

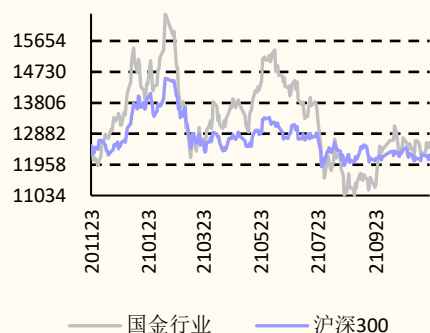
消费升级与娱乐研究中心

食品饮料行业研究增持（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	12614
沪深 300 指数	4890
上证指数	3560
深证成指	14752
中小板综指	14137



相关报告

- 1.《放短看长，把握淡季调整性价比机会-食品饮料周报》，2021.11.14
- 2.《推荐白酒布局良机，关注食品基本面改善-食品饮料周报 1107》，2021.11.7
- 3.《啤酒提价复盘及空间测算，高端化进行时-啤酒行业深度报告》，2021.11.6
- 4.《静候白酒三季报业绩落地，关注非酒提价节奏-食品周报 1024》，2021.10.24
- 5.《秋糖反馈及三季报前瞻，坚守确定性龙头-食品周报》，2021.10.17

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

白酒关注股权激励，食品理性看待涨价逻辑

投资建议：

- **白酒股权激励持续落地将激发企业改革势能，提升内外部积极性。**自 21 年下半年起，白酒板块股权激励事件频现。洋河、水井坊员工持股计划相继落地，老窖已发布股权激励草案，今世缘亦回购股份以备后续股权激励。当前，市场对板块内尚未施行股权激励的其他标的亦存在施行股权激励预期。股权激励作为牢固公司发展与员工利益的手段，亦能巩固公司经营的稳定性。
- **我们认为，股权激励成效与激励覆盖面及激励考核目标密不可分。**复盘 19 年汾酒限制性股票激励计划，激励对象为公司高管、关键岗位中层人员、核心骨干人员共计 395 人，业绩考核目标亦涵盖营业收入、ROE、主营业务占比三部分。乘次高端快速发展之东风，凭借差异化清香香型、产品结构优化及分销渠道建设，青花迅速在次高端市场占据一席之地，公司经营亦大幅改善。当前公司已提前完成营收考核目标（21 年前三季度公司营收较 17 年全年增长 186%），ROE 亦远高于 22% 的考核目标，激励成果斐然。**整体而言，参考历史股权激励，落地后业绩完成度较高；通过将核心人员利益同公司市值绑定，更能激发对公司可持续发展的重视。**
- **食品涨价政策频出，建议理性看待涨价对利润的传导。**近期大众品、调味品、啤酒等涨价政策频出，我们梳理了涨价背后成本驱动的逻辑，及后续传导至利润端的展望。**我们认为，涨价对净利率顺利传导的核心因素有二：1) 企业龙头地位较为夯实，涨价后市占率相对稳定；2) 成本压力有望缓解，提价明显增厚利润。**整体看来，啤酒及部分格局稳定的食品公司更加受益于涨价政策，建议结合估值及需求恢复，理性看待涨价对利润的传导。
- **啤酒涨价解析：成本中，包材占比接近 50%，麦芽占比 14%，玻璃、铝、麦芽、纸箱等的价格上涨将助推吨成本上移。**调研反馈，重啤 1 年 2 次采购，华润 1 年采购 2-3 次，我们判断，当前玻璃价格有所下行，但传导到成本端尚需时间；叠加铝、麦芽价格仍处高位，Q4 及 22H1 成本压力存在环比加重的可能，22H2 或将逐步缓解。提价为行业性趋势，龙头份额有望保持稳定。
- **乳制品涨价解析：两强年初已经针对小白奶有 5% 左右的提价，预计年内提出厂价的概率不大。**除了直接提价，两强在费用投放和结构升级方面都有较大的空间来释放利润。预计奶价涨幅高点已过，明年涨幅相比今年有所收窄。考虑到竞争趋缓、结构升级和成本压力放缓，两强明年净利率有望继续提升。
- **调味品涨价解析：本次原材料价格上涨属于疫情时期的非常规价格波动，**明年原材料成本压力仍有望观察。当前，提价落地有利于缓解各公司的成本压力，预计毛利率有望保持平稳，后续仍将观察需求及格局变化。
- **投资逻辑：考虑基本面确定性及其估值性价比，当前依旧首推白酒板块，**高端白酒龙头（22 年估值中枢为 30X-35X），关注改革次高端的调整机会；非酒持续跟踪需求恢复及格局改善，推荐啤酒、乳业及卤制品龙头。
- **风险提示：宏观经济下行风险/疫情持续反复风险/区域市场竞争风险。**

内容目录

一、本周专题：白酒关注股权激励，食品理性看待涨价逻辑.....	3
二、投资逻辑.....	8
三、本周行情回顾.....	9
四、行业数据更新.....	11
4.1 白酒板块.....	11
4.2 乳制品板块.....	12
4.3 啤酒板块.....	12
五、公司公告与事件汇总.....	13
5.1 公告精选.....	13
5.2 行业要闻.....	15
5.3 近期上市公司重要事项提醒.....	16
六、风险提示.....	16

图表目录

图表 1：白酒板块近期股权激励方案简述.....	3
图表 2：啤酒板块涨价逻辑测算.....	4
图表 3：调味品板块涨价逻辑测算.....	5
图表 4：食品其他板块涨价逻辑测算.....	7
图表 5：本周行情.....	9
图表 6：本周食品饮料（申万）子行业涨跌幅.....	9
图表 7：申万食品饮料指数行情.....	9
图表 8：本周各板块涨跌幅.....	10
图表 9：本周食品饮料板块个股涨跌幅前十名.....	10
图表 10：食品饮料沪（深）港通持股占流通 A 股比例前二十名.....	11
图表 11：白酒月度产量（万千升）及同比（%）.....	11
图表 12：白酒终端成交价（元/瓶）.....	11
图表 13：高端白酒一批价水平（元/瓶）.....	12
图表 14：国内主产区生鲜乳均价（元/公斤）.....	12
图表 15：中国进口奶粉月度数据（万吨，%）.....	12
图表 16：啤酒行业产量（万千升）与同比（%）.....	13
图表 17：进口啤酒数量（千升）与均价（美元/千升）.....	13
图表 18：大麦市场均价（元/吨）.....	13
图表 19：全国瓦楞纸市场价（元/吨）.....	13
图表 20：上市公司重要事项提醒一览表.....	16

一、本周专题：白酒关注股权激励，食品理性看待涨价逻辑

■ 白酒板块受短期股权激励落地预期催化

自 21 年下半年起，白酒板块股权激励事件频现。洋河、水井坊员工持股计划相继落地，老窖已发布股权激励草案，今世缘亦回购股份以备后续股权激励。当前，市场对板块内尚未施行股权激励的其他标的亦存在施行股权激励预期。股权激励作为牢固公司发展与员工利益的手段，亦能巩固公司经营稳定性。

我们认为，股权激励成效亦与激励覆盖面及激励考核目标密不可分。复盘 19 年汾酒限制性股票激励计划，激励对象为公司高管、关键岗位中层人员、核心骨干人员共计 395 人，业绩考核目标亦涵盖营业收入、ROE、主营业务占比三部分。乘次高端快速发展之东风，凭借差异化清香香型、产品结构优化及分销渠道建设，青花迅速在次高端市场占据一席之地，公司经营大幅改善。当前公司已提前完成营收考核目标（21 年前三季度公司营收较 17 年全年增长 186%），ROE 亦远高于 22% 的考核目标，激励成果斐然。整体而言，参考历史股权激励，落地后业绩完成度较高；通过将核心人员利益同公司市值绑定，更能激发对公司可持续发展的重视。

图表 1：白酒板块近期股权激励方案简述

标的	今世缘	洋河股份	水井坊	泸州老窖
方式	股票期权激励（草案）	核心骨干持股	员工持股	限制性股票激励（草案）
覆盖面	不超过 360 人；包括高管、核心技术人员、管理骨干。	不超过 5100 人；包括高管、中高层、核心骨干。	不超过 66 人；包括高管、中基层管理人员、核心骨干。	不超过 521 人；包括高管、中层管理人员、核心骨干。
业绩考核目标	<p>(1) 营业收入：以 18 年营收为基数，20-22 年营收增长率不低于 45%/75%/115%，且不低于同行业/对标企业 75 分位数、高于 18 年公司所处行业分位数。</p> <p>(2) ROE：20-22 年 ROE 不低于 19.7%/20.5%/21.5%，且不低于同行业/对标企业 75 分位数、不低于 18 年公司所处行业分位数。</p> <p>(3) 主营收入占比：20-22 年主营业务收入占营业收入比例不低于 95%。</p>	<p>(1) 营业收入：21-22 年营收同比增速均不低于 15%。</p>	<p>(1) 营业收入：21-22 年营收同比增速均值、21-23 年营收同比增速均值在 9 家对标企业中排名前 5。</p>	<p>(1) ROE：21-23 年 ROE 不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位数。</p> <p>(2) 净利润：以 19 年净利润为基数，21-23 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位数。</p> <p>(3) 成本费用：21-23 年成本费用占营收比例不高于 65%。</p>

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 啤酒板块提价逻辑梳理

成本中，包材占比接近 50%，麦芽占比 14%，玻璃、铝、麦芽、纸箱等的价格上涨将助推吨成本上移（当前，浮法平板玻璃、现货铝、国内大麦均价、瓦楞纸价格对比 20 年同期增长约 23%、34%、21%、29%）。调研反馈，重啤 1 年 2 次采购，华润 1 年采购 2-3 次，我们判断，当前玻璃价格有所下行，但传导到成本端尚需时间；叠加铝、麦芽价格仍处高位，Q4 及 22H1 成本压力存在环比加重的可能，22H2 或将逐步缓解。复盘 18 年，本轮提价的时间提前、幅度加大、竞争格局更稳定、产品结构优化，预计将加速传导到利润端（18 年需要 2-4 个季度）。考虑基数 22Q1 偏高、22Q3 偏低（青啤 21Q1/Q2/Q3 对比 19 年同期销量变动+1.1%/+0.6%/-6.2%），静待旺季需求好转带来量的释放。中长期把握“高端化+经营效率提升”的主线，看好高端化空间广+确定性强的华润啤酒、国产中高端领头羊青啤，关注盈利能力领先的重啤。

华润啤酒：1) 提价：渠道反馈，9月勇闯全国提价（体量300-400万吨），幅度10%上下，预计对ASP的影响在3-4%；11月初四川的部分主流产品提价8-15%，预计对ASP的影响不足1%。2) 吨成本：由于产品结构较差，预计受原材料成本上涨影响偏重。调研反馈，预计吨成本增速21H2为 Middle 位数及以上，22年至少为 Middle 位数或以上。3) 利润率：我们认为，提价+结构升级带动ASP上行，预计22年毛利率变动2pct以上，销售费率稳中有进，21-22年收入增速为10%/10%，核心利润（还原关厂、不考虑补偿款）增速为32%/24%，绝对值为39/48亿元，其对应的22年PE为37X。

青岛啤酒：1) 提价：渠道反馈，8月山东纯生终端价提5%，年底纯生、经典等产品提价8-10%（20年纯生70-90万吨、经典200万吨），预计带来ASP增幅为3-4%。2) 利润率：预计21-22年收入增速为8.5%、8%，利润增速为26%、23%，利润绝对值为28/34亿元，对应PE为48/39X。

重庆啤酒：1) 提价：渠道反馈，9月疆内全系列产品提价落地，10月中下旬疆外乌苏箱价提升4-6元（幅度为10%左右），预计对ASP的贡献在3%以上（乌苏Q1-3销量79万吨，10月销量7万吨，预计全年85-90万吨）。年底到明年旺季前，不同产品均存在提价的可能，幅度为4-8%。2) 吨成本：受益于集团锁价+产品结构优异，21年吨成本变动不大。调研反馈，上下半年各做一次采购招标，当前原材料库存可满足Q4生产，预计明年成本将明显加重。3) 利润率：21、22年销售费率与20年持平，预计21-22年收入增速为22%/19%，利润绝对值为12/15亿元，对应PE为66/53X。

图表2：啤酒板块涨价逻辑测算

公司名称	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度	今年成本压力测算	明年成本变化趋势	提价对利润的增厚幅度	21-22年收入及利润预测
青岛啤酒	2021年8月	2021年8月	纯生	山东终端箱价提6元左右，幅度5%	考虑Q4为淡季（销量占比仅11-12%），整体对吨成本的影响不大，21Q1-3吨成本同比+4%多，预计全年吨成本变动为4-5%	预计22H1吨成本增速为大个位数（8-10%）；22H2增速放缓	预计22年ASP提升大个位数至小双位数，22H1毛利率提升0-1pct；22H2毛利率提升3-4pct；全年毛利率提升约2pct	21/22年收入增速8.5%、8%（绝对值301/325亿）；利润增速26%、23%（绝对值28/34亿），当前股价对应PE为48X/39X
	2021年10月	2021年12月底	纯生、经典	出厂、终端提8-10%				
华润啤酒	2021年8月	2021年9月	勇闯天涯新包装	全国换装升级，幅度10%上下	21H1吨成本同比+4%，预计21H2吨成本上升到中大个位数，对应全年吨成本提升5-6%	预计22年全年变动为 Middle 位数或以上	预计22年ASP或上升小双位数，22H1毛利率维稳；22H2毛利率提升3-4pct，22年毛利率提升2-3pct，全年销售费率有所提升	21/22年收入增速10%、10%（绝对值350/387亿）；核心利润（还原关厂、不考虑补偿款）增速为32%/24%（绝对值为39/48亿元），其对应的PE为45/37X
	2021年10月	2021年12月	勇闯（罐）、精制、清爽、9°等	四川地区开票价提3-4元/箱，幅度8-15%				
重庆啤酒	2021Q3	2021年9月	乌苏全系列	疆内	21Q1-3吨成本同比持平，预计全年吨成本变动为低个位数	预计22H1吨成本增速为 Middle 大个位数；22H2增速放缓	预计22年ASP提升大个位数，22H1毛利率提升1pct；22H2毛利率提升2.5-3pct；全年毛利率提升约1.5-2pct，全年销售费率维稳	21/22年收入增速22%、19%（绝对值133/158亿）；利润绝对值12/15亿，对应PE为66/53X
	2021年8月	2021年10月	大瓶乌苏	疆外出厂箱价提4-6元，幅度10%以上				
	2021年10月	2021年年底	不同区域、不同产品	整体提价幅度4-8%				

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 调味品板块提价逻辑梳理

今年以来，调味品原材料价格大幅上涨，业内公司纷纷提价以对冲成本上涨的压力，其中海天味业将酱油、蚝油、酱料等产品价格上调 3%-7%，李锦记将部分产品价格上调 6%-10%，恒顺醋业将部分产品价格上调 5%-15%，涪陵榨菜将榨菜各品类价格上调 3%-19%，安琪酵母连续两次提价，提价品类包括干酵母、半干酵母、鲜酵母、膨松剂、改良剂、乳化剂、鸡精等，提价幅度约为 8%-30%。我们认为，本次原材料价格上涨属于疫情时期的非常规价格波动，预计原材料压力仍需持续观察。当前，提价落地有利于缓解各公司的成本压力，预计毛利率有望保持平稳，若后续原材料价格下调，毛利率及净利率有望稳步提升。

重点公司提价影响预测：1) 涪陵榨菜，考虑 70g 榨菜主力产品（占收入 80%）提价幅度，预计整体吨价提升近 15%，22 年毛利率预计将提升 4-5pct；2) 安琪酵母，本次提价 45%左右产品，提价幅度约为 8%-30%，预计毛利率将有所改善。综合考虑本次提价幅度、公司产品结构，结合毛利改善预测，我们建议关注基本盘稳定、利润改善空间充足的龙头企业涪陵榨菜以及安琪酵母。

图表 3: 调味品板块涨价逻辑测算

公司名称	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度	今年成本压力测算	明年成本变化趋势	提价对利润的增厚幅度	21-22 年收入及利润预测
海天味业	2021 年 10 月 13 日	2021 年 10 月 25 日	酱油、蚝油、酱料等	3%-7%	今年以来大豆、豆粕、玻璃瓶、塑料瓶、纸箱等原材料价格持续上涨。	大豆、豆粕等产品明年会逐步回归到正常水平；包材价格目前仍处高位，预计明年会有所下调。	考虑产品综合 5% 的提价，预计毛利率 22 年增厚 2.65pct 左右，净利率提升 1.5pct 左右。	21/22 年收入约为同增 8%、16%（绝对值 245.6、285.7 亿元）；归母净利润同增约为 5%、22%（绝对值 67.2/82.2 亿元），当前股价对应 PE 为 75.0X/61X
涪陵榨菜	2021 年 11 月 14 日	2021 年 11 月 12 日	榨菜各品类	3%-19%	21 年青菜头成本预计提升 50%-60%。	青菜头价格预计 22 年会逐渐回归到正常的 800-900 元/吨水平，目前高位达到 1400 元/吨。但 22H1 原料对应 21H2 会处于高位，22H2 预计成本压力会由于原料价格趋于理性而下降。	考虑 3%~19% 的提价幅度，预计毛利率提升 4-5pct。	21/22 收入约 25.0/29.5 亿，归母净利同增 -11%、48%（绝对值 6.9/10.0 亿），当前股价对应 PE 为 42X/29X
恒顺醋业	2021 年 11 月 3 日	2021 年 11 月 20 日	部分产品	5%-15%	糯米基本持平，结合包材/运输成本对毛利影响，整体影响毛利率约 2pct。	糯米目前价格处相对低位，明年预计略微有所上调；包材/运费下半年仍处高位，预计明年有所下调，整体成本会有所提升。	影响毛利率/净利率 +1.5pct（考虑费用端影响，净利率整体 2022 年预计 +2pct）。	21/22 年收入增速 -1%，15%（19.5/22.5 亿），归母净利 -31%、34%（2.1/2.9 亿），当前股价对应 PE78X/56X
安琪酵母	2021 年 9 月 29 日	2021 年 9 月 30 日	1. 大包装干酵母出厂价格上调 6000-8000 元/吨。 2. 半干酵母出厂价格上调 6000-8000 元/吨。 3. 鲜酵母出厂价格上调 2000-2500 元/吨。 4. 具体调价品种及价格详见安琪公司当地销售部通知。		原材料成本提升 30%~40%，能源、包材、海运运费亦上涨。直接导致毛利率从 20 年末的 34% 降至 21Q3 末的 29.58%。	22H1 糖蜜成本取决于目前榨季采购成本，目前糖蜜采购价非常高，同比 +40% 左右。能源、包材的同样高位，明年有望下降。海运运费取决于全球疫	目标毛利率 35% 左右，提价能覆盖成本端压力，如果成本端持续上扬还会继续提价。考虑提价 45% 左右产品，	21/22 年收入同增（17%、15%）104/120 亿，归母净利同增 1%、16%（13.8/16 亿元），当前股价对应 PE 为 32X/28X

	2021年11月1日	2021年11月8日	<p>1. 无铝害油条膨松剂系列产品价格上调 3000 元/吨。</p> <p>2. 馒头、面包改良剂系列产品价格上调 1000-2000 元/吨。</p> <p>3. 面包、蛋糕乳化剂系列产品价格上调 1000-3000 元/吨。</p> <p>4. 脱模油系列产品价格上调 2000 元/吨。</p> <p>5. 鸡精系列产品价格上调 2000-5000 元/吨。</p> <p>6. 具体调价品种及价格详见安琪公司当地销售部通知。</p>	<p>21 全年来看影响 2pct 左右，因为上半年原材料成本主要是去年采购。</p>	<p>情情况，预计 22 年会有所下调。</p>	<p>幅度 25%，预计毛利率将有所改善。</p>	
--	------------	------------	--	---	--------------------------	---------------------------	--

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 乳制品板块提价逻辑梳理

两强年初已经针对小白奶有 5%左右的提价，预计年内提出厂价的概率不大。除了直接提价，两强在费用投放和结构升级方面都有较大的空间来释放利润，以此应对成本压力，21H1 蒙牛毛销差提升 1.8pct，21Q1-3 伊利毛销差提升 1.17pct。此外，预计奶价涨幅高点已过，明年涨幅相比今年有所收窄。考虑到竞争趋缓、结构升级和成本压力放缓，两强明年净利率有望继续提升。预计伊利 21/22 年归母净利增速分别为 26.5%/18.4%（89.6/106.0 亿元），当前股价对应 PE 为 28X/23X；蒙牛 21/22 年归母净利增速分别为 45.6%/23.6%（51.3/63.4 亿元），当前股价对应 PE 为 36X/29X。

■ 休闲食品板块提价逻辑梳理

板块内洽洽和桃李面包等已经出台提价指示，我们预计提价后传导效果会有所分化，主要与终端动销、竞争格局有关。预计洽洽的提价会相对顺畅，桃李有待观察。预计洽洽此轮提价基本可覆盖成本压力，利润率略有提升，21/22 年归母净利增速分别为 11.8%、20.9%（9.0/10.9 亿元），当前股价对应 PE 为 31X/26X。预计桃李面包 21/22 年归母净利增速分别为 -9.5%/20%（7.9/9.5 亿元），当前股价对应 PE 为 37X/31X。

■ 餐饮供应链板块提价逻辑梳理

板块大部分公司已出台提价指示或有提价计划，安井和海欣针对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品提价 3-10%，立高针对部分低毛利产品（港挞）已有提价计划；千味由于提前锁价，年内尚未有成本压力，但亦有计划于年底开始提价。目前来看此次提价是全行业提价，预计下游接受度较好。安井经过提价，毛利率及净利率有望回到 19 年的水平（19 年毛利率 25.7%，净利率 7-8%），预计 21/22 年归母净利润增速分别为 19%/34%（7.2/9.7 亿元），当前股价对应 PE 为 60X/45X。

图表 4: 食品其他板块涨价逻辑测算

公司名称	公告时间	提价时间	提价产品	提价幅度	今年成本压力测算	明年成本变化趋势	提价对利润的增厚幅度	21-22 年收入及利润预测
安井食品	2021 年 11 月 1 日	2021 年 11 月 1 日	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%	1) 油脂、大豆蛋白等原材料价格持续上涨; 2) 限电的影响; 预计全年影响毛利为 6% 左右 (测算结果影响偏大, 原因是安井自身产品结构的改变)	限电及人工成本的影响明年有望消除, 油脂、大豆蛋白等成本压力仍需持续观察	考虑三次提价, 毛利率及净利率有望回到 19 年的水平 (19 年毛利率 25.7%, 净利率 7-8%)	21/22 年收入同增 35%、26% (绝对值 95/119 亿元); 归母净利润增速 19%、34% (绝对值 7.2/9.7 亿元), 当前股价对应 PE 为 61X/45X
味知香	2021 年 11 月 1 日	--	部分产品		味知香产品价格上涨幅度低于原材料价格上涨幅度, 后期是否会继续调价会视具体情况而定	牛肉价格上涨, 2021 年 1-10 月牛肉 CPI 累计同比+3.4%。	公司原材料以牛肉、猪肉、鸡肉和鱼虾为主, 肉类需求较为分散且部分有替代效应, 预计明年成本压力可控。	21/22 年归母净利润 1.40/1.85 亿元, 当前股价对应 PE 为 54X/41X
桃李面包	--	2021 年 11 月 1 日	短保各类产品	3%	2021 年 1-10 月棕榈油上涨 52%、面粉上涨 2%。	预计烘焙油脂、面粉等价格仍在高位运行。	是否可增厚利润需观察提价是否顺畅, 以及明年原材料价格走势。	21/22 年归母净利润 -9.5%、20% (7.9/9.5 亿元), 当前股价对应 PE 为 37X/31X
洽洽食品	2021 年 10 月 22 日	2021 年 10 月 22 日	葵花子系列产品以及南瓜子小而香西瓜子产品	8%-18%	公司当年的葵花子原材料成本基本由去年 10-11 月开始的采购季确定, 今年以来葵花子成本压力相对稳定。坚果主要依靠进口, 疫情后价格有所降低, 但海运费用提升, 两者抵消后整体成本略有下降。	预计葵花子成本上涨 10% 以内	基本可覆盖成本压力, 预计利润率略有提升	21/22 年归母净利润同增 11%、20% (9.0/10.88 亿元), 当前股价对应 PE 为 31X/26X

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 重点公司跟踪

四川高端白酒大商: (1) 茅台: 12 月款已打, 预计月底发货到位, 散飞批价 2650 元左右, 库存极低, 预计批价会在 2600-2700 元区间波动, 批价低于 2500 元再往下走可能性很小。(2) 五粮液: 全年打款发货已完成, 普五库存 1.5-2 个月, 批价 960-970 元略有回落, 主要受疫情及近期发货量较多影响。经典五粮液从量的维度上略超预期, 价跌主要源于投放量增加, 可以期待经典五粮液的长期发展。(3) 老窖: 国窖打款完成, 发货 90%, 库存不到 1 个月, 批价 920-930 元。厂家工作重心控库存、批价管控较重视, 渠道管控力也较强,

提价会跟随五粮液。(4)当前高端市场持续扩容,虽然竞争者变多,但茅五泸凭借强品牌力与消费者口碑仍会成为最大赢家,对高端酒开门红谨慎偏乐观。

二、投资逻辑

1、白酒:本周板块有所回暖,系市场情绪恢复后企稳回升。周内散茅批价在 2650-2750 元左右波动,当前在 2700 元左右企稳,我们预计散茅批价仍会延续在 2700 元左右波动,向下突破 2600 元空间亦不大。整体当前市场处于清理库存蓄力来年开门红的状态,高端酒库存基本在 1 个月左右。我们预计明年板块量价齐升趋势仍未变,高端酒开门红叠加送礼需求表现可期,次高端亦持续享受消费升级趋势下价格带扩容红利。短中期建议关注白酒企业股权激励推出及落地的预期,中长期推荐强业绩确定性的高端标的(茅五泸)及次高端改革标的(洋河、汾酒、酒鬼)。

2、啤酒:成本中,包材占比接近 50%,麦芽占比 14%,玻璃、铝、麦芽、纸箱等的价格上涨将助推吨成本上移。我们判断,当前玻璃价格有所下行,但传导到成本端尚需时间;叠加铝、麦芽价格仍处高位,Q4 及 22H1 成本压力存在环比加重的可能,22H2 或将逐步缓解。复盘 18 年,本轮提价的时间提前、幅度加大、竞争格局更稳定、产品结构优化,预计将加速传导到利润端(18 年需要 2-4 个季度)。考虑 22Q1 基数偏高、22Q3 偏低(青啤 21Q1/Q2/Q3 对比 19 年同期销量变动+1.1%/+0.6%/-6.2%),静待旺季需求好转带来量的释放。中长期把握“高端化+经营效率提升”的主线,看好高端化确定性强的龙头。

3、调味品:今年以来,调味品原材料价格大幅上涨,业内公司纷纷提价以对冲成本上涨的压力。我们认为,本次原材料价格上涨属于疫情时期的非常规价格波动,预计原材料压力仍需观察。当前,提价落地有利于缓解各公司的成本压力,预计毛利率有望保持平稳,若后续原材料价格下调,毛利率及净利率有望稳步提升。综合考虑本次提价幅度、公司产品结构,结合毛利改善预测,我们建议关注基本盘稳定、利润改善空间充足的龙头企业。

4、乳制品:两强年初已经针对小白奶有 5%左右的提价,预计年内提出厂价的概率不大。除了直接提价,两强在费用投放和结构升级方面都有较大的空间来释放利润,以此应对成本压力,21H1 蒙牛毛销差提升 1.8pct,21Q1-3 伊利毛销差提升 1.17pct。此外,预计奶价涨幅高点已过,明年涨幅相比今年有所收窄。考虑到竞争趋缓、结构升级和成本压力放缓,两强明年净利率有望继续提升。预计伊利 21/22 年归母净利增速分别为 26.5%/18.4%(89.6/106.0 亿元),当前股价对应 PE 为 28X/23X;蒙牛 21/22 年归母净利增速分别为 45.6%/23.6%(51.3/63.4 亿元),当前股价对应 PE 为 36X/29X。

5、休闲食品:板块内洽洽和桃李面包等已经出台提价指示,我们预计提价后传导效果会有所分化,主要与终端动销、竞争格局有关。预计洽洽的提价会相对顺畅,桃李有待观察。预计洽洽此轮提价基本可覆盖成本压力,利润率略有提升,21/22 年归母净利增速分别为 11.8%、20.9%(9.0/10.9 亿元),当前股价对应 PE 为 31X/26X。预计桃李面包 21/22 年归母净利增速分别为 9.5%/20%(7.9/9.5 亿元),当前股价对应 PE 为 37X/31X。

6、餐饮供应链:板块大部分公司已出台提价指示或有提价计划,安井和海欣针对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品提价 3-10%,立高针对部分低毛利产品(港挞)已有提价计划;千味由于提前锁价,年内尚未有成本压力,但亦有计划于年底开始提价。目前来看此次提价是全行业提价,预计下游接受度较好。安井经过提价,毛利率及净利率有望回到 19 年的水平(19 年毛利率 25.7%,净利率 7-8%),预计 21/22 年归母净利润增速分别为 19%/34%(7.2/9.7 亿元),当前股价对应 PE 为 60X/45X。

三、本周行情回顾

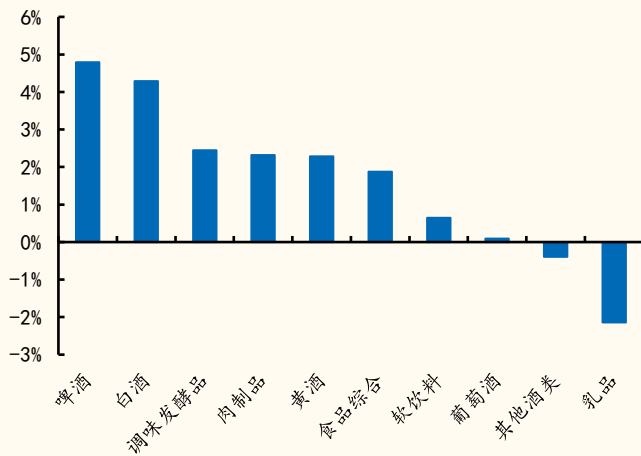
- 本周（2021.11.15-2021.11.19）食品饮料（申万）指数收于 25649.30 点（+3.15%）。沪深 300 指数收于 4890.06 点（+0.03%），上证综指收于 3560.37 点（+0.60%），深证综指收于 2490.27 点（+0.94%），创业板指收于 3418.96 点（-0.33%）。
- 从行业涨跌幅来看，本周涨幅前三的行业为食品饮料（+3.15%）、纺织服装（+3.01%）和钢铁（+2.84%）。
- 食品饮料子板块中，上涨前三的子板块分别为啤酒（+4.80%）、白酒（+4.29%）和调味发酵品（+2.44%）。

图表 5：本周行情

指数	周五收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
申万食品饮料指数	25649.30	3.15%	-10.86%
沪深 300	4890.06	0.03%	-6.16%
上证综指	3560.37	0.60%	2.51%
深证综指	2490.27	0.94%	6.91%
创业板指	3418.96	-0.33%	15.26%

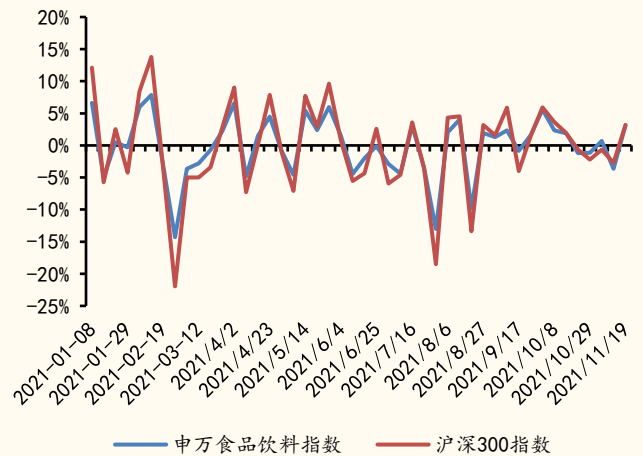
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：本周食品饮料（申万）子行业涨跌幅



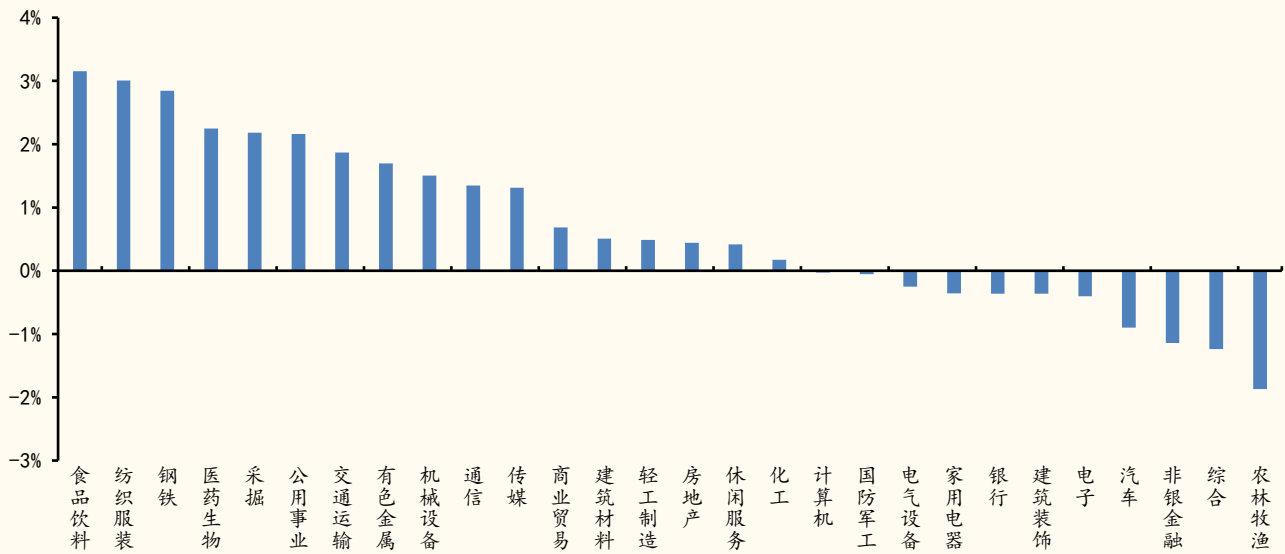
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：申万食品饮料指数行情



来源：wind，国金证券研究所

图表 8: 本周各板块涨跌幅



来源: wind, 国金证券研究所

- 个股表现方面, 涨幅排名居前的金字火腿 (+13.57%)、迎驾贡酒 (+12.25%)、古井贡酒 (+12.12%)、今世缘 (+11.99%)、海南椰岛 (+11.07%) 等, 跌幅排名居前的有均瑶健康 (-5.96%)、得利斯 (-4.86%)、千味央厨 (-4.68%)、三只松鼠 (-4.55%)、*ST 科迪 (-4.49%) 等。

图表 9: 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 (%)
金字火腿	13.57	均瑶健康	-5.96
迎驾贡酒	12.25	得利斯	-4.86
古井贡酒	12.12	千味央厨	-4.68
今世缘	11.99	三只松鼠	-4.55
海南椰岛	10.07	*ST 科迪	-4.49
龙大肉食	9.98	庄园牧场	-3.79
泸州老窖	9.78	百润股份	-3.62
口子窖	8.26	安琪酵母	-3.11
味知香	7.56	元祖股份	-3.08
桃李面包	7.07	西部牧业	-2.88

来源: wind, 国金证券研究所 (注: 周涨跌幅不考虑新股上市首日涨跌幅)

- 沪(深)港通方面, 白酒板块重点公司贵州茅台、五粮液、泸州老窖在 2021.11.19 的沪(深)港通持股比例为 7.01%/5.64%/2.28%, 较上周 +0.01pct/+0.09pct/+0.07pct; 伊利股份沪(深)港通持股比例为 17.35%, 较上周 +0.08pct。

图表 10: 食品饮料沪(深)港通持股占流通 A 股比例前二十名

股票代码	股票名称	沪(深)港通持股数占流通 A 股比例 (%)		
		2021/11/19	2021/11/12	周环比 (%)
002557.SZ	洽洽食品	19.13	19.39	-0.25
600887.SH	伊利股份	17.35	17.27	0.08
300146.SZ	汤臣倍健	16.27	16.60	-0.33
600298.SH	安琪酵母	14.72	14.41	0.31
603866.SH	桃李面包	8.17	8.21	-0.04
000848.SZ	承德露露	7.86	7.97	-0.11
600132.SH	重庆啤酒	7.70	7.95	-0.25
600519.SH	贵州茅台	7.01	7.00	0.01
000895.SZ	双汇发展	6.83	6.98	-0.15
603288.SH	海天味业	6.81	6.77	0.04
600872.SH	中炬高新	6.10	6.23	-0.13
603345.SH	安井食品	5.86	5.90	-0.04
600779.SH	水井坊	5.66	5.61	0.05
000858.SZ	五粮液	5.64	5.55	0.09
000729.SZ	燕京啤酒	5.61	5.79	-0.18
002507.SZ	涪陵榨菜	5.24	5.53	-0.30
600305.SH	恒顺醋业	5.01	5.01	-
002568.SZ	百润股份	4.24	4.15	0.09
603517.SH	绝味食品	4.24	4.72	-0.48
000799.SZ	酒鬼酒	3.44	3.76	-0.32

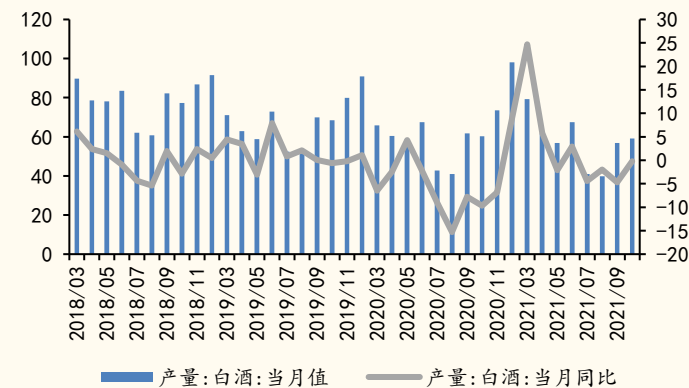
来源: wind, 国金证券研究所

四、行业数据更新

4.1 白酒板块

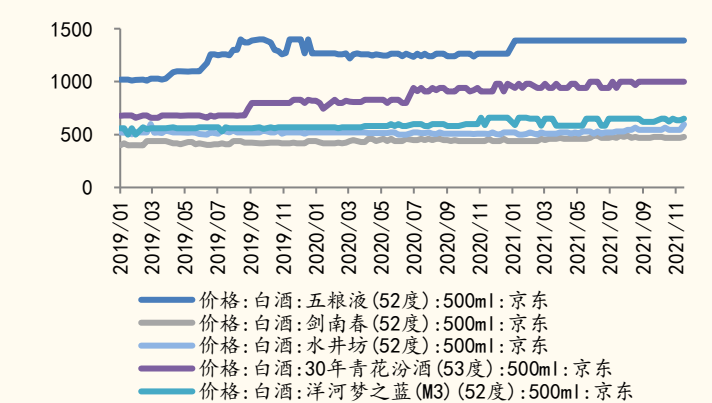
- 2021 年 10 月全国白酒产量为 59.20 万千升, 同比下滑 0.20%。
- 部分白酒终端成交价与上周基本持平。11 月 19 日, 52° 五粮液终端售价 1389 元, 洋河 M3 终端 649 元, 剑南春终端售价 479 元, 水井坊终端售价 595 元, 青花汾酒 30 年终端售价 999 元。
- 11 月 20 日, 飞天整箱批价 3500 元/瓶, 五粮液批价 950 元/瓶, 国窖批价 905 元/瓶。

图表 11: 白酒月度产量(万千升)及同比(%)



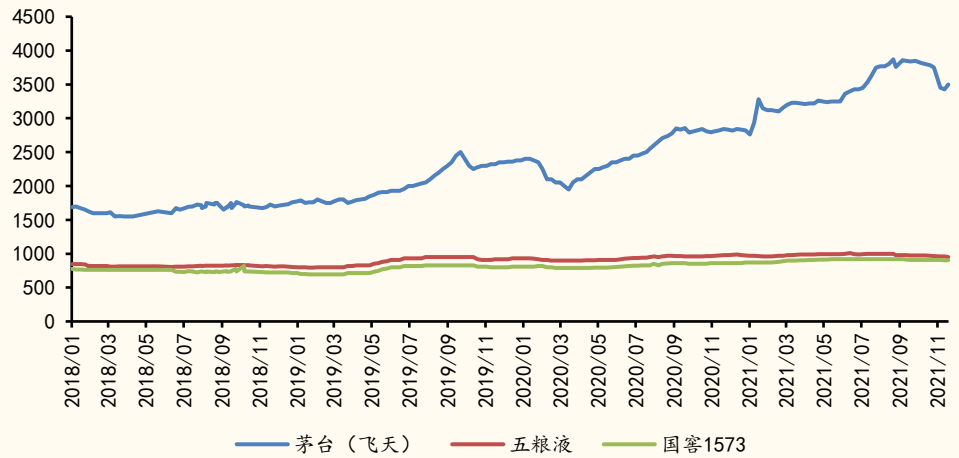
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 白酒终端成交价(元/瓶)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 高端白酒一批价水平 (元/瓶)

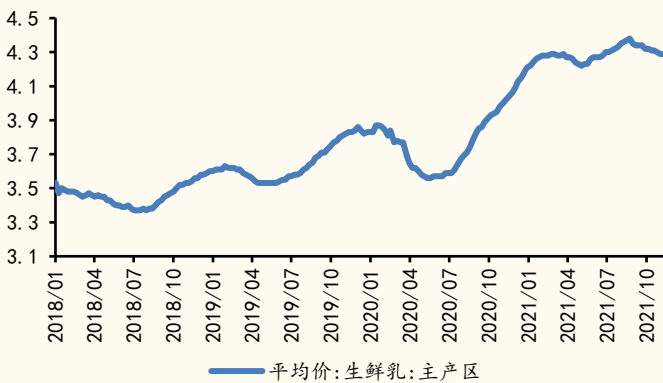


来源: 渠道调研, 国金证券研究所

4.2 乳制品板块

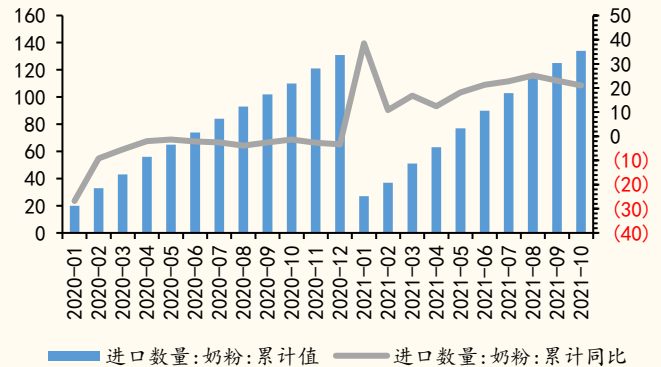
- 2021年11月10日,我国生鲜乳主产区平均价为4.29元/公斤,同比+7.30%,环比上周不变。国内奶价自2020年6月起持续加速上涨,9月开始出现下跌。
- 根据海关总署的数据,2021年10月我国累计进口奶粉134万吨,累计进口量与去年同期相比上升21万吨。2021年10月我国奶粉累计进口金额为74.6亿美元,累计同比上涨7.2%。

图表 14: 国内主产区生鲜乳平均价 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 中国进口奶粉月度数据 (万吨, %)

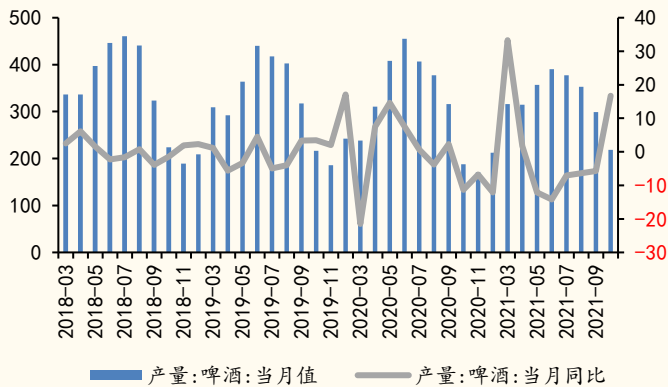


来源: wind, 国金证券研究所

4.3 啤酒板块

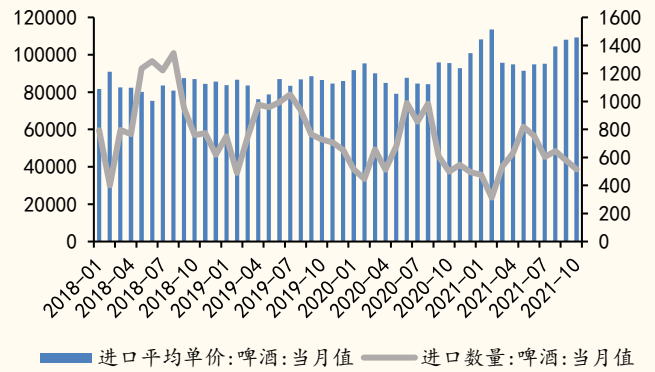
- 2021年10月我国啤酒产量218.40万千升,同比上升16.7%,产量开始回升。
- 2021年10月我国累计进口啤酒数量为44.05万升,当月同比上升3.32%;10月啤酒进口平均单价为1455.72美元/千升,同比上升14.20%,进口均价延续上升趋势。
- 截至2021年11月19日,国内大麦市场平均价为2535元/吨,较上月(10月19日)上涨6.60%。

图表 16: 啤酒行业产量(万千升)与同比(%)



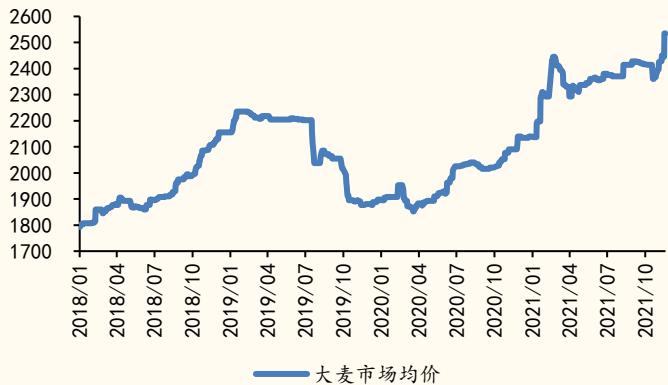
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 进口啤酒数量(千升)与均价(美元/千升)



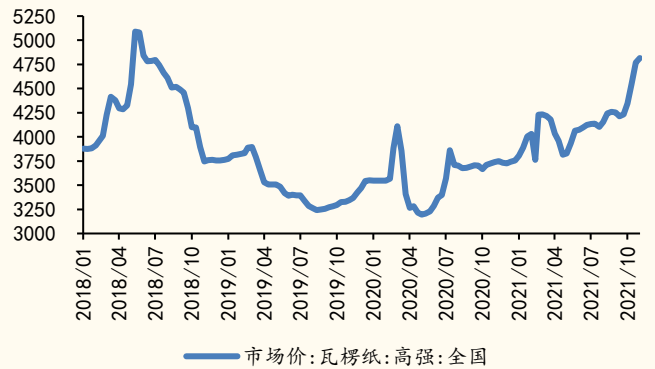
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 大麦市场均价(元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 全国瓦楞纸市场价(元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

五、公司公告与事件汇总

5.1 公告精选

【涪陵榨菜】公司于 2021 年 11 月 15 日发布关于部分产品提价的公告。重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司基于主要原料、包材、辅材、能源等成本持续上涨,及公司优化升级产品带来的成本上升,为了更好地向消费者提供优质产品和服务,促进市场的可持续发展,经公司研究并审慎考虑后决定,对部分产品出厂价格进行调整,各品类上调幅度为 3%-19%不等,价格执行于 2021 年 11 月 12 日 17:00 开始实施。

同日,公司发布关于非公开发行限售股份上市流通的提示性公告。本次解除限售的股份为重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司 2020 年非公开发行 A 股股票限售股份,解除限售股份的数量为 9827 万股,占公司总股本的 11.07%;本次非公开发行限售股份可上市流通日为:2021 年 11 月 19 日(星期五)。

【梅花生物】公司于 2021 年 11 月 15 日实施了首次回购,具体情况如下:公司通过集中竞价交易方式首次回购股份 751 万股,占公司目前股本总数的 0.24%,购买的最低价格为 6.49 元/股、最高价格为 6.73 元/股,支付的总金额为人民币 4,999.40 万元,本次回购符合公司回购方案的要求。

【桂发祥】公司于 2021 年 11 月 15 日发布关于募投项目延期的公告。公司于 2021 年 11 月 15 日召开第四届董事会第三次会议、第四届监事会第三次会议,审议通过了《关于募投项目延期的议案》,同意在公司首次公开发行股

份募集资金投资项目实施主体、投资用途及规模均不发生变更的前提下，将部分募投项目延期。主要原因是近年来，受新冠肺炎疫情及疫情防控措施的影响，公司募投项目建设进度有所迟缓，不能如期竣工。同时，实体经营、旅游特产消费受到很大冲击，公司销售渠道客流量显著减少；今年以来，新冠肺炎疫情不断反复、多点散发，市场仍存在较大的不确定性。目前空港经济区生产基地建设项目已建成的麻花车间及新增麻花生产线，与现有厂区生产线的产能，能够满足当前阶段的市场需求。鉴于上述情况，考虑到在疫情影响、市场不确定情况下不宜大规模投入建设，为保证募投项目建设效果，合理有效地配置资源，董事会决议延长募投项目预定达到可使用状态时间。

【华统股份】公司于2021年11月16日发布2021年10月畜禽销售情况简报。猪销售情况：生猪销售数量8,103头（含种猪、商品猪），环比变动67.63%，同比变动363.56%。2021年10月份生猪销售收入1,230.20万元（含种猪、商品猪），环比变动77.64%，同比变动81.04%。2021年10月份生猪销售数量和销售收入环比变动主要原因为今年10月份公司商品猪出栏量增加所致。2021年10月份生猪销售数量和销售收入同比变动主要原因为公司去年同期出栏生猪较少，今年10月份生猪出栏量相比去年同期增加所致。鸡销售情况：2021年10月份鸡销售数量71.76万只，环比变动7.40%，同比变动-22.01%。2021年10月份鸡销售收入1290.87万元，环比变动7.73%，同比变动-6.54%。

【光明乳业】公司于2021年11月16日收到公司董事、总经理罗海先生的辞职报告。罗海先生因工作调动，申请辞去公司第六届董事会董事、总经理及董事会战略委员会委员等职务。

【重庆啤酒】公司于2021年11月16日发布关于控股子公司新增产能的投资意向性公告。公司的控股子公司嘉士伯重庆啤酒有限公司计划于广东省佛山市三水区投资建设啤酒生产基地项目。本项目固定资产投资不低于10.3亿元，设计啤酒产能50万千升/年，预计2024年投产。项目方案和投资协议的具体内容尚需本公司董事会、股东大会审批。

【汤臣倍健】公司于2021年11月17日发布关于向特定对象发行股票限售股份上市流通的提示性公告，公告显示，本次解除限售的1.19亿股股份为公司2020年向特定对象发行的股份，占公司总股本的7.02%。本次解除限售后实际可上市流通的数量为1.19亿股，占公司总股本的7.02%。

【中炬高新】公司于2021年11月17日发布了关于控股股东部分股份被司法冻结及司法标记的公告，截至本公告日，中炬高新控股股东中山润田投资有限公司持有公司无限售流通股共计1.93亿股，占公司总股本的24.23%，累计质押股数为1.64亿股，占其所持股份的84.78%，累计司法标记数为1.21亿股，占其所持股份的62.86%；累计司法冻结数为4049万股，占其所持股份的20.98%；累计司法轮候冻结数为4824万股，占其所持股份的25.00%。截至目前中山润田所持公司股份已全部处于质押/司法标记/司法冻结/轮候冻结状态，请广大投资者注意投资风险。本次司法冻结数量为557万股，占中山润田持股总数的2.89%；本次司法标记数量为170万股，占中山润田所持股份比例的0.88%。

【绝味食品】公司于2021年11月17日发布关于董事会和监事会换届选举的提示性公告，绝味食品股份有限公司第四届董事会、监事会任期将于2021年12月24日届满，公司拟开展相关换届选举工作。

【华统股份】公司于2021年11月17日发布关于与国家电投集团浙江新能源有限公司签订《“碳中和”综合智慧能源项目合作框架协议》的公告，双方就共同投资开发综合智慧能源项目达成战略合作意向。

【惠发食品】公司于2021年11月18日发布关于控股股东股份质押的公告。公告显示，山东惠发食品股份有限公司控股股东山东惠发投资有限公司持有本公司股份5385万股，占公司总股本的31.33%；惠发投资持有本公司股份累计质押数量（含本次）1500万股，占其持股数量的27.86%，占公司总股本的8.73%。

【三全食品】公司于2021年11月18日发布关于部分产品价格调整的公告。公司鉴于各原材料、人工、运输、能源等成本持续上涨，为更好地向经销商、消费者提供优质产品和服务，促进市场及行业可持续发展，经公司研究决定，对部分速冻米面制品及速冻鱼糜制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为3%-10%不等，新价格自2021年12月1日起按各产品调价通知执行。

【光明乳业】公司于2021年11月19日发布关于收购青海小西牛生物乳业股份有限公司60%股权的进展公告，同意公司以人民币6.12亿元的价格向青海小西牛生物乳业股份有限公司8位股东收购其所持有的1954万股小西牛公司股份，占总股本的60%。

【仲景食品】公司于2021年11月19日发布关于已发行股份上市流通的提示性公告。仲景食品本次上市流通的限售股份为公司首次公开发行前已发行的部分股份，本次解除限售的股份数量为1907万股，占公司总股本的19.07%，本次实际可上市流通的股份数量为1350万股，占公司总股本的13.50%。限售期为自公司股票上市之日起12个月，本次申请解除股份限售的股东人数为43名。本次解除限售股份的上市流通日期为2021年11月23日(星期二)。

【广州酒家】公司于2021年11月20日发布关于国有股份无偿划转暨控股股东变更的提示性公告，本次国有股份变更前，广州市国资委为公司控股股东暨实际控制人，直接持有公司股份数量为3.45亿股，占公司总股本的60.93%。本次国有股份变更后，公司实际控制人仍为广州市国资委。公司控股股东变更为广州城投，直接持有公司股份数量为2.88亿股，占公司总股本的51%；广州市国资委直接持有公司股份数量为5614万股，占公司总股本的9.93%。

【珠江啤酒】公司于2021年11月20日发布关于控股股东的一致行动人减持计划期限届满的公告，本次计划减持数量不超过4427万股，即不超过珠江啤酒股份总数的2%（如遇送股、资本公积金转增股本、配股等股本除权除息事项的，上述拟减持股份数量将做相应调整）。其中，通过集中竞价方式减持的，任意连续90个自然日内减持总数不超过珠江啤酒股份总数的1%；通过大宗交易方式减持的，任意连续90个自然日内减持总数不超过珠江啤酒股份总数的2%。

5.2 行业要闻

部分包材企业订单锐减60%，酱酒上游或将迎来大洗牌，位于遵义市播州区的贵州艺森源包装有限公司主要为腰部及以上酱酒企业提供服务，该公司董事长张勇告诉酒业家，“中秋国庆后就有明显感受，尤其到11月份以后，酱酒腰部以上企业的订单下降了30%左右，腰部以下的企业订单至少下降了60%”。近两年伴随着酱酒热，各路资本跨界进入包材企业相继涌入遵义，而随着酱酒热逐渐“退烧”，根基浅、实力弱的新进者，成为第一批出局者。（酒业家）

11月16日晚间，重庆啤酒发布公告，为支持华南的业务拓展，其控股子公司嘉士伯重庆啤酒有限公司（下称“嘉士伯重啤”）与佛山市三水区西南街道办事处签订《啤酒生产基地项目投资意向书》，在广东省佛山市三水区投资新建50万千升/年产能的生产基地，固定资产投资不低于10.3亿元。与此同时，重庆啤酒核心市场从重庆、四川和湖南等三省市，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东、华北各省；产品方面，目前重庆啤酒旗下拥有“本地品牌+国际品牌”的品牌组合，其中，国际品牌有嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林等，本地品牌有重庆、山城、乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等。（证券日报网）

11月17日，泸州市市场监管局、泸州市酒业发展促进局联合发布《关于规范全市白酒生产秩序的公告》（以下简称“公告”），对全市白酒生产行为进一步规范。《公告》明确对未取得许可（备案）生产白酒、未按标准组织生产、非法添加、虚假宣传、侵犯知识产权、仿冒混淆等六类违法行为严格禁止；公告同时要求，白酒生产单位要结合公告要求自查整改，及时、主动纠正不合规

行为；各级监管部门要依法加强监督检查，对发现拒不整改的，要严格执法，涉嫌犯罪的，按规定移送公安机关。（中国白酒网）

11月17日，一名茅台酒经销商告诉微酒，当日散瓶飞天茅台酒批价上升，原箱和部分生肖茅台酒稳中带涨，精品原箱大涨。18日，茅台酒价全线迎来强劲反弹。“今日酒价”当天行情显示，散瓶（2021）飞天茅台酒大涨90元，批价2720元；原箱（2021）飞天茅台酒上涨80元/瓶，批价至3500元。2019年、2020年散茅和原箱均不同程度上涨，最高涨幅为100元/瓶。生肖（牛年）18日批价为3820元/瓶，较前日大涨100元。（微酒）

11月18日，夜郎古酒业发布《关于停止夜郎古大金奖收款及产品供应的通知》。通知表示，为持续推进夜郎古大金奖大单品战略，保障市场可持续发展，经公司研究决定，即日起不再接收夜郎古大金奖收款、下单及供货，恢复供货时间根据市场情况另行通知。“春节本来就是销售旺季，在这个节点停货，传递出市场的积极信号意义更大，会让经销商更加珍惜配额，也能塑造产品和品牌的稀缺性。”夜郎古一经销商表示。（酒业家）

11月18日，松滋市庆祝白云边“双突破”表彰大会举行，会上透露，1-11月，白云边酒业实现销售54亿元，入库税金11.5亿元，双双创历史新高，实现“十四五”精彩开局，企业发展跃上历史性新台阶。白云边酒业股份有限公司党委书记、董事长、总经理梅林介绍，白云边扎根松滋、深耕湖北、布局全国，优质经销商发展到500余家，原酒最大库容达15万吨，包装最大产能达2000万件，连续9年蝉联“鄂企百强”。（酒业家）

11月18日，中国酒业协会酱香型白酒专业委员会、中国酒业协会酱香白酒产业研究院揭牌成立仪式在仁怀举行。专委会和产研院成立后，将紧紧围绕白酒产业需求，在酱香酒品类的标准体系、人才体系、文化体系、知识体系和科研体系等建设方面发力，助力酱香白酒产业实现高质量发展目标。（中国白酒网）

5.3 近期上市公司重要事项提醒

图表 20：上市公司重要事项提醒一览表

日期	公司	事项
2021/11/26	恒顺醋业	2021年第一次临时股东大会
2021/11/30	黑芝麻	2021年第三次临时股东大会
2021/12/1	重庆啤酒	2021年第三次临时股东大会
2021/12/6	良品铺子	2021年第二次临时股东大会
2021/12/8	莫高股份	2021年第一次临时股东大会
2021/12/8	金龙鱼	2021年第一次临时股东大会

六、风险提示

- 宏观经济下行风险——经济增长降速将显著影响整体消费情况；
- 疫情持续反复风险——若国内外疫情不可控将影响经济修复进度；
- 区域市场竞争风险——区域市场竞争态势的改变将影响厂商政策。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402