

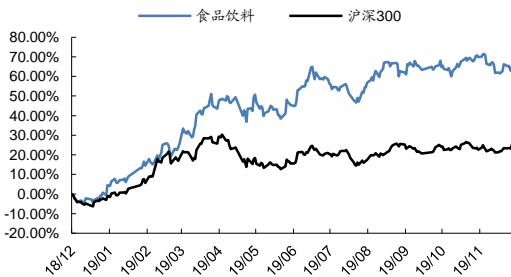
研究所  
证券分析师:  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

## 重点关注业绩弹性较大估值相对合理的大众品 标的

### ——食品饮料行业周报

#### 最近一年行业走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	-3.1	1.8	64.2
沪深300	1.6	-0.1	25.3

#### 相关报告

- 《食品饮料行业周报: 白酒消费税负不变, 关注成长和低估值品种》——2019-12-08
- 《食品饮料行业周报: 白酒受消费税政策影响有所回调, 看好低估值大众品稳健性增长》——2019-12-02
- 《食品饮料行业周报: 核心资产短期回调, 关注相对低估值品种》——2019-11-24
- 《食品饮料行业周报: 关注市场竞争环境改善或企业机制变革的标的》——2019-11-17
- 《食品饮料行业周报: 关注休闲食品领域机制与品类创新变化下的可能性超额收益》——2019-11-11

#### 投资要点:

- 本周行业观点: 白酒: 未来业绩增长将趋于平稳, 更多表现于结构性机会。白酒自2016年开始进入连续4年的高速增长, 这个高速增长的原因一方面在政府反腐矫枉过正后的恢复性增长; 另一方面在于经济增长下的消费升级推动的中高端名酒增长; 同时, 很大一部分原因在于茅台酒没有保质期的金融属性带来市场囤货的涨价潮而导致整个白酒板块跟随茅台涨价而涨价。因此, 这四年来, 白酒利润的快速提升, 一方面在于行业集中度提高向名酒集中, 另一方面更在于提价后的高利润弹性。在当前时点, 茅台一批价已经处于相对高点, 后继继续大幅提价可能性较小, 同时伴随茅台产能的释放, 价格回调的概率仍然存在。由此, 未来白酒的业绩增长将更多的依靠市场份额的增加, 依靠销量增长的带动, 增速会大幅趋于平稳。同时, 整个白酒板块更多的是结构性机会, 主要体现在贵州茅台的厂批价差大的提价空间机会, 以及如山西汾酒、古井贡酒等全国化扩张的机会和酒鬼酒省内复苏的恢复性增长机会。
- 大众品方面, 我们更看好业绩弹性相对较大而估值处在合理水平的标的。休闲卤制品行业规模大, 盈利能力强, 龙头集中度低, 未来仍有很大发展空间, 是我们目前最看好的子行业。龙头绝味食品目前估值34.66倍(TTM), 煌上煌自2016年开始, 进行战略性变革, 已连续几年取得较好的业绩, 后继门店加快开发, 业绩弹性较大。绝味食品和煌上煌都值得重点推荐。此外, 品类创新和市场拓展方面, 做的比较好的盐津铺子, 烘焙食品和果干食品都属于大品类, 市场拓展也由华中、华南大本营市场重点向华东和西南地区拓展, 未来几年都有望获得较好的增长。而“困境反转”的贝因美也可以重点关注, 贝因美经历几年亏损后, 加大管理变革, 引进美素佳儿优秀的管理团队, 通过处理过剩资产降费增效, 同时在产品、渠道、市场和管理方面都进行了积极变革, 2019年三季度已经开始转亏为盈, 业绩挂点已见端倪。基于上述分析, 现阶段, 重点推荐“绝味食品”、“煌上煌”、“盐津铺子”和“贝因美”。
- 综上, 推荐“绝味食品”“煌上煌”“盐津铺子”“贝因美”。结合行业基本面和估值水平, 维持行业“推荐”评级。

- 上周市场回顾: 食品饮料板块下跌 0.49%, 跑输上证综指 2.4 个百分点, 跑输沪深 300 指数 2.17 个百分点, 板块日均成交额 142.43 亿元。食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 31.87, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 12.85 和 12.01。
- 行业重点数据: 白酒行业, 根据京东数据, 五粮液普五第二代经典 52 度浓香型白酒 500ml、洋河梦之蓝 (M3) (52 度) 500ml 和泸州老窖国窖 1573 52 度浓香型白酒 500ml 的最新价格分别为 1368 元/瓶、569 元/瓶和 1069 元/瓶, 自 2019 年 2 月 1 日起至今, 当年的茅台酒在京东商城上无现货可售; 乳品行业, 12 月 4 日数据, 销售主产区生鲜乳价格为 3.86 元/公斤, 同比+7.8%; 肉制品行业, 2019 年 10 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 19,075 万头和 1,924 万头, 同比-41.37%、-37.90%, 环比-0.60%、+0.58%, 仔猪、生猪价格下降、猪肉价格略有提升, 2019 年 12 月 13 日的最新价格分别 87.86 元/千克、33.95 元/千克和 47.94 元/千克, 同比变化+292.41%、+155.65%、+133.06%, 环比变化-5.65%、-2.47%、+1.08%, 12 月 13 日猪粮比价为 17.23, 同比变化-1.49%; 啤酒行业, 2019 年 10 月国内啤酒产量 216.7 万千升, 同比变化+3.5%。从进出口来看, 2019 年 10 月份国内啤酒进口 54,581.00 千升, 同比-4.1%, 进口单价为 1,152.95 美元/千升, 同比-0.65%。
- 行业重点推荐: 绝味食品: 原料价格有望持续下跌, 后继业绩增长有保障。煌上煌: 休闲卤制品门店加速开发, 真真老老米食业务多方布局。盐津铺子: 布局大品类+市场全国化+“店中岛”特色营销, 三要素推动公司业绩实现较高增长。贝因美: 国产奶粉仍具发展空间, 贝因美内部正积极变革。
- 风险提示: 食品安全事故, 推荐公司业绩不达预期, 宏观经济低迷

### 重点关注公司及盈利预测

代码	股票名称	2019/12/13 股价	EPS			PE			投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603517.SH	绝味食品	43.72	1.38	1.68	1.99	31.68	26.02	21.97	买入
002695.SZ	煌上煌	16.37	0.47	0.62	0.78	34.83	26.40	20.99	买入
002847.SZ	盐津铺子	36.51	0.89	1.33	1.92	41.02	27.45	19.02	买入
002570.SZ	贝因美	5.36	0.005	0.15	0.28	1072.00	35.73	19.14	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 内容目录

1、 本周行业观点 .....	5
2、 上周市场回顾 .....	5
3、 重点数据及行业资讯 .....	8
3.1、 农业产品价格跟踪 .....	8
3.2、 子行业数据一览 .....	9
3.3、 子行业重点新闻 .....	12
4、 公司公告及大事提醒 .....	13
4.1、 重要公告 .....	13
4.2、 下周大事 .....	14
5、 行业重点推荐个股及逻辑 .....	15
5.1、 绝味食品 .....	15
5.2、 煌上煌 .....	15
5.3、 盐津铺子 .....	17
5.4、 贝因美 .....	18
6、 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况	6
图 2: 食品饮料子行业涨跌幅	6
图 3: 各行业本周涨跌横向对比	6
图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)	7
图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)	7
图 6: 最新农业产品价格变化	8
图 7: 中国白酒月产量 (万千升)	9
图 8: 中高端白酒价格跟踪 (元/瓶)	9
图 9: 国内生鲜乳价格	10
图 10: 恒天然拍卖价格指数	10
图 11: 恒天然全脂奶粉成交价	10
图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数	10
图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)	11
图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)	11
图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)	11
图 16: 生猪养殖利润 (元/头)	11
图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)	12
图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)	12
表 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名	7
表 2: 本周行业重点资讯	12
表 3: 上周公司重要公告	13
表 4: 下周上市公司大事	14

## 1、本周行业观点

**本周行业观点：**白酒：未来业绩增长将趋于平稳，更多表现于结构性机会。白酒自 2016 年开始进入连续 4 年的高速增长，这个高速增长的原因一方面在政府反腐矫枉过正后的恢复性增长；另一方面在于经济增长下的消费升级推动的中高端名酒增长；同时，很大一部分原因在于茅台酒没有保质期的金融属性带来市场囤货的涨价潮而导致整个白酒板块跟随茅台涨价而涨价。因此，这四年来，白酒利润的快速提升，一方面在于行业集中度提高向名酒集中，另一方面更在于提价后的高利润弹性。在当前时点，茅台一批价已经处于相对高点，后继继续大幅提价可能性较小，同时伴随茅台产能的释放，价格回调的概率仍然存在。由此，未来白酒的业绩增长将更多的依靠市场份额的增加，依靠销量增长的带动，增速会大幅趋于平稳。同时，整个白酒板块更多的是结构性机会，主要体现在贵州茅台的厂批价差大的提价空间机会，以及如山西汾酒、古井贡酒等全国化扩张的机会和酒鬼酒省内复苏的恢复性增长机会。

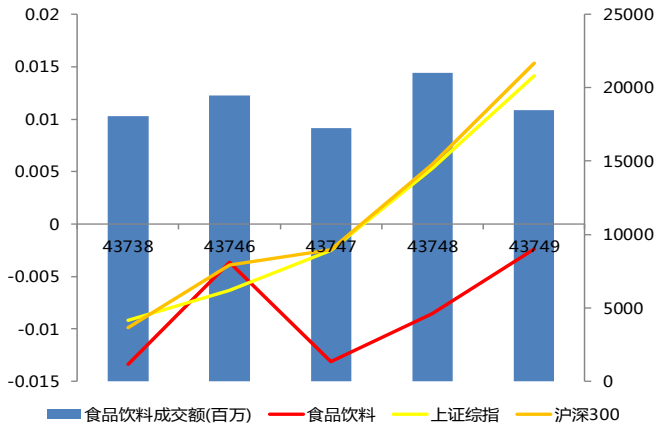
大众品方面，我们更看好业绩弹性相对较大而估值处在合理水平的相关标的。休闲卤制品行业规模大，盈利能力强，龙头集中度低，未来仍有很大发展空间，是我们目前最看好的子行业。龙头绝味食品目前估值 34.66 倍（TTM），煌上煌自 2016 年开始，进行战略性变革，已连续几年取得较好的业绩，后继门店加快开发，业绩弹性较大。绝味食品和煌上煌都值得重点推荐。此外，品类创新和市场拓展方面，做的比较好的盐津铺子，烘焙食品和果干食品都属于大品类，市场拓展也由华中、华南大本营市场重点向华东和西南地区拓展，未来几年都有望获得较好的增长。而“困境反转”的贝因美也可以重点关注，贝因美经历几年亏损后，加大管理变革，引进美素佳儿优秀的管理团队，通过处理过剩资产降费增效，同时在产品、渠道、市场和管理方面都进行了积极变革，2019 年三季度已经开始转亏为盈，业绩挂点已见端倪。基于上述分析，现阶段，重点推荐“绝味食品”、“煌上煌”、“盐津铺子”和“贝因美”。

综上，推荐“绝味食品”、“煌上煌”、“盐津铺子”、“贝因美”。结合行业基本面和估值水平，维持行业“推荐”评级。

## 2、上周市场回顾

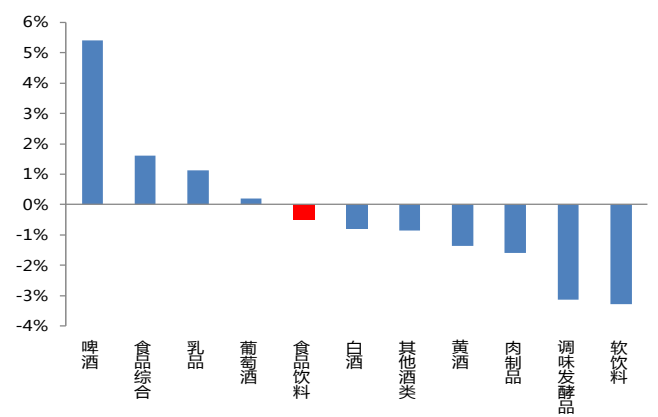
上周（2019 年 12 月 6 日至 2019 年 12 月 14 日）食品饮料板块指下跌 0.49%（前一工作周上涨 2.79%），涨幅排名 27 名（共 28 个一级子行业），跑输上证综指 2.40 个百分点，跑输沪深 300 指数 2.17 个百分点，板块日均成交额 142.43 亿元（前一工作周为 161.46 亿）。食品饮料子行业涨幅啤酒最大，上涨 5.41%。

图 1: 食品饮料、上证综指和沪深 300 涨跌情况



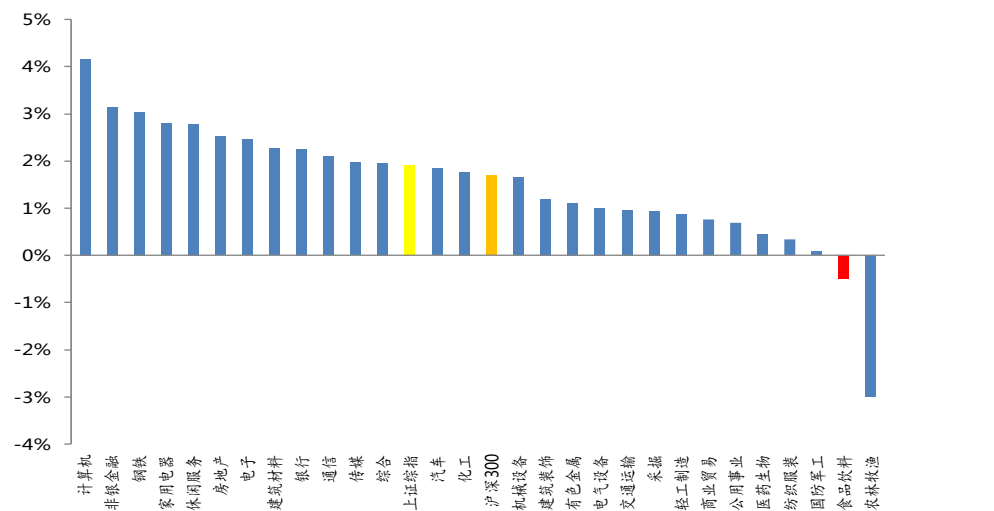
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 2: 食品饮料子行业涨跌幅



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 3: 各行业本周涨跌横向对比

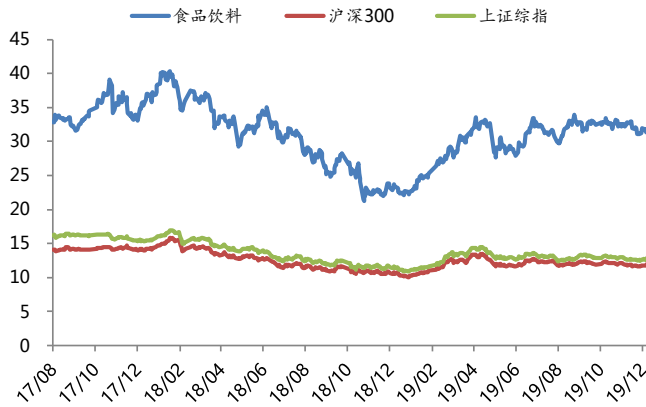


资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

从估值来看, 截至上周最后一个交易日, 食品饮料板块市盈率 (TTM) 为 31.87, 同期上证综指和沪深 300 市盈率分别为 12.85 和 12.1。其中, 食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品市盈率分别 28.87、43.95、28.14、31.87、47.34、32.23、42.53、25.18。从估值溢价率来看, 食

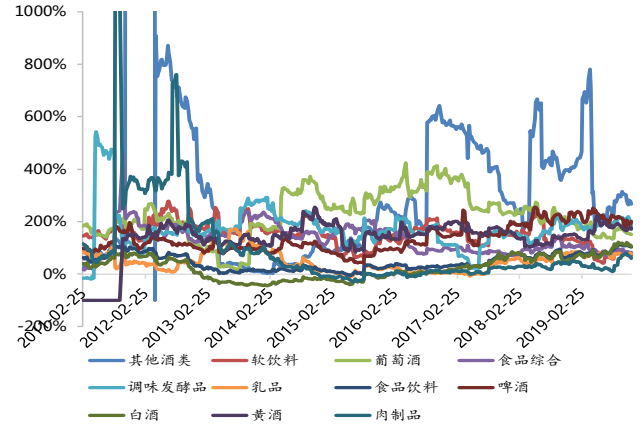
食品饮料行业相对 A 股的溢价率为 102.35%，食品饮料各子行业包括食品综合、调味发酵品、乳品、啤酒、白酒和肉制品溢价率分别为 83.30%、179.05%、78.67%、102.35%、200.57%、104.63%、170.03%、59.87%。

图 4: 食品饮料、沪深 300 和上证综指估值对比 (TTM)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 5: 食品饮料各子行业估值对比 (TTM)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

从个股涨跌幅来看, 涨幅前五名是重庆啤酒、惠发股份、洽洽食品、双塔食品、海南椰岛, 跌幅前五名是中炬高新、元祖股份、贝因美、威龙股份、安记食品。

表 1: 食品饮料行业个股本周涨跌幅排名

公司代码	股票名称	收盘价 2019/12/6	收盘价 2019/12/13	一周涨幅	公司代码	股票名称	收盘价 2019/12/6	收盘价 2019/12/13	一周跌幅
600132.SH	重庆啤酒	50.50	58.34	15.52%	600872.SH	中炬高新	40.85	38.63	-5.43%
603536.SH	惠发股份	12.60	14.14	12.22%	603886.SH	元祖股份	18.60	17.64	-5.16%
002557.SZ	洽洽食品	32.83	35.62	8.50%	002570.SZ	贝因美	5.65	5.36	-5.13%
002481.SZ	双塔食品	6.93	7.47	7.79%	603779.SH	威龙股份	5.49	5.26	-4.19%
600238.SH	海南椰岛	6.06	6.41	5.78%	603696.SH	安记食品	8.65	8.29	-4.16%

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 3、重点数据及行业资讯

#### 3.1、农业产品价格跟踪

图 6：最新农业产品价格变化

【国海食品饮料 余春生】*农产品价格*2019-12-14									
	时间	最新价格	单位	频率	日环比	周环比	月环比	年环比	
粮食	国内玉米	12/12/2019	1922.40	元/吨	日	0.17%	-0.08%	-0.59%	-2.56%
	国内玉米期货价	13/12/2019	1896.00	元/吨	日	-0.16%	-0.32%	2.88%	1.44%
	进口玉米完税价	13/12/2019	2331.11	元/吨	日	-0.97%	-2.11%	-2.40%	5.58%
	CBOT玉米	13/12/2019	381.00	美分/蒲式耳	日	0.86%	1.13%	1.40%	-1.10%
	国内小麦	12/12/2019	2396.11	元/吨	日	0.07%	-0.19%	-0.21%	-3.75%
	CBOT小麦	13/12/2019	533.00	美分/蒲式耳	日	0.52%	1.72%	4.36%	4.36%
	泰国大米	2019/12	407.00	美元/吨	月	-	-	0.49%	3.56%
大豆	国内大豆	13/12/2019	3500.00	元/吨	日	0.00%	0.00%	1.16%	-1.41%
	CBOT大豆	13/12/2019	921.00	美分/蒲式耳	日	0.99%	3.60%	0.44%	0.11%
	大豆进口价	2019/11	399.13	美元/吨	月	-	-	2.25%	-8.41%
蔬菜	山东蔬菜批发价格指数	13/12/2019	127.95	-	日	-0.30%	6.81%	23.02%	22.60%
豌豆	山东豌豆批发价格指数	13/12/2019	83.64	-	日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
植物油	玉米胚芽粕	13/12/2019	1667.50	元/吨	日	0.00%	0.00%	1.83%	7.93%
	豆油	13/12/2019	6701.05	元/吨	日	1.89%	3.41%	4.06%	30.06%
	棕榈油FOB	13/12/2019	722.50	美元/吨	日	0.70%	7.84%	12.89%	49.74%
食用油	棕榈油成本	13/12/2019	722.50	元/吨	日	-0.61%	5.73%	11.09%	46.51%
	生猪	13/12/2019	33.95	元/千克	周	-	-2.47%	4.01%	155.65%
畜禽	生猪存栏	2019/10	19075.00	万头	月	-	-	-0.60%	-41.37%
	能繁母猪	2019/10	1924.00	万头	月	-	-	0.58%	-37.90%
	仔猪	13/12/2019	87.86	元/千克	周	-	-5.65%	-6.41%	292.41%
	毛鸡	13/12/2019	5.23	元/500克	日	0.02%	0.35%	9.79%	0.58%
	肉鸡苗	08/12/2019	5.23	元/羽	日	0.00%	-42.86%	-49.26%	-36.47%
	毛鸭	13/12/2019	4.59	元/500克	日	-0.26%	-0.26%	-10.48%	-1.19%
	鸭苗	13/12/2019	1.32	元/羽	日	10.38%	-59.48%	-79.47%	-80.67%
	饲料	育肥猪配合饲料	04/12/2019	3.08	元/公斤	周	-	-0.32%	-0.32%
	肉鸡配合饲料	04/12/2019	3.18	元/公斤	周	-	0.00%	0.00%	0.95%
	蛋鸡配合饲料	04/12/2019	2.90	元/公斤	周	-	-0.34%	-0.68%	0.35%
	豆粕	12/12/2019	3002.00	元/吨	日	-0.28%	-0.92%	-3.50%	-5.17%
	CBOT豆粕	13/12/2019	301.00	美元/吨	日	0.77%	0.67%	-1.41%	-4.93%
	鱼粉	13/12/2019	9154.35	元/吨	日	0.00%	1.10%	-1.08%	-6.23%
白糖	国内白砂糖	13/12/2019	5650.00	元/吨	日	-0.26%	-1.65%	-5.20%	7.21%
	国内糖蜜	13/12/2019	835.00	元/吨	月	0.00%	0.00%	-0.60%	2.45%
乳制品	芝加哥奶油	12/12/2019	1.96	美分/磅	日	0.26%	2.09%	-4.17%	-16.09%
	芝加哥脱脂奶粉	12/12/2019	125.75	美分/磅	日	0.40%	0.80%	2.65%	38.95%
	牛奶零售价	06/12/2019	12.24	元/升	周	-	0.08%	0.00%	5.43%
	酸奶零售价	06/12/2019	15.39	元/公斤	周	-	0.13%	0.07%	7.02%
	成人奶粉	06/12/2019	96.98	元/公斤	周	-	0.04%	0.01%	1.07%
	国产婴幼儿奶粉品牌	06/12/2019	165.39	元/公斤	周	-	-0.02%	0.11%	5.96%
	国外婴幼儿奶粉品牌	06/12/2019	243.80	元/公斤	周	-	0.21%	0.87%	5.36%
棉花	国内棉花	13/12/2019	13126.92	元/吨	日	0.15%	0.55%	0.08%	-15.22%
	全球棉花	2019/10	73.88	美分/磅	月	-	-	3.61%	-14.88%
	棉花进口价	2019/10	1918.43	美元/吨	月	-	-	-3.94%	-5.88%
水产品	海参	13/12/2019	180.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	-10.00%
	扇贝	13/12/2019	10.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	0.00%
	鲍鱼	13/12/2019	120.00	元/千克	周	-	0.00%	0.00%	-14.29%
			数值	频率	环比	同比			
宏观经济	固定资产投资累计值	2019/09	-	季	-	-	2.33%		
	GDP	2019/09	-	季	-	-	6.00%		
	CPI	2019/11	-	月		0.40%	4.50%		
	食品CPI	2019/11	-	月		1.80%	19.10%		
	PPI	2019/11	-	月		-0.10%	-1.40%		
PMI	2019/11	0.50	月		1.83%	0.40%			

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

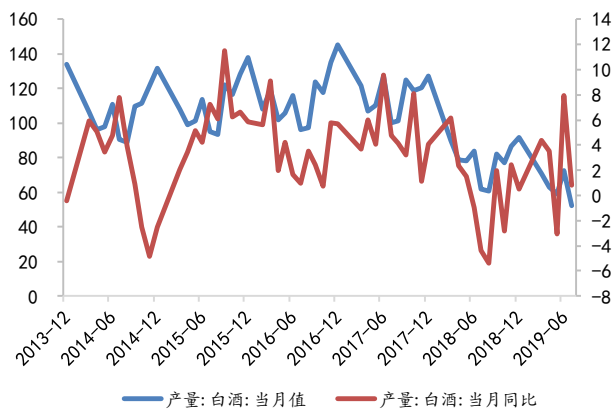


### 3.2、子行业数据一览

#### 3.2.1、白酒行业

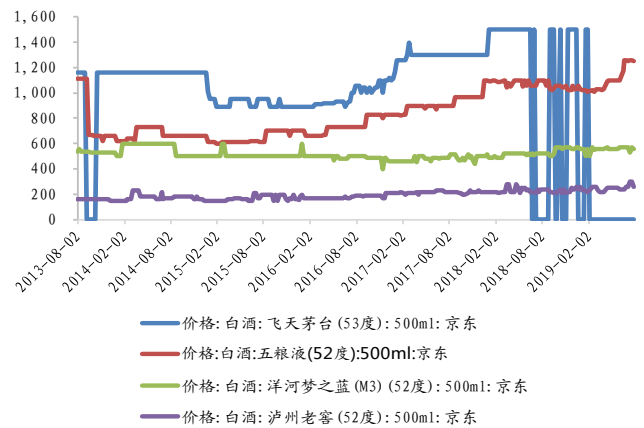
从产量来看，10月份，中国白酒产量为68.50万千升，同比下降0.6%。从中高端酒价格来看，根据京东数据，五粮液普五第二代经典52度浓香型白酒500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖国窖1573 52度浓香型白酒500ml的最新价格分别为1268元/瓶、569元/瓶和1069元/瓶。自2019年2月1日起至今，当年的茅台酒京东商城无现货可售。

图7：中国白酒月产量（万千升）



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图8：中高端白酒价格跟踪（元/瓶）

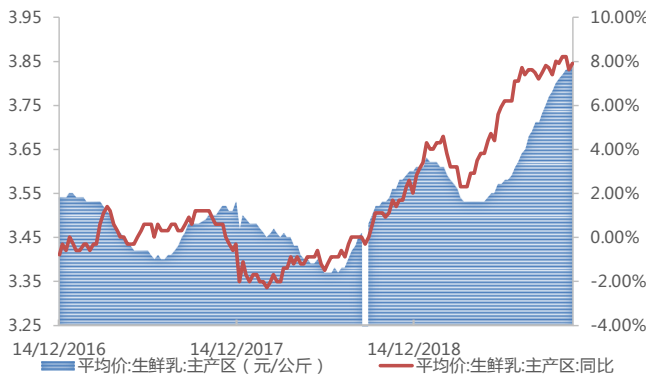


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

#### 3.2.2、乳品行业

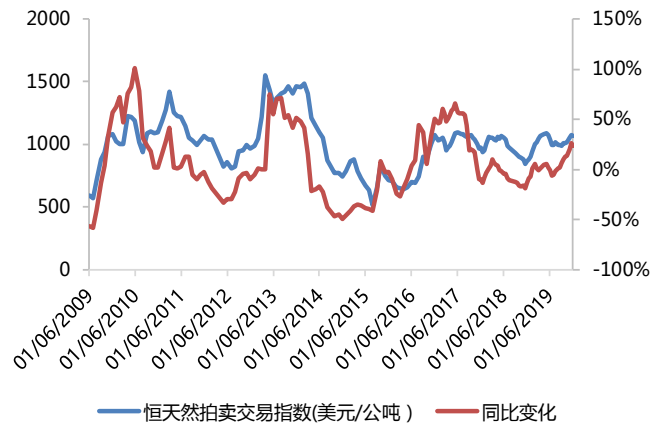
国内情况来看，2019年12月4日数据，主产区生鲜乳价格为3.86元/公斤，同比+7.8%。近两年，国内生鲜乳价格在3.4元/公斤到3.8元/公斤之间波动，较为稳定。国际情况来看，12月3日，恒天然拍卖价格指数为1065美元/公吨，同比+23.12%，环比-0.56%。近两年，恒天然拍卖价格指数从2016年4月份的低点641美元/公吨上涨到2019年12月份1065美元/公吨，涨幅+66.15%。其中，中国主要进口乳制品全脂奶粉的最新价为3331美元/公吨，同比+0.1%。

图 9: 国内生鲜乳价格



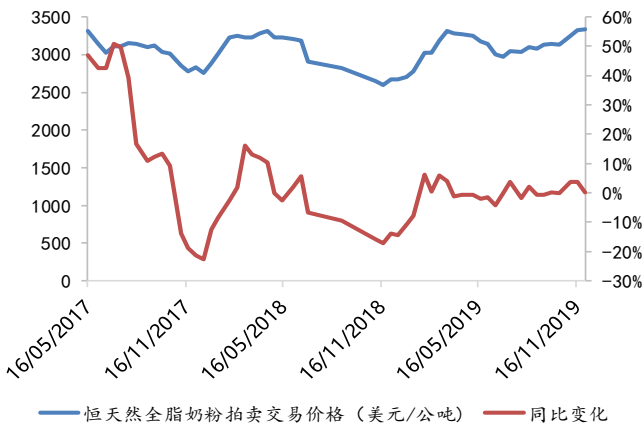
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 10: 恒天然拍卖价格指数



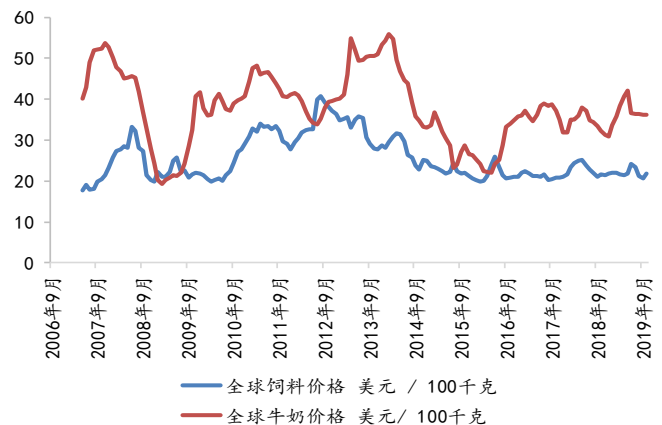
资料来源: GDT, 国海证券研究所

图 11: 恒天然全脂奶粉成交价



资料来源: GDT, 国海证券研究所

图 12: IFCN 牛奶价格和饲料价格指数

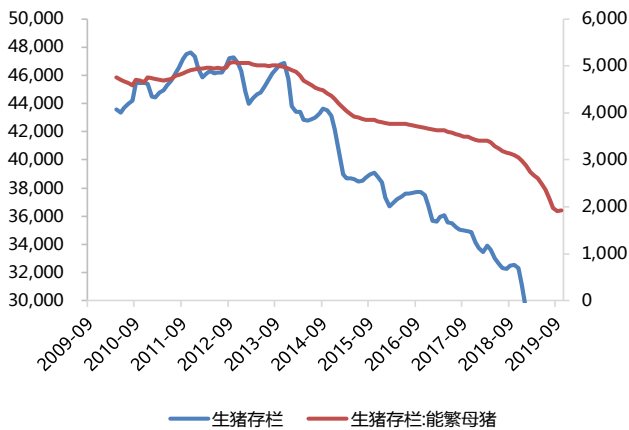


资料来源: IFCN, 国海证券研究所

### 3.2.3、肉制品行业

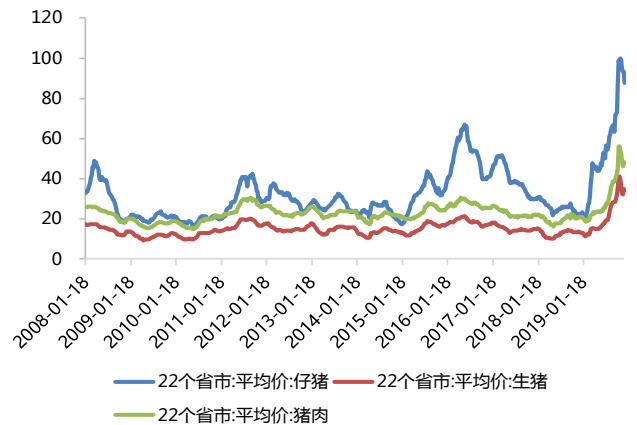
国内生猪和能繁母猪的存栏量呈下跌趋缓, 2019 年 10 月, 生猪和能繁母猪存栏量分别为 19,075 万头和 1,924 万头, 同比-41.37%、-37.90%, 环比-0.60%、+0.58%, 仔猪、生猪价格下降、猪肉价格略有提升, 2019 年 12 月 13 日的最新价格分别 87.86 元/千克、33.95 元/千克和 47.94 元/千克, 同比变化+292.41%、+155.65%、+133.06%, 环比变化-5.65%、-2.47%、+1.08%, 12 月 13 日猪粮比价为 17.23, 同比变化-1.49%。

图 13: 生猪和能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 14: 仔猪、生猪和猪肉价格 (元/千克)



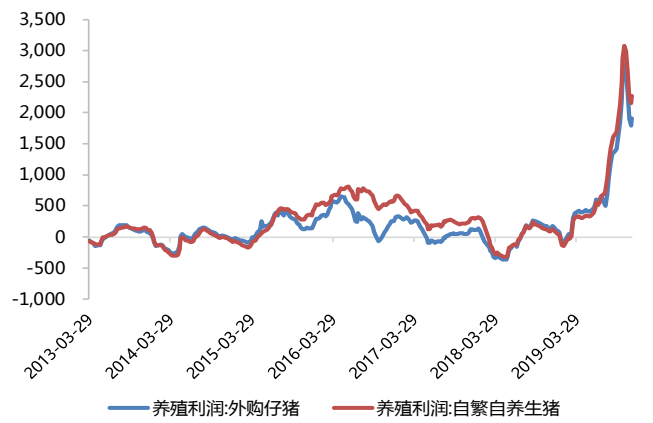
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 15: 猪粮比价 (生猪收购价格和粮食收购价格比例)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 16: 生猪养殖利润 (元/头)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 3.2.4、啤酒行业

从国内来看, 中国啤酒月产量上升。2019 年 10 月国内啤酒产量 216.7 万千升, 同比变化+3.5%。从进出口来看, 2019 年 10 月份国内啤酒进口 54,581 千升, 同比-4.10%, 进口单价为 1,152.95 美元/千升, 同比-0.65%。

图 17: 中国啤酒月产量 (万千升)

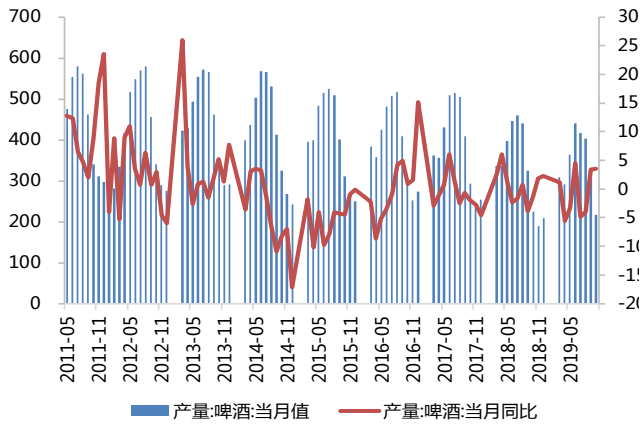
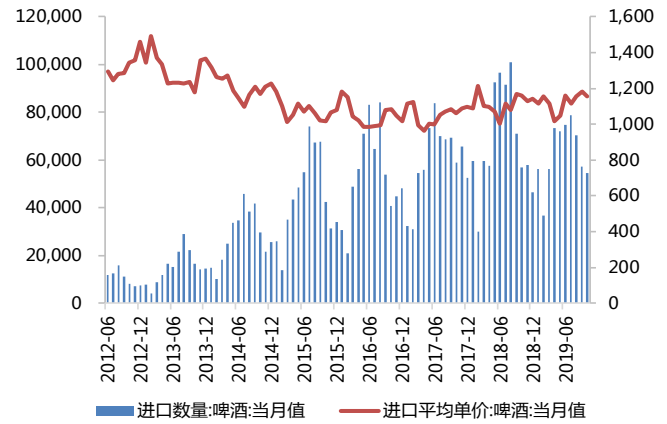


图 18: 中国啤酒进口数量 (千升) 和平均单价 (美元/千升)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

### 3.3、子行业重点新闻

表 2: 本周行业重点资讯

分类	日期	标题	来源
白酒	2019-12-09	洋河梦之蓝手工班调价; 李保芳获“影响中国食品业进程企业家”荣誉称号	糖酒快讯
白酒	2019-12-10	泸州市白酒 2020 年目标突破 1000 亿; 白云边 2019 销售已达 44.9 亿	酒说
白酒	2019-12-12	青花郎提价, 向高端市场迈进; 汉酱 135BC 建立失信经销商名录	糖酒快讯
白酒	2019-12-11	茅台提前执行明年一季度计划 投放 7500 吨酒应对春节	新浪财经
啤酒板	2019-12-11	珠啤连续十年发布社会责任报告; 乐惠国际拓展精酿啤酒市场; 戴百威啤酒公司大麦飞船抵达国际空间站	啤酒板
啤酒板	2019-12-09	雪花啤酒湖北天门工厂开始拆除; CUB 收购精酿啤酒巴尔特; 台湾精酿啤酒 SUNMAI 推团圆系啤酒	啤酒板
啤酒板	2019-12-12	嘉士伯投资亿元加码精酿啤酒市场	啤酒板
乳制品	2019-12-08	奶粉差异化产品出现“井喷”	奶粉圈
乳制品	2019-12-10	羊奶粉迎来了位刚 IPO 的“搅局者”! 中外玩家今年争相圈地	小食代
肉制品	2019-12-08	2019 年 12 月 8 日国内生猪价格一览, 市场整体生猪供应偏紧	中国猪业
肉制品	2019-12-10	11 月份全国生猪存栏止降回升, 元旦春节期间猪肉供应形势可能好于预期	中国猪业
肉制品	2019-12-11	国家又出手! 4 万吨储备肉, ‘猛药’救市	中国猪业
肉制品	2019-12-12	两部委发文: 部分生猪养殖项目, 可不经评审, 直接审批	中国猪业

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 4、公司公告及大事提醒

### 4.1、重要公告

表 3: 上周公司重要公告

公司	日期	摘要	内容
来伊份	2019-12-08	公司参与投资股权投资基金	公司拟以来伊份企业发展参与投资宿迁中宥汇英资产管理合伙企业(基金)。基金规模为人民币1亿元人民币,来伊份企业发展以自有资金投资人民币1,000万元,比例为10%,承担的投资风险仅以公司出资额为限。
晨光生物	2019-12-08	投资入股青岛辣工坊的进展	公司决定使用自有资金1,000万元投资入股青岛辣工坊食品有限公司,持股比例为4.57%。
晨光生物	2019-12-08	回购股份	公司拟回购公司部分社会公众股份,用于实施员工持股计划或股权激励计划。回购资金总额不低于人民币1亿元且不超过人民币2亿元,回购股份的价格为不超过人民币8.5元/股。
*ST 莲花	2019-12-08	权益变动	枞阳莲兴通过司法拍卖方式取得125,122,472股上市公司股份,占上市公司总股本的11.78%。
*ST 莲花	2019-12-08	公司控股股东股份解除轮候冻结及被轮候冻结	截至2019年12月6日,睿康投资持有公司无限售流通股125,122,472股,占公司总股本的11.78%。其中,睿康投资累计质押的股份数量为125,122,472股,占其所持有公司股份总额的100%,占公司总股本的11.78%;睿康投资累计被司法冻结的股份数量为125,122,472股,占其所持有公司股份总额的100%,占公司总股本的11.78%。
口子窖	2019-12-09	股东进行股票质押式回购交易	徐钦祥于2019年12月9日将持有的本公司的股份1,143,000股无限售流通股(占本公司总股本0.19%)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,该业务的初始交易日为2019年12月9日,购回交易日为2020年12月8日。
龙大肉食	2019-12-09	2019年11月份销售	龙大养殖2019年11月份共销售生猪1.52万头,环比上涨13.43%,同比下降48.99%;实现销售收入0.62亿元,环比不变,同比上涨44.19%。
百润股份	2019-12-10	非公开发行股票限售股份上市流通	本次解除限售股份上市流通日为2019年12月16日(星期一)、解除限售股份数量为6,000,000股,占公司股本总额的1.15%。
中炬高新	2019-12-10	参股子公司中炬小额贷款公司减资	中炬小额贷款公司拟将注册资本从1亿元缩减至5,000万元。其中中炬高新的投资额2,000万元将减少至1,000万元,减资完成后,中炬高新将继续持有中炬小额贷款公司20%的股权。
梅花生物	2019-12-11	拟在境外发行债券	本次债券发行不超过(含)美元3亿元相当的境外债券。
梅花生物	2019-12-11	2017年第一期员工持股计划展期	拟将2017年第一期员工持股计划存续期延长24个月至2022年1月15日止。
晨光生物	2019-12-11	回购公司股份	公司回购公司股份1,100,000股,成交金额为人民币7,660,900元(不含交易费用),本次回购股份占公司总股本的比例为0.21%。
香飘飘	2019-12-11	公开发行可转换公司债券申请获得中国证券监督管理委员会核准批复	核准公司向社会公开发行面值总额86,000万元可转换公司债券,期限6年。
梅花生物	2019-12-12	2017年第一期员工持股计划展期	公司本次限制性股票实际授予对象为114人,实际申请办理授予登记的限制性股票数量为867,000股;授予日:2019年11月4日;授予价格:6.10元/股。

元祖股份	2019-12-12	股东集中竞价减持股份进展	截至本公告披露日，卓傲国际和元祖联合国际未减持公司股份。目前卓傲国际持有 24,830,480 股公司股份，占公司总股本的 10.3460%；元祖联合国际持有 20,457,825 股公司股份，占公司总股本的 8.5241%。
惠发食品	2019-12-12	股东减持股份结果	截至本公告披露日，北京弘富通过集中竞价方式减持公司股份 1,680,000 股，占公司总股本的 1%，减持后北京弘富持有公司股份 3,007,698 股，占公司总股本的 1.79%。
中炬高新	2019-12-12	股东部分股份质押延期	股东中山润田本次质押延期 41,050,000 股，质押起始日为 2018 年 12 月 14 日，延期后质押到期日为 2020 年 12 月 11 日，占公司总股本 5.15%。

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 4.2、下周大事

表 4：下周上市公司大事

公司代码	股票名称	会议类型	会议时间
000929.SZ	兰州黄河	股东大会	2019-12-20
002732.SZ	燕塘乳业	股东大会	2019-12-20
600419.SH	天润乳业	股东大会	2019-12-18
600866.SH	星湖科技	股东大会	2019-12-18
002568.SZ	百润股份	限售股份上市流通	2019-12-16

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 5、行业重点推荐个股及逻辑

### 5.1、绝味食品

绝味食品发布 2019 年中期报告：2019 年中期，公司实现营业收入 24.90 亿元，同比增长 19.42%，公司实现净利润 3.96 亿元，同比增长 25.81%。其中单二季度，实现收入 13.36 亿元，同比增长 19.24%，实现净利润 2.16 亿元，同比增长 30.76%，EPS0.69 元。

**门店加速开发+单店收入提高，促动公司中报业绩较高增长。**公司 2019 年 H1 实现收入 24.90 亿元，同比增长 19.42%。分析其原因，其中门店数量增长贡献约 12%，2019 年 H1 全国总共门店数量 10598 家，较年初增加了 683 家，相比较 2018H1 门店数量 9459 家，增加了约 12%。单店销售额增长贡献约 6.59%，2019H1 单店销售额 23.49 万元，2018 年 H1 单店销售额 22.04 万元。单店收入的提高，一方面是公司加大了高势能门店的开发，另一方面是上半年对部分产品的提价。公司门店预计每年开发 800-1200 家，下半年门店开发增速有可能略有减缓。从长期来看，由于公司产品定位大众化，坪效高，可开拓市场空间较大。

**原料成本受益“逆猪周期”，有望在 1-2 年内持续走低。**公司产品原材料占其主营业务成本 80%以上，其中鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅等约占原材料采购总额的 50%左右，因此，原材料价格的波动对公司盈利影响较大。而由于鸡鸭副产品属于边角料，其价格走势与猪肉价格相反，受益“逆猪周期”。其根本逻辑在于随着猪肉供给减少，猪肉价格出现较大幅度上涨，导致消费者寻找更多的鸡鸭肉替代，由此带动鸡鸭肉的价格也跟随上涨，在利益的驱动下，鸡鸭养殖户就会养殖更多的鸡鸭，从而也导致边角料鸡鸭副产品供应增加，在鸡鸭副产品需求保持稳定增长的情况下，供给大于需求，价格出现下跌。本轮猪周期受“非洲猪瘟”影响，持续时间可能较长，预计至少 1-2 年的时间，公司原料成本也有望持续下降，带来较高的盈利弹性。从公司毛利率来看，一季度毛利率 33.31%，二季度毛利率 35.03%，已经环比提高 1.72 个百分点，预计下半年毛利率会继续提高。

### 5.2、煌上煌

**休闲卤制品行业规模大，经济增长和受众推广，以及新鲜食品对常温食品替代和互联网 O2O 模式发展下，未来仍有很大增长潜力**

中国休闲食品市场规模 2018 年 5104 亿元，而根据前瞻研究院的统计数据，休闲卤制品占整个休闲食品的比例大约 7%点多，市场规模约在 360 多亿元左右。而上述规模数据只是对规模性企业的统计，如果加上未纳入统计的小作坊门店，以

及餐饮店自制的佐餐卤味，则预计实际行业规模数据要比 360 亿元大很多。

休闲食品的增长与经济增长高度相关，随着人均可支配收入的增长，人们对休闲食品的消费量增加，而对主食用量减少。休闲卤制品的受众也在持续推广。我国北方地区严寒，中西部、西南部地区潮湿，因此食辣人群居多。尤其是随着人口流动，沿海地区食辣人群也在持续增加，而且消费者容易“辣上瘾”。此外，休闲卤制品作为即兴消费品，厂家也在积极的进行品牌传播和营销推广，通过当地大型活动的现场售卖，以及社区地推，上线社区电商，和门店自身的场景布置招揽顾客，和“试吃，叫卖，微信活动推广”等，不断的增加受众和提高消费频率。

此外，煌上煌、绝味的休闲卤制品都是每天配送的鲜食，其品质和口感要远远高于常温产品，如便利店，超市的常温包装鸡腿、鸡翅、凤爪等。随着煌上煌、绝味的门店开发，消费者购买方便性提高，尤其是互联网 O2O 业务的发展，休闲卤制品鲜食对常温包装产品的替代是必然趋势，而互联网 O2O 业务的发展，带来了足不出户消费的便利性，提高了消费频率。

综上，经济增长、消费习惯改变、厂家社区推广、鲜食对常温的替代、O2O 业务发展等等，都促进休闲卤制品鲜食业务的发展，单店营收的提高，总规模的扩大，也导致可开发门店的密度可以提高。

### 休闲卤制品行业集中度低，煌上煌仍有很大发展空间

按照前瞻研究院的统计数据，2018 年休闲卤制品行业约 360 亿元的行业规模，绝味、周黑鸭、煌上煌三家总计 95 亿元，三家合计市占率只有 26%，龙头企业的市占率仍然很低。如果加上小作坊门店和餐饮企业的销售数据，则龙头企业的市占率更低。未来随着行业规模的扩容，以及龙头企业对小作坊门店的替代，整体龙头企业都有很大的发展空间。

绝味、周黑鸭和煌上煌三家龙头企业，在产品口味和门店布局上都有差异化。产品口味上，绝味以“麻辣”为主，周黑鸭以“甜辣”为主，煌上煌以“香辣为主”。在门店布局上，绝味以街边店为主，周黑鸭以机场、高铁为主，煌上煌以商超为主。此外，煌上煌产品，以散装为主，价格定位大众化，受众更广，可开发门店更多。公司目前以绝味为参照目标，紧追猛跟，加快门店开发步伐。

### 真真老老米食业务多方布局

嘉兴真真老老公司是煌上煌 2015 年收购的控股子公司，近几年来，收入和利润都保持较好的增长。其中，收入从 2015 年的 1.56 亿元增长到 2018 年的 3.52 亿元，三年复合增长率 31.16%。净利润从 2015 年的 1406 万元增长到 2151 万元，三年复合增长率 15.23%。

未来真真老老也有望紧跟煌上煌发展步伐，实现较高增长。真真老老有望从产品和渠道多方位布局，加快业务拓展。产品方面除了端午节礼品粽外，还开发早餐粽等大宗类粽子，提高日常消费量。此外，在结构上升级，除了真空粽还开发新鲜粽，甚至开发超高端的传人粽。品类上，除了粽子业外，还开发早餐粥和饭团



等米食业务。渠道上，除了开发经销商全国铺货，还开发迷你粽做餐饮业务，以及企事业单位的团购业务和人流集中地区布局现煮现售的门店，以及在煌上煌连锁门店代销粽子等。

整体而言，真真老老业务规划清晰，未来发展可期。

### 5.3、盐津铺子

**盐津铺子是一家全产业链、自主研发制造销售的多品类、多品牌休闲食品企业**  
盐津铺子是一家始终坚持“自主生产”的休闲食品企业。自主生产的好处在于能够保证产品品质，确保食品安全，有利于产销融合，将各环节利润都保留在公司，在参与市场竞争方面更有优势。公司作为多品类休闲食品企业，产品涉足广泛，主要有闲味小吃、休闲烘焙、坚果果干三大类产品。闲味小吃为传统产品，增长滞缓。近年来，切入到休闲烘焙、坚果果干等大类后，打开了公司成长空间。

**我国休闲食品行业规模大、品类多、品牌分散，盐津铺子仍有较大发展空间**  
我国休闲食品行业规模大，2018年约5104亿元。休闲食品的发展与经济收入水平高度相关，随着居民可支配收入增加，主餐食量下降，而休闲食品用量在持续增加。我国休闲食品行业规模大，但品牌分散。盐津铺子行业内具有一定的知名度，公司营销能力也较强，未来在品类扩张和市场扩张双轮驱动下，预计仍有较大的发展空间。

**新品类烘焙产品行业规模大，集中度低，预计公司未来几年有望保持高速增长**  
我国烘焙行业规模大，2018年约有2000多亿元的零售额。由于烘焙产品具有代餐功能，未来随着市场拓展和渠道下沉，尤其是居民消费习惯西化加剧，行业仍能保持较好的增长。2017年，公司创新性推出“58天鲜”中保烘焙系列产品，这些产品不仅品质好，同时系列全，消费者认可度和渠道接受度都比较高。近年来，公司烘焙产品销售收入也实现了快速增长。

**坚果果干和辣条类新品正在布局，足够的行业空间支持公司进一步发展**  
我国坚果果干行业年零售规模2018年约985亿元，我国辣条行业约有600亿元的行业规模。公司目前生产的果干产品主要是替其他品牌代加工。未来，如果再进行自有品牌的销售，足够的行业空间，预计能给公司再次带来一定的盈利贡献。

**产品销售以散装形式为主，“店中岛”特色营销模式效果好**  
公司产品约80%左右是散装，重点做商超渠道和一些有卖散装零食的较大的便利超市。公司在商超渠道的销售主要以“店中岛”模式，“店中岛”是公司在商场零食集中区域，通过品牌展柜、产品陈列、视频、音频等传播方式，将公司各系列产品集中陈列，全方位向消费者展示公司品牌及销售产品。2018年店中岛投放以来，市场反馈普遍较好，消费者的购物体验指数有明显上升。目前公司对“店中岛”整合为“零食屋”和“面包屋”，由此形成了“一中一西”、“一咸一甜”的特色营销模式体

系。目前大“店中岛”约有 6000 多个，预计到 2020 年上半年，能实现上万个。

**市场拓展：成熟市场渠道下沉，非成熟市场重点开发华东和西南地区** 盐津铺子过去的大本营市场主要集中在华中和华南地区，对于这些核心市场，过去主要做到县级市场，未来进一步实现渠道下沉，做到乡镇和农村市场。对于大本营市场以外的非成熟市场，目前先行重点拓展经济相对发达的华东和西南地区。近年来，华东和西南地区的销售增速都较快，销售占比也在持续提高。

**产品结构优化+产能利用率爬坡，公司盈利能力有望持续提高** 综合来看，未来公司将有四个方面因素来推动公司盈利能力提升。一是品项结构优化。大品类烘焙新品销售规模扩大后，对公司盈利弹性大；二是渠道结构拓宽。为了加快扩大销售规模，加大经销渠道拓展。经销渠道相对直营商超渠道毛利率较低，但因相对市场投入较少，净利率反而提高；三是供应链优化。公司对各品类产品不断优化，强调走大单品战略。随着 SKU 减少，则采购成本、生产成本、销售和管理以及后勤服务等费用都会降低；四是新品产能爬坡。公司自 2017 年开始加大固定资产投入，主要为烘焙类、果干类和辣条类新品准备。而随着各项新品上市量产，产能爬坡后，单位固定资产摊销成本会慢慢降低。

**股权激励考核指标较高，管理层业绩压力与动力均较为强烈** 公司于 2019 年 5 月 10 日首次执行股权激励方案，按照方案要求，2019/2020/2021 年收入相比较于 2018 年，增长不低于 15%/35%/60%，三年复合增长率约 17%以上。2019/2020/2021 年净利润相比较于 2018 年，增长不低于 95%/160%/250%，三年复合增长率约 52%以上。较高的股权激励指标对公司管理层而言是压力也是动力。

## 5.4、贝因美

**我国新生儿人口数量下降，但国产奶粉受冲击相对缓和** 受居民生育意愿下降影响，我国新生儿人口已出现持续下降趋势，由此也对整个婴幼儿奶粉行业的市场容量产生负面影响。但我们分析认为，我国新生儿人口数量的下降对国产婴幼儿奶粉的冲击相对较为缓和。

**一是三四线城市人口生育率高于一二线城市，而三四线城市是目前国产奶粉的核心市场** 2017 年，我国 0-3 岁婴幼儿中一二线城市占比只有 20.67%，但一二线城市常住人口占比达 30.18%，显然三四线城市和乡镇农村地区人口的生育率要远高于一二线城市。此外，三四线与二线城市的家庭月收入差距已经越来越小，且不受高房价的压抑，他们的消费能力在不断抬升。而国产奶粉的核心市场主要集中在三四线城市和乡镇农村地区，故有望相对受益。

**二是婴幼儿奶粉的产品结构持续上升，单位价格上涨对冲了部分人口数量下降的影响** 我国长期以来实行独生子女的政策，使得广大父母对于孩子非常舍得投入，其消费存在非理性，且这一观念短期内难以改变。同时，厂商基于利润的考量，愿意生产和推荐更高质量更高价位的产品。由此，导致我国婴幼儿奶粉市场高端化趋势愈加明显。而单位价格上涨在收入和利润上也有效对冲了部分人口数量下降的影响。

**三是政府对国产奶粉的扶持和消费者对国产奶粉信心的增加，推动国产奶粉对进口奶粉的替代性增加** 2008年的三聚氰胺事件，负面影响随时间推移在逐渐削弱。与此同时，政府对国产奶粉的监管和扶持力度加大，以及国产奶粉自身对品质的高度重视，使得国内消费者对国产奶粉的信心已经重拾。尤其是目前国产奶粉相比较于进口奶粉，各方面优势明显。在原料上，很大一部分国产奶粉产品采用生鲜乳制作。在配方上，国产奶粉更适合中国宝宝体质。在研发和质量控制方面，国产奶粉也远超国际标准。在营销上，国产奶粉也更接地气。在人才上，国产奶粉激励持续提升。外资企业人才跳槽到国产奶粉企业越来越频繁。

**四是延长消费周期向后端延伸儿童奶粉段的开发和发展，从而提高整个配方奶粉行业的规模销量** 儿童配方奶粉相对于普通牛奶，增添了更多的营养元素，同时由于鲜奶中含酪蛋白宝宝不易吸收，所以6周岁之前的宝宝更适合喝奶粉。目前四段儿童奶粉占比只有10%左右，未来消费者教育和市场培育增强，预计儿童奶粉还有很大的成长空间。

**贝因美积极在产品、渠道、市场和管理等多方面进行变革，未来发展值得期待** 贝因美有着良好的历史记录和优秀的市场口碑。在2008年“三聚氰胺”事件中，唯独贝因美等2家企业产品完美达标。在配方注册制中，获得了51个配方注册名额，并且包揽了0001号到0009号，尤其是其中包含的3个特殊医学配方，充分体现了公司强大的科研实力。

**产品方面，打造大单品，引领细分市场，布局超高端** 一是优化现有品类，打造大单品。公司对现有17个系列产品进行优化组合，重点打造“爱+”和经典优选。二是做好细分品类市场，创造新需求。公司通过推出功能性产品和特殊医学配方产品，引领细分市场。三是布局超高端有机奶粉和羊奶粉。2019年3月份，贝因美和Bubs进行合作，Bubs是澳洲专门生产羊奶粉和有机米粉的企业。

**渠道方面，推行大经销商制，做强大客户，做好母婴渠道** 一是改变经销商性质，由代理制向大经销商制推行。借助大经销商的力量发展自己；二是做强大客户。与孩子王、爱婴岛、天猫和京东等战略合作，由此快速的提升公司的销量水平和品牌影响力；三是重点发展母婴渠道。由于母婴店有着更为专业的水平和更好的体验，更受消费者青睐，有持续上升的趋势，而贝因美在母婴渠道却明显偏弱，后继将重点发展。

**市场方面，做深三四乡市场，做好核心市场，布局新生儿数量多的新市场** 一是做深三四线市场。利用贝因美之前仍在的三四线品牌影响力，快速做下沉；二是做好核心市场。对原先的安徽、山东、河南、河北、浙江等核心市场继续巩固做扎实，用尽快的时间实现恢复性增长；三是逐渐布局新生儿数量多的市场。如

后继重点拓展江苏、湖南、湖北、四川等市场。

管理方面，加强经营整改，降费增效，提升经销商和员工的激励 一方面要对公司进行经营整改，降费增效，提升效能，另一方面通过经销商持股，员工持股等方式，提升激励。

### 重点关注公司及盈利预测

代码	股票名称	2019/12/13 股价	EPS			PE			投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603517.SH	绝味食品	43.72	1.38	1.68	1.99	31.68	26.02	21.97	买入
002695.SZ	煌上煌	16.37	0.47	0.62	0.78	34.83	26.40	20.99	买入
002847.SZ	盐津铺子	36.51	0.89	1.33	1.92	41.02	27.45	19.02	买入
002570.SZ	贝因美	5.36	0.005	0.15	0.28	1072.00	35.73	19.14	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 食品安全事故;
- 2) 推荐公司业绩不达预期;
- 3) 宏观经济低迷;

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。