一波飞天茅台抢购，近29万成功预约的消费者迅速进场。此外，11月6日10点，苏宁易购将再次开放新一波飞天茅台酒的预约资格抢购，并在双十一当天上午10点开启付款抢购。（微酒）

在本届进博会古法酿造工艺现场，汾酒举行了开酿仪式，酿酒师傅敬天、敬地、敬先祖，表达了汾酒人对大自然的敬畏和汾酒历代先祖匠心传承的感恩之心。（云酒头条）

11月6日，国家发改委网站发布《产业结构调整指导目录（2019年本）》，自2020年1月1日起施行。新目录中，“白酒生产线”已从限制类轻工业中删除。这标志着困扰白酒行业发展14年的“紧箍咒”正式解除。（酒说）

11月6日，在投资者集体接待日活动中，重庆啤酒董秘邓炜表示，基于第三方数据统计，公司在重庆区域占有率为83%左右，四川区域为9%左右。邓炜同时表示，嘉士伯在2013年要约收购时做出解决同业竞争承诺，目前嘉士伯尊重此前做出的承诺，会在条件成熟的时候提出一个解决方案，在2020年前彻底解决嘉士伯在中国与重啤的同业竞争问题。（微酒）

11月7日，来自苏宁悟空榜的数据显示，从10月24日截至11月7日16点，在白酒品类品牌累计销量榜单中，五粮液居首位，茅台、洋河、汾酒、水井坊、赖茅、习酒、郎酒、剑南春、牛栏山分居TOP2-TOP10。（酒说）

11月8日，五粮液在投资者关系活动中表示，公司围绕“三性一度”的总方针，进一步规范营销渠道，对129款高仿产品进行了清退和下架处理。目前，随着五粮液市场消费需求持续扩大，产品供不应求愈发明显。

#### ■ 其他：

“网红酸奶”乐纯近日推出首款纯牛奶“万里挑一”，蛋白含量3.8，氨基酸比普通牛奶高出3倍。在包装设计上，“万里挑一”纯牛奶采用了宫崎骏风格的水彩画，外箱设计取自乐纯LOGO的爱心。在11月15日全渠道上市之前，该产品目前已在线上预售，价格为119元/12盒，限量5000套。（食品板）

11月4日，第22次东盟与中日韩（10+3）领导人会议透露，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）15个成员国已结束全部文本谈判以及实质上所有市场准入谈判。有专家表示，RCEP谈判成功，意味着占全球近一半人口的国家地区有望实现低关税甚至零关税。（微酒）

据包头市中级人民法院官网，包头市中级人民法院经重新审理，于2019年11月1日依法撤销对伊利前董事长郑俊怀的两次减刑裁定。2019年11月4日，包头市中级人民法院向郑俊怀送达裁定，同日，已对郑俊怀收监。郑俊怀原为伊利董事长，现为黑龙江红星乳业实际控制人。（食业家）

海关数据统计：2019年1-9月我国共计进口各类乳制品223.21万吨，同比增加12.8%，进口额83.83亿美元，同比增长11.5%。其中，干乳制品154.8万吨，同比增加4.3%，进口额75.26亿美元，同比增长10.2%。1-9月液态奶65.76万吨，同比增加39.9%，进口额8.1亿美元，同比增长27.1%。（食业家）

翔牛总经理陈德省表示：“我们计划总投资6亿元，分三期投入，一期项目投产后，可实现年销售1.5亿元，税收1500万元。我们将建立大数据营销中心、新型乳品研究院，以后再建造一个自己的生产基地，同步开发其他同类无糖产品，像无糖乳饮料、无糖豆奶之类的延伸产品。”（食品板）

## 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
11月11日	伊力特	召开股东大会
11月13日	安井食品	召开股东大会
11月14日	湖南盐业	召开股东大会
	广弘控股	召开股东大会
	三元股份	召开股东大会
11月15日	来伊份	召开股东大会
	深粮控股	召开股东大会
	盐津铺子	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