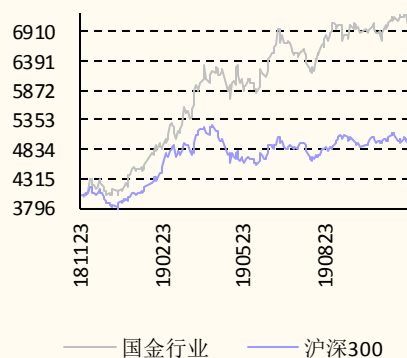


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	7027
沪深300指数	3850
上证指数	2885
深证成指	9627
中小板综指	9008



## 相关报告

- 1.《白酒淡季批价稳定，啤酒板块景气度提升-食品饮料行业周报》，2019.11.17
- 2.《10月线上保健品增速回暖，速冻食品持续高增长-食品饮料线上数...》，2019.11.12
- 3.《高端白酒反馈稳定，各板块低估值品种迎来反弹-食品饮料行业周报》，2019.11.10
- 4.《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
- 5.《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

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

## 白酒批价稳中向上，啤酒产量继续回升

## 投资建议：

- 高端白酒茅五批价相对稳定，泸州老窖批价上升。高端白酒保持量价的高景气度，整体向好。次高端白酒扩容，长期推荐逻辑不变。春节前渠道反馈良好，经销商打款积极，无需担心短期波动。具体来看，普飞批价较为平稳，在 2300 元附近波动。据反馈，多家经销商已完成全年计划，预计 11 月中旬执行 20Q1 计划，11 月底打款，12 月初发货。目前渠道库存短缺，供不应求现象较为严重。近期茅台机场专卖店等直营渠道频繁放量，助力千亿目标。五粮液 11 月继续控量，批价稳定在 910-920 元，今年打款进入尾声，12 月初为打款的最后一周，渠道信心良好。五粮液与万达开展合作，万达广场五粮液旗舰店将于 2020 年在北京、上海、成都、西安等城市率先落地，有望实现渠道进一步下沉。国窖分次提价，批价上升至 800 元左右。老窖近期涨价动作频繁，打出“提价+停货”组合拳，有助于明年整个产品体系的“量价齐升”。次高端洋河调整成效显著，批价平稳回升，库存处于历史低位。此外洋河推出新产品梦之蓝 M6+，来拉高批价，改善产品老化问题。高端白酒确定性较强，次高端白酒边际改善，短期波动无须担心。我们持续看好高端一线白酒，推荐预期差与渠道边际改善的次高端龙头。
- 蒙牛出售君乐宝 51%股权完成交割，蒙牛利润率将会有所提振。蒙牛于 11 月 20 日发布公告，出售君乐宝 51%股权已完成交割，这意味着君乐宝此后报表将不再合并于蒙牛财报之中。君乐宝收入体量虽大，但利润并不高，18 年君乐宝对蒙牛收入贡献明显超过利润贡献，同时君乐宝的资本性支出较高而回报小，稀释了蒙牛整体的投入产出效果。虽短期来看收入端受到一定影响，但长期来看，君乐宝会得到更为独立的发展，蒙牛也将专注高端实现利润端的持续修复。君乐宝拆表虽较晚，但预计对蒙牛 Q4 净利率仍有一定的提振。本周沽空机构 GMT 做空飞鹤，认为其现金或有伪造，同时无法解释其快速转型。我们认为此篇做空报告论据不足，没有详细准确的数据支撑其不看好的发展逻辑这一判断，可信度大打折扣，飞鹤于 22 日披露澄清公告，对其所有指控进行了一一回应，并计划于下周一（11 月 25 日）恢复交易。我们认为飞鹤是唯一一个在牛奶粉行业中具有很强的护城河同时又具备高增长弹性的一家公司，明年估值预计在 10 倍左右，重点推荐。
- 餐饮行业景气度持续，调味品行业全年高增可期。根据统计局公布的最新数据，2019 年前 10 个月全国餐饮企业收入 36932 亿元，较去年同期增长 9.4%，我们长期看好调味品行业随着餐饮产业的发展而不断规模扩张，提升行业投资价值。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。
- 10 月啤酒产量继续回升，长期仍需关注结构升级。参考统计局最新数据，10 月规模以上啤酒企业实现产量 216.7 万千升，同比增长 3.5%；累计前 10 个月规模以上啤酒企业实现产量 3343.1 万千升，同比增长 1.0%。啤酒产量连续两个月回升，预计全年产量将实现同比增长，延续稳中略升的行业大趋势，啤酒消费端回暖的趋势虽然缓慢，但仍稳步行进在量价齐升的通道中。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，推荐关注青啤、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	-2.52%	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	35X	30X
五粮液	-3.27%	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	30X	24X
泸州老窖	-1.19%	公司控量挺价，核心产品及主力产品频繁提价，批价上升，国窖全国停货，为春节旺季做准备。长期来看，中高端产品齐发展，百亿目标可期	3.10	3.94	27X	21X
酒鬼酒	-4.17%	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	39X	30X
<b>乳制品板块：</b>						
伊利股份	+0.21%	三季度费用投放同比下降，利润端表现超市市场预期；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	-0.51%	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	+0.92%	当前估值低于前期高点较多，仅为 20 倍以下，Q3 核心业务超市市场预期，Q4 牛、羊奶粉有望继续发力，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	0.56	0.76	16X	12X
<b>调味品板块：</b>						
海天味业	-2.08%	近期增速环比持续稳健，估值有望保持向上，推荐关注。长期来看龙头优势稳固，生产效率傲视群雄，拥有全国化的渠道网络，餐饮和流通均有超强的渠道影响力	1.93	2.27	57X	48X
恒顺醋业	-6.17%	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	0.5	32X	28X
中炬高新	+2.39%	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续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	50X	41X
<b>啤酒板块：</b>						
青岛啤酒	-5.58%	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	40X	33X
重庆啤酒	-0.29%	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	39X	44X
<b>其他板块：</b>						
香飘飘	-0.89%	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	-2.7%	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	27X
三只松鼠	-8.83%	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	60X	46X
中粮肉食	-3.37%	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	18X	5X
中国食品	-1.92%	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	20X	16X

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 .....	6
二、板块观点与投资建议 .....	7
2.1 白酒板块——泸州老窖批价走高，次高端剑南春提价 .....	7
2.2 啤酒板块——产量持续回暖，推动结构升级 .....	8
2.3 乳制品板块——蒙牛出售君乐宝 51%股权完成交割，蒙牛利润率将会有所提振；飞鹤遭遇做空，对指控一一回应 .....	9
2.4 调味品板块——餐饮行业景气度持续，调味品行业全年高增可期 .....	10
三、行业数据更新 .....	11
四、上周行业回顾 .....	13
4.1 行情回顾 .....	13
4.2 公告精选 .....	14
4.3 行业要闻 .....	15
五、下周重要事项提醒 .....	16
风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1: 重点推荐标的的信息一览表.....	2
图表 2: 乳制品渠道调研本周详情.....	7
图表 3: 茅台、五粮液与国窖每周批价走势 (元/瓶) .....	7
图表 4: 乳制品各产品本周折扣率对比.....	7
图表 5: 前 10 个月啤酒产量累计增长 1.0%.....	8
图表 6: 前 10 个月餐饮行业较去年同期增长 9.4%.....	10
图表 7: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml) .....	12
图表 8: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤) .....	12
图表 9: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤) .....	12
图表 10: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤) .....	12
图表 11: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨) .....	12
图表 12: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤) .....	12
图表 13: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨) .....	13
图表 14: 平均市场价: 大麦 (元/吨) .....	13
图表 15: 全国市场价:瓦楞纸:高强 (元/吨) .....	13
图表 16: 箱板纸: 出厂价 (元/吨) .....	13
图表 17: 玻璃价格指数.....	13
图表 18: 铝材价格指数.....	13
图表 19: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	14
图表 20: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	14
图表 21: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	14
图表 22: 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

#### 【飞鹤：产品布局把握市场趋势，高端占比持续提升】

##### ■ 核心要点

- 1) **毛利率较高：**飞鹤已经奠定了高端化基础，2010-2015 年星飞帆开始快速成长，目前高端产品已经占到公司销售额的 70%以上。自 2016 年以来，飞鹤更加注重高端产品系列，从而毛利率得以提升。未来将逐步推出新的有机产品和羊奶产品，公司的利润率也会保持在较高水平；
- 2) **看待新出生人口问题：**假设跌到 1000 万左右，公司也非常有信心。因为飞鹤作为头部品牌，在出生率下降导致行业竞争加剧时，二三线品牌会面临更大的压力，头部品牌的获客能力相对会变得更强大。只要公司的渠道利润维持住，价格管控好，产品把握好市场趋势，就能在未来获得更多机会；
- 3) **品类拓展：**公司会持续聚焦婴幼儿奶粉和国内市场，做大做优。从产品品类来讲，飞鹤将往 4 段产品延伸，目前 4 段产品的增长非常迅速，公司明年也对 4 段产品提出了更高的目标，预计到明年，4 段产品收入能够达到总收入的 8%-10%；
- 4) **关于派息：**由于用国内的在岸现金支付股息并不能有效地扣减股息，给境外投资者支付股息不划算（中国将征收 10%的预扣税），所以选通过境外贷款来支付 IPO 前的投资者股息。目前正在考虑对当前投资者提供特别股息，计划每年至少 30%以上。

### 1.2 渠道调研跟踪

**(1) 白酒：泸州老窖批价上升，提价频繁。**普飞批价较为平稳，在 2300 元附近波动。猪茅 2500 左右，精品茅台 2900-3100 元。供不应求现象仍然存在，缺货较为严重。多家经销商已完成全年计划，预计 11 月中旬执行 20Q1 计划。近期茅台机场专卖店频繁放量，助力千亿目标。五粮液 11 月继续控量，批价 910-920 元左右。国窖分次提价，批价稳步上升至 800 元左右。公司近期涨价动作频繁：核心高端产品 52 度国窖 1573 阶段式提价，实现“三连涨”，并且自 11 月 22 日起，国窖 1573 全国渠道全面停货，并暂停经销商打款；战略中端核心产品特曲、窖龄提价，十代特曲换代，窖龄实施终端配额制。洋河海、天、梦 3、梦 6 批价分别为 125、290、380、485 元，环比稳步提升。省内海天库存 1-2 个月，处于低位。

**(2) 乳制品：整体折扣促销力度环比略有加强，其中纯甄、金典、有机奶折扣环比有所加大，特仑苏、莫斯利安促销略有放缓，安慕希基本持平，低温奶买赠促销活动较上周有所加强。**具体来看：蒙牛纯甄本周折扣率 30.6%，较上周提升 4.1pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 8.6%，较上周下降 7.8pct；特仑苏有机奶折扣力度较上周提升 2.2pct 至 12.2%。伊利安慕希本周折扣率 4.2%，较上周基本持平；金典纯牛奶折扣力度较上周提升 4.7pct 至 12.0%；金典有机奶折扣率较上周提升 0.4pct 至 2.9%。光明莫斯利安本周折扣率 13.8%，较上周下降 16.9pct；优+本周折扣率 4.0%，较上周持平。

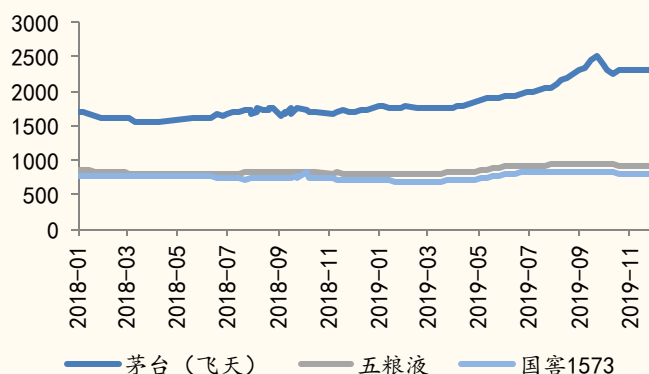
**新鲜度方面：常温产品部分已进入 11 月份产期。**各地综合来看，本周两强部分常温奶产品已转向 11 月份，而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度，进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产，表现较好。

图表 2：乳制品渠道调研本周详情

品牌	品类	规格	原价	上海									北京									
				沃尔玛			大润发			家乐福			沃尔玛		大润发		家乐福					
				价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度	价格	促销活动	新鲜度				
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	66	送6瓶果粒酸奶饮品	2个月前	66	折后54元	2个月前	66	-	1个月前	58	-	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	-	1个月前	78	-	1个月前	80	-	当月	72	-	一个月前	85	-	一个月前	78	-	一个月前
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	40	-	当月	48	折后40元	1个月前	40	-	1个月前	71.8 (250ml*2)	-	一个月前	72 (250ml*2)	-	一个月前	缺货	-	-
		金典纯牛奶	205ml*12	66	49.5	-	1个月前	65	买1箱送6瓶精选豆乳	2个月前	62.5	折后49.5元,买1箱	3个月前	54.8	-	两个月前	65	-	当月	49.5	-	一个月前
		金典有机奶	250ml*12	80	76	-	1个月前	75.9	折后61元	3个月前	69.9	折后59.9元	2个月前	67.8	-	三个月前	76	-	当月	76	-	一个月前
	低温	畅轻	250g	8.9	7.9	-	当月	7.8	-	当月	8	-	当月	8.5	买二赠一	当月	7.9	买二赠一	当月	4.95	买二送一	当月
Joyday		220g	9.9	缺货	-	-	9.9	-	当月	9.9	-	当月	9.9	-	当月	9	第二件半价	当月	9	第二件半价	当月	
蒙牛	常温	纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	两箱组合装89元	1个月前	49	-	3个月前	64.8	买1箱送4瓶黄果口味	3个月前	49.5	-	一个月前	44	-	两个月前	44	-	一个月前
		纯甄PET瓶原味	230g*10	80	73	折后65	当月	65	-	2个月前	82	折后74元	1个月前	60	-	两个月前	59.9	-	一个月前	80	-	当月
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	55	2箱99元	1个月前	65.4	买1箱送4瓶真果粒	1个月前	65	买1箱送4瓶真果粒	2个月前	55	-	三个月前	55	-	一个月前	68	-	两个月前
		特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	90	75	-	1个月前	90	-	1个月前	75	-	2个月前	75	-	两个月前	80	-	三个月前	75	-	两个月前
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	缺货	-	-	44.8	-	1个月前	44.8	-	1个月前	缺货	-	-	33.6	-	当月	31.2	-	一个月前
	低温	冠益乳	250g	8.5	8.5	2瓶9.9元	当月	8.5	2瓶10.9元	当月	8.8	2瓶10.9元	当月	5	-	当月	8.5	14.7四瓶	当月	4.95	-	当月
特仑苏高钙醇奶		115g*3	36	缺货	-	-	29.7	-	当月	29.8	-	当月	29.7	两套减10元	当月	28.5	买一赠一	-	29.1	满25减5	当月	
光明	常温	莫斯利安	200g*12	72	63.6	折后44.9元,买一	4个月前	63.6	买一箱送4瓶	2个月前	56	-	3个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		优+	250ml*12	54	52.2	折后42.8元	1个月前	51	折后42.8元	2个月前	52.8	-	2个月前	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
	低温	畅优	100g*8	20	无货,只有100g*16	100g*16价格20.9元	当月	15.3	2份19.9元	当月	15.8	2份20.5元	当月	12.9	-	当月	12.8	-	当月	12.9	满10送2	当月
优倍		500ml	12	12	-	当月	12	-	当月	11.8	送2瓶100g畅优	当月	缺货	-	-	12.9	-	当月	缺货	-	-	
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
		冰淇淋化了	180g	6.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	缺货	-	-	8.6	2瓶15元	当月	缺货	-	-	8	-	当月	8.9	买二赠一	当月	8.9	买一赠一	当月
		芝士	180g	4.5	缺货	-	-	4.6	折后3.3	当月	缺货	-	-	3.8	20.9元6个	当月	3.5	买五赠一	当月	3.4	-	当月

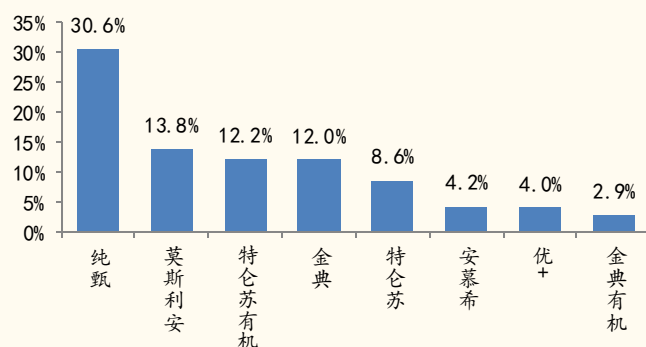
来源：渠道调研，国金证券研究所；注：北京调研于11月16号，上海于11月16日；生产日期为11月即当月，10月即1个月前，9月即2个月前，以此类推

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——泸州老窖批价走高，次高端剑南春提价

- 中信白酒指数本周（11.18-11.22）下跌 2.43%。高端白酒茅五批价相对稳定，泸州老窖批价上升。高端白酒保持量价的高景气度，整体向好，原因有：消费升级趋势明显；需求量稳定增长；品牌拉力强，议价能力强；垄断竞争，没有强敌。次高端白酒扩容，长期推荐逻辑不变。春节前渠道反馈良好，经销商打款积极，无需担心短期波动。重点关注预期差与边际改善的次高端龙头。
- 高端白酒：1) 贵州茅台：普飞批价较为平稳，在 2300 元附近波动。供不应求现象仍然存在，缺货较为严重。据反馈，多家经销商已完成全年计划，预计 11 月中旬执行 20Q1 计划，11 月底打款，12 月初发货。目前渠道

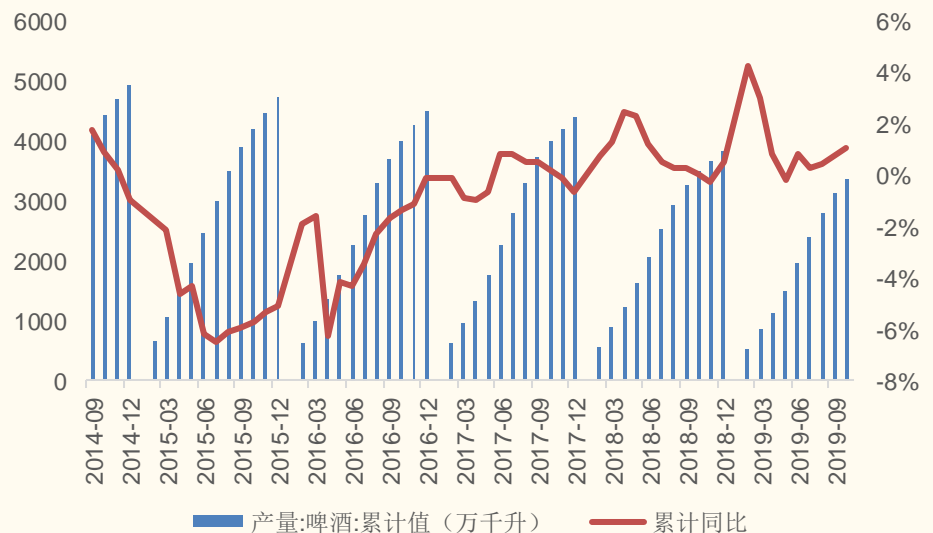
库存短缺，供不应求现象较为严重。近期茅台机场专卖店频繁放量，助力千亿目标。**2) 五粮液：**11月继续控量，批价910-920元左右，今年打款进入尾声，12月初为打款的最后一周。五粮液与万达开展合作，万达广场五粮液旗舰专卖店将于2020年在北京、上海、成都、西安等城市率先落地，有望实现渠道进一步下沉。**3) 泸州老窖：**国窖分次提价，批价上升至800元左右。公司近期涨价动作频繁。核心高端产品52度国窖1573阶段性提价，实现“三连涨”，并且自11月22日起，国窖1573全国渠道全面停货，并暂停经销商打款。战略中端核心产品特曲、窖龄提价，十代特曲换代，窖龄实施终端配额制。泸州老窖打出“提价+停货”组合拳，为春节旺季做准备，有助于明年整个产品体系的“量价齐升”。

- **次高端：1) 洋河股份：**海、天、梦3、梦6批价为125、290、380、485元，环比稳步提升。省内海天库存1-2个月，处于低位。根据市场反馈，海天梦的终端价得到一定程度的回升。近期洋河梦之蓝M6+新装上市，添加更多“陈酒”，容量规格增加至550ml，同时在形象上进一步升级，用来拉高批价，改善产品老化问题。公司边际改善，建议重点关注。**2) 剑南春：**剑南春水晶剑和金剑南K6将提价20元/瓶。作为次高端龙头，剑南春助力产品卡位使得次高端价格带难以突破，剑南春提价后，次高端价格空间放松，剑南春渠道利润提高，有望长期增长。
- **高端白酒整体向好，有望保持价量齐升态势，业绩确定性强。次高端白酒边际改善，短期波动无需担心。部分酒企积极调整，公司基本面改善，有望找回增长节奏。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——产量持续回暖，推动结构升级

- **10月啤酒产量同比增长3.5%，市场需求持续回暖：**参考统计局的最新数据，10月规模以上啤酒企业实现产量216.7万千升，同比增长3.5%；累计前10个月规模以上啤酒企业实现产量3343.1万千升，同比增长1.0%。啤酒产量连续两个月回升，预计全年产量将实现同比增长，延续稳中略升的行业大趋势，啤酒消费端回暖的趋势虽然缓慢，但仍稳步行进在量价齐升的通道中。

图表5：前10个月啤酒产量累计增长1.0%



来源：统计局、国金证券研究所



- **年底订货会涨价预期催化板块行情：**上周青啤召开订货会，有经销商反馈青啤预计将于明年年初进行全国性提价，部分区域也将适时的进行局部提价；华润、重啤等也有区域提价的规划。行业内各企业在年底进行第二年战略规划或订货会时制定相应的提价政策是惯例，既是对于第二年收入和产品结构的考虑，也是提前与经销商进行沟通，便于后续进行平稳的市场过渡和推广。站在目前的时间节点来看，今年预计的提价幅度和范围超过市场预期，各企业明确意识到吨价提升对经营和效率的改善直接而有效，因此淡季提价预期催化了板块行情。
- **结构升级带动利润改善仍是长期逻辑：**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。**20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——蒙牛出售君乐宝 51%股权完成交割，蒙牛利润率将会有所提振；飞鹤遭遇做空，对指控一一回应

- **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11月13日，我国主产区生鲜乳平均价格为3.83元/公斤，环比上涨0.3%，同比上涨8.2%，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。
- **蒙牛出售君乐宝 51%股权完成交割，蒙牛利润率将会有所提振。**蒙牛于11月20日发布公告，出售君乐宝51%股权已完成交割，这意味着君乐宝不再作为蒙牛的子公司，此后报表也将不再合并于蒙牛财报之中。从财务角度来看，君乐宝收入体量虽大，但利润其实并不高，18年君乐宝对蒙牛收入贡献明显超过利润贡献（君乐宝在2017和2018年的净利率分别为2.5%和3.2%，均低于蒙牛主体业务净利率）。同时君乐宝的资本性支出较高而回报小，稀释了蒙牛整体的投入产出效果。对蒙牛来说，未来将着重于将资本和费用投放集中于高增长、高利润产品，此次出售君乐宝较为符合蒙牛的长期发展规划。此外，君乐宝与蒙牛始终互相独立运作，本次出售不会影响蒙牛主体业务运营。虽短期来看收入端受到一定影响，但长期来看，君乐宝会得到更为独立的发展，蒙牛也将专注高端实现利润端的持续修复。四季度君乐宝拆表虽较晚，但预计对蒙牛Q4净利率仍有一定的提振。
- **Q4及明年两强竞争态势展望：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一定影响），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

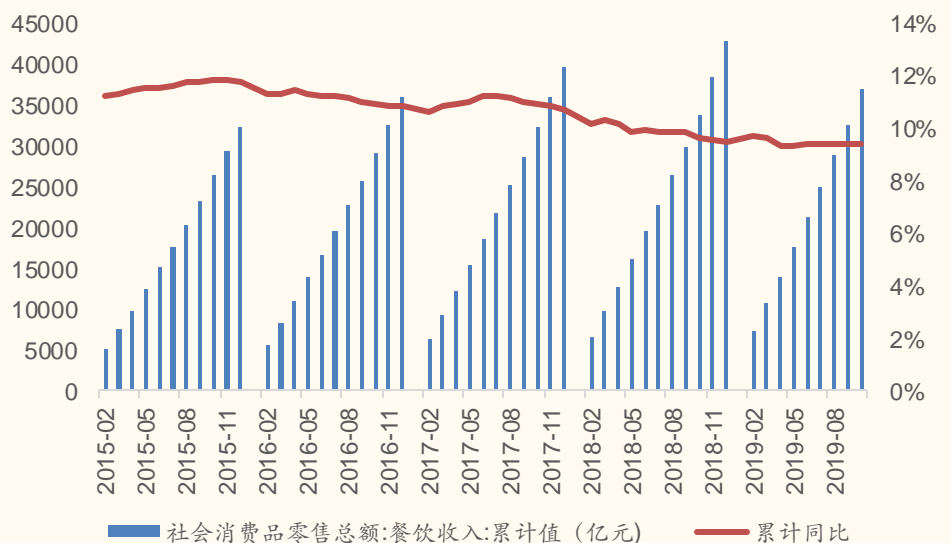
间和基数，届时两强竞争也将边际趋缓。我们预计近两年费用率提升的核心原因将在未来几年不复存在，预计后期两强竞争将相对趋缓，利润弹性有望逐步释放，当前估值均有提升空间，建议持续重点关注。

- 飞鹤遭 GMT 做空临时停牌，公司发布澄清公告一一回应并将于 25 日复牌。** 沽空机构 GMTResearch 于 11 月 21 日晚发布了对飞鹤的做空报告，报告指出，虽然飞鹤的财报显示收入增长强劲，盈利能力位居前列，且手握大量现金，但在过去 5 年中从未支付过任何股息，这是类似欺诈的特征；同时报告认为无法找到令人信服的理由来解释飞鹤的快速转型，怀疑其高增长与高利润。我们认为此篇做空报告论据不足，没有详细准确的数据支撑其不看好飞鹤的发展逻辑这一判断，可信度大打折扣；同时该报告存在一定的逻辑错误，同时也没有经历市场调研去真正地了解飞鹤的发展情况，结论不具有可靠性。飞鹤于 22 日披露澄清公告，对其所有指控进行了一一回应，称公司现金状况良好，上市之前未进行股息发放一方面在于为未来的扩张投入了一定的自由现金流，另一方面在于给境外投资者直接支付股息要扣税（中国将征收 10% 的预扣税），不划算，不如直接在国外借款付股息；公司拥有五大竞争力：产品力、渠道主推能力、飞鹤的团队战斗力、精细化管理能力、品牌力，五大竞争力形成合力让飞鹤保持了快速增长。公司当前运营健康，计划于下周一（11 月 25 日）恢复交易。我们认为公司的渠道优势在奶粉行业里是非常强的一个护城河，有望推动飞鹤在奶粉行业挤压式竞争中继续杀出重围，推动飞鹤份额持续提升，同时在这一过程中也会推动飞鹤保持一个较高的增长。我们认为飞鹤是唯一一个在奶粉行业中具有很强的护城河同时又具备高增长弹性的一家公司，当前估值在 15 倍以下，明年估值预计在 10 倍左右，重点推荐。

#### 2.4 调味品板块——餐饮行业景气度持续，调味品行业全年高增可期

- 前 10 个月餐饮行业较去年同期增长 9.4%，延续高景气度：**根据统计局公布的最新数据，2019 年前 10 个月全国餐饮收入 36932.3 亿元，较去年同期增长 9.4%；10 月份当月全国餐饮收入 4367.5 亿元，同比增长 9.4%，增速较去年同期提升 0.2pct；同时前 10 个月全国限额以上单位餐饮收入 7695.2 亿元，同比增长 7.1%。餐饮行业累计增速高于社会消费品零售总额的累计增幅（8.1%），继续领跑各项社会消费品零售额增长。餐饮行业作为调味品重要的下游客户，行业景气度是调味品行业发展的有效前瞻指标，餐饮行业持续景气也确保了调味品行业的稳健增长，我们长期看好调味品行业随着餐饮产业的发展而不断实现规模扩张，提升行业投资价值。

图表 6：前 10 个月餐饮行业较去年同期增长 9.4%



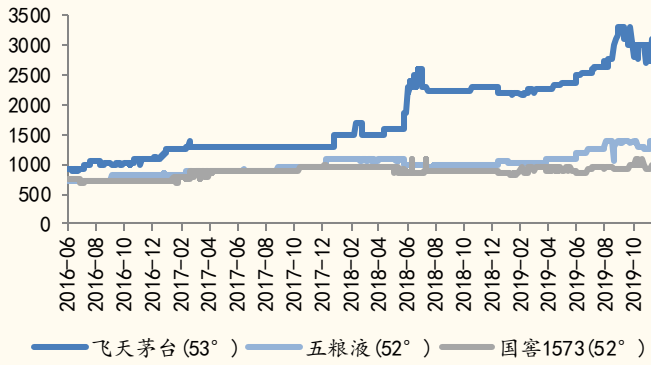
来源：统计局、国金证券研究所

- **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

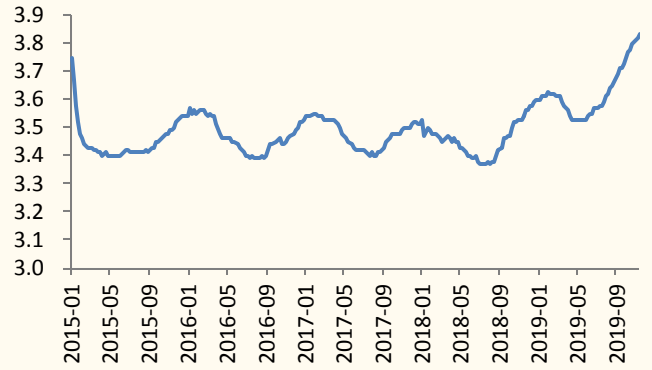
- **本周茅台、五粮液、国窖 1573 终端成交价环比均持稳。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台、五粮液、国窖 1573 终端成交价环比均持稳，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 3099 元/500ml，较上周持平；五粮液（52°）本周价格为 1399 元/500ml，较上周持平；国窖 1573（52°）本周价格为 999 元/500ml，较上周持平。当前茅台批价稳定在 2300 元左右，五粮液批价也较为平稳，国窖分次提价，批价上升至 800 元左右，渠道信心十足。
- **原奶价格环比继续上涨，预计后期仍将处于温和上涨态势。**截至 2019 年 11 月 13 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.83 元/公斤，较上期小幅上涨 0.26%，同比增长 8.19%。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 15 日牛奶价格为 12.26 元/公斤，较上周小幅上涨 0.16%；酸奶价格为 15.38 元/公斤，较上周持平。
- **调味品方面，整体原料价格环比基本持稳。**至 11 月 10 日，大豆（黄豆）市场价为 3730.60 元/吨，与上期（10 月 30 日）相比价格上涨 0.10%。豆粕价格小幅下跌，11 月 13 日全国豆粕平均价格为 3.36 元/公斤，较上期（11 月 6 日）小幅下跌 0.30%。11 月 13 日全国玉米平均价格 2.12 元/公斤，较上期（11 月 6 日）持平。11 月 22 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：大麦价格环比持平，包装成本环比有所上涨。**截至 2019 年 11 月 22 日，国内大麦市场平均价为 1877.50 元/吨，较上期（11 月 15 日）持平。包装材料方面，11 月 10 日瓦楞纸市场价为 3345.70 元/吨，较上期（10 月 30 日）上涨 0.50%；11 月 22 日箱板纸平均价格为 4025.00 元/吨，较上周（11 月 15 日）持平；11 月 22 日玻璃价格指数为 1219.19，较上周（11 月 15 日）上涨 0.18%；11 月 22 日铝材价格指数为 95.26，较上期（11 月 15 日）上涨 1.22%。总体来看，包装材料整体价格环比上涨。

图表 7: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml)



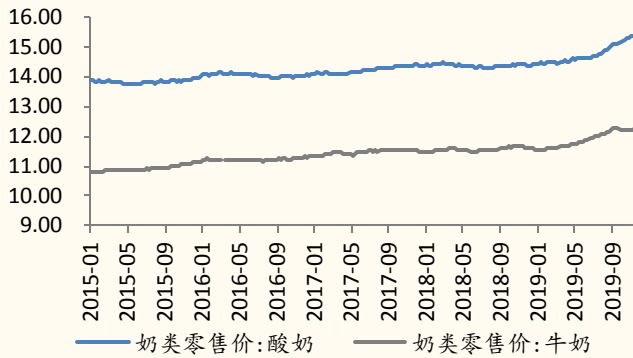
来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤)



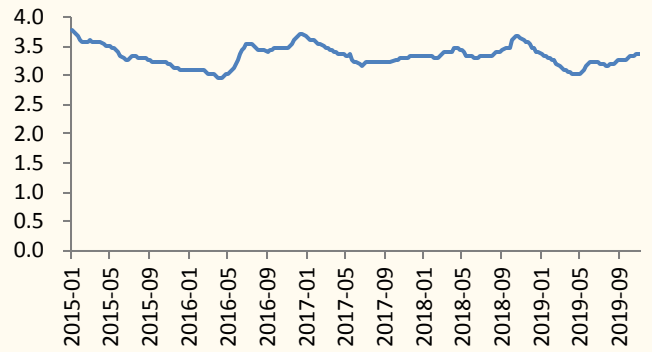
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤)



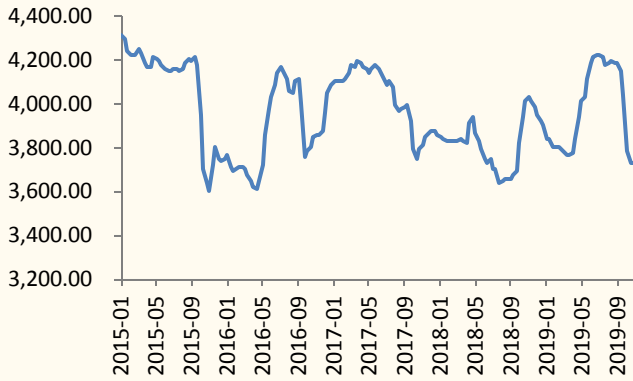
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤)



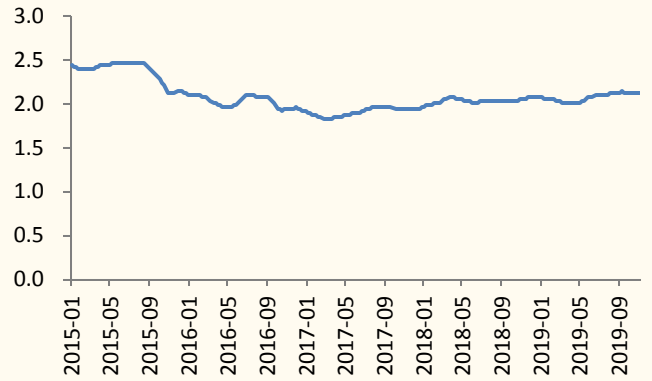
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

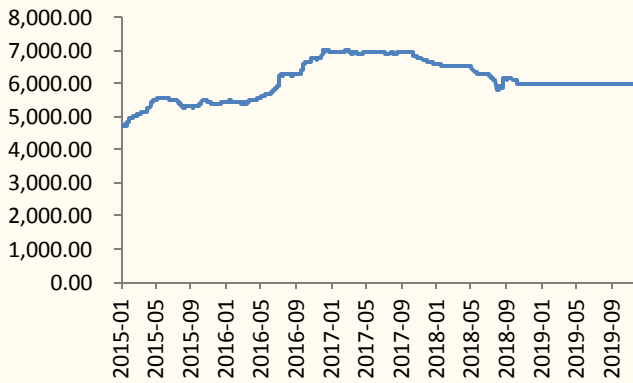
图表 12: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

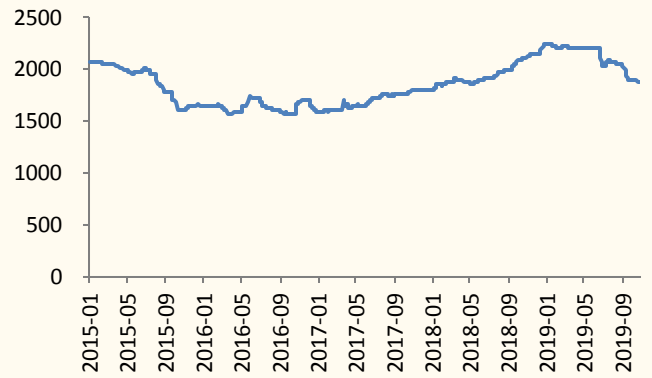


图表 13: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)



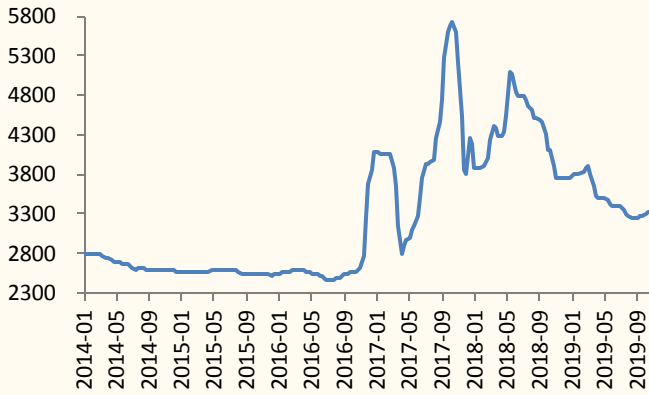
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 平均市场价: 大麦 (元/吨)



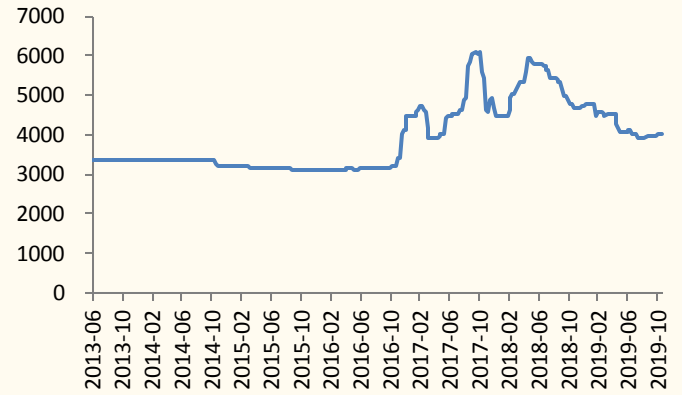
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨)



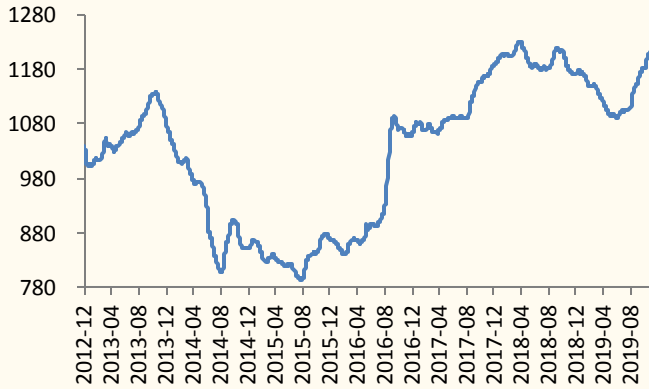
来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



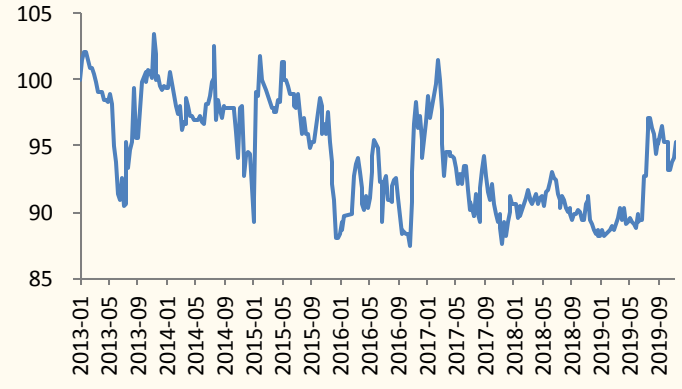
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 铝材价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

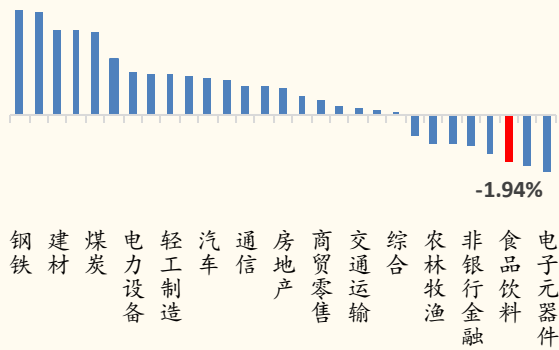
## 四、上周行业回顾

### 4.1 行情回顾

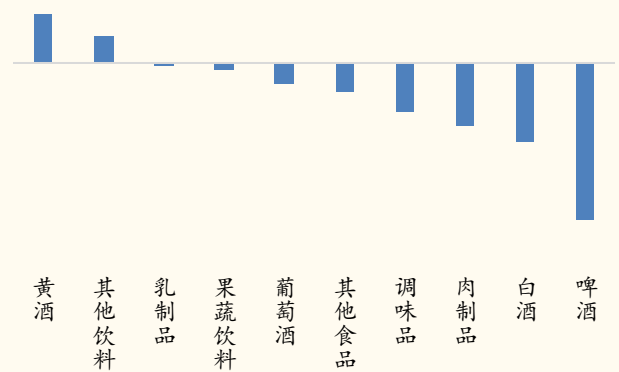
2019年11月18日-11月22日, 沪深300指数下跌0.70%, 食品饮料板块下跌1.94%, 其中涨幅前三的分别是加加食品(+5.35%)、科迪乳业(+4.07%)、安井食品(+3.81%), 跌幅前三的分别是得利斯(-9.1%)、龙大肉食(-8.96%)、三只松鼠(-8.33%)。



图表 19：食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现



图表 20：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

来源：wind，国金证券研究所

图表 21：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 (%)
加加食品	5.35%	得利斯	-9.11%
科迪乳业	4.07%	龙大肉食	-8.96%
安井食品	3.81%	三只松鼠	-8.33%
古越龙山	3.79%	珠江啤酒	-8.19%
桃李面包	3.73%	燕京啤酒	-7.87%
元祖股份	3.38%	舍得酒业	-6.87%
*ST 西发	3.11%	恒顺醋业	-6.71%
黑芝麻	3.07%	天味食品	-6.40%
惠发股份	2.86%	ST 椰岛	-6.04%
西王食品	2.47%	千禾味业	-5.99%

来源：wind，国金证券研究所

#### 4.2 公告精选

**【湖南盐业-可转债】** 公司于 11 月 18 日收到证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》。经材料审查，证监会认为公司申请材料齐全，符合法定形式，决定对公司公开发行可转债的行政许可申请予以受理。

**【桃李面包-股份回购】** 公司将于 6 个月内以自有资金回购股份用以员工持股计划，回购金额为 4500~5500 万元，回购价格不超过 50 元/股（含），按回购总金额上限及回购价格上限测算，预计可回购股份数量为 110 万股，约占公司总股本的比例为 0.17%。

**【安记食品-解除质押】** 公司控股股东、董事长林肖芳持有公司股份数量 1.24 亿股，约占公司总股本的 52.88%，本次解除质押后，剩余被质押股份数量为 3601 万股，约占公司总股本比例为 15.31%。

**【青青稞酒-解除质押】** 公司控股股东“华实投资”于 11 月 20 日解除 2925 万股质押股份，占其所持公司股份比例为 10.41%，占公司总股本比例为 6.50%；剩余累计质押股份数量为 1.70 亿股，占其所持公司股份比例为 60.61%，占公司总股本比例为 37.84%。

**【威龙股份-风险警示】** 因公司控股股东违规对外提供担保，其行为符合“公司被控股股东及其关联方非经营性占用资金或违反规定决策程序对外提供担保，情节严重的”规定的情形，故公司根据相关规定，申请对公司股票实施其他风险警示。实施其他风险警示后，公司股票简称由“威龙股份”变更为“ST 威龙”。

**【桃李面包-股份回购】**11月14日，公司董事会审议通过了《关于回购公司股份的预案的议案》。11月22日，公司通过集中竞价的交易方式首次回购了1万股公司股份，占公司总股本的比例为0.0015%，购买的最高价为47.46元/股，最低价为47.46元/股。

#### 4.3 行业要闻

##### ■ 酒类及饮料：

1-10月全国规模以上企业酒类产品生产情况统计数据出炉。数据显示，报告期内，白酒（折65度，商品量）累计生产635.1万千升，累计增长1.4%；啤酒累计生产3343.1万千升，累计增长1.0%；葡萄酒累计生产34.7万千升，累计下滑10.1%。其中，2019年10月，白酒（折65度，商品量）当期产量68.5万千升，同比下滑0.6%；啤酒当期产量216.7万千升，同比增长3.5%；葡萄酒当期产量4.2万千升，同比下滑8.7%。（微酒）

11月18日，五粮液集团与万达集团在北京签订战略合作协议，万达集团和五粮液集团将在传媒产业及体育赛事、专卖店建设、酒类产品、文化旅游等领域开展全面合作。双方就五粮液集团在全国万达广场开设旗舰专卖店事宜达成一致，2020年将首批在北京、上海、成都、西安等城市率先落地，建设集展示推介和餐饮品鉴一体的综合体验中心。（微酒）

11月22日起，国窖1573全国所有渠道、终端全面停货，并暂停经销商打款。在停货的同时，国窖公司也在积极对国窖1573经典装价格按月度进行调整。就在几天前，国窖公司发布通知，11月10日起，国窖1573经典装计划内配额价格上调20元/瓶；12月10日起，国窖1573经典装计划内配额结算价格再次上调20元/瓶；明年1月10日，价格体系调整还将另行通知。（微酒）

近日，洋河梦之蓝M6+新装上市，全新TVC已登陆央视及各大媒体。此次发布的梦之蓝M6+基酒，在头排酒的基础上添加了更多“陈酒”，容量规格增加至550ml，同时在形象上进一步升级，并增加组合防伪。（酒说）

2020年1月1日起，水晶剑和金剑南K6将提价20元/瓶，目前不少省区已下发相关通知。从长期来看，本次价格调整一方面有利于剑南春品牌生命力的长远发展，同时也是满足渠道商利润需求的重要举措。此外，对于性价比极高的剑南春来说，即将到来的春节旺季能够有效填补这部分溢价空间。（微酒）

##### ■ 其他：

11月18日，周黑鸭广西·南宁特许经营签约发布会在武汉召开。以“直营”著称的休闲卤制品品牌周黑鸭，在市场的“千呼万唤”下，终于开放了特许经营模式。周黑鸭此次签约的首批特许经营者——广西铭和食品有限公司，是广西知名零售连锁企业南城百货的重要战略合作伙伴，与国内知名大型购物中心、连锁商场，以及高铁站、机场等交通枢纽均有很好的合作关系，在当地与政企、银融等公共资源有深厚的合作。（食品版）

蒙牛乳业就有关出售石家庄君乐宝乳业有限公司全部注册资本的51%发出公布，截至2019年11月19日，交割的所有先决条件已根据股份转让协议达成。因此，订约方认为交割已于2019年11月19日完成。于完成后，蒙牛集团将不再拥有石家庄君乐宝乳业有限公司之任何股权。因此，石家庄君乐宝乳业将不再为公司之子公司。（乳业资讯网）

旺旺昨日发布2019半年度财报，上半年公司总收益达93.04亿元，同比+0.6%；净利润达16.1亿元，同比+18.4%。其中米果类收益18.20亿元，同比-2.1%；乳品及饮料类收益49.49亿元，同比+5.5%；休闲食品类实现收益25.09亿元，同比-6.2%。（食品板）

11月21日，维他奶国际集团公布了截至2019年9月30日的中期业绩，公司实现收入46.84亿港元，同比增长5.3%；净利润5.33亿港元，同比增长3%。中国内地营收为32.44亿港元，同比增长8%；在香港营收为11.37亿港元，与去年同期基本持平。（食业家）

沽空机构 GMT 21 日发表研究报告，指控虽然飞鹤财务报告显示收入增长强劲，盈利能力居全球之首，同时坐拥大量现金，但在过去 5 年中从未支付过任何股息，这是类似欺诈的特征。今日开盘前，飞鹤宣布停牌，强烈否认该报告所载所有指控，并认为有关指控严重失实、毫无根据且严重误导投资者。（食业家）

## 五、下周重要事项提醒

图表 22：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 25 日	有友食品	召开股东大会
11 月 26 日	古井贡酒	召开股东大会
	*ST 西发	召开股东大会
11 月 27 日	青海春天	召开股东大会
11 月 28 日	克明面业	召开股东大会
11 月 29 日	桂发祥	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