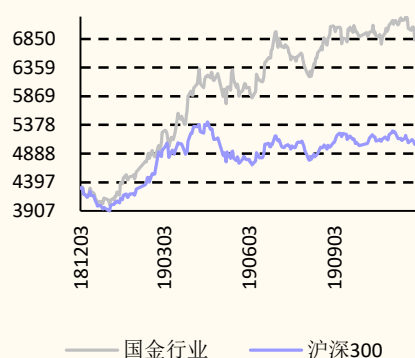


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金食品饮料指数	6833
沪深300指数	3829
上证指数	2872
深证成指	9582
中小板综指	8930



相关报告

1. 《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
2. 《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
3. 《10月线上保健品增速回暖，速冻食品持续高增长-食品饮料线上数...》，2019.11.12
4. 《高端白酒反馈稳定，各板块低估值品种迎来反弹-食品饮料行业周报》，2019.11.10
5. 《三季报检验期结束，各子行业景气度依旧-食品饮料行业周报》，2019.11.3

卢周伟 联系人
luzhouwei@gjzq.com.cn

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

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

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

确定性中的弹性，弹性中的确定性

投资建议

- 我们对明年板块的排序是：白酒、乳制品、啤酒、小食品、调味品。
- 白酒：高端量价升势头平稳，次高端龙头集中度提升。白酒市场延续稳步向好发展趋势，产销规模继续扩大，流通价格稳步上涨，行业整体利润明显上升，维持高基数下平稳增长。但在宏观经济整体增速放缓的预期下，20年行业展示出三方面特征：1) 充分享受消费升级红利，业绩驱动力由量增转变为价增；2) 周期性减弱，白酒公司加强市场控制力，通过稳定批价、管理库存来平滑周期，增强风险抵抗能力；3) 白酒行业进入挤压式增长，集中度进一步提高，高端次高端市场规模占比增加，小微企业将面临淘汰，使行业生态更加健康。总体看来，白酒行业龙头增长稳健，批价稳定，板块情绪平稳，四季度预计平稳收官。2020年重点布局高端龙头，关注次高端龙头和弹性标的酒鬼酒，推荐关注低估值洋河。
- 乳制品：两强竞争势能提升顶点，大概率走向阶段竞争趋缓。19年行业并未如18年预期般竞争放缓，主要在于市场并未预料到两强相对弱势方——蒙牛的持续主动进攻。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，预计全年空间超30%；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，乐观预计空间有望超25%。20年我们预判：1) 两强收入争夺战预计仍将持续，但力度预计同比略降温，但并不会显著降温；2) 明年竞争有望边际趋缓，费用率有一定宽松空间，但需重点关注特仑苏何时降速；3) 预计两强净利率明年有望得到提升，看好明年的盈利弹性。
- 啤酒：盈利能力改善持续兑现，结构升级逻辑不变。啤酒行业当前核心利润诉求逻辑在19年持续兑现。长期来看，长期逻辑只要持续，在此阶段的估值便难以有太大回调空间，短期变化更多是由市场情绪影响，而这个核心本质背后是季度间的销量的变化对投资者心理的影响程度。展望明年，毫无疑问长期逻辑依然在持续，盈利将会逐年释放，进而持续消化高企的估值。全年啤酒板块可能会受到提价预期、旺季销量提振、季度报表利润释放、重庆啤酒资产注入等事件驱动带来板块阶段性的上涨，进而有持续向上的估值和eps空间。我们认为啤酒板块排序，也即按照规模大小排序，长期角度建议关注华润啤酒，中期角度其余企业，明年预计均会有25%以上空间。
- 小食品：精选细分领域龙头+业绩高弹性标的。小食品中涌现出较多成长性较好的标的，尤其是各细分板块龙头企业，持续表现出集中度提升、大单品逻辑持续成型、线上线下融合等各种趋势和特点，具备较高弹性和预期。我们沿着细分领域龙头和业绩高弹性寻找核心标的，建议关注绝味食品、安井食品和三只松鼠等细分领域龙头企业，预计仍将不断扩张竞争优势，预计上涨空间均在20%以上；同时建议关注中国食品、三全食品和中粮肉食等正处利润释放周期的弹性标的。
- 调味品：龙头稳健性持续验证，多元化、平台化是趋势。调味品行业当前仍是龙头市占率持续提升时期，也是行业向上百花争鸣时期，以酱油为主要占比的调味品行业未来也将更加多元化。从基本面角度来看，海天美味鲜前三季度增长均已超出全年指引，我们倾向于认为全年海天和美味鲜各自达到指引水平完美收官，则预计估值有一定缓冲空间，推荐阶段性低点重点布局。预计明年海天股价有20%的上涨空间，美味鲜有25%上涨空间。同时推荐关注预期低点有望反弹的涪陵榨菜。

风险提示

- 原材料价格波动/费用投放加大/市场竞争加剧/政策因素扰动。

内容目录

写在前面	6
一、白酒：高端酒高景气度价量齐升，次高端集中度提升	7
1.1 19 年板块回顾	7
1.2 20 年板块展望	10
1.3 资金面：未来外资占比提高，估值溢价会出现	12
1.4 板块观点总结：	13
1.5 重点推荐标的	13
1.6 风险提示	14
二、乳制品：两强竞争势能提升顶点，大概率走向阶段竞争趋缓	14
2.1 原奶价格持续上涨，预计明年仍是温和上涨态势	15
2.2 两强竞争仍较为焦灼，下半年将边际趋缓	17
2.3 2020 年行业展望：明年收入争夺预计同比降温，重点关注特仑苏何时降 速	20
2.4 细分行业之奶粉：行业加速整合，奶粉格局已基本明朗	21
2.5 细分行业之奶酪：行业潜力巨大，国产品牌有望崛起迎来份额提升	23
2.6 具体个股推荐：伊利、蒙牛、澳优、飞鹤、燕塘、妙可蓝多	26
2.7 风险提示	27
三、啤酒：盈利能力改善持续兑现，结构升级逻辑不变	28
3.1 19 年回顾：结构升级带动盈利能力改善持续验证	28
3.2 收入端展望：量稳价增趋势不改，加速推进消费者培育	29
3.3 利润端展望：原材料压力略有缓解，提效降费推动盈利改善	31
3.4 标的推荐：华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒	35
3.5 风险提示	36
四、休闲食品百花齐放，优选具备成长性和空间的品种	37
五、调味品：龙头稳健性持续验证，多元化、平台化是趋势	38
5.1 19 年回顾：强者恒强，集中度提升	38
5.2 多元化、平台化是趋势，未来三年年化增长 8%	40
5.3 20 年展望：量稳价增是大概率事件，提价预期强	42
5.4 标的推荐：海天味业、中炬高新	43
5.5 风险提示	44

图表目录

图表 1：我国白酒行业产量（折 65 度）（万千升）	7
图表 2：我国白酒行业收入及增速（亿元）	7
图表 3：全国居民消费水平逐步提升（元）	8
图表 4：茅台消费群体占比	8

图表 5: 白酒行业历经三轮调整期.....	8
图表 6: 茅五泸高端产品总量总体仍在扩容 (万吨)	9
图表 7: 从 2012(左)到 2018(右)高端白酒销量占比	9
图表 8: 近十年来贵州茅台 PE BAND (TTM)	9
图表 9: 茅台、五粮液、国窖 1573 批价近十年来走势 (元/瓶)	10
图表 10: 茅台 (不含系列酒) 基酒产量 (万吨)	11
图表 11: 高端白酒竞争格局.....	11
图表 12: 次高端白酒市场格局.....	11
图表 13: 次高端白酒 19 年分季度增速.....	11
图表 14: 2019 年白酒板块个股收益一览.....	12
图表 15: 乳制品板块近年营业收入、净利同比增速	15
图表 16: 乳制品板块单季营业收入、净利同比增速	15
图表 17: 乳制品板块单季度毛利率.....	15
图表 18: 乳制品板块单季度期间费用率	15
图表 19: 上游牧场规模化率持续提升	16
图表 20: 近年来我国奶牛存栏量持续下降 (万头)	16
图表 21: 奶牛单产持续提升 (吨/头)	16
图表 22: 生鲜乳产量增速跟不上乳制品产量增速.....	16
图表 23: 今年以来原奶价格持续温和上涨 (元/kg)	17
图表 24: Q3 以来原奶价格同比涨幅环比拉大	17
图表 25: 特仑苏二季度折扣率加大, 三季度并未放缓	18
图表 26: 金典二季度折扣率加大, 三季度略有放缓	18
图表 27: 伊利、蒙牛 2019 年各季度收入及增速对比.....	18
图表 28: 伊利、蒙牛 2019 年各季度毛利率对比.....	18
图表 29: 伊利、蒙牛 2019 年各季度销售费用率对比.....	19
图表 30: 伊利、蒙牛 2019 年各季度净利率对比.....	19
图表 31: 近十年国内婴幼儿奶粉市场规模及增速.....	21
图表 32: 2001-2018 年新生儿出生数量 (万人)	21
图表 33: 2011-2018 年国内奶粉渠道占比变化.....	22
图表 34: 2010-2018 年国内前十品牌商份额变动.....	22
图表 35: 奶粉竞争格局较为明朗	22
图表 36: 奶酪的营养价值远高于鲜奶和酸奶	23
图表 37: 奶酪因其丰富的口感可应用于不同的消费场景.....	23
图表 38: 2018 年欧美日韩中主要乳制品原奶消费量占比	24
图表 39: 2014-2018 年日本主要乳制品原奶消费量占比.....	24
图表 40: 2014-2018 年韩国主要乳制品原奶消费量占比.....	24
图表 41: 2014-2018 年中国主要乳制品原奶消费量占比.....	24
图表 42: 我国奶酪市场空间分情景测算	25
图表 43: 我国奶酪零售市场 2018 年 CR5 市占率超过 50%, 均为海外品牌	26

图表 44: 前十个月啤酒销量同比提升 1.0%.....	28
图表 45: 多数企业销量回升.....	28
图表 46: 行业出厂吨价提升 5.5%	29
图表 47: 各企业出厂吨价持续提升.....	29
图表 48: 各企业盈利能力全面改善.....	29
图表 49: 明年主要的体育赛事	29
图表 50: 上一轮提价情况	30
图表 51: 国产啤酒吨价仍然偏低 (元/吨)	30
图表 52: 青岛啤酒中低端产品仍然过半	30
图表 53: 进口啤酒数量持续下降	31
图表 54: 各企业纷纷推出高端新品.....	31
图表 55: 近三年进口大麦价格对比 (美元/吨)	32
图表 56: 19 年大麦产量回升	32
图表 57: 玻璃价格下调 6-8%	32
图表 58: 下半年铝材价格上涨.....	32
图表 59: 箱板纸价格下行	33
图表 60: 瓦楞纸价格同比下降	33
图表 61: 原材料价格变化测算.....	33
图表 62: 公司和国内啤酒罐化率依旧很低.....	34
图表 63: 各企业最新产能情况.....	34
图表 64: 利润影响因素拆解.....	34
图表 65: 公司收入利润携手增长	35
图表 66: 公司出厂吨价超过 3400 元.....	35
图表 67: 公司收入利润持续增长 (亿元)	36
图表 68: 公司出厂吨价超过 3700 元.....	36
图表 69: 公司利润规模稳定增长	36
图表 70: 公司出厂吨价持续创新高.....	36
图表 71: 前三季度收入合计增长 15.2%.....	39
图表 72: 前三季度利润合计增长 25.2%.....	39
图表 73: 各企业收入增速对比.....	39
图表 74: 各企业利润增速对比.....	39
图表 75: 黄豆价格二季度开始上涨 (元/吨)	40
图表 76: 白糖价格上涨.....	40
图表 77: 餐饮企业收入稳定增长	40
图表 78: 前十个月餐饮收入同比增长 9.4%.....	40
图表 79: 调味品行业竞争格局.....	41
图表 80: 调味品行业集中度不高	41
图表 81: 中国酱油企业市占率	41
图表 82: 日本酱油企业市占率	41

图表 83: 调味品市场测算	42
图表 84: 酱油产量增速放缓 (万吨)	42
图表 85: 行业最近两次的集体提价	43
图表 86: 海天出厂吨价提升	43
图表 87: 公司业绩稳中有升	43
图表 88: 公司产品结构不断多元化	43
图表 89: 公司业绩持续稳中有升	44
图表 90: 公司利润率持续稳定	44
图表 91: 重点推荐标的盈利预测以及目标空间排序	44

写在前面

■ 当前食品板块具备五大特点：(1) 各板块龙头估值基本均位于合理偏高水平；(2) 各板块龙头基本面均处于向上周期，基本面良好；(3) 各板块中小标的分化严重，在不同格局下显现出不同的走势和基本面，且在不同季度呈现不同的业绩表现；(4) 各大机构在纷纷抱团龙头之时仍在找寻相关明年可能性有绝对收益标的，提前布局。(5) 四季度估值切换行情更多表现为消息面催化，比如茅台提价催化、青岛华润提价催化等。在估值较高行情下，所谓的切换已经不复存在。

■ 因此，在当前阶段如何选择明年的投资策略将成为重中之重，我们根据过往板块研究以及当前对市场和各相关公司基本面的了解，认为在板块持续向上消费升级的趋势下，明年应该继续坚守各板块龙头企业，并择优选择有一定确定性和弹性的标的。对于明年我们仍以乐观心态看待，认为消费板块在经济压力下依然具备韧性和成长性，当前依然是国内食品饮料优秀企业发展的黄金年代，还远远不到瓶颈和成熟期，应以长远眼光来看待食品板块未来的长牛之势。

■ 简单来讲，我们对明年板块的排序是：白酒、乳制品、啤酒、小食品、调味品。板块排序的主要逻辑是：

(1) 白酒行业利润维持高增长，高端白酒景气度持续，兼具确定性和可能性弹性，其中确定性较大；2020年重点布局龙头茅台五粮液老窖，关注次高端龙头汾酒、古井贡酒、今世缘和弹性标的酒鬼酒，推荐关注低估值洋河；

(2) 乳制品板块是所有食品板块中预期差最大板块，排第二推荐予以重点配置；推荐布局蒙牛伊利。奶粉行业澳优飞鹤基本面持续向好、估值较低之时均推荐尽快买入。此外推荐关注燕塘乳业和妙可蓝多；

(3) 啤酒板块各公司既有具备催化剂（重啤）标的，也有稳健成长结构不断升级标的（珠江），符合长期逻辑同时兼具提价催化标的（青岛、华润），推荐四季度尽快布局；啤酒板块在提价催化后一波开始逐步消化，但背后基本面逻辑仍在持续，我们预计四季度销量将企稳回正且增速转正，长期逻辑打通，支持当前股价估值，明年上半年预计继续走上稳步向上通道。推荐顺序：重庆华润青岛珠江；

(4) 小食品中涌现出较多成长性较好的标的，尤其是各细分板块龙头企业，持续表现出集中度提升、大单品逻辑持续成型、线上线下融合等各种趋势和特点，具备较高弹性和预期；推荐绝味、香飘飘，三全、安井、中国食品等；

(5) 调味品板块稳定性依旧，明年推荐重点关注部分标的弹性机会，包括海天、中炬高新和涪陵榨菜。行业赛道较好，但也愈加竞争激烈。

■ 核心标的推荐（从增长空间角度考虑 A 股、H 股仅列出三只，并不代表其他标的不看好，核心逻辑见正文和附图）：

(1) 2020年我们从稳定性和确定性角度最推荐三只股票：A 股：茅台、五粮液、海天味业；港股：蒙牛、华润啤酒、中国食品。

(2) 2020年我们从弹性角度最推荐三只股票：A 股：酒鬼酒、重庆啤酒、伊利；港股：飞鹤、澳优、中粮肉食。

一、白酒：高端酒高景气度价量齐升，次高端集中度提升

白酒市场延续稳步向好发展趋势，产销规模继续扩大，流通价格稳步上涨，行业整体利润明显上升，维持高基数下平稳增长。行业展示出三方面特征：

- 1) 充分享受消费升级红利，业绩驱动力由量增转变为价增；
- 2) 周期性减弱，白酒公司加强市场控制力，通过稳定批价、管理库存来平滑周期，增强风险抵抗能力；
- 3) 集中度进一步提高，高端次高端市场规模占比增加，小微企业将面临淘汰，使行业生态更加健康。

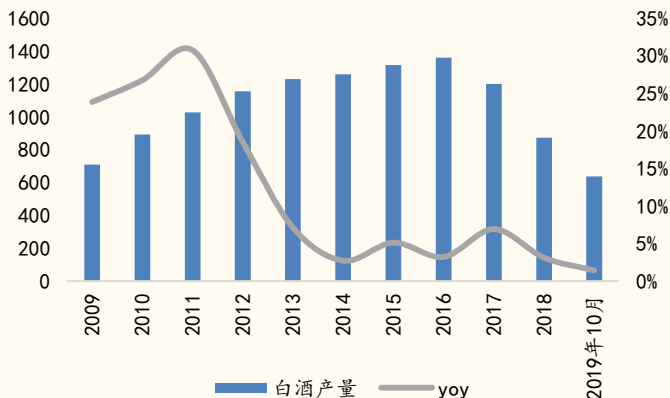
总体看来，白酒行业龙头增长稳健，批价稳定，板块情绪平稳，四季度预计平稳收官。

1.1 19 年板块回顾

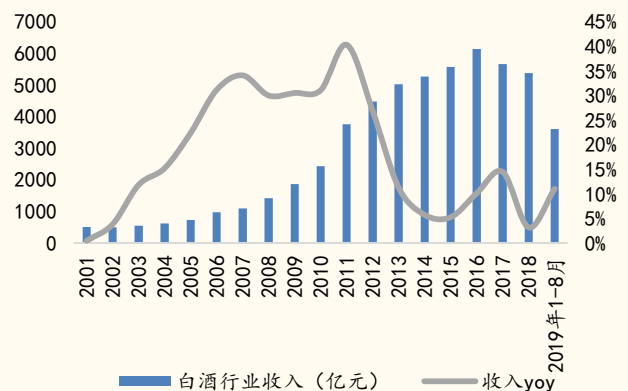
➤ 白酒行业整体量增放缓，价增带动利润增长

- 从白酒产量来看，从 2008 年到 2016 年，白酒行业产量从 596.3 万千升飞速增加到 1198.1 万千升，近几年产量增长速度有所减缓。本轮增长不同于 14-17 年全行业价量齐升，规模以上白酒公司减少，白酒产量的增长放缓。
- 从白酒销量来看，从 2018 年下半年开始，白酒行业整体销量平稳回落。在去年同期较高的基数水平上，2019 年上半年，白酒销量下滑明显，同比减少 20.7%，主要原因是国内消费疲软，市场对白酒的需求减少。
- 从白酒收入和利润来看，2017 年白酒行业实现销售收入 5531.24 亿元，同比降低 7.65%，利润总额为 835.08 亿元，同比增长 1.27%，产品的销售利润为 1401.96 亿元，同比减少 5.9%。2019 年 1-8 月，白酒行业实现收入 3602.15 亿元，同比增长 10.98%，利润为 882.35 亿元，同比增加 22.31%。尽管规模以上白酒企业销售收入略有下降，但利润稳步上升，也反映了我国白酒集中度提升，小微型企业被淘汰，行业生态更加健康；同时白酒业绩增长由量增转变为价增驱动。
- 19 年 10 月 30 日国家发改委发布了修订的《产业结构调整指导目录》，“白酒生产线”被从“限制类”产业中移除。这意味着，白酒产业将不再成为国家限制类产业。白酒产业利好，酒企可以建立新生产线进行扩产，产能问题能迅速解决。但同时，白酒总体体量增长受限，未来行业整体产能预计不会大幅扩张，因此对优质白酒龙头企业更加利好。也有些白酒企业产能受限的原因不在政策，例如茅台，由于生产地环境承载力影响，产能无法无限制增加，未来可能 5.6 万吨不再扩产。

图表 1：我国白酒行业产量（折 65 度）（万千升）



图表 2：我国白酒行业收入及增速（亿元）



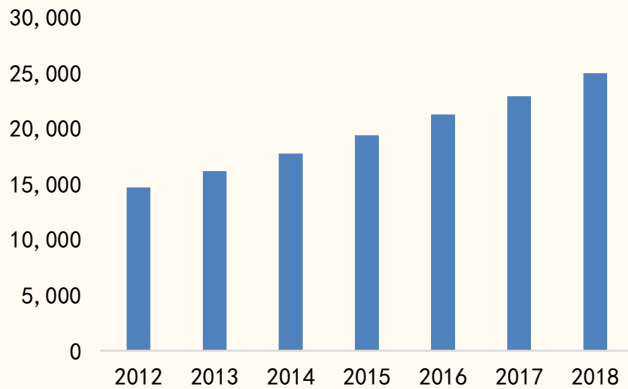
来源：国家统计局，国金证券研究所。

来源：公开资料，国金证券研究所

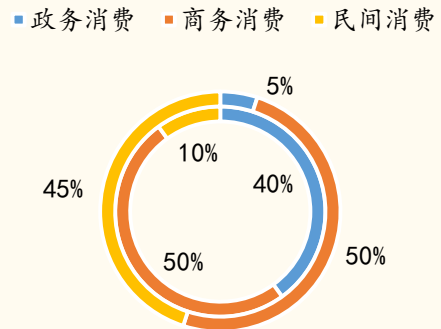
➤ 19年白酒行业周期性弱化，经营更加稳健

- 2012年塑化剂风波及三公消费限制下，白酒需求锐减，叠加渠道库存高企，导致白酒价格崩盘，业绩呈断崖式下跌。经过三年深度调整后，白酒行业逐渐复苏，开启新一轮周期。本轮增长的周期性弱化，白酒公司更加重视基本面管理，将库存、批价控制在稳定合理的范围内，防止强周期拐点出现。主要特点如下：
 - 民间消费成主体，消费更加理性，现在白酒消费45%为民间消费，50%为商务消费，政务消费只占5%。因此白酒的主要购买群体变为居民，需求波动稳定，需求对周期性的影响减弱。
 - 白酒公司开始重视控制渠道库存，防止库存高企带来周期性极端事件发生。即白酒公司通过保持健康的库存量来平滑周期，甚至依靠自身强大的品牌力、卖方优势和自身经营来穿越周期。19年白酒公司基本面稳定，批价维稳，库存状况良好，尤其是高端白酒拥有强大的品牌力和强劲的终端需求，叠加其优秀穿越周期能力，业绩确定性强。次高端白酒也更加重视基本面调整，例如洋河正在大力度去库存挺价，以增强周期性风险抵抗能力。

图表3：全国居民消费水平逐步提升（元）



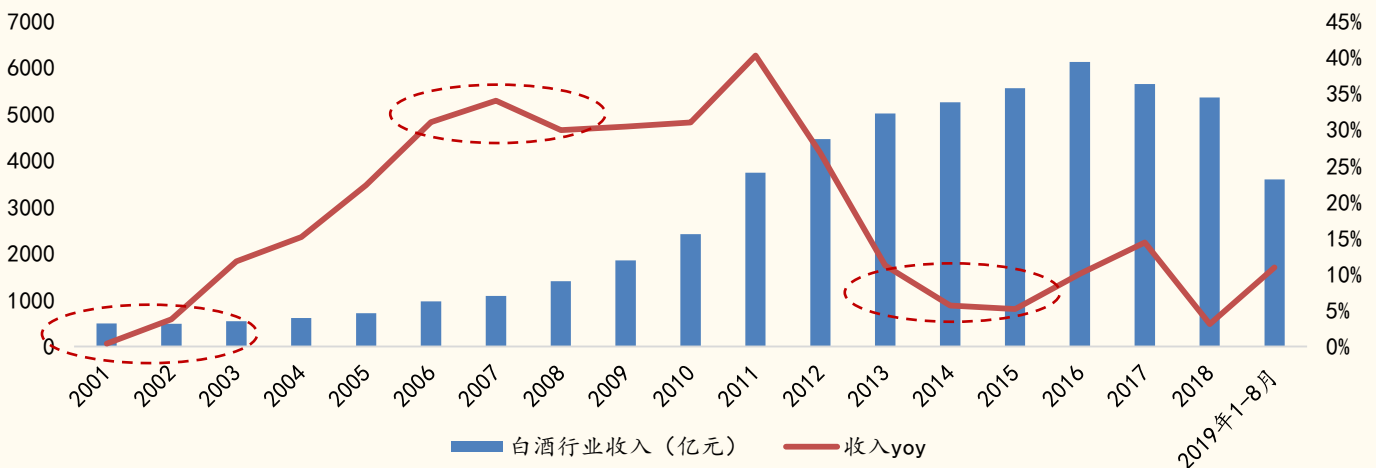
图表4：茅台消费群体占比



来源：Wind，国金证券研究所

来源：草根调研，国金证券研究所；注：内圈为2012年，外圈为2018年

图表5：白酒行业历经三轮调整期



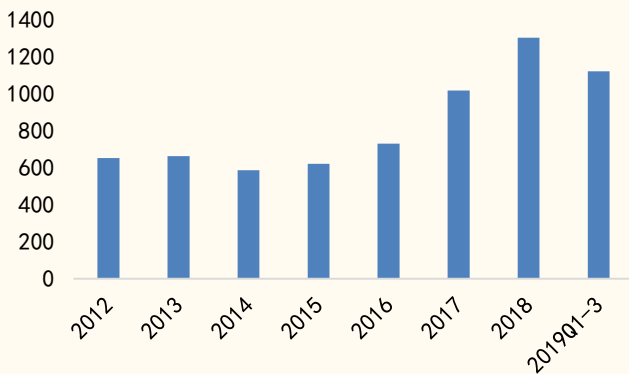
来源：国家统计局，国金证券研究所

注：增速采用国家统计局公布累计同比数据。由于国家统计局每年统计口径不同，公布的同比增速有经过调整，自行算出来的同比增速与其公布的同比增速不同，且相差很大，在这里用的是wind/国家统计局公布的同比增速

➤ 高端次高端市场规模占比增加，行业集中度提升

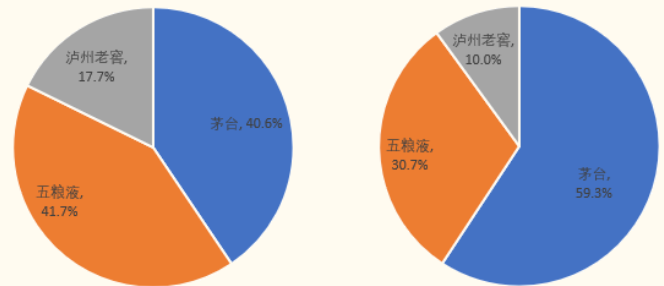
- 根据产业信息网的统计和测算，白酒行业 2018 年高端、次高端、中端和低端销量市场规模占比分别是 17%、6.5%、42.9%和 33.6%，中低端市场占比仍比较高，高端、次高端占比有望不断提升。在挤压式增长背景下，具备品牌力、渠道力优势的龙头企业，会通过加深渠道和品牌下沉抢占市场，白酒行业具有未来集中度提升的趋势。
- 茅五泸合计收入约 1020 亿元，占白酒行业收入比重达 19.01%，这一比例逐年上升，预计趋势持续。其他次高端及地方酒企都推出自己的高端产品，进行冲击高端的尝试，比如洋河梦之蓝手工班、水井坊菁翠等，但除了洋河之外收效甚微。原因是高端白酒市场消费者忠诚度高，茅五泸高端形象深入人心难以动摇，其他酒企的产品很难得到市场认同。因此各家酒企推出的超高端产品更多的是一种象征性的含义，体现的是品牌的高端潜力，高端产品向来不是公司的业务核心。预计未来高端白酒仍将保持垄断竞争的格局，短期内很难有对手。

图表 6：茅五泸高端产品总量总体仍在扩容（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：从 2012(左)到 2018(右)高端白酒销量占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：近十年来贵州茅台 PE BAND (TTM)



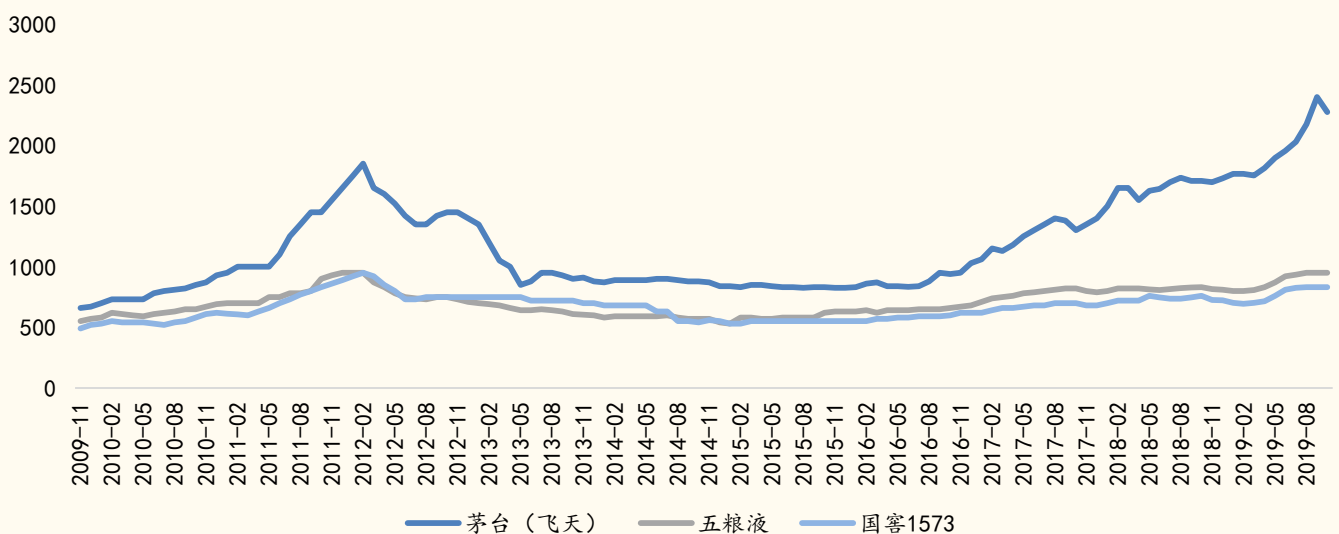
来源：wind，国金证券研究所

1.2 20 年板块展望

➤ 高端确定性强，增速稳定，有望享受估值溢价

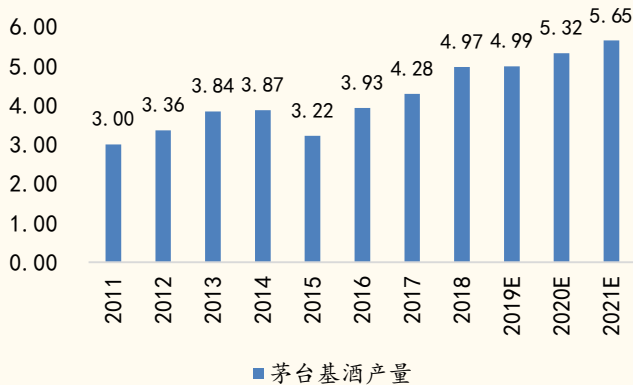
- **高端白酒确定性强，保持高景气度，主要有四大驱动因素：消费红利、品牌拉力、供需缺口、行业集中度提升。**
 - 消费升级红利释放，居民收入水平提升成为业绩驱动力。白酒消费者结构发生较大改变，由原来的政商消费转变为个人消费和商务消费，行业的主要驱动因素转变为居民生活水平的提高和收入增加。富裕人群数量持续高增长，将带动高端白酒市场量价齐升。
 - 品牌拉力强。高端白酒兼有文化属性与社交属性，市场认同度高，护城河较宽。
 - 高端白酒需求量稳定增长，而产能有限，供不应求，厂家掌握了调价主动权，议价能力极强。
 - 白酒行业分化明显，集中度提升。目前三家高端白酒龙头，茅台、五粮液、国窖 1573 合计收入约 1020 亿元，占白酒行业收入比重达 19.01%，未来仍将保持寡头垄断的竞争格局，短期内很难有强敌挑战。
- **高端白酒周期性弱化，经营更加稳健。**2012 年渠道库存高叠加三公消费，导致白酒价格崩盘，业绩呈断崖式下跌。一方面，现在白酒消费群体转变居民消费和商务消费为主，消费更加理性，需求波动稳定，需求对周期性的影响减弱。另一方面高端白酒重视控制渠道库存，防止库存高企带来周期性极端事件发生。即高端白酒通过保持健康的库存量来平滑周期，甚至依靠自身强大的品牌力、卖方优势和自身经营来穿越周期，高端白酒周期性弱化。且 19 年基本面稳定，批价维稳，库存状况良好，拥有强大的品牌力和强劲的终端需求，叠加其优秀穿越周期能力，业绩确定性强。
 - 从高端品种来看，19 年茅台批价稳步上涨，反映出茅台真实需求旺盛，供需缺口较大。茅台通过整治违规经销商、开拓商超电商等直营渠道，不断清理渠道并且提升直营占比，近期批价保持在 2200-2300 元左右。
 - 茅台价格上升，叠加产能不足，五粮液、泸州老窖的价差扩大、性价比凸显。五粮液推出第八代普五，应势涨价；国窖 1573 跻身百亿大单品后，于近期实行“三连涨”。高端白酒景气度持续，预计保持价量齐升的态势。我们仍然战略看好一线白酒基本面行情。

图表 9：茅台、五粮液、国窖 1573 批价近十年来走势（元/瓶）



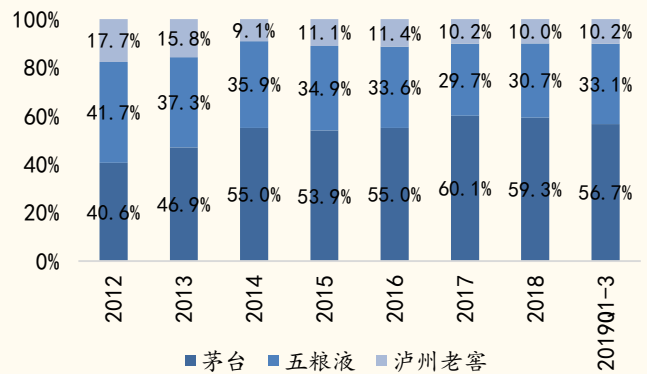
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10: 茅台 (不含系列酒) 基酒产量 (万吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 高端白酒竞争格局

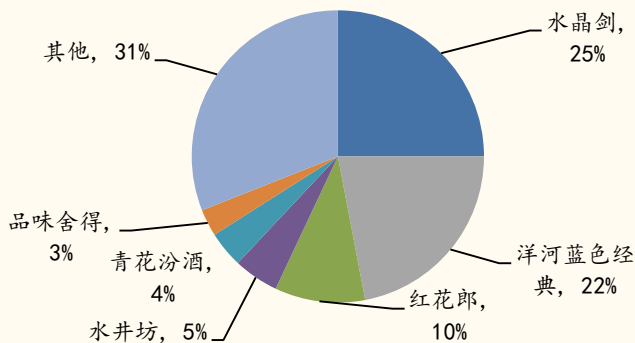


来源: 公开资料, 国金证券研究所

➤ 次高端龙头效应显现, 关注全国化扩张、区域改善的名酒

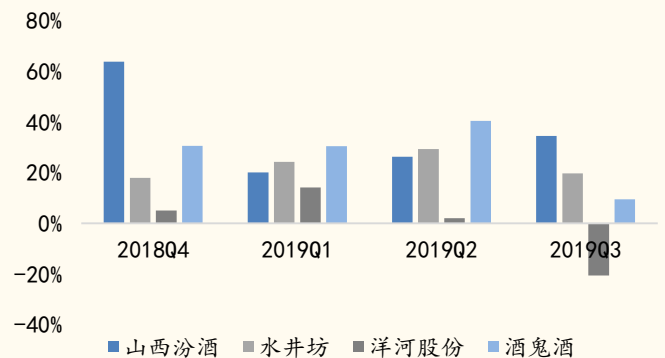
- 受益于消费升级红利, 次高端价格带扩容, 规模占比进一步提升。尤其是江苏、安徽两个白酒大省, 前者的主流消费带已经分别上升至 200-300、100-200 元。次高端整体趋势向好, 龙头集中度持续提升。
- 现阶段次高端市场尚未形成类似于高端白酒市场的稳固格局, 具备全国化渠道拓展能力、区域改善的品牌更具优势。次高端白酒目前市场主流认同的酒企有洋河股份、山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得酒业、剑南春及郎酒等。从市占率看, 剑南春基于其强大的品牌力和产品力, 占次高端市场 25%。其他名酒依靠各自品牌、渠道、产品力, 形成挤压式竞争格局。除了次高端内部存在竞争外, 次高端白酒还受到来自高端白酒的挤压与地产龙头的冲击。高端白酒积极布局次高端价格带, 依靠自身品牌拉力占据市场份额, 地产龙头充分利用自身渠道优势以及消费者的地产酒情结, 加强对省内市场的把控。次高端白酒生存环境压力较大, 竞争最为激烈。
- 次高端价格带持续升级, 看好具备新增长动力的企业。剑南春作为次高端白酒龙头, 核心产品持续提价。目前, 剑南春水晶剑和金剑南 K6 将自 2020 年 1 月 1 日起提价 20 元/瓶, 预测后续仍有提价动作。次高端白酒竞争激烈, 产品、渠道和品牌优劣势存在差异, 我们持续看好具有全国化能力和边际改善的龙头。从前三季度报表来看, 汾酒、水井坊表现亮眼, 洋河、酒鬼酒表现未达预期。主要因为部分次高端酒企进入调整期, 叠加竞争激烈, 短期内业绩不达标。但长期来看, 基本面向好, 业绩存在弹性空间, 建议重点关注全国化进程表现优秀的汾酒, 大力度调整边际改善的洋河及酒鬼酒。

图表 12: 次高端白酒市场格局



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 次高端白酒 19 年分季度增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

➤ 地产酒增长动力强，马太效应显著

- 消费者地产酒情结、强大的渠道优势、政府支持是地产酒的独特优势，地产龙头地位更加稳固。强大的、外来品牌无法比拟的渠道优势，再结合消费者的地产酒情结，构建一张无形的保护网，形成稳固的品牌和市场壁垒。
- 地产酒马太效应增强，集中度提升。地产酒与地方小酒企直接竞争，会对小酒企造成挤压，消费者的选择对于同为地产酒的酒企自然择优，地产龙头市场份额提升，中小酒企面临淘汰。
- 地产酒的增长动力主要来自于区域市场的深耕及结构优化、全国市场的开拓。地产酒的区域市场的增长动力深受本地经济情况影响，目前全国消费升级，价格带上移，地产酒有望享受红利，尤其是苏酒和徽酒两个白酒大省，消费升级趋势明显，区域的地产酒表现优异。如果地产酒已经完全渗透本地所有市场，则需要新的业绩驱动力来实现增长，例如优化产品结构，开拓全国化市场等。
- 我们看好具备增长动力的今世缘及古井贡酒。古井贡酒古 8 及以上高端产品持续放量，产品结构不断优化，强化高端占位。“年份原浆+黄鹤楼”双品牌运作持续发力，省内省外规划清晰；今世缘产品结构上移，特 A 及以上产品保持高速增长，国缘持续放量，价量齐升，拉高毛利率。省内市场仍有扩张空间，在“2+5+N”的战略下积极布局省外市场。

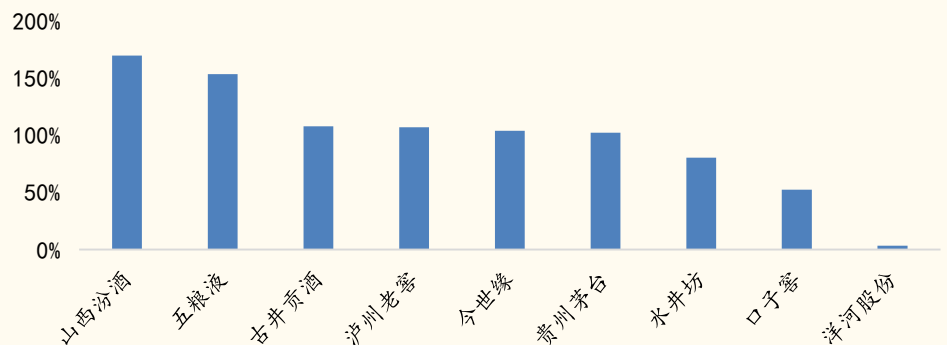
➤ 大众酒向好，光瓶酒抬头

- 行业深度调整后，光瓶酒品类更加多元化，价格也从十几元拉伸到几十元、近百元，破除了低端酒的刻板印象，饮用场景拓宽。目前白酒消费结构逐步从金字塔型向哑铃型过渡，100 元价位的产品份额越来越小，大众价位和高端价位持续扩张。这为光瓶酒的扩张奠定了基础，预计未来 100 元内将会成为光瓶酒的天下。
- 光瓶酒需求刚性，抗风险周期能力强。与高端白酒与宏观经济关系密切不同，光瓶酒只有单纯的低档消费品属性。无论经济好坏，光瓶酒都能满足饮酒这一刚性需求。因此，光瓶酒需求稳定，不会受到周期性的波动影响，抵抗风险的能力强大。目前，顺鑫农业依靠二锅头的品牌优势及自身渠道优势，全国化进程明显，市场接受度高。山西汾酒的玻汾，全国化表现亮眼，增长较快。

1.3 资金面：未来外资占比提高，估值溢价会出现

- 年初至今，食品饮料板块涨幅为 69.7%，位居所有一级子行业首位，白酒涨幅更高达 101.3%，远高于上证综指（27.4%）和沪深 300（27.9%）。茅台首次超越工商银行，成为 A 股市值最高，年初至今涨幅 102.4%，五粮液、泸州老窖涨幅达到 153.5%，107.1%。白酒高景气度持续。

图表 14：2019 年白酒板块个股收益一览



来源：wind，国金证券研究所

- **白酒行业景气度持续，需求稳定增长，享受消费升级红利，未来行业成长潜力依旧充足，长期来看板块仍具备良好投资价值。**白酒龙头的估值中枢有望逐步提升，例如茅台今年已经稳定在 30 倍，未来估值中枢水平有望进一步提升。
- 外资作为重价值而轻趋势的长线投资者，加大白酒板块的配置明显提速；MSCI 扩容，纳入 A 股比例逐渐提升至 20%，A 股资金量增大；A 股国际化不断推进，外资长期流入 A 股趋势不改，白酒板块有望持续享受外资流入红利。持续的长线资金流入，板块估值溢价水平将会出现。
- 从资金面来看，白酒行业成长潜力充足，一二线龙头未来估值中枢水平有望进一步提升。

1.4 板块观点总结：

- **行业：**在宏观经济整体增速放缓的预期下，20 年行业增速面临进一步下行的可能性。全国白酒总产量略有下滑，行业进入挤压式竞争局面。预计 20 年行业竞争将愈加激烈，行业集中度进一步提升。
- **高端：**20 年高端白酒确定性高，茅台引领高景气度。高端白酒价格上扬，尽享消费升级红利。高端白酒品牌拉力强，依靠自身品牌形象抢占更多市场份额，拉高行业集中度。此外，高端白酒更加重视基本面，依靠品牌经营优势穿越周期。预计未来高端白酒垄断竞争的格局短期内不会被打破，有望保持价量齐升态势。
- **次高端：**次高端扩容放缓，竞争激烈，19 年业绩分化严重，预计 20 年分化趋势持续。现阶段次高端市场尚未形成稳固格局，具备渠道拓展能力及营销能力的品牌更具优势。品牌更强或渠道梳理更好的企业有望持续扩大领先优势，并重点关注品牌能力较强但处于改革时期的公司。
- **地产酒：**地产酒业绩表现与所在地经济发展情况相关，江苏安徽等白酒大省的地产酒发展明显优于西部酒品。地产酒可依靠消费者地产情结，享受省内消费升级红利。建议关注深耕省内市场，有全国化作为新增长动力的企业。
- **大众酒：**大众酒价格带拉宽，饮用场景扩展。相比高端白酒，大众酒有需求刚性，抵抗风险的能力更强。重点关注全球化市场导入成功的二锅头及玻汾。

1.5 重点推荐标的

- **贵州茅台：全年业绩增长确定，维持战略首推地位。**公司产品结构提升，非标占比增加，系列酒改革力度加大，茅台系列酒双轮驱动；强化市场整治，直营渠道放量，利润空间提升；茅台酒及系列酒产能的扩建将在未来两年内完成，有望缓解供需矛盾，消除价格泡沫；批价坚挺，需求旺盛，价量齐升确定性高。给予 2020 年 PE 为 34 倍，目标股价为 1369 元，目标空间为 15%（如果提价，目标空间预计超过 30%）。
- **五粮液：八代普五换代顺利，控盘分利红利释放。**产品线梳理完成，坚决贯彻五粮液品牌“1+3”、系列酒“4+4”的产品策略，品牌瘦身，品牌价值提升；八代普五采用数字化系统，导入“控盘分利”模式，增强渠道管理；受益于高端白酒的高景气度、强力需求、竞争压力小等优势，有望价量齐升。给予 2020 年 PE 为 28 倍，目标股价为 152 元，目标空间为 18%。
- **泸州老窖：国窖 1573 成百亿大单品，涨价频繁彰显信心。**产品矩阵持续优化，特曲窖龄实现高速增长：公司持续优化产品矩阵，聚焦五大单品，国窖 1573 定位高端，特曲、窖龄构建中端，头曲二区构建低端；国窖 1573 跻身百亿大单品，主要产品全线提价，品牌价值凸显；公司已重回高

端白酒前三，将持续受益于高端白酒扩容及提价红利，有望价量齐升。给予 2020 年 PE 为 26 倍，目标股价为 102 元，目标空间为 20%。

- **汾酒：抓两头带中间成效显著，全国化战略稳步推进。**清香酒差异化定位，“抓两头，带中间”的产品策略规划清晰，青花保持高增速，玻汾全国化市场培育效果良好；全国化市场战略调整为“13313”格局，将重点放在华东、华南，打造汾酒营销重点城市群以实现省外市场拓展，成长空间充足；国企改革红利释放，长效激励机制逐步推进；华润持股带来协同效应，有望从华润消费品领域强大的运营管理能力和渠道优势中受益。我们看好其未来发展空间，明年目标空间有望达到 25%。
- **古井贡酒：国改释放活力，产品结构优化。**省内省外增长看好，规划蓝图清晰：省内安徽市场市占率提升，叠加消费升级红利释放，市场潜力巨大，省外市场“年份原浆+黄鹤楼”双品牌运作持续发力；国改持续释放新活力；消费升级，产品结构不断优化：19 年古井贡酒古 8 及以上高端产品持续放量，占比提升。明年目标空间有望达到 23%。
- **酒鬼酒：中粮控股体制完善+产品线梳理+结构优化+明确销售发展战略，有望实现全国复兴。**Q3 调整渠道库存，为 Q4 公司发货旺季做准备，叠加今年春节前置，Q4 业绩确定性较高，我们看好四季度内参、酒鬼表现，预计将进入新一轮上涨行情。中长期来看，中粮控股后体制机制逐步完善，管理效率提高；产品线梳理完成，产品结构优化：公司明确销售发展战略，成立内参酒销售公司，实现收入利润的高速增长。酒鬼酒有望实现全国复兴。我们认为酒鬼酒是次高端中期最具弹性品种，20 年预计实现 EPS1.16 元，成长期给予 44 倍 PE，目标空间为 35%。
- **今世缘：抓两头带中间成效显著，全国化战略稳步推进。**产品结构上移，国缘价量齐升，特 A 及以上产品保持高速增长，营收占比提升；省内市场仍有扩张空间，省外市场加快布局，公司在“2+5+N”的战略下积极布局省外市场，有望成为业绩推动力。20 年目标空间约为 20%。
- **洋河：营销调整态度坚定，股权激励彰显信心，业绩弹性大。**大力度渠道调整初显成效，公司基本面改善，批价回升，库存处于历史低位，业绩弹性大；江苏省内龙头地位稳固，享受消费升级红利，全国化市场表现优秀；公司基础条件仍在，洋河有着强大的销售队伍，完善的渠道运作模式，长期推荐逻辑不变。目前公司估值处于较低，未来基本面改善，目标空间有望达到 30%。

1.6 风险提示

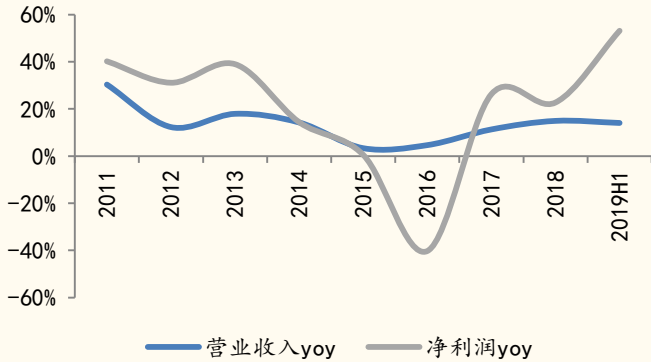
- **行业景气度下行：**宏观经济预期放缓，可能影响行业趋势。
- **政治因素扰动：**尽管政府需求在当下高端、次高端白酒消费占比已显著低于上一轮白酒牛市，但政府消息依然会显著影响板块情绪。

二、乳制品：两强竞争势能提升顶点，大概率走向阶段竞争趋缓

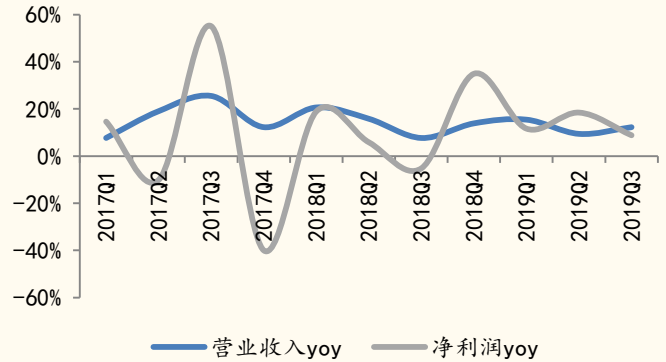
今年上半年以来，乳制品板块呈现出收入端保持平稳，而利润增速显著改善的态势，主要在于原奶价格持续上涨背景下上游牧业利润端加速改善所致（上游牧业公司多位于港股，若只看 A 股乳企，在行业竞争态势并未趋缓以及原奶成本持续上升的双重压力下，上半年利润端增速走低）。进入三季度以来，尽管两强竞争相对有所趋缓，Q3 费用率也环比下降，但由于原奶价格持续上涨且同比涨幅持续拉大，使得 Q3 乳制品板块整体毛利率环比下降，利润增速也有明显下滑。乳制品行业是所有板块预期差最大板块，市场对此板块分歧较大，且易受到短期影响而忽略长期视角。当前为长期预期低点，两强竞争的势能已经走向顶点，预计将伴随顶点回落而呈现出阶段性竞争趋缓之势，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。

图表 15: 乳制品板块近年营业收入、净利同比增速



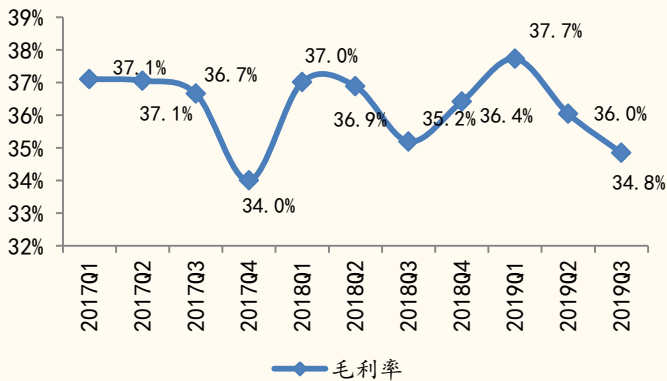
图表 16: 乳制品板块单季营业收入、净利同比增速



来源: wind, 国金证券研究所; 分年度计算口径为 A 股 (中信行业分类) + 港股 (港股通行业分类); 分季度计算口径为 A 股 (中信行业分类), 下同

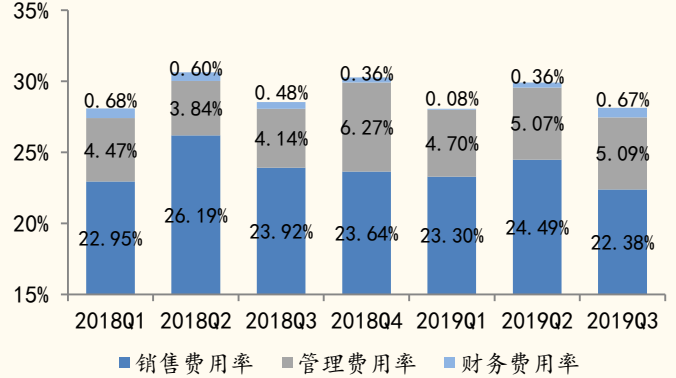
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 乳制品板块单季度毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 乳制品板块单季度期间费用率

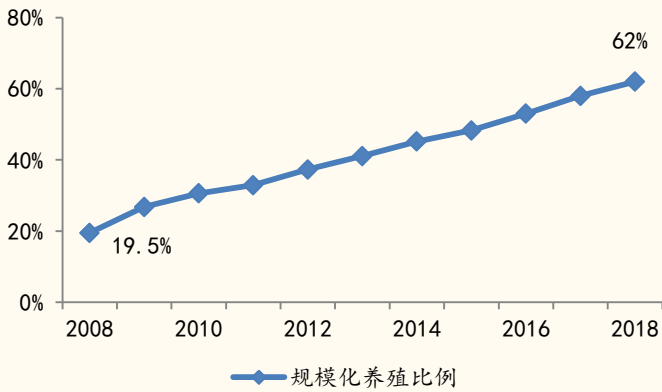


来源: wind, 国金证券研究所

2.1 原奶价格持续上涨，预计明年仍是温和上涨态势

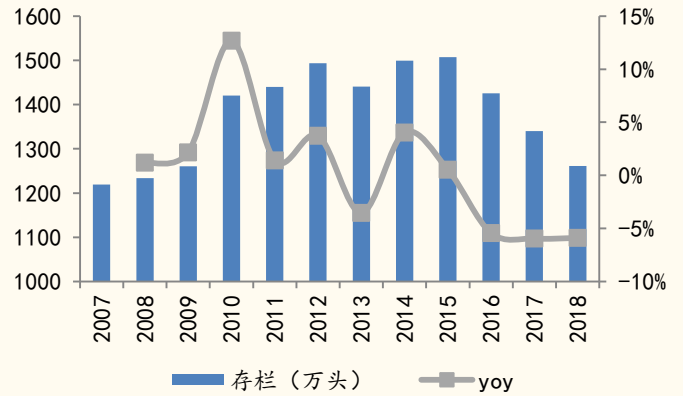
- 原奶供需问题愈发突出，奶源之争呈白热化。近年以来，受制于环保压力以及成本问题，部分散养户以及小型牧场逐渐退出，我国奶牛养殖规模化比例持续提升，由 2008 年的 19.5% 提升至 2018 年约 62%。自 2016 年开始，我国奶牛存栏数持续下降，2018 年奶牛存栏数约 1261.3 万头，同比下降 5.9%。尽管单产有所提高（2019 年上半年同比+2.5%至 7.7 吨/年），然而生鲜乳总产量增速仍旧跟不上下游乳制品产量增速（19H1 生鲜乳产量增速+5.2%VS 乳制品产量增速+6.6%）。而这一供需矛盾自 18 年下半年起变得愈发突出：由于大量中小牧场的退出，伊利自 18 年下半年率先提价锁定赛科星、中地等优质牧场（2019 年 7 月又通过优然牧业间接控股赛科星），不断提升奶源结构中的规模牧场比例；蒙牛在拥有国内第一大牧场现代牧业的基础上，18 年底计划收购圣牧高科 51% 的股权，19 年 1 月又与中鼎牧业签订合作协议。在当前原奶供不应求的背景下，龙头企业上游抢奶已呈白热化，奶源之争持续进行，进一步推动了奶价的上涨。

图表 19: 上游牧场规模化率持续提升



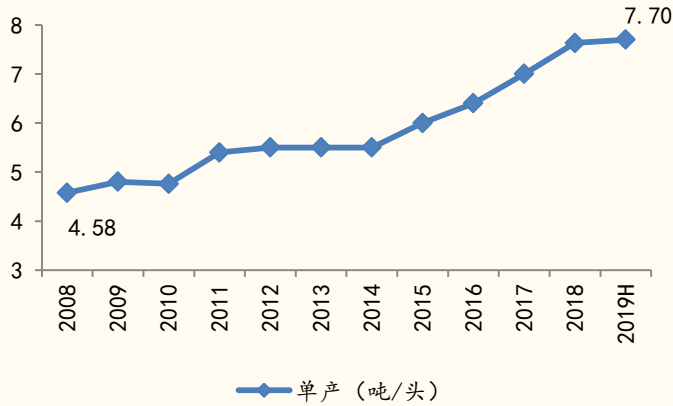
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 20: 近年来我国奶牛存栏量持续下降 (万头)



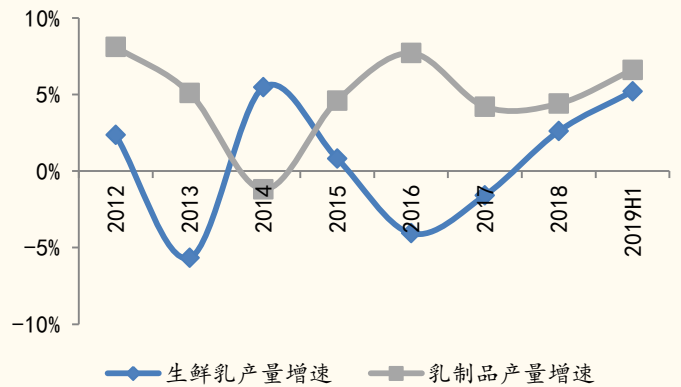
来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所

图表 21: 奶牛单产持续提升 (吨/头)



来源: 农业部, 国金证券研究所

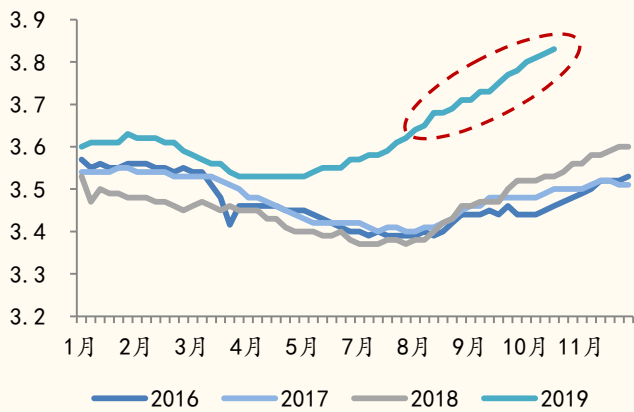
图表 22: 生鲜乳产量增速跟不上乳制品产量增速



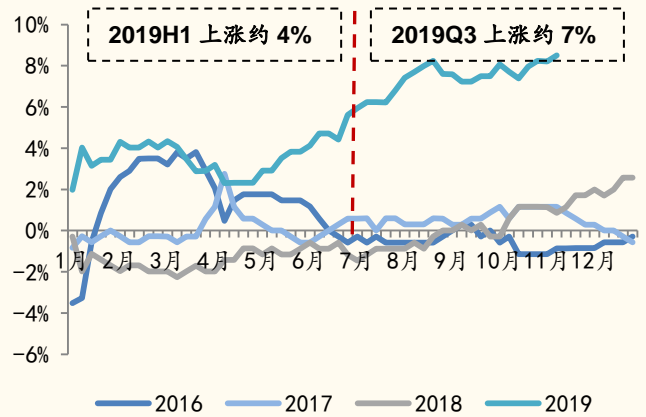
来源: 农业部, 国金证券研究所

- 三季度原奶价格温和上涨, 同比涨幅环比提升, 下游乳企成本压力加大。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 上涨约 5%左右); 2019 年 10 月份生鲜乳平均价约为 3.78 元/kg, 同比上涨约 8% (2019 年 1-10 月份上涨约 5%左右), 涨幅环比拉大。截至 11 月 13 日, 我国主产区生鲜乳平均价格为 3.83 元/公斤, 环比上涨 0.3%, 同比上涨 8.2%, 涨幅进一步拉大。

图表 23：今年以来原奶价格持续温和上涨（元/kg）



图表 24：Q3 以来原奶价格同比涨幅环比拉大



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 我们预计 2020 年原奶价格仍将呈现出温和上涨态势，下游乳企毛利率走势将取决于产品升级进度以及折扣力度。从原奶供给端来看，经过长时间去产能，我国奶牛存栏数已连续多年持续下降，而上游养殖、补栏都存在一定的周期（预计 3 年左右）；从原奶需求端来看，产品持续升级下各乳企对原奶的需求越来越大，大包粉替代有一定的局限性（大包粉往往被用来做一些低端酸奶或部分奶粉，无法适用高端白奶以及高端酸奶），因此我们判断，未来 2-3 年都会呈现出原奶供不应求的态势，2020 年奶价预计将会持续温和上涨，但由于今年基数较高，叠加两强抢奶的溢价效应在今年最大而明年预计将趋缓，因此我们预计明年同比涨幅可能会相对收窄。我们预计 2020 年下游乳企毛利率仍将承压，而毛利率同比如何变化将取决于产品升级进度以及折扣力度。对伊利、蒙牛来讲，两强不断推出高端新品，持续提升自身产品结构，同时我们预计明年折扣力度将相对趋缓，毛利率有一定弹性，预计明年两强毛利率同比持稳。

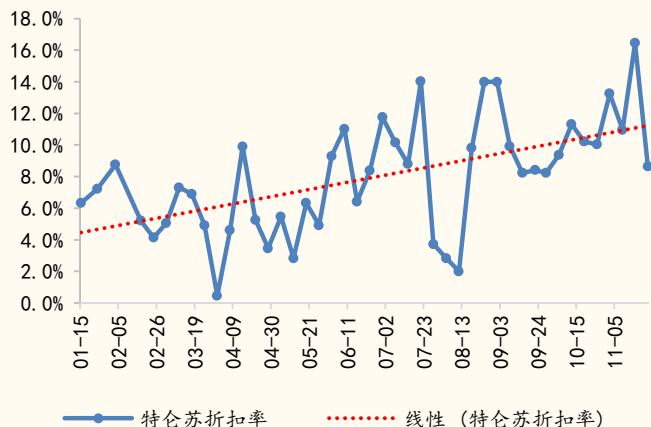
2.2 两强竞争仍较为焦灼，下半年将边际趋缓

19 年行业并未如 18 年预期般竞争放缓，主要在于市场并未预料到两强相对弱势方——蒙牛的持续主动进攻，19 年上半年两强竞争仍较为焦灼。

- 上半年的竞争态势更多的是由两强的竞争战略所决定的，二季度蒙牛开启追赶之势，线下促销加强，伊利也紧跟而上。伴随着两强市占率的不断提升，蒙牛的竞争战略早已由过去的抢占空白份额到与伊利直面竞争弥补收入差距，而对于伊利来说，尽可能制止蒙牛缩小收入差距的步伐将对其未来持续保持龙头地位至关重要。一季度伊利营业收入同比增长 17.89%，而根据我们对渠道的跟踪调研，我们预计蒙牛一季度增速略低于伊利。在这种情况下，为缩小与伊利之间的收入差距，二季度蒙牛开启追赶之势，终端促销持续加强，动销加快，终端收入增速获得有效提升。而伊利为保持自身的差距优势，终端促销也紧跟而上，主要单品折扣力度均在高位。两强价格战愈演愈烈，终端促销持续增强。从上半年来看，蒙牛的主动进攻——大单品特仑苏的持续强促销效果显著，Q2 蒙牛收入增速开始超过伊利，带动上半年整体收入增速都处于领先地位，而从费用率也可以发现，两强费用率 Q2 均有显著环比提升，但同比都略有下降，也正是因为 18 年世界杯两强费用率的高基数为今年费用投放留出了较大的空间，使得二季度蒙牛的加速追赶、费用投放成为了必然。
- 三季度蒙牛攻势实际并未放缓太多，但伊利采取了跟随策略。结合我们的草根调研以及终端数据跟踪来看，三季度蒙牛依然维持着较强的终端促销力度，攻势并未放缓，但是从 7、8 月终端数据来看，蒙牛的终端收入增速却出现连续放缓，主要原因在于 7、8 月为行业淡季，较高的费用投放难以获得与之相匹配的收入增长。与之相比，伊利三季度并未如二季度般紧跟

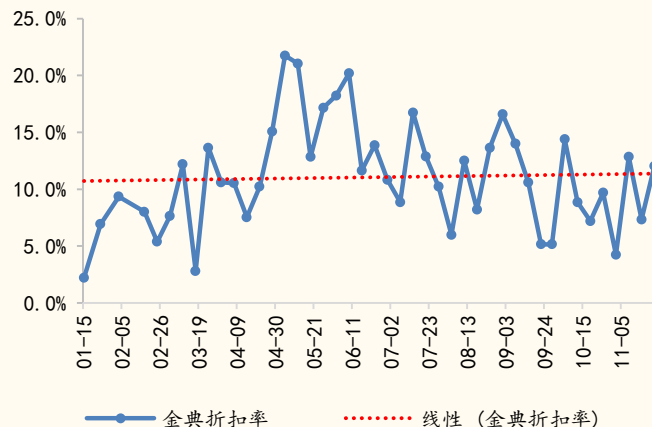
而上，而是选择了较为温和的费用投放策略，没有直接与蒙牛针锋相对，因此两强之间的竞争力度相比二季度而言是有所放缓的。整体来看，三季度蒙牛在较强的攻势下依然获得了收入增速上的领先，但增速环比 Q2 略有放缓，同时利润端受到成本上涨与促销加强的双重压力，净利率可能略有受损；伊利虽然在收入增速上略低于蒙牛，但 Q3 更为注重利润导向，费用率同比明显下降（但同比降幅环比下降，说明伊利 Q3 依然有一部分投放，印证了其跟随策略），利润端获得超预期增长。

图表 25：特仑苏二季度折扣率加大，三季度并未放缓



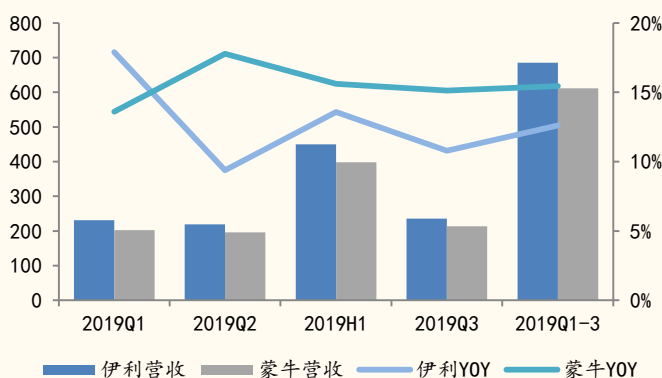
来源：草根商超调研，国金证券研究所

图表 26：金典二季度折扣率加大，三季度略有放缓



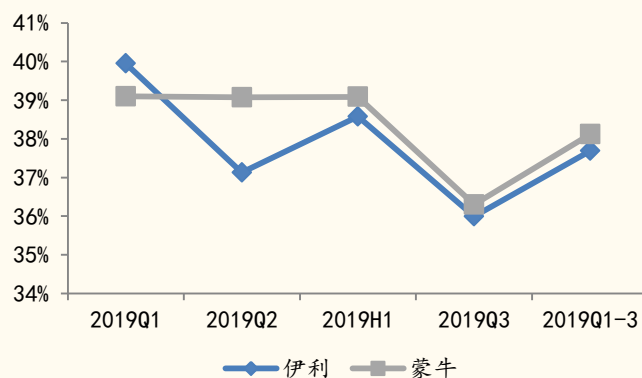
来源：草根商超调研，国金证券研究所

图表 27：伊利、蒙牛 2019 年各季度收入及增速对比



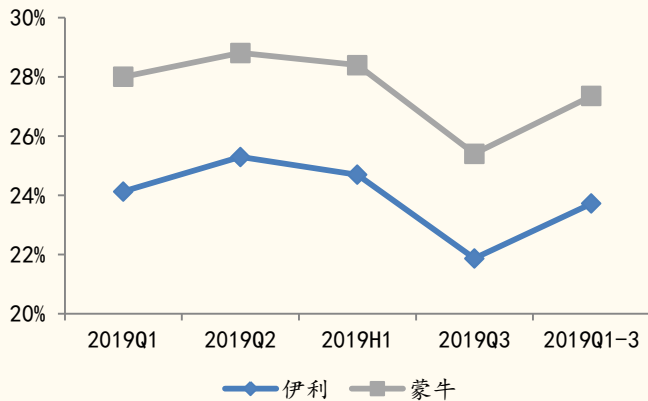
来源：wind，国金证券研究所；注：由于蒙牛不披露季报，因此 2019Q1、2019Q3 均为预测数字，单位亿元，下同

图表 28：伊利、蒙牛 2019 年各季度毛利率对比

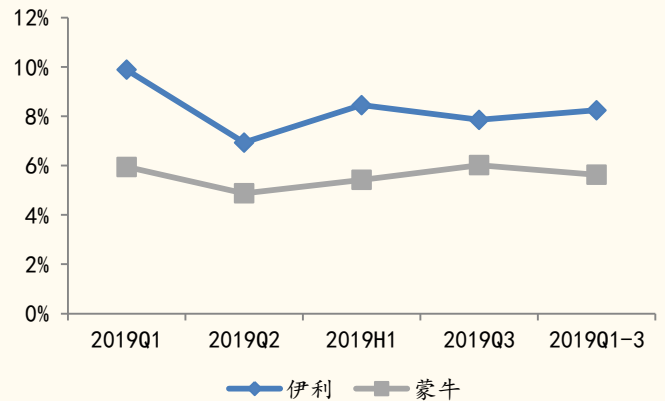


来源：wind，国金证券研究所

图表 29：伊利、蒙牛 2019 年各季度销售费用率对比



图表 30：伊利、蒙牛 2019 年各季度净利率对比



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- **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。具体来看：
- **收入端：伊利全年表态冲击 900 亿目标，蒙牛 Q4 增速预计环比持平或略有放缓。**根据我们跟踪到的尼尔森终端数据，9 月份伊利促销略有加强，同时推出金典有机梦幻盖新品，终端增速显著环比回升并超过蒙牛。四季度来看，我们预计伊利仍将采取跟随策略，不过整体行业环境会比三季度略宽松，（预计 Q4 蒙牛攻势放缓（体现在 12 月备货，主因我们预计前三季度已超出全年增速指引较多，四季度将在最后关头有望收敛），因此伊利收入增速较三季度来说受压制的局面有所缓解，预计伊利 Q4 收入增速有望环比提升，同时叠加春节提前因素，12 月进入春节旺季备货期，我们认为全年 900 亿总收入的目标有望达成（即 Q4 收入增速有望落于 16% 左右，但达成的手段未必是以高投入来获取收入增长，我们倾向于 12 月底的压货）。对蒙牛而言，如我们上文所说，我们预计蒙牛前三季度收入增速可能已经超过全年指引，四季度可能会控制收入增速，预计 Q4 收入增速环比持平或略有放缓，落于 14-15% 左右的中双位数。
- **毛利率端：预计两强毛利率端均有轻微承压。**伊利前三季度原奶采购成本同比增长 7%（其中 Q3 上涨 8.5% 左右），但是由于去年 Q4 的奶价基数比较高（行业涨价叠加收奶提价 10%），所以今年四季度伊利原奶上涨幅度预计将会环比收窄，全年原奶价格涨幅预计在 6% 左右（Q4 奶价上涨 5% 以内）。与之相比，蒙牛 18Q4 原奶成本管控较好，相对来说基数较低，因此四季度原奶价格上涨幅度预计将大于伊利，因此成本端压力更大。不过 Q4 我们预计产品结构的持续优化以及买赠的边际下降（核心在于整体全年费用率的边际持续下降）将会释放一部分毛利率弹性，同时蒙牛 11 月份剥离君乐宝也会提振毛利率，我们预计两强 Q4 毛利率大概率同比持平。
- **费用端：预计两强费用率会呈现出环比提升、同比持平或略有下降的趋势。**下半年来看，尽管两强大单品之争不会停歇，但是预计费用的投放将会更加的集中化，进而整体费用率有望呈现边际下降之势。四季度我们预计两强竞争将会相对趋缓，但 12 月将迎来春节备货期与促销旺季，较相对淡季的三季度而言，必要的费用投放预计环比加强，同时两强四季度费用率的同比基数均不高，要完成全年指引，预计费

用率会呈现出环比提升、同比持平或略有下降的趋势。不过全年来看，伊利、蒙牛费用率预计都会有同比下降。

- **净利率端：预计 Q4 蒙牛净利率有向上弹性（但核心净利率承压预计向下），而伊利净利率将轻微承压。**蒙牛净利率的向上来源于攻势趋缓带来的费用率边际下降以及雅士利、现代牧业扭亏提振，另外四季度君乐宝退出也将贡献一定净利率弹性，预计蒙牛净利率环比有所提升。伊利净利率承压主因缺少蒙牛投资收益项的提振下，毛利率和费用率 Q4 均有一定的压力，同时伊利前三季度利润增速已经超过全年指引以及股权激励解锁目标，预计 Q4 利润端可能轻微承压，净利率环比可能略有下降。

2.3 2020 年行业展望：明年收入争夺预计同比降温，重点关注特仑苏何时降速

伊利三季报业绩完全印证了我们中报时对下半年做出的判断，包括：（1）两强收入之争将会持续，但力度将会环比下降；（2）毛利率将会承压，但在产品结构优化以及买赠力度下降的推动下有望同比持平；（3）两强竞争有望边际趋缓，费用率将呈现边际下降之势；（4）利润端将会有一定的空间。结合此前我们的结论，在此，我们将对乳业明年趋势做一个前瞻性判断：

- **（1）两强收入争夺战预计仍将持续，但力度预计同比略降温，但并不会显著降温。**由于两强收入战略目标是完全相悖的——伊利核心诉求是甩开蒙牛、扩大差距，蒙牛核心诉求是拉近与伊利差距，因此只要两强之间存在收入差距，收入争夺都将持续进行。不过由于今年收入争夺战的加剧在于二季度开始的蒙牛特仑苏的降维打击，而伴随着单品降维打击效应的逐步回落，预计明年收入端争夺力度将难以如今年这般激烈。但是显著降温也绝非一日之功，需要一个过程，这一过程的快慢将受宏观经济环境、原奶成本、并购等多重因素影响。
- **（2）明年竞争有望边际趋缓，费用率有一定宽松空间，但需重点关注特仑苏何时降速。**两强促销战略也有所不同：蒙牛的促销策略实际上在于，只要原奶相对宽裕，同时在给中粮上交的利润能实现的基础上，就会拿最大的高端单品特仑苏做促销；而伊利则为防守型，对安慕希不做更多品牌的折让以及费用的加强，对金典只做一部分防守，以防止金典增速下滑太快。因此明年重点关注指标为特仑苏降速，一旦开启降速，将是两强短期竞争趋缓之时。同时我们预计近两年两强费用率提升的核心原因将在未来几年不复存在，预计后期两强竞争将相对趋缓，费用率也有一定宽松空间。
- **（3）预计两强净利率明年有望得到提升。**在毛利率有望企稳基础上，费用率呈现边际趋势向下时，净利率我们预计两强有望同比得到持续提升。但具体在哪个季度实现，我们认为无人能够准确预测，但倾向于观察观测指标——特仑苏的降速。降速背后反映的是两强竞争趋缓的阶段性开始，核心逻辑是蒙牛的单品挑战的阶段性回落（欢迎随时交流）。看好明年的盈利弹性。

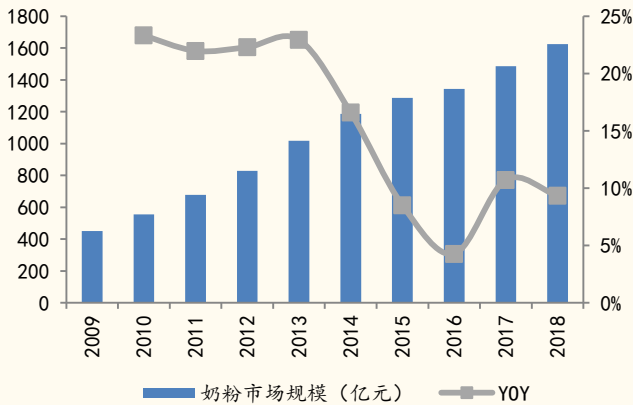
整体来看，尽管两强今年收入争夺依然十分激烈，费用率仍在高位，毛利率全年承压，但两强分别来看表现不同：伊利前三季度利润增速已经超过全年指引以及股权激励解锁目标，预计 Q4 更多注重收入端，利润端可能轻微承压，净利率环比可能略有下降；而蒙牛由于三季度利润率略有受损，考虑到全年 opm 提升目标，四季度可能将会更多注重利润端，同时蒙牛具备投资收益项贡献与君乐宝剥离的利好，因此全年仍将保持相对可观的盈利弹性，净利率也有望持续修复向上（但扣除投资收益项后，蒙牛利润率提升幅度会有所下降）。短期我们仍然强调蒙牛盈利端快速修复的逻辑，但提醒市场注意，切勿太看重短期的指引达成与否，只要净利率在提升，未来空间一定会兑现！短期伊利弹性仍然主要体现在收入端（明年将是收入和盈利端）。总体来看，我们认为 2020 年两强竞争预期有所放缓，利润弹性有望逐步释放，当前估值均有提升空间，建议持续重点关注。

2.4 细分行业之奶粉：行业加速整合，奶粉格局已基本明朗

➤ 新出生人口数量持续下降，行业将加速整合

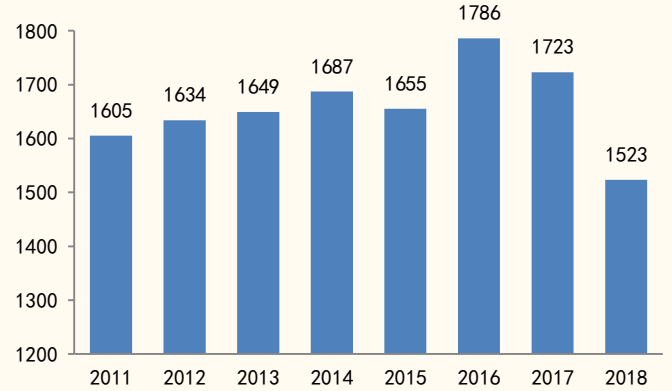
- 根据欧睿数据，中国婴幼儿奶粉行业近 10 年复合增长率为 16.5%，近 5 年也达到 8.6%，维持高个位数增长。但近年以来增速有放缓趋势，近 3 年增速为 5.7%，尤其 18 年下半年增速进一步放缓。根据欧睿数据，18 年全年增速保持在+9.3%左右。这与新生儿出生率持续维持低位（2018 年 10.94%）有关系，使得新生儿出生数量近年呈下降趋势（2016 年出生率与新生儿主因二胎政策全面放开有所提升，2017-2018 年继续下降），不过由于二胎放开（2015 年底全面放开，二胎数量增加 10.6%，占比首次达到 40%）叠加母乳喂养率持续下行（从 1998 年 67%降至 2016 年 27%），尤其在三四线城市和 GDP 较低省份，生活成本较低叠加传统育子观念利好区域出生率，仍然对婴幼儿奶粉行业增长形成向上托力，使得行业仍然处于低速正增长通道。然而在新出生人口下降压力下，行业将会加速整合，集中度也有望持续提升。

图表 31：近十年国内婴幼儿奶粉市场规模及增速



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 32：2001-2018 年新生儿出生数量 (万人)

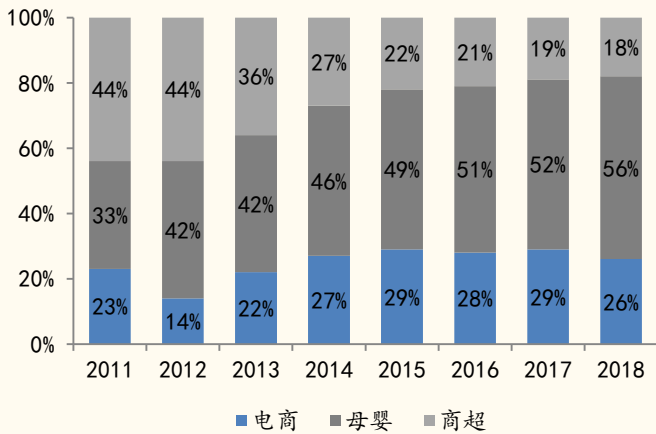


来源：国家统计局，国金证券研究所

➤ 受渠道转型影响，行业内各公司趋于分化

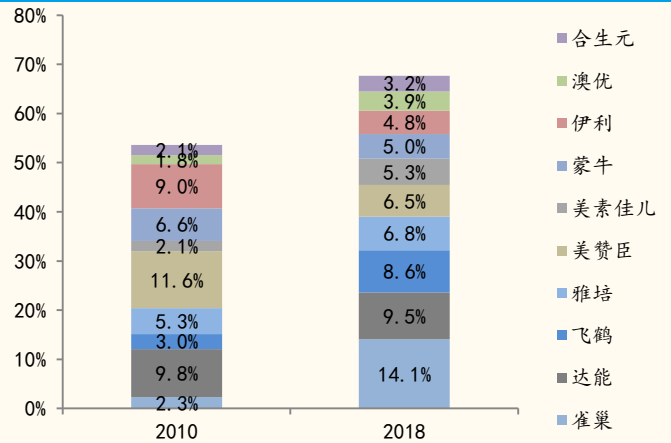
- 奶粉渠道逐步转型，行业内各公司趋于分化。近年行业增速虽仍为正增长，但渠道结构和各公司股份持续发生变化。根据尼尔森数据，2011 年行业主流渠道为商超渠道（收入占比 44%），但占比逐年下滑到 2018 年的 18%，逐步被母婴店和电商渠道所取代。前十大奶粉品牌商市场份额也在不断变化中：伊利奶粉份额由 2010 年的 9%降至 2018 年的 4.8%，蒙牛奶粉份额由 6.6%降至 5.0%，而雀巢、飞鹤、澳优份额均有较大幅度提升。
- 在此过程中，排名前四的外资品牌如雀巢（惠氏）、达能、利洁时（美赞臣）、美素佳儿因在一二线渠道和电商的优势，未受到太多渠道转型的影响；原本排名靠前的贝因美、伊利、雅士利份额和排名都有所下降，核心原因便是其自身渠道结构中商超占比高，受行业渠道转型影响大，且公司规模较大调整较慢；原来规模较小的、容易调整的如飞鹤、合生元、澳优及欧世蒙牛（合并前）都能够迅速调头，份额和增速实现持续上升。
- 基于以上转变，我们将国产奶粉阵营分为三大梯队：第一梯队是以飞鹤为龙头的梯队；第二梯队为合生元、伊利、蒙牛、澳优的梯队；第三梯队为贝因美、圣元等奶粉；其余企业为第四梯队；其中第二梯队的合生元和澳优近年增速较高，线下渠道较为扎实，预计有望跨越第二梯队进入第一梯队。

图表 33: 2011-2018 年国内奶粉渠道占比变化



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

图表 34: 2010-2018 年国内前十品牌商份额变动



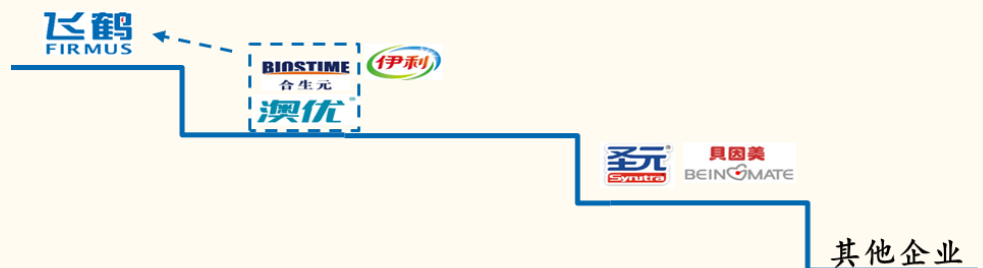
来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

➤ 奶粉格局已经基本明朗: 国产龙头已定

我们认为当前奶粉格局已经基本明朗, 国产龙头已定, 二梯队中仍存在潜力较强企业, 如合生元与澳优, 同时还有君乐宝, 而伊利偏弱; 三梯队及以下梯队在中期将难以有翻盘机会。分别来看:

- 第一梯队仅有飞鹤, 预计将保持稳固。飞鹤在较多方面均处于优势, 且由于优势较多集中于营销端, 而奶粉企业针对消费者的营销是最关键的一环, 品牌力的提高叠加终端掌控和推广度高于竞争者已足以使其傲视群雄, 在当前奶粉行业加速退出杂牌之际, 抢占市场空余份额和竞争者份额具有较强优势。
- 第二梯队中将呈现分化趋势。其中澳优将是有望走出第二梯队进入第一梯队的选手, 有多维较强综合实力, 未来澳优仍然会保持一个高于前三梯队国产奶粉企业的平均增速加速追赶。而第二梯队的伊利奶粉将可能在整体伊利集团诉求其保利润的趋势下, 难以有较多费用投放而增速继续保持中低速增长, 难以有较好的收入表现; 蒙牛则寄希望于雅士利的恢复, 但雅士利的首年恢复更多是报表端的增长而非终端增速的匹配, 真正的恢复要看 2019 年乃至 2020 年的终端表现。君乐宝是一匹“黑马”, 18 年增速居于所有企业之首, 背后有多方面因素支持, 包括品牌产品定位准确、渠道转型迅速、团队执行力较强、政府支持等。
- 第三梯队将短中期仍处于调整中。渠道转型的背后是重建一个公司, 背后的所有人员包括部门体制机制要重新建立。雅士利花了 4 年, 贝因美至今没走出, 其他企业更无须讨论太多。短中期来看第三梯队连同以下企业将持续保持调整中, 未见到拐点。

图表 35: 奶粉竞争格局较为明朗



来源: 国金证券研究所绘制

2.5 细分行业之奶酪：行业潜力巨大，国产品牌有望崛起迎来份额提升

➤ 乳制品迎消费升级浪潮，奶酪行业机遇应运而生

- 奶酪因其高营养价值、丰富的口感以及应用场景广泛的属性，与乳制品行业消费结构升级的背景相契合，满足了新兴消费群体对餐饮产品的多样化和个性化需求。每1公斤奶酪约由10公斤生鲜乳浓缩而成，富含丰富的蛋白质、钙、脂肪、磷和维生素等营养成分，其中蛋白质、钙含量是鲜奶的八倍以上，也远远高于酸奶。同时，经过乳酸菌等微生物及酶的作用，奶酪可适合患有乳糖不耐症的消费者食用，因此十分适合应用于儿童辅食的消费场景。此外，与酸奶相似，除了丰富的营养之外，奶酪还具有十分丰富的口感，可被加工制作为“芝士奶茶”、“芝士蛋糕”以及各种休闲零食，因此亦可广泛适应休闲零食、餐后甜点及佐餐材料等各类消费场景，以满足90后新兴消费群体对餐饮产品多样化、个性化的追求。随着消费者消费水平的不断提升以及对餐饮多样化需求的逐步显现，具备高营养价值属性、多层次口感、丰富的产品形态的奶酪逐渐受到国内越来越多消费者的认可，行业景气度持续提升。

图表 36：奶酪的营养价值远高于鲜奶和酸奶

每100g乳品主要营养成分	单位	奶酪	鲜奶	酸奶
热量	大卡	328	54	72
蛋白质	克	25.7	3	2.5
脂肪	克	23.5	3.2	2.7
碳水化合物	克	3.5	3.4	9.3
甘谷春	毫克	11	15	15
维生素A	微克	152	24	26
烟酸	毫克	0.6	0.1	0.2
钙	毫克	799	104	118
磷	毫克	326	73	85
钠	毫克	584.6	37.2	39.8
镁	毫克	57	11	12
锌	毫克	6.97	0.42	0.53

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 37：奶酪因其丰富的口感可应用于不同的消费场景



来源：公开资料，国金证券研究所

➤ 受益于零售渠道点式爆发，奶酪行业快速发展

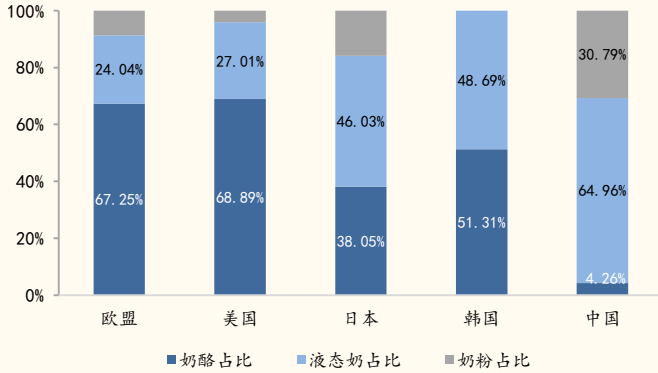
- 奶酪的下游消费分为餐饮渠道和零售渠道，其中餐饮渠道是目前的主流消费渠道，共占国内奶酪消费总量的 58% 以上。传统西餐厅行业近年来增速逐渐放缓，但一些新的奶酪餐饮消费场景（如奶茶等）迎来发展机遇，整体来看，餐饮渠道未来将继续受益于下游餐饮工业厂商的需求推动，我们预计餐饮渠道未来将会持续贡献较为稳定的增长。
- 零售渠道受益于消费场景的“点式”拓展，应用潜力巨大。目前我国奶酪消费的零售渠道占比 42% 左右，奶酪正逐渐从直接食用的餐桌 1.0 时代、作为菜品配料的餐厅 2.0 时代进入零食化奶酪制品的 3.0 餐料时代。近年来，奶酪企业积极拓展母婴渠道，通过赋予产品以高钙、高蛋白质、动画 IP 属性，精确切入了儿童辅食的消费场景，相继推出儿童成长奶酪和棒棒奶酪等针对儿童的零售产品，获得了巨大成功。2017 年我国零售渠道中儿童奶酪占比高达 49%，与成人奶酪几乎持平。我们认为，与餐饮渠道受下游西式餐饮工业需求推动增长的逻辑不同，零售渠道的增长逻辑在于精准营造不同的消费场景去契合消费升级背景下消费者的新型需求，因消费场景的“点式”拓展而更有爆发性增长潜力。

➤ 对标日韩奶酪发展，我国奶酪市场空间仍待打开

- 与海外其他国家相比，我国原奶消费中奶酪占比相对较低。液态奶、奶粉、奶酪是原奶消费的主要乳制品种，在欧美地区，奶酪占原奶消费总量（将乳制品消费量按照一定比例还原至生鲜乳）的比重远远超过液态奶和奶粉，2018 年欧盟和美国奶酪的原奶消费量占比分别达到 67.25%、68.89%（按

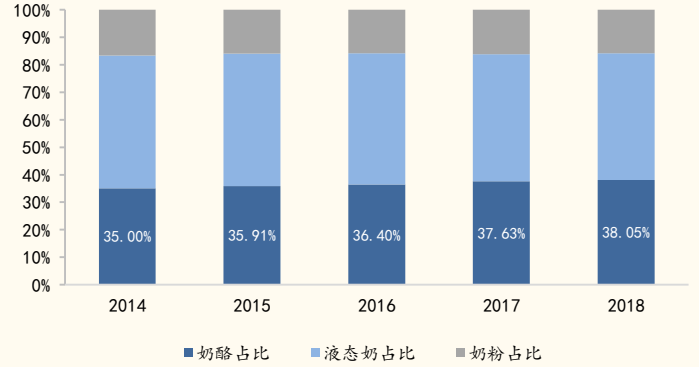
照每 10 斤原奶生产 1 斤奶酪换算)。而与我国同处东亚的日韩,近年来的奶酪消费占比也在持续提升:2014-2018 年日本奶酪原奶消费量占比由 35% 提升至 38.05%,人均奶酪消费量由 2009 年的 1.9kg/年提升至 2018 年的 2.6kg/年;同期韩国的奶酪原奶消费量占比更是由 43.38% 提升至 51.31%,超越了液态奶成为最大的原奶消费乳制品,人均奶酪消费量由 2009 年的 1.5kg/年上升至 3.21kg/年。我国奶酪原奶消费量占比由 2014 年的 1.97% 提升至 2018 年 4.26%,但与其他国家相比,仍有很大的提升空间。

图表 38: 2018 年欧美日韩中主要乳制品原奶消费量占比



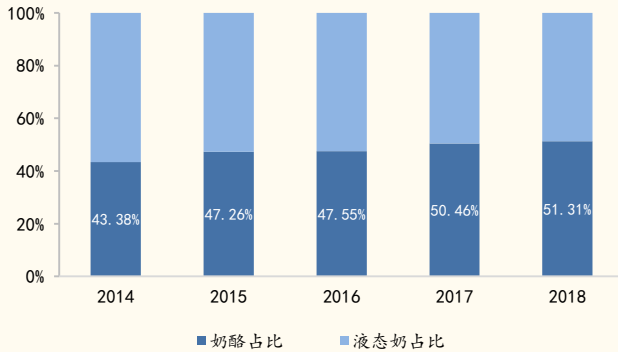
来源: USDA, 国金证券研究所

图表 39: 2014-2018 年日本主要乳制品原奶消费量占比



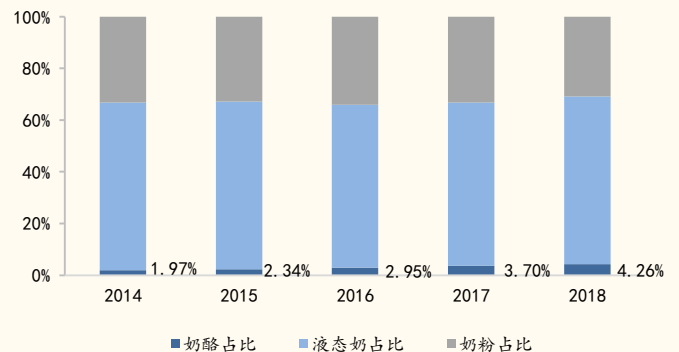
来源: USDA, 国金证券研究所

图表 40: 2014-2018 年韩国主要乳制品原奶消费量占比



来源: USDA, 国金证券研究所

图表 41: 2014-2018 年中国主要乳制品原奶消费量占比



来源: USDA, 国金证券研究所

- 受历史饮食文化影响,我国的人均奶酪消费量短期内难以达到日韩水平,但保守测算预计仍有 7.5 倍以上的增长空间。据 USDA 数据测算,2018 年我国人均奶酪消费量约为 0.15kg/年,是日本的 1/17,是韩国的 1/21。当前我国奶酪消费量较小,还有较大的向上空间,但是市场容量究竟能做到多大?我们认为,我国的人均奶酪消费量短期内难以达到日韩水平,保守预计未来国内人均奶酪消费量为日本当前的 1/2 水平较为合理。主要原因在于:1) 我国的主流饮食习惯仍为中式菜系,而日韩国民西化较早,其饮食结构带有明显的西方属性,与之相比,我国没有较强的西式饮食结构基础,因此我们认为短期内难以达到日韩目前的奶酪人均消费量;2) 据 USDA 数据测算,2018 年我国人均液态奶消费量约为 22.57kg/年,为日本人均液态奶消费量(31.45kg/年)的 70%左右,而我国人均液态奶消费量的提升得益于常温奶的便携运输(便于全国化)以及一定的送礼属性(促进低线城市消费),考虑到奶酪当前并不具备这两大特点,我们预计奶酪可能不会像液态奶一样达到日本人均消费量的 70%;3) 当前我国奶酪仍以再制奶酪为主,且餐饮渠道为主流,参考日韩发展路径,奶酪消费将逐渐过渡至天然奶酪以及零售渠道,而零售渠道也意味着一块更大的市场,当前我国奶酪零售渠道仅打开了儿童奶酪市场,休闲零食市场空间尚待打开,

因此我们预计零售还有很大的向上弹性。综合考虑以上三点，我们保守预计未来国内人均奶酪消费量有望达到日本当前的 1/2 水平，即 1.30kg/年，较当前还有 7.5 倍以上的增长空间，若考虑到吨价的提升，我们预计奶酪市场规模至少有 15 倍以上的增长空间。

图表 42：我国奶酪市场空间分情景测算

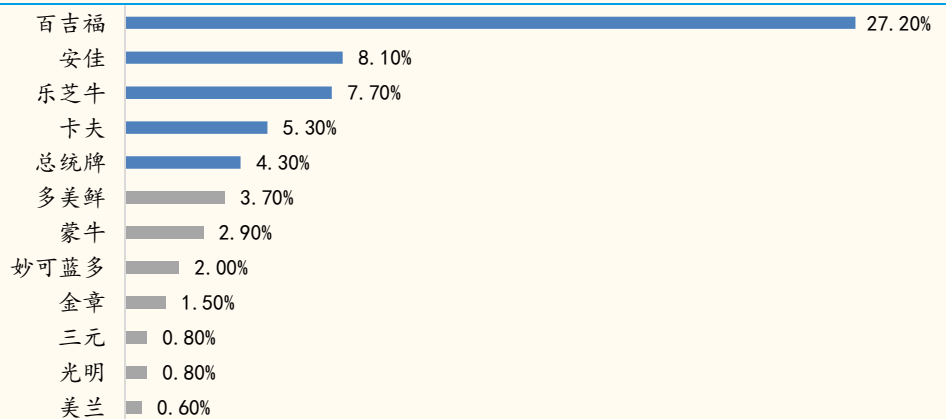
	中国 (2018)	日本 (2018)	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 6	情景 7
奶酪人均消费量 (kg/年)	0.15	2.60	0.26	0.52	0.65	0.87	1.30	1.73	1.95
中国人均/ 日本人均	1/17	-	1/10	1/5	1/4	1/3	1/2	2/3	3/4
奶酪市场容量 (千吨)	215.6	329	374	747	934	1246	1869	2491	2803
市场容量增幅			73%	247%	333%	478%	767%	1056%	1200%
吨价 (万元/吨)	2.70	-	5.41	5.41	5.41	5.41	5.41	5.41	5.41
吨价涨幅			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
市场规模 (亿元)	58.3	-	202	404	505	674	1011	1347	1516
市场规模增幅			247%	593%	767%	1056%	1633%	2211%	2500%

来源：USDA，欧睿数据，国金证券研究所；关键假设：1) 假设未来我国人口总数不会产生较大变化；2) 按照未来中国人均奶酪消费量与日本的占比情况划分不同的情景进行测算；3) 保守假设未来吨价上涨 1 倍；4) 2018 年市场容量数据来源于 USDA，市场规模数据来源于欧睿数据

➤ 品牌格局尚未固化，国产品牌市场份额有望提升

- 当前我国奶酪市场海外品牌占据主导地位，但格局尚未固化。根据欧睿数据，我国奶酪零售市场 2018 年 CR5 市占率合计为 52.6%，均为海外品牌，其中百吉福市占率达 27.2%，位列第一。国产品牌中，多美鲜、蒙牛、妙可蓝多分别位居 6-8 名，市占率合计 8.6%。海外品牌当前市占率较高主要有以下几点原因：1) 奶酪发展初期受三聚氰胺事件影响，海外品牌占得先机。08 年举办北京奥运会，海外乳酪消费文化得以迅速传播，而在同年爆发三聚氰胺事件，国人普遍青睐海外品牌乳制品，海外奶酪品牌在当时具有一定的优势；2) 国内乳制品行业具有带头作用伊利、蒙牛长期以来以液态奶尤其是常温奶为发展竞争核心，并未较早布局奶酪业务；3) 奶酪工艺流程相对较为复杂，进入门槛较高，后期更是需要大量的品牌投放去培育市场，小型乳企难以控制自身生产成本和费用，因此进入者也比较少。综上所述，国产品牌受制于部分历史原因导致当前市占率较低，但我们认为市场格局实质并未固化，我国尚处于奶酪市场培育初期，海外品牌前期虽然通过产品工艺+技术储备优势培育了部分奶酪消费者，但却并未对消费者的整体奶酪认知和零售端的需求风尚起到引领作用，亦未建立起“国民奶酪”的品牌形象，品牌格局尚不牢固。
- 国产品牌具备渠道优势与本土优势，市占率有望迎来提升。与海外品牌相比，国内品牌在未来发展中具备两大优势：一是渠道方面具有本土优势，较海外品牌能够更为迅速地下沉深耕至市县级代理，随着渠道建设逐步完善，能够迅速地抢占市场空间更大的下线城市；二是在产品研发方面，能够有效结合国人餐饮文化和口味需求开发新型产品，随着与国外品牌的产品、技术差距逐渐缩小，专业化品牌形象逐步建立，可通过引领和拓展新型消费需求去抢食市场份额。伴随奶酪市场扩容，国产品牌将迎来较大发展机遇，市占率有望迎来持续提升。

图表 43：我国奶酪零售市场 2018 年 CR5 市占率超过 50%，均为海外品牌



来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.6 具体个股推荐：伊利、蒙牛、澳优、飞鹤、燕塘、妙可蓝多

- 伊利股份：**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。但利润弹性可能较小，因此基本面可能企稳。重点是明年收益率的把控，明年重点关注指标为特仑苏降速，一旦开启降速，将是两强短期竞争趋缓之时，也是伊利可能性的弹性到来之时。明年伊利胜在稳定性与弹性兼具，弹性更多将体现在某个季度。预计 19-21 年营业收入分别为 902.9 亿元/1019.6 亿元/1144.5 亿元，分别同比 +13.5%/+12.9%/+12.3%；归母净利润分别为 71.6 亿元/75.2 亿元/87.2 亿元，同比 +11.2%/+4.9%/+16.0%，EPS 分别为 1.17 元/1.23 元/1.43 元，对应 19/20/21 年 PE 分别为 25X/24X/20X，维持“买入”评级。明年给 30 倍，当前股价为 29.09 元，上看 25% 空间。
- 蒙牛乳业：**收入端增速持续保持领先，全年 opm 是否能继三季度后有所恢复将主要取决于四季度的促销力度。君乐宝虽剥离进度较晚，但预计对净利率依然有提振；现代牧业下半年持续贡献盈利，Q4 仍有期待。明年重点关注指标为特仑苏降速，一旦开启降速，将是两强短期竞争趋缓之时。长期来看，预计两强竞争在未来几年将边际趋缓，叠加产品结构持续升级，蒙牛长期利润修复逻辑不变。我们预计 2019/2020/2021 年蒙牛分别实现营业收入 777.68 亿元/858.74 亿元/954.01 亿元，分别同比 +12.7%/+10.4%/+11.1%；归母净利润分别为 70.07 亿元/51.32 亿元/60.86 亿元，分别同比 +130.2%/-26.7%/+18.6%；折合 EPS 为 1.78 元/1.31 元/1.55 元，对应 PE 为 15X/21X/18X（扣非后对应 19 年 PE 为 25X），维持“买入”评级。明年给 28 倍，当前股价为 29.95 港元，上看 35% 空间。
- 澳优：**Q3 核心业务超市场预期，预计 Q4 核心业务仍将持续发力，基本面趋势有望持续向上。我们预计在新注册配方放量以及终端旺盛需求的加持下，Q4 牛奶粉有望维持这一高增长态势，同时羊奶粉在优质门店的带动下也有望恢复较高增长，从而有力拉动核心业务持续发力，基本面有望持续向上。我们认为公司在羊奶粉细分赛道中具有极强的奶源优势、产品优势以及渠道优势，具备成为细分行业龙头的潜力，坚定看好公司长期发展。预计 19-21 年收入分别为 68.6 亿元/86.5 亿元/108.3 亿元，同比增长 27.3%/26.1%/25.1%；归母净利润分别为 9.0 亿元/12.3 亿元/16.5 亿元，同比增长 42.2%/35.6%/34.9%；EPS 分别为 0.56 元/0.76 元/1.02 元，当前股价对应 PE 为 16X/12X/9X，维持“买入”评级。我们认为股价最多再一个季度验证，将走向向上通道，明年给 20 倍，当前股价为 9.72 港元，上看 75% 空间。
- 飞鹤：**深度拥抱奶粉渠道，具备强大的护城河以及高增长弹性。飞鹤是国内婴配粉的龙头企业，凭借其超高端明星产品星飞帆，稳坐高端婴配奶粉市场第一把交椅，2018 年公司在国内婴配粉市场份额为 15.6%，排名第 1。从产品结构来看，飞鹤的高端婴配奶粉收入占比不断扩大，2019 年上半年

高端婴配粉占比达到 66.5%（其中星飞帆占比达到 46.9%）。近年来，飞鹤在国内通过大量的品牌营销建立了巨大的品牌优势，并建立了强大的销售渠道和营销网络，截至 2019 年上半年，公司在全国有 1824 个线下客户（其中经销商 1166 个，零售商 658 个），覆盖了 10.9 万个零售终端（2016/2017/2018 分别为 5.8 万、6.7 万、9 万），良好的分销渠道和母婴产品店的高渗透率为飞鹤提供了较强的渠道优势。我们认为公司的渠道优势在奶粉行业里是非常强的一个护城河，有望推动飞鹤在奶粉行业挤压式竞争中继续杀出重围，推动飞鹤份额持续提升，同时在这一过程中也会推动飞鹤保持一个较高的增长。整体来看，飞鹤兼具渠道优势、品牌优势以及产能规模优势，持续推进产品创新升级，基本面趋势向上。我们认为飞鹤是唯一一个在牛奶粉行业中具有很强的护城河同时又具备高增长弹性的一家公司，当前估值在 15 倍以下，重点推荐。明年预计 3 月份进入港股通，看好其极高的收益率，上看明年翻倍空间！

- 燕塘乳业：新厂投产解决产能瓶颈问题，加强全渠道布局和奶源、品牌优势，盈利弹性较强。**（1）新厂投产解决产能瓶颈问题，广东地区乳制品消费需求潜力巨大。2019 年燕塘黄埔新工厂开始有序释放产能，预计明年产能达 19.8 万吨，将极大缓解此前深受困扰的产能限制问题。（2）全渠道布局和奶源优势保障燕塘在未来竞争中占据主动优势。燕塘通过在广东地区布局大量送奶服务部、专卖店等特殊渠道，深入扎根广东市场，构建了全渠道竞争格局，同时燕塘在广州周边建有优质牧场，能够有力保障城市低温奶业务的原材料供应。（3）新厂生产磨合期已过，盈利能力有望持续提升。2019 年随着新工厂产能有序释放，规模效应下折旧摊销比下降，2019 前三季度燕塘毛利率回升至 35.40%，未来随着新工厂生产效率进一步提高，燕塘的盈利能力有望持续提升。我们认为随着新工厂产能的逐步有序释放，叠加燕塘在广东地区的全渠道布局和奶源、品牌优势，燕塘将在乳制品消费需求潜力巨大的广东市场中占据主动竞争优势。同时伴随着生产效率提高，规模效应逐渐显现，燕塘的盈利能力有望得到持续提升。明年上看 20% 空间，建议重点关注。
- 妙可蓝多：奶酪黑马横空出世，未来龙头初具雏形。**（1）奶酪行业增长潜力巨大，国产品牌有望崛起迎来份额提升。我们保守测算奶酪行业预计仍有 7.5 倍以上的增长空间（消费量口径），若考虑到吨价的提升，我们预计市场规模有 15 倍以上的空间（消费金额口径），国产品牌具备渠道优势与本土优势，市占率有望迎来提升。（2）公司在国内品牌中率先建立完善的奶酪产品线，为公司在产品研发铺设方面赢得先发优势；奶酪棒横空出世，精准切入儿童零售市场；高强度品牌投放+线下联动营销，建立起专业化品牌形象；开展全国多元化渠道布局，渠道精耕下沉助推公司高速成长。（3）与海外品牌相比，妙可蓝多在保持渠道下沉优势的同时，同样具备丰富的奶酪生产经验，未来将进一步打造差异化竞争；与乳业龙头相比，即使伊利、蒙牛等龙头计划短时间内加大对奶酪市场的投入，也依然需要花费时间、精力去重新梳理建设自身渠道，预计短期内也难以攻克妙可蓝多建立的品牌背书和多元化渠道优势。（4）公司盈利能力提升空间较大。我们预计公司奶酪产能利用率将逐步提高，规模效应下单位生产成本有望逐步降低，奶酪毛利率有望实现持续提升，从而推动公司毛利率进一步提升。未来伴随着毛利率的逐步提升以及费用端规模效应的持续显现，净利率水平还具有较大提升空间，盈利弹性较强。明年上看 30% 空间，建议重点关注。

2.7 风险提示

- 需求下滑。**2019 年 Q4 需警惕乳制品行业受到宏观经济、政策等因素导致需求下滑风险。
- 原材料价格上涨超预期。**2019 年 Q4 原奶价格因季节性供需波动有持续上涨动力，需警惕成本上涨超预期对利润端的影响。
- 行业竞争加剧，销售费用投放超预期。**需警惕销售费用投放超预期进而大幅影响企业利润。

三、啤酒：盈利能力改善持续兑现，结构升级逻辑不变

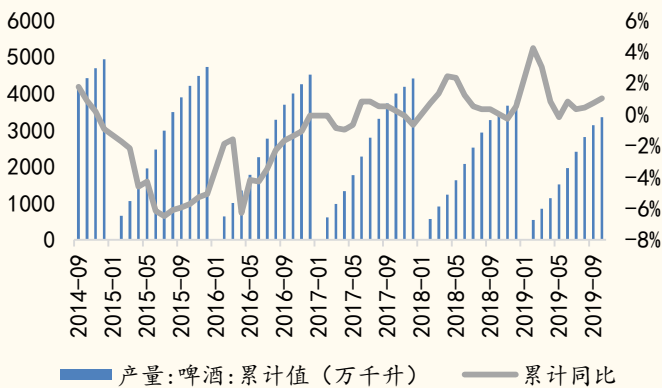
啤酒行业当前核心利润诉求逻辑在 19 年持续兑现。长期来看，长期逻辑只要持续，在此阶段的估值便难以有太大回调空间，短期变化更多是由于市场情绪影响，而这个核心本质背后是季度间的销量的变化对投资者心理的影响程度。因此尽管某个季度实质利润释放在预期范围内，但在市场跟踪过程中发现销量的持续同比负增长，比如第三季度的青岛啤酒，便可能会影响估值。从这个角度出发，我们四季度的啤酒推荐逻辑便是基于长期逻辑基础上的当期销量增速转正的预期，这是真正基本面驱动的因素，叠加提价预期抬升估值，从而获得股价的提升。

而对明年来看，毫无疑问长期逻辑依然在持续，盈利将会逐年释放，进而持续消化高企的估值。全年啤酒板块可能会受到提价预期、旺季销量提振、季度报表利润释放、重庆啤酒资产注入等事件驱动带来板块阶段性的上涨，进而有持续向上的估值和 eps 空间。我们认为啤酒板块排序，长期角度首推华润啤酒，中期角度排序重啤、青岛和珠江，明年预计均会有 25% 以上空间。

3.1 19 年回顾：结构升级带动盈利能力改善持续验证

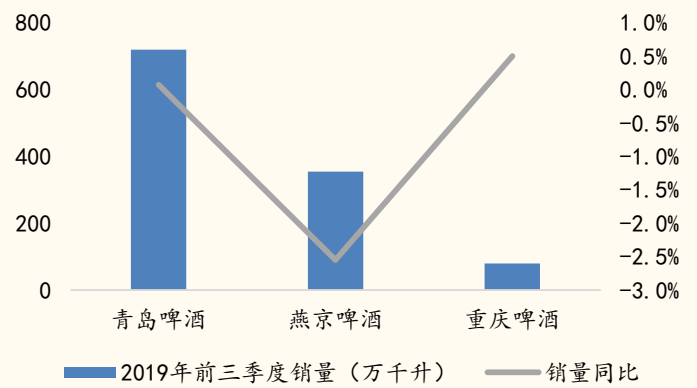
- **外部因素承压下产量坚挺，消费量企稳：**啤酒产量端 2018 年微增后 19 年延续回升趋势，前十个月规模以上企业实现产量 3343.1 万千升，同比提升 1.0%，产量企稳。虽然 19 年啤酒消费受外部因素影响较大，一方面啤酒消费端受厄尔尼诺等天气因素影响旺季缩短，另一方面 19 年相较于 18 年没有世界杯等事件推动，但生产销售端依旧坚挺。我们认为连续两年的啤酒产量企稳也标志着啤酒消费量趋于稳定，量端对产业格局的影响更多是正向效应。
- **龙头企业产量企稳，需求恢复：**行业龙头企业中华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒等前三季度销量均实现同比增长，啤酒消费需求恢复，核心消费群体稳定，确保公司销量稳中略升。

图表 44：前十个月啤酒销量同比提升 1.0%



来源：wind，国金证券研究所

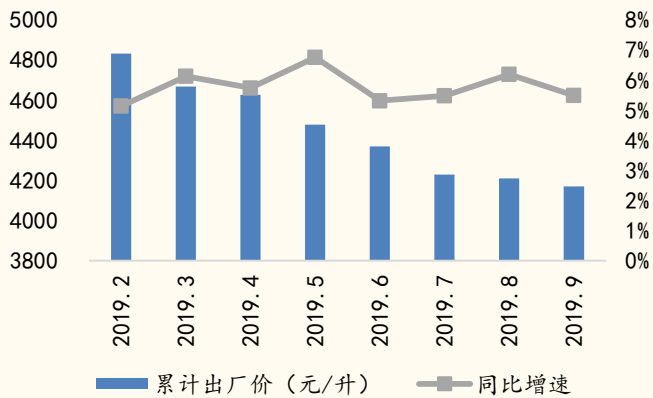
图表 45：多数企业销量回升



来源：公司公告，国金证券研究所

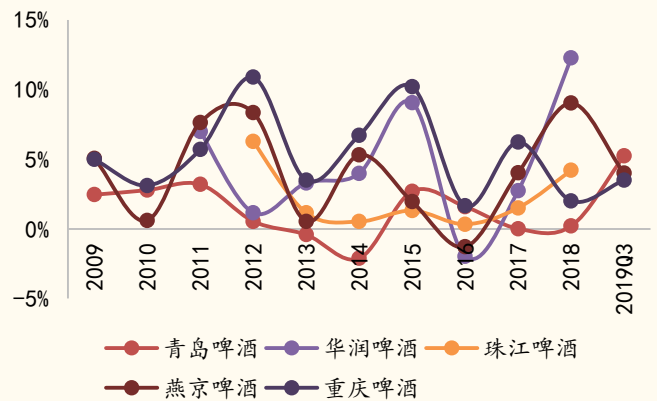
- **综合吨价提升 5% 左右，结构升级持续落地：**累计 1-9 月份来看，规模以上啤酒企业出厂吨价达到 4169.32 元/升，同比提升 5.5%，年初至今行业无大规模的集体提价行为，吨价提升主要受结构升级推动，行业整体结构升级持续落地。累计前三个月来看，青岛啤酒吨价达到 3460 元，同比增长 5.2%；燕京啤酒吨价达到 2924 元，同比增长 4.0%；重庆啤酒吨价达到 3793 元，同比增长 3.5%，预计珠江啤酒和华润啤酒的吨价提升也在 5% 左右，各企业产品价格带持续上行，核心利润池中高端产品占比逐渐提升。

图表 46: 行业出厂吨价提升 5.5%



来源: wind, 国金证券研究所

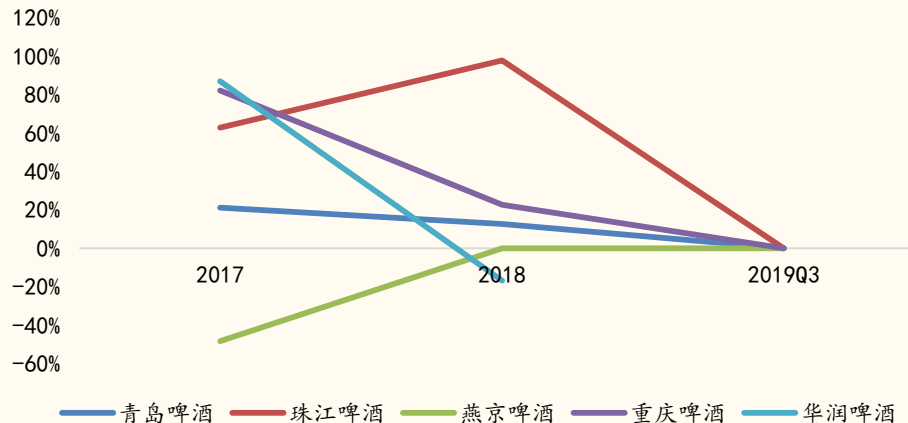
图表 47: 各企业出厂吨价持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **盈利能力改善持续兑现:** 2019 年前三季度来看, 啤酒行业归母净利润延续了高增长的趋势, 其中青岛啤酒、珠江啤酒和重庆啤酒的增速均在 20% 以上, 行业整体利润反弹、盈利能力改善持续落地。在面临行业存量竞争的格局下, 行业内各企业共同谋求利润增长的趋势明显, 低端产品竞争趋缓、中高端费用投放带动结构升级进而推动盈利能力提升持续兑现, 助力行业和各企业实现有质量的成长。

图表 48: 各企业盈利能力全面改善



来源: wind, 国金证券研究所

3.2 收入端展望: 量稳价增趋势不改, 加速推进消费者培育

- **体育大年, 预计消费量受事件推动稳中有升:** 明年将会有 32 届东京奥运会、第 16 届欧洲足球竞标赛等重大体育赛事举办, 而啤酒的消费属性和消费人群天然与体育赛事相关性较高。所以我们预计明年不仅是体育的大年, 更是啤酒体育营销的大年, 体育营销活动预计将对消费量有直接的正向促进, 也将有效的提升啤酒消费量的弹性。

图表 49: 明年主要的体育赛事

赛事	举办时间
奥运会	2020.7.24-2020.8.9
欧洲杯	2020.6.12-2020.7.12
西甲联赛	2020 年的 8 月 15 日开始

来源: 公开资料, 国金证券研究所

- **中高端占比提升进而推动 ASP 提升持续可期：**由于份额之争式微，各公司利润诉求凸显，20 年提价及产品结构升级需求预计仍然存在，提升中高端产品占比进而推动 ASP 提升的趋势仍将持续推进。
- **提价可能性较高：**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 20 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。

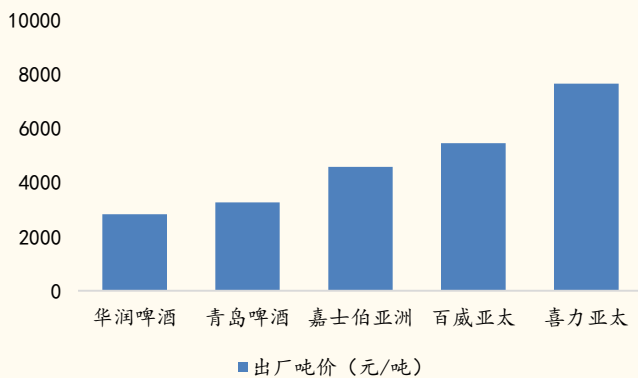
图表 50：上一轮提价情况

品牌	地区	产品	提价幅度	提价时间
燕京	北京	清爽	出厂价提 30%	2017/12
	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
青岛	山东	崂山、汉斯、易拉罐、经典等产品	平均不超过 5%	2018/1
	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

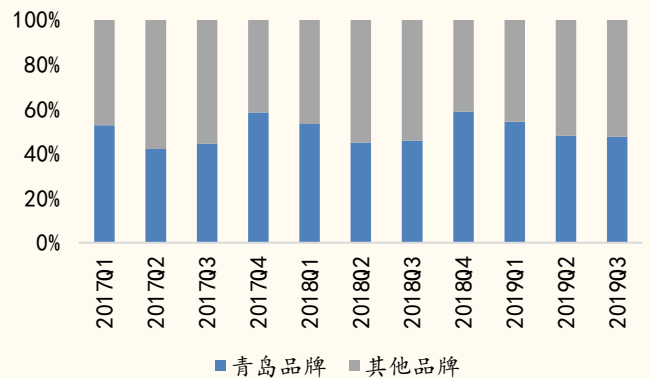
- **低端占比依旧很高，吨价提升趋势不减：**19 年全行业吨价提升 5%左右，稳步实现结构升级，各企业通过吨价提升进而带动结构优化，推动盈利能力改善效果显著。我们认为结构升级趋势仍将延续，一方面国内啤酒企业吨价对标成熟市场和百威等国际品牌在国内吨价水平仍有较大差距，仍在低位；另一方面各企业产品中仍有超过 4 成成为低端产品，结构升级的空间较大。长期来看，我们认为本轮啤酒行业结构变化的周期将延续 3-5 年，目前仍在稳步推进阶段，吨价提升空间依旧可观，预计明年整体均价提升仍在 5%以上。

图表 51：国产啤酒吨价仍然偏低（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

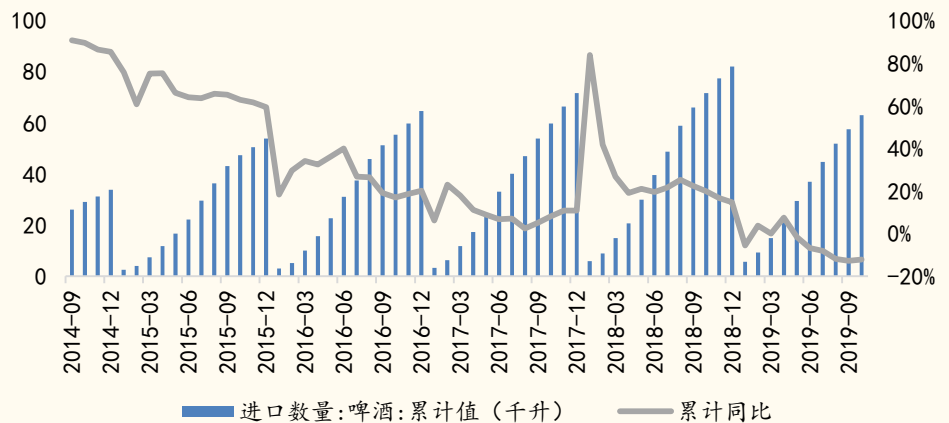
图表 52：青岛啤酒中低端产品仍然过半



来源：公司公告，国金证券研究所

- **进口啤酒量减趋势明显，国产高端啤酒认知度提升：**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，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 53：进口啤酒数量持续下降



来源：wind，国金证券研究所

- **积极推出高端新品，顺应结构升级：**各家企业在新一轮结构变化的大趋势下，纷纷推出高端新品，提升品牌力、丰富产品价格带。2019 年 1 月重庆啤酒推出终端价 8 元的中端新品-醇国宾，4 月华润推出终端价格 12 元的高端新品-马尔斯绿，4 月嘉士伯进行了品牌的全面升级，6 月珠江啤酒发布珠江纯生全新品牌形象，并亮相了珠江纯生 1997 黑金系列旗舰产品。未来不断升级的品牌形象和高端产品将合力提升啤酒的定位，助力品牌价值升级，各公司也将重点发力高端产品，将研发能力在高端产品兑现和落地，也将有效带动品牌整体的结构升级。

图表 54：各企业纷纷推出高端新品

时间	品牌	动作
1 月	重庆啤酒	推出新品“醇国宾”
4 月	华润啤酒	推出新品“马尔斯绿”
4 月	嘉士伯	全面升级品牌形象
6 月	珠江啤酒	发布珠江纯生全新形象

来源：公司官网，国金证券研究所

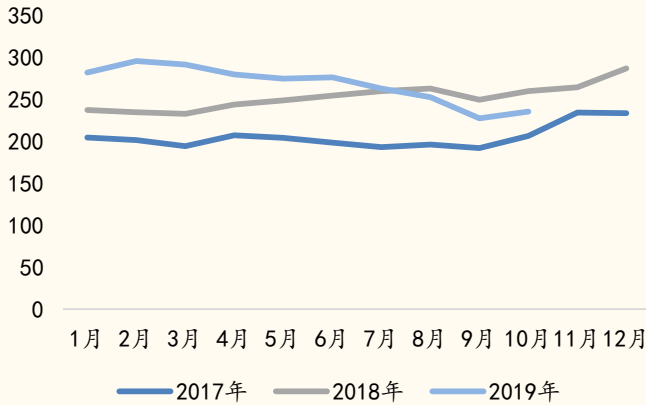
3.3 利润端展望：原材料压力略有缓解，提效降费推动盈利改善

➢ 19 年原材料价格承压，20 年原材料压力略有缓解

- **19 年下半年大麦价格压力缓解，预计 20 年价格持续缓解：**国内啤酒用大麦中 85% 为进口大麦。受 18 年澳洲干旱影响，澳洲大麦减产 10.2%，也使得 19 年上半年进口大麦价格提升 10% 以上；而下半年受澳洲和全球产量提升推动，进口大麦价格出现环比下降。展望 2020 年，因 2019 年全球

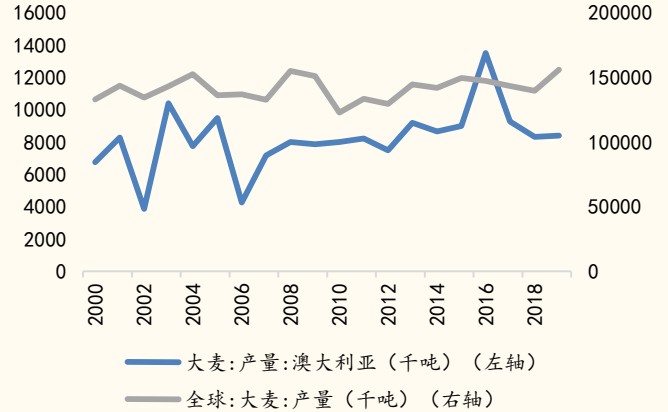
和澳洲大麦产量同时回升，并且采购大麦锁定期一般提前，再加海运时间等因素，一般到货后大麦计入生产成本滞后半年左右，因此 19 年产量回升是 2020 年大麦进口价格下降的重要信号。综合来看，我们预计 2020 年进口大麦价格大概率将同比下降，成本端压力将有所缓解。

图表 55: 近三年进口大麦价格对比 (美元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

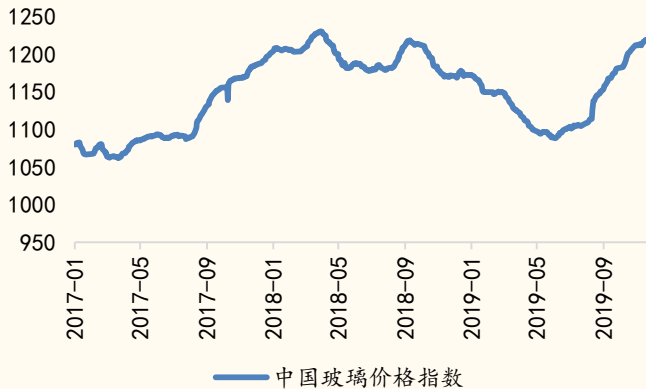
图表 56: 19 年大麦产量回升



来源: wind, 国金证券研究所

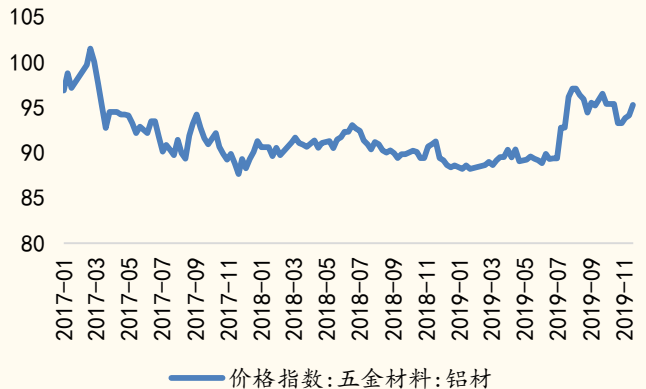
- **玻璃价格受供给不足影响，预计仍将处高位：**19 年玻璃价格波动较大，上半年持续下降，7 月份开始又重新进入上升周期，全年玻璃价格有 6%-8% 的下调，成本压力有所缓解。展望 2020 年，我们认为工业玻璃下游需求（房地产等）趋于平稳，供给端继续受去产能限制，预计玻璃价格仍将保持高位，成本端持续承压。
- **铝材价格提升，综合成本仍较玻璃占优：**我们通过铝材的价格来判断易拉罐价格的走势。19 年易拉罐价格上半年相对稳定，下半年开始上涨 7% 左右，预计 2020 年受供给量提升推动价格持平或同比略降。综合价格上涨预期和运营管理综合成本等情况，易拉罐装产品较玻璃瓶更占优，预计也将推动企业不断提升啤酒罐化率。

图表 57: 玻璃价格下调 6-8%



来源: wind, 国金证券研究所

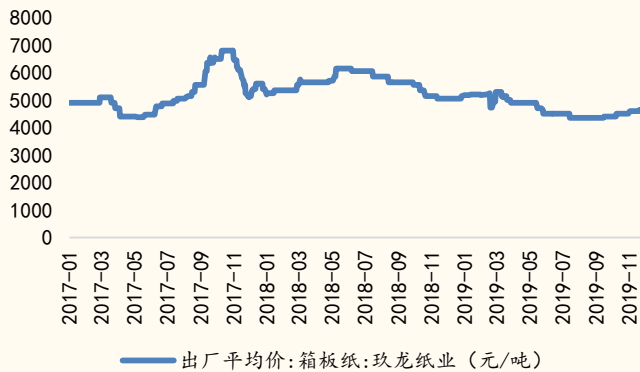
图表 58: 下半年铝材价格上涨



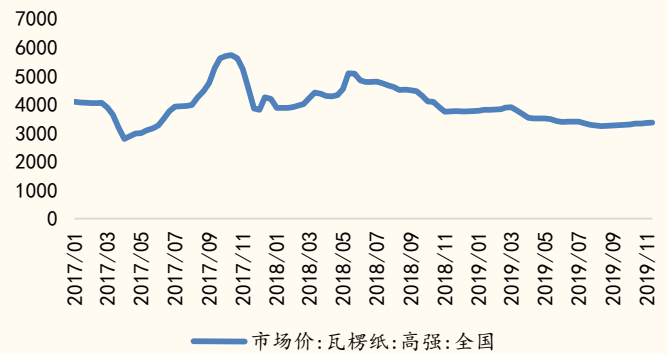
来源: wind, 国金证券研究所

- **箱板纸和瓦楞纸价格持续下行：**19 年箱板纸和瓦楞纸价格在供给加码和需求趋缓双重推动下，价格持续下行，对啤酒行业原材料带来利好。展望 2020 年，供给端 19 年新增产能将持续投产，需求端宏观经济下行预期下预计将减少；我们预计供给上升叠加需求放缓，纸箱价格预计保持下行。

图表 59: 箱板纸价格下行



图表 60: 瓦楞纸价格同比下降



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

- 整体来看，20 年成本端压力预计将有所缓解，上行压力较小。我们假设玻璃瓶占成本 35%，大麦占 15%，纸箱占 5%，分别假设其变化：玻璃瓶（+0%、+5%）、大麦（-3%、-5%）、纸箱（-5%、-10%）来测算原材料价格波动对整体成本的影响。通过测算可知，预计 2020 年成本端变化在-1.3%~+1.9%之前，平均幅度与今年持平。整体来看，明年成本端上行压力减小，结合产品结构的持续优化，预计毛利率有望同比上行。

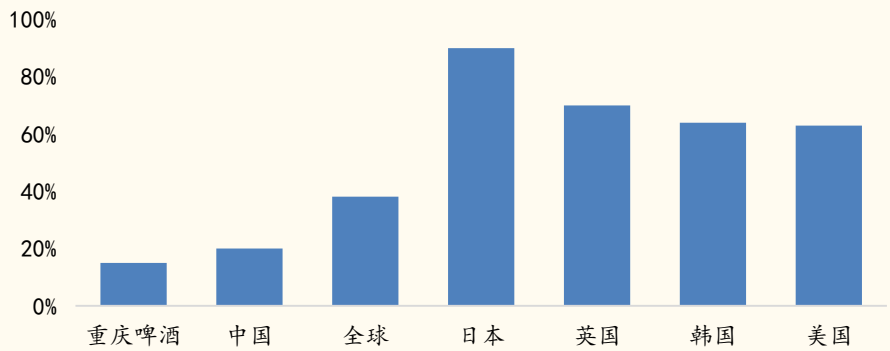
图表 61: 原材料价格变化测算

组合	玻璃瓶 (占比 35%)	大麦 (占比 15%)	纸箱 (占比 5%)	成本变动
1	0%	-3%	-5%	-1.27%
2	0%	-3%	-10%	-1.73%
3	0%	-5%	-5%	-1.82%
4	0%	-5%	-10%	-2.27%
5	5%	-3%	-5%	1.91%
6	5%	-3%	-10%	1.45%
7	5%	-5%	-5%	1.36%
8	5%	-5%	-10%	0.91%

来源: 国金证券研究所测算

- 罐化率持续提升，提高经营效率：易拉罐包装密封性能佳、材料轻、便于开启和运输等优点使得各企业纷纷新增罐装啤酒生产线，提升罐化率，并且罐化率提升有效解决了啤酒企业的回瓶压力和新瓶缺口。我国啤酒易拉罐化率低于 20%，远低于全球平均水平（38.1%），与日本（90%）、美国（63%）、韩国（90%）等成熟市场相比更是存在较大差距，我们认为国内啤酒罐化率将逐步向全球平均水平靠拢。2019 年重庆啤酒新增易拉罐生产线，未来预计各企业将加大易拉罐产品的生产量，提升罐化率，顺应行业发展趋势，提高经营效率。

图表 62：公司和国内啤酒罐化率依旧很低



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **进入关厂后周期，生产效率提升：**在啤酒行业总产能下降的背景下，各企业自 2015 年开始逐步关停亏损啤酒厂，减少成本消耗，提升产能利用率。经过近十年的产能建设和优化，华润啤酒设计产能达到 2100 万千升，成为行业第一；青岛啤酒紧跟其后，拥有 62 家啤酒企业和 1408 万千升的设计产能，各企业产能利用率明显提升。2019 年华润预计关闭 10 家左右工厂，关厂数量环比明显减少，青啤关闭 1-2 家工厂，整个行业产能和需求的匹配度不断提升。未来我们预计各企业关厂数量将持续减少，进入内部整合和效率改善的新阶段，各企业受关厂影响的一次性损失明显减少，并且关厂带来的亏损减少也将对利润带来正向效应。

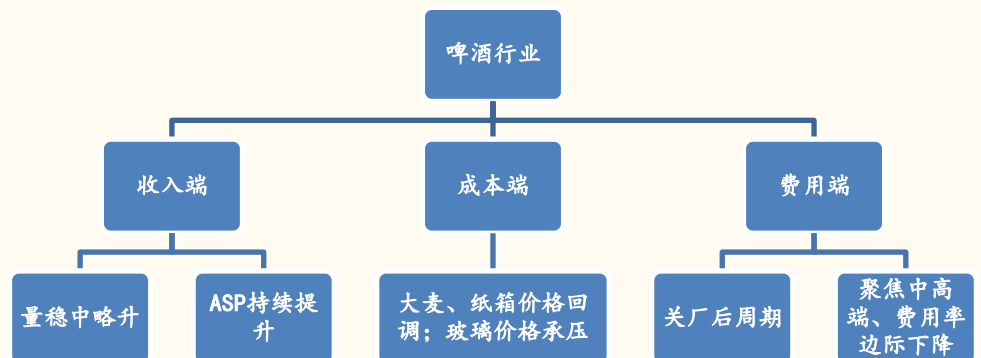
图表 63：各企业最新产能情况

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
啤酒厂	78 家啤酒厂	62 家全资和控股的啤酒生产企业，及 2 家联营及合营啤酒生产企业	13 家酒厂和 1 家参股酒厂	
设计产能	2100 万千升	1408 万千升	179 万千升	220 万吨
实际产能		987 万千升	103.1 万千升	
18 年销量	1130 万千升	803 万千升	94.43 万千升	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **综合来看，明年啤酒行业收入、利润携手成长确定性较高。**收入端预计量稳中略升、ASP 持续提升；成本端预计压力将有所减少，与今年整体成本水平相当；费用端一方面关厂后周期将有所显现，另一方面费用端更加聚焦中高端，费用率预计将边际下降；结合来看，20 年行业周期向上的确定性较高。

图表 64：利润影响因素拆解



来源：国金证券研究所绘制

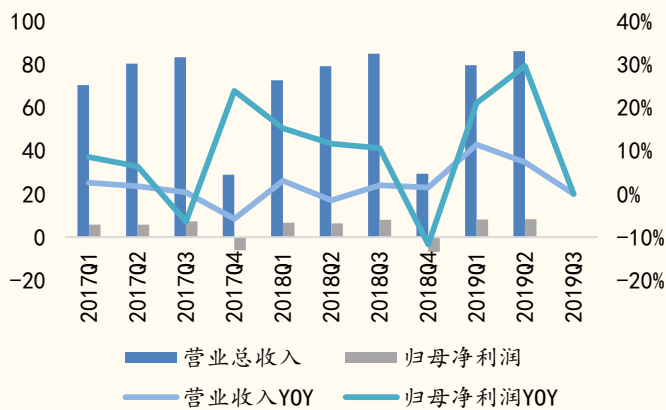
- **弹性事件靴子落地，带来板块性机会：**明年重庆啤酒的嘉士伯资产注入事件，青岛啤酒的股权激励事件将持续落地。弹性事件靴子落地，一方面对各公司管理经营带来直接的支持和拉动，另一方面推动整个啤酒行业整合和业绩改善，带来板块性机会，建议重点关注弹性事件对板块的推动。

3.4 标的推荐：华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒

长期来看，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，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 年行业确定性向上，建议积极配置。

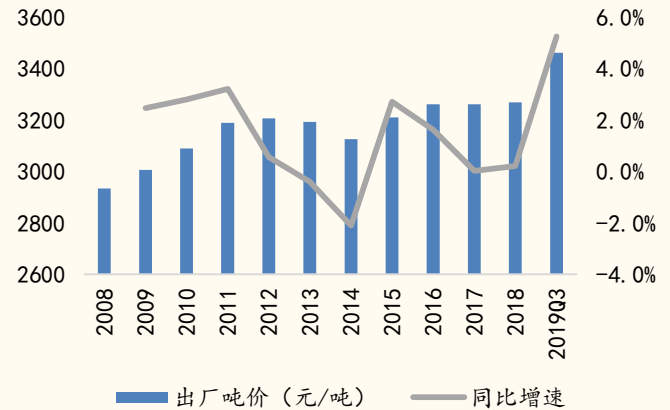
- **华润啤酒：**公司啤酒市占率行业第一，达到 26% 以上，结构升级的格局和发展空间最大，预计明年仍是控制低档产品，提升中高端产品销量的一年；同时叠加喜力的共振效应，有望突破渠道结界，实现双赢。明年奥运会等营销事件预计也将有效推动公司销量和消费群体的增加，向上的行情仍将延续。我们看好公司明年有 30% 的股价空间，推荐关注。
- **青岛啤酒：**公司啤酒出厂吨价超过 3500 元，提前卡位结构升级。收入端拆分量价来看，三季度末渠道低库存叠加终端需求回暖，预计四季度销量增速将同比回正，明年正值奥运会、欧冠等集中举办的“体育大年”，预计销量将继续稳中有升；价格端，一方面结构升级仍未结束，中高端增速和占比预计将持续提升，另一方面预计提价将对出厂吨价带来直接提振。利润端，上一轮提价带来的利润改善预计将延续到 2020 年，同时伴随明年年初提价落地，预计将带来较为可观的利润弹性，市场不必过于担忧费用的重新投入对利润的过度影响，综合提效降费和市场费用投放，预计利润端高增长依旧可期。预计公司 2019-2021 年的收入分别为 282.3 亿元/296.3 亿元/310.0 亿元，同比增长 6.2%/5.0%/4.6%；归母净利润分别为 17.7 亿元/21.2 亿元/24.6 亿元，同比增长 24.2%/20.2%/15.6%；EPS 分别为 1.31 元/1.57 元/1.82 元。预计公司明年股价至少有 25% 的上涨空间。推荐重点关注。

图表 65：公司收入利润携手增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 66：公司出厂吨价超过 3400 元

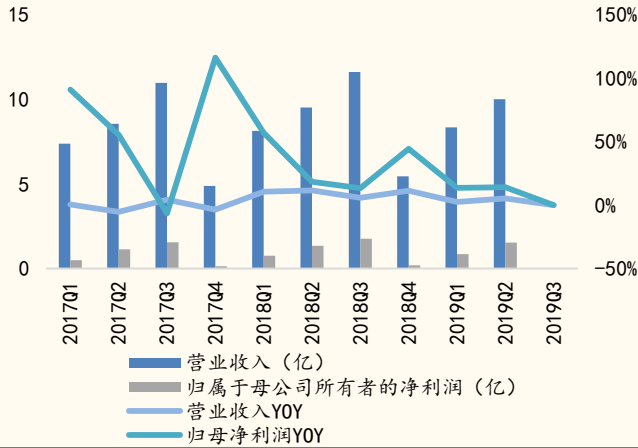


来源：公司公告，国金证券研究所

- **重庆啤酒：**公司吨价和经营效率行业领先，嘉士伯入主后一系列内部改革推动公司 ROE 达到 30% 以上。公司产品结构中醇麦国宾升级超预期，消费价格带稳定上移；销售区域中大本营重庆市场稳健，大城市战略布局四川、湖南市场卓有成效。2020 年将推进资产注入事宜，预计将带动上市公司进入发展新阶段。公司 19 年醇麦国宾升级超预期，预计 2020 年仍将延续；19 年受天气因素影响销量是低基数，2020 年受产品结构升级、代工量加大和体育大年等促进销量增速将超过 5%；明年公司仍有提价预期，效率提升还未结束，同时四川和湖南随着规模扩张盈利水平预计有所改善。预

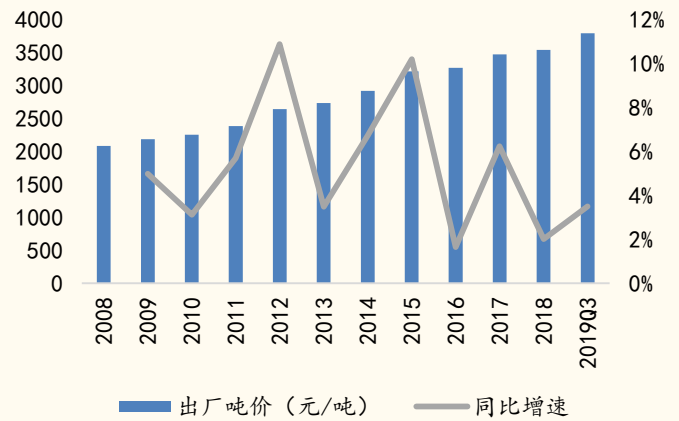
计公司 19-21 年的收入分别为 36.00/38.61/41.65 亿元，同比增长 3.8%/7.3%/7.9%；归母净利润分别为 6.31/5.68/6.63 亿元，同比+56.1%/-9.9%/+16.6%，EPS 分别为 1.30 元/1.17 元/1.37 元。预计公司明年股价至少有 35% 的上涨空间，推荐重点关注。

图表 67：公司收入利润持续增长（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

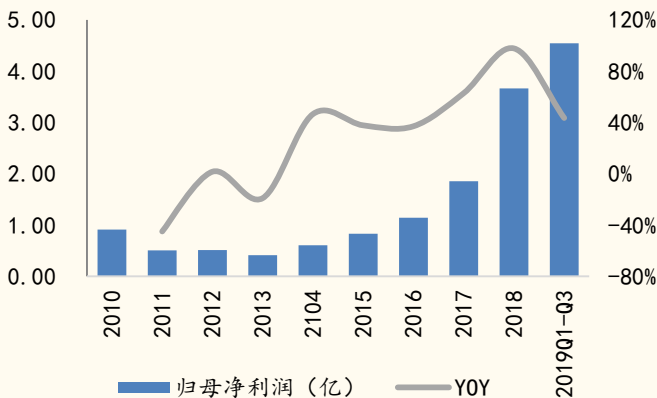
图表 68：公司出厂吨价超过 3700 元



来源：公司公告、国金证券研究所

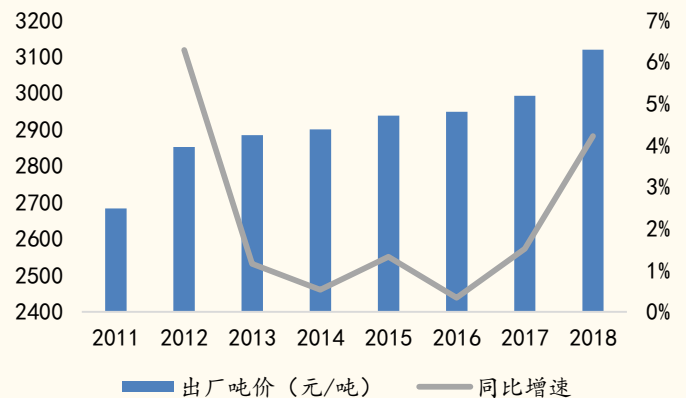
- **珠江啤酒**：公司是广东省市占第一的区域啤酒企业，持续做精做细广东市场，紧抓结构升级机会，纯生占比超过 37%，餐饮渠道占比达到 30%，产品结构优化+渠道多元化助力盈利释放。公司集中资源提升纯生和易拉罐等中高档产品，顺应广东市场啤酒消费价格带的提升和对罐装啤酒需求的增加，预计 2020 年中高档啤酒将持续提升，助力公司优化产品结构和盈利能力。预计公司 19-21 年的收入分别为 43.25/46.97/51.47 亿元，同比增长 7.1%/8.6%/9.6%；归母净利润分别为 4.95/5.65/6.42 亿元，同比增长 35.0%/14.3%/13.5%；EPS 分别为 0.22 元/0.26 元/0.39 元。预计公司明年股价至少有 20% 的上涨空间，推荐重点关注。

图表 69：公司利润规模稳定增长



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 70：公司出厂吨价持续创新高



来源：公司公告、国金证券研究所

3.5 风险提示

- **原材料价格上涨的风险**：公司大麦和包材两大原材料未来仍存在上涨的风险，增加公司业绩增长的不确定性。
- **关停出售工厂压制利润的风险**：不排除各公司为了优化产能继续关停生产工厂，存在压制公司利润的风险。

- **行业竞争加剧的风险：**啤酒行业目前仍在存量竞争期，各企业都在布局中高端市场，中高端市场的竞争格局预计将进一步白热化，竞争态势升级，各企业也会面临一定的竞争压力。

四、休闲食品百花齐放，优选具备成长性和空间的品种

- **绝味食品：**2020 年公司鸭脖业务预计仍将是量价齐升的发展趋势，已有渠道加密和下沉市场扩张预计将使公司新增 800-1000 家门店；单店营收受提价、新增品类和效率提升等预计仍有 3-5% 的增长；叠加新业态的持续布局，预计收入端增速将超 15%。成本端来看，今年下半年鸭副价格环比下行，预计将有效降低公司明年上半年的成本压力，毛利率持续提升，同时过万家门店不断提升品牌势能，销售费用投放边际降低。公司不断建设美食生态链，强化在鸭脖主业和美食生态链的护城河，盈利增长的可持续性较强。预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 51.19/58.71/65.71 亿元，同比+17.2%/+14.7%/+11.9%；归母净利润 8.01/9.44/11.00 亿元，同比+25.1%/+17.9%/+16.5%；实现每股收益 1.38/1.62/1.89 元。预计公司明年股价至少有 20% 的上涨空间，推荐重点关注。
- **香飘飘：**公司四季度新品双拼系列发货投入市场，市场反馈动销良好，预计将带动 Q4 业绩环比改善。2020 年冲泡的双拼系列将是全新增量，预计将推动整体冲泡系列实现高个位数增长；果汁茶仍需重点关注夏季冰冻化率提升和终端铺货的增加。我们长期看好果汁茶品牌张力释放和渠道竞争力提升带来规模的加速扩张，助力公司建设即饮+冲泡两大产品矩阵。预计公司 19-21 年的收入分别为 41.9 亿元/49.4 亿元/56.8 亿元，同比增长 28.7%/18.0%/15.0%；归母净利润分别为 3.8 亿元/4.9 亿元/6.5 亿元，同比增长 21.4%/29.2%/32.0%；EPS 分别为 0.91 元/1.18 元/1.55 元。预计公司明年股价至少有 25% 的上涨空间，推荐重点关注。
- **三只松鼠：**公司“一主两翼”的渠道格局正加速成型，实现消费者群体的深度覆盖，提升核心竞争力。分渠道来看，线上渠道在多品类布局等促进下继续巩固休闲食品第一品牌的地位；线下投食店破百家，联盟小店达到破两百家，线下渠道重要性持续提升，渠道格局逐步优化。长期来看，我们持续看好公司将线上优势向线下延伸，不断提升产业链运营和市场响应效率，着力转型为高效的平台型企业，真正实现全渠道领先。预计公司 2019-2021 年实现收入 92.11/115.74/141.10 亿元，同比+31.6%/+25.7%/+21.9%；实现归母净利润 3.49/4.61/6.19 亿元，同比+14.8%/+32.0%/+34.3%。预计公司明年股价至少有 25% 的上涨空间，推荐重点关注。
- **三全食品：**公司明年将继续推进改革，加速利润释放，产品端加快新品研发和市场投放，渠道端注重餐饮渠道建设，内部考核更加注重利润的增长，倒逼费用投放有效性的提升。明年是公司改革的重要一年，将重点发力餐饮渠道，在行业需求提升和公司终端精细化运作的双重推力下预计餐饮渠道将继续高增长，同时带动公司实现利润释放。我们看好公司以改革促发展，解决内忧外患，进入利润释放新周期；同时公司改用进口猪肉后明年猪瘟影响进一步消除，带来业绩弹性。预计公司明年股价至少有 30% 的上涨空间，推荐重点关注。
- **安井食品：**公司凭借差异化的渠道策略、极强的成本和经销商管控能力以及领先的品类扩张能力，已经发展成为火锅丸子的行业霸主；并深入布局速冻米面市场，提升品类丰富度和业务规模。明年公司河南、湖北和无锡公司即将投入使用，将对于产能进行有效补充；同时公司今年下半两度提价，合计力度超过 10%，明年提价效应预计将有所显现，并且后续一旦猪肉价格下调，公司利润空间将进一步扩大，提升公司业绩弹性和估值水平。预计公司明年股价至少有 30% 的上涨空间，推荐重点关注。
- **中粮肉食：Q3 养殖业务已扭亏为盈，全年生猪出栏量指引不变。**Q3 出栏量低于预期，但全年出栏指引不变，看好四季度生猪出栏。Q3 生猪出栏 26.5 万头，同比下降 60.5%，前三季度累计出栏 172 万头。其中出栏量 7、8 月稍低，9 月份逐步开始回升（10 万头左右），全年计划出栏 220 万头不

变，预计四季度出栏 40-50 万头。Q3 生猪销售均价达到 22.22 元/公斤，涨幅趋势明显（同比上涨 74.4%），带动养殖业务分部业绩提升。由于公司生猪出栏量缩减，公司将加大进口量，预计进口业务三季度收入同比增长超 50%。整体来看，预计公司实现三季度收入增速 20%左右，前三季度累计收入增速 30%左右；受益于三季度猪价飞涨，生猪养殖分部业绩实现扭亏为盈，Q3 当季实现 2.4 亿元净利润，其中养殖业务利润占七成。目前生猪价格 11 月略有回落，主要在于 8、9 月份猪价超涨回跌，实际上来看，目前供给依然紧张，缺口仍在，预计后期猪价将会温和上涨，Q4 盈利趋势有望持续。预计 19-21 年实现归母净利润分别为 5.1 亿元/17.0 亿元/15.7 亿元，分别同比+181.5%/231.9%/-7.5%（21 年预计受猪周期影响猪价会有所下降，影响公司利润表现），折合 EPS 分别为 0.13 元/0.43 元/0.40 元。明年上看 60%空间，建议重点关注。

- **中国食品：预计全年整体业绩维持稳健增长，利润有望逐渐显现。**结合持续的渠道跟踪来看，三季度碳酸汽水终端动销较好，预计公司汽水业务有望维持稳健的增长；瓶装水与能量饮料不断推进产品结构升级与渠道拓展，我们预计全年水品类与其他饮料仍将实现较快增长。今年以来，公司持续推出新品并加大新品的推广力度，上半年新品贡献收入超 7%，同时不断推动着产品结构的改善。我们认为，公司下半年仍会持续推出新品加快全品类饮料布局，同时加强新渠道拓展，维持收入的良好增长态势。此外，公司原材料价格预计下半年以窄幅波动为主，毛利率有望持稳向上，加上费用投放效率的进一步提升，推动利润端持续改善，下半年利润有望逐渐显现。预计公司 2019-2021 年收入分别为 171.2 亿元/186.4 亿元/201.7 亿元，同比+9.4%/+8.8%/+8.2%；归母净利润分别为 4.0 亿元/4.8 亿元/5.8 亿元，同比+24.2%/+21.5%/+19.3%，折合 EPS 为 0.14 元/0.17 元/0.21 元。明年上看 40%空间，建议重点关注。

五、调味品：龙头稳健性持续验证，多元化、平台化是趋势

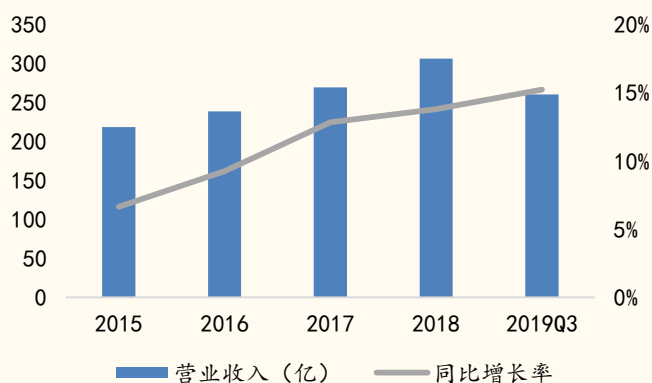
调味品行业当前仍是龙头市占率持续提升时期，也是行业向上百花争鸣时期，以酱油为主要占比的调味品行业未来也将更加多元化。在当前酱油行业中海天一骑绝尘傲然群雄，而美味鲜则蓄势待发卷土重来，究竟鹿死谁手并不重要，两强各有各自逻辑，尤其未来中期角度来看海天霸主地位依然难以撼动，美味鲜则只需做好自己，不负众望即可。龙一龙二必将把股价持续一路向上，毫无疑问。这是食品饮料行业最稳定增长和确定性最强的行业。

而从 19 年看下来，海天美味鲜实现了非常稳定的增长，良好的基本面也支撑了估值的持续修复。从基本面角度来看，海天美味鲜前三季度增长均已超出全年指引（海天前三季度+16.6%，指引+16%），因此四季度实质上压力并不大，有望平稳过度，增速预计环比可能略有下降，也为明年准备良好库存空间。而这也符合我们终端调研结果，从 10 月份开始终端动销增速便环比有所放缓，而渠道库存也保持良性，意味着收入诉求的降低，我们倾向于认为全年海天和美味鲜各自达到指引水平完美收官，则预计估值有一定缓冲空间，推荐阶段性低点重点布局。预计明年海天有 20%的上涨空间，美味鲜有 25%上涨空间。

5.1 19 年回顾：强者恒强，集中度提升

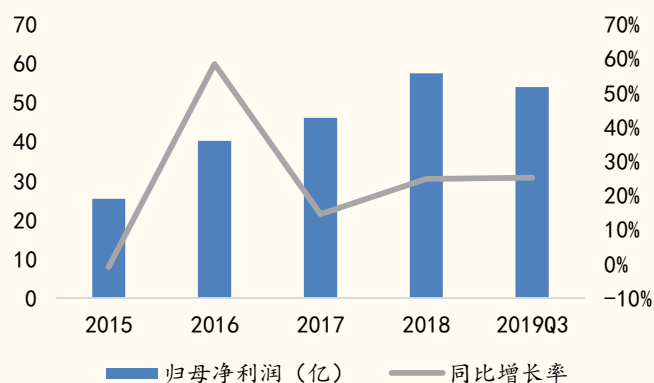
- **稳中有升，持续性强：**我们以 A 股 13 家调味品上市公司为基准计算调味品行业业绩变化情况。调味品行业营业总收入从 15 年开始持续增长，18 年收入同比增长 13.8%，19 年前三季度取得 261 亿的收入，同比增长 15.2%。归母净利润从 15 年的 25.4 亿增加到 17 年的 57.5 亿，三年间行业内各企业合计归母净利润翻番，2019 年前三季度实现归母净利润 54 亿，同比增长 25.2%，继续维持高速增长。调味品板块 19 年相较于 18 年增速稳中略升，行业是难得的具备成长持续性的稳健行业。

图表 71：前三季度收入合计增长 15.2%



来源：公司公告，国金证券研究所

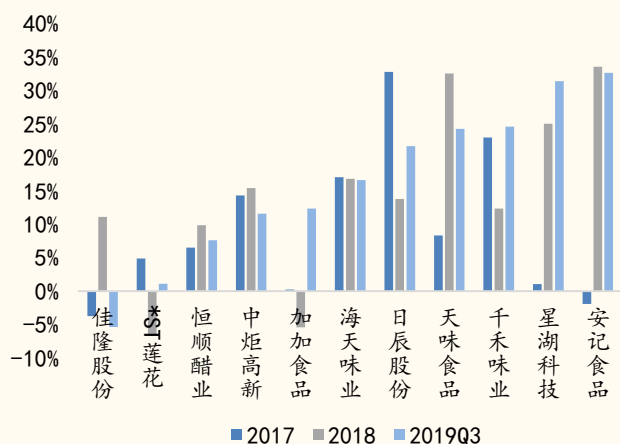
图表 72：前三季度利润合计增长 25.2%



来源：公司公告，国金证券研究所

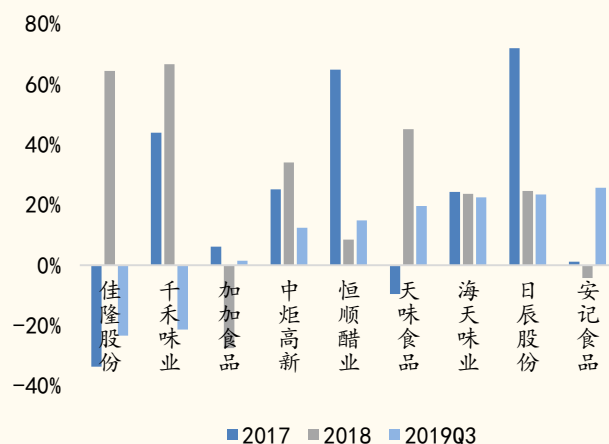
- 龙头企业稳定性高，小企业生存难度加大：**具体看各公司情况，受宏观经济和包材等成本影响，行业内企业业绩分化明显，部分企业出现业绩下行。综合型企业中行业龙头海天因地位稳固、产品性价比高、流通渠道需求稳健等因素，应对外部市场波动能力较强，前三季度保持 17% 和 23% 的收入和归母净利润的稳定增长；中炬收入和利润增速均在 12% 左右，核心调味品业务持续稳中有升。对于非综合型企业来说，复合调味料企业天味食品和日辰股份收入增长均在 20% 以上，伴随行业快速成长；千禾差异化突围，实现 25% 的收入增长。加加食品、佳隆股份和莲花健康等小体量公司业绩增速较低甚至有所下滑，小企业生存难度不断加大。

图表 73：各企业收入增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

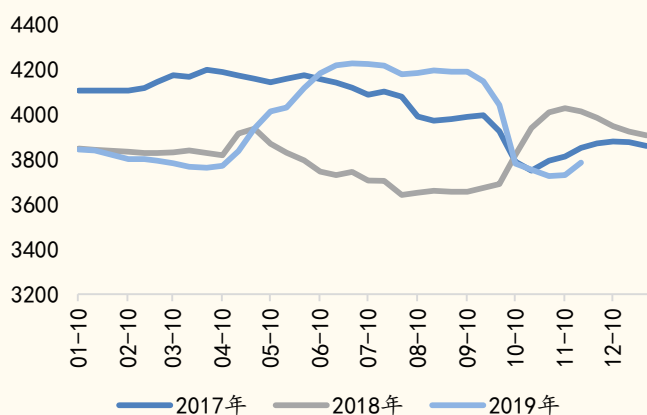
图表 74：各企业利润增速对比



来源：公司公告，国金证券研究所

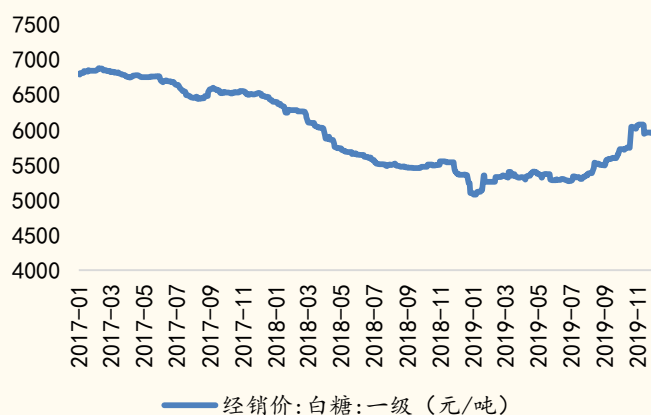
- 黄豆价格承压，包材价格下行：**原材料中黄豆价格承压，白糖价格同比上涨、包材价格有所下降，综合下来原材料价格波动整体在可控范围内，对毛利率影响不大。具体来看，黄豆价格 Q1 同比持平，Q2 开始持续了两个月的同比上涨，整体上涨幅度在 10% 左右；白糖价格同比略有下降；包材中箱板纸和瓦楞纸价格持续下行。

图表 75：黄豆价格二季度开始上涨（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所

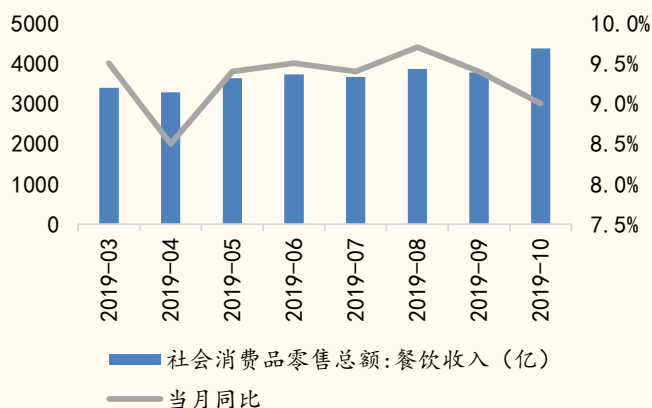
图表 76：白糖价格上涨



来源：wind，国金证券研究所

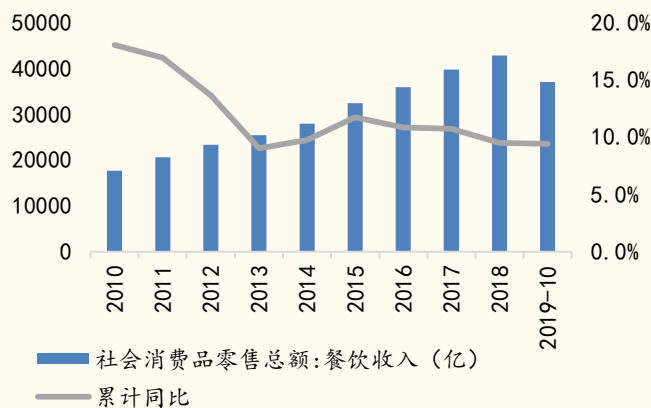
- **前 10 个月餐饮行业较去年同期增长 9.4%，延续高景气度：**根据统计局公布的最新数据，2019 年前 10 个月全国餐饮收入 36932.3 亿元，较去年同期增长 9.4%；10 月份当月全国餐饮收入 4367.5 亿元，同比增长 9.4%，增速较去年同期提升 0.2pct；同时前 10 个月全国限额以上单位餐饮收入 7695.2 亿元，同比增长 7.1%。餐饮行业累计增速高于社会消费品零售总额的累计增幅（8.1%），继续领跑各项社会消费品零售额增长。餐饮行业作为调味品重要的下游客户，行业景气度是调味品行业发展的有效前瞻指标，餐饮行业持续景气也确保了调味品行业的稳健增长，我们长期看好调味品行业随着餐饮产业的发展而不断实现规模扩张，提升行业投资价值。

图表 77：餐饮企业收入稳定增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 78：前十个月餐饮收入同比增长 9.4%

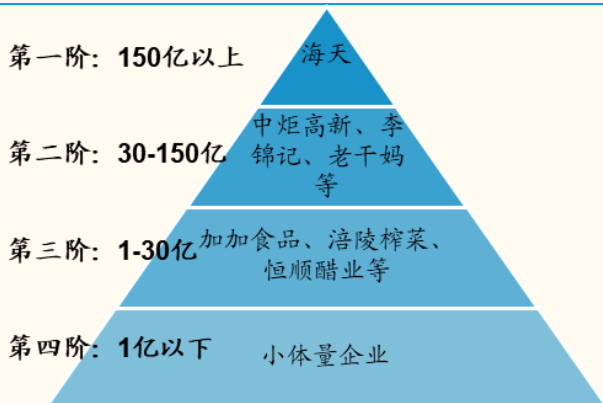


来源：wind，国金证券研究所

5.2 多元化、平台化是趋势，未来三年年化增长 8%

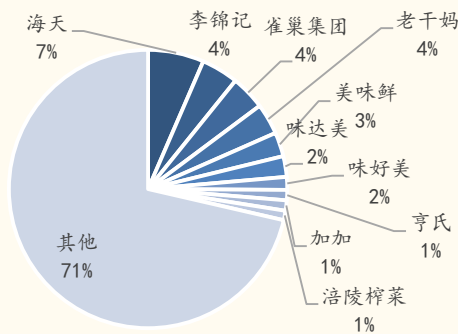
- **行业集中度提升是大势所趋：**调味品行业排名前十的公司占比仅为 29%，且除第一梯队海天占比超过 5%以外，其余占比均不高，排名第十的涪陵榨菜仅为 1%左右，相较于食品饮料其他行业市场集中度偏低。长期来看，龙头市场份额提升+行业标准规范性加强等使得规模较小的企业生存难度极大，行业集中度逐步提升，排名前五的企业市占率在不断向上，行业整合是大势所趋。

图表 79：调味品行业竞争格局



来源：国金证券研究所绘制

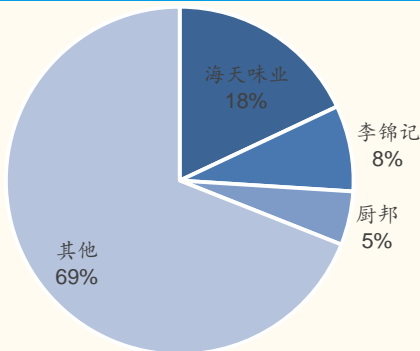
图表 80：调味品行业集中度不高



来源：wind，国金证券研究所

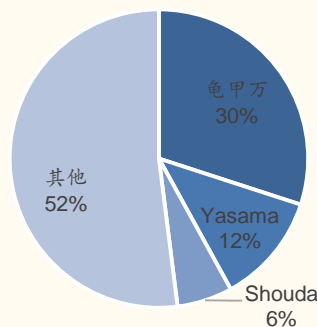
- 消费结构多元化是趋势：**我国与日本饮食习惯和结构相似，调味品行业具有一定的可比性，我们参考日本的调味品行业发展判断我国调味品行业未来的发展方向和成长空间。相较于中国的调味品行业，日本的更加多元化和分散，酱油是日本的第一大品类，但占比仅为 8.65%，第二大品类味甄占比 6.69%，其他调味品占比更低。而国内受限于居民消费能力和消费习惯，分品类中酱油、味精和食醋等占比均不低，酱油占比更是高达 24%，未来小品类调味品有望通过高速增长丰富调味品品类结构，整体结构更加多元化。
- 集中度提升，平台型企业出现：**虽然品类集中度高，但各企业的市占率仍然较小，海天作为第一大调味品企业，市占率不足 10%。即使单从酱油品类来看，海天酱油的市占率也仅为 18%左右，CR3 为 31%；而日本的调味品领军企业龟甲万占据全国 30%的酱油份额，CR3 也达到 48%。长期来看，行业整合是大趋势，龙头企业产品端借力消费升级，渠道端借力餐饮业复苏，加速布局终端，恒者恒强，小厂商将加速出清。同时优秀企业的优势也将不仅限于单一的调味品品类，将会出现类似于龟甲万、雀巢、味好美等多个品类综合发展的优质平台型企业。

图表 81：中国酱油企业市占率



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 82：日本酱油企业市占率



来源：公开资料，国金证券研究所

- 预计调味品行业市场规模未来三年年化增长 8%：**我们以规模以上调味品企业出厂端营业收入为基准，对未来三年出厂端调味品市场规模进行测算。我们预计 2019-2021 年我国总人口将分别同比增长 0.40%、0.37%和 0.36%；而人均调味品消费额将分别同比增长 7.6%、7.4%和 6.8%，到 2021 年人均消费额将达到 296 元。结合人口和人均消费额的判断，我们预计 2019-2021 年国内规模以上调味品企业营业收入分别为 3614 亿元、3896 亿元和 4176 亿元，未来三年年化增长 8%，到 2021 年调味品市场规模将超过 4000 亿元。

图表 83：调味品市场测算

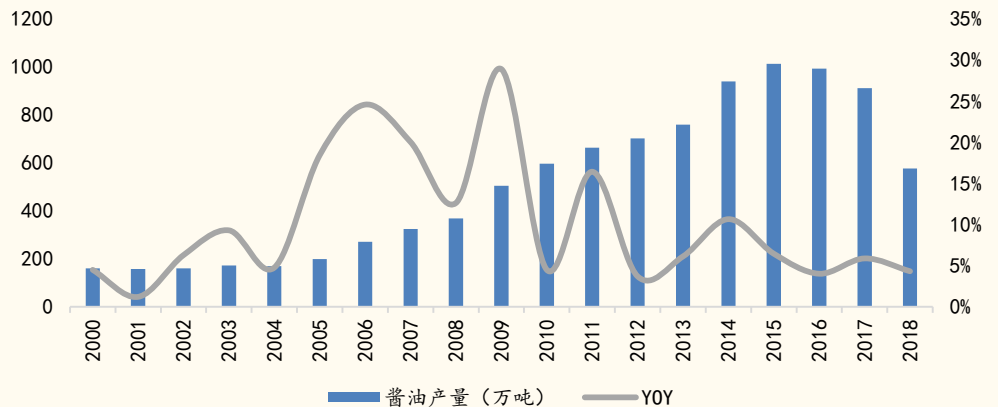
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	2098	2329	2642	2904	3086	3346	3614	3896	4176
YOY		11.01%	13.44%	9.92%	6.27%	8.41%	8.03%	7.80%	7.18%
总人口 (亿人)	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.01	14.06	14.11
YOY		0.52%	0.50%	0.59%	0.53%	0.38%	0.40%	0.37%	0.36%
人均消费额 (元/人)	154.18	170.27	192.20	210.02	222.00	239.76	257.98	277.07	295.92
YOY		10.4%	12.9%	9.3%	5.7%	8%	7.6%	7.4%	6.8%

来源：wind，国金证券研究所测算

5.3 20 年展望：量稳价增是大概率事件，提价预期强

- **消费量增长进入稳健成长期：**调味品消费量增长经历了从快速提升到趋于稳健的过程，既得益于餐饮渠道每年 8%-10% 的自然增长，又受益于家庭消费向健康化、功能化、复合化的转化而带来的居民消费频次和种类的增加。长期来看，随着消费升级趋势加快和餐饮渠道复苏等，酱油产量增长空间依然较足，预计增速会逐步趋于稳健。

图表 84：酱油产量增速放缓 (万吨)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

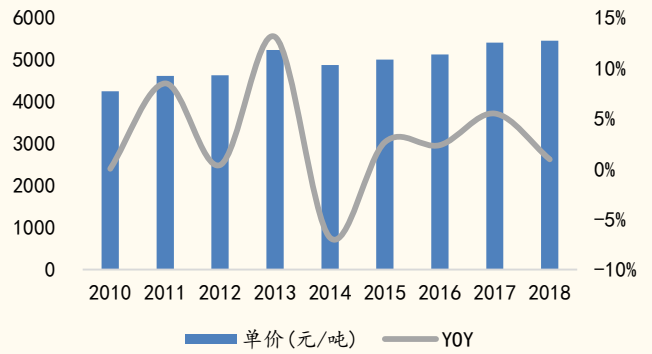
- **提价和结构升级共同带动均价增长。**销售均价的增长一方面由成本端压力转嫁推动提价而来，更重要的是由产品结构升级、消费价格带上移带动。调味品具备提价能力一方面在于调味品占居民消费总支出不足 1%，另一方面居民消费频次较低，因此对价格记忆性和敏感度低。但企业单独提价可能会被竞争对手挤占市场空间，所以一般提价是行业性集体事件，主要推动力源于原材料价格的上涨而转移成本压力，行业在 2014 和 2016 年经历了两次集体性提价。结构升级是推动调味品均价提升的持续动力，以酱油为例，我国酱油发展经历了生抽/老抽/高鲜等阶段，同时不断涌现出淡盐/零添加/有机等高端产品，消费价格带不断上移，海天酱油的出厂吨价也提升至 5400 元以上，近几年产品结构升级是各企业出厂均价提升的核心因素。

图表 85：行业最近两次的集体提价

公司	提价时间	提价范围	提价幅度
海天味业	2014年11月	多数产品	
	2016年底		约为5%
中炬高新	2013年7月	厨邦及美味鲜全线产品	约为5%
	2017年3月初	部分产品	5-6%
千禾味业	2017年4月	主力产品	5%-8%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 86：海天出厂吨价提升



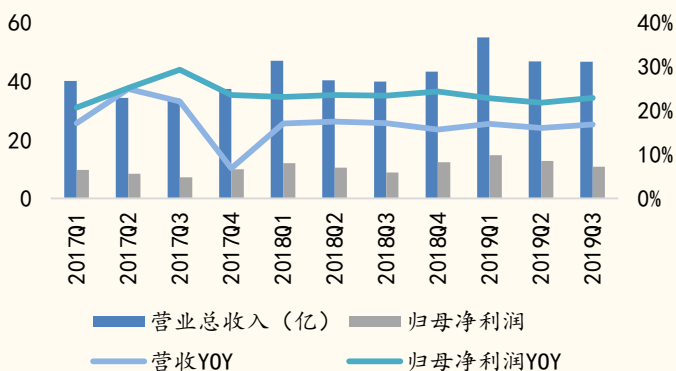
来源：公司公告，国金证券研究所

- **2-3 年为一个提价周期，明年提价预期强烈：**从历史提价周期来看，每 2-3 年为应对原材料价格变化和通货膨胀行业会有集体性提价，上一轮提价距今已有 3 年，具备一定的提价契机；从原材料价格变动来看，19 年黄豆价格仍然处于高位，玻璃价格仍同比上行，价格端有所承压；从提价接受度来看，调味品属于低频次、价格敏感度低的消费品，历史提价价格传导相对顺利。展望 2020 年，原材料中黄豆价格预计仍在高位，玻璃瓶大概率仍将上行，成本端仍面临考验，同时随着行业集中度提升，龙头话语权不断提升，预计仍有龙头先行、行业跟随的提价预期和可能。

5.4 标的推荐：海天味业、中炬高新

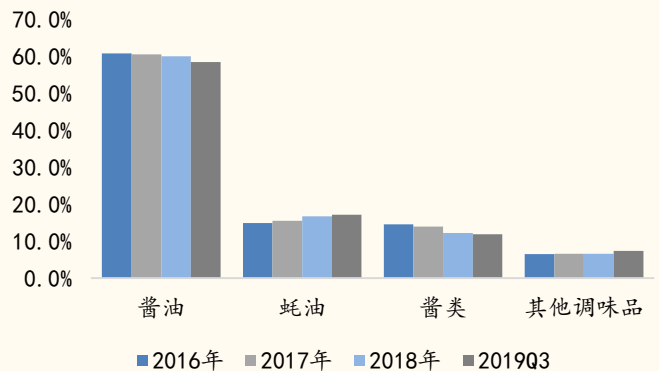
- **海天味业：**预计公司 2020 年仍以稳健为主，但酱油吨价提升、结构升级，蚝油加速成长，调味酱重回稳健增长仍看点十足；同时明年仍有提价预期，助力公司规模扩张，弹性加大。公司基本面仍将稳中有升，巩固龙头地位，扩张品类范围，释放利润弹性。公司调味品龙头地位稳固，优质赛道的霸主地位持续性强，建议长期布局持有。预计 2019-2021 年公司营业收入为 198.8 亿元/232.6 亿元/267.8 亿元，同比增长 16.7%/17.0%/15.1%；归属母公司利润为 52.5 亿元/62.3 亿元/72.5 亿元，同比增长 20.4%/18.5%/16.5%，对应 EPS1.95 元/2.31 元/2.68 元。预计公司明年股价至少有 20% 的上涨空间，推荐重点关注。

图表 87：公司业绩稳中有升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 88：公司产品结构不断多元化

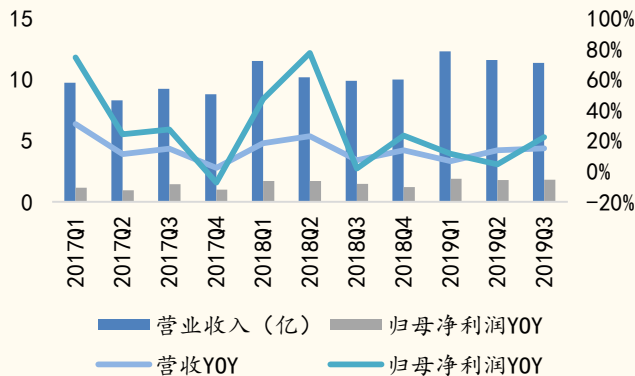


来源：公司公告，国金证券研究所

- **中炬高新：**预计公司 2020 年仍将以酱油为核心加速全品类布局；阳西酱油和小品类产能投产一方面带给公司规模扩张，另一方面通过制造和人工效率提升推高毛利率水平。公司渠道端明年将重点发力较为弱勢的餐饮渠

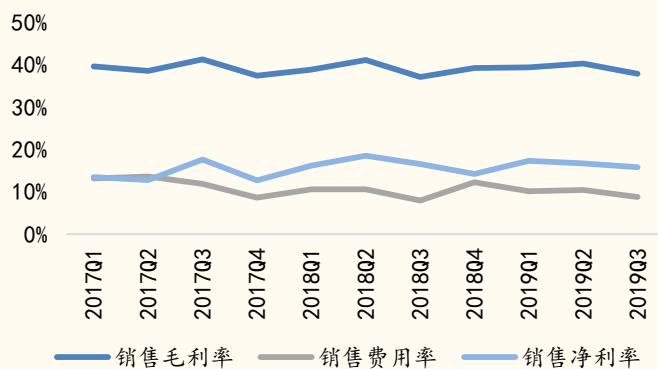
道，加快高品质的厨邦产品在餐饮渠道的推广，完善公司渠道结构，带来业绩增量。同时预计明年新的激励将落地，激发管理层和员工积极性，推动中炬实现又好又快发展，提升竞争力，不断向行业龙头靠拢和看齐。预计公司 19-21 年收入分别为 47.32 亿元/56.20 亿元/65.31 亿元，同比 +13.6%/+18.8%/+16.2%；归母净利润分别为 7.38 亿元/9.01 亿元/10.90 亿元，同比 +21.5%/+22.1%/+21.1%；对应 EPS 分别为 0.94/1.15/1.39 元。预计公司明年股价至少有 25% 的上涨空间，推荐重点关注。

图表 89：公司业绩持续稳中有升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 90：公司利润率持续稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

5.5 风险提示

- **宏观经济下行风险：**调味品行业餐饮渠道占比较高，而餐饮行业同宏观经济高端相关，因此宏观经济下行对调味品需求会产生较为直接的负面影响。
- **后续费用加剧或效果不达预期：**费用投放效率是边际递减的，不排除后期行业费用投放整体加剧后，费用边际效果不达预期。
- **股东减持风险：**股东减持将会对股价造成波动。

图表 91：重点推荐标的的盈利预测以及目标空间排序

板块	公司	19-EPS	20-EPS	19-PE	20-PE	明年预计空间↓
乳制品	澳优	0.56	0.76	16X	12X	75%
小食品	中粮肉食	0.13	0.43	17X	5X	60%
小食品	中国食品	0.14	0.17	20X	17X	40%
啤酒	重庆啤酒	1.3	1.17	39X	42X	35%
白酒	酒鬼酒	0.9	1.16	42X	33X	35%
乳制品	蒙牛乳业	1.78	1.31	15X	21X	35%
啤酒	青岛啤酒	1.35	1.6	38X	32X	25%
小食品	三只松鼠	1.15	1.54	58X	42X	25%
调味品	中炬高新	0.93	1.13	50X	41X	25%
小食品	香飘飘	0.91	1.18	28X	22X	25%
乳制品	伊利股份	1.17	1.23	25X	24X	25%
白酒	古井贡酒	4.61	5.91	24X	19X	23%
小食品	绝味食品	1.38	1.62	32X	27X	20%
白酒	泸州老窖	3.1	3.94	26X	21X	20%
啤酒	珠江啤酒	0.22	0.26	32X	27X	20%
调味品	海天味业	1.95	2.31	56X	48X	20%
白酒	五粮液	4.35	5.44	29X	23X	18%
白酒	贵州茅台	33.91	40.27	33X	28X	15%

来源：wind，国金证券研究所

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，而不应当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