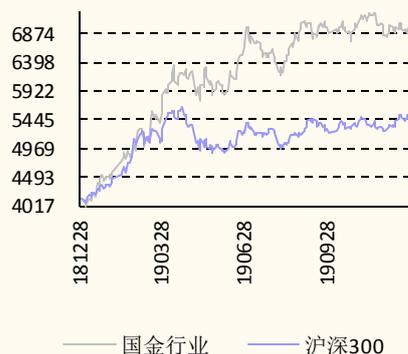


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6997
沪深300指数	4022
上证指数	3005
深证成指	10234
中小板综指	9532



相关报告

- 1.《步入后周期时代,重点把握确定性龙头-食品饮料行业周报》,2019.12.23
- 2.《把握确定性龙头,重视年底布局-食品饮料行业周报》,2019.12.16
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《风雨中坚守,调整中笃定-食品饮料行业周报》,2019.12.1

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

刘宸倩

分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

茅台销售计划略超预期,春节趋势向好

投资建议:

- **茅台销售计划略超预期,汾酒“一控三提”保增长。高端龙头确定性高,次高端龙头渠道反馈向好。**12月27日,贵州茅台酒股份有限公司发布《关于2020年度茅台酒销售计划的公告》,2020年度茅台酒销售计划3.45万吨左右。茅台酒销售计划逐年提高,做好保守指引与增量准备,缓解渠道供给紧张局面。千亿营收目标已无悬念,期待进一步加大直营放量,持续提升盈利能力。经销商大会反馈:1)长期经销商将处于稳定状态;2)2020年将成立电商平台;3)春节前集中投放7500吨,经销渠道占比80%;4)2020年经销商提前一个月打款即可。直营投放方面,2020年定调大幅提高自营规模,渠道加推2800吨,投入33个茅台自营店。汾酒12月26日全球经销商大会反馈良好,过去三年改革成效显著,高标准高质量完成考核目标。高端茅五批价受发货节奏调整影响有所下降,预计回落幅度有限,整体春节趋势向好。次高端批价稳中有升,库存良性,打款积极。我们长期逻辑不变,重点推荐高端龙头,关注边际改善的次高端。
- **各乳企上游积极布局:蒙牛与宁夏农垦集团签署战略合作协议,光明中标江苏辉山乳业、牧业相关资产。**12月25日,蒙牛集团与宁夏农垦集团签署了战略合作协议,双方将在种植、养殖、加工、销售等方面开展全方位合作。宁夏农垦集团旗下宁夏农垦贺兰山奶业拥有15座国有牧场,奶牛存栏量3.6万头,年生产鲜奶20万吨。我们认为,此次战略合作将进一步加强蒙牛在上游的布局,原奶供应稳定性也将得到进一步的保障。光明乳业24日发布公告,其参与竞拍江苏辉山乳业及江苏辉山牧业相关资产,并最终将以7.51亿元的成交价格中标。本次竞拍有利于公司增加奶牛存栏数,进一步完善华东、华北地区奶源基地布局,光明的上游养殖空间进一步打开,同时在当前行业缺奶的状况下也有望缓解公司奶源相对紧张的局面。当前为乳制品板块长期预期低点,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。
- **原材料价格稳定可控,调味品行业全年高增可期。**调味品各企业成本中原材料占比超8成,19年原材料中黄豆价格承压、白糖价格同比上涨、包材价格有所下降,综合来看原材料价格波动整体在可控范围内,对各企业毛利率影响不大。展望全年,Q4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%,当前股价下跌为短期非基本面原因,2020年业绩确定性较强,估值上升空间较大,当前重点关注。
- **进口啤酒量持续下降,长期仍需关注结构升级:**2019年前11个月国内进口啤酒合计68.32万千升,同比下降11.8%。我们认为进口啤酒销量下滑一方面由于百威、嘉士伯等国际品牌选择在国内建厂生产,另一方面经销商短期凭借进口啤酒的巨大价差获取的利润空间难以弥补长期周转较慢带来的成本消耗;更重要的是我们认为在行业格局变革的大背景下,国产啤酒的高端产品正逐步被消费者认知和认可,进入高端消费者的选项中。我们预计进口啤酒销量仍将是下滑趋势,但对于高端消费者培育和消费趋势的指引仍然十分有效。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，次高端推荐势能提升的山西汾酒、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、三全食品等。

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
白酒板块：						
贵州茅台	+1.46%	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	-0.08%	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	-0.54%	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	-6.82%	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。	0.89	1.35	41X	27X
山西汾酒	+2.56%	汾酒19年经销商大会反馈良好，省内销售额超51亿元，省外加速扩张，短期节前渠道反馈积极，中长期国企改革提升势能。2020年双十亿目标努力超预期实现，激励机制将有效形成。汾酒国企改革关键措施持续落地，全国化步伐持续推进。	2.26	2.93	39X	30X
古井贡酒	+4.06%	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	27X	21X
乳制品板块：						
伊利股份	+2.10%	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	-0.31%	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	+8.59%	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	17X	13X
妙可蓝多	+7.14%	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+渠道精耕下沉+较强的竞争力，成长性突出	0.08	0.36	178X	40X
调味品板块：						
海天味业	+0.37%	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	55X	47X
恒顺醋业	+0.55%	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	33X	29X

中炬高新	-0.03%	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	33X
啤酒板块：						
青岛啤酒	-0.96%	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	39X	32X
重庆啤酒	-2.03%	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	40X	45X
珠江啤酒	-2.62%	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	32X	27X
其他板块：						
香飘飘	-1.30%	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	27X	21X
绝味食品	+4.05%	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	33X	28X
三只松鼠	+1.16%	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	51X
中粮肉食	-0.91%	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	15X	5X
中国食品	-2.60%	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
三全食品	-1.07%	内部激励机制优化+传统零售渠道优化产品结构+餐饮渠道加速扩张	0.25	0.33	56X	42X

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
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	8
2.1 白酒板块——茅台销售计划略超预期，汾酒“一控三提”保增长	8
2.2 啤酒板块——进口啤酒销量持续下降，推动结构升级	8
2.3 乳制品板块——各乳企上游积极布局，重点关注后期原奶价格走势	9
2.4 调味品板块——原材料价格稳定可控，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	14
4.1 行情回顾	14
4.2 公告精选	15
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: 近 3 个月乳制品各单品每周折扣率变化	7
图表 5: 进口啤酒数量持续下降	9
图表 6: 黄豆价格上涨 7%左右	11
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)	13
图表 12: 平均价: 玉米: 全国 (元/公斤)	13
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.....	14
图表 18: 铝材价格指数.....	14
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

【山西汾酒：交流反馈积极，汾老大复兴之路持续】

■ 核心要点

- 1) **回顾历史，改革三年成果：**三年改革高标准、高质量完成目标，跑出行业认可的汾酒速度。
- 2) **展望未来，2020年的三大突破，中长期恢复汾老大地位：**1) 青花汾酒销售的重大突破，2020年青花20青花30双十亿增量，突破50亿总量大关。2) 长江以南市场突破，3年平均增幅50%目标。3) 充分挖掘品牌内涵，竹叶青酒和杏花村酒重大突破。
- 3) **2020年双十亿目标努力超预期实现，激励机制将有效形成。**1) 聚焦核心城市。青30要依托商务和团购资源打造，青20会围绕宴席渠道导入。2) 渠道：青20目标合作店数7万家，核心店数5000家，3) 价格：厚积薄发，在有基础上拔高比较容易实现。
- 4) **汾酒国改关键措施持续落地，全国化步伐持续推进。**

【飞鹤：打造全产业链模式，产品周转较快】

■ 核心要点

- 1) **鲜奶供应：**甘南牧场利用率100%，当前产能已然满足不了甘南工厂的耗奶量，未来将在县城新建牧场补充产能。吉林工厂在建，产能2万吨，镇赉牧场将会扩建去匹配奶源。目前原生态在镇赉、龙江正在新建牧场，泰来2020动工、双城预计三年内建成。
- 2) **原奶价格：**原生态给飞鹤的奶价略高于其他客户。第一是原生态锁定价格获得优先供货权；第二是原生态奶质越好，飞鹤出价越高，飞鹤鼓励原生态提高奶质。
- 3) **有机：**目前有机奶源集中在克东一牧。有机是公司未来重点发展方向，克东一牧将按需增加有机牛数，同时飞鹤努力推进中欧有机双认证，未来有望向原生态引进有机经验，促进有机产品拓展。
- 4) **渠道：**经销商利润率约为12%，母婴店终端利润率在25%以上。2020年全国库存考核目标为1.5倍，当前为2倍多一点，优于竞品表现。

1.2 渠道调研跟踪

(1) **白酒：**高端批价受发货节奏影响有所下降，预计回落幅度有限，经销商库存水平增加，酒厂放宽打款限制。次高端批价稳中有升，库存良性，打款积极性向好。普飞批价在2350-2460元波动，发货节奏调整后，批价有所回落。五粮液批价890-920元，环比下降，国窖1573批价770-780元，平稳波动。预计1月10日，泸州老窖国窖批价将再提20元。洋河海、天、梦3、梦6、梦6+批价分别为122、275、375、500、600元，环比变化不大。渠道改革显成效，经销商积极性提升。提升内部激励，构建新型厂商关系。新产品助力结构升级，积极进行品质革命。梦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，有望改善产品老化问题。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。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基本持稳，其中莫斯利安、特仑苏有机、金典有机奶折扣环比有所加大，安慕希、纯甄、金典、特仑苏促销略有放缓，低温奶买赠促销活动较上周有所放缓。具体来看：蒙牛纯甄本周折扣率27.2%，较上周下降2.2pct；特仑苏纯牛奶本周折扣率9.8%，较上周下降6.0pct；特

仓苏有机奶折扣力度为 16.7%，较上周提升 1.7pct。伊利安慕希本周折扣率 10.5%，较上周下降 4.9pct；金典纯牛奶折扣力度较上周下降 2.5pct 至 9.6%；金典有机奶折扣率较上周提升 0.3pct 至 2.3%。光明莫斯利安本周折扣率 31.5%，较上周提升 4.4pct；优+本周折扣率 13.2%，较上周提升 9.2pct。

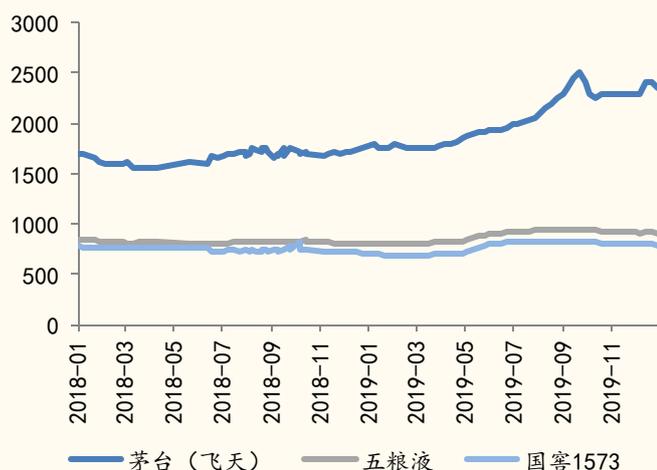
新鲜度方面：常温产品已进入 11 月份产期。各地综合来看，本周常温奶产品已转向 11 月份，而新鲜度在 2 个月之前或 3 个月之前的产品均加强了促销力度，进入清库存阶段。低温奶几乎都是本月生产，表现较好。

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												
伊利	常温	安慕希原味 205g*12	66	49.5	买一箱送3瓶	3个月前	66	买一箱送6瓶	2个月前	61.5	折后49.5元	1个月前	58	-	一个月前	58	-	两个月前	66	-	一个月前
		PET瓶原味 230g*10	80	70.3	-	2个月前	66	买一箱送5瓶	3个月前	78	折后58.5元	3个月前	72	-	三个月前	76	-	一个月前	76	-	一个月前
		伊利纯牛奶 250ml*16	49.9	缺货	-	-	48	-	1个月前	缺货	-	-	71.8 (250ml*2)	-	两个月前	72 (250ml*2)	-	一个月前	缺货	-	-
		金典纯牛奶 205ml*12	66	68	折后42元	当月	65	买一箱送6瓶果粒优酸	2个月前	61.5	折后49.5元	1个月前	54.8	-	一个月前	55	-	两个月前	49.5	-	两个月前
		金典有机奶 250ml*12	80	75	-	1个月前	76	折后57元送6瓶	3个月前	76	折后57元	1个月前	67.8	-	一个月前	76	-	两个月前	76	-	一个月前
	低温	畅轻 250g	8.9	8.5	-	当月	8.5	买2赠1	当月	8.5	-	当月	5.4	-	当月	7.9	买2赠1	当月	7.9	买2赠1	当月
	Joyday 220g	9.9	缺货	-	-	9.9	买2送杯子	当月	9.7	-	当月	9.9	-	当月	9.9	第二件半价	当月	9.7	-	当月	
蒙牛	常温	纯甄原味 200g*12	70.8	48.8	买一箱送4瓶, 2箱88	3个月前	66	买一箱送4瓶	1个月前	60	折后49元	当月	44	-	一个月前	44	-	两个月前	49.6	-	一个月前
		PET瓶原味 230g*10	80	80	折后65	1个月前	80	-	1个月前	80	-	1个月前	73	-	一个月前	78	-	一个月前	78	-	一个月前
		特仑苏纯牛奶 250ml*12	65	64.5	2箱99元; 单独64.5	2个月前	65	买一箱送6瓶真果粒	1个月前	62.5	折后49.5元	1个月前	49.9	-	两个月前	55	-	一个月前	55	-	一个月前
		特仑苏有机梦幻蓝 250ml*12	90	75	-	2个月前	75	买一箱送5瓶	2个月前	75	-	3个月前	75	-	一个月前	75	-	两个月前	75	-	两个月前
		蒙牛纯牛奶 250ml*16	48	48	-	1个月前	48	-	1个月前	48	-	2个月前	缺货	-	-	33.6	-	一个月前	31.2	-	两个月前
	低温	冠益乳 250g	8.5	8.5	两瓶10.9	当月	8.5	-	当月	8.5	-	当月	5	-	当月	5	-	当月	5	-	当月
	特仑苏高钙酸奶 115g*3	36	缺货	-	-	缺货	-	-	缺货	-	-	29.7	两件减10元	当月	29.7	-	-	29.1	-	当月	
光明	常温	莫斯利安 200g*12	72	44.9	买一箱送6瓶	5个月前	49.9	送6瓶莫斯利安沙拉系列	2个月前	56	折后44.9元	1个月前	49.9	-	一个月前	缺货	-	-	缺货	-	-
		优+ 250ml*12	54	42.8	-	1个月前	51	-	当月	46.8	折后42.8元	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21.5元	当月	10.9	-	当月	15.3	-	当月	12.9	满25减5	当月	12.9	-	当月	12.9	-	当月
	优倍 500ml	12	12.5	-	当月	950ml22.2	-	当月	12.5	-	当月	缺货	-	-	12.9	-	当月	12.9	-	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	-	-
		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	9.8	两瓶15	当月	8.6	买2赠1	当月	缺货	-	-	8.9	两件15元	当月	8.9	买一赠一	当月	8.7	买一赠一	当月
		芝士 180g	4.5	4.8	-	当月	4.6	三袋9.9	当月	缺货	-	-	3.8	-	当月	3.5	-	当月	3.4	-	当月

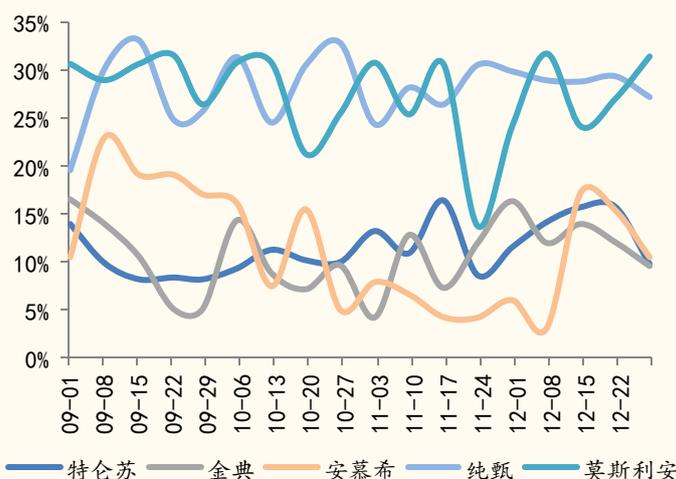
来源：渠道调研，国金证券研究所；注：北京调研于 12 月 28 号，上海于 12 月 27 日；生产日期为 12 月即当月，11 月即 1 个月前，10 月即 2 个月前，以此类推

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

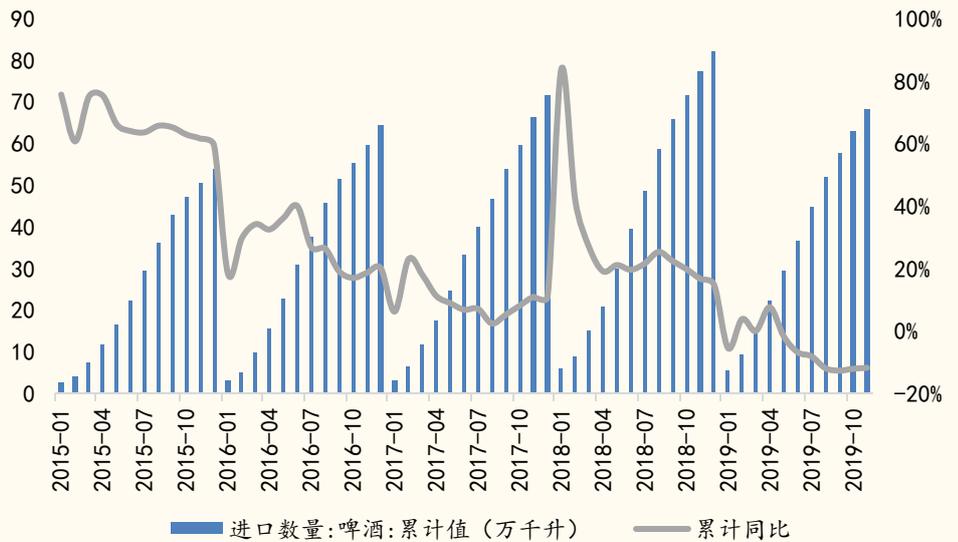
2.1 白酒板块——茅台销售计划略超预期，汾酒“一控三提”保增长

- 中信白酒指数本周（12.23-12.27）上涨 0.82%。高端龙头确定性强，次高端龙头渠道反馈向好。
- 高端白酒：1) 贵州茅台：批价在 2350-2460 元波动，环比有所下降。12 月 12 日公司宣布发货，9 月底打款的经销商享受优先发货并且目前已到货。其余经销商预计 12 月 25 日、26 日到货。部分经销商反馈已经收到明年 1-2 月的配额，且生肖酒月底前也能到货。茅台经销商大会反馈明年计划不过今年，2020 年茅台酒将大幅提高自营规模，渠道加推 2800 吨，投入 33 个茅台直营店，明年起经销商提前一个月打款即可。12 月 27 日，贵州茅台酒股份有限公司发布《关于 2020 年度茅台酒销售计划的公告》，公告显示 2020 年度茅台酒销售计划 3.45 万吨左右。2) 五粮液：批价 890-920 元，环比回落。成都与河南批价持平，上海、江苏批价环比回落 5-10 元，而广东、湖南批价环比上涨 5-10 元。库存方面，由于本周新增发货，经销商库存水平增加，大多在 1.5-3 个月。预计经过春节旺季的消化，库存将有所下降。3) 泸州老窖：国窖批价 770-780 元波动，保持平稳。目前最新打款价仍是 820 元，将于 1 月 10 日再提 20 元，促进经销商打款。
- 次高端：1) 洋河股份：海、天、梦 3、梦 6、梦 6+批价为 122、275、375、500 元、600 元，环比变化不大。2) 山西汾酒：批价稳定，库存良好。其中，青花 20 批价为 340-350 元，终端价约为 378 元，单瓶利润约为 50 元；青花 30 批价为 540-550 元，终端价约为 598 元，单瓶利润约为 30 元。经销商库存保持良性，在 2 个月之内。3) 水井坊：湖南地区珍酿 8 号批价 310 元，环比上涨 5 元以内，井台批价 430-435 元，丝路版批价 450 元，环比不变。4) 今世缘：国缘对开、四开批价分别为 250-255 元、380-385 元，环比不变。库存方面，春节备货前，南京地区经销商库存 1.5 个月左右，淮安地区库存 0.5 个月左右，受近期春节备货的影响，库存有所提升，仍属正常。
- 后周期时代，经济政治压力及高基数背景下，反馈经营表现与渠道规划，清晰春节情况和市场动态节奏，来年目标规划理性。紧盯旺季回款表现，明朗增速预期。高端龙头确定性强，渠道持续改善。降速为自然趋势，各环节持续健康优化更为核心。次高端与区域龙头调整政策，表现预计进一步分化。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——进口啤酒销量持续下降，推动结构升级

- 进口啤酒量减趋势明显，国产高端啤酒认知度提升：2019 年前 11 个月国内进口啤酒合计 68.32 万千升，同比下降 11.8%，今年以来持续下滑。进口啤酒整体以高端为主，与国产啤酒相比平均酒精度数更高，整体均价维持在 1000 美元/千升左右，显著高于国产啤酒，以高端差异化，尝鲜为核心诉求。但 2019 年开始进口啤酒数量结束了连续十年的高速增长，首次出现下降。我们认为进口啤酒销量下滑一方面由于百威、嘉士伯、喜力等国际品牌选择在国内建厂生产，另一方面经销商短期凭借进口啤酒的巨大价差获取的利润空间难以弥补长期周转较慢带来的成本端消耗；更重要的是我们认为在行业格局变革的大背景下，国产啤酒的高端产品正逐步被消费者认知和认可，进入高端消费者的消费选项中。长期来看，我们认为进口啤酒仍是占啤酒消费总量 2%左右的小众消费品，预计销量仍将是下滑趋势，但对于高端消费者培育和消费趋势的指引仍然十分有效。

图表 5：进口啤酒数量持续下降



来源：统计局，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——各乳企上游积极布局，重点关注后期原奶价格走势

- **原奶价格近两周略有放缓，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 18 日，我国主产区生鲜乳平均价格为 3.82 元/公斤，环比略降 0.5%，同比上涨 6.4%。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。

- **各乳企上游积极布局：蒙牛与宁夏农垦集团签署战略合作协议，光明中标江苏辉山乳业、牧业相关资产。**12月25日，蒙牛集团与宁夏农垦集团签署了战略合作协议，双方将在种植、养殖、加工、销售等方面开展全方位合作，加快推进奶业振兴发展。宁夏农垦集团创建于1950年，是国有大型农业企业，业务涵盖种植业、牧业、服务业、葡萄产业等四大板块，其中旗下宁夏农垦贺兰山奶业拥有15座国有牧场、2个草业公司、1个饲料公司和1个乳制品加工企业，奶牛存栏量3.6万头，年生产鲜奶20万吨。我们认为，此次战略合作将进一步加强蒙牛在上游的布局，原奶供应稳定性也将得到进一步的保障。光明乳业24日发布公告，其参与竞拍江苏辉山乳业及江苏辉山牧业相关资产，并最终与7.51亿元的成交价格中标。本次竞拍为资产拍卖，原江苏辉山乳业及江苏辉山牧业的债权债务和或有负债与光明乳业无关。从江苏辉山牧业所拍卖资产来看，本次竞拍标的包括房屋及地面附着物、牛舍基础配套设施、生产性生物资产、机械设备、原材料等所有资产，有利于公司增加奶牛存栏数，进一步完善华东、华北地区奶源基地布局，光明的上游养殖空间进一步打开，同时在当前行业缺奶的状况下也有望缓解公司奶源相对紧张的局面。此次中标不仅有利于上游，光明同时将江苏辉山乳业相关资产并入（包括生产设备、原材料、产成品等），有利于公司继续优化产能，完善华东、华北地区生产基地布局，同时有利于公司拓展江苏、山东、安徽等市场，省外市场有望进一步打开。
- **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）。当前两强股价上涨背后的核心原因在于渠道反馈蒙牛明年的费用可能会有所收缩，2020年竞争有望边际趋缓，提升了投资者情绪，但是部分掩盖了竞争仍然比较激烈的四季度。我们依然坚持原来的观点，预计四季度蒙牛利润可能不及预期，存在股价下跌风险，但将创造阶段性买入最好时机点，推荐届时买入；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，当前即是最佳布局点。
- **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——原材料价格稳定可控，调味品行业全年高增可期

- **全年黄豆价格承压，包材价格下行：**调味品各企业成本中原材料占比超过8成，原材料中食材主要是黄豆、白糖等、包材主要是纸箱、玻璃瓶等。2019年原材料中黄豆价格承压、白糖价格同比上涨、包材价格有所下降，综合来看原材料价格波动整体在可控范围内，对毛利率影响不大。但2019年黄豆价格上涨最为明显，其中Q1同比持平，Q2开始持续了三个季度的上涨，整体上涨幅度在7%左右。预计2020年黄豆价格仍是影响各调味品企业毛利率的核心因素，主要受到核心种植地东北等地的种植量和单产情况的影响，原材料价格也是各公司是否提价的核心判断因素，需长期关注和跟踪。

图表 6：黄豆价格上涨 7%左右



来源：统计局，国金证券研究所

- **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。

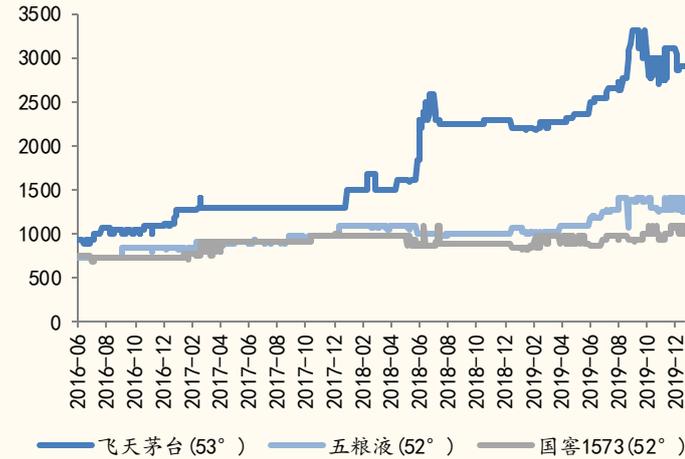
三、行业数据更新

- **本周茅台终端成交价环比持稳，五粮液、国窖 1573 环比有所下跌。**据京东各品牌白酒成交价来看，本周茅台终端成交价环比持稳，五粮液、国窖 1573 终端成交价环比有所下跌，具体来看：飞天茅台（53°）本周价格为 2898 元/500ml，较上周持平；五粮液（52°）本周价格为 1268 元/500ml，较上周（1399）下跌 9.4%；国窖 1573（52°）本周价格为 999 元/500ml，较上周（1099）下跌 9.1%。高端茅五泸批价受发货节奏调整影响有所下降，预计回落幅度有限，整体春节趋势向好。
- **原奶价格环比小幅回落，预计后期仍不改温和上涨态势。**截至 2019 年 12 月 18 日，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格为 3.82 元/公斤，较上期下跌 0.52%，同比增长 6.41%。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 20 日牛奶价格为 12.27 元/公斤，较上期（12 月 13 日）小幅上涨 0.08%；酸奶价格为 15.36 元/公斤，较上期（12 月 13 日）小幅下跌 0.07%。
- **调味品方面，整体原料价格环比基本持平。**截至 12 月 20 日，大豆（黄豆）市场价为 3918.30 元/吨，与上期（12 月 10 日）相比价格上涨 0.89%。豆粕价格小幅下跌，12 月 18 日全国豆粕平均价格为 3.29 元/公斤，较上期

(12月11日)下跌0.60%。12月18日全国玉米平均价格2.10元/公斤,较上期(12月11日)持平。12月27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平。

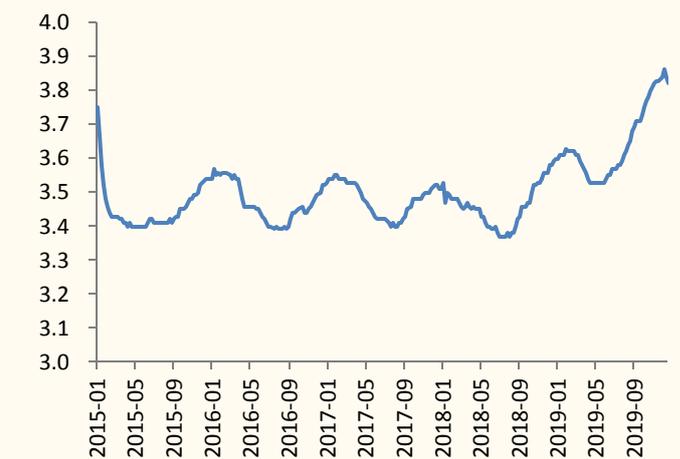
- **啤酒方面:大麦价格环比小幅上涨,包装成本环比有所上涨。**截至2019年12月26日,国内大麦市场平均价为1897.50元/吨,环比上涨0.5%。包装材料方面,12月20日瓦楞纸市场价为3543.00元/吨,较上期(12月10日)上涨2.05%;12月20日箱板纸平均价格为4200.00元/吨,较上期(12月13日)持平;12月27日玻璃价格指数为1209.15,较上周(12月20日)下跌0.08%;12月20日铝材价格指数为93.88,较上期(12月13日)上涨0.51%。总体来看,包装材料整体价格环比有所上涨。

图表 7: 茅台五粮液国窖每周京东成交价(元/500ml)



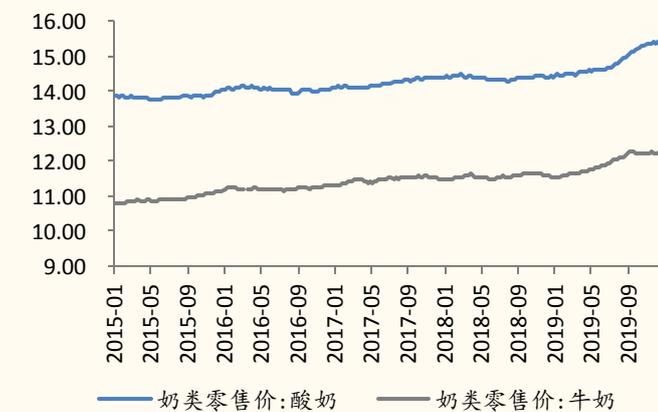
来源: wind, 国金证券研究所

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)



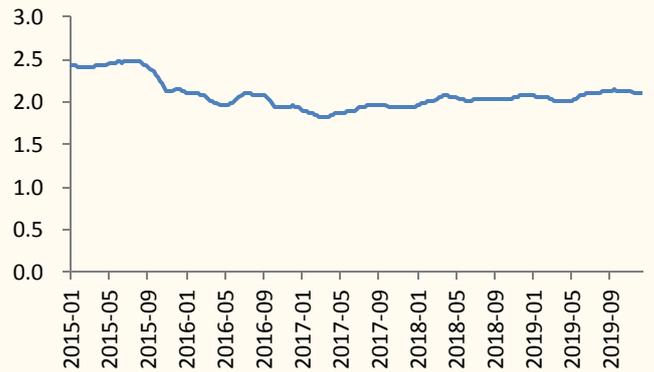
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 全国市场价: 大豆: 黄豆 (元/吨)



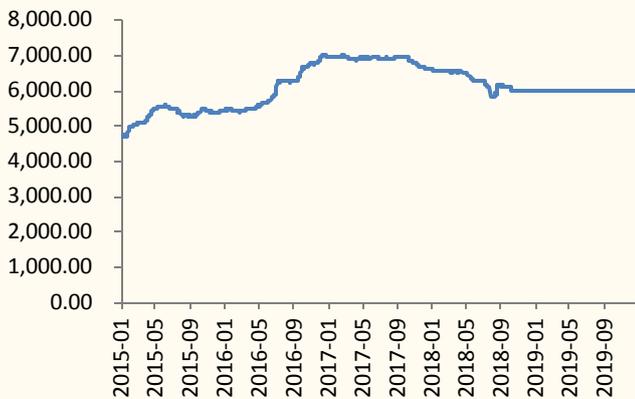
来源: wind, 国金证券研究所

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)



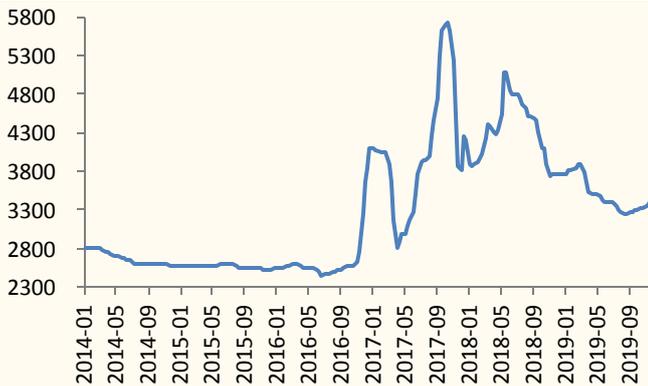
来源: wind, 国金证券研究所

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



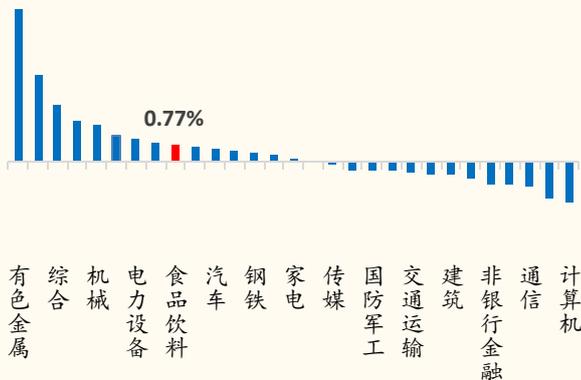
来源: wind, 国金证券研究所

四、上周行业回顾

4.1 行情回顾

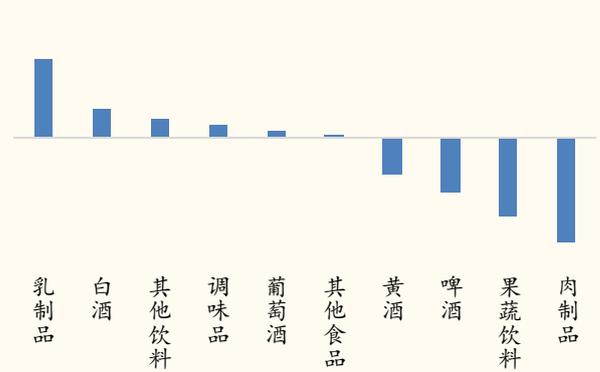
2019年12月23日-12月27日, 沪深300指数上涨0.12%, 食品饮料板块上涨0.77%, 其中涨幅前三的分别是惠发股份(+30.32%)、黑芝麻(+9.55%)、广东甘化(+7.15%), 跌幅前三的分别是酒鬼酒(-6.82%)、盐津铺子(-4.25%)、双汇发展(-4.05%)。

图表 19: 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 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

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 (%)
惠发股份	+30.32%	酒鬼酒	-6.82%
黑芝麻	+9.55%	盐津铺子	-4.25%
广东甘化	+7.15%	双汇发展	-4.05%
妙可蓝多	+7.14%	得利斯	-3.93%
百洋股份	+7.03%	加加食品	-3.54%
ST 威龙	+6.66%	燕塘乳业	-3.35%
古井贡酒	+4.06%	迎驾贡酒	-3.30%
绝味食品	+4.05%	星湖科技	-3.30%
安迪苏	+3.33%	元祖股份	-3.10%
天味食品	+2.84%	金徽酒	-3.02%

来源: wind, 国金证券研究所

4.2 公告精选

【酒鬼酒-澄清公告】12月23日酒鬼酒澄清称公司从未采购甜蜜素，也从未向54°500ml老酒鬼酒中添加甜蜜素。本公司已经提请相关市场监管部门对本公司市场流通产品进行全面检测，并第一时间向社会公布检测结果。

【百洋股份-股权转让】12月23日公司收到控股股东、实际控制人的通知，孙忠义先生、蔡晶女士拟将其持有的上市公司股份的29.99%（目前共持有41.31%）协议转让给青岛国信金控。转让实施完毕后，上市公司控股股东将变更为青岛国信金控。

【光明乳业-竞拍资产】2019年12月23日至2019年12月24日，光明乳业股份有限公司参与竞拍辉山乳业发展（江苏）有限公司及辉山牧业发展（江苏）有限公司相关资产，并最终人民币7.51亿元的成交价格中标。

【妙可蓝多-问询回复】相关资金拆除事项构成关联方非经营性资金占用，且公司未履行相应的内部决策和审议程序，未按会计准则要求进行相应账务处理。经公司认真自查并经向控股股东核实，公司不存在其他未披露的资金占用和违规担保、不当交易等侵占上市公司利益的情形。

【贵州茅台-股权转让】12月25日，根据贵州省国资委的要求，茅台集团将无偿划转将本公司5024万股股份（占本公司总股本的4.00%）划转至贵州省国有资本运营有限责任公司。完成后，茅台集团将持有本公司58.00%股份。

【伊利股份-设立投资基金】12月25日公司及控股子公司拟共同出资6.7亿元设立风险投资基金，该风险投资基金主要围绕健康食品、健康相关及其他有投资价值的领域，对具有高发展潜力的初创期和成长期企业进行投资。

【酒鬼酒-抽检结果】12月25日下午，湖南省市场监督管理局公布了近3年全省白酒抽检监测统计结果。统计结果显示，全国各级市场监管部门（含原食品药品监管部门）于2017年至2019年期间对酒鬼酒股份有限公司生产的白酒抽检监测总64批次全部符合标准要求。

【迎驾贡酒-澄清公告】12月26日公司关注到有媒体在网络上发布或转载了针对公司存货高、频繁提价、渠道压货等相关信息，对公司定期报告中部分数据进行了解读。公司进行了认真核实，相关媒体报道中的内容与事实不符。

【三只松鼠-项目合作】12月26日公司与无为市人民政府本着平等互利、共谋发展的原则签订了《三只松鼠联盟工厂项目框架协议》，就双方在无为经济开发区投资建设健康食品联盟工厂项目达成合作意向。

【贵州茅台-销售计划】公司2020年度茅台酒销售计划为3.45万吨左右。上述茅台酒销售计划仅为初步计划，存在不确定性因素，敬请投资者予以关注。

【庄园牧场-归还募集资金】截至2019年12月27日，公司已将暂时补充流动资金的1亿元人民币全部提前归还至公司募集资金专用账户，并通知了公司的保荐机构。至此，本次使用闲置募集资金暂时补充流动资金事项已完成。

4.3 行业要闻

■ 酒类及饮料：

酒鬼酒的甜蜜素事件的前因后果大致已经清晰，原本是一桩厂、商之间的经济纠纷，演变成一场食品质量安全事件，最终关注点又回到经济纠纷层面。（酒说）

2019年，保健酒业公司预计实现销售收入11.50亿元，同比增长3.99%。核心自主品牌茅台不老酒销售收入同比增长230%，成为保健酒业公司现有八大品牌中首个过亿元的大单品。（徽酒）

久泰公司于23日下午召开了成都片区核心客户年终沟通会。有知情人士透露：“久泰公司在会上首次公布了详细的经销商股权激励方案。”此举在业内人士看来，标志着久泰公司酝酿已久的改制计划正式试点。（徽酒）

习酒与郎酒召开交流座谈会，双方就品牌营销、品质提升、生产管理、产能和人才队伍建设等方面进行深度探讨。此次访问旨在继续探究郎酒“生长养藏”之妙，深化、落实上次三方会晤共识，加快“酱香酒谷”建设，共同推高酱酒品质。（徽酒）

2019年，牛栏山销售收入继续保持两位数的增长。牛栏山方面以“三新”进行定位，将坚持“民酒定位”，以归零的心态重新出发，深入推动高质量发展，深耕全国化市场，全面推进精细化管理。（酒业家）

12月26日，2019年汾酒全球经销商大会在太原举行。有参会经销商表示，此次大会吸引了2020名经销商参会，创下汾酒经销商大会参会新纪录，这说明了经销商对汾酒的明天充满信心。（徽酒）

2020年上半年上海地区生鲜乳收购基础价为3.92元/公斤，每千克比2019年下半年增加3分钱，原有的优质优价、分级奖励、乳脂率、乳蛋白率封顶、两病检测和原牧场分级奖励标准与奶价挂钩等方案保持不变。（乳业资讯网）

12月27日蒙牛百亿产业集群及配套现代化牧场项目签约。该项目将配套建设养殖园区与核心工厂共同铸就产业集群。项目建成后，园区内泌乳牛五年内存栏达到5万头。（小食代）

■ 其他：

卢森堡在12月18日做出通报。其一编号为“2019.4521”的通报显示（，在10月31日进行的奶粉抽样中，产自英国、于比利时分销的婴儿奶粉被指检出了矿物油，结果为3.5mg/kg。（乳业资讯网）

中文版a2至初四段儿童配方调制乳粉已在线上线下多渠道上市，包括天猫和母婴店等。该产品在天猫售卖的900克单罐价格接近400元。（小食代）

12月25日消息，澳大利亚有机奶粉制造商贝拉米正式从澳交所摘牌退市，成为蒙牛集团旗下的全资子公司。（乳业在线）

近日，海底捞推出了一款瓶装酸牛奶新品，产品规格为220g/瓶，共有西柚、白桃、乌梅三种风味，酸牛奶中含有新鲜的果粒，消费者在喝前摇一摇，可以拥有更佳的饮用体验。（食品板）

2019年12月26日，国家药品监督管理局政务服务门户公布了婴幼儿配方乳粉产品配方注册决定待领取信息，涉及3款产品的变更。（乳业资讯网）

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	事项
12月30日	庄园牧场	召开股东大会
	上海梅林	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