

## 消费升级与娱乐研究中心

## 食品饮料行业研究 买入（维持评级）

## 行业周报

## 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	6991
沪深300指数	3968
上证指数	2968
深证成指	10005
中小板综指	9293



## 相关报告

- 1.《把握确定性与成长性，市场噪音中坚定信心-食品饮料行业周报》，2019.12.8
- 2.《确定性中的弹性，弹性中的确定性-2020年食品饮料行业年度策...》，2019.12.1
- 3.《风雨中坚守，调整中笃定-食品饮料行业周报》，2019.12.1
- 4.《白酒批价稳中向上，啤酒产量继续回升-食品饮料行业周报》，2019.11.24
- 5.《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

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

## 把握确定性龙头，重视年底布局

## 投资建议：

- **春节旺季催化备货回款，关注五粮液 1218 大会，重视年底布局。**考虑到明年春节提前，茅台经销商提前执行一季度配额，从量的角度看，今年春节前计划投放量与去年相同，投放量不增，一定程度上传达出茅台量紧的预期。但投放渠道更加多元，明确主要投放经销商、自营公司及商超电商渠道，直销渠道占比逐步提升。从时点来看，投放提前符合预期，缓解旺季渠道供给紧张局面。近期渠道反馈，各大酒企提前备战春节旺季，渠道打款备货，旺季回款计划相比往年维持在相同水平，目前已逐步开始回款。高端茅五泸批价稳中向上，整体库存处于良性水平，市场供需紧平衡。区域酒企如古井贡酒，12月初开始陆续打款，经销商打款意愿强烈，春节有望实现开门红。下周五粮液 1218 经销商大会召开，有望释放公司 2020 年战略目标信号。短期建议关注春节渠道和销售政策反馈，中长期建议关注国企改革进展。我们长期推荐逻辑不变，重点推荐高端龙头，关注边际改善的次高端公司。
- **安慕希大单品销售额突破 200 亿，助力伊利全年 900 亿目标达成。**近日，伊利官宣安慕希成为首个突破 200 亿销售额（销售口径，对应报表端约 170 亿）的乳制品品牌。当前伊利已形成强大的品牌矩阵：超级大单品安慕希+两个百亿级单品（金典、伊利牛奶）+两个 50 亿级单品（QQ 星、优酸乳）+多个十亿级品牌（如畅意 100%、谷粒多、味可滋等）。我们认为在安慕希的强劲增长下，公司全年 900 亿收入目标有望顺利达成，四季度增速也有望实现环比提升。当前来看，乳制品行业是所有板块预期差最大板块，市场对此板块分歧较大，且易受到短期影响而忽略长期视角。当前为长期预期低点，两强竞争的势能已经走向顶点，预计将伴随顶点回落而呈现出阶段性竞争趋缓之势，强烈建议提前布局两强。其中蒙牛预计全年核心净利率仍将低于预期从而将创造阶段性买入最好时机点；伊利三季度利润弹性初显，大概率将在不远的时期出现超预期的收入和利润增长，看好明年较高的弹性。
- **恒顺醋业董事长变更，调味品行业全年高增可期。**本周恒顺醋业发布公告称杭祝鸿同志任公司党委书记、董事长，此次人事变更仅涉及董事长，并不影响公司正常的发展经营。杭总由政府直接指派，我们认为一方面新的管理人更便于对公司经营和内部管理做必要的调整，另一方面也增强了政府对公司的控制权和管理权，未来政府层面的战略调整和规划更易落地。长期来看，我们期待杭总作为大股东的代表，在公司内部推进更积极的管理和激励机制，将恒顺“香醋第一品牌”的品牌张力进一步释放。行业层面，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。
- **积极推出高端新品，结构升级加速推进。**上一轮 18 年年初整体提价距今已有 2 年时间，同时近期原材料中玻璃价格居高不下，各企业成本端面临一定的压力，预计各公司将在 2020 年落地相应的提价计划应对行业变化。但在 20 年经济下行预期下行业难以如 18 年实现整体性提价，预计各公司将在局部地区局部产品选择时机点进行提价，应对行业变化。四季度虽为消费淡季，但整体消费仍是稳中略升，全年全行业收入、利润携手增长是大概率事件。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，次高端推荐弹性较大的酒鬼酒以及春节打款较为积极的古井；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，细分行业推荐成长性较好的妙可蓝多；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、珠江啤酒；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	-0.60%	批价稳定，四季度直营、电商放量抢购，需求强劲。系列酒改革力度加大。长期来看，酱香白酒龙头，供需缺口明显，渠道利润高	33.91	40.27	34X	29X
五粮液	-1.11%	新普五价格稳定，渠道库存可控，三季度收入利润增长较好。长期来看，浓香白酒龙头，批价改善明显，持续优化产品结构	4.35	5.44	30X	24X
泸州老窖	-0.71%	核心产品与主力产品频繁提价，批价提升，国窖限定消费成交价，为春节旺季做准备。长期来看，中高端产品齐发展，新百亿目标再出发	3.10	3.94	26X	21X
酒鬼酒	-1.61%	内参全年目标已完成，酒鬼预计12月下旬完成目标，全年有望迈过15亿收入目标；当前渠道库存小于3个月，处于合理水平，终端动销较好。2020目标20亿元，收入端将有30%以上空间。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	42X	33X
古井贡酒	-1.37%	产品渠道双引擎发力，徽酒龙头全国化推动，一年看25%以上空间。公司卡位次高端市场，产品结构持续升级；渠道、产品、品牌三力齐发，造就核心竞争力；国企改革释放新活力，省外扩张加速。	4.61	5.87	26X	21X
<b>乳制品板块：</b>						
伊利股份	+1.32%	2019年四季度伊利预计冲900亿，收入增速有望企稳向上，修复估值体系，并可能超预期。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，收益率为稳定	1.17	1.23	26X	25X
蒙牛乳业	+2.45%	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	1.78	1.31	16X	22X
澳优	-2.90%	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	15X	11X
妙可蓝多	+1.91%	2019年奶酪棒预计销售4.5亿，目前渠道铺设终端8.9万，年底有望建成10-12万，渠道进一步下沉。明年来看，奶酪棒产线扩张，需求旺盛情况下乐观预计奶酪棒可以翻倍；餐饮端有较为确定的30-50%增长。长期来看，受益于奶酪行业扩张红利+品牌背书优势+渠道深耕下沉+较强的竞争力，成长性突出	0.08	0.36	173X	39X
<b>调味品板块：</b>						
海天味业	-3.36%	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	56X	47X
恒顺醋业	+0.28%	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	-5.43%	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。另外广西产能投产后预计将加速产品销售；宝能入主后将稳步降本增效、提高盈利质量；目标指引下成长动力更足	0.94	1.15	41X	34X

啤酒板块:						
青岛啤酒	+1.96%	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	41X	34X
重庆啤酒	+15.52%	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	45X	50X
珠江啤酒	+1.68%	公司持续做精做细广东市场, 紧抓结构升级机会, 纯生占比超过 37%, 餐饮渠道占比达到 30%, 产品结构优化+渠道多元化助力盈利释放。 同时公司研发能力行业领先, 有助于公司在未来啤酒行业 品质为先的大趋势下占据领先优势。	0.22	0.26	33X	28X
其他板块:						
香飘飘	+0.71%	果汁茶 Q3 受行业竞争压力加大, 销量表现一般。 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	0.93	1.19	26X	20X
绝味食品	-0.52%	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	+8.81%	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	67X	52X
中粮肉食	-7.23%	受猪价走势影响, 四季度仔猪出栏量可能会后移至明年一季度, 看好明年上半年猪价行情, 当前为预期低点。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	16X	5X
中国食品	-0.33%	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	19X	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准。

## 内容目录

重点标的推荐 .....	2
一、近期重点调研跟踪 .....	6
二、板块观点与投资建议 .....	7
2.1 白酒板块——春节旺季催化备货提价，关注酒企回款，重视年底布局 .....	7
2.2 啤酒板块——提价预期强烈，推动结构升级 .....	8
2.3 乳制品板块——安慕希销售额突破 200 亿，伊利全年目标有望顺利达成 .....	9
2.4 调味品板块——恒顺董事长变更，调味品行业全年高增可期 .....	10
三、行业数据更新 .....	10
四、上周行业回顾 .....	13
4.1 行情回顾 .....	13
4.2 公告精选 .....	14
4.3 行业要闻 .....	14
五、下周重要事项提醒 .....	15
风险提示 .....	15

## 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.....	6
图表 3: 茅台、五粮液与国窖每周批价走势 (元/瓶) .....	7
图表 4: 近 3 个月乳制品各单品每周折扣率变化 .....	7
图表 5: 上一轮提价情况.....	8
图表 6: 国产啤酒吨价仍然偏低.....	8
图表 7: 青岛啤酒中低端产品仍然过半.....	8
图表 8: 茅台五粮液国窖每周京东成交价 (元/500ml) .....	11
图表 9: 全国生鲜乳主产区平均价格 (元/公斤) .....	11
图表 10: 全国牛奶酸奶零售价格 (元/公斤) .....	11
图表 11: 平均价: 豆粕: 全国 (元/公斤) .....	11
图表 12: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨) .....	12
图表 13: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤) .....	12
图表 14: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨) .....	12
图表 15: 平均市场价: 大麦 (元/吨) .....	12
图表 16: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨) .....	12
图表 17: 箱板纸: 出厂价 (元/吨) .....	12
图表 18: 玻璃价格指数.....	13
图表 19: 铝材价格指数.....	13
图表 20: 食品饮料在中信 29 个子行业中本周表现.....	13
图表 21: 食品饮料各子行业本周收益率变化.....	13
图表 22: 本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	13
图表 23: 下周上市公司重要事项提醒一览表.....	15

## 一、近期重点调研跟踪

(1) 白酒：高端批价稳中向上，次高端打款积极性向好。普飞批价稳中有升在 2400-2500 元波动，预计 12 月批价维持宽幅震荡。提前执行一季度配额，计划投放 7500 吨。五粮液批价 920-930 元，国窖 1573 批价 770-780 元，整体稳中向上。洋河海、天、梦 3、梦 6 批价分别为 122、275、375、500 元，环比变化不大。洋河梦之蓝 M6+ 新装上市，容量规格增加至 550ml。剑南春 2020 年 1 月 1 日起，水晶剑所有版本提价 20 元/瓶。山西汾酒青花 20 批价为 340-350 元，终端价约为 378 元；青花 30 批价为 540-550 元，终端价约为 598 元。汾酒完成酒业核心资产整体全部上市，同时对应完成新一轮股份公司人事调整，消除集团公司与股份公司关联交易等历史问题，实现植入大股东、核心资产与优化治理结构的三位一体的统一。叠加公司稳步推进渠道变革、省外开拓成效显著，品牌未来有望持续做大。

(2) 乳制品：整体折扣促销力度环比有所加强，其中安慕希、特仑苏、金典、特仑苏有机奶折扣环比有所加大，纯甄、莫斯利安、金典有机奶促销略有放缓，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 28.9%，较上周略有下降 0.1pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率 15.8%，较上周提升 1.6pct；特仑苏有机奶折扣力度为 21.7%，较上周提升 8.3pct。伊利安慕希本周折扣率 17.3%，较上周提升 14.2pct；金典纯牛奶折扣力度较上周提升 2.0pct 至 14.0%；金典有机奶折扣率较上周下降 0.7pct 至 2.2%。光明莫斯利安本周折扣率 24.2%，较上周下降 7.6pct；优+本周折扣率 7.9%，较上周略升 0.1pct。

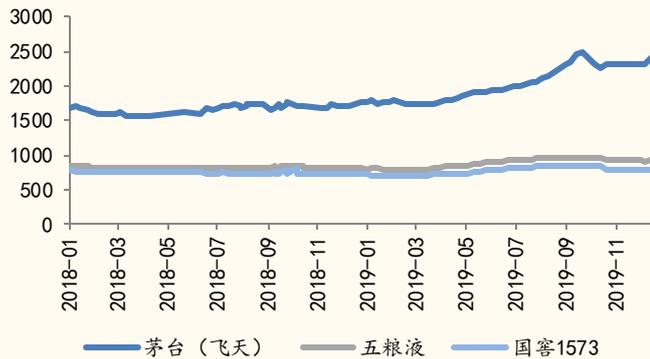
新鲜度方面：常温产品已进入 11 月份产期。各地综合来看，本周常温奶产品已转向 11 月份，而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度，进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产，表现较好。

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	价格	促销活动	新鲜度	
伊利	常温	安慕希原味	205g*12	66	49.5	-	3个月前	49.8	买1箱送两包水果麦片	1个月前	49.5	折后49.5元	2个月前	49.9	-	1个月前	66	-	2个月前	66	-	1个月前
		安慕希PET瓶原味	230g*10	80	68	-	1个月前	78	买一箱送5瓶	3个月前	78	-	3个月前	88	-	3个月前	78	-	2个月前	78	-	3个月前
		伊利纯牛奶	250ml*16	49.9	缺货	-	-	40	-	2个月前	缺货	-	-	43.2	赠2袋	2个月前	46.4	-	2个月前	48	-	2个月前
		金典纯牛奶	205ml*12	66	65	-	2个月前	49.5	送6瓶优酸乳	2个月前	49.5	-	2个月前	54.8	-	2个月前	65	-	2个月前	49.5	-	2个月前
		金典有机奶	250ml*12	80	75	-	1个月前	76	一箱送2包麦片	3个月前	76	-	1个月前	67.8	-	3个月前	78	-	1个月前	73	-	3个月前
	低温	畅轻	250g	8.9	8.5	-	1个月前	8.5	买2赠一	当月	8.5	买2赠一	当月	8.5	临近过期产品3赠1	当月	8.5	-	当月	8.5	-	当月
	Joyday	220g	9.9	缺货	-	-	9.9	-	当月	9.7	买2赠一	当月	9.9	-	当月	9	第二杯半价	当月	9.9	-	当月	
蒙牛	常温	纯甄原味	200g*12	70.8	48.8	2箱88	1个月前	48.8	买一箱送4瓶蓝莓/红	1个月前	60	折后49元	1个月前	49.5	-	1个月前	44	-	1个月前	61.5	-	1个月前
		PET瓶原味	230g*10	80	65	-	1个月前	80	-	2个月前	80	-	2个月前	缺货	缺货	2个月前	80	-	2个月前	80	-	1个月前
		特仑苏纯牛奶	250ml*12	65	55	2箱99元; 单箱55	2个月前	54.9	买1箱送4瓶真果粒	2个月前	63	折后56元	2个月前	49.9	-	2个月前	55	-	2个月前	55	-	2个月前
		特仑苏有机梦幻盖	250ml*12	90	68	-	3个月前	75	-	3个月前	75	-	3个月前	70	-	3个月前	68	-	3个月前	68	-	3个月前
		蒙牛纯牛奶	250ml*16	48	48	-	1个月前	48	-	1个月前	缺货	-	-	40	-	1个月前	40	-	1个月前	41.6	满50-10	1个月前
	低温	冠益乳	250g	8.5	8.5	-	当月	8.5	2瓶10.9元	当月	6.4	-	当月	5	-	当月	5.4	临近过期产品3赠1	当月	5.4	16.2三瓶	当月
	特仑苏高钙酸奶	115g*3	36	缺货	-	-	29.7	-	当月	缺货	-	-	29.7	-	当月	28.5	-	当月	29.1	-	当月	
光明	常温	莫斯利安	200g*12	72	44.9	44.9买一箱送4包; 63.6买一箱送一箱	5个月前	63.6	-	2个月前	56	折后44.9送两盒莫斯利安红西柚风味莫斯利安	3个月前	缺货	缺货	2个月前	缺货	缺货	2个月前	缺货	缺货	2个月前
		优+	250ml*12	54	52	折后42.8元	2个月前	51	-折后42.8	1个月前	42.8	-	2个月前	缺货	缺货	1个月前	缺货	缺货	1个月前	缺货	缺货	1个月前
	低温	畅优	100g*8	20	无货, 只有100g*16	100g*16价格21.5元	当月	15.3	-	当月	14.8	-	当月	12.9	-	当月	12.2	-	当月	12.9	-	当月
	优倍	500ml	12	无货, 有950ml	ML950价格24.5	当月	950ml22.2	-	当月	12	-	当月	缺货	缺货	当月	缺货	缺货	当月	缺货	缺货	当月	
天润	低温	浓缩酸奶	180g	5.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	缺货	-	缺货	缺货	-	缺货	缺货	-
		冰淇琳化了	180g	6.5	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	缺货	-	缺货	缺货	-	缺货	缺货	-
君乐宝	低温	纯享	330g	8.9	9.8	两瓶15	1个月前	8.6	-	当月	缺货	-	-	8.9	-	当月	7.5	-	当月	8.9	-	当月
		涨芝士	180g	4.5	4.8	-	当月	4.5	-	当月	缺货	-	-	3.8	-	当月	3.4	-	当月	3.4	-	当月

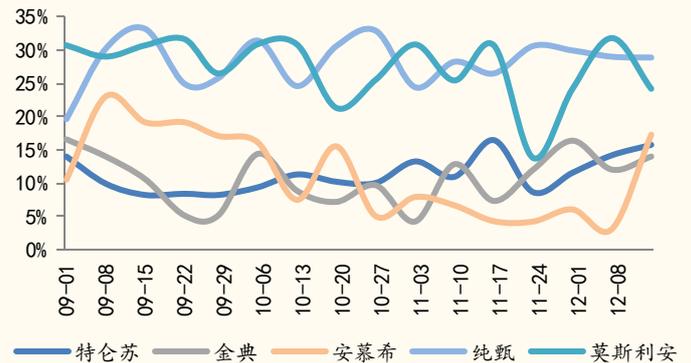
来源：渠道调研，国金证券研究所；注：北京调研于 12 月 13 号，上海于 12 月 14 日；生产日期为 12 月即当月，11 月即 1 个月前，10 月即 2 个月前，以此类推

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：近 3 个月乳制品各单品每周折扣率变化



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——春节旺季催化备货提价，关注酒企回款，重视年底布局

- **中信白酒指数本周（12.09-12.13）下跌 0.78%。春节旺季催化备货，关注酒企回款，重视年底布局。** 各大酒企提前备战春节旺季，渠道打款备货，旺季回款计划相比往年维持在相同水平，目前已逐步开始回款。高端白酒保持量价整体向好，原因有：春节旺季前控量调价，经销商打款积极，需求稳定，品牌力强，垄断竞争，议价能力强。部分高端酒提前执行明年一季度配额，缓解旺季渠道供给紧张局面。次高端白酒渠道变革，品牌提升，竞争加剧，长期推荐逻辑不变，重点高端龙头，和边际改善的次高端公司。
- **高端白酒：1) 贵州茅台：**批价在 2400-2500 元波动，涨幅明显。供需矛盾持续强化，经销商体系未收到新货。省内放量节奏优于省外，虽然省内 1499 放量，但是近期到货成本有所抬升。考虑元旦、春节茅台酒市场消费需求旺盛，决定从 2019 年 12 月 12 日起，提前执行 2020 年第一季度茅台酒配额，主要投放于经销商、自营公司、商超、电商渠道，预计投放量约 7500 吨。**2) 五粮液：**批价 920-930 元，稳中有升。近期强化价格诉求，厂家销售团队对价格更为重视，惩戒维护价格不利的地区负责人。春节打款要求有所放松，江苏地区的经销商可按月打款，取消 40% 的强制打款要求，成都地区打款时间从 11 月底延长至 12 月最后一周。整体库存保持良性，经销商库存普遍在 2 个月之内，关注五粮液 1218 大会。**3) 泸州老窖：**国窖批价 770-780 元波动，小幅上升。经销商最新打款价为 810-820 元，12 月 10 日与 1 月 10 日再各提 20 元，促进经销商打款。整体库存良性相对充裕，经销商库存维持在 2 个月左右。
- **次高端：1) 洋河股份：**海、天、梦 3、梦 6 批价为 118、265、370、480 元，环比变化不大。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。公司边际改善，建议重点关注。**2) 山西汾酒：**批价稳定，库存良好。汾酒酒类核心资产全部植入上市公司，完成酒业核心资产整体全部上市，同时对应完成新一轮股份公司人事调整，消除集团公司与股份公司关联交易等历史问题，实现植入大股东、核心资产与优化治理结构的三位一体的统一。叠加公司稳步推进渠道变革、省外开拓成效显著，品牌未来有望持续做大。**3) 剑南春：**水晶剑 500ml 所有版本上涨 12 元/瓶，明年将取消 KA、餐饮、研究、团购、专卖店五大渠道。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。
- **宏观经济持续放缓背景下，春节临近，需求旺盛，提前备战旺季，渠道备货提价，经销商打款积极，年底调整布局，量价整体向好。短期渠道库存良性可控，长期消费升级，行业集中度提升，高景气度。关注五粮液 1218**

大会，重点推荐：高端茅台、五粮液、老窖；次高端：古井、汾酒、酒鬼酒，及边际改善的洋河。

## 2.2 啤酒板块——提价预期强烈，推动结构升级

- **提价是大概率事件**：上一轮 18 年年初整体提价距今已有 2 年时间，同时近期原材料中玻璃价格居高不下，各企业成本端面临一定的压力，预计各公司将在 2020 年落地相应的提价计划应对行业变化。但在 20 年经济下行预期下行业难以如 18 年实现整体性提价，预计各公司将在局部地区局部产品选择时机点进行提价，应对行业变化。

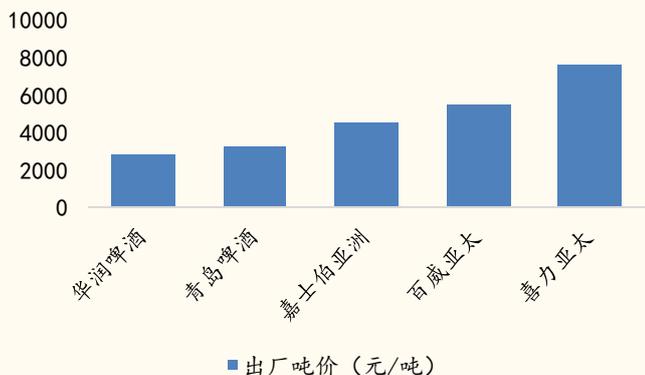
图表 5：上一轮提价情况

品牌	地区	产品	提价幅度	提价时间
	北京	清爽	出厂价提 30%	2017/12
燕京	浙江	本生 460ml	终端进货结算价提 3 元/箱，单瓶零售价格涨 1 元/瓶，整体提价幅度 15-20%	2017/12
	内蒙	多款产品	平均不超过 5%	2018/2
	广西	多款产品	平均不超过 5%	2018/2
华润	浙江	雪花纯生、勇闯天涯、品尊等 9 款产品	提价 10-15%	2018/1
	山东	崂山、汉斯、易拉罐、经典等产品	平均不超过 5%	2018/1
青岛	全国	崂山啤酒 600 毫升装、绿兰莎啤酒 500 毫升装	零售价从 2 元涨至 2.5 元	2018/5
	全国	瓶装 500ml	批发价由 36 元/箱涨为 38 元/箱	2018/5
百威	全国	百威啤酒系列	部分产品提价 50%，平均不超过 5%	2018/2
	全国	哈尔滨啤酒系列	平均不超过 5%	2018/4
重庆	核心市场	相对高端的瓶装纯生产品和低端的易拉罐装产品	提出厂价 5% 左右	2018/2

来源：公司公告，国金证券研究所

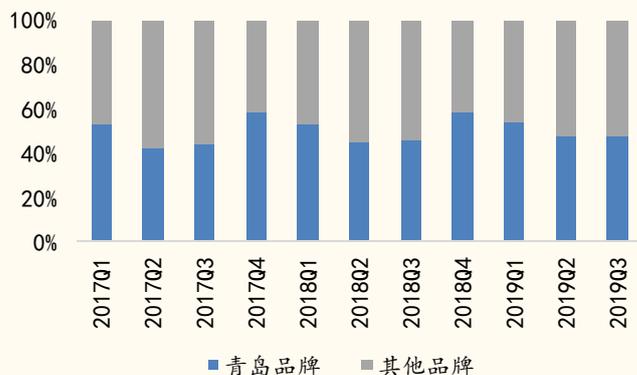
- **低端占比依旧很高，吨价提升趋势不减**：19 年全行业吨价提升 5% 左右，稳步实现结构升级，各企业通过吨价提升进而带动结构优化，推动盈利能力改善效果显著。我们认为结构升级趋势仍将延续，一方面国内啤酒企业吨价对标成熟市场和百威等国际品牌在国内吨价水平仍有较大差距，仍在低位；另一方面各企业产品中仍有超过 4 成为低端产品，结构升级的空间较大。长期来看，我们认为本轮啤酒行业结构变化的周期将延续 3-5 年，目前仍在稳步推进阶段，吨价提升空间依旧可观，预计明年整体均价提升仍在 5% 以上。

图表 6：国产啤酒吨价仍然偏低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：青岛啤酒中低端产品仍然过半



来源：公司公告，国金证券研究所

- **10 月份零售端增长仍主要由价格上涨贡献，结构升级加速推进。**参考我们跟踪到的终端数据，前 10 个月啤酒行业总销售额仅同比微增小个位数；其中销量同比下降，而均价同比有明显提升。分公司来看，嘉士伯和珠江啤酒销售额均有两位数增长、表现亮眼，青岛啤酒和华润雪花增长也在平均水平以上；头部公司在本轮结构升级中占据领先优势，提升产品结构的同时加速扩张市场份额。预计 11 月份市场变化不大，大概率延续量减价增的大趋势。四季度虽为消费淡季，但整体消费仍是稳中略升，全年全行业收入、利润携手增长是大概率事件。
- **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——安慕希销售额突破 200 亿，伊利全年目标有望顺利达成

- **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 12 月 04 日，我国主产区生鲜乳平均价格为 3.86 元/公斤，环比上涨 0.5%，同比上涨近 8%，涨幅进一步拉大。当前上游原奶仍是需求增速大于供给增速，我们预计未来原奶价格依然会面临一定上涨的压力，建议重点关注后期原奶价格走势。
- **安慕希大单品销售额突破 200 亿，助力伊利全年 900 亿目标达成。**12 月 12 日，伊利官宣旗下品牌安慕希成为业内首个突破 200 亿销售额（销售口径，对应报表端约 170 亿）的乳制品品牌，成为伊利的超级大单品。自 2013 年伊利推出安慕希之后，该品牌就呈现出爆发式增长：2014 年卖到 7 亿；2015 年增长五倍多，销售额达到 40 亿，市场份额为 17%；2016 年约 90 亿，市场份额骤升至 40%；再到 2017 年的 129 亿、2018 年的 170 亿，2019 年的超 200 亿，可以说是以飞奔的速度发展。在安慕希 200 亿销售额的背后，是其品牌力的稳固支撑、口味的不断升级创新以及市场渠道的多方助力。当前伊利已形成强大的品牌矩阵：超级大单品安慕希+两个百亿级单品（金典、伊利牛奶）+两个 50 亿级单品（QQ 星、优酸乳）+多个十亿级品牌（如畅意 100%、舒化、谷粒多、味可滋等）。我们认为在安慕希的强劲增长带动下，公司全年 900 亿收入目标有望顺利达成，四季度增速也有望实现环比提升。
- **Q4 展望：预计两强竞争将持续，四季度可能达到竞争高点和预期低点。**我们预计 Q4 竞争态势仍将是蒙牛为主动方的局面，从最新跟踪来看两强在四季度依然以要收入和份额为主，10 月份竞争持续激烈，11 月份有所放缓，但预计 12 月因春节提前将再次进入竞争战，因此建议四季度市场不宜对利润预期太高，而应该降低预期！而预期低点将是买入两强最佳时机。其中蒙牛观望年底低于预期之时，伊利观望收入弹性和利润弹性（费用的投放）。无论如何都将是布局明年之时。

- 乳制品行业是所有板块预期差最大板块，市场对此板块分歧较大，且易受到短期影响而忽略长期视角。当前为长期预期低点，两强竞争的势能已经走向顶点，预计将伴随顶点回落而呈现出阶段性竞争趋缓之势，而这将是两强近几年竞争最好的时期，强烈建议提前布局两强。其中蒙牛预计全年核心净利率仍将低于预期从而将创造阶段性买入最好时机点，推荐届时买入，预计全年空间超 35%；伊利三季度利润弹性初显，向市场宣告跟随战略的持续，大概率将在不远的时期出现超预期的收入和利润增长，看好明年较高的弹性，乐观预计空间有望超 25%。明年港股食品行业势必将迎来奶粉股的爆发，这将是一个具有极高关注度的板块，并且将可能在未来一年多有翻倍可能性。重点推荐澳优和飞鹤。此外推荐关注弹性较大的燕塘乳业和成长性较好的妙可蓝多。

## 2.4 调味品板块——恒顺董事长变更，调味品行业全年高增可期

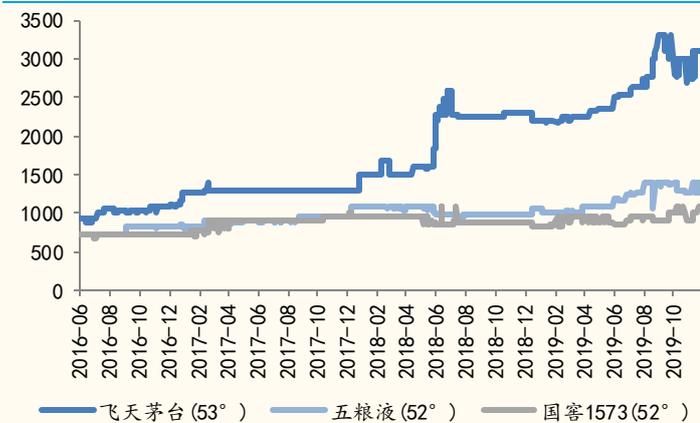
- 恒顺醋业董事长变更，新人新气象：本周恒顺醋业发布公告称杭祝鸿同志任江苏恒顺集团有限公司党委书记职务，并提名为恒顺集团有限公司董事长人选，张玉宏同志不再担任江苏恒顺集团有限公司党委书记、董事长职务。杭总由镇江市委直接指派，之前主要是在政府任职，熟悉大股东诉求和其对公司的发展规划。我们认为公司此次人事变更仅涉及董事长，其他管理层预计仍将保持稳定，并不影响正常的经营发展。此次政府直接指派杭总任公司一把手，我们认为一方面新的管理人更便于对公司经营和内部管理做必要的调整，另一方面也增强了政府对公司的控制权和管理权，未来政府层面的战略调整和规划更易落地。长期来看，我们期待杭总作为大股东的代表，在公司内部推进更积极的管理和激励机制，将恒顺“香醋第一品牌”的品牌张力进一步释放。
- 零售端增速 10 月环比基本持平，龙头增速行业领先：参考我们跟踪到的终端数据，10 月调味品行业整体零售端销售额增长环比基本持平，其中海天和李锦记增速环比提升，而中炬和千禾增速环比略有下降，海天、美味鲜、千禾增速领先且高于行业平均水平，不断扩大领先优势。海天 10 月零售端增速环比提升，并且酱油、蚝油和酱类等核心品类增速均环比提升，终端库存压力缓解的同时需求端同样旺盛，不断巩固公司全渠道、多品类领先优势。美味鲜增长略有降速，但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；同时美味鲜在三、四线城市增长较快，渠道下沉稳中有进。
- 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

- 本周茅台终端成交价环比有所下降，国窖、五粮液环比持平。据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台终端成交价环比有所下降，国窖 1573、五粮液环比持平，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2898 元/500ml，较上周下降 6.5%；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 1099 元/500ml，较上周持平。近期渠道反馈，各大酒企提前备战春节旺季，渠道打款备货，旺季回款计划相比往年维持在相同水平，目前已逐步开始回款。高端茅五泸批价稳中向上，整体库存处于良性水平，市场供需紧平衡。
- 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 12 月 4 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.86 元/公斤，较上期增长 0.52%，同比增长 7.82%。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。12 月 6 日牛奶价格为 12.24 元/公斤，较上周小幅上涨 0.08%；酸奶价格为 15.39 元/公斤，较上周小幅上涨 0.13%。

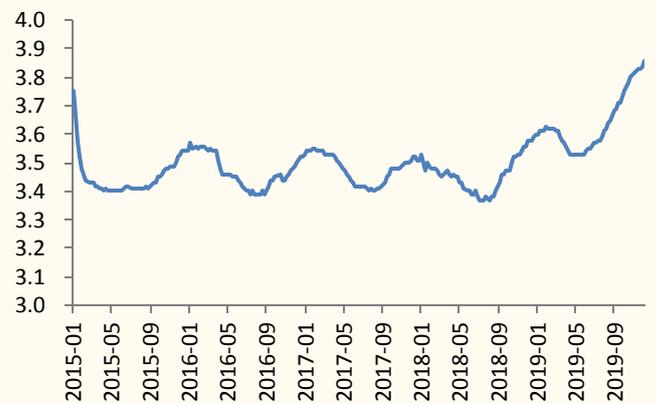
- **调味品方面，整体原料价格环比略有上涨。**截至 11 月 30 日，大豆（黄豆）市场价为 3842.60 元/吨，与上期（11 月 20 日）相比价格上涨 1.50%。豆粕价格小幅下跌，12 月 4 日全国豆粕平均价格为 3.33 元/公斤，较上期（11 月 27 日）小幅下跌 0.30%。12 月 4 日全国玉米平均价格 2.10 元/公斤，较上期（11 月 27 日）小幅下跌 0.47%。12 月 06 日绵白糖现货价为 5990.56 元/吨，处于稳定状态。综合来看，调味品原料价格环比略有上涨。
- **啤酒方面：大麦价格环比小幅上涨，包装成本环比基本持平。**截至 2019 年 12 月 13 日，国内大麦市场平均价为 1887.50 元/吨，较上期（12 月 06 日）小幅上涨 0.40%。包装材料方面，11 月 30 日瓦楞纸市场价为 3424.20 元/吨，较上期（11 月 20 日）上涨 0.72%；12 月 13 日箱板纸平均价格为 4200.00 元/吨，较上周（12 月 6 日）上涨 0.60%；12 月 13 日玻璃价格指数为 1211.75，较上周（12 月 6 日）下跌 0.28%；12 月 13 日铝材价格指数为 93.40，较上期（12 月 6 日）下跌 0.45%。总体来看，包装材料整体价格环比基本持平。

图表 8：茅台五粮液国窖每周京东成交价（元/500ml）



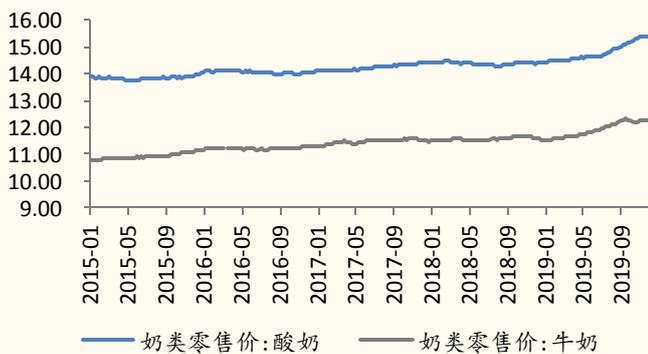
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：全国生鲜乳主产区平均价格（元/公斤）



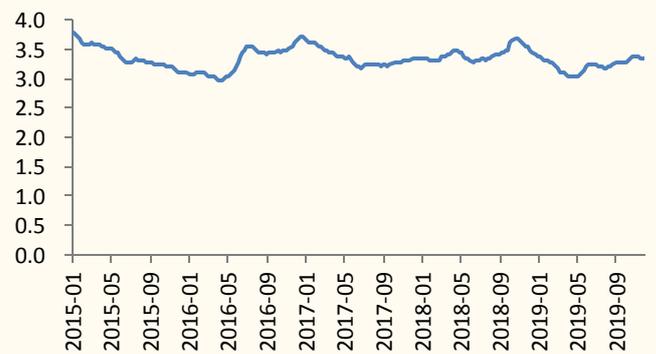
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：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 11：平均价：豆粕：全国（元/公斤）



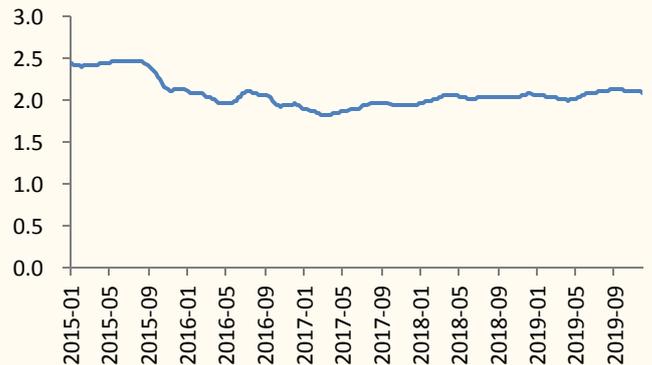
来源：wind，国金证券研究所

图表 12: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



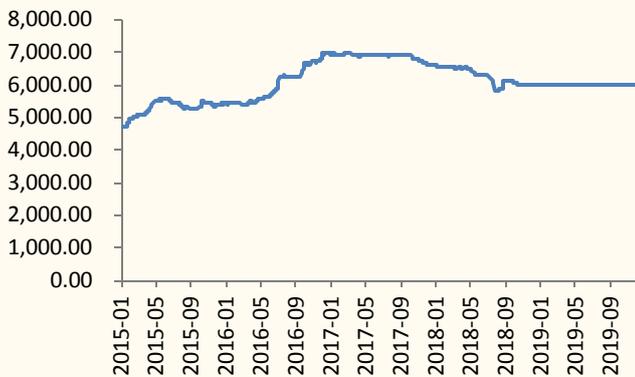
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)



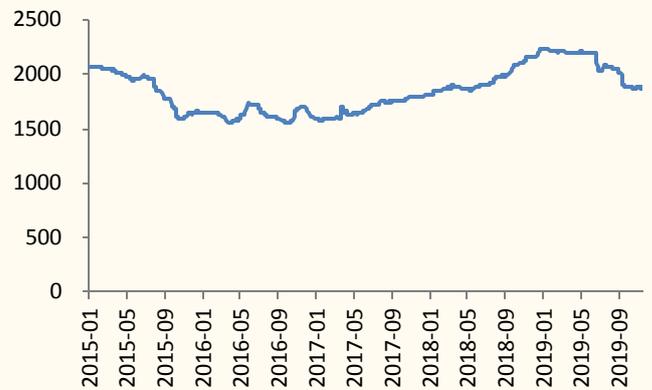
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 平均现货价: 绵白糖 (元/吨)



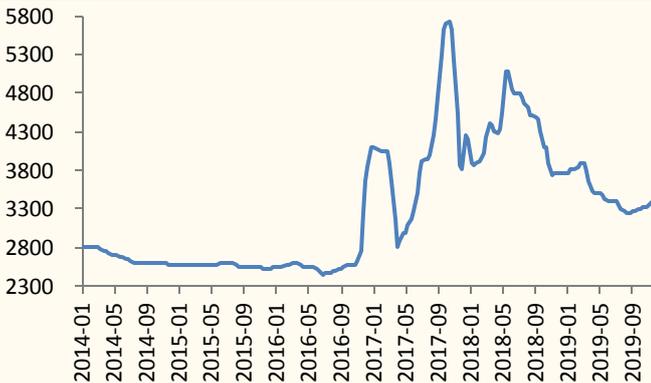
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 平均市场价: 大麦 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 全国市场价: 瓦楞纸: 高强 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 箱板纸: 出厂价 (元/吨)



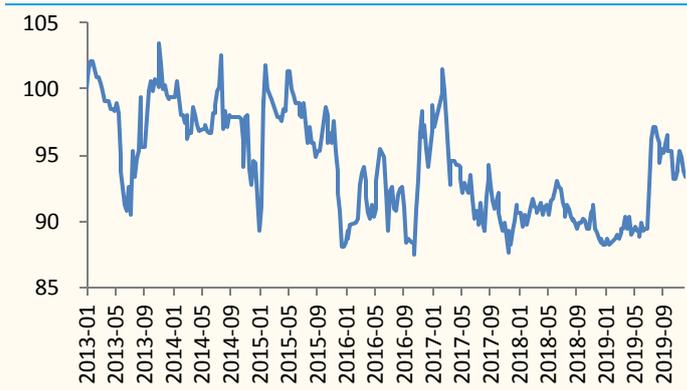
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 铝材价格指数



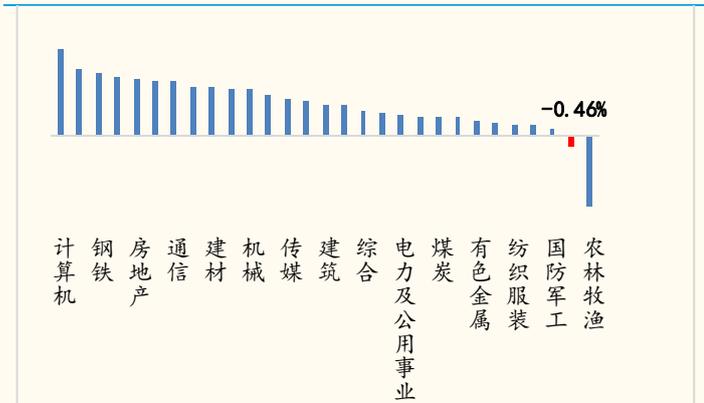
来源: wind, 国金证券研究所

## 四、上周行业回顾

### 4.1 行情回顾

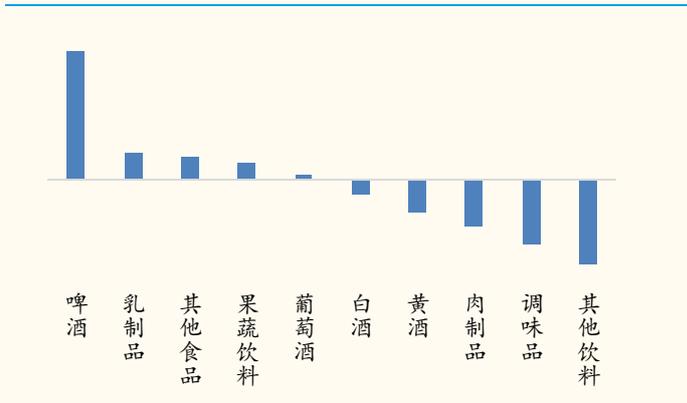
2019年12月09日-12月13日, 沪深300指数上涨1.69%, 食品饮料板块下跌0.46%, 其中涨幅前三的分别是重庆啤酒(+15.52%)、惠发股份(+12.22%)、三只松鼠(+8.81%), 跌幅前三的分别是养元饮品(-5.81%)、中炬高新(-5.43%)、元祖股份(-5.16%)。

图表 20: 食品饮料在中信29个子行业中本周表现



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21: 食品饮料各子行业本周收益率变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表 22: 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 (%)
重庆啤酒	15.52%	养元饮品	-5.81%
惠发股份	12.22%	中炬高新	-5.43%
三只松鼠	8.81%	元祖股份	-5.16%
洽洽食品	8.50%	贝因美	-5.13%
双塔食品	7.79%	西王食品	-4.42%
晨光生物	6.21%	威龙股份	-4.19%
ST 椰岛	5.78%	安记食品	-4.16%
*ST 莲花	5.46%	盐津铺子	-3.41%
煌上煌	4.73%	海天味业	-3.36%
梅花生物	4.57%	天味食品	-3.24%

来源: wind, 国金证券研究所

## 4.2 公告精选

**【恒顺醋业-人员变更】**根据中共镇江市委决定，杭祝鸿同志任江苏恒顺集团有限公司党委书记职务，提名杭祝鸿同志为董事长人选，并履行相关程序。张玉宏同志不再担任党委书记、董事长职务。

**【天润乳业-申请批复】**新疆天润乳业股份有限公司于近日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准新疆天润乳业股份有限公司配股的批复》，该批复核准公司向原股东配售 6213 万股新股。

**【香飘飘-申请批复】**香飘飘食品股份有限公司于 12 月 11 日收到中国证券监督管理委员会的批复，核准公司向社会公开发行面值总额 8.6 亿元可转换公司债券，期限 6 年。

**【中炬高新-股份质押】**公司控股股东中山润田投资有限公司持有股份 1.99 亿股，占公司总股本的 24.92%，本次部分解除质押股份 1289 万股后，中山润田剩余质押股份 1.83 亿股，占其所持股份的比例 92.35%。

**【中炬高新-子公司减资】**中炬高新子公司中炬小额贷款公司拟将注册资本从 1 亿元缩减至 5000 万元。其中中炬高新的投资额 2000 万元将减少至 1000 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。

**【三全食品-政府补助】**三全食品股份有限公司于 2019 年 11 月至 12 月共收到政府补助 1045.57 万元，直接计入其他收益，预计增加上市公司利润总额 1045.57 万元。

**【妙可蓝多-股东减持】**持股 7.09% 的公司股东刘木栋拟计划通过集中竞价方式减持公司股份，合计减持数量不超过 40 万股，即不超过公司总股本的 1.00%。

**【龙大肉食-销售简报】**子公司龙大养殖 11 月份共销售生猪 1.52 万头，环比增长 13.43%，同比下降 48.99%；11 月份实现销售收入 0.62 亿元，环比不变，同比上涨 44.19%；11 月份商品猪销售均价为 31.52 元/公斤，环比下降 10.81%。

**【口子窖-股份质押】**公司股东徐钦祥共持有 997.63 万股公司股份，占公司总股本比例为 1.66%，于 12 月 9 日将所持有的 114.3 万股无限售流通股用于质押融资。本次质押后，徐钦祥累计质押股份数量为 254.3 万股，占其持股数量比例为 25.49%。

## 4.3 行业要闻

### ■ 酒类及饮料：

12 月 13 日，茅台酱香酒公司传出今年业绩最新数据，酱香系列酒实现销售收入 101.68 亿元，提前一个月实现跨越“百亿”的目标。（酒说）

12 月 13 日，江小白纯饮 Pure 系列作为第一个中高端的中国白酒品牌进驻印度市场，将举行产品发布会，为大家呈现由江小白纯饮 Pure 系列调制的多款饮品。（酒业家）

胡润研究院今日发布“2019 胡润品牌榜”，贵州茅台以 6400 亿品牌价值夺冠，中华以 3500 亿品牌价值、天猫以品牌价值 3200 亿分别位列第二、第三。（酒说）

茅台、郎酒、习酒三方在赤水河二郎习酒产区的规划建设投入近 400 亿元，规划年产能 20 万吨。三方还于会上达成高度共识，共同呼吁共建赤水河 49 公里黄金酱香酒谷。（云酒头条）

受集团债务危机影响，朱新礼旗下港股上市公司汇源果汁至今也已经停牌 20 个月。如果汇源果汁未能于 2020 年 1 月 31 日前完成复牌条件，将被启动退市程序。（食业家）

贵州茅台酒销售有限公司称，从 2019 年 12 月 12 日起，提前执行 2020 年第一季度茅台酒计划，预计投放量约 7500 吨。（云酒头条）

娃哈哈布局的首款杯装果汁茶桃源茶事，通过纯茶萃取制成，口感贴近现制饮品，原叶萃取+纯正复合果汁+真实果粒。（食业家）

《2019 酒类电商行业研究》报告显示，2018 年酒类电商市场规模为 767 亿元，同比增长 41.7%。2019 年预计酒类电商市场规模将达到 974 亿元，同比增长 27%。在 2020 年，预计酒类电商市场规模会突破 1000 亿元，达到 1166 亿元，同比增长 19.7%。（酒业家）

2019 年 1 月至 11 月，白云边酒全国销售额已达 44.9 亿元，比 2018 年同比增长 19%，预计 2019 年全国销售额将突破 50 亿元。公司优质原酒储量现已超过 10 万吨，河南市场 2019 年销售额将突破 6 亿元。（云酒头条）

截至 2019 年 11 月 30 日，汾酒陕西省区销售突破 2.7 亿元，较去年同比增长超 80%。其中西安销售突破 9000 万元，同比增长 88%。（酒说）

#### ■ 其他：

继全渠道销售额突破百亿大关后，“线上零食第一品牌”三只松鼠再传捷报，三只松鼠各渠道销售数据显示，其每日坚果全渠道年销售额突破 10 亿元。（食品板）

新希望集团董事长刘永好透露，上周新希望集团刚公布了再投 90 亿建 9 个大型的养猪场，用新好养猪模式再养 680 万头猪，力争在 2022 年达到 2500 万头生猪养殖产能的目标。（食业家）

伊利旗下常温酸奶品牌安慕希推出青桔葡萄柚青裸新口味。产品在线上京东到家与线下沃尔玛商超同步首发，售价约 7 元/盒。（食业家）

## 五、下周重要事项提醒

图表 23：下周上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	事项
12 月 16 日	皇氏集团	召开股东大会
	天味食品	纳入上证 180 成分
	百润股份	限售股上市流通
12 月 18 日	天润乳业	召开股东大会
	星湖科技	召开股东大会
12 月 20 日	兰州黄河	召开股东大会
	燕塘乳业	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，不作为或被视为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