

# 啤酒板块有望迎来量价齐升带来的情绪修复行情

食品饮料行业周报

2019年11月18日

### 报告摘要:

- **11月模拟组合:** 泸州老窖(25%)、顺鑫农业(25%)、涪陵榨菜(25%)和青岛啤酒(25%)。
- **白酒:** 行情进入淡季, 挺价、提价动作是近期重点。前期秋糖期间, 各主要厂商反馈总体平稳, 无需担忧短期系统性风险, 但是部分厂商渠道库存问题仍需紧密注意。**茅台:** 批价近期走势符合前期预期, 近期总体维持小幅震荡走势, 在2300元附近震荡。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:** 批价各地出现一定分化, 部分区域低价出货对价盘有所扰乱, 跟踪显示公司已派出督导组, 预计后续公司将控制发货节奏以及处罚违规市场行为等方式强力挺价。**泸州老窖:** 提价是近期关键词, 预计Q4以控量保价为主。**投资建议:** 中秋国庆双节及秋糖调研显示, 行业增长态势总体稳健、分化加强, 但短期系统性风险项被排除。建议超配高端白酒茅五泸组合, 重点关注口子窖、顺鑫农业、洋河股份、今世缘、山西汾酒、古井贡酒。
- **啤酒:** 10月行业产量正增长, 看好明年六重利好叠加下的行业盈利能力有望得到持续改善。今年前10月中国规模以上啤酒企业累计产量同比+1.0%, 19Q3产量同比-2.4%, 10月单月产量同比+3.50%。尽管短期看行业产量小幅低于预期, 但调研显示各主要厂商产品结构升级趋势仍较为明显, 各主要公司19Q3收入仍保持收入端正增长, 且利润增速显著高于收入增速。展望Q4, 春节提前以及明年提价预期下有望推动销量大概率保持正增长, 同时行业竞争趋缓+结构升级趋势有望维持。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:** 行业基本面总体仍以稳为主, 榨菜去库存进程顺利维持食品板块首推。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。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5周左右, 20H1迎来基本面拐点概率持续增加。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), 维持首推位置。
- **乳制品:** 预计19H2行业竞争整体仍将维持高位, 行业龙头费用结构性优化有望推动盈利端在低基数基础上企稳。虽然中秋后行业促销力度环比有所减弱, 但总体来看19H2行业仍未见竞争减缓的迹象。19Q3的CTR数据显示, 龙头企业广告费用结构性优化趋势非常明显, 预计在成本快速上行(前三季度原奶上涨约6%)和竞争热度不减的大背景下, 龙头企业优化费用结构、精简无效投放的趋势非常明显, 只要原奶上行周期不改, 预计19Q4和20H1龙头企业将大概率持续这一经营策略, 这也有助于龙头企业盈利端在低基数基础上实现企稳。
- **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

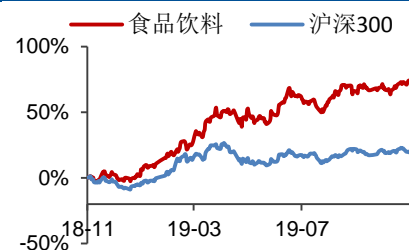
代码	重点公司	现价 11月15日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
000860	顺鑫农业	52.25	1.38	1.85	2.37	38	28	22	推荐
002507	涪陵榨菜	25.53	0.85	0.98	1.16	30	26	22	推荐
000568	泸州老窖	85.21	3.22	3.93	4.62	26	22	18	推荐
600600	青岛啤酒	55.02	1.29	1.56	1.84	43	35	30	推荐

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：行业进入淡季，提价、挺价是近期行业关键词	3
(二) 啤酒：10月产量数据持续正增长，提价预期提升	7
(三) 乳业：19H2行业竞争将大概率维持高位，费用结构性优化将推动盈利端增速在低基数基础上企稳	8
(四) 调味品：行业基本面总体稳定，榨菜去库存进程顺利	9
<b>二、本周行情回顾</b>	<b>10</b>
<b>三、重点数据跟踪</b>	<b>14</b>
(一) 白酒	14
(二) 葡萄酒	14
(三) 啤酒	15
(四) 乳制品	15
(五) 肉制品	16
<b>四、行业要闻及重点公司公告</b>	<b>16</b>
(一) 行业要闻	16
(二) 公司公告	16
<b>五、风险提示</b>	<b>18</b>
<b>插图目录</b>	<b>19</b>
<b>表格目录</b>	<b>19</b>

## 一、本周行业投资建议

### (一) 白酒：行业进入淡季，提价、挺价是近期行业关键词

本周中信白酒指数上涨 0.71%，跑赢沪深 300 指数(-2.41%)和上证综指(-2.46%)。北上资金有小幅流入，白酒板块北上资金持有市值上升 10.33 亿元；茅五泸洋等一线白酒持有市值小幅上升 8.62 亿元。

图 1：白酒估值（PE-TTM）水平近期在 80%分位附近窄幅震荡



资料来源：Wind，民生证券研究院

### (1) 贵州茅台：Q4 预计直营、直控渠道仍将放量，预计春节前批价难大涨

#### 1、Q4 预计直营、直控渠道仍将放量

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 2000-3000 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、批价进入短期震荡期，预计春节前难大涨

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。除此之外，我们近期了解，茅台Q4还将在两个渠道实现放量：（1）直营店加大放量力度，以省区为考核单位，直营店直接对接小团购客户，团购客户数量列入重点考核。（2）省内某经销商将选择省内机场、高铁站、酒店释放配额约2000吨。因此，预计上述多个举措落地后，预计将对飞天批价持续实施压力。

图2：网络媒体报道，茅台将于省内机场、高铁站、酒店释放配额约2000吨

表1：机场网点布局表

序号	机场	客流量 (万人)	专卖店情况	拟安排计划量 (吨)
1	贵阳/龙洞堡	2,009.6	专卖店	300
2	铜仁/凤凰	127.7	专卖店	100
3	毕节/飞雄	121.7	无	100
4	兴义	112.1	专卖店	100
5	安顺/黄果树	44.1	无	50
6	黔南州/荔波	18.3	无	50
7	凯里/黄平	14.2	无	50
8	黎平	5.1	无	50
合计:				800

2. 新增高铁布点。贵州省现有高铁站29个，拟对以下10

个客流量较大的站点进行布局。详见表2：

表2：高铁网点布局表

序号	地区	站点名称	站点规模	拟安排计划量 (吨)
1	贵阳市	贵阳北站	总建筑面积25.5万平方米；车站站场规模为15个站台32条线；	100
2		贵阳东站	总建筑面积9983平方米，车站站场规模为10个站台18线。	10
3		龙洞堡站	总建筑面积30216平方米，车站全站设有正线2条、到发线2条。	20
4	遵义市	遵义东站	总建筑面积174255平方米。	50

资料来源：酒业家，民生证券研究院

我们仍维持此前观点——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,考虑到节前直营、直供渠道将实现放量,预计春节前批价难大涨。

经过前期的急跌期,近期飞天批价在 2300 元附近展开了窄幅震荡走势,相比节前批价最高点已下跌约 300-350 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。我们仍维持 2100-2200 元是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,因此我们仍不能排除茅台价格未来再创新高的可能。

不过,从现在到春节前近 2 个月左右的批价短期走势仍核心取决于茅台放量节奏,我们判断节前批价难大涨。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(商超、电商、团购)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。在总量供应增量有限的情况下,茅台集中于直营、直供渠道实现精准放量,有助于批价的有效平抑,因此我们判断节前批价难再大涨,短期将围绕 2300 元展开窄幅震荡,春节备货期正式到来后(12 月底、1 月初前后)批价有望小幅上涨。

## (2) 五粮液:各地批价出现一定分化,渠道督导工作已开始进行

三季报验证我们此前判断。我们前期对五粮液三季报予以乐观判断,认为三季报高增的确定性很高。实际来看,三季报收入/归母净利润分别+27%/+35% 顺利实现高增,符合我们前期判断。

批价节后各地出现分化,预计 Q4 发货节奏将进一步控制。调研显示,中秋前公司小幅加大了发货力度,但各地去化情况有所差别,导致中秋前后的批价在不同地区之前出现一定的分化。调研显示,华东、华北等地批价较为坚挺,基本在 930-950 元一线;不过四川、广东等部分省份批价较低,最低在 900-910 元附近。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，加之公司短期加快了发货节奏以及飞天批价滞涨，因此部分区域的部分经销商出现了违规抛售。不过考虑到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。近期调研显示，公司已派出督导组巡视各地市场，预计后续部分问题市场将有针对性对策。我们判断，公司 Q4 将对发货节奏实现进一步控制，同时将对部分市场违规行为进行进一步处罚，因此预计后续普五批价有望逐渐回暖。

### (3) 国窖 1573：提价是近期主基调，短期控量保价预计是主要策略

国窖 1573 开启提价，预计 Q4 总体操作思路偏向于控量保价。10 月 29 日，泸州老窖国窖酒类销售公司发布了关于调整 52 度国窖 1573 经典装价格体系的通知。通知中显示，即日起 52 度国窖 1573 经典装计划外配额价格上调 20 元/瓶；团购建议价调整为 980 元/瓶；11 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格上调 20 元/瓶。此外，公司还将对 52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格按月度进行调整，12 月 10 日及 2020 年 1 月 10 日价格体系另行通知（实际是每次提 20 元，总计提 60 元）。我们认为，在完成百亿目标之后，国窖 1573 将聚焦品牌附加值的提升和渠道利润的改善，预计 Q4 有望执行控量提价的操作方式以实现渠道利润的改善以及对竞品品牌认知度及附加值的持续追赶。

九代特曲提价，十代特曲月内正式面市。月初，十代特曲 11 月正式上市，建议零售价为 328 元，这一定价水平也标志着老字号特曲正式跨入“次高端”价位（300 元以上），也意味着特曲的品牌复兴工作取得标志性里程碑。而九代产品将成为绝版产品，因此经销商结算价格调整为：52 度老字号特曲 308 元/500ML、38 度老字号特曲 298 元/500ML。

图 3：9 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	-6.1
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	1.22		
正收益概率	42.9%	64.3%	57.1%	78.6%	71.4%	71.4%	64.3%	50.0%	57.1%	71.4%	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	-6.0	-3.9	0.7
2015	-2.7	-0.3	-8.8	-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	0.4		
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%	42.9%	69.2%	69.2%

资料来源：民生证券研究院整理

(4) 投资建议：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。

## (二) 啤酒：10月产量数据持续正增长，提价预期提升

19年1-10月，中国规模以上啤酒企业累计产量3343.1万千升，同比+1.0%；10月单月行业产量216.7万千升，同比+3.50%，保持了9月份以来的正增长态势。

Q3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。展望Q4，春节提前以及明年提价预期下有望推动销量大概率保持正增长，同时行业竞争趋缓+结构升级趋势有望维持。尽管短期看，行业产量小幅低于预期，但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（明年提价动作也将大概率兑现），预计啤酒板块各主要公司19H2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。

总结来说，我们对明年啤酒行业板块持强烈看好的乐观判断，认为明年行业将实现六重利好交织：

**1.提价：**在行业总体销量趋于饱和且行业格局初定的背景下，玩家之间的份额战暂时偃旗息鼓，均对盈利提出了新诉求，而提价便是提振业绩最行之有效的手段之一。继18年大范围提价之后，20年青岛啤酒将继续落实提价常态化，看好各大玩家在各自基地市场通过直接提价的方式提振业绩（以青岛啤酒18年年报数据为基准，在其他条件不变的情况下，吨价每提升1个pct，毛利率将提升约0.62个pct）；

**2.产品结构升级：**天时地利人和皆具，啤酒产品结构升级渐入白热化，看好啤酒行业中高端化升级的持续性（以重庆啤酒18年年报数据为基准，在其他条件不变的情况下，高档啤酒营收占比每提升1个pct，整体毛利率提升约0.2个百分点）；

**3.成本压力缓解：**18年下半年以来宏观经济增速边际放缓，环保“一刀切”被禁止致使上游原材料供给端有所宽松，铝板和瓦楞纸等包材价格增速均大幅趋缓，这对长期以来盈利孱弱的啤酒行业来说是一大利好。展望未来，在罐装逐渐替代瓶装产品的大趋势下，看好包材成本低位红利给各大玩家带来盈利空间的提升。

**4.产能优化助力固定资产折旧及管理费用营收占比双降低：**在产能过剩导致厂商盈利空间被压缩的背景下，各厂商均持续推进产能优化步伐。华润啤酒继18年关闭了13间啤酒厂之后今年上半年又关闭一家工厂，青岛啤酒在9月份提到未来将花费3-5年时间关闭整合10家左右工厂。尽管关厂短期内会导致资产减值损失以及员工安置费用（管理费用）的增加，但长期看却可以带来固定资产折旧营收占比的减少叠加通过遣散职工减少总员工薪酬进而促进管理费用率的降低。

**5.竞争边际放缓促进销售费用率降低：**在巨头各自拥有牢固基地市场的背景下，各大

巨头想通过激进措施撬动对方强势市场成本高且难度大，同时历经前几年的亏损，各大巨头均淡化对于收入的考核、加强对于盈利的诉求，因此我们预计费用整体下滑趋势将大概率维持；

**6. 增值税率下调带来一次性利润弹性：**增值税率下调对盈利薄弱的啤酒行业弹性巨大。尽管净利润端的提振可能不会向市场最乐观的预期兑现，但对于净利率较低的啤酒行业仍然具备较大的助力弹性，我们预计增值税率的下调对各公司有约 1 个百分点净利率的提升贡献，预计能够给上市公司带来 8-50% 不等的盈利端提振。

因此，我们强烈看好啤酒板块表现，推荐排序为青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒。

### （三）乳业：19H2 行业竞争将大概率维持高位，费用结构性优化将推动盈利端增速在低基数基础上企稳

**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。

**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对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。

值得重点关注的是，尽管地面竞争总体维持高位，但是龙头似乎已开启费用结构优化之路——从电视广告（硬广）时长角度看，2019Q3 两强广告投放总时长、总次数均出现同比大幅下降。2019Q3 伊利电视广告投放次数/总时长分别为 2.95 万次/134.70 小时，同比增速分别是-40.57%/-33.54%。广告数据出现如此大幅下滑在伊利 17 年以来尚属首次，体现出公司在空中费用投放思路上出现重大变化。蒙牛广告投放总次数/总时长分别为 1.27 万次/47.83 小时，同比-40.90%/-56.36%，Q3 广告投放时长仍然保持今年以来大幅缩减的态势，一方面是去年世界杯较高基数，叠加地面促销挤部分占空中资源以及投放“减硬加软”的策略，共同造成蒙牛 19Q3 广告投放同比出现大幅下滑。总体看，2019Q3 伊利广告投放力度仍大幅领先蒙牛，伊利空中费用投放力度同比大幅下滑是 Q3 销售费用率小幅下滑的核心原因。结合渠道情况来看，行业整体竞争仍处高位，因此我们判断在中短期内两强空中费用投放将更加追求效率、减少无效投放，并预测 Q4 有望延续 Q3 这一投放趋势。除此之外，光明乳业三季报也体现了类似于伊利的费用结构优化的趋势，我们认为，在原奶成本压力下，行业龙头开启费用结构优化之路以对冲成本上行应是近期龙头公司采取的核心经营策略，因此未来行业龙头盈利端压力预计将得到显著缓解，利润增速有望在低基数基础上企稳，静待原奶成本拐点的到来。

图 4：乳制品估值（PE-TTM）近期持续小降



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### （四）调味品：行业基本面总体稳定，榨菜去库存进程顺利

从三季报业绩来看，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：Q3 业绩符合预期，Q4 预计将小幅刹车。**调研显示，公司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。从经销商数量来看，截至 19Q3 末公司总经销商数量达到 5640 家，较 19H1 末净增加 271 家，扩张势头不减。同时，调研显示，

近期渠道库存总体尽管环比有所上升，但总体处于可控状态，因此我们判断 Q4 也将大概率延续刹车操作（为 2020 年留力，同时阶段性对渠道库存实现去化）。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：**19Q3 收入小幅降速符合预期，明年渠道+品类扩张保障收入增速提速大概率实现。我们前期在周报中提出，启动时库存较高，预计 Q3 收入增速小幅低于上半年 15% 的水平，三季度兑现我们此前预测。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，不过半年末渠道显示有压货迹象，因此 19Q3 开启时渠道库存存在高位。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于非核心市场，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，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。

**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 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。最新渠道调研显示，库存已降至约 5 周左右水平，基本接近正常库存水平。Q3 公司报表收入端增速实现超预期的正增长（+7.6%），但我们判断主要还是公司有提前确认收入的动作，Q4 在去年同期高基数下或将放弃报表正增长。

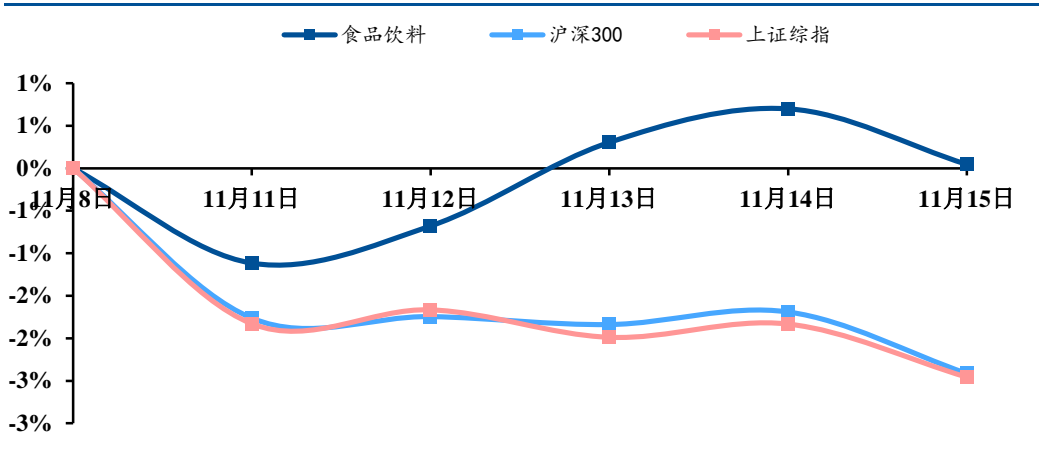
**恒顺醋业：**Q3 收入端增速环比有所改善但仍低于预期，Q4 环比大概率小幅提速。我们在此前周报中曾提示，预计 19Q3 有望环比 19Q2 有所提速，实际三季度情况确实环比略有改善但改善程度不及预期。近期渠道跟踪来看，公司营销端进入最后的销售冲刺季——“百日会战”，渠道返点力度将大幅加强，因此判断 Q4 收入端将环比 Q3 再次有所提速。

## 二、本周行情回顾

本周（2019 年 11 月 11 日-11 月 15 日）食品饮料指数上涨 0.05%，沪深 300 指数下跌 2.41%，上证综指下跌 2.46%，总体表现强于大盘指数，涨跌幅位于 29 个行业第 2 位。具体子行业中，涨跌幅前三为啤酒（8.74%）、白酒（0.71%）、其他食品（-0.09%）。

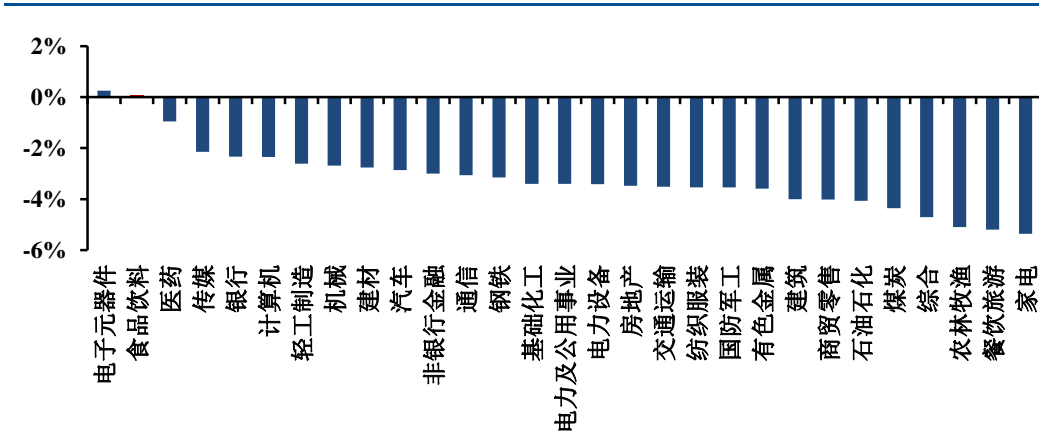
本周涨幅前十的公司包括：得利斯（24.03%）、青岛啤酒（12.47%）、重庆啤酒（11.49%）、安井食品（10.97%）、顺鑫农业（9.63%）、山西汾酒（8.63%）、珠江啤酒（7.63%）、桃李面包（7.00%）、盐津铺子（5.35%）、三全食品（5.29%）；跌幅前十的公司包括：ST 椰岛（-16.33%）、华宝股份（-10.95%）、燕塘乳业（-10.51%）、广东甘化（-10.05%）、克明面业（-9.37%）、安记食品（-9.16%）、\*ST 西发（-8.53%）、养元饮品（-8.29%）、华统股份（-7.98%）、莫高股份（-7.76%）。

图 5：本周食品饮料板块指数上涨 0.05%



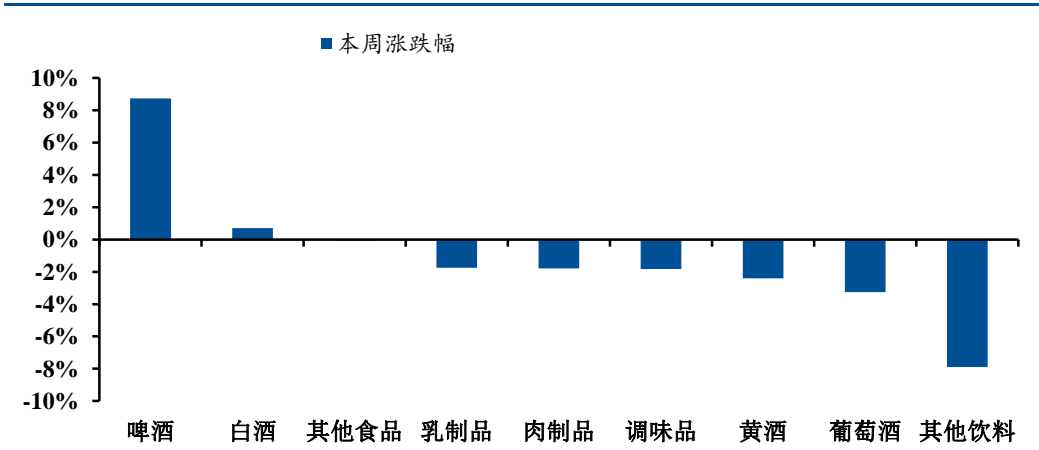
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：食品饮料板块表现位于 29 个行业第 2 位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：本周食品饮料各个子行业中，啤酒（8.74%）、白酒（0.71%）、其他食品（-0.09%）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 (%)
得利斯	24.03	ST 椰岛	-16.33
青岛啤酒	12.47	华宝股份	-10.95
重庆啤酒	11.49	燕塘乳业	-10.51
安井食品	10.97	广东甘化	-10.05
顺鑫农业	9.63	克明面业	-9.37
山西汾酒	8.63	安记食品	-9.16
珠江啤酒	7.63	*ST 西发	-8.53
桃李面包	7.00	养元饮品	-8.29
盐津铺子	5.35	华统股份	-7.98
三全食品	5.29	莫高股份	-7.76

资料来源: Wind, 民生证券研究院

本周沪港通交易金额 783 亿元, 其中买入金额 386 亿元, 卖出金额 397 亿元, 净卖出 11 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。深港通交易金额为 911 亿元, 其中买入金额 470 亿元, 卖出金额 441 亿元, 净买入 29 亿元, 深港通前十大活跃交易个股包含食品饮料板块的洋河股份、五粮液。

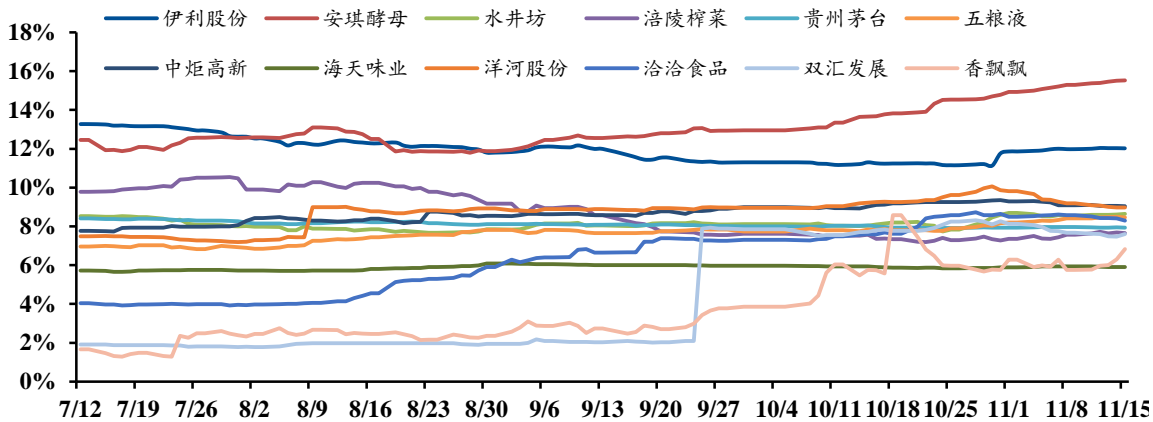
表 2: 本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向

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	36.95	16.66	20.29	-3.63	-0.03%
伊利股份	10.93	6.00	4.92	1.08	0.04%
五粮液	31.99	17.29	14.70	2.59	0.05%
洋河股份	12.41	4.88	7.53	-2.65	-0.22%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

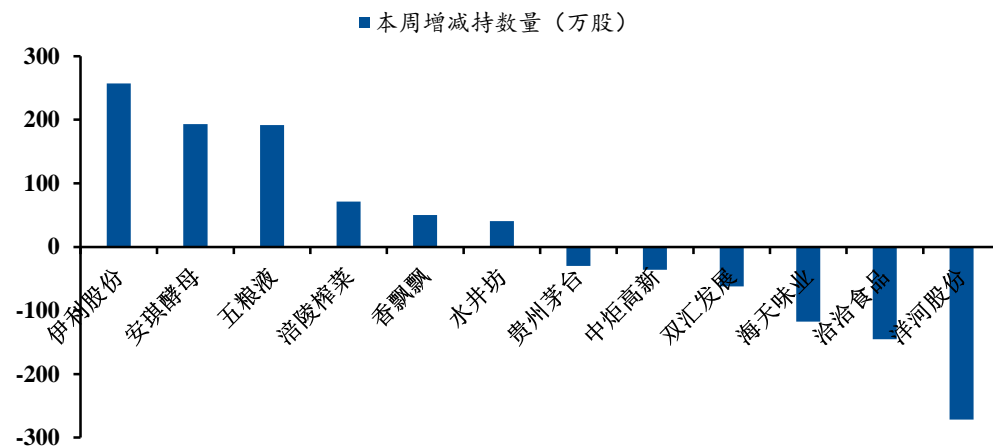
北上资金持股占流通股比例超 5% 的个股中, 伊利股份、安琪酵母、水井坊、五粮液、涪陵榨菜、香飘飘出现持股比例上升; 贵州茅台、海天味业、双汇发展、洽洽食品、中炬高新、洋河股份持股比例出现下降。增减持方面, 伊利股份、安琪酵母、水井坊、五粮液、涪陵榨菜、香飘飘获得资金增持; 贵州茅台、海天味业、双汇发展、洽洽食品、中炬高新、洋河股份被减持较多。

图 8：北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股



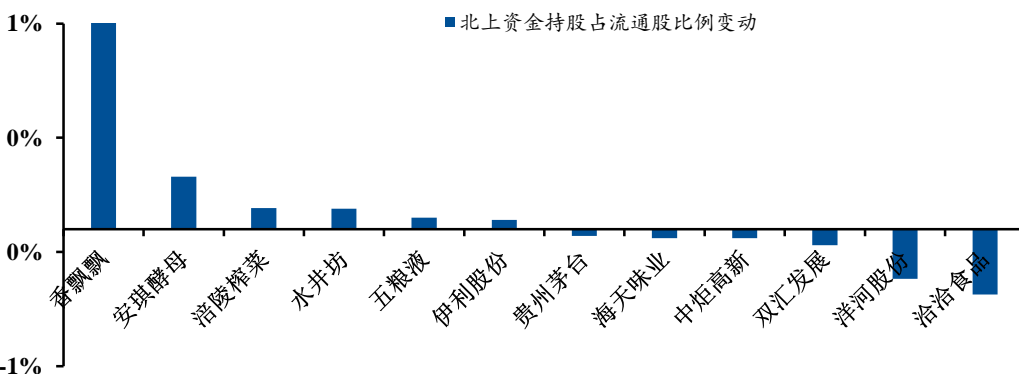
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：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 10：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

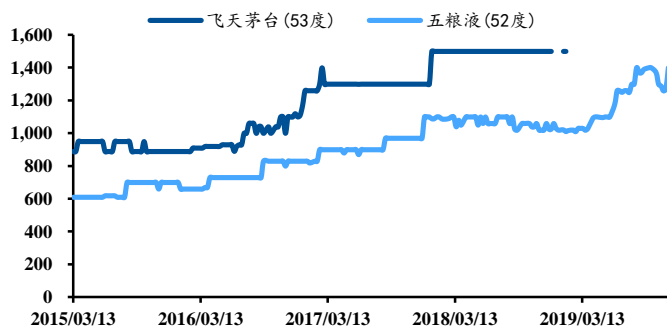


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、重点数据跟踪

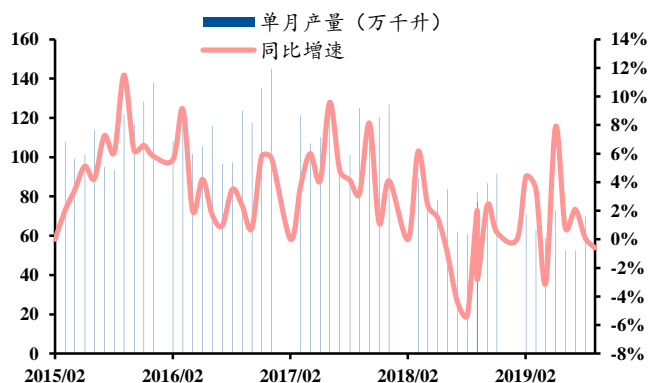
#### (一) 白酒

图 11: 五粮液价格上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

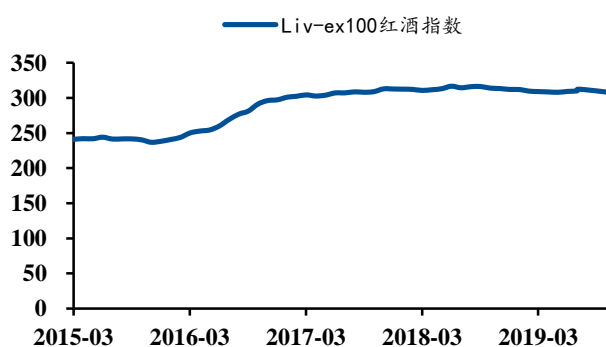
图 13: 2019 年 10 月白酒单月产量小幅下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

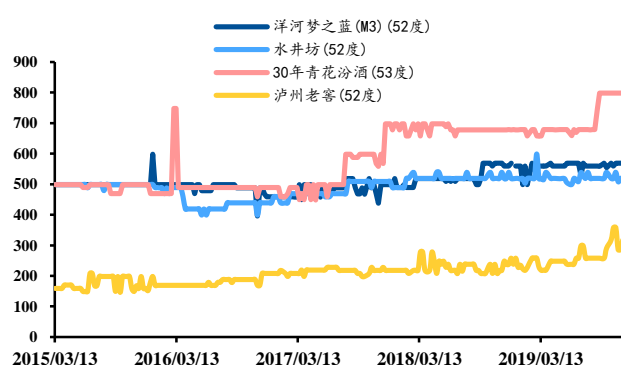
#### (二) 葡萄酒

图 15: 2019 年 10 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 白酒价格大致稳定



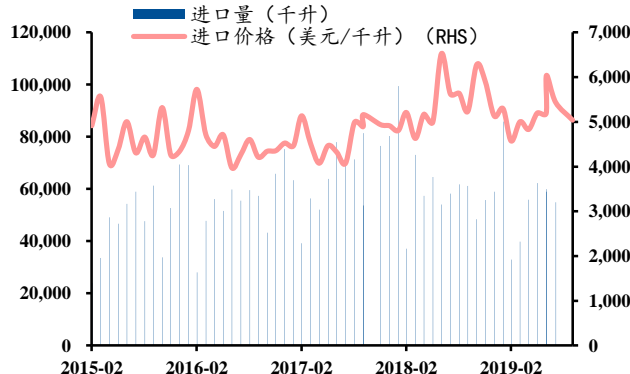
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 14: 2019 年 10 月白酒产量累计同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

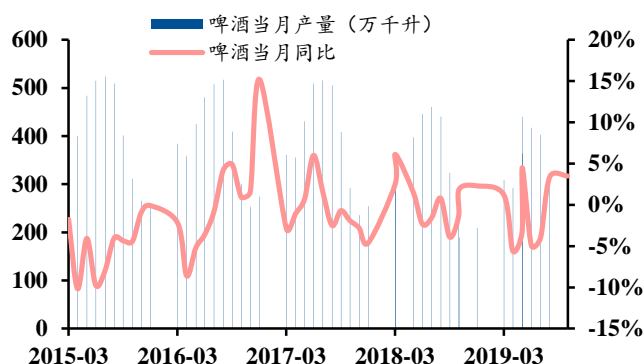
图 16: 9 月葡萄酒进口量价均下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

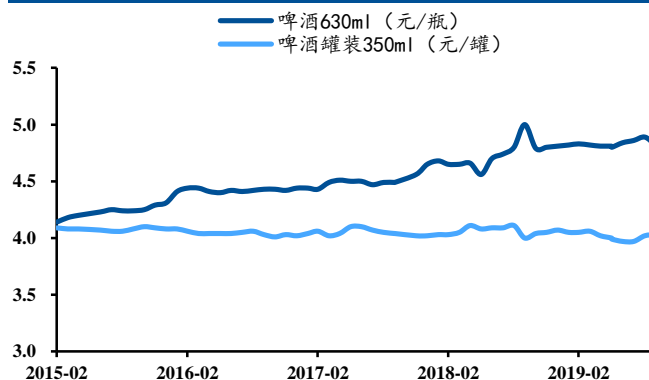
### (三) 啤酒

图 17: 2019 年 10 月啤酒产量同比上升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

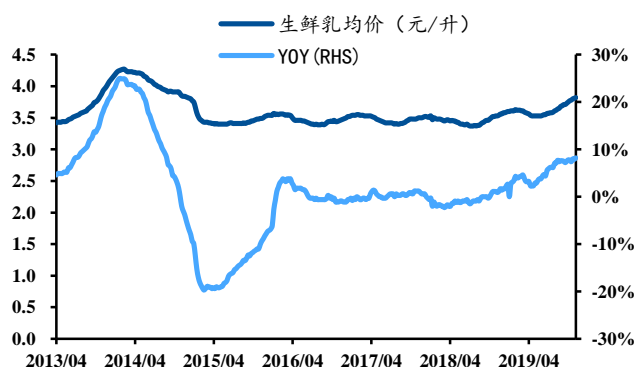
图 18: 2019 年 10 月啤酒价格保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

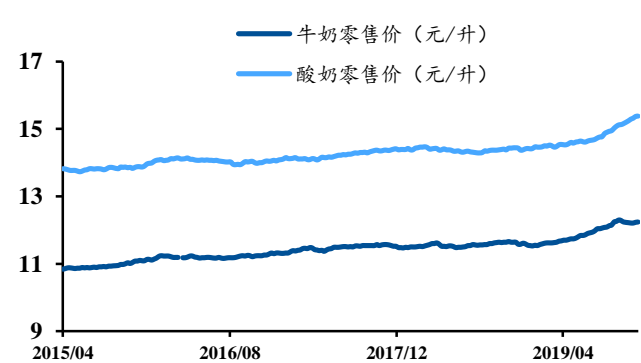
### (四) 乳制品

图 19: 10 月生鲜乳平均价格小幅上涨



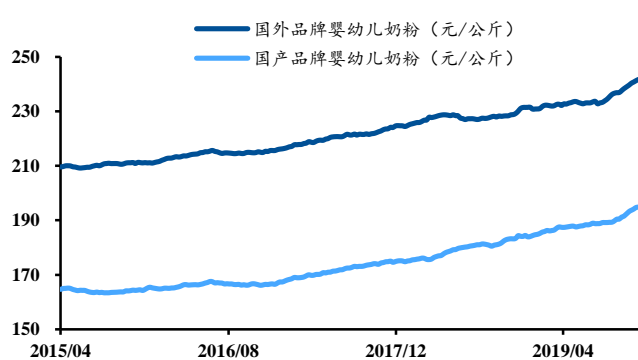
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 20: 10 月酸奶零售价小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 21: 10 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

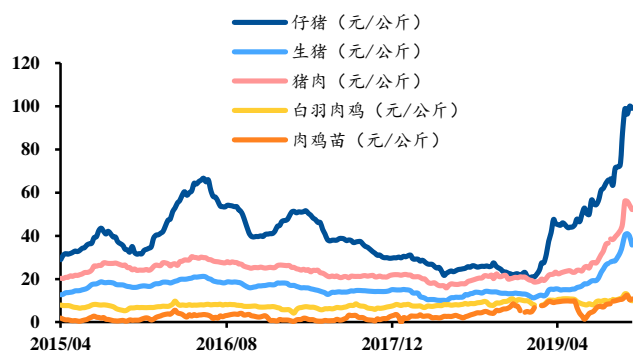
图 22: 10 月芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价小幅上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (五) 肉制品

图 23: 猪、鸡产品价格开始回落



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 24: 10 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. 2019 年 9 月中国鲜、干水果及坚果进口量为 39.3 万吨 同比下降 0.5%

据中商产业研究院数据库显示, 2019 年 1-2 季度中国鲜、干水果及坚果进口量有所增长, 增长 16.72%。2019 年 3 季度中国鲜、干水果及坚果进口量有所下降, 2019 年 9 月中国鲜、干水果及坚果进口量为 39.3 万吨, 同比下降 0.5%。(信息来源: 中商情报网)

#### 2. 2019 年前 9 月全国食品制造业出口交货金额达 805.8 亿元

据海关总署统计数据显示, 2019 年 8 月全国食品制造业出口交货金额为 88.1 亿元, 同比增长 1.1%, 2019 年 9 月全国食品制造业出口交货金额为 95.2 亿元, 同比增长 5.5%, 2019 年 1-9 月全国食品制造业出口交货金额为 805.8 亿元, 累计增长 4.2%, 2019 年前 9 月全国食品制造业出口交货金额不断增长。(信息来源: 前瞻研究院)

#### 3. 飞鹤正式于港交所上市

11 月 13 日, 国产婴幼儿配方奶粉第一品牌中国飞鹤 (06186) 正式于联交所主板挂牌上市, 随着敲锣声响起, 飞鹤以 7.27 港元开市, 盘中最高触及 7.51 港元, 截至发稿, 飞鹤微跌 0.8%。在恒指跌近 2% 的低迷市况下, 飞鹤仅略微下跌, 反映了市场依然对公司基本面及未来发展潜力的认可。(信息来源: 智通财经)

### (二) 公司公告

#### 1、资本运作类

##### (1) 股权质押

【贝因美】2019 年 11 月 11 日, 贝因美发布关于控股股东部分股份解除质押的公告。



19年11月8日，公司第一大股东贝因美集团有限公司解除质押1500万股，占其所持股份比例为5.04%。截至本公告披露日，贝因美集团共持有公司股份297,852,890股，占公司总股本的29.13%；其所持有公司股份累计质押258,060,000股，占其持有公司股份总数的86.64%，占公司总股本的25.24%。

【双塔食品】2019年11月12日，双塔食品发布关于控股股东部分股份解除质押的公告。19年11月8日，公司第一大股东君兴农业解除质押3500万股，占其所持股份比例为2.81%。

【维维股份】2019年11月12日，维维股份发布关于控股股东部分股份解除质押的公告。19年11月8日，公司第一大股东维维集团股份有限公司解除质押4500万股，占其所持股份比例为16.92%。

【伊利股份】2019年11月13日，伊利股份发布关于股东进行股份质押的公告。19年11月13日，公司股东呼和浩特投资有限责任公司将其所持有本公司的部分股份进行质押，本次质押股数为4000万股，占其所持股份比例为7.43%。

【伊利股份】2019年11月14日，伊利股份发布关于股东股份解除质押公告。19年11月14日，公司股东呼和浩特投资有限责任公司将其所持有本公司的部分股份进行质押解除，本次解除质押股数为4820万股，占其所持股份比例为8.95%。

## (2) 减持

【桃李面包】2019年11月14日，桃李面包发布关于5%以上股东减持股份结果公告。公司分别于2019年11月2日、2019年11月9日披露了《桃李面包股份有限公司关于持股5%以上股东大宗交易方式减持股份计划公告》及《桃李面包股份有限公司简式权益变动报告书（更新后）》。在减持计划实施期间内，吴志刚先生通过大宗交易方式减持其所持有的公司股份13,177,000股，约占公司股份总数的2%，本次减持计划已经实施完毕。

## (3) 股权激励

【安井食品】2019年11月13日，安井食品发布关于向激励对象首次授予限制性股票的公告。福建安井食品股份有限公司第三届董事会第三十一次会议于2019年11月13日审议通过了《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，董事会同意授予231名激励对象632万股限制性股票，限制性股票首次授予价格为26.97元/股，限制性股票的首次授予日为2019年11月13日。

## 2、公司经营类

【龙大肉食】2019年11月11日，龙大肉食发布2019年10月份销售情况简报。山东龙大肉食品股份有限公司全资子公司烟台龙大养殖有限公司从事生猪养殖业务。龙大养殖2019年10月份共销售生猪1.34万头，环比上涨3.88%，同比下降52.65%。2019年10月公司生猪销量同比下降主要原因为：（1）公司主动调整生猪生产经营计划；（2）为了加大明年生猪出栏量，公司增加繁育母猪的存栏量。龙大养殖2019年10月份共实现销售

收入 0.62 亿元，环比上涨 34.78%，同比上涨 40.91%。2019 年 10 月公司生猪销售收入环比上涨和同比上涨主要原因为商品猪销售单价上涨。2019 年 10 月份，龙大养殖商品猪销售均价为 35.34 元/公斤，比 2019 年 9 月份上涨 29.45%。

## 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) 水平近期在 80%分位附近窄幅震荡 .....	3
图 2: 网络媒体报道, 茅台将于省内机场、高铁站、酒店释放配额约 2000 吨 .....	4
图 3: 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) .....	6
图 4: 乳制品估值 (PE-TTM) 近期持续小降 .....	9
图 5: 本周食品饮料板块指数上涨 0.05% .....	11
图 6: 食品饮料板块表现位于 29 个行业第 2 位 .....	11
图 7: 本周食品饮料各个子行业中, 啤酒 (8.74%)、白酒 (0.71%)、其他食品 (-0.09%) 涨跌幅前三 .....	11
图 8: 北上资金持有流通股比例在 5% 以上的板块个股 .....	13
图 9: 本周食品饮料板块北上资金重仓个股的增减持情况 .....	13
图 10: 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 .....	13
图 11: 五粮液价格上升 .....	14
图 12: 白酒价格大致稳定 .....	14
图 13: 2019 年 10 月白酒单月产量小幅下降 .....	14
图 14: 2019 年 10 月白酒产量累计同比上升 .....	14
图 15: 2019 年 10 月 Liv-exFineWine100 指数保持平稳 .....	14
图 16: 9 月葡萄酒进口量均价均下降 .....	14
图 17: 2019 年 10 月啤酒产量同比上升 .....	15
图 18: 2019 年 10 月啤酒价格保持稳定 .....	15
图 19: 10 月生鲜乳平均价格小幅上涨 .....	15
图 20: 10 月酸奶零售价小幅上涨 .....	15
图 21: 10 月国内外品牌婴幼儿奶粉价格均小幅上涨 .....	15
图 22: 10 月芝加哥牛奶 (脱脂奶粉) 现货价小幅上涨 .....	15
图 23: 猪、鸡产品价格开始回落 .....	16
图 24: 10 月生猪屠宰量继续下降 .....	16

## 表格目录

表 1: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十 .....	11
表 2: 本周食品饮料板块北上资金交易活跃个股资金流向 .....	12

## 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。