

食品饮料行业周报（20191125-20191201）

推荐（维持）

白酒板块估值回调，一线龙头值得坚守

- **板块回顾：年内现布局良机，坚守高端酒龙头。**本周 SW 食品饮料指数下跌 2.82%，沪深 300 下跌 0.55%，板块明显跑输大盘，其中白酒板块下跌 3.54%，周五当日出现明显调整，茅台等个股调整幅度较大。白酒行业层面，新浪财经报道茅台春节期间不会涨价，但要求贵州省内渠道购买飞天茅台同时需购买 500 元贵州特色食品；此外第一财经报道，消费税立法提速，征求意见稿最快年内公告，市场关注度高。
- **茅台力促价格理性回归，业绩保持高稳健性。**我们认为，该政策也表明年底茅台提价可能性不大，继续力促市场价格理性回归。第一，公司对于市场价格态度继续保持理性，希望通过渠道多元化实现批价稳步回归。第二，当前通胀压力高企，舆论风险也较大。加之渠道基于当前价差及批价适度回归之后普遍有涨价预期，当前时点公司则会更重视稳定渠道预期，控制舆论风险。第三，明年定位基础建设年，业绩规划更加稳健理性。基于此提价时间点应有所靠后，但明年茅台在适度放量、需求平稳及直销稳步推进之下，业绩仍有望保持稳健。
- **消费税改革已有所预期，白酒行业推进尚无定论，对高端酒潜在影响有限。**我们认为，本次消费税改革虽未明确提及白酒，但市场已有部分预期未来改革将涉及白酒行业，由于客观上白酒征收环节后移存在实操难度，从目前推进进度来看尚无定论。从潜在影响角度来看，我们重申几点：第一，若涉及白酒消费税改革，最后核心还是看品牌定价权和成本转嫁能力，以茅台为代表的高端白酒影响相对有限。第二，消费税增量下划地方，地方白酒消费环境有望得到改善，长期来讲也利好优秀品牌的跨区域扩张。因此，当前无须过度担忧消费税改革对板块实质性影响，对高端酒的潜在影响也相对有限。
- **本周调研反馈：1) 餐饮供应链调研反馈：供应链前移趋势明显，生产商综合服务能力成为关键。**餐饮整体增速略有放缓，但行业菜式、业态及场景变化明显，便捷式餐饮增长迅速，口味多元化趋势显著，因此带动上游食材加工标准化、规模化提速，渠道也积极整合。**三全发力 B 端餐饮渠道，产品后续发力肉糜制品。**三全当前 C 端份额稳定，拓展餐饮 B 端则需寻找优势产品，后续将在肉糜产品上有所发力，B 端渠道目前以小 B 为主导，但大 B 盈利能力更强。行业龙头通过渠道快速打造与产能稳步落地提升 B 端份额。**2) 洽洽食品：每日坚果 Q4 增长亮眼，蓝袋带动红袋有所提速。**小黄袋包装更新和营销力度加大后 Q4 仍保持较快增长，自动化包装继续提升毛利率；蓝袋近期增速约 20-30%，预计明年渠道继续深耕，保持稳健增长，红袋受益于蓝袋品牌拉动效应和弱势市场的提升环比略有提速，预计全年 20 亿目标无虞。**3) 卤制品草根调研：开店仍有下沉空间，绝味积极优化加盟商。**门店草根调研反馈，部分城市绝味及周黑鸭开店仍有空间，绝味目前主要优化现有加盟商，对新增加盟商有所控制；周黑鸭门店存翻新需求，预计后续门店升级可提升存量门店店表现。
- **投资建议：白酒方面，**板块年内涨幅突出，临近旺季市场紧盯渠道动销及价格表现，近期白酒板块估值有所回调，基于本轮名酒龙头业绩稳健预期仍在强化，我们建议坚守高端酒龙头，紧密关注估值回调区间，来年业绩稳健品种积极选择低估值配置。标的方面，继续首推一线高端酒茅五泸，关注二线高端酒估值回调后的配置机会（古井、顺鑫、今世缘、汾酒、洋河、口子窖）。大众品方面，必选消费需求保持稳健，龙头份额提升，供应链管理是长期致胜因素，关注餐饮产业变革下的机遇。配置伊利股份、安琪酵母、双汇发展、涪陵榨菜等业绩改善、估值较低标的；细分龙头成长稳健值得坚守，继续推荐安井食品、中炬高新、绝味食品、桃李面包等；等待汤臣倍健等改善拐点；啤酒行业格局改善趋于积极，战略性配置华润啤酒、青岛啤酒。
- **风险提示：经济持续回落影响需求；成本快速上涨；食品安全风险等。**

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

证券分析师：于芝欢

邮箱：yuzhihan@hcyjs.com
执业编号：S0360519090001

联系人：杨传忻

电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

证券分析师：程航

电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

行业基本数据

| | | 占比% |
|----------|-----------|------|
| 股票家数(只) | 96 | 2.57 |
| 总市值(亿元) | 37,636.5 | 6.19 |
| 流通市值(亿元) | 34,181.73 | 7.64 |

相对指数表现

| % | 1M | 6M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 绝对表现 | -2.57 | 13.14 | 65.23 |
| 相对表现 | -1.08 | 7.67 | 44.55 |



相关研究报告

《食品饮料行业深度研究报告：餐饮变革的十年风口：供应链能力筑就强者》

2019-11-12

《食品饮料行业周报（20191111-20191117）：淡季提价提振啤酒板块，看好餐饮供应链赛道成长》

2019-11-17

《食品饮料行业周报（20191118-20191124）：白酒紧盯旺季回款，再谈速冻竞争壁垒》

2019-11-24

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、板块行情回顾及调研反馈..... | 5 |
| （一）白酒行业点评：年内现布局良机，坚守高端酒龙头..... | 5 |
| （二）本周调研反馈..... | 6 |
| 二、本周渠道反馈：价格基本稳定，基础白奶缺货，整体买赠力度持平。..... | 6 |
| 三、行业数据..... | 8 |
| 四、上周行情回顾..... | 8 |
| 五、北上资金跟踪..... | 9 |
| 六、估值..... | 10 |
| 七、行业一周数据及点评..... | 11 |
| （一）白酒..... | 11 |
| （二）葡萄酒..... | 13 |
| （三）啤酒..... | 14 |
| （四）乳制品..... | 15 |
| （五）肉制品..... | 15 |
| （六）原材料及包材..... | 16 |
| 八、行业一周重要事件及股东大会提示..... | 17 |
| 九、风险提示..... | 18 |

图表目录

| | | |
|-------|----------------------------------|----|
| 图表 1 | 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元） | 7 |
| 图表 2 | 三地产品新鲜度情况 | 7 |
| 图表 3 | 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表 | 8 |
| 图表 4 | 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表（申万分类） | 8 |
| 图表 5 | 2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%） | 9 |
| 图表 6 | 2018 年初至今酒类北上资金持股占比（%） | 9 |
| 图表 7 | 2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%） | 9 |
| 图表 8 | 2018 年初至今大众品北上资金持股占比（%） | 9 |
| 图表 9 | 贵州茅台成交净买入及总金额 | 10 |
| 图表 10 | 五粮液成交净买入及总金额 | 10 |
| 图表 11 | 洋河股份成交净买入及总金额 | 10 |
| 图表 12 | 伊利股份成交净买入及总金额 | 10 |
| 图表 13 | 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图 | 11 |
| 图表 14 | 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图 | 11 |
| 图表 15 | 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图（2005 年至今，周） | 11 |
| 图表 16 | 食品饮料、白酒相对 PE 走势图（2005 年至今，周） | 11 |
| 图表 17 | 53 度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶 | 12 |
| 图表 18 | 52 度 500ml 五粮液价格走势元/瓶 | 12 |
| 图表 19 | 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势（元/瓶） | 12 |
| 图表 20 | 剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势（元/瓶） | 12 |
| 图表 21 | 白酒产量月度走势图 | 12 |
| 图表 22 | 白酒产量年度走势图 | 12 |
| 图表 23 | Live-exFineWine100 指数走势图 | 13 |
| 图表 24 | 张裕终端价格走势元/瓶 | 13 |
| 图表 25 | 国外品牌葡萄酒价格走势 | 13 |
| 图表 26 | 葡萄酒进口量和进口价格走势 | 13 |
| 图表 27 | 葡萄酒产量月度走势图 | 14 |
| 图表 28 | 葡萄酒产量年度走势图 | 14 |
| 图表 29 | 青啤和哈啤价格走势 | 14 |
| 图表 30 | 国外啤酒品牌价格走势 | 14 |
| 图表 31 | 啤酒产量月度走势图 | 14 |
| 图表 32 | 啤酒产量年度走势图 | 14 |
| 图表 33 | 生鲜乳价格走势 | 15 |

| | | |
|-------|--------------------------|----|
| 图表 34 | 牛奶和酸奶零售价走势图 | 15 |
| 图表 35 | 婴幼儿奶粉零售价走势图 | 15 |
| 图表 36 | 芝加哥牛奶现货价走势图美分/磅 | 15 |
| 图表 37 | 生猪和猪肉价格走势图元/公斤 | 16 |
| 图表 38 | 生猪养殖盈利走势图元/头 | 16 |
| 图表 39 | 豆粕现货价走势图（元/吨） | 16 |
| 图表 40 | 全国大豆市场价走势图（元/吨） | 16 |
| 图表 41 | 箱板纸国内平均价走势图（元/吨） | 16 |
| 图表 42 | 瓦楞纸出厂平均价走势图（元/吨） | 16 |
| 图表 43 | OPEC 原油价格走势图（美元/桶） | 17 |
| 图表 44 | 中国塑料价格指数走势图 | 17 |
| 图表 45 | 一周股东大会提示 | 18 |

一、板块行情回顾及调研反馈

（一）白酒行业点评：年内现布局良机，坚守高端酒龙头

本周 SW 食品饮料指数下跌 2.82%，沪深 300 下跌 0.55%，板块明显跑输大盘，其中白酒板块下跌 3.54%，周五当日出现明显调整，茅台等个股调整幅度较大。白酒行业层面，新闻报道茅台春节期间不会涨价，但要求贵州省内渠道购买飞天茅台同时需购买 500 元贵州特色食品；此外有报道，消费税立法提速，征求意见稿最快年内公告，市场关注度较高。

茅台力促价格理性回归，业绩保持高稳健性。新闻提及茅台春节销售新政 1499 元茅台购买 500 元贵州特色食品，春节期间全国肯定不会涨价。根据目前渠道了解，应为贵州省内部分渠道销售政策，暂时不会扩展到全国经销商层面，此前多彩贵州冬季旅游营销推广活动政策中也包括购买茅台酒及贵州名特产品的惠购活动。我们认为，该政策也表明年底茅台提价可能性不大，继续力促市场价格理性回归。第一，公司对于市场价格态度继续保持理性，希望通过渠道多元化实现批价稳步回归。公司前期通过控市稳价措施实现批价回归，较好释放了之前价格一路疯涨带来的渠道风险，临近春节需求旺季，过去几年渠道价格出现冲高，今年公司借助省内渠道及新增商超电商直销渠道 1499 元稳步放量，有利于稳价的同时，通过购买政策也有效拉动了贵州当地特产食品产业发展。第二，当前通胀压力高企，舆论风险也较大。加之渠道基于当前价差及批价适度回归之后普遍有涨价预期，当前时点公司则会更重视稳定渠道预期，控制舆论风险。第三，明年定位基础建设年，业绩规划更加稳健理性。集团今年完成千亿目标之后，明确定位明年为基础建设年，预计业绩规划更加稳健理性，基于此提价时间点应有所靠后，但明年茅台在适度放量、需求平稳及直销稳步推进之下，业绩仍有望保持稳健。

消费税改革已有所预期，白酒行业推进尚无定论，对高端酒潜在影响有限。此前 10 月 9 日国务院发文，提出消费税改革将后移消费税征收环节并稳步下划地方，此次报道称消费税法征求意见稿有望年底公布。我们认为，虽未明确提及白酒，但白酒为消费税涉及品目，市场已有部分预期未来改革将涉及白酒行业，由于客观上白酒征收环节后移存在实操难度，从目前推进进度来看尚无定论。从潜在影响角度来看，我们重申几点：第一，若涉及白酒消费税改革，会直接带来渠道价格体系调整，最后核心还是看品牌定价权和成本转嫁能力，以茅台为代表的高端白酒影响相对有限，中长期会驱动行业进一步加速集中。第二，消费税增量下划地方，地方白酒消费环境有望得到改善，长期来讲也利好优秀品牌的跨区域扩张。因此，当前无须过度担忧消费税改革对板块实质性影响，对高端酒的潜在影响也相对有限。

紧盯渠道旺季备货及价格表现，当前估值回调，积极选择低估值配置。由于明年春节提前，当前酒企均提前备战春节渠道回款备货，近期不少酒企均通过停货提价等方式调控渠道，目标更好实现旺季回款表现。当前板块估值明显有所回调，展望明年，首先，这一轮名酒稳健成长预期仍在强化，核心来自管理改善和经营理性驱动。行业短期内在增长及价格上行动力确实在弱化，但中高端白酒需求稳健性更高，一线龙头增长路径清晰，即便业绩增速预期有所放缓，估值回调也非常有限。其次，对于估值体系而言，白酒板块估值认知仍在积极重构。全球视角之下，国内白酒龙头业绩与估值的性价比优势依旧凸显，外资长周期视角配置板块龙头趋势不改。因此，从明年布局来看，当前板块估值有所回调，紧密关注估值回调区间，对于业绩稳健品种，积极选择低估值配置，来年估值仍有望上行。

山西汾酒：酒类资产整体上市，山西国企混改典范。本周山西汾酒发布多项公告，拟以 1.97 亿元收购汾酒集团汾青酒厂 100% 股权、以 2.58 亿元收购汾酒销售公司 10% 股权、以 1195 万元收购竹叶青酒营销公司 10% 股权，此外还收购汾酒集团部分公司及土地使用权等。本次关联交易合计支付现金 6.06 亿元，其中购入股权部分花费现金 4.67 亿元，实际并入股权前三季度利润合计约为 1.12 亿元，按照目前 43 倍 PE 估算，至少能增厚 48 亿元市值。同时支付现金 1.39 亿，进一步收购集团酒类资产。本次收购完成后，集团构成同业竞争的酒类资产将悉数被上市公司收购，标志着公司三年国改重要举措均将顺利完成。我们认为，从省政府到集团层面，一系列举措推动酒类资产整体上市，减少关联交易，解决同业竞争困扰，表明了公司继续提升经营治理的决心，也提振了投资者的信心。

泸州老窖：坚定提价控货，积极备战旺季。微酒报道，近日国窖 1573 华东大区下发紧急通知称，限定 10 日内，华

东市场特别是江苏市场的国窖 1573 消费成交价达到 900 元以上。如果不达标则削减配额 50%，不晚于 12 月内对经理和主管进行岗位或职级调整。我们认为，结合前期对于国窖 1573 经典装连续计划内计划外提价、暂停发货等举措，本次要求消费成交价提升至 900 元，表明公司在旺季前明确的终端挺价和强化管控态度，旺季回款有望表现良好。

贵州茅台：酱香系列酒提前实现百亿目标。微酒报道，近日贵州大曲经销商座谈会上，茅台酱香酒公司董事长李明灿透露，茅台酱香系列酒再创历史新高，提前 1 个月实现百亿目标，近几年茅台系列酒收入增长稳健，结构提升明显。**水井坊：针对江苏核心市场推新品。**微酒报道，水井坊在江苏市场推出定价 558 元的 42 度井台 12 新品，公司针对其江苏核心市场推出适合当地的中低度甘柔口味新品，表明继续在核心市场下沉发力，同时也积极提升产品结构。

（二）本周调研反馈

本周我们组织餐饮供应链专题相关交流，相关反馈如下：

1、供应链前移趋势明显，生产商综合服务能力成为关键。1) 从餐饮市场整体来看，餐饮增速略有放缓，但行业菜式、业态及场景等变化明显，粤菜主导的中高端餐饮逐步被江浙菜取代，中式正餐更加零散化，便捷式餐饮增长迅速。随着消费者的变迁，年轻人成为消费主力，消费场景出现转移，食品口味多元化趋势显著。2) 上游食材加工标准化、规模化趋势明显。随着供应链的前移，食品更多在工厂和中央厨房完成，品牌商、生产商解决问题的能力成为发展关键。从生产商角度，行业龙头已基本显现，生厂商会逐步向头部聚集；从供应链角度，提升最后一公里的服务能力将成为未来发展的主流趋势。

2、三全开始发力肉糜产品，积极寻求餐饮 B 端转型。1) 速冻渠道专家对当前三全绿标发展方向及速冻行业供应链格局进行分析与交流。三全当前 C 端优势显著，拓展餐饮 B 端则需寻找优势产品。当前米面市场逐步趋于饱和，三全未来将在肉糜板块持续发力，从产品定位切入，确定产品高端化路线，通过产品优势促进肉糜市场份额的突破与提升。2) 行业龙头企业逐步拓展餐饮 B 端业务，通过渠道的快速打造与产能的持续建设抢占餐饮 B 端业务发展先机。三全绿标致力于小 B 端的打造，目前小 B 占比较高，但大 B 盈利能力更优，通过经销商的覆盖实现全国业务布局，投资锅圈，为其助力，进一步实现产品的推广与销售。

3、洽洽食品调研反馈：每日坚果 Q4 增长亮眼，蓝袋带动红袋环比提速。小黄袋包装更新和营销力度加大后 Q4 仍保持较快增长，预计春节备货旺季，公司营销力度仍有望维持，明年考虑三线城市持续扩张，同时每日坚果毛利率有所提升，主要系包装效率和自动化的影响。此外，风味坚果和坚果礼盒也保持较快增长，目前占坚果收入比重约 20%。瓜子方面，蓝袋 11 月增速约 20-30%，当前渠道覆盖率约 50-60%，预计明年渠道继续深耕，保持稳健增长，红袋受益于蓝袋品牌拉动效应和弱势市场的提升环比略有提速，预计全年 20 亿目标无虞。总体来看，公司全年计划完成无虞，明年规划目标稳健。

4、卤制品门店草根调研反馈：开店仍有下沉空间，绝味积极优化加盟商。本周我们在部分城市对绝味及周黑鸭门店进行草根调研。收入方面，绝味单店收入保持平稳，开店仍有下沉空间，目前公司正优化原有加盟商队伍，开店增量主要来自老加盟商；周黑鸭单店收入较前几年有所下滑，但目前维持平稳状态，未来升级门店或贡献存量市场增长。据我们观察，绝味及周黑鸭消费者重叠度较少，周黑鸭购买者多为白领群体、绝味购买群体多为以学生为首的青年群体。此外，绝味及周黑鸭周边的非品牌卤味店人流量相对较少，彰显卤味品牌化趋势。

二、本周渠道反馈：价格基本稳定，基础白奶缺货，整体买赠力度持平。

白酒方面，本周飞天茅台整件批价继续稳定在 2300-2350 元之间，其中上海地区 2350 元，湖南 2310 元，河北 2300 元，北京 2350 元，贵州省内渠道购买飞天同时购买 500 元贵州特色食品政策对省外地区批价影响不大，一线城市批价依旧坚挺。**酒交所方面，**飞天茅台价格指数为 2178.47 元，较上周下跌 1.94%。**五粮液方面，**八代普五批价环比平稳，维持在 910-920 元左右，预计近期即将执行打款，大商可能执行票据打款。**国窖 1573 方面，**各地批价维持在 780-800 元左右，基本与上周持平。

乳制品方面，价格基本稳定，基础白奶缺货，整体买赠力度持平。根据上海地区多家 KA 的调研情况，常温酸奶方面，本周安慕希价格在 54-66 元，最低价较上周上升，最高价与上周持平；安慕希 PET 瓶多地价格在 72-78 元，与上周持平；纯甄价格在 49 元，与上周持平；光明莫斯利安价格为 50-56 元，最低价与上周持平，最高价较上周下降。高端白奶方面，金典价格为 50-54 元，与上周持平；特仑苏价格均为 55-70 元，最低价与上周持平，最高价较上周上升。基础白奶方面，伊利纯牛奶（16 盒装）价格 40-48 元，最低价与上周持平，最高价较上周上升；蒙牛纯牛奶（16 盒装）价格 32-42 元，与上周价格持平，伊利与蒙牛纯牛奶多家 KA 缺货。低温产品方面，伊畅通轻（250g）价格在 8.4-9.5 元，最低价与上周持平，最高价较上周下降；伊利 Joyday（220g）价格 9.7-9.9 元，多家 KA 缺货；蒙牛冠益乳（250g）价格在 8.2-9.5 元，与上周持平。在买赠方面，安慕希三件 95 折、买一箱赠送精美礼品一份或赠一箱伊利纯牛奶；安慕希 PET 瓶 3 件 95 折或送精美礼品一份；金典纯牛奶两提 99 元、3 件 95 折；纯甄原味买一箱赠 2 或 3 瓶；冠益乳（250g）2 瓶 9.9 元、3 件 95 折或三瓶 8 折，本周整体买赠力度与上周持平。

图表 1 伊利、蒙牛、光明主要单品主流促销力度（单位：元）

| | 上海 |
|------|----|
| 安慕希 | 54 |
| 纯甄 | 49 |
| 莫斯利安 | 50 |
| 特仑苏 | 55 |
| 金典 | 50 |

资料来源：草根调研、华创证券

产品动销良好，伊利终端出货优于蒙牛光明，整体促销员配备力度有所提升。综合来看，产品新鲜度多以 19 年 10-11 月为主，伊利终端出货情况优于蒙牛光明；伊利、蒙牛常温产品在 KA 卖场堆头规模整体相当；本周促销员配备力度有所提升。

图表 2 三地产品新鲜度情况

| | 上海 |
|------|----------------|
| 安慕希 | 9 月到 10 月为主 |
| 纯甄 | 10 月底为主 |
| 莫斯利安 | 10 月底到 11 月初为主 |
| 特仑苏 | 10 月底到 11 月初为主 |
| 金典 | 10 月为主 |

资料来源：草根调研、华创证券

图表 3 本周乳制品主要产品价格促销跟踪表

| | 品牌 | 原品/规格 | 上海 | | | | | | | | |
|------|----|--------------|------------|------|----------|-------|-------|---------|-------|-------------|------|
| | | | 家乐福 | 买赠促销 | 麦德龙 | 买赠促销 | 沃尔玛 | 买赠促销 | 大润发 | 买赠促销 | |
| 常温 | 伊利 | 安慕希原味 | 66 | | 66 | 三件95折 | 54 | 送精美礼品一份 | 66 | 买一箱赠一箱伊利纯牛奶 | |
| | | 安慕希PET瓶原味 | 80 | | 78 | 三件95折 | 78 | 送精美礼品一份 | 72 | 无 | |
| | | 安慕希PET瓶芒果百香果 | 80 | | 78 | 三件95折 | 78 | 送精美礼品一份 | 70 | 无 | |
| | | 伊利纯牛奶 | 250ml*16 | 无 | 无 | 无 | 40 | 无 | 48 | 无 | |
| | | 金典纯牛奶 | 66 | 49.5 | 无 | 54.1 | 三件95折 | 49.5 | 两提99 | 49.5 | 无 |
| | 蒙牛 | 纯甄原味 | 70.8 | 49 | 买一箱赠两瓶本品 | 无 | 无 | 48.8 | 送3瓶 | 48.8 | 无 |
| | | 纯甄PET瓶原味 | 80 | 80 | 无 | 80 | 三件95折 | 65 | 送3瓶 | 65 | 无 |
| | | 特仑苏纯牛奶 | 68 | 65 | 无 | 55 | 三件95折 | 70 | 两提99 | 56 | 两箱99 |
| | | 蒙牛纯牛奶 | 46.4 | 32 | 无 | 41.8 | 三件95折 | 32 | 无 | 32 | 无 |
| | 光明 | 莫斯利安 | 200g*12 | 56 | 无 | 52 | 三件95折 | 49.9 | 无 | 49.9 | 无 |
| you+ | | 200ml*12 | 无 | 无 | 52.8 | 三件95折 | 42.8 | 无 | 无 | 无 | |
| 低温 | 伊利 | 畅轻 | 250g/100ml | 9.5 | 两瓶14 | 8.4 | 三件95折 | 8.5 | 买二送一 | 8.5 | 无 |
| | | Joyday | 220g | 9.7 | 无 | 9.9 | 三件95折 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| | 蒙牛 | 冠益乳 | 250g/100ml | 9.5 | 无 | 8.2 | 三件95折 | 8.5 | 两瓶9.9 | 8.5 | 三瓶8折 |

资料来源: 草根调研, 华创证券

三、行业数据

行业产量数据: 2019年1-10月, 全国白酒(折65度, 商品量)产量635.10万千升, 同比上升1.40%; 2019年1-10月全国啤酒产3343.10万千升, 同比上涨1.00%; 2019年1-10月, 全国葡萄酒产量34.70万千升, 同比下降10.10%。

11月29日京东数据: 52度五粮液1399元/瓶, 与上周持平; 52度剑南春价格418元/瓶, 较上周下降1.18%; 52度泸州老窖特318元/瓶, 与上周持平; 52度洋河梦之蓝M3为569元/瓶, 与上周持平; 52度水井坊价格519元/瓶, 与上周持平; 53度30年青花汾酒828元/瓶, 与上周持平。

11月29日, 拉菲传奇AOC级干红京东99.9元/瓶, 较上周上涨0.91%; 杰卡斯干红京东89元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(特选龙蛇珠)京东108元/瓶, 较上周下降8.47%; 92年长城干红(赤霞珠)京东228元/瓶, 与上周持平。

四、上周行情回顾

2019年年初至今申万食品饮料指数上涨65.26%, 沪深300指数上涨27.17%, 2019年至今食品饮料板块在申万28个子行业中排名第1位。本周(11月25日-11月29日)申万食品饮料指数下跌2.82%, 沪深300指数较上周下跌0.55%。

图表 4 食品饮料板块周涨跌幅前五名列表(申万分类)

| 排序 | 公司名称 | 周涨跌幅(%) | 收盘价 | 公司名称 | 周涨跌幅(%) | 收盘价 |
|----|-------|---------|-------|------|---------|---------|
| 1 | *ST莲花 | 17.68 | 2.13 | 洽洽食品 | -6.61 | 32.36 |
| 2 | 酒鬼酒 | 7.10 | 37.87 | 得利斯 | -6.34 | 8.13 |
| 3 | 百润股份 | 6.64 | 26.51 | 双塔食品 | -5.67 | 6.82 |
| 4 | 会稽山 | 2.80 | 8.45 | 山西汾酒 | -5.45 | 89.34 |
| 5 | 维信诺 | 2.70 | 16.33 | 贵州茅台 | -5.44 | 1129.00 |

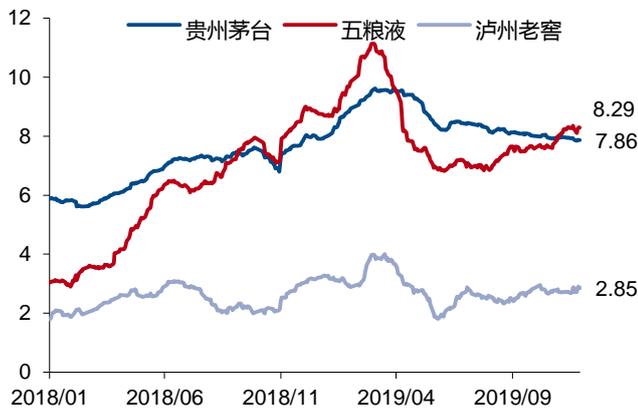
资料来源: Wind, 华创证券

五、北上资金跟踪

白酒: 2019年11月29日, 贵州茅台北上资金持股占A股总股数比重为7.86%, 与上周持平; 五粮液北上资金持股占A股总股数比重为8.29%, 较上周上升0.08pct; 泸州老窖北上资金持股占A股总股数比重为2.85%, 较上周上升0.13pct; 洋河股份北上资金持股占A股总股数比重为7.37%, 较上周上升0.08pct; 水井坊北上资金持股占A股总股数比重为8.73%, 较上周上升0.02pct; 顺鑫农业北上资金持股占A股总股数比重为3.21%, 较上周上升0.39pct; 酒鬼酒北上资金持股占A股总股数比重为1.67%, 较上周上升0.63pct。同时, 本周贵州茅台合计净流出0.03亿元, 五粮液合计净流入3.98亿元。

大众品: 2019年11月29日, 伊利股份北上资金持股占A股总股数比重为11.98%, 较上周上升0.15pct; 双汇发展北上资金持股占A股总股数比重为2.25%, 较上周上升0.13pct; 承德露露北上资金持股占A股总股数比重为3.84%, 较上周下降0.02pct; 中炬高新北上资金持股占A股总股数比重为9.39%, 较上周上升0.02pct; 海天味业北上资金持股占A股总股数比重为5.85%, 较上周上升0.02pct; 安琪酵母北上资金持股占A股总股数比重为15.56%, 较上周下降0.21pct; 涪陵榨菜北上资金持股占A股总股数比重为7.58%, 较上周下降0.09pct。

图表 5 2018年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 2018年初至今酒类北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 2018年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



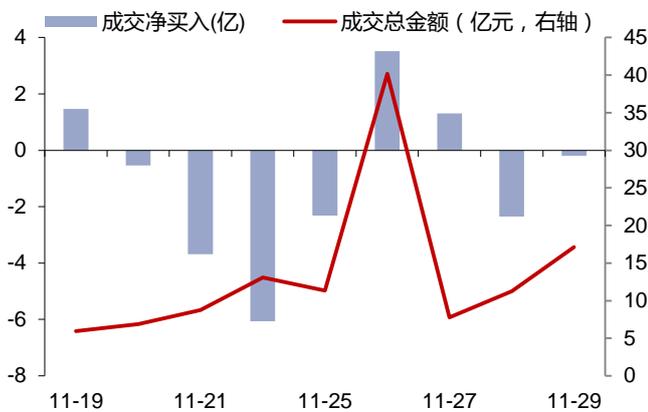
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 2018年初至今大众品北上资金持股占比 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 贵州茅台成交净买入及总金额



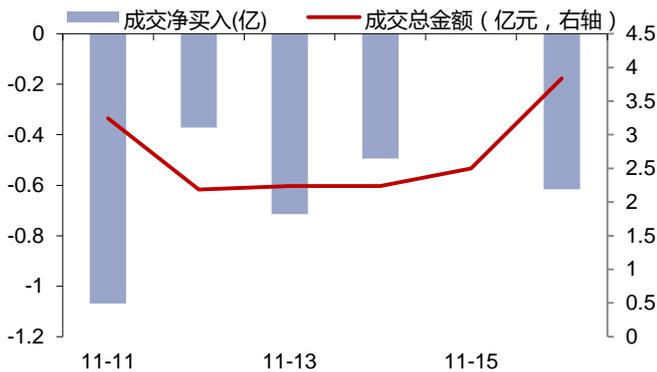
资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 五粮液成交净买入及总金额



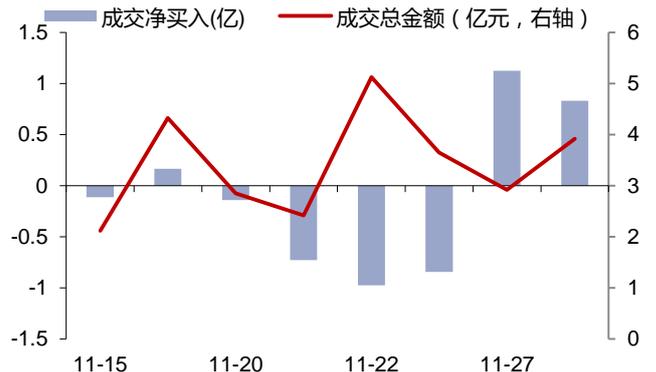
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 洋河股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 伊利股份成交净买入及总金额



资料来源: Wind, 华创证券

六、估值

2019年11月29日食品饮料板块绝对PE和绝对PB分别为31.77倍和6.52倍,2005-2019年食品饮料板块绝对PE和绝对PB的历史均值分别为38.95倍和5.55倍;11月29日食品饮料板块相对沪深300PE和PB分别为2.73倍和4.65倍,历史均值分别为2.37倍和2.68倍。

图表 13 食品饮料绝对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 14 食品饮料相对 PE 和 PB 走势图



资料来源: Wind, 华创证券 (2005 年至今, 周频度)

图表 15 食品饮料、白酒、沪深 300PE 走势图 (2005 年至今, 周)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 食品饮料、白酒相对 PE 走势图 (2005 年至今, 周)



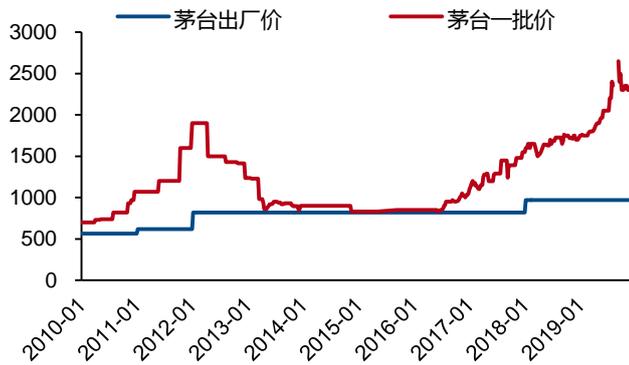
资料来源: Wind, 华创证券

七、行业一周数据及点评

(一) 白酒

11 月 29 日京东数据: 52 度五粮液 1399 元/瓶, 与上周持平; 52 度剑南春价格 418 元/瓶, 较上周下降 1.18%; 52 度泸州老窖特 318 元/瓶, 与上周持平; 52 度洋河梦之蓝 M3 为 569 元/瓶, 与上周持平; 52 度水井坊价格 519 元/瓶, 与上周持平; 53 度 30 年青花汾酒 828 元/瓶, 与上周持平。2019 年 1-10 月, 全国白酒 (折 65 度, 商品量) 产量 635.10 万千升, 同比上升 1.40%。

图表 17 53 度 500ml 飞天茅台价格走势元/瓶



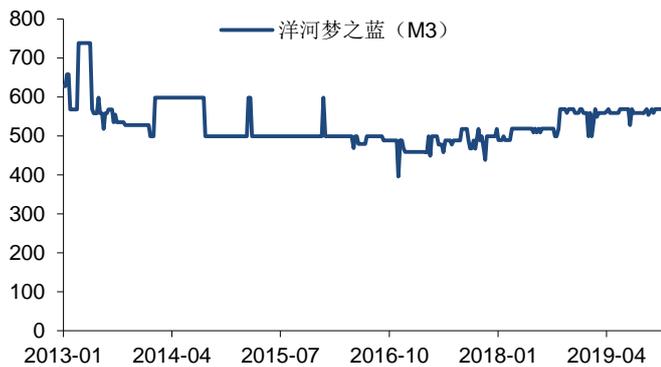
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 18 52 度 500ml 五粮液价格走势元/瓶



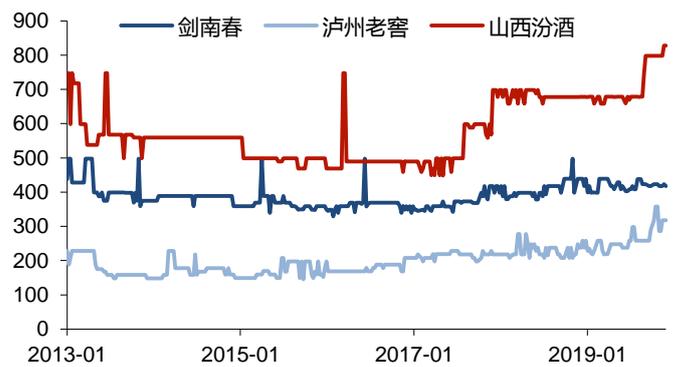
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 19 洋河梦之蓝(M3)京东价格走势元/瓶



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 剑南春、老窖特曲、汾酒 30 年白酒京东价格走势元/瓶



资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 白酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 22 白酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

(二) 葡萄酒

Live-ex 高级葡萄酒交易所成立于 1999 年, 经 Live-ex 完成的交易额超过全球高级葡萄酒总交易额的四分之三, 依据欧洲地区注明葡萄酒价格走势编制该指数。2019 年 10 月 Live-ex Fine Wine100 指数报收于 308.37, 9 月数据为 311.35, 较 9 月下跌 0.96%。

11 月 22 日, 拉菲传奇 AOC 级干红京东 99.9 元/瓶, 较上周上升 0.91%; 杰卡斯干红京东 89 元/瓶, 与上周持平; 张裕干红(特选龙蛇珠)京东 108 元/瓶, 较上周下降 8.47%; 92 年长城干红(赤霞珠)京东 228 元/瓶, 与上周持平。2019 年 1-10 月葡萄酒总产量 34.70 万千升; 2019 年 10 月葡萄酒进口量 4.48 万千升。

图表 23 Live-ex Fine Wine100 指数走势图



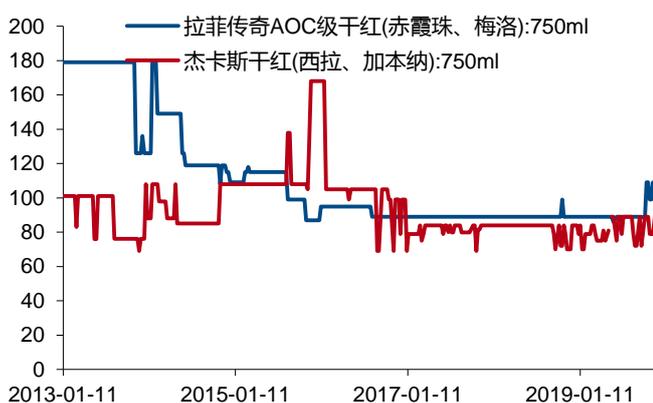
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 张裕终端价格走势元/瓶



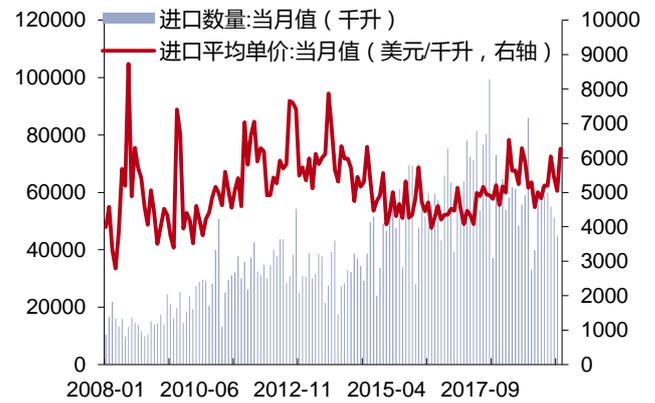
资料来源: 公司公告, 酒仙网, 华创证券

图表 25 国外品牌葡萄酒价格走势



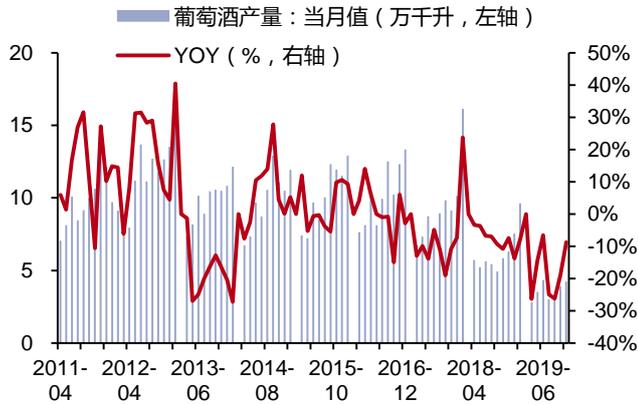
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 26 葡萄酒进口量和进口价格走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 葡萄酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 28 葡萄酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

(三) 啤酒

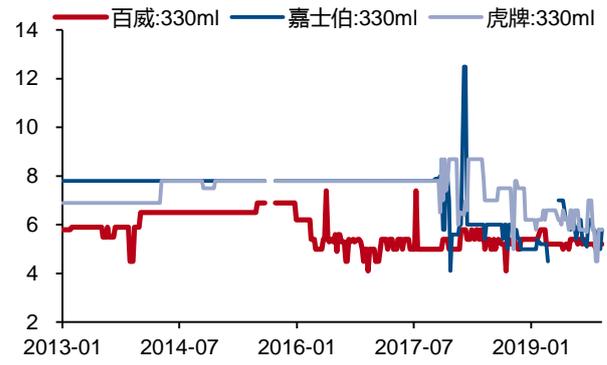
2019年1-10月全国啤酒产3343.10万千升, 同比上涨1.00%。

图表 29 青啤和哈啤价格走势图



资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 30 国外啤酒品牌价格走势图



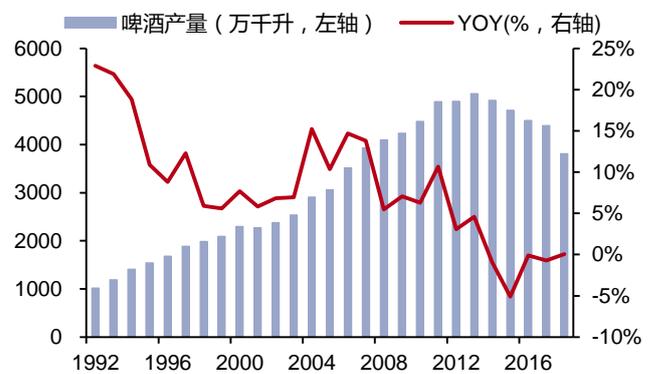
资料来源: 酒仙网, 华创证券

图表 31 啤酒产量月度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 32 啤酒产量年度走势图



资料来源: 国家统计局, 华创证券

(四) 乳制品

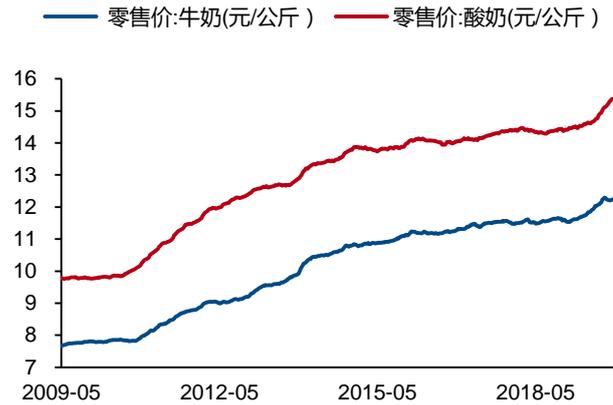
2019年11月20日,内蒙古、河北等10个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格3.83元/公斤,与上周持平。2019年11月22日国产婴幼儿奶粉零售均价195.08元/公斤,较上周上涨0.15%;进口婴幼儿奶粉零售均价242.81元/公斤,较上周上涨0.21%;2019年11月22日牛奶零售价12.24元/公斤,较上周下跌0.16%;酸奶零售价15.39元/公斤,较上周上涨0.07%;2019年11月27日芝加哥脱脂奶粉现货价为123.75美分/磅,较上周上涨1.02%。

图表 33 生鲜乳价格走势



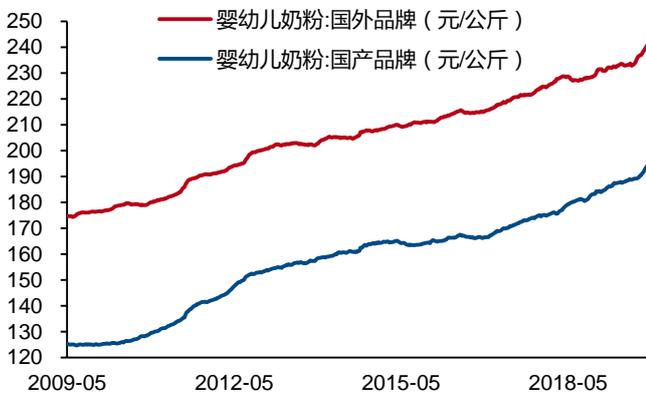
资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 牛奶和酸奶零售价走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 婴幼儿奶粉零售价走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 芝加哥牛奶现货价走势(美分/磅)

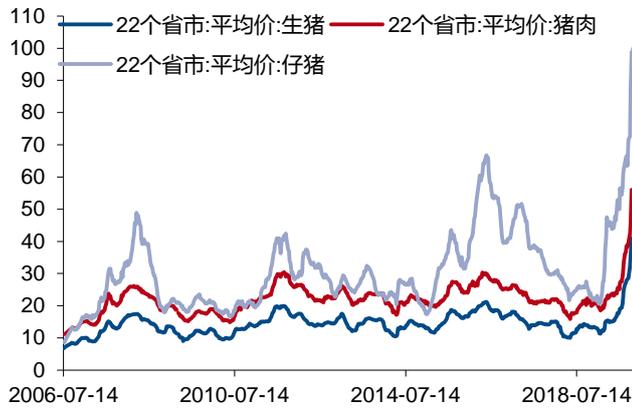


资料来源: Wind, 华创证券

(五) 肉制品

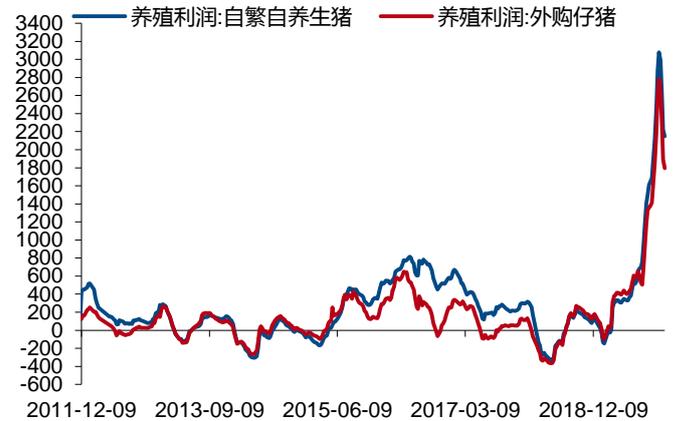
2019年11月29日,22省市生猪平均价格32.08元/公斤,较上周下降1.72%;22省市猪肉平均价格46.25元/公斤,较上周下降5.34%;22省市仔猪价格93.67元/公斤,较上周下降0.22%;22省市猪粮比价16.04元/公斤,较上周下降0.25%。

图表 37 生猪和猪肉价格走势(元/公斤)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 生猪养殖盈利走势图(元/头)



资料来源: Wind, 华创证券

(六) 原材料及包材

2019年11月29日豆粕现货价3062.29元/吨,较上周下降0.91%;2019年3月15日华北、华东、华南三地箱板纸均价4409.33元/吨,较上周下降2.53%;华北、华东、华南三地瓦楞纸均价3918.33元/吨,较上周下降3.29%;2019年9月28日塑交所中国塑料价格指数1168.29,较上周上升1.56%;2019年11月28日,OPEC一揽子原油价63.94美元/桶,较上周下降0.96%。

图表 39 豆粕现货价走势图(元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 全国大豆市场价走势图(元/吨)



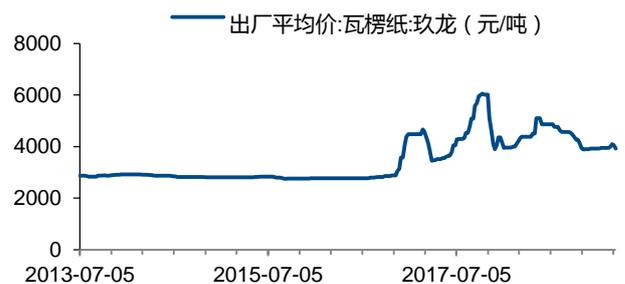
资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 箱板纸国内均价走势图(元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 瓦楞纸出厂均价走势图(元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 OPEC 原油价格走势 (美元/桶)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 中国塑料价格指数走势图


资料来源: Wind, 华创证券

八、行业一周重要事件及股东大会提示

本周重要公告一览

- 1) **【山西汾酒】收购兼并:** 公司拟收购汾青酒厂 100% 股权, 交易金额 1.97 亿元; 拟收购汾酒集团部分资产, 交易金额 1.20 亿元; 拟收购山西杏花村汾酒销售公司 10% 股权, 交易金额 2.58 亿元; 拟收购竹叶青酒营销公司 10% 股权, 交易金额 1194.95 万元; 拟收购宝泉福利部分资产, 交易金额 1415.57 万元; 拟收购汾酒集团土地使用权, 交易金额 213.33 万元; 拟收购义泉涌酒业部分资产, 交易金额 230.02 万元。
- 2) **【今世缘】股份减持:** 上海铭大本计划计划减持 3136.25 万股, 已减持 1254.5 万股, 占公司总股本 1%, 占本次减持计划 40%。
- 3) **【伊利股份】股权激励:** 公司完成限制性股票授予登记工作, 并收到中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《证券变更登记证明》。
- 4) **【绝味食品】股权质押:** 湖南聚成持有股份 2.2 亿股, 占公司总股本比例 36.17%, 其中被质押的股份累计 550 万股, 占其所持股份比例 2.50%。
- 5) **【海天味业】会议决议:** 公司审议通过《关于选举董事长的议案》, 庞康先生当选为公司第四届董事会董事长。
- 6) **【伊利股份】债券发行:** 公司本期发行债券总额不超过人民币 10 亿元 (含 10 亿元), 票面利率 3.37%, 发行时间为 2019 年 11 月 26 日和 2019 年 11 月 27 日。
- 7) **【桃李面包】澄清公告:** 有媒体在网络上发布题为《桃李面包大股东密集减持营收增速放缓 多项数据存疑》的文章, 公司针对股东减持、首发项目、营业收入涉嫌虚增、采购数据存疑、巨额存款不可信这五个方面予以澄清说明。
- 8) **【华统股份】收购兼并:** 兰溪牧业完成过户工商变更登记手续, 本次过户变更后, 兰溪牧业由公司控股孙公司变更成为公司全资子公司。
- 9) **【青青稞酒】股权质押:** 公司控股股东青海华实科技投资管理有限公司将其持有的本公司股份 1000 万股办理了质押, 占其所持股份比例 3.56%, 占公司总股本比例 2.22%。
- 10) **【贝因美】股权质押:** 公司控股股东贝因美集团有限公司将其持有的本公司股份 500 万股办理了质押, 占其所持股份比例 1.68%, 占公司总股本比例 0.49%。
- 11) **【会稽山】股份回购:** 公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份数量 497.37 万股, 占公司总股本的比例 1.000016%, 最高成交价 8.85 元/股, 最低成交价 8.21 元/股, 支付总金额 4276.25 万元。
- 12) **【口子窖】质押式回购:** 范博将持有的本公司股份 178.6 万股无限售流通股 (占公司总股本 0.3%) 质押给海通证券股份有限公司, 用于办理股票质押式回购交易业务, 初始交易日为 2019 年 11 月 27 日, 购回交易日为 2020 年 11 月 26 日。

- 13) 【皇氏集团】股权投资: 公司拟以全资子公司皇氏御嘉影视集团有限公司 100% 股权作价人民币 5.94 亿元出资, 同泰安市东岳数智股权投资基金合伙企业、上海喜楠企业管理中心共同设立合资公司泰安数智城市运营有限公司, 交易完成后, 公司持有 49.5% 的股权。
- 14) 【佩蒂股份】项目延期: 公司对首次公开发行股票募投项目“年产 2500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目”的预计可使用状态的日期作出调整, 由 2019 年 12 月 31 日延期至 2021 年 3 月 31 日。
- 15) 【安井食品】关联交易: 公司全资子公司安井营销、辽宁安井、泰州安井分别与厦门冻品先生科技有限公司签署协议, 约定向关联方厦门冻品先生科技有限公司销售菜肴类商品, 涉及总金额约 350.01 万元。
- 16) 【金达威】股份回购: 公司完成股份回购, 累计回购股份 654.72 万股, 占公司总股本 1.06%, 最高成交价 19.709 元/股, 最低成交价为 11.454 元/股, 支付总金额为 1.00016 亿元。
- 17) 【加加食品】公司决议: 董事会同意聘任李红霞女士为公司常务副总经理、聘任张雷先生为公司副总经理, 任期均自本次董事会审议通过之日起至公司第四届董事会届满之日止。
- 18) 【伊利股份】股权质押: 公司本次解除质押再质押 4000 万股, 占其持股比例 7.43%, 占公司总股本比例 0.66%。
- 19) 【燕京啤酒】高管离职: 戴永全先生因退休原因, 申请辞去所担任的公司董事职务, 辞职后, 不再担任公司任何职务。其持有的公司股票 5147.2 万股, 承诺在离任后六个月内不进行转让。
- 20) 【贝因美】股东减持: 公司股东恒天然乳品(香港)有限公司计划以集中竞价或大宗交易方式合计减持公司股份不超过 3067.56 万股(占公司总股本比例 3%)。
- 21) 【*ST 莲花】重整计划: 公司公布重整进展, 截至 2019 年 11 月 28 日, 已有 143 家债权人向管理人申报债权, 申报数额共计 13.43 亿元。
- 22) 【ST 威龙】澄清公告: 有媒体在网络上发布题为《ST 威龙高层大换血, 股票连续 4 个交易日跌停》的文章, 公司予以澄清, 公司董监高均没有离职, 并且积极履职, 保证公司正常的生产经营活动。

图表 45 一周股东大会提示

| 公司名称 | 股东大会现场召开时间 |
|--------|------------------|
| 皇氏集团 | 2019 年 12 月 16 日 |
| 第一太平 | 2019 年 12 月 16 日 |
| 酒鬼酒 | 2019 年 12 月 11 日 |
| 山西汾酒 | 2019 年 12 月 11 日 |
| 顺鑫农业 | 2019 年 12 月 6 日 |
| 安琪酵母 | 2019 年 12 月 3 日 |
| 双汇发展 | 2019 年 12 月 3 日 |
| *ST 皇台 | 2019 年 12 月 2 日 |
| 龙大肉食 | 2019 年 12 月 2 日 |
| 三全食品 | 2019 年 12 月 2 日 |

资料来源: Wind, 华创证券

九、风险提示

经济持续回落影响需求; 成本快速上涨; 食品安全风险等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---------|------|---------------|-----------------------|-----------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 北京机构销售总监 | 010-66500809 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 杜博雅 | 高级销售经理 | 010-66500827 | duboya@hcyjs.com |
| | 张菲菲 | 高级销售经理 | 010-66500817 | zhangfeifei@hcyjs.com |
| | 侯春钰 | 销售经理 | 010-63214670 | houchunyu@hcyjs.com |
| | 侯斌 | 销售经理 | 010-63214683 | houbin@hcyjs.com |
| | 过云龙 | 销售经理 | 010-63214683 | guoyunlong@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 销售经理 | 010-66500867 | liuyi@hcyjs.com |
| | 达娜 | 销售助理 | 010-63214683 | dana@hcyjs.com |
| 广深机构销售部 | 张娟 | 所长助理、广深机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 高级销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 罗颖茵 | 高级销售经理 | 0755-83479862 | luoyingyin@hcyjs.com |
| | 段佳音 | 销售经理 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 朱研 | 销售经理 | 0755-83024576 | zhuyan@hcyjs.com |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-82871425 | huajie@hcyjs.com |
| | 包青青 | 销售助理 | 0755-82756805 | baoqingqing@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 石露 | 华东区域销售总监 | 021-20572588 | shilu@hcyjs.com |
| | 潘亚琪 | 高级销售经理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 高级销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 何逸云 | 销售经理 | 021-20572591 | heyiyun@hcyjs.com |
| | 柯任 | 销售经理 | 021-20572590 | keren@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 沈颖 | 销售经理 | 021-20572581 | shenyin@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 董昕竹 | 销售经理 | 021-20572582 | dongxinzhu@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 销售经理 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 施嘉玮 | 销售助理 | 021-20572548 | shijiawei@hcyjs.com |
| 汪莉琼 | 销售助理 | 021-20572591 | wangliqiong@hcyjs.com | |

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台(600519),根据上市公司公告,贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
|---|--|--|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500 |